



한라 (014790)

골프장 매각, 그 후?

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 7,000원

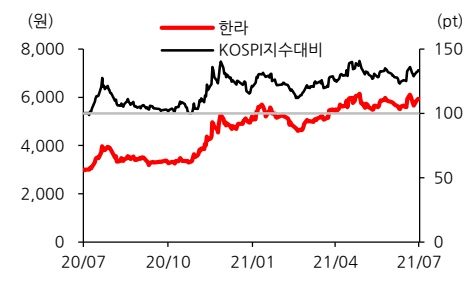
현재 주가(7/14)	5,940원
상승여력	▲17.8%
시가총액	2,309억원
발행주식수	38,875천주
52 주 최고가 / 최저가	6,150 / 2,980원
90 일 일평균 거래대금	23.63억원
외국인 지분율	3.1%
주주 구성	
정몽원 (외 12 인)	45.4%
자사주 (외 1 인)	2.6%
한라우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.2	9.4	14.0	98.0
상대수익률(KOSPI)	1.8	6.8	10.4	48.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,305	1,565	1,505	1,714
영업이익	68	97	89	121
EBITDA	91	121	115	143
지배주주순이익	3	110	72	81
EPS	64	2,192	1,251	1,478
순차입금	494	546	510	525
PER	46.6	2.2	4.7	4.0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.1	6.4	5.3
배당수익률	n/a	2.0	1.7	1.7
ROE	1.0	35.0	18.5	18.4

주가 추이



한라의 2 분기 영업이익은 시장 기대치를 하회한 것으로 추정됩니다. 다양한 방면에서의 긍정적 변화들이 기대됩니다. 동사에 대한 투자의견 Buy 와 목표주가 7,000 원을 유지합니다.

2분기 영업이익, 시장 컨센서스 하회 예상

한라의 2021년 2분기 연결기준 매출액은 3725억 원, 영업이익은 196억 원으로 전년동기 대비 각각 -9.2%, -32.7%의 성장률을 기록한 것으로 추정된다. 시장 컨센서스인 영업이익 235억 원보다 17% 낮은 수치다. 2019~20년 분양 부진의 영향으로 주택 매출 성장이 둔화된 가운데 토목/건축 매출 감소가 더해지며 총 매출액이 역성장을 기록한 것으로 추정된다. 이 가운데 일부 건축 현장에서 원가율 상승 요인이 발생하며 이익 감소가 더 두드러졌던 것으로 파악된다.

분양 지연이 전혀 아쉽지 않은 이유

상반기 주택 공급은 지난 2월에 분양한 양평역 한라비발디(1602세대, 시행지분 49%)가 유일하다. 대형 재개발 현장 등의 지연으로 연간 분양 계획은 기존 1.2만 세대에서 8천 세대 이상으로 하향 조정됐지만 2019~20년 평균 3200세대 대비 두 배 이상의 공급 증가일뿐더러 2022년의 분양 공급도 지연 물량이 더해져 적어도 7천 세대 이상의 공급이 가능할 전망이다. 확실한 레벨업이다.

한편, 동사는 지난 13일 세라지오 골프장 매각 결정을 공시했다. 양도 가격은 1530억 원으로 세라지오 차입금 상환(약 700억 원)을 제외하면 800억 가량의 현금 유입이 예상되며, 매각 차익 350억 원은 3분기 실적에 반영될 예정이다. 동사의 포트폴리오 조정 측면에서 빠른 판단과 실행력이 돋보였다는 판단이며, 유입된 현금은 투자 용도로 활용할 계획인 만큼 향후 개발사업 확대 및 적극적인 신사업 투자도 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 7,000원 유지

한라에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 7,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 약 0.8배를 적용했다. BPS 희석요인(전환주식) 감안 시 P/B 1.4배 수준이다. 내년부터 시작될 가파른 이익 성장과 신사업 추진, 배당 확대('20년 DPS 100원) 등 긍정적인 변화들이 기대된다. 현재 주가는 12M Fwd. P/B 0.65배, P/E 3.7배 수준이다.

[표1] 한라의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	9,015	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.8	12개월 예상 ROE 18.4%, COE 10.3%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 함인
적정 추가(원)	7,043	
목표 추가(원)	7,000	
현재 추가(원)	5,940	
상승 여력	18%	

주: 회석 요인 감안 전 BPS

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한라의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	345	410	392	419	345	373	371	416	1,305	1,565	1,505	1,714
YoY(%)	33.9	27.8	6.7	14.6	0.1	-9.2	-5.4	-0.6	0.4	20.0	-3.9	13.9
매출액(별도)	315	385	365	376	300	344	341	385	1,198	1,442	1,370	1,624
토목	63	87	67	95	55	73	62	86	295	313	277	304
건축	108	129	118	99	68	81	95	102	369	454	346	376
주택	132	161	167	170	165	181	175	188	485	630	709	914
해외/기타	12	8	13	12	12	8	9	9	50	45	37	29
연결조정	29	25	26	42	45	29	30	31	106	123	135	90
매출원가	303	360	340	373	285	329	323	366	1,132	1,375	1,303	1,480
매출원가율(%)	87.8	87.7	86.8	89.0	82.7	88.3	87.1	87.9	86.8	87.9	86.6	86.3
별도	89.5	89.8	88.7	89.5	86.6	90.7	89.5	88.3	89.3	89.4	88.9	87.5
토목	91.0	86.9	87.0	87.0	89.5	88.0	88.5	90.5	92.2	88.6	89.2	89.0
건축	88.0	90.7	92.0	92.0	96.1	102.0	95.5	88.9	93.2	91.1	95.2	94.5
주택	85.0	90.8	85.0	85.0	80.2	86.2	85.5	85.7	83.4	86.8	84.5	83.5
해외/기타	144.3	84.4	133.1	133.1	108.0	105.0	110.0	117.3	100.4	113.7	110.0	105.0
연결조정	69.5	56.6	60.8	84.3	56.5	59.6	59.8	83.2	63.7	70.1	64.0	66.0
판관비	21	21	19	32	33	24	27	29	105	93	112	113
판관비율(%)	6.1	5.2	6.6	7.6	9.5	6.4	7.3	6.9	8.0	5.4	7.5	6.6
영업이익	21	29	32	14	27	20	21	22	68	97	89	121
YoY(%)	81.3	흑전	32.6	-58.2	28.8	-32.7	-35.3	51.2	13.1	42.8	-7.7	35.7
영업이익률(%)	6.1	7.1	8.2	3.4	7.9	5.3	5.6	5.2	5.2	6.2	5.9	7.1
별도회사	16	24	26	14	18	12	16	21	48	80	68	109
연결자회사	5	5	6	0	9	7	5	0	20	16	21	12
영업외손익	-6	-5	3	43	-2	-7	28	-10	-66	35	10	-14
세전이익	15	24	36	57	26	13	49	12	2	132	99	107
순이익	13	17	35	44	18	10	37	9	3	110	74	81
YoY(%)	169.0	흑전	2674.4	378.8	38.8	-43.7	4.6	-79.9	흑전	3934.7	-33.0	9.5
순이익률(%)	3.9	4.2	8.9	10.6	5.4	2.6	9.9	2.1	0.2	7.0	4.9	4.7
지배주주순이익	13	17	35	44	17	10	37	9	3	110	72	81

자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,300	1,305	1,565	1,505	1,714
매출총이익	166	172	190	201	234
영업이익	60	68	97	89	121
EBITDA	67	91	121	115	143
순이자손익	-17	-21	-23	-27	-16
외화관련손익	0	1	-1	0	0
지분법손익	-2	-4	9	6	4
세전계속사업손익	9	2	132	99	107
당기순이익	-12	3	110	74	81
지배주주순이익	-12	3	110	72	81
증가율(%)					
매출액	-20.8	0.4	20.0	-3.9	13.9
영업이익	-59.9	13.1	42.8	-7.7	35.7
EBITDA	-58.0	35.2	33.3	-4.9	24.8
순이익	적전	흑전	3,934.7	-33.0	9.5
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	13.2	12.1	13.4	13.7
영업이익률	4.6	5.2	6.2	5.9	7.1
EBITDA 이익률	5.2	7.0	7.7	7.6	8.4
세전이익률	0.7	0.1	8.4	6.6	6.3
순이익률	-0.9	0.2	7.0	4.9	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	134	-130	-188	5	37
당기순이익	-21	1	110	74	81
자산상각비	7	23	24	26	22
운전자본증감	109	-154	-313	-88	-65
매출채권 감소(증가)	-101	-5	-60	-1	-96
재고자산 감소(증가)	93	62	50	22	-5
매입채무 증가(감소)	-50	-11	-8	-49	33
투자현금흐름	343	121	138	86	-24
유형자산처분(취득)	403	-1	0	-2	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	31	0	0
투자자산 감소(증가)	-73	200	93	47	0
재무현금흐름	-422	-8	63	-52	-7
차입금의 증가(감소)	-382	71	66	-52	21
자본의 증가(감소)	-39	0	0	-28	-28
배당금의 지급	-39	0	0	-28	-28
총현금흐름	79	93	139	110	102
(-)운전자본증가(감소)	-165	39	206	45	65
(-)설비투자	243	1	4	3	4
(+)자산매각	646	1	34	0	0
Free Cash Flow	647	53	-36	63	33
(-)기타투자	43	193	93	2	20
잉여현금	604	-139	-129	61	13
NOPLAT	-150	40	81	66	91
(+) Dep	7	23	24	26	22
(-)운전자본투자	-165	39	206	45	65
(-)Capex	243	1	4	3	4
OpFCF	-221	22	-105	44	44

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,029	687	787	771	881
현금성자산	96	79	139	131	137
매출채권	765	490	485	479	575
재고자산	138	76	113	91	96
비유동자산	764	901	867	817	823
투자자산	473	672	543	585	609
유형자산	280	228	243	228	210
무형자산	11	2	80	4	5
자산총계	1,794	1,588	1,654	1,588	1,703
유동부채	1,272	986	875	701	755
매입채무	360	369	336	306	338
유동성이자부채	227	307	362	241	256
비유동부채	256	341	404	475	484
비유동이자부채	149	266	322	400	406
부채총계	1,528	1,327	1,279	1,176	1,239
자본금	245	245	245	245	245
자본잉여금	149	149	149	149	149
이익잉여금	-137	-130	-22	23	75
자본조정	-1	-3	-5	-5	-5
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	266	261	374	412	464

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	-324	64	2,192	1,251	1,478
BPS	5,206	5,322	7,489	8,394	9,458
DPS	0	0	100	100	100
CFPS	2,115	2,399	3,580	2,840	2,081
ROA(%)	-0.6	0.1	6.8	4.4	4.9
ROE(%)	-3.8	1.0	35.0	18.5	18.4
ROIC(%)	-23.1	7.6	11.5	8.6	11.6
Multiples(x, %)					
PER	-13.3	46.6	2.2	4.7	4.0
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	2.1	2.9
EV/EBITDA	6.7	6.7	6.1	6.4	5.3
배당수익률	n/a	n/a	2.0	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	575.2	508.3	341.9	285.7	267.2
Net debt/Equity	105.5	189.4	145.8	123.8	113.1
Net debt/EBITDA	417.8	544.9	451.2	443.3	365.8
유동비율	81.0	69.7	89.9	109.9	116.6
이자보상배율(배)	2.1	2.2	3.0	2.5	5.0
자산구조(%)					
투하자본	43.0	45.1	53.5	51.2	52.1
현금+투자자산	57.0	54.9	46.5	48.8	47.9
자본구조(%)					
차입금	58.6	68.7	64.6	60.9	58.8
자기자본	41.4	31.3	35.4	39.1	41.2

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 7월 15일)

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 종목을 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
일 시	2021.05.10	2021.07.15				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	7,000	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. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%