

# 한라홀딩스 (060980)

## 만도에 대한 지분가치만 시가총액보다 60% 많다

### 목표주가를 4.7만원으로 상향

한라홀딩스에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 자회사들에 대한 지분가치 상승을 반영하여 목표주가는 기존 4.3만원에서 신규 4.7만원으로 상향한다. 이는 한라홀딩스의 적정 시가총액을 4,940 억원으로 평가한 것인데, 영업부문 가치 1,130억원(기존 대비 +60 억원, 수익추정 상향)과 자회사 지분가치(40% 할인적용) 5,720억원(기존 대비 +1,230억원, 만도 주가상승에 기인), 그리고 골프장/로열티 가치 2,840억원(기존 대비 +50억원)을 합산한 기업가치에서 순차입금 4,760억원을 제외한 것이다. 자회사들에 대한 지분가치를 40% 할인했음에도 여전히 NAV 대비 크게 할인된 상태이다. 연말 기대 배당수익률은 5.6%이다(주당 2,000원 유지 가정).

### 3Q20 Review: 영업이익률 21.8% 기록

3분기 실적은 시장 기대치를 크게 상회했다. 3분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 -1%/+65% 변동한 2,058억원/448억원(영업이익률 21.8%, +8.6%p (YoY))을 기록했다. 자체 사업의 매출액/영업이익은 각각 9%/7% 감소한 1,582억원/66억원(영업이익률 4.2%, +0.1%p (YoY))를 기록했는데, AS 사업부의 매출액은 전년 동기수준이었지만, 물류 사업부의 매출액이 업황 부진과 지속된 사업 구조조정으로 20% (YoY) 감소한 영향이다. 외형 감소에도 Mix 개선 노력으로 이익률은 소폭 상승했다. 주주 부문의 매출액은 75% (YoY) 증가했는데, 로열티 매출액이 소폭 감소했지만, 지분법 이익이 크게 증가했기 때문이다. 지분법 이익 중 만도/만도헬라(주) 한라에 대한 지분법이익은 각각 -23%/+13%/+1,407% (YoY) 변동했다. (주)한라의 지분법이익이 크게 증가한 것은 건설 사업의 양호한 성과와 함께 법인세 환급이 일회성으로 있었기 때문이다.

### 만도와 만도헬라에 대한 지분가치 상향

한라홀딩스 전체 기업가치의 57%는 만도에 대한 지분/로열티 가치, 8%는 만도헬라에 대한 지분가치가 설명하기 때문에 만도의 지분가치는 특히 중요하다. 만도(지분 30.25% 보유)는 주요 고객사들의 생산 회복에 힘입어 2분기를 바닥으로 업황이 호전되고 있고, 완성차들의 SUV/럭서리/전기차 차종의 확대에 ADAS 매출액은 여전히 고성장 중이며(3분기 +22%), 캘리포니아 전기차 업체(미국/중국향 공급)와 미국 완성차들에 대한 납품도 증가할 것인바 당분간 실적 개선세가 유지될 것이다. 이런 상황에서 만도의 주가가 최근 급등하면서 한라홀딩스가 가진 만도의 지분가치만도 6,100억원에 달해 한라홀딩스의 시가총액 3,730억원 대비 64%나 많다. 만도헬라(지분 50% 보유)의 3분기 매출액/영업이익은 +13%/-9% (YoY) 변동한 1,945억원/97억원(영업이익률 5.0%, -1.2%p (YoY))을 기록했다. 센서/ECU 등을 생산하는 ADAS 부품은 41% (YoY) 성장하면서 매출비중이 36%(+7%p (YoY))로 상승하였고, 중국 매출액도 로컬업체들의 공급 증가에 힘입어 32% (YoY) 증가했다. 주 고객사인 만도/현대차 그룹의 SUV/럭서리 차종의 신차 확대와 동반하여 고성장을 유지하는 가운데, 중국 로컬업체들과의 거래 확대도 성장에 기여할 것이다. 한라홀딩스의 만도헬라에 대한 지분가치는 1,110억원으로 평가한다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 47,000원(상향) | CP(11월17일): 35,600원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,539.15
52주 최고/최저(원)	48,350/24,450
시가총액(십억원)	372.8
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	10,472.1
60일 평균 거래량(천주)	64.75 3.2
60일 평균 거래대금(십억원)	2.0
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	5.63
외국인지분율(%)	10.07
주요주주 지분율(%)	
정몽원 외 7인	28.48
국민연금공단	12.90
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.6 24.5 (21.0)
상대	2.0 (5.5) (32.7)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	696.7	758.7
영업이익(십억원)	49.1	83.4
순이익(십억원)	16.1	50.2
EPS(원)	1,537	4,803
BPS(원)	87,178	90,221

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	886.5	798.4	708.2	754.2	784.3
영업이익	십억원	57.9	75.4	80.7	81.6	85.2
세전이익	십억원	35.2	52.1	60.6	64.4	67.5
순이익	십억원	13.1	41.1	50.9	51.6	54.0
EPS	원	1,214	3,918	4,860	4,923	5,154
증감율	%	(69.51)	222.73	24.04	1.30	4.69
PER	배	36.04	11.72	7.31	7.22	6.90
PBR	배	0.54	0.54	0.41	0.39	0.38
EV/EBITDA	배	14.40	10.31	7.57	7.73	7.48
ROE	%	1.46	4.69	5.65	5.53	5.60
BPS	원	81,361	84,613	87,473	90,463	93,684
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	2Q20	3Q20	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	194.9	196.2	207.0	200.3	179.5	113.0	205.8	209.9	886.5	798.4	708.2
사업부문	178.3	183.4	174.5	169.2	157.4	126.6	158.2	162.8	820.8	705.4	605.0
지주(지분법/로열티)	15.6	8.9	24.9	18.3	17.2	(21.6)	43.5	39.8	49.9	67.6	78.9
골프장	3.0	4.0	3.2	4.2	2.6	3.9	4.0	4.0	16.7	14.3	14.5
(연결조정)	(1.9)	(0.1)	4.4	8.6	2.2	4.1	0.0	3.4	(0.9)	11.0	9.8
영업이익	16.8	13.3	27.2	18.2	17.3	(19.1)	44.8	37.7	57.9	75.4	80.7
사업부문	4.0	7.6	7.1	6.3	4.2	3.3	6.6	6.2	26.2	25.0	20.3
지주(지분법/로열티)	12.6	4.0	21.2	11.7	13.8	(23.1)	38.5	31.3	33.3	49.5	60.5
골프장	0.2	1.7	(1.1)	0.2	(0.7)	0.7	(0.3)	0.2	(1.6)	1.0	(0.1)
세전이익	8.6	5.8	22.2	14.1	12.5	(30.4)	35.3	43.2	20.6	50.7	60.6
지배주주순이익	5.2	4.2	18.9	12.7	11.5	(27.1)	33.0	33.5	13.1	41.1	50.9
마진											
영업이익률	8.6	6.8	13.2	9.1	9.7	(16.9)	21.8	17.9	6.5	9.4	11.4
사업부문	2.2	4.1	4.1	3.7	2.7	2.6	4.2	3.8	3.2	3.5	3.4
지주(지분법/로열티)	80.6	44.9	85.3	64.0	80.4	106.8	88.4	78.7	66.8	73.2	76.7
골프장	7.6	41.4	(34.3)	4.2	(26.5)	17.0	(6.5)	4.9	(9.4)	6.7	(0.7)
세전이익률	4.4	3.0	10.7	7.0	7.0	(26.9)	17.2	20.6	2.3	6.4	8.6
순이익률	2.7	2.2	9.1	6.3	6.4	(24.0)	16.0	16.0	1.5	5.1	7.2

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 2. 만도의 분기실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	17	18	19	20F	21F
매출액	1,415	1,464	1,467	1,636	1,310	1,013	1,501	1,705	5,685	5,665	5,982	5,530	6,181
YoY	5	2	5	10	(7)	(31)	2	4	(3)	(0)	6	(8)	12
한국	778	839	806	900	764	545	791	927	3,165	3,240	3,323	3,027	3,269
중국	320	279	335	398	184	305	343	455	1,649	1,498	1,331	1,286	1,500
미국	271	288	308	308	322	142	317	330	944	936	1,175	1,111	1,273
기타	201	217	224	228	214	82	210	226	656	739	870	732	839
연결조정	(154)	(159)	(206)	(198)	(174)	(60)	(159)	(232)	(728)	(747)	(717)	(626)	(699)
영업이익	32	52	70	64	19	(76)	66	72	84	197	219	80	288
YoY	(26)	(22)	41	70	(42)	적전	(7)	12	(73)	136	11	(63)	259
영업이익률 (%)	2.3	3.5	4.8	3.9	1.4	(7.5)	4.4	4.2	1.5	3.5	3.7	1.5	4.7
세전이익	25	40	84	28	14	(109)	52	74	19	141	176	30	242
세전이익률 (%)	1.8	2.7	5.7	1.7	1.1	(10.8)	3.5	4.3	0.3	2.5	3.0	0.5	3.9
순이익	19	33	52	14	10	(112)	39	86	18	113	118	23	184
순이익률 (%)	1.3	2.2	3.6	0.8	0.7	(11.0)	2.6	5.0	0.3	2.0	2.0	0.4	3.0
지배주주순이익	17	31	51	12	8	(112)	37	88	5	106	111	21	172

자료: 만도, 하나금융투자

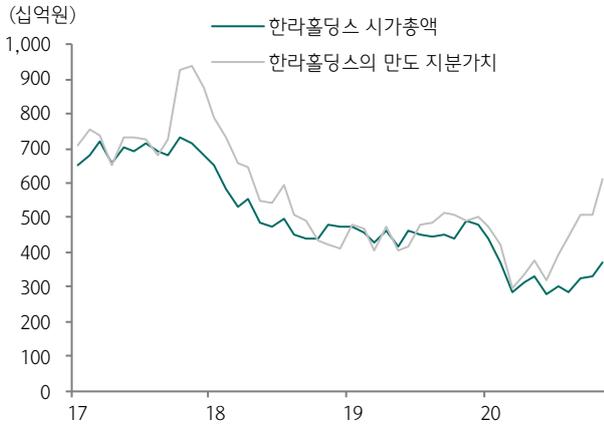
표 3. 만도헬라의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	131.1	147.6	145.3	149.7	145.7	161.7	172.4	171.5	154.0	125.2	194.5
(ADAS 매출액)	28.8	39.9	39.2	46.4	39.3	48.5	44.8	54.9	54.4	47.0	70.1
(ADAS 비중, %)	22.0	27.0	27.0	31.0	27.0	30.0	26.0	32.0	35.3	37.6	36.0
영업이익	7.9	12.7	9.8	4.6	7.8	11.7	10.7	3.9	4.9	(2.8)	9.7
세전이익	7.7	9.0	6.2	3.4	5.4	7.2	7.7	4.1	1.0	(5.0)	8.6
순이익	6.4	7.3	5.2	4.2	4.0	5.8	6.4	3.0	0.3	(4.5)	7.2
영업이익률 (%)	6.0	8.6	6.7	3.1	5.4	7.2	6.2	2.3	3.2	(2.2)	5.0
세전이익률 (%)	5.9	6.1	4.3	2.3	3.7	4.5	4.5	2.4	0.6	(4.0)	4.4
순이익률 (%)	4.9	4.9	3.6	2.8	2.7	3.6	3.7	1.7	0.2	(3.6)	3.7

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

그림 1. 한라홀딩스의 시가총액과 한라홀딩스의 만도 지분가치 비교



자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

그림 2. 만도 지분가치 대비 한라홀딩스의 시가총액 비율



자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

표 4. 한라홀딩스의 목표주가 계산

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
영업 가치			113	예상 이익 * P/E 7배
지분 가치	만도	30%	581	만도 시가총액 1.9조원 기준
	한라스택폴	20%	32	예상 이익 * P/E 10배
	만도헬라	50%	111	예상 이익 * P/E 10배
	(주)한라	16%	211	우선주 가치 포함. 장부가 기준
	자사주/투자부동산		19	현재 가치 기준
	합산		953	
	할인율		40%	
	할인 후 지분가치		572	
골프장 가치			80	현금흐름할인(Discount Rate = 10%)
로열티 가치			204	현금흐름할인(TGR=1%, Discount Rate = 10%)
차입금			(476)	한라홀딩스 개별 기준
<b>적정 시가총액</b>			<b>494</b>	
주식수 (천주)			10,472	
적정 주가 (원)			47,131	
현재 주가 (원)			35,600	
<b>상승 여력</b>			<b>32%</b>	

자료: 한라홀딩스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>886.5</b>	<b>798.4</b>	<b>708.2</b>	<b>754.2</b>	<b>784.3</b>
매출원가	756.1	639.5	550.6	591.9	615.6
매출총이익	130.4	158.9	157.6	162.3	168.7
판매비	72.5	83.5	76.9	80.7	83.5
<b>영업이익</b>	<b>57.9</b>	<b>75.4</b>	<b>80.7</b>	<b>81.6</b>	<b>85.2</b>
금융손익	(23.6)	(25.2)	(23.4)	(21.6)	(22.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	1.9	3.3	4.5	4.2
<b>세전이익</b>	<b>35.2</b>	<b>52.1</b>	<b>60.6</b>	<b>64.4</b>	<b>67.5</b>
법인세	8.9	9.6	9.7	12.9	13.5
계속사업이익	26.3	42.5	50.9	51.6	54.0
중단사업이익	(13.2)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>13.1</b>	<b>41.1</b>	<b>50.9</b>	<b>51.6</b>	<b>54.0</b>
비배주주지분 손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>13.1</b>	<b>41.1</b>	<b>50.9</b>	<b>51.6</b>	<b>54.0</b>
지배주주지분포괄이익	6.1	43.1	50.9	51.6	54.0
NOPAT	43.3	61.5	67.8	65.2	68.2
EBITDA	67.5	98.8	103.2	103.6	106.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(0.47)	(9.94)	(11.30)	6.50	3.99
NOPAT증가율	7.18	42.03	10.24	(3.83)	4.60
EBITDA증가율	(10.00)	46.37	4.45	0.39	3.09
영업이익증가율	(9.11)	30.22	7.03	1.12	4.41
(지배주주)순이익증가율	(69.53)	213.74	23.84	1.38	4.65
EPS증가율	(69.51)	222.73	24.04	1.30	4.69
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	14.71	19.90	22.25	21.52	21.51
EBITDA이익률	7.61	12.37	14.57	13.74	13.62
영업이익률	6.53	9.44	11.40	10.82	10.86
계속사업이익률	2.97	5.32	7.19	6.84	6.89

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>368.5</b>	<b>322.3</b>	<b>341.3</b>	<b>356.1</b>	<b>367.4</b>
금융자산	101.2	117.7	140.0	141.7	144.4
현금성자산	85.6	113.2	136.0	137.4	140.0
매출채권	160.6	115.8	122.6	130.5	135.8
채고자산	78.2	81.2	70.7	75.3	78.3
기타유동자산	28.5	7.6	8.0	8.6	8.9
<b>비유동자산</b>	<b>1,355.7</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,326.8</b>	<b>1,376.5</b>	<b>1,407.9</b>
투자자산	916.6	952.6	846.3	900.5	936.1
금융자산	40.5	40.0	36.8	38.4	39.5
유형자산	262.4	266.7	261.3	256.5	252.3
무형자산	<b>29.2</b>	<b>24.3</b>	<b>24.6</b>	<b>24.8</b>	<b>25.0</b>
기타비유동자산	<b>147.5</b>	<b>194.5</b>	<b>194.6</b>	<b>194.7</b>	<b>194.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>1,724.1</b>	<b>1,760.4</b>	<b>1,668.1</b>	<b>1,732.5</b>	<b>1,775.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>290.3</b>	<b>494.5</b>	<b>223.5</b>	<b>253.0</b>	<b>259.8</b>
금융부채	93.8	332.0	75.7	95.9	96.5
매입채무	154.0	117.6	120.5	128.3	133.4
기타유동부채	42.5	44.9	27.3	28.8	29.9
<b>비유동부채</b>	<b>568.6</b>	<b>379.8</b>	<b>528.6</b>	<b>532.1</b>	<b>534.5</b>
금융부채	<b>507.3</b>	<b>323.8</b>	<b>473.8</b>	<b>473.8</b>	<b>473.8</b>
기타비유동부채	61.3	56.0	54.8	58.3	60.7
<b>부채총계</b>	<b>858.9</b>	<b>874.3</b>	<b>752.0</b>	<b>785.2</b>	<b>794.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>865.2</b>	<b>886.1</b>	<b>916.0</b>	<b>947.4</b>	<b>981.1</b>
자본금	<b>55.1</b>	<b>55.1</b>	<b>55.1</b>	<b>55.1</b>	<b>55.1</b>
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	673.0	704.3	738.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>865.2</b>	<b>886.1</b>	<b>916.0</b>	<b>947.4</b>	<b>981.1</b>
순금융부채	499.9	538.1	409.5	428.1	425.9

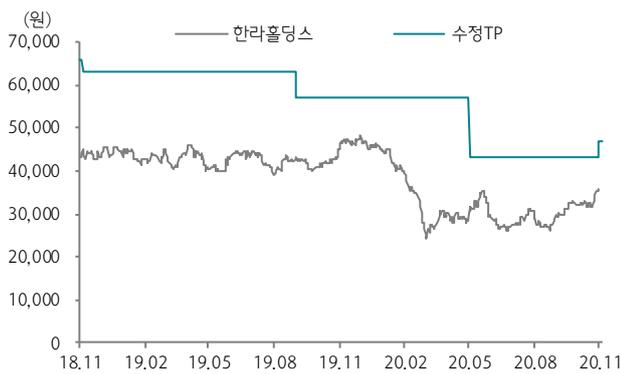
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,214	3,918	4,860	4,923	5,154
BPS	81,361	84,613	87,473	90,463	93,684
CFPS	2,502	4,575	8,886	8,919	9,222
EBITDAPS	6,251	9,427	9,859	9,892	10,196
SPS	82,067	76,178	67,623	72,018	74,899
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	36.04	11.72	7.31	7.22	6.90
PBR	0.54	0.54	0.41	0.39	0.38
PCR	17.49	10.03	4.00	3.99	3.85
EV/EBITDA	14.40	10.31	7.57	7.73	7.48
PSR	0.53	0.60	0.53	0.49	0.47
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.46	4.69	5.65	5.53	5.60
ROA	0.73	2.36	2.97	3.03	3.08
ROIC	12.03	16.63	17.50	16.73	17.53
부채비율	99.27	98.67	82.09	82.88	80.95
순부채비율	57.78	60.73	44.71	45.18	43.41
이자보상배율(배)	2.39	2.90	3.35	3.64	3.74

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0.8</b>	<b>45.7</b>	<b>62.1</b>	<b>73.6</b>	<b>75.8</b>
당기순이익	13.1	41.1	50.9	51.6	54.0
조정	2	0	2	2	2
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	18.4	16.4	(21.9)	(20.1)	(19.9)
영업활동 자산부채 변동	(31.1)	1.3	(12.6)	(0.2)	(0.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>37.2</b>	<b>4.4</b>	<b>88.0</b>	<b>(72.1)</b>	<b>(53.6)</b>
투자자산감소(증가)	68.7	(36.0)	106.2	(54.2)	(35.5)
자본증가(감소)	10.4	(22.8)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
기타	(41.9)	63.2	(3.2)	(2.9)	(3.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(77.2)</b>	<b>(23.6)</b>	<b>(127.3)</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(19.7)</b>
금융부채증가(감소)	(47.9)	54.7	(106.3)	20.2	0.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.9)	(57.3)	(0.1)	0.0	(0.1)
배당지급	(14.4)	(21.0)	(20.9)	(20.2)	(20.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>(37.8)</b>	<b>27.6</b>	<b>22.8</b>	<b>1.4</b>	<b>2.6</b>
Unlevered CFO	27.0	47.9	93.1	93.4	96.6
Free Cash Flow	(27.0)	22.8	47.1	58.6	60.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한라홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.18	BUY	47,000		
20.5.19	BUY	43,000	-30.06%	-17.33%
19.9.17	BUY	57,000	-31.95%	-15.18%
18.11.21	BUY	63,000	-31.68%	-26.83%
18.8.29	BUY	66,000	-38.08%	-33.41%

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	92.09%	7.91%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 11월 14일

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 11월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2020년 11월 18일 현재 해당회사의 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 얻어 진 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.