KYOBO 교보증권

만도 060980

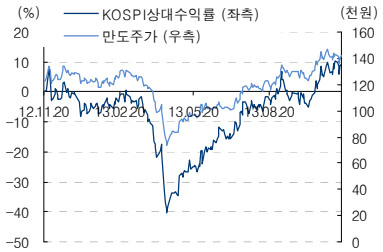
Nov 19, 2011

Buy [유지]
TP 173,000원 [상향]

Company Data

현재가(11/18)	142,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	147,000 원
52 주 최저가(보통주)	73,800 원
KOSPI (11/18)	2,010.81p
KOSDAQ (11/18)	509.54p
자본금	911 억원
시가총액	25,649 억원
발행주식수(보통주)	1,800 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	11.8 만주
평균거래대금(60 일)	168 억원
외국인지분(보통주)	11.07%
주요주주	
정몽원 외 28 인	28.08%
국민연금공단	11.58%

Price & Relative Performance



주가수익률	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	4.0%	48.6%	11.3%
상대주가	6.2%	46.8%	3.0%

중국 자동차 시장 성장 수혜

Valuation 상향을 통한 주가 상승 기대

동사에 대한 투자의견 'Buy'를 유지한다. 1)현대·기아차 중국공장 추가 가동, 2)중국 Local 업체 매출 증가(Geely 성장과 장성기차 납품 및 전장부품 수주 확대), 3)브라질법인 정상화와 폴란드법인 가동률 상승 등으로 수익성 개선이 동반된 외형성장이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 현재 주가는 14F P/E 9.1배 수준이다. 중기 수익성 개선 및 동사의 매출처 다변화 구조 부각 등을 고려 시 Valuation 상향을 통한 주가의 추가 상승이 가능할 것으로 보인다.

4Q13 수익성 정상화

4Q13 연결실적은 매출액 1.48조원(yoy+9.6%), 영업이익 880억원(yoy+23.4%) 수준이 예상된다. 추후 원화 흐름에 따라 변동될 여지는 상존하나 영업이익률은 재차 6% 수준을 회복할 것으로 예상된다. 이는 1)현대·기아차 생산 정상화에 따른 국내공장 가동률 상승, 2)중국 SUV 판매호조에 따른 중국법인 고 수익성 유지, 3)신형 제네시스 출시 수혜, 4)현대차 브라질공장 3교대 전환에 따른 브라질법인 가동률 상승 등에 기인한다.

목표주가 173,000원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 기존 155,000원에서 173,000원으로 11.6% 상향 조정한다. 12개월 Forward EPS 14,922원에 기존 Target P/E 10.5배(대형 자동차부품 업체 평균)보다 10% 할증한 11.6배를 적용했다. 할증은 타 자동차부품 업체 대비 중국 시장 성장에 대한 수혜가 크다는 점(중국 Local 업체 매출)과 내년 30% 대의 높은 EPS 성장세를 고려했다. 과거 평균 PER(3년 평균 15배 수준)과 비교해도 큰 무리는 없다고 판단된다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	**4,560**	**5,059**	**5,663**	**6,306**	**6,984**
YoY(%)	25.8	10.9	11.9	11.4	10.8
영업이익 (십억원)	**300**	**256**	**332**	**390**	**454**
OP 마진(%)	6.6	5.1	5.9	6.2	6.5
순이익 (십억원)	**225**	**162**	**212**	**281**	**331**
EPS(원)	12,307	8,954	11,752	15,557	18,282
YoY(%)	12.3	-27.2	31.2	32.4	17.5
PER(배)	16.7	14.4	12.1	9.2	7.8
PCR(배)	8.4	5.4	4.4	3.7	3.3
PBR(배)	2.8	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	9.3	7.5	7.2	6.3	5.5
ROE(%)	17.3	11.4	13.2	15.3	15.5

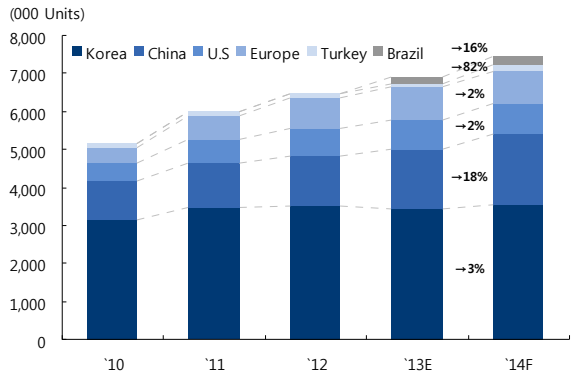
| 자동차/타이어 |
책임연구원 김동하
3771-9240
bxkim@iprovest.com

도표 1. 중국 자동차 삼포법(三包法) 내용과 영향 – 만도에 대한 중국 Local 업체들의 관심 커질 것

▶ 정의	구매자의 사용이나 관리방법이 잘못된 것이 아닌, 제품 자체 결함에 따른 고장 발생 시 그에 상응하는 서비스를 제공
▶ 진행과정	2001 년: 국가 품질감독 검사검역총국이 '자동차 삼포법'의 초안 작성 시작 2004 년: '자동차 삼포법'의 초안발표와 함께 여론 수렴 2011 년: 국가 품질감독 검사검역총국이 '자동차 삼포법'의 초안을 작성(여론 반영)하고 공청회 개최 2012 년: 국가 품질감독 검사검역총국이 '자동차 삼포법'을 발표하고(여론 반영한 2 차 초안) 논란있는 조항 수정 2013 년: 국가 품질감독 검사검역총국이 '자동차 삼포법'을 정식 공포. 10 월 1 일부터 시행
▶ 내용	•60 일/3,000km 이내: 무상교환 - 위 조건 내 엔진이나 변속기의 주요부품에 품질결함이 발생 시 소비자 무상 교환 - 조정 및 제동 장치 결함, 차체에 금이 간 경우 등에 무상 교환 및 환불 가능 •2 년/50,000km 이내: 교환가능 - 위 조건 내 심각한 안전상의 고장으로 2 회 이상 수리 받았음에도 미 해결 시 차량 교환하거나 반품 가능 - 엔진, 변속기 등의 품질결함으로 2 회 이상 교환에도 정상적 사용 불가능 시 차량 교환하거나 반품 가능 - 동 기간 내에 품질결함으로 인한 누적 수리시간이 35 일 초과 또는 동일제품으로 5 회 이상 수리 시 차량 교환 가능 •3 년/60,000km 이내: 무료수리 - 위 조건 내 자동차의 품질결함 발생 시(소모품은 개별 품질보증 기간 有) 무료 수리 가능(인건비, 재료비 포함)
▶ 영향	•생산자 - 기술혁신과 연구개발에 대한 투자 압력이 높아져 자동차 품질 제고 계기 전망 •판매자 - 직원들에 대한 사후서비스 자문교육 등으로 서비스 수준 높아지는 계기될 것으로 전망 •소비자 - 소비자 권익 향상 예상
▶ 시사점	•중국 자동차시장의 발전과 성숙에 도움될 것으로 예상 - '자동차 삼포법' 실시로 전반적 품질향상과 소비자 권익 보호 예상 - 모든 업체에 적용이 강제되므로 타 업체와 차별되는 품질 및 서비스를 제공해야 경쟁력이 있을 것으로 전망

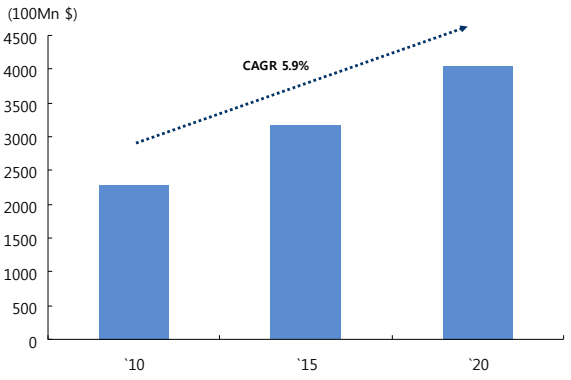
자료: KOTRA, 교보증권 리서치센터

도표 2. 현대·기아차 공장별 판매 추이와 전망



자료: 교보증권 리서치센터

도표 3. 자동차 전장부품 시장 규모 추이와 전망



자료: 후지 키메라 경제연구소, 교보증권 리서치센터

[만도 060980]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,560	5,059	5,663	6,306	6,984
매출원가	3,893	4,352	4,845	5,382	5,942
매출총이익	667	707	818	924	1,043
기타영업손익	14.6	14.0	14.4	14.7	14.9
판관비	367	451	487	534	589
외환거래손익	300	256	332	390	454
이자손익	6.6	5.1	5.9	6.2	6.5
기타일시적손익	444	425	533	612	689
영업이익	9.7	8.4	9.4	9.7	9.9
조정영업이익	-26	-48	-63	-30	-30
EBITDA	4	-5	-2	2	2
영업외손익	16	18	9	16	14
관계기업손익	-37	-40	-51	-46	-46
금융수익	-9	-20	-18	-1	-1
금융비용	275	208	269	361	424
기타	50	46	57	79	93
법인세비용차감전순손익	225	162	212	281	331
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	225	162	212	281	331
중단사업순손익	4.9	3.2	3.7	4.5	4.7
당기순이익	1	-1	0	1	2
비지배지분순이익	224	163	212	280	329
지배지분순이익	4.9	3.2	3.7	4.4	4.7
매도가능금융자산평가	-6	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	-18	10	10	10	10
포괄순이익	202	171	220	290	339
비지배지분포괄이익	2	-3	-4	-6	-7
지배지분포괄이익	200	174	225	296	346

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,800	1,936	2,098	2,242	2,445
현금및현금성자산	336	215	298	234	214
매출채권 및 기타채권	1,003	1,116	1,214	1,355	1,505
재고자산	351	420	436	485	537
기타유동자산	111	186	150	168	190
비유동자산	1,635	2,099	2,675	2,874	3,042
유형자산	1,375	1,664	1,843	1,984	2,096
관계기업투자금	52	68	75	87	99
기타금융자산	49	162	501	521	541
기타비유동자산	160	204	256	282	306
자산총계	3,435	4,035	4,773	5,116	5,487
유동부채	1,372	1,511	1,916	2,000	2,075
매입채무 및 기타채무	1,054	1,131	1,179	1,296	1,419
차입금	98	216	433	390	331
유동성채무	154	121	266	279	293
기타유동부채	67	43	39	35	31
비유동부채	652	956	1,088	1,074	1,045
차입금	223	332	342	308	277
전환증권	199	399	499	499	499
기타비유동부채	230	226	248	268	270
부채총계	2,025	2,467	3,005	3,074	3,120
지배지분	1,362	1,505	1,698	1,961	2,273
자본금	91	91	90	90	90
자본잉여금	240	240	240	240	240
이익잉여금	1,069	1,191	1,385	1,647	1,958
기타자본변동	-45	-53	-53	-53	-53
비지배지분	48	62	70	81	94
자본총계	1,411	1,567	1,769	2,042	2,367
총차입금	692	1,068	1,539	1,475	1,400

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	318	153	401	481	554
당기순이익	0	0	269	361	424
비현금항목의 가감	222	268	363	391	418
감가상각비	129	153	182	199	208
외환손익	11	3	6	-8	-6
지분법평가손익	-4	5	2	-2	-2
기타	87	106	174	201	218
자산부채의 증감	-113	-224	-138	-153	-157
기타현금흐름	209	109	-94	-117	-131
투자활동 현금흐름	-457	-655	-691	-393	-378
투자자산	-53	-95	-360	-30	-30
유형자산	-400	-512	-360	-340	-320
기타	-4	-48	29	-23	-28
재무활동 현금흐름	341	389	473	-62	-73
단기차입금	-11	115	216	-43	-58
사채	230	230	100	0	0
장기차입금	194	159	10	-34	-31
유상증자	0	0	-1	0	0
현금배당	-18	-22	-18	-18	-18
기타	-54	-93	165	33	34
현금의 증감	206	-121	83	-64	-20
기초 현금	130	336	215	298	234
기말 현금	336	215	298	234	214
NOPLAT	246	199	261	304	354
FCF	-123	-367	-36	33	112

자료: 만도, 교보증권 리서치센터

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	12,307	8,954	11,752	15,557	18,282
PER	16.7	14.4	12.1	9.2	7.8
BPS	74,805	82,640	94,362	108,971	126,305
PBR	2.8	1.6	1.5	1.3	1.1
EBITDAPS	24,375	23,359	29,601	34,012	38,257
EV/EBITDA	9.3	7.5	7.2	6.3	5.5
SPS	250,363	277,768	314,637	350,349	388,033
PSR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	-6,767	-20,140	-1,974	1,857	6,200
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	25.8	10.9	11.9	11.4	10.8
영업이익 증가율	14.8	-14.8	29.5	17.7	16.3
순이익 증가율	15.6	-28.0	30.7	32.9	17.5
수익성					
ROIC	15.6	9.9	11.0	11.5	12.3
ROA	7.5	4.4	4.8	5.7	6.2
ROE	17.3	11.4	13.2	15.3	15.5
안정성					
부채비율	143.5	157.4	169.9	150.5	131.8
순차입금비율	20.2	26.5	32.2	28.8	25.5
이자보상배율	18.9	8.0	7.3	8.6	10.0