



하나금융그룹

2019년 4월 11일 | Equity Research

만도 (204320)

어두워 보일 때가 매수할 시기

중국 우려가 다른 장점을 가린 상황

만도에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4.0만원을 유지한다. 1분기 실적은 중국 부진의 여파가 지속되면서 시장 기대치를 하회할 전망이지만, 이는 월별 중국 시장수요 감소(1분기 -10% (YoY))를 통해 지속적으로 인지되어 왔다. 오히려 4월 이후 증치세가 인해되고, 추가적으로 소비촉진정책을 펼칠 가능성이 있으며, 하반기에는 기저도 낮아진다는 점에 더 주목해야 한다. 중국에 대한 지나친 우려만 주가에 반영되고, ADAS 매출액의 고성장과 미국/인도의 회복, 그리고 중국의 장기 성장 등을 가리워진 현 시점이 적극적으로 진입할 시기라는 판단이다.

1Q19 실적 Preview: 영업이익률 2.5% 전망

1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 전망이다(영업이익 기준 -22%). 매출액/영업이익은 각각 +1%/-21% (YoY) 변동한 1.36조원 /342억원(영업이익률 2.5%, -0.7%p (YoY))으로 예상한다. 완성차의 신차 출시와 ADAS 부문의 고성장, 그리고 GM향 매출액이 증가한 한국/미국/유럽은 성장한 반면, 중국 시장수요와 고객사의 출하가 감소한 중국은 부진할 전망이다. 원/달러 환율의 상승도 기여했다. 영업이익률은 하락하는데, 외형 정체에 비해 고정비 부담이 증가했고, 중국 비중 하락에 따른 Mix 악화와 중국 내 일회성 구조 조정 비용 등도 부정적인 것으로 추정한다.

중국 실적은 개선될 여지가 있음

만도의 중국 매출액은 2016년 1.76조원을 기록한 후 2018년 1.50조원으로 2,660억원 감소했는데, 중국 OEM향 매출액이 1,530억원 증가한 가운데 한국/글로벌 OEM향 매출액은 4,190억원 감소했다. 중국 지역의 영업이익률이 두 자릿수 수준에서 낮은 한 자릿수 수준까지 하락했다는 점을 감안하면, 중국 내 영업이익이 1,000억원 이상 감소했을 것이다(하나금융투자의 자체 추정). 이는 동일 기간 연결 영업이익 감소폭(-1,076억원)의 대부분을 차지하는 것이다. 이는 중국 매출액만 회복되면 연결 수익성이 회복될 수 있음을 의미한다. 중국 매출액 감소는 주 고객사의 점유율 하락과 2018년 하반기 이후의 시장 수요 급감이 원인이었는데, 주 고객사의 점유율이 신차 투입 등으로 추가 하락하지 않고 있어 시장 수요가 반등한다면 중국 실적은 개선될 여지가 있다. 중국 내 구조조정도 진행하면서 고정비 부담을 낮추고 있기 때문에 하반기 낮은 기저, 4월 증치세 인하, 추가 소비촉진정책의 가능성, 그리고 현대/기아/지리의 신차 성과 등을 기다릴 만하다는 판단이다. 중국의 자동차 보급률은 아직 20%가 되지 않는다는 점(vs. 한국 40%, 미국/유럽 60~80%)과 만도의 중국 내 품질/가격 경쟁력이 양호하다는 점도 중장기 관점에서 고려해야 한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(4월 10일): 33,750원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,224.39		
52주 최고/최저(원)	47,600/26,550	5,981.6	6,319.2
시가총액(십억원)	1,584.8	235.2	272.6
시가총액비중(%)	0.13	153.4	181.8
발행주식수(천주)	46,957.1		
60일 평균 거래량(천주)	461.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	14.7		
19년 배당금(예상,원)	700		
19년 배당수익률(예상, %)	2.07		
외국인지분율(%)	23.00		
주요주주 지분율(%)			
한라홀딩스 외 11 인	30.30		
국민연금	13.44		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	8.2 20.1 (29.1)		
상대	3.9 20.3 (21.9)		

Stock Price	
(천원)	만도(자) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,684.7	5,664.8	5,885.6	6,114.3	6,328.3
영업이익	십억원	83.5	197.4	219.2	239.1	255.8
세전이익	십억원	19.3	141.4	184.7	204.4	227.5
순이익	십억원	4.8	105.7	131.4	145.4	161.8
EPS	원	102	2,250	2,799	3,096	3,446
증감률	%	(97.6)	2,105.9	24.4	10.6	11.3
PER	배	605.78	12.87	12.06	10.90	9.79
PBR	배	2.14	0.96	1.04	0.97	0.90
EV/EBITDA	배	12.60	5.71	5.63	5.22	4.86
ROE	%	0.34	7.64	8.94	9.20	9.51
BPS	원	28,898	30,262	32,562	34,960	37,708
DPS	원	200	500	700	700	800



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 만도 분기실적

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18	19F	20F
매출액	1,346	1,433	1,398	1,487	1,358	1,483	1,458	1,587	5,685	5,665	5,886	6,114
YoY	(6)	3	3	(2)	1	3	4	7	(3)	0	4	4
한국	703	790	754	907	731	813	739	880	3,165	3,153	3,163	3,167
중국	395	398	367	337	327	369	395	420	1,649	1,497	1,511	1,565
미국	201	219	252	264	242	263	278	285	944	937	1,067	1,174
기타	176	180	185	193	188	197	214	229	656	734	828	918
연결조정	(128)	(153)	(160)	(213)	(130)	(159)	(167)	(228)	(728)	(655)	(683)	(710)
영업이익	43	66	50	38	34	60	55	70	84	197	219	239
YoY	(28)	20	흑전	(40)	(21)	(9)	9	86	(73)	136	11	9
영업이익률 (%)	3.2	4.6	3.6	2.5	2.5	4.1	3.7	4.4	1.5	3.5	3.7	3.9
세전이익	38	49	34	21	33	48	32	71	19	141	185	204
세전이익률 (%)	2.8	3.4	2.4	1.4	2.4	3.3	2.2	4.5	0.3	2.5	3.1	3.3
순이익	25	39	27	22	25	37	25	54	18	113	140	155
순이익률 (%)	1.8	2.7	1.9	1.5	1.9	2.5	1.7	3.4	0.3	2.0	2.4	2.5
지배주주순이익	23	37	24	22	24	34	23	50	5	106	131	145

자료: 만도, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,684.7	5,664.8	5,885.6	6,114.3	6,328.3
매출원가	5,012.2	4,940.5	5,125.5	5,319.4	5,500.1
매출총이익	672.5	724.3	760.1	794.9	828.2
판관비	589.0	526.9	540.9	555.7	572.4
영업이익	83.5	197.4	219.2	239.1	255.8
금융순익	(33.8)	(44.4)	(26.5)	(23.3)	(20.2)
종속/관계기업손익	3.3	(6.5)	3.0	3.1	3.2
기타영업외손익	(33.8)	(5.1)	(11.0)	(14.6)	(11.3)
세전이익	19.3	141.4	184.7	204.4	227.5
법인세	1.0	28.5	44.3	49.1	54.6
계속사업이익	18.3	112.9	140.4	155.3	172.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.3	112.9	140.4	155.3	172.9
비지배주주지분순이익	13.5	7.3	9.0	9.9	11.1
지배주주순이익	4.8	105.7	131.4	145.4	161.8
지배주주지분포괄이익	(56.3)	86.4	131.0	144.9	161.3
NOPAT	79.1	157.6	166.6	181.7	194.4
EBITDA	328.6	469.1	495.2	518.9	539.0
성장성(%)					
매출액증가율	(3.1)	(0.4)	3.9	3.9	3.5
NOPAT증가율	(65.5)	99.2	5.7	9.1	7.0
EBITDA증가율	(38.4)	42.8	5.6	4.8	3.9
영업이익증가율	(72.6)	136.4	11.0	9.1	7.0
(지배주주)순익증가율	(97.6)	2,102.1	24.3	10.7	11.3
EPS증가율	(97.6)	2,105.9	24.4	10.6	11.3
수익성(%)					
매출총이익률	11.8	12.8	12.9	13.0	13.1
EBITDA이익률	5.8	8.3	8.4	8.5	8.5
영업이익률	1.5	3.5	3.7	3.9	4.0
계속사업이익률	0.3	2.0	2.4	2.5	2.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	102	2,250	2,799	3,096	3,446
BPS	28,898	30,262	32,562	34,960	37,708
CFPS	11,502	10,626	10,391	11,013	11,405
EBITDAPS	6,997	9,990	10,546	11,051	11,478
SPS	121,062	120,638	125,340	130,210	134,767
DPS	200	500	700	700	800
주가지표(배)					
PER	605.8	12.9	12.1	10.9	9.8
PBR	2.1	1.0	1.0	1.0	0.9
PCFR	5.4	2.7	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	12.6	5.7	5.6	5.2	4.9
PSR	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	0.3	7.6	8.9	9.2	9.5
ROA	0.1	2.4	2.9	3.2	3.4
ROIC	3.0	5.8	6.0	6.4	6.7
부채비율	215.2	199.5	183.7	169.8	156.2
순부채비율	83.7	84.5	70.6	60.4	50.6
이자보상배율(배)	2.4	4.8	5.5	6.5	7.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

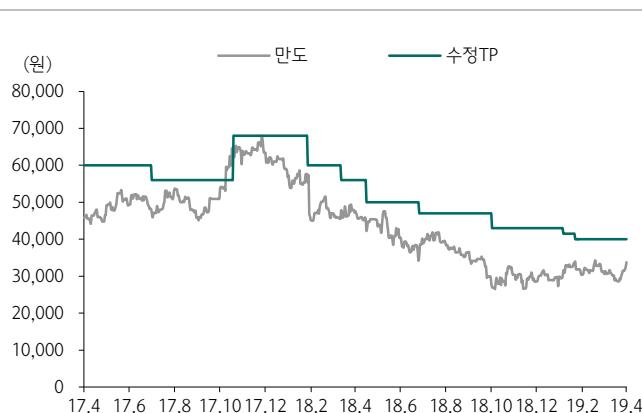
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,021.1	1,972.7	2,057.8	2,134.1	2,227.7
금융자산	157.2	133.8	127.9	137.0	153.9
현금성자산	118.8	117.6	111.2	119.9	136.2
매출채권 등	1,444.5	1,390.5	1,472.8	1,530.0	1,583.5
재고자산	313.4	318.6	328.4	341.1	353.0
기타유동자산	106.0	129.8	128.7	126.0	137.3
비유동자산	2,430.0	2,464.5	2,475.4	2,506.6	2,535.4
투자자산	119.1	110.5	87.3	88.3	90.2
금융자산	59.1	32.9	34.0	33.4	33.7
유형자산	1,905.3	1,943.0	1,979.3	2,011.4	2,039.6
무형자산	222.7	212.2	210.0	208.2	206.7
기타비유동자산	182.9	198.8	198.8	198.7	198.9
자산총계	4,451.0	4,437.3	4,533.2	4,640.7	4,763.1
유동부채	1,953.6	1,835.8	1,912.4	1,944.5	1,973.4
금융부채	564.8	559.6	539.6	519.6	499.6
매입채무 등	1,280.1	1,187.5	1,281.9	1,331.7	1,378.3
기타유동부채	108.7	88.7	90.9	93.2	95.5
비유동부채	1,085.2	1,119.7	1,022.8	976.4	930.6
금융부채	775.1	825.8	715.8	655.8	595.8
기타비유동부채	310.1	293.9	307.0	320.6	334.8
부채총계	3,038.8	2,955.5	2,935.2	2,921.0	2,904.0
지배주주지분	1,351.8	1,415.8	1,523.8	1,636.4	1,765.4
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
자본조정	199.3	199.3	199.3	199.3	199.3
기타포괄이익누계액	(100.8)	(113.6)	(113.6)	(113.6)	(113.6)
이익잉여금	604.4	681.2	789.2	901.8	1,030.9
비지배주주지분	60.5	66.0	74.2	83.4	93.7
자본총계	1,412.3	1,481.8	1,598.0	1,719.8	1,859.1
순금융부채	1,182.7	1,251.6	1,127.5	1,038.4	941.6

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	276.9	286.9	429.0	436.7	440.2
당기순이익	18.3	112.9	140.4	155.3	172.9
조정	452.1	344.8	269.9	282.8	281.1
감가상각비	245.0	271.7	276.0	279.8	283.2
외환거래손익	(2.3)	8.7	(1.0)	3.0	(0.1)
지분법손익	(3.3)	10.1	(5.1)	0.0	0.0
기타	212.7	54.3	(0.0)	0.0	(2.0)
영업활동자산부채변동	(193.5)	(170.8)	18.7	(1.4)	(13.8)
투자활동 현금흐름	(377.4)	(297.6)	(281.9)	(315.3)	(313.1)
투자자산감소(증가)	3.9	15.1	27.5	(1.8)	(2.7)
유형자산감소(증가)	(282.8)	(255.5)	(260.0)	(260.0)	(260.0)
기타	(98.5)	(57.2)	(49.4)	(53.5)	(50.4)
재무활동 현금흐름	41.0	10.0	(153.4)	(112.8)	(112.8)
금융부채증가(감소)	41.6	45.5	(130.0)	(80.0)	(80.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	53.6	(13.1)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(54.2)	(22.4)	(23.4)	(32.8)	(32.8)
현금의 증감	(65.9)	(1.1)	(6.4)	8.6	16.3
Unlevered CFO	540.1	499.0	487.9	517.2	535.6
Free Cash Flow	(8.8)	24.4	169.0	176.7	180.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

만도



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.2.1	BUY	40,000		
19.1.16	BUY	41,500	-21.50%	-19.28%
18.10.12	BUY	43,000	-31.41%	-24.19%
18.7.6	BUY	47,000	-21.15%	-10.85%
18.4.26	Neutral	50,000	-17.66%	-4.90%
18.3.23	Neutral	56,000	-16.30%	-11.79%
18.2.6	Neutral	60,000	-20.76%	-4.67%
17.10.29	BUY	68,000	-10.25%	-0.15%
17.7.11	BUY	56,000	-8.93%	15.36%
17.4.27	BUY	60,000	-16.66%	-11.17%
17.1.10	Neutral	54,000	-5.72%	6.11%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 2019년 04월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.