

## 만도(204320)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 320,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(7/27)	2,443
주가(7/27)	250,500
시가총액(십억원)	2,353
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	287,000/221,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,649
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.4/42.7
주요주주(%)	한라홀딩스 외 15인 30.3
국민연금	9.0

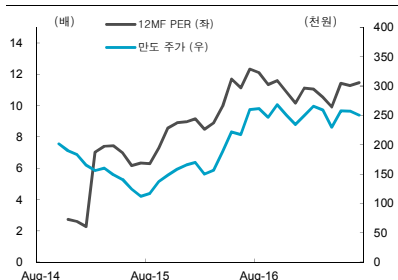
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	11.0	14.6	10.1
PBR(x)	1.5	1.5	1.3
ROE(%)	14.3	10.5	14.0
DY(%)	2.1	2.2	2.8
EV/EBITDA(x)	6.3	6.8	5.6
EPS(원)	21,303	17,100	24,792
BPS(원)	156,515	168,262	185,737

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.8)	(3.5)	5.9
상대주가(%)	(2.9)	(20.7)	(14.7)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 힘들 때 드러나는 진짜 실력

## What's new: 2분기 실적 컨센서스 부합

2분기 실적은 사드 여파를 중국 로컬항 매출과 인도 매출 증가가 상쇄하며 선방했다. 매출액은 3.3% 감소했으나(이하 모두 YoY) 이는 대부분 4Q16 만도신소재 매각에 따른 매출감소 효과(-130억원)와 부정적 환율효과(-400억원)에 기인한다. 영업이익은 557억원으로(-13.9% YoY, OPM 4%) 추정치와 컨센서스를 각각 3.3%, 4% 하회했다. 지역별 매출은 한국 -0.4%, 중국 -23.2% (글로벌업체 -47.3%, 로컬업체 +17.8%), 미국 -13.3%, 기타 +14.3%(인도 +10.5%)를 기록했다. ADAS(운전보조장치) 매출은 31% 증가했으며(매출비중 6.7%) 수익성도 4.5%로 상승했다(+3.5%p YoY, +1.5%p QoQ). Bosch와의 상호 특허분쟁은 cross license 체결을 통해 해결됐으며 2분기 반영된 비용은 크지 않았다.

## Positives: 수주증가 및 믹스개선

수주가 늘고 있고 수주의 질 또한 개선 중이다. 1분기 신규수주 5.2조원에 이어 2분기에 4.3조원을 신규로 수주했다. 이에 따라 당초 17년 수주목표인 12조원을 13조원으로 상향했으며 수주잔고도 17년말 43조원으로 늘어날 전망이다(16년 말 37조원). 특히 상반기 수주 내 전장비중이 59%로 상승해(16년 매출기준 41%, 1분기 수주기준 53%) 믹스개선이 지속될 전망이다. 수주 내 전장비중 59% 안에는 ADAS 17%도 포함돼 있어 ADAS 매출비중 상승 또한 이어질 전망이다(나머지는 EPS 23%, EBS=ABS/ESC+EPB 19%).

## Negatives: 가이던스 하향 및 북미매출 부진

중국 내 사드 여파가 길어지면서 17년 가이던스를 하향했다. 구체적으로 매출액은 5.7~5.8조원(기존 6조원), OPM은 4.5~4.7% (기존 5.4%), FCF 1,000~1,100억원(기존 1,200억원)으로 하향했다. 이는 이미 시장에서 예상된 수준이다. 한편 과거 GM 수주 감소분이 반영되고 미국 수요가 둔화되면서 북미 매출 부진이 이어지고 있다. 단 최근 GM 수주가 다시 늘어났고, GM에서도 세단이 아닌 주로 SUV에 공급 중이며, 북미 고객 포트폴리오도 다변화 중이기 때문에 18년부터는 북미 매출이 다시 성장세로 돌아설 전망이다.

## 결론: 트레이딩 국면 속 반등세 이어질 전망

만도는 2020년 매출비중을 ADAS 10%(16년 5%), 친환경차량 9%(16년 2%), 전장부품 55%(16년 41%)로 제시했다. 수주 증가와 믹스개선을 감안 시 충분히 달성가능 한 수준으로 판단한다. 올해 비용 증가와 사드 악재로 트레이딩 국면이 이어지고 있다. 단 현재 주가는 펀더멘털 감안 시 여전히 매력적인 수준이기 때문에 반등이 이어질 전망이다(목표주가는 12MF EPS에 PER 14x).

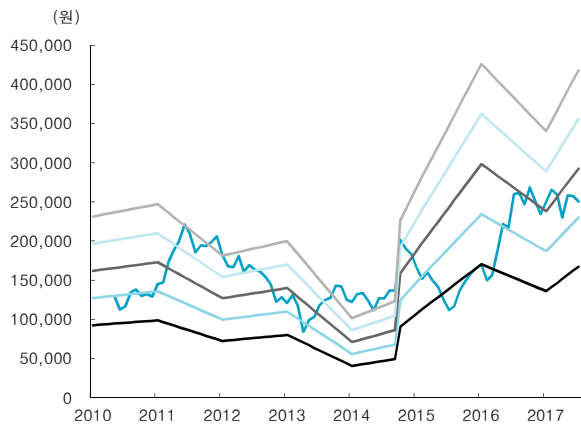
(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,435	1,393	(2.9)	1,420	(2.6)	(3.3)	5,866	5,927
영업이익	58	56	(3.3)	58	(7.7)	(13.9)	273	286
영업이익률	4.0	4.0	-	4.1			4.7	4.8
세전이익	49	50	2.1		3.7	(5.3)	235	-
순이익	34	32	(5.6)	37	(1.8)	(25.2)	159	180

김진우, CFA 3276-6278  
jinwoo.kim@truefriend.com

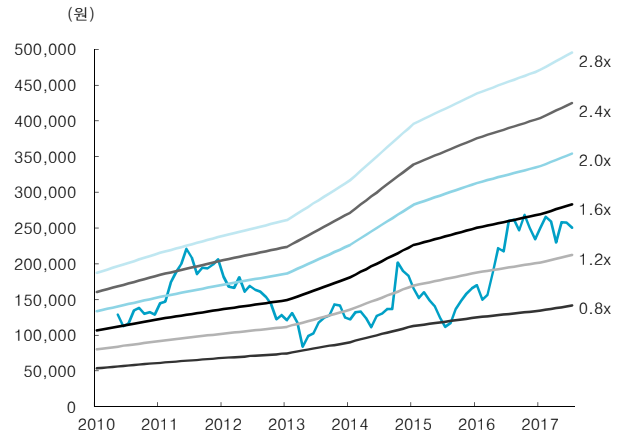
박성준 3276-6161  
sungjun@truefriend.com

[그림 1] PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

<표 1> 2분기 지역별 실적 비교

(단위: 십억원, %, %p)

		추정	실제	차이
매출	한국	834	803	(3.7)
	중국	332	311	(6.4)
	미국	282	245	(13.3)

자료: 한국투자증권

<표 2> 만도 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	5,895	6,656	5,866	6,642	(0.5)	(0.2)
영업이익	276	365	273	363	(1.1)	(0.6)
영업이익률	4.7%	5.5%	4.7%	5.5%	-	-
순이익	165	235	160	232	(2.8)	(1.4)

자료: 한국투자증권

<표 3> 2017년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	한국	3,218	3,186	(1.0)
	중국	1,659	1,641	(1.1)
	미국	1,083	1,045	(3.5)
	기타	634	660	4.0
OP	한국	94	93	(1.0)
	중국	148	145	(1.9)
	미국	19	19	(3.5)
	기타	23	24	4.0
OPM	한국	2.9%	2.9%	-
	중국	8.9%	8.9%	-
	미국	1.8%	1.8%	-
	기타	3.7%	3.7%	-

자료: 한국투자증권

## &lt;표 4&gt; 만도 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,366	1,440	1,357	1,703	1,430	1,393	1,355	1,687	5,299	5,866	5,866	6,642	7,266
영업이익	56	65	75	109	60	56	61	96	266	305	273	363	414
OPM	4.1%	4.5%	5.5%	6.4%	4.2%	4.0%	4.5%	5.7%	5.0%	5.2%	4.7%	5.5%	5.7%
세전이익	52	52	62	113	48	50	52	86	201	279	235	331	385
순이익	40	43	42	75	33	32	35	59	126	199	160	232	270
YoY													
매출액	8%	9%	6%	19%	5%	-3%	0%	-1%	-1%	11%	0%	13%	9%
영업이익	-6%	-1%	19%	41%	8%	-14%	-18%	-13%	-9%	15%	-11%	33%	14%
순이익	46%	12%	64%	116%	-18%	-25%	-16%	-21%	-28%	59%	-20%	46%	16%
지역별 수익성													
한국	-0.2%	0.5%	3.0%	3.0%	2.5%	3.0%	2.5%	3.5%	2.5%	1.7%	2.9%	3.0%	3.2%
중국	10.5%	11.7%	11.2%	13.5%	9.5%	6.5%	8.5%	10.0%	11.5%	11.9%	8.9%	10.5%	10.4%
미국	2.6%	2.3%	2.1%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	3.2%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%
기타	3.6%	4.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	0.9%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%

주: 2016년 3분기 이후 수익성은 한국투자증권 추정치

자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

만도는 국내 최고 기술력을 보유한 자동차부품업체다. 만도는 1962년 설립되었으며 1993년 자체개발 ABS를 국내 최초로 생산했다. 그러나 한라그룹의 부도로 2000년 선세이지에게 인수되었으며 2008년 한라건설이 만도를 다시 인수했다. 글로벌 부품사 순위는 꾸준히 상승해 2015년 기준으로 45위다(vs 모비스 6위, 현대위아 29위). 국내공장 3개를 비롯해 중국, 인도, 브라질, 미국, 유럽 등지에 사업장을 가지고 있다. 이 중 중국은 매출의 38%, 영업이익의 71%를 차지하는 핵심 지역이다(2016년 3분기 기준)

- EPB(Electronic Parking Brake): 전자식 주차 시스템으로 정차 중 브레이크 페달을 밟고 있지 않아도 차량이 앞으로 나가지 않도록 주차 상태를 유지
- EPS(Electronic Power Steering): 전자식 파워스티어링으로 기존 유압식 스티어링 대신 전기모터가 조향력을 보조
- ABS(Anti-Lock Braking System): 잠김 방지 브레이크 시스템으로 급제동에 의한 타이어 잠김을 방지
- ESC(Electronic Stability Control): 유사시 브레이크/엔진을 제어해 위급한 상황에서 차량 자세를 안정적으로 유지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,946	2,101	2,101	2,379	2,602
현금성자산	200	185	185	209	229
매출채권및기타채권	1,270	1,428	1,428	1,617	1,768
재고자산	321	336	336	381	417
비유동자산	2,213	2,363	2,517	2,578	2,677
투자자산	122	120	120	136	148
유형자산	1,784	1,900	2,054	2,054	2,104
무형자산	157	197	197	223	243
자산총계	4,160	4,464	4,618	4,957	5,280
유동부채	1,936	1,753	1,724	1,820	1,842
매입채무및기타채무	1,201	1,339	1,339	1,517	1,659
단기차입금및단기사채	192	165	153	108	45
유동성장기부채	472	141	146	110	50
비유동부채	858	1,196	1,260	1,327	1,422
사채	299	449	462	422	467
장기차입금및금융부채	275	534	586	664	691
부채총계	2,794	2,949	2,984	3,147	3,263
지배주주지분	1,322	1,465	1,575	1,739	1,931
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	962	602	602	602	602
기타자본	199	199	199	199	199
이익잉여금	131	654	765	929	1,120
비지배주주지분	44	50	59	71	85
자본총계	1,366	1,515	1,634	1,810	2,016

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	218	350	400	447	510
당기순이익	130	210	170	242	281
유형자산감가상각비	198	201	219	229	232
무형자산상각비	27	28	31	35	38
자산부채변동	(216)	(170)	(23)	(85)	(65)
기타	79	81	3	26	24
투자활동현금흐름	(249)	(366)	(398)	(306)	(353)
유형자산투자	(270)	(336)	(378)	(235)	(288)
유형자산매각	5	8	6	6	5
투자자산순증	75	23	6	(10)	(6)
무형자산순증	(61)	(70)	(31)	(61)	(59)
기타	2	9	(1)	(6)	(5)
재무활동현금흐름	71	4	(2)	(116)	(137)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(102)	58	58	(39)	(48)
배당금지급	(19)	(45)	(47)	(52)	(66)
기타	192	(9)	(13)	(25)	(23)
기타현금흐름	(1)	(3)	0	0	0
현금의증가	39	(15)	(0)	24	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

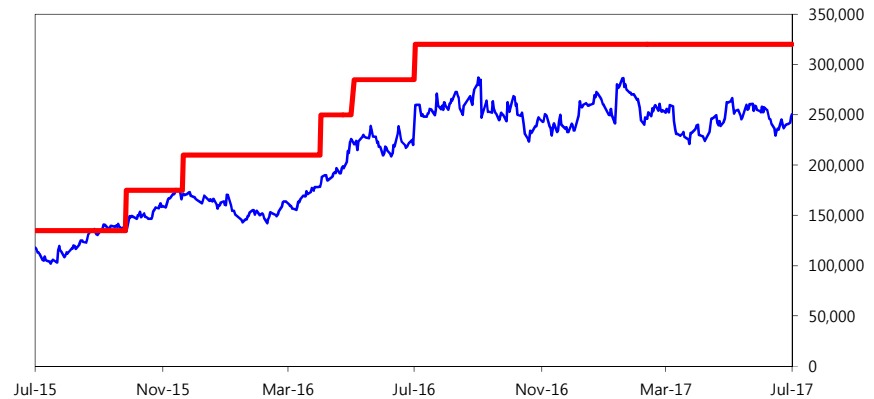
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,299	5,866	5,866	6,642	7,266
매출원가	4,548	5,005	5,046	5,668	6,183
매출총이익	751	861	819	974	1,083
판매관리비	485	556	546	611	668
영업이익	266	305	273	363	414
금융수익	19	24	26	24	25
이자수익	7	5	7	5	6
금융비용	66	57	59	59	58
이자비용	39	38	40	40	39
기타영업외손익	(10)	2	(12)	0	0
관계기업관련손익	(8)	5	5	6	7
세전계속사업이익	201	279	235	331	385
법인세비용	72	69	64	82	95
연결당기순이익	130	210	170	242	281
지배주주지분순이익	126	199	160	232	270
기타포괄이익	(34)	(3)	0	0	0
총포괄이익	96	207	170	242	281
지배주주지분포괄이익	91	197	162	230	267
EBITDA	490	534	523	627	685

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,433	21,303	17,100	24,792	28,782
BPS	141,318	156,515	168,262	185,737	206,150
DPS	4,800	5,000	5,500	7,000	8,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	207.8	10.7	(0.0)	13.2	9.4
영업이익증가율	235.2	14.8	(10.5)	33.0	14.1
순이익증가율	164.6	58.6	(19.7)	45.0	16.1
EPS증가율	164.9	58.6	(19.7)	45.0	16.1
EBITDA증가율	224.5	8.8	(2.1)	20.0	9.2
수익성(%)					
영업이익률	5.0	5.2	4.7	5.5	5.7
순이익률	2.4	3.4	2.7	3.5	3.7
EBITDA Margin	9.3	9.1	8.9	9.4	9.4
ROA	3.2	4.9	3.8	5.1	5.5
ROE	10.6	14.3	10.5	14.0	14.7
배당수익률	2.9	2.1	2.2	2.8	3.2
배당성향	35.7	23.5	32.2	28.2	27.8
안정성					
순차입금(십억원)	1,021	1,097	1,144	1,076	1,004
차입금/자본총계비율(%)	91.5	85.7	82.3	72.0	62.1
Valuation(X)					
PER	12.3	11.0	14.6	10.1	8.7
PBR	1.2	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.3	6.3	6.8	5.6	5.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
만도(204320)	2015.10.23	매수	175,000 원
	2015.12.17	매수	210,000 원
	2016.04.28	매수	250,000 원
	2016.05.30	매수	285,000 원
	2016.07.28	매수	320,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 27일 현재 만도 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 만도 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.