

한라 (014790)

탐방노트: 다시 만난 실적 성장기

2021년 주택분양 대폭 증가, 자체주택사업은 5년만에 재개

(주)한라는 주택브랜드 '한라비발디'를 보유하는 중견건설사로 2014~2015년 '시흥배곧신도시'에서 합산 6,700세대의 대규모 자체주택사업을 진행, 디벨로퍼로서 시장에 알려진 바 있다. 이후 2016~2017년 전사 증익 구간을 맞이했으나 (연결 영업이익 기준 2015년 310억원 → 2016년 955억원 → 2017년 1,495억원), 2018년 이후부터는 자체주택사업 부재와 도급세대수의 감소로 이익 성장은 다소 정체되어왔다.

동사 2020년 신규수주는 전년 대비 60% 증가하는 2.4조원을 기록했는데, 이 중 주택수주만 1.7조원을 기록하며 전년 대비 200% 증가하는 모습을 보였다. 사측은 올해 합산 1.2만세대의 주택 분양 가이드를 제시했는데, (vs 2019년 2,895세대, 2020년 3,452세대) 주택사업 매출인식주기를 고려 시 본격적인 외형성장시점은 올해보다 향후 2~3년이 될 가능성이 높아 보인다. 이 밖에 올해부터 재개되는 자체주택사업은 (1H21 양평 1~2단지, 2H21 인천/이천 착공 예정) 향후 2~3년간 동사의 이익성장폭을 더욱 가파르게 할 전망이다.

신사업 투자 확대, 자회사 이익기여도 확대 주목

연 300~500억원의 신규사업투자를 통해 성장동력을 발굴한다는 방침이다. 동사는 작년 12월 기체분리막 제조사 '에어레인'에 대한 30억원 규모 지분투자를 진행했는데 (지분율은 약 13%), '에어레인' 환경 및 바이오가스 사업의 경우 장기적으로 건설사업과도 시너지가 발생할 수 있다는 입장이다. 이 밖에 자회사 한라 GLS가 진행하는 동탄물류단지 D1구역 개발사업의 연내 가시화가 기대되며, '목포신항만운영 (2020년 순이익 30억원)', '세라지오폴프장운영 (2020년 퍼블릭 전환으로 흑자전환, 순이익 85억원)' 등 자회사 운영수익이 개선 중인 점도 긍정적이다.

긍정적인 관점에서 지켜볼 필요

지주사 한라홀딩스가 보유하고 있는 동사 전환우선주 1,017만주의 경우 '22년 4월~'23년 4월 중 보통주 5,087만주로 전환될 예정이나 (이 경우 한라홀딩스 지분 16% → 64%), 지주사의 전환주식지분율이 100%인만큼 실질적인 오버행 부담은 높지 않을 전망이다. 현재는 연내 주택공급증가에 따른 향후 2~3년간의 외형성장가능성에 주목할 필요가 있다.

탐방노트

Not Rated

CP(3월 9일): 4,630원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,976.12
52주 최고/최저(원)	5,700/1,785
시가총액(십억원)	180.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	38,874.9
60일 평균 거래량(천주)	567.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
20년 배당금(예상, 원)	100
20년 배당수익률(예상, %)	2.04
외국인지분율(%)	2.23
주요주주 지분율(%)	
정몽원 외 10 인	45.37
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.8) 36.0 85.6
상대	(7.5) 8.5 21.9

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,467.1	1,880.8
영업이익(십억원)	90.7	146.0
순이익(십억원)	53.3	98.8
EPS(원)	1,087	2,014
BPS(원)	8,303	10,351

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019	2020P
매출액	십억원	1,831.8	1,641.5	1,299.7	1,304.9	1,565.3
영업이익	십억원	95.5	149.5	59.9	67.7	96.7
세전이익	십억원	25.7	75.3	8.6	1.9	131.9
순이익	십억원	10.5	46.4	(12.2)	2.5	109.9
EPS	원	231	994	(254)	51	2,241
증감율	%	흑전	330.30	적전	흑전	4,294.12
PER	배	18.46	4.10	(16.97)	58.82	2.19
PBR	배	0.58	0.49	0.81	0.55	0.65
EV/EBITDA	배	6.75	5.74	6.83	6.73	5.59
ROE	%	3.20	12.80	(3.82)	0.97	34.98
BPS	원	7,329	8,306	5,308	5,424	7,591
DPS	원	0	100	0	0	100



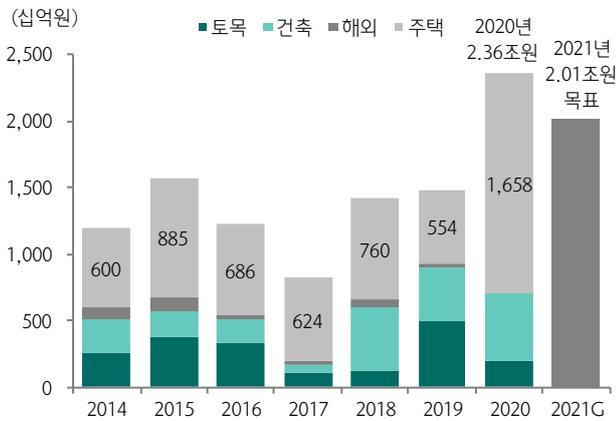
건설 Analyst 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

표 1. 2021년 (주)한라 사업지별 분양세대수 및 일정

구분	분양 세대 수	예상 분양 시점	비고
양평1단지	368	1Q21	49% 자체
양평2단지	417	1Q21	49% 자체
인천작전동	340	2H21	자체
이천아미	596	2H21	자체
자체소계	1,721		
양평1단지	382	1Q21	51% 도급
양평2단지	435	1Q21	51% 도급
용인역삼지역주택	1,042	1Q21	지역주택조합
울산우정동지역주택조합	1,295	1Q21	지역주택조합
부산문연제일지역주택조합	719	2Q21	지역주택조합
광양황금지구지역주택조합	772	1Q21	지역주택조합
전주기린로	340	1Q21	지역주택조합
영천임대	510	2Q21	지역주택조합
이천부발	759	4Q21	도급
시흥은행1지구	1,295	4Q21	도급
청주월명공원 공동주택	888	3Q21	도급
전주갑나무골재개발	1,751	2H21	정비
도급소계	10,188		
분양총계	11,909		

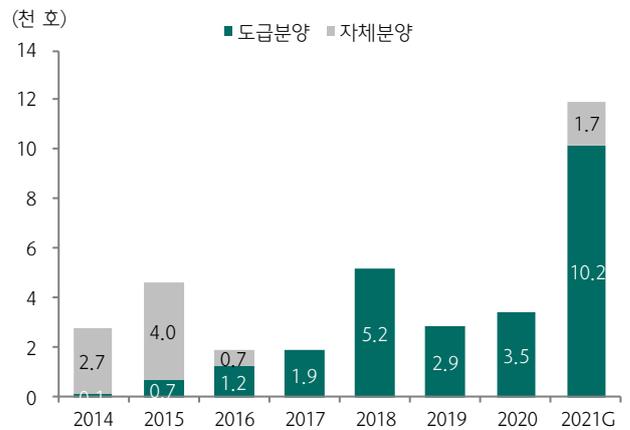
자료: 한라, 하나금융투자

그림 1. 2020년 신규수주 증가는 2022~2023년 외형 성장으로 연결



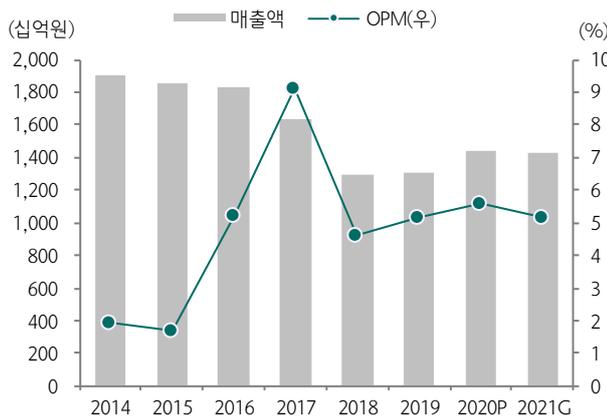
자료: 한라, 하나금융투자

그림 2. 2021년 분양 세대수 YoY +245%, 상하반기 비중 50:50



자료: 한라, 하나금융투자

그림 3. 2019~2020년 평균 3천세대 분양으로 올해 실적은 다소 정체



자료: 한라, 하나금융투자

그림 4. 5년만에 재개하는 자체주택사업: 양평 사업지 위치도



자료: 한라, 하나금융투자

표 2. 한라 분기실적 핵심표

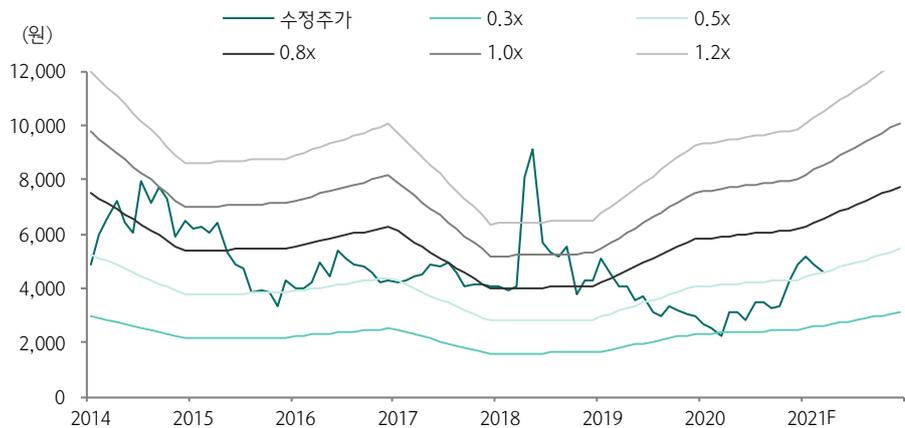
(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2018	2019	2020P
매출액(연결)	263	321	372	348	345	410	392	419	1,300	1,305	1,565
(% YoY)	-28.9%	-19.5%	103.7%	0.1%	31.0%	27.8%	5.2%	20.2%	-20.8%	0.4%	20.0%
매출액(별도)	222	279	327	371	315	385	365	376	1,165	1,198	1,442
토목	49	76	84	85	63	87	67	95	276	295	312
건축	73	89	100	107	108	129	118	99	321	369	454
주택	85	101	132	168	132	161	167	170	455	485	630
해외/기타	15	13	11	12	12	8	13	13	114	50	45
매출액(자회사)	42	42	46	(23)	29	25	26	42	134	106	123
매출원가(연결)	227	289	324	292	303	360	340	373	1,133	1,132	1,375
(% 원가율)	86.4%	90.1%	87.1%	83.8%	87.8%	87.7%	86.8%	89.1%	87.2%	86.8%	87.9%
토목	92.2%	94.1%	91.6%	91.1%	91.0%	86.9%	87.1%	89.7%	92.0%	92.2%	88.6%
건축	92.0%	92.5%	94.4%	93.4%	88.0%	90.7%	92.0%	93.9%	89.3%	93.2%	91.1%
주택	83.2%	87.5%	78.7%	84.6%	85.0%	90.8%	85.0%	86.1%	83.2%	83.4%	86.8%
매출총이익	36	32	48	57	42	50	52	46	166	172	190
(% GPM)	13.6%	9.9%	12.9%	16.2%	12.2%	12.3%	13.2%	10.9%	12.8%	13.2%	12.1%
판관비	24	34	24	23	21	21	19	31	107	105	93
(% 판관비율)	9.2%	10.6%	6.4%	6.5%	6.1%	5.2%	5.0%	7.5%	8.2%	8.0%	5.9%
영업이익	12	(2)	24	34	21	29	32	14	60	68	97
(% YoY)	-38.2%	-109.8%	99.9%	408.5%	82.3%	TB	31.2%	-57.2%	-59.9%	13.1%	43.1%
(% OPM)	4.4%	-0.7%	6.6%	9.7%	6.1%	7.1%	8.2%	3.5%	4.6%	5.2%	6.2%
영업외손익	(3)	(13)	(21)	(27)	(6)	(5)	3	43	(42)	(64)	36
세전이익	8	(15)	3	7	15	24	36	57	18	3	132
지배순이익	5	(13)	1	9	13	17	35	45	(12)	3	110
(% NIM)	1.9%	-4.0%	0.3%	2.7%	3.9%	4.2%	8.9%	10.8%	-0.9%	0.2%	7.1%

자료: 한라, 하나금융투자

그림 5. 한라 12개월 선행 PBR 밴드

현재 주가는 컨센서스 기준
12개월 선행 PBR 0.5배에 거래 중



주: 추정치는 시장 컨센서스 기준
자료: Quantwise, 하나금융투자

2023년 전환우선주 보통주 전환, 실질적인 오버행 부담은 높지 않을 것

2022년 4월 이후 1년 이내
한라홀딩스 보유 1,017만주
보통주 5,087만주로 전환 예정

한라홀딩스가 100% 보유중인 (주)한라 우선주 1,017만주는 전환청구기간 (발행일로부터 9년 경과 후 1년 이내)에 따라 2022년 4월 이후 1년 내 보통주 5,087만주로 전환될 예정이다. 이 경우 한라홀딩스의 동사 지분율은 63.5%로 상승할 전망이다. 단기적으로 보통주식수 증가에 따른 주당가치(EPS) 희석이 발생할 수 있으나 ① 발행전환우선주가 100% 지주사 보유인 만큼 오버행부담은 높지 않을 전망이다 ② 보통주 1주당 전환가액이 6,620원 (vs CP 4,635원)인 점을 감안 시 지주사가 전환을 서두르지 않을 것으로 보인다. 따라서 전환 시점은 만기인 2023년 상반기가 될 가능성이 높아 보이며, 현재는 동사 주택공급증가에 따른 2~3년간의 외형성장 Cycle에 더욱 주목할 필요가 있다.

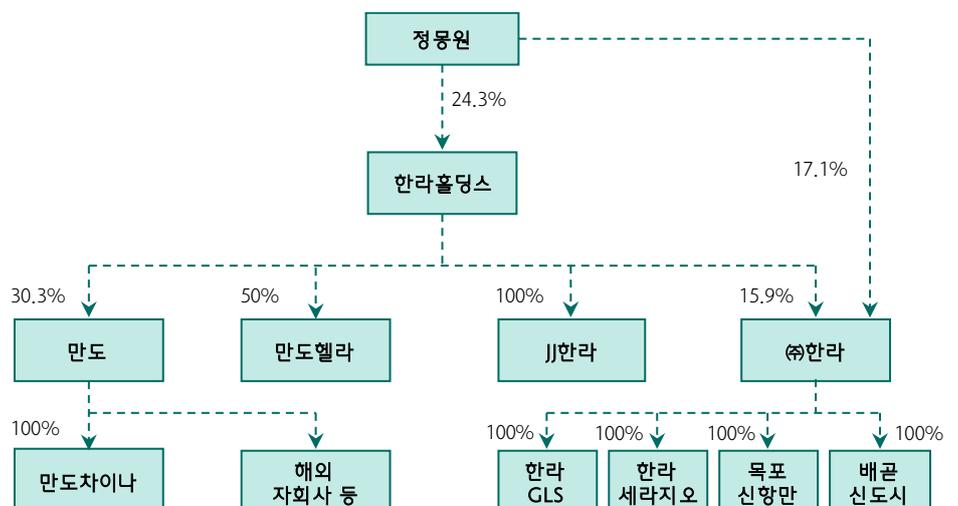
표 3. 전환우선주 보통주 전환 시 지분구조변화

	우선주 전환 이전				우선주 전환 이후 (2022.4~2023.4)	
	보통주식수	보통주 지분율(%)	우선주식수	우선주 지분율(%)	보통주식수	보통주 지분율(%)
발행주식수	38,874,942	100.0%	10,174,420	100.0%	89,747,042	100.0%
최대주주 등 합계	17,636,430	45.4%			68,508,530	76.3%
정몽원	6,630,563	17.1%			6,630,563	7.4%
한라홀딩스	6,161,208	15.8%	10,174,420	100.0%	57,033,308	63.5%
케이씨씨	3,703,703	9.5%			3,703,703	4.1%
배달학원	869,509	2.2%			869,509	1.0%
기타특수관계인	271,447	0.7%			271,447	0.3%
자사주	1,016,341	2.6%			1,016,341	1.1%

주: 3Q20 분기보고서 기준
자료: Fnguide, 한라, 하나금융투자

그림 6. 한라그룹 지배구조

- (주)한라 연결 자회사:
- 한라GLS (100%)
 - 한라세라지오 (100%)
 - 목포신항만운영 (100%)
 - 배곧신도시 (100%)
 - 한라OMS (100%)
 - 기타해외법인



자료: 한라, 하나금융투자

추정 재무제표

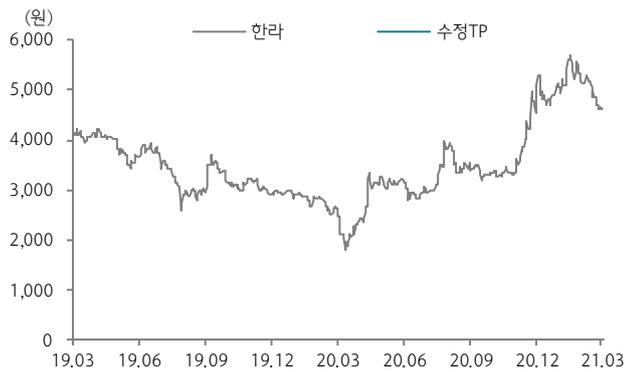
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020P
매출액	1,831.8	1,641.5	1,299.7	1,304.9	1,565.3
매출원가	1,582.0	1,401.1	1,133.3	1,132.5	1,375.3
매출총이익	249.8	240.4	166.4	172.4	190.0
판매비	154.3	90.9	106.5	104.7	93.3
영업이익	95.5	149.5	59.9	67.7	96.7
금융손익	(38.2)	(28.8)	(23.9)	(25.2)	(23.4)
중속/관계기업손익	(11.4)	0.9	(1.7)	(1.9)	8.9
기타영업외손익	(20.3)	(46.3)	(25.7)	(38.7)	49.8
세전이익	25.7	75.3	8.6	1.9	131.9
법인세	15.5	24.4	30.2	0.8	22.0
계속사업이익	10.2	51.0	(21.6)	1.1	109.9
중단사업이익	0.0	(4.4)	9.5	1.6	0.0
당기순이익	10.2	46.6	(12.1)	2.7	109.9
비지배주주지분 손이익	(0.3)	0.2	0.1	0.2	0.0
지배주주순이익	10.5	46.4	(12.2)	2.5	109.9
지배주주지분포괄이익	13.9	48.1	(20.1)	4.7	104.9
NOPAT	37.9	101.2	(150.0)	39.7	80.5
EBITDA	106.2	159.7	67.1	90.7	116.9
성장성(%)					
매출액증가율	(1.27)	(10.39)	(20.82)	0.40	19.96
NOPAT증가율	6.76	167.02	적전	흑전	102.77
EBITDA증가율	136.00	50.38	(57.98)	35.17	28.89
영업이익증가율	208.06	56.54	(59.93)	13.02	42.84
(지배주주)순이익증가율	흑전	341.90	적전	흑전	4,296.00
EPS증가율	흑전	330.30	적전	흑전	4,294.12
수익성(%)					
매출총이익률	13.64	14.65	12.80	13.21	12.14
EBITDA이익률	5.80	9.73	5.16	6.95	7.47
영업이익률	5.21	9.11	4.61	5.19	6.18
계속사업이익률	0.56	3.11	(1.66)	0.08	7.02
투자지표					
	2016	2017	2018	2019	2020P
주당지표(원)					
EPS	231	994	(254)	51	2,241
BPS	7,329	8,306	5,308	5,424	7,591
CFPS	2,657	3,507	1,849	1,935	3,613
EBITDAPS	2,342	3,423	1,403	1,850	2,384
SPS	40,393	35,172	27,167	26,604	31,913
DPS	0	100	0	0	100
주가지표(배)					
PER	18.46	4.10	(16.97)	58.82	2.19
PBR	0.58	0.49	0.81	0.55	0.65
PCFR	1.61	1.16	2.33	1.55	1.36
EV/EBITDA	6.75	5.74	6.83	6.73	5.59
PSR	0.11	0.12	0.16	0.11	0.15
재무비율(%)					
ROE	3.20	12.80	(3.82)	0.97	34.98
ROA	0.48	2.16	(0.61)	0.15	6.78
ROIC	4.20	9.74	(19.78)	11.22	16.43
부채비율	489.53	463.91	575.21	508.34	341.27
순부채비율	156.79	193.05	105.55	189.37	121.96
이자보상배율(배)	1.87	0.00	2.09	2.18	2.63

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020P
유동자산	902.9	906.8	1,029.5	687.1	786.7
금융자산	82.4	42.1	95.6	79.1	91.8
현금성자산	82.0	41.7	95.4	79.1	91.8
매출채권	263.3	191.3	227.1	218.4	276.3
재고자산	160.4	224.6	137.5	75.6	113.4
기타유동자산	396.8	448.8	569.3	314.0	305.2
비유동자산	1,171.0	1,307.3	764.3	901.0	864.5
투자자산	273.2	278.6	323.9	307.4	306.6
금융자산	256.1	266.5	207.4	167.9	172.0
유형자산	670.4	817.9	280.1	227.6	243.4
무형자산	26.5	24.9	11.1	1.6	80.4
기타비유동자산	200.9	185.9	149.2	364.4	234.1
자산총계	2,073.9	2,214.1	1,793.8	1,588.2	1,651.2
유동부채	1,161.8	1,185.9	1,271.6	986.1	872.9
금융부채	286.1	375.8	227.3	307.1	336.8
매입채무	453.4	391.1	301.8	334.5	314.7
기타유동부채	422.3	419.0	742.5	344.5	221.4
비유동부채	560.3	635.6	256.5	341.0	404.1
금융부채	347.9	424.3	148.7	266.4	211.4
기타비유동부채	212.4	211.3	107.8	74.6	192.7
부채총계	1,722.1	1,821.5	1,528.1	1,327.1	1,277.0
지배주주지분	342.1	382.6	255.4	261.1	367.4
자본금	233.3	233.3	245.2	245.2	245.2
자본잉여금	148.8	148.8	149.0	148.9	148.9
자본조정	(1.8)	(6.8)	(6.9)	(6.9)	(6.9)
기타포괄이익누계액	12.3	9.3	5.4	3.5	1.7
이익잉여금	(50.5)	(1.9)	(137.4)	(129.8)	(21.7)
비지배주주지분	9.7	10.0	10.3	0.0	6.8
자본총계	351.8	392.6	265.7	261.1	374.2
손금유부채	551.6	758.0	280.4	494.4	456.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020P
영업활동 현금흐름	208.0	77.0	133.7	(129.6)	(173.3)
당기순이익	10.2	46.6	(12.1)	2.7	109.9
조정	6	6	4	2	(13)
감가상각비	10.7	10.2	7.2	23.0	20.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	11.4	(0.0)	1.7	1.9	(8.9)
기타	(16.1)	(4.2)	(4.9)	(22.9)	(24.4)
영업활동 자산부채 변동	134.9	(30.9)	108.6	(154.1)	(150.0)
투자활동 현금흐름	57.2	(270.6)	342.6	121.4	123.4
투자자산감소(증가)	(38.3)	(5.4)	(38.4)	(5.3)	0.0
자본증가(감소)	(32.7)	(183.0)	402.9	(0.6)	0.0
기타	128.2	(82.2)	(21.9)	127.3	123.4
재무활동 현금흐름	(305.1)	153.6	(421.8)	(8.3)	63.2
금융부채증가(감소)	(347.5)	166.1	(424.1)	197.5	84.1
자본증가(감소)	14.9	0.0	12.1	(0.1)	0.0
기타재무활동	27.5	(10.0)	29.2	(205.7)	(20.9)
배당지급	0.0	(2.5)	(39.0)	0.0	0.0
현금의 증감	(39.8)	(40.3)	53.6	(16.3)	12.7
Unlevered CFO	120.5	163.7	88.4	94.9	(10.4)
Free Cash Flow	162.8	(109.5)	(109.1)	(130.8)	(173.3)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한라



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최저
21.3.10	Not Rated	Not Rated		
18.3.18	BUY	5,200	-21.68%	79.42%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.69%	7.31%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 3월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2021년 3월 10일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증 · 배서 · 담보제공 · 채무인수 등 채무이행 직 · 간접 보장 법인

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.