



BUY(Maintain)

목표주가: 6,300원

주가(7/25): 5,270원

시가총액: 1,923억원

건설/부동산
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/25)	2,439.90pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	5,270원
등락률	0.0%
수익률	절대
1M	11.7%
6M	26.7%
1Y	0.6%
	-17.1%

Company Data

발행주식수	36,495천주
일평균 거래량(3M)	111천주
외국인 지분율	2.8%
배당수익률(17E)	0.0%
BPS(17E)	8,147원
주요 주주	정몽원 외7인
	48.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,318	18,978	21,154	19,478
영업이익	955	1,205	1,298	1,156
EBITDA	1,062	1,306	1,398	1,256
세전이익	257	610	778	755
순이익	102	428	594	589
지배주주지분순이익	105	424	588	582
EPS(원)	227	190	673	667
증감률(%Y Y)	흑전	-16.4	254.8	-1.0
PER(배)	18.8	27.8	7.8	7.9
PBR(배)	0.6	0.6	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	6.8	5.7	4.4	4.6
영업이익률(%)	5.2	6.4	6.1	5.9
ROE(%)	3.2	11.8	14.5	12.6
순부채비율(%)	156.8	140.6	91.5	74.2

Price Trend



☒ 2Q17 실적 Review

한라 (014790)

어닝 서프라이즈, 사상 최대 분기 영업이익 달성!



<장 전 실적발표> 동사는 2분기 매출액 5,086억원(YoY +13.4%), 영업이익 409억원(YoY +72.3%)으로 사상 최대 분기 영업이익을 달성하며 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 주택부문 매출 비중이 늘어나고 연결회사들이 견고한 실적을 달성하면서 이익 개선을 이끌었습니다. 1) 정부 정책 수혜, 2) 배곧신도시 후속 사업 준비, 3) 약 2,500억원에 달하는 보유자산 가치 등 추가 상승 여력은 충분하다는 판단입니다.

>> Point 1. 어닝 서프라이즈, 사상 최대 분기 영업이익 달성!

동사는 2분기 매출액 5,086억원(YoY +13.4%, QoQ +20.9%), 영업이익 409억원(YoY +72.3%, QoQ +47.4%)으로 사상 최대 분기 영업이익을 달성하며 어닝 서프라이즈를 시현했다. 이는 1) 배곧신도시 1단지 준공이 8월로 다가오면서 주택부문 매출 비중이 54%까지 증가했고, 2) 엔켐을 비롯한 연결 종속회사들이 견고한 실적(yoy +186.5%)을 달성한 것에 기인한다. 판관비율 역시 전년대비 2%p 하락하면서 비용측면에서도 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 하반기 역시 주택부문 매출 및 이익이 견고한 흐름을 이어갈 것으로 보여 연간 사상 최대 이익달성이 전망된다.

>> Point 2. J노믹스 정책 수혜 & next 배곧 기대감 증가

동사는 민자SOC 제안사업에 다양한 경험을 보유하고 있으며, 제3자경쟁에서 최초 제안자를 제치고 수주하는 등 경쟁력을 보유하고 있다. 공항(5위)과 항만(5위) 등 실적우수 분야 기술형 입찰도 확대하고 있다. 더불어 배곧신도시처럼 성공적인 민관학 협동 사업의 경험은 향후 도시재생 뉴딜정책이 본격화 될 경우 상당한 강점이 될 전망이다. 실제로 지주공동사업 및 뉴스테이 형태의 추가 대규모 사업이 준비 중에 있다. 최근 정부에서 발표한 '국정운영 5개년 계획'에 따르면 지역거점 인프라 투자 확대와 도시재생 뉴딜의 빠른 추진을 시사하고 있어 동사의 수혜가 예상된다.

>> Point 3. TP 6,300원(BUY) 유지, 추가 상승여력 충분!

동사는 재무구조개선과 배곧신도시와 같은 양질의 대규모 도시개발사업을 바탕으로 강력한 텐어러운드가 시작되었다. 다만, 약 1,000만주에 달하는 전환우선주(보통주)로 전환시 5배로 상장)가 부담이다. 그럼에도 1) 정부 정책의 수혜가 기대되고, 2) 배곧신도시와 같은 대규모 후속 기획제안사업이 준비 중이며, 3) 전환우선주의 보통주 전환을 감안한 밸류에이션도 아직은 부담스럽지 않은 국면이며, 4) 향후 현금화가 가능한 동탄물류단지 부지, 천진법인 청산잔여금, 기타 수익증권 등 보유자산 가치만 약 2,500억원에 이른다는 점 등을 감안하면 추가 상승 여력은 충분하다.

한라 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	2Q16	1Q17	2Q17P		당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스
매출액	4,485	4,206	5,086	13.4%	20.9%	4,623	10.0%	4,623 10.0%
GPM	13.4%	13.1%	14.1%	0.7%p	1.1%p	14.3%	-0.2%p	14.3% -0.2%p
영업이익	237	277	409	72.3%	47.4%	289	41.3%	289 41.3%
OPM	5.3%	6.6%	8.0%	2.8%p	1.4%p	6.3%	1.8%p	6.3% 1.8%p
세전이익	77	126	216	179.2%	71.3%	191	13.0%	191 13.0%
순이익	34	83	147	328.8%	77.0%	128	15.6%	128 15.6%

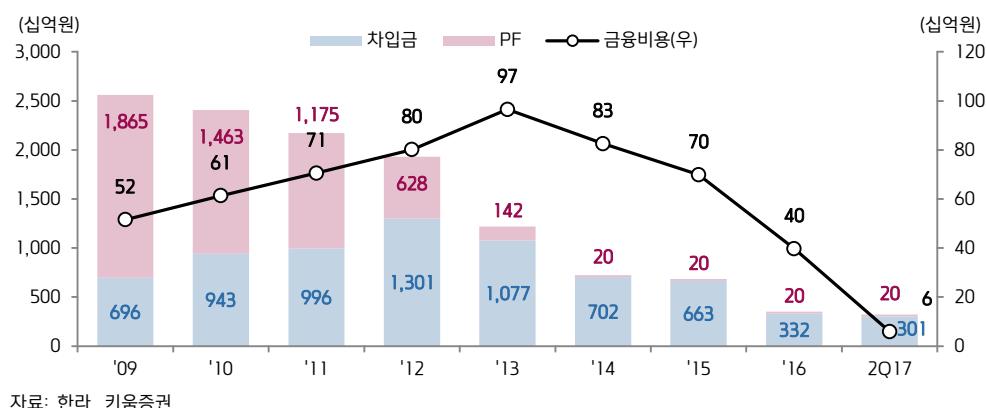
자료: 한라, 키움증권

한라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	4,183	4,485	4,215	5,436	4,206	5,086	4,418	5,268	18,318	18,978	21,154
토목	843	1,093	1,081	1,415	828	910	1,034	1,228	4,433	3,999	3,935
건축	698	542	383	602	556	667	530	615	2,225	2,367	5,112
주택	1,324	1,269	1,416	1,752	1,661	2,093	1,682	1,918	5,762	7,353	6,881
해외	83	183	204	305	126	99	117	186	776	528	498
기타	114	93	84	96	98	85	84	95	387	362	394
연결	1,121	1,305	1,046	1,265	938	1,232	972	1,227	4,736	4,370	4,333
매출원가율	85.8	86.6	87.1	86.0	86.9	85.9	86.9	85.6	86.4	86.3	87.2
토목	96.9	95.9	94.4	90.8	103.3	96.8	94.0	92.3	94.1	96.1	93.4
건축	85.5	91.5	89.6	93.0	92.7	95.6	93.7	92.9	89.7	93.8	90.9
주택	75.9	74.9	75.3	77.7	73.5	76.3	79.2	79.8	76.1	77.2	82.1
해외	217.6	133.5	119.9	119.4	140.6	201.8	119.0	101.4	133.4	133.4	112.8
기타	84.0	82.7	162.7	108.6	125.9	128.8	143.6	103.4	107.0	124.7	113.1
연결	79.9	81.9	82.1	78.9	81.5	76.6	80.4	80.7	80.7	79.7	80.2
매출총이익률	14.2	13.4	12.9	14.0	13.1	14.1	13.1	14.4	13.6	13.7	12.8
영업이익	246	237	208	263	277	409	242	277	955	1,205	1,298
영업이익률	5.9	5.3	4.9	4.8	6.6	8.0	5.5	5.2	5.2	6.4	6.1
세전이익	144	77	65	-30	126	216	142	125	257	610	778
순이익	72	34	30	-35	83	147	103	93	102	428	594

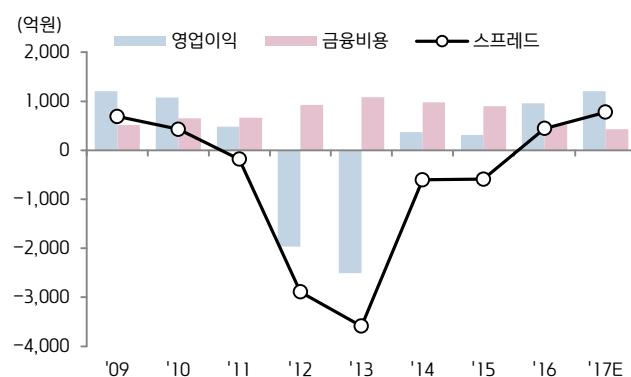
자료: 한라, 키움증권

한라 금융차입금, PF 및 금융비용 추이 (별도기준)



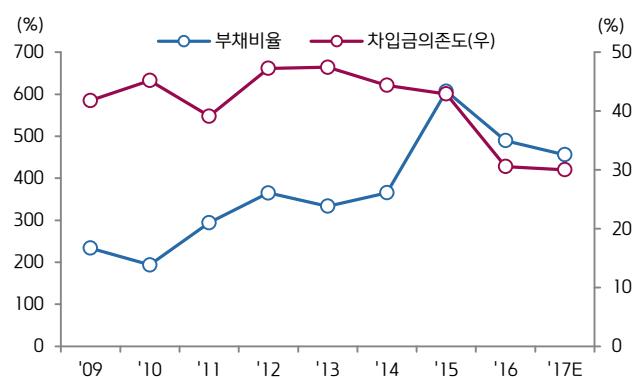
자료: 한라, 키움증권

한라 영업이익 및 금융비용 추이 (연결기준)



자료: 한라, 키움증권

한라 부채비율 및 차입금의존도 추이 (연결기준)



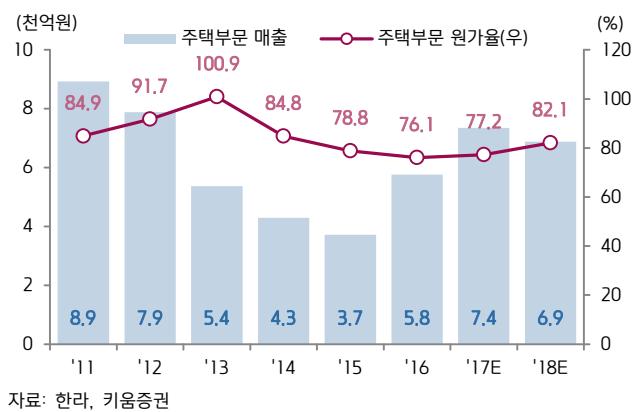
자료: 한라, 키움증권

한라 매출액 및 매출원가율 추이



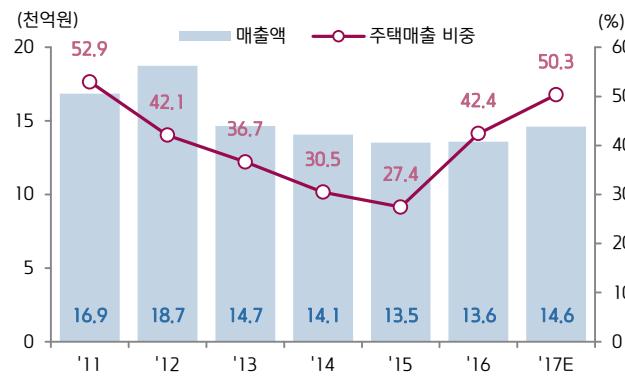
자료: 한라, 키움증권

한라 주택부분 매출 및 원가율 추이



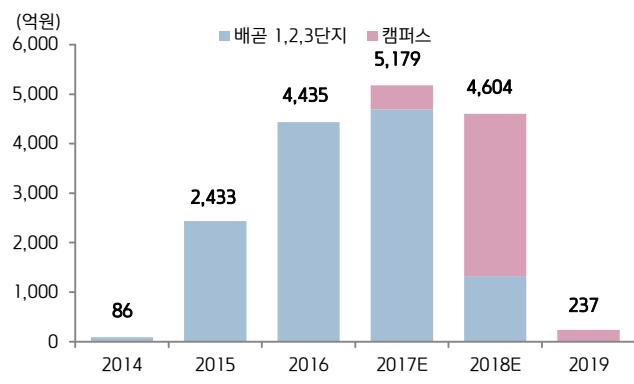
자료: 한라, 키움증권

한라 매출액 및 주택매출 비중 추이 (별도기준)



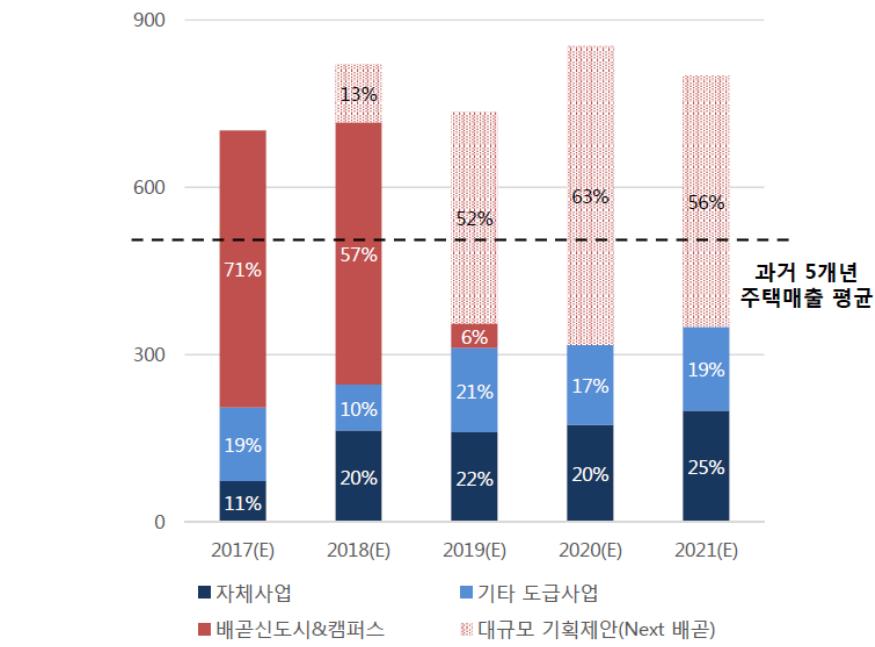
자료: 한라, 키움증권

한라 배곧신도시 매출현황 및 계획



자료: 한라, 키움증권

개발사업의 안정적 매출 유지 전망



자료: 한라, 키움증권

한라 판관비율 추이



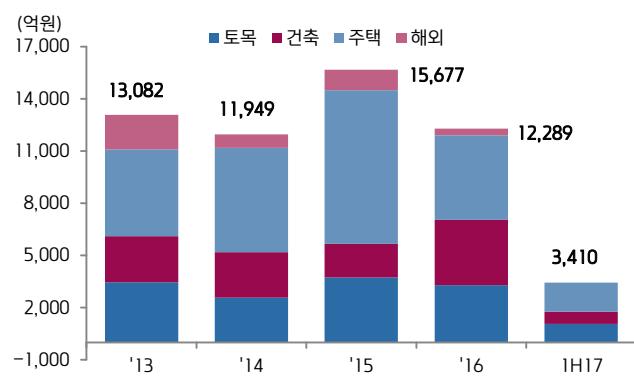
자료: 한라, 키움증권

한라 ROE 추이



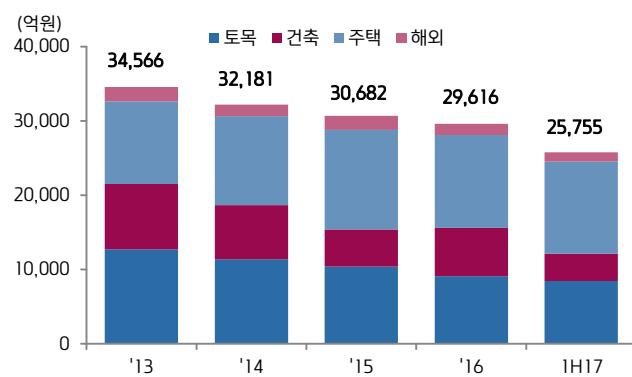
자료: 한라, 키움증권

한라 신규 수주 추이



자료: 한라, 키움증권

한라 수주잔고 추이



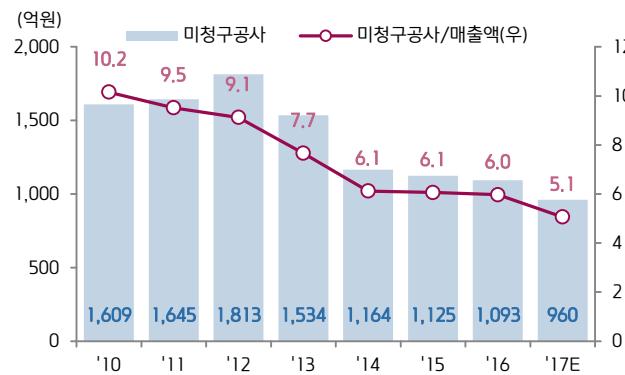
자료: 한라, 키움증권

한라 주택공급 현황 및 계획 (단위: 십억원, 호)

구분	사업명	분양총액 (도급금액)	토지비 (PF잔액)	세대수	공정률	분양율	착공월	입주월	
도급사업	2014	시흥 배곧신도시 1단지	493	70	2,701	92.3%	100%	14.10	17.08
	2015	송도 오네스타 오피스텔	69	8	468	82.9%	100%	15.01	17.09
		시흥 배곧신도시 2단지	495	57	2,695	66.7%	100%	15.05	18.02
		시흥 배곧신도시 3단지	258	-	1,304	49.6%	100%	15.11	18.08
	2016	은평뉴타운 연립주택	46	12	220	92.4%	100%	16.01	17.06
		서울역 한라비발디 센트럴	46	16	109	67.8%	100%	16.01	18.01
		광명소하 Newstay	63	-	420	22.3%	임대사업	16.11	18.08
		여의도 오피스텔	43	28	410	10.0%	100%	16.11	19.01
자체사업	2016	위례 오피스텔	60	-	412	6.7%	100%	16.12	19.11
예정사업	2016	울산송정지구	240	65	676	19.7%	100%	16.12	-
	2017	당진수청지구	130	-	-	-	-	-	-
		강동삼익빌라재건축	45	-	-	-	-	-	-
		잠실오피스텔	46	-	-	-	-	-	-
		호원동재개발	65	-	-	-	-	-	-

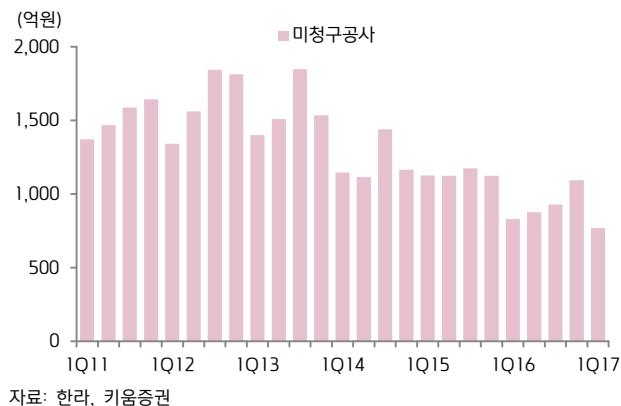
자료: 한라, 키움증권

한라 미청구공사 연간 추이 (연결기준)



자료: 한라, 키움증권

한라 미청구공사 분기 추이 (연결기준)



자료: 한라, 키움증권

한라 Valuation (단위: 원, 배, %)

구분	값	가정
COE	10.4	
Risk Free Rate	1.7	
Risk Premium	7.0	
Beta	1.2	
growth rate	1.0	
ROE	13.4	2018~2019년 평균
target P/B	1.3	
BPS	4,776	2018~2019년 평균, 전환우선주 보통주 전환 가정
목표주가	6,300	

자료: 키움증권

전환주식 발행현황 (단위: 원)

주식의 내용	발행일자		2013년 04월 17일	
	주당 발행가액(액면가액)		31,100	5,000
	발행총액(발행주식수)		316,424,462,000	10,174,420
	현재 잔액(현재 주식수)		316,424,462,000	10,174,420
이익배당에 관한 사항		우선 배당비율: 18.66%(액면가액의 기준 대비)		
잔여재산분배에 관한 사항		-		
전환에 관한 사항	전환조건		상법 제346조 내지 제351조의 규정을 따름	
	전환청구기간		발행일로부터 5년 경과 후 2년이내	
	전환으로 발행할 주식의 종류		(주)한라 기명식 보통주	
	전환으로 발행할 주식수		50,872,100	
	의결권에 관한 사항		본 우선주식은 의결권이 없음	

자료: 한라, 키움증권

자기주식취득 신탁계약 체결 결정

계약금액(원)		5,000,000,000
계약기간	시작일	2017년 04월 27일
	종료일	2017년 10월 27일
계약목적		주주가치 제고 및 주가 안정화
계약체결 예정일자		2017년 04월 27일

자료: 한라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,553	18,318	18,978	21,154	19,478
매출원가	16,394	15,820	16,378	18,456	17,076
매출총이익	2,159	2,498	2,600	2,698	2,402
매출총이익률(%)	11.6	13.6	13.7	12.8	12.3
판매비및일반관리비	1,849	1,543	1,395	1,400	1,247
영업이익	310	955	1,205	1,298	1,156
영업이익률(%)	1.7	5.2	6.4	6.1	5.9
영업외손익	-1,308	-699	-596	-519	-401
금융수익	110	189	150	50	54
금융원가	1,092	571	454	402	372
기타수익	463	122	118	35	36
기타비용	733	325	381	88	87
종속 및 관계 기업 관련 손익	-57	-114	-29	-114	-32
법인세차감전이익	-998	257	610	778	755
법인세비용	146	155	182	184	166
유효법인세율	-14.6	60.4	29.9	23.6	22.0
당기순이익	-1,144	102	428	594	589
순이익률(%)	-6.2	0.6	2.3	2.8	3.0
지배주주지분순이익	-1,142	105	424	588	582
EBITDA	450	1,062	1,306	1,398	1,256
EBITDA margin (%)	2.4	5.8	6.9	6.6	6.5
증감율(% YoY)					
매출액	-2.5	-1.3	3.6	11.5	-7.9
영업이익	-16.9	208.5	26.2	7.7	-10.9
법인세차감전이익	적지	흑전	137.6	27.7	-3.1
당기순이익	적지	흑전	320.7	39.0	-1.0
지배주주지분당기순이익	적지	흑전	304.2	38.8	-1.0
EBITDA	-11.2	136.1	23.0	7.1	-10.2
EPS	적지	흑전	-16.4	254.8	-1.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,369	9,029	9,727	9,602	10,487
현금 및 현금성자산	1,218	820	1,023	1,224	1,575
매출채권 및 기타 유동채권	4,211	3,057	3,721	3,254	3,541
재고자산	1,317	1,604	1,488	1,549	1,615
기타 유동자산	3,623	3,548	3,495	3,575	3,755
비유동자산	12,486	11,710	11,871	12,246	12,591
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	2,040	428	422	415	375
유형자산	6,421	6,704	7,130	7,318	7,597
무형자산	295	265	252	241	227
투자자산	2,399	2,968	2,701	2,876	2,970
기타 비유동자산	1,330	1,346	1,366	1,396	1,422
자산 총계	22,854	20,739	21,598	21,848	23,077
유동부채	17,917	11,618	12,437	12,614	12,732
매입채무 및 기타 유동채무	6,453	5,439	5,405	5,424	5,518
유동성이자 발생 차입금	9,664	2,861	3,805	3,805	3,805
기타 유동부채	1,800	3,318	3,226	3,385	3,409
비유동부채	1,705	5,603	5,277	4,798	5,347
장기 매입채무 및 기타 비유동채무	241	542	650	754	723
사채 및 장기 차입금	141	3,476	2,678	1,478	1,478
기타 비유동부채	1,323	1,585	1,949	2,566	3,146
부채 총계	19,622	17,221	17,714	17,412	18,079
자본금	2,183	2,333	2,333	2,333	2,333
자본잉여금	1,489	1,488	1,488	1,488	1,488
이익잉여금	-648	-505	-138	408	966
기타 자본	108	105	101	101	101
지배주주지분자본총계	3,132	3,420	3,784	4,331	4,888
자본 총계	3,233	3,518	3,884	4,436	4,998
총 차입금	9,804	6,338	6,483	5,283	5,283
순 차입금	8,586	5,518	5,460	4,059	3,708

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	944	2,080	2,444	1,840	972
당기순이익	-1,144	102	428	594	589
감가상각비	120	99	94	94	94
무형자산상각비	20	8	6	6	6
GrossCashFlow	501	1,205	1,404	1,570	1,428
운전자본변동	1,277	1,349	1,405	543	-208
매출채권 및 기타채권의 증감	331	976	1,415	467	-287
재고자산의 증감	-47	-245	105	-61	-66
매입채무 및 기타채무의 증감	824	-571	14	19	94
영업에서 창출된 현금흐름	1,778	2,554	2,809	2,113	1,221
투자활동현금흐름	-2,302	572	-2,428	-522	-693
투자자산의 증감	664	45	80	-176	-94
유형자산의 감소	131	125	96	117	113
유형자산의 증가(CAPEX)	-137	-452	-608	-399	-486
무형자산의 증감	-6	13	6	4	8
기타	-2,954	840	-2,002	-69	-234
FreeCashFlow	1,766	2,240	2,303	1,836	855
재무활동현금흐름	1,261	-3,051	188	-1,119	72
차입금의 증가(감소)	1,254	-3,258	154	-1,200	0
자본증가(감소)	0	149	0	0	0
자기주식의 처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금 지급	-95	0	-34	-43	-26
기타	101	58	69	124	98
현금 및 현금성자산의 순증가	-90	-398	203	201	351
기초현금 및 현금성자산	1,308	1,218	820	1,023	1,224
기말현금 및 현금성자산	1,218	820	1,023	1,224	1,575

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-3,411	227	190	673	667
BPS	7,173	7,329	8,147	4,450	5,022
주당EBITDA	1,030	2,342	2,806	1,605	1,442
SPS	42,484	40,401	40,665	24,212	22,295
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-1.3	18.8	27.8	7.8	7.9
PBR	0.6	0.6	0.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	22.5	6.8	5.7	4.4	4.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	23.8	83.7	0.0	0.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	-30.4	3.2	11.8	14.5	12.6
총자산이익률(ROA)	-5.2	0.5	2.0	2.7	2.6
투하자본이익률(ROIC)	5.2	7.0	21.1	25.6	27.3
안정성(%)					
부채비율	607.0	489.5	456.0	392.5	361.7
순차입금비율	265.6	156.8	140.6	91.5	74.2
유동비율	57.9	77.7	78.2	76.1	82.4
이자보상배율(배)	0.3	1.9	2.8	3.3	3.2
활동성(회)					
매출채권 회전율	4.4	5.0	5.6	6.1	5.7
재고자산 회전율	14.3	12.5	12.3	13.9	12.3
매입채무 회전율	3.1	3.1	3.5	3.9	3.6

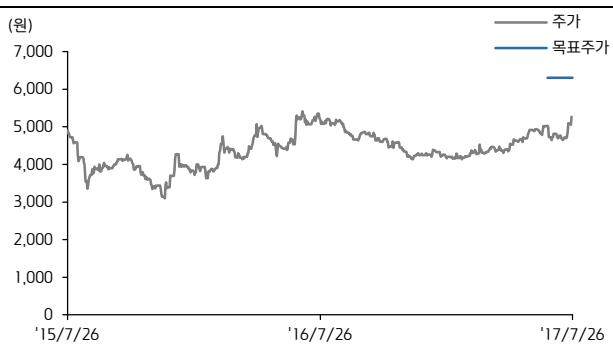
Compliance Notice

- 당사는 7월 25일 현재 '한라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
한라 (014790)	2017/06/20	BUY(Initiate)	6,300원
	2017/07/19	Buy(Maintain)	6,300원
	2017/07/26	Buy(Maintain)	6,300원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%