



2020년 3월 27일 | Equity Research

만도 (204320)

이미 얻어맞았다

코로나19의 영향은 피할 수 없겠지만, 편더멘탈 대비 과매도 영역

만도에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 코로나19 확산에 따른 고객사들의 생산감소를 반영하여 목표주가는 기존 4.2만원에서 신규 3.1만원(2021년 추정 EPS에 목표 P/E 11배 적용)으로 조정한다. 기존 중국 위주의 생산차질에서 북미/유럽의 수요감소로 확대되면서 상반기 실적은 크게 부진할 전망이다. 하지만, 최근 1개월 주가가 30% 이상 하락하면서 이러한 부진은 주가에 반영되어 왔다. 단기로 북미/유럽 내 코로나19의 확대의 불확실성은 있지만, 이후의 빠른 회복 가능성과 ADAS의 고성장 및 캘리포니아 전기차 업체향 EPS/EPB/서스펜션 공급을 감안할 때 현재 주가는 편더멘탈 대비 과매도된 상태라는 판단이다.

1Q20 Preview: 영업이익률 0.5% 전망

1분기 실적은 코로나19의 여파로 연초 예상치를 크게 하회할 전망이다. 1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 11%/82% 감소한 1.26조원/57억원(영업이익률 0.5%, -1.8%p (YoY))으로 예상한다. 주요 지역에서 코로나19로 인해 고객사들의 생산공장이 1주~3주간의 일시 가동중단을 단행한 가운데, 최근 확산되고 있는 북미/유럽 내 시장수요도 크게 부진할 것이기 때문이다. 반면, ADAS 부문의 매출액은 고객사의 고급차종 출시에 힘입어 성장하고, 캘리포니아 전기차 업체향 납품도 북미/중국에서 순차적으로 가세하면서 상대적으로 양호할 전망이다. 외형 축소로 인한 고정비 부담과 함께 중국 내 구조조정 관련 비용(35억원 반영)이 반영되면서 분기 수익은 전년 동기대비 크게 낮아질 것이다.

상반기 전망치 하향하지만, 하반기 이후 회복 기대

만도는 2월 5일 영업실적전망에 대한 공정공시를 통해 2020년 매출액 가이던스로 6.06조원(+2%)를 제시했다. 주요 시장의 부정적 환경과 중국 내 코로나19를 고려했지만, 전장품 확대와 고객 다변화를 통해 외형 성장이 가능할 것으로 전망한 것이었다. 하지만, 예상과 달리 코로나19가 한국/북미/유럽으로 확대되면서 고객사들의 생산이 일시적으로 중단되고, 자동차 수요도 감소한 상황이어서 가이던스 달성을 차질이 생겼다. 하나금융투자의 추정치는 기존 대비 7%/30% 감소한 5.7조원/1,619억원(영업이익률 2.8%, -1.0%p (YoY))이다. 상반기 위주로 생산차질을 반영한 것인데, 한국 내 GV80/G80으로 DCU 납품에 따른 ADAS 부문이 고성장(+10%)하고 있고, 캘리포니아 전기차 업체에 대한 EPS/EPB/서스펜션 제품도 순차적으로 납품되고 있다는 점을 감안할 때 코로나19 영향이 완화되면 하반기 이후 성장성은 빠르게 회복될 것이다. 실적/Valuation에 대한 초점을 하반기 이후~2021년으로 이연시키는 것이 합당한 이유이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 31,000원(하향) | CP(3월 26일): 21,150원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,686.24		
52주 최고/최저(원)	39,000/16,950	매출액(십억원)	6,127.9 6,495.7
시가총액(십억원)	993.1	영업이익(십억원)	234.5 285.5
시가총액비중(%)	0.08	순이익(십억원)	152.8 197.1
발행주식수(천주)	46,957.1	EPS(원)	3,046 3,950
60일 평균 거래량(천주)	485.8	BPS(원)	34,655 37,858
60일 평균 거래대금(십억원)	14.5		
20년 배당금(예상, 원)	550		
20년 배당수익률(예상, %)	2.60		
외국인지분율(%)	22.20		
주요주주 지분율(%)			
한라홀딩스 외 4 인	30.26		
국민연금공단	14.34		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(34.3) (39.7) (27.8)		
상대	(19.1) (25.9) (8.0)		

Stock Price	
(천원)	만도(주) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,664.8	5,981.9	5,694.4	6,062.6	6,244.4
영업이익	십억원	197.4	218.6	161.9	221.9	234.0
세전이익	십억원	141.4	176.5	116.7	183.1	208.5
순이익	십억원	105.7	110.5	82.9	130.1	148.2
EPS	원	2,250	2,354	1,766	2,770	3,155
증감률	%	2,105.9	4.6	(25.0)	56.9	13.9
PER	배	12.87	14.96	11.98	7.63	6.70
PBR	배	0.96	1.09	0.63	0.59	0.55
EV/EBITDA	배	5.70	5.92	5.05	4.34	4.12
ROE	%	7.64	7.55	5.38	8.03	8.54
BPS	원	30,262	32,304	33,522	35,743	38,350
DPS	원	500	550	550	550	600



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 만도 분기실적

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	17	18	19	20F	21F
매출액	1,415	1,464	1,467	1,636	1,261	1,359	1,447	1,627	5,685	5,665	5,982	5,694	6,063
YoY	5	2	5	10	(11)	(7)	(1)	(1)	(3)	0	6	(5)	6
한국	786	839	806	900	762	848	814	909	3,165	3,240	3,331	3,333	3,400
중국	321	279	335	398	192	223	342	390	1,649	1,498	1,332	1,147	1,319
미국	271	288	308	308	244	230	277	293	944	936	1,175	1,044	1,149
기타	198	217	224	229	205	206	217	234	656	739	867	861	931
연결조정	(160)	(159)	(206)	(199)	(142)	(147)	(203)	(198)	(728)	(747)	(724)	(691)	(736)
영업이익	32	52	70	64	6	28	68	61	84	197	219	162	222
YoY	(26)	(22)	41	70	(82)	(46)	(4)	(6)	(73)	136	11	(26)	37
영업이익률 (%)	2.3	3.5	4.8	3.9	0.5	2.1	4.7	3.7	1.5	3.5	3.7	2.8	3.7
세전이익	25	40	84	28	(2)	20	78	21	19	141	176	117	183
세전이익률 (%)	1.8	2.7	5.7	1.7	(0.2)	1.5	5.4	1.3	0.3	2.5	3.0	2.0	3.0
순이익	19	33	52	14	(1)	15	59	16	18	113	118	89	139
순이익률 (%)	1.3	2.2	3.6	0.8	(0.1)	1.1	4.1	1.0	0.3	2.0	2.0	1.6	2.3
지배주주순이익	17	31	51	12	(1)	14	55	15	5	106	111	83	130

자료: 만도, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,664.8	5,981.9	5,694.4	6,062.6	6,244.4
매출원가	4,940.5	5,147.8	4,947.8	5,201.7	5,352.4
매출총이익	724.3	834.1	746.6	860.9	892.0
판관비	526.9	615.6	584.8	638.9	658.1
영업이익	197.4	218.6	161.9	221.9	234.0
금융손익	(44.4)	(26.0)	(41.7)	(39.2)	(34.0)
종속/관계기업손익	(6.5)	(6.5)	(5.0)	(3.0)	6.1
기타영업외손익	(5.1)	(9.6)	1.5	3.3	2.5
세전이익	141.4	176.5	116.7	183.1	208.5
법인세	28.5	58.2	28.0	43.9	50.0
계속사업이익	112.9	118.2	88.7	139.1	158.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	112.9	118.2	88.7	139.1	158.5
비지배주주지분순이익	7.3	7.7	5.8	9.0	10.3
지배주주순이익	105.7	110.5	82.9	130.1	148.2
지배주주지분포괄이익	86.4	127.6	83.5	131.0	149.2
NOPAT	157.6	146.4	123.0	168.7	177.8
EBITDA	469.1	519.2	463.0	523.5	529.7
성장성(%)					
매출액증가율	(0.4)	5.6	(4.8)	6.5	3.0
NOPAT증가율	99.2	(7.1)	(16.0)	37.2	5.4
EBITDA증가율	42.8	10.7	(10.8)	13.1	1.2
영업이익증가율	136.4	10.7	(25.9)	37.1	5.5
(지배주주)순익증가율	2,102.1	4.5	(25.0)	56.9	13.9
EPS증가율	2,105.9	4.6	(25.0)	56.9	13.9
수익성(%)					
매출총이익률	12.8	13.9	13.1	14.2	14.3
EBITDA이익률	8.3	8.7	8.1	8.6	8.5
영업이익률	3.5	3.7	2.8	3.7	3.7
계속사업이익률	2.0	2.0	1.6	2.3	2.5

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,250	2,354	1,766	2,770	3,155
BPS	30,262	32,304	33,522	35,743	38,350
CFPS	10,626	10,729	9,692	11,013	11,354
EBITDAPS	9,990	11,056	9,859	11,149	11,281
SPS	120,638	127,390	121,269	129,108	132,982
DPS	500	550	550	550	600
주가지표(배)					
PER	12.9	15.0	12.0	7.6	6.7
PBR	1.0	1.1	0.6	0.6	0.6
PCFR	2.7	3.3	2.2	1.9	1.9
EV/EBITDA	5.7	5.9	5.1	4.3	4.1
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	7.6	7.6	5.4	8.0	8.5
ROA	2.4	2.4	1.8	2.9	3.2
ROIC	5.8	5.3	4.4	6.0	6.3
부채비율	199.5	189.8	173.2	162.2	147.9
순부채비율	84.4	84.9	77.0	67.8	57.6
이자보상배율(배)	4.8	4.5	3.2	4.6	5.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,972.7	2,109.8	2,011.5	2,120.5	2,185.5
금융자산	134.8	252.0	250.7	246.0	249.8
현금성자산	117.6	205.3	202.7	196.6	198.1
매출채권 등	1,390.5	1,384.3	1,320.8	1,406.1	1,448.3
재고자산	318.6	336.8	312.0	332.1	342.1
기타유동자산	128.8	136.7	128.0	136.3	145.3
비유동자산	2,464.5	2,485.8	2,490.2	2,495.4	2,505.8
투자자산	110.5	142.6	143.1	144.9	146.1
금융자산	32.9	34.6	33.7	34.1	33.9
유형자산	1,943.0	1,946.6	1,950.8	1,954.4	1,963.8
무형자산	212.2	171.3	171.1	170.9	170.7
기타비유동자산	198.8	225.3	225.2	225.2	225.2
자산총계	4,437.3	4,595.6	4,501.7	4,615.9	4,691.3
유동부채	1,835.8	1,756.8	1,660.3	1,716.6	1,744.9
금융부채	559.6	445.8	426.1	406.3	396.6
매입채무 등	1,187.5	1,225.9	1,148.8	1,223.0	1,259.7
기타유동부채	88.7	85.1	85.4	87.3	88.6
비유동부채	1,119.7	1,253.2	1,193.6	1,139.0	1,054.3
금융부채	825.8	1,152.6	1,092.6	1,032.6	943.3
기타비유동부채	293.9	100.6	101.0	106.4	111.0
부채총계	2,955.5	3,010.0	2,853.9	2,855.6	2,799.1
지배주주지분	1,415.8	1,511.7	1,568.8	1,673.2	1,795.6
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	(113.6)	(91.0)	(91.0)	(91.0)	(91.0)
이익잉여금	681.2	754.5	811.7	916.0	1,038.4
비지배주주지분	66.0	73.9	78.9	87.1	96.6
자본총계	1,481.8	1,585.6	1,647.7	1,760.3	1,892.2
순금융부채	1,250.6	1,346.4	1,267.9	1,193.0	1,090.1

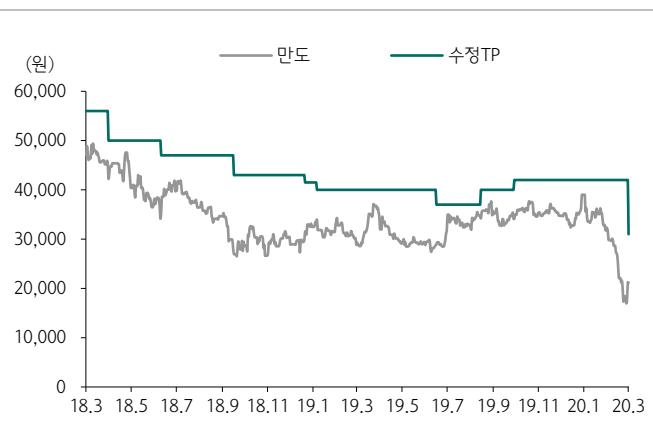
현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	286.9	272.5	406.8	402.4	429.0
당기순이익	112.9	118.2	88.7	139.1	158.5
조정	344.8	390.5	297.4	295.7	289.1
감가상각비	271.7	300.6	301.1	301.6	295.8
외환거래손익	8.7	7.4	(3.6)	(6.0)	(6.7)
지분법손익	10.1	6.5	0.0	0.0	0.0
기타	54.3	76.0	(0.1)	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(170.8)	(236.2)	20.7	(32.4)	(18.6)
투자활동 현금흐름	(297.6)	(300.1)	(304.0)	(303.0)	(302.7)
투자자산감소(증가)	15.1	(25.6)	(1.3)	(2.6)	(2.0)
유형자산감소(증가)	(255.5)	(214.1)	(250.0)	(250.0)	(250.0)
기타	(57.2)	(60.4)	(52.7)	(50.4)	(50.7)
재무활동 현금흐름	10.0	114.7	(105.5)	(105.5)	(124.8)
금융부채증가(감소)	45.5	213.0	(79.7)	(79.7)	(99.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(13.1)	(64.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(22.4)	(34.0)	(25.8)	(25.8)	(25.8)
현금의 증감	(1.1)	87.7	(2.6)	(6.1)	1.5
Unlevered CFO	499.0	503.8	455.1	517.1	533.2
Free Cash Flow	24.4	50.6	156.8	152.4	179.0



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

만도



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.3.27	BUY	31,000		
19.10.25	BUY	42,000	-21.18%	-7.14%
19.9.10	BUY	40,000	-12.96%	-6.00%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 03월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.