



# 한라 (014790)

가쁜한 시작

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152

## Buy (유지)

목표주가(유지): 6,500원

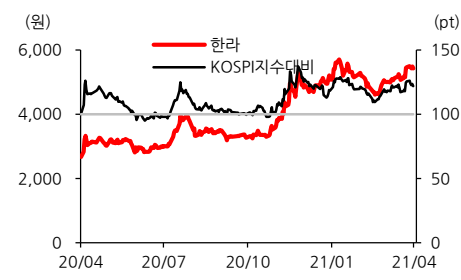
현재 주가(4/16)	5,430원
상승여력	▲19.7%
시가총액	2,111억원
발행주식수	38,875천주
52 주 최고가 / 최저가	5,700 / 2,570원
90 일 일평균 거래대금	21.4억원
외국인 지분율	2.6%
주주 구성	
정몽원 (외 12 인)	45.4%
자사주 (외 1 인)	2.6%
한라우리사주 (외 1 인)	1.9%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.4	6.9	65.8	111.3
상대수익률(KOSPI)	4.1	3.2	29.2	39.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,305	1,565	1,575	1,894
영업이익	68	97	103	145
EBITDA	91	121	127	168
지배주주순이익	3	110	56	93
EPS	64	2,192	815	1,794
순차입금	494	546	552	556
PER	46.6	2.2	6.7	3.0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.1	6.0	4.6
배당수익률	n/a	2.0	1.8	1.8
ROE	1.0	35.0	14.6	21.7

### 주가 추이



한라의 1 분기 영업이익은 시장 기대치를 상회한 것으로 추정됩니다. 올해 첫 자체 사업의 성공적인 분양으로 연내 준비 중인 1.3 만 세대 분양 릴레이의 가쁜한 시작을 알렸습니다. 동사에 대한 투자의견 Buy 와 목표주가 6,500 원을 유지합니다.

### 1분기 영업이익, 시장 컨센서스 상회 예상

한라의 2021년 1분기 연결기준 매출액은 3459억 원, 영업이익은 224억 원으로 전년동기 대비 각각 +0.4%, +6.0%의 성장률을 기록한 것으로 추정된다. 시장 컨센서스인 영업이익 178억 원보다 26% 높은 수치다. 2019~20년 분양 물량 증가가 정제됐던 영향으로 작년 4분기 이후 주택 매출의 성장 둔화가 나타나기 시작했는데, 이러한 흐름은 당분간 이어질 전망이다. 이에 영업이익 증가도 크지 않을 것으로 예상하는데, 주택 부문의 마진이 비교적 안정적인 수준을 지속하는 만큼 이익이 크게 흔들릴 가능성 또한 제한적이다.

### 성공적인 자체 분양, 가쁜한 시작

1분기의 가장 큰 성과는 올해 첫 자체사업지인 양평역 한라비발디 (1602세대, 시행지분 49%)의 성공적 분양이다. 양평에서는 2008년 이후 처음으로 1순위 청약 마감에 이뤄내며 올해 준비 중인 분양 릴레이의 가쁜한 시작을 알렸다. 지난 3월에 공시한 아산 스마트밸리의 수주 (1561억 원, 998세대)로 연간 분양 계획도 11868세대에서 12866세대로 더 늘어났으며, 일부 분양 지연을 감안하더라도 2019~20년 평균 3200세대 대비 세 배 가량의 증가가 가능한 상황이다. 한편, 최근 동사는 작년에 매각했던 한국자산평가 주식(90.52%)을 PEF를 통해 재취득 (취득금액 340억 원)하는 등 비건설 부문에서의 신사업 투자 확대도 꾸준히 진행해나가고 있다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 6,500원 유지

한라에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 6,500원을 유지한다. 목표주는 12개월 예상 BPS에 목표배수 약 0.8배를 적용했다. 전환주식 발행에 따른 BPS 희석요인 감안 시 P/B 1.4배 수준이다. 내년부터 시작될 가파른 이익 성장을 바탕으로 신사업 추진, 배당 확대(20년 DPS 100원) 등 주가 상의 약점을 감안하고도 볼 만한 가치가 충분하다는 판단이다. 현재 주가는 12M Fwd. P/B 0.6배, P/E 3.9배 수준이다.

[표1] 한라의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	8,477	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.8	12개월 예상 ROE 17.0%, COE 10.3%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	6,649	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>6,500</b>	
현재 주가(원)	5,430	
상승 여력	20%	

주: 회석 요인 감안 전 BPS  
 자료: 한화투자증권 리서치센터

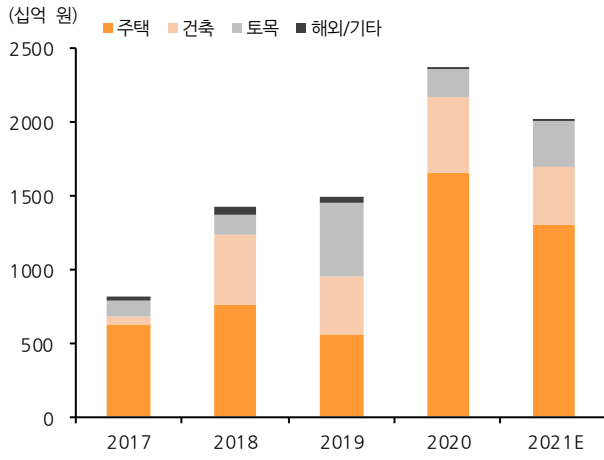
[표2] 한라의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	345	410	392	419	346	400	384	446	1,305	1,565	1,575	1,894
YoY(%)	33.9	27.8	6.7	14.6	0.4	-2.5	-2.1	6.5	0.4	20.0	0.6	20.2
매출액(별도)	315	385	365	376	316	374	356	404	1,198	1,442	1,450	1,759
토목	63	87	67	95	64	81	61	89	295	313	295	277
건축	108	129	118	99	99	115	113	116	369	454	443	463
주택	132	161	167	170	144	171	175	191	485	630	682	1,004
해외/기타	12	8	13	12	8	7	7	8	50	45	30	16
매출원가	303	360	340	373	301	347	333	390	1,132	1,375	1,371	1,637
매출원가율(%)	87.8	87.7	86.8	89.0	87.1	86.7	86.7	87.6	86.8	87.9	87.1	86.4
별도	89.5	89.8	88.7	89.5	88.8	88.9	88.7	88.8	89.3	89.4	88.8	87.9
토목	91.0	86.9	87.0	87.0	90.5	88.0	88.5	89.8	92.2	88.6	89.2	89.2
건축	88.0	90.7	92.0	92.0	91.8	92.0	92.3	91.9	93.2	91.1	92.0	92.0
주택	85.0	90.8	85.0	85.0	85.0	86.5	85.8	85.8	83.4	86.8	85.8	85.5
해외/기타	144.3	84.4	133.1	133.1	105.0	105.0	105.0	105.0	100.4	113.7	105.0	100.0
판관비	21	21	19	32	22	23	22	34	105	93	101	112
판관비율(%)	6.1	5.2	6.6	7.6	6.4	5.8	5.7	7.5	8.0	5.4	6.4	5.9
영업이익	21	29	32	14	23	30	29	22	68	97	103	145
YoY(%)	81.3	흑전	32.6	-58.2	6.8	2.4	-9.5	51.5	13.1	42.8	6.7	40.9
영업이익률(%)	6.1	7.1	8.2	3.4	6.5	7.5	7.6	4.9	5.2	6.2	6.5	7.7
별도회사	16	24	26	14	18	24	22	20	48	80	84	125
연결자회사	5	5	6	0	4	6	7	2	20	16	19	20
영업외손익	-6	-5	3	43	-6	-7	-2	-16	-66	35	-30	-23
세전이익	15	24	36	57	17	23	27	6	2	132	73	122
순이익	13	17	35	44	13	18	21	4	3	110	56	93
YoY(%)	169.0	흑전	2674.4	378.8	-4.4	3.2	-41.0	-89.9	흑전	3934.7	-49.5	66.8
순이익률(%)	3.9	4.2	8.9	10.6	3.7	4.4	5.4	1.0	0.2	7.0	3.5	4.9
지배주주순이익	13	17	35	44	13	18	21	4	3	110	56	93

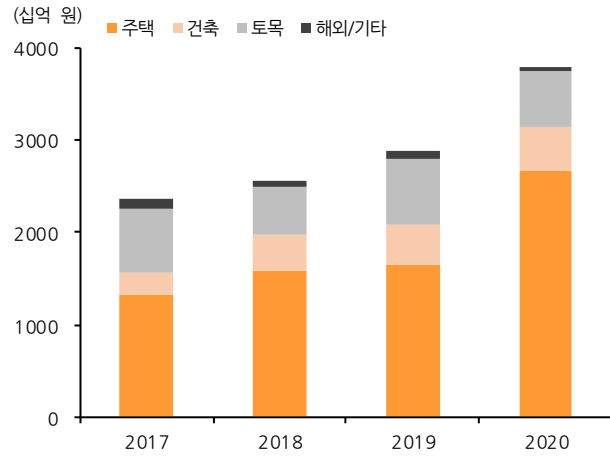
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한라 신규수주 추이 및 계획



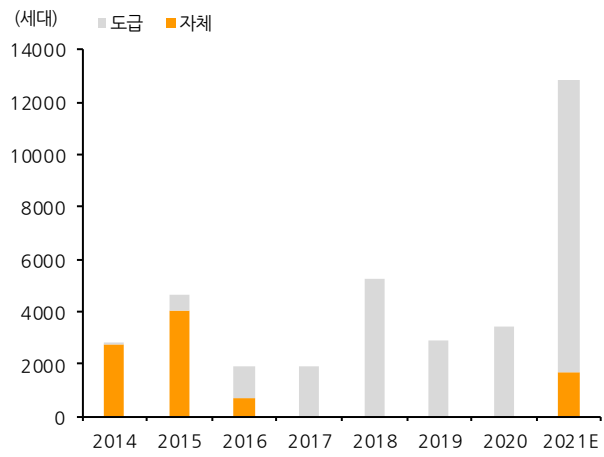
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한라 수주잔고 추이



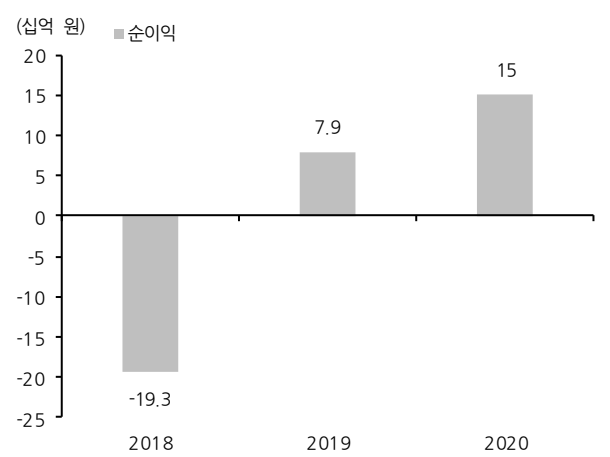
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한라 주택공급 추이 및 계획(세대수 기준)



자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한라 연결자회사 순이익 추이



자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,300	1,305	1,565	1,575	1,894
매출총이익	166	172	190	204	257
영업이익	60	68	97	103	145
EBITDA	67	91	121	127	168
순이자손익	-17	-21	-23	-18	-19
외화관련손익	0	1	-1	0	0
지분법손익	-2	-4	9	0	0
세전계속사업손익	9	2	132	73	122
당기순이익	-12	3	110	56	93
지배주주순이익	-12	3	110	56	93
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-20.8	0.4	20.0	0.6	20.2
영업이익	-59.9	13.1	42.8	6.7	40.9
EBITDA	-58.0	35.2	33.3	5.4	31.6
순이익	적전	흑전	3,934.7	-49.5	66.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.8	13.2	12.1	12.9	13.6
영업이익률	4.6	5.2	6.2	6.5	7.7
EBITDA 이익률	5.2	7.0	7.7	8.1	8.9
세전이익률	0.7	0.1	8.4	4.6	6.4
순이익률	-0.9	0.2	7.0	3.5	4.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	134	-130	-188	48	52
당기순이익	-21	1	110	56	93
자산상각비	7	23	24	24	22
운전자본증감	109	-154	-313	-35	-67
매출채권 감소(증가)	-101	-5	-60	-14	-21
재고자산 감소(증가)	93	62	50	-9	-22
매입채무 증가(감소)	-50	-11	-8	-18	-29
투자현금흐름	343	121	138	-28	-29
유형자산처분(취득)	403	-1	0	-4	-5
무형자산 감소(증가)	0	0	31	0	0
투자자산 감소(증가)	-73	200	93	-2	-2
재무현금흐름	-422	-8	63	14	7
차입금의 증가(감소)	-382	71	66	42	35
자본의 증가(감소)	-39	0	0	-28	-28
배당금의 지급	-39	0	0	-28	-28
총현금흐름	79	93	139	83	119
(-)운전자본증가(감소)	-165	39	206	35	67
(-)설비투자	243	1	4	4	5
(+)자산매각	646	1	34	0	0
Free Cash Flow	647	53	-36	44	47
(-)기타투자	43	193	93	22	23
잉여현금	604	-139	-129	22	24
NOPLAT	-150	40	81	78	110
(+) Dep	7	23	24	24	22
(-)운전자본투자	-165	39	206	35	67
(-)Capex	243	1	4	4	5
OpFCF	-221	22	-105	64	61

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,029	687	787	847	923
현금성자산	96	79	139	174	205
매출채권	765	490	485	498	519
재고자산	138	76	113	122	144
비유동자산	764	901	867	868	873
투자자산	473	672	543	565	588
유형자산	280	228	243	223	206
무형자산	11	2	80	80	79
자산총계	1,794	1,588	1,654	1,715	1,796
유동부채	1,272	986	875	864	858
매입채무	360	369	336	317	289
유동성이자부채	227	307	362	362	377
비유동부채	256	341	404	449	473
비유동이자부채	149	266	322	364	384
부채총계	1,528	1,327	1,279	1,314	1,331
자본금	245	245	245	245	245
자본잉여금	149	149	149	149	149
이익잉여금	-137	-130	-22	5	70
자본조정	-1	-3	-5	-5	-5
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	266	261	374	401	465

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	-324	64	2,192	815	1,794
BPS	5,206	5,322	7,489	8,041	9,349
DPS	0	0	100	100	100
CFPS	2,115	2,399	3,580	1,696	2,416
ROA(%)	-0.6	0.1	6.8	3.3	5.3
ROE(%)	-3.8	1.0	35.0	14.6	21.7
ROIC(%)	-23.1	7.6	11.5	9.8	13.1
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-13.3	46.6	2.2	6.7	3.0
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
PCR	2.0	1.3	1.4	3.2	2.2
EV/EBITDA	6.7	6.7	6.1	6.0	4.6
배당수익률	n/a	n/a	2.0	1.8	1.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	575.2	508.3	341.9	327.4	286.0
Net debt/Equity	105.5	189.4	145.8	137.5	119.5
Net debt/EBITDA	417.8	544.9	451.2	432.9	331.6
유동비율	81.0	69.7	89.9	98.0	107.6
이자보상배율(배)	2.1	2.2	3.0	3.8	5.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	43.0	45.1	53.5	52.3	52.5
현금+투자자산	57.0	54.9	46.5	47.7	47.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	58.6	68.7	64.6	64.4	62.1
자기자본	41.4	31.3	35.4	35.6	37.9

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 4월 19일)

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)

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	2021.03.09	2021.04.19
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	6,500	6,500	6,500

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 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 투자 의견 ]**

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: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%