



만도 (204320)

자동차부품



남정미

02 3770 5587
jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	42,000원 (M)
현재주가 (7/25)	31,800원
상승여력	32%

시기총액	14,932억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	110억원
60일 평균 거래량	369,193주
52주 고	41,900원
52주 저	26,550원
외인지분율	20.55%
주요주주	한라홀딩스 외 4 인 30.26%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	8.3 (8.2) (20.2)
상대	10.8 (3.1) (12.6)
절대(달력환산)	6.0 (9.9) (23.9)

중국을 빼고 보면 성장이 보인다

2Q19 Review: 중국 시장 위축에 따라 예상된 실적 부진

만도 2분기 매출 및 영업이익은 1조 4,636억원(YoY+2.1%), 518억원(YoY-22.0%)으로 컨센서스를 상회하였다. 지배순이익은 307억원(YoY-15.8%)을 기록하였다. 중국 시장 수요에 대한 우려로 시장 기대치가 400억 중반까지 감소하였다. 그러나, 중국 실적은 부진에도 불구하고, 한국 및 북미·인도 등 중국을 제외한 전 지역 매출이 증가하며 시장 기대치를 상회하였다. 매출 기준 한국, 북미, 기타지역 매출은 전년동기 대비 7.2%, 25.2%, 25.9% 성장세를 시현하였다. 반면, 중국 매출은 YoY-29.9% 감소하였다. 이에 따라 중국 지역 매출 비중은 현재 20% 수준까지 하락하며 이익기여도가 축소되며 상대적으로 중국 지역 의존도가 하락하였다. 한국지역은 ADAS 매출 비중 확대와 더불어 고객사 SUV 판매 증가 등으로 매출 증가와 더불어 판매믹스 개선에 따른 수익성도 향상되고 있는 것으로 판단한다. 2분기 ADAS 비중은 12%까지 상승하였다. 성장성이 뛰어난 인도지역은 시장이 감소했음에도 불구하고 18% 매출 증가를 시현했는데, 이는 고객사 확대에 따른 결과이다(현대차비중 전년 82%에서 19년 75%로 감소). 향후에도 북미, 인도 지역은 고객 다변화가 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

중국에 가려진 ADAS, 고객 다변화의 성장성

2019년 실적 가이던스를 기준 6조원 → 5.9조원, 영업이익률을 4% → 3.5%로 조정하였다. 하반기 중국에 대한 시장에 대하여 보수적인 시각을 반영하였다. 중국 시장에 대한 보수적인 가정을 통해 비용 효율화 진행하고 있다. 효율적인 비용 구조를 가져가며 향후 중국 시장 수요 회복시 실적 개선은 더 빠르게 나타날 수 있을 것으로 판단한다. 수익성이 낮은 중국지역 매출 하락으로 2017년 이후 지속적으로 이익 및 밸류에이션이 하락하였으나, 중국을 제외시 ADAS 성장성, 그리고 북미, 인도 등 고객다변화에 따른 매출 증가는 뚜렷하게 나타나고 있다. ADAS 부문의 경우, 주요 고객사의 신차 출시 지속으로 빠르게 매출이 확대되고 있다. 하반기에도 현대차, 기아차 등 신차 출시 지속으로 ADAS, SUV를 중심으로 한 판매믹스는 지속될 것으로 판단한다. 현재 중국을 중심으로 주가가 변동하고 있었으나 비중이 20%까지 축소되며 향후 실적에 미치는 영향력 축소, 그리고 이미 중국에 대한 부진은 주가에 충분히 반영되었다고 판단한다. 동사에 대한 투자의견 및 목표주가는 BUY 및 4.2만원을 그대로 유지하였다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,636	2.1	3.4	14,841	-1.4
영업이익	518	-22.0	61.3	476	8.8
세전계속사업이익	483	-1.5	93.3	404	19.7
지배순이익	349	-4.6	106.9	302	15.5
영업이익률 (%)	3.5	-1.1 %pt	+1.2 %pt	3.2	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.4	-0.1 %pt	+1.2 %pt	2.0	+0.4 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	56,847	56,648	59,133	62,289
영업이익	835	1,974	1,950	2,190
지배순이익	48	1,057	1,259	1,456
PER	519.9	17.9	10.7	9.3
PBR	1.8	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.4	6.8	5.7	5.4
ROE	0.3	7.6	8.6	9.2

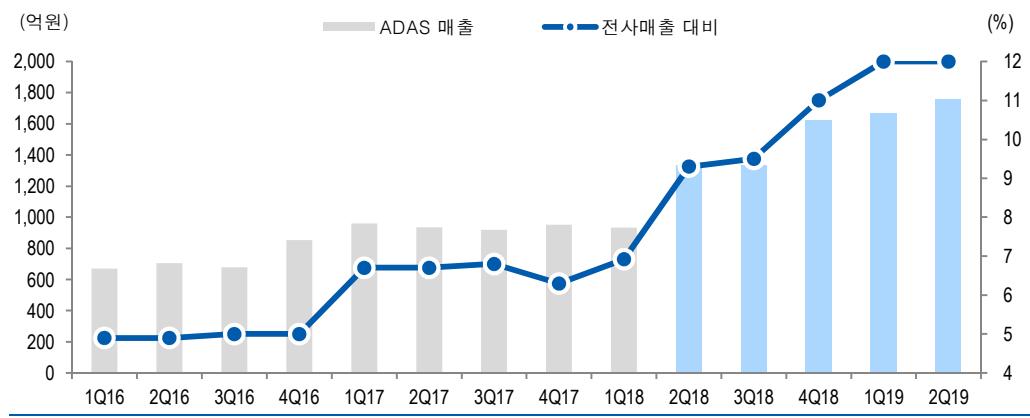
[표 1] 만도 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19 P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출액	13,462	14,334	13,981	14,871	14,151	14,636	14,747	15,599	56,648	59,133
YoY Growth(%)	-5.9%	2.9%	3.5%	-1.5%	5.1%	2.1%	5.5%	4.9%	-0.3%	4.4%
영업이익	433	664	499	378	321	518	490	620	1,974	1,950
YoY Growth(%)	-28.3%	20.1%	적전	-40.5%	-25.9%	-22.0%	-1.8%	64.1%	136.3%	-1.2%
영업외손익	-53	-173	-161	-172	-71	-35	-39	-43	-560	-189
세전이익	380	490	339	206	250	483	451	577	1,414	1,761
YoY Growth(%)	-20.7%	-1.4%	-127.6%	-53.7%	-34.2%	-1.5%	33.3%	180.5%	634.1%	24.5%
당기순이익	247	391	269	223	187	367	343	439	1,129	1,335
YoY Growth(%)	-29.7%	8.4%	-129.4%	-42.3%	-24.3%	-6.1%	27.6%	96.8%	518.8%	18.2%
영업이익률	3.2%	4.6%	3.6%	2.5%	2.3%	3.5%	3.3%	4.0%	3.5%	3.3%
YoY Change(%)	-1.0%p	0.7%p	10.6%p	-1.7%p	-0.9%p	-1.1%p	-0.2%p	1.4%p	2.0%p	-0.2%p
당기순이익률	1.8%	2.7%	1.9%	1.5%	1.3%	2.5%	2.3%	2.8%	2.0%	2.3%
YoY Change(%)	-0.6%p	0.1%p	8.7%p	-1.1%p	-0.5%p	-0.2%p	0.4%p	1.3%p	1.7%p	0.3%p

자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 만도 ADAS 매출 추이



자료: 만도, 유안타증권 리서치센터

만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	56,847	56,648	59,133	62,289	65,558
매출원가	50,122	49,405	51,346	53,755	56,299
매출총이익	6,725	7,244	7,787	8,534	9,260
판관비	5,890	5,269	5,838	6,344	6,926
영업이익	835	1,974	1,950	2,190	2,333
EBITDA	3,286	4,691	5,050	5,283	5,473
영업외손익	-643	-560	-189	-174	-174
외환관련손익	-121	-43	-103	-93	-79
이자손익	-313	-341	-291	-290	-289
관계기업관련손익	33	-65	25	26	26
기타	-241	-110	181	183	168
법인세비용차감전순손익	193	1,414	1,761	2,016	2,159
법인세비용	10	285	426	484	518
계속사업순손익	183	1,129	1,335	1,532	1,641
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	1,129	1,335	1,532	1,641
지배지분순이익	48	1,057	1,259	1,456	1,559
포괄순이익	-462	926	1,335	1,532	1,641
지배지분포괄이익	-563	864	1,246	1,430	1,531

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	20,211	19,727	23,658	24,886	26,171
현금및현금성자산	1,188	1,176	2,168	2,303	2,536
매출채권 및 기타채권	14,445	13,905	16,301	17,193	18,052
재고자산	3,134	3,186	3,576	3,776	3,969
비유동자산	24,300	24,645	24,898	25,373	25,884
유형자산	19,053	19,430	19,658	20,313	20,949
관계기업등 지분관련자산	600	517	517	517	517
기타투자자산	591	587	621	647	673
자산총계	44,510	44,373	48,555	50,259	52,055
유동부채	19,536	18,358	18,245	18,388	19,015
매입채무 및 기타채무	12,801	11,875	13,163	13,805	14,432
단기차입금	1,007	980	1,054	554	554
유동성장기부채	4,641	4,614	2,985	2,985	2,985
비유동부채	10,852	11,197	14,286	14,802	14,819
장기차입금	4,751	3,237	5,994	6,494	6,494
사채	2,992	4,985	4,987	4,987	4,987
부채총계	30,388	29,555	32,531	33,190	33,833
지배지분	13,517	14,158	15,266	16,234	17,305
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
이익잉여금	6,044	6,812	7,569	8,537	9,607
비지배지분	605	660	758	835	917
자본총계	14,123	14,818	16,025	17,069	18,222
순차입금	11,827	12,514	12,876	12,741	12,508
총차입금	13,399	13,853	15,243	15,243	15,243

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,769	2,869	3,136	4,155	4,334
당기순이익	0	0	1,335	1,532	1,641
감가상각비	2,096	2,189	2,563	2,625	2,724
외환손익	-23	87	103	93	79
증속,관계기업관련손익	-33	65	-25	-26	-26
자산부채의 증감	-1,935	-1,708	-1,497	-445	-420
기타현금흐름	2,664	2,235	657	375	336
투자활동 현금흐름	-3,774	-2,976	-2,921	-3,531	-3,613
투자자산	-6	-102	-102	-102	-102
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,857	-2,625	-2,587	-3,280	-3,360
유형자산 감소	29	70	70	70	70
기타현금흐름	-940	-320	-301	-219	-221
재무활동 현금흐름	410	100	510	-976	-976
단기차입금	-558	-49	-688	-500	0
사채 및 장기차입금	1,507	372	3,200	500	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-542	-224	-244	-488	-488
기타현금흐름	3	1	-1,757	-488	-488
연결범위변동 등 기타	-64	-4	266	488	488
현금의 증감	-659	-11	992	135	233
기초 현금	1,847	1,188	1,176	2,168	2,303
기말 현금	1,188	1,176	2,168	2,303	2,536
NOPLAT	835	1,974	1,950	2,190	2,333
FCF	-1,550	-39	494	1,032	1,133

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

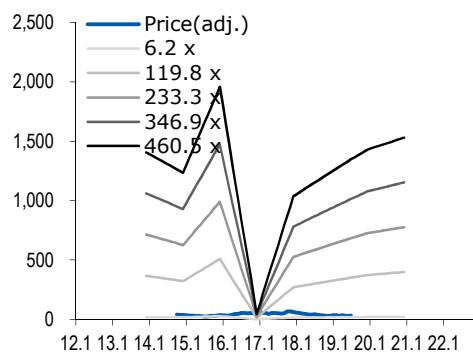
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	102	2,250	2,682	3,100	3,320
BPS	28,868	30,236	32,603	34,670	36,957
EBITDAPS	34,985	9,990	10,755	11,252	11,656
SPS	121,062	120,638	125,931	132,651	139,613
DPS	200	500	500	500	500
PER	519.9	17.9	10.7	9.3	8.7
PBR	1.8	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.4	6.8	5.7	5.4	5.2
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-3.1	-0.3	4.4	5.3	5.2
영업이익 증가율 (%)	-72.6	136.3	-1.2	12.3	6.5
지배순이익 증가율 (%)	-97.6	2,109.2	19.2	15.6	7.1
매출총이익률 (%)	11.8	12.8	13.2	13.7	14.1
영업이익률 (%)	1.5	3.5	3.3	3.5	3.6
지배순이익률 (%)	0.1	1.9	2.1	2.3	2.4
EBITDA 마진 (%)	5.8	8.3	8.5	8.5	8.3
ROIC	3.1	5.9	5.3	5.7	5.9
ROA	0.1	2.4	2.7	2.9	3.0
ROE	0.3	7.6	8.6	9.2	9.3
부채비율 (%)	215.2	199.5	203.0	194.4	185.7
순차입금/자기자본 (%)	87.5	88.4	84.3	78.5	72.3
영업이익/금융비용 (배)	2.4	4.8	5.3	6.0	6.4

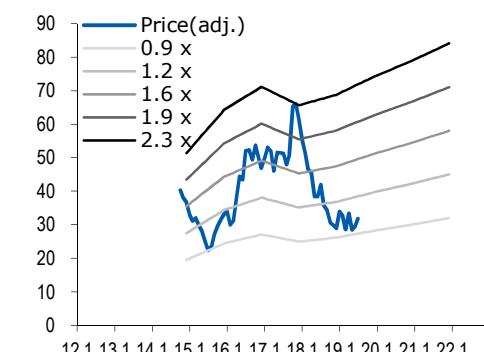
P/E band chart

(천원)

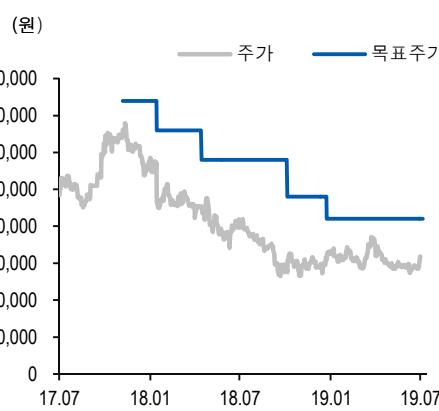


P/B band chart

(천원)



만도(204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-26	BUY	42,000	1년		
2019-01-17	BUY	42,000	1년		
2018-10-29	BUY	48,000	1년	-37.84	-32.08
2018-05-08	액면분할	58,000		-	-
2018-02-07	BUY	66,000	1년	-29.14	-21.97
2017-11-30	BUY	74,000	1년	-19.84	-8.24
담당자 변경					
2017-02-08	BUY	64,000	1년	-18.65	2.03

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 남정미)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.