



한라 (014790)

계속 보고싶은 회사

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (신규)

목표주가(신규): 6,500원

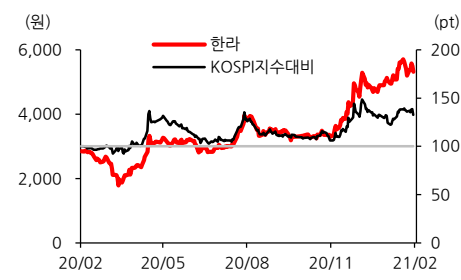
현재 주가(2/5)	5,320원
상승여력	▲22.2%
시가총액	2,068억원
발행주식수	38,875천주
52 주 최고가 / 최저가	5,700 / 1,785원
90 일 일평균 거래대금	25.46억원
외국인 지분율	2.8%
주주 구성	
정몽원 (외 11 인)	45.4%
자사주 (외 1 인)	2.6%
한라우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.8	58.3	39.8	91.0
상대수익률(KOSPI)	1.4	29.0	4.8	46.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,305	1,565	1,575	1,894
영업이익	68	97	101	145
EBITDA	91	120	122	165
지배주주순이익	3	110	52	92
EPS	64	2,266	731	1,791
순차입금	494	592	576	552
PER	46.6	1.9	7.3	3.0
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.3	6.4	4.6
배당수익률	n/a	2.4	1.9	1.9
ROE	1.0	35.0	13.7	21.7

주가 추이



한라는 과거 1.4 조 원 규모의 배곧신도시 자체개발 사업을 성공적으로 수행한 바 있습니다. 4년 만의 자체사업 재개와 함께 올해 1.2만 세대의 분양을 계획하고 있어 주택을 중심으로 한 동사의 변화를 기대합니다.

건설 부문: 자체개발 사업 재개

한라의 자체개발 사업이 4년 만에 재개된다. 동사는 지난 2014~15년 자체 사업지인 배곧신도시 1~3단지(6700세대, 1.4조 원 규모) 분양을 완료한 이후 2016~17년 가파른 이익 성장을 나타냈다. 이후 자체개발 사업이 주춤했으나 올해를 시작으로 약 1조 원 규모의 자체개발 사업이 진행될 예정이다. 자체 사업을 포함한 전체 주택 분양공급도 작년 3452세대에서 올해 11868세대 계획으로 대폭 늘어났는데, 2014년 이후 평균 분양 공급이 3천 세대 수준이었던 점을 감안하면 2022년부터 가파른 실적 성장이 뒤따를 것으로 예상된다.

비건설 부문: 자회사 성장과 신사업 추진

최근에는 주요 자회사들의 이익 개선도 두드러졌다. 목포신항만(항만시설 위탁운영 및 관리)에서의 안정적인 이익 기여(‘20년 순이익 30억 원)가 지속되는 가운데, 세라지오 퍼블릭 전환으로 이익이 큰 폭으로 개선됐다(‘19년 순적자 2억 원→ ‘20년 순이익 85억 원). 화성 동탄물류단지 사업도 진행 중인데 C블록(12,076평)은 지난 3분기 매각 후 펀드 재투자가 이루어졌으며, 남은 D1블록(10,671평)은 자체 개발을 추진 중에 있다. 그 밖에 스타트업 및 M&A에 대한 투자를 지속하고 있어 신사업 확대를 통한 비건설부문의 강화도 함께 이루어질 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 6,500원으로 신규 커버리지 개시

한라에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 6,500원을 제시하며 당사 분석대상 종목에 편입한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.8 배를 적용했다. 다만, 전환주식 발행으로 약 56.7%의 BPS 희석요인이 존재한다. 한라홀딩스가 100% 보유한 우선주 1017만 주에 대해 ‘22년 4월부터 1년 이내 보통주 5087만 주로 전환하는 내용이다. 대주주 보유주식인 만큼 수급적인 측면에서 추가 악재로 작용할 가능성은 낮아 보이며, ‘22년부터 시작되는 가파른 이익 성장, 신사업 추진, 배당 확대 등 주가 상의 약점을 감안하고도 긍정적으로 볼 만한 투자포인트가 존재한다는 점에서 꾸준히 지켜볼만한 가치가 있는 회사라고 판단한다.

[표1] 한라의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	8,236	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.8	12개월 예상 ROE 15.1%, COE 10.3%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 추가(원)	6,488	신규 커버리지 개시
목표 추가(원)	6,500	
현재 추가(원)	5,320	
상승 여력	22%	

주: 회석 요인 감안 전 BPS

자료: 한화투자증권 리서치센터

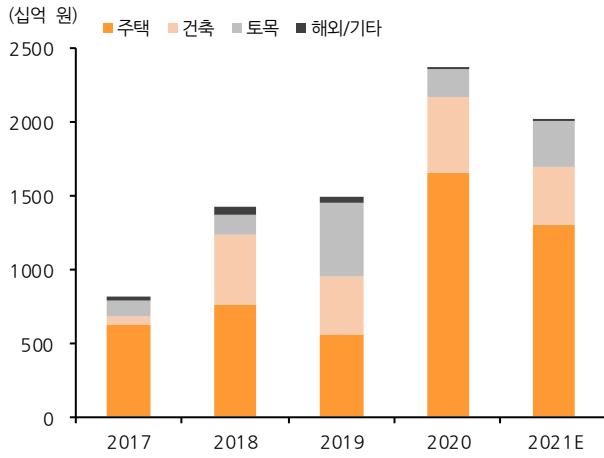
[표2] 한라의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	345	410	392	419	344	414	391	427	1,305	1,565	1,575	1,894
YoY(%)	33.9	27.8	6.7	14.6	-0.3	0.9	-0.2	2.0	0.4	20.0	0.6	20.2
매출액(별도)	315	385	365	376	312	383	360	396	1,198	1,442	1,450	1,759
토목	63	87	67	95	59	83	61	92	295	313	295	277
건축	108	129	118	99	106	116	113	108	369	454	443	463
주택	132	161	167	170	139	177	178	187	485	630	682	1,004
해외/기타	12	8	13	12	8	7	6	9	50	45	30	16
매출원가	303	360	340	373	301	357	337	379	1,132	1,375	1,374	1,637
매출원가율(%)	87.8	87.7	86.8	89.1	87.5	86.3	86.2	88.7	86.8	87.9	87.2	86.4
별도	89.5	89.8	88.7	89.5	89.3	88.7	88.4	89.3	89.3	89.4	88.9	87.9
토목	91.0	86.9	87.0	87.0	90.5	88.0	88.5	89.9	92.2	88.6	89.2	89.2
건축	88.0	90.7	92.0	92.0	92.0	92.0	92.3	92.5	93.2	91.1	92.2	92.0
주택	85.0	90.8	85.0	85.0	86.0	86.5	85.5	86.7	83.4	86.8	86.2	85.5
해외/기타	144.3	84.4	133.1	133.1	100.0	100.0	100.0	100.0	100.4	113.7	100.0	100.0
판관비	21	21	19	31	22	24	24	31	105	93	101	112
판관비율(%)	6.1	5.2	6.6	7.5	6.4	5.8	6.2	7.2	8.0	5.4	6.4	5.9
영업이익	21	29	32	14	21	33	30	18	68	97	101	145
YoY(%)	81.3	흑전	32.6	-57.7	0.0	12.1	-7.5	20.9	13.1	43.1	4.3	43.8
영업이익률(%)	6.1	7.1	8.2	3.5	6.1	7.9	7.6	4.1	5.2	6.2	6.4	7.7
별도회사	16	24	26	14	16	24	23	18	48	80	82	121
연결자회사	5	5	6	1	5	8	7	-1	20	17	19	24
영업외손익	-6	-5	3	43	-9	-9	-6	-7	-66	35	-32	-24
세전이익	15	24	36	57	12	23	23	11	2	132	69	122
순이익	13	17	35	45	9	18	18	8	3	110	52	92
YoY(%)	169.0	흑전	2674.4	385.1	-33.6	3.9	-49.3	-82.3	흑전	3956.2	-52.6	76.6
순이익률(%)	3.9	4.2	8.9	10.8	2.6	4.3	4.5	1.9	0.2	7.1	3.3	4.9
지배주주순이익	13	17	35	45	9	18	18	8	3	110	52	92

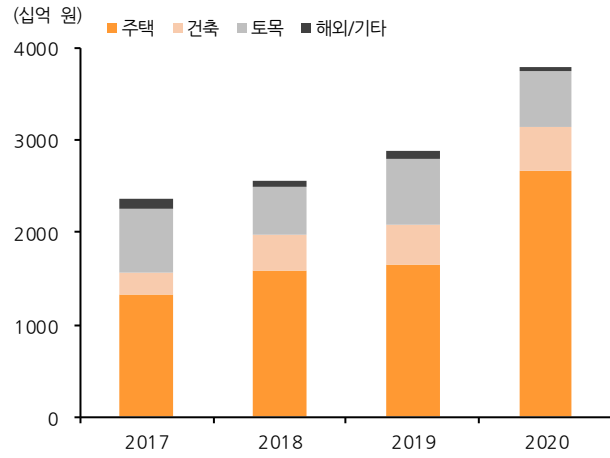
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한라 신규수주 추이 및 계획



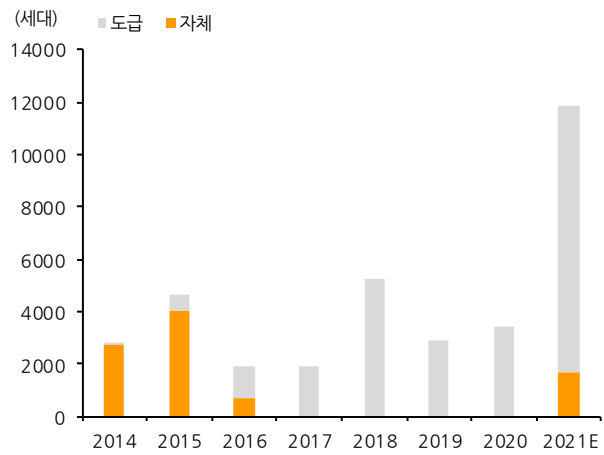
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한라 수주잔고 추이



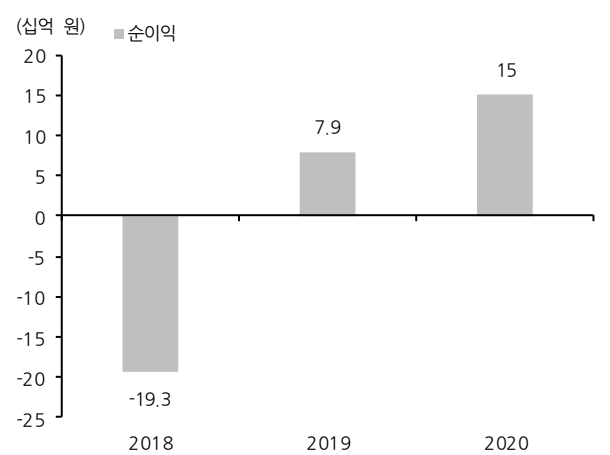
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한라 주택공급 추이 및 계획(세대수 기준)



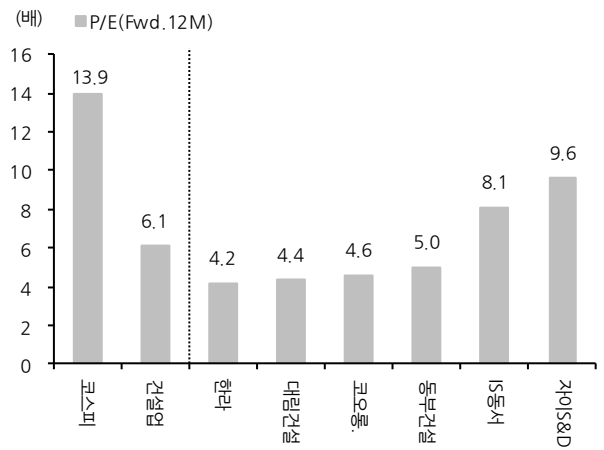
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한라 연결자회사 순이익 추이



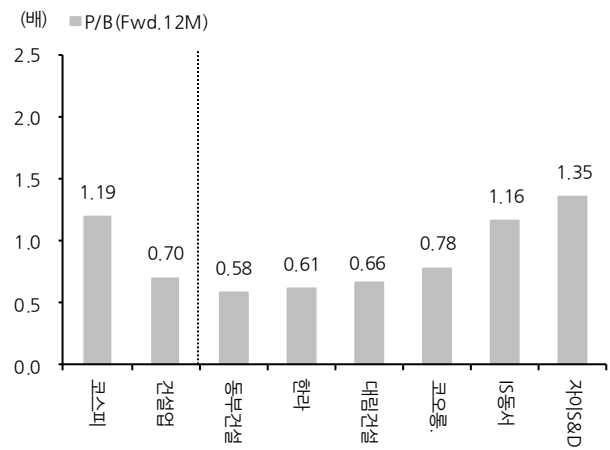
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요 중견 건설사 12M Fwd. P/E



주: 한라 EPS 회석요인 감안 전 수치
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주요 중견 건설사 12M Fwd. P/B



주: 한라 BPS 회석요인 감안 전 수치
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,300	1,305	1,565	1,575	1,894
매출총이익	166	172	190	202	257
영업이익	60	68	97	101	145
EBITDA	67	91	120	122	165
순이자손익	-17	-21	-19	-15	-17
외화관련손익	0	1	0	0	0
지분법손익	-2	-2	-1	-1	-1
세전계속사업손익	9	2	132	69	122
당기순이익	-12	3	110	52	92
지배주주순이익	-12	3	110	52	92
증가율(%)					
매출액	-20.8	0.4	20.0	0.6	20.2
영업이익	-59.9	13.1	43.1	4.3	43.8
EBITDA	-58.0	35.2	32.2	2.0	34.8
순이익	적전	흑전	3,956.1	-52.6	76.6
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	13.2	12.1	12.8	13.6
영업이익률	4.6	5.2	6.2	6.4	7.7
EBITDA 이익률	5.2	7.0	7.7	7.8	8.7
세전이익률	0.7	0.1	8.4	4.4	6.4
순이익률	-0.9	0.2	7.1	3.3	4.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	134	-130	-59	78	86
당기순이익	-21	1	110	52	92
자산상각비	7	23	23	21	20
운전자본증감	109	-154	-197	-1	-31
매출채권 감소(증가)	-101	-5	-20	-10	-120
재고자산 감소(증가)	93	62	21	-1	-13
매입채무 증가(감소)	-50	-11	53	8	101
투자현금흐름	343	121	-9	-33	-34
유형자산처분(취득)	403	-1	0	-2	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	-3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-73	200	56	0	0
재무현금흐름	-422	-8	90	22	-8
차입금의 증가(감소)	-382	71	92	50	20
자본의 증가(감소)	-39	0	0	-28	-28
배당금의 지급	-39	0	0	-28	-28
총현금흐름	79	93	159	78	117
(-)운전자본증가(감소)	-165	39	160	1	31
(-)설비투자	243	1	4	2	2
(+)자산매각	646	1	0	-1	-1
Free Cash Flow	647	53	-4	75	84
(-)기타투자	43	193	98	30	32
잉여현금	604	-140	-103	45	52
NOPLAT	-150	40	81	77	110
(+) Dep	7	23	23	21	20
(-)운전자본투자	-165	39	160	1	31
(-)Capex	243	1	4	2	2
OpFCF	-221	22	-59	96	97

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	1,029	687	777	860	1,042
현금성자산	96	79	102	168	212
매출채권	765	490	505	515	635
재고자산	138	76	55	56	69
비유동자산	764	901	953	963	976
투자자산	473	672	715	744	774
유형자산	280	228	234	215	198
무형자산	11	2	4	4	4
자산총계	1,794	1,588	1,731	1,823	2,018
유동부채	1,272	986	1,041	1,086	1,204
매입채무	360	369	422	430	531
유동성이자부채	227	307	454	484	494
비유동부채	256	341	320	344	357
비유동이자부채	149	266	240	260	270
부채총계	1,528	1,327	1,361	1,430	1,561
자본금	245	245	245	245	245
자본잉여금	149	149	149	149	149
이익잉여금	-137	-130	-21	2	66
자본조정	-1	-3	-3	-3	-3
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	266	261	369	393	457

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	-324	64	2,266	731	1,791
BPS	5,206	5,322	7,531	8,018	9,323
DPS	0	0	100	100	100
CFPS	2,115	2,399	4,100	1,597	2,384
ROA(%)	-0.6	0.1	6.7	2.9	4.8
ROE(%)	-3.8	1.0	35.0	13.7	21.7
ROIC(%)	-23.1	7.6	11.3	9.4	13.2
Multiples(x, %)					
PER	-13.3	46.6	1.9	7.3	3.0
PBR	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
PCR	2.0	1.3	1.0	3.3	2.2
EV/EBITDA	6.7	6.7	6.3	6.4	4.6
배당수익률	n/a	n/a	2.4	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	575.2	508.3	368.5	363.5	341.2
Net debt/Equity	105.5	189.4	160.3	146.3	120.7
Net debt/EBITDA	417.8	544.9	493.7	470.7	334.8
유동비율	81.0	69.7	74.7	79.2	86.5
이자보상배율(배)	2.1	2.2	3.4	3.6	4.8
자산구조(%)					
투하자본	43.0	45.1	50.1	47.4	46.5
현금+투자자산	57.0	54.9	49.9	52.6	53.5
자본구조(%)					
차입금	58.6	68.7	65.2	65.4	62.5
자기자본	41.4	31.3	34.8	34.6	37.5

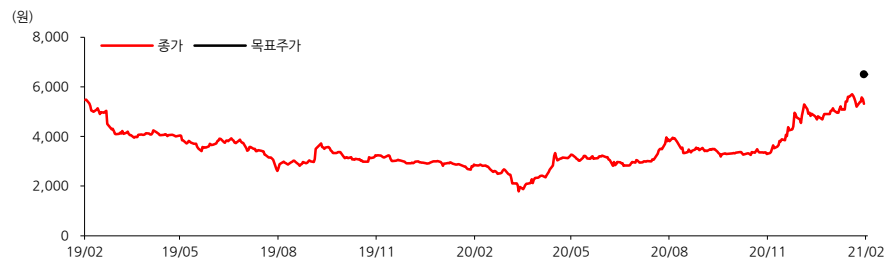
[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 2월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이재연)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한라 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.02.08	2021.02.08			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		송유림	6,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리를]

*괴리를 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.02.08	Buy	6,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%