

태영건설(009410)

숨길 수 없는 환경분야 급성장, 주가상승의 기폭제 될 것

환경부문, 태영건설의 신성장동력

신도시 개발사업을 주로 영위하는 태영건설의 환경부문(TSK코퍼레이션)이 2017년부터 급속도로 성장하고 있다. '17년 542억원, '18년 812억원으로 50% 증가했고, 1Q19에도 308억원으로 전년비 48% 증가했다. 환경부문의 실적은 QoQ 수준의 성장인데, 이는 폐기물매립/소각과 같은 사업에서 GPM 75%라는 초고이익을 발휘하고 있어서다. 이런 추세는 심지어 장기화 될 것으로 예상된다. Peer그룹인 코엔텍의 시가총액이 0.6조원('18년 영업이익 293억원, PER 24.09배, PBR 3.97배)인 것을 고려한다면 TSK코퍼레이션의 기업가치 역시 1조원 수준 이상일 것으로 추정된다. 연간 3,500억원대 영업이익을 내는 건설부문을 포함한다면, 현 시총 0.9조는 너무 싸 보인다.

주택개발 사업 상반기 성공, 2022년까지 지속 이익 실현

2015~2016년 창원/광명/전주에서 자체사업을 대거 확대하면서 태영건설의 건설 영업이익이 1,000억원 미만에서 3,688억원('18년)까지 급증하였고, 2019년에 이 사이클이 종료된다. 그리고 두 번째 도시개발 사이클은 2018~2019년으로 총 7개 사이트를 진행 중에 있고, '18년은 하남감일/세종, '19년은 수원 고등/경남 양산/과천 지식정보타운/전주 에코시티/대구 북구로, 모두 상반기 완료될 것으로 기대된다. 시장의 우려가 다소 있었던 경남 양산 사송신도시 Phase 1인 1,700세대 분양도 5월 중 성공적으로 마무리되면서, '20~'22년까지의 이익모멘텀을 확보한 상태다. 신규 우선협상 도시개발 사업들도 지속해서 확대 중에 있는 만큼, 이제 리스크가 극도로 낮아졌다.

TP 2.2만원 상향, 주주환원 시 폭발적 상승 기대

태영건설의 TP를 종전 1.7만원에서 2.2만원으로 29.4% 상향한다. 환경부문의 기업가치를 1조원으로 반영한 결과다. 이에, 환경부문은 장래 분할 혹은 분할상장 가능성을 고려해야 한다고 판단하며, 현재 국회계류중인 자본시장법 개정안의 추이에 따라 얼마든지 가시성 있는 변화도 나올 수 있다고 본다. '19년 자체공급 성공으로 주택사업의 리스크도 소멸된 현 시점에, Conviction BUY를 제시하겠다.

Company In-depth

BUY

| TP(12M): 22,000원(상향) | CP(5월24일): 12,850원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,045.31
52주 최고/최저(원)	17,150/9,280
시가총액(십억원)	981.7
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	76,400.0
60일 평균 거래량(천주)	237.3
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
19년 배당금(예상, 원)	125
19년 배당수익률(예상, %)	0.97
외국인지분율(%)	11.24
주요주주 지분율(%)	
윤석민 외 4인	38.37
머스트자산운용	11.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.4 24.2 (13.5)
상대	8.0 24.9 4.3

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,930.1	3,579.3
영업이익(십억원)	485.9	396.2
순이익(십억원)	340.6	293.9
EPS(원)	3,811	3,385
BPS(원)	18,050	21,987

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,266.4	3,850.5	4,064.8	3,790.9	3,879.9
영업이익	십억원	311.1	463.5	529.8	492.6	472.8
세전이익	십억원	217.9	377.1	515.7	487.9	463.9
순이익	십억원	90.3	189.4	290.7	306.0	291.0
EPS	원	1,143	2,398	3,682	3,876	3,685
증감률	%	57,050.0	109.8	53.5	5.3	(4.9)
PER	배	9.01	4.73	3.49	3.32	3.49
PBR	배	0.82	0.86	0.76	0.62	0.53
EV/EBITDA	배	5.82	4.71	4.03	3.96	3.85
ROE	%	10.12	19.21	25.16	21.18	16.78
BPS	원	12,518	13,245	16,815	20,579	24,152
DPS	원	90	125	125	125	125



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanfn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

CONTENTS

1. 환경사업, 그 성장잠재력	3
1) 환경부문은 히든밸류가 아니라 신성장동력	3
2. 개발사업, 더 말해 무엇하랴	7
1) 도시개발 중심의 건설사로, 대형사와 어깨 나란히	7
2) '18~'19년 자체사업 순항 중, 상반기 중 자체사업 모두 분양 예상	8
3. 실적과 Valuation	9
1) 환경과 건설의 쌍끌이에 장기적으로 레저도 개선될 것	9

1. 환경사업, 그 성장잠재력

1) 환경부문은 히든밸류가 아니라 신성장동력

(1) TSK코퍼레이션의 가치를 아시나요?

시장에서 태영건설은
건설사로만 인식,
히든 밸류인 환경사업이
'18년부터 이익 급성장 중

주식시장에서 태영건설은 주택사업 중심의 건설사로 인식되고 있다. 그도 그럴 것이 태영건설의 연결 영업이익 중 80%가 주택건설사업에서 나오기 때문이다. 나머지 영업이익의 대부분을 환경부문으로 표현되는 TSK코퍼레이션(태영건설 지분 75%)이 대부분을 담당하고 있는데, 그런 TSK코퍼레이션의 매출/영업이익 성장세가 눈부시다.

환경부문 이익은 급상승하며
이익비중 약 30%에 육박하는
수준까지 올라옴.
이는 폐기물매립/수처리사업
모두 호황기 진입했기 때문

태영건설의 영업이익 성장세와 환경부문 실적상승세는 눈부시다. 2017년 기준 태영건설 영업이익은 3,111억원이었고 건설이 2,679억원으로 86%의 비중을 차지했다. 환경은 542억원으로 17%였다. 2018년이 되어 건설은 3,688억원으로 80%의 비중, 환경은 812억원으로 18%의 비중을 차지했다. 건설이 37% 증익했고, 환경의 경우 50% 증익하며 높은 성장세를 보였다.

2019년 1분기가 되면서 이런 변화가 가속화되고 있다. 건설 영업이익은 904억원으로 82%의 비중을 보이는데, 환경은 308억원으로 무려 28% 비중으로 급증했다. 전년동기 대비로 건설은 1,097억에서 904억원으로 17% 감익 했는데, 환경은 208억원에서 308억원으로 48% 추가 성장한 것이다. 2019년은 최초로 환경부문 영업이익이 1,000억원을 상회할 것이 기대된다. 2년전만 하더라도 4~500억원 내외였던 이 부문에 어떤 변화가 생긴 것일까?

표 1. TSK코퍼레이션 매출총이익

(단위: 천원)

	2014	2015	2016	2017	2018
운영관리부문	23,227,863	20,878,748	23,231,972	12,223,242	17,938,420
공사부문	2,976,147	2,612,138	674,127	2,559,562	2,114,308
수처리약품판매부문	1,006,054	1,461,043	2,146,578	1,833,440	1,455,301
토양정화부문	-	-	-	3,299,107	2,719,462
폐기물중간 및 최종 처리부문	17,245,136	32,529,523	35,759,051	43,047,451	83,914,261
바이오가스정제부문	-	-	-	119,757	(640,341)
고형연료 제조 및 스팀 공급 부문	843,589	(184,174)	2,456,909	14,682,010	7,373,638
매출총이익 합계	45,298,789	57,297,278	64,268,636	77,764,569	114,875,048

자료: 하나금융투자

환경부문의 TSK코퍼레이션의
실적개선에 주목

(2) TSK코퍼레이션과 폐기물매립업

TSK코퍼레이션은 2004년 11월 경기도 고양시 주엽동을 본사소재지로 해서 하수종말처리시설/폐수종말처리시설/폐기물처리시설/축산폐수처리시설/분뇨처리시설 등의 시공이나 관리운영, 컨설팅 및 엔지니어링업을 목적으로 설립하였다. 2018년 10월부터 하수처리운영관리부문은 분할하여 신규회사인 TSK워터를 신설하였고, 지배회사를 TSK코퍼레이션으로 변경하였다. TSK콕의 주주는 태영건설 75%, SK건설이 20%, SK디스커버리가 5%다.

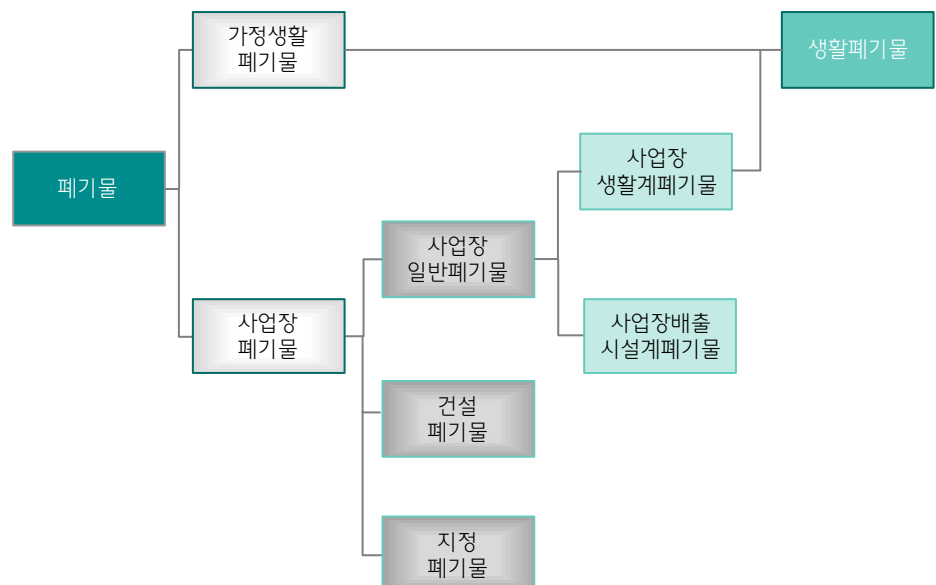
OPM 60%대의 초 알짜 사업인
폐기물사업에 주목할 필요

TSK콕은 종속기업으로 TSK엔워터테크(폐수/재활용), TSK그린에너지(폐기물가공 및 스팀공급), 울산이애펜(스팀공급 설치 및 운영), 그린바이오(지정 외 폐기물 처리업), 센트로(지정 외 폐기물처리업), TSKM&S(수처리약품판매), TSK워터(환경시설관리 및 운영)를 운영하고 있다. 이 중 에코시스템과 센트로의 경우 영업이익률이 60%를 넘는 초 알짜 사업을 영위하고 있다. 지정 외 폐기물매립업이 바로 그것이다. 즉 지정 외 폐기물이나 그 밖의 폐기물매립업에서 상당한 수익이 발생한다는 의미다.

폐기물은 생활폐기물과 사업장폐기물로 나뉘며, 사업장폐기물은 1) 무해폐기물(지정 외 폐기물)과 2) 유해폐기물(지정폐기물), 3) 건설폐기물로 크게 3개로 나뉜다. 이 중 지정폐기물은 폐유/폐산 등 주변환경을 오염시키거나 의료폐기물처럼 인체에 위해를 줄 수 있는 것으로서 관리의 특별함이 요구되는 폐기물이다. 건설폐기물은 토목/건설공사 등과 관련해서 발생하는 폐기물이고, 지정 외 폐기물의 경우 사업장에서 발생하는 총 폐기물 중 지정과 건설폐기물을 제외한 것을 통칭한다.

그림 1. 폐기물의 종류

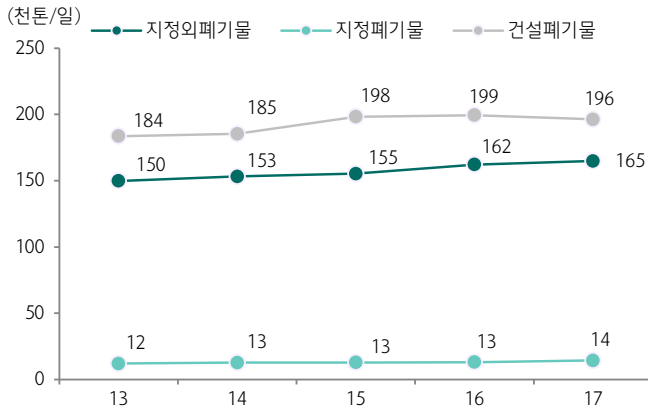
폐기물의 종류는
생활폐기물
사업장폐기물로 양분되며,
사업장폐기물은
1) 무해폐기물(지정 외 폐기물)
2) 유해폐기물(지정폐기물)
3) 건설폐기물로 나뉜다



자료: 한국산업폐기물매립협회, 하나금융투자

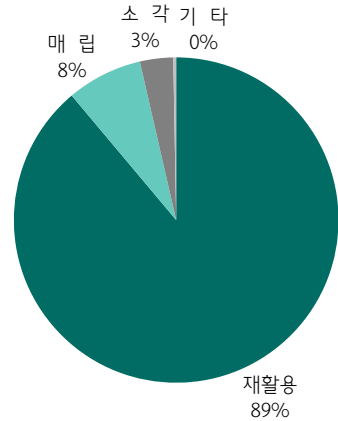
사업장폐기물의 경우 아래의 그림처럼, 지정폐기물과 지정 외 폐기물 모두 지속해서 증가하고 있다. 우리나라의 총 폐기물량은 '17년말 기준 43만톤/일 수준이며 지정폐기물이 1.4만톤/일로 3.8%의 비중, 지정 외 폐기물의 경우 16.4만톤/일로 43.9% 비중을 차지하고 있다.

그림 2. 폐기물 발생량 현황



자료: 환경부, 하나금융투자

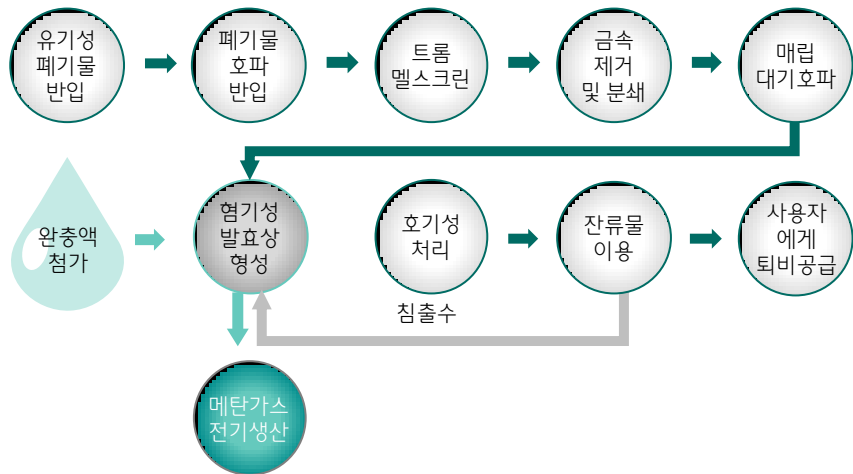
그림 3. 국내 사업장폐기물의 처리방법별 비중



자료: 환경부, 하나금융투자

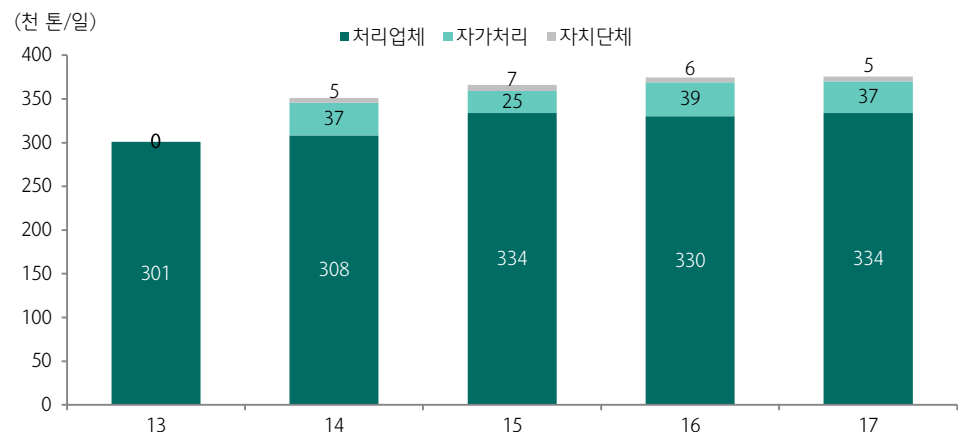
그림 4. 폐기물 최종처리(매립) 과정

폐기물 최종처리란
더 이상 사용할 수 없거나
재활용할 수 없는 물질 및 찌꺼기,
중간처리공정에서 생긴 물질,
에너지를 회수한 뒤
남은 잔재물 등을
육지매립 또는 해역배출
하는 것을 말함



자료: 한국산업폐기물매립협회, 하나금융투자

그림 5. 국내 사업장폐기물 처리주체별 처리현황



자료: 환경부, 하나금융투자

산업폐기물 처리산업은
과점적 성격의 산업으로
처리시설 구비에 많은
투자자본을 필요로 하여
경쟁업체의 진입이 상당히 어려움

(3) Peer인 코엔텍을 보면 TSK코퍼레이션의 미래가치가 보인다.

TSK이앤이/에코시스템이
폐기물사업을 구미와 창원에서,
코엔텍(상장)은 울산에서,
와이엔텍(상장)은 전남에서 사업 중

국내 폐기물시장의 Peer 중 하나인 코스닥상장사 코엔텍의 경우, 2017년 기준 매립은 344
톤/일로 전국 시장 중 3.0%의 M/S를, 소각은 488톤/일로 전국 기준 4.8%의 M/S를 보이
고 있다. 영남권에서만 보자면 매립은 5.1%, 소각은 12.2%의 M/S로 상승한다.

현재 매립장 기준 혹은 신규 매립/소각 기준 Capa를 보면 TSK코퍼레이션의 미래가치를 확
인할 수 있다. 주식시장에서 코엔텍의 경우 시가총액 6,000억원 수준으로 PER 24배 수준
에서 거래되며 환경분야의 신성장 모멘텀을 받고 있다. 와이엔텍 역시 시가총액 1,472억원,
PER 16.3배, PBR 1.26배를 적용 받고 있다. 향후 TSK코퍼레이션이 분할상장 등의 시나리
오가 가능한 점을 고려했을 때, TSK코퍼레이션의 경우 1.5조원을 상회하는 기업가치도 가
능할 것이라 판단된다.

표 2. 지정폐기물처리중처분업체 현황 (강조표시는 TSK코퍼레이션 종속기업)

(단위: 천m², 천m³, 천 톤, 십억원)

기업명	소재지	연도	매립면적	매립용량	기사용량	잔여용량	연간 매립량	매출액	영업이익
TSK이앤이	구미(대구청)	2014	51	771	555	217	63	20	10
		2015	51	771	614	157	60	17	8
		2016	123	3,218	1,299	1,919	457	24	4
		2017	123	3,218	1,463	1,754	58	18	8
에코시스템	창원 (낙동강청)	2014	185	2,464	1,406	1,059	160	15	7
		2015	185	2,464	1,625	840	219	16	9
		2016	185	2,464	1,966	498	91	22	14
		2017	185	2,651	2,112	540	92	20	11
		2018						70	49
코엔텍	울산 (낙동강청)	2014	184	3,207	2,527	680	164	42	11
		2015	184	3,207	2,555	652	28	42	10
		2016	184	3,207	2,683	525	8	55	16
		2017	184	3,207	2,775	432	19	61	19
		2018						72	29
와이엔텍	여수 (영산강청)	2014	14	145	66	78	45	49	7
		2015	14	152	91	61	30	49	8
		2016	86	1,852	112	1,740	21	58	9
		2017	86	1,852	145	1,707	27	75	13
		2018						76	15
전체		2014	1,402	27,021	14,770	12,251	1,483		
		2015	1,402	27,047	16,513	10,534	1,575		
		2016	1,594	32,611	20,972	11,640	3,081		
		2017	1,666	33,820	22,888	10,932	1,327		

자료: 환경부, DART, 하나금융투자

2. 개발사업, 더 말해 무엇하랴

1) 도시개발 중심의 건설사로, 대형사와 어깨 나란히

(1) 도시개발사업을 중심으로 한 태영건설의 성장

택지공급 감소에도 불구하고,
성장하는 부문은

- 1) 민관합작 택지조성
- 2) 군부대 이전부지 택지조성

태영건설은 종전에는 일반 건설 도급사업을 주로 영위하던 건설회사였으나, 2017년 실적부터 영업이익이 전년비 500%이상 건설부문에서만 성장하며 압도적인 성장세를 보이기 시작했다. 그런 의미에서 2017년 실적은 가히 태영건설의 업의 본질이 도급업에서 개발업으로 변하는 원년이었다. 이러한 배경에는 태영건설이 오랜기간 공들여온 사업모델인 1) 민관합작 택지조성 사업과, 2) 군부대 이전부지 주택조성 사업과 같은 특수한 택지개발 모델이 있었다.

군부대 이전사업인 에코시티/유니시티 사업부터 본격적 도시개발사업의 핵심 사업자로 부각

특히 태영건설의 경우 일반 도시개발사업의 또 다른 형태인, 군부대의 이전 사업을 도시개발 방식으로 진행하며 상당히 신선한 사업 접근을 보였다. 이 중 전주의 에코시티사업과 창원의 유니시티 사업이 오랜 기간의 노력 끝에 소위 대박을 터트리게 되었는데, 이 두 사업을 기반으로 태영건설은 일반 도시개발사업에서도 확실한 사업 주체로 급부상하게 된다.

전주 에코시티 사업의 경우 태영건설은 3,393세대(분양 2,733세대 / 임대 660세대)의 사업 이었고, '15년 하반기부터 '18년 1분기까지 사업이 진행되었다. 전주 에코시티 14블록의 경우 '19년 2분기에 분양하며 추가적인 사업을 진행하며 '22년까지 사업기간이 지속될 전망이다.

창원 유니시티 사업의 경우 총 규모는 공동주택 6,100세대 사업에 오피스텔 462호, 오피스 327실, 상가 273실로 구성되어 있고, 태영건설은 주택 3,600세대를 담당하였다. 창원 유니시티의 경우 창원 구시가지내 존재하는 사업으로 초대박이 났다. 유니시티 사업은 '16년 3분기부터 '19년 4분기까지 이어질 전망이다.

그림 6. 창원 중동 유니시티 조감도



자료: 유니시티, 하나금융투자

그림 7. 전주 에코시티 데시앙 네스트 조감도



자료: 에코시티, 하나금융투자

2) '18~'19년 자체사업 순항 중, 상반기 중 자체사업 모두 분양 예상

(1) '19년 자체사업 상반기 중 완료할 것

태영건설의 '19년 자체사업지는 총 5곳으로 안정적 분양성과 기대

태영건설의 '19년 자체사업지는 총 5곳이다. 전주 에코시티의 14블록, 수원 고등주거환경개선사업, 과천 지식정보타운의 3개 블록 중 1개 블록, 대구 북구 도남지구, 양산 사송신도시의 Phase 1사업이다. 이 중 수원/전주는 기분양했고, 5월 중 양산 사송도 기분양했다. 분양 성과도 양호하게 발표되어 향후 과천/대구만 남았고, 이 두 지역은 부동산 시장에서 인기가 높은 지역인 만큼 안정적 분양성과 기대된다.

'18년에는 에코시티 하남감일지구(포웰시티)와 행복도시 6-4생활권(세종마스터힐스)에 분양을 성공하며 자체사업 추진을 이어갔던 만큼, 연도별 자체사업 물량이 증가하면서 매출과 이익의 안정성이 확보될 것이다. 특히 '19년 대거 종료되는 창원 유니시티 사업의 종료와 함께 신규사업이 매출화 구간에 진입하면서 연착륙 기대된다.

표 3. 태영건설 자체사업지 분양 및 입주 시기

(단위: 호, 십억원)

구분	현장명	세대수	매출 (예상)	분양	입주	2018				2019				2020E				2021E			
						1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
기분양	광명 역세권 복합단지 PF	2,826	808	2Q16	1Q20																
기분양	전주 에코시티 (공동주택 2,733/임대 660호, 매출액 762)																				
기분양	1) 4-5블록	1,440	403	3Q15	1Q18																
기분양	2) 7-12블록	1,351	378	3Q16	1Q19																
기분양	3) 임대블록8	660	-	4Q17	2Q20																
기분양	4) 임대블록3	660	-	2Q18	1Q21																
예정	5) 14블록	702	197	2Q19	2Q22																
기분양	창원 유니시티 사업	4,062	1,625	2Q16	4Q19																
기분양	하남 감일지구 포웰시티	260	156	2Q18	1Q21																
기분양	행복도시 6-4 생활권	930	349	2Q18	1Q21																
기분양	수원 고등 주거환경개선사업	695	348	1Q19	1Q22																
기분양	양산 사송신도시 Phase 1	873	297	2Q19	2Q22																
예정	대구 북구 도남	1,330	426	2Q19	2Q22																
예정	과천지식정보타운	788	630	3Q19	2Q22																
기분양	양산 사송신도시 Phase 2	1,400	476	3Q20	2Q22																
기분양	네오시티(부천)	미정	-	미정	미정																
기분양	결포4지구	미정	-	미정	미정																

자료: 부동산114, 하나금융투자

3. 실적과 Valuation

1) 환경과 건설의 쌍끌이에 장기적으로 레저도 개선될 것

(1) 건설/환경 부문의 양대 가치가 존재

연간 매출액 4.06조원으로
전년비 5.6% 증가하고
영업이익은 5,219억원으로
14.3% 증가 전망

태영건설의 연간실적은 매출액 4.06조원으로 전년비 5.6% 증가하고, 영업이익은 5,219억원으로 전년비 14.3% 증가할 것으로 전망한다. 실적의 양 축인 건설부문은 4,105억원으로 전년비 11.3% 증가 전망하고, 환경부문은 1,224억원으로 전년비 50.5% 증가할 것으로 전망한다.

표 4. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출	3,266.4	3,850.5	4,064.8	801.8	1,026.3	933.8	1,088.6	845.3	1,056.9	1,016.2	1,146.5
YoY Growth	58.6%	17.9%	5.6%	38.4%	27.6%	6.6%	8.2%	5.4%	3.0%	8.8%	5.3%
건설	2,320.0	2,841.9	3,040.8	586.6	763.6	671.7	820.0	626.5	790.6	760.2	857.7
YoY Growth	112.9%	22.5%	7.0%	56.5%	33.9%	5.1%	11.4%	6.8%	3.5%	13.2%	4.6%
방송	421.0	390.2	331.7	80.0	109.2	90.0	111.0	45.4	86.2	82.9	93.6
레저	71.5	69.7	71.8	8.7	19.5	27.6	13.9	9.5	18.7	18.0	20.3
환경	425.5	506.6	582.6	116.9	123.1	133.5	133.2	154.7	151.5	145.7	164.3
기타	28.4	42.0	37.8	9.6	10.9	11.0	10.5	9.1	9.8	9.5	10.7
매출원가	2,733.8	3,176.3	3,302.4	633.2	854.5	767.4	921.2	686.3	873.9	825.6	916.6
YoY Growth	52.6%	16.2%	4.0%	28.2%	29.1%	6.7%	7.3%	8.4%	2.3%	7.6%	-0.5%
원가율	83.7%	82.5%	81.2%	79.0%	83.3%	82.2%	84.6%	81.2%	82.7%	81.2%	79.9%
매출총이익	532.6	674.2	762.5	168.6	171.8	166.4	167.5	159.0	183.0	190.6	229.9
GPM	16.3%	17.5%	18.8%	21.0%	16.7%	17.8%	15.4%	18.8%	17.3%	18.8%	20.1%
판관비	221.5	210.7	232.7	46.7	48.5	49.8	65.6	48.3	55.8	58.2	70.3
판관비율	6.8%	5.5%	5.7%	5.8%	4.7%	5.3%	6.0%	5.7%	5.3%	5.7%	6.1%
영업이익	311.1	463.5	529.8	121.9	123.3	116.5	101.8	110.6	127.2	132.4	159.6
YoY Growth	220.5%	49.0%	14.3%	223.1%	34.7%	8.0%	37.7%	-9.2%	3.1%	13.7%	56.7%
OPM	9.5%	12.0%	13.0%	15.2%	12.0%	12.5%	9.4%	13.1%	12.0%	13.0%	13.9%
건설	268.0	368.9	410.5	109.7	89.9	79.3	90.0	90.4	98.5	102.6	118.9
YoY Growth	572.4%	37.7%	11.3%	182.1%	7.5%	-14.0%	68.8%	-17.6%	9.7%	29.5%	32.1%
방송	(6.1)	6.4	(3.3)	(4.1)	7.2	(0.1)	3.4	(4.0)	(0.8)	(0.8)	2.3
레저	7.0	2.6	6.5	(3.4)	(2.2)	8.8	(0.7)	(3.6)	1.6	1.6	6.9
환경	54.2	81.3	122.4	20.8	25.4	27.6	7.5	30.8	29.4	30.6	31.6
YoY Growth	32.8%	50.0%	50.5%	93.9%	84.0%	86.0%	-49.7%	48.1%	15.4%	10.9%	323.4%
기타	(2.3)	6.6	3.8	3.1	1.4	2.7	(0.6)	1.0	0.9	0.9	0.9

자료: 하나금융투자

TP 1.7만원에서 2.6만원으로
52.9% 상향조정,
환경부문의 가치는 히든밸류가
아니라 성장동력

(2) Valuation, TP 2.2만원으로 상향

태영건설의 영업가치를 건설 1.66조원, 환경 1.0조원으로 추정하였다. 건설부문은 Implied NOPLAT(세후순익)인 3,030억원에 타겟배수 5.5배를, 환경은 Implied NOPLAT인 677억원(TSK코퍼레이션의 75% 지분만 반영한 것)에 타겟배수 15.2배(KOSPI 30%할증)를 적용하였다. 합산 영업가치는 2.7 조원이다.

비영업부문으로 잡은 블루원CC나 SBS미디어홀딩스의 가치 등도 2,370억원에 해당한다. 이에, 영업+비영업가치의 합산은 3.5조원이고, 순차입금을 1.15조원으로 유지한다고 가정하였을 시 Equity Value는 1.78조원이다. 발행주식수 7,895만주를 적용 시 TP는 2.2만원으로 종전 1.7만원 대비 29.4% 상향 제시하겠다. 현가 대비 상승률이 상당히 높게 나오지만, 이 밸류에이션은 지극히 현실적이며 무리가 없다고 판단한다.

태영건설이 복합기업이고 건설주로 커버되는 만큼 시가총액 상 밸류에이션 페널티를 받고 있는 상태다. 장래 환경부문의 분할 혹은 분할상장도 기대해볼 수 있고, 연결대상이었던 TSK코퍼레이션의 가치가 재평가 될 것으로 기대한다. 현행 자본시장법에서 사모펀드들도 주주환원정책을 기업에 적극적으로 요구할 수 있도록 바뀌고 있다는 점을 고려하더라도, 현재의 저평가 기간이 오래 갈 수는 없을 것으로 본다.

표 5. 태영건설 밸류에이션 테이블

(단위:십억원, %, 천주, 원)

구분	NOPLAT	Target Multiple	Value
1. 영업가치 SUM			2,696.3
1) 건설 부문	303.0	5.5	1,666.3
2) 환경 부문	67.7	15.2	1,030.0
2. 비영업 가치			237.1
1) 블루원CC(비상장, 87%)			90.7
2) SBS미디어홀딩스(상장, 61.2%)			274.0
3) NAV할인			35.0
3. 영업+비영업 합			2,933.4
4. 순차입금			1,151.5
5. Equity Value			1,781.9
6. 발행주식(천 주)			78,957.5
7. Target Price(KRW)			22,000

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,266.4	3,850.5	4,064.8	3,790.9	3,879.9
매출원가	2,733.8	3,176.3	3,302.4	3,073.4	3,179.7
매출총이익	532.6	674.2	762.4	717.5	700.2
판매비	221.5	210.7	232.7	224.8	227.4
영업이익	311.1	463.5	529.8	492.6	472.8
금융손익	(23.5)	(20.3)	(24.1)	(9.8)	(3.9)
종속/관계기업손익	28.8	8.5	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(98.5)	(74.7)	(10.0)	(15.0)	(25.0)
세전이익	217.9	377.1	515.7	487.9	463.9
법인세	94.7	133.0	135.1	127.8	121.5
계속사업이익	123.3	244.1	380.6	360.0	342.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	123.3	244.1	380.6	360.0	342.3
포괄이익	33.0	54.8	89.9	54.0	51.4
(지분법제외)순이익	90.3	189.4	290.7	306.0	291.0
지배주주포괄이익	120.8	150.4	281.2	266.0	253.0
NOPAT	176.0	300.1	391.0	363.6	348.9
EBITDA	378.0	531.0	593.6	553.5	531.4
성장성(%)					
매출액증가율	58.6	17.9	5.6	(6.7)	2.3
NOPAT증가율	3,811.1	70.5	30.3	(7.0)	(4.0)
EBITDA증가율	128.0	40.5	11.8	(6.8)	(4.0)
(조정)영업이익증가율	220.4	49.0	14.3	(7.0)	(4.0)
(지분법제외)순이익증가율	45,050.0	109.7	53.5	5.3	(4.9)
(지분법제외)EPS증가율	57,050.0	109.8	53.5	5.3	(4.9)
수익성(%)					
매출총이익률	16.3	17.5	18.8	18.9	18.0
EBITDA이익률	11.6	13.8	14.6	14.6	13.7
(조정)영업이익률	9.5	12.0	13.0	13.0	12.2
계속사업이익률	3.8	6.3	9.4	9.5	8.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,637.6	2,790.8	3,038.6	3,129.1	3,437.7
금융자산	628.2	592.7	636.2	703.4	899.7
현금성자산	375.8	331.2	360.1	445.9	636.2
매출채권 등	631.4	907.6	998.3	1,098.2	1,153.1
재고자산	1,151.2	943.9	1,038.3	986.3	1,035.7
기타유동자산	226.8	346.6	365.8	341.2	349.2
비유동자산	2,114.5	2,167.8	2,128.1	2,124.5	2,177.9
투자자산	587.9	522.4	331.5	373.7	425.7
금융자산	336.6	32.5	34.3	32.0	32.8
유형자산	1,125.3	1,034.9	1,198.9	1,163.0	1,172.1
무형자산	168.1	122.0	109.3	99.4	91.6
기타비유동자산	233.2	488.5	488.4	488.4	488.5
자산총계	4,752.0	4,958.6	5,166.7	5,253.6	5,615.6
유동부채	2,060.3	1,886.5	1,716.8	1,493.6	1,441.4
금융부채	696.5	546.7	287.2	202.1	217.1
매입채무 등	753.0	907.8	980.4	833.4	750.0
기타유동부채	610.8	432.0	449.2	458.1	474.3
비유동부채	1,256.4	1,589.8	1,596.3	1,555.6	1,636.6
금융부채	853.3	1,197.5	1,182.5	1,082.5	1,067.5
기타비유동부채	403.1	392.3	413.8	473.1	569.1
부채총계	3,316.7	3,476.3	3,313.1	3,049.2	3,078.1
지배주주지분	956.9	1,014.4	1,296.2	1,593.3	1,875.5
자본금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
자본잉여금	143.7	71.7	71.7	71.7	71.7
자본조정	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄이익누계	74.7	15.3	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	730.5	919.3	1,201.2	1,498.3	1,780.5
비지배주주지분	478.5	467.9	557.4	611.1	662.1
자본총계	1,435.4	1,482.3	1,853.6	2,204.4	2,537.6
순금융부채	921.6	1,151.5	833.6	581.3	385.0

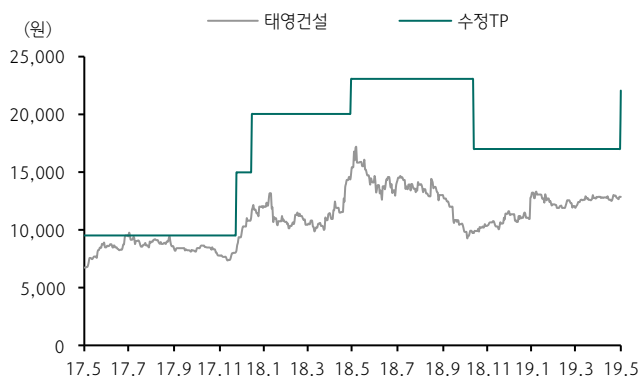
투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,143	2,398	3,682	3,876	3,685
BPS	12,518	13,245	16,815	20,579	24,152
CFPS	5,629	7,431	7,286	6,817	6,431
EBITDAPS	4,787	6,725	7,517	7,010	6,730
SPS	41,369	48,767	51,481	48,012	49,139
DPS	90	125	125	125	125
주가지표(배)					
PER	9.0	4.7	3.5	3.3	3.5
PBR	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5
PCFR	1.8	1.5	1.8	1.9	2.0
EV/EBITDA	5.8	4.7	4.0	4.0	3.9
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	19.2	25.2	21.2	16.8
ROA	2.2	3.9	5.7	5.9	5.4
ROIC	9.8	13.4	15.8	13.6	12.4
부채비율	231.1	234.5	178.7	138.3	121.3
순부채비율	64.2	77.7	45.0	26.4	15.2
이자보상배율(배)	8.5	11.9	13.9	15.1	15.6

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	27.0	115.0	347.1	308.3	302.8
당기순이익	123.3	244.1	380.6	360.0	342.3
조정	290.2	240.3	59.6	50.4	43.9
감가상각비	66.9	67.5	63.8	60.8	58.6
외환거래손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(28.8)	(8.5)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	252.1	181.5	15.8	9.6	5.3
영업활동 자산부채 변동	(386.5)	(369.4)	(93.1)	(102.1)	(83.4)
투자활동 현금흐름	124.1	(138.6)	3.1	4.0	(73.3)
투자자산감소(증가)	(89.5)	65.5	210.6	(22.6)	(32.4)
유형자산감소(증가)	(124.3)	(34.0)	(215.0)	(15.0)	(60.0)
기타	337.9	(170.1)	7.5	41.6	19.1
재무활동 현금흐름	(113.3)	(21.3)	(321.3)	(226.5)	(39.2)
금융부채증가(감소)	493.5	194.4	(274.5)	(185.1)	0.0
자본증가(감소)	8.9	(72.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(613.6)	(136.9)	(37.9)	(32.5)	(30.3)
배당지급	(2.1)	(6.7)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
현금의 증감	37.0	(44.6)	28.9	85.8	190.3
Unlevered CFO	444.4	586.7	575.3	538.3	507.8
Free Cash Flow	(98.9)	74.9	132.1	193.3	237.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

태영건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.27	BUY	22,000		
18.11.8	BUY	17,000	-30.31%	-21.76%
18.5.25	BUY	23,000	-42.29%	-25.43%
18.1.10	BUY	20,000	-43.39%	-27.25%
17.12.20	BUY	15,000	-32.42%	-26.33%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 5월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 5월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.