

한라홀딩스 (060980)

걱정은 적고 싸다

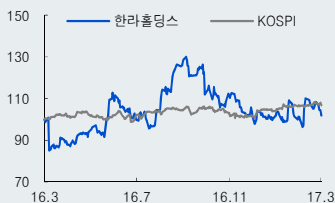
자동차부품

Company Report
 2017.3.7

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	83,000
현재주가(17/03/03, 원)	61,500
상승여력	35%

영업이익(16F, 십억원)	112
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	107
EPS 성장률(16F, %)	-9.4
MKT EPS 성장률(16F, %)	14.0
P/E(16F, x)	9.6
MKT P/E(16F, x)	11.6
KOSPI	2,078.75
시가총액(십억원)	664
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	69.7
외국인 보유비중(%)	10.5
베타(12M) 일간수익률	0.31
52주 최저가(원)	51,400
52주 최고가(원)	78,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.5	-21.0	3.2
상대주가	2.2	-22.5	-2.8



[자율주행/자동차부품]

박인우
 02-3774-3763
 inwoo.park@miraeasset.com

중국 수익성 하락 리스크에서 상대적으로 자유롭다

4Q16에 발생했던 한국 대형 자동차 부품사들의 중국 수익성 악화에 대해 우리는 지속적인 경계심을 가져야 하는 이슈로 판단한다. 중국 자동차 및 부품 산업의 수익성 악화가 구조적인 추세이기 때문이다. 그렇다면 **자동차 부품주의 투자 기준은 이 리스크에서 상대적으로 자유로운 업체를 고르는 방법일 것이다.** 4Q16 실적만 놓고 보면 만도가 고객 및 제품 다변화를 통한 매출 확대로 이 리스크를 이겨냈기에 앞선 기준에 해당한다고 볼 수 있지만, 사실 **만도보다 한라홀딩스가 더 매력적인 대안이다.** 만도는 연결영업이익의 70% 이상이 중국 사업으로부터 창출되어 중국 수익성 리스크에 대한 노출도가 높지만, 한라홀딩스는 만도의 순이익 및 주가에 연동되는 기업가치(EV)가 전체 EV의 34%에 불과하기 때문이다. 오히려 만도의 매출 고정장 수혜(브랜드 로열티)는 누릴 수 있기에 걱정이 상대적으로 적다.

만도헬라일렉트로닉스(MHE)의 고성장과 유통물류부문의 수익성 개선은 덤

제동/조향 장치용 ECU와 각종 센서류를 제작하는 MHE(지분율 50%)는 매출 성장성 측면에서 너무도 매력적이다. 2013년부터 2016년까지 MHE 매출액은 연평균 19%씩 성장했는데 이는 1) **신홍국의 사시제품(제동, 조향 등) 전장화 추세**로 제동/조향 장치용 ECU 수요가 빠르게 증가하고 있고, 2) **선진국에서는 안전 규제 강화 및 자동차 업체별 기술 경쟁으로 ADAS 채택률이 높아지면서 ADAS용 센서 수요가 급증하고 있기** 때문이다. 이러한 산업의 기술 흐름은 추세적이기에 우리는 **MHE의 매출액이 2020년까지도 고성장(CAGR 11.5%)을 지속할 것으로 예상한다.**

한편, 자체 사업 분야인 유통물류부문은 2013년부터 부실 사업을 정리하는 노력을 기해왔는데, 그 결과가 **2016년에 들어서 본격적인 수익성 개선**으로 나타나고 있다(OPM: 2015년 2.2% → 2016F 3.7%). 향후 부품 제조원가 절감과 물류 합리화 등을 통해 **2020년까지 영업이익률은 4% 후반대까지 개선될 수 있을 것으로 예상한다.**

투자의견 매수, 목표주가 83,000원 제시

이러한 차별적인 매력을 감안하여 한라홀딩스에 대해 투자의견 매수를 제시하며, **만도보다 한라홀딩스에 집중하는 전략을 추천**한다. 목표주가 83,000원은 NAV(순자산가치) valuation을 통해 산출되었으며, 관계사들에 대한 투자자산가치는 관계사에 따라 40~60%의 할인율을 적용했다. 참고로 현재 한라홀딩스의 시가총액(6,640억원)은 만도 지분가치(6,950억원)에도 미치지 못할 정도로 싸다. **2016년부터 최근까지 만도의 성장성이 훨씬 주목받는 구간이었다면, 지금부터는 한라홀딩스의 안정성이 주목받는 구간이 될 것이다.**

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	929	919	892	959	999	1,047
영업이익 (십억원)	31	50	96	112	121	132
영업이익률 (%)	3.3	5.4	10.8	11.7	12.1	12.6
순이익 (십억원)	178	1,079	75	68	71	82
EPS (원)	9,852	72,030	6,959	6,304	6,530	7,559
ROE (%)	11.3	84.0	8.2	7.3	7.1	7.7
P/E (배)	11.8	1.0	9.3	9.6	9.4	8.1
P/B (배)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
배당수익률 (%)	1.0	0.7	1.9	2.1	2.1	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

I. 투자의견 및 Valuation

투자의견 매수, 목표주가 83,000원으로 커버리지 개시

한라홀딩스에 대해 투자의견 매수와 목표주가 83,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV (순자산가치) valuation을 통해 산출되었으며, 항목별 주요 가정들은 아래 <표 1>을 참고하길 바란다.

한라홀딩스의 기업가치(EV)를 분해해보면, 1) 지주회사가 직접 영위하고 있는 유통물류사업의 영업 가치가 17%를 차지하며, 2) 관계사들로부터 수취하고 있는 브랜드 로열티의 가치가 22%를 차지한다. 그리고 마지막으로 3) 관계사들에 대한 투자자산의 가치(관계사에 따라 할인율 40~60% 적용)가 나머지 61%를 차지하는데, 이 중 가장 큰 부분을 차지하는 관계사는 역시 만도(전체 EV의 34%)이며 그 뒤를 만도한라일렉트로닉스(전체 EV의 9%)가 잇고 있다.

사실 브랜드 로열티의 90% 이상을 만도가 내고 있음을 감안하면, 한라홀딩스 기업가치의 약 55%를 만도가 담당하는 셈이며, 유통물류사업 및 타관계사들의 주 고객이 만도인 것까지 감안하면 한라홀딩스 기업가치의 만도 의존도는 더욱 높아진다.

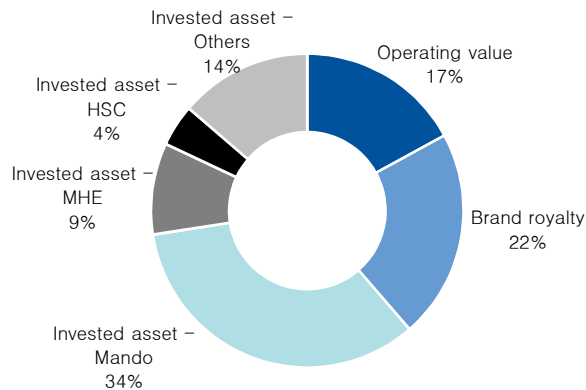
표 1. 한라홀딩스 NAV Valuation

(십억원, 천주, 원)

구분	금액	추정 근거 및 가정
영업가치(A)	227	유통물류부문 2017F 순이익 × 목표 P/E 10배
무형자산가치(B)	287	미래 세후 브랜드 로열티의 현재가치(WACC 8.5%, 영구성장률 0%)
투자자산가치(C)	816	
만도	451	만도 시가총액 YTD 평균 × 지분율 30.25% × 60%(할인율 40%)
만도헬라일렉트로닉스	126	2017F 순이익 × 목표 P/E 12배 × 지분율 50% × 60%(할인율 40%)
한라스택홀	58	2017F 순이익 × 목표 P/E 8배 × 지분율 70% × 60%(할인율 40%)
(주)한라 보통주	16	(주)한라 시가총액 YTD 평균 × 지분율 16.89% × 60%(할인율 40%)
(주)한라 우선주	102	장부가치 × 40%(할인율 60%)
JJ한라	65	(보통주 출자금 500억원 + 이익참가부사채 800억원) × 50%(할인율 50%)
Discounted EV(D=A+B+C)	1,331	
순차입금(E)	436	별도 기준
Discounted NAV(F=D-E), 목표 시가총액	895	
주식 수(G, 천주)	10,803	
목표 주가(H=F/G, 원)	82,821	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 한라홀딩스 기업가치(EV) 분해



자료: 미래에셋대우 리서치센터

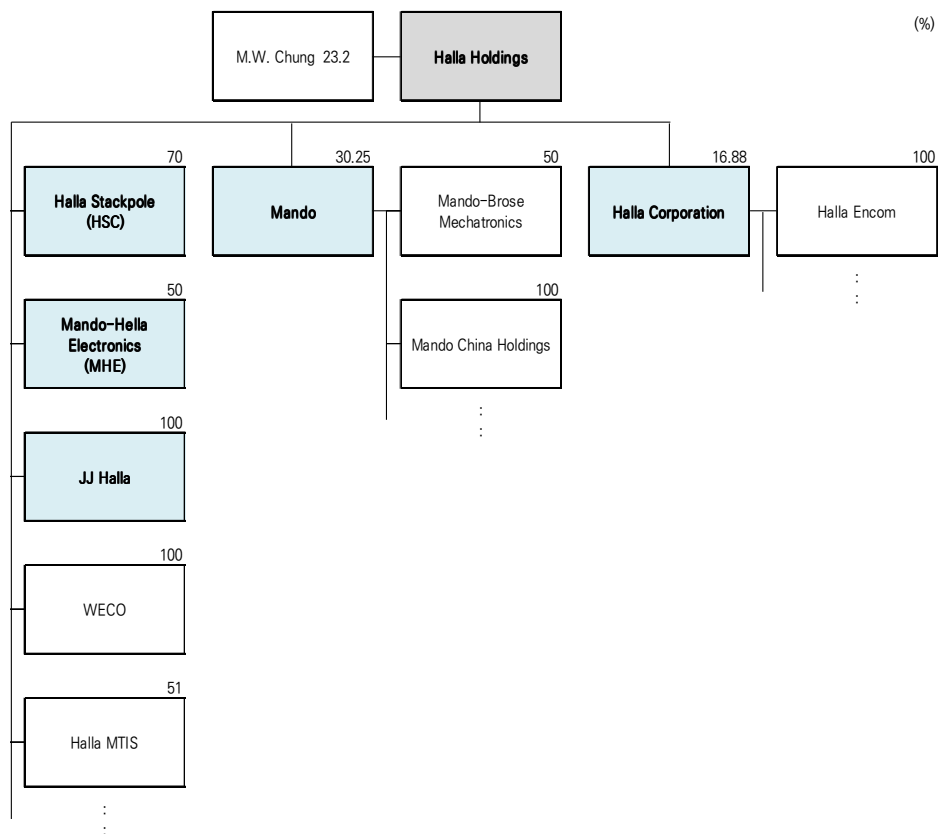
결국 한라홀딩스의 기업가치와 주가를 결정하는 가장 주된 요인이 만도의 영업실적 및 주가라는 사실은 자명하다. 하지만 한라홀딩스만의 차별적인 매력도 분명 존재한다.

우선 4Q16에 발생했던 한국 대형 자동차 부품사들의 중국 수익성 악화에 대해 우리는 지속적인 경계심을 가져야 하는 이슈로 판단하는데, 한라홀딩스는 이 리스크에서 만도보다 상대적으로 자유롭다. 만도는 전체 연결영업이익의 70% 이상이 중국 사업으로부터 창출되고 이 사업이 수익성 하락 리스크에 노출된 것이지만, 한라홀딩스의 경우 만도의 순이익 및 주가와 연동되는 기업가치가 전체 EV의 34%에 불과하기 때문에 만도의 매출 고성장 수혜를 누리면서도 중국 수익성 하락 리스크에 대한 노출도가 낮다.

또한 자회사 만도헬라일렉트로닉스(MHE)의 고성장 역시 매력적이다. 신흥국의 제동/조향 장치용 ECU 수요 증가와 선진국의 ADAS 채택률 상승에 따른 ADAS용 센서 수요 급증 트렌드를 감안하면, MHE의 매출은 2020년까지 고성장(2016~2020F CAGR 11.5%)을 지속할 것으로 예상된다. 더불어 자체 사업인 유통물류부문이 부실 사업 정리 노력의 결과로 2016년부터 본격적인 수익성 개선이 나타나고 있고, 향후에도 추가 개선이 가능하다는 점 역시 긍정적이다.

이러한 차별적인 매력을 감안하여 한라홀딩스에 대해 투자의견 매수를 제시하며, 만도보다는 한라홀딩스에 집중하는 투자 전략을 추천한다. 참고로 현재 한라홀딩스의 시가총액(6,640억원)은 만도 지분 가치(6,950억원)에도 미치지 못한다.

그림 2. 한라그룹 지배구조



자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

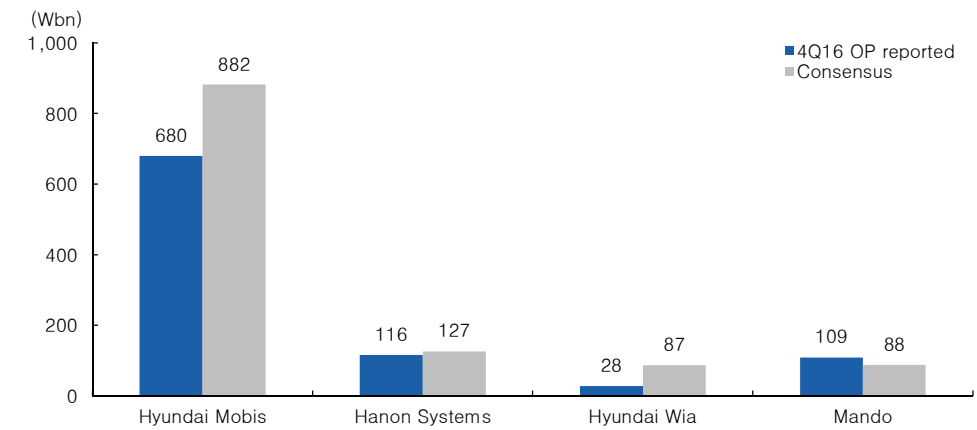
II. 투자포인트

1. 중국 수익성 하락 리스크에서 상대적으로 자유롭다

한국 대형 자동차 부품주들의 지난해 4분기 실적은 만도를 제외하고 모두 부진했다. 현대모비스와 한온시스템의 4Q16 영업이익은 시장 컨센서스를 각각 23%, 9% 하회했다. 양사 모두 기대보다 부진했던 실적의 이유로 중국 고객으로부터의 납품단가 인하 압력을 언급했다. 현대위아의 4Q16 영업이익은 시장 컨센서스를 68%나 하회했는데, 기계사업(분기 300억원 영업적자)뿐만 아니라 차량부품사업까지 부진했으며 이 역시 동일한 이유 때문으로 추정된다. 만도 역시 이러한 압력에서 홀로 자유로웠을 수는 없었겠지만, 워낙 매출이 크게 증가(+19% YoY)하며 영업 레버리지가 커졌기에 부정적인 요인을 상쇄하고도 남을 수 있었다.

결국 4Q16 실적을 통해 한국 자동차 부품사들과 투자자들에게는 추가적인 고민거리가 던져졌다. 줄곧 제기돼왔던 중국의 구조적 수익성 악화 우려가 이제 현실로, 숫자로 나타나기 시작한 것이다.

그림 3. 한국 대형 부품주 4Q16 실적 부진: 중국 고객으로부터의 납품단가 인하 압력이 공통된 요인



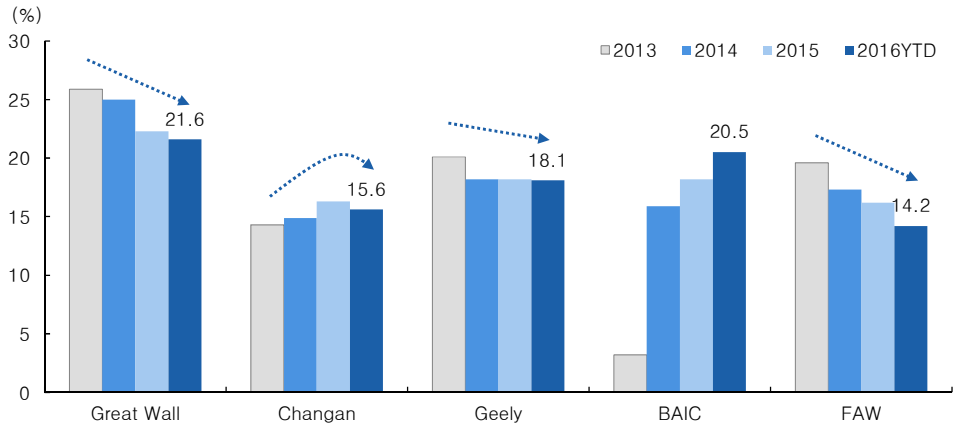
자료: 각 사, FnGuide, 미래에셋대우 리서치센터

중국 자동차 및 부품 산업의 수익성 악화는 주지하다시피 1) 로컬 완성차 업체들의 상품경쟁력 상승에 따른 경쟁 심화와 2) 완성차 업체들의 공격적인 생산능력 확대 정책에 기인한다. 치킨 게임 양상으로 흘러가는 업체간 경쟁으로 인해 자동차 판매 실거래가격은 하락할 수 밖에 없으며, 이에 따라 완성차 업체들의 수익성은 실제로 악화되고 있다. 이는 비단 글로벌 완성차 업체들만의 문제가 아니며, <그림 4>에서 확인되는 것처럼 **로컬 업체들의 수익성 역시 악화되는 양상**이 나타나고 있다.

중국 로컬 완성차 메인 5개 업체의 2013년 이후 매출총이익률(GPM) 추이를 분석해보면, BAIC(북경기차)만이 Beijing Benz(Mercedes와의 JV)의 판매 및 실적 개선을 기반으로 GPM이 개선되었고, Great Wall(장성기차), Geely, FAW의 GPM은 2013년 이후 하락 추세이다. Changan(장안기차)은 2015년까지 GPM 개선을 보였지만 2016년 들어 다시 악화되는 모습이다.

결론적으로 우리는 4Q16에 발생했던 한국 대형 자동차 부품사들의 중국 수익성 악화에 대해 지속적인 경계심을 가져야 하는 이슈로 판단한다.

그림 4. 중국 로컬 완성차 업체들의 GPM 추이: 업체간 경쟁심화로 수익성 악화 추세

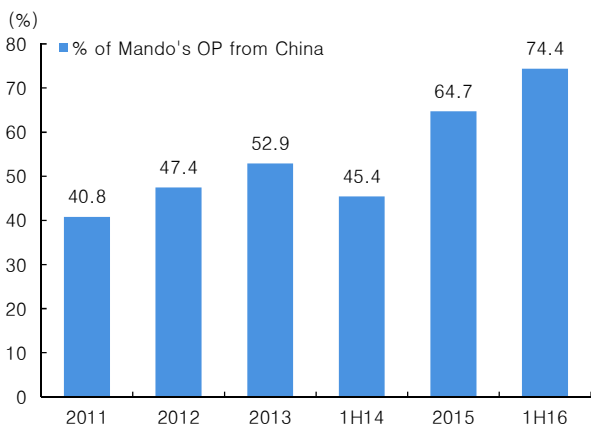


주: 2016년은 발표된 분기 실적까지 누적 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

중국 자동차 및 부품 산업의 수익성 악화가 구조적이라면, **자동차 부품주의 투자 기준은 이 리스크에서 상대적으로 자유로운 업체를 고르는 방법일 것이다.** 4Q16 실적만 놓고 보면 만도가 고객(중국 로컬 완성차 업체들) 및 제품(ADAS) 다변화를 통한 매출 확대로 컨센서스를 되려 상회하는 실적을 발표했기에 어느 정도 이에 해당한다고 판단할 수도 있다.

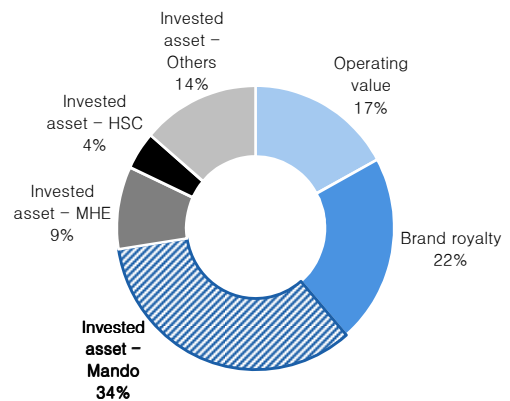
하지만 우리는 **만도보다 지주사인 한라홀딩스가 더 매력적으로 보인다.** 만도는 전체 연결영업이익의 70% 이상(1H16 기준 74%, 3Q16부터 지역별 수익성 미발표)이 중국 사업으로부터 창출되고, 이 사업이 리스크에 노출된 것이지만, 한라홀딩스의 경우 만도의 순이익 및 주가와 연동되는 기업가치(EV)가 전체 EV의 34%에 불과하기 때문이다. 만도가 90% 이상을 담당하고, 한라홀딩스 전체 EV의 22%를 차지하는 브랜드 로열티 가치는 만도의 매출액에 비해(만도 연결 매출액의 0.4%)하기 때문에 중국 리스크와 연관이 훨씬 적다. 결국 한라홀딩스는 만도의 매출 고성장 수혜를 누리면서도 중국 수익성 하락 리스크에 대한 노출도가 낮다는 점이 첫 번째 매력적인 포인트이다.

그림 5. 만도의 중국 영업이익 비중: 1H16 70% 상회



주: 2H14는 기업분할로 정보 없음. 2H16부터는 정보 미제공
자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 한라홀딩스 EV 중 34%만 만도 순이익/주가에 연동



자료: 미래에셋대우 리서치센터

2. 유통물류부문 수익성 개선 진행중

한라홀딩스의 자체 사업 분야인 유통물류부문은 과거 한라마이스터가 영위했던 사업으로, 2015년 7월에 한라마이스터가 한라홀딩스에 흡수 합병되면서 지주회사의 자체 사업이 되었다. 유통물류부문은 크게 다섯 가지 사업으로 구분되는데 나열해보면 1) 자동차 부품 유통, 2) 자동차 용품, 3) 자동차 부품 물류, 4) 냉장냉동 물류, 5) 건자재 유통 등이다. 세부 사업 내역은 <표 2>를 참고하길 바란다. **유통물류사업의 영업이익치는 한라홀딩스 전체 기업가치의 17%를 기여하고 있으므로 만도(투자지분 가치 및 브랜드 로열티 가치) 다음으로 유통물류사업이 중요하다고 할 수 있다.**

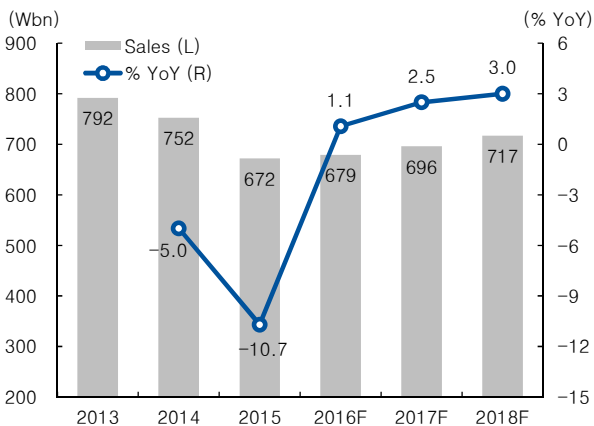
유통물류사업의 실적을 보면, 2013년부터 2015년까지 매출액은 감소하고 영업이익률은 개선되었음을 확인할 수 있다. 이는 자동차 부품 재활용사업, 자동차부품 재제조사업, 곡물 자원 유통과 같은 **부실 사업을 정리하는 노력을** 기해왔기 때문이다. 이러한 노력의 결과는 **2016년에 들어서 본격적인 실적 개선**으로 나타났는데, 3Q16누적으로 매출액은 1% YoY 증가에 그쳤지만 영업이익은 81% YoY 증가했고, 영업이익률은 4.0%(+1.8%p YoY)까지 개선됐다. **수익성 개선은 현재진행형**이며, **부품 제조원가 절감과 물류 합리화** 등을 통해 2020년까지 영업이익률은 4%후반대까지 개선될 수 있을 것으로 예상된다. (+)성장으로 돌아서기 시작한 매출액은 유통 부품 확대 및 고객 다변화, CKD 물류 내재화 등을 통해 향후 연평균 2~3% 수준의 성장을 재개할 수 있을 것으로 예상된다.

표 2. 유통물류부문 세부 사업 내역

사업 분야	세부 항목	내용
자동차 부품 유통	자동차 순정 부품 유통	현대모비스와 전략적 제휴, 제동/조향/현가/전장/공조 관련 5만여 품목의 자동차 보수용 부품 취급
	수입차 부품 유통	글로벌 자동차 부품 제조회사의 수입차 부품을 직수입하여 유통
	애프터마켓 자동차 부품 유통	애프터마켓 부품 유통 브랜드 MANDO+
자동차 용품	블랙박스	
	네비게이션	
자동차 부품 물류	컨설팅 서비스	
	글로벌 인프라 및 물류시스템	중국 6곳, 미국 2곳
	물류 센터	한국 6곳
냉장냉동 물류	한라냉장오산	
	한라냉장평택	
건자재 유통	철근	
	형강	

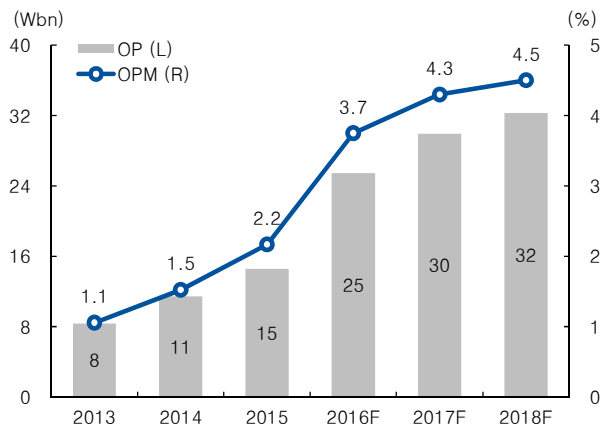
자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 유통물류부문 매출액 추이



자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 유통물류부문 영업이익 및 OPM 추이



자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

3. 너무 매력적인 자회사 - 만도헬라일렉트로닉스

만도헬라일렉트로닉스(MHE)는 2008년 11월에 만도와 독일의 자동차 부품회사 헬라(Hella)가 함께 설립한 조인트벤처(지분을 각각 50%)이다. 한라그룹 지주사전환 과정에서 MHE는 만도의 자회사가 아닌 한라홀딩스의 직접 자회사로 정리되었다. MHE에 대한 투자기분 가치는 한라홀딩스 전체 기업가치의 9% 수준을 차지한다.

헬라는 자동차용 ECU와 센서 제작에 강점을 갖고 있는 회사여서 만도는 이 조인트벤처를 통해 1) 제동 및 조향 장치용 ECU, 2) 센서류(Yaw & G, 토크, 휠스피드 등) 및 3) ADAS용 센서(초음파, 카메라, 단거리 레이더, 장거리 레이더) 등을 내재화해 올 수 있었다. 제품별 매출 비중은 제동 및 조향 장치용 ECU가 60~65%, 센서류가 25~30%, ADAS용 센서가 약 10%를 차지하고 있고, 전체 매출의 97~98%가 만도를 통해 발생하고 있다.

그림 9. 만도헬라일렉트로닉스의 주요 제품



자료: MHE, 미래셋대우 리서치센터

MHE는 매출 성장성 측면에서 너무도 매력적이다. 2016년 매출액은 5,700억원 수준에서 마감된 것으로 추정하는데, 이는 2013년 매출액 3,400억원부터 연평균 19%씩 성장한 것이다. MHE의 매출액이 가파르게 성장하는 이유는 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 하나는 중국, 인도 등 신흥국을 중심으로 사시제품(제동, 조향 등)의 전장화가 본격화되면서 제동 및 조향 장치용 ECU 수요가 빠르게 증가하는 것이고, 다른 하나는 선진국 안전 규제 강화 및 자동차 업체별 기술력 경쟁으로 ADAS 채택률이 높아지면서 ADAS용 센서 수요 역시 급증하는 것이다.

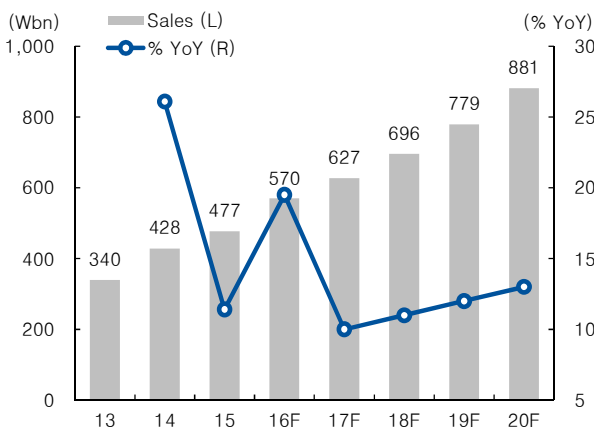
신흥국 사시제품 전장화는 당분간 지속되는 트렌드이다. <그림 12>는 이에 대한 한 예로 EPS(전자식 파워 스티어링)의 시장 규모를 전망한 자료인데 전체 시장은 2016년부터 2020년까지 연평균 10%씩 성장할 것으로 예측되고 있고, 특히 신흥국 비중이 높은 아시아-태평양 및 기타 지역의 경우 EPS 시장의 성장 속도는 각각 CAGR 14%, 20% 수준으로 예측되고 있다.

또한 선진국 중심의 ADAS 채택률 증가 추세는 보다 더 강력한 트렌드이다. 특히 AEB(긴급제동시스템)와 같은 ADAS 사양은 사고율을 크게 줄일 수 있어 유럽은 Euro NCAP(신차안전도평가)에서 가산점을 주는 방식으로 AEB 장착을 장려하고 있으며, 미국은 2022년부터 모든 신차에 AEB를 의무장착화하기로 했다. 따라서 AEB 사양의 시장 침투율은 조만간 가파르게 상승할 것인데, ADAS의 대표 기업인 모빌아이(Mobileye)는 4Q16 실적콜에서 그 시점을 2018년말~2019년부터 일 것으로 예상했다.

이러한 산업 흐름을 종합해볼 때, 우리는 MHE의 매출이 2020년까지도 고성장(2016~2020F CAGR 11.5%)을 지속할 것으로 예상된다. 체동 및 조향 장치용 ECU와 센서류 매출이 연평균 9%씩 성장하고, ADAS용 센서 매출이 연평균 30%씩 성장함을 가정해보면, MHE의 2020년 매출액은 8,800억원 을 상회할 수 있을 것으로 추정된다.

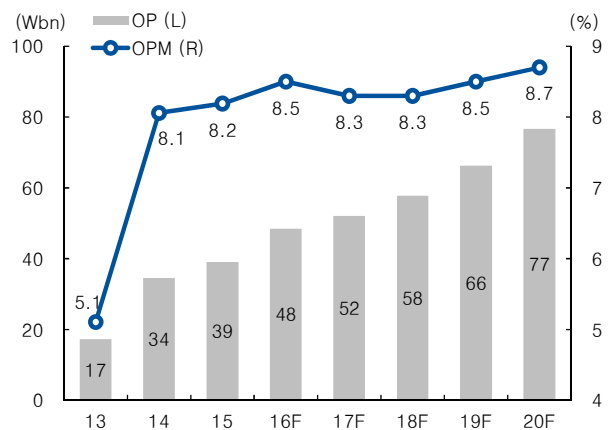
MHE의 영업이익률 역시 2013년 5.1%에서 최근 8%대까지 개선되었는데, 매출 성장 속도를 감안하면, 향후에도 8%대를 유지하는 게 어렵지 않을 전망이다. 다만 2017년 하반기 생산 개시를 목표로 인도 공장을 새롭게 짓고 있는데, 초기 가동 손실 등을 감안하면 2017~2018년 영업이익률은 2016년 대비 소폭 하락할 것으로 예상된다.

그림 10. MHE 매출액 추이



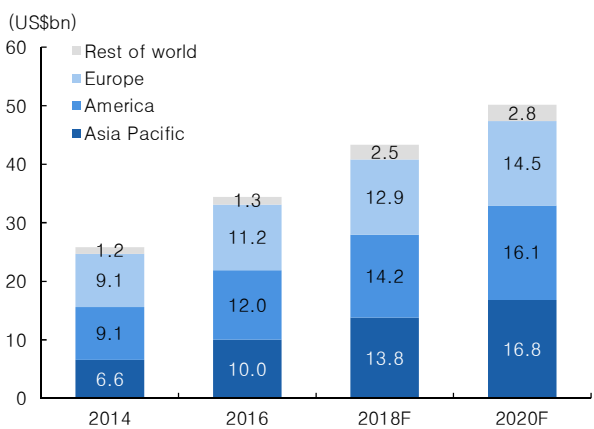
자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. MHE 영업이익 및 OPM 추이



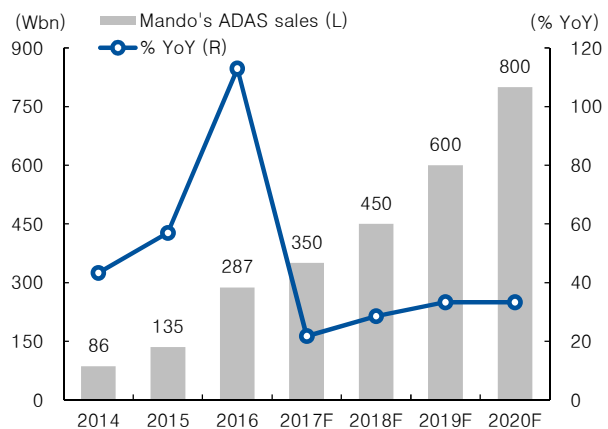
자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 지역별 EPS 시장 규모 추이: 신흥국 성장화 추세 가파름



주: EPS는 Electric Power Steering의 약자. 전자식 파워 스티어링
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 만도의 ADAS 매출 추이: 2020년까지 CAGR 29% 전망



자료: 만도, 미래에셋대우 리서치센터

III. 실적 전망 및 리스크 점검


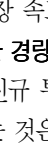


1. 실적 전망

한라홀딩스의 실적(매출액과 영업이익)은 크게 네 부문으로 구성돼있다. 첫 번째는 **지주부문**으로 1) 일부 관계사들로부터의 브랜드 로열티 수입(만도 매출액의 0.4%, (주)한라 매출액의 0.1%를 수취 중)과 2) 지분법평가 대상 관계사들로부터의 지분법평가이익 및 3) 그룹 IT서비스 매출 등이 포함된다. 두 번째는 **유통물류부문**으로 한라홀딩스의 자체 사업 분야의 실적이다. 세 번째는 **자동차소결부문**으로 자회사인 한라스택폴(HSC)의 실적인데 한라홀딩스의 지분율이 70%여서 연결 실적으로 반영된다. 마지막은 **기타사업부문**인데 100% 자회사 JJ한라의 실적이 이에 해당한다. JJ한라는 2016년 3월에 한라홀딩스가 SPC 한라제주개발(HJD) 설립을 통해 인수한 회사로(舊 에니스) 제주도 세인트포 골프장 및 배후부지 개발 사업자이다. 지주부문과 유통물류부문은 앞서 투자포인트 파트에서 이미 살펴봤기 때문에 여기서는 자동차소결부문부터 살펴보도록 하겠다.

자동차소결부문에 해당하는 **한라스택폴(HSC)**은 2008년 3월에 만도가 캐나다의 스택폴(Stackpole)과 함께 설립한 조인트벤처로 지분율은 현재 한라홀딩스가 70%, 스택폴이 30%를 차지하고 있다. 참고로 스택폴은 한라홀딩스 지분 중 20%에 대해 콜옵션을 가지고 있다. HSC는 2008년 6월에 새론오토 모터로부터 소결사업부문을 양수하면서 **자동차용 소결부품 연구개발 및 제조**를 주 사업으로 영위하고 있다. 주요 제품은 현가장치, 엔진, 변속기, 컴프레서, 조향장치 등에 들어가는 소결부품들이며, 주요 고객은 만도(40~45%), GM(30~35%), 한온시스템(7~8%), ZF-TRW, S&T모티브 등이다.

HSC의 2016년 매출액은 1,560억원 수준에서 마감된 것으로 추정하는데, 이는 2013년 1,320억원부터 연평균 6%씩 성장한 것이다. 하지만 향후에는 매출액 성장 속도가 더 가팔라 질 것으로 예상된다(2020년까지 CAGR 9%). 이는 **산업 전반의 연비 개선을 위한 경량화 추세와 완성차 업체들의 8/9년 자동변속기 도입 추세** 및 고객 확대 등에 기인한다. 수익성은 신규 투자에 따른 초기비용 발생 등에 따라 부침이 조금 있겠으나, **12~13%대의 영업이익률을 유지하는 것은 어렵지 않을 것으로 판단한다.**

그림 14. 한라스택폴의 주요 제품

Suspension	Power Train	Steering	Compressor
<p>Shock Absorber Parts</p>  <ul style="list-style-type: none"> ▪ Piston ▪ Body ▪ Reb 'Ret ▪ Rod Guide 	<p>Transmission Parts</p>  <ul style="list-style-type: none"> ▪ GF-6 ▪ MTM Hub ▪ E/G Cam-Shaft Gear ▪ E/G Rotor 	<p>Steering System Parts</p>  <ul style="list-style-type: none"> ▪ R-EPS Pulley ▪ Cam & Rotor ▪ Rack & Pinion ▪ Support Yoke 	<p>Air Conditioner Compressor Parts</p>  <ul style="list-style-type: none"> ▪ Hub ▪ Limiter ▪ Con-Rod ▪ Bearing

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

기타사업부문에 해당하는 JJ한라의 실적은 2Q16부터 반영되기 시작했으며, 3Q16까지 누적 매출액 38억원과 영업적자 42억원을 기록했다. 이는 제주도 세인트포 골프장 일부를 퍼블릭으로 전환하여 운영함으로써 발생하는 실적이며, 올해까지 정상화 노력을 기한 후 2018년에 골프장 매각을 계획하고 있다. 세인트포 리조트에는 52개실의 골프텔도 있는데 이는 올해까지 분양을 완료할 계획이며, 매각차익은 인수금융 900억원의 일부 상환에 이용할 계획이다. 한편 현재까지 개발된 54만평의 부지 외에도 74만평의 미개발 부지를 JJ한라는 보유하고 있는데, 이 부지는 향후 일부 개발 및 용도별 부지조성(콘도, 호텔, 상업시설 등) 후 투자자를 유치해 단계별로 이익을 실현해 나갈 계획이다.

그림 15. 제주도 세인트포 골프장 및 골프텔



자료: JJ한라

자체 사업 및 주요 관계사들의 연간 실적 추이 및 전망은 <표 3>과 <표 4>에 정리돼 있으며, 한라홀딩스의 연결 분기 실적 추이 및 전망은 <표 5>를 참고하기 바란다.

한라홀딩스의 2017년 연간 실적만 놓고 보면, 매출액은 9,990억원(+4% YoY), 영업이익 1,210억원(+8% YoY, OPM 12.1%), 지배지분순이익 710억원(+4% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 연결 영업이익의 증가(+90억원 YoY)는 지주부문(+40억원 YoY)과 유통물류부문(+45억원 YoY)이 대부분 담당할 것으로 추정한다. 지주부문은 만도와 MHE의 매출 및 순이익 증가세가 긍정적이며, 유통물류부문은 부실 사업 정리 이후 매출액 (+)성장 추세 진입과 수익성 개선 지속이 긍정적이다.

표 3. 자체 사업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	한라홀딩스 실적 연결
유통물류부문	Sales	792	752	672	679	696	717	738	유통물류부문 매출
	OP	8	11	15	25	30	32	35	유통물류부문 영업이익
	OPM (%)	1.1	1.5	2.2	3.7	4.3	4.5	4.7	

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 주요 관계사 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	한라홀딩스 실적 연결
만도	Sales	4,972	5,029	5,299	5,866	6,160	6,569	7,063	지주부문 브랜드로열티 매출 (0.4%)
	OP	287	276	266	305	334	357	383	
	OPM (%)	5.8	5.5	5.0	5.2	5.4	5.4	5.4	
	NP		187	130	211	223	248	270	
만도헬라일렉트로닉스 (MHE)	Sales	340	428	477	570	627	696	779	지주부문 지분법이익 매출
	OP	17	34	39	48	52	58	66	
	OPM (%)	5.1	8.1	8.2	8.5	8.3	8.3	8.5	
	NP	12	29	23	32	35	39	44	
한라스택폴 (HSC)	Sales	132	141	148	156	170	187	204	자동차소결부문 매출 자동차소결부문 영업이익
	OP	20	20	19	21	21	24	27	
	OPM (%)	15.1	13.9	12.6	13.5	12.6	12.6	13.0	
	NP	15	16	15	14	17	19	21	
JJ한라	Sales				6	8	8	8	기타사업부문 매출 기타사업부문 영업이익
	OP				(6)	(6)	(6)	(6)	

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 연결 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2016F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017F	2018F
매출액	219	249	253	238	959	235	256	265	244	999	1,047
지주부문	25	29	27	37	118	27	32	31	36	126	136
유통물류부문	155	179	187	158	679	164	179	192	162	696	717
자동차소결부문	39	39	36	41	156	42	43	41	44	170	187
기타사업부문		2	2	2	6	2	2	2	2	8	8
영업이익	24	30	25	33	112	25	34	30	33	121	132
지주부문	14	18	15	25	71	15	20	18	23	75	83
유통물류부문	5	9	7	5	25	6	10	9	6	30	32
자동차소결부문	5	6	5	5	21	5	6	5	6	21	24
기타사업부문		(2)	(2)	(2)	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)	(6)	(6)
기타손익	(0)	11	(3)	1	10	(0)	1	1	1	3	4
금융손익	(5)	(7)	(9)	(7)	(27)	(6)	(6)	(7)	(6)	(25)	(22)
세전이익	19	35	13	28	95	19	28	24	28	99	114
지배지분순이익	13	26	9	21	68	13	20	17	20	71	82
(증감률, % YoY)											
매출액	2.8	12.5	2.6	12.7	7.5	7.0	2.8	4.8	2.4	4.2	4.8
지주부문	70.0	95.5	6.3	112.0	62.9	8.0	9.7	12.8	(3.3)	6.0	8.1
유통물류부문	(4.7)	5.6	1.2	2.0	1.1	5.6	0.3	2.4	2.0	2.5	3.0
자동차소결부문	9.0	5.8	1.7	5.5	5.5	6.8	8.9	11.6	8.9	9.0	10.0
기타사업부문							8.8	2.4	0.0	38.1	0.0
영업이익	16.1	26.2	(13.7)	45.9	16.9	4.0	10.5	20.7	(2.1)	7.6	9.6
지주부문	15.3	35.6	(34.6)	67.0	13.6	7.9	10.7	18.3	(7.0)	5.7	9.5
유통물류부문	12.2	43.5	536.2	51.1	74.9	25.2	10.8	19.2	20.4	17.6	7.8
자동차소결부문	21.8	16.2	4.5	10.4	13.1	3.5	(0.0)	2.8	0.9	1.7	10.0
기타사업부문							적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	(27.0)	86.4	(44.9)	17.0	2.5	0.3	(17.9)	81.4	(1.7)	4.5	15.4
지배지분순이익	(38.7)	112.5	(55.1)	(10.4)	(9.4)	4.0	(22.4)	100.1	(4.0)	3.6	15.7
(이익률, %)											
영업이익률	10.9	12.2	9.7	14.0	11.7	10.6	13.1	11.2	13.3	12.1	12.6
지주부문	55.8	61.4	54.9	66.2	60.2	55.8	62.0	57.6	63.7	60.0	60.8
유통물류부문	3.0	5.0	3.9	3.0	3.7	3.5	5.5	4.5	3.5	4.3	4.5
자동차소결부문	13.4	14.2	13.0	13.4	13.5	13.0	13.0	12.0	12.4	12.6	12.6
기타사업부문		(99.9)	(119.4)	(75.0)	(97.9)	(75.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)
세전이익률	8.6	13.9	5.3	11.8	9.9	8.0	11.1	9.1	11.3	9.9	10.9
지배지분순이익률	5.8	10.6	3.4	8.6	7.1	5.6	8.0	6.5	8.1	7.1	7.8

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

2. 리스크 점검

건설 계열사인 (주)한라의 실적은 현재 한라홀딩스의 (주)한라 보통주 지분율이 16.88%에 불과하므로 한라홀딩스 연결 실적에 반영되지 않는다(매도가능증권으로 분류). 하지만 한라홀딩스가 (주)한라의 전환우선주(10,174.420주) 100%를 보유하고 있어, 2019년 이후에 보통주로 전환될 경우(전환비율 1:5) 연결 실적에 반영될 예정이다.

(주)한라는 2013년까지 재무구조 및 실적 악화로 인해 한라 그룹 내에서 위험요인이 가장 큰 계열사였다. 2009년 (주)한라의 별도기준 순차입금은 4,820억원 수준이었으나 부실사업장 PF가 2조원에 달했다. 이 PF를 정리하는 과정에서 차입금이 증가해 2013년 별도기준 순차입금은 9,610억원까지 급증했고, 이에 따라 재무구조 악화와 유동성 리스크가 불거졌다. 하지만 이후 1) 2014년부터 배곧 신도시 사업(아파트 분양수익금 2.2조원)의 성공적 진행, 2) 지속적인 자산 건전화 노력과 3) 한라그룹 지주사 전환(2014년) 및 JJ한라 인수(2016년) 과정에서의 현금 유입을 기반으로 재무구조 및 실적은 빠르게 개선되었다. 2016년 3분기말 기준 별도기준 순차입금은 3,620억원까지 감소했고, 2016년 연간 영업이익률은 5.0%까지 회복했으며 이자비용 감소로 순이익도 흑자 전환했다.

실적 회복 추세는 해외손실 감소와 수익성이 개선된 주택사업 매출 증가를 감안하면 2018년까지 지속될 가능성이 높다. 향후 (주)한라는 배곧 신도시 사업의 성공을 기반으로 제안형 사업 활성화를 중점적으로 추진할 계획이며, 이를 통해 수익성 개선과 리스크 관리를 꾀하겠다는 계획이다. (주)한라 관련 리스크는 확실히 크게 줄어들었다.

표 6. (주)한라 별도기준 재무현황 요약

(십억원, %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1~3Q 2016
매출액	1,616	1,503	1,686	1,874	1,465	1,408	1,353	941
영업이익	120	90	42	(220)	(283)	11	21	53
영업이익률(%)	7.4	6.0	2.5	(11.7)	(19.3)	0.8	1.6	5.6
순이자비용	84	62	63	83	96	91	84	27
순이익	59	9	(20)	(226)	(414)	44	(33)	15
순차입금	482	739	578	899	961	520	494	362
차입금비율(%)	139	178	201	369	380	212	232	124

자료: (주)한라, 미래에셋대우 리서치센터

한라홀딩스 (060980) 예상 포괄손익계산서

(십억원)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F	09/16	12/16F	03/17F	06/17F
매출액	929	919	892	959	999	1,047	253	238	235	256
매출원가	826	784	716	755	782	813	205	181	185	199
매출총이익	103	135	176	204	217	234	48	57	50	57
판매비와관리비	73	85	81	92	97	102	23	24	25	23
조정영업이익	31	50	96	112	121	132	25	33	25	34
영업이익	31	50	96	112	121	132	25	33	25	34
비영업손익	-30	-3	-4	-17	-22	-18	-11	-5	-6	-5
금융손익	-8	-10	-16	-25	-25	-22	0	-25	-6	-6
외화관련손익	0	1	3	0	0	0	-2	0	0	0
기타비영업손익	-22	6	9	8	3	4	-9	20	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	47	92	95	99	114	13	28	19	28
계속사업법인세비용	0	9	13	22	23	27	4	6	4	7
계속사업이익	0	37	80	72	76	87	9	22	14	22
중단사업이익	177	1,044	0	0	0	0	0	0	0	0
*법인세 효과	40	52	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익의 귀속	178	1,082	80	72	76	87	9	22	14	22
지배주주	178	1,079	75	68	71	82	9	21	13	20
비지배주주	0	3	5	4	5	6	1	1	1	1
총 포괄이익의 귀속	176	1,075	3	72	76	87	-28	19	14	22
지배주주	177	1,074	-1	68	71	82	-28	17	13	20
비지배주주	-1	1	4	4	5	6	0	2	1	1
EPS (원)	9,852	72,030	6,959	6,304	6,530	7,559	799	1,903	1,216	1,888
EBITDA	231	198	109	130	141	152	29	40	29	39
유형자산감가상각비	180	132	11	15	17	17	3	6	3	4
무형자산상각비	20	16	2	3	3	3	1	1	1	1
이익률										
매출총이익 (%)	11.1	14.7	19.7	21.3	21.7	22.3	19.0	23.9	21.3	22.3
조정영업이익 (%)	3.3	5.4	10.8	11.7	12.1	12.6	9.9	13.9	10.6	13.3
EBITDA (%)	24.9	21.5	12.2	13.6	14.1	14.5	11.5	16.8	12.3	15.2
지배주주귀속 순이익 (%)	19.2	117.4	8.4	7.1	7.1	7.8	3.6	8.8	5.5	7.8
증가율(YoY)										
매출액 (%)	-81.6	-1.1	-2.9	7.5	4.2	4.8	2.8	12.8	7.3	2.8
조정영업이익 (%)	-87.9	61.3	92.0	16.7	8.0	9.1	-10.7	50.0	8.7	13.3
EBITDA (%)	-45.6	-14.3	-44.9	19.3	8.5	7.8	-6.5	60.0	7.4	11.4
지배주주귀속 순이익 (%)	9.2	506.2	-93.0	-9.3	4.4	15.5	-52.6	-8.7	0.0	-23.1
주당순이익 (%)	10.0	631.1	-90.3	-9.4	3.6	15.8	-55.1	-10.4	4.0	-22.4
기타비율										
판매비/매출액 (%)	7.9	9.2	9.1	9.6	9.7	9.7	9.1	10.1	10.6	9.0
법인세율 (%)	0.0	19.1	14.1	23.2	23.2	23.7	30.8	21.4	21.1	25.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.3	2.4	5.2	5.1	4.8	5.6	N/A	1.5	3.9	5.4

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

한라홀딩스 (060980) 예상 재무상태표

(십억원)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	2,484	468	435	496	469	420
현금 및 현금성자산	718	166	150	200	160	97
매출채권 및 기타채권	1,041	185	176	194	202	212
재고자산	417	104	96	87	91	95
기타유동자산	308	13	13	15	16	16
비유동자산	2,593	1,212	1,171	1,457	1,518	1,587
관계기업투자등	66	597	645	688	733	783
유형자산	1,785	130	135	354	357	360
무형자산	127	23	46	48	49	49
기타비유동자산	615	462	345	367	379	395
자산총계	5,077	1,679	1,606	1,953	1,987	2,007
유동부채	1,855	287	378	429	414	401
매입채무 및 기타채무	1,127	150	137	153	160	168
단기금융부채	620	111	225	257	235	214
기타유동부채	108	26	16	19	19	19
비유동부채	1,504	447	285	522	509	468
장기금융부채	1,265	425	263	468	453	409
기타비유동부채	239	22	22	54	56	59
부채총계	3,358	734	663	951	922	869
지배주주지분	1,653	916	910	965	1,022	1,090
자본금	91	55	55	55	55	55
자본잉여금	240	265	265	265	265	265
기타자본구성요소	-26	-1,779	-37	-37	-37	-37
이익잉여금	1,322	2,373	698	753	810	878
비지배주주지분	66	29	33	37	43	48
자본총계	1,719	945	943	1,002	1,065	1,138
평균발행주식수(천주)	18,071	14,976	10,803	10,803	10,803	10,803
활동성 지표						
매출채권 회전율 (회)	0.9	1.5	5.4	5.6	5.5	5.5
재고자산 회전율 (회)	2.2	3.5	8.9	10.5	11.2	11.3
매입채무 회전율 (회)	0.9	1.4	5.6	5.9	5.6	5.6
운전자본회전율 (회)	2.2	3.8	7.0	7.5	7.9	7.9
총자산회전율 (회)	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
안전성 지표						
현금성자산/자산총계 (%)	14.1	9.9	9.3	10.2	8.1	4.8
유동비율 (%)	133.9	162.7	115.0	115.7	113.3	104.7
부채비율 (%)	195.4	77.7	70.4	94.9	86.6	76.4
순차입금/자기자본 (%)	56.7	39.0	35.6	52.1	49.2	45.9
수익성 지표						
ROA (%)	3.9	32.0	4.9	4.1	3.8	4.4
ROE (%)	11.3	84.0	8.2	7.3	7.1	7.7
ROIC (%)	0.6	3.1	27.1	19.9	17.1	18.8

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

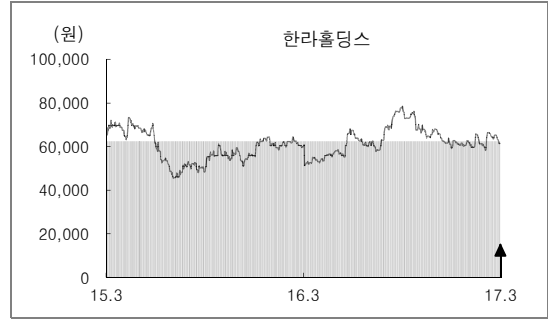
한라홀딩스(060980) 예상 현금흐름표

(십억원)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	554	206	41	131	93	104
당기순이익	178	1,082	80	72	76	87
비현금수익비용가감	335	205	-22	44	46	48
유형자산감가상각비	180	132	11	15	17	17
무형자산상각비	20	16	2	3	3	3
기타	135	57	-35	26	26	28
영업활동으로인한자산및부채의변동	95	-127	-11	40	-3	-3
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	63	19	7	-15	-8	-9
재고자산 감소(증가)	11	-31	4	9	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	69	-80	-13	16	6	7
기타자산, 부채변동	-48	-35	-9	30	3	3
법인세납부	-60	-53	-24	-22	-23	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-851	-509	-6	-262	-36	-39
유형자산처분(취득)	-313	-148	-18	-235	-20	-20
무형자산감소(증가)	-42	-32	-23	-5	-3	-3
장기금융자산의 감소(증가)	-329	63	140	-22	-13	-16
단기금융자산의 감소(증가)	-123	190	-1	0	0	0
기타투자활동	-44	-582	-104	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	802	-247	-53	224	-51	-79
장단기금융부채의 증가(감소)	817	-1,349	-48	237	-38	-65
자본의 증가(감소)	0	-12	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-21	-5	-13	-13	-14
기타재무활동	3	1,135	0	0	0	0
현금의 증가	504	-552	-16	50	-40	-63
기초현금	215	718	166	150	200	160
기말현금	718	166	150	200	160	97
EBITDA	231	198	109	130	141	152
(-)CAPEX	320	163	19	235	20	20
(-)법인세	60	53	24	22	23	27
(-)순이자비용	8	10	16	25	25	22
(-)운전자본증감	356	124	131	124	129	135
(=) FCF (Free Cash Flow)	234	44	22	-104	73	84
Per Share Data						
EPS (원)	9,852	72,030	6,959	6,304	6,530	7,559
BPS (원)	93,225	85,531	84,903	90,022	95,318	101,593
CFPS (원)	28,389	85,901	5,361	10,784	11,295	12,486
DPS (원)	1,200	500	1,200	1,250	1,300	1,400
Valuation						
P/E (x)	11.8	1.0	9.3	9.6	9.4	8.1
P/B (x)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
P/CF (x)	4.1	0.8	12.0	5.6	5.4	4.9
EV/EBITDA (x)	14.3	5.8	9.8	9.3	8.8	8.1

자료: 한라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
한라홀딩스(060980)	2017.03.06	매수 분석 대상 제외	83,000원



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(⇨), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.13%	13.99%	10.88%	0.00%

* 2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.