



산업분석 | 자동차

Analyst

유지웅

02 3779 8886

jwyoo@ebestsec.co.kr

## Overweight

### 자동차 (Overweight)

#### 에스엘

투자의견 Buy (유지)

목표주가 38,000 원 (상향)

#### 평화정공

투자의견 Buy (유지)

목표주가 17,000 원 (상향)

#### 화신

투자의견 N/R

목표주가 N/R

#### 현대글로벌비스

투자의견 Buy (유지)

목표주가 300,000 원 (상향)

#### 한라홀딩스

투자의견 Buy (유지)

목표주가 64,000 원 (상향)

# 자동차

## 굿모닝, 알라바마!

### 완성차의 미국 턴어라운드 시작, 부품사도 그 이익을 향유할 시점

현대차그룹은 2006년 알라바마/조지아 공장 가동을 시점으로 본격 미국에 진출한다. 이후 2010년에 절정을 이뤘던 판매증가 사이클은 약 10년간 부진한 흐름을 거치며 2020년부터 턴어라운드가 시작되고 있다. 현대기아차는 브랜드 특성상 미국시장에서의 손익 기여가 높은 편인데, 이는 미국 현지 생산을 위해 동반 진출한 부품업체들도 마찬가지다. 따라서 2021년 부터는 부품업체들의 이익 회복 턴어라운드도 예상해 볼 수 있으며, 기업가치 역시 빠르게 동반 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

### 미국 알라바마 공장, 올해부터 Capa 증설 시작! 부품사도 따라서!

현대차와 기아차는 미국 현재 생산능력이 연간 약 39만대의 생산능력을 보유하고 있는데, 2021년을 기점으로 생산능력이 지속적으로 증가해 2024년에는 양사의 현지 생산능력이 각각 50만대에 육박할 것으로 예상된다. 이는 1)현재의 RV 라인업 성공을 기반으로 한 투싼/싼타크루즈/스포티지 차종의 현지 증설 2)잠재적으로 제네시스의 생산 현지화 3)E-GMP 기반 전기차의 현지 생산 가능성이다. 제네시스의 경우 이제 시작 단계이긴 하지만 강한 브랜드 이미지가 초반부터 구축되고 있음이 나타나고 있고, E-GMP 현지생산 가능성 역시 미국의 파리기후협약 재가입으로 인해 미국의 전기차 시장이 빠르게 증가함을 시사하고 있어 올해가 2022년 전에는 분명 의사결정이 있을 수밖에 없을 것이기 때문이다.

한편 부품업체들 중에서는 현대모비스, 만도, 한온시스템 등 대형 부품업체들 외에도 차체 샤시를 중심으로 현지화가 필수적인 아이템들을 공급하는 협력사들이 알라바마, 조지아 공장을 중심으로 거대한 벨트를 형성하고 있다. 이 중에는 에스엘, 화신, 평화정공, 아진산업, 대원강업, 동원금속 등이 속해 있으며, 3Q20을 기점으로 이들 업체들 역시 펀더멘탈이 크게 개선되기 시작한 것으로 판단한다. 한편 미국의 자동차 산업 생산량은 4Q20에도 큰 폭으로 성장세를 보였는데, 재고는 여전히 올라오지 않았다. 3Q20부터 시작된 상승은 당분간 지속되는 것으로 봐야 한다는 판단이다.

### 부품뿐만 아니라 부품물류 업체도 자연스럽게 수혜를 향유

현대기아차의 알라바마-조지아 공장에 이어진 생산 벨트는 결국 자동차 부품 물류로까지 그 노선이 연동된다. 현대글로벌비스와 한라홀딩스의 경우 모두 이 지역에 물류 거점을 두고 있어 완성차의 생산량 증가에 그대로 노출되는 구조이기 때문에 연동되어 손익 개선은 부품업체들과 유사한 궤적을 그릴 것으로 예상된다. 한편 현대글로벌비스의 경우 최근 현대차그룹이 그룹사 차원에서 진행되고 있는 배터리 리스, 수소 SCM 등 Captive 사업에 진출하고 있어 다방면에서 기업가치 상승에 대한 근거가 확인되고 있다.

# 굿모닝, 알라바마: 완성차의 미국 수혜주를 찾아라!

## 2021년 가장 중요한 것들, 그리고 중소형주에 대한 접근

### 턴어라운드기 시작되었다. 저평가된 중소형주를 사라!

2021년에 들어서며 현대차그룹의 판매량이 빠르게 회복되고, 이에 따라 부품 supply-chain 전반에 걸쳐 매출회복이 나타나고 있는 것으로 판단된다. 특히 해외공장 가동률이 증가하며 부품업체들도 큰 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상하는데, 이는 현재까지도 주식시장에서 소외된 중소형 부품업체들의 밸류에이션 re-rating으로 이어질 수 있을 것이다.

중소형 부품업체들의 턴어라운드에 대한 배경 확보를 위해서는 1)현대차그룹의 미국내 상황 2)부품업체들의 현지 진출여부 3)미국 전반적인 자동차 정책 확인이 필요하다. 본 리포트에서는 따라서 이 3가지를 주로 다룰 예정이며, 주요 종목으로는 에스엘, 평화정공, 화신이 의미있는 실적 개선이 가능할 것으로 예상된다.

현재 부품업체들 중 상당수는 EV 파워트레인에 대한 노출이 없는 상태일 경우 저PBR 상태에서 거래되고 있으나, 3Q20부터 일부는 개선된 실적을 보이기 시작했다. 우리는 4Q20에도 대체로 유사한 흐름이 이어졌다고 판단되며, 특히 2021년 초에도 여전히 현대차그룹은 낮은 재고를 유지하고 있는 가운데 타 OEM 향 수주/EV 부품 수주가 이뤄지기 시작하며 전통부품업체들에 대한 밸류에이션 평가도 상향될 것으로 판단한다.

표1 주요 부품업체 별 목표주가 변경 내역

Coverage	투자 의견	목표주가	현재주가	Upside (%)	기존 목표주가	변경률 (%)	Valuation 적용
에스엘	Buy	38,000	26,850	41.5	21,000	80.9	P/E 11.0x
평화정공	Buy	17,000	11,950	44.0	9,300	82.7	P/E 12.0x
화신	N/R	N/R	4,385	-	-	-	-
현대글로벌비스	Buy	300,000	211,000	35.7	220,000	36.4	P/E 15.0x
한라홀딩스	Buy	64,000	48,100	33.0	50,000	7.9	SOTP

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

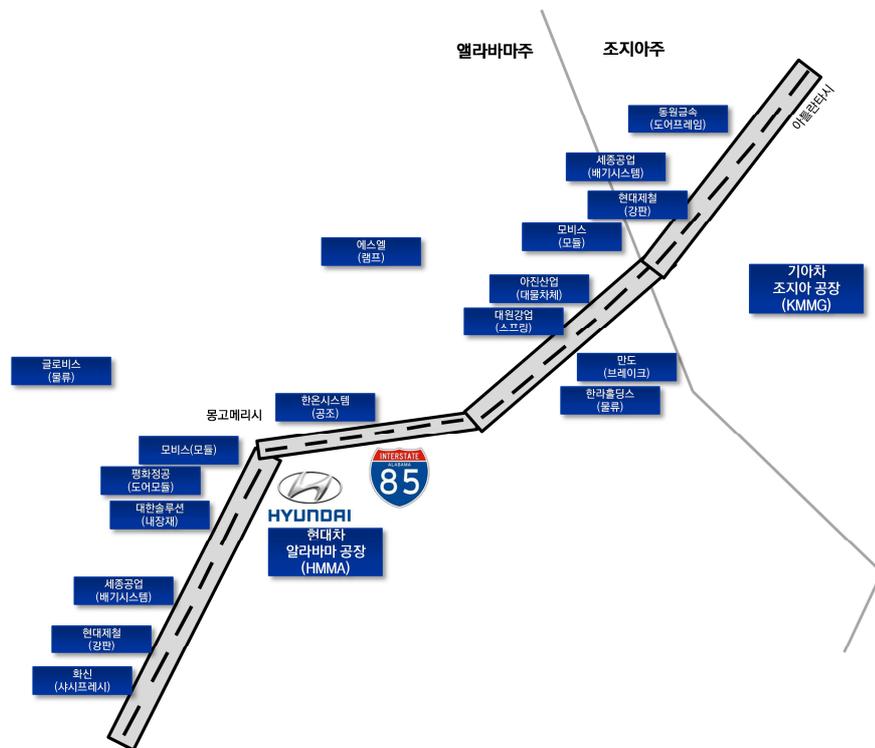
### 부품업체는 미국 알라바마, 조지아공장 근처에 거대한 벨트를 형성

현대차그룹은 2006 년 미국 현지 진출을 한다. 그 당시 NF 소나타를 시작으로 현지에서 직접 자동차 생산을 시작하는데, 이에 따라 다수의 협력업체들이 현지진출을 하게 된다. 부품 공급상 외형의 부피 등으로 인해 발생하는 물류, 보관 비용 등으로 인해 국내수출보다는 현지생산이 여러가지 이점이 있을 수 밖에 없고, 현지 JIT(Just-In-Time) 공급이 이뤄지기 위해서 역시 일관화 공급망 확보가 필요하기 때문이다.

이들 업체들은 반면 2011 년 까지는 완성차의 성공에 힘입어 역시 당시 엄청난 성공을 향유하게 되었으나, 이후 RV 대응 부진과 픽업트럭 라인의 부재, 그리고 세단 시장에서의 추가적인 부가가치 창출이 어려워지며 2018 년까지 적자폭이 크게 증가한다. 만도, 한온시스템 같은 시스템 업체의 경우 이미 다변화 된 수요처를 보유하고 있었기 때문에 어려움이 다소 분산되었으나, 타 중소 업체들의 경우 상당한 고정비 부담이 발생할 수 밖에 없는 구조가 지속되었다.

따라서 우리는 완성차의 미국시장 점유율 확대에 따라 중소형 부품업체들의 회복이 뒤따를 것으로 판단하고 있으며, 이에 해당하는 에스엘, 평화정공, 화신, 아진산업, 대원강업 등 대부분의 업체들이 최근의 주가 상승에도 불구하고 여전히 낮은 PBR 에서 거래되고 있어 당분간 매력적인 투자가치를 제공할 것으로 예상된다.

그림1 현대기아차 알라바마/조지아 공장과 동반진출한 supply-chain: 사실상 JIT 가 가능케 되어 있는 하나의 거대한 클러스터. 완성차의 물량 증설에 대한 기대감, 이제는 부품사를 찾아야 할 때



자료: Google map, 이베스트투자증권 리서치센터

### 완성차 미국사업 성공의 결정변수 점검: SUV, 제네시스, 가동률

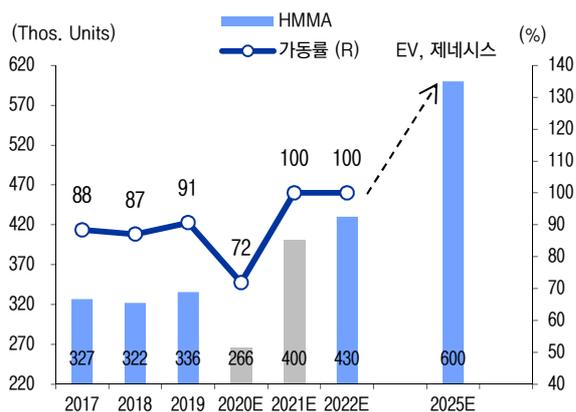
자동차 섹터 턴어라운드의 최대 선결조건은 미국에서의 브랜드가치 상승이다. 이는 자연스럽게 M/S 상승에서 확인이 되지만, 결국 좀더 자세히 보기 위해서는 3 가지 변수를 확인해야 한다.

먼저 SUV 를 기반으로 나타나는 생산량이 증가가 현재로서는 가장 먼저 나타나는 결정 변수다. 현대차는 올해부터 미국 현지대응을 위해 투싼을 현지생산으로 전환하고, 이와 동일한 플랫폼을 사용하는 픽업트럭인 싼타크루즈를 출시 예정이다. 기아차의 경우도 동일하게 스포티지의 현지생산이 예정되어 있다. 이 것 만으로도 현재 생산능력이 약 39 만대 수준인 양사의 생산능력은 2022년에는 약 45 만대 수준으로 올라갈 것이다.

다음으로는 제네시스의 성공이 매우 중요하다. 이미 GV70 까지 국내에서는 출시되었기 때문에 부품업체들은 국내사업에서도 상당한 마진 개선효과가 이미 발생하고 있다. 하지만 궁극적으로는 미국내 증설까지 가는지 핵심인데, 우리는 2022년에는 이러한 그룹사내에서 의사결정이 이뤄질 것으로 예상된다. 현지 생산을 위해서는 충분한 판매 볼륨이 필요한데, 2021 년의 경우 미국 현지판매는 약 5 만대 가량 이뤄질 것으로 예상되나, 최근 미국에 판매전개가 이뤄진 GV80 의 현지반응에 따라 선제적으로 국내증설이 이뤄질 가능성이 있다.

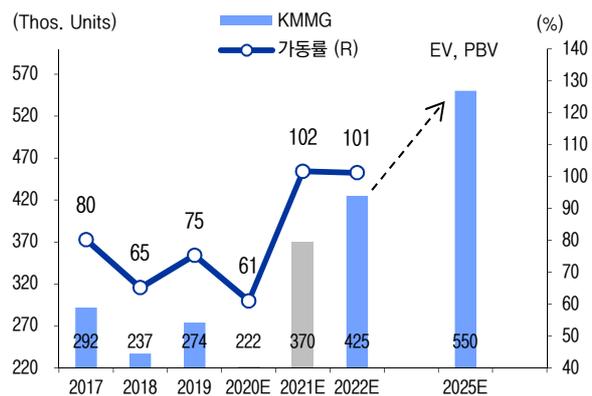
마지막으로, 2021 년 상반기 미국 현지공장의 가동률이다. 가장 중요한 부분인데, 상반기 기아차의 경우 가동률이 100%를 크게 넘어설 것으로 예상된다. 현대차와는 다르게 생산라인업 자체가 RV 비중이 높고, 이중 쏘렌토 신형의 현지생산이 12 월부터 본격화 되었기 때문에 기대감이 높다.

그림2 현대차 알라바마공장의 생산능력 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 기아차 조지아 공장의 생산능력 추이



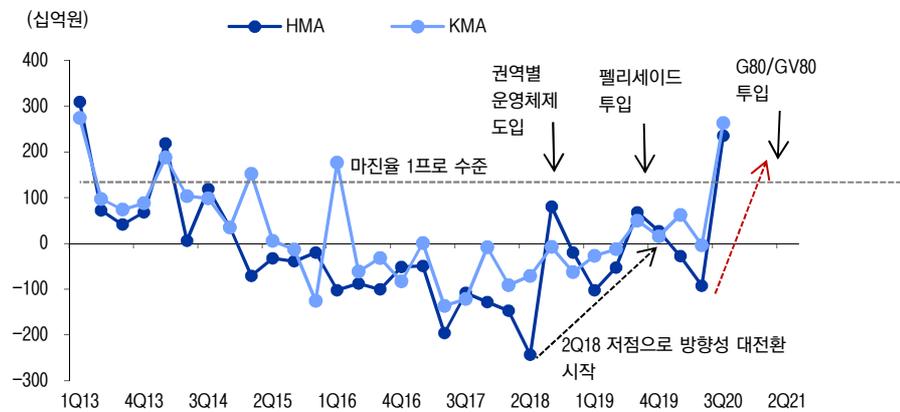
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 현대차 알라바마 및 기아차 조지아 공장의 생산능력 추이

(천대, %)	HMMA	가동률	생산능력	KMMG	가동률	생산능력
2017	327	88	370	292	80	364
2018	322	87	370	237	65	364
2019	336	91	370	274	75	364
2020E	266	72	370	222	61	364
2021E	400	100	400	370	102	364
2022E	450	100	450	425	101	420

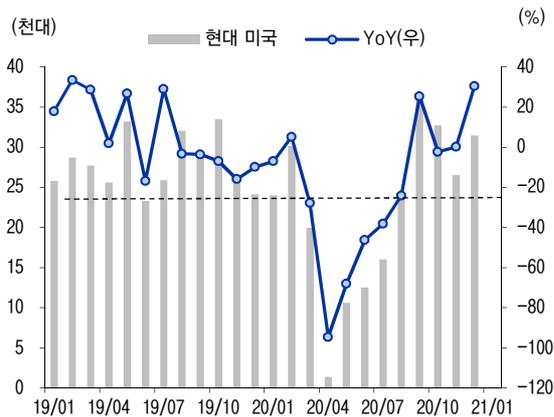
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 현대기아차 미국 판매법인 순이익 흐름: 사실 미국의 턴어라운드는 이미 시작되어 있었다



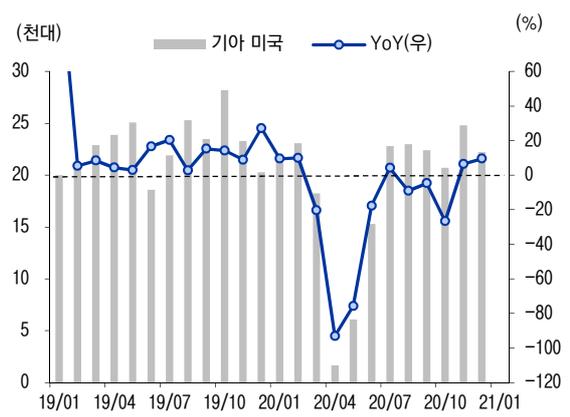
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 현대차 알라바마공장 Ex-Factory 판매



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 기아차 조지아공장 Ex-Factory 판매



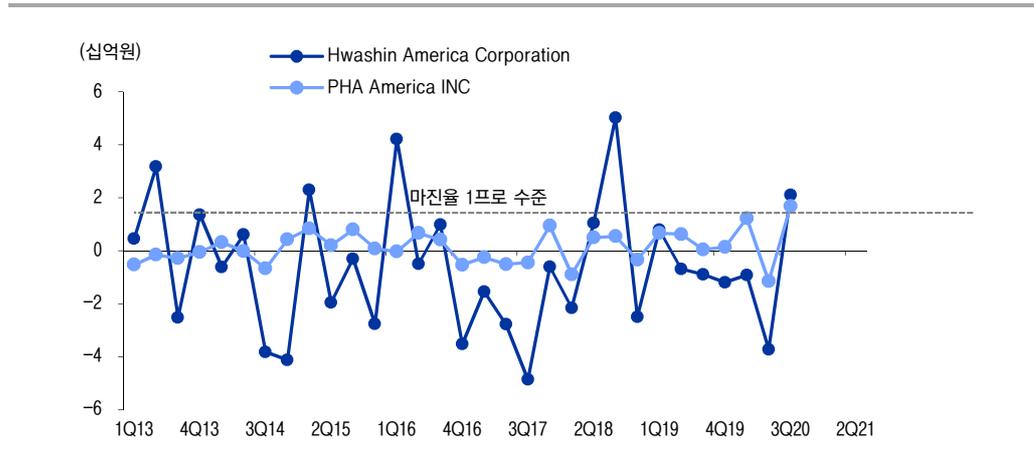
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 부품사 턴어라운드의 시작

현대차그룹의 해외 공장 중에서 가장 높은 단가의 차종을 생산하는 곳이 바로 알라바마와 조지아 공장이다. 특히 이중 조지아 공장은 2019 년부터 Mid-Size SUV 인 텔룰라이드 현지생산을 시작하며 해당 판가 자체가 더욱 높아졌다. 타 지역의 경우 대부분 미국에서 생산되는 차종대비 현저하게 저렴한 저가차종인 경우들이 대부분이기 때문에 부품업체들 역시 마진 구조는 결국 미국 시장 진출 결과에 따라 결정될 수 밖에 없다. 부품업체들의 주가가 완성차의 미국 시황에 전적으로 의존적인 이유다.

한편 고정비가 높은 차체 사시 업체들은 특히 현지 마진의 변동성이 심하게 나타나는데, 그림 7 에서와 같이 화신/평화정공의 미국 순이익을 비교시 나타난다. 특히 크로스멤버, 암 등과 같이 고난이도 성형이 요구되는 경우 대형 프레스기 도입이 불가피 하기 때문이다. 따라서 화신 외에도 아진산업, 대원강업, 동원금속 등 주요 사시 업체들은 2021 년 들어 고정비 부담이 상대적으로 감소하는 구조로 예상해 볼 수 있으며, 특히 코로나 이후 특히 해외사업장을 보유하고 있는 업체들로부터 나타나는 판관비 절감효과가 동반되어 나타나며 의미있는 이익확보가 유력할 것으로 기대한다.

그림7 화신 평화정공 순이익 흐름: 고정비 부담이 높은 화신의 이익 변동성이 더욱 크게 나타남



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 자동차 주요 샤시 부품별 구분과 주요 해당업체

제품	그림	해당업체	미국매출 3Q20 누적 (단위: 십억원)	총 미국매출 비중(%)
차체 샤시		화신	204.9	27.9
도어프레임 대물차체		동원금속 아진산업	47.9 223.7	31 69.6
램프		에스엘	365.7	21.3
스프링		대원강업(북미)	100.1	16.8
자동차 강판		현대제철	297	2.2
부품 물류		현대글로벌비스 한라홀딩스	1080.4 37.2	9.3 7.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 주요 자동차 모듈별 부품회사 구분

Front End Module	Cockpit Module	Climate Module	Chassis Module	Door Module Body Parts	Seat/Roof Module
[Front Bumper] 성우하이텍 세원정공 에코플라스틱	[각핏 패널] 현대모비스 덕양산업 세원정공 현대 EP	[컴프레서] 한온시스템 두원공조	[ABS/ESP] 현대모비스 만도	[도어] 평화정공	[시트] 대원강업 한일이화 현대공업
[헤드램프] 현대모비스 에스엘 신우기전	[에어백] 현대모비스 S&T 모티브	[HVAC] 한온시스템 우리산업 두원공조	[서스펜션] 현대모비스 만도 대원강업 S&T 모티브	[Body Parts] 성우하이텍 세원정공 화신 현대 EP 동원금속 에코플라스틱 엠에스오토텍	[시트모터] S&T 모티브 동양기전 계양전기
[쿨링모듈] 한온시스템 두원공조 덴소풍성	[AVN] 현대모비스 LG 전자 S&T 모티브 대성엘텍 팅크웨어	[A/C Hose] 화승알앤에이 S&T 모티브	[기타 제동장치] 새론오토모티브 화승알앤에이		[루프] 에코플라스틱
	[클러스터] 현대모비스 LG 전자 S&T 모티브	[Controller] 우리산업 S&T 모티브	[조향장치] 현대모비스 만도		[인테리어] NVH 코리아 서연이화
			[크로스멤버/암] 화신 동희		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

**자동차 부품 물류의 두 핵심업체: 현대글로비스, 한라홀딩스**

부품 매출 증가와 연동되어 발생하는 대표적인 사업은 부품 물류가 있다. 국내 업체들 중 현대차그룹의 자동차 부품 물류를 담당하고 있는 업체들 중 대표적으로 현대글로비스와 한라홀딩스가 있다.

이 두 업체 모두 알라바마 공장 - 조지아 공장으로 이어지는 벨트에 위치해 있기 때문에 이 지역에서 발생하는 부품 물류 수요 증가에 그대로 노출된다. 다만 물류 특성상 매출 인식 시점이 다소 다를 수 있는데, 부품의 경우 출하 기준으로 매출인식이 이뤄지는 한편 물류의 경우 경우에 따라 운송 위치에 따라 매출 인식 기점이 차이가 나기 때문에 일반적으로 소폭 후행해서 나타나는 경우가 크다.

한편 현대글로비스의 경우 3 가지 사업구분에서(물류, 운송, 유통) 고르게 미국시장에 대한 exposure 가 발생하는데, 특히 현지 증설이 이뤄지는 경우면 물류사업 부분과 부품 CKD, 즉 유통사업에서의 긍정적 변화를 기대해 볼 수 있을 것이다.

한라홀딩스의 경우 자체사업인 Uriman 과 MLCA (Meister Logistics Corporate America)를 통해 미국에서 매출이 발생한다. 자체사업 내 미국 exposure 는 30%를 초과하기 때문에 실질적으로 이익 기여가 가장 큰 지역이다. 또한 최근에는 Uriman 을 중심으로 현지 타 OEM 향 자체 모듈사업도 전개하기 시작했는데, 이는 자회사 만도와의 완전 별개로 이뤄지는 독립 사업이다. 만도의 지분가치 위주로만 그동안 평가되어 왔던 기업가치는 따라서 자체사업을 기반으로 재평가가 이뤄질 것으로 예상된다.

그림8 현대글로비스 해외 부품 물류: 미국 현지 현대기아차 자동차 공장의 JIT 에 있어서 핵심



자료: 현대글로비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 한라홀딩스의 미국 물류 자회사 MLCA: 만도의 현지 생산량과 동반되어 매출상승 기대



자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 미국은 전기차 + 내연기관 모두 강한 모멘텀 기대

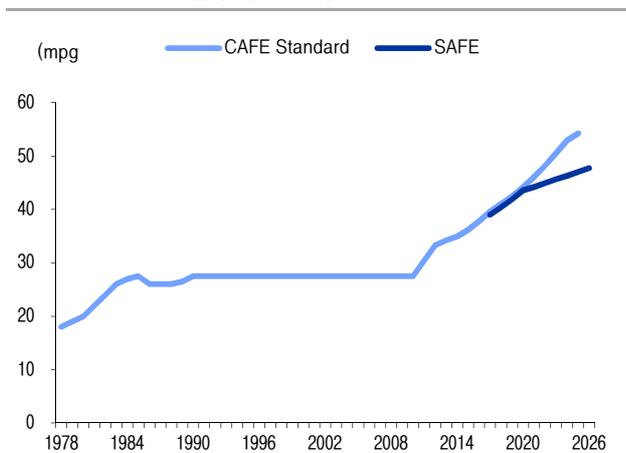
2021 년 미국 자동차 시장 전반에 걸쳐 나타날 가장 큰 변화는 CO2 배출량 규제 강화가 될 것이다. 이로인해 1)현대기아차의 전기차의 현지생산 2)PBV 사업 진출을 통한 밸류체인 전반의 수혜를 생각해 볼 수 있다. 모두 부품업체들의 매출을 크게 증가시킬 수 있는 모멘텀이며, 특히 전기차 전용 차체부품은 그대로 기존 부품업체들이 담당하게 되면서 고스란히 양적 성장성을 향유할 수 있을 것이다.

한편 미국은 바이든 정부 출범과 동시에 파리기후협약에 재가입을 선언했다. 이는 그동안 전기차 시장에 부정적 스탠스 였던 미국이 본격적으로 전기차 시장에 뛰어 들 계획임을 암시하며, 기존의 SAFE 스탠다드, 전기차 Tax Credit 등 트럼프 정부시절 OEM 들이 전기차 개발을 늦추게 만들 수 밖에 없었던 요인들이 사라짐을 뜻한다.

이러한 기조는 신규 자동차산업 진입자들을 대거 탄생시키는데, 이들은 대부분 기존의 대형 자동차 업체들과에게 기술제휴 및 신차 공동개발을 요청하는 경우가 많다. 대표적으로 Canoo 나 Fisker 가 그러한 경우이다. 한편 현대기아차는 이러한 배경하에 PBV(Purpose Built Vehicle) 사업을 전략적으로 추진 중이며, 발생할 성과는 부품 밸류체인에 속한 협력사들의 판매볼륨 증가로 직결될 가능성이 매우 높다.

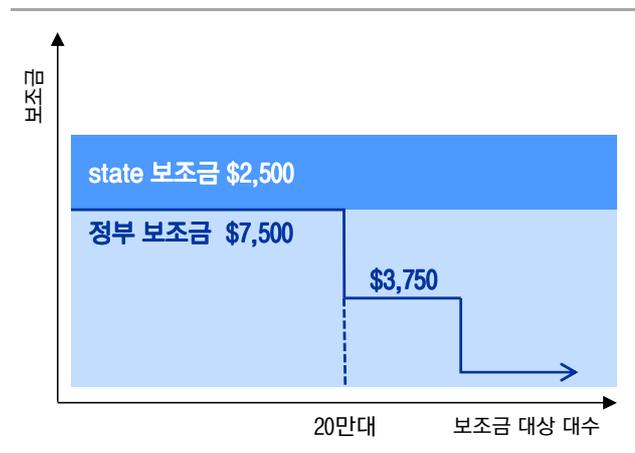
자동차 산업 전반으로 보면, 단기적으로는 재고 자체가 매우 낮은 상황임을 알 수 있다. 2020 년 초반에 비해 현저하게 재고는 낮아진 반면, 생산은 11 월 부터는 증가세가 소폭 감소한 것으로 나타난다. 코로나 19 의 재확산에 따른 일부 공장들의 가동률 하락, 반도체 공급부족 등이 주요 배경으로 보여지는데, 모두 자동차 수요에 개입하는 요인들은 아니다. 따라서 2021 년 상반기에도 미국 자동차 산업 전반으로 타이트한 공급이 유지되는 가운데 수요는 항상 강한 흐름을 보여 완성차 및 부품업체들의 수익성 개선이 뚜렷하게 나타날 것으로 예상된다.

그림10 미국 CAFE 스탠다드 vs SAFE 스탠다드: 정권 교체 이후 CO2 배출량 강화 예정



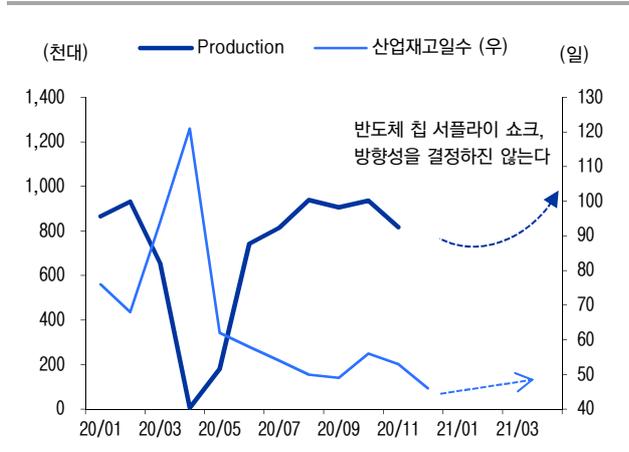
자료: NHTSA, EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 미국 전기차 보조금 제한대수: 현 체제상 20만대 초과시 보조금은 빠르게 감소



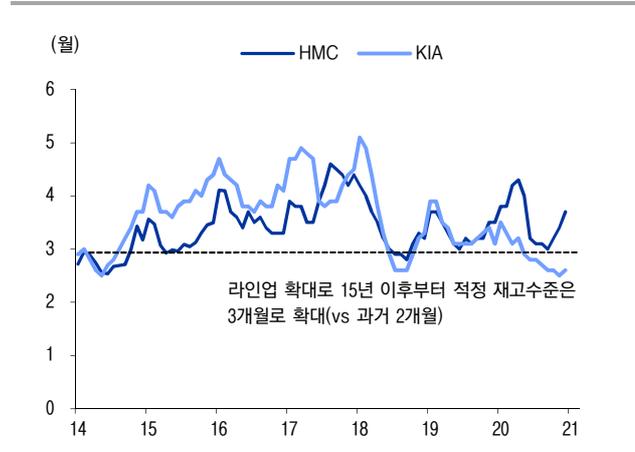
자료: NHTSA, EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 미국 총 자동차 생산 vs 재고: 매우 타이트한 재고수준이 당분간 유지될 것



자료: MArklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 현대기아차의 미국 재고월수: 2014년 이후 최대로 타이트한 수급, 협력사들의 손익 개선으로 이어질 것



자료: 현대차, 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기업분석

에스엘 (005850)	12
평화정공 (043370)	16
화신 (010690)	20
현대글로벌비스 (086280)	23
한라홀딩스 (060980)	27

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
에스엘	Buy (유지)	38,000 원(상향)
평화정공	Buy (유지)	17,000 원(상향)
화신	N/R	N/R
현대글로벌비스	Buy (유지)	300,000 원(상향)
한라홀딩스	Buy (유지)	64,000 원(상향)

# 에스엘 (005850)

2021. 1. 25

자동차

## 에스엘 아메리카로 통한다

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

### 에스엘 아메리카의 외형성장 본격화

동사의 최대 성장포인트로 2021년에는 특히 미국지주사인 에스엘 아메리카의 외형성장이 부각될 것으로 예상된다. 에스엘 아메리카 산하에는 현대기아를 주로 대응하는 에스엘 알라바마와 GM을 대응하는 에스엘 테네시가 있는데, 2020년 기준 가동률이 50% 수준에 불과하다. 2021년에는 특히 GM 향 SUV 공급이 이뤄지는 테네시공장 매출이 크게 증가할 예정이며, 에스엘 아메리카 기준 7,310억원(YoY +35%)의 증가세가 나타나며 전사 이익회복을 견인할 것으로 기대된다.

### 에스엘 라이팅 합병효과 본격화 되는 4Q20

한편 동사는 올해부터 대체로 에스엘 라이팅 법인과의 합병효과가 두드러지기 시작했는데, 4Q20에도 손익개선세가 두드러질 것으로 기대된다. 4Q20 매출액 및 영업이익은 각각 7,106억원(YoY +8%), 512억원(YoY +342%)을 기록할 것으로 예상되며, 영업이익률은 7.2%까지 증가할 것으로 기대된다. 현대기아차의 국내공장을 대응하는 에스엘 라이팅법인이 본사로 흡수합병된 이후 처음으로 제네시스 볼륨생산이 크게 증가했고 다음으로 이익기여가 큰 에스엘 아메리카의 가동률 회복, 코로나 이후 구조적으로 감소한 판매비 등이 종합적으로 작용하며 이익회조세가 예상된다.

### 고객사 다변화 본격화 + 제네시스 볼륨효과 기대

고객사 측면에서는 2021년부터 크게 두가지 변화가 예상된다. 첫째는 기존의 현대/GM 위주의 고객사에서 잠재적으로 유럽메이커 향으로 공급이 시작될 것으로 추정되며, 둘째는 현대차의 프리미엄 브랜드인 제네시스 볼륨이 증가하며 동사의 마진 상승세가 기대되는 점이다. 제네시스 총 판매볼륨은 2020년 약 15만대에서 2021년 24만대 수준까지 증가할 것으로 예상된다.

### 투자 의견 Buy 유지, 38,000 원으로 상향조정

투자 의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 38,000 원으로 상향조정한다. 이익 턴어라운드와 본격화되는 국면에 진입한 것으로 판단하며, Target P/E는 따라서 기존 평균치 대비 20% 할증한 11배를 적용해 목표주가를 산출했다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **38,000 원**

현재주가 **26,850 원**

#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

#### Stock Data

KOSPI(1/22)	3,140.63 pt
시가총액	12,943 억원
발행주식수	48,203 천주
52주 최고가 / 최저가	7,333/26,850 원
90일 일평균거래대금	113 억원
외국인 지분율	16.0%
배당수익률(20.12E)	1.5%
BPS(20.12E)	29,555 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 58.3%
	6개월 78.3%
	12개월 47.6%
주주구성	이성업 (외 11인) 63.5%
	Stanley Electric (외 1인) 6.8%
	자사주 (외 1인) 4.5%

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,599	5	30	25	592	-74.1	76	26.9	8.4	0.7	2.5
2019	2,262	44	82	87	1,923	224.9	141	7.5	5.7	0.5	7.3
2020E	2,426	112	110	79	1,654	-14.0	212	16.2	5.0	0.9	5.7
2021E	2,854	194	216	167	3,426	107.2	294	7.8	3.2	0.8	11.0
2022E	3,118	219	237	182	3,751	9.5	318	7.1	2.6	0.7	11.0

자료: 에스엘, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표5 에스엘 Valuation: 목표주가 38,000 원으로 상향

구분	단위	값	비고
지배주주순익	십억원	1,652	2021년 기준
EPS	원	3,426	2021년 기준
Target P/E	배	11.0	2020년 부품업체 P/E 평균에 20% 할증
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>38,000</b>	<b>Target P/E x EPS</b>
현재주가	원	26,850	
Upside	%	41.5	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 에스엘 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	2,426	2,854	2,410	2,837	0.7	0.6
영업이익	112	194	98	146	13.9	32.6
영업이익률(%)	4.6	6.8	4.1	5.2		
순이익	79	167	69	129	15.1	28.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 에스엘 4Q20 Preview: 영업이익 512 억원 기록 예상

(십억원)	4Q20	4Q19	YoY(%)	3Q20	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	710.6	657.7	8.0	682.3	4.1	727.5	-2.3
영업이익	51.2	11.6	342.3	44.0	16.4	38.8	31.9
영업이익률(%)	7.2	1.8		6.4		5.3	
순이익(지배)	37.1	16.9	119.4	23.1	60.6	38.5	-3.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 에스엘 실적 추이 및 전망: 2021년 영업이익 1,942억원 예상

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>613</b>	<b>420</b>	<b>682</b>	<b>711</b>	<b>2,426</b>	<b>670</b>	<b>694</b>	<b>722</b>	<b>768</b>	<b>2,854</b>	<b>3,118</b>
(주) 에스엘	409	342	442	451	1,644	432	442	456	483	1,812	1,935
에스엘 America	152	42	171	176	542	171	184	185	192	731	841
에스엘 Lumax	55	14	64	66	198	61	52	71	74	258	289
에스엘 아태(연태)	21	32	34	42	130	28	42	37	46	153	169
호북삼립	2	4	5	11	22	9	10	11	12	42	42
에스엘 폴란드	13	6	9	12	40	13	10	10	13	46	51
에스엘 브라질	8	1	8	5	22	6	6	7	7	26	26
단순합산	659	441	734	764	2,598	720	746	776	826	3,069	3,352
연결조정	-46	-21	-52	-53	-172	-50	-52	-54	-58	-215	-235
<b>매출원가</b>	<b>529</b>	<b>403</b>	<b>607</b>	<b>622</b>	<b>2,160</b>	<b>589</b>	<b>613</b>	<b>637</b>	<b>676</b>	<b>2,516</b>	<b>2,732</b>
매출원가율(%)	86.3	95.9	89.0	88	89	88.0	88.3	88.3	88.0	88.1	87.6
<b>매출총이익</b>	<b>84.26</b>	<b>17</b>	<b>75</b>	<b>89</b>	<b>266</b>	<b>80</b>	<b>81</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>338</b>	<b>386</b>
매출총이익률(%)	14	4	11	13	11	12	12	12	12	12	12
<b>판관비</b>	<b>54</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>154</b>	<b>35</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>144</b>	<b>167</b>
판관비율(%)	8.7	7.5	4.6	5.3	6.3	5.2	4.8	5.3	4.9	5.0	5.4
<b>영업이익</b>	<b>30.7</b>	<b>-14.0</b>	<b>44.0</b>	<b>51.2</b>	<b>111.8</b>	<b>45.6</b>	<b>47.9</b>	<b>46.2</b>	<b>54.6</b>	<b>194.2</b>	<b>218.9</b>
OPM(%)	5.0	-3.3	6.4	7.2	4.6	6.8	6.9	6.4	7.1	6.8	7.0
<b>지분법이익</b>	<b>-1.0</b>	<b>3.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>5.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>	<b>3.3</b>	<b>9.8</b>	<b>10.8</b>
<b>세전이익</b>	<b>32</b>	<b>-7</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>110</b>	<b>49</b>	<b>53</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>216</b>	<b>237</b>
<b>지배주주 순이익</b>	<b>23.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>23.1</b>	<b>37.1</b>	<b>79.7</b>	<b>37.4</b>	<b>40.5</b>	<b>39.6</b>	<b>47.7</b>	<b>165.2</b>	<b>180.8</b>
<b>YoY(%)</b>											
매출액	56.0	-34.3	19.4	8.0	7.3	9.3	65.1	5.8	8.1	17.6	9.2
(주) 에스엘	129.6	-20.4	21.1	4.0	16.9	5.8	29.0	3.0	7.0	10.2	6.8
에스엘 America	13.9	-69.5	19.0	21.0	-3.6	12.0	336.0	8.0	9.0	35.0	15.0
에스엘 Lumax	6.1	-78.3	-1.6	29.0	-13.9	11.0	284.0	12.0	12.0	30.3	12.0
에스엘 아태(연태)	-47.5	-24.6	-8.4	2.2	-19.5	37.0	31.0	8.0	8.0	18.3	10.0
에스엘 폴란드	7.9	-57.4	-19.1	3.0	-17.5	3.0	76.0	4.0	4.0	13.9	10.0
영업이익	흑전	-139.8	8,550.7	342.3	156.5	48.5	흑전	5.1	6.6	73.6	12.7
<b>지배 순이익</b>	<b>225.9</b>	<b>-109.9</b>	<b>20.8</b>	<b>119.4</b>	<b>-7.1</b>	<b>57.1</b>	<b>흑전</b>	<b>71.5</b>	<b>28.8</b>	<b>107.2</b>	<b>9.5</b>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 에스엘 (005850)

### 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	888	1,399	1,486	1,667	1,869
현금 및 현금성자산	98	124	271	373	477
매출채권 및 기타채권	324	556	428	463	509
재고자산	170	248	296	320	351
기타유동자산	296	471	490	510	531
<b>비유동자산</b>	843	874	879	886	893
관계기업투자등	353	173	181	188	195
유형자산	383	567	552	540	529
무형자산	19	20	28	35	40
<b>자산총계</b>	<b>1,730</b>	<b>2,274</b>	<b>2,365</b>	<b>2,552</b>	<b>2,762</b>
<b>유동부채</b>	540	729	741	773	817
매입채무 및 기타채무	247	343	350	379	416
단기금융부채	204	249	249	247	247
기타유동부채	88	136	142	148	154
<b>비유동부채</b>	168	165	181	189	196
장기금융부채	30	31	31	33	35
기타비유동부채	138	135	150	156	162
<b>부채총계</b>	<b>708</b>	<b>895</b>	<b>922</b>	<b>962</b>	<b>1,013</b>
<b>지배주주지분</b>	1,006	1,361	1,425	1,572	1,730
자본금	17	24	24	24	24
자본잉여금	144	460	460	460	460
이익잉여금	867	912	967	1,114	1,273
비지배주주지분(연결)	17	18	18	18	18
<b>자본총계</b>	<b>1,023</b>	<b>1,379</b>	<b>1,443</b>	<b>1,590</b>	<b>1,749</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>47</b>	<b>-424</b>	<b>281</b>	<b>227</b>	<b>232</b>
당기순이익(손실)	25	87	79	167	182
비현금수익비용가감	83	-511	119	95	94
유형자산감가상각비	64	90	95	92	90
무형자산상각비	7	8	6	7	8
기타현금수익비용	12	-609	19	-4	-5
영업활동 자산부채변동	-66	0	82	-35	-45
매출채권 감소(증가)	-83	-24	128	-35	-46
재고자산 감소(증가)	-21	-58	-48	-24	-31
매입채무 증가(감소)	75	-33	7	29	37
기타자산, 부채변동	-37	114	-4	-5	-5
<b>투자활동 현금</b>	<b>-53</b>	<b>44</b>	<b>-109</b>	<b>-105</b>	<b>-105</b>
유형자산처분(취득)	-68	-114	-80	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-8	-7	-14	-14	-14
투자자산 감소(증가)	34	191	-11	-7	-7
기타투자활동	-11	-26	-5	-5	-5
<b>재무활동 현금</b>	<b>-4</b>	<b>406</b>	<b>-25</b>	<b>-19</b>	<b>-23</b>
차입금의 증가(감소)	7	109	-1	0	2
자본의 증가(감소)	-16	298	-24	-19	-24
배당금의 지급	16	17	24	19	24
기타재무활동	5	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-11</b>	<b>26</b>	<b>147</b>	<b>102</b>	<b>104</b>
기초현금	109	98	124	271	373
기말현금	98	124	271	373	477

자료: 에스엘, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,599</b>	<b>2,262</b>	<b>2,426</b>	<b>2,854</b>	<b>3,118</b>
매출원가	1,466	2,053	2,160	2,516	2,732
<b>매출총이익</b>	<b>133</b>	<b>210</b>	<b>266</b>	<b>338</b>	<b>386</b>
판매비 및 관리비	129	166	154	144	167
<b>영업이익</b>	<b>5</b>	<b>44</b>	<b>112</b>	<b>194</b>	<b>219</b>
(EBITDA)	76	141	212	294	318
금융손익	-2	0	-15	5	-1
이자비용	9	11	10	10	11
관계기업등 투자손익	30	23	6	10	11
기타영업외손익	-3	15	8	8	8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>30</b>	<b>82</b>	<b>110</b>	<b>216</b>	<b>237</b>
계속사업법인세비용	5	-5	31	50	54
계속사업이익	25	87	79	167	182
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>25</b>	<b>87</b>	<b>79</b>	<b>167</b>	<b>182</b>
지배주주	25	86	80	165	181
<b>총포괄이익</b>	<b>25</b>	<b>87</b>	<b>79</b>	<b>167</b>	<b>182</b>
매출총이익률 (%)	8.3	9.3	11.0	11.9	12.4
영업이익률 (%)	0.3	1.9	4.6	6.8	7.0
EBITDA 마진률 (%)	4.7	6.2	8.7	10.3	10.2
당기순이익률 (%)	1.6	3.8	3.3	5.8	5.9
ROA (%)	1.5	4.3	3.4	6.7	6.8
ROE (%)	2.5	7.3	5.7	11.0	11.0
ROIC (%)	0.6	3.6	7.4	14.2	15.6

### 주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	26.9	7.5	16.2	7.8	7.1
P/B	0.7	0.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.4	5.7	5.0	3.2	2.6
P/CF	6.3 #VALUE!		6.5	4.9	4.7
배당수익률 (%)	2.5	2.8	1.5	1.8	1.9
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.3	41.5	7.3	17.6	9.2
영업이익	-92.8	852.5	156.5	73.6	12.7
세전이익	-74.9	172.0	34.2	97.0	9.5
당기순이익	-74.8	246.1	-9.0	110.3	9.5
EPS	-74.1	224.9	-14.0	107.2	9.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	69.2	64.9	63.9	60.5	57.9
유동비율	164.5	191.8	200.5	215.5	228.8
순차입금/자기자본(x)	-3.7	-5.0	-15.7	-21.2	-25.7
영업이익/금융비용(x)	0.5	4.2	10.7	18.6	20.8
총차입금 (십억원)	235	280	280	280	281
순차입금 (십억원)	-37	-69	-226	-338	-450
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	592	1,923	1,654	3,426	3,751
BPS	23,668	30,492	29,555	32,612	35,898
CFPS	2,536	n/a	4,118	5,436	5,735
DPS	400	400	400	480	500

# 평화정공 (043370)

2021. 1. 25

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 여전히 저평가, 실적 모멘텀도 가세

### 실적 정상화 + PHA America 외형성장에 초점을

동사는 중국, 유럽, 미국, 인도 등 현대차그룹의 주요 사업장에 동반진출한 업체이며, 특히 자동차 고급화의 핵심인 도어렛치, 스트라이크를 공급한다. 동사는 완성차의 다운사이클 기간 동안 종합적으로 구조조정을 가파르게 진행한 한편, 미국내 GM 현지대응과 현대기아 독점공급을 통해 2021년에는 미국법인을 통한 가파른 영업이익 개선이 기대되고 있다. 또한 전년 신규로 가동한 베트남 법인은 2021년에는 BEP 도달이 시작되며 실적 개선에 본격 기여할 것으로 예상된다.

## Buy (maintain)

목표주가 17,000 원

현재주가 11,950 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

### 자동차의 고급화, E-GMP 전동화의 핵심 포트폴리오

차량의 고급화로 인해 그동안 주목받지 못해왔던 랫치 제품류는 제네시스 등 현대차그룹의 고급화 전략에 따라 구조적 ASP 상승이 예상된다. 또한 E-GMP 가 적용된 차종부터는 Frunk, 즉 기존에 본네트로 사용되던 기능이 트렁크로도 사용되기 시작하며 기존대비 고사양 제품이 크게 증가하는 구조다. 이는 현대기아차 뿐만 아니라 미국 GM 에서도 올해부터 전기차 생산을 크게 늘릴 것으로 예상되고 있기 때문에 디트로이트에서 현지대응을 하고 있는 동사의 미국법인 역시 구조적 외형성장이 나타날 것으로 예상된다.

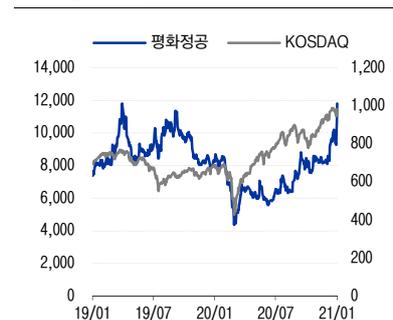
### Stock Data

KOSDAQ(1/22)	979.98 pt
시가총액	2,510 억원
발행주식수	21,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	4,365/11,950 원
90 일 일평균거래대금	44 억원
외국인 지분율	10.6%
배당수익률(20.12E)	1.3%
BPS(20.12E)	27,706 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -6.3%
	6개월 -22.4%
	12개월 -22.7%
주주구성	김상태 (외 2인) 54.6%
	국민연금공단 (외 1인) 7.1%
	신영자산운용 (외 1인) 7.1%

### 실적회복은 이미 시작되었다. 4Q20 영업이익 97억원 예상

지난 3Q20 에 이어 실적 회복세는 4Q20 에도 이어질 것으로 예상된다. 4Q20 매출액 및 영업이익은 각각 2,850 억원(YoY +4%), 97 억원(YoY 흑전)이 기대된다. 영업이익률은 3.4%로 예상된다. 완성차의 중국사업 개선 지연이 지속되고 있으나, 동사의 경우 역시 2017년 전후 구조조정이 중국법인 위주로 단행되었기 때문에 이미 비용 측면에서는 부담이 감소한 상태다.

### Stock Price



### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 17,000원으로 상향

동사의 투자의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 17,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2021년 EPS 에 Target P/E 12 배를 적용한 수치이다. 최근의 주가반등이 나타났으나, 2021년 기준으로 여전히 P/E 8.3 배에 불과해 추가 상승여력이 존재한다는 판단이다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,067	19	71	45	2,135	-39.8	72	3.1	1.4	0.3	8.5
2019	1,088	16	31	32	1,506	-29.5	65	5.7	2.8	0.3	5.6
2020E	954	14	21	12	576	-61.7	66	20.7	3.7	0.4	2.1
2021E	1,127	35	42	30	1,444	150.6	89	8.3	2.0	0.4	5.1
2022E	1,201	51	56	36	1,712	18.6	89	7.0	1.9	0.4	5.8

자료: 평화정공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표9 평화정공 목표주가 산정: 목표주가 17,000 원으로 상향

구분	단위	값	비고
순이익	(십억원)	30	2021년 기준
EPS	(원)	1,444	2021년 기준
Target P/E	(배)	12.0	동사 2015~2019 평균 대비 30% 할증
<b>목표주가</b>	<b>(원)</b>	<b>17,000</b>	Target P/E x 2021 EPS
현재주가	(원)	11,950	
Upside	(%)	44	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 평화정공 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	954	1,127	976	1,032	-2.3	9.2
영업이익	14.0	35.3	0.7	25.7	1979.3	37.3
영업이익률(%)	1.5	3.1	0.1	2.5		
순이익(지배)	12.1	30.3	0.6	25.8	2001.4	17.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 평화정공 4Q20E Preview: 영업이익 97 억원 기록 예상

(십억원)	4Q20E	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	285	274	4.0	259	10.2	293	-3
영업이익	9.7	-0.1	흑전	8.4	15.1	12.0	-19
영업이익률(%)	3.4	0.0		3.3		4.1	
순이익	9	2	328.8	9.2	-7.3	7.0	22

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 평화정공 실적 추이 및 전망: 2021년 영업이익 353억원 예상

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>240</b>	<b>170</b>	<b>259</b>	<b>285</b>	<b>954</b>	<b>262</b>	<b>281</b>	<b>275</b>	<b>309</b>	<b>1,127</b>	<b>1,201</b>
<b>평화정공(주)</b>	144	110	142	159	555	148	158	152	166	624	643
(주)에이에스티	14	9	13	14	49	14	10	13	14	52	53
북경평화정공기차부건(유)	7	16	13	15	51	13	17	14	15	59	60
태창평화정공기차배건(유)	11	15	19	20	65	17	16	21	22	75	81
염성평화정공기차배건(유)	4	9	7	9	28	7	9	7	10	33	36
PHA India PVT Ltd	17	4	15	18	54	19	18	17	19	73	80
PHA America INC	49	17	53	59	178	53	57	58	65	233	259
PHA Czech s. r. o	20	11	21	23	75	21	24	23	25	93	100
PHA Slovakia s.r.o	24	16	21	22	82	21	24	22	24	91	98
(주)PHA E&E	4	2	10	12	27	11	14	13	22	60	72
단순합계	293	209	314	350	1,165	324	347	340	381	1,392	1,483
연결제거	-53	-38	-55	-65	-211	-61	-66	-65	-72	-264	-282
연결제거비중(%)	18.1	18.4	17.6	18.5	18.1	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
<b>전장부문 매출</b>	42	37	49	46	175	47	42	54	51	194	215
<b>전장부문 매출 (%)</b>	17.5	22.0	19.0	16.2	18.3	17.8	14.8	19.8	16.6	17.2	17.9
매출원가	218	156	228	250	852	233	249	245	274	1,000	1,063
매출원가율(%)	90.9	91.6	88.2	87.8	89.4	88.9	88.5	89.0	88.6	88.7	88.5
매출총이익	22	14	31	35	101	29	32	30	35	127	138
매출총이익률(%)	9.1	8.4	11.8	12.2	10.6	11.1	11.5	11.0	11.4	11.3	11.5
판관비	21	20	22	25.1	87	21	23	22	25	92	96
판관비율(%)	8.6	11.6	8.6	8.8	9.2	8.0	8.3	8.0	8.2	8.1	8.0
<b>영업이익</b>	<b>1.3</b>	<b>-5.5</b>	<b>8.4</b>	<b>9.7</b>	<b>14.0</b>	<b>8.1</b>	<b>9.0</b>	<b>8.3</b>	<b>9.9</b>	<b>35.3</b>	<b>50.9</b>
영업이익률(%)	0.6	-3.2	3.3	3.4	1.5	3.1	3.2	3.0	3.2	3.1	4.2
영업외 손익	6.8	0.3	-1.5	-1.1	6.7	0.7	-3.1	-3.0	-1.4	6.8	8.9
지분법 손익	0.6	0.5	0.6	0.8	2.5	1.1	1.2	1.3	1.3	4.9	3.7
세전이익	8.1	-5.2	6.9	10.8	20.7	7.4	12.1	11.3	11.2	42.1	59.8
순이익	7.3	-12.9	9.2	8.5	12.1	5.9	9.4	8.9	6.1	30.3	36.0
<b>YoY(%)</b>											
<b>매출액</b>	-4.9	-40.8	-5.7	4.0	-12.4	9.4	64.9	6.4	8.3	18.2	6.6
평화정공(주)	-4.8	-32.2	-6.7	-1.3	-11.5	3.1	43.3	7.1	4.1	12.4	3.1
(주)에이에스티	9.7	-29.9	9.3	3.0	-2.2	3.0	11.4	3.0	3.0	4.5	3.0
북경평화정공기차부건(유)	-46.0	-15.4	-46.1	-41.5	-37.5	89.0	3.0	3.0	3.0	14.6	3.0
태창평화정공기차배건(유)	-34.9	-21.5	10.8	8.0	-9.3	48.6	8.0	8.0	8.0	14.9	8.0
염성평화정공기차배건(유)	-58.9	-1.6	-6.7	-13.7	-20.7	91.3	8.0	8.0	8.0	19.0	8.0
PHA India PVT Ltd	-17.4	-80.2	-26.6	3.8	-31.8	10.0	334.7	10.0	10.0	34.8	10.0
PHA America INC	40.4	-61.4	16.4	38.7	6.5	9.0	234.5	9.0	11.0	31.3	11.1
PHA Czech s. r. o	-16.2	-60.3	-16.6	-8.0	-26.5	8.0	114.0	8.0	8.0	23.9	8.0
PHA Slovakia s.r.o	-2.4	-42.6	-17.2	-13.4	-19.5	-12.2	53.0	8.0	8.0	10.7	8.0
<b>영업이익</b>	-26.4	적전	260.7	흑전	-17.0	514.0	-264.3	-2.0	2.0	152.5	44.4
<b>순이익</b>	390.0	-205.0	-41.9	328.8	-61.7	-19.7	-173.0	-3.0	-28.7	150.6	18.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 평화정공 (043370)

### 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	525	478	555	593	626
현금 및 현금성자산	163	113	159	226	215
매출채권 및 기타채권	197	186	199	217	232
재고자산	142	156	182	135	163
기타유동자산	22	22	14	15	16
<b>비유동자산</b>	383	443	423	429	426
관계기업투자등	14	19	24	25	26
유형자산	301	354	345	341	345
무형자산	15	17	14	3	-8
<b>자산총계</b>	<b>908</b>	<b>921</b>	<b>978</b>	<b>1,022</b>	<b>1,052</b>
<b>유동부채</b>	336	318	361	377	373
매입채무 및 기타채무	161	175	160	173	186
단기금융부채	124	115	148	148	129
기타유동부채	51	28	53	56	58
<b>비유동부채</b>	29	26	35	37	39
장기금융부채	1	3	5	5	6
기타비유동부채	28	24	30	31	32
<b>부채총계</b>	<b>365</b>	<b>344</b>	<b>396</b>	<b>414</b>	<b>411</b>
<b>지배주주지분</b>	543	576	582	609	641
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	41	41	41	41	41
이익잉여금	511	540	548	575	607
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>543</b>	<b>576</b>	<b>582</b>	<b>609</b>	<b>641</b>

### 손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,067</b>	<b>1,088</b>	<b>954</b>	<b>1,127</b>	<b>1,201</b>
매출원가	956	972	852	1,000	1,063
<b>매출총이익</b>	<b>111</b>	<b>117</b>	<b>101</b>	<b>127</b>	<b>138</b>
판매비 및 관리비	92	101	87	92	87
<b>영업이익</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>51</b>
(EBITDA)	72	65	66	89	89
금융손익	-1	2	1	1	1
이자비용	3	3	2	2	3
관계기업등 투자손익	4	6	2	5	3
기타영업외손익	48	8	4	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>71</b>	<b>31</b>	<b>21</b>	<b>42</b>	<b>56</b>
계속사업법인세비용	26	0	9	9	11
계속사업이익	45	32	12	33	45
중단사업이익	0	0	0	-3	-9
<b>당기순이익</b>	<b>45</b>	<b>32</b>	<b>12</b>	<b>30</b>	<b>36</b>
지배주주	45	32	12	30	36
<b>총포괄이익</b>	<b>10</b>	<b>36</b>	<b>12</b>	<b>30</b>	<b>36</b>
매출총이익률 (%)	10.4	10.7	10.6	11.3	11.5
영업이익률 (%)	1.8	1.4	1.5	3.1	4.2
EBITDA 마진률 (%)	6.8	6.0	7.0	7.9	7.4
당기순이익률 (%)	4.2	2.9	1.3	2.7	3.0
ROA (%)	5.0	3.5	1.3	3.0	3.5
ROE (%)	8.5	5.6	2.1	5.1	5.8
ROIC (%)	2.5	2.2	1.5	5.2	7.7

### 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>29</b>	<b>41</b>	<b>22</b>	<b>125</b>	<b>43</b>
당기순이익(손실)	45	32	12	30	36
비현금수익비용가감	44	59	62	50	36
유형자산감가상각비	52	48	51	53	38
무형자산상각비	1	1	2	1	0
기타현금수익비용	-50	-9	10	-4	-2
영업활동 자산부채변동	-35	-33	-47	45	-29
매출채권 감소(증가)	25	11	-13	-17	-16
재고자산 감소(증가)	-13	-14	-20	47	-28
매입채무 증가(감소)	-24	-5	-15	13	12
기타자산, 부채변동	-23	-25	2	2	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>35</b>	<b>-74</b>	<b>-27</b>	<b>-55</b>	<b>-32</b>
유형자산처분(취득)	-42	-69	-38	-49	-42
무형자산 감소(증가)	0	-3	2	11	11
투자자산 감소(증가)	1	-1	1	4	2
기타투자활동	77	-2	9	-21	-2
<b>재무활동 현금</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>	<b>48</b>	<b>-2</b>	<b>-22</b>
차입금의 증가(감소)	-5	-16	55	1	-19
자본의 증가(감소)	-3	-3	-4	-3	-4
배당금의 지급	3	3	4	3	4
기타재무활동	0	1	-3	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>55</b>	<b>-50</b>	<b>46</b>	<b>67</b>	<b>-11</b>
기초현금	108	163	113	159	226
기말현금	163	113	159	226	215

### 주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	3.1	5.7	20.7	8.3	7.0
P/B	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	1.4	2.8	3.7	2.0	1.9
P/CF	1.6	2.0	3.4	3.1	3.5
배당수익률 (%)	2.4	2.1	1.3	1.5	1.5
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.2	2.1	-12.4	18.2	6.6
영업이익	-23.3	-19.4	-10.4	152.5	44.3
세전이익	-28.8	-56.2	-33.8	103.7	33.9
당기순이익	-39.8	-29.5	-61.7	150.6	18.6
EPS	-39.8	-29.5	-61.7	150.6	18.6
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	67.2	59.7	68.0	68.0	64.1
유동비율	156.3	150.3	153.8	157.3	168.1
순차입금/자기자본(x)	-7.3	0.6	-1.2	-12.0	-12.6
영업이익/금융비용(x)	6.3	5.3	6.0	18.5	17.8
총차입금 (십억원)	125	117	153	154	135
순차입금 (십억원)	-40	3	-7	-73	-80
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,135	1,506	576	1,444	1,712
BPS	25,862	27,452	27,706	28,990	30,522
CFPS	4,219	4,318	3,529	3,812	3,433
DPS	160	180	160	180	180

자료: 평화정공, 이베스트투자증권 리서치센터

# 화신 (010690)

2021. 1. 25

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 완성차 따라 성장

### 전통 샤시 부품 업체, E-GMP 에서도 그대로 이어지는 부품

동사는 자동차용 샤시, 바디 제품을 공급하는 업체로, 액슬, 로어암, 센터 floor, Fendor Apron 등 주로 자동차용 골격을 구성하고 있는 부품을 생산/공급한다. 주요 고객사로는 현대기아차가 약 90%에 육박하기 때문에 타 부품업체 대비 현대기아차에 대한 집중도가 높다. 부품 특성상 생산공정이 길고 고강도의 성형을 요구하기 때문에 고정비가 상대적으로 많이 발생하나, E-GMP 에서도 기존 제품들의 수주가 지속되었기 때문에 2021 년 부터는 이에 따른 성장성이 확인될 것으로 기대된다.

### 화신 아메리카 중심으로 기업가치 재평가 기대

동사의 미국 생산법인인 화신 아메리카는 총 매출액의 약 30% 가량이 미국에서 발생하는 구조이며, 현대기아차 양사를 독점 공급한다. 따라서 완성차의 미국 현지생산량이 증가하게 되면 영업레버리지 효과가 발생하는 구조인데, 큰 퀘적상 2018 년을 저점으로 손익은 개선되고 있다. 한편 2021 년 부터는 투싼, 싼타크루즈, 스포티지 등 현지투입모델이 증가하면서 추가적인 성장이 예상되고 있고, VW 의 MEB 플랫폼으로도 공급이 시작되며 일부 매출 다변화도 시작될 것이다.

### 이익 모멘텀은 3Q20 에 이미 시작

한편 동사는 지난 2Q20 에 가동률 하락에 따른 직격탄이 타 부품업체대비 컸던 것으로 나타났으나(영업적자 195 억원), 3Q20 에는 회복세가 나타났다. 4Q20 에는 특히 동사가 진출해 있는 해외법인의 현대기아차 생산량이 빠르게 올라온 것으로 확인되고 있기 때문에 Mid-sinlge 수준의 마진으로 회귀가 가시화 된 것으로 판단한다.

### 투자의견 Not Rated: 기업가치는 회복 초입 국면으로 판단

동사에 대해 투자의견 Not Rated 를 제시한다. 이익 변동성이 아직 높은 구간이기 때문에 추가 개선 방향을 확인할 필요가 있다고 보인다. 다만 분명 주요 고객사인 현대차그룹의 가동률이 개선국면에 돌아섰고, 2021 년 전반적으로 외형확대가 명확하기 때문에 기업가치는 회복 초입구간에 접어든 것으로 판단한다.

**Not Rated**

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **4,385 원**

#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

#### Stock Data

KOSPI(1/22)		3,140.63 pt
시가총액		1,531 억원
발행주식수		34,920 천주
52 주 최고가 / 최저가		1,390/4,385 원
90 일 일평균거래대금		37 억원
외국인 지분율		2.1%
배당수익률(20.12E)		2.3%
BPS(20.12E)		20,774 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	21.5%
	6 개월	50.1%
	12 개월	-7.4%
주주구성	글로벌외토타레이딩 (외 17 인)	50.4%
	자사주 (외 1 인)	5.7%
	박경환 (외 1 인)	0.0%

#### Stock Price



#### Financial Data

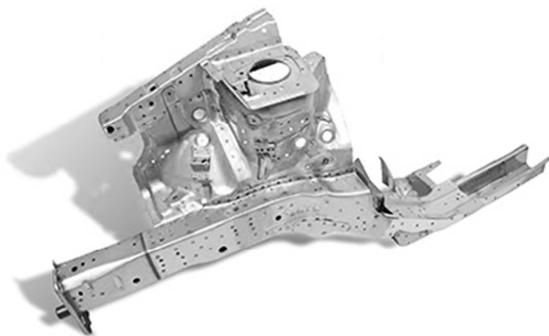
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,250	46	59	48	1,368	흑전	99	4.7	4.4	0.6	12.6
2017	1,067	-23	-48	-31	-868	적전	33	-4.9	12.2	0.4	-8.1
2018	1,076	-22	-38	-49	-1,399	적지	45	-3.1	9.8	0.5	-14.8
2019	1,164	2	6	5	146	흑전	54	30.0	8.3	0.5	1.7
2020E	1,055	11	14	11	321	120.0	61	13.6	7.2	0.5	3.6

자료: 화신, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표13 화신 실적추이 및 전망: 2020년 영업이익 110억원 예상

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E
<b>매출액</b>	<b>264</b>	<b>290</b>	<b>304</b>	<b>306</b>	<b>1,164</b>	<b>260</b>	<b>164</b>	<b>311</b>	<b>320</b>	<b>1055</b>
본사	174	163	165	180	681	159	147	182	199	687
화신인도	54	59	63	63	238	56	13	57	70	196
북경화신	11	14	14	15	53	8	10	11	13	41
화신아메리카	83	82	87	85	336	80	29	96	98	304
화신브라질	31	34	47	34	147	24	4	25	35	87
단순합계	352	352	375	376	1,456	326	202	370	416	1314
연결조정	-88	-62	-72	-69	-291	-66	-38	-60	-96	-259
연결조정비율(%)	25	18	19	18	20	20	19	16	23	20
<b>매출액 YoY(%)</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>-2</b>	<b>-43</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>-9</b>
본사	56	-3	21	-2	14	-9	-10	10	11	1
화신인도	2	19	12	13	11	3	-79	-9	12	-18
북경화신	-42	-57	-32	13	-37	-28	-30	-23	-8	-22
화신아메리카	45	10	4	0	12	-3	-64	11	16	-10
화신브라질	-12	19	45	25	18	-23	-90	-48	1	-41
매출원가	251	271	279	290	1090	252	172	288	291	1003
매출원가율(%)	95	93	92	94	94	97	105	93	91	95
매출총이익	13	19	25	17	74	8	-8	29	29	29
매출총이익율(%)	5	7	8	6	6	3	-5	9	9	3
판관비	17	17	16	22	72	8	10	11	13	41
판관비율(%)	6.4	5.8	5.4	7.0	6.2	2.9	6.0	3.4	6	3.9
<b>영업이익</b>	<b>-3.5</b>	<b>2.1</b>	<b>8.2</b>	<b>-4.7</b>	<b>2.1</b>	<b>0.3</b>	<b>-17.4</b>	<b>12.3</b>	<b>15.4</b>	<b>11</b>
영업이익률(%)	-1	1	3	-2	0	0	-11	4	5	1
당기순이익	-2	1	8	-2	5	0	-15	12	14	11

그림14 샤시: Fendor Apron



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 샤시: Front Cross Member



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 화신 (012330)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>유동자산</b>	501	432	451	469	494
현금 및 현금성자산	120	67	89	86	94
매출채권 및 기타채권	169	180	181	192	200
재고자산	162	146	136	144	150
기타유동자산	50	40	46	48	49
<b>비유동자산</b>	463	414	428	422	413
관계기업투자등	27	18	11	12	12
유형자산	408	373	385	378	367
무형자산	4	4	4	3	3
<b>자산총계</b>	<b>964</b>	<b>846</b>	<b>879</b>	<b>891</b>	<b>907</b>
<b>유동부채</b>	458	418	483	492	500
매입채무 및 기타채무	196	141	135	143	150
단기금융부채	236	255	315	315	315
기타유동부채	26	22	32	34	35
<b>비유동부채</b>	112	76	89	90	91
장기금융부채	93	64	75	75	75
기타비유동부채	19	12	15	15	16
<b>부채총계</b>	<b>570</b>	<b>494</b>	<b>572</b>	<b>582</b>	<b>590</b>
<b>지배주주지분</b>	393	353	307	309	316
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	7	5	5	5	5
이익잉여금	384	351	300	302	309
비지배주주지분(연결)	1	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>394</b>	<b>353</b>	<b>307</b>	<b>309</b>	<b>316</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>58</b>	<b>-20</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>49</b>
당기순이익(손실)	48	-31	-49	5	11
비현금수익비용가감	50	58	91	48	46
유형자산감가상각비	53	55	66	51	50
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-29	2	24	-4	-4
영업활동 자산부채변동	-20	-33	1	-11	-9
매출채권 감소(증가)	15	-44	11	-11	-9
재고자산 감소(증가)	-16	6	-5	-8	-6
매입채무 증가(감소)	0	-6	-3	8	6
기타자산, 부채변동	-19	12	-2	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>	<b>-79</b>	<b>-41</b>	<b>-37</b>
유형자산처분(취득)	-32	-46	-59	-44	-40
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	5	-12	3	3
기타투자활동	-4	6	-8	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>58</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
차입금의 증가(감소)	6	17	61	0	0
자본의 증가(감소)	-3	-3	-3	-3	-3
배당금의 지급	3	3	3	3	3
기타재무활동	0	-2	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>29</b>	<b>-53</b>	<b>22</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>
기초현금	91	120	67	89	86
기말현금	120	67	89	86	94

자료: 화신, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,250</b>	<b>1,067</b>	<b>1,076</b>	<b>1,164</b>	<b>1,055</b>
매출원가	1,112	1,006	1,031	1,090	1,003
<b>매출총이익</b>	<b>138</b>	<b>61</b>	<b>45</b>	<b>74</b>	<b>52</b>
판매비 및 관리비	92	84	67	72	41
<b>영업이익</b>	<b>46</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>2</b>	<b>11</b>
(EBITDA)	99	33	45	54	61
금융손익	17	-29	-17	0	0
이자비용	10	11	16	17	17
관계기업등 투자손익	-3	-3	0	4	5
기타영업외손익	-2	7	1	0	-1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>59</b>	<b>-48</b>	<b>-38</b>	<b>6</b>	<b>14</b>
계속사업법인세비용	11	-17	11	1	3
계속사업이익	48	-31	-49	5	11
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>48</b>	<b>-31</b>	<b>-49</b>	<b>5</b>	<b>11</b>
지배주주	48	-30	-49	5	11
<b>총포괄이익</b>	<b>34</b>	<b>-33</b>	<b>-48</b>	<b>5</b>	<b>11</b>
매출총이익률 (%)	11.0	5.7	4.2	6.3	4.9
영업이익률 (%)	3.7	-2.1	-2.0	0.2	1.0
EBITDA 마진률 (%)	7.9	3.1	4.2	4.6	5.7
당기순이익률 (%)	3.9	-2.9	-4.5	0.4	1.1
ROA (%)	5.1	-3.3	-5.7	0.6	1.2
ROE (%)	12.6	-8.1	-14.8	1.7	3.6
ROIC (%)	6.7	-2.9	-2.7	0.3	1.4

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	4.7	-4.9	-3.1	30.0	13.6
P/B	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.4	12.2	9.8	8.3	7.2
P/CF	2.3	5.6	3.7	2.9	2.7
배당수익률 (%)	1.5	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	17.1	-14.6	0.8	8.2	-9.4
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	405.1
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	120.0
당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	120.0
EPS	흑전	적전	적지	흑전	120.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	144.8	140.0	186.4	188.6	186.7
유동비율	109.3	103.4	93.5	95.3	98.8
순차입금/자기자본(x)	53.1	71.0	93.5	93.8	88.8
영업이익/금융비용(x)	4.5	-2.0	-1.4	0.1	0.6
총차입금 (십억원)	329	319	390	390	390
순차입금 (십억원)	209	250	287	289	281
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,368	-868	-1,399	146	321
BPS	11,255	10,100	8,791	8,837	9,058
CFPS	2,806	773	1,201	1,509	1,643
DPS	100	100	100	100	100

# 현대글로비스 (086280)

202. 1. 25

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 큰 그림의 변화에 주목

### 현대차그룹의 큰 그림의 변화가 나타나는 기업

현대차그룹의 최근 신사업 발표로 인해 현대글로비스의 장기 성장에 대한 프리미엄이 크게 발휘될 것으로 기대한다. 배터리 리스, 수소 SCM 등 신사업의 핵심 인프라 사업이 동사를 중심으로 진행될 것으로 예상되고 있기 때문이다. 특히 장기적으로는 국내 뿐만 아니라 현대차그룹이 장기적으로 EV, 수소차의 거점을 해외로 확대할 예정이기 때문에 동사로 집중될 성장성이 매우 클 것으로 기대된다.

### 미국 생산량 증가에 따른 자동차 부품 물류 증가

동사의 매출은 물류/운송/유통 이렇게 3 가지로 구분되어 있는데, 각 사업부 모두 미국에 대한 exposure 가 존재한다. 이중 특히 해외물류, CKD 의 경우 현지생산량 증가에 따라 매출이 연동되는데, 이외에도 운송의 PCC 사업부문도 결국 완성차의 미국 업황에 직결되는 구조이기 때문에 결국엔 모든 사업이 완성차의 미국사업 방향과 일치하게 되는 구조다. 현재 현대기아의 현지 생산능력이 각각 39 만대에 달하는 상황에서 2025년에는 각각 최소 50 만대까지 증가할 것으로 예상되고 있어 동사 역시 이에 상승하는 매출증가세가 예상된다.

### 실적은 4Q20 은 시장 기대치와 in-line 한 수준

동사의 4Q20 매출액은 4.2 조원(YoY -9%), 영업이익 2,174 억원(YoY -5%)이 발생할 것으로 예상된다. 시장 기대치와는 in-line 한 수준이 될 것으로 보인다. 전분기 대비로 분명 실적 개선폭이 두드러지나, 전년 동기 PCC 사업에서 집중적으로 non-captive 매출이 발생해 이에 대한 기고영향이 존재하는 것으로 예상된다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 300,000 원으로 상향조정

동사에 대해 목표주가를 300,000 원으로 상향조정한다. 목표주가 산정은 2022 년 EPS 에 Target P/E 15 배를 반영했다. 우리는 동사의 2021 년 펀더멘털 개선이 뚜렷할 것으로 예상하나, 동사의 성장성은 기존사업 외에도 EV, 수소차 사업으로도 확산될 것으로 예상되기 때문에 적용 EPS 를 2022 년으로 산정했다. 현대차그룹이 진행하는 큰 그림의 변화와 이에 따른 동사의 역할 확대에 주목할 시점이다.

**Buy (maintain)**

목표주가 300,000 원

현재주가 211,000 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI(1/22)	3,140.63 pt	
시가총액	79,125 억원	
발행주식수	37,500 천주	
52 주 최고가 / 최저가	73,300/221,000 원	
90 일 일평균거래대금	836 억원	
외국인 지분율	35.6%	
배당수익률(20.12E)	1.9%	
BPS(20.12E)	138,004 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.7%
	6 개월	39.4%
	12 개월	6.0%
주주구성	정의선 (외 6 인)	50.4%
	국민연금공단 (외 1 인)	9.0%
	성승용 (외 1 인)	0.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	16,866	710	626	437	11,663	-35.7	892	11.1	6.0	1.1	10.6
2019	18,270	877	727	502	13,395	14.9	1,208	10.7	5.0	1.1	11.2
2020E	15,995	725	803	632	16,856	25.8	932	12.5	8.3	1.5	12.8
2021E	17,735	887	932	704	18,763	11.3	1,103	11.2	6.8	1.4	12.9
2022E	19,323	962	1,022	772	20,586	9.7	1,191	10.2	6.0	1.2	12.8

자료: 현대글로비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표15 현대글로비스 목표주가 산정: 300,000 원으로 상향

구분	단위	가치	비고
순이익	십억원	772	2022 년 기준
EPS	원	20,588	2022 년 기준
Target P/E	배	15.0	
<b>Target Price</b>	<b>원</b>	<b>300,000</b>	2021 EPS x Target P/E
현재주가	원	211,000	
Upside	(%)	35.7	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 현대글로비스 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	15,995	17,735	16,824	18,257	-4.9	-2.9
영업이익	725	887	702	873	3.3	1.6
영업이익률(%)	4.5	5.0	4.2	4.8		
순이익	632	704	585	698	8.1	0.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 현대글로비스 4Q20E Preview: 영업이익 2,174 억원 기록 예상

(십억원)	4Q20E	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	4,356	4,803	-9.3	3,666	18.8	4,418	-1.4
영업이익	217.4	228.4	-4.8	161	34.7	195.2	11.4
영업이익률(%)	5.0	4.8		4.4		4.4	
순이익	176.2	229.4	-23.2	180.3	-2.3	147.7	19.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 현대글로비스 실적 추이 및 전망: 수익성 위주로 3Q20 손익 개선 입증. 4Q20 에도 영업이익률 개선 지속 예상

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>4,703</b>	<b>3,270</b>	<b>3,666</b>	<b>4,356</b>	<b>15,995</b>	<b>4,491</b>	<b>4,608</b>	<b>4,128</b>	<b>4,508</b>	<b>17,735</b>	<b>19,323</b>
<b>I. 물류</b>	1,400	1,115	1,446	1,410	5,371	1,420	1,568	1,520	1,481	5,989	6,469
국내물류	354	360	368	397	1,479	363	369	377	407	1,516	1,554
해외물류	1,047	754	1,078	1,013	3,892	1,057	1,199	1,143	1,074	4,473	4,915
<b>II. 해운</b>	712	527	550	755	2,544	708	716	587	793	2,805	3,044
PCC	507	351	381	581	1,820	527	537	416	616	2,095	2,320
BULK	205	176	168	174	724	181	180	172	178	710	724
<b>III. 유통</b>	2,591	1,628	1,671	2,190	8,080	2,363	2,323	2,020	2,234	8,941	9,810
CKD	2,023	1,189	1,181	1,541	5,934	1,781	1,866	1,523	1,560	6,730	7,527
중고차	119	118	127	144	508	117	123	131	148	518	534
기타유통	448	321	363	506	1,637	466	334	366	526	1,692	1,749
매출원가	4,370	3,032	3,377	4,032	14,811	4,179	4,263	3,825	4,161	16,428	17,904
<b>매출원가율(%)</b>	<b>92.9</b>	<b>92.7</b>	<b>92.1</b>	<b>92.6</b>	<b>92.6</b>	<b>93.1</b>	<b>92.5</b>	<b>92.7</b>	<b>92.3</b>	<b>92.6</b>	<b>92.7</b>
매출총이익	333	238	289	324	1,184	312	345	303	347	1,306	1,419
<b>매출총이익률(%)</b>	<b>7.1</b>	<b>7.3</b>	<b>7.9</b>	<b>7.4</b>	<b>7.4</b>	<b>6.9</b>	<b>7.5</b>	<b>7.3</b>	<b>7.7</b>	<b>7.4</b>	<b>7.3</b>
판관비	138	107	107	107	459	103	111	95	110	419	457
<b>판관비율(%)</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>195</b>	<b>131</b>	<b>161</b>	<b>217</b>	<b>725</b>	<b>208</b>	<b>234</b>	<b>208</b>	<b>236</b>	<b>887</b>	<b>962</b>
물류	63	52	72	73	260	68	82	84	80	313	330
해운	28	15	28	52	123	36	46	36	49	167	178
유통	105	64	62	92	322	104	107	89	107	407	454
<b>영업이익률(%)</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>5.0</b>	<b>4.5</b>	<b>4.6</b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>
물류	4.5	4.6	5.0	5.2	4.8	4.8	5.2	5.5	5.4	5.2	5.1
해운	3.9	2.9	5.1	6.9	4.8	5.1	6.4	6.1	6.2	6.0	5.8
유통	4.0	3.9	3.7	4.2	4.0	4.4	4.6	4.4	4.8	4.6	4.6
총 영업외손익	27	10	46	16	78	10	8	10	16	45	61
금융+기타손익	11	4	38	2	34	2	2	2	2	7	25
지분법이익	16	6	8	14	44	8	6	9	15	37	36
세전이익	222	140	207	233	803	218	242	219	253	932	1,022
당기순이익	160	115	180	176	632	165	183	165	191	704	772
<b>당기순이익(지배)</b>	<b>160</b>	<b>115</b>	<b>180</b>	<b>176</b>	<b>632</b>	<b>165</b>	<b>183</b>	<b>165</b>	<b>191</b>	<b>704</b>	<b>772</b>
<b>YoY(%)</b>											
매출액 계	11.4	-27.3	-22.8	-9.3	-12.5	-4.5	40.9	12.6	3.5	10.9	9.0
물류	2.6	-25.4	-3.4	-6.3	-8.4	1.4	40.7	5.1	5.0	11.5	8.0
국내물류	-0.6	-4.8	4.6	4.5	0.9	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
해외물류	3.8	-32.4	-5.9	-10.0	-11.5	1.0	59.0	6.0	6.0	14.9	9.9
해운	-11.6	-33.9	-33.7	-4.2	-21.0	-0.6	35.9	6.9	5.1	10.3	8.5
PCC	13.1	-30.7	-31.2	7.0	-11.3	4.0	53.0	9.0	6.0	15.1	10.7
BULK	-42.6	-39.5	-38.7	-29.0	-38.0	-12.0	2.0	2.0	2.0	-2.0	2.0
유통	26.3	-26.1	-31.1	-12.7	-12.1	-8.8	42.7	20.9	2.0	10.7	9.7
CKD	30.2	-25.9	-33.9	-19.0	-13.3	-12.0	57.0	29.0	1.2	13.4	11.8
중고차	6.9	-11.5	0.8	8.0	0.8	-2.0	4.0	3.0	3.0	2.1	3.0
기타유통	16.3	-31.3	-29.3	7.0	-10.9	4.0	4.0	1.0	4.0	3.3	3.4
영업이익	5.2	-35.4	-38.1	-4.8	-17.3	6.8	79.4	29.1	8.7	22.4	8.4
당기순이익	51.4	-5.3	297.3	-23.2	25.8	2.6	59.0	-8.4	8.3	11.3	9.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대글로벌비스 (086280)

### 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,458	5,054	5,245	5,207	5,445
현금 및 현금성자산	641	690	1,258	1,141	1,295
매출채권 및 기타채권	2,076	2,323	2,387	2,470	2,557
재고자산	912	1,033	621	642	665
기타유동자산	829	1,009	980	953	928
비유동자산	4,230	4,840	4,934	5,217	5,528
관계기업투자등	687	738	768	799	831
유형자산	3,247	3,825	3,904	4,161	4,444
무형자산	127	114	98	93	88
<b>자산총계</b>	<b>8,688</b>	<b>9,894</b>	<b>10,179</b>	<b>10,423</b>	<b>10,973</b>
유동부채	2,885	3,413	2,943	2,819	2,800
매입채무 및 기타채무	1,408	1,528	1,337	1,383	1,432
단기금융부채	1,198	1,557	1,251	1,051	951
기타유동부채	279	328	355	385	416
비유동부채	1,543	2,046	2,060	1,875	1,841
장기금융부채	656	634	634	434	384
기타비유동부채	887	1,412	1,426	1,441	1,457
<b>부채총계</b>	<b>4,428</b>	<b>5,459</b>	<b>5,004</b>	<b>4,695</b>	<b>4,641</b>
지배주주지분	4,260	4,670	5,175	5,729	6,332
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
이익잉여금	4,117	4,493	4,990	5,543	6,146
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>4,260</b>	<b>4,670</b>	<b>5,175</b>	<b>5,729</b>	<b>6,332</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>490</b>	<b>811</b>	<b>1,215</b>	<b>846</b>	<b>919</b>
당기순이익(손실)	437	502	632	704	772
비현금수익비용가감	449	309	404	178	183
유형자산감가상각비	172	316	192	202	216
무형자산상각비	10	15	15	14	13
기타현금수익비용	268	-23	197	-38	-46
영업활동 자산부채변동	-165	0	179	-35	-36
매출채권 감소(증가)	-164	-186	-64	-83	-87
재고자산 감소(증가)	-97	-119	413	-22	-23
매입채무 증가(감소)	238	35	-191	47	49
기타자산, 부채변동	-143	270	21	23	26
<b>투자활동 현금</b>	<b>-390</b>	<b>-318</b>	<b>-206</b>	<b>-413</b>	<b>-447</b>
유형자산처분(취득)	-170	-182	-255	-443	-483
무형자산 감소(증가)	-15	5	1	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-198	-146	48	39	45
기타투자활동	-7	5	-1	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>8</b>	<b>-444</b>	<b>-441</b>	<b>-550</b>	<b>-319</b>
차입금의 증가(감소)	120	-320	-306	-400	-150
자본의 증가(감소)	-113	-124	-135	-150	-169
배당금의 지급	113	124	135	150	169
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>112</b>	<b>48</b>	<b>568</b>	<b>-117</b>	<b>154</b>
기초현금	529	641	690	1,258	1,141
기말현금	641	690	1,258	1,141	1,295

자료:현대글로벌비스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>16,866</b>	<b>18,270</b>	<b>15,995</b>	<b>17,735</b>	<b>19,323</b>
매출원가	15,715	16,904	14,811	16,428	17,904
<b>매출총이익</b>	<b>1,151</b>	<b>1,366</b>	<b>1,184</b>	<b>1,306</b>	<b>1,419</b>
판매비 및 관리비	441	490	459	419	457
<b>영업이익</b>	<b>710</b>	<b>877</b>	<b>725</b>	<b>887</b>	<b>962</b>
(EBITDA)	892	1,208	932	1,103	1,191
금융손익	-114	-119	-97	-9	-1
이자비용	76	104	48	48	48
관계기업등 투자손익	40	42	44	37	46
기타영업외손익	-10	-72	130	16	16
<b>세전계속사업이익</b>	<b>626</b>	<b>727</b>	<b>803</b>	<b>932</b>	<b>1,022</b>
계속사업법인세비용	189	225	171	228	251
계속사업이익	437	502	632	704	772
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>437</b>	<b>502</b>	<b>632</b>	<b>704</b>	<b>772</b>
지배주주	437	502	632	704	772
<b>총포괄이익</b>	<b>437</b>	<b>502</b>	<b>632</b>	<b>704</b>	<b>772</b>
매출총이익률 (%)	6.8	7.5	7.4	7.4	7.3
영업이익률 (%)	4.2	4.8	4.5	5.0	5.0
EBITDA 마진률 (%)	5.3	6.6	5.8	6.2	6.2
당기순이익률 (%)	2.6	2.7	4.0	4.0	4.0
ROA (%)	5.2	5.4	6.3	6.8	7.2
ROE (%)	10.6	11.2	12.8	12.9	12.8
ROIC (%)	12.5	14.4	13.4	15.4	15.7

### 주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	11.1	10.7	12.5	11.2	10.2
P/B	1.1	1.1	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.0	5.0	8.3	6.8	6.0
P/CF	5.5	6.6	7.6	9.0	8.3
배당수익률 (%)	2.6	2.5	1.9	2.1	2.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.1	8.3	-12.5	10.9	9.0
영업이익	-2.3	23.4	-17.3	22.4	8.4
세전이익	-29.6	16.1	10.4	16.1	9.7
당기순이익	-35.7	14.8	25.8	11.3	9.7
EPS	-35.7	14.9	25.8	11.3	9.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	103.9	116.9	96.7	81.9	73.3
유동비율	154.5	148.1	178.2	184.7	194.5
순차입금/자기자본(x)	12.5	13.6	-4.0	-8.0	-11.5
영업이익/금융비용(x)	9.4	8.5	15.1	18.5	20.0
총차입금 (십억원)	1,853	2,191	1,885	1,485	1,335
순차입금 (십억원)	533	633	-206	-457	-729
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,663	13,395	16,856	18,763	20,586
BPS	113,605	124,541	138,004	152,768	168,854
CFPS	23,649	21,625	27,635	23,501	25,455
DPS	3,300	3,600	4,000	4,500	4,800

# 한라홀딩스 (060980)

2021. 1. 25

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 자회사 가치 그 이상의 것에 대한 재평가

### 자체사업에 대한 재평가는 아직 이뤄지지 않았다

동사에 대한 기업가치 재평가가 필요하다고 판단되는 구간이다. 동사 시가총액에는 먼저 만도/쥬한라를 중심으로 한 자회사 가치 대비로도 현저히 저평가 되어 있는 한편, 물류를 기반으로 구성된 자체사업에 대한 평가 역시 제한적으로 반영된 것으로 보인다. 동사의 자체사업은 크게 물류/AS 사업으로 구분되어 있으며, 여기에 최근 국내 수입차 부품 유통, 해외 모듈사업이 추가되며 성장성이 한층 강화된 상태며, 중기적으로 영업이익률은 5% 이상으로 수렴할 것으로 예상된다.

### 미국 현지물류 매출 증가에 대한 기대감을 가질 시점

동사 자체사업중 미국사업은 물류와 A/S 사업이 각각 MLCA, Uriman 을 통해 이뤄지는데, 이를 합산시 매출비중이 30%를 넘어선다. 즉, 만도 및 현대차그룹가 최종 수요처로 작용하는 미국사업은 자체사업 중 가장 핵심 영역이다.

따라서 만도/현대차그룹의 4Q20 과 1Q21 현지 생산량이 단기적으로는 핵심 변수로 작용할 예정인데, 미국의 산업재고 수준이 코로나 이후 여전히 회복되고 있지 않기 때문에 생산량이 뚜렷한 증가세를 보일 수 밖에 없을 것이다. 자동차 수요 회복과 동시에 A/S 수요 역시 같은 궤적을 그릴 것으로 예상하며(Uriman), 자체사업 기준 4Q20 에는 3Q20 의 회복세가 지속되었을 것으로 추정한다. 동사 4Q20 연결실적은 매출액 2,070 억원(YoY +3.2%), 영업이익 391 억원(YoY +116%)을 기록할 것으로 예상된다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 64,000 원으로 상향조정

기존 투자 의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 64,000 원으로 상향조정한다. 자회사들의 현재가치를 보다 보수적으로 반영하기 위해 할인율을 60%로 수정했으며, 자체사업 영업가치는 P/E 8 배를 반영했다. 자체사업은 특히 2021 년 성장세가 두드러질 예정이며(매출 YoY +11%), 특히 후반부에는 유럽사업의 정상화로 인해 마진이 빠르게 확대될 것으로 기대한다. 또한 JJ 한라의 경우 카카오와의 협업을 통한 부지개발이 가시화 되고 있어 기존의 세인트포 CC 이상의 평가가 반영될 전망이다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **64,000 원**

현재주가 **48,100 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

### Stock Data

KOSPI(1/22)	3,140.63 pt
시가총액	5,037 억원
발행주식수	10,472 천주
52 주 최고가 / 최저가	24,450/48,100 원
90 일 일평균거래대금	42 억원
외국인 지분율	11.2%
배당수익률(20.12E)	4.2%
BPS(20.12E)	85,299 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 11.7%
	6개월 32.7%
	12개월 -30.8%
주주구성	정몽원 (외 8인) 28.5%
	국민연금공단 (외 1인) 12.5%
	베어링자산운용 (외) 7.4%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	887	58	35	13	1,249	-69.0	68	35.0	14.4	0.5	1.5
2019	798	75	52	41	4,041	223.4	99	11.4	10.3	0.5	4.7
2020E	705	82	51	42	4,140	2.5	104	11.6	10.8	0.6	4.7
2021E	833	138	103	87	8,563	106.8	146	5.6	7.4	0.5	9.4
2022E	924	163	141	108	10,590	23.7	172	4.5	5.9	0.5	10.7

자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표19 한라홀딩스 Valuation: 목표주가 64,000 원으로 상향, 자체사업 가치도 반영할 시점

구분	가치	지분율	산정방법
영업가치 (A)	187		2021년 자체사업부문 순이익 * P/E 8 배
지분가치 (B)	557		만도, 만도헬라, 스타폴, (주)한라에 대해 60% 할인
만도	1,138	30%	현재 시가총액
만도헬라	132	50%	2021년 예상 순이익 * P/E 8 배
한라스탁폴	26	20%	2021년 예상 순이익 * P/E 8 배
(주)한라 보통주	34	16%	
(주)한라 우선주	63		우선주 취득가액 3,154 억원 80% 할인
로열티 (C)	322		WACC= 10%, 영구성장률 1%, 세금 및 비용 제외
순차입금 (D)	401		
적정 시가총액 (A) + (B) + (C) - (D)	666		
주식수 (천주)	10,472		
적정주가	63,575		
<b>목표주가</b>	<b>64,000</b>		
현재주가	48,100		
상승여력(%)	33		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 한라홀딩스 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	704.7	833	702.3	835	0.3	-0.1
영업이익	82.2	137.9	80.3	138.5	2.3	-0.4
영업이익률(%)	11.7	16.5	11.4	16.6		
순이익	42.1	86.9	40.7	87.2	3.4	-0.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 한라홀딩스 4Q20E Preview: 영업이익 391 억원 기록 예상

(십억원)	4Q20E	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	207	200	3.2	206	0.4	207	-0.2
영업이익	39.1	18	116.1	45	-12.6	37.5	4
영업이익률(%)	18.9	9.0		21.8		18.1	
순이익	24.7	13	94.3	33.0	-25.2	33.5	-26.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 한라홀딩스 실적 추이 및 전망: 영업이익 300억대 안착, 자체사업의 외형 흐름에 주목할 필요

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>180</b>	<b>113</b>	<b>206</b>	<b>207</b>	<b>705</b>	<b>200</b>	<b>209</b>	<b>202</b>	<b>222</b>	<b>833</b>	<b>924</b>
지주	18	-20.5	43	41	82	32	38	35	42	148	181
자체사업	157	126.6	158	161	603	164	166	163	175	668	727
기타사업	3.5	3.9	4.0	4.2	15.6	4.3	5.0	4.0	4.0	17.3	16.0
<b>영업이익</b>	<b>17.4</b>	<b>-19.1</b>	<b>44.8</b>	<b>39.1</b>	<b>82.2</b>	<b>31.1</b>	<b>36.6</b>	<b>31.7</b>	<b>38.5</b>	<b>137.9</b>	<b>163.1</b>
지주	15.2	-23.1	38.5	33.1	63.6	25.0	29.7	24.8	31.1	110.6	132.4
자체사업	4.2	3.3	6.6	6.4	20.5	6.4	7.1	7.2	7.7	28.4	32.0
기타사업	-2.0	0.7	-0.3	-0.4	-2.0	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-1.1	-1.2
<b>영업이익률(%)</b>	<b>9.7</b>	<b>-17.0</b>	<b>21.8</b>	<b>18.9</b>	<b>11.7</b>	<b>15.5</b>	<b>17.5</b>	<b>15.7</b>	<b>17.4</b>	<b>16.5</b>	<b>17.7</b>
지주	84.7	112.9	89.3	80.0	77.7	77.0	78.0	70.0	74.0	74.7	73.0
자체사업	2.7	2.6	4.2	4.0	3.4	3.9	4.3	4.4	4.4	4.3	4.4
기타사업	-57.1	17.9	-7.5	-9.5	-12.8	-7.0	-4.0	-7.5	-7.5	-6.4	-7.5
기타손익	-4.8	-11.3	-9.5	-5.6	-31	-6.3	-11.4	-10.9	-6.1	-35	-22
세전이익	13	-30	35	34	51	25	25	21	32	103	141
<b>순이익</b>	<b>11.5</b>	<b>-27.1</b>	<b>33.0</b>	<b>24.7</b>	<b>42.1</b>	<b>18.6</b>	<b>28.5</b>	<b>15.6</b>	<b>24.3</b>	<b>86.9</b>	<b>107.5</b>
YoY											
매출액	-7.9	-42.5	-0.6	3.2	-11.7	11.7	85.2	-1.6	7.2	18.3	10.9
영업이익	3.6	-244.0	64.6	116.1	9.0	78.8	-291.2	-29.3	-1.6	67.8	18.3
순이익	120.3	-738.4	74.7	94.3	2.5	61.5	-205.1	-52.8	-1.6	106.6	23.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 만도/만도헬라 실적 추이 및 전망:

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
<b>만도헬라</b>										
<b>매출액</b>	<b>154.0</b>	<b>125.2</b>	<b>194.5</b>	<b>193.8</b>	<b>667.5</b>	<b>169.4</b>	<b>170.3</b>	<b>212.0</b>	<b>207.4</b>	<b>759.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>4.9</b>	<b>2.6</b>	<b>9.7</b>	<b>9.3</b>	<b>26.5</b>	<b>8.5</b>	<b>9.0</b>	<b>14.8</b>	<b>14.7</b>	<b>47.1</b>
영업이익률(%)	3.2	2.1	5.0	4.8	4.0	5.0	5.3	7.0	7.1	6.2
순이익	0.3	-4.5	7.2	7.0	9.9	5.9	7.3	8.9	10.6	32.7
<b>만도</b>										
<b>매출액</b>	<b>1,310</b>	<b>1,013</b>	<b>1,502</b>	<b>1,720</b>	<b>5,545</b>	<b>1,493</b>	<b>1,694</b>	<b>1,649</b>	<b>1,889</b>	<b>6,725</b>
<b>영업이익</b>	<b>51.5</b>	<b>-75.9</b>	<b>65.6</b>	<b>78.9</b>	<b>120.1</b>	<b>55.7</b>	<b>77.2</b>	<b>73.9</b>	<b>88.4</b>	<b>295.2</b>
영업이익률(%)	3.9	-7.5	4.4	4.6	2.2	3.7	4.6	4.5	4.7	4.4
순이익	9.5	-111.9	39.2	51.3	-11.8	34.8	49.7	48.4	59.0	191.8
YoY										
만도헬라										
매출액	5.7	-22.6	12.8	13.0	2.5	10.0	36.0	9.0	7.0	13.7
영업이익	-37.2	적전	-9.3	138.5	-22.2	72.9	흑전	53.0	58.3	77.4
만도										
매출액	-7.4	-32.7	2.3	4.9	-8.0	14.0	67.1	9.8	9.8	21.3
영업이익	60.9	적전	-6.7	25.2	-44.7	8.1	흑전	12.7	12.0	145.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 한라홀딩스 (060980)

### 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	368	322	415	477	525
현금 및 현금성자산	86	113	120	164	186
매출채권 및 기타채권	167	119	106	113	125
재고자산	78	81	91	98	108
기타유동자산	38	9	98	102	106
<b>비유동자산</b>	1,356	1,438	1,533	1,562	1,593
관계기업투자등	890	921	980	980	980
유형자산	262	267	268	287	307
무형자산	29	24	12	11	10
<b>자산총계</b>	<b>1,724</b>	<b>1,760</b>	<b>1,948</b>	<b>2,039</b>	<b>2,119</b>
<b>유동부채</b>	290	495	528	550	567
매입채무 및 기타채무	173	129	149	163	179
단기금융부채	94	332	372	380	380
기타유동부채	24	33	7	7	7
<b>비유동부채</b>	569	380	527	529	505
장기금융부채	507	324	450	450	424
기타비유동부채	61	56	76	78	81
<b>부채총계</b>	<b>859</b>	<b>874</b>	<b>1,055</b>	<b>1,079</b>	<b>1,071</b>
<b>지배주주지분</b>	865	886	893	960	1,047
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	639	643	663	730	817
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>865</b>	<b>886</b>	<b>893</b>	<b>960</b>	<b>1,047</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1</b>	<b>46</b>	<b>103</b>	<b>97</b>	<b>114</b>
당기순이익(손실)	35	52	42	87	108
비현금수익비용가감	1	5	38	11	11
유형자산감가상각비	7	21	20	8	8
무형자산상각비	3	2	2	1	1
기타현금수익비용	-29	-18	17	2	2
영업활동 자산부채변동	-31	1	23	-1	-5
매출채권 감소(증가)	-8	42	9	-8	-11
재고자산 감소(증가)	-13	-3	-12	-7	-10
매입채무 증가(감소)	-6	-38	21	13	16
기타자산, 부채변동	-4	0	5	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>37</b>	<b>4</b>	<b>-181</b>	<b>-41</b>	<b>-44</b>
유형자산처분(취득)	10	-23	-10	-26	-29
무형자산 감소(증가)	-1	3	8	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	-3	-132	-4	-4
기타투자활동	28	28	-47	-11	-12
<b>재무활동 현금</b>	<b>-77</b>	<b>-24</b>	<b>85</b>	<b>-12</b>	<b>-47</b>
차입금의 증가(감소)	-55	2	115	8	-27
자본의 증가(감소)	-14	-21	-30	-20	-20
배당금의 지급	14	21	20	20	20
기타재무활동	-7	-4	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-38</b>	<b>28</b>	<b>6</b>	<b>44</b>	<b>23</b>
기초현금	123	86	113	120	164
기말현금	86	113	120	164	186

자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

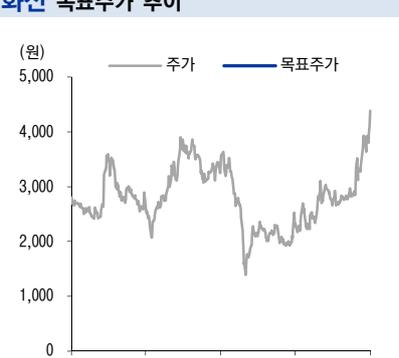
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>887</b>	<b>798</b>	<b>705</b>	<b>833</b>	<b>924</b>
매출원가	756	639	547	616	672
<b>매출총이익</b>	<b>130</b>	<b>159</b>	<b>158</b>	<b>218</b>	<b>252</b>
판매비 및 관리비	73	83	76	80	89
<b>영업이익</b>	<b>58</b>	<b>75</b>	<b>82</b>	<b>138</b>	<b>163</b>
(EBITDA)	68	99	104	146	172
금융손익	-22	-24	0	-35	-30
이자비용	24	26	0	33	33
관계기업등 투자손익	3	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	1	-32	1	8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>35</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>103</b>	<b>141</b>
계속사업법인세비용	9	10	9	16	34
계속사업이익	26	42	42	87	108
중단사업이익	-13	-1	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>13</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>87</b>	<b>108</b>
지배주주	13	41	42	87	108
<b>총포괄이익</b>	<b>5</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>87</b>	<b>108</b>
매출총이익률 (%)	14.7	19.9	22.4	26.1	27.3
영업이익률 (%)	6.5	9.4	11.7	16.5	17.7
EBITDA 마진률 (%)	7.6	12.4	14.7	17.6	18.6
당기순이익률 (%)	1.5	5.1	6.0	10.4	11.6
ROA (%)	0.7	2.4	2.3	4.4	5.2
ROE (%)	1.5	4.7	4.7	9.4	10.7
ROIC (%)	9.4	12.5	13.2	21.6	21.8

### 주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	35.0	11.4	11.6	5.6	4.5
P/B	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.4	10.3	10.8	7.4	5.9
P/CF	13.1	8.3	6.3	5.1	4.2
배당수익률 (%)	4.6	4.4	4.2	4.2	4.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-0.5	-9.9	-11.7	18.3	10.9
영업이익	-9.0	30.1	9.0	67.8	18.3
세전이익	-53.9	47.9	-2.1	102.2	37.2
당기순이익	-69.9	213.4	2.5	106.6	23.7
EPS	-69.0	223.4	2.5	106.8	23.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	99.3	98.7	118.1	112.4	102.3
유동비율	126.9	65.2	78.5	86.7	92.7
순차입금/자기자본(x)	57.9	60.9	68.5	59.7	49.6
영업이익/금융비용(x)	2.4	2.9	n/a	4.2	5.0
총차입금 (십억원)	601	656	822	831	804
순차입금 (십억원)	501	540	612	573	520
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,249	4,041	4,140	8,563	10,590
BPS	80,094	84,613	85,299	91,667	100,003
CFPS	3,328	5,498	7,659	9,345	11,365
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

에스엘 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
 <p>(원)</p> <p>19/01 19/07 20/01 20/07</p>	2016.05.03	변경	유지웅											
	2019.04.05	Buy	28,000	-7.3	-14.6									
	2019.04.23	Buy	31,000	-19.8	-26.6									
	2019.10.07	Buy	28,000	-19.6	-22.9									
	2019.11.15	Buy	26,000	-21.9	-30.9									
	2020.01.21	Buy	24,000	-20.2	-32.6									
	2020.03.13	Buy	18,000	9.4	-20.9									
	2020.10.08	Buy	21,000	27.4	-22.1									
	2021.01.25	Buy	38,000											

평화정공 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
 <p>(원)</p> <p>19/01 19/07 20/01 20/07</p>	2019.02.28	Buy	11,000	7.3	-16.8									
	2019.07.22	Buy	13,000	-20.8	-28.6									
	2019.08.16	Buy	14,000	-18.9	-27.7									
	2019.11.15	Buy	12,000	-25.2	-33.1									
	2020.03.13	Buy	8,500	-16.8	-28.8									
	2020.06.16	Buy	7,200	-0.3	-15.1									
	2020.08.07	Buy	9,300	26.9	-13.8									
	2021.01.25	Buy	17,000											

화신 목표주가 추이	투자이건 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
 <p>(원)</p> <p>19/01 19/07 20/01 20/07</p>	2015.01.25	변경	유지웅											
	2021.01.25	NR	NR											

현대글로비스 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2018.08.13	변경	유지중												
2019.02.25	Buy	180,000	-15.8		-25.9									
2019.04.15	Buy	195,000	-13.8		-19.9									
2019.10.07	Buy	210,000	-27.4		-28.8									
2019.10.28	Buy	220,000	-28.9		-36.3									
2020.03.20	Hold	90,000	40.0		14.4									
2020.07.09	Hold	100,000		3.5	13.0									
2020.07.24	Hold	120,000	24.2		6.6									
2020.09.17	Buy	190,000	5.5		-15.8									
2020.10.26	Buy	220,000	0.5		-15.6									
2021.01.25	Buy	300,000												

한라홀딩스 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2015.11.30	변경	유지중												
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												

**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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.  
 \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (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 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자이견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)