

Issue & Pitch

01 Oct. 2019

건설/건자재 (Overweight)

중소형 건설사 탐방 기록

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
서희건설	Not Rated	-	
신한알파리츠	Not Rated	-	
한신공영	Not Rated	-	
동아지질	Not Rated	-	
태영건설	BUY	1.9만원	
쌍용양회	Not Rated	-	
동원개발	Not Rated	-	
화성산업	Not Rated	-	
한라	Not Rated	-	
한국토지신탁	Not Rated	-	
아세아시멘트	Not Rated	-	
한국자산신탁	Not Rated	-	
서한	Not Rated	-	

▶ Issue

중소형 건설사 기업현황 및 투자매력 점검

▶ Pitch

- 분양가상한제 시행에 따른 불확실성으로 건설업종 valuation de-rating 진행. 사업 규모가 커 업황 영향을 크게 받는 대형사와 달리 중소형사는 특정 사업 수주 여부에 따라 개별 실적 및 주가 모멘텀 향유 가능

- 업종 대비 valuation 매력 높고 실적 성장성 갖춘 중소형주에 대한 관심 필요하다고 판단. 관심주는 서희건설(지역주택조합 사업 기반, 2022년까지 실적 성장 전망), 신한알파리츠(최근 주가 상승에도 P/FFO 13.0배에 불과, 글로벌 피어대비 30% 저평가), 한신공영(하반기 자체사업 분양 재개, 2020년 이후 실적 개선 전망), 동아지질(국내외 SOC 인프라 발주 확대 수혜 기대)

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	2020E		투자매력	투자포인트
			PER	PBR		
A035890	서희건설	2,413	3.7	n.a	★★★★★	지역주택조합 사업 중심으로 향후 3년간 실적 증가 전망
A293940	신한알파리츠	3,810	13.0	n.a	★★★★★	YTD 주가 상승에도 P/FFO 13.0배로 글로벌 피어 대비 30% 내외 할인거래 중
A004960	한신공영	1,805	2.0	0.3	★★★★★	하반기부터 분양 및 실적 개선 전망. 연말~연초 예정된 자체사업 성과가 중요
A028100	동아지질	2,731	8.3	1.2	★★★★★	국내외 SOC 인프라 발주 확대 수혜 기대. 수주 모멘텀 확대기 평균 PER 14배
A009410	태영건설	10,047	3.5	0.7	★★★★★	높은 신용등급 기반 민간개발사업 수주 경쟁력 확대. TSK 자회사 자산가치 부각
A003410	쌍용양회	30,433	17.0	1.6	★★★★★	2021년까지 EBITDA 상승 전망, 현 주가 기준 기대 배당수익률 6.6%
A013120	동원개발	3,991	n.a	n.a	★★★★★	자체사업 분양 재개하며 2021년까지 호실적 전망. 2Q말 기준 시가총액의 95% 수준 순현금 보유
A002460	화성산업	1,525	n.a	n.a	★★★★	주택 분양 축소로 실적 둔화 불가피하나, 2020년 기준 시가총액 이상의 순현금 기대
A014790	한라	1,296	8.7	0.6	★★★★	비주택 건설사업 확대 중. 물류센터 개발/운영 확대하여 중장기 이익 안정성 강화
A034830	한국토지신탁	5,290	4.6	0.5	★★★	도시정비 위주 신규수주 확보 중. 현 주가 기준 기대 배당수익률 4.8%
A183190	아세아시멘트	3,608	8.3	0.4	★★★	2020년 시멘트 가격 인상 시 한라 시멘트 인수에 따른 영업시너지 가시화 전망
A123890	한국자산신탁	3,792	4.7	0.5	★★	3개 현안 프로젝트에서 대손 발생, 실적 불확실성 존재. 기대 배당수익률 5.2%
A011370	서한	1,302	n.a	n.a	★	상대적으로 양호한 토목부문 수익성. 도로/부지조성 등 SOC 발주 확대 수혜 기대

Contents

- 03 [서희건설 \(035890\)](#)
- 06 [신한알파리츠 \(293940\)](#)
- 11 [한신공영 \(004960\)](#)
- 15 [동이지질 \(028100\)](#)
- 19 [중소형 건설사 탐방 요약](#)
 - 태영건설 (009410)
 - 쌍용양회 (003410)
 - 동원개발 (013120)
 - 화성산업 (002460)
 - 한라 (014790)
 - 한국토지신탁 (034830)
 - 아세아시멘트 (183190)
 - 한국자산신탁 (123890)
 - 서한 (011370)

서희건설

(035890)

Not Rated

Company visit note

* 2019.09.10 기발간된 자료

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

지역주택조합 사업의 매력

▶ Issue

기업 탐방을 통한 현황 및 투자매력 점검

▶ Pitch

분양가상한제로 인한 업종 불확실성 속 동사 투자매력 확대 예상. i) 분양가상한제 영향 없는 지역주택 조합 매출이 약 70% 차지하며, ii) 2017년 이후로 착공 세대수는 지속 증가하고 있고, iii) 이를 기반으로 실적도 2022년까지 YoY 성장 예상되기 때문. 현 주가는 컨센서스 기준 20E PER 4.1배에 불과. 여전히 주가 상승여력 높다고 판단

▶ Rationale

- 동사 2Q19 누적 매출액, 영업이익은 YoY +21.8%, 78.3% 기록. 2017년 착공한 지역주택조합 매출 확대 및 공종별 mix 변화에 따른 수익성 개선 때문
- 착공기준 동사 지역주택조합 공급 규모는 2016년 3,877억원에서 2017년 7,606억원, 2018년 9,439억원으로 지속 확대. 2019년에도 9,500억원 내외는 착공 가능할 전망
- 지역주택조합은 사업 특성상 수주 후 최소 3~4년 소요. 동사는 2012년부터 지역주택 조합 사업에 참여. 동사의 긴 track record, 전국에 위치한 업무대행사와의 네트워크 등에 기반하여 동사는 경쟁사대비 풍부한 수주안건 보유. 앞으로 1년 이내 착공 가능한 현장 총 공사규모는 약 2.7조원, 2020년 7월 이후 착공 예정 물량은 약 7조원 수준. 인허가 시기에 따라 사업 일정 지연은 불가피하나, 2020년에도 2019년 이상의 물량에 대해서 착공 가능할 전망. 착공 물량 늘어나며 동사 매출은 2022년까지 YoY 성장 지속 예상
- 지역주택조합 사업은 동사 평균 수주잔고 수익성보다 수익성이 양호. 이에 지역주택조합 사업 매출 비중 확대되며 동사 영업이익률도 개선 가능할 것. 특히 최근 착공한 현장은 세대수가 커 수익성이 더 양호. 2019년 영업이익은 YoY +30% 성장한 1천억원 이상 예상
- 지역주택사업은 분양가 상한제 규제 영향 미미. i) 착공 예정된 물량은 이미 조합원이 100% 확보된 사업이며, ii) 아파트 일반분양과 달리 계약금이 3~4천만원으로 높아 조합원들의 계약 취소 가능성이 낮기 때문. 일부 신규수주 확보하는데에는 영향 있을 수 있으나 이미 수주 협의된 물량 많아 실적 영향 크지 않을 것
- 한편, 2021년 만기 예정인 250억원 규모 전환사채 있으나 특수관계자 보유 물량으로 오버행 이슈 없을 것

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	915	833	942	1,054	1,074	1,033	1,139
영업이익	6	19	41	35	82	88	83
EBITDA	10	30	51	47	94	104	94
순이익	(17)	(66)	6	15	29	31	37
자산총계	790	748	734	722	766	807	852
자본총계	245	180	186	201	229	270	297
순차입금	144	136	114	51	(35)	(68)	(86)
매출액증가율	(13.2)	(9.0)	13.1	11.9	1.9	(3.8)	10.2
영업이익률	0.6	2.3	4.3	3.3	7.7	8.5	7.3
순이익률	(1.8)	(7.9)	0.7	1.4	2.7	3.0	3.2
EPS증가율	적전	적지	흑전	66.0	126.2	10.2	9.5
ROE	(7.2)	(31.6)	3.4	8.1	13.9	13.2	13.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		

목표주가	
Earnings	

Stock Information

현재가 (9/9)	1,160원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,402억원
비중(KOSDAQ내)	0.11%
발행주식수	207,081천주
52주 최저가 / 최고가	1,060 - 1,735원
3개월 일평균거래대금	33억원
외국인 지분율	12.6%
주요주주지분율(%)	
이봉관 (외 10인)	34.9
자사주 (외 1인)	2.2
서희건설우리사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	8.3	6.9	5.8
PBR(배)	2.3	1.5	1.1
EV/EBITDA(배)	2.0	1.5	1.3
배당수익률(%)	0.7	1.2	1.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	4.0	1.3	(28.4)	(2.5)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(2.0)	16.3	(4.8)	4.9

Price Trend

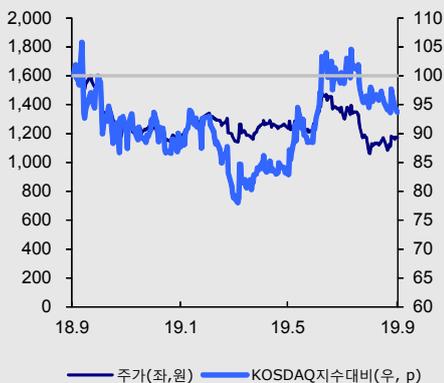
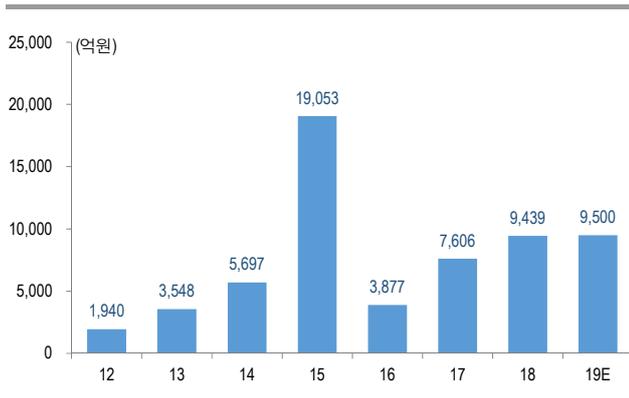


Fig. 01: 서희건설 분기/연간 실적 요약

(단위 : 억원)	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	10,091.4	11,104.7	2,368.3	2,524.1	2,548.4	2,650.5	2,324.9	2,746.4	2,787.2	3,246.2	2,738.6	3,474.0
YoY	-3.5%	10.0%	-4.6%	-10.6%	1.6%	0.5%	-1.8%	8.8%	9.4%	22.5%	17.8%	26.5%
건축	7,893.8	7,515.3	1,761.6	2,072.2	2,050.4	2,009.6	1,584.0	1,941.9	1,739.4	2,250.0	2,075.4	2,623.2
토목	510.4	597.5	107.2	125.7	112.2	165.3	132.6	139.5	140.6	184.9	107.7	130.3
플랜트	717.9	1,941.5	281.5	102.8	134.7	198.9	369.2	406.0	628.4	537.8	338.6	474.6
기타	1,210.6	1,333.8	279.9	292.0	120.8	518.0	300.4	334.8	348.9	349.8	277.1	315.5
매출원가	8,554.6	9,687.8	2,088.5	2,197.7	2,021.7	2,246.7	2,036.1	2,367.1	2,415.1	2,869.5	2,382.6	2,929.1
COGS%	84.8%	87.2%	88.2%	87.1%	79.3%	84.8%	87.6%	86.2%	86.6%	88.4%	87.0%	84.3%
매출총이익	1,536.8	1,416.9	279.8	326.4	526.7	403.8	288.7	379.3	372.1	376.8	356.1	544.9
판매비와관리비	618.1	637.0	157.2	121.5	175.7	163.7	167.0	179.0	158.9	132.1	135.7	168.8
SG&A%	6.1%	5.7%	6.6%	4.8%	6.9%	6.2%	7.2%	6.5%	5.7%	4.1%	5.0%	4.9%
영업이익	918.7	780.0	122.7	205.0	351.0	240.1	121.7	200.3	213.3	244.7	220.4	376.1
OPM%	9.1%	7.0%	5.2%	8.1%	13.8%	9.1%	5.2%	7.3%	7.7%	7.5%	8.0%	10.8%
영업외손익	(340.6)	(126.8)	(30.8)	(61.5)	(132.0)	(116.3)	(25.1)	31.2	(48.0)	(85.0)	(19.6)	(121.5)
이자수익	53.3	32.9	12.3	11.6		29.4	8.6	9.8	14.9	(0.4)	12.3	10.1
이자비용	60.3	79.3	15.3	14.8		30.3	17.7	20.5	20.4	20.6	21.2	18.6
외화관련이익	(1.3)	0.5	(0.8)	0.2		(0.7)	(0.0)	0.4	(0.0)	0.1	0.2	0.1
기타	(296.5)	(129.1)	(28.0)	(63.3)	(132.0)	(73.2)	(16.0)	0.1	(42.4)	(70.9)	(10.9)	(47.3)
법인세비용차감전순이익	578.2	653.1	91.9	143.5	219.0	123.8	96.6	231.6	165.3	159.7	200.7	254.6
당기순이익	377.1	467.3	69.5	99.3	151.7	56.6	70.7	169.8	105.7	121.2	149.2	148.5
NPM%	3.7%	4.2%	2.9%	3.9%	6.0%	2.1%	3.0%	6.2%	3.8%	3.7%	5.4%	4.3%

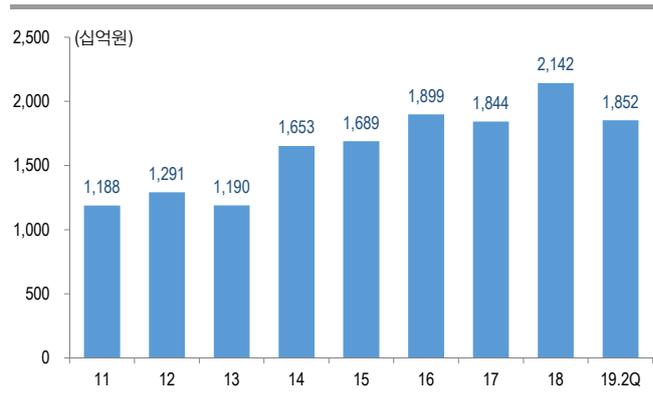
Source: 전자공시, KTB투자증권

Fig. 02: 연도별 지역주택조합 착공 물량



Source: 서희건설, KTB투자증권

Fig. 03: 연도별 수주잔고 추이



Source: 서희건설, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	422.5	429.6	468.5	518.7	553.8
현금성자산	88.3	118.6	214.3	257.2	280.0
매출채권	273.4	262.4	224.2	231.0	239.9
재고자산	12.2	9.6	9.6	8.5	4.2
비유동자산	311.9	292.3	297.9	288.3	298.3
투자자산	171.1	150.7	175.4	182.4	207.7
유형자산	7.3	6.7	2.9	2.3	2.6
무형자산	133.5	135.0	119.6	103.7	88.0
자산총계	734.4	721.9	766.5	807.0	852.1
유동부채	385.0	366.6	394.0	404.4	432.8
매입채무	243.6	267.9	253.6	224.5	258.4
유동성이자부채	100.3	70.8	85.3	110.4	122.3
비유동부채	163.7	154.0	143.1	133.0	121.9
비유동이자부채	101.8	99.1	94.4	79.1	72.2
부채총계	548.7	520.7	537.1	537.4	554.7
자본금	80.0	80.0	80.0	86.7	86.7
자본잉여금	65.5	65.5	65.5	68.4	68.4
이익잉여금	39.5	51.6	77.9	106.7	135.9
자본조정	(2.4)	(4.6)	(4.5)	(7.7)	(10.5)
자기주식	(2.6)	(4.6)	(4.6)	(3.2)	(4.2)
자본총계	185.8	201.3	229.4	269.6	297.4
투하자본	231.1	169.3	105.1	128.1	168.2
순차입금	113.8	51.3	(34.6)	(67.8)	(85.5)
ROA	0.8	2.1	3.8	4.0	4.5
ROE	3.4	8.1	13.9	13.2	13.8
ROIC	11.4	13.2	44.0	47.3	34.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	32.4	58.3	107.7	36.4	69.5
당기순이익	6.2	15.1	28.5	31.1	36.9
자산상각비	10.9	11.9	11.2	15.9	10.8
운전자본증감	(25.2)	(17.6)	17.5	(43.5)	5.3
매출채권감소(증가)	(30.3)	(23.6)	28.2	(20.1)	(13.2)
재고자산감소(증가)	1.0	0.2	(0.0)	1.0	5.9
매입채무증가(감소)	(1.0)	31.0	(14.4)	(29.1)	33.9
투자현금	(7.9)	26.2	(73.2)	(121.9)	35.7
단기투자자산감소	(0.7)	9.3	(38.6)	(118.3)	53.6
장기투자증권감소	(14.2)	(9.4)	(23.4)	(3.4)	0.0
설비투자	(2.0)	(0.8)	(1.6)	(0.9)	(1.5)
유무형자산감소	0.6	8.5	0.1	0.5	0.3
재무현금	(25.5)	(61.2)	22.4	15.6	(5.9)
차입금증가	(25.5)	(61.2)	22.4	15.9	(2.4)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.4	(2.5)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	1.5	2.5
현금 증감	(1.1)	32.1	56.9	(70.2)	99.3
총현금흐름(Gross CF)	71.5	79.9	102.9	109.7	95.4
(-) 운전자본증가(감소)	(7.9)	(34.3)	(69.7)	22.0	(4.2)
(-) 설비투자	2.0	0.8	1.6	0.9	1.5
(+) 자산매각	0.6	8.5	0.1	0.5	0.3
Free Cash Flow	38.3	88.5	47.2	(55.7)	136.3
(-) 기타투자	14.2	9.4	23.4	3.4	0.0
잉여현금	24.1	79.1	23.9	(59.1)	136.3

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	941.8	1,053.9	1,073.7	1,033.3	1,138.8
증가율 (Y-Y,%)	(12.3)	11.9	1.9	(3.8)	10.2
영업이익	40.6	34.6	82.3	88.1	83.1
증가율 (Y-Y,%)	(50.7)	(14.7)	137.7	7.0	(5.7)
EBITDA	51.5	46.5	93.5	104.0	93.9
영업외손익	(31.7)	(14.8)	(43.4)	(38.4)	(23.6)
순이자수익	(10.9)	(8.6)	(7.5)	(5.4)	(8.8)
외화관련손익	(0.1)	0.1	0.0	(0.1)	0.0
지분법손익	(0.7)	5.3	(2.2)	(1.8)	1.0
세전계속사업손익	8.9	19.9	38.9	49.7	59.5
당기순이익	6.2	15.1	28.5	31.1	36.9
영업이익당기순이익	7.2	11.9	27.0	31.6	35.3
증가율 (Y-Y,%)	(78.3)	144.8	88.5	9.1	18.7
NOPLAT	28.1	26.3	60.3	55.2	51.6
(+) Dep	10.9	11.9	11.2	15.9	10.8
(-) 운전자본투자	(7.9)	(34.3)	(69.7)	22.0	(4.2)
(-) Capex	2.0	0.8	1.6	0.9	1.5
OpFCF	44.8	71.7	139.6	48.2	65.2
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(0.8)	4.8	8.8	3.1	2.6
영업이익증가율(3Yr)	61.1	84.2	63.5	29.5	33.8
EBITDA증가율(3Yr)	38.4	69.4	45.7	26.4	26.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	71.4	34.6
영업이익률(%)	4.3	3.3	7.7	8.5	7.3
EBITDA마진(%)	5.5	4.4	8.7	10.1	8.2
순이익률(%)	0.7	1.4	2.7	3.0	3.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	45	75	169	186	204
BPS	307	360	621	867	1,109
DPS	0	0	10	15	15
Multiples(x, %)					
PER	15.4	14.4	8.3	6.9	5.8
PBR	2.3	3.0	2.3	1.5	1.1
EV/ EBITDA	4.4	4.8	2.0	1.5	1.3
배당수익률	0.0	0.0	0.7	1.2	1.3
PCR	1.5	2.2	2.2	2.0	2.2
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	295.4	258.7	234.1	199.3	186.5
Net debt/Equity	61.3	25.5	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	221.2	110.3	n/a	n/a	n/a
유동비율	109.7	117.2	118.9	128.3	128.0
이자보상배율	3.7	4.0	10.9	16.3	9.5
이자비용/매출액	1.5	1.1	0.9	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	47.1	38.6	21.2	22.6	25.6
현금+투자자산(%)	52.9	61.4	78.8	77.4	74.4
자본구조					
차입금(%)	52.1	45.8	43.9	41.3	39.5
자기자본(%)	47.9	54.2	56.1	58.7	60.5

신한알파리츠

(293940)

Not Rated

Company visit note

* 2019.09.06 기발간된 자료

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

안정적인 배당수익에 자산가격 상승까지

▶ Issue

기업 탐방을 통해 현황 및 투자매력 점검

▶ Pitch

YTD 주가 44% 급등. 현 주가 기준 배당수익률은 3.5%로 낮아졌으나, 불확실성 큰 금융시장 내 안정적 배당수익 제공하는 리츠의 valuation 프리미엄이 높아지는 구간. 신한알파리츠의 P/FFO는 13.0배로 여전히 글로벌 상장 리츠대비 30~45% 할인 거래 중. 아직 자산규모나 운영기간 등에서 격차가 크지만, 신한알파리츠가 보유한 자산의 안정성, 신한그룹 자산 추가 매입 가능성, 정부의 리츠 활성화 노력 등을 고려했을 때 멀티플 추가 상승 여력 존재 판단

▶ Rationale

- 금융시장 불확실성이 지속되며 높은 배당수익을 강점으로 하는 상장 리츠들의 주가는 연초이래 28%~44% 상승하며 강세. 이 중 신한알파리츠가 44%로 가장 아웃퍼폼
- 높아진 주가로 인해 신한알파리츠 예상 배당수익률은 3.5%로 축소. 이에 현 주가에서 투자매력이 있기 위해서는 i) 배당수익 증가, ii) 자산가격 상승이 필요
- i) 배당수익 - 배당수익은 연 2~3% 상승 전망

: 신한알파리츠가 보유하고 있는 자산은 2건, 판교 크래프트타워, 용산 더프라임

: 두 자산 각각 임대율 99.7%, 99.2%로 높음. 현재 임차인들의 경우 임대 잔여기간이 4~9년으로 길어 단기에 임차인 변경에 따른 임대료 인상 가능성은 미미

: 그러나 판교, 용산 모두 임대료가 연간 2.3~2.5% 인상되는 조건인 반면 영업비용은 변동이 크지 않아(영업비용 40%인 금융비, 4~6년 고정금리) 임대료 수익은 연간 2~3% 상승 가능할 전망

: 판교의 경우 향후 수익화할 수 있는 추가 임대면적이 일부 존재하지만, 시청과의 협의가 필요한 상황이라 단기 실적에 기여하기는 어려움

- ii) 자산가격 - 판교/용산 자산가격 상승은 주가에 기 반영. 향후 자산가격 및 주가 상승 여부는 P/FFO multiple 확대가 결정할 것 [뒷장 계속]

▶ Earnings Forecasts

(단위: 백만원, %)

	제1기	제2기	제3기(E)	제4기(E)	제5기(E)	제6기(E)
기간	'17.12~'18.09	'18.10~'19.03	'19.04~'19.09	'19.10~'20.03	'20.04~'20.09	'20.10~'21.03
영업수익	6,730	16,875	18,047	18,477	18,571	19,004
임대수익	3,081	11,914	12,450	12,758	12,827	13,172
관리수익	3,467	4,447	4,514	4,635	4,660	4,748
기타수익	182	514	366	366	366	366
배당금수익	-	-	718	718	718	718
영업비용	8,085	7,090	7,997	8,015	8,087	8,109
영업이익	(1,355)	9,785	10,051	10,461	10,484	10,894
영업이익률	(20.1)	58.0	55.7	56.6	56.5	57.3
영업외이익	808	2,209	76	76	76	76
영업외비용	7,731	6,207	5,610	5,610	5,610	5,610
당기순이익	(8,279)	5,075	4,516	4,927	4,950	5,360

Note: K-IFRS 별도 / 예상실적; 신한알파리츠 투자설명서

Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가 (9/5)	8,070원
예상 추가상승률	n/a
시가총액	3,844억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	47,630천주
52주 최저가 / 최고가	5,314 - 8,140원
3개월 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	1.6%
주요주주지분율(%)	
유신자산운용 (외 7인)	36.5

Valuation wide

	-	제1기	제2기
PER(배)	-	n/a	n/a
PBR(배)	-	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	-	n/a	n/a
배당수익률(%)	-	4.8	3.1

Performance

	1M	6M	12M	YTD
추가상승률(%)	14.3	42.8	51.9	43.6
KOSPI대비 상대수익률(%)	11.3	50.8	64.4	45.4

Price Trend



ktb 투자증권

- : 판교, 연면적 기준 평당 매입단가 1,720만원 수준. 현재 평당 임대료는 기존대비 10%내외 상승한 1,900만원대 추정. Leverage효과까지 감안하면 투자수익률 29% 수준. 판교의 높은 임대수요, 당사의 입지 경쟁력 등을 고려 시 자산가치 추가 상승 가능성 존재
- : 용산, 평당 자산매입 단가 1,399만원. 2019년 초 100% 지분 인수할 때 자산재평가 했기 때문에 당분간 추가 상승 여력은 제한적
- : 단기간에 동사 자산가치를 올려줄 요인은 P/FFO(Funds From Operation) multiple 확대
- : 현 주가 기준 신한알파리츠의 P/FFO는 약 13배. 글로벌(미국/일본/싱가폴) 상장 리츠가 15배~25배를 기록하는 것 대비 약 30~45% 할인거래 중
- : 아직 자산규모/운영기간 등에서 글로벌 상장리츠와 격차가 큰 것은 사실이나, 신한알파리츠는 i) 보유 자산에서 오는 배당수익 안정성이 높고, ii) 신한그룹 보유 부동산을 추가로 매입할 가능성이 있으며, iii) 9월 발표 예정인 정부의 리츠 활성화대책을 통해 리츠 투자 규모가 확대될 것으로 기대되고 있는 점을 감안하면, valuation 할인률은 점차 축소 전망

Fig. 02: 신한알파리츠 투자 자산 내역

구분	판교 알파돔시티 6-4블록 오피스빌딩 (실물 부동산)	용산 더프라이م 리츠(100% 자리츠) (부동산 관련 증권)
위치	경기도 성남시 분당구 백현동 535	서울 용산구 원효로 90길 11
대지면적	7,337.50 m ²	3,575.96 m ²
연면적	99,596.04 m ²	39,009.80 m ²
건물규모	지하 7층 ~ 지상 15층	지하 6층 ~ 지상 30층
준공일	2018년 3월	2014년 3월
용도	업무시설, 판매시설	업무시설, 판매시설
입지	판교 중심지로 판교역 지하연결 판교 현대백화점 상권내 위치	용산지역에 위치 지하철 1호선 남영역 도보 3분 거리
임차인 구성	(오피스) 블루홀, 네이버, 스노우 등 (리테일) MUJI, 병원, 은행 및 증권사 지점	(오피스) 신한생명, 유베이스, KT 등 (리테일) 포베이, 채선당, 편의점, 할리스커피
업무시설 임대료	68,637원/3.3m ² 분당권역 평균 임대료대비 약 30% 높은 수준	55,579원/3.3m ²
위치		

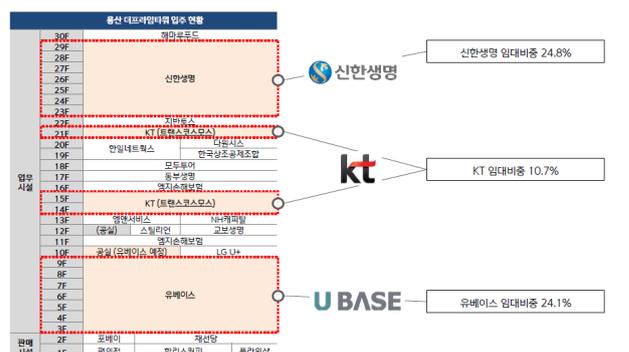
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 03: 판교 알파돔 타워 IV 임차인 구성 현황



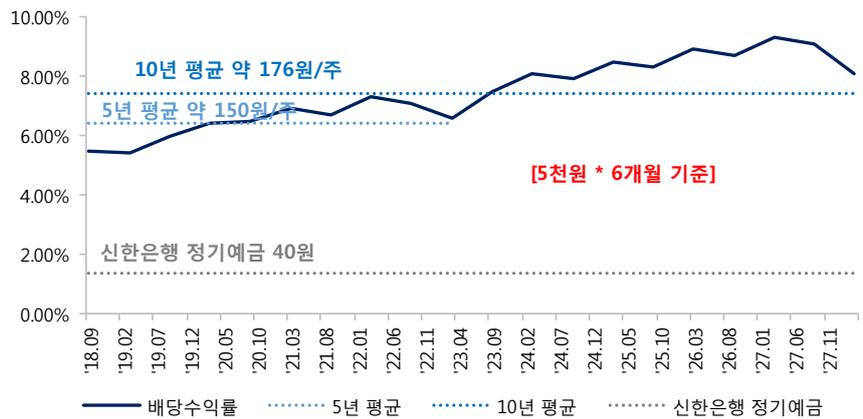
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 04: 용산 더프라이머타워 임차인 구성 현황



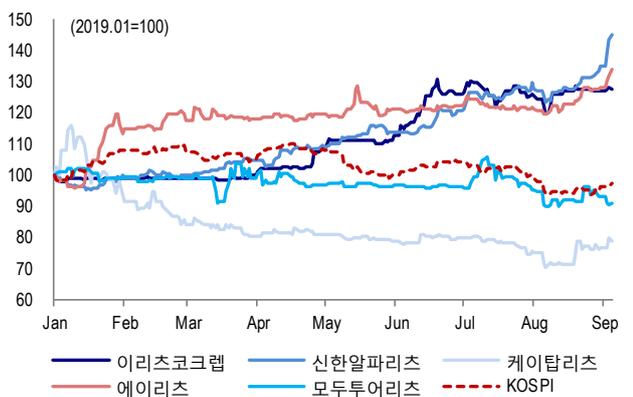
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 05: 신한알파리츠 예상 주당 배당금 추이



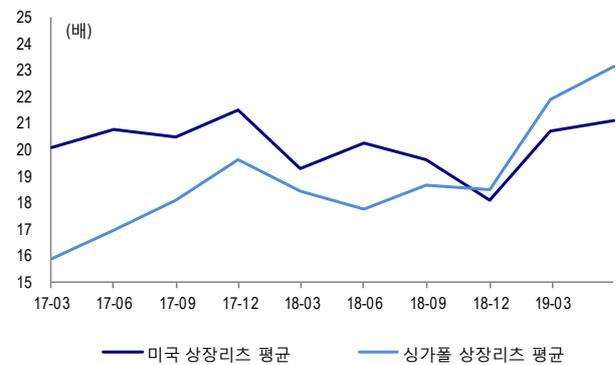
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 06: 국내 상장 리츠 및 KOSPI 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 07: 미국 및 싱가포르 상장리츠 P/FFO multiple 추이



Note: 미국, 섹터별 상위 4개 상장리츠 총 27개사 평균. 싱가포르, 상장리츠 상위 10개사 평균 기준

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 08: 글로벌 상장리츠 자산 보유 내역 등 현황

			[mn, %, 개]				
		섹터	시가총액	배당수익률	소유부동산 개수	투자부동산 규모	총자본
미국	AMERICAN TOWER CORP	Diversified	105,288	1.45	170,686	11,247	6,904
	CROWN CASTLE INTL CORP	Diversified	61,357	3.00	n.a	13,676	12,034
	PROLOGIS INC	Warehouse/Industr	53,338	2.39	3,396	35,676	25,801
	EQUINIX INC	Diversified	48,000	1.68	201	287,500	7,219
	PUBLIC STORAGE	Storage	45,771	3.05	2,661	10,226	9,145
	SIMON PROPERTY GROUP INC	Regional Malls	46,052	5.42	234	28,198	4,027
	WELLTOWER INC	Health Care	37,031	3.81	1,621	26,840	16,011
	EQUITY RESIDENTIAL	Apartments	31,815	2.58	307	19,873	10,779
	AVALONBAY COMMUNITIES INC	Apartments	29,899	2.79	291	17,948	10,636
	VENTAS INC	Health Care	27,799	4.25	1,183	20,638	10,460
일본	NIPPON BUILDING FUND INC	Office Property	10,376	2.68	72	8,755	4,929
	JAPAN REAL ESTATE INVESTMENT	Office Property	9,343	2.68	73	8,379	4,615
	ORIX JREIT INC	Office Property	5,902	3.08	111	5,545	3,137
	JAPAN PRIME REALTY INVESTMEN	Office Property	4,197	3.05	63	3,736	2,217
	DAIWA OFFICE INVESTMENT CORP	Office Property	3,879	2.94	59	4,158	2,345
	NOMURA REAL ESTATE MASTER FU	Diversified	8,030	3.32	278	8,452	5,119
	UNITED URBAN INVESTMENT CORP	Diversified	5,871	3.57	120	5,525	3,297
	JAPAN RETAIL FUND INVESTMENT	Shopping Centers	5,231	4.18	98	7,479	3,900
	AEON REIT INVESTMENT CORP	Shopping Centers	2,412	4.40	40	2,534	1,771
	FRONTIER REAL ESTATE INVEST	Shopping Centers	2,119	4.59	35	2,453	1,385
싱가폴	ASCENDAS REAL ESTATE INV TRT	Diversified	7,078	5.08	171	8,291	5,125
	CAPITALAND COMMERCIAL TRUST	Diversified	6,020	4.06	9	6,879	5,069
	SUNTEC REIT	Diversified	3,906	5.09	7	6,859	4,232
	MAPLETREE LOGISTICS TRUST	Diversified	4,086	5.13	141	5,696	3,444
	STARHILL GLOBAL REIT	Shopping Centers	1,177	5.97	10	2,264	1,426
	ESR-REIT	Warehouse/Industr	1,242	7.88	47	2,217	1,196
	KEPPEL REIT	Office Property	3,006	4.47	9	5,055	3,915
	ASCOTT RESIDENCE TRUST	Hotels	2,021	5.74	73	3,593	2,297
	FRASERS COMMERCIAL TRUST	Diversified	1,099	5.71	6	1,562	1,047
	FRASERS CENTREPOINT TRUST	Regional Malls	2,208	4.37	n.a	2,060	1,415

Source: Bloomberg, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 백만원)	제 1기	제 2기
유동자산	18,198.6	23,250.0
현금성자산	18,027.4	1,823.6
기타유동자산	171.2	21,426.5
비유동자산	571,289.7	719,828.9
투자자산	570,257.5	717,640.2
기타비유동자산	1,032.2	2,188.7
자산총계	589,488.3	743,079.0
유동부채	5,228.2	8,378.0
단기임대보증금	500.0	999.5
기타유동부채	4,728.2	7,378.4
비유동부채	348,265.9	450,978.9
장기차입금	335,535.4	432,067.5
임대보증금	10,350.2	16,183.8
장기선수수익	2,380.3	2,727.6
부채총계	353,494.2	459,356.8
자본금	42,106.1	51,630.1
자본잉여금	202,167.0	226,189.0
이익잉여금	(8,279.0)	5,903.0
자본조정	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0
자본총계	236,822.2	283,722.1

현금흐름표

(단위: 백만원)	제 1기	제 2기
영업현금	12,303.7	14,005.4
당기순이익	(8,279.0)	5,074.9
자산상각비	2,409.8	3,101.8
운전자본증감	15,793.7	6,177.7
기타	2,379.2	(349.1)
투자현금	(573,699.5)	(167,955.3)
단기금융상품	(5,523.2)	(19,050.8)
장기금융상품	4,491.0	0.0
투자부동산	(547,904.9)	(175,246.9)
관계기업투자	(24,762.3)	27,158.9
재무현금	579,423.1	137,746.0
차입금증가	471,950.0	156,121.0
자본증가	244,273.1	47,936.5
배당금지급	0.0	(5,904.3)
현금 증감	189,027.4	(16,203.8)

Note : 제1기 (17.12-18.09) ; K-IFRS별도, 제2기 (18.10-19.03)

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 백만원)	제 1기	제 2기
영업수익	6,730.1	21,275.4
증가율 (Y-Y,%)	n/a	216.1
임대수익	3,081.0	14,490.6
관리수익	3,467.0	6,265.5
기타수익	182.0	519.4
영업이익	(1,355.3)	11,990.4
증가율 (Y-Y,%)	n/a	흑전
영업외손익	(6,923.7)	(6,087.5)
순이자수익	(7,671.3)	(8,207.6)
유가증권관련이익	668.8	2,119.7
기타영업외손익	72.8	0.4
세전계속사업손익	(8,279.0)	5,074.9
당기순이익	(8,279.0)	5,074.9
지배기업당기순이익	(8,279.0)	5,074.9
증가율 (Y-Y,%)	n/a	흑전
3 Yr CAGR &		
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	56.4
순이익률(%)	n/a	23.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	제 1기	제 2기
Per share Data		
EPS	n/a	n/a
BPS	n/a	n/a
DPS	n/a	n/a
Multiples(x, %)		
PER	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a
배당수익률	4.8	3.1
재무건전성 (%)		
부채비율	149.8	161.9
Net debt/Equity	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a
유동비율	348.1	277.5
이자보상배율	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a

한신공영

(004960)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가 (9/24)	16,150원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,869억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	11,571천주
52주 최저가 / 최고가	15,100 - 19,250원
3개월 일평균거래대금	2억원
외국인 지분율	10.7%
주요주주지분율(%)	
코암시엔시개발 (외 1인)	36.8
머스트자산운용 (외 1인)	6.2
선홍규 (외 1인)	0.1

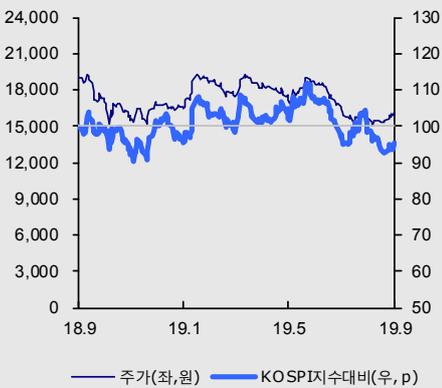
Valuation wide

	2017	2018	2019E
PER(배)	3.3	1.2	2.6
PBR(배)	0.7	0.4	0.4
배당수익률(%)	1.7	2.2	2.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.2	(7.4)	(15.0)	(3.9)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(4.6)	(3.5)	(4.8)	(6.8)

Price Trend



ktb 투자증권

Company visit note

* 2019.09.25 기발간된 자료

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

3Q19 이후 실적 및 주가 회복 기대

▶ Issue

기업 탐방을 통한 현황 및 투자매력 점검

▶ Pitch

– 상반기 실적 부진 및 주택시장 둔화 우려로 동사 주가는 연초 이래 약세 시현. 그러나 하반기 이후 동사 실적 및 주가는 회복 가능할 전망. i) 자체사업 포함 민간주택 수주 증가로 2019년 최소 5천세대 이상의 신규분양이 예상되며(vs 2018년 2,059세대), ii) 자체사업 기반, 2021년까지 1천억원 수준의 영업이익이 기대되기 때문

– 현 주가 기준 동사 20E PER은 2.1배 수준에 불과. 분양가 상한제에 따른 불확실성으로 건설업종 valuation이 낮아지고 있으나, 동사는 규제 노출도가 상대적으로 작고 신규분양은 오히려 전년대비 큰 폭 증가. 과도한 valuation 할인은 불필요하다고 판단. 3Q19 실적개선 확인되며 동사 주가도 회복 가능할 것으로 기대

▶ Rationale

– 2Q19 IFRS 연결 누적 매출액, 영업이익은 각각 YoY -37.7%, -72.5% 기록. 1Q18 인도기준으로 인식한 시흥 배관사업 이익을 제거해도 YoY -9.4%, -17.5%로 다소 부진. 대형 자체사업 준공 후 후속 프로젝트에서 매출이 확대되기까지 실적 공백기가 있었기 때문

– 동사 실적은 3Q19부터 YoY, QoQ 개선 예상. 2017년에 분양한 3건의 자체사업 공정률이 확대되는 시기가 도래했기 때문(총 세대 수 3,277세대, 매출규모 1.2조원) [fig 02]. 특히 2020년 6월, 8월에 입주 예정인 부산일광, 청라호수공원 사업지의 2Q19말 기준 공정률이 55%, 59%임을 감안하면 향후 1년 동안 동 현장에서만 3,500억원의 매출이 발생할 예정. GPM 기준 20% 내외의 수준의 높은 수익성을 보이는 현장들이라 매출 확대와 함께 영업이익 개선에도 기여가 클 전망

– 실적과 함께 하반기에는 신규분양 공급도 확대 예정. 동사 YTD 신규분양은 2,757세대. 하반기 분양을 준비하고 있는 현장은 총 7개, 4,544세대임. 그 중 양주 옥정(776세대), 울산 울동(1,148세대)은 2021년 초로 분양일정이 지연될 수 있으나, 몇 개월 지연에 따른 2020년 매출 영향은 미미할 전망이며, 이를 제외해도 연간 5,676세대로 2018년 분양물량의 2.8배 수준으로 많아 2020년 실적 회복의 기반은 마련됨 [뒷장 계속]

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	1,410	1,091	1,358	1,772	1,984	2,142	1,611
영업이익	57	(72)	41	70	133	214	106
EBITDA	60	(72)	42	70	134	215	107
순이익	3	(107)	22	27	72	162	72
자산총계	1,547	1,350	1,529	1,553	1,905	1,778	1,739
자본총계	295	190	233	268	351	446	521
순차입금	70	73	(160)	(151)	63	27	n/a
매출액증가율	52.2	(22.6)	24.5	30.5	12.0	8.0	(24.8)
영업이익률	4.1	(6.6)	3.0	3.9	6.7	10.0	6.6
순이익률	0.2	(9.8)	1.6	1.5	3.7	7.6	4.5
EPS증가율	(61.3)	적전	흑전	27.8	158.4	106.7	(55.6)
ROE	0.8	(45.3)	10.7	10.9	23.8	41.3	15.3

Note: K-IFRS 연결 기준, 2019년은 컨센서스 기준 / Source: KTB투자증권

- 특히 양주 옥정, 울산 울동 사업지는 민간도급 형태이나 동사가 CI로서 Equity에 투자하는 사업으로 준 자체사업임. 두 현장 합산 도급계약 예정금액은 약 3,448억원이나 향후 분양가에 따라 계약금액 확대 예상. 수익성(GPM)도 15% 이상으로 일반 도급사업보다 높아 세종한신더휴 자체사업지 준공 후에도 동사 실적을 방어해줄 전망
- 한편, 동사 YTD 신규수주는 약 1조원, 현재 수주 계약 대기 중인 안건들이 있어 연간으로는 1.5조원 이상 기록 가능할 전망. 아직까지는 민간주택 비중이 높으나, 광명 역세권 주차타워(BOT, Build-Operate-Transfer, 공사비 약 500억원, 주차타워 건설 후 28년 운영, 공실률 5% 이내 가정시 연간 운영수익 약 100억원) 같은 신사업 건도 포함. 동사는 주택부문에서 창출된 영업현금흐름으로 재무구조가 개선되자 신사업 확대 추진 중. 실적 내 비중은 미미하겠으나 이익 안정성은 점진적으로 강화될 수 있을 것
- 한편, 동사 본사 자산가치의 경우 분양가상한제 시행으로 인해 불확실성이 높아진 상황. 2Q19 기준 본사 장부가는 약 2,200억원, 2014년 이후로 매년 자산재평가를 실시하고 있어 공정가치 수준까지는 기 반영. 신반포 7차 통합 재건축 및 주변 시세인 수준의 분양가(평당 8~9천만원)을 적용시 본사 현금청산 매각가치는 3천억원~4천억원 수준으로 추정. 그러나 분양가상한제가 발표되며 분양가는 평당 5천만원 이하 수준으로 예상되고 있는 상황. 이 경우 매각가치는 3천억원 이하 수준으로 축소 추정. 아직 관리처분 인가 및 건축 심의를 받지 않은 상황이라 실질적인 분양 시기도 미정인 상태. 이에 시측은 이후 단독 개발을 통해 자산 가치를 극대화하는 방안도 고민 중. 어느 방향이 되든 자산가치 현실화까지는 장기간 소요 예상
- 자산가치 상승 기대감 보다는 3Q19부터 확인될 실적 개선세에 주목할 필요. 현 주가는 컨센서스 기준 2020E PER 2.1배 수준. 주택규제 불확실성이 건설업종 valuation을 낮추고 있으나, 동사는 올해 2017년 당시 이상의 신규분양을 계획하고 있고, 자체사업도 2건 추가된 점 고려하면 현 valuation은 과도한 저평가 상태라 판단. 3Q19 실적 개선 확인되며 주가 회복 가능할 것으로 기대

Fig. 01: 한신공영 IFRS 연결 분기 및 연간 실적 내역

(단위 : 억원)	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	19,843	21,422	4,463	4,971	4,714	5,695	8,067	4,537	3,693	5,124	3,809	4,040
YoY	12.0%	8.0%	19.9%	12.3%	19.7%	1.1%	80.8%	-8.7%	-21.7%	-10.0%	-52.8%	-10.9%
건축	11,069	8,897	2,740	2,957	2,749	2,623	2,070	2,265	2,128	2,434	1,954	2,010
(매출액 내 비중)			61.4%	59.5%	58.3%	46.1%	25.7%	49.9%	57.6%	47.5%	51.3%	49.8%
자체공사	4,537	8,301	880	981	906	1,770	5,185	1,259	763	1,094	1,159	1,143
(매출액 내 비중)			19.7%	19.7%	19.2%	31.1%	64.3%	27.8%	20.7%	21.4%	30.4%	28.3%
토목	4,143	4,129	820	1,006	1,037	1,280	761	954	841	1,574	658	826
기타	94	95	23	27	22	22	52	60	-39	22	39	61
매출원가	17,608	18,660	4,141	4,481	4,157	4,829	6,747	4,127	3,373	4,414	3,429	3,695
COSG%	88.7%	87.1%	92.8%	90.2%	88.2%	84.8%	83.6%	91.0%	91.3%	86.1%	90.0%	91.5%
매출총이익	2,235	2,762	322	489	558	866	1,320	410	321	710	380	345
판매비와관리비	902	617	118	240	162	382	119	173	164	162	138	192
SG&A%	4.5%	2.9%	2.6%	4.8%	3.4%	6.7%	1.5%	3.8%	4.4%	3.2%	3.6%	4.7%
영업이익	1,333	2,145	204	249	396	485	1,201	238	157	548	242	153
YoY	91.3%	60.9%	33.4%	89.1%	133.0%	99.8%	489.4%	-4.5%	-60.3%	13.2%	-79.8%	-35.6%
OPM%	6.7%	10.0%	4.6%	5.0%	8.4%	8.5%	14.9%	5.2%	4.3%	10.7%	6.4%	3.8%
영업외손익	(609)	(525)	(26)	(82)	(136)	(365)	(266)	(109)	(70)	(80)	(58)	49
이자수익	207	541	56	44	43	64	48	81	60	352	81	74
이자비용	521	485	82	52	104	282	87	59	122	217	84	84
외화관련이익	(19)	17	(14)	5	0	(11)	(1)	17	(0)	1	5	(1)
기타	(275)	(598)	14	(78)	(74)	(137)	(226)	(148)	(8)	(217)	(59)	60
법인세비용차감전순이익	977	2,271	234	229	342	172	1,190	254	91	736	234	152
당기순이익	725	1,620	178	167	260	120	936	129	87	469	184	203
NPM%	3.7%	7.6%	4.0%	3.4%	5.5%	2.1%	11.6%	2.8%	2.3%	9.1%	4.8%	5.0%

Source: 한신공영, KTB투자증권

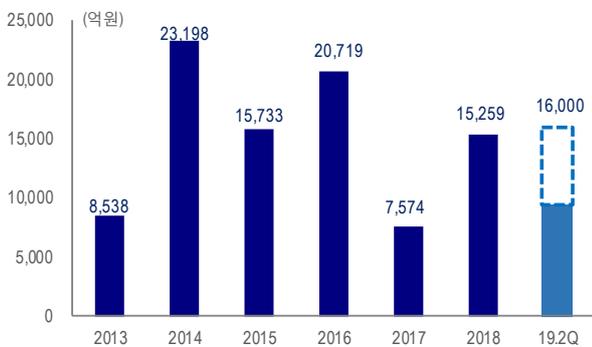
Fig. 02: 한신공영, 진행/예정 중인 민간사업 신규분양 현황

(단위: 세대, 억원, '19.08 기준)

분양연도	현장명	분양시기	입주시기	세대수	매출규모	분양율	사업형태	19.2Q 진행률
2019년	(예정) 대구옥수동 공동주택	2019.09		664	1,310		민간도급	
	(예정) 미아3구역 재개발사업(예정)	2019.10		203	418		민간도급	
	(예정) 여수신기동 공동주택	2019.11		364	760		민간도급	
	(예정) 이천장호원읍 공동주택	2019.12		479	624		민간도급	
	(예정) 검단신도시 민간임대리츠	2019.12		910	1,590		민간도급	
	(예정) 양주옥정 A17-2	2019.12		776	1,470		준 자체사업	
	(예정) 울산 울동지구	2019.12		1,148	1,978		준 자체사업	
	(예정) 판교 대장지구 연립주택	2019.12		299	791		민간도급	
	순천복성지구	2019.07	2022.03	975	1,704	100%		0.1%
	세종4-2생활권	2019.06	2021.11	846	1,003	100%	민간도급	
인천검단아파트	2019.01	2021.09	936	1,556	96%	민간도급	7.5%	
소계				7,600	13,204			
2018년	고성군 천진리	2018.08	2020.02	479	771	42%	개발신탁	
	부산과정	2018.12	2021.12	835	1,511	75%	조합사업	4.4%
	세종한신더휴(1-5) 아파트	2018.12	2022.04	596	2,658	100%	자체사업	5.1%
	세종한신더휴(1-5) 상가	2018.12	2022.04	149	670	93%	자체사업	
	소계				2,059	5,610		
2017년	세종한신더휴(2-4) 아파트	2017.12	2021.08	1,031	4,152	100%	자체사업	26.9%
	세종한신더휴(2-4) 상가	2017.12	2021.08	168	1,009	82%	자체사업	
	양산물금 한신더휴	2017.12	2020.11	1,042	1,254	98%	도급사업	41.5%
	밀양내이동 더휴	2017.12	2020.07	706	971	53%	개발신탁	
	부산일광지구 더휴	2017.01	2020.06	1,298	4,657	95%	자체사업	55.0%
	청라호수공원 더휴	2017.07	2020.08	898	3,431	100%	자체사업	59.5%
소계				5,143	15,474			
2016년	강릉회산동아파트	2016.12	2019.03	410	634	100%	개발신탁	
	강릉송정동아파트	2016.11	2019.02	353	548	99%	개발신탁	
	와우2지구조합아파트	2016.11	2019.03	1,140	1,509	97%	조합사업	100.0%
	청라오피스텔	2016.11	2019.09	1,284	1,549	100%	개발신탁	
	인천범양조합아파트	2016.09	2019.02	643	1,060	100%	조합사업	
	영종하늘도시아파트	2016.09	2019.05	562	768	100%	민간도급	
	부천소사주상복합	2016.08	2020.04	299	595	100%	개발신탁	
	대구매천동아파트	2016.07	2019.04	1,602	2,665	100%	민간도급	100.0%
	동탄2신도시아파트	2016.06	2018.08	930	1,493	100%	민간도급	
제주영어마을아파트	2016.05	2017.08	548	935	100%	민간도급		
소계				7,771	11,756			

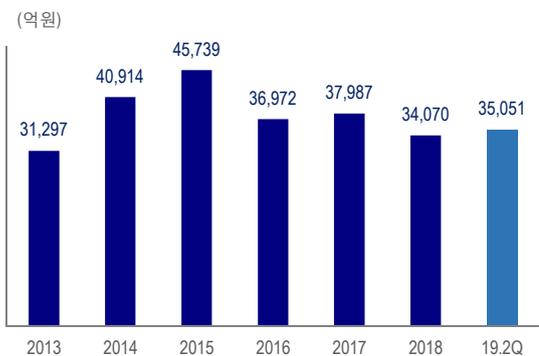
Source: 한신공영, KTB투자증권

Fig. 02: 한신공영 신규수주 추이



Source: 한신공영, KTB투자증권

Fig. 03: 한신공영 수주잔고 추이



Source: 한신공영, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	926.8	1,014.6	951.7	1,301.0	1,182.5
현금성자산	311.5	350.8	379.4	413.4	411.9
매출채권	323.7	287.5	268.5	382.8	339.4
재고자산	159.8	232.7	132.8	403.6	368.7
비유동자산	423.3	514.9	601.7	604.4	595.9
투자자산	410.6	439.5	513.3	519.0	508.1
유형자산	10.6	73.5	86.1	82.3	84.2
무형자산	2.1	1.8	2.3	3.1	3.7
자산총계	1,350.1	1,529.4	1,553.4	1,905.4	1,778.4
유동부채	976.9	1,083.2	1,113.6	1,036.0	935.0
매입채무	512.2	717.2	720.4	703.0	513.4
유동성이자부채	319.7	113.8	168.8	136.0	185.3
비유동부채	182.8	212.8	171.6	518.1	397.4
비유동이자부채	64.9	77.3	59.1	340.5	253.8
부채총계	1,159.7	1,296.0	1,285.3	1,554.1	1,332.4
자본금	49.6	49.6	50.9	54.5	57.9
자본잉여금	9.6	8.7	11.4	19.6	27.9
이익잉여금	119.9	136.8	156.5	228.5	319.5
자본조정	6.8	33.3	44.0	43.5	34.1
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	190.5	233.5	268.1	351.3	446.0
투하자본	190.2	(4.1)	43.1	335.6	471.3
순차입금	73.1	(159.8)	(151.4)	63.1	27.2
ROA	(7.4)	1.5	1.7	4.2	8.8
ROE	(45.3)	10.7	10.9	23.8	41.3
ROIC	(21.8)	na	na	52.2	37.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	67.3	264.0	73.7	(202.8)	13.7
당기순이익	(106.9)	22.2	26.7	72.5	162.0
자산상각비	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
운전자본증감	135.0	189.2	(47.0)	(358.2)	(191.9)
매출채권감소(증가)	273.6	46.9	0.5	(126.7)	(97.6)
재고자산감소(증가)	(40.6)	(109.3)	103.3	(271.3)	360.2
매입채무증가(감소)	(151.3)	117.3	77.8	(10.0)	(146.9)
투자현금	1.3	3.5	(42.7)	3.5	(36.3)
단기투자자산감소	4.9	(23.0)	(41.5)	(8.1)	(50.3)
장기투자증권감소	(7.7)	(0.2)	(0.1)	(4.6)	0.0
설비투자	(0.4)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
유무형자산감소	0.2	0.2	0.1	4.9	0.0
재무현금	(83.6)	(222.1)	16.3	232.6	(52.6)
차입금증가	(94.3)	(148.9)	37.9	258.8	(26.7)
자본증가	5.7	0.0	0.0	(2.5)	(4.1)
배당금지급	0.9	0.0	0.0	2.5	4.1
현금 증감	(14.7)	43.6	48.0	31.4	(73.4)
총현금흐름(Gross CF)	(65.0)	68.3	114.4	174.2	245.8
(-) 운전자본증가(감소)	(142.5)	(263.8)	(66.8)	360.0	33.5
(-) 설비투자	0.4	0.7	0.9	1.0	1.0
(+) 자산매각	0.2	0.2	0.1	4.9	0.0
Free Cash Flow	71.3	261.1	24.7	(180.5)	17.5
(-) 기타투자	7.7	0.2	0.1	4.6	0.0
잉여현금	63.6	260.9	24.6	(185.1)	17.5

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	1,090.8	1,358.1	1,772.3	1,984.3	2,142.2
증가율 (Y-Y,%)	(38.5)	24.5	30.5	12.0	8.0
영업이익	(72.4)	40.9	69.7	133.3	214.5
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	70.6	91.3	60.9
EBITDA	(71.5)	41.7	70.4	134.1	215.3
영업외손익	(65.4)	(9.0)	(24.9)	(35.6)	12.6
순이자수익	(13.7)	(10.7)	8.3	(3.5)	(6.7)
외회관련손익	0.1	(0.1)	0.8	(1.9)	1.7
지분법손익	0.1	0.1	(1.1)	(0.1)	0.0
세전계속사업손익	(137.8)	31.8	44.8	97.7	227.1
당기순이익	(106.9)	22.2	26.7	72.5	162.0
재배기업당기순이익	(105.0)	20.6	26.5	72.0	162.1
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	20.3	171.7	123.6
NOPLAT	(52.5)	28.4	41.5	98.9	153.0
(+) Dep	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
(-) 운전자본투자	(142.5)	(263.8)	(66.8)	360.0	33.5
(-) Capex	0.4	0.7	0.9	1.0	1.0
OpFCF	90.5	292.4	108.2	(261.3)	119.3
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	8.8	13.6	7.9	22.1	16.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	4.8	6.8	n/a	73.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	3.7	5.4	n/a	72.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	59.9	117.9	n/a	94.1
영업이익률(%)	(6.6)	3.0	3.9	6.7	10.0
EBITDA마진(%)	(6.6)	3.1	4.0	6.8	10.1
순이익률(%)	(9.8)	1.6	1.5	3.7	7.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	(10,593)	2,077	2,655	6,861	14,181
BPS	18,551	22,868	25,626	31,809	37,650
DPS	0	0	250	375	375
Multiples(x, %)					
PER	n/a	9.1	6.0	3.3	1.2
PBR	0.7	0.8	0.6	0.7	0.4
EV/ EBITDA	n/a	0.6	0.1	2.3	1.0
배당수익률	0.0	0.0	1.6	1.7	2.2
PCR	n/a	2.7	1.4	1.4	0.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	608.9	555.0	479.4	442.4	298.7
Net debt/Equity	38.4	n/a	n/a	18.0	6.1
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	47.0	12.7
유동비율	94.9	93.7	85.5	125.6	126.5
이자보상배율	n/a	3.8	n/a	37.7	32.0
이자비용/매출액	3.4	2.6	1.1	1.1	1.2
자산구조					
투하자본(%)	20.8	(0.5)	4.6	26.5	33.9
현금+투자자산(%)	79.2	100.5	95.4	73.5	66.1
자본구조					
차입금(%)	66.9	45.0	46.0	57.6	49.6
자기자본(%)	33.1	55.0	54.0	42.4	50.4

동아지질

(028100)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		

목표주가	
Earnings	

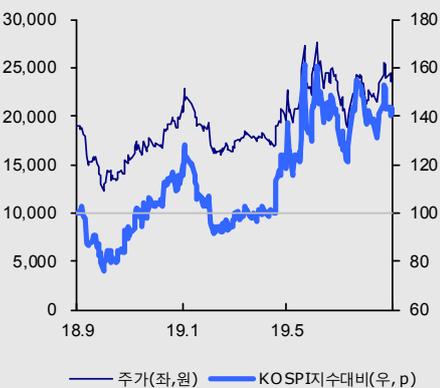
Stock Information

현재가 (9/27)	23,750원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,731억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	11,500천주
52주 최저가 / 최고가	12,300 - 27,550원
3개월 일평균거래대금	58억원
외국인 지분율	5.5%
주요주주지분율(%)	
도버홀딩스 유한회사 (외 10인)	43.4
자사주 (외 1인)	1.7
동아지질우리스주 (외 1인)	0.6

Valuation wide	2016	2017	2018
PER	9.7	7.9	10.0
PBR	0.7	0.9	1.1
EV/EBITDA	1.8	1.6	2.3
배당수익률	2.1	1.7	1.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	11.5	40.9	23.4	38.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	5.0	45.4	36.3	38.0

Price Trend



ktb 투자증권

Company visit note

* 2019.09.30 기발간된 자료

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

국내외 SOC 인프라 투자 확대 수혜를 기대

▶ Issue

기업 탐방을 통한 현황 및 투자매력 점검

▶ Pitch

- 대형 고수익 현상이 준공되며 2Q19 실적은 다소 부진했으나, 2018년 이래로 증가한 해외 DCM 수주가 본격적으로 매출에 반영되며 동사 실적은 점진적으로 개선 예상
- 현 주가 기준 동사 Fw12M PER은 9배 수준. GTX-A를 시작으로 국내외 철도/DCM 발주 확대 전망. 과거 수주 모멘텀 확대 시기에 동사 PER은 평균 14배까지 상승했던 점 감안하면 현 주가에서도 투자 매력 있다고 판단

▶ Rationale

- 2Q19 IFRS 연결 누적 매출액, 영업이익은 각각 YoY +1.8%, -9.1% 기록. 수익성 높은 홍콩 국제공항 DCM공사가 준공되며 영업이익률이 YoY-3.2%, QoQ-2.6% 하락했기 때문
- 연간 신규수주도 기대보다는 다소 더딘 상황. 2Q 기준 신규수주 2,085억원, 수주잔고 6,500억원 기록. 수주 실패 보다는 일부 발주 지연 및 계약 연기 때문(약 600~700억원의 수주가 2020년으로 이연된 것으로 추정). 4Q19 GTX-A, 필리핀 지방 개량 등의 수주 예상되고 있어 올해 연간 신규수주는 약 4,000억원으로 마무리 가능할 전망
- 2018년 들어 싱가포르에서 DCM, Dwall 수주 증가. 이에 2Q기준 해외수주 잔고 비중은 46.8%까지 확대(vs. 2017년 29.6%). 홍콩 국제공항 공사 준공되며 10%대 이상의 영업이익률을 기대하기는 어렵겠으나, 해외/DCM 매출 비중 높아지며 동사 수익성도 안정화 예상
- 2020년 이후에도 동사는 연간 4,500억원 이상의 신규수주 꾸준히 확보 가능할 것으로 기대. 국내외에서 SOC 인프라 개발이 확대 중이기 때문. 국내, GTX-A를 시작으로 GTX B, C 사업도 가속화 중 이에 더해 대심도 도로(부산 만덕-센텀 차공, 자유로 확장 검토 등), 영동대로 지화복합환승센터 등 다수의 대규모 사업 발주 예정. 사업비 고려시 일부 공종에만 철도 공법이 적용되었으나(GTX A는 10개 공구 중 3공구 적용), 동사 신규수주 증가에는 충분히 기여할 수 있을 전망

[뒷장 계속]

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	283	330	306	297	323	340	361
영업이익	10	4	3	4	13	20	27
EBITDA	26	19	16	17	44	50	51
순이익	8	2	4	5	11	17	19
자산총계	226	225	233	259	299	258	279
자본총계	134	133	136	138	149	156	173
순차입금	(35)	(19)	(26)	(17)	(31)	(55)	(79)
매출액증가율	(4.5)	16.4	(7.4)	(2.9)	8.9	5.1	6.2
영업이익률	3.4	1.3	1.0	1.3	3.9	6.0	7.4
순이익률	2.8	0.6	1.4	1.5	3.5	5.0	5.4
EPS증가율	72.4	(73.3)	102.8	7.1	149.0	50.4	13.7
ROE	6.1	1.6	3.1	3.3	7.9	11.2	11.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

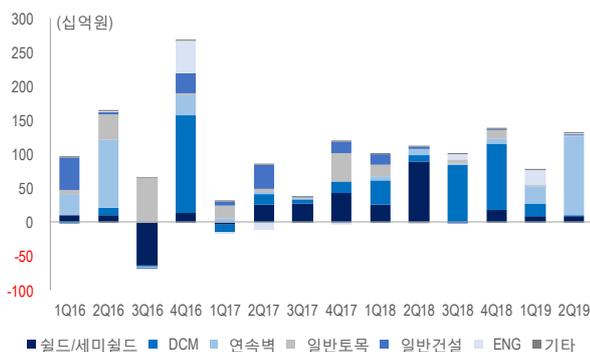
- 해외, 싱가포르 메트로 및 하수처리 발주 물량 풍부. 동사는 국내 대형사와 현지 업체와 JV를 형성해 다수의 공사에 참여 중. Track record를 기반으로 연간 2천억원 이상의 해외 수주 확보 가능할 것으로 기대
- 한편, 8/16일 주식매각 체결을 통해 동사 최대주주가 이정우 회장에서 도버홀딩스로 변경. 도버홀딩스의 최대주주가 크레센도 제2호성장전략 엠앤에이 사모투자합자회사임이 알려지면서, 미국 보링컴퍼니(중구경 월드 장비 제작업체)와의 영업시너지, 미국 시장 진출 기대감이 높아진 상황. 그러나 아직까지는 관련한 논의가 진행된 바 없는 것으로 파악
- 동아시아의 미국 시장 진출 가능성이 없지는 않으나, 미국 공사 수행 경험이 없는 점을 고려했을 때, 계약 구조, 공사 수행 관련 규제 및 제도 등을 검토하는 데까지는 장기간 소요 예상
- 미국 신규수주 보다는 단기적으로 진행/진행 예정인 국내 대심도 도로 및 싱가포르 메트로 관련 수주 가능성에 더 관심을 가질 필요 있다고 판단
- 현 주가 기준 동사 Fw12M PER은 9배 수준. 과거 수주 모멘텀 확대 시기에 동사 PER은 평균 14배까지 상승했던 점 감안하면, 현 주가에서도 투자 매력 있다고 판단

Fig. 03: 동아시아 IFRS 연결 분기 및 연간 실적 내역

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	3,397	3,607	1,889	862.8	822.1	874.7	837.7	902.4	953.7	768.3	983.0	941.3	947.9
YoY(%)	5.1	6.2		23.8	8.4	21.2	(20.5)	4.6	16.0	(12.2)	17.3	4.3	(0.6)
기계식 터널	804.4	964.1	664.8	265.6	185.5	197.8	155.5	287.0	271.7	205.3	200.1	328.1	336.7
DCM	845.1	943.6	662.5	219.8	-23.3	-250.0	898.6	316.4	-65.0	220.8	471.4	301.6	360.9
연속벽	847.5	658.6	137.0	189.9	433.6	698.2	-474.3	63.4	501.2	38.0	56.1	99.8	37.2
일반토목	481.3	574.2	283.6	96.5	128.4	128.3	128.1	140.0	132.5	173.9	127.7	135.5	148.1
일반건설	229.5	247.9	77.5	41.9	53.3	56.7	77.6	17.6	73.7	68.1	88.6	42.2	35.3
기타	189.5	219.0	63.8	49.1	44.6	43.7	52.1	78.1	39.6	62.2	39.1	34.1	29.7
매출총이익	317	404	177	73.6	76.4	70.5	96.0	80.9	107.9	85.1	130.2	100.4	76.8
GPM(%)	9.3	11.2	9.4	8.5	9.3	8.1	11.5	9.0	11.3	11.1	13.2	10.7	8.1
영업이익	203	261	124	48.8	46.9	45.0	62.6	55.3	81.3	65.3	58.8	72.4	51.7
YoY(%)	62.3	28.2		157.7	105.2	58.7	13.6	13.4	73.3	45.1	(6.1)	30.9	(36.4)
OPM(%)	6.0	7.2	6.6	5.7	5.7	5.1	7.5	6.1	8.5	8.5	6.0	7.7	5.5
당기순이익	171	187	100	48.8	28.2	41.9	52.1	44.3	63.7	51.9	27.4	60.2	39.7
YoY(%)	50.4	9.5		222.8	38.3	28.1	14.6	(9.2)	125.4	23.8	(47.4)	35.9	(37.6)
NPM(%)	5.0	5.2	5.3	5.7	3.4	4.8	6.2	4.9	6.7	6.7	2.8	6.4	4.2

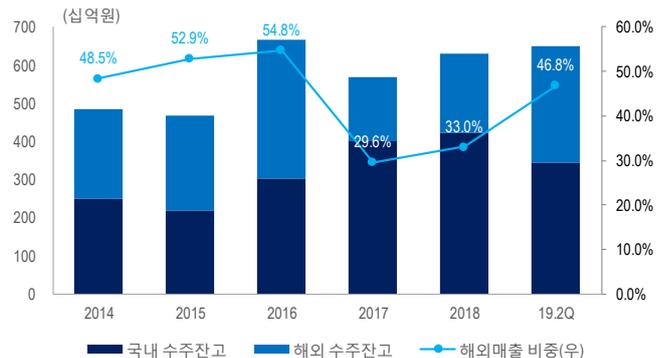
Source: 동아시아, KTB투자증권

Fig. 04: 동아시아 공종별 신규수주 추이



Source: 동아시아, KTB투자증권

Fig. 05: 동아시아 국내외 수주잔고 추이



Source: 동아시아, KTB투자증권

Fig. 04: 동아지질 2Q19 기준 수주내역

(단위 : 백만원)							
발주처	공사명	계약일	완공 예정일	기본도금액	계약잔액	공정률	
강릉에코파워㈜	강릉안인화력1,2호기건설공사/취배수로터널및수직구(도달부)공사/실드터널	2018-05-24	2021-02-28	72,618	63,548	12.5%	
LTA	싱가폴NSC 109A/SBP&Bored Pile	2019-04-05	2023-07-01	59,664	59,615	0.1%	
부산동서고속화도로 주식회사	내부순환(만덕~센텀)도시고속화도로 민간투자사업 건설공사	2016-04-15	2024-07-31	57,143	57,143	0.0%	
한국석유공사	울산비축기지 지하화 건설공사 중 터널굴착공사	2016-05-10	2020-12-31	88,301	40,111	54.6%	
HOUSING DEVELOPMENT BOARD	싱가폴Tekong DCM	2018-10-10	2021-05-30	55,842	39,202	29.8%	
DSTA	싱가폴C02-Changi East 부지조성공사/DCM	2018-12-27	2021-07-24	43,479	39,178	9.9%	
LTA	싱가폴NSC 110/Dwall	2019-04-04	2021-10-15	36,034	36,033	0.0%	
LTA	싱가폴T-313 Dwall & DSM	2016-10-03	2020-12-31	90,831	33,247	63.4%	
서부광역철도㈜	대곡-소사 복선전철(제4공구)/토공 및 구조물,터널공사(2구간/DS02터널정거장 및 환기구#7,8)	2017-12-28	2021-06-30	40,301	23,866	40.8%	
HOUSING DEVELOPMENT BOARD	싱가폴Tekong CB Wall & Dwall	2019-02-20	2020-08-16	24,683	23,586	4.4%	
국토교통부 부산지방국토관리청	안동시 관내국도대체우회도로(용상-교리1) 건설공사 토공사외	2018-11-01	2024-11-18	23,410	20,874	10.8%	
HKSAR	홍콩 Tung Chung New Town-DCM/TS	2019-01-15	2020-09-05	22,520	19,480	13.5%	
울산지방방역수선청	울산신항남방파제(2-2공구)축조공사 DCM공사/해상DCM	2018-01-26	2020-12-31	36,697	15,152	58.7%	
부산교통공사	부산도시철도 사상-하단선 2공구 건설공사	2017-05-19	2021-10-24	16,661	13,886	16.7%	
LTA	싱가폴NSC 101/DSM	2019-04-01	2024-09-30	12,488	12,485	0.0%	
강릉에코파워㈜	강릉안인화력1,2호기 건설공사/송전선로TBM 굴착및수직구(도달부)공사	2018-12-01	2020-09-30	16,965	12,362	27.1%	
HKSAR	홍콩TUNG CHUNG NEW TOWN-DCM	2018-09-28	2020-01-11	23,230	11,942	48.6%	
LTA	싱가폴Thomson T307 Bored Tunnel	2017-12-20	2020-02-20	24,107	11,472	52.4%	
부산그린환경	16년도 부산광역시(중앙, 초량, 범천분구)하수관로정비 임대형 민자사업(BTL)	2018-03-14	2021-04-19	13,556	10,502	22.5%	
삼성디스플레이	탕정디스플레이이서티 2일반산업단지 조성공사/ N-PJT SHIELD TBM	2017-12-15	2020-06-30	32,555	10,293	68.4%	
새만금개발청	새만금 남북도로 건설공사 1단계(4공구)	2017-06-15	2022-12-14	13,437	10,051	25.2%	
싱가폴 PUB 1600mm PIPELINE FROM AYE/HENDERSON TO RIVER VALLEY ROAD BORED TUNNEL 외				956,223	85,895	91.0%	
합 계				1,760,744	649,922		

Source: 동아지질, KTB투자증권

Fig. 05: 국내 대심도 철도/도로 사업 리스트

구분	노선명	구간	길이	사업비	현황	비고
철도	GTX-A노선	파주 운정~삼성	79.9km	3조 3,641억원	실시계획승인 및 공사 착공	지하 40~50m 이하 대심도에 건설되는 철도. 직선 구간 위주로 각 역을 연결해 최고 시속 180km까지 달릴 수 있음
	GTX-B노선	송도~망우	80.1km	5조 7,351억원	에타 통과/민자적격성 검토 중	
	GTX-C노선	의정부~금정	74.2km	4조 3,088억원	기본계획 발주 중	
	신안산선	안산-시흥~여의도	44.7km	3조 3,465억원	19.09 착공식 및 공사 시작	
	대곡소사선	경기 고양~부천 소사	18.36km	1조 5,251억원	공사 중(6월말 기준 공정률 44%)	
도로	부산만덕센텀고속도로	만덕대로~해운대구	9.62km	7,832억원	19.09.23 기공식 및 공사 돌입	2021년 6월 완공 목표
	동부간선로 지하화	월릉 IC~영동대로	10.4km	9,454억원	민자적격성 통과 후 환경영향평가 중	지하 40m 이하 대심도에 건설되는 왕복 4차로 고속도로 도로설계속도는 시속 80km
	서부간선로 지하화	금천IC~성산대교	10.33km	5,280억원	공사 중(8월말 기준 공정률 52%)	2021년 초 완공 예정
	제물포터널	양천구~여의대로	9.7km	4,546억원	공사 중	2015년 10월 착공 후 2020년 완공 예정
	김해신공항 고속도로	사상~해운대	22.8km	2조 188억원	민자적격성 조사 조사 중	평균 지하 50m 이하 대심도에 건설되는 왕복 4~6차로 고속도로

Source: 언론보도, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	168.3	177.1	208.2	175.2	192.7
현금성자산	59.9	58.6	77.2	85.9	108.5
매출채권	99.7	106.7	117.6	78.2	72.8
재고자산	3.4	4.6	2.9	3.7	4.0
비유동자산	64.4	82.4	90.7	82.4	86.2
투자자산	14.6	9.3	10.7	19.8	21.1
유형자산	48.4	71.6	78.8	61.3	63.8
무형자산	1.4	1.4	1.2	1.2	1.3
자산총계	232.7	259.4	298.9	257.6	278.9
유동부채	95.7	114.1	142.7	99.7	103.7
매입채무	45.3	70.6	76.7	52.4	57.8
유동성이자부채	33.7	36.2	41.1	31.0	29.6
비유동부채	1.3	7.0	6.8	1.7	1.8
비유동이자부채	0.0	5.0	5.0	0.0	0.0
부채총계	97.0	121.0	149.4	101.4	105.5
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	47.2	47.1	47.1	47.1	47.1
이익잉여금	86.0	88.1	97.2	111.6	128.8
자본조정	(3.3)	(2.5)	(0.6)	(8.2)	(8.2)
자기주식	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
자본총계	135.7	138.4	149.4	156.2	173.4
투자자본	102.1	113.9	110.4	91.9	84.5
순차입금	(26.2)	(17.4)	(31.1)	(54.9)	(78.9)
ROA	1.8	1.8	4.1	6.1	7.2
ROE	3.1	3.3	7.9	11.2	11.8
ROIC	2.1	2.8	8.9	14.4	20.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	30.0	16.3	51.6	38.1	47.2
당기순이익	4.2	4.5	11.4	17.1	19.4
자산상각비	13.2	12.7	31.1	29.3	23.8
운전자본증감	12.9	(2.6)	7.0	(11.8)	10.6
매출채권감소(증가)	5.8	(4.2)	(13.4)	30.6	5.4
재고자산감소(증가)	0.1	(1.2)	1.7	(0.8)	(0.3)
매입채무증가(감소)	(5.7)	17.3	13.9	(24.0)	5.4
투자현금	(18.8)	(22.1)	(34.7)	(16.7)	(20.9)
단기투자자산감소	2.5	2.2	0.9	(4.7)	0.0
장기투자증권감소	0.1	0.1	0.2	(1.5)	(0.6)
설비투자	(25.3)	(26.2)	(38.5)	(14.1)	(20.3)
유무형자산감소	0.9	1.9	2.5	3.7	(0.0)
재무현금	(3.4)	5.6	2.8	(17.3)	(3.7)
차입금증가	(1.5)	7.6	4.7	(15.1)	(1.4)
자본증가	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.3)	(2.3)
배당금지급	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3
현금 증감	7.7	(0.3)	19.6	4.0	22.6
총현금흐름(Gross CF)	18.3	19.0	45.2	56.9	36.6
(-) 운전자본증가(감소)	(11.1)	(5.8)	(11.3)	(8.8)	(10.6)
(-) 설비투자	25.3	26.2	38.5	14.1	20.3
(+) 자산매각	0.9	1.9	2.5	3.7	(0.0)
Free Cash Flow	12.4	(5.8)	17.5	28.5	26.3
(-) 기타투자	(0.1)	(0.1)	(0.2)	1.5	0.6
잉여현금	12.5	(5.7)	17.7	27.0	25.7

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	305.7	296.7	323.2	339.7	360.7
증가율 (Y-Y,%)	(5.4)	(2.9)	8.9	5.1	6.2
영업이익	3.0	4.0	12.5	20.3	26.9
증가율 (Y-Y,%)	(76.4)	34.4	214.8	62.3	32.2
EBITDA	16.1	16.7	43.7	49.6	50.7
영업외손익	0.9	2.0	1.8	3.6	1.5
순이자수익	0.1	0.3	0.6	(0.2)	0.2
외화관련손익	(0.0)	0.1	(0.3)	0.1	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	3.9	6.0	14.3	23.9	28.3
당기순이익	4.2	4.5	11.4	17.1	19.4
재배기업당기순이익	4.3	4.6	11.4	17.1	19.4
증가율 (Y-Y,%)	(63.0)	7.1	152.5	50.4	13.7
NOPLAT	2.1	3.0	10.0	14.5	18.4
(+) Dep	13.2	12.7	31.1	29.3	23.8
(-) 운전자본투자	(11.1)	(5.8)	(11.3)	(8.8)	(10.6)
(-) Capex	25.3	26.2	38.5	14.1	20.3
OpFCF	1.2	(4.7)	13.9	38.5	32.5
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	6.4	1.5	(0.7)	3.6	6.7
영업이익증가율(3Yr)	(11.6)	(25.4)	44.4	90.1	89.0
EBITDA증가율(3Yr)	(11.3)	(14.1)	31.3	45.5	44.9
순이익증가율(3Yr)	(15.0)	(17.0)	75.9	59.6	62.8
영업이익률(%)	1.0	1.3	3.9	6.0	7.4
EBITDA마진(%)	5.3	5.6	13.5	14.6	14.1
순이익률(%)	1.4	1.5	3.5	5.0	5.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	371	397	989	1,487	1,691
BPS	11,680	11,909	12,891	13,477	14,968
DPS	175	175	200	200	200
Multiples(x,%)					
PER	20.5	19.8	9.7	7.9	10.0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1
EV/ EBITDA	3.8	4.4	1.8	1.6	2.3
배당수익률	2.3	2.2	2.1	1.7	1.2
PCR	4.8	4.8	2.4	2.4	5.3
PSR	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	71.5	87.5	100.0	64.9	60.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	175.9	155.3	145.9	175.8	185.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	133.2	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투자자본(%)	57.8	62.6	55.7	46.5	39.5
현금+ 투자자산(%)	42.2	37.4	44.3	53.5	60.5
자본구조					
차입금(%)	19.9	23.0	23.6	16.5	14.6
자기자본(%)	80.1	77.0	76.4	83.5	85.4

태영건설 (009410)

투자매력 ★★★★★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	13,150
컨센서스목표주가	20,500
상승여력	55.9%
베타(주간,52주)	0.9
52w 최고가	15,500
52w 최저가	9,280
거래대금(3개월평균, 억원)	31
시가총액(십억)	1,005
비중(KOSPI내)	0.07%
보통주주식수(천주)	76,400
외국인보유지분(%)	8.9%

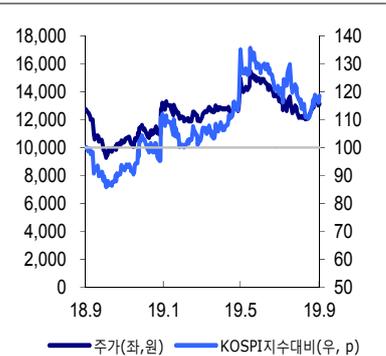
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	9.0	4.7	3.7	5.0	1873.6	6849.0
PBR(x)	0.8	0.9	0.8	0.5	0.9	1.4
ROE(%)	23.1	31.8	44.9			
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.0	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	7.2%	1.1%p	-0.4%p
3M	-13.3%	-9.4%p	1.5%p
1Y	3.0%	17.9%p	30.9%p
YTD	13.7%	13.3%p	27.3%p

▲ Price Trend



▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
윤석민 (외 5인)	38.3%
머스트자산운용 (외 1인)	15.2%
국민연금공단 (외 1인)	11.2%
자사주 (외 1인)	10.6%

▲ Sales & Product

제품명	비중
건설사업부문	73.8%
환경사업부문	13.2%
방송사업부문	10.1%
레저사업부문	1.8%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 주요 대형 자체사업 착공 시기 지연으로 당초 예상대비 2020년 이후 매출 추정치 소폭 하향. 2019~2021년 매출, 영업이익은 소폭 하락세 예상
- Focal Point: i) YTD 신규수주 2.0조원으로 연간 목표 2.5조원의 80% 달성. 과천 지식정보센터 사업 지연에도 불구하고 비주택부문 수주 증가하며 실적 하락을 방어, ii) 지방 주택경기 둔화에도 대형사와의 공동사업 확대로 2건의 자체사업에서 양호한 분양 성과 기록. 3기 신도시 개발로 2건의 자체사업이 무산된 바 있으나, 여전히 타중소형사 대비 민관협동/도시개발 등의 수주잔고 풍부. iii) 2Q19 TSK코퍼레이션 실적 부진했으나 일회성 손상차손 영향. 지정폐기물 실적은 양호. 추가 실적 향상을 위해 매립지 신규 확장 검토 중. iv) 지주사 전환 및 TSK코퍼레이션 IPO에 대한 시장의 기대 높으나, 아직 구체적으로 검토되는 바는 없음. 머스트자산운용 경영참여 아직 확인된 바 없음
- Upside Potential: 자회사 TSK코퍼레이션 IPO에 따른 자산가치 부각 가능성, 3기신도시 개발 내 민관협력사업 수주 확보 가능성
- Downside Risk: 주요 자체사업 착공 지연으로 실적 YoY 하락 가능성. valuation 매력 높으나, 매출 하락 시 valuation 매력 부각되기 어려울 전망

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	32,664.2	38,505.5	19,573.6	5,795.0	8,042.5	8,763.3	10,063.3	8,017.8	10,263.4	9,338.0	10,886.3	8,452.8	11,120.8
YoY(%)	58.6	17.9		41.1	68.5	76.5	49.2	38.4	27.6	6.6	8.2	5.4	8.4
건설	23,199.8	28,419.1	14,794.3	3,747.1	5,701.8	6,393.2	7,357.7	5,865.8	7,636.2	6,717.2	8,200.0	6,265.4	8,528.9
레저	715.4	697.5	292.5	97.3	199.0	282.5	136.5	86.7	195.3	276.2	139.3	95.1	197.4
방송	4,210.0	3,902.1	1,102.0	947.1	1,025.2	951.3	1,286.4	800.2	1,091.7	899.9	1,110.3	454.2	647.8
환경	4,254.9	5,066.3	3,177.0	935.6	1,050.6	1,073.4	1,195.4	1,168.8	1,231.0	1,334.8	1,331.7	1,547.4	1,629.7
기타	284.1	420.4	207.8	67.9	66.0	62.8	87.3	96.3	109.2	110.0	105.0	90.8	117.0
매출총이익	5,326.1	6,742.4	3,631.8	855.1	1,423.3	1,571.2	1,476.5	1,686.0	1,718.2	1,663.7	1,674.5	1,589.5	2,042.3
GPM(%)	16.3	17.5	18.6	14.8	17.7	17.9	14.7	21.0	16.7	17.8	15.4	18.8	18.4
건축	16.9	17.3	19.1	17.1	19.6	17.7	14.1	22.8	15.4	16.1	15.9	17.9	19.9
레저	15.8	10.4	(9.5)	(12.4)	1.5	41.1	4.2	(24.3)	(4.9)	35.8	3.2	(25.5)	(1.9)
방송	10.8	11.8	16.0	4.4	10.6	11.4	15.4	5.8	16.9	10.4	12.4	6.4	22.8
환경	18.4	22.8	18.1	18.3	18.7	19.7	17.1	23.8	26.7	25.5	15.7	28.3	8.4
기타	17.3	34.0	42.6	21.8	(1.8)	6.1	36.3	43.6	35.1	42.4	15.3	30.7	51.9
영업이익	3,111.3	4,635.2	2,419.7	377.2	915.1	1,079.5	739.6	1,219.0	1,232.8	1,165.3	1,018.1	1,106.3	1,313.4
YoY(%)	220.5	49.0		흑전	736.6	225.1	37.8	223.2	34.7	8.0	37.7	(9.3)	6.5
OPM(%)	9.5	12.0	12.4	6.5	11.4	12.3	7.3	15.2	12.0	12.5	9.4	13.1	11.8
당기순이익	1,232.8	2,441.4	1,086.2	338.7	638.4	168.6	87.1	865.4	755.2	798.9	21.9	308.1	778.2
YoY(%)	6,698.2	98.1		흑전	흑전	252.0	(69.2)	155.5	18.3	374.0	(74.8)	(64.4)	3.0
NPM(%)	3.8	6.3	5.5	5.8	7.9	1.9	0.9	10.8	7.4	8.6	0.2	3.6	7.0

Source: DART, KTB투자증권

쌍용양회 (003410)

투자매력 ★★★★★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	6,040
컨센서스목표주가	8,000
상승여력	32.5%
베타(주간,52주)	0.8
52w 최고가	6,990
52w 최저가	4,675
거래대금(3개월평균, 억원)	37
시가총액(십억)	3,043
비중(KOSPI내)	0.22%
보통주주식수(천주)	503,860
외국인보유지분(%)	5.3%

▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
한앤코시멘트홀딩스 (외 5인)	77.7%
쌍용양회우리사주 (외 1인)	0.4%
박진형 (외 1인)	0.0%
김태년 (외 1인)	0.0%

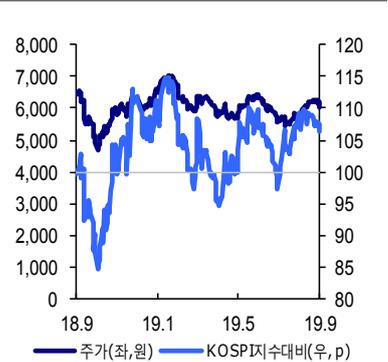
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	6.1	21.7	18.0	10.5	5.6	22.3
PBR(x)	1.0	1.6	1.6	1.2	0.6	2.0
ROE(%)	13.1	12.4	13.6			
배당수익률(%)	5.7	17.3	6.6	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	4.1%	-2.0%p	-3.5%p
3M	-4.3%	-0.4%p	10.5%p
1Y	-7.9%	7.0%p	19.9%p
YTD	-4.1%	-4.6%p	9.5%p

▲ Price Trend



▲ Sales & Product

제품명	비중
시멘트사업	64.4%
레미콘사업	22.5%
해운사업	5.0%
환경자원사업 외 기타	4.2%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 2019년 호실적 기대. 2018년 10월 시멘트가격 인상(할인을 축소) 효과, 수출물량으로 가동률 개선, ESS/폐열발전 등의 원가 절감 때문
- Focal Point: i) 전국 시멘트 출하량은 상반기 대비 하반기 분화 예상. 2019년 연간 출하량, YoY -3~-5% 전망. ii) 유연탄 가격 하락으로 옵션 효과 축소. 그러나 페플라스틱 재활용(2021년 풀가동 시 유연탄 30% 대체), 폐열발전, ESS(매 분기 7억원) 등으로 원가 절감 중. 2021년까지는 EBITDA 지속 증가 예상. iii) 2019년 예상 DPS 기준 배당수익률 6.6%. EBITDA와 함께 2021년까지 배당 확대 전망. 배당 정책 발표 가능성 있음
- Upside Potential: 시멘트가격 인상 가능성. 업계는 2020년 시멘트 가격 인상을 기대 중
- Downside Risk: 레미콘사들 실적 부진 이어지며 시멘트가 하락 압박 확대 가능성

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	15,171.4	15,099.9	7,609.7	4,451.7	2,897.5	3,659.4	4,162.8	3,041.1	4,145.4	3,604.8	4,308.6	3,369.3	4,240.4
YoY(%)	-26.3	-0.5		-5.6	-47.2	-28.4	-21.2	-31.7	43.1	-1.5	3.5	10.8	2.3
시멘트부문	11,191.3	11,715.6	5,759.1	2,367.8	2,955.3	2,691.3	3,176.9	2,289.2	3,280.7	2,744.4	3,401.2	2,477.3	3,281.8
환경부문	396.9	413.7	228.5	129.5	47.1	121.4	98.9	148.8	54.0	122.7	88.3	142.7	85.8
레미콘부문	3,782.1	3,392.6	1,672.6	845.0	1,081.0	913.9	942.3	689.8	937.4	807.0	958.3	754.0	918.6
석회석부문	814.0	607.1	317.0	316.0	207.2	141.4	149.5	127.3	160.9	160.0	158.9	135.5	181.6
해운부문	873.8	944.8	524.9	309.7	209.4	180.5	174.3	190.8	216.2	269.7	268.2	244.1	280.8
골재부문	222.2	198.6	118.9	45.3	64.4	57.7	54.9	36.3	61.2	37.4	63.7	57.6	61.3
임대사업부문	103.9	53.6	41.7	28.7	24.8	25.0	25.5	12.4	12.5	14.2	14.5	19.7	22.0
매출총이익	3,955.0	3,943.5	1,832.9	839.9	1,050.8	891.9	1,172.5	541.7	1,105.0	984.5	1,312.3	620.2	1,212.7
GPM(%)	26.1	26.1	24.1	18.9	36.3	24.4	28.2	17.8	26.7	27.3	30.5	18.4	28.6
영업이익	2,509.5	2,469.5	1,058.7	518.1	741.0	556.1	694.4	197.0	718.0	613.1	941.3	215.0	843.6
YoY(%)	-4.1	-1.6		21.0	-13.7	-22.3	12.9	-62.0	-3.1	10.3	35.6	9.1	17.5
OPM(%)	16.5	16.4	13.9	11.6	25.6	15.2	16.7	6.5	17.3	17.0	21.9	6.4	19.9
당기순이익	3,012.2	1,470.0	705.8	549.6	854.4	247.5	1,360.7	120.2	442.4	447.9	459.5	134.8	571.0
YoY(%)	72.0	-51.2		86.9	39.7	-52.5	319.2	-78.1	-48.2	80.9	-66.2	12.1	29.1
NPM(%)	19.9	9.7	9.3	12.4	29.5	6.8	32.7	4.0	10.7	12.4	10.7	4.0	13.5
시멘트부문	1,623.2	1,603.6	709.9	313.4	552.6	404.3	352.8	97.9	490.2	404.5	611.0	153.9	556.0
환경부문	241.7	277.5	160.1	74.5	29.9	77.4	59.9	100.8	36.5	81.6	58.6	94.2	65.9
레미콘부문	185.2	7.9	22.9	15.5	89.7	68.5	11.5	(4.6)	40.5	(7.7)	(20.3)	(21.0)	43.8
석회석부문	169.5	177.1	90.1	43.6	37.7	40.0	48.2	18.1	56.5	47.3	55.1	22.9	67.2
해운부문	42.9	118.3	40.7	7.3	5.5	15.2	14.8	8.7	21.2	33.1	55.3	12.6	28.1
골재부문	30.9	0.0	0.0	12.0	16.1	0.3	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
임대사업부문	24.7	14.7	1.5	24.7	0.0	(10.0)	10.0	0.2	0.0	14.5	0.0	0.7	0.8

Source: DART, KTB투자증권

동원개발 (013120)

투자매력 ★★★★★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	4,395
컨센서스목표주가	
상승여력	
베타(주간,52주)	0.7
52w 최고가	5,410
52w 최저가	3,440
거래대금(3개월평균,억원)	7
시가총액(십억)	399
비중(KOSPI내)	0.03%
보통주주식수(천주)	90,808
외국인보유지분(%)	20.1%

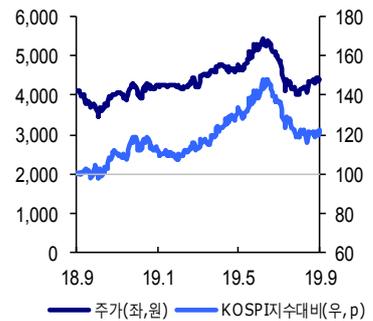
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	4.5	3.0	n/a	3.0	4.0	5.4
PBR(x)	0.8	0.5	n/a	0.5	0.7	1.1
ROE(%)	26.0	24.7	n/a			
배당수익률(%)	3.2	4.6	n/a	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	9.0%	2.9%p	1.4%p
3M	-17.2%	-13.2%p	-2.3%p
1Y	6.3%	21.2%p	34.1%p
YTD	9.0%	8.6%p	22.6%p

▲ Price Trend



▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
장복만 (외 8인)	59.8%
한국투자밸류자산운용 (외 1인)	5.0%

▲ Sales & Product

제품명	비중
자체공사	50.0%
건축공사	44.2%
토목공사	5.7%
기 타	0.0%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 자체사업 주택 매출 축소에도 재개발 사업 증가로 2021년까지 6천억원대 매출 유지 전망. mix 변화로 OPM은 하락 예상되나 20%대 내외 유지 기대
- Focal Point: i) 2019년~2021년 총 5.6조원 규모의 사업 안전 확보(2019년 1.2조원, 2020년 2.7조원, 2021년 1.7조원). 자체사업으로는 올 하반기 분양 예정인 울산 무거동 APT, 2021년 부산 북항 재개발 상업업무지구가 있음. 이 외에도 2020년 분양 예정인 공사비 1.28조원 규모의 해운대 더 게이트 센텀PJT는 도급형태이나 계열사 물량으로 수익성 양호 전망. ii) 2Q19 별도 기준 순현금 3,806억원. 입주 잔금 고려 시 4,000억원 이상까지 확대 예상. 이를 활용해 부산 외 지역(특히 수도권) 부지 매입 추진 계획
- Upside Potential: 대규모 자체사업 분양 성공 및 수도권 추가 택지 매입
- Downside Risk: 재개발 사업 매출 비중 확대되며 영업이익률 하락 가능성

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	5,630.1	6,078.9	3,006.6	1,467.2	1,658.2	1,364.6	1,140.2	1,103.6	1,448.4	1,460.8	2,066.2	1,628.1	1,378.5
YoY(%)	5.4	8.0		3.6	24.7	3.0	(10.5)	(24.8)	(12.7)	7.0	81.2	47.5	(4.8)
건축공사	1,670.3	2,689.5	1,551.4	442.1	421.4	413.7	393.2	509.8	654.9	673.1	851.8	726.4	825.0
- 관급	32.1	2.6	5.7	7.9	11.2	8.3	4.6	0.0	0.0	0.0	2.6	3.2	2.5
- 민간	1,638.3	2,686.8	1,545.8	434.2	410.2	405.4	388.6	509.8	654.9	673.1	849.1	723.3	822.5
토목공사	483.6	348.9	136.7	53.9	109.3	150.5	170.0	102.4	121.9	64.2	60.3	68.9	67.7
- 관급	141.6	151.8	65.2	17.6	31.9	47.8	44.4	22.7	52.0	36.0	41.2	25.8	39.4
- 민간	342.0	197.1	71.4	36.3	77.4	102.7	125.6	79.7	70.0	28.2	19.1	43.1	28.3
자체공사	3,476.2	3,039.4	1,315.1	966.3	1,126.1	800.5	583.4	491.1	671.5	723.3	1,153.4	831.0	484.1
기타	0.1	1.2	3.4	5.0	1.5	0.0	(6.4)	0.2	0.2	0.2	0.7	1.7	1.7
매출총이익	1,547.9	1,726.9	678.4	407.8	476.9	400.2	263.0	248.6	390.4	454.5	633.4	436.3	242.1
GPM(%)	27.5	28.4	22.6	27.8	28.8	29.3	23.1	22.5	27.0	31.1	30.7	26.8	17.6
영업이익	1,430.4	1,600.7	608.0	374.7	449.2	373.3	233.3	212.8	362.3	423.8	601.7	402.1	205.9
YoY(%)	9.1	11.9		6.2	68.8	6.8	(32.0)	(43.2)	(19.3)	13.6	158.0	88.9	(43.2)
OPM(%)	25.4	26.3	20.2	25.5	27.1	27.4	20.5	19.3	25.0	29.0	29.1	24.7	14.9
당기순이익	1,006.2	1,219.4	512.3	223.3	328.4	282.1	172.4	172.2	277.8	330.7	438.7	321.0	191.3
YoY(%)	2.7	21.2		(17.1)	59.0	8.6	(29.4)	(22.9)	(15.4)	17.3	154.4	86.4	(31.2)
NPM(%)	17.9	20.1	17.0	15.2	19.8	20.7	15.1	15.6	19.2	22.6	21.2	19.7	13.9

Source: DART, KTB투자증권

회성산업 (002460)

투자매력 ★★★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	12,250
컨센서스목표주가	
상승여력	
베타(주간,52주)	0.7
52w 최고가	15,550
52w 최저가	11,600
거래대금(3개월평균, 억원)	4
시가총액(십억)	153
비중(KOSPI내)	0.01%
보통주주식수(천주)	12,451
외국인보유지분(%)	14.1%

▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
이인중 (외 33인)	41.9%
자사주 (외 1인)	2.7%

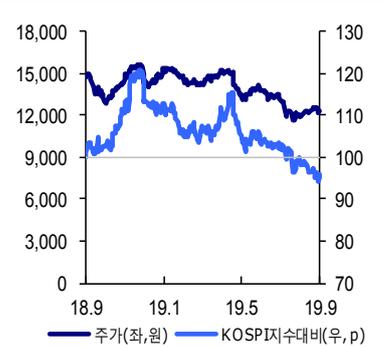
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	4.2	3.7	n/a	2.9	4.6	6.9
PBR(x)	0.5	0.5	n/a	0.4	0.5	0.7
ROE(%)	17.8	18.6	n/a			
배당수익률(%)	5.9	6.4	n/a	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	2.0%	-4.1%p	-5.6%p
3M	-11.8%	-7.9%p	3.0%p
1Y	-20.0%	-5.1%p	7.8%p
YTD	-18.4%	-18.8%p	-4.7%p

▲ Price Trend



▲ Sales & Product

제품명	비중
건축부문	48.4%
분양부문	27.5%
토목부문	22.5%
기타부문	1.6%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 공사 진행 중인 주택현장 3Q19 기점으로 마무리. 이후 주택매출 및 전사 영업이익 하락 불가피
- Focal Point: i) 대규 주택경기 호황이나, 수도권 규제 피해 진출한 대형사들의 분양M/S 확대되는 중. 과거 유동성 risk 경험한 동사는 주택시장에 보수적으로 대응 중, ii) 자체사업/재건축 아파트 보다는 '주택 재건축' 사업에 주력 iii) 재무상황 양호. 2Q19 별도기준 순현금 977억원으로 시가총액의 64% 수준. 입주진급 회수되는 2020년에는 순현금이 2,000억원 수준까지 확대 전망. 이를 활용해 자체부지 인수 및 M&A(제조업체, 건설 연관 사업) 검토할 계획
- Upside Potential: 영업현금흐름 개선. 2020년에는 시총 이상의 순현금 보유 가능
- Downside Risk: 주택 사업 축소로 실적 중장기 축소세 지속

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	5,679.8	4,751.9	1,631.2	1,170.1	1,585.8	1,596.3	1,327.7	961.6	1,325.4	1,261.1	1,203.8	721.3	909.9
YoY(%)	14.9	-16.3		14.4	25.6	27.4	-5.5	-17.8	-16.4	-21.0	-9.3	-25.0	-31.4
건축부문	3,611	2,298	623	855.1	1,047.0	1,047.2	662.2	500.9	755.9	635.2	405.8	257.2	365.8
토목부문	1,303	1,071	253	208.5	369.4	307.7	417.4	197.0	250.1	232.6	391.1	96.6	156.1
분양부문	710	1,306	736	98.0	158.9	213.5	239.7	251.5	311.1	349.6	394.3	359.2	376.7
기타부문	55	77	20	8.5	10.5	28.0	8.4	12.3	8.3	43.7	12.6	8.2	11.3
매출총이익	846.3	958.3	239.8	137.7	191.3	277.3	240.0	144.1	248.7	309.8	255.7	111.9	127.9
건축	629.9	512.7	86.7	101.3	153.4	251.4	123.8	76.2	169.3	177.0	90.2	38.2	48.5
토목	73.4	129.9	(23.9)	9.6	17.6	(8.5)	54.6	7.0	13.5	29.4	80.0	(17.2)	(6.8)
분양	115.9	273.2	165.5	21.0	13.9	30.2	50.8	51.3	60.2	79.5	82.2	86.2	79.3
GPM(%)	14.9	20.2	14.7	11.8	12.1	17.4	18.1	15.0	18.8	24.6	21.2	15.5	14.1
건축	17.4	22.3	13.9	11.8	14.7	24.0	18.7	15.2	22.4	27.9	22.2	14.8	13.3
토목	5.6	12.1	(9.5)	4.6	4.8	(2.7)	13.1	3.6	5.4	12.6	20.4	(17.8)	(4.3)
분양	16.3	20.9	22.5	21.4	8.8	14.1	21.2	20.4	19.3	22.7	20.8	24.0	21.0
영업이익	589.5	671.1	97.5	78.4	136.7	214.6	159.8	76.0	170.5	240.1	184.5	34.4	63.1
YoY(%)	34.4	13.8		32.2	23.2	54.0	23.9	-3.1	24.7	11.9	15.5	-54.8	-63.0
OPM(%)	10.4	14.1	6.0	6.7	8.6	13.4	12.0	7.9	12.9	19.0	15.3	4.8	6.9
당기순이익	446.5	492.3	93.6	67.2	109.9	162.1	107.3	74.6	142.6	191.1	83.9	23.3	70.3
YoY(%)	32.6	10.3		67.4	50.2	41.4	-1.3	11.0	29.7	17.9	-21.8	-68.9	-50.7
NPM(%)	7.9	10.4	5.7	5.7	6.9	10.2	8.1	7.8	10.8	15.2	7.0	3.2	7.7

Source: DART, KTB투자증권

한라 (014790)

투자매력 ★★★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	3,335
컨센서스목표주가	4,000
상승여력	19.9%
베타(주간,52주)	1.7
52w 최고가	5,740
52w 최저가	2,605
거래대금(3개월평균,억원)	8
시가총액(십억)	130
비중(KOSPI내)	0.01%
보통주주식수(천주)	38,875
외국인보유지분(%)	3.4%

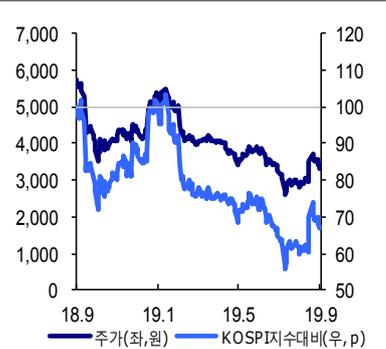
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	4.1	n/a	26.0	3.5	12.6	22.8
PBR(x)	0.5	0.8	0.6	0.4	0.6	1.1
ROE(%)	40.2	18.3	18.2			
배당수익률(%)	2.5	0.0	3.0	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	15.7%	9.6%p	8.1%p
3M	-11.8%	-7.9%p	3.0%p
1Y	-72.1%	-57.2%p	-44.3%p
YTD	-29.2%	-29.7%p	-15.6%p

▲ Price Trend



▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
정몽원 (외 10인)	45.2%
자사주 (외 1인)	2.6%
한라우리사주 (외 1인)	1.9%
박철홍 (외 1인)	0.1%

▲ Sales & Product

제품명	비중
자체분양사업	34.5%
[건축사업]민간	21.3%
[건축사업]관급	18.6%
해외 포함 기타	18.6%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 주요 자체사업 준공 및 신규 착공 매출 규모 축소로 실적은 점진적으로 둔화 예상. 단, 2Q19 있었던 일회성 비용 축소되며 하반기에는 실적 개선 기대
- Focal Point: i) 신규 착공 현장 축소로 단기적으로는 실적 둔화 불가피하나, 합정/부천 자체사업 및 성남 도시개발 사업 고려 시 중장기 실적 개선 가능성 존재. ii) 한라 세라지오 퍼블릭 전환 추진(입회보증금 990억원은 차입/보증금 출자전환/담보대출 통해 상환 예정. 현금 유출 부담 생거나 경상 이익은 개선 전망. iii) 주택사업 의존도 낮추기 위해 사업 다각화 추진. 2023년까지 매출 15%를 비건설부문으로 채우는 것이 사측 목표. 현재 주력 하고 있는 분야는 물류센터. 동탄/오산 물류센터 개발 및 운영을 통해 2023년에는 연간 150억원의 운영수익 확보 예상. 실적 안정성 강화 기대
- Upside Potential: 물류센터 운영 수익 증가 가능성. 온라인 유통업체 경쟁 심화되며 물류센터에 대한 투자매력 확대. 당사는 관련 수혜주
- Downside Risk: 자체사업 사업 착공 지연 시 실적 부진에 따른 valuation 부담 부각 예상

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	19,206.1	13,210.0	5,840.6	4,206.2	5,085.7	4,894.5	5,019.7	3,702.9	3,985.5	1,828.5	3,693.1	2,631.2	3,209.4
YoY(%)	-10.4	-19.5		0.5	13.4	16.1	-7.6	-12.0	-21.6	-62.6	-26.4	-28.9	-19.5
건축	3,199.4	3,736.9	2,686.2	732.3	894.9	810.4	761.8	660.6	816.3	892.3	1,367.9	1,162.0	1,524.2
토목	3,620.1	3,034.3	1,300.7	863.9	935.1	875.3	945.9	656.4	739.8	724.2	913.9	514.4	786.3
자체	7,907.5	4,556.9	1,142.3	1,536.7	2,053.5	2,121.9	2,195.4	1,438.0	1,116.6	1,059.3	943.0	600.6	541.8
해외	609.7	743.7	93.1	132.8	101.3	123.8	251.8	143.9	283.6	171.1	145.2	55.6	37.5
기타	3,869.3	1,138.2	618.3	940.5	1,101.0	963.0	864.9	804.1	1,029.3	-1,018.3	323.1	298.7	319.6
매출총이익	2,789.5	1,671.5	676.8	549.4	718.0	729.8	792.3	489.1	552.2	223.2	406.9	357.5	319.3
GPM(%)	14.5	12.7	11.6	13.1	14.1	14.9	15.8	13.2	13.9	12.2	11.0	13.6	9.9
건축	18.6	9.7	11.0	6.2	29.5	16.9	19.7	13.8	15.6	4.7	7.4	13.2	9.4
토목	(0.6)	6.0	7.3	(1.4)	1.0	(3.2)	0.8	6.6	4.0	6.5	6.9	8.8	6.4
자체	29.4	22.3	14.8	29.5	27.0	28.9	32.2	22.4	26.4	19.4	20.4	18.3	10.9
해외	(41.4)	(0.6)	5.2	(35.7)	(100.9)	(19.6)	(31.2)	(8.7)	0.6	1.4	2.8	(4.6)	19.7
기타	3.6	10.1	18.0	11.7	(0.8)	3.3	0.8	5.5	9.5	7.3	14.3	17.5	18.5
영업이익	1,572.3	601.6	94.0	277.4	409.0	456.9	429.0	187.5	222.3	122.4	69.3	115.8	-21.9
YoY(%)	56.5	(59.8)		12.6	72.3	119.2	63.0	(32.4)	(45.6)	(73.2)	(83.8)	(38.2)	적전
OPM(%)	8.2	4.6	1.6	6.6	8.0	9.3	8.5	5.1	5.6	6.7	1.9	4.4	-0.7
당기순이익	466.1	-120.7	-78.3	83.3	147.4	217.5	18.0	136.0	33.6	111.9	-402.2	49.5	-127.8
YoY(%)	358.5	적전		16.0	328.8	621.0	흑전	63.2	(77.2)	(48.5)	적전	(63.6)	적전
NPM(%)	2.4	-0.9	-1.3	2.0	2.9	4.4	0.4	3.7	0.8	6.1	-10.9	1.9	-4.0

Source: DART, KTB투자증권

한국토지신탁 (034830)

투자매력 ★★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	2,095
컨센서스목표주가	2,900
상승여력	38.4%
베타(주간,52주)	0.7
52w 최고가	2,830
52w 최저가	2,035
거래대금(3개월평균, 억원)	11
시가총액(십억)	529
비중(KOSPI내)	0.04%
보통주주식수(천주)	252,489
외국인보유지분(%)	12.0%

▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
엠케이인베스트먼트 (외 2인)	34.1%
KB자산운용 (외 1인)	13.1%
국민연금공단 (외 1인)	6.7%
자사주신탁 (외 1인)	5.8%

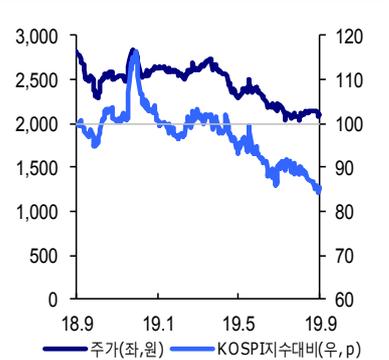
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	4.7	4.1	4.1	3.1	6.4	10.9
PBR(x)	1.1	0.8	0.6	0.6	1.1	1.6
ROE(%)	26.1	23.9	17.3			
배당수익률(%)	3.2	4.1	4.7	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	2.9%	-3.2%p	-4.7%p
3M	-12.4%	-8.5%p	2.4%p
1Y	-34.4%	-19.5%p	-6.5%p
YTD	-28.9%	-29.3%p	-15.2%p

▲ Price Trend



▲ Sales & Product

제품명	비중
수수료수익	67.1%
이자수익	29.9%
기타영업수익	1.4%
배당금수익	1.2%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 2018년 이후 차입형 신탁 수주 축소. 영업수익은 YoY 하락 불가피하나 신탁계정대 증가에 따른 이자수익 증가하며 일부 방어. 당분간 실적 둔화 예상
- Focal Point: i) YTD 신규수주 800억원 기록. 기확보한 물량 있어서 2019년에도 전년수준 신규수주(1,850억원) 기록 가능. 그러나 착공 시점이 늦은 재개발/재건축 수주 비중이 크게 확대(2019E 56% 추정), 영업수익 둔화세는 지속 예상. ii) 2016년 이후 급증한 차입형 신탁현장 준공 중. 이에 따라 신탁계정대 9천억원대까지 확대. 일부 현장에서 준공후 미분양 남아있어 대손충당금 발생. 건설사와 달리 과감한 할인 분양 어려워 하반기 이후에도 대손은 일부 발생 가능. iii) 실적 축소에도 2019년 100원 이상의 DPS 예상. 현 주가 기준 배당수익률 4.8%. 주가의 하방경직성은 확보
- Upside Potential: 도시정비 사업 착공 조기화. 도시정비사업, 차입형신탁 대비 수수료를 낮으나 사업 규모가 커 착공시 수익성은 상대적으로 양호 기대
- Downside Risk: 도시정비 사업 착공 지연(당초 예상 수주 후 2년 이내 → 현재 3~4년 예상). 준공후 미분양 판매 부진에 따른 충당금 발생 지속 가능성

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	2,499.7	2,693.2	1,298.0	544.1	670.8	630.2	654.7	727.8	666.5	648.8	650.1	628.3	669.8
YoY(%)	40.4	7.7		14.6	76.6	52.6	27.7	33.8	-0.6	3.0	-0.7	-13.7	0.5
수수료수익	1,876.8	1,874.8	841.1	385.5	495.9	498.6	496.8	431.3	494.9	452.0	496.5	407.5	433.6
- 신탁보수	1,533.5	1,541.4	660.2	306.9	394.9	400.4	431.3	371.5	372.5	395.3	402.1	350.4	309.8
- 대리업무보수	5.6	6.4	2.7	1.3	1.5	1.4	1.4	2.0	1.8	1.7	1.0	1.2	1.5
- 운용수익	80.2	34.0	0.0	21.7	21.1	20.2	17.3	11.5	8.1	7.6	6.8	0.0	0.0
- 기타	257.6	293.0	178.2	55.7	78.5	76.6	46.9	46.3	112.6	47.4	86.7	56.0	122.2
증권평가및처분이익	29.8	15.8	39.0	12.5	1.3	7.6	8.5	2.7	0.2	1.0	11.9	2.8	36.2
이자수익	534.7	761.6	380.7	118.1	126.9	127.1	162.7	184.9	165.9	201.6	209.3	193.6	187.0
기타의 영업수익	58.4	41.0	37.3	28.0	46.7	(3.0)	(13.3)	108.9	5.5	(5.8)	(67.6)	24.4	13.0
매출총이익	2,295.3	2,448.2	1,122.6	509.7	599.1	582.7	603.8	672.8	610.4	594.3	570.8	552.4	570.3
GPM(%)	91.8	90.9	86.5	93.7	89.3	92.5	92.2	92.4	91.6	91.6	87.8	87.9	85.1
영업이익	1,343.6	1,845.7	794.1	3.7	461.8	426.0	452.1	540.5	441.6	451.1	412.5	385.6	408.6
YoY(%)	50.1	7.9		38.7	87.7	41.5	39.0	45.5	-4.4	5.9	-8.8	-28.7	-7.5
OPM(%)	53.8	68.5	61.2	0.7	68.8	67.6	69.1	74.3	66.2	69.5	63.5	61.4	61.0
EBIT	2,209.5	2,229.0	886.3	375.6	942.2	453.5	438.2	696.5	472.7	579.6	480.2	417.5	468.8
당기순이익	1,678.1	1,669.8	653.0	285.6	722.7	344.1	325.7	531.2	353.0	441.7	343.9	300.2	352.8
YoY(%)	95.3	-0.5		33.6	286.0	47.2	45.2	86.0	-51.2	28.4	5.6	-43.5	-0.1
NPM(%)	67.1	62.0	50.3	52.5	107.7	54.6	49.7	73.0	53.0	68.1	52.9	47.8	52.7

Source: DART, KTB투자증권

아세아시멘트 (183190)

투자매력 ★★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	92,600
컨센서스목표주가	112,500
상승여력	21.5%
베타(주간,52주)	1.4
52w 최고가	144,000
52w 최저가	74,000
거래대금(3개월평균, 억원)	0
시가총액(십억)	0
비중(KOSPI내)	0.00%
보통주주식수(천주)	3,896
외국인보유지분(%)	3.7%

▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
아세아 (외 13인)	61.4%
신영자산운용 (외 1인)	11.2%
국민연금공단 (외 1인)	9.3%
아세아시멘트우리사주 (외 1인)	0.8%

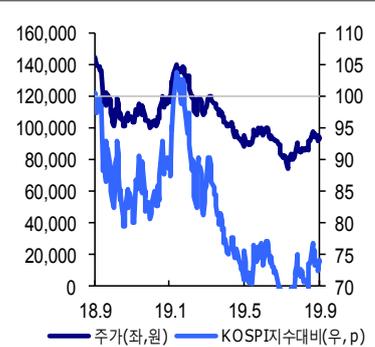
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	6.6	25.9	7.5	5.4	10.7	30.0
PBR(x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	1.0
ROE(%)	7.8	10.7	12.2			
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.6	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	8.0%	1.9%p	0.4%p
3M	-3.2%	0.7%p	11.6%p
1Y	-55.5%	-40.6%p	-27.7%p
YTD	-11.8%	-12.2%p	1.9%p

▲ Price Trend



▲ Sales & Product

제품명	비중
시멘트	81.8%
레미콘	12.8%
2차제품	2.1%
창업투자	1.9%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 몰탈 실적 부진 및 전국 시멘트 출하량 축소에도 시멘트가격 인상(18/10/1 할인을 축소), 유연탄 가격 하락 영향으로 2019년 영업이익은 YoY 개선
- Focal Point: i) 전국 시멘트 출하량은 상반기 대비 하반기 둔화 예상. 연간 -8% 내외 축소 예상, ii) 한라시멘트 합병 시너지는 아직까지 미미. 오히려 M/S 하락. 시멘트가격 인상시 레버리지 효과 나타나며 인수시너지 발생 예상. 그 외 생산(한라시멘트의 페코크 연료대체 기술 도입)/도매(유연탄 대량 매입 할인)/유통부문(영업 네트워크 확대)에서 나타나는 영업시너지는 점진적으로 가시화 전망. iii) 한라 인수에 따라 순차입금 증가. EBITDA 개선되며 이자 상환 가능하나 원금 상환까지 가능 하려면 시멘트가격 인상 필요. 지역자원시설세, 일본 석탄재 수입 제한 등 단가 인상 요인은 충분
- Upside Potential: 시멘트가격 인상 가능성. 업계는 2020년 시멘트 가격 인상 가능성을 기대 중
- Downside Risk: 레미콘사들 실적 부진 이어지며 시멘트가 하락 압박 확대 가능성

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	4,611.7	8,437.6	4,116.4	925.3	1,342.0	1,212.1	1,132.3	1,607.4	2,453.4	1,888.1	2,488.8	1,769.5	2,347.0
YoY(%)	1.2	83.0		5.9	4.6	3.2	-7.6	73.7	82.8	55.8	119.8	10.1	-4.3
시멘트사업	4,577	8,369	4,199	924.4	1,327.0	1,209.8	1,115.6	1,592.9	2,476.6	1,831.2	2,468.8	1,790.5	2,408.4
- 시멘트	3,005	6,902	3,362	579.7	895.8	788.5	740.9	1,279.6	2,051.9	1,493.4	2,077.4	1,442.0	1,920.4
- 레미콘	1,316	1,079	528	302.3	377.0	333.1	304.0	247.3	312.3	234.3	285.1	228.5	299.8
- 2차제품	183	181	86	32.6	41.3	52.2	57.0	36.2	53.3	40.1	50.9	36.3	50.1
- 기타시멘트	72	208	222	9.8	12.9	36.1	13.8	29.8	59.1	63.5	55.4	83.7	138.1
기타부문	35	162	54	0.9	14.9	2.3	16.7	14.5	2.3	66.3	78.9	21.7	32.0
내부거래제거	0	94	136	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.4	9.4	58.8	42.7	93.4
매출총이익	1,106.4	1,719.9	777.0	115.8	386.9	338.6	265.1	72.0	550.5	449.5	647.9	149.7	627.3
GPM(%)	24.0	20.4	18.9	12.5	28.8	27.9	23.4	4.5	22.4	23.8	26.0	8.5	26.7
영업이익	532.2	791.9	329.6	-10.5	240.9	190.4	111.4	-138.0	309.5	221.1	399.3	-64.5	394.1
YoY(%)	-6.6	48.8		적지	2.3	-12.6	-26.6	적지	28.5	16.1	258.7	적지	27.3
OPM(%)	11.5	9.4	8.0	-1.1	18.0	15.7	9.8	-8.6	12.6	11.7	16.0	-3.6	16.8
당기순이익	553.8	172.1	148.8	0.6	163.2	186.0	204.1	-300.0	165.3	102.0	204.8	-112.6	261.5
YoY(%)	30.0	-68.9		흑전	-10.1	9.5	117.5	적전	1.3	-45.2	0.4	적지	58.2
NPM(%)	12.0	2.0	3.6	0.1	12.2	15.3	18.0	-18.7	6.7	5.4	8.2	-6.4	11.1

Source: DART, KTB투자증권

한국자산신탁 (123890)

투자매력 ★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	3,360
컨센서스목표주가	4,400
상승여력	31.0%
베타(주간,52주)	0.8
52w 최고가	5,190
52w 최저가	3,325
거래대금(3개월평균,억원)	0
시가총액(십억)	0
비중(KOSPI내)	0.00%
보통주주식수(천주)	112,853
외국인보유지분(%)	7.2%

▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
엠디엠 (외 4인)	53.5%
한화자산운용 (외 1인)	6.4%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%
한국자산관리공사 (외 1인)	5.7%

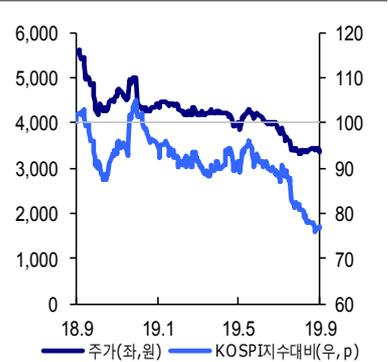
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	5.5	4.4	4.5	3.1	6.1	14.1
PBR(x)	1.3	0.8	0.6	0.6	1.2	2.7
ROE(%)	35.7	24.9	17.0			
배당수익률(%)	3.4	5.7	5.2	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	1.0%	-5.1%p	-6.6%p
3M	-23.7%	-19.7%p	-8.8%p
1Y	-49.3%	-34.4%p	-21.5%p
YTD	-31.0%	-31.4%p	-17.3%p

▲ Price Trend



▲ Sales & Product

제품명	비중
수수료수익	70.0%
이자수익	28.8%
금융상품 관련이익	0.8%
배당금수익	0.4%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 2018년 이후 차입형 신탁 수주 급감해 영업수익은 YoY 하락 전망. 현안 프로젝트에서 대손 발생, 영업이익률도 YoY 하락 예상
- Focal Point: i) 2019년 신규수주 1,200억원 내외 예상. 차입형 신탁 시장 자체가 축소된 영향도 있으나, 내부 risk 심의 강화로 동사 M/S 축소됐기 때문. ii) 기수주했던 재건축 신탁사업은 착공 지연 중. 이에 시행자 방식이 아닌 사업대행자 방식으로 수주 추진 중. iii) 국내 주택경기 둔화 우려로 신규수주에 보수적으로 대응 중. 현재 주력하고 있는 분야는 MDM그룹(캐피탈/에셋운영 등) 시너지를 활용한 사업, iv) 3개 현안 프로젝트에서 대규모 대손충당금 발생. 고정 이상 신탁계정대 늘고 있고, 진행 중인 현장 분양률도 둔화되고 있어 하반기 이후에도 대손 발생 가능성 있음. 실적 불확실성 존재
- Upside Potential: MDM그룹과의 영업 시너지. 리츠 AMC로 참여 시 운영 수익 확보 가능
- Downside Risk: 준공후 미분양 판매 부진에 따른 충당금 발생 지속 가능성

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	2,224.9	2,265.7	1,130.1	486.0	510.9	582.1	645.9	513.1	560.1	577.2	615.4	559.7	570.4
YoY(%)	63.0	1.8		82.2	58.8	62.4	54.5	5.6	9.6	-0.8	-4.7	9.1	1.8
수수료수익	1,598.6	1,515.9	675.5	376.7	388.7	388.3	444.9	337.1	387.7	394.3	396.9	327.1	348.3
유가증권관련이익	124.1	33.0	20.2	2.5	12.5	59.5	49.7	8.0	0.8	4.1	20.1	13.0	7.2
파생상품관련이익	13.6	0.0	0.0	0.3	0.7	0.0	12.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자수익	458.3	686.1	422.0	95.8	102.1	124.0	136.5	158.6	159.6	170.7	197.1	209.0	213.0
대출채권관련이익	0.3	13.3	0.0	0.9	1.3	(1.3)	(0.6)	2.0	9.9	2.4	(1.0)	0.0	0.0
기타영업수익	30.0	17.5	12.4	9.9	5.8	11.6	2.8	7.4	2.1	5.8	2.2	10.6	1.9
매출총이익	2,036.6	1,820.4	727.4	459.4	500.4	487.5	589.2	411.1	492.4	388.0	528.9	410.6	316.9
GPM(%)	91.5	80.3	64.4	94.6	97.9	83.8	91.2	80.1	87.9	67.2	86.0	73.4	55.6
영업이익	1,668.0	1,378.7	530.2	369.3	408.7	395.6	494.4	323.8	389.0	286.3	379.6	308.6	221.7
YoY(%)	73.4	-17.3		99.5	90.8	51.7	63.8	-12.3	-4.8	-27.6	-23.2	-4.7	-43.0
OPM(%)	75.0	60.9	46.9	76.0	80.0	68.0	76.5	63.1	69.5	49.6	61.7	55.1	38.9
EBIT	1,666.5	1,384.6	578.2	358.2	409.2	405.7	493.4	324.6	389.2	287.6	383.3	319.6	258.6
당기순이익	1,267.3	1,033.9	440.9	273.6	311.5	309.2	373.0	251.5	296.5	219.6	266.3	244.4	196.6
YoY(%)	73.2	-18.4		93.9	90.2	55.9	63.2	-8.1	-4.8	-29.0	-28.6	-2.8	-33.7
NPM(%)	57.0	45.6	39.0	56.3	61.0	53.1	57.8	49.0	52.9	38.1	43.3	43.7	34.5

Source: DART, KTB투자증권

서한 (011370)

투자매력 ★

▲ Shr Info

일자	2019-09-27
현재주가	1,290
컨센서스목표주가	
상승여력	
베타(주간,52주)	1.3
52w 최고가	2,195
52w 최저가	1,170
거래대금(3개월평균,억원)	3
시가총액(십억)	130
비중(KOSPI내)	0.01%
보통주주식수(천주)	100,895
외국인보유지분(%)	12.4%

▲ Major shr

주요주주명	지분율(%)
대왕레미콘 (외 7인)	11.3%
서한장학문화재단 (외 1인)	9.9%
정병양 (외 1인)	9.5%
제산장학문화재단 (외 1인)	8.3%

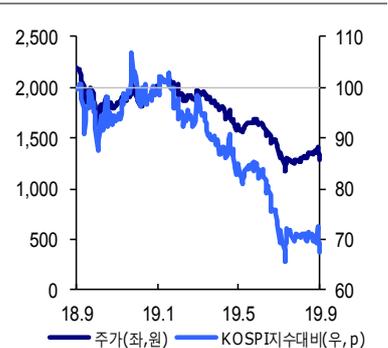
▲ Valuation Wide

	2017	2018	2019E	min	avg	max
PER(x)	3.0	4.5	n/a	2.1	3.4	7.1
PBR(x)	0.8	0.6	n/a	0.4	0.9	1.5
ROE(%)	41.3	22.3	n/a			
배당수익률(%)	1.8	2.2	n/a	(주: min, avg, max는 2017년 이후 기준)		

▲ Share Price Performance (%)

시점	주가수익률	KOSPI대비	업종대비
1M	1.9%	-4.2%p	-5.7%p
3M	-26.0%	-22.0%p	-11.1%p
1Y	-70.2%	-55.3%p	-42.3%p
YTD	-44.2%	-44.6%p	-30.5%p

▲ Price Trend



▲ Sales & Product

제품명	비중
아파트 분양사업	46.5%
건축공사 건설용역	44.2%
토목공사 건설용역	8.8%
동고령 분양사업 외	0.5%

▲ Investment Point

- 실적 전망: 2011년~2012년 분양한 자체사업이 2018년 준공되며 2019년 매출 및 영업이익 YoY -20~-40% 축소
- Focal Point: i) 현재 보유 중인 자체사업 부지 총 5건. 이 중 대전 둔곡지구(분양매출 약 2,200억원)은 2020년 분양 목표. 이에 동사 연간 신규 분양은 2019년 약 700세대에서 2020년 3천세대 이상으로 확대 기대, ii) 대구 주택경기 호황이나, 수도권 규제 피해 진출한 대형사들의 분양M/S 확대 되는 중. 금융위기 부도risk를 경험한 동사는 주택시장에 보수적으로 대응 중. iii) 오히려 실적 개선의 기회는 '토목'분야에서 확보 가능. 동사 토목부문 GPM 8%로 양호. 도로/부지조성 등 SOC 발주 확대 수혜 기대.
- Upside Potential: SOC 인프라 투자 확대 수혜. 공공공사는 공구별로 나뉘어서 발주, 대형사보다는 중소형사에게 실적 impact 클 전망
- Downside Risk: 2020년 자체사업 분양 지연시 실적 둔화세 지속 가능

▲ Income Statement

(단위 : 억원)	2017	2018	2019	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	5,286.9	6,401.7	2,919.9	1,027.3	1,245.3	1,592.9	1,421.6	1,226.5	2,055.3	1,594.7	1,525.2	1,329.9	1,590.1
YoY(%)	5.8	21.1		-3.0	-5.1	22.2	7.6	19.4	65.1	0.1	7.3	8.4	-22.6
건축	1,138.5	2,830.8	1,949.2	230.7	291.3	259.7	356.7	353.0	759.2	784.5	934.1	868.0	1,081.2
토목	797.4	562.6	233.7	173.8	189.8	176.6	257.2	135.9	228.9	186.9	10.9	97.7	136.1
분양	3,313.9	2,979.0	736.8	618.9	740.5	1,154.6	799.9	732.1	1,068.5	615.2	563.1	364.2	372.6
기타	37.2	29.3	0.2	3.9	23.6	2.0	7.7	5.6	(1.4)	8.2	17.0	0.0	0.2
매출총이익	1,204.9	874.2	287.8	229.8	240.2	428.9	306.1	203.7	303.3	132.9	234.3	95.4	192.5
건축	27.9	19.7	29.9	4.0	4.4	18.2	1.3	1.8	0.3	0.2	17.4	(10.6)	40.5
토목	134.1	30.7	14.9	30.8	9.6	22.8	71.0	12.0	1.5	61.8	(44.6)	3.0	11.9
분양	1,048.4	810.2	244.4	198.8	225.3	389.8	234.5	196.9	294.3	66.5	252.5	103.6	140.7
GPM(%)	22.8	13.7	9.9	22.4	19.3	26.9	21.5	16.6	14.8	8.3	15.4	7.2	12.1
건축	2.4	0.7	1.5	1.7	1.5	7.0	0.4	0.5	0.0	0.0	1.9	(1.2)	3.7
토목	16.8	5.4	6.4	17.7	5.1	12.9	27.6	8.8	0.7	33.1	(409.5)	3.1	8.7
분양	31.6	27.2	33.2	32.1	30.4	33.8	29.3	26.9	27.5	10.8	44.8	28.5	37.8
영업이익	1,031.1	652.0	197.4	187.7	207.3	366.9	269.3	145.7	278.7	68.5	159.2	43.2	154.2
YoY(%)	15.2	-36.8		34.6	-6.7	53.9	-8.6	-22.4	34.5	-81.3	-40.9	-70.3	-44.7
OPM(%)	19.5	10.2	6.8	18.3	16.6	23.0	18.9	11.9	13.6	4.3	10.4	3.3	9.7
당기순이익	774.7	421.2	135.0	151.4	157.2	281.7	184.4	123.4	217.5	67.9	12.4	44.1	90.9
YoY(%)	19.8	-45.6		42.4	0.6	55.5	-9.2	-18.5	38.4	-75.9	-93.3	-64.3	-58.2
NPM(%)	14.7	6.6	4.6	14.7	12.6	17.7	13.0	10.1	10.6	4.3	0.8	3.3	5.7

Source: DART, KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% HOLD : 11.3% SELL : 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.
 • Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 • Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 • Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내용

태영건설 (009410)



일자	투자 의견	목표주가
2018.04.09	BUY	14,000원
2018.05.16	BUY	16,000원
2018.05.31	BUY	21,000원
2018.11.15	BUY	15,000원
2019.05.16	BUY	16,000원
2019.05.31	BUY	19,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.04.09	14,000원	11,216원	12,700원	-19.89	-9.29
	2018.05.16	16,000원	15,090원	17,050원	-5.69	6.56
실제주가 괴리율	2018.05.31	21,000원	12,984원	17,150원	-38.17	-18.33
	2018.11.15	15,000원	11,871원	13,300원	-20.86	-11.33
	2019.05.16	16,000원	13,325원	14,950원	-16.72	-6.56
	2019.05.31	19,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가





기업분석

유틸리티 리서치센터장 신지윤 jyshin@ktb.co.kr	정유/화학 팀장 이희철 chemlee@ktb.co.kr	제약/바이오 팀장 이혜린 hrin@ktb.co.kr	Tech 연구위원 김양재 yj.kim@ktb.co.kr	건설/유통 연구위원 김선미 smkim@ktb.co.kr
운송/자동차 연구위원 이한준 hanlee@ktb.co.kr	스몰캡 연구위원 김재운 jy.kim@ktb.co.kr	은행/지주 연구위원 김한이 haneekim@ktb.co.kr	인터넷/게임/미디어 연구위원 이민아 mina.lee@ktb.co.kr	스몰캡 연구위원 김영준 yjkim311@ktb.co.kr
화장품 연구원 배송이 songji0703@ktb.co.kr	제약/바이오 연구원 강하영 hy.kang@ktb.co.kr	통신/광고/엔터테인먼트 연구원 남효지 hjnam@ktb.co.kr	Tech 연구원 문정윤 jymoon@ktb.co.kr	

매크로

투자전략 팀장 박석현 shyun.park@ktb.co.kr	자산전략 수석연구위원 김한진 hjkim@ktb.co.kr	계량분석 연구위원 김경훈 aimhigh2027@ktb.co.kr	경제분석 연구원 임혜윤 hylim@ktb.co.kr	채권분석 연구원 허정인 jeongin@ktb.co.kr
해외채권 연구원 김선우 imsunwoo@ktb.co.kr				

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2019.07.01	김선미	건설 : 수주보다는 실적이 주가를 견인 - 국내편
2019.07.01	김경훈	Active Quant의 定石 (2Q19-1) : 2Q19 EARNINGS PREVIEW - 안팎으로 바닥을 다져가는 국내증시
2019.07.08	이한준	자동차 : 중국 회복, 예상보다 빠른 전망
2019.07.08	김재운	스몰캡 : Libra와 페이스북이 촉발시킬 新 화폐혁명
2019.07.15	김선미	건설 : 수주 보다는 실적이 주가를 견인 - 해외편
2019.07.15	김경훈	Active Quant의 定石 (2Q19-2) : THE ERA OF NEGATIVE GAMMA - 앞이 안보일 땐 저변동성 전략
2019.07.22	이민아	인터넷 : 익숙한 탭, 웹툰의 재발견
2019.07.29	김경훈	Active Quant의 定石 (2Q19-3) : US Market Mechanism - 아직은 시기상조일 수 있는 7월 금리 인하
2019.07.30	이희철	화학업종 하반기 전망 : 경기 부진 對주가 선행성
2019.07.31	김선우 · 김명실	Global Bond : 유로 커버드본드, 프리미엄을 엮은 대체자산
2019.08.08	김한진	Market & Beyond : Beyond Cycle - 사이클 너머의 3가지 시그널
2019.08.12	남효지	통신 : 5G, 7년만에 내리는 단비
2019.08.19	문정윤 외 4인	2차전지 산업 : 소재의 시대: 2차전지편
2019.08.23	이민아	NAVER (035420) : 웹툰, 쇼핑, 페이 모두 revaluation
2019.08.26	임혜윤	Global Macro : Policy mix of 부활 - 새로운 경제환경, 높아지는 재정정책의 가치
2019.09.02	강하영	의료기기 : 성장성을 따라가는 밸류에이션
2019.09.09	김경훈	Active Quant의 定石 (3Q19-1) : 과거 1998년과 유사한 현재 - 주식시장 변곡점을 위한 대응전략
2019.09.09	김한이	핀테크 : 온라인 대출플랫폼, 금융 생태계 영향 전망
2019.09.30	문정윤 · 김양재	OLED 장비/소재 : 2020년 Keyword: 모듈 장비, 소재

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륭서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.