

2017/07/17

만도(204320)

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

모든게 정상이나 중국의 부진이 큰 걸림돌

■ 2Q17 Preview – 모든게 정상이나 중국의 부진이 큰 걸림돌

2Q17 실적 부진의 가장 큰 원인은 중국법인의 주요 고객인 현대, 기아의 판매(가동률) 부진 때문이다. 현대, 기아차의 2Q17 가동률은 THAAD와 경쟁심화로 인해 Capacity 대비 30% 수준에 머물며 전년동기비 60% 이상 감소했다. 이 부진의 강도가 길리, 장성 등 중국 로컬 OEM향 성장보다 훨씬 크게 작용해 전년대비 수익성 악화가 불가피할 수 밖에 없다. 이미 잘 알려진 대로 만도 중국법인의 연결조정 전 매출액은 전체에서 26% 수준이지만 당기순이익 기준으로는 50-60%의 높은 비중을 차지할 만큼 중요한 법인이다. 1분기 3월의 THAAD 여파에도 불구하고 51.4%(연결조정 전)의 높은 당기순이익을 보여 시장기대치를 넘어섰던 바 있다. 당시 중국 현대, 기아의 부진에도 불구하고 중국 로컬 OEM의 성장이 이를 상쇄해준 바 있다. 하지만 2분기는 현대, 기아 가동률이 경험해보지 못한 최악의 수준이어서 이를 극복하기 쉽지 않다.

하반기에도 현대, 기아차의 중국 부진이 지속될 것으로 예상되며, 연초에 제시했던 만도의 연간 가이드선 달성도 불투명해졌다. 결국 하반기도 중국 부진이 발목을 잡으며 전년동기비 매출액, 영업이익 성장 모멘텀이 둔화될 것으로 보인다. 미국에서는 시장수요 둔화와 GM향 프로젝트 일부 종료 영향이 2분기부터 본격화되었으며, 이 영향으로 향후 GM향 매출에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 반면 G2를 제외한 국내, 유럽, 인도는 신차 효과와 ADAS 수요 증가, 시장수요 호조 등으로 양호할 것으로 보인다.

ADAS 매출액은 1Q17에 전년동기비 30% 증가한 840억원을 기록했고, 전체 매출액에서 차지하는 비중도 5.9%까지 상승했다. 2분기에도 ADAS 매출은 고성장을 지속할 것이고, 매출에서 차지하는 비중도 6% 이상으로 상승할 것으로 보인다. 여전히 높은 R&D 부담으로 인해 수익성은 평균보다 낮지만, 16년 1%대에서 올해 3%까지 상승하면서 이익 기여도는 점차 올라갈 것이다.

중국에서 주요 고객사 부진에 따른 따른 부담감이 존재하는 상황 속에서, 신규고객 확대를 계획하며 이를 고객다변화의 기회로 삼을 것으로 보인다. 또한 유럽과 인도에서도 기술력과 가격경쟁력을 바탕으로 전장부품을 중심으로 한 신규 수주활동이 진행 중이며, 연간 가이드선인 12 조 수주 목표달성은 가능할 것으로 보인다.

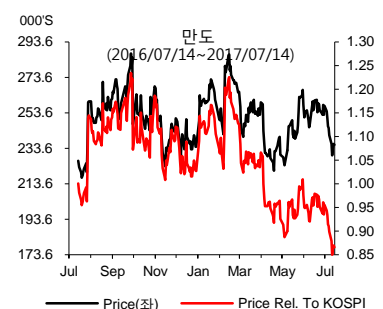
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	290,000원
종가(2017/07/14)	235,500원

Stock Indicator

자본금	47십억원
발행주식수	939만주
시가총액	2,212십억원
외국인지분율	42.2%
배당금(2016)	5,000원
EPS(2017E)	17,581원
BPS(2017E)	168,245원
ROE(2017E)	10.8%
52주 주가	217,000~287,000원
60일평균거래량	61,574주
60일평균거래대금	15.0십억원

Price Trend



<표 1> 만도 실적 추이와 전망 - 시장 컨센서스 대비 영업이익의 0.4% 감소, 세전이익의 5.7% 감소 전망

(단위 : 억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E (a)	YoY	QoQ	2Q17 컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	14,400	13,568	17,032	14,304	13,964	-3.0%	-2.4%	14,239	-1.9%
영업이익	648	749	1,094	604	590	-8.9%	-2.3%	592	-0.4%
%	4.5	5.5	6.4	4.2	4.2	-0.3%p	0.0%p	4.2	0.1%p
세전이익	524	615	1,130	478	506	-3.3%	5.8%	536	-5.7%

자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 2> 17년 2분기 실적 전망

(단위 : 억원)

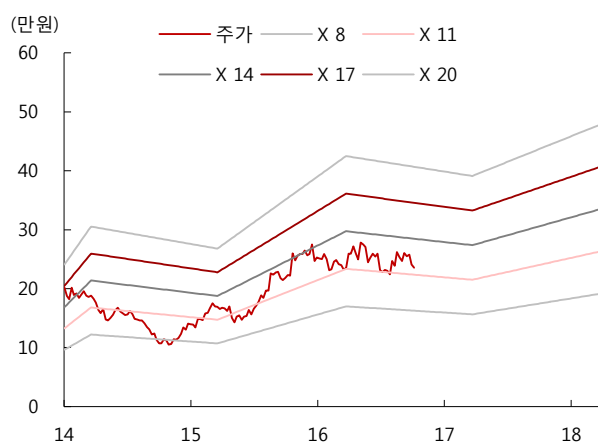
	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	YoY	QoQ
매출액	14,400	13,568	17,032	14,304	13,964	-3.0%	-2.4%
한국	7,148	9,548	31,878	7,604	8,053	12.7%	5.9%
중국	3,989	5,631	17,716	4,185	3,412	-14.5%	-18.5%
미국	2,788	3,057	11,301	2,594	2,880	3.3%	11.0%
기타	1,532	1,573	6,161	1,622	1,568	2.3%	-3.4%
연결조정	-1,889	-2,777	-8,391	-1,701	-1,949	-3.2%	-14.5%
매출원가	12,471	11,492	14,241	12,273	12,149	-2.6%	-1.0%
%	86.6	84.7	83.6	85.8	87.0	0.4%p	1.2%p
판관비	1,281	1,327	1,697	1,427	1,225	-4.4%	-14.1%
%	8.9	9.8	10.0	10.0	8.8	-0.1%p	-1.2%p
영업이익	648	749	1,094	604	590	-8.9%	-2.3%
%	4.5	5.5	6.4	4.2	4.2	-0.3%p	0.0%p
영업외이익	-124	-133	36	-125	-84	적자지속	적자지속
%	-0.9	-1.0	0.2	-0.9	-0.6	0.3%p	0.3%p
세전이익	524	615	1,130	478	506	-3.3%	5.8%
%	3.6	4.5	6.6	3.3	3.6	0.0%p	0.3%p
법인세	71	165	345	127	121	71.6%	-4.2%
%	13.5	26.8	30.6	26.5	24.0	10.5%p	-2.5%p
당기순이익	453	450	785	352	385	-15.0%	9.4%
%	3.1	3.3	4.6	2.5	2.8	-0.4%p	0.3%p
지배주주	429	424	745	327	379	-11.7%	15.9%
%	3.0	3.1	4.4	2.3	2.7	-0.3%p	0.4%p

자료: 만도, 하이투자증권

투자전략

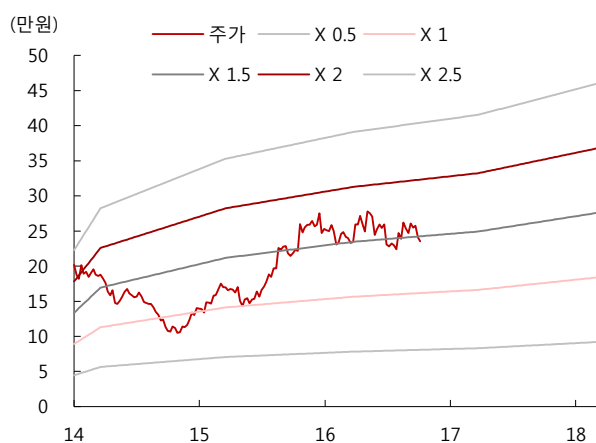
연초 제시했던 만도의 가이드스는 매출액 6조, 영업이익률 5%인 3,000억원이었다. 하지만 예상치 못한 THAAD발 중국 부진으로 인해 달성이 어려워졌다. 따라서 우리는 연간 매출액을 0.5% 감소한 5.97조, 영업이익을 10.1% 감소한 2,696억으로 낮춰 예상한다. 이로 인해 Target price도 기계적으로 하향한다. 다만 점차 미래 자동차 기술 관련 관심이 커지고 있고, Sensor와 Actuator에서 만도의 영향력이 확대되고 있음은 지속적인 긍정적 포인트다.

<그림 1> 만도 PER Band - 13 배 수준



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 2> 만도 PBR Band - 1.4 배 수준



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,101	2,614	2,954	3,339
현금 및 현금성자산	185	936	1,207	1,522
단기금융자산	17	17	18	18
매출채권	1,428	1,104	1,150	1,198
재고자산	336	418	438	458
비유동자산	2,363	2,294	2,233	2,151
유형자산	1,900	1,863	1,831	1,774
무형자산	197	169	145	124
자산총계	4,464	4,908	5,187	5,491
유동부채	1,753	1,947	2,000	2,055
매입채무	1,339	1,361	1,414	1,469
단기차입금	165	165	165	165
유동성장기부채	141	313	313	313
비유동부채	1,196	1,326	1,376	1,426
사채	449	529	529	529
장기차입금	534	584	634	684
부채총계	2,949	3,273	3,376	3,482
지배주주지분	1,465	1,580	1,752	1,947
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602
이익잉여금	654	773	948	1,145
기타자본항목	199	199	199	199
비지배주주지분	50	55	58	62
자본총계	1,515	1,635	1,810	2,009

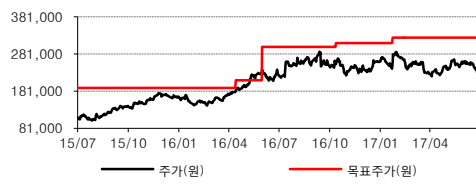
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,866	5,970	6,251	6,544
증가율(%)	10.7	1.8	4.7	4.7
매출원가	5,005	5,134	5,371	5,615
매출총이익	861	835	881	929
판매비와관리비	556	566	550	575
연구개발비	114	116	121	127
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	305	270	331	354
증가율(%)	14.8	-11.6	22.6	7.0
영업이익률(%)	5.2	4.5	5.3	5.4
이자수익	5	26	33	42
이자비용	38	47	48	50
지분법이익(손실)	5	6	4	7
기타영업외손익	2	-34	-22	-23
세전계속사업이익	279	233	300	331
법인세비용	69	63	75	83
세전계속이익률(%)	4.8	3.9	4.8	5.1
당기순이익	210	170	225	248
순이익률(%)	3.6	2.8	3.6	3.8
지배주주귀속 순이익	199	165	222	244
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	207	167	222	245
지배주주귀속총포괄이익	199	165	222	244

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	350	631	834	848
당기순이익	210	170	225	248
유형자산감가상각비	15	16	16	16
무형자산상각비	28	28	24	20
지분법관련손실(이익)	5	6	4	7
투자활동 현금흐름	-366	-157	-157	-127
유형자산의 처분(취득)	-336	-180	-180	-150
무형자산의 처분(취득)	-72	-	-	-
금융상품의 증감	12	-1	0	0
재무활동 현금흐름	4	247	-6	-6
단기금융부채의 증감	-13	-	-	-
장기금융부채의 증감	150	50	50	50
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-45	-47	-47	-47
현금및현금성자산의증감	-15	751	272	315
기초현금및현금성자산	200	185	936	1,207
기말현금및현금성자산	185	936	1,207	1,522

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	21,243	17,581	23,632	26,021
BPS	155,957	168,245	186,584	207,312
CFPS	25,822	22,290	27,881	29,875
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	11.0	13.4	10.0	9.1
PBR	1.5	1.4	1.3	1.1
PCR	9.1	10.6	8.4	7.9
EV/EBITDA	9.5	9.1	7.1	6.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.3	10.8	13.3	13.2
EBITDA 이익률	5.9	5.3	5.9	6.0
부채비율	194.7	200.2	186.5	173.3
순부채비율	71.8	39.1	23.0	7.6
매출채권회전율(x)	4.3	4.7	5.5	5.6
재고자산회전율(x)	17.8	15.8	14.6	14.6

자료 : 만도, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
2017-07-17	Buy	290,000
2017-02-07	Buy	325,000
2016-10-27	Buy	310,000
2016-06-15	Buy	300,000
2016-04-28	Buy	210,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 고태봉, 강동욱\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-