



기업분석 | 자동차/타이어

Analyst

유지웅

02 3779 8886

jwyoo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	64,000 원
현재주가	44,350 원

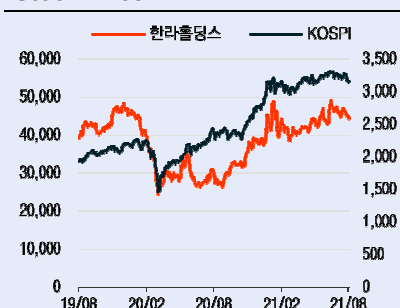
컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(8/18)	3,158.93 pt
시가총액	4,644 억원
발행주식수	10,472 천주
52주 최고가 / 최저가	49,100 / 26,300 원
90일 일평균거래대금	33.68 억원
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(21.12E)	4.5%
BPS(21.12E)	97,108 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -1.9%
	6개월 -1.0%
	12개월 19.2%

주주구성	정몽원 (외 8인)	28.5%
	국민연금공단 (외 1인)	7.5%
	베어링자산운용 (외 3인)	6.4%

Stock Price

한라홀딩스 (060980)

2Q21 Review: 서프라이즈 확인, 하반기 더욱 기대

2Q21 Review: 영업이익 438억원, 서프라이즈 기록

한라홀딩스의 2Q21 매출액 및 영업이익은 각각 2,649억원(YoY +134.5%), 438억원(YoY 흑전)을 기록하며 실적 서프라이즈를 기록했다. 영업이익률은 16.6%를 기록해 고마진 수익구조가 지속되었는데, 1) 자체사업에서 물류비중이 감소한 대신 고마진 모듈사업 비중이 크게 증가했고, 2) 자회사 만도의 자회사 가치 재평가에 따른 순익 증가가 있었고 3) JJ한라그룹이 수익성 개선(OPM 48.7%)으로 사상최대 이익을 기록했기 때문이다.

고마진 수익구조로 접어드는 자체사업의 재조명 필요

동사는 지속적으로 자체사업에 대한 외형 및 수익성 확보 전략을 수립 중이다. 현재 포트폴리오상 가장 이익레버리지가 기대되는 사업은 애프터마켓과 모듈사업이며, 특히 해외 애프터마켓 사업이 정상화되며 고마진 영역으로 진입할 것으로 예상된다. 특히 최근에는 수입차 부품 애프터마켓 사업을 시작했고, 중국내 상해 JV설립이 완료되어 21년 하반기부터 가파른 외형확대가 나타날 것으로 추정된다. 사측은 2021년 자체사업의 외형규모를 약 8,707억원으로 예상하고 있으며, 이후에 Non-Captive(만도 관련 물류/AM 사업 제외) 분야를 기반으로 성장성이 부각될 전망이다. Non-Captive 매출 비중은 2021년에 48%를 기록했고, 2025년에는 68% 수준까지 증가할 것으로 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원 유지: 극심한 저평가 상태 지속

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 64,000원을 유지한다. 목표주가는 기존 SOTP 방식을 유지하였으며, 2021년 기준 P/E 3.3배의 극심한 저평가 상태를 유지하고 있다. 자회사 만도와 사업 연관성이 점차 희석되고 있는 가운데, 구조적 수익성 개선이 이뤄지고 있는 자체사업에 대한 가치 재조명이 지속적으로 나타날 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	798	736	1,032	1,132	1,211
영업이익	75	91	172	196	210
세전계속사업손익	52	56	169	199	217
순이익	41	44	139	153	167
EPS (원)	3,910	4,206	13,207	14,586	15,901
증감률 (%)	212.9	7.6	214.0	10.4	9.0
PER (x)	11.7	8.9	3.4	3.0	2.8
PBR (x)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	10.3	9.2	5.3	4.3	3.5
영업이익률 (%)	9.4	12.3	16.7	17.3	17.3
EBITDA 마진 (%)	12.4	16.1	19.6	19.7	19.6
ROE (%)	4.7	5.0	14.5	14.1	13.6
부채비율 (%)	98.7	121.2	129.5	117.4	103.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2Q21 Review: 시장 기대치 초과, 만도 및 자체사업 실적개선에 기인

(십억원)	2Q21P	2Q20	YoY(%)	1Q21	QoQ(%)	컨센서스	Diff(%)
매출액	265	113	134.6	238	11.5	235.8	12.3
영업이익	43.8	-19	흑전	48	-8.1	37.1	18
영업이익률(%)	16.6	-27.1		20.1		15.7	
순이익(지배)	33.8	-27	흑전	26.7	26.7	27.9	21.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적추정치 변경 전후: 2021년 영업이익 1,724억원 예상

	New		Old		차이	
(십억원, 원)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,031.6	1,132.2	1,015.2	1,087.3	1.6	4.1
영업이익	172.4	196.4	158.2	172.7	9.0	13.7
영업이익률(%)	16.7	17.3	15.6	15.9		
순이익(지배)	138.5	153.1	127.3	131.3	8.8	16.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 한라홀딩스 SOTP 밸류에이션: 목표주가 64,000원 유지

구분	가치	지분율	산정방법
영업가치 (A)	238		2021년 자체사업부문 순이익 * P/E 8배
지분가치 (B)	507		만도, 만도헬라, 스택폴, (주)한라에 대해 50% 할인
만도	891	30%	현재 시가총액
한라스택폴	26	20%	2021년 예상 순익 * P/E 8배
(주)한라 보통주	34	16%	
(주)한라 우선주	63		우선주 취득가액 3,154억원 80% 할인
로열티 (C)	322		WACC= 10%, 영구성장률 1%, 세금및 비용 제외
순차입금 (D)	402		1Q21말 기준
적정 시가총액 (A) + (B) + (C) - (D)	665		
주식수 (천주)	10,472		
적정주가	63,461		
목표주가	64,000		
현재주가	44,350		
상승여력(%)	44		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 한라홀딩스 실적 추이 및 전망: 2021 년 연간 영업이익 1,724 억원 기대

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	180	113	206	238	736	225	265	268	273	1,032	1,132
지주	18	-20.5	43	43	83	30	41	39	46	156	170
자체사업	157	126.6	158	190	632	188	217	224	221	850	937
기타사업	3.5	3.9	4.0	5.2	16.6	4.1	6.6	5.5	6.0	22.2	25.2
영업이익	17.4	-19.1	44.8	47.7	90.7	34.5	43.8	43.1	51.0	172.4	196.4
지주	10.5	-23.1	38.5	40.3	66.1	28.5	32.8	31.9	38.9	132.1	145.7
자체사업	8.9	3.3	6.6	6.4	25.2	5.1	7.8	8.7	9.5	31.2	42.7
기타사업	-2.0	0.7	-0.3	1.0	-0.6	0.9	3.2	2.5	2.6	9.2	8.0
영업이익률(%)	9.7	-17.0	21.8	20.1	12.3	15.3	16.6	16.1	18.7	16.7	17.3
지주	58.4	112.9	89.2	94.3	79.4	95.2	80.2	82.0	84.0	84.7	85.8
유통물류	5.7	2.6	4.2	3.4	4.0	2.7	3.6	3.9	4.3	3.7	4.6
기타사업	-57.1	17.9	-6.4	19.2	-3.3	22.0	48.5	45.5	43.3	41.4	31.7
기타손익	-4.8	-11.3	-9.5	-9.2	-35	2.7	-5.9	-1.2	0.8	-4	2
세전이익	13	-30	35	39	56	37	38	42	52	169	199
순이익	11.5	-27.1	33.0	26.7	44.1	31.4	33.8	35.2	38.1	138.5	153.1
YoY											
매출액	-7.9	-42.5	-0.6	18.7	-7.8	25.4	134.6	30.4	15.0	40.2	9.7
영업이익	3.6	-244.0	64.6	163.3	20.3	98.4	-329.0	-3.8	6.9	90.0	13.9
순이익	120.3	-738.4	74.7	110.2	7.4	173.2	-224.7	6.6	42.7	214.2	10.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한라홀딩스 (060980)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	322	372	714	858	975
현금 및 현금성자산	113	142	408	527	621
매출채권 및 기타채권	119	125	169	183	196
재고자산	81	88	107	116	124
기타유동자산	9	17	31	32	34
비유동자산	1,438	1,589	1,621	1,641	1,662
관계기업투자등	921	955	980	980	980
유형자산	267	268	277	287	298
무형자산	24	46	42	38	35
자산총계	1,760	1,962	2,336	2,499	2,637
유동부채	495	472	569	598	614
매입채무 및 기타채무	129	134	198	218	233
단기금융부채	332	330	352	360	360
기타유동부채	33	9	20	20	21
비유동부채	380	603	749	751	727
장기금융부채	324	511	685	685	659
기타비유동부채	56	91	63	66	68
부채총계	874	1,075	1,318	1,349	1,342
지배주주지분	886	887	1,017	1,149	1,294
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	643	665	784	916	1,061
비지배주주지분(연결)	0	0	1	1	1
자본총계	886	887	1,018	1,149	1,295

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	46	6	222	179	191
당기순이익(손실)	52	56	139	153	167
비현금수익비용가감	5	3	109	29	30
유형자산감가상각비	21	25	25	23	24
무형자산상각비	2	2	5	4	4
기타현금수익비용	-40	-25	78	2	2
영업활동 자산부채변동	1	-32	-26	-3	-5
매출채권 감소(증가)	42	5	-16	-14	-13
재고자산 감소(증가)	-3	-1	-20	-9	-8
매입채무 증가(감소)	-38	-22	9	20	15
기타자산, 부채변동	0	-14	0	0	0
투자활동 현금	4	30	-126	-47	-50
유형자산처분(취득)	-23	-7	-29	-33	-35
무형자산 감소(증가)	3	-27	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-3	-6	-94	-1	-1
기타투자활동	28	70	-2	-13	-14
재무활동 현금	-24	3	171	-13	-47
차입금의 증가(감소)	2	89	192	8	-27
자본의 증가(감소)	-21	-21	-21	-21	-21
배당금의 지급	21	21	21	21	21
기타재무활동	-4	-65	0	0	0
현금의 증가	28	29	266	120	94
기초현금	86	113	142	408	527
기말현금	113	142	408	527	621

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

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	798	736	1,032	1,132	1,211
매출원가	639	568	765	827	885
매출총이익	159	167	267	305	326
판매비 및 관리비	83	77	95	109	116
영업이익	75	91	172	196	210
(EBITDA)	99	118	203	223	238
금융손익	-24	-28	4	-6	-5
이자비용	26	29	0	8	8
관계기업등 투자손익	0	0	2	0	0
기타영업외손익	1	-7	-10	8	12
세전계속사업이익	52	56	169	199	217
계속사업법인세비용	10	12	30	46	50
계속사업이익	42	44	139	153	167
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익	41	44	139	153	167
지배주주	41	44	138	153	167
총포괄이익	44	44	139	153	167
매출총이익률 (%)	19.9	22.7	25.9	26.9	26.9
영업이익률 (%)	9.4	12.3	16.7	17.3	17.3
EBITDA마진률 (%)	12.4	16.1	19.6	19.7	19.6
당기순이익률 (%)	5.1	6.0	13.4	13.5	13.8
ROA (%)	2.4	2.4	6.4	6.3	6.5
ROE (%)	4.7	5.0	14.5	14.1	13.6
ROIC (%)	12.5	12.7	22.3	23.0	23.9

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	11.7	8.9	3.4	3.0	2.8
P/B	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.3	9.2	5.3	4.3	3.5
P/CF	8.4	6.7	1.9	2.6	2.4
배당수익률 (%)	4.4	5.3	4.5	4.5	4.5
성장성 (%)					
매출액	-9.9	-7.8	40.2	9.7	7.0
영업이익	30.1	20.3	90.0	13.9	7.0
세전이익	47.9	7.4	201.8	17.7	9.0
당기순이익	213.4	7.4	214.2	10.5	9.0
EPS	212.9	7.6	214.0	10.4	9.0
안정성 (%)					
부채비율	98.7	121.2	129.5	117.4	103.6
유동비율	65.2	78.8	125.5	143.5	158.6
순차입금/자기자본(x)	60.9	77.7	59.8	43.2	29.0
영업이익/금융비용(x)	2.9	3.2	n/a	23.7	25.5
총차입금 (십억원)	656	841	1,037	1,046	1,019
순차입금 (십억원)	540	689	609	497	375
주당지표(원)					
EPS	3,910	4,206	13,207	14,586	15,901
BPS	84,613	84,687	97,108	109,694	123,595
CFPS	5,483	5,612	23,608	17,389	18,764
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

한라홀딩스 목표주가 추이		투자 의견 변동내역						
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비
70,000			2015.11.30	변경	유지웅			
60,000			2019.08.16	Buy	56,000	-22.1	-25.2	
50,000			2019.11.15	Buy	60,000	-19.4	-28.7	
40,000			2020.03.13	Buy	40,000	-4.5	-24.9	
30,000			2020.11.30	Buy	50,000	-3.8	-19.6	
20,000			2021.01.25	Buy	64,000			
10,000								
0								
19/08								
20/02								
20/08								
21/02								

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 리서치본부의 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 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)