

Industry Report

2021-06-07

[지주회사]

지주회사의 씬스틸러들

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
CJ(001040)	Buy	133,000 원
두산(000150)	Buy	113,000 원
힐라홀딩스(081660)	Buy	70,000 원
현대그린푸드(005440)	Buy	15,000 원
한화(000880)	Buy	43,000 원
오리온홀딩스(001800)	NR	

밸류체인 측면에서 본 성장 단계에 있는 지주회사

지주회사의 본질은 자회사의 주식보유를 통하여 자회사에 대한 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업목적으로 하는 것이다. 자회사 고유 사업부문에 관한 일상적인 의사결정에 있어서는 자회사의 지주회사에 대한 독립성이 강조될 필요가 있겠지만 전략적 경영의 주요 내용은 지주회사의 역할이고 구체적으로 자회사를 지배하여야 한다. 즉 지주회사의 경영자는 그룹 전체의 관점에서 거시적이고 탄력적인 경영전략을 결정하고 각 자회사는 그 사업부문에 정통한 전문경영자가 일상적인 경영을 전담하여 경영분리를 통하여 자원에 대한 효율적 배분을 기할 수 있다.

무엇보다 지주회사의 본격적인 역할 수행 단계에서는 지속 가능한 성장을 위하여 신사업 발굴과 사업 구조조정 같은 포트폴리오 조정이 있어야 하며, 이후 자회사간 신성장동력에 대한 역할이 구체적으로 실현되고 시너지 효과가 발휘되면서 그룹 전체적으로 신성장동력의 핵심사업화가 이루어져야 한다.

리오프링과 본격적인 성장단계 진입 등으로 지주회사 주가 Again 2007 가능할 듯

코로나 19 환경하에서 그 동안 여러 가지 부진 요소가 발생하면서 이에 따른 사업 포트폴리오 조정 등도 이루어져 왔다. 최근 백신 접종률이 높아지면서 리오프닝(Re-opening) 기대감이 높아짐에 따라 그 동안 부진하였던 자회사들의 가치 반등이 가능해 질 것이고, 이는 곧 지주회사 가치 상승으로 이어질 수 있을 것이다.

무엇보다 대부분의 지주회사들이 밸류체인 측면에서 볼 때 정착화 단계를 지나 지속 가능한 성장을 위하여 신사업 발굴과 사업 구조조정 같은 포트폴리오 조정이 이루어지는 본격적인 역할을 수행단계에 있다. 이에 따라 미래성장을 위한 밸류 드라이버 중심의 가치창출이 가능해지면서 신성장동력의 핵심 사업화 등으로 성장성이 부각될 것이며, 이는 곧 지주회사의 역할측면에서 프리미엄요소가 발견되면서 주가가 한단계 레벨업 될 것이다.

씬스틸러(Scene Stealer)는 영화, 드라마 등에서 훌륭한 연기력이나 독특한 개성, 카리스마 등으로 주연 못지 않게 주목을 받은 조연 등을 뜻한다. 지주회사 중에서도 시가총액이 큰 주연 못지 않게 시가총액이 크지 않으면서도 경기 리오프링과 본격적인 성장 단계 진입 등으로 씬스틸러 역할을 할 수 있는 CJ, 두산, 힐라홀딩스, 현대그린푸드, 한화, 오리온홀딩스 등에 주목해야 할 것이다.

씬스틸러 지주회사

CJ(001040), 두산(000150), 힐라홀딩스(081660), 현대그린푸드(005440), 한화(000880), 오리온홀딩스(001800)

CONTENTS

지주회사의 쉐어홀더들

I. 밸류체인 측면에서 본 성장 단계에 있는 지주회사

II. 리오프링과 본격적인 성장단계 진입 등으로 지주회사 주가 Again 2007 가능할
듯

III. 쉐어홀더 지주회사

CJ(001040)

두산(000150)

휠라홀딩스(081660)

현대그린푸드(005440)

한화(000880)

오리온홀딩스(001800)

I. 밸류체인 측면에서 본 성장 단계에 있는 지주회사

1. 지주회사 정착화 단계에서의 역할: 효율적인 자회사 관리 및 자원배분

지주회사의 본질은 자회사의 주식보유를 통하여 자회사에 대한 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업목적으로 하는 것이다. 자회사 고유 사업부문에 관한 일상적인 의사결정에 있어서는 자회사의 지주회사에 대한 독립성이 강조될 필요가 있겠지만 전략적 경영의 주요 내용은 지주회사의 역할이고 구체적으로 자회사를 지배하여야 한다. 즉 지주회사의 경영자는 그룹 전체의 관점에서 거시적이고 탄력적인 경영전략을 결정하고 각 자회사는 그 사업부문에 정통한 전문경영자가 일상적인 경영을 전담하여 경영분리를 통하여 자원에 대한 효율적 배분을 기할 수 있다.

따라서 지주회사는 전사적 전략 수립(전사적 비전제시, 사업 포트폴리오 관리, 인력 등 자원조달 및 배분), 자회사 수익성 관리(전사적 재무계획, 자본소유의 조정 등, 자회사재무통제, 대내외 감사), 시너지 창출(자회사간 업무협조, 노하우등 핵심역량 레버리지), 서비스 공유(자회사간 업무 중복 해소 및 비용절감, 규모의 경제 달성), 신규사업 추진(신규사업 발견 및 사업타당성 검증, 기존 사업 내 신규 수익원 발굴)등의 역할을 수행할 수 있다. 지주회사의 역할은 모델 수립에 따라 다양하게 구성될 수 있으며 지주회사 설립 목적에 따라 특정 역할이 강조될 수 있다.

밸류체인 측면에서 지주회사 정착화 단계에서의 역할은 자회사 수익성 관리와 서비스 공유, 시너지 창출 등을 효율적으로 운영하기 위해서는 통합적 관점의 정보관리와 이를 위한 경영관리 체계 및 인프라를 구축하여 자회사간 시너지 창출 및 위험요인을 파악해야 한다. 그 바탕 위에서 지주회사 관점의 통합적 혁신 주도과 더불어 지속 가능한 성장과 효율적 자산배분을 달성할 수 있을 것이다.

2. 지주회사 주요 역할: 지속 가능한 성장을 위해서 신사업 발굴과 사업 구조조정 같은 포트폴리오 조정 ⇒ 미래성장을 위한 밸류 드라이버 중심의 가치창출

밸류체인 측면에서 본 지주회사의 단계별 흐름을 살펴보면 지주회사 정착화 단계에서 본격적인 역할 수행 단계로 매끄럽게 넘어오지 못하는 지주회사의 경우 안정화의 뒷에 빠질 가능성이 크다.

왜냐하면 대부분 그룹들의 지주회사 전환이유는 대주주 지분 강화 및 후계구도 정착화와 더불어 계열사 지분관계 단순화에 있는데, 지주회사 전환 목적이 거의 달성되는 지주회사 정착화 단계에서 단지 자회사 관리 측면만이 강조되고 성장을 위한 컨트롤타워 역할이 퇴색 되면서 안정화 뒷에 빠지기 쉽기 때문이다.

무엇보다 지주회사의 본격적인 역할 수행 단계에서는 지속 가능한 성장을 위하여 신사업 발굴과 사업 구조조정 같은 포트폴리오 조정이 있어야 하며, 이후 자회사간 신성장동력에 대한 역할이 구체적으로 실현되고 시너지 효과가 발휘되면서 그룹 전체적으로 신성장동력의 핵심사업화가 이루어져야 한다.

이런 사업구조 고도화로 인한 주력사업의 자연스러운 교체가 일어나면서 지속적인 성장이 가능하게 된다. 다시 말해서 대규모 자금이 소요되는 신사업 진출이나 한계사업 정리와 같은 사업포트폴리오 조정 등의 의사결정은 신속·정확해야 하고 책임이 명확해야 하기 때문에 지주회사에서만 할 수 있을 것이다.

지주회사 역할 중에서 가장 중요한 것은 미래성장을 위한 밸류 드라이버 중심의 가치창출이다. 즉, 지주회사가 유연성, 역동성, 결단성 등을 가지고 본격적인 역할을 수행하게 된다면 시너지효과 및 신성장동력의 핵심 사업화 등으로 성장성이 부각될 것이며, 이는 곧 지주회사의 역할측면에서 프리미엄요소가 발견되면서 주가가 한단계 레벨업 될 것이다.

그림1. 밸류체인측면에서 본 지주회사 단계별 흐름



단계별 투자포인트	준지주회사	지주회사 선언~공개매수	지주회사 정착화	본격적인 역할 수행
기업가치	사업확대로 영업적 안정을 기함과 동시에 투자자산가치 부각	지주회사 전환과정에서 자회사 가치가 영업자산 가치로 변환하는 과도기	자회사 가치의 영업자산화=> 지주회사 가치의 정착화	숨겨진 자산가치 발견=> 기업가치에 프리미엄(할증)요소 반영함
운영 및 경영권	소수의 지분으로 총수일가가 그룹조정 실을 통하여 자회사에 대한 경영권을 행사	총수일가가 합법적으로 지주회사의 대주주가 됨으로써 자회사에 대한 경영권 지배 근거가 마련됨	지주회사의 경영자는 그룹 전체 관점의 경영전략을 결정하고 자회사는 전문경영자가 경영을 전담	경영분리(지주회사, 자회사)를 통한 효율적인 자원배분과 조직사이의 시너지 효과 발휘됨
역량	어떤 전략에 대하여는 계열사들을 총동원하므로 전체적인 전략 집행보다는 상황에 맞게 자회사에 대한 역할을 부여함. 자회사 관점에서 불합리한 점이 발생 가능	지주회사와 자회사의 역할을 구분하고 차별화 하는 단계	전체적인 전략프로세스(미래성장동력)상 어떤 상황발생시 각각 자회사 역량에 맞는 역할(시너지효과)를 부여함	자회사간에 신성장동력에 대한 역할이 구체적으로 실현되고 시너지 효과가 발휘되면서 그룹 전체적으로 신성장동력이 핵심산업화됨
사업구조 (자회사 포트폴리오)	비관련 자회사 매각 또는 한계사업을 정리하는 위기 극복형 구조조정	위기극복형 구조조정과 동시에 사업구조를 고도화시키는 상시 구조조정 병행	사업구조를 고도화시키기 위해 주력사업의 집중과 M&A를 통한 성장발전 마련	사업구조 고도화로 인한 주력사업의 자연스러운 교체가 일어나서 지속적인 성장을 가능케함
지주회사 요건충족	지주회사 전환요건인 부채비율, 순환출자 해소, 지주비율 등을 점차적으로 충족해 나감	총수일가가 지주회사 대주주로 등극, 주요 사업회사 지분율 요건 충족, 일부 자회사의 순환출자 해소 문제와 금융회사 분리분제 넘겨줌	유예기간동안 일부 자회사의 순환출자 해소와 금융회사에 대해 대주주의 지분 획득 또는 매각으로 분리시킴	지주회사 요건 충족으로 실질적인 지주회사 거듭남
기타	지급보증과 순환출자 점진적 해소	2007년 지주회사 요건 완화로 지주회사 전환 가속화	2007년 이후 지주회사가 우리나라의 주요한 지배구조가 됨	자회사 지분을 확대하여 지배구조 견고화될 것임

자료: 하이투자증권

II. 리오프링과 본격적인 성장단계 진입 등으로 지주회사 주가 Again 2007 가능할 듯

1. 지난 2007 년 지주회사 주가 최대 상승폭 기록하면서 주도주로 떠오름

1990년대에는 대부분의 그룹들이 지급보증과 순환출자, 환상형출자를 통해 소수의 지분을 가지고 그룹전체를 지배하면서 사업다각화를 추진하였다. 이런 방만경영이 IMF 를 거치면서 그룹전체를 위기에 빠지게 하는 악순환 구조를 몰고 왔다. 그룹들은 제각기 구조조정의 일환으로 부실 있는 회사들을 한곳에 합쳤다가 다시 분할하는 방법과 동시에 자산매각 등으로 지급보증과 부채비율을 낮추려는 노력을 하였다.

이런 과정에서 준지주회사가 생겨나게 되었고 대부분의 준지주회사들은 부실있는 회사들을 합병한데다 지급보증에 따른 부채비율 상승으로 이자비용이 과다하게 발생하여 영업이익으로 이자비용을 커버하지 못하는 상태가 되었다. 이러한 자회사들의 부실을 가지고 있는 한 준지주회사의 주가상승에는 한계가 있었다.

지난 2004 년 이후 경기회복과 더불어 그룹부실의 최대 원천지였던 금융회사와 무역회사가 점차적으로 실적 턴어라운드 되었고 신규사업이나 M&A 한 회사들의 실적 호전이 가시화 되면서 자회사들이 회복되기 시작하였다.

2007 년 들어서는 코스피 지수가 레벨업 되면서 준지주회사들이 재평가 되기 시작하였다. 준지주회사 재평가는 그동안 부실자회사들로 인하여 자회사를 보유하고 있는 자체가 리스크 요인이었으나 구조조정 등으로 자회사들이 실적 턴어라운드 되면서 자회사 보유가 오히려 프리미엄을 가져오게 한 것이 가장 큰 원동력이었다.

이러한 환경하에서 그룹의 핵심사업 부문 강화를 위한 M&A, 지주회사 전환과정에서 상호출자해소와 더불어 자산재배치에 따른 자산가치 부각 가능성, 우량자회사들의 실적개선, 자체영업가치 증가에 대한 기대감이 반영되면서 준지주회사의 주가가 최대 상승폭을 기록하였다.

2008 년 하반기 들어 미국발 서브프라임 여파가 금융회사들의 부실을 키우고, 원자재가격 상승이 인플레이션 우려를 일으키면서 세계 경제가 침체에 높으로 빠져들자 전세계 주가지수가 폭락하기 시작하였다.

여기서 주목할 점은 미국 금융회사들의 부실은 자금경색을 일으켰고 이자비용 부담과 더불어 리스크 프리미엄을 증가시켰다. 이런 요인들로 인하여 자산 보유분에 대한 수익률을 낮추게 하는 동시에 M&A 에 대한 부작용을 일으켰다. 이런 여파로 차입금 과다, M&A 에 대한 부작용, 자산보유분 수익률이 낮아질 수 있는 기업들 주가의 하락폭이 컸다.

특히 지주회사들이 레버리지를 일으키면서 신사업 또는 M&A 를 행하였기 때문에 차입금이 증가하게 되었고 자산보유분에 대한 수익률도 떨어지게 됨에 따라 그 동안 지주회사 주가도 지난 2007 년처럼 주식시장에서 주도주로서의 면모를 보여주지 못하였다.

2. 리오프링과 본격적인 성장단계 진입 등으로 지주회사 주가 상승폭 커질 듯

코로나 19 환경하에서 그 동안 여러 가지 부진 요소도 발생하면서 이에 따른 사업 포트폴리오 조정 등도 이루어져 왔다. 최근 백신 접종률이 높아지면서 리오프닝(Re-opening) 기대감이 높아짐에 따라 그 동안 부진하였던 자회사들의 가치 반등이 가능해 질 것이고, 이는 곧 지주회사 가치 상승으로 이어질 수 있을 것이다.

무엇보다 대부분의 지주회사들이 밸류체인 측면에서 볼 때 정착화 단계를 지나 지속 가능한 성장을 위하여 신사업 발굴과 사업 구조조정 같은 포트폴리오 조정이 이루어지는 본격적인 역할을 수행단계에 있다. 이에 따라 미래성장을 위한 밸류 드라이버 중심의 가치창출이 가능해지면서 신성장동력의 핵심 사업화 등으로 성장성이 부각될 것이며, 이는 곧 지주회사의 역할측면에서 프리미엄요소가 발견되면서 주가가 한단계 레벨업 될 것이다.

씬스틸러(Scene Stealer)는 영화, 드라마 등에서 훌륭한 연기력이나 독특한 개성, 카리스마 등으로 주연 못지 않게 주목을 받은 조연 등을 뜻한다. 지주회사 중에서도 시가총액이 큰 주연 못지 않게 시가총액이 크지 않으면서도 경기 리오프링과 본격적인 성장 단계 진입 등으로 씬스틸러 역할을 할 수 있는 CJ, 두산, 휠라홀딩스, 현대그린푸드, 한화, 오리온홀딩스 등에 주목해야 할 것이다.

III. 쉐어홀더 지주회사

CJ(001040)

두산(000150)

휠라홀딩스(081660)

현대그린푸드(005440)

한화(000880)

오리온홀딩스(001800)

CJ
(001040)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	133,000 원(유지)
종가(2021/06/04)	111,000 원
상승여력	19.8 %

Stock Indicator	
자본금	179,347억 원
발행주식수	2,918만 주
시가총액	3,239,347억 원
외국인지분율	17.7%
52 주 주가	76,000~116,500 원
60 일 평균 거래량	127,672 주
60 일 평균 거래대금	13.2조 원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
현재수익률	11.6	20.1	39.4	20.7
상대수익률	8.6	13.7	20.8	-30.0



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	31,999	35,539	38,269	40,391
영업이익(십억원)	1,390	1,928	2,295	2,439
순이익(십억원)	87	329	428	467
EPS(원)	2,430	9,225	12,001	13,095
BPS(원)	130,202	133,803	140,180	147,650
PER(배)	37.9	12.0	9.2	8.5
PBR(배)	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	1.9	7.0	8.8	9.1
배당수익률(%)	2.2	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	6.7	7.8	7.7	7.2

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

수익성 개선 본격화 될 듯

올해 1 분기 양호한 실적을 기반으로 올해 동사 수익성 개선되는 한 해 될 듯

올해 1 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 80,117 억원(YoY +8.4%), 영업이익 4,475 억원(YoY +69.3%)으로 양호한 실적을 기록하였다. 이는 CJ 제일제당과 CJ ENM의 영업이익이 전년동기 대비 각각 55.5%, 135.7% 증가하였기 때문이다. 특히 영업이익이 대폭 증가한 이유는 CJ 제일제당의 경우 식품부문 수익성 중심 전략과 바이오부문 고수익 제품 비중 확대 등이, CJ ENM은 TV 광고 매출 반등 및 콘텐츠 매출 확대 등이 수익성 개선에 크게 작용하였기 때문이다.

이와 같은 1 분기 양호한 실적을 기반으로 올해 동사는 수익성이 개선되는 한 해가 될 것이다.

올해부터 CJ 올리브영 수익성 개선 본격화 될 듯

최근 10 여년간 꾸준히 성장해 온 H&B 시장이 코로나 19로 인한 성장 둔화로 전반적인 구조조정에 돌입함에 따라 시장점유율 50%인 CJ 올리브영 경우 독주 체제 하에서 올해 수익성 개선 등이 본격화 될 수 있을 것이다.

무엇보다 CJ 올리브영 매출에서 차지하는 온라인 비중이 코로나 19 등으로 인하여 증가하면서 수익성 개선에 크게 기여할 것이다. 즉, 매출에서 차지하는 온라인 비중의 경우 2019 년 10.6%에서 지난해에는 17.9%으로 증가하였으며, 올해 1 분기는 23.4%까지 상승하였다. 특히 온라인과 모바일앱에서 구매한 상품을 3 시간 안에 배송해주는 오늘드림 서비스 등 전국 단위 점포망을 활용한 온-오프라인 연계 서비스 등으로 향후 온라인 비중이 더욱 더 증가될 수 있을 것이다.

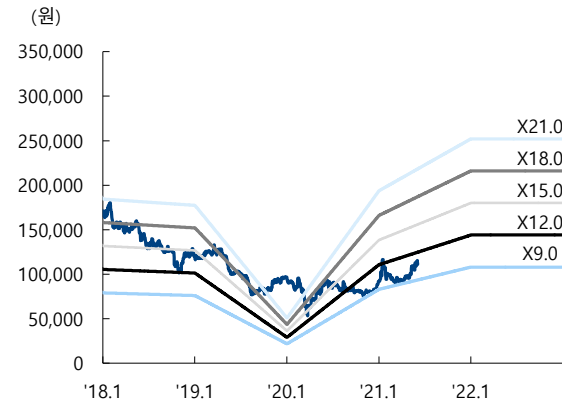
올해부터 CJ푸드빌 흑자전환 할 듯

빔스, 계절밥상, 더플레이스, 제일제면소 등 외식 브랜드와 뚜레쥬르 등 프랜차이즈 브랜드를 보유한 CJ푸드빌의 경우 점포수가 2019 년 1 분기 2558 개에서 지난해 말 1525 개로 줄어들었다. 특히 직영점의 경우 2019 년 1 분기 230 개에서 지난해 말 92 개로 감소함에 따라 고정비가 대폭적으로 줄어들었다. 이와 같은 점포수 축소로 매출은 감소하겠지만 올해부터 직영점 축소로 인한 고정비 감소효과가 본격화 되면서 흑자전환이 예상된다. 무엇보다 자산매각 등을 통해 차입금 감축 등 재무구조가 개선되고 있는 것도 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

CJ 올리브영과 CJ푸드빌의 수익성 개선 가시화 ⇒ 동사 주가 상승 모멘텀

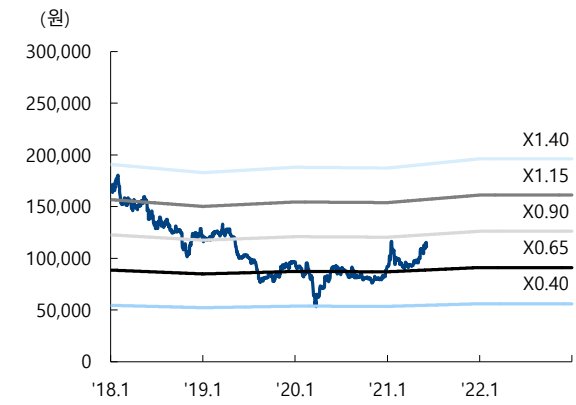
지난해 코로나 19 등의 영향으로 주요 자회사들의 실적부진 등이 반영되면서 수익성이 악화되었다. 그러나 올해 1 분기부터 양호한 실적을 기록함에 따라 이를 기반으로 올해 전체적으로 수익성이 개선이 본격화 될 수 있을 것이다. 무엇보다 동사의 주요 비상장회사인 CJ 올리브영과 CJ푸드빌의 수익성 개선 가시화는 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 것이다.

그림2. CJ PER 밴드



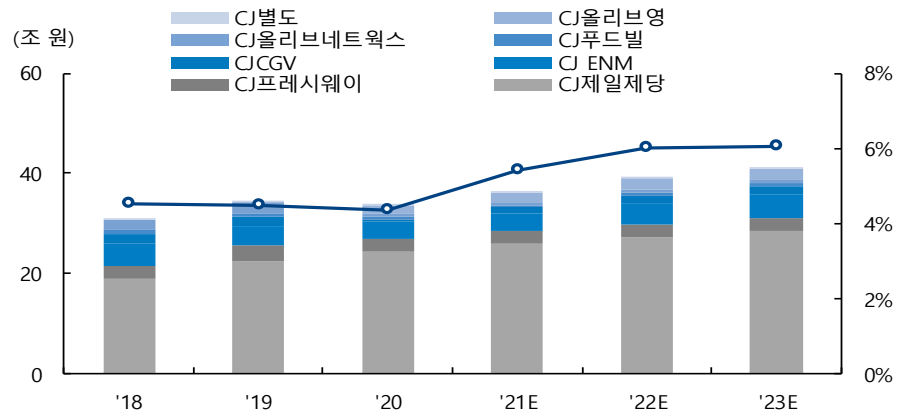
자료: CJ, 하이투자증권

그림3. CJ PBR 밴드



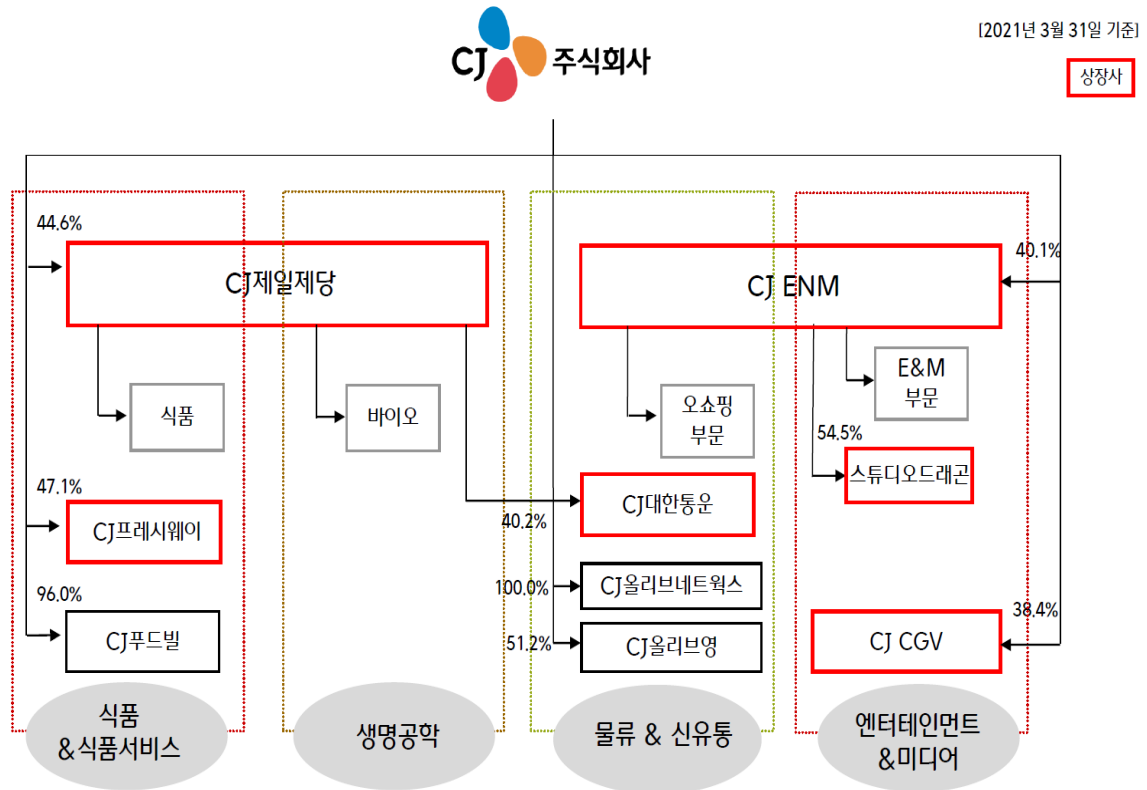
자료: CJ, 하이투자증권

그림4. CJ 실적 추이



자료: CJ, 하이투자증권

그림5. CJ 그룹 지배구조



*NOTE: 보통주 기준 지분율

자료: CJ, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,118	14,104	16,820	19,224
현금 및 현금성자산	2,603	5,242	7,623	9,708
단기금융자산	1,346	1,443	1,548	1,659
매출채권	3,811	4,218	4,532	4,776
재고자산	2,238	2,486	2,677	2,825
비유동자산	28,907	26,572	24,695	23,190
유형자산	13,003	11,190	9,734	8,564
무형자산	6,562	5,963	5,467	5,055
자산총계	40,025	40,676	41,515	42,415
유동부채	11,423	11,500	11,533	11,535
매입채무	2,368	2,630	2,832	2,989
단기차입금	3,093	3,093	3,093	3,093
유동성장기부채	2,087	2,087	2,087	2,087
비유동부채	13,206	13,206	13,206	13,206
사채	4,074	4,074	4,074	4,074
장기차입금	3,065	3,065	3,065	3,065
부채총계	24,629	24,706	24,739	24,741
자배주주지분	4,643	4,772	4,999	5,266
자본금	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993
이익잉여금	3,605	3,866	4,227	4,626
기타자본항목	-133	-266	-399	-533
비자배주주지분	10,753	11,198	11,777	12,408
자본총계	15,396	15,970	16,776	17,674

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	3,033	3,776	3,525	3,238
당기순이익	204	774	1,007	1,098
유형자산감가상각비	1,843	1,813	1,456	1,169
무형자산상각비	631	599	497	412
지분법관련손실(이익)	84	84	84	84
투자활동 현금흐름	-1,444	811	804	797
유형자산의 처분(취득)	-966	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-646	-	-	-
금융상품의 증감	-642	8	8	8
재무활동 현금흐름	-537	-848	-849	-849
단기금융부채의증감	-1,701	-	-	-
장기금융부채의증감	2,145	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-199	-67	-67	-67
현금및현금성자산의증감	1,000	2,639	2,380	2,086
기초현금및현금성자산	1,603	2,603	5,242	7,623
기말현금및현금성자산	2,603	5,242	7,623	9,708

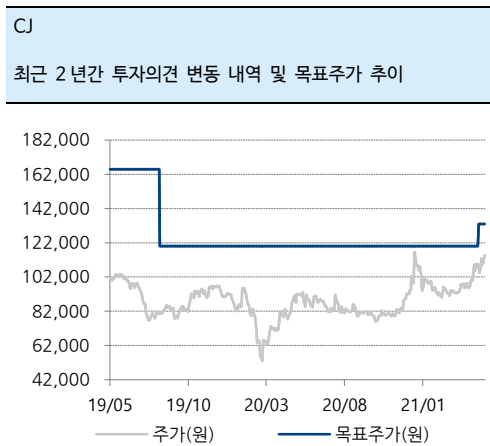
포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	31,999	35,539	38,269	40,391
증가율(%)	-5.3	11.1	7.7	5.5
매출원가	23,392	25,693	27,632	29,286
매출총이익	8,608	9,846	10,637	11,105
판매비와관리비	7,217	7,918	8,342	8,666
연구개발비	48	54	58	61
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,390	1,928	2,295	2,439
증가율(%)	-7.9	38.7	19.0	6.3
영업이익률(%)	4.3	5.4	6.0	6.0
이자수익	52	88	121	150
이자비용	582	582	582	582
지분법이익(손실)	84	84	84	84
기타영업외손익	-192	-60	-93	-122
세전계속사업이익	514	1,219	1,586	1,730
법인세비용	310	445	579	632
세전계속이익률(%)	1.6	3.4	4.1	4.3
당기순이익	204	774	1,007	1,098
순이익률(%)	0.6	2.2	2.6	2.7
자배주주귀속 순이익	87	329	428	467
기타포괄이익	-133	-133	-133	-133
총포괄이익	71	641	874	965
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	2,430	9,225	12,001	13,095
BPS	130,202	133,803	140,180	147,650
CFPS	71,800	76,840	66,752	57,438
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	37.9	12.0	9.2	8.5
PBR	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR	1.3	1.4	1.7	1.9
EV/EBITDA	6.7	7.8	7.7	7.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.9	7.0	8.8	9.1
EBITDA 이익률	12.1	12.2	11.1	10.0
부채비율	160.0	154.7	147.5	140.0
순부채비율	54.4	35.3	18.8	5.4
매출채권회전율(x)	8.2	8.9	8.7	8.7
재고자산회전율(x)	13.4	15.0	14.8	14.7

자료 : CJ, 하이투자증권 리서치본부



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2019-09-05	Buy	120,000	1년	-29.6%	-19.2%
2021-05-20	Buy	133,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	92.4%	7.6%	-

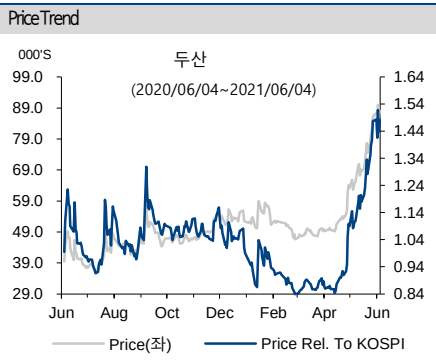
두산 (000150)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	113,000 원(상향)
증가(2021/06/04)	88,100 원
상승여력	28.3 %

Stock Indicator	
자본금	124 억원
발행주식수	1,652 만주
시가총액	1,456 억원
외국인지분율	9.8%
52 주 주가	36,300~90,000 원
60 일평균거래량	159,440 주
60 일평균거래대금	10.7 억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.5	84.1	64.4	123.3
상대수익률	37.6	77.7	45.7	72.7



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	16,969	17,848	18,564	19,411
영업이익(십억원)	275	1,250	1,291	1,425
순이익(십억원)	-553	162	181	244
EPS(원)	-25,839	7,565	8,452	11,393
BPS(원)	77,507	93,412	110,204	129,938
PER(배)		11.6	10.4	7.7
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	-34.3	8.9	8.3	9.5
배당수익률(%)	3.8	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	16.7	8.5	6.3	6.2

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

구조조정 효과로 리레이팅 될 듯

두산그룹 구조조정 막바지 단계로 재무구조 개선될 듯

지난해 두산그룹은 두산중공업 유동성 위기를 극복하기 위해 채권단으로부터 3 조 6 천억 원을 긴급 지원받고 대신 자산과 자/손자회사 매각, 유상증자를 포함한 3 조원 규모의 재무구조 개선안을 마련하여 진행 중에 있다.

이에 대하여 당사는 두산타워, 네오플렉스, 두산솔루스, 모트롤사업 등을 매각 완료하였으며, 지난해 12 월 두산중공업 유상증자에 참여 하였다. 또한 올해 7 월까지 산업차량부문을 관계사 두산팹캐트에 매각(7,500 억원)할 예정이다. 한편, 그룹의 대주주 일가는 지난해 11 월에 두산퓨얼셀 지분 17.8%를 두산중공업에 증여하였다.

두산중공업의 경우 자체적으로 인력 구조조정과 더불어 클럽모우 CC 등의 자산을 매각하였으며, 12,125 억원 규모의 유상증자를 진행하였다. 또한 올해 2 월 현대중공업그룹과 두산인프라코어 지분 34.97%에 대한 매각(8,500 억원)계약을 체결하였다.

이와 같은 구조조정 등으로 인하여 당사는 차입금 감축 등 재무구조가 개선될 것으로 예상된다. 무엇보다 두산중공업의 재무적 여력이 개선됨에 따라 잠재적 지원 부담이 완화될 수 있을 것이다.

두산중공업 흑자전환에 힘입어 올해 동사 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

동사 올해 1 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 45,203 억원(YoY +5.1%), 영업이익 3,980 억원(YoY +403.6%)으로 실적이 턴어라운드 되었다. 이는 두산인프라코어, 두산팹캐트 등 주요 계열사의 실적 개선 및 두산중공업 구조조정에 따른 비용 절감효과 등이 나타났기 때문이다.

특히 두산중공업의 경우 지난해 인력구조조정을 진행하여 고정비 부담을 줄이고 보유 자산에 대해 대규모 손상차손을 인식함에 따라 우발 손실위험이 완화 될 것으로 예상된다. 이에 따라 올해의 경우 일회성 비용 기저효과 및 원가율 개선 등을 통하여 흑자전환 될 것으로 예상된다.

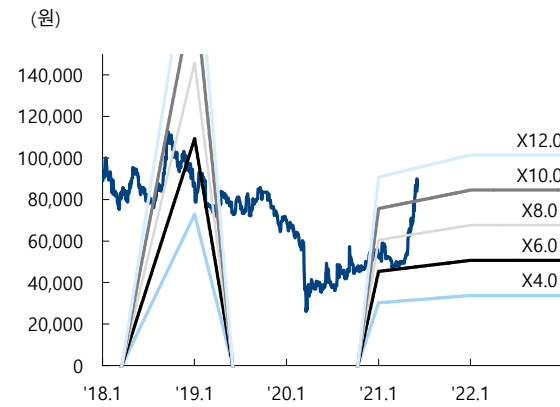
이러한 두산중공업의 흑자전환에 힘입어 올해 동사의 경우 실적 턴어라운드가 가속화 될 것이다.

불확실성 해소 등이 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 듯

동사에 대하여 목표주가를 113,000 원으로 상향한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치 중 자체사업의 경우 2021 년 예상 EV/EBITDA 에 5.5 배를 적용하여 산출하였다.

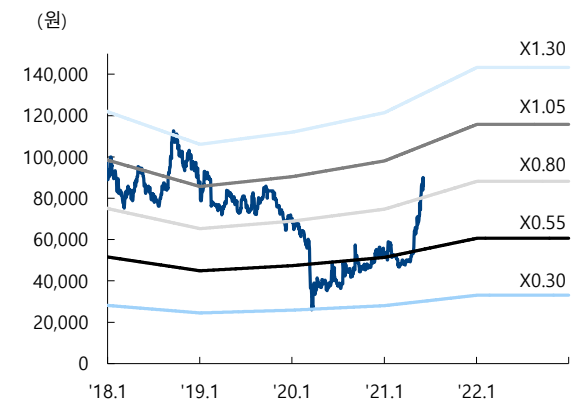
두산그룹 구조조정 효과로 재무구조가 개선되는 환경하에서 올해의 경우 기저효과 등으로 인하여 실적 턴어라운드가 가속화 될 수 있을 것이다. 이와 같은 불확실성 해소가 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림6. 두산 PER 밴드



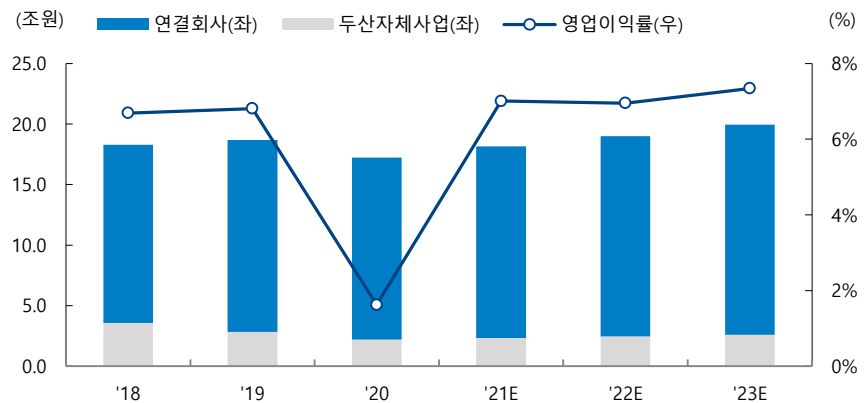
자료: 두산, 하이투자증권

그림7. 두산 PBR 밴드



자료: 두산, 하이투자증권

그림8. 두산 부문별 매출 및 영업이익률



자료: 두산, 하이투자증권

표1. 두산중공업 구조조정 진행상황

구분	시점	진행 및 경과	재무적 Impact
구조 조정	~'20.12	구조조정으로 연간 1,837억원 고정비 감축 효과	향후 연간 영업이익 1,800억원 이상 개선
클럽모우 매각	'20.05	1,850억원 매각 완료 및 국책은행 차입금 상환 완료	부채(차입금) 1,245억원 감소
두산퓨얼셀 지분 수증	'20.11	특수관계인들로부터 12,763,557주 무상 수증	자본 6,005억원 증가
유상 증자	'20.12	12,125억원 유상 증자 및 국책은행 차입금 상환 완료	자본 12,125억원 증가 부채(차입금) 1.2조 감소
현물 출자	'21.04	(주)두산 보유 퓨얼셀 지분 현물 출자 5,442억원의 자본 확충	자본 5,442억원 증가
인프라코어 지분 매각	'21.1H	매각 진행 중 (8,500억원)	매각대금 8,500억원 이외, 자산 Co. 현금 유입: 2,281억원 현금화 가능 자산: 1,226억원

자료: 두산중공업, 하이투자증권

표2. 두산 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	24,726
영업가치	13,128
순차입금	13,642
NAV	24,212
발행주식수	21,413,335
주당 NAV(원)	113,070

자회사	지분율	자회사가치
두산중공업	42.0%	20,449
오리콤	61.6%	388
두산로보틱스	100.0%	765
두산모빌리티이노베이션	100.0%	593
두산로자스틱스솔루션	100.0%	245
기타		2,286

자료: 두산, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,598	14,156	15,660	17,270
현금 및 현금성자산	2,707	6,369	7,354	8,378
단기금융자산	1,200	1,320	1,452	1,598
매출채권	4,443	1,899	1,971	2,056
재고자산	2,422	2,547	2,650	2,770
비유동자산	17,519	16,830	16,238	15,725
유형자산	6,982	6,516	6,132	5,815
무형자산	8,158	7,970	7,795	7,633
자산총계	30,118	30,986	31,897	32,995
유동부채	15,808	16,136	16,466	16,842
매입채무	2,404	2,529	2,630	2,750
단기차입금	6,296	6,296	6,296	6,296
유동성장기부채	2,431	2,431	2,431	2,431
비유동부채	6,600	6,600	6,600	6,600
사채	2,134	2,134	2,134	2,134
장기차입금	1,195	1,195	1,195	1,195
부채총계	22,408	22,736	23,066	23,442
자배주주지분	1,660	2,000	2,360	2,782
자본금	124	124	124	124
자본잉여금	1,091	1,091	1,091	1,091
이익잉여금	1,159	1,285	1,431	1,639
기타자본항목	-714	-500	-285	-71
비자배주주지분	6,050	6,250	6,472	6,771
자본총계	7,710	8,250	8,832	9,553

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	16,969	17,848	18,564	19,411
증가율(%)	-5.9	5.2	4.0	4.6
매출원가	14,541	14,347	14,957	15,585
매출총이익	2,428	3,501	3,607	3,826
판매비와관리비	2,153	2,251	2,316	2,401
연구개발비	260	273	284	297
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	275	1,250	1,291	1,425
증가율(%)	-77.6	354.6	3.3	10.4
영업이익률(%)	1.6	7.0	7.0	7.3
이자수익	52	102	117	132
이자비용	554	554	554	554
지분법이익(손실)	-15	-15	-15	-15
기타영업외손익	-508	-184	-185	-150
세전계속사업이익	-899	477	532	717
법인세비용	71	115	129	174
세전계속이익률(%)	-5.3	2.7	2.9	3.7
당기순이익	-964	362	403	543
순이익률(%)	-5.7	2.0	2.2	2.8
자배주주귀속 순이익	-553	162	181	244
기타포괄이익	193	214	214	214
총포괄이익	-771	576	617	757
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

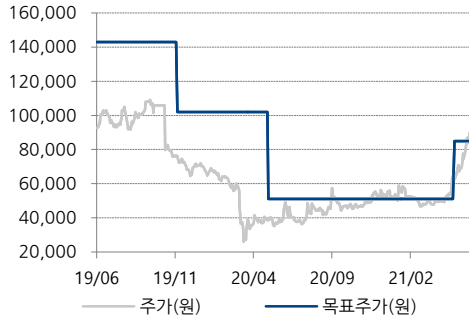
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	127	4,530	1,881	1,934
당기순이익	-964	362	403	543
유형자산감가상각비	490	466	384	317
무형자산상각비	195	189	175	162
지분법관련손실(이익)	-15	-15	-15	-15
투자활동 현금흐름	-343	443	431	418
유형자산의 처분(취득)	-301	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-258	-	-	-
금융상품의 증감	370	34	34	34
재무활동 현금흐름	1,152	763	747	747
단기금융부채의증감	1,974	-	-	-
장기금융부채의증감	-1,540	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-54	-20	-36	-36
현금및현금성자산의증감	867	3,661	985	1,024
기초현금및현금성자산	1,841	2,707	6,369	7,354
기말현금및현금성자산	2,707	6,369	7,354	8,378

주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	-25,839	7,565	8,452	11,393
BPS	77,507	93,412	110,204	129,938
CFPS	6,160	38,155	34,560	33,742
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER		11.6	10.4	7.7
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7
PCR	8.5	2.3	2.5	2.6
EV/EBITDA	16.7	8.5	6.3	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-34.3	8.9	8.3	9.5
EBITDA 이익률	5.7	10.7	10.0	9.8
부채비율	290.7	275.6	261.2	245.4
순부채비율	105.7	52.9	36.8	21.8
매출채권회전율(x)	3.6	5.6	9.6	9.6
재고자산회전율(x)	6.6	7.2	7.1	7.2

자료 : 두산, 하이투자증권 리서치본부

두산
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-11-11	Buy	102,000	1년	-43.9%	-27.0%
2020-05-06	Buy	51,000	1년	-14.8%	12.5%
2020-11-04	Hold	51,000	1년	1.5%	25.9%
2021-05-03	Buy	85,000	1년	-10.1%	5.9%
2021-06-07	Buy	113,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	92.4%	7.6%	-

힐라홀딩스 (081660)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	70,000 원(상향)
증가(2021/06/04)	56,200 원
상승여력	24.6 %

Stock Indicator	
자본금	61 십억원
발행주식수	6,075만주
시가총액	3,414 십억원
외국인지분율	44.4%
52 주 주가	30,300~58,200 원
60 일평균거래량	602,592 주
60 일평균거래대금	29.9 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.4	33.0	32.4	31.3
상대수익률	22.5	26.6	13.8	-19.3

Price Trend



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	3,129	3,410	3,543	3,678
영업이익(십억원)	341	451	480	523
순이익(십억원)	139	246	272	297
EPS (원)	2,286	4,052	4,484	4,882
BPS (원)	21,274	25,120	29,398	34,074
PER (배)	19.1	13.9	12.5	11.5
PBR (배)	2.1	2.2	1.9	1.6
ROE (%)	10.9	17.5	16.4	15.4
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	8.5	7.8	7.4	6.8

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

브랜드력과 리오프닝으로 리레이팅 될 듯

올해 상반기에는 Acushnet, 하반기에는 리오프닝 등이 실적 개선을 이끌 듯

올해 1 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 9,117 억원(YoY +25.1%), 영업이익 1,836 억원(YoY +173.4%)으로 양호한 실적을 기록하였다. 이는 Acushnet 와 더불어 중국 법인이 실적 성장을 견인하였기 때문이다.

특히 Acushnet 의 올해 1 분기 실적의 경우 매출액 6,472 억원(YoY +32.6%), 영업이익 1,338 억원 (YoY +423.8%)으로 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 이는 코로나 19 이후 지난해 3 분기부터 전 세계적인 골프 붐에 힘입어 빠른 회복세를 보이는 가운데 세계 3 대 골프용품 회사 중 하나인 Acushnet 의 브랜드력이 바탕이 되어 실적을 끌어 올렸기 때문이다.

한편, 올해 동사는 K-IFRS 연결기준 매출액 34,104 억원(YoY +9.0%), 영업이익 4,511 억원(YoY +32.2%)으로 예상되면서 지난해 부진에서 벗어날 것으로 기대된다. 이는 상반기에는 Acushnet, 하반기에는 리오프닝 등이 실적 개선을 이끌 것으로 예상되기 때문이다.

브랜드 인지도 상승 등이 향후 밸류에이션 상승을 이끌 듯

동사는 힐라(FILA) 브랜드로 국내 및 미국에서 신발, 의류 등을 판매하고 있으며, 힐라(FILA) 브랜드에 대하여 글로벌 라이선스로부터 로열티도 수취하고 있다. 또한 중국의 Full Prospect 법인(안타스포츠와의 JV)으로부터 매출의 3%를 디자인수수료로 수취할 뿐만 아니라, 보통주 15%에 대한 지분법 이익 등을 인식한다. 이에 따라 브랜드 인지도가 동사 밸류에이션에 지대하게 영향을 미친다.

실적이 개선 된다는 것은 그만큼 브랜드 인지도가 상승하고 있다는 것을 의미한다. 특히 올해의 경우 동사의 실적개선이 예상됨에 따라 브랜드 인지도가 상승할 수 있을 것이며, 이를 기반으로 제품 카테고리를 확대하면서 선순환 구조를 만들 수 있을 것이다.

무엇보다 중국사업의 경우 안타스포츠의 영업력을 기반으로 지속적인 고성장세가 전망되면서 브랜드 가치의 상승은 한층 더 강화 될 것이다.

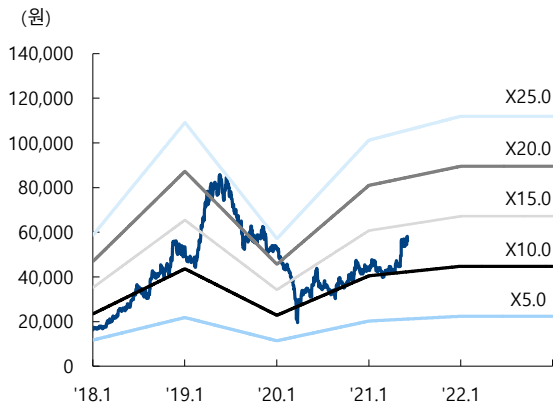
이와 같은 실적개선과 브랜드 인지도 상승 등이 향후 동사 밸류에이션 상승을 이끌 것이다.

올해 실적개선과 브랜드 인지도 상승으로 밸류에이션 리레이팅 될 듯

동사에 대하여 목표주가를 70,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2021 년 EPS 추정치 4,052 원에 Target PER 17.5 배(최근 4 년간 평균 PER) 적용하여 산출하였다..

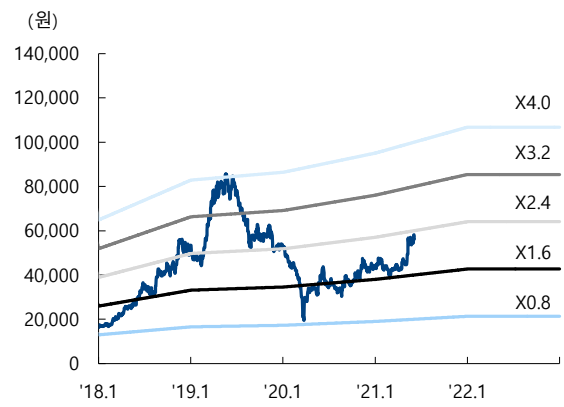
올해 상반기에는 Acushnet, 하반기에는 리오프닝 등이 실적 개선을 이끌 것으로 예상되는 가운데 브랜드 인지도 상승 등으로 밸류에이션의 리레이팅이 가능할 것이다.

그림9. 휠라홀딩스 PER 밴드



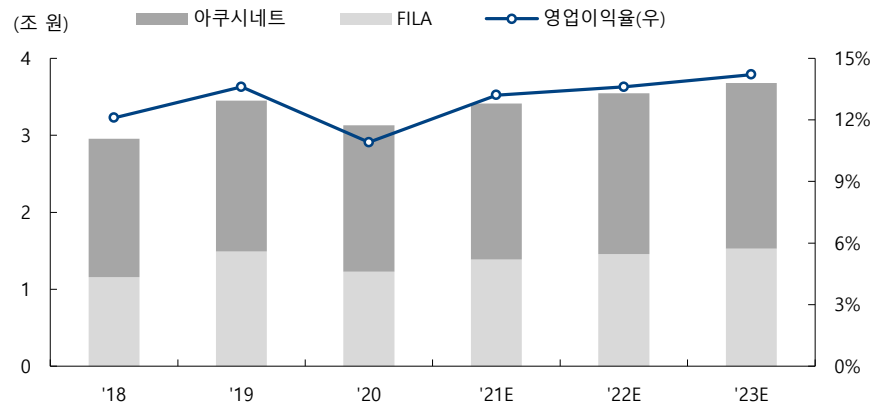
자료: 휠라홀딩스, 하이투자증권

그림10. 휠라홀딩스 PBR 밴드



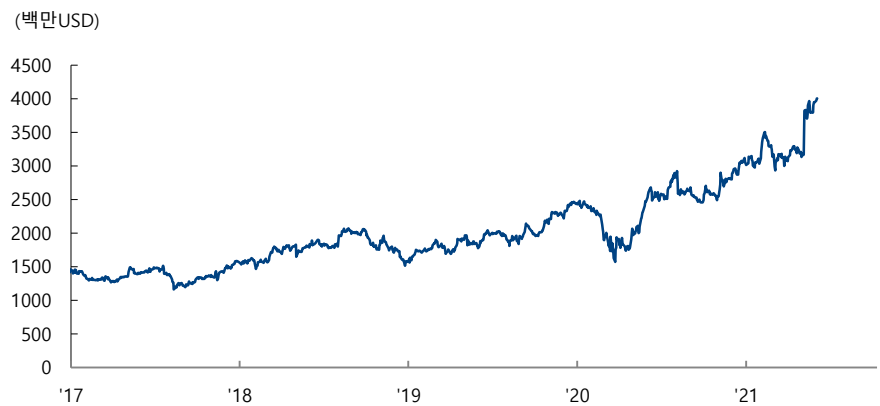
자료: 휠라홀딩스, 하이투자증권

그림11. 휠라홀딩스 부문별 매출 및 추이



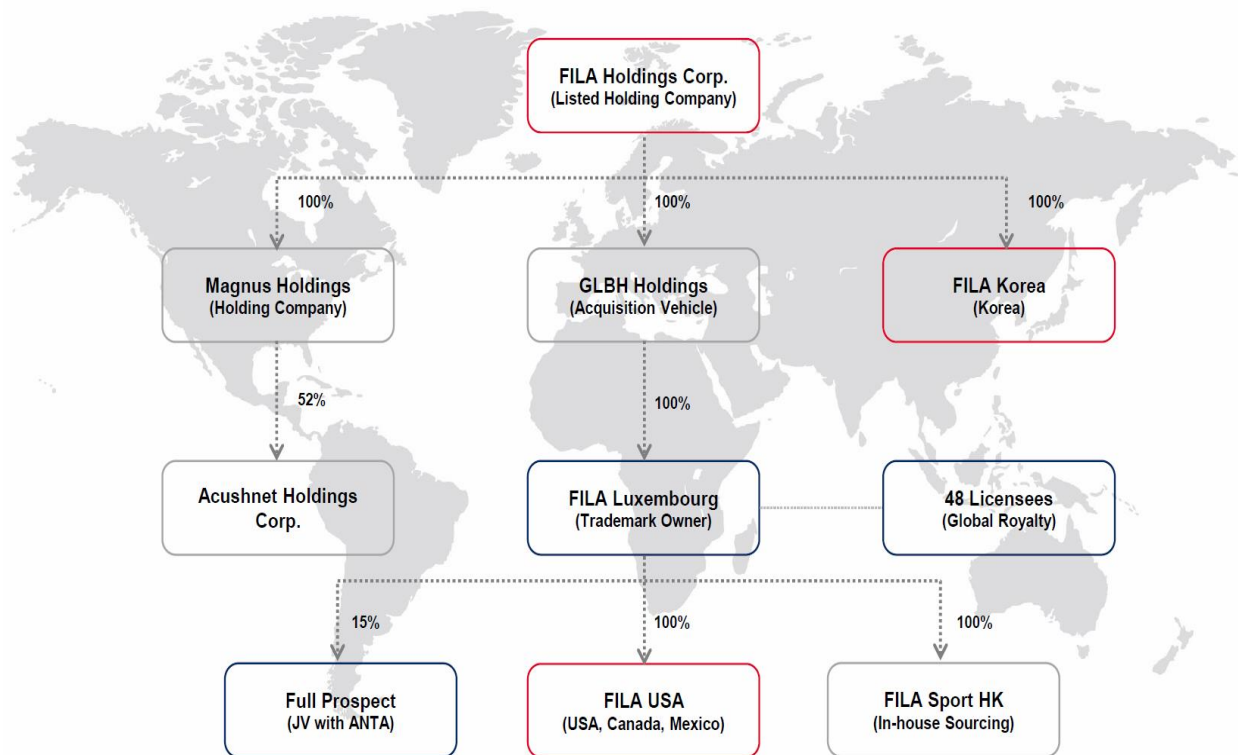
자료: 휠라홀딩스, 하이투자증권

그림12. Acushnet 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림13. 휠라홀딩스 지배구조



자료: 휠라홀딩스, 하이투자증권

표3. 휠라홀딩스 사업 현황

Direct	FILA Korea	리테일 및 홀세일 distributor 기반 의류, 신발 판매 매장 수 495개(2021년 1분기 기준) FILA, FILA KIDS, FILA UNDERWEAR, FILA GOLF
	FILA USA	북미지역(미국, 캐나다, 멕시코) 홀세일 distributor 기반 신발 판매
Indirect	FILA Licensee	EMEA, 북미, 라틴아메리카, 아시아 등 48개 licensee 글로벌 FILA의 안정적 매출 및 이익 기여
	Full Prospect	2009년 ANTA Sports와 JV 설립(FILA 지분 15%) 중국, 홍콩, 마카오, 싱가포르 등에서 프리미엄 스포츠&라이프 스타일 상품 판매 디자인 서비스 수수료로 FILA Korea 홀세일 매출의 3% 차지
	Acushnet Hold.	FILA Korea가 Magnus Holdings 지분 100% 보유, Magnus Holdings는 Acushnet Holdings 지분 52% 보유 Acushnet Holdings는 골프용품 디자인, 생산, 판매 등 글로벌 사업 영위. 총 4개 세그먼트 보유(titleist Golf Balls, Titleist Golf Clubs, Titleist Golf Gear, and Footjoy Golf wear) 브랜드: Titleist, FootJoy, Vokey, Scotty Cameron, Pinnacle, Links & Kings, PG Golf, KJUS

자료: 휠라홀딩스, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,686	2,106	2,525	2,968
현금 및 현금성자산	471	802	1,185	1,587
단기금융자산	10	6	4	2
매출채권	517	564	586	608
재고자산	616	671	697	724
비유동자산	2,072	2,021	1,984	1,958
유형자산	405	337	282	238
무형자산	1,451	1,425	1,400	1,376
자산총계	3,758	4,127	4,509	4,926
유동부채	995	1,026	1,047	1,069
매입채무	202	221	229	238
단기차입금	334	334	334	334
유동성장기부채	22	22	22	22
비유동부채	906	906	906	906
사채	-	-	-	-
장기차입금	507	507	507	507
부채총계	1,901	1,931	1,953	1,975
자배주주지분	1,292	1,526	1,786	2,070
자본금	61	61	61	61
자본잉여금	98	98	98	98
이익잉여금	1,179	1,414	1,676	1,961
기타자본항목	-46	-48	-49	-50
비자배주주지분	565	669	770	880
자본총계	1,857	2,195	2,556	2,950

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,129	3,410	3,543	3,678
증가율(%)	-9.3	9.0	3.9	3.8
매출원가	1,584	1,656	1,721	1,772
매출총이익	1,545	1,754	1,822	1,906
판매비와관리비	1,204	1,303	1,342	1,383
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	341	451	480	523
증가율(%)	-27.5	32.2	6.4	9.0
영업이익률(%)	10.9	13.2	13.5	14.2
이자수익	2	3	5	6
이자비용	36	36	36	36
지분법이익(손실)	43	55	65	73
기타영업외손익	-14	-5	-15	-24
세전계속사업이익	340	462	493	537
법인세비용	142	112	119	130
세전계속이익률(%)	10.9	13.6	13.9	14.6
당기순이익	198	350	374	407
순이익률(%)	6.3	10.3	10.5	11.1
자배주주귀속 순이익	139	246	272	297
기타포괄이익	-83	-1	-1	-1
총포괄이익	115	349	372	405
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	445	755	798	810
당기순이익	198	350	374	407
유형자산감가상각비	73	69	55	44
무형자산상각비	27	26	25	24
지분법관련손실(이익)	43	55	65	73
투자활동 현금흐름	-55	-7	1	8
유형자산의 처분(취득)	-38	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-10	-	-	-
금융상품의 증감	11	12	22	30
재무활동 현금흐름	-135	-55	-55	-55
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-21	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-46	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	239	332	383	402
기초현금및현금성자산	232	471	802	1,185
기말현금및현금성자산	471	802	1,185	1,587

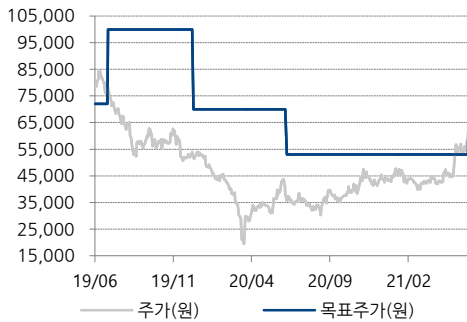
주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	2,286	4,052	4,484	4,882
BPS	21,274	25,120	29,398	34,074
CFPS	3,938	5,601	5,798	6,006
DPS	185	185	185	185
Valuation(배)				
PER	19.1	13.9	12.5	11.5
PBR	2.1	2.2	1.9	1.6
PCR	11.1	10.0	9.7	9.4
EV/EBITDA	8.5	7.8	7.4	6.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.9	17.5	16.4	15.4
EBITDA 이익률	14.1	16.0	15.8	16.1
부채비율	102.4	88.0	76.4	66.9
순부채비율	20.6	2.5	-12.7	-24.6
매출채권회전율(x)	6.0	6.3	6.2	6.2
재고자산회전율(x)	4.6	5.3	5.2	5.2

자료 : 힐라홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

힐라홀딩스

최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-07-02	Buy	100,000	1년	-40.1%	-23.4%
2019-12-16	Buy	70,000	1년	-44.4%	-22.9%
2020-06-15	Buy	53,000	1년	-21.1%	9.8%
2021-06-07	Buy	70,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	92.4%	7.6%	-

현대그린푸드 (005440)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	15,000 원(상향)
증가(2021/06/04)	11,000 원
상승여력	36.4 %

Stock Indicator	
자본금	49 십억원
발행주식수	9,770만주
시가총액	1,075 십억원
외국인지분율	10.0%
52 주 주가	7,140~11,350 원
60 일평균거래량	1,210,338 주
60 일평균거래대금	12.8 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	17.0	34.3	26.4
상대수익률	135	10.6	15.7	-24.2

Price Trend



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	3,238	3,321	3,426	3,554
영업이익(십억원)	79	94	108	123
순이익(십억원)	71	99	109	120
EPS(원)	728	1,013	1,116	1,229
BPS(원)	18,231	19,187	20,245	21,416
PER(배)	12.0	10.9	9.9	9.0
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	4.1	5.4	5.7	5.9
배당수익률(%)	2.4	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	8.8	7.3	5.5	5.0

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

올해 실적 개선 본격화 될 듯

올해 2 분기 이후 실적 개선 본격화 될 듯

올해 1 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 8,273 억원(YoY -0.9%), 영업이익 222 억원(YoY -28.4%)으로 부진한 실적을 기록하였다. 이는 단체급식과 더불어 드림투어 및 현대리바트 부진 등이 영향을 미쳤기 때문이다.

또한 올해 1 분기 별도기준 매출액 4,031 억원(YoY +5.96%), 영업이익 105 억원(YoY -21.5%)으로 부진한 실적을 기록하였다. 이는 급식식자재 신규수주 확대와 신규 사업장의 실적 호조로 식자재와 외식부문 매출이 증가하였으나 코로나 19 장기화에 따른 단체급식 식수 감소 등으로 영업이익이 감소하였기 때문이다.

특히 올해 1 분기 외식 부문의 경우 대전·남양주 프리미엄 아울렛과 여의도 서울점에 입점한 신규 점포들의 매출이 크게 늘어 나면서 매출이 전년 동기대비 13.6% 증가하였다.

한편, 올해 당사는 K-IFRS 연결기준 매출액 33,210 억원(YoY +2.5%), 영업이익 938 억원(YoY +19.3%)으로 예상되면서 지난해 부진에서 벗어날 것으로 기대된다. 이는 올해 2 분기부터 식자재, 외식 사업의 영업이익이 빠른 회복세를 보이는 가운데 급식 사업도 흑자 전환이 가능해지면서 분기를 거듭할수록 실적개선이 본격화 될 것으로 예상되기 때문이다. 무엇보다 지난해 코로나 19 여파로 실적 타격을 받았기 때문에 올해 2 분기부터 기저효과 등이 반영될 수 있을 것이다.

스마트 푸드센터를 통하여 비용 효율화 및 성장성 가시화 될 듯

지난해 3 월부터 833 억원을 투자한 스마트 푸드센터를 가동하고 식품제조사업을 본격화 하였다. 이러한 스마트 푸드센터는 단체급식업계 최초로 단일 공장에서 B2B 와 B2C 제품 생산이 함께 이뤄지는 하이브리드형 팩토리 시스템을 적용하였으므로 비용 효율화로 인한 개선도 기대된다.

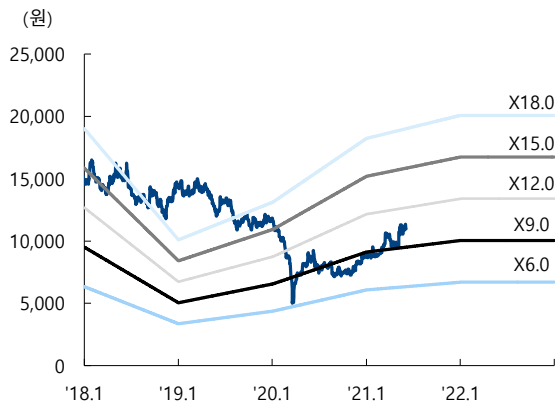
무엇보다 스마트 푸드센터를 통하여 밀키트(Meal Kit) 등 가정간편식(HMR)과 더불어 케어푸드(Carefood), 그리팅 등의 사업을 확대 할 것이므로 향후 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

밸류에이션 매력적임

당사에 대하여 목표주가를 15,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2021 년 EPS 추정치 1,013 원에 Target PER 14.9 배(최근 4 년간 평균 PER) 적용하여 산출하였다.

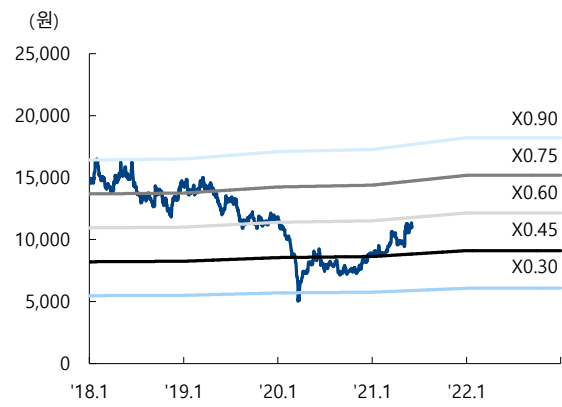
현재 동사 주가는 올해 예상 실적기준으로 PER 10.9 배, PBR 0.6 배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적이다.

그림14. 현대그린푸드 PER 밴드



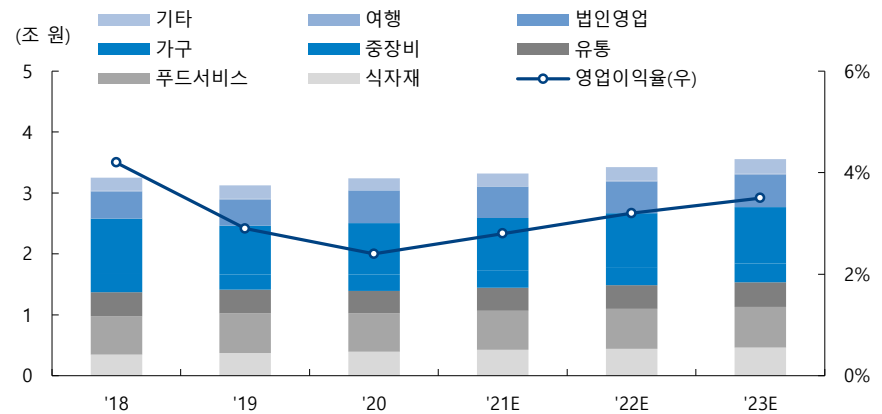
자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림15. 현대그린푸드 PBR 밴드



자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림16. 현대그린푸드 매출 및 영업이익률 추이



자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림17. 현대그린푸드 스마트 푸드센터



자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,102	1,260	1,418	1,581
현금 및 현금성자산	76	193	300	403
단기금융자산	328	358	390	425
매출채권	407	418	431	447
재고자산	275	282	290	301
비유동자산	1,967	1,901	1,852	1,815
유형자산	590	518	462	419
무형자산	246	239	233	228
자산총계	3,068	3,161	3,270	3,397
유동부채	547	531	521	516
매입채무	265	272	280	291
단기차입금	70	70	70	70
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	332	332	332	332
사채	-	-	-	-
장기차입금	2	2	2	2
부채총계	878	863	852	847
자배주주지분	1,781	1,875	1,978	2,092
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	449	449	449	449
이익잉여금	1,203	1,284	1,374	1,476
기타자본항목	81	93	106	119
비자배주주지분	409	424	440	457
자본총계	2,190	2,299	2,418	2,549

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	167	204	198	197
당기순이익	82	114	125	137
유형자산감가상각비	58	71	56	44
무형자산상각비	7	7	6	5
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-152	-2	-4	-7
유형자산의 처분(취득)	-109	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-55	-13	-13	-13
재무활동 현금흐름	-8	-35	-35	-35
단기금융부채의증감	30	-	-	-
장기금융부채의증감	1	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-22	-18	-18	-18
현금및현금성자산의증감	7	116	108	103
기초현금및현금성자산	69	76	193	300
기말현금및현금성자산	76	193	300	403

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,238	3,321	3,426	3,554
증가율(%)	3.7	2.5	3.2	3.7
매출원가	2,688	2,737	2,823	2,927
매출총이익	551	584	603	627
판매비와관리비	472	490	495	504
연구개발비	3	3	3	4
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	79	94	108	123
증가율(%)	-12.6	19.6	14.9	13.9
영업이익률(%)	2.4	2.8	3.2	3.5
이자수익	9	12	15	18
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-17	11	9	7
세전계속사업이익	103	150	165	181
법인세비용	22	36	40	44
세전계속이익률(%)	3.2	4.5	4.8	5.1
당기순이익	82	114	125	137
순이익률(%)	2.5	3.4	3.6	3.9
자배주주귀속 순이익	71	99	109	120
기타포괄이익	13	13	13	13
총포괄이익	94	127	138	150
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

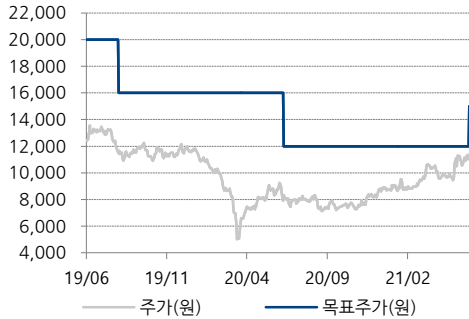
주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	728	1,013	1,116	1,229
BPS	18,231	19,187	20,245	21,416
CFPS	1,398	1,812	1,748	1,731
DPS	210	210	210	210
Valuation(배)				
PER	12.0	10.9	9.9	9.0
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5
PCR	6.3	6.1	6.3	6.4
EV/EBITDA	3.6	3.5	2.7	1.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.1	5.4	5.7	5.9
EBITDA 이익률	4.4	5.2	5.0	4.8
부채비율	40.1	37.5	35.3	33.2
순부채비율	-15.2	-20.8	-25.6	-29.7
매출채권회전율(x)	7.7	8.1	8.1	8.1
재고자산회전율(x)	11.5	11.9	12.0	12.0

자료 : 현대그린푸드, 하이투자증권 리서치본부

현대그린푸드

최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-08-07	Buy	16,000	1년	-37.5%	-23.4%
2020-06-16	Buy	12,000	1년	-27.6%	-5.4%
2021-06-07	Buy	15,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	92.4%	7.6%	-

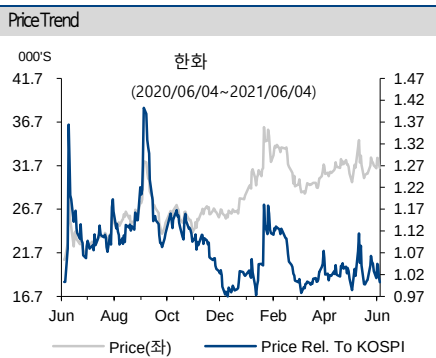
한화 (000880)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	43,000 원(상향)
증가(2021/06/04)	31,450 원
상승여력	36.7 %

Stock Indicator	
자본금	490 십억원
발행주식수	7,496 만주
시가총액	2,357 십억원
외국인지분율	18.9%
52 주 주가	20,900~36,150 원
60 일평균거래량	599,305 주
60 일평균거래대금	19.0 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	7.5	19.8	50.5
상대수익률	0.0	1.1	1.2	-0.1



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	50,926	53,504	55,645	58,046
영업이익(십억원)	1,582	2,232	2,398	2,580
순이익(십억원)	214	572	614	663
EPS(원)	2,184	5,842	6,271	6,770
BPS(원)	46,059	48,887	52,144	55,900
PER(배)	13.0	5.4	5.0	4.6
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	4.8	12.3	12.4	12.5
배당수익률(%)	2.5	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA(배)	9.0	7.3	6.2	5.8

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

실적개선과 성장성 가시화 될 듯

올해 견조한 실적 향상 기대됨

올해 1 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 128,382 억원(YoY -11.2%), 영업이익 8,485 억원(YoY +186.2%)으로 양호한 실적을 기록하였다. 즉, 한화솔루션과 한화에어로스페이스 등 매출 증가와 더불어 한화생명, 한화손보 등 금융 계열사 실적 개선으로 영업이익이 큰 폭으로 증가하였다.

한편, 올해 동사는 K-IFRS 연결기준 매출액 535,041 억원(YoY +5.1%), 영업이익 22,511 억원(YoY +41.1%)으로 예상되면서 견조한 실적 향상이 기대된다. 이는 자회사들의 실적 개선이 기대되기 때문이다.

한화생명의 경우 견고한 보험 본연 이익과 금리 상승에 따른 안정적인 실적 성장이 예상되며, 한화솔루션은 케미칼 시장 호조가 지속되는 가운데 하반기 태양광 설치 수요 증가에 따른 실적 개선이 기대된다. 또한 한화에어로스페이스는 민수와 방산 부문과 방산 부문의 동반 실적 성장이 기대되며, 한화건설의 경우 국내 주택사업 분양 물량이 순차적으로 착공되며 견조한 실적 개선이 기대된다.

질산 생산량 확대를 통해 정밀화학기업으로 도약할 듯

지난 4 월 동사는 오는 2023 년까지 총 1900 억원을 투자해 여수산업단지에 질산 공장을 건설할 예정이다. 이번 증설을 통해 질산 생산량은 40 만톤이 늘어나며 기존 12 만톤에 더해 총 생산량은 52 만톤이 된다. 이러한 52 만톤의 질산을 산업용 화약, 폴리우레탄, 반도체용 고순도 제품 등 크게 3 가지 산업에 활용할 계획이다. 특히 18 만톤은 반도체/전자소재 등 신소재 사업으로 확장 하는데 사용될 예정으로 반도체 및 디스플레이 증착, 세척, 의료용 마취제 등으로 활용이 가능할 것이다.

또한 13 만톤은 화학 자회사 한화솔루션의 TDI 사업 수직계열화에 배정되었다. 즉 동사가 제조하는 질산은 바로 DNT 생산에 사용될 예정으로 동사와 한화솔루션은 질산-DNT-TDI 로 이어지는 밸류체인을 구축하는 것이다. 나머지 9 만톤은 동사가 자체적으로 생산하는 산업용 화약의 주요 원료인 초안 제조에 활용된다. 한편, 이러한 질산 생산에 온실가스 저감 기술을 활용한 CDM 사업확대도 가능할 것이다.

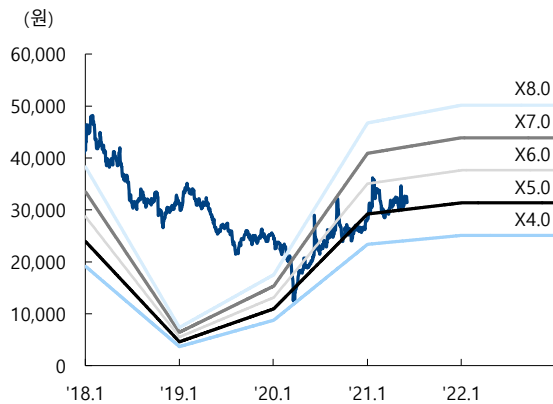
이와 같이 질산 생산량 확대를 통하여 동사는 향후 정밀화학기업으로 도약할 것으로 기대되면서 향후 성장성 등이 가시화 될 것이다.

실적개선과 성장성 가시화 될 듯

동사에 대하여 목표주가를 43,000 원으로 상향한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치 중 자체사업의 경우 2021 년 예상 EV/EBITDA 에 5.5 배를 적용하여 산출하였다.

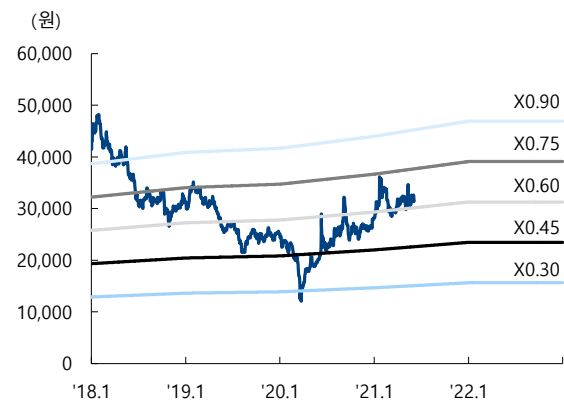
올해 견조한 실적 향상이 기대되는 가운데 질산 생산량 확대를 통해 정밀화학기업으로 도약하면서 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

그림18. 한화 PER 밴드



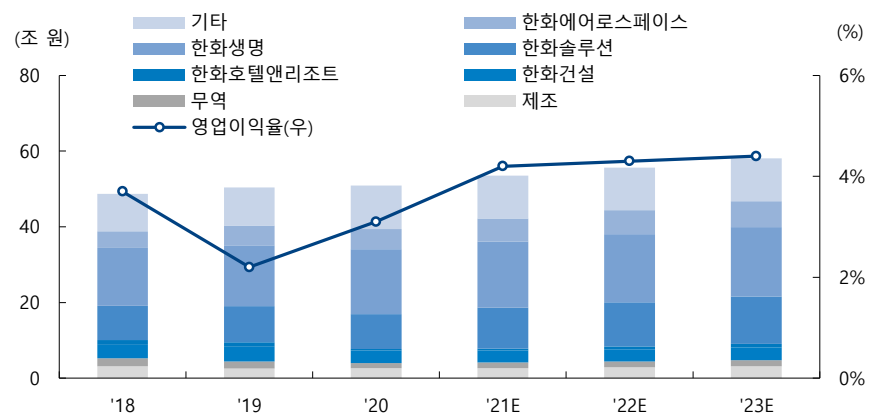
자료: 한화, 하이투자증권

그림19. 한화 PBR 밴드



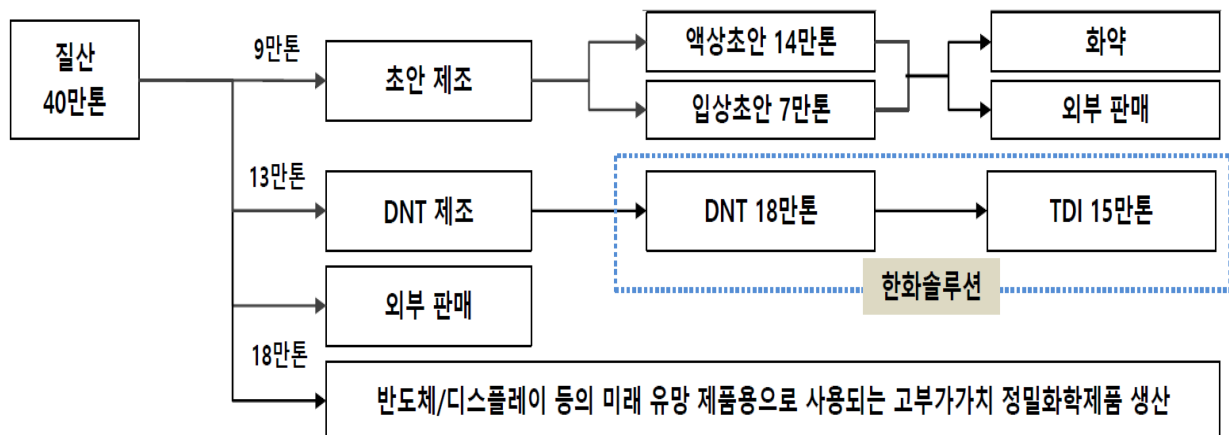
자료: 한화, 하이투자증권

그림20. 한화 매출 및 영업이익률 추이



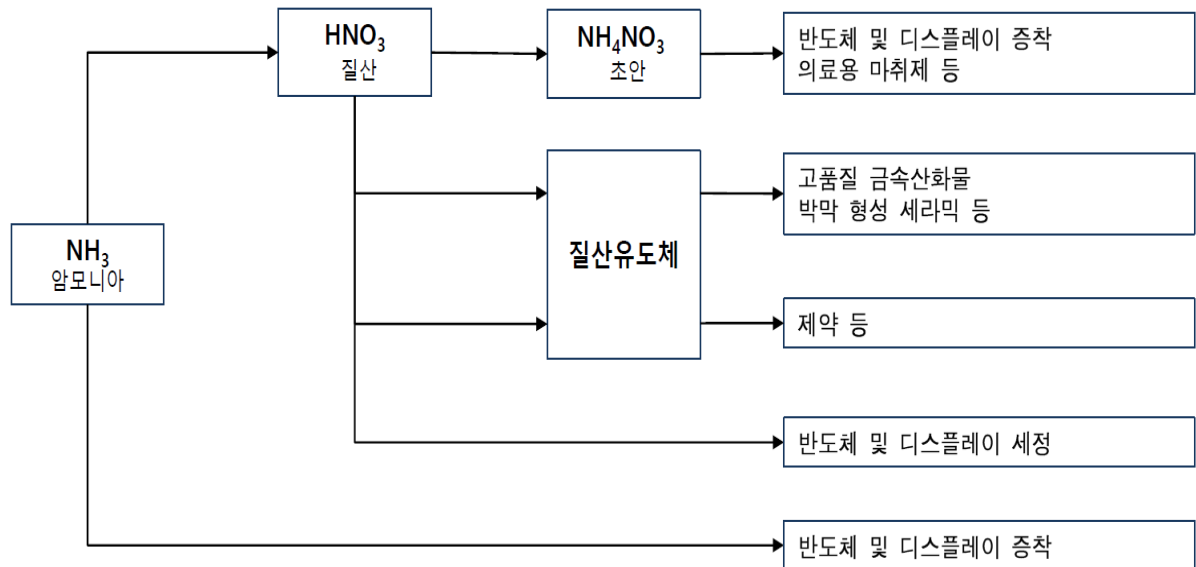
자료: 한화, 하이투자증권

그림21. 질산 40만톤 증설 및 활용계획



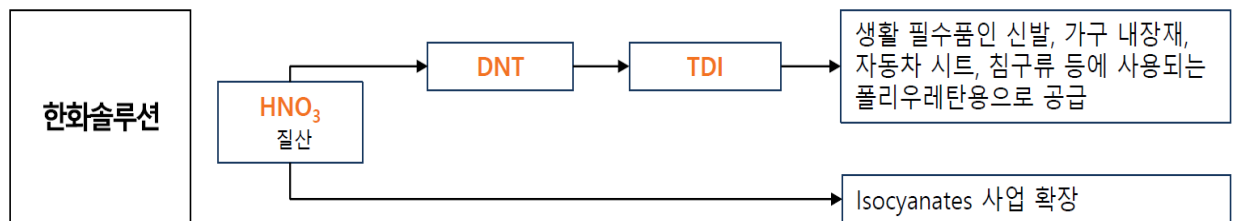
자료: 한화, 하이투자증권

그림22. 반도체/전자소재 등 신소재 사업으로 확장



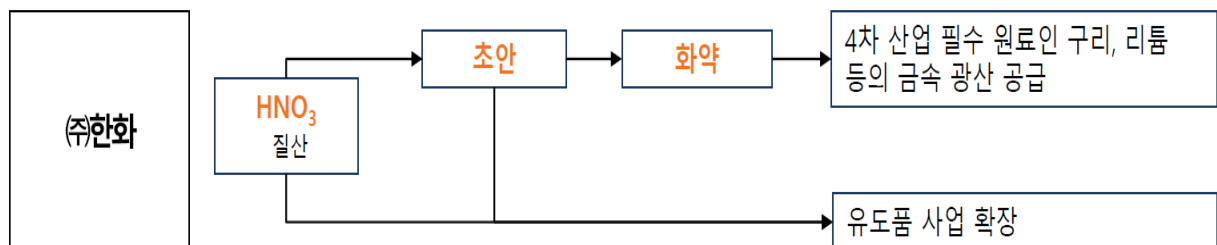
자료: 한화, 하이투자증권

그림23. 한화와 한화솔루션 질산-DNT-TDI로 이어지는 밸류체인 구축



자료: 한화, 하이투자증권

그림24. 한화 자체 제품 생산에 활용



자료: 한화, 하이투자증권

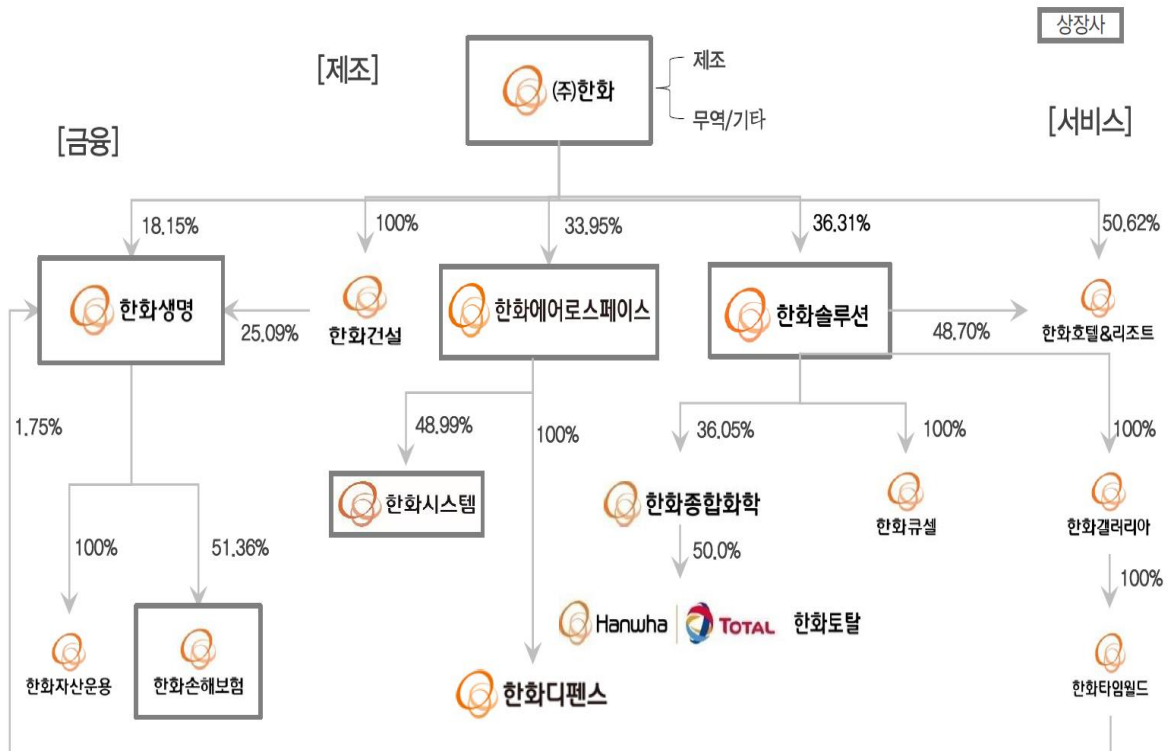
표4. 한화 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	51,547
사업가치	15,485
순차입금	24,500
NAV	42,532
발행주식수	97,910,029
주당 NAV(원)	43,440

자회사	지분율	자회사가치
한화케미칼	36.31%	23,914
한화생명보험	18.15%	4,570
한화호텔앤드리조트	50.62%	2,192
한화건설	95.77%	12,587
한화에어로스페이스	33.95%	6,532
기타		1,751

자료: 한화, 하이투자증권

그림25. 한화그룹 지배구조



자료: 한화, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	14,954	17,685	20,361	23,164
현금 및 현금성자산	5,533	6,850	9,411	12,043
단기금융자산	461	461	461	461
매출채권	4,034	4,209	4,354	4,517
재고자산	4,114	4,323	4,496	4,690
비유동자산	18,893	17,929	17,186	16,625
유형자산	11,305	10,166	9,224	8,445
무형자산	2,477	2,308	2,163	2,037
자산총계	191,178	192,946	194,878	197,120
유동부채	15,652	16,226	16,918	17,798
매입채무	2,132	2,240	2,330	2,430
단기차입금	4,085	4,085	4,085	4,085
유동성장기부채	2,980	2,980	2,980	2,980
비유동부채	12,476	12,476	12,476	12,476
사채	3,460	3,460	3,460	3,460
장기차입금	3,470	3,470	3,470	3,470
부채총계	172,671	173,245	173,937	174,817
자배주주지분	4,510	4,787	5,105	5,473
자본금	490	490	490	490
자본잉여금	523	523	523	523
이익잉여금	3,753	4,259	4,808	5,406
기타자본항목	-255	-485	-715	-945
비자배주주지분	13,998	14,915	15,836	16,830
자본총계	18,507	19,701	20,941	22,303

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	50,926	53,504	55,645	58,046
증가율(%)	1.0	5.1	4.0	4.3
매출원가	46,792	48,597	50,509	52,648
매출총이익	4,135	4,907	5,136	5,398
판매비와관리비	2,552	2,675	2,738	2,818
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,582	2,232	2,398	2,580
증가율(%)	40.5	41.1	7.4	7.6
영업이익률(%)	3.1	4.2	4.3	4.4
이자수익	7	10	14	17
이자비용	461	461	461	461
지분법이익(손실)	190	190	190	190
기타영업외손익	-268	194	93	89
세전계속사업이익	1,104	2,220	2,288	2,470
법인세비용	363	731	753	813
세전계속이익률(%)	2.2	4.1	4.1	4.3
당기순이익	741	1,489	1,535	1,657
순이익률(%)	1.5	2.8	2.8	2.9
자배주주귀속 순이익	214	572	614	663
기타포괄이익	-230	-230	-230	-230
총포괄이익	511	1,259	1,305	1,427
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

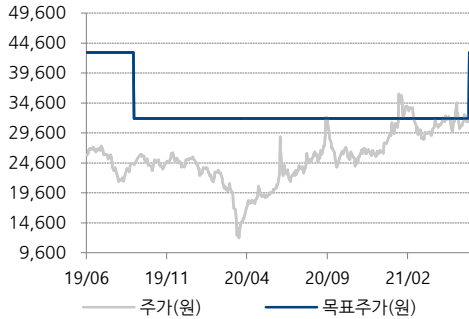
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	3,443	6,584	6,575	6,646
당기순이익	741	1,489	1,535	1,657
유형자산감가상각비	1,090	1,139	942	779
무형자산상각비	177	169	146	126
지분법관련손실(이익)	190	190	190	190
투자활동 현금흐름	-1,887	-1,224	-1,224	-1,224
유형자산의 처분(취득)	-1,106	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-230	-	-	-
금융상품의 증감	225	-153	-153	-153
재무활동 현금흐름	-549	-703	-703	-703
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	158	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-66	-65	-65	-65
현금및현금성자산의증감	958	1,317	2,561	2,633
기초현금및현금성자산	4,575	5,533	6,850	9,411
기말현금및현금성자산	5,533	6,850	9,411	12,043

주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	2,184	5,842	6,271	6,770
BPS	46,059	48,887	52,144	55,900
CFPS	15,115	19,199	17,379	16,010
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	13.0	5.4	5.0	4.6
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	1.9	1.6	1.8	2.0
EV/EBITDA	9.0	7.3	6.2	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.8	12.3	12.4	12.5
EBITDA 이익률	5.6	6.6	6.3	6.0
부채비율	933.0	879.4	830.6	783.8
순부채비율	43.2	33.9	19.7	6.7
매출채권회전율(x)	12.1	13.0	13.0	13.1
재고자산회전율(x)	12.7	12.7	12.6	12.6

자료 : 한화, 하이투자증권 리서치본부

한화
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-09-05	Buy	32,000	1년	-29.2%	0.6%
2021-06-07	Buy	43,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	92.4%	7.6%	-

오리온홀딩스 (001800)

NR

액면가	500 원
종가(2021/06/04)	17,550 원

Stock Indicator	
자본금	31 십억원
발행주식수	6,265 만주
시가총액	1,099 십억원
외국인지분율	5.7%
52 주 주가	11,950~18,450 원
60 일 평균 거래량	301,349 주
60 일 평균 거래대금	5.0 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	25.4	32.0	20.2
상대수익률	0.3	18.9	13.3	-30.4



FY	2017	2018	2019	2020
매출액(십억원)	113	1,998	2,104	2,280
영업이익(십억원)	5	231	267	309
순이익(십억원)	1,480	56	48	78
EPS(원)	34,974	899	772	1,237
BPS(원)	29,498	29,948	30,747	31,390
PER(배)	0.8	19.0	23.1	10.7
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.4
ROE(%)	85.9	3.0	2.5	4.0
배당수익률(%)	4.5	4.0	4.0	4.0
EV/EBITDA(배)	35.1	5.5	4.9	4.3

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

밸류에이션이 매력적인 성장주

오리온그룹의 지주회사

동사는 지난 1956 년에 설립되어 제과 등을 주력 사업으로 영위하였다. 지난 2017 년에는 인적분할을 통해 제과사업부문을 분할신설회사인 오리온에 이관함에 따라 동사는 순수 지주회사로 전환되었다.

동사의 주력 자회사로는 오리온 37.4%, 쇼박스 57.5%, 오리온 제주용암수 94.6% 등이 있다.

한편, 주주는 이화경 32.6%를 비롯하여, 담철곤 외 특수관계인 31.2%, 국민연금 5.1%, 자사주 4.0%, 기타 27.1% 등으로 분포되어 있다.

중국에서의 바이오 사업 플랫폼 역할 측면에서 성장성 가시화 될 듯

동사는 지난해 10 월 중국 국영제약기업 산둥루캉의약과 합자 계약을 체결하면서 중국 바이오 사업이 가시화 되었다.

이에 따라 올해 3 월에는 기업결합신고와 인허가절차를 완료하고 동사와 산둥루캉의약은 각각 65%, 35%의 지분을 투자해 산둥루캉오리온바이오기술개발유한회사를 설립하였다.

동사 중국 바이오 사업의 경우 국내 바이오기업의 기술력을 활용한 제품들을 중국 내 영향력을 발휘하여 효과적으로 중국시장에 진출하는데 초점이 맞춰져 있다. 즉, 처음부터 자체적으로 제품을 개발하지 않고, 국내 바이오 업체들과 협력해 제품 개발 시간과 비용을 아끼는 전략이다.

먼저 지난 5 월에 바이오 진단기업 지노믹트리의 대장암 조기진단 기술 이전 본 계약을 체결하였다. 이에 따라 향후 중국에서 임상을 거쳐 허가를 받고, 판매할 계획이다.

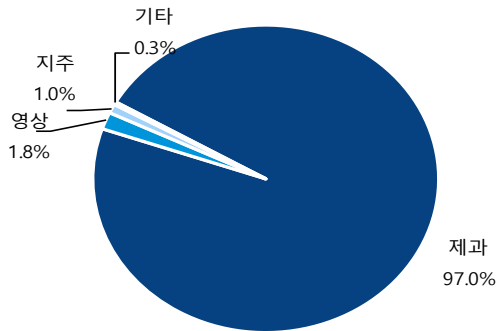
또한 국내 백신전문기업 큐라티스와 청소년·성인용 결핵백신 기술도입을 골자로 한 MOU 를 체결하였다. 이를 통하여 큐라티스의 결핵백신 생산노하우를 활용해 산둥루캉오리온바이오기술개발유한회사에서 생산하고 산둥루캉의약과의 현지 영업력을 활용해 판매한다는 전략이다. 이에 따라 동사와 큐라티스가 중국 임상 비용을 각각 50%씩 분담할 계획이다.

이와 같이 초기 바이오 사업역량을 키운 후 합성의약품과 신약개발로 사업영역을 확대할 예정이다. 결국에는 동사의 중국 바이오 사업은 국내 바이오 기술을 중국 현지 시장에 선보이기 위한 플랫폼 역할을 하면서 성장성 등이 가시화 될 것이다.

밸류에이션 매력적

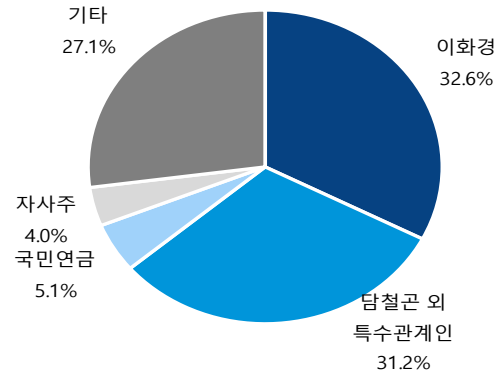
Sum-of-part 밸류에이션을 적용한 동사의 주당 NAV 는 32,397 원에 이르고 있어서 밸류에이션이 매력적이다. 무엇보다 바이오 사업의 성장성 등이 가시화 되는 환경하에서 밸류에이션 매력이 한층 더 부각될 수 있을 것이다. 이는 곧 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림26. 오리온홀딩스 매출 구성(2020 년 기준)



자료: 오리온홀딩스, 하이투자증권

그림27. 오리온홀딩스 주주 분포(2021 년 4 월 5 일 기준)



자료: 오리온홀딩스, 하이투자증권

표5. 오리온홀딩스 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	19,331
영업가치	1,224
순차입금	260
NAV	20,295
발행주식수	62,645,422
주당 NAV(원)	32,397

자회사	지분율	자회사 가치
오리온	37.4%	16,952
쇼박스	57.5%	1,314
오리온 제주용암수	94.6%	765
기타		300

자료: 오리온홀딩스, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020
유동자산	699	803	761	942
현금 및 현금성자산	215	258	190	387
단기금융자산	97	27	76	78
매출채권	145	187	194	170
재고자산	174	180	172	204
비유동자산	3,604	3,539	3,606	3,555
유형자산	1,804	1,824	1,918	1,933
무형자산	1,515	1,456	1,400	1,335
자산총계	4,303	4,342	4,366	4,498
유동부채	589	543	495	438
매입채무	96	91	89	103
단기차입금	104	105	7	20
유동성장기부채	166	50	0	60
비유동부채	596	623	533	565
사채	329	280	160	230
장기차입금	0	30	60	-
부채총계	1,185	1,166	1,029	1,003
자배주주지분	1,848	1,876	1,926	1,966
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	1,555	1,555	1,563	1,563
이익잉여금	2,984	267	291	346
기타자본항목	-2,723	23	40	26
비자배주주지분	1,270	1,301	1,411	1,528
자본총계	3,118	3,177	3,338	3,495

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018	2019	2020
매출액	113	1,998	2,104	2,280
증가율(%)	-11.9	1,671.8	5.3	8.4
매출원가	85	1,100	1,175	1,317
매출총이익	28	897	928	963
판매비와관리비	23	667	662	655
연구개발비	-	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	5	231	267	309
증가율(%)	-373.2	4,603.5	15.7	15.7
영업이익률(%)	4.3	11.5	12.7	13.5
이자수익	2	9	9	12
이자비용	1	16	11	9
지분법이익(손실)	8	-1	1	0
기타영업외손익	-52	21	-24	13
세전계속사업이익	-40	241	244	324
법인세비용	1	123	88	106
세전계속이익률(%)	-35.5	12.1	11.6	14.2
당기순이익	1,486	118	156	219
순이익률(%)	1,318.3	5.9	7.4	9.6
자배주주귀속 순이익	1,480	56	48	78
기타포괄이익	-54	-22	40	-38
총포괄이익	1,433	97	197	181
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	-9	351	343	420
당기순이익	1,486	118	156	219
유형자산감가상각비	28	110	126	137
무형자산상각비	58	107	129	101
지분법관련손실(이익)	8	-1	1	0
투자활동 현금흐름	59	-122	-243	-130
유형자산의 처분(취득)	-55	-156	-195	-157
무형자산의 처분(취득)	-3	-4	-5	-3
금융상품의 증감	104	5	-25	1
재무활동 현금흐름	14	-182	-172	-85
단기금융부채의증감	-61	-176	-152	-108
장기금융부채의증감	110	30	30	70
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-33	-37	-39	-39
현금및현금성자산의증감	-25	43	-67	196
기초현금및현금성자산	240	215	258	190
기말현금및현금성자산	215	258	190	387

주요투자지표

	2017	2018	2019	2020
주당지표(원)				
EPS	34,974	899	772	1,237
BPS	29,498	29,948	30,747	31,390
CFPS	37,028	4,375	4,848	5,038
DPS	600	650	650	650
Valuation(배)				
PER	0.8	19.0	23.1	10.7
PBR	0.9	0.6	0.6	0.4
PCR	0.4	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	35.1	5.5	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	85.9	3.0	2.5	4.0
EBITDA 이익률	81.5	22.4	24.8	24.0
부채비율	38.0	36.7	30.8	28.7
순부채비율	9.2	5.7	-1.2	-4.5
매출채권회전율(x)	0.7	12.0	11.0	12.5
재고자산회전율(x)	0.6	11.3	11.9	12.1

자료 : 오리온홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

오리온홀딩스
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2021-05-03(담당자변경) NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 중가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 중가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 중가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 중가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 중가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	92.4%	7.6%	-