

# 만도 (204320)

## 통상임금 총당금 환입이 발생

### 목표주가 상향

만도에 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 3분기에 발생할 통상임금 총당금 일부 환입과 ADAS 성장에 따른 실적 추정 상향으로 목표주가를 기존 3.7만원에서 신규 4.0만원으로 상향한다. 중국 시장 수요의 부진은 아쉽지만 주가는 이를 지속적으로 반영하여 왔고, 타 지역의 성장과 고객사 확대, 그리고 ADAS 부분의 고성장 등의 잠재력은 여전히 충분히 반영하지 못하고 있다는 판단이다.

### 3분기 실적에 통상임금 총당금 환입이익이 반영될 예정

만도는 통상임금에 대한 노사합의에 따라 2019년 9월 10일부로 999억원의 합의금을 지급하고, 2017년 반영했던 총당금 중 2019년 2분기말 남아있던 1,526억원에서 합의금을 제외한 523억원을 3분기 증으로 환입한다고 밝혔다. 523억원 중 330억원은 영업이익으로 반영되고, 나머지 193억원은 영업외이익으로 반영될 것이다. 이에 따라 3분기 영업이익/순이익 추정치를 기존 413억원/220억원에서 신규 743억원/621억원으로 상향한다. 한편, 이번 통상임금과 관련된 총당금은 2017년 11월 노조원 청구로 진행된 2심 판결에서 회사 측이 패소함에 따라 2017년 3분기 실적에 총당금 비용으로 총 1,570억원 반영되었던 것이다. 이번에 약 99%의 노조원들이 합의에 동의하면서 통상임금과 관련된 이슈는 사실상 소멸되는 것이다.

### 하반기 ADAS 매출액은 더 좋다

2017년 3분기 실적에 통상임금 총당금 비용이 일회성으로 반영된 것과 마찬가지로 이번 환입 관련된 이익도 2019년 3분기 실적에 일회성으로 들어오면서 약 3%의 주가 상승요인으로 작용할 것이다. 이러한 일회성 상승요인과는 별도로 집중해야 하는 것은 자동차의 전장화 흐름 속에서 고성장하고 있는 ADAS 매출액이다. 2019년 연간 ADAS 매출액은 전년보다 40% 증가한 7,400억원(매출비중 12.8%, +3.6%p)으로 예상되는데, 상반기 3,470억원(+53% (YoY))에서 하반기 3,930억원(+34% (YoY))으로 증가하는 것이다. 현대 팰리세이드형 납품이 증산 효과로 증가하고, 신규로 현대 베뉴와 기아 셀토스형 납품이 3분기부터 추가되고, 4분기에는 제네시스 GV80으로 통합 ADAS 솔루션이 공급될 예정이기 때문이다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 40,000원(상향) | CP(9월 9일): 34,200원

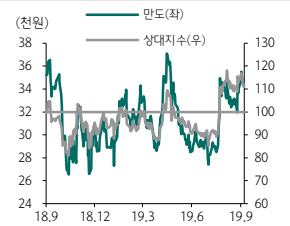
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,019.55
52주 최고/최저(원)	37,100/26,550
시가총액(십억원)	1,605.9
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	46,957.1
60일 평균 거래량(천주)	435.2
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
19년 배당금(예상, 원)	700
19년 배당수익률(예상, %)	2.05
외국인지분율(%)	22.15
주요주주 지분율(%)	
한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.7 9.6 (6.0)
상대	(3.3) 16.0 6.1

### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	5,915.6	6,294.7
영업이익(십억원)	195.9	246.1
순이익(십억원)	123.9	163.2
EPS(원)	2,479	3,289
BPS(원)	31,985	34,540

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,684.7	5,664.8	5,784.0	6,108.3	6,322.1
영업이익	십억원	83.5	197.4	225.4	233.4	255.5
세전이익	십억원	19.3	141.4	200.0	195.0	221.6
순이익	십억원	4.8	105.7	142.3	138.7	157.7
EPS	원	102	2,250	3,030	2,954	3,358
증감률	%	(97.6)	2,105.9	34.7	(2.5)	13.7
PER	배	605.78	12.87	11.29	11.58	10.19
PBR	배	2.14	0.96	1.04	0.98	0.91
EV/EBITDA	배	12.60	5.70	5.61	5.36	4.95
ROE	%	0.34	7.64	9.65	8.74	9.26
BPS	원	28,898	30,262	32,794	35,050	37,709
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

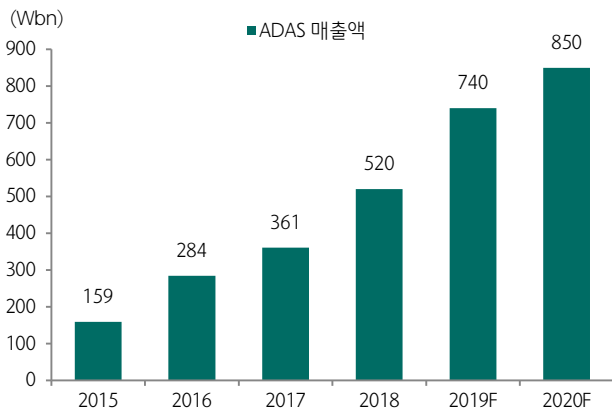
표 1. 만도 분기실적

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	17	18	19F	20F
매출액	1,346	1,433	1,398	1,487	1,418	1,464	1,400	1,502	5,685	5,665	5,784	6,108
YoY	(6)	3	3	(2)	5	2	0	1	(3)	0	2	6
한국	703	790	754	907	786	846	769	889	3,165	3,153	3,290	3,388
중국	395	398	367	337	321	279	293	320	1,649	1,497	1,213	1,260
미국	201	219	252	264	271	274	278	278	944	937	1,100	1,210
기타	176	180	185	193	198	227	221	231	656	734	877	984
연결조정	(128)	(153)	(160)	(213)	(157)	(163)	(160)	(216)	(728)	(655)	(696)	(735)
영업이익	43	66	50	38	32	52	74	67	84	197	225	233
YoY	(28)	20	흑전	(40)	(26)	(22)	49	78	(73)	136	14	4
영업이익률 (%)	3.2	4.6	3.6	2.5	2.3	3.5	5.3	4.5	1.5	3.5	3.9	3.8
세전이익	38	49	34	21	25	40	82	54	19	141	200	195
세전이익률 (%)	2.8	3.4	2.4	1.4	1.8	2.7	5.8	3.6	0.3	2.5	3.5	3.2
순이익	25	39	27	22	19	33	62	39	18	113	152	148
순이익률 (%)	1.8	2.7	1.9	1.5	1.3	2.2	4.4	2.6	0.3	2.0	2.6	2.4
지배주주순이익	23	37	24	22	17	31	58	36	5	106	142	139

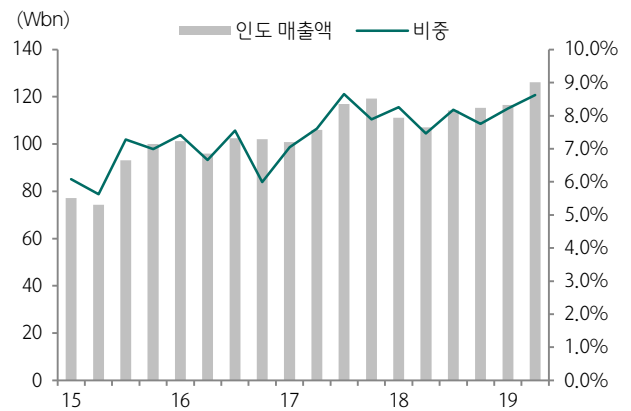
자료: 만도, 하나금융투자

그림 1. 만도의 ADAS 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

그림 2. 만도의 인도 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

표 2. 만도의 목표주가 산정

(단위: 배, 원)

구분	비중	적정 배수	적용 배수
ADAS	14%	30	4.2
중국 현대/기아/글로벌OE	11%	12	1.3
중국 로컬OE	10%	15	1.5
기타	65%	10	6.5
합산	100%		13.5
2020년 추정 EPS			2,954
목표주가			40,000
현재주가			34,200
상승여력			17%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

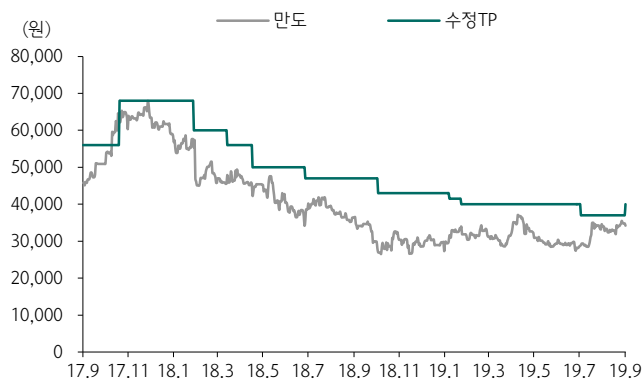
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,684.7	5,664.8	5,784.0	6,108.3	6,322.1
매출원가	5,012.2	4,940.5	4,984.0	5,277.6	5,451.4
매출총이익	672.5	724.3	800.0	830.7	870.7
판매비	589.0	526.9	574.6	597.3	615.2
영업이익	83.5	197.4	225.4	233.4	255.5
금융손익	(33.8)	(44.4)	(37.7)	(35.0)	(32.3)
중속/관계기업손익	3.3	(6.5)	(1.5)	3.0	3.1
기타영업외손익	(33.8)	(5.1)	13.8	(6.5)	(4.6)
세전이익	19.3	141.4	200.0	195.0	221.6
법인세	1.0	28.5	48.0	46.8	53.2
계속사업이익	18.3	112.9	152.0	148.2	168.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.3	112.9	152.0	148.2	168.4
비지배주주지분 손익	13.5	7.3	9.7	9.5	10.8
지배주주순이익	4.8	105.7	142.3	138.7	157.7
지배주주지분포괄이익	(56.3)	86.4	141.8	138.3	157.1
NOPAT	79.1	157.6	171.3	177.4	194.2
EBITDA	328.6	469.1	501.4	513.2	538.7
성장성(%)					
매출액증가율	(3.1)	(0.4)	2.1	5.6	3.5
NOPAT증가율	(65.5)	99.2	8.7	3.6	9.5
EBITDA증가율	(38.4)	42.8	6.9	2.4	5.0
영업이익증가율	(72.6)	136.4	14.2	3.5	9.5
(지배주주)순이익증가율	(97.6)	2,102.1	34.6	(2.5)	13.7
EPS증가율	(97.6)	2,105.9	34.7	(2.5)	13.7
수익성(%)					
매출총이익률	11.8	12.8	13.8	13.6	13.8
EBITDA이익률	5.8	8.3	8.7	8.4	8.5
영업이익률	1.5	3.5	3.9	3.8	4.0
계속사업이익률	0.3	2.0	2.6	2.4	2.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	102	2,250	3,030	2,954	3,358
BPS	28,898	30,262	32,794	35,050	37,709
CFPS	11,502	10,626	10,827	10,878	11,407
EBITDAPS	6,997	9,990	10,677	10,929	11,471
SPS	121,062	120,638	123,175	130,083	134,636
DPS	200	500	700	700	800
주가지표(배)					
PER	605.8	12.9	11.3	11.6	10.2
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	5.4	4.9
PSR	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	0.3	7.6	9.6	8.7	9.3
ROA	0.1	2.4	3.2	3.0	3.4
ROIC	3.0	5.8	6.1	6.3	6.7
부채비율	215.2	199.5	180.9	169.3	156.1
순부채비율	83.7	84.4	70.4	61.4	51.9
이자보상배율(배)	2.4	4.8	5.6	6.3	7.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,021.1	1,972.7	2,020.2	2,111.3	2,200.4
금융자산	157.2	134.8	121.7	116.6	130.1
현금성자산	118.8	117.6	104.0	98.4	111.4
매출채권 등	1,444.5	1,390.5	1,447.3	1,528.5	1,582.0
재고자산	313.4	318.6	322.7	340.8	352.7
기타유동자산	106.0	128.8	128.5	125.4	135.6
비유동자산	2,430.0	2,464.5	2,501.2	2,532.5	2,561.3
투자자산	119.1	110.5	113.1	114.2	116.1
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	4,521.4	4,643.9	4,761.7
유동부채	1,953.6	1,835.8	1,889.7	1,943.2	1,972.0
금융부채	564.8	559.6	539.6	519.6	499.6
매입채무 등	1,280.1	1,187.5	1,259.8	1,330.4	1,377.0
기타유동부채	108.7	88.7	90.3	93.2	95.4
비유동부채	1,085.2	1,119.7	1,022.1	976.4	930.5
금융부채	775.1	825.8	715.8	655.8	595.8
기타비유동부채	310.1	293.9	306.3	320.6	334.7
부채총계	3,038.8	2,955.5	2,911.8	2,919.6	2,902.5
지배주주지분	1,351.8	1,415.8	1,534.7	1,640.6	1,765.5
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	800.1	906.0	1,030.9
비지배주주지분	60.5	66.0	74.9	83.7	93.7
자본총계	1,412.3	1,481.8	1,609.6	1,724.3	1,859.2
순금융부채	1,182.7	1,250.6	1,133.7	1,058.9	965.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	276.9	286.9	452.6	424.8	441.7
당기순이익	18.3	112.9	152.0	148.2	168.4
조정	452.1	344.8	274.9	285.1	285.9
감가상각비	245.0	271.7	276.0	279.8	283.2
외환거래손익	(2.3)	8.7	4.0	5.3	2.7
지분법손익	(3.3)	10.1	(5.1)	0.0	0.0
기타	212.7	54.3	(0.0)	0.0	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(193.5)	(170.8)	25.7	(8.5)	(12.6)
투자활동 현금흐름	(377.4)	(297.6)	(312.8)	(317.6)	(315.9)
투자자산감소(증가)	3.9	15.1	1.6	(1.8)	(2.7)
유형자산감소(증가)	(282.8)	(255.5)	(260.0)	(260.0)	(260.0)
기타	(98.5)	(57.2)	(54.4)	(55.8)	(53.2)
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)	(13.6)	(5.6)	13.0
Unlevered CFO	540.1	499.0	508.4	510.8	535.6
Free Cash Flow	(8.8)	24.4	192.6	164.8	181.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

만도



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.10	BUY	40,000		
19.7.12	BUY	37,000	-11.74%	-4.05%
19.2.1	BUY	40,000	-22.31%	-7.25%
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%
17.10.10	BUY	56,000	3.55%	15.36%
17.4.27	BUY	60,000	-17.34%	-10.50%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	89.0%	10.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 9월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 10일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 09월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.