

# 만도

**BUY(유지)**

204320 기업분석 | 자동차/부품

목표주가(유지)	38,000원	현재주가(01/31)	33,950원	Up/Downside	+11.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 02. 01

## 중국 회복 느긋하게 기다리자

### News

**4Q18, Shock:** 만도의 4Q18 실적은 매출액 1조 4,904억원(-1.3%YoY, +6.6%QoQ), 영업이익 376 억원(-40.8%YoY, -24.8%QoQ)으로 영업이익 기준 시장기대치를 44% 하회했다. 실적 부진은 중국 내 고객사의 물량 감소로 수익성이 높은 중국 법인의 매출(-38%YoY)이 급감했고, 재료비 증가에 의한 국내 법인의 원가율 악화 등이 주요 원인이다. ADAS(Advanced Driver's Assistant System) 부문의 매출은 1,620억원(+70%YoY)으로 증가해, 전체 매출의 11%를 차지했다.

### Comment

**낮아진 매출 성장, 높아진 원가율:** 기존 예상과 달리 기존 고객사들의 물량 부진이 더욱 더 심화되고 있다. Geely의 19년 판매 목표는 151만대로 18년과 비슷한 수준이다. 이는 기존 200만대에서 약 50만대가 감소한 수준이다. 기존 현대차 쌍티페의 미국 공장 생산 본격화 등에 따른 북미 법인 매출 성장은 여전히 유효할 것으로 예상되지만 중국 등 타 지역에 대해서는 보수적인 추정이 불가피한 상황이다. 게다가 국내 법인의 재료비 증가에 의한 매출원가율 악화는 19년까지 지속될 전망이다. 국내외 상황을 고려했을 때 동사의 19년 가이던스인 매출액 6조원 및 영업이익률 4% 달성 가능성은 여전히 불확실성이 높다. 19년 영업이익 추정치를 10% 하향한다.

### Action

**중국 회복 기대감 조정 필요:** 실적추정치 하향에도 불구하고 투자의견을 BUY로 유지한다. 중국 정부의 자동차 관련 소비 부양책 발표로 그 동안 놀려있던 중국 수요가 1Q19에 반등할 것으로 전망되기 때문이다. 다만 중국 시장의 빠른 회복에 대한 기대감은 다소 낮출 필요가 있다. 기대와 달리 구매세 인하가 제외됐고, 대부분의 지원책이 놓어 ön에 집중되어 있기 때문이다. 시장 기대와는 달리 다소 완만한 중국 법인의 매출 회복이 예상된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018P	2019E	2020E	52주 최저/최고	26,550/57,600원	
<b>매출액</b>	5,866	5,685	5,669	5,932	6,399	KOSDAQ /KOSPI	717/2,205pt	
(증가율)	10.7	-3.1	-0.3	4.6	7.9	시가총액	15,942억원	
<b>영업이익</b>	305	84	192	238	276	60일-평균거래량	435,596	
(증가율)	14.8	-72.6	130.1	23.9	15.8	외국인자본율	23.4%	
<b>자배주주순이익</b>	199	5	107	159	186	60일-외국인자본율변동주이	-3.0%p	
<b>EPS</b>	4,249	102	2,280	3,391	3,963	<b>주요주주</b>	한라홀딩스 외 11 인 30.3%	
PER (H/L)	13.6/6.5	676.5/430.0	12.7	10.0	8.6	(천원)	만도(주)	
PBR (H/L)	1.9/0.9	2.4/1.5	0.8	0.9	0.9	100	KOSPI지수대비(우)	(pt)
EV/EBITDA (H/L)	7.2/4.6	13.5/10.1	4.9	5.0	4.6	0	200	
영업이익률	5.2	1.5	3.4	4.0	4.3	0	0	
ROE	14.3	0.3	7.3	9.6	10.4	18/01 18/05 18/08 18/12		
						주가상승률	1M 3M 12M	
						절대기준	17.3 11.1 -38.8	
						상대기준	8.6 2.3 -28.8	

도표 1. 만도 4Q18 실적 및 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18P	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,490	1,599	-6.8	1,611	-7.5
영업이익	38	61	-38.7	67	-43.8
(영업이익률)	2.5	3.8	-1.3	4.2	-1.6
지배주주순이익	23	47	-50.1	23	0.0
(지배주주순이익률)	1.6	2.9	-1.4	1.4	0.1

자료: 만도, FnGuide, DB금융투자

도표 2. 만도 4Q18 상세 실적 요약

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18P	4Q17	YoY	3Q18	QoQ
매출액	1,490	1,510	-1.3	1,398	6.6
한국	907	817	11.0	754	20.3
중국	337	547	-38.4	367	-8.4
미국	264	199	33.1	252	4.8
기타	193	182	5.8	185	4.3
영업이익	38	64	-40.8	50	-24.8
(영업이익률)	2.5	4.2	-1.7	3.6	-1.1
지배주주순이익	23	34	-31.0	24	-3.8
(지배주주순이익률)	1.6	2.2	-0.7	1.7	-0.2

자료: 만도, DB금융투자

도표 3. 만도 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, 만대, %, %p)

	19년			20년		
	수정 후	수정 전	% 차이	수정 후	수정 전	% 차이
매출액	5,932	5,999	-1.1	6,399	6,413	-0.2
한국	3,224	3,224	0.0	3,389	3,389	0.0
중국	1,686	1,737	-2.9	1,850	1,850	0.0
북미	904	882	2.4	1,035	1,006	2.9
기타	800	781	2.4	860	836	2.9
영업이익	238	265	-10.3	276	305	-9.8
영업이익률	4.0	4.4	-0.4	4.3	4.8	-0.5
지배주주순이익	159	175	-8.8	186	203	-8.3
지배주주순이익률	2.7	2.9	2.7	2.9	3.2	2.9

자료: DB금융투자

도표 4. 만도 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2016	2017	2018P	2019E
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,346	1,433	1,398	1,490	5,866	5,685	5,669	5,932
한국	766	791	753	817	703	790	754	907	3,150	3,096	3,153	3,224
중국	419	310	373	547	395	398	367	337	1,763	1,643	1,497	1,686
북미	276	227	175	199	201	219	252	264	1,131	847	937	904
기타	144	200	206	182	176	180	185	193	609	762	734	800
영업이익	60	55	-96	64	43	66	50	38	305	84	192	238
영업이익률	4.2	4.0	-7.1	4.2	3.2	4.6	3.6	2.5	5.2	1.5	3.4	4.0
지배주주순이익	33	33	-95	35	23	37	24	23	200	6	107	159
지배주주순이익률	2.3	2.4	-7.0	2.3	1.7	2.5	1.7	1.6	3.4	0.1	1.9	2.7

자료: 만도, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>2,101</b>	<b>2,021</b>	<b>2,166</b>	<b>2,255</b>	<b>2,364</b>
현금및현금성자산	185	119	375	352	310
매출채권및기타채권	1,428	1,445	1,316	1,410	1,538
재고자산	336	313	329	338	367
<b>비유동자산</b>	<b>2,363</b>	<b>2,430</b>	<b>2,534</b>	<b>2,615</b>	<b>2,730</b>
유형자산	1,900	1,905	2,045	2,156	2,296
무형자산	197	223	187	158	133
투자자산	120	119	119	119	119
<b>자산총계</b>	<b>4,464</b>	<b>4,451</b>	<b>4,700</b>	<b>4,870</b>	<b>5,094</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,753</b>	<b>1,954</b>	<b>1,953</b>	<b>2,007</b>	<b>2,087</b>
매입채무및기타채무	1,339	1,280	1,279	1,333	1,413
단기차입금및기타채	165	101	101	101	101
유동성장기부채	141	464	464	464	464
<b>비유동부채</b>	<b>1,196</b>	<b>1,085</b>	<b>1,085</b>	<b>1,085</b>	<b>1,085</b>
사채및장기차입금	983	774	774	774	774
<b>부채총계</b>	<b>2,949</b>	<b>3,039</b>	<b>3,038</b>	<b>3,092</b>	<b>3,172</b>
자본금	47	47	235	235	235
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	654	604	665	777	916
비자매주자분	50	61	63	67	71
<b>자본총계</b>	<b>1,515</b>	<b>1,412</b>	<b>1,663</b>	<b>1,779</b>	<b>1,922</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>350</b>	<b>277</b>	<b>499</b>	<b>431</b>	<b>446</b>
당기순이익	210	18	109	163	190
<b>현금유동이 없는 비용 및 수익</b>	<b>342</b>	<b>522</b>	<b>343</b>	<b>359</b>	<b>377</b>
유형 및 무형자산상각비	229	245	286	286	296
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-170</b>	<b>-193</b>	<b>73</b>	<b>-45</b>	<b>-67</b>
매출채권및기타채권의감소	-171	-22	129	-95	-127
재고자산의감소	-20	23	-15	-10	-29
매입채권및기타채무의증가	94	-14	-1	54	80
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-366</b>	<b>-377</b>	<b>-386</b>	<b>-371</b>	<b>-405</b>
CAPEX	-336	-286	-390	-367	-411
투자자산의순증	8	4	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>4</b>	<b>41</b>	<b>143</b>	<b>-83</b>	<b>-83</b>
사채 및 차입금의 증가	49	42	0	0	0
자본금 및 차입금의 증가	-360	0	188	0	0
배당금지급	-55	-54	-9	-47	-47
기타현금흐름	-3	-6	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-15</b>	<b>-66</b>	<b>256</b>	<b>-23</b>	<b>-41</b>
기초현금	200	185	119	375	352
기말현금	185	119	375	352	310

자료: 만도, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,866</b>	<b>5,685</b>	<b>5,669</b>	<b>5,932</b>	<b>6,399</b>
매출원가	5,005	5,012	4,915	5,130	5,528
<b>매출총이익</b>	<b>861</b>	<b>673</b>	<b>754</b>	<b>802</b>	<b>870</b>
판관비	556	589	561	564	595
<b>영업이익</b>	<b>305</b>	<b>84</b>	<b>192</b>	<b>238</b>	<b>276</b>
EBITDA	534	329	478	524	572
<b>영업외손익</b>	<b>-26</b>	<b>-65</b>	<b>-56</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>
금융순익	-33	-34	-40	-24	-26
투자순익	5	3	6	6	6
기타영업외손익	2	-34	-22	-12	-12
<b>세전이익</b>	<b>279</b>	<b>19</b>	<b>136</b>	<b>209</b>	<b>244</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>210</b>	<b>18</b>	<b>109</b>	<b>163</b>	<b>190</b>
자비주주지분순이익	199	5	107	159	186
비자비주주지분순이익	11	13	2	4	4
<b>총포괄이익</b>	<b>207</b>	<b>-46</b>	<b>109</b>	<b>163</b>	<b>190</b>
증감률(%YoY)					
매출액	10.7	-3.1	-0.3	4.6	7.9
영업이익	14.8	-72.6	130.1	23.9	15.8
EPS	58.6	-97.6	2,138.9	48.7	16.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,249	102	2,280	3,391	3,963
BPS	31,191	28,786	34,069	36,463	39,428
DPS	5,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	11.0	605.8	12.7	10.0	8.6
P/B	1.5	2.1	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.3	12.6	4.9	5.0	4.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	5.2	1.5	3.4	4.0	4.3
EBITDA마진	9.1	5.8	8.4	8.8	8.9
순이익률	3.6	0.3	1.9	2.7	3.0
ROE	14.3	0.3	7.3	9.6	10.4
ROA	4.9	0.4	2.4	3.4	3.8
ROIC	9.1	3.0	5.9	6.9	7.6
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	194.7	215.2	182.7	173.8	165.0
이자보상배율(배)	8.0	2.4	5.4	6.7	7.7
배당성향(배)	22.3	51.3	42.8	28.8	24.6

## 1년간 투자의견 비율 (2019-01~07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

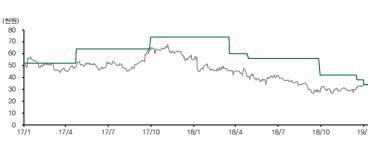
## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 만도 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
16/08/24	Hold	52,000	-3.2	10/4			
17/05/23	Buy	64,000	-20.4	0.9			
17/10/29	Buy	74,000	-25.1	-8.2			
18/04/17	Buy	60,000	-25.8	-20.8			
18/05/27	Buy	56,000	-34.9	-23.2			
18/10/29	Buy	42,000	-29.0	-22.4			
19/01/16	Buy	38,000	-	-			

주: \*표는 담당자 변경