

만도 (204320)

3분기 부합 전망. ADAS와 북미/인도 성장

북미/인도 성장과 ADAS 고성장의 기대치 상향 요인

만도에 대한 투자자의 BUY와 목표주가 4.0만원을 유지한다. 3분기 실적은 일회성 요인들을 제외할 때 하나금융투자의 기존 기대치를 상회할 전망이다. 중국 시장수요의 부진이 예상보다 길어지고 있지만, 주가가 이를 지속적으로 반영해 왔기에 추가적인 악재로 보기 어렵고, 향후 시장반전 시 잠재적인 촉매로 반영될 것이라는 판단이다. 반면, 북미/인도 지역에서의 성장과 ADAS 부문의 고성장은 이미 충분히 낮아진 시장 기대치를 상향시키는 요인으로 작용할 전망이다. 한편, 시장 일부에서 우려하는 현대차 그룹의 미국 애틀라(Aptiv)와의 합작은 향후 4년 내 만도의 ADAS 매출액을 침해할 만한 요인이 아니다.

3Q19 Preview: 영업이익률 4.9% 전망

3분기 실적은 중국 부진을 미국/인도의 성장과 ADAS 고성장을 기반으로 만회하면서 기존 하나금융투자의 기대치를 상회하고, 시장 기대치에는 부합할 전망이다. 매출액/영업이익은 각각 -0%/+36% (YoY) 변동한 1.4조원/677억원(영업이익률 4.9%, +1.3%p (YoY))으로 예상된다. 중국 매출액이 시장수요 부진과 주 고객사들의 출하 감소의 영향으로 20% (YoY) 감소하겠지만, 한국/북미/기타(인도/유럽/남미) 매출액은 고객사의 신차 출시와 Mix 개선, 그리고 ADAS 부문의 고성장에 힘입어 2%/10%/16% (YoY) 증가할 전망이다. 영업이익률은 크게 상승하는데, 이는 195억원의 일회성 이익(통상임금 충당금 환입이익 +330억원과 희망퇴직 위로금 -135억원)이 발생하기 때문이다. 이를 제외한 영업이익은 482억원(-3% (YoY))으로 전년 동기대비 감소하지만, 당초 우려보다는 양호한 수준이다. 세전이익은 121% (YoY) 증가하는데, 통상임금 충당금 환입이익(총 523억원) 중 영업이익으로 반영된 330억원 이외에 나머지 193억원이 영업외이익으로 반영되기 때문이다.

고객사의 애틀라와의 합작에 대한 우려는 과도

현재 만도의 외형성장의 주요 촉매는 ADAS 제품의 고성장이다. 2019년 ADAS 매출액은 고객사의 ADAS 채택 차종의 신차 출시에 힘입어 40% 증가한 7,400억원, 매출비중은 12% 대로 상승할 것으로 보인다. 하반기에도 현대 베뉴, 기아 셀토스, 제네시스 GV80 등으로 공급된다. 이런 가운데 주 고객사인 현대차 그룹의 3사(현대차/기아차/현대모비스)가 미국 애틀라 테크놀로지(Aptiv Technologies)와 자율주행 4/5단계 솔루션 개발/판매를 위한 합작법인을 설립하면서 만도의 ADAS 납품에 부정적인 것이 아니냐는 우려가 발생했다. 하나금융투자는 이는 기우라는 판단인데, 합작법인은 2022년 이후 레벨 4 이상의 시스템을 개발하는데 비해 만도의 ADAS 제품은 2/3단계 수준이라 향후 4년 내 만도의 영역을 침해할 만한 요인이 아니다. 그 동안 만도는 만도의 장점을 최대한 활용해 ADAS 제품에 대한 경제성을 최대한 늘리면서 합작법인으로부터 액츄에이터/센서 제품의 수주를 기대할 수 있고, 중국/북미 등에서 TOE 납품을 늘릴 시간적 여유도 있다. 만도가 자율주행 4/5단계로의 확장에 제한을 받는 것이 아니냐는 우려도 있지만, 만도 추가에는 4/5단계에 대한 기대감이 없었기 때문에 이를 추가 하락요인으로 받아들이는 것은 무리한 해석이라는 판단이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(10월 10일): 32,800원

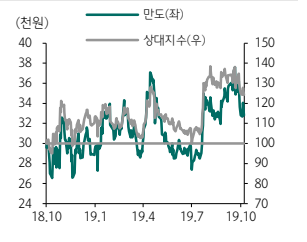
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,028.15
52주 최고/최저(원)	37,600/26,550
시가총액(십억원)	1,540.2
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	46,957.1
60일 평균 거래량(천주)	472.6
60일 평균 거래대금(십억원)	15.9
19년 배당금(예상, 원)	700
19년 배당수익률(예상, %)	2.13
외국인지분율(%)	22.73
주요주주 지분율(%)	
한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	14.22
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.5) (2.8) 16.7
상대	(7.3) 6.6 28.3

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	5,893.7	6,290.7
영업이익(십억원)	206.0	250.6
순이익(십억원)	135.7	164.0
EPS(원)	2,690	3,315
BPS(원)	32,454	35,011

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,684.7	5,664.8	5,773.8	6,075.5	6,288.2
영업이익	십억원	83.5	197.4	221.7	233.4	255.4
세전이익	십억원	19.3	141.4	196.3	194.9	221.5
순이익	십억원	4.8	105.7	139.6	138.7	157.6
EPS	원	102	2,250	2,973	2,953	3,356
증감률	%	(97.6)	2,105.9	32.1	(0.7)	13.6
PER	배	605.78	12.87	11.03	11.11	9.77
PBR	배	2.14	0.96	1.00	0.94	0.87
EV/EBITDA	배	12.60	5.70	5.53	5.23	4.83
ROE	%	0.34	7.64	9.47	8.75	9.27
BPS	원	28,898	30,262	32,737	34,992	37,649
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	1,395	1,497	5,685	5,665	5,774	6,076
YoY	(6)	3	3	(2)	5	2	0	1	(3)	0	2	5
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	215	226	656	734	865	947
연결조정	(128)	(153)	(160)	(213)	(157)	(163)	(160)	(215)	(728)	(655)	(694)	(731)
영업이익	43	66	50	38	32	52	68	70	84	197	222	233
YoY	(28)	20	흑전	(40)	(26)	(22)	36	85	(73)	136	12	5
영업이익률 (%)	3.2	4.6	3.6	2.5	2.3	3.5	4.9	4.7	1.5	3.5	3.8	3.8
세전이익	38	49	34	21	25	40	75	56	19	141	196	195
세전이익률 (%)	2.8	3.4	2.4	1.4	1.8	2.7	5.4	3.8	0.3	2.5	3.4	3.2
순이익	25	39	27	22	19	33	57	39	18	113	149	148
순이익률 (%)	1.8	2.7	1.9	1.5	1.3	2.2	4.1	2.6	0.3	2.0	2.6	2.4
지배주주순이익	23	37	24	22	17	31	53	38	5	106	140	139

자료: 만도, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,684.7	5,664.8	5,773.8	6,075.5	6,288.2
매출원가	5,012.2	4,940.5	4,978.7	5,249.3	5,422.1
매출총이익	672.5	724.3	795.1	826.2	866.1
판매비	589.0	526.9	573.4	592.9	610.7
영업이익	83.5	197.4	221.7	233.4	255.4
금융손익	(33.8)	(44.4)	(37.8)	(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	196.3	194.9	221.5
법인세	1.0	28.5	47.1	46.8	53.2
계속사업이익	18.3	112.9	149.2	148.1	168.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.3	112.9	149.2	148.1	168.3
비지배주주지분순이익	13.5	7.3	9.5	9.5	10.8
지배주주순이익	4.8	105.7	139.6	138.7	157.6
지배주주지분포괄이익	(56.3)	86.4	139.2	138.2	157.1
NOPAT	79.1	157.6	168.5	177.4	194.1
EBITDA	328.6	469.1	497.7	513.2	538.6
성장성(%)					
매출액증가율	(3.1)	(0.4)	1.9	5.2	3.5
NOPAT증가율	(65.5)	99.2	6.9	5.3	9.4
EBITDA증가율	(38.4)	42.8	6.1	3.1	4.9
영업이익증가율	(72.6)	136.4	12.3	5.3	9.4
(지배주주)순이익증가율	(97.6)	2,102.1	32.1	(0.6)	13.6
EPS증가율	(97.6)	2,105.9	32.1	(0.7)	13.6
수익성(%)					
매출총이익률	11.8	12.8	13.8	13.6	13.8
EBITDA이익률	5.8	8.3	8.6	8.4	8.6
영업이익률	1.5	3.5	3.8	3.8	4.1
계속사업이익률	0.3	2.0	2.6	2.4	2.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	102	2,250	2,973	2,953	3,356
BPS	28,898	30,262	32,737	34,992	37,649
CFPS	11,502	10,626	10,749	10,878	11,405
EBITDAPS	6,997	9,990	10,598	10,928	11,469
SPS	121,062	120,638	122,959	129,385	133,913
DPS	200	500	700	700	800
주가지표(배)					
PER	605.8	12.9	11.0	11.1	9.8
PBR	2.1	1.0	1.0	0.9	0.9
PCFR	5.4	2.7	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	12.6	5.7	5.5	5.2	4.8
PSR	0.5	0.2	0.3	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.3	7.6	9.5	8.7	9.3
ROA	0.1	2.4	3.1	3.0	3.4
ROIC	3.0	5.8	6.0	6.3	6.7
부채비율	215.2	199.5	181.1	169.2	156.0
순부채비율	83.7	84.4	70.7	61.5	52.0
이자보상배율(배)	2.4	4.8	5.5	6.3	7.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,021.1	1,972.7	2,014.9	2,100.9	2,189.6
금융자산	157.2	134.8	119.5	116.1	129.6
현금성자산	118.8	117.6	101.8	98.0	110.9
매출채권 등	1,444.5	1,390.5	1,444.8	1,520.3	1,573.5
재고자산	313.4	318.6	322.1	338.9	350.8
기타유동자산	106.0	128.8	128.5	125.6	135.7
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	4,516.1	4,633.4	4,750.8
유동부채	1,953.6	1,835.8	1,887.4	1,935.9	1,964.4
금융부채	564.8	559.6	539.6	519.6	499.6
매입채무 등	1,280.1	1,187.5	1,257.6	1,323.3	1,369.6
기타유동부채	108.7	88.7	90.2	93.0	95.2
비유동부채	1,085.2	1,119.7	1,022.0	976.2	930.3
금융부채	775.1	825.8	715.8	655.8	595.8
기타비유동부채	310.1	293.9	306.2	320.4	334.5
부채총계	3,038.8	2,955.5	2,909.4	2,912.0	2,894.7
지배주주지분	1,351.8	1,415.8	1,532.0	1,637.9	1,762.7
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	797.4	903.3	1,028.1
비지배주주지분	60.5	66.0	74.8	83.5	93.5
자본총계	1,412.3	1,481.8	1,606.8	1,721.4	1,856.2
순금융부채	1,182.7	1,250.6	1,135.9	1,059.3	965.9

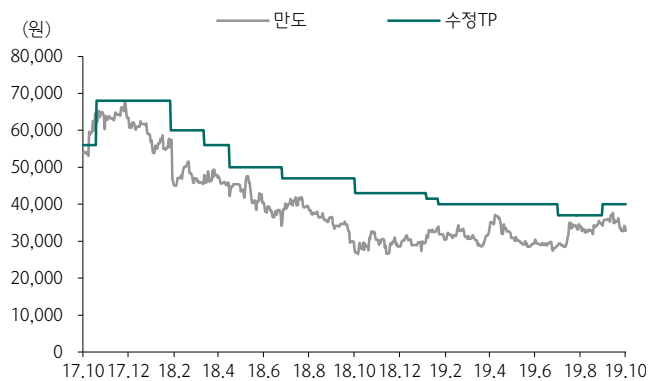
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	276.9	286.9	450.5	426.4	441.7
당기순이익	18.3	112.9	149.2	148.1	168.3
조정	452.1	344.8	274.8	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	(0.1)	0.0	(0.0)
영업활동자산부채변동	(193.5)	(170.8)	26.5	(6.8)	(12.5)
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	(69.5)	(1.1)	(15.7)	(4.0)	13.0
Unlevered CFO	540.1	499.0	504.7	510.8	535.5
Free Cash Flow	(8.8)	24.4	190.5	166.4	181.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

만도



날짜	투자의견	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 투자의견 비율공시

- 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 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 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 10월 11일 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.