만도 (060980)

Target PER 상향

매수 (유지)

주가 (3월 27일)	138,000 원
목표주가	175,000 원 (상향)
상승여력	26.8%

최중혁
☎ (02) 3772-1552
✉ eric.choi@shinhan.com

KOSPI		1,977.97p
KOSDAQ		541.46p
시가총액		2,483.9 십억원
액면가		5,000 원
발행주식수		18.0 백만주
유동주식수		12.8 백만주(71.2%)
52 주 최고가/최저가		147,500 원/73,800 원
일평균 거래량 (60 일)		109,022 주
일평균 거래액 (60 일)		14,118 백만원
외국인 지분율		10.42%
주요주주	정몽원 외 28 인	25.13%
	국민연금공단	13.44%
절대수익률	3 개월	13.1%
	6 개월	5.7%
	12 개월	16.9%
KOSPI 대비 상대수익률	3 개월	14.5%
	6 개월	7.6%
	12 개월	17.9%

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 175,000원 상향
- 1Q14 Preview: 영업이익 879억원(+7.2% YoY, 영업이익률 6.0%) 전망
- 현대차 그룹의 중국 생산 증가와 신차효과 기대

투자의견 매수 유지, 목표주가 175,000원 상향

투자의견 '매수'를 유지하며 목표주가는 '175,000'원으로 종전 대비 16% 상향한다. 목표주가는 2014년 이익 기준으로 산정했으며 2014년 예상 EPS 14,441원에 Target PER 12배를 적용했다. Target multiple은 그룹 리스크가 낮아졌다고 판단해 2013년 한라건설 유상증자 참여 전 기준으로 상향했다.

모회사 한라는 하이힐 복합 쇼핑몰을 KCC와 현대백화점 등이 참여한 KTB자산운용 펀드에 매각했다. 덕분에 PF(프로젝트 파이낸싱) 보증잔액이 520억원으로 감소했다. 앞으로 기존 순환출자 고리가 강화되면 제재를 받기 때문에 추가적인 자금 지원 가능성은 낮아졌다.

1Q14 Preview: 영업이익 879억원(+7.2% YoY, 영업이익률 6.0%) 전망

2014년 1분기 매출은 1조 4,667억원(+7.4% YoY), 영업이익 879억원(+7.2% YoY, 영업이익률 6.0%)으로 예상한다. 마진 높은 이란 매출이 1월부터 재개돼 수익성 개선에 기여할 전망이다. 과거 이란 매출은 분기당 약 400~500억원을 기록했다. 이란은 경쟁사들에게 적성국가이기 때문에 독점적 지위를 보유중이다.

연결 법인 마이스터(13년 순이익률 -1.8%)와 만도신소재(-8.4%)가 수익성 낮은 사업부를 작년 말 청산해 마진 상승에 기여할 전망이다. 지리자동차와 합작한 중국 닝보법인(지분율 65%)은 작년에 손익분기를 갓 넘었지만 2014년부터 가동률 상승과 볼보를 포함한 지리향 납품이 늘어나 이익증가가 기대된다.

현대차 그룹의 중국 생산 증가와 신차효과 기대

현대차 그룹의 중국 Capa(생산설비) 증가(현대차 3공장 15만대 증설, 기아차 3공장 30만대 신설)와 신차효과(제네시스, LF쏘나타)도 기대된다. 장기적으로 완성차의 전장비중이 점차 높아지는 점(13년 31%→18년 40% 전망)도 긍정적인 부분이다. 수주는 작년엔 7.3조원에 그쳤지만 2014년엔 중국 법인의 기여로 8.5조 수준까지 달성할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2012	5,059.3	255.9	208.3	163.1	8,954	(27.2)	82,640	14.4	7.5	1.6	11.4	50.1
2013	5,633.8	313.0	218.2	178.0	9,852	10.0	91,844	12.7	6.4	1.4	11.3	56.7
2014F	6,101.5	368.9	324.9	259.9	14,441	46.6	105,098	9.6	5.4	1.3	14.7	39.7
2015F	6,589.6	399.8	356.1	284.8	15,825	9.6	119,737	8.7	4.8	1.2	14.1	25.4
2016F	7,116.7	433.1	389.9	311.9	17,327	9.5	135,877	8.0	4.1	1.0	13.6	4.9

만도 수익 예상 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률	
	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
매출액	6,047	6,531	6,101	6,590	0.9	0.9
영업이익	355	391	369	400	3.9	2.1
순이익	248	277	260	285	5.0	2.9
영업이익률(%)	5.9	6.0	6.0	6.1		
순이익률(%)	4.1	4.2	4.3	4.3		

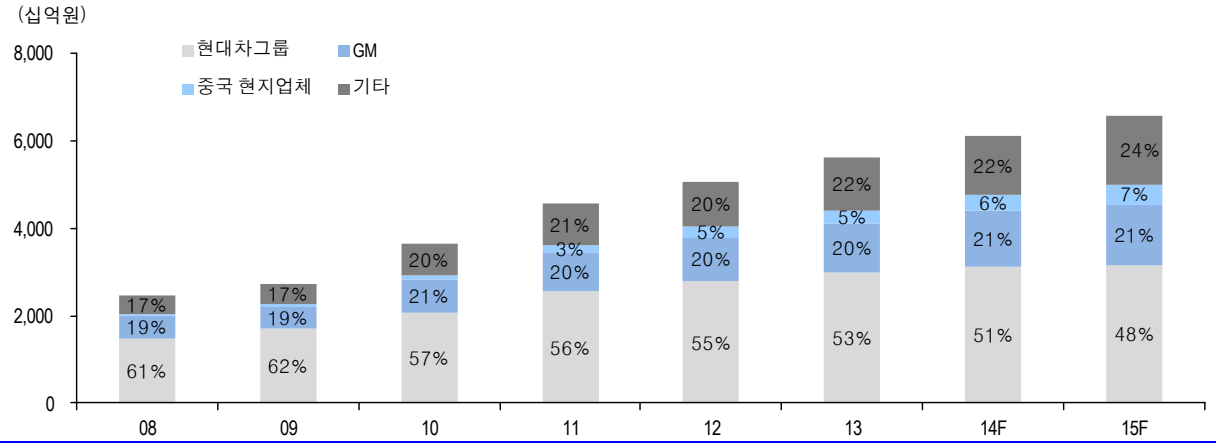
자료: 신한금융투자 추정

만도 지역별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2011	2012	2013	2014F	2015F
매출액	1,366	1,455	1,351	1,462	1,467	1,586	1,445	1,604	4,560	5,059	5,634	6,101	6,590
Korea	938	981	981	981	1,001	1,058	1,068	990	3,242	3,613	3,819	4,117	4,438
China	310	321	321	321	354	377	367	374	927	1,131	1,315	1,473	1,649
US	279	325	325	325	307	361	315	307	971	1,037	1,161	1,291	1,426
영업이익	82	90	71	69	88	99	87	95	300	256	313	369	400
Korea	39	47	31	16	46	54	52	46	162	150	133	198	231
China	38	41	43	44	45	49	47	48	123	121	165	188	213
US	5	6	4	6	6	7	6	6	17	18	21	25	27
세전이익	88	67	43	20	79	89	80	77	275	208	218	325	356
순이익	70	51	36	20	64	72	63	61	225	162	178	260	285
영업이익률	6.0	6.2	5.3	4.8	6.0	6.2	6.0	5.9	6.6	5.1	5.6	6.0	6.1
Korea	4.2	4.8	3.2	1.6	4.6	5.1	4.9	4.6	5.0	4.1	3.5	4.8	5.2
China	12.2	12.8	13.3	13.7	12.6	13.0	12.7	12.9	13.2	10.7	12.6	12.8	12.9
US	1.7	1.8	1.4	1.8	1.9	1.8	1.8	2.0	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
세전이익률	6.5	4.6	3.2	1.4	5.4	5.6	5.5	4.8	6.0	4.1	3.9	5.3	5.4
순이익률	5.2	3.5	2.7	1.4	4.4	4.5	4.4	3.8	4.9	3.2	3.2	4.3	4.3
환율(원/달러)	1,085	1,123	1,112	1,062	1,070	1,070	1,065	1,055	1,108	1,127	1,095	1,065	1,050

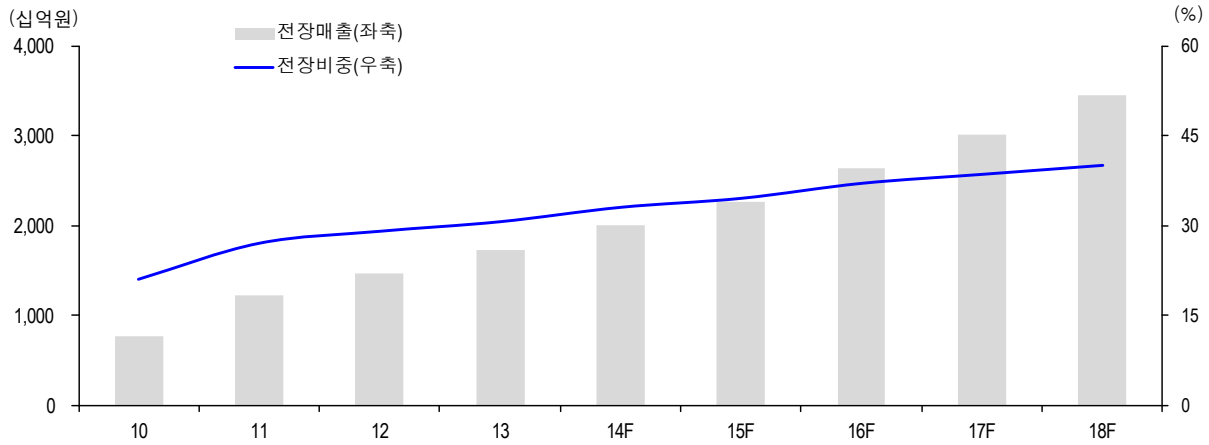
자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

고객별 매출 구성 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

전장매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

만도 12MF PER 밴드 차트

자료: Quantwise, 신한금융투자

만도 12MF PBR 밴드 차트

자료: Quantwise, 신한금융투자

글로벌 Peer그룹 Valuation 비교

회사명(국가)	매출		영업이익		PER		PBR		ROE	
(백만달러, %)	14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F
현대모비스	34,393.8	37,394.6	2,998.4	3,312.4	8.0	7.3	1.3	1.1	17.4	16.3
현대위아	7,050.7	7,631.2	544.2	604.2	9.4	8.5	1.7	1.4	19.2	17.8
한라비스테온공조	5,284.2	5,719.7	391.0	445.8	13.8	12.3	2.7	2.3	20.2	19.6
Denso(일본)	40,212.7	41,949.7	3,786.7	4,095.3	13.6	13.0	1.5	1.4	11.6	10.8
ToyotaBoshoku(일본)	11,911.0	11,946.9	282.3	302.6	13.4	11.6	1.0	0.9	7.2	7.9
TRW Automotive(미국)	17,532.7	18,652.1	1,348.8	1,492.2	10.7	9.2	2.0	1.7	19.6	18.9
Continental(독일)	49,392.6	53,543.9	5,532.6	6,259.5	13.6	12.0	3.0	2.6	24.2	23.0

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

주: 글로벌 Peer그룹 예상 실적은 Bloomberg 컨센서스 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
자산총계	**4,034.7**	**5,077.1**	**5,360.0**	**5,707.2**	**6,111.7**
유동자산	1,936.0	2,484.0	2,636.7	2,868.8	3,177.3
현금및현금성자산	214.5	718.3	724.5	803.5	946.8
매출채권	1,089.1	1,026.4	1,111.6	1,200.5	1,296.5
재고자산	420.0	417.4	452.0	488.2	527.3
비유동자산	2,098.8	2,593.1	2,723.3	2,838.4	2,934.4
유형자산	1,664.4	1,785.0	1,875.9	1,946.6	2,012.2
무형자산	104.6	127.4	120.5	116.6	94.8
투자자산	230.0	556.7	602.9	651.1	703.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**2,467.4**	**3,358.4**	**3,402.7**	**3,486.4**	**3,600.4**
유동부채	1,510.9	1,854.6	1,929.2	2,017.3	2,118.9
단기차입금	216.4	330.1	310.1	300.1	295.1
매입채무	898.9	967.2	1,047.5	1,131.2	1,221.7
유동성장기부채	120.8	288.9	280.9	271.9	262.9
비유동부채	956.4	1,503.7	1,473.5	1,469.2	1,481.5
사채	398.8	618.1	598.1	588.1	583.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	331.9	647.3	617.3	602.3	597.3
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,567.4**	**1,718.7**	**1,957.3**	**2,220.8**	**2,511.3**
자본금	91.1	91.1	91.1	91.1	91.1
자본잉여금	240.4	240.4	240.4	240.4	240.4
기타자본	(53.2)	(25.8)	(25.8)	(25.8)	(25.8)
기타포괄이익누계액	35.9	25.8	25.8	25.8	25.8
이익잉여금	1,191.1	1,321.7	1,560.3	1,823.8	2,114.3
지배주주지분	**1,505.2**	**1,653.1**	**1,891.7**	**2,155.2**	**2,445.7**
비지배주주지분	62.2	65.6	65.6	65.6	65.6
*총차입금	1,067.9	1,885.1	1,807.1	1,763.2	1,739.3
*순차입금(순현금)	784.6	974.7	874.6	735.0	549.7

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	**5,059.3**	**5,633.8**	**6,101.5**	**6,589.6**	**7,116.7**
증가율 (%)	10.9	11.4	8.3	8.0	8.0
매출원가	**4,351.9**	**4,820.1**	**5,204.5**	**5,614.3**	**6,056.3**
매출총이익	**707.4**	**813.8**	**896.9**	**975.3**	**1,060.4**
매출총이익률 (%)	14.0	14.4	14.7	14.8	14.9
판매관리비	**451.4**	**500.7**	**528.0**	**575.5**	**627.3**
영업이익	**255.9**	**313.0**	**368.9**	**399.8**	**433.1**
증가율 (%)	(14.8)	22.3	17.9	8.4	8.3
영업이익률 (%)	5.1	5.6	6.0	6.1	6.1
영업외손익	**(47.6)**	**(94.8)**	**(44.0)**	**(43.7)**	**(43.3)**
금융손익	(22.8)	(43.7)	(27.1)	(30.2)	(32.5)
기타영업외손익	(19.8)	(48.1)	(17.0)	(15.5)	(13.8)
종속 및 관계기업관련손익	(4.9)	(3.0)	0.0	2.0	3.0
세전계속사업이익	**208.3**	**218.2**	**324.9**	**356.1**	**389.9**
법인세비용	46.3	40.5	65.0	71.2	78.0
계속사업이익	162.1	177.7	259.9	284.8	311.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**162.1**	**177.7**	**259.9**	**284.8**	**311.9**
증가율 (%)	(28.0)	9.7	46.3	9.6	9.5
순이익률 (%)	3.2	3.2	4.3	4.3	4.4
(지배주주)당기순이익	163.1	178.0	259.9	284.8	311.9
(비지배주주)당기순이익	(1.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	**170.5**	**175.9**	**259.9**	**284.8**	**311.9**
(지배주주)총포괄이익	173.9	176.7	261.2	286.2	313.4
(비지배주주)총포괄이익	(3.3)	(0.8)	(1.2)	(1.4)	(1.5)
EBITDA	**425.5**	**513.3**	**619.7**	**646.0**	**644.4**
증가율 (%)	(4.2)	20.6	20.7	4.2	(0.3)
EBITDA 이익률 (%)	8.4	9.1	10.2	9.8	9.1

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	**153.4**	**553.8**	**516.4**	**545.0**	**571.4**
당기순이익	162.1	177.7	259.9	284.8	311.9
유형자산상각비	153.4	180.0	235.1	242.3	249.4
무형자산상각비	16.1	20.2	28.9	27.8	21.8
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	4.6	2.9	4.3	4.3	4.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	4.9	3.0	0.0	(2.0)	(3.0)
운전자본변동	(223.6)	95.3	(11.9)	(12.3)	(13.0)
(법인세납부)	(77.4)	(59.6)	(65.0)	(71.2)	(78.0)
기타	113.3	134.3	65.1	71.3	78.0
투자활동으로인한현금흐름	**(654.8)**	**(851.4)**	**(410.2)**	**(399.9)**	**(382.1)**
유형자산의증가(CAPEX)	(488.9)	(320.3)	(335.0)	(323.0)	(325.0)
유형자산의감소	4.7	7.4	9.0	10.0	10.0
무형자산의감소(증가)	(40.3)	(41.8)	(22.0)	(24.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	(95.0)	(343.2)	(46.2)	(46.2)	(49.1)
기타	(35.3)	(153.5)	(16.0)	(16.7)	(18.0)
FCF	**(292.2)**	**274.9**	**194.6**	**236.1**	**259.4**
재무활동으로인한현금흐름	**388.8**	**802.5**	**(99.3)**	**(65.3)**	**(45.3)**
차입금의 증가(감소)	404.2	831.8	(77.9)	(43.9)	(23.9)
자기주식의처분(취득)	13.0	11.9	0.0	0.0	0.0
배당금	(22.5)	(17.9)	(21.4)	(21.4)	(21.4)
기타	(5.9)	(23.3)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.8)	(0.8)	(0.8)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(8.6)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(121.2)**	**503.8**	**6.2**	**79.1**	**143.3**
기초현금	335.7	214.5	718.3	724.5	803.5
기말현금	214.5	718.3	724.5	803.5	946.8

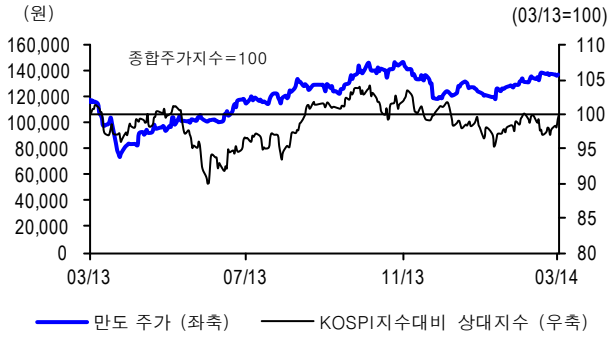
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주요 투자지표

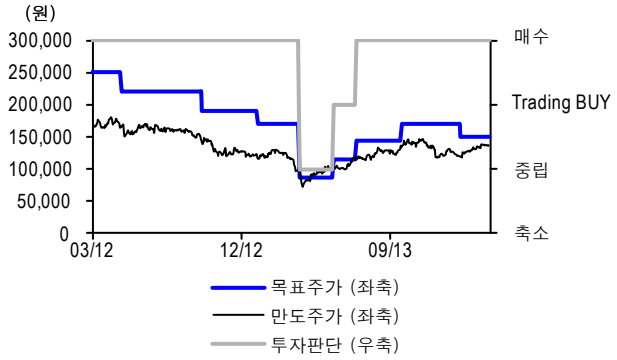
12월 결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS (당기순이익, 원)	8,897	9,833	14,441	15,825	17,327
EPS (지배순이익, 원)	8,954	9,852	14,441	15,825	17,327
BPS (자본총계, 원)	86,052	95,488	108,743	123,382	139,522
BPS (지배지분, 원)	82,640	91,844	105,098	119,737	135,877
DPS (원)	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
PER (당기순이익, 배)	14.4	12.7	9.6	8.7	8.0
PER (지배순이익, 배)	14.4	12.7	9.6	8.7	8.0
PBR (자본총계, 배)	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	7.5	6.4	5.4	4.9	4.4
EV/EBIT (배)	12.5	10.5	9.3	8.2	7.2
배당수익률 (%)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	8.4	9.1	10.4	10.2	9.9
영업이익률 (%)	5.1	5.6	6.0	6.1	6.1
순이익률 (%)	3.2	3.2	4.3	4.3	4.4
ROA (%)	4.3	3.9	5.0	5.1	5.3
ROE (지배순이익, %)	11.4	11.3	14.7	14.1	13.6
ROIC (%)	10.3	10.3	12.7	13.2	13.8
안정성					
부채비율 (%)	157.4	195.4	173.8	157.0	143.4
순차입금비율 (%)	50.1	56.7	44.7	33.1	21.9
현금비율 (%)	14.2	38.7	37.6	39.8	44.7
이자보상배율 (배)	8.0	6.3	6.7	6.7	7.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	12.3	13.2	16.5	16.4	16.4
재고자산회수기간 (일)	27.8	27.1	26.0	26.0	26.0
매출채권회수기간 (일)	74.3	68.5	63.9	64.0	64.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 최중혁)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(만도)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

History Table

일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2012년 03월 27일	매수	250,000
2012년 05월 20일	매수	220,000
2012년 10월 16일	매수	190,000
2013년 01월 28일	매수	170,000
2013년 04월 14일	중립	87,000
2013년 06월 16일	Trading BUY	115,000
2013년 07월 28일	매수	144,000
2013년 10월 20일	매수	170,000
2014년 02월 06일	매수	150,000

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

종목	섹터
◆ **매수** : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상 ◆ **Trading BUY** : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15% ◆ **중립** : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0% ◆ **축소** : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하	◆ **비중확대** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ **중립** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ **축소** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우