2021년 2월 15일

기업분석 | 자동차/타이어

한라홀딩스 (060980)

4Q20 Review: 가파른 수익성 개선 확인

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

Buy (maintain)

목표주가	64,000 원
현재주가	40,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(2/10)		3,100.58 pt
시가총액		4,252 억원
발행주식수		10,472 천주
52주 최고가 / 최저가		48,900 / 24,450 원
90일 일평균거래대금		56.2 억원
외국인 지분율		10.4%
배당수익률(20.12E)		4.9%
BPS(20.12E)		85,769 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-8.7%
	6 개월	1.0%
	12 개월	-40.6%
주주구성	정몽원 (외 8 인)	28.5%
	국민연금공단 (외 1 인)	12.5%
	베어링자산운용 (외 3 인)	7.4%

Stock Price

4Q20 Review: 영업이익 473억원, 시장 기대치 상회

한라홀딩스의 4Q20 실적이 발표되었다. 매출액은 2,372억원(YoY +18.4%), 영업이익은 473억원(YoY +160.9%)을 기록했다. 영업이익은 389억원 수준인 시장 기대치를 크게 상회했다. 만도/㈜한라의 실적이 최근까지의 흐름에서 벗어나 현격한 개선세(만도 영업이익 804억원, (주)한라 145억원)를 이뤄 동사의 지분법 손익개선에 큰 기여를 한 것으로 나타났다. 한편 자체사업의 경우 매출액 1,897억원(YoY +12.4%), 영업이익 64억원(OPM 3.4%)을 기록했다. 영업이익은 코로나 영향으로 글로벌 애프터마켓 물량이 증가세가 소폭 둔화된 반면 만도의 2PL물량 비중이 증가해 전분기 대비 영업이익률은 소폭 감소하는 흐름을 보였다.

만도헬라 매각, 만도의 지분가치 향상으로 반영될 것

동사는 지난 2월 3일부로 보유하고 있는 만도헬라의 지분 50%를 만도에게 매각하는 주식매매계약을 체결했다. 매각 가격은 825억원이며, 추후 주주환원 정책 강화 및 포트폴리오 다변화 관점에서 이용될 것으로 기대된다. 만도헬라에 대한 직접적인 exposure는 사라지는 구조이나, 만도의 지분가치 향상을 통한 동사 기업가치 향상을 기대할 수있다고 판단된다. 만도의 경우 만도헬라와의 사업 통합을 통해 기업가치 향상이 예상되는데, 1)기존 ADAS등 만도헬라와의 통합을 통한 시너지 2)현대차그룹 이외 Non-Captive 시장으로 본격 진출 이 가능해 졌기 때문이다.

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원 유지, 저평가 메리트 확대

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 64,000원을 유지한다. 목표주가는 기존 SOTP 방식을 유지하였으며, 특히 최근 만도헬라 지분매각 결정 이후 주가 하락세가 만도대비 확대된 것으로 보여 저평가 메리트가 커졌다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	887	798	735	884	979
영업이익	58	75	90	140	166
세전계속사업손익	35	52	56	107	126
순이익	13	41	44	83	105
EPS (원)	1,249	3,910	4,169	7,931	9,969
증감률 (%)	-69.0	212.9	6.6	90.2	25.7
PER (x)	35.0	11.7	9.7	5.1	4.1
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	14.4	10.3	8.9	6.1	4.9
영업이익률 (%)	6.5	9.4	12.3	15.9	16.9
EBITDA 마진 (%)	7.6	12.4	15.7	18.4	19.3
ROE (%)	1.5	4.7	4.9	8.9	10.4
부채비율 (%)	99.3	98.7	117.3	127.7	120.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 4Q20 한라홀딩스 실적 Review: 시장 기대치 크게 상회

(십억원)	4Q20	4Q19	YoY(%)	3Q20	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**237**	**200**	**18.4**	**206**	**15.3**	**208.4**	**13.8**
영업이익	**47.3**	**18**	**160.9**	**45**	**5.5**	**38.4**	**23**
영업이익률(%)	19.9	9.0		21.8		18.4	
순이익(지배)	26.3	13	107.0	33.0	-20.4	29.1	-9.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 한라홀딩스 실적추정치 변경 내역

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020	2021E	2020	2021E	2020	2021E
매출액	**735.4**	**884.1**	**704.7**	**833.5**	**4.3**	**6.1**
영업이익	**90.3**	**140.3**	**82.2**	**137.9**	**9.9**	**1.8**
영업이익률(%)	12.3	15.9	11.7	16.5		
순이익(지배)	41.7	83.2	40.7	81.4	2.6	2.3

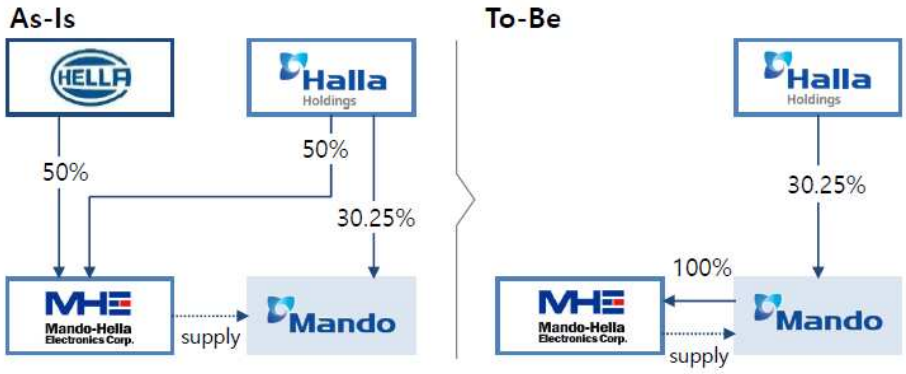
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 한라홀딩스 Valuation: 목표주가 64,000 원 유지

구분	가치	지분율	산정방법
영업가치 (A)	201		2021년 자체사업부문 순이익 * P/E 8배
지분가치 (B)	559		만도, 만도헬라, 스택폴, ㈜한라에 대해 50% 할인
만도	1,138	30%	현재 시가총액
만도헬라	135	50%	2021년 예상 순익 * P/E 8배
한라스택폴	26	20%	2021년 예상 순익 * P/E 8배
㈜한라 보통주	34	16%	
㈜한라 우선주	63		우선주 취득가액 3,154억원 80% 할인
로열티 (C)	322		WACC= 10%, 영구성장률 1%, 세금및 비용 제외
순차입금 (D)	401		
적정 시가총액 (A) + (B) + (C) - (D)	681		
주식수 (천주)	10,472		
적정주가	65,044		
목표주가	**64,000**		
현재주가	40,600		
상승여력(%)	58		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 만도헬라지분 매각 변경 전후 구조: 1Q21 에 지분구조 변경 완료 예정



자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 한라홀딩스 실적 추이 및 전망: 지속적으로 높은 수익성 기대

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2020P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	**180**	**113**	**206**	**237**	**735**	**205**	**214**	**217**	**247**	**884**	**979**
지주	18	-20.5	43	42	83	32	38	35	42	148	182
유통물류	157	126.6	158	190	632	168	171	178	201	719	782
기타사업	3.5	3.9	4.0	5.2	16.6	4.3	5.0	4.0	4.0	17.3	16.0
영업이익	**17.4**	**-19.1**	**44.8**	**47.3**	**90.3**	**31.2**	**36.8**	**32.3**	**39.9**	**140.3**	**165.9**
지주	15.2	-23.1	38.5	41.2	71.7	25.0	29.7	24.8	31.4	110.8	132.7
유통물류	4.2	3.3	6.6	6.4	20.5	6.6	7.4	7.8	8.8	30.6	34.4
기타사업	-2.0	0.7	-0.3	-0.4	-2.0	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-1.1	-1.2
영업이익률(%)	9.7	-17.0	21.8	19.9	12.3	15.2	17.2	14.9	16.1	15.9	16.9
지주	84.7	112.9	89.3	97.4	86.6	77.0	78.0	70.0	74.0	74.7	73.0
유통물류	2.7	2.6	4.2	3.4	3.3	3.9	4.3	4.4	4.4	4.3	4.4
기타사업	-57.1	17.9	-7.5	-7.7	-12.0	-7.0	-4.0	-7.5	-7.5	-6.4	-7.5
기타손익	-4.8	-11.3	-9.5	-9.2	-35	-9.8	-9.3	-7.1	-6.8	-33	-40
세전이익	13	-30	35	38	56	21	27	25	33	107	126
순이익	**11.5**	**-27.1**	**33.0**	**26.3**	**43.7**	**17.5**	**20.2**	**21.2**	**24.3**	**83.2**	**104.6**
YoY											
매출액	-7.9	-42.5	-0.6	18.4	-7.9	14.3	89.6	5.7	4.3	20.2	10.8
영업이익	3.6	-244.0	64.6	160.9	19.7	79.8	-292.2	-27.8	-15.6	55.4	18.2
순이익	120.3	-738.4	74.7	107.0	6.4	52.0	-174.5	-35.7	-7.5	90.5	25.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한라홀딩스 (060980)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	368	322	458	643	742
현금 및 현금성자산	86	113	134	305	376
매출채권 및 기타채권	167	119	121	126	139
재고자산	78	81	105	109	120
기타유동자산	38	9	98	102	106
비유동자산	1,356	1,438	1,494	1,544	1,560
관계기업투자등	890	921	944	980	980
유형자산	262	267	265	269	275
무형자산	29	24	12	11	10
자산총계	**1,724**	**1,760**	**1,952**	**2,187**	**2,303**
유동부채	290	495	527	598	627
매입채무 및 기타재무	173	129	149	179	200
단기금융부채	94	332	372	412	420
기타유동부채	24	33	7	7	7
비유동부채	569	380	527	629	631
장기금융부채	507	324	450	550	550
기타비유동부채	61	56	76	78	81
부채총계	**859**	**874**	**1,054**	**1,227**	**1,259**
지배주주지분	865	886	898	960	1,044
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	639	643	665	727	811
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**865**	**886**	**898**	**960**	**1,044**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	**887**	**798**	**735**	**884**	**979**
매출원가	756	639	566	659	720
매출총이익	**130**	**159**	**169**	**225**	**260**
판매비 및 관리비	73	83	79	85	94
영업이익	**58**	**75**	**90**	**140**	**166**
(EBITDA)	68	99	115	163	189
금융손익	-22	-24	-1	-2	-41
이자비용	24	26	1	5	39
관계기업등 투자손익	3	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	1	-34	-31	1
세전계속사업이익	**35**	**52**	**56**	**107**	**126**
계속사업법인세비용	9	10	12	24	21
계속사업이익	26	42	44	83	105
중단사업이익	-13	-1	0	0	0
당기순이익	**13**	**41**	**44**	**83**	**105**
지배주주	13	41	44	83	104
총포괄이익	**5**	**44**	**44**	**83**	**105**
매출총이익률 (%)	14.7	19.9	23.0	25.4	26.5
영업이익률 (%)	6.5	9.4	12.3	15.9	16.9
EBITDA마진률 (%)	7.6	12.4	15.7	18.4	19.3
당기순이익률 (%)	1.5	5.1	5.9	9.4	10.7
ROA (%)	0.7	2.4	2.4	4.0	4.7
ROE (%)	1.5	4.7	4.9	8.9	10.4
ROIC (%)	9.4	12.5	13.4	19.9	25.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1**	**46**	**42**	**128**	**127**
당기순이익(손실)	35	52	44	83	105
비현금수익비용가감	1	5	21	25	25
유형자산감가상각비	7	21	23	22	22
무형자산상각비	3	2	2	1	1
기타현금수익비용	-29	-40	-4	2	2
영업활동 자산부채변동	-31	1	-21	20	-3
매출채권 감소(증가)	-8	42	-7	-5	-13
재고자산 감소(증가)	-13	-3	-26	-5	-11
매입채무 증가(감소)	-6	-38	20	30	21
기타자산, 부채변동	-4	0	-9	0	0
투자활동 현금	**37**	**4**	**-106**	**-76**	**-44**
유형자산처분(취득)	10	-23	-10	-25	-28
무형자산 감소(증가)	-1	3	8	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	-3	-15	-40	-4
기타투자활동	28	28	-88	-11	-12
재무활동 현금	**-77**	**-24**	**84**	**119**	**-13**
차입금의 증가(감소)	-55	2	115	140	8
자본의 증가(감소)	-14	-21	-21	-21	-21
배당금의 지급	14	21	21	21	21
기타재무활동	-7	-4	-10	0	0
현금의 증가	**-38**	**28**	**21**	**171**	**71**
기초현금	123	86	113	134	305
기말현금	86	113	134	305	376

주요 투자지표

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	35.0	11.7	9.7	5.1	4.1
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	14.4	10.3	8.9	6.1	4.9
P/CF	13.1	8.4	6.5	3.9	3.3
배당수익률 (%)	4.6	4.4	4.9	4.9	4.9
성장성 (%)					
매출액	-0.5	-9.9	-7.9	20.2	10.8
영업이익	-9.0	30.1	19.8	55.4	18.2
세전이익	-53.9	47.9	6.6	93.2	17.1
당기순이익	-69.9	213.4	6.4	90.5	25.7
EPS	-69.0	212.9	6.6	90.2	25.7
안정성 (%)					
부채비율	99.3	98.7	117.3	127.7	120.6
유동비율	126.9	65.2	86.9	107.6	118.3
순차입금/자기자본(x)	57.9	60.9	66.6	58.6	47.6
영업이익/금융비용(x)	2.4	2.9	82.1	29.4	4.3
총차입금 (십억원)	601	656	822	962	971
순차입금 (십억원)	501	540	598	563	496
주당지표(원)					
EPS	1,249	3,910	4,169	7,931	9,969
BPS	80,094	84,613	85,769	91,700	99,669
CFPS	3,328	5,483	6,206	10,319	12,396
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

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

한라홀딩스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2015.11.30	변경	유지웅			
2019.08.16	Buy	56,000	-22.1		-25.2
2019.11.15	Buy	60,000	-19.4		-28.7
2020.03.13	Buy	40,000	-4.5		-24.9
2020.11.30	Buy	50,000	-3.8		-19.6
2021.01.25	Buy	64,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

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	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)