

2017/07/28

만도(204320)

자동차/타이어 고태봉

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

자동차/타이어 강동욱

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

매출처 다변화 기업의 강한 방어력 확인

■ 2Q17 Review – 매출처 다변화 기업의 강한 방어력 확인

2분기는 중국과 미국의 부진으로 매출액이 전년동기비 3.3% 감소한 1.39조, 영업이익은 14% 감소한 557억원(OPM 4.0%)을 기록했다. 이는 우리 예상치 매출액 1.39조, 영업이익 590억원(OPM 4.2%)을 소폭 하회한 수준이다. 특히 전년동기 매출구성에 포함되었던 만도 신소재 분리를 감안하면 외형 면에서는 매우 선방했다고 볼 수 있다. 특히 규모가 커 걱정이 많았던 중국에서 현대, 기아차의 가동률이 36%에 불과했음에도 로컬업체항 납품증가 덕분에 -22.3% 매출 감소로 버텼다. 전속적 납품구조를 가진 업체에 비해서 매출처 다변화를 이뤄낸 업체의 강점이 아닐 수 없다. 미국에서는 최대 납품처 GM의 프로그램 종료 영향으로 매출이 13.4% 감소하면서 부정적 영향이 반영됐다. 하지만 국내에서 매출이 2.1% 증가했고, 유럽, 인도를 포함한 기타지역이 16.8% 증가하며 빅2 지역의 부진을 상쇄했다. 국내에선 현대, 기아차의 중대형 세단이 증가함과 동시에 쌍용차도 ADAS 옵션 선호도가 높아지고 있다는 점이 긍정적이다. ASP와 수익구조가 양호한 e-Product / ADAS 납품비중이 증가하면서 고정비 부담을 어느정도 극복하며 수익률을 방어하고 있는 것이다. 최악의 환경에서 그나마 잘 버텼던 2분기였다.

■ 3Q17 Preview – 여전히 어려운 환경

중국에서의 개선은 9월 이후에나 가능할 것 같다. 현대, 기아차의 가동률 상향 스케줄이 9월에 맞춰져 있기 때문이다. 3분기는 휴가와 명절로 인해 전통적인 생산의 비수기이자 파업 가능성이 높은 시기다. 3분기에 급격한 개선을 기대하긴 어려울 것 같다. 우리는 3분기 매출액을 전년동기 수준인 1.3조, 영업이익은 27.9% 하락한 540억원으로 전망한다. 국내공장의 조업일수 축소와 빅2 시장에서의 어려움 지속, 고마진 중국의 위축에 기인한 수익성 하락을 염두에 둔 것이다.

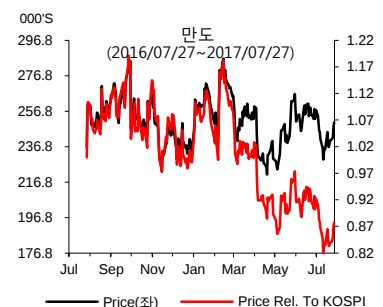
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	290,000원
종가(2017/07/27)	250,500원

Stock Indicator

자본금	47십억원
발행주식수	939만주
시가총액	2,353십억원
외국인지분율	42.5%
배당금(2016)	5,000원
EPS(2017E)	17,581원
BPS(2017E)	168,245원
ROE(2017E)	10.8%
52주 주가	221,000~287,000원
60일평균거래량	56,586주
60일평균거래대금	14.0십억원

Price Trend

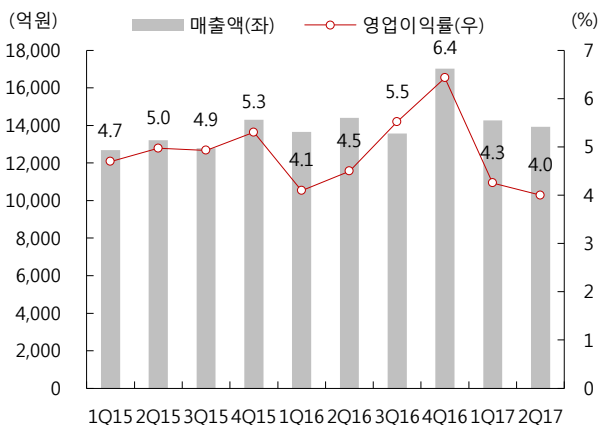


투자의견

미래기술에 포커싱 된 드문 기업

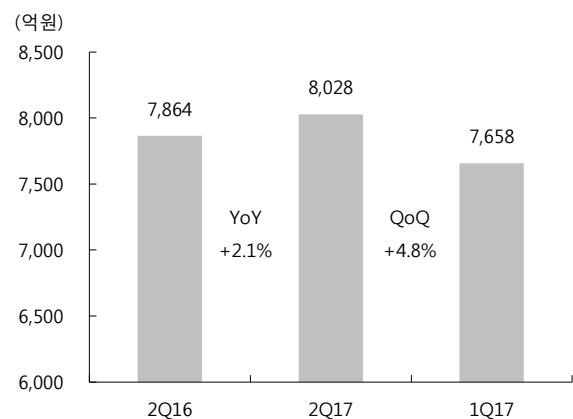
기존 가이드스 충족이 어려워졌다. 매출액은 5.7-5.8조로 소폭 감소하고, 영업이익률은 5%를 밑도는 4.5-4.7%로 하향했다. 고마진 중국에서의 충격을 이 정도로만 완충해도 만족해야 할 것 같다. 부품업체 입장에선 매출처 다변화가 되어있지 않다면 완성차의 (-)가 고스란히 부품에 전이될 수 밖에 없기 때문이다. 18년부터 현대, 기아차도 전방충돌방지보조(FCA : Forward Collision-Avoidance Assist)장치를 기본사양으로 장착한다. ADAS 기반의 Lv.2단계 자율주행은 이제 보편화 될 것 같다. 점점 투자자들의 시선은 미래기술 장착 여부로 옮겨간다. 이미 글로벌 업체들의 주가가 양분되고 있기 때문이다. 만도는 한국에서 몇 안 되는 미래기술 보유업체다. 예상을 넘어서는 첨단 기술 기반 수주가 그것을 말해준다.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 강한 방어력 확인



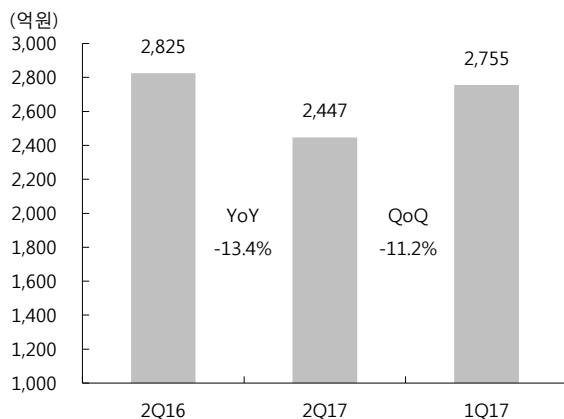
자료, 만도, 하이투자증권

<그림 2> 국내 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



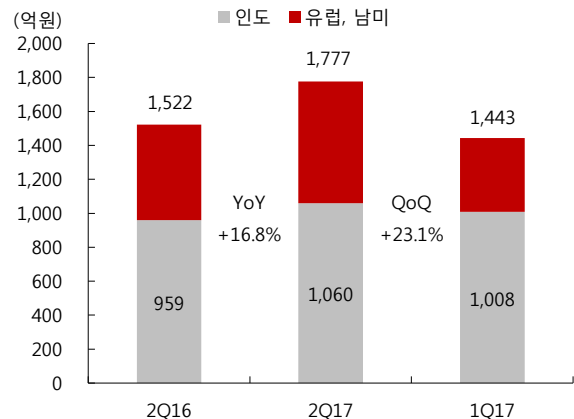
자료, 만도, 하이투자증권

<그림 3> 미국 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



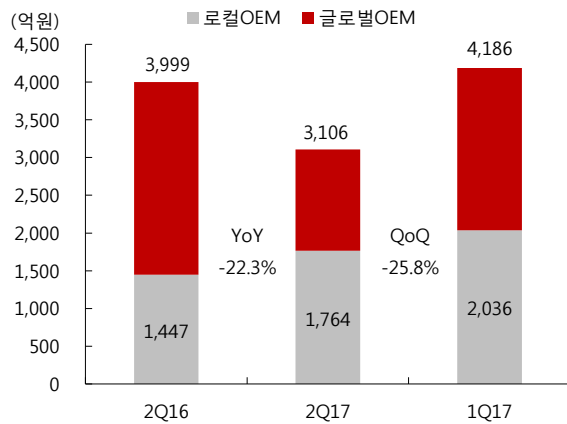
자료, 만도, 하이투자증권

<그림 4> 기타지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



자료, 만도, 하이투자증권

<그림 5> 중국 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



<표 1> 2017 년 연간 실적 가이드스 수정

구분	연초 가이드스	수정 가이드스
수주 목표	12조	13조
매출액	6조	5.7~5.8조
영업이익률	5%	4.5~4.7%

자료: 만도, 하이투자증권

자료: 만도, 하이투자증권

<표 2> 17 년 2 분기 실적 및 17 년 3 분기 실적 전망

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	YoY	QoQ	3Q17E	YoY
매출액	14,400	13,568	17,032	14,304	13,931	-3.3%	-2.6%	13,317	-1.8%
매출원가	12,471	11,492	14,241	12,273	11,956	-4.1%	-2.6%	11,320	-1.5%
%	86.6	84.7	83.6	85.8	85.8	-0.8%p	0.0%p	85.0	-0.8%p
판관비	1,281	1,327	1,697	1,427	1,418	10.7%	-0.6%	1,457	9.8%
%	8.9	9.8	10.0	10.0	10.2	1.3%p	0.2%p	10.9	1.0%p
영업이익	648	749	1,094	604	557	-14.0%	-7.7%	540	-27.9%
%	4.5	5.5	6.4	4.2	4.0	-0.5%p	-0.2%p	4.1	-0.2%p
영업외이익	-124	-133	36	-125	-61	50.7%	51.2%	-67	50.1%
%	-0.9	-1.0	0.2	-0.9	-0.4	0.4%p	0.4%p	-0.5	0.4%p
세전이익	524	615	1,130	478	496	-5.2%	3.7%	474	-23.1%
%	3.6	4.5	6.6	3.3	3.6	-0.1%p	0.2%p	3.6	0.2%p
법인세	71	165	345	127	146	106.9%	15.5%	133	-19.7%
%	13.5	26.8	30.6	26.5	29.5	16.0%p	3.0%p	28.0	1.5%p
당기순이익	453	450	785	352	350	-22.8%	-0.6%	341	-24.3%
%	3.1	3.3	4.6	2.5	2.5	-0.6%p	0.1%p	2.6	0.1%p
지배주주	429	424	745	327	321	-25.2%	-1.8%	336	-20.7%
%	3.0	3.1	4.4	2.3	2.3	-0.7%p	0.0%p	2.5	0.2%p

자료: 만도, 하이투자증권

질의응답

1. 미국 쪽 매출 부진 원인이 GM으로 보인다. 최근 GM의 경우 하반기에 생산 감소를 많이 할 것 같고 중장기적으로 승용차 비중을 10% 미만으로 낮추고 SUV나 Pick-up에 중점을 두기로 했으며 현재 많은 시장에서 철수 중이다. 이런 것들을 감안해서 보면 수주 잔고 중 GM쪽 매출이 하반기에 어느정도 영향을 받는지 그리고 이런 변화들이 중장기적으로 수주에 어떤 영향이 있을지 설명 부탁드립니다.

→ 현재 GM은 미국에서 가장 매출을 많이 차지하는 중요한 고객이다. 만도는 GM의 주요 3-4개의 샤시 공급업체 중 하나이다. 3, 4년전 브레이크, 스티어링 쪽 관련된 몇 개의 프로그램이 교체되는 시점이 올해이고 특히 올 하반기에 집중되어 있기 때문에 YoY로 15%정도 GM향 매출이 줄어든 것이고 이는 19년까지 지속될 것이다. 다만 작년에 GM으로부터 글로벌 브레이크 프로그램을 크게 수주한 것이 있기 때문에 이 매출이 발생하는 19년 하반기부터는 다시 원래 매출로 복귀 가능할 것으로 보인다. 전반적으로 올해 미국 시장이 부진하고 GM의 승용차 판매도 부진할 것으로 예상되기 때문에 리스크 관리가 필요한 상황이다. 미국에서 다른 OEM과 비전통 OEM이 올해 말부터 새로운 고객으로 추가될 것이기 때문에 GM향 매출 부진을 상당 부분 만회할 수 있을 것이라고 본다. 현재 GM 매출 물량 중 52%가 이미 SUV와 픽업트럭향이기에 때문에 향후 GM이 세단 물량을 줄이고 SUV로 간다고 하더라도 당사에는 영향이 제한적일 것이다.

2. FCF 가이던스를 맞추겠다고 봤을 때 연간 배당은 어느정도인가?

→ FCF 최초 가이던스는 1,200억원이었으나 올해 영업이익 가이던스를 달성하기 어렵기 때문에 이익에서 부정적 영향이 있을 것으로 보인다. 하지만 CAPEX를 줄일 수 있을 것으로 보여 FCF 가이던스를 최대한 맞추려고 노력하겠지만 100억정도 떨어질 것으로 예상한다. 배당 관련해서는 당기순이익의 25%를 배당하는 배당정책은 변함없이 유지할 것이다.

3. DCU(Domain Control Unit)수주 내용 가능한 범위 내에서 설명 부탁드립니다.

→ 신규수주에 관해서는 자세히 말하기 어렵다. DCU는 국내업체로부터 수주한 것이다. 현재의 ADAS 솔루션은 카메라와 레이더 각각에 ECU가 부착된다. DCU는 각 센서에서 오는 정보들을 종합해서 판단하는 센서 퓨전 역할을 한다. 아직 당사는 AI와 디지털맵을 결합하는 DCU를 수주한 것은 아니다. 협력관계를 통해 그 쪽 영역으로도 범위를 넓히려고 노력 중이다. 향후에는 이 모든 것을 결합한 DCU 제품 제작을 목표로 하고 있다.

4. 전기차 관련 제품을 2020년까지 매출의 55%까지 늘이는 가이드를 주셨는데 이와 관련 전기차 관련 제품에 포함되는 부품 구분 기준과 아이템이 무엇인지 답변 부탁드립니다.

→ 전기차 관련 아이템은 HEV급 이상 전기차에 들어가는 브레이크, 스티어링을 포함한 아이템을 말하는 것이다. 전기차 전용 신제품 출시도 생각하고 있지만 기존 제품들 중 전기차에 들어가는 부품들이 포함되어 매출에서 차지하는 비중이 높은 것이다. 현대기아차와 다른 OEM들의 전기차 비중이 늘어나기 때문에 당사 제품 비중도 높아진다. 전기차로 파워트레인이 전향하게 되면 모든 제품의 전장화가 진행될 것이다. 이는 당사의 ASP 상승 기대감을 갖게 할 수 있다.

5. 신규 제시하신 매출과 OPM 가이드는 올해 현대기아차 중국 생산이 어느정도 감소할 것이라는 가정하에서 산정한것인지 설명 부탁드립니다.

→ 예측이 어렵고 불확실성이 큰 부분이나 하반기에 30%정도 감소할 것으로 가정했다.

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

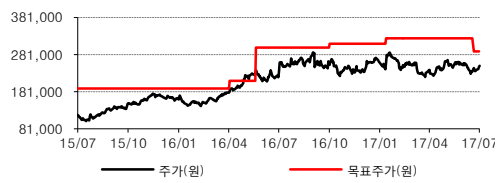
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,866	5,970	6,251	6,544
증가율(%)	10.7	1.8	4.7	4.7
매출원가	5,005	5,134	5,371	5,615
매출총이익	861	835	881	929
판매비와관리비	556	566	550	575
연구개발비	114	116	121	127
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	305	270	331	354
증가율(%)	14.8	-11.6	22.6	7.0
영업이익률(%)	5.2	4.5	5.3	5.4
이자수익	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
단기금융부채의증감	-13	-	-	-
장기금융부채의증감	150	50	50	50
자본의증감	-	-	-	-
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	14.2	10.6	9.6
PBR	1.5	1.5	1.3	1.2
PCR	9.1	11.2	9.0	8.4
EV/EBITDA	9.5	9.5	7.5	6.4
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



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	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) 종목투자자의견은 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 %	-