

2019. 9. 30



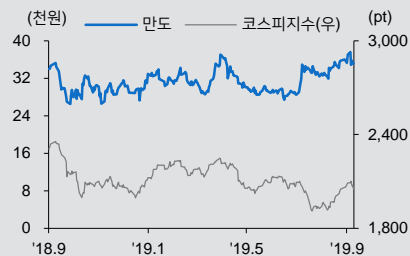
▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	47,000 원
현재주가 (9.27)	35,300 원
상승여력	33.1%
KOSPI	2,049.93pt
시가총액	16,576억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.31%
외국인비중	23.05%
52주 최고/최저가	37,600원/26,550원
평균거래대금	165.3억원
주요주주(%)	
한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	13.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.5	21.7	0.0
상대주가	3.7	27.4	14.9

주가그래프



(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	346.6	1.2	7.7	0.3	215.2
2018	5,664.8	197.4	105.7	2,250	341.8	31,556	15.7	1.1	6.2	7.3	199.5
2019E	5,902.2	221.2	155.0	3,302	46.7	33,571	10.7	1.1	5.5	10.1	189.0
2020E	6,438.9	302.9	195.0	4,153	25.8	36,573	8.5	1.0	4.8	11.8	181.7
2021E	6,810.2	333.4	220.0	4,685	12.8	40,046	7.5	0.9	4.5	12.2	167.8

만도 204320

더해지는 신규수주, 높아지는 실적 눈높이

- ✓ 3Q19 · 4Q19 · 20년 영업이익, 전년동기 대비 각각 +35%, +84%, +37% 전망
- ✓ 1) 신규 수주 통한 미국/중국 대량매출 확보, 2) 현대 · 기아차 신차효과 지속 통한 한국/미국 가동률 개선 및 ADAS 성장 지속, 3) 1H19 고강도 구조조정 진행으로 비용구조 개선, 4) GM 신규 플랫폼 매출증대 유지로 실적 회복세 확장 국면
- ✓ 실적개선 구체화되고 있는 만도, 20년 EPS 추정치를 +18% 조정하며, ADAS Peer Group 평균 PER 적용해 적정주가 47,000원으로 상향

3Q19 Preview, 영업이익 시장기대치 +38% 상회 전망

매출 1.43조원 (+2% YoY, 이하 YoY)으로 중국 부진을 신차효과 및 신공장 가동을 통한 한국/북미/기타지역 가동률 개선과 ADAS 고성장으로 극복.

영업이익 676억원 (+35%), 세전이익 804억원 (+137%)으로 각각 시장기대치 +38%, +79% 상회 전망. 통상임금 합의에 따른 총당금 환입 523억원 (영업 330억원, 영업외 193억원)이 더해지며, 희망퇴직 관련 총당부채 전입 140억원 반영 예정.

ADAS 성장 가속, 신규 발주 반영, 중국 안정화로 높은 이익성장 본격화

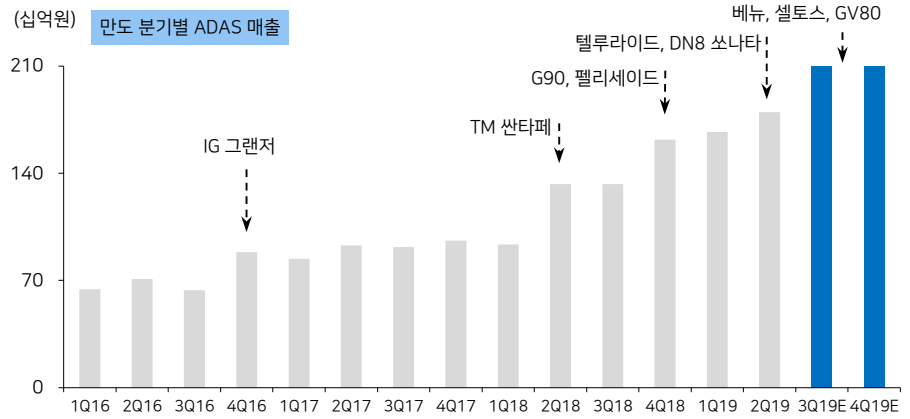
한국/중국의 구조조정이 대부분 마무리된 가운데, 4Q19부터는 현대/기아차 신차 확대 및 GM 신규 플랫폼 발주 증가와 더불어 미국/중국 신규수주 물량 매출인식 시작과 ADAS ASP Mix 개선 (ASP를 +10~15% 높이는 DCU (Domain Control Unit, ECU 통합제어시스템) 장착 제네시스 라인업 출시 시작)이 더해질 전망이다.

4Q19 697억원 (+84%), 20년 3,029억원 (+37%)의 영업이익 실현을 예상. 20년 연간 기준으로는 1) ADAS 매출증가 (9,313억원, +21%) 및 이익성장 (838억원, +214억원), 2) 중국 구조조정에 따른 비용절감 및 기존 고객 외 신규수주 매출인식 증대에 따른 수익성 개선 효과 (+520억원), 3) 그 외 한국/미국 가동률 증가 효과 등을 통해 19년 대비 +37%의 영업이익 성장 가능.

적정주가 47,000원으로 상향, 투자 의견 Buy 유지

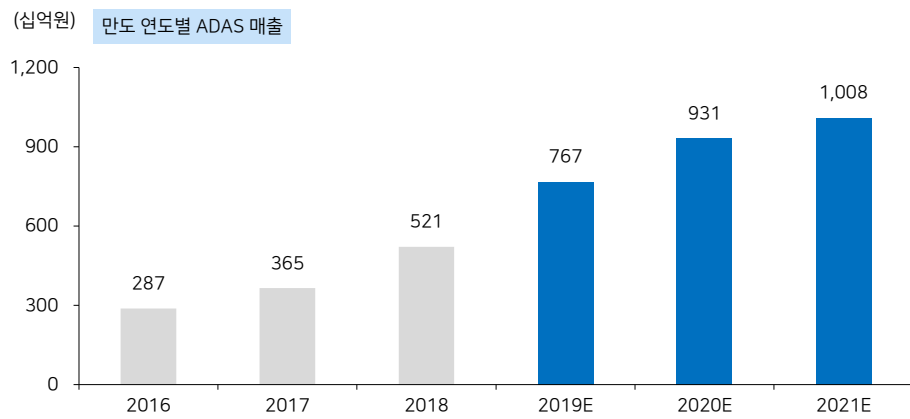
신규수주 통한 대량매출 확보 통해 부진한 수요환경 지속 불구 중국 손익 Bottom-out 가시성 높아졌으며, 한국/미국 가동률 개선 및 ADAS의 유의미한 손익기여가 확대 중인 만도의 기업가치 재평가 지속 예정. 20년 EPS 추정치를 +18% 조정하며, 이에 ADAS Peer 그룹 평균 PER 11.4배 적용해 적정주가 47,000원으로 상향.

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



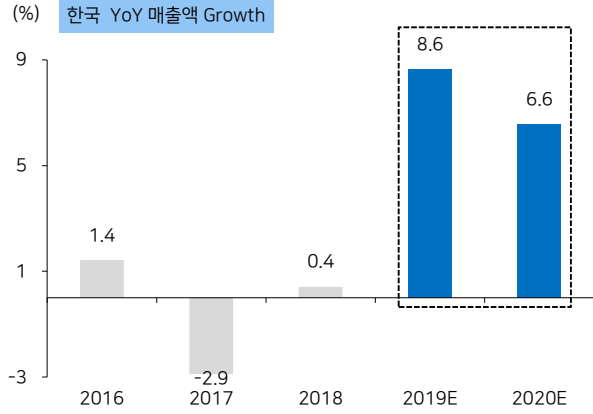
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

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



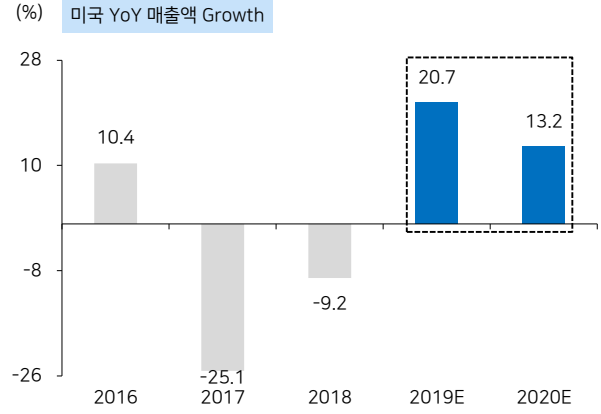
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 신차효과 통한 가동률 개선으로 한국 매출 턴어라운드



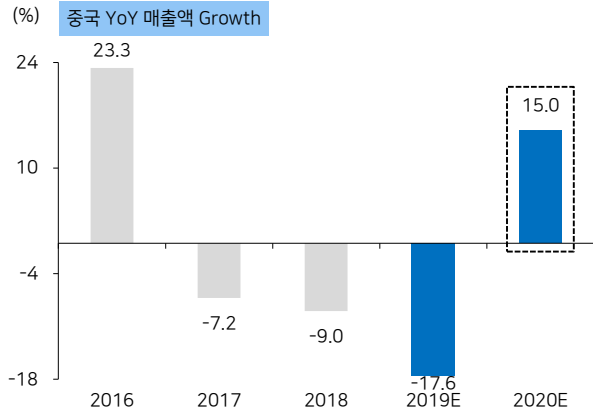
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 GM 및 신규 수주 매출인식 시작으로 미국 매출 회복



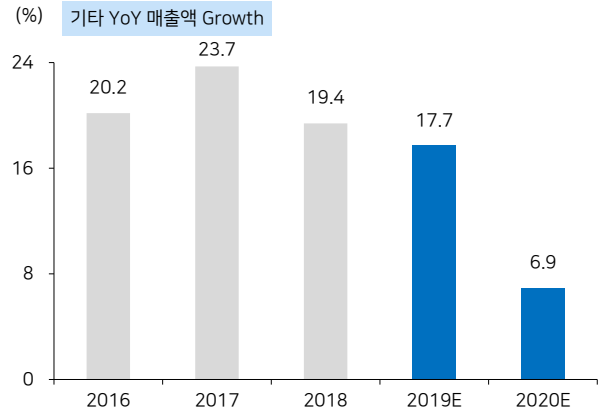
자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 수요부진 속 신규수주 매출 반영으로 20년 회복개시



자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 높은 성장세 지속 중인 유럽/인도 매출



자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 3Q19 영업이익, 시장기대치 +38% 상회 전망

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,428.1	1,398.1	2.1	1,463.6	-2.4	1,450.5	-1.5
영업이익	67.6	49.9	35.3	51.8	30.5	48.9	38.2
세전이익	80.4	33.9	137.4	39.7	100.2	44.8	79.4
지배순이익	62.8	24.3	158.9	31.1	104.3	32.0	96.3
영업이익률 (%)	4.7	3.6		3.5		3.4	
세전이익률 (%)	5.6	2.4		2.7		3.1	
순이익률 (%)	4.4	1.7		2.1		2.2	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 신규 고객 매출 반영 시작으로 4Q19 이후에도 시장기대치 상회 실적 기록 지속 예정

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,902.2	5,894.2	0.1	6,438.9	6,261.3	2.8
영업이익	221.2	198.6	11.4	302.9	245.6	23.3
세전이익	203.2	165.9	22.5	255.8	209.8	21.9
순이익	155.0	121.5	27.6	195.0	153.2	27.3
영업이익률(%)	3.7	3.4	0.4p	4.7	3.9	0.8p
세전이익률(%)	3.4	2.8	0.6p	4.0	3.4	0.6p
순이익률(%)	2.6	2.1	0.6p	3.0	2.4	0.6p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 20년 EPS 추정치, 기존 대비 +18% 상향

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	5,664.8	5,902.2	6,438.9
매출액 - 기존 추정	5,664.8	5,908.9	6,305.4
% change	0.0%	-0.1%	2.1%
영업이익 - 신규 추정	197.4	221.2	302.9
영업이익 - 기존 추정	197.4	202.8	267.6
% change	0.0%	9.1%	13.2%
세전이익 - 신규 추정	141.4	203.2	255.8
세전이익 - 기존 추정	141.4	172.1	220.2
% change	0.0%	18.1%	16.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	105.7	155.0	195.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	105.7	128.7	164.7
% change	0.0%	20.4%	18.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,250.1	3,301.8	4,152.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,250.1	2,741.4	3,508.5
% change	0.0%	20.4%	18.4%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,346.2	1,433.4	1,398.1	1,487.1	1,415.1	1,463.6	1,428.1	1,595.5	5,664.8	5,902.2	6,438.9
(% YoY)	-5.9	2.9	3.5	-1.5	5.1	2.1	2.1	7.3	-0.3	4.2	9.1
OP	43.3	66.4	49.9	37.8	32.1	51.8	67.6	69.7	197.4	221.2	302.9
(% YoY)	-28.3	20.1	흑자전환	-40.5	-25.9	-22.0	35.3	84.4	136.3	12.0	37.0
RP	38.0	49.0	33.9	20.6	25.0	39.7	80.4	58.1	141.4	203.2	255.8
(% YoY)	-20.7	-1.4	흑자전환	-53.7	-34.2	-19.0	137.4	182.6	634.1	43.7	25.9
NP	22.9	36.5	24.3	21.9	16.8	31.1	62.8	44.3	105.7	155.0	195.0
(% YoY)	-29.8	9.9	흑자전환	-35.2	-26.6	-14.8	158.9	101.9	2,109.2	46.7	25.8
OP margin (%)	3.2	4.6	3.6	2.5	2.3	3.5	4.7	4.4	3.5	3.7	4.7
RP margin (%)	2.8	3.4	2.4	1.4	1.8	2.7	5.6	3.6	2.5	3.4	4.0
NP margin (%)	1.7	2.5	1.7	1.5	1.2	2.1	4.4	2.8	1.9	2.6	3.0

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

	국가	시총 (조원)	PER(배)		EPS Growth(%)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
			19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E
AISIN SEIKI CO LTD	JN	11.2	11.2	9.2	(27.5)	20.8	0.7	0.6	5.7	6.8	4.6	4.1
DENSO CORP	JN	42.0	12.3	11.0	15.8	9.3	1.0	0.9	7.9	8.3	5.4	4.9
AUTOLIV INC	SW	8.2	12.7	10.2	(13.1)	17.9	2.9	2.4	24.5	25.5	7.3	6.3
CONTINENTAL AG	GE	30.7	11.1	9.3	(24.7)	19.6	1.3	1.2	10.8	12.7	4.9	4.3
DELPHI TECHNOLOGIES PLC	GB	1.4	4.9	4.3	(38.2)	12.7	2.5	1.8	56.5	46.3	3.9	4.0
GENTEX CORP	US	8.5	15.7	15.1	3.3	5.9	3.7	3.5	23.0	22.9	N/A	N/A
HELLA GMBH & CO KGAA	GE	6.4	13.8	11.6	(17.5)	11.6	1.6	1.5	11.0	11.5	6.0	5.5
VALEO SA	FR	9.6	14.9	10.5	(19.7)	50.3	1.5	1.4	9.7	13.8	4.5	4.2
WABCO HOLDINGS INC	US	8.3	18.1	17.5	(10.6)	3.0	4.5	3.6	26.6	20.0	11.8	12.4
NVIDIA CORP	US	125.8	26.0	28.5	35.0	(20.4)	10.6	9.1	47.8	27.5	22.9	28.6
TEXAS INSTRUMENTS INC	US	142.8	22.2	19.8	(7.8)	6.2	14.5	14.0	58.9	67.1	17.3	16.2
MAGNA INTERNATIONAL INC	CA	19.6	8.4	7.7	(7.2)	8.8	1.3	1.2	17.6	17.4	4.8	4.9
NEXTEER AUTOMOTIVE GROUP LTD	US	2.5	7.3	6.7	(24.7)	8.8	1.1	1.0	16.4	15.6	2.9	2.2
HYUNDAI MOBIS CO LTD	SK	23.7	9.7	8.4	30.1	14.3	0.7	0.7	7.7	8.2	5.8	4.9
글로벌 Peer group 평균 (만도제외)		24.7	13.1	11.4	(8.6)	11.6	2.7	2.4	21.6	19.1	6.9	6.5
MANDO CORP	SK	1.7	13.6	10.9	13.5	25.6	1.1	1.0	8.2	9.9	6.0	5.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 부품사 평균 밸류에이션	11.4배
만도 2H19-1H20 EPS 추정치 (원, b)	4,153원
Fair Value (원, c = a x b)	47,343원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	47,000원
현재 주가 (9월 27일 기준 종가)	35,300원
과리율 (%)	33.1%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,684.7	5,664.8	5,902.2	6,438.9	6,810.2
매출액증가율 (%)	-3.1	-0.3	4.2	9.1	5.8
매출원가	5,012.2	4,940.5	5,105.5	5,537.4	5,850.0
매출총이익	672.5	724.4	796.7	901.4	960.2
판매관리비	589.0	526.9	575.5	598.5	626.8
영업이익	83.5	197.4	221.2	302.9	333.4
영업이익률	1.5	3.5	3.7	4.7	4.9
금융손익	-33.8	-44.4	-41.7	-45.1	-44.0
중속/관계기업손익	32.7	-65.2	-33.9	-15.0	-10.0
기타영업외손익	-63.2	53.6	57.6	13.0	8.5
세전계속사업이익	19.3	141.4	203.2	255.8	287.9
법인세비용	1.0	28.5	41.7	53.7	60.5
당기순이익	18.3	112.9	161.5	202.1	227.5
지배주주지분 손이익	4.8	105.7	155.0	195.0	220.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	276.9	286.9	624.7	420.9	543.6
당기순이익(손실)	18.3	112.9	161.5	202.1	227.5
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	114.1	-162.1	-63.6
투자활동 현금흐름	-377.4	-297.6	-604.6	-364.1	-492.5
유형자산의증가(CAPEX)	-285.7	-262.5	-210.0	-241.5	-241.5
투자자산의감소(증가)	-17.1	3.4	-8.9	-0.9	-5.0
재무활동 현금흐름	41.0	10.0	37.2	-40.7	-39.9
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	59.4	16.1	11.1
기초현금	184.7	118.8	117.6	177.1	193.2
기말현금	118.8	117.6	177.1	193.2	204.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,021.1	1,972.7	2,135.8	2,419.5	2,614.5
현금및현금성자산	118.8	117.6	177.1	193.2	204.3
매출채권	1,418.1	1,348.9	1,405.4	1,622.6	1,736.6
재고자산	313.4	318.6	332.0	362.2	383.1
비유동자산	2,430.0	2,464.5	2,419.5	2,419.0	2,421.7
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	115.1	125.6	132.8
자산총계	4,451.0	4,437.3	4,555.3	4,838.5	5,036.1
유동부채	1,953.6	1,835.8	1,703.4	1,825.1	1,842.5
매입채무	1,036.5	960.2	1,003.4	1,094.6	1,157.7
단기차입금	100.7	98.0	117.6	117.6	118.2
유동성장기부채	164.3	461.4	369.1	372.8	376.6
비유동부채	1,085.2	1,119.7	1,275.5	1,296.0	1,313.1
사채	299.2	498.5	503.5	506.0	511.1
장기차입금	475.1	323.7	469.4	469.4	471.8
부채총계	3,038.8	2,955.5	2,978.9	3,121.1	3,155.7
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	791.6	946.7	1,122.5
비지배주주지분	164.3	157.0	141.3	127.1	114.4
자본총계	1,412.3	1,481.8	1,576.4	1,717.4	1,880.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	121,062	120,638	125,694	137,123	145,031
EPS(지배주주)	102	2,250	3,302	4,153	4,685
CFPS	2,529	2,505	3,771	4,114	4,351
EBITDAPS	6,997	9,990	11,357	13,047	13,677
BPS	30,075	31,556	33,571	36,573	40,046
DPS	200	500	1,000	1,100	1,150
배당수익률(%)	0.6	1.4	2.8	3.1	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	346.6	15.7	10.7	8.5	7.5
PCR	6.6	4.4	3.5	3.3	3.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA	328.6	469.1	533.3	612.7	642.2
EV/EBITDA	7.7	6.2	5.5	4.8	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	7.3	10.1	11.8	12.2
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	215.2	199.5	189.0	181.7	167.8
금융비용부담률	6.2	7.3	7.4	6.8	6.5
이자보상배율(x)	0.2	0.5	0.5	0.7	0.8
매출채권회전율(x)	4.0	4.1	4.3	4.3	4.1
재고자산회전율(x)	17.5	17.9	18.1	18.6	18.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	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

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.30	기업브리프	Buy	71,000	김준성	-10.3	-8.0	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	73,000	김준성	-18.1	-7.0	
2018.02.07	기업브리프	Buy	73,000	김준성	-26.3	-7.0	
2018.04.16	산업분석	Buy	63,000	김준성	-32.9	-24.5	
2018.06.28	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-36.6	-30.2	
2018.09.17	기업브리프	Buy	52,000	김준성	-42.3	-32.1	
2019.01.14	산업분석	Buy	45,000	김준성	-30.0	-23.8	
2019.04.05	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-21.8	-8.3	
2019.09.30	기업브리프	Buy	47,000	김준성	-	-	