

만도(060980)

매수(유지)

목표주가: 135,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(6/4)	1,990
주가(6/4)	106,000
시가총액(십억원)	1,908
발행주식수(백만)	18
52주 최고/최저가(원)	171,000/73,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,614
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.9/19.4
주요주주(%)	정동원 외 9 인
	28.1
	국민연금공단
	10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.2	(16.5)	(31.6)
상대주가(%p)	14.0	(19.3)	(43.2)

12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

중국이 주가의 핵심 catalyst

주가 반등 지속될 전망

투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 110,000원에서 135,000원(12개월 forward PER 10배, 부품업종 평균 목표 PER을 10% 할인)으로 상향한다. 추락했던 동사에 대한 투자자 신뢰가 회복되고 있고 양호한 펌더멘털을 반영해 목표 PER을 9배에서 10배로 올렸다. 12MF EPS 역시 주 고객사의 판매가 계속 예상을 상회함에 따라 13.3% 상향했다. 만도의 주가는 한라건설 유상증자 참여로 4월 18일 73,800원까지 급락한 후 최근 106,000원까지 반등했지만 연초 대비로는 여전히 17.5% 하락했다. 그러나 영업이익률은 12년 3분기 2.7%를 바닥으로 올해 1분기까지 2분기 연속 회복했다. 또한 이익 기여도가 높은 중국시장이 예상보다 호조를 보이고 있고 동사의 주 고객사(현대차, 기아차, 상하이GM)들의 성장은 이보다 더 빠르며 적극적으로 확장을 꾀하고 있다. 한라건설과 관련해서는 더 이상 주주가치를 훼손하지 않기 위해 회사 차원에서 다양한 노력을 기울이고 있다. 따라서 최근 주가 반등이 지속될 전망이다. 현 주가는 12MF PER는 7.9배인 반면 EPS 성장률은 40.7%로 예상된다.

GM 2016년까지 중국에서 5백만대 capa 확보할 예정

중국 1~4월 승용차 판매는 전년동기대비 14.7% 증가한 568만대를 기록했다. 동기간 현대, 기아 합산 중국판매는 35.1%나 증가했고 상하이GM도 16.8% 증가해 시장보다 더 큰 폭으로 성장했다. 중국 3공장 효과로 현대, 기아는 지속적으로 시장 성장률을 상회할 전망이다. 동사의 주요 고객인 중국 로컬업체 Chery, Changan, SAIC 역시 빠르게 성장하는 시장과 일본 자동차에 대한 반일감정 지속으로 전망이 밝다. 특히 GM은 2013~2016년에 중국에서 110억 달러를 투자해 4개의 공장을 추가하고 capa를 연산 5백만대(vs 12년 판매 283만대)까지 늘릴 계획이어서 동사에 호재다. 현재 동사는 중국에 4개의 공장(Beijing, Harbin, Ningbo, Suzhou)이 있고 Shenyang에 5번째 공장을 짓고 있으며 14년 8월부터 상업생산을 시작할 계획이다. 2012년 기준 현대, 기아는 만도 중국 매출액의 55%를 차지하며, 상하이GM 15%, 로컬업체 23%, 수출 7%가 그 뒤를 잇는다.

현대, 기아 중국 capa 133만대에서 223만대로 증가 전망

기아는 중국 3공장(30만대 capa)에서 14년 2월부터 상업생산을 시작한다. 현대도 13년 말까지 3공장 capa를 30만대에서 45만대로 늘릴 예정이다. 또한 현대는 연 15만대 capa를 갖춘 상용차 공장을 짓고 있으며 상업생산은 14년 하반기에 시작될 예정이다. 이에 따라 현대, 기아 합산 중국 capa는 13년 133만대에서 15년 193만대로 증가할 전망이다. 현대 중국 4공장이 추가될 경우 16년에 capa는 223만대로 달할 전망이다. 이에 따라 만도 중국자회사(12년 매출 및 영업이익의 22.4%, 47.4% 각각 차지)가 가장 큰 수혜를 볼 것으로 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	4,560.1	300.4	274.6	224.2	12,307	6.4	444.0	8.6	5.1	1.4	17.0
2012A	5,059.3	255.9	208.3	163.1	8,954	(27.2)	425.5	11.8	6.5	1.2	10.9
2013F	5,730.2	344.4	311.7	241.7	13,426	49.9	538.0	7.9	5.6	1.1	14.3
2014F	6,384.5	430.8	404.0	313.2	17,399	29.6	620.3	6.1	4.7	0.9	16.1
2015F	6,990.3	509.4	483.4	378.4	21,026	20.8	696.5	5.0	4.1	0.8	16.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

서성문 3276-6152
sungmoon.suh@truefriend.com

진만 3276-6582
jinman05@truefriend.com

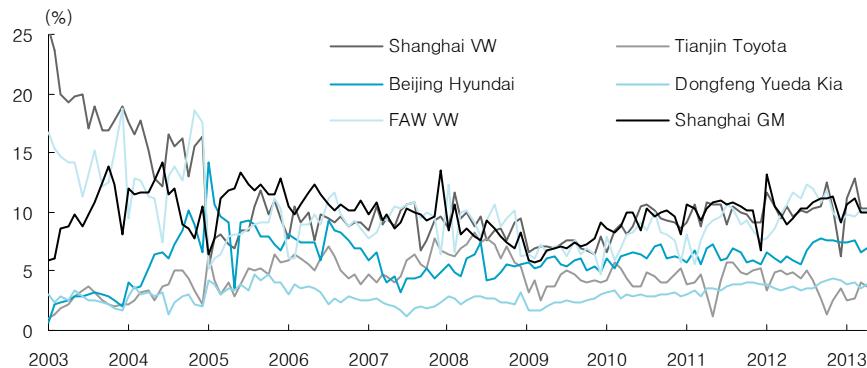
〈표 1〉 분기별 실적 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	FY12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	FY13F
매출액	1,255.3	1,271.8	1,182.7	1,349.4	5,059.3	1,369.2	1,461.2	1,346.6	1,553.1	5,730.2
영업이익	74.7	78.5	31.4	71.3	255.9	81.5	89.6	77.5	95.9	344.4
세전이익	73.3	64.7	39.4	30.9	208.3	88.2	81.1	70.1	72.3	311.7
순이익	59.8	49.8	26.0	26.5	162.1	70.4	62.4	54.0	53.3	240.1
영업이익률	6.0	6.2	2.7	5.3	5.1	6.0	6.1	5.8	6.2	6.0
세전이익률	5.8	5.1	3.3	2.3	4.1	6.4	5.5	5.2	4.7	5.4
순이익률	4.8	3.9	2.2	2.0	3.2	5.1	4.3	4.0	3.4	4.2
% YoY										
매출액	22.1	14.6	2.5	6.4	10.9	9.1	14.9	13.9	15.1	13.3
영업이익	0.2	(12.4)	(50.8)	(1.6)	(14.8)	9.1	14.1	146.9	34.4	34.6
세전이익	7.5	(19.9)	(46.1)	(41.0)	(24.1)	20.3	25.3	78.0	134.0	49.6
순이익	1.7	(19.6)	(55.3)	(42.6)	(28.0)	17.7	25.5	107.5	101.5	48.2

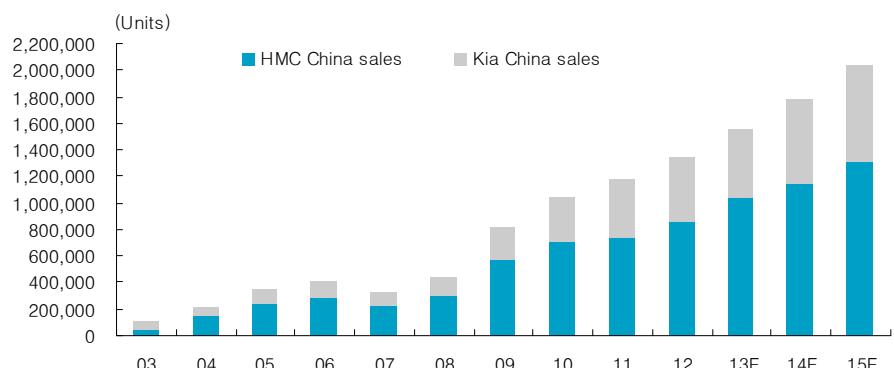
자료: 만도, 한국투자증권

[그림 1] JV별 중국 승용차시장 점유율



자료: 한국자동차산업연구소, 한국투자증권

[그림 2] 현대차, 기아차 중국 판매



자료: 각 사, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

만도는 국내 최고 기술력을 보유한 자동차부품업체이며 현대모비스의 경쟁업체이다. 11년 기준 글로벌 OE매출은 41억달러로 세계 50위(vs 모비스 189억달러, 8위)이다. 만도는 국내공장 3개와 중국공장 4개를 포함 총 11개의 해외공장을 보유하고 있다. 1962년 설립된 만도는 1993년 자체개발한 ABS의 상업생산을 시작했다. 그러나 한라그룹의 부도로 00년 선세이지에게 인수되었으며 그 후 08년 한라건설이 만도를 다시 인수했다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,800.2	1,936.0	2,086.3	2,296.9	2,533.3
현금성자산	335.7	214.5	233.6	317.0	411.0
매출채권	970.9	1,089.1	1,168.0	1,268.0	1,370.0
재고자산	350.7	420.0	455.5	488.2	527.5
비유동자산	1,635.1	2,098.8	2,319.2	2,541.0	2,734.2
투자자산	181.5	329.8	343.8	383.1	419.4
유형자산	1,374.9	1,664.4	1,858.6	2,031.1	2,177.8
무형자산	78.7	104.6	116.8	126.8	137.0
자산총계	3,435.4	4,034.7	4,405.9	4,838.6	5,266.6
유동부채	1,372.1	1,510.9	1,740.3	1,804.8	1,846.2
매입채무	469.8	477.2	555.5	571.9	579.6
단기차입금및단기사채	97.8	216.4	233.6	253.6	274.0
유동성장기부채	153.5	120.8	140.6	144.8	146.7
비유동부채	652.4	956.4	876.0	951.0	979.6
사채	199.2	398.8	578.2	538.9	513.8
장기차입금및리스부채	223.0	331.9	350.4	380.4	411.0
부채총계	2,024.6	2,467.4	2,616.3	2,755.8	2,825.7
자본금	91.1	91.1	91.1	91.1	91.1
자본잉여금	240.4	240.4	240.4	240.4	240.4
자본조정	9.9	44.8	44.8	44.8	44.8
이익잉여금	1,069.5	1,191.1	1,413.3	1,706.5	2,064.6
자본총계	1,410.8	1,567.4	1,789.6	2,082.8	2,440.8

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,560.1	5,059.3	5,730.2	6,384.5	6,990.3
매출원가	3,893.0	4,351.9	4,897.2	5,429.0	5,922.3
매출총이익	667.1	707.4	833.0	955.6	1,068.0
판매관리비	366.7	451.4	488.6	524.8	558.7
영업이익	300.4	255.9	344.4	430.8	509.4
금융수익	16.0	12.7	30.1	34.2	37.1
이자수익	7.2	7.5	16.5	18.8	20.4
금융비용	36.8	45.4	44.4	48.3	49.7
이자비용	20.4	35.0	38.1	41.3	42.0
기타영업외손익	(9.1)	(19.8)	(22.5)	(17.5)	(19.2)
관계기업관련손익	4.1	4.9	4.0	4.8	5.8
세전계속사업이익	274.6	208.3	311.7	404.0	483.4
법인세비용	49.5	46.3	71.6	92.8	107.3
연결당기순이익	225.1	162.1	240.1	311.2	376.1
지배주주지분순이익	224.2	163.1	241.7	313.2	378.4
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	225.1	162.1	240.1	311.2	376.1
지배주주포괄이익	224.2	163.1	241.7	313.2	378.4
EBITDA	444.0	425.5	538.0	620.3	696.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	318.4	153.4	418.3	327.5	357.5
당기순이익	225.1	162.1	240.1	311.2	376.1
유형자산감가상각비	128.7	153.4	173.6	167.5	163.1
무형자산상각비	14.8	16.1	20.0	22.0	24.0
자산부채변동	56.1	(236.7)	80.9	(82.6)	(121.4)
기타	(106.3)	58.5	(96.3)	(90.6)	(84.2)
투자활동현금흐름	(456.9)	(654.8)	(616.2)	(241.0)	(273.3)
유형자산투자	(400.0)	(511.8)	(380.0)	(350.0)	(320.0)
유형자산매각	3.4	4.7	5.0	5.5	5.5
유동자산순증	534.7	135.7	150.4	210.5	236.4
투자자산순증	(66.2)	(143.4)	(10.0)	(34.5)	(30.6)
기타	(528.8)	(140.0)	(381.6)	(72.6)	(164.6)
재무활동현금흐름	340.9	388.8	217.0	(3.1)	9.8
자본금및자본잉여금증가	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	227.8	194.8	55.5	54.2	53.0
배당금지급	(18.2)	(22.8)	(17.9)	(18.0)	(18.0)
기타	131.4	216.8	179.4	(39.3)	(25.2)
현금의증가	205.8	(121.2)	19.1	83.4	94.0

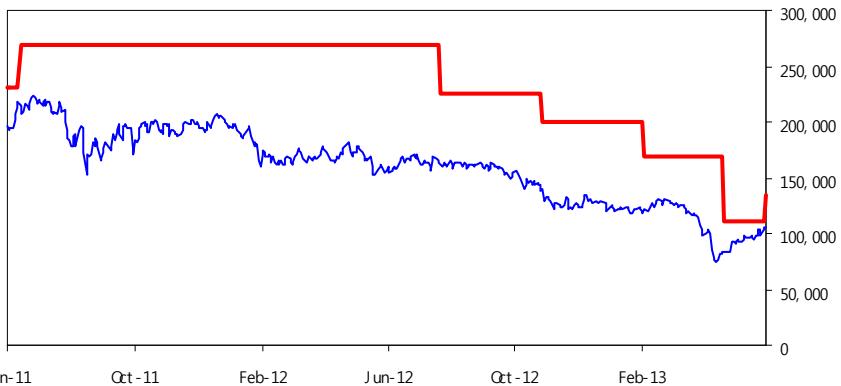
주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	12,307	8,954	13,426	17,399	21,026
BPS	77,457	86,052	99,424	115,713	135,605
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
SPS	250,363	277,768	318,352	354,705	388,360
성장성(% YoY)					
매출증가율	25.3	10.9	13.3	11.4	9.5
영업이익증가율	10.2	(14.8)	34.6	25.1	18.2
순이익증가율	9.5	(28.0)	48.2	29.6	20.8
EPS증가율	6.4	(27.2)	49.9	29.6	20.8
EBITDA증가율	11.4	(4.2)	26.5	15.3	12.3
수익성(%)					
영업이익률	6.6	5.1	6.0	6.7	7.3
순이익률	4.9	3.2	4.2	4.9	5.4
EBITDA Margin	9.7	8.4	9.4	9.7	10.0
ROA	7.5	4.3	5.7	6.7	7.4
ROE	17.0	10.9	14.3	16.1	16.6
배당수익률	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
안정성					
순차입금(십억원)	337.8	853.4	1,069.2	1,000.7	934.5
영업이익이자보상배율(배)	22.8	9.3	10.8	13.2	16.0
차입금/자본총계비율(%)	47.7	68.1	72.8	63.3	55.1
Valuation(X)					
PER	8.6	11.8	7.9	6.1	5.0
PBR	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.1	6.5	5.6	4.7	4.1

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
만도(060980)	2011.06.20	매수	270,000원
	2012.07.27	매수	225,000원
	2012.11.02	매수	200,000원
	2013.02.08	매수	170,000원
	2013.04.25	매수	110,000원
	2013.06.05	매수	135,000원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 6월 5일 현재 만도 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 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 돋기 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 당사는 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 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.