



Outperform(Maintain)

목표주가: 6,900원

주가(9/3): 5,210원

시가총액: 1,984억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/3)		2,307.03pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,330 원	3,730원
등락률	-44.2%	39.7%
수익률	절대	상대
1M	-3.5%	-4.3%
6M	33.8%	39.3%
1Y	14.3%	16.8%

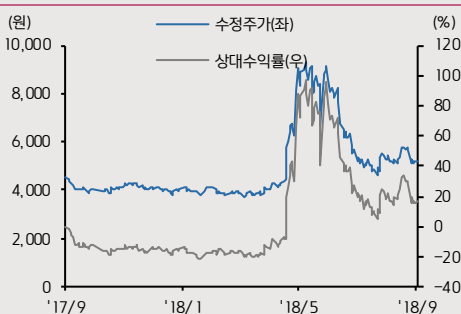
Company Data

발행주식수	38,075 천주
일평균 거래량(3M)	510천주
외국인 지분율	5.2%
배당수익률(18E)	1.9%
BPS(18E)	3,528원
주요 주주	정몽원 외7인 46.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,206	15,712	16,200	17,579
영업이익	1,572	871	956	1,215
EBITDA	1,675	959	1,045	1,304
세전이익	746	510	493	778
순이익	466	324	326	531
지배주주지분순이익	464	317	315	513
EPS(원)	299	356	354	577
증감률(%Y Y)	31.7	19.0	-0.5	62.9
PER(배)	13.6	14.6	14.7	9.0
PBR(배)	0.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.5	11.2	10.2	8.1
영업이익률(%)	8.2	5.5	5.9	6.9
ROE(%)	12.8	9.2	10.0	14.9
순부채비율(%)	192.3	273.0	256.3	225.1

Price Trend



2Q18 실적 & NDR Review

한라 (014790)

배곧신도시가 끝나도 안정적인 수익성 유지



(장 후 실적발표) 2분기 매출액 3,986억원(YoY -21.6%), 영업이익 222억원(YoY -45.6%)으로 부진한 실적을 기록했습니다. 올해 실적 부진은 배곧신도시 마무리로 예견된 일입니다. 다만, 신규수주가 회복으로 내년부터는 매출과 이익 모두 성장할 것으로 전망됩니다. 배곧신도시 이후 평택과 시흥 등 신규 주택 개발 프로젝트가 가시화되고 있으며, 범현대가 일원으로 남북경협 수혜도 기대됩니다.

>>> 예상된 부진, 내년부터는 달라진다!

동사는 2분기 매출액 3,986억원(YoY -21.6%, QoQ +7.6%), 영업이익 222억원(YoY -45.6%, QoQ +18.6%)으로 부진한 실적을 기록했다. 이는 1) 배곧신도시 주택사업 종료에 따른 매출부진, 2) 서울대 캠퍼스 공사 지연에 따른 매출부진, 3) 수익성 양호한 배곧신도시 종료로 주택 원가율 상승(2Q18 81.0%, 2Q17 76.3%, 1Q18 78.9%) 등에 기인한다. 올해 실적 부진은 배곧신도시 마무리로 예견된 일이다. 다만, 배곧신도시 주택사업 종료에도 주택부문에서 안정적인 원가율을 유지하고 있으며, 주택을 제외한 전 사업부문의 원가율이 개선되면서 수익성이 회복되고 있다는 점은 상당히 긍정적이다. 더불어 신규수주의 회복으로 내년부터는 매출과 이익 모두 성장할 것으로 전망된다. 2분기 이자비용은 77억원으로 전분기대비 4.3% 감소해 지속적인 재무구조 개선도 이뤄지고 있다. 한라엔컴의 지분매각으로 하반기에는 매각차익도 기대된다.

>>> 삼성그룹 등 우량 민간 신규수주거래선 확보

작년 신규수주는 8,181억원으로 수주목표 1.4조원 대비 부진한 실적(달성률 58.5%)을 기록했다. 다만, 올해 신규수주 목표는 1.6조원으로 목표 달성 시 수주잔고의 턴어라운드 시작된다. 2분기 기준 6,417억원의 신규수주를 기록했으며, 기획보물량 감안 시 8,300억원 수준으로 연간 가이던스를 초과달성 할 수 있을 전망이다. 최근 삼성그룹이 비보안시설에 대한 시공을 그룹외에 발주하고 있으며, 동사가 수주를 시작했다는 점은 의미가 있다. 180조원의 삼성그룹 대규모 투자가 예정된 상황에서 동사에게 유리한 수주환경이 만들어지고 있다. 기존 범현대가 중심에서 삼성그룹 등 우량 민간 신규거래선을 확대하고 있다는 점은 주목할 만 하다. 동사의 가장 취약점이었던 신규수주 리스크가 해소되고 있다는 판단이다.

>>> 가시화되는 Next 배곧 & 남북경협

동사에 대한 초미의 관심사는 배곧신도시 이후의 신규 주택개발 프로젝트다. 현재 평택, 시흥 등 배곧신도시 규모 이상의 파이프라인을 보유하고 있다. 8.27 부동산 정책에서 수도권 내에 30만호 이상의 추가공급이 가능한 30여 곳의 공공택지를 추가 개발하겠다고 발표했다. 부족한 신규부지 확보 차원에서라도 평택과 시흥 등 대형 지주공 동사업이 보다 빠르게 진행될 수 있을 전망이다. 1) 올해 수주목표를 달성하고, 2) 평택 및 시흥 등 제2 배곧신도시 프로젝트가 성공리에 진행된다면, 19년과 20년은 기대해 볼 만 하다. 범현대가의 일원으로 남북경협이 가시화 될 경우 수혜도 예상된다. 실제 지난 7월 램버트 국무부 동아태 부차관보 대행이 초청한 남북경협 관련 경고성 간담회에 국내 민간 건설사 중에서는 유일하게 참석했다. 올해 실적은 아쉽지만, 향후 2~3년을 바라보면 중소형 건설사 중 반드시 주목해야 할 건설사 임에는 분명하다.

한라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	4,206	5,086	4,894	5,020	3,703	3,985	3,618	4,406	19,206	15,712	16,200
토목	828	910	817	864	603	634	700	824	3,419	2,760	3,008
건축	556	667	668	781	554	787	837	1,006	2,672	3,184	3,902
주택	1,661	2,093	1,987	1,739	1,268	1,099	1,298	1,659	7,479	5,323	6,012
해외	126	99	122	251	143	283	223	297	599	946	896
기타	98	85	82	113	96	102	91	121	378	411	407
연결	938	1,232	1,218	1,271	1,039	1,081	468	500	4,659	3,088	1,976
매출원가율	86.9	85.9	85.1	84.2	86.8	86.1	87.0	86.5	85.5	86.6	86.6
토목	103.3	96.8	102.9	97.2	93.2	93.8	93.5	93.4	100.0	93.4	92.9
건축	92.7	95.6	97.8	84.7	96.7	92.9	92.3	89.7	92.3	92.4	91.8
주택	73.5	76.3	75.9	74.0	78.9	81.0	81.2	81.3	75.0	80.6	80.4
해외	140.6	201.8	118.6	134.3	108.8	99.3	99.0	99.0	143.5	100.6	98.5
기타	125.9	128.8	139.1	159.2	114.3	106.7	106.6	107.3	139.4	108.6	105.0
연결	81.5	76.6	74.2	72.5	81.9	76.6	74.4	73.3	75.9	77.5	76.3
매출총이익률	13.1	14.1	14.9	15.8	13.2	13.9	13.0	13.5	14.5	13.4	13.4
영업이익	277	409	457	429	187	222	188	273	1,572	871	956
영업이익률	6.6	8.0	9.3	8.5	5.1	5.6	5.2	6.2	8.2	5.5	5.9
세전이익	126	216	326	79	212	63	85	149	746	510	493
순이익	83	147	217	18	136	34	52	103	466	324	326

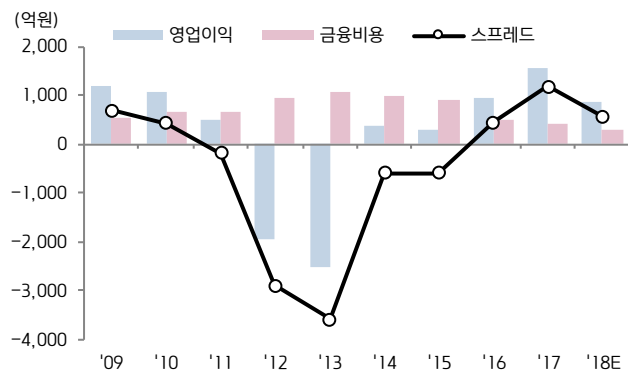
자료: 한라, 키움증권

한라 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	2Q17	1Q18	2Q18			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	5,086	3,703	3,985	-21.6%	7.6%	4,587	-13.1%
매출원가율	14.1%	13.2%	13.9%	-0.3%p	0.6%p	14.3%	-0.4%p
영업이익	409	187	222	-45.6%	18.6%	352	-36.9%
영업이익률	8.0%	5.1%	5.6%	-2.5%p	0.5%p	7.7%	-2.1%p
세전이익	216	212	63	-70.7%	-70.2%	200	-68.4%
순이익	147	136	34	-77.2%	-75.3%	148	-77.2%

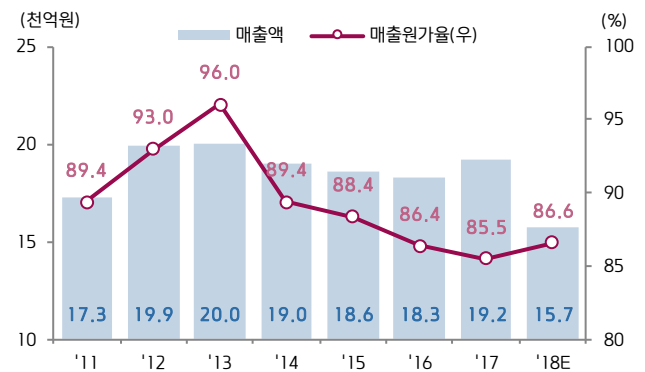
자료: 한라, 키움증권

한라 영업이익 및 금융비용 추이 (연결기준)



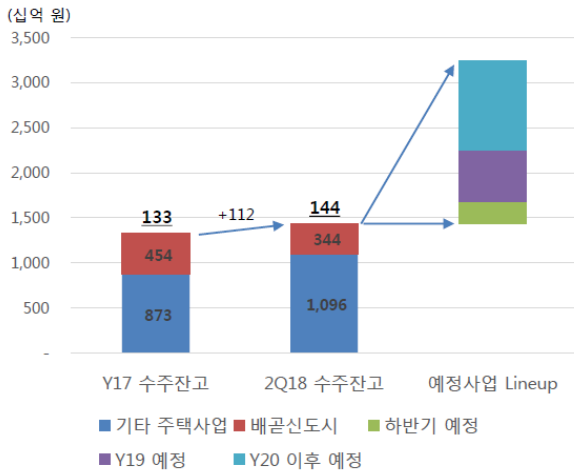
자료: 한라, 키움증권

한라 매출액 및 매출원가율 추이



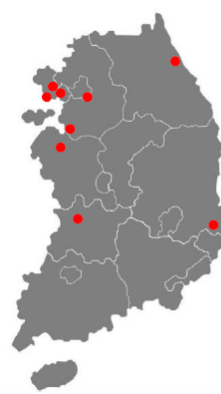
자료: 한라, 키움증권

주택사업 신규수주 Lineup 확보



자료: 한라, 키움증권

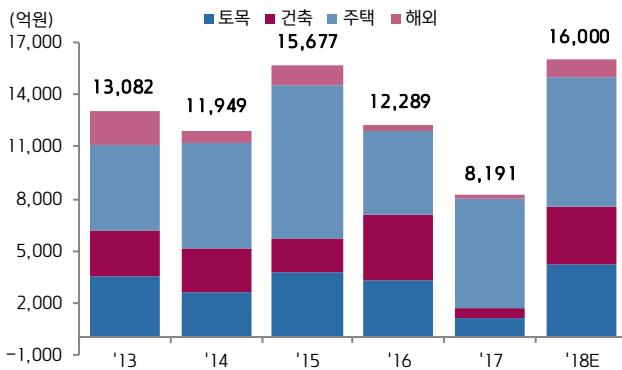
신규 개발사업 현장분포



사업명	세대수	착공
부평 오피스텔	1,012	18.1H
김해북부 아파트	396	
당진수청 아파트	839	
잠실 오피스텔	473	
송도 레지던스	740	18.2H
속초 조양동	751	
김해 삼계두곡	1,936	
경기도 임대주택1	3,533	19~
경기도 임대주택2	5,941	
전주 재개발	1,986	
부평 재개발	385	

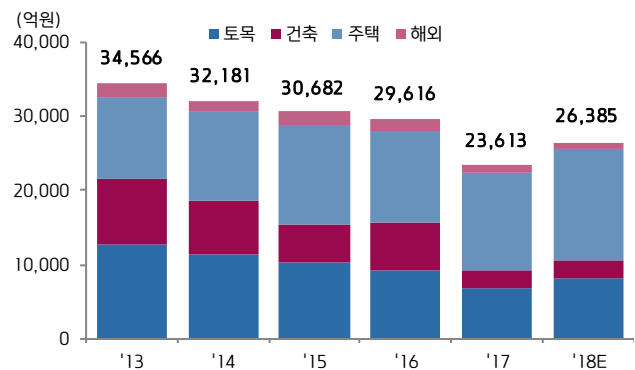
자료: 한라, 키움증권

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)	수주잔고	세대수	공정률	분양율	착공월	입주월
진행 사업	2015	시흥 배곧신도시 3단지	258	24.1	1,304	90.6%	100%	15.11	18.08
	2016	광명소하 Newstay	63	3.5	420	94.5%	임대사업	16.11	18.08
		여의도 오피스텔	43	14.1	410	67.2%	100%	16.11	19.01
		위례 오피스텔	60	38.6	412	36.0%	100%	16.12	19.11
		울산송정지구(자체사업)	240	78.7	676	67.4%	100%	16.12	19.02
	2017	서울대 시흥캠퍼스	364	319.7	-	12.1%	-	17.03	19.12
		송도 C2블록 레지던스	153	142.3	1,456	6.7%	84%	17.12	21.02
	2018	김해북부 지역주택조합 아파트	64	63.4	396	0.2%	74%	18.05	20.10
		부평 오피스텔	101	99.7	1,012	1.1%	37%	18.05	21.05
		당진수청지구 아파트	126.8	126.7	839	0.1%	45%	18.06	20.11
잠실 사보이시티 오피스텔		51	50.4	540	0.2%	82%	18.06	21.03	
김해 삼계두곡		300	300.3	1,941	-	-	18.2H	-	
송도 C8-1 레지던스		-	107	740	-	-	18.2H	-	
예정 사업	2018	속초 조양동 생활숙박시설	-	61.2	751	-	-	18.2H	-
		경기도 기업형임대주택1	-	24.1	3,533	-	-	18.2H	-
		경기도 기업형임대주택2	-	3.5	5,941	-	-	19.1H	-
		전주 감나무골	107	14.1	1,986	-	-	19.1H	-
	2019~	부평목련아파트주변구역 재개발	61	38.6	385	-	-	19.1H	-

자료: 한라, 키움증권

삼성그룹 수주 내역

구분		내용
1. 판매·공급계약 구분		공사수주
- 체결계약명		삼성전자 팹택 주차빌딩 신축공사
2. 계약내역	계약금액(원)	122,100,000,000
	최근매출액(원)	1,920,605,104,866
	매출액대비(%)	6.36
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대		삼성전자 주식회사
4. 판매·공급지역		경기도 팹택시 고덕면 여염리 1647번지
5. 계약기간	시작일	2018-07-26
	종료일	2019-07-20
6. 계약(수주)일자		2018-07-26

자료: 한라, 키움증권

한라엔컴 지분매각

구분		내용		
1. 발행회사	회사명	한라엔컴 주식회사		
	발행주식총수(주)	5,100,000	주요사업	레미콘 제조 및 판매업
2. 처분내역	처분주식수(주)	4,323,343	자기자본(원)	400,486,807,998
	처분금액(원)	55,630,000,000	자기자본대비(%)	13.89
	소유주식수(주)	776,657		
3. 처분후 소유주식수 및 지분비율	지분비율(%)	15.23		
4. 처분목적		재무안정성 개선 및 신규사업 투자재원 확보		
5. 처분예정일자		2018-08-28		
6. 풋옵션 등 계약의 체결여부		아니오		

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	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 2년 이내
		전환으로 발행할 주식의 종류	(주)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 2년 이내	발행일로부터 9년 경과 후 1년 이내 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) 기 타	추가 기재	

자료: 한라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,318	19,206	15,712	16,200	17,579
매출원가	15,820	16,417	13,604	14,029	15,095
매출총이익	2,498	2,789	2,108	2,171	2,484
매출총이익률(%)	13.6	14.5	13.4	13.4	14.1
판매비및일반관리비	1,543	1,217	1,237	1,216	1,269
영업이익	955	1,572	871	956	1,215
영업이익률(%)	5.2	8.2	5.5	5.9	6.9
영업외손익	-699	-826	-362	-463	-436
금융수익	189	115	127	128	134
금융원가	571	455	394	369	354
기타수익	122	165	344	168	174
기타비용	325	652	405	363	363
종속및관계기업관련손익	-114	0	-34	-27	-26
법인세차감전이익	257	746	510	493	778
법인세비용	155	280	185	167	247
유효법인세율	60.4	37.5	36.4	33.9	31.8
당기순이익	102	466	324	326	531
순이익률(%)	0.6	2.4	2.1	2.0	3.0
지배주주지분순이익	105	464	317	315	513
EBITDA	1,062	1,675	959	1,045	1,304
EBITDA margin (%)	5.8	8.7	6.1	6.5	7.4
증감율(% YoY)					
매출액	-1.3	4.8	-18.2	3.1	8.5
영업이익	208.5	64.6	-44.6	9.7	27.1
법인세차감전이익	흑전	190.9	-31.7	-3.3	57.9
당기순이익	흑전	358.5	-30.4	0.5	62.9
지배주주지분당기순이익	흑전	342.3	-31.7	-0.5	62.9
EBITDA	136.1	57.7	-42.7	8.9	24.8
EPS	흑전	31.7	19.0	-0.5	62.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,029	9,068	9,843	10,137	10,808
현금및현금성자산	820	417	593	624	771
매출채권및기타유동채권	5,275	5,861	6,730	6,957	7,344
재고자산	1,604	2,246	1,959	1,966	2,053
기타유동자산	1,330	544	562	590	640
비유동자산	11,710	13,073	14,373	15,636	17,437
장기매출채권및기타비유동채권	647	565	606	625	678
유형자산	6,704	8,179	9,699	10,832	12,261
무형자산	265	249	255	245	240
투자자산	2,749	2,801	2,736	2,824	3,054
기타비유동자산	1,346	1,279	1,077	1,110	1,204
자산총계	20,739	22,141	24,216	25,774	28,245
유동부채	11,618	11,859	16,443	17,487	19,209
매입채무및기타유동채무	5,439	4,949	4,352	5,318	6,628
유동성이자발생차입금	2,861	3,758	7,289	7,289	7,289
기타유동부채	3,318	3,152	4,802	4,881	5,291
비유동부채	5,603	6,356	4,613	4,933	5,284
장기매입채무및기타비유동채무	542	498	670	738	870
사채및장기차입금	3,476	4,211	1,929	1,929	1,929
기타비유동부채	1,585	1,647	2,014	2,266	2,485
부채총계	17,221	18,215	21,057	22,420	24,493
자본금	2,333	2,333	2,412	2,412	2,412
자본잉여금	1,488	1,488	1,487	1,487	1,487
이익잉여금	-505	-19	-889	-702	-316
기타자본	105	25	42	42	42
지배주주지분자본총계	3,420	3,827	3,052	3,239	3,625
자본총계	3,518	3,926	3,159	3,353	3,753
총차입금	6,338	7,969	9,218	9,218	9,218
순차입금	5,518	7,552	8,626	8,594	8,447

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,080	770	1,348	1,452	2,095
당기순이익	102	466	324	326	531
감가상각비	99	96	81	82	82
무형자산상각비	8	7	7	7	7
GrossCashFlow	1,205	1,637	1,021	1,071	1,330
운전자본변동	1,349	-309	816	782	1,198
매출채권및기타채권의증감	976	125	-100	-227	-387
재고자산의증감	-245	962	381	-7	-86
매입채무및기타채무의증감	-571	-50	-538	965	1,311
영업에서창출된현금흐름	2,554	1,327	1,837	1,853	2,528
투자활동현금흐름	572	-2,706	-2,134	-1,334	-1,837
투자자산의증감	45	-24	-42	-88	-231
유형자산의감소	125	35	105	89	76
유형자산의증가(CAPEX)	-452	-1,865	-1,592	-1,303	-1,587
무형자산의증감	13	6	-13	2	-2
기타	840	-858	-592	-34	-94
FreeCashFlow	2,240	-496	337	640	1,016
재무활동현금흐름	-3,051	1,536	955	-88	-112
차입금의증가(감소)	-3,258	1,670	1,230	0	0
자본증가(감소)	149	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	-50	0	0	0
배당금지급	0	-25	-390	-132	-132
기타	58	-59	116	44	20
현금및현금성자산의순증가	-398	-403	175	32	147
기초현금및현금성자산	1,218	820	417	593	624
기말현금및현금성자산	820	417	593	624	771

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	227	299	356	354	577
BPS	7,329	8,491	3,528	3,741	4,179
주당EBITDA	2,343	3,623	2,031	1,188	1,483
SPS	40,401	41,153	17,665	18,213	19,763
DPS	0	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	18.8	13.6	14.6	14.7	9.0
PBR	0.6	0.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.8	5.5	11.2	10.2	8.1
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
배당수익률	0.0	2.5	1.9	1.9	1.9
배당성향	23.8	84.1	41.7	41.9	18.3
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	12.8	9.2	10.0	14.9
총자산이익률(ROA)	0.5	2.2	1.4	1.3	2.0
투자자본이익률(ROIC)	5.7	13.5	6.4	7.1	9.2
안정성(%)					
부채비율	489.5	463.9	666.5	668.6	652.7
순차입금비율	156.8	192.3	273.0	256.3	225.1
유동비율	77.7	76.5	59.9	58.0	56.3
이자보상배율(배)	1.9	3.9	2.8	3.2	4.3
활동성(회)					
매출채권회전율	3.9	3.4	2.5	2.4	2.5
재고자산회전율	12.5	10.0	7.5	8.3	8.7
매입채무회전율	3.1	3.7	3.4	3.4	2.9

Compliance Notice

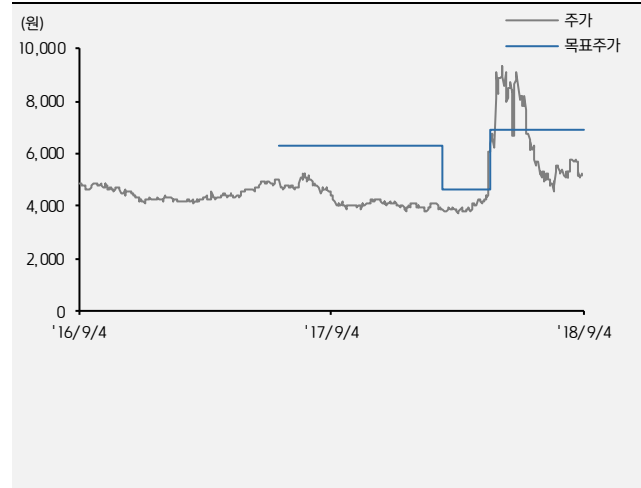
- 당사는 9월 3일 현재 '한라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한라 (039570)	2017/06/20	BUY(Initiate)	6,300원	6개월	-24.59	-20.16
	2017/07/19	Buy(Maintain)	6,300원	6개월	-23.59	-16.35
	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	-11.09	31.52
	2018/04/23	Outperform (Maintain)	6,900원	6개월	-6.25	-1.59
	2018/04/30	Outperform (Maintain)	6,900원	6개월	-5.83	35.22
	2018/09/04	Outperform (Maintain)	6,900원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자 의견 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%