LEADING Research

2012년 4월 30일

만도 (060980 KS)

자동차 부품산업의 성장을 견인하는 선도업체

Analyst : 박준모
jmpark@leading.co.kr
82-2-2009-7328

Leading Traffic Light: Green

만도는...

- ✓ 국내 자동차부품 업체 중 최고의 기술경쟁력 보유
- ✓ 고객기반 다변화로 장기적인 성장기반 확보

Green light because:

- ✓ 국내 자동차 부품업체 중 성장성, 수익성, 기술경쟁력 등을 종합한 평가에서 가장 뛰어난 업체

성장 잠재력:

- ➢ 최고 수준의 고객다변화로 매년 10% 후반에서 20%에 달하는 차별화된 성장성
- ➢ 유럽과 중국 OEM 수주가 장기적인 성장을 견인

수익성과 재무안정성:

- ➢ 영업이익률은 지난 해 국내 부품업체들로서는 달성하기 힘든 7% 중반의 높은 수준이었으며 2015 년에는 8% 이상을 목표
- ➢ 순부채비율이 30% 미만 수준이며 2015 년에는 순현금상태 가능

경영진과 주주가치:

- ➢ 자동차부품 전자화와 고객기반 다변화에 대응하는 전략적 제휴 및 설비투자로 장기적인 성장기반 확보하며 경영능력 입증
- ➢ 배당수익률은 1% 미만 수준이나 대규모 설비투자로 불가피한 상황

Valuation:

- ➢ 목표주가 225,000 원 = 26.1% 상승여력
- ➢ 동사의 차별화된 성장성과 주가 비교대상인 현대위아의 프리미엄을 감안하여 목표주가 산정에 프리미엄 부여

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 대주주인 한라건설의 수익성 개선 지연과 유동성 악화 시 추가적인 지분매각 가능성

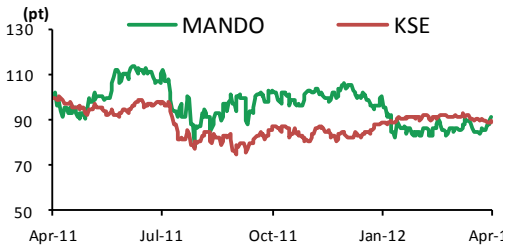
BUY (Initiation)

목표주가	225,000 원
현재주가	178,500 원
목표수익률	26.1%

Key Data	2012 년 4 월 27 일
산업분류	자동차 및 부품
코스피	1,975.35
시가총액 (십억원)	3,251.2
발행주식수 (백만주)	18.2
외국인 지분율 (%)	30.5
52 주 고가 (원)	223,000
저가 (원	153,000
60 일 평균거래대금 (십억원)	32.8
주요주주	(%)
정몽원 외 7인	27.6
국민연금	8.6

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	5.6	(11.4)	(10.5)
상대주가	8.4	(13.8)	0.0

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2009	2,727.1	73.2	176.8	6.5	109.1	6,757	164.3	26.4	9.8	13.2	3.3
2010	3,639.6	33.5	275.7	7.6	205.5	11,785	74.4	15.1	8.3	19.4	2.5
2011	4,560.1	25.3	291.3	6.4	225.1	12,356	4.9	14.4	8.0	17.0	2.3
2012F	5,328.5	16.9	346.3	6.5	269.7	14,805	19.8	12.1	6.5	17.6	2.0
2013F	6,135.2	15.1	428.0	7.0	339.3	18,627	25.8	9.6	5.4	18.7	1.7
2014F	7,076.5	15.3	530.7	7.5	431.8	23,708	27.3	7.5	4.4	19.9	1.4

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1-1: Valuation – 목표주가 225,000 원 4

Section 1-2: Valuation – 동종업체 비교 5

Section 2: 기업 Snapshot 6

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가? 9

Section 4: 현금창출 능력과 배당정책은? 10

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은? 11

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?..... 12

Section 7: CEO 의 경영철학은? 13

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 14

Section 9: 영업현황과 실적전망 15

핵심 투자포인트

✓ 국내 부품산업의 성장을 견인할 선도업체

만도는 국내 자동차부품업체 중 성장성, 수익성, 기술경쟁력 등을 종합한 평가에서 가장 뛰어난 업체이다. 동사는 현대차의 성공과 GM 의 판매량 회복으로 지난 3 년간 연평균 25%에 달하는 매출증가율을 기록하였으며 2012 년에도 17% 수준의 성장이 예상되고 있다. 만도의 성장잠재력을 높이 평가하는 이유는 장기적으로도 10% 후반에서 20%에 달하는 성장성을 유지할 수 있다는 점이다. 현대차그룹과 지분관계가 있는 극히 일부 업체를 제외하고는 대부분의 국내 부품업체들이 성장성이 둔화되는 가운데 2012 년에는 매출이 10% 이상 증가하기 어려운 상황이고, 현대/기아차의 완성차 생산능력의 확대 없이는 2014 년이나 2015 년부터 성장성의 한계에 직면할 것으로 예상되는 점을 감안할 때 만도의 성장성은 다른 부품업체들과 차별화하는 점이라고 판단된다. (페이지 21)

✓ 고객다변화를 통한 성장성 확보

현대차그룹에 대한 매출증가 없이도 장기적으로 만도의 성장성 유지가 가능한 이유 중의 하나는 국내 부품업체 중 최고 수준의 고객다변화에 힘입어 GM 은 물론 중국과 유럽 OEM 수주가 빠른 속도로 증가하고 있기 때문이다. 동사의 신규수주 규모는 2011 년 전년대비 25% 증가한 6.1 조원에 달하면서 당초 수주목표인 5.3 조원을 크게 상회하였다. 2012 년에도 중국과 신흥시장의 성장률 둔화를 GM 과 유럽 OEM 수주증가가 상쇄하면서 수주규모가 전년대비 20% 가까이 증가한 7.3 조원에 달할 것으로 예상된다 (1Q12 수주실적 1.8 조원). 중국과 유럽 OEM 수주비중은 지난 2006 년의 5.3%에서 2012 년에는 18%를 상회할 것으로 예상된다. (페이지 18)

만도는 수주증가와 자동차부품의 전자화에 대응하기 위해 국내외 생산기반을 확대하고 있다. 중국과 유럽 OEM 부품공급의 확대를 위해 동사는 중국 길리차와 합작으로 만도닝보를 설립하였으며 폴란드에는 2013 년 가동을 목표로 공장을 건설 중에 있다. 부품전자화에 필수품목인 ECU, 센서, 전기모터 생산을 위해서는 독일의 헬라와 브로제와 합작법인을 설립하였으며 이미 가동중인 헬라와의 합작법인은 매출이 크게 증가하면서 2011 년 가동 2 년 만에 흑자전환하였다. 최근 설립한 생산법인들이 연결매출에서 차지하는 비중은 2011 년에는 1%에도 못 미치는 수준이었으나 2015 년에는 10%에 달할 것으로 예상된다. (페이지 20)

✓ 기술경쟁력으로 유럽 OEM 부품시장 진입

만도는 국내 부품업체 중 기술적인 면에서 가장 우수한 업체로 평가받고 있으며 글로벌 시장에서도 기술경쟁력이 인정을 받으면서 2009 년부터 유럽 OEM 수주가 시작되었다. 유럽 OEM 수주의 중요성은 중국 OEM 과는 달리 유럽 완성차업체 대한 OEM 공급은 Bosch 같은 글로벌 메이저를 제외하고는 품질에 대한 신뢰도가 없는 후발업체들이 진입하기 어려운 시장이기 때문이다. 만도는 현대차의 성공으로 글로벌 시장에서 품질과 가격경쟁력이 입증된 거의 유일한 후발 부품업체이다. 유럽 완성차업체들의 원가절감의 필요성을 감안할 때 유럽 OEM 수주는 만도의 장기적인 성장을 견인할 주요 요인이 될 것으로 예상된다. (페이지 18)

✓ 국내 부품제조업체 중 최고의 수익성

자동차 A/S 부품유통과 타이어업종을 제외한 부품제조업체 중 만도는 가장 우수한 수익성을 기록하고 있다. 현대차그룹의 납품단가 조정으로 대부분의 국내 부품업체들의 영업이익률은 6%미만이나 만도는 고객다변화에 성공하면서 2011 년 영업이익률이 타 부품업체들로서는 달성하기 힘든 중반의 높은 수준이었다. 2011~2012 년 중에는 대규모 설비투자에 따른 고정비 부담으로 영업이익률이 6% 중후반에 머물겠으나 설비투자가 마무리되는 2013 년 하반기부터는 7% 수준으로 회복되고 2014 년에는 7.7%까지 개선될 것으로 예상된다. 만도는 자체적으로 2015 년부터는 영업이익률이 8% 이상 수준으로 개선될 것으로 전망하고 있다. (페이지 22)

✓ 목표주가 225,000 원 – 26.1%의 상승여력

만도에 대해 매수 투자의견으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 225,000 원으로 만도의 2011 년 PER 밴드 평균인 15.2 배 (시장대비 53%의 프리미엄)을 2012 년 예상 EPS 에 적용하여 산정하였다. 만도에 적용한 프리미엄은 동사의 차별화된 성장성을 감안하고 주가 면에서 비교대상인 현대위아와 비교할 시 부담되는 수준은 아닌 것으로 판단된다. 현대위아는 이미 현재주가 기준으로 시장과 업종대비 각각 55%와 67%의 프리미엄에 거래되고 있다. 현대위아가 현대차그룹 내부에서 가지는 전략적 중요성은 만도와 차별화되는 부분이나 만도가 고객다변화로 비슷한 수준의 성장을 유지하는 가운데 지속적으로 현대위아를 상회하는 수익성을 기록하고 있는 점을 감안하면 현대위아 대비 만도의 디스카운트는 과도한 것으로 판단된다. (페이지 4)

Section 1-1: Valuation – 목표주가 225,000 원

목표주가 225,000원 – 26.1%의 상승여력

만도에 대해 매수 투자의견과 목표주가 225,000 원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 만도의 2011 년 PER 밴드 평균인 15.2 배 (시장대비 53%, 자동차 부품업종 대비 65%의 프리미엄)를 2012 년 예상 EPS (14,805 원)에 적용하여 산정하였다. 부품업종은 물론 현대/기아의 완성차를 포함한 국내 자동차산업의 성장을 견인할 선도업체라는 점에 대해 시장의 재평가가 이루어진 상황에서 프리미엄 적용의 타당성여부에 대한 논의는 필요하지 않은 것으로 보이며 동사 주가에 대한 재평가가 이루어진 2011 년 주가수준에 근거한 프리미엄 적용에 큰 무리가 없는 것으로 판단된다.

현대위아와의 주가 프리미엄 비교

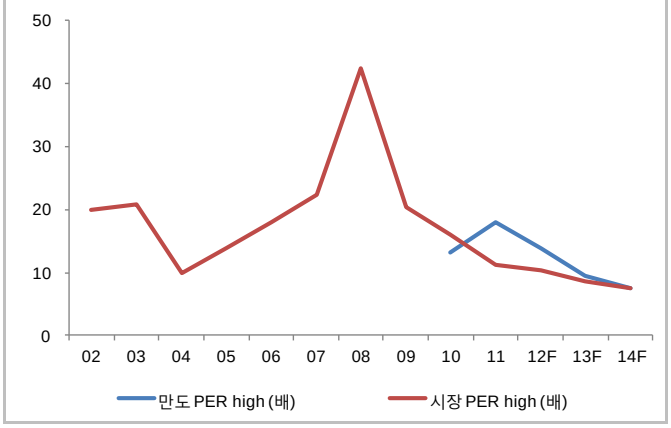
국내 부품업체 중 주가 면에서 만도와 비교대상이 되고 있는 업체는 현대위아로 이들 두 업체는 생산제품과 고객기반에 큰 차이가 있으나 중장기적인 성장성 면에서 시장의 높은 평가를 받고 있다. 현대위아의 경우 현재 주가수준에서 2012 년 예상 PER 가 15.3 배로 이미 시장과 부품업종 대비 각각 55%와 67%의 프리미엄에 거래되고 있다. 현대위아의 프리미엄 수준과 비교할 때 만도 주가산정에 부여한 프리미엄이 부담되는 수준은 아닌 것으로 판단된다. 현대위아가 현대차그룹 내에서 가지는 전략적 중요성은 만도와 차별화되는 부분이나 만도가 업종 내 최고수준의 고객다변화로 현대위아와 비슷한 수준의 성장을 유지하는 가운데 지속적으로 현대위아를 상회하는 수익성을 기록하고 있는 점을 감안할 때 현재 수준의 디스카운트를 받는 것은 타당하지 않다고 판단된다. 현재 주가수준에서 만도는 현대위아 대비 PER 기준에서는 22%, EV/EBITDA 기준으로는 40%를 초과하는 디스카운트에 거래되고 있다.

Exhibit 1. 주식시장 PER 대비 만도 프리미엄/디스카운트 추이

	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
만도 PER high (배)			2010년 주식시장에 재상장						13.2	18.0	13.9	9.6	7.5
시장 PER high (배)	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	10.3	8.7	7.4
시장대비 Premium/(Discount) (%)									**(17.7)**	**61.1**	**35.1**	**10.3**	**1.2**
만도 PER low (배)			2010년 주식시장에 재상장						9.0	12.4	10.8	9.6	7.5
시장 PER low (배)	9.9	10.2	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	7.8	9.2	8.7	7.4
시장대비 Premium/(Discount) (%)									**(6.3)**	**58.7**	**17.8**	**10.3**	**1.2**

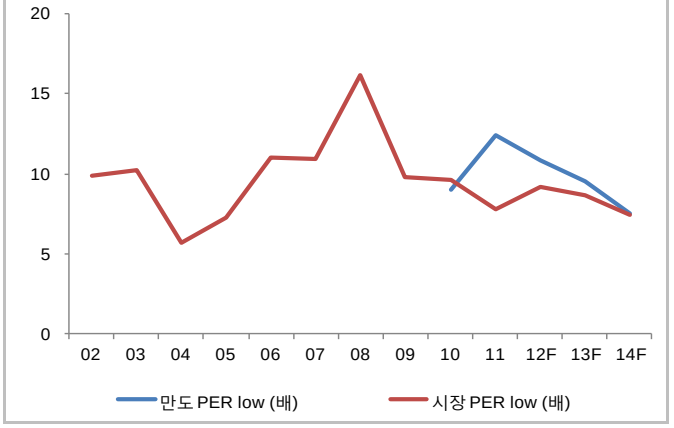
주: 주가는 2012 년 4 월 26 일 종가 기준
자료: FnGuide, 리딩투자증권

Exhibit 2. 최고 PER 추이 (만도 vs. 주식시장)



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Exhibit 3. 연중 최저 PER 추이 (만도 vs. 주식시장)



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Section 1-2: Valuation - 동종업체 비교

낮은 성장성의 동종업체들에 비해 추가적인 프리미엄 적용 가능

현대위아를 제외한 나머지 국내업체들은 만도와 직접적인 비교대상이 아니라고 판단된다. 현대모비스는 현대차그룹 내에서 만도와 경쟁관계에 있으나 A/S 부품과 모듈사업 비중을 감안할 때 만도나 현대위아와 동일한 기준의 평가는 무리가 있는 것으로 보인다. 만도는 해외업체 평균에 비해 PER 와 EV/EBITDA 면에서 소폭 고평가되어 있으나 한자리 수준의 해외업체들 성장성을 감안할 때 프리미엄이 부담되는 수준은 아니다. 특히 Borg Warner 가 업종대비 높지만 만도에 못 미치는 10% 초반의 성장성으로 큰 폭의 프리미엄에 거래되고 있어 만도에 추가적인 프리미엄을 적용하여도 무리가 없는 것으로 판단된다.

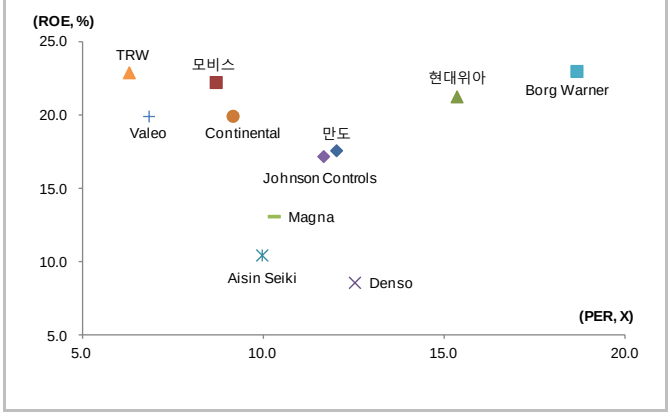
Exhibit 4. 동종업체 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)			
				10	11	12F	13F	10	11	12F	13F
만도	060980 KS	한국	2,838	3,135	4,120	4,013	4,690	7.6	6.4	6.5	7.0
현대위아	011210 KS	한국	3,500		5,776	6,562	7,631		5.0	5.9	6.2
현대모비스	012330 KS	한국	25,369	19,159	23,757	25,625	28,170	10.5	10.0	10.4	10.5
Denso	6902 JP	일본	28,238	36,642	38,385	41,506	43,507	6.0	4.6	7.1	7.8
Aisin Seiki	7259 JP	일본	10,214	26,415	28,096	30,559	32,152	6.1	5.1	6.6	7.0
Continental	CON GY	독일	18,963	34,554	42,475	42,585	45,465	7.9	8.7	9.1	9.8
Valeo	FR FP	프랑스	3,943	12,778	15,133	15,124	16,023	6.1	6.5	6.2	6.4
Magna	MGA US	캐나다	10,566	23,465	28,748	29,282	31,473	4.6	4.3	4.6	5.1
TRW	TRW US	미국	5,465	14,383	16,244	16,552	17,637	8.5	7.9	7.5	7.8
Johnson	JCI US	미국	21,543	34,305	40,833	43,435	47,009	4.9	4.9	5.6	6.5
BorgWarner	BWA US	미국	9,029	5,653	7,115	7,942	9,002	8.9	11.2	11.8	12.2

회사	P/E (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	10	11	12F	13F	10	11	12F	13F	10	11	12F	13F	10	11	12F	13F
만도	11.8	16.7	12.0	9.6	6.3	9.2	6.4	5.4	1.9	2.7	2.0	1.6	19.4	17.0	17.6	18.7
현대위아		15.1	15.3	12.0		10.6	11.1	8.4		2.5	2.8	2.2			21.3	21.5
현대모비스	10.8	9.2	8.7	8.5	9.5	9.2	8.5	7.7	2.7	2.0	2.1	1.7	25.3	25.3	22.3	20.3
Denso	15.6	23.8	12.5	10.8	4.7	5.8	4.2	3.6	1.1	1.1	1.0	0.9	7.5	4.5	8.6	9.3
Aisin Seiki	11.7	15.8	9.9	8.9	3.6	4.3	3.3	2.9	1.2	1.1	1.0	0.9	10.7	7.0	10.5	10.8
Continental	20.5	7.7	9.1	8.5	5.6	4.3	5.1	4.6	2.0	1.3	2.0	1.7	19.7	19.7	19.9	20.5
Valeo	8.7	5.4	6.8	6.7	3.2	2.4	2.9	2.8	1.9	1.2	1.4	1.3	23.5	23.5	19.9	19.1
Magna	11.9	7.2	10.3	9.6	10.1	5.4	4.6	4.4	1.6	1.0	1.3	1.2	13.8	13.8	13.1	13.9
TRW	7.9	4.4	6.3	7.4	4.4	2.6	3.5	3.2	3.1	1.4	1.9	1.5	38.8	38.8	22.9	19.4
Johnson	14.1	11.0	13.1	11.6	10.0	8.5	8.7	7.9	2.0	1.6	1.9	1.7	15.6	15.6	15.3	17.2
BorgWarner	24.0	14.3	18.6	15.0	11.8	7.4	9.3	7.6	3.6	2.9	3.8	3.1	23.7	23.7	23.0	21.6

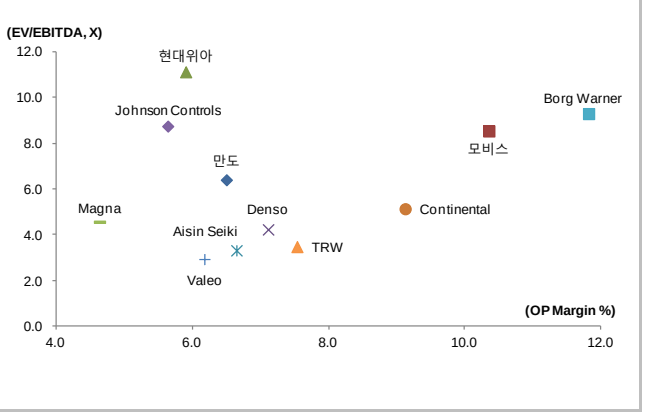
주: 주가는 2012 년 4 월 26 일 종가 기준
자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Exhibit 5.동종업체 2012 년 PER vs. ROE



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Exhibit 6. 동종업체 2012 년 EV/EBITDA vs. 영업이익률



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Section 2: 기업 Snapshot

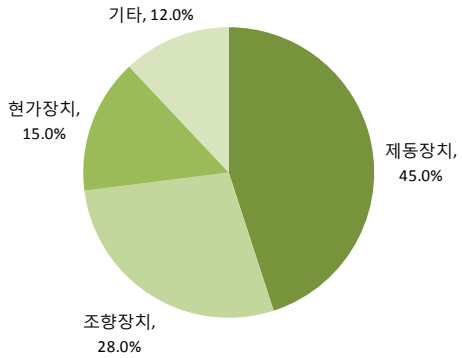
국내 자동차 부품업체 중 최고 수준의 기술력 보유

만도는 자동차 샤시부품 중 제동 (브레이크), 조향 (스티어링), 현가 (서스펜션) 장치를 생산하고 있다. 완성차와 완성차 계열사가 생산하고 있는 엔진과 트랜스미션을 제외하고는 이들 샤시부품이 가장 핵심적인 자동차 부품이다. 동사는 지난 1999 년 세계에서 4 번째로 ABS 독자 생산을 시작하였고 샤시부품 전자제어 분야의 핵심인 ECU 및 알고리즘에 대한 독자설계 기술을 보유하여 국내 부품업체 중 기술적인 면에서 가장 우수한 업체로 평가받고 있다.

비 현대차그룹 부품업체 중 국내 최대 규모업체

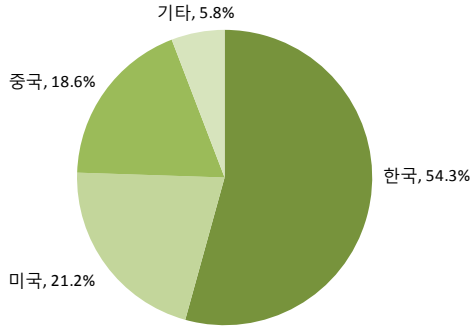
동사는 매출액 면에서 현대모비스와 현대위아를 제외한 비 현대차그룹 자동차 부품업체 중 국내 최대 규모이다. 지역별 연결매출액 기준으로는 국내공장이 54%의 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 미국공장이 21%로 중국공장의 매출비중을 소폭 상회하고 있다. 그러나 부품의 현지조달 비율이 높은 중국공장에 비해 미국공장은 대부분 국내본사에서 생산된 반제품 (CKD)을 조립하고 있어 자체적인 매출기여도는 4%를 소폭 상회하는 수준이다. 미국공장으로 공급되는 반제품을 포함할 경우 국내공장의 실질적인 매출기여도는 71% 수준인 것으로 추정된다.

Exhibit 7. 만도 제품별 매출비중 (2011 년)



자료: 만도

Exhibit 8. 만도 지역별 매출비중 (2011 년)

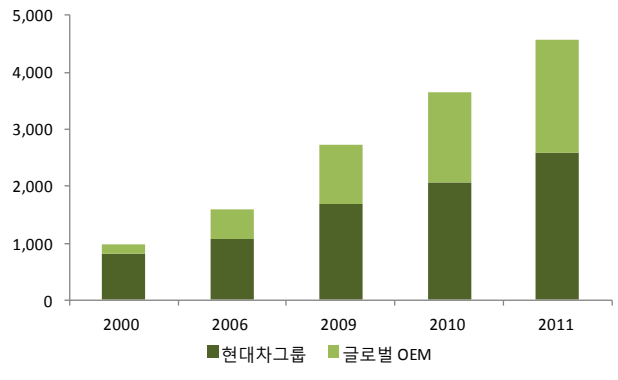


자료: 만도

범 현대가의 지원으로 2008년 한라그룹이 경영권 회복

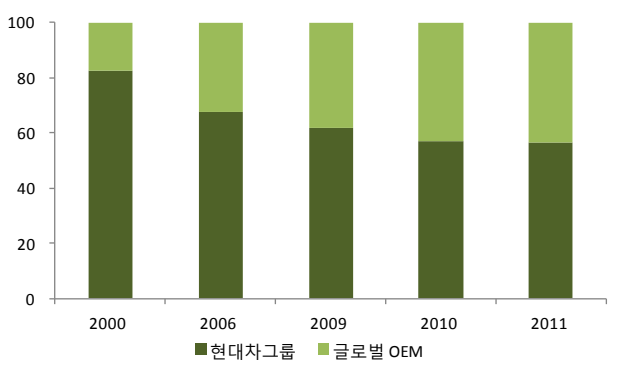
동사는 1962 년 한라그룹의 모태가 된 현대양행으로 설립된 후 1980 년 산업합리화 정책으로 중공업부문을 정부에 양도하였다. 1997 년에는 조선사업부문 자금부담으로 한라그룹이 해체되는 과정에서 현재의 샤시부품을 제외한 전장, 공조, 알루미늄 사업부문을 분할 매각하는 구조조정을 거친 후 2000 년 JP Morgan 과 UBS 컨소시엄 펀드인 Sunsage Capital 에 매각되면서 상장폐지 되었다. 그러나 2008 년 한라건설이 현대차그룹과 KCC 등 범현대가의 지원을 받아 인수경쟁자였던 미국의 사모펀드 KKR 을 제치고 경영권을 회복하였고 2010 년 주식시장에 재 상장 되었다.

Exhibit 9. 만도 고객별 매출액 추이 (십억원)



자료: 만도

Exhibit 10. 만도 고객별 매출비중 추이 (%)



자료: 만도

고객 다변화에 가장 성공한 부품업체

자동차 부품관련 전문경영진이 아닌 외국계 펀드가 대주주였던 기간동안 설비투자가 제한적이었다는 단점이 있었으나 불투명해진 현대/기아차와의 납품관계에 대한 우려로 적극적인 매출처 다변화 노력이 이루어지는 계기가 되었다. 이에 따라 지난 2000 년 17%에 불과했던 비 현대차그룹 글로벌 OEM 매출비중이 2011 년에는 43% (GM 비중 19%)로 확대되어 국내 부품업체 중 고객 다변화에 가장 성공한 업체가 되었다.

계열사 현황

만도는 국내에 3 개 본사 생산공장을 가동 중에 있으며 국내외에 생산법인, 유통업체, R&D 센터를 포함한 총 계열사는 22 개에 달하고 있다. 동사는 1990 년대 중반 현대차그룹보다 앞서 중국에 현지 생산법인을 설립하기도 하였으나 한라그룹의 부도로 철수하였으며 본격적인 해외생산 기반 확대는 2000 년대 현대차그룹의 해외진출과 함께 이루어졌다. 대부분의 국내외 생산공장이 현대차그룹의 물량위주로 대응하고 있으나 미국공장의 경우는 GM 에 대한 납품비중이 70%에 달하고 있다.

최근에 설립된 계열사들은 부품의 전자화와 수직계열화를 위한 생산법인

한라그룹으로의 재편입 이후 설립된 계열사들의 특징은 현대차그룹보다는 글로벌 OEM 수주증가 대응과 샤시부품의 전자화 및 수직계열화를 위한 생산법인들이라는 점이다. 중국 완성차업체인 길리 (Geely)와의 합작법인인 만도닝보는 길리차에 대한 부품공급을 전담하기 위해 설립되었으며 만도폴란드는 유럽 OEM 수주증가에 대응하기 위해 설립되었다. 만도헬라와 만도브로제는 자동차 부품의 전자화에 대응하고 외주에 의존하는 ECU, 센서, 전기모터를 자체적으로 생산하기 위한 합작법인이다,

Exhibit 11. 만도 관계회사 현황

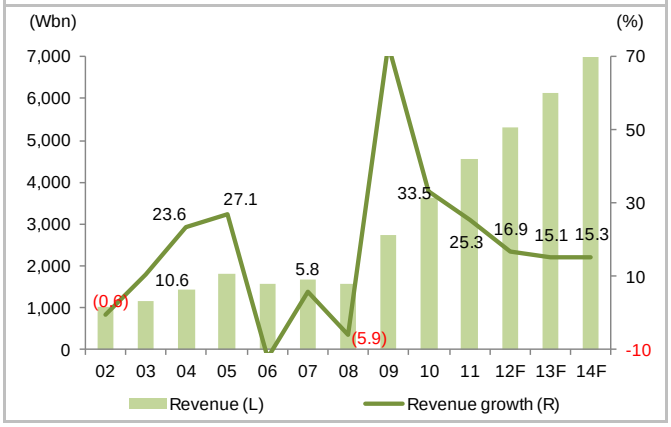
회사	설립연도	지분율 (%)	생산제품	주요고객	매출액 2010	매출액 2011	순이익 2010	순이익 2011
연결대상								
마이스터	1991	100.0	A/S 부품 국내유통		422.6	521.8	12.5	12.1
한라스택폴	2008	70.0	부품용 분말금속		81.0	102.6	7.5	11.4
만도신소재	2011	42.0			0.0	24.3	0.0	(0.7)
만도 America	2003	100.0	CSS, CBS, 서스펜션	GM/현대/기아	825.0	924.5	8.6	8.9
만도소주샤시	2002	100.0	CSS, ABS, EPS	기아/중국로컬	436.3	515.1	36.7	40.4
만도북경샤시	2003	100.0	CBS, 서스펜션	현대/중국로컬	499.1	566.3	44.9	47.2
만도천진	2004	100.0	주물	만도북경, 하얼빈	39.4	43.6	3.9	3.2
만도하얼빈	2002	80.0	CBS	GM/중국로컬	41.9	44.7	4.2	3.1
만도닝보	2011	65.0	CBS, ABS, EPS	길리/현대/기아	0.0	28.1	0.0	(2.4)
만도북경 R&D	2003	100.0	중국로컬업체 R&D	중국로컬	7.6	10.7	0.3	0.5
만도북경 Trading	2007	100.0			3.9	5.5	0.0	(0.1)
만도인디아	1997	67.0	CBS, 서스펜션	르노/GM	128.4	129.7	2.3	(4.9)
만도인디아 Steering	2006	100.0	CSS, EPS	현대/Ford	119.6	124.7	6.0	(6.0)
만도 Softtech 인디아	2005	100.0	ECU, 소프트웨어 R&D		2.1	3.2	0.3	0.3
만도유럽	1996	100.0			6.9	17.0	(0.3)	0.7
만도브라질	2010	100.0	ABS	현대			(0.1)	(0.7)
만도폴란드	2011	100.0	CBS, ABS, EPS					0.3
지분법 대상								
만도헬라	2008	50.0	ECU, 센서, 레이다		25.4	130.9	(13.1)	5.8
마이산만도	1997	50.0	CSS	현대/르노	45.4	57.2	4.7	4.9
만도브로제	2011	50.0	ABS, EPS, ESC 용 전기모터					(3.1)
KYB 만도	2011	50.0	서스펜션	현대/일본완성차		18.5		0.6
오토벤쳐 만도	1995	30.0	CSS	프로톤, Perodua	10.7	11.9	1.0	0.6

자료: 만도

계열사 중 중국법인들이 가장 높은 수익성

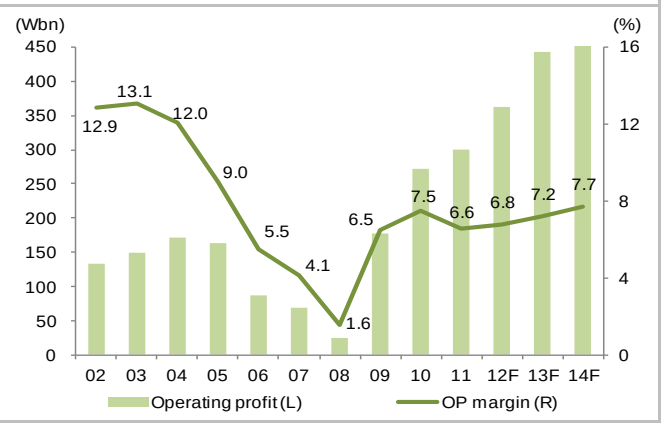
만도의 연결대상 계열사 중 중국 현지법인들이 매출액 면에서 가장 큰 기여를 하고 있으며 수익성도 타 지역 계열사에 비해 월등히 높은 수준이다. 중국법인들의 높은 수익성은 현대차그룹과 동반 진출한 국내 부품업체들의 공통적인 특징으로 추가적인 설명이 필요없는 사항으로 판단된다. 단일공장으로는 만도 America 가 매출액이 가장 큰 규모이나 앞서 언급한 바와 같이 반제품 조립으로 낮은 수익성을 기록하고 있다. 인도법인들은 지난해 적자를 기록하였는데 영업상의 문제보다는 환율관련 손실이 발생하였기 때문이다. 최근 설립된 법인들은 공장을 건설 중이거나 가동초기여서 아직 매출 및 이익기여도가 미미한 수준이나 만도헬라의 경우 가동 2 년 만에 흑자를 기록하였다.

Exhibit 12. 매출액 및 매출증가율 추이



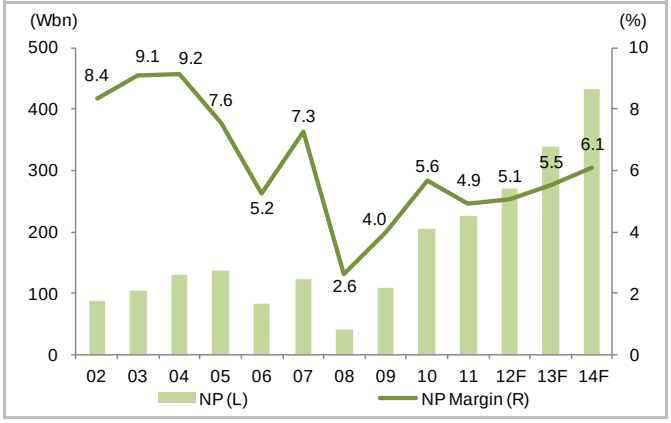
자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 13. 영업이익 및 OPM 추이



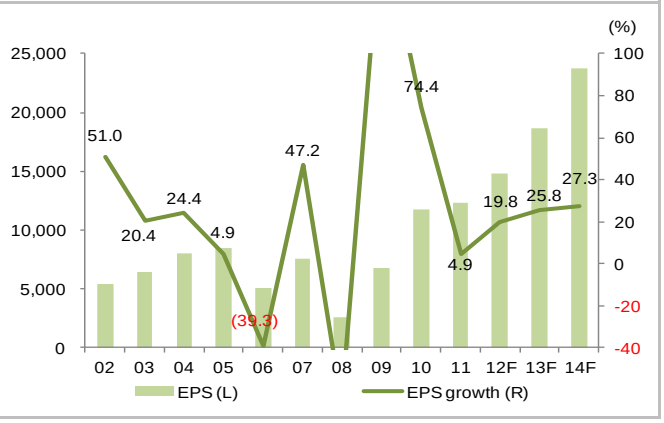
자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 14. 순이익 및 순이익률 추이



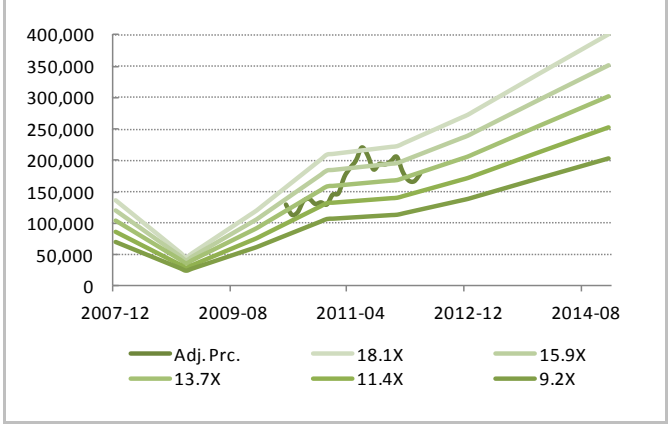
자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 15. EPS 및 EPS 성장률 추이



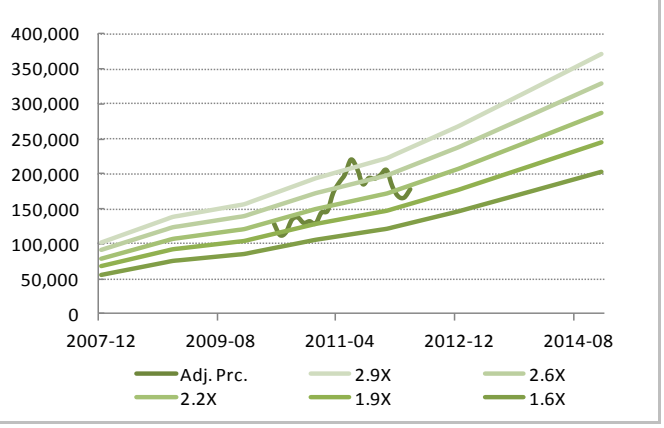
자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 16. PER Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

Exhibit 17. PBR Band



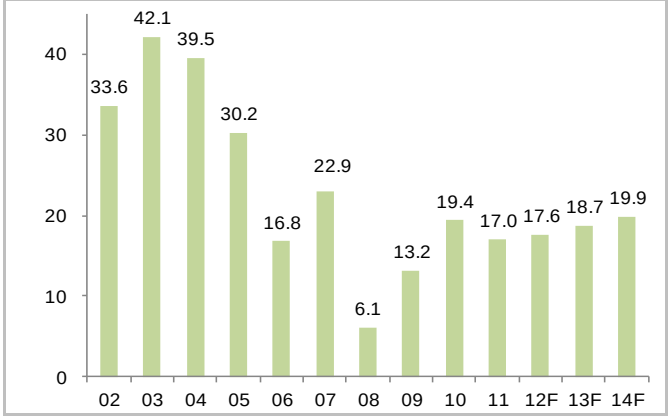
자료: FnGuide, 리딩투자증권

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가?

ROE 10% 후반대의 높은 수준에서 유지

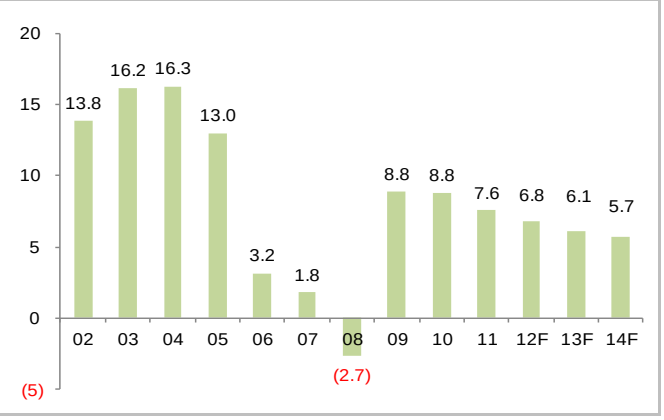
만도의 ROE 는 미국 금융위기가 발생하였던 2008 년 최저수준인 6%까지 하락하였다. 그러나 현대/기아차의 성공과 GM 의 판매량 회복으로 수익성이 빠른 속도로 개선되는 가운데 2010 년에는 주식시장 재상장에 따른 공모증자로 자본규모가 크게 증가하였음에도 불구하고 ROE 가 20% 수준 가까이 개선되었다. 2012 년과 2013 년에는 대규모 설비투자에 따른 고정비증가로 이익률 개선폭이 크지 않지만 매출성장으로 이익규모가 연간 20% 이상 증가하면서 ROE 가 10% 후반대의 높은 수준에서 유지되고 고정비 부담이 감소하는 2014 년부터는 개선속도가 빨라질 것으로 예상된다.

Exhibit 18. ROE (%)



자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 19. ROIC less WACC (%)



자료: 만도, 리딩투자증권

ROIC 는 WACC 을 6~7% 상회하는 수준에서 유지

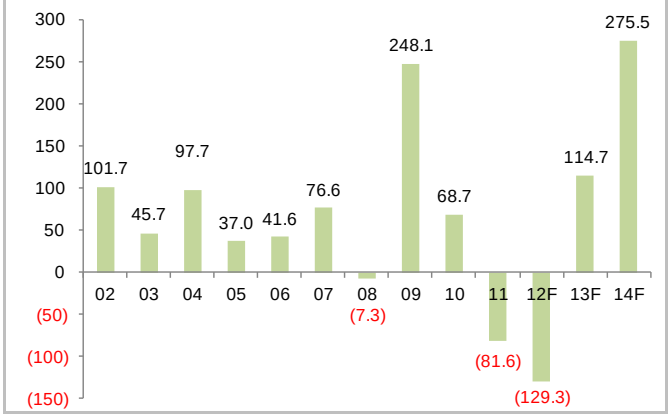
동사의 ROIC 는 설비투자확대로 차입금이 지속적으로 증가하는 가운데 이익규모가 크게 감소하였던 2008 년 일시적으로 WACC 을 하회하였으나 2009 년부터 8~9%를 상회하는 수준에서 안정화 되었다. 설비투자가 지속되고 있어 2012~2014 년에는 ROIC-WACC 은 6~7%로 소폭 낮아질 것으로 예상된다.

Section 4: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

현금흐름 2013년부터 크게 개선

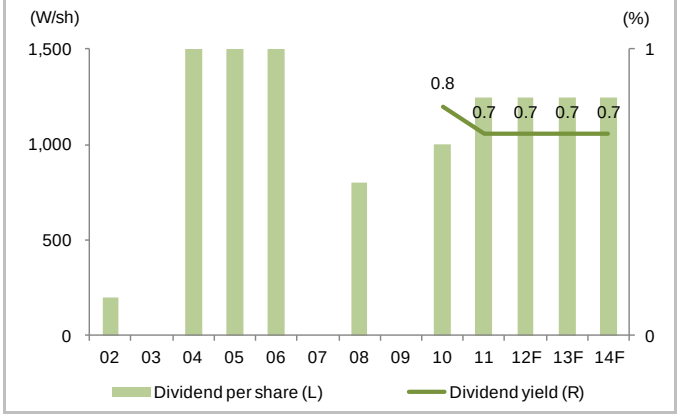
만도는 과거 안정적인 FCF 를 창출하였으나 2011 년에는 설비투자 규모가 전년대비 2 배 가까이 증가하면서 816 억원의 마이너스 FCF 를 기록하였으며 설비투자가 사상최고에 달하는 2012 년에는 FCF 부족분이 1,300 억원 수준까지 확대될 것으로 예상된다. 그러나 FCF 부족분이 동사의 자금운용 능력면에서 크게 부담되는 수준이 아니며 2013 년과 2014 년에는 영업활동 현금흐름의 추가적인 개선과 설비투자 감소로 각각 1,147 억원과 2,755 원의 FCF 가 창출될 것으로 예상된다.

Exhibit 20. 잉여현금흐름 추이 (십억원)



자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 21. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



자료: 만도, 리딩투자증권

배당수익률은 1% 미만

동사는 2011 년 주당배당금을 전년의 1,000 원에서 1,250 원으로 인상하였으나 여전히 배당수익률은 1%에도 못 미치는 수준이었다. 2012 년 에는 마이너스 FCF 로 지난 해에 비해 배당여력이 감소되어 주당배당금 인상이 없을 것으로 예상된다. 2013 년부터는 배당여력이 개선될 것으로 보이나 여전히 설비투자가 높은 수준이고 배당금이 동사 주식투자의 주요 고려사항이 아닌 점을 감안하여 보수적으로 배당금에 변동이 없는 것으로 가정하였다.

Exhibit 22. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
영업활동에 의한 현금	192.6	125.1	192.6	186.1	119.8	139.1	55.5	363.5	280.5	318.4	390.7	514.7	625.5
CAPEX	90.8	79.4	94.9	149.1	78.2	62.5	62.8	115.4	211.9	400.0	520.0	400.0	350.0
잉여현금흐름	101.7	45.7	97.7	37.0	41.6	76.6	(7.3)	248.1	68.7	(81.6)	(129.3)	114.7	275.5
총 배당금	1.5		49.6	49.2	53.6		6.0		18.2	22.5	22.5	22.5	22.5
주당 배당금 (원)	200		6,600	6,600	7,200		800		1,000	1,250	1,250	1,250	1,250
배당 수익률 (%)									0.6	0.7	0.7	0.7	0.7

주: 배당 수익률은 해당연도 종가기준
자료: 만도, 리딩투자증권

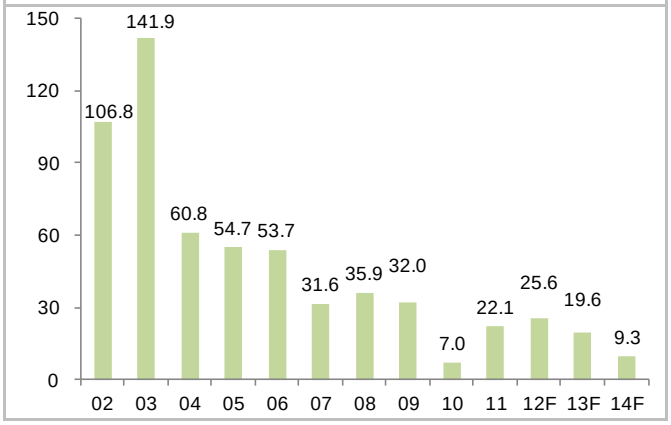
Section 5: 부채와 이자의 관리능력은?

대규모 설비투자에도 우수한 재무안정성

현재 순차입금비율은 20% 초반 수준이며 2015년 이후 순현금상태 예상

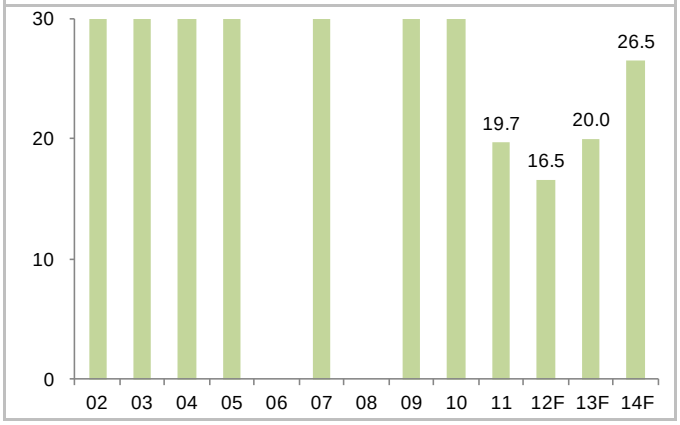
만도는 한라그룹에서 매각된 이후 재무안전성이 지속적으로 개선되어 한라건설이 경영권을 회복한 2008 년에는 순차입금 비율이 30% 수준으로 하락하였으며 주식시장 재상장으로 공모자금이 유입된 2010 년에는 10% 이하로 하락하였다. 설비투자가 큰 폭으로 확대되면서 순차입급 비율은 2012 년에는 26%로 상승하겠으나 2013 년부터 다시 하락하여 2015 년이나 2016 년에는 순현금상태로 재무구조가 개선될 것으로 예상된다.

Exhibit 23. 순부채비율 (%)



자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 24. 이자보상배율 (배)



자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 25. 차입금과 이자보상비율

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
차입금	379.5	381.3	348.1	406.2	352.6	332.2	379.2	491.7	246.6	673.5	709.0	696.0	611.4
현금과 현금성 자산	113.6	29.6	98.4	136.5	86.5	152.3	101.4	211.5	160.1	362.0	285.2	310.6	390.3
순차입금	265.9	351.7	249.7	269.7	266.1	180.0	277.8	280.2	86.4	311.5	423.8	385.4	221.1
순차입금/총자본 (%)	106.8	141.9	60.8	54.7	53.7	31.6	35.9	32.0	7.0	22.1	25.6	19.6	9.3
이자비용	0.1	0.0	0.1	0.0		0.1		0.1	0.2	15.3	21.9	22.1	20.6
이자보상배율 (배)	1426.7	4,113.5	1,365.8	12721.6		1,353.7		2,695.5	1,260.7	19.7	16.5	20.0	26.5

자료: 만도, 리딩투자증권

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

향후 증자 가능성은 거의 없는 것으로 판단

만도는 2010 년 5 월 주식시장에 상장된 후 설비투자에 따른 자금 소요를 내부자금과 일반 차입금으로 충당하였다. 대규모 투자가 지속되고 있지만 자체적으로 충분한 자금동원능력이 있는 점을 감안할 때 동사가 증자나 BW 또는 CB 를 발행할 가능성은 거의 없는 것으로 판단된다.

Exhibit 26. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	증가분 '02-11
납입자본금	(13.7)	(17.2)	1.8	1.4	0.0	0.0	0.0	43.5	10.3	0.0	26.1
주식발행초과금	1.1	0.0	1.6	5.5	(4.3)	0.7	(0.7)	(43.7)	156.3	0.0	116.6
주식발행으로 인한 조달금	(12.6)	(17.2)	3.4	6.9	(4.3)	0.7	(0.7)	(0.2)	166.7	0.0	142.7

자료: 만도

Section 7: CEO 의 경영철학은?

정몽원 회장 – 도전정신과 선진기술개발이 경영철학

정몽원회장은 한라그룹 창업주 고 정인영 명예회장의 차남인 2 세 경영인으로 명예회장의 유지를 받들어 2008 년 만도의 경영권을 회복하였다. 정회장은 경영방침으로 글로벌 부품회사로의 성장을 위한 도전정신과 선진기술개발을 강조하고 있다. 도전정신이라는 경영방침과 만도의 경영권을 회복한 이후 대규모 설비투자를 진행하고 있는 점 때문에 정회장의 경영스타일이 공격적으로 보일 수 있겠으나 과거 한라그룹 해체를 경험한 이후 정회장의 실제 경영스타일은 보수적인 것으로 알려졌다. 정회장이 대표이사를 겸직하고 있는 한라건설의 해외진출과 김포신도시 아파트분양 전략에 대해 부정적인 평가도 있었지만 만도와 관련된 의사결정에서는 정회장의 경영능력에 문제가 없는 것으로 판단된다. 오히려 자동차부품 전자화와 고객기반 다양화에 대응하는 전략적 제휴와 설비투자로 장기적인 성장기반을 확보한 점은 정회장의 경영능력에 대해 좋은 평가를 할 수 있는 부분이라고 판단된다.

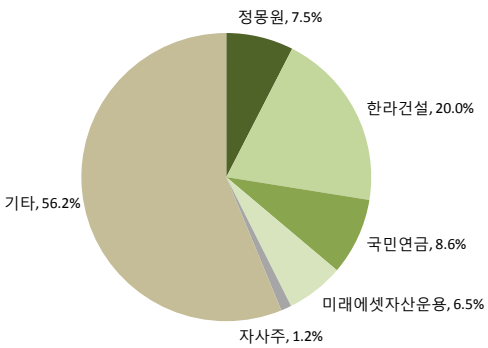
전문경영인 출신의 대표이사 신사현 사장

신사현 대표이사 사장은 전문경영인으로 만도기계에 입사하기 전에는 20 년간 삼성물산에 재직하였다. 한라그룹 해체 이후 프랑스의 발레오가 인수했던 만도기계의 전장부품 사업부 (현재 발레오전장시스템즈)에서 부사장으로 재직하다 한라그룹이 경영권을 회복하면서 만도에 복귀하였다. 정몽원회장은 주요 의사결정에만 관여하고 있으며 일상적인 회사운영은 신사현사장이 담당하고 있다. 신사현 사장은 치밀한 스타일의 경영인으로 알려졌다.

정몽원 회장을 포함한 특수관계인 지분 27.5%

현재 정몽원회장과 한라건설의 지분을 합한 만도의 특수관계인 지분은 27.5%이며 정회장은 한라건설의 지분 24.1%를 보유하고 있다. 만도 경영권 회복에 참여했던 KCC 는 지난 해 보유지분 17.1%를 전량 매각하였으며 한라건설도 금년 1 월 재무구조 개선을 위해 만도 보유지분 2.5%를 매각하였다. 한라건설 유동성 악화 시 추가적인 지분매각 및 만도의 잠재적인 자금지원부담의 우려가 있었으나 이미 한라건설이 대규모 유동성을 확보하였고 수익성 면에서도 2011 년을 저점으로 회복될 것으로 예상되고 있어 계열사관련 위험은 크지 않은 것으로 판단된다.

Exhibit 27. 만도 지분 구조



자료: 만도

Exhibit 28. 만도 대표이사 정몽원 회장과 신사현 사장 주요 경력 및 학력

정몽원 회장		신사현 사장	
기간	**경력**	**기간**	**경력**
2008 ~ 현재	만도 대표이사 회장	2011 ~ 현재	만도 대표이사 사장
2001 ~ 현재	한라건설 대표이사 회장	2008	만도기계 부사장
1997	한라그룹 회장	1999	발레오 전장시스템즈 부사장
1989	만도기계 대표이사 사장	1997	만도기계 이사
	학력		**학력**
1982	미국 남가주대학교 경영학 석사	1978	고려대학교 경영학과 졸업
1979	고려대학교 경영학과 졸업		

자료: 만도

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

해외판매비중에 비해 낮은 환율 민감도

만도의 매출에서 해외판매가 차지하는 비중은 46%이며 미국과 중국이 각각 21%와 19%의 비중이다. 중국의 경우 원재료 구입을 포함한 비용의 현지화율이 약 90% 수준이어서 연중 환율변동이 영업실적에 미치는 영향은 크지 않으며 연결제무제표 작성을 위해 원화로 환산할 당시의 환율에 따라 매출과 이익이 동일한 비율로 변동된다. 그러나 미국의 경우는 국내에서 수출되는 반제품을 조립판매하고 있기 때문에 실질적으로 환율변동에 노출되어 있는 동사의 순매출액이며 동사의 연결매출에서 약 16%의 비중을 차지하고 있다. 이들 반제품 수출이 환율변동에 대한 단가 조정이 이루어지지 않는다고 가정할 경우 원/달러 환율이 5% 변동시 동사의 영업이익은 2.4~2.6% 가량 변동하며 약 2 억달러 규모의 순매출채권을 포함할 경우 EPS 는 7.8~9.0% 변동된다. 동사의 전체적인 해외판매비중에 비해 환율변동에 대한 민감도는 크지 않을 것으로 판단된다.

Exhibit 29. 2012 년 환율 민감도

원/달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 환율	1,075	1,121	1,132	1,143	1,189
매출액(십억원)	5,200.6	5,302.9	5,328.5	5,354.1	5,456.4
영업이익(십억원)	344.1	358.7	362.4	366.0	380.7
순이익(십억원)	245.3	264.8	269.7	274.5	294.0
주당순이익(원)	13,465	14,537	14,805	15,072	16,144
PER	13.3	12.3	12.1	11.8	11.1
매출액 증가율(%)	(2.4)	(0.5)		0.5	2.4
영업이익 증가율(%)	(2.4)	(0.5)		0.5	2.4
순이익 증가율(%)	(5.1)	(1.0)		1.0	5.1
주당순이익 증가율(%)	(9.0)	(1.8)		1.8	9.0

자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 30. 2013 년 환율 민감도

원/달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율	1,091	1,137	1,148.0	1,159	1,205
매출액(십억원)	5,981.9	6,104.6	6,135.2	6,165.9	6,288.6
영업이익(십억원)	418.9	437.5	442.1	446.8	465.4
순이익(십억원)	309.8	333.4	339.3	345.2	368.8
주당순이익(원)	17,008	18,303	18,627	18,951	20,246
PER	10.5	9.8	9.6	9.4	8.8
매출액 증가율(%)	(2.5)	(0.5)		0.5	2.5
영업이익 증가율(%)	(2.5)	(0.5)		0.5	2.5
순이익 증가율(%)	(5.3)	(1.1)		1.1	5.3
주당순이익 증가율(%)	(8.7)	(1.7)		1.7	8.7

자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 31. 2014 년 환율 민감도

원/달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율	1,095	1,141	1,153.0	1,165	1,211
매출액(십억원)	6,892.5	7,039.7	7,076.5	7,113.3	7,260.5
영업이익(십억원)	517.4	540.0	545.6	551.3	573.8
순이익(십억원)	398.2	425.1	431.8	438.5	465.4
주당순이익(원)	21,863	23,339	23,708	24,077	25,553
PER	8.2	7.6	7.5	7.4	7.0
매출액 증가율(%)	(2.6)	(0.5)		0.5	2.6
영업이익 증가율(%)	(2.6)	(0.5)		0.5	2.6
순이익 증가율(%)	(5.2)	(1.0)		1.0	5.2
주당순이익 증가율(%)	(7.8)	(1.6)		1.6	7.8

자료: 만도, 리딩투자증권

Section 9: 영업현황 및 실적전망

샤시부품의 전자화 추세

자동차부품의 전자화

자동차부품은 차량의 안전성, 편의성과 연비향상을 위해 전자제어장치 (Electronic Control Unit: ECU)와 센서를 통해 부품의 기능을 통제하며 전자화되는 추세이다. 샤시부품 중 전자화가 가장 빠르게 진행되고 있는 분야는 제동과 조향장치이다. 전자식 제동시스템인 ABS는 이미 오래 전부터 장착되어 왔으며 최근에는 ABS에서 기능이 개선된 ESC의 적용이 확대되고 있다. 조향장치에서도 센서와 모터를 이용해 차량의 무게를 줄이고 주행속도의 차이에 따라 핸들의 무게를 조절하는 EPS가 기존의 유압식 (CSS)을 빠른 속도로 대체하고 있다. 현가장치는 SAS와 AS같은 전자제어현가장치 (Electronic Controlled Suspension: ECS) 가 있으나 기계식 서스펜션에 비해 8~10배 가량 고가인 반면 정상적인 도로에서의 승차감에서 큰 차이가 크지 않아 고급승용차에 옵션사항이나 일부 상용차에 제한적으로 적용되고 있다.

샤시 통합제어 시스템

향후 자동차부품의 발전방향은 샤시통합제어시스템 (UCC)과 지능형 운전보조 전장부품 (Advanced Driving Assistant System: ADAS)이 될 것으로 예상되고 있다. 현재는 제동, 조향, 현가장치가 각각의 ECU의 통제를 받고 있으나 UCC는 단일한 ECU를 통해 제어하기 때문에 각각의 장치간 유기적이고 최적의 기능을 확보할 수 있게 된다. 현대차가 그랜저급 이상의 고급승용차에 Bosch나 TRW같은 해외업체에서 수입한 UCC를 적용하고 있다고 알려지기도 했으나 그랜저에 적용된 부품은 ESC이며 아직까지는 국내 및 해외에서 UCC는 극히 제한적으로 적용되고 있다.

지능형 운전보조 전장부품

ADAS는 차선이탈 방지시스템 (LKAS), 스마트 주차보조시스템 (SPAS), 타이어 공기압 측정시스템 (TPMS), 사각지대 경고시스템 (BSD) 등이 있다. ADAS는 차량의 안전성과 편의성을 추가적으로 향상시키는 부품으로 주로 고가의 승용차에 옵션사항으로 장착되고 있다. 일부 제품을 제외하고는 비용부담으로 일반 승용차에 본격적으로 적용되기는 시일이 걸릴 것으로 예상된다.

Exhibit 32. 주요 샤시부품 및 기능

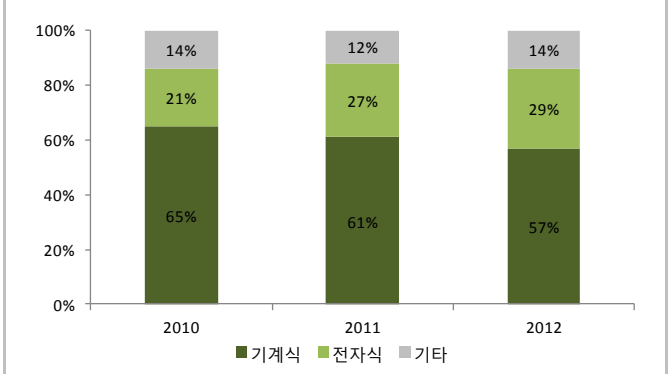
장치	기능
제동장치 (Brake)	
Brake Corner Module (BCM)	차량의 안정적 제동과 원활한 구동력 전달
Caliper, Drum Brake	마찰 패드, 브레이크 슈를 이용한 제동장치
Master Cylinder & Booster	브레이크 페달의 힘을 각각의 바퀴에 전달하고 증폭
Anti-Lock Brake System (ABS)	제동 시 바퀴잠김현상을 방지하여 제동거리 단축과 안정성 개선
Electronic Stability Control (ESC)	ABS 기능에 가속성능 및 곡선주로 좌우 안정성 향상
조향장치 (Steering)	
Conventional Power Steering System (CSS)	기계식으로 핸들의 움직임을 바퀴에 전달
Column Type Electric Power Steering (C EPS)	ECU 로 전기모터를 구동하여 진동 및 조향감 개선
Rack Type Electric Power Steering (R EPS)	C EPS 에 비해 고출력
현가장치 (Suspension)	
Shock Absorber (S/ABS)	차량주행 시 스프링의 진동을 억제하여 차체를 안정
Semi-Active Suspension (SAS)	센서를 통해 차체의 진동과 자세를 제어
Air Suspension (AS)	Air 스프링을 이용한 진동제어/차높낮이 조절기능
샤시통합제어 및 ADAS	
Unified Chassis Control (UCC)	제동, 조향, 현가의 샤시제품을 통합제어하여 성능 극대화
Lane Keeping Assist System (LKAS)	차선이탈 경고 및 자동으로 핸들 조정
Smart Parking Assist System (SPAS)	센서가 주차공간을 인식하여 자동으로 핸들 조정
Tire Pressure Monitoring System (TPMS)	타이어 공기압과 온도를 측정
Blind Spot Detection (BSD)	사각지역에 물체 진입 시 운전자에 경고

자료: 만도, 리딩투자증권

전자식 부품의 매출비중 빠른 속도로 확대

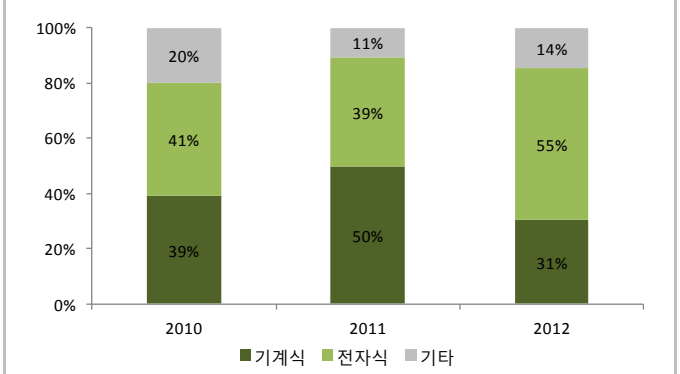
만도의 매출액에서 전자식 부품이 차지하는 비중은 2000 년대 중반 10% 수준에 불과하였으나 2011 년에는 27%로 확대되었다. 수주금액 기준으로는 전자식 부품이 이미 40%의 비중을 차지하고 있으며 2012 년에는 55%에 달할 것으로 예상되고 있다. 이에 따라 전자식 부품의 매출비중은 2015 년에는 40% 수준까지 확대될 것으로 예상되고 있다. 한편 동사는 전자식 부품 중에서 ADAS 의 수주비중은 2011 년 3.0%였으며 2012 년에는 4.3%로 예상하고 있으나 적용시기가 늦어 2015 년까지는 매출 기여도가 1% 중반 수준에 머물 것으로 전망하고 있다.

Exhibit 33. 제품별 매출 비중



자료: 만도, 리딩투자증권

Exhibit 34. 제품별 수주 비중



자료: 만도, 리딩투자증권

안전장치 장착 의무화에 따른 전자식 부품 적용확대

세계적으로 정부차원에서 안전관련 전자식 부품 장착 의무화 추세

전자식 부품의 적용이 확대되고 있는 것은 기술적인 발전 이외에도 자동차 사고율 감소를 위한 보험회사들의 로비로 세계적으로 정부차원에서 차량의 안정성 강화를 위해 안전부품 장착을 의무화하고 있기 때문이다. 과거에는 안전관련 부품은 에어백과 안전벨트같이 사고 후에 피해를 최소화하는 수동적인 기능이었으나 ABS, ESC, EPS 등의 전자식 부품은 사고의 가능성을 사전에 방지하는 능동적 안전기능을 제공하고 있다. 대부분의 ADAS 부품도 앞서 언급한 전자식 부품에서 편의성을 향상시키고 능동적 안전기능을 추가적으로 개선시킨 부품이다.

ESC 와 TPMS 장착 의무화는 이미 시행 중

미국에서 ESC 장착의무화는 2008년부터 단계적으로 시행되다 2011년부터 전차량으로 확대되었으며 TPMS는 이미 2007년부터 의무적으로 장착되고 있다. 유럽에서도 단계적으로 시행하고 있는 ESC와 TPMS 장착의무화를 2014년부터 전차량으로 확대할 계획이다. 국내에서는 2012년부터 생산되는 4.5톤 이하 모든 차량에 대해 ESC 장착이 의무화되었으며 TPMS은 2013년부터 3.5톤 이하 차량에 대해 장착의무화를 시행할 예정이다.

Exhibit 35. 국가별 안전관련 자동차부품 의무적용 시기

	ESC	TPMS	LDWS
미국	2011 년 9 월	2007 년 9 월	검토 중
유럽	2014 년 11 월	2014 년 1 월	검토 중
한국	2012 년 1 월	2013 년 1 월	

자료: 만도

현대차/GM 그룹 내 부품공급 점유율 확대

현대차그룹에 대한 최대 샤시부품 공급업체

현대차그룹에 제동, 조향, 현가의 모든 샤시부품을 공급하고 있는 만도는 대부분의 공급부품에서 압도적인 점유율을 유지하고 있다. CBS, ABS, EPS에서는 현대모비스와 경쟁관계에 있으며 CSS와 S/ABS에서는 각각 TRW와 Sachs가 만도에 이어 제 2의 공급업체이다. 만도를 비롯한 국내 부품업체에 대한 우려 중의 하나는 현대차그룹 계열사인 모비스가 부품공급을 확대하면서 장기적으로 경쟁업체들의 공급점유율과 매출규모가 감소할 것이라는 점이다. 그러나 만도의 기술경쟁력과 현대/기아차 입장에서 Dual 공급체제 이상의 부품 조달망을 유지할 수 밖에 없고 특히 한라그룹의 만도 경영권 회복 시 현대차그룹의 지원이 있었다는 점을 감안할 때 예측 가능한 미래에 만도의 점유율이 크게 위협받을 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

전자식부품에서 만도의 점유율 확대

오히려 만도의 공급점유율은 한라그룹에 재 인수된 2008년 이후 현대차그룹과의 신뢰도가 회복되면서 지속적으로 확대되었다. 특히 주목할 만한 부분은 기존의 기계식 부품을 대체하고 있는 ABS와 EPS와 같은 전자식 부품에서 모비스와 경쟁하는 가운데 만도가 제품품질의 안정성과 기술경쟁력의 우위를 바탕으로 점유율을 확대하였다는 점이다. 모비스의 존재를 감안할 때 향후에는 만도가 점유율을 추가적으로 확대하기 보다는 현재의 점유율을 유지하는 가운데 현대차그룹에 대한 매출규모는 현대/기아차의 완성차 판매대수와 비슷한 수준의 증가율을 기록할 것으로 예상된다.

Exhibit 36. 현대차그룹 내 만도제품 점유율

	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
CBS	68%	64%	54%	50%	54%	58%
ABS	47%	44%	45%	49%	59%	62%
CSS	67%	69%	76%	81%	74%	72%
EPS			40%	45%	48%	49%
S/ABS	69%	70%	76%	71%	72%	77%

자료: 만도, 리딩투자증권

GM 에 대한 부품공급도 과거의 기계식에서 전자식으로 확대되는 추세

모비스와 경쟁하는 현대차그룹에 대한 부품공급과는 달리 만도는 GM그룹 내에서는 TRW나 Bosch 같은 글로벌 메이저 업체들과 경쟁하고 있음에도 불구하고 CBS나 CSS 공급 면에서는 20% 수준의 비교적 높은 점유율을 차지하고 있다. 아울러 만도의 기계식 부품에 대한 GM의 신뢰도를 기반으로 2010년 전에는 미미하였던 만도의 ABS와 EPS의 공급점유율도 빠른 속도로 확대되고 있는 추세이다. 점유율 확대에 힘입어 만도의 GM에 대한 매출규모는 GM의 판매대수 증가율을 지속적으로 상회할 것으로 예상된다. 만도는 주식시장에 재 상장된 2010년부터 GM그룹에 대한 제품별 공급점유율을 발표하고 있다.

Exhibit 37. GM 그룹 내 만도제품 점유율

	2010	2011	2012F
ABS	3%	7%	11%
EPS		5%	8%
CSS	28%	25%	23%
CBS	17%	15%	19%
S/ABS	8%	8%	8%

자료: 만도, 리딩투자증권

지속적인 고객다변화에 따른 성장성

고객다변화 신규수주 큰 폭의 성장세

만도의 신규수주 규모는 미국 금융위기의 여파로 대부분의 해외 완성차들이 판매감소의 어려움을 겪었던 지난 2008년을 제외하고는 매년 큰 폭으로 증가하고 있다. GM과 중국 OEM 수주가 급증한 2011년에는 전체 수주액이 전년대비 25% 증가한 6.1조원에 달하면서 당초 수주목표인 5.3조원을 크게 상회하였다. 만도는 2012년에는 중국과 신흥시장의 성장둔화에도 불구하고 기존 고객인 현대차그룹과 GM 수주증가와 유럽완성차 업체로의 고객다변화에 힘입어 신규수주규모가 7.3조원에 달하여 전년대비 20%에 가까운 증가율을 기록할 것으로 예상하고 있다.

Exhibit 38. 고객별 신규수주 추이

(십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
현대차그룹	557	1,635	1,165	2,040	3,035	2,066	2,333	2,797
GM 계열	989	1,049	1,393	977	709	1,399	1,751	2,290
중국 OEM		161	215	184	128	327	1,141	861
유럽 OEM					209	547	247	730
기타	144	133	614	38	247	541	644	606
합계	**1,690**	**2,978**	**3,387**	**3,239**	**4,328**	**4,880**	**6,116**	**7,284**
수주비중 (%)								
현대차그룹	33.0	54.9	34.4	63.0	70.1	42.3	38.1	38.4
GM 계열	58.5	35.2	41.1	30.2	16.4	28.7	28.6	31.4
중국 OEM		5.4	6.3	5.7	3.0	6.7	18.7	11.8
유럽 OEM					4.8	11.2	4.0	10.0
기타	8.5	4.5	18.1	1.2	5.7	11.1	10.5	8.3
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 만도, 리딩투자증권

중국과 유럽 OEM 수주비중 확대

만도가 국내 자동차부품 업체 중 중장기적인 면에서 최고의 성장성을 유지할 것으로 기대되는 가장 큰 이유는 현대차그룹과 GM에 대한 부품공급 확대 외에도 중국과 유럽완성차 업체로부터의 수주가 빠른 속도로 증가하고 있기 때문이다. 지난 2006년 까지만 해도 현대차그룹/GM 수주는 전체 수주액에서 90% 이상의 절대적인 비중을 차지하였으나 2011년에는 67%까지 하락하였다. 중국로컬 OEM 수주는 길리차와 합작법인을 설립한 2011년 1.1조원을 상회하며 5년 만에 7배 증가하였다. 유럽에서는 2009년 처음으로 PSA와 르노에서 수주에 성공한 데 이어 2010년에는 BMW, 2011년에는 폭스바겐으로부터 CBS를 수주하였다. 2012년에는 성장둔화로 중국 OEM 수주가 전년에 비해 감소할 것으로 보이나 유럽 OEM 수주증가가 이를 상쇄하면서 비 현대/GM 수주 비중이 30% 수준에서 유지될 것으로 예상된다.

유럽 OEM 수주증가가 장기적인 성장을 견인할 것으로 예상

유럽 OEM 수주비중은 현재는 중국 OEM에 비해서도 낮은 수준이나 만도의 최근 수년간의 고객다변화 추이에 있어 가장 중요한 변화라고 판단된다. 이는 중국 OEM과는 달리 유럽 완성차업체에 대한 OEM 부품공급은 Bosch같은 글로벌 메이저를 제외하고는 품질에 대한 신뢰도가 없는 후발업체들이 진입하기 어려운 시장이기 때문이다. 만도는 현대차의 성공으로 글로벌 시장에서 품질과 가격경쟁력이 입증된 거의 유일한 후발 부품업체이다. 경쟁심화에 따른 유럽 완성차업체들의 원가절감 필요성을 감안할 때 만도의 이러한 장점은 향후 동사의 유럽 OEM비중이 확대될 수 있는 가장 중요한 이유라고 판단된다. 만도의 유럽 OEM 수주는 기존의 CBS나 CSS에서 ABS와 EPS로 수주범위가 확대되고 있는 추세이며 장기적으로 동사의 성장을 견인할 것으로 예상된다.

미래성장을 위한 생산기반 확대

만도헬라 - 합작을 통한 ECU, 센서, ADAS 생산

만도는 ECU와 알고리즘의 자체적인 설계기술을 보유하고 있으나 ECU, 센서, 모터 등의 부품은 외주를 통해 조달하고 있다. 만도는 이들 부품의 자체적인 생산을 위해 2008년 자동차용 램프와 센서/카메라/레이다 등의 전자부품 생산업체인 독일 헬라와 합작으로 만도헬라를 설립되었다. 만도헬라는 만도의 ECU 설계능력을 기반으로 센서를 비롯한 전자부품 생산능력을 갖춘 헬라와의 전략적인 제휴를 통해 초기에는 ECU와 센서를 자체적으로 생산하고 장기적으로는 ADAS 부품의 생산비중을 확대해 나갈 계획이다. 만도는 ECU를 독일의 컨티넨탈로부터 공급받고 있으며 연간 매입액 규모는 3,500-4,000억원으로 매출원가의 8~9%의 비중을 차지하고 있다.

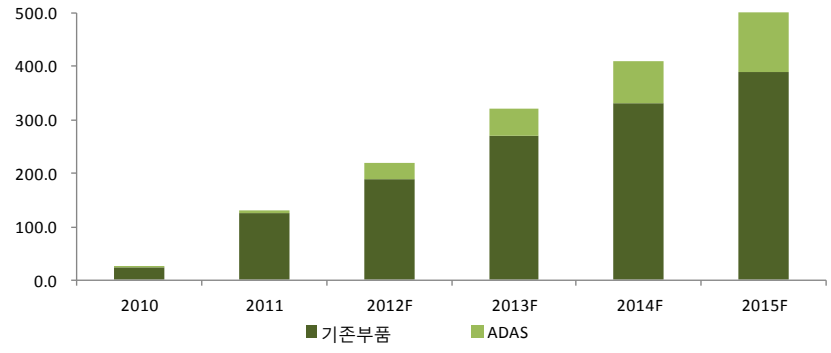
만도헬라 – 매출증가하며 가동 2년만에 흑자전환

만도헬라는 2010년 하반기부터 매출이 발생하기 시작하였으며 2011년에는 매출액이 전년의 254억원에서 5배 이상 증가한 1,309억원에 달하면서 흑자전환에 성공하였다. 만도는 합작법인의 매출액이 2015년에는 5,000억원 수준으로 증가하여 만도의 연결매출액대비 비중이 2011년의 2.8%에서 6% 수준으로 확대될 것으로 전망하고 있다. ADAS 부품의 매출은 2010년 10억원에 불과했으나 2015년에는 1,100억원으로 증가해 만도헬라의 자체 매출액에서 차지하는 비중이 40% 수준 (만도 연결매출액 대비로는 1.4%)까지 확대될 것으로 예상하고 있다. 수익성 면에서는 만도헬라의 생산부품이 기존 샤시부품에 비해 2배 이상 높아 만도의 세전이익의 약 4~5%를 차지하여 매출비중에 비해 수익성 기여도가 클 것으로 예상된다.

만도헬라 – 글로벌 시장에서 만도의 전자부품 경쟁력 향상

ADAS를 포함한 만도헬라의 장기적인 예상 매출과 이익규모가 만도의 기존 샤시부품에 아주 높은 수준은 아니나 만도헬라는 글로벌 시장에서 만도의 기술경쟁력과 장기적인 성장성 면에서 가장 중요한 계열사가 될 것으로 판단된다. 기존 부품에 대한 추가적인 품질 개선은 물론 ECU와 센서를 직접 생산하는 Bosch같은 글로벌 선두업체에 비해 열세인 전자부품 경쟁력이 크게 개선시킬 것으로 예상된다.

Exhibit 39. 만도헬라 매출액 및 제품비중 추이 (십억원)



자료: 만도, 리딩투자증권

만도브로제 – 전기모터 자체생산을 위한 합작법인

만도브로제는 2011년 독일의 종합부품회사인 브로제와의 합작으로 설립되었다. 브로제는 전기모터를 기반으로 다양한 자동차 부품을 생산하고 있으며 만도브로제는 만도헬라와 같이 샤시부품의 자체적인 생산기반 확보와 추가적인 품질경쟁력 개선을 위해 설립된 합작법인이다. 전기모터는 자동차부품이 전자화되면서 ABS, ESC, EPS에 모두 장착되고 있는 필수 부품이다. 만도는 현재 LG 이노텍과 효성전기로부터 전기모터를 구매하고 있으며 연간 구매액은 약 2,000억원 수준이다. 만도브로제는 2013년부터 제품 생산을 시작하여 외주공급 전기모터를 대체할 계획이며 장기적으로는 친환경차 구동모터 생산까지 계획하고 있다. 그러나 만도브로제의 매출목표는 2013년 30억원, 2014년 400억원, 2015년에는 1,300억원으로 만도헬라에 비해 단기적으로는 매출규모는 크지 않을 것으로 보인다.

만도닝보 - 중국 길리차와의 합작법인으로 계열사 중 가장 가시적인 실적기여 예상

만도헬라와 만도브로제는 지분법대상 법인으로 최근 수년간 설립된 만도의 국내외 합작법인 중 단기간에 가장 가시적인 실적기여가 기대되는 연결대상법인은 2011년 1월 중국현지 완성차업체인 길리(Geely)와 합작으로 설립된 만도닝보이다. 길리는 지난 2010년 스웨덴의 볼보를 인수한 이후 중국현지 및 해외에서 공격적으로 생산기반을 확대하고 있으며 2015년까지 자동차 판매대수를 150만대 (2011년 42만대)로 증가시킬 계획이다.

만도닝보 – 매출액 2011년 281억원에서 2015년에는 5,000억원 전망

지난 해 하반기부터 본격적인 부품생산을 시작한 만도닝보는 2011년 281억원의 매출을 기록하며 만도의 중국 전체 OEM 매출에서 19%의 비중을 차지하였으며 2012년부터 풀가동하고 납품범위가 확대되면서 중국 OEM 매출성장을 견인할 것으로 예상된다. 만도닝보의 2012년 매출액은 전년대비 4배 이상 증가한 1,250억원에 달해 중국 OEM 매출에서 차지하는 비중이 52%에 달할 것으로 예상되며 2015년에는 5,000억원 수준까지 증가할 것으로 예상된다. 당초 시장에서는 길리차의 150만대 판매목표에 근거해 만도닝보의 2015년 예상매출액을 8,000억원까지 예상하기도 하였으나 길리차의 판매목표는 현실적으로 가능성이 없는 것으로 판단된다.

유럽 OEM 수주 증가에 대응하기 위해 폴란드에 공장 건설 중

판매법인을 제외하고는 유럽의 생산법인이 없는 만도는 2009년부터 수주하기 시작한 유럽 OEM 부품 현지 생산을 위해 2011년 11월부터 폴란드에 공장을 건설중에 있다. 폴란드공장은 유럽 OEM 납품이 시작되는 2013년 상반기부터 가동할 예정이며 만도측에 따르면 완공시기가 하반기로 지연되더라도 초기에는 부품공급규모가 크지 않아 본사에서의 수출로 대응할 수 있을 것으로 판단하고 있다. 폴란드공장의 2012년 예상매출액은 200억원 수준이나 납품이 본격화되는 2015년에는 7배 증가한 1,400억원에 달할 것으로 예상된다.

브라질 2개의 공장에서 현대차와 일본 완성차업체에 ABS 와 서스펜션 공급

한편 브라질에서는 상파울로와 파잰다시 두 곳에 생산법인을 확보하였다. 현재 공장건설이 진행중인 상파울로에는 현대차와 동반진출하는 것으로 2012년 말부터 현대차에 공급할 ABS를 생산할 예정이다. 파잰다시에서는 세계최대의 S/ABS 제조업체인 일본의 Kayaba 공장 (만도KYB) 에 50%의 지분을 참여하여 이미 금년에 생산을 시작하였다. 만도KYB는 서스펜션 부품을 생산하여 현대차/GM외에 현지 일본 완성차업체에 공급할 계획이나 다른 법인들에 비해 매출규모는 낮은 수준일 것으로 예상된다.

최근 설립된 연결대상 계열사의 매출비중 2015년 10% 예상

앞서 언급한 최근 설립된 만도의 해외법인과 합작법인의 총 매출규모는 2010년 254억원에 불과하였으나 2011년에는 1,590억원으로 6배 이상 증가하였으며 2015년에는 1.45조원에 달할 것으로 전망된다. 이들 법인들 중 연결대상인 만도닝보, 만도브라질, 만도폴란드가 연결매출액에서 차지하는 비중은 2011년에는 1%에도 못 미치는 수준이었으나 2015년에는 10% 에 육박할 것으로 예상된다 (2015년까지 연결매출 증가분의 22%).

Exhibit 40. 최근 설립된 만도 해외법인과 합작법인 매출기여도 전망

(십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
만도헬라	25.4	130.9	220.0	320.0	410.0	500.0
만도브로제				3.0	40.0	130.0
만도닝보		28.1	125.0	250.0	350.0	500.0
상파울로			27.0	105.0	125.0	130.0
만도 KYB			40.0	45.0	50.0	50.0
폴란드				21.0	61.0	142.0
매출액 구분						
연결대상		28.1	152.0	376.0	536.0	772.0
지분법대상	25.4	130.9	260.0	368.0	500.0	680.0
만도 연결매출	3,639.6	4,560.1	5,328.5	6,135.2	7,076.5	8,000.0
비중 (%)						
연결대상		0.6	2.9	6.1	7.6	9.7
지분법대상	0.7	2.9	4.9	6.0	7.1	8.5

자료: 만도, 리딩투자증권

실적전망

고객다변화로 현대차그룹에 대한 매출증가 없이도 장기적으로 10% 중반수준의 성장률 유지 가능

만도의 매출액은 2012년 5.32조원으로 예상되며 2014년에는 7조원을 상회하여 연평균 16%의 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 이는 2009~2011년간 연평균 매출성장률 25%에 비해서는 둔화된 수치이나 현대/기아차 물론 국내 주요 부품업체 중 여전히 최고 수준의 성장률이다. 현대/기아차의 고속성장이 마무리되는 상황에서 향후 대부분의 부품업체들이 10% 이상의 매출증가율을 기록하기도 어려워진 상황인 점을 감안할 때 만도의 성장률은 큰 의미가 있는 것으로 판단된다. 만도의 장점이 더욱 부각되는 것은 2014년 이후에도 현대차그룹에 대한 매출증가 없이도 GM 을 비롯한 글로벌 OEM 매출이 증가하면서 10% 중후반 수준의 성장률 유지가 가능하다는 점이다.

현대차그룹에 대한 매출의존도 2015년 40%로 하락할 전망

고객별 매출추이 면에서 가장 큰 변화는 만도의 지속적인 고객다변화로 현대차그룹의 매출비중 감소가 가속화된다는 점이다. 최근 몇 년간 만도의 외형성장에 가장 큰 기여를 하였던 현대차그룹에 대한 매출은 2012년 2.9조원으로 증가율이 전년대비 11%에 그쳐 전체 매출증가율을 하회할 것으로 예상된다. 현대/기아차의 추가적인 완성차 생산능력의 증설이 없을 경우 매출증가율이 추가적으로 둔화되면서 현대차그룹이 만도의 매출에서 차지하는 비중은 2015년 40%수준까지 하락할 것으로 전망된다.

중국과 유럽 OEM 매출비중 2011년의 3%에서 2015년에는 15%로 확대

향후 만도의 매출성장은 2010년부터의 수주증가를 반영하며 GM 과 중국 OEM 이 견인할 것으로 예상된다. GM 에 대한 매출은 2012년 1조원을 상회하여 현대차그룹에 대한 매출증가율보다 2배 높은 21% 증가할 것으로 예상되며 2015년에는 1.56조원에 달할 것으로 전망된다. 중국 OEM 매출은 길리차에 대한 납품물량 증가로 2012년 2,700억원으로 전년대비 80% 증가하고 2015년에는 거의 1조원에 육박하여 매출성장에 가장 큰 기여를 할 것으로 전망된다. 이에 따라 중국 OEM 의 매출비중은 2011년의 3% 수준에서 2015년에는 12%까지 확대될 것으로 전망된다.

Exhibit 41. 만도 주요 고객별 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
현대차그룹	1,694	2,071	2,586	2,861	3,068	3,255	3,280
GM 계열	529	772	880	1,066	1,227	1,415	1,558
중국 OEM	41	76	150	272	368	566	984
유럽 OEM				21	61	142	246
기타	464	721	944	1,108	1,411	1,698	2,132
합계	**2,727**	**3,640**	**4,560**	**5,329**	**6,135**	**7,077**	**8,200**
비중 (%)							
현대차그룹	62.1	56.9	56.7	53.7	50.0	46.0	40.0
GM 계열	19.4	21.2	19.3	20.0	20.0	20.0	19.0
중국 OEM	1.5	2.1	3.3	5.1	6.0	8.0	12.0
유럽 OEM				0.4	1.0	2.0	3.0
기타	17.0	19.8	20.7	20.8	23.0	24.0	26.0
합계	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
증가율 (%)							
현대차그룹		22.3	24.9	10.7	7.2	6.1	0.8
GM 계열		45.8	14.1	21.1	15.1	15.3	10.1
중국 OEM		86.8	96.9	80.6	35.5	53.8	73.8
유럽 OEM					187.9	130.7	73.8
기타		55.4	31.0	17.4	27.3	20.4	25.5
합계		33.5	25.3	16.9	15.1	15.3	15.9

자료: 만도, 리딩투자증권

유럽 OEM 수주는 납품시기가 늦어 2013년부터 매출에 반영

한편 유럽 OEM 은 최근 3년간의 수주비중 면에서 6.5%를 차지하였으나 납품시기가 늦어 매출은 2012년부터 발생하며 2014년부터 본격적으로 매출규모가 확대될 것으로 보인다. 일반적으로 수주물량은 약 2년 후부터 매출에 반영되나 유럽 OEM 수주의 경우 2009년 수주한 PSA 와 르노에 대한 부품공급은 2013년부터 시작되며 2011년 수주한 폭스바겐에 대한 캘리퍼 브레이크 공급은 2015년부터 예정되어 있다.

설비투자에 따른 고정비 부담으로 영업이익률은 2013년 하반기까지 개선될 전망

동사의 영업이익률은 2013년 상반기까지 2011년과 비슷한 수준인 6% 중반에 머물 것으로 예상된다. 지속적인 매출성장에도 불구하고 수익성에 크게 변화가 없을 것으로 예상한 것은 국내외 생산기반 확대를 위한 설비투자 증가로 고정비가 증가하면서 수익성 개선이 제한될 것으로 예상되기 때문이다. 수익성은 설비투자가 일단락되는 2013년 하반기부터 개선되어 2014년에는 영업이익률이 7.5%까지 향상될 것으로 예상된다. 만도는 내부적으로는 2015년 매출액 8조원에 영업이익률 8% 이상을 목표로 하고 있다.

지분법손익은 2014년부터 이익이 발생할 것으로 전망

지분법손익과 관련해서는 지난 해 만도헬라의 흑자전환에 근거하여 2012년 지분법이익이 60~70억원 수준으로 확대될 것이라는 일부의 기대가 있으나 대부분의 합작법인들이 가동초기이고 설비투자가 진행 중이라는 점을 감안할 때 오히려 지분법손실이 발생할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 만도헬라의 경우도 인천 송도공장에 이어 금년에는 중국 소주에 생산라인을 건설 중에 있어 수익성이 지난해에 비해 악화될 것으로 보이며 만도브로제는 2013년 양산체제에 들어가기 전까지 적자가 예상된다. 이에 따라 2012년에는 50억원 가량의 지분법손실이 예상되며 2013년에는 손익분기점에 도달하고 2014년부터 지분법이익이 발생할 것으로 전망된다.

금년 1분기 매출과 영업이익 전년동기대비 각각 22%와 9% 증가

만도의 금년 1분기 매출액은 전년동기 대비 22% 증가한 1.26조원을 기록하였다. 영업이익률은 6.0%로 지난 해에 비해 하락하였으나 매출증가에 힘입어 이익규모는 9%가량 증가하였다. 4Q11에 비해서는 영업이익률이 크게 개선된 것으로 보이나 실질적으로는 거의 변동이 없는 것으로 판단된다. 이는 전 분기에 발생하였던 미국공장으로의 Brake 부품 운반비, 원재료가격 연말정산과 연구개발비의 비용처리 등의 일시적인 성격의 비용증가를 제외할 경우 4Q11 영업이익률은 4.4% 가 아닌 6% 초반이었기 때문이다. 지분법손실은 9억원 가량이 발생하였다.

Exhibit 42. 만도 실적 전망

(십억원)	1Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2012F	2013F	2014F
매출액	1,028.3	1,268.4	1,255.3	1,313.6	1,349.1	1,410.6	5,328.5	6,135.2	7,076.5
영업이익	69.6	55.6	75.6	89.8	86.0	95.0	346.3	428.0	530.7
세전이익	68.2	52.4	73.3	85.5	81.4	88.8	328.9	413.7	526.6
순이익	58.8	46.1	59.8	70.1	66.7	73.1	269.7	339.3	431.8
이익률 (%)									
영업이익	6.8	4.4	6.0	6.8	6.4	6.7	6.5	7.0	7.5
세전이익	6.6	4.1	5.8	6.5	6.0	6.3	6.2	6.7	7.4
순이익	5.7	3.6	4.8	5.3	4.9	5.2	5.1	5.5	6.1

자료: 만도, 리딩투자증권

재무제표

손익계산서

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
매출액	**1,038.8**	**1,149.3**	**1,420.2**	**1,805.0**	**1,582.3**	**1,674.4**	**1,574.8**	**2,727.1**	**3,639.6**	**4,560.1**	**5,328.5**	**6,135.2**	**7,076.5**
매출액 증가율 (%)	(0.6)	10.6	23.6	27.1	(12.3)	5.8	(5.9)	73.2	33.5	25.3	16.9	15.1	15.3
매출원가	812.9	891.6	1,129.5	1,470.9	1,344.5	1,461.2	1,379.1	2,302.4	3,094.4	3,893.0	4,543.7	5,204.6	5,972.8
매출총이익	**225.9**	**257.7**	**290.7**	**334.2**	**237.7**	**213.2**	**195.7**	**424.7**	**545.2**	**667.1**	**784.8**	**930.6**	**1,103.7**
매출총이익율 (%)	21.7	22.4	20.5	18.5	15.0	12.7	12.4	15.6	15.0	14.6	14.7	15.2	15.6
판매관리비	**92.3**	**107.7**	**119.8**	**171.7**	**150.8**	**144.5**	**170.9**	**247.9**	**234.8**	**302.2**	**347.3**	**406.0**	**470.4**
조정영업이익	**133.5**	**150.1**	**170.9**	**162.4**	**87.0**	**68.7**	**24.8**	**176.8**	**272.6**	**300.4**	**362.4**	**442.1**	**545.6**
조정영업이익률 (%)	**12.9**	**13.1**	**12.0**	**9.0**	**5.5**	**4.1**	**1.6**	**6.5**	**7.5**	**6.6**	**6.8**	**7.2**	**7.7**
순 기타수익	(6.9)	(2.2)	(3.9)	(2.0)	(1.6)	(0.8)	(1.0)	3.2	3.1	(9.1)	(16.1)	(14.1)	(14.9)
발표영업이익	**133.5**	**150.1**	**170.9**	**162.4**	**87.0**	**68.7**	**24.8**	**176.8**	**275.7**	**291.3**	**346.3**	**428.0**	**530.7**
순 지분법 이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	41.2	0.0	0.0	(3.8)	4.1	(5.0)	0.1	6.4
금융수익	4.2	4.9	4.6	5.2	5.5	5.7	7.4	8.3	13.2	16.0	16.6	14.4	16.8
금융비용	26.4	26.6	21.6	21.2	20.8	17.6	18.7	33.6	22.9	36.8	29.0	28.8	27.3
법인세비용 차감전 순이익	112.7	133.8	171.1	178.4	118.8	153.6	17.4	132.3	262.2	274.6	328.9	413.7	526.6
법인세 비용	25.9	29.2	41.0	42.0	35.9	31.7	(23.9)	23.2	56.7	49.5	59.2	74.5	94.8
법인세율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	(1.4)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
당기순이익	**86.8**	**104.6**	**130.1**	**136.4**	**82.9**	**122.0**	**41.3**	**109.1**	**205.5**	**225.1**	**269.7**	**339.3**	**431.8**
지배주주	86.8	104.6	130.1	136.4	82.9	122.0	41.3	109.1	201.7	224.2	266.7	335.5	427.0
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	0.9	3.0	3.8	4.8
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(21.9)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	86.8	104.6	130.1	136.4	82.9	122.0	41.3	109.1	197.3	201.9	269.7	339.3	431.8

대차대조표

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동자산	**402.3**	**358.4**	**541.1**	**715.9**	**631.7**	**679.4**	**581.5**	**1,102.4**	**1,265.6**	**1,800.2**	**1,899.3**	**2,174.4**	**2,534.7**
현금및 현금성 자산	102.0	22.9	75.1	111.1	59.8	142.9	51.2	175.4	129.9	335.7	256.9	275.6	350.2
단기금융자산	11.6	6.6	23.3	25.4	26.7	9.4	50.2	36.1	30.2	26.3	28.2	35.0	40.0
매출채권	225.8	247.6	339.1	376.9	408.3	385.0	364.7	599.1	714.9	970.9	1,161.6	1,349.8	1,556.8
재고자산	47.1	63.7	78.6	174.9	106.5	95.1	75.0	226.5	279.3	350.7	408.9	468.4	537.6
기타유동자산	15.8	17.5	25.0	27.7	30.5	47.0	40.5	65.4	111.3	116.7	43.6	45.6	50.1
비유동자산	**591.4**	**631.9**	**695.0**	**801.3**	**778.8**	**758.6**	**991.3**	**1,105.8**	**1,270.4**	**1,635.1**	**1,998.9**	**2,204.3**	**2,353.7**
유형자산	505.9	519.5	527.0	657.6	536.6	503.7	607.1	960.3	1,086.1	1,374.9	1,704.9	1,894.9	2,024.9
장기금융자산	55.9	11.8	34.5	24.2	20.3	1.8	0.8	14.5	36.5	36.5	38.0	40.2	45.2
관계기업투자	0.0	57.4	84.7	51.1	159.3	180.2	308.3	24.4	19.7	52.0	75.3	78.0	80.0
기타비유동자산	29.6	43.2	48.9	68.4	62.6	72.8	75.1	106.6	128.1	171.7	180.7	191.2	203.6
자산총계	**993.7**	**990.2**	**1,236.1**	**1,517.2**	**1,410.5**	**1,438.0**	**1,572.8**	**2,208.2**	**2,536.0**	**3,435.4**	**3,898.1**	**4,378.6**	**4,888.4**
유동부채	**387.5**	**282.0**	**395.2**	**596.4**	**606.1**	**439.2**	**344.4**	**798.0**	**987.3**	**1,372.1**	**1,490.4**	**1,748.8**	**1,834.1**
매입채무	159.3	147.3	235.9	353.2	299.9	284.2	172.2	484.5	589.7	845.3	999.6	1,145.0	1,314.0
단기금융부채	102.5	4.0	0.6	90.9	158.4	3.7	54.9	137.0	128.3	251.4	201.5	297.1	205.0
기타유동부채	125.7	130.8	158.6	152.3	147.8	151.3	117.3	176.4	269.4	275.5	289.3	306.7	315.1
비유동부채	**357.3**	**460.4**	**430.0**	**428.1**	**308.8**	**429.5**	**455.5**	**534.5**	**309.1**	**652.4**	**752.8**	**661.9**	**681.8**
장기매입&기타채무	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	10.2	41.6	43.2	45.3	48.0	51.3	55.2
장기금융부채	277.1	377.3	347.5	315.3	194.2	328.5	324.3	354.7	118.3	422.2	507.5	398.9	406.4
기타비유동부채	80.1	83.1	82.5	112.8	114.6	101.0	121.0	138.1	147.5	185.0	197.3	211.7	220.2
부채총계	**744.8**	**742.4**	**825.3**	**1,024.5**	**914.9**	**868.7**	**799.9**	**1,332.4**	**1,296.4**	**2,024.6**	**2,243.2**	**2,410.7**	**2,515.9**
자본금	51.3	34.1	35.9	37.2	37.2	37.2	37.2	80.7	91.1	91.1	91.1	91.1	91.1
자본잉여금	124.9	124.9	126.5	132.0	127.7	128.4	127.7	84.0	240.4	240.4	240.4	240.4	240.4
기타포괄손익	9.8	(1.6)	42.3	17.1	10.1	(0.2)	167.8	27.7	26.5	6.1	6.1	6.1	6.1
기타자본구성요소	(117.6)	(83.3)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	(4.8)	(8.5)	(8.5)	(44.6)	(44.6)	(44.6)	(44.6)
이익잉여금	180.5	173.7	206.1	304.9	320.5	403.8	445.1	672.7	867.3	1,069.5	1,310.6	1,619.9	2,019.6
비지배주주	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0	19.2	22.8	48.3	51.3	55.1	59.9
자본총계	**248.9**	**247.8**	**410.8**	**492.7**	**495.6**	**569.3**	**773.0**	**875.8**	**1,239.6**	**1,410.8**	**1,654.9**	**1,968.0**	**2,372.5**

현금흐름표

(십억원)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
당기순이익	**86.8**	**104.6**	**130.1**	**136.4**	**82.9**	**122.0**	**41.3**	**109.1**	**205.5**	**225.1**	**269.7**	**339.3**	**431.8**
비현금성비용/수익가감	**82.0**	**90.1**	**97.6**	**102.9**	**97.1**	**47.4**	**167.1**	**204.2**	**167.4**	**199.1**	**229.0**	**257.7**	**279.9**
감가상각비	55.5	62.5	73.0	83.1	88.2	92.9	84.5	130.2	115.1	128.7	190.0	210.0	220.0
충당부채전입금	26.1	24.5	24.6	26.3	22.1	25.0	25.1	31.4	30.3	31.3	34.8	39.2	44.8
순 외화평가차익	(0.6)	(2.2)	(5.0)	(2.7)	(2.6)	(0.3)	(6.6)	(3.7)	(2.0)	10.9	(14.3)	(14.9)	(16.0)
순 지분법투자이익	9.2	6.7	12.0	3.1	15.2	27.7	26.4	(3.2)	3.8	(4.1)	5.0	(0.1)	(6.4)
기타	6.6	5.0	3.1	(11.7)	(7.6)	(51.6)	67.0	20.8	7.1	17.4	21.3	24.5	27.3
영업자산과 부채의 가산	**23.8**	**(69.5)**	**(35.2)**	**(53.2)**	**(60.2)**	**(30.4)**	**(152.8)**	**50.3**	**(17.2)**	**(105.8)**	**(109.7)**	**(82.2)**	**(86.2)**
운전자금의 증가	(8.3)	50.5	17.7	16.8	16.3	(18.9)	71.5	73.6	(7.5)	11.4	94.7	102.2	107.2
기타	(15.4)	19.1	17.4	36.4	43.9	49.2	81.3	(123.8)	24.7	(117.2)	(15.0)	20.0	21.0
영업활동현금흐름	**192.6**	**125.1**	**192.6**	**186.1**	**119.8**	**139.1**	**55.5**	**363.5**	**280.5**	**318.4**	**389.0**	**514.7**	**625.5**
설비투자	90.8	79.4	94.9	149.1	78.2	62.5	62.8	115.4	211.9	400.0	520.0	400.0	350.0
잉여현금흐름	**101.7**	**45.7**	**97.7**	**37.0**	**41.6**	**76.6**	**(7.3)**	**248.1**	**68.7**	**(81.6)**	**(131.0)**	**114.7**	**275.5**
배당금	0.0	1.5	0.0	49.6	49.2	53.6	0.0	6.0	0.2	18.2	22.5	22.5	22.5
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(60.3)	30.7	21.1	0.0	0.0	24.8	4.9	7.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	171.7	0.0	0.0	0.0	1.0
부채증가	32.2	1.7	(33.1)	58.0	(53.6)	(20.4)	47.0	112.5	(170.2)	413.4	35.4	(13.0)	(84.6)
기타	120.6	130.5	25.2	14.3	(11.4)	(18.6)	101.8	218.6	122.0	111.2	(81.6)	27.2	238.6
순현금흐름	**20.1**	**(79.1)**	**52.1**	**36.0**	**(51.2)**	**83.1**	**(91.7)**	**124.1**	**(45.4)**	**205.7**	**(78.8)**	**18.7**	**74.5**
기초현금	82.0	102.0	22.9	75.1	111.1	59.8	142.9	51.2	175.4	129.9	335.7	256.9	275.6
기말현금	102.0	22.9	75.1	111.1	59.8	142.9	51.2	175.4	129.9	335.7	256.9	275.6	350.2

재무안정성 지표

	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동비율 (%)	103.8	127.1	136.9	120.0	104.2	154.7	168.9	138.2	128.2	131.2	127.4	124.3	138.2
당좌비율 (%)	25.4	6.4	13.9	15.5	9.5	21.0	8.8	15.9	10.3	18.6	13.5	12.7	13.8
재고보유기간 (일)	19.8	22.7	23.0	31.4	38.2	25.2	22.5	23.9	29.8	29.5	30.5	30.8	30.7
매출채권 회수기간 (일)	76.0	75.2	75.4	72.4	90.6	86.5	86.9	64.5	65.9	67.5	73.0	74.7	75.0
매입채무 지급기간 (일)	63.6	61.6	61.1	68.6	93.4	73.5	61.3	48.8	62.3	66.1	73.2	74.4	74.3
차입금 (십억원)	379.5	381.3	348.1	406.2	352.6	332.2	379.2	491.7	246.6	673.5	709.0	696.0	611.4
현금과 현금등가물	113.6	29.6	98.4	136.5	86.5	152.3	101.4	211.5	160.1	362.0	285.1	310.6	390.2
순차입금 (십억원)	265.9	351.7	249.7	269.7	266.1	180.0	277.8	280.2	86.4	311.5	423.9	385.4	221.2
순차입금/자기자본 (%)	106.8	141.9	60.8	54.7	53.7	31.6	35.9	32.0	7.0	22.1	25.6	19.6	9.3
부채비율 (%)	299.2	299.6	200.9	208.0	184.6	152.6	103.5	152.1	104.6	143.5	135.5	122.5	106.0
이자보상배율 (배)	1,426.7	4,113.5	1,365.8	12,721.6		1,353.7		2,695.5	1,260.7	19.7	15.8	20.0	26.5

Valuations and margins

	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
EV/EBITDA (배)	16.4	15.0	12.6	12.6	17.3	18.0	26.4	9.8	8.3	8.0	6.5	5.4	4.4
EPS (원)	5,377	6,476	8,058	8,451	5,133	7,555	2,556	6,757	11,785	12,356	14,805	18,627	23,708
EPS 변동률 (%)	51.0	20.4	24.4	4.9	(39.3)	47.2	(66.2)	164.3	74.4	4.9	19.8	25.8	27.3
PER (배)	33.2	27.6	22.2	21.1	34.8	23.6	69.8	26.4	15.1	14.4	12.1	9.6	7.5
BVPS (원)	15,418	15,349	25,446	30,515	30,698	35,259	47,876	54,247	71,064	77,457	90,861	108,046	130,256
P/BVPS (배)	11.6	11.6	7.0	5.8	5.8	5.1	3.7	3.3	2.5	2.3	2.0	1.7	1.4
주당배당금 (원)	200		6,600	6,600	7,200		800		1,000	1,250	1,250	1,250	1,250
배당수익률 (%)	0.1		3.7	3.7	4.0		0.4		0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	33.6	42.1	39.5	30.2	16.8	22.9	6.1	13.2	19.4	17.0	17.6	18.7	19.9
ROA (%)	9.2	10.5	11.7	9.9	5.7	8.6	2.7	5.8	8.7	7.5	7.4	8.2	9.3
매출총이익률 (%)	21.7	22.4	20.5	18.5	15.0	12.7	12.4	15.6	15.0	14.6	14.7	15.2	15.6
영업이익률 (%)	12.9	13.1	12.0	9.0	5.5	4.1	1.6	6.5	7.5	6.6	6.8	7.2	7.7
순이익률 (%)	8.4	9.1	9.2	7.6	5.2	7.3	2.6	4.0	5.6	4.9	5.1	5.5	6.1
EBITDA 이익률 (%)	18.4	18.7	17.4	13.9	11.5	10.2	7.6	11.8	11.0	9.7	10.7	10.9	11.1
ROIC (%)	19.7	21.0	20.6	17.5	8.0	7.2	6.6	13.2	17.2	16.2	15.6	16.4	18.1
WACC (%)	5.9	4.9	4.4	4.5	4.8	5.4	9.2	4.4	8.4	8.6	8.8	10.3	12.4
ROIC less WACC (%)	13.8	16.2	16.3	13.0	3.2	1.8	(2.7)	8.8	8.8	7.6	6.8	6.1	5.7

▶ Compliance Notice

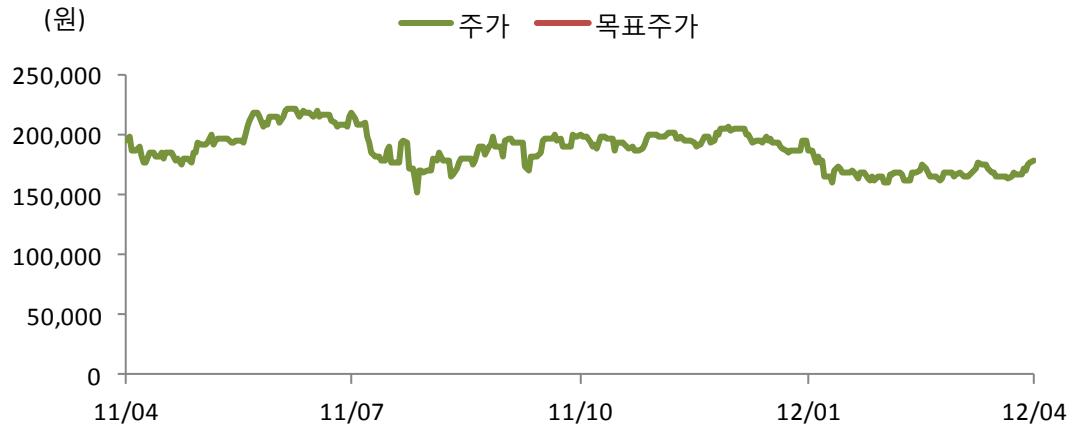
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

만도 (060980 KS)	
일자	2012-04-30
투자의견	BUY
목표주가	225,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*