

AUG.2017



한라 그룹주 Handy Book

: 기회와 때를 아는 그룹, 드디어 맞춰진 마지막 퍼즐

자동차. 권순우 | 3773-8882, soonwoo@sk.com
건설 / 전자재. 김세련 | 3773-8919, sally.kim@sk.com



I. Executive Summary	3
II. 한라 그룹 지배구조	4
III. 한라 그룹 투자포인트	
III-1. (주)한라 리스크 요인 해소	5
III-2. 자동차 부품 - 성장하는 시장, 성장하는 아이টে에 포지셔닝	6
III-3. 한라홀딩스 - 할인요인 사라지며 안정성과 성장성 재평가 기대	7
IV. 개별 종목 분석	
만도 (204320) / 매수 / TP 320,000원	9
한라홀딩스 (060980) / 매수 / TP 83,000원	19
(주)한라 (014790) / Not Rated / TP N/A	27

✓ **한권으로 보는 한라 그룹주 Handy Book**

- 한라 그룹은 (주)한라의 경영난으로 인해 만도가 인적분할 하며 현 한라홀딩스 산하 지주회사 체제로 전환됨. 이러한 이유로 상장사인 한라홀딩스, 만도, (주)한라가 Peer 대비 상대적으로 주가 퍼포먼스가 좋지 않았던 상황으로 판단. 그러나 (주)한라의 완전한 턴어라운드와 개발사업 능력 확대, 우수한 현금 창출 능력과 ICR 4X의 안정적인 재무 구조를 감안할 때, (주)한라 계열사 자금 출연 등으로 인해 디스카운트 받았던 한라그룹주의 리스크는 현 시점에서 현저히 줄어들었다고 판단됨. 이에 따라 한 권으로 한라 그룹주의 투자 포인트를 알아볼 수 있는 Handy Book을 발간함
- (주)한라의 경우 안산 배곧신도시 프로젝트를 통한 현금 확보, 지주 공동 사업 (뉴스테이) 등과 같은 '제 2의 배곧'이 될 수 있는 프로젝트를 찾고 있는 상황. 한라홀딩스가 보유하고 있는 전환우선주 물량을 감안하더라도, 2018년 턴어라운드 예정인 해외 부문 이익을 감안할 경우 현 시점에서 밸류에이션 매력도 역시 높기 때문에, 한라 그룹 전반적인 리레이팅의 출발점이 될 것으로 기대함

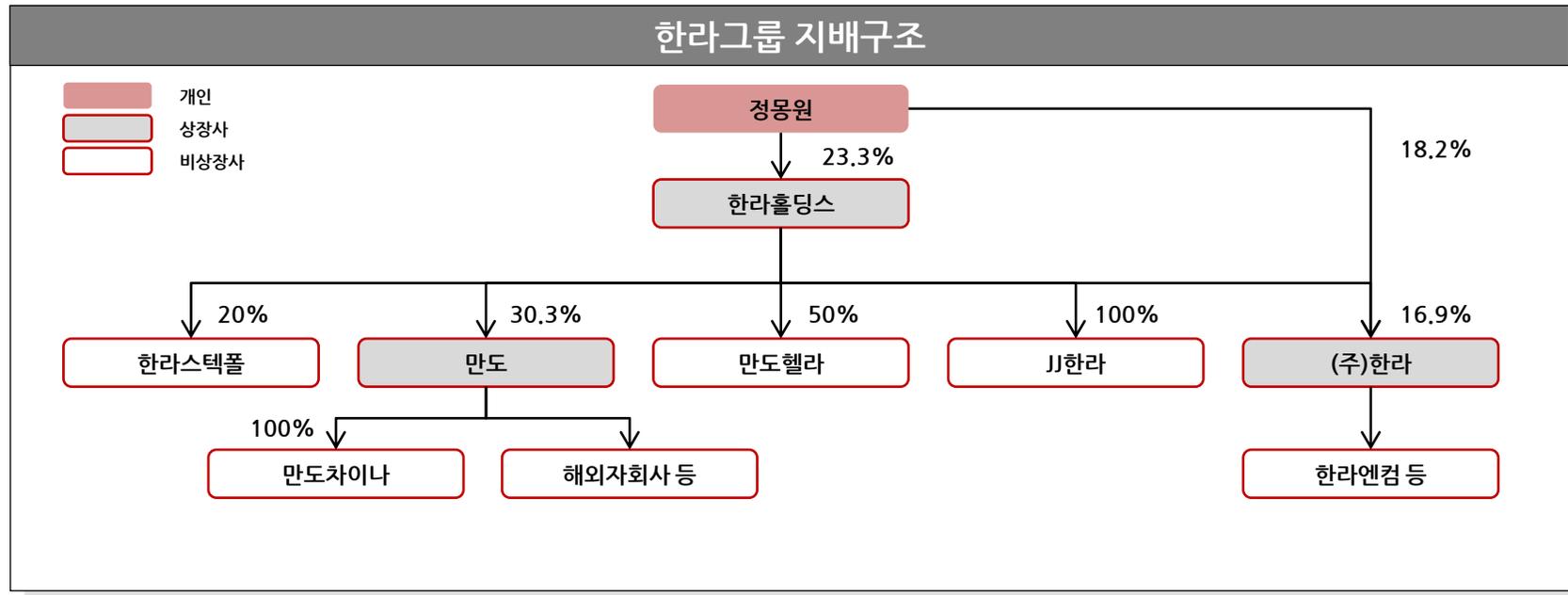
✓ **자율주행으로의 변화에 수혜, 성장이 지속될 자동차부품**

- 한라그룹의 자동차부품사업은 만도의 샤시제품 기술력을 기반으로 함. 그리고 그룹 내 관계사인 만도헬라(센서, ECU), 만도브로제(모터), 한라스택폴(소결) 등을 통하여 기술 내재화가 진행됨. 이를 통해 LDW, AEB, HDA, SPAS 등의 ADAS제품과 Sensor와 Processor, Actuator를 통합한 Mando Active Safety Platform까지 구축하며 자율주행으로의 변화에 대응 가능한 라인업 구성
- 동사는 가격경쟁력을 보유한 기술력과 생산거점 다변화를 통해 국내만이 아닌 미국과 유럽, 성장시장인 중남미와 중국/인도 등에서 수주와 제품 생산 중임. 최근 ADAS를 비롯한 전장제품 수주확대를 통해 '양' 뿐만이 아니라 '질'적인 측면에서도 주요 경쟁사 대비 월등한 모습을 보이고 있음. 이를 기반으로 2021년까지 만도 - CAGR 7~8%, 만도 헬라 - CAGR 10~11% 성장 기대. 외형성장과 함께 고부가 제품 비중 높아지며 수익성 개선도 진행될 전망임

II. 한라 그룹 지배구조

(주)한라 경영난 이후, 한라홀딩스를 주축으로 한 새로운 지배구조 체제 완성

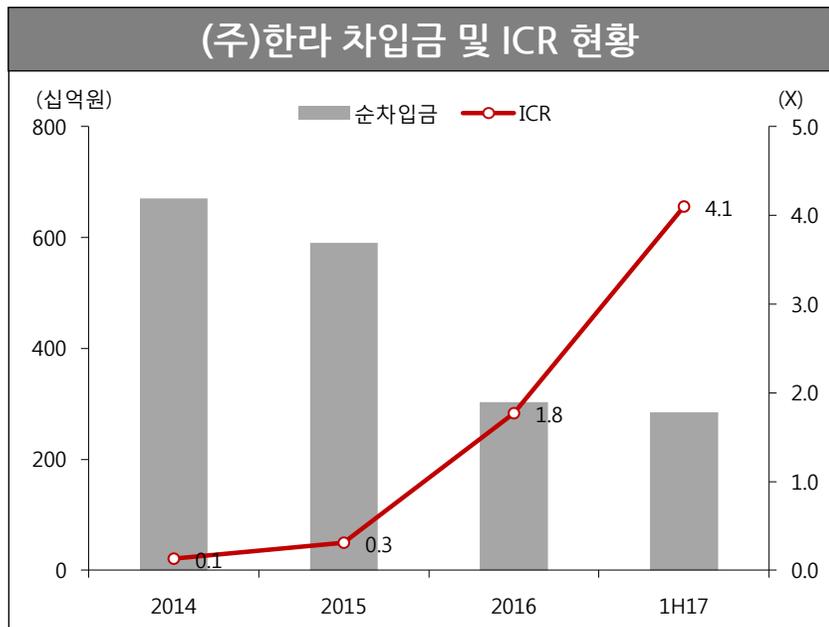
- 한라홀딩스는 2014년 7월 자동차 부품사인 만도에서 인적분할하여 지주회사 체제로 전환하였음. 리먼사태를 겪으면서 (주)한라(구. 한라건설)의 차입금 및 PF대출 부담으로 인해 만도는 (주)한라에 3,000억원의 유상증자 대금을 납입하여 경영난을 도왔으며, 실질적으로 만도가 분리해 존속법인이자 지주회사로 한라홀딩스를 세우고 (한라마이스터, 한라아이앤씨 흡수합병) 신설법인인 (주)만도를 설립한 구조임



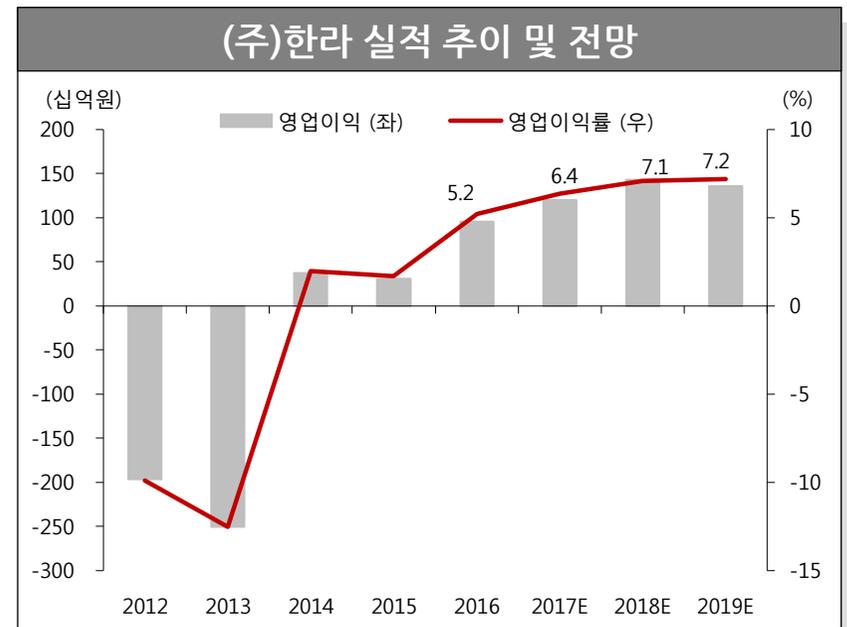
Ⅲ. 한라 그룹 투자포인트

Ⅲ-1. (주)한라 리스크 요인 해소

- 한라 그룹주의 리스크 요인이던 (주)한라는 배곧신도시 프로젝트로 이미 지난해부터 빠른 속도의 턴어라운드가 나타난 상황임. 이미 ICR은 4X 수준을 기록하고 있으며, 순차입금 역시 2,850억원 수준으로 높지 않음. 향후 지주공동 개발사업, 수도권 오피스텔 개발사업 등을 통해 개발 이익 확대가 지속될 것으로 보이며, 특히 문재인 정부의 지역 거점 공항공사 발주 확대에 따라 공항 실적이 많은 (주)한라가 수혜를 볼 것으로 기대됨. 2018년 해외 부문 이익 정상화 기조에 따라 이익 확대 역시 지속될 것으로 보이며, 2018E PER (희석주식 감안)은 현 주가 수준 6.0X로 밸류에이션 메리트 역시 보유하고 있음



자료: 한라, SK증권

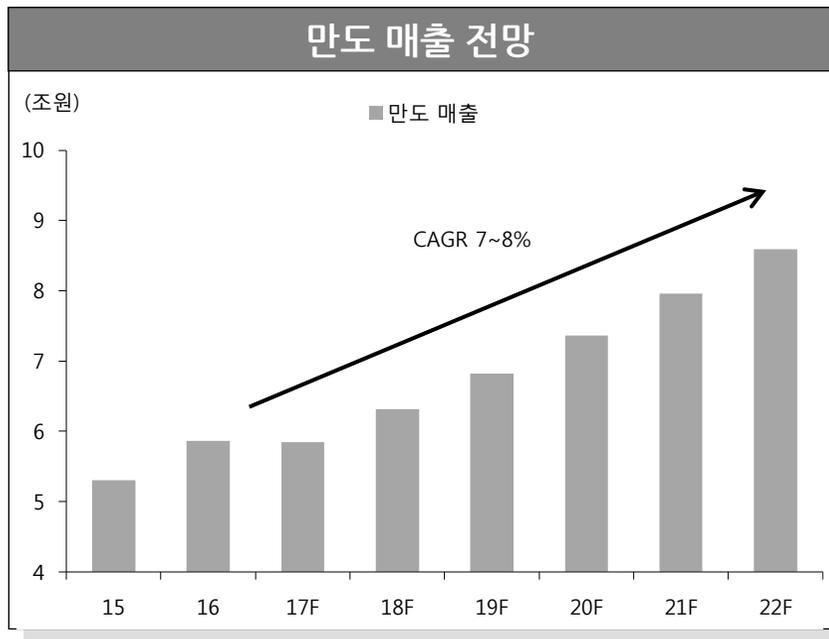


자료: 한라, SK증권

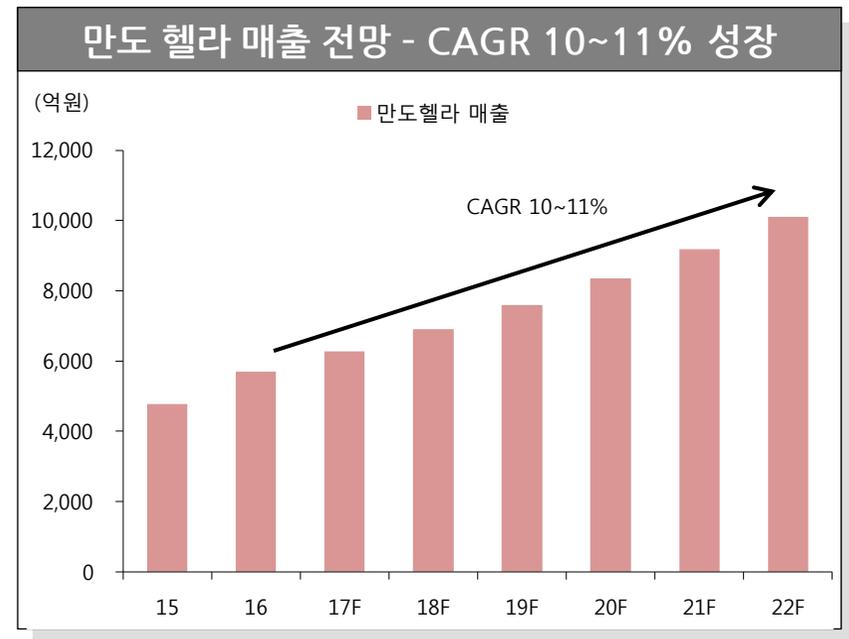
III. 한라 그룹 투자포인트

III-2. 자동차 부품 - 성장하는 시장, 성장하는 아이템에 포지셔닝

- 샤시 제품군과 만도헬라/만도브로제 등 관계회사를 통한 내재화를 바탕으로 자율주행으로의 변화에 대응할 수 있는 기술력과 함께 가격경쟁력을 보유. 기술력과 생산거점 다변화를 통하여 중국/인도 등에서 고객 다변화 진행
- ADAS관련 수주 확대를 통해 '양' 뿐만이 아니라 '질'적인 측면에서도 주요 경쟁사 대비 월등한 수주활동 진행. 이를 기반으로 2021년까지 만도 - CAGR 7~8%, 만도 헬라 - CAGR 10~11% 성장 기대. 외형성장과 함께 고부가 제품 비중 높아지며 수익성 개선도 진행될 전망



자료: 만도, SK증권



자료: 한라홀딩스, SK증권

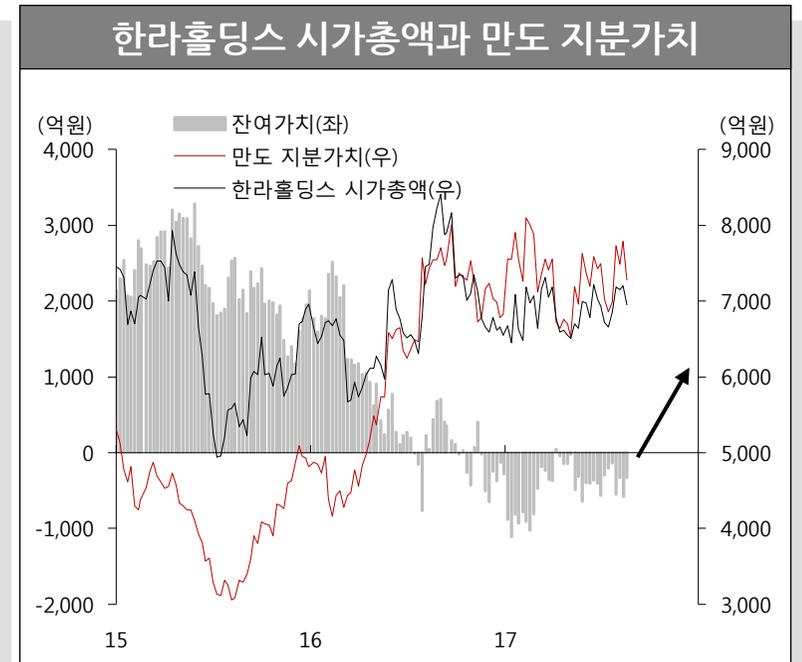
III. 한라 그룹 투자포인트

III-3. 한라홀딩스 - 할인요인 사라지며 안정성과 성장성 재평가 기대

- 동사는 1)만도헬라를 통한 성장성, 2)캡티브를 기반으로 한 유통물류서비스 부문과 배당수익 및 지분법손익과 로열티 수익을 통한 지주부문의 안정성을 보유. 하지만 안정적인 유통사업과 만도, 만도헬라 의 관계사의 성장에도 불구하고, 아래처럼 만도 지분 가치만큼의 평가도 부여받지 못한 저평가 상태가 지속되어왔음. 하지만 주된 할인요인이었던 기타부문(JJ한라)와 (주)한라의 턴어라운드를 통해 동사의 성장성과 안정성에 대한 재평가 기대

한라홀딩스 Valuation						
구분			지분율	금액		
상장	만도	시가총액(억원)	23,479	30.3	7,121	
	한라(보통주)	시가총액(억원)	1,633	7.0	115	
비상장	만도헬라	17F예상순이익x 12(억원)	3,480	50.0	1740	
	스택폴	17F예상순이익x 10(억원)	1,400	20.0	280	
	한라(우선주)	장부가치(억원)	2,132	58.4	1245	
합계					(억원) 10,501	
B=A * 70%	30% 할인				(억원)	7,350
C	사업가치(유통)	17F예상순이익x 10(억원)	250	x10	2,500	
D	브랜드가치				(억원)	235 x10 2,350
E	순차입급	(별도기준)				(억원) -3,176
F=B+C+D+E	합계				(억원)	9,024
	주식수				(주)	10,802,691
G	자사주제외				(주)	10,669,088
H = F / G	주당가치				(원)	83,539
	목표주가				(원)	83,000

자료: 한라홀딩스, SK증권 추정



자료: Quantiwise, SK증권

1. 만도 (204320) - 매수, 목표주가 320,000원

- Valuation
- 실적전망
- 투자포인트
- 재무제표

2. 한라홀딩스 (060980) - 매수, 목표주가 83,000원

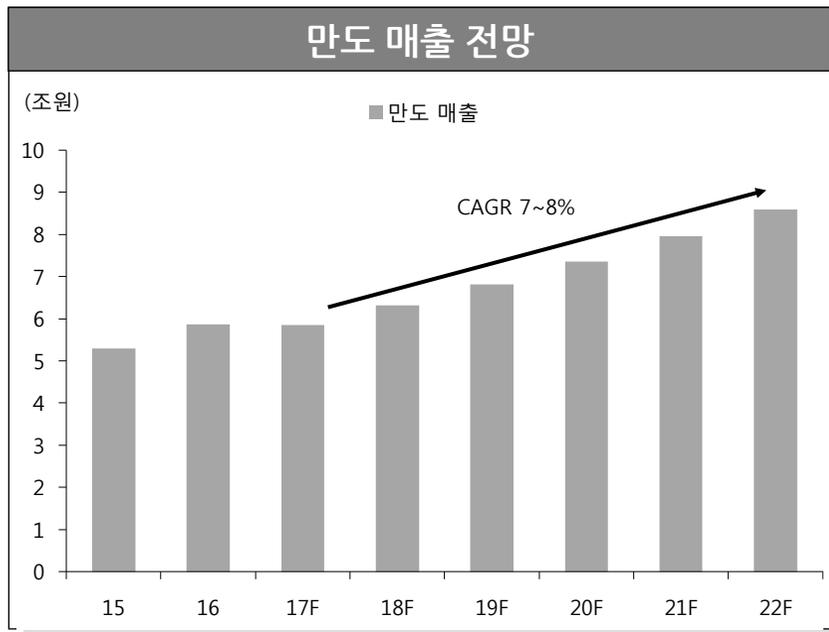
- Valuation
- 실적전망
- 투자포인트
- 재무제표

3. (주)한라 (014790) - Not Rated, 목표주가 N/A

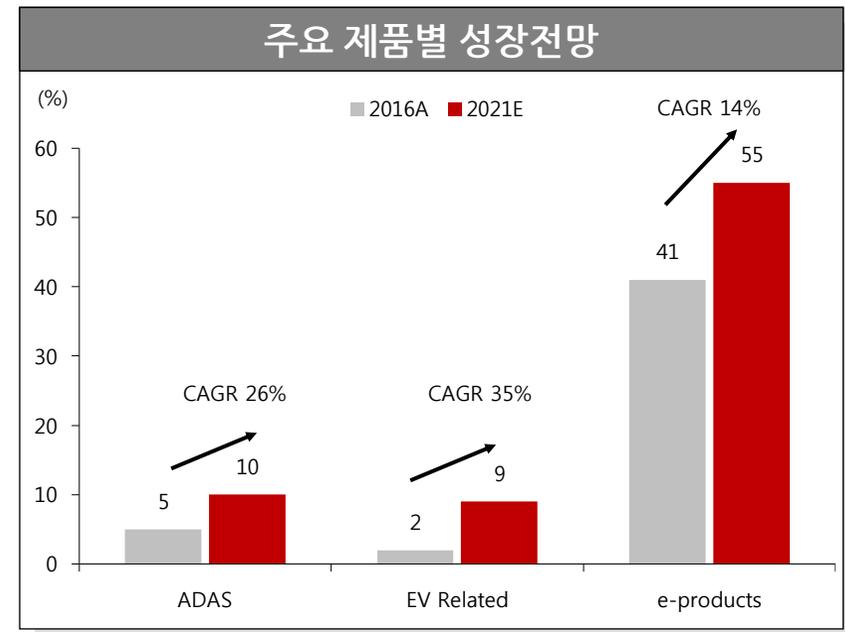
- Valuation
- 실적전망
- 투자포인트
- 추가추이
- 재무제표

만도 (204320): 투자의견 매수 / 목표주가 320,000원

- 시대가 변해도 중요한 아이템인 조향(Steering), 제동(Brake), 현가(Suspension) 전문업체. 샤시 제품군과 만도헬라/만도브로제 등 관계회사를 통한 내재화를 바탕으로 자율주행으로의 변화에 대응할 수 있는 기술력과 함께 가격경쟁력을 보유하며 성장하는 시장에서 성장하는 아이템에 포지셔닝
- 기술력과 생산거점 다변화를 통하여 중국/인도 등에서 고객 다변화 진행. 최근 수주에서 59%를 EBS, EPS, ADAS 등의 전장 제품으로 확보하며, '양' 뿐만이 아니라 '질'적인 측면에서 성장. ADAS와 EV관련 아이템 중심으로 중장기 21년까지 7~8% 매출성장, 외형성장과 함께 고부가 제품 비중 높아지며 수익성 개선도 진행될 전망



자료: 만도, SK증권



자료: 만도, SK증권

만도 Valuation 및 실적 전망



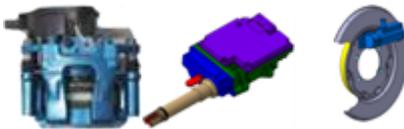
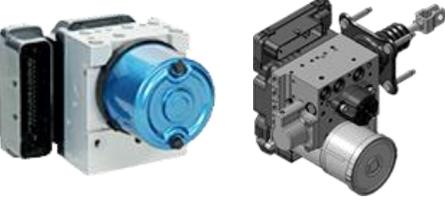
만도 실적 추이 및 전망

- 고객다변화와 ADAS 확대 등 제품고도화를 통해 주요 고객사의 부진에도 불구하고, 자동차 업종 내에서 상대적 이익 안정성 예상. 수주를 바탕으로 2021년까지 CAGR 7~8% 매출 성장 기대

(단위: 억원)	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q(F)	17.4Q(F)	2016	2017(F)	2018(F)	2019(F)
매출액	13,664	14,400	13,568	17,032	14,304	13,933	13,070	17,162	58,664	58,468	62,396	64,737
한국	7,208	7,973	7,148	9,548	7,604	7,960	7,220	9,643	31,878	32,427	33,075	33,075
중국	4,082	4,014	3,989	5,631	4,185	3,106	3,350	5,350	17,716	15,991	18,559	19,487
미국	2,632	2,824	2,788	3,057	2,594	2,426	2,537	2,905	11,301	10,462	10,671	10,991
기타	1,519	1,537	1,532	1,573	1,622	1,821	1,578	1,605	6,161	6,626	7,023	7,585
연결조정	-1,777	-1,949	-1,889	-2,777	-1,701	-1,380	-1,615	-2,340	-8,391	-7,037	-6,933	-6,403
매출원가	11,850	12,471	11,492	14,241	12,273	11,966	11,188	14,588	50,054	50,014	53,162	55,026
%	86.7	86.6	84.7	83.6	85.8	85.9	85.6	85.0	85.3	85.5	85.2	85.0
판관비	1,254	1,281	1,327	1,697	1,427	1,414	1,323	1,655	5,560	5,819	6,075	6,374
%	9.2	8.9	9.8	10.0	10.0	10.2	10.1	9.6	9.5	10.0	9.7	9.8
영업이익	559	648	749	1,094	604	553	559	919	3,050	2,635	3,159	3,337
%	4.1	4.5	5.5	6.4	4.2	4.0	4.3	5.4	5.2	4.5	5.1	5.2
영업외손익	-37	-124	-133	36	-125	-55	-39	-54	-259	-274	-80	-83
%	-0.3	-0.9	-1.0	0.2	-0.9	-0.4	0	0	-0.4	-0.5	-0.1	-0.1
세전이익	522	524	615	1,130	478	497	520	865	2,791	2,361	3,080	3,254
%	3.8	3.6	4.5	6.6	3.3	3.6	4.0	5.0	4.8	4.0	4.9	5.0
법인세	109	71	165	345	127	137	130	216	690	610	770	846
%	20.9	13.5	26.8	30.6	26.5	27.5	25.0	25.0	24.7	25.8	25.0	26.0
당기순이익	413	453	450	785	352	360	390	649	2,101	1,751	2,310	2,408
%	3.0	3.1	3.3	4.6	2.5	2.6	3.0	3.8	3.6	3.0	3.7	3.7
지배주주	397	429	424	745	327	332	370	603	1,995	1,633	2,174	2,260
%	2.9	3.0	3.1	4.4	2.3	2.4	2.8	3.5	3.4	2.8	3.5	3.5

시대가 변해도 중요한 아이템의 가치 - 제동/조향/현가

- 주행과 관련이 높은 조향(Steering), 제동(Brake), 현가(Suspension)을 담당하는 샤시전문 부품사
- 글로벌로 동사와 같은 제품포트폴리오를 구축하고 있는 업체는 극히 제한적. 전통적인 자동차산업에서 뿐만 아니라 자율주행과 연비규제/친환경으로의 변화에도 대응 가능한 제품군 보유

만도 주요 아이템 - 제동/조향/현가		
<p>제동(Brake System)</p>  <p>Caliper Brake</p>  <p>Electric Parking Brake</p>  <p>ABS IDB</p>	<p>조향(Steering System)</p>  <p>Steering Gear System</p>  <p>Steering Column</p>  <p>Electric Power Steering</p>	<p>현가(Suspension System)</p>  <p>Damper Spring Module</p>  <p>Shock Absorber</p>  <p>전자제어 서스펜션</p>

변화에 대응 가능한 다양한 제품라인업

- 안전에 대한 규제강화로 인해 자율주행으로의 변화는 필수적, 또한 다양한 옵션을 통한 소비자 만족을 위해서라도 LDW, AEB, HDA, SPAS 등 다양한 ADAS(Advanced Driving Assistant System) 기술이 차량에 탑재되며 ADAS 시장은 확대될 전망. 동사는 앞서 언급한 샤시제품군과 만도헬라/만도브로제 등 관계회사를 통한 내재화를 바탕으로 변화에 대응할 수 있는 기술력과 함께 가격경쟁력을 보유

자율주행 단계		
단계	구분	내용
0 단계	비자동화	자율 주행 기술없이 사람이 차량을 운전
1 단계	운전자 지원	운전자 운전상태에서 핸들 조향 및 가/감속 지원
2 단계	부분 자동화	핸들 방향 조정 및 가/감속 등 하나 이상의 자동화 기능을 포함
3 단계	조건부 자동화	차량이 주변환경을 파악해 자율 주행, 하지만 특정 상황 시 운전자 개입 필요
4 단계	고도 자동화	시내주행을 포함한 도로 환경에서 운전자 개입이 나 모니터링이 필요 없는 자율 주행
5 단계	완전 자동화	모든 환경 하에서 운전자 개입 없는 자율 주행

자료: 미국자동차기술협회(SAE), SK증권



자료: 만도, SK증권

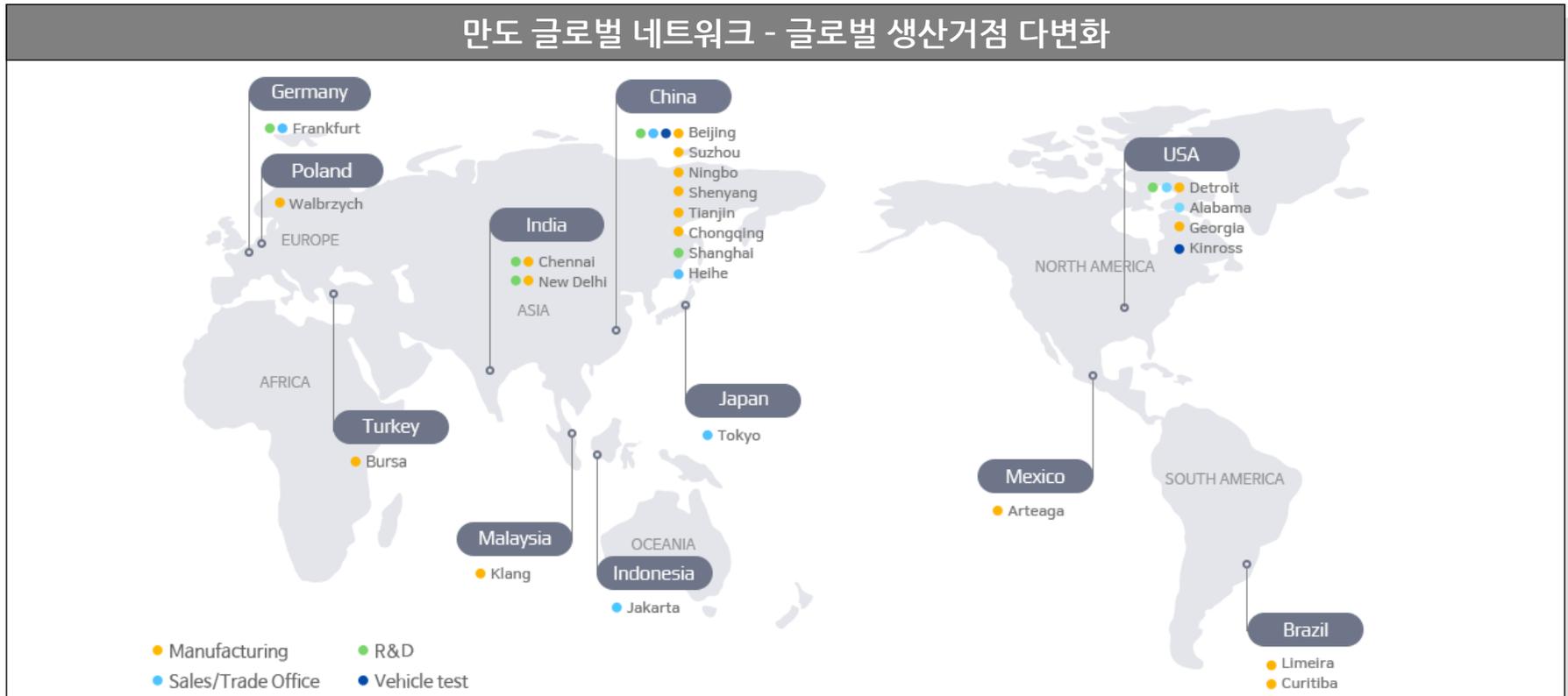
기술력을 바탕으로 통합 솔루션 제공

- 단일 ADAS 기능뿐만 아니라 자율주행을 위해 필요한 인지/판단/제어 기술을 바탕으로 내재화된 Sensor와 Processor, Actuator를 통합한 만도 Active Safety Platform 제공 가능. 추가적인 수주와 과점화를 통해 실적과 valuation 상향 기대



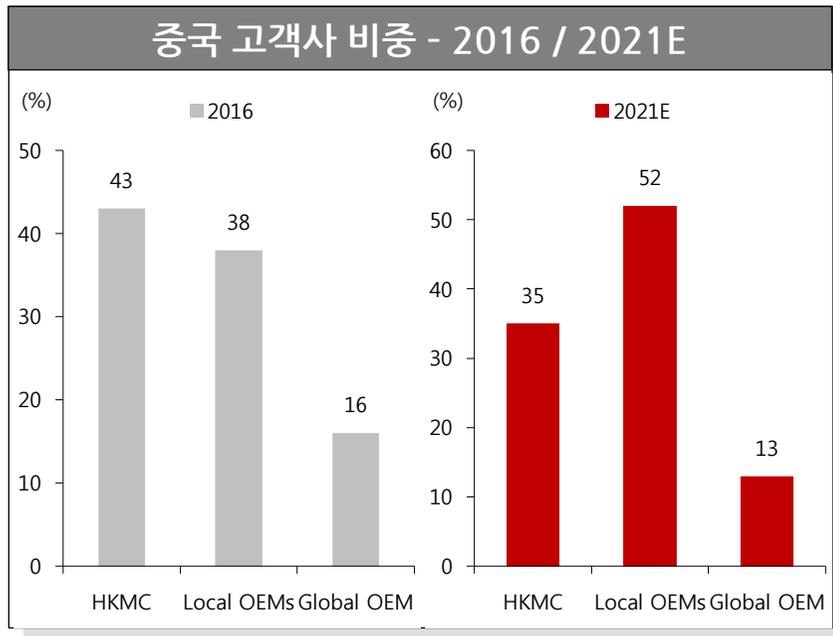
고객 및 생산거점 다변화

- 완성차업체의 생산/판매처가 글로벌로 확대되면서 부품사 납품 경쟁에서 기술력뿐만 아니라 생산거점 다변화도 중요한 요인으로 작용되기 시작. 동사는 국내 뿐만이 아니라 선진시장인 미주와 유럽, 그리고 향후 성장이 예상되는 중국과 인도에 생산거점을 이미 확보하며 유리한 고지를 선점

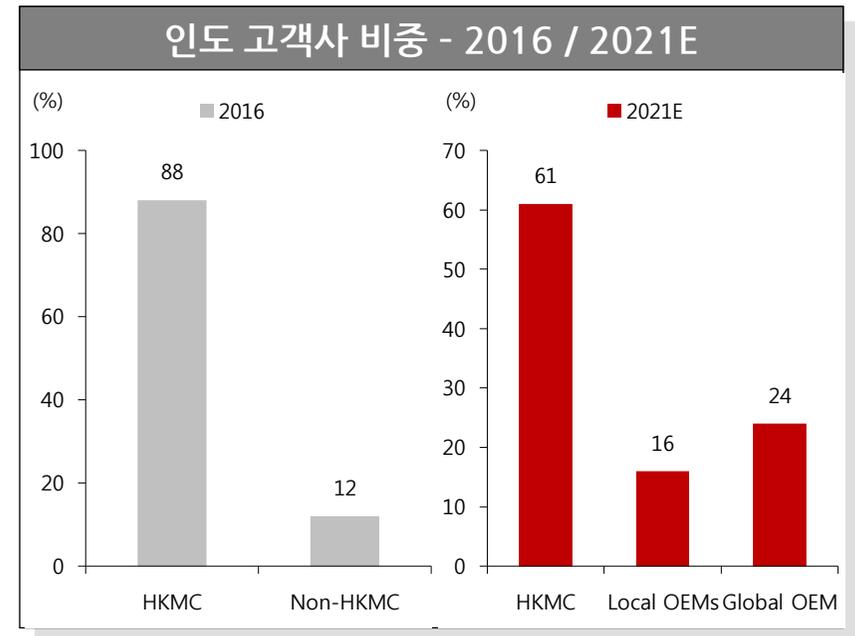


고객 및 생산거점 다변화

- 기술력을 보유한 아이템과 생산거점 다변화를 통해 현대차그룹만이 아니라 글로벌 고객다변화 진행 중. 특히 자동차수요 성장 제한적인 상황에서 중국과 인도 등 향후 성장성이 높은 신흥 시장에서의 고객 확보는 중요하다는 판단. 2021년까지 매출 증가와 더불어 Local OEM과 Global OEM 비중은 높아질 것으로 예상되며, 해당 시장에서의 빠르게 높아지는 전장부품 탑재율은 수익성 개선에도 기여할 전망



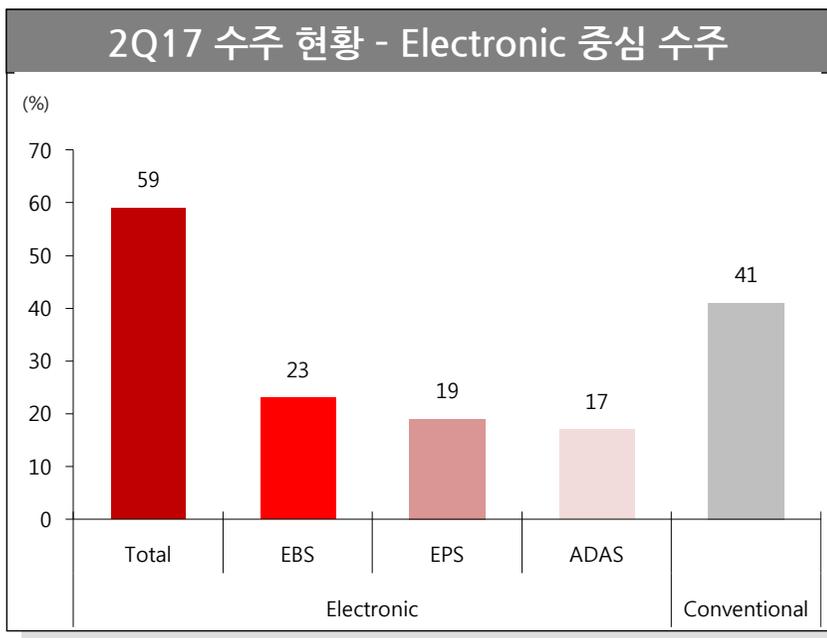
자료: 만도, SK증권



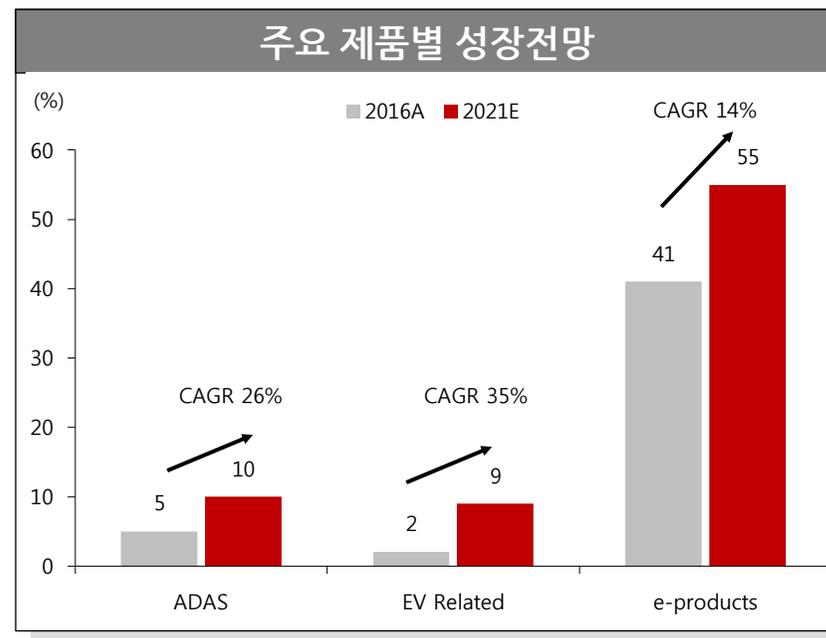
자료: 만도, SK증권

수주현황 - 달라진 경쟁력을 보여주다

- 고객 다변화와 기술력은 신규수주에서도 확인 가능. 17년 2분기 기준 신규수주 9.5조를 달성하며 기존 12조에서 13조로 연간 가이드를 상향. 특히 상반기 수주내역을 보면 전체 수주 중 59%를 EBS, EPS, ADAS 등의 전장제품으로 확보하며, '양'뿐만이 아니라 '질'적인 측면에서의 성장 동반
- ADAS와 EV관련 아이템 중심으로 중장기 21년까지 7~8% 매출성장, 외형성장과 함께 고부가 제품 비중 높아지며 수익성도 지속적으로 개선될 전망



자료: 만도, SK증권



자료: 만도, SK증권

만도 재무제표 요약



대차대조표

(단위: 억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,464	21,009	20,906	23,018	24,794
현금및현금성자산	1,998	1,847	1,653	2,493	3,511
매출채권 및 기타채권	12,600	14,177	14,130	15,079	15,645
재고자산	3,212	3,364	3,353	3,578	3,713
비유동자산	22,134	23,635	23,509	23,391	23,318
장기금융자산	689	619	642	642	642
유형자산	17,842	19,004	18,420	17,820	17,309
무형자산	1,571	1,966	2,297	2,569	2,794
자산총계	41,598	44,644	44,415	46,409	48,112
유동부채	19,364	17,530	16,995	17,358	17,331
단기금융부채	6,743	3,148	2,661	2,061	1,461
매입채무 및 기타채무	11,553	12,804	12,761	13,619	14,130
단기충당부채	171	357	355	379	393
비유동부채	8,577	11,963	11,541	11,860	12,179
장기금융부채	5,750	9,835	9,281	8,881	8,481
장기매입채무 및 기타채무	55	34	34	34	34
장기충당부채	152	143	168	176	182
부채총계	27,941	29,493	28,535	29,218	29,511
지배주주지분	13,219	14,647	15,287	16,491	17,781
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	9,622	6,018	6,018	6,018	6,018
기타자본구성요소	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자기주식	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)
이익잉여금	1,312	6,542	7,683	9,387	11,177
비지배주주지분(연결)	438	504	593	701	820
자본총계	13,658	15,151	15,880	17,192	18,601
부채와자본총계	41,598	44,644	44,415	46,409	48,112

손익계산서

(단위: 억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	52,992	58,664	58,468	62,396	64,737
매출원가	45,481	50,054	50,014	53,162	55,026
매출총이익	7,511	8,610	8,454	9,235	9,710
매출총이익률(%)	14.2%	14.7%	14.5%	14.8%	15.0%
판매비와관리비	4,855	5,560	5,819	6,075	6,374
영업이익	2,656	3,050	2,635	3,159	3,337
영업이익률(%)	5.0%	5.2%	4.5%	5.1%	5.2%
비영업손익	-645	-259	-274	-80	-83
순금융손익	-314	-325	-137	-104	-108
외환관련손익	-143	69	-68	-52	-54
관계기업등 투자손익	-79	136	48	187	194
세전계속사업이익	2,012	2,791	2,361	3,080	3,254
세전계속사업이익률(%)	3.8%	4.8%	4.0%	4.9%	5.0%
계속사업법인세	716	690	610	770	846
계속사업이익	1,296	2,101	1,751	2,310	2,408
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,296	2,101	1,751	2,310	2,408
순이익률(%)	2.4%	3.6%	3.0%	3.7%	3.7%
지배주주	1,258	1,995	1,633	2,174	2,260
지배주주귀속 순이익률(%)	2.4%	3.4%	2.8%	3.5%	3.5%
비지배주주	38	106	118	136	148
총포괄이익	955	2,072	1,222	1,781	1,879
지배주주	913	1,975	1,133	1,673	1,760
비지배주주	42	97	89	108	119
EBITDA	4,903	5,336	5,486	6,692	6,826

만도 재무제표 요약



현금흐름표

(단위: 억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동으로 인한 현금흐름	2,481	3,826	4,491	5,617	5,799
당기순이익(손실)	2,012	2,791	1,878	2,310	2,408
비현금수익비용가감	3,507	3,416	3,671	4,382	4,418
유형자산감가상각비	1,977	2,008	2,490	3,100	3,011
무형자산상각비	270	278	361	432	478
기타	708	981	161	111	115
운전자본감소(증가)	-2,155	-1,704	-312	-304	-180
매출채권및기타채권의 감/증	-2,373	-1,711	-45	-949	-566
재고자산의감/증가	37	-199	11	-225	-134
매입채무및기타채무의 증/감	709	945	-253	857	511
기타	-528	-738	-26	13	9
법인세납부	-883	-677	-745	-770	-846
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,412	-3,603	-3,448	-3,005	-2,998
금융자산감소(증가)	1,111	127	9	0	0
유형자산처분(취득)	-2,652	-3,288	-2,500	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-611	-704	-704	-704	-704
기타투자활동	-261	262	-253	199	206
재무활동으로 인한 현금흐름	344	-344	-1,174	-1,772	-1,784
단기금융부채의 증가(감소)	-6,124	-2,421	-1,026	-600	-600
장기금융부채의 증가(감소)	5,107	2,998	465	-400	-400
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-187	-450	-468	-470	-470
기타재무활동	1,548	-471	-589	-303	-314
현금의 증가	394	-151	-193	840	1,018
기초현금	1,604	1,998	1,847	1,653	2,493
기말현금	1,998	1,847	1,653	2,493	3,511
FCF	-1,181	584	1,630	2,394	2,574

주요투자지표

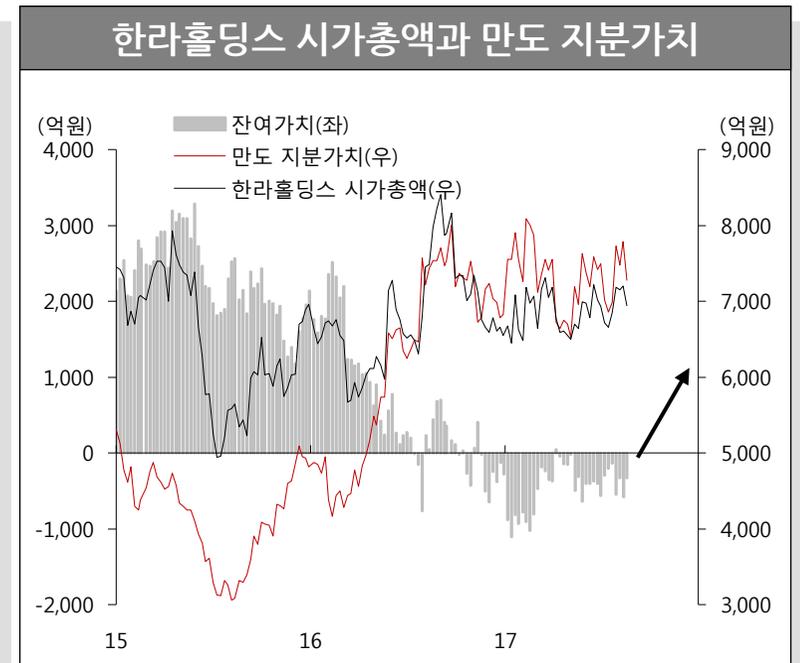
(단위: X, %, 원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성(%)					
매출액	207.8	10.7	-0.3	6.7	3.8
영업이익	235.2	14.8	-13.6	19.9	5.6
세전계속사업이익	234.7	38.7	-15.4	30.5	5.7
EBITDA	224.5	8.8	2.8	22.0	2.0
EPS	164.6	58.6	-18.1	33.1	4.0
수익성(%)					
ROA	3.2	4.9	3.9	5.1	5.1
ROE	10.6	14.3	10.9	13.7	13.2
EBITDA마진	9.3	9.1	9.4	10.7	10.5
안정성(%)					
유동비율	100.5	119.8	123.0	132.6	143.1
부채비율	204.6	194.7	179.7	170.0	158.6
순차입금/자기자본	74.8	72.4	62.8	47.3	32.9
EBITDA/이자비용	12.7	14.1	25.9	22.1	21.7
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	13,395	21,243	17,388	23,143	24,069
BPS	140,761	155,957	162,773	175,591	189,335
CFPS	37,321	45,584	47,744	60,756	61,220
주당 현금배당금	4,800	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation지표(배)					
PER(최고)	13.6	13.5	16.5	12.4	11.9
PER(최저)	7.6	6.7	12.7	9.5	9.2
PBR(최고)	1.3	1.8	1.8	1.6	1.5
PBR(최저)	0.7	0.9	1.4	1.3	1.2
PCR	4.4	5.1	5.2	4.1	4.1

자료: 만도, SK증권 추정

한라홀딩스 (060980): 투자의견 매수 / 목표주가 83,000원

- 동사는 1)만도헬라를 통한 성장성, 2)캡티브를 기반으로 한 유통물류서비스 부문과 배당수익 및 지분법손익과 로열티 수익을 통한 지주부문의 안정성을 보유. 하지만 안정적인 유통사업과 만도와 만도헬라 등 관계사의 성장에도 불구하고, 아래처럼 만도 지분가치만큼의 평가도 부여받지 못한 저평가 상태였음. 주된 할인요인이었던 기타부문(JJ한라)와 (주)한라의 턴어라운드를 통해 동사의 성장성과 안정성에 대한 재평가 기대

한라홀딩스 Valuation							
구분				지분율	금액		
상장	만도	시가총액(억원)	23,479	30.3	7,121		
	한라(보통주)	시가총액(억원)	1,633	7.0	115		
비상장	만도헬라	17F예상순이익x 12(억원)	3,480	50.0	1740		
	스택폴	17F예상순이익x 10(억원)	1,400	20.0	280		
	한라(우선주)	장부가치(억원)	2,132	58.4	1245		
합계					(억원)	10,501	
B=A * 70%	30% 할인				(억원)	7,350	
C	사업가치(유통)	17F예상순이익x 10(억원)	250	x10	2,500		
D	브랜드가치				(억원)	235 x10 2,350	
E	순차입금	(별도기준)				(억원)	-3,176
F=B+C+D+E	합계				(원)	9,024	
G	주식수				(주)	10,802,691	
	자사주제외				(주)	10,669,088	
H = F / G	주당가치				(원)	83,539	
	목표주가				(원)	83,000	



한라홀딩스 Valuation 및 실적 전망



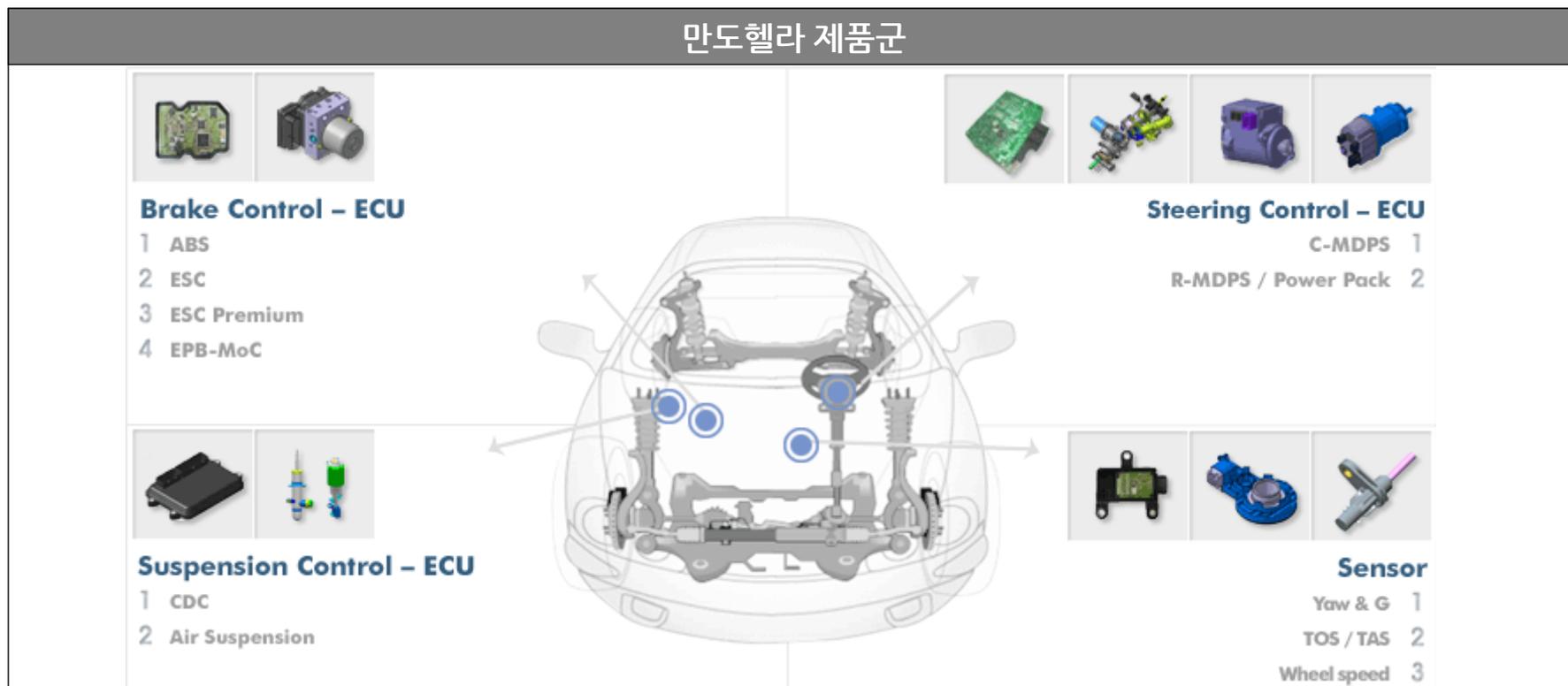
한라홀딩스 실적 전망

- 유통물류서비스사업부문과 관계회사의 성장성을 바탕으로 한 지주부문의 안정적 실적은 지속될 전망
기타사업(JJ한라)과 관계사 (주)한라도 턴어라운드하며 Discount 요인은 점차 해소

(단위: 억원)	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q(F)	17.4Q(F)	2016	2017(F)	YoY
매출액	2,195	2,487	2,526	2,803	2,289	2,495	2,384	2,593	10,012	9,761	-2.5%
지주부문	253	290	271	397	308	344	312	437	1,212	1,400	15.6%
유통물류서비스부문	1,552	1,789	1,865	1,945	1,963	2,031	2,052	2,140	7,152	8,185	14.4%
자동차소결부품부문	389	390	370	429	0	0	0	0	7,921	7,749	-2.2%
기타사업부문		18	20	32	19	121	20	16	79.1	79.4	0.3%
영업이익	240	304	245	370	250	276	268	359	1,159	1,153	-0.5%
%	10.9	12.2	9.7	13.2	10.9	11.1	11.2	13.8	11.6	11.8	0.2%p
지주부문	141	178	149	249	187	197	190	277	718	852	18.7%
%	55.8	61.4	54.9	62.8	60.9	57.3	61.0	63.5	59.2	60.8	1.6%p
유통물류서비스부문	46	89	72	63	72	79	78	81	270	310	15.1%
%	2.9	5.0	3.9	3.2	3.7	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	0.0%p
자동차소결부품부문	53	56	47	68	0	0	0	0	224	0	
%	13.5	14.3	12.8	15.8	0.0	0.0	0.0	0.0	14.2	0.0	
기타사업부문		-18	-23	-10	-8	0	0	0	-52	-9	적지
%	0.0	-100.0	-119.3	-32.2	-44.8	-0.1	-0.5	-0.4	-58.9	-5.0	54.0%p
영업외이익	-52	42	-112	-35	-112	425	-111	-26	-157	176	흑전
%	-2.3	1.7	-4.4	-1.2	-4.9	17.0	-4.7	-1.0	-1.6	1.8	3.4%p
세전이익	188	346	133	335	139	701	157	333	1,002	1,329	32.7%
%	8.6	13.9	5.3	11.9	6.1	28.1	6.6	12.8	10.0	13.6	3.6%p
당기순이익	139	275	93	298	144	435	122	260	804	961	19.6%
%	6.3	11.0	3.7	10.6	6.3	17.4	5.1	10.0	8.0	9.8	1.8%p
지배순이익	126	263	86	278	137	434	122	259	753	952	26.3%
%	5.8	10.6	3.4	9.9	6.0	17.4	5.1	10.0	7.5	9.7	2.2%p

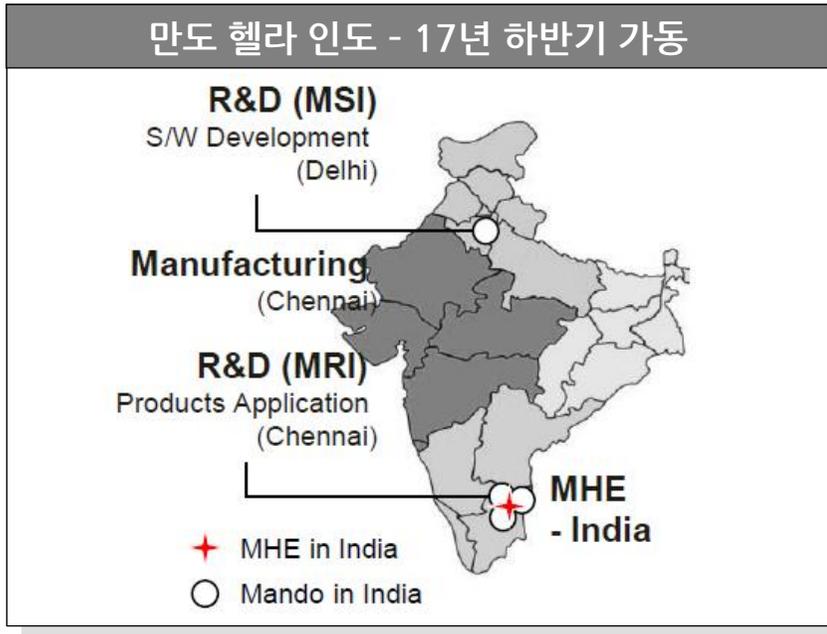
성장성 - 만도 헬라일렉트로닉스(MHE), 자동차용 센서에 투자하고 싶다면

- 만도헬라일렉트로닉스는 독일의 헬라(Hella)와 한라홀딩스가 각각 50%의 지분을 보유한 지분법 회사로 만도의 핵심기술 내 재화에 필수. ECU(ABS, ESC, EPS 등에 장착), 센서(레이다, 카메라 등)에 대한 독자적인 기술력을 바탕으로 SPAS, LKAS, Radar 등 운전자 보조시스템에 필요한 아이템 생산. 자율주행 확대에 따라 동사의 아이템에 대한 필요성은 높아질 전망

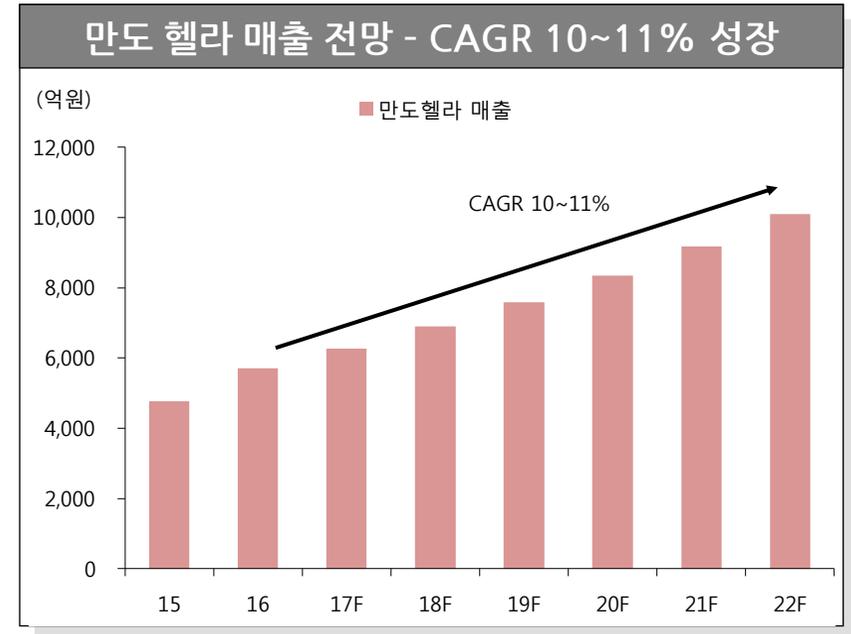


성장성 - 만도 헬라일렉트로닉스(MHE)

- 17년 하반기부터 만도헬라 인도 공장 가동. 2020년까지 만도헬라 전체 매출의 9~10%까지 차지하며 외형성장에 크게 기여할 것으로 예상. 센서를 기반으로 하는 ADAS 제품 선진국 안전 규제 강화 및 자동차 업체들의 ADAS 상용화 경쟁으로 2020년까지 연평균 20% 이상씩 성장할 것으로 추정. 신규 증설을 통한 외형성장과 고부가가치 제품 믹스 확대를 통해서 동사의 매출은 2022년까지 CAGR 10~11% 매출 성장 기대, 한라홀딩스의 지주부문 실적과 valuation에 크게 기여할 것으로 판단



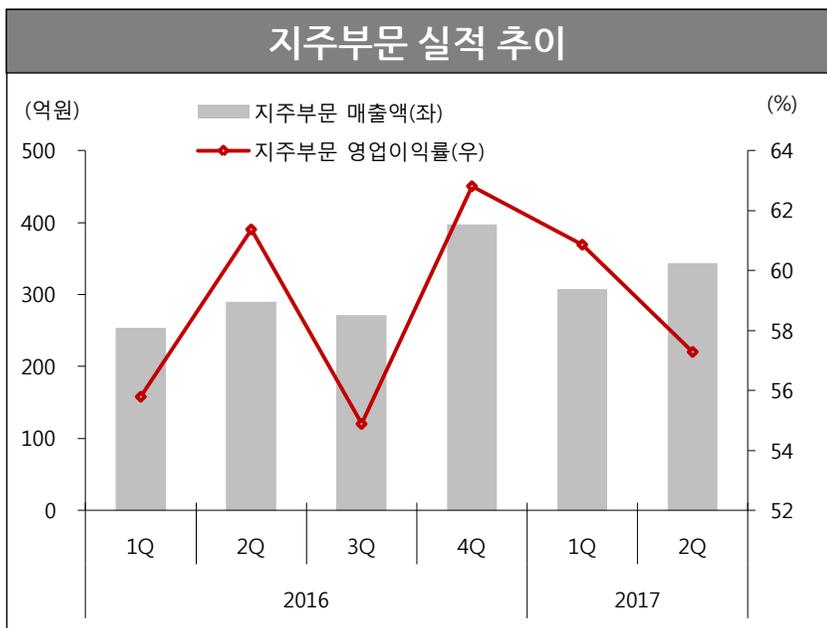
자료: 한라홀딩스, SK증권



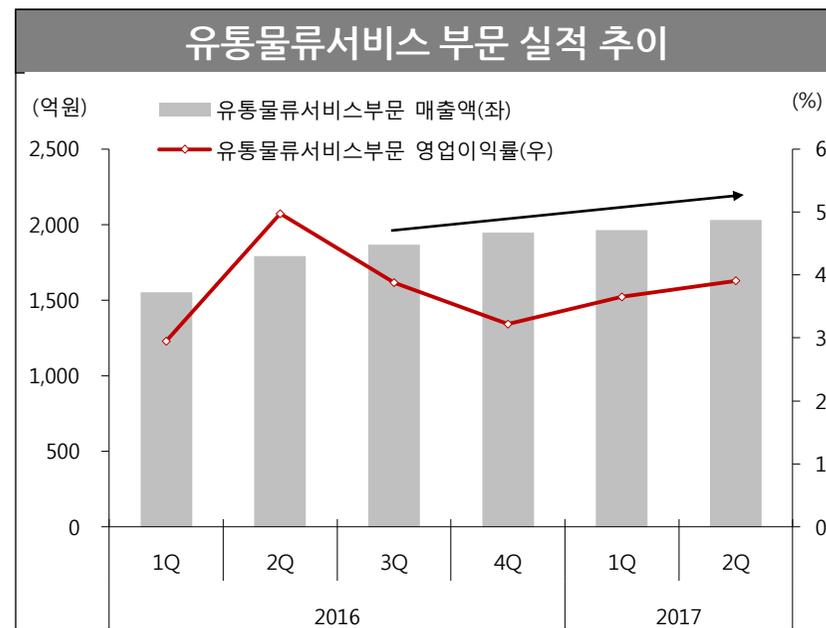
자료: 한라홀딩스, SK증권

안정성 - 자체사업과 지주부문

- 만도헬라와 스택폴을 통한 성장성 뿐만 아니라 지주부문과 자체사업을 통한 안정적 현금흐름도 동사의 투자포인트. 순수지주로서 자회사를 통한 배당수익 및 지분법손익과 (주)한라 및 만도로부터 브랜드사용에 대한 상표권 수익 등은 자회사의 실적 개선으로 매년 증가할 전망. 유통물류서비스부문은 한라마이스터를 흡수/합병하여 수익모델이 완성. 캡티브 중심의 사업구조로 인해 성장성은 다소 제한적이거나 안정성은 매우 높다는 판단. 17년 2분기 핵심사업 중심으로 재편하며 3%대의 마진율 지속, 향후 해외물류 경쟁력 확대를 통해 수익성 개선 기대



자료: 한라홀딩스, SK증권



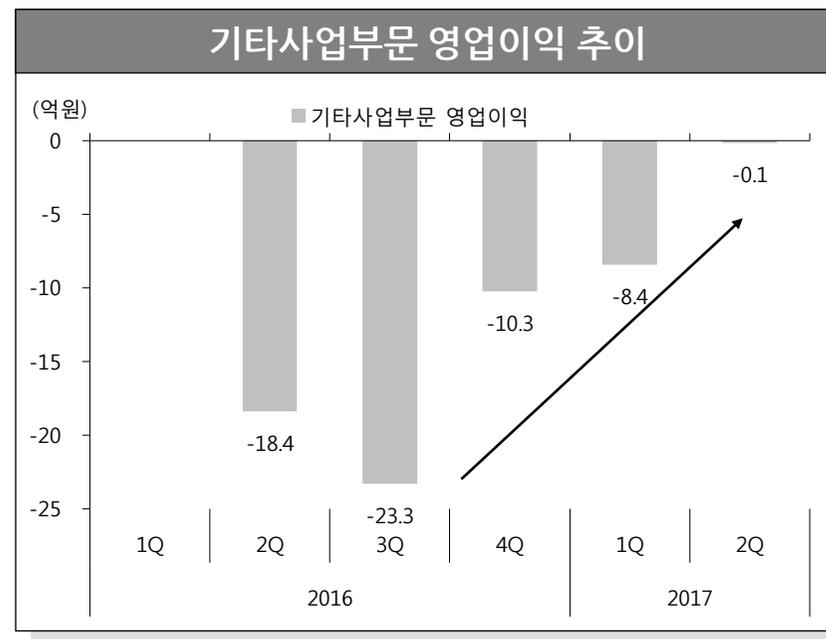
자료: 한라홀딩스, SK증권

턴어라운드 - 기타부문, (주)한라

- 16년 상반기 제주도 골프장 세인트포 인수로 인해 현금유출과 함께 기타사업부문 수익성 악화 지속. 하지만 퍼블릭 전환 이후 일정수준 이상의 매장객을 유지하는 모습(17년 2분기 2.5만명). 16년 11월부터 분양을 시작한 골프텔은 전체 52실 중 누계로 44채가 분양/분양 계획 진행. 실적 또한 16년 3분기를 기점으로 회복되는 모습. 그룹 내 우려요인이었던 (주)한라 또한 실적 개선 진행되며 실적 및 valuation 우려요인들은 희석되고 있다는 판단



자료: 제이제이한라, SK증권



자료: 한라홀딩스, SK증권

한라홀딩스 재무제표 요약



대차대조표

(단위: 억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,352	4,161	5,245	5,869	6,087
현금및현금성자산	1,495	1,043	2,645	3,153	3,165
매출채권 및 기타채권	1,755	2,012	1,591	1,668	1,805
재고자산	960	875	703	737	797
비유동자산	11,709	14,979	13,854	13,341	13,178
장기금융자산	2,885	195	145	145	145
유형자산	1,348	3,368	2,244	2,104	1,980
무형자산	461	487	372	351	332
자산총계	16,060	19,140	19,099	19,210	19,265
유동부채	3,785	3,716	4,975	4,571	4,243
단기금융부채	2,253	1,673	2,976	2,476	1,976
매입채무 및 기타채무	1,366	1,795	1,757	1,842	1,993
단기충당부채	21	14	13	14	15
비유동부채	2,848	5,859	3,938	3,940	3,784
장기금융부채	2,633	5,182	3,259	3,259	2,759
장기매입채무 및 기타채무	10	12	12	12	12
장기충당부채	5	3	3	3	3
부채총계	6,633	9,575	8,913	8,512	8,027
지배주주지분	9,097	9,196	9,827	10,339	10,877
자본금	551	551	551	551	551
자본잉여금	2,647	2,647	2,647	2,647	2,647
기타자본구성요소	-369	-312	-312	-312	-312
자기주식	-75	-75	-75	-75	-75
이익잉여금	6,976	6,587	7,411	8,112	8,838
비지배주주지분(연결)	330	369	359	360	361
자본총계	9,427	9,565	10,186	10,699	11,237
부채와자본총계	16,060	19,140	19,099	19,210	19,265

손익계산서

(단위: 억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,921	10,012	9,761	10,232	11,073
매출원가	7,156	7,921	7,749	8,123	8,790
매출총이익	1,765	2,091	2,012	2,109	2,282
매출총이익률(%)	19.8%	20.9%	20.6%	20.6%	20.6%
판매비와관리비	805	932	858	843	963
영업이익	960	1,159	1,153	1,267	1,320
영업이익률(%)	10.8%	11.6%	11.8%	12.4%	11.9%
비영업손익	-35	-157	176	-251	-272
순금융손익	-163	-253	-100	-90	-97
외환관련손익	29	4	-75	-45	-49
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	924	1,002	1,329	1,015	1,048
세전계속사업이익률(%)	10.4%	10.0%	13.6%	9.9%	9.5%
계속사업법인세	127	198	397	203	210
계속사업이익	797	804	932	812	839
중단사업이익	0	0	29	29	29
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	797	804	961	842	868
순이익률(%)	8.9%	8.0%	9.8%	8.2%	7.8%
지배주주	752	753	952	834	859
지배주주귀속 순이익률(%)	8.4%	7.5%	9.7%	8.1%	7.8%
비지배주주	45	51	10	8	8
총포괄이익	28	1,382	766	646	672
지배주주	(15)	1,334	764	646	671
비지배주주	43	47	2	0	1
EBITDA	1,090	1,316	1,440	1,572	1,607

한라홀딩스 재무제표 요약



현금흐름표

(단위: 억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동으로 인한 현금흐름	357	859	1,392	1,376	1,387
당기순이익(손실)	924	1,002	992	842	868
비현금수익비용가감	-218	-313	260	760	769
유형자산감가상각비	113	129	242	260	245
무형자산상각비	17	28	44	46	43
기타	112	-99	-449	116	126
운전자본감소(증가)	-113	301	544	-23	-40
매출채권및기타채권의 감/증	68	-242	125	-77	-137
재고자산의감/증가	44	140	313	-34	-61
매입채무및기타채무의 증/감	-125	378	-71	85	151
기타	-99	25	176	3	6
법인세납부	-237	-131	-403	-203	-210
투자활동으로 인한 현금흐름	173	105	1,157	-122	-120
금융자산감소(증가)	519	-32	-24	0	0
유형자산처분(취득)	-183	-129	-120	-120	-120
무형자산감소(증가)	-229	-24	-24	-24	-24
기타투자활동	65	291	1,325	22	24
재무활동으로 인한 현금흐름	-712	-1,280	-558	-746	-1,255
단기금융부채의 증가(감소)	-821	197	134	-500	-500
장기금융부채의 증가(감소)	344	1,539	-501	0	-500
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-53	-137	-133	-133	-133
기타재무활동	-181	-2,880	-192	-112	-122
현금의 증가	-163	-453	1,602	508	12
기초현금	1,659	1,495	1,043	2,645	3,153
기말현금	1,495	1,043	2,645	3,153	3,165
FCF	482	1,314	1,560	1,152	1,159

주요투자지표

(단위: X, %, 원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성(%)					
매출액	-2.9	12.2	-2.5	4.8	8.2
영업이익	93.1	20.8	-0.5	9.8	4.2
세전계속사업이익	98.3	8.4	32.7	-23.6	3.2
EBITDA	-44.8	20.8	9.4	9.2	2.2
EPS	200.7	0.2	22.4	-12.8	3.2
수익성(%)					
ROA	4.9	4.6	5.0	4.4	4.5
ROE	8.2	8.2	10.0	8.3	8.1
EBITDA마진	12.2	13.1	14.8	15.4	14.5
안정성(%)					
유동비율	115.0	112.0	105.4	128.4	143.4
부채비율	70.4	100.1	87.5	79.6	71.4
순차입금/자기자본	35.6	59.4	33.2	22.2	12.1
EBITDA/이자비용	5.9	4.8	12.0	14.0	13.2
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	6,959	6,975	8,538	7,444	7,684
BPS	84,210	85,129	90,964	95,705	100,686
CFPS	8,162	8,429	11,460	10,545	10,619
주당 현금배당금	1,200	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation지표(배)					
PER(최고)	10.5	11.3	8.1	9.3	9.0
PER(최저)	6.6	7.4	6.8	7.8	7.6
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	7.9	7.2	5.6	6.1	6.1

자료: 한라홀딩스, SK증권 추정

(주)한라 (014790): 투자의견 Not Rated / 목표주가 N/A

- (주)한라는 배곧신도시개발 프로젝트를 바탕으로 지난해부터 완연한 턴어라운드를 기록하고 있음. 다만, 주가를 누르는 요인인 전환우선주 (CPS)에 대해 고려할 필요는 있음. 전환우선주는 1:5의 비율로 보통주로 전환되며, 우선주에 매년 95억원 수준의 배당금 지급이 필요한 상황임을 감안하면 당장 내년부터는 보통주로 전환될 가능성을 열어놓고 보는 것이 합리적임
- 희석지분을 고려하더라도, 현 주가 수준은 12M Forward PER은 5X로 턴어라운드 된 이익 대비 지나치게 저평가되어있다는 판단. 목표배수 7X를 적용하면 보수적으로 보더라도 (주)한라의 주당 가치는 6,000원으로, 현 주가 대비 30%의 Upside가 남아있어 긍정적으로 보임. 전환을 가정한 주식수 기준 내년도 이익에 따른 멀티플은 6.0X 수준임. 이는 주식수 희석에도 불구하고, 해외 부문 이익 정상화로 인해 올해 대비 커지는 순이익을 고려했기 때문. 또한 비영업가치 (부지, 기타 수익증권 등)가 보수적으로 1,600억원 내외임을 감안하면 희석 주식수 기준 주당 1,831원의 추가 업사이드가 남아있는 것 역시 긍정적인 부분. 현 주가는 희석 리스크를 고려하더라도 지나치게 저평가되어 있으며, 향후 자사주 매입, 배당 등을 통한 주주 친화 정책 제고로 희석 리스크를 해소해 나갈 것으로 기대함

멀티플에 따른 밸류이션

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS (원)	-2,616	225	1,019	746	683
EPS 증가율 (%)	적지	흑전	353.6	-26.8	-8.3
PER (X)	n/a	19.0	4.4	6.0	6.5
적용EPS (원)	834 12M Forward EPS				
적용 Multiple (X)	7 건설업 목표배수 10X에서 30% 할인				
목표주가 (원)	6,000				
현재주가 (원, 8/22)	4,700				
Upside (%)	27.7				

전환우선주 상세

항목	비고
발행일자	2013년 04월 17일
주당 발행가액 / 액면가 (원)	31,100 / 5,000
발행총액 (십억원) / 주식수 (천 주)	316.4 / 10,174
우선 배당비율 (%)	18.66 / 액면가액 기준대비
전환 조건	상법 제 346조 내지 제 351조의 규정을 따름
전환청구기간	발행일로부터 5년 경과 후 2년 이내
전환으로 발행할 주식의 종류	(주)한라 기명식 보통주
전환으로 발행할 주식수 (천 주)	50,872

(주)한라 Valuation 및 실적 전망



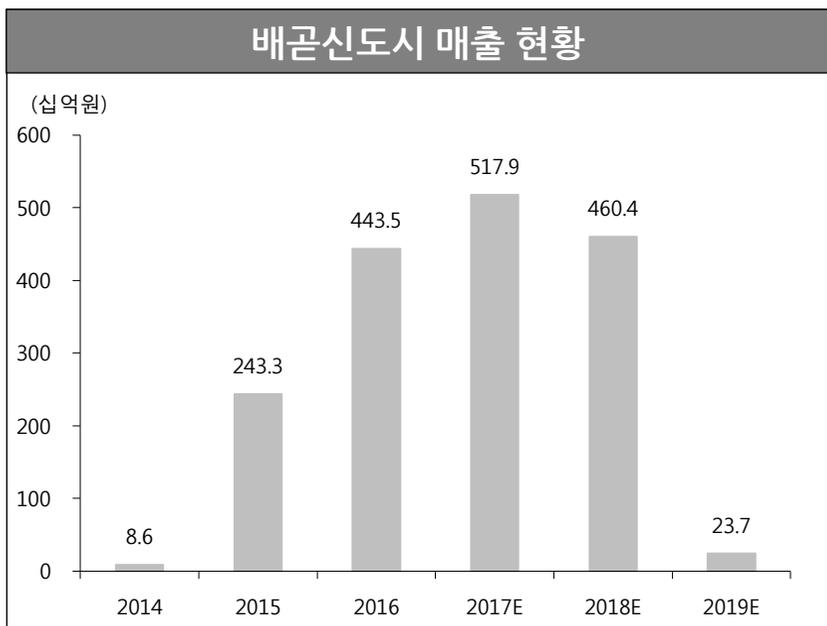
하반기 이익 성장 국면의 지속

- 배곧신도시 순차적 이익 인식, 해외 및 토목 부문 마진 정상화 기조로 2018년 이익 성장세는 지속될 것으로 보임

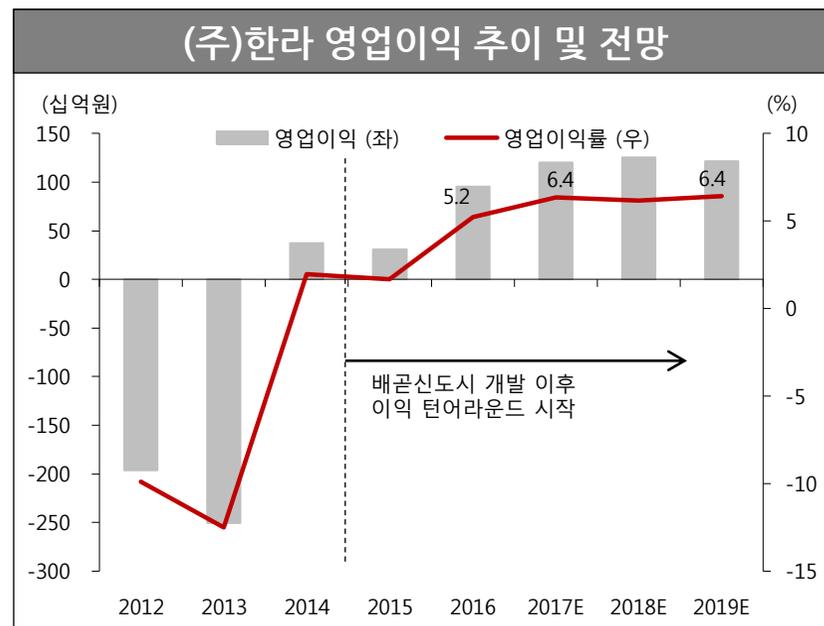
(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	1,855	1,832	1,893	2,024	418	448	422	544	421	509	434	529
별도	1,353	1,358	1,443	1,569	306	318	317	417	327	385	327	403
토목	468	443	398	390	84	109	108	142	83	91	104	120
건축	370	223	232	482	70	54	38	60	56	67	45	65
주택	371	576	703	590	132	127	142	175	166	209	150	177
해외	81	78	71	67	8	18	20	30	13	10	19	29
연결	63	39	39	40	11	9	8	10	10	9	9	12
Sales Growth (YoY %)	-2.5	-1.3	3.3	6.9	1.8	4.2	-7.7	-2.5	0.6	13.4	3.0	-2.6
토목	20.5	-5.4	-10.1	-2.1	-9.2	2.3	-17.8	3.2	-1.8	-16.8	-3.3	-15.2
건축	-10.2	-39.8	4.2	108.1	-15.2	-41.1	-46.2	-51.5	-20.4	23.1	16.3	7.8
주택	-13.4	55.2	22.0	-16.0	132.8	54.6	45.7	29.7	25.4	65.0	6.1	1.1
해외	-29.8	-3.9	-9.0	-4.6	-77.1	-11.2	42.0	221.0	51.7	-46.2	-6.5	-4.9
매출총이익	216	250	253	278	59	60	54	76	55	72	56	70
별도	115	158	162	188	37	36	36	49	38	43	35	46
토목	30	26	13	20	3	4	6	13	-3	3	5	8
건축	28	23	14	37	10	5	4	4	4	3	3	4
주택	79	138	162	136	32	32	35	39	44	50	31	38
해외	(16)	-26	-23	0	-10	-6	-4	-6	-5	-10	-4	-4
매출총이익률 (%)	11.6	13.6	13.4	13.8	14.2	13.4	12.9	14.0	13.1	14.1	12.9	13.2
별도	8.5	11.7	11.2	12.0	12.0	11.5	11.2	11.9	11.5	11.2	10.8	11.4
토목	6.5	5.9	3.3	5.0	3.1	4.1	5.6	9.2	-3.3	3.2	5.0	6.5
건축	7.5	10.3	6.1	7.8	14.5	8.5	10.4	7.0	7.3	4.4	6.5	6.6
주택	21.2	23.9	23.1	23.0	24.1	25.1	24.7	22.3	26.5	23.7	20.6	21.3
해외	-19.7	-33.4	-33.2	0.0	-117.6	-33.5	-19.9	-19.4	-40.6	-101.8	-23.1	-13.4
영업이익	31	96	120	143	25	24	21	26	28	41	23	29
영업이익률 (%)	1.7	5.2	6.4	7.1	5.9	5.3	4.9	4.8	6.6	8.0	5.3	5.4
순이익	-114	10	46	63	7	3	3	-3	8	15	10	13
순이익률 (%)	-6.2	0.6	2.4	3.1	1.7	0.8	0.7	-0.6	2.0	2.9	2.3	2.5

배곧신도시를 필두로, 개발 사업 확대 지속될 전망 - ①

- 시흥 배곧신도시 도시개발사업은 시흥시 정왕동 서해안 4,907㎡의 부지에 주택 및 서울대 시흥캠퍼스를 입주시키는 프로젝트로, 아파트 총 6,700세대, 도급금액 기준 1.2조원의 대규모 현장임. 1차 2,701세대는 올해 8월 입주 예정이며, 2차 2,695세대는 2018년 2월, 3차 1,395세대는 2018년 8월에 입주가 예정되어 있음. 올해 10월 전후로 서울대 시흥캠퍼스 착공이 들어가면서 2018년은 배곧 주택부문의 감소를 건축부문이 Make-up할 것으로 보임. 배곧신도시로 인해 한라의 현금 여력과 재무 안정성이 확대된 것 뿐만아니라, 대형 개발프로젝트 역량확인을 통해 추가 사업 확보 역시 유리할 것으로 기대



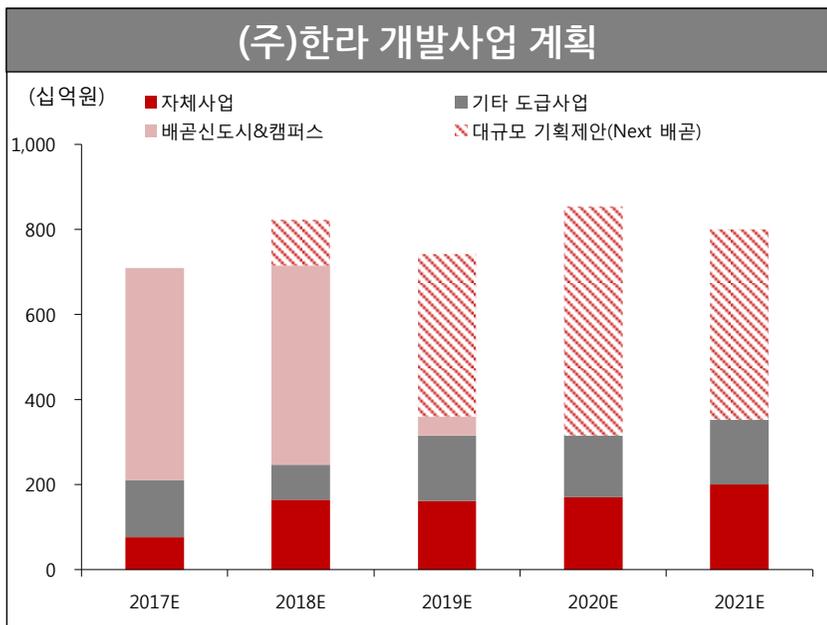
자료: 한라, SK증권



자료: FnGuide, SK증권

배곧신도시를 필두로, 개발 사업 확대 지속될 전망 - ②

- 정부의 임대주택 활성화 대책과 도시재생 뉴딜 정책을 반영한 향후 '제2의 배곧신도시' 프로젝트로는 2018년말~2019년 상반기 착공이 예상되는 시흥, 평택의 기업형 임대주택을 꼽을 수 있음. 향후 진행될 개발사업에서 한라는 지주공동사업을 통해 부지 확보 리스크를 낮추며 수익성을 확보해나갈 것으로 전략을 수립함. 배곧신도시 종료로 2019년 매출은 다소 감소할 것으로 보이나, 오피스텔, 도시정비사업 등의 개발 사업 확보로 2020년부터 매출액 성장성은 회복 가능할 것으로 전망



자료: 한라, SK증권

개발 추진 예상 주요 프로젝트

Site	현황
당진 수청지구	연내 착공 예상
송도 오피스텔	연내 착공 예상
잠실 오피스텔	연내 착공 예상
김해 지역주택조합	사업승인 10~11월, 연내 or 1H18 착공 예상
경기 기업형 임대주택 A	지난해 3월 MOU 체결, 1H19 착공 예상
경기 기업형 임대주택 B	올해 3월 우선협상대상자 선정, 2H18 착공 예상
다선진건지구 복합쇼핑몰	1H18 착공 예상

자료: 한라, SK증권

공항 공사 노하우를 바탕으로, 인프라사업 성장성 기대 - ①

- 지난 정부에서 계획중이던 공항공사 발주의 이연 및 현 정부의 지역거점 SOC 개발 기조에 따라 유례없던 공항 공사 발주가 집중될 것으로 예상. 대형 프로젝트인 제주신공항, 김해신공항은 내년~후내년에 걸쳐 발주가 나올 것으로 예상되며, 그 밖에 도심 확대에 따른 도심 준공항 이전 역시 발주 가시성이 높은 상황으로 판단됨
- (주)한라 역시 공항 공사 레코드가 많은 국내 공항 공사 5위 건설사로 향후 공항 입찰시 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대됨

프로젝트	예상 공사비	발주 예상 시점	비고
흑산도공항	1,300억원	2017년 하반기	-
제주신공항	3조원	2018년 하반기	타당성 검토 완료
김해신공항	3조원 (사업비 5.9조원)	2019년	예비타당성 검토 완료
인천공항4단계	2조원 (사업비 4.2조원)	2019년	2017년 3단계 준공
울릉도공항	5,000억원	2018년 상반기	사업성 재검토 후 재입찰
대구신공항	미확정	2017년 부지확정	신공항 착공 이후 K2 이전
광주신공항	미확정	후보지 물색중	준공항 이전
수원신공항	미확정	예비후보지 선정	준공항 이전

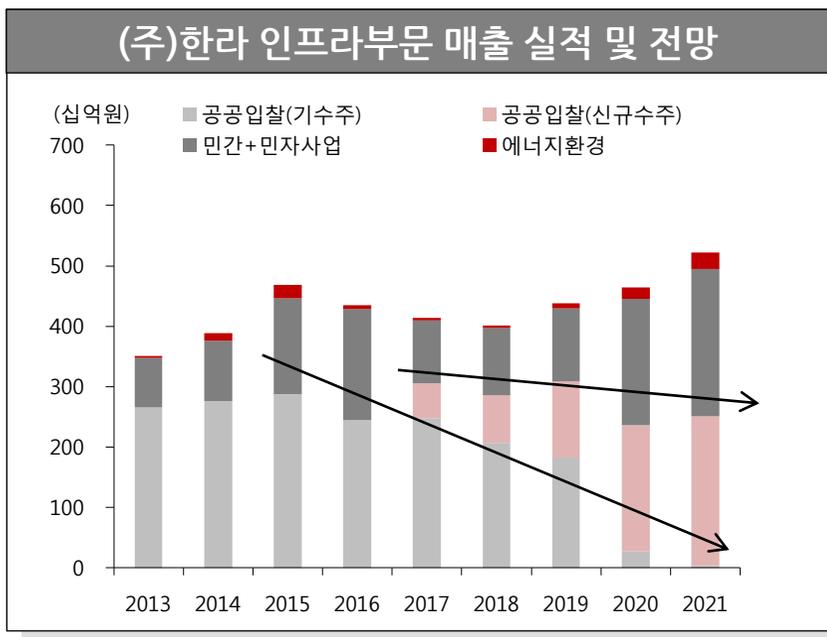
연도	프로젝트	금액 (십억원)
2000	울진공항	57.9
2001	제주공항착륙대확장	29.9
2004	인천공항 구조물2단계	41.5
2007	제주공항 활주로 연장	16.7
2013	인천공항제2터미널철도	56.5
2015	인천공항제2여객터미널전기	27.6
2015	방글라콕스바자르공항	40.5
2016	사천공항	40.9

자료: 국토교통부, 각종 언론, SK증권

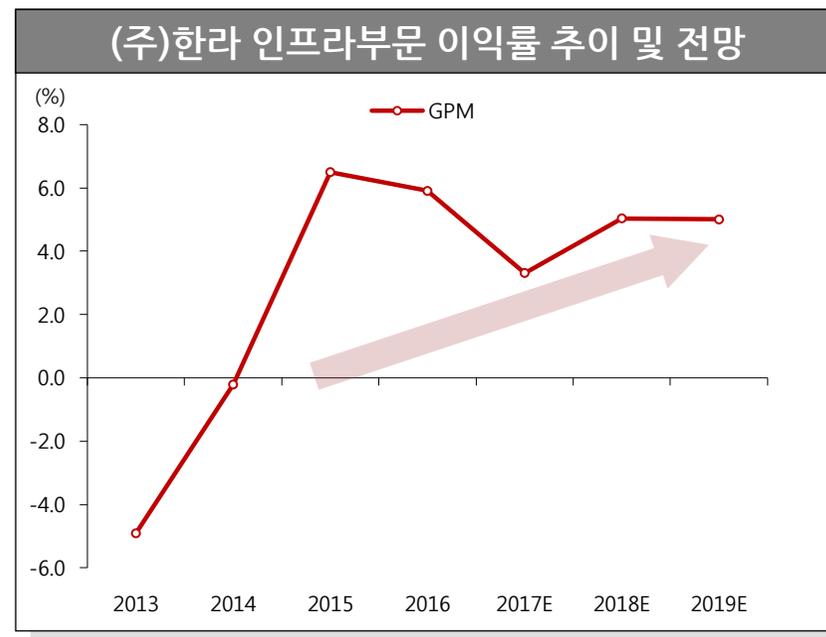
자료: 한라, SK증권

공항 공사 노하우를 바탕으로, 인프라사업 성장성 기대 - ②

- (주)한라를 포함, 중소형 건설사의 공공 공사 수익성이 매우 악화되어있는 상태임. 이는 최근 최저가 입찰과 정부의 설계변경 등에 따른 체인지오더 미승인으로 인해 원가율이 악화되었기 때문. 이러한 상황을 개선하고자 현재 최저가 입찰에서 종합심사 제로 입찰 제도가 변경됨. 따라서 중소형사의 주요 시장인 공공 인프라 부문에서 정상 마진 회복이 가능할 것으로 기대
- (주)한라 역시 기 수주한 저가 공공물량의 해소 및 민자사업 확대, 중심제 신규수주 확대 및 공항공사 등에 따라 인프라 부문 이익률의 개선이 나타날 것으로 예상



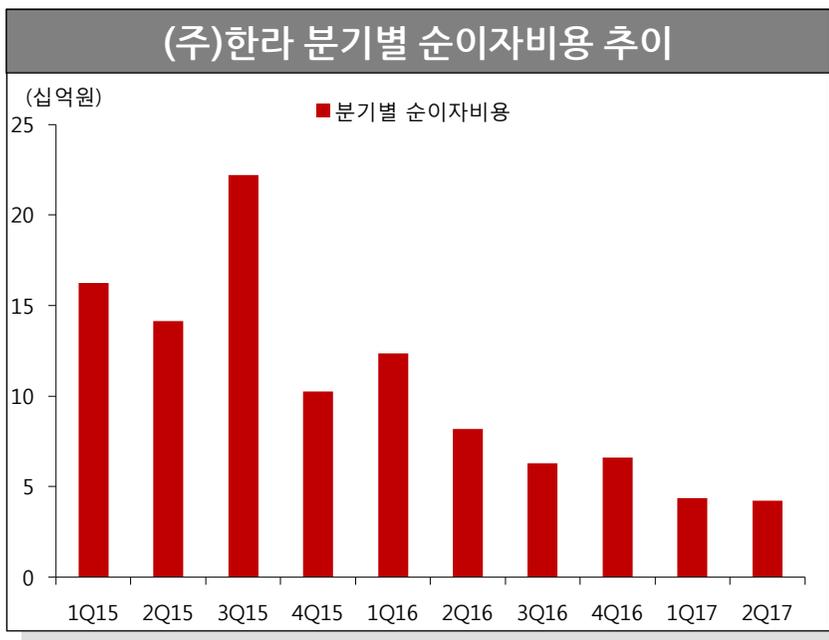
자료: 한라, SK증권



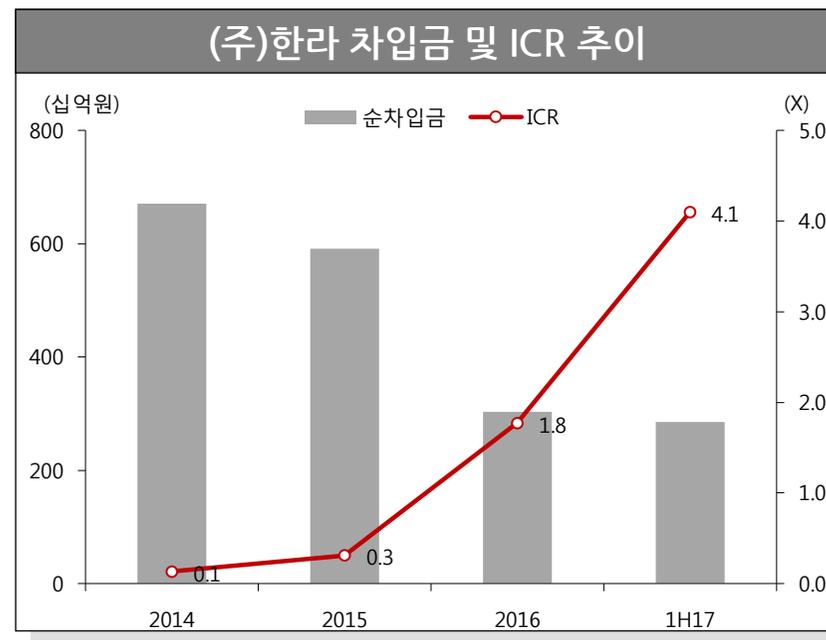
자료: 한라, SK증권

재무구조 개선, 현금 확보로 실적 가시성 확대

- 한라는 사업 정상화, 수주 확보, 배곧신도시 매출인식에 따른 영업현금흐름 개선에 따라 차입금을 줄여나가고 있으며, 높은 한자릿수대의 조달 비용을 5%중반대로 순차적 차환하며 이자비용 부담을 감소시키고 있음. 상반기 기준 한라의 순차입금은 2,850억원 수준으로, ICR은 4X에 육박하는 안정적이고 우량한 재무 구조를 보유하고 있음
- 따라서 과거와 같이 계열사의 추가 자금 출연 리스크는 현 시점에서 전혀 고려 대상이 아니며, 오히려 한라의 안정적 실적 턴어라운드와 우량한 현금 기조로 실적 가시성이 확대된 부분을 주목, 한라 그룹주 리레이팅의 출발점으로 해석할 필요가 있음



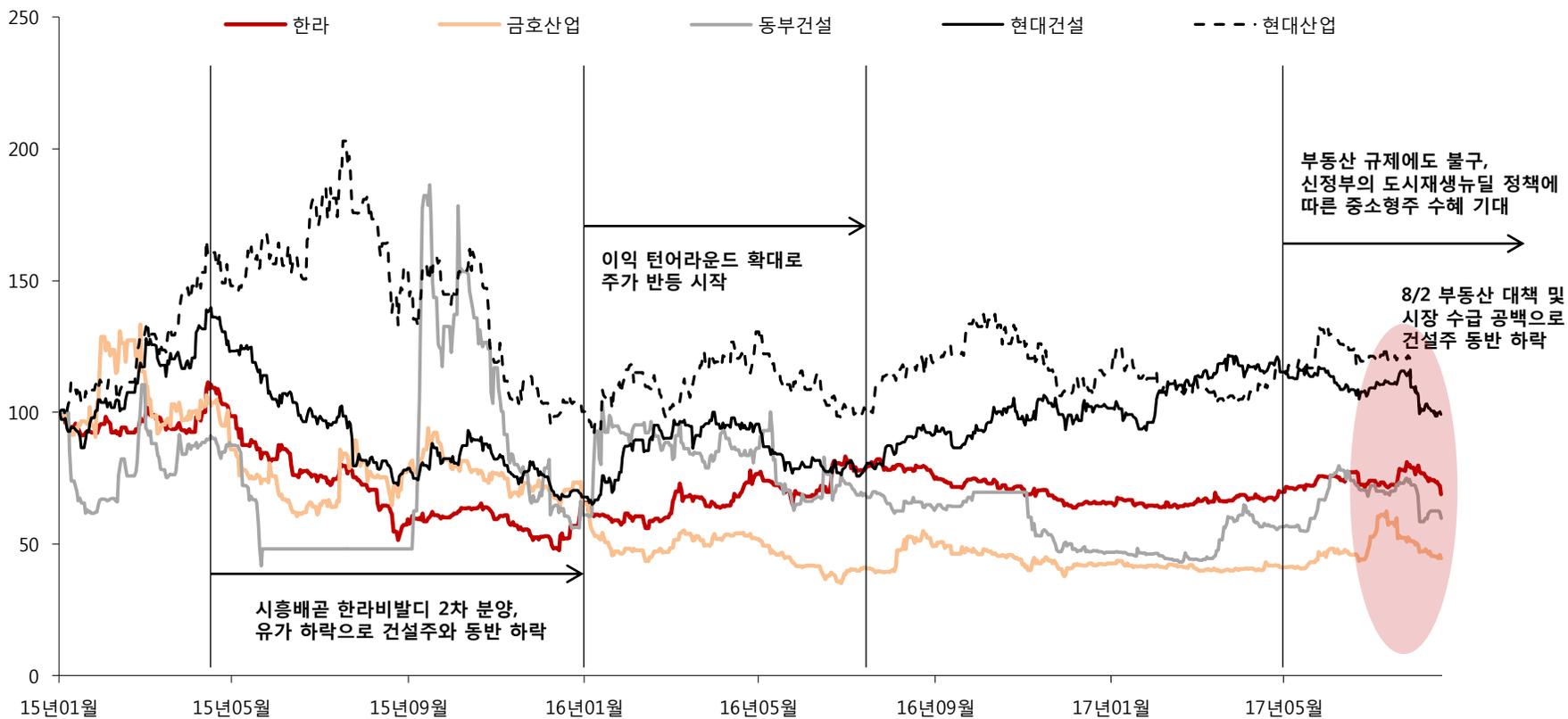
자료: 한라, SK증권



자료: 한라, SK증권

(주)한라 상대주가 추이

(2015-01-01=100pts)



(주)한라 재무제표 요약



대차대조표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,037	903	1,160	1,329	1,358
현금및현금성자산	122	82	260	394	486
매출채권 및 기타채권	420	297	387	400	355
재고자산	132	160	142	152	142
비유동자산	1,249	1,171	980	920	851
장기금융자산	216	278	278	278	278
유형자산	642	670	573	590	607
무형자산	30	26	26	26	26
자산총계	2,285	2,074	2,140	2,248	2,209
유동부채	1,792	1,162	1,192	1,238	1,142
단기금융부채	491	189	187	185	132
매입채무 및 기타채무	557	493	521	564	516
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	171	560	560	559	558
장기금융부채	14	348	348	348	347
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	31	29	30	30	30
부채총계	1,962	1,722	1,752	1,797	1,700
지배주주지분	313	342	377	439	495
자본금	218	233	233	233	233
자본잉여금	149	149	149	149	149
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-65	-51	-4	59	117
비지배주주지분(연결)	10	10	11	13	14
자본총계	323	352	388	451	509
부채와자본총계	2,285	2,074	2,140	2,248	2,209

손익계산서

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,855	1,832	1,893	2,024	1,888
매출원가	1,639	1,582	1,640	1,745	1,624
매출총이익	216	250	253	278	264
매출총이익률(%)	11.6	13.6	13.4	13.8	14.0
판매비와관리비	185	154	132	136	128
영업이익	31	96	120	143	136
영업이익률(%)	1.7	5.2	6.4	7.1	7.2
조정영업이익	31	96	120	143	136
비영업손익	-131	-70	-59	-59	-59
순금융손익	-84	-45	-48	-48	-48
외환관련손익	1	-2	3	3	3
관계기업등 투자손익	-6	-11	-1	-1	-1
세전계속사업이익	-100	26	61	84	77
세전계속사업이익률(%)	-5.4	1.4	3.2	4.2	4.1
계속사업법인세	15	15	15	21	19
계속사업이익	-114	10	46	63	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	25	25	25
당기순이익	-114	10	46	63	58
순이익률(%)	-6.2	0.6	2.4	3.1	3.1
지배주주	-114	10	48	65	60
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.2	0.6	2.5	3.2	3.2
비지배주주	-0	-0	-1	-2	-2
총포괄이익	-119	14	46	64	58
지배주주	-119	14	47	66	60
비지배주주	-0	-0	-1	-2	-1
EBITDA	45	106	133	159	153

(주)한라 재무제표 요약



현금흐름표

영업활동으로 인한 현금흐름	2015	2016	2017E	2018E	2019E
당기순이익(손실)	94	208	194	150	160
비현금수익비용가감	-114	10	46	63	58
유형자산감가상각비	81	63	54	57	59
무형자산상각비	12	10	13	15	16
기타	2	1	1	1	1
운전자본감소(증가)	66	34	34	34	34
매출채권및기타채권의 감/증	128	135	95	30	43
재고자산의감/증가	33	98	90	13	-45
매입채무및기타채무의 증/감	-5	-24	-18	10	-10
기타	82	-57	-27	-43	48
법인세납부	17	119	50	50	50
투자활동으로 인한 현금흐름	-6	-5	-5	-5	-5
금융자산감소(증가)	-230	57	-20	-20	-20
유형자산처분(취득)	-39	-90	2	2	2
무형자산감소(증가)	13	13	13	13	13
기타투자활동	-1	1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-190	179	10	10	10
단기금융부채의 증가(감소)	126	-305	4	4	-47
장기금융부채의 증가(감소)	160	-756	-2	-2	-53
자본의 증가(감소)	-35	430	-0	-0	-0
배당금지급	0	15	0	0	0
기타재무활동	-9	0	0	0	0
현금의 증가	10	6	6	6	6
기초현금	-9	-40	178	134	92
기말현금	131	122	82	260	394
FCF	122	82	260	394	486

주요투자지표

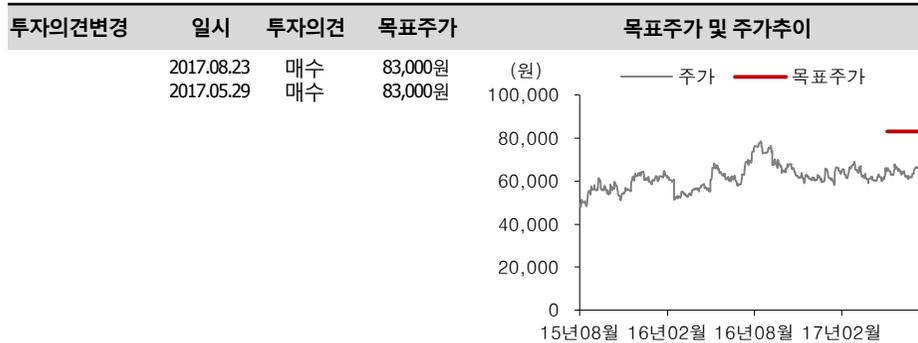
(단위: X, %, 원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성(%)					
매출액	-2.5	-1.3	3.3	6.9	-6.7
영업이익	-16.9	208.5	25.8	18.8	-5.0
세전계속사업이익	적지	흑전	139.6	37.0	-8.3
EBITDA	-11.2	136.1	25.7	19.1	-3.8
EPS	적지	흑전	353.6	-26.8	-8.3
수익성(%)					
ROA	-5.2	0.5	2.2	2.9	2.6
ROE	-30.5	3.1	12.8	15.5	12.4
EBITDA마진	2.4	5.8	7.1	7.9	8.1
안정성(%)					
유동비율	57.9	77.7	97.3	107.3	118.9
부채비율	607.0	489.5	451.3	398.2	333.9
순차입금/자기자본	103.1	126.8	69.1	29.8	8.2
EBITDA/이자비용	0.5	2.1	2.4	2.9	2.8
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-2,616	225	1,019	746	683
BPS	6,496	6,762	7,520	4,720	5,364
CFPS	-57	37	75	87	83
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	25.3	5.2	7.1	7.7
PER(최저)	n/a	16.1	4.1	5.6	6.1
PBR(최고)	1.0	0.8	0.7	1.0	0.9
PBR(최저)	0.4	0.5	0.5	0.8	0.7
PCR	-75.4	116.1	59.4	51.2	53.8

자료: FnGuide, 한라, SK증권
주: 2018년부터 우선주 전환분 반영

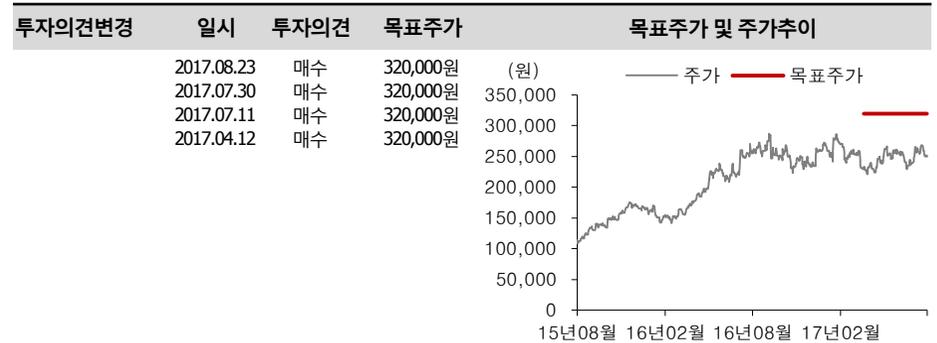
Compliance Notice



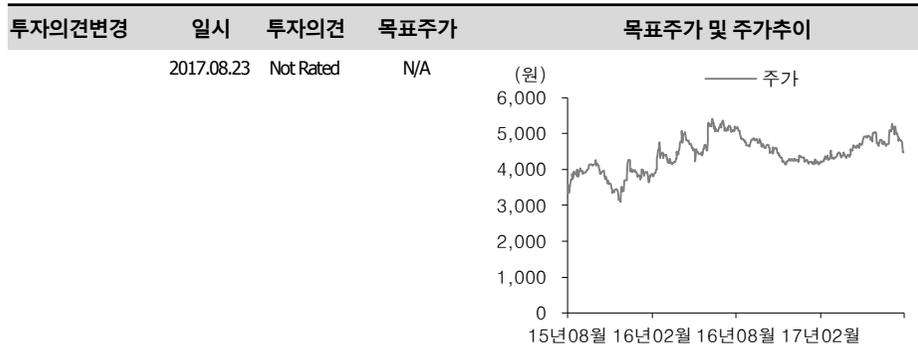
한라홀딩스



만도



한라



Compliance Notice

- 작성자(권순우, 김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다..
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15% 이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 22일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----