



2018년 11월 21일 | Equity Research

한라홀딩스 (060980)

배당수익률만 4.6%입니다

자회사에 대한 과도한 우려가 지주사까지 투영된 상황

한라홀딩스에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 자회사 만도에 대한 지분가치 하향을 반영해 목표주가는 기존 6.6만원에서 신규 6.3만원으로 소폭 하향한다. 만도의 주가가 현재 주가 이상으로 오르지 않더라도 한라홀딩스가 가진 만도 지분가치는 4,000억원이다(만도 목표주가 기준으로는 6,080억원). 이는 한라홀딩스의 현재 EV(시가총액 4,730억원+순차입금 3,830억원) 대비 47% 비중이다. 한라홀딩스의 영업가치 1,200억원과 한라스택풀 지분가치 350억원, 만도헬라 지분가치 1,750억원, (주)한라 지분가치도 1,860억원에 이른다. 만도에 대한 목표 지분가치와 다른 자회사들 지분가치를 40% 할인해도 6,160억원에 이른다. 골프장과 로열티 가치는 3,300억원이다. 보수적으로 산정한 NAV 대비 할인폭이 44%에 이르는 것이다. 한라홀딩스는 주주친화정책으로 약 4.6%의 배당수익률과 3.0%~3.2%의 주식소각도 예정하고 있다.

자회사 만도와 만도헬라는 ADAS 부문의 고성장을 공유

단기적으로 만도 실적이 중국 시장수요 감소의 여파로 부진할 것이라는 우려가 지주회사인 한라홀딩스 주가에까지 부정적으로 영향을 미치고 있다. 하지만, 중국 내 자동차 보급률이 15%에 불과할 정도로 중국 자동차 시장의 성장 잠재력은 크고, 만도는 중국 내 현대/기아뿐만 아니라 자리/장성 등으로 컬OE로 고객 다변화가 잘 되어 있어 중장기 잠재력은 여전히 크다. 또한, GM/포드/VW/볼보 등 글로벌 OE로의 추가 납품이 시작되면서 중국 의존도도 낮아질 것이다. 마지막으로 성장동력인 ADAS 매출액은 3분기 44% (YoY) 증가했고, 매출비중이 9% 증반까지 상승했으며, 관련 수익성도 전사 평균 이상으로 높아졌다. 2019년에도 현대/기아에서 출시되는 신차들이 ADAS 채택을 늘리고 있어 만도가 수혜를 받을 것이다. 만도의 ADAS 매출액은 향후 5년 동안 연평균 21% 증가할 것인데, 이는 현대/기아향 납품만을 가정한 것이고 고객 다변화가 진행되면서 더 높은 성장도 가능하다. 또 다른 자회사인 만도헬라도 ADAS 부문의 성장성을 공유한다. 센서/ECU 등 ADAS용 부품을 생산하는데, 3분기 관련 매출액이 72% (YoY) 증가하였고, 매출비중은 27%까지 상승했다. 성장세 유지를 위해 한국/중국에서 카메라 라인 투자를 동시에 진행하고 있는데, 각각 2019년 2분기/3분기 양산을 시작하면서 추가적인 기여가 가능하다. 신규 진출한 인도시장은 제동 제품 양산이 본격화되는 2019년부터 매출액이 급성장할 것이다. 매출비중이 작은 편이지만, 향후 3년간 연평균 77% 성장하면서 성장동력이 될 전망이다.

주주친화정책 실행 중. 자기주식 소각 3.2%. 배당수익률 4.6%

한라홀딩스는 지난 10월 5일 기취득 자기주식 13.4만주와 신규 취득할 자기주식(81억원, 약 17만주~18.5만주 예상)을 소각하기로 했다고 공시했다. 소각 예정일은 2019년 1월 7일이고, 이는 현재 주식수의 3.0%~3.2% 수준이다. 또한, 11월 9일에는 2018년 배당으로 주당 2,000원을 계획하고 있다고 공시했는데, 이는 현재 주가를 기준으로 약 4.6%의 배당수익률을 기대할 수 있는 것이다. 회사 측은 기존에 순이익의 15%~20%를 배당하겠다고 밝혔는데, 2018년 예상 배당액은 이를 크게 상회한 40% 수준이다. 2019년 이후의 배당은 결정되지 않았지만, 회사 측은 주당 배당금을 줄이지는 않을 것이라고 밝혀 2,000원 이상의 배당이 유지될 것으로 보인다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 63,000원(하향) | CP(11월 20일): 43,950원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,082.58		
52주 최고/최저(원)	66,700/37,500	995.1	1,051.3
시가총액(십억원)	474.8	100.7	108.6
시가총액비중(%)	0.04	62.9	66.3
발행주식수(천주)	10,802.7	EPS(원)	5,790
60일 평균 거래량(천주)	27.6	BPS(원)	6,100
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1		
18년 배당금(예상,원)	2,000		
18년 배당수익률(예상,%)	4.55		
외국인지분율(%)	11.46		
주요주주 지분율(%)			
정동원 외 13 인	27.64		
국민연금	13.50		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.5 (15.0) (32.5)		
상대	10.3 0.4 (18.1)		

Stock Price	
(천원)	한라홀딩스(자)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	844.5	922.2	961.5	981.9	1,001.6
영업이익	십억원	93.5	62.7	86.1	89.0	90.8
세전이익	십억원	78.4	68.5	64.8	66.7	66.5
순이익	십억원	75.3	43.0	51.2	52.7	52.6
EPS	원	6,975	3,982	4,740	4,879	4,870
증감률	%	0.2	(42.9)	19.0	2.9	(0.2)
PER	배	8.69	15.75	9.27	9.01	9.02
PBR	배	0.71	0.72	0.49	0.47	0.46
EV/EBITDA	배	11.53	15.68	10.15	9.81	9.60
ROE	%	8.24	4.64	5.38	5.35	5.17
BPS	원	85,822	87,126	90,533	93,412	96,282
DPS	원	1,250	1,350	2,000	2,000	2,000



Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중

02-3771-7219

sungjoong.gu@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 한라홀딩스 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	228.9	249.5	217.0	226.8	232.7	249.3	244.7	234.8	844.5	922.2	961.5
사업부문	161.3	212.2	213.7	202.1	204.4	222.4	225.3	204.7	708.2	831.2	857.7
한라스택풀	41.9								41.9		
지주(지분법/로열티)	23.4	24.9	(7.0)	18.2	23.3	22.6	17.2	24.1	87.5	59.5	86.3
골프장	2.3	12.5	10.2	6.4	5.0	4.4	2.2	6.0	7.0	31.5	17.6
영업이익	25.0	26.6	(7.8)	17.8	23.7	24.2	17.1	21.0	93.5	62.7	86.1
사업부문+지주	19.8	26.1	(6.8)	17.8	23.8	24.8	20.0	21.0	92.7	63.9	86.7
한라스택풀	5.9								5.9		
골프장	(0.6)	0.4	(1.0)	0.0	0.0	(0.6)	(2.9)	0.0	(5.1)	(1.2)	(0.6)
세전이익	17.5	70.1	(20.4)	5.0	14.2	26.3	13.0	11.2	100.2	72.1	64.8
지배주주순이익	13.7	43.4	(16.8)	2.8	10.3	22.3	9.7	8.8	75.3	43.0	51.2
마진											
영업이익률	10.9	10.6	(3.6)	7.9	10.2	9.7	7.0	8.9	11.1	6.8	9.0
사업부문+지주	10.7	11.0	(3.3)	8.1	10.4	10.1	8.3	9.2	11.7	7.2	9.2
한라스택풀	3.6										
골프장	(26.6)	3.4	(9.9)	0.5	(0.8)	(12.7)	(134.1)	0.0	(5.8)	(2.0)	(0.7)
세전이익률	7.6	28.1	(9.4)	2.2	6.1	10.6	5.3	4.8	11.9	7.8	6.7
순이익률	6.0	17.4	(7.8)	1.2	4.4	9.0	4.0	3.8	8.9	4.7	5.3

주: 2017년 2분기부터는 한라스택풀의 지분매각으로 연결 제거

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 2. 만도헬라의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	133	128	134	129	131	148	145	148	570	523	572	641
영업이익	15	9	9	9	8	13	10	11	47	41	41	47
순이익	10	6	5	6	6	7	5	7	29	28	26	30
마진												
영업이익률	10.9	7.2	6.6	6.6	6.0	8.6	6.7	7.5	8.2	7.8	7.3	7.4
순이익률	7.8	4.9	3.8	4.5	4.9	4.9	3.6	5.0	5.0	5.3	4.6	4.7

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 3. 한라홀딩스의 목표주가 계산

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
영업 가치			120	12MF 예상 이익 * P/E 7배
지분 가치	만도	30%	608	만도 시가총액 2.0조원 기준
	한라스택풀	20%	35	12MF 예상 이익 * P/E 10배
	만도헬라	50%	175	12MF 예상 이익 * P/E 12배
	(주)한라	17%	186	우선주 가치 포함
	자사주/투자부동산		17	현재 가치 기준
	합산		1,021	
	할인율		40%	
	할인 후 지분가치		613	
골프장 가치			89	현금흐름할인(Discount Rate = 10%)
로열티 가치			242	현금흐름할인(TGR=3%, Discount Rate = 10%)
차입금			(383)	한라홀딩스 개별 기준
적정 시가총액			681	
주식수 (천주)			10,803	
적정 주가 (원)			63,003	
현재 주가 (원)			43,750	
상승 여력			44%	

자료: 하나금융투자

한라홀딩스 3Q18 실적 발표 컨퍼런스콜

-하이라이트

실적: 3분기 매출 12.8% 증가. 글로벌 자동차 업황 부진과 주요 고객의 중국 사업부진에도 불구하고, 자율주행 트렌드에 따른 ADAS 성장은 매출확대로 이어짐. 영업이익 흑자전환. 전년 3분기는 주요 계열사 만도의 통상임금 일회성 요인으로 적자를 기록. 만도는 1,600억원, 홀딩스 영향은 412억원이었음.

성장: 도전적 환경에도 긍정적 편디멘탈 공고히 했음. 만도/만도헬라 성장세 지속했음.

(주)한라의 수주는 3분기 누계기준 1.2조원. 탑라인 안정성을 도모하고 있음

주주가치: 지주사로서 장기/가치투자자들의 주주 가치 제고를 위해 3.3% 자사주 매입 및 소각 공시. 주당 2천원 수준 배당 공시

- 실적

3분기 매출 상승. 매 분기 시장 컨센서스 부합하는 탑라인 유지. 애프터마켓은 1% 증가. 물류사업은 물동량 증가로 10% 이상 성장세 이어갔음.

만도의 통상임금 영향으로 흑자 전환. 7%대 영업이익률 기록. 영업이익 기여도가 높은 지분법 수익의 경우 전년 동기 대비 상승했으나, 세계적 자동차 업황 부진과 주요 고객의 중국 부진으로 전 분기 대비해서는 소폭 감소했음

- 성장성

ADAS 성장세. ADAS 시장 연평균 성장률 20% 이상을 전망하고 있음. 만도/만도헬라 3분기 ADAS 매출성장률은 44%/72%로 시장을 상회. 만도/만도헬라의 ADAS 매출액 비중은 9%/27%

만도헬라의 ADAS 매출은 2018년 들어 성장세. 성장세 유지를 위해 한국/중국에서 카메라 라인 투자를 동시에 진행. 한국은 기존라인에 추가하는 라인 확대, 중국은 신규 투자 개념. 한국과 중국 모두 2019년 2분기와 3분기 양산을 목표로 하고 있음. ADAS/ECU/센서 등 전장부품 관련하여 한국에서는 라인 증설, 중국에서는 라인증설 및 공장 증축 등 추가적인 성장 확보 준비

- 만도헬라 인도

현재는 소규모지만 차세대 기술개발에 도입했으며, 중장기적으로 R&D 기능 확대도 검토하고 있음. 3년간 연평균 77% 성장을 목표. 현재 양산중인 조향제품의 ramp up과 인도 ABS 의무화에 대응한 제동 제품군 확대를 계획하고 있으며, 제동 제품 양산이 이루어지는 2019년부터 본격적인 궤도에 진입하게 됨. 2018년 2분기/3분기 BEP 달성을 당사 계획 대비 1년 정도 앞섬. 성장성과 수익성 기여에 대한 가시성을 높임

-(주)한라의 수주 실적

3분기 말 현재 1.2조원 신규 수주 했음. 주택 55%, 건축 39%로 신규 수주의 수익성도 좋음. 연간 수주 가이던스인 1.6조원 가시성이 높음

건설업은 착공 후 공사 진행률에 따라 매출로 이어지는 구조. 2014~2015년 배곧신도시 착공 후 공사진행률에 따라 2016~17년 매출이 좋았음. 단기 착공 물량의 확대는 2019년 이후의 탑라인으로 이어질 것임

-주주가치 제고

장기/가치 투자자 제고를 위해 경쟁력 있는 배당 정책 시행. 2019년 분기말 종가 기준 4.9% 시가배당률. 3.3% 자사주 매입 및 소각 계획 진행하고 있음. 주주가치 제고는 연속성을 갖고 진행중

-JJ한라

2018년 골프장 운영 정상화를 목표로 사업 역량을 집중. 숙박시설인 콘도텔 분양매각이 완료되어 동기대비 매출은 감소했으나 3분기 내장객수는 20% 이상 증가한 2만 2천 명 수준으로 꾸준한 증가세. 부지 조성 후 매각을 목표로 하고 있는 배후부지는 현 시점 변동 사항 없음.

-가이던스

2018년 가이던스는 자동차 업황 부진으로 당초 1조원 매출 목표 대비 4~5% 하향 조정. 영업이익률은 High-single을 목표로 하고 있음

Q&A

문) DPS 올리고, 자사주 소각하는데 배당 성향 등 기준이 있는지?

답) 당기순이익의 15~20% 배당정책 유지. DPS는 우상향 목표. 단기적으로 2018년 회계연도는 배당정책/성향을 크게 상회하는 배당을 실시하고자 함

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	844.5	922.2	961.5	981.9	1,001.6
매출원가	667.0	767.7	786.3	802.0	818.1
매출총이익	177.5	154.5	175.2	179.9	183.5
판관비	84.0	91.8	89.1	90.9	92.7
영업이익	93.5	62.7	86.1	89.0	90.8
금융순익	(24.1)	(27.6)	(25.8)	(26.8)	(27.0)
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	9.0	33.4	4.5	4.4	2.7
세전이익	78.4	68.5	64.8	66.7	66.5
법인세	14.0	27.9	13.0	13.3	13.3
계속사업이익	64.4	40.6	51.8	53.3	53.2
중단사업이익	16.0	2.9	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.4	43.5	51.8	53.3	53.2
비지배주주지분					
순이익	5.1	0.5	0.6	0.6	0.6
지배주주순이익	75.3	43.0	51.2	52.7	52.6
지배주주지분포괄이익	133.4	27.8	50.9	52.4	52.3
NOPAT	76.8	37.1	68.9	71.2	72.7
EBITDA	109.2	74.0	98.1	101.6	103.9
성장성(%)					
매출액증가율	(5.3)	9.2	4.3	2.1	2.0
NOPAT증가율	(7.1)	(51.7)	85.7	3.3	2.1
EBITDA증가율	0.2	(32.2)	32.6	3.6	2.3
영업이익증가율	(2.6)	(32.9)	37.3	3.4	2.0
(지배주주)순익증가율	0.1	(42.9)	19.1	2.9	(0.2)
EPS증가율	0.2	(42.9)	19.0	2.9	(0.2)
수익성(%)					
매출총이익률	21.0	16.8	18.2	18.3	18.3
EBITDA이익률	12.9	8.0	10.2	10.3	10.4
영업이익률	11.1	6.8	9.0	9.1	9.1
계속사업이익률	7.6	4.4	5.4	5.4	5.3

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,975	3,982	4,740	4,879	4,870
BPS	85,822	87,126	90,533	93,412	96,282
CFPS	4,546	1,057	7,137	7,487	7,606
EBITDAPS	10,111	6,853	9,077	9,405	9,621
SPS	78,179	85,367	89,005	90,896	92,714
DPS	1,250	1,350	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	8.7	15.7	9.3	9.0	9.0
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
PCFR	13.3	59.3	6.2	5.9	5.8
EV/EBITDA	11.5	15.7	10.1	9.8	9.6
PSR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	8.2	4.6	5.4	5.3	5.2
ROA	4.3	2.3	2.7	2.7	2.6
ROIC	18.6	8.6	18.2	17.8	17.6
부채비율	100.1	98.4	99.4	96.9	94.6
순부채비율	59.4	51.8	53.7	52.3	50.8
이자보상배율(배)	3.4	2.3	3.2	3.3	3.3

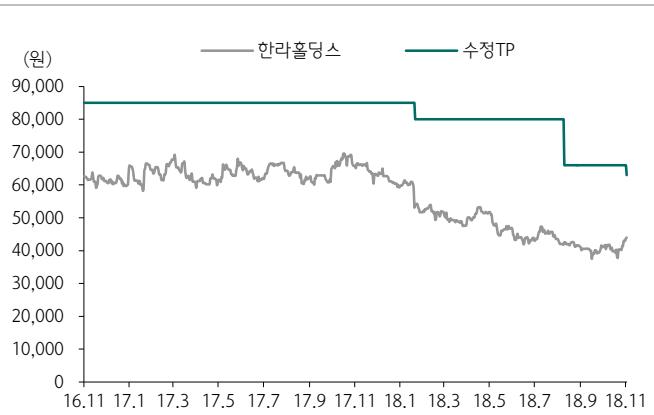
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	416.1	420.1	449.2	453.1	458.1
금융자산	117.5	165.7	160.8	158.6	157.7
현금성자산	104.3	123.4	116.8	113.6	111.8
매출채권 등	203.7	161.7	190.5	194.6	198.4
재고자산	87.5	87.6	91.3	93.3	95.1
기타유동자산	7.4	5.1	6.6	6.6	6.9
비유동자산	1,497.9	1,432.2	1,485.2	1,517.5	1,548.4
투자자산	945.3	985.2	1,027.2	1,049.0	1,070.0
금융자산	19.5	25.5	26.6	27.1	27.7
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	160.2	160.2	160.2
자산총계	1,914.0	1,852.3	1,934.4	1,970.6	2,006.4
유동부채	371.6	497.7	344.0	348.3	352.4
금융부채	167.3	289.8	122.5	122.5	122.5
매입채무 등	190.4	179.8	193.0	197.1	201.0
기타유동부채	13.9	28.1	28.5	28.7	28.9
비유동부채	585.9	420.8	620.4	621.7	622.9
금융부채	518.2	359.2	559.2	559.2	559.2
기타비유동부채	67.7	61.6	61.2	62.5	63.7
부채총계	957.5	918.6	964.4	970.0	975.3
지배주주지분	919.6	933.7	970.5	1,001.6	1,032.6
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	730.1	761.2	792.2
비지배주주지분	36.9	0.0	(0.5)	(1.0)	(1.5)
자본총계	956.5	933.7	970.0	1,000.6	1,031.1
순금융부채	568.0	483.3	520.9	523.1	524.0
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.9	52.6	44.3	67.3	68.6
당기순이익	80.4	43.5	51.8	53.3	53.2
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	(20.8)	(0.5)	(0.5)
투자활동 현금흐름	(10.5)	2.0	(69.8)	(49.7)	(49.6)
투자자산감소(증가)	(12.0)	(39.9)	(43.1)	(23.0)	(22.1)
유형자산감소(증가)	(12.9)	(27.4)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	14.4	69.3	(6.7)	(7.5)	(7.5)
재무활동 현금흐름	(121.4)	(29.7)	18.3	(21.6)	(21.6)
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)	(21.6)	(21.6)
현금의 증감	(45.3)	19.1	(6.6)	(3.2)	(1.8)
Unlevered CFO	49.1	11.4	77.1	80.9	82.2
Free Cash Flow	72.8	25.0	24.3	47.3	48.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한라홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.11.21	BUY	63,000		
18.8.29	BUY	66,000	-38.13%	-33.71%
18.2.9	BUY	80,000	-40.26%	-32.25%
16.11.25	BUY	85,000	-25.53%	-18.24%
16.5.17	BUY	67,000	-0.73%	17.16%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	94.2%	4.9%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성종)는 2018년 11월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.