

2020. 2. 6



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이다빈
02. 6454-4882
dabin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 47,000 원

현재주가 (2.5) 34,000 원

상승여력 38.2%

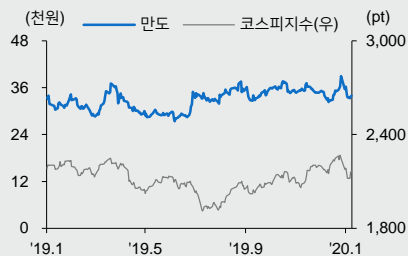
KOSPI	2,165.63pt
시가총액	15,965억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.31%
외국인비중	24.75%
52주 최고/최저가	39,000원/27,400원
평균거래대금	109.5억원

주요주주(%)

한라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	13.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.1	0.7	6.8
상대주가	0.6	-9.4	8.6

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	335.3	1.1	7.6	0.3	215.2
2018	5,664.8	197.4	105.7	2,250	341.8	31,556	15.2	1.1	6.1	7.3	199.5
2019P	5,982.9	217.1	109.6	2,334	3.7	32,570	14.6	1.0	5.5	7.3	199.7
2020E	6,252.6	286.1	191.1	4,071	74.4	35,513	8.4	1.0	4.9	12.0	185.4
2021E	6,814.0	319.4	215.6	4,591	12.8	38,921	7.4	0.9	4.6	12.3	175.3

만도 204320

Skip 1Q

- ✓ 불안요인으로 인지되어 왔던 중국에서의 매출 회복 (+18% YoY)을 통해 시장기대치 상회하는 4Q19 매출 실현. 연결매출의 높은 신장 (+10% YoY)을 통한 고정비 승수 효과가 발현되며, 일회성 비용 발생에도 불구하고 영업이익 또한 시장기대치 부합
- ✓ 아쉽게도 1Q20 실적은 중국 소비심리 악화로 만도를 포함해 전 업종이 부진할 전망
- ✓ 대외변수에 의한 일시적 실적부진 불가피하나, ADAS 대중화/북미 EV업체 본격적인 판매성장/현대차그룹 신차 판매호조의 수혜를 통해 지속적인 기업가치 개선 전망

4Q19 Review: 불확실성의 중심이었던 중국의 회복을 통해 호실적 기록

매출 1,642억원 (+10% YoY, 이하 YoY), 시장기대치 +5% 상회
 한국 +0.1%, 노후모델 재구조조정 의한 기아차 생산감소에도 ADAS 성장으로 만회
 중국 +18%, 로컬OE 매출회복 (+27%)으로 6개 분기 만의 플러스 성장 전환
 북미 +17%, 북미 EV업체 가파른 판매성장과 Ford 신규주주 반영으로 고정장 지속
 인도 및 기타 +17%, 기아차 인도공장 개시 및 유럽OEM 신규주주 반영

영업이익 629억원 (+66%, 영업이익률 3.8%), 시장기대치 부합
 매출증대 통한 고정비 승수효과 발현으로, 비영업적 비용 발생 (EPS 품질이슈 총
 당금 92억원 + 중국 구조조정 비용 12억원)에도 불구하고 기대치에 부합하는 분기 영
 업손익 기록. 주요 공장 가동률 상승과 ADAS 수익성 Mix 개선 지속 중

부진 불가피한 1Q20 실적, 그 이후 발현될 구조적 성장동력 확산에 주목

4Q19 실적호조에에도 불구하고, 다가올 1Q20에 대한 전망은 밝지 않은 상황. 갑작스러운
 중국 내 전염병 발생으로 소비심리가 극도로 위축되었으며, 이로 인한 소매판매
 위축 및 현지 공장 가동률 조정 불가피. 또한 중국생산 부품의 조달 이슈에 따른
 완성차 국내공장 생산차질 영향도 제한적이거나 단기 실적에 악영향을 미칠 예정.

그러나 이 같은 우려는 개별업체가 아닌 전 산업 공통사안이며, 최근 지수조정과
 더불어 만도 주가 또한 이를 선반영. 대외변수에 의한 단기 실적 및 주가조정은,
 현대/기아차 신차 판매호조와 동행한 가동률 개선과 더불어 구조적 성장동력 발현
 (ADAS 매출 확대: 17년 3,647억원, 18년 5,214억원, 19년 7,210억원, 20년 9,000억원
 상회 전망 + 북미 EV업체 매출 확대: 18년 800억원, 19년 2,700억원, 20년 4,200
 억원 전망)으로 기업가치 개선이 이어질 만도에 대한 저가매수 기회라고 판단.

표1 중국에 대한 본질적 우려를 불식시킨 4Q19 실적, 중국 매출 회복을 통해 시장 기대치를 상회하는 분기 매출 실현

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,637.1	1,487.1	10.1	1,467.1	11.6	1,555.2	5.3	1,556.4	5.2
영업이익	62.9	37.8	66.2	70.4	-10.7	64.7	-2.9	65.5	-4.1
세전이익	26.9	20.6	30.9	83.8	-67.9	54.7	-50.8	49.7	-45.8
순이익	10.7	21.9	-51.3	50.9	-79.0	38.2	-72.0	28.1	-62.0
영업이익률(%)	3.8	2.5		4.8		4.2		4.2	
세전이익률(%)	1.6	1.4		5.7		3.5		3.2	
순이익률(%)	0.7	1.5		3.5		2.5		1.8	

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 ADAS 고속성장 지속 및 북미 EV업체 매출 확대로 20년 시장기대치 상회 실적 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,982.9	5,898.6	1.4	6,252.6	6,318.5	-1.0
영업이익	217.1	218.8	-0.8	286.1	259.7	10.2
세전이익	175.4	199.3	-12.0	253.5	224.2	13.1
순이익	109.6	138.6	-20.9	191.1	162.2	17.8
영업이익률(%)	3.6	3.7	-0.1p	4.6	4.1	0.5p
세전이익률(%)	2.9	3.4	-0.4p	4.1	3.5	0.5p
순이익률(%)	1.8	2.3	-0.5p	3.1	2.6	0.5p

자료: Bloomberg, 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 다만, 1Q20 중국 우한 폐렴 영향 반영해 20년 연간 추정치 하향 조정

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	5,664.8	5,982.9	6,252.6
매출액 - 기존 추정	5,664.8	5,902.2	6,438.9
% change	0.0%	1.4%	-2.9%
영업이익 - 신규 추정	197.4	217.1	286.1
영업이익 - 기존 추정	197.4	219.8	300.4
% change	0.0%	-1.2%	-4.8%
세전이익 - 신규 추정	141.4	175.4	253.5
세전이익 - 기존 추정	141.4	198.2	260.8
% change	0.0%	-11.5%	-2.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	105.7	109.6	191.1
지배주주 순이익 - 기존 추정	105.7	127.0	196.8
% change	0.0%	-13.7%	-2.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,250.1	2,333.7	4,070.7
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,250.1	2,704.6	4,191.1
% change	0.0%	-13.7%	-2.9%

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2018	2019P	2020E
매출액	1,346.2	1,433.4	1,398.1	1,487.1	1,415.1	1,463.6	1,467.1	1,637.1	5,664.8	5,982.9	6,252.6
(% YoY)	-5.9	2.9	3.5	-1.5	5.1	2.1	4.9	10.1	-0.3	5.6	4.5
한국	683.6	789.7	735.8	899.2	777.6	839.2	806.4	900.2	3,108.4	3,323.4	3,373.0
(% YoY)	-10.1	-0.8	-2.2	14.3	13.7	6.3	9.6	0.1	0.4	6.9	1.5
중국	391.5	397.8	369.3	337.4	319.6	278.8	335.1	397.7	1,495.9	1,331.3	1,385.9
(% YoY)	-6.4	28.1	-1.0	-37.7	-18.4	-29.9	-9.2	17.9	-9.0	-11.0	4.1
미국	171.3	219.0	166.4	211.9	217.0	229.2	241.3	308.3	768.6	995.8	1,100.0
(% YoY)	-34.0	-9.7	-4.8	24.8	26.7	4.7	45.0	45.5	-9.2	29.6	10.5
기타	207.7	180.2	275.4	246.7	254.7	274.5	291.1	289.6	909.9	1,109.9	1,206.4
(% YoY)	28.0	-1.0	33.4	16.7	22.6	52.3	5.7	17.4	19.4	22.0	8.7
연결조정	-107.9	-153.3	-148.7	-208.1	-153.8	-158.2	-206.8	-258.7	-618.0	-777.6	-812.6
OP	43.3	66.4	49.9	37.8	32.1	51.8	70.4	62.9	197.4	217.1	286.1
(% YoY)	-28.3	20.1	흑자전환	-40.5	-25.9	-22.0	41.0	66.2	136.3	10.0	31.8
RP	38.0	49.0	33.9	20.6	25.0	39.7	83.8	26.9	141.4	175.4	253.5
(% YoY)	-20.7	-1.4	흑자전환	-53.7	-34.2	-19.0	147.5	30.9	634.1	24.0	44.5
NP	22.9	36.5	24.3	21.9	16.8	31.1	50.9	10.7	105.7	109.6	191.1
(% YoY)	-29.8	9.9	흑자전환	-35.2	-26.6	-14.8	110.0	-51.3	2,109.2	3.7	74.4
OP margin (%)	3.2	4.6	3.6	2.5	2.3	3.5	4.8	3.8	3.5	3.6	4.6
RP margin (%)	2.8	3.4	2.4	1.4	1.8	2.7	5.7	1.6	2.5	2.9	4.1
NP margin (%)	1.7	2.5	1.7	1.5	1.2	2.1	3.5	0.7	1.9	1.8	3.1

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	5,684.7	5,664.8	5,982.9	6,252.6	6,814.0
매출액증가율 (%)	-3.1	-0.3	5.6	4.5	9.0
매출원가	5,012.2	4,940.5	5,150.1	5,361.6	5,832.8
매출총이익	672.5	724.4	832.8	891.0	981.2
판매관리비	589.0	526.9	615.7	604.9	661.8
영업이익	83.5	197.4	217.1	286.1	319.4
영업이익률	1.5	3.5	3.6	4.6	4.7
금융손익	-33.8	-44.4	-23.2	-27.7	-26.8
중속/관계기업손익	32.7	-65.2	-32.0	-25.0	-25.0
기타영업외손익	-63.2	53.6	13.5	20.1	18.0
세전계속사업이익	19.3	141.4	175.4	253.5	285.5
법인세비용	1.0	28.5	58.2	54.3	61.1
당기순이익	18.3	112.9	117.3	199.3	224.4
지배주주지분 손이익	4.8	105.7	109.6	191.1	215.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	276.9	286.9	515.5	425.1	498.1
당기순이익(손실)	18.3	112.9	117.3	199.3	224.4
유형자산상각비	209.6	218.9	250.7	249.5	248.4
무형자산상각비	35.4	52.8	55.4	52.8	51.8
운전자본의 증감	-193.5	-170.8	36.8	-132.4	-85.7
투자활동 현금흐름	-377.4	-297.6	-482.0	-376.2	-441.4
유형자산의증가(CAPEX)	-285.7	-262.5	-210.0	-241.5	-241.5
투자자산의감소(증가)	-17.1	3.4	-49.4	9.2	3.8
재무활동 현금흐름	41.0	10.0	26.1	-40.7	-39.9
차입금의 증감	94.9	32.3	52.0	6.2	11.7
자본의 증가	0.0	0.0	1.0	1.0	2.0
현금의 증가(감소)	-65.9	-1.1	61.9	8.1	16.8
기초현금	184.7	118.8	117.6	179.5	187.6
기말현금	118.8	117.6	179.5	187.6	204.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	2,021.1	1,972.7	2,165.0	2,349.5	2,615.9
현금및현금성자산	118.8	117.6	179.5	187.6	204.4
매출채권	1,418.1	1,348.9	1,424.6	1,575.7	1,737.6
재고자산	313.4	318.6	336.5	351.7	383.3
비유동자산	2,430.0	2,464.5	2,418.2	2,410.4	2,414.7
유형자산	1,905.3	1,943.0	1,902.3	1,894.3	1,887.4
무형자산	222.7	212.2	196.5	187.3	183.5
투자자산	119.1	110.5	116.7	121.9	132.9
자산총계	4,451.0	4,437.3	4,583.3	4,759.8	5,030.7
유동부채	1,953.6	1,835.8	1,774.7	1,804.5	1,889.7
매입채무	1,036.5	960.2	1,017.1	1,062.9	1,158.4
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	1,279.2	1,287.7	1,313.3
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	3,053.9	3,092.3	3,203.0
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	744.5	896.9	1,069.6
비지배주주지분	164.3	157.0	141.3	127.1	114.4
자본총계	1,412.3	1,481.8	1,529.4	1,667.6	1,827.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	121,062	120,638	127,412	133,156	145,112
EPS(지배주주)	102	2,250	2,334	4,071	4,591
CFPS	2,529	2,505	3,822	3,995	4,353
EBITDAPS	6,997	9,990	11,143	12,531	13,193
BPS	30,075	31,556	32,570	35,513	38,921
DPS	200	500	1,000	1,100	1,150
배당수익률(%)	0.6	1.5	2.9	3.2	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	335.3	15.2	14.6	8.4	7.4
PCR	6.4	4.2	3.9	3.2	3.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EBITDA	328.6	469.1	523.3	588.4	619.5
EV/EBITDA	7.6	6.1	5.5	4.9	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	7.3	7.3	12.0	12.3
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	215.2	199.5	199.7	185.4	175.3
금융비용부담률	6.2	7.3	7.3	7.0	6.5
이자보상배율(x)	0.2	0.5	0.5	0.7	0.7
매출채권회전율(x)	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1
재고자산회전율(x)	17.5	17.9	18.3	18.2	18.5

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

