

2019. 7. 26



▲ 자동차/타이어  
Analyst 김준성  
02. 6454-4866  
joonsung.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **41,000 원**

현재주가 (7.25) **31,800 원**

상승여력 **28.9%**

KOSPI 2,074.48pt

시가총액 14,932억원

발행주식수 4,696만주

유동주식비율 68.31%

외국인비중 20.53%

52주 최고/최저가 41,900원/26,550원

평균거래대금 109.8억원

### 주요주주(%)

한라홀딩스 외 4인 30.26

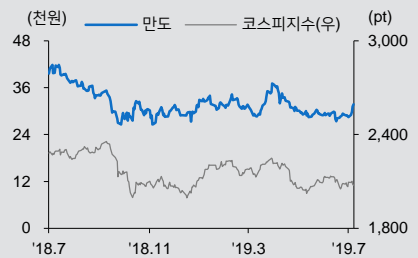
국민연금공단 13.50

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 8.3 -2.2 -20.2

상대주가 10.8 2.7 -12.6

### 주가그래프



# 만도 204320

## 뚜렷해지는 실적 개선 가시성

- ✓ 우려 가득했던 2Q19 시장기대치, ADAS 확대 및 한국/미국 가동률 개선으로 상회
- ✓ 1) 높은 수익성의 ADAS 매출증대 가속화, 2) 중국 구조조정 확대 및 수요 안정화 가시성 증가, 3) 현대/기아차 신차효과 통한 본사 손익개선 및 미국 신규수주 매출 인식 증대를 통해 2H19 +35% YoY, 20년 +32% YoY 영업이익 개선 가능
- ✓ 1H19 완성차 중심 섹터 포트폴리오 구성 유효했다면, 2H19에는 High-Beta 부품업체로 확대 필요. 실적개선 가시성 구체화되고 있는 만도, 높은 기업가치 회복 전망

### 우려 가득했던 시장기대치 상회한 2Q19 실적, ADAS 확대 + 가동률 개선

매출 1.46조원 (+2% YoY, 이하 YoY)으로 중국 부진을 한국/북미/기타시장의 높은 성장으로 방어 (한국 +7%, 북미 +25%, 기타 (유럽/인도) +26%).

영업이익 518억원 (-22%)으로 시장기대치 +10% 상회. YoY로는 중국부진 여파로 감소했으나, 중국 구조조정 진행, ADAS 매출 증대 및 수익성 확대, 타 지역 가동률 개선으로 시장의 우려를 넘어서는 실적 기록.

### 영업이익 2H19 +35% YoY, 20년 +32% YoY 증가 전망

2H19에는 국내공장 희망퇴직 비용 반영이 예상되나, 구조조정을 통한 비용절감 및 시장수요 하방경직성 확보로 중국 적자 폭 축소 가능. 반면, 현대/기아차 신차효과 확대 및 북미 수주물량 매출인식 증가를 통한 가동률 상승효과와 ADAS 매출 및 이익 기여증가는 더욱 가속화될 전망.

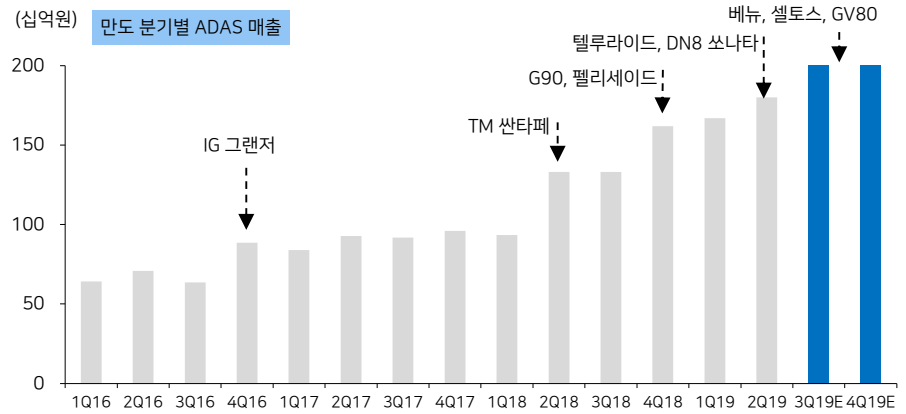
20년에는 1) ADAS 매출증가 (9,262억원, +21%) 및 이익성장 (822억원, +208억원), 2) 중국 구조조정 확대 및 수요 안정화에 따른 실적회복 (+140억원), 3) 현대/기아차 신차효과 통한 본사 손익개선 및 미국 신규수주 추가반영 효과 (+358억원) 등을 통해 19년 대비 +32%의 영업이익 성장 가능.

### 2H19 자동차 포트폴리오 구성 내 High-Beta 부품업체 매력 확대

1H19 완성차 중심 섹터 포트폴리오 구성이 유효했다면, 2H19에는 이를 High-Beta 부품업체로 확대할 필요성 높다고 판단. 실적부진을 유발한 중국 손익의 Bottom-out 가시성 높아졌으며, 오랜 기간 수익기여가 미약했던 한국/미국 수익성 확장이 시작됐고, ADAS의 유의미한 이익기여가 시작된 만도, 높은 주가상승 실현 가능.

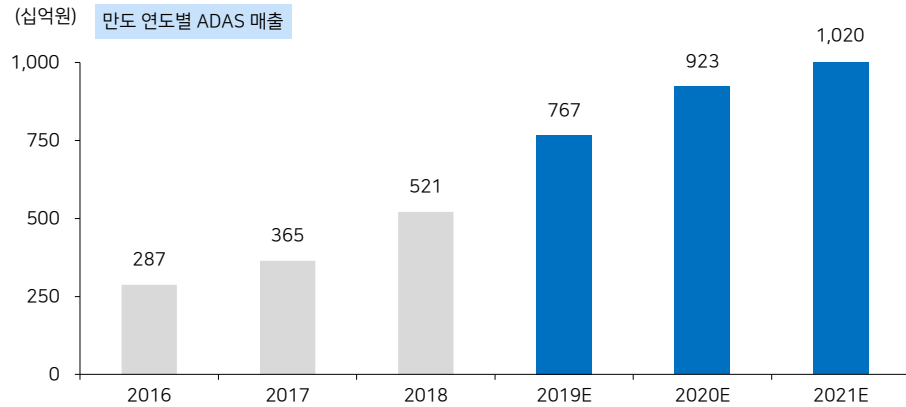
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	5,684.7	83.5	4.8	102	-97.6	30,075	312.2	1.1	7.2	0.3	215.2
2018	5,664.8	197.4	105.7	2,250	341.8	31,556	14.1	1.0	5.8	7.3	199.5
2019E	5,908.9	202.8	128.6	2,739	21.7	33,032	11.6	1.0	5.4	8.5	193.9
2020E	6,305.4	267.6	164.7	3,508	28.1	35,412	9.1	0.9	4.8	10.3	187.8
2021E	6,622.4	281.7	178.8	3,808	8.6	38,030	8.3	0.8	4.6	10.4	177.8

그림1 신차효과에 힘입어 계단식 매출성장을 기록 중인 ADAS → 본사 수익성 큰 폭 개선



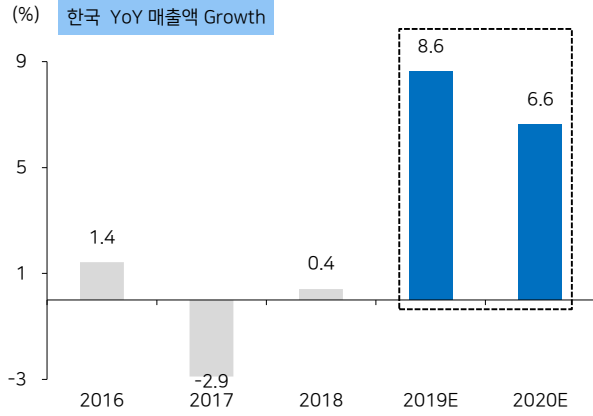
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 신차출시가 확장될 20년, 21년, ADAS 매출 증대 및 손익 기여 확대 지속 예정



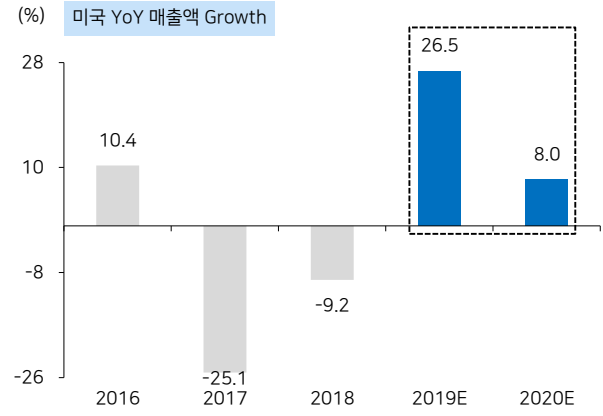
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 신차효과 통한 가동률 개선으로 한국 매출 턴어라운드



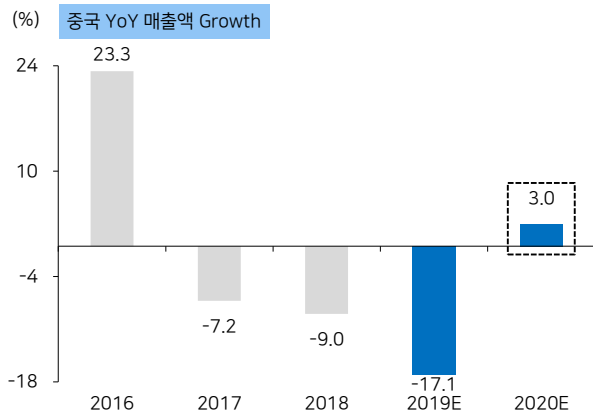
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 GM/Ford 수주의 매출인식 시작으로 미국 매출 회복



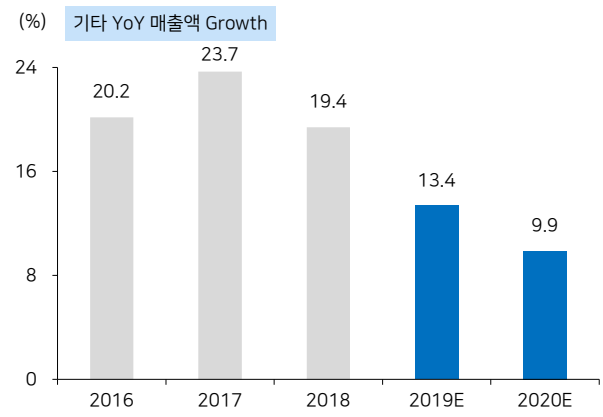
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 2H19 이후 중국 매출 하방경직성 확보 예상



자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 신규 고객 확보로 성장세 지속 중인 유럽/인도 매출



자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표1 우려가 많았던 시장기대치를 큰 폭으로 상회한 2Q19 영업이익**

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,463.6	1,433.4	2.1	1,415.1	3.4	1,493.1	-2.0	1,491.4	-1.9
영업이익	51.8	66.4	-22.0	32.1	61.3	47.2	9.7	54.4	-4.7
세전이익	40.1	49.0	-18.1	25.0	60.7	38.4	4.5	43.5	-7.8
순이익	30.7	36.5	-15.8	16.8	82.5	30.0	2.5	32.4	-5.2
영업이익률(%)	3.5	4.6		2.3		3.2		3.6	
세전이익률(%)	2.7	3.4		1.8		2.6		2.9	
순이익률(%)	2.1	2.5		1.2		2.0		2.2	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 한국/미국 가동률 개선 및 ADAS Mix 확대로 19년, 20년 시장기대치 상회 실적 전망**

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,908.9	5,960.4	-0.9	6,305.4	6,281.6	0.4
영업이익	202.8	196.8	3.0	267.6	239.4	11.8
세전이익	172.0	160.6	7.1	220.2	201.7	9.2
순이익	128.6	116.1	10.8	164.7	144.8	13.8
영업이익률(%)	3.4	3.3	0.1p	4.2	3.8	0.4p
세전이익률(%)	2.9	2.7	0.2p	3.5	3.2	0.3p
순이익률(%)	2.2	1.9	0.2p	2.6	2.3	0.3p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 다만, 1H19의 중국 부진 반영해 19년 연간 추정치 하향 조정**

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	5,664.8	5,908.9	6,305.4
매출액 - 기존 추정	5,664.8	5,973.0	6,305.8
% change	0.0%	-1.1%	0.0%
영업이익 - 신규 추정	197.4	202.8	267.6
영업이익 - 기존 추정	197.4	213.4	267.2
% change	0.0%	-5.0%	0.2%
세전이익 - 신규 추정	141.4	172.0	220.2
세전이익 - 기존 추정	141.4	192.2	232.2
% change	0.0%	-10.5%	-5.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	105.7	128.6	164.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	105.7	135.0	163.9
% change	0.0%	-4.7%	0.5%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,250.1	2,738.7	3,508.5
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,250.1	2,875.2	3,491.2
% change	0.0%	-4.7%	0.5%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,346.2	1,433.4	1,398.1	1,487.1	1,415.1	1,463.6	1,425.2	1,605.0	5,664.8	5,908.9	6,305.4
(% YoY)	-5.9	2.9	3.5	-1.5	5.1	2.1	1.9	7.9	-0.3	4.3	6.7
OP	43.3	66.4	49.9	37.8	32.1	51.8	52.7	66.2	197.4	202.8	267.6
(% YoY)	-28.3	20.1	흑자전환	-40.5	-25.9	-22.0	5.6	75.0	136.3	2.7	32.0
RP	38.0	49.0	33.9	20.6	25.0	40.1	48.7	58.3	141.4	172.1	220.2
(% YoY)	-20.7	-1.4	흑자전환	-53.7	-34.2	-18.1	43.7	183.5	634.1	21.7	27.9
NP	22.9	36.5	24.3	21.9	16.8	30.7	37.1	44.0	105.7	128.7	164.7
(% YoY)	-29.8	9.9	흑자전환	-35.2	-26.6	-15.8	52.9	100.8	2,109.2	21.8	28.0
OP margin (%)	3.2	4.6	3.6	2.5	2.3	3.5	3.7	4.1	3.5	3.4	4.2
RP margin (%)	2.8	3.4	2.4	1.4	1.8	2.7	3.4	3.6	2.5	2.9	3.5
NP margin (%)	1.7	2.5	1.7	1.5	1.2	2.1	2.6	2.7	1.9	2.2	2.6

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

	국가	시총	PER(배)		EPS Growth(%)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			(조원)	19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E
AISIN SEIKI CO LTD	JN	11.8	9.8	8.6	(8.3)	14.3	0.7	0.7	7.3	8.1	4.1	3.7
DENSO CORP	JN	42.1	12.4	11.5	20.7	8.2	1.0	1.0	8.3	8.5	5.3	4.8
AUTOLIV INC	SW	7.9	12.7	10.8	(11.0)	17.8	2.8	2.4	24.8	25.7	7.1	6.2
CONTINENTAL AG	GE	34.3	11.6	9.7	(19.9)	19.6	1.4	1.3	11.4	13.3	5.2	4.6
HELLA GMBH & CO KGAA	GB	2.0	6.6	5.6	(32.0)	16.6	3.5	2.4	60.7	48.2	4.4	4.0
DELPHI TECHNOLOGIES PLC	US	8.2	16.2	15.3	3.3	5.9	3.7	3.4	23.0	22.9	10.7	10.5
VALEO SA	GE	6.3	12.4	11.4	(23.9)	8.8	1.5	1.4	12.6	12.7	4.9	4.5
NEXTEER AUTOMOTIVE GROUP LTD	FR	9.2	12.8	9.8	(1.3)	30.8	1.4	1.3	10.8	14.1	4.5	4.2
GENTEX CORP	US	8.0	18.1	17.8	(6.8)	1.9	4.4	3.5	27.8	21.3	11.6	10.7
WABCO HOLDINGS INC	US	128.5	27.1	33.6	35.0	(19.9)	11.0	10.0	47.8	27.7	23.9	29.1
NVIDIA CORP	US	143.0	23.7	21.8	(7.9)	8.9	14.7	14.4	59.5	67.3	17.6	16.4
TEXAS INSTRUMENTS INC	CA	18.9	8.1	7.4	(7.3)	9.5	1.3	1.2	17.7	17.5	4.8	4.8
MAGNA INTERNATIONAL INC	US	3.3	8.0	7.5	(8.0)	6.5	1.4	1.2	19.5	17.9	3.7	2.9
HYUNDAI MOBIS CO LTD	SK	23.4	10.0	8.8	26.9	13.5	0.7	0.7	7.5	7.9	5.7	4.8
<b>글로벌 Peer group 평균 (만도제외)</b>		<b>25.2</b>	<b>13.0</b>	<b>11.7</b>	<b>(3.6)</b>	<b>11.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>22.6</b>	<b>19.8</b>	<b>7.2</b>	<b>6.6</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 ADAS 부품사 평균 20E PER	11.7배
만도 20E EPS 추정치 (원, b)	3,508원
Fair Value (원, c = a x b)	41,049원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>41,000원</b>
현재 주가 (7월 25일 기준 증가)	31,800원
<b>과리율 (%)</b>	<b>28.9%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 만도 (204320)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>5,684.7</b>	<b>5,664.8</b>	<b>5,908.9</b>	<b>6,305.4</b>	<b>6,622.4</b>
매출액증가율 (%)	-3.1	-0.3	4.3	6.7	5.0
매출원가	5,012.2	4,940.5	5,130.3	5,435.3	5,715.2
매출총이익	672.5	724.4	778.6	870.1	907.3
판매관리비	589.0	526.9	575.9	602.5	625.6
<b>영업이익</b>	<b>83.5</b>	<b>197.4</b>	<b>202.8</b>	<b>267.6</b>	<b>281.7</b>
영업이익률	1.5	3.5	3.4	4.2	4.3
금융손익	-33.8	-44.4	-40.5	-44.4	-43.1
중속/관계기업손익	32.7	-65.2	-18.6	5.0	20.0
기타영업외손익	-63.2	53.6	28.4	-8.0	-20.0
세전계속사업이익	19.3	141.4	172.0	220.2	238.6
법인세비용	1.0	28.5	35.8	47.3	51.3
<b>당기순이익</b>	<b>18.3</b>	<b>112.9</b>	<b>136.2</b>	<b>172.8</b>	<b>187.3</b>
지배주주지분 손이익	4.8	105.7	128.6	164.7	178.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>276.9</b>	<b>286.9</b>	<b>611.5</b>	<b>407.7</b>	<b>507.2</b>
당기순이익(손실)	18.3	112.9	136.2	172.8	187.3
유형자산상각비	209.6	218.9	260.0	257.4	255.2
무형자산상각비	35.4	52.8	52.1	52.4	53.6
운전자본의 증감	-193.5	-170.8	113.4	-145.9	-56.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-377.4</b>	<b>-297.6</b>	<b>-591.3</b>	<b>-355.0</b>	<b>-457.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-285.7	-262.5	-210.0	-241.5	-241.5
투자자산의감소(증가)	-17.1	3.4	-8.9	-0.9	-5.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>41.0</b>	<b>10.0</b>	<b>37.2</b>	<b>-40.7</b>	<b>-39.9</b>
차입금의 증감	94.9	32.3	60.6	6.2	11.7
자본의 증가	0.0	0.0	1.0	1.0	2.0
현금의 증가(감소)	-65.9	-1.1	59.6	11.9	9.5
기초현금	184.7	118.8	117.6	177.3	189.2
기말현금	118.8	117.6	177.3	189.2	198.7

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>2,021.1</b>	<b>1,972.7</b>	<b>2,138.3</b>	<b>2,369.3</b>	<b>2,542.4</b>
현금및현금성자산	118.8	117.6	177.3	189.2	198.7
매출채권	1,418.1	1,348.9	1,407.0	1,589.0	1,688.7
재고자산	313.4	318.6	332.4	354.7	372.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,430.0</b>	<b>2,464.5</b>	<b>2,419.6</b>	<b>2,416.4</b>	<b>2,418.0</b>
유형자산	1,905.3	1,943.0	1,893.0	1,877.1	1,863.4
무형자산	222.7	212.2	208.6	209.5	214.5
투자자산	119.1	110.5	115.2	123.0	129.1
<b>자산총계</b>	<b>4,451.0</b>	<b>4,437.3</b>	<b>4,557.8</b>	<b>4,785.7</b>	<b>4,960.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,953.6</b>	<b>1,835.8</b>	<b>1,730.9</b>	<b>1,832.8</b>	<b>1,869.6</b>
매입채무	1,036.5	960.2	1,004.5	1,071.9	1,125.8
단기차입금	100.7	98.0	117.6	117.6	118.2
유동성장기부채	164.3	461.4	369.1	372.8	376.6
<b>비유동부채</b>	<b>1,085.2</b>	<b>1,119.7</b>	<b>1,275.8</b>	<b>1,290.1</b>	<b>1,305.0</b>
사채	299.2	498.5	503.5	506.0	511.1
장기차입금	475.1	323.7	469.4	469.4	471.8
<b>부채총계</b>	<b>3,038.8</b>	<b>2,955.5</b>	<b>3,006.8</b>	<b>3,122.9</b>	<b>3,174.6</b>
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	604.4	681.2	766.2	892.1	1,027.8
비지배주주지분	164.3	157.0	141.3	127.1	114.4
<b>자본총계</b>	<b>1,412.3</b>	<b>1,481.8</b>	<b>1,551.1</b>	<b>1,662.8</b>	<b>1,785.8</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	121,062	120,638	125,836	134,280	141,032
EPS(지배주주)	102	2,250	2,739	3,508	3,808
CFPS	2,529	2,505	3,775	4,028	4,231
EBITDAPS	6,997	9,990	10,965	12,296	12,575
BPS	30,075	31,556	33,032	35,412	38,030
DPS	200	500	1,000	1,100	1,150
배당수익률(%)	0.6	1.6	3.1	3.5	3.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	312.2	14.1	11.6	9.1	8.3
PCR	6.0	4.0	3.4	3.1	3.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDA	328.6	469.1	514.9	577.4	590.5
EV/EBITDA	7.2	5.8	5.4	4.8	4.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.3	7.3	8.5	10.3	10.4
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	215.2	199.5	193.9	187.8	177.8
금융비용부담률	6.2	7.3	7.4	7.0	6.7
이자보상배율(x)	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율(x)	4.0	4.1	4.3	4.2	4.0
재고자산회전율(x)	17.5	17.9	18.2	18.4	18.2

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**만도 (204320) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.11	산업분석	Buy	295,000	김준성	-12.4	9.5	
2017.10.30	기업브리프	Buy	355,000	김준성	-10.3	-8.0	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	365,000	김준성	-18.1	-7.0	
2018.02.07	기업브리프	Buy	365,000	김준성	-26.3	-7.0	
2018.04.16	산업분석	Buy	315,000	김준성	-28.7	-24.5	
2018.05.24	산업분석	Buy	63,000	김준성	-32.9	-24.5	
2018.06.28	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-34.8	-30.3	
2018.07.27	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-36.6	-30.2	
2018.09.17	기업브리프	Buy	52,000	김준성	-37.2	-32.1	
2018.10.11	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-42.3	-32.1	
2019.01.14	산업분석	Buy	45,000	김준성	-28.0	-24.6	
2019.02.01	기업브리프	Buy	45,000	김준성	-30.0	-23.8	
2019.04.05	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-17.0	-9.5	
2019.04.18	산업브리프	Buy	41,000	김준성	-15.0	-9.5	
2019.04.26	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-19.9	-9.5	
2019.05.27	산업분석	Buy	41,000	김준성	-24.9	-9.5	
2019.07.26	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-	-	