

한라홀딩스 (060980)

NAV 대비 큰 폭 할인. 성장하는 자회사. 배당수익률 3.2%

목표주가는 하향. 배당수익률 3.2%

한라홀딩스에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 자회사에 대한 지분가치 하향을 반영하여 목표주가를 6.6만원으로 변경한다. 한라홀딩스의 현 시가총액(4,600억원)은 자회사들에 대한 현재 지분가치를 반영하지 못하고 있고(현재 주가를 기준으로 한 만도 지분가치만 5,300억원 등 총 9,000억원), 핵심 자회사들인 만도와 만도헬라가 ADAS 제품들과 신흥 시장을 기반으로 성장할 것인 바 지분가치는 추가적으로 상승할 것이다. 예상 배당수익률도 3.2%로 높다(주당 배당금 1,350원 기준). 목표주가는 Sum of the Parts로 산정했다. 영업가치는 P/E 7배를 적용하여 1,240억원으로 계산했고, 만도/만도헬라/㈜한라의 지분가치를 각각 6,650억원/1,740억원/1,910억원으로 계산한 후 40%의 할인을 적용했으며, 골프장/로열티 가치는 각각 890억원/2,420억원 반영했다. 차입금 3,830억원은 차감했다. 이를 감안한 목표 시가총액은 약 7,150억원, 목표주가는 6.6만원이다.

만도: ADAS 성장과 글로벌 OE로의 납품

핵심 자회사인 만도(지분 30%)의 실적은 주 고객사들의 중국 부진으로 3분기 실적이 다소 둔화되었지만, 4분기 이후 중장기 성장세는 양호하다. 당장 4분기부터 글로벌 OE향 납품이 증가하는데, 9월부터 GM에 ESC(Electronic Stability Control)를 납품하고, 포드의 글로벌 소형 세단/SUV 모델에는 스티어링(Steering) 부품을 신규로 공급한다. 10월부터는 볼보로 캘리퍼(Caliper)/서스펜션(Suspension)을 납품하고, 폭스바겐/BMW에게도 공급을 늘린다. 성장동력인 ADAS 부문도 채택 모델 수 증가에 힘입어 고성장이 이어지고 있다. ADAS 매출액은 상반기 29% (YoY) 증가하면서 매출비중이 6.2%에서 8.1%까지 상승했고, 상반기 전체 수주액 5조원 중 9% 비중을 차지했다. IDB(통합전자브레이크, Integrated Dynamic Brake)와 AEB(자동제동 시스템, Autonomous Emergency Brake) 등의 기술이 확대되면서 관련 품목도 다양화 될 것이다. 한라홀딩스가 보유한 만도의 지분가치(P/E 14.5배 적용)는 약 6,650억원으로 평가한다(전체 기업가치 내 비중 58%).

만도헬라: ADAS 부품군과 인도법인의 성장

만도헬라(지분 50%)는 7% 대의 양호한 수익성을 유지한 가운데, ADAS 부품군의 성장(매출비중 25%)과 신규 진출한 인도시장의 기여로 연평균 10%의 고성장이 기대된다. 만도헬라는 ECU, Sensor, ADAS 등 전장 관련 제품을 생산 중인데, 최근에는 BSD, ACC, SPAS 등 ADAS 제품의 성장률이 높다. 2분기에도 관련 제품은 399억원의 매출(+102% (YoY))을 기록했고, 매출비중도 27%까지 상승했다(vs. 2017년 연간 15%, 1Q18 22% 비중). 인도법인의 실적도 기여를 시작했다. 2017년 하반기 양상을 시작한 인도법인은 2018년/2019년 각각 170억원/350억원의 매출을 통해 매출비중이 3%/6%를 기록할 전망이다. ADAS와 인도법인의 성장을 발판으로 만도헬라의 전사 매출액은 2018년/2019년 각각 10%/10% 성장한 5,750억원/6,300억원, 영업이익률도 7.4%를 기록할 것으로 예상된다. 한라홀딩스가 보유한 만도헬라의 지분가치(P/E 12배 적용)도 1,740억원/1,930억원으로 증가할 것이다(전체 기업가치 내 비중 11%).

Company Visit Note

BUY

| TP(12M): 66,000원(하향) | CP(8월 28일): 42,550원

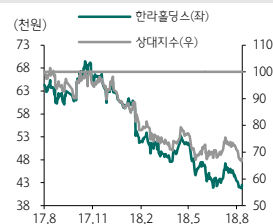
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,303.12
52주 최고/최저(원)	69,500/41,800
시가총액(십억원)	459.7
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	10,802.7
60일 평균 거래량(천주)	19.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
18년 배당금(예상, 원)	1,350
18년 배당수익률(예상, %)	3.17
외국인지분율(%)	10.95
주요주주 지분율(%)	
정몽원 외 22인	27.66
국민연금	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.9) (21.1) (34.0)
상대	(10.3) (16.8) (32.1)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	978.9	1,015.5
영업이익(십억원)	101.5	114.1
순이익(십억원)	66.0	71.0
EPS(원)	5,786	6,566
BPS(원)	92,210	97,464

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	844.5	922.2	976.1	1,008.5	1,038.8
영업이익	십억원	93.5	62.7	97.3	103.1	106.2
세전이익	십억원	78.4	68.5	75.9	80.7	82.0
순이익	십억원	75.3	43.0	60.1	63.8	64.8
EPS	원	6,975	3,982	5,559	5,909	6,001
증감률	%	0.2	(42.9)	39.6	6.3	1.6
PER	배	8.69	15.75	7.65	7.20	7.09
PBR	배	0.71	0.72	0.47	0.44	0.42
EV/EBITDA	배	11.53	15.68	9.03	8.50	8.18
ROE	%	8.24	4.64	6.28	6.36	6.15
BPS	원	85,822	87,126	91,351	95,910	100,561
DPS	원	1,250	1,350	1,350	1,350	1,350



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7291
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한라홀딩스 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	228.9	249.5	217.0	226.8	232.7	249.3	249.2	244.9	844.5	922.2	976.1
사업부문	161.3	212.2	213.7	202.1	204.4	222.4	220.2	204.7	708.2	831.2	851.5
한라스택폴	41.9								41.9		
지주(지분법/로열티)	23.4	24.9	(7.0)	18.2	23.3	22.6	23.0	34.3	87.5	59.5	103.2
골프장	2.3	12.5	10.2	6.4	5.0	4.4	6.0	6.0	7.0	31.5	21.4
영업이익	25.0	27.6	(7.8)	17.8	23.7	24.2	24.3	25.0	93.5	62.7	97.3
사업부문+지주	19.8	27.2	(6.8)	17.8	23.8	24.8	24.8	25.0	92.7	63.9	97.9
한라스택폴	5.9								5.9		
골프장	(0.6)	0.4	(1.0)	0.0	0.0	(0.6)	(0.5)	0.0	(5.1)	(1.2)	(0.6)
세전이익	17.5	70.1	(20.4)	5.0	14.2	26.3	24.3	11.1	100.2	72.1	75.9
지배주주순이익	13.7	43.4	(16.8)	2.8	10.3	22.3	24.0	3.4	75.3	43.0	60.1
마진											
영업이익률	10.9	11.1	(3.6)	7.9	10.2	9.7	9.8	10.2	11.1	6.8	10.0
사업부문+지주	10.7	11.5	(3.3)	8.1	10.4	10.1	10.2	10.5	11.7	7.2	10.3
한라스택폴	3.6										
골프장	(26.6)	3.4	(9.9)	0.5	(0.8)	(12.7)	(8.3)	0.0	(5.8)	(2.0)	(0.6)
세전이익률	7.6	28.1	(9.4)	2.2	6.1	10.6	9.8	4.5	11.9	7.8	7.8
순이익률	6.0	17.4	(7.8)	1.2	4.4	9.0	9.6	1.4	8.9	4.7	6.2

주: 2017년 2분기부터는 한라스택폴의 지분매각으로 연결 제거

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 2. 만도헬라의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	428	501	570	523	575	630
영업이익	35	42	47	41	43	47
순이익	28	31	29	28	29	32
마진						
영업이익률	8.2	8.4	8.2	7.8	7.4	7.4
순이익률	6.5	6.2	5.0	5.3	5.1	5.1

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 3. 한라홀딩스의 목표주가 계산

(단위: 십억원, %)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
영업 가치			124	2018년 예상 이익 * P/E 7배
지분 가치	만도	30%	665	만도 시가총액 2.2조원 기준
	한라스택폴	20%	35	2018년 예상 이익 * P/E 10배
	만도헬라	50%	174	2018년 예상 이익 * P/E 12배
	(주)한라	17%	191	우선주 가치 포함
	자사주/투자부동산		17	현재 가치 기준
	합산		1,081	
	할인율		40%	
	할인 후 지분가치		649	
골프장 가치			89	현금흐름할인(Discount Rate = 10%)
로열티 가치			242	현금흐름할인(TGR=3%, Discount Rate = 10%)
차입금			(383)	한라홀딩스 개별 기준
적정 시가총액			715	
주식수 (천주)			10,803	
적정 주가 (원)			66,717	
현재 주가 (원)			42,550	
상승 여력			57%	

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	844.5	922.2	976.1	1,008.5	1,038.8
매출원가	667.0	767.7	787.8	812.3	836.6
매출총이익	177.5	154.5	188.3	196.2	202.2
판매비	84.0	91.8	91.1	93.1	95.9
영업이익	93.5	62.7	97.3	103.1	106.2
금융손익	(24.1)	(27.6)	(25.9)	(26.9)	(27.0)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.0	33.4	4.5	4.4	2.7
세전이익	78.4	68.5	75.9	80.7	82.0
법인세	14.0	27.9	15.2	16.1	16.4
계속사업이익	64.4	40.6	60.8	64.6	65.6
중단사업이익	16.0	2.9	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.4	43.5	60.8	64.6	65.6
비배주주지분	5.1	0.5	0.7	0.7	0.8
순이익					
지배주주순이익	75.3	43.0	60.1	63.8	64.8
지배주주지분포괄이익	133.4	27.8	59.7	63.4	64.4
NOPAT	76.8	37.1	77.8	82.5	85.0
EBITDA	109.2	74.0	109.3	115.7	119.4
성장성(%)					
매출액증가율	(5.3)	9.2	5.8	3.3	3.0
NOPAT증가율	(7.1)	(51.7)	109.7	6.0	3.0
EBITDA증가율	0.2	(32.2)	47.7	5.9	3.2
영업이익증가율	(2.6)	(32.9)	55.2	6.0	3.0
(지배주주)순이익증가율	0.1	(42.9)	39.8	6.2	1.6
EPS증가율	0.2	(42.9)	39.6	6.3	1.6
수익성(%)					
매출총이익률	21.0	16.8	19.3	19.5	19.5
EBITDA이익률	12.9	8.0	11.2	11.5	11.5
영업이익률	11.1	6.8	10.0	10.2	10.2
계속사업이익률	7.6	4.4	6.2	6.4	6.3

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,975	3,982	5,559	5,909	6,001
BPS	85,822	87,126	91,351	95,910	100,561
CFPS	4,546	1,057	8,176	8,793	9,034
EBITDAPS	10,111	6,853	10,115	10,711	11,049
SPS	78,179	85,367	90,359	93,357	96,157
DPS	1,250	1,350	1,350	1,350	1,350
주가지표(배)					
PER	8.7	15.7	7.7	7.2	7.1
PBR	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
PCFR	13.3	59.3	5.2	4.8	4.7
EV/EBITDA	11.5	15.7	9.0	8.5	8.2
PSR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	8.2	4.6	6.3	6.4	6.2
ROA	4.3	2.3	3.2	3.2	3.2
ROIC	18.6	8.6	20.5	20.5	20.4
부채비율	100.1	98.4	98.9	95.1	91.4
순부채비율	59.4	51.8	53.9	51.1	48.1
이자보상배율(배)	3.4	2.3	3.7	3.8	3.9

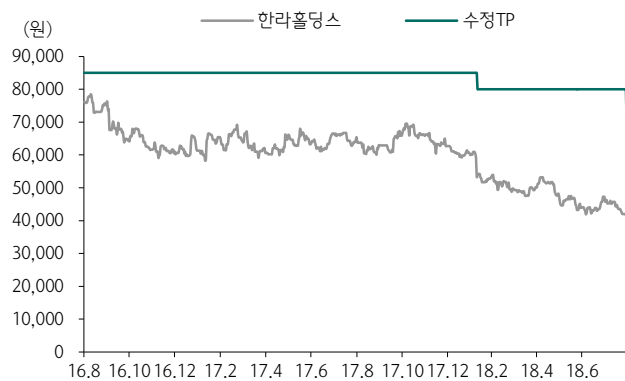
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	416.1	420.1	446.5	459.2	475.1
금융자산	117.5	165.7	153.8	156.7	163.6
현금성자산	104.3	123.4	109.1	110.5	116.0
매출채권 등	203.7	161.7	193.4	199.8	205.8
재고자산	87.5	87.6	92.7	95.8	98.7
기타유동자산	7.4	5.1	6.6	6.9	7.0
비유동자산	1,497.9	1,432.2	1,500.9	1,545.9	1,588.1
투자자산	945.3	985.2	1,042.8	1,077.4	1,109.7
금융자산	19.5	25.5	27.0	27.9	28.7
유형자산	336.8	253.4	264.3	274.7	284.5
무형자산	48.7	33.4	33.5	33.6	33.7
기타비유동자산	167.1	160.2	160.3	160.2	160.2
자산총계	1,914.0	1,852.3	1,947.3	2,005.0	2,063.2
유동부채	371.6	497.7	347.1	353.9	360.2
금융부채	167.3	289.8	122.5	122.5	122.5
매입채무 등	190.4	179.8	195.9	202.4	208.5
기타유동부채	13.9	28.1	28.7	29.0	29.2
비유동부채	585.9	420.8	621.3	623.4	625.3
금융부채	518.2	359.2	559.2	559.2	559.2
기타비유동부채	67.7	61.6	62.1	64.2	66.1
부채총계	957.5	918.6	968.4	977.2	985.5
지배주주지분	919.6	933.7	979.4	1,028.6	1,078.9
자본금	55.1	55.1	55.1	55.1	55.1
자본잉여금	264.7	264.7	264.7	264.7	264.7
자본조정	(31.2)	(31.6)	(31.6)	(31.6)	(31.6)
기타포괄이익누계액	(27.7)	(47.8)	(47.8)	(47.8)	(47.8)
이익잉여금	658.7	693.3	738.9	788.2	838.4
비배주주지분	36.9	0.0	(0.4)	(0.8)	(1.2)
자본총계	956.5	933.7	979.0	1,027.8	1,077.7
순금융부채	568.0	483.3	527.9	525.0	518.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.9	52.6	52.9	78.2	80.7
당기순이익	80.4	43.5	60.8	64.6	65.6
조정	(24.6)	(9.5)	13.3	14.5	15.9
감가상각비	15.7	11.3	12.0	12.6	13.1
외환거래손익	0.0	3.6	1.9	2.8	3.6
지분법손익	(62.2)	(89.7)	0.0	0.0	0.0
기타	21.9	65.3	(0.6)	(0.9)	(0.8)
영업활동자산부채변동	30.1	18.6	(21.2)	(0.9)	(0.8)
투자활동 현금흐름	(10.5)	2.0	(86.1)	(63.1)	(61.5)
투자자산감소(증가)	(12.0)	(39.9)	(58.7)	(35.7)	(33.5)
유형자산감소(증가)	(12.9)	(27.4)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	14.4	69.3	(7.4)	(7.4)	(8.0)
재무활동 현금흐름	(121.4)	(29.7)	18.3	(14.6)	(14.6)
금융부채증가(감소)	197.0	(36.5)	32.7	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(304.7)	20.1	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(13.7)	(13.3)	(14.4)	(14.6)	(14.6)
현금의 증감	(45.3)	19.1	(14.3)	1.4	5.5
Unlevered CFO	49.1	11.4	88.3	95.0	97.6
Free Cash Flow	72.8	25.0	32.9	58.2	60.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한라홀딩스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.29	BUY	66,000		
18.2.9	BUY	80,000	-40.26%	-32.25%
17.11.15	1년 경과		-26.24%	-18.82%
16.11.14	BUY	85,000	-25.37%	-18.24%
16.5.17	BUY	67,000	-0.42%	17.16%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 08월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.