

그룹 리스크 vs 본업의 턴어라운드

Analyst 이명훈

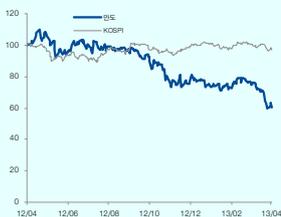
02) 3787-2639
mhlee@hmcib.com

Jr. Analyst 김형욱

02) 3787-2620
kimhu@hmcib.com

현재주가 (04/12)	99,500원		
상승여력	0.5%		
시가총액	1,812십억원		
발행주식수	18,214천주		
자본금	91십억원		
액면가	5,000원		
52주 최고가	181,000원		
/최저가	/98,200원		
일평균 거래대금 (60일)	11십억원		
외국인지분율	26.08%		
주요주주	정몽원 외 27.56%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-21.0	-17.4	-33.0
상대주가(%p)	-18.2	-14.3	-32.7
당사추정 EPS (2013F)	12,760원		
컨센서스 EPS (2013F)	12,432원		
컨센서스 목표주가	162,545원		
※ K-IFRS 연결 기준			

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 100% 자회사인 마이스터를 통해 한라건설 유상증자에 3,385억원 규모(전체규모의 98.5%)로 참여
- 시장이 우려했던 수준보다 훨씬 큰 규모
- 본업의 턴어라운드는 1분기에도 지속된 것으로 추정되고 자체적인 valuation 매력 확대됐지만 한라건설이 자생력을 회복하는 모습을 확인하는 데 시간이 필요, 목표주가 및 투자 의견 하향
- '13F PER 7.8배, '14F PER 6.7배, 만도차이나홀딩스 상장시 지배순이익 약 12% 희석 예상(신주+구주 30% 가정)

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	4,560.1	300.4	224.2	444.0	12,307	12.3	16.7	2.9	9.3	17.3
2012	5,059.3	255.9	163.1	425.5	8,954	-27.2	14.4	1.7	7.5	11.4
2013F	5,733.0	335.4	232.4	562.4	12,760	42.5	7.8	1.1	5.5	14.4
2014F	6,485.0	399.3	269.1	649.7	14,773	15.8	6.7	1.0	4.8	14.6
2015F	7,392.9	478.9	329.6	752.5	18,095	22.5	5.5	0.9	4.1	15.5

* K-IFRS 연결 기준

자회사 마이스터를 통해 한라건설 유상증자에 대규모 참여

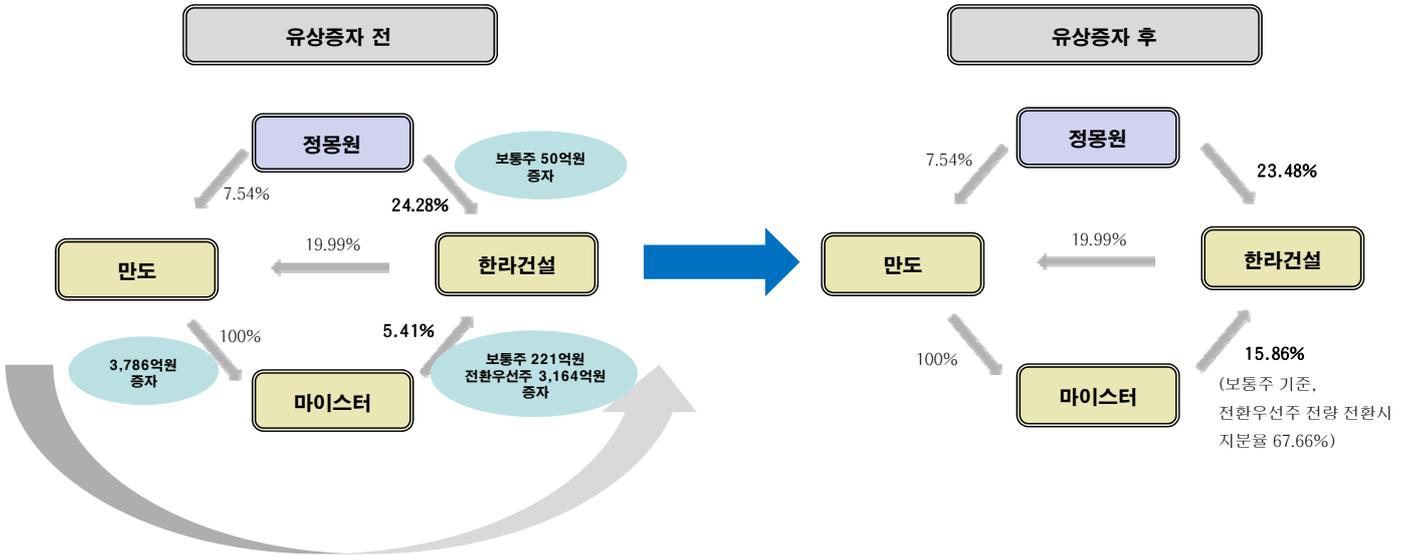
동사는 100% 자회사인 마이스터에 3,786억원 규모의 유상증자를 진행하기로 했으며, 마이스터는 증자대금 중 3,385억원을 한라건설 유상증자 참여에 사용(보통주 221억원, 전환우선주 3,164억원)하기로 했다. 이번에 이루어지는 일련의 유상증자는 건설업황 침체로 어려움을 겪고있는 한라건설 유상증자에 만도가 직접 참여할 수 없기 때문에(상호출자제한) 기존의 순환출자고리(만도 → 마이스터 → 한라건설 → 만도)를 활용한 것으로 보인다. 한라건설은 3,435억원 규모(마이스터 3,385억원 + 정몽원 한라그룹 회장 50억원)의 이번 유상증자와 함께 물류창고 및 골프장 등 자산을 조기 매각(5,600억원 규모)하는 재무구조 개선대책을 발표했다.

한라건설이 자생력을 회복하는 모습을 확인하는 데 시간이 필요, 투자 의견 하향

한라건설은 금번 유상증자 대금을 차입금 상황에 활용해 연간 약 200억원 정도의 이자비용을 감소시킬 것으로 예상된다. 하지만 2012년 말 기준 순차입금은 1.73조원, 부동산 PF 규모는 6,276억원이고 2012년 이자비용은 802억원에 달해 충분한 수준으로 보긴 어려우며 자산매각이 계획대로 이루어지거나 영업 개선의 모습이 나타나야 만도 입장에서의 리스크(추가적인 증가를 통한 지원 가능성)가 줄어들 수 있을 것으로 보인다. 이에 만도 본업의 턴어라운드가 1분기에도 지속된 것으로 추정되고 자체적인 valuation 매력 또한 확대됐음에도 불구하고 투자 의견을 '중립'으로 하향하고 목표주가는 10만원으로 하향한다. 목표주가 산정방식은 기존의 RIM valuation에서 목표 PER 적용방식으로 변경하며 2013년 예상 EPS에 목표 PER 8배(현대모비스 목표 PER 10배 대비 20% 할인)를 적용했다.

동사의 1분기 매출액은 1.36조원(+8.2% YoY), 영업이익은 780억원(+4.4% YoY)으로 추정된다. 분기 매출액은 사상최대이며 영업이익률은 5.7%(vs 전년동기 6.0%, 전분기 5.3%)로 두 분기 연속 회복 추세를 보일 전망이다. 2013년 연간 지배지분당기순이익은 2,324억원(+42.5% YoY)으로 전망되고 2013년 예상 PER은 7.8배다. 상반기 중으로 계획하고 있는 만도차이나홀딩스의 상장이 이루어지면 지배지분당기순이익은 약 12% 희석될 것으로 추산(구주매출 20%, 신주모집 10%로 가정)된다.

〈그림〉 한라건설 유상증자 전후 지배구조 변화



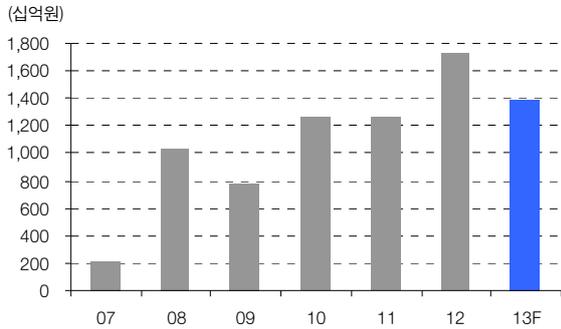
자료: 한라건설, 만도, 마이스터, HMC투자증권

〈표1〉 한라건설 유상증자 개요

항목	내용
유상증자 규모	보통주 271억원 전환우선주 3,164억원
유상증자 신주	보통주 4,360,470주 전환우선주 10,174,420주
보통주 유상증자 비율	15.9%
신주 발행가액	보통주 6,220원 전환우선주 31,100원
3자 배정 대상자	정몽원: 보통주 803,860주 (50억원) 마이스터: 보통주 3,556,610주 (221억원) 전환우선주 10,174,420주 (3,164억원)
전환우선주에 관한 사항	- 전환청구기간: 발행일로부터 5년 경과 후 2년 이내 - 발행가액/액면가: 31,100원 / 5,000원 - 우선 배당비율: 발행가 대비 3%, 액면가 대비 18.66% - 전환비율: 1:5 - 전환가액: 6,220원
납입일	2013년 4월 16일
신수 상장예정일	2013년 5월 2일
비고	마이스터는 3,786억원 규모의 유상증자를 통해 한라건설 유상증자 참여를 위한 자금(3,385억원) 조달, 마이스터 유상증자에는 100% 주주인 만도가 100% 참여

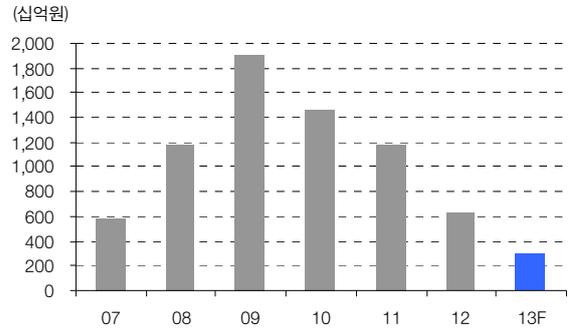
자료: 한라건설, HMC투자증권

〈그림2〉 한라건설 순차입금 추이



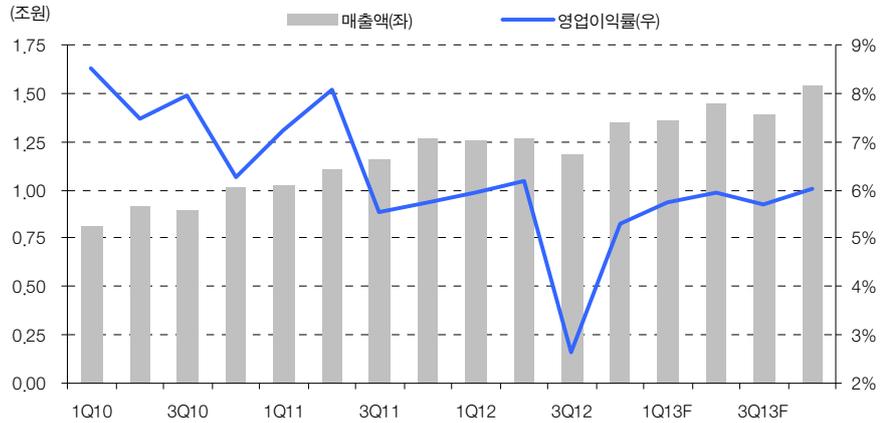
자료: 한라건설, HMC투자증권

〈그림3〉 한라건설 부동산 PF 추이



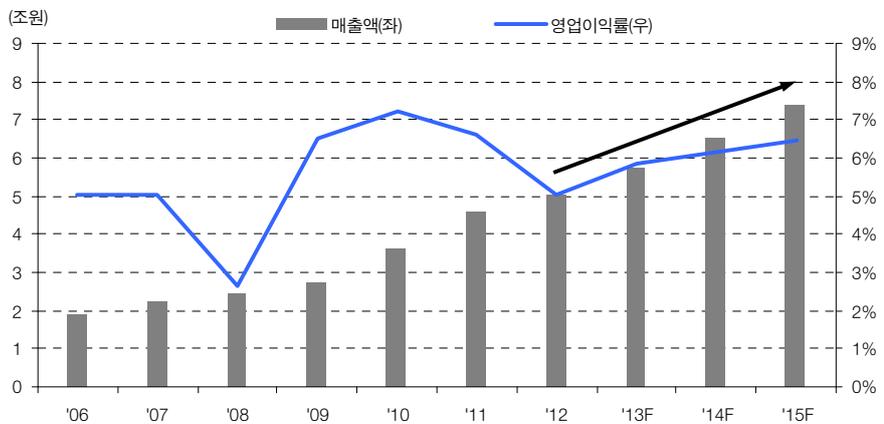
자료: 한라건설, HMC투자증권

〈그림4〉 분기별 연결 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 만도, HMC투자증권

〈그림5〉 연간 연결 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 만도, HMC투자증권

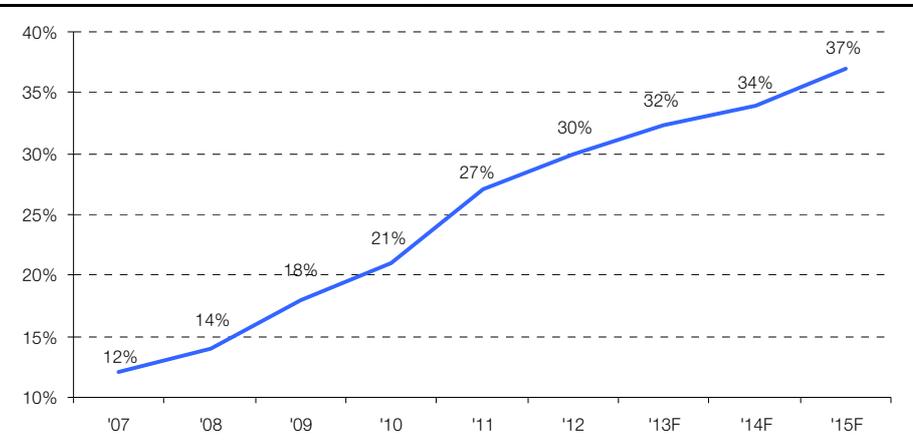
〈표2〉 만도 연결실적 상세 전망

(십억원)

	2011	2012	2013F	2014F	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
매출액	4,560	5,059	5,733	6,485	1,255	1,272	1,183	1,349	1,359	1,445	1,387	1,542
% YoY	25.3%	10.9%	13.3%	13.1%	22.1%	14.6%	2.5%	6.4%	8.2%	13.6%	17.2%	14.3%
한국	3,242	3,613	3,938	4,278	889	925	831	968	943	1,004	943	1,048
% YoY	31.9%	11.4%	9.0%	8.6%	27.8%	19.4%	-0.9%	3.8%	6.1%	8.5%	13.6%	8.2%
중국	927	1,132	1,387	1,681	269	278	273	311	327	344	346	370
% YoY	22.8%	22.0%	22.6%	21.2%	31.0%	29.2%	19.3%	12.1%	21.7%	23.5%	26.7%	19.0%
미국	971	1,037	1,106	1,176	254	263	274	246	266	278	280	283
% YoY	10.9%	6.8%	6.6%	6.3%	-1.8%	9.2%	13.2%	7.2%	4.4%	5.5%	2.1%	15.1%
기타 및 연결조정	-581	-723	-698	-650	-157	-195	-195	-176	-177	-180	-183	-159
매출원가	3,893	4,352	4,899	5,528	1,079	1,092	1,017	1,164	1,162	1,235	1,185	1,317
매출원가율	85.4%	86.0%	85.5%	85.3%	85.9%	85.9%	86.0%	86.3%	85.5%	85.4%	85.5%	85.4%
매출총이익	667	707	834	957	177	179	166	185	197	211	201	225
매출총이익률	14.6%	14.0%	14.5%	14.7%	14.1%	14.1%	14.0%	13.7%	14.5%	14.6%	14.5%	14.6%
판매관리비	367	451	498	557	102	101	134	114	119	125	122	132
판매관리비율	8.0%	8.9%	8.7%	8.6%	8.1%	7.9%	11.4%	8.4%	8.8%	8.6%	8.8%	8.6%
영업이익	300	256	335	399	75	78	31	71	78	86	79	93
% YoY	10.2%	-14.8%	31.1%	19.0%	0.2%	-12.3%	-50.8%	-1.8%	4.4%	9.3%	151.9%	29.8%
영업이익률	6.6%	5.1%	5.9%	6.2%	6.0%	6.2%	2.7%	5.3%	5.7%	5.9%	5.7%	6.0%
영업외손익	-26	-48	-30	-44	-1	-14	8	-40	3	-11	-11	-11
지분법손익	4	-5	0	4	-1	-1	-1	-2	-1	0	0	1
금융손익 및 기타	-30	-43	-30	-48	0	-13	9	-38	5	-11	-12	-12
세전이익	275	208	305	355	73	65	39	31	81	75	68	82
세전이익률	6.0%	4.1%	5.3%	5.5%	5.8%	5.1%	3.3%	2.3%	6.0%	5.2%	4.9%	5.3%
법인세비용	50	46	68	79	14	15	13	4	17	18	18	15
유호법인세율	18.0%	22.2%	22.3%	22.3%	18.5%	23.1%	33.9%	14.5%	21.0%	24.0%	27.0%	18.0%
당기순이익	225	162	237	276	60	50	26	26	64	57	49	67
당기순이익률	4.9%	3.2%	4.1%	4.3%	4.8%	3.9%	2.2%	2.0%	4.7%	3.9%	3.6%	4.3%
비배지분 당기순이익	224	163	232	269	59	50	25	29	63	56	48	65
% YoY	11.1%	-27.3%	42.5%	15.8%	3.3%	-18.0%	-58.0%	-37.9%	6.9%	11.5%	95.8%	122.0%
% of 총당기순이익	99.6%	100.6%	97.9%	97.5%	98.6%	100.3%	94.8%	111.7%	98.0%	97.9%	97.8%	97.8%
비배지분 당기순이익	1	-1	5	7	1	0	1	-3	1	1	1	2

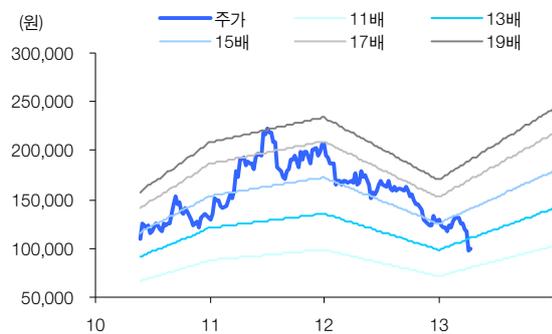
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림6〉 전장부품(2세대 이상) 매출 비중 전망



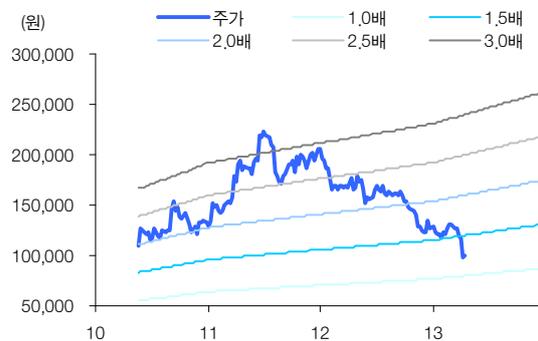
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림7〉 PER band



자료: 만도, Quantiwise, HMC투자증권

〈그림8〉 PBR band



자료: 만도, Quantiwise, HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	4,560	5,059	5,733	6,485	7,393
증가율 (%)	25.8	10.9	13.3	13.1	14.0
매출원가	3,893	4,362	4,899	5,528	6,282
매출원가율 (%)	85.4	86.0	85.5	85.3	85.0
매출총이익	667	707	834	957	1,110
매출이익률 (%)	14.6	14.0	14.5	14.7	15.0
증가율 (%)	12.5	6.0	17.9	14.7	16.1
판매관리비	367	451	498	557	632
판매비율(%)	8.0	8.9	8.7	8.6	8.5
EBITDA	444	425	562	650	752
EBITDA 이익률 (%)	9.7	8.4	9.8	10.0	10.2
증가율 (%)	13.5	-4.2	32.2	15.5	15.8
영업이익	300	256	335	399	479
영업이익률 (%)	6.6	5.1	5.9	6.2	6.5
증가율 (%)	14.8	-14.8	31.1	19.0	19.9
영업외손익	-30	-43	-30	-48	-49
금융수익	16	18	18	19	22
금융비용	37	40	46	51	53
기타영업외손익	-9	-20	-2	-17	-18
중속/관계기업관련손익	4	-5	0	4	7
세전계속사업이익	275	208	305	355	437
세전계속사업이익률 (%)	6.0	4.1	5.3	5.5	5.9
증가율 (%)	7.8	-24.1	46.6	16.4	22.9
법인세비용	50	46	68	79	97
계속사업이익	225	162	237	276	339
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	225	162	237	276	339
당기순이익률 (%)	4.9	3.2	4.1	4.3	4.6
증가율 (%)	15.6	-28.0	46.5	16.2	23.0
지배주주지분 순이익	224	163	232	269	330
비지배주주지분 순이익	1	-1	5	7	10
기타포괄이익	-23	8	0	0	0
총포괄이익	202	171	237	276	339

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	318	153	388	461	529
당기순이익	225	162	237	276	339
유형자산 상각비	129	153	207	227	248
무형자산 상각비	15	16	20	23	26
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-113	-224	-77	-61	-77
기타	63	45	0	-4	-7
투자활동으로인한현금흐름	-457	-655	-787	-449	-472
투자자산의 감소(증가)	-26	-134	-364	-46	-50
유형자산의 감소	3	5	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-400	-512	-380	-360	-378
기타	-34	-14	-43	-43	-43
재무활동으로인한현금흐름	341	389	356	30	-51
차입금의 증가(감소)	154	203	74	50	-30
사채의증가(감소)	199	200	300	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-18	-22	-18	-20	-21
기타	6	9	0	0	0
기타현금흐름	3	-9	0	0	0
현금의증가(감소)	206	-121	-43	42	6
기초현금	130	336	215	171	214
기말현금	336	215	171	214	220

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,800	1,936	2,101	2,382	2,674
현금성자산	336	215	171	214	220
단기투자자산	39	69	72	74	77
매출채권	971	1,089	1,199	1,356	1,546
재고자산	351	420	504	570	649
기타유동자산	104	144	155	168	182
비유동자산	1,635	2,099	2,656	2,856	3,058
유형자산	1,375	1,664	1,837	1,969	2,100
무형자산	79	105	125	142	156
투자자산	101	230	594	645	702
기타비유동자산	81	100	100	100	100
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,435	4,035	4,756	5,238	5,732
유동부채	1,372	1,511	1,693	1,897	2,050
단기차입금	98	216	290	340	310
매입채무	845	899	985	1,114	1,270
유동성장기부채	154	121	121	121	121
기타유동부채	276	275	297	322	349
비유동부채	652	956	1,276	1,298	1,322
사채	199	399	699	699	699
장기차입금	223	332	332	332	332
장기금융부채 (리스포함)	19	0	0	0	0
기타비유동부채	211	226	246	267	291
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,025	2,467	2,970	3,195	3,371
지배주주지분	1,362	1,505	1,720	1,969	2,277
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	240	240	240	240	240
자본조정 등	-45	-53	-53	-53	-53
기타포괄이익누계액	6	36	36	36	36
이익잉여금	1,069	1,191	1,406	1,655	1,963
비지배주주지분	48	62	67	74	84
자본총계	1,411	1,567	1,787	2,043	2,361

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	12,356	8,897	13,034	15,151	18,630
EPS(지배순이익 기준)	12,307	8,954	12,760	14,773	18,095
BPS(자본총계 기준)	73,134	80,310	91,239	104,377	121,051
BPS(지배지분 기준)	70,482	76,898	87,552	100,313	116,451
DPS	1,250	1,000	1,100	1,200	1,300
PER(당기순이익 기준)	16.7	14.4	7.6	6.6	5.3
PER(지배순이익 기준)	16.7	14.4	7.8	6.7	5.5
PBR(자본총계 기준)	2.8	1.6	1.1	1.0	0.8
PBR(지배지분 기준)	2.9	1.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	9.3	7.5	5.5	4.8	4.1
배당수익률	0.6	0.8	1.1	1.2	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	10.8	-28.0	46.5	16.2	23.0
EPS(지배순이익 기준)	12.3	-27.2	42.5	15.8	22.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.9	10.9	14.2	14.4	15.4
ROE(지배순이익 기준)	17.3	11.4	14.4	14.6	15.5
ROA	7.6	4.3	5.4	5.5	6.2
안정성 (%)					
부채비율	143.5	157.4	166.2	156.4	142.8
순차입금비율	23.0	50.1	67.1	58.9	49.3
이자보상배율	18.9	8.0	8.5	9.2	10.7

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
12/03/20	BUY	220,000원			
12/04/02	BUY	220,000원			
12/04/30	BUY	220,000원			
12/06/14	BUY	220,000원			
12/07/02	BUY	220,000원			
12/07/30	BUY	220,000원			
12/10/18	BUY	195,000원			
12/11/05	BUY	195,000원			
13/01/22	BUY	180,000원			
13/02/04	BUY	180,000원			
13/03/19	BUY	180,000원			
13/04/15	HOLD	100,000원			

▶ 최근 2년간 만도 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이명훈, 김형욱의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.