

한라홀딩스 (060980.KS)

주요 자회사의 고른 성장세

현대차그룹 중국사업 부진에도 다양한 실적 완충요인 보유. 만도의 대주주로서 만도의 성장성을 공유할 수 있고 주요 자회사의 고른 성장세로 인해 안정성과 Valuation 매력 보유

중국발 리스크로부터 다양한 방패막이 보유

동사에 대한 Buy 투자의견 유지. 다만, 목표주가(가치합산방식)는 현대차그룹 중국사업 부진에 따른 만도와 만도헬라의 이익 전망치 하락 가능성을 반영해 8.6만원(기존 9만원)으로 하향조정

중국영향은 불가피하지만 이에 대한 다양한 실적 완충요인을 보유하고 있다는 점은 긍정적. 만도는 고객다변화와 제품고도화가 빠르게 진행중이며 만도헬라는 중국 현지생산비중 확대를 통해 수익성 하락을 방어할 수 있음

또한, 사업부문인 유통물류부문의 성장세가 양호하고 (주)한라도 영업정상화와 함께 재무구조 개선추세 지속. (주)한라의 순차입금(개별기준)은 2015년 5,910억원에서 2017년 1분기 2,480억원으로 감소

2017년 수정 영업이익 1,138억원(21.7% y-y) 전망

동사는 2분기 한라스택폴 지분 50%를 JV 상대방인 Johnson Electric에 매각. 매각금액은 약 940억원이며 처분이익 약 744억원. 매각후 잔여지분은 20%로 한라스택폴은 연결대상에서 지분법 대상법인으로 전환. 1분기 한라스택폴 영업실적은 중단사업 당기순이익(29억원)으로 반영되었음

2017년 한라홀딩스 매출액과 영업이익은 각각 9,669억원(-3.4% y-y), 1,161억원(+0.1% y-y)으로 성장세가 둔화되어 보임. 그러나 한라스택폴을 제외한 매출액과 영업이익은 각각 9,647억원(+14.4% y-y), 1,138억원(+21.7% y-y)으로 유통물류사업부문 및 기타 자회사의 양호한 성장세

2017년 유통물류부문 매출액과 영업이익은 각각 7,800억원(9.0% y-y), 289억원(+6.9% y-y)으로 양호한 성장세 전망

2017년 지주부문 매출액과 영업이익은 1,459억원(+20.9% y-y), 905억원(+26.2% y-y) 예상. 2017년 지주부문에는 (주)한라와 한라스택폴로부터 인식되는 지분법 평가이익(약 283억원)이 신규로 반영됨

2017년 제이제이한라의 매출액과 영업이익은 각각 410억원(+487.7% y-y), -33억원(적자축소)으로 예상. 골프장 사업 안정화로 적자규모 축소 예상되며 골프텔 매각에 따른 현금유입 예상

Company Comment | 2017. 5. 24

Buy (유지)

목표주가 86,000원 (하향)

현재가 (17/05/23) 62,400원

업종	서비스업
KOSPI / KOSDAQ	2,311.74 / 644.73
시가총액(보통주)	674.1십억원
발행주식수(보통주)	10.8백만주
52주 최고가('16/09/05)	78,500원
최저가('16/07/18)	57,800원
평균거래대금(60일)	2.4십억원
배당수익률(2017E)	2.06%
외국인지분율	11.1%

주요주주	
정몽원 외 22 인	27.5%
국민연금	13.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-4.6	0.8	3.1
상대수익률 (%)p	-13.0	-13.3	-12.8

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	1,001	967	991	1,015
증감률	12.2	-3.4	2.5	2.4
영업이익	116	116	133	137
영업이익률	11.6	12.0	13.4	13.5
(지배지분)순이익	75	135	89	92
EPS	6,975	12,536	8,224	8,562
증감률	0.2	79.7	-34.4	4.1
PER	8.7	5.0	7.6	7.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.6	8.8	7.4	7.1
ROE	8.2	13.8	8.2	8.0
부채비율	100.1	85.1	78.5	72.6
순차입금	567	470	411	387

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 조수홍

02)768-7604, soohong.cho@nhq.com

표 1. 한라홀딩스 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17					2Q17E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	219.5	248.7	252.6	280.3	228.9	4.3	-18.3	250.0	243.1	239.4
영업이익	24.0	30.4	24.5	37.0	25.0	4.4	-32.2	28.6	27.6	26.5
영업이익률	10.9	12.2	9.7	13.2	10.9			11.5	11.3	11.1
세전이익	18.8	34.6	13.3	33.5	13.9	-26.3	-58.5	25.5	23.5	95.0
(지배)순이익	12.6	26.3	8.6	27.8	13.7	8.3	-50.8	17.1	16.3	75.5

주1: IFRS 연결기준

주2: 한라스택홀을 제거할 경우 당사예상대비 매출액과 영업이익 각각 8.4%, 7.39% 상회

자료: 한라홀딩스, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 한라홀딩스 수익전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	219.5	248.7	252.6	280.3	228.9	240.9	241.2	255.8	1,001.2	966.9	990.5
유통물류부문	154.9	178.7	187.1	194.9	196.3	195.0	192.7	196.0	715.6	780.0	811.2
자동차소결부문	39.2	39.3	36.4	43.0	42.0	0.0	0.0	0.0	157.9	0.0	0.0
지주부문	25.3	29.0	27.1	39.3	30.3	33.4	36.1	46.1	120.7	145.9	165.3
제이제이한라		1.8	2.0	3.1	2.3	12.5	12.5	13.7	7.0	41.0	14.0
영업이익	24.0	30.4	24.5	37.0	25.0	27.4	28.0	35.6	115.9	116.1	133.4
유통물류부문	4.6	8.9	7.2	6.3	7.2	7.4	7.1	7.2	27.0	28.9	30.9
자동차소결부문	5.3	5.6	4.7	6.8	5.9	0.0	0.0	0.0	22.4	0.0	0.0
지주부문	14.1	17.8	14.9	24.9	18.7	20.9	21.6	29.2	71.7	90.5	102.5
제이제이한라		-1.8	-2.3	-1.0	-0.8	-0.9	-0.8	-0.8	-5.2	-3.3	0.0
영업이익률(%)	10.9	12.2	9.7	13.2	10.9	11.4	11.6	13.9	11.6	12.0	13.5
유통물류부문	3.0	5.0	3.9	3.2	3.7	3.8	3.7	3.6	3.8	3.7	3.8
자동차소결부문	13.4	14.2	13.0	15.8	14.0	0.0	0.0	0.0	14.2	0.0	0.0
지주부문	55.8	61.4	55.0	63.4	61.7	62.5	60.0	63.4	59.4	62.0	62.0
제이제이한라		-99.9	-116.6	-33.0	-36.6	-7.0	-6.0	-5.9	-74.6	-8.0	0.0
세전이익	18.8	34.6	13.3	33.5	13.9	96.0	21.8	34.3	100.2	166.0	110.7
중단사업 당기순이익					2.9					2.9	
당기순이익	13.9	27.5	9.3	29.8	14.4	76.2	15.2	30.3	80.4	136.2	88.8
지배지분	12.6	26.3	8.6	27.8	13.7	76.2	15.2	30.3	75.3	135.4	88.8

자료: 한라홀딩스, NH투자증권 리서치본부 전망

표 3. 한라홀딩스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	1,001	967	991	1,015
	- 수정 전		954	970	986
	- 변동률		1.4	2.2	2.9
영업이익	- 수정 후	116	116	133	137
	- 수정 전		123	137	139
	- 변동률		-5.7	-2.9	-1.4
영업이익률(수정 후)		11.6	12.0	13.4	13.5
EBITDA		132	134	152	154
(지배지분)순이익		75	135	89	92
EPS	- 수정 후	6,975	12,536	8,224	8,562
	- 수정 전		14,319	8,692	8,941
	- 변동률		-12.5	-5.4	-4.2
PER		8.7	5.0	7.6	7.3
PBR		0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA		9.6	8.8	7.4	7.1
ROE		8.2	13.8	8.2	8.0

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: 2017년 한라스택폴 매각에 따른 일회성 처분이익 (744억원) 반영

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

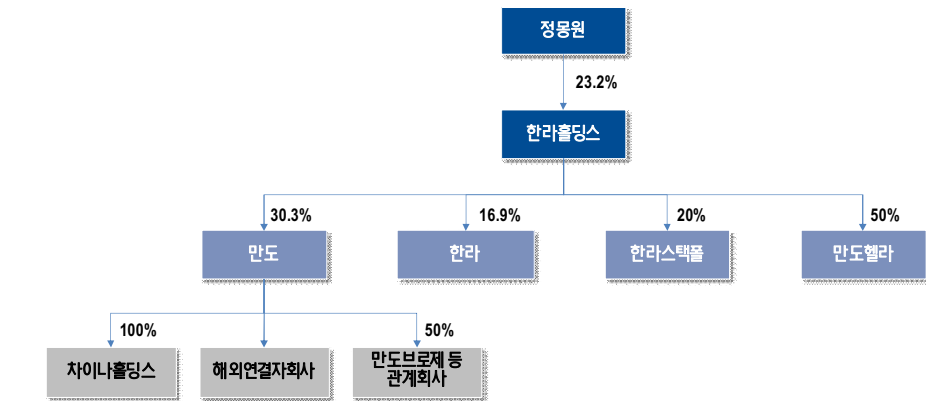
표 4. 한라홀딩스 목표주가 산정

(단위: 십억원, 원)

구분	금액	비고
영업가치(유통물류부문)	305.5	17E 순이익 * 목표 PER 10배
브랜드로열티	349.3	브랜드로열티 세후 현재가치(WACC 8.6%, 영구성장률 1.5% 가정)
투자자산가치	747.1	
만도	490.2	현재가(246,500원)대비 30% 할인 적용(지분율 30.25%)
만도헬라	122.3	17E 순이익 * 목표 PER 12배, 30% 할인. 지분율 50%
한라스택폴	20.7	17E 순이익 * 목표 PER 10배, 30% 할인. 지분율 20%
(주)한라 보통주	19.0	시장가치를 30% 할인적용
(주)한라 우선주	94.9	우선주 취득가액(3,164억원)의 70% 할인
EV	1,401.9	
순차입금	469.8	
NAV	932.1	
주식수(천주)	10,802.7	
주당 NAV	86,288.4	
목표주가	86,000	
현재가	62,400	
% up/down	37.8	

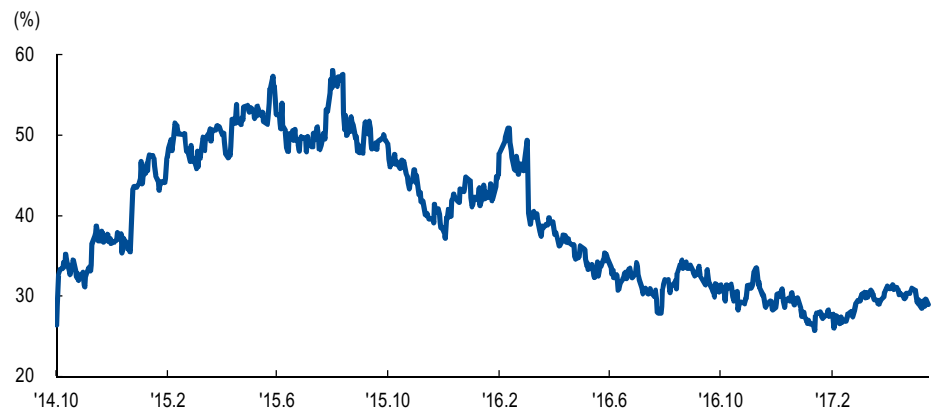
자료: 한라홀딩스, (주)한라, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 한라그룹 지배구조



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 만도대비 시가총액 비중: 사업회사대비 저평가



자료: NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	1,001	967	991	1,015
증감률 (%)	12.2	-3.4	2.5	2.4
매출원가	792	762	777	796
매출총이익	209	205	213	218
Gross 마진 (%)	20.9	21.2	21.5	21.5
판매비와 일반관리비	93	89	80	82
영업이익	116	116	133	137
증감률 (%)	20.8	0.0	14.7	3.0
OP 마진 (%)	11.6	12.0	13.4	13.5
EBITDA	132	134	152	154
영업외손익	-16	50	-23	-22
금융수익(비용)	-25	-28	-27	-26
기타영업외손익	9	78	4	4
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	100	166	111	115
법인세비용	20	33	22	23
계속사업이익	80	133	89	92
당기순이익	80	136	89	92
증감률 (%)	0.0	70.0	-34.6	3.4
Net 마진 (%)	8.0	14.1	9.0	9.1
지배주주지분 순이익	75	135	89	92
비지배주주지분 순이익	5	1	0	0
기타포괄이익	58	0	0	0
총포괄이익	138	136	89	92

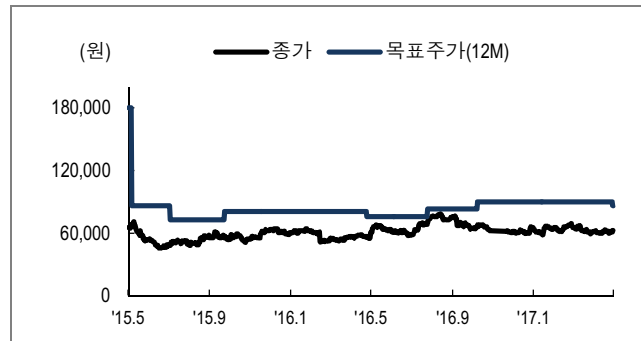
Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(X)	8.7	5.0	7.6	7.3
PBR(X)	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR(X)	13.3	6.1	12.1	12.7
PSR(X)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(X)	9.6	8.8	7.4	7.1
EV/EBIT(X)	10.9	10.2	8.4	8.0
EPS(W)	6,975	12,536	8,224	8,562
BPS(W)	85,129	96,431	103,420	110,747
SPS(W)	92,678	89,507	91,690	93,927
자기자본이익률(ROE, %)	8.2	13.8	8.2	8.0
총자산이익률(ROA, %)	4.6	7.0	4.4	4.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	36.6	19.4	20.9	21.1
배당수익률(%)	2.1	2.1	2.1	2.1
배당성장률(%)	17.7	9.8	15.0	14.4
총현금배당금(십억원)	13	13	13	13
보통주 주당배당금(W)	1,250	1,250	1,250	1,250
순부채(현금)/자기자본(%)	59.3	43.6	35.6	31.4
총부채/ 자기자본(%)	100.1	85.1	78.5	72.6
이자발생부채	685	666	647	630
유동비율(%)	112.0	140.2	151.8	153.6
총발행주식수(mn)	11	11	11	11
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	60,600	62,400	62,400	62,400
시가총액(십억원)	655	674	674	674

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	104	182	221	227
매출채권	186	179	183	188
유동자산	416	491	539	553
유형자산	337	345	350	355
투자자산	945	955	965	1,013
비유동자산	1,498	1,507	1,523	1,577
자산총계	1,914	1,998	2,062	2,130
단기성부채	167	167	168	168
매입채무	157	134	138	141
유동부채	372	350	355	360
장기성부채	518	499	480	462
장기충당부채	19	20	20	21
비유동부채	586	569	552	536
부채총계	958	918	907	896
자본금	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	659	781	856	935
비지배주주지분	37	38	38	38
자본총계	956	1,079	1,155	1,234

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	86	51	23	20
당기순이익	80	136	89	92
+ 유/무형자산상각비	16	18	19	17
+ 종속, 관계기업관련손익	-62	-87	-104	-109
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	49	111	56	53
- 운전자본의증가(감소)	30	-16	-1	-1
투자활동 현금흐름	-10	56	68	37
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-13	-26	-20	-21
+ 투자자산의매각(취득)	47	78	93	61
Free Cash Flow	73	25	3	-1
Net Cash Flow	75	107	91	57
재무활동현금흐름	-121	-33	-32	-31
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-121	-33	-32	-31
현금의증가	-45	78	40	6
기말현금 및 현금성자산	104	182	221	227
기말 순부채(순현금)	567	470	411	387

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
한라홀딩스	060980.KS	2017.05.24	Buy	86,000원(12개월)
		2016.10.31	Buy	90,000원(12개월)
		2016.08.17	Buy	83,000원(12개월)
		2016.05.17	Buy	76,000원(12개월)
		2015.10.16	Buy	81,000원(12개월)
		2015.07.26	Buy	73,000원(12개월)
		2015.05.29	Buy	86,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 5월 19일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.4%	23.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한라홀딩스의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회할 수 있습니다.