2017/04/28

만도(204320)

자동차/타이어 고태봉
(2122-9214) coolbong@hi-ib.com
자동차/타이어 강동욱
(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

1Q17 Review – 돋보이는 실적 방어 능력

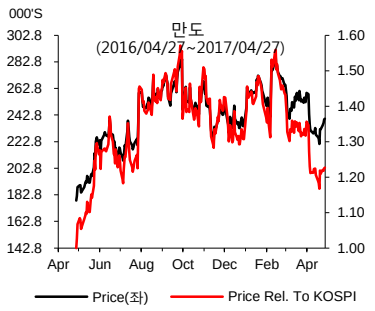
Buy(Maintain)

목표주가(6M)	325,000원
종가(2017/04/27)	240,000원

Stock Indicator

자본금	47십억원
발행주식수	939만주
시가총액	2,254십억원
외국인지분율	41.8%
배당금(2016)	5,000원
EPS(2017E)	20,809원
BPS(2017E)	171,474원
ROE(2017E)	12.7%
52주 주가	178,500~287,000원
60일평균거래량	69,330주
60일평균거래대금	17.3십억원

Price Trend



■ 1Q17 Review – 돋보이는 실적 방어 능력

부품업체 전반적으로 우려가 큰 가운데 외형과 수익 모두에서 선전한 1분기다. 매출액은 우리 예상치인 1.42조와 일치하는 1.43조(YoY +4.8%), 영업이익도 예상치 605억원과 부합한 607억원(+8.6%)을 기록했다. 우려했던 중국에서 THAAD로 인한 현대, 기아차의 판매 부진을, 다행히 Geely, Changan, Great Wall 등 로컬업체가 훌륭히 커버해주었기에 가능한 결과다. 1분기 중국에서 비현대 납품비중은 53%에 달했다. 1분기는 국내에서 고부가가치 제품확대와 수출증가로 7.5% 증가했고, 미국에선 GM의 프로그램 종료에도 불구 현대, 기아 납품이 4.6% 증가, 중국은 로컬업체의 고속 성장에 힘입어 3.3% 증가했다. 기타지역은 3.9% 감소세를 보였다. 관심의 중심에 있는 ADAS관련 매출은 전년동기비 30% 증가해 빠른 성장이 진행중임을 알 수 있었다. Supply vendor의 가장 큰 덕목 중 하나인 매출처 다변화와 주도적 기술력이 위기상황에서 안정적인 실적을 가능케 한 주요 원인이었다.

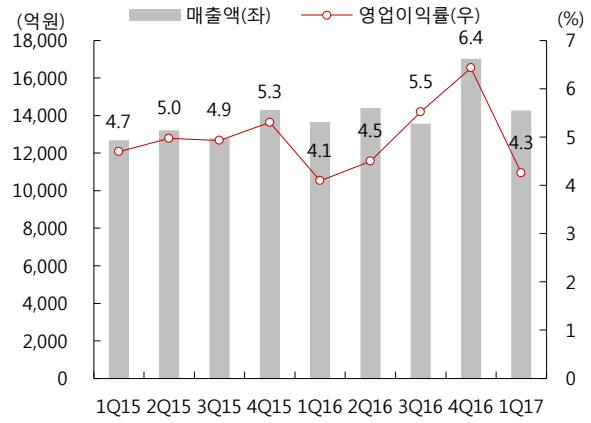
■ 2Q17 Preview – 중국에서 어려운 여건이 지속되나 납품처 다변화로 위험 방어 가능할 듯

중국에서 현대, 기아의 판매부진이 1분기보다 확대될 개연성이 크다. 다시 한번 중국 로컬 업체향 납품에서 만회할 수 밖에 없다. 반면 계절적 성수기로 국내, 미국, 기타에서 외형 증가를 예상한다. 우리는 2분기 매출을 전년동기비 2.1% 증가한 1.47조, 영업이익은 4.0% 증가한 673억으로 전망한다.

■ 투자전략 - 상대적 장점 부각, 미래가치 여전

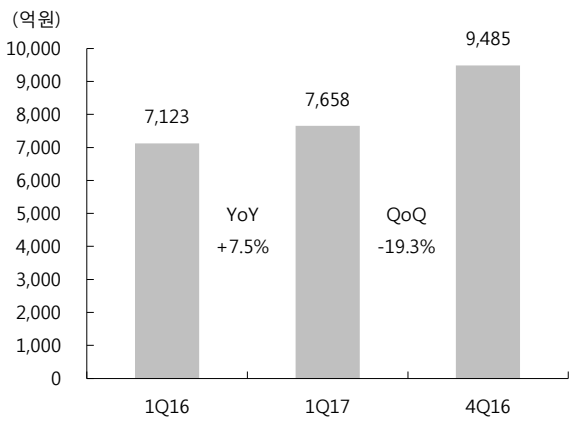
대부분 대형 부품사가 중국에서의 현대, 기아향 전속적 납품 구조로 어려움을 겪고 있는데 반해 만도의 리스크 관리 능력이 뛰어나다. 1분기 양호한 실적발표는 높은 Multiple 부여의 정당성이 검증된 이벤트였단 생각이다. Geely를 비롯 로컬업체의 성장이 크게 나타나고, High-end 부품의 장착률이 높아지는 가운데 현대, 기아의 부진을 상쇄했기 때문이다. 수주는 이미 연간 계획의 40% 수준을 달성해 순항 중임을 알 수 있고, Earning에서의 방어력과 Multiple에서의 미래가치 반영이 부품사 중 만도의 상대적 매력을 강화하고 있다. 자율주행의 See-Think-Act의 3단 프로세스를 갖춰가고 있고, Act에서도 브레이크, 서스펜션, 스티어링의 3대 Actuator의 시스템 납품이 가능한 유일한 업체라는 점에서 긍정적 평가가 유효하다.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 – 우려 속 선전



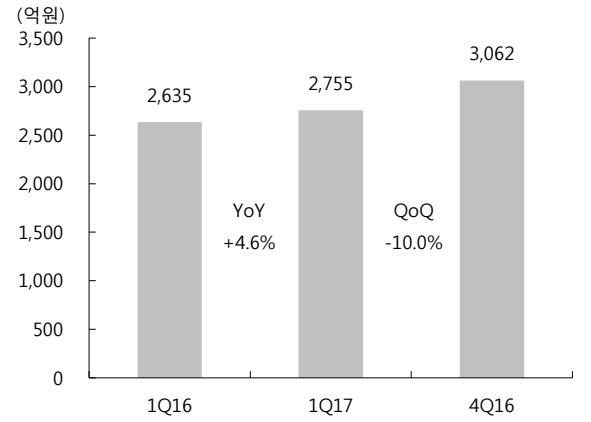
자료:, 만도, 하이투자증권

<그림 2> 국내 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



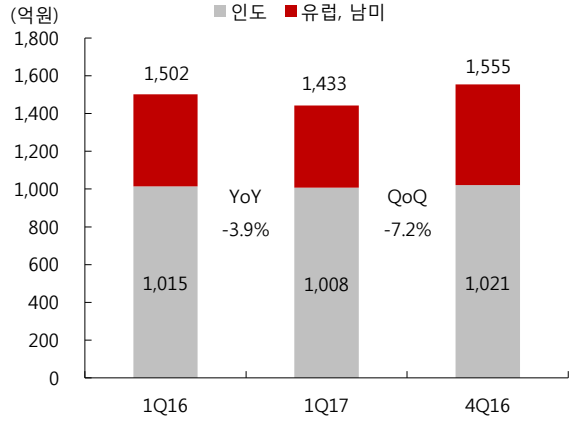
자료:, 만도, 하이투자증권

<그림 3> 미국 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



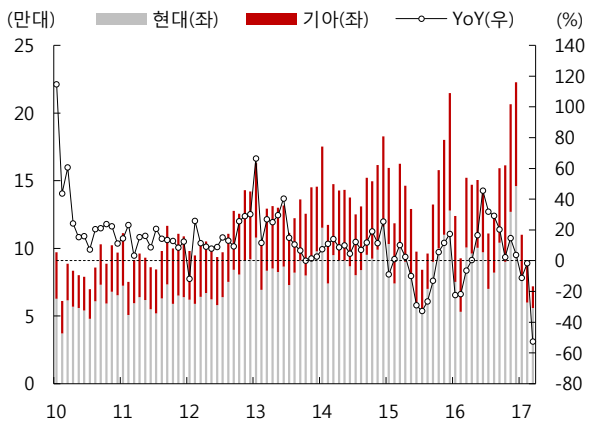
자료:, 만도, 하이투자증권

<그림 4> 기타지역 매출액 및 전기, 전년동기비 증감률



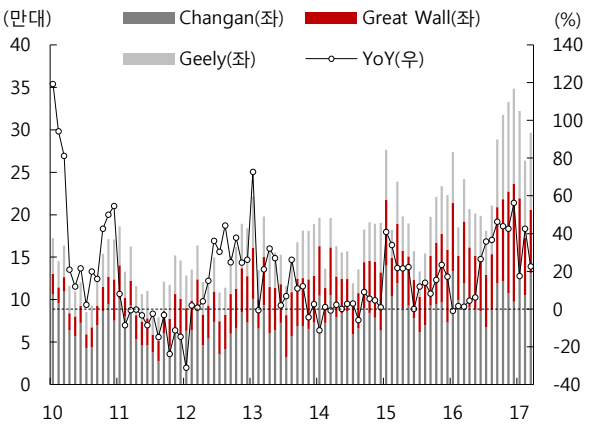
자료:, 만도, 하이투자증권

<그림 5> 중국 내 현대, 기아차 판매 및 전년동기비 증감 추이 – 작년 3 분기부터 성장세가 둔화되고 있으며 최근 사드 영향으로 판매 감소폭이 커지고 있음



자료:, 만도, 현대차, 기아차, 하이투자증권

<그림 6> 만도의 중국 3 대 로컬 고객사 판매 및 전년동기비 증감 추이 – 전년대비 꾸준한 판매 성장세, 만도는 현대, 기아차의 판매 부진을 로컬업체향 매출로 만회



자료:, Bloomberg, 하이투자증권

<표 1> 17 년 1 분기 실적 및 17 년 2 분기 실적 전망

(단위 : 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY	QoQ	2Q17E	YoY
매출액	13,664	14,400	13,568	17,032	14,265	4.4%	-16.2%	14,704	2.1%
매출원가	11,850	12,471	11,492	14,470	12,280	3.6%	-15.1%	12,675	1.6%
%	86.7	86.6	84.7	85.0	86.1	-0.6%p	1.1%p	86.2	1.2%p
판관비	1,254	1,281	1,327	1,467	1,379	9.9%	-6.1%	1,356	5.8%
%	9.2	8.9	9.8	8.6	9.7	0.5%p	1.0%p	9.2	0.6%p
영업이익	559	648	749	1,095	607	8.4%	-44.6%	673	4.0%
%	4.1	4.5	5.5	6.4	4.3	0.2%p	-2.2%p	4.6	-1.8%p
영업외이익	-37	-124	-133	37	-117	적자지속	적자전환	-88	적자지속
%	-0.3	-0.9	-1.0	0.2	-0.8	-0.5%p	-1.0%p	-0.6	-0.8%p
세전이익	522	524	615	1,132	490	-6.2%	-56.7%	585	11.8%
%	3.8	3.6	4.5	6.6	3.4	-0.4%p	-3.2%p	4.0	-2.7%p
법인세	109	71	165	341	146	34.1%	-57.1%	140	98.4%
%	20.9	13.5	26.8	30.2	29.9	9.0%p	-0.3%p	24.0	-6.2%p
당기순이익	413	453	450	790	343	-16.9%	-56.5%	445	-1.8%
%	3.0	3.1	3.3	4.6	2.4	-0.6%p	-2.2%p	3.0	-1.6%p
지배주주	397	429	424	751	320	-19.3%	-57.4%	438	2.1%
%	2.9	3.0	3.1	4.4	2.2	-0.7%p	-2.2%p	3.0	-1.4%p

자료: 만도, 하이투자증권

질의응답

1. 매출 목표가 공격적으로 보인다, 현실적으로 매출 가이던스 6조를 달성 가능한지 답변 부탁드린다.

→ 현대, 기아차의 어려운 중국 환경이 2분기까지는 지속이 되고, 3분기부터는 상당부분 개선됨을 가정하고 가이던스를 드린 것이다. 다음 컨퍼런스 콜을 실시할 때 만약 하반기 상황이 어렵다면 매출 가이던스에 대한 수정이 필요할 것으로 보인다. 그럼에도 가이던스를 달성 가능하다고 보는 이유는 길리가 예상했던 것보다 매출이 훨씬 높고 ADAS 관련 매출도 상당히 증가했으며 한국, 인도 지역에서 매출 성장세를 유지하고 있기 때문이다. 또한 환율이 보수적인 부분도 있다. 현대, 기아차의 중국 물량이 어느정도 회복만 된다면 최초 제시했던 매출 6조 가이던스 달성은 가능하리라고 전망한다.

2. 인도 매출이 정체되는 모습이다. 앞으로 어느정도로 성장세를 예상하면 되는지 그리고 인도에서 환율 효과는 어느정도였는지 답변 부탁드린다.

→ 인도 현지 통화로 봤을 때 매출은 1분기 3% 증가했다. 높은 증가세는 아니지만 (+) 성장을 이어가는 중이다. 인도에서는 글로벌 OEM으로부터 수주한 프로그램 매출이 점차 증가할 것이다. 북미 OEM, 유럽 OEM으로부터 수주한 것이 올 하반기부터 매출이 발생하기 때문에 1분기에 소폭 성장에 그쳤지만 향후 10% 이상의 CAGR 성장을 예상한다.

3. 지역별 수익성에 대해 대략적으로 설명 부탁드린다.

→ 전반적인 수익성은 대략적으로 작년 1분기 대비 비슷한 상황이다. 한국 쪽에서 마진이 조금 올라갔고, 중국 지역에서 조금 하락한 모습이다.

4. 올해 예상 법인세율이 28%라고 하셨는데 남은 기간을 고려해보면 법인세율이 다소 높아보이는 것이 사실이다. 이렇게 산정한 배경과 내년 법인세율 전망 부탁드린다.

→ 기존에 1분기 한국 지역의 수익성이 낮았는데 이번 1분기의 경우 ADAS가 이끈 실적 때문에 수익성이 좋아져 법인세율이 약간 올라간 부분이 있다. 연간으로 봤을 때 27%~28% 수준을 유지할 것으로 전망된다.

5. 작년 4분기 실적 발표 시 한국법인 매출이 크게 증가한 이유가 여러가지 있지만 가장 큰 것이 전장부품 공급이 증가하면서 ASP 상승했던 것으로 보였는데, 1분기 실적만 놓고 보면 올해 그런 흐름이 정체되어 보인다. 국내 법인 ASP 트렌드나 향후 전망 부탁드린다.

→ 전장부품 비율은 글로벌 평균 41%정도 기록하고 있다. 물론 전장부품에는 ADAS도 포함되어 있다. ADAS가 매출에서 차지하는 비중을 당초 5.2%정도로 생각했는데 이번 분기 5.9%까지 확대되며 전장부품 비중이 확대되고 있다. 한국지역에서 7.5%의 매출 성장을 기록했는데 그 이유는 전장화가 확대된 것도 이유이지만 SUV 비중이 늘어난 것도 이유이다. ADAS는 수익성 측면에서 작년에 2%정도의 수익성을 기록했고 이번 분기에는 3% 수익성을 기록했다. ADAS가 아직까지 다른 전장부품 대비 수익성이 낮다보니 아직까지는 ADAS 비중이 올라가면 수익성 측면에서는 (-)효과를 보인다.

6. 지금까지 신규 수주 현황이 궁금하다. 가능하면 ADAS나 전장부품을 나눠서 답변 부탁드린다.

→ 올해 수주 목표는 12조인데 1분기에만 이미 5.2조, 즉 40% 이상을 달성했다. 1분기에는 특별하게 주요 고객 중 글로벌 프로그램에 대한 수주가 있었기 때문에 그 비중이 상당 부분을 차지한다. ADAS관련 수주는 매출 비중정도(5%대)를 수주하고 있는 상황이다. 하반기에 북미 OEM, 유럽OEM, 중국로컬 OEM 수주가 집중되어 있어 그 쪽 수주를 늘리는 것을 목표로 하고 있다. 1분기 5.2조 수주 중 ADAS는 6%, 전체 전장부품 수주 비중은 53%를 기록했다.

7. 최근 중국 로컬 부품사들의 역량이 높아지고 있으며 중국 업체들은 글로벌 M&A를 통해 수준이 올라오고 있는 상황이다. 향후 이런 부분이 만도에 위협이 되지는 않을지 궁금하다.

→ 중국 로컬 업체들과 글로벌 IT 회사들이 협업을 통해 ADAS 경쟁력을 높이는 상황은 맞다. 몇몇 로컬 OEM들이 파트너쉽을 통해 ADAS 경쟁력을 가지고 가고 있으며 경쟁 상황인 것 또한 사실이다. 로컬업체들은 아직 시스템 솔루션 노하우가

부족하기 때문에 단순 파트너쉽만 가지고는 모든 것을 해결하기는 어려운 상황이다. 현재 Turn-key 솔루션 납품 경험이 있는 만도를 선호하는 OEM 업체들이 존재하고 있으며 이런 업체들을 집중 공략해서 수주 늘리는 것을 목표로 하고 있다.

8. 인지-판단-제어 중 판단 쪽 미진한 것이 사실이다. 최근 만도와 협업하던 모빌아이가 인텔에 인수되었다. 만약 인텔과 모빌아이가 Turn-key 베이스로 만도에 납품하게 된다면 비용 부담이 올라가지는 않는가?

→ 판단부분에서 만도가 경쟁력 약한 것 관련하여 답변드리면 만도의 시스템 솔루션을 가능하게 하는 가장 중요한 부분이 프로세서 쪽이고 여기에는 만도의 시스템 알고리즘이 모두 반영되어있다. 다만 당사가 진행했던 프로세서는 센서들을 결합하는 쪽에 초점을 두고 있었다. 따라서 AI나 차량간 커뮤니케이션 쪽에서는 부족한 것이 사실이다. 그렇기 때문에 실리콘밸리 법인을 설립하는 것이다. AI, V2X, 디지털맵 쪽을 강화하기 위해 실리콘밸리 법인을 설립하고 파트너쉽, 투자를 기회 모색하는 중이다. 모빌아이, 인텔 합병으로 인해 발생할 비용 영향은 중립정도로 평가한다. 아직까지는 인텔과 구매 계약을 맺고 있지는 않는 상황이다. 향후 인텔과 구매 계약을 맺게 된다면 규모의 경제 효과로 비용 절감이 가능할 것으로 보고 있다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,101	2,658	3,005	3,396
현금 및 현금성자산	185	960	1,237	1,558
단기금융자산	17	17	18	18
매출채권	1,428	1,119	1,165	1,213
재고자산	336	423	443	464
비유동자산	2,363	2,295	2,234	2,152
유형자산	1,900	1,863	1,831	1,774
무형자산	197	169	145	124
자산총계	4,464	4,953	5,238	5,549
유동부채	1,753	1,961	2,015	2,070
매입채무	1,339	1,375	1,429	1,484
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	3,287	3,391	3,497
지배주주지분	1,465	1,610	1,789	1,989
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602
이익잉여금	654	803	984	1,188
기타자본항목	199	199	199	199
비지배주주지분	50	55	59	62
자본총계	1,515	1,666	1,847	2,052

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,866	6,048	6,333	6,627
증가율(%)	10.7	3.1	4.7	4.6
매출원가	5,005	5,195	5,433	5,678
매출총이익	861	853	900	949
판매비와관리비	556	540	561	587
연구개발비	114	117	123	128
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	305	314	339	362
증가율(%)	14.8	2.9	8.1	6.8
영업이익률(%)	5.2	5.2	5.4	5.5
이자수익	5	27	34	43
이자비용	38	47	48	50
지분법이익(손실)	5	6	4	7
기타영업외손익	2	-21	-22	-23
세전계속사업이익	279	278	309	339
법인세비용	69	77	77	85
세전계속이익률(%)	4.8	4.6	4.9	5.1
당기순이익	210	200	231	254
순이익률(%)	3.6	3.3	3.7	3.8
지배주주귀속 순이익	199	195	228	250
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	207	197	229	251
지배주주귀속총포괄이익	199	195	228	250

현금흐름표 (단위:십억원)

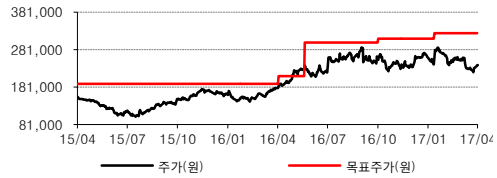
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	350	664	841	854
당기순이익	210	200	231	254
유형자산감가상각비	15	16	16	16
무형자산상각비	28	28	24	20
지분법관련손실(이익)	5	6	4	7
투자활동 현금흐름	-366	-157	-157	-127
유형자산의 처분(취득)	-336	-180	-180	-150
무형자산의 처분(취득)	-72	-	-	-
금융상품의 증감	12	-1	0	0
재무활동 현금흐름	4	247	-6	-6
단기금융부채의증감	-13	-	-	-
장기금융부채의증감	150	50	50	50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-45	-47	-47	-47
현금및현금성자산의증감	-15	775	278	321
기초현금및현금성자산	200	185	960	1,237
기말현금및현금성자산	185	960	1,237	1,558

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	21,243	20,809	24,280	26,670
BPS	155,957	171,474	190,460	211,838
CFPS	25,822	25,519	28,529	30,525
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	11.0	11.5	9.9	9.0
PBR	1.5	1.4	1.3	1.1
PCR	9.1	9.4	8.4	7.9
EV/EBITDA	9.5	8.0	7.0	5.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.3	12.7	13.4	13.3
EBITDA 이익률	5.9	5.9	6.0	6.0
부채비율	194.7	197.4	183.6	170.4
순부채비율	71.8	36.9	20.9	5.7
매출채권회전율(x)	4.3	4.7	5.5	5.6
재고자산회전율(x)	17.8	15.9	14.6	14.6

자료 : 만도, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)
   - Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
   - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
   - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
   - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-