



Outperform(Maintain)

목표주가: 6,000원(하향)

주가(11/7): 3,830원

시가총액: 1,489억원



Stock Data

KOSPI (11/7)	2,078.69pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,330 원	3,500원
등락률	-58.9%	9.4%
수익률	절대	상대
1M	-29.9%	-23.5%
6M	-56.8%	-48.8%
1Y	-10.1%	10.1%

Company Data

발행주식수	38,875 천주
일평균 거래량(3M)	402천주
외국인 지분율	5.0%
배당수익률(18E)	2.6%
BPS(18E)	3,470원
주요 주주	정몽원 외7인
	45.1%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,206	14,089	13,964	14,991
영업이익	1,572	677	628	739
EBITDA	1,675	765	717	828
세전이익	746	342	320	458
순이익	466	264	237	342
지배주주지분순이익	464	293	233	335
EPS(원)	299	327	259	373
증감률(%Y Y)	31.7	9.3	-20.7	44.0
PER(배)	13.6	11.7	14.8	10.3
PBR(배)	0.5	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.5	13.0	14.1	12.2
영업이익률(%)	8.2	4.8	4.5	4.9
ROE(%)	12.8	8.6	7.6	10.4
순부채비율(%)	192.3	266.2	262.6	246.1

Price Trend



☑ 3Q18 실적 & NDR Review

한라 (014790)

반가운 수주 회복, 잔고의 텐어라운드는 이미 시작됐다



〈장 후 실적발표〉 3분기 매출액 3,124억원(YoY -25.6%), 영업이익 140억원(YoY -67.7%)으로 부진한 실적을 기록했습니다. 올해 실적은 아쉽지만, 수주목표 달성으로 전년대비 2배 수준까지 수주가 증가할 것으로 전망되며, 평택 및 시흥 등 제2 배곧신도시 프로젝트의 가시화로 2019년과 2020년은 기대해 볼 만 하다는 판단입니다.

>>> 양호한 원가율, 매출만 올라오면 된다!

동사는 3분기 매출액 3,124억원(YoY -25.6%, QoQ -3.6%), 영업이익 140억원(YoY -67.7%, QoQ -26.9%)으로 부진한 실적을 기록했다. 매출 부진은 1) 한라엔켐 지분 매각에 따른 연결 매출 감소, 2) 배곧신도시사업 종료 및 서울대 시흥캠퍼스 착공 지연에 따른 주택부문 매출 감소 추세 지속, 3) 작년 토목부문 수주 부진 영향 지속 등에 기인한다. 영업이익의 부진은 전 사업부문의 양호한 원가율에도 불구하고 매출 부진에 따른 영향이 대부분을 차지한 것으로 파악된다. 배곧신도시 준공에도 주택부문 원가율은 84.5%로 양호한 수준을 유지했고, 토목부문은 일부 현장의 설계변경 등으로 원가율이 크게 개선(YoY -14.5%, QoQ -5.3%)됐으며, 범현대가, 삼성전자 등 우량 발주처로부터 수주한 현장들의 매출이 발생하고 있는 건축부문 역시 원가율 개선이 추세적으로 나타나고 있다. 매출만 회복된다면 실적 개선은 자연스럽게 따라올 전망이다.

>>> 반가운 수주 회복, 잔고의 텐어라운드는 이미 시작됐다!

매출 성장이 중요한 시점인 가운데 들려온 신규 수주 증가는 매우 반갑다. 3분기 누적 신규수주는 1.2조원으로 작년 연간 누적수주 금액(8,181억원)을 이미 초과했으며, 올해 예상 신규수주는 1.6조원으로 전년대비 2배 수준을 달성할 것으로 예상된다. 이에 따라 3분기에 이미 수주잔고의 텐어라운드가 시작됐다. 삼성그룹 등 우량 민간 신규거래선을 확대하고 있어, 잔고의 질적인 텐어라운드도 함께 진행되고 있다는 점이 상당히 긍정적이다. 최근 삼성그룹이 비보안시설에 대한 시공을 그룹외에 발주하고 있으며, 동사가 수주를 시작했다는 점은 의미가 있다.

>>> 배곧 이후 대규모 주택 프로젝트의 윤곽이 드러나다

동사에 대한 초미의 관심사는 배곧신도시 이후의 신규 주택개발 프로젝트다. 특히 시흥시에서 진행 될 100만평 부지의 대규모 개발프로젝트의 계획이 가시화되고 있다. 내년 상반기 중으로 개발계획이 확정되고, SPC 설립 및 출자가 진행될 예정이다. 이후 인허가와 실시계획인가를 거쳐 2020년 하반기 착공에 들어간다는 계획이다. 내년 상반기 SPC 설립 및 출자 시점이 터닝포인트가 될 것이다. 3단계로 진행되고, 도시개발 사업으로 추진돼 배곧과 달리 시행이익과 시공이익을 함께 취할 수 있을 전망이다. 정부의 공공택지 추가 개발 정책도 부족한 신규부지 확보 차원에서 평택과 시흥 등 대형 지주공동사업에 힘을 실어줄 것으로 보인다. 수주목표 달성과 평택 및 시흥 등 제2 배곧신도시 프로젝트의 가시화로 2019년과 2020년은 기대해 볼 만 하다. 다만, 남북경협 모멘텀의 약화가 예상되므로 목표주가는 기존 6,900에서 6,000원으로 하향(밸류에이션 표 참고)한다. 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	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	4,206	5,086	4,894	5,020	3,703	3,985	3,124	3,277	19,206	14,089	13,964
토목	828	910	817	864	603	634	660	693	3,419	2,589	2,325
건축	556	667	668	781	554	787	823	878	2,672	3,042	3,853
주택	1,661	2,093	1,987	1,739	1,268	1,099	1,040	1,119	7,479	4,525	5,567
해외	126	99	122	251	143	283	171	120	599	717	421
기타	98	85	82	113	96	102	88	121	378	408	366
연결	938	1,232	1,218	1,271	1,039	1,081	342	346	4,659	2,808	1,433
매출원가율	86.9	85.9	85.1	84.2	86.8	86.1	87.8	88.3	85.5	87.2	87.4
토목	103.3	96.8	102.9	97.2	93.2	93.8	88.5	88.7	100.0	90.9	90.5
건축	92.7	95.6	97.8	84.7	96.7	92.9	90.5	90.6	92.3	92.3	91.7
주택	73.5	76.3	75.9	74.0	78.9	81.0	84.5	84.7	75.0	82.1	83.3
해외	140.6	201.8	118.6	134.3	108.8	99.3	98.6	99.0	143.5	101.0	99.0
기타	125.9	128.8	139.1	159.2	114.3	106.7	128.0	122.0	139.4	117.7	111.7
연결	81.5	76.6	74.2	72.5	81.9	76.6	74.4	78.0	75.9	78.5	76.6
매출총이익률	13.1	14.1	14.9	15.8	13.2	13.9	12.2	11.7	14.5	12.8	12.6
영업이익	277	409	457	429	187	222	140	127	1,572	677	628
영업이익률	6.6	8.0	9.3	8.5	5.1	5.6	4.5	3.9	8.2	4.8	4.5
세전이익	126	216	326	79	212	63	77	24	746	342	320
순이익	83	147	217	18	136	34	112	17	466	264	237

자료: 한라, 키움증권

한라 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	3Q17	2Q18	3Q18P		당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치
매출액	4,894	3,985	3,124	-36.2%	-21.6%	3,618 -13.7%
매출원가율	14.9%	13.9%	12.2%	-2.7%p	-1.7%p	13.0% -0.8%p
영업이익	457	222	140	-69.4%	-37.0%	188 -25.6%
영업이익률	9.3%	5.6%	4.5%	-4.9%p	-1.1%p	5.2% -0.7%p
세전이익	326	63	77	-76.4%	21.4%	85 -9.9%
순이익	217	34	112	-48.5%	233.0%	52 115.6%

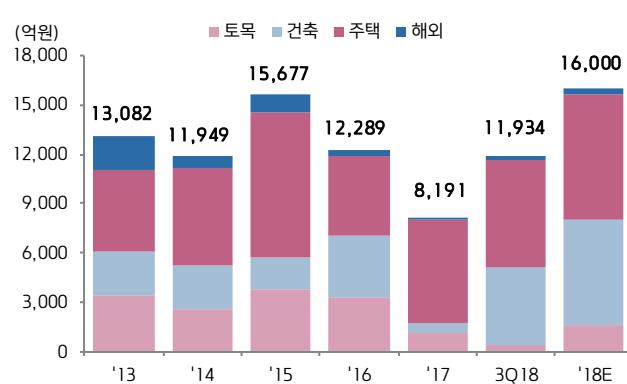
자료: 한라, 키움증권

한라 목표주가 산출

구분	값	구분	값
COE	6.5	ROE(2019~2020년 평균)	9.0
Risk Free Rate	2.0	target P/B	1.6
Risk Premium	6.0	BPS(2019~2020년 평균)	3,704
Beta	0.7	적정주가	6,035
growgh rate	2.5	목표주가	6,000
		upside	56.7%

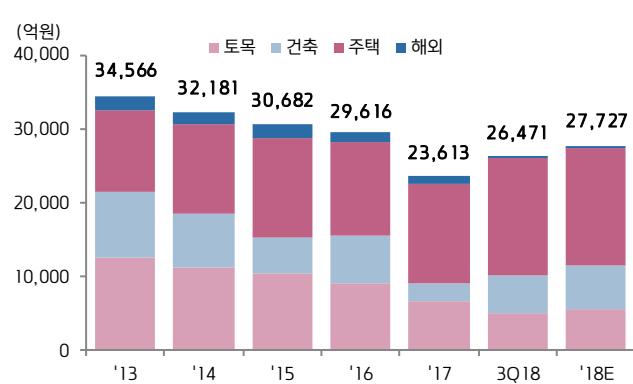
자료: 한라, 키움증권

한라 부문별 신규수주 현황



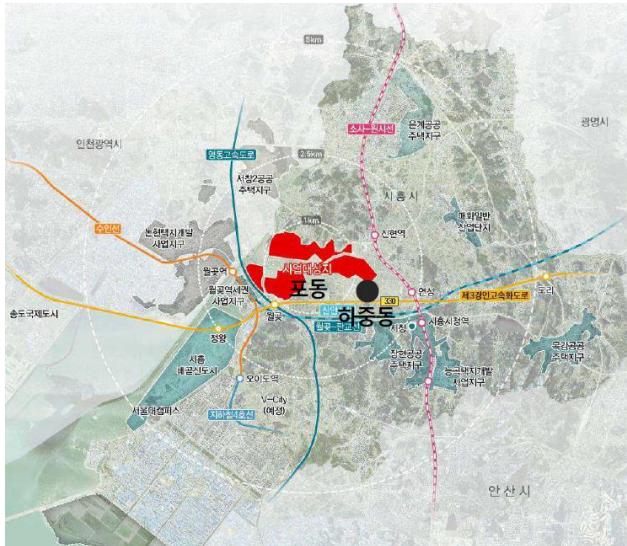
자료: 한라, 키움증권

한라 부문별 수주잔고 현황



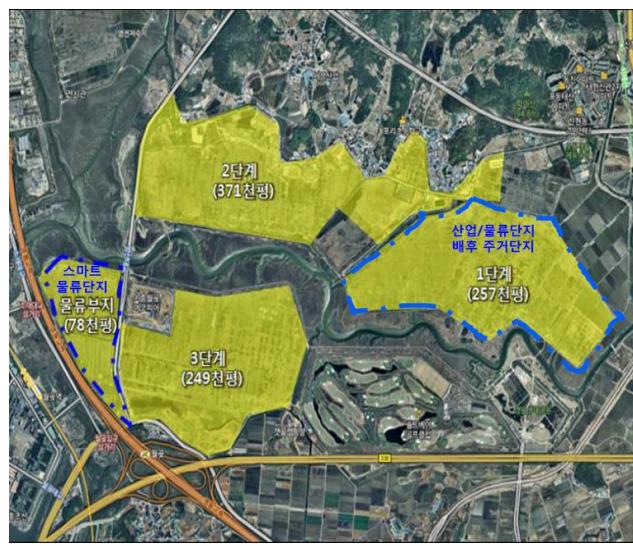
자료: 한라, 키움증권

한라 시흥시 대규모 개발프로젝트 입지



자료: 한라, 키움증권

한라 시흥시 대규모 개발프로젝트 사업개요



자료: 한라, 키움증권

한라 시흥시 대규모 개발프로젝트 사업개요

구분	내용
위치	시흥시 포동, 방산동, 월곶동 폐염전 일원
면적	3,156㎢(약 955천평)
계획인구	28,000명(11,000세대)
사업기간	2018~2023년
사업시행자	(주)한라, (주)성담
1단계 투자	약 600억 원 내외(예정)
가능성	우수한 광역 접근성
	생태녹지환경과 레저공간 등 풍부한 자연자원
	도심 중심기능 역할 가능
개발계획	도시개발사업 - 친환경 주거 단지 개발, 4차 산업단지 개발(시가화 예정지 既지정) - 실버타운·의료관광 개발
	물류사업 - 스마트 물류단지 개발

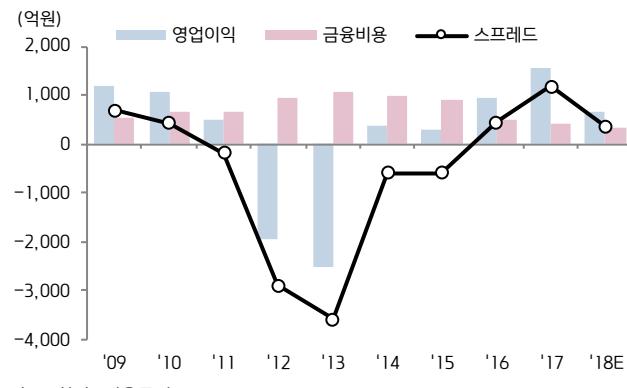
자료: 한라, 키움증권

한라 시흥시 대규모 개발프로젝트 개발계획

1단계 (~Y18 하반기)	2단계 (~Y19. 1분기)	3단계 (~Y19)	4단계 (~Y20)
<ul style="list-style-type: none"> 전체부지 개발사업계획 시흥시 제안(Y17) 지자체 선거 이후 물류부지 포함 1단계 사업 최종 수정 제안 예정 	<ul style="list-style-type: none"> 개발계획 확정 SPC 설립 및 출자 (한라, 성담, 시흥시) 	<ul style="list-style-type: none"> 인허가 진행 	<ul style="list-style-type: none"> 실시계획인가 도급계약 및 착공

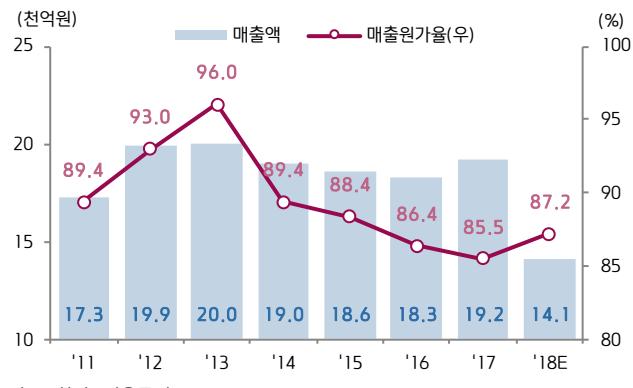
자료: 한라, 키움증권

한라 영업이익 및 금융비용 추이 (연결기준)



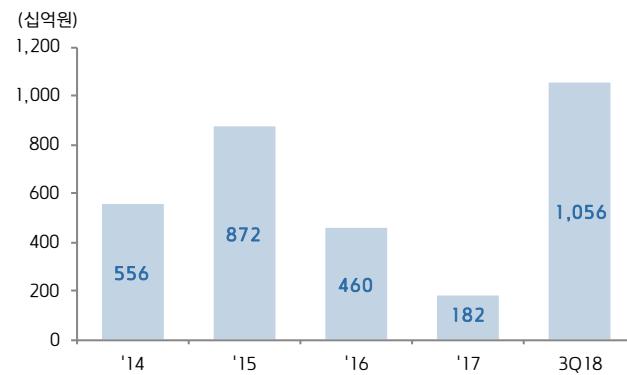
자료: 한라, 키움증권

한라 매출액 및 매출원가율 추이



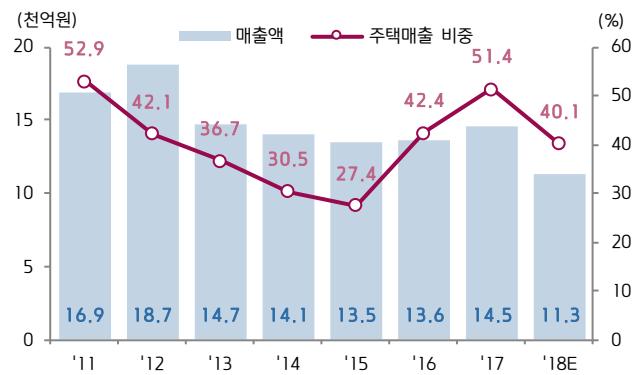
자료: 한라, 키움증권

한라 주택사업 착공현황



자료: 한라, 키움증권

한라 별도 기준 매출액 및 주택사업 매출 비중 추이



자료: 한라, 키움증권

한라 주택공급 현황 및 계획 (단위: 십억원, 호)

착공연도	사업명	세대수	도급금액(분양총액)	공정률	준공월
2015	배곧신도시 3 단지	1,304	256	100.0%	18.09
2016	광명소하Newstay	420	64	100.0%	18.08
	여의도 오피스텔	410	43	79.3%	19.01
	위례 오피스텔	412	60	43.7%	19.11
	울산송정지구	676	242	79.8%	19.02
2017	송도C2 레지던스	1,456	153	10.8%	21.01
	서울대부지조성	-	30	97.9%	19.01
2018	서울대시흥캠퍼스	-	334	9.5%	19.12
	김해북부지역주택	396	64	2.9%	20.1
	부평 오피스텔	1,012	101	3.8%	21.05
	당진수청지구APT	839	137	3.1%	20.11
	잠실 오피스텔	473	50	3.2%	21.03
	김해삼계두곡APT	1,936	300	0.1%	-
	속초조양동 생숙	751	70	0.1%	20.09

자료: 한라, 키움증권

삼성그룹 수주 내역

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

자료: 한라, 키움증권

한라엔켐 지분매각

구분	내용			
1. 발행회사	회사명			
	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
3. 처분후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)			
	지분비율(%)			776,657
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
이익배당에 관한 사항			우선 배당비율: 18.66%(액면가액의 기준 대비)
잔여재산분배에 관한 사항			-
주식의 내용	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

전환우선주 계약조건 변경

항목	정정전	정정후
[전환우선주에 관한 사항]		
(2) 전환우선주식의 발행조건		
1) 전환청구기간	발행일로부터 5년 경과 후 2년이내 2022년 04월 17일 ~ 2023년 04월 16일	발행일로부터 9년 경과 후 1년이내 2022년 04월 17일 ~ 2033년 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 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	14,089	13,964	14,991
매출원가	15,820	16,417	12,285	12,200	13,085
매출총이익	2,498	2,789	1,805	1,764	1,906
매출총이익률(%)	13.6	14.5	12.8	12.6	12.7
판매비 및 일반관리비	1,543	1,217	1,127	1,136	1,167
영업이익	955	1,572	677	628	739
영업이익률(%)	5.2	8.2	4.8	4.5	4.9
영업외손익	-699	-826	-335	-308	-281
금융수익	189	115	152	172	158
금융원가	571	455	397	361	351
기타수익	122	165	230	166	186
기타비용	325	652	282	253	244
증속 및 관계 기업 관련 손익	-114	0	-39	-32	-31
법인세 차감 전이익	257	746	342	320	458
법인세비용	155	280	78	83	116
유효법인세율	60.4	37.5	22.9	25.9	25.4
당기순이익	102	466	264	237	342
순이익률(%)	0.6	2.4	1.9	1.7	2.3
지배주주지분 순이익	105	464	293	233	335
EBITDA	1,062	1,675	765	717	828
EBITDA margin (%)	5.8	8.7	5.4	5.1	5.5
증감율(% YoY)					
매출액	-1.3	4.8	-26.6	-0.9	7.4
영업이익	208.5	64.6	-56.9	-7.2	17.7
법인세 차감 전이익	흑전	190.9	-54.1	-6.5	43.0
당기순이익	흑전	358.5	-43.3	-10.1	44.0
지배주주지분당기순이익	흑전	342.3	-36.8	-20.7	44.0
EBITDA	136.1	57.7	-54.3	-6.3	15.5
EPS	흑전	31.7	9.3	-20.7	44.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,029	9,068	9,800	9,677	10,112
현금 및 현금성자산	820	417	878	714	735
매출채권 및 기타 유동채권	5,275	5,861	6,493	6,570	6,881
재고자산	1,604	2,246	1,882	1,836	1,898
기타 유동자산	1,330	544	547	556	598
비유동자산	11,710	13,073	14,332	15,431	17,166
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	647	565	606	601	645
유형자산	6,704	8,179	9,699	10,832	12,261
무형자산	265	249	255	245	240
투자자산	2,749	2,801	2,736	2,719	2,911
기타 비유동자산	1,346	1,279	1,036	1,034	1,110
자산 총계	20,739	22,141	24,132	25,108	27,278
유동부채	11,618	11,859	16,443	17,249	19,168
매입채무 및 기타 유동채무	5,439	4,949	4,352	5,268	6,847
유동성이자 발생차입금	2,861	3,758	7,289	7,289	7,289
기타 유동부채	3,318	3,152	4,802	4,692	5,032
비유동부채	5,603	6,356	4,556	4,621	4,663
장기 매입채무 및 기타 비유동채무	542	498	638	683	797
사채 및 장기 차입금	3,476	4,211	1,929	1,929	1,929
기타 비유동부채	1,585	1,647	1,989	2,009	1,937
부채 총계	17,221	18,215	20,999	21,870	23,831
자본금	2,333	2,333	2,412	2,412	2,412
자본 잉여금	1,488	1,488	1,487	1,487	1,487
이익 잉여금	-505	-19	-912	-808	-601
기타 자본	105	25	42	42	42
지배주주지분 분부총계	3,420	3,827	3,029	3,133	3,340
자본 총계	3,518	3,926	3,133	3,238	3,447
총 차입금	6,338	7,969	9,218	9,218	9,218
순 차입금	5,518	7,552	8,340	8,504	8,483

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,080	770	1,592	1,117	1,912
당기순이익	102	466	298	237	342
감가상각비	99	96	81	82	82
무형자산상각비	8	7	7	7	7
GrossCashFlow	1,205	1,637	932	744	855
운전자본변동	1,349	-309	1,144	766	1,505
매출채권 및 기타채권의 증감	976	125	136	-77	-311
재고자산의 증감	-245	962	458	46	-62
매입채무 및 기타채무의 증감	-571	-50	-538	916	1,578
영업에서 창출된 현금흐름	2,554	1,327	2,076	1,509	2,359
투자활동현금흐름	572	-2,706	-2,093	-1,194	-1,780
투자자산의 증감	45	-24	-42	17	-192
유형자산의 감소	125	35	105	89	76
유형자산의 증가(CAPEX)	-452	-1,865	-1,592	-1,303	-1,587
무형자산의 증감	13	6	-13	2	-2
기타	840	-858	-551	1	-76
FreeCashFlow	2,240	-496	576	297	847
재무활동현금흐름	-3,051	1,536	955	-89	-113
차입금의 증가(감소)	-3,258	1,670	1,230	0	0
자본증가(감소)	149	0	0	0	0
자기주식의 처분(취득)	0	-50	0	0	0
배당금 지급	0	-25	-390	-133	-133
기타	58	-59	116	44	20
현금 및 현금성자산의 순증가	-398	-403	461	-164	20
기초현금 및 현금성자산	1,218	820	417	878	714
기밀현금 및 현금성자산	820	417	878	714	735

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	227	299	327	259	373
BPS	7,329	8,491	3,470	3,587	3,820
주당 EBITDA	2,343	3,623	1,593	808	934
SPS	40,401	41,153	15,699	15,560	16,704
DPS	0	100	100	100	100
주가 배수(배)					
PER	18.8	13.6	11.7	14.8	10.3
PBR	0.6	0.5	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.8	5.5	13.0	14.1	12.2
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
배당수익률	0.0	2.5	2.6	2.6	2.6
배당성향	23.8	84.1	45.3	57.0	28.3
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	12.8	8.6	7.6	10.4
총자산이익률(ROA)	0.5	2.2	1.1	1.0	1.3
투자자본이익률(ROIC)	5.7	13.5	6.1	5.4	6.2
안정성(%)					
부채비율	489.5	463.9	670.2	675.4	691.3
순자본비율	156.8	192.3	266.2	262.6	246.1
유동비율	77.7	76.5	59.6	56.1	52.8
이자 보상 배율(배)	1.9	3.9	2.2	2.0	2.4
활동성(회)					
매출채권 회전율	3.9	3.4	2.3	2.1	2.2
재고자산 회전율	12.5	10.0	6.8	7.5	8.0
매입채권 회전율	3.1	3.7	3.0	2.9	2.5

Compliance Notice

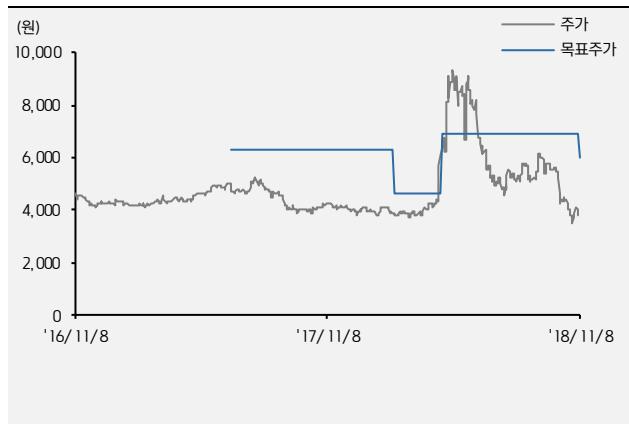
- 당사는 11월 7일 현재 '한라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상사점			과리율(%)
				평균주가	최고주가	최저주가	
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	-10.42	35.22		
	2018/11/08	Outperform (Maintain)	6,000원 6개월				

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%