



한라 (014790)

주택 매출 1조 원을 향해

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 7,000원

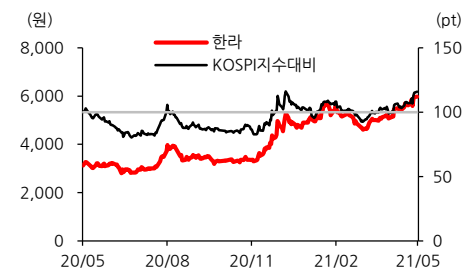
현재 주가(5/3)	5,970원
상승여력	▲17.3%
시가총액	2,321억원
발행주식수	38,875천주
52 주 최고가 / 최저가	5,970 / 2,810원
90 일 일평균 거래대금	25.44억원
외국인 지분율	3.3%
주주 구성	
정몽원 (외 12 인)	45.4%
자사주 (외 1 인)	2.6%
한라우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.8	7.2	78.2	89.8
상대수익률(KOSPI)	17.3	7.3	44.8	29.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,305	1,565	1,528	1,769
영업이익	68	97	95	138
EBITDA	91	121	119	161
지배주주순이익	3	110	55	94
EPS	64	2,192	805	1,825
순차입금	494	546	525	479
PER	46.6	2.2	7.4	3.3
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.1	6.3	4.4
배당수익률	n/a	2.0	1.7	1.7
ROE	1.0	35.0	14.5	22.0

주가 추이



한라의 1 분기 영업이익은 당사 추정치를 상회했습니다. 올해 분양 공급 계획 1.2 만 세대를 바탕으로 주택 매출의 가파른 성장이 점차 가시화 되고 있습니다. 동사에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고, 목표주가를 7,000 원으로 소폭 상향합니다.

1분기 영업이익, 당사 추정치 21% 상회

한라의 2021년 1분기 연결기준 매출액은 3452억 원, 영업이익은 272 억 원으로 전년동기 대비 각각 +0.1%, +28.8%의 성장률을 기록했다. 토목 및 건축부문의 매출 감소에도 불구하고 주택 부문의 매출 성장이 탑라인 감소를 방어했다. 세일즈 믹스 개선과 함께 주택 부문에서 준공 정산이익 50억 원 가량이 더해지면서 별도기준 원가율은 전년 89.5% 에서 86.6%로 개선됐으며, 종속회사 에프앤에이치플러스의 일시 연결 편입으로 연결기준 원가율은 82.7%까지 낮아졌다. 한편, 분양 관련 광고선전비 증가 등으로 판매관리비가 대폭 증가했는데 양평 분양 완료, 에프앤에이치플러스 연결 편입으로 2분기부터는 레벨이 낮아질 전망이다.

내년 주택 매출 1조 원 돌파 예상

1분기 분양은 양평역 한라비발디(1602세대, 시행지분 49%) 1개 현장이 유일했지만 규모가 약 4500억 원으로 큰 데다 올해 첫 자체사업지인만큼 성과 측면에서 의미가 크다. 올해 12204세대의 대규모 분양을 앞둔 상황에서 기분좋은 시작이 아닐 수 없다. 주택 매출의 가파른 성장이 점차 가시화됨에 따라 내년에는 주택 매출 1조 원 돌파도 기대해 볼 수 있다는 판단이다. 더불어 최근 동사의 신용등급이 BBB0(공정적)에서 BBB+(안정적)으로 상향됐는데, 양질의 수주 물량 확보로 안정적인 실적을 기록하고 있고 현금흐름 개선 및 자산 매각 등으로 재무구조 개선이 지속되고 있는 것이 주 요인으로 파악된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 7,000원으로 상향

한라에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 기존 6,500원에서 7,000원으로 소폭 상향한다. 연간 추정치 및 목표배수 변경은 없으나 12개월 예상 BPS가 상승한 영향이다. 전환주식 발행에 따른 BPS 희석 요인 감안 시 P/B 1.5배 수준이다. 내년부터 시작될 주택 중심의 가파른 실적 성장이 동사의 가장 큰 투자포인트다. 현재 주가는 당사 추정치 기준 12M Fwd. P/B 0.7배, P/E 4.9배 수준이다.

[표1] 한라의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	8,588	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.8	12개월 예상 ROE 17.6%, COE 10.3%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	6,948	기존 6500 원에서 소폭 상향
목표 주가(원)	7,000	
현재 주가(원)	5,970	
상승 여력	17%	

주: 회석 요인 감안 전 BPS

자료: 한화투자증권 리서치센터

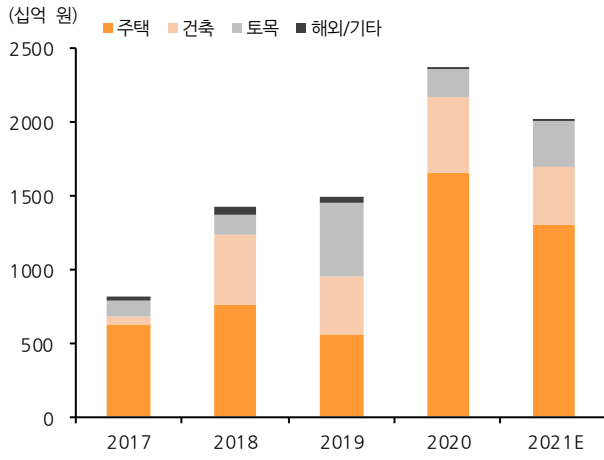
[표2] 한라의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	345	410	392	419	345	370	380	433	1,305	1,565	1,528	1,769
YoY(%)	33.9	27.8	6.7	14.6	0.1	-9.9	-3.0	3.5	0.4	20.0	-2.4	15.8
매출액(별도)	315	385	365	376	300	341	350	402	1,198	1,442	1,393	1,679
토목	63	87	67	95	55	73	62	86	295	313	277	259
건축	108	129	118	99	68	81	95	107	369	454	351	379
주택	132	161	167	170	165	179	184	200	485	630	727	1,019
해외/기타	12	8	13	12	12	8	9	9	50	45	37	22
매출원가	303	360	340	373	285	319	330	385	1,132	1,375	1,320	1,518
매출원가율(%)	87.8	87.7	86.8	89.0	82.7	86.4	86.8	89.0	86.8	87.9	86.4	85.8
별도	89.5	89.8	88.7	89.5	86.6	88.7	89.1	89.4	89.3	89.4	88.6	86.8
토목	91.0	86.9	87.0	87.0	89.5	88.0	88.5	90.5	92.2	88.6	89.2	89.5
건축	88.0	90.7	92.0	92.0	96.1	95.3	95.5	94.3	93.2	91.1	95.2	94.0
주택	85.0	90.8	85.0	85.0	80.2	85.2	85.0	85.1	83.4	86.8	84.0	83.0
해외/기타	144.3	84.4	133.1	133.1	108.0	105.0	110.0	117.3	100.4	113.7	110.0	110.0
판관비	21	21	19	32	33	26	25	29	105	93	113	113
판관비율(%)	6.1	5.2	6.6	7.6	9.5	7.0	6.6	6.8	8.0	5.4	7.4	6.4
영업이익	21	29	32	14	27	24	25	18	68	97	95	138
YoY(%)	81.3	흑전	32.6	-58.2	28.8	-16.2	-22.1	28.3	13.1	42.8	-1.7	45.7
영업이익률(%)	6.1	7.1	8.2	3.4	7.9	6.6	6.6	4.2	5.2	6.2	6.2	7.8
별도회사	16	24	26	14	18	19	18	18	48	80	73	130
연결자회사	5	5	6	0	9	5	7	0	20	16	22	8
영업외손익	-6	-5	3	43	-2	-5	-5	-7	-66	35	-18	-13
세전이익	15	24	36	57	26	20	20	11	2	132	77	125
순이익	13	17	35	44	18	15	15	8	3	110	57	94
YoY(%)	169.0	흑전	2674.4	378.8	38.8	-13.0	-56.6	-81.7	흑전	3934.7	-48.4	65.4
순이익률(%)	3.9	4.2	8.9	10.6	5.4	4.0	4.0	1.9	0.2	7.0	3.7	5.3
지배주주순이익	13	17	35	44	17	15	15	8	3	110	55	94

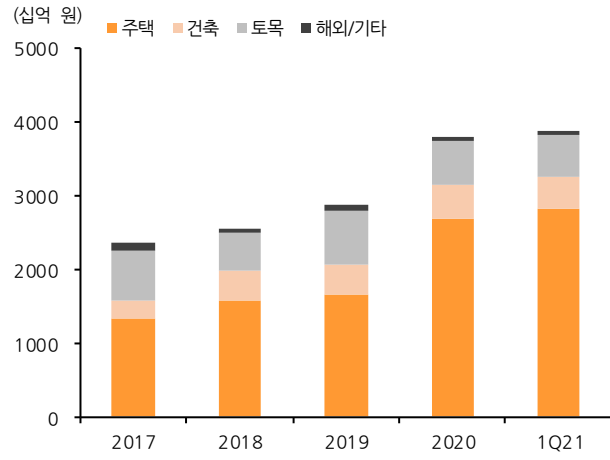
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한라 신규수주 추이: 1Q 주택 수주목표 25% 달성



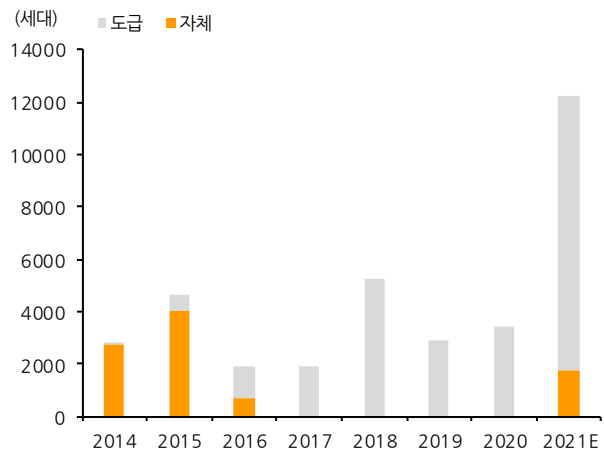
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한라 수주잔고 추이: 1Q 주택 잔고 2.8조 원



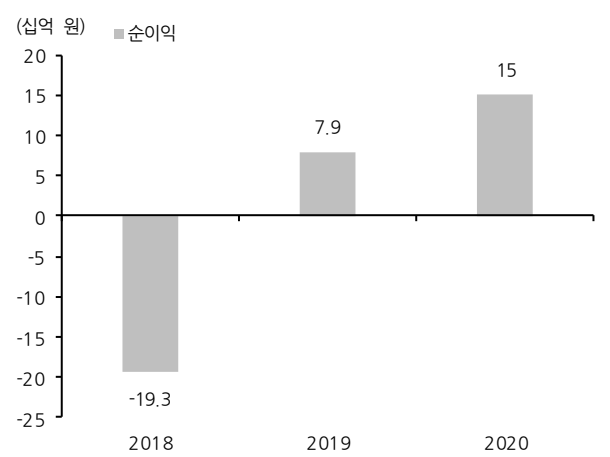
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[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	1,528	1,769
매출총이익	166	172	190	208	252
영업이익	60	68	97	95	138
EBITDA	67	91	121	119	161
순이자손익	-17	-21	-23	-18	-17
외화관련손익	0	1	-1	0	0
지분법손익	-2	-4	9	6	4
세전계속사업손익	9	2	132	77	125
당기순이익	-12	3	110	57	94
지배주주순이익	-12	3	110	55	94
증가율(%)					
매출액	-20.8	0.4	20.0	-2.4	15.8
영업이익	-59.9	13.1	42.8	-1.7	45.7
EBITDA	-58.0	35.2	33.3	-1.3	34.8
순이익	적전	흑전	3,934.7	-48.4	65.4
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	13.2	12.1	13.6	14.2
영업이익률	4.6	5.2	6.2	6.2	7.8
EBITDA 이익률	5.2	7.0	7.7	7.8	9.1
세전이익률	0.7	0.1	8.4	5.0	7.1
순이익률	-0.9	0.2	7.0	3.7	5.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	134	-130	-188	69	97
당기순이익	-21	1	110	57	94
자산상각비	7	23	24	24	22
운전자본증감	109	-154	-313	-8	-19
매출채권 감소(증가)	-101	-5	-60	-14	-19
재고자산 감소(증가)	93	62	50	18	9
매입채무 증가(감소)	-50	-11	-8	-18	-13
투자현금흐름	343	121	138	-21	-25
유형자산처분(취득)	403	-1	0	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	31	0	0
투자자산 감소(증가)	-73	200	93	-2	-2
재무현금흐름	-422	-8	63	-16	-7
차입금의 증가(감소)	-382	71	66	12	21
자본의 증가(감소)	-39	0	0	-28	-28
배당금의 지급	-39	0	0	-28	-28
총현금흐름	79	93	139	76	116
(-)운전자본증가(감소)	-165	39	206	8	19
(-)설비투자	243	1	4	4	4
(+)자산매각	646	1	34	0	0
Free Cash Flow	647	53	-36	65	93
(-)기타투자	43	193	93	16	19
잉여현금	604	-139	-129	49	74
NOPLAT	-150	40	81	70	104
(+) Dep	7	23	24	24	22
(-)운전자본투자	-165	39	206	8	19
(-)Capex	243	1	4	4	4
OpFCF	-221	22	-105	83	103

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,029	687	787	817	896
현금성자산	96	79	139	172	238
매출채권	765	490	485	498	518
재고자산	138	76	113	95	86
비유동자산	764	901	867	868	873
투자자산	473	672	543	565	588
유형자산	280	228	243	223	205
무형자산	11	2	80	80	79
자산총계	1,794	1,588	1,654	1,685	1,769
유동부채	1,272	986	875	865	874
매입채무	360	369	336	318	305
유동성이자부채	227	307	362	362	377
비유동부채	256	341	404	419	429
비유동이자부채	149	266	322	334	340
부채총계	1,528	1,327	1,279	1,284	1,303
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	466

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	-324	64	2,192	805	1,825
BPS	5,206	5,322	7,489	8,033	9,365
DPS	0	0	100	100	100
CFPS	2,115	2,399	3,580	1,559	2,358
ROA(%)	-0.6	0.1	6.8	3.3	5.4
ROE(%)	-3.8	1.0	35.0	14.5	22.0
ROIC(%)	-23.1	7.6	11.5	9.0	13.1
Multiples(x, %)					
PER	-13.3	46.6	2.2	7.4	3.3
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
PCR	2.0	1.3	1.4	3.8	2.5
EV/EBITDA	6.7	6.7	6.1	6.3	4.4
배당수익률	n/a	n/a	2.0	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	575.2	508.3	341.9	320.4	279.5
Net debt/Equity	105.5	189.4	145.8	130.9	102.8
Net debt/EBITDA	417.8	544.9	451.2	439.7	298.1
유동비율	81.0	69.7	89.9	94.5	102.5
이자보상배율(배)	2.1	2.2	3.0	3.6	5.2
자산구조(%)					
투하자본	43.0	45.1	53.5	51.6	49.2
현금+투자자산	57.0	54.9	46.5	48.4	50.8
자본구조(%)					
차입금	58.6	68.7	64.6	63.5	60.6
자기자본	41.4	31.3	35.4	36.5	39.4

[Compliance Notice]

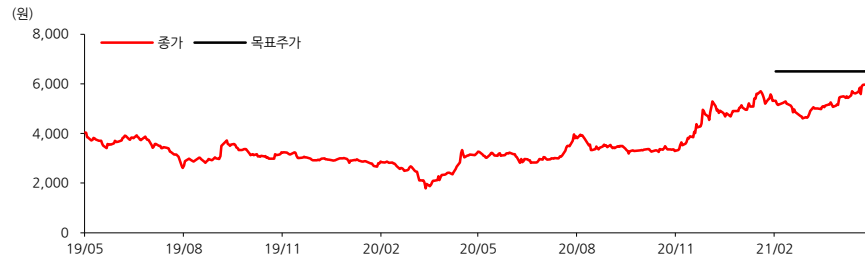
(공표일: 2021년 5월 4일)

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 3 자에게 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	2021.05.04
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	6,500	6,500	6,500	7,000

[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	-19.88	-8.15
2021.05.04	Buy	7,000		

[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. 밸류 에이션 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%