



BUY (유지)

목표주가(12M) 45,000원(하향)
현재주가(11.15) 33,850원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,486.67
52주 최고/최저(원)	37,500/29,600
시가총액(십억원)	344.2
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	10,169.4
60일 평균 거래량(천주)	12.1
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
외국인지분율(%)	8.05
주요주주 지분율(%)	
정몽원 외 7인	29.33
브이아이피자산운용	9.02

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,392.0	1,466.0
영업이익(십억원)	141.0	118.0
순이익(십억원)	100.0	75.0
EPS(원)	9,727	7,277
BPS(원)	113,543	119,267

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,041.2	1,277.1	1,317.3	1,415.5
영업이익	139.9	85.8	123.4	151.1
세전이익	129.5	12.9	112.8	152.6
순이익	106.2	3.1	116.2	148.2
EPS	10,146	296	11,299	14,578
증감율	141.23	(97.08)	3,717.23	29.02
PER	4.52	103.89	3.00	2.32
PBR	0.47	0.31	0.31	0.27
EV/EBITDA	6.96	8.08	(1.29)	(1.81)
ROE	11.19	0.31	11.04	12.73
BPS	98,571	98,176	110,597	123,284
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 16일 | 기업분석

HL홀딩스 (060980)

지분 회사와 투자 회사의 주가가 모두 하락했어요

목표주가 4.5만원으로 하향

HL홀딩스에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 자회사 지분 가치와 로열티 가치를 하향하면서 목표주가를 기존 5.1만원에서 신규 4.5만원으로 조정한다. 목표주가는 영업 가치 1,990억원, 지분 가치 6,300억원, 로열티 가치 2,160억원, 차입금 5,900억원 등을 적용한 적정 시가총액 4,540억원을 기준으로 산정했다. 전체 기업가치의 64%를 차지하는 HL만 도와 19% 비중인 HL D&I 뿐만 아니라 14% 비중인 자체 물류/모듈 사업이 모두 경기 영향을 받는다는 점과 F성 투자 활동의 성과 변동성에 노출되어 있다는 점은 부정적이다. 반면, 기대 배당수익률이 5.9%(주당 2,000원 유지 가정)이고, 2024년~2026년에 걸쳐 총 200억원 규모의 자사주 매입/소각(현재 시가총액 대비 5.8% 비중)을 계획하고 있다는 점은 긍정적이다.

3Q23 Review: 영업이익률 -4.7% 기록

HL홀딩스의 3분기 실적은 부진했다. 매출액/영업이익은 -18%/적자전환 (YoY) 변동한 2,811억원/-133억원(영업이익률 -4.7%, -11.5%p (YoY))을 기록했다. 자체 물류/AS 사업이 8% (YoY) 감소한 2,896억원을 기록했는데, UAW 파업에 따른 재고조정으로 해상 물동량 감소와 운임조정의 영향으로 물류 부문이 부진했다. 자체 사업의 영업이익은 27% 감소한 73억원, 영업이익률은 0.7%p (YoY) 하락한 2.5%를 기록했다. 매출액 감소와 함께 미국 모듈2공장 가동과 관련된 일시 비용이 반영된 결과이다. 지주 부문의 매출액은 -85억원을 기록했는데, 로열티 매출액이 100억원으로 증가했지만, 지분법이익 매출액이 -185억원(vs. 3Q22 126억원)을 기록하면서 부진했다. 전년 동기에 판교사옥 매각에 따른 일회성 이익이 있었고, 금년 3분기에는 투자자산 중 WCP의 주가 하락으로 평가손이 발생했기 때문이다. 전체 영업이익 -133억원 중 투자자산 평가손을 제거할 경우의 영업이익은 124억원, 영업이익률은 4.4%(-2.4%p (YoY))였을 것이다.

중기 주주환원 정책을 발표

HL홀딩스는 11월 8일 공시를 통해 중기(2024년~2026년) 주주환원 정책을 발표했다. 우선 배당과 관련해서는 2019년 이후 5년 동안 매년 주당 2,000원을 배당해 왔고, 평균 배당수익률이 5.0%였는데, 2023년에도 최소 2,000원 이상을 배당할 계획이다. 이는 현재 주가를 기준으로 5.9%의 수익률을 의미한다. 자기주식 취득/소각에 대해서는 2023년 100억원 규모의 자기주식을 소각했는데(302,660주, 취득단가 34,555원), 2024년부터 향후 3년간 총 200억원 규모의 자기주식을 분할/취득하고, 취득완료 후 즉시 소각할 계획이라고 발표했다. 현재 주가를 기준으로 약 5.8%의 비중이다.

도표 1. HL홀딩스의 목표주가 계산

(단위: 십억원)

구분	회사명	지분율	적정 가치	비고
영업 가치			199	예상 이익 * P/E 7배
지분 가치	HL만도	30%	739	만도 시가총액 2.44조원 기준
	HL DNI	16%	269	우선주 가치 포함. 장부가 기준
	자사주/투자부동산		42	현재 가치 기준
	합산		1,050	
	할인율		40%	
	할인 후 지분가치		630	
로열티 가치			216	현금흐름할인(TGR=1%, Discount Rate = 10%)
차입금			-590	한라홀딩스 개별 기준 (리스부채 포함)
적정 시가총액			454	
주식수 (천주)			10,169	
적정 주가 (원)			44,689	
현재 주가 (원)			33,850	
상승 여력			32%	

자료: HL홀딩스, 하나증권

도표 2. HL홀딩스의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
매출액	299.5	314.3	344.0	319.3	322.5	362.4	281.1	351.3	735.8	1,041.2	1,277.1	1,317.3
사업부문	265.9	272.2	314.1	324.4	289.8	309.2	289.6	311.4	650.8	904.8	1,198.2	1,200.0
지주(지분법/로열티)	31.8	37.8	21.9	(12.6)	29.7	52.6	(8.5)	38.5	85.0	136.3	78.9	112.2
기타/연결조정	1.9	4.3	7.9	7.5	3.0	0.7	0.1	1.3	0.0	0.0	0.0	5.0
영업이익	35.7	44.4	23.4	(17.7)	33.2	63.1	(13.3)	40.4	90.7	139.9	85.8	123.4
사업부문	6.9	8.8	10.0	6.9	7.9	11.3	7.3	9.3	20.5	26.8	35.9	35.8
지주(지분법/로열티)	28.8	35.6	13.4	(24.6)	25.3	51.8	(20.6)	31.0	70.2	113.1	49.9	87.5
세전이익	23.0	(4.7)	28.7	(34.0)	27.8	56.8	(20.2)	48.4	56.0	129.5	12.9	112.8
지배주주순이익	21.3	(7.0)	31.3	(42.5)	22.0	53.8	(19.1)	59.5	44.0	106.2	3.1	116.2
마진												
영업이익률	11.9	14.1	6.8	(5.6)	10.3	17.4	(4.7)	11.5	12.3	13.4	6.7	9.4
사업부문	2.6	3.2	3.2	2.1	2.7	3.7	2.5	3.0	3.2	3.0	3.0	3.0
지주(지분법/로열티)	90.8	94.3	61.3	196.3	85.4	98.5	241.6	80.6	82.6	83.0	63.2	78.0
세전이익률	7.7	(1.5)	8.3	(10.7)	8.6	15.7	(7.2)	13.8	7.6	12.4	1.0	8.6
순이익률	7.1	(2.2)	9.1	(13.3)	6.8	14.9	(6.8)	16.9	6.0	10.2	0.2	8.8

자료: HL홀딩스, 하나증권

HL홀딩스 3Q23 실적 발표 컨퍼런스 콜

1. 실적

[실적 Highlight]

3분기 매출은 2811억원으로 전년 대비 18% 감소, 지주 부문 지분법 이익 감소와 자체사업 중 물류사업의 매출감소가 있었으나, UAW파업, 이-팔 전쟁 불구하고 자체사업 매출은 전년과 유사했음. 3분기 누계 매출은 9660억원으로 전년 대비 1% 증가, 전년 대비 지분법이익 감소와 자체사업 중 물류 매출 감소했으나, 4대 핵심사업 위주로 성장하며 전체적으로 매출 성장. 올초 당사가 제시한 사업방향대로 재편 중임을 확인할 수 있음. 4대 핵심사업 매출은 전년 대비 652억원 증가, 수입차사업은 수입차시장확대와 경쟁사 구조조정으로 인한 수요 흡수로 전년 대비 30% 성장. 해외 AS사업과 순정 AS사업은 튀르키예법인의 유럽물량확대와 국내 ADAS 중심 성장, 모듈사업은 22년 저조했던 독일공장 본격화와 중국 공장 생산 증가로 34% 성장.

3분기 영업이익은 전년 동기 대비 367억원 감소한 -133억원. 일회성 성격이 있는 WCP 및 투자자산평가 제외시 124억원으로 전년 대비 110억원 감소. 전년 대비 감소 사유는 작년 3분기 판교사옥매각으로 지분법 이익 일시적으로 증가한 영향. 일회성 성격인 wcp 및 투자자산평가는 해당 투자자산은 주가변동에 따라 지속적으로 실적에 변동이 반영이 되나 매각전까진 지켜봐야하는 관계로 일회성으로 분류하였음. 3분기 누계 영업이익은 830억원으로 전년 대비 206억원 감소, 일회성 제외시 696억원으로 전년 대비 340억원 감소, 감소사유는 만도 지분법이익 감소 영향. 2023년 3분기 누계 영업이익률 7.2%로 전년도 10.8% 대비 낮아보이나, 이것은 3분기 판교사옥 매각에 따른 기저영향이 있으며, 2021년 연간영업이익률 7% 감안시 적절한 수준.

[자체사업]

23년 3분기 자체사업 매출은 2896억원으로 전년 대비 8% 감소, 영업이익률은 2.5%로 전년 대비 0.7%p 하락. 매출감소는 전미노조파업으로인한 재고조정으로 해상물동량 감소 및 운임 조정의 영향 있었음. 영업이익 감소사유는 상대적으로 고수익인 미국 전기차 생산량 감소하였으나, 중국 전기차 생산량 증가하며 믹스효과 유지. 그 외에도 미국 모듈2공장의 일시비용 반영과, 물류사업 고정비 영향이 있었음.

[계열사별 경영실적]

D&한라 3분기 매출액은 전년 대비 15% 증가한 4115억원, 영업이익률 2.6%로 전년 대비 4.5%p 상승. 3분기는 철근/레미콘 단가 인상 이슈가 어느정도 해소되어 실적양호. HL만도 경영실적은 3분기 매출액 2.12조원으로 8% 증가, 영업이익률은 3.8%로 전년 대비 0.1%p 하락. 작년 3분기 판교사옥 매각이 영업외수익에 반영되어 이로인한 일시적 당기순이익 상승이 있었음.

[해외비즈니스 Re-organization]

해외 각 사이트에서 당사의 성장전략 전개하고 있는지 말씀 드림. 미주지역은 모듈사업/AM 사업/물류사업 3개 축, 현재 모듈/AM 중심 성장 중. 모듈사업에서는 2공장이 양산 시작해서 24년 이후 매출 추가확보 예상, 앞으로도 모듈 중심 적극적 비즈니스 확장 예정. 2공장인 오

스틴공장에 110억원 기투자하였고 9월2일자로 양산 개시, 현재 2공장 캐파는 연간 40만대 수준, 향후 30억원 업그레이드 비용 투입시 65만대까지 늘어날 수 있음. 2024년 생산량은 기존모델/신모델 합산 45만대 예상, 당사 매출에 280억원 정도 신규 기여 예상.

당사는 글로벌 자동차 부품 유통물류 전문회사로 미국 뿐만 아니라 유럽/아시아에서도 사업 영위 중. 현재 유럽에서의 독일모듈공장이 가동본격화되며 매출 점진적 증가할 것, 터키매출은 가파르게 성장 중. 9월 인도 애프터마켓 공략위해 아난드그룹과 합작, 인도에서 매출 확대할 것. 중국에서는 매출 모듈/AM/물류/완성차물류로 구성, 모듈매출은 고객사 매출 증가에 따라 성장중이나 AM/물류매출은 감소했고 완성차 물류 매출 미미한 상태. 중국에서도 미국/유럽과 같이 사업 restructuring하며 당사가 경쟁력 있는 분야에 집중할 것이고, 이를 바탕으로 중국 시장에서 경쟁력 강화할 것.

[지속가능경영]

사회발전과 환경보존 위해 지속적으로 노력 중, 구체적으로 기후위기극복을 위한 노력, 소외지역/계층 지원, 인권과 상생 3개의 큰 틀. 기후위기 위해서 임직원 동참하여 멸종위기종 숲 조성하고, EU 기준의 환경프레임워크에 맞춰서 사업계획 수립 및 국제표준 에너지경영 시스템 도입. 소외지역/계층 지원을 위해서는 육군부대와 결연 및 아이스하키단과 연계해서 저소득 아동 지원 중. 순찰로봇 골리와 오토크이월체어 등 지원하여 희망의 메시지를 전파하고 있음. 인권과 상생을 위해서 국가인권위와 협업해서 인권교육인프라 구축하여서 내재화 진행 중, 협력사 가이드라인 전파하여 모든 근로자 인권 보호 추진 중. 23년 한국ESG평가단이 평가한 등급에서 A등급 이상 획득.

[중기 주주환원]

당사는 2014년 분할 이후부터 매년 주주환원하였고, 최근 5개년간 주당 2천원 배당해왔음, 이는 시가배당률 6.5% 수준이며, 코스피고배당50지수 편입되어있음. 연평균 250억원의 배당과 자사주 소각을 실시한 것. 이는 22년말 기준 당사 시총 7.8%에 해당하는 높은 주주환원. 그럼에도 불구하고 당사는 더 나아가 중기 주주환원 발표하여 주주가치제고할 것, 이번달 8일 이사회에서 승인되었음. 지주사업 제외하고도 자체사업 매출액은 3년간 36% 성장하며 22년 기준 매출 1.2조원과 3~4%의 안정적 수익성 달성하였음. 지속적인 투자활동과 중기 주주환원정책 시행 가능한 충분한 캐시플로우를 창출하고 있으며, 이를 바탕으로 3개년간 매년 최소 2천원 이상 배당 유지, 총 200억원 규모 자사주 취득 및 소각 예정.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,041.2	1,277.1	1,317.3	1,415.5	1,458.0
매출원가	814.9	1,068.6	1,067.4	1,129.9	1,169.5
매출총이익	226.3	208.5	249.9	285.6	288.5
판매비	86.3	122.7	126.5	134.4	139.1
영업이익	139.9	85.8	123.4	151.1	149.4
금융손익	(29.2)	(30.8)	(19.7)	(9.5)	(8.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	18.8	(42.2)	9.2	11.0	8.7
세전이익	129.5	12.9	112.8	152.6	149.9
법인세	23.3	10.4	19.7	33.9	33.3
계속사업이익	106.2	2.5	93.1	118.8	116.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	106.2	2.5	93.1	118.8	116.6
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.6)	(23.1)	(29.5)	(29.0)
지배주주순이익	106.2	3.1	116.2	148.2	145.6
지배주주지분포괄이익	155.7	15.7	96.9	123.6	121.4
NOPAT	114.7	16.5	101.8	117.6	116.2
EBITDA	179.7	126.6	161.3	187.3	184.4
성장성(%)					
매출액증가율	41.51	22.66	3.15	7.45	3.00
NOPAT증가율	60.42	(85.61)	516.97	15.52	(1.19)
EBITDA증가율	52.16	(29.55)	27.41	16.12	(1.55)
영업이익증가율	54.24	(38.67)	43.82	22.45	(1.13)
(지배주주)순이익증가율	141.36	(97.08)	3,648.39	27.54	(1.75)
EPS증가율	141.23	(97.08)	3,717.23	29.02	(1.80)
수익성(%)					
매출총이익률	21.73	16.33	18.97	20.18	19.79
EBITDA이익률	17.26	9.91	12.24	13.23	12.65
영업이익률	13.44	6.72	9.37	10.67	10.25
계속사업이익률	10.20	0.20	7.07	8.39	8.00

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	10,146	296	11,299	14,578	14,315
BPS	98,571	98,176	110,597	123,284	135,710
CFPS	5,441	8,042	14,186	16,894	16,606
EBITDAPS	17,161	12,092	15,693	18,418	18,130
SPS	99,422	121,954	128,134	139,191	143,366
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주기지표(배)					
PER	4.52	103.89	3.00	2.32	2.36
PBR	0.47	0.31	0.31	0.27	0.25
PCR	8.43	3.82	2.39	2.00	2.04
EV/EBITDA	6.96	8.08	(1.29)	(1.81)	(2.54)
PSR	0.46	0.25	0.26	0.24	0.24
재무비율(%)					
ROE	11.19	0.31	11.04	12.73	11.26
ROA	4.99	0.14	5.14	6.43	6.00
ROIC	21.14	3.39	24.62	28.93	28.46
부채비율	126.22	126.81	107.95	101.15	94.35
순부채비율	75.70	69.57	(49.19)	(53.70)	(57.37)
이자보상배율(배)	4.74	2.60	4.04	5.24	5.17

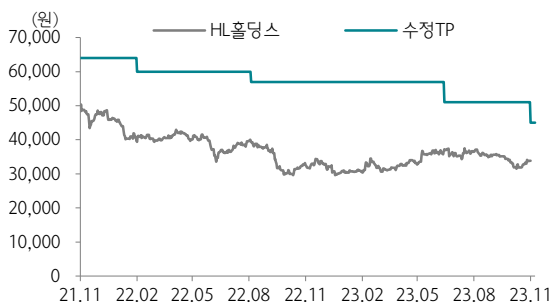
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	475.8	574.2	1,687.9	1,817.6	1,928.7
금융자산	174.0	201.2	1,336.1	1,440.1	1,540.1
현금성자산	168.5	139.2	1,272.1	1,371.4	1,469.3
매출채권	181.8	213.8	204.0	219.2	225.8
재고자산	99.6	128.8	117.8	126.6	130.4
기타유동자산	20.4	30.4	30.0	31.7	32.4
비유동자산	1,819.1	1,705.7	555.2	552.4	550.5
투자자산	1,164.9	1,204.5	59.1	59.4	59.5
금융자산	46.2	58.9	59.1	59.4	59.5
유형자산	280.4	122.4	117.5	114.4	112.4
무형자산	39.0	33.4	33.3	33.3	33.2
기타비유동자산	334.8	345.4	345.3	345.3	345.4
자산총계	2,295.0	2,279.9	2,243.1	2,370.0	2,479.2
유동부채	522.7	585.6	473.5	496.1	505.8
금융부채	259.0	272.3	177.3	179.2	180.0
매입채무	188.0	236.8	219.1	235.4	242.5
기타유동부채	75.7	76.5	77.1	81.5	83.3
비유동부채	757.7	689.1	691.0	695.7	697.7
금융부채	683.0	628.2	628.2	628.2	628.2
기타비유동부채	74.7	60.9	62.8	67.5	69.5
부채총계	1,280.5	1,274.7	1,164.4	1,191.7	1,203.5
지배주주지분	1,012.4	1,003.7	1,100.3	1,229.3	1,355.7
자본금	55.1	55.1	55.1	55.1	55.1
자본잉여금	264.7	264.7	264.7	264.7	264.7
자본조정	(25.2)	(29.7)	(29.7)	(29.7)	(29.7)
기타포괄이익누계액	(26.7)	(26.3)	(26.3)	(26.3)	(26.3)
이익잉여금	744.4	739.9	836.5	965.5	1,091.8
비지배주주지분	2.1	1.5	(21.6)	(51.1)	(80.1)
자본총계	1,014.5	1,005.2	1,078.7	1,178.2	1,275.6
순금융부채	768.0	699.3	(530.6)	(632.7)	(731.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	84.7	48.9	138.9	145.8	145.6
당기순이익	106.2	2.5	93.1	118.8	116.6
조정	(16.9)	66.7	31.9	28.4	29.6
감가상각비	39.8	40.8	38.0	36.2	35.0
외환거래손익	0.1	4.0	(6.1)	(7.7)	(5.4)
지분법손익	(115.3)	(46.6)	0.0	0.0	0.0
기타	58.5	68.5	(0.0)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(4.6)	(20.3)	13.9	(1.4)	(0.6)
투자활동 현금흐름	(55.4)	58.7	1,116.6	(30.3)	(29.8)
투자자산감소(증가)	(187.7)	(40.3)	1,145.5	(0.3)	(0.1)
자본증가(감소)	(22.1)	102.5	(25.0)	(25.0)	(25.0)
기타	154.4	(3.5)	(3.9)	(5.0)	(4.7)
재무활동 현금흐름	(4.9)	(135.4)	(114.6)	(17.3)	(18.4)
금융부채증가(감소)	101.2	(41.4)	(95.1)	1.9	0.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(85.9)	(74.2)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(20.2)	(19.8)	(19.6)	(19.2)	(19.2)
현금의 증감	24.5	(27.8)	1,133.7	99.2	97.9
Unlevered CFO	57.0	84.2	145.8	171.8	168.9
Free Cash Flow	62.6	24.0	113.9	120.8	120.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HL홀딩스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.15	BUY	45,000		
23.6.28	BUY	51,000	-31.37%	-26.47%
22.8.19	BUY	57,000	-42.07%	-31.84%
22.2.15	BUY	60,000	-34.09%	-28.42%
22.2.14	1년 경과			
21.2.14	BUY	64,000	-28.85%	-10.00%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 11월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 15일