

14 June 2013

## 중국 로컬업체의 품질향상으로 수요증가 수혜 기대

- 만도의 중국 만도차이나홀딩스(MCH) 공장 및 R&D 센터 탐방
  - 만도차이나홀딩스(MCH)는 만도의 중국 내 사업을 총괄하는 지주사로 6개의 생산법인과 1개의 판매법인, R&D 센터를 포함해 8개 법인 보유 (도표 1)
  - 특히, 만도는 2012년 기준 연결매출액의 22%와 영업이익의 47%가 중국 MCH에서 기인. 이에 MCH는 만도에 높은 매출비중과 수익성을 바탕으로 가장 높은 이익 기여를 하고 있음
  - 주요 제품인 제동, 조향, 현가장치는 높은 기술력과 경쟁력으로 중국 내 높은 지위 유지. 2012년 중국 판매량 기준 제동 4위(8.3%), 조향 3위(11.2%), 현가장치 2위(16.6%) 기록 (도표 2)
- Point 1: 중국 내 현대기아차, 상해GM 등 증설로 만도 직접 수혜 기대
  - 중국 현대기아차(2012년 매출 비중 51%)뿐 아니라 상해GM(13%)을 주 고객으로 하며, 길리기차(9%) 등 중국 로컬 업체에 납품하고 있어 시장 성장에 따른 직접적 수혜 기대 (도표 3)
  - 2013년 4월 누적 중국 산업수요 전년동기비 14.7% 증가. 특히, 주요 고객사 현대차(+37%), 기아차(+25%), 상해GM(+21%), 길리기차(+22%)는 시장대비 높은 성장 지속 중 (도표 11)
  - 2014년까지 지속되는 현대기아차 3공장 CAPA 증설과 2016년까지 상해GM 증설 계획(연산 500만대 목표, 2012년 판매량의 177%)으로 만도의 수혜는 지속될 것으로 판단
  - 만도는 2014년까지 연평균 12% 생산능력 증설 계획 중이며, 현대차 중국 4공장 중서부 지역 증설 시, 현지 생산법인 진출 통해 현대차 뿐 아니라 해당 지역 로컬업체까지 대응할 계획
- Point 2: 중국 정부 주도의 품질 향상 정책으로 품질 우수 부품업체 수요 증가 전망
  - 만도는 R&D 센터를 통해 중국 현지 생산 제품의 R&D와 품질 테스트를 현지화. 이에 중국 환경에 적합하고, 현지 OEM이 원하는 가격대의 높은 품질로 부품 공급 가능해 고객 만족도 향상
  - 특히, 최근 중국 정부 주도의 품질 강화 정책(교환-수리-환불 강화 제도)으로 현지 업체들의 자동차 품질 강화 노력 강해질 전망. 중국 내 민영기업을 중심으로 공동 R&D가 용이하고 품질이 우수한 만도 등 국내 부품업체의 수요가 강해질 것으로 기대 (도표 9, 10)
  - 최근 장성기차(Great Wall)는 고객 클레임 증가를 우려해 기존 서플라이어 대신 품질이 우수한 만도로 서스펜션 납품 계약(1,900만달러/연 규모) 체결. 만도는 장성기차를 길리에 이은 제 5 고객사로 육성할 계획이며, 로컬 OEM의 고품질 부품 니즈 확대에 따른 수주 증가 기대
- 목표주가 121,000원으로 상향하나 투자의견은 Hold 유지
  - 목표주가를 기존 105,000원에서 121,000원으로 15.2% 상향한 이유는 MCH 홍콩 상장 연기로 상장 재개까지 장기화 전망. 이에 추정치와 목표 PER 변경 없이 기존 목표주가에 반영한 EPS 희석(14.1%) 요인을 배제했기 때문. 또한, 자사주 소각효과(21.5만주, 1.2%)를 감안
  - 최근 MCH 이익 희석 및 한라건설 추가 지원 우려 완화로 주가는 저점대비 39.6% 상승. 현 주가는 2013년 기준 PER 8.7배로 목표주가까지 17.5% 상승여력 있어 투자의견은 Hold 유지
  - 장기적으로 1)기 수주한 물량의 매출 인식과 2)중국 수요 증가 및 3)만도의 중국 내 점유율 확대에 따른 매출 증가로 이익 개선은 지속될 것으로 기대. 그러나, 단기적으로 2H13 이후 만도의 수익성 개선 속도가 추가적인 주가 상승과 투자의견 상향 여부를 판가름할 것으로 판단

## Hold(유지)

목표주가(상향) 121,000원  
현재주가(6/12) 103,000원

Key Data	(기준일: 2013. 6. 12)
KOSPI(pt)	1,882.7
KOSDAQ(pt)	540.8
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,853.9
52주 최고/최저(원)	174,000 / 73,800
52주 일간 Beta	1.20
발행주식수(천주)	17,999
평균거래량(3M,천주)	269
평균거래대금(3M,백만원)	24,870
배당수익률(12F, %)	0.8
외국인 지분율(%)	18.7
주요주주 지분율(%)	
정몽원의 11인	27.6
국민연금공단	9.4

## Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.9	-16.3	-23.1	-35.4
KOSPI대비상대수익률	14.3	-10.4	-17.1	-36.7

## Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013E	2014E
매출액(십억원)	5,059.3	5,611.2	6,130.3
영업이익(십억원)	255.9	309.8	341.8
세전계속사업손익(십억원)	208.3	276.8	286.5
당기순이익(십억원)	162.1	214.6	222.1
EPS(원)	8,954	11,648	12,073
증감률(%)	-27.2	30.1	3.6
PER(배)	14.4	8.8	8.5
ROE(%)	11.3	13.4	12.3
PBR(배)	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.5	5.7	5.4

자료: 유진투자증권



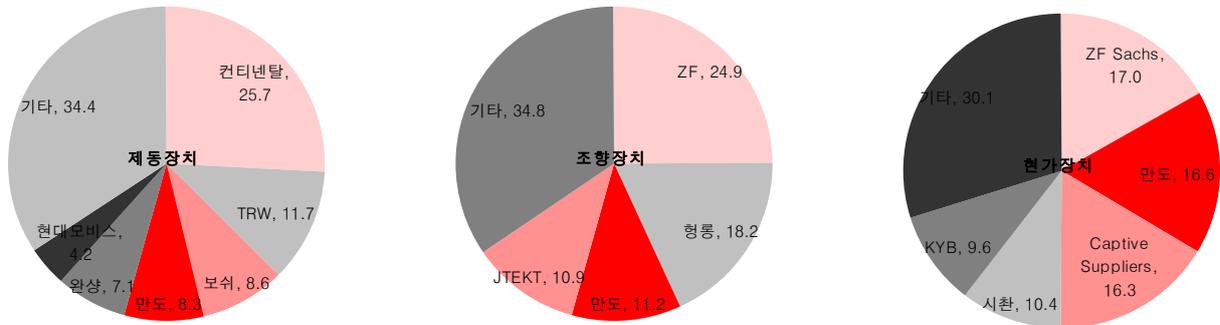


도표 1 만도 중국 사업장 현황: 8개의 법인이 만도차이나홀딩스에 종속

만도 중국 법인 요약	주요 품목	기동시작	지분율(%)
<b>100% 지분 보유 자회사</b>			
Mando Suzhou Chassis System Co., Ltd.	제동 및 조향장치 생산 판매(국내/수출)	ABS, CBS, EPS	2002.07.28 100%
Mando (Beijing) Automotive Chassis Systems Co., Ltd.	제동 및 현가장치 생산 판매(국내/수출)	CBS, 현가장치	2003.01.14 100%
Mando (Beijing) Automotive Components R&D Center Co., Ltd.	중국 내 생산품목 R&D 및 품질 테스트	-	2003.06.19 100%
Mando (Tianjin) Automotive Parts Co., Ltd.	철강주물제품 생산 판매(만도 및 로컬업체)	철강 주물	2004.12.03 100%
Mando (Beijing) Trading Co., Ltd.	판매 법인	-	2007.06.13 100%
Mando (Shenyang) Automotive Parts Co., Ltd.	제동장치 생산 판매(국내/수출, 14.8 완공)	CBS	2012.08.14 100%
Mando (Harbin) Automotive Chassis System Co., Ltd.	제동장치 생산 판매(수출)	CBS, 현가장치, ABS(2014), EPS(2015)	2002.10.22 100%
<b>지분투자회사</b>			
Mando (Ningbo) Automotive Parts Co., Ltd.	제동 및 조향장치 생산 판매(국내/수출)		2011.03.10 65%

자료: 만도, 유진투자증권

도표 2 중국 판매량 기준 주요 부품 점유율(2012년): 만도 주요 제품인 제동, 조향, 현가장치 기준 높은 점유율 차지



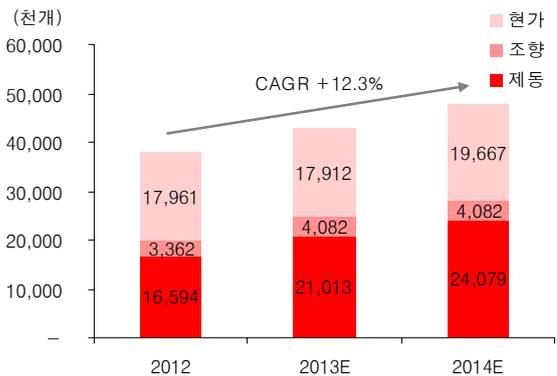
자료: 만도, 유진투자증권

도표 3 만도차이나홀딩스 매출처 비중 현황: 주요 고객은 현대/기아차, 상해GM, 길리기차 순



자료: 만도, 유진투자증권

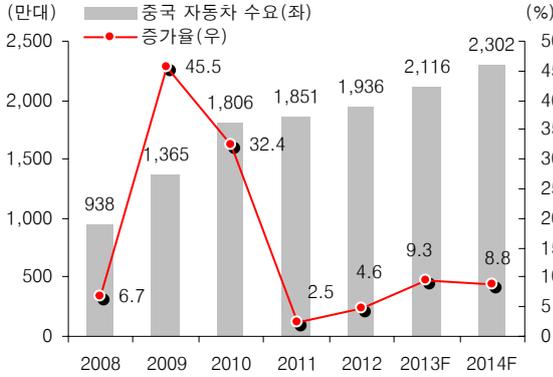
도표 4 MCH, 중국 내 수요 증가를 대비해 CAPA 증설 지속 계획



자료: 만도, 유진투자증권

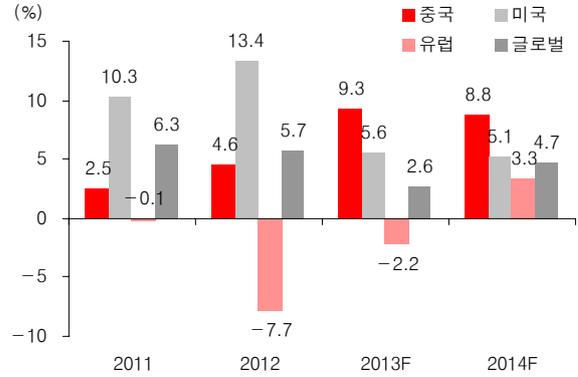


도표 5 중국 자동차 수요 전망: 2013년 9.3% 성장에 전년동기 높은 성장



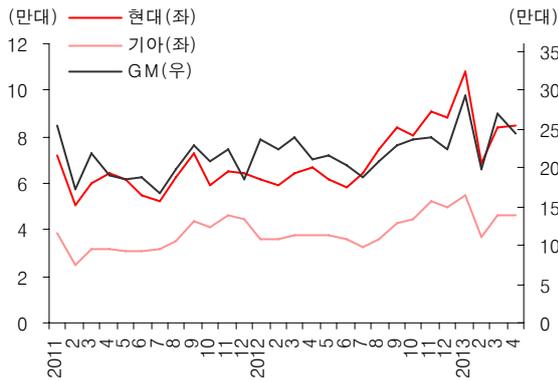
자료: Global Insight, 유진투자증권

도표 6 주요 지역 수요 증가율: 중국, 글로벌 대비 높은 성장 지속



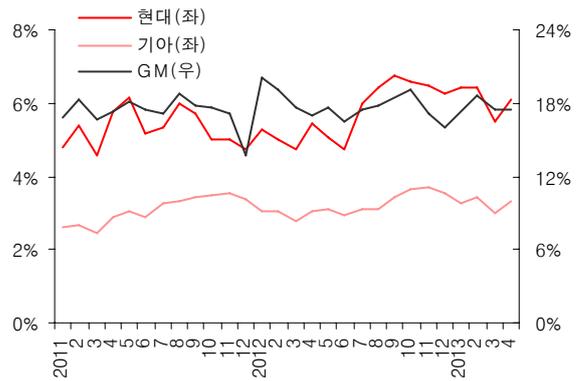
자료: Global Insight, 유진투자증권

도표 7 주요 3개 고객사 중국 판매량 추이



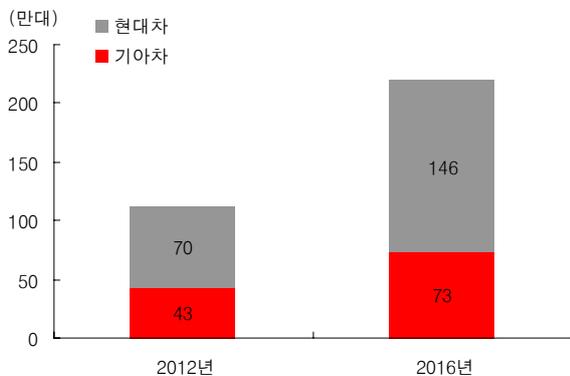
자료: 승용차연석회, 유진투자증권

도표 8 주요 3개 고객사 중국 점유율 추이



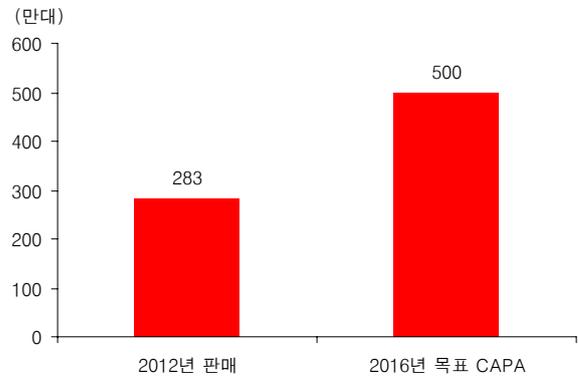
자료: 승용차연석회, 유진투자증권

도표 9 현대차그룹 중국 생산능력 증가 지속: 현대기아차 중국 3공장, 현대차 상용차 공장 등



주: 현대차 상용차 공장 포함, 현대차 중국 4공장 15만대 가정  
자료: 각 사, 유진투자증권

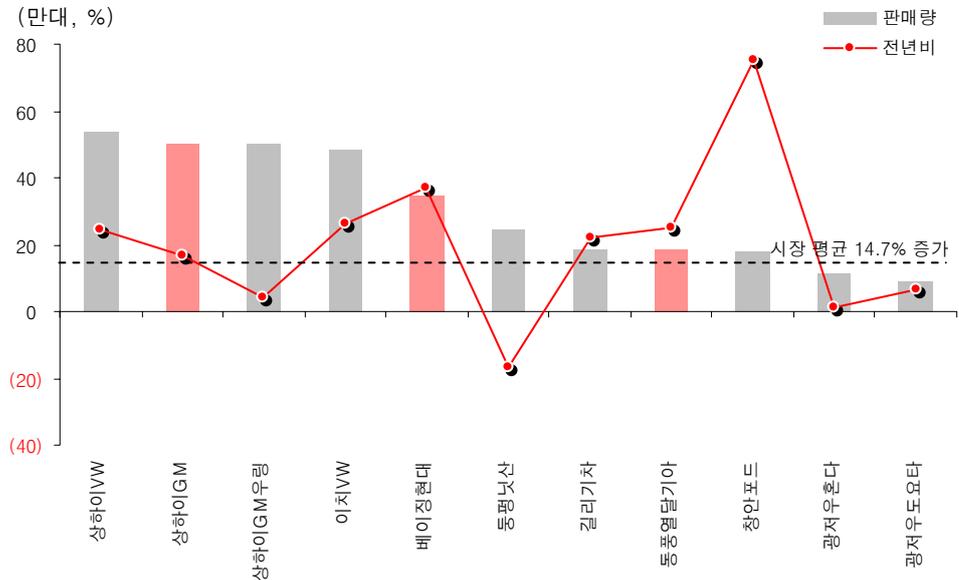
도표 10 GM 중국 내 생산능력 확장 계획: 110억 달러 들여 4개 공장 추가 증설 계획



자료: 언론, 유진투자증권



도표 11 2013년 4월 누적 중국 업체별 자동차 판매량 현황



자료: 승용차연석회, 유진투자증권

[만도차이나홀딩스 김훈태 CFO와 Q&A 요약]

1. 만도차이나 IPO 당시 투자자 직접 미팅 시 제일 우려했던 부분은?

- 동사에 대해 투자자들이 가장 매력적으로 느끼는 부분은 자동차 산업에 집중되어있기 때문에 명확하고 Solid한 재무 상태, 높은 수익성 등
- 동사에 대해 걱정하는 부분은 1) 최근 경제 성장을 둔화 관련해 중국 자동차 시장 전망에 대한 우려 2) 과거 대비 낮아지는 수익성 3) 중국 가격 인하 압력에 따른 수익성 인하 가능성으로 요약 가능
- 먼저 시장에 대한 예측은 전망기관에 따르면 2017년까지 중국 자동차 수요는 연 평균 8% 성장 지속. 중국 정부가 7% 후반 성장률을 지속적으로 목표, 배경에는 자동차 산업이 원동력이 될 것으로 예상. 중국 정부가 자동차 산업을 주력 산업으로 육성하고자 하는 의지가 강함. 때문에 동사도 연평균 8% 이상의 산업수요 성장이 지속될 것으로 전망
- 가격 인하 압력에 따른 지속적인 수익성 하락 우려는 한국에서도 마찬가지로 겪어온 부분임. 국내의 경우 10년 전에는 완성차 업체가 4~5% 가격 인하를 단행 하였으나, 최근 들어 가격 인하 압력은 2%를 넘어가지 않는 수준. 중국도 과거에는 가격 인하 압력이 거셌던 것이 사실이나, 최근 고객 압력은 통상 3%를 넘지 않고 있음
- 중국 내 SUV 1위 기록 중인 장성기차(GreatWall)는 서플라이어의 적정 마진 보전없이 R&D 및 좋은 품질이 불가능하다고 언급. 중국 로컬업체들도 서플라이어 정책도 마찬가지로 변화할 것으로 기대. 중국 정부의 품질 강화 정책과 브랜드가치 재고 등을 감안 시 좋은 품질의 부품을 선호할 수 밖에 없고, 이에 부품 가격도 상승 가능하다고 봄. 따라서 이런 가격 인하 압력에 대한 부분도 평준화 될 것으로 기대
- 그 동안 만도는 많은 CR 압력에 대해 비용 절감(재로비), 규모 경제를 확보해 이익 성장 가능 가능함. 10년 뒤 전장 제품 비중이 40%까지 성장할 것으로 기대. 이에, EPS 등 가격 높은 전장 부품이 이익 기여도를 높일 것으로 기대. 따라서, 우려하는 부분은 충분히 불식할 수 있다고 판단



## 2. 중국 내 OEM별 수익성은 어떤가? 현대기아차 대비 로컬은 낮은가?

- 현대기아 > 글로벌 OEM > 로컬 OEM 순서로 수익성 높음. 기본적으로, 로컬 OEM 수익성이 떨어지는 부분은 차 판매 가격도 낮고 품질 수준도 낮기 때문
- 그러나, 최근 중국 내 국영기업이 아닌 민영기업(장성기차, BYD, 길리 등)은 현대기아차를 롤모델로 삼고 있음. 장성기차 회장은 실제 롤모델로 현대차를 지목하였으며, 현대차의 서플라이어와 함께 협력하기를 원했다고 함. 따라서 현대차그룹인 모비스를 제외한 만도를 영입하고자 노력 했음
- 이는 중국 브랜드들도 좋은 품질의 제품을 내놓아야 소비자 선택으로 이어질 수 있다고 판단한데 기인. 이에 길리나 장성기차가 나아가는 방향이 중국 로컬업체의 방향성을 대변한다고 보고 있음
- 따라서, 로컬의 수익성이 높아질 것으로 기대 되며 향후 이익 또한 지속적으로 상승 가능하다고 판단
- 단기적으로 이익률은 고정될 수 있음. 그러나, 매출 증가에 따른 이익 성장은 지속 가능. 투자자 관점에서 보면, 이익 성장과 현금 보유에 매력을 느낄 수 있고 시장 대비 좋은 성장이 기대 됨

## 3. 향후 중국 내 수요 성장 전망은?

- 중국 시장 내 소득수준 상승에 대한 차량 소유 욕구는 시장과 달리 증가한다고 보고 있음. 선진국 1/10 수준의 자동차 보유 수준 감안 시, 중국의 성장성은 높은 수준 기대
- 1급 도시(상해, 광둥, 신천)는 동부 연안에 위치하고 있으며 소득수준이 상당히 높음. 서부 내륙 지역은 아직도 농업 종사자가 대부분이고 소득 수준이 낮은 편임. 점진적으로 소득 향상에 따라 구형모델인 XDc(중국형 아반떼), EFC(중국형 쏘나타)가 내륙에서 높은 판매를 보이고 있음. 연안에서는 신형, 내륙에서는 구형이 판매 호조를 보이고 있음을 감안 시 향후 시장의 방향성은 긍정적이라고 봄

## 4. 장성기차(Great Wall)와 전략적 제휴의 규모는? 길리 수준까지 가능한가?

- 길리는 기본적으로 JV 통해 서플라이 체인을 끌고가는게 정책.
- GW은 JV가 아닌 전략적 파트너 관계. 사시 3개에 대해 전면적인 전략 제휴 관계 진행 중. 서스펜션은 이미 수주 받고 구체적 계획 잡혀있는 상황이며, EPS 개발 담당자(국내, 중국 연구진)가 GW에 상주 하면서 EPS 개발에 참여 중. 브레이크도 기술, 생산 측면에서 지속적으로 논의 중.
- 서스펜션 규모는 2014년 5월부터 연간 1,900만 달러 매출 발생 예정



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다  
 동 자료와 관련하여 당사의 금융투자분석사 장문수는 만도의 중국 현지 방문에 시측(만도)으로부터 숙박 비용을 제공받아 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

**투자기간 및 투자등급**

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

