



## Outperform(Maintain)

목표주가: 6,000원

주가(2/13): 5,040원

시가총액: 1,959억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/13)		2,201.48pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,330 원	3,500원
등락률	-46.0%	44.0%
수익률	절대	상대
1M	13.8%	7.3%
6M	-1.6%	0.5%
1Y	31.1%	42.6%

## Company Data

발행주식수	38,875 천주
일평균 거래량(3M)	302천주
외국인 지분율	4.5%
배당수익률(18E)	2.3%
BPS(18E)	3,034원
주요 주주	정몽원 외7인
	45.1%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	19,206	14,505	14,592	15,881
영업이익	1,572	610	613	696
EBITDA	1,675	655	616	699
세전이익	746	105	257	368
순이익	466	-204	178	258
지배주주지분순이익	464	-121	180	260
EPS(원)	299	-135	200	290
증감률(%Y Y)	31.7	적전	흑전	44.8
PER(배)	13.6	-32.0	25.2	17.4
PBR(배)	0.5	1.4	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	5.5	7.0	8.2	7.4
영업이익률(%)	8.2	4.2	4.2	4.4
ROE(%)	12.8	-3.7	6.7	9.4
순부채비율(%)	192.3	101.8	106.9	106.4

## Price Trend



## 4Q18 실적 Review

## 한라 (014790)

## 수주 증가로 매출 성장의 토대 마련



〈장 후 실적발표〉 4분기 매출액 3,693억원(YoY -35.4%), 영업이익 60억원(YoY -86.7%)으로 부진한 실적을 기록했습니다. 실적은 아쉽지만, 작년 신규수주와 올해 수주 가이드는 전년대비 각각 73%, 27% 증가할 전망입니다. 양호한 원가율이 지속될 것으로 예상되므로 매출 회복에 따른 실적 개선이 가능할 것으로 판단됩니다. 또한 점차 가까워지고 있는 대형 개발 프로젝트의 모멘텀도 기대됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 2019년 실적은 매출 회복으로 개선될 전망

동사는 4분기 매출액 3,693억원(YoY -35.4%, QoQ +18.2%), 영업이익 60억원(YoY -86.7%, QoQ -57.0%)으로 부진한 실적을 기록했다. 매출 부진은 1) 한라엔컴 지분 매각에 따른 연결 매출 감소, 2) 배곧신도시사업 종료 및 서울대 시흥캠퍼스 착공 지연에 따른 주택부문 매출 감소 등에 기인한다. 영업이익의 부진은 전반적으로 양호한 원가율을 기록했음에도 불구하고 1) 매출 부진에 따른 영향, 2) 배곧신도시 준공으로 주택부문 원가율 상승, 3) 연결법인의 부진 때문이다. 영업외 비용에 케이에코로지스 위험자산처분손실 300억원, 법인세 추징금 272억원이 반영되면서 분기 순이익은 적자 전환했다. 다만, 토목부문의 원가율이 정상화됐으며, 범현대가, 삼성전자 등 우량 발주처로부터 수주한 현장들의 매출이 발생하고 있는 건축부문의 원가율은 큰 폭으로 개선되고 있다. 부진했던 주택부문 원가율은 서울대 시흥캠퍼스 매출이 올라오면서 개선될 전망이다. 매출만 회복된다면 실적 개선은 자연스럽게 따라올 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 정부 정책 기조 변경에 따른 수혜 전망

동사의 2018년 신규수주는 1.4조원으로 전년대비 73% 증가했다. 올해 수주 가이드는 1.8조원으로 전년대비 27% 증가할 전망이다. 매출 성장이 중요한 상황에서 신규수주의 지속적인 증가세는 매우 반갑다. 수주잔고는 이미 3분기부터 턴어라운드 시작했으며 작년 말 기준으로 전년대비 8.1% 증가한 수준이다. 삼성그룹 등 우량 민간 신규거래선을 확대하고 있어, 잔고의 질적인 턴어라운드도 함께 진행되고 있다. 특히 토목부문 신규수주는 전년대비 3배 가량 증가할 전망이다. 토목부문의 원가율이 정상화되고 있는 국면에서 수주가 증가하기 때문에 매출 증가와 이익 개선의 가시성이 높다는 판단이다. 정부의 건설투자 확대 기조 변경과 동사가 강점을 가진 공항과 항만 발주가 대기 중에 있어 수주 목표달성 가시성도 높다.

## &gt;&gt;&gt; 가까워지고 있는 대형 개발 프로젝트 모멘텀

부진한 실적에 크게 실망할 필요는 없다. 동사에 대한 관전포인트는 배곧신도시 이후 대규모 신규 개발 프로젝트다. 특히 시흥시에서 진행 될 100만평 부지의 대규모 개발 프로젝트의 계획이 가시화되고 있다. 올해 상반기 중으로 개발계획이 확정되고, SPC 설립 및 출자가 진행될 예정이다. 이후 인허가와 실시계획인가를 거쳐 2020년 하반기 착공에 들어간다는 계획이다. 상반기 SPC 설립 및 출자 시점이 터닝포인트가 될 것이다. 정부의 공공택지 추가 개발 정책도 부족한 신규부지 확보 차원에서 평택과 시흥 등 대형 지주공동사업에 힘을 실어줄 것으로 보인다. 높은 수주목표 달성 가능성과 제2배곧신도시 프로젝트의 가시화, 실적 개선, 민자 SOC와 자체 사업 확대 등 향후 전망은 밝다. 대규모 개발 프로젝트의 모멘텀이 점차 가까워지고 있기 때문에 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	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019E
매출액	4,206	5,086	4,200	5,714	3,703	3,985	3,124	3,693	19,206	14,505	14,592
토목	828	910	817	864	603	634	660	864	3,419	2,760	2,970
건축	556	667	668	781	554	787	823	1,042	2,672	3,206	3,037
주택	1,661	2,093	1,987	1,739	1,268	1,099	1,040	1,139	7,479	4,546	6,113
해외	126	99	122	251	143	283	171	145	599	743	526
기타	98	85	82	113	96	102	88	112	378	399	379
연결	938	1,232	524	1,966	1,039	1,081	342	390	4,659	2,852	1,568
매출원가율	86.9	85.9	84.7	84.6	86.8	86.1	87.8	89.0	85.5	87.4	88.0
토목	103.3	96.8	102.9	97.2	93.2	93.8	88.5	92.7	100.0	92.0	90.3
건축	92.7	95.6	97.8	84.7	96.7	92.9	90.5	81.6	92.3	89.3	89.5
주택	73.5	76.3	75.9	74.0	78.9	81.0	84.5	89.1	75.0	83.2	86.6
해외	140.6	201.8	118.6	134.3	108.8	99.3	98.6	97.2	143.5	100.6	99.0
기타	125.9	128.8	139.1	159.2	114.3	106.7	128.0	119.2	139.4	116.8	114.5
연결	81.5	76.6	56.5	77.9	81.9	76.6	74.4	88.3	75.9	79.9	75.7
매출총이익률	13.1	14.1	15.3	15.4	13.2	13.9	12.2	11.0	14.5	12.6	12.0
영업이익	277	409	433	453	187	222	140	60	1,572	610	613
영업이익률	6.6	8.0	10.3	7.9	5.1	5.6	4.5	1.6	8.2	4.2	4.2
세전이익	126	216	334	71	212	63	77	-248	746	105	257
순이익	83	147	217	18	136	34	112	-395	466	-204	178

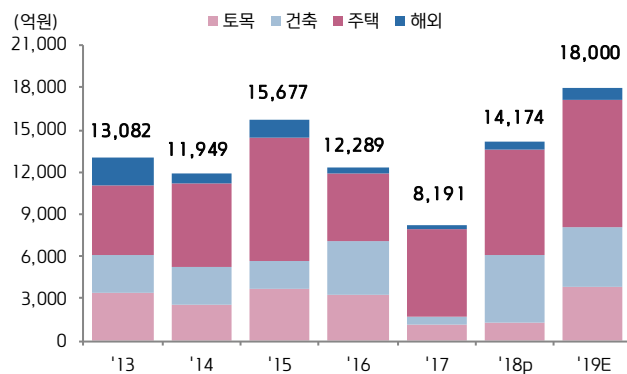
자료: 한라, 키움증권

## 한라 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q17	3Q18	4Q18P			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	5,714	3,124	3,693	-35.4%	18.2%	3,277	12.7%
매출총이익률	15.4%	12.2%	11.0%	-4.4%p	-1.2%p	11.7%	-0.7%p
영업이익	453	140	60	-86.7%	-57.0%	127	-52.6%
영업이익률	7.9%	4.5%	1.6%	-6.3%p	-2.9%p	3.9%	-2.3%p
세전이익	71	77	-248	-450.5%	-422.5%	24	-1132.4%
순이익	18	112	-395	-2300.7%	-452.8%	17	-2423.0%

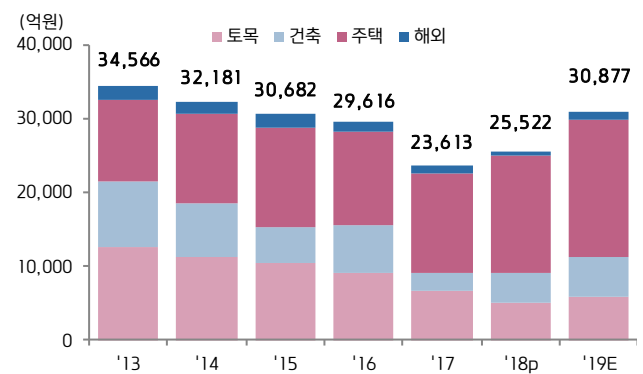
자료: 한라, 키움증권

## 한라 부문별 신규수주 현황



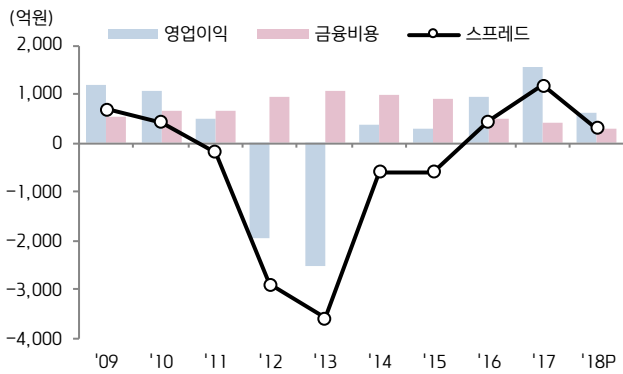
자료: 한라, 키움증권

## 한라 부문별 수주잔고 현황



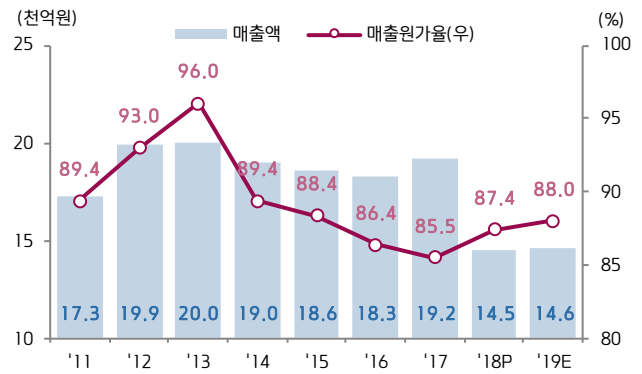
자료: 한라, 키움증권

한라 영업이익 및 금융비용 추이 (연결기준)



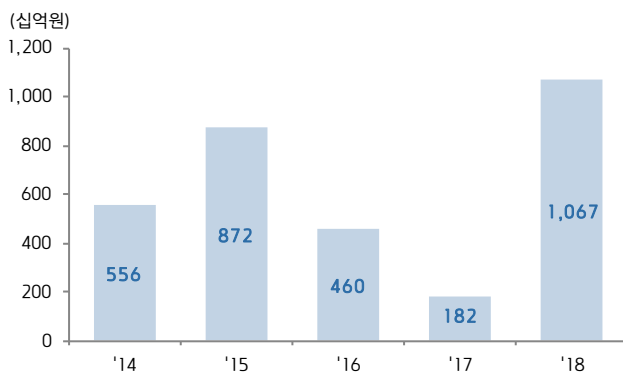
자료: 한라, 키움증권

한라 매출액 및 매출원가율 추이



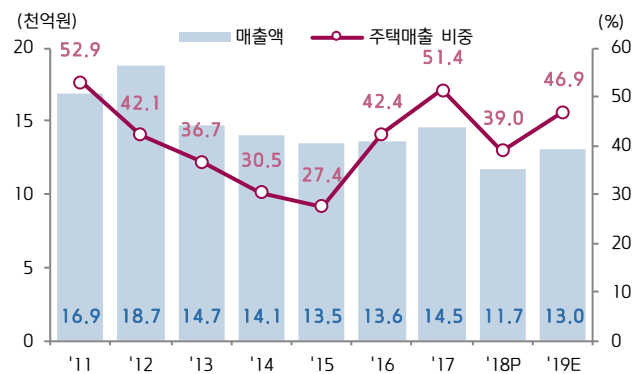
자료: 한라, 키움증권

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	92.8%	19.01
	위례 오피스텔	412	60	56.7%	19.11
	울산송정지구	676	242	94.1%	19.02
	송도C2 레지던스	1,456	153	10.8%	21.01
2017	서울대부지조성	-	30	99.8%	19.01
2018	서울대시흥캠퍼스	-	334	15.0%	2021
	김해북부지역주택	396	64	10.7%	20.10
	부평 오피스텔	1,012	101	10.1%	21.05
	당진수청지구APT	839	137	11.7%	20.11
	잠실 오피스텔	473	50	7.6%	21.03
	김해삼계두곡APT	1,936	300	0.5%	21.09
	속초조양동 생숙	751	70	3.8%	21.05

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
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대		삼성전자 주식회사
4. 판매·공급지역		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

## 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	14,505	14,592	15,881
매출원가	15,820	16,417	12,676	12,839	13,966
매출총이익	2,498	2,789	1,829	1,753	1,916
매출총이익률(%)	13.6	14.5	12.6	12.0	12.1
판매비및일반관리비	1,543	1,217	1,219	1,140	1,220
영업이익	955	1,572	610	613	696
영업이익률(%)	5.2	8.2	4.2	4.2	4.4
영업외손익	-699	-826	-505	-356	-327
금융수익	189	115	109	100	98
금융원가	571	455	358	349	335
기타수익	122	165	355	152	161
기타비용	325	652	597	252	244
종속및관계기업관련손익	-114	0	-14	-8	-7
법인세차감전이익	257	746	105	257	368
법인세비용	155	280	308	78	110
유효법인세율	60.4	37.5	294.7	30.5	29.9
당기순이익	102	466	-204	178	258
순이익률(%)	0.6	2.4	-1.4	1.2	1.6
지배주주지분순이익	105	464	-121	180	260
EBITDA	1,062	1,675	655	616	699
EBITDA margin (%)	5.8	8.7	4.5	4.2	4.4
증감율(% YoY)					
매출액	-1.3	4.8	-24.5	0.6	8.8
영업이익	208.5	64.6	-61.2	0.5	13.4
법인세차감전이익	흑전	190.9	-86.0	145.6	43.5
당기순이익	흑전	358.5	적전	흑전	44.8
지배주주지분당기순이익	흑전	342.3	적전	흑전	44.8
EBITDA	136.1	57.7	-60.9	-5.9	13.4
EPS	흑전	31.7	적전	흑전	44.8

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,029	9,068	10,117	9,106	9,133
현금및현금성자산	820	417	953	762	643
매출채권및기타유동채권	5,275	5,861	7,271	6,606	6,925
재고자산	1,604	2,246	1,376	1,218	1,003
기타유동자산	1,330	544	518	520	562
비유동자산	11,710	13,073	8,164	9,798	10,794
장기매출채권및기타비유동채권	647	565	532	516	560
유형자산	6,704	8,179	2,830	4,183	5,432
무형자산	265	249	232	230	230
투자자산	2,749	2,801	3,945	4,023	3,617
기타비유동자산	1,346	1,279	625	846	955
자산총계	20,739	22,141	18,281	18,904	19,927
유동부채	11,618	11,859	11,794	12,245	13,044
매입채무및기타유동채무	5,439	4,949	4,164	4,626	5,009
유동성이자발생차입금	2,861	3,758	2,880	2,880	2,880
기타유동부채	3,318	3,152	4,750	4,739	5,155
비유동부채	5,603	6,356	3,738	3,863	3,963
장기매입채무및기타비유동채무	542	498	642	692	818
사채및장기차입금	3,476	4,211	872	872	872
기타비유동부채	1,585	1,647	2,224	2,300	2,273
부채총계	17,221	18,215	15,532	16,109	17,006
자본금	2,333	2,333	2,452	2,452	2,452
자본잉여금	1,488	1,488	1,487	1,487	1,487
이익잉여금	-505	-19	-1,347	-1,295	-1,163
기타자본	105	25	50	50	50
지배주주지분자본총계	3,420	3,827	2,642	2,694	2,827
자본총계	3,518	3,926	2,749	2,795	2,921
총차입금	6,338	7,969	3,751	3,751	3,751
순차입금	5,518	7,552	2,798	2,989	3,109

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,080	770	312	1,588	998
당기순이익	102	466	-208	178	258
감가상각비	99	96	43	7	7
무형자산상각비	8	7	2	-4	-4
GrossCashFlow	1,205	1,637	712	668	751
운전자본변동	1,349	-309	67	1,271	652
매출채권및기타채권의증감	976	125	-1,714	665	-319
재고자산의증감	-245	962	932	158	215
매입채무및기타채무의증감	-571	-50	-265	462	382
영업에서창출된현금흐름	2,554	1,327	779	1,940	1,403
투자활동현금흐름	572	-2,706	4,213	-1,653	-956
투자자산의증감	45	-24	-1,173	-78	406
유형자산의감소	125	35	97	86	73
유형자산의증가(CAPEX)	-452	-1,865	4,561	-1,445	-1,328
무형자산의증감	13	6	-2	6	3
기타	840	-858	729	-222	-110
FreeCashFlow	2,240	-496	5,435	586	151
재무활동현금흐름	-3,051	1,536	-3,976	-121	-156
차입금의증가(감소)	-3,258	1,670	-3,629	0	0
자본증가(감소)	149	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	-50	0	0	0
배당금지급	0	-25	-390	-133	-133
기타	58	-59	44	12	-23
현금및현금성자산의순증가	-398	-403	536	-191	-120
기초현금및현금성자산	1,218	820	417	953	762
기말현금및현금성자산	820	417	953	762	643

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	227	299	-135	200	290
BPS	7,329	8,491	3,034	3,093	3,242
주당EBITDA	2,343	3,623	1,363	1,283	787
SPS	40,401	41,153	16,162	16,259	17,696
DPS	0	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	18.8	13.6	N/A	25.2	17.4
PBR	0.6	0.5	1.4	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.8	5.5	7.0	8.2	7.4
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
배당수익률	0.0	2.5	2.3	2.0	2.0
배당성향	23.8	84.1	-109.8	73.9	36.4
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	12.8	-3.7	6.7	9.4
총자산이익률(ROA)	0.5	2.2	-1.0	1.0	1.3
투자자본이익률(ROIC)	5.7	13.5	-24.0	28.4	25.6
안정성(%)					
부채비율	489.5	463.9	564.9	576.3	582.3
순차입금비율	156.8	192.3	101.8	106.9	106.4
유동비율	77.7	76.5	85.8	74.4	70.0
이자보상배율(배)	1.9	3.9	2.0	2.0	2.3
활동성(회)					
매출채권회전율	3.9	3.4	2.2	2.1	2.3
재고자산회전율	12.5	10.0	8.0	11.3	14.3
매입채무회전율	3.1	3.7	3.2	3.3	3.3

## Compliance Notice

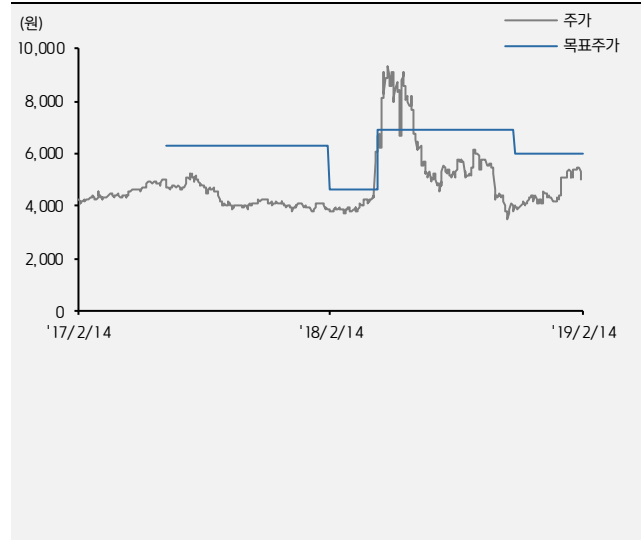
- 당사는 2월 13일 현재 '한라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한라 (014790)	2017-06-20	BUY(Initiate)	6,300	6개월	-24.59	-20.16
	2017-07-19	Buy(Maintain)	6,300	6개월	-23.59	-16.35
	2017-07-26	Buy(Maintain)	6,300	6개월	-28.79	-16.35
	2017-11-02	Buy(Maintain)	6,300	6개월	-30.29	-16.35
	2018-02-12	Outperform (Downgrade)	4,600	6개월	-11.09	31.52
	2018-04-23	Outperform (Maintain)	6,900	6개월	-6.25	-1.59
	2018-04-30	Outperform (Maintain)	6,900	6개월	-5.83	35.22
	2018-09-04	Outperform (Maintain)	6,900	6개월	-10.42	35.22
	2018-11-08	Outperform (Maintain)	6,000	6개월	-24.12	-8.67
	2019-02-14	Outperform (Maintain)	6,000	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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%