한화투자증권

2022년 7월 22일
기업분석

한라 (014790)

수주도 분양도 차곡차곡

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 6,000원

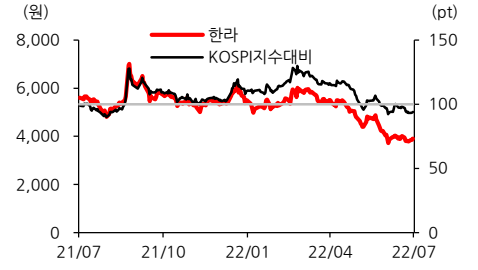
현재 주가(7/21)	3,960원
상승여력	▲51.5%
시가총액	1,499억원
발행주식수	37,859천주
52 주 최고가 / 최저가	7,010 / 3,715원
90 일 일평균 거래대금	13.03억원
외국인 지분율	2.3%
주주 구성	
정몽원 (외 11 인)	46.5%
한라우리사주 (외 1 인)	1.9%
박철홍 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.7	-28.0	-27.5	-29.3
상대수익률(KOSPI)	-2.7	-16.3	-12.5	-4.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,551	1,475	1,462	1,667
영업이익	90	79	56	78
EBITDA	114	113	116	141
지배주주순이익	110	98	51	52
EPS	2,192	2,460	1,222	1,244
순차입금	592	498	622	558
PER	2.2	2.2	3.2	3.2
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	6.2	6.6	5.0
배당수익률	2.0	1.9	2.5	2.5
ROE	35.0	25.1	11.7	10.8

주가 추이



동사의 2 분기 영업이익은 시장 기대치를 하회한 것으로 추정됩니다. 원가 부담에 따른 마진 우려에도 불구하고 차근차근히 수주와 분양을 쌓아올리는 모습은 여전히 긍정적입니다. 한라에 대해 투자의견 Buy 를 유지하며, 목표주가는 6,000 원으로 하향합니다.

2Q22 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 예상

한라의 2분기 매출액은 3536억 원, 영업이익은 114억 원으로 전년동기 대비 각각 +1.5%, -38.4%의 증감률을 기록한 것으로 추정된다. 시장 컨센서스인 영업이익 150억 원보다 23.8% 낮은 수치다. 총 매출액은 주택 부문의 매출 성장에도 불구하고 토목 부문 매출 감소가 이어지면서 미미한 성장을 기록한 것으로 파악된다. 영업이익 감소폭은 상대적으로 클 것으로 예상하는데, 이는 자재 가격 부담으로 주택/건축 부문 원가율이 상승한 영향과 작년 2분기 소송비용 환입(50억 원)에 따른 기저 효과로 판관비가 YoY 크게 늘어난 영향이다.

수주도, 분양도 차곡차곡 쌓아올린다

상반기 신규수주는 9천억 원 이상을 기록해 연간 수주목표 2.25조 원 달성에 무리가 없는 상황이며, 수주잔고도 5.6년치의 풍부한 일감을 확보하고 있다. 올해 분양 계획은 5912세대로 과거 3개년 평균대비 61% 가량 많은 물량이며, 현재(7/21)까지 3305세대의 분양을 완료해 연간 계획 대비 56%를 소화했다. 올해 분양목표 달성 시 내년 주택 매출 증가폭은 더 확대될 전망이다. 동사의 차별적인 강점 중 하나는 자체사업을 진행 중이라는 점인데, 작년 양평 1600세대에 이어 올해 506세대, 내년 774세대의 자체 분양을 계획하고 있다. 이에 자체사업 매출 비중도 내년까지 점차 확대될 것으로 예상돼 자재 가격 상승에 따른 주택 부문 원가 부담도 일부 상쇄시켜줄 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 6,000원으로 하향

한라에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 실적 추정치 조정을 반영해 기존 9,000원에서 6,000원으로 하향한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 약 0.6배(기존 0.85배, 예상 ROE 14.1% → 11.2%)를 적용해 산출했다. 현재 주가는 당사 추정치 기준 12M Fwd. P/B 0.33배, P/E 3.2배 수준이다.

[표1] 한라의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	10,249	12 개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.6	12 개월 예상 ROE 11.2%, COE 10.3%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	6,078	
목표 주가(원)	**6,000**	
현재 주가(원)	3,960	
상승 여력	52%	

주: 희석 요인 감안 전 BPS

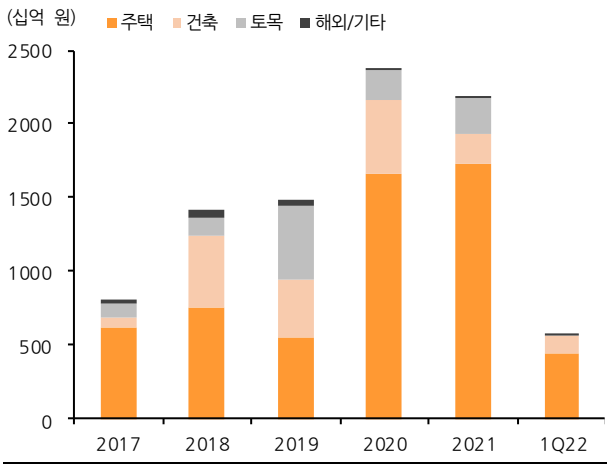
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한라의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	**343**	**348**	**342**	**443**	**299**	**354**	**359**	**451**	**1,551**	**1,475**	**1,462**	**1,667**
YoY(%)	*-0.1*	*-14.1*	*-11.8*	*6.7*	*-12.7*	*1.5*	*5.0*	*1.8*	*18.9*	*-4.9*	*-0.9*	*14.0*
매출액(별도)	300	322	319	407	279	333	338	428	1,442	1,348	1,377	1,582
토목	55	68	70	64	32	47	51	62	312	257	192	227
건축	68	79	84	103	64	79	73	95	454	334	312	304
주택	165	165	155	228	176	198	207	261	630	712	842	1,033
해외/기타	12	10	11	12	7	9	7	9	45	45	31	18
매출원가	285	316	298	391	265	320	319	404	1,374	1,291	1,308	1,480
매출원가율(%)	*83.2*	*90.8*	*87.3*	*88.4*	*88.6*	*90.5*	*88.8*	*89.7*	*88.6*	*87.5*	*89.5*	*88.8*
별도	*86.6*	*91.4*	*87.6*	*89.3*	*89.3*	*91.2*	*89.5*	*90.3*	*89.4*	*88.8*	*90.1*	*89.3*
토목	*89.6*	*88.8*	*78.6*	*95.6*	*86.9*	*88.6*	*86.6*	*90.8*	*88.6*	*87.9*	*88.5*	*89.0*
건축	*96.1*	*104.3*	*89.2*	*90.5*	*96.4*	*99.8*	*97.1*	*97.6*	*91.1*	*94.6*	*97.8*	*97.0*
주택	*80.2*	*85.6*	*88.5*	*84.5*	*86.9*	*88.0*	*87.1*	*87.2*	*86.8*	*84.6*	*87.3*	*87.0*
해외/기타	*107.8*	*101.7*	*121.6*	*136.6*	*94.3*	*101.0*	*102.0*	*102.0*	*113.0*	*117.5*	*100.0*	*98.0*
판관비	31	17	24	33	20	22	24	32	88	106	98	108
판관비율(%)	*9.2*	*4.8*	*7.2*	*7.5*	*7.1*	*6.3*	*6.6*	*7.1*	*5.6*	*7.2*	*6.7*	*6.5*
영업이익	**26**	**18**	**15**	**18**	**14**	**11**	**16**	**14**	**90**	**79**	**56**	**78**
YoY(%)	*24.0*	*-36.5*	*-54.0*	*144.0*	*-45.4*	*-38.4*	*10.5*	*-21.8*	*32.6*	*-12.5*	*-28.5*	*39.2*
영업이익률(%)	*7.6*	*5.3*	*4.3*	*4.1*	*4.8*	*3.2*	*4.6*	*3.1*	*5.8*	*5.3*	*3.8*	*4.7*
별도회사	18	14	20	15	13	12	16	13	80	67	53	75
연결자회사	8	4	-5	3	2	0	0	1	10	12	3	3
영업외손익	-1	-1	-2	1	15	-3	-3	-4	38	-3	5	-10
세전이익	26	17	13	19	29	9	13	10	127	74	61	68
순이익	18	15	49	18	27	7	10	8	110	100	51	52
YoY(%)	*38.8*	*-14.2*	*40.4*	*-60.2*	*43.9*	*-55.2*	*-79.4*	*-56.3*	*3934.7*	*-9.1*	*-48.9*	*1.5*
순이익률(%)	*5.4*	*4.2*	*14.4*	*4.0*	*8.9*	*1.9*	*2.8*	*1.7*	*7.1*	*6.8*	*3.5*	*3.1*
지배주주순이익	**17**	**15**	**49**	**18**	**27**	**7**	**10**	**8**	**110**	**98**	**51**	**52**

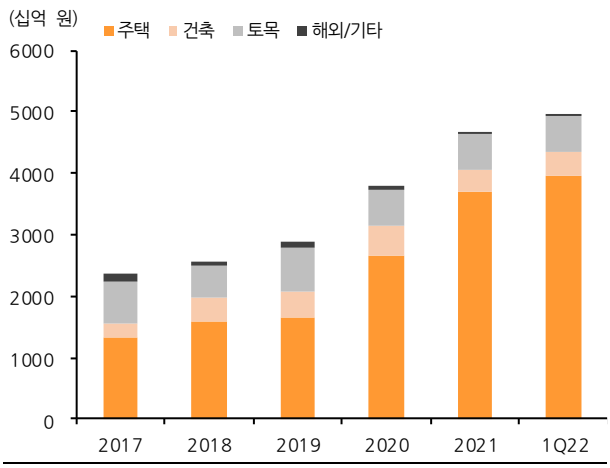
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한라 신규수주: 1H22 9 천억 원 이상(달성률 41%)



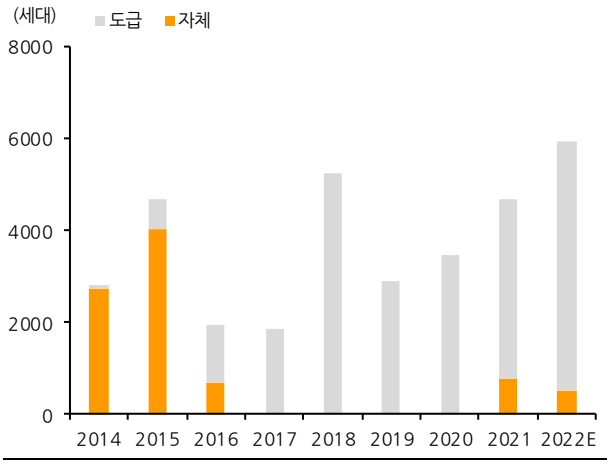
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한라 수주잔고: '22 년 1 분기 말 주택 수주잔고 4 조 원



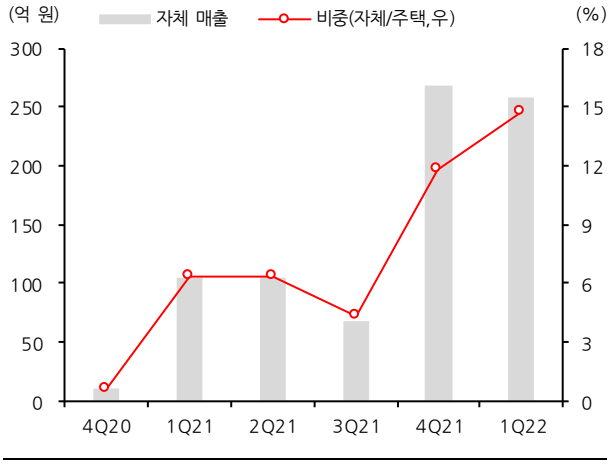
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한라 주택공급: '22 년 5912 세대 계획(3305 세대 완료)



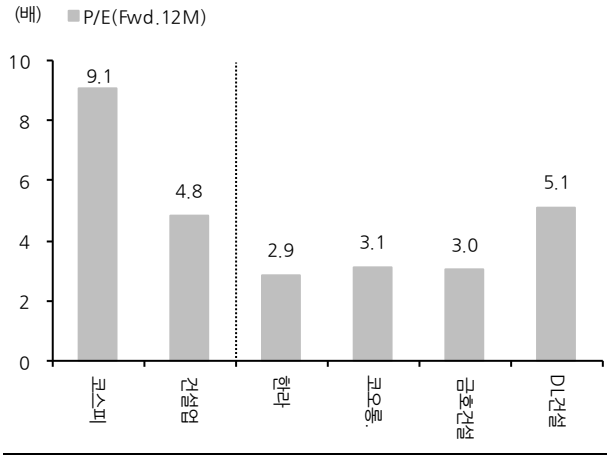
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한라 자체매출 추이 및 비중



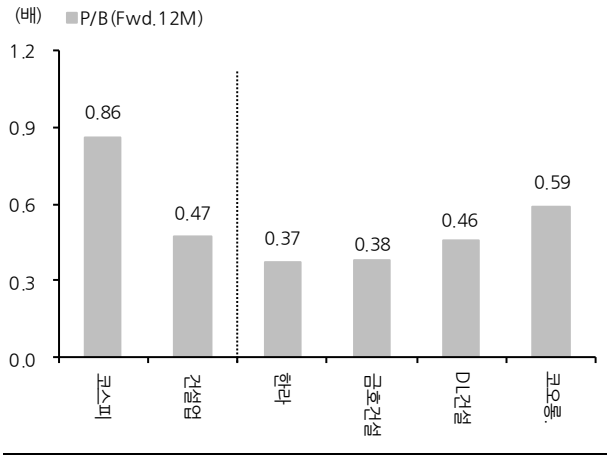
자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요 중견 건설사 P/E 밸류에이션 현황



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주요 중견 건설사 P/B 밸류에이션 현황



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,305	1,551	1,475	1,462	1,667
매출총이익	172	177	185	154	187
영업이익	68	90	79	56	78
EBITDA	91	114	113	116	141
순이자손익	-21	-23	-15	-16	-16
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-2	9	5	10	-2
세전계속사업손익	2	127	74	61	68
당기순이익	3	110	100	51	52
지배주주순이익	3	110	98	51	52
증가율(%)					
매출액	0.4	18.9	-4.9	-0.9	14.0
영업이익	13.1	32.6	-12.5	-28.5	39.2
EBITDA	35.2	25.7	-0.9	2.8	21.5
순이익	흑전	3,934.7	-9.1	-48.9	1.6
이익률(%)					
매출총이익률	13.2	11.4	12.5	10.5	11.2
영업이익률	5.2	5.8	5.3	3.8	4.7
EBITDA 이익률	7.0	7.4	7.7	7.9	8.5
세전이익률	0.1	8.2	5.0	4.2	4.1
순이익률	0.2	7.1	6.8	3.5	3.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	687	787	794	921	1,049
현금성자산	79	92	79	148	201
매출채권	490	485	473	494	563
재고자산	76	113	185	222	225
비유동자산	901	867	727	890	860
투자자산	672	543	605	536	558
유형자산	228	243	117	341	282
무형자산	2	80	5	13	19
자산총계	1,588	1,654	1,521	1,811	1,909
유동부채	986	875	654	667	718
매입채무	398	383	375	420	479
유동성이자부채	307	362	189	157	146
비유동부채	341	404	451	686	688
비유동이자부채	266	322	388	613	613
부채총계	1,327	1,279	1,105	1,353	1,407
자본금	245	245	245	245	245
자본잉여금	149	149	150	150	150
이익잉여금	-130	-22	21	63	107
자본조정	-3	-5	0	0	0
자기주식	-5	-5	0	0	0
자본총계	261	374	417	459	502

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	-130	-188	-38	64	107
당기순이익	1	110	100	51	52
자산상각비	23	24	34	60	63
운전자본증감	-154	-313	-135	-35	-12
매출채권 감소(증가)	2	-61	-39	-23	-69
재고자산 감소(증가)	62	50	-3	-38	-3
매입채무 증가(감소)	34	-20	12	33	59
투자현금흐름	121	138	225	-54	-35
유형자산처분(취득)	-1	0	153	0	-1
무형자산 감소(증가)	0	31	-1	-10	-10
투자자산 감소(증가)	200	93	42	-1	0
재무현금흐름	-8	63	-185	42	-20
차입금의 증가(감소)	71	66	-132	42	-11
자본의 증가(감소)	0	0	-53	-9	-9
배당금의 지급	0	0	-28	-9	-9
총현금흐름	93	139	109	108	119
(-)운전자본증가(감소)	39	253	69	13	12
(-)설비투자	1	4	1	0	1
(+)자산매각	1	34	153	-10	-10
Free Cash Flow	53	-83	192	84	96
(-)기타투자	193	46	35	64	24
잉여현금	-139	-129	157	20	73
NOPLAT	40	73	77	47	59
(+) Dep	23	24	34	60	63
(-)운전자본투자	39	253	69	13	12
(-)Capex	1	4	1	0	1
OpFCF	22	-159	42	93	110

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	64	2,192	2,460	1,222	1,244
BPS	5,322	7,489	8,822	9,714	10,632
DPS	0	100	100	100	100
CFPS	1,902	2,837	2,300	2,290	2,531
ROA(%)	0.1	6.8	6.2	3.1	2.8
ROE(%)	1.0	35.0	25.1	11.7	10.8
ROIC(%)	11.9	13.2	12.7	7.0	7.8
Multiples(x,%)					
PER	46.6	2.2	2.2	3.2	3.2
PBR	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4
PSR	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
PCR	1.6	1.7	2.3	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.7	6.9	6.2	6.6	5.0
배당수익률	n/a	2.0	1.9	2.5	2.5
안정성(%)					
부채비율	508.3	341.9	265.2	294.9	280.3
Net debt/Equity	189.4	158.3	119.7	135.6	111.1
Net debt/EBITDA	544.9	519.5	440.9	535.2	395.0
유동비율	69.7	89.9	121.4	138.2	146.1
이자보상배율(배)	2.2	2.8	3.2	2.2	3.0
자산구조(%)					
투하자본	37.4	51.0	44.9	53.3	49.6
현금+투자자산	62.6	49.0	55.1	46.7	50.4
자본구조(%)					
차입금	68.7	64.6	58.1	62.7	60.2
자기자본	31.3	35.4	41.9	37.3	39.8

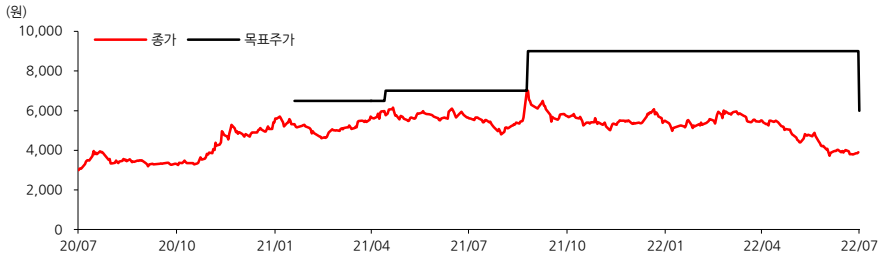
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2022 년 07 월 22 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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
일 시	2021.05.10	2021.07.15	2021.09.14	2022.03.07	2022.05.02	2022.07.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	7,000	7,000	9,000	9,000	9,000	6,000

[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	-19.86	-0.71
2021.09.14	Buy	9,000	-41.37	-22.11
2022.07.22	Buy	6,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2022 년 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%