

실적개선 추세 확고, 그룹 리스크 완화 전망(요약)

Analyst 이명훈

02) 3787-2639
mhlee@hmcib.com

Analyst 이광수

02) 3787-2320
koreain@hmcib.com

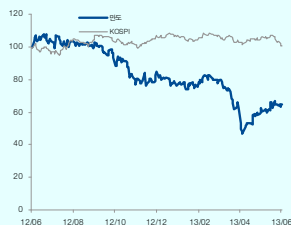
현재주가 (06/14)	103,000원
상승여력	34.0%
시가총액	1,854십억원
발행주식수	17,999천주
자본금	91십억원
액면가	5,000원

52주 최고가	171,000원
/최저가	/73,800원
일평균 거래대금 (60일)	25십억원
외국인지분율	18.65%
주요주주	정몽원 외 28.10%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	8.9	-17.6	-23.1
상대주가(%p)	13.5	-12.7	-18.8
당사추정 EPS (2013F)	13,830원		
컨센서스 EPS (2013F)	12,625원		
컨센서스 목표주가	123,333원		

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 예상보다 빠른 실적 턴어라운드, 투자의견 및 목표주가 상향
- 고객다변화의 핵심 모멘텀으로 떠오른 중국 로컬 OEM
- 최대 할인요소인 한라건설 유동성 리스크, 점차 완화될 전망

	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	5,069.3	255.9	163.1	425.5	8,964	-27.2	14.4	1.7	7.5	11.4
2013F	5,794.6	362.7	249.9	567.3	13,830	54.5	7.4	1.2	5.6	15.5
2014F	6,540.6	436.2	296.5	664.0	16,475	19.1	6.3	1.0	4.8	16.0
2015F	7,325.4	510.5	354.0	757.4	19,669	19.4	5.2	0.9	4.1	16.4

* K-IFRS 연결 기준

예상보다 빠른 실적 턴어라운드, 투자의견 및 목표주가 상향

만도에 대한 투자의견을 'BUY'로 상향하고 목표주가도 기존 100,000원에서 138,000원으로 상향한다. 동사의 2분기 매출액 및 영업이익은 사상최대를 기록할 전망이며 영업이익률은 세 분기 연속으로 상승하며 완연한 턴어라운드의 모습을 보여줄 전망이다. 1) 현대기아차의 판매증가, 2) GM내 점유율 상승, 3) 중국 로컬 OEM 중심의 고객다변화, 4) CAPEX 및 감가상각비 부담 축소, 5) 전장부품 비중 확대, 6) 핵심부품 내재화 등이 이끄는 실적 개선의 속도는 당초 예상보다 빠를 것으로 전망돼 2013년, 2014년 영업이익 전망치를 각각 8.1%, 9.2% 상향한다. 이익 추정치 상향, 중국 로컬 OEM(Geely, Great Wall 등) 중심의 고객다변화 가속화, 그룹리스크 완화 전망 등을 반영해 12개월(2Q13~1Q14) 목표 PER을 기존 8배에서 10배(현대모비스 목표 PER과 동일, 현대위아 대비 13% 할인된 수준)로 상향한다.

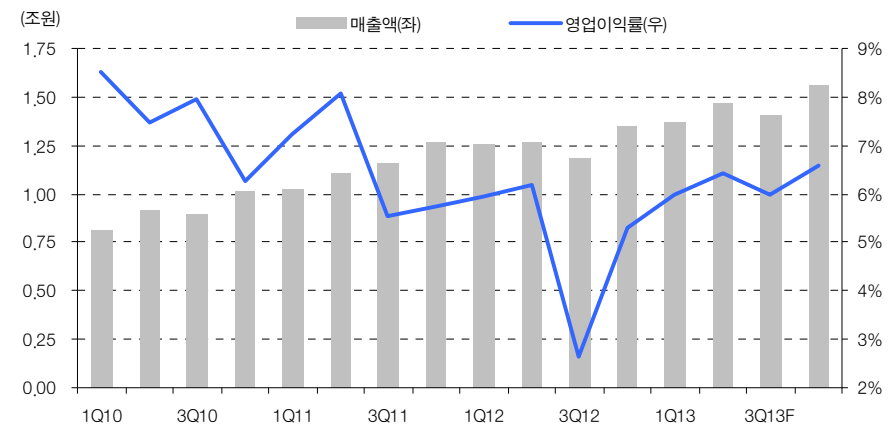
고객다변화의 핵심 모멘텀으로 떠오른 중국 로컬 OEM

동사의 중국사업은 현대기아차와 GM을 중심으로 한 글로벌 OEM 위주였지만 Geely와의 JV 설립으로 중국 로컬 OEM으로의 매출이 빠르게 증가하기 시작했으며 최근에는 Great Wall과의 전략적 제휴도 추진 중이다. Great Wall은 SUV 전문업체로서 중국 SUV 수요 급증에 따라 최근 판매대수가 급성장하고 있으며 중국 내 5번째 핵심 고객으로 Great Wall을 육성할 경우 동사는 중국 상위 10개 업체 중 5곳을 핵심고객으로 보유하게 된다. 중국 로컬 OEM의 매출 비중은 '06년 1% → '12년 5% → '15년 12%로 가파르게 증가할 전망이다.

최대 할인요소인 한라건설 유동성 리스크, 점차 완화될 전망

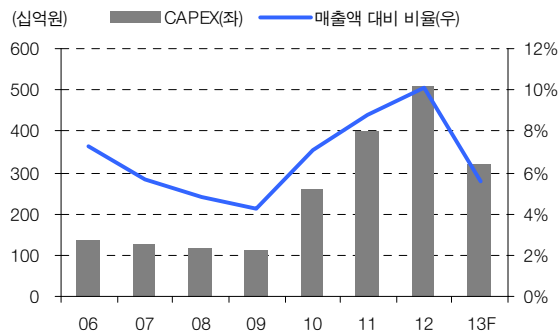
동사 주가의 가장 큰 부담요소인 한라건설 유동성 리스크는 가산동 한라하이힐(PF 2,070억원)의 매각 또는 리파이낸싱 여부에 따라 크게 완화될 수 있을 전망이다. 내년까지도 매각이 지연될 경우 다시 유동성 문제가 불거질 수 있지만 이미 국내 유통 대기업 중 두 회사와 매각협상을 진행 중이며 최근 방문객 증가와 더불어 매출도 성장하고 있어 늦어도 내년까지는 매각이 가능할 것으로 예상된다.

〈그림1〉 분기별 연결 매출액 및 영업이익률 전망



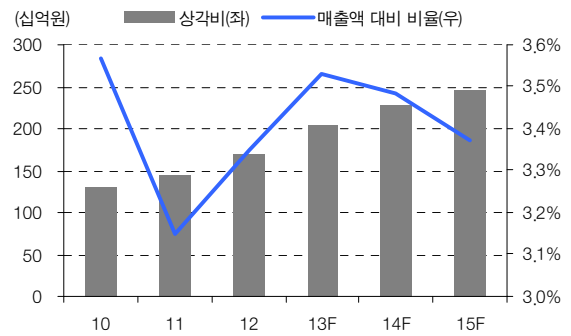
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림2〉 만도 CAPEX 전망



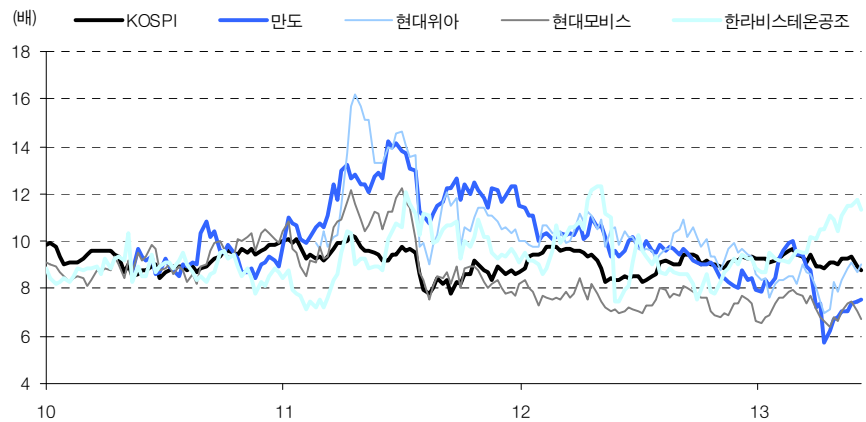
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림3〉 만도 감가상각비(유형+무형) 전망



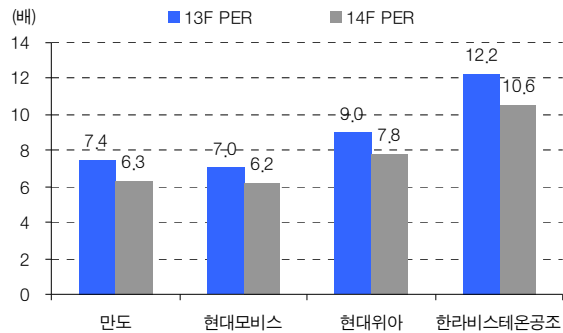
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림4〉 국내 대형 자동차부품사 및 KOSPI 12개월 forward PER 추이



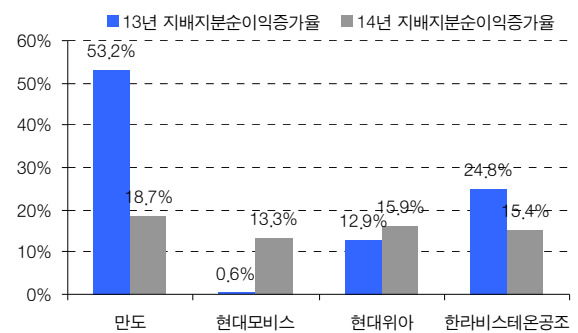
주: 현대위아, 현대모비스, 만도는 당사 추정치
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림5〉 국내 대형 부품사 2013F, 2014F PER



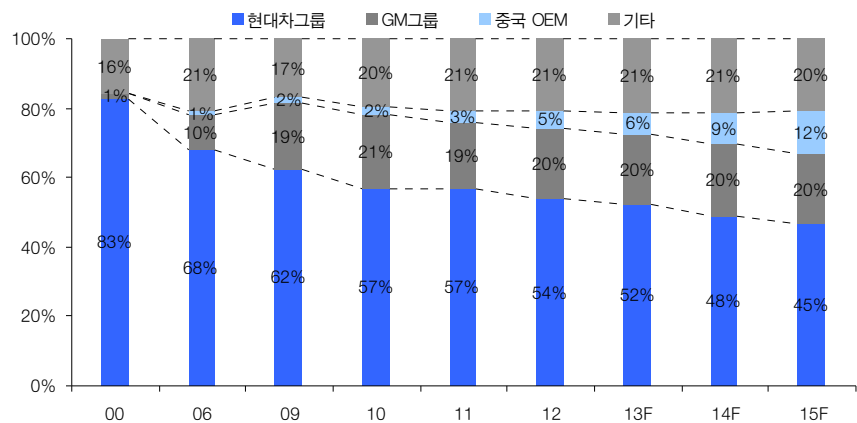
주: 한라비스테온공조는 컨센서스 기준
자료: Dataguide, HMC투자증권

〈그림6〉 국내 대형 부품사 지배지분순이익 증가율 전망



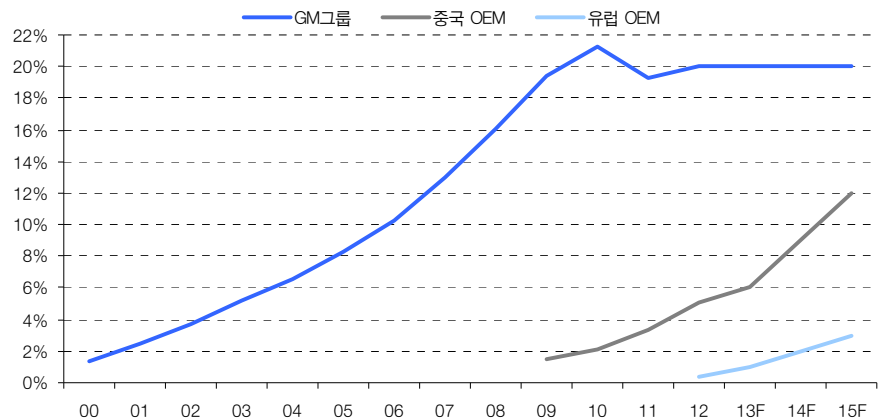
주: 한라비스테온공조는 컨센서스 기준
자료: Dataguide, HMC투자증권

〈그림7〉 고객사별 매출액 비중 전망



자료: 만도, HMC투자증권

〈그림8〉 GM그룹, 중국OEM, 유럽OEM 매출 비중 전망



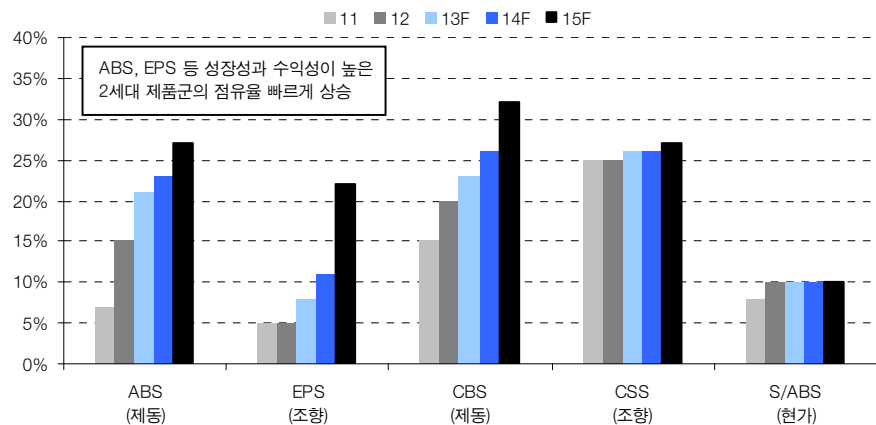
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림9〉 만도차이나홀딩스의 중국 고객다변화



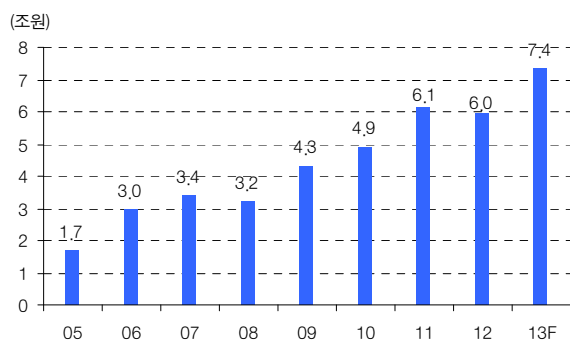
자료: 만도차이나홀딩스, HMC투자증권

〈그림10〉 GM그룹내 제품별 점유율 전망



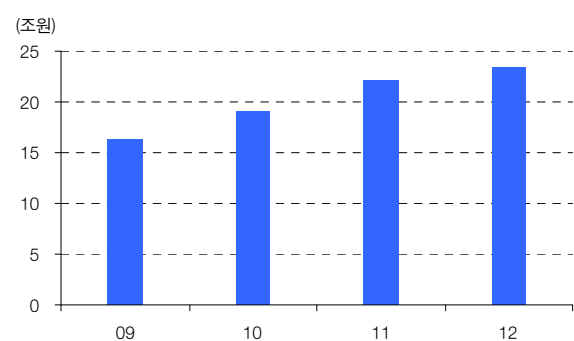
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림11〉 신규수주 추이



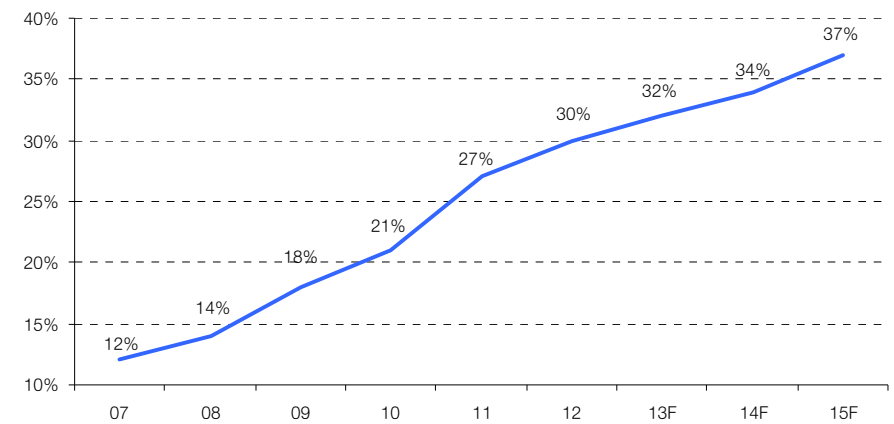
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림12〉 수주잔고



주: 연말 기준
자료: 만도, HMC투자증권

〈그림13〉 전장부품(2세대 이상) 매출 비중 전망



자료: 만도, HMC투자증권

〈그림1〉 한라건설 유동성 전망(한라하이힐 매각을 내년으로 가정)

		현금유입	현금유출	비고
13년 상반기	유상증자	3,430		
	파주운정 조건부 매각	1,009		
	공사비 회수	270		
	회사채상환		900	
	부동산 PF		820	
	소계	4,709	1,720	
13년 하반기	현금잔액	2,989		
	회사채상환		1,100	
	매출채권회수	2,152		올해 준공되는 사업장 분양 대금, 하이힐 공사 대금
	PF (한라하이힐 등)		2,493	현재 매각 진행, 만기 연장 가능성도 있음
	소계	5,141	3,593	
2014년	현금잔액	1,548		
	자산 매각	3,111		한라하이힐, 골프장 일부 매각 예상
상반기	회사채상환		2,300	
	부동산 PF		369	
하반기	회사채상환		900	
	부동산 PF		0	
	소계	4,659	3,569	

자료: 한라건설, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	4,560	5,059	5,795	6,541	7,325
증가율 (%)	25.8	10.9	14.5	12.9	12.0
매출원가	3,893	4,362	4,914	5,523	6,168
매출원가율 (%)	85.4	86.0	84.8	84.4	84.2
매출총이익	667	707	880	1,017	1,158
매출이익률 (%)	14.6	14.0	15.2	15.6	15.8
증가율 (%)	12.5	6.0	24.5	15.5	13.8
판매관리비	367	451	518	581	647
판매비율(%)	8.0	8.9	8.9	8.9	8.8
EBITDA	444	425	567	664	757
EBITDA 이익률 (%)	9.7	8.4	9.8	10.2	10.3
증가율 (%)	13.5	-4.2	33.3	17.1	14.1
영업이익	300	256	363	436	510
영업이익률 (%)	6.6	5.1	6.3	6.7	7.0
증가율 (%)	14.8	-14.8	41.7	20.2	17.0
영업외손익	-30	-43	-41	-55	-53
금융수익	16	18	17	13	13
금융비용	37	40	67	72	71
기타영업외손익	-9	-20	9	5	5
중속/관계기업관련손익	4	-5	5	11	16
세전계속사업이익	275	208	327	392	473
세전계속사업이익률 (%)	6.0	4.1	5.6	6.0	6.5
증가율 (%)	7.8	-24.1	56.8	19.9	20.8
법인세비용	50	46	72	87	105
계속사업이익	225	162	254	305	368
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	225	162	254	305	368
당기순이익률 (%)	4.9	3.2	4.4	4.7	5.0
증가율 (%)	15.6	-28.0	56.9	19.9	20.8
지배주주지분 순이익	224	163	250	297	354
비지배주주지분 순이익	1	-1	4	8	14
기타포괄이익	-23	8	-10	0	0
총포괄이익	202	171	245	305	368

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	318	153	346	460	535
당기순이익	225	162	254	305	368
유형자산 상각비	129	153	185	205	221
무형자산 상각비	15	16	19	23	26
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-113	-224	-126	-62	-64
기타	63	45	13	-11	-16
투자활동으로인한현금흐름	-457	-655	-772	-447	-469
투자자산의 감소(증가)	-26	-134	-355	-44	-47
유형자산의 감소	3	5	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-400	-512	-321	-360	-378
기타	-34	-14	-97	-43	-43
재무활동으로인한현금흐름	341	389	422	-10	-57
차입금의 증가(감소)	154	203	292	-50	-40
사채의증가(감소)	199	200	99	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-18	-22	0	-20	-21
기타	6	9	31	59	5
기타현금흐름	3	-9	8	0	0
현금의증가(감소)	206	-121	4	3	10
기초현금	130	336	215	219	222
기말현금	336	215	219	222	232

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,800	1,936	2,156	2,396	2,655
현금성자산	336	215	219	222	232
단기투자자산	39	69	68	71	74
매출채권	971	1,089	1,210	1,366	1,529
채고자산	351	420	508	574	643
기타유동자산	104	144	152	164	178
비유동자산	1,635	2,099	2,653	2,880	3,114
유형자산	1,375	1,664	1,821	1,976	2,133
무형자산	79	105	122	139	154
투자자산	101	230	589	644	707
기타비유동자산	81	100	120	120	120
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,435	4,035	4,810	5,276	5,769
유동부채	1,372	1,511	2,005	2,215	2,378
단기차입금	98	216	566	566	566
매입채무	845	899	994	1,122	1,256
유동성장기부채	154	121	181	241	246
기타유동부채	276	275	264	286	310
비유동부채	652	956	1,019	991	975
사채	199	399	498	498	498
장기차입금	223	332	269	219	178
장기금융부채 (리스포함)	19	0	4	4	4
기타비유동부채	211	226	249	271	295
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,025	2,467	3,024	3,206	3,352
지배주주지분	1,362	1,505	1,714	1,991	2,323
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	240	240	240	240	240
지분조정 등	-45	-53	-65	-65	-65
기타포괄이익누계액	6	36	24	24	24
이익잉여금	1,069	1,191	1,423	1,700	2,033
비지배주주지분	48	62	72	80	94
자본총계	1,411	1,567	1,785	2,070	2,417

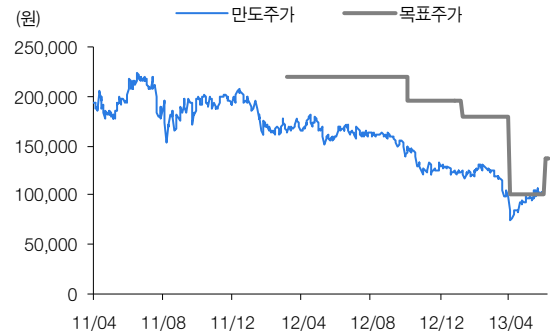
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	12,356	8,897	14,069	16,930	20,447
EPS(지배순이익 기준)	12,307	8,954	13,830	16,475	19,669
BPS(자본총계 기준)	73,134	80,310	92,389	107,283	125,741
BPS(자본지분 기준)	70,482	76,898	88,414	102,854	120,534
DPS	1,250	1,000	1,100	1,200	1,300
PER(당기순이익 기준)	16.7	14.4	7.3	6.1	5.0
PER(지배순이익 기준)	16.7	14.4	7.4	6.3	5.2
PBR(자본총계 기준)	2.8	1.6	1.1	1.0	0.8
PBR(자본지분 기준)	2.9	1.7	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	9.3	7.5	5.6	4.8	4.1
배당수익률	0.6	0.8	1.1	1.2	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	10.8	-28.0	58.1	20.3	20.8
EPS(지배순이익 기준)	12.3	-27.2	54.5	19.1	19.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.9	10.9	15.2	15.8	16.4
ROE(지배순이익 기준)	17.3	11.4	15.5	16.0	16.4
ROA	7.6	4.3	5.7	6.0	6.7
안정성 (%)					
부채비율	143.5	157.4	169.4	154.8	138.7
순차입금비율	23.0	50.1	69.1	59.7	49.2
이자보상배율	18.9	8.0	5.4	6.0	7.2

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
12/03/20	BUY	220,000원	13/06/17	BUY	138,000원
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, 이광수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

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

- 본 조사항목은 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.