

한라홀딩스 (060980)

지분가치 하락. 배당수익률은 7.0%

목표주가 하향

한라홀딩스에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 자회사들에 대한 지분가치 하락을 반영하여 목표주가는 기존 5.7만원에서 신규 4.3만원으로 조정한다. 1분기 실적은 건설 부분의 선전으로 비교적 양호한 편이었으나, 2분기 이후 자동차 부분의 부진으로 자체 사업 및 만도/만도헬라 지분법이익이 부진할 것으로 예상된다. 한라홀딩스에 대한 적정 시가총액은 약 4,600억원으로 평가한 것인데, 영업 부문 가치 1,070억원(기존 대비 -400억원, 수익추정 하향)과 자회사 지분가치(40% 할인적용) 4,490억원(기존 대비 -1,100억원, 수익추정 하향과 만도헬라에 대한 목표 P/E 12배→10배), 그리고 골프장/로열티 가치 2,790억원(기존 대비 -1,190억원, 수익추정 하향)을 합산한 기업가치에서 순차입금 3,790억원을 제외한 것이다. 연말 기대 배당수익률은 7.0%에 달한다(주당 2,000원 유지 가정).

1Q20 Review: 영업이익률 9.6% 기록

1분기 실적은 시장 기대치를 상회했다(영업이익 기준 +29%). 1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 -8%/+3% 변동한 1,795억원/173억원(영업이익률 9.6%, +1.0%p (YoY))을 기록했다. 자체 사업의 매출액/영업이익은 각각 -12%/+5% 변동한 1,574억원/42억원(영업이익률 2.7%, +0.5%p (YoY))을 기록했는데, 코로나19의 영향으로 관계사에 대한 물류 매출이 감소했고 저수익 부분의 축소도 지속되었기 때문이다. 수익성 향상은 저수익 부분의 비중감소로 개선되었다. 지주 부분의 매출액은 증가했는데, 로열티 매출액이 소폭 증가한 가운데 (주)한라에 대한 지분법이익이 크게 증가했기 때문이다(41억원→94억원). 반면, 만도/만도헬라에 대한 지분법이익은 감소했다(각각 17억원/30억원→7억원/6억원).

만도와 만도헬라에 대한 지분가치 하향

한라홀딩스 전체 기업가치의 55%는 만도에 대한 지분/로열티 가치이고, 만도헬라에 대한 지분가치도 8% 비중을 차지한다. 만도(지분 30.25% 보유)는 코로나19의 글로벌 확산과 완성차들의 생산 일시 중단, 그리고 일회성 비용의 반영 등의 여파로 상반기 실적이 부진할 것인데, 하반기 이후로는 완성차들의 생산 재개와 자체 성장동인(ADAS 고성장과 캘리포니아 전기차 업체향 공급)으로 개선될 것이다. 한라홀딩스의 만도에 대한 지분가치는 약 4,380억원(목표주가 3.2만원 기준)이다. 만도헬라(지분 50% 보유)는 1분기 매출액/영업이익이 +6%/-37% (YoY) 변동한 1,540억원/49억원(영업이익률 3.2%, -2.1%p (YoY))을 기록했다. 센서/ECU 등을 생산하는 ADAS 부품은 37% (YoY) 성장하며 매출비중이 35%(+8%p (YoY))로 상승했지만, 중국 부진과 중저가 부문에서의 가격하락 압력으로 수익성은 하락했다. 만도헬라에 대한 수익추정 하향과 목표 P/E의 하향(12배→10배)을 반영하여 한라홀딩스의 만도헬라에 대한 지분가치를 기존 1,260억원에서 860억원으로 조정한다. 다만, ADAS 및 인도 법인의 성장에 대해서는 여전히 긍정적 시각을 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 43,000원(하향) | CP(5월 18일): 28,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,937.11
52주 최고/최저(원)	48,350/24,450
시가총액(십억원)	300.5
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	10,472.1
60일 평균 거래량(천주)	40.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	6.97
외국인지분율(%)	10.54
주요주주 지분율(%)	
정몽원 외 7인	28.48
국민연금공단	13.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.0) (37.9) (29.3)
상대	(6.1) (30.8) (25.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	793.3	845.6
영업이익(십억원)	70.0	85.2
순이익(십억원)	36.9	49.0
EPS(원)	3,501	4,654
BPS(원)	88,705	91,837

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	886.5	798.4	721.6	779.3	810.5
영업이익	십억원	57.9	75.4	57.3	69.2	72.4
세전이익	십억원	35.2	52.1	37.0	51.7	54.0
순이익	십억원	13.1	41.1	31.1	41.4	43.2
EPS	원	1,214	3,918	2,971	3,949	4,127
증감률	%	(69.5)	222.7	(24.2)	32.9	4.5
PER	배	36.05	11.72	9.66	7.27	6.95
PBR	배	0.54	0.54	0.34	0.33	0.32
EV/EBITDA	배	14.40	10.31	9.23	8.53	8.40
ROE	%	1.46	4.69	3.49	4.56	4.65
BPS	원	81,361	84,613	85,584	87,576	89,745
DPS	원	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000



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

RA **구성중**
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 한라홀딩스 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	194.9	196.2	207.0	200.3	179.5	152.0	184.7	205.4	886.5	798.4	721.6
사업부문	178.3	183.4	174.5	169.2	157.4	146.7	157.1	176.3	820.8	705.4	637.5
지주(지분법/로열티)	15.6	8.9	24.9	18.3	17.2	(1.2)	22.1	21.5	49.9	67.6	59.6
골프장	3.0	4.0	3.2	4.2	2.6	4.4	3.3	4.2	16.7	14.3	14.5
(연결조정)	(1.9)	(0.1)	4.4	8.6	2.2	2.1	2.2	3.4	(0.9)	11.0	10.0
영업이익	16.8	13.3	27.2	18.2	17.3	(4.5)	20.2	24.2	57.9	75.4	57.3
사업부문	4.0	7.6	7.1	6.3	4.2	2.2	4.7	8.0	26.2	25.0	19.1
지주(지분법/로열티)	12.6	4.0	21.2	11.7	13.8	(8.1)	16.2	15.3	33.3	49.5	37.2
골프장	0.2	1.7	(1.1)	0.2	(0.7)	1.4	(0.7)	0.9	(1.6)	1.0	0.9
세전이익	8.6	5.8	22.2	14.1	12.5	(8.5)	13.2	19.8	20.6	50.7	37.0
지배주주순이익	5.2	4.3	18.9	12.7	11.5	(6.8)	10.6	15.8	13.1	41.1	31.1
마진											
영업이익률	8.6	6.8	13.2	9.1	9.7	(3.0)	11.0	11.8	6.5	9.4	7.9
사업부문	2.2	4.1	4.1	3.7	2.7	1.5	3.0	4.5	3.2	3.5	3.0
지주(지분법/로열티)	80.6	44.9	85.3	64.0	80.4	적전	73.6	71.0	66.8	73.2	62.5
골프장	7.6	41.4	(34.3)	4.2	(26.5)	31.8	(21.2)	21.6	(9.4)	6.7	6.2
세전이익률	4.4	3.0	10.7	7.0	7.0	(5.6)	7.2	9.6	2.3	6.4	5.1
순이익률	2.7	2.2	9.1	6.3	6.4	(4.5)	5.7	7.7	1.5	5.1	4.3

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 2. 만도 분기실적

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	17	18	19	20F	21F
매출액	1,415	1,464	1,467	1,636	1,310	1,121	1,386	1,631	5,685	5,665	5,982	5,448	5,850
YoY	5	2	5	10	(7)	(23)	(6)	0	(3)	0	6	(9)	7
한국	778	839	806	900	764	797	823	918	3,165	3,240	3,323	3,302	3,368
중국	320	279	335	398	184	265	345	409	1,649	1,498	1,331	1,203	1,324
미국	271	288	308	308	322	144	247	293	944	936	1,175	1,005	1,156
기타	201	217	224	228	214	61	161	213	656	739	870	648	765
연결조정	(154)	(159)	(206)	(198)	(174)	(146)	(189)	(202)	(728)	(747)	(717)	(711)	(763)
영업이익	32	52	70	64	19	(63)	57	61	84	197	219	73	222
YoY	(26)	(22)	41	70	(42)	적전	(19)	(5)	(73)	136	11	(66)	203
영업이익률 (%)	2.3	3.5	4.8	3.9	1.4	(5.6)	4.1	3.7	1.5	3.5	3.7	1.3	3.8
세전이익	25	40	84	28	14	(80)	57	37	19	141	176	28	183
세전이익률 (%)	1.8	2.7	5.7	1.7	1.1	(7.1)	4.1	2.2	0.3	2.5	3.0	0.5	3.1
순이익	19	33	52	14	10	(61)	44	29	18	113	118	21	139
순이익률 (%)	1.3	2.2	3.6	0.8	0.7	(5.4)	3.1	1.8	0.3	2.0	2.0	0.4	2.4
지배주주순이익	17	31	51	12	8	(57)	41	28	5	106	111	20	130

자료: 만도, 하나금융투자

표 3. 한라홀딩스의 목표주가 계산

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
영업 가치			107	예상 이익 * P/E 7배
지분 가치	만도	30%	438	만도 시가총액 1.5조원 기준
	한라스택폴	20%	32	예상 이익 * P/E 10배
	만도헬라	50%	86	예상 이익 * P/E 10배
	(주)한라	16%	177	우선주 가치 포함. 장부가 기준
	자사주/투자부동산		15	현재 가치 기준
	합산		749	
	할인율		40%	
	할인 후 지분가치		449	
골프장 가치			80	현금흐름할인(Discount Rate = 10%)
로열티 가치			199	현금흐름할인(TGR=1%, Discount Rate = 10%)
차입금			(379)	한라홀딩스 개별 기준
적정 시가총액			457	
주식수 (천주)			10,472	
적정 주가 (원)			43,000	
현재 주가 (원)			28,700	
상승 여력			50%	

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

추정 재무제표

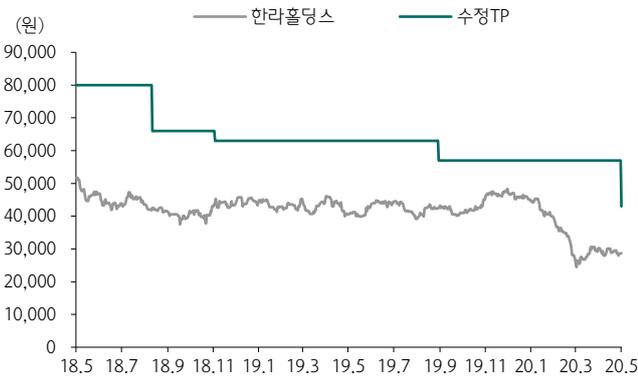
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	886.5	798.4	721.6	779.3	810.5	
매출원가	756.1	639.5	592.5	633.9	659.3	
매출총이익	130.4	158.9	129.1	145.4	151.2	
판매비	72.5	83.5	71.9	76.2	78.8	
영업이익	57.9	75.4	57.3	69.2	72.4	
금융손익	(23.6)	(25.2)	(23.5)	(22.0)	(22.6)	
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	0.8	1.9	3.3	4.5	4.2	
세전이익	35.2	52.1	37.0	51.7	54.0	
법인세	8.9	9.6	5.9	10.3	10.8	
계속사업이익	26.3	42.5	31.1	41.4	43.2	
중단사업이익	(13.2)	(1.4)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	13.1	41.1	31.1	41.4	43.2	
비배주주지분순이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	13.1	41.1	31.1	41.4	43.2	
지배주주지분포괄이익	6.1	43.1	31.1	41.4	43.2	
NOPAT	43.3	61.5	48.1	55.4	57.9	
EBITDA	67.5	98.8	79.8	91.2	93.9	
성장성(%)						
매출액증가율	(0.5)	(9.9)	(9.6)	8.0	4.0	
NOPAT증가율	7.2	42.0	(21.8)	15.2	4.5	
EBITDA증가율	(10.0)	46.4	(19.2)	14.3	3.0	
영업이익증가율	(9.1)	30.2	(24.0)	20.8	4.6	
(지배주주)순이익증가율	(69.5)	213.7	(24.3)	33.1	4.3	
EPS증가율	(69.5)	222.7	(24.2)	32.9	4.5	
수익성(%)						
매출총이익률	14.7	19.9	17.9	18.7	18.7	
EBITDA이익률	7.6	12.4	11.1	11.7	11.6	
영업이익률	6.5	9.4	7.9	8.9	8.9	
계속사업이익률	3.0	5.3	4.3	5.3	5.3	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	1,214	3,918	2,971	3,949	4,127	
BPS	81,361	84,613	85,584	87,576	89,745	
CFPS	2,502	4,575	6,650	7,739	7,993	
EBITDAPS	6,251	9,427	7,624	8,712	8,967	
SPS	82,067	76,178	68,905	74,418	77,394	
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	
주가지표(배)						
PER	36.1	11.7	9.7	7.3	7.0	
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	
PCFR	17.5	10.0	4.3	3.7	3.6	
EV/EBITDA	14.4	10.3	9.2	8.5	8.4	
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	
재무비율(%)						
ROE	1.5	4.7	3.5	4.6	4.7	
ROA	0.7	2.4	1.8	2.4	2.5	
ROIC	12.0	16.6	12.6	14.5	15.2	
부채비율	99.3	98.7	85.4	87.5	86.4	
순부채비율	57.8	60.7	48.6	52.1	51.9	
이자보상배율(배)	2.4	2.9	2.4	3.1	3.2	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	368.5	322.3	318.9	313.7	313.5	
금융자산	101.2	117.7	113.8	92.2	83.1	
현금성자산	85.6	113.2	109.7	87.8	78.5	
매출채권 등	166.9	119.1	129.2	139.6	145.2	
재고자산	78.2	81.2	72.0	77.8	80.9	
기타유동자산	22.2	4.3	3.9	4.1	4.3	
비유동자산	1,355.7	1,438.1	1,342.6	1,406.0	1,438.7	
투자자산	916.6	952.6	862.1	930.1	966.8	
금융자산	25.7	27.7	25.0	27.0	28.1	
유형자산	262.4	266.7	261.3	256.5	252.3	
무형자산	29.2	24.3	24.6	24.8	25.0	
기타비유동자산	147.5	194.5	194.6	194.6	194.6	
자산총계	1,724.1	1,760.4	1,661.5	1,719.7	1,752.2	
유동부채	290.3	494.5	235.6	268.5	275.9	
금융부채	93.8	332.0	75.9	96.4	97.0	
매입채무 등	181.6	154.1	151.7	163.9	170.4	
기타유동부채	14.9	8.4	8.0	8.2	8.5	
비유동부채	568.6	379.8	529.6	534.1	536.5	
금융부채	507.3	323.8	473.8	473.8	473.8	
기타비유동부채	61.3	56.0	55.8	60.3	62.7	
부채총계	858.9	874.3	765.2	802.6	812.4	
지배주주지분	865.2	886.1	896.3	917.1	939.8	
자본금	55.1	55.1	55.1	55.1	55.1	
자본잉여금	264.7	264.7	264.7	264.7	264.7	
자본조정	(37.8)	(24.1)	(24.1)	(24.1)	(24.1)	
기타포괄이익누계액	(56.0)	(52.7)	(52.7)	(52.7)	(52.7)	
이익잉여금	639.2	643.0	653.2	674.1	696.8	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	865.2	886.1	896.3	917.1	939.8	
순금융부채	499.9	538.1	436.0	478.1	487.7	
현금흐름표						
영업활동 현금흐름	0.8	45.7	51.4	64.1	65.4	
당기순이익	13.1	41.1	31.1	41.4	43.2	
조정	18.8	3.3	23.8	22.2	21.9	
감가상각비	9.6	23.4	22.6	22.0	21.5	
외환거래손익	1.0	1.1	1.3	0.1	0.4	
지분법손익	(27.0)	(40.9)	0.0	0.0	0.0	
기타	35.2	19.7	(0.1)	0.1	(0.0)	
영업활동자산부채변동	(31.1)	1.3	(3.5)	0.5	0.3	
투자활동 현금흐름	37.2	4.4	72.1	(85.9)	(54.8)	
투자자산감소(증가)	68.7	(36.0)	90.4	(68.0)	(36.7)	
유형자산감소(증가)	10.4	(22.8)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	
기타	(41.9)	63.2	(3.3)	(2.9)	(3.1)	
재무활동 현금흐름	(77.2)	(23.6)	(127.0)	(0.0)	(19.9)	
금융부채증가(감소)	(47.9)	54.7	(106.1)	20.5	0.6	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(14.9)	(57.3)	(0.0)	0.0	0.0	
배당지급	(14.4)	(21.0)	(20.9)	(20.5)	(20.5)	
현금의 증감	(37.8)	27.6	(3.5)	(21.9)	(9.2)	
Unlevered CFO	27.0	47.9	69.6	81.0	83.7	
Free Cash Flow	(27.0)	22.8	36.4	49.1	50.4	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한라홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.19	BUY	43,000		
19.9.17	BUY	57,000	-31.80%	-15.18%
18.11.21	BUY	63,000	-31.66%	-26.83%
18.8.29	BUY	66,000	-38.13%	-33.71%
18.2.9	BUY	80,000	-40.26%	-32.25%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 05월 19일 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.