

2021. 9. 14



▲ 건설/부동산

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -

현재주가 (9.13) 6,950 원

상승여력 -

KOSPI	3,127.86pt
시가총액	2,702억원
발행주식수	3,887만주
유동주식비율	50.10%
외국인비중	2.43%
52주 최고/최저가	6,950원/3,185원
평균거래대금	39.9억원

주요주주(%)

정몽원 외 11 인 45.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.4	41.8	103.8
상대주가	36.3	38.5	56.2

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	5.0	0.9	4.8	14.2	297.5
2022E	1,679.2	142.1	81.7	2,101	45.9	9,673	3.3	0.7	3.3	18.8	252.6
2023E	1,782.2	157.4	98.6	2,535	20.7	11,605	2.7	0.6	2.6	18.9	208.6

한라 014790

Open Door - 주주가치의 문을 열다

- ✓ 자사주 101.6만주(전체 주식의 2.6%) 소각
- ✓ 전환우선주 82만주(250억원) 매입 소각
- ✓ 당기 순이익의 40% 를 주주가치 제고(자사주 매입/소각, 배당)에 쓸 것으로 발표
- ✓ 주택사업 성장으로 2022년 이후 영업실적 및 순이익 증가 가속화 전망
- ✓ 순이익 증가가 실질적인 주주가치로 연결되는 시작점

주주가치의 문을 열다

한라는 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. 일반적으로 건설업종 특히 중소형 건설업체의 Valuation 할인 요인으로 지적되는 이유 중 하나는 낮은 배당성향(업종 평균 10% 수준에 불과)이다. 연간 당기순이익의 40%한도의 장기적인 자사주 매입/소각 및 배당은 의미가 크다.

특히 동사의 경우 1,017만주(한라홀딩스 보유)의 과도하게 많은 전환우선주가 장기적으로 Valuation 을 희석 가능성이 Valuation 추가 할인요인이다. 배당금보다는 우선주 매입소각을 통한 희석요인 제거, 보통주 매입소각을 중심으로 직접적인 형태의 주주가치 제고 방안이 실행될 가능성이 높다.

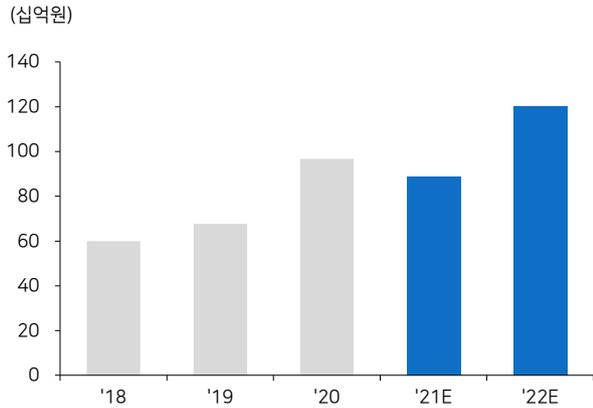
실적 성장 본격화 및 PER 3.3x

'순이익이 증가하면 주주가치가 높아진다'라는 단순한 명제가 실제로 적용될 수 있는 바탕은 마련되었다.

향후 실적이 크게 성장할 수 있는 세가지 포인트는 1) 2019년 2,895세대, 2020년 3,452세대에 불과했던 주택분양물량이 2021년 8,369세대로 급증하는 점 2) 2020년 86% 원가율, 2021년 상반기 84%의 원가율을 보이고 있는 도급주택 부문이 고수익성을 유지하고 있는 점 3) 17년 이후 진행하지 않았던 자체사업이 2021년 1,125세대 2022년 596세대 분양 계획이며, 추가적인 수익성 개선에 기여할 것으로 전망되는 점 등 때문이다.

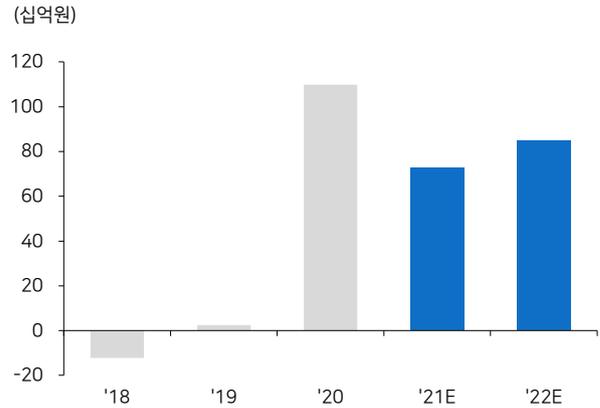
전일 주가 상승에도 불구하고 2022년 실적 기준 PER 은 3.3x 수준이다.

그림1 영업이익 추이



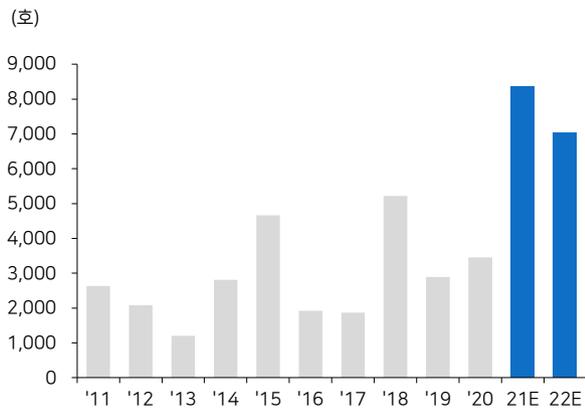
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터
 주: 2021년, 2022년 전망치는 시장 컨센서스

그림2 지배순이익 추이



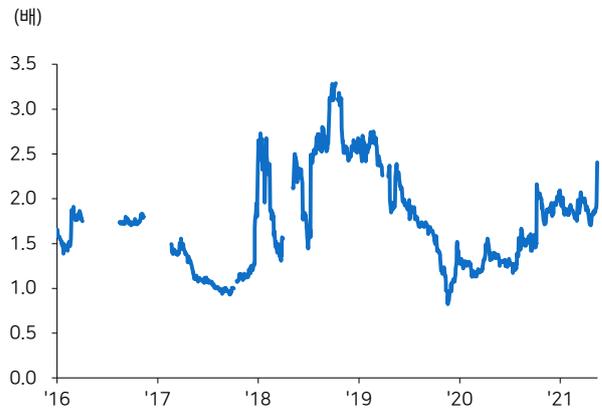
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터
 주: 2021년, 2022년 전망치는 시장 컨센서스

그림3 분양물량 추이



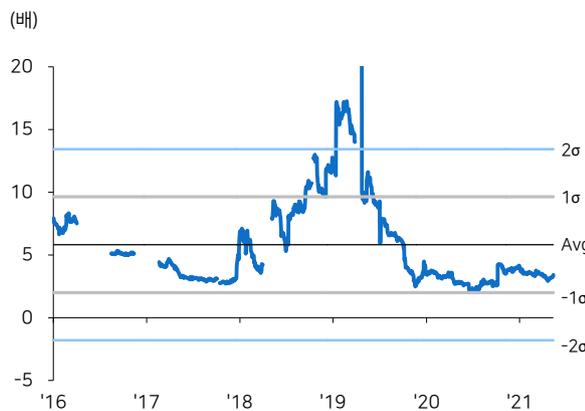
자료: 한라, 메리츠증권 리서치센터

그림4 시가총액/영업이익 추이



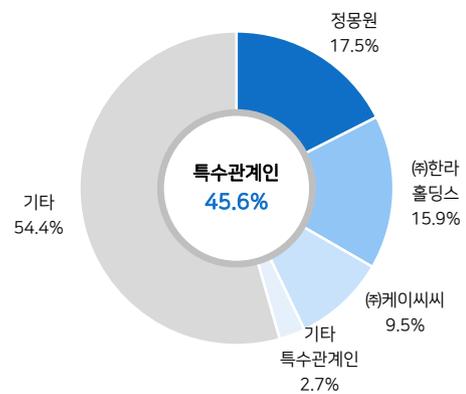
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2016년 이후 PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한라 지분구조



자료: 전자공시시스템, 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 순이익	2.5	109.9	54.4	81.7	98.6

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

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

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	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	46.7	2.2	5.0	3.3	2.7
PCR	1.2	1.4	2.0	1.6	1.5
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.7	0.9	0.7	0.6
EBITDA	90.7	120.9	142.5	177.6	185.6
EV/EBITDA	6.7	6.1	4.8	3.3	2.6
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.