



손님의 기쁨, 그 하나를 위하여

하나금융그룹

2019년 11월 6일 | 하나금융투자 2020년 산업 전망

건설/부동산 Overweight

2020년 전망: 아람코! 살람 알라이쿰

- 1) 2020년 사우디 아람코 IPO로 다운스트림/LNG 발주 확대
- 2) 국내 분양가상한제로 점진적 위축, 해외가 투자포인트
- Top pick: LNG 액화와 자체사업 만개할 대우건설
- 관심종목: 삼성엔지니어링, 태영건설, 신한알파리츠



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이송희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com



Summary	3
1. 해외: Oil/Gas 다운스트림과 LNG라는 성장동력	7
1) 중동의 다운스트림 강화기조, 2020년부터 본격화	7
2) 시가총액 1천조원? 사우디 아람코(Aramco) 상장의 본질	9
3) 정유 연계 석유화학시설과 Oil to chemical 기술의 등장	16
2. 해외: LNG World Again	24
1) LNG 밸류체인에 투자하라	24
2) 글로벌 Gas 시장, 핵심은 물동량과 수단의 변화	25
3) 2020년 LNG 공급 부족에 직면	30
4) 한국의 LNG 경쟁력이 돋보일 때	37
5) 해외건설 수주목표 2020년 상향 조정될 것	40
3. 국내: 재건축-도급에서 신도시개발-리츠 중심으로	42
1) 2020년부터 달라질 국내 건설업황	42
2) 다시 디벨로퍼를 위한 시대로	45
3) 분양가상한제 시대 재 개막, 무엇이 달라질까?	47
4) 2020년 국내수주 전망	50
4. 국내: 공모리츠 전성시대	51
1) 2020년, 마침내 한국에 찾아올 공모리츠시대	51
2) 공모리츠 투자시 유의할 점	52
3) 리츠 밸류에이션	53
5. 건설업 실적, 펀더멘털과 밸류에이션	54
1) EPS의 핵심, 주택	54
2) 주요 건설사 실적 추이	56
Top picks 및 관심종목	65
대우건설(047040)	66
삼성엔지니어링(028050)	70
HDC현대산업개발(294870)	74
태영건설(009410)	78
현대건설(000720)	82
GS건설(006360)	86
대림산업(000210)	90
신한알파리츠(293940)	94

2019년 11월 6일 | Equity Research

건설/부동산

아람코! 살람 알라이쿰

2020년, 플랜트 EPC 산업의 재성장 기대, 신성장 동력은 Downstream + LNG

2020년 건설업의 화두는 플랜트 EPC다. 중동은 유가100불이 붕괴된 후, 자생적 경제발전을 위해 Oil 업스트림에서 다운스트림으로 발주를 변화시키는 데 어려움을 겪어왔다. 재원마련 측면에서 아람코의 IPO가 임박하면서 이제 Refinery + NCC 나 신기술인 COTC(Crude Oil To Chemical), 신도시와 인프라 등의 발주가 임박했다. 카타르/나이지리아/파푸아뉴기니/러시아 등 Non-US지역의 LNG 액화플랜트 역시 세계적 LNG 수요증가에 힘입어 발주가 기대된다. 이제 다시 해외다.

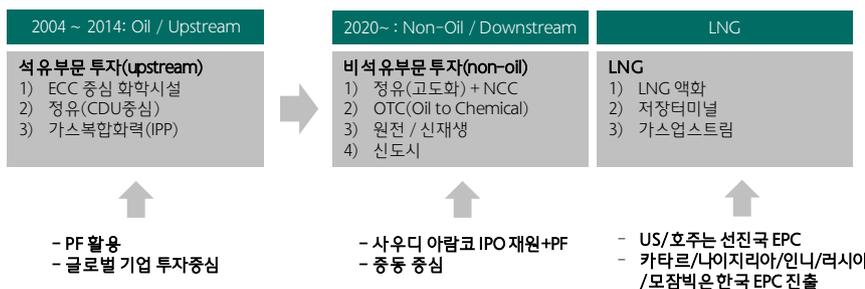
국내 건설투자 확대기조로 토목/건축 강세, 분양가상한제로 GPM 감소할 것

국내 업황은 150조원 수주로 전년과 동일할 전망이다. SOC와 GBC로 대표되는 건축/토목발 성장에도 주택이 분양가상한제 영향으로 신규수주 감소할 전망이다. 국내 건설사 GPM은 분상제 적용 전후로 5%p 차이가 발생하는데, 이를 반영할 시장기적 주택마진 감소도 우려된다. 다만 풍부한 현금흐름과 자본투자의 방향성이 주주가치에 긍정적일 것으로 판단되는 시점이라 주가는 중립이상 흐름 기대한다.

대형건설사 Top picks 대우건설, 삼성엔지/태영건설/신한알파리츠 주목

2020년 최선호주는 LNG 밸류체인에서 액화플랜트 시장 진입으로 지속성장이 예상되고, 국내 개발사업 택지를 충분히 확보하여 이익체력이 개선 될 대우건설이다. 대형건설사 중에서는 삼성엔지니어링이 해외 발 수주기대감으로 양호한 추가성과를 기록할 한 해가 될 것이다. 태영건설은 환경부문 성장(TSK Corp)과 도시개발사업 기대감, 신한알파리츠는 공모리츠라는 부동산투자자금을 흡수 할 분야의 정점에 있는 리츠로 지속해서 긍정적 뷰 제시하겠다.

Non-Oil / Downstream / LNG 발주 확대



자료: 하나금융투자

2020년 전망 Overweight

Top Picks 및 관심종목			
종목명	투자이견	TP(12M)	CP(11월5일)
대우건설(047040)	BUY	6,400원(상향)	4,740원
삼성엔지니어링(028050)	BUY	24,000원	19,000원
HDC현대산업개발(294870)	BUY	49,000원	32,550원
태영건설(009410)	BUY	22,000원	13,100원
현대건설(000720)	BUY	52,000원	45,350원
GS건설(006360)	BUY	45,000원	32,750원
대림산업(000210)	BUY	150,000원	93,900원
신한알파리츠(293940)	BUY	11,000원(상향)	9,010원



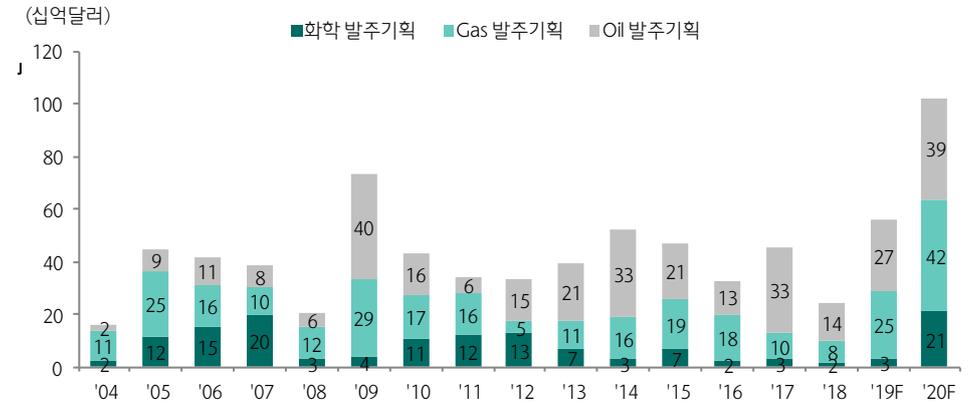
Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이송희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

Summary

'20년은 화학은 NCC로,
Gas는 업스트림과 LNG로,
정유는 Oil to chemical과 고도화
중심으로 발주 패턴의 변화가
나타날 것

그림 1. 화학/Gas/Oil 발주분야의 변화가 일어날 2020년

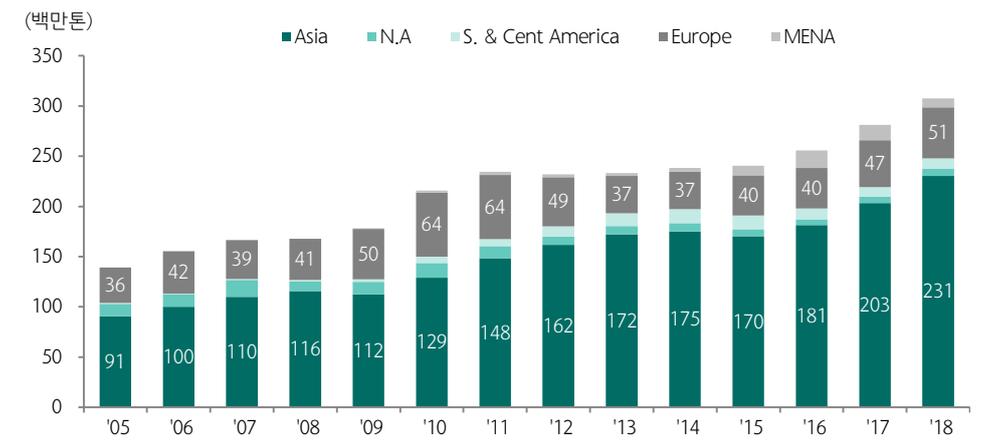


자료: 하나금융투자

2017년부터
LNG 수입량 증가속도가
아시아를 중심으로
가파르게 상승 중.

대우건설의
나이지리아 LNG 액화플랜트
수주를 시작으로
향후 한국 건설사의
LNG 시장 영향력 확대 기대됨

그림 2. 주요 대륙별 가스 수입량 추이



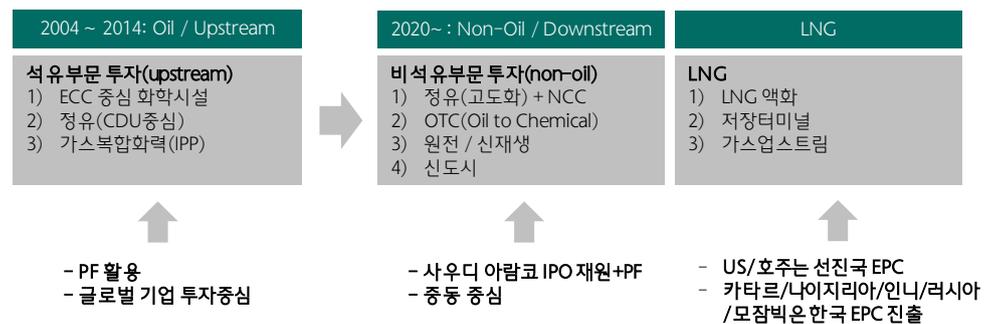
자료: 하나금융투자

그림 3. 중동의 발주부문 패턴 변화

중동 발주는 '04~'14년의 Oil/Gas
영역과 업스트림 중심에서,

'20년부터 시작할 Non-Oil과 다운스
트림 중심의 발주 변화로

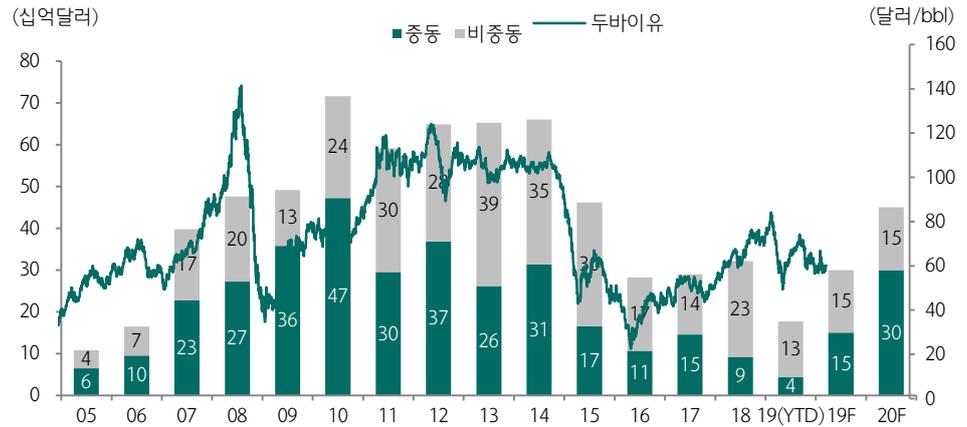
패러다임 변화 임박



자료: 하나금융투자

유가 100불이 붕괴된 후, 걸프 6개국을 중심으로 발주규모 축소되고. 한국 건설사 역시 해외수주감소라는 흐름 속에 놓임. 하지만 2020년, 다운스트림의 발주시대가 열릴 것으로 예상

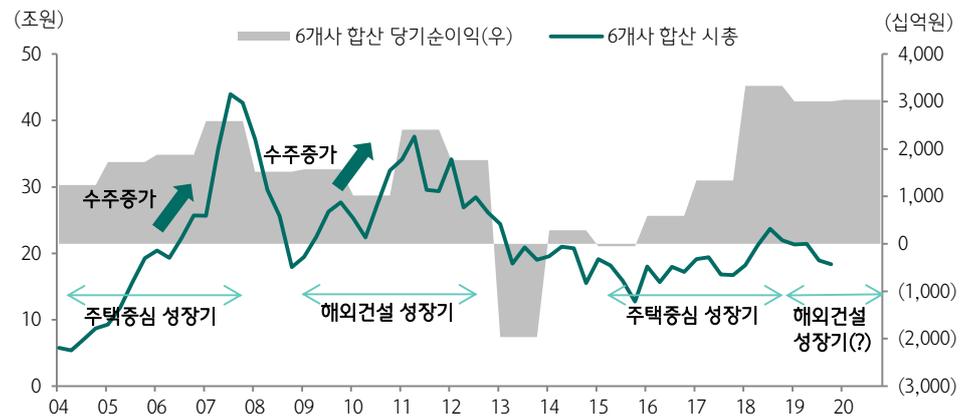
그림 4. 국제유가와 국내 건설사 해외수주 추이



자료: 하나금융투자

건설업 주가는 순익에 연동되는 흐름을 보여왔음. 다만 2013년부터 시작된 디레이팅으로, 달라진 이익체력에도 불구하고 Multiple 하락이 성과를 제한하고 있음

그림 5. 연도별 건설업종 주가 및 순이익 추이

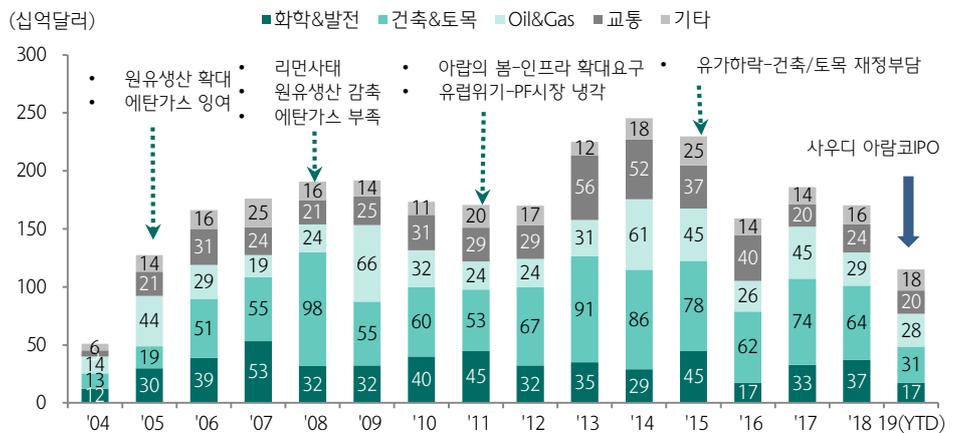


2020년부터 해외수주 재개 시 멀티플 재상승으로 디레이팅 국면 멈출 전망

자료: 하나금융투자

중동의 역사적 이벤트는 '생산량 증가', '리먼사태', '유럽위기', '아랍의 봄', '유가하락'의 5가지

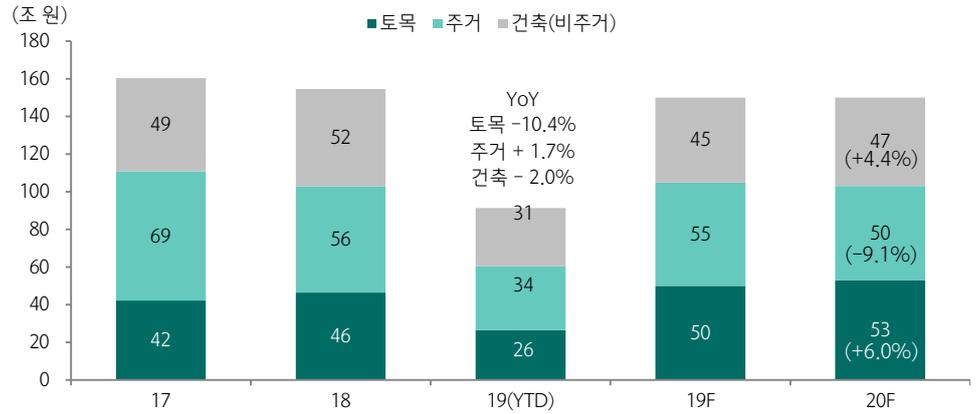
그림 6. 중동 연도별 총 발주시장 규모



자료: 하나금융투자

2020년 국내 수주는 전년과 동일한 150조원으로 전망
 건축/토목은
 SOC와 GBC 등 수혜로 호황,
 주택은 분양가상한제 영향으로
 신규수주 감소 전망

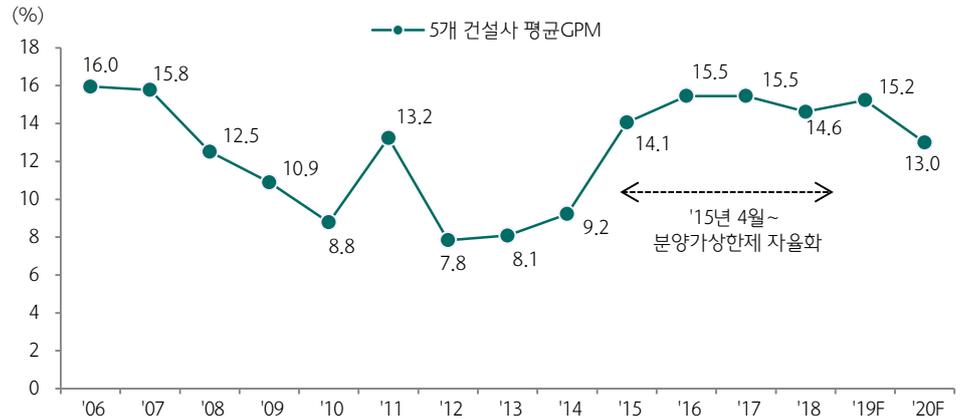
그림 7. 국내 수주 전망, 토목 중심으로 성장세 나타날 것



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

분양가상한제 폐지 효과로
 건설사 평균 5%p의 OPM
 상승효과 실현,
 '19년 7월부터
 민간택지분양가상한제 발
 주택마진 축소리스크
 현재진행형

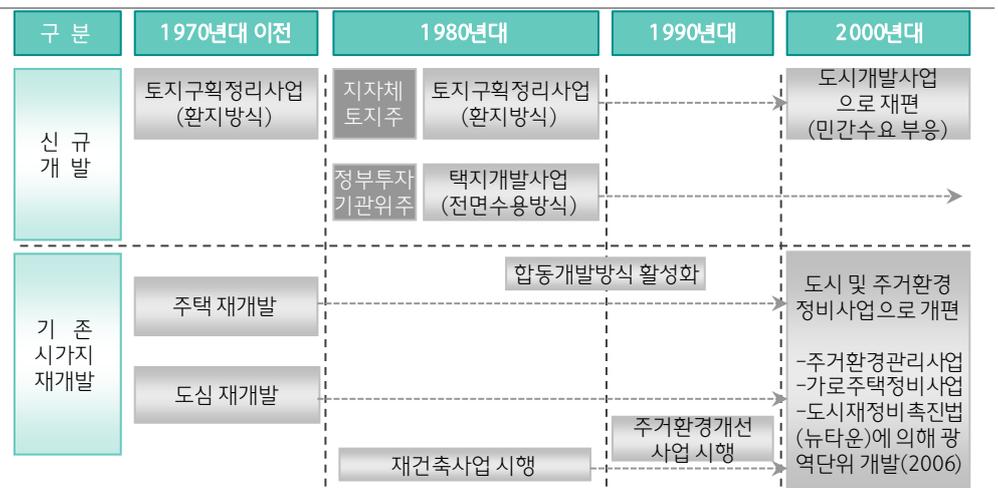
그림 8. 5개 건설사 평균 GPM 추이



자료: 하나금융투자

Bottom-Up방식의 도시개발사업
 에서는 민간사업자들이 구조화금융을
 통해 토지 매입 비용을 조달하고
 사업추진에 필요한 자본을 조달하는
 시스템이 고착

그림 9. 시가지 조성 도시개발사업의 변천도



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

표 1. 커버리지 및 투자 의견 요약

(단위: 십억원, 배, 원)

구분	연도	매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	투자포인트	투자 의견	TP(KRW)
대우건설	2018	10,605	629	297	7.5	0.9	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 해외 LNG를 중심으로 수주 확대 • LNG: 액화 EPC 진출로 성장성 확보 • 국내개발사업: 자체사업지 확보 • 자본투자: 미해당 • EPS: 2020년 영업이익 증가 	최선호주	6,400원 (상향)
	2019F	8,883	474	266	7.2	0.7			
	2020F	9,165	524	328	5.8	0.6			
삼성엔지니어링	2018	5,480	206	70	N/A	3.3	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 중동 정유 + NCC 수주 기대 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 계열사 투자 확대 수혜 • 자본투자: 미해당 • EPS: 미해당 	-	24,000원
	2019F	6,312	405	305	11.4	2.7			
	2020F	6,234	395	305	11.5	2.2			
HDC현대산업	2018	2,793	318	230	6.2	1.1	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 미해당 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 광운대역세권, 용산병원터개발, 망포지구 등 GTX와 신도시 인접지 개발수혜 • 자본투자: 사업다각화 중, 다만 아시아나인수전 주가에 부정적 • EPS: 미해당 	-	49,000원
	2019F	4,185	516	422	3.3	0.6			
	2020F	4,414	510	423	3.3	0.6			
태영건설	2018	3,851	464	244	4.7	0.9	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 미해당 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 부천, 김포풍무 등 3기 신도시 도시개발 사업 수혜 • 자본투자: TSK코퍼레이션 IPO 기대, 관련 자금 재투자 방향성 기대 • EPS: 환경부문 중심 성장 	-	22,000원
	2019F	4,032	504	302	4.2	0.8			
	2020F	3,762	498	359	3.4	0.7			
현대건설	2018	16,731	840	535	15.9	1.0	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 미해당, 19년과 유사한 수준 • LNG: EPC 중심 진출 중 (카타르) • 국내개발사업: 미해당 • 자본투자: 미해당 • EPS: 현대엔지니어링 중심 실적 성장세 	-	52,000원
	2019F	17,247	951	732	9.3	0.7			
	2020F	17,960	898	619	10.0	0.7			
GS건설	2018	13,139	1,064	587	5.7	1.0	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 중동 정유 + NCC 수주 기대 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 인천 송도 및 부천 개발사업 확대 • 자본투자: 이니마, 자체사업용지 확보, 자이엑스 앤디 IPO 등 • EPS: 연결회사 중심 성장 	-	45,000원
	2019F	10,511	798	626	4.1	0.6			
	2020F	10,908	801	591	4.3	0.5			
대림산업	2018	10,984	845	678	6.1	0.7	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: EPC 확대 지양 중 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 미해당 • 자본투자: 북미 ECC, Cariflex 등 화학BM 강화 • EPS: - 	-	150,000원
	2019F	9,798	980	686	5.6	0.6			
	2020F	10,123	880	675	5.8	0.6			
신한알파리츠	2018	7.0	(1.4)	(7.5)	N/A	N/A	<ul style="list-style-type: none"> • 성장형 공모리츠 	-	11,000원 (상향)
	2019F	43.2	24.2	10.3	25.7	1.6			
	2020F	45.8	25.3	10.8	24.9	1.6			

주: 신한알파리츠는 영업수익, 영업이익, 순이익, P/FFO, P/NAV
 자료: 하나금융투자

1. 해외건설: Oil/Gas 다운스트림과 LNG라는 성장동력

1) 중동의 다운스트림 강화기조, 2020년부터 본격화

중동 발주패턴
100불 유가 시대에는
업스트림 중심

중동의 발주 패턴은 유가 100불 시대가 주도했다. 2004년부터 2014년으로 대표되는 약 11년의 기간 동안, 전체적으로는 업스트림 중심의 발주가 주를 이뤘다. 석유를 채굴하면 가스가 나오고, 가스 중 에탄함량이 높아 에탄크래커를 동반한 케미칼 프로젝트까지 연속해서 건설하는 업스트림발 발주확대의 시대였다. 가스가 남아돈다고 판단한 중동은 발전설비 역시 Oil Feed에서 Gas Feed로 변경하면서 역대최대 수준의 천연가스복합화력발전을 잇따라 발주하기 시작했다.

유가 60불 시대는
다운스트림으로의 전환기

2014년 9월, 모든 것이 바뀌듯 유가100불 시대가 종료되었다. 미국 Shale의 등장과 러시아, 이란 등 잠재력 높은 생산자들이 대거 등장하자 이제 더 이상 업스트림은 성장 전략이 될 수 없었다. 사우디는 이런 변화의 국면에 대처하기 위해 2016년 VISION 2030을 발표하면서 'Non-Oil'중심의 성장이라는, 산유국 입장에서 제안하기 어려운 비전을 발표한 바 있다. 핵심은 업스트림보다 다운스트림을 강화하고, 나아가 석유산업보다는 비석유산업(제조업)을 중심으로 경제성장을 도모한다는 내용이다. 그러나 이렇게 거대한 경제패러다임의 변화가 쉽게 도입될 리 없다.

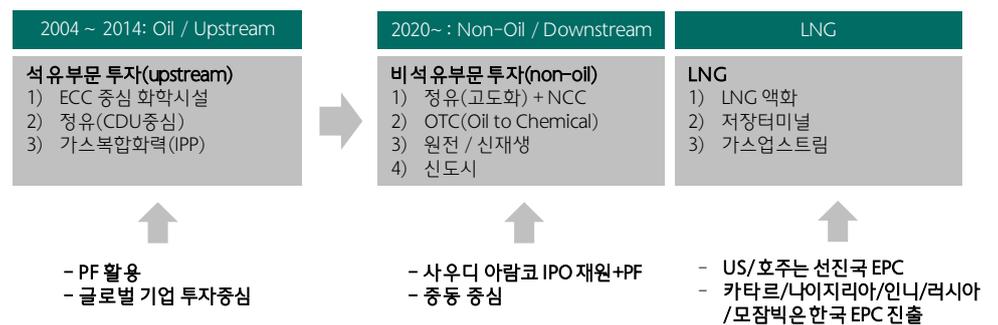
그리하여 유가 100불이 붕괴된 지난 몇 년간, 중동은 발주규모가 큰 폭으로 증가하기 어려운 시대를 맞았고 특히 걸프 6개국을 중심으로 발주규모가 축소되며 한국 건설사 역시 중동 수주감소 → 해외수주감소라는 흐름 속에 놓이게 되었다. 이런 상태가 4년 정도 경과하였고 이제 2020년, 오랜 숙성기간을 거친 다운스트림의 발주시대가 열릴 것으로 예상된다.

그림 10. 중동의 발주부문 패턴 변화

중동 발주는 '04~'14년의 Oil/Gas
영여와 업스트림 중심에서,

'20년부터 시작할 Non-Oil과
다운스트림 중심의 발주 변화로

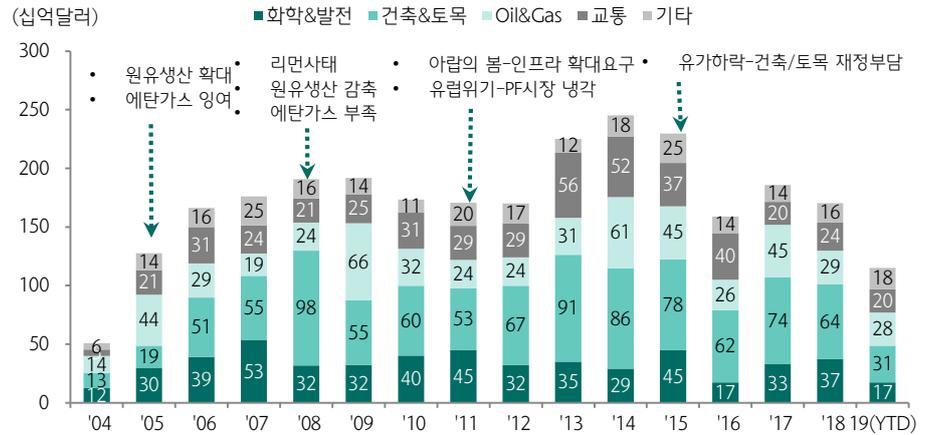
패러다임 변화 임박



자료: 하나금융투자

그림 11. 중동 연도별 총 발주시장 규모

중동의 역사적 이벤트는 '생산량 증가', '리먼사태', '유럽위기', '아랍의 봄', '유가하락'의 5가지



자료: MEED Project, 하나금융투자

그림 12. 국제유가와 국내 건설사 해외수주 추이

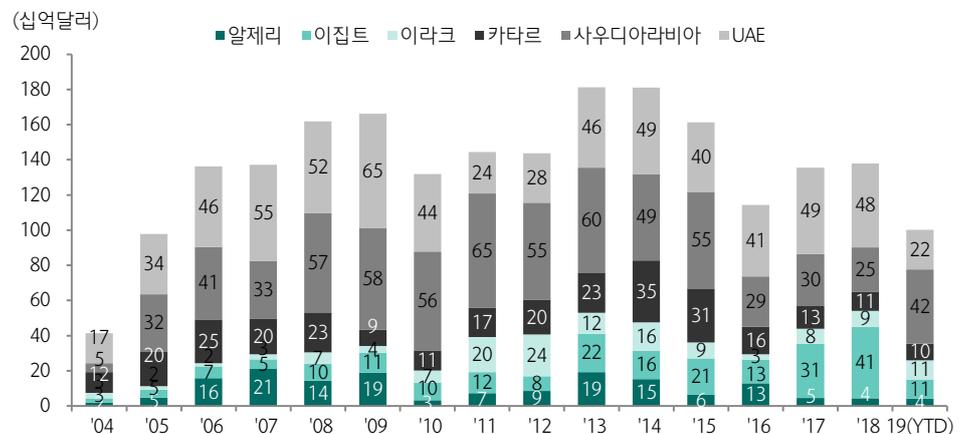
유가 100불이 붕괴된 후, 걸프 6개국을 중심으로 발주규모 축소. 한국 건설사 역시 해외수주감소라는 흐름 속에 놓임. 하지만 2020년, 다운스트림의 발주시대가 열릴 것으로 예상



자료: 해외건설협회, Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 연도별 중동국가 발주 추이

사우디아라비아를 중심으로 아랍에미리트, 카타르, 이집트, 알제리 등이 중동의 발주를 주도하고 있음.



자료: MEED Project, 하나금융투자

2) 시가총액 1.5천조원? 사우디 아람코(Aramco) 상장의 본질

(1) 사우디 국영석유기업 아람코는 왜 상장할까?

2018년 사우디 국영석유기업 아람코가 약 2조달러를 목표로 상장 예정

아람코 시가총액은 자원가치가 아닌 수익가치 기준으로 산정 될 것. 일매출 0.55조원과 순이익 0.4~0.5조원으로 PER 12배 적용 시 약 2천조원 수준의 시가총액 달성 가능할 것

아람코 IPO이후 중동 발주 패턴 변화로 산업재 수혜 기대

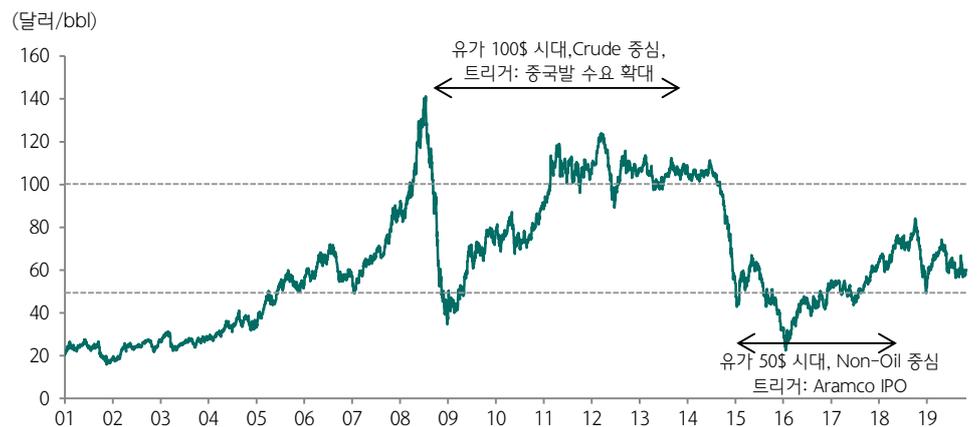
사우디아라비아의 국영 석유기업인 사우디 아람코(Aramco)가 상장(IPO)을 추진하고 있다. 아람코의 기원은 1933년 미국의 SoCal(스탠다드 오일 오브 캘리포니아)에게 사우디아라비아에서의 석유채굴권을 부여하면서 설립된 기업으로, 사실상 미국기업으로 시작했으나 1973~1980년대를 거치면서 사우디 정부가 100%의 지분을 확보하여 현재는 완전한 사우디 국영 석유기업이다. 이후 재무제표가 비공개 된채 일산 1,000만 배럴급 세계최대 석유기업으로 남아 온 사우디 아람코가 2020년을 목표로 IPO 예정이라는 것이다.

현재까지 재무제표가 단 한번도 공개되지 않은 아람코이지만 개략적인 시가총액 규모는 약 1.2~1.5조 달러(최대 2조달러)에서 논의 중이다. 사우디의 일간 석유생산량이 1천만배럴이고 유가가 50불 수준이라고 하더라도, 일 매출 5,500억원(1천만배럴X50불X1,100원), 순익 4~5천억원 수준으로 예상되어 1년 365일 가동 기준 1년 세전이익은 150~180조원 수준으로 추정된다. 법인세율이 과거 90%에서 50%로 낮춰져서 순익은 약 70~90조원 수준으로 판단되며, PER 12배 수준을 적용하면 약 8~1천조원 수준의 시가총액이 기대된다. 아람코의 상장은 너무나도 거대한 그 규모 때문에, '어느 나라 주식시장에 상장 할 것인지', '어떤 형태로 IPO를 진행할 것인지'가 모두의 관심사이며, 아마도 미국시장에서, 단계적으로, JP 모건 등이 주관사가 되어 상장을 진행할 것으로 기대된다.

하나금융투자는 시가총액 2천조원 아람코의 상장을 둘러싸고 달라질 중동의 투자환경에 주목하기로 했다. 결론을 먼저 얘기한다면, 지금은 약간 이를 수 있지만 우리나라 플랜트 EPC 산업이 다시 한번 도약할 수 있는 기회를 맞이하였다고 판단된다.

그림 14. 유가 100불시대의 트리거와 발주패턴, 유가 50불시대의 트리거와 발주패턴 변화

유가 상승기인 2005년 이후, 중동은 원유판매 중심의 수익구조 그러나 2017년 이후, 유가 50불 시대 장기화를 받아들이는 사우디 아람코의 IPO는 비석유부문의 투자확대라는 달라질 발주시장 변화를 예고 비석유부문은 주택/정유/화학(NCC)/인프라/제조시설 등을 의미



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(2) 중동 경제와 건설시장, 그리고 아랍의 봄

2000년대 초반 중동경제는 중국의 석유수입 증가로 유가상승이 나타나면서 원유매출 확대와 이익증가라는 사상 최대 호황기

유가상승으로 건설발주가 증가하긴 했으나, 당시는 원유판매 중심이고 기술과시형 발주가 뒤따름

석유화학은 석유생산시 수반된 Gas를 가공하는 에탄크래커 중심으로 이는 잉여생산물의 처리 목적

2000년대 중동(MENA: Middle East & North Africa)지역의 경제에서 역사적인 이벤트를 돌 꼽는다면 첫째는 2004년부터 시작된 유가상승(약 24불/배럴 수준에서 100불/배럴 수준으로 4배 상승)과 그로 인한 사상 최대 원유판매이익 절정기가 10년 넘게 지속되었다는 점이다. 이 기간 동안 중동의 사우디, UAE, 쿠웨이트, 이란, 알제리 등 대부분의 나라들은 원유판매만 해도 종전 대비 4배 이상의 높은 수익을 내면서 이른바 호황기를 맞이했다.

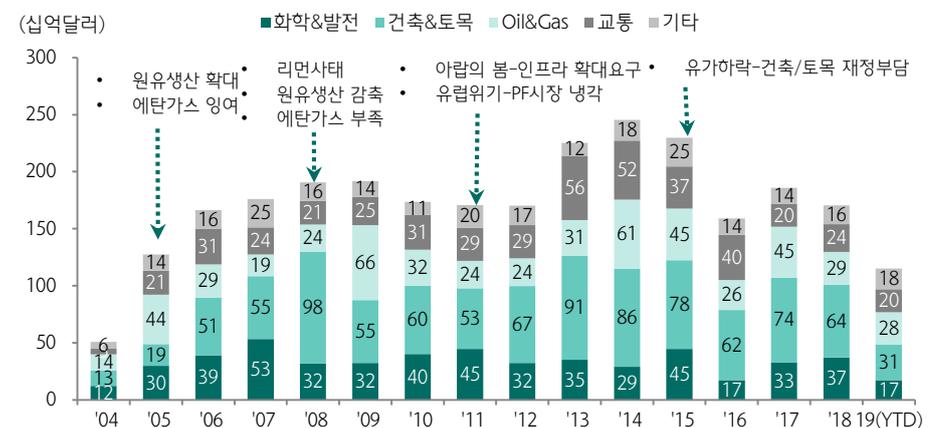
중동의 유가상승에 의한 경제호조는 이후 건설투자 붐으로 연결되었는데, 2006년부터는 중동 로컬기업의 건설역량 부족에 따라 플랜트 부문에서 국제입찰을 본격화하기 시작했다. 그런데 이 시기의 플랜트 투자들은 '절대적인 필요에 의해서'라기 보다는 일종의 '기술 과시형' 발주나, 원유생산에서 부산되는 '부산물을 처리하기 위한 시설' 정도의 투자 수준이었다.

가령, 중동의 경우 원유와 천연가스가 동시에 매장되어 있는 수반가스(Associated gas)였기 때문에 원유수출을 늘리면 천연가스도 동시에 생산되었다. 이처럼 유가 급상승기 이후의 투자는 원유생산의 부산물로 생산되는 천연가스를 석유화학의 원료로 사용하는 에탄크래커(ECC:Ethane Cracking Center)를 건설하는 정도의 투자였다. 즉, 당시로서는 원유생산-판매가 주력이고, 부산물의 가공-판매는 보조인 셈이었다. 물론 이 정도의 투자만으로도 국내 언론 등에서는 중동산 저 원가의 ECC가 준공되면 한국 화학회사들이 부실화된다는 위기설로 연결되던 시기(2007년 전후)가 있었는데, 사실 중동 국가에게 화학은 후순위였다.

정유프로젝트 역시 마찬가지였다. 정유의 경우, 수입국가에서 정유공장을 건설하는 방법과 수출국이 정유공장을 건설해서 정제품(Refined Project)을 판매하는 방식이 있는데, 사우디아라비아만 하더라도 일간 1,000만배럴급 원유를 생산하지만 정유공장 Capa는 현재 약 320만배럴급에 머무르고 있다. 나머지 700만bd는 여전히 원유상태로 판매된다. 사우디는 동부해안의 풍부한 천연가스와 원유를 가공-판매하는 정유나 석유화학플랜트 투자도 꽤 진행한 편이지만, 중동 전체로 보자면 굳이 원유만 팔아도 종전대비 4배 이상의 수익이 나는 상황(2004년 이후 지속)에서 딱히 정유공장에 대한 대규모 투자를 할 필요는 없었다. 이라크와 같이 오랜 내전 후 정유공장 시설이 노후되거나 소실된 지역의 재투자, 또 내수 목적의 정유공장 발주 정도만 발주성격이 다소 다른 것이었다. Crude만 있어도 돈이 되었다.

2005년, 중국발 석유수요 확대로 유가가 25불 수준에서 100불대로 진입, 건설 발주 확대 그러나, 중동의 발주는 '필요에 의해서'가 아닌 '부수적 요인'에 의한 발주가 주를 이뤄왔음

그림 15. 연도별 중동 건설 발주 시장



자료: MEED PROJECT, 하나금융투자

(3) 중동 천연자원과 자원민족주의의 역사

2016년, 유가하락으로 사우디 정부는 국영석유기업인 아람코를 IPO할 계획을 발표, 이는 중동 역사에서 기념비적인 이벤트로 자리매김 예상

2014년말, 유가가 셰일오일의 등장으로 급락하기 시작하자 2016년 봄, 사우디 정부는 사우디 VISION2030을 발표하면서 국영기업인 아람코를 IPO할 계획을 발표한다. IPO라는 것은 결국 사우디 정부 지분을 제3국에 판다는 것이어서 이러한 발표는 사실 중동의 역사 속에서 봤을 때 대단한 입장의 변화를 설명하는 것이었다. 왜냐하면 중동의 독립이란 세계 열강이 소유하고 있던 채굴권을 다시 중동 각국 정부가 찾아오는 과정이었는데, 이제는 그 지분을 다시 국제시장에 팔 것을 기획했기 때문이다.

과거 중동의 역사는 국영석유기업(IOC)으로부터 채굴권을 되찾아오는 자원민족주의 역사를 갖고 있음

국제석유기업(IOC: International Oil Company)들은 현재 아랍을 구성하는 전 영토를 다스리던 오스만투르크 제국을 분할한 후 강대국 정부로부터 전폭적인 지원을 받았다. IOC는 구 오스만투르크 지역(현재의 중동)에서 나오는 천연자원을 채굴 할 채굴권을 거의 독점적으로 확보할 수 있었는데, 중동의 에너지 역사란 크게 본다면 강대국 IOC에서 빼앗겼던 채굴권을 중동의 각 국가들이 다시 되찾아서 국유화하는 그런 과정이라고 보면 좋을 것이다.

이란은 BP로부터 채굴권을 넘겨 받음

이란의 경우에는 1901년 영국의 윌리엄 녹스 다씨(D'acy)에게 중동 전체에서 처음으로 석유 채굴권을 부여한 나라였다. 고고학에 조예가 깊던 다씨는 고대 페르시아의 유적그림 중에 돌기둥인데 불에 타는 그림이 있는 것을 확인하고, 그 그림은 석기등에 흘러내린 나프타(Naphtha)에 불이 붙은 것이라고 확신하고 고대 페르시아 신전 터를 뒤지고 다녔다고 알려진다. 다씨는 그 후 1908년에 이란에서 석유를 발견한다. 1년 후 다씨는 영국-페르시아 석유기업을 설립했고 이 기업이 현재의 BP의 모태다. 이란이 영국-이란 석유회사에 부여한 채굴권을 회수한 것은 모사데크(Mohammad Mossadeq)시절인데, 그는 반외세 민족주의를 내세우며 1951년 유전 국유화를 단행했다. 그렇게 중동 최초의 IOC에게 부여된 채굴권이 중동 국가에게 다시 돌아온 최초의 사건은 이란에서 있었다.

리비아는 옥시덴탈과 코노코, BP로부터 채굴권을 넘겨받음

리비아의 카다피는 1969년 쿠데타를 통해서 정권을 장악한다. 그는 이집트의 대통령이던 가말 압델 나세르(Gamal Abdel Nasser)의 아랍민족주의(나세르리즘)에 큰 영향을 받고, 기본적으로 반 서방 노선을 채택했다. 나세르가 수에즈운하를 국유화한 것을 본 카다피는 큰 영감을 얻어 리비아에도 국영 석유회사를 설립한다. 그는 리비아에서 채굴권을 보유하고 있던 미국의 코노코(Conoco)사와 영국의 BP가 갖던 권리를 모두 1971~1976년 사이에 국유화하는 데 성공한다. 미국이나 영국에서야 카다피를 독재자에 심지어 미친 개(Mad Dog)라고 부르기까지 했으나, 중동에서 카다피는 메이저 석유회사가 아닌 리비아에서만 사업을 하던 옥시덴탈을 상대로 석유가격 인상을 시도하고 성공까지 하며 자원 국유화라는 빅 픽처를 완성시킨 영웅급 인물로 마치 “아프리카의 체 게바라”라고 불린다.

이라크/알제리도 BP, Total사 등으로부터 채굴권을 넘겨받음

비슷한 중동민족주의의 흐름속에 이라크도 1963년 INOC(이라크 국영 석유 기업)가 당시 이라크에서 활동하던 이라크 석유기업(IPC)을 완전 국유화한다. 알제리 역시 마찬가지인데, 알제리는 1830년대부터 장기간 프랑스 통치를 받아왔고 특히 공업도시인 아르주(Arzew)지역은 프랑스의 임대지역이었다. 1962년 알제리가 프랑스로부터 독립할 때 프랑스는 15년간 천연자원 채굴권만은 인정받았고 6년간 새로운 유전에 대한 우선 채굴권도 명시되었었다. 이후 사하라 사막 최대 유전인 알제리의 하씨메싸우드(Hassi Messaud)가 발굴되면서 알제리-프랑스를 연결하는 석유 운송을 위해 1963년 소나트라크(Sonatrach)을 설립하게 되는데, 1967년 아랍-이스라엘 전쟁 이후 알제리도 민족주의에 눈 뜨게 되고, 1971년 알제리의 모든 채굴권을 국유화하는 명령을 내린 후 국유화하게 된다.

사우디아라비아의 경우 미국의 SoCal이 탐사권을 받고, 이후 미국 중심의 기업으로 완전히 재편되었다가 점차적으로 사우디 정부가 Aramco사의 지분을 넘겨받기 시작

1973~1980년대를 거치면서 아람코는 완전히 사우디 정부에게 귀속됨

(4) 사우디아라비아의 등장과 생산시설 국유화 그리고 다시 IPO

알제리, 이라크, 이란 등과 같이 사우디아라비아는 적색금지선(Red Line) 협정에 속한 국가에 해당됐다. 적색금지선 협정(Red Line Agreement)이란 1928년 터키 석유회사(TPC)의 주주인 굴베킨안이라는 사람에 의해 주도된 협정이다. 내용은 과거 오스만투르크 제국 영토 내에서 다른 주주들을 배제한 독립적인 석유생산활동을 하지 않겠다는 것이었다. 이는 다른 의미로 거대한 카르텔의 결성을 의미하는 것이었다. 당시 IOC들은 금지선(Red Line)안에서는 석유가 발굴되지 않을 것으로 생각했었다. 그런데 1932년 미국 스탠다드 오일 캘리포니아인 소칼(SoCal)은 사우디 정부로부터 사우디 서부지역에서 60년간 채굴할 수 있는 권리를 확보하고 소칼은 미국의 텍사코(Texaco, 현재의 셰브론)를 끌어들여서 아라비안-아메리칸 석유회사(구 아람코)라는 기업을 만들게 된다. 이후 1938년에 석유가 발굴되면서 금지선 이내의 지역에서도 석유가 발견되기 시작한다. 미국이 사우디 지역에서 석유시추를 서두른 것은 1911~1918년까지 미국 석유수요가 90%까지 증가하고, 자동차가 1.8백만대에서 9.2백만대로 증가하면서 미국지질연구소(US Geological Survey)의 소장인 조지 오티스 스미스(George Otis Simth)가 미국의 석유 매장량이 9.3년만에 고갈 될 것이라고 경고를 하면서 부터였다. 미국기업은 미국 정부의 후원 아래 해외 어디서든지 석유를 찾고자 했고, 이는 적색선 협약 내의 오스만투르크 영토도 예외가 없었다.

구 아람코사는 1947년 석유생산량을 늘리길 원했으나 시설투자비용이 불충분하자, 뉴저지 스테이트 오일(현재의 Exxon社), 뉴욕 스탠더드 오일(과거 Mobil社)을 포함시켜 아람코 지분을 분배한다. 3:3:3:1로 분배된 지분구조 속에서 구 아람코는 완전한 미국계 회사가 되어 버린다. 그러나 1950년대를 지나면서 이란과 남미의 베네주엘라의 자원 민족주의 영향을 받은 사우디 역시 구 아람코가 사우디 왕국에 내는 로열티(수익)를 50:50으로 나누는 협정을 체결할 수 있게 된다. 결국 1973년 25%의 지분 취득과 함께 지속적으로 지분을 취득하게 되어 사우디 정부는 1988년 100%의 지분인수를 성공시키고 아람코의 이름도 '사우디 아라비안 오일 컴퍼니'인 현재의 아람코가 되게 하여 완전 국유화 시키게 된다.

그림 16. 터키와 사우디아라비아를 포함한 영토의 Red Line 영역



료: 하나금융투자

그림 17. '불온선 협정'을 주도한 터키의 굴베킨안



자료: 하나금융투자

중동의 건설발주 시장은 2011년 아랍의 봄 이후에, 건축/인프라 등 생활밀접형 발주 시장 확대라는 흐름이 나타나기 시작함

2013년 인프라 발주는 중동 역사상 최대였을 뿐 아니라, 내용 면에서도 지하철/도로 중심이어서 기반시설 확대를 위한 중동 각국의 노력이 엿보임

2011년 아랍의 봄 이후, 중동의 인프라, 건축 부문 투자규모는 1,000~1,200억불을 상회하는 수준으로 종전 대비 50%이상 사이즈가 확대됨

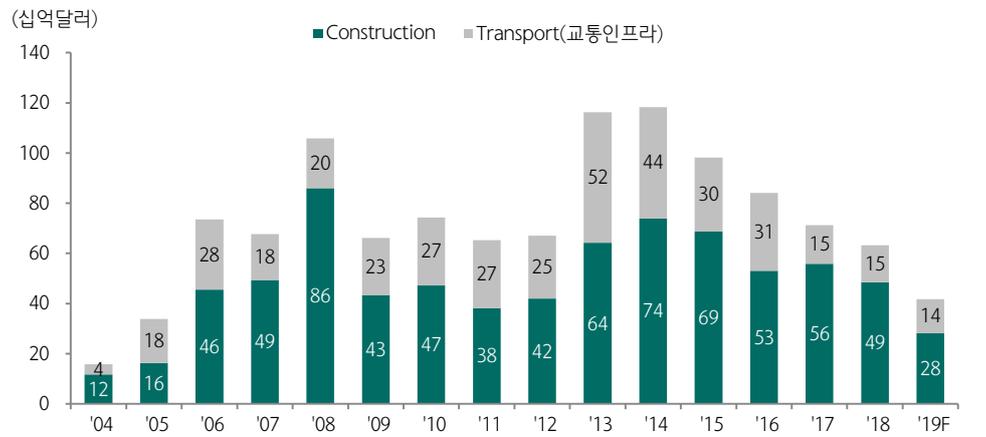
인프라 발주의 특징은 재정 중심의 발주라는 점. 반면, 플랜트 발주는 재정발주가 아닌 PF발주여서 재정 부담이 낮은 편

(5) 변화의 시작, 아랍 민주화 운동(아랍의 봄)

평화로워 보이던 중동에 변화가 나타난 건 2011년 아랍 민주화 운동, 즉 아랍의 봄(Arap spring)이다. 2010년 12월 17일 튀니지의 청년 과일행상인 무함마드 부아지지(Mohamed Bouazizi)가 자신의 몸을 불태워 항거를 하면서 들불처럼 번진 이 운동은, 튀니지부터 시작하여 이집트, 리비아, 예멘, 바레인, 시리아 등으로 퍼지기 시작한다. 정권이 교체된 지역이 이집트, 튀니지, 리비아, 예멘이고 이집트만 다시 종전 정부가 정권을 되찾아갔다. 무력시위는 알제리, 이라크, 요르단, 쿠웨이트, 모로코, 수단에서 있었고 소규모 저항운동은 소위 중동 전역에서 발생했다.

아랍의 봄은 중동의 발주에서 그간 소외되던 인프라 발주를 급증시키는 형태로 중동 건설시장에 곧바로 영향을 주기 시작한다. 중동의 발주가 유럽 재정위기로부터 회복되기 시작한 2013년, 중동 역사상 가장 큰 규모의 인프라 투자인 사우디 아라비아의 리야드 메트로가 총 230억불 규모로 발주가 되었다. 2013년 인프라 발주 금액 규모는 총 560억불 규모였다. 통상 중동과 북아프리카를 모두 포함한 MENA지역(Middle East & North Africa)의 총 건설 발주액이 2,000억불 수준인데 인프라는 종전 300억불 수준에서 560억불로 급증하게 된 것이다.

그림 18. 2011년 아랍의 봄 사태로, 2013년부터 건축/인프라 발주규모가 연 1,000억불 규모를 넘기 시작



자료: MEED PROJECT, 하나금융투자

(6) 건축, 인프라 발주의 특징은 재정발주라는 점

플랜트 발주와 달리 건축, 인프라 발주의 특징은 거의 대부분 재정으로 발주가 이뤄진다는 특징이 있다. 그간 러 차례 자료를 통해서 중동 발주의 특징을 정리해왔는데, 중동 발주 중 인프라는 재정발주이고, 건축도 재정발주, 석유화학플랜트는 90%가 프로젝트 파이낸싱으로 하는 발주, 발전소의 경우 70%는 재정발주, 30%는 민자발전(IPP)으로 나뉘며, 정유시설의 경우는 100% 재정발주다.

발주 재원의 의미는 중동의 발주구도에서 아랍의 봄 이후에 재정발주가 대거 진행이 되었고, 이후 재정 중 건설 부담이 심화되었다는 의미다.

(7) 사우디 VISION 2030과 국가개조프로그램

사우디의 경우,
저유가가 시작된 2015년부터
재정적자가 확대됨

사우디아라비아는 2014년 하반기부터 100불대 유가 수준에서 30불대 유가수준으로 급락하면서, 재정수지가 2014년 GDP대비 -3.4%로 전환하고 2015년에도 -16.3%로 악화된다. 외환보유고도 7,300억불 수준에서 5,800억불 수준으로 감소하는 등 정부의 재정수입 다변화가 절실한 시기였다. 사실 중동 국가 대부분은 2011년 들어서기 시작하면서 재정지출 확대의 영향으로 재정균형유가 수준이 급상승했다. 사우디의 재정적자는 2015년 90조원 수준이었고, 2016년에는 이보다도 감소한 60조원 수준이었다.

재정수지만 놓고 본다면 균형유가는 사우디아라비아가 2013년 77.85불에서 2014년 88.92불, 2015년 105.75불로 급증했다. 정상수지를 제로로 만드는 균형유가 수준도 사우디 기준 2013년 55.33불에서 2015년 72.15불로 급등했는데, 이는 유가하락이 도래한 심각성을 잘 드러내는 지표라 할 것이다. 이와 같은 문제는 중동 전 국가에서 일어났다.

표 2. 중동의 균형 유가 추이

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
재정 손익분기 (재정수지 = 0)	--	--	--						
알제리	76.98	79.16	85.02	109.67	122.85	108.14	135.33	111.16	90.64
바레인	79.70	82.46	102.83	110.68	119.39	130.36	122.54	106.30	93.75
이란	75.81	60.43	64.11	98.10	97.72	115.79	99.99	60.12	55.29
이라크	108.62	89.43	94.81	101.92	102.89	114.59	113.23	64.74	58.31
쿠웨이트	33.00	29.97	48.51	46.22	49.00	42.52	55.80	48.34	47.76
리비아	55.45	70.45	65.31	148.84	62.84	110.85	206.02	196.89	216.46
오만	61.67	61.14	66.57	77.91	79.78	93.83	94.04	99.25	77.51
카타르	51.89	58.95	64.53	62.20	66.05	62.71	57.84	58.31	62.14
사우디아라비아	37.61	73.64	69.47	78.15	77.85	88.92	105.75	92.89	79.71
아랍에미리트연합	34.37	77.41	70.05	85.13	69.86	69.38	79.03	60.11	58.61
예멘	--	138.00	130.00	195.00	237.00	214.80	160.00	305.00	364.00
중앙아시아	--	--	--	--	--	--	--	--	--
아제르바이잔	35.24	32.68	48.37	75.59	97.19	108.17	89.57	71.93	70.05
카자흐스탄	88.72	71.10	68.89	56.84	67.17	63.25	65.54	88.15	82.68
투르크메니스탄	--	--	--	90.91	76.56	77.35	81.26	50.38	47.00
외부 손익분기 (정상수지 = 0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
알제리	49.30	55.61	58.88	68.06	77.03	87.52	94.79	84.88	76.93
바레인	63.78	54.19	66.30	71.28	61.78	67.22	75.48	65.65	65.33
이란	60.50	57.86	60.55	51.47	60.91	59.79	56.39	36.14	31.34
이라크	61.65	67.42	70.05	76.64	94.74	100.83	99.96	55.99	47.37
쿠웨이트	24.95	25.93	31.51	32.66	32.06	37.96	43.54	45.52	40.07
리비아	37.73	45.55	53.66	86.34	63.16	83.24	184.87	179.87	207.80
오만	77.96	59.13	57.88	57.78	69.40	89.84	84.15	86.06	78.35
카타르	--	49.86	49.70	54.17	52.26	53.25	54.76	40.60	46.14
사우디아라비아	50.47	53.80	52.63	52.86	55.33	59.34	72.15	68.76	57.22
아랍에미리트연합	--	75.00	68.50	66.05	46.42	46.98	59.78	41.91	40.92
예멘	--	83.00	109.00	172.00	218.00	168.00	120.00	203.00	95.00
중앙아시아	--	--	--	--	--	--	--	--	--
아제르바이잔	35.24	32.68	48.37	75.59	97.19	108.17	89.57	71.93	70.05
카자흐스탄	88.72	71.10	68.89	56.84	67.17	63.25	65.54	88.15	82.68
투르크메니스탄	--	--	--	90.91	76.56	77.35	81.26	50.38	47.00

자료: IMF, 하나금융투자

2016년 사우디왕세자 무함마드 빈 살마는 아람코 IPO를 포함하는 비 석유 중심의 국가개혁 프로그램인 VISION 2030을 발표함.

이에, 2016년 4월, 사우디아라비아의 무함마드 빈 살마(Mohammad Bin Salman)부왕세자는 자국의 당면과제를 해결하기 위해 '사우디 비전 2030'을 발표한다. 비전 2030은 크게 3가지 방향인 활기찬 사회(A Vibrant Society), 번영하는 경제(A Thriving Economy), 진취적 국가(An Ambitious Nation)이라는 3대 영역으로 구분하고, 정치, 경제, 사회 전반에 걸친 개혁 프로그램을 담고 있다.

특히 번영하는 경제 부문에서 사우디 국부펀드의 규모를 종전 180조원에서 신규 2,100조원 수준으로 증가시키고, 석유 및 천연가스 부문의 자국화 비중도 40%에서 75%로 상향조정하고, 실업률을 11.6%에서 7%로 낮추며, 근본적으로 비석유 부문 수출의 GDP 비중을 현재의 16%에서 50%대로 높이는 이름 그대로 '비전'을 담고 있다.

표 3. 사우디 비전 2030의 주요 내용

Theme	세부영역	주요 목표	정부의 노력
활기찬 사회	확고한 이슬람적 기초	연간 수용 가능 우므라(Umrah)방문자수: 800만명에서 3,000만명 UNESCO에 등재된 사우디 문화유산을 현 수준 2배로 확대	<ul style="list-style-type: none"> 성지순례객 관련 각종 서비스 및 인프라 개선 e-서비스 통합, 비자발급 절차 간소화 및 자동화 세계최고 수준의 이슬람 박물관, 도서관 및 연구소 건설
	성취감 있는 삶	세계 100대 도시에 사우디 도시 3개 진입 가구 소비 중 문화 및 오락 활동 지출 비중: 2.9%에서 6.0% 주 1회 이상 운동하는 개인 비중: 13%에서 40%	<ul style="list-style-type: none"> 사회 및 문화 클럽의 설립 및 등록 간소화 문화 활동 장려 위한 다임(Daem) 금융지원 프로그램 운용 스포츠 클럽 활성화, 취미 및 레저 활동 국제교류 증대 2020년까지 450개 아마추어 클럽 운영
	견고한 사회적 기반	사회적 자본지수 순위: 26위에서 10위 평균 기대수명 : 74세에서 80세	<ul style="list-style-type: none"> 2020년까지 학부모의 80%가 아이 교육 과정 참여 이르띠까(Irtica) 프로그램:학부모의 자녀 교육 참여를 위한 학교의 노력 측정 효율적이고 질 높은 의료서비스를 민영화
번영하는 경제	일자리 기회 확대	사우디인 실업률: 11.6%에서 7% 중소기업의 GDP비중: 20%에서 35% 여성의 노동력 참여 비중: 22%에서 30%	<ul style="list-style-type: none"> 경제성장에 기여하는 교육:2030년까지 세계 200위권 대학에 최소 5개 이상의 사우디 대학 진입 추진 중소기업 지원 강화: 벤처캐피탈, 인큐베이터 펀드 설립
	장기 투자	세계 경제규모 순위: 19위에서 15위 석유 및 천연가스 부문 자국화 비중: 40%에서 75% PIF(국부펀드)자산규모:6천억 리알(180조원)에서 7조 리알(2,100조원)	<ul style="list-style-type: none"> 방위산업 자국화: 2030년까지 군사장비 지출의 50%이상 자국화 광업분야 국가경제 기여: 2020년까지 9만개의 일자리 창출과 구조개혁 추진 신재생 에너지 시장: 신재생 통해 9.5GW 발전목표, R&D분야 자국화, 제도개선, PPP(민관합작사업)추진
	열린 비즈니스 기회	국제 경쟁력 지수: 세계25위에서 10위 FDI의 GDP비중: 3.8%에서 5.7% 민간부문의 GDP비중 40%에서 65%	<ul style="list-style-type: none"> 킹 압둘라 금융지구 구조조정:경제적 타당성 재검토, 특별구역으로 변경 및 PIF분사 이전 추진 소매업 융성: 사우디인 1백만명 취업 기회 제공, 외국인 투자자 소유권 제한 완화, 중소기업 금융지원 디지털 인프라 개발: 높은 수준의 고속 브로드밴드 제공
	지리적 이점 활용	물류성과지수 : 49위에서 25위, 역대 1위 비석유부문 수출의 GDP비중: 16%에서 50%	
진취적 사회	효과적인 정부	비석유 부문 정부 재정수입: 1,630억리알에서 1조리알 정부 효율성 지수: 80위에서 20위 전자정부 순위: 36위에서 세계5위권	<ul style="list-style-type: none"> 2020년까지 50만명의 원격실무교육, 인적자본개발 우수사례 도입, 인적자원 개발을 위한 프로그램 추진 정부 효율성 향상:정부기관의 공유서비스(Shared service)추진, 정부지출의 생산성 및 효율성 증가, 정부 부문의 지원 서비스 상태 평가, 업무의 범위 지정, 종합적인 우선순위 및 이행계획 등에 대한 개발 및 지원 정부 재정 지출의 효율성 증대: 지나치지도 부족하지도 않은 기관의 가르침인 까왈(Qawam, 중용)정신 적용 효과적인 전자정부:지리정보, 보건의료, 교육 등으로 서비스 범위 확대, 의사소통 채널 다양화, 클라우드 서비스, 데이터 공유 플랫폼, 인적자원관리 시스템 등 정부기관의 온라인 애플리케이션 사용 확대 지원
	높은 책임감	가계소득 중 저축비중: 6%에서 10% 비영리 부문의 GDP비중: 0.3%에서 5% 자원봉사자 결집: 1.1만명에서 1백만명	<ul style="list-style-type: none"> 영향력 있는 비영리 부문: 각종 비영리 프로젝트 및 프로그램 지원, 정부 기관과의 협력, 비영리 기구의 적절한 지배구조 적용 지원

자료: Saudi vision 2030, 하나금융투자

3) 정유 연계 석유화학시설과 Oil to chemical 기술의 등장

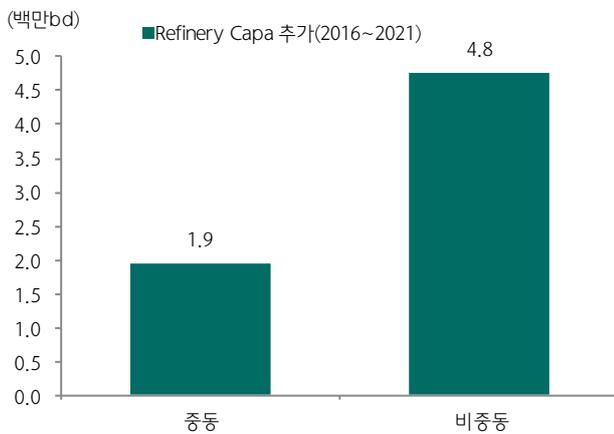
(1) 중동의 정유시설 발주의 지향점: 석유화학을 연계한 비석유부문 확대

2021년까지 국제시장에 증설 될 정유Capa는 총 6.7백만bd이고 이 중 중동에서만 2백만bd급 이상 준공 예정

2021년까지 국제 시장에서 증설 될 총 정유Capa는 약 6.7백만 배럴/일(bd: barrel per day)이다. 이 중 중동에서만 약 2.0백만배럴/일의 용량이 준공이 될 것으로 예상된다. 최근 신규 정유공장 발주를 늘리는 나라들은 중동 이외에도 인도와 중국, 러시아, 베네주엘라 등이다.

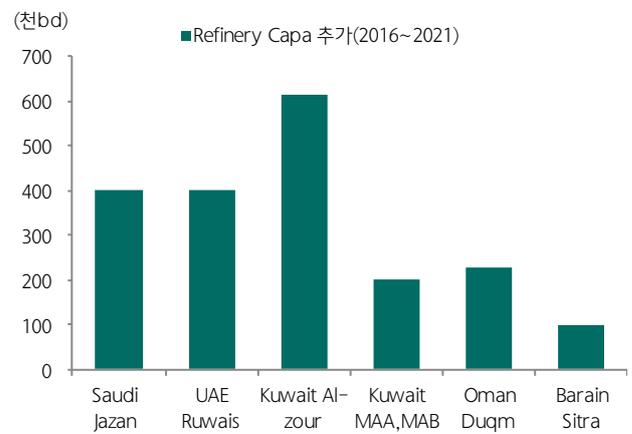
중동에서는 사우디아라비아에서 자잔(Jazan)정유시설이 40만bd급으로 건설 중에 있고, UAE의 Ruwais는 종전 35만bd에서 80만bd로 Capa Up되고 있다. 또 쿠웨이트는 종전 3개의 정유시설 중 1개를 스크랩하고, 신규로 알주르(Al-zour)지역에 건설하는 프로젝트가 61만bd급으로 건설중에 있고, 종전 2개 정유공장도 Capa를 20만bd 이상 올리고 있다. 오만은 2017~2018년 발주 예정으로 총 23만bd급 신규정유공장 발주 예정이고, 바레인의 Sitra정유공장은 종전 30만bd가 40만bd로 증가중에 있다. 이라크도 카르발라 정유공장이 20만bd급으로 신규건설 중에 있다. 이처럼 중동 내 건설중이고 준공 임박한 정유Capa는 장래 Refinery의 다운스트림 강화로 연결 될 것이라 판단되고, 2020년 Budget도 이를 충분히 반영하고 있다.

그림 19. 2016~2021년 글로벌 정유Capa 추가



자료: 맥킨지, 하나금융투자

그림 20. 중동정유Capa 추가 프로젝트



자료: 하나금융투자

표 4. 중동지역의 주요 정유공장 증설 프로젝트 목록

(단위: barrel/day, 백만톤)

프로젝트	2016	2021	Capa add	증설분 질량탄산(백만톤)
사우디 자잔	0.0	400.0	400.0	19.7
UAE 루와이스 증설	400.0	800.0	400.0	19.7
쿠웨이트 알주르 NRP	0.0	615.0	615.0	30.3
쿠웨이트 MAA, MAB	600.0	800.0	200.0	9.9
오만 두قم	0.0	230.0	230.0	11.3
바레인 시트라	300.0	400.0	100.0	4.9
이라크 카르발라	0.0	140.0	140.0	6.9
소계	1,300.0	3,385.0	2,085.0	102.8

자료: 하나금융투자

(2) 중동의 Oil 다운스트림 부문 발주확대 주목

중동의 석유화학 부문 발주패턴의 변화는 중전의 Ethane Cracker에서 커버하지 못하던 화학제품 생산을 위한 Mixed Cracker, Naphtha Cracker의 발주가 추가되고 있음

사우디에서는 페트로라빅 프로젝트와 아람코/사빅의 JV로 최대규모의 Crude Oil-To-Chemical(COTC) 프로젝트를 기획하고 있다. COTC 역시 아람코 IPO를 천명한 VISION 2030에서 기획한 프로젝트이고 WOOD그룹이 FEED를 수행 중에 있다. COTC는 Exxon사 기술을 활용하며, 사우디 서부인 안부 지역에 건설 될 예정이다. 워낙 대형 프로젝트인 만큼, 발주까지 시간이 좀 더 소요될 수도 있으나 이런 정유연계석유화학 프로젝트의 끝판왕급 프로젝트라는 점에서 발주가 이뤄질 시 상당한 임팩트가 있을 것이다.

동시에 정유시설 고도화에 대한 투자도 지속해서 진행중에 있다. 과거 중동 정유공장들은 CDU를 중심으로 한 Capa 추가 개념이었으나, 앞으로는 유로 기준에 맞춘 클린퓨얼을 공급할 계획과 다운스트림 부문 확장의 니즈로 고도화투자도 지속하는 것이다.

표 5. 중동 Oil 다운스트림 부문 발주 프로젝트

(단위: 백만달러)

A(Y)	A(Q)	C(Y)	C(Q)	프로젝트명	국가	추정 예산	상태
2020	3Q	2024	2Q	Petro Rabigh - Rabigh Bottom of the Barrel Project	사우디아라비아	3,500	FEED
2020	1Q	2021	2Q	ADOC - Mubarratz Oil Field Expansion: Package 1	아랍에미리트	150	FEED
2020	4Q	2022	4Q	Luberef - Yanbu Refinery Expansion: Vacuum Distillation Unit III	사우디아라비아	300	FEED
2020	1Q	2022	4Q	Gulf Petrochem - Fujairah Bitumen Refinery	아랍에미리트	300	FEED
2020	1Q	2021	3Q	TCOR - Turkmenbashi Refinery: DCU and Tar-Deasphalting Unit	투르크메니스탄	234	Main Contract Bid
2020	1Q	2022	4Q	NOC - Gallaf Production Project: Batch 3	카타르	400	Bid Evaluation
2020	3Q	2023	3Q	Total - Sohar LNG Bunkering Facility	오만	1,000	FEED
2020	4Q	2025	4Q	Saudi Aramco/Sabic JV - COTC: Refinery-Diesel&Naphtha Hydrotreating(Package 3)	사우디아라비아	5,000	FEED
2020	4Q	2025	4Q	Saudi Aramco / Sabic JV - COTC: Refinery - VGO & Base Oil Extraction (Package 2)	사우디아라비아	5,000	FEED
2020	3Q	2024	4Q	ADNOC Offshore - Umm Shaif Field Long Term Development Plan: phase 1	아랍에미리트	400	FEED
2020	1Q	2022	4Q	Saudi Aramco - DHDT unit in Ras Tanura Refinery	사우디아라비아	350	Main Contract Bid
2020	2Q	2023	4Q	Sonatrach - Tiaret Export Refinery	알제리	6,000	FEED
2020	4Q	2025	4Q	Saudi Aramco / Sabic JV - COTC: Refinery - Residual Hydrocracking (Package 1)	사우디아라비아	5,000	FEED
2020	1Q	2021	4Q	Sohar Asphalt LLC - Sohar Refinery : Bitumen Facility	오만	400	FEED

주: A(Y), A(Q)는 수주 / C(Y), C(Q)는 준공 기준
 자료: MIED Project, 하나금융투자

(2) 정유플랜트 증설은 다양한 정제품(Refined Product)으로 연결된다

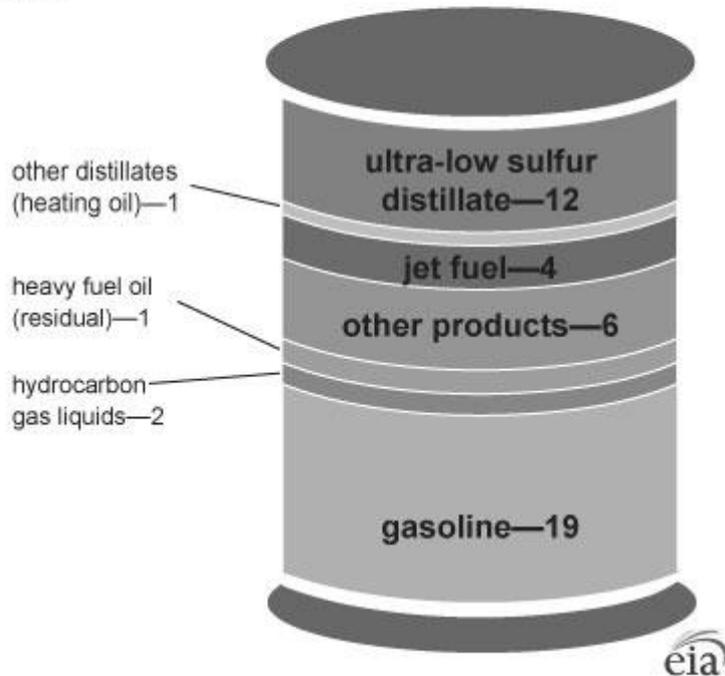
석유시장에서는 미터나 리터와 같은 국제표준단위계가 사용되지 않고, 영국/미국을 위시한 야드-파운드 단위계를 사용하여 아직도 배럴, 갤런 등의 단위가 사용된다. 원유 1배럴은 국제표준단위계로 약 159리터이며, 1 갤런은 약 3.785리터다. 따라서 1 배럴은 약 42 갤런이다. 그런데 원유 1 배럴을 정제(Refining)하면, 정확히계는 42갤런이 아닌 45갤런 정도로 볼륨이 증가해서 나오게 되는데, 이는 정제과정에서 나오는 현상이다.

중동의 정유공장 증설로
정유를 연계한
화학시설(나프타크래커),
정유시설 고도화 투자 등도 수반

중동의 정유공장 증설로 인해 생기는 변화들은 복합적이다. 정유연계 한 나프타 크래커를 수반하는 화학시설 투자뿐 아니라, 정유시설 고도화에 대한 투자도 진행된다. 동시에 중동의 정유공장 증설은 해상 물류에 대해서도 변화를 갖고 오게 된다. 종전에는 원유를 판매하면서 이를 운송하는 Crude Carrier를 필요로 했다면, 앞으로는 정유제품이나 석유화학제품을 판매하기 위한 Tanker를 필요로 하게 될 것이다.

그림 21. 석유 1배럴 정제 시 정제품 구성

Petroleum products made from a barrel of crude oil, 2015
gallons



Note: A 42-gallon (U.S.) barrel of crude oil yields about 45 gallons of petroleum products because of refinery processing gain. The sum of the product amounts in the image may not equal 45 because of independent rounding.

Source: U.S. Energy Information Administration, *Petroleum Supply Monthly*, February 2016, preliminary data for 2015

자료: EIA, 하나금융투자

중동의 석유화학 부문 발주패턴의 변화는 중전의 Ethane Cracker에서 커버하지 못하던 화학제품 생산을 위한 Mixed Cracker, Naptha Cracker의 발주가 추가되고 있음

(3) 정유 이후, 나프타 크래커(NCC)를 포함하는 석유화학증설이 온다

발주 패턴이 다르다는 것은 종전에는 정유제품의 판매에만 주력하는 모습을 보이던 것에서 이제는 나프타를 분해하는 크래커를 수반하는 화학시설까지의 연계를 고려하고 발주를 한다는 것이다. 중동에서는 종전에는 원유 판매 시 부산되는 수반가스를 활용한 에탄크래커 중심의 화학설비 증설이 주를 이뤘으나, 2012년 Dow와 스미토모 화학이 합작한 SADARA 케미칼 프로젝트(총 사업비 200억불)를 통해서 최초의 Mixed 크래커가 완공되기 시작했다. 이후 발주되는 정유프로젝트들은 나프타 분해시설(NCC)을 포함하는 프로그램의 일환으로 발주가 되고 있다.

오만 두쿰은 정유+NCC로 기획

2017년 오만의 두쿰(Duqm)공업도시에서 발주되는 23만bd의 두쿰 정유시설은 정유공장 완공 시 NCC 설비를 추가 발주 할 예정이다. 또 2015년에 이미 발주한 쿠웨이트의 61.5만bd급 알주르 신규공장(Al-zour New Refinery)의 경우 프로젝트 건설비용만 150억불인데, 장래 200억불 이상이 투입 될 화학시설공단이 건설 될 예정이다.

UAE는 루와이스 정유공장 증설과 연계한 화학시설 투자 계획

UAE역시 마찬가지다. UAE는 종전 40만bd에서 총 80만bd로 용량을 상향조정 한 루와이스(Ruwais)공단의 정유시설이 2016년 12월 준공 되면서 장래 화학시설 발주를 연속해서 낼 것으로 기대되었다. 2017년 1월의 화재로 인해서 공장준공이 지연되었으나, GS건설이 성공적으로 보수공사를 진행하고 있어서 Ruwais 역시 화학플랜트 발주가 예상되는 지역이다.

알제리도 시트라, 스킨다, 티아렛 등 정유시설에 대한 추가 투자 계획 중

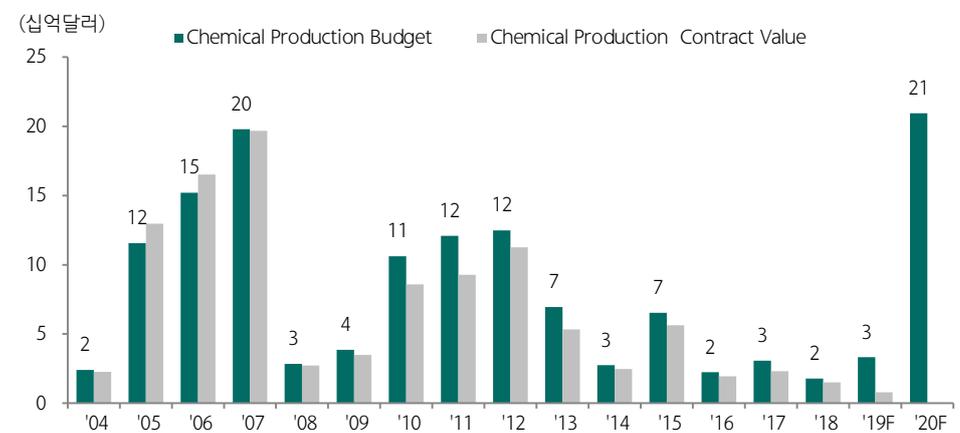
북아프리카의 알제리도 총 10만bd급 5개의 정유공장(Skidda, Tiaret 등)에서 나오는 나프타를 분해하는 화학설비에 대한 투자를 2017년부터 진행 할 예정이다. 이를 위해 총 65억불 규모의 발주를 기획하고 있다.

사우디는 COTC를 중심으로 한 발주

사우디아라비아의 경우 SADARA 케미칼의 준공 이후 새로운 투자계획으로 확정 지은 것이 안부의 OTC(Oil to Chemical) 프로젝트다. OTC는 에탄이나, 나프타를 집어 넣는 것이 아니라 원료로 원유(Crude)를 곧바로 집어 넣는 화학설비를 의미한다. 이를 위하여 안부에만 300억불 이상을 OTC 플랜트 투자를 진행할 계획인데, 안부의 OTC는 사우디 국가개조프로그램에도 예산이 배정된 만큼, 장래 사우디에서의 대규모 화학시설 발주가 기대된다.

중동의 되풀이되는 석유부문 투자는 장래 화학시설 투자로 연결 될 것을 예고하고 있다.

그림 22. 중동의 화학부문 투자 추이



자료: MEED PROJECT, 하나금융투자

(4) 중동의 NCC 부문 발주확대 주목

정유+NCC의 대장격 단지가 쿠웨이트의 알주르 프로젝트

2020년 기획중인 중동의 정유시설 중 가장 눈에 띄는 시설이 쿠웨이트의 Al-Zour지역에 건설하는 알주르 화학단지(Al Zour Petrochemical Complex)다. 이 프로젝트는 현 61.5만 bd급으로 건설되는 리파이너리에 연계되는 프로젝트이고, 중동의 Refinery + NCC 스킴 중 하나다. 동시에 UAE에 건설되는 Borouge 4 화학현장도 UAE 최대 석유화학 단지인 보로지의 추가 확장사업이다. 쿠웨이트/UAE는 한국의 전통적 텃밭이고, 다운스트림은 한국의 주류인 만큼, 신규수주 확대가 기대된다.

표 6. 중동 정유시설 발주 프로젝트

(단위: 백만달러)

A(Y)	A(Q)	C(Y)	C(Q)	프로젝트명	국가	추정 예산	상태
2020	2Q	2022	2Q	Turkmenhimiya - Karabil Potash Plant	투르크메니스탄	1,400	FEED
2020	2Q	2022	2Q	Sonatrach - New MTBE Facility	알제리	200	FEED
2020	4Q	2025	4Q	KIPIC - Al Zour Petrochemical Complex: Package 1	쿠웨이트	4,000	Main Contract PQ
2020	4Q	2024	1Q	QP- Debottlenecking Of NGL-3 Extraction Unit	카타르	32	Main Contract PQ
2020	1Q	2022	4Q	Petrokemya - Olefins-1 DBN Project in Jubail Industrial City	사우디아라비아	400	Main Contract Bid
2020	1Q	2022	4Q	Sonatrach/ENI - Debottlenecking Gas Project: Train 3 ROD	알제리	100	Bid Evaluation
2020	2Q	2022	4Q	Maaden/Mosaic/Sabic - Waad Al Shamal Phosphate City:Sulphuric Acid Plant(DAP 3)	사우디아라비아	550	FEED
2020	4Q	2025	4Q	KIPIC - Al Zour Petrochemical Complex: Package 3	쿠웨이트	1,500	Main Contract PQ
2020	4Q	2025	4Q	KIPIC - Al Zour Petrochemical Complex: Package 2	쿠웨이트	4,000	Main Contract PQ
2020	4Q	2025	4Q	Borouge - Borouge 4 Petrochemical Complex	아랍에미리트	4,500	FEED
2020	2Q	2021	2Q	Petrokemya - Nexlene Project in Jubail	사우디아라비아	150	FEED
2020	1Q	2023	1Q	Adnoc Refining - Gasoline & Aromatics Project (GAP)	아랍에미리트	2,500	Main Contract Bid
2020	1Q	2022	4Q	Cepsa / ADNOC - Linear Alkyl Benzene Lab Complex	아랍에미리트	600	FEED
2020	4Q	2024	1Q	Government of Oman/BP Global - Petrochemical Project: Acetic Acid Plant	오만	1,000	FEED

주: A(Y), A(Q)는 수주 / C(Y), C(Q)는 준공 기준
 자료: MEEED Project, 하나금융투자

사우디 국가개선 프로그램(NTP) 속에서 2020년까지 주택공급량 50만호 건설 예고

(5) 대규모 주택건설 프로젝트와 서부 공업도시의 플랜트 투자 기대

VISION 2030 발표 이후 사우디는 국가변형프로그램2020(the National Transformation Program 2020)을 발표한다. 이 프로그램은 당장 2020년까지의 목표치를 각 부문별로 부여하는 내용이 담겨 있는데, 가령 2015년 사우디의 주택 소유율이 47%였지만 2020년에는 52%로 높인다는 것이다. 또한 부동산 부문의 GDP 기여도를 현재의 5%에서 10%로 높이는 내용이 포함된다. 시행사(디벨로퍼)를 통한 주택공급의 비중을 현재의 10%에서 30%로 높이기로 하는 등 장래 사우디아라비아에서 주택 시행사업에 대한 규제완화나 적극적 지원이 예상되는 대목이 포함되어 있다.

사우디는 2025년까지 총 150만세대의 주택공급과 500조원의 투자를 예고했다. 단기적으로도 2020년까지의 국개 개조프로그램에서 150조원의 투자와 50만호의 주택공급을 예고했다. 총 150만호의 주택공급을 위해 사우디가 추진한 주택개발 내역은 총 17개 사이트(개소당 평균 약 3.5km2 규모로 분당신도시의 2배 규모)를 개발 할 계획이며 사이트당 약 9만호의 주택이 건설 될 계획이다. 이 중 12개 사이트에 대해서는 파슨스(Parsons)사가 도시계획을 담당했고 추가 5개 지역은 개발 중에 있다.

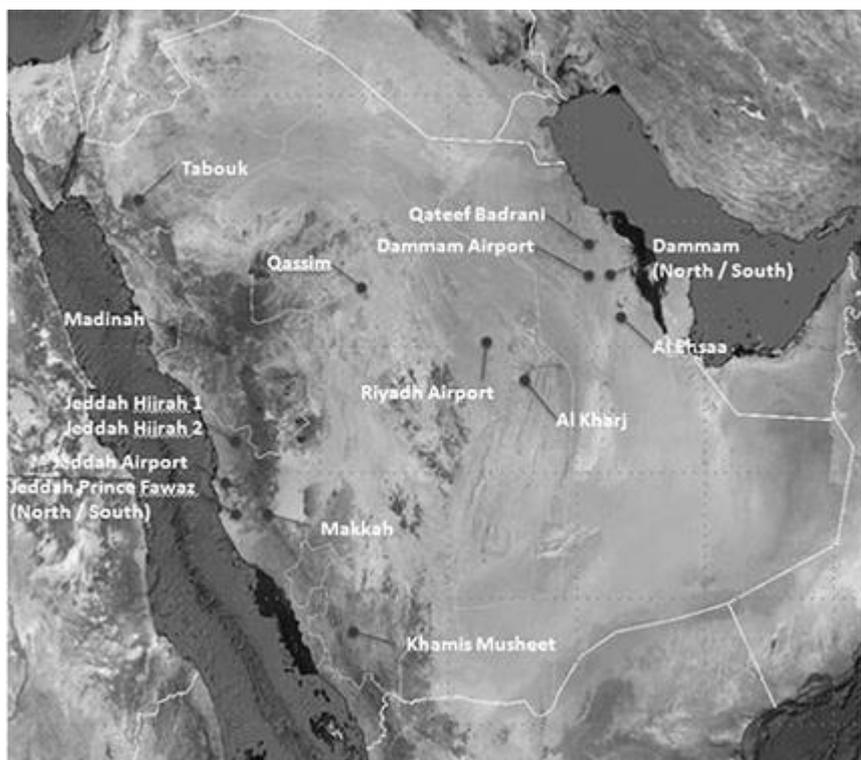
그리고 2016년 봄, 사우디 주택부는 대우건설, 한화건설과 국토부장관이 함께 MOU를 체결하여 사우디 리야드 동부 14km지역에 떨어진 다흐야 알푸르산(Dahiyat Alfursan)신도시를 건설 하기로 합의한다. 이는 10년간 총 10만세대의 주택과 약 60만명이 거주할 수 있는 신도시를 건설하는 것인데, 사우디아라비아 주택부의 이와 같은 행보는 장래 사우디 시장에서 100만호가 넘는 주택건설 시장이 열릴 수 있음을 기대하게 한다.

그림 23. 사우디가 계획중인 신도시 지역 위치도

파슨스사가 수행한 총 14개 신도시 지역에 대한 기초연구자료.

사우디는 총 17개 지역에 신도시를 건설 할 계획으로 각 개소당 평균 9.2만호로 150만호의 공급계획을 수립할 예정

이 중 리야드 옆 다흐야-알푸르산 신도시를 국내 대우건설/한화건설과의 협업을 토대로 23조원 규모의 민간 분양+공공입대 사업으로 추진 될 예정임



자료: MEED PROJECT, 하나금융투자

사우디 국가개선 프로그램(NTP)
속에서 2020년까지 주택공급량
50만호 건설 예고

(6) 삼성그룹이 참여한 사우디 엔터테인먼트 신도시 '키디아'

2019년 10월 29일, 삼성그룹은 사우디아라비아의 엔터테인먼트 신도시라 불리는 '키디아' 프로젝트의 참여를 발표하였다. 이재용 부회장과 사우디의 빈살만 왕세자가 만나 VISION 2030에서 계획한 도시개발 프로젝트의 일환으로 기획한 것이 수도 리야드 옆 키디아 신도시였다.

키디아 프로젝트는 수도 리야드 옆 총 면적 334km²(서울시의 약 1/2 수준)에, 테마파크, 동물원, 실내스키장, 호텔, 쇼핑몰, 주택 등을 건설하는 프로젝트이고 2022년부터 1단계 사업을 시작해서, 2035년에 최종적으로 완공 할 계획이다. 관련 사업에는 삼성물산 건설부문이 참여할 예정이고 총 건설공사비 규모는 약 9조원 수준이 될 것으로 전망하고 있다.

사우디는 키디아(Qiddiya) 외에도 홍해 프로젝트(Red Sea)와, 알 올라(Al Ula) 프로젝트를 추진 중에 있고, 이 세 개의 거대한 관광단지 개발을 통한 엔터테인먼트/관광산업 진흥을 대표하는 사업이다.

그림 24. 사우디 엔터테인먼트 신도시 '키디아'

삼성그룹이 추진하는
사우디의 엔터테인먼트 신도시
키디아



자료: 하나금융투자

(7) 사우디아라비아의 행보는 타 중동 국가들을 자극할 것

2005년 이전 25불 수준의 석유를 판매하다가, 100불대 석유를 판매하기 시작하면서 수입이 사실상 4배나 증가할 수 있게 된 중동국가들은 10년동안 대단히 행복했다. 그런데, 2011년 아랍의 봄 사태로 중동국가들은 국민들의 기초 생활을 위한 학교, 수처리, 전력, 도로 등의 건설이 필요함을 절실히 느끼게 된다. 이에, 2013년부터 풍부한 재정을 기반으로 재정지출이 수반되는 건축, 인프라 프로젝트의 발주를 늘리기 시작했으나, 2014년부터 유가 하락으로 인해 50불대에 석유를 판매하게 되면서 수입이 종전 대비 1/2 수준으로 낮아지게 되었다. 반면 대중의 요구조건은 더 높아지는 시대를 살게되어 이제 중동 정부들은 지출을 줄이려는 생각보다는 재정수입의 확대를 다변화 할 생각을 하게 된 것이다.

종전에도 중동의 비석유부문 투자(광업시설 투자, 제철/제련소 투자 등)가 있었지만 당시에 이런 비석유부문의 투자는 '먼 미래'일 뿐 '당장 오늘의 삶'을 위한 것은 아니었다. 그러나, 유가하락과 강력한 셰일밴드의 출현은 중동 국가들의 재정상황을 근본부터 뒤흔들었고 이제 그들에게 비석유 부문의 투자 확대는 내일이 아니라 당장 오늘 해결해야 할 과제가 되고 있다.

아람코 IPO이후 타 중동 국가의 국영석유기업에 대한 IPO가 연속해서 나타날 가능성이 있다고 판단함.

이러한 맥락에서 국제열강으로부터 지분을 확보하면서 사우디 정부지분 100%를 달성하게 된 국영석유기업인 아람코를 다시 국제사회로 지분을 매각한다는 것은 그만큼 중동 국가의 심각성을 대변하는 이벤트로 이해된다. 동시에, 이를 통해 중동의 국가들은 장래 비석유 부문의 투자를 확대하는 재원을 확보하는 방법도 깨닫게 될 것이라 본다. 중동에는 사우디 아람코 이외에도 UAE 아부다비의 ADNOC, 쿠웨이트의 KNPC, KOC, 이라크의 IPC, 이란의 INOC, 알제리의 SONATRACH 등 많은 국영석유기업(NOC: National Oil Company)이 존재하며, 그들은 사우디 아람코의 행보를 통해서 자신들도 미래를 위해서 어떤 일을 해야 할지 깨닫게 될 것이다.

2. 해외건설: LNG World Again

1) LNG 밸류체인에 투자하라

LNG 밸류체인 속 한국건설사에도 기회가 올 것

하나금융투자는 2016~2017년에 걸쳐 지속해서 LNG관련 산업에 대한 인덱스자료를 작성해 왔다. 특히 유틸리티, 화학, 조선, 건설 등 시클리컬 섹터와의 연계성 속에서 Gas관련한 시장의 변화를 예상하고 전망해 왔다. 이러한 흐름에서 건설은 항상 뒤쳐져 있었는데, 왜냐하면 Gas 관련 Capex의 핵심은 액화시설이나, 한국 건설사는 이러한 주류 흐름에서 뒤쳐져서 Site의 유틸리티나 Earth work 정도를 수행하는데 그쳤기 때문이다. 대우건설만이 LNG 액화의 EPC 중 C를 중심으로 한 커리어가 있었으나 전체적으로 LNG액화는 '남들만의 리그'에 가까웠다.

대우건설 한국최초 LNG 액화플랜트 EPC LOI 체결

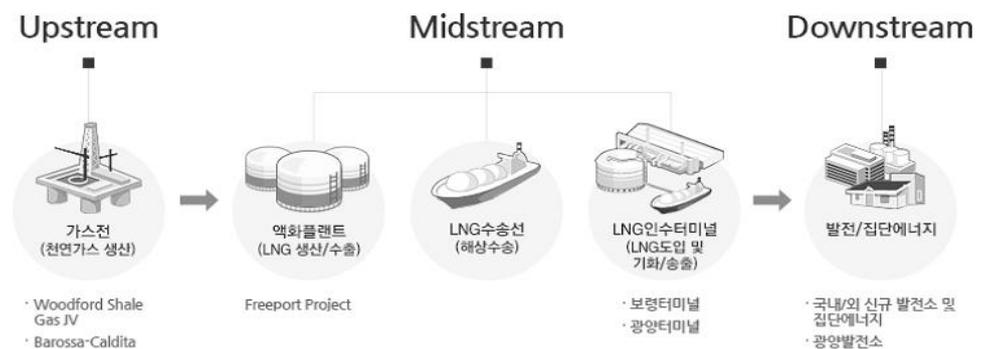
2019년 9월, 나이지리아의 NLNG가 발주하는 NLNG 7의 액화시설 프로젝트에, 대우건설이 EPC 파트너로 LOI를 체결하였다. 이는 한국 플랜트 EPC에 있어서 기념비적인 순간인데, 이탈리아의 싸이렘(싸이렘과는 다수의 NLNG 및 알제리의 Arzew LNG 등에서 손발을 맞춘 바 있다)과 일본의 치요다와 컨소시엄을 구성하는 파트너로서 자격을 인정받고, 동시에 LOI까지 받았기 때문이다.

한국 건설사들의 LNG 액화 플랜트 시장 입성

2019년 말까지, 중동 카타르에서도 LNG액화 프로젝트가 입찰초청서(ITB)를 발급할 예정이고, 이 프로젝트에는 한국의 현대건설도 EPC 파트너로서 참여할 계획으로 컨소시엄을 구성 중에 있다고 알려졌다. 대우가 참석하는 것은 당연한 일이다. 이제 한국 건설사는 미국과 호주 정도를 제외한 러시아, 나이지리아, 알제리, 모잠비크, 카타르, 파푸아뉴기니 등 Gas수출국의 LNG액화에 직접 진출할 수 있게 됨으로써 질적인 성장의 기회를 맞이하였다.

그림 25. LNG 밸류체인

한국건설업은 주로 Downstream만, 조선의 경우 Up/Down Stream 모두에서 활동 중



자료: 하나금융투자

2) 글로벌 Gas 시장, 핵심은 물동량과 수단의 변화

(1) 글로벌 천연가스 수요량 연평균 32억톤

글로벌 천연가스 수요량
미국을 중심으로 증가속도
유지 중

글로벌 천연가스 수요량 연평균 31.3억톤 수준이다. 대륙별로 보면 미국이 8.8억톤, 중남미가 1.6억톤, 유럽/유라시아가 9.1억톤, 중동이 4.4억톤, 아프리카 1.2억톤, 아시아는 6.3억톤을 소비하고 있다.

추이로는 미국이 2007년부터 사용량이 증가하면서 7.4억톤에서 8.8억톤까지 증가했다. 셰일가스 증산이 본격화된 2011년 이후 증가속도도 유지 중이다. 유럽/유라시아의 경우에는 2009년을 정점으로 10.2억톤에 이르던 천연가스 소비가 9.1억톤까지 낮아졌다. 대체부문에 서의 투자가 이뤄졌기 때문이다. 아시아의 경우에는 2009~2011년을 지나면서 천연가스 소비가 급증했다. 2015년에는 전년비 소비량이 유지되었는데, 이는 일본/한국 등에서 수요가 감소했기 때문이다.

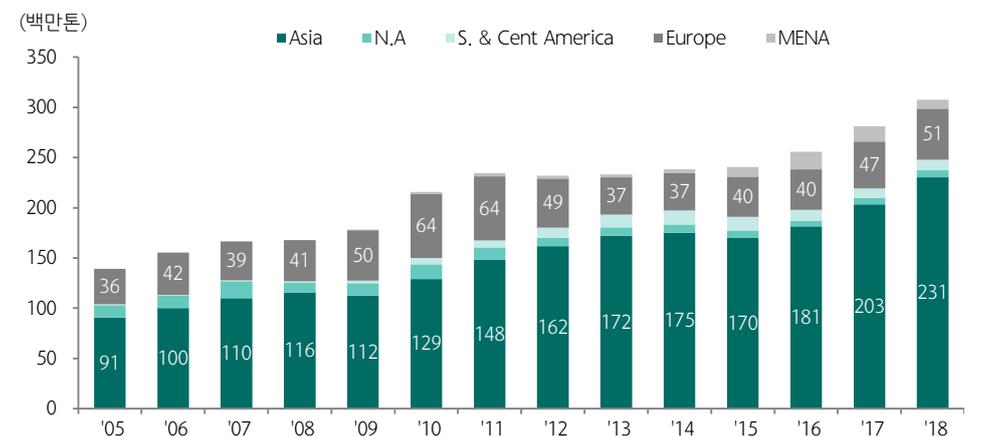
아시아권 LNG 수입량 확대될 것

중요한 것은 앞으로 전력수급계획상 천연가스의 사용이 증가할 국가 후보 국가일 것이다. 아시아시장의 경우 2018년 말 기준 7.1억톤의 가스를 소비하며 2.3억톤은 LNG로 수입한다. PNG로는 0.5억톤을 수입하고 있다. 현재 가장 수입량이 많은 일본의 경우 동일본 대지진 이후 일본의 천연가스 수입량이 급증했는데, 원자력발전의 재가동으로 LNG의존도가 낮아지며 수요량은 감소할 것이다. 실제 2011년 0.95억톤을 소비하던 일본은 동일본 대지진 후 1.05억톤의 소비로 소비량이 급증했고, 이후 2014년 1.06억톤까지 유지되다가 2015년부터 원자력 재가동과 함께 1.02억톤으로 수요량이 감소했다.

한국의 경우에도 천연가스 소비는 감소중이다. 2011년 0.41억톤의 소비량에서 2012년 0.45억톤으로 소비량이 증가했고 2013년에도 0.47억톤으로 소비량이 증가했다. 그러나 2014년부터 하락반전하여 0.43억톤, 2015년에는 0.39억톤으로 소비량이 감소했다. 2018년 말 기준 0.43억톤의 LNG를 수입하고 있다.

중요한 점은 '16년까지 변화가 완만하던 것에서, '17년부터 LNG 수입량 변화의 속도가 빨라졌다는 점이다. 아시아에서만 '18년에 13.4%의 수입량증가가 일어났는데, 이는 일본의 감소에도 불구하고, 중국이 39%이상 수입량을 늘렸기 때문이다. 중국이 핵심이다.

그림 26. 주요 대륙별 가스 수입량 추이



자료: BP, 하나금융투자

LNG 수입 추이,
2017년부터 수입량 증가속도가
아시아를 중심으로
가파르게 상승 중

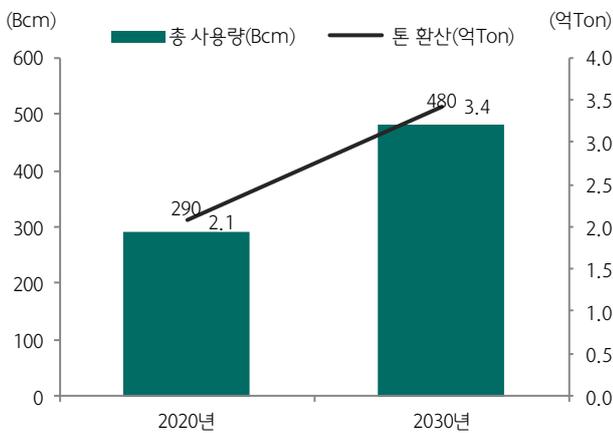
관건은 중국인데 중국은 2020년까지의 전력계획이 포함된 13차 전력수급계획에서 현재 0.66억kW의 가스발전용 용량을 1.1억kW로 용량을 증가시킬 계획이며 이는 GW환산 시 44GW가 되고, 천연가스 소비량이 약 0.44억톤 증가하게 된다. 중국의 장기 전력수급계획상(2030년까지의 계획) 천연가스는 총 1.2억톤 이상 소비가 증가할 예정이다.

2030년까지
중국의 천연가스 소비량
급증 예상

중국의 2020년까지의 천연가스 사용량 증가는 제13차 전력계획 상 약 44GW의 증설이 필요하여 현재의 60GW에서 장래 110GW로 Capacity가 증가한다. 이에, 단기적으로도 최소 4,400만톤의 가스사용량 증가 할 전망(전력용으로만)이다. 그런데 중국의 2030년 전력수급계획은 중국의 도시화율이 70%에 이를 것으로 기대되고 2016~2030년까지의 연평균 에너지 사용량 1.4%의 증가세를 나타낼 것으로 전망하고 있다. 이에 기반해 2030년대의 에너지 소비량을 도출하면 현 수준 급증할 것이 예상된다.

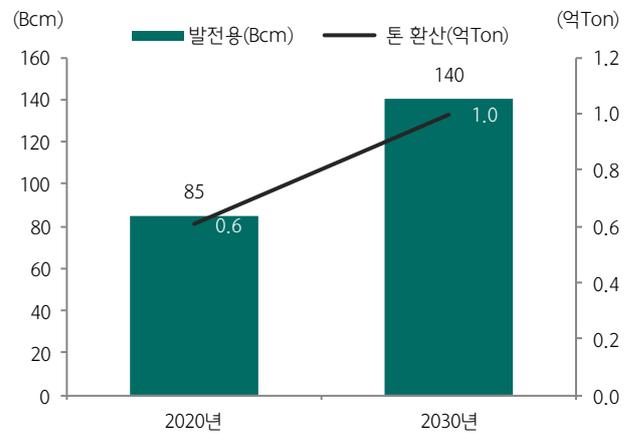
2030년대 중국의 총 천연가스 소비량은 480Bcm으로 2020년대의 290Bcm대비 66% 증가할 뿐 아니라, 이 중 140Bcm을 천연가스 복합화력에서만 사용할 것으로 추정된다. 나머지 가스 사용량 증가는 교통운송, 가정용, 화학산업, 기타제조업 등이다. 이를 가정하면 중국의 발전설비는 2020년에 110GW급으로, 2030년에는 200GW대 급으로 만드는 수준이다. 이를 위해 중국은 현행 11개 LNG수입터미널을 2020년대에 추가 7개를 확대하여 연평균 0.7억톤을 수용할 만큼의 용량을 확보할 예정에 있다.

그림 27. 중국의 총 가스소비 전망



자료: BP, 하나금융투자

그림 28. 중국의 발전용 가스소비 전망



자료: BP, 하나금융투자

(3) 글로벌 LNG 물동량 '18년 3.1억톤에서 '22년 5억톤으로 증가할 것

가스 중 6.7억톤이 물동량, LNG는 3.1억톤 PNG는 3.6억톤에 해당, LNG가 '19년 기준으로 역전할 가능성 높음

글로벌 시장에서 전 세계 31억톤의 천연가스가 사용되나 자가생산-소비를 제외한 물량, 즉 물동량은 6.7억톤이다. 이 중 3.6억톤이 파이프라인 형태로 전송되고 3.1억톤은 LNG로 전송된다. '20년이 되면 총 PNG보다 LNG를 통한 물동량이 더 클 것으로 예상된다.

호주/미국이라는 2개의 수출원이 등장했음

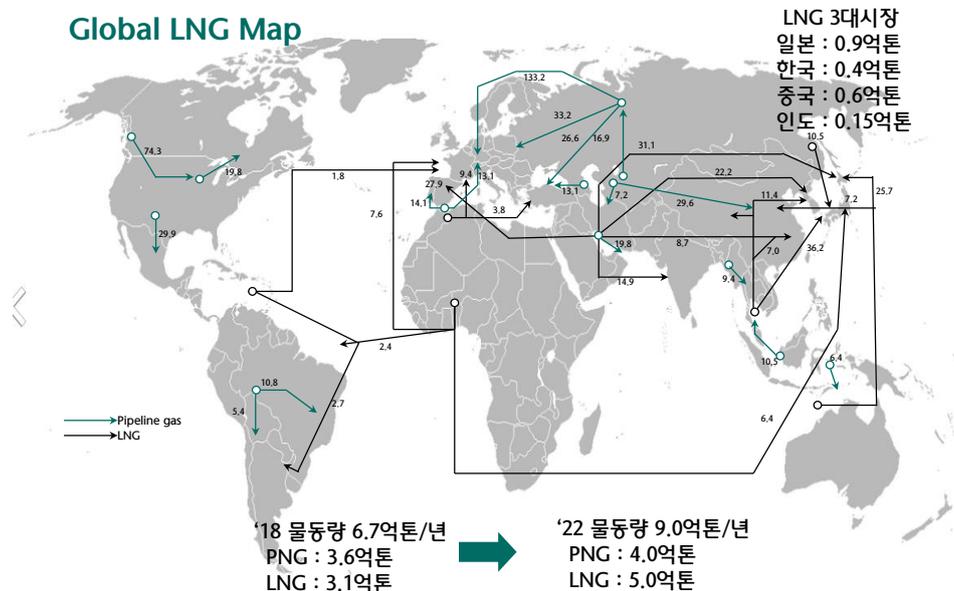
이런 LNG 물동량 증가의 두 축은 미국과 호주다. 미국의 경우, 셰일가스 수출을 위한 수출 터미널 용량을 보면 현재 사빈파스(Sabine Pass), Hackberry, Freeport, Cove Point, Corpus Christi, Elba island 등에서 총 0.75억톤에 해당하는 LNG 수출터미널을 건설중에 있고 서서히 완료중이다. 현재 건설중이지 않지만 승인된 2억톤을 초과하는 물량까지 포함하면 미국은 장기적으로 상당한 LNG시장의 공급원이다.

호주의 경우 LNG 시설이 0.5억톤 추가적으로 건설되면서, 호주는 종전의 0.3억톤의 수출용량에서 고르곤LNG 등의 인입으로 추가 0.5억톤 늘어난 0.8억톤으로 증설된다. '17년 5,400만톤 수출에서 '18년 6,600만 수출하는 등 호주는 매년 1,200만톤 이상의 LNG수출이 나타나고 있다.

카타르는 '24년까지 +2,400만톤을 건설 계획임

호주가 약 20% 증가하는 동안 세계최대 LNG수출국 카타르의 경우 '17년 '18년 모두 7,400만톤으로 제자리를 지키고 있다. 이에, 카타르 역시 '24년까지 총 1억톤으로 LNG 수출용량을 확보하고 LNG공급원으로서의 지위를 유지해 나갈 전략인 것이다.

그림 29. LNG 시장 전개 예상도



자료: 하나금융투자

(4) LNG 액화플랜트 투자 증가

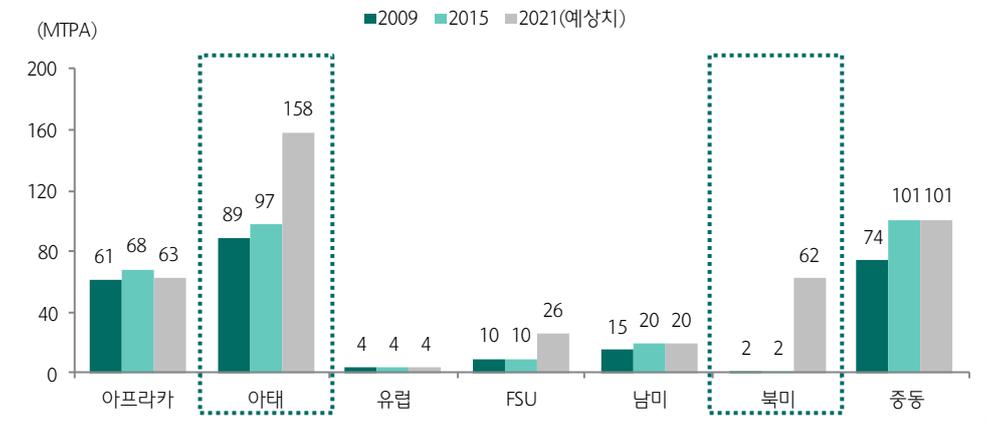
2016년 액화시설 301.5 MTPA
 공사중인 액화시설은 158 MTPA
 호주와 미국을 중심으로
 천연가스 액화플랜트 투자 증가

호주와 미국을 중심으로 천연가스 수출을 위한 액화플랜트 투자가 크게 늘어나고 있다. 북미 지역은 2021년까지 62 MTPA 규모의 천연가스 액화플랜트가 완공될 계획이며 이는 2015년 2 MTPA에 비해 30배 가량 증가되는 규모이다. 호주를 중심으로 한 아태지역의 액화플랜트는 2015년 97 MTPA에서 2021년은 158 MTPA로 50% 가량 늘어날 것으로 계획되어 있다.

요약해보면 호주를 중심으로 한 아태에서 +0.6억톤의 물량이 증설되고, 미국에서 +0.6억톤이 증설된다. 현 중동지역의 증설이 없다가 카타르를 중심으로 LNG 수출 터미널 확장이 다시 일어날 것으로 기대하는 이유다. 아울러 아프리카 역시 증설 붐에 동참할 것으로 예상된다. 러시아도 마찬가지다.

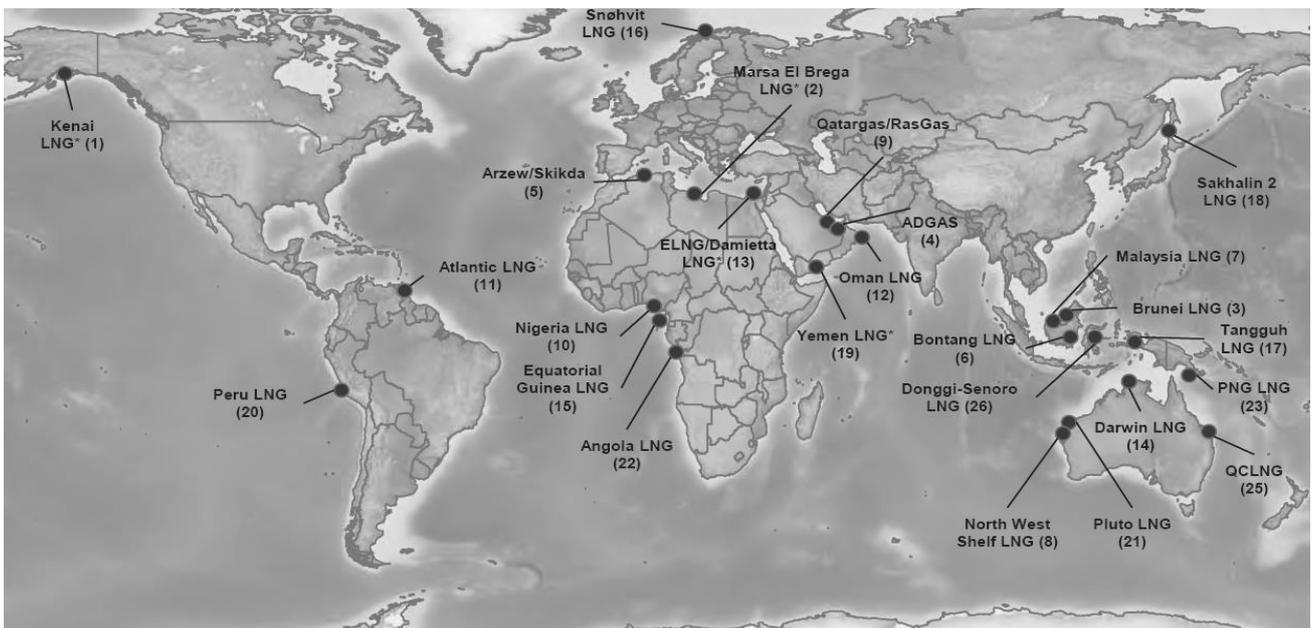
그림 30. 호주와 미국을 중심으로 천연가스 액화플랜트 투자 증가

호주와 미국을 중심으로
 LNG수출 플랜트 투자 증가
 장래 중동과 아프리카의 증설이 기대
 됨



자료: IHS, 하나금융투자

그림 31. 세계 천연가스 액화시설 (2015년)



자료 IHS, 하나금융투자

(5) Brownfield를 중심으로 LNG액화시설 투자 부담 감소

LNG액화플랜트 투자원가 비교
Brownfield 공사원가가
해상 및 Greenfield에 비해 유리

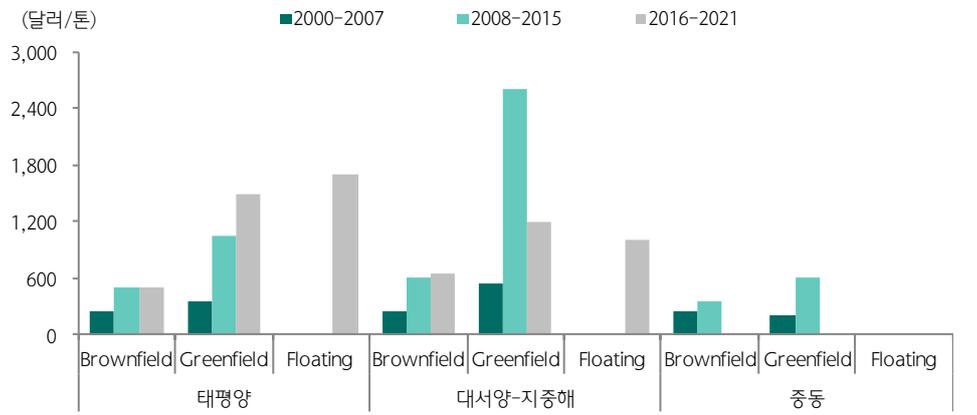
현재 미국에서 공사중인
액화플랜트의 80%는
Brownfield 공사가 진행

석유시장의 공급과잉으로 인해 유가가 약세를 보이고 있는 현재 상황에서 천연가스 액화플랜트 투자에 대한 비용부담은 매우 중요한 요인이다. 2000년대 이후 천연가스 액화플랜트 투자비용은 원가 인상분이 반영되는 Escalation 조항이 반영되고 있으며 최초 투자금액과 비교해 공사중 원가가 상승하는 cost overrun 범위는 평균적으로 30~50% 가량 발생되고 있다. 액화플랜트 공사원가의 평균적 비용은 2000-2007년 동안 379달러/톤 수준이었으나 2008-2015년에 들어서는 807달러/톤으로 두 배 이상 상승되었다. 지역별 원가 인상은 미개척지에 액화플랜트를 건설하는 Greenfield 공사원가는 495달러/톤에서 1,162달러/톤으로 135% 증가되었는데 반해 이미 개발이 되었던 Brownfield 공사 원가는 297달러/톤에서 502달러/톤으로 70% 가량 증가되는 데 그쳤다.

액화플랜트 공사원가는 지역, 용량, 액화처리기술, 저장탱크의 수, 작업자의 숙련도, 규제관련 승인 비용 등에 의해 넓은 편차를 보이게 된다. 하지만 Brownfield에서의 공사원가는 Greenfield 및 해상에 비해 경제적 이점이 매우 높다. 현재 미국에서 진행되고 있는 액화플랜트 공사의 80%는 Brownfield 공사가 진행되고 있으며 LNG 수입목적의 기화 터미널을 LNG 수출을 위한 액화플랜트로 전환되는 프로젝트도 상당 수 있다.

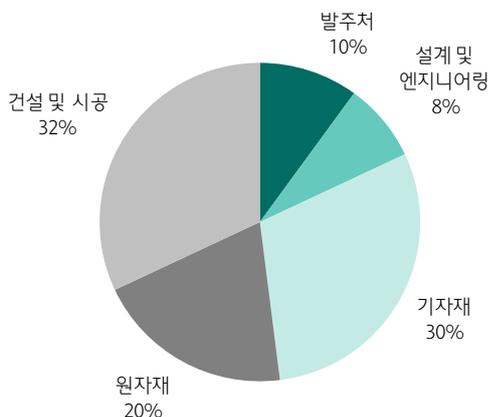
그림 32. 지역별 천연가스 액화 플랜트 투자 평균 비용 비교

Brownfield 지역에서의 공사원가는
해상 및 Greenfield에 비해 낮다



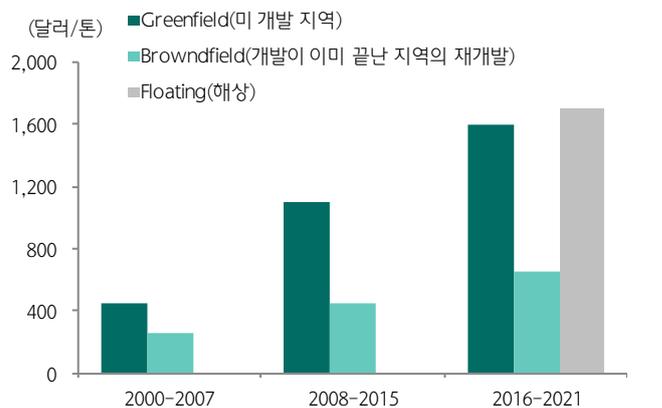
자료: IHS, 하나금융투자

그림 33. 평균적인 액화 프로젝트 원가 비중



자료: IHS, 하나금융투자

그림 34. 액화플랜트 건설 원가 비교



자료: IHS, 하나금융투자

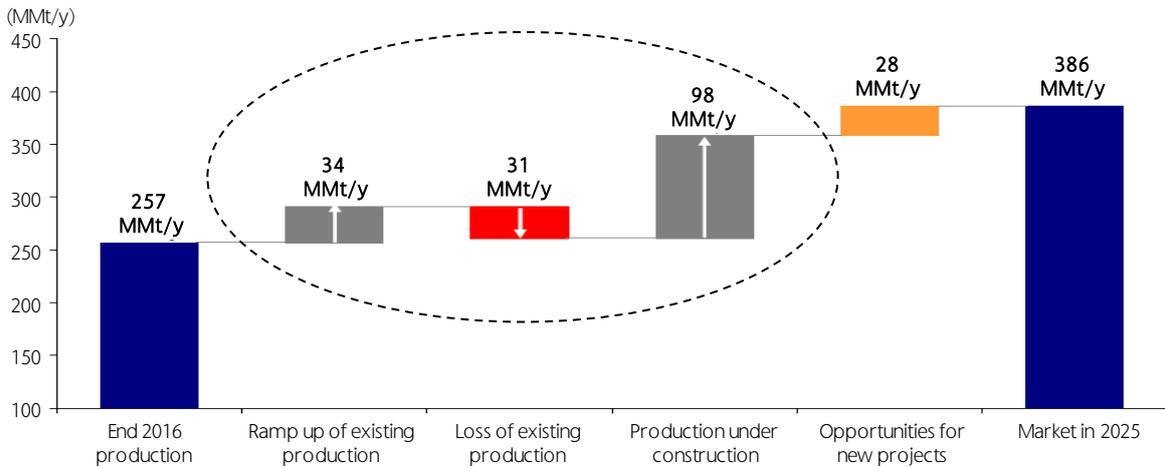
3) 2020년 LNG 공급 부족에 직면

(1) 2025년까지 늘어나는 LNG는 1.3억톤 전망

2025년까지 LNG 공급량
1.3억톤 증가될 전망

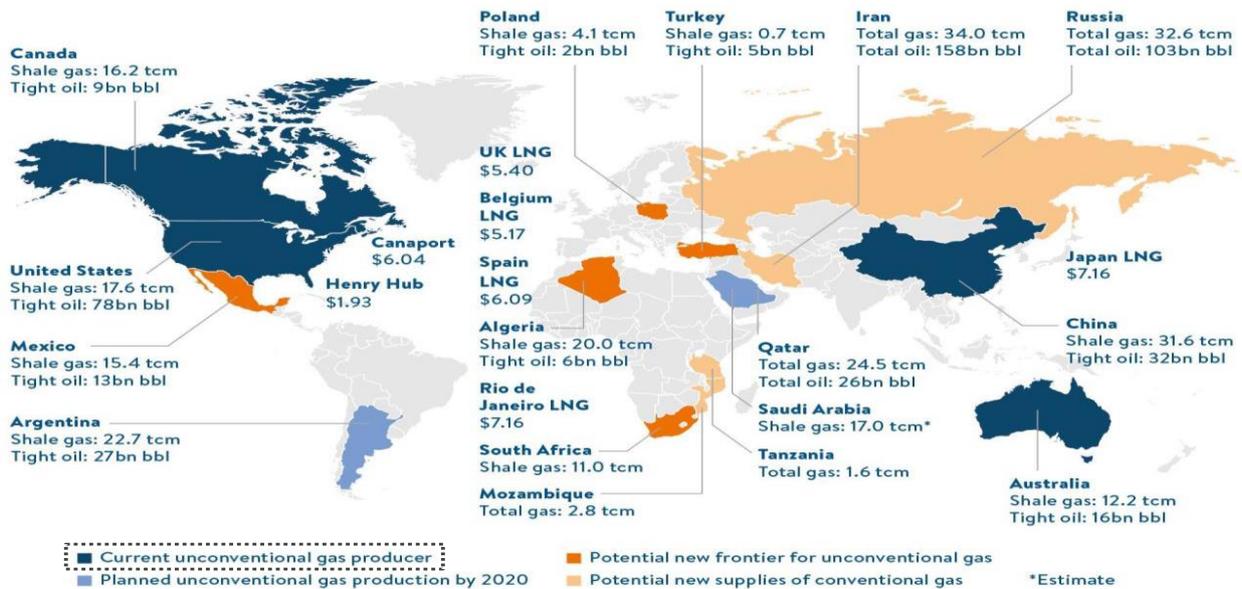
2025년까지 늘어나는 것으로 전망되는 LNG 설비용량은 약 1.3억톤 수준이다. '16년 당시의 물동량인 2.6억톤 대비 50% 늘어나는 수준이다. '18년 기준 3.1억톤의 LNG가 수출/수입 되는 것을 고려하면 '25년 기준 4.5~5.0억톤대로 추가 상승할 가능성이 높다. 현 시점 기준으로 이미 '22년 이후부터는 공급 부족에 진입할 것으로 예상된다.

그림 35. 2025년까지 LNG 공급 1억톤 증가 전망



자료: Poten& Partners, 하나금융투자

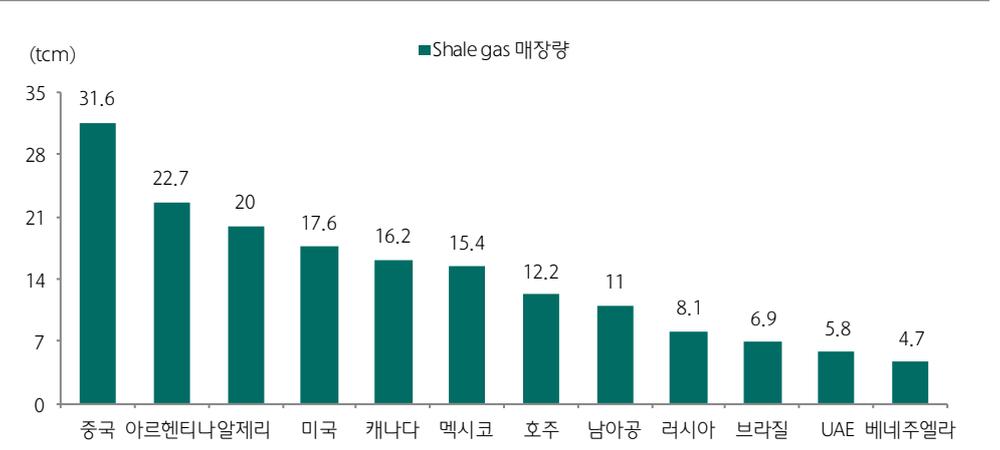
그림 36. 단기적으로 LNG 개발 및 생산이 늘어나는 지역은 북미와 호주



자료: Poten& Partners, 하나금융투자

중국은 가장 많은 Shale gas 매장량을 갖고 있지만 높은 개발원가로 인해 실제 생산이 늘어나기까지 많은 시간과 비용이 필요할 전망

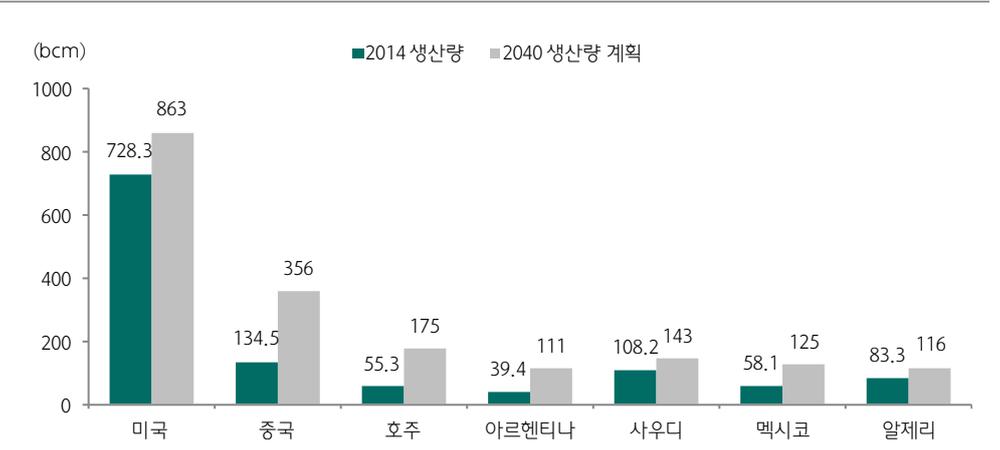
그림 37. 국가별 Shale gas 매장량 비교



자료: EIA, 하나금융투자

미국 외에 2040년까지 LNG 생산 크게 늘어날 것으로 전망되는 국가 중국, 호주, 아르헨티나, 멕시코

그림 38. 국가별 LNG 생산량 계획



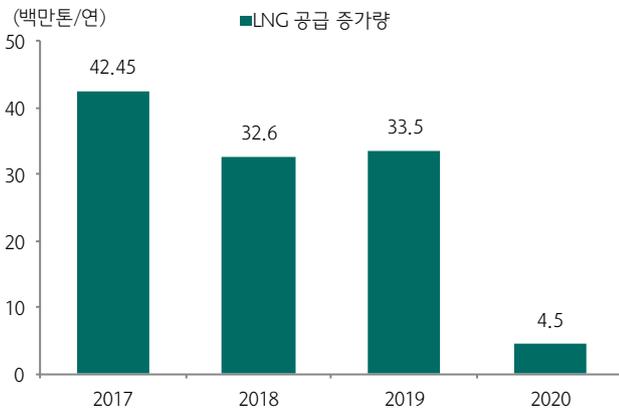
자료: EIA, 하나금융투자

현재 공사중인 LNG액화플랜트
2020년까지 1.13억톤 완공 예정
미국과 호주가 75% 차지

(2) 신규 LNG 공급대기는 8.8억톤이나, 건설중인 Capa는 수요대비 부족

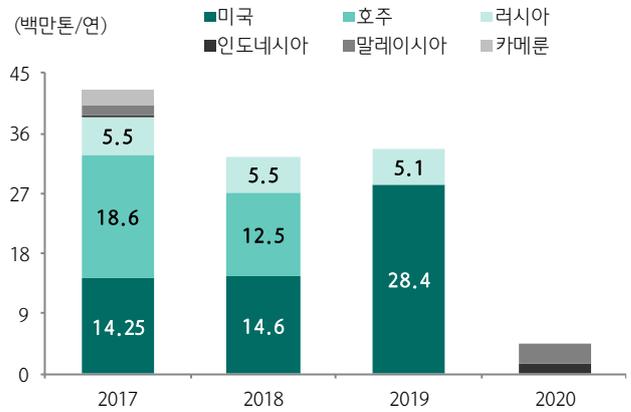
미국과 호주, 러시아 등 2020년 완공을 목표로 현재 공사가 진행되고 있는 LNG액화플랜트 들은 총 1.13억톤 수준이다. 사실상 2019년 말이면 공사중인 LNG액화플랜트 1.13억톤의 90% 정도가 완공되어 2020년이면 LNG 생산 및 수출 증가가 정점을 이룰 전망이다. 문제는 여기서부터 발생한다. 현 아시아 일대의 LNG수입 추이를 본다면 '20년을 전후로 수요공급 불일치가 일어날 가능성이 높아지고 있다. 2020년까지 늘어나는 1.13억톤이 LNG생산량 중 미국이 차지하는 비중은 57백만톤으로 50% 수준이며 호주는 31백만톤으로 25% 가량 차지한다. 러시아에서도 야말 LNG를 비롯해 15백만톤의 LNG 생산량이 늘어난다. 문제는 이게 끝이라는 점이다.

그림 39. 현재 공사중인 LNG액화플랜트 완공 일정과 생산량 증가 전망



자료: EIA, 하나금융투자

그림 40. 국가별 LNG액화플랜트 생산 증가 전망



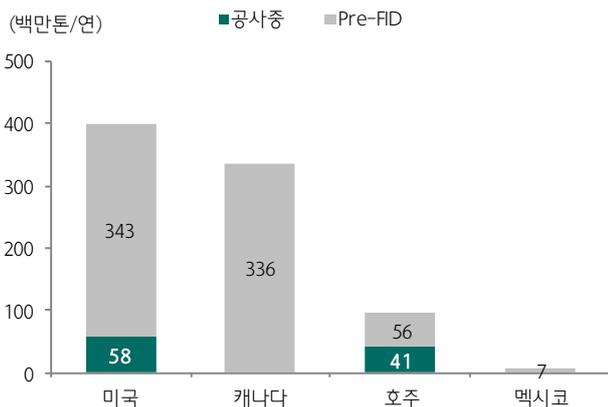
자료: EIA, 하나금융투자

(3) Pre-FID(최종 의사결정 전 단계) 단계의 LNG 개발 수요는 8.8억톤

신규 LNG 개발 수요는 8.8억톤이며
개발 수요의 절반 가량은 미국

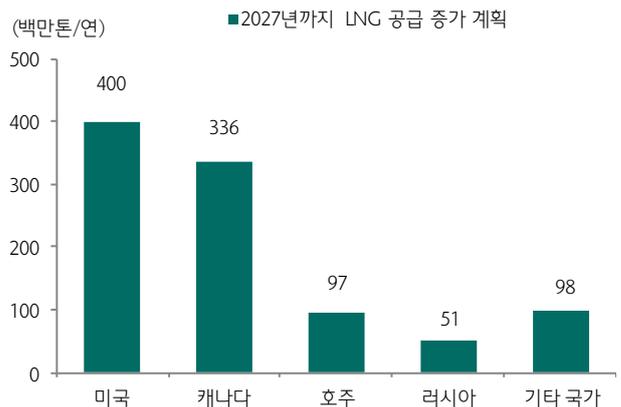
신규 LNG 개발 프로젝트의 총량은 9.8억톤 수준이다. 9.8억톤 중 1억톤은 현재 공사 중에 있으며 8.8억톤은 최종 의사결정(Pre-FID) 단계에 놓여 있는 상황이다. LNG 신규 개발수요 역시 절반 이상은 미국과 캐나다에서 이루어질 것으로 검토되고 있다. 가장 낮은 LNG 개발(EPC)원가를 갖고 있는 미국이 전세계 LNG 개발 시장을 주도하고 있다.

그림 41. 2027년까지 늘어날 것으로 예상되는 LNG 생산 계획



자료: EIA, 하나금융투자

그림 42. 2027년까지 늘어날 LNG 생산 누적 증가량은 9.8억톤



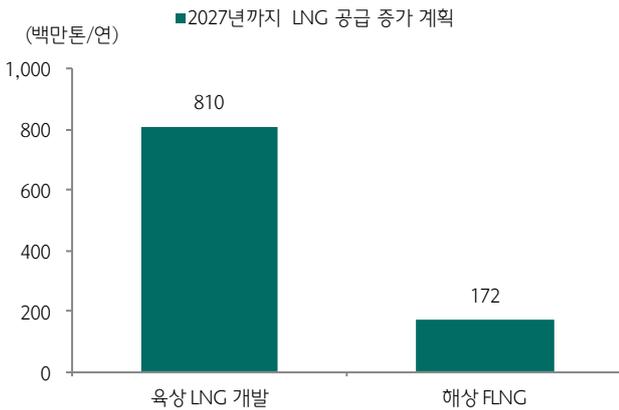
자료: EIA, 하나금융투자

(4) 신규 LNG 개발의 중심은 육상 가스전 개발

2027년까지 계획되어 있는 LNG 개발의 83%는 육상 LNG

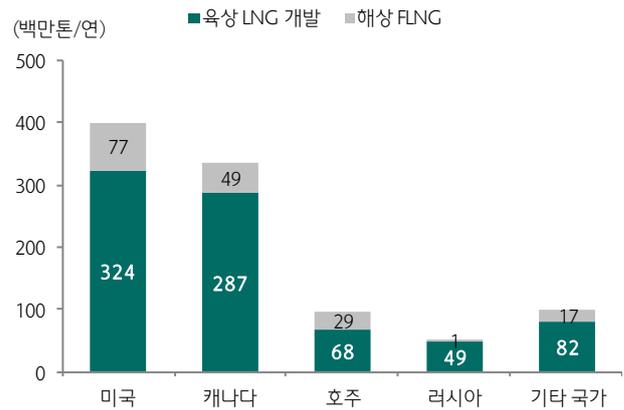
신규 투자 및 개발이 검토되고 있는 LNG 프로젝트들의 83%는 육상 가스전 개발이 차지하고 있다. 9.8억톤의 LNG 생산량 증가분 중 8.1억톤은 육상 LNG 개발로 구성되고 있고 해상 FLNG는 1.7억톤 수준이다. 미국과 캐나다뿐 아니라 러시아에서도 육상 LNG 개발이 대다수를 차지하고 있다.

그림 43. 9.8억톤의 LNG 생산 개발의 83%는 육상 LNG 개발



자료: EIA, 하나금융투자

그림 44. 국가별 LNG 개발 구분



자료: EIA, 하나금융투자

표 7. 공사가 진행중인 LNG액화플랜트

국가	프로젝트	생산시작	용량	Owners
Australia	Australia Pacific LNG T2	2017	4.5	ConocoPhillips, Origin Energy, Sinopec
Malaysia	PFLNG Satu	2017	1.2	PETRONAS
Indonesia	Senkang LNG T1	2017	0.5	EWC
U.S.	Sabine Pass LNG T3-4	2017	9	Cheniere Energy, Blackstone
Australia	Ichthys LNG T1	2017	4.45	INPEX, TOTAL, CPC, Tokyo Gas, Kansai Electric, Osaka Gas, JERA, Toho Gas
Cameroon	Cameroon FLNG	2017	2.4	Golar, Keppel
Australia	Gorgon LNG T3	2017	5.2	Chevron, ExxonMobil, Shell, Osaka Gas, Tokyo Gas, JERA
Australia	Wheatstone LNG T1	2017	4.45	Chevron, KUFPEC, Woodside, JOGMEC, Mitsubishi, Kyushu Electric, NYK, JERA
Russia	Yamal LNG T1	2017	5.5	Novatek, TOTAL, CNPC, Silk Road Fund
U.S.	Cove Point LNG	2017	5.25	Dominion
Australia	Ichthys LNG T2	2018	4.45	INPEX, TOTAL, CPC, Tokyo Gas, Kansai Electric, Osaka Gas, JERA, Toho gas
Australia	Wheatstone LNG T2	2018	4.45	Chevron, KUFPEC, Woodside, JOGMEC, Mitsubishi, Kyushu Electric, NYK, JERA
U.S.	Elba Island LNG T1-6	2018	1.5	Kinder Morgan
Australia	Prelude FLNG	2018	3.6	Shell, INPEX, KOGAS, CPC
U.S.	Cameron LNG T1	2018	4	Sempra, Mitsubishi/NYK JV, Mitsui, ENGIE
Russia	Yamal LNG T2	2018	5.5	Novatek, TOTAL, CNPC, Silk Road Fund
U.S.	Cameron LNG T2	2018	4	Sempra, Mitsubishi/NYK JV, Mitsui, ENGIE
U.S.	Freeport LNG T1	2018	5.1	Freeport LNG, JERA, Osaka Gas
U.S.	Corpus Christi LNG T1	2019	4.5	Cheniere Energy
U.S.	Elba Island LNG T7-10	2019	1	Kinder Morgan
U.S.	Freeport LNG T2	2019	5.1	Freeport LNG, IFM Investors
U.S.	Corpus Christi LNG T2	2019	4.5	Cheniere Energy
U.S.	Cameron LNG T3	2019	4	Sempra, Mitsubishi/NYK JV, Mitsui, ENGIE
U.S.	Sabine Pass LNG T5	2019	5.5	Cheniere Energy, Blackstone
Russia	Yamal LNG T3	2019	5.1	Novatek, TOTAL, CNPC, Silk Road Fund
U.S.	Freeport LNG T3	2019	3.8	Freeport LNG
Indonesia	Tangguh LNG T3	2020	1.5	BP, CNOOC, JX Nippon Oil & Energy, Mitsubishi, Inpex, KG Berau, Sojitz, Sumitomo, Mitsui
Malaysia	PFLNG2	2020	1.5	PETRONAS
Malaysia	PFLNG2	2020	1.5	PETRONAS

자료: IGU-Chevron, 하나금융투자

표 8. 캐나다의 LNG 액화플랜트 프로젝트 진행 내역(2017)

프로젝트		MTPA	상태	생산 시작 계획	사업자
Kitsault FLNG		8	Pre-FID	2018-19	Kitsault Energy
Stewart Energy LNG	FLNG 1	5	Pre-FID	2018-19	Stewart Energy
Stewart Energy LNG	T2-6	25	Pre-FID	2020-25	Stewart Energy
Orca FLNG	1	4	Pre-FID	2019	Orca LNG
Orca FLNG	T2-6	20	Pre-FID	n/a	Orca LNG
NewTimes Energy LNG		12	Pre-FID	2019-21	NewTimes Energy LNG
Cedar FLNG		6.4	Pre-FID	2020	Haisia First Nation
Woodfibre LNG		2.1	Pre-FID	2020	Pacific Oil and Gas
Pacific Northwest LNG	T1-2	12	Pre-FID	2021-22	Petronas
Pacific Northwest LNG	T3	6	Pre-FID	n/a	Petronas
Grassy Point LNG		20	Pre-FID	2021	Woodside
Discovery LNG		20	Pre-FID	2021-24	Quiksilver Resources
WCC LNG	T1-3	15	Pre-FID	2025	ExxonMobile
WCC LNG	T4-6	15	Pre-FID	n/a	ExxonMobile
Aurora LNG	T1-2	12	Pre-FID	2026	Nexen(CNOOC)
Aurora LNG	T3-4	12	Pre-FID	2028	Nexen(CNOOC)
Kitimat LNG	T1	5	Pre-FID	n/a	Chevron
Kitimat LNG	T2-6	5	Pre-FID	n/a	Chevron
LNG Canada	T1-2	13	Pre-FID	n/a	Shell
LNG Canada	T3-4	13	Pre-FID	n/a	Shell
Malahat FLNG		6	Pre-FID	n/a	Steelhead Group
Prince Rupert LNG	T1-2	14	Pre-FID	n/a	Shell
Prince Rupert LNG	T3	7	Pre-FID	n/a	Shell
Sarita LNG		24	Pre-FID	n/a	Steelhead Group
SK Canada LNG		n/a	Pre-FID	n/a	SK E&S
Watson Island LNG		n/a	Pre-FID	Pre-FID	Watson Island LNG Corp
North Shore LNG		1	Pre-FID	2018	SLNGaz
AC LNG		15.5	Pre-FID	2020	H-Energy
Saguenay LNG		11	Pre-FID	2020	GNL Quebec
Goldboro LNG		10	Pre-FID	2021	Pierdae Energy
Bear Head LNG		12	Pre-FID	2023	LNG Limited
Canaport LNG		5	Pre-FID	Stalled	Repsol

자료: IGU-Chevron, 하나금융투자

표 9. 미국의 LNG액화플랜트 프로젝트 진행 내역(2017)

프로젝트		MTPA	상태	생산 시작 계획	DOE/FERC 승인	사업자
Sabine Pass LNG	T3-4	9	공사 중	2017	DOE/FERC	Cheniere Energy
Sabine Pass LNG	T5	4.5	공사 중	2019	DOE/FERC	Cheniere Energy
Sabine Pass LNG	T6	4.5	Pre-FID	n/a	DOE/FERC	Cheniere Energy
Cove Piont LNG		5.25	공사 중	2017	DOE/FERC	Dominion Resources
Elba Island LNG		2.5	공사 중	2018	DOE/FERC	Kinder Morgan
Cameron LNG	T1-3	12	공사 중	2018	DOE/FERC	Sempra Energy
Cameron LNG	T4-5	8	Pre-FID	2021	DOE/FERC	Sempra Energy
Freeport LNG	T1-2	10.2	공사 중	2018-2019	DOE/FERC	Freeport LNG
Freeport LNG	T3	5.1	공사 중	2019	DOE/FERC	Freeport LNG
Freeport LNG	T4	5.1	Pre-FID	2021	n/a	Freeport LNG
Corpus Christi LNG	T1-2	9	공사 중	2019	DOE/FERC	Cheniere Energy
Corpus Christi LNG	T3	4.5	Pre-FID	n/a	DOE/FERC	Cheniere Energy
Corpus Christi LNG	T4-5	9	Pre-FID	n/a	DOE	Cheniere Energy
American LNG - Titusville		0.6	Pre-FID	2017	DOE	Fortress Investment
Eagle LNG		0.99	Pre-FID	2018-2020	DOE	Ferus Natural Gas Fuels
Calcasieu Pass LNG		10	Pre-FID	2020	DOE	Venture Global Partners
CE FLNG		7.5	Pre-FID	2020	DOE	Cambridge Energy Holdings
Delfin FLNG		12	Pre-FID	2020	DOE	Fairwood LNG
Main Pass Energy Hub FLNG		24	Pre-FID	2020	DOE	Freeport-McMoran Energy
Plaquemines LNG		20	Pre-FID	2020	DOE	Venture Global Partners
Rio Grande LNG		27	Pre-FID	2020-22	DOE	NextDecade
Barca FLNG		12	Pre-FID	2021	DOE	Barca LNG
Eos FLNG		12	Pre-FID	2021	DOE	Eos LNG
Gulf Coast LNG		21	Pre-FID	2021	DOE	Gulf Coast LNG
Texas LNG		4	Pre-FID	2021	DOE	Texas LNG
Annova LNG		6	Pre-FID	2021-22	DOE	Exelon
Golden Pass LNG		15.6	Pre-FID	2021-22	DOE/FERC	Golden Pass Products
Gulf LNG		10	Pre-FID	2021-22	DOE	Kinder Morgan
G2 LNG		13.4	Pre-FID	2022	DOE	G2 LNG
General American LNG		4	Pre-FID	2022	n/a	General American LNG
Magnolia LNG		8	Pre-FID	2022	DOE/FERC	LNG Limited
Point Comfort FLNG		9	Pre-FID	2022	n/a	Lloyds Energy Group
Driftwood LNG		26	Pre-FID	2022-25	n/a	Tellurian Investments
Port Arthur LNG		10	Pre-FID	2023	DOE	Sempra Energy
Monkey Island LNG		12	Pre-FID	2023-24	DOE	SCT&E
Jordan Cove LNG		6	Pre-FID	2024	DOE	Veresen
Lake Charies LNG		15	Pre-FID	n/a	DOE/FERC	Shell
Alturas LNG		1.5	Pre-FID	n/a	n/a	WesPac
Commonwealth LNG		1.25	Pre-FID	n/a	DOE	Commonwealth Projects
Avocet FLNG		n/a	Pre-FID	n/a	n/a	Fairwood LNG
Energy World Gulf Coast LNG		2	Pre-FID	n/a	n/a	EWC
Penn American Energy LNG		n/a	Pre-FID	n/a	n/a	Penn American Energy
Shoal Poiont LNG		n/a	Pre-FID	n/a	n/a	NextDecade
Alaska-Japan LNG		1	Pre-FID	2021	n/a	Resources Energy
Alaska LNG T1-3		20	Pre-FID	2025-26	DOE	State of Alaska

자료: IGU-Chevron, 하나금융투자

표 10. 호주의 LNG액화플랜트 프로젝트 진행 내역(2017)

프로젝트		MTPA	생산 시작 계획	시작	사업자
Australia Pacific LNG T2		9	공사 중	2017	ConocoPhillips
Abbot Point LNG	T1-2	1	Pre-FID	2020	EWC
Abbot Point LNG	T3-4	1	Pre-FID	n/a	EWC
Fisherman's Landing LNG	T1-2	3.8	Pre-FID	n/a	LNG Limited
Gorgon LNG	T2-3	10.4	공사 중	2017	Chevron
Gorgon LNG	T4	5.2	Pre-FID	n/a	Chevron
Wheatstone LNG	T1-2	8.9	공사 중	2017-2018	Chevron
Wheatstone LNG	T3-5	13.35	Pre-FID	n/a	Chevron
Ichthys LNG		8.9	공사 중	2017-18	INPEX
Prelude FLNG		3.6	공사 중	2018	Shell
Scarborough FLNG		6.5	Pre-FID	2021	ExxonMobile
Bonaparte FLNG		2	Pre-FID	n/a	ENGIE
Browse FLNG 1-3		4.5	Pre-FID	n/a	Woodside
Cash Maple FLNG		2	Pre-FID	n/a	PTTEP
Crux FLNG		2	Pre-FID	n/a	Shell
Darwin LNG T2		3.6	Pre-FID	n/a	ConocoPhillips
Poseidon FLNG		3.9	Pre-FID	n/a	ConocoPhillips
Sunrise FLNG		4	Pre-FID	n/a	Shell/Woodside
Timor Sea LNG		3	Pre-FID	n/a	MEO

자료: IGU-Chevron, 하나금융투자

표 11. 국가별 LNG액화플랜트 프로젝트 진행 내역(2017)

국가	프로젝트		MTPA	생산 시작 계획	사업자
이란	Iran FLGN		0.5	2017	Unknown
러시아	Gorskaya FLNG	T1-3	1.26	2017-2021	Unknown
러시아	Pechora LNG		4	2018	Altech
러시아	Portovaya LNG		1.5	2019	Gazprom
지부티	Djibouti FLNG		3	2020	Poly-GCL
에콰도르	Fortuna FLNG	T1-2	4.4	2020-2025	Golar
모잠비크	Mamba LNG		10	2020-2021	Eni
콩고	Congo-Brazzaville FLNG		1.2	2020	NewAge
모리타니	Greater Tortue FLNG		2.5	2021	Kosmos Energy
러시아	Baltic LNG	T1-2	10	2021	Gazprom
러시아	Sakhalin - 2	T3	5.4	2021	Sakhalin Energy Investment
모잠비크	Coral FLNG(Area 4)		3.4	2022	Eni
파푸아 뉴 기니	PNG LNG	T3	3.45	2022	ExxonMobile
모잠비크	Mozambique LNG(Area 1)	T1-2	12	2023-2024	Anadarko
파푸아 뉴 기니	Papua LNG	T1-2	8	2023	TOTAL
인도네시아	Abadi LNG	T1-2	9.5	2025-2026	INPEX
러시아	Arctic LNG-2	T1	6	2025	NOVATEK
러시아		T2-3	12	n/a	NOVATEK
탄자니아	Tanzania LNG	T1-3	15	2026-2027	Statoil
탄자니아		T4	5	n/a	Shell
인도네시아	East Dara FLNG		0.83	n/a	Black Platinum
나이지리아	NLNG	T7-8	8.6	n/a	Nigeria LNG
파푸아 뉴 기니	Pandora FLNG		1	n/a	Cott Oil & Gas
러시아	Sakhalin 1 LNG(Far East LNG)		5	n/a	ExxonMobile
인도네시아	Sengkang LNG	T2-4	1.5	n/a	EWC
파푸아 뉴 기니	Western LNG T1		1.5	n/a	Repsol
러시아	Yamal LNG T4		5.5	n/a	NOVATEK

자료: IGU-Chevron, 하나금융투자

표 12. 멕시코의 LNG액화플랜트 프로젝트 진행 상황(2017)

프로젝트	MTPA	상태	생산 시작 계획	사업자
PEMEX LNG	5	Pre-FID	2021	PEMEX
Costa Azul LNG	2	Pre-FID	2024-25	Sempra Energy

자료: IGU-Chevron, 하나금융투자

4) 한국의 LNG 경쟁력이 돋보일 때

(1) 대우건설, 나이지리아 LNG 액화 플랜트 수주

대우건설은 2019년 9월, 나이지리아 NNPC 발주의 NLNG 프로젝트의 7번 액화트레인에 대한 EPC의 LOI를 받았다. 이는 한국 건설사가 EPC 시장에서 최초로 액화시설의 주류로 올라간 첫 번째 케이스다. 아울러 대우건설의 장기적인 LNG EPC 시장에서의 순항을 예고 하는 예고편이기도 하다.

LNG 액화플랜트의 경우, EPC 원청의 독과점 시장이 형성되어 있다. 통상적으로 (Technip+KBR+JGC)vs(Saipem+Chiyoda), (JGC+Fluor)vs(Chiyoda+Saipem+CB&I) 등의 협력 및 대립구도가 이미 형성되어 있다. 대우건설의 이번 NLNG건은 Saipem, Chiyoda와 컨소시엄을 이뤄 EPC LOI를 받은 것으로 국내 기업 최초로 LNG 카르텔에 입성했다고 할 수 있다.

대우건설은 현재 약 884MMPA, 7,000억불 규모의 LNG 액화 플랜트 추진을 검토 중이다. 나이지리아 NLNG 외에 모잠비크 LNG #1, #4 시공 수주가 기대되며, 카타르 LNG EPC 또는 컨소시엄 C에 대한 기대감이 열려있는 상태다. 앞으로 아프리카, 아시아, CIS, 오세아니아 지역에서 액화플랜트가 발주될 예정이며 대우건설의 경우 나이지리아, 이라크, 베트남 등 핵심국가 대상 해외성장이 기대된다.

표 13. NLNG Train-7 Project 공사 개요

프로젝트 명	Nigeria LNG Train 7 Project	사업주	Nigeria LNG Limited (NLNG)
Capacity	8 MTPA 규모의 LNG 액화 및 부수설비 공사	금융조건	발주처 financing
협업구도	대우건설+Saipem+Chiyoda	경쟁사	B7 JV (Technip+KBR+JGC)
입찰일정	'19.06.03: Technical Proposal 제출 / '19.07.15: Commercial Proposal 제출 / '19.09.11: LOI 수령		

자료: 대우건설, 하나금융투자

표 14. 대우건설 해외수주 추진 현황

(단위: 십억달러)

사업부문	국가	프로젝트명	도급예정액	세부사항
플랜트	나이지리아	NLNG Train #7	1.7	<ul style="list-style-type: none"> '19.9월 LOI 접수 (Saipem 60%+당사 40%+Chiyoda 기술자문 참여) 한국건설사 최초 LNG EPC 수주 임박 (연내 LOA 접수 추진중)
플랜트	모잠비크	모잠비크 LNG Area #1	0.5~0.7	<ul style="list-style-type: none"> '19.7월 EPC 원청사 착공지시서(NTP) 수령, 시공사 지위 확보
플랜트	모잠비크	모잠비크 LNG Area #4	0.5~1.0	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q 시공사 선정 예상 시공 입찰 진행 중
플랜트	카타르	카타르 LNG 2단계 (North Field Expansion Pkg.1)	1.0	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q 시공사 선정 예상. 당사 시공 참여 추진 중
플랜트	알제리	CPF Bir Seba Phase 2	0.4~0.5	<ul style="list-style-type: none"> '19.3월 기술제안서 제출 → 12월 가격입찰서 제출 예정
플랜트	쿠웨이트	Kipic Prize Refinery	4.0	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q ITB 발급
플랜트	베트남	Dung Quat #2	0.4	<ul style="list-style-type: none"> 11월 EPC short list 발표 예정 → '20.하반기 낙찰자 선정 예상 경쟁사: 현대, 두중, 포스코, 롯데, sepco(중)
토목	이라크	Al Faw항 컨테이너터미널 2단계 (Al Faw Container Terminal Pkg.2)	0.6	<ul style="list-style-type: none"> 4월, 컨테이너터미널 1단계 공사 수의계약 체결 (US\$ 2억) Pkg.2 내년 상반기 중 수주결과 발표 예상
토목	이라크	침매터널(분공사) (Khor Al Zubair Immersed Tunnel)	0.3	<ul style="list-style-type: none"> 10월, 침매터널(제작장) 수의계약 체결 (US\$ 0.86억) 분공사 내년 3Q 중 수주결과 발표 예상
토목	인도네시아	동 칼리만탄 석탄 터미널 (Kutai Project)	0.3	<ul style="list-style-type: none"> PPP사업으로 발주처와 수의계약 추진 중 12월 계약 목표(이월 가능성 있음)
토목	싱가포르	싱가포르 지하철 (Jurong Line(J101))	0.3	<ul style="list-style-type: none"> '19.4Q 경쟁입찰 결과 발표 예정
토목	홍콩	홍콩 우회도로 (Fanling Bypass Eastern Section)	0.1	<ul style="list-style-type: none"> '19.10월 입찰 → 연말 낙찰결과 발표 예정 경쟁사 : SK+BK(홍), CRBC(중), Gammon(홍), CFC(대만) 등
토목	인도	인도 교량 및 도로 (Djibri-Phullbari)	0.3	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q 입찰 → 내년 낙찰결과 발표 예정

자료: 대우건설, 하나금융투자

(2) 중동의 Gas 다운스트림 에서 압도적 규모인 Qatar LNG, 대우/현대 입찰

중동의 2020년 Gas 다운스트림 발주는 다양한 프로젝트로 발표되는데, 이 중 Qatargas가 발주하는 LNG 프로젝트의 경우 전체 사업비만 약 100억불로 기획되어 있다. 이 중 카타르는 현재 7천7백만톤 규모의 LNG 생산 캐파를 2024년까지 1억톤으로 상향 조정하여, 이에 상응하는 LNG 프로젝트를 추가로 신설할 계획 중에 있다. 라스라판(Ras Raffan)에 신설될 이 프로젝트는 총 7.8백만톤 규모이고, 2019년 말 입찰초청서(ITB)가 발급되어 2020년 중 계약이 예상된다. 당 프로젝트의 FEED를 일본 치요다(Chiyoda)가 수행하였고, 치요다와 대우건설이 NLNG에서도 파트너십을 체결하는 등 긍정적인 결과가 기대된다. 해당 프로젝트에는 국내 현대건설도 JGC와 파트너십을 맺어서 입찰 예정이다.

표 15. 2020년 발주 예상 Gas 다운스트림

(단위: 백만달러)

A(Y)	A(Q)	C(Y)	C(Q)	프로젝트명	국가	추정 예산	상태
2020	1Q	2022	1Q	KNPC- Installation of VOC/H2S Emission Control Facilities	쿠웨이트	50	FEED
2020	3Q	2022	4Q	Oman LNG - Debottlenecking of Qalhat plant	오만	85	FEED
2020	1Q	2022	4Q	Adnoc Sour Gas - Shah Gas Development: Gas Plant: Package 2	아랍에미리트	2,000	Main Contract PQ
2020	1Q	2022	4Q	ADNOC - Hail and Ghasha Sour Gas Development: Package 2	아랍에미리트	2,000	Main Contract Bid
2020	1Q	2023	3Q	ADNOC - Hail and Ghasha Sour Gas Development: Package 4	아랍에미리트	5,000	Main Contract Bid
2020	4Q	2023	4Q	Saudi Aramco - Jafurah Gas Plant : Gas Compression Plant	사우디아라비아	1,000	Main Contract PQ
2020	4Q	2023	4Q	Saudi Aramco - Jafurah Gas Plant : Processing Plant	사우디아라비아	1,500	Main Contract PQ
2020	2Q	2025	2Q	Qatargas - LNG Processing Trains (EPC-1)	카타르	10,000	Main Contract Bid
2020	4Q	2023	4Q	Saudi Aramco - Jafurah Gas Plant: Sulphur Utilities & Interconnecting Facility	사우디아라비아	500	Main Contract PQ
2020	2Q	2022	4Q	TAKREER - Refinery Offgases (ROG) at Ruwais refinery	아랍에미리트	100	FEED
2020	1Q	2022	4Q	ADOC - Mubarraz Oil Field Expansion: AR Site Terminal: Package 3	아랍에미리트	200	FEED

자료: 하나금융투자

2020년 미국 대선 유력 후보자인 엘리자베스 워런, 대통령 당선시 수압파쇄공법 금지 예고

(3) 엘리자베스 워런, 셰일 프래킹 금지와 한국 LNG액화

2020년 미 대선의 유력한 민주당 대표 후보자로 거론되는 엘리자베스 워런은, 최근 언론 인터뷰에서 본인이 대통령이 된다면 시추 중인 모든 화석연료의 신규임대를 중단하고 환경오염의 원인으로 알려지는 수압파쇄(fracking)공법을 금지하는 행정명령을 첫날에 서명할 것이라는 발언을 한 바 있다.

셰일은 미국을 세계최대 산유국으로 만들었을 뿐 아니라, 천연가스 측면에서도 세계최대 LNG 수출국가가 될 수 있는 포텐셜 있는 천연자원으로서 2010년대를 강타한 바 있다. 2010년대부터 프래킹 공법은 황금알을 낳는 거위로 인식되었고, 오바마 행정부의 리쇼어링 정책과 연결되어서 미국은 LNG 수입국가에서 다수의 국가들에게 LNG 수출을 할 수 있는 수출국가로 터미널까지 변경하면서 에너지 측면에서의 위상이 완전히 탈바꿈한 바 있다.

이러한 과정에서 환경이슈가 점화되였으나 트럼프행정부는 이에 대해서 무심했다. 하지만, 현 엘리자베스 워런으로 대표되는 민주당 측에서는 강한 기후관련 의지가 돋보이는 상황이라서, 이는 다시 한번 전 세계 에너지 시장에 일대 파란을 불고 일으킬만한 이슈라고 판단된다.

미국 셰일가스 채굴중단 우려는 공급위축 우려로 연결. 미국의 불확실성으로 타 국가들 반대급부 기회, 한국에 긍정적 이슈

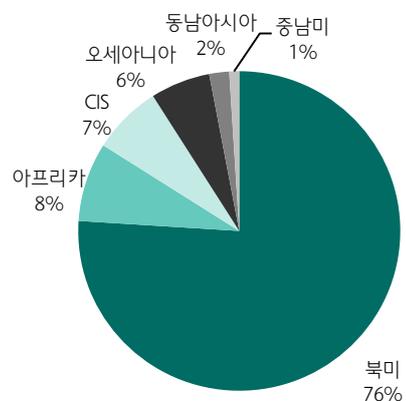
이미 글로벌 천연가스 수요가 기록적으로 상승하는 국면에서 미국의 셰일가스 채굴중단 우려는 상당한 공급위축 우려로 연결 될 가능성이 높다. 아직은 스토리일 뿐이지만, 미국 내에서도 이미 워런 당선 시 수혜-피해를 조사하고 있으며, 미국 내 에너지기업들은 피해업종으로 거론된다. 이는 천연가스 수요와 연결해서 판단할 때, 호주와 중동, 아프리카 및 아시아 국가들에 반대급부로 기회가 올 수 있음을 의미하고 있다. 이미 현재에도 전 세계 Gas 생산국은 아시아라는 세계최대 수요처를 두고 앞다퉈 경쟁하고 있는 상황이며, 이 경쟁에서 미국이 불확실성에 놓이는 만큼, 타 국가들은 개선되는 것이다. 한국 건설사의 경우, 미국-호주를 제외한 전 세계 LNG 액화시장에 진출 가능한 것을 볼 때, 한국이 진출하는 시장의 전망이 밝아지는 것과 같아 주가에 긍정적으로 작용할 이슈라고 판단한다.

그림 45. 엘리자베스 워런



자료: 하나금융투자

그림 46. 지역별 액화플랜트 발주 비중



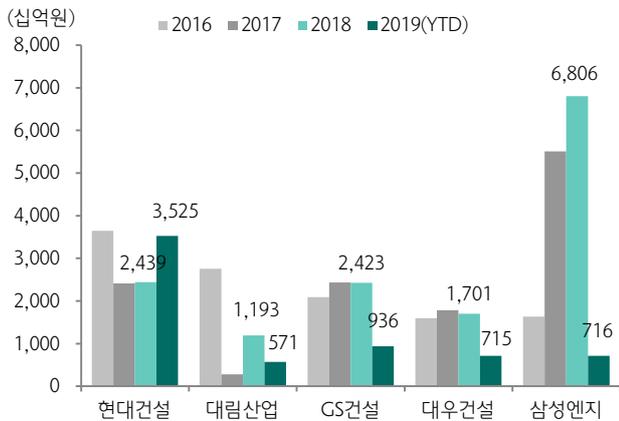
자료: 해외건설협회, 하나금융투자

5) 해외건설 수주목표 2020년 상향 조정될 것

(1) 국내 건설사 '19년 가이던스 현대건설 충족 전망

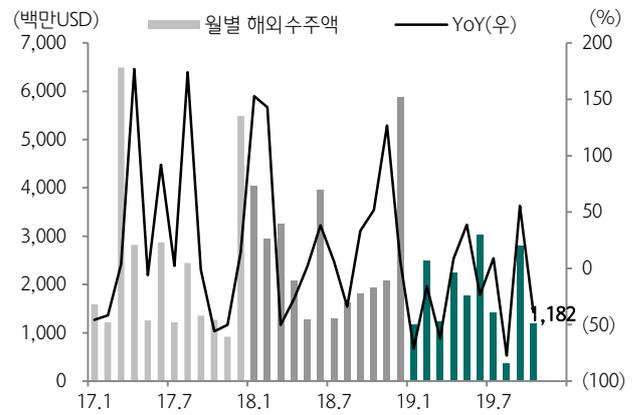
2019년 국내 건설사의 해외수주 가이던스는 대림산업 2.0조원, 대우건설 3.2조원, 삼성엔지니어링 3.6조원, 현대건설 7.7조원, GS건설 3.5조원이다. '19년 3분기 기준 건설사별 누적 해외수주액은 대림산업 5,710억원, 대우건설 7,150억원, 삼성엔지니어링 7,160억원, 현대건설 3,525억원, GS건설 9,360억원으로 현대건설이 가이던스 충족할 것으로 전망한다.

그림 47. 국내 건설사별 분기 해외수주액(2019년은 3분기 기준)



자료: 각 사, 하나금융투자

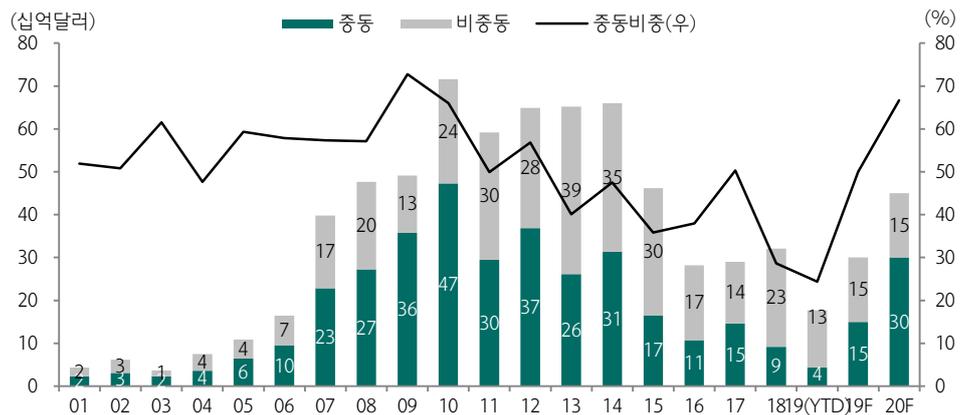
그림 48. 월별 해외수주 추이 (10월 11.8억불, YoY -38.7%)



자료: 해외건설협회, 하나금융투자

그림 49. 연도별 해외건설 수주추이(2019년은 10월말 기준)

중동지역 비석유부문 발주가 기대되는 만큼 그동안 낮아졌던 전체 해외수주액 중 중동비중이 상승할 것으로 예상



자료: 하나금융투자

(2) 2020년 국내 건설사 해외수주 가이던스, 다운스트림 발 긍정적으로 발표될 전망

2020년 건설사별 가이던스
긍정적 전망

올해 해외수주는 다소 부진하나 그동안 이연된 프로젝트들의 결과가 4분기 또는 내년 1분기에 나올 것으로 기대되며, 2020년 건설사별 가이던스는 중동의 다운스트림 발주 발 긍정적으로 발표될 것으로 전망한다. 특히 중동지역 비석유부문 발주가 기대되는 만큼 그동안 낮아졌던 전체 해외수주액 중 중동비중이 상승할 것으로 예상된다.

표 16. 연간 수주액 순위별 현황

	2016	2017	2018	2019
1위	사우디 (14.8%)	이란 (18.0%)	UAE (16.6%)	인도네시아 (21.1%)
2위	쿠웨이트 (11.8%)	인도 (10.0%)	베트남 (13.7%)	사우디 (16.9%)
3위	싱가포르 (9.9%)	오만 (7.0%)	러시아 (9.8%)	중국 (11.3%)

주: 음영은 중동지역 국가
자료: 해외건설협회, 하나금융투자

표 17. 주요 건설사 해외수주 Pipe Line

건설사 (가이던스)	1Q	2Q	3Q	4Q	2020
대림산업 (2.0조원)	말련 Petron(1400억원) 여천 NCC(3200억원)			USGC(6000억원) 러시아 정유공장(3000억원) 북미 대림-PTTGC ECC(EPC) 오만 PTA플랜트(7000억원) 태국 아로마틱스(1000억원) 현대케미칼 NCC(6000억원)	LG PC(3000억원) S-Oil RHDS(2000억원, EPC) 롯데 타이탄NCC(6000억원)
			나이지리아 LNG(43억불)	러시아LNG (ITB,입찰초청) 이라크 해저터널(8600만불) 카타르LNG (ITB,입찰초청)	
대우건설 (3.2조원)			멕시코 페멕스 정유(1.4억불)	말련 메탄올 플랜트 (10억불) 북미 대림-PTTGC ECC(EPC) 아제르바이잔 PETRO(10억불) 알제리 HMD(Lowest) 우즈벡 비료공장(8억불) 이집트 PDHPP(7억불)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불)
삼성엔지니어링 (3.6조원)			이라크 해수처리시설(25억불)	마르잔 가스플랜트(60억불) 알제리 복합 화력발전소(7억불)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불) 카타르 LNG (ITB,입찰초청)
현대건설 (7.7조원)			사우디 Rabigh 턴어라운드 (3억불) 태국 PP Plant(2억불)	Hail&Ghasha Sour Gas(40억불) 사우디 우나이자 가스(8억불) 인도네시아 수력발전(3억불) 카타르 병원(43억불) 파나마 매트رو(20억불) 필리핀 매립 공사(10억불)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불)
GS건설 (3.5조원)				Hail&Ghasha Sour Gas(40억불) 카타르 비료공장(4억불) 터키 PPP(14억불, EPC)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불)

주: 음영은 수주 완료
자료: 각 사, 하나금융투자

3. 국내: 재건축-도급에서 신도시개발-리츠 중심으로

1) 2020년부터 달라질 국내 건설업황

(1) 수도권 개발 시대 개막

3기 신도시의 시대의 개막

2018년 9월, 12월, 2019년 5월을 통해 총 30만호의 3기 신도시 공급계획이 발표되었다. 그리고 2019년말, 3기 신도시의 택지공급 계획이 가속화되면서, 2020년 말부터 택지공급이 될 것으로 예상된다. 주택분양은 이르면 2021년 상반기부터 계획되었다.

3기 신도시 주택분양은 30만이라는 공급 호수도 중요하지만, 부동산 정책의 패러다임이 3기 신도시를 통해서 변경되었음을 공개적으로 알린다는 점에서 의미가 크다. 지난 2013년부터 2018년 9.13정책 전까지 부동산 정책 중 공급정책의 골자는 '서울 정비사업 촉진 - 신도시 도입 억제'로 대표된다. 정책적 효과로 2016~2018년의 3년간 서울 주택가격 상승률은 2010년대 들어서 최대치에 이르렀다. 현 정부 부동산 정책도 2017년 이후부터는 부양책이 아니라 180도 달라져 '서울 존치 - 신도시 도입 확대'와 함께 안정화 대책 중심으로 선회하였다.

공급에서 수도권과 신도시 건설을 대거 천명한 것은 2003년 노무현 정부 시절 주택가격 급등기에 내놓았던 처방과 유사하나, 다른점은 3기는 교통계획이 이미 디폴트로 깔려있는 우수한 정책이라는 점일 것이다. 앞으로 달라질 수도권 부동산 공급정책에 따라 건설사별 명암이 엇갈리게 되었고, 이 부분에서 국내 건설사의 주요 투자 아이디어가 존재한다. 특히 15년 만에 신도시 사업이 재개되면서, 과거 2기 신도시 때 가장 수혜를 받았던 디벨로퍼들이 다시 한번 수혜를 입을 가능성이 극히 높아졌다. 여기에 추가로, '공모상장리츠'라는 새로운 수혜그룹이 등장할 것으로 예상된다.

표 18. 3기 신도시 발표지구 개요

(만m², 만호)

구분	1차발표	2차발표			3차발표	
	과천과천	남양주 왕숙	하남교산	인천 계양	고양 창릉	부천 대장
면적	155	1,134	649	335	813	343
호수	0.7	6.6	3.2	1.7	3.8	2.0

자료: 국토교통부, 하나금융투자

표 19. 광역교통시설 확충안

사업명	사업내용	향후 계획
GTX-A	43.6km, 운정~삼성 (운영: 운정~동탄)	2018년 12월 착공
GTX-C	74.2km, 양주(덕정)~수원	2019년 초 기본계획 착수
GTX-B	80.1km, 인천 송도~남양주 마석	2019년 예타완료 추진
신안산선	44.6km, 안산-시흥~여의도	2019년 하반기 착공
신분당선 연장 (광교~호매실)	11.1km, 수원 광교~호매실	입주민 재원분담사업에 대한 제도개선을 통해 신속추진
계양-강화 고속도로	31.5km, 인천 계양~인천 강화	2019년 예타완료 추진
별내선 연장	3.3km, 별내역(별내선)~북별내(진접선)	지자체 협의 및
3호선 연장(서북부)	7.6km, 대화역~파주시 운정	예비타당성 조사 등
한강선(가칭)	24.2km, 방화~김포	신속 추진
7호선 연장(양주 신도시)	4.0km, 고읍~옥정	2019년 초 기본계획 착수
위례 트램(위례 신도시)	5.4km, 마천역~북정역·우남역	(타당성조사 비대상)

자료: 국토교통부, 하나금융투자

(2) GTX, 광역철도를 통한 수도권 메갈로폴리스 시대 개막

GTX + 수도권 광역철도망 계획은 경기도권을 메갈로폴리스화 할 것

3기 신도시 공급과 함께 주목받는 프로젝트는 GTX로 대표되는 수도권 광역철도망 신설이다. 한국의 풍부한 자동차도로면적 대비, 철도연장 등이 선진국 대비 현저히 부족한 상황이기 때문에 대형 철도프로젝트는 전국민적 관심을 받을 수 밖에 없다.

GTX는 A, B, C의 3개 노선으로 나뉘어져 있으며, A노선은 착공 중이고 C노선은 사업자선정 예정이며, B노선은 예비타당성 조사를 2019년에 통과했다. 시차는 있겠으나, 본격 착공이 시작되고 나면 약 5년 정도의 공사기간을 거쳐 준공될 것으로 예상된다.

광역철도노선은 기 공급한 2기 신도시들을 서울의 세력범위로 연결하는 개념

2기 신도시 지역에도 GTX를 포함한 광역 철도노선이 건설될 예정이다. 중요한 점은 이를 통해 2기 신도시들의 서울 접근성이 높아진다는 것이다. 서울 접근성은 물리적 거리에서 나오는 것이 아니라, 사람의 행태에서 나온다. 현재 경기권 도시들에서 서울시로 통근-통학하는 비중을 살펴보면 서울과 연계성이 있는지 없는지 도시구조가 파악된다. 동탄1-2, 평택고덕국제신도시, 양주 옥정신도시나 파주운정신도시 등은 거리상, 위치상 제약에 따라 서울과의 접근성이 높지 못했다. 이 도시들이 GTX - A, C 등으로 연결되며 서울로 통근통학하는 비중이 높아지게 될 경우, 해당 도시의 수요층이 대폭 확대된다. 이런 변화들에 따라서, 3기 신도시만이 수도권 내 주택공급이 되는 것이 아니라, 2기 신도시 중 서울 수요를 흡수하지 못했던 도시들도 동시에 서울생활권역에 포함되면서 실질적 주택공급 호 수는 대거 늘어나는 효과가 있을 것이다.

표 20. 주요 경기도 도시의 서울 향 통근통학 비중 추이

통근통학비중 분류	10%미만 비 서울세력권	11~20% 준 서울세력권	21~30% 서울세력권	31%이상 준 서울
시-군	수원시, 화성시, 평택시, 안산시, 시흥시, 이천시, 오산시, 안성시, 동두천시, 가평군, 연천군, 인천(강화군, 옹진군)	용인시, 파주시, 광주시, 군포시, 양주시, 양평군, 인천광역시	고양시, 남양주시, 성남시, 부천시, 안양시, 의정부시, 김포시, 의왕시	광명시, 과천시, 구리시, 하남시
구	인천(중구/동구/남구/연수구/남동구), 수원(권선/팔달/영통), 안산(상록/단원), 용인(처인)	인천(부평, 계양, 서구), 수원(장안구), 성남(중원구), 용인(기흥구)	성남(수정구), 안양(만안구, 동안구), 부천(원미구, 소사구, 오정구), 고양(일산동구, 일산서구), 용인(수지구)	성남(분당구), 고양(덕양구)

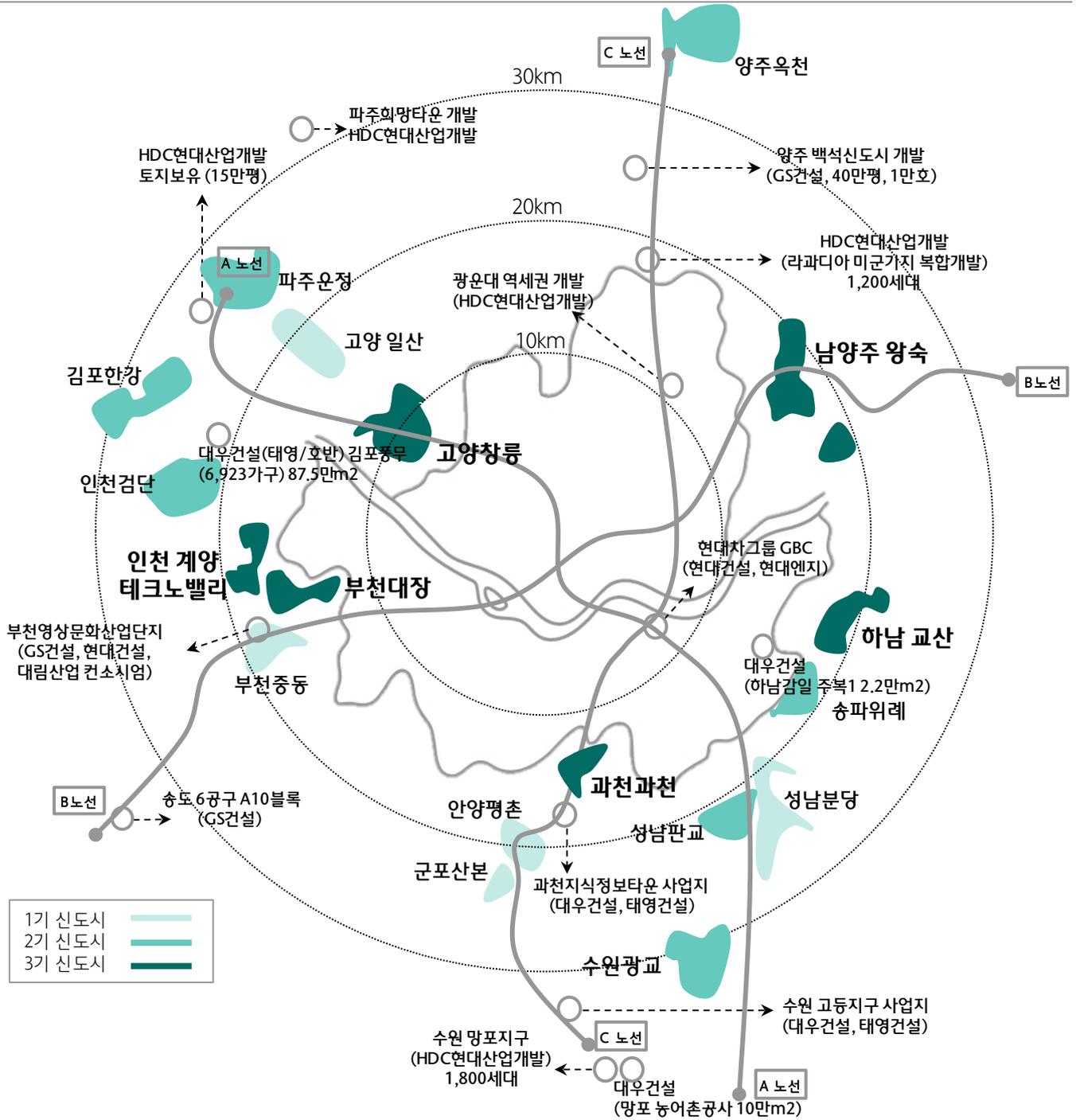
주: 음영은 서울 통근통학률이 평균을 상회하는 도시지역 & 굵은 글씨는 3기 신도시 지역
자료: 하나금융투자

(3) 광역철도 및 역세권 개발사업 부상할 것

광역철도노선을 따라 건설사들의 먹거리가 풍부해질 것

수도권 광역 개발의 시대와 함께 건설사 중 시행사들의 개발 계획들도 대거 사업화 단계에 진입할 것이 기대된다. 특히 GTX 전 노선을 훑다시피 한 HDC현대산업개발이 이런 변화에 가장 앞장서서 대응하고 있고, 태영건설, 대우건설, GS건설, 현대산업 등 사실상 전 건설사가 광역개발의 수혜를 보게 된다.

그림 50. 신도시 및 GTX 노선도, 주요 건설사 사업지



자료: 하나금융투자

2) 다시 디벨로퍼를 위한 시대로

(1) 신도시를 통한 주택공급으로 건설사는 수혜

시가지 개발은 신규냐 기존 시가지 개발이냐로 개발 방식이 양분된다. 이 중 신도시 개발은 지자체/토지주가 중심인 도시개발사업과 정부위주의 택지개발 방식으로 양분된다.

Top down방식인 택지개발방식보다는 앞으로 도시개발방식이 더 활용될 것이고, 이 과정에서 도시개발 전문 기업들은 수혜를 볼 것

택지개발사업방식은 1980년에 택지개발촉진법과 함께 시장에 파격적으로 등장했다. 정부가 민간 토지주로부터 강제로 토지를 수용할 수 있는 전면수용방식을 무기로, 80년대 스타일로 강제매입을 대거 진행하고 개발한 것이 현재의 택지개발신도시들인 1기 신도시를 포함하는 전국의 신도시들이다.

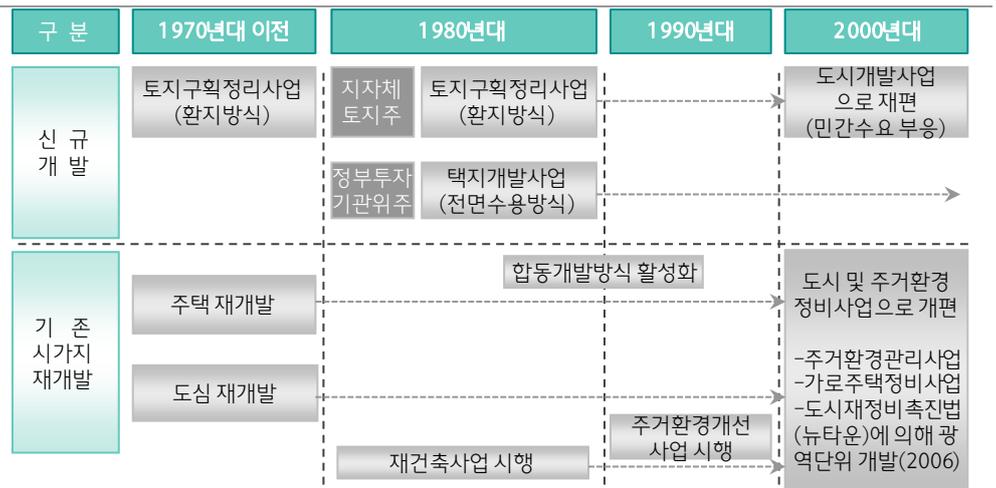
택지개발 신도시 사업은 민간/지자체가 아끼자기하게 만들어서 진행하는 형태와 달리 규모도 크고 속도도 빨라서 8~90년대 신도시 시대의 주인공이었다. 그러다 2013년 박근혜 정부에서 추진한 신도시 공급 중단에 따라 잠재적으로 소멸상태로 들어가기 시작했고 이후에 민간/지자체 중심의 도시개발사업이 부상하게 된다.

도시개발사업에서 지자체는 주로 인허가 담당이며, 민간 사업자가 자금조달과 건설을 담당하고 있다. 특히 택지개발신도시가 '수용'방식이어서 LH가 해당 토지를 수용으로 매입하고, 민간시행사들에게 토지를 입찰매각 하였다면 지금의 도시개발사업에서 지자체는 인허가만 전담하고, 민간 사업자들이 구조화금융을 통해서 토지 매입비용을 조달하고 토지를 매입하여 사업추진에 필요한 자본을 스스로 조달하는 시스템이 고착화되고 있다.

그러나 궁극적으로 이 두 사업(택지개발 신도시와 도시개발사업)은 동시에 진행되는 개념으로 봐야한다. 왜 그럴까?

그림 51. 시가지 조성 도시개발사업의 변천도

Bottom-Up방식의 도시개발사업에서는 민간사업자들이 구조화금융을 통해 토지 매입 비용을 조달하고 사업추진에 필요한 자본을 조달하는 시스템이 고착



자료: 대한건설단지, 하나금융투자

(2) 도시개발사업은 결국 LH의 신도시 사업과 연계되는 사업

도시개발사업은 택지개발사업과 연계되어 추진된다

국내 신도시 개발사업은 결국 LH 주도의 택지개발 신도시 사업과, 민간 주도의 도시개발사업으로 크게 양분되며 이 두 사업은 결국 같은 궤도로 진행된다는 의미다. 민간 시행사들이 도시개발사업을 통해서 시행사업권을 확보한다는 것을 볼 때, 민간 시행사들의 업황개선 시기는 택지개발 신도시가 대거 공급되는 시점이 될 수 밖에 없는 이유다.

2기 신도시 택지개발이 대거 공급되던 시점이 도시개발업체인 현대산업개발의 업황 확대시점

이러한 이유로 2003년 2기 신도시가 공급되던 초기에 HDC현대산업개발의 주가가 대폭 상승했고 상승 이유는 택지개발과 연계한 다양한 신도시 파이프라인을 확보했기 때문이다. 이제 3기 신도시가 공급될 예정인 만큼, 이와 연계한 다양한 도시개발사업이 추가로 진행될 것이 기대된다.

이를 종합적으로 요약하면 아래 표와 같다. 한국의 시가지 조성의 방식은 크게 3가지 방식으로 구성되며, 택지개발사업은 LH가 중심이 되는 사업이고 수혜는 LH공사와 종합건설 일회사다. 도시개발사업의 경우에는 자연스럽게 시행사가 주인공이 된다. 마지막으로 도시정비사업(재건축/재개발 등)의 수혜군은 건설사 중 초대형 건설사들이다. 브랜드를 통해 조합원들에게 어필하는 건설사가 주인공이 된다.

지난 2016~2018년의 도시정비사업 강세장을 통해서 커버리지 국내 초대형 건설사의 수주잔고가 큰 폭으로 성장할 수 있었고 특히 GS건설이 최 수혜였다. 이제 2019~2022년은 3기 신도시와 이에 선행-동행하는 도시개발사업들이 대거 진행될 것으로 기대되고 그 수혜는 HDC현대산업개발이 될 것이다.

표 21. 대표적 시가지 조성 도시개발사업

구분	택지개발사업	도시개발사업	도시정비사업
근거법	택지개발촉진법	도시개발법	도시 및 주거환경정비법
개발유형	신규개발조성	신규개발조성 및 기존시가지 정비	도심지역 정비
주요기능	주거기능 위주	주거, 업무, 산업, 생태, 문화, 보건 등	업무/상업/공업기능
사업범위	토지	토지(일부건축)	토지+건축
사업성격	공공주도의 택지조성사업	공공, 민간 등 다양한 시행의 시가지조성	건물중심의 도시계획사업
사업방식	수용방식 (전면철거 후 택지조성)	수용 또는 수용, 환지, 혼용 가능	전면철거 후 신축
시행자	국가, 지방자치단체, 토지구획공사 등	1) 국가, 지방자치단체, 정부기관 2) 토지소유자, 조합 3) 건설업자, 부동산투자회사	조합 (일부는 시장/군수, 토지구획공사, 지정개발자, 신탁)
수혜군	LH공사, 종합건설회사	시행사(디벨로퍼)	초대형건설사(조합 중심)
특징	- 민간시행 불가, 신도시 주로 적용 - 특별법으로 추진용이	- 복합기능 가능, 사업방식 다양 - 일부 건축부분 범위확대	- 도시주거정비 기본계획에 반영 - 건설업자 시행가능

자료: 대한건설협회, 하나금융투자

3) 분양가상한제 시대 재 개막, 무엇이 달라질까?

(1) 주택마진의 급상승, 분양가상한제 폐지 효과 덕 톡톡히 본 건설업

분양가상한제 폐지 효과로 건설업도 평균 5%p의 OPM 상승효과 실현하였음

'15년 4월 분양가상한제가 자율화되었다. 분양가상한제는 2007년부터 시행되었고 2015년 4월에 자율화되면서 큰 변화의 족적을 남겼다. 하나금융투자는 '15년 4월 보고서를 통해서 분양가상한제 자율화 시 '주택분양가 5%p이상 상승 → 주택공급 호수 증가(Q) → 주택도급마진 증가(P) → 주택이익률 급증(QXP효과) → 건설사 이익급증 → 투자매력 확대'라는 로직트리를 그렸다. 분양가상한제 자율화를 통해 건설업종에 대한 의견도 당시 유가하락발 Neutral에서 Overweight으로 변경하였었다. 그만큼 호재로 파악했다는 얘기가.

아래는 분양가상한제 자율화 이전의 주택마진율(GP)의 추이를 나타낸 것이다. 분양가상한제 시행 전인 '06~'07년은 84.1%, 84.2% 등 GPM이 약 15%수준에서 움직이지만, 분상제를 적용한 후부터는 원가율이 상승하기 시작하여 91%수준에까지 이른다. 이 수준은 주택 영업 이익률 4~5% 수준이라는 의미다.

건설 도급액 중 마감공사의 비중이 클 때 이익도 높다.

도급사업 기준에서 분양가상한제는 이론상 건설사와 관계가 없다. 그러나 실제로는 아래의 표처럼 주택부문 원가율의 변화가 나타나는데, 가장 중요한 이유는 분양가상한제가 건축비에 대한 과도한 투자로 연결되지 못하게 되면서, 자연스럽게 총 공사비에서 '골조'공사비가 차지하는 부분이 많아지기 때문이다. 즉, 분양가상한제가 없는 시기는 마감공사에 대한 투자비 확대로 총 공사비가 상승하고 마감 부분의 비용도 증가하여 건설사의 도급마진도 함께 상승하나, 분상제 하에서는 마감공사비 하락과 총 공사비 중 마감비중 하락으로 연결되면서 공사마진도 함께 낮아지는 구조다.

표 22. 건설사별 주택/건축 부문 원가율 트렌드

(단위: %)

구분	06	07	08	09	10	11	12	13	14
대림산업	84.8	82.9	86.1	93.3	97.1	93.6	90.7	91.5	95.0
현대건설	86.4	87.3	88.1	91.9	89.5	91.6	97.3	89.7	91.8
GS건설	85.3	88.1	90.7	92.2	91.0	90.0	90.6	86.9	91.0
대우건설	79.7	78.6	81.0	86.2	101.2	88.9	87.7	91.2	86.2
현대산업	-	-	91.5	81.9	77.3	69.7	94.5	100.3	89.9
평균(average)	84.1	84.2	87.5	89.1	91.2	86.8	92.2	91.9	90.8

주

1. 대림산업: 건축부문(주택+건축) 원가율 반영
 2. 현대건설: '06~'09년은 국내 원가율, '10년부터는 건축부문(주택+건축) 원가율 반영
 3. GS건설: '06~'13년은 주택부문 원가율, '14년부터는 건축부문(주택+건축) 원가율 반영
 4. 대우건설: 주택부문 원가율 반영. 대우건설은 오피스텔이 '건축'부문으로 편제되어 있어 통계상 '주택'을 위해서는 건축을 포함하여야 하나, 편의상 주택만 표기
 5. 현대산업: 주택부문 원가율 반영. '06~'07년의 주택부문 원가율은 사업보고서 미표기, '08~'10년은 주택(자재+도급)영업수익에서 역산한 값
- 자료 : 각 사, 하나금융투자

(2) '19년 7월부터 분양가상한제발 주택마진 축소 리스크 현재진행형

분양가상한제 자율화 후 시공마진이 시행마진에 이를만큼 급상승, 5%p이상 개선효과 발생

아래 표는 '15년부터 건설사들의 주택 원가율을 나타낸 것이다. 아래 표를 통해 확인할 수 있는 점은 분양가상한제를 통해서 원가율이 대폭 낮아졌다는 점이다. 이는 자체사업의 유무와도 연결되지만, 분양가상한제 자율화 기조에서는 자체사업이든 도급사업이든 사실상 큰 격차가 나지 않는 수준에까지 이른다. 모 국내 굴지의 시행사 대표가 개인적으로 “사업 리스크는 디벨로퍼가 다 지고, 그런데도 한자릿수 이익인데, 건설사는 공사리스크만 지면서 영업 이익율로 두자릿수를 하는 것이 현실”이라고 토로한 바 있다.

이처럼 분양가상한제 자율화 이후 건설사들의 이익은 급증하였다. 특히 P 상승효과로 인한 원가율상승만 있던 게 아니라, 전반적으로 공급물량인 Q까지 증가하면서 이익체력이 완전히 달라질 수 있었다. 과거 건설사들의 평균 영업이익이 5천억원 수준에서 결정되었다면, 이제는 9천억원 수준에서 결정될 수 있게 된 것도 주택의 힘이다.

이런 맥락에서 '19년 7월부터 불거진, 분양가상한제 발 주택마진 축소 리스크는 현재진행형이다. 국토부는 11월 중 분양가상한제 적용지역을 최초로 선정할 예정이고, 이후 지속적으로 선정할 것으로 예상된다. 이에, 국내 주택건설 업종에 다소 불리한 업황이 펼쳐질 수 밖에 없는데, 특히 재건축/재개발 사업 위주로 사업자연으로 인한 수주 지연, 분양 지연, 매출 지연 및 마진 축소라는 길을 갈 것으로 보인다.

표 23. 건설사별 주택/건축 부문 원가율 트렌드

(단위: %)

구분	15	16	17	18	19F	20이후
대림산업	92.1	88.3	88.3	86.0	81.6	
현대건설	88.1	89.8	89.7	89.5	89.4	
GS건설	85.7	84.7	83.2	85.1	84.9	
대우건설	83.2	81.1	82.8	86.0	86.0	
HDC현대산업개발	80.6	78.8	78.7	80.3	81.9	
평균(average)	85.9	84.5	84.5	85.4	84.8	87.0~90

주

1. 대림산업: 건축부문(주택+건축) 원가율 반영
 2. 현대건설: 건축부문(주택+건축) 원가율 반영
 3. GS건설: 건축부문(주택+건축) 원가율 반영
 4. 대우건설: 주택부문 원가율 반영. 대우건설은 오피스텔이 '건축'부문으로 편제되어 있어 통계상'주택'을 위해서는 건축을 포함하여야 하나, 편의상 주택만 표기
 5. HDC현대산업개발: '08~'10년은 주택(지체+도급)영업수익에서 역산한 값
- 자료 : 각 사, 하나금융투자

그림 52. 5개 건설사 평균 주택 GPM

분양가상한제 발
주택마진 축소리스크 현재진행형



자료: 부동산114, 하나금융투자

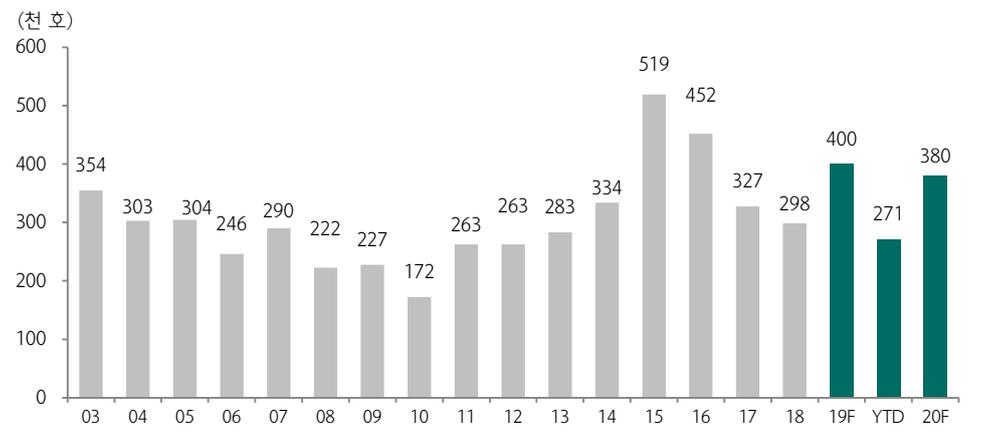
(2) 2020년 분양, 38만호 예상

2017년부터 분양은 계획대로 되지 않고 연 10~15만호 정도가 이연되고 있다. 이런 현상이 3년째 반복 중인데 그 결과 2019년 분양은 30만 호 초반에서 마감할 전망이고, 2020년 분양은 이연효과로 30만 후반까지 상승할 것이 기대된다.

특히, 2020년 4월이 분양가상한제 시행 시기이기 때문에 그 전에 밀어내기 식 분양을 기획할 공급주체(시행사/조합)가 많아질 수 밖에 없어, 2020년 분양은 상고하저식 분양으로 예상된다. 이는 건설업종에는 긍정적이다.

2019년 분양 30만호 초반에서 마감 전망,
2020년 분양은 이연효과로 30만호 후반까지 상승 전망

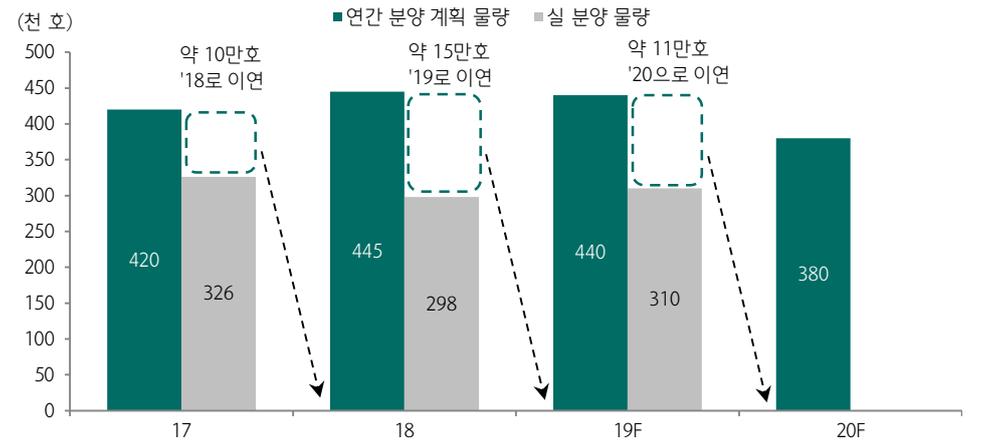
그림 53. 아파트 분양 및 분양 예정 물량



자료: 부동산114, 하나금융투자

'17년부터 연 10~15만호 정도의 분양물량 이연 지속 중

그림 54. 분양물량 이연 지속 중



자료: 부동산114, 하나금융투자

4) 2020년 국내수주 전망

(1) SOC 확대로 토목시장 20%성장 기대

2020년 국내수주
전년과 동일한
150조원 수준 전망

2020년 국내 건설수주는 150조원이 될 것으로 전망한다. 2019년과 사실상 동일한 수준의 건설수주규모다. 다만, 성격은 확연히 달라질 것으로 판단되는데 이는 토목/건축 부문의 증가, 주택부문의 감소를 통해 전망한 값이다. 2019년 역시 수주가 전년비 소폭 감소한 150조원 수준에서 마감할 것으로 전망한다.

정부주도의 SOC 투자 확대로
토목부문 호황 예상,
분양가상한제로
주택부문 수주감소세 전망

정부는 2019년 10월 대통령의 '건설투자 확대' 주문처럼, 2020년에 재정지출을 확대하고 SOC나 광역교통망 등을 확대하여 토목시장으로는 수주액이 다시 증가할 가능성이 높아보인다. 그럼에도 불구하고, 분양가상한제의 재 시행 등을 고려할 때 주택부문의 수주감소세로 총 수주는 감소할 것으로 전망한다.

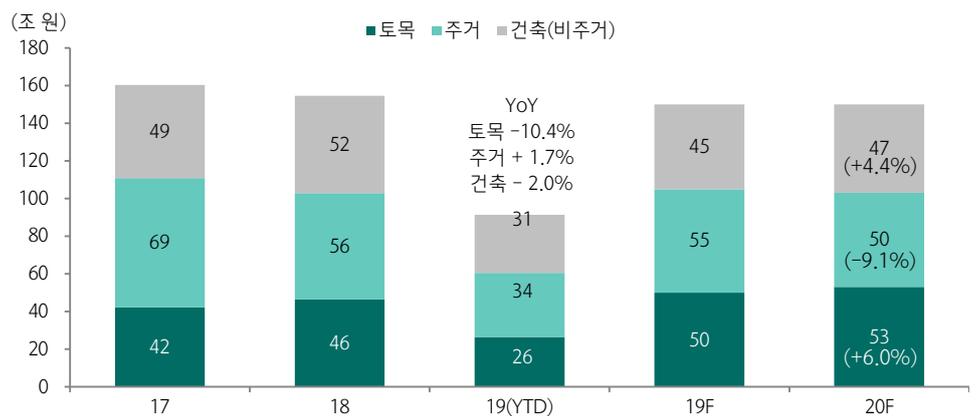
2018년 12월 중에 예비타당성 조사면제 대상 프로젝트가 발표되었고, 곧바로 국가철도망 계획에도 반영되었다. GTX B의 경우 3기 신도시 발표로 왕숙신도시가 신설되면서 예타를 통과하였다. 이에, GTX-B/C노선, 서부경남 KTX, 새만금공항, 충북선철도 고속화 사업, 울산외곽순환고속도로, 남북철도연결사업 등이 예타면제 혹은 예타통과되었고, 이들 사업은 토목성장을 주도할 것이다.

골조용 건자재의
신규수주 확대 전망

토목시장 성장과 함께 2020년은 건자재 중 골조용 건자재의 신규수주 확대를 통한 주가상승도 기대해본다. 골조용 건자재의 실제 Q 출하증가는 약 1년의 래깅이 존재하므로, 2020년 수주증가 → 2021년 출하증가-매출증가의 구도이지만, 주가는 선행하여 2020년에 미리 반영할 것으로 판단된다.

2020년 국내 수주는 전년과 동일한
150조원으로 전망
건축/토목은
SOC와 GBC 등 수혜로 호황,
주택은 분양가상한제 영향으로
신규수주 감소 전망

그림 55. 국내 건설 수주액 추이 및 전망



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

4. 국내: 공모리츠 전성시대

1) 2020년, 마침내 한국에 찾아올 공모리츠시대

(1) 공모리츠가 온다

기준금리 인하로
공모리츠가
개인부동산 투자 패러다임의
변화를 주도할 것

2019년 7월의 한국은행 기준금리인하를 맞아, 가계의 투자패턴에도 변화의 흐름이 시작되었다. 그간 개인의 부동산 투자는 소액-직접투자-아파트로 대표되는 부동산 투자가 대표적이었으나, 앞으로는 소액-간접투자-산업용건축물에 투자할 수 있도록 다수의 공모리츠가 상장되어 개인부동산 투자 패러다임의 변화를 주도할 것으로 기대된다.

사모펀드에 부여되었던
토지부 중부세 분리과세 종료로
중부세 면제가 유지되는
공모리츠에 대한 수요 증가 전망.

그동안 리츠 시장에 비해 훨씬 큰 부동산 펀드 시장이 존재했다는 점, 또 리츠의 대부분이 일반기업처럼 증자를 통해 운용자산 규모를 늘리는 성장형이 아닌 자산유동화성격의 신탁형이거나 구조조정용(CR리츠)라는 이유로 리츠 시장은 활성화 되지 못했다. 최근 지방세법 시행령 개정안에 따르면 사모펀드의 부여되었던 토지부 중부세 분리과세는 종료, 별도합산 대상이 될 것이다. 반면, 공모펀드 및 공모리츠에 대해서는 분리과세가 그대로 적용되고 이는 토지부 중부세 면제를 의미하므로, 앞으로 더 큰 수요를 이끌어낼 것으로 전망한다. 리츠의 경우 일반기업과 같이 다양한 방법의 증자를 통해서 지속적 성장의 길이 열려있다. 하지만, 부동산펀드의 경우에는 1펀드-1부동산 개념이 일반적이라 부동산 펀드를 보유한 상태에서 추가로 증자를 해서 부동산을 추가 취득하는 과정에서 다소 제한이 크다. 따라서 공모펀드 보다는 공모리츠의 성장이 더욱 기대된다. 마지막으로 9.11 공모/상장리츠 활성화 방안 역세권개발, 역사 복합개발, 복합환승센터 등 우량자산 공급시 공모리츠/펀드 사업자에게 가점 부여, 부동산간접투자에 5천만원 한도로 배당소득에 대해 분리과세, 공모리츠의 현물출자 과세특례 적용기한을 3년 연장, 부동산/특별자산 재간접펀드의 사모리츠에 대한 투자한도를 50%로 확대하는 등 공모리츠를 활성화하기 위한 정부차원의 혜택이 생겨나고 있다.

9.11 공모리츠 활성화방안으로
공모리츠의 성장 기대

다수의 공모리츠가 생겨나고 있음

2018년 이리츠코크랩과 신한알파리츠를 필두로 올해 청약경쟁률 63.28:1의 롯데리츠가 상장됐으며 NH프라임리츠가 상장을 앞두고 있다. 이지스밸류플러스리츠는 모자리츠로 올해 상장 예정이었으나 자리츠(사모성격)를 공모로 전환해야 하는지의 문제로 인해 상장이 철회되었다. 이밖에 대우건설의 공모리츠AMC인 투게더투자운용이 예비인가를 통과해 내년 본 인가를 앞두고 있다. 국내 공모리츠에 대한 관심이 커지고 있으며 앞으로 리츠시장의 활성화가 매우 기대되는 시점이다.

표 24. 국내 리츠 시장 현황 (2019-09-30 기준)

	개수	자산총계	자산기준 비율
CR리츠	29	4.0	8.6
위탁관리리츠	199	42.3	90.5
자기관리리츠	4	0.5	1.0
계	232	46.8	100.0
상장리츠	6	1.6	3.5

자료: 하나금융투자

2) 공모리츠 투자시 유의할 점

리츠 투자시,
성장성과 편입 자산군의 적정성을
모두 고려해야 함

리츠 투자의 핵심은 증자를 통한 성장이다. 공모 이후에 지속적으 자산을 취득하면서 기업으로서 성장을 해나가는지가 중요한 투자포인트가 된다. 기본적으로 추가 편입하는 자산군이 안정적인지, 전체 자산대비 적절한 Cap rate을 보이는지 봐야한다. 최근 상장한 롯데리츠의 경우 롯데쇼핑이 보유한 부동산을 잠정적인 추가 편입 파이프라인으로 확보했기 때문에 운용규모 확대에 있어 타리츠 대비 확실성을 지니고 있다. 하지만 장기적으로 유통업계에 대한 우려가 존재한다는 리스크를 고려해야 하며, 앞으로 편입할 자산군들의 NOI와 Cap rate이 종전 편입자산과 비교해 어느정도 수준인지 판단해야 한다.

신한알파리츠의 경우, 완전 개방된 성격의 리츠로 추가 자산 편입의 확실성이 롯데리츠 대비 낮다. 상업용 빌딩, 호텔 등 정해진 파이프라인이 없기 때문에 다소 리스크가 있으나 현재 보유물건지가 판교 및 용산으로 입지적 강점을 보유하고 있다. 임차안정성도 상대적으로 높은편이기 때문에 편입기준을 지키며 매입해 나갈 경우 수익성 측면에서 양호한 성과가 지속될 수 있다.

표 25. 국내 상장리츠 현황

	롯데리츠	신한알파리츠	이리츠코크립	모두투어리츠	케이탑리츠	에이리츠
AMC	롯데AMC	신한리츠운용	코람코자산신탁	-	-	-
운용자산	롯데 백화점 4곳, 마트 4곳, 아울렛 2곳	판교크라프트타워, 용산 더프라임	NC백화점 2곳, 뉴코아아울렛 3곳	안성 홈플러스신선물류센터, 스타즈호텔 4곳, 민락동 해동본타워	주디스태화, 김포빌딩 등	영등포계룡리슈빌, 메이준, 왕십리KCC 등
공모규모	4,750억~5,000억	1,140억원	791억원	141억원	165억원	36억원
예상배당수익률	6% 내외	4% 내외	3% 내외	2% 내외	1% 내외	5% 내외
청약경쟁률	63.28 : 1	4.3 : 1	0.45 : 1	0.98 : 1	2.56 : 1	50.72 : 1
상장일	2019.10 상장	2018.08 상장	2018.06 상장	2016.09 상장	2012.01 상장	2011.07상장
시가총액	1조 954억원	4,082억원	4,428억원	239억원	414억원	247억원

주: 모두투어리츠, 케이탑리츠, 에이리츠는 자기관리 리츠로 AMC 없음
자료: 하나금융투자

표 26. 국내 리츠 성장성 및 안전성 점검

	신한알파리츠	롯데리츠	NH프라임리츠
AMC	신한리츠운용	롯데AMC	NH농협리츠운용
운용자산	판교크라프트타워, 용산 더프라임	롯데 백화점 4곳, 마트 4곳, 아울렛 2곳	서울스퀘어, 삼성물산 서초사옥, 강남N타워, 잠실SD스타워
공모규모	1,140억원	4,084억원~4,299억원	1,180억원
예상배당수익률	4% 내외	6% 내외	5%~6%
상장일	2018.08 상장	2019.10 상장	2019.11 예정
성장성	완전 개방된 편입자산 성격 상 성장의 확실성 상대적으로 낮은 편. 기준에 맞는 자산 편입을 통한 성장 기대.	상장시점의 배당수익률 높음. 그룹자산 중심의 편입 예상되고, 10년 이상의 장기적 관점에서 오프라인 유통업종에 대한 우려존재	재간접 리츠로 공모리츠가 사모자산의 10%를 보유한 형식, 성장성 측면에서 높음 점수
적정성	보유물건지가 판교 및 용산으로입지적 강점 보유. 임차안정성 상대적으로 높은 편.	롯데쇼핑을 포함한 롯데그룹향 파이프라인을 확보. 성장리츠의 성격에 부합.	부동산의 지분소유 형태로 운영 측면에서 수동적

자료: 하나금융투자

3) 리츠 밸류에이션

리츠의 수익성은 FFO로 판단, 배당여력은 P/FFO로 검증 가능

리츠의 수익성은 당기순이익이 아닌 FFO(Fund From Operation)로 판단한다. FFO는 일반적으로 ‘당기순이익+감가상각비+무형자산상각비-자산매각을 통한 이익’으로 계산된다. 리츠는 당기순이익보다 임대순이익이 중요하며 이에 따른 지속가능한 배당여력이 핵심이다. 때문에 일회성인 자산매각에 대한 손익을 가감하는 것이다. 결국 리츠의 배당여력을 검증하는 밸류에이션 방법이 P/FFO다.

건물의 수익성을 나타내는 지표인 NOI

리츠 밸류에이션에서 NAV(Net Asset Value)는 부동산의 순자산가치를 감정평가액 기준으로 환산한 것이다. NOI(Net Operating Income, 순자산가치)는 순 운영수익으로 ‘임대수입+기타수입-공실 및 취소손실-임대자산 영업비용’으로 부동산 건물의 수익성을 나타내는 핵심 지표다. 부동산에서 자주 활용하는 수익성 지표 중 하나가 Cap Rate(자본환원율)인데, Cap rate은 NOI를 부동산 시장가치로 나눈 비율로 Cap Rate이 높을수록 저평가 됐음을 의미한다. 즉 Cap rate = NOI / Value다.

표 27. 신한알파리츠 P/FFO, PBR

(십억원, 배)

	2018	2019F	2020F	2021F
당기순이익	N/A	10.3	10.8	11.1
감가상각비	N/A	6.2	6.2	6.2
FFO	N/A	16.5	17.0	17.3
P/FFO	N/A	25.7	24.9	24.5

자료: 하나금융투자

표 28. 신한알파리츠 cap rate, P/NAV

(십억원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F
NOI	(1.4)	24.2	25.3	25.9
cap rate(감정평가액 기준)	(0.2)	3.5	3.6	3.8
NAV	N/A	268.7	268.7	253.7
P/NAV	N/A	1.6	1.6	1.7

주: 판교알파돔 감정평가액 5,182억원, 용산더프라임 감정평가액 1,651억원, 장기차입금 4,324억 기준
 자료: 하나금융투자

표 29. 신한알파리츠 배당수익률

(십억원, 원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F
FFO(배당여력)	N/A	16.5	17.0	17.6
우선주 배당차감	N/A	13.2	13.7	14.3
DPS(보통주)	116.0	274.8	286.0	297.5
배당수익률	2.0	3.9	3.2	3.3

자료: 하나금융투자

5. 건설업 실적, 펀더멘털과 밸류에이션

1) EPS의 핵심, 주택

(1) 건설업종 EPS는 주택부문이 전담

건설의 EPS는 주택이 전담하는 구조임

건설업 EPS는 현재 주택부문이 전담하다시피 한다 해도 과언이 아니다. 현재 건축(주택을 포함), 토목, 플랜트나 해외로 통상 4개 부문의 실적을 발표하는 건설사의 경우, GPM이 판매비를 넘어서는 부문은 사실상 주택(건축)뿐이다.

여전히 해외는 분기별 추가원가 투입이 비용으로 잡히는 악순환이 지속되고 있으나 그 규모가 과거와 달리 비약적으로 감소하였다. 이제는 사실상 정상화 단계다. 다른 의미로 1회성을 의미하는 Project인 해외현장에서 손실을 기록하는 것은 어쩌면 당연한 것이다. 그러나, Risk 개념에서 당연히 공사 중에 발생할 것으로 기대되지만(Known), 그 금액이 예산을 훨씬 상회하는(Unknown), Known-Unknown 조합이 한국 건설사에 유난히 많이 발생해 왔던 것이 과거였으나, 이제는 수주시점의 계약요건을 꼼꼼히 볼 수 밖에 없도록 심의과정이 어려워지면서 원가율 급상승은 사실상 거의 사라졌다. 앞으로 해외부문은 수주를 통해 이익성장을 기대해 볼 수 있는 분야로 변모하였다고 판단되고, 2020년에는 이런 부분이 더욱 돋보일 것이다.

토목사업은 관공사의 경우 원가율이 형편없다. 이유는 관공사의 낙찰가율이 역시 형편없기 때문에 Garbage in - Garbage out의 구조가 고착화 되는 것이다. 그간 우리나라 건설사들이 토목사업부문에 대해서는 낙찰가율 낮은 수주 → 설계변경 요청(Claim) → 설계변경 후 원가율 재조정 구조로 대응해 왔으나, 현재는 이런 후진적 행태가 깨진지 오래다. 이에, 일부 건설사에서는 토목사업부의 영업을 포기하다시피 할 정도로 토목수주를 방관하고 있다. 관공사 수주의 경우 연차공사라는 점도 문제다. 상암 월드컵대교에서 보여지는 것과 같이 관/지자체가 예산이 확보되면 공사비를 일부 집행하고, 미확보 되면 어쩔수 없이 방관하는 것이다. 따라서 이를 시공하는 건설사는 공사인력 팀을 꾸렸다가 해체했다가 꾸렸다가를 반복하게 되고, 높아진 경비로 인해 구조적 손실을 보게 된다. 이에, 국내 대형 건설사가 공공토목을 기피하는 것은 어쩌면 당연한 일이다.

반면, 토목이지만 민간 토목부문은 두자릿수 영업이익률로 상당한 수익사업이다. 이미 민자 SOC로 대표되는 경전철, 광역철도 등에서 입증된 것이다. 그간 통상 철도의 경우 건설사들이 지분만 참여하고, 철도 중 BEP를 넘는 노선이 별로 없기 때문에 공사비를 통해서 마진을 보전하는 것이 건설사의 전략 중 하나였다. 그러다보니 민자토목은 두자릿수 영업이익을 낼 수 있었는데, 왜냐하면 건설사가 CI(건설 투자자)라고하여, 사업주 지위를 확보하면서 Equity도 투자하고, 공사계약(Contract)도 하고 했기 때문이다. 앞으로도 민자 토목은 수익성이 양호할 것으로 기대되는데, 2020년 국내 건설 시장에서 민자토목의 규모가 급증할 것이 기대되는 만큼, 이 부분은 긍정적이다.

자체/도급간 큰 수익률 격차가 존재했으나, 도급부문에서 ASP상승효과 등이 반영되며 GPM 상승하였음

(2) 주택은 자체사업 분양 추이와 총 분양물량이 수익을 결정

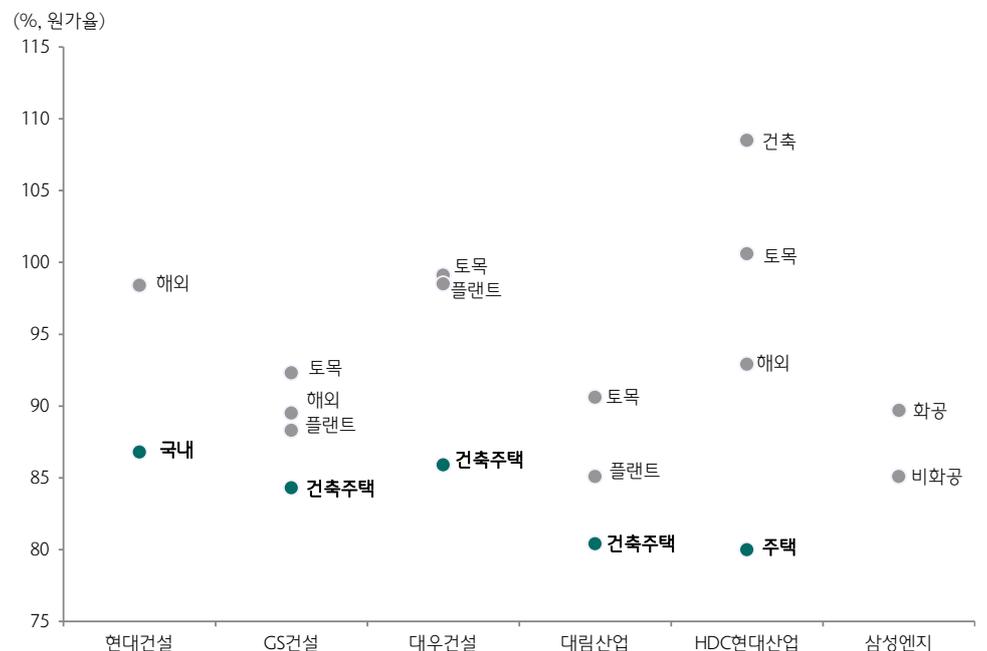
이에, 민자토목 제외 국내 건설사들의 수익원은 주택뿐이다. 주택의 경우, 직접 분양을 진행하는 자체사업(토지를 매입하고 주택을 건설해서 토지/주택을 일괄 분양하여 매각하고 매각 차익을 인식)의 경우 높은 GPM을 보여주고 있다. 통상의 경우 25~30%수준의 GPM에서 진행이 되는데, 이에 따라서 자체사업의 비중이 높을수록 건축주택 부문의 GPM이 높아지는 효과가 모든 건설사에서 나타나고 있다.

한편, 도급사업의 경우에도 GPM 15~20% 내외의 수익성이 유지되고 있다. 특히 최근에 정비사업의 비중이 높아지면서 수익성이 더욱 개선되고 있다. 과거 정비사업의 경우에는 지분제 중심이고 지금은 도급제 중심인데도 수익성이 좋아지는 것은 계약조건상 물가조정에 대해서 충분히 반영 하는 등, 공사비가 현실성 있게 증액되기 때문이다.

2020년은 주로 2017년 분양한 단지들이 입주 예정이어서, 2016년에 이어서 2년 연속 30만호 후반대 이상 입주 기대된다. 또, 2016년부터 서울시 주택시장이 차별적으로 상승하기 시작했던 점을 감안하면, 2016년부터는 주택당 건설 단가인 ASP가 상승할 것이 기대된다. 따라서, 2019년 대비 입주물량의 소폭 감소에도 불구하고, 금액 기준으로는 상승할 것을 전망한다.

주택 사업을 영위하고 있는 5개 대형건설사 (현대건설, GS건설, 대우건설, 대림산업, HDC현대산업개발) 모두 전 사업부문을 통틀어 주택사업의 원가율이 가장 낮은 것을 확인할 수 있다.

그림 56. 주요 건설사별 사업부분별 원가율 현황(2019년 Average)



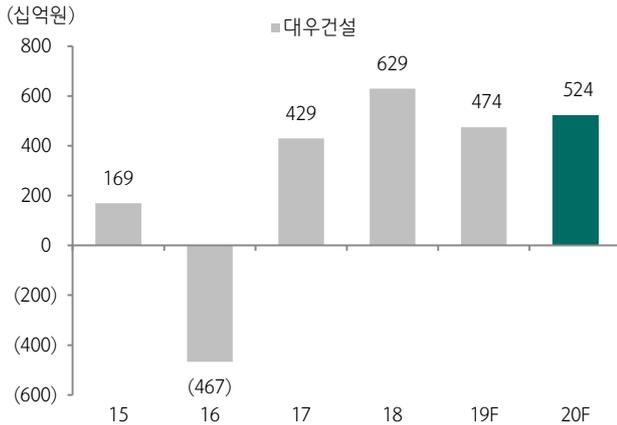
주: 부문별 원가율은 2019년 평균
자료: 각 사, 하나금융투자

2) 주요 건설사 실적 추이

(1) 2020년 이후 실적은 전반적 보합세 전망

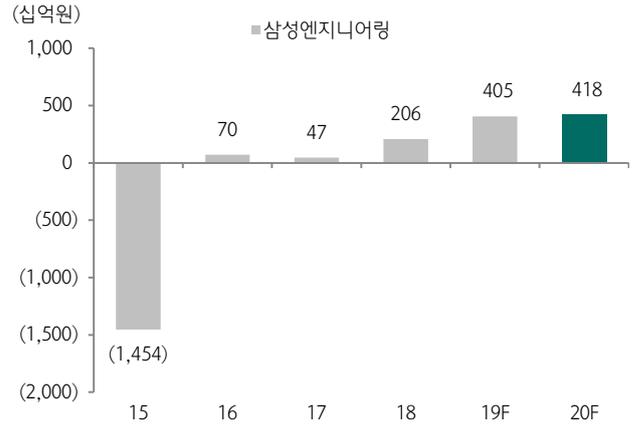
2020년 실적은 전반적으로 보합세로 전망한다. 그러나 대우건설의 경우 두자릿수 성장이 기대된다. 대우건설을 2020년 건설업종 최선호주로 제시한다.

그림 57. 대우건설 영업이익 추정



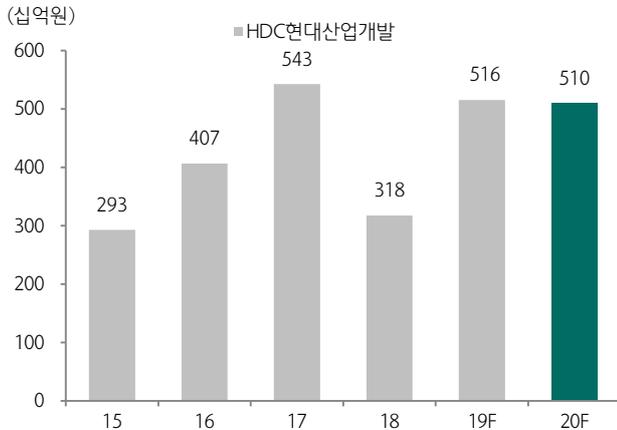
자료: 하나금융투자

그림 58. 삼성엔지니어링 영업이익 추정



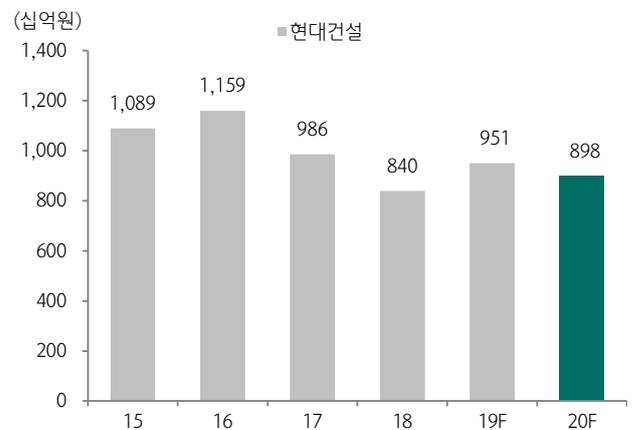
자료: 하나금융투자

그림 59. HDC현대산업개발 영업이익 추정



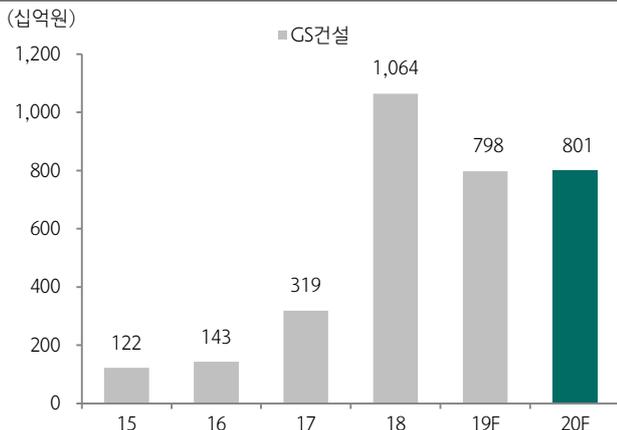
자료: 하나금융투자

그림 60. 현대건설 영업이익 추정



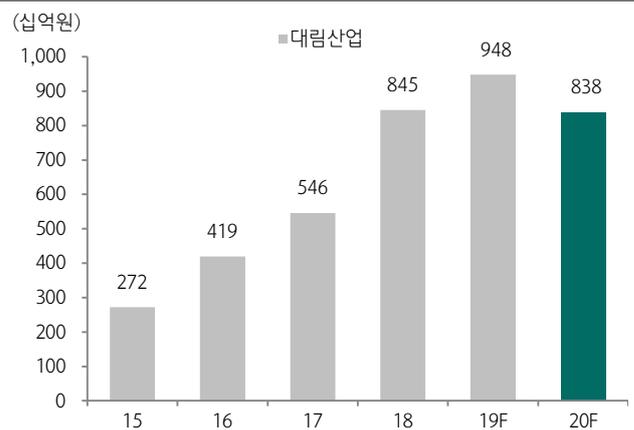
자료: 하나금융투자

그림 61. GS건설 영업이익 추정



자료: 하나금융투자

그림 62. 대림산업 영업이익 추정



자료: 하나금융투자

(2) 대우건설 2020년 영업이익 5,237억원으로 전년대비 10.4% 상승 전망

대우건설
2020년 영업이익 5,237억원으로
전년대비 10.4% 증가

대우건설의 2020년 매출은 9.16조원으로 전년비 3.2% 증가, 영업이익은 5,237억원으로 전년비 10.4% 증가 전망한다. 매출은 주택/건축 중심으로 성장 기대된다. 영업이익률은 '18년 5.9%, '19년 5.3%, '20년 5.7%로 전망하며 이익추이를 볼 때 대우건설은 '20년부터 재정장에 진입할 것이 기대된다.

표 30. 대우건설 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018P	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,605.5	8,883.0	9,164.9	2,030.9	2,230.8	2,080.9	2,540.4	2,116.5	2,203.9	2,291.2	2,553.4
y-y growth	-9.9%	-16.2%	3.2%	-23.1%	-28.4%	-32.8%	-12.8%	4.2%	-1.2%	10.1%	0.5%
본사계	10,204.6	8,433.0	8,737.4	1,929.5	2,132.7	1,942.7	2,428.1	2,009.6	2,097.0	2,184.4	2,446.5
토목	1,731.3	1,430.2	1,410.1	350.6	323.0	299.7	456.9	324.3	338.4	352.5	394.8
주택건축	6,515.6	5,347.6	5,679.9	1,263.3	1,363.7	1,217.8	1,502.8	1,306.4	1,363.2	1,420.0	1,590.4
플랜트	1,944.5	1,655.3	1,647.4	315.6	446.0	425.2	468.5	378.9	395.4	411.9	461.3
연결대상	400.9	450.0	427.5	101.4	98.1	138.2	112.3	106.9	106.9	106.9	106.9
매출원가	9,575.4	7,945.7	8,181.6	1,817.7	1,988.9	1,869.5	2,269.6	1,900.9	1,979.8	2,041.1	2,259.8
본사계	9,256.3	7,613.5	7,839.6	1,735.9	1,922.9	1,769.3	2,185.4	1,815.4	1,894.3	1,955.6	2,174.3
원가율	90.7%	90.3%	89.7%	90.0%	90.2%	91.1%	90.0%	90.3%	90.3%	89.5%	88.9%
토목	1,699.9	1,402.8	1,372.8	321.8	361.0	281.4	438.6	324.3	338.4	334.9	375.1
주택건축	5,605.5	4,595.9	4,868.8	1,084.5	1,173.8	1,045.2	1,292.4	1,123.5	1,172.3	1,221.2	1,351.8
플랜트	1,933.8	1,614.8	1,598.0	329.6	388.1	442.7	454.4	367.5	383.5	399.5	447.4
연결대상	319.1	332.2	342.0	81.8	66.0	100.2	84.2	85.5	85.5	85.5	85.5
매출총이익	1,030.1	937.2	983.4	213.2	241.8	211.4	270.8	215.6	224.1	250.2	293.5
YoY growth	23.8%	-9.0%	4.9%	-31.1%	-24.8%	-0.9%	-2243.4%	1.1%	-7.3%	18.3%	8.4%
GPM	9.3%	9.7%	10.3%	10.0%	9.8%	8.9%	10.0%	9.7%	9.7%	10.5%	11.1%
본사계	948.3	819.5	897.9	193.6	209.8	173.4	242.7	194.3	202.7	228.8	272.1
토목	31.4	27.4	37.4	28.8	-38.0	18.3	18.3	0.0	0.0	17.6	19.7
주택건축	910.1	751.7	811.1	178.8	189.9	172.6	210.4	182.9	190.8	198.8	238.6
플랜트	10.7	40.5	49.4	-14.0	57.9	-17.5	14.1	11.4	11.9	12.4	13.8
연결대상	81.8	117.8	85.5	19.6	32.1	38.0	28.1	21.4	21.4	21.4	21.4
판매 및 관리비	401.4	463.2	459.7	114.7	140.1	92.4	116.0	110.9	105.0	120.0	123.8
판매비율	3.8%	5.2%	5.0%	5.6%	6.3%	4.4%	4.6%	5.2%	4.8%	5.2%	4.9%
영업이익	628.7	474.1	523.7	98.5	101.7	119.0	154.8	104.7	119.1	130.2	169.7
YoY growth	46.5%	-24.6%	10.4%	-55.4%	-58.6%	4.7%	-202.2%	6.3%	17.1%	9.4%	9.6%
OPM	5.9%	5.3%	5.7%	4.9%	4.6%	5.7%	6.1%	4.9%	5.4%	5.7%	6.6%

자료: 하나금융투자

(3) 삼성엔지니어링 2020년 영업이익 4,173억원으로 전년대비 3.1% 증가 전망

삼성엔지니어링
2020년 영업이익 4,173억원으로
전년대비 3.1% 증가 전망

삼성엔지니어링의 2020년 매출은 6,36조원으로 전년비 1.5% 증가, 영업이익은 4,173억원으로 전년비 3.1% 증가 전망한다. 영업이익률은 '18년 3.8%, '19년 6.5%, '20년 6.6%로 지속 상승추세에 있으며 원가율 역시 '17년 112.3%로 적자에서 '18년 93.9%로 소폭의 이익을, '19년은 90% 수준으로 정상화 중에 있어 이익성장에 대한 기대감을 가져도 될 시점이라고 판단한다.

표 31. 삼성엔지니어링 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
수주잔고	13,701.6	12,609.1	14,247.7	13,171.5	12,444.5	11,205.4	12,609.1	12,555.2	12,964.8	13,374.5	14,247.7
화공	10,137.5	9,959.7	11,818.5	9,660.8	9,003.6	8,490.6	9,959.7	9,453.9	9,918.6	10,383.4	11,818.5
비화공(관계사 등)	3,564.1	2,649.5	2,429.1	3,510.7	3,440.9	2,714.8	2,649.5	3,101.3	3,046.2	2,991.1	2,429.1
신규수주	9,208.4	5,000.0	8,000.0	622.8	863.3	453.2	3,060.7	1,409.2	2,000.0	2,000.0	2,590.8
국내	2,402.9	2,753.8	4,000.0	532.5	478.1	212.8	1,530.4	524.5	1,000.0	1,000.0	1,295.4
해외	6,805.5	2,246.3	4,000.0	90.3	385.2	240.4	1,530.4	884.7	1,000.0	1,000.0	1,295.4
화공	4,911.6	2,500.0	5,000.0	14.8	25.0	211.1	2,249.1	216.7	1,250.0	1,250.0	2,283.3
비화공(관계사 등)	4,296.8	2,500.0	3,000.0	608.0	838.3	242.1	811.6	1,192.5	750.0	750.0	307.5
연결매출	5,479.8	6,269.9	6,361.6	1,351.8	1,625.2	1,635.6	1,657.3	1,463.4	1,590.5	1,590.4	1,717.7
yoy growth	-21.8%	14.4%	1.5%	-16.5%	19.9%	26.4%	30.8%	8.3%	-2.1%	-2.8%	3.6%
매출원가	4,931.9	5,497.0	5,596.5	1,143.6	1,436.4	1,445.2	1,471.8	1,287.2	1,399.1	1,399.1	1,511.1
화공	2,032.0	2,540.3	2,827.0	501.0	632.0	689.7	717.6	650.2	706.8	706.8	763.3
비화공(관계사 등)	2,899.9	2,956.7	2,769.5	642.6	804.4	755.5	754.2	637.0	692.4	692.4	747.8
매출총이익	547.9	772.5	765.0	208.2	188.8	190.4	185.2	175.9	191.2	191.2	206.5
화공	132.8	268.8	314.1	70.8	53.7	81.9	62.4	72.2	78.5	78.5	84.8
비화공(관계사 등)	415.1	503.8	450.8	137.4	135.1	108.5	122.8	103.7	112.7	112.7	121.7
판매 및 관리비	341.9	368.0	347.6	89.2	88.8	90.6	99.4	79.0	85.9	89.9	92.8
영업이익	206.1	404.6	417.3	119.0	100.0	99.8	85.8	96.9	105.3	101.3	113.8
yoy growth	-71.6%	96.3%	3.1%	859.9%	706.7%	552.3%	1161.1%	-18.6%	5.3%	1.5%	32.7%
화공	-2.2	104.1	147.6	33.1	16.2	39.2	15.6	34.0	36.9	36.9	39.9
비화공	208.4	300.5	269.7	85.9	83.8	60.6	70.2	63.0	68.4	64.4	73.9

자료: 하나금융투자

(4) HDC현대산업개발 2020년 영업이익 5,099억원으로 전년대비 1.3% 감익 전망

HDC현대산업개발
2020년 영업이익 5,099억원으로
전년대비 1.3% 감익 전망

HDC현대산업개발의 2020년 매출은 4.4조원으로 전년비 10.2% 증가, 영업이익은 5,099억
원으로 전년비 1.3% 감소 전망한다. 2020년은 감익이어도 광운대역세권, 용산병원터개발,
망포지구 등 GTX와 2-3기 신도시 인접지 개발수혜로 2021년부터 재성장이 기대된다.

표 32. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	2,792.7	4,185.0	4,413.7	881.0	1,449.2	871.4	985.8	971.0	1,191.7	1,059.3	1,191.7
YoY growth		49.9%	10.2%		75.6%	-7.2%	-4.1%	49.9%	10.2%	-17.8%	21.6%
1) 주택자체	492.9	923.5	767.6	182.5	586.0	55.0	100.0	168.9	207.3	184.2	207.3
YoY growth		87.4%	-7.5%		35.3%	3.8%	1349.3%	87.4%	-7.5%	-64.6%	235.0%
2) 주택도급	2,187.3	2,711.5	2,783.6	576.4	727.0	684.0	724.1	612.4	751.6	668.1	751.6
YoY growth		24.0%	6.2%		8.0%	-2.4%	-11.0%	24.0%	6.2%	3.4%	-2.3%
3) 기타	112.5	550.0	862.5	122.1	136.2	132.4	161.7	189.8	232.9	207.0	232.9
매출원가	2,343.8	3,490.5	3,716.6	729.4	1,201.2	728.7	831.2	832.0	998.5	887.6	998.5
원가율	82.2%	83.4%	83.7%	83.4%	83.4%	83.3%	83.5%	83.4%	83.7%	83.7%	83.7%
주택자체	72.3%	72.1%	77.0%	68.6%	71.3%	83.6%	77.0%	72.1%	77.0%	77.0%	77.0%
주택도급	82.1%	85.0%	85.0%	84.0%	90.7%	81.9%	83.0%	85.0%	85.0%	82.0%	82.0%
매출총이익	448.9	694.4	697.1	151.6	248.0	142.7	154.5	139.0	193.2	171.7	193.2
1) 주택자체	136.5	257.5	176.6	57.3	168.2	9.0	23.0	38.8	47.7	42.4	47.7
YoY growth		88.6%	-32.2%		47.8%	-43.5%	240.1%	88.6%	-32.2%	-71.7%	369.8%
GPM		27.9%	23.0%	31.4%	28.7%	16.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
2) 주택도급	390.7	406.7	482.7	92.2	67.6	123.8	123.1	91.9	135.3	120.3	135.3
YoY growth		4.1%	-0.4%		-27.8%	-15.1%	-18.6%	4.1%	-0.4%	100.1%	-2.9%
GPM		15.0%	17.3%	16.0%	9.3%	18.1%	17.0%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
3) 기타	(78.3)	30.2	37.9	2.1	12.2	9.9	8.4	8.3	10.2	9.1	10.2
판매비	131.0	178.8	187.3	46.8	52.0	48.9	43.4	38.8	53.6	42.4	52.4
영업이익	317.9	515.7	509.9	101.5	196.0	93.8	111.2	100.2	139.6	129.3	140.8
YoY growth		62.2%	-1.3%		96.6%	-21.1%	11.9%	62.2%	-1.3%	-28.8%	37.9%
OPM	11.4%	12.3%	11.6%	11.5%	13.5%	10.8%	11.3%	10.3%	11.7%	12.2%	11.8%

자료: 하나금융투자

(5) 태영건설 2020년 영업이익 4,975억원으로 전년대비 1.3% 감익 전망

태영건설
2020년 영업이익 4,975억원으로
전년대비 1.3% 감익 전망

태영건설의 2020년 매출은 3.76조원으로 전년비 6.7% 감소, 영업이익은 4,975억원으로 전년비 1.3% 감소 전망한다. 영업이익률은 '18년 12.0%, '19년 12.5%, '20년 13.2%로 지속 상승추세에 있으며 환경부문의 TSK코퍼레이션의 이익 성장이 기대된다. 건설부문에서는 2018~2019년의 신규사업(하남 포웰시티, 세종 마스터힐스, 수원 고등, 에코시티 잔여, 양산 사송Phase 1, 대구 도남)이 완료돼 2020~2022년의 매출과 이익에 반영될 예정이다.

표 33. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결 매출	3,850.5	4,031.6	3,762.4	845.3	1,112.1	1,007.9	1,066.4	714.9	978.2	940.6	1,128.7
YoY Growth	17.9%	4.7%	-6.7%	5.4%	8.4%	7.9%	-2.0%	-15.4%	-12.0%	-6.7%	5.8%
건설	2,841.9	3,040.8	2,736.8	626.5	852.9	760.2	804.3	520.0	711.6	684.2	821.0
YoY Growth	22.5%	7.0%	-10.0%	6.8%	11.7%	13.2%	-1.9%	-17.0%	-16.6%	-10.0%	2.1%
방송	390.2	273.1	259.5	45.4	64.8	68.3	72.2	49.3	67.5	64.9	77.8
레저	69.7	71.8	74.0	9.5	19.7	18.0	19.0	14.1	19.2	18.5	22.2
환경	506.6	608.0	650.5	154.7	163.0	152.0	160.8	123.6	169.1	162.6	195.2
기타	42.0	37.8	41.6	9.1	11.7	9.5	10.0	7.9	10.8	10.4	12.5
매출원가	3,176.3	3,295.7	3,040.9	686.3	907.9	823.9	879.1	563.3	805.1	760.2	912.3
YoY Growth	16.2%	3.8%	-7.7%	8.4%	6.2%	7.4%	-4.6%	-17.9%	-11.3%	-7.7%	20.0%
원가율	82.5%	81.7%	80.8%	81.2%	81.6%	81.7%	82.4%	78.8%	82.3%	80.8%	80.8%
매출총이익	674.2	735.9	721.5	159.0	204.2	184.0	187.3	151.5	173.2	180.4	216.5
GPM	17.5%	18.3%	19.2%	18.8%	18.4%	18.3%	17.6%	21.2%	17.7%	19.2%	19.2%
판관비	210.7	231.7	224.0	48.3	72.9	57.9	52.6	47.0	53.8	56.0	67.2
판관비율	5.5%	5.7%	6.0%	5.7%	6.6%	5.7%	4.9%	6.6%	5.5%	6.0%	6.0%
영업이익	463.5	504.2	497.5	110.6	131.3	126.1	134.7	104.5	119.4	124.4	149.3
YoY Growth	49.0%	8.8%	-1.3%	-9.2%	6.5%	8.2%	32.3%	-5.6%	-9.1%	-1.3%	10.8%
OPM	12.0%	12.5%	13.2%	13.1%	11.8%	12.5%	12.6%	14.6%	12.2%	13.2%	13.2%
건설	368.9	410.5	364.0	90.4	128.5	102.6	89.0	76.4	87.4	91.0	109.2
YoY Growth	572.4%	11.3%	-11.3%	132.4%	53.6%	11.4%	67.0%	-15.5%	-32.0%	-11.3%	22.7%
방송	6.4	(2.7)	2.6	(4.0)	5.7	(0.7)	(3.7)	0.5	0.6	0.6	0.8
레저	2.6	2.2	6.7	(3.6)	(1.7)	0.5	6.9	1.4	1.6	1.7	2.0
환경	81.3	115.5	130.1	30.8	1.7	28.9	54.1	27.3	31.2	32.5	39.0
YoY Growth	32.8%	42.1%	12.6%	187.3%	-87.7%	94.8%	265.1%	-11.4%	1737.8%	12.6%	-27.9%
기타	6.6	3.8	4.2	5.8	0.9	0.9	(3.9)	0.9	1.0	1.0	1.2

자료: 하나금융투자

(6) 현대건설 2020년 영업이익 8,985억원으로 전년대비 5.5% 감익 전망

현대건설
2020년 영업이익 8,985억원으로
전년대비 5.5% 감익 전망

현대건설의 2020년 매출은 17.96조원으로 전년비 4.1% 증가, 영업이익은 8,985억원으로 전년비 5.5% 감소 전망한다. 영업이익률은 '18년 5.0%, '19년 5.5%, '20년 5.0%로 전망한다. 2019년 3분기 기준 신규수주는 12%정도 증가한 17.8조원을 기록할만큼 양호한 수준이나 본사 별도기준 이익개선의 속도가 시장의 기대를 지속 하회하면서 컨센서스를 하회하는 실적을 보이고 있다. 2020년 별도 실적 개선을 기대해 본다.

표 34. 현대건설 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q19F
연결매출	16,730.9	17,246.8	17,960.0	3,877.7	4,681.9	4,087.8	4,599.5	3,970.1	4,664.6	4,511.8	4,813.5
YoY growth	-11.1%	3.1%	4.1%	-6.1%	11.0%	-3.7%	7.1%	2.4%	-0.4%	10.4%	4.7%
본사계	10,016.1	10,096.8	10,331.5	2,244.8	2,674.0	2,382.3	2,795.7	2,291.9	2,686.2	2,604.7	2,748.7
YoY growth	-9.3%	0.8%	2.3%	-9.2%	5.2%	-8.2%	10.7%	2.1%	0.5%	9.3%	-1.7%
국내	6,378.2	6,195.2	6,256.1	1,309.6	1,717.1	1,508.1	1,660.4	1,313.8	1,626.6	1,626.6	1,689.2
해외	3,637.9	3,901.6	4,075.3	935.3	956.9	874.2	1,135.2	978.1	1,059.6	978.1	1,059.6
1) 건축	5,147.4	5,486.2	5,361.7	1,118.0	1,503.5	1,255.0	1,609.7	1,286.8	1,394.0	1,286.8	1,394.0
주택	3,988.9	4,370.3	4,277.7	883.7	1,251.2	1,037.2	1,198.2	1,026.7	1,112.2	1,026.7	1,112.2
2) 토목	2,302.1	2,516.9	2,137.6	612.2	654.2	639.2	611.3	513.0	555.8	513.0	555.8
3) 플랜트	2,507.7	2,036.1	2,777.1	504.5	500.9	477.6	553.1	666.5	722.0	666.5	722.0
현대엔지 등	6,505.5	6,700.0	7,128.6	1,548.4	1,835.9	1,616.0	1,699.7	1,568.3	1,853.4	1,782.1	1,924.7
YoY growth	-6.3%	3.0%	6.4%	1.2%	17.7%	4.9%	3.7%	1.3%	1.0%	10.3%	13.2%
매출원가	15,069.7	15,511.5	16,163.5	3,488.0	4,217.2	3,671.6	4,134.6	3,582.6	4,194.2	4,060.7	4,326.0
매출원가율	90.1%	89.9%	90.0%	90.0%	90.1%	89.8%	89.9%	90.2%	89.9%	90.0%	89.9%
본사계	9,266.6	9,199.0	9,297.8	2,052.2	2,447.7	2,164.7	2,534.3	2,072.2	2,413.6	2,344.3	2,467.7
국내	5,800.1	5,379.1	5,426.3	1,126.3	1,476.7	1,331.7	1,444.5	1,143.0	1,407.0	1,415.1	1,461.1
해외	3,466.5	3,819.8	3,871.6	925.9	971.0	833.1	1,089.8	929.2	1,006.6	929.2	1,006.6
현대엔지 등	5,557.8	5,975.2	6,415.7	1,365.3	1,652.0	1,437.6	1,520.3	1,411.5	1,668.1	1,603.9	1,732.2
매출총이익	1,661.1	1,735.4	1,796.5	389.7	464.7	416.2	464.9	387.5	470.4	451.1	487.5
본사계	750.2	897.9	1,033.6	192.6	226.3	217.6	261.4	219.7	272.6	260.4	281.0
현대엔지 등	910.9	837.6	762.9	197.1	238.4	198.6	203.5	167.8	197.8	190.7	206.5
판관비	821.2	784.7	898.0	184.5	219.6	177.0	203.6	198.5	233.2	225.6	240.7
판관비율	4.9%	4.6%	5.0%	4.8%	4.7%	4.3%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
영업이익	839.9	950.7	898.5	205.2	245.1	239.2	261.2	189.0	237.2	225.5	246.8
YoY growth	-27.5%	13.2%	-5.5%	-10.2%	-13.0%	-14.9%	18.5%	-7.9%	-3.2%	-5.7%	-5.5%
OPM	5.0%	5.5%	5.0%	5.3%	5.2%	5.9%	5.7%	4.8%	5.1%	5.0%	5.1%
현대건설 본사	304.8	423.3	620.4	95.1	100.6	102.3	127.7	128.8	169.3	157.0	165.3
OPM	3.0%	4.2%	6.0%	4.2%	3.8%	4.3%	4.6%	5.6%	6.3%	6.0%	6.0%
YoY growth	-41.0%	38.9%	46.6%	5.7%	-10.7%	-22.9%	26.7%	35.4%	68.2%	53.5%	29.4%
현대엔지 등	535.1	527.4	278.1	110.1	144.5	136.9	133.5	60.2	67.9	68.4	81.5
OPM	8.2%	7.9%	3.9%	7.1%	7.9%	8.5%	7.9%	3.8%	3.7%	3.8%	4.2%
YoY growth	-16.7%	-1.4%	-47.3%	-20.6%	-14.5%	-7.7%	11.6%	-45.3%	-53.0%	-50.0%	-39.0%

자료: 하나금융투자

(7) GS건설 2020년 영업이익 8,006억원으로 전년대비 0.3% 상승 전망

GS건설
2020년 영업이익 8,006억원으로
전년대비 0.3% 상승 전망

GS건설의 2020년 매출은 10.90조원으로 전년비 3.8% 증가, 영업이익은 8,006억원으로 전년비 0.3% 상승 전망한다. 영업이익률은 7.3% 수준 전망한다. 이니마와 자이에스앤디 등 연결대상을 통한 매출단 성장이 기대된다. 베트남 사업 역시 2020년부터 손익에 기여할 것을 전망하며 베트남 개발이 본격화될 때 GS건설의 이익성장도 본격화될 것으로 기대된다.

표 35. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	13,139.4	10,511.3	10,907.6	2,601.9	2,575.0	2,441.6	2,892.9	2,617.8	2,836.0	2,617.8	2,836.0
YoY Growth	12.5%	-20.0%	3.8%	-16.8%	-28.1%	-23.6%	-10.9%	0.6%	10.1%	7.2%	-2.0%
건설	13,061.0	10,411.3	10,107.6	2,581.0	2,552.0	2,424.0	2,854.3	2,425.8	2,628.0	2,425.8	2,628.0
토목	1,116.0	938.0	958.7	230.0	215.0	208.0	285.0	230.1	249.3	230.1	249.3
주택/건축	7,140.0	6,194.7	5,963.1	1,514.0	1,579.0	1,393.0	1,708.7	1,431.1	1,550.4	1,431.1	1,550.4
플랜트(화공)	4,375.0	3,278.7	3,185.8	837.0	758.0	823.0	860.7	764.6	828.3	764.6	828.3
비건설	100.0	100.0	800.0	20.9	23.0	17.6	38.5	192.0	208.0	192.0	208.0
매출원가	11,511.8	9,127.8	9,539.8	2,247.9	2,228.9	2,111.8	2,539.1	2,289.5	2,480.3	2,289.5	2,480.3
건설	11,407.8	9,043.0	8,835.8	2,230.4	2,209.4	2,096.9	2,506.4	2,120.6	2,297.3	2,120.6	2,297.3
토목	1,041.0	864.9	882.0	211.4	207.0	184.3	262.2	211.7	229.3	211.7	229.3
주택	6,072.6	5,233.4	5,038.8	1,297.5	1,323.2	1,160.4	1,452.4	1,209.3	1,310.1	1,209.3	1,310.1
플랜트	3,896.2	2,944.7	2,915.0	721.5	679.2	752.2	791.8	699.6	757.9	699.6	757.9
비건설	125.7	84.8	704.0	17.6	19.5	15.0	32.7	169.0	183.0	169.0	183.0
매출총이익	1,627.6	1,383.5	1,367.8	354.1	342.0	329.8	353.7	328.3	355.6	328.3	355.6
GPM	12.4%	13.2%	12.5%	13.6%	13.3%	13.5%	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
건설	1,653.2	1,368.3	1,271.8	350.6	342.6	327.1	348.0	305.2	330.7	305.2	330.7
토목	75.0	73.1	76.7	18.6	8.0	23.7	22.8	18.4	19.9	18.4	19.9
주택	1,067.4	961.2	924.3	216.5	255.8	232.6	256.3	221.8	240.3	221.8	240.3
플랜트	478.8	334.0	270.8	115.5	78.8	70.8	68.9	65.0	70.4	65.0	70.4
비건설	-25.6	15.2	96.0	3.3	3.4	2.6	5.8	23.0	25.0	23.0	25.0
판관비	563.1	585.5	567.2	162.7	136.1	142.1	144.6	136.1	147.5	136.1	147.5
판관비율	4.3%	5.6%	5.2%	6.3%	5.3%	5.8%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
영업이익	1,064.5	798.0	800.6	191.4	205.9	187.7	209.1	192.1	208.1	192.1	208.1
YoY Growth	234.0%	-25.0%	0.3%	-50.9%	-6.1%	-19.6%	-5.9%	0.4%	1.1%	2.4%	-0.5%
OPM	8.1%	7.6%	7.3%	7.4%	8.0%	7.7%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
건설	1,094.3	788.3	746.2	189.2	207.7	186.1	205.3	179.1	194.0	179.1	194.0
비건설	-29.9	9.7	54.4	2.0	2.2	1.6	3.9	13.1	14.1	13.1	14.1

자료: 하나금융투자

(7) 대림산업 2020년 영업이익 8,382억원으로 전년대비 11.6% 감익 전망

대림산업
2020년 영업이익 8,382억원으로
전년대비 11.6% 감익 전망

대림산업의 2020년 매출은 9.71조원으로 전년비 2.0% 증가, 영업이익은 8,382억원으로 전년비 11.6% 감소 전망한다. 영업이익률은 8.6% 수준 전망한다. 대림산업은 북미ECC 건과 Cariflex 인수 등 화학부문을 강화하고 있으며 향후 화학부분의 이익기여도는 현 25% 수준에서 지속해서 상승할 것으로 예상된다.

표 36. 대림산업 분기 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,984.5	9,529.4	9,715.3	2,322.1	2,467.6	2,163.5	2,576.0	2,192.0	2,422.5	2,438.9	2,661.8
YoY	-11.0%	-13.2%	2.0%	-7.5%	-20.6%	-36.9%	-21.7%	-5.6%	-1.8%	12.7%	3.3%
1) 건설	8,048.6	6,133.9	5,883.0	1,520.8	1,609.1	1,302.8	1,701.1	1,294.3	1,470.7	1,470.7	1,647.2
토목	1,234.6	1,050.2	987.7	264.4	265.2	274.4	246.2	217.3	246.9	246.9	276.5
건축주택	5,576.1	4,300.1	4,135.9	1,071.9	1,185.8	830.5	1,211.9	909.9	1,034.0	1,034.0	1,158.0
플랜트	1,200.5	748.6	736.5	175.9	151.0	189.3	232.4	162.0	184.1	184.1	206.2
2) 유화	1,203.3	1,143.1	1,257.4	281.5	289.2	286.2	286.2	305.6	308.1	324.4	319.4
3) 연결법인	1,732.6	2,252.4	2,574.9	519.8	569.3	574.5	588.8	592.2	643.7	643.7	695.2
매출원가	9,564.3	8,015.4	8,286.8	1,924.0	2,050.0	1,800.6	2,230.1	1,869.5	2,066.3	2,080.4	2,270.7
원가율	87.1%	84.1%	85.3%	82.9%	83.1%	83.2%	86.6%	85.3%	85.3%	85.3%	85.3%
1) 건설	7,137.3	5,156.5	5,055.4	1,253.9	1,320.3	1,095.8	1,486.5	1,112.2	1,263.9	1,263.9	1,415.5
원가율	88.7%	84.1%	85.9%	82.5%	82.1%	84.1%	87.4%	85.9%	85.9%	85.9%	85.9%
토목	1,144.4	959.7	918.5	239.8	235.5	253.0	231.4	202.1	229.6	229.6	257.2
건축	4,795.4	3,512.2	3,432.8	858.6	939.2	684.3	1,030.1	755.2	858.2	858.2	961.2
플랜트	1,165.1	655.4	684.9	148.3	139.5	151.4	216.1	150.7	171.2	171.2	191.8
2) 유화	1,035.5	986.5	1,081.4	244.1	248.1	245.3	249.0	262.8	264.9	279.0	274.7
원가율	86.1%	86.3%	86.0%	86.7%	85.8%	85.7%	87.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%
3) 연결법인	1,397.9	1,872.4	2,150.0	436.6	481.6	459.6	494.6	494.5	537.5	537.5	580.5
원가율	80.7%	83.1%	83.5%	84.0%	84.6%	80.0%	84.0%	83.5%	83.5%	83.5%	83.5%
매출총이익	1,420.2	1,524.6	1,428.5	398.1	417.6	363.0	345.9	322.6	356.2	358.5	391.1
YoY	18.7%	7.4%	-6.3%	48.6%	31.3%	3.7%	32.8%	-19.0%	-14.7%	-1.2%	13.1%
GPM	12.9%	16.0%	14.7%	17.1%	16.9%	16.8%	13.4%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
1) 건설	911.3	977.4	827.6	266.9	288.8	207.2	214.5	182.1	206.9	206.9	231.7
토목	90.2	90.5	69.1	24.6	29.7	21.4	14.8	15.2	17.3	17.3	19.4
건축	780.7	787.9	703.1	213.3	246.6	146.2	181.8	154.7	175.8	175.8	196.9
플랜트	35.4	93.2	51.6	27.6	11.5	37.9	16.3	11.3	12.9	12.9	14.4
2) 유화	167.8	156.6	176.0	37.4	41.1	40.9	37.2	42.8	43.1	45.4	44.7
3) 연결법인	334.6	380.0	424.9	83.2	87.7	114.9	94.2	97.7	106.2	106.2	114.7
판관비	574.8	566.3	590.3	157.2	119.9	140.0	159.8	132.6	147.2	148.2	162.3
판관비율	5.8%	5.8%	6.0%	6.2%	4.8%	5.6%	6.4%	5.3%	5.8%	5.9%	6.4%
영업이익	852.0	947.8	838.2	240.9	297.7	223.0	186.1	189.9	209.1	210.4	228.9
YoY	56.1%	11.2%	-11.6%	111.3%	108.1%	13.0%	103.2%	-21.1%	-29.8%	-5.7%	23.0%
OPM	7.8%	9.9%	8.6%	10.4%	12.1%	10.3%	7.2%	8.7%	8.6%	8.6%	8.6%
1) 건설	503.6	557.5	415.8	147.1	210.7	104.3	95.4	91.5	103.9	103.9	116.4
YoY	131.6%	10.7%	-25.4%	309.7%	120.8%	-14.2%	-368.8%	-37.8%	-50.7%	-0.3%	22.0%
OPM	6.3%	9.1%	7.1%	9.7%	13.1%	8.0%	5.6%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
2) 유화	104.2	91.0	100.6	21.4	27.0	22.5	20.0	24.4	24.6	26.0	25.6
YoY	-25.0%	-12.7%	10.6%	-46.9%	-29.3%	-41.4%	-9.3%	14.2%	-8.8%	15.3%	27.5%
3) 연결법인	244.2	299.3	321.9	72.4	60.0	96.2	70.7	74.0	80.5	80.5	86.9

자료: 하나금융투자

표 37. 커버리지 및 투자 의견 요약

(단위: 십억원, 배, 원)

구분	연도	매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	투자포인트	투자 의견	TP(KRW)
대우건설	2018	10,605	629	297	7.5	0.9	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 해외 LNG를 중심으로 수주 확대 • LNG: 액화 EPC 진출로 성장성 확보 • 국내개발사업: 자체사업지 확보 • 자본투자: 미해당 • EPS: 2020년 영업이익 증가 	최선호주	6,400원 (상향)
	2019F	8,883	474	266	7.2	0.7			
	2020F	9,165	524	328	5.8	0.6			
삼성엔지니어링	2018	5,480	206	70	N/A	3.3	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 중동 정유 + NCC 수주 기대 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 계열사 투자 확대 수혜 • 자본투자: 미해당 • EPS: 미해당 	-	24,000원
	2019F	6,312	405	305	11.4	2.7			
	2020F	6,234	395	305	11.5	2.2			
HDC현대산업	2018	2,793	318	230	6.2	1.1	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 미해당 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 광운대역세권, 용산병원터개발, 망포지구 등 GTX와 신도시 인접지 개발수혜 • 자본투자: 사업다각화 중, 다만 아시아나인수전 주가에 부정적 • EPS: 미해당 	-	49,000원
	2019F	4,185	516	422	3.3	0.6			
	2020F	4,414	510	423	3.3	0.6			
태영건설	2018	3,851	464	244	4.7	0.9	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 미해당 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 부천, 김포풍무 등 3기 신도시 도시개발 사업 수혜 • 자본투자: TSK코퍼레이션 IPO 기대, 관련 자금 재투자 방향성 기대 • EPS: 환경부문 중심 성장 	-	22,000원
	2019F	4,032	504	302	4.2	0.8			
	2020F	3,762	498	359	3.4	0.7			
현대건설	2018	16,731	840	535	15.9	1.0	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 미해당, 19년과 유사한 수준 • LNG: EPC 중심 진출 중 (카타르) • 국내개발사업: 미해당 • 자본투자: 미해당 • EPS: 현대엔지니어링 중심 실적 성장세 	-	52,000원
	2019F	17,247	951	732	9.3	0.7			
	2020F	17,960	898	619	10.0	0.7			
GS건설	2018	13,139	1,064	587	5.7	1.0	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: 중동 정유 + NCC 수주 기대 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 인천 송도 및 부천 개발사업 확대 • 자본투자: 이니마, 자체사업용지 확보, 자이엑스 앤디 IPO 등 • EPS: 연결회사 중심 성장 	-	45,000원
	2019F	10,511	798	626	4.1	0.6			
	2020F	10,908	801	591	4.3	0.5			
대림산업	2018	10,984	845	678	6.1	0.7	<ul style="list-style-type: none"> • 해외수주: EPC 확대 지양 중 • LNG: 미해당 • 국내개발사업: 미해당 • 자본투자: 북미 ECC, Cariflex 등 화학BM 강화 • EPS: - 	-	150,000원
	2019F	9,798	980	686	5.6	0.6			
	2020F	10,123	880	675	5.8	0.6			
신한알파리츠	2018	7.0	(1.4)	(7.5)	N/A	N/A	<ul style="list-style-type: none"> • 성장형 공모리츠 	-	11,000원 (상향)
	2019F	43.2	24.2	10.3	25.7	1.6			
	2020F	45.8	25.3	10.8	24.9	1.6			

주: 신한알파리츠는 영업수익, 영업이익, 순이익, P/FFO, P/NAV
 자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

대우건설(047040)	66
삼성엔지니어링(028050)	70
현대산업개발 (294870)	74
태영건설 (009410)	78
현대건설(000720)	82
GS건설(006360)	86
대림산업(000210)	88
신한알파리츠(293940)	92

2019년 11월 6일

대우건설 (047040)

LNG 액화건설 시대, 대우가 연다

LNG 액화플랜트 시장 진출로 투자매력 급상승

대우건설은 나이지리아 NLNG-7 트레인의 EPC를 Chiyoda 와 6:4로 시공하는 LOI를 '19년 9월 체결하였다. 연내 LOA로 수주공사가 기대된다. 동시에 '20년 카타르가스의 LNG 프로젝트에서도 LNG 액화의 EPC 입찰 예정이고, 모잠비크 등에서는 여전히 액화의 C를 전담하는 건설사로 거듭나고 있다. 이란이 주춤한 사이 카타르의 목표('25년까지 1억톤 LNG Capa 확보)달성을 위해 발주하는 프로젝트를 포함한 Non-US 시장의 진출을 통해 해외성장성을 인정받을 수 있을 전망이다.

해외수주 파이프라인을 통한 질적 변화 긍정적

최근 대우건설의 해외수주 파이프라인은 질적인 변화를 수반하고 있다. 나이지리아 NLNG7 수주 시 17억달러, 모잠비크 LNG #1, #4 시공 분야 수주가 기대된다. 동시에 카타르 LNG EPC 또는 컨소시엄 C에 대해 기대감이 열린 상태로 질적 변화 중에 있다. 이라크 Al Faw 확장이나 참매터널 제작장 수주를 통한 본공사 수주와 나이지리아/이라크/베트남 등 핵심국가 대상 해외성장이 기대된다.

국내의 경우 자체사업 용지확보가 비약적으로 증가하여 하남갑 일/수원망포/김포풍무/아산탕정/과천지정타 등 도급액만 1.5조원 이상일 것으로 기대된다. 자체사업 풀이 풍부한 만큼 2020년부터는 주택/해외발 성장이 기대된다. 수년만에 나타난 변화의 물결이다.

TP 6,000→6,400원 상향, 건설업종 탐픽

대우건설의 목표주가를 6,400원으로 상향하고, 건설업종 중 2020년 최선호주로 제시하겠다. 현 주가수준이 액면가를 하회하는 수준인 만큼 투자부담도 가장 낮은 수준이다.

2020년은 LNG 액화플랜트 시장의 본격적 진입, 국내는 자체 개발사업지 5개소의 순차적 분양, 또 투게터자산운용을 통한 베트남 공모리츠의 런칭 등 하나하나 시장의 관심을 받을만한 이슈들이고, 질적 성장기에 진입했다는 판단이다. 2020년 대우건설의 비상을 기대해본다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 6,400원(상향) | CP(11월5일): 4,740원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,142.64		
52주 최고/최저(원)	6,080/3,865	매출액(십억원)	8,665.5 / 9,486.0
시가총액(십억원)	1,970.1	영업이익(십억원)	447.7 / 560.6
시가총액비중(%)	0.16	순이익(십억원)	252.1 / 344.4
발행주식수(천주)	415,622.6	EPS(원)	623 / 826
60일 평균 거래량(천주)	768.6	BPS(원)	6,191 / 7,026
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5		
18년 배당금(예상, 원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	13.34		
주요주주 지분율(%)			
케이디비인베스트먼트제	50.76		
일호유한회사 외 5인			
국민연금공단	6.23		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.2 (6.1) 0.3		
상대	(3.7) (3.8) (2.8)		

Stock Price



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,766.8	10,605.5	8,883.0	9,164.9	9,490.7
영업이익	십억원	429.0	628.7	474.1	523.7	570.8
세전이익	십억원	313.6	431.8	388.0	423.7	470.8
순이익	십억원	258.9	298.7	263.7	324.5	359.4
EPS	원	623	719	635	781	865
증감율	%	흑전	15.4	(11.7)	23.0	10.8
PER	배	9.50	7.50	7.47	6.07	5.48
PBR	배	1.05	0.94	0.74	0.66	0.59
EV/EBITDA	배	7.32	4.81	5.99	5.56	5.14
ROE	%	12.12	13.20	10.93	11.98	11.79
BPS	원	5,640	5,735	6,370	7,150	8,015
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이송희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

LNG 액화플랜트 시장 진출로 투자매력 급상승

대우건설은 나이지리아 NLNG-7 트레인의 EPC를 Chiyoda와 6:4로 시공하는 LOI를 '19년 9월 체결하였다. 연내 LOA로 수주공시가 기대된다. 동시에 '20년 카타르가스의 LNG 프로젝트에서도 LNG 액화의 EPC 입찰 예정이고, 모잠비크 등에서는 여전히 액화의 C를 전담하는 건설사로 거듭나고 있다. 이란이 주춤한 사이 카타르의 목표('25년까지 1억톤 LNG Capa 확보)달성을 위해 발주하는 프로젝트를 포함한 Non-US 시장의 진출을 통해 해외성장성을 인정받을 수 있을 전망이다.

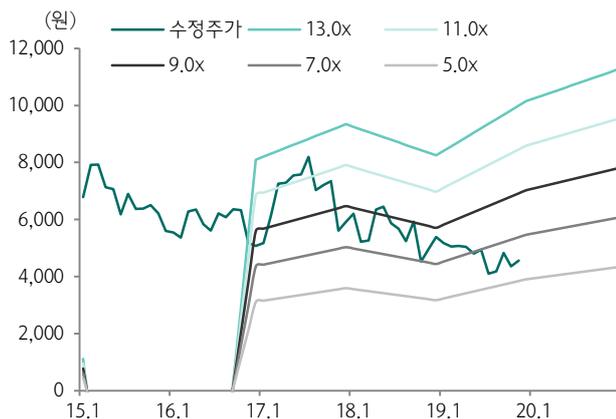
표 1. 대우건설 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018P	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,605.5	8,883.0	9,164.9	2,030.9	2,230.8	2,080.9	2,540.4	2,116.5	2,203.9	2,291.2	2,553.4
y-y growth	-9.9%	-16.2%	3.2%	-23.1%	-28.4%	-32.8%	-12.8%	4.2%	-1.2%	10.1%	0.5%
본사계	10,204.6	8,433.0	8,737.4	1,929.5	2,132.7	1,942.7	2,428.1	2,009.6	2,097.0	2,184.4	2,446.5
토목	1,731.3	1,430.2	1,410.1	350.6	323.0	299.7	456.9	324.3	338.4	352.5	394.8
주택건축	6,515.6	5,347.6	5,679.9	1,263.3	1,363.7	1,217.8	1,502.8	1,306.4	1,363.2	1,420.0	1,590.4
플랜트	1,944.5	1,655.3	1,647.4	315.6	446.0	425.2	468.5	378.9	395.4	411.9	461.3
연결대상	400.9	450.0	427.5	101.4	98.1	138.2	112.3	106.9	106.9	106.9	106.9
매출원가	9,575.4	7,945.7	8,181.6	1,817.7	1,988.9	1,869.5	2,269.6	1,900.9	1,979.8	2,041.1	2,259.8
본사계	9,256.3	7,613.5	7,839.6	1,735.9	1,922.9	1,769.3	2,185.4	1,815.4	1,894.3	1,955.6	2,174.3
원가율	90.7%	90.3%	89.7%	90.0%	90.2%	91.1%	90.0%	90.3%	90.3%	89.5%	88.9%
토목	1,699.9	1,402.8	1,372.8	321.8	361.0	281.4	438.6	324.3	338.4	334.9	375.1
주택건축	5,605.5	4,595.9	4,868.8	1,084.5	1,173.8	1,045.2	1,292.4	1,123.5	1,172.3	1,221.2	1,351.8
플랜트	1,933.8	1,614.8	1,598.0	329.6	388.1	442.7	454.4	367.5	383.5	399.5	447.4
연결대상	319.1	332.2	342.0	81.8	66.0	100.2	84.2	85.5	85.5	85.5	85.5
매출총이익	1,030.1	937.2	983.4	213.2	241.8	211.4	270.8	215.6	224.1	250.2	293.5
YoY growth	23.8%	-9.0%	4.9%	-31.1%	-24.8%	-0.9%	-2243.4%	1.1%	-7.3%	18.3%	8.4%
GPM	9.3%	9.7%	10.3%	10.0%	9.8%	8.9%	10.0%	9.7%	9.7%	10.5%	11.1%
본사계	948.3	819.5	897.9	193.6	209.8	173.4	242.7	194.3	202.7	228.8	272.1
토목	31.4	27.4	37.4	28.8	-38.0	18.3	18.3	0.0	0.0	17.6	19.7
주택건축	910.1	751.7	811.1	178.8	189.9	172.6	210.4	182.9	190.8	198.8	238.6
플랜트	10.7	40.5	49.4	-14.0	57.9	-17.5	14.1	11.4	11.9	12.4	13.8
연결대상	81.8	117.8	85.5	19.6	32.1	38.0	28.1	21.4	21.4	21.4	21.4
판매 및 관리비	401.4	463.2	459.7	114.7	140.1	92.4	116.0	110.9	105.0	120.0	123.8
판관비율	3.8%	5.2%	5.0%	5.6%	6.3%	4.4%	4.6%	5.2%	4.8%	5.2%	4.9%
영업이익	628.7	474.1	523.7	98.5	101.7	119.0	154.8	104.7	119.1	130.2	169.7
YoY growth	46.5%	-24.6%	10.4%	-55.4%	-58.6%	4.7%	-202.2%	6.3%	17.1%	9.4%	9.6%
OPM	5.9%	5.3%	5.7%	4.9%	4.6%	5.7%	6.1%	4.9%	5.4%	5.7%	6.6%

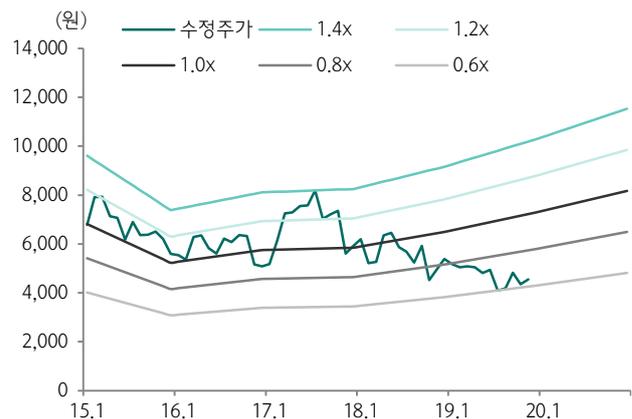
자료: 하나금융투자

그림 1. 대우건설 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 대우건설 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

해외수주 파이프라인을 통한 실적 변화 긍정적

최근 대우건설의 해외수주 파이프라인은 질적인 변화를 수반하고 있다. 나이지리아 NLNG7 수주 시 17억달러, 모잠비크 LNG #1, #4 시공 분야 수주가 기대된다. 동시에 카타르 LNG EPC 또는 컨소시엄 C에 대해 기대감이 열린 상태로 실적 변화 중에 있다. 이라크 Al Faw 확장이나 침매터널 제작장 수주를 통한 본공사 수주와 나이지리아/이라크/베트남 등 핵심국 가 대상 해외성장이 기대된다.

국내의 경우 자체사업 용지확보가 비약적으로 증가하여 하남감일/수원망포/김포풍무/아산탕정/과천지정타 등 도금액만 1.5조원 이상일 것으로 기대된다. 자체사업 풀이 풍부한 만큼 2020년부터는 주택/해외발 성장이 기대된다. 수년만에 나타난 변화의 물결이다.

표 2. 대우건설 분양 공급 실적 및 계획

(단위: 호)

월	사업명	공급세대	위치	월	사업명	공급세대	위치
1	춘천센트럴파크푸르지오	1,556	강원도 춘천시 온의동	8	이수푸르지오(일반)	153	서울 동작구 사당동
1	수원역 푸르지오자이	1,320	경기도 수원시 팔달구	8	홍제동제1주택(일반)	320	서울 서대문구 홍제동
2	탕정지웰푸르지오	1,521	충남 아산시 탕정면	8	광양푸르지오	1,140	전남 광양시 성황도이지구
2	신중동역랜드마크	1,050	경기도 부천시 원미구	10	여주교동 등	1,249	경기도 여주시 교동
2	검단센트럴푸르지오	1,540	인천 검단택지개발지구	10	청주테크노A6	1,148	충북 홍덕구 문암동
2	과천주공1단지(조합)	1,061	경기도 과천시 중앙동	11	이수푸르지오(조합)	351	서울 동작구 사당동
3	분당지웰푸르지오	166	경기도 성남시 분당구	11	홍제동제1주택(조합)	470	서울 서대문구 홍제동
4	수성레이크푸르지오	500	대구 수성구 두산동	11	광명15구역(일반)	485	경기도 광명시 광명동
5	평촌래미안푸르지오	599	경기도 안양시 동안구	12	팔달6재개발	1,080	경기도 수원시 매교동
5	인천 루원시티3BL	778	인천 서구 가정동	12	팔달8재개발	1,078	경기도 수원시 매교동
6	운정신도시파크	710	경기도 파주시 파주운정3지구	12	창원교방	844	경남 창원시 마산합포구
6	대전 중촌동	820	대전시 중구 중촌동	12	수성구 중동	714	대구 수성구 중동
7	다산패키지	823	경기도 남양주시 다산동	12	주안1재개발	1,302	인천 미추홀구 주안동
7	과천주공1단지(일반)	510	경기도 과천시 중앙동	합계	23,288		

자료: 대우건설, 하나금융투자

표 3. 대우건설 해외수주 추진 현황

(단위: 십억달러)

사업부문	국가	프로젝트명	도금액	세부사항
플랜트	나이지리아	NLNG Train #7	1.7	<ul style="list-style-type: none"> '19.9월 LOI 접수 (Saipem 60%+당사 40%+Chiyoda 기술자문 참여) 한국건설사 최초 LNG EPC 수주 임박 (연내 LOA 접수 추진중)
플랜트	모잠비크	모잠비크 LNG Area #1	0.5~0.7	<ul style="list-style-type: none"> '19.7월 EPC 원청사 착공지시서(NTP) 수령 원청사에 당사 시공사 지위 확보 (상세 역무 협의 중)
플랜트	모잠비크	모잠비크 LNG Area #4	0.5~1.0	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q 시공사 선정 예상 시공 입찰 진행 중
플랜트	카타르	카타르 LNG 2단계 (North Field Expansion Pkg.1)	1.0	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q 시공사 선정 예상. 당사 시공 참여 추진 중 시공 입찰 진행 중
플랜트	알제리	CPF Bir Seba Phase 2	0.4~0.5	<ul style="list-style-type: none"> '19.3월 기술제안서 제출 → 12월 가격입찰서 제출 예정
플랜트	쿠웨이트	Kipic Prize Refinery	4.0	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q ITB 발급
플랜트	베트남	Dung Quat #2	0.4	<ul style="list-style-type: none"> 11월 EPC short list 발표 예정 → '20.하반기 낙찰자 선정 예상 경쟁사: 현대, 두중, 포스코, 롯데, sepc(중)
토목	이라크	Al Faw항 컨테이너터미널 2단계 (Al Faw Container Terminal Pkg.2)	0.6	<ul style="list-style-type: none"> 4월, 컨테이너터미널 1단계 공사 수의계약 체결 (US 2억) Pkg.2 내년 상반기 중 수주결과 발표 예상
토목	이라크	침매터널(본공사) (Khor Al Zubair Immersed Tunnel)	0.3	<ul style="list-style-type: none"> 10월, 침매터널(제작장) 수의계약 체결 (US 0.86억) 본공사 내년 3Q 중 수주결과 발표 예상
토목	인도네시아	동 칼리만탄 석탄 터미널 (Kutai Project)	0.3	<ul style="list-style-type: none"> PPP사업으로 발주처와 수의계약 추진 중 12월 계약 목표(이월 가능성 있음)
토목	싱가포르	싱가포르 지하철 (Jurong Line(J101))	0.3	<ul style="list-style-type: none"> '19.4Q 경쟁입찰 결과 발표 예정
토목	홍콩	홍콩 우회도로 (Fanling Bypass Eastern Section)	0.1	<ul style="list-style-type: none"> '19.10월 입찰 → 연말 낙찰결과 발표 예정 경쟁사 : SK+BK(홍), CRBC(중), Gammon(홍), CFC(대만) 등
토목	인도	인도 교량 및 도로 (Djibri-Phullbari)	0.3	<ul style="list-style-type: none"> '20.2Q 입찰 → 내년 낙찰결과 발표 예정

자료: 대우건설, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,766.8	10,605.5	8,883.0	9,164.9	9,490.7
매출원가	10,935.1	9,575.4	7,945.7	8,181.6	8,444.3
매출총이익	831.7	1,030.1	937.3	983.3	1,046.4
판관비	402.7	401.4	463.2	459.7	475.7
영업이익	429.0	628.7	474.1	523.7	570.8
금융손익	(59.5)	(71.4)	(40.0)	(20.0)	(20.0)
종속/관계기업손익	(27.0)	(2.9)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(28.8)	(122.6)	(46.1)	(80.0)	(80.0)
세전이익	313.6	431.8	388.0	423.7	470.8
법인세	55.7	134.5	121.7	95.9	107.7
계속사업이익	257.9	297.3	266.4	327.7	363.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	257.9	297.3	266.4	327.7	363.1
비지배주주지분 손이익	(1.0)	(1.4)	2.7	3.3	3.6
지배주주순이익	258.9	298.7	263.7	324.5	359.4
지배주주지분포괄이익	211.0	272.0	267.2	328.7	364.1
NOPAT	352.8	432.9	325.5	405.1	440.2
EBITDA	521.6	719.9	547.1	582.3	618.0
성장성(%)					
매출액증가율	6.0	(9.9)	(16.2)	3.2	3.6
NOPAT증가율	흑전	22.7	(24.8)	24.5	8.7
EBITDA증가율	흑전	38.0	(24.0)	6.4	6.1
영업이익증가율	흑전	46.6	(24.6)	10.5	9.0
(지배주주)순이익증가율	흑전	15.4	(11.7)	23.1	10.8
EPS증가율	흑전	15.4	(11.7)	23.0	10.8
수익성(%)					
매출총이익률	7.1	9.7	10.6	10.7	11.0
EBITDA이익률	4.4	6.8	6.2	6.4	6.5
영업이익률	3.6	5.9	5.3	5.7	6.0
계속사업이익률	2.2	2.8	3.0	3.6	3.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,277.2	5,197.4	5,731.0	5,999.9	6,297.3
금융자산	702.4	991.6	1,343.4	1,430.3	1,545.1
현금성자산	517.1	705.9	1,104.1	1,183.4	1,289.5
매출채권 등	1,618.3	1,544.3	1,698.7	1,783.7	1,872.8
재고자산	726.5	874.5	918.2	964.1	998.4
기타유동자산	2,230.0	1,787.0	1,770.7	1,821.8	1,881.0
비유동자산	3,499.2	3,536.5	3,446.0	3,474.3	3,518.2
투자자산	899.3	877.7	735.2	758.5	785.5
금융자산	807.2	775.3	649.4	670.0	693.8
유형자산	629.7	573.5	541.0	522.2	514.3
무형자산	80.7	71.1	64.7	58.8	53.5
기타비유동자산	1,889.5	2,014.2	2,105.1	2,134.8	2,164.9
자산총계	8,776.3	8,733.8	9,177.0	9,474.3	9,815.5
유동부채	5,269.7	4,844.6	4,920.7	4,844.4	4,715.1
금융부채	1,637.0	1,534.5	1,806.3	1,780.0	1,754.6
매입채무 등	3,251.2	3,018.6	2,867.7	2,810.3	2,697.9
기타유동부채	381.5	291.5	246.7	254.1	262.6
비유동부채	1,228.5	1,571.5	1,672.1	1,718.0	1,825.5
금융부채	388.3	642.1	804.7	875.2	952.7
기타비유동부채	840.2	929.4	867.4	842.8	872.8
부채총계	6,498.3	6,416.1	6,592.9	6,562.4	6,540.6
지배주주지분	2,242.6	2,281.9	2,545.6	2,870.0	3,229.5
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	549.5	549.5	549.5	549.5	549.5
자본조정	(99.2)	(99.2)	(99.2)	(99.2)	(99.2)
기타포괄이익누계액	(193.7)	(232.8)	(232.8)	(232.8)	(232.8)
이익잉여금	(92.2)	(13.8)	249.9	574.4	933.8
비지배주주지분	35.5	35.8	38.5	41.8	45.4
자본총계	2,278.1	2,317.7	2,584.1	2,911.8	3,274.9
순금융부채	1,322.8	1,185.0	1,267.7	1,224.9	1,162.2

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	623	719	635	781	865
BPS	5,640	5,735	6,370	7,150	8,015
CFPS	1,444	1,407	1,256	1,313	1,394
EBITDAPS	1,255	1,732	1,316	1,401	1,487
SPS	28,311	25,517	21,373	22,051	22,835
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	9.5	7.5	7.5	6.1	5.5
PBR	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
PCFR	4.1	3.8	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	7.3	4.8	6.0	5.6	5.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	12.1	13.2	10.9	12.0	11.8
ROA	2.8	3.4	2.9	3.5	3.7
ROIC	15.6	19.1	13.1	14.6	14.6
부채비율	285.3	276.8	255.1	225.4	199.7
순부채비율	58.1	51.1	49.1	42.1	35.5
이자보상배율(배)	4.7	5.7	3.8	3.8	4.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	337.4	176.2	(100.2)	129.8	153.8
당기순이익	257.9	297.3	266.4	327.7	363.1
조정	296.9	181.2	73.0	58.7	47.3
감가상각비	92.6	91.1	73.0	58.6	47.3
외환거래손익	(8.5)	4.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	27.0	2.9	0.0	0.0	0.0
기타	185.8	82.4	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(217.4)	(302.3)	(439.6)	(256.6)	(256.6)
투자활동 현금흐름	84.9	(152.8)	63.9	(94.6)	(99.9)
투자자산감소(증가)	6.7	23.6	142.6	(23.3)	(27.0)
유형자산감소(증가)	(62.7)	(20.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
기타	140.9	(156.4)	(44.7)	(37.3)	(38.9)
재무활동 현금흐름	(721.1)	167.5	434.5	44.1	52.1
금융부채증가(감소)	(785.5)	151.4	434.5	44.1	52.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	64.4	16.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(299.7)	188.9	398.2	79.3	106.0
Unlevered CFO	600.1	584.9	522.0	545.6	579.2
Free Cash Flow	269.4	149.2	(134.2)	95.8	119.8

자료: 하나금융투자

2019년 11월 6일

삼성엔지니어링 (028050)

아람코야, 발주하면 안잡아먹지

양호한 3분기 실적과 높아지는 2020년 수주 모멘텀

삼성엔지니어링의 2019년 실적은 연간 영업이익 가이드런스 3,000억원을 3분기말 기준 270억 돌파한 호실적의 한해였다. 그리고 4분기에도 지분법단에서 200억 이상의 일시적 이익도 기대된다. 다만, 해외수주 측면에서 '17~'18년과 달리 '19년은 다소 저조하였다. 알제리의 정유시설(HMD)이나 북미의 대립 산업 발주 ECC 프로젝트는 수주지연 중이고, 아제르바이잔의 소카르, 우즈벡 프로젝트 등에서는 파이낸싱 조건 등으로 인해 인식시점의 지연이 발생한 이유다.

2020년의 기대, OLED 투자확대도 긍정적

2020년은 삼성엔지니어링이 경쟁력을 갖는 다운스트림 분야를 중심으로 한 발주시장의 변화가 나타날 것이 예상되어, 수주 측면에서 긍정적이다. 현 삼성엔지니어링은 비화공에서는 85~86%대의 원가율을, 화공에서는 '17년 112.3%로 적자에서 '18년 93.9%로 소폭의 이익을, '19년은 90% 수준으로 정상화 중에 있어서, 수주확대를 통한 이익성장에 기대감을 가져도 될 시점이다.

지난 수년간 삼성디스플레이로 대표되는 계열사 투자가 집중 진행되었다. OLED 신규FAB이 핵심인데, 최근 삼성의 갤럭시나 애플의 2020년 OLED 채용에 따른 신규FAB 투자확대도 기대된다. 대면적 OLED는 탕정의 LCD라인(7-8세대)의 리모텔링을 수반하나 신규FAB은 삼성엔지의 영역인 만큼, 모바일 대세 시대 수혜를 지속해서 볼 전망이다.

해외건설 확대될 2020년 기대주

2020년에는 중동의 범 다운스트림 프로젝트와 비석유성 프로젝트가 대거 발주되는 만큼, 2020년 해외수주 추이가 주가의 향배에 있어서 중요한 키라고 판단한다. 해외프로젝트의 원가율도 안정화단계에 있고, 비화공 부문으로 FAB 투자 수혜도 보는 만큼, 2020년에 양호한 주가성과 기대해본다.

관심종목

BUY

TP(12M): 24,000원 | CP(11월5일): 19,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,142.64
52주최고/최저(원)	19,450/15,000
시가총액(십억원)	3,724.0
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	196,000.0
60일 평균거래량(천주)	679.2
60일 평균거래대금(십억원)	11.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	34.04
주요주주 지분율(%)	
삼성SDI 외 7인	20.61
국민연금공단	9.98
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.2 8.0 5.0
상대	8.6 10.7 1.8

Consensus Data		
	2019	2020
매출액(십억원)	6,305.5	6,841.6
영업이익(십억원)	410.8	414.4
순이익(십억원)	326.3	332.0
EPS(원)	1,641	1,693
BPS(원)	7,049	8,746



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,536.2	5,479.8	6,269.9	6,361.6	6,562.9
영업이익	십억원	46.9	206.1	404.9	417.5	452.0
세전이익	십억원	(29.6)	170.2	407.8	423.5	458.0
순이익	십억원	(45.4)	68.7	323.1	320.2	346.4
EPS	원	(231)	350	1,649	1,634	1,767
증감률	%	적전	흑전	371.1	(0.9)	8.1
PER	배	N/A	50.22	11.53	11.63	10.75
PBR	배	2.37	3.27	2.70	2.19	1.82
EV/EBITDA	배	25.01	13.42	7.89	7.91	7.01
ROE	%	(4.45)	6.60	26.56	20.82	18.51
BPS	원	5,236	5,383	7,031	8,665	10,432
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이승희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

양호한 3분기 실적과 높아지는 2020년 수주 모멘텀

삼성엔지니어링의 2019년 실적은 연간 영업이익 가이던스 3,000억원을 3분기말 기준 270억 돌파한 호실적의 한해였다. 그리고 4분기에도 지분법단에서 200억 이상의 일시적 이익도 기대된다. 다만, 해외수주 측면에서 '17~' 18년과 달리 '19년은 다소 저조하였다. 알제리의 정유시설(HMD)이나 북미의 대림산업 발주 ECC 프로젝트는 수주 지연 중이고, 아제르바이잔의 소카르, 우즈벡 프로젝트 등에서는 파이낸싱 조건 등으로 인해 인식시점의 지연이 발생한 이유다.

표 1. 삼성엔지니어링 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
수주잔고	13,701.6	12,609.1	14,247.7	13,171.5	12,444.5	11,205.4	12,609.1	12,555.2	12,964.8	13,374.5	14,247.7
화공	10,137.5	9,959.7	11,818.5	9,660.8	9,003.6	8,490.6	9,959.7	9,453.9	9,918.6	10,383.4	11,818.5
비화공(관계사 등)	3,564.1	2,649.5	2,429.1	3,510.7	3,440.9	2,714.8	2,649.5	3,101.3	3,046.2	2,991.1	2,429.1
신규수주	9,208.4	5,000.0	8,000.0	622.8	863.3	453.2	3,060.7	1,409.2	2,000.0	2,000.0	2,590.8
국내	2,402.9	2,753.8	4,000.0	532.5	478.1	212.8	1,530.4	524.5	1,000.0	1,000.0	1,295.4
해외	6,805.5	2,246.3	4,000.0	90.3	385.2	240.4	1,530.4	884.7	1,000.0	1,000.0	1,295.4
화공	4,911.6	2,500.0	5,000.0	14.8	25.0	211.1	2,249.1	216.7	1,250.0	1,250.0	2,283.3
비화공(관계사 등)	4,296.8	2,500.0	3,000.0	608.0	838.3	242.1	811.6	1,192.5	750.0	750.0	307.5
연결매출	5,479.8	6,269.9	6,361.6	1,351.8	1,625.2	1,635.6	1,657.3	1,463.4	1,590.5	1,590.4	1,717.7
yoy growth	-21.8%	14.4%	1.5%	-16.5%	19.9%	26.4%	30.8%	8.3%	-2.1%	-2.8%	3.6%
매출원가	4,931.9	5,497.0	5,596.5	1,143.6	1,436.4	1,445.2	1,471.8	1,287.2	1,399.1	1,399.1	1,511.1
화공	2,032.0	2,540.3	2,827.0	501.0	632.0	689.7	717.6	650.2	706.8	706.8	763.3
비화공(관계사 등)	2,899.9	2,956.7	2,769.5	642.6	804.4	755.5	754.2	637.0	692.4	692.4	747.8
매출총이익	547.9	772.5	765.0	208.2	188.8	190.4	185.2	175.9	191.2	191.2	206.5
화공	132.8	268.8	314.1	70.8	53.7	81.9	62.4	72.2	78.5	78.5	84.8
비화공(관계사 등)	415.1	503.8	450.8	137.4	135.1	108.5	122.8	103.7	112.7	112.7	121.7
판매 및 관리비	341.9	368.0	347.6	89.2	88.8	90.6	99.4	79.0	85.9	89.9	92.8
영업이익	206.1	404.6	417.3	119.0	100.0	99.8	85.8	96.9	105.3	101.3	113.8
yoy growth	-71.6%	96.3%	3.1%	859.9%	706.7%	552.3%	1161.1%	-18.6%	5.3%	1.5%	32.7%
화공	-2.2	104.1	147.6	33.1	16.2	39.2	15.6	34.0	36.9	36.9	39.9
비화공	208.4	300.5	269.7	85.9	83.8	60.6	70.2	63.0	68.4	64.4	73.9

자료: 하나금융투자

2020년의 기대, OLED 투자확대도 긍정적

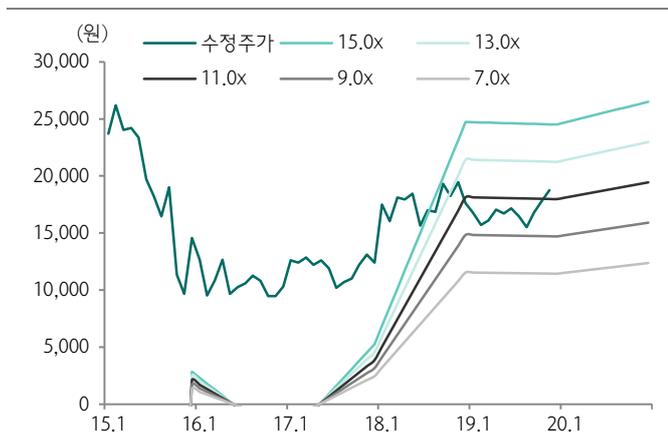
2020년은 삼성엔지니어링이 경쟁력을 갖는 다운스트림 분야를 중심으로 한 발주시장의 변화가 나타날 것이 예상되어, 수주 측면에서 긍정적이다. 현 삼성엔지니어링은 비화공에서는 85~86%대의 원가율을, 화공에서는 90% 수준으로 정상화 중에 있어서, 수주확대를 통한 이익성장에 기대감을 가져도 될 시점이다. 지난 수년간 삼성디스플레이로 대표되는 계열사 투자가 집중 진행되었다. OLED 신규FAB이 핵심인데, 최근 삼성의 갤럭시나 애플의 2020년 OLED 채용에 따른 신규FAB 투자확대도 기대된다.

표 2. 주요 건설사 해외수주 Pipe Line

건설사 (가이던스)	1Q	2Q	3Q	4Q	2020
대림산업 (2.0조원)	말련 Petron(1400억원) 여천 NCC(3200억원)			USCC(6000억원) 러시아 정유공장(3000억원) 북미 대림-PTTGC ECC(EPC) 오만 PTA플랜트(7000억원) 태국 아로마틱스(1000억원) 현대케미칼 NCC(6000억원)	LG PC(3000억원) S-Oil RHDS(2000억원, EPC) 롯데 타이탄NCC(6000억원)
대우건설 (3.2조원)			나이지리아 LNG(43억불)	러시아 LNG (ITB, 입찰초청) 이라크 해저터널(8600만불) 카타르 LNG (ITB, 입찰초청)	
삼성엔지니어링 (3.6조원)			멕시코 페멕스 정유(1.4억불)	말련 메탄올 플랜트 (10억불) 북미 대림-PTTGC ECC(EPC) 아제르바이잔 PETRO(10억불) 알제리 HMD(Lowest) 우즈베크 비료공장(8억불) 이집트 PDHPP(7억불)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불)
현대건설 (7.7조원)		이라크 해수처리시설(25억불)	마르잔 가스플랜트(60억불) 알제리 복합 화력발전소(7억불)	Hail&Ghasha Sour Gas(40억불) 사우디 우나이자 가스(8억불) 인도네시아 수력발전(3억불) 카타르 병원(43억불) 파나마 매트루(20억불) 필리핀 매립 공사(10억불)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불) 카타르 LNG (ITB, 입찰초청)
GS건설 (3.5조원)			사우디 라빅 턴어라운드(3억불) 태국 PP Plant(2억불)	Hail&Ghasha Sour Gas(40억불) 카타르 비료공장(4억불) 터키 PPP(14억불, EPC)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불)

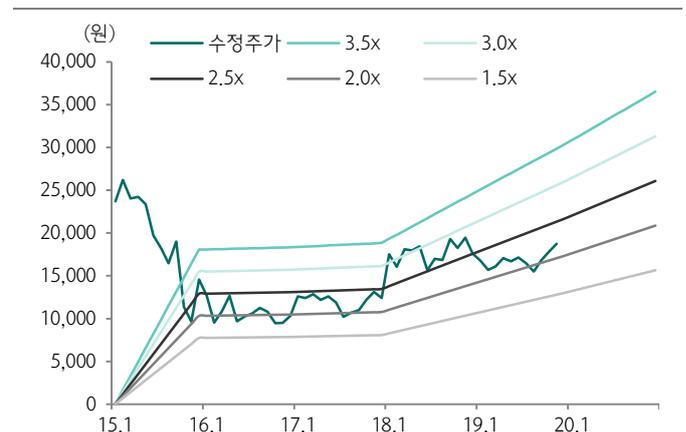
주: 음영은 수주 완료
자료: 하나금융투자

그림 1. 삼성엔지니어링 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 삼성엔지니어링 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,536.2	5,479.8	6,269.9	6,361.6	6,562.9
매출원가	5,174.8	4,931.9	5,497.0	5,596.5	5,779.9
매출총이익	361.4	547.9	772.9	765.1	783.0
판매비	314.5	341.9	368.0	347.6	330.9
영업이익	46.9	206.1	404.9	417.5	452.0
금융손익	(34.7)	(38.7)	2.9	8.0	8.0
종속/관계기업손익	4.5	5.0	30.0	28.0	28.0
기타영업외손익	(46.3)	(2.2)	(30.0)	(30.0)	(30.0)
세전이익	(29.6)	170.2	407.8	423.5	458.0
법인세	22.5	100.0	103.6	101.6	109.9
계속사업이익	(52.1)	70.2	304.2	321.8	348.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(52.1)	70.2	304.2	321.8	348.1
비배주주지분 손이익	(6.8)	1.5	(18.9)	1.6	1.7
지배주주순이익	(45.4)	68.7	323.1	320.2	346.4
지배주주지분포괄이익	15.3	34.7	301.5	319.0	345.0
NOPAT	82.5	85.0	302.1	317.3	343.5
EBITDA	119.4	266.4	452.7	456.2	484.3
성장성(%)					
매출액증가율	(21.0)	(1.0)	14.4	1.5	3.2
NOPAT증가율	605.1	3.0	255.4	5.0	8.3
EBITDA증가율	(19.7)	123.1	69.9	0.8	6.2
영업이익증가율	(33.1)	339.4	96.5	3.1	8.3
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	370.3	(0.9)	8.2
EPS증가율	적전	흑전	371.1	(0.9)	8.1
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	10.0	12.3	12.0	11.9
EBITDA이익률	2.2	4.9	7.2	7.2	7.4
영업이익률	0.8	3.8	6.5	6.6	6.9
계속사업이익률	(0.9)	1.3	4.9	5.1	5.3

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,303.1	2,972.6	3,543.4	3,880.8	4,277.2
금융자산	883.2	446.1	646.5	551.9	708.6
현금성자산	745.1	369.4	558.7	462.8	616.7
매출채권 등	1,392.6	1,493.0	1,717.0	1,974.5	2,172.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	1,027.3	1,033.5	1,179.9	1,354.4	1,396.6
비유동자산	1,780.7	1,655.9	1,622.2	1,589.5	1,564.5
투자자산	89.3	101.0	110.0	111.0	113.3
금융자산	56.9	18.4	21.1	21.4	22.1
유형자산	426.8	397.9	373.9	352.4	333.3
무형자산	71.1	54.8	36.1	23.8	15.6
기타비유동자산	1,193.5	1,102.2	1,102.2	1,102.3	1,102.3
자산총계	5,083.8	4,628.5	5,165.6	5,470.2	5,841.7
유동부채	3,678.0	3,351.2	3,551.3	3,530.2	3,545.3
금융부채	1,191.9	576.9	517.8	457.4	398.5
매입채무 등	958.6	1,036.8	1,047.1	1,057.6	1,068.2
기타유동부채	1,527.5	1,737.5	1,986.4	2,015.2	2,078.6
비유동부채	401.1	243.6	276.3	280.1	288.5
금융부채	268.3	16.3	16.3	16.3	16.3
기타비유동부채	132.8	227.3	260.0	263.8	272.2
부채총계	4,079.2	3,594.7	3,827.6	3,810.4	3,833.8
지배주주지분	1,026.2	1,055.0	1,378.1	1,698.3	2,044.6
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	(19.4)	(19.4)	(19.4)	(19.4)	(19.4)
자본조정	(131.9)	(131.9)	(131.9)	(131.9)	(131.9)
기타포괄이익누계액	27.8	(7.5)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
이익잉여금	169.6	233.7	556.8	877.0	1,223.4
비배주주지분	(21.5)	(21.2)	(40.1)	(38.5)	(36.7)
자본총계	1,004.7	1,033.8	1,338.0	1,659.8	2,007.9
순금융부채	577.0	147.1	(112.4)	(78.1)	(293.8)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(231)	350	1,649	1,634	1,767
BPS	5,236	5,383	7,031	8,665	10,432
CFPS	365	1,621	2,228	2,255	2,383
EBITDAPS	609	1,359	2,310	2,328	2,471
SPS	28,246	27,958	31,989	32,457	33,484
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	50.2	11.5	11.6	10.8
PBR	2.4	3.3	2.7	2.2	1.8
PCFR	34.0	10.9	8.5	8.4	8.0
EV/EBITDA	25.0	13.4	7.9	7.9	7.0
PSR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	(4.5)	6.6	26.6	20.8	18.5
ROA	(0.9)	1.4	6.6	6.0	6.1
ROIC	11.0	15.7	67.1	47.3	37.3
부채비율	406.0	347.7	286.1	229.6	190.9
순부채비율	57.4	14.2	(8.4)	(4.7)	(14.6)
이자보상배율(배)	1.9	4.9	17.7	20.4	25.0

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(134.0)	446.2	243.5	(56.2)	194.9
당기순이익	(52.1)	70.2	304.2	321.8	348.1
조정	2.0	142.2	17.8	10.8	4.2
감가상각비	72.5	60.3	47.7	38.8	32.3
외환거래손익	9.4	(1.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.5)	(5.0)	(30.0)	(28.0)	(28.0)
기타	(75.4)	87.9	0.1	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(83.9)	233.8	(78.5)	(388.8)	(157.4)
투자활동 현금흐름	(15.2)	20.7	5.0	20.7	17.9
투자자산감소(증가)	1.6	(27.9)	21.0	27.0	25.7
유형자산감소(증가)	(7.6)	(2.2)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	(9.2)	50.8	(11.0)	(1.3)	(2.8)
재무활동 현금흐름	38.1	(849.2)	(59.1)	(60.4)	(58.9)
금융부채증가(감소)	(25.6)	(866.9)	(59.1)	(60.4)	(58.9)
자본증가(감소)	(473.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	537.5	17.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(137.1)	(375.8)	189.3	(95.9)	153.9
Unlevered CFO	71.5	317.8	436.7	442.0	467.1
Free Cash Flow	(147.8)	431.6	238.5	(61.2)	189.9

2019년 11월 6일

HDC현대산업개발 (294870)

도시개발사업의 No.1, 무리한 투자는 지양필요

본업인 개발업은 2020년부터 시장여건 긍정적 될 것

현대산업개발의 자체사업은 2020년부터 다시 양적 측면에서 재점화 될 전망이다. 2020년 수주한 용산병원 부지개발사업(0.4조원), 2020년 분양기대되는 광운대역세권 개발사업(2.5조원) 등이 있고, B라인 관련해서도 고척 뉴스테이나 인천의 용현/학익 도시개발사업 등이 기대된다. '20년은 감익이어도 '21년부터 재성장이 기대되는 이유다. 본업은 탄탄하다.

사업다각화라는 이름의 함정을 피해야 할 것

최근 HDC현대산업은 아시아나항공 인수전에 진출 중이다. 아직 본입찰(11/7일) 전이나, 본입찰 및 아시아나의 일부/전부 인수 시 대규모 자본투자가 진행되어야 하고, 부채비율의 급격한 변화가 수반된다는 점에서 상당히 우려스럽다.

HDC현대산업은 도시개발을 본업으로 하고 있으며, 그룹사인 만큼 적절한 외형확장과 사업다각화가 필요하다는 것은 시장이 공감하고 있을 것이다. 그러나, 자본구조의 급격한 변화를 환영할 주주는 적을 것이다.

투자의견 BUY유지, 인수전 향배에 따라 의견 결정될 것

HDC현대산업은 GTX 연계사업을 중심으로 2020년대 이후에도 이익의 규모를 지속해서 늘려나갈 기업이다. 의정부 복합개발이나 광운대역세권, 용산 병원부지터나 용산 지하개발 등의 사업들이 여기에 해당한다. 망포지구 개발사업, 파주 운정 개발사업 등은 2기 신도시유관사업이며 장래 3기 신도시 개발시에도 인접도시개발사업을 진행할 것이 기대되는 만큼, '디벨로퍼'로서의 역량은 한국 내 No.1이라 판단한다.

주가는 아시아나항공 본입찰을 기점으로 재설정 될 것이라 보며, 시장의 인식은 입찰 참여한다면 네거티브, 불참한다면 파지티브로 해석할 것이다. 이는 센터먼트가 아니라 자본구조의 변화와 EPS 방향성/지속성 이슈인만큼, 투자의견에 중요한 이벤트다. 당 건의 결과추이를 보면서 투자의견을 결정하겠다.

관심종목

BUY

TP(12M): 49,000원 | CP(11월5일): 32,550원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,142.64		
52주 최고/최저(원)	52,100/29,950	매출액(십억원)	4,129.4 4,013.4
시가총액(십억원)	1,430.2	영업이익(십억원)	482.9 439.7
시가총액비중(%)	0.12	순이익(십억원)	381.7 346.9
발행주식수(천주)	43,938.2	EPS(원)	8,742 7,985
60일 평균 거래량(천주)	191.6	BPS(원)	50,130 57,043
60일 평균 거래대금(십억원)	6.3		
18년 배당금(예상, 원)	1,500	Stock Price	
18년 배당수익률(예상, %)	4.61		
외국인지분율(%)	34.62		
주요주주 지분율(%)			
HDC 외 7 인	38.46		
국민연금공단	11.67		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	5.2 (26.7) (23.9)		
상대	(0.8) (24.9) (26.3)		

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	N/A	2,792.7	4,185.0	4,413.7	4,634.4
영업이익	십억원	N/A	317.9	515.7	509.9	535.3
세전이익	십억원	N/A	324.8	557.9	557.9	571.4
순이익	십억원	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2
EPS	원	N/A	7,825	9,599	9,624	9,631
증감율	%	N/A	N/A	22.7	0.3	0.1
PER	배	N/A	6.16	3.39	3.38	3.38
PBR	배	N/A	1.15	0.63	0.57	0.52
EV/EBITDA	배	N/A	3.90	1.15	0.92	0.52
ROE	%	N/A	12.46	20.52	17.71	16.09
BPS	원	N/A	41,993	51,591	57,119	62,653
DPS	원	N/A	500	1,500	1,500	1,500



Analyst **채상욱**
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA **이승희**
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

본업인 개발업은 2020년부터 시장여건 긍정적 될 것

현대산업개발의 자체사업은 2020년부터 다시 양적 측면에서 재점화 될 전망이다. 2020년 수주한 용산병원 부지개발사업(0.4조원), 2020년 분양기대되는 광운대역세권 개발사업(2.5조원) 등이 있고, B라인 관련해서도 고척 뉴스테이나 인천의 용현/학익 도시개발사업 등이 기대된다. '20년은 감익이어도 '21년부터 재성장이 기대되는 이유다. 본업은 탄탄하다.

표 1. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	2,792.7	4,185.0	4,413.7	881.0	1,449.2	871.4	985.8	971.0	1,191.7	1,059.3	1,191.7
YoY growth		49.9%	10.2%		75.6%	-7.2%	-4.1%	49.9%	10.2%	-17.8%	21.6%
1) 주택자체	492.9	923.5	767.6	182.5	586.0	55.0	100.0	168.9	207.3	184.2	207.3
YoY growth		87.4%	-7.5%		35.3%	3.8%	1349.3%	87.4%	-7.5%	-64.6%	235.0%
2) 주택도급	2,187.3	2,711.5	2,783.6	576.4	727.0	684.0	724.1	612.4	751.6	668.1	751.6
YoY growth		24.0%	6.2%		8.0%	-2.4%	-11.0%	24.0%	6.2%	3.4%	-2.3%
3) 기타	112.5	550.0	862.5	122.1	136.2	132.4	161.7	189.8	232.9	207.0	232.9
매출원가	2,343.8	3,490.5	3,716.6	729.4	1,201.2	728.7	831.2	832.0	998.5	887.6	998.5
원가율	82.2%	83.4%	83.7%	83.4%	83.4%	83.3%	83.5%	83.4%	83.7%	83.7%	83.7%
주택자체	72.3%	72.1%	77.0%	68.6%	71.3%	83.6%	77.0%	72.1%	77.0%	77.0%	77.0%
주택도급	82.1%	85.0%	85.0%	84.0%	90.7%	81.9%	83.0%	85.0%	85.0%	82.0%	82.0%
매출총이익	448.9	694.4	697.1	151.6	248.0	142.7	154.5	139.0	193.2	171.7	193.2
1) 주택자체	136.5	257.5	176.6	57.3	168.2	9.0	23.0	38.8	47.7	42.4	47.7
YoY growth		88.6%	-32.2%		47.8%	-43.5%	240.1%	88.6%	-32.2%	-71.7%	369.8%
GPM		27.9%	23.0%	31.4%	28.7%	16.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
2) 주택도급	390.7	406.7	482.7	92.2	67.6	123.8	123.1	91.9	135.3	120.3	135.3
YoY growth		4.1%	-0.4%		-27.8%	-15.1%	-18.6%	4.1%	-0.4%	100.1%	-2.9%
GPM		15.0%	17.3%	16.0%	9.3%	18.1%	17.0%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
3) 기타	(78.3)	30.2	37.9	2.1	12.2	9.9	8.4	8.3	10.2	9.1	10.2
판관비	131.0	178.8	187.3	46.8	52.0	48.9	43.4	38.8	53.6	42.4	52.4
영업이익	317.9	515.7	509.9	101.5	196.0	93.8	111.2	100.2	139.6	129.3	140.8
YoY growth		62.2%	-1.3%		96.6%	-21.1%	11.9%	62.2%	-1.3%	-28.8%	37.9%
OPM	11.4%	12.3%	11.6%	11.5%	13.5%	10.8%	11.3%	10.3%	11.7%	12.2%	11.8%

자료: 하나금융투자

사업다각화라는 이름의 함정을 피해야 할 것

최근 HDC현대산업은 아시아나항공 인수전에 진출 중이다. 아직 본입찰(11/7일) 전이나, 본입찰 및 아시아나의 일부/전부 인수 시 대규모 자본투자가 진행되어야 하고, 부채비율의 급격한 변화가 수반된다는 점에서 상당히 우려스럽다.

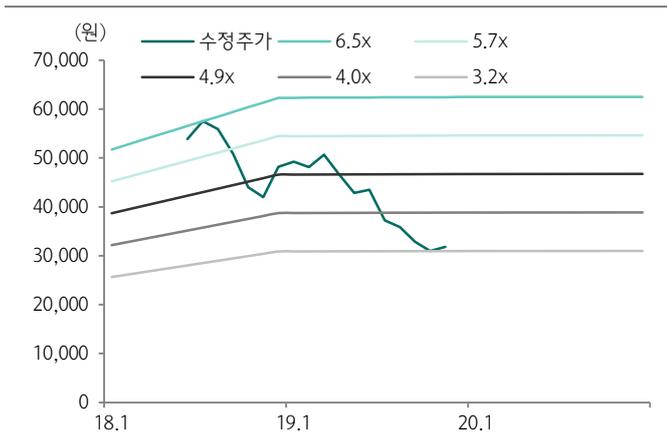
HDC현대산업은 도시개발을 본업으로 하고 있으며, 그룹사만큼 적절한 외형확장과 사업다각화가 필요하다는 것은 시장이 공감하고 있을 것이다. 그러나, 자본구조의 급격한 변화를 환영할 주주는 적을 것이다.

표 2. 아시아나항공 매각 주요 일정

4월 15일	• 금호산업, 아시아나항공 매각 결정
4월 25일	• 매각 주관사로 크레디트스위스(CS) 선정
7월	• 주관사 실사
7월 25일	• 매각공고
8월~9월 초	• LOI 접수 및 숏리스트 확정 • 본실사 시작
10말 ~11월 초	• 본입찰 실시 • 우선협상대상자 선정
11월	• 최종 인수자 확정 • 주식매매계약 체결 • 매각작업완료

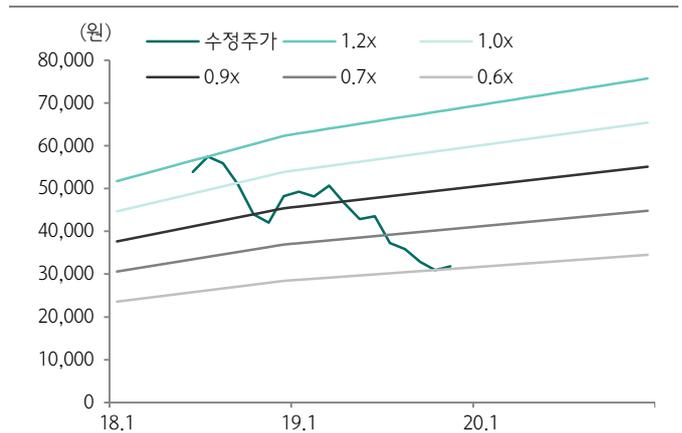
자료: 하나금융투자

그림 1. HDC현대산업개발 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. HDC현대산업개발 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액	N/A	2,792.7	4,185.0	4,413.7	4,634.4	
매출원가	N/A	2,343.8	3,490.5	3,716.6	3,902.4	
매출총이익	N/A	448.9	694.5	697.1	732.0	
판매비	N/A	131.0	178.8	187.3	196.6	
영업이익	N/A	317.9	515.7	509.9	535.3	
금융손익	N/A	15.1	34.9	24.0	36.0	
종속/관계기업손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	N/A	(8.3)	7.2	24.0	0.0	
세전이익	N/A	324.8	557.9	557.9	571.4	
법인세	N/A	94.9	136.1	135.0	148.2	
계속사업이익	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2	
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2	
비배주주지분 손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2	
지배주주지분포괄이익	N/A	228.2	421.8	422.9	423.2	
NOPAT	N/A	225.0	389.9	386.5	396.5	
EBITDA	N/A	326.5	524.0	518.0	543.2	
성장성(%)						
매출액증가율	N/A	N/A	49.9	5.5	5.0	
NOPAT증가율	N/A	N/A	73.3	(0.9)	2.6	
EBITDA증가율	N/A	N/A	60.5	(1.1)	4.9	
영업이익증가율	N/A	N/A	62.2	(1.1)	5.0	
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	83.5	0.3	0.1	
EPS증가율	N/A	N/A	22.7	0.3	0.1	
수익성(%)						
매출총이익률	N/A	16.1	16.6	15.8	15.8	
EBITDA이익률	N/A	11.7	12.5	11.7	11.7	
영업이익률	N/A	11.4	12.3	11.6	11.6	
계속사업이익률	N/A	8.2	10.1	9.6	9.1	

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
유동자산	N/A	3,839.5	3,276.4	3,457.2	3,653.7	
금융자산	N/A	1,577.8	1,354.0	1,429.7	1,573.3	
현금성자산	N/A	1,352.6	1,018.4	1,076.0	1,202.0	
매출채권 등	N/A	1,030.8	876.2	924.1	921.8	
재고자산	N/A	775.2	658.9	694.9	729.6	
기타유동자산	N/A	455.7	387.3	408.5	429.0	
비유동자산	N/A	1,023.8	1,507.3	1,625.6	1,724.9	
투자자산	N/A	445.0	666.8	703.3	738.5	
금융자산	N/A	445.0	666.8	703.3	738.5	
유형자산	N/A	396.1	658.1	740.2	804.6	
무형자산	N/A	6.1	5.8	5.5	5.3	
기타비유동자산	N/A	176.6	176.6	176.6	176.5	
자산총계	N/A	4,863.4	4,783.7	5,082.9	5,378.6	
유동부채	N/A	2,444.8	1,900.3	1,989.5	2,075.5	
금융부채	N/A	381.2	220.4	221.1	221.8	
매입채무 등	N/A	1,845.5	1,384.1	1,459.8	1,532.8	
기타유동부채	N/A	218.1	295.8	308.6	320.9	
비유동부채	N/A	574.2	617.3	584.4	551.0	
금융부채	N/A	353.9	303.9	253.9	203.9	
기타비유동부채	N/A	220.3	313.4	330.5	347.1	
부채총계	N/A	3,019.0	2,517.6	2,573.9	2,626.4	
지배주주지분	N/A	1,844.4	2,266.1	2,509.0	2,752.1	
자본금	N/A	219.7	219.7	219.7	219.7	
자본잉여금	N/A	1,396.2	1,396.2	1,396.2	1,396.2	
자본조정	N/A	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	
기타포괄이익누계액	N/A	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	
이익잉여금	N/A	229.3	651.0	893.9	1,137.0	
비지배주주지분	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	N/A	1,844.4	2,266.1	2,509.0	2,752.1	
순금융부채	N/A	(842.7)	(829.7)	(954.8)	(1,147.6)	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
EPS	N/A	7,825	9,599	9,624	9,631	
BPS	N/A	41,993	51,591	57,119	62,653	
CFPS	N/A	10,639	12,244	12,189	12,364	
EBITDAPS	N/A	11,117	11,927	11,789	12,364	
SPS	N/A	95,080	95,247	100,453	105,476	
DPS	N/A	500	1,500	1,500	1,500	
주기지표(배)						
PER	N/A	6.2	3.4	3.4	3.4	
PBR	N/A	1.1	0.6	0.6	0.5	
PCFR	N/A	4.5	2.7	2.7	2.6	
EV/EBITDA	N/A	3.9	1.1	0.9	0.5	
PSR	N/A	0.5	0.3	0.3	0.3	
재무비율(%)						
ROE	N/A	12.5	20.5	17.7	16.1	
ROA	N/A	4.7	8.7	8.6	8.1	
ROIC	N/A	28.7	40.4	32.1	31.0	
부채비율	N/A	163.7	111.1	102.6	95.4	
순부채비율	N/A	(45.7)	(36.6)	(38.1)	(41.7)	
이자보상배율(배)	N/A	23.6	22.4	27.9	32.5	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	N/A	454.6	478.9	431.5	480.0	
당기순이익	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2	
조정	N/A	164.9	8.4	8.1	7.8	
감가상각비	N/A	8.6	8.4	8.1	7.9	
외환거래손익	N/A	(1.5)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	N/A	157.8	0.0	0.0	(0.1)	
영업활동 자산부채 변동	N/A	59.8	48.7	0.5	49.0	
투자활동 현금흐름	N/A	(175.0)	(602.3)	(144.6)	(124.7)	
투자자산감소(증가)	N/A	(453.5)	(221.8)	(36.5)	(35.2)	
유형자산감소(증가)	N/A	(5.8)	(270.0)	(90.0)	(72.0)	
기타	N/A	284.3	(110.5)	(18.1)	(17.5)	
재무활동 현금흐름	N/A	28.3	(210.8)	130.7	130.7	
금융부채증가(감소)	N/A	735.1	(210.8)	(49.3)	(49.3)	
자본증가(감소)	N/A	1,615.8	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	N/A	(2,322.6)	0.0	0.0	0.0	
배당지급	N/A	0.0	0.0	180.0	180.0	
현금의 증감	N/A	308.0	(334.2)	57.6	126.1	
Unlevered CFO	N/A	312.5	538.0	535.6	543.2	
Free Cash Flow	N/A	448.8	158.9	291.5	358.0	

자료: 하나금융투자

2019년 11월 6일

태영건설 (009410)

양대 성장축 만개할 2020년

건설 + 환경 부문의 양 성장축을 보유한 태영건설

태영건설은 건설부문과 환경부문의 TSK코퍼레이션, 또 미디어인 SBS미디어홀딩스, 리조트 부문을 모두 영위하는 하나의 그룹사다.

2020년 국내 업황이 도시개발사업과 역세권 개발사업이 활성화 될 것이 기대되는 가운데, 태영건설 역시 이 분야에 있어서 대형건설사와 동등한 수준까지 역량이 올라온만큼 긍정적 업황을 맞이할 수 있게 되었다.

환경과 건설부문의 쌍끌이 실적 기대되는 2019~2021

건설-환경-미디어-레저 업을 영위하는 태영건설의 실적은 건설부문에서 2018~2019년의 신규사업(하남 포웰시티, 세종 마스터힐스, 수원 고등, 에코시티 잔여, 양산 사송Phase 1, 대구 도남)이 완료되며 2020~2022년의 매출과 이익을 책임지게 된다. 과천 지식정보타운의 경우 공공택지여서 분양가상한제 적용지역이고 '20년 예정이다. 또 대우건설과 함께 김포풍무 공동사업자인 만큼 수도권 도시개발사업 추진도 긍정적이다. 이미 태영건설은 도시개발업에서는 양산사송에서 포스코, 대구 도남에서 현대건설과 파트너십을 체결하여 진행할 만큼 이 분야의 강자가 된지 오래다. '20년 이후 도시개발사업 활성화를 고려한다면 건설부문 역시 성장가능성 높다.

환경부문은 TSK코퍼레이션의 수처리/폐기물매립업을 지속하고 있고, '19년 이익급성장으로 '20년 실적은 사상최대 기대된다. 블루원 레저사업의 경우 골프/리조트 업 중심이고 토지자산 등 북밸류 재평가 기대되고, 미디어 사업의 경우에도 북밸류 및 잠재력 높은 사업군이다.

'20년 TSK의 성장기대, 태영건설 중소건설사 중 최선호

현 태영건설의 이익체력이나 성장성, 본업이 맞이한 업황과 연결대상인 TSK코퍼레이션의 상장추진 움직임, 또 머스트자산운용으로 대표되는 주주환원 정책의 발표 가능성 등을 종합적으로 볼 때, 2020년은 태영건설 주가의 대폭 상승을 예상해본다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 22,000원 | CP(11월5일): 13,100원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,142.64		
52주 최고/최저(원)	15,500/9,730	매출액(십억원)	4,007.8 3,656.9
시가총액(십억원)	1,000.8	영업이익(십억원)	510.9 449.3
시가총액비중(%)	0.08	순이익(십억원)	300.6 316.9
발행주식수(천주)	76,400.0	EPS(원)	3,446 3,654
60일 평균 거래량(천주)	169.3	BPS(원)	17,686 21,870
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2		
18년 배당금(예상, 원)	125		
18년 배당수익률(예상, %)	0.95		
외국인지분율(%)	8.85		
주요주주 지분율(%)			
윤석민 외 4인	38.34		
머스트자산운용	15.22		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.7 2.3 34.4		
상대	(3.1) 4.9 30.2		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,266.4	3,850.5	4,031.6	3,762.4	3,856.1
영업이익	십억원	311.1	463.5	504.2	497.5	478.1
세전이익	십억원	217.9	377.1	490.1	486.5	462.9
순이익	십억원	90.3	189.4	247.4	305.2	290.4
EPS	원	1,143	2,398	3,133	3,866	3,678
증감률	%	57,050.0	109.8	30.7	23.4	(4.9)
PER	배	9.01	4.73	4.18	3.39	3.56
PBR	배	0.82	0.86	0.81	0.65	0.56
EV/EBITDA	배	5.82	4.64	4.66	4.39	4.30
ROE	%	10.12	19.21	21.82	21.78	17.18
BPS	원	12,518	13,245	16,266	20,019	23,585
DPS	원	90	125	125	125	125



Analyst **채상욱**
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA **이승희**
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

2분기 영업이익 1,313억원으로 컨센서스상회

태영건설의 2분기 실적은 매출 1,1조원(+8% YoY), 영업이익 1,313억원(+7% YoY)으로 OPM 12%의 양호한 실적을 기록했다.

건설부문에서 매출 8,529억원(+12% YoY), 영업이익 1,285억원(+28% YoY)의 양호한 실적을 기록하며 전사 실적을 견인했다.

표 1. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결 매출	3,850.5	4,031.6	3,762.4	845.3	1,112.1	1,007.9	1,066.4	714.9	978.2	940.6	1,128.7
YoY Growth	17.9%	4.7%	-6.7%	5.4%	8.4%	7.9%	-2.0%	-15.4%	-12.0%	-6.7%	5.8%
건설	2,841.9	3,040.8	2,736.8	626.5	852.9	760.2	804.3	520.0	711.6	684.2	821.0
YoY Growth	22.5%	7.0%	-10.0%	6.8%	11.7%	13.2%	-1.9%	-17.0%	-16.6%	-10.0%	2.1%
방송	390.2	273.1	259.5	45.4	64.8	68.3	72.2	49.3	67.5	64.9	77.8
레저	69.7	71.8	74.0	9.5	19.7	18.0	19.0	14.1	19.2	18.5	22.2
환경	506.6	608.0	650.5	154.7	163.0	152.0	160.8	123.6	169.1	162.6	195.2
기타	42.0	37.8	41.6	9.1	11.7	9.5	10.0	7.9	10.8	10.4	12.5
매출원가	3,176.3	3,295.7	3,040.9	686.3	907.9	823.9	879.1	563.3	805.1	760.2	912.3
YoY Growth	16.2%	3.8%	-7.7%	8.4%	6.2%	7.4%	-4.6%	-17.9%	-11.3%	-7.7%	20.0%
원가율	82.5%	81.7%	80.8%	81.2%	81.6%	81.7%	82.4%	78.8%	82.3%	80.8%	80.8%
매출총이익	674.2	735.9	721.5	159.0	204.2	184.0	187.3	151.5	173.2	180.4	216.5
GPM	17.5%	18.3%	19.2%	18.8%	18.4%	18.3%	17.6%	21.2%	17.7%	19.2%	19.2%
판관비	210.7	231.7	224.0	48.3	72.9	57.9	52.6	47.0	53.8	56.0	67.2
판관비율	5.5%	5.7%	6.0%	5.7%	6.6%	5.7%	4.9%	6.6%	5.5%	6.0%	6.0%
영업이익	463.5	504.2	497.5	110.6	131.3	126.1	134.7	104.5	119.4	124.4	149.3
YoY Growth	49.0%	8.8%	-1.3%	-9.2%	6.5%	8.2%	32.3%	-5.6%	-9.1%	-1.3%	10.8%
OPM	12.0%	12.5%	13.2%	13.1%	11.8%	12.5%	12.6%	14.6%	12.2%	13.2%	13.2%
건설	368.9	410.5	364.0	90.4	128.5	102.6	89.0	76.4	87.4	91.0	109.2
YoY Growth	572.4%	11.3%	-11.3%	132.4%	53.6%	11.4%	67.0%	-15.5%	-32.0%	-11.3%	22.7%
방송	6.4	(2.7)	2.6	(4.0)	5.7	(0.7)	(3.7)	0.5	0.6	0.6	0.8
레저	2.6	2.2	6.7	(3.6)	(1.7)	0.5	6.9	1.4	1.6	1.7	2.0
환경	81.3	115.5	130.1	30.8	1.7	28.9	54.1	27.3	31.2	32.5	39.0
YoY Growth	32.8%	42.1%	12.6%	187.3%	-87.7%	94.8%	265.1%	-11.4%	1737.8%	12.6%	-27.9%
기타	6.6	3.8	4.2	5.8	0.9	0.9	(3.9)	0.9	1.0	1.0	1.2

자료: 하나금융투자

환경과 건설부문의 쌍끌이 실적 기대되는 2019~2021

건설-환경-미디어-레저 업을 영위하는 태영건설의 실적은 건설부문에서 2018~2019년의 신규사업(하남 포웰시티, 세종 마스터힐스, 수원 고등, 에코시티 잔여, 양산 사송Phase 1, 대구 도남)이 완료되며 2020~2022년의 매출과 이익을 책임지게 된다. 과천 지식정보타운의 경우 공공택지여서 분양가상한제 적용지역인데, 이는 세종/하남감일에서도 동일했고 타 시행사들과 달리 상반기 중 과천제외 모든 프로젝트의 분양을 종료했으므로 이익안정성이 높다. 특히, 2016~2019년의 프로젝트 종료 이후, 2020~2022년의 프로젝트로 수익성을 확보했다는 점에서 실적가시성 높다.

환경부문은 TSK코퍼레이션의 수처리/폐기물매립업을 지속하고 있고, 올해는 1,000억대 영업이익이 기대된다.

블루윈 레저사업의 경우 골프/리조트 업 중심이고 토지자산 등 북밸류 재평가 기대되고, 미디어 사업의 경우에도 북밸류 및 잠재력 높은 사업군이다.

표 2. 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	걸포4지구	미정	-	미정	미정																

자료: 부동산114, 하나금융투자

표 3. 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

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,266.4	3,850.5	4,031.6	3,762.4	3,856.1
매출원가	2,733.8	3,176.3	3,295.7	3,040.9	3,151.3
매출총이익	532.6	674.2	735.9	721.5	704.8
판관비	221.5	210.7	231.7	224.0	226.7
영업이익	311.1	463.5	504.2	497.5	478.1
금융손익	(23.5)	(20.3)	(24.1)	(16.0)	(10.2)
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	490.1	486.5	462.9
법인세	94.7	133.0	128.4	127.5	121.3
계속사업이익	123.3	244.1	301.7	359.1	341.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	123.3	244.1	301.7	359.1	341.6
비지배주주지분 손이익	33.0	54.8	54.3	53.9	51.2
지배주주순이익	90.3	189.4	247.4	305.2	290.4
지배주주지분포괄이익	120.8	150.4	222.9	265.3	252.4
NOPAT	176.0	300.1	372.1	367.2	352.8
EBITDA	378.0	531.0	568.0	558.4	536.7
성장성(%)					
매출액증가율	58.6	17.9	4.7	(6.7)	2.5
NOPAT증가율	3,811.1	70.5	24.0	(1.3)	(3.9)
EBITDA증가율	128.0	40.5	7.0	(1.7)	(3.9)
영업이익증가율	220.4	49.0	8.8	(1.3)	(3.9)
(지배주주)순이익증가율	45,050.0	109.7	30.6	23.4	(4.8)
EPS증가율	57,050.0	109.8	30.7	23.4	(4.9)
수익성(%)					
매출총이익률	16.3	17.5	18.3	19.2	18.3
EBITDA이익률	11.6	13.8	14.1	14.8	13.9
영업이익률	9.5	12.0	12.5	13.2	12.4
계속사업이익률	3.8	6.3	7.5	9.5	8.9

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,637.6	2,790.8	2,724.6	2,813.8	3,121.1
금융자산	628.2	631.1	365.3	428.1	623.6
현금성자산	375.8	331.2	53.1	134.2	323.4
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	308.2	322.7	301.2	308.7
비유동자산	2,114.5	2,167.8	2,359.3	2,355.8	2,409.2
투자자산	587.9	522.4	562.7	605.0	657.0
금융자산	336.6	32.5	34.0	31.8	32.6
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	5,083.9	5,169.5	5,530.3
유동부채	2,060.3	1,886.5	1,716.2	1,493.0	1,441.0
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	448.6	457.5	473.9
비유동부채	1,256.4	1,589.8	1,593.0	1,551.9	1,632.3
금융부채	853.3	1,197.5	1,182.5	1,082.5	1,067.5
기타비유동부채	403.1	392.3	410.5	469.4	564.8
부채총계	3,316.7	3,476.3	3,309.2	3,044.9	3,073.3
지배주주지분	956.9	1,014.4	1,252.8	1,549.2	1,830.8
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)
기타포괄이익누계액	74.7	15.3	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	730.5	919.3	1,157.9	1,454.2	1,735.7
비지배주주지분	478.5	467.9	521.9	575.4	626.2
자본총계	1,435.4	1,482.3	1,774.7	2,124.6	2,457.0
순금융부채	921.6	1,113.1	1,104.4	856.6	661.0

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,143	2,398	3,133	3,866	3,678
BPS	12,518	13,245	16,266	20,019	23,585
CFPS	5,629	7,431	6,229	6,858	6,477
EBITDAPS	4,787	6,725	7,194	7,072	6,797
SPS	41,369	48,767	51,061	47,651	48,837
DPS	90	125	125	125	125
주기지표(배)					
PER	9.0	4.7	4.2	3.4	3.6
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
PCFR	1.8	1.5	2.1	1.9	2.0
EV/EBITDA	5.8	4.6	4.7	4.4	4.3
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	19.2	21.8	21.8	17.2
ROA	2.2	3.9	4.9	6.0	5.4
ROIC	9.8	13.5	15.2	14.0	12.7
부채비율	231.1	234.5	186.5	143.3	125.1
순부채비율	64.2	75.1	62.2	40.3	26.9
이자보상배율(배)	8.5	11.9	13.3	15.3	15.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	27.0	115.0	271.1	308.5	306.8
당기순이익	123.3	244.1	301.7	359.1	341.6
조정	290.2	240.3	61.7	54.9	48.5
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	17.9	14.1	9.9
영업활동 자산부채 변동	(386.5)	(369.4)	(92.3)	(105.5)	(83.3)
투자활동 현금흐름	124.1	(138.6)	(227.9)	(0.9)	(78.3)
투자자산감소(증가)	(89.5)	65.5	(20.6)	(22.7)	(32.4)
유형자산감소(증가)	(124.3)	(34.0)	(215.0)	(15.0)	(60.0)
기타	337.9	(170.1)	7.7	36.8	14.1
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)	(278.1)	81.1	189.2
Unlevered CFO	444.4	586.7	491.8	541.5	511.4
Free Cash Flow	(98.9)	74.9	56.1	193.5	241.8

자료: 하나금융투자

2019년 11월 6일

현대건설 (000720)

현대건설이 좋아져야 현대건설이 산다.

저조한 이익의 '19년을 넘어 '20년을 기대

현대건설은 '19년 영업이익 컨센서스를 1조원으로 제시하며 연초를 호기롭게 출발하였으나 분기실적이 컨센서스를 지속적으로 하회하며 3분기 누적으로 6,895억원(1.5% YoY)를 기록하며 다소 저조하였다. 이는 별도기준 이익개선의 속도가 시장의 기대를 지속해서 하회중인 이유가 가장 크다. 매출과 영업이익 전년비 2~3% 성장하는 사이 신규수주는 12%정도 증가한 17.8조원을 기록할만큼 수주는 양호했다.

빛나는 엔지니어링 실적, 부진한 본사 해외마진

현대건설이 38.6%를 보유한 현대엔지니어링의 경우, 이익률의 전반적 수준이 현대건설보다 높다. '19년 현대엔지 OPM은 분기별 6.5%, 5.6%, 7.1%의 흐름이고, 현대건설본사는 4.2%, 2.7%, 4.3%의 흐름으로 국내는 86~87% 수준으로 유사한 원가율이지만 해외원가율 측면에서 3~4%p이상 차이가 난다.

현대엔지의 영업익 규모가 본사규모를 초과한 상태가 지속 중이고, 수주 측면에서도 매출을 1.5배 상회하는 수주를 유지 중이라 현대엔지의 매출성장 속도가 빠를 것을 고려한다면, 현대엔지가 현대건설을 외형적으로 넘는 것도 가능해졌다.

주가 측면에서 현대엔지의 약진은 현대건설 입장에서는 다소 중립 혹은 중립이하의 이슈다. '15년 현대엔지가 현대엠코와 합병한 이후, 금융시장에는 늘 현대엔지와 현대건설의 합병 이슈가 존재하기 때문이다.

현대건설이 좋아져야 현대건설이 산다.

연결기준 현대건설에서 지배순이익 개선과 ROE 개선은 별도 기준 현대건설의 실적이 개선되어야 한다. 현대엔지는 이미 너무 잘하는 수준이다. 즉, 현대건설(별도)이 좋아져야 현대건설(연결)의 주가가 살아난다는 의미다.

건설은 영업레버리지 없는 산업인 만큼 ROE를 높이는 것이 어렵다. 오로지 해외 원가율 정상화와 국내 원가율 개선만이 현대건설 추가흐름에 긍정적일 것이다. 현대엔지도 하는 것을 현대건설이 왜 못하겠는가. 별도실적 개선을 기대해본다.

관심종목

BUY

TP(12M): 52,000원 | CP(11월5일): 45,350원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,142.64
52주 최고/최저(원)	65,000/38,800
시가총액(십억원)	5,050.0
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	111,355.8
60일 평균 거래량(천주)	528.4
60일 평균 거래대금(십억원)	23.1
18년 배당금(예상,원)	500
18년 배당수익률(예상,%)	1.10
외국인지분율(%)	22.70
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 3인	34.92
국민연금공단	11.79
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.2) (11.6) (7.1)
상대	(6.8) (9.4) (9.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	5,338.3	6,555.6
영업이익(십억원)	191.7	311.8
순이익(십억원)	115.0	218.7
EPS(원)	593	1,126
BPS(원)	5,789	6,869

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,887.1	16,730.9	17,246.8	17,960.0	18,225.8
영업이익	십억원	986.1	840.0	950.6	898.5	1,063.4
세전이익	십억원	554.8	897.9	978.2	847.5	1,012.4
순이익	십억원	201.7	381.6	533.5	494.4	533.6
EPS	원	1,810	3,424	4,786	4,436	4,787
증감률	%	(64.7)	89.2	39.8	(7.3)	7.9
PER	배	20.06	15.95	9.47	10.22	9.47
PBR	배	0.63	0.97	0.75	0.70	0.66
EV/EBITDA	배	4.05	6.27	4.99	5.29	4.52
ROE	%	3.15	5.99	8.19	7.09	7.18
BPS	원	58,029	56,293	60,579	64,515	68,802
DPS	원	500	500	500	500	500



Analyst **채상욱**
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA **이승희**
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

저조한 이익의 '19년을 넘어 '20년을 기대

현대건설은 '19년 영업이익 컨센서스를 1조원으로 제시하며 연초를 호기롭게 출발하였으나 분기실적이 컨센서스를 지속적으로 하회하며 3분기 누적으로 6,895억원(1.5% YoY)를 기록하며 다소 저조하였다. 이는 별도기준 이익개선의 속도가 시장의 기대를 지속해서 하회 중인 이유가 가장 크다. 매출과 영업이익이 전년비 2~3% 성장하는 사이 신규수주는 12%정도 증가한 17.8조원을 기록할만큼 수주는 양호했다.

표 1. 현대건설 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q19F
연결매출	16,730.9	17,246.8	17,960.0	3,877.7	4,681.9	4,087.8	4,599.5	3,970.1	4,664.6	4,511.8	4,813.5
YoY growth	-11.1%	3.1%	4.1%	-6.1%	11.0%	-3.7%	7.1%	2.4%	-0.4%	10.4%	4.7%
본사계	10,016.1	10,096.8	10,331.5	2,244.8	2,674.0	2,382.3	2,795.7	2,291.9	2,686.2	2,604.7	2,748.7
YoY growth	-9.3%	0.8%	2.3%	-9.2%	5.2%	-8.2%	10.7%	2.1%	0.5%	9.3%	-1.7%
국내	6,378.2	6,195.2	6,256.1	1,309.6	1,717.1	1,508.1	1,660.4	1,313.8	1,626.6	1,626.6	1,689.2
해외	3,637.9	3,901.6	4,075.3	935.3	956.9	874.2	1,135.2	978.1	1,059.6	978.1	1,059.6
1) 건축	5,147.4	5,486.2	5,361.7	1,118.0	1,503.5	1,255.0	1,609.7	1,286.8	1,394.0	1,286.8	1,394.0
주택	3,988.9	4,370.3	4,277.7	883.7	1,251.2	1,037.2	1,198.2	1,026.7	1,112.2	1,026.7	1,112.2
2) 토목	2,302.1	2,516.9	2,137.6	612.2	654.2	639.2	611.3	513.0	555.8	513.0	555.8
3) 플랜트	2,507.7	2,036.1	2,777.1	504.5	500.9	477.6	553.1	666.5	722.0	666.5	722.0
현대엔지 등	6,505.5	6,700.0	7,128.6	1,548.4	1,835.9	1,616.0	1,699.7	1,568.3	1,853.4	1,782.1	1,924.7
YoY growth	-6.3%	3.0%	6.4%	1.2%	17.7%	4.9%	3.7%	1.3%	1.0%	10.3%	13.2%
매출원가	15,069.7	15,511.5	16,163.5	3,488.0	4,217.2	3,671.6	4,134.6	3,582.6	4,194.2	4,060.7	4,326.0
매출원가율	90.1%	89.9%	90.0%	90.0%	90.1%	89.8%	89.9%	90.2%	89.9%	90.0%	89.9%
본사계	9,266.6	9,199.0	9,297.8	2,052.2	2,447.7	2,164.7	2,534.3	2,072.2	2,413.6	2,344.3	2,467.7
국내	5,800.1	5,379.1	5,426.3	1,126.3	1,476.7	1,331.7	1,444.5	1,143.0	1,407.0	1,415.1	1,461.1
해외	3,466.5	3,819.8	3,871.6	925.9	971.0	833.1	1,089.8	929.2	1,006.6	929.2	1,006.6
현대엔지 등	5,557.8	5,975.2	6,415.7	1,365.3	1,652.0	1,437.6	1,520.3	1,411.5	1,668.1	1,603.9	1,732.2
매출총이익	1,661.1	1,735.4	1,796.5	389.7	464.7	416.2	464.9	387.5	470.4	451.1	487.5
본사계	750.2	897.9	1,033.6	192.6	226.3	217.6	261.4	219.7	272.6	260.4	281.0
현대엔지 등	910.9	837.6	762.9	197.1	238.4	198.6	203.5	167.8	197.8	190.7	206.5
판관비	821.2	784.7	898.0	184.5	219.6	177.0	203.6	198.5	233.2	225.6	240.7
판관비율	4.9%	4.6%	5.0%	4.8%	4.7%	4.3%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
영업이익	839.9	950.7	898.5	205.2	245.1	239.2	261.2	189.0	237.2	225.5	246.8
YoY growth	-27.5%	13.2%	-5.5%	-10.2%	-13.0%	-14.9%	18.5%	-7.9%	-3.2%	-5.7%	-5.5%
OPM	5.0%	5.5%	5.0%	5.3%	5.2%	5.9%	5.7%	4.8%	5.1%	5.0%	5.1%
현대건설 본사	304.8	423.3	620.4	95.1	100.6	102.3	127.7	128.8	169.3	157.0	165.3
OPM	3.0%	4.2%	6.0%	4.2%	3.8%	4.3%	4.6%	5.6%	6.3%	6.0%	6.0%
YoY growth	-41.0%	38.9%	46.6%	5.7%	-10.7%	-22.9%	26.7%	35.4%	68.2%	53.5%	29.4%
현대엔지 등	535.1	527.4	278.1	110.1	144.5	136.9	133.5	60.2	67.9	68.4	81.5
OPM	8.2%	7.9%	3.9%	7.1%	7.9%	8.5%	7.9%	3.8%	3.7%	3.8%	4.2%
YoY growth	-16.7%	-1.4%	-47.3%	-20.6%	-14.5%	-7.7%	11.6%	-45.3%	-53.0%	-50.0%	-39.0%

자료: 하나금융투자

빛나는 엔지니어링 실적, 부진한 본사 해외마진

현대건설이 38.6%를 보유한 현대엔지니어링의 경우, 이익률의 전반적 수준이 현대건설보다 높다. '19년 현대엔지 OPM은 분기별 6.5%, 5.6%, 7.1%의 흐름이고, 현대건설본사는 4.2%, 2.7%, 4.3%의 흐름으로 국내는 86~87% 수준으로 유사한 원가율이지만 해외원가율 측면에서 3~4%p이상 차이가 난다.

현대엔지의 영업익 규모가 본사규모를 초과한 상태가 지속 중이고, 수주 측면에서도 매출을 1.5배 상회하는 수주를 유지 중이라 현대엔지의 매출성장 속도가 빠를 것을 고려한다면, 현대엔지가 현대건설을 외형적으로 넘는 것도 가능해졌다.

주가 측면에서 현대엔지의 약진은 현대건설 입장에서는 다소 중립 혹은 중립이하의 이슈다. '15년 현대엔지가 현대엠코와 합병한 이후, 금융시장에는 늘 현대엔지와 현대건설의 합병 이슈가 존재하기 때문이다.

표 2. 현대건설 밸류에이션

구분	항목	2019F
현대건설 본사가치	EBIT(1-t), t=26.2%	312.4
	Target Multiple	9.0
	소계	2,811.6
현대엔지니어링 가치	EBIT(1-t) / 38.6% 지분반영	150.2
	Target Multiple	9.0
	소계	1,352.2
영업가치 소계		4,163.7
비영업 가치	매도가능증권(SOC등)	110.3
	서산 토지 등	408.0
	소계	518.3
	NAV 할인 적용 후	388.7
영업가치 및 비영업가치 합		4,552.5
순차입금(지배지분반영)		-1,272.0
목표 시가총액		5,824.5
주식 수		111,355.8
TP		52,000

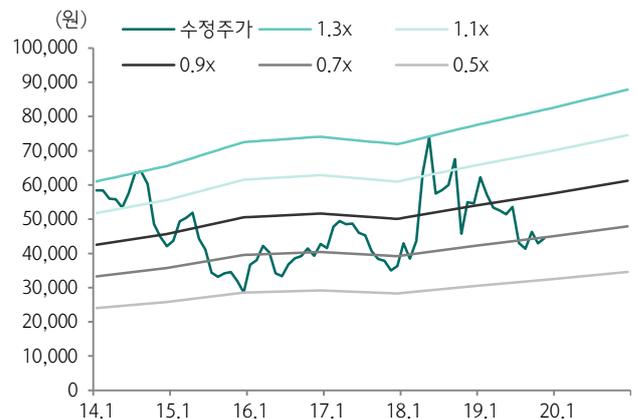
자료: 하나금융투자

그림 1. 현대건설 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 현대건설 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,887.1	16,730.9	17,246.8	17,960.0	18,225.8
매출원가	15,108.1	15,069.7	15,511.5	16,163.5	16,251.1
매출총이익	1,779.0	1,661.2	1,735.3	1,796.5	1,974.7
판관비	792.9	821.2	784.7	898.0	911.3
영업이익	986.1	840.0	950.6	898.5	1,063.4
금융손익	(145.1)	110.5	21.5	(22.0)	(22.0)
종속/관계기업손익	(14.9)	(16.4)	(1.1)	(4.0)	(4.0)
기타영업외손익	(271.3)	(36.2)	7.1	(25.0)	(25.0)
세전이익	554.8	897.9	978.2	847.5	1,012.4
법인세	183.3	362.6	246.4	228.8	273.4
계속사업이익	371.6	535.3	731.8	618.7	739.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	371.6	535.3	731.8	618.7	739.1
비배주주지분 손이익	169.9	153.7	198.3	124.3	205.5
지배주주순이익	201.7	381.6	533.5	494.4	533.6
지배주주지분포괄이익	201.6	225.1	501.9	424.3	506.9
NOPAT	660.4	500.8	711.2	655.9	776.3
EBITDA	1,179.5	1,012.1	1,099.9	1,033.1	1,188.4
성장성(%)					
매출액증가율	(10.3)	(0.9)	3.1	4.1	1.5
NOPAT증가율	(23.6)	(24.2)	42.0	(7.8)	18.4
EBITDA증가율	(12.6)	(14.2)	8.7	(6.1)	15.0
영업이익증가율	(14.9)	(14.8)	13.2	(5.5)	18.4
(지배주주)순이익증가율	(64.7)	89.2	39.8	(7.3)	7.9
EPS증가율	(64.7)	89.2	39.8	(7.3)	7.9
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	9.9	10.1	10.0	10.8
EBITDA이익률	7.0	6.0	6.4	5.8	6.5
영업이익률	5.8	5.0	5.5	5.0	5.8
계속사업이익률	2.2	3.2	4.2	3.4	4.1

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	13,249.8	13,336.8	13,489.8	13,814.6	14,207.3
금융자산	3,664.2	4,301.0	4,240.1	4,312.4	4,532.3
현금성자산	2,107.2	2,241.2	2,117.2	2,102.4	2,289.8
매출채권 등	6,178.5	5,958.7	6,077.8	6,199.4	6,323.4
재고자산	2,105.5	1,947.1	2,007.1	2,090.1	2,121.0
기타유동자산	1,301.6	1,130.0	1,164.8	1,212.7	1,230.6
비유동자산	5,182.1	4,717.8	4,732.8	4,764.2	4,801.5
투자자산	1,123.5	559.2	563.5	569.5	571.7
금융자산	1,044.1	94.2	97.1	101.1	102.6
유형자산	1,398.8	1,436.6	1,482.1	1,529.2	1,577.8
무형자산	760.2	711.2	676.4	654.7	641.1
기타비유동자산	1,899.6	2,010.8	2,010.8	2,010.8	2,010.9
자산총계	18,431.9	18,054.6	18,222.6	18,578.9	19,008.8
유동부채	7,219.0	6,860.9	6,374.7	6,178.2	5,961.2
금융부채	597.3	615.3	582.9	554.0	527.6
매입채무 등	5,039.1	4,930.9	4,437.8	4,215.9	4,005.1
기타유동부채	1,582.6	1,314.7	1,354.0	1,408.3	1,428.5
비유동부채	2,739.9	2,901.9	2,932.2	2,974.1	2,989.7
금융부채	1,795.7	1,919.2	1,919.2	1,919.2	1,919.2
기타비유동부채	944.2	982.7	1,013.0	1,054.9	1,070.5
부채총계	9,959.0	9,762.8	9,306.9	9,152.2	8,950.9
지배주주지분	6,467.6	6,274.1	6,751.8	7,190.4	7,668.3
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,032.4	1,003.6	1,003.6	1,003.6	1,003.6
자본조정	(4.3)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	69.0	(267.5)	(267.5)	(267.5)	(267.5)
이익잉여금	4,813.2	4,986.4	5,464.2	5,902.8	6,380.6
비지배주주지분	2,005.3	2,017.8	2,164.0	2,236.2	2,389.6
자본총계	8,472.9	8,291.9	8,915.8	9,426.6	10,057.9
순금융부채	(1,271.2)	(1,766.4)	(1,738.0)	(1,839.2)	(2,085.5)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,810	3,424	4,786	4,436	4,787
BPS	58,029	56,293	60,579	64,515	68,802
CFPS	12,754	10,487	7,818	8,049	9,397
EBITDAPS	10,582	9,081	9,869	9,269	10,663
SPS	151,515	150,114	154,743	161,142	163,527
DPS	500	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	20.1	15.9	9.5	10.2	9.5
PBR	0.6	1.0	0.7	0.7	0.7
PCFR	2.8	5.2	5.8	5.6	4.8
EV/EBITDA	4.1	6.3	5.0	5.3	4.5
PSR	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	3.2	6.0	8.2	7.1	7.2
ROA	1.1	2.1	2.9	2.7	2.8
ROIC	10.1	7.8	10.6	9.0	10.1
부채비율	117.5	117.7	104.4	97.1	89.0
순부채비율	(15.0)	(21.3)	(19.5)	(19.5)	(20.7)
이자보상배율(배)	12.8	9.2	10.2	9.8	11.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	514.4	249.5	15.4	319.1	460.3
당기순이익	371.6	535.3	731.8	618.7	739.1
조정	773.5	204.0	(79.0)	78.6	68.9
감가상각비	193.4	172.1	149.3	134.6	125.0
외환거래손익	256.0	(71.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.3	27.5	1.1	4.0	4.0
기타	321.8	76.1	(229.4)	(60.0)	(60.1)
영업활동 자산부채 변동	(630.7)	(489.8)	(637.4)	(378.2)	(347.7)
투자활동 현금흐름	(16.3)	(92.0)	(280.5)	(309.3)	(250.8)
투자자산감소(증가)	(295.8)	584.4	(57.5)	(62.1)	(58.3)
유형자산감소(증가)	(38.4)	(178.6)	(160.0)	(160.0)	(160.0)
기타	317.9	(497.8)	(63.0)	(87.2)	(32.5)
재무활동 현금흐름	(380.9)	(37.3)	(88.1)	(84.7)	(82.1)
금융부채증가(감소)	(262.6)	141.6	(32.4)	(29.0)	(26.4)
자본증가(감소)	(7.3)	(28.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.4)	(43.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(108.6)	(106.9)	(55.7)	(55.7)	(55.7)
현금의 증감	(42.7)	133.9	(123.9)	(14.9)	187.4
Unlevered CFO	1,421.5	1,168.8	871.4	897.1	1,047.3
Free Cash Flow	464.6	57.6	(144.6)	159.1	300.3

자료: 하나금융투자

2019년 11월 6일

GS건설 (006360)

완만한 성장세로 재진입할 2020년이 기대된다.

‘19년을 넘어 재성장’의 ‘20년이 기대되는 주택 대장주

GS건설은 ‘15~’18년 주택시장 호황의 최선에 위치한 건설사다. 재무비율 개선은 물론이거니와 주택부문의 매출증가세가 가파랐고, ‘14년 1분기의 어닝쇼크를 ‘18년 1분기 어닝서프라이즈로 갚으면서 플랜트EPC시장의 침체를 국내 주택으로 완전히 벗어났음을 알린 기업이기도 하다. 주택시장의 대장주다. 현 GS건설은 건설 본업을 주축으로, 해외는 환경부문에서 이니마를, 국내에서는 소규모 정비사업/오피스텔의 자이에스앤디를 보유하고 있다.

‘20년 투자포인트는 베트남/자이에스앤디/이니마/자체사업

2020년 GS건설의 투자포인트는 별도실적의 개선과 ‘19년 말 확보한 자체사업 용지의 사업화다. 연결대상을 통한 매출단 성장도 긍정적이다. 특히 자이에스앤디와 이니마의 경우 합산 0.8조원의 매출액 증가를 가져올 것이 기대된다. 아울러 ‘20년 해외시장의 발주 환경 변화는 UAE/쿠웨이트의 화학플랜트 EPC로 연결되고 있고, 이 부분 역시 GS건설에 긍정적이다.

또 베트남 사업 역시 2020년부터 나베, 푸띠엔 등을 중심으로 진행되며 손익에 기여할 것으로 기대된다. 베트남의 경우, 국내 다수의 건설사가 진출중에 있는데, 토지매입 원가 등을 고려할 시, 베트남 개발이 본격화 될 때 GS건설의 이익성장도 본격화 될 것으로 기대된다.

해외수주 가이던스가 ‘20년 주가의 키폭터 될 것

시장은 분양가상한제 등으로 국내 재건축/재개발 수주가 위축될 것을 우려하고 있다. 동시에 ‘20년 해외수주에 대한 기대감도 높아졌다. 이런 국면에서 ‘20년 해외수주 가이던스가 GS건설 주가의 키폭터가 될 것으로 전망한다.

현 시점에서 2020년은 매출/이익은 모두 완만하게 성장세로 재진입하는 한 해가 될 것으로 판단된다.

관심종목

BUY

TP(12M): 45,000원 | CP(11월5일): 32,750원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,142.64
52주 최고/최저(원)	47,750/30,550
시가총액(십억원)	2,617.5
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	79,924.4
60일 평균 거래량(천주)	328.3
60일 평균 거래대금(십억원)	10.6
18년 배당금(예상,원)	1,200
18년 배당수익률(예상,%)	3.66
외국인지분율(%)	30.85
주요주주 지분율(%)	
허창수 외 17인	25.59
국민연금공단	13.27
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.6 (18.9) (21.2)
상대	(1.3) (16.9) (23.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	10,316.8	10,543.1
영업이익(십억원)	788.2	777.3
순이익(십억원)	568.7	528.9
EPS(원)	7,012	6,540
BPS(원)	51,136	56,842

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,679.5	13,139.4	10,511.3	10,907.6	11,088.4
영업이익	십억원	318.7	1,064.5	798.0	800.6	813.0
세전이익	십억원	(160.7)	835.0	848.8	800.6	853.0
순이익	십억원	(168.4)	582.1	619.9	584.9	629.5
EPS	원	(2,359)	7,713	7,764	7,318	7,877
증감율	%	적지	흑전	0.7	(5.7)	7.6
PER	배	N/A	5.67	4.22	4.48	4.16
PBR	배	0.63	0.97	0.63	0.57	0.51
EV/EBITDA	배	9.56	3.43	3.79	3.63	3.29
ROE	%	(5.22)	17.34	16.23	13.49	13.02
BPS	원	45,246	45,130	51,625	57,754	64,144
DPS	원	300	1,000	1,200	1,500	1,500



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이승희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

‘19년을 넘어 재성장의 ‘20년이 기대되는 주택 대장주

GS건설은 ‘15~’ 18년 주택시장 호황의 최선에 위치한 건설사다. 재무비율 개선은 물론 이거니와 주택부문의 매출증가세가 가파랐고, ‘14년 1분기의 어닝쇼크를 ‘18년 1분기 어닝서프라이즈로 갚으면서 플랜트EPC시장의 침체를 국내 주택으로 완전히 벗어났음을 알린 기업이기도 하다. 주택시장의 대장주다.

현 GS건설은 건설 본업을 주축으로, 해외는 환경부문에서 이니마를, 국내에서는 소규모 정비사업/오피스텔의 자이에스앤디를 보유하고 있다.

표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	13,139.4	10,511.3	10,907.6	2,601.9	2,575.0	2,441.6	2,892.9	2,617.8	2,836.0	2,617.8	2,836.0
YoY Growth	12.5%	-20.0%	3.8%	-16.8%	-28.1%	-23.6%	-10.9%	0.6%	10.1%	7.2%	-2.0%
건설	13,061.0	10,411.3	10,107.6	2,581.0	2,552.0	2,424.0	2,854.3	2,425.8	2,628.0	2,425.8	2,628.0
토목	1,116.0	938.0	958.7	230.0	215.0	208.0	285.0	230.1	249.3	230.1	249.3
주택/건축	7,140.0	6,194.7	5,963.1	1,514.0	1,579.0	1,393.0	1,708.7	1,431.1	1,550.4	1,431.1	1,550.4
플랜트(화공)	4,375.0	3,278.7	3,185.8	837.0	758.0	823.0	860.7	764.6	828.3	764.6	828.3
비건설	100.0	100.0	800.0	20.9	23.0	17.6	38.5	192.0	208.0	192.0	208.0
매출원가	11,511.8	9,127.8	9,539.8	2,247.9	2,228.9	2,111.8	2,539.1	2,289.5	2,480.3	2,289.5	2,480.3
건설	11,407.8	9,043.0	8,835.8	2,230.4	2,209.4	2,096.9	2,506.4	2,120.6	2,297.3	2,120.6	2,297.3
토목	1,041.0	864.9	882.0	211.4	207.0	184.3	262.2	211.7	229.3	211.7	229.3
주택	6,072.6	5,233.4	5,038.8	1,297.5	1,323.2	1,160.4	1,452.4	1,209.3	1,310.1	1,209.3	1,310.1
플랜트	3,896.2	2,944.7	2,915.0	721.5	679.2	752.2	791.8	699.6	757.9	699.6	757.9
비건설	125.7	84.8	704.0	17.6	19.5	15.0	32.7	169.0	183.0	169.0	183.0
매출총이익	1,627.6	1,383.5	1,367.8	354.1	342.0	329.8	353.7	328.3	355.6	328.3	355.6
GPM	12.4%	13.2%	12.5%	13.6%	13.3%	13.5%	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
건설	1,653.2	1,368.3	1,271.8	350.6	342.6	327.1	348.0	305.2	330.7	305.2	330.7
토목	75.0	73.1	76.7	18.6	8.0	23.7	22.8	18.4	19.9	18.4	19.9
주택	1,067.4	961.2	924.3	216.5	255.8	232.6	256.3	221.8	240.3	221.8	240.3
플랜트	478.8	334.0	270.8	115.5	78.8	70.8	68.9	65.0	70.4	65.0	70.4
비건설	-25.6	15.2	96.0	3.3	3.4	2.6	5.8	23.0	25.0	23.0	25.0
판관비	563.1	585.5	567.2	162.7	136.1	142.1	144.6	136.1	147.5	136.1	147.5
판관비율	4.3%	5.6%	5.2%	6.3%	5.3%	5.8%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
영업이익	1,064.5	798.0	800.6	191.4	205.9	187.7	209.1	192.1	208.1	192.1	208.1
YoY Growth	234.0%	-25.0%	0.3%	-50.9%	-6.1%	-19.6%	-5.9%	0.4%	1.1%	2.4%	-0.5%
OPM	8.1%	7.6%	7.3%	7.4%	8.0%	7.7%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
건설	1,094.3	788.3	746.2	189.2	207.7	186.1	205.3	179.1	194.0	179.1	194.0
비건설	-29.9	9.7	54.4	2.0	2.2	1.6	3.9	13.1	14.1	13.1	14.1

자료: 하나금융투자

‘20년 투자포인트는 베트남/자이에스앤디/이니마/자체사업

2020년 GS건설의 투자포인트는 별도실적의 개선과 ‘19년 말 확보한 자체사업 용지의 사업화다. 연결대상을 통한 매출단 성장도 긍정적이다. 특히 자이에스앤디와 이니마의 경우 합산 0.8조원의 매출액 증가를 가져올 것이 기대된다. 아울러 ‘20년 해외시장의 발주 환경 변화는 UAE/쿠웨이트의 화학플랜트EPC로 연결되고 있고, 이 부분 역시 GS건설에 긍정적이다.

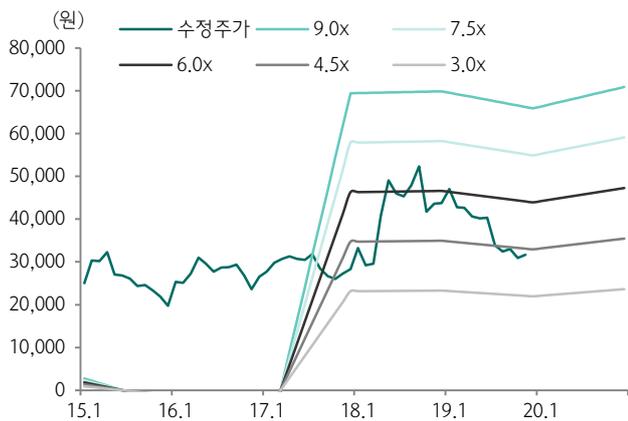
또 베트남 사업 역시 2020년부터 나베, 뚜띠엔 등을 중심으로 진행되며 손익에 기여할 것으로 기대된다. 베트남의 경우, 국내 다수의 건설사가 진출 중에 있는데, 토지매입 원가 등을 고려할 시, 베트남 개발이 본격화 될 때 GS건설의 이익성장도 본격화 될 것으로 기대된다.

표 2. GS건설 밸류에이션 테이블

구분	항목	값
영업가치(A)	Implied NOPLAT	471.1
	Target Multiple	9.0
	영업가치 소계	4,240.3
비영업 가치(B)	투자부동산 가치 등	0.0
	NAV 할인	0.0
순차입금(C)		523.4
Total(A+B-C)		3,716.9
주식 수(천 주)	보통주	79,231.8
	전환사채	2,324.0
	전환사채(34,151원/주)	2,665.0
TP(회석 반영-KRW)		45,000

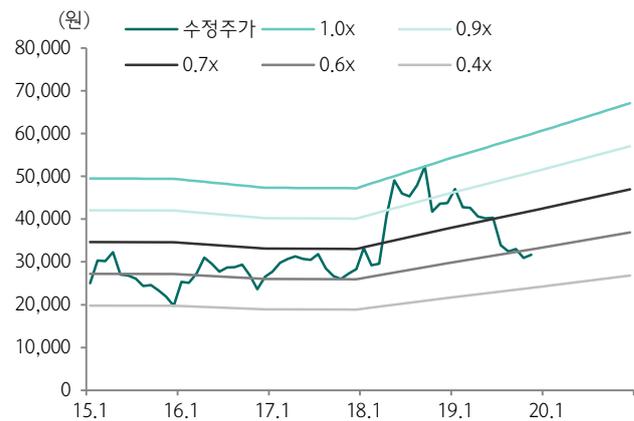
자료: 하나금융투자

그림 1. GS건설 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. GS건설 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679.5	13,139.4	10,511.3	10,907.6	11,088.4
매출원가	10,876.1	11,511.8	9,127.8	9,539.8	9,698.7
매출총이익	803.4	1,627.6	1,383.5	1,367.8	1,389.7
판관비	484.7	563.1	585.5	567.2	576.6
영업이익	318.7	1,064.5	798.0	800.6	813.0
금융손익	(16.0)	(176.6)	(1.4)	20.0	60.0
종속/관계기업손익	(6.1)	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(457.3)	(59.3)	52.1	(20.0)	(20.0)
세전이익	(160.7)	835.0	848.8	800.6	853.0
법인세	2.9	247.6	222.4	209.8	223.5
계속사업이익	(163.7)	587.4	626.4	590.8	629.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(163.7)	587.4	626.4	590.8	629.5
비지배주주지분 손익	4.7	5.3	6.5	5.9	0.0
지배주주순이익	(168.4)	582.1	619.9	584.9	629.5
지배주주지분포괄이익	(123.8)	565.1	625.8	590.2	628.9
NOPAT	324.5	748.8	588.9	590.8	600.0
EBITDA	375.8	1,118.1	851.6	859.1	871.0
성장성(%)					
매출액증가율	5.8	12.5	(20.0)	3.8	1.7
NOPAT증가율	흑전	130.8	(21.4)	0.3	1.6
EBITDA증가율	78.3	197.5	(23.8)	0.9	1.4
영업이익증가율	122.9	234.0	(25.0)	0.3	1.5
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	6.5	(5.6)	7.6
EPS증가율	적지	흑전	0.7	(5.7)	7.6
수익성(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	13.2	12.5	12.5
EBITDA이익률	3.2	8.5	8.1	7.9	7.9
영업이익률	2.7	8.1	7.6	7.3	7.3
계속사업이익률	(1.4)	4.5	6.0	5.4	5.7

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	9,582.3	7,828.2	8,302.1	8,501.3	8,860.8
금융자산	2,812.4	2,033.9	2,250.1	2,411.3	2,704.7
현금성자산	2,442.3	1,592.6	1,848.7	2,004.0	2,294.6
매출채권 등	4,689.1	4,151.3	4,275.8	4,489.6	4,714.1
재고자산	1,090.7	1,034.2	930.8	837.7	753.9
기타유동자산	990.1	608.8	845.4	762.7	688.1
비유동자산	4,114.3	4,205.1	4,891.8	5,038.6	5,112.7
투자자산	991.7	977.1	1,164.5	1,199.7	1,211.8
금융자산	947.3	673.4	875.5	908.5	926.6
유형자산	897.5	841.0	918.4	1,040.0	1,111.5
무형자산	209.5	215.7	304.8	294.6	285.1
기타비유동자산	2,015.6	2,171.3	2,504.1	2,504.3	2,504.3
자산총계	13,696.6	12,033.3	13,193.9	13,539.8	13,973.5
유동부채	8,581.3	6,359.7	6,653.1	6,446.0	6,326.5
금융부채	3,061.2	1,118.2	1,113.4	1,125.6	1,136.6
매입채무 등	4,676.5	4,367.2	4,803.9	4,563.7	4,426.8
기타유동부채	843.6	874.3	735.8	756.7	763.1
비유동부채	1,875.6	2,048.9	2,368.5	2,425.7	2,468.1
금융부채	1,018.0	1,147.2	1,647.2	1,677.2	1,707.2
기타비유동부채	857.6	901.7	721.3	748.5	760.9
부채총계	10,456.9	8,408.6	9,021.6	8,871.7	8,794.6
지배주주지분	3,167.3	3,548.5	4,089.6	4,579.5	5,090.2
자본금	358.4	397.2	397.2	397.2	397.2
자본잉여금	627.2	811.8	811.8	811.8	811.8
자본조정	(87.2)	(77.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
기타포괄이익누계액	(65.4)	(70.5)	(70.5)	(70.5)	(70.5)
이익잉여금	2,334.3	2,487.1	3,028.2	3,518.1	4,028.8
비지배주주지분	72.4	76.2	82.7	88.6	88.6
자본총계	3,239.7	3,624.7	4,172.3	4,668.1	5,178.8
순금융부채	1,489.9	284.3	523.4	410.4	160.7

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,359)	7,713	7,764	7,318	7,877
BPS	45,246	45,130	51,625	57,754	64,144
CFPS	7,303	18,365	12,064	11,604	12,216
EBITDAPS	5,264	14,814	10,665	10,749	10,898
SPS	163,602	174,097	131,649	136,473	138,736
DPS	300	1,000	1,200	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	N/A	5.7	4.2	4.5	4.2
PBR	0.6	1.0	0.6	0.6	0.5
PCFR	3.9	2.4	2.7	2.8	2.7
EV/EBITDA	9.6	3.4	3.8	3.6	3.3
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(5.2)	17.3	16.2	13.5	13.0
ROA	(1.2)	4.5	4.9	4.4	4.6
ROIC	11.1	28.6	22.9	19.8	18.2
부채비율	322.8	232.0	216.2	190.1	169.8
순부채비율	46.0	7.8	12.5	8.8	3.1
이자보상배율(배)	1.7	7.9	7.5	6.8	6.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(205.5)	1,032.9	540.9	420.3	504.2
당기순이익	(163.7)	587.4	626.4	590.8	629.5
조정	530.8	549.1	54.5	59.5	59.0
감가상각비	57.1	53.6	53.6	58.5	58.0
외환거래손익	118.3	(31.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.1	(7.9)	0.0	0.0	0.0
기타	349.3	534.5	0.9	1.0	1.0
영업활동 자산부채 변동	(572.6)	(103.6)	(140.0)	(230.0)	(184.3)
투자활동 현금흐름	13.5	(234.8)	(700.3)	(211.2)	(134.8)
투자자산감소(증가)	(27.4)	21.1	(187.3)	(35.2)	(12.1)
유형자산감소(증가)	(5.3)	14.7	(120.0)	(170.0)	(120.0)
기타	46.2	(270.6)	(393.0)	(6.0)	(2.7)
재무활동 현금흐름	300.0	(1,655.6)	415.6	(53.8)	(78.8)
금융부채증가(감소)	436.0	(1,813.8)	495.2	42.2	41.0
자본증가(감소)	19.7	223.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(155.0)	(44.1)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
배당지급	(0.7)	(21.1)	(78.7)	(95.0)	(118.8)
현금의 증감	86.0	(849.7)	256.1	155.3	290.6
Unlevered CFO	521.4	1,386.1	963.3	927.5	976.4
Free Cash Flow	(226.3)	1,019.3	420.9	150.3	384.2

자료: 하나금융투자

2019년 11월 6일

대림산업 (000210)

화학중심으로 BM변화 중

건설과 화학의 복합기업 대림산업

대림산업은 건설과 화학을 본업으로 하는 건설사다. 이익 측면에서는 건설부문의 기여도가 현재는 높은 상태다. 건설은 '19년 3분기 기준 별도 영업익 4,459억으로 전체의 86%를 차지하고 있다. 연결대상인 삼호, 대림사우디 등 건설법인에서 나온다.

유화의 경우 지분법 대상인 YNCC에서 나프타를 분해하고 이를 이를 기초소재로 하는 폴리부텐 등을 제조/판매하고 있고, 연결기준 화학의 영업이익기여도는 약 19%인데, 지분법까지 고려한다면 약 25% 수준의 이익을 담당하고 있다.

화학에 집중투자 할 2020년

대림산업은 최근 미국의 크레이튼사가 보유한 Cariflex사를 인수할 것을 발표하였다. 거래금액 5,3억불 규모이고, 카리플렉스는 '18년 말 기준 500만불의 EBITDA를 올린 것으로 알려졌다.

추가로 대림산업은 북미에 태국의 PTTGC와 함께 총 100억불 규모의 ECC에 투자 할 계획이다. 이는 5년간 자기자본 2조원 정도 투자되는 대형 사업이고 연내 EPC계약체결이 있을 것으로 기대된다. 최근 북미상황은 미중분쟁이나 2020년 대선을 앞둔 에너지정책 변화로 다소 불확실성이 높아지긴하였으나, 이런 행보들은 대림산업이 화학비즈에 무게를 두는 행보를 의미한다. 북미ECC와 카리플렉스 인수 등 효과로 화학부분의 이익기여도는 현 25% 수준에서 지속해서 상승할 것으로 예상된다.

TP 15만원, 자본투자 방향성을 떠나 이익체력 개선될 것

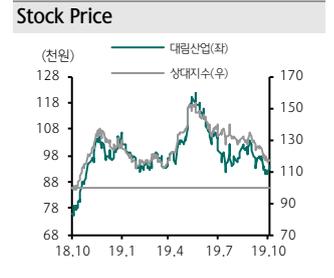
대림산업이 화학분야로 자본투자를 집중하고 있고 이는 타사 대비 장점이다. 투자대상이 명확하고 본업의 연장선이라는 측면에서 사업다각화 명분의 무분별한 투자와 다르기 때문이다. TP 15만원 유지하고 BUY의견 제시하겠다.

관심종목

BUY

TP(12M): 150,000원 | CP(11월5일): 93,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,142.64		
52주 최고/최저(원)	121,500/77,200	매출액(십억원)	9,520.2 10,253.3
시가총액(십억원)	3,267.7	영업이익(십억원)	999.1 937.8
시가총액비중(%)	0.27	순이익(십억원)	744.7 743.2
발행주식수(천주)	34,800.0	EPS(원)	18,043 18,086
60일 평균 거래량(천주)	115.1	BPS(원)	154,406 170,132
60일 평균 거래대금(십억원)	11.2		
18년 배당금(예상, 원)	1,700		
18년 배당수익률(예상, %)	1.81		
외국인지분율(%)	50.36		
주요주주 지분율(%)			
대림코퍼레이션 외 6인	23.12		
국민연금공단	12.24		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.6) (4.9) 21.3		
상대	(9.1) (2.5) 17.6		



투자지표		단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원		12,335.5	10,984.5	9,529.4	9,715.3	9,901.8
영업이익	십억원		545.9	845.4	947.8	838.2	827.6
세전이익	십억원		675.3	894.4	905.9	885.9	833.7
순이익	십억원		490.5	646.4	636.8	622.8	586.1
EPS	원		12,707	16,746	16,498	16,134	15,183
증감율	%		84.9	31.8	(1.5)	(2.2)	(5.9)
PER	배		6.48	6.12	5.69	5.82	6.18
PBR	배		0.63	0.73	0.61	0.56	0.51
EV/EBITDA	배		6.55	4.28	3.41	3.59	3.54
ROE	%		10.14	12.37	11.22	9.98	8.65
BPS	원		131,198	139,638	154,431	168,861	182,339
DPS	원		1,000	1,700	1,700	1,700	1,700



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이승희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

건설과 화학의 복합기업 대림산업

대림산업은 건설과 화학을 본업으로 하는 건설사다. 이익 측면에서는 건설부문의 기여도가 현재는 높은 상태다. 건설은 '19년 3분기 기준 별도 영업이익 4,459억으로 전체의 86%를 차지하고 있다. 연결대상인 삼호, 대림사우디 등 건설법인에서 1,719억원으로 연결대상 대림산업 이익의 81% 이상이 건설에서 나온다.

유화의 경우 지분법 대상인 YNCC에서 나프타를 분해하고 이를 이를 기초소재로 하는 폴리부텐 등을 제조/판매하고 있고, 연결기준 화학의 영업이익기여도는 약 19%인데, 지분법까지 고려한다면 약 25% 수준의 이익을 담당하고 있다.

표 1. 대림산업 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,984.5	9,529.4	9,715.3	2,322.1	2,467.6	2,163.5	2,576.0	2,192.0	2,422.5	2,438.9	2,661.8
YoY	-11.0%	-13.2%	2.0%	-7.5%	-20.6%	-36.9%	-21.7%	-5.6%	-1.8%	12.7%	3.3%
1) 건설	8,048.6	6,133.9	5,883.0	1,520.8	1,609.1	1,302.8	1,701.1	1,294.3	1,470.7	1,470.7	1,647.2
토목	1,234.6	1,050.2	987.7	264.4	265.2	274.4	246.2	217.3	246.9	246.9	276.5
건축주택	5,576.1	4,300.1	4,135.9	1,071.9	1,185.8	830.5	1,211.9	909.9	1,034.0	1,034.0	1,158.0
플랜트	1,200.5	748.6	736.5	175.9	151.0	189.3	232.4	162.0	184.1	184.1	206.2
2) 유화	1,203.3	1,143.1	1,257.4	281.5	289.2	286.2	286.2	305.6	308.1	324.4	319.4
3) 연결법인	1,732.6	2,252.4	2,574.9	519.8	569.3	574.5	588.8	592.2	643.7	643.7	695.2
매출원가	9,564.3	8,015.4	8,286.8	1,924.0	2,050.0	1,800.6	2,230.1	1,869.5	2,066.3	2,080.4	2,270.7
원가율	87.1%	84.1%	85.3%	82.9%	83.1%	83.2%	86.6%	85.3%	85.3%	85.3%	85.3%
1) 건설	7,137.3	5,156.5	5,055.4	1,253.9	1,320.3	1,095.8	1,486.5	1,112.2	1,263.9	1,263.9	1,415.5
원가율	88.7%	84.1%	85.9%	82.5%	82.1%	84.1%	87.4%	85.9%	85.9%	85.9%	85.9%
토목	1,144.4	959.7	918.5	239.8	235.5	253.0	231.4	202.1	229.6	229.6	257.2
건축	4,795.4	3,512.2	3,432.8	858.6	939.2	684.3	1,030.1	755.2	858.2	858.2	961.2
플랜트	1,165.1	655.4	684.9	148.3	139.5	151.4	216.1	150.7	171.2	171.2	191.8
2) 유화	1,035.5	986.5	1,081.4	244.1	248.1	245.3	249.0	262.8	264.9	279.0	274.7
원가율	86.1%	86.3%	86.0%	86.7%	85.8%	85.7%	87.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%
3) 연결법인	1,397.9	1,872.4	2,150.0	436.6	481.6	459.6	494.6	494.5	537.5	537.5	580.5
원가율	80.7%	83.1%	83.5%	84.0%	84.6%	80.0%	84.0%	83.5%	83.5%	83.5%	83.5%
매출총이익	1,420.2	1,524.6	1,428.5	398.1	417.6	363.0	345.9	322.6	356.2	358.5	391.1
YoY	18.7%	7.4%	-6.3%	48.6%	31.3%	3.7%	32.8%	-19.0%	-14.7%	-1.2%	13.1%
GPM	12.9%	16.0%	14.7%	17.1%	16.9%	16.8%	13.4%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
1) 건설	911.3	977.4	827.6	266.9	288.8	207.2	214.5	182.1	206.9	206.9	231.7
토목	90.2	90.5	69.1	24.6	29.7	21.4	14.8	15.2	17.3	17.3	19.4
건축	780.7	787.9	703.1	213.3	246.6	146.2	181.8	154.7	175.8	175.8	196.9
플랜트	35.4	93.2	51.6	27.6	11.5	37.9	16.3	11.3	12.9	12.9	14.4
2) 유화	167.8	156.6	176.0	37.4	41.1	40.9	37.2	42.8	43.1	45.4	44.7
3) 연결법인	334.6	380.0	424.9	83.2	87.7	114.9	94.2	97.7	106.2	106.2	114.7
판관비	574.8	566.3	590.3	157.2	119.9	140.0	159.8	132.6	147.2	148.2	162.3
판관비율	5.8%	5.8%	6.0%	6.2%	4.8%	5.6%	6.4%	5.3%	5.8%	5.9%	6.4%
영업이익	852.0	947.8	838.2	240.9	297.7	223.0	186.1	189.9	209.1	210.4	228.9
YoY	56.1%	11.2%	-11.6%	111.3%	108.1%	13.0%	103.2%	-21.1%	-29.8%	-5.7%	23.0%
OPM	7.8%	9.9%	8.6%	10.4%	12.1%	10.3%	7.2%	8.7%	8.6%	8.6%	8.6%
1) 건설	503.6	557.5	415.8	147.1	210.7	104.3	95.4	91.5	103.9	103.9	116.4
YoY	131.6%	10.7%	-25.4%	309.7%	120.8%	-14.2%	-368.8%	-37.8%	-50.7%	-0.3%	22.0%
OPM	6.3%	9.1%	7.1%	9.7%	13.1%	8.0%	5.6%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
2) 유화	104.2	91.0	100.6	21.4	27.0	22.5	20.0	24.4	24.6	26.0	25.6
YoY	-25.0%	-12.7%	10.6%	-46.9%	-29.3%	-41.4%	-9.3%	14.2%	-8.8%	15.3%	27.5%
3) 연결법인	244.2	299.3	321.9	72.4	60.0	96.2	70.7	74.0	80.5	80.5	86.9

자료: 하나금융투자

화학에 집중투자 할 2020년

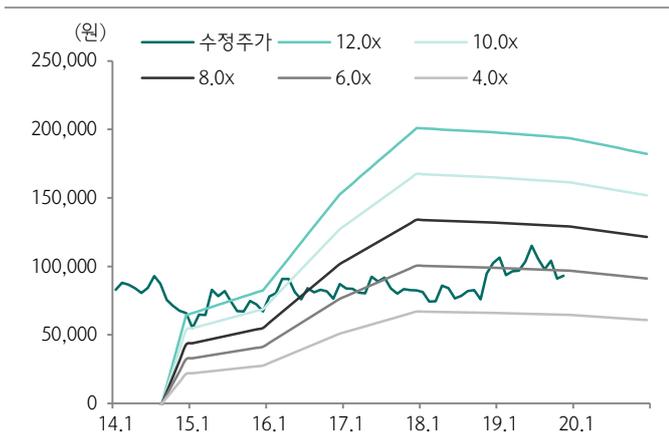
대림산업은 최근 미국의 크레이튼사가 보유한 Cariflex사를 인수할 것을 발표하였다. 거래금액 5.3억불 규모이고, 카리플렉스는 '18년 말 기준 500만불의 EBITDA를 올린 것으로 알려졌다. 추가로 대림산업은 북미에 태국의 PTTGC와 함께 총 100억불 규모의 ECC에 투자할 계획이다. 이는 5년간 자기자본 2조원정도 투자되는 대형 사업이고 연내 EPC계약체결이 있을 것으로 기대된다. 최근 북미상황은 미중분쟁이나 2020년 대선을 앞둔 에너지정책 변화로 다소 불확실성이 높아지긴하였으나, 이런 행보들은 대림산업이 화학비즈에 무게를 두는 행보를 의미한다. 북미ECC와 카리플렉스 인수 등 효과로 화학부분의 이익기여도는 현 25% 수준에서 지속해서 상승할 것으로 예상된다.

표 2. 주요 건설사 해외수주 Pipe Line

건설사 (가이던스)	1Q	2Q	3Q	4Q	2020
대림산업 (2.0조원)	말련 Petron(1400억원) 여천 NCC(3200억원)			USGC(6000억원) 러시아 정유공장(3000억원) 북미 대림-PTTGC ECC(EPC) 오만 PTA플랜트(7000억원) 태국 아로마틱스(1000억원) 현대케미칼 NCC(6000억원)	LG PC(3000억원) S-Oil RHDS(2000억원, EPC) 롯데 타이탄NCC(6000억원)
대우건설 (3.2조원)			나이지리아 LNG(43억불)	러시아LNG (ITB,입찰초청) 이라크 해저타일(8600만불) 카타르LNG (ITB,입찰초청)	
삼성엔지니어링 (3.6조원)			멕시코 페멕스 정유(1.4억불)	말련 메탄올 플랜트 (10억불) 북미 대림-PTTGC ECC(EPC) 아제르바이잔 PETRO(10억불) 알제리 HMD(Lowest) 우즈벡 비료공장(8억불) 이집트 PDHPP(7억불)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불)
현대건설 (7.7조원)		이라크 해수처리시설(25억불)	마르잔 가스플랜트(60억불) 알제리 복합 화력발전소(7억불)	Hail&Chasha Sour Gas(40억불) 사우디 우나이자 가스(8억불) 인도네시아 수력발전(3억불) 카타르 병원(43억불) 파나마 매트루(20억불) 필리핀 매립 공사(10억불)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불) 카타르 LNG (ITB,입찰초청)
CS건설 (3.5조원)			사우디 라빅 턴어라운드(3억불) 태국 PP Plant(2억불)	Hail&Chasha Sour Gas(40억불) 카타르 비료공장(4억불) 터키 PPP(14억불, EPC)	롯데 타이탄NCC(6000억원) 사우디 자푸라 가스(35억불)

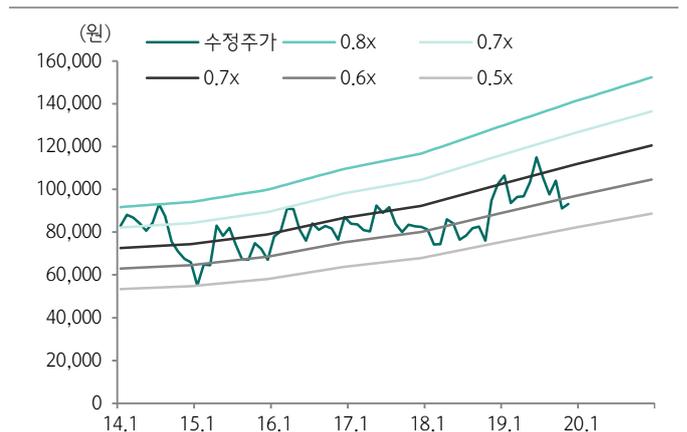
주: 음영은 수주 완료
자료: 하나금융투자

그림 1. 대림산업 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 대림산업 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	12,335.5	10,984.5	9,529.4	9,715.3	9,901.8
매출원가	11,139.5	9,564.3	8,015.4	8,286.8	8,472.9
매출총이익	1,196.0	1,420.2	1,514.0	1,428.5	1,428.9
판관비	650.2	574.8	566.3	590.3	601.3
영업이익	545.9	845.4	947.8	838.2	827.6
금융손익	(126.2)	(36.3)	(20.0)	(1.0)	(1.0)
종속/관계기업손익	436.8	260.2	200.1	142.7	34.1
기타영업외손익	(181.2)	(174.8)	(221.9)	(94.0)	(27.0)
세전이익	675.3	894.4	905.9	885.9	833.7
법인세	167.3	216.4	235.5	230.3	216.7
계속사업이익	508.0	678.1	670.3	655.6	616.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	508.0	678.1	670.3	655.6	616.9
비지배주주지분 손이익	17.5	31.7	33.5	32.8	30.8
지배주주순이익	490.5	646.4	636.8	622.8	586.1
지배주주지분포괄이익	464.7	584.7	641.0	626.9	589.9
NOPAT	410.6	640.9	701.3	620.3	612.4
EBITDA	665.2	976.0	1,105.4	1,020.2	1,031.6
성장성(%)					
매출액증가율	25.2	(11.0)	(13.2)	2.0	1.9
NOPAT증가율	45.7	56.1	9.4	(11.5)	(1.3)
EBITDA증가율	26.0	46.7	13.3	(7.7)	1.1
영업이익증가율	30.2	54.9	12.1	(11.6)	(1.3)
(지배주주)순이익증가율	84.9	31.8	(1.5)	(2.2)	(5.9)
EPS증가율	84.9	31.8	(1.5)	(2.2)	(5.9)
수익성(%)					
매출총이익률	9.7	12.9	15.9	14.7	14.4
EBITDA이익률	5.4	8.9	11.6	10.5	10.4
영업이익률	4.4	7.7	9.9	8.6	8.4
계속사업이익률	4.1	6.2	7.0	6.7	6.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,727.7	6,366.6	6,210.7	6,389.3	6,302.8
금융자산	2,525.9	2,890.0	2,859.7	2,830.2	2,713.9
현금성자산	1,931.8	2,134.5	2,202.5	2,160.4	2,031.6
매출채권 등	3,167.2	1,439.9	1,454.3	1,599.8	1,615.8
재고자산	718.1	998.9	1,008.9	1,029.0	998.2
기타유동자산	316.5	1,037.8	887.8	930.3	974.9
비유동자산	6,674.8	6,467.1	6,637.6	6,805.0	7,109.7
투자자산	2,466.4	2,157.6	2,140.7	2,394.7	2,618.4
금융자산	1,181.4	742.3	668.1	681.1	687.9
유형자산	2,071.0	2,070.2	2,266.0	2,436.1	2,622.9
무형자산	70.2	51.7	43.2	36.2	30.4
기타비유동자산	2,067.2	2,187.6	2,187.7	1,938.0	1,838.0
자산총계	13,402.5	12,833.7	12,848.3	13,194.3	13,412.5
유동부채	4,903.2	4,530.0	4,102.8	3,961.5	3,748.8
금융부채	970.7	841.1	774.8	718.8	668.5
매입채무 등	3,267.9	1,775.4	1,651.1	1,535.5	1,428.0
기타유동부채	664.6	1,913.5	1,676.9	1,707.2	1,652.3
비유동부채	2,804.9	2,253.4	2,099.9	2,006.8	1,895.8
금융부채	2,290.5	1,849.4	1,749.4	1,649.4	1,549.4
기타비유동부채	514.4	404.0	350.5	357.4	346.4
부채총계	7,708.1	6,783.5	6,202.7	5,968.2	5,644.6
지배주주지분	5,064.2	5,390.0	5,961.0	6,518.1	7,038.2
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	539.2	538.9	538.9	538.9	538.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(92.1)	(160.3)	(160.3)	(160.3)	(160.3)
이익잉여금	4,398.7	4,793.0	5,364.0	5,921.0	6,441.2
비지배주주지분	630.1	660.2	684.5	708.0	729.7
자본총계	5,694.3	6,050.2	6,645.5	7,226.1	7,767.9
순금융부채	735.3	(199.6)	(335.5)	(462.0)	(496.0)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	12,707	16,746	16,498	16,134	15,183
BPS	131,198	139,638	154,431	168,861	182,339
CFPS	24,989	33,000	11,012	12,468	14,381
EBITDAPS	17,234	25,284	28,637	26,431	26,724
SPS	319,573	284,572	246,876	251,692	256,524
DPS	1,000	1,700	1,700	1,700	1,700
주기지표(배)					
PER	6.5	6.1	5.7	5.8	6.2
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
PCFR	3.3	3.1	8.5	7.5	6.5
EV/EBITDA	6.6	4.3	3.4	3.6	3.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.1	12.4	11.2	10.0	8.6
ROA	3.8	4.9	5.0	4.8	4.4
ROIC	12.0	20.2	22.0	17.2	15.2
부채비율	135.4	112.1	93.3	82.6	72.7
순부채비율	12.9	(3.3)	(5.0)	(6.4)	(6.4)
이자보상배율(배)	5.2	7.4	9.5	9.0	9.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	437.6	1,104.5	339.1	408.3	583.7
당기순이익	508.0	678.1	670.3	655.6	616.9
조정	395.1	759.2	(42.4)	39.3	169.9
감가상각비	119.3	130.6	157.6	182.0	204.0
외환거래손익	14.2	2.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(468.1)	(301.5)	(200.1)	(142.7)	(34.1)
기타	729.7	928.0	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(465.5)	(332.8)	(288.8)	(286.6)	(203.1)
투자활동 현금흐름	(237.4)	(380.8)	(39.0)	(228.6)	(496.4)
투자자산감소(증가)	(365.2)	210.2	207.7	(120.5)	(198.8)
유형자산감소(증가)	(233.6)	(143.3)	(345.0)	(345.0)	(385.0)
기타	361.4	(447.7)	98.3	236.9	87.4
재무활동 현금흐름	153.9	(525.6)	(232.1)	(221.8)	(216.1)
금융부채증가(감소)	354.6	(570.8)	(166.3)	(156.0)	(150.3)
자본증가(감소)	0.4	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(175.8)	93.5	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(25.3)	(48.0)	(65.8)	(65.8)	(65.8)
현금의 증감	354.6	202.7	68.0	(42.1)	(128.9)
Unlevered CFO	964.6	1,273.8	425.1	481.3	555.1
Free Cash Flow	201.7	956.0	(105.9)	(36.7)	138.7

자료: 하나금융투자

2019년 11월 6일

신한알파리츠(293940)

앞으로가 기대되는 성장형 리츠

초역세권 오피스빌딩을 기초자산으로

신한알파리츠의 운용 자산 중 판교크라프트타워(알파돔 빌딩)는 판교역과 연결되어 있고 네이버, 스노우, 무지(MUJI), 신한금융투자 등 우량임차인을 확보하고 있다. 판교크라프트타워가 위치한 BBD(분당/판교 업무지구)는 강남역과 신분당선을 통해 이어져 있어 접근의 용이성이 있으며, 향후 신분당선 연장 및 GTX 개발로 광역 접근성이 향상된다면 수요가 더욱 늘어날 전망이다. 용산 더프라임 역시 용산 미군기지 이전 및 용산 국제업무지구 개발의 호재로 임대율 99%대를 유지 중에 있어 편입 자산군들의 성장성과 안정성이 돋보인다. 신한알파리츠는 성장형 리츠로, 개방형이라 추가 편입자산의 확실성 부분에서는 다소 약하지만, 편입기준을 지키며 매입을 해 나갈 경우 매입자산의 수익성 측면에서는 양호한 성과가 지속될 수 있다.

AMC 신한리츠운용의 추가 자산 매입

신한알파리츠를 운용하는 AMC는 신한리츠운용으로, 잠재적으로 시가총액 1조원 수준까지 보유자산 규모를 지속해서 확대할 것으로 기대된다. 최근 신한리츠운용은 신라스테이 천안을 매입하면서 호텔 리츠업에도 뛰어 들었다. 해당 건물의 임차인은 신라스테이로 안정적인 임차인을 확보하고 있으며 낮은 리스크 덕분에 2.95%의 낮은 금리로 자금조달을 완료하였다. 임대차 기한은 2036년 7월까지다. 파이프라인 및 임대차 기한을 다양화 시키면서 리스크를 최소화 중에 있다.

TP 1.1만원으로 상향

신한알파리츠의 목표주가는 요구수익률을 4.5%에서 3.5%로 낮추고 g도 1.5%에서 1.0%로 낮춰서 종전 9,100원에서 신규 11,000원으로 상향한다. 현 주가는 상장 이후 약 60%정도 상승한 수준이라 기대배당수익률도 6%대에서 4.0%수준으로 낮아졌다. 그러나 추가 편입자산의 수익률 제고를 통해 기대배당률이 현 수준 이상에서 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 11,000원(상향) | CP(11월5일): 9,010원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수(pt)	2,142.64		
52주최고/최저(원)	9,010/5,350	매출액(십억원)	N/A
시가총액(십억원)	429.1	영업이익(십억원)	N/A
시가총액비중(%)	0.04	순이익(십억원)	N/A
발행주식수(천주)	47,630.1	EPS(원)	N/A
60일 평균거래량(천주)	139.3	BPS(원)	N/A
60일 평균거래대금(십억원)	1.1		
19년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
19년 배당수익률(예상, %)	N/A		
외국인 지분율(%)	2.65		
주요주주 지분율(%)			
유전자산운용	8.57		
한화손해보험	6.30		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	12.6 45.6 60.9		
상대	6.2 49.2 55.9		

Financial Data					
투자지표	단위	2018	2019F	2020F	2021F
영업수익	십억원	7.0	43.2	45.8	48.6
영업이익	십억원	(1.4)	24.2	25.3	26.5
세전이익	십억원	(7.5)	10.3	10.8	11.4
순이익	십억원	(7.5)	10.3	10.8	11.4
FFOPS	원	N/A	346.0	354.5	360.2
증감율	%	N/A	N/A	2.5	1.6
P/FFO	배	N/A	25.7	24.9	24.5
P/NAV	배	N/A	1.6	1.6	1.7
ROE	%	(3.1)	3.7	3.9	3.7
NAVPS	원	N/A	5,640.8	5,597.4	5,286.2
DPS(보통주)	원	116.0	274.8	286.0	297.5
배당수익률	%	2.0	3.9	3.2	3.3

주: 9월 결산 기준
자료: 하나금융투자



Analyst **채상욱**
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA **이승희**
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

초역세권 오피스빌딩을 기초자산으로

신한알파리츠의 운용 자산 중 판교크래프톤타워(알파돔 빌딩)는 판교역과 연결되어 있고 네이버, 스노우, 무지(MUJI), 신한금융투자 등 우량임차인을 확보하고 있다. 판교크래프톤타워가 위치한 BBD(분당/판교 업무지구)는 강남역과 신분당선을 통해 이어져 있어 접근의 용이성이 있으며, 향후 신분당선 연장 및 GTX 개발로 광역 접근성이 향상된다면 수요가 더욱 늘어날 전망이다. 용산 더프라임 역시 용산 미군기지 이전 및 용산 국제업무지구 개발의 호재로 임대율 99%대를 유지 중에 있어 편입 자산군들의 성장성과 안정성이 돋보인다. 신한알파리츠는 성장형 리츠로, 개방형이라 추가 편입자산의 확실성 부분에서는 다소 약하지만, 편입기준을 지키며 매입을 해 나갈 경우 매입자산의 수익성 측면에서는 양호한 성과가 지속될 수 있다.

표 1. 신한알파리츠 자산현황

건물명	판교크래프톤타워(판교 6-4블록 오피스빌딩)	용산 더프라임
위치	경기 성남시 분당구 분당내곡로 117	서울특별시 용산구 원효로 90길 11
규모	대지면적 7,338m ² , 건물면적 99,596m ²	대지면적 3,576m ² , 건물면적 39,010m ²
층수	지하 7층 ~ 지상 15층	지하 6층 ~ 지상 30층
준공연도	2018.03	2014.03
용도	업무시설, 판매시설	업무시설, 판매시설
임대율	100%	99.2%,

자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

표 2. 신한알파리츠 기초자산 임대차 주요 조건

(단위: 원/3.3m²)

	판교크래프톤타워		용산 더프라임	
	업무시설	판매시설	업무시설	판매시설
평균 보증금	482,025	1,450,262	561,646	1,143,948
평균 월임대료	68,070	136,149	59,191	92,119
평균 월관리비	27,028	17,638	30,972	18,000

자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

그림 1. 신한알파리츠 구조

신한알파리츠의 AMC는
신한리츠운용



자료: 하나금융투자

AMC 신한리츠운용의 추가 자산 매입

신한알파리츠를 운용하는 AMC는 신한리츠운용으로, 잠재적으로 시가총액 1조원 수준까지 보유자산 규모를 지속해서 확대할 것으로 기대된다. 최근 신한리츠운용은 신라스테이 천안을 매입하면서 호텔 리즈업에도 뛰어 들었다. 해당 건물의 임차인은 신라스테이로 안정적인 임차인을 확보하고 있으며 낮은 리스크 덕분에 2.95%의 낮은 금리로 자금조달을 완료하였다. 임대차 기한은 2036년 7월까지다. 파이프라인 및 임대차 기한을 다양화 시키면서 리스크를 최소화 중에 있다.

현 주가는 상장 이후 약 60%정도 상승한 수준이라 기대배당수익률도 6%대에서 3.9%수준으로 낮아졌다. 그러나 신한알파리츠는 성장형 리츠라는 아이덴티티를 확실히 지키고 있다는 측면에서 투자매력이 높고, 추가 편입자산의 수익률 제고를 통해 기대배당률이 현 수준 이상에서 지속될 수 있을 것으로 예상된다. 신한알파리츠의 19F P/FFO는 25.7배, P/NAV는 1.6배 수준이다.

표 3. 신한알파리츠 P/FFO, PBR

(십억원, 배)

	2018	2019F	2020F	2021F
당기순이익	N/A	10.3	10.8	11.1
감가상각비	N/A	6.2	6.2	6.2
FFO	N/A	16.5	17.0	17.3
P/FFO	N/A	25.7	24.9	24.5

자료: 하나금융투자

표 4. 신한알파리츠 cap rate, P/NAV

(십억원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F
NOI	(1.4)	24.2	25.3	25.9
cap rate(감정평가액 기준)	(0.2)	3.5	3.6	3.8
NAV	N/A	268.7	268.7	253.7
P/NAV	N/A	1.6	1.6	1.7

주: 판교알파돔 감정평가액 5,182억원, 용산더프라임 감정평가액 1,651억원, 장기차입금 4,324억 기준
 자료: 하나금융투자

표 5. 신한알파리츠 배당수익률

(십억원, 원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F
FFO(배당여력)	N/A	16.5	17.0	17.6
우선주 배당차감	N/A	13.2	13.7	14.3
DPS(보통주)	116.0	274.8	286.0	297.5
배당수익률	2.0	3.9	3.2	3.3

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
영업수익	7.0	43.2	45.8	48.6	53.1
임대료수익	3.1	29.4	31.2	33.1	36.2
관리비수익	3.5	12.7	13.5	14.3	15.6
기타수익	0.2	1.1	1.1	1.2	1.3
영업비용	8.1	18.9	20.5	22.2	24.9
판매비와관리비	8.1	18.9	20.5	22.2	24.9
영업이익	(1.4)	24.2	25.3	26.5	28.2
영업외손익	(6.2)	(13.9)	(14.5)	(15.1)	(16.0)
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융손익	(7.7)	(16.6)	(17.2)	(17.9)	(19.0)
종속및관계기업관련손익	1.5	2.6	2.7	2.8	3.0
세전계속사업이익	(7.5)	10.3	10.8	11.4	12.2
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.5)	10.3	10.8	11.4	12.2
지배주주포괄이익	(7.5)	10.3	10.8	11.4	12.2
FFO	(5.0)	16.5	17.0	17.3	17.6

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
유동자산	18.2	23.3	29.0	34.9	40.8
현금및현금성자산	18.0	1.8	7.7	13.6	19.5
단기금융자산	0.0	20.1	20.1	20.1	20.1
기타유동자산	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2
비유동자산	572.1	719.8	719.8	779.8	779.8
투자부동산	545.5	717.6	717.6	777.6	777.6
기타비유동자산	26.6	2.2	2.2	2.2	2.2
자산총계	590.3	743.1	748.8	814.7	820.6
유동부채	5.2	8.4	8.4	8.4	8.4
기타지급채무	4.4	6.0	6.0	6.0	6.0
단기임대보증금	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0
기타유동부채	0.4	1.3	1.3	1.3	1.3
비유동부채	348.3	451.0	451.0	481.0	481.0
장기차입금	335.5	432.1	432.1	462.1	462.1
임대보증금	10.4	16.2	16.2	16.2	16.2
기타비유동부채	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
부채총계	353.5	459.4	459.4	489.4	489.4
지배주주지분	236.8	274.2	274.2	304.2	304.2
자본금	42.1	42.1	42.1	42.1	42.1
자본잉여금	202.2	226.2	226.2	256.2	256.2
이익잉여금	(7.5)	5.9	5.9	5.9	5.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	236.8	274.2	274.2	304.2	304.2

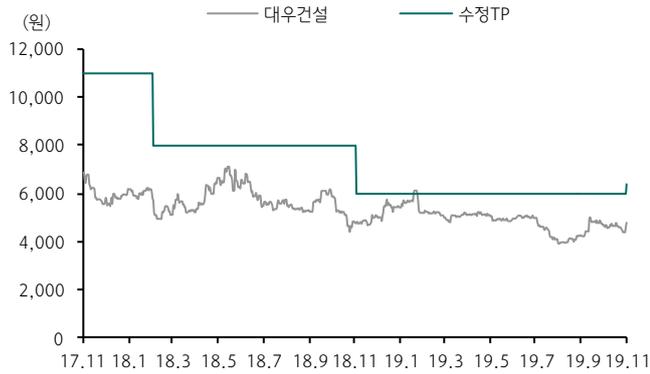
투자지표					
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
FFOPS	N/A	346.0	354.5	360.2	366.0
NAVPS	N/A	5,640.8	5,597.4	5,286.2	5,597.4
DPS(보통주)	116.0	274.8	286.0	297.5	309.2
주기지표(배)					
P/FFO	N/A	25.7	24.9	24.5	24.1
P/NAV	N/A	1.6	1.6	1.7	1.6
배당수익률	2.0	3.9	3.2	3.3	3.5
재무비율(%)					
ROE	(3.1)	3.7	3.9	3.7	4.0
ROA	(1.3)	1.4	1.4	1.4	1.5
부채비율	149.3	167.5	167.5	160.9	160.9

수익성 및 성장성					
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
수익성(%)					
영업이익률	(19.4)	56.1	55.3	54.4	53.1
EBITDA이익률	38.4	57.5	56.1	54.7	52.3
순이익률	(106.4)	23.8	23.6	23.4	23.0
성장성(%)					
영업이익증가율	N/A	흑전	4.5	4.4	6.6
세전이익증가율	N/A	흑전	5.2	5.1	7.5
순이익증가율	N/A	흑전	5.2	5.1	7.5
FFOPS증가율	N/A	N/A	2.5	1.6	1.6
NAVPS증가율	N/A	흑전	(0.8)	(5.6)	5.9

주: 9월 결산 기준
자료: 하나금융투자

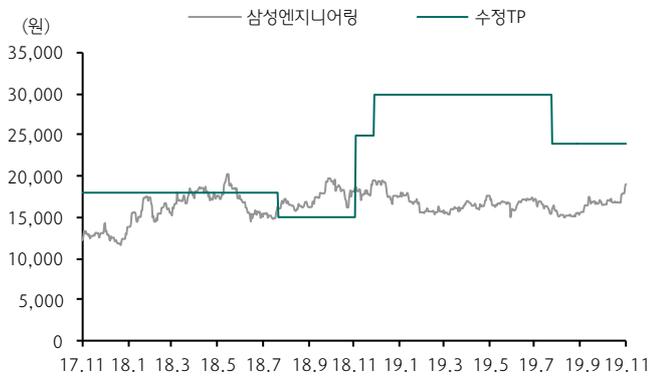
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우건설



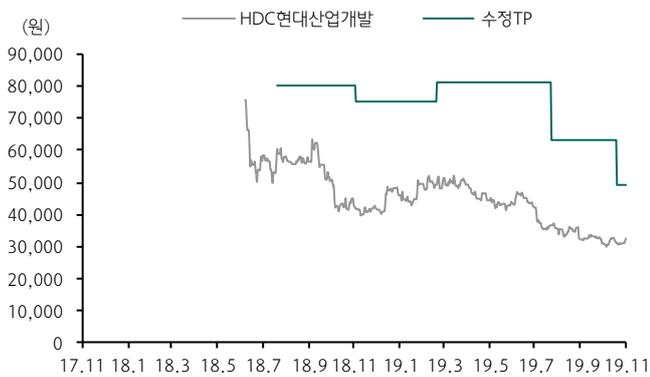
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.6	BUY	6,400		
19.11.1	BUY	6,000	-18.96%	1.33%
19.1.30	Neutral	6,000	-18.87%	1.33%
18.11.8	BUY	6,000	-12.52%	1.33%
18.2.8	BUY	8,000	-29.61%	-11.50%
17.11.5	BUY	11,000	-45.98%	-38.09%
17.7.23	BUY	10,000	-27.14%	-18.10%

삼성엔지니어링



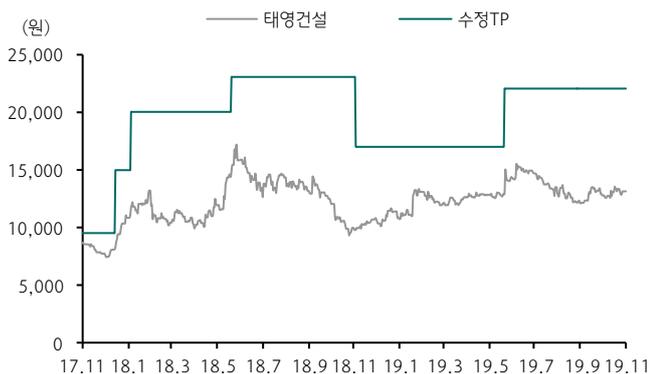
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.30	BUY	24,000		
18.12.3	BUY	30,000	-44.19%	-35.17%
18.11.8	BUY	25,000	-27.39%	-22.20%
18.7.27	Neutral	15,000	15.72%	31.33%
18.4.25	Neutral	18,000	-12.00%	12.22%
17.11.13	BUY	18,000	-14.62%	3.89%
17.10.24				-

HDC현대산업개발



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.25	BUY	49,000		
19.7.29	BUY	63,000	-46.70%	-40.87%
19.2.25	BUY	81,000	-44.43%	-35.68%
18.11.8	BUY	75,000	-40.23%	-30.67%
18.7.25	BUY	80,000	-34.00%	-21.00%

태영건설



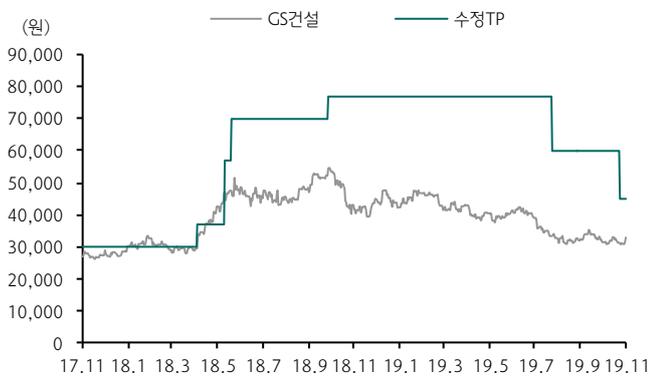
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.27	BUY	22,000		
18.11.8	BUY	17,000	-30.31%	-21.76%
18.5.25	BUY	23,000	-42.29%	-25.43%
18.1.10	BUY	20,000	-43.39%	-27.25%
17.12.20	BUY	15,000	-32.42%	-26.33%

현대건설



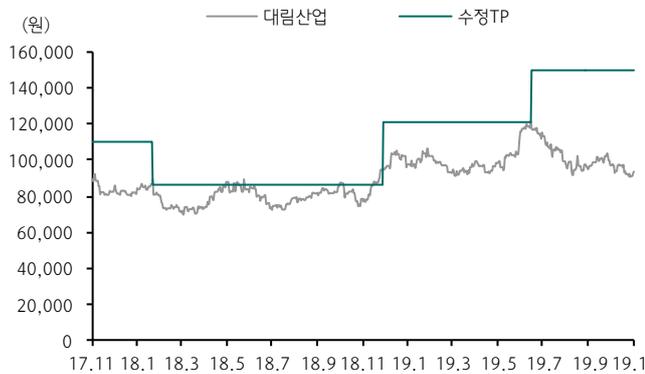
날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.10.28	BUY	52,000		
19.7.29	BUY	65,000	-33.45%	-25.85%
19.1.28	BUY	75,000	-28.96%	-13.33%
19.1.10	BUY	71,000	-14.65%	-12.11%
18.10.30	BUY	65,000	-17.81%	-10.15%
18.10.8	BUY	90,000	-39.95%	-28.33%
18.7.30	BUY	77,000	-18.41%	-10.52%
18.5.8	BUY	90,000	-31.27%	-12.11%
17.11.5	BUY	50,000	-18.63%	31.80%
17.9.27	BUY	58,000	-33.13%	-30.95%

GS건설



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.10.29	BUY	45,000		
19.7.30	BUY	60,000	-46.18%	-41.50%
18.10.2	BUY	77,000	-44.91%	-28.96%
18.5.25	BUY	70,000	-32.89%	-24.29%
18.5.16	BUY	57,000	-18.63%	-16.49%
18.4.9	BUY	37,000	3.06%	26.35%
17.11.5	Neutral	30,000	-3.32%	10.83%

대림산업



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.6.21	BUY	150,000		
18.12.3	BUY	121,000	-17.38%	0.41%
18.1.26	Neutral	86,000	-7.21%	10.58%
17.11.5	BUY	110,000	-23.57%	-15.91%
17.4.9	Neutral	90,000	-5.13%	3.89%

신한알파리츠



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.11.6	BUY	11,000		
19.9.17	BUY	9,100	-10.19%	-2.20%
19.9.15				-

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	90.8%	9.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 11월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 11월 6일 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.