

Issue Comment

Korea / Automobiles & Components

29 November 2012

BUY

목표주가 **205,000 원**
현재주가 (27 Nov 12) **121,000 원**

Upside/downside (%)	69.4
KOSPI	1,912.78
시가총액 (십억원)	2,204
52 주 최저/최고	120,000 - 211,500
일평균거래대금 (십억원)	14.7
외국인 지분율 (%)	30.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	4,560	5,148	6,228	7,167
영업이익 (십억원)	291.3	296.3	395.8	478.8
당기순이익 (십억원)	225.1	221.6	317.3	388.7
수정순이익 (십억원)	224.2	221.5	317.0	388.3
EPS (원)	12,307	12,160	17,403	21,317
EPS 성장률 (%)	17.2	(1.2)	43.1	22.5
P/E (x)	16.7	10.0	7.0	5.7
EV/EBITDA (x)	9.4	5.2	3.7	2.6
배당수익률 (%)	NA	NA	NA	NA
P/B (x)	2.8	1.4	1.2	1.0
ROE (%)	17.3	15.1	18.4	18.7
순차입금/자본 (%)	23.0	22.4	8.1	(9.0)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(16.3)	(24.6)	(39.2)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(17.4)	(24.4)	(44.6)

김윤기, Auto analyst
3774 3731 ykkim@miraeasset.com

변성진, Construction analyst
3774 1457 sjbyun@miraeasset.com

엄은경
3774 3713 eaum@miraeasset.com

김정환
3774 1782 jeffkim@miraeasset.com

만도 (060980 KS)

주가하락 과도하다

Event

한라건설 만도 보유지분을 대출 담보로 제공

한라건설(KS 014790, NR)은 28일 보유하고 있는 만도 주식 전량 (364 만 1,691 주, 19.99%)을 우리은행에 대출 담보로 제공하고(주식 근질권 설정 계약), 현금이 필요할 경우 우리은행에서 3,000 억원까지 빌릴 수 있는 credit line 을 확보함. 계약기간은 약정일로부터 2년임. 만도의 주가는 모기업의 불확실성에 대한 우려로 7.28% 하락하였음.

Impact

한라건설 질권설정 계약, 건설업종 자금조달 시장 위축 영향

한라건설이 보유중인 만도 주식 364 만 1,691 주에 대해 3,000 억원의 주식근질권설정 계약을 맺은 것은 최근의 건설업종 자금조달 시장 위축의 영향으로 판단. 최근 일부 건설사들의 회사채 미매각 물량이 시장에서 할인판매 되고 있을 뿐만 아니라 내년도 부동산 가격이 추가 하락할 경우 건설업종의 타인자본 조달 여건이 더욱 악화될 가능성이 있기 때문.

18 개 상장 건설사들의 이자보상비율은 2005년 6.7 배에서 2011년 1.6 배로 급락하였을 뿐만 아니라, 중소형 건설사들의 이자보상비율은 대부분 1.0 배에 미달하는 상황. 특히 내년도 주택가격 하락세가 이어질 경우 PF 지급보증 리스크가 재차 부각될 것으로 예상. 2013년 만기도래 PF 지급보증규모가 10 조원이나 올 하반기 만기도래액 9 조원 중 내년으로의 이월 분을 감안할 때, 내년도 만기도래 PF 지급보증금액은 15 조원을 상회할 것으로 전망.

한라건설은 유사시 자금수요에 대비한 여유를 가지게 되는 효과

한라건설의 경우 이번 주식근질권 설정 계약으로 유사시 발생할 수 있는 자금수요에 대해 여유를 가지게 되었다는 판단. 한라건설의 경우 PF 지급보증 만기도래액은 4Q12 에 3,300 억원, 2013년에 3,053 억원(2012년 반기보고서 기준)이며, 3Q12 현재 현금보유액은 1,126 억원, 차입금은 9,857 억원 수준임.

만도 시가총액 1,730 억원 감소, 주가하락 과도하다는 판단

만도의 주가는 모기업의 불확실성에 대한 우려로 전일 대비 7.28% 하락 하였음. 이는 한라건설의 경영상황이 악화되어 우리은행에 이자를 지급하지 못하게 될 경우, 우리은행이 담보로 보유한 물량이 시장에 나올 수 있기 때문임. 하지만 (1) 한라건설이 현금확보를 하려는 목적은 해외사업을 확대하고 신사업에 진출하기 위함이며, (2) credit line 을 확보하였을 뿐 실질적인 transaction 은 아직까지 발생하지 않았음을 고려할 때, 차입한도 3,000 억원의 58%에 해당하는 시가총액 소멸은 과도하다는 판단임.

Action and recommendation

매수 투자 의견 및 목표주가 205,000 원 유지

28 일 만도의 주가하락은 과도하다고 판단되며, 만도에 대한 매수 투자 의견 및 목표주가 205,000 원 유지함. 이는 한라건설의 질권설정 계약은 건설업 경기악화에 대비하여 사전에 준비(현금확보 및 사업확대)하는 것이며, 만도에게 직접적으로 미치는 영향은 제한적이라 판단되기 때문임. 현 상황을 고려할 때 한라건설이 이자를 지급하지 못할 가능성은 매우 낮을 것으로 보임. 하지만 한라건설의 구체적인 현금 활용계획에 대한 지속적인 모니터링은 필요하다고 판단됨.

Figure 1 만도 주주현황

기업	보유주식수	지분율
한라건설 (주)	3,641,691	19.99
국민연금	1,570,937	8.62
정몽원	1,372,519	7.54
Truston Asset Management	984,188	5.4
Mirae Asset Global Investment	897,936	4.93
Maps Investment	428,592	2.35
Fidelity International	280,093	1.54
Vanguard Group Incorporated	261,480	1.44
만도	214,545	1.18
Blackrock Fund Advisors	204,717	1.12
Capital Research Global Investor	148,700	0.82
삼성자산	138,399	0.76
JP Morgan	120,000	0.66
Massachusetts Financial Services	110,630	0.61
PCA Investment	108,821	0.6
Bank of New York Mellon Corp	98,814	0.54

자료: 만도, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 약화된 건설업종 이자보상비율



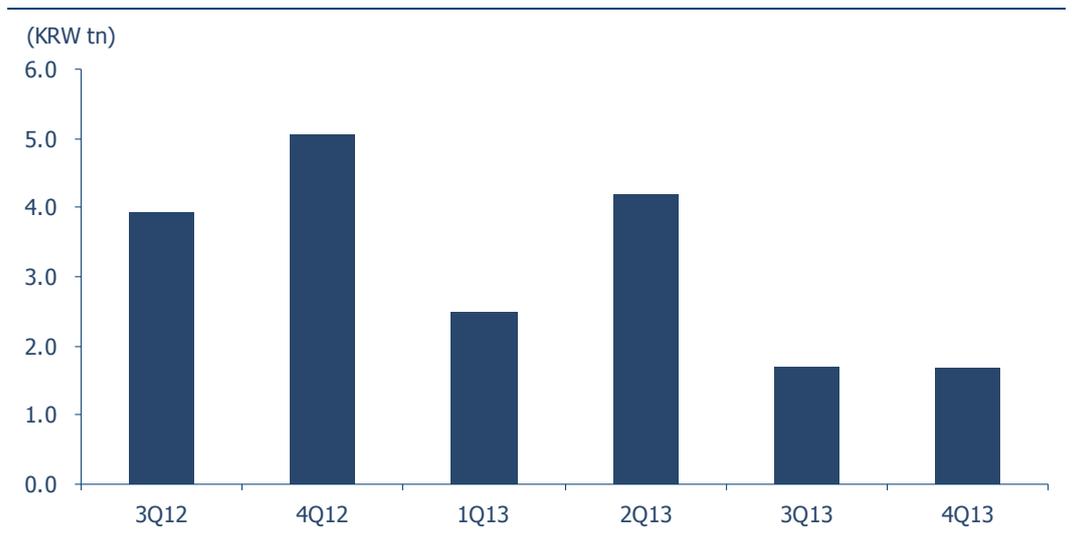
자료: 18 개 건설사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 건설업체별 이자보상비율

(x)	2005	2011	change
삼성엔지니어링	9.6	143.62	134.0
현대건설	4.0	12.38	8.4
GS건설	36.6	9.24	(27.4)
KCC건설	82.6	5.33	(77.3)
대림산업	15.0	4.45	(10.6)
현대산업	28.8	3.42	(25.4)
삼성물산	3.4	2.62	(0.8)
대우건설	7.9	1.93	(6.0)
태영건설	2.0	1.50	(0.5)
계룡건설	41.8	1.34	(40.5)
경남기업	2.4	1.27	(1.1)
한신공영	12.4	0.96	(11.5)
한라건설	3.9	0.48	(3.4)
금호산업	2.5	0.37	(2.1)
삼호	12.6	0.29	(12.3)
코오롱글로벌	9.1	(0.31)	(9.4)
고려개발	20.0	(1.03)	(21.0)
두산건설	4.8	(1.90)	(6.7)
남광토건	1.8	(2.95)	(4.8)
평균	6.7	1.65	(5.0)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 평균은 삼성엔지니어링 제외

Figure 4 건설업종 PF 지급보증 만기도래액



자료: 53개 건설사 2012년 반기보고서, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	4,560	5,148	6,228	7,167
매출원가	(3,893)	(4,428)	(5,346)	(6,138)
매출총이익	667	720	881	1,029
판매비와관리비	(367)	(395)	(462)	(515)
영업이익 (조정)	300	325	419	514
영업이익	291	296	396	479
순이자손익	(8)	(17)	(20)	(13)
지분법손익	4	(3)	5	6
기타	(12)	8	26	26
세전계속사업손익	275	284	407	498
법인세비용	(50)	(62)	(89)	(110)
당기순이익	225	222	317	389
당기순이익 (지배주주지분)	224	221	317	388
EPS (지배주주지분, 원)	12,307	12,160	17,403	21,317

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	25.8	12.9	21.0	15.1
매출총이익 증가율	12.5	7.9	22.5	16.7
영업이익 증가율	11.3	1.7	33.6	21.0
당기순이익 증가율	17.2	(1.2)	43.1	22.5
EPS 증가율	17.2	(1.2)	43.1	22.5
매출총이익율	14.6	14.0	14.2	14.4
영업이익률	6.4	5.8	6.4	6.7
당기순이익률	4.9	4.3	5.1	5.4

자료: 만도, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	317	334	498	610
당기순이익	275	222	317	389
유무형자산상각비	144	194	247	282
기타	14	11	4	3
운전자본증감	(116)	(92)	(69)	(64)
투자현금	(461)	(349)	(297)	(246)
자본적지출	(397)	(315)	(270)	(220)
기타	(65)	(34)	(27)	(26)
재무현금	347	122	101	
배당금	(18)	(22)		
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	402	144	101	
기초현금	130	336	442	745
기말현금	336	442	745	1,109

자료: 만도, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,800	2,065	2,620	3,217
현금및현금성자산	336	442	745	1,109
단기금융자산	39	40	42	44
매출채권	995	1,108	1,292	1,462
재고자산	351	394	460	521
기타유동자산	80	81	82	83
비유동자산	1,635	1,786	1,839	1,807
유형자산	1,375	1,516	1,559	1,517
투자자산	80	84	88	91
기타비유동자산	180	186	193	199
자산총계	3,435	3,851	4,459	5,024
유동부채	1,372	1,437	1,618	1,786
매입채무	1,012	1,085	1,265	1,432
단기금융부채	257	257	257	257
기타유동부채	102	95	96	97
비유동부채	652	804	914	923
장기금융부채	441	585	686	686
기타비유동부채	211	219	228	237
부채총계	2,025	2,241	2,532	2,708
지배주주지분	1,362	1,562	1,879	2,268
비지배주주지분	48	48	48	48
자본총계	1,411	1,610	1,927	2,316
BVPS (원)	74,805	85,733	103,154	124,492

자료: 만도, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	17.3	15.1	18.4	18.7
총자산이익률 (%)	7.6	6.1	7.6	8.2
재고자산 보유기간 (일)	29.3	30.7	29.2	29.2
매출채권 회수기간 (일)	70.4	74.5	70.3	70.1
매입채무 결제기간 (일)	82.9	86.4	80.2	80.2
순차입금/자기자본 (%)	23.0	22.4	8.1	(9.0)
이자보상배율 (x)	34.7	17.2	20.2	38.1

자료: 만도, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

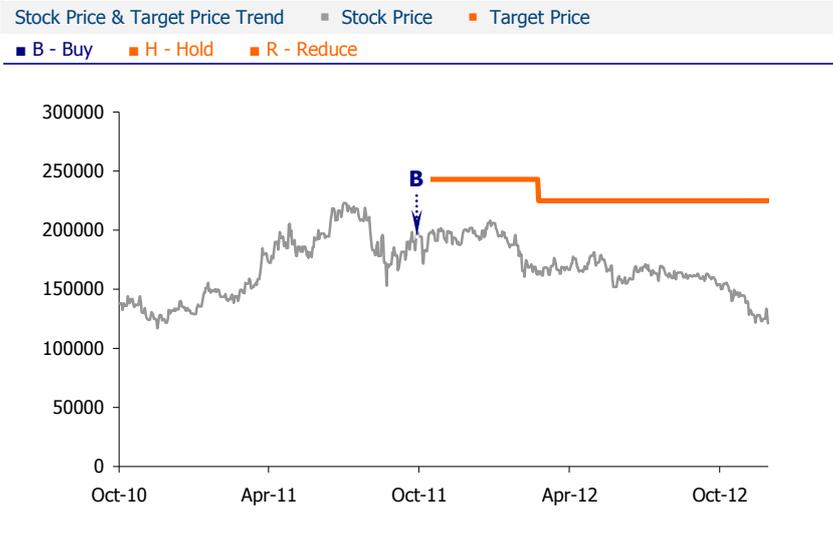
Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 작 성 자 : 김윤기, 변성진, 엄은경, 김정환

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart



만도 (060980 KS)		
Date	Recommendation	12m target price
2011-09-30	BUY(Initiate)	243,000
2012-02-23	BUY	225,000(Down)
2012-04-18	BUY	225,000
2012-05-24	BUY	225,000
2012-06-29	BUY	225,000
2012-07-02	BUY	225,000
2012-07-05	BUY	225,000
2012-10-30	BUY	205,000 (Down)
2012-11-27	BUY	205,000
2012-11-29	BUY	205,000