2020년 2월 5일

기업분석 | 자동차/타이어

한라홀딩스 (060980)

Valuation Call: 저평가를 사라

Analyst
유지웅
02 3779 8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	60,000 원
현재주가	40,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(2/4)		2,157.9 pt
시가총액		4,225 억원
발행주식수		10,472 천주
52 주 최고가 / 최저가		48,350 / 39,200 원
90 일 일평균거래대금		10.43 억원
외국인 지분율		11.6%
배당수익률(19.12E)		5.0%
BPS(19.12E)		85,294 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-11.2%
	6 개월	-11.0%
	12 개월	-3.5%
주주구성	정몽원 (외 8 인)	28.5%
	국민연금공단 (외 1 인)	13.9%
	베어링자산운용 (외 3 인)	7.4%

Stock Price

Valuation Call: 자회사 가치 재평가 국면, 저평가를 사라

동사의 최근 주가는 완성차 섹터의 대외 부정적 영향으로 고점대비 20% 가량 하락했으나, 자회사 가치는 오히려 상승 국면에 진입해 현재 할인 거래 되고 있는 것으로 판단된다. 자회사인 만도, 만도헬라, ㈜한라의 손익이 주로 동사 기업가치를 결정하며, 만도의 해외 OEM 공급 급증과 ㈜한라의 턴어라운드로 인해 동사 주가도 재평가를 기대한다.

자회사 가치대비 저평가. ㈜한라 실적 턴어라운드에도 주목

자회사 중 가장 큰 영향을 미치는 만도의 경우 중국 시황 부진에도 불구, 핵심부품 공급 증가로 인한 매출상승이 뚜렷하게 나타날 것으로 예상한다. 1Q20부터는 북미를 필두로한 주요 OEM향 공급량이 급증할 것으로 예상되며 해당 지분가치(30%)만 현재 약 4,800억원에 달하고 있다. (주)한라의 경우, 전일 4Q19 공시를 통해 영업이익 347억원(YoY +375%)을 발표했는데, 1)18년말부터 시작된 핵심 수주건들의 공정률 증가 2) 지난 6월의 희망퇴직효과(분기 15억원), 배곶신도시 토지 취득세 환급분(100억원)등이 반영되었다. 여기에 대형 사업장(김해, 송도 등)의 공정률이 1H20에 추가로 올라올 예정이며, 고수익 자체사업장에서 2H20부터 매출이 발생하며 추가로 이익개선을 기대할 수 있다.

적극매수 시점으로 판단: 수익성 개선 + 배당수익률 5%

㈜한라 실적 상향요인을 반영, 2020년 EPS를 기존대비 약 5.9% 가량 상향조정 했으며, 이를 반영한 밸류에이션은 P/E 7.2배 수준으로 SOTP 방식을 사용하지 않더라도 충분히 저평가 상태다. 또한 배당수익률이 약 5%에 달하고 있어 자회사 가치 재평가를 감안한 적극 비중확대 전략을 추천한다.

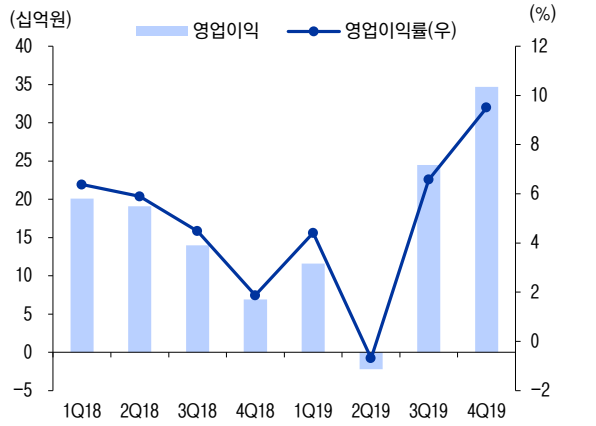
Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	891	887	813	868	936
영업이익	64	58	83	95	101
세전계속사업손익	76	35	58	77	85
순이익	44	13	43	58	64
EPS (원)	4,032	1,229	4,185	5,611	6,205
증감률 (%)	n/a	-69.5	240.6	34.1	10.6
PER (x)	15.6	35.6	9.6	7.2	6.5
PBR (x)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	15.5	14.5	9.9	9.5	8.8
영업이익률 (%)	7.1	6.5	10.2	10.9	10.8
EBITDA 마진 (%)	8.4	7.6	12.6	12.1	12.0
ROE (%)	4.6	1.5	4.9	6.4	6.7
부채비율 (%)	98.4	99.3	104.4	102.7	96.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

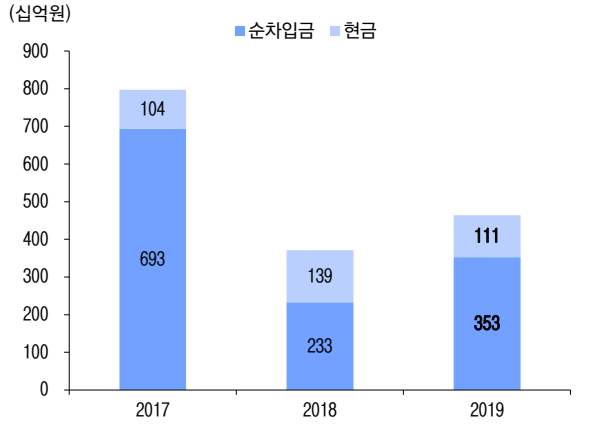
이베스트투자증권

그림1 ㈜한라 사업 정상화: 고수익 사업 위주로 매출 재편: 2020년에도 지속적인 고수익 사업 진행 예정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 (주)한라 순차입금/현금 현황: 차입금 감소 이행 불확실성은 2018년에 기 종료된 상태



자료: (주)한라, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 주택사업 진행현황 및 예정사업장 현황

(억원)	착공연도	사업명	세대수	도급금액	공정율	준공월
진행사업장						
도급	2017	송도C2레지던스	1,456	1,525	51.7%	21.01
		서울대부지조성	-	300	100%	19.01
	2018	서울대시흥캠퍼스	-	3,336	63.5%	2021
		김해북부지역주택조합	396	643	68.3%	20.1
		김해삼계지역주택조합	1,936	3,316	16.8%	21.09
		부평오피스텔	1,012	1,024	32.7%	21.05
		당진수청지구 아파트	839	1,410	54.7%	20.11
		잠실오피스텔	473	505	25.8%	21.03
		속초조양동레지던스	687	657	33.1%	21.05
		수원역한라비발디	522	674	23.4%	21.04
	2019	종로숭인동오피스텔	547	657	3.8%	22.06
		송도C6-1섹션오피스	1,242	1,229	5.3%	22.05
		가산동지식산업센터	460	832	0.8%	22.06
예정 사업장						
도급	2020	용인역삼지역주택조합	875	2,080	-	-
		부평목련 재건축	385	639	-	-
		경기도 공동주택1	1,108	-	-	-
		경기도 공동주택2	800	-	-	-
		경기도 공동주택3	759	-	-	-
자체	2020	경기도 공동주택2	800	-	-	-
		경기도 공동주택4	160	-	-	-
	2021	부산 공동주택	517	-	-	-
		경기도 공동주택5	596	-	-	-
		서울 주상복합	410	-	-	-

자료: (주)한라, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 한라홀딩스 실적추정치 변경 내역

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	**812.8**	**867.7**	**808.7**	**863.5**	**0.5**	**0.5**
영업이익	**82.7**	**94.7**	**81.8**	**92.0**	**1.1**	**2.9**
영업이익률(%)	10.2	10.9	10.1	10.7		
순이익(지배)	43.2	57.9	42.1	54.7	2.7	5.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 한라홀딩스 Valuation: 목표주가 60,000 원 유지

구분	가치	지분율	산정방법
영업가치 (A)	146		2020년 자체사업부문 순이익 * P/E 7배
지분가치 (B)	535		만도, 만도헬라, 스택폴, ㈜한라에 대해 30% 할인
만도	480	30%	현재 시가총액
만도헬라	177	50%	2019년 예상 순익 * P/E 10배
한라스택폴	26	20%	2019년 예상 순익 * P/E 8배
㈜한라 보통주	19	17%	
㈜한라 우선주	63		우선주 취득가액 3,154억원 80% 할인
로열티 (C)	322		WACC= 10%, 영구성장률 1%, 세금및 비용 제외
순차입금 (D)	359		
적정 시가총액 (A) + (B) + (C) - (D)	645		
주식수 (천주)	10,472		
적정주가	61,575		
목표주가	60,000		
현재주가	40,350		
상승여력(%)	49		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 한라홀딩스 실적 추이 및 전망: 4Q19 영업이익 254억원(YoY 흑전) 기대

(십억원, %)	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**916**	**195**	**196**	**207**	**215**	**813**	**207**	**216**	**218**	**227**	**868**	**936**
지주	50	16	9	29	32	86	23	27	26	30	105	113
유통물류(자체사업)	835	178	183	175	179	715	180	185	188	193	747	807
기타사업	17	3	4	3	4	14	4	4	4	4	16	16
영업이익	**58**	**16.8**	**13.3**	**27.2**	**25.4**	**82.7**	**21.4**	**24.2**	**23.4**	**25.8**	**94.7**	**101.4**
지주	36	12.7	4.0	21.2	17.4	55.3	13.2	15.8	14.8	17.1	60.8	65.1
유통물류	25	3.9	7.6	7.1	7.0	25.6	7.2	7.4	7.5	7.7	29.9	32.3
기타사업	-4	0.2	1.7	-1.1	1.0	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0	4.0
영업이익률(%)	6.3	8.6	6.8	13.1	11.8	10.2	10.3	11.2	10.7	11.4	10.9	10.8
지주	71.6	81.4	44.8	72.4	54.2	64.4	57.0	59.5	58.0	57.8	58.1	57.5
유통물류	3.0	2.2	4.1	4.1	3.9	3.6	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타사업	-21.5	7.1	42.5	-34.4	28.6	13.2	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
기타손익	-22	-7.4	-7.4	-4.7	-5.2	-25	-5.1	-5.4	-3.5	-3.5	-17	-16
세전이익	35	9	6	23	20	58	16	19	20	22	77	85
순이익	**13**	**5.2**	**4.2**	**18.9**	**14.9**	**43.2**	**12.2**	**14.1**	**14.9**	**16.8**	**57.9**	**64.0**
YoY												
매출액	-0.7	-16.2	-21.3	-15.4	13.4	-11.3	6.2	10.0	5.3	5.7	6.8	7.9
지주	-37.8	-33.2	-60.4	70.2	-	72.3	48.3	197.0	-12.7	-8.2	21.8	8.2
유통물류	4.4	-7.1	-11.7	-22.8	-14.7	-14.4	1.0	1.0	8.0	8.0	4.5	8.0
영업이익	-9.7	-29.3	-45.1	58.9	흑전	43.8	27.3	81.8	-14.1	1.5	14.5	7.1
지주	-9.1	-28.8	-78.3	66.5	흑전	54.8	3.8	294.4	-30.1	-2.1	10.0	7.1
유통물류	-2.4	-36.1	8.6	9.2	20.4	0.7	84.6	-2.5	6.2	10.8	16.8	8.0
순이익	-70.6	-49.1	-81.0	94.1	흑전	229.8	133.3	231.2	-21.0	12.8	34.0	10.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
만도헬라											
매출액	573.7	145.7	161.7	172.4	175.2	655.0	167.5	182.7	200.0	194.5	744.7
영업이익	**35.0**	**7.8**	**11.7**	**10.7**	**11.9**	**42.1**	**11.4**	**12.1**	**13.4**	**13.4**	**50.3**
영업이익률(%)	6.1	5.4	7.2	6.2	6.8	6.4	6.8	6.6	6.7	6.9	6.8
순이익	23.1	5.4	5.8	6.4	8.4	26.0	8.0	8.4	9.4	9.5	35.4
만도											
매출액	5,642	1,415	1,506	1,468	1,639	6,029	1,594	1,591	1,754	1,629	6,568
영업이익	**197.4**	**32.0**	**51.8**	**70.3**	**63.0**	**217.1**	**51.5**	**64.9**	**59.1**	**71.3**	**246.8**
영업이익률(%)	3.5	2.3	3.4	4.8	3.8	3.6	3.2	4.1	3.4	4.4	3.8
순이익	109.5	16.8	31.7	52.7	48.7	149.9	42.2	37.4	48.1	36.6	164.3
YoY (%)											
만도헬라											
매출액	9.6	11.1	9.6	18.7	17.0	14.2	15.0	13.0	16.0	11.0	13.7
영업이익	-14.6	-1.3	-7.9	9.2	159.0	20.3	46.0	3.1	25.2	12.6	19.4
만도											
매출액	135.1	4.8	5.1	4.9	12.3	6.9	12.7	5.6	19.5	-0.6	8.9
영업이익	135.1	-26.8	-21.5	40.3	67.6	10.0	60.9	25.3	-15.9	13.2	13.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한라홀딩스 (060980)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	420	368	331	365	369
현금 및 현금성자산	123	86	91	111	96
매출채권 및 기타채권	160	167	141	149	160
재고자산	88	78	85	90	96
기타유동자산	49	38	15	16	16
비유동자산	1,432	1,356	1,495	1,521	1,549
관계기업투자등	971	890	980	980	980
유형자산	253	262	269	288	308
무형자산	33	29	28	27	25
자산총계	**1,852**	**1,724**	**1,826**	**1,886**	**1,918**
유동부채	498	290	312	332	345
매입채무 및 기타재무	169	173	155	167	179
단기금융부채	290	94	144	153	153
기타유동부채	38	24	12	13	14
비유동부채	421	569	621	623	599
장기금융부채	359	507	550	550	524
기타비유동부채	62	61	71	73	76
부채총계	**919**	**859**	**933**	**955**	**944**
지배주주지분	934	865	893	931	974
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	693	639	645	682	726
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**934**	**865**	**893**	**931**	**974**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**891**	**887**	**813**	**868**	**936**
매출원가	749	756	657	699	755
매출총이익	**142**	**130**	**156**	**168**	**181**
판매비 및 관리비	78	73	74	74	80
영업이익	**64**	**58**	**83**	**95**	**101**
(EBITDA)	75	67	103	105	112
금융손익	-32	-22	4	2	2
이자비용	27	24	0	0	0
관계기업등 투자손익	55	3	0	0	0
기타영업외손익	-11	-4	-28	-19	-18
세전계속사업이익	**76**	**35**	**58**	**77**	**85**
계속사업법인세비용	28	9	14	19	21
계속사업이익	48	26	44	58	64
중단사업이익	-5	-13	-1	0	0
당기순이익	**44**	**13**	**43**	**58**	**64**
지배주주	43	13	43	58	64
총포괄이익	**23**	**13**	**43**	**58**	**64**
매출총이익률 (%)	15.9	14.7	19.2	19.4	19.3
영업이익률 (%)	7.1	6.5	10.2	10.9	10.8
EBITDA마진률 (%)	8.4	7.6	12.6	12.1	12.0
당기순이익률 (%)	4.9	1.5	5.3	6.7	6.8
ROA (%)	2.3	0.7	2.4	3.1	3.4
ROE (%)	4.6	1.5	4.9	6.4	6.7
ROIC (%)	7.9	9.3	12.9	13.7	13.9

현금흐름표

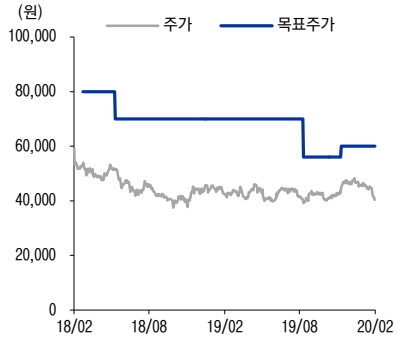
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**53**	**1**	**98**	**70**	**72**
당기순이익(손실)	76	35	43	58	64
비현금수익비용가감	-36	1	52	13	13
유형자산감가상각비	8	7	18	8	9
무형자산상각비	3	3	2	2	2
기타현금수익비용	-80	-9	32	2	2
영업활동 자산부채변동	19	-31	3	-1	-5
매출채권 감소(증가)	-8	-8	27	-8	-11
재고자산 감소(증가)	15	-13	-6	-5	-7
매입채무 증가(감소)	13	-6	-19	11	12
기타자산, 부채변동	-1	-4	1	0	0
투자활동 현금	**2**	**37**	**-129**	**-37**	**-40**
유형자산처분(취득)	-27	10	-25	-27	-29
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	4	-1	-60	0	0
기타투자활동	28	28	-44	-9	-9
재무활동 현금	**-30**	**-77**	**36**	**-12**	**-47**
차입금의 증가(감소)	-16	-55	44	8	-27
자본의 증가(감소)	-13	-14	-8	-21	-21
배당금의 지급	13	14	21	21	21
기타재무활동	0	-7	0	0	0
현금의 증가	**19**	**-38**	**5**	**20**	**-14**
기초현금	104	123	86	91	111
기말현금	123	86	91	111	96

주: K-IFRS 연결기준 자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	15.6	35.6	9.6	7.2	6.5
P/B	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	15.5	14.5	9.9	9.5	8.8
P/CF	16.9	13.1	4.4	6.0	5.5
배당수익률 (%)	2.2	4.6	5.0	5.0	5.0
성장성 (%)					
매출액	5.5	-0.5	-8.3	6.8	7.9
영업이익	-31.9	-9.7	43.7	14.6	7.1
세전이익	-2.6	-53.9	64.7	33.1	10.6
당기순이익	-45.9	-69.9	229.8	34.0	10.6
EPS	-42.9	-69.5	240.6	34.1	10.6
안정성 (%)					
부채비율	98.4	99.3	104.4	102.7	96.9
유동비율	84.4	126.9	106.2	109.9	106.9
순차입금/자기자본(x)	51.8	57.9	66.4	62.5	58.4
영업이익/금융비용(x)	2.4	2.4	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	649	601	694	703	676
순차입금 (십억원)	484	501	593	581	569
주당지표(원)					
EPS	4,032	1,229	4,185	5,611	6,205
BPS	86,433	80,094	85,294	88,859	93,010
CFPS	3,704	3,328	9,094	6,758	7,398
DPS	1,350	2,000	2,000	2,000	2,000

한라홀딩스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.30	변경	유지웅									
2018.02.27	Buy	80,000	-32.6		-37.1						
2018.05.16	Buy	70,000	-26.1		-38.0						
2019.05.17	Buy	70,000	-36.0		-39.2						
2019.08.16	Buy	56,000	-22.1		-25.2						
2019.11.15	Buy	60,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 유지웅)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)