

건설/부동산

(Overweight)

2021
하반기
산업전망

28 May 2021

억눌린 욕망, 축적의 힘

건설/부동산/REITs 김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com



Contents

1	건설업 현황과 투자전략	05
2	주택 시장 전망	15
3	기업분석	37
	현대건설	
	삼성엔지니어링	
	GS건설	
	대우건설	
	DL이앤씨	
	DL건설	
	HDC현대산업개발	
	SK디앤디	

Executive Summary

01

외형과 수익성의 동반성장

- 주택시장 호황으로 신규분양 증가세 지속
- 재개발재건축 비중 증가하며 대형건설사 경쟁 우위
- 5년 만에 매출액과 수익성의 동반 성장
- 해외수주와 신사업 추진도 긍정적

02

주택시장 전망

- 매매가격, 전세가격 전국적인 상승세
- 3기 신도시, 재개발재건축, 광역교통계획에 주목
- 역대 최저 수준의 미분양, 분양가 상향 가능성
- 향후 최소 2-3년간 주택사업으로 성장성 확보

03

Top Picks

- 현대건설(000720) - TP: 70,000원
- GS건설(006360) - TP: 59,000원

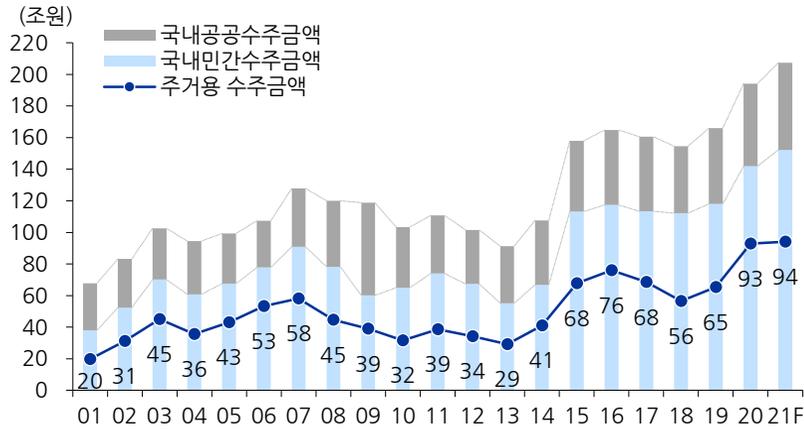
01

건설업 현황과 투자전략

국내 건설수주, 한번 더 성장

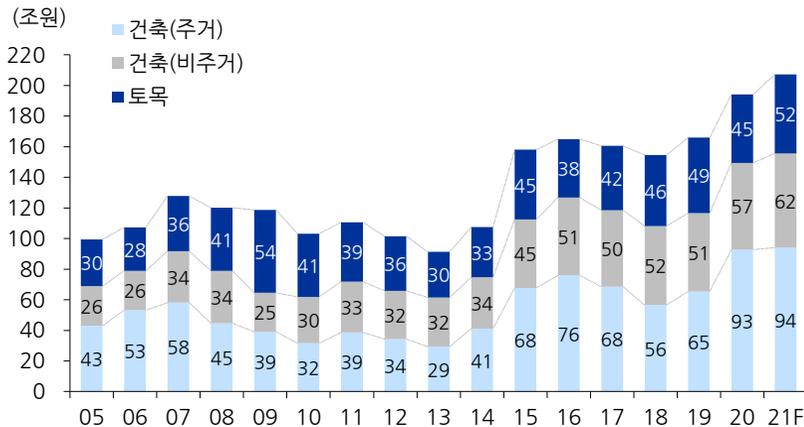
국내 건설수주 건축, 토목 모두 성장

공공/민간 연도별 수주 추이와 전망



자료: 대한건설협회, 유진투자증권

공종별 연도별 수주 추이와 전망



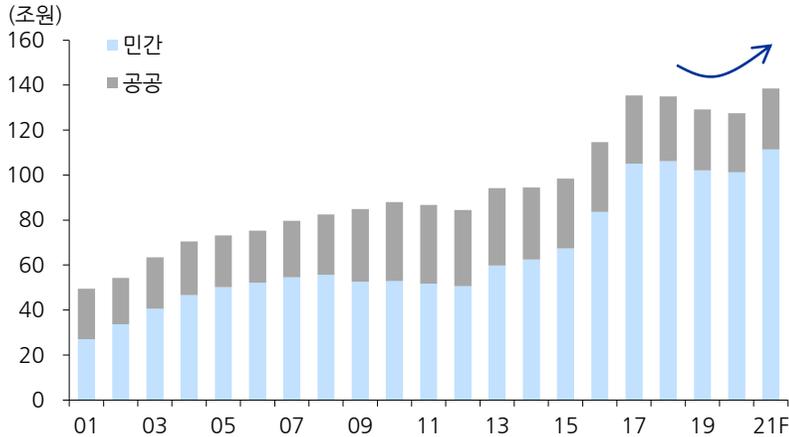
자료: 대한건설협회, 유진투자증권

- 국내 건설수주는 2020년 194조원으로 사상 최고치를 기록했다. 지난해 상반기만 해도 2019년 대비 감소세였는데 하반기 들어 민간 주거용 수주와 공공 토목 수주가 빠르게 증가하면서 기대 이상의 실적을 거뒀다.
- 아직 단정하기에는 이르나, 2021년 건설수주 역시 주거용 건축 수주를 필두로 비주거용 건축과 토목까지 전반적으로 호황을 이어가며 전년도 기록을 경신할 가능성이 엿보인다. 전국적인 부동산 가격 상승과 청약 열풍에 힘입어 올해도 주거용 건축 수주는 90조원 이상 달성 가능성이 높다.
- 물류센터, 공장, 창고 등 비주거용 건축 수주도 성장이 기대되며 공공 토목 예산도 사상 최대 규모다. 정부는 코로나 이후 부진한 내수 경기 회복을 위해서라도 공공 발주를 가속화하겠다는 입장이다.
- 1분기 건설수주는 47.9조원(토목 13.1조원, 건축 34.8조원)으로 전년동기비 +31.8% 증가했다. 주거용 건축만 살펴보면, 민간은 16.6조원(YoY +26.9%), 공공은 4,832억원(YoY-57.8%)을 기록했다. 공공 주거용 건축 수주가 기대에 미치지 못했고, 민간 주거용 건축은 지난해 3월 코로나 영향으로 다소 부진했던 기저효과가 있었다.
- 빠르게 회복되고 있는 4~5월 업황을 감안하면 2분기 민간 수주는 1분기보다 더욱 증가할 전망이다. 공공 발주는 예산이 편성된 만큼 하반기로 갈수록 증가할 가능성이 높다.

국내 건설기성 하반기 성장 전환

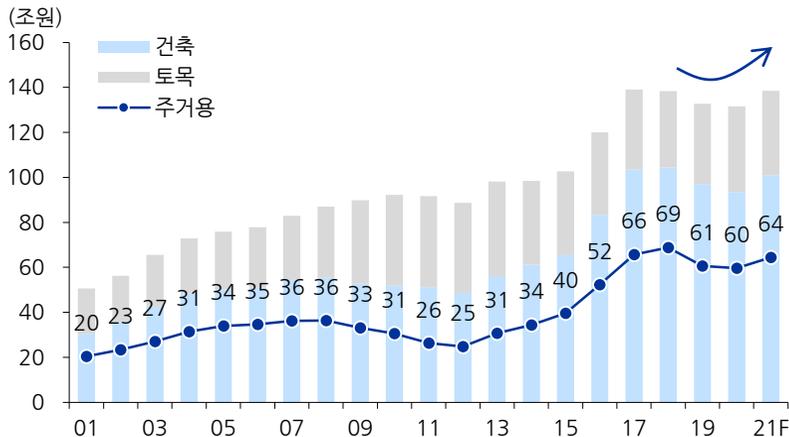
국내 건설기성 회복세, 하반기부터 본격 증가

공공/민간 건설기성 추이와 전망



자료: 통계청, 유진투자증권

공종별 건설기성 추이와 전망



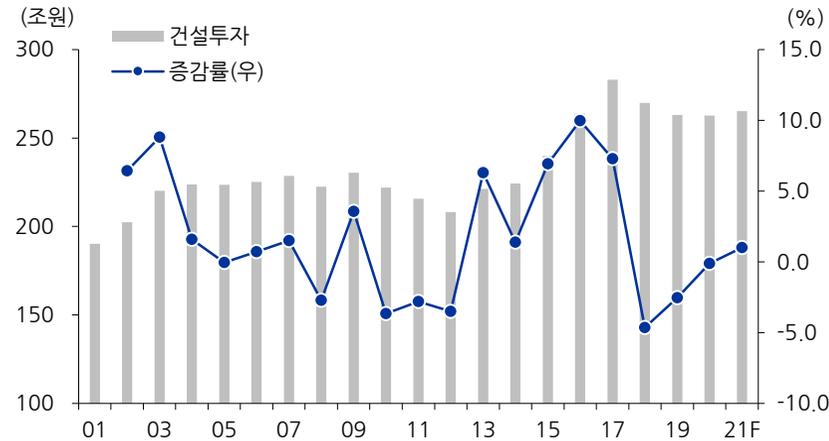
자료: 통계청, 유진투자증권

- 국내 건설기성은 2017년 139조원으로 사상최고치를 기록한 후 3년간 감소하며 지난해 132조원을 기록했다. 건설수주가 2016년 최고치를 기록한 후 지난해 에서야 다시 증가했다. 그 결과 올해 상반기까지 건설기성 부진이 이어지고 있다.
- 2020년 하반기 주거용 건축을 필두로 건설수주가 가파르게 상승한 만큼 올해 하반기부터는 건설기성도 성장 전환할 전망이다. 1분기 건설기성은 공공 6.25조원(YoY +2.6%), 민간 23.8조원(YoY -5.0%)으로 총 30.9조원(YoY -3.4%)을 기록했다.
- 전년도 2분기 코로나 팬데믹 기저효과로 2분기부터 건설기성 성장 가능성이 있다. 백신 보급으로 코로나 팬데믹 상황 완화 시 기성 속도는 좀 더 빨라질 전망이다.
- 주거용 건축만 살펴보면, 2015년 신규분양 급증 후 3년차인 2018년에 69조원으로 사상 최고치를 기록했다. 이후 분양 및 착공 감소로 60조원까지 감소했는데 지난해 4분기 분양 급증으로 올해 3~4분기부터는 본격 성장 전환할 전망이다.
- 최근 부동산 시장 동향과 1분기 실적시준 건설사들의 분양 목표 상향 추세를 감안할 때, 목표한 분양을 달성한다면 주거용 건축 기성은 2024년까지 성장할 것으로 기대한다. 2015년에서 2018년까지 이어진 성장세를 다시 보게 될 가능성이 높아지고 있다.

국내 건설투자 확대

코로나 후 GDP 성장률 저하, 건설투자 확대

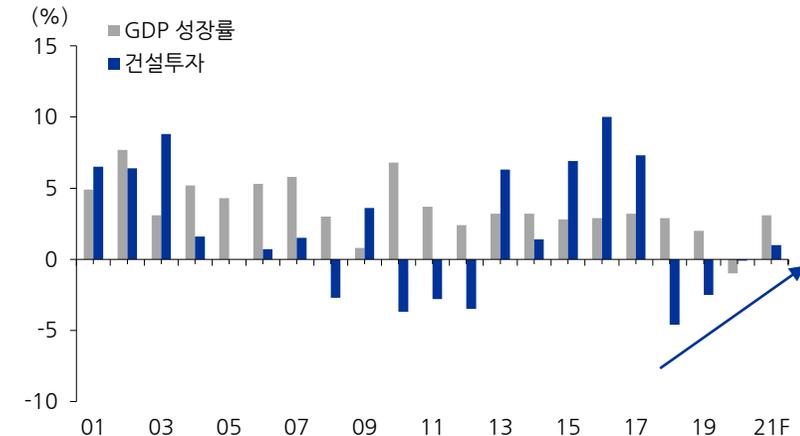
연도별 건설투자 금액과 증감률 추이



자료: 한국은행, 유진투자증권

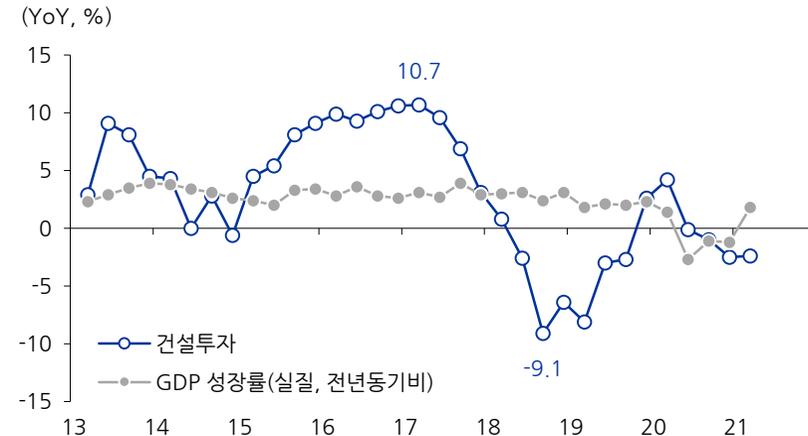
- 건설투자는 2017년 283조원을 기록 후 하강해 3년 연속 감소했으나 감소 폭이 점차 축소되며 2020년에는 263조원(YoY -0.1%)을 기록했다. 2021년에는 전년대비 소폭이라도 성장 전환할 전망이며 올해 발주 속도에 따라 다소 변동 요인은 있으나 내년에도 성장은 지속될 가능성이 높다.
- 2013년부터 2017년까지 건설투자는 GDP 성장률에 기여도가 높았다. 당시 건설경기 부양으로 GDP 성장률을 유지했다고 해도 과언은 아닐 것이다. 반면, 현 정부는 경기부양을 위해 과도한 건설투자를 하지 않겠다고 천명했고 실제로 2018년부터 2020년까지 건설투자는 GDP 성장률을 끌어내렸다. 올해는 주거용 건설투자 증가와 SOC 투자 확대로 성장 전환할 전망이다. 코로나 팬데믹 상황 완화 시, 예상보다 강한 성장도 가능하다.

연도별 GDP 성장률과 건설투자 증감률 추이 및 전망



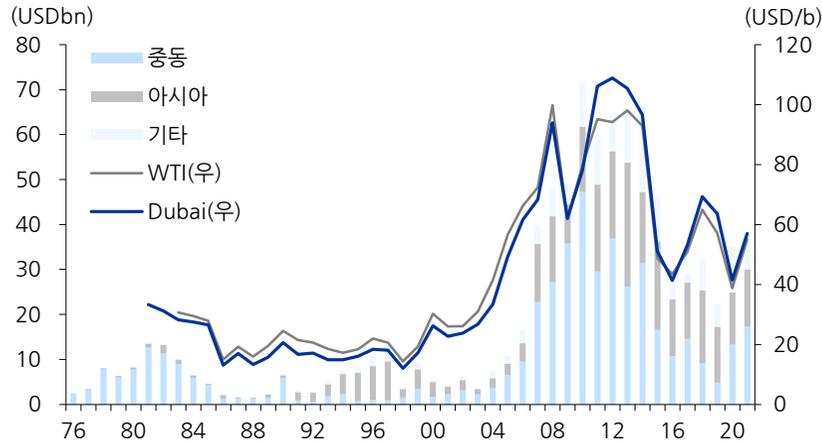
자료: 대한건설협회, 유진투자증권

분기별 GDP 성장률과 건설투자 증감률 추이



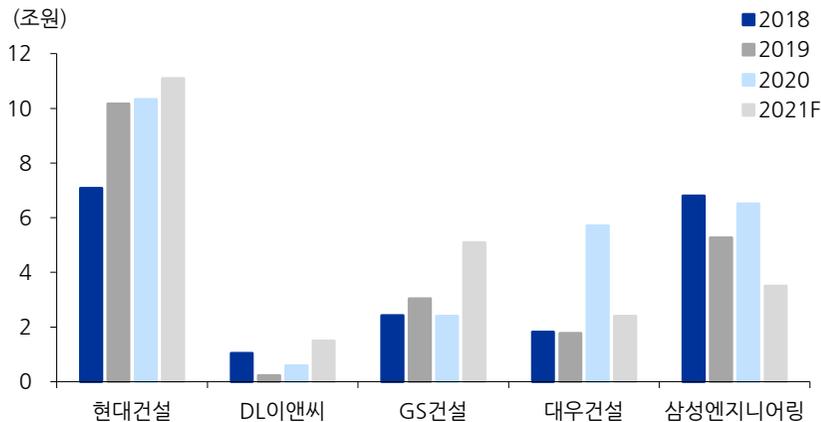
자료: 한국은행, 유진투자증권

해외수주와 유가



자료: Bloomberg, 해외건설협회, 유진투자증권

대형건설사 해외수주 연도별



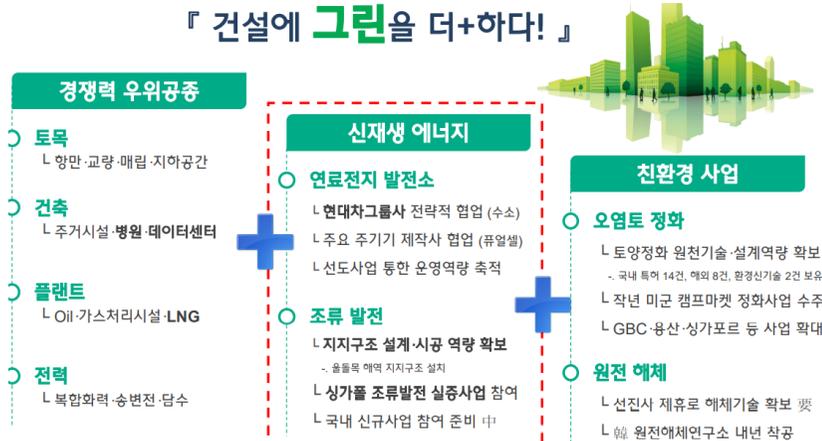
자료: 각 사, 유진투자증권

- 해외수주는 건설업종 밸류에이션 변동에 영향력이 작지 않다. 해외수주가 기대를 상회하느냐, 기대보다 부진하느냐의 주가의 흐름을 바꿀 수 있을만 한 요인이다.
- 2021년 해외수주는 전년도 수주 351억달러 대비 소폭 증가할 전망이다. 작년 상반기 해외수주는 저유가에 코로나가 겹쳐 발주가 지연되거나 취소되며 부진했다가 하반기부터 회복세를 이어오고 있다.
- 한국의 해외수주는 역사적으로 중동 플랜트 의존도가 높아 유가와 밀접한 상관관계를 보여왔다. 2015년 유가 급락 후 해외수주도 급격히 감소했으며 2019년에는 260억 달러에 그쳤다.
- 2021년 5월 현재 해외수주는 약 91억 달러이며, 이 중 중동 수주가 41억 달러로 여전히 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 올해 들어 유가뿐 아니라 글로벌 원자재 가격이 전반적으로 상승하면서 인플레이션 기대감이 높아졌다. 유가를 전망하는 것은 어려우나 최소한 전년도 상반기 유가가 최악의 수준이었음은 명백하다.
- 지난해 4분기경 중동에서 긍정적인 시그널이 나타났다. 저유가로 지연되었던 프로젝트가 예상보다 빠르게 입찰을 개시한다는 소식이다. 동남아 등 신흥국의 프로젝트 발주 재개 가능성도 높아졌다. 하반기 유가 상승 정도와 해외수주 규모에 따라 건설업종 밸류에이션의 추가 상향도 가능할 전망이다.

그린에너지, 친환경 신사업 확대

ESG 강화, 친환경 트렌드에 맞춰 신사업을 추진하고 있는 건설사들

현대건설 미래산업 추진 전략



자료: 현대건설, 유진투자증권

삼성엔지니어링 ESG 기반 EPC 전략

전통적 EPC Player에서 ESG Solution Provider로 진화, 안정적 수익 기반 마련과 미래 성장동력 확보

	ESG Solution Provider	혁신 Solution
추진 사업	그린 인프라 수소 에너지 에너지 절감	기술 솔루션 사업화
Mission	• 환경 O&M ¹²⁾ 사업 확대를 통해 안정적 기여 이익 마련 • 수소 등 클린 에너지 기술을 SECL 新성장동력으로 육성 • 고객사 운영 자산의 에너지 효율화 기여 (OPEX ¹³⁾ 최적화	• 검증된 SECL 혁신 솔루션을 외부 판매하는 플랫폼 구축 (예. EP+F, Auto-piping ¹⁴⁾ 등) • Soft 경쟁력을 통한 수익 창출

12) O&M : Operation & Maintenance 운영 및 보수 단계 작업

13) OPEX : Operating Expenditure. 운영경비

14) Auto-Piping : 자동설계 기반으로 산출된 배관 자재를 Spool(반제품) 형태로 자동 용접 (Smart Shop 연계)

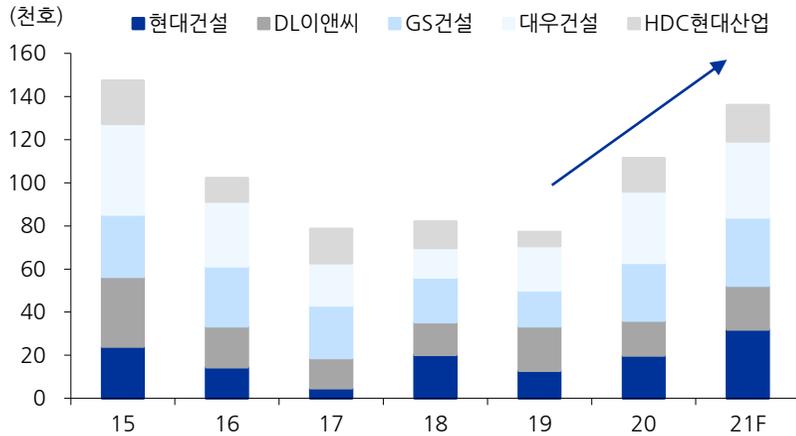
자료: 삼성엔지니어링, 유진투자증권

- 코로나 이후 ESG를 중시하는 트렌드가 강화되고 있다. 수십년간 한국 건설사들의 해외수주는 정유, 석유화학이나 석탄 발전소 등 화석연료 기반의 플랜트가 절대적인 비중을 차지해왔다. 변화가 필요한 시점이 도래했다.
- 회사마다 다소 차이는 있으나 대형건설사 전반적으로 친환경, 그린에너지 관련 신사업을 추진하고 있다. 그린에너지 산업은 잠재력은 크고 주도적인 플레이어가 정해지지 않은 초기 단계다. 건설사들은 보유한 플랜트 엔지니어들의 역량을 적극 활용해 중장기 먹거리 찾기에 나서고 있다.
- 현대건설은 현대차 그룹 차원에서 수소에너지 인프라 산업을 적극적으로 연구하고 있다. 수소 연료전지 발전소와 조류 발전을 신사업으로 추진하고 있으며 서산 농업바이오 웰빙 특구 내 그린바이오 스마트 시티 개발도 추진 중에 있다. 최근 혁신원자력연구단지를 수주하며 SMR(소형모듈원자로) 상용화 등 원자력 연구개발에도 참여의지를 밝혔다.
- 삼성엔지니어링은 오랫동안 관계사 수처리 등 환경 O&M 수행해왔으며 이제 그린 인프라 구축, 수소에너지 기술확보를 미래성장 동력으로 제시하고 있다. 롯데케미칼과 그린 파트너십 구축 MOU를 체결하기도 했다.
- 현재 건설사들의 주가는 KOSPI 대비 여전히 할인 받고 있다. 건설업은 대표적인 전통산업 중 하나로 가치주의 영역에 있다고 볼 수 있다. 친환경 신사업은 대체로 아직 초기 단계인 것으로 파악되나 회사마다 적극적으로 검토하고 있는 만큼 좀더 가시화된다면 전통산업에서 성장산업으로 밸류에이션 프리미엄을 기대해볼 수 있다.

주택사업을 기반으로 성장하는 건설사

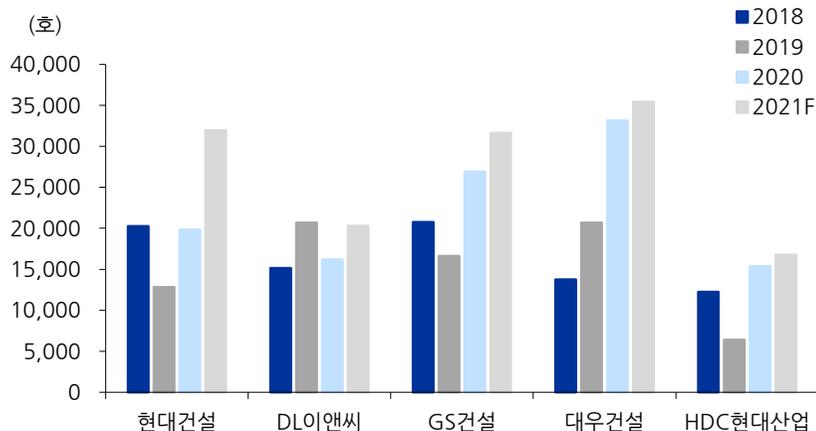
분양시장 호황, 주택사업 호조 지속

대형 5개사 합산 신규분양 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

대형 5개사 연도별 신규분양 추이



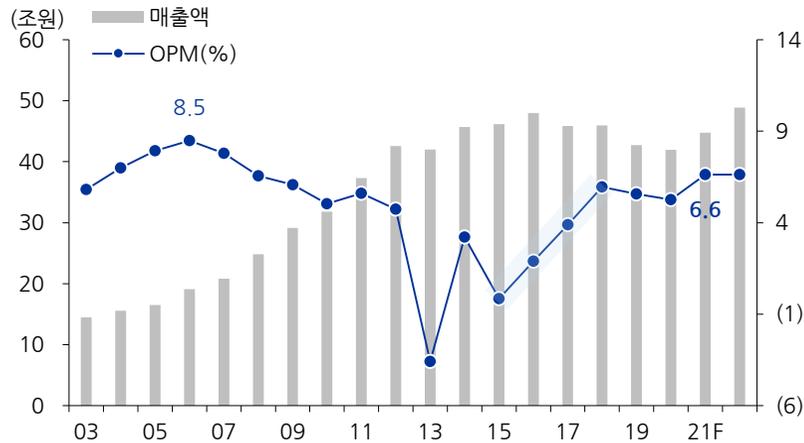
주) 현대건설은 별도기준
자료: 각 사, 유진투자증권

- 분양시장 호황이 예상보다 길어지고 있을 뿐 아니라 청약 열기도 강해지고 있다. 대부분의 건설사들은 올해 분양 목표를 전년대비 높여 잡았다. 지난해 계획했으나 인허가 등 속도가 지연돼 올해로 이연된 분양이 일부 포함됐다.
- 지난해 하반기부터 정부의 부동산 정책 방향이 수요억제에서 공급확대로 전환되고 있다. 정부는 수도권 공급 확대 방안을 수차례 발표했을 뿐 아니라 기존에 지연되던 주택 사업 인허가도 속도를 내고 있는 것으로 파악된다.
- 1분기 주택 인허가 실적은 수도권이 5.3만호(YoY -3.8%)로 소폭 감소했으나 지방광역시 2.3만호(YoY +39.7%), 기타지방 2.9만호(YoY +21.1%)로 증가하며 전국 10.5만호(YoY +10.0%)를 기록했다.
- 건설사들은 회사마다 다소 속도 차이는 있지만, 대체로 지난해 하반기부터 분양을 확대했으며 올해 하반기부터 향후 최소 2년간 주택사업 매출액이 성장할 전망이다. 올해 분양 성과에 따라 내년도 매출액은 기대 이상 성장할 가능성도 존재한다.
- 대형건설사 중 전년대비 가장 공격적인 목표를 제시한 회사는 현대건설이다. 현대건설은 지난해 별도 기준 19,825세대, 현대엔지니어링 7,942세대를 포함한 연결 기준 27,767세대를 분양했는데 올해 목표는 전년 실적대비 87% 높은 51,989세대(현대건설 31,938 세대, 현대엔지니어링 20,051 세대)다.
- 지난해 신규분양을 가장 공격적으로 확대한 회사는 대우건설이다. 대우건설은 주택사업 매출액이 성장하며 수익성도 대폭 개선되고 있다.

대형건설사 실적 개선

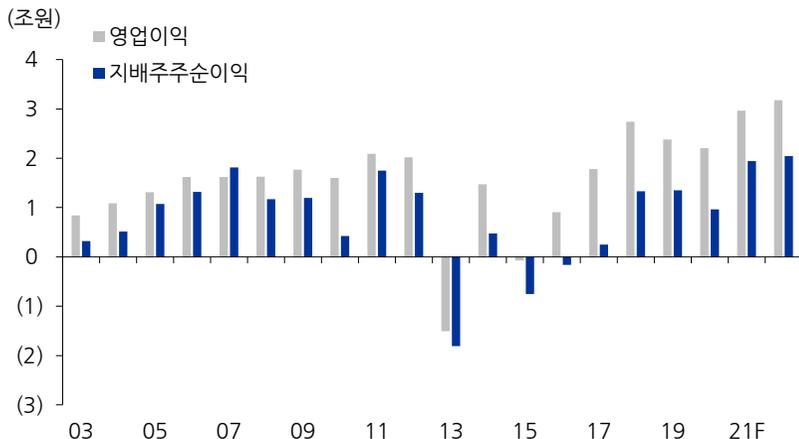
5년 만에 매출액과 이익의 동반 성장

대형건설사 매출액, 영업이익률



주) 현대건설, GS건설, 대우건설, 삼성엔지니어링 합산
자료: 유진투자증권

대형건설사 영업이익, 순이익



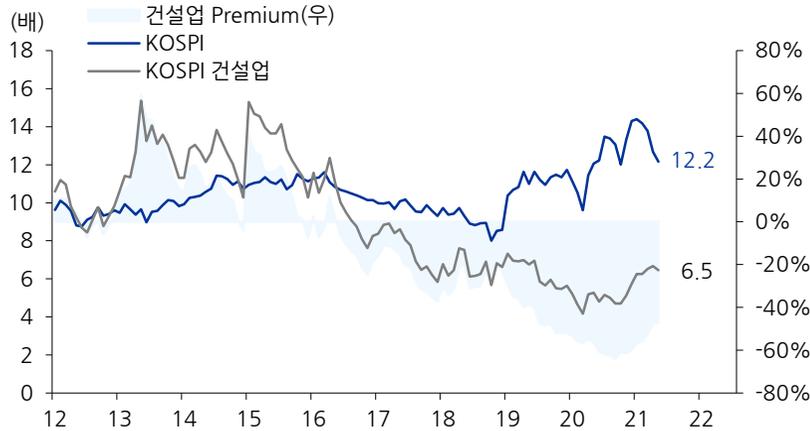
주) 현대건설, GS건설, 대우건설, 삼성엔지니어링 합산
자료: 유진투자증권

- 주택시장 장기 호황과 건설사들의 적극적인 분양 확대로 건설사들의 실적은 오랜만에 성장 국면으로 진입할 전망이다. 2021년 대형건설사 합산 실적은 5년 만에 매출액과 이익의 동반 성장이 예상된다.
- 올해 신규분양이 상향된 목표 수준까지 증가한다면 2022년 매출액 전망은 2016년 최고치 수준으로 증가할 전망이다. 분양에서 준공까지 2~3년의 시차를 감안하면 올해와 내년도 분양 성과에 따라 2024년까지 매출액 성장성을 확보할 수 있다.
 - (1) 매출액 성장과 함께 수익성도 개선될 전망이다. 현대건설, GS건설, 대우건설, 삼성엔지니어링 합산 영업이익률은 2020년 5.3%에서 2021년 6.6%로 상승할 전망이다.
 - (2) 수익성 개선 요인은 두가지다. 1) 건설사들은 지난해 코로나 영향으로 해외 사업 관련 추가비용(현대건설 2,300억원, 삼성엔지니어링 710억원, GS건설 2,700억원, DL이앤씨 170억원, 대우건설 1,060억원)을 반영했다. 백신 보급과 함께 해외 수익성 개선 여지가 있다.
- 2) 주택사업 수익성이 사업 초기 예상보다 높아지며 준공시점 정산차익이 발생하고 있다. 2015년 신규분양 확대 후 2018년 입주 증가 시점까지 대부분 건설사의 수익성이 개선됐다. 주택시장, 특히 분양시장의 호황이 이어지는 상황을 감안할 때 이러한 추세는 올해도 재현될 전망이다.

건설 Valuation과 투자전략

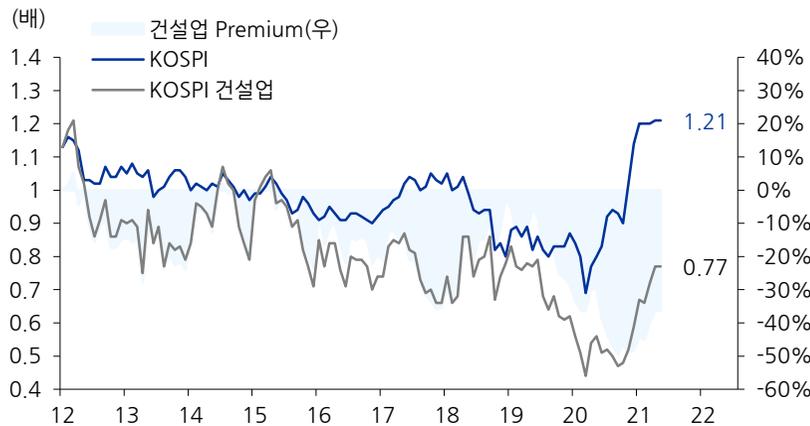
건설업 투자의견 ‘비중확대’ 유지, Top Picks 현대건설, GS건설

KOSPI 대비 KOSPI 건설업 12M Fwd PER



자료: Dataguide, 유진투자증권

KOSPI 대비 KOSPI 건설업 12M Fwd PBR



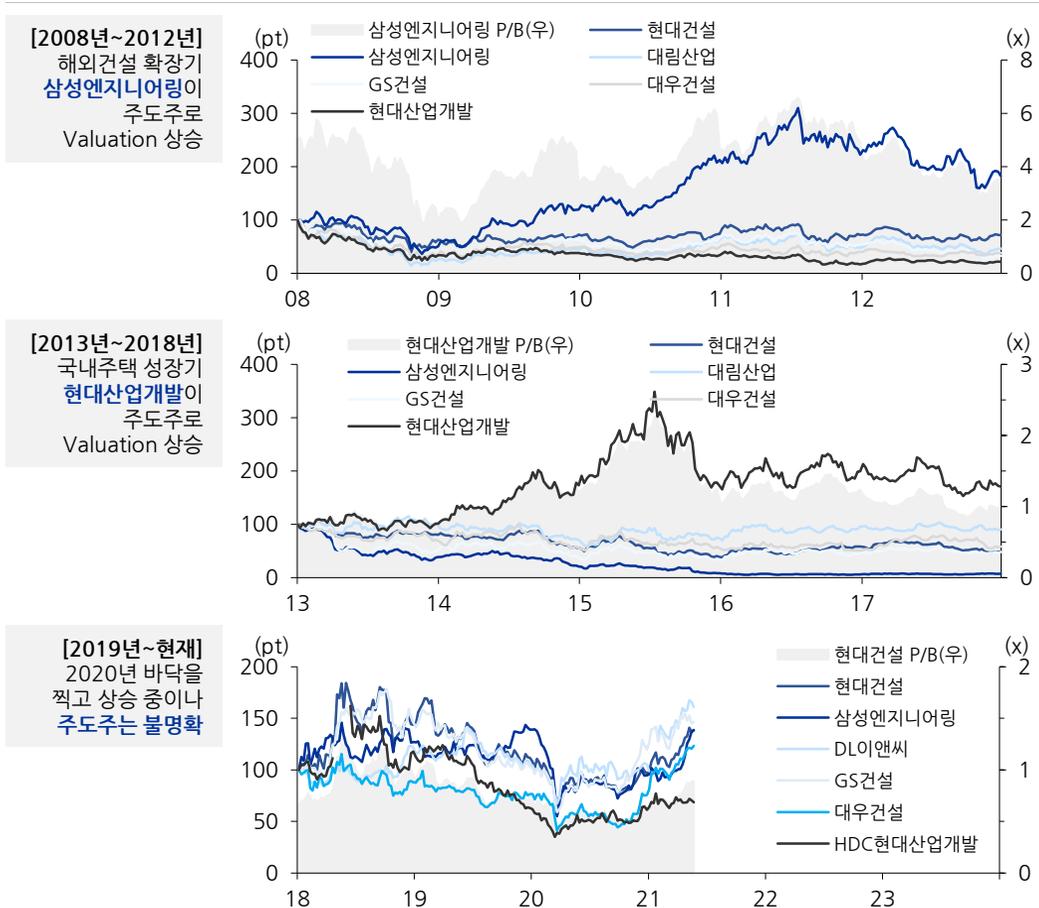
자료: Dataguide, 유진투자증권

- 건설업종 주가는 2020년 저점에서 KOSPI 대비 12M Fwd PER 기준 60%, 12M Fwd PBR 기준 50% 할인 받았다. 정책의 방향이 수요억제에서 공급 확대로 전환되고 유가 반등과 해외수주 증가 등 긍정적인 소식에 주가가 상승했다. 건설사 실적 추정 상황이 동반되며 밸류에이션은 부담스럽지 않은 수준이다. 현재 건설업 밸류에이션은 12M Fwd PER 6.5배, 12M Fwd PBR 0.77배로 KOSPI 대비 각 47%, 36% 할인 받고 있다.
- 건설업 투자의견 ‘비중확대’를 유지한다. 1) 주택시장 호황으로 향후 2~3년간 매출액 성장과 수익성 개선이 기대된다. 하반기 분양 실적에 따라 2022년 실적 추정 상황 여력이 존재하며 이 추세는 2023년에도 이어질 수 있다. 당 리서치는 주택시장이 2019년 하반기부터 재상승 사이클에 진입했을 가능성이 높다고 판단하며 분양가(P)와 분양물량(Q)의 상승으로 건설업종의 성장이 기대된다. 2) 해외수주와 상관관계가 높은 국제유가도 지난해 저점을 통과해 안정화되고 있다. 저유가와 코로나로 지연 또는 취소되었던 프로젝트 입찰이 재개되거나 재검토 되는 케이스가 나타나고 있다. 아직 발주 증가를 확실한만큼 입찰 안건이 증가한 것은 아니지만 최악의 수주부진 국면을 탈피해가고 있다는 점은 긍정적이다. 여기에 그린에너지, 친환경 신사업 추진 성과가 더해진다면 밸류에이션은 추가 상승 여지가 있다.
- Top Picks로 현대건설과 GS건설을 추천하며 대형건설사 전반적으로 긍정적인 접근을 권고한다. 주식시장이 금리에 민감하게 반응하며 성장주와 가치주 상승, 하락 흐름의 변동성이 큰 편이다. 건설업종의 밸류에이션 부담은 낮고 성장성은 높아지고 있다. 하반기에도 관심을 가져볼 만하다.

건설 Valuation 어디까지 상승할 수 있을까?

수주의 방향성과 기대감

건설업종 주도주의 변화와 PBR Valuation



자료: Dataguide, 유진투자증권

- 건설업은 수주산업으로서 수주 전망에 따라 밸류에이션 변동폭이 크다. 건설 프로젝트 공사기간이 통상 최소 2년에서 길게는 5년 이상 소요되는 만큼 당해연도의 수주 성과는 당해년도 실적보다 향후 2개년 실적에 지속적인 영향을 미치기 때문이다.
- 과거 건설업 주가와 밸류에이션 흐름을 해외건설 확장기와 국내주택 성장기로 구분해 살펴보자. 2008년 금융위기 이후 국내 주택 시장 침체에 중동 해외발주가 증가하며 건설사들의 밸류에이션이 상향됐다. 당시 주도주는 해외 수주 성장성이 가장 높으면서 국내 주택 부실과 무관한 삼성엔지니어링으로 PBR 6배까지 상승했다.
- 2013년 해외건설 어닝쇼크가 발생하는 국면에서 주택 시장은 바닥을 찍고 회복하기 시작했다. 2015년 신규분양이 52만호로 사상최고치를 경신했으며 당시 주도주는 자체사업을 기반으로 주택 수익성이 가장 높으면서 해외 플랜트와 무관한 현대산업개발이었다. 최고점에서 PBR 2.3배를 기록했다.
- 국내 주택 호황이 향후 2년간 지속될 가능성이 높고 해외수주 역시 회복 여력이 있다. 수주 증가 가시성과 지속 가능성이 높아질수록 밸류에이션 상향이 가능하다.

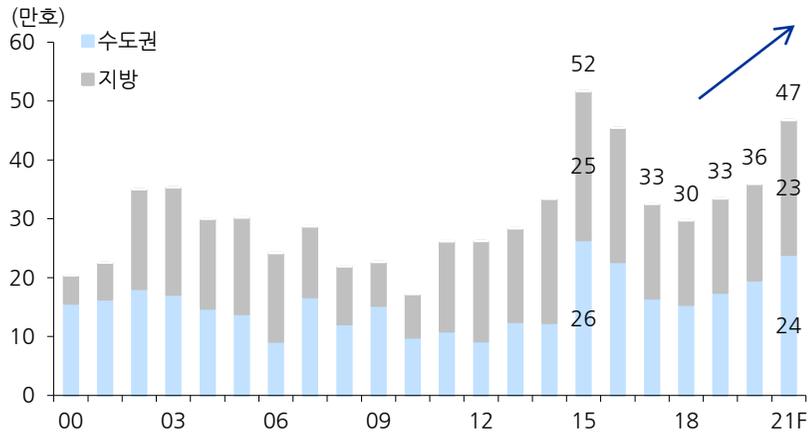
02

주택 시장 전망

신규분양 증가, 입주물량 감소

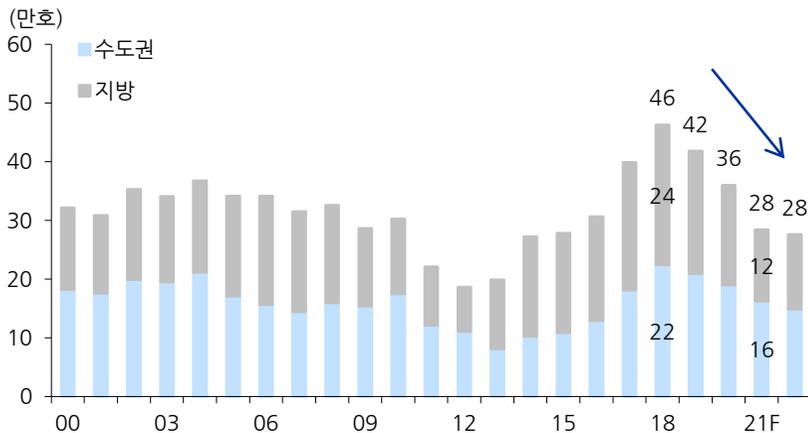
신규분양 확대에 부담 없는 2021년

연도별 아파트 신규분양 추이와 2021년 분양계획



자료: REPS, 유진투자증권

연도별 아파트 입주물량 추이와 2021~2022년 입주예정 물량



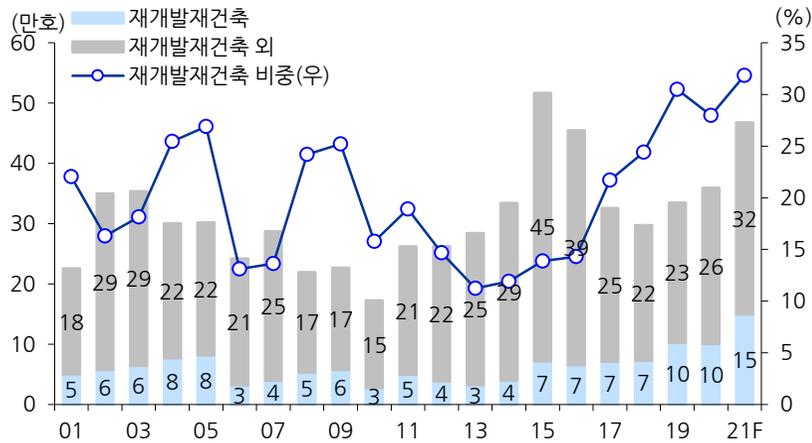
자료: REPS, 유진투자증권

- 2021년 신규분양은 40만호를 넘어설 전망이다. 연초만 해도 전년대비 상향 여력이 높지 않을 것으로 전망했으나 전국적인 부동산 시장 가격 상승세가 이어지며 신규 사업 계획이 추가되고 있다.
- 최근 부동산114에서는 21년 신규분양 계획이 47만호까지 상승했으며 월별 분양 스케줄이 잡혀 있는 물량만 합산해도 39만호를 넘어섰다. 분기별로는 1분기 6.4만호, 2분기 14.9만호, 3분기 10만호, 4분기 8만호가 계획되어 있으며 5월말 현재까지 13.4만호를 분양했다.
- 2015년 주택시장이 예상보다 강하게 상승하면서 전국적으로 신규분양을 확대했던 바 있다. 당시에는 소폭이나마 입주물량이 증가하는 시점이었고 분양 급증으로 미분양도 증가했다. 올해는 입주물량이 감소하고 있으며 미분양도 역대 최저치 수준으로 소진됐다. 건설사 입장에서는 신규분양 확대에 부담이 상당히 낮아진 상황이다.
- 2021년 입주물량은 28만호(수도권 16만호, 지방 12만호)로 2020년 36만호 대비 20.9% 감소할 전망이다. 분기별로는 1분기 7.8만호, 2분기 4.7만호, 3분기 6.9만호, 4분기 9만호가 입주 예정이다.
- 분양가상한제로 로또 청약 열기가 지속되고 있으며, 비규제지역 풍선효과로 지방 분양도 호황을 이어가고 있다. 단, 지방 비규제지역의 경우, 전국적인 규제 강화 가능성도 있으며 수요가 한정적인 지방도시의 경우 미분양 발생 시점을 모니터링 할 필요가 있다. 전국적으로 2022년까지 입주물량 감소, 미분양 재고 부담도 낮아 분양 확대 여력이 존재한다.

재개발재건축 증가

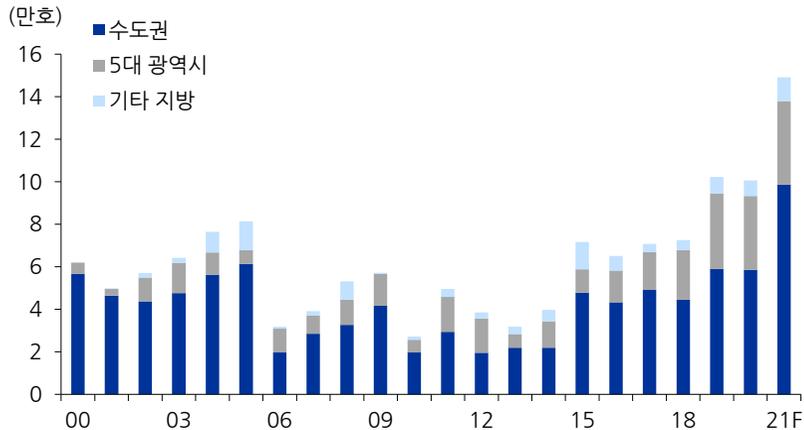
재개발재건축 비중 늘어날 수 밖에 없는 상황

전국 아파트 연도별 신규분양 중 재개발재건축 비중



자료: REPS, 유진투자증권

재개발재건축 분양 추이와 2021년 분양 계획



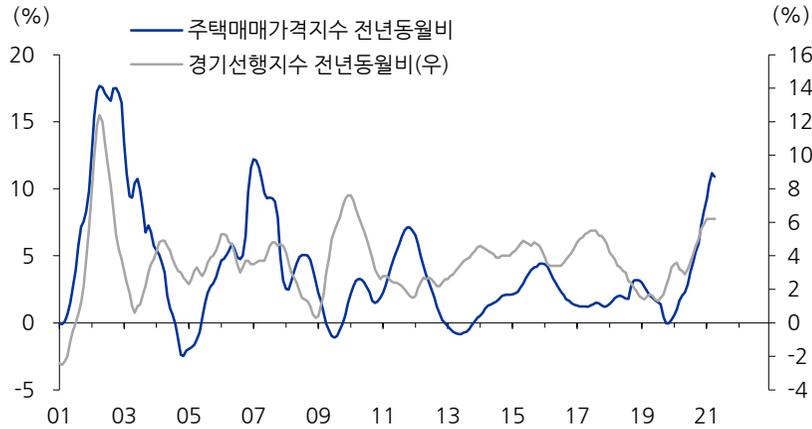
자료: REPS, 유진투자증권

- 올해 계획된 재개발재건축 분양은 15만호로 전국 아파트 분양 중 재개발재건축이 차지하는 비중은 2020년 28%에서 2021년 32%로 상승할 전망이다. 전국적으로 재개발재건축 비중이 높아지고 있다.
- 서울 신규분양은 2020년 4.2만호에서 2021년 4.5만호로 증가하며 이중 재개발재건축은 2020년 2.4만호에서 3.9만호로 증가할 전망이다. 재개발재건축 비중이 58%에서 86%로 높아진다. 서울 신규분양 중 재개발재건축 비중은 10년 평균 69% 수준이다. 서울은 택지부족과 노후화 문제가 가장 심각한 상황으로 향후에도 신규 공급을 늘리기 위해서는 재개발재건축이 지속될 필요가 있다.
- 재개발재건축 비중이 높아진다는 점에는 두가지 의미가 있다. 1) 대부분의 정비사업이 조합의 투표로 시공사가 결정돼 단순 공사비 경쟁력보다 브랜드 파워와 사업 추진역량이 중요하다. 서울 및 수도권 뿐 아니라 지방에서도 정비사업이 활발해지면서 대형건설사의 점유율은 추세적으로 상승할 전망이다.
- 2) 재개발재건축이 증가하면 노후화된 주택이 멸실되면서 양질의 새 아파트가 증가한다. 이 과정에서 멸실수요가 발생하며 완성되는 새 아파트는 조합원이 차지하는 비중이 높아 일반분양 공급은 많지 않다. 장기적으로 주거의 질적 개선과 새 아파트 공급 확대 효과가 있으나 단기에는 주택시장 수급을 압박할 수 있다. 건설사 입장에서는 택지개발 사업보다 미분양 리스크가 적다는 장점이 있다. 문제는 사업 추진 절차와 이해관계가 복잡해 이주, 철거 및 분양에 이르기까지 불확실성이 높다는 점이다.

주택시장 Cycle과 현재 위치

다시 시작된 Cycle

매매가격지수와 경기선행지수



자료: KB국민은행, 유진투자증권

전세가격지수와 경기동행지수



자료: KB국민은행, 유진투자증권



- 2013년 하반기부터 상승하기 시작한 주택가격은 올해로서 8년째 상승하고 있다. 장기간 상승한데다 최근에는 상승 속도도 가팔라지고 있어 일각에서는 고점에 대한 우려도 제기되고 있다.
- 주택시장은 수요, 공급뿐 아니라 경기흐름과 정책 등에 따라 복합적으로 움직이는데 금융위기 같은 대외적인 큰 충격이 발생하지 않는 한 대체로 수급에 사이클이 존재한다.
- 아파트 가격이 상승할 때, 건설사들은 신규분양을 확대하는데 이때 입주까지 물리적인 시차가 최소 2~3년간 발생해 실질적인 공급은 가격에 후행, 비탄력적으로 증가한다. 이 과정에서 가격 급등을 최소화 하기 위해 정부는 규제를 강화하나 부동산이라는 특성 상 정책 효과 역시 시차를 두고 서서히 나타나게 된다. 그 사이 가격이 상승하면 할수록 건설사들은 신규분양을 확대하고 이후 입주물량은 대체로 공급 초과 수준까지 상승한다. 입주물량 증가 시점에 전세가격 상승률이 둔화되며 가격 상승세도 둔화되거나 때에 따라 하락하기도 한다. 그쯤에서는 정부도 정책 방향을 전환해 규제를 완화한다.
- 최근 상황은 가격이 하락할 만큼 재고가 증가하지 못한 상태에서 전세가격이 재차 상승하면서 분양물량이 증가하고 있다. 대외 변수를 제외하고 주택 시장 상황만 보자면 아직은 하락을 우려할 시점이 아니다.

전세가격 상승

전세가격 상승 불가피

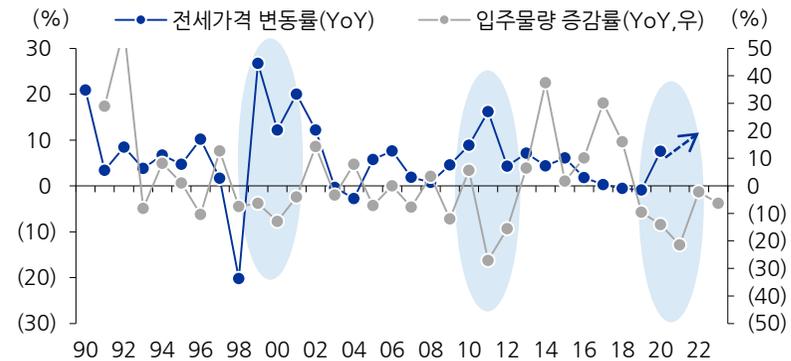
임대차 3법

<p>계약갱신 청구권 (주택임대차보호법)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 임차인 희망 시, 1회에 한해 2년 계약 갱신 청구 가능 계약 갱신 청구 거부 : 집주인 또는 직계 존속·비속이 실거주해야 할 경우
<p>전월세상한제 (주택임대차보호법)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 임대차 계약 갱신 시 임대료 상승폭을 5% 이내 제한 만약, 지방자치단체가 5% 이내 상한 결정시 그에 따라야 함
<p>전월세신고제 (부동산 거래 신고 등에 관한 법률)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 거래일로부터 30일 이내에 전월세 거래 내용 신고 임대인, 임차인 모두에게 신고 의무 부여

자료: 유진투자증권

- 주택가격 변동폭을 가능하기 위한 중요한 지표 중 하나는 전세가격이다. 한국 특유의 전세제도로 임대인은 주택가격 변동의 기회와 위험을 부담하고 임차인은 매매가격보다 낮은 가격에 일정기간 거주할 수 있다. 전세가격이야말로 미래 시세 변동분을 제한 실사용가치에 근접한다고 볼 수 있다.
- 전세가격은 입주물량에 밀접한 상관관계를 보여왔다. 입주물량이 누적해 증가하거나 급격하게 증가하는 시점에 전세가격 상승률은 둔화되거나 하락했으며 반대의 경우에도 성립했다.
- 지난해 7월 임대차법이 즉시 시행된 후, 기존 임차인은 계약갱신 청구로 계약을 연장할 수 있겠으나 신규 전세가격은 급등했다. 올해는 입주물량 감소 3년 차로 감소폭도 -21.5%에 달해 전세가격 상승 가능성이 매우 높다.

입주물량과 전세가격 추이



자료: KB국민은행, REPS, 유진투자증권

실거주요건 강화가 전월세 수급을 악화시킨다.

단기에는 실거주요건 강화 영향

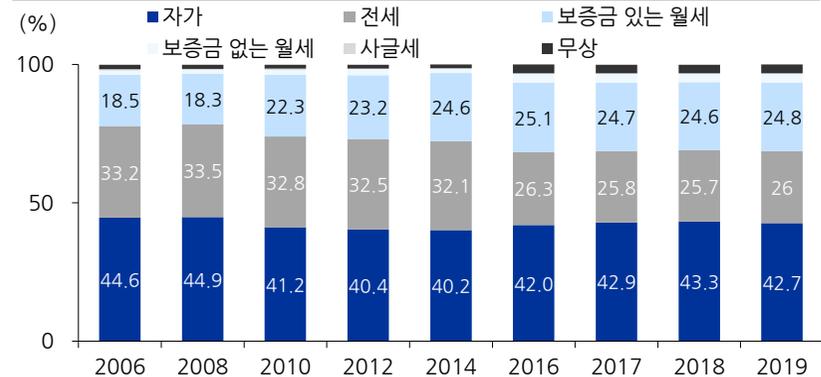
실거주요건 강화

양도세	<ul style="list-style-type: none"> 9억원 이하 아파트 양도세 비과세 적용 기준 2년 보유에서 2년 이상 거주로 변경 (2017년 8.2 대책) 양도세 장기보유특별공제 요건 2년 거주 조건 추가(2018년 9.13 대책)
장기보유특별공제	<ul style="list-style-type: none"> 2021년 1월 1일 이후 양도 시 10년 보유 40% + 10년 거주 40% 보유 기간 10년 이상일 시 최대 80% 감면에 거주요건 추가(2019년 12.16 대책, 2021년부터 적용)
재건축 조합원 자격	<ul style="list-style-type: none"> 재건축 조합원 분양자격에 2년 실거주 요건 추가 (2020년 6.17 대책, 국회 계류 중) 단, 2020년 12월 법령 개정 전 조합설립 신청 단지 예외적용
분양가 상한제 의무거주	<ul style="list-style-type: none"> 수도권 분양가 상한제 적용 아파트 최대 5년 의무거주 (전매제한 최대 10년) 공공분양의 경우, 최대 10년 의무거주

자료: 유진투자증권

- 임대차법 뿐 아니라 실거주요건 강화도 전세 수급을 악화시키는 요인이다. 현 정부 정책이 다주택자를 규제하고 실거주요건을 강화하는 방향임은 초기부터 명백했으나 정책이 실질적으로 영향을 미치는 시점은 올해 부터다.
- 서울 아파트 평균가격이 11억원을 돌파('21.04)하고 중위가격이 10억원에 육박한 상황에서 올해부터는 1주택자도 장기보유특별공제 혜택을 받기 위해서는 10년 보유뿐 아니라 10년 거주 요건을 채워야 한다. 재건축 조합원 자격을 얻기 위해 2년간 실거주 요건을 추가하는 법안은 현재 국회에 계류 중인데 통과될 경우 상대적으로 싼 전세 공급이 또 한번 위축될 가능성이 높다. 분양가 상한제 적용 분양아파트에 최대 5년 의무거주가 도입돼 입주 증가 시점에도 전세 공급이 과거만큼 증가하지 않을 전망이다. 특히, 서울 자가점유율은 42.7%로 전국에서 가장 낮다. 전세난이 가중될 가능성이 높다.

서울 주택 점유형태 비율 추이

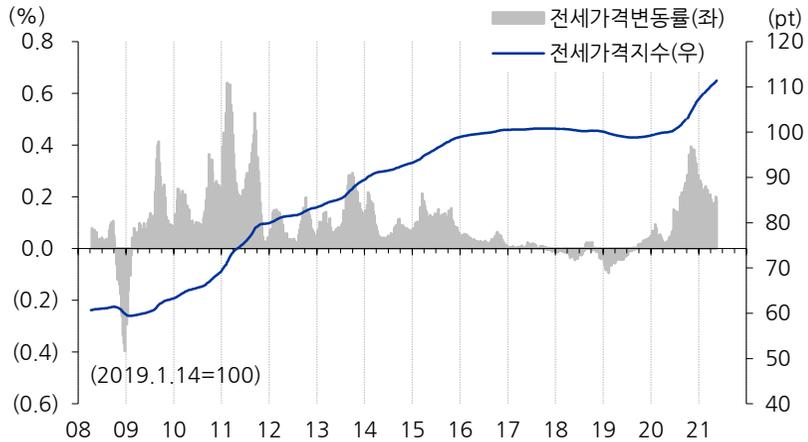


자료: 통계청, 유진투자증권

전세가격 상승, 매매가격 상승에 영향

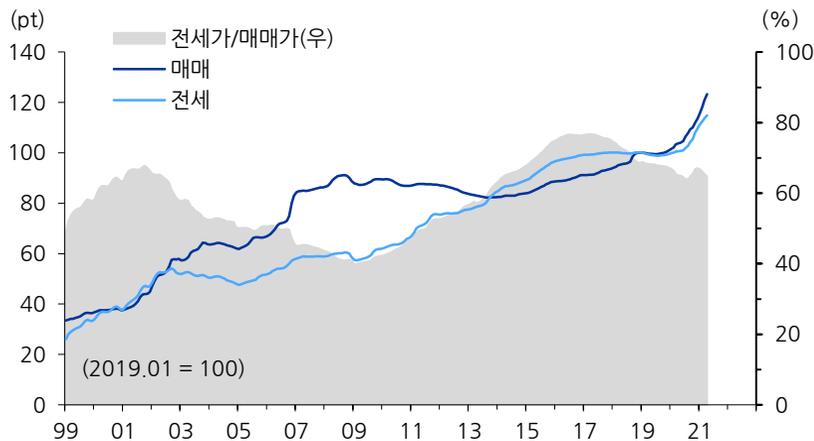
전세난 심화, 매매가격 강세 지속

전국 아파트 전세가격 추이



자료: KB국민은행, 유진투자증권

수도권 아파트 전세가 / 매매가 추이



자료: KB국민은행, 유진투자증권

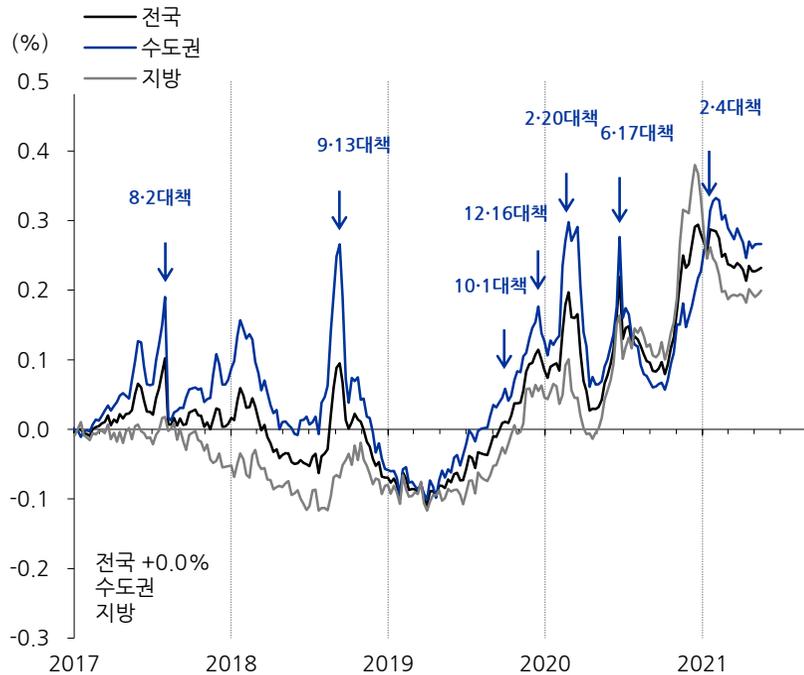
- 앞서 기술한 바와 같이 하반기에는 입주물량 감소 국면에 임대차법과 실거주요건 강화 정책이 복합적으로 작용하며 전세난이 심화될 전망이다.
- 저금리가 지속된 수년간 전체 가구에서 전세가 차지하는 비중은 꾸준히 감소하며 일부는 자가로 일부는 보증부 월세로 이동했다. 2006년에는 전국 자가점유율 55.6%, 전세 22.4%, 보증부 월세가 15.1% 였는데 2019년에는 자가점유율 58%, 전세 15.1%, 보증부 월세 19.7%로 전세와 월세 비중이 역전됐다.
- 서울은 전국에서 자가점유율이 가장 낮다. 2006년 자가 44.6%, 전세 33.2%, 보증부 월세 18.5%에서 2014년 자가 40.2%, 전세 32.1%, 보증부 월세 25.1%로 자가 점유율이 하락하며 보증부 월세가 증가했다. 2019년에는 자가점유율 42.7%, 전세 26.0%, 보증부 월세 24.8%로 트렌드는 유사하다.
- 실거주요건 강화는 서울 선호지역일수록 자가점유율을 높이고 임대 공급을 축소시킬 가능성이 높다. 이 과정에서 전세가격 상승세가 지속되고 있으며 계약갱신 청구권으로 2년을 연장한 가구의 만기가 도래하는 2022년에는 상황이 더욱 악화될 수 있다.
- 전세 공급 축소와 가격 상승으로 인해 본의 아니게 보증부 월세와 매수 사이 선택을 해야하는 기존 전세 임차인이 늘어날 전망이다. 전세가격은 매매가격의 하방을 지지해주며 매매가격의 상승 압력을 가할 것으로 예상된다.
- 만약, 입주물량이 충분히 축적되는 시점까지 실거주 관련 정책에 유예기간을 두게 된다면 전세 공급이 증가하면서 전세가격 안정이 나타날 수 있다고 판단하나 현 시점에서 이러한 정책 논의는 거론되지 않고 있다.

정책에 내성이 강해진 부동산 시장

수요억제에서 공급확대로 정책의 방향 전환 긍정적

- 아파트 가격 상승이 지속되는 가운데 25차례 부동산 대책이 발표됐다. 2017년 8·2 대책, 2018년 9·13 대책 당시만 해도 정책이 발표 후 일정기간 동안 가격 상승률이 둔화됐다. 2018년말 연초 예상과 달리 미국은 기준금리를 인하했고 한국도 금리 인하 국면으로 접어들면서 저금리로 인한 유동성은 더욱 확장됐다. 이러한 상황에서 잦은 핀셋 규제는 점차 힘을 잃었고 시장은 정책에 내성이 강해졌다. 수요 억제에 주력했던 정책 방향은 공급확대로 전환하고 있으며 주택 건설에 물리적 시간이 필요하다는 점을 감안할 때, 당분간 공급확대 정책은 지속될 가능성이 높다.

주요 부동산 정책과 아파트 매매가격 주간변동률 추이



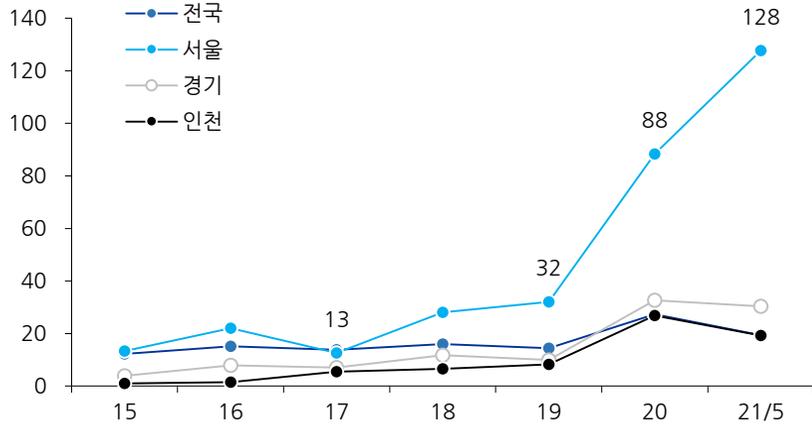
자료: 한국부동산원, 유진투자증권

년도	시기	정책명	주요내용
'17	6.19	6·19대책	조정대상지역확대 및 대출규제
	8.2	8·2 대책	투기지역·투기과열지구 지정 및 양도소득세 증가
	9.5	9·5 조치	분당·대구 수성 투기과열지구 지정
	10.24	가계부채 종합대책	新DTI, DSR, RTI, LTI 도입
	11.29	주거복지로드맵	공공주택 공급방안 발표
'18	12.13	임대주택 등록 활성화 방안	임대사업자 육성안 발표
	02.20	재건축 안전진단기준 강화	구조안전성 평가 가중치 상향
	7.5	신혼부부, 청년 주거지원	공공주택 공급방안 발표
	8.27	8·27 대책	투기지역 확대 및 광명·하남 투기과열지구 지정
	9.13	9·13 대책	중부세율 인상 및 임대사업자 혜택 축소, 대출규제 강화
'19	9.21	수도권 주택공급대책	3기 신도시 계획 발표 및 서울 유희부지 활용 방안 발표
	12.19	수도권 주택공급대책	3기 신도시 및 중소규모 택지 지정
	1.9	등록 임대주택 관리	임대료 증액 상한을 제한으로 한 임대주택관리 강화
	4.23	주거종합계획	공공임대, 주거급여 지원, 전월세자금 지원 등 주거안정화 방안
	5.07	수도권 주택공급대책	3기 신도시 및 중소규모 택지 추가 지정
'20	8.12	민간택지 분양가 상한제	주택법 시행령 개정 방침 발표
	10.1	10·1 대책	대출규제 강화 및 상한제 구체 시행 방침 발표
	11.6	민간택지 분양가 상한제	상한제 대상 지역 지정 및 시행(정비사업은 6개월 유예)
	12.16	12·16 대책	중부세율 인상 및 대출규제 강화, 상한제 대상 지역 확대
'21	2.20	투기 수요 차단	조정대상 추가지정 및 투기 방지 모니터링 강화
	6.17	주택시장 안정을 위한 관리방안	조정대상지역, 투기과열지구 추가 지정 및 대출규제 강화
	7.10	주택시장 안정 보완대책	다주택자와 법인에 대해 부동산 과세 강화
'21	8.4	수도권 공급 확대 방안	신규택지 발굴, 용적률 상향, 공공재개발 및 재건축
	11.19	주거안정 지원방안	임대주택 및 중형주택 공급하는 전세대책
'21	2.4	공공주택 3080+	서울 32만호, 전국 83만호 공급 확대 정책

치솟은 청약경쟁률

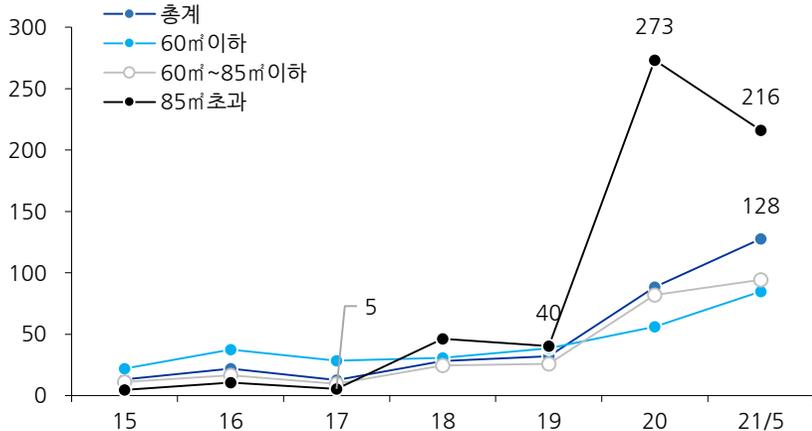
무주택자 내집마련, 공급확대 정책요구 강화

전국 및 수도권 지역별 청약경쟁률 추이



자료: 직방, 유진투자증권

서울 평형별 청약경쟁률 추이



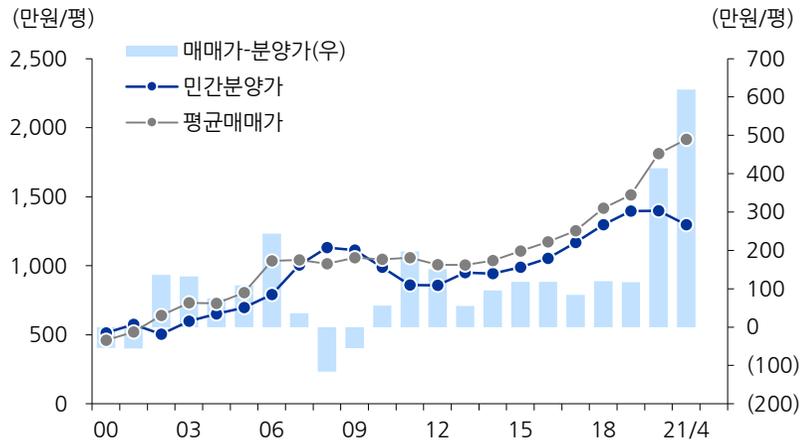
자료: 직방, 유진투자증권

- 분양가 상한제로 인해 분양가와 주변시세 간 괴리가 커지고 있다. 로또 청약이라는 말이 흔하게 통용될 만큼 청약 당첨 시 평가 이익은 수억 원에 달한다. 무주택자들의 내집마련 수단으로 청약 당첨의 실익이 가장 크다는 점은 자명하다.
- 문제는 청약경쟁률이 폭발적으로 상승했다는 점이다. 특히 서울 아파트 청약경쟁률은 로또라는 말이 자연스러워 보일만큼 높다. 지난해 연평균 88 대 1에서 올해는 128대 1을 기록하고 있다. 당첨자를 가점제로 선정하는 85㎡ 미만 평형의 경쟁률도 100 대 1에 달하는데다 추첨제로 선정하는 85㎡ 초과 평형의 경우에는 200대 1을 훌쩍 넘어서고 있다.
- 최근 302가구를 공급하는 동탄역 아파트 일반공급 1순위 모집에 24만 4,343명이 청약하며 평균경쟁률 809대 1로 올해 1순위 청약 중 가장 높은 경쟁률을 경신했다.
- 올해 7월부터는 3기 신도시 사전청약 3만호가 예정되어 있다. 정부는 수요를 진정시키기 위해 청약을 앞당겨 진행하겠다는 의도다. 문제는 당첨 가능성이 희박해질 만큼 치솟은 청약경쟁률에 있다. 사전 청약 이후 시장은 안정되기 보다 오히려 청약에서 탈락된 무주택자의 기존주택 매수로 이어질 가능성을 배제하기 어렵다.
- 정부 정책이 수요억제에서 공급확대로 전환하고 있다는 점은 긍정적이거나 실질적인 공급에는 시간이 필요하다. 당분간 공급을 확대해야 한다는 정책적 요구가 강화될 것으로 예상된다.

분양가 상한제 조정 가능성

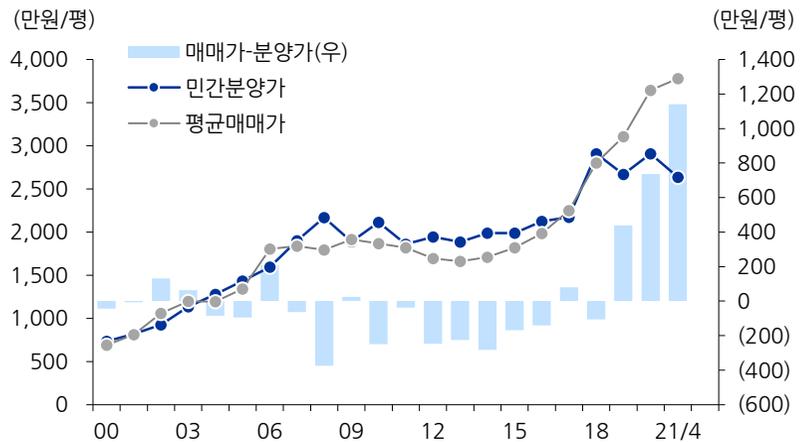
분양가 상한제 무용론 제기, 분양가 심사기준 완화

전국 아파트 매매가 - 분양가 Gap 추이



자료: REPS, 유진투자증권

서울 아파트 매매가 - 분양가 Gap 추이



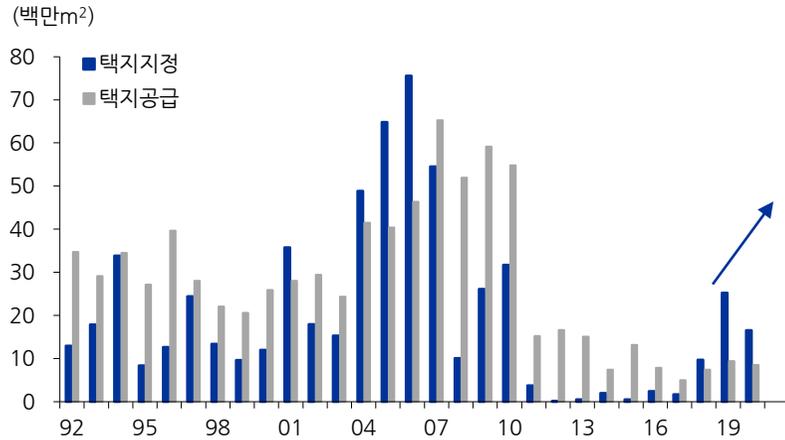
자료: REPS, 유진투자증권

- 분양가 상한제 시행으로 기존 아파트 매매가격과 신규 분양가격 간 괴리가 과도하게 벌어진 것이 청약 로또 열풍을 불러왔으며 의도했던 집값 안정에는 사실상 영향을 주지 못하고 있다. 서울의 경우 청약 당첨 시세차익이 수억 원에서 많게는 10억 원에 이를 만큼 격차가 벌어졌다. 이에 분양가 상한제 무용론이 제기되고 있는 상황이다.
- 일각에서는 분양가 상한제가 시세 안정보다 재건축 속도를 지연시키는 부작용을 초래하고 있다고 비판한다. 실제로 재건축 사업은 일반분양 분양가에 따라 사업성이 결정되는 만큼 분양가 상한제 하에서는 사업추진이 어려운 단지가 많다. 아직까지 이에 관해 정부 정책은 확고해 보인다. 분양가 상한제를 면제받기 위해서는 2.4 공공주도 3080 대책에서 발표한 공공직접 시행 방식이 대안이다.
- 민간택지 분양가 상한제가 본격적으로 시행된 것은 2020년 7월말이지만 분양가 상한제 시행 이전 이미 주택도시보증공사(HUG)에서 분양가 심사를 통해 가격을 일정부분 통제해왔다. 아직 분양가 상한제 폐지를 기대할 단계는 아니라고 판단하나 정책은 이미 완화기조를 보이고 있다.
- 지난 2월 HUG는 고분양가 심사기준 상한을 주변시세의 최대 90%까지 완화하는 것으로 세칙을 개정했다. 분양가 상한제 적용 지역을 제외한 나머지 지역에서는 시세와 분양가 격차가 점차 좁혀질 전망이다. 분양가 상한제가 당장 폐지되지는 않겠지만 그동안 분양가를 억눌러왔던 고분양가 심사기준 개선만으로도 전반적인 분양가 상승세가 예상된다. 이는 건설사 매출액 성장과 수익성 개선을 더욱 가속화 할 전망이다.

3기 신도시, 택지공급 재개에 주목

택지공급 재개로 중장기 공급 증가

택지지정 및 택지공급 추이



자료: 국토교통부, 유진투자증권

2기 신도시 개요

구분	면적 (천m²)	주택건설 (천호)	사업기간	최초분양	최초입주
성남 판교	8,900	29.3	'03~'17	'06.3	'08.12
화성 동탄1	9,000	41.5	'01~'18	'04.6	'07.1
화성 동탄2	24,000	116.5	'08~'21	'12.8	'15.1
김포 한강	11,700	61.3	'02~'17	'08.8('06.3)	'11.6('08.3)
파주 운정	16,600	88.2	'03~'23	'06.09	'09.6
광교	11,300	31.3	'05~'19	'08.9	'11.7
양주(옥정, 회천)	11,200	63.4	'07~'18	'12.10	'14.11
위례	6,800	44.8	'08~'20	'11.11	'13.12
고덕 국제화	13,400	57.2	'08~'20	'17.상	'19.하
인천 검단	11,200	74.7	'09~'23	'18.상	'20.상
소계	124,100	608			

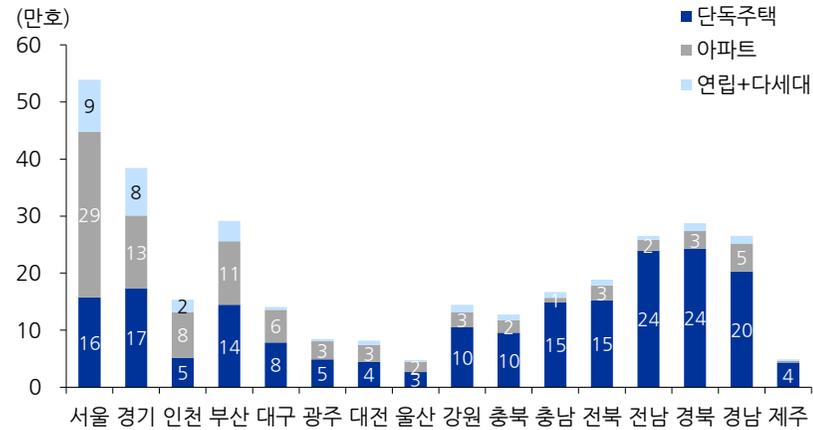
자료: 국토교통부, 유진투자증권

- 현 정부는 이미 서울/수도권 127만호 공급대책을 포함해 약 200만호 가량의 공급대책을 쏟아냈으며 아직 끝나지 않은 것 같다. 내년 대선을 앞두고 다양한 입장에서 각종 공급 대책이 공약으로 나올 수 있는 상황이다.
- 대규모 신규사업을 하려면 택지를 마련해야 하며 한국의 대단지 아파트 개발이 가능했던 배경에는 택지개발촉진법이 있다. 정부 주도의 토지 매입을 통해 개포 주공, 목동, 잠실 같은 대규모 단지가 탄생했다. 분당, 일산 등 1기 신도시 역시 택지개발을 통해 진행됐다.
- '03년 부동산 가격 급등을 막기 위해 추진된 61만호 규모의 2기 신도시는 대규모로 택지지정, 개발을 진행하는 과정에서 '08년 금융위기를 맞았다. 개발계획은 중간에서 멈췄다. 정부는 주택 공급 과잉으로 인한 붕괴를 막기 위해 공공택지 공급억제 정책(2015년 9.1대책)을 발표하며 택지개발 중단을 선언했다.
- 인허가에서 준공, 입주까지 시차로 인해 주택은 공급의 가격탄력성이 낮다. 주택시장의 수요, 공급 불일치는 처음 겪는 일이 아니다. 역사는 매번 반복된다. 공급 과잉 우려를 했던 때가 있었나 싶을 만큼 지금은 공급 부족 우려가 커졌고 3기 신도시는 2기 신도시보다 서울에 가까운 입지에 대규모로 추진되고 있다.
- 3기 신도시 토지 매입과정에서 LH 투기 사태가 불거졌다. 사업 속도 지연은 불가피해 보인다. 3기 신도시 규모의 적정성, 실제 공급까지의 시차 등 논란의 소지는 존재하나 주목해야할 점은 수년간 중단되었던 택지공급의 재개다. 이는 건설사들의 중장기 먹거리이자 주택시장의 중장기 수요를 흡수할 만한 대규모의 공급이 될 수 있다.

강해지는 재개발재건축 규제완화 요구

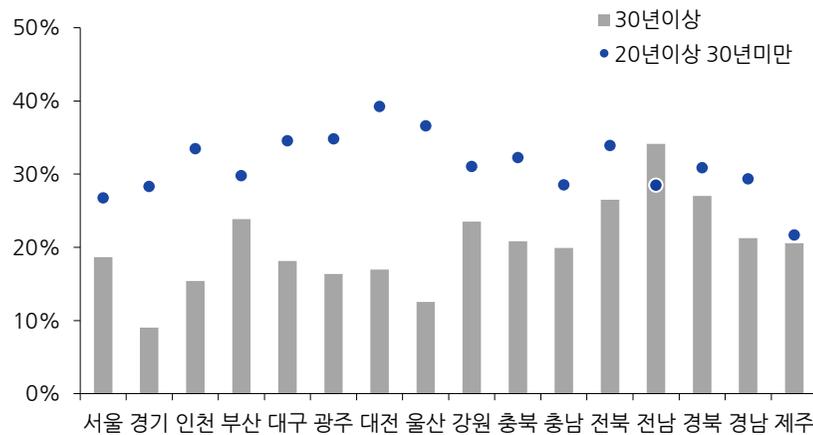
늘어가는 도시,
노후주택의 축적

시도별 30년 이상 노후 주택 분포 현황(2019년)



자료: 통계청, 유진투자증권

30년 이상 주택 비중(2019년)



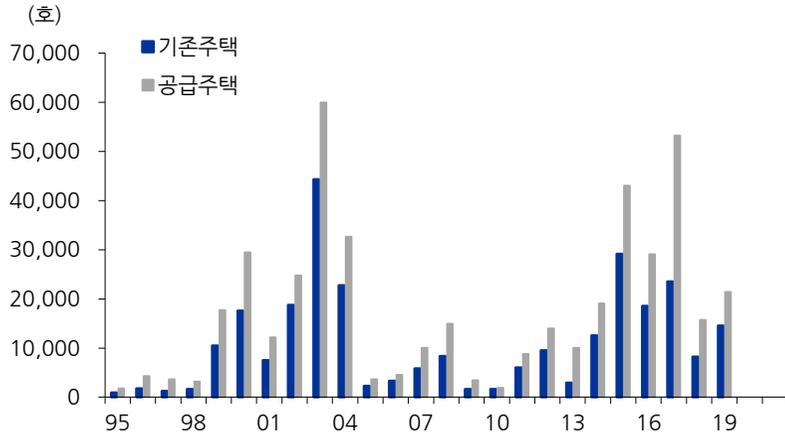
자료: 통계청, 유진투자증권

- 3기 신도시를 공급해도 서울, 수도권 구도심과 지방광역시 도심내 수요를 분산하기에는 한계가 있다. 노후화된 건축물은 시간의 흐름과 함께 축적되고 있다. 일제강점기와 한국전쟁 후 건립된 한국의 건축물들은 서방 선진국 주요 도시에 비해 보존가치가 높은 역사적 건물이 많지 않고 70~80년대 고도성장기에 지어진 건축물 비중이 매우 높다. 게다가 수도권 쏠림과 도시 집중현상은 지속해서 강화되는 추세다.
- 2019년 인구주택총조사에 의하면 서울에만 해도 30년 이상 노후 주택이 55만호로 서울 주택의 18.7%에 달한다. 2018년 대비 1년 만에 약 5만호가 증가한 것이다. 시간이 흐를수록 노후주택은 축적된다. 이대로 정비사업을 추진하지 않는다고 가정하면 2030년 경에는 서울 주택의 45.5%가 건축연령 30년을 초과하게 된다. 대전, 광주, 울산, 인천 등 광역시는 90년대 지어진 건축물 비중이 높아 아직은 노후화 비중이 낮은 편이나 10년 후, 2030년 경에는 노후주택 비중이 서울보다 높은 수준으로 급격하게 상승할 전망이다.
- 역사는 반복된다. 아파트 가격 상승이 사회적 문제가 될 만한 시점에는 정비사업 활성화 요구가 강해졌다. 이번에도 마찬가지다. 서울 아파트 가격이 진정되지 않는 상황에서 재개발재건축은 주택 정책에서 빼놓을 수 없는 핵심이 될 수 밖에 없다. 달라진 점은 2005-2007년 부동산 가격 상승기 때보다 노후주택 재고가 대폭 증가했다는 점이다. 정비사업 정책은 그 어느 때보다 정책의 직접적인 대상이 늘어나는 만큼 주택시장 전반에 미치는 파급력이 커질 수 밖에 없다. 민감한 현안인 만큼 미래를 단정하고 예측하기보다 지속해서 관찰하며 주목해야할 변수다.

재개발재건축의 딜레마

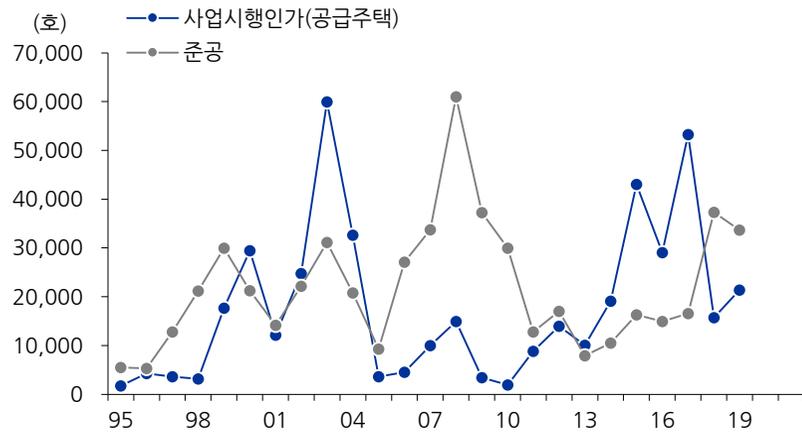
과거 재건축 규제완화는
부양책으로 쓰였다.

전국 재건축 사업계획승인 추이



자료: 국토교통부, 유진투자증권

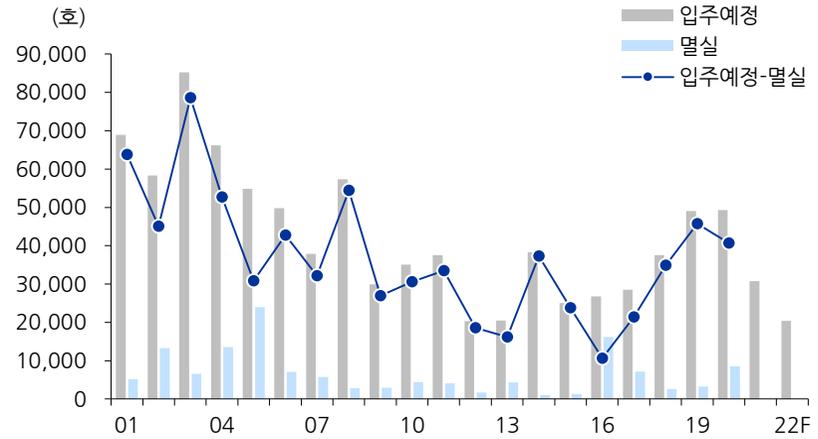
전국 재건축 사업계획승인, 준공 추이



자료: 국토교통부, 유진투자증권

- 구도심 공급 부족 문제가 불거지는 상황에서도 정부가 정비사업에 관해 강도높은 규제를 펼쳐온 까닭은 무엇일까? 재개발재건축은 지구지정, 조합설립, 사업시행인가와 관리처분인가에 이르기까지 통상 10년 이상 소요되는 장기 사업이다. 규제를 완화하면 장기적인 주택공급의 길은 열리겠지만 당장은 개발 기대감으로 주택가격이 상승한다. 98년 IMF 후 주택가격 하락 국면에서 건설경기 부양을 위해 나온 방안 중 하나가 재건축 규제완화였으며 전 정권에서 침체된 부동산 시장을 살리기 위해 폐지한 부동산 3법 역시 재건축을 촉진하겠다는 부양책의 일환이었다.
- 재개발보다 재건축을 더욱 강하게 규제하는 정책은 과거에도 마찬가지였다. 재개발은 낙후된 단독 다세대 주택을 허물지만 재건축은 당장 아파트가 멸실된다. 아파트 수급에 즉각적인 영향을 미칠 수 있다.

서울 아파트 입주예정, 멸실 추이

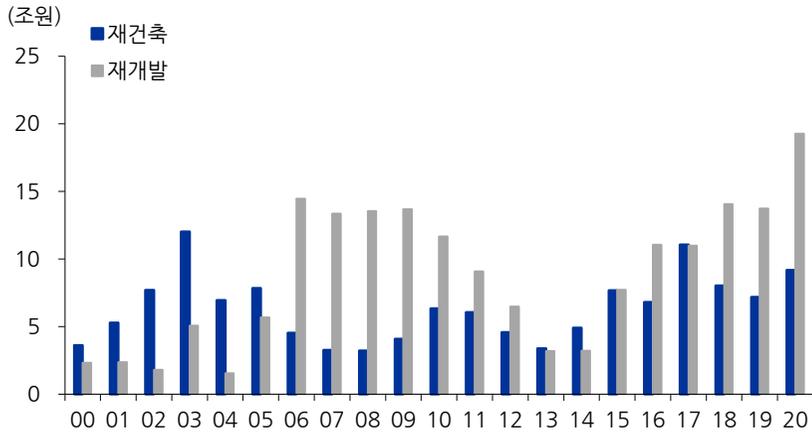


자료: 서울시, 유진투자증권

정책 방향은 재건축보다 재개발, 민간보다 공공

Short cut은 어렵고 장기간 지속될 쟁점

전국 재개발 재건축 수주 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

공공재개발·재건축과 공공주도(직접시행) 정비사업

구분	공공재개발	공공재건축	공공 직접시행 정비사업
시행자	공공+조합 또는 공공단독		공공단독
사업방식	관리처분방식		현물납입 또는 수용방식
주택비용	의무 임대 (세대수 10~20% 이하) 기부채납 임대 (용적률 상승분 20~50%)	기부채납 분양·임대 (용적률 상승분 40~70%) *분양은 기부채납 1/2이하	공공분양(70%) 공공자가(15%) 공공임대(15%)
분양가상한제	제외	적용	적용
재건축 초과이익 환수	대상x	적용	면제
토지 등 소유자 수익	비례율·조합원 분양가에 따라 상이		10~30%p 추가 수익 보장

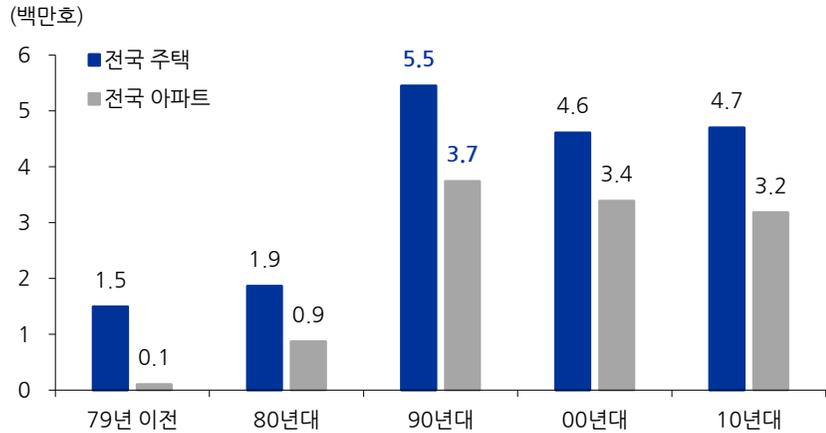
자료: 유진투자증권

- 현 정부의 도심 공급 정책은 재건축보다 재개발을 우선순위로 두고 있다. 재건축과 마찬가지로 재개발도 반복되는 역사가 있다. 2002년 이명박 서울시장은 은평, 길음, 왕십리 3개 지구 1차 뉴타운을 지정했고 2003년 2차 뉴타운과 2005년 3차 뉴타운이 연이어 지정됐다. 부동산 가격 상승이 지속되면서 2006~2007년에도 뉴타운은 추가 지정됐다. 그러다 2008년 금융위기가 닥치자 사업이 지연되면서, 주민들간 분쟁이 심화됐고 부동산 시장이 침체 국면에 접어들면서 급기야 2012년에는 180여개의 뉴타운, 재개발 구역을 해제했다. 사업을 접는 과정에서 청산 비용이 문제가 됐다.
- 현 정부가 올해 들어 수도권 공급확대 대책으로 발표하고 있는 계획에는 바로 과거 해제된 재개발 구역들을 염두한 것이다. 공공재개발과 공공 직접시행 정비사업, 5/26일 발표된 서울시의 공공기획 재개발 활성화 방안이 이르기까지 이들 지역을 주요 대상으로 내놓은 대책이다. 부동산 시장의 상승과 하락, 규제 강화와 완화를 반복하는 사이, 시간의 흐름과 비례해 노후주택이 축적됐다. 대상 건축물의 연령이 늘어난 만큼 해당 지역의 개발 요구는 강해졌고 정책이 발표될 때마다 이들 지역은 기대감으로 들썩일 가능성이 높다.
- 이미 발표된 대책만 보아도 아직 지구지정 전, 초기단계 사업의 경우 선택지가 많아졌다. 지역에 따라, 소유주들의 성향에 따라 사업이 가속화되는 구역과 정체되는 지역이 엇갈릴 것이다. 민간 방식의 기존 재개발 사업 또한 속도의 문제일 뿐 길은 열려 있다. 선택지가 다양해짐으로 인해 갈등이 깊어지는 구역도 있겠지만 전체적으로 보자면 사업 추진 대상지가 늘어나며 건설수주는 증가할 전망이다. 건설사 입장에서는 기존에 확보한 수주잔고의 사업 속도를 높여야 하는 동시에 신규 사업을 모색할 수 있는 기회다.

리모델링 시장 확대

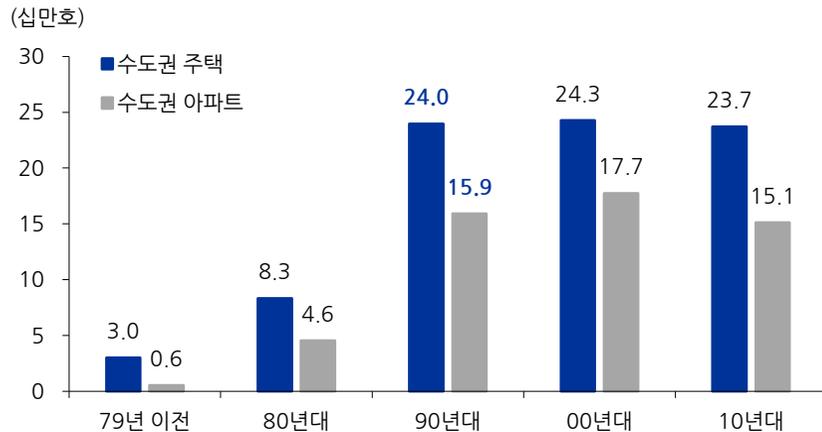
“90년대 아파트가 온다.” 1기 신도시의 재건축 연한 도래

전국 주택 및 아파트 건축연도별 현황(2019년)



자료: 통계청, 유진투자증권

수도권 주택 및 아파트 건축연도별 현황(2019년)



자료: 통계청, 유진투자증권

- 리모델링 시장도 확대될 전망이다. 새 아파트와 재건축 대상이 아닌 노후 아파트 간 가격차가 벌어질수록 리모델링은 추진 동력을 얻게 된다. 수도권 새 아파트 프리미엄이 몇년간 급등하자 리모델링을 검토하는 단지가 늘어나고 있다.
- 70-80년대 서울 주택 부족을 해결하기 위해 건설된 1기 신도시가 올해 9월부터 만 30년을 맞이하게 된다. 앞으로 1기 신도시 뿐 아니라 90년대 지어진 전국 주택 550만호, 아파트 370만호가 순차적으로 노후화되는 사이클이 다가오고 있음을 뜻한다. 건설사들은 이에 리모델링 전담조직을 구성하는 등 전략을 마련하고 있다. 리모델링 역시 규제완화 논의가 활발해질 전망이다. 90년대 아파트의 노후화는 아파트에서 자라온 아파트 키즈가 30~40대 주택구매 수요층으로 등장하고 있음을 의미한다.

1기 신도시 개요

구분	면적 (천m ²)	주택건설 (천호)	사업기간	최초입주
분당	19,639	97.6	'89.8~'96.12	'91.9
일산	15,736	69	'90.3~'95.12	'92.8
평촌	5,106	42	'89.8~'95.12	'92.3
산본	4,203	42	'89.8~'95.1	'92.4
중동	5,456	41.4	'90.2~'96.1	'93.2
소계	50,140	292	-	-

자료: 유진투자증권

광역교통 2030, 국가철도망 구축계획

부동산 시장

큰 축의 변화를 불러올 교통계획

광역교통기본계획 공청회 발표(안)

수도권 신규 광역철도 사업명 (노선)	
대장흥대선 (부천대장 ~ 흥대입구)	위례과천선 (북정 ~ 정부과천청사)
신구로선 (시흥대야 ~ 목동)	제2경인선 (청학 ~ 노은사)
별내선 연장 (별내역 ~ 진접선)	강동하남남양주선 (강동 ~ 하남 ~ 남양주)
인천2호선 연장(인천서구 ~ 고양일산서구)	고양은평선 (새절 ~ 고양시청)
서부권 광역급행철도 (장기 ~ 부천)	송파하남선 (오금 ~ 하남시청)
위례삼동선 (위례 ~ 삼동)	분당선 (왕십리 ~ 청량리)
분당선 연장 (기흥 ~ 오산)	일산선 연장 (대화 ~ 금릉)
신분당선 (호매실 ~ 봉담)	

※ (추가검토사업) 서울2호선 청라 연장, 서울6호선 남양주 연장*

* 대장흥대선 사업 확정 후 관계 지자체 및 민간사업자 등 협의를 거쳐 최적대안으로 추진

수도권 신규 환승센터 사업명	
청량리역 환승센터	금정역 복합환승센터
서울역 환승센터	덕영역 환승센터
양재역 환승센터	대곡역 복합환승센터
상봉역 복합환승센터	부평역 환승센터
여의도역 복합환승센터	인천시청역 환승센터
창동역 복합환승센터	인천대입구역 환승센터
용인역 복합환승센터	초지역 환승센터
운정역 환승센터	인덕원역 복합환승센터
동탄역 환승센터	구리역 환승센터
부천종합운동장역 환승센터	아주대삼거리역 환승센터
의정부역 환승센터	

자료: 한국교통연구원, 유진투자증권

- 지난 4월, 한국교통연구원은 '제2차 대도시권 광역교통기본계획 (2021~2040) 및 제4차 대도시권 광역교통시행계획(2021~2025) 수립연구' 공청회를 개최했다. 대도시권 광역교통기본계획(이하 기본계획)은 대도시권 교통분야 최상위 장기 법정계획으로 20년(2021~2040) 단위로 거시적인 광역교통체계 개선 방향을 제시한다. 광역도로, 광역철도, 광역BRT, 환승센터, 복합환승센터 등 각종 광역교통시설 계획안이 포함된다. 국토부는 공청회 의견 수렴 후 최종안을 마련해 관계기관 협의 및 심의 등의 절차를 거쳐 빠르면 상반기 내, 늦어도 연내 최종 계획을 확정 고시할 계획이다.
- 2021년은 공공 SOC 예산에도 철도가 도로를 넘어 가장 많은 예산이 편성된 주요 사업으로 부상한 첫해다. GTX뿐 아니라 기존 철도, 지하철의 연장, 환승역, 환승센터 건립 등 철도역 거점 개발에 주목해야한다. 선진국일수록, 인구가 고령화될수록 철도가 교통량에서 차지하는 비중이 증가하는 것으로 나타나고 있다. 최근 계획하고 있는 광역철도는 속도가 빨라 도심 접근성 측면에서 상당한 수요를 흡수할 것으로 예상된다.
- 장기적인 관점에서 교통망 구축은 반드시 필요한 사업이며, 서울의 인구 집중을 일부 분산시켜줄 것으로 예상된다. 하지만 이 역시 추진 과정에서 교통망 구축계획 주변 일대 토지가격 상승을 초래할 수 밖에 없다. 건설사들 입장에서는 수도권 분양 확대에 최적기라고 볼 수 있으며 반대로 수분양자 입장에서는 교통 호재 계획만 믿고 진입하기에는 불확실성이 상당한 만큼 주의가 필요한 시점이다. 지자체간 유치 경쟁으로 노선이 변경되거나 정차역이 신설, 취소 되는 등 중간 과정에서 변화가 클 수 있기 때문이다. 분명한 것은 이번 국가철도망 구축계획이 큰 축의 변화를 불러올 중요한 계획이라는 점이다.

전국적인 광역교통 투자 계획

지방 광역시 부동산 시장
교통 영향력이 커지고 있다.

지방 광역교통시설 신규사업(안)

구분	사업명(노선)	
부산·울산권	광역철도	·부산~양산~울산 광역철도 (부산 노포~KTX 울산역) ·동남권순환 광역철도 (진영~울산역)
	광역도로	·부산 미음~부산 가락 (부산 미음동~김해 수가동~부산 봉림동)
	환승센터	·울산 송정역 환승센터
		·양산 북정역 환승센터
		·경남 마산역 광역환승센터
		·양산 사송역 환승센터
	화물공영차고지	·내서읍 화물자동차 공영차고지
·경남 진영금봉 화물자동차 공영차고지		
·김해 장유 화물자동차 공영차고지		
대구권	광역철도	·대구1호선 영천 연장 (경산 하양역~영천시)
	광역도로	·대구 안심~경산 임당 (대구 동구~경산 임당동)
	환승센터	·서대구역 복합환승센터
	화물공영차고지	·창녕 화물자동차 공영차고지
광주권	광역철도	·광주~나주 광역철도 (상무역~나주역)
대전권	광역철도	·대전~세종 광역철도 (반석동~어진동)
	광역도로	·대전 대덕특구~세종 금남면(대전 자운동~세종 금남면)
	광역BRT	·세종-공주 광역BRT (행복도시~공주시외터미널)
		·세종-청주 광역BRT (행복도시~청주터미널)
	환승센터	·계룡역 환승센터
화물공영차고지	·동부권 화물자동차 공영차고지	

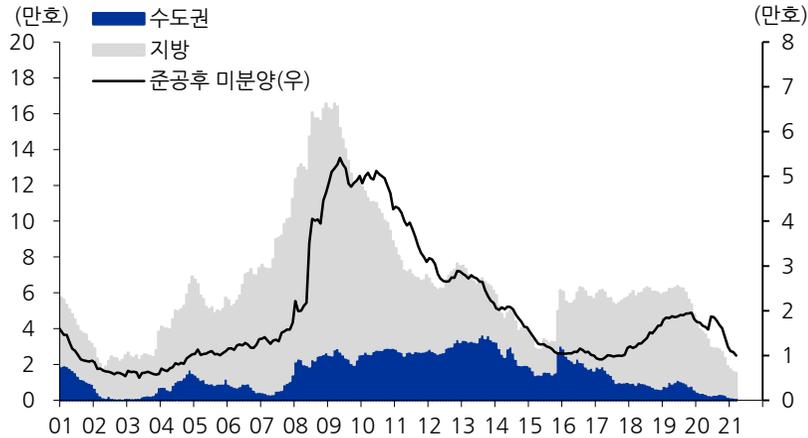
자료: 한국교통연구원, 유진투자증권

- 광역교통 계획은 수도권뿐 아니라 지방 광역시를 중심으로 전국에 걸쳐 계획되고 있다. 주요 도시간 광역철도가 연결되면 해당 지역간 다양한 산업이 효율을 높일 수 있을 것으로 기대된다. 기대가 큰 사업일수록 이해관계자가 많은데 지방 사업의 경우 상대적으로 수요가 제한적인 노선도 있어 예산 책정과 사업성 확보에 난항도 예상된다.
- 광역교통시설 사업계획이 모든 지역에서 환영 받는 것은 아니다. 광역철도와 환승센터의 경우 유치 경쟁을 벌일만큼 인기를 끌고 있는 반면, 화물공영차고지의 경우 소음과 매연 등 우려로 반대 시위도 일고 있다.
- 이처럼 광역교통투자계획은 확정과 시행, 준공 단계에 이르기까지 이해관계가 복잡하고 변수도 많을 것이나 당장은 개발 기대감이 더욱 높아질 것으로 예상된다. 광역철도와 환승센터가 계획된 지역에서는 신규분양과 재개발재건축도 관심을 모을 것으로 예상된다.
- 다만, 3기 신도시와 광역교통 투자로 인해 전반적인 토지가격 상승세가 지속되며 건설사들의 신규 토지 확보 경쟁은 좀더 치열해질 가능성이 높다.

공급 부족, 언제까지 부족할까?

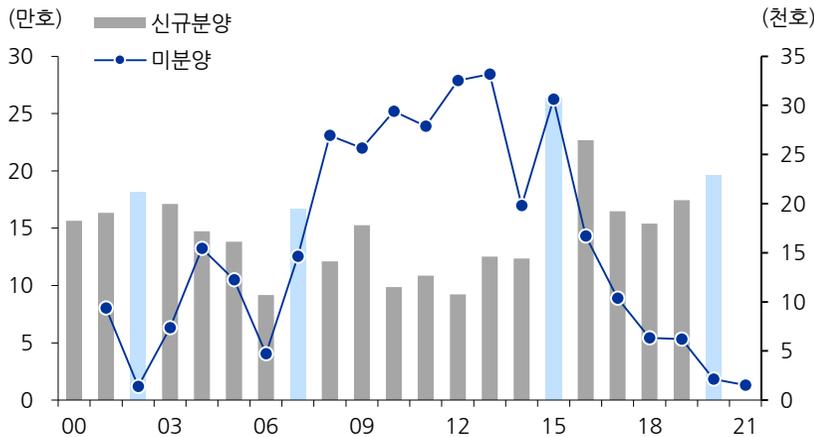
신규주택 재고, 미분양이 축적되면 진정될 것

전국 아파트 미분양: 2000년 이후 최저치



자료: 국토교통부, 통계청, 유진투자증권

수도권 아파트 신규분양과 미분양 추이



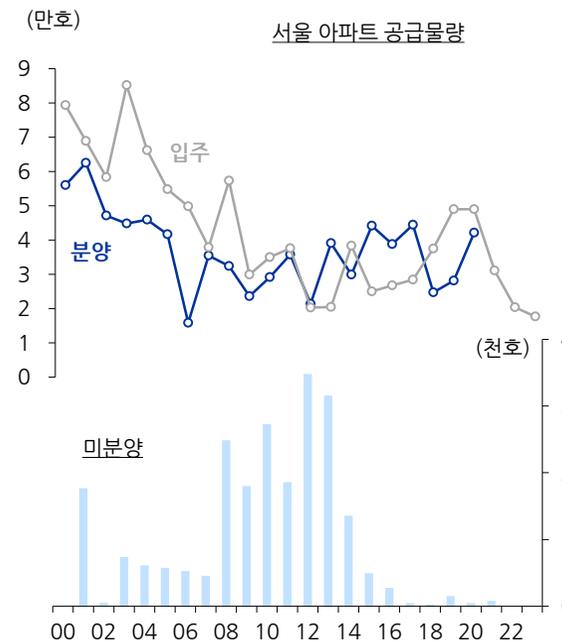
자료: 국토교통부, REPS, 유진투자증권

- 3기 신도시에 재개발재건축 규제완화, 그리고 리모델링과 용도변경에 이르기까지 정부와 민간 각각 다양한 방식의 공급 확대 방안을 계획하고 있다. 현 정부가 발표한 공급확대 계획만 모아도 향후 10년간 200만호 수준의 공급이 계획되고 있다는 점을 생각하면 공급 부족 문제가 언제까지 지속될 것인가에 관한 의문이 생긴다. 주택이란 늘 부족할 수 밖에 없다고 하다가도 어느 순간 국면이 전환되면서 공급 과잉을 걱정하고 부양책을 내놓는 것을 반복해왔던 기억이 남아있기 때문이다.
- 수요 공급 뿐 아니라 경제 전반과 정책, 그리고 심리적 요인에 이르기까지 주택가격을 움직이는 변수는 다양하며 한가지 요인으로 시장을 예측하기는 어렵다. 주택가격 변곡점을 보여줄 만한 그나마 유의미한 지표 중 하나는 미분양이다. 과거의 흐름을 되짚어 볼 때, 주택가격 상승기에 신규분양이 급증하고 대규모 분양이 일정기간 지속되거나 분양가가 과도하게 상승할 경우 미분양 수치가 누적해 쌓인다. 미분양이 증가하면 해당 지역의 주변 시세도 상승률이 둔화되는 경향이 있으며 건설사도 리스크 관리를 위해 신규분양을 축소한다.
- 아직은 분양 축소를 고려할 시점이 아니다. 건설사들은 올해 하반기 더욱 적극적으로 분양을 확대할 것으로 전망한다. 2020년 신규분양이 2019년 대비 증가했음에도 불구하고 미분양은 오히려 감소했다. 최근 미분양은 2000년대 들어 최저 수준으로 낮아져 있다. 분양가격이 시세보다 낮아 어지간한 지역이라면 미분양 발생 가능성이 희박하다. 시장의 수요가 그만큼 강하다고도 볼 수 있다. 주택사업으로 건설사의 현금흐름이 좋아지고 실적도 개선되는 흐름은 당분간 이어질 전망이다.

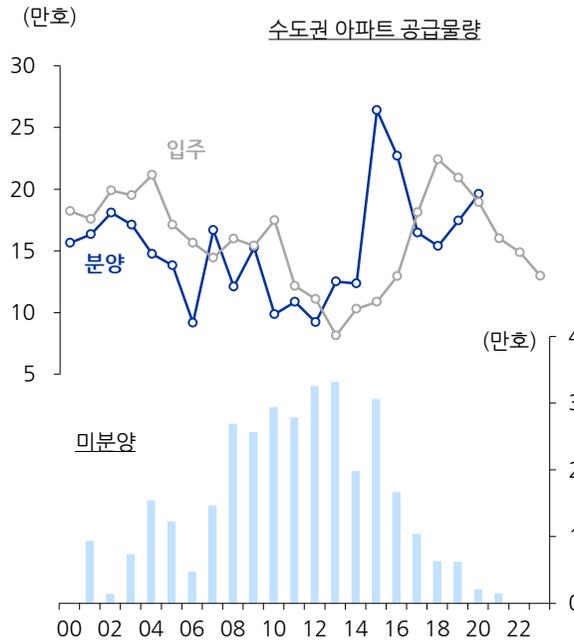
2000년 이후 부동산 시장

미분양의 증가/감소 흐름이 중요

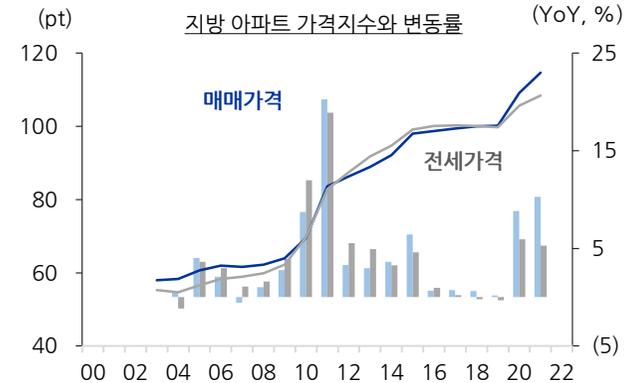
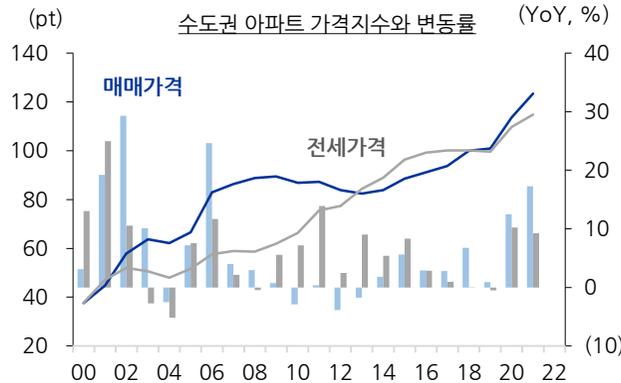
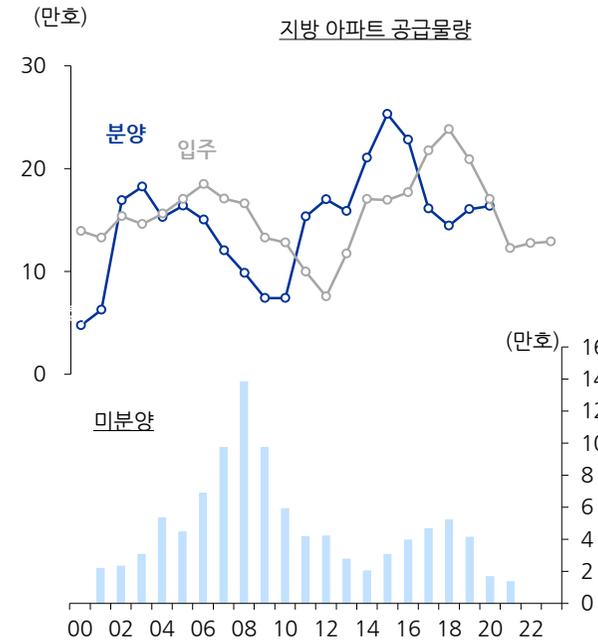
서울



수도권



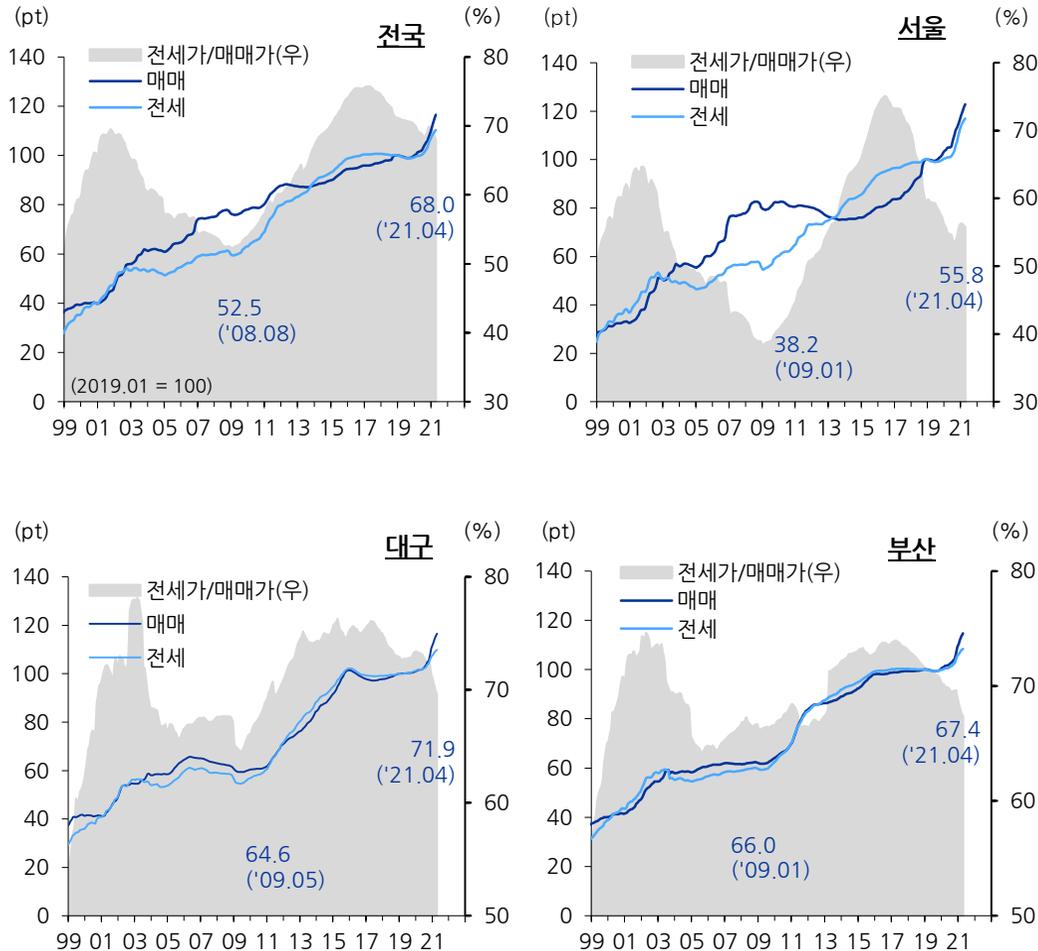
지방



자료: REPS, KB국민은행, 유진투자증권
 주) 2021년 매매가격, 전세가격 변동률은 추정치

매매가격 대비 전세가격 비율

전세/매매 비율 변곡점이 중요



자료: KB국민은행, 유진투자증권

- 미분양 데이터와 함께 주택 시장 상황을 점검하는 데 있어 눈여겨볼 만한 지표는 매매가격 대비 전세가격의 비율, 즉 매매가격과 전세가격의 Gap이다.
- 매매가격이 가파르게 상승하면 전세가격과 격차가 벌어지게 되는데 이 갭이 커지다 한계에 다다르면 매매가격 상승이 둔화되거나 상황에 따라서는 하락 반전하기도 한다. 물론 이때 전세가격이 가파르게 상승하며 매매가격을 추격하는 상황도 종종 발생한다. 따라서 중요하게 봐야하는 지표는 비율 수치 자체보다 비율의 변화 각도가 상승에서 하락으로, 하락에서 상승으로 변화하는 변곡점이다.
- 과거 서울 아파트 가격이 정점을 기록했을 무렵 서울의 전세가격은 매매가격 대비 38.2%를 기록했다. 이것이 중요한 것은 비단 투자목적의 수요에만 영향을 미치는 것이 아니다. 실수요자 입장에서는 이미 매매가격이 급등한 상황에서 집값의 절반 이하 자금으로 같은 수준의 공간에 거주할 수 있다면 매수를 유보하고 전세로 거주하는 유인이 강해진다.
- 지난해 하반기부터 전세가격이 급등하지 않았더라면 매매와 전세 격차가 벌어지면서 시장이 진정국면으로 접어들었을 수 있다고 생각한다. 하지만 전세가격은 이미 상승했고 단기에 하락 요인을 찾기 어렵다.

금리인상기 주택가격과 가계부채

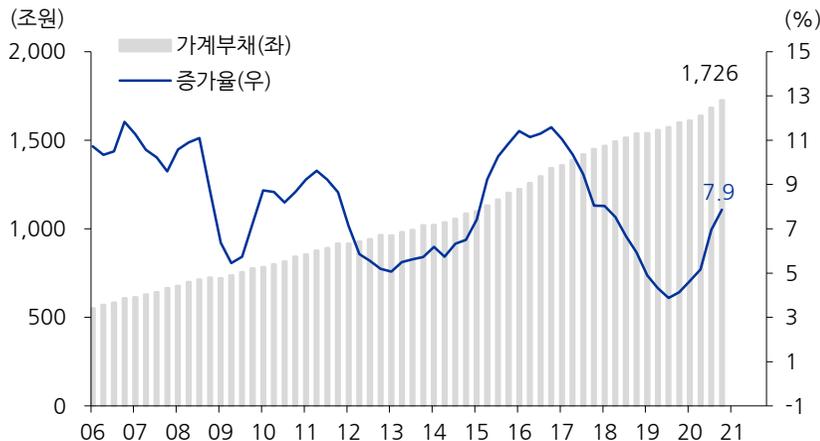
단기 영향보다 인상속도와 지속성이 중요

주택가격과 금리



자료: 한국은행, 유진투자증권

가계부채와 가계부채 증감률 추이



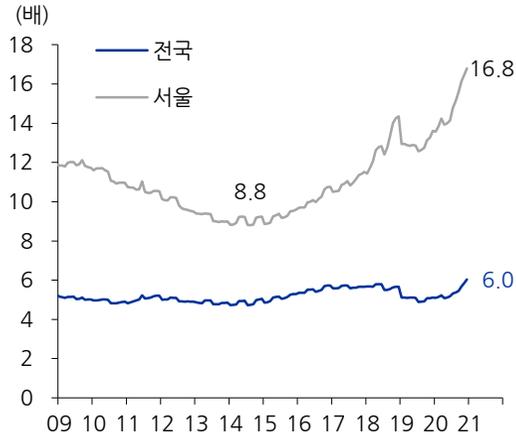
자료: 한국은행, 유진투자증권

- 최근 인플레이션 가능성이 높아지며 금리인상 시 가계부채 부실화, 주택가격 하락 가능성에 대한 우려도 일고 있다. 가계부채의 절대 규모와 최근의 증가속도를 보면 마음이 편치 않은 것도 사실이다.
- 주택매매가격의 상승각도 역시 2005~2006년 이후 처음 보는 수준으로 예상을 뛰어넘는 수준이다. 경제성장률이 저하되면서 주택가격의 변동성이 낮아지는 국면에 들어섰다는 학계 연구가 이미 20년 가까이 진행된 시점에서 발생한 상황이다.
- 어쩌면 변동성이 과거 패턴에서 이탈했다는 것 자체가 이미 과거의 사이클에서 벗어나 새로운 국면으로 진입하고 있는 것일지도 모른다. 과거의 패턴으로 보자면 금리 인상기에 인상 요인이 중요한데 대체로 경제성장률이 상승하고 경기가 좋을 때 금리 인상 초기에는 주택매매가격 상승 흐름에 영향이 미미했다. 하지만 금리인상이 장기화되면 주택매매가격 상승률도 결국 둔화되었고 일정기간 하락하기도 했다.
- 가계부채의 절대규모는 증가했으나 2008년 이후 십여년간 금리는 하향 추세였고 금리의 레벨이 낮아져 실질적인 이자비용은 과거와 비교해도 크게 증가하지 않았다. 예상과 달리 금리가 과거처럼 지속 상승하는 흐름이 나타난다면 가계의 이자부담은 한국경제에 전반적으로 영향을 줄 수 있는 요인이다. 단기 흐름보다 추세의 전환이 중요한 만큼 모니터링이 필요한 부분이다.

욕망이 축적된 아파트, 가격 자체로 불안한 시장

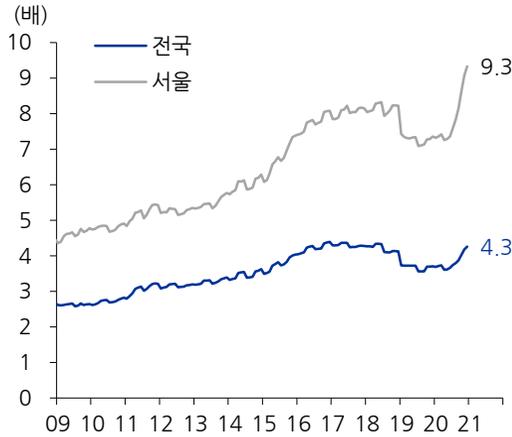
상승을 전망하나
가격 부담은 현실이다.

전국, 서울 주택 PIR



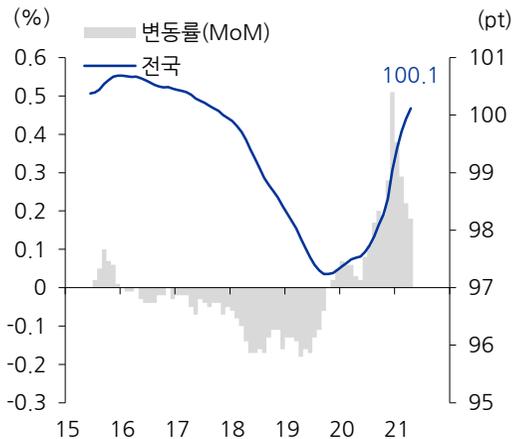
자료: KB국민은행, 유진투자증권

전국, 서울 주택 J-PIR(전세 PIR)



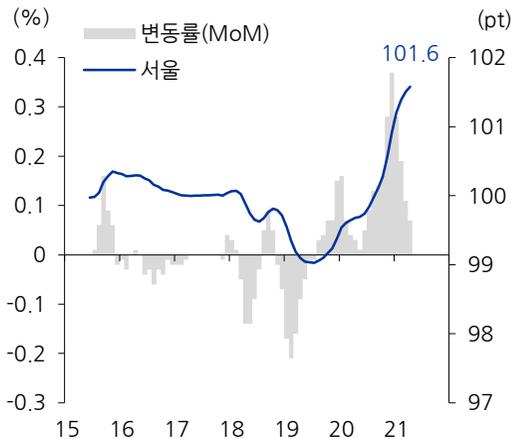
자료: KB국민은행, 유진투자증권

전국 아파트 월세가격지수와 변동률



자료: 한국부동산원, 유진투자증권

서울 아파트 월세가격지수와 변동률



자료: 한국부동산원, 유진투자증권

- 수요, 공급, 금리와 정책, 개발 계획 등을 종합해볼 때, 하반기 주택시장은 하락 요인을 찾기 어려워 보인다. 주택시장 호황으로 건설업종 비중확대 의견을 제시하는 것은 불편하지 않다. 건설회사들이 창출하는 이익과 현금흐름에 비해 현재 주가의 밸류에이션이 부담스럽지 않기 때문이다.
- 하지만 주택시장 자체에 관한 전망으로 상승을 논하는 것은 편치 않다. 9년째 상승한 가격은 PIR 기준을 따지지 않더라도 이미 너무 높아 보인다. 이제 서울은 전세 가격 조차 소득대비 9.3배에 달할 만큼 상승했다.
- 이제부터 더 큰 문제는 월세가격 상승이다. 한국의 아파트는 전세라는 제도로 인해 월세가격이 집값 대비 낮게 유지되어 왔는데 이러한 흐름에 변화가 예상된다.
- 서울의 자가점유율이 42.7%에 불과한 상황에서 다주택자를 한번에 없애고 무주택 실수요자가 집을 구매하게 할 수 있는 방법은 어느 누구도 찾지 못했다.
- 공급 계획이 필요하지만 부동산이 정치적 쟁점이 되면서 계획이 설익기도 전에 개발 기대감이 먼저 가격에 투영될 가능성도 있다. 부담스러운 현실이다. 이제라도 시간이 걸리더라도 체계적인 장기 계획이 필요한 시점이다.

03

기업분석

분석대상기업 Valuation Table

구분		현대건설	삼성ENG	GS건설	대우건설	DL이앤씨	DL건설	HDC현대산업	SK디앤디
코드번호		000720.KS	028050.KS	006360.KS	047040.KS	375500.KS	001880.KS	294870.KS	210980.KS
투자이견		BUY							
목표주가(원)		70,000	22,000	59,000	10,000	175,000	43,000	42,000	48,000
현재주가(원)		56,300	19,100	44,350	7,830	134,000	36,100	29,250	36,450
Upside Potential(%)		24.3	15.2	33.0	27.7	30.6	19.1	43.6	31.7
시가총액(십억원)		6,292.6	3,743.6	3,791.5	3,254.3	2,756.8	796.1	1,927.8	692.2
매출액(십억원)	2020A	16,970.9	6,725.1	10,122.9	8,136.7	-	1,734.6	3,670.2	699.8
	2021E	18,456.0	6,801.6	10,025.3	9,472.5	7,642.3	2,010.2	3,293.6	624.3
	2022E	19,872.4	7,212.1	10,648.5	11,155.2	8,542.7	2,379.0	3,846.1	701.1
영업이익(십억원)	2020A	549.0	351.0	750.4	558.3	-	203.4	585.7	139.8
	2021E	896.7	410.2	925.8	732.4	847.8	249.4	490.7	66.2
	2022E	947.0	416.8	1,025.1	787.6	917.0	266.2	545.6	90.9
영업이익률(%)	2020A	3.2	5.2	7.4	6.9	-	-	16.0	20.0
	2021E	4.9	6.0	9.2	7.7	11.1	12.4	14.9	10.6
	2022E	4.8	5.8	9.6	7.1	10.7	11.2	14.2	13.0
당기순이익(십억원)	2020A	227.7	244.5	329.7	282.6	0.0	149.3	220.2	66.1
	2021E	653.7	345.4	686.2	472.0	628.2	190.0	368.5	45.2
	2022E	718.7	343.3	712.3	508.6	674.6	205.0	404.6	52.9
순이익률(%)	2020A	1.3	3.6	3.3	3.5	-	-	6.0	9.4
	2021E	3.5	5.1	6.8	5.0	8.2	9.5	11.2	7.2
	2022E	3.6	4.8	6.7	4.6	7.9	8.6	10.5	7.6
EPS(원)	2020A	1,098	1,249	3,891	683	-	8,179	3,415	3,470
	2021E	4,170	1,796	8,188	1,136	29,568	8,616	5,591	2,373
	2022E	4,582	1,752	8,500	1,224	31,713	9,295	6,138	2,788
BPS(원)	2020A	59,502	8,167	51,650	6,435	-	34,403	41,620	21,678
	2021E	63,068	9,963	58,640	7,570	193,176	42,295	46,611	22,789
	2022E	67,046	11,714	67,140	8,794	219,367	50,489	52,149	24,286
PER(배)	2020A	34.1	10.6	9.7	7.3	na	3.7	7.6	12.4
	2021E	13.5	10.6	5.4	6.9	4.5	4.2	5.2	15.4
	2022E	12.3	10.9	5.2	6.4	4.2	3.9	4.8	13.1
PBR(배)	2020A	0.6	1.6	0.7	0.8	na	0.9	0.6	2.0
	2021E	0.9	1.9	0.8	1.0	0.7	0.9	0.6	1.6
	2022E	0.8	1.6	0.7	0.9	0.6	0.7	0.6	1.5
ROE(%)	2020A	1.8	16.7	7.7	11.1	na	23.7	8.9	14.9
	2021E	6.8	19.8	14.8	16.2	na	21.3	12.7	8.4
	2022E	7.0	16.2	13.5	15.0	13.9	19.0	12.4	9.3

자료: Dataguide, 유진투자증권
 주: 5/27 종가 기준

현대건설

(000720)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
70,000원
(상향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	9.8	40.2	4.1
절대기준(%)	8.3	60.4	59.9

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	70,000	57,000	▲
영업이익(21)	897	897	-
영업이익(22)	947	947	-

건설/부동산김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	56,300원
시가총액(십억원)	6,293
발행주식수(천주)	111,455
52주 최고가(원)	56,700
최저가(원)	29,300
52주 일간 Beta	1.05
90일 일평균거래대금(백만원)	52,388
외국인 지분율(%)	21.2
배당수익률(2021F)(%)	1.1
주주구성(%)	
현대자동차 (외 6인)	34.9
국민연금공단 (외 1인)	12.0

투자의견 **BUY(상향)**
목표주가(12M) **▲ 70,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	17,279	16,971	18,456	19,872	20,995
영업이익(십억원)	860	549	897	947	1,006
세전계속사업손익(십억원)	799	396	927	1,019	1,091
당기순이익(십억원)	573	228	654	719	769
EPS(원)	3,659	1,098	4,170	4,582	4,905
증감률(%)	6.8	-70.0	279.7	9.9	7.1
PER(배)	11.6	34.1	13.5	12.3	11.5
ROE(%)	6.3	1.8	6.8	7.0	7.1
PBR(배)	0.7	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	2.8	1.2	3.2	2.9	2.5

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

대한민국 대표 건설사의 역량을 보여줄 때

Investment Point

- **공격적인 분양목표와 주택사업 성장:** 현대건설은 지난해부터 힐스테이트와 THE H(디에이치) 브랜드 파워를 살려 분양을 확대하고 있으며 올해 목표는 전년 실적 대비 87% 상향한 51,989 세대(별도 31,938세대, 현대엔지니어링 20,051세대)를 제시하고 1분기 16% 완료. 전년도 신규분양 증가로 올해 하반기 주택사업 성장으로 외형성장 회복 전망.
- **해외 수익성 개선과 매출 성장:** 지난해 COVID-19 영향 등으로 인한 해외원가를 보수적으로 반영(연간 2,300억원), 해외부문 원가를 정상화 가능성이 높음. 지난해 수주한 파나마 메트로와 이라크 바스라 등 대형 프로젝트를 3월 착공해 3분기 경부터 해외 매출 성장 예상.
- **그린에너지 미래산업 추진:** 수소 연료전지 발전소와 조류 발전을 신사업으로 추진하고 있으며 서산 농업바이오 웰빙 특구 내 그린바이오 스마트 시티 개발도 계획 중. 국내건설사 중 원자력발전소 관련 최대 실적을 보유하고 있으며 SMR(소형모듈원자로) 상용화 등 원자력 연구개발에도 참여.

최근 이슈 및 Valuation

- **자회사 현대엔지니어링(현대건설 지분 38.62%) IPO 추진 중**
- **Valuation:** 현대건설 목표주가를 70,000원으로 22.3% 상향하며 건설업종 Top pick으로 추천. 목표주가는 매출액과 영업이익의 성장 전환, 자회사 지분 가치를 감안해 산출. 동사의 최근 5년 PBR 최고치에서 30% 할인, Target PBR 1.1배를 적용.

현대건설 실적 요약

현대건설 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
신규수주(연결)	9,931.2	8,626.2	3,334.7	5,239.5	6,856.1				27,159.0	26,269.2	26,525.6
국내	3,882.5	8,071.8	2,274.0	2,532.2	6,003.0				16,410.0	16,887.0	17,102.6
해외	6,048.7	554.4	1,060.7	2,707.3	853.1				10,330.9	8,940.4	8,992.6
현대건설(별도)	7,258.7	4,951.6	2,466.6	2,974.5	4,695.2				17,651.4	15,995.3	16,263.0
국내	3,039.8	4,784.2	1,674.3	482.5	3,979.5				9,980.8	10,779.3	10,994.8
(주택)	2,833.5	3,799.8	1,210.0	153.0	3,039.2				8,044.6	8,849.1	7,964.2
해외	4,218.9	167.4	792.3	2,492.0	715.7				7,670.6	5,216.0	5,268.2
현대엔지니어링	2,570.0	3,569.6	756.3	2,166.2	2,033.9				9,089.5	9,832.2	9,832.2
매출액(연결)	4,058.9	4,544.2	4,042.5	4,325.4	4,149.6	4,679.5	4,459.9	5,167.0	16,970.9	18,456.0	19,872.4
(YoY, %)	4.7	(2.9)	(1.1)	(6.6)	2.2	3.0	10.3	19.5	(1.8)	8.8	7.7
국내	2,444.1	2,887.7	2,655.2	3,056.0	2,747.5	3,205.3	2,934.0	3,453.3	11,043.0	12,340.1	13,450.7
해외	1,614.7	1,656.4	1,387.2	1,269.4	1,402.1	1,474.2	1,525.9	1,713.7	5,927.8	6,115.9	6,421.7
현대건설(별도)	2,273.5	2,512.2	2,248.0	2,286.4	2,285.7	2,636.3	2,507.3	2,992.6	9,320.1	10,421.8	11,332.6
국내	1,518.5	1,876.7	1,675.4	1,859.1	1,750.1	2,064.4	1,842.9	2,138.0	6,929.7	7,795.4	8,574.9
(주택)	922.8	1,090.6	1,038.2	1,020.4	963.0	1,199.7	1,142.0	1,173.5	4,072.0	4,478.1	4,926.0
해외	755.0	635.5	572.7	427.3	535.5	572.0	664.3	854.6	2,390.5	2,626.4	2,757.7
현대엔지니어링	1,638.0	1,921.1	1,697.2	1,932.1	1,752.4	1,863.4	1,770.2	1,951.4	7,188.4	7,337.5	7,741.1
매출총이익	434.9	314.3	348.4	299.3	399.8	458.6	423.7	465.0	1,396.9	1,747.1	1,890.9
GPM(%)	10.7	6.9	8.6	6.9	9.6	9.8	9.5	9.0	8.2	9.5	9.5
판매비	269.6	160.4	208.6	209.4	198.9	215.3	214.1	222.2	847.9	850.4	943.9
판매비율(%)	6.6	3.5	5.2	4.8	4.8	4.6	4.8	4.3	5.0	4.6	4.8
영업이익	165.3	153.9	139.8	89.9	200.9	243.3	209.6	242.8	549.0	896.7	947.0
OPM(%)	4.1	3.4	3.5	2.1	4.8	5.2	4.7	4.7	3.2	4.9	4.8
현대건설(별도)	56.6	86.8	71.6	21.4	80.2	137.1	110.3	143.6	236.4	471.2	520.4
OPM(%)	2.5	3.5	3.2	0.9	3.5	5.2	4.4	4.8	2.5	4.5	4.6
현대엔지니어링	80.1	57.6	65.5	55.5	103.0	96.9	85.0	82.0	258.7	366.8	369.2
OPM(%)	4.9	3.0	3.9	2.9	5.9	5.2	4.8	4.2	6.5	7.5	8.5
세전이익	287.1	108.4	115.8	(115.6)	274.4	248.0	214.1	191.2	395.6	927.7	1,019.2
당기순이익	196.5	69.4	83.8	(122.1)	193.5	174.9	150.9	134.8	227.7	654.0	718.5
지배주주순이익	133.9	46.1	55.7	(113.4)	137.4	124.1	107.2	95.7	122.3	464.3	510.1
비중(%)	68.1	66.4	66.5	92.9	71.0	71.0	71.0	71.0	53.7	71.0	71.0

자료: 현대건설, 유진투자증권

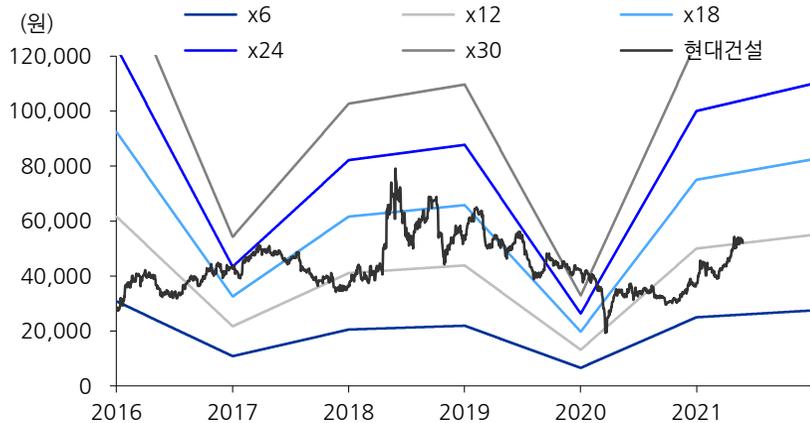
현대건설 분양 및 해외수주 계획과 PER, PBR 밴드차트

2021년 현대건설 분양 계획

분기	현장명	세대수
1Q21	힐스테이트 용인 둔전역	1,721
	힐스테이트 대명 센트럴	1,089
	힐스테이트 청계 센트럴	522
	힐스테이트 라피아노 삼송	452
	힐스테이트 달성공원	392
	시티오씨엘 업무 1등	2,189
	기타	576
2Q21	인천 계양1구역 재개발	1,120
	태평로3가211 주상복합	394
	인천 시티오씨엘 업무 2등	2,605
3Q21	둔촌주공 재건축	3,071
	송도 A16 BL	1,319
	대조 1구역 재개발 등	6,850
	기타	3,086
4Q21	빙배5구역 재건축	2,796
	평택 서정연립 재건축	1,107
	여수 경도 생활속박시설 등	2,649
	합계	31,938

자료: 현대건설, 유진투자증권

현대건설 12M FWD PER Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

2021년 현대건설 해외수주 계획

국가명	프로젝트명	금액	수주시기(목표)
싱가포르	라부라도 오피스타워	1,700억	1Q21 (기수주)
사우디	하일 변전소~알 주프 변전소 구간 송전	1,200억	
페루	친체르 공항 부지정지 공사	800억	
이라크	바그다드 도시철도	25억불 (현대건설 지분 15억불)	3Q21
쿠웨이트	수아iba 항만	15억불	
홍콩	종합병원	10억불	
싱가폴	종합병원	6억불	
페루	친체르 공항	5억불	
이집트	엘다바 원전	15억불	
아시아	아시아 지역 발전공사 2건 (지명 비공개)	각 10억불	4Q21
대만	해상풍력	6억불	
사우디	스마트시티	-	

자료: 현대건설, 유진투자증권

현대건설 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

현대건설(000720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	13,172	13,399	14,600	15,398	16,135
현금성자산	4,554	6,068	5,688	5,924	6,212
매출채권	4,934	4,382	5,641	6,075	6,418
재고자산	1,723	1,125	1,429	1,539	1,626
비유동자산	5,055	4,540	4,622	4,720	4,833
투자자산	2,937	2,869	2,986	3,107	3,233
유형자산	1,420	967	916	876	847
무형자산	698	703	720	737	753
자산총계	18,227	17,939	19,221	20,119	20,968
유동부채	6,771	6,468	7,322	7,743	8,080
매입채무	4,251	4,490	5,332	5,742	6,067
단기차입금	939	802	802	802	802
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,741	2,705	2,736	2,768	2,801
사채및장기차입금	1,862	1,928	1,928	1,928	1,928
기타비유동부채	836	758	789	821	854
부채총계	9,512	9,173	10,058	10,511	10,881
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019
자본조정	-239	-246	-246	-246	-246
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,325	5,301	5,698	6,142	6,621
자본총계	8,715	8,766	9,164	9,607	10,087
총차입금	2,801	2,730	2,730	2,730	2,730
순차입금(순현금)	-1,753	-3,338	-2,958	-3,194	-3,482
투하자본	6,803	5,265	6,037	6,237	6,421

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	479	1,730	-95	533	594
당기순이익	573	228	654	719	769
유무형자산상각비	184	172	141	135	130
기타비현금손익가감	-33	148	-162	-180	-193
운전자본의변동	-652	1,011	-728	-140	-112
매출채권감소(증가)	-112	620	-1,259	-434	-343
재고자산감소(증가)	298	591	-304	-110	-87
매입채무증가(감소)	-109	493	842	410	324
기타	-729	-694	-6	-7	-7
투자활동현금흐름	-151	-1,219	-336	-351	-366
단기투자자산처분(취득)	129	-653	-117	-122	-127
장기투자증권처분(취득)	0	0	-3	-3	-4
설비투자	-111	-74	-80	-86	-91
유형자산처분	5	22	0	0	0
무형자산감소(증가)	-14	-17	-25	-25	-25
재무활동현금흐름	15	95	-67	-67	-67
차입금증가(감소)	134	231	0	0	0
자본증가(감소)	-108	-132	-67	-67	-67
배당금지급	108	132	67	67	67
현금의 증가(감소)	345	601	-498	115	161
기초현금	2,241	2,586	3,187	2,689	2,804
기말현금	2,586	3,187	2,689	2,804	2,965
Gross cash flow	1,259	864	632	674	706
Gross investment	932	-444	946	370	352
Free cash flow	327	1,308	-314	304	354

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,279	16,971	18,456	19,872	20,995
증가율 (%)	3.3	-1.8	8.8	7.7	5.6
매출총이익	1,726	1,397	1,747	1,891	1,974
매출총이익율 (%)	10.0	8.2	9.5	9.5	9.4
판매비와관리비	866	848	851	944	967
증가율 (%)	5.5	-2.1	0.3	11.0	2.5
영업이익	860	549	897	947	1,006
증가율 (%)	2.3	-36.1	63.3	5.6	6.3
EBITDA	1,044	721	1,037	1,082	1,136
증가율 (%)	3.1	-31.0	44.0	4.3	5.1
영업외손익	-61	-153	31	72	85
이자수익	111	99	106	132	139
이자비용	85	78	68	68	68
외환관련손익	48	5	0	0	0
지분법손익	-6	3	3	3	3
기타영업외손익	-129	-182	-10	6	11
세전계속사업손익	799	396	927	1,019	1,091
법인세비용	226	168	274	301	322
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	573	228	654	719	769
증가율 (%)	7.1	-60.3	187.1	9.9	7.0
당기순이익률 (%)	3.3	1.3	3.5	3.6	3.7
EPS	3,659	1,098	4,170	4,582	4,905
증가율 (%)	6.8	-70.0	279.7	9.9	7.1
완전희석EPS	3,659	1,098	4,170	4,581	4,904
증가율 (%)	6.8	-70.0	279.6	9.9	7.1

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,659	1,098	4,170	4,582	4,905
BPS	59,778	59,502	63,068	67,046	71,347
DPS	600	600	600	600	600
밸류에이션(배, %)					
PER	11.6	34.1	13.5	12.3	11.5
PBR	0.7	0.6	0.9	0.8	0.8
PCR	3.7	4.8	9.9	9.3	8.9
EV/EBITDA	2.8	1.2	3.2	2.9	2.5
배당수익률	1.4	1.6	1.1	1.1	1.1
수익성 (%)					
영업이익율	5.0	3.2	4.9	4.8	4.8
EBITDA이익율	6.0	4.2	5.6	5.4	5.4
순이익율	3.3	1.3	3.5	3.6	3.7
ROE	6.3	1.8	6.8	7.0	7.1
ROIC	9.4	5.2	11.2	10.9	11.2
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	-20.1	-38.1	-32.3	-33.2	-34.5
유동비율	194.5	207.2	199.4	198.9	199.7
이자보상배율	10.1	7.0	13.1	13.8	14.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	3.4	3.6	3.7	3.4	3.4
재고자산회전율	9.4	11.9	14.4	13.4	13.3
매입채무회전율	4.0	3.9	3.8	3.6	3.6

삼성엔지니어링 (028050)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
22,000원
(상향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	14.2	15.7	1.4
절대기준(%)	12.7	35.9	57.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	22,000	18,000	▲
영업이익(21)	410	410	-
영업이익(22)	417	417	-

건설/부동산김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	19,100
시가총액(십억원)	3,744
발행주식수(천주)	196,000
52주 최고가(원)	20,200
최저가(원)	9,960
52주 일간 Beta	0.71
90일 일평균거래대금(백만원)	52,387
외국인 지분율(%)	29.5
배당수익률(2021F)(%)	-
주주구성(%)	
삼성SDI (외 8인)	20.6
국민연금공단 (외 1인)	8.2

투자의견 **BUY(상향)**
목표주가(12M) **▲ 22,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	6,368	6,725	6,802	7,212	7,657
영업이익(십억원)	385	351	410	417	439
세전계속사업손익(십억원)	401	342	481	477	499
당기순이익(십억원)	296	244	345	343	359
EPS(원)	1,493	1,249	1,796	1,752	1,833
증감률(%)	326.1	-16.3	43.8	-2.5	4.6
PER(배)	12.9	10.6	10.6	10.9	10.4
ROE(%)	24.6	16.7	19.8	16.2	14.5
PBR(배)	2.8	1.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	7.1	5.0	7.0	6.2	5.3

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

ESG 신사업에 높아지는 관심, 유가 회복으로 해외수주 증가 기대

Investment Point

- **해외 발주 업황 개선세:** 올해 들어 유가가 안정적인 상승 흐름을 보이며 최근 발주 업황 개선 분위기. 사우디 아람코는 올해 CAPEX를 350억달러로 전년 대비 80억달러 상향할 계획으로 Upstream 업그레이드와 석유화학 프로젝트를 검토 중에 있는 것으로 알려짐. 저유가 영향으로 2022년으로 예상했던 사우디 Zuluf 프로젝트 입찰이 당겨지며 7월 입찰 예정. 과거와 달리 사우디 플랜트 입찰에 참여하는 한국건설사 제한적, 무리한 수주 가능성 낮아짐
- **ESG 친환경 사업과 그린솔루션 사업 전략:** 동사는 세계적인 ESG 강화 트렌드에 맞춰 그린인프라, 수소에너지 관련 기술개발. 삼성벤처투자펀드에 300억원 투자. 최근에는 롯데케미칼과 '탄소중립'을 위한 그린 파트너십 업무협약을 체결했으며, 최근 글로벌 전통 정유/화학 기업들도 에너지 효율화와 친환경 사업에 착수하고 있음. 기존 고객사와 함께 선제적으로 새로운 시장에 진입할 수 있을 것
- **국내 최초 수소액화공장 Pre-FEED 경험 보유**

최근 이슈 및 Valuation

- **안정적 수준의 원가율:** 매출총이익률은 화공 10.9%, 비화공 13.4%를 기록. 환율효과를 제외해도 안정적인 수준의 원가율
- **Valuation:** 삼성엔지니어링 목표주가를 22,000원으로 22% 상향하며 투자의견 Buy를 유지함. 목표주가는 발주 업황 개선과 글로벌 Peer 주가 상승을 감안해 Target PBR 배수를 2.2배를 적용

삼성엔지니어링 실적 요약

삼성엔지니어링 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
신규수주	1,236.2	680.0	1,053.7	6,631.0	1,533.5				9,600.9	6,720.6	8,064.8
화공	7.5	218.8	138.9	5,149.1	44.9				5,514.3	3,860.0	4,632.0
비화공	1,228.7	461.2	914.8	1,481.9	1,488.6				4,086.6	2,860.6	3,432.7
수주잔고	14,226.7	12,994.9	12,306.0	16,430.3	16,609.1				16,430.3	16,349.3	17,201.9
화공	10,887.3	9,997.0	9,271.7	12,808.6	12,253.1				12,808.6	13,165.3	13,959.7
비화공	3,339.4	2,997.9	3,034.3	3,621.7	4,356.0				3,621.7	3,184.0	3,242.2
매출액	1,592.5	1,674.3	1,603.2	1,855.2	1,530.8	1,665.7	1,722.8	1,882.4	6,725.1	6,801.6	7,212.1
화공	781.1	831.7	740.6	994.2	799.1	848.3	851.7	1,004.1	3,347.6	3,503.3	3,837.6
비화공	811.4	842.6	862.5	861.0	731.7	817.3	871.1	878.2	3,377.5	3,298.4	3,374.5
매출총이익	167.2	158.8	179.5	156.7	185.3	176.2	188.0	202.8	662.1	752.3	777.4
화공	47.7	64.1	92.1	73.4	87.3	80.6	83.5	97.4	277.3	348.8	364.6
비화공	119.5	94.7	87.4	83.2	98.0	95.6	104.5	105.4	384.8	403.5	412.9
매출총이익률(%)	10.5	9.5	11.2	8.4	12.1	10.6	10.9	10.8	9.8	11.1	10.8
화공	6.1	7.7	12.4	7.4	10.9	9.5	9.8	9.7	8.3	10.0	9.5
비화공	14.7	11.2	10.1	9.7	13.4	11.7	12.0	12.0	11.4	12.2	12.2
판관비	81.7	73.0	79.4	77.0	78.0	83.3	86.1	94.7	311.1	342.1	360.6
판관비율(%)	5.1	4.4	5.0	4.2	5.1	5.0	5.0	5.0	4.6	5.0	5.0
영업이익	85.5	85.8	100.1	79.7	107.3	92.9	101.9	108.1	351.0	410.2	416.8
OPM(%)	5.4	5.1	6.2	4.3	7.0	5.6	5.9	5.7	5.2	6.0	5.8
세전이익	101.8	90.8	74.9	74.2	142.3	103.7	112.7	122.4	341.7	481.1	476.8
세전이익률(%)	6.4	5.4	4.7	4.0	9.3	6.2	6.5	6.5	5.1	7.1	6.6
법인세	32.3	23.4	15.3	26.3	40.8	29.0	31.5	34.3	97.3	135.7	133.5
법인세율(%)	31.8	25.8	20.4	35.4	28.7	28.0	28.0	28.0	28.5	28.2	28.0
당기순이익	69.5	67.4	59.6	47.9	101.5	74.7	81.1	88.1	244.5	345.4	343.3
NPM(%)	4.4	4.0	3.7	2.6	6.6	4.5	4.7	4.7	3.6	5.1	4.8
지배주주순이익	69.9	68.1	69.7	37.2	108.1	74.7	81.1	88.1	244.8	352.0	343.3

자료: 삼성엔지니어링, 유진투자증권

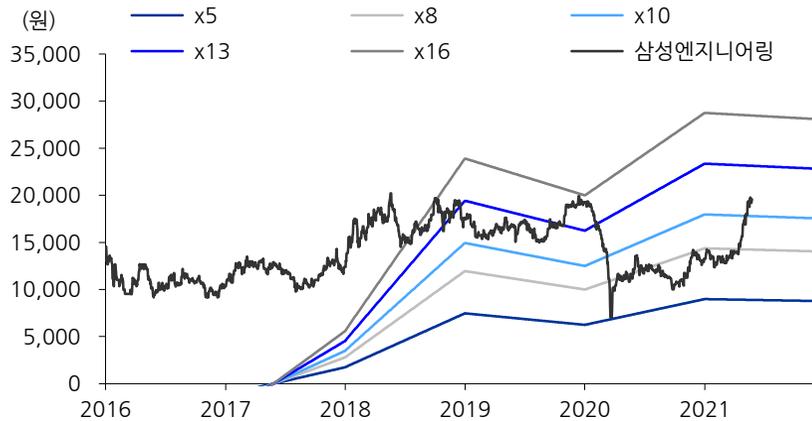
삼성엔지니어링 해외수주 계획 및 PER, PBR 밴드차트

2021년 삼성엔지니어링 해외수주 계획

국가명	프로젝트명	금액	수주시기(목표)
사우디	AGIC PDH&UTOS	7400억원	2Q21
태국	PTT GSP7	5억불	3Q21
인도네시아	롯데케미칼 Line	24억불	3Q21
러시아	BGCC 에틸렌	16억불	3Q21
UAE	헤일앤가사	45억불	3Q21
	CO2 리커버리	4억불	3Q21
	Borouge-4	10억불	올해 입찰(발표 2022)
사우디	Zuluf GOSP	30억불	7월 입찰(발표 4Q21)

자료: 삼성엔지니어링, 유진투자증권

삼성엔지니어링 12M FWD PER Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

삼성엔지니어링 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

삼성엔지니어링(028050.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,884	3,136	2,749	3,168	3,609
현금성자산	796	845	737	1,049	1,374
매출채권	1,260	1,152	1,521	1,623	1,735
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,661	1,620	1,658	1,700	1,745
투자자산	1,198	1,146	1,193	1,241	1,292
유형자산	428	438	427	417	410
무형자산	36	35	39	42	43
자산총계	4,545	4,756	4,407	4,867	5,353
유동부채	2,949	2,961	2,252	2,360	2,477
매입채무	727	868	1,537	1,640	1,752
단기차입금	181	240	240	240	240
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	293	213	221	230	240
사채및장기차입금	10	1	1	1	1
기타비유동부채	283	212	221	230	239
부채총계	3,242	3,174	2,473	2,590	2,717
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-18	-22	-22	-22	-22
자본조정	-166	-46	-46	-46	-46
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	526	689	1,041	1,384	1,743
자본총계	1,303	1,582	1,934	2,277	2,636
총차입금	191	240	240	240	240
순차입금(순현금)	-605	-605	-497	-809	-1,134
투하자본	589	868	1,323	1,350	1,380

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	784	44	-104	318	335
당기순이익	296	244	345	343	359
유무형자산상각비	62	50	53	53	54
기타비현금손익가감	-19	26	-802	-79	-79
운전자본의변동	398	-365	299	1	1
매출채권감소(증가)	489	-297	-369	-102	-111
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	-47	-33	669	103	112
기타	-44	-35	-0	-0	-0
투자활동현금흐름	-147	73	-7	-11	-14
단기투자자산처분(취득)	-107	111	-4	-4	-4
장기투자증권처분(취득)	0	0	84	84	83
설비투자	-20	-23	-24	-25	-27
유형자산처분	3	1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-11	-14	-21	-21	-21
재무활동현금흐름	-422	70	0	0	0
차입금증가(감소)	-424	71	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	220	158	-112	308	321
기초현금	369	590	748	636	944
기말현금	590	748	636	944	1,265
Gross cash flow	442	453	-404	317	334
Gross investment	-358	403	-296	6	9
Free cash flow	800	50	-108	312	325

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	6,368	6,725	6,802	7,212	7,657
증가율 (%)	16.2	5.6	1.1	6.0	6.2
매출총이익	762	662	752	777	822
매출총이익율 (%)	12.0	9.8	11.1	10.8	10.7
판매비와관리비	377	311	342	361	383
증가율 (%)	10.2	-17.4	10.0	5.4	6.2
영업이익	385	351	410	417	439
증가율 (%)	87.1	-8.9	16.8	1.6	5.3
EBITDA	447	401	463	470	493
증가율 (%)	67.9	-10.5	15.6	1.5	4.8
영업외손익	15	-9	71	60	60
이자수익	13	17	15	18	19
이자비용	16	9	7	7	7
외환관련손익	-9	-53	0	0	0
지분법손익	32	14	88	88	88
기타영업외손익	-6	22	-25	-39	-40
세전계속사업손익	401	342	481	477	499
법인세비용	105	97	136	134	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	296	244	345	343	359
증가율 (%)	321.1	-17.3	41.3	-0.6	4.6
당기순이익률 (%)	4.6	3.6	5.1	4.8	4.7
EPS	1,493	1,249	1,796	1,752	1,833
증가율 (%)	326.1	-16.3	43.8	-2.5	4.6
완전희석EPS	1,493	1,249	1,796	1,752	1,833
증가율 (%)	326.1	-16.3	43.8	-2.5	4.6

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,493	1,249	1,796	1,752	1,833
BPS	6,749	8,167	9,963	11,714	13,547
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	12.9	10.6	10.6	10.9	10.4
PBR	2.8	1.6	1.9	1.6	1.4
PCR	8.5	5.7	n/a	11.8	11.2
EV/ EBITDA	7.1	5.0	7.0	6.2	5.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
수익성 (%)					
영업이익율	6.1	5.2	6.0	5.8	5.7
EBITDA이익율	7.0	6.0	6.8	6.5	6.4
순이익율	4.6	3.6	5.1	4.8	4.7
ROE	24.6	16.7	19.8	16.2	14.5
ROIC	33.6	34.5	26.9	22.4	23.2
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	-46.4	-38.2	-25.7	-35.5	-43.0
유동비율	97.8	105.9	122.1	134.2	145.7
이자보상배율	24.4	37.5	55.0	55.8	58.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.4	1.5	1.6	1.5
매출채권회전율	4.6	5.6	5.1	4.6	4.6
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	8.2	8.4	5.7	4.5	4.5

GS건설

(006360)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
59,000원
(상향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-6.6	14.6	2.5
절대기준(%)	-8.2	34.8	58.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	59,000	53,000	▲
영업이익(21)	926	926	-
영업이익(22)	1,025	1,025	-

건설/부동산김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	44,350원
시가총액(십억원)	3,792
발행주식수(천주)	85,491
52주 최고가(원)	48,850
최저가(원)	23,150
52주 일간 Beta	1.27
90일 일평균거래대금(백만원)	47,093
외국인 지분율(%)	28.9
배당수익률(2021F)(%)	-
주주구성(%)	
허창수 (외 17인)	23.8
국민연금공단 (외 1인)	13.1

투자의견 **BUY(상향)**
목표주가(12M) **▲ 59,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	10,417	10,123	10,025	10,648	10,912
영업이익(십억원)	767	750	926	1,025	1,035
세전계속사업손익(십억원)	674	518	927	962	1,016
당기순이익(십억원)	447	330	686	712	753
EPS(원)	5,555	3,891	8,188	8,500	8,984
증감률(%)	-28.4	-29.9	110.4	3.8	5.7
PER(배)	5.6	9.7	5.4	5.2	4.9
ROE(%)	11.8	7.7	14.8	13.5	12.5
PBR(배)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.2	4.9	4.9	4.1	3.6

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

재개발재건축 선호도 1위 브랜드 자이, 주택사업과 함께 신사업 성장 기대

Investment Point

- **재개발재건축 선호도 1위 브랜드 '자이'**: 정부의 정책 방향이 정비사업 규제완화를 통한 수도권 공급 확대로 전환 중. 공공재개발, 공공직접시행 사업의 경우에도 소유주가 시공사 선정 가능. 점진적으로 민간 재개발재건축 시장도 규제 완화 가능성이 엿보이는 가운데 노후화 주택 증가, 동사의 잠재 수주 Pool 확대, 수주잔고의 사업추진 속도도 가속화 될 전망.
- **하반기부터 주택 매출 성장**: 신규분양 실적이 2019년 16,616세대에서 2020년 26,900세대로 증가. 올해도 31,633세대 분양 가능할 전망. 2분기에만 약 1.6만호 분양이 예정되어 있으며 분양 시점이 다소 지연된다고 해도 신규 주택사업을 감안하면 올해도 연간 목표 달성 가능성이 높음, 하반기로 갈수록 주택 사업 성장으로 매출 성장성을 회복할 전망
- **해외수주 성과 기대**: 지난해부터 추진해온 다수의 해외수주 안건도 올해는 성과가 기대됨. 지분투자형 사업으로 발주처와 협의 중인 터키 PDH(약 15억불)와 호주 NEL(동사 수행분 약 2.3조원) 프로젝트 등을 수주 추진 중

최근 이슈 및 Valuation

- **주택사업의 가치 재평가와 신사업 통한 중장기 성장 기대**
- **Valuation**: GS건설 목표주가를 59,000원으로 11.3% 상향하며 현대건설과 함께 건설업종 Top pick으로 추천. 목표주가는 Target PBR 1배를 적용해 산출했으며 2021년 PER 7.2배 수준

GS건설 실적 요약

GS건설 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
신규수주	2,269.0	2,417.0	2,827.0	4,898.0	1,810.6				12,411.3	12,783.2	13,038.9
(YoY, %)	65.0	(7.0)	6.4	42.2	(20.2)				23.2	3.0	2.0
국내	2,130.0	1,828.0	2,325.0	3,720.0	1,520.0				10,003.0	8,689.6	8,740.6
해외	139.0	589.0	502.0	1,178.0	291.0				2,408.0	4,093.6	4,298.3
인프라	2.0	589.0	36.0	786.0	15.0				1,414.0	3,535.0	3,605.7
건축	191.0	54.0	725.0	195.0	265.0				1,165.0	1,281.5	1,307.1
주택	1,989.0	1,679.0	1,466.0	2,582.0	982.0				7,716.0	7,330.2	7,476.8
플랜트	64.0	71.0	324.0	211.0	318.0				670.0	636.5	649.2
분산형에너지	23.0	24.0	5.0	(13.0)	4.0						
수주잔고	43,169.0	42,126.0	43,078.0	43,689.0	43,488.3				43,689.0	46,447.0	48,837.4
국내	30,983.0	30,378.0	31,317.0	31,211.0	31,140.0				31,211.0	31,980.7	32,415.5
해외	12,186.0	11,748.0	11,761.0	12,478.0	12,349.0				12,478.0	14,466.3	16,421.9
인프라	3,602.0	3,974.0	4,344.0	4,881.0	4,707.0				4,881.0	7,407.3	9,984.2
건축/주택	26,575.0	26,372.0	27,065.0	26,660.0	25,700.0				26,660.0	29,045.1	31,064.3
플랜트	3,298.0	2,777.0	2,578.0	2,221.0	2,836.0				2,221.0	1,269.9	490.3
분산형에너지	515.0	438.0	299.0	182.0	455.0				182.0	(29.5)	(271.3)
신사업	9,179.0	8,565.0	8,792.0	9,745.0	9,578.0				9,745.0	8,754.2	7,570.0
매출액	2,441.5	2,547.4	2,316.8	2,817.3	2,011.3	2,464.7	2,545.1	3,004.2	10,122.9	10,025.2	10,648.5
(YoY, %)	(6.2)	(1.1)	(5.1)	0.7	(17.6)	(3.2)	9.9	6.6	(2.8)	(1.0)	6.2
국내	1,851.0	2,102.0	1,858.0	2,243.0	1,591.0	1,980.0	1,884.9	2,464.0	8,046.0	7,919.9	8,305.8
해외	590.0	445.0	459.0	574.0	420.0	494.7	505.3	685.3	2,077.0	2,105.3	2,342.7
인프라	206.0	209.0	177.0	291.0	189.0	234.1	265.5	320.1	884.0	1,008.7	1,028.9
건축/주택	1,318.0	1,503.0	1,362.0	1,622.0	1,225.0	1,533.1	1,525.4	1,865.3	5,804.0	6,148.8	6,671.4
플랜트	711.0	576.0	498.0	602.0	367.0	383.3	398.4	438.9	2,389.0	1,587.6	1,428.8
분산형에너지	99.0	98.0	76.0	93.0	45.0	49.0	57.0	60.5	366.0	211.5	241.8
신사업	90.0	144.0	186.0	191.0	171.0	244.8	279.0	296.1	611.0	990.9	1,184.2
GPM(%)	11.9	12.0	15.2	20.8	15.7	15.5	15.2	15.4	15.2	15.4	15.4
국내	15.1	16.9	17.5	24.3	17.7	18.8	11.2	23.5	18.6	18.5	18.6
해외	2.0	(11.2)	5.9	7.2	8.3	4.0	4.0	4.0	1.9	4.0	4.0
판관비	120.0	140.5	142.3	381.9	140.0	147.9	152.7	180.3	784.7	620.8	617.6
판관비율(%)	4.9	5.5	6.1	13.6	7.0	6.0	6.0	6.0	7.8	6.2	5.8
영업이익	171.0	165.1	209.3	204.9	176.8	234.5	233.1	281.3	750.4	925.7	1,025.1
OPM(%)	7.0	6.5	9.0	7.3	8.8	9.5	9.2	9.4	7.4	9.2	9.6
세전이익	184.7	126.8	141.9	65.0	223.5	219.2	217.8	266.0	518.4	926.4	961.7
당기순이익	131.5	85.2	102.8	10.2	165.5	162.4	161.3	197.0	329.7	686.1	712.3
NPM(%)	5.3	3.2	4.2	0.2	8.0	6.3	6.0	6.2	3.3	6.8	6.7
지배주주순이익	128.5	80.3	96.8	6.1	161.8	154.3	153.3	187.2	311.7	656.5	681.5

자료: GS건설, 유진투자증권

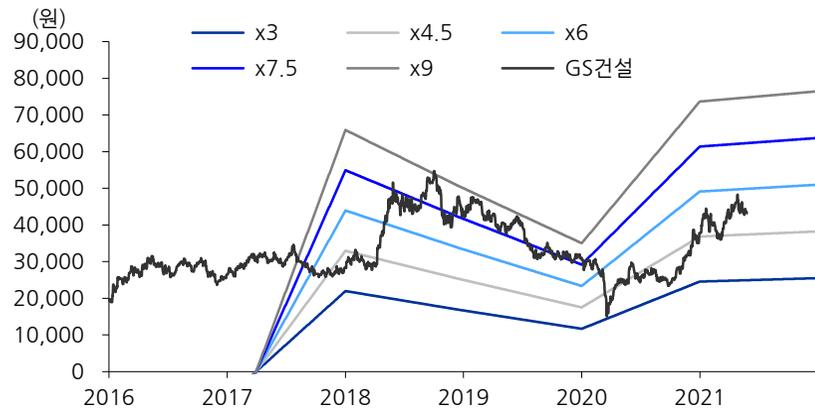
GS건설 분양 및 해외수주 계획과 PER, PBR 밴드차트

2021년 GS건설 분양 계획

분기	세대수
1분기	5,497
2분기	15,755
3분기	10,391
연간	31,643

자료: GS건설, 유진투자증권

GS건설 12M FWD PER Band



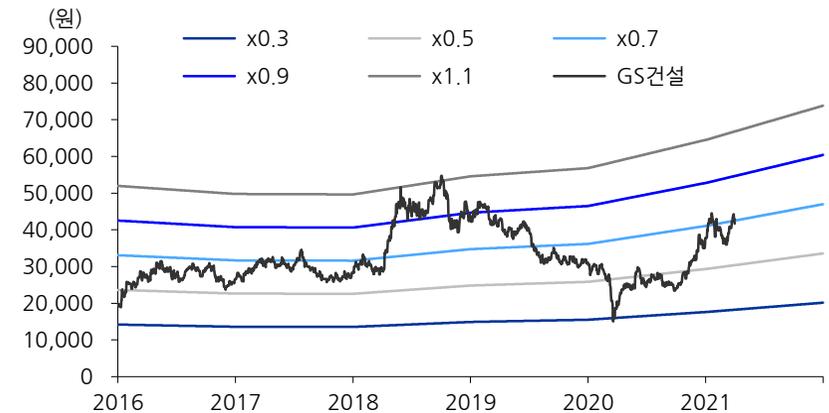
자료: Dataguide, 유진투자증권

2021년 GS건설 해외수주 계획

국가명	프로젝트명	금액	수주시기(목표)
호주	North East Link	27억불(AUD), 약 2.3~2.4조원	2Q21
	Inland Rail	12억불(AUD)	2H21
터키	세이한PDHPPEPC	15억불	2Q21
싱가포르	Cross Island Rail	5억불(SGD)	2H21 (3분기 입찰 마감)
오만	수처리 시설	1.4조원	2H21
필리핀	South Railway 프로젝트	3-4억불/Pkg	2H21
인도	LINC 프로젝트	2000만불(FEED) 이후 EPC 35-40억불	2021 (FEED)

자료: GS건설, 유진투자증권

GS건설 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

GS건설(006360.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,329	7,252	5,999	6,612	7,231
현금성자산	2,191	2,494	2,323	2,799	3,332
매출채권	2,260	1,795	1,936	2,017	2,067
재고자산	875	1,430	1,225	1,276	1,308
비유동자산	5,842	6,519	6,679	6,855	7,043
투자자산	4,176	4,348	4,524	4,708	4,899
유형자산	1,176	1,427	1,418	1,417	1,419
무형자산	490	744	738	731	725
자산총계	13,171	13,771	12,678	13,468	14,273
유동부채	5,801	5,729	4,045	4,122	4,174
매입채무	1,630	1,403	1,488	1,550	1,588
단기차입금	992	1,157	1,157	1,157	1,157
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,227	3,730	3,760	3,792	3,825
사채및장기차입금	2,470	2,787	2,787	2,787	2,787
기타비유동부채	757	753	784	816	849
부채총계	9,028	9,459	7,806	7,914	7,999
자본금	400	404	404	404	404
자본잉여금	802	816	816	816	816
자본조정	-82	-154	-154	-154	-154
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	2,827	3,076	3,637	4,318	5,038
자본총계	4,143	4,312	4,873	5,554	6,274
총차입금	3,462	3,944	3,944	3,944	3,944
순차입금(순현금)	1,271	1,450	1,620	1,145	612
투하자본	5,362	5,660	6,387	6,589	6,772

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	759	554	279	845	912
당기순이익	447	330	686	712	753
유무형자산상각비	134	160	174	173	173
기타비현금손익가감	-7	42	-738	20	20
운전자본의변동	105	-357	157	-61	-34
매출채권감소(증가)	-52	344	-141	-81	-49
재고자산감소(증가)	192	74	205	-51	-31
매입채무증가(감소)	-393	-221	84	62	38
기타	358	-553	9	9	9
투자활동현금흐름	-748	-269	-369	-385	-396
단기투자자산처분(취득)	55	11	-15	-16	-16
장기투자증권처분(취득)	0	0	-23	-23	-24
설비투자	-143	-128	-126	-134	-138
유형자산처분	7	30	0	0	0
무형자산감소(증가)	-16	-3	-32	-32	-32
재무활동현금흐름	184	51	-96	0	0
차입금증가(감소)	293	179	0	0	0
자본증가(감소)	-83	-89	-96	0	0
배당금지급	83	89	96	0	0
현금의 증가(감소)	200	326	-186	460	516
기초현금	1,593	1,793	2,119	1,933	2,393
기말현금	1,793	2,119	1,933	2,393	2,909
Gross cash flow	1,056	1,290	122	906	946
Gross investment	697	636	197	430	413
Free cash flow	359	653	-75	476	533

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	10,417	10,123	10,025	10,648	10,912
증가율 (%)	-20.7	-2.8	-1.0	6.2	2.5
매출총이익	1,398	1,535	1,547	1,643	1,668
매출총이익율 (%)	13.4	15.2	15.4	15.4	15.3
판매비와관리비	631	785	621	618	633
증가율 (%)	12.0	24.4	-20.9	-0.5	2.5
영업이익	767	750	926	1,025	1,035
증가율 (%)	-27.9	-2.2	23.4	10.7	0.9
EBITDA	902	910	1,100	1,199	1,208
증가율 (%)	-19.3	1.0	20.8	9.0	0.8
영업외손익	-94	-232	1	-63	-18
이자수익	51	42	38	47	48
이자비용	147	115	74	74	74
외환관련손익	28	-93	0	0	0
지분법손익	-5	-8	-19	-19	-19
기타영업외손익	-20	-58	56	-18	26
세전계속사업손익	674	518	927	962	1,016
법인세비용	226	189	240	249	264
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	447	330	686	712	753
증가율 (%)	-23.8	-26.3	108.1	3.8	5.7
당기순이익률 (%)	4.3	3.3	6.8	6.7	6.9
EPS	5,555	3,891	8,188	8,500	8,984
증가율 (%)	-28.4	-29.9	110.4	3.8	5.7
완전희석EPS	5,555	3,891	8,188	8,500	8,984
증가율 (%)	-28.4	-29.9	110.4	3.8	5.7

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	5,555	3,891	8,188	8,500	8,984
BPS	49,623	51,650	58,640	67,140	76,124
DPS	1,000	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	5.6	9.7	5.4	5.2	4.9
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
PCR	2.3	2.3	29.1	3.9	3.8
EV/EBITDA	4.2	4.9	4.9	4.1	3.6
배당수익률	3.2	0.0	n/a	n/a	n/a
수익성 (%)					
영업이익율	7.4	7.4	9.2	9.6	9.5
EBITDA이익율	8.7	9.0	11.0	11.3	11.1
순이익율	4.3	3.3	6.8	6.7	6.9
ROE	11.8	7.7	14.8	13.5	12.5
ROIC	11.1	8.7	11.4	11.7	11.5
안정성(%배)					
순차입금/자기자본	30.7	33.6	33.3	20.6	9.8
유동비율	126.3	126.6	148.3	160.4	173.2
이자보상배율	5.2	6.5	12.6	13.9	14.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	3.3	5.0	5.4	5.4	5.3
재고자산회전율	10.9	8.8	7.6	8.5	8.4
매입채무회전율	3.7	6.7	6.9	7.0	7.0

대우건설

(047040)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
10,000원
(상향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	8.7	101.6	53.8
절대기준(%)	7.1	121.8	109.6

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	10,000	9,000	▲
영업이익(21)	732	732	-
영업이익(22)	788	788	-

건설/부동산김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	7,830원
시가총액(십억원)	3,254
발행주식수(천주)	415,623
52주 최고가(원)	8,000
최저가(원)	2,685
52주 일간 Beta	1.37
90일 일평균거래대금(백만원)	45,167
외국인 지분율(%)	9.4
배당수익률(2021F)(%)	-
주주구성(%)	
케이디비인베스트먼트제일호 유한회사 (외 4인)	50.8
국민연금공단 (외 1인)	9.2

투자의견 BUY(상향)
목표주가(12M) ▲ 10,000원



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	8,652	8,137	9,472	11,155	11,173
영업이익(십억원)	364	558	732	788	724
세전계속사업손익(십억원)	307	377	632	684	620
당기순이익(십억원)	201	283	472	509	461
EPS(원)	502	683	1,136	1,224	1,109
증감률(%)	-30.2	36.0	66.3	7.8	-9.4
PER(배)	9.4	7.3	6.9	6.4	7.1
ROE(%)	8.8	11.1	16.2	15.0	11.9
PBR(배)	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.3	4.8	5.0	4.6	4.6

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

주택시장 호황기, 이익 Level-up!

Investment Point

- **주택분양 확대로 4년만에 외형성장:** 지난해 신규수주와 주택 분양 목표를 달성. 1분기 매출액은 다소 부진했으나 하반기로 갈수록 주택매출액이 증가하며 연간 매출액이 4년만에 성장 전환할 전망
- **주택사업을 필두로 전부문 이익 개선세:** 주택매출액 성장과 함께 수익성도 개선될 전망. 4분기에는 수원망포, 양주역세권, 부산범일동 등 약 4천세대 규모의 자체사업 분양을 계획. 최근 분양시장 상황과 동사의 최근 분양성과를 감안할 때, 향후 2년간 주택부문의 성장 가시성이 높음
- **해외부문 수익성 안정화:** 나이지리아 LNG 등 전략 공종 비중이 증가함에 따라 과거 대비 안정적인 해외사업 수익성 기대, 고수익의 베트남 THT 사업도 단계별로 추진 중이며 매 분기 수익 기여할 전망

최근 이슈 및 Valuation

- **매각 진행 중:** 재무구조 개선, 전부문 원가율 개선이 기대되는 상황에서 최대 주주 KDB인베스트먼트는 매각을 위한 주간사 선정 작업에 돌입. 국내외 기업과 사모펀드 등 다수의 컨소시엄이 인수전에 뛰어들 것으로 예상됨
- **Valuation:** 대우건설 목표주가를 10,000원으로 11.1% 상향하며 투자의견 Buy를 유지함. 이익 정상화 구간에 진입함에 따라 2021년 추정 EPS에 Target PER 8.8배를 적용해 산출한 것으로 PBR 1.3배 수준

대우건설 실적 요약

대우건설 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
신규수주	1,503.7	4,898.2	2,072.6	5,438.1	2,136.2				13,912.6	11,989.9	12,282.2
토목	63.4	38.9	672.9	2,855.9	228.7				3,631.1	2,541.8	2,618.0
주택/건축	1,329.7	2,350.9	1,385.7	2,255.3	1,817.6				7,321.6	6,735.9	6,870.6
플랜트	45.4	2,277.2	-8.5	274.0	34.2				2,588.1	2,329.3	2,399.2
기타/연결종속	65.2	231.2	22.5	52.9	55.7				371.8	383.0	394.4
수주잔고	32,464.6	35,212.3	35,294.1	37,779.9	38,968.5				37,779.9	40,735.3	42,300.3
토목	5,177.1	4,875.4	5,087.6	7,536.3	7,638.2				7,536.3	8,464.4	9,275.2
주택/건축	24,289.4	25,408.7	25,492.6	26,083.2	26,891.4				26,083.2	26,584.6	25,849.1
플랜트	2,533.0	4,457.6	4,259.7	3,987.2	4,051.4				3,987.2	5,144.0	6,253.4
기타/연결종속	465.1	470.6	454.2	173.2	387.5				173.2	542.3	922.6
매출액	1,985.8	1,963.2	1,896.3	2,291.4	1,939.0	2,293.2	2,473.7	2,766.6	8,136.7	9,472.5	11,155.2
(YoY, %)	-2.2	-12.0	-8.9	-0.8	-2.4	16.8	30.4	20.7	-6.0	16.4	17.8
토목	396.2	352.4	337.0	397.1	289.8	366.5	421.3	536.1	1,482.7	1,613.6	1,807.3
주택/건축	1,183.6	1,270.6	1,310.2	1,318.7	1,409.8	1,512.0	1,611.5	1,701.1	5,083.1	6,234.5	7,606.1
플랜트	355.1	269.7	203.0	265.0	173.2	283.2	345.1	371.0	1,092.8	1,172.5	1,289.7
기타/연결종속	50.9	70.5	46.1	310.6	66.2	131.5	95.8	158.4	478.1	451.9	452.1
매출총이익	217.0	190.2	208.9	384.1	340.0	274.7	281.9	325.2	1,000.3	1,221.8	1,334.2
토목	28.7	-12.1	-6.5	25.8	19.6	11.0	8.4	10.7	35.9	49.7	36.1
주택/건축	151.6	183.2	211.8	187.0	276.3	226.8	241.7	246.7	733.6	991.5	1,102.9
플랜트	31.7	14.5	0.4	-6.0	30.3	11.3	13.8	14.8	40.6	70.3	64.5
기타/연결종속	5.0	4.6	3.2	177.3	13.8	25.6	17.9	53.0	190.2	110.3	130.7
GPM(%)	10.9	9.7	11.0	16.8	17.5	12.0	11.4	11.8	12.3	12.9	12.0
토목	7.2	-3.4	-1.9	6.5	6.8	3.0	2.0	2.0	2.4	3.1	2.0
주택/건축	12.8	14.4	16.2	14.2	19.6	15.0	15.0	14.5	14.4	15.9	14.5
플랜트	8.9	5.4	0.2	-2.3	17.5	4.0	4.0	4.0	3.7	6.0	5.0
기타/연결종속	9.9	6.6	7.0	57.1	20.8	19.5	18.7	33.5	39.8	24.4	28.9
판관비	96.1	109.1	106.0	130.8	110.6	119.2	121.2	138.3	442.0	489.4	546.6
판관비율(%)	4.8	5.6	5.6	5.7	5.7	5.2	4.9	5.0	5.4	5.2	4.9
영업이익	120.9	81.1	102.9	253.3	229.4	155.5	160.7	186.9	558.3	732.4	787.6
OPM(%)	6.1	4.1	5.4	11.1	11.8	6.8	6.5	6.8	6.9	7.7	7.1
세전이익	73.7	73.2	61.4	169.1	197.3	139.5	134.7	160.9	377.4	632.3	683.6
당기순이익	61.9	52.4	56.0	112.3	147.9	103.9	100.3	119.9	282.6	472.0	508.6
지배주주순이익	61.9	52.6	56.4	113.0	147.9	103.9	100.3	119.9	283.8	472.0	508.6

자료: 대우건설, 유진투자증권

대우건설 분양 및 해외수주 계획과 PER, PBR 밴드차트

2021년 대우건설 분양 계획

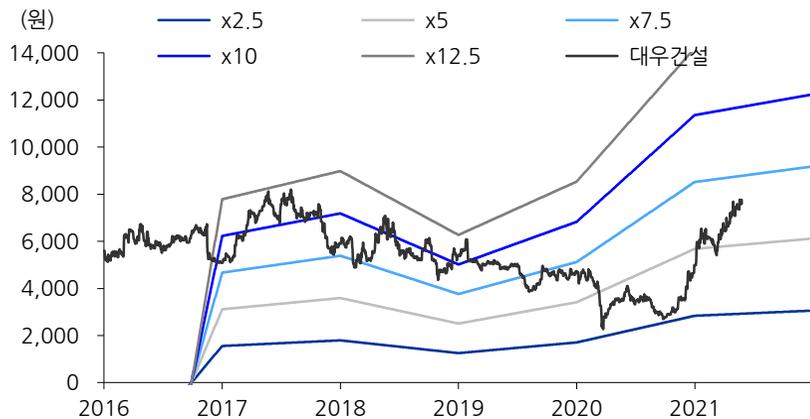
분기	현장명	세대수	위치
1Q21	김해 푸르지오 하이엔드 2차	1,380	경상남도 김해시 안동
	수성 더팰리스 푸르지오 더샵(일)	582	대구광역시 수성구 파동
	광양 푸르지오 더 센트럴	565	전라남도 광양시 황금동
	기타	1,419	-
2Q21	대구 용계동	1,313	대구광역시 동구 용계동
	광명2R 주택재개발(조)	969	경기도 광명시 광명1동
	대전천동 주거환경	825	대전광역시 동구 천동
	구미 푸르지오 센트럴파크	819	경상남도 구미시 원호리
	상도 푸르지오 클라베뉴	771	서울특별시 동작구 상도동
	대구 효목동	749	대구광역시 동구 효목동
	기타	5,213	-
3Q21	파주운정A13	1,745	경기도 파주시 다율동
	인천 경서325-1LOT	1,534	인천광역시 서구 경서동
	인천 검단3구역9블럭 1로트	1,500	인천광역시 서구 왕길동
	강위 10구역재개발(일)	1,175	서울특별시 성북구 강위동
	안양 1동진흥재건축(조)	1,109	경기도 안양시 만안구
	기타	5,772	-
4Q21	둔촌주공재건축(조)	1,453	서울특별시 강동구 둔촌동
	부산범일동	1,363	부산광역시 동구 범일동
	양주역세권 A1BL	1,170	경기도 양주시 남방동
	기타	3,988	-
합계		35,414	-

2021년 대우건설 해외수주 계획

국가명	프로젝트명	금액	수주시기(목표)
나이지리아	PHC Refinery Rehabilitation	약 1.2조원	2Q21
	Notore Fertilizer		4Q21
카타르	North Field LNG Expansion Pkg-1	약 8천억원	3Q21
싱가포르	Cross Island Line CR 101		3Q21
	Cross Island Line CR 108	4/26 수주 완료(5,780억원)	

자료: 대우건설, 유진투자증권

대우건설 12M FWD PER Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

대우건설 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

대우건설(047040.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,049	5,973	6,932	7,827	8,261
현금성자산	1,270	1,286	1,617	1,743	2,139
매출채권	2,800	2,326	2,777	3,255	3,273
재고자산	873	1,479	1,647	1,930	1,941
비유동자산	3,648	3,333	3,349	3,414	3,498
투자자산	3,061	2,862	2,978	3,099	3,225
유형자산	512	351	275	221	180
무형자산	69	97	96	94	93
자산총계	9,698	9,306	10,281	11,241	11,759
유동부채	5,085	4,936	5,418	5,846	5,879
매입채무	2,209	1,933	2,398	2,811	2,826
단기차입금	1,486	1,368	1,368	1,368	1,368
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,125	1,693	1,714	1,737	1,761
사채및장기차입금	1,422	1,150	1,150	1,150	1,150
기타비유동부채	703	541	563	586	609
부채총계	7,209	6,629	7,132	7,584	7,640
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
자본조정	-358	-461	-461	-461	-461
자기주식	-102	-102	-102	-102	-102
이익잉여금	189	508	980	1,488	1,949
자본총계	2,488	2,677	3,149	3,658	4,119
총차입금	2,908	2,518	2,518	2,518	2,518
순차입금(순현금)	1,637	1,232	900	774	379
투하자본	4,005	3,757	3,916	4,294	4,353

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	-136	400	476	278	552
당기순이익	201	283	472	509	461
유무형자산상각비	131	127	97	79	65
기타비현금손익가감	-1	21	53	31	32
운전자본의변동	-629	-223	-146	-341	-6
매출채권감소(증가)	-492	444	-451	-478	-18
재고자산감소(증가)	276	92	-167	-283	-11
매입채무증가(감소)	114	-148	465	412	16
기타	-526	-611	8	8	8
투자활동현금흐름	80	56	-164	-172	-178
단기투자자산처분(취득)	-194	3	-19	-20	-21
장기투자증권처분(취득)	0	0	-13	-13	-13
설비투자	-24	-12	-14	-16	-16
유형자산처분	9	9	0	0	0
무형자산감소(증가)	-4	-6	-7	-7	-7
재무활동현금흐름	108	-419	0	0	0
차입금증가(감소)	108	-419	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	51	50	312	105	374
기초현금	706	757	806	1,119	1,224
기말현금	757	806	1,119	1,224	1,598
Gross cash flow	601	714	623	618	558
Gross investment	355	170	291	493	163
Free cash flow	246	544	332	126	395

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	8,652	8,137	9,472	11,155	11,173
증가율 (%)	-18.4	-6.0	16.4	17.8	0.2
매출총이익	855	1,000	1,222	1,334	1,271
매출총이익율 (%)	9.9	12.3	12.9	12.0	11.4
판매비와관리비	491	442	489	547	547
증가율 (%)	22.3	-10.0	10.7	11.7	0.2
영업이익	364	558	732	788	724
증가율 (%)	-42.1	53.3	31.2	7.5	-8.1
EBITDA	495	685	830	867	789
증가율 (%)	-31.2	38.3	21.1	4.4	-9.0
영업외손익	-57	-181	-100	-104	-104
이자수익	62	50	49	67	68
이자비용	131	105	84	84	84
외환관련손익	-10	12	0	0	0
지분법손익	29	-9	-8	-8	-8
기타영업외손익	-7	-130	-57	-78	-80
세전계속사업손익	307	377	632	684	620
법인세비용	106	95	160	175	159
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	201	283	472	509	461
증가율 (%)	-32.3	40.4	67.0	7.8	-9.4
당기순이익률 (%)	2.3	3.5	5.0	4.6	4.1
EPS	502	683	1,136	1,224	1,109
증가율 (%)	-30.2	36.0	66.3	7.8	-9.4
완전희석EPS	502	683	1,136	1,224	1,109
증가율 (%)	-30.2	36.0	66.3	7.8	-9.4

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	502	683	1,136	1,224	1,109
BPS	5,916	6,435	7,570	8,794	9,903
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	9.4	7.3	6.9	6.4	7.1
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
PCR	3.3	2.9	5.2	5.3	5.8
EV/EBITDA	7.3	4.8	5.0	4.6	4.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
수익성 (%)					
영업이익율	4.2	6.9	7.7	7.1	6.5
EBITDA이익율	5.7	8.4	8.8	7.8	7.1
순이익율	2.3	3.5	5.0	4.6	4.1
ROE	8.8	11.1	16.2	15.0	11.9
ROIC	6.5	10.8	14.2	14.3	12.5
안정성(%배)					
순차입금/자기자본	65.8	46.0	28.6	21.2	9.2
유동비율	119.0	121.0	128.0	133.9	140.5
이자보상배율	2.8	5.3	8.7	9.3	8.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	3.3	3.2	3.7	3.7	3.4
재고자산회전율	9.9	6.9	6.1	6.2	5.8
매입채무회전율	4.0	3.9	4.4	4.3	4.0

DL이앤씨

(375500)

투자의견
BUY
(신규)

목표주가
175,000원
(신규)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-1.3	-	-
절대기준(%)	-2.9	-	-

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가(원)	175,000		신규
영업이익(21)	848		신규
영업이익(22)	917		신규

건설/부동산 김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	134,000원
시가총액(십억원)	2,594
발행주식수(천주)	19,359
52주 최고가(원)	144,500
최저가(원)	103,500
52주 일간 Beta	1.73
90일 일평균거래대금(백만원)	37,375
외국인 지분율(%)	26.4
배당수익률(2021F)(%)	1.8
주주구성(%)	
DL (외 6인)	23.1
국민연금공단 (외 1인)	13.2

투자의견 BUY(신규)
목표주가(12M) ▲ 175,000원



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	0	0	7,642	8,543	9,346
영업이익(십억원)	0	0	848	917	968
세전계속사업손익(십억원)	0	0	861	937	988
당기순이익(십억원)	0	0	628	675	711
EPS(원)	0	0	29,568	31,713	33,423
증감률(%)	na	na	na	7.3	5.4
PER(배)	na	na	4.5	4.2	4.0
ROE(%)	na	na	na	13.9	12.9
PBR(배)	na	na	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	na	na	0.9	0.4	na

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

이편한세상과 Acro, 브랜드 파워를 기대!

Investment Point

- **주택사업 확대:** 동사는 이편한세상과 Acro 브랜드로 중고가 아파트뿐 아니라 반포, 성수동 등에서 지역의 랜드마크를 지어낸 역량을 보유하고 있음. 분할 완료로 올해부터 주택사업 본격 확대, 단순도급보다 복합개발 등 디벨로퍼 사업을 강화하려는 방침.
- **올해를 기점으로 2022년 외형성장:** 2021년 주택공급 목표 27,400세대(별도 기준 20,300세대)로 주택착공이 본격화되면서 2022년 외형 성장과 수익 턴어라운드 기대
- **ESG 신사업 추진 계획:** 유화부문과 함께 플랜트 엔지니어링 업계 강자로 오랜 업력을 쌓아온 기술력을 바탕으로 ESG 친환경 신사업을 추진 중. 수소 액화, 저장 시설 등 수소 에너지 관련 분야를 미래 성장 산업으로 키워갈 계획

최근 이슈 및 Valuation

- **분할 후에도 대형건설사 중 가장 저평가:** 지난해 주택공급 감소와 아크로 포레스트 준공 영향으로 올해 매출액과 이익 역성장. 건설업종 주가 랠리에서 상대적으로 소외되고 있으나 동사의 브랜드 파워와 역량을 감안 시 과도한 저평가. 올해 공급 목표 달성과 내년 턴어라운드 기대
- **Valuation:** DL이앤씨 목표주가 175,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 분석을 개시. 목표주가는 2021년 추정 BPS에 Target PBR 0.9배를 적용해 산출한 것으로 2021년 PER 5.9배 수준에 불과.

DL이앤씨 실적 요약

DL이앤씨 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
신규수주	8,299	24,255	37,690	30,966	14,703				101,210	115,000	102,500
DL이앤씨(별도)	7,047	17,112	28,472	21,520	9,727				74,151	85,000	74,000
주택	4,122	16,707	23,138	16,313	3,959				60,280	60,000	51,000
토목	2,760	(204)	3,711	4,346	822				10,613	10,000	11,000
플랜트	165	609	1,623	861	4,946				3,258	15,000	12,000
DL건설	1,252	7,143	9,218	9,446	4,976				27,059	30,000	28,500
수주잔고	206,065	200,808	208,407	219,063	210,993				219,063	257,620	274,693
DL이앤씨(별도)	170,120	158,199	159,320	164,569	158,180				164,569	196,818	212,880
주택	113,364	109,951	112,216	121,880	115,470				121,880	148,958	162,097
토목	36,747	32,162	32,848	32,083	33,246				32,083	33,810	35,710
플랜트	20,009	16,086	14,256	10,606	9,464				10,606	14,050	15,072
DL건설	35,945	42,609	49,087	54,494	52,813				54,494	64,392	69,102
매출액	20,827	20,124	18,416	26,232	16,996	18,521	18,666	22,240	87,148	76,443	85,427
(YoY, %)					-18.4	-8.0	1.4	-15.2		-12.3	11.8
DL이앤씨(별도)	14,633	15,620	12,615	19,721	11,965	12,892	12,572	15,340	62,583	52,751	57,938
주택	9,415	9,538	7,675	13,888	7,437	8,012	7,752	9,722	40,516	32,922	37,861
토목	2,159	2,125	2,121	2,559	1,795	1,913	2,057	2,508	8,964	8,273	9,100
플랜트	2,988	3,957	2,819	3,274	2,715	2,968	2,763	3,110	13,038	11,556	10,978
DL건설	4,247	3,407	4,601	5,089	4,175	4,697	5,254	5,976	20,798	20,102	23,790
해외법인/기타	1,003	1,097	1,200	1,422	894	932	840	924	4,722	3,591	3,698
GPM(%)					18.9	17.1	16.4	16.7	17.8	17.2	16.3
DL이앤씨(별도)	19.4	17.7	16.5	19.3	18.7	17.0	16.6	16.6	19	17	16
주택	21.7	20.5	20.0	22.7	21.2	19.5	19.0	19.0	21	20	19
토목	9.8	4.9	10.1	13.6	12.6	11.0	11.0	10.5	10	11	11
플랜트	19.5	19.8	13.9	9.6	15.5	14.0	14.0	14.0	16	14	13
DL건설					19.5	15.8	15.8	15.8	15	17	15
판관비					1,208	1,056	1,064	1,334	5,012	4,662	4,772
판관비율(%)					7.1	5.7	5.7	6.0	5.8	6.1	5.6
영업이익					1,998	2,109	1,993	2,379	10,529	8,478	9,170
OPM(%)					11.8	11.4	10.7	10.7	12.1	11.1	10.7
세전이익					2,311	2,229	1,843	2,229	9,089	8,612	9,370
당기순이익					1,746	1,605	1,327	1,605	6,270	6,282	6,746

자료: DL이앤씨, 유진투자증권

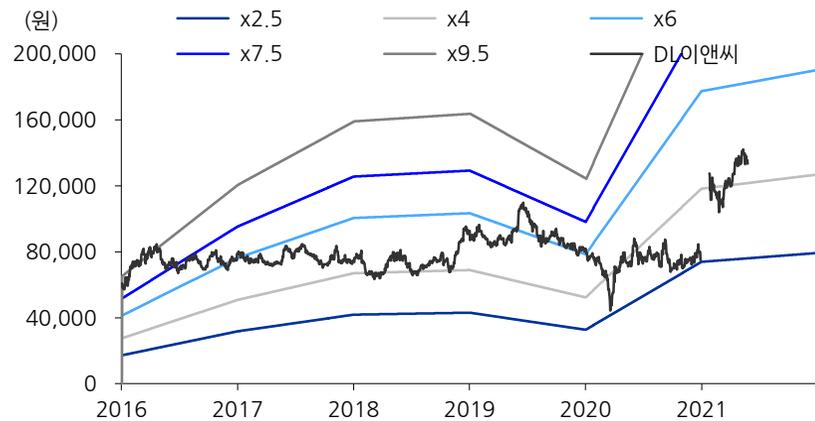
DL이앤씨 분양 계획 및 PER, PBR 밴드차트

2021년 DL이앤씨 분양 계획

분기	사업명	공급 세대 (대림 지분)
1Q	e편한세상 가평 퍼스트원	472
	e편한세상 영종국제도시 센텀베뉴	1,409
	e편한세상 거제 유로스카이	1,113
	기타	364
2Q	서산 석림	523
	의정부 발곡공원	650
	이천 안흥동	540
	기타	1,849
3Q	고덕 강일 10BL	593
	속초 동명동	546
	천안 두정동	803
	기타	1,149
4Q	방배6구역	1,131
	안양 냉천	1,630
	힐스테이트 e편한세상 문정	620
	기타	2,226
미정	-	4,752
	합계	20,369

자료: DL이앤씨, 유진투자증권

DL이앤씨 12M FWD PER Band



자료: Dataguide, 유진투자증권
 주: 2021.01.25 이전 주가는 대림산업 사용

DL이앤씨 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권
 주: 2021.01.25 이전 주가는 대림산업 사용

DL이앤씨(375500.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	0	0	5,400	5,973	6,563
현금성자산	0	0	3,041	3,457	3,905
매출채권	0	0	576	644	706
재고자산	0	0	648	725	794
비유동자산	0	0	2,817	2,929	3,046
투자자산	0	0	2,631	2,738	2,849
유형자산	0	0	137	137	137
무형자산	0	0	49	54	60
자산총계	0	0	8,217	8,902	9,609
유동부채	0	0	3,038	3,153	3,258
매입채무	0	0	826	924	1,012
단기차입금	0	0	527	527	527
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	745	753	761
사채및장기차입금	0	0	539	539	539
기타비유동부채	0	0	198	206	214
부채총계	0	0	3,783	3,906	4,019
자본금	0	0	107	107	107
자본잉여금	0	0	3,604	3,604	3,604
자본조정	0	0	-136	-136	-136
자기주식	0	0	-3	-3	-3
이익잉여금	0	0	572	1,135	1,728
자본총계	0	0	4,434	4,996	5,590
총차입금	0	0	1,066	1,066	1,066
순차입금(순현금)	0	0	-1,974	-2,391	-2,839
투자자본	0	0	2,430	2,575	2,719

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	0	0	1,217	580	618
당기순이익	0	0	628	675	711
유무형자산상각비	0	0	19	0	0
기타비현금손익가감	0	0	25	-53	-56
운전자본의변동	0	0	545	-42	-37
매출채권감소(증가)	0	0	679	-68	-62
재고자산감소(증가)	0	0	383	-77	-69
매입채무증가(감소)	0	0	-593	98	88
기타	0	0	75	5	6
투자활동현금흐름	0	0	-213	-125	-129
단기투자자산처분(취득)	0	0	-64	-12	-13
장기투자증권처분(취득)	0	0	-2	-1	-1
설비투자	0	0	-5	0	0
유형자산처분	0	0	2	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-5	-6	-6
재무활동현금흐름	0	0	51	-52	-54
차입금증가(감소)	0	0	54	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	-52	-54
배당금지급	0	0	0	52	54
현금의 증가(감소)	0	0	2,739	404	435
기초현금	0	0	0	2,739	3,143
기말현금	0	0	2,739	3,143	3,579
Gross cash flow	0	0	672	622	655
Gross investment	0	0	-396	154	154
Free cash flow	0	0	1,068	468	502

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	0	0	7,642	8,543	9,346
증가율 (%)	-	-	-	11.8	9.4
매출총이익	0	0	1,314	1,394	1,491
매출총이익율 (%)	n/a	n/a	17.2	16.3	16.0
판매비와관리비	0	0	466	477	523
증가율 (%)	-	-	-	2.4	9.7
영업이익	0	0	848	917	968
증가율 (%)	-	-	-	8.2	5.5
EBITDA	0	0	867	917	968
증가율 (%)	-	-	-	5.8	5.5
영업외손익	0	0	13	20	20
이자수익	0	0	7	0	0
이자비용	0	0	52	59	59
외화관련손익	0	0	28	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	30	79	79
세전계속사업손익	0	0	861	937	988
법인세비용	0	0	233	262	277
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	628	675	711
증가율 (%)	-	-	-	7.4	5.4
당기순이익률 (%)	n/a	n/a	8.2	7.9	7.6
EPS	0	0	29,568	31,713	33,423
증가율 (%)	-	-	-	7.3	5.4
완전희석EPS	0	0	29,306	31,440	33,150
증가율 (%)	-	-	-	7.3	5.4

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	0	0	29,568	31,713	33,423
BPS	0	0	193,176	219,367	247,000
DPS	0	0	2,400	2,500	2,500
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	4.5	4.2	4.0
PBR	n/a	n/a	0.7	0.6	0.5
PCR	n/a	n/a	4.3	4.6	4.4
EV/ EBITDA	n/a	n/a	0.9	0.4	n/a
배당수익률	0.0	0.0	1.8	1.9	1.9
수익성 (%)					
영업이익율	n/a	n/a	11.1	10.7	10.4
EBITDA이익율	n/a	n/a	11.3	10.7	10.4
순이익율	n/a	n/a	8.2	7.9	7.6
ROE	n/a	n/a	n/a	13.9	12.9
ROIC	n/a	n/a	n/a	26.4	26.3
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	-44.5	-47.8	-50.8
유동비율	n/a	n/a	177.8	189.5	201.5
이자보상배율	n/a	n/a	16.4	15.5	16.3
활동성 (회)					
총자산회전율	n/a	n/a	n/a	1.0	1.0
매출채권회전율	n/a	n/a	n/a	14.0	13.8
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	12.4	12.3
매입채무회전율	n/a	n/a	n/a	9.8	9.7

DL건설

(001880)

투자의견
BUY
(신규)

목표주가
43,000원
(신규)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-0.9	8.5	20.7
절대기준(%)	-2.4	28.7	76.5

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	신규
목표주가(원)	43,000	-	신규
영업이익(21)	249	-	신규
영업이익(22)	266	-	신규

건설/부동산김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	36,100원
시가총액(십억원)	796
발행주식수(천주)	22,053
52주 최고가(원)	41,000
최저가(원)	19,950
52주 일간 Beta	1.14
90일 일평균거래대금(백만원)	3,546
외국인 지분율(%)	2.1
배당수익률(2021F)(%)	1.7
주주구성(%)	
디엘이앤씨(외 6인)	66.4
자사주(외 1인)	0.0



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	1,280	1,735	2,010	2,379	2,626
영업이익(십억원)	143	203	249	266	290
세전계속사업손익(십억원)	132	193	247	266	290
당기순이익(십억원)	95	149	190	205	223
EPS(원)	6,265	8,179	8,616	9,295	10,128
증감률(%)	47.4	30.6	5.3	7.9	9.0
PER(배)	3.2	3.7	4.2	3.9	3.6
ROE(%)	23.0	23.7	21.3	19.0	17.4
PBR(배)	0.7	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	na	1.0	1.0	0.4	na

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

형보다 작지만 탄탄한 아우, DL건설

Investment Point

- DL이앤씨의 브랜드 파워를 향유하는 자회사: DL건설은 과거 대림산업의 자회사 상호와 고려개발을 합병한 후 사명을 변경한 기업으로 예로부터 대림산업의 이편한세상 브랜드를 함께 사용해 왔음. 대기업의 브랜드 파워에 원가경쟁력을 갖추고 있어 안정적인 성장 기대
- 1분기말 순현금 4,501억원 보유, 디벨로퍼 사업 확대 전략: 동사는 워크아웃 기간동안 무리한 수주를 지양하고 꾸준히 재무구조를 개선했음. 주택사업 수익성도 개선되며 현재 순현금 4,501억원을 보유. 이를 활용해 지분투자사업 등 디벨로퍼 사업 확대 전략
- 2021년 주택공급 6,700세대 계획: 동사의 주택공급은 2019년 5,053세대에서 2020년 3,593세대로 감소했으나 올해 목표를 6,700세대로 상향. 1분기에 약 30%를 달성. 올해 공급계획 달성 가능성이 높으며 달성 시 향후 2년간 성장성 확보

최근 실적과 Valuation

- 1Q21 Review: 매출액 4,175억원(YoY -1.7%), 영업이익 630억원(YoY -9.8%)으로 매출액과 영업이익이 모두 전년동기비 감소했음에도 영업이익률 15.1%로 건설업 내 최고 수준. 2분기부터 매출액과 이익 성장 기대
- Valuation: DL건설 목표주가 43,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 분석을 개시. 목표주가는 2021년 추정 EPS에 Target PER 5배를 적용해 산출한 것으로 2021년 추정 BPS 기준 1.0배 수준

DL건설 실적 요약

DL건설 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
신규수주	1,252	7,143	9,218	9,446	4,976				27,059	30,000	28,500
건축	1,210	5,850	8,409	7,020	4,553				22,489		
토목	42	1,293	809	2,426	423				4,570		
수주잔고	35,945	42,609	49,087	54,494	52,813				54,494		
건축	22,372	28,745	36,078	40,627	39,545				40,627		
토목	13,573	13,864	13,009	13,867	13,268				13,867		
매출액	4,247	3,407	4,601	5,089	4,175	4,697	5,254	5,976	20,798	20,102	23,790
(YoY, %)	39.3	(4.6)	46.0	68.0	(1.7)	37.8	14.2	17.4	62.5	(3.3)	18.3
건축	3,772	2,892	3,527	3,722	3,143	3,615	4,127	4,541	16,151	15,425	18,973
토목	475	515	1,074	1,367	1,032	1,082	1,128	1,435	4,647	4,677	4,817
GPM(%)					19.5	15.8	15.8	15.8	14.9	16.6	15.2
건축					20.7	17.0	17.0	17.0	15.7	17.8	16.0
토목					15.8	12.0	11.5	12.0	11.9	12.7	12.0
판관비					184	207	210	239	797	840	952
판관비율(%)					4.4	4.4	4.0	4.0	3.8	4.2	4.0
영업이익					630	538	621	705	2,292	2,494	2,662
OPM(%)					15.1	11.4	11.8	11.8	11.0	12.4	11.2
세전이익					702	538	571	655	2,018	2,466	2,662
당기순이익					160	124	131	151	458	566	612

자료: DL건설, 유진투자증권

DL건설(001880.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	744	1,105	1,123	1,340	1,562
현금성자산	446	592	679	824	998
매출채권	266	421	196	232	256
재고자산	1	41	196	232	256
비유동자산	108	394	402	416	431
투자자산	102	370	385	401	417
유형자산	3	6	1	1	1
무형자산	3	18	16	14	13
자산총계	852	1,498	1,525	1,755	1,992
유동부채	358	545	386	423	449
매입채무	265	357	196	232	256
단기차입금	21	35	35	35	35
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	36	151	153	155	157
사채및장기차입금	2	107	107	107	107
기타비유동부채	35	44	46	48	50
부채총계	394	697	539	579	606
자본금	76	117	117	117	117
자본잉여금	36	197	197	197	197
자본조정	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	346	489	672	863	1,073
자본총계	458	802	986	1,177	1,386
총차입금	22	142	142	142	142
순차입금(순현금)	-423	-450	-537	-682	-855
투자자본	33	341	437	483	518

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	126	159	110	177	206
당기순이익	95	149	190	205	223
유무형자산상각비	5	10	9	4	4
기타비현금손익가감	0	-0	2	2	2
운전자본의변동	-42	-131	-90	-35	-23
매출채권감소(증가)	-18	19	224	-36	-24
재고자산감소(증가)	1	-1	-155	-36	-24
매입채무증가(감소)	8	-30	-160	36	24
기타	-32	-118	1	1	1
투자활동현금흐름	-44	168	-18	-19	-20
단기투자자산처분(취득)	-24	95	-1	-1	-1
장기투자증권처분(취득)	0	0	-0	-0	-0
설비투자	-1	-2	-2	-2	-3
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	-99	-78	-6	-14	-14
차입금증가(감소)	-95	-70	0	0	0
자본증가(감소)	-4	-6	-6	-14	-14
배당금지급	4	6	6	14	14
현금의 증가(감소)	-16	249	86	143	172
기초현금	330	314	563	650	793
기말현금	314	563	650	793	965
Gross cash flow	185	319	200	211	229
Gross investment	61	58	107	53	42
Free cash flow	124	261	93	159	188

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,280	1,735	2,010	2,379	2,626
증가율 (%)	32.6	35.5	15.9	18.3	10.4
매출총이익	182	264	333	361	395
매출총이익율 (%)	14.2	15.2	16.6	15.2	15.0
판매비와관리비	39	61	84	95	105
증가율 (%)	8.3	54.1	38.3	13.3	10.4
영업이익	143	203	249	266	290
증가율 (%)	57.3	42.2	22.6	6.7	9.0
EBITDA	148	214	258	271	294
증가율 (%)	62.0	44.1	20.7	4.9	8.7
영업외손익	-11	-10	-3	0	0
이자수익	10	7	8	11	12
이자비용	3	10	0	0	0
외환관련손익	-0	0	0	0	0
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타영업외손익	-18	-7	-11	-11	-12
세전계속사업손익	132	193	247	266	290
법인세비용	37	44	57	61	67
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	95	149	190	205	223
증가율 (%)	47.4	57.0	27.3	7.9	9.0
당기순이익률 (%)	7.4	8.6	9.5	8.6	8.5
EPS	6,265	8,179	8,616	9,295	10,128
증가율 (%)	47.4	30.6	5.3	7.9	9.0
완전희석EPS	6,265	8,179	8,582	9,261	10,091
증가율 (%)	47.4	30.6	4.9	7.9	9.0

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	6,265	8,179	8,616	9,295	10,128
BPS	30,161	34,403	42,295	50,489	59,472
DPS	400	550	600	600	650
밸류에이션(배, %)					
PER	3.2	3.7	4.2	3.9	3.6
PBR	0.7	0.9	0.9	0.7	0.6
PCR	1.6	1.9	4.2	4.0	3.7
EV/ EBITDA	n/a	1.0	1.0	0.4	n/a
배당수익률	2.0	1.8	1.7	1.7	1.8
수익성 (%)					
영업이익율	11.2	11.7	12.4	11.2	11.0
EBITDA이익율	11.6	12.3	12.8	11.4	11.2
순이익율	7.4	8.6	9.5	8.6	8.5
ROE	23.0	23.7	21.3	19.0	17.4
ROIC	253.8	84.2	49.4	44.6	44.6
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	-92.4	-56.1	-54.5	-57.9	-61.7
유동비율	208.0	202.7	290.8	316.3	347.8
이자보상배율	47.9	20.5	n/a	n/a	n/a
활동성(회)					
총자산회전율	1.6	1.5	1.3	1.5	1.4
매출채권회전율	5.0	5.0	6.5	11.1	10.8
재고자산회전율	1,296.0	82.3	16.9	11.1	10.8
매입채무회전율	5.1	5.6	7.3	11.1	10.8

HDC현대산업개발 (294870)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
42,000원
(상향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	4.0	22.1	-22.9
절대기준(%)	2.5	42.3	33.0

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	42,000	38,000	▲
영업이익(21)	491	491	-
영업이익(22)	546	546	-

건설/부동산김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	29,250원
시가총액(십억원)	1,928
발행주식수(천주)	65,907
52주 최고가(원)	32,250
최저가(원)	19,300
52주 일간 Beta	1.04
90일 일평균거래대금(백만원)	16,814
외국인 지분율(%)	10.6
배당수익률(2021F)(%)	2.1
주주구성(%)	
HDC (외 7인)	41.5
국민연금공단 (외 1인)	13.0

투자의견 **BUY(상향)**
목표주가(12M) **▲ 42,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	4,216	3,670	3,294	3,846	4,199
영업이익(십억원)	551	586	491	546	612
세전계속사업손익(십억원)	559	348	512	562	631
당기순이익(십억원)	414	220	368	405	454
EPS(원)	8,729	3,415	5,591	6,138	6,884
증감률(%)	80.0	-60.9	63.7	9.8	12.1
PER(배)	2.7	7.6	5.2	4.8	4.2
ROE(%)	20.3	8.9	12.7	12.4	12.5
PBR(배)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	1.3	2.4	2.4	1.8	1.2

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

자체사업의 강자, 하반기부터 회복 전망

Investment Point

- **서울 역세권 개발사업 가치 상승:** 동사는 용산, 공릉, 광운대 등 서울 역세권 자체 개발사업 부지를 확보 3개 사업 모두 임대주택 비중을 높임으로써 인센티브를 받아 리츠로 개발을 추진중. 용산과 공릉은 10월경 착공 예정이며 광운대 사업은 내년 하반기 착공 계획, 임대주택 확대 및 설계변경, 인허가 절차로 사업 속도가 지연되고 있으나 용적률 상향과 토지가치 상승으로 서울 역세권 개발사업 가치 상승
- **인천 씨티오씨엘 자체사업 수준의 수익성 기대:** 3월에 1차 분양을 시작한 인천 씨티오씨엘은 동사가 초기 계획 단계부터 참여, 일부 대여금을 지원하는 사업으로 자체사업 수준의 수익성 기대. 신규분양은 2분기 4,156세대, 하반기 11,854세대로 확대, 연간 16,762세대(임대 포함) 공급 목표

최근 실적 및 Valuation

- **1Q21 Review:** 1Q21 매출액 6,946억원(YoY -31.0%), 영업이익 1,184억원(YoY -13.7% %, OPM 17.1%)을 기록. 매출액이 부진했음에도 영업이익은 컨센서스를 상회. 2019년 신규분양 축소로 지난해부터 매출액 감소, 하반기부터 회복될 전망
- **Valuation:** HDC현대산업 목표주가를 42,000원으로 10% 상향하며 투자의견 Buy 유지. 목표주가는 2021년 추정 EPS에 Target PER 7.5배를 적용해 산출. 올해 매출액 역성장으로 대형건설사 중 과도한 저평가. 주택시장 호황, 자체사업 가치 상승을 감안하면 하반기 매출액 성장과 함께 주가 상승 기대

HDC현대산업개발 실적 요약

HDC현대산업개발 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
신규수주	919.0	684.0	530.0	1,775.0	1,151.0				3,906.4	4,810.2	5,042.4
주택(자체)	358.0	8.0	83.0	550.0	259.7				1,015.3	1,218.4	1,218.4
주택(외주)	463.0	376.0	449.0	664.0	847.9				1,934.4	2,321.3	2,553.4
토목	65.0	127.0	30.0	77.0	43.0				299.3	284.3	284.3
건축	33.0	173.0	-32.0	484.0	0.4				657.5	986.3	986.3
수주잔고	28,045.0	27,793.0	27,549.0	28,458.0	28,945.7				28,458.0	30,169.4	31,566.3
주택(자체)	7,943.0	7,759.0	7,693.0	9,182.0	9,327.1				9,182.0	9,849.3	10,415.8
주택(외주)	17,485.0	17,262.0	17,238.0	16,277.0	16,721.8				16,277.0	16,385.5	16,394.9
토목	1,781.0	1,840.0	1,805.0	1,768.0	1,744.0				1,768.0	1,799.4	1,809.9
건축	836.0	932.0	813.0	1,231.0	1,152.8				1,231.0	2,135.2	2,945.7
매출액	1,006.7	956.9	812.5	894.2	694.6	832.1	825.2	941.7	3,670.2	3,293.6	3,846.1
(YoY, %)	14.3	-34.0	-6.8	-11.9	-31.0	-13.0	1.6	5.3	-13.0	-10.3	16.8
주택(자체)	237.4	192.0	149.0	128.5	114.5	134.4	141.6	160.6	706.9	551.1	651.9
주택(외주)	647.1	644.0	529.0	602.5	458.0	566.7	555.5	632.6	2,422.6	2,212.8	2,544.0
토목	45.2	54.0	55.0	102.4	58.3	59.4	53.4	81.9	256.6	253.0	273.8
건축	37.9	19.0	28.0	14.9	16.7	22.8	22.4	20.1	99.8	82.0	175.8
기타	39.1	47.9	51.5	45.9	47.1	48.8	52.5	46.4	184.3	194.8	200.6
매출총이익	184.5	199.5	177.1	224.0	163.4	172.7	160.0	194.7	785.1	690.9	757.2
주택(자체)	50.5	61.6	49.8	42.5	35.4	38.3	40.3	45.8	204.8	159.8	189.0
주택(외주)	105.5	130.7	109.0	164.5	125.5	124.7	111.1	139.2	509.7	500.4	534.2
토목	1.3	9.2	10.8	17.7	7.8	5.9	4.8	7.4	39.2	25.9	28.0
건축	26.9	-0.7	3.6	-1.2	-4.6	2.3	2.2	1.0	28.6	0.9	1.9
기타	0.4	-1.3	3.9	0.5	-0.5	1.5	1.6	1.4	2.8	3.9	4.0
매출총이익률(%)	18.3	20.9	21.8	25.0	23.5	20.7	19.4	20.7	21.4	21.0	19.7
주택(자체)	21.3	32.1	33.4	33.1	30.9	28.5	28.5	28.5	29.0	29.0	29.0
주택(외주)	16.3	20.3	20.6	27.3	27.4	22.0	20.0	22.0	21.0	22.6	21.0
토목	2.8	17.0	19.7	17.3	13.3	10.0	9.0	9.0	15.3	10.2	10.2
건축	71.1	-3.7	13.0	-8.2	-27.8	10.0	10.0	5.0	28.6	1.1	1.1
판관비	47.2	52.2	44.4	55.5	45.0	52.4	46.2	56.5	199.4	200.1	211.5
판관비율(%)	4.7	5.5	5.5	6.2	6.5	6.3	5.6	6.0	5.4	6.1	5.5
영업이익	137.3	147.3	132.6	168.5	118.4	120.2	113.8	138.2	585.7	490.7	545.6
OPM(%)	13.6	15.4	16.3	18.8	17.1	14.4	13.8	14.7	16.0	14.9	14.2
세전이익	144.6	142.2	-90.6	151.4	133.7	119.3	118.8	140.3	347.6	512.2	562.3
당기순이익	104.9	101.1	-74.9	89.1	91.6	87.7	86.7	102.4	220.2	368.5	404.6
지배주주순이익	104.9	101.1	(74.9)	89.1	91.6	87.7	86.8	102.4	220.2	368.5	404.6

자료: HDC현대산업개발, 유진투자증권

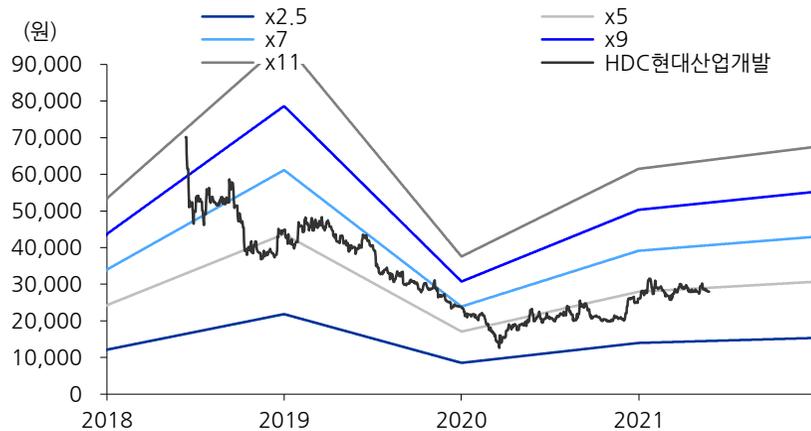
HDC현대산업개발 분양 계획 및 PER, PBR 밴드차트

2021년 HDC현대산업개발 분양 계획

분기	현장명	세대수	위치
1Q21	씨티오씨엘3단지	752	인천시 미추홀구
	군산 호수공원 I PARK	665	전라북도 군산시
2Q21	씨티오씨엘 1단지	452	인천시 미추홀구
	경산 I PARK	977	경상북도 경산시
	고덕 강일 이케아 복합시설	494	서울시 성동구
	평택 고덕 2차 I PARK	1,568	평택시 장당동
	씨티오씨엘 2단지	306	인천시 미추홀구
3Q21	둔촌주공 재건축	2,748	서울시 강동구
	포항 I PARK	1,145	경상북도 포항시
	의정부 주상복합	1,090	의정부시 의정부동
	신규 자체 A	624	경기도
	이문 3구역 재개발 (조합)	714	서울시 동대문구
	대구 칠산동 주상복합	198	대구시 북구
	광주 학동 4구역	2,082	광주시 동구
	대전 탄방 1재건축	987	대전시 서구
	곤지암 역세권	894	경기도 광주시
4Q21	공릉역세권(REITS)	417	서울시 노원구
	용산철도병원(REITS)	649	서울시 용산구
	상반기	4,908	
하반기	11,854		
연간(자체 3,224/도시재생 6,531/도급 5,941/임대운영 1,066)		16,762	

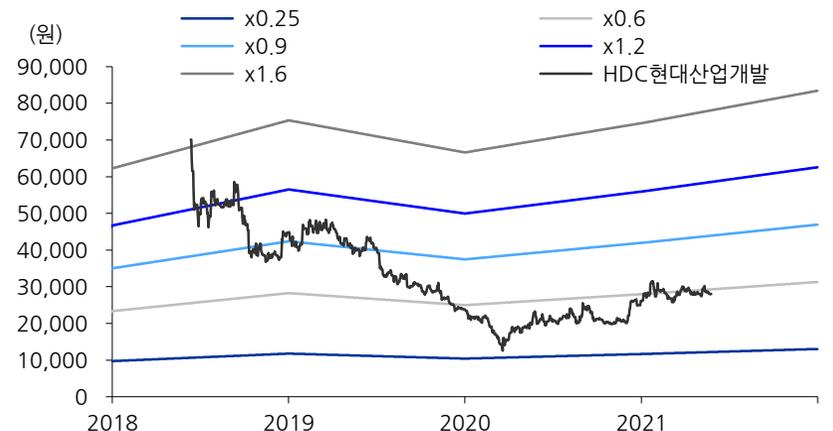
자료: HDC현대산업개발, 유진투자증권

HDC현대산업개발 12M FWD PER Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

HDC현대산업개발 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

HDC현대산업개발(294870.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,235	4,761	5,162	5,688	6,200
현금성자산	1,024	2,022	2,464	2,685	2,996
매출채권	1,148	1,401	1,336	1,555	1,698
재고자산	502	451	466	543	593
비유동자산	1,174	1,356	1,367	1,383	1,403
투자자산	778	981	1,021	1,063	1,106
유형자산	388	362	334	309	286
무형자산	8	12	12	11	11
자산총계	4,410	6,116	6,529	7,070	7,604
유동부채	1,726	2,474	2,552	2,722	2,834
매입채무	951	935	1,007	1,173	1,280
단기차입금	425	1,062	1,062	1,062	1,062
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	451	899	905	911	918
사채및장기차입금	204	749	749	749	749
기타비유동부채	247	150	156	163	169
부채총계	2,178	3,373	3,457	3,633	3,752
자본금	220	330	330	330	330
자본잉여금	1,396	1,605	1,605	1,605	1,605
자본조정	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	618	811	1,140	1,505	1,919
자본총계	2,232	2,743	3,072	3,437	3,851
총차입금	629	1,810	1,810	1,810	1,810
순차입금(순현금)	-395	-212	-654	-875	-1,186
투하자본	1,744	2,461	2,345	2,486	2,586

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	-120	-259	529	310	403
당기순이익	559	348	368	405	454
유무형자산상각비	26	36	34	32	30
기타비현금손익가감	16	33	8	9	9
운전자본의변동	-717	-840	118	-135	-89
매출채권감소(증가)	-3	-238	65	-219	-143
재고자산감소(증가)	375	112	-15	-76	-50
매입채무증가(감소)	-611	9	73	165	108
기타	-478	-722	-4	-4	-4
투자활동현금흐름	-238	-1,013	-108	-113	-118
단기투자자산처분(취득)	30	-827	-61	-63	-66
장기투자증권처분(취득)	0	0	-5	-5	-5
설비투자	-5	-5	-4	-5	-5
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-4	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-176	1,442	-40	-40	-40
차입금증가(감소)	-154	1,146	0	0	0
자본증가(감소)	-22	296	-40	-40	-40
배당금지급	22	22	40	40	40
현금의 증가(감소)	-534	166	382	158	246
기초현금	895	361	527	908	1,066
기말현금	361	527	908	1,066	1,312
Gross cash flow	671	705	411	445	492
Gross investment	984	1,026	-71	184	141
Free cash flow	-313	-320	482	260	351

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	4,216	3,670	3,294	3,846	4,199
증가율 (%)	51.0	-13.0	-10.3	16.8	9.2
매출총이익	754	785	691	757	834
매출총이익율 (%)	17.9	21.4	21.0	19.7	19.9
판매비와관리비	202	199	200	212	223
증가율 (%)	54.3	-1.4	0.4	5.7	5.2
영업이익	551	586	491	546	612
증가율 (%)	73.5	6.2	-16.2	11.2	12.1
EBITDA	577	622	525	577	641
증가율 (%)	76.8	7.7	-15.6	10.0	11.1
영업외손익	7	-238	21	17	19
이자수익	53	58	60	80	88
이자비용	17	34	41	41	41
외환관련손익	1	-6	0	0	0
지분법손익	-14	-21	-2	-2	-2
기타영업외손익	-16	-234	5	-20	-26
세전계속사업손익	559	348	512	562	631
법인세비용	145	127	144	158	177
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	414	220	368	405	454
증가율 (%)	80.0	-46.8	67.3	9.8	12.1
당기순이익률 (%)	9.8	6.0	11.2	10.5	10.8
EPS	8,729	3,415	5,591	6,138	6,884
증가율 (%)	80.0	-60.9	63.7	9.8	12.1
완전희석EPS	8,729	3,415	5,591	6,138	6,884
증가율 (%)	80.0	-60.9	63.7	9.8	12.1

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	8,729	3,415	5,591	6,138	6,884
BPS	47,095	41,620	46,611	52,149	58,433
DPS	500	600	600	600	600
밸류에이션(배, %)					
PER	2.7	7.6	5.2	4.8	4.2
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	1.7	2.4	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	1.3	2.4	2.4	1.8	1.2
배당수익률	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1
수익성 (%)					
영업이익율	13.1	16.0	14.9	14.2	14.6
EBITDA이익율	13.7	17.0	15.9	15.0	15.3
순이익율	9.8	6.0	11.2	10.5	10.8
ROE	20.3	8.9	12.7	12.4	12.5
ROIC	30.4	17.6	14.7	16.3	17.4
안정성(%배)					
순차입금/자기자본	-17.7	-7.7	-21.3	-25.5	-30.8
유동비율	187.4	192.4	202.3	209.0	218.8
이자보상배율	32.1	17.1	11.9	13.2	14.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	3.9	2.9	2.4	2.7	2.6
재고자산회전율	6.6	7.7	7.2	7.6	7.4
매입채무회전율	3.3	3.9	3.4	3.5	3.4

SK디앤디 (210980)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
48,000원
(하향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-3.5	-39.5	-8.6
절대기준(%)	-5.1	-19.3	47.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	48,000	53,000	▼
영업이익(21)	66	118	▼
영업이익(22)	91	145	▼

건설/부동산김열매_02)368-6174_fruitism@eugenefn.com

현재주가(21.05.27)	36,450원
시가총액(십억원)	692
발행주식수(천주)	18,990
52주 최고가(원)	60,300
최저가(원)	24,400
52주 일간 Beta	1.37
90일 일평균거래대금(백만원)	2,455
외국인 지분율(%)	5.2
배당수익률(2021F)(%)	1.9
주주구성(%)	
SK가스 (외 3인)	58.7
KB자산운용 (외 1인)	5.8

투자의견 BUY(하향)
목표주가(12M) ▲ 48,000원



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	455	700	624	701	722
영업이익(십억원)	82	140	66	91	97
세전계속사업손익(십억원)	59	93	62	78	84
당기순이익(십억원)	45	66	45	53	57
EPS(원)	2,365	3,470	2,373	2,788	3,011
증감률(%)	-24.6	46.8	-31.6	17.5	8.0
PER(배)	12.3	12.4	15.4	13.1	12.1
ROE(%)	12.7	14.9	8.4	9.3	9.4
PBR(배)	1.5	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	10.5	9.8	12.0	10.9	9.4

자료: 유진투자증권

2021.05.28

E&C

그린에너지 비중 확대, 성장을 위한 투자의 시기

Investment Point

- **풍력, 태양광, 연료전지 등 그린에너지 비중 확대:** 동사는 연내 83MW 규모의 군위풍력 착공 후 EPC 매출 인식 본격 반영 예정. 4월말 기준 동사가 추진 중인 풍력 딜 파이프라인 규모는 총 2.3GW. 당진 150MW 규모의 태양광 발전사업도 추진하고 있으며 2022년 착공 목표. 청주에코파크 연료전지 연내 완공 예정
- **물류센터 사업권 확보:** 코로나 이후 더욱 각광받고 있는 물류센터 사업권 확보. 신갈, 이천, 백암 3곳의 물류센터를 지분출자형 부동산 펀드 또는 리츠로 개발 추진 중. '디앤디플랫폼리츠'에 백암물류센터를 편입, 하반기 중 공모시장 계획
- **부동산 펀드와 리츠 등 다양한 방식으로 비주거용 부동산 개발에 특화**

최근 실적 및 Valuation

- **1Q21 Review:** 매출액 2,887억원(YoY +196.3%), 영업이익 271억원(OPM 9.4%), 제주 조선히otel 매각(2,416억원)이 반영되며 컨센서스를 상회. 이를 제외하면 부동산 개발 부문 매출액 대부분이 당산 생각공장에서 발생, 신규 사업 속도가 더뎠던 외형 성장 정체
- **Valuation:** SK디앤디 목표주가를 48,000원으로 7.7% 하향하고 투자의견 Buy를 유지. 목표주가는 2021년 추정 BPS에 Target PBR 2.1배를 적용해 산출. 신재생에너지 사업 속도가 예상보다 빨라지거나 신규 부동산 개발 사업 추진일정이 구체화되면 실적추정 및 목표주가 조정 가능

SK디앤디 실적 요약

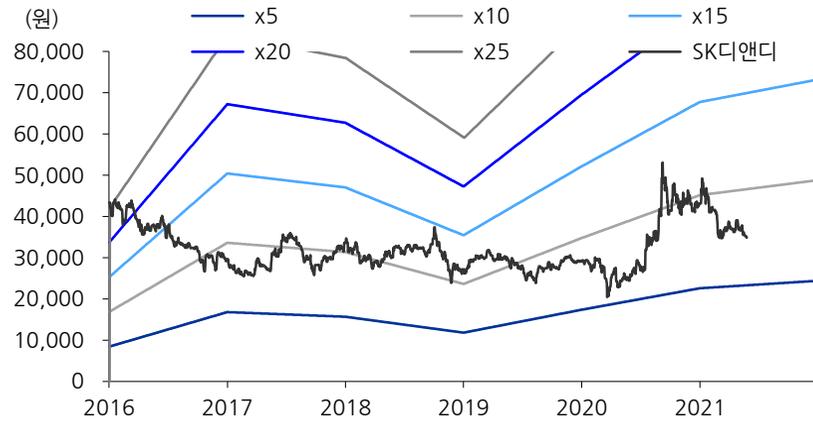
SK디앤디 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	97.4	185.7	332.0	84.7	288.7	66.1	81.0	188.5	699.8	624.3	701.1
부동산개발	61.5	153.4	300.6	50.4	270.3	45.0	50.0	70.0	565.9	435.3	437.0
신재생에너지	4.9	3.2	2.8	4.5	4.2	3.5	13.5	99.5	15.4	133.0	185.4
ESS사업	20.5	22.2	22.0	22.8	10.7	10.7	11.0	12.0	87.5	45.0	43.4
가구사업	10.4	9.0	8.5	6.9	3.4	6.9	6.5	7.0	30.9	30.9	35.4
(YoY,%)	86.1	128.3	293.4	-64.2	196.3	-64.4	-75.6	122.6	53.9	-10.8	12.3
부동산개발	134.3	172.8	524.9	-70.4	339.3	-70.7	-83.4	38.9	88.2	-23.1	0.4
신재생에너지	-64.5	-72.0	-69.5	-82.9	-14.9	8.9	387.4	2111.1	-74.6	762.5	39.4
ESS사업	462.4	595.5	28.1	-8.1	-47.9	-51.8	-50.0	-47.4	79.3	-48.6	-3.7
가구사업	22.5	-14.1	-14.8	-55.1	-67.4	-23.0	-23.9	1.4	-30.4	0.0	14.6
매출원가	62.6	122.5	241.5	47.8	244.9	38.1	49.2	137.3	474.4	469.6	512.8
매출원가율(%)	64.3	66.0	72.7	56.5	84.8	57.7	60.8	72.8	67.8	75.2	73.1
매출총이익	34.8	63.2	90.5	36.9	43.7	28.0	31.8	51.2	225.3	154.7	188.3
GPM(%)	35.7	34.0	27.3	43.5	15.2	42.3	39.2	27.2	32.2	27.1	26.9
판관비	15.0	20.3	28.5	21.8	16.6	22.3	25.6	24.0	85.5	88.5	97.4
판관비율(%)	15.3	10.9	8.6	25.8	5.8	33.7	31.7	12.7	12.2	13.7	13.9
영업이익	19.9	42.9	62.0	15.0	27.1	5.7	6.2	27.2	139.8	66.2	90.9
부동산개발	9.4	34.1	55.8	7.7	28.7	6.3	5.5	7.7	107.0	48.2	56.8
신재생에너지	1.3	0.1	-0.9	-0.5	1.5	0.2	1.4	19.9	-0.1	22.9	37.1
ESS사업	12.6	12.9	12.2	15.1	3.9	3.2	3.3	3.6	52.8	14.0	13.0
가구사업	1.6	1.7	1.4	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	5.2	0.0	0.0
영업이익률(%)	20.4	23.1	18.7	17.8	9.4	8.6	7.6	14.4	20.0	10.6	13.0
부동산개발	15.3	22.3	18.6	15.3	10.6	14.0	11.0	11.0	18.9	11.1	13.0
신재생에너지	25.4	1.8	-32.3	-11.1	35.7	5.0	10.0	20.0	-0.6	17.2	20.0
ESS사업	61.2	58.0	55.7	66.2	36.4	30.0	30.0	30.0	60.3	31.1	30.0
가구사업	15.4	19.4	16.3	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0	17.0	0.0	0.0
금융손익	-10.1	2.8	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-21.3	-28.0	-28.0
관계기업	-2.3	-5.7	-15.6	-15.6	-15.6	25.0	2.0	0.0	-39.2	11.4	15.0
세전이익	18.5	42.5	36.6	-4.4	16.9	23.7	1.2	20.2	93.2	61.9	77.9
세전이익률(%)	19.0	22.9	11.0	-5.2	5.8	35.8	1.4	10.7	13.3	9.9	11.1
법인세	4.1	11.2	10.5	1.2	4.1	6.4	0.3	5.9	27.1	16.7	24.9
법인세율(%)	22.3	26.4	28.8	-26.8	24.5	27.0	28.0	29.0	29.1	27.0	32.0
당기순이익	14.4	31.3	26.1	-5.6	12.7	17.3	0.8	14.3	66.1	45.2	52.9
당기순이익률(%)	14.7	16.9	7.9	-6.7	4.4	26.2	1.0	7.6	9.4	7.2	7.6

자료: SK디앤디, 유진투자증권

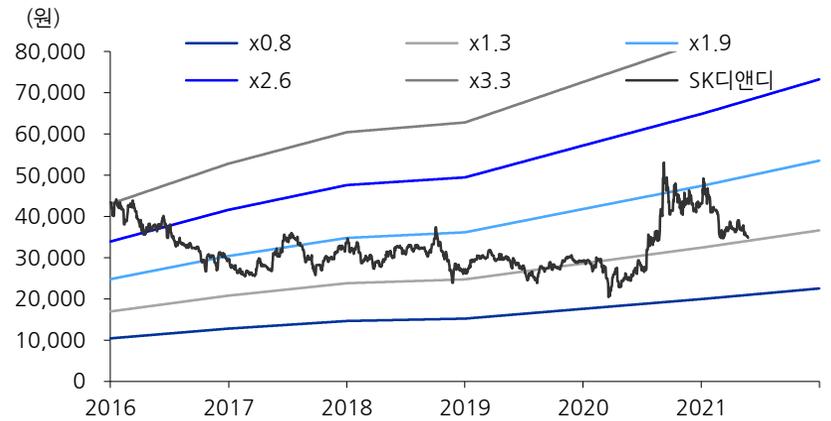
SK디앤디 PER, PBR 밴드차트

SK디앤디 12M FWD PER Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

SK디앤디 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

SK디앤디(210980.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	818	1,006	865	940	966
현금성자산	186	146	400	260	411
매출채권	65	35	17	27	21
재고자산	438	625	370	575	455
비유동자산	579	707	743	736	731
투자자산	219	360	374	389	405
유형자산	345	328	354	332	313
무형자산	14	17	16	15	14
자산총계	1,397	1,712	1,608	1,676	1,697
유동부채	567	705	214	245	228
매입채무	64	49	55	86	68
단기차입금	332	562	109	109	109
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	468	476	836	836	837
사채및장기차입금	456	454	814	814	814
기타비유동부채	12	16	16	17	17
부채총계	1,036	1,181	1,050	1,081	1,065
자본금	19	24	24	24	24
자본잉여금	163	291	291	291	291
자본조정	7	-5	-6	-6	-6
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	172	214	242	278	316
자본총계	361	531	558	595	633
총차입금	788	1,016	923	923	923
순차입금(순현금)	602	870	523	662	511
투자자본	847	1,273	939	1,109	990

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	275	-187	418	-82	212
당기순이익	45	66	45	53	57
유무형자산상각비	27	33	35	34	32
기타비현금손익가감	-0	30	18	15	15
운전자본의변동	179	-332	342	-184	108
매출채권감소(증가)	38	30	17	-9	6
재고자산감소(증가)	88	-189	254	-205	121
매입채무증가(감소)	-24	-13	7	31	-18
기타	76	-160	63	-0	-0
투자활동현금흐름	-71	-227	-174	-48	-50
단기투자자산처분(취득)	15	-25	-103	-8	-8
장기투자증권처분(취득)	0	0	-15	-20	-20
설비투자	-88	-11	-49	-11	-12
유형자산처분	3	0	1	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-0	-0	-0	-0
재무활동현금흐름	-174	338	-91	-17	-19
차입금증가(감소)	-163	209	-91	0	0
자본증가(감소)	-11	121	-17	-17	-19
배당금지급	11	11	17	17	19
현금의 증가(감소)	29	-77	153	-148	143
기초현금	107	135	58	211	63
기말현금	135	58	211	63	206
Gross cash flow	137	196	98	102	104
Gross investment	-92	534	-271	225	-66
Free cash flow	229	-338	369	-123	170

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	455	700	624	701	722
증가율 (%)	-19.2	53.9	-10.8	12.3	3.0
매출총이익	132	225	155	188	204
매출총이익율 (%)	29.0	32.2	24.8	26.9	28.2
판매비와관리비	50	86	89	97	107
증가율 (%)	-11.6	71.9	3.5	10.0	10.0
영업이익	82	140	66	91	97
증가율 (%)	-3.3	70.0	-52.7	37.3	6.2
EBITDA	110	173	101	125	129
증가율 (%)	12.4	57.9	-41.5	23.4	3.0
영업외손익	-23	-47	-4	-13	-13
이자수익	4	16	10	15	17
이자비용	34	48	37	36	36
외환관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	-29	-14	-14	-14
기타영업외손익	7	14	36	23	20
세전계속사업손익	59	93	62	78	84
법인세비용	14	27	17	25	26
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	66	45	53	57
증가율 (%)	-14.3	47.2	-31.6	17.2	8.0
당기순이익률 (%)	9.9	9.4	7.2	7.6	7.9
EPS	2,365	3,470	2,373	2,788	3,011
증가율 (%)	-24.6	46.8	-31.6	17.5	8.0
완전희석EPS	2,365	3,470	2,093	2,466	2,642
증가율 (%)	-24.6	46.8	-39.7	17.8	7.2

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,365	3,470	2,373	2,788	3,011
BPS	19,032	21,678	22,789	24,286	25,856
DPS	600	600	690	790	910
밸류에이션(배, %)					
PER	12.3	12.4	15.4	13.1	12.1
PBR	1.5	2.0	1.6	1.5	1.4
PCR	4.0	5.3	9.0	8.7	8.5
EV/ EBITDA	10.5	9.8	12.0	10.9	9.4
배당수익률	2.1	1.4	1.9	2.2	2.5
수익성 (%)					
영업이익율	18.1	20.0	10.6	13.0	13.4
EBITDA이익율	24.1	24.7	16.2	17.8	17.8
순이익율	9.9	9.4	7.2	7.6	7.9
ROE	12.7	14.9	8.4	9.3	9.4
ROIC	6.4	9.4	4.4	6.0	6.3
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	166.6	163.7	93.6	111.4	80.9
유동비율	144.2	142.6	403.8	383.4	424.1
이자보상배율	2.4	2.9	1.8	2.5	2.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	5.4	14.0	24.1	32.1	30.3
재고자산회전율	1.0	1.3	1.3	1.5	1.4
매입채무회전율	6.3	12.4	12.0	9.9	9.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 기재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율			당사 투자의견 비율 (%)
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만		93%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만		7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만		0%

(2021.03.31 기준)

과거 2년간 투자이견 및 목표주가 변동내역						현대건설(000720.KS) 증가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 김열매						과거 2년간 투자이견 및 목표주가 변동내역						삼성엔지니어링(028050.KS) 증가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 김열매					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)							
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비					평균 증가대비	최고(최저) 증가대비					평균 증가대비	최고(최저) 증가대비						
2019-06-03	Buy	72,000	1년	-36.5	-21.9	2019-06-03	Buy	22,000	1년	-23.6	-12.0	2019-06-03	Buy	22,000	1년	-23.6	-12.0						
2019-12-03	Buy	52,000	1년	-29	-15.6	2019-12-03	Buy	23,000	1년	-30.3	-13.5	2019-12-03	Buy	23,000	1년	-30.3	-13.5						
2020-01-13	Buy	52,000	1년	-33.3	-19.1	2020-01-13	Buy	23,000	1년	-36.9	-17.2	2020-01-13	Buy	23,000	1년	-36.9	-17.2						
2020-01-23	Buy	52,000	1년	-35.6	-21.7	2020-02-03	Buy	23,000	1년	-42.2	-25.4	2020-02-03	Buy	23,000	1년	-42.2	-25.4						
2020-03-04	Buy	52,000	1년	-48.2	-30.8	2020-03-31	Buy	15,000	1년	-22.3	-8.0	2020-03-31	Buy	15,000	1년	-22.3	-8.0						
2020-03-31	Buy	38,000	1년	-13.3	-2.1	2020-04-29	Buy	15,000	1년	-21.7	-8.0	2020-04-29	Buy	15,000	1년	-21.7	-8.0						
2020-04-27	Buy	38,000	1년	-10.1	-2.1	2020-06-08	Buy	15,000	1년	-21.8	-8.0	2020-06-08	Buy	15,000	1년	-21.8	-8.0						
2020-06-08	Buy	45,000	1년	-24.5	1.3	2020-07-02	Buy	15,000	1년	-22.4	-8.0	2020-07-02	Buy	15,000	1년	-22.4	-8.0						
2020-07-14	Buy	45,000	1년	-24.5	1.3	2020-07-29	Buy	15,000	1년	-23.4	-8.0	2020-07-29	Buy	15,000	1년	-23.4	-8.0						
2020-07-27	Buy	45,000	1년	-24.7	1.3	2020-08-24	Buy	15,000	1년	-24.3	-8.0	2020-08-24	Buy	15,000	1년	-24.3	-8.0						
2020-08-05	Buy	45,000	1년	-24.8	1.3	2020-10-30	Buy	15,000	1년	-17.9	-8.0	2020-10-30	Buy	15,000	1년	-17.9	-8.0						
2020-09-15	Buy	45,000	1년	-24.4	1.3	2020-11-02	Buy	15,000	1년	-17.6	-8.0	2020-11-02	Buy	15,000	1년	-17.6	-8.0						
2020-10-26	Buy	45,000	1년	-21.2	1.3	2020-11-25	Buy	16,000	1년	-14.6	6.3	2020-11-25	Buy	16,000	1년	-14.6	6.3						
2020-10-28	Buy	45,000	1년	-20.8	1.3	2020-12-02	Buy	16,000	1년	-15	6.3	2020-12-02	Buy	16,000	1년	-15	6.3						
2020-11-25	Buy	45,000	1년	-16.5	1.3	2020-12-17	Buy	16,000	1년	-15	6.3	2020-12-17	Buy	16,000	1년	-15	6.3						
2020-12-02	Buy	45,000	1년	-15.1	1.3	2021-01-14	Buy	16,000	1년	-14	6.3	2021-01-14	Buy	16,000	1년	-14	6.3						
2020-12-17	Buy	45,000	1년	-13.5	1.3	2021-01-18	Buy	16,000	1년	-14.2	6.3	2021-01-18	Buy	16,000	1년	-14.2	6.3						
2021-01-13	Buy	54,000	1년	-19.5	-7.8	2021-01-29	Buy	16,000	1년	-13.8	6.3	2021-01-29	Buy	16,000	1년	-13.8	6.3						
2021-01-18	Buy	54,000	1년	-19.5	-7.8	2021-01-29	Buy	16,000	1년	-13.8	6.3	2021-01-29	Buy	16,000	1년	-13.8	6.3						
2021-01-25	Buy	54,000	1년	-19.7	-7.8	2021-03-15	Buy	16,000	1년	-9.8	6.3	2021-03-15	Buy	16,000	1년	-9.8	6.3						
2021-01-29	Buy	54,000	1년	-19.6	-7.8	2021-04-07	Buy	16,000	1년	-5.3	6.3	2021-04-07	Buy	16,000	1년	-5.3	6.3						
2021-02-05	Buy	54,000	1년	-19.6	-7.8	2021-04-30	Buy	18,000	1년	4.3	9.7	2021-04-30	Buy	18,000	1년	4.3	9.7						
2021-03-15	Buy	54,000	1년	-16.3	-7.8	2021-05-28	Buy	22,000	1년			2021-05-28	Buy	22,000	1년								
2021-04-07	Buy	54,000	1년	-12.1	-7.8																		
2021-04-26	Buy	57,000	1년	-8	-4.7																		
2021-04-27	Buy	57,000	1년	-7.9	-4.7																		
2021-05-28	Buy	70,000	1년																				



과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자이전	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비

2019-06-03	Buy	57,000	1년	-40.3	-25.8
2019-12-03	Buy	44,000	1년	-37.5	-27.3
2020-01-13	Buy	44,000	1년	-40.9	-30.2
2020-02-03	Buy	44,000	1년	-43.5	-30.2
2020-03-04	Buy	44,000	1년	-53.4	-36.7
2020-03-31	Buy	30,000	1년	-21.2	-10.0
2020-05-04	Buy	30,000	1년	-18.0	-10.0
2020-05-27	Buy	35,000	1년	-17.3	-14.9
2020-06-08	Buy	40,000	1년	-34.0	-28.3
2020-07-08	Buy	40,000	1년	-32.9	-30.4
2020-07-30	Buy	36,000	1년	-25.5	-11.4
2020-08-05	Buy	36,000	1년	-25.5	-11.4
2020-08-05	Buy	36,000	1년	-25.5	-11.4
2020-09-09	Buy	36,000	1년	-24.3	-11.4
2020-09-16	Buy	36,000	1년	-23.8	-11.4
2020-10-20	Buy	36,000	1년	-18.2	-11.4
2020-10-28	Buy	36,000	1년	-17.1	-11.4
2020-11-25	Buy	40,000	1년	-13.4	-3.4
2020-12-02	Buy	40,000	1년	-10.3	-3.4
2020-12-17	Buy	45,000	1년	-14.8	-4.6
2021-01-13	Buy	53,000	1년	-20.6	-8.9
2021-01-18	Buy	53,000	1년	-20.6	-8.9
2021-01-26	Buy	53,000	1년	-20.8	-8.9
2021-01-29	Buy	53,000	1년	-20.6	-8.9
2021-02-05	Buy	53,000	1년	-20.6	-8.9
2021-03-15	Buy	53,000	1년	-17.1	-8.9
2021-04-06	Buy	53,000	1년	-15.3	-8.9
2021-04-29	Buy	53,000	1년	-16.7	-12.7
2021-05-28	Buy	59,000	1년		

GS건설(006360.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 김열매



과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자이전	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비

2019-06-03	Hold	6,000	1년	-26.6	-15.8
2019-12-03	Buy	6,000	1년	-30.2	-19.5
2020-01-13	Buy	6,000	1년	-33.2	-19.8
2020-02-03	Buy	6,000	1년	-36.3	-19.8
2020-03-31	Buy	4,000	1년	-13.9	2.5
2020-04-29	Buy	4,000	1년	-9.2	2.5
2020-06-08	Buy	4,700	1년	-24.2	-15.7
2020-07-14	Buy	4,700	1년	-23.7	-20.1
2020-07-31	Buy	4,500	1년	-30.0	-18.7
2020-10-30	Buy	4,500	1년	-24.3	-18.7
2020-11-02	Buy	4,500	1년	-23.8	-18.7
2020-11-25	Buy	5,000	1년	-19.3	-5.6
2020-12-02	Buy	5,000	1년	-14.2	-5.6
2020-12-17	Buy	5,500	1년	-5.5	8.5
2021-01-14	Buy	6,700	1년	-6.3	-2.4
2021-01-18	Buy	6,700	1년	-5.6	-2.4
2021-01-29	Buy	7,600	1년	-16.1	1.2
2021-01-29	Buy	7,600	1년	-16.1	1.2
2021-02-05	Buy	7,600	1년	-16	1.2
2021-03-15	Buy	7,600	1년	-12	1.2
2021-04-07	Buy	7,600	1년	-8	1.2
2021-04-30	Buy	9,000	1년	-17	-13.7
2021-05-28	Buy	10,000	1년		

대우건설(047040.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 김열매



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					과리율(%)		DL이앤씨(375500.KS) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	담당 애널리스트: 김열매		
2021-05-28	Buy	175,000	1년					



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					과리율(%)		DL건설(001880.KS) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	담당 애널리스트: 김열매		
2021-05-28	Buy	43,000	1년					



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					과리율(%)		HDC현대산업개발(294870.KS) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	담당 애널리스트: 김열매		
2019-06-03	Buy	57,000	1년	-52.7	-17.5			
2020-10-26	Buy	27,000	1년	-19.9	-3.1			
2020-11-25	Buy	27,000	1년	-14.1	-3.			
2020-12-02	Buy	27,000	1년	-8.7	-3.			
2020-12-17	Buy	33,000	1년	-19.4	-14.			
2021-01-14	Buy	38,000	1년	-24.9	-17.			
2021-01-18	Buy	38,000	1년	-24.9	-17.			
2021-02-03	Buy	38,000	1년	-25.5	-20.			
2021-02-05	Buy	38,000	1년	-25.6	-20.			
2021-02-05	Buy	38,000	1년	-25.6	-20.			
2021-03-15	Buy	38,000	1년	-24.7	-20.			
2021-04-08	Buy	38,000	1년	-25.3	-20.5			
2021-04-28	Buy	38,000	1년	-25.1	-20.5			
2021-05-28	Buy	42,000	1년					



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					과리율(%)		SK디앤디(210980.KS) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	담당 애널리스트: 김열매		
2020-11-25	Buy	55,000	1년	-20.7	-10.5			
2021-02-16	Buy	52,000	1년	-29	-20.8			
2021-02-19	Buy	52,000	1년	-29.4	-24.5			
2021-05-28	Buy	48,000	1년					

