

2021. 9. 27



▲ 건설/부동산

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **8,500 원**

현재주가 (9.24) **6,190 원**

상승여력 **37.3%**

KOSPI 3,125.24pt

시가총액 2,406억원

발행주식수 3,786만주

유동주식비율 50.10%

외국인비중 1.77%

52주 최고/최저가 7,010원/3,185원

평균거래대금 56.7억원

주요주주(%)

정몽원 외 11 인 45.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.4	21.4	94.3
상대주가	20.9	16.4	41.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,304.9	67.7	2.5	64	-121.9	5,322	46.7	0.6	6.7	1.0	508.3
2020	1,565.3	96.7	109.9	2,192	3,028.6	7,489	2.2	0.7	6.1	35.0	341.9
2021E	1,491.4	102.9	54.4	1,400	-34.3	8,085	4.4	0.8	4.6	14.2	297.5
2022E	1,679.2	142.1	81.7	2,101	45.9	9,673	2.9	0.6	3.1	18.8	252.6
2023E	1,782.2	157.4	98.6	2,535	20.7	11,605	2.4	0.5	2.4	18.9	208.6

한라 014790

2022년 중소형 건설주 Top-pick

- ✓ 2022년 부동산 시장의 공급확대 국면에서 중소형 건설업체 수혜
- ✓ 정부 공급정책 확대 가속화 - 2022년 중소형 건설업체의 확장 국면 진입
- ✓ 독보적인 수준의 주주가치 제고 정책 - 당기 순이익의 40% 주주가치 정책 반영
- ✓ 실적 성장 - 주택분양 확대 및 자체주택 사업 재개
- ✓ 적정주가 8,500원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

2022년 주택 공급 물량 확대의 서막

2020년 이후 본격적으로 발표되고 있는 주택 공급정책의 실질적인 착공은 2022년부터 이루어질 것으로 전망된다. 이미 발표한 3기 신도시와 추가 공급 정책들이 토지보상, 인허가, 신규 택지 매각 등의 과정을 거쳐 실제 분양이 이루어지기까지 시차가 발생하기 때문이다. 이미 사전청약을 시작한 일부 신도시를 중심으로 2022년에는 실질적인 공급물량 확대가 가능할 것으로 전망되며, 공공주도의 공급물량 확대 국면에서는 공사 원가 경쟁력을 갖춘 중소형 건설업체의 수혜가 예상된다.

주주가치 제고 정책의 전환

9월 13일 주주가치 제고를 위해 1) 기존 자사주 101.6만주 소각 2) 전환우선주 82만주 매입 소각 3) 당기순이익의 40% 이내 자사주 매입/소각 및 배당 계획을 공시하였다. 건설업체의 Valuation 할인 요인으로 지적되는 이유 중 하나는 낮은 배당성향(업종 평균 12% 수준에 불과)이다. 1,017만주(한라홀딩스 보유)의 과도하게 많은 전환우선주에 대한 희석우려 감소와 장기적으로 이루어질 보통주 매입소각을 등 직접적인 형태의 주주가치 제고 방안이 실행될 가능성이 높다.

극단적인 저평가와 실적 개선 - 22년 PER 2.9x, 영업이익 38% 성장

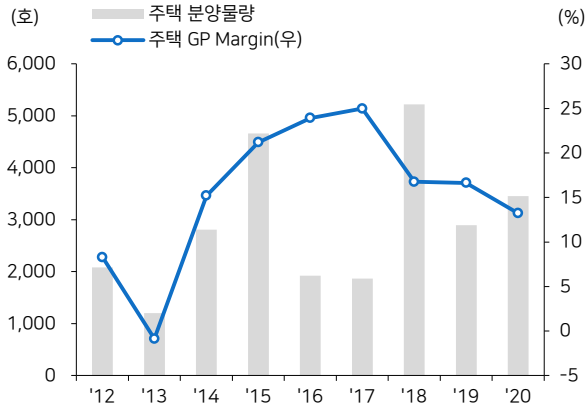
2021년 매출은 1.5조원, 영업이익은 1,029억원으로 전망된다. 2022년은 주택매출 증가와 자체사업 확대, 주택부문의 고수익성 지속 등의 영향으로 매출 1.7조원, 영업이익 1,421억원으로 추정되며, 영업이익 성장률은 38%를 기록할 것으로 예상된다. 순이익의 확대가 주주가치 확대 전략의 재원이 되는 상황에서 향후 예상되는 실적 개선은 의미가 크다. 투자의견 매수, 적정주가 8,500원을 제시한다.

Contents

Key Chart	3
1. 저평가 받고 있는 건설업체 중에서도 가장 낮은 Valuation	4
1) 한라는?	4
2) 부동산 업황을 따라 움직였던 과거 실적	5
3) 무엇을 보고 투자해야 하는가? 싸다는 것으로 움직이지 못했던 3년	7
2. 세계의 퍼즐을 맞추다	10
1) 시장의 변화 - 중소형 건설업체 수혜	10
2) Open door - 주주가치의 문을 열다	14
3) 실적은 레벨이 아니라 성장률의 문제 - 가속 구간 진입	16
3. Valuation 및 실적 전망 Table, Peer 비교	19

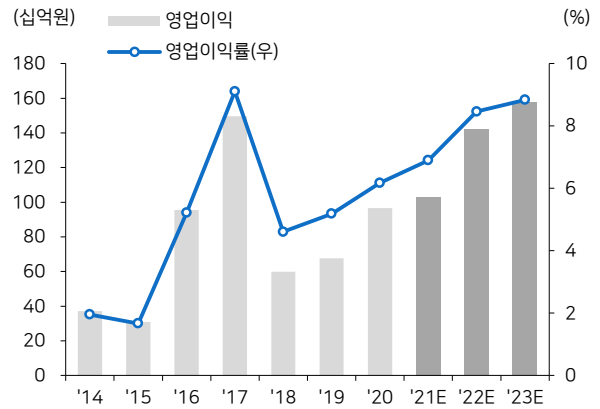
Key Chart

그림1 한라 주택 분양 추이 및 주택 GP Margin



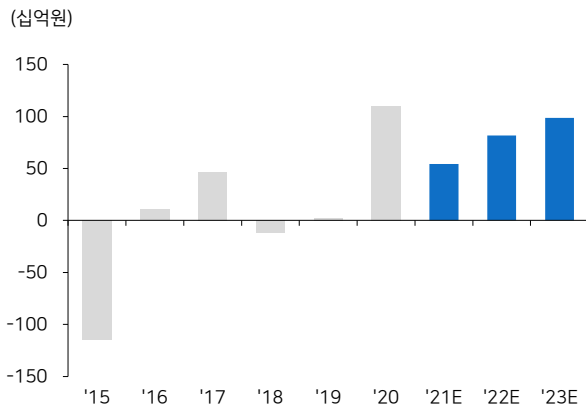
자료: 한라, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한라 영업이익 및 영업이익률 추이



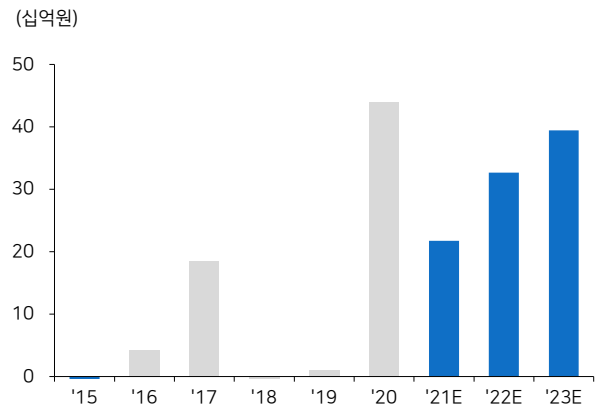
자료: 한라, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한라 순이익 추이



자료: 한라, 메리츠증권 리서치센터

그림4 순이익 40% 주주가치 제고 정책 대상 금액



자료: 한라, 메리츠증권 리서치센터

그림5 시가총액/영업이익 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

한라 (014790)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,304.9	1,565.3	1,491.4	1,679.2	1,782.2
매출액증가율 (%)	0.4	20.0	-4.7	12.6	6.1
매출원가	1,132.5	1,375.3	1,285.9	1,431.0	1,517.1
매출총이익	172.4	190.0	205.5	248.2	265.1
판매관리비	104.7	93.3	102.6	106.1	107.6
영업이익	67.7	96.7	102.9	142.1	157.4
영업이익률	5.2	6.2	6.9	8.5	8.8
금융손익	0.0	0.0	-28.4	-31.8	-25.1
중속/관계기업손익	-1.9	8.9	3.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-63.9	26.3	-4.5	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	1.9	131.9	73.0	105.3	127.4
법인세비용	0.8	22.0	17.0	23.7	28.8
당기순이익	2.7	109.9	56.0	81.7	98.6
지배주주지분 손이익	2.5	109.9	54.4	81.7	98.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-129.6	-188.2	84.7	112.4	124.1
당기순이익(손실)	2.7	109.9	56.0	81.7	98.6
유형자산상각비	22.7	23.8	38.7	35.4	28.0
무형자산상각비	0.4	0.5	1.0	0.1	0.1
운전자본의 증감	-154.1	-313.5	-3.7	-4.8	-2.6
투자활동 현금흐름	121.4	138.4	145.6	-16.6	-8.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1.3	-3.7	-0.3	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.0	5.8	-8.3	-16.6	-8.8
재무활동 현금흐름	-8.3	63.2	-154.5	-55.7	-52.1
차입금의 증감	197.5	110.8	-106.4	-51.9	-48.4
자본의 증가	-0.1	0.0	1.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-16.3	12.8	76.2	40.1	63.2
기초현금	95.4	79.1	91.9	168.0	208.1
기말현금	79.1	91.9	168.0	208.1	271.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	687.2	786.7	811.3	926.6	1,029.7
현금및현금성자산	79.1	91.9	168.0	208.1	271.3
매출채권	141.9	198.4	204.3	228.2	240.9
재고자산	75.6	113.4	119.5	133.5	140.9
비유동자산	901.0	866.8	765.2	746.2	726.9
유형자산	227.6	243.4	223.8	188.4	160.4
무형자산	1.6	80.4	4.2	4.1	4.0
투자자산	307.4	306.6	314.9	331.5	340.3
자산총계	1,588.2	1,653.6	1,576.5	1,672.8	1,756.6
유동부채	986.1	875.3	716.4	759.8	773.5
매입채무	249.9	242.2	230.1	257.0	271.2
단기차입금	122.6	259.8	106.1	96.1	86.1
유동성장기부채	133.9	77.1	68.0	58.0	48.0
비유동부채	341.0	404.1	463.4	438.5	413.9
사채	24.9	108.8	155.6	135.6	115.6
장기차입금	152.4	102.6	108.9	93.9	83.9
부채총계	1,327.1	1,279.4	1,179.9	1,198.3	1,187.4
자본금	245.3	245.3	245.3	245.3	245.3
자본잉여금	148.9	148.9	150.1	150.1	150.1
기타포괄이익누계액	3.6	1.7	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	-129.8	-21.7	6.5	84.3	179.1
비지배주주지분	0.0	6.9	0.0	0.0	0.0
자본총계	261.1	374.2	396.6	474.5	569.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	33,566	40,266	38,363	43,195	45,843
EPS(지배주주)	64	2,192	1,400	2,101	2,535
CFPS	2,441	3,580	3,424	4,440	4,644
EBITDAPS	2,334	3,110	3,667	4,569	4,773
BPS	5,322	7,489	8,085	9,673	11,605
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	2.0	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	46.7	2.2	4.4	2.9	2.4
PCR	1.2	1.4	1.8	1.4	1.3
PSR	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
PBR	0.6	0.7	0.8	0.6	0.5
EBITDA	90.7	120.9	142.5	177.6	185.6
EV/EBITDA	6.7	6.1	4.6	3.1	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	35.0	14.2	18.8	18.9
EBITDA 이익률	7.0	7.7	9.6	10.6	10.4
부채비율	508.3	341.9	297.5	252.6	208.6
금융비용부담률	0.0	0.0	2.5	2.4	2.1
이자보상배율(x)			2.8	3.5	4.2
매출채권회전율(x)	9.1	9.2	7.4	7.8	7.6
재고자산회전율(x)	12.2	16.6	12.8	13.3	13.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한라 (014790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.09.27	기업분석	Buy	8,500	박형렬	-	-	

