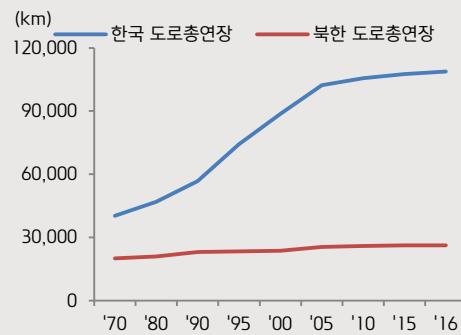


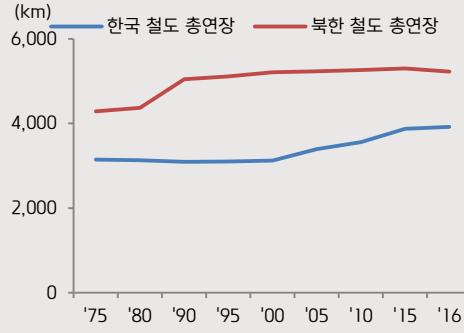
Overweight
(Maintain)

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

남북한별 도로 총연장 추이



남북한별 철도 총연장 추이



Compliance Notice

- 당사는 4월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

汎現代家

건설

새로운 도약을 맞이하는 汎現代家



최근 남북 긴장 완화에 따른 경제협력 기대감이 높아지면서 건설업종의 주가가 상승하고 있습니다. 북한 시장의 개방은 1) 국내 주택시장의 불확실성 확대, 2) 해외 신규수주의 양적 질적 불확실성 확대 등의 상황에서 신규 시장 창출이라는 점에서 기대됩니다. 향후 현대건설을 주도적으로 汎現代 건설사의 새로운 도약이 기대되는 시점입니다.

>>> 열악한 북한 인프라 개선 필요

최근 남북 긴장 완화에 따른 경제협력 기대감이 높아지면서 건설업종의 주가가 상승하고 있다. 남북 정상회담과 북미정상회담이 예정되어 있고, 북한이 비핵화의 의지를 보이고 있다. 현 시점에서는 경제협력의 수위와 수혜 정도를 가늠하기 어렵지만, 건설업종의 수혜가 예상되는 인프라와 관광개발에 대해 북한의 현 상황과 한국 업체들의 진출 및 수혜를 가늠해 볼 필요가 있다. 현재 북한의 인프라 현황을 간단히 살펴보면, 도로의 경우 한국의 도로에 비해 총연장은 24.1%, 고속도로는 17.4%에 불과하다. 북한의 지형적인 요인과 지속된 경제난은 새로운 도로건설은 어렵게 하고 있다. 따라서 남북 경제협력이 진행된다면 도로의 수송능력 확대를 위해 도로건설을 진행할 가능성이 상당히 높다. 철도는 철도 및 전철의 총연장이나 전철화율이 한국에 비해 높지만, 북한의 철도는 98%가 단선이며 70% 이상이 일제시대에 건설되어 개보수 부진에 따른 시설 노후화가 심각하다. 향후 남북경협이 본격화되면 신규 철도 건설에 대한 수요가 급증할 것으로 전망하며, 북한의 국제철도망이 중국 3곳과 러시아 1곳, 한국 2곳에 연결되어 있어, 향후 신북방정책과 연계돼 탄력을 받을 가능성이 높다는 판단이다.

>>> 새로운 도약을 맞이하는 건설업종

북한 시장의 개방은 1) 국내 주택시장의 불확실성 확대, 2) 해외 신규수주의 양적 질적 불확실성 확대 등의 상황에서 신규 시장 창출이라는 점에서 기대된다. 과거 5년간 괴롭혔던 해외 손실도 마무리 국면으로 접어들고 있어, 실적이 뒷받침되고 있다는 점도 긍정적이다. 국토연구원에 따르면 핵심과제 11개의 프로젝트에 대해 사업비를 93.5조 원으로 추산하고 있다. 대형 건설사의 경우 그동안 극도의 저평가임에도 불구하고 시장의 철저한 외면을 받아왔다. 경제협력이 본격화 될 경우 부연이 필요없는 건설업종의 최대 호재임을 감안하면 멀티플의 정상화가 기대된다.

>>> 새로운 도약을 맞이하는 汎現代家

국내 건설사 중 유일하게 대북사업 경험이 있는 건설사는 현대건설이다. 따라서 남북 경협 초기에는 현대건설이 주도적인 역할을 할 가능성이 높다. 더불어 범현대가도 함께 수혜를 받을 가능성이 높다는 판단이다. 공교롭게도 대표적인 범현대 건설사인 현대건설과 현대산업, 한라는 인프라 및 민자 SOC에 강점을 보유하고 있다. 특히 이번 GTX-A노선 수주의 경우 현대건설 컨소시엄의 일원으로 참여하고 있어, 남북경협 이전에 범현대가 합동 수주의 첫 단추를 잘 끼울 수 있을지 주목된다. 1) 남북의 경제협력이 곧바로 나타나지 않더라도, 화해무드가 지속될 경우 파주의 가치는 높아질 것으로 예상되며, 2) 지주사 전환을 통해 디벨로퍼로의 전화를 시도 중인 현대산업을 최선호주로 유지한다. 더불어 1) 해외수주가 기대되고, 2) 범현대가의 대표격이면서 유일하게 대북사업 경험이 있는 현대건설을 차선호주로 유지한다.

북한 인프라 현황

1) 도로

북한의 도로는 철도역과 주변지역간의 연결기능을 담당하며 주로 단거리 운송 위주로 건설되어 있다. 2016년 기준 북한의 도로 총연장은 26,176km이며 이중 고속도로는 774km로 한국의 도로에 비해 각각 24.1%, 17.4%에 불과하다. 질적인 면에서도 고속도로를 제외한 북한의 도로 포장률은 10% 미만이며 간선도로 대부분이 왕복 2차선 이하에 불과한 것으로 알려지고 있다. 그리고 북한의 고속도로는 6개 노선, 총연장 774km로 평양·개성, 평양·향산(묘향산), 평양·남포 등 주요 구간만이 아스팔트 포장이다. 2016년 기준 북한의 자동차 보유 대수는 약 285천대로 한국의(21,803천대) 1.3%에 불과하며 도로의 화물수송 분담률은 7% 내외이다.

북한의 도로망은 지형에 크게 영향을 받고 있다. 북부는 고산지대로 이루어져 있고, 중앙부에는 낭림산맥이 남북으로 지나고 있어 도로망은 동서 양안을 따라 집중되어 있다. 더구나 낭림산맥은 동고서저(東高西低)의 유형을 띠고 있어 동서간의 관통도로가 적고 대부분의 도로는 계곡이나 하천을 따라 발달하였으며 이들 도로에는 교량과 터널이 많은 것이 특징이다. 또한 이들 도로는 협소하고 기울기가 심하여 차량 운행에 어려움이 많다. 도로의 수송능력을 떨어뜨리는 원인중의 하나가 낮은 도로 포장들인데 북한에서는 대도시인 평양, 남포, 원산 등의 주변을 지나는 도로만 포장되어 있다. 한편 이들 도로는 철도노선과 평행을 이루고 있는데 교통체계가 철도 중심으로 이루어져 있어서 화물 수송을 위한 자동차의 수송망은 발달하지 못해 도로별 수송능력은 미약한 것으로 알려져 있다.

이처럼 북한의 지형적인 요인과 지속된 경제난은 새로운 도로건설은 어렵게 하고 있다. 따라서 남북 경제협력이 진행된다면 도로의 수송능력 확대를 위해 도로건설을 진행할 가능성이 상당히 높다.

도로 총연장 및 고속도로 길이 (단위: km)

구분	1970	1980	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2016
한국(A)	도로총연장	40,224	46,951	56,715	74,237	88,775	102,293	105,565	107,527
	고속도로길이	551	1,225	1,551	1,825	2,131	2,968	3,859	4,193
북한(B)	도로총연장	20,000	21,000	23,000	23,339	23,633	25,495	25,950	26,183
	고속도로길이	–	225	354	644	724	724	727	774
B/A	도로총연장	49.7%	44.7%	40.6%	31.4%	26.6%	24.9%	24.6%	24.4%
	고속도로길이	–	18.4%	22.8%	35.3%	34.0%	24.4%	18.8%	17.4%

자료: 통일부, 키움증권

북한 인프라 현황

2) 철도

북한의 육상수송망은 ‘주철종도’의 구조로 이루어져 있다. 즉 철도가 육상수송의 중심이고 도로수송과 해운수송이 이를 보조하는 구조이다. 화물수송의 경우 철도수송이 90%의 압도적인 비율을 차지하고 있으며, 여객 수송에서도 그 비율은 62%에 달하는 등 철도의 수송 분담율이 86%인 반면 도로는 12%, 해운수송은 2% 수준이다.

2016년 말 현재 북한의 철도 총연장은 5,226Km이며 이중에서 79.8%가 전철화 되어 한국의 73.3%에 비해 전철화율이 높다. 이는 전철화된 기관차를 도입할 경우 열차편당 수송능력이 2배 이상 증가할 뿐만 아니라 전기기관차의 마력이 디젤기관차에 비해 높기 때문에 경사가 심한 북한 산악지형에 적합하기 때문이다. 또한 전적으로 수입에 의존해야 하는 석유류를 연료로 하는 디젤 기관차에 비해 수력발전 등으로 자체 조달 가능한 전력을 에너지원으로 사용할 수 있다.

철도 및 전철의 총연장이나 전철화율이 한국에 비해 높지만, 북한의 철도는 98%가 단선이며 70% 이상이 일제시대에 건설되어 개보수 부진에 따른 시설 노후화가 심각하다. 이로 인하여 북한 열차(화물열차)의 평균 속력은 30Km 이하를 유지할 수밖에 없는 실정이다.

따라서 북한은 신규 철도 건설이나 복선화보다 투자비와 공사기간을 줄일 수 있는 전철화 작업을 집중적으로 실시하였다. 향후 남북경협이 본격화되면 신규 철도 건설에 대한 수요가 급증할 것으로 전망한다. 더불어 북한의 국제철도망은 중국과 3곳, 러시아와 1곳, 한국과 2곳이 연결되도록 되어 있다. 중국과는 신의주~단동(丹東), 만포·집안(集安), 남양·도문(圖們) 구간이 철교로 연결되어 있다. 러시아와는 흥의·두만강 간에 철도가 부설되었으며 러시아와는 핫산~나진간 혼합궤도로 연결되어 있다. 북한과의 철도 인프라 확장은 향후 신북방정책과 연계돼 탄력을 받을 가능성이 높다는 판단이다.

남북한 철도연장 추이 (단위: km)

구분	1975	1980	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2016	
한국(A)	총연장	3,144	3,135	3,091	3,101	3,123	3,392	3,557	3,874	3,918
	궤도연장	5,619	6,007	6,435	6,554	6,706	7,872	8,426	9,001	9,364
북한(B)	총연장	4,292	4,370	5,045	5,112	5,214	5,235	5,265	5,304	5,226
B/A	총연장	136.5%	139.4%	163.2%	164.9%	167.0%	154.3%	148.0%	136.9%	133.4%

자료: 통일부, 키움증권

전철 총연장 및 전철화율 (단위: km, %)

구분	1990	1995	2000	2005	2010	2013	2014	2015	2016	
한국(A)	전철총연장	522.4	556.3	668.7	1,665.80	2,147.00	2,453.80	2,456.70	2,727.10	2,873.20
	전철화율	16.9	17.9	21.4	49.1	60.4	68.3	68.4	70.4	73.3
북한(B)	전철총연장	3,194.00	4,030.00	4,189.00	4,211.00	4,229.00	4,229.00	4,232.00	4,232.00	4,232.00
	전철화율	63.3	78.8	80.3	80.4	80.3	79.8	79.8	79.8	79.8
B/A	전철총연장	611.4%	724.4%	626.4%	252.8%	197.0%	172.3%	172.3%	155.2%	147.3%

자료: 통일부, 키움증권

북한 인프라 현황

3) 시멘트

시멘트의 주원료로 사용되는 석회석은 북한지역에 약 1천억 톤이 매장되어 있으며, 북한은 이러한 석회석 자원을 활용하기 위해 기존 석회석 광산의 확장과 새로운 광산의 개발을 추진하고 있다. 북한이 보유하고 있는 매장량은 한반도 전체 매장량의 91%를 차지하고 있다. 북한의 대규모 시멘트공장들은 대부분 석회석 산지에 집중되어 있으며 철도와 컨베이어벨트 등을 이용하여 원료를 조달하거나 생산제품을 운송하고 있다.

북한의 시멘트 산업은 제조 설비 중에 NSP Kiln은 2기 (한국 37기), SP Kiln은 6기 (한국 8기)로서 현대화율(NSP 및 SP Kiln수/전체 Kiln수)은 전체 시설능력의 17% 수준으로 한국의 92%에 비하여 현저히 낮은 수준을 보이고 있다. 북한의 경우 설비 대형화, 에너지 절감 및 자동화 면에서 낙후된 습식, 반건식 및 단순건식의 재래설비에 의존함으로써 시멘트 제조기술은 한국의 1970년대 중반 수준에 불과한 실정이다.

따라서 당장 경제협력이 본격화 됐을 때 한국의 시멘트 업체로부터 조달해야 하는 이슈가 발생할 가능성이 높다.

남북한 시멘트 생산량 비교 (단위: 만톤)

구분	1990	1995	2000	2005	2010	2013	2014	2015	2016
한국 (A)	3,357	5,513	5,126	4,720	4,742	4,729	4,705	5,204	5,674
북한 (B)	613	422	460	593	628	660	667	670	708
B/A	18.3%	7.7%	9.0%	12.6%	13.2%	13.9%	14.2%	12.9%	12.5%

자료: 통일부, 키움증권

북한 인프라 현황

4) 주택

공식적인 통계는 없지만, 주요 연구기관들에 따르면 북한의 주택보급률은 70% 수준인 것으로 파악된다. 재고 주택수는 약 450만호 내외로 150호 정도가 부족한 상황이다. 경제협력이 본격화 될 경우 초기에는 기본권과 인도적 차원의 주택사업을 지원할 가능성이 높다. 이후 남북이 상호이익이 되는 주택사업에 진출할 수 있을 것으로 보여지며, 한국형 신도시 개발과 같은 경제개발구 및 핵심프로젝트권역 중심의 주택 개발이 이뤄질 전망이다. 이는 향후 통일을 대비해 남북간 균형발전에 있어서도 상당히 중요한 부분이다.

북한의 주택 현황

구분	LH주택도시연구원	북한경제포럼	국토연구원	건설산업연구원
가구원수	4.8명(1999년)	4.18명(2002년)	4.3명(2006년)	4.08명(2008년)
가구수	485만호(1995년)	480만호	537만호(2006년)	588만호(2008년)
주택수	269~304만호	288~384만호	412~447만호(2006년)	447~482만호(2013년기준)
보급률	55~63%	70%로추정	77~83%	74~80%

참조: (사)북한경제포럼, 북한지역 주택투자 소요판단 및 대응방안 연구, 2002

박용석, 북한주택 시장의 현황과 과제, 대한건축학회, 급변하는 통일시대의 북한 주택 대량공급방안 세미나 발제자료, 2014.3

주택도시연구원, 북한의 주택 및 건축기술 실태조사와 계획방향 제시 연구, 1999

자료: LH주택도시연구원, 키움증권

북한의 유형별 주택수 및 주거 비중

구분	단독주택		연립주택		공동주택		기타		계
	주택수	비중(%)	주택수	비중(%)	주택수	비중(%)	주택수	비중(%)	
전국	1,988,415	33.8	2,584,435	43.9	1,261,709	21.4	52,912	0.9	5,887,471 100
도시지역	616,955	17.2	1,773,414	49.5	1,164,767	32.5	24,490	0.7	3,579,626 100
농촌지역	1,371,460	59.4	811,021	35.1	96,942	4.2	28,422	1.2	2,307,845 100
평양도시지역	45,267	6.4	218,180	31	434,230	61.7	6,233	0.9	703,910 100

자료: Central Bureau of Statisticians, 2009,『DPR Korea 2008 Population Census National Report』DPR Korea, 키움증권

북한 주택시장 단계별 과제 및 방향



자료: LH주택도시연구원, 키움증권

단계별 주택사업 유형

구분	기존주택 개량	경제개발구 등 전략지역 육성(거점개발)	도시 재구조화
공간적 범위	농촌지역 / 마을중심	경제개발구 및 혁신프로젝트권역중심	평양 등 주요도시 및 거리중심
사업성격	농촌복합단지 연계	산업 및 경제기반구축 특구개발	도시재정비 도시공간거점개발
참여방식	인도적 지원사업 시범사업 확산모델	특구개발 사업시행 및 건설참여	기반시설과 연계한 중심권 개발사업 참여
주택 공급유형	저층 단독~연립	근로자용숙소 / 1~2인소형주택 배후주거단지	복합용도개발 고층~고밀 공동주택 타운하우스
건축비(단가) 추정/재원	평당 약50만원 (NGO, 국제구호, 남북협력기금)	평당200만~250만원 (유상임대, 분양, 조합, 남북협력기금)	평당 200만~250만원 (채권발행, 분양사업, 차관, 남북협력기금)

주: 참조 건축비 단가: 기존 사례 건축물 단가 및 지원사업 소요비용으로 개략 산출

자료: LH주택도시연구원, 키움증권

북한 인프라 현황

5) 항공

북한의 항공수송체계는 심히 낙후되었다. 국제공항은 평양의 순안공항 뿐이고 국내선 공항에는 순안, 선덕, 순천, 원산, 청진, 삼지연, 혜산, 어랑, 과일, 개천, 황주, 갈마공항 등 12개 공항이 있는데 대부분 군용공항을 겸하고 있다. 북한으로 찾아오는 관광객들은 베이징-평양, 심양-평양, 블라디보스톡-평양 등의 국제항로와 베이징-평양, 단동-평양, 모스크바-평양 국제열차를 이용할 수 있으나 상황에 따라 노선이 자주 변하고 있다. 경제협력이 본격화되고 남북간을 비롯해 국제적인 관광산업이 재개된다면 공항 인프라 확충에 대한 수요가 빠르게 증가할 것으로 전망된다.

지속성에 대한 고민

바야흐로 한반도에 불이 오고 있다. 이와 함께 건설주에도 훈풍이 불고 있다. 다만, 아직까지는 실체가 전혀 없는 기대감에 의한 주가 상승이라는 점을 감안하면, 우리는 지속성과 수익성에 대해 고민해 볼 필요가 있다.

국토연구원은 2013년 말 한반도 개발협력 핵심 프로젝트 11개를 선정하고 이에 대한 사업비로 93.5조원을 책정한 바 있다. 북한 지역의 인프라 확충이 본격화 된다고 하면, 사업의 주체는 누가 될까? 한국의 자본 및 기술이 북한에 투입될 수 있는가? 대규모 공사를 위한 건설인력과 자재를 어떻게 조달할 것인가?

이와 같은 물음에 답해 보자면, 위에서 언급한 바를 감안할 경우 북한 자체적으로 인프라를 확충하는 데는 분명 무리가 있다. 결국 남북경협을 통해 문제를 해결해 나갈 가능성이 높다는 게 합리적인 추론이다. 그리고 인프라 확충은 단기간에 끝나지 않는다. 결국 국내 건설사들에게는 1) 국내 주택시장의 불확실성 확대, 2) 해외 신규수주의 양적 질적 불확실성 확대 등의 상황에서 신규 시장 창출이라는 점에서 기대할 수 있는 모멘텀이다.

그리고 남북경협의 선두에는 汎現代家가 있다.

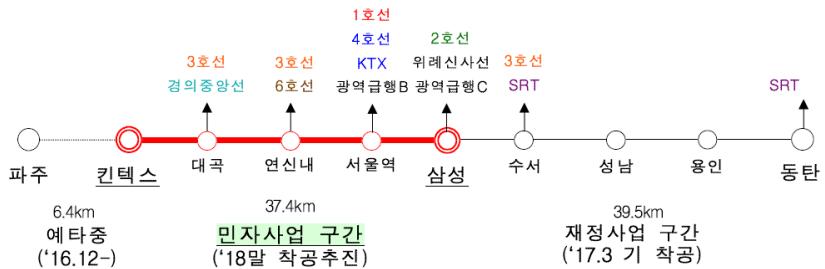
한반도 개발협력 핵심 프로젝트

구분	프로젝트	규모
핵심 가교 프로젝트	한반도 서부축 인프라회랑(서울-신의주 인프라 네트워크) 프로젝트	23조 2,124억원
	한반도 동부축 인프라회랑(서울-나선 인프라 네트워크) 프로젝트	26조 8,038억원
9개 거점 프로젝트	개성-해주 프로젝트	43조 5,221억원
	평양-남포 프로젝트	
	신의주-단동 프로젝트	
	설악-금강-원산 프로젝트	
	함흥-부전 고원 프로젝트	
	신포-단천 프로젝트	
	백두산-개마고원 프로젝트	
	나선-청진-훈춘-하산 프로젝트	
	평화지대 프로젝트	
	합계	93조 5,383억원

자료: 국토연구원, 키움증권

))> 국내부문 체크 포인트

고속 광역급행철도(GTX) 진행 상황

구분	내용
GTX 전 노선	<ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 약 14조원 <ul style="list-style-type: none"> → 제안형 민자사업에서 고시형 민자사업으로 전환 → 민간 약 50%, 나머지는 국가와 지자체가 7:3 분담 * A, B, C 전 노선 211.3km = A노선 83.3km + B노선 80.1km + C노선 48km
전 구간	<ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 48,188억원 * A노선 2018년 전 구간 착공, 2023년 개통 예정 * 파주-일산-삼성-동탄 간 83.3km를 경유하는 노선  <p>1호선 4호선 2호선 KTX 위례신사선 3호선 광역급행B 광역급행C SRT</p> <p>경의중앙선 3호선 6호선 KTX 광역급행B 광역급행C SRT</p> <p>파주 킨텍스 대곡 연신내 서울역 삼성 수서 성남 용인 동탄</p> <p>6.4km 예타중 ('16.12-) 민자사업 구간 ('18말 착공추진) 재정사업 구간 ('17.3 기 착공)</p>
삼성-동탄 구간	<ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 15,547억원 * (2015.3) 기본계획 수립·고시 * (2017.4~) 삼성-동탄 구간(39.5km)은 재정사업으로 착공(2021년 개통 예정), 현재 공사 중
A노선	<ul style="list-style-type: none"> * 추정 총사업비 33,641억원, 순수 공사비 24,000억원 * 2018년말 착공 및 2023년 말 개통 목표 * 사업구간 <ul style="list-style-type: none"> 1) 파주-삼성 구간(43.8km): 일산-삼성 구간(37.4km) + 파주-일산 구간(6.4km) 2) 시공범위: 파주-삼성(43.8km) 3) 운영범위: 파주-동탄(83.3km), 운영기간은 운영 개시일(개통일)로부터 30년 * 사업기간: 착공 후 60개월 * 수도권 광역급행철도 민자사업으로 위험분담형 수익형 민간투자사업(BTO-rs) 방식으로 추진, 30년간 운영권 획득 * (2016.12~) 파주-일산 구간 예비타당성조사 통과 → 조사 결과에 따라 일산-삼성 구간과 병행추진 등 검토 * (2017.4.4~) 일산-삼성 구간 민간투자시설사업 기본계획 수립 착수 * (2017.11.8) GTX A 노선 파주 연장안(파주-삼성) 예비타당성조사 통과 * (2017.12.19) 민간투자사업심의위원회에서 파주-삼성 구간에 대한 민간시설사업기본계획(RFP) 고시(안) 최종 통과 * (2018.4.4) 현대건설 컨소시엄과 신한은행 컨소시엄이 우선협상자 선정을 위한 1단계 평가인 PQ 통과 <ul style="list-style-type: none"> 1) 현대건설 컨소시엄: 현대건설(31%), 현대산업개발(31%), 한라(7%), 태영건설(7%), 동부건설(3.5%), 금호산업(3%) 대보건설 / 신동아건설 / KR 산업(각 2%) 2) 신한은행 컨소시엄: 대림산업(32%), 고려개발(4.5%), 삼호(4.5%), SK 건설(20%), 대우건설(20%), 한진중공업(8%) 쌍용건설(4%) * (2018.4.13) 1차 PT(사업설명)와 평가위원들의 현장 답사 * (2018.4.25~26) 2단계 평가인 기술, 수요, 가격 분야 평가 * (2018.4.27) 우선협상대상자 발표 예정
B노선	<ul style="list-style-type: none"> * 총 사업비 59,083억원 * B노선 2017년 중 예비타당성조사 착수, 이르면 2020년 착공 추진, 2025년 개통 예정 * 송도-마석 간 총 연장 80.1km, 경춘선 망우~마석 구간을 공용하여 노선을 남양주까지 연장 * (2014.2) 기존 송도-청량리 구간은 예비타당성조사 결과 B/C(비용대비 편익)값 0.33을 기록해 사업추진 실패 * (2017년 초) 경춘선을 활용해 마석까지 연장하는 것으로 사업계획을 보완했으나 예비타당성조사 대상사업에서 제외 * (2017.7~) 3번째 예비타당성조사 대상사업 선정 신청서 제출(경춘선 망우~마석 구간을 공용하여 노선을 남양주까지 연장)
C노선	<ul style="list-style-type: none"> * 제3차 광역교통시행계획 상 사업비 39,660억원 * C노선 2017년 예비타당성 조사 완료, 이르면 2019년 착공 추진, 2024년 개통 예정 * 의정부-금정 간 48km를 경유하는 노선 * 고속철도 의정부 연장으로 수도권 남북축의 고속철 접근성 강화 * (2016.1~) 예비타당성조사 진행 중

자료: 국토교통부, 키움증권

>>> 현대건설: 대북사업의 시작과 끝을 책임질 건설사

유일한 대북 시공경험 & 현대아산의 2대주주

법현대가의 대표격이면서 유일하게 대북사업 경험이 있는 건설사가 바로 현대건설이다. 대북사업을 전담하고 있는 현대아산의 지분을 7.5%로 보유하고 있는 2대 주주이기도 하다. 따라서 남북경협이 본격적으로 시작된다면 동사가 주도적인 역할을 할 가능성이 높다.

안정적인 국내부문

국내부문은 1) 반포주공 1단지 분양, 2) 계약고가 높은 자체주택 비중 증가, 3) GBC 착공 등으로 향후 주택시장 하향 사이클 진입에도 양호한 실적을 기록할 전망이다. 서울시는 지난 13일 환경 영향평가 심의에서 GBC 신축사업 계획안을 조건부 승인했다. 국토교통부 수도권정비위원회만 통과하면 GBC 건립을 위한 인허가 절차가 마무리된다. 현재의 고수익성을 유지하기는 어렵겠지만, 국내 부문은 중장기적으로 안정적인 일감을 보유 중이다.

해외부문 해법 필요

결국 동사는 해외부문의 매출 증가 및 수익성 개선이 중요하다. 이와 같은 해외부문에 대한 해법으로는 1) 해외 수주 증가, 2) 해외 미착공 현장의 착공 전환 등이 있다. 상반기 해외수주 파이프라인은 사우디 드라이 도크, 인도 교량, 알제리 복합화력 등이다. 해외 신규수주는 작년 대비 증가할 것으로 전망되지만, 해외 원가율 개선을 위해서는 신흥시장 수주가 필요하다. 올해는 신흥시장인 인도네시아에서 투자개발 프로젝트가 진행 중이며, 우즈벡에서 금융주선 수의계약 사업을 추진 중이다. 그동안 미청구공사 감소, 순차입금 감소 등 재무구조를 개선시켜 왔던 힘이 큰 도움이 될 수 있을 것으로 전망된다. 더불어 공사재원을 확보한 이라크 카르발라 정유현장이 정상화되고, 연내 리비아 공사가 재개될 가능성도 높다. 다만, 수익성이 좋은 미착공 현장들의 착공 전환이 어렵다는 점은 아쉽다. 현재 연결 해외 수주잔고 40조원 중 약 12조원이 미착공으로 잠겨있다.

해외 부문의 경우 신흥시장 신규 수주 부진과 장기 미착공 현장으로 인해 아쉽지만, 1) 상대적으로 탄탄한 해외 파이프라인을 보유 중이고, 2) 영국 및 사우디 원전 프로젝트, 탈원전 정책과 관련된 원전해체 프로젝트 등 원전 부문 강자이며, 3) 안정적인 유가 흐름에 따른 해외 발주 기대감이 증가할 경우 대표주로 시장의 주목을 받을 것으로 판단된다. 현재 원전 시공이 가능한 건설사는 현대건설과 대우건설, 삼성물산 뿐이다.

아쉬운 1분기 실적

동사는 1분기 매출액 39,297억원(YoY -4.8%, QoQ -8.7%), 영업이익 2,087억원(YoY -8.7%, QoQ -0.6%)을 기록할 전망이다. 해외매출이 부진하면서 1분기 매출과 영업이익은 전년대비 감소할 것으로 전망된다. 해외매출은 하반기부터 쿠웨이트 알주르 LNG, 사우디 에탄회수처리, 우즈베키스탄 GTL 등 주공정의 진행률이 본격화되면서 개선될 것으로 예상되며, 올해 양호한 해외수주가 전망되기 때문에 향후 안정적인 실적 개선이 기대된다.

합병 이슈

동사의 경우 현대차그룹 지주사 전환에 따른 현대엔지니어링과의 합병 이슈가 언제든지 불거질 수 있다. 이는 심리적으로 부정적인 영향을 미치는 게 사실이다. 다만, 합병보다는 현대엔지니어링의 상장이 보다 합리적으로 추정가능하며, 합병이 이뤄진다고 해도 엘리엇의 주주행동과 삼성물산의 사례를 바탕으로 볼 때 과거처럼 과도한 디스카운트 요인이라고 보기는 어렵다는 판단이다.

목표주가 상향

과거 동사는 해외부문의 부진으로 수익성 회복에 어려움을 겪으며 지속적으로 할인되어 거래되었다. 단기적으로 실적에 대한 아쉬움이 있지만, 해외 수주 증가가 기대되며, 남북경협에 대한 실질적인 수혜가 예상되기 때문에 점진적으로 멀티플의 정상화가 이뤄질 것으로 전망한다. 목표주가는 2019년 BPS 64,231원에 target P/B 0.9배를 적용해 기존 50,000원에서 58,000원으로 상향한다. 투자의견 Outperform, 차선호주를 유지한다.

현대건설 실적 전망 요약 (단위: 억원)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	41,297	42,081	42,431	43,062	39,297	43,418	43,943	44,458	168,871	171,116	178,893
현대건설	2,472	2,543	2,594	2,560	2,293	2,635	2,728	2,648	10,168	10,304	10,760
현대엔지니어링	1,530	1,559	1,540	1,640	1,512	1,582	1,570	1,664	6,268	6,329	6,632
매출원가율	89.2	89.2	89.7	89.8	89.4	88.8	89.3	89.0	89.5	89.1	89.0
현대건설	91.3	92.5	91.7	91.8	91.5	91.8	91.4	91.1	91.8	91.4	91.0
현대엔지니어링	85.9	84.1	86.5	87.0	86.3	84.2	85.8	86.0	85.9	85.6	86.0
매출총이익률(%)	10.8	10.8	10.3	10.2	10.6	11.2	10.7	10.7	10.5	10.9	11.0
영업이익	2,286	2,664	2,811	2,100	2,087	2,826	3,049	2,547	9,861	10,509	11,217
영업이익률(%)	5.5	6.3	6.6	4.9	5.3	6.5	6.9	5.7	5.8	6.1	6.3
세전이익	468	3,062	1,721	298	1,224	3,001	2,179	2,026	5,548	8,430	9,612
순이익	439	2,047	1,111	119	1,015	2,029	1,580	1,465	3,716	6,088	6,897

자료: 현대건설, 키움증권

현대아산 주요 주주 현황

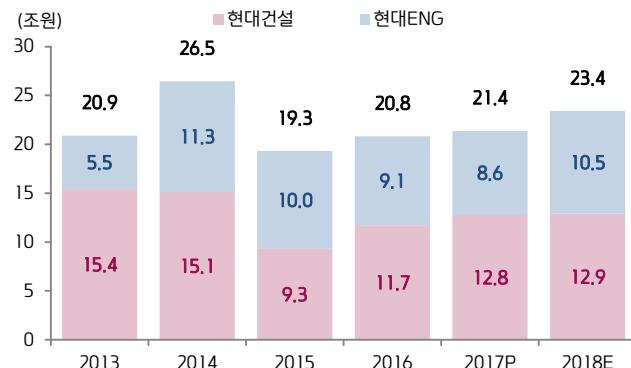
주주명	주식수	지분율(%)
현대엘리베이터(주)	16,175,504	67.58
현대건설(주)	1,785,484	7.46
KB증권(주)	1,190,952	4.98
현대자동차(주)	450,000	1.88
현대유엔아이(주)	500,411	2.09
(주)현대백화점	261,290	1.09
기타	3,012,255	12.58
자기주식	560,142	2.34
합계	23,936,038	100

자료: 현대아산, 키움증권

현대건설 해외 수주 모멘텀

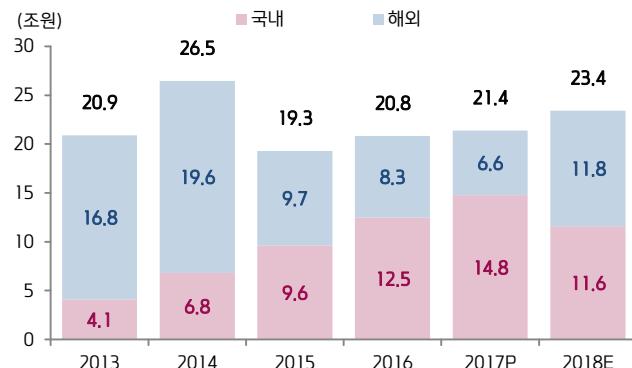
건설사	상반기	하반기	내년
	싱가포르 Tuas Terminal(4억불) 수주		
	우즈벡 복합화력(5억불) LOA		
	싱가폴 테콩섬 매립 3(5억불) 상반기		
	사우디 드라이 도크 4,5,6 (35억불) 3개 pkg 조선소, 수리조선소, 조선소제반시설 모두 입찰 중국 업체와 컨소시엄 50:50 발주처는 아람코(현대중공업 10% 출자) 피드 설계 참여 현대중공업 울산조선소 설계 및 시공 경력		
	인도 VBSL 교량(8억불)		
	인도네시아 Kaltim3 석탄화력(4억불)		
	인도네시아 시나마스 복합개발(1.5억불)		
	인도네시아 Puri 복합개발(1.7억불)		
	알제리 복합화력(5억불)		
현대건설	사우디 원전 프로젝트(4월 우협 국가 선정)		
	UAE 가스처리 확장(8억불)		
	UAE Gas PKG(13억불)		
	방글라데시 복합화력(6억불)		
	인도네시아 푸상안4 수력(2.5억불)		
	인도네시아 북칼리만탄 수력발전(5억불)		
	이란 석유화학(20억불)		
	베트남 호치민 메트로(3억불)		
	싱가폴 남부 매립(10억불)		
	사우디 송변전(10억불)		
	쿠웨이트 준설(3억불)		
	우즈벡 송변전(12억불) 나보이 수주 후 단계별 진행		
	이란 정유공장(40억불) HOA 단계		
	영 Moorside 원전 프로젝트		

현대건설 연결기준 수주 추이 및 경영계획



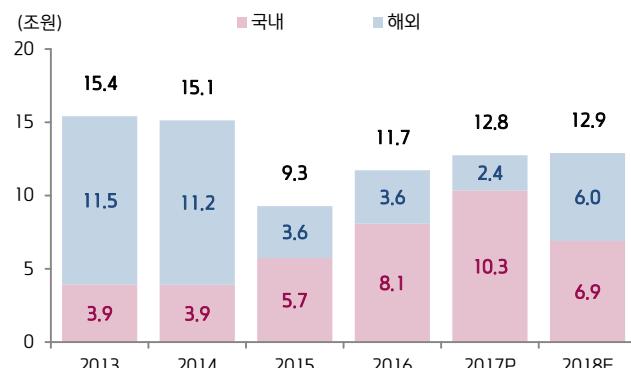
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 연결기준 수주 추이 및 경영계획



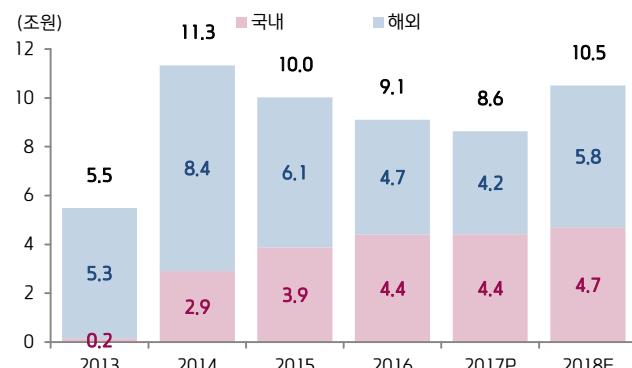
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 별도기준 수주 추이 및 경영계획



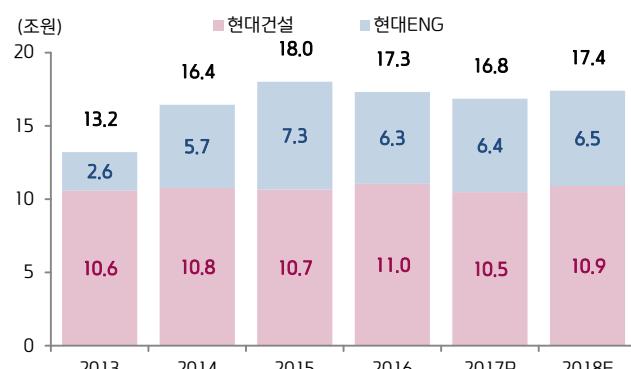
자료: 현대건설, 키움증권

현대엔지니어링 수주 추이 및 경영계획



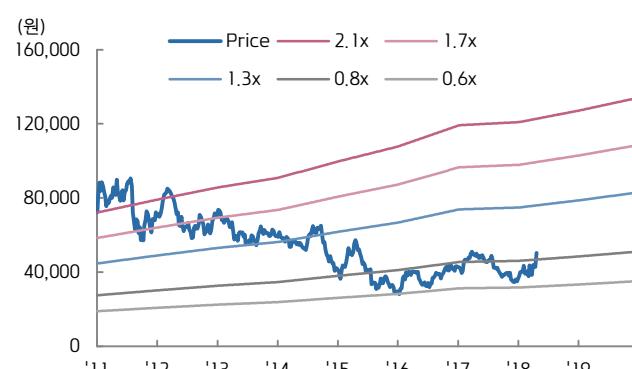
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 연결기준 매출 추이 및 경영계획



자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 PBR band chart



자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 2018년 주택공급 계획

구분	비중	기타
자체사업	52%	하남감일, 개포8단지, 김포 향산리, 세종6-4, 송도 6-8
재정비사업	36%	
일반 도급사업	12%	
합계	14,379세대	

주: 위 계획은 향후 일정에 따라 변경될 수 있음

자료: 현대건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	188,250	168,871	171,116	178,893	192,649
매출원가	168,953	151,081	152,471	159,166	171,430
매출총이익	19,297	17,790	18,645	19,727	21,219
판매비 및 일반관리비	7,708	7,929	8,136	8,511	8,910
영업이익(보고)	11,590	9,861	10,509	11,217	12,309
영업이익(핵심)	11,590	9,861	10,509	11,217	12,309
영업외손익	-1,775	-4,313	-2,425	-1,936	-1,125
이자수익	788	929	1,005	1,090	1,317
배당금수익	14	80	47	64	55
외환이익	3,247	2,965	3,106	2,596	2,419
이자비용	871	768	770	729	700
외환손실	2,473	4,972	3,395	2,902	2,343
관계기업지분법손익	-62	-23	39	8	24
투자 및 기타자산처분손익	-115	30	-43	-6	-25
금융상품평가 및 기타금융이익	1	0	1	0	0
기타	-2,303	-2,554	-2,415	-2,056	-1,873
법인세차감전이익	9,815	5,548	8,084	9,281	11,185
법인세비용	2,498	1,833	2,251	2,631	3,074
유효법인세율 (%)	25.4%	33.0%	27.8%	28.4%	27.5%
당기순이익	7,317	3,716	5,833	6,650	8,111
지배주주지분순이익(억원)	5,721	2,017	4,150	4,406	5,466
EBITDA	13,494	11,795	12,462	13,169	14,262
현금순이익(Cash Earnings)	9,222	5,649	7,785	8,602	10,063
수정당기순이익	7,402	3,696	5,866	6,657	8,131
증감율(% YoY)					
매출액	-2.1	-10.3	1.3	4.5	7.7
영업이익(보고)	6.4	-14.9	6.6	6.7	9.7
영업이익(핵심)	6.4	-14.9	6.6	6.7	9.7
EBITDA	5.0	-12.6	5.7	5.7	8.3
지배주주지분 당기순이익	35.9	-64.7	105.8	6.2	24.1
EPS	35.9	-64.7	105.8	6.2	24.1
수정순이익	16.2	-50.1	58.7	13.5	22.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	10,865	5,144	7,076	7,929	9,278
당기순이익	7,317	3,716	5,833	6,650	8,111
감가상각비	1,362	1,345	1,331	1,331	1,331
무형자산상각비	543	589	622	622	622
외환손익	-339	2,560	290	307	-76
자산처분손익	115	-30	43	6	25
지분법손익	62	23	-39	-8	-24
영업활동자산부채 증감	-2,922	-6,307	-3,621	-2,970	-2,271
기타	4,727	3,247	2,619	1,991	1,561
투자활동현금흐름	-7,752	-163	-2,375	-3,341	-4,477
투자자산의 처분	-6,337	604	-1,787	-2,353	-3,097
유형자산의 처분	42	113	101	85	100
유형자산의 취득	-1,787	-498	-537	-548	-550
무형자산의 처분	-86	-37	-74	-65	-59
기타	384	-355	-152	-526	-930
재무활동현금흐름	-1,769	-3,809	-2,480	-2,062	-1,769
단기차입금의 증가	-2,726	-2,723	-1,394	-976	-683
장기차입금의 증가	2,042	0	-0	-0	-0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,084	-1,086	-1,086	-1,086	-1,086
기타	-0	-0	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	1,526	-427	2,221	2,526	3,032
기초현금 및 현금성자산	19,974	21,500	21,072	23,293	25,819
기말현금 및 현금성자산	21,500	21,072	23,293	25,819	28,851
Gross Cash Flow	15,931	14,215	14,605	15,366	16,568
Op Free Cash Flow	5,751	1,696	5,304	6,406	7,999

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	149,379	132,498	136,905	143,636	156,072
현금 및 현금성자산	21,500	21,072	23,293	25,819	28,851
유동금융자산	18,541	15,570	17,211	19,077	21,317
매출채권 및 유동채권	71,220	53,978	52,612	56,640	62,459
재고자산	11,994	21,055	22,401	19,018	19,215
기타유동금융자산	26,125	20,823	21,387	23,081	24,230
비유동자산	49,355	51,821	51,265	51,570	52,767
장기매출채권 및 기타비유동채권	4,136	3,643	3,691	3,859	4,155
투자자산	12,012	15,177	15,315	15,796	16,647
유형자산	14,981	13,988	13,093	12,225	11,344
무형자산	8,103	7,602	7,602	7,602	7,602
기타비유동자산	10,123	11,411	11,563	12,088	13,018
자산총계	198,734	184,319	188,170	195,206	208,839
유동부채	87,496	72,190	69,361	69,621	76,071
매입채무 및 기타유동채무	51,611	45,610	44,838	44,709	50,169
단기차입금	1,634	3,626	2,232	1,256	572
유동성장기차입금	287	337	337	337	337
기타유동부채	33,964	22,618	21,954	23,319	24,993
비유동부채	29,992	27,399	29,332	30,546	30,704
장기매입채무 및 비유동채무	434	1,385	1,404	1,467	1,580
사채 및 장기차입금	19,717	16,981	16,981	16,981	16,981
기타비유동부채	9,841	9,033	10,948	12,098	12,142
부채총계	117,488	99,590	98,694	100,167	106,775
자본금	5,573	5,573	5,573	5,573	5,573
주식발행초과금	2,875	2,875	2,875	2,875	2,875
이익잉여금	46,218	48,132	51,458	55,044	59,699
기타자본	8,625	8,096	8,096	8,096	8,096
지배주주지분자본총계	63,290	64,676	68,002	71,588	76,243
비지배주주지분자본총계	17,956	20,053	21,474	23,451	25,821
자본총계	81,246	84,729	89,476	95,040	102,065
순차입금	4,138	1,771	-1,844	-5,346	-9,061
총차입금	25,638	22,844	21,450	20,474	19,790

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,133	1,810	3,724	3,953	4,904
BPS	56,786	58,029	61,013	64,231	68,407
주당EBITDA	12,107	10,582	11,181	11,816	12,796
CFPS	9,749	4,615	6,349	7,114	8,325
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	8.3	20.1	13.5	12.8	10.3
PBR	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	5.3	6.1	5.6	5.1
PCFR	5.2	7.2	7.2	6.5	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.2	5.8	6.1	6.3	6.4
영업이익률(핵심)	6.2	5.8	6.1	6.3	6.4
EBITDA margin	7.2	7.0	7.3	7.4	7.4
순이익률	3.9	2.2	3.4	3.7	4.2
자기자본이익률(ROE)	9.5	3.2	6.3	6.3	7.4
투하자본이익률(ROIC)	17.2	13.8	15.9	16.6	18.5
안정성(%)					
부채비율	144.6	117.5	110.3	105.4	104.6
순차입금비율	5.1	2.1	-2.1	-5.6	-8.9
이자보상배율(배)	13.3	12.8	13.6	15.4	17.6
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.7	3.2	3.3	3.2
재고자산회전율	14.9	10.2	7.9	8.6	10.1
매입채무회전율	3.7	3.5	3.8	4.0	4.1

>>> 현대산업: 저도 대북경협 수혜주입니다!

높아지는 파주의 가치

현대건설에 이어 또 다른 범현대가의 대표 건설사는 현대산업이다. 현대산업은 현대건설과 달리 대북사업에 직접적인 경험을 보유하고 있지는 않다. 다만 DMZ 평화공원 조성 등 남북 긴장이 완화 될수록 파주 지역의 가치는 올라갈 가능성이 높다. 동사는 운정역 주변에 약 15만평 규모의 토지를 보유 중이다. 현재 아파트 6,000세대와 상업시설 등을 개발할 계획이며, 파주 지역 평균 지가는 9년 연속 상승세를 보이고 있다. 향후 GTX 개통도 앞두고 있어 개발사업의 수익성은 상당히 높을 것으로 전망된다.

주택부문 강자

올해 주택공급의 76%가 자체 및 재정비사업이라는 점을 감안하면, 양호한 분양실적을 기록할 것으로 전망된다. 따라서 최소 2020년까지는 주택부문의 견고한 실적이 보장된 셈이다. 내년부터 보수적으로 주택시장의 불확실성이 확대된다고 가정할 경우에도 1) GTX A노선의 사업자로 선정 될 경우(27일 우선협상대상자 발표 예정) 민자 SOC 시공 및 주변 보유토지 개발, 운영사업 확대를 통한 수혜가 가능할 것으로 전망되며, 2) 2.4조원 규모의 광운대 역세권 개발사업이 2019년 착공 및 분양에 들어갈 계획이며, 3) 파주 지역 복합개발도 예정되어 있어, 중장기적인 외형성장과 이익개선을 지속할 수 있을 것으로 판단된다.

양호한 1분기 실적

동사는 1분기 매출액 12,375억원(YoY +9.2%, QoQ -18.2%), 영업이익 1,545억원(YoY +9.6%, QoQ -19.6%)을 기록할 전망이다. 양호한 분양 실적에 대한 결과가 실적으로 이어지고 있다는 판단이다. 작년 주택공급은 2.3만호 수준이며, 올해는 2.5만호를 분양할 계획이다. 특히 자체사업이 50% 이상 증가해 내년에도 주택부문의 매출과 수익성에는 문제가 없을 전망이다.

지주사 전환으로 시험대에 오르다!

지주사 체제로 적대적 M&A에 대한 리스크를 해소하며, 종합부동산디벨로퍼로의 전환이 본격화 될 전망이다. 그동안 지배구조 이슈로 인해 보수적인 영업 및 다양한 현금을 보유하고 있었다면, 지주사 전환 이후에는 공격적인 영업 및 현금 활용 전략을 기대해 볼 수 있을 것으로 판단된다. 더불어 작년 대폭 상향된 배당금의 추세를 이어갈 것으로 예상된다. 최선호주를 유지한다.

현대산업 실적 전망 요약 (단위: 억원)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	11,331	13,642	13,494	15,120	12,375	14,416	14,387	16,288	53,587	57,467	60,613
주택(자체)	2,220	2,860	2,370	3,240	2,421	3,055	2,596	3,550	10,690	11,622	12,665
주택(외주)	4,410	5,510	5,700	6,240	5,021	5,968	6,216	6,799	21,860	24,003	25,357
토목	640	730	740	910	749	760	810	1,008	3,020	3,326	3,665
건축	730	910	1,110	1,020	828	947	1,162	1,085	3,770	4,022	4,300
기타	390	550	570	420	407	571	592	550	1,930	2,121	2,276
매출원가율	81.0	83.1	80.8	81.4	81.2	82.6	81.4	82.0	81.6	81.8	81.9
별도	81.4	83.7	81.7	82.3	81.9	83.3	82.1	82.8	82.3	82.6	82.7
주택(자체)	68.9	71.3	71.0	68.6	70.4	71.1	70.7	69.8	69.9	70.5	71.0
주택(외주)	82.4	84.9	80.5	85.1	82.7	84.9	82.0	85.1	83.3	83.7	83.9
토목	87.1	96.4	93.8	97.3	87.7	95.1	93.2	97.1	94.1	93.6	93.4
건축	100.1	98.1	96.7	95.9	99.8	97.2	96.0	95.6	97.5	97.0	96.3
기타	96.9	94.0	94.0	80.9	93.8	93.4	90.5	86.4	91.7	90.8	91.0
매출총이익률(%)	19.0	16.9	19.2	18.6	18.8	17.4	18.6	18.0	18.4	18.2	18.1
영업이익	1,410	1,412	1,716	1,923	1,545	1,565	1,780	1,972	6,461	6,863	7,253
영업이익률(%)	12.4	10.4	12.7	12.7	12.5	10.9	12.4	12.1	12.1	11.9	12.0
세전이익	1,376	1,438	1,741	1,499	1,526	1,539	1,768	1,932	6,054	6,765	7,282
순이익	1,028	1,090	1,291	727	1,138	1,170	1,319	1,374	4,137	5,001	5,395

자료: 현대산업, 키움증권

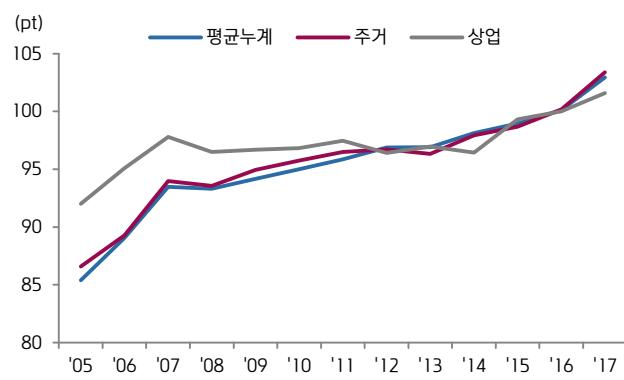
현대산업 2018년 주택공급 계획

시기	공종	세대수	비중
상반기	자체사업	4,027	57.1%
	재건축/재개발	2,488	35.3%
	일반도급	537	7.6%
합계		7,052	100.0%
하반기	자체사업	5,441	41.5%
	재건축/재개발	3,300	25.2%
	일반도급	4,373	33.3%
합계		13,114	100.0%
연간	자체사업	9,468	47.0%
	재건축/재개발	5,788	28.7%
	일반도급	4,910	24.3%
합계		20,166	100.0%

주: 위 계획은 향후 일정에 따라 변경될 수 있음

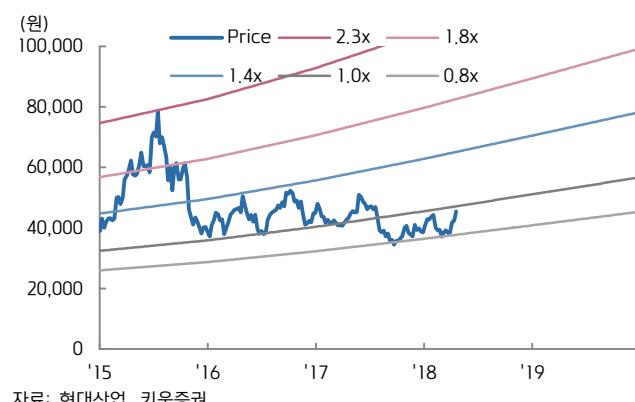
자료: 현대산업, 키움증권

파주 지역 지가 추이



자료: Reps, 키움증권

현대산업 PBR band chart



자료: 현대산업, 키움증권

현대산업 분할 구도 및 분할 전후 요약 재무구조

구분	분할존속회사(투자회사) HDC 주식회사(가칭)	분할신설회사(사업회사) HDC 현대산업개발 주식회사(가칭)
주요사업	자회사 및 피투자회사 지분의 관리 및 투자를 목적으로 하는 투자사업 및 부동산임대사업	건설사업부문, PC(Precast Concrete)사업부문, 호텔 및 콘도 사업부문 (현대 PCE 및 호텔아이파크 투자주식 포함)d
매출액	326억원	34,746억원
자산총계	11,953억원	40,365억원
부채총계	392억원	22,826억원
자본총계	11,561억원	17,540억원
자본금	1,572억원	2,197억원
분할비율	0.4171427	0.5828573
발행주식수	31,445,960주	43,938,220주
액면가	5,000원	5,000원
상장여부	분할 후 상장유지	재상장신청

주: 2017년 9월 30일 현재 분할전회사의 (별도)재무제표를 기초로 작성하였으며, 분할기일에 변동 가능

자료: 현대산업, 키움증권

현대산업 지주사 전환 일정

구분	내용
매매거래정지 예정기간	2018년 04월 27일 ~ 2018년 06월 11일
신주배정기준일	2018년 04월 30일
분할기일	2018년 05월 01일
신주권교부예정일	2018년 06월 11일
신주의 상장예정일	2018년 06월 12일

자료: 현대산업, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	47,499	53,587	57,467	60,613	63,576
매출원가	38,547	43,723	47,013	49,664	52,230
매출총이익	8,952	9,864	10,453	10,949	11,345
판매비 및 일반관리비	3,779	3,403	3,590	3,696	3,877
영업이익(보고)	5,172	6,461	6,863	7,253	7,469
영업이익(핵심)	5,172	6,461	6,863	7,253	7,469
영업외손익	-577	-408	-98	29	122
이자수익	309	358	491	625	745
배당금수익	48	48	48	48	48
외환이익	118	164	141	142	141
이자비용	472	435	441	454	460
외환손실	151	213	171	175	173
관계기업지분법손익	-58	103	118	136	158
투자 및 기타자산처분손익	14	32	23	18	15
금융상품평가 및 기타금융이익	0	0	0	0	-0
기타	-384	-465	-308	-311	-351
법인세차감전이익	4,595	6,054	6,765	7,282	7,591
법인세비용	1,286	1,917	1,764	1,887	1,925
유효법인세율 (%)	28.0%	31.7%	26.1%	25.9%	25.4%
당기순이익	3,310	4,137	5,001	5,395	5,666
지배주주지분순이익(억원)	3,067	3,896	4,609	4,981	5,225
EBITDA	5,588	6,861	7,298	7,688	7,904
현금순이익(Cash Earnings)	3,726	4,537	5,436	5,830	6,101
수정당기순이익	3,299	4,115	4,984	5,382	5,655
증감율(%, YoY)					
매출액	3.2	12.8	7.2	5.5	4.9
영업이익(보고)	32.8	24.9	6.2	5.7	3.0
영업이익(핵심)	32.8	24.9	6.2	5.7	3.0
EBITDA	29.3	22.8	6.4	5.3	2.8
지배주주지분 당기순이익	41.5	27.0	18.3	8.1	4.9
EPS	41.5	27.0	18.3	8.1	4.9
수정순이익	56.1	24.7	21.1	8.0	5.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	8,398	4,532	5,903	6,678	6,805
당기순이익	4,595	6,054	5,001	5,395	5,666
감가상각비	402	387	422	422	422
무형자산상각비	14	13	13	13	13
외환손익	14	58	30	33	31
자산처분손익	-13	-32	-23	-18	-15
지분법손익	58	-103	-118	-136	-158
영업활동자산부채 증감	3,164	-1,395	-1,062	-673	-770
기타	164	-450	1,641	1,642	1,615
투자활동현금흐름	-890	-2,290	-1,746	-2,112	-1,792
투자자산의 처분	-337	-71	8	-89	-1
유형자산의 처분	8	5	6	6	6
유형자산의 취득	-498	-2,112	-1,305	-1,709	-1,507
무형자산의 처분	-15	-28	-21	-25	-23
기타	-49	-85	-455	-321	-291
재무활동현금흐름	-1,458	-976	-231	-591	-814
단기차입금의 증가	-2,767	-4,330	-991	-495	-248
장기차입금의 증가	1,738	5,441	1,539	769	385
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-398	-599	-779	-865	-951
기타	-32	-1,488	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	6,045	1,265	3,925	3,975	4,198
기초현금 및 현금성자산	5,477	11,522	12,787	16,713	20,688
기말현금 및 현금성자산	11,522	12,787	16,713	20,688	24,886
Gross Cash Flow	6,296	7,574	7,548	7,936	8,151
Op Free Cash Flow	6,792	1,281	3,120	3,402	3,709

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	36,452	41,862	45,529	50,556	55,671
현금 및 현금성자산	11,522	12,787	16,713	20,688	24,886
유동금융자산	1,879	2,054	1,935	1,983	1,975
매출채권 및 유동채권	10,702	15,426	16,508	17,257	18,001
재고자산	7,680	5,743	4,234	4,172	3,998
기타유동금융자산	4,668	5,851	6,140	6,456	6,811
비유동자산	21,394	23,533	24,978	26,620	27,999
장기매출채권 및 기타비유동채권	27	24	25	27	28
투자자산	8,059	7,874	7,986	8,024	8,032
유형자산	8,510	10,352	11,229	12,510	13,589
무형자산	159	161	161	161	161
기타비유동자산	4,639	5,122	5,578	5,898	6,189
자산총계	57,846	65,394	70,507	77,176	83,671
유동부채	22,640	24,148	21,837	21,720	21,619
매입채무 및 기타유동채무	5,919	6,640	7,093	7,981	8,461
단기차입금	5,449	4,330	3,340	2,844	2,597
유동성장기차입금	2,005	557	557	557	557
기타유동부채	9,266	12,621	10,847	10,338	10,004
비유동부채	7,657	11,622	14,824	17,079	18,960
장기매입채무 및 비유동채무	35	36	39	41	43
사채 및 장기차입금	3,361	7,338	8,877	9,647	10,031
기타비유동부채	4,262	4,247	5,908	7,392	8,886
부채총계	30,297	35,770	36,660	38,799	40,579
자본금	3,769	3,769	3,769	3,769	3,769
주식발행초과금	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	21,856	25,244	29,118	33,285	37,616
기타자본	-981	-2,555	-2,555	-2,555	-2,555
지배주주지분자본총계	26,220	28,034	31,908	36,074	40,406
비지배주주지분자본총계	1,329	1,591	1,939	2,303	2,686
자본총계	27,549	29,625	33,847	38,377	43,091
순차입금	543	489	-2,889	-6,590	-10,651
총차입금	12,065	13,276	13,824	14,098	14,235

>>> 한라: 체력이 뒷받침 되고 있다!

범현대가의 힘

범현대가의 막내 격인 동사는 최근 남북경협 수혜주로 부각되며 주가가 급등하고 있다. 현대산업과 마찬가지로 대북사업에 직접적인 경험을 보유하고 있지는 않다. 하지만 현대백화점, 현대중공업 등 범현대 관계사의 공사물량을 매년 꾸준히 수주하며 관계를 이어오고 있다. 특히 이번 GTX-A노선 역시 현대건설 컨소시엄의 일원으로 참여하고 있어, 남북경협 이전에 범현대가 합동 수주의 첫 단추를 잘 끼울 수 있을지 주목된다.

* 현대건설 컨소시엄: [현대건설\(31%\)](#), [현대산업개발\(31%\)](#), [한라\(7%\)](#), 태영건설(7%), 동부건설(3.5%), 금호산업(3%), 대보건설 / 신동아건설 / KR 산업(각 2%)

* 2018.4.27 우선협상대상자 발표 예정

수주 회복

작년 신규수주는 8,181억원으로 수주목표 1.4조원 대비 부진한 실적(달성을 58.5%)을 기록했다. 다만, 올해 신규수주 목표는 1.6조원으로 목표 달성을 시 수주잔고의 턴어라운드가 시작된다. 다행스럽게도 1분기 기준 약 4,200억원의 신규수주를 기록한 것으로 파악돼, 3개월 만에 작년 수주 대비 50%를 기록 중이다. 연간 가이던스 달성을 물론 이러한 추세를 이어간다면 2조원까지도 가능할 전망이다. 동사의 가장 취약점이었던 신규수주 리스크는 해소되고 있다.

아쉬운 18년 실적

동사는 1분기 매출액 3,860억원(YoY -8.2%, QoQ -23.1%), 영업이익 260억원(YoY -6.4%, QoQ -39.4%)을 기록할 전망이다. 올해 연간 매출액은 1조 8,535억원(YoY -3.5%), 영업이익 1,309억원(YoY -16.7%)을 기록해 아쉬운 실적을 기록할 전망이다. 다만, 세전이익은 873억원을 기록해 전년대비 17.0% 증가할 전망이다. 이는 조달금리 하락으로 이자비용이 감소하고, 주택 및 과거 지분출자한 SOC 사업에서 환입이 이뤄질 것으로 파악되기 때문이다. 올해 실적은 아쉽지만 내년부터는 매출과 이익 모두 성장할 것으로 전망되며, 일회성 비용이 사라지면서 순이익의 체력도 단단해질 것으로 판단된다.

가시화되는 NEXT 배곧

동사에 대한 초미의 관심사는 배곧신도시 이후의 신규 주택개발 프로젝트다. 현재 평택, 시흥 등 배곧신도시 규모 이상의 파이프라인을 보유하고 있다. 당사는 6월 지방선거를 전후로 이러한 프로젝트들이 가시화 될 것으로 전망한다. 1) 올해 수주목표를 달성하고, 2) 평택 및 시흥 임대주택 등 제2의 배곧신도시 프로젝트를 성공리에 진행한다면, 19년과 20년은 기대해 볼 만 하다. 올해 수주목표는 거의 달성이 확실해 보이며, 평택 및 시흥 프로젝트도 차근차근 진행 중이다. 곧 GTX 결과가 발표될 예정이며, 남북경협의 수혜도 기대된다. 올해 실적은 아쉽지만, 향후 2~3년을 바라보면 중소형 건설사 중 반드시 주목해야 할 건설사 임에는 분명하다.

전환우선주에 대한 판단

동사에 대해 이야기를 할 때 빠지지 않는 최대의 리스크는 전환우선주이다. 최근 동사는 전환우선주의 전환청구 시점을 발행일로부터 9년으로 4년 연장해 최대한 전환청구 시점을 늦췄다. 전환우선주 100%를 한라홀딩스가 보유 중으로 2022년 이전에는 전환될 가능성이 높지 않다. 그럼에도 불구하고 시장의 우려를 반영해 목표주가 산정에는 전환우선주를 100% 전환 가정했다. 목표주가는 2019년 EPS 767원에 target P/E 9배를 적용해 기준 4,600원에서 6,900원으로 상향한다. Target P/E는 기준 중소형주에 반영했던 7배 대비 남북경협 모멘텀과 신규수주 회복을 통한 실적 정상화를 반영해 9배를 반영했다. 투자의견은 Outperform을 유지한다.

한라 실적 전망 요약 (단위: 억원)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	4,206	5,086	4,894	5,020	3,860	4,915	4,813	4,948	19,206	18,535	19,040
토목	828	910	817	864	750	865	829	888	3,419	3,332	3,519
건축	556	667	668	781	516	644	649	770	2,672	2,579	2,747
주택	1,661	2,093	1,987	1,739	1,570	2,037	1,936	1,698	7,479	7,240	7,507
해외	126	99	122	251	120	97	124	249	599	591	614
기타	98	85	82	113	95	84	80	112	378	371	356
연결	938	1,232	1,218	1,271	809	1,188	1,195	1,231	4,659	4,422	4,298
매출원가율	86.9	85.9	85.1	84.2	86.7	86.3	86.6	86.2	85.5	86.5	85.8
토목	103.3	96.8	102.9	97.2	96.7	97.7	96.4	94.3	100.0	96.3	95.2
건축	92.7	95.6	97.8	84.7	90.8	94.9	94.2	90.6	92.3	92.6	92.0
주택	73.5	76.3	75.9	74.0	78.5	80.5	81.2	76.3	75.0	79.3	79.0
해외	140.6	201.8	118.6	134.3	137.1	129.3	111.7	135.0	143.5	129.6	118.4
기타	125.9	128.8	139.1	159.2	109.1	102.2	142.1	122.0	139.4	118.6	122.1
연결	81.5	76.6	74.2	72.5	80.7	78.7	78.4	78.0	75.9	78.8	78.4
매출총이익률	13.1	14.1	14.9	15.8	13.3	13.7	13.4	13.8	14.5	13.5	14.2
영업이익	277	409	457	429	260	361	370	318	1,572	1,309	1,453
영업이익률	6.6	8.0	9.3	8.5	6.7	7.4	7.7	6.4	8.2	7.1	7.6
세전이익	126	216	326	79	189	206	244	234	746	873	908
순이익	83	147	217	18	133	152	175	165	466	626	670

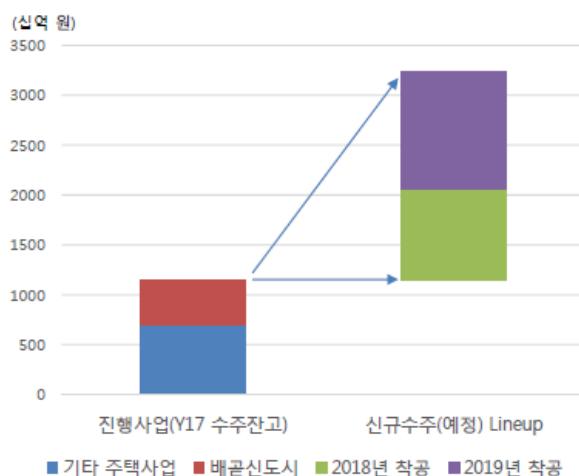
자료: 현대산업, 키움증권

한라 Valuation

구분	Value	내용
EPS	767원	2019년 EPS(전환우선주 100% 전환 가정)
target multiple	9배	중소형 건설주 target P/E 7배에서 남북경협 모멘텀 활증 반영
fair price	6,900원	
target price	6,900원	
현주가	6,050원	
상승여력	14.05%	

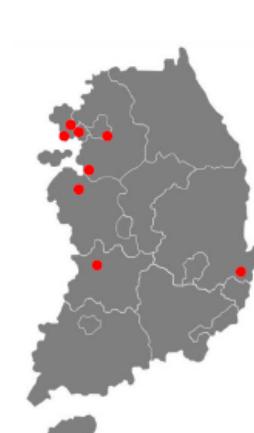
자료: 출처기재

주택사업 신규수주 Lineup 확보



자료: 한라, 키움증권

신규 개발사업 현장분포



사업명	세대수	착공
김해 삼계두곡	1,941	
충남 도시개발사업	-	18.1H
잠실 오피스텔	-	
송도 레지던스	-	18.2H
경기도 임대주택1	-	
경기도 임대주택2	-	
전주 재건축	1,986	19.1H
부평 재개발	385	

자료: 한라, 키움증권

한라 주택공급 현황 및 계획 (단위: 십억원, 호)

구분	사업명	분양총액 (도급금액)	수주잔고	세대수	공정률	분양율	착공월	입주월	
진행 사업	2015	시흥 배곧신도시 2단지	495	32	2,695	93.9%	100%	15.05	18.02
		시흥 배곧신도시 3단지	258	78.7	1,304	69.3%	100%	15.11	18.08
	2016	서울역 한라비발디 센트럴	46	2.9	109	94.2%	100%	16.01	18.01
		광명소하 Newstay	63	31.4	420	50.5%	임대사업	16.11	18.08
		여의도 오피스텔	43	25.8	410	39.9%	100%	16.11	19.01
		위례 오피스텔	60	48.7	412	19.3%	100%	16.12	19.11
		울산송정지구(자체사업)	240	139.6	676	42.2%	100%	16.12	19.02
		서울대 시흥캠퍼스	364	343.2	—	5.6%	—	17.03	19.12
	2017	송도 C2블록 레지던스	153	152.1	1,456	0.3%	45%	17.12	21.02
		김해 삼계두곡	300	300.3	1,941	—	—	18.1H	—
예정 사업	2018	당진수청지구 아파트	—	—	—	—	—	18.1H	—
		잠실 사보이시티 오피스텔	—	—	—	—	—	18.1H	—
		송도 레지던스	—	—	—	—	—	18.2H	—
		경기도 기업형임대주택1	—	—	—	—	—	18.2H	—
		경기도 기업형임대주택2	—	—	—	—	—	19.1H	—
	2019	전주 감나무골	107	—	1,986	—	—	19.1H	—
		부평목련아파트주변구역 재개발	61	—	385	—	—	19.1H	—
		—	—	—	—	—	—	—	—

자료: 한라, 키움증권

전환주식 발행현황 (단위: 원)

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
주식의 내용			우선 배당비율: 18.66%(액면가액의 기준 대비)
관련 사항			—
전환에 관한 사항	전환조건	상법 제346조 내지 제351조의 규정을 따름	
	전환청구기간	발행일로부터 5년 경과 후 2년이내	
	전환으로 발행할 주식의 종류	㈜한라 기명식 보통주	
	전환으로 발행할 주식수	50,872,100	
의결권에 관한 사항			본 우선주식은 의결권이 없음

자료: 한라, 키움증권

전환우선주 계약조건 변경

항목	정정전	정정후
[전환우선주에 관한 사항]		
(2) 전환우선주식의 발행조건		
1) 전환청구기간	발행일로부터 5년 경과 후 2년이내	발행일로부터 9년 경과 후 1년이내 2022년 04월 17일 ~ 2023년 04월 16일
3) 우선배당비율	3) 우선배당비율 우선 배당비율: 18.66% (액면가액의 기준 대비) - 발행가액 대비 기준은 3%임	3) 우선배당비율 *발행가액 기준 대비 ① 발행일로부터 7년까지: 3% ② 발행일로부터 7년 초과시점부터 전환청구 기간 종료일까지: 1.8% - 액면가액 기준 대비는 발행일로부터 7년까지 18.66%이며, 발행일로부터 7년 초과시점부터 전환청구기간 종료일까지 11.2%임.
11) 기타	추가 기재	

자료: 한라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,318	19,206	18,535	19,040	19,910
매출원가	15,820	16,417	16,024	16,341	17,021
매출총이익	2,498	2,789	2,511	2,699	2,889
매출총이익률(%)	13.6	14.5	13.5	14.2	14.5
판매비 및 일반관리비	1,543	1,217	1,202	1,246	1,291
영업이익	955	1,572	1,309	1,453	1,598
영업이익률(%)	5.2	8.2	7.1	7.6	8.0
영업외손익	-699	-826	-436	-545	-448
금융수익	189	115	110	127	188
금융원가	571	455	391	346	326
기타수익	122	165	333	152	150
기타비용	325	652	488	478	460
증속 및 관계기업 관련손익	-114	0	0	0	0
법인세차감전이익	257	746	873	908	1,150
법인세비용	155	280	247	238	296
유효법인세율	60.4	37.5	28.3	26.2	25.7
당기순이익	102	466	626	670	855
순이익률(%)	0.6	2.4	3.4	3.5	4.3
지배주주지분순이익	105	464	626	670	855
EBITDA	1,062	1,675	1,411	1,555	1,700
EBITDA margin (%)	5.8	8.7	7.6	8.2	8.5
증감율(% YoY)					
매출액	-1.3	4.8	-3.5	2.7	4.6
영업이익	208.5	64.6	-16.7	11.0	10.0
법인세차감전이익	흑전	190.9	17.0	4.0	26.7
당기순이익	흑전	358.5	34.3	7.0	27.6
지배주주지분당기순이익	흑전	342.3	34.9	7.0	27.6
EBITDA	136.1	57.7	-15.7	10.2	9.3
EPS	흑전	31.7	139.4	7.0	27.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,029	9,068	8,628	9,033	9,366
현금 및 현금성자산	820	417	375	1,003	1,563
매출채권 및 기타유동채권	5,275	5,861	5,660	5,533	5,424
재고자산	1,604	2,246	2,083	2,004	1,933
기타유동자산	1,330	544	511	493	447
비유동자산	11,710	13,073	13,658	14,436	15,603
장기매출채권 및 기타비유동채권	647	565	555	572	596
유형자산	6,704	8,179	8,805	9,669	10,744
무형자산	265	249	238	223	210
투자자산	2,749	2,801	2,873	2,950	3,029
기타비유동자산	1,346	1,279	1,188	1,023	1,025
자산총계	20,739	22,141	22,286	23,469	24,970
유동부채	11,618	11,859	12,525	12,635	12,944
매입채무 및 기타유동채무	5,439	4,949	5,161	5,292	5,473
유동성이나발생차입금	2,861	3,758	3,758	3,758	3,758
기타유동부채	3,318	3,152	3,607	3,585	3,713
비유동부채	5,603	6,356	5,598	6,134	6,600
장기매입채무 및 기타비유동채무	542	498	521	540	565
사채 및 장기차입금	3,476	4,211	3,011	3,011	3,011
기타비유동부채	1,585	1,647	2,067	2,582	3,023
부채총계	17,221	18,215	18,124	18,768	19,544
자본금	2,333	2,333	2,333	2,333	2,333
자본잉여금	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488
이익잉여금	-505	-19	226	768	1,495
기타자본	105	25	25	25	25
지배주주지분자본총계	3,420	3,827	4,072	4,614	5,341
자본총계	3,518	3,926	4,162	4,701	5,426
총차입금	6,338	7,969	6,769	6,769	6,769
순차입금	5,518	7,552	6,394	5,766	5,206

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,080	770	2,176	1,600	1,946
당기순이익	102	466	626	670	855
감가상각비	99	96	95	95	95
무형자산상각비	8	7	7	7	7
GrossCashFlow	1,205	1,637	1,447	1,591	1,736
운전자본변동	1,349	-309	1,065	333	536
매출채권 및 기타채권의증감	976	125	201	127	109
재고자산의증감	-245	962	163	78	71
매입채무 및 기타채무의증감	-571	-50	212	131	181
영업에서창출된현금흐름	2,554	1,327	2,512	1,924	2,272
투자활동현금흐름	572	-2,706	-697	-864	-1,246
투자자산의증감	45	-24	-72	-77	-79
유형자산의감소	125	35	97	86	73
유형자산의증가(CAPEX)	-452	-1,865	-818	-1,045	-1,243
무형자산의증감	13	6	4	8	6
기타	840	-858	92	165	-2
FreeCashFlow	2,240	-496	1,796	973	1,108
재무활동현금흐름	-3,051	1,536	-1,524	-109	-141
차입금의증가(감소)	-3,258	1,670	-1,200	0	0
자본증가(감소)	149	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	-50	0	0	0
배당금지급	0	-25	-390	-130	-130
기타	58	-59	67	21	-10
현금 및 현금성자산의순증가	-398	-403	-42	628	560
기초현금 및 현금성자산	1,218	820	417	375	1,003
기말현금 및 현금성자산	820	417	375	1,003	1,563

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	227	299	716	767	978
BPS	7,329	8,491	4,773	5,401	6,243
주당EBITDA	2,343	3,623	3,091	1,801	1,969
SPS	40,401	41,153	21,215	21,793	22,789
DPS	0	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	18.8	13.6	8.4	7.9	6.2
PBR	0.6	0.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.8	5.5	6.2	5.2	4.4
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
배당수익률	0.0	2.5	1.7	1.7	1.7
배당성향	23.8	84.1	20.8	19.5	10.8
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	12.8	15.8	15.4	17.2
총자산이익률(ROA)	0.5	2.2	2.8	2.9	3.5
투하자본이익률(ROIC)	5.7	13.5	11.7	14.5	16.1
안정성(%)					
부채비율	489.5	463.9	435.5	399.2	360.2
순차입금비율	156.8	192.3	153.6	122.6	96.0
유동비율	77.7	76.5	68.9	71.5	72.4
이자보상배율(배)	1.9	3.9	3.9	5.0	5.9
활동성(회)					
매출채권회전율	3.9	3.4	3.2	3.4	3.6
재고자산회전율	12.5	10.0	8.6	9.3	10.1
매입채무회전율	3.1	3.7	3.7	3.6	3.7

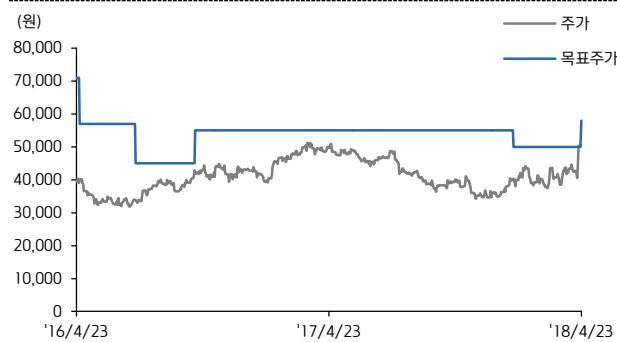
투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)	
				평균 주기대비	최고 주기대비	평균 주기대비	최고 주기대비					평균 주기대비	최고 주기대비	평균 주기대비	최고 주기대비
현대건설 (000720)	2016/04/19	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-44.05	-43.10		현대산업 (012630)	2016/04/19	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-46.65	-44.94	
	2016/04/25	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-44.00	-43.10			2016/04/28	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-47.69	-41.28	
	2016/04/28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-38.26	-29.47			2016/06/10	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-50.28	-41.28	
	2016/06/10	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-39.90	-29.47			2016/07/18	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-50.40	-41.28	
	2016/07/18	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-25.07	-22.33			2016/07/27	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-47.89	-38.26	
	2016/07/28	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-16.02	-4.67			2016/10/12	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-47.61	-38.26	
	2016/10/12	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-22.63	-19.27			2016/10/19	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-47.13	-40.12	
	2016/10/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.01	-18.45			2017/01/18	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-47.20	-40.12	
	2017/01/18	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.23	-18.45			2017/01/23	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-47.36	-40.12	
	2017/01/23	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.51	-18.45			2017/02/02	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-48.16	-40.12	
	2017/01/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-21.71	-12.73			2017/03/06	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-48.59	-40.12	
	2017/03/06	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-19.38	-6.73			2017/03/23	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.07	-40.12	
	2017/04/17	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-9.68	-7.27			2017/04/17	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.79	-47.67	
	2017/04/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-12.72	-7.27			2017/04/26	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.63	-40.23	
	2017/06/20	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.79	-7.27			2017/06/20	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.66	-40.23	
	2017/07/19	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.65	-7.27			2017/07/11	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.68	-40.23	
	2017/07/28	Outperform (Downgrade)	55,000원	6개월	-19.26	-7.27			2017/07/19	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.67	-40.23	
	2017/10/17	Outperform (Maintain)	55,000원	6개월	-28.24	-27.18			2017/07/28	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-50.51	-40.23	
	2017/10/25	Outperform (Maintain)	55,000원	6개월	-28.10	-27.18			2017/10/17	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-56.46	-55.23	
	2017/10/30	Outperform (Maintain)	55,000원	6개월	-32.53	-25.27			2017/10/25	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-56.00	-53.90	
	2018/01/15	Outperform (Maintain)	50,000원	6개월	-19.53	-15.70			2017/10/27	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-54.61	-50.35	
	2018/01/29	Outperform (Maintain)	50,000원	6개월	-18.00	-10.70			2017/12/06	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-54.08	-49.83	
	2018/04/18	Outperform (Maintain)	50,000원	6개월	-17.56	0.80			2018/01/15	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-32.07	-29.68	
	2018/04/23	Outperform (Maintain)	58,000원	6개월					2018/01/31	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-35.88	-29.13	
한라 (014790)	2017/06/20	BUY(Initiate)	6,300원	6개월	-24.59	-20.16			2018/04/18	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-35.69	-27.86	
	2017/07/19	Buy(Maintain)	6,300원	6개월	-23.59	-16.35			2018/04/23	Buy(Maintain)	63,000원	6개월			
	2017/07/26	Buy(Maintain)	6,300원	6개월	-28.79	-16.35									
	2017/11/02	Buy(Maintain)	6,300원	6개월	-30.29	-16.35									
	2018/02/12	Outperform (Downgrade)	4,600원	6개월	-12.34	31.52									
	2018/04/23	Outperform (Maintain)	6,900원	6개월											

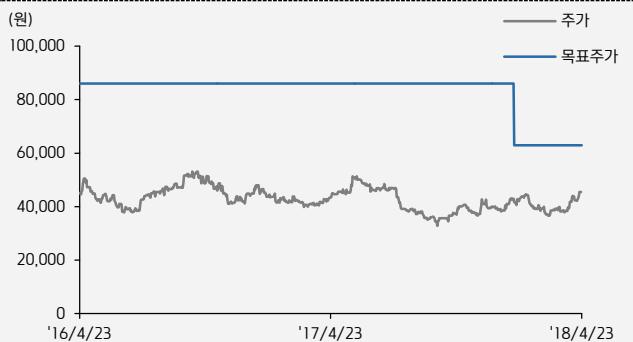
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이

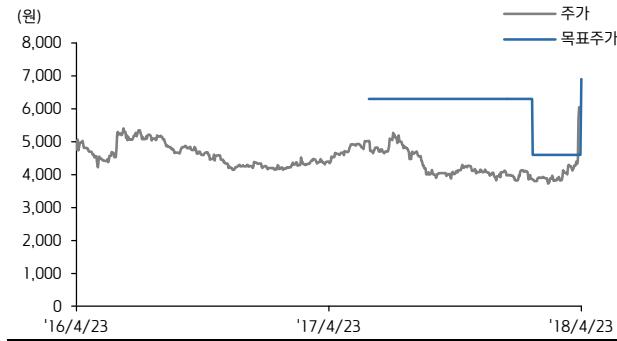
현대건설(000720)



현대산업(012630)



한라(014790)



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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%