Company update

Korea / Automobiles & Components

21 September 2012

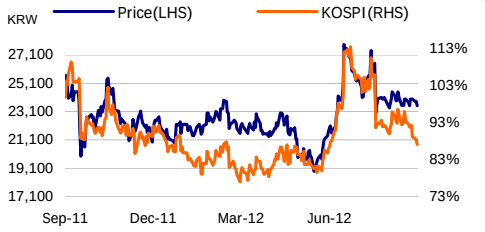
BUY

목표주가	**30,000** 원
현재주가 (20 sep 2012)	**23,950** 원
Upside/downside (%)	25.3
KOSPI	1990.33
시가총액 (십억원)	2,557/2.3
52 주 최저/최고	18,600 - 28,200
일평균거래대금 (십억원)	18.9
외국인 지분율 (%)	83.3

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	**3,312**	**3,678**	**4,182**	**4,737**
영업이익 (십억원)	304.6	358.7	421.2	492.3
당기순이익 (십억원)	**233.6**	**278.5**	**328.0**	**383.8**
수정순이익 (십억원)	223.2	267.4	314.9	368.4
EPS (원)	2,091	2,504	2,949	3,451
EPS 성장률 (%)	10.20	19.76	17.77	17.02
P/E (x)	**10.4**	**9.4**	**8.0**	**6.8**
EV/EBITDA (x)	0.3	0.3	0.2	0.2
P/B (x)	1.9	1.6	1.4	1.1
ROE (%)	**19.8**	**20.1**	**19.4**	**18.7**
순차입금/자기자본 (%)	8.3	6.8	5.6	4.7

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	1.9	8.9	(1.6)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(0.4)	4.3	(9.9)

김윤기, Analyst
3774 3731 ykkim@miraeasset.com

엄은경,
3774 3713 eaum@miraeasset.com

한라공조 (018880 KS)

단기적 부담, 장기적 성장스토리 유효

한라공조의 대주주인 비스테온은 공조사업부를 2013 년 1 분기에 한라공조에 매각할 계획을 발표하였음. 결과적으로 한라공조의 인수를 진행하고 있는 한라그룹의 재무적인 부담과 운영적인 부담이 증가하여 인수가 어려워 지거나 장기화될 가능성이 높아질 것으로 판단됨. 따라서 M&A 에 대한 프리미엄이 소멸될 것으로 예상되어 한라공조의 주가에는 단기적으로는 다소 부정적으로 작용할 전망. 하지만 중장기적인 측면에서 볼 때 합병으로 인한 사업적인 시너지 창출 효과는 충분하다고 판단되며, 주가 조정 시 매수 유효하다는 판단임. 한라공조에 대한 매수의견과 목표주가 3 만원을 유지함.

비스테온 공조사업부 1Q13 까지 한라공조에 매각 예정

비스테온은 9 월 20 일 컨퍼런스 콜을 통하여 공조사업부를 한라공조에 매각할 계획을 발표 하였음. 비스테온은 2013 년 1 분기까지 전세계 15 개국의 생산법인과 미국, 일본, 독일, 체코에 위치한 R&D 센터를 한라공조에 매각할 예정임. 이는 공조사업부를 하나로 통일하여 사업을 효율적으로 운영하고 양사의 고객을 통합하여 사업적 시너지를 얻기 위해서 임. 공조사업부의 매각 금액과 구체적인 방안은 발표되지 않았음.

한라그룹의 한라공조 인수는 다소 어려워 질 전망

비스테온 그룹의 공조사업부 통합으로 한라그룹의 한라공조 인수는 다소 어려워 질 것으로 예상됨. 첫째 한라공조의 고객 기반확대로 기업가치의 상승이 예상되어, 한라그룹 입장에서 인수가격에 대한 부담은 상승할 것임. 한라공조는 향후 BMW, VW, 아우디, 닛산 등의 신규고객 창출이 가능할 것으로 예상됨. 비스테온의 1 차 공개매수 가격 기준으로 볼 때 한라공조의 인수가격은 약 2.1 조원임 (경영권 프리미엄 효과 제외). 둘째 한라그룹이 비스테온의 공조사업을 인수할 경우 경영에 대한 부담이 증가할 것으로 예상됨. 아직까지 국내 기업이 해외 현지기업을 인수하여 운영하는 것은 사업적으로나 인력 운영 측면에서 부담스러울 것이라고 판단됨.

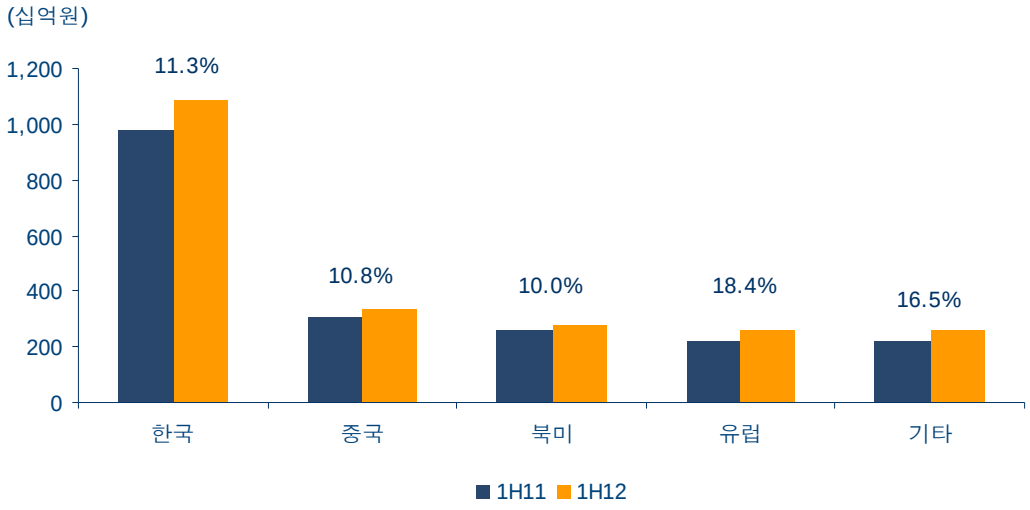
단기적으로 주가에는 부정적으로 작용 할 것

한라그룹의 한라공조 인수 가능성이 낮아짐에 따라 M&A 에 대한 프리미엄은 소멸될 것으로 예상됨. 따라서 비스테온의 공조사업 통합은 단기적으로 한라공조의 주가에 부정적으로 작용할 것으로 예상됨. 또한 비스테온의 공조사업부 영업이익률은 약 5%정도로 추정되어 한라공조의 영업이익률 (9~10%)대비 매우 낮은 수준임. 따라서 비스테온의 공조사업부를 인수할 경우 한라공조의 영업이익률은 하락하는 것으로 보여질 것임. 따라서 단기적으로는 보수적인 접근이 유효하다는 판단임.

한라공조의 높은 장기적 성장성은 유효

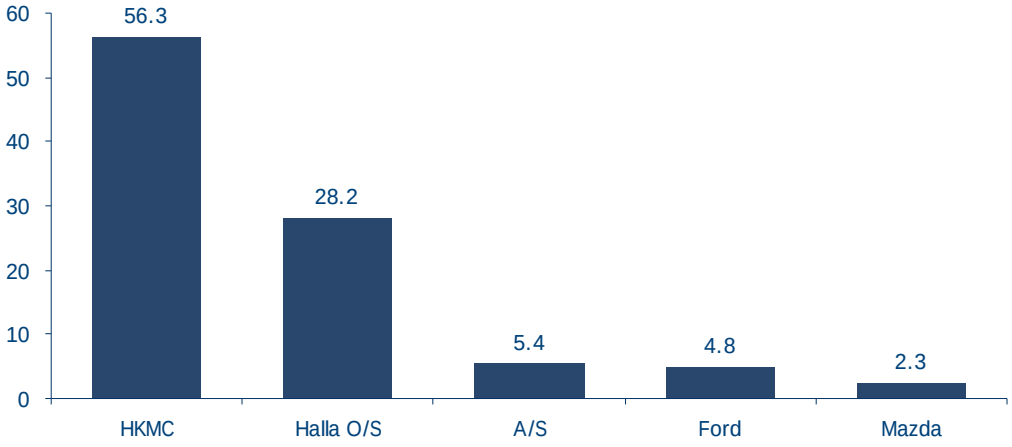
한라공조의 높은 장기적 성장성은 여전히 유효하다는 판단임. 동사의 공조장치 핵심부품 (컴프레서) 기술은 덴소에 이어 글로벌 최고 수준이며, 사업적으로도 다양한 고객기반을 갖추고 있음. 비스테온 공조사업부 인수를 통하여 글로벌 고객 포트폴리오는 보다 다양해 질 전망임. 또한 동사가 비스테온에게 인수한 해외 자회사들의 자산가치는 지난 수년간 평균 2 배 이상 상승한 것으로 파악됨. 따라서 장기적으로 볼 때 이번 합병은 사업적으로 충분한 시너지를 창출할 것이라 판단됨.

Figure 1 한라공조 지역별 매출 증가



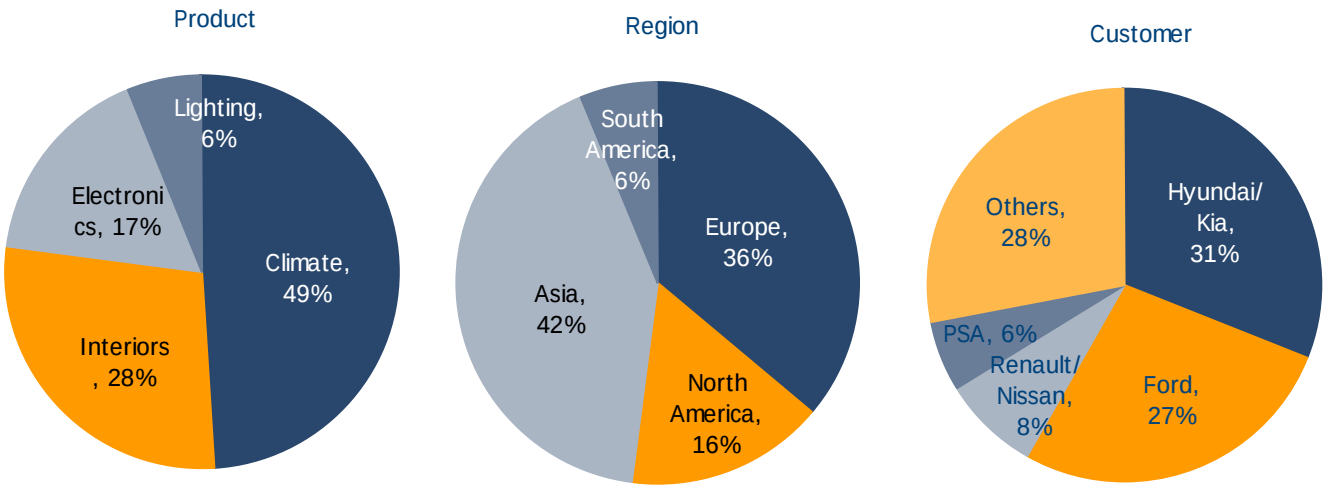
자료: 한라공조, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 다양한 고객사 별 매출 비중



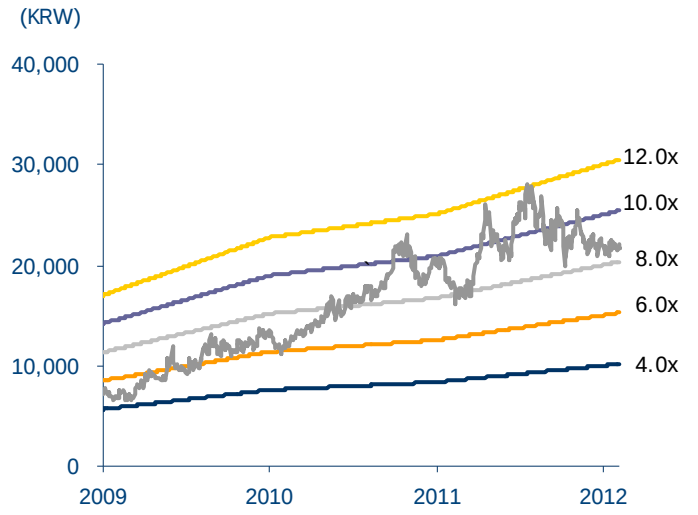
자료: 한라공조, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 비스테온 사업 현황



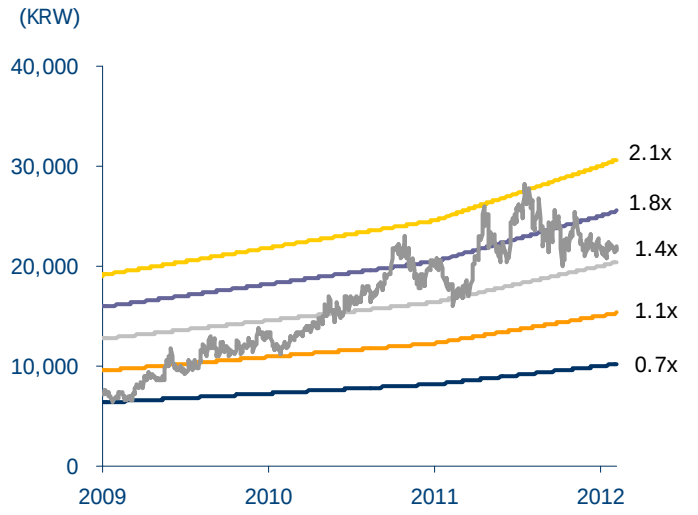
자료: 미디어, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 P/E Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 P/B Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

김윤기, Analyst, 3774 3731, ykkim@miraeasset.com
엄은경, 3774 3713, eaum@miraeasset.com

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	**3,312**	**3,678**	**4,182**	**4,737**
매출원가	(2,769)	(3,030)	(3,442)	(3,899)
매출총이익	**543**	**648**	**739**	**839**
판매관리비	272	294	323	352
EBIT	**305**	**359**	**421**	**492**
순이자수익 (비용)	3.7	(0.9)	0.0	0.0
지분법이익 (손실)	0.0	2.6	3.2	3.2
기타	3.7	(0.9)	0.0	0.0
법인세차감전 순이익	**311**	**363**	**429**	**502**
법인세	77	84	101	118
당기순이익	**234**	**278**	**328**	**384**
지배주주 당기순이익	223	267	315	368
EPS (원)	**2,091**	**2,504**	**2,949**	**3,451**

성장률과 이익률 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출증가율	11.1	11.0	13.7	13.3
매출총이익증가율	(6.9)	19.4	14.0	13.4
영업이익증가율	8.3	17.8	17.4	16.9
순이익증가율	6.6	19.2	17.8	17.0
EPS 증가율	10.2	19.8	17.8	17.0
매출총이익율	16.4	17.6	17.7	17.7
영업이익율	9.2	9.8	10.1	10.4

자료: 한라공조, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 단기금융상품	347	583	830	1,134
매출채권	589	320	369	418
재고자산	201.3	320.1	368.9	418.0
기타유동자산	34.0	34.3	34.6	35.0
유동자산	**1,177**	**1,263**	**1,609**	**2,012**
유형자산	661	681	715	748
투자자산	55	58	60	62
기타비유동자산	210	211	211	212
총자산	**2,048**	**2,155**	**2,536**	**2,972**
매입채무	495	320	369	418
단기차입금 및 유동성장기차입금	106	106	106	106
기타유동부채	88	89	90	91
유동부채	**689**	**515**	**565**	**615**
사채와 장기차입금	0	0	0	0
기타장기부채	65.8	68.5	71.3	74.2
총부채	**765**	**594**	**646**	**699**
자본	1,283	1,562	1,890	2,273
총부채와 자본	**2,048**	**2,155**	**2,536**	**2,972**
BPS (원)	11,704	14,312	17,384	20,979

자료: 한라공조, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
당기순이익	234	278	328	384
감가상각비와 무형자산상각비	(125.9)	(135.7)	(141.4)	(148.2)
기타 비현금성 항목	97.8	0.1	0.4	0.3
운전자본 증감	(130.0)	(24.3)	(48.3)	(48.5)
영업활동으로 인한 현금흐름	**246.1**	**390.0**	**420.7**	**483.2**
CAPEX	145	154	174	180
기타	70	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**(108.9)**	**(154.1)**	**(173.0)**	**(179.5)**
배당금지급	77.3	0	0	0
자본금증감	0	0	0	0
차입금증감	10	0	0	0
기타	-11	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**(67.0)**	**0**	**0**	**0**
기초 현금	288	347	583	831
기말 현금	**347**	**583**	**831**	**1,134**

자료: 한라공조, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	19.4	15.9	15.8	14.1
총자산이익률 (%)	4.8	4.6	4.8	4.6
재고자산 보유기간 (일)	26.5	38.6	39.1	39.1
매출채권 회수기간 (일)	64.9	31.8	32.2	32.2
매입채무 결제기간 (일)	65.2	38.6	39.1	39.1
순차입금/자기자본 (%)	8.3	6.8	5.6	4.7

자료: 한라공조, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

김윤기, Analyst, 3774 3731, ykkim@miraeasset.com
엄은경, 3774 3713, eaum@miraeasset.com

한라공조
018880 KS

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10%초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10%초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작 성 자 : 김윤기, 엄은경

종목	담당자	담당자 보유주식수				1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가	취득일				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

Halla Climate Control Corp (018880 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2011-01-31	BUY(Initiate)	25,000
2011-03-09	BUY	25,000
2011-06-17	BUY	30,000(Change)
2011-07-21	BUY	33,500(Change)
2012-05-24	BUY	30,000(Change)
2012-09-20	BUY	30,000