



2020년 2월 12일 | Equity Research



건설/부동산 Neutral

건설주 디레이팅 속 2020년 투자전략

- | 과거 10년 건설업종 밸류에이션 변화와 변곡점
- | 2020년 투자포인트는 성장과 주주가치
- | 업종의견 Neutral 하향, Top pick 태영건설/대우건설 제시



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

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

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

태영건설(009410) | BUY | TP 22,000원 | CP(2월11일) 14,100원
대우건설(047040) | BUY | TP 6,400원 | CP(2월11일) 4,725원
삼성엔지니어링(028050) | BUY | TP 24,000원 | CP(2월11일) 16,800원
현대건설(000720) | BUY | TP 52,000원 | CP(2월11일) 39,900원
GS건설(006360) | BUY | TP 38,000원 | CP(2월11일) 30,400원

하나금융투자

CONTENTS

1. 건설주 밸류에이션 변화의 변곡점들	3
업종 밸류에이션 프리미엄과 디스카운트	3
2. 성장과 주주가치가 투자의 기준으로	8
1) 반복을 통한 수익성 제고가 건설주 실적의 핵심	8
2) 주주가치 제고 노력이 건설주 투자의 키-팩터	13
Top Picks 및 관심종목	16
태영건설 (009410)	17
대우건설 (047040)	21
삼성엔지니어링 (028050)	25
현대건설 (000720)	29
GS건설 (006360)	33

2020년 2월 12일 | Equity Research

건설/부동산

건설주 디레이팅 속 2020년 투자전략

과거 10년 건설업종 밸류에이션 변화와 변곡점

과거 10년 건설업종은 밸류에이션 프리미엄과 디스카운트를 반복해서 왕복할 정도로 변화폭이 큰 섹터였다. 밸류에이션 상의 수많은 변곡점이 있었으나 가장 대표적으로 1) 2013년 1분기 GS건설의 해외부실 최초 발표, 2) 2018년 1분기 GS건설의 사상최대 분기실적 발표, 3) 2019년 11월 HDC현대산업개발의 아시아나항공 인수전 참여로 요약할 수 있다. 1)은 해외부실과 밸류에이션 디스카운트의 시작을, 2)는 국내 주택발 호황을 통한 해외부실화 극복을 넘어 잉여자본의 축적을, 3)은 잉여자본 투자의 방향성이 주주가치에 부정적 영향을 줄 수 있음을 나타내는 이정표였다. 이 세 번의 변화를 통해 건설업종은 2010년대 밸류에이션 프리미엄에서 디스카운트로 변했다.

2020년 투자포인트는 성장과 주주가치

건설업종은 악화된 주택センチ먼트에도 불구하고 2020년 재성장을 위한 도약은 할 것이다. 주택공급은 확대 중이고 2019년을 기점으로 건설사들의 자본투자가 개발사업용 토지 확보(현대건설의 송도/가양동, GS건설의 송도, 대우건설의 수원/하남/천안 등)로 이뤄지고 있으며 개발사업의 성장이 기대되기 때문이다. 관건은 성장의 과실을 주주들과 나누는지의 여부다. 2019년발 디레이팅의 본질이기에 주주환원 정책이 나오는 경우에만 극복 가능해보인다.

업종의견 Neutral 하향, Top pick 태영건설/대우건설 제시

업종의견을 Overweight에서 Neutral로 하향한다. 하향은 EPS보다는 Multiple 디레이팅 반영이 주된 이유다. Top pick은 태영건설로, 태영건설은 주요 주주가 경영참여를 선언, 이후 주주에 유리한 방향으로 건설과 환경으로의 분할-재상장이 예고되어서다. 분할 후 합산시가총액의 큰 폭 상승 기대된다. 대형주 중 대우건설은 2020~2022년간 주택/해외를 통한 외형성장 기대된다. 다른 건설주 역시 주주 중심 경영과 활동을 확대하는 한 해가 되길 바란다.

Industry In-depth

Neutral(하향)

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(2월11일)
태영건설(009410)	BUY	22,000원	14,100원
대우건설(047040)	BUY	6,400원	4,725원
삼성엔지니어링(028050)	BUY	24,000원	16,800원
현대건설(000720)	BUY	52,000원	39,900원
GS건설(006360)	BUY	38,000원	30,400원



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

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

1. 건설주 밸류에이션 변화의 변곡점들

업종 밸류에이션 프리미엄과 디스카운트

(1) 건설주 밸류에이션 변화의 역사와 오늘

역사적 저점이나
매력을 찾기는 어려운 건설주

2020년 현재, 국내 상장한 대형 건설사의 밸류에이션을 보자면 PER로 보나, PBR로 보나 외견상으로는 싸 보인다. PBR 밴드로 역사적 저점에 접근하는 기업들도 적지 않다. 그러나 건설주가 싼 것과 별개로 건설주에 투자할 매력이 있다고 보자면 딱히 특별한 매력을 찾기도 쉽지 않다. 덕분에 건설주 투자는 '실적은 잘 나오지만 성장성은 없는 산업' 정도로 평가된다. 물론 밸류에이션 측면의 강점으로 인해 내재가치가 있을 것을 찾아 해매는 투자자들 눈에 잠시 감지되기도 하지만 이내 투자수요는 사그라든다. 건설주 투자, 과연 어떻게 해야 할까? 상반기 중 건설업종 투자에 대한 전략은 어떻게 갖고 가야 할까?

지난 10여년의 건설업종 주가 흐름에서 산업이 변곡점을 맞이했던 지점들은 분명히 존재한다. 물론 지나고 나서 보이는 변곡점일지도 모르지만, 당시의 그 시점으로도 '이순간이 역사적 변곡점'이라는 느낌을 갖게 하는 지점들이 분명히 존재했다고 본다. 특히 주가 측면에서, 이러한 변곡점은 아마도 세 번 정도로 요약될 수 있을 것이다. 그리고 이 과정을 거치면서 업종의 밸류에이션도 큰 변화를 거쳐왔다. 지난 세 번의 변화를 통해, 현 시점에서 어떤 기업에 투자해야 할 지 분석해보자.

아래의 그림에서와 같이 커버리지 대형 6개사의 합산 순이익과 연도별 시가총액추이를 보면, 업종의 밸류에이션이 하락하고 있음이 잘 나타난다. 이는 각 사별 PBR 밴드차트를 통해서도 확인할 수 있다.

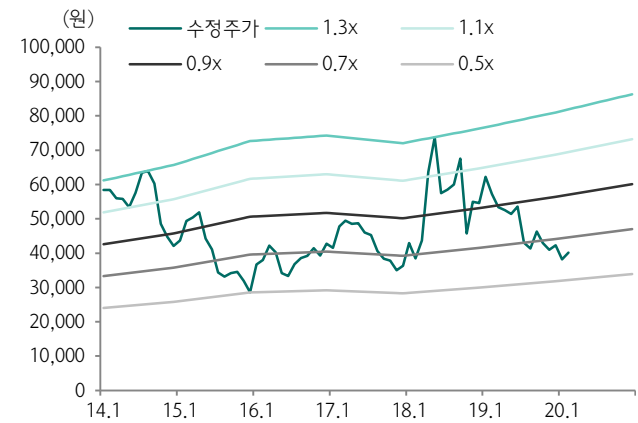
그림 1. 업종 시가총액과 연도별 순이익 추이

커버리지 건설업종 시가총액과
연도별 순이익 추이



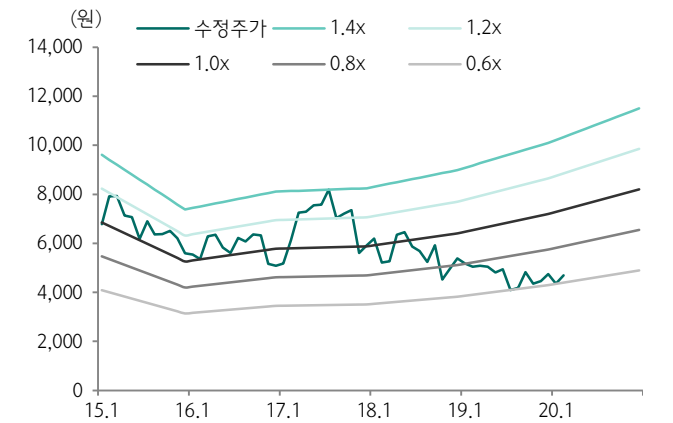
자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 2. 현대건설 12M Fwd PBR 밴드



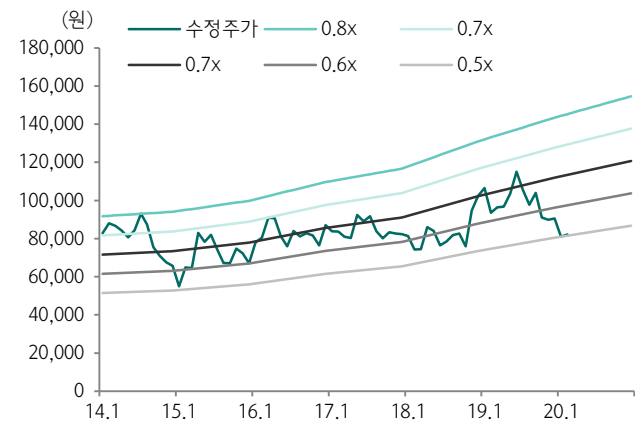
자료: 하나금융투자

그림 3. 대우건설 12M Fwd PBR 밴드



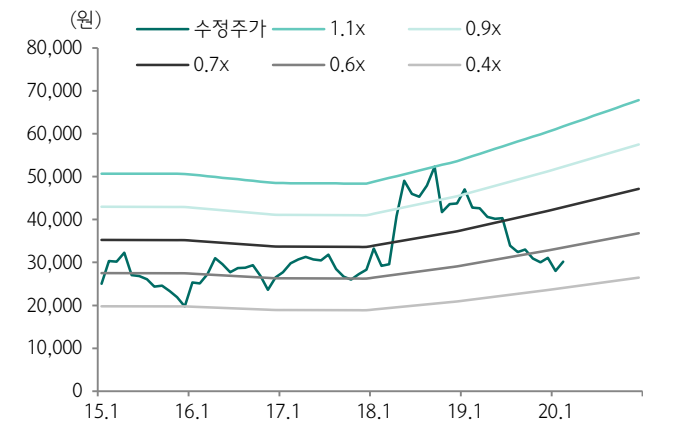
자료: 하나금융투자

그림 4. 대림산업 12M Fwd PBR 밴드



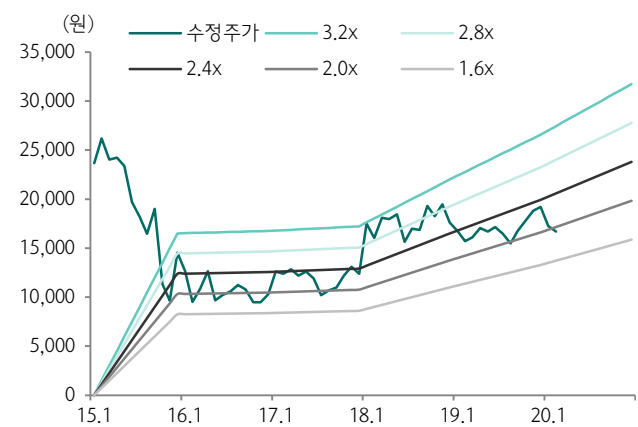
자료: 하나금융투자

그림 5. GS건설 12M Fwd PBR 밴드



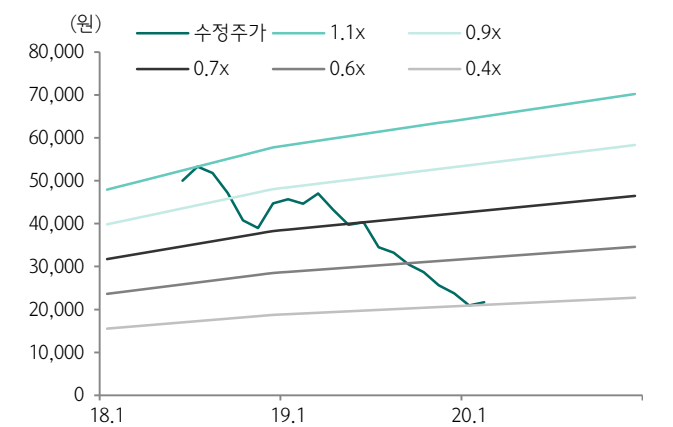
자료: 하나금융투자

그림 6. 삼성엔지니어링 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 7. HDC현대산업개발 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

(2) 해외건설 시장의 부진을 갖고 온 2013년 1분기

첫 번째 분기점,
GS건설의 사상 최대 적자실적 발표

첫 번째 분기점은 2013년 1분기, GS건설의 분기실적 발표일이었다. 이날 GS건설 잠정실적은 매출액 1,8조원으로 전년비 25% 감소, 영업이익은 5,354억원의 적자, 당기순손실 3,860억원이었다. 이 날은 2010~2011년 삼성엔지니어링으로 대표되던 해외플랜트 EPC산업(설계-구매-시공의 Engineering, Procurement, Construction의 약자)이 실제와 무관하게 한국 주식시장에서 막을 내리는 시점이었다. 이후 거의 대부분의 건설사들이 2~3년간 수천억원의 적자를 시현했다.

건설주 프리미엄의 종료

이 과정에서 수주산업인 건설업과 건설업 매출의 근간인 '수주잔고'의 건전성이 의심되었다. 수주잔고 전체가 의심되는 상황 속에서는 자연스럽게 마진에 대한 우려도 존재할 수 밖에 없었다. '전략적 수주'가 '실적 악화'와 동치되는 순간이라 할 것이다. 이 과정을 통해 건설업 종에 대한 밸류에이션, 즉 멀티플은 일제히 하락하기 시작했다. 2013년 1분기로 대표되는 해외플랜트 EPC의 부실화 이전에는 건설업종의 밸류에이션은 시장 대비 프리미엄을 받아왔었다. 건설주 프리미엄이 시장에서 종료되는 시점이었다.

그림 8. 2013년 1분기 GS건설 실적발표 공시

양적 해외건설 성장의 한계점이
시장에 드러나던 순간인
2013년 1분기 GS건설 실적발표 공시

DART

본문 2013.05.15 [정정] 연결재무제표기준영업(잠정)실적(공시) ▼

GS건설

첨부 +첨부선택+ ▼

정정 신고(보고)

정정일자

2013-05-15

1. 정정관련 공시서류	연결재무제표 기준 영업(잠정)실적(공정공시)	
2. 정정관련 공시서류제출일	2013-04-11	
3. 정정사유	외부감사인 검토완료	
4. 정정사항		
정정항목	정정전	정정후
1. 연결실적내용 중 매출액	당해실적 : 1,823,930 누계실적 : 1,823,930 당해전기대비증감률 : -24.79 당해전년동기대비증감률 : -13.49 누계전년동기대비증감률 : -13.49	당해실적 : 1,708,534 누계실적 : 1,708,534 당해전기대비증감률 : -29.54 당해전년동기대비증감률 : -18.96 누계전년동기대비증감률 : -18.96
1. 연결실적내용 중 영업이익	당해실적 : -535,441 누계실적 : -535,441 당해전기대비증감률 : -532.71	당해실적 : -544,320 누계실적 : -544,320 당해전기대비증감률 : -543.21
1. 연결실적내용 중 법인세비용차감전 순이익	당해실적 : -509,303 누계실적 : -509,303 당해전기대비증감률 : -405.78	당해실적 : -532,856 누계실적 : -532,856 당해전기대비증감률 : -429.17
1. 연결실적내용 중 당기순이익	당해실적 : -386,052 누계실적 : -386,052 당해전기대비증감률 : -382.81	당해실적 : -412,203 누계실적 : -412,203 당해전기대비증감률 : -415.51
1. 연결실적내용 중 지배기업 소유주지분 순이익	당해실적 : -385,865 누계실적 : -385,865 당해전기대비증감률 : -383.09	당해실적 : -414,806 누계실적 : -414,806 당해전기대비증감률 : -419.32
1. 연결실적내용 중 매출총이익	-379,036	-388,906
2. 정보제공내역 중 정보제공	2013년 04월 11일 이후 수시	본 공정공시 이후 수시제공

자료: Dart, 하나금융투자

두 번째 변곡점,
2018년 1분기 GS건설의
사상최대 분기실적 발표

해외부실화로 인한
디레이팅 해소,
국내 주택사업발
실적 호조의 시작

(3) 2018년 1분기, 국내 주택발 실적 정점을 알린 분기점

2018년 1분기, 건설업종의 두 번째 변곡점이 찾아온다. 두 번째 변곡점도 주인공은 GS건설이었다. GS건설은 2018년 1분기 실적으로 매출액 3.1조원, 영업이익 3,804억원, 당기순익 2,074억원을 기록했다. 전년동기대비 영업이익은 무려 560%의 폭발적인 증가를 기록했고, 세전/순이익은 아예 적자에서 흑자 전환했다.

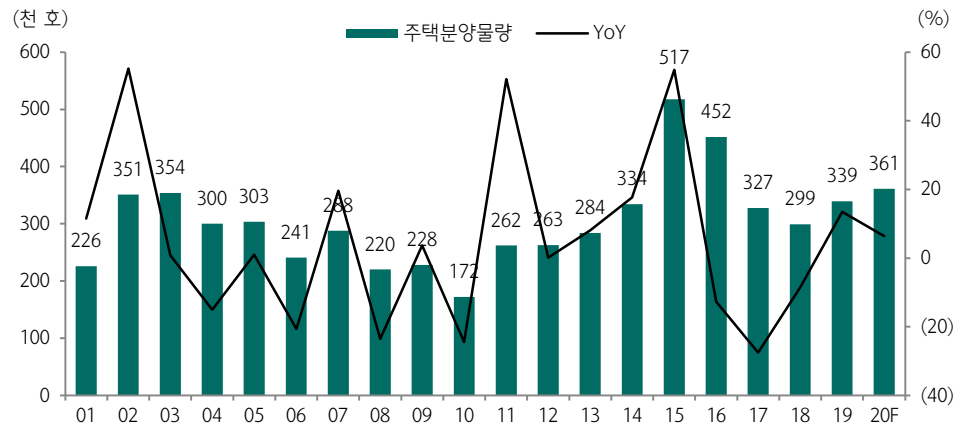
두번째 변곡점은, 국내 건설업종이 2013년 1분기부터 촉발된 해외건설 시장에서의 부실을 국내 주택사업을 통해서 사실상 완전히 정리했음을 알리는 시그널이었다. 2013년 실적 하락, 2015년부터 시작된 저유가로 인한 해외 역성장 우려, 이 모든 것으로부터 완전히 회복하는 것을 알리는 실적이었다.

즉, 해외부실화와 역성장으로 촉발된 건설주 디레이팅의 종업을 의미했고, 새로운 시작을 의미하는 것과 같았다. 이처럼 건설업종의 실적이 양호하게 변화한 대에는 국내 주택시장이 존재했다. 국내 주택시장은 2014년까지 33만호 분양을 기록하다가 2015년에 52만호, 2016년에 46만호로 평균 5~60% 수준의 증가된 분양을 기록했고, 분양으로부터 3년이 경과한 2018~2019년에 일제히 준공되면서 준공시점 기준으로 사상최대 실적을 각 건설사들이 기록했다. 대우건설은 2018년에 실적 피크, GS건설이 2018년에 피크, 대림산업은 2019년 1.1조원으로 실적 피크를 기록하는 등 각 건설사의 전성기 실적은 주택에 기반해서 이뤄졌다. 이것이 두 번째 변곡점이었다.

동시에 이 변곡점은, 주택발 실적정점을 의미하면서 건설사들에게 일종의 숙제를 제시하기 시작했다. 바로 '주택 호황 다음은 뭔가? 주택시장에 대한 규제나 업황이 저조해졌을 때 어떤 먹거리로 성장할 것인지?' 혹은 '주택을 통해서 대규모로 벌어들인 수익을 과연 어떻게 재분배할 것인지?'에 대해서 시장에 관심을 갖고 지켜보는 계기가 된 순간이었다. 2018년 1분기 실적은, 건설사들이 '주택으로 돈 많이 벌었다'라는 것을 알려준 계기였으므로, 이 다음에 대해 생각하는 것은 당연한 일이었다.

그림 9. 연도별 국내 주택분양과 증감률

국내주택 분양
2015년 52만호, 2016년 46만호로
평균 5~60% 증가



자료: REPS, 하나금융투자

(4) 2019년 11월, HDC현대산업개발의 아시아나항공 인수

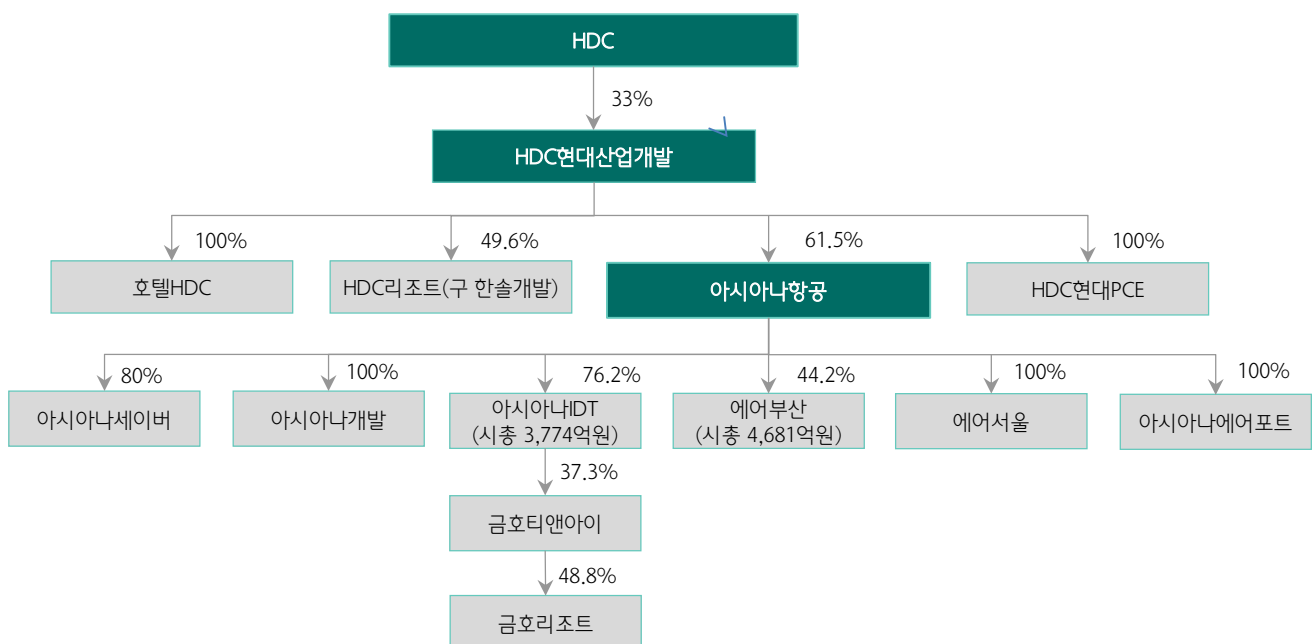
세 번째 변곡점,
HDC현대산업개발의
아시아나 인수전 참여

세 번째 변곡점은, 분양가상한제 시행('19.7월)이나, 북-미간 최초 정상회담('18.4월)이 아닙니다. 바로 2019년 11월에 있었던 HDC현대산업개발의 아시아나항공 인수전 시점이었다. 이날 HDC현대산업개발은 미래에셋과 컨소시엄을 짜고, 아시아나항공 인수전에 참여 선언, 2과전을 치루게 되었다. 그리고 11월 12일에 HDC현대산업개발 컨소시엄으로 인수자가 확정되었고, 이후 약 2.4~2.5조원 수준의 거대한 M&A가 진행되었다. 이 정도의 자본투자는 HDC현대산업개발의 자본금 총액에 맞먹는 수준의 투자였다.

세 번째 변곡점은
자본투자의 방향성이
주주가치에 부정적 영향을 줄 수
있음을 나타내는 이정표

이 인수를 세 번째 변곡점으로 선택한 이유는 무엇일까? 이 순간은 2018~2019년에 사상 최대 실적을 기록한 건설회사들의 향후 자기자본투자의 방향성을 시장에 공식적으로 알리는 변곡점이었기 때문이다. 2013년 촉발된 해외건설 발 경영위기를 2015~2016년 국내 주택발 호황으로 잘 넘긴 건설업계는 위기를 넘긴 것을 넘어 2018~2019년 2년 연속 사상 최대 실적으로 현금이 넘치는 수준으로 변모하였다. 순차입금 1.5~2.0조원 수준의 기업들이 순차입금 0.5조나 혹은 순현금으로 전환하기까지 하였다. 이 과정에서 투자자들은 건설사에게 주주환원 등 주주가치제고 등을 요구하는 분위기가 자연스레 조성되었다. 주주가치 제고가 아니어도 축전된 자본투자의 방향성에 대해서 시장이 궁금해하던, 즉 다음 스텝이 무엇인지를 함께 고민하고 지켜보던 순간이었다고 할 것이다. 그런데, 이 시기의 아시아나항공 인수전은 건설업종에 대한 투자자들의 인내심에 한계를 불러온다. 경영진의 의도는 얼마든지 신사업에 대한 비전일 수 있지만, 투자자들의 판단은 1) 영업환경 개선이 어려운 산업에, 2) 과도한 부채로 인해 지속적 자본투자가 요구되고, 3) 자체적으로 영업실적 개선을 통해 자본 확충이 가능한 기업인지 의구심이 드는 기업이며, 4) 영위중인 사업과 시너지도 희박해 보이는 기업을 인수한 셈이었다. HDC현대산업개발의 인수로 인해, 시장은 '건설업종은 수익을 내더라도 주주가치 제고가 후순위'라는 것을 알린 시그널이었다고 판단했다. 이 시점을 전후로, 건설업종은 다시 한번 밸류에이션 디레이팅의 시대를 맞이하게 된다.

그림 10. HDC현대산업개발의 아시아나항공 인수 후 지배구조



2. 성장과 주주가치가 투자의 기준으로

1) 반복을 통한 수익성 제고가 건설주 실적의 핵심

(1) 신규수주와 수주잔고

건설과 같은 수주산업은 매출액보다 신규수주금액이 더 커서, 수주잔고의 성장이 나타날 때 밸류에이션 프리미엄 환경에 노출된다. 2020년 매출 6조원인 삼성엔지니어링이 10.5조원의 수주를 한다면 수주잔고의 성장으로 2021년에는 매출단 성장이 나타나는 식이다.

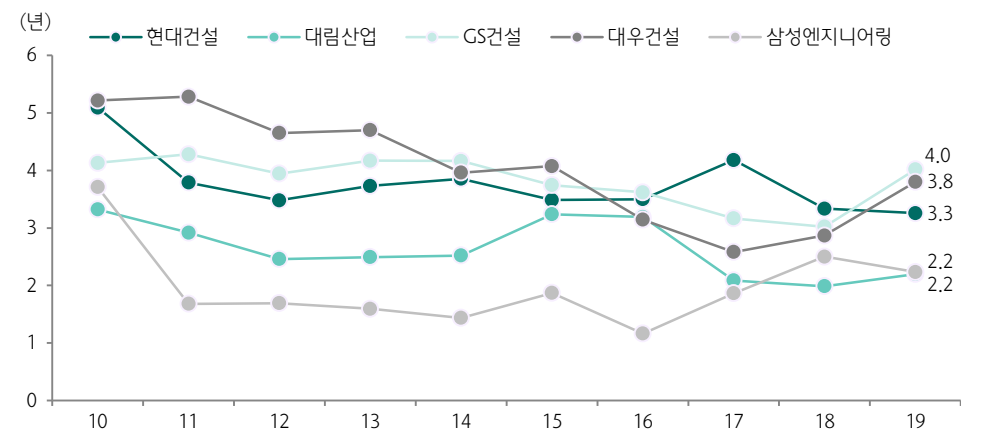
매출회율이 높은
수주잔고 성장이
밸류에이션 프리미엄 견인

신규수주가 매출보다 크더라도 매출단 성장이 나오지 않을 수 있는데, 이는 매출회율 때문이다. 가령 정비사업 주택 수주의 경우 사업시행인가 이후 수주전을 하고 수주공사를 한다. 그러나 분양 및 매출까지는 이 시점으로부터도 2~3년 정도 걸리는 것이 일반적이기 때문에 이러한 잔고의 매출회율은 +3년차부터 본격 발생한다. 이런 맥락에서 수주잔고의 매출회율이 낮아지게 된다. 따라서, 수주잔고 성장도 중요하지만 근본적으로 매출회율이 높은 수주잔고의 성장이 상당한 확률로 가시적일 때, 밸류에이션 프리미엄 상황이 펼쳐지게 되는 것이다.

잔고연수가 상승하는 시점이
건설사의 외형성장 시점

국내 주요 건설사의 각 연도 말의 수주잔고와, 그 수주잔고의 해당연도 매출액을 나눈 값을 '잔고연수'라고 한다. 아래 그림은 각 건설사별 잔고연수를 나타낸 것으로, 잔고연수가 상승하는 시점이 건설사가 외형성장을 하는 시점이다. 잔고연수 상승이 가시적으로 나타났던 시기는 삼성엔지니어링의 2017~2018년이 있다(실제 이 기간동안 삼성엔지니어링의 주가는 시장대비 아웃퍼폼하였다). 또 2019년 말 기준으로는 GS건설과 대우건설의 잔고연수가 상승세로 나타난다. 잔고연수 상승은 수주잔고의 매출회율이 일정하다고 가정할 때, 매출액 증가를 의미하는 것만큼 시사점이 높다. 잔고액 절대규모도 중요하나 실제로는 잔고연수의 상승률이 높은 경우 매출성장과 이익성장 기대감을 갖는 것이 적절하다. 이 기준을 토대로 볼 때 2020년에는 대우건설/GS건설의 투자매력이 높게 나타난다.

그림 11. 각 건설사별 2010년 이후 연도별 잔고연수 추이



자료: 각 사, 하나금융투자

(2) 원가율과 실적

건설업의 본질은 서비스업이다. 서비스업은 제조업과 달리 '반복성'이 없고 재고의 저장에 불가능한 산업이다. 동시에 서비스 품질에 대한 관리가 제조업 대비 쉽지 않다. 서비스업은 서비스 수행자에 따라서 품질이 확연히 달라지는 경향이 있으며, 이러한 서비스 품질의 관리가 서비스산업에 있어서 핵심 경쟁력 중 하나다.

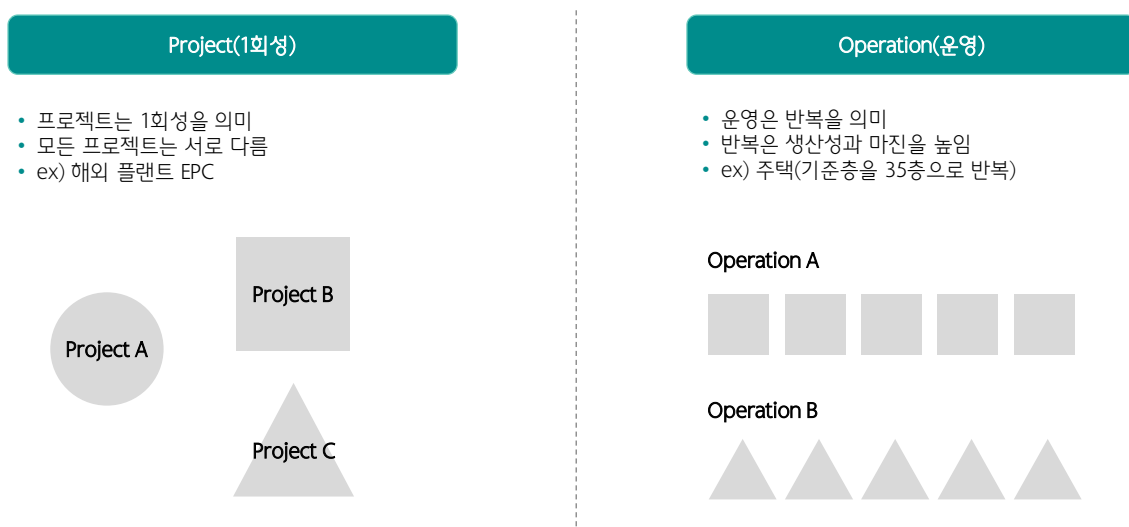
마진이 높지 않은
1회성 사업인 프로젝트(Project)를
영위하는 건설업

건설업이 서비스업인 것을 가장 잘 드러내는 용어는 프로젝트(Project)라는 단어다. 프로젝트는 1회성 사업을 의미하며, 이는 반복적으로 수행하는 제조업에서 사용하는 단어인 운영(Operation)이란 단어와 대치된다. 서비스업이면서 동시에 1회성 사업을 영위하기 때문에, 건설산업은 기본적으로 서비스업 마진, 업계에서는 '실행(Execution) 마진'이 높지 않다. 이때의 실행은 공사를 개시하고 공사관리를 하는 상태를 말한다. 이 실행단계의 원가율을 제대로 관리해서 프로젝트의 종료인 정산시점까지 끌고 가는 것이 그 회사의 역량이다. 통상적으로 악성 공사의 경우, 원가상승 및 공정 지연 등의 이슈로 실행원가율 관리가 제대로 이뤄지지 못하며, 정산 시점에 임박해서 갖가지 비용상승이 추가되면서 원가율상승이 일어나게 되는 경우가 빈번하다.

원가율 관리가
해당 건설사의 역량

많은 건설사들이 신규 경영진이 취임하고 난 후, 취임연도에 빅배스(Big bath)를 실행하곤 해서 원가율을 모조리 높여놓은 다음, 그 다음해에 양호한 성과를 내려는 경향을 갖고 있다. 그러나, 건설업의 각 사업이 1회성을 의미하는 프로젝트 성 기반이라는 것을 깨닫는다면 이런 행위들은 사실 다 무의미한 것이라고 봐도 좋다. 결국 회사의 서비스 품질은 장기간에 걸친 원가율과 마진을 통해서 파악할 수 있으며, 이런 국면에서 원가율이 높거나 낮은 기업들의 차이가 따로 있는 것이 아니다. 원가율이 전반적으로 낮은 기업이란 결국, 1회성 사업을 반복적 사업화 하는데 숙달된 지식체계를 갖는 기업이고, 서비스 기업이므로 이러한 인력구성원과 실행 방침이 내재된 기업일 뿐이다. 원가율이 높은 기업이란, 이제 그 상품, 공종, 국가에 신규진출하는 기업들 전체에서 나타난다.

그림 12. 1회성 업무인 프로젝트(Project) VS 반복성 업무인 운영(Operation)



자료: 하나금융투자

원가절감이 용이한
오퍼레이션(Operation) 성격의
주택사업

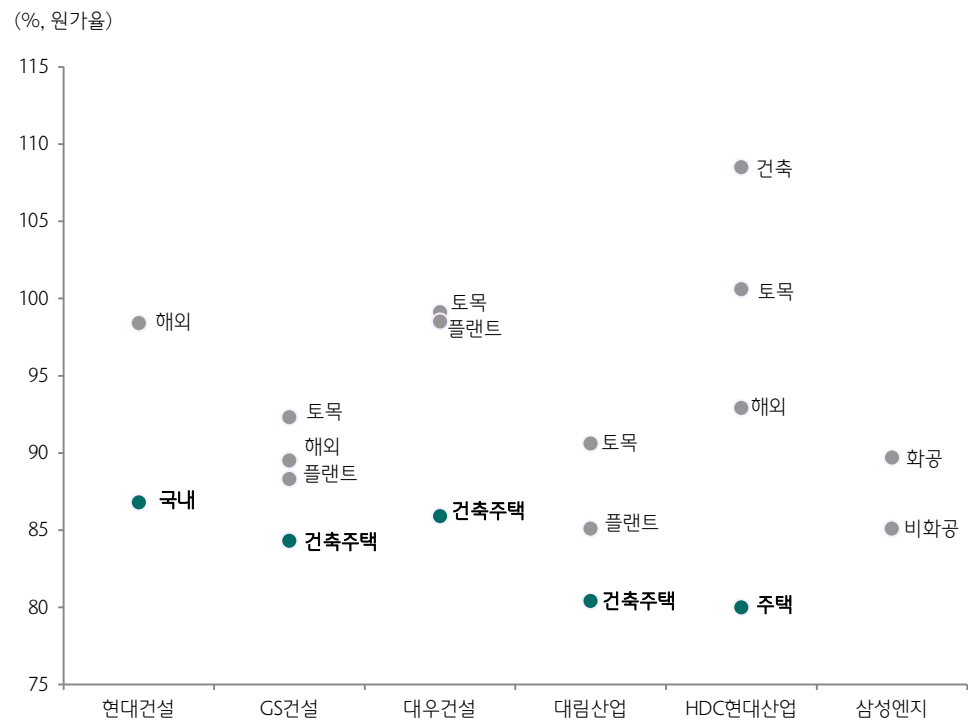
(3) 왜 주택만 수익성이 양호할까?

공중 중 오직 주택만이 제조업과 유사한 Operation 성격을 갖는다. 한 개 층을 모듈화하고 같은 방식으로 7일Cycle과 같이 지속적으로 반복해서 일을 수행할 수 있기 때문이다. 일이 반복될 때, Value Engineering과 같은 원가절감 방식이 만들어지기 용이하다. 주택에서 높은 GPM, OPM을 보이는 것은 서비스가 제조업의 마진으로 변환되는 순간이어서 그렇다. 아래는 각 건설사의 건축/주택 마진과 비 건축/주택 마진의 평균을 나타낸 것이다.

국내 건설사의 2018~2019년의 실적이 피크를 기록한 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 2015~2016년에 주택분양이 사상최대였고, 2018~2019년에 준공을 했다. 공사시작에서부터 준공과정까지 주택만이 제조업과 유사한 밸류엔지니어링, 반복적 수행에 따른 레버리지 마진을 올리는 것이 가능한 공종이었다. 이 흐름에 동참했던 건설사들은 각자 규모만 다를 뿐 사상최대 이익이 나타났다.

그림 13. 각 건설사별 건축/주택 원가율과 비 건축/주택 원가율

건축/주택 원가율이
가장 낮음. 이는 주택부문이 갖는 고
유한 특징(반복성)에서 기인함



자료: 각 사, 하나금융투자

(4) 건설주 실적은 주택공급 정점으로부터 +3년차에 온다.

주택이 건설 내 반복성이 가장 극대화되는 공종인만큼, 건설주의 실적도 주택공급과 밀접한 관계를 가질 수 밖에 없다. 2014년 대비 2015년 건설사 평균 60%이상 분양물량이 증가했으며 그 중 200% 이상 증가한 기업도 있었던 만큼, 주택공급이 건설주 실적에 밀접하게 작용하였다.

건설은 분양시점+3년에 걸쳐
진행을 기준으로 매출화 진행

건설은 분양(착공시점) + 3년(약 36개월)에 걸쳐 진행률 기준으로 매출화가 진행되고, 진행률이 날짜와 정비례해서 올라가는 골조공정(D+18개월)과 달리 마감공종의 경우 마감재 별 전 사업장 동시조립 수준으로 공종이 진행되기 때문에, 준공이 임박해서부터 매출화율의 커브가 가팔라지고 매출인식 역시 가파르게 올라간다.

때문에 건설사들은 분양 + 3년차에 주택 매출/이익을 대거 인식하게 되고, 이런 패턴으로 대우건설(2015년 4만호 분양 + 2018년 사상최대 실적), GS건설(2015년 사상최대 분양 + 2018년 사상최대 실적), 대림산업(2015년 사상최대 분양 + 2019년 사상최대 실적) 등의 실적 추이를 보이게 된다. 아래는 각 건설사별 주택공급 이력이다.

특히 자체 분양사업의 경우 분양매출을 인식하기에, 공사매출만 인식하는 도급사업 대비 몇 배에 걸친 매출증대 효과가 있으며, 평균적으로 도급사업의 경우 1만세대 지속분양시 2~2.5조원의 매출(1호당 2~2.5억원)을, 자체사업은 4천세대 지속 시 2.4조원 수준(1호당 6억원)의 매출 인식이 가능하다.

표 1. 주요 건설사 별 주택 분양 추이

(단위: 호)

구분	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19A	20F
대림산업	6,768	6,949	3,073	5,847	13,287	32,414	19,057	14,096	11,410	20,661	21,932
주택 중 자체				632		1,134		1,701		1,049	1,098
현대건설	2,911	13,131	10,205	2,119	9,746	22,833	14,441	4,753	16,475	12,800	20,000
주택 중 자체				1,111	2,512	1,800	2,900	560	6,400	1,100	1,400
현대엔지니어링				1,897	4,052	5,654	5,967	4,646	5,146	7,600	11,000
주택 중 자체											
현대건설+현대엔지	2,911	13,131	10,205	4,016	13,798	28,487	20,408	9,399	21,621	20,400	31,000
GS건설	5,588	6,524	4,747	5,155	13,132	27,066	24,681	22,401	15,541	16,660	25,641
주택 중 자체					1,200	4,100	1,800		600		1,538
HDC현대산업개발	6,351	7,231	10,664	10,228	7,569	17,791	10,190	16,517	11,210	6,392	20,175
주택 중 자체		2,360	3,275	4,196	3,132	3,770	1,490	664		2,769	4,214
대우건설	8,324	14,654	17,375	19,228	14,776	40,864	30,042	19,583	13,741	20,655	34,764
주상복합						12,849	9,769	7,570	6,564		
주택 중 자체		3,272	3,175	4,374	4,921	6,300	1,700			2,200	2,300
태영건설	289	0	2,873	3,733	1,668	1,849	4,392	2,245	1,222	5,106	6,200
주택 중 자체						1,440	3,163		1,190	3,495	3,300
분양 합계	30,231	48,489	48,937	46,310	60,178	142,817	102,803	79,595	69,599	82,274	128,712
YoY	-18.3%	60.4%	0.9%	-5.4%	29.9%	137.3%	-28.0%	-22.6%	-12.6%	18.2%	56.4%
자체 물량 합계	0	5,632	6,450	10,313	11,765	18,544	11,053	2,925	8,190	10,613	13,850

자료: 각 사, 하나금융투자

(5) 해외건설에 대한 접근은 '거점국가-전략공종'으로 귀결

건설업의 본질이 서비스업이고, 1회성인 프로젝트라는 점에서 건설업은 기본적으로 저마진 산업이 될 수 밖에 없다. 소위 기초설계(Basic Engineering)는 고마진이고 실시설계(Shop Engineering)부분은 저마진이라는 것을 떠나서, '처음 하는 공종이고, 처음 진출한 국가'라고 한다면 숙련된 타 회사에게는 Known risk인 것이 첫 진출기업에게는 Unknown risk일 수 있는 법이다.

1회성 프로젝트를
반복적 작업으로 전환
ex) 거점국가 전략

이에, 2013~2015년의 해외부실을 정리하는 과정에서 국내 건설사들, 특히 플랜트 EPC와 해외토목을 중심으로 외형 확대를 추진 해 온 건설사들의 결론은 자연스럽게 도출된다. 바로 1회성인 프로젝트를 제조업과 같은 반복적 작업으로 바꾸는 것이다. 국내 주택에서와 같이 반복공정은 고마진을 가능케하고 숙련과정을 거쳐 시스템으로 정착할 수 있기 때문이다. 대표적으로 현재 대한민국 건설사 대부분이 추진하고 있는 거점국가 전략은 해외 국가들 중에서도 '거점국가'를 만들어서 국가별 상이한 건설환경 등의 리스크를 최소화하는 데 집중하게 한다. 거점국가가 아프리카냐, 인도냐, 사우디냐 등의 차이점이 있을 뿐, 각 회사들이 거점국가 전략을 쓰는 것은 공통적이다.

전략공종으로의 압축화

두 번째로 건축물이란 그 대상이 광범위한 만큼, 해외의 다양한 시장에서 다양한 공종 전부를 수행하는 것이 아니라, 경쟁력 있는 공종, 즉 전략공종으로의 압축화가 국내 건설사들의 전략이다. 대우건설의 경우 LNG액화시설과 교량, 항만 등으로만 집중, 즉 토목 전 분야에서 점차 플랜트 중 일부, 토목 중 일부 등 전략공종으로만 수주하는 등의 전략을 진행하고 있다. 삼성물산, 삼성엔지니어링, GS건설 등도 모두 이러한 거점국가-전략공종 전략을 선택하고 있다.

대우건설,
거점국가-전략공종 전략의
우위 선점

때문에 투자자들은 단순히 해외수주가 전년비 몇% 증가했는지의 여부보다, 보다 장기적인 관점에서 해당 건설사가 해외시장 등을 성장시키는 데 있어서 거점국가-전략공종 전략이 얼마나 유효할지 등에 대해서 깊게 고민하게 된다. 이러한 고민들의 결과로 현재 시점에서 '거점국가-전략공종'이 구체적이고, 가시성이 높다고 판단되는 건설사가 대우건설이다. 대우건설은 나이지리아, 알제리, 모잠비크, 모로코 등 아프리카와 이라크를 포함하는 GCC 지역으로 거점국가화 되어 있고 특히 아프리카 계를 중심으로 한다는 점에서 특징있다. 공종 측면에서도 플랜트 분야는 LNG액화부문을 전략공종화 하고 있는데, 이는 국내 어떤 건설사도 가보지 못한 길이며, 소위 그들만의 리그에 해당하는 공종이어서 전략공종으로서의 가치가 높다. 토목도 도로 등을 지양하고 항만, 교량, 해저터널 등 국내 공종에서 경쟁력 높던 공종 중심으로 거점국가에서 진출하는 전략을 택했다. 2020년 해외수주 5조원 목표들도 이러한 거점국가-전략공종의 큰 틀에서 이뤄진다고 봤을 때, 중장기적으로도 투자매력이 높다.

2) 주주가치 제고 노력이 건설주 투자의 키-팩터

(1) 주주가치 제고

건설은 서비스산업이고 그만큼 신규 Capex에 대한 투자부담이 적은 산업이다. 인력에 대한 투자는 경험(Lesson learned)에서 나오며, 따라서 특정 프로젝트를 반복적으로 수행한 사람이 그 다음 해당 공종에서, 학력이 높거나 다른 공종 경험을 갖는 사람 대비 상당한 경쟁력을 갖게 된다. 때문에, 많은 건설사들이 회사가 성장시키고자 하는 공종이나 국가의 사업을 수주하기 위해서 전략적 수주를 하기도 하고, 이를 전사적으로 관리하곤 한다.

이런 점이 와전되면 양적인 성장에 함몰된다. 외형성장만을 추구하고 원가율 관리보다는 매출액에만 집중하며 손익관리가 제대로 되지 않는 경우로 빠지게 되는 것이 국내외 많은 건설사들이 밟아간 경로 중 하나다. 국내 역시 이런 경로를 2012~2016년에 보낸바 있고, '08년 금융위기 전에도 주택관련 과도한 투자가 사후적으로 문제가 되던 시점이 있었다.

정상적인 상황이라면 건설업종의 Capex는 당기순익의 5%미만일 가능성이 크고, 프로젝트 그 자체가 인력에 대한 투자나 마찬가지로. 경험을 나눠주기 때문이다. 때문에 건설사가 큰 수익을 지속해서 내게 된다면, 자연스럽게 재무구조가 개선되어 부채비율이 낮아지고, 현금 이 지속해서 확보되면서 또 다시 ROE가 낮아지게 되는 과정이 반복되게 된다. 서비스 산업이고 인력-장비-자재가 투입되어야 하는 건설업은 레버리지가 사실상 불가능한 산업인 만큼, 낮아지는 ROE 상황을 타개하기 위해서는 높은 수준의 배당, 혹은 신사업 투자, 타 법인 매입, 혹은 자사주 매입이나 소각 등과 같은 형태로 주주가치 제고를 위한 활동이 수반되어야 할 것이다. 이러한 이유로 2018~2019년의 2개 연도에 걸쳐 각 건설사들이 올린 높은 수익은 2020년을 맞이한 시점에서 시장과 투자자들에게 주주가치 제고 측면에서 기대감을 높일 수 밖에 없다.

2018 ~ 2019년
건설사들의 실적호조는
현시점 투자자들에게
주주가치 제고 기대감을
높이고 있음

건설사들의 성장과정에서
보통주 투자자들의
가치 훼손 우려 발생

건설산업에 주주가치 제고가 중요한 이유는 뭘까. 이미 다수의 대형 건설사들이 현재까지 성장해 오는 과정에서, 보통주 투자자들의 가치가 훼손되는 것을 경험하거나 그럴 가능성이 높았던 적이 많았기 때문이다. 가령, 2015년 현대건설의 경우 현대엔지니어링과 구 현대엠코의 합병 간에 시장의 노이즈가 많았다. 그리고 현재는 현대엔지니어링의 상장설이 있고, 상장 후 현대건설과의 합병을 시도할 것이라는 우려로 인해서, 현대건설이 제대로 된 밸류에이션을 받지 못하는 상태다. 사측의 입장이 어떻든 간에 시장의 우려는 우려이고 밸류에이션은 사측이 하는 것이 아니라 시장이 하는 것이다. 대림산업 역시 2015년 대림산업의 최대주주인 대림코퍼레이션의 승계 과정에서 대림코퍼레이션과 대림아이앤에스의 합병 비율, 현 부회장에 대한 특혜에 대해서 시장에서 논란이 있었다. 이후 2019년 말 대림코퍼레이션 지분을 KCGI가 인수하는 과정이 있었고, 이런 과정을 통해서 대림산업 보통주 투자자들의 우려도 동반해서 커지고 있다. 또 2015년 삼성물산의 경우에도 제일모직과 삼성물산의 합병 과정에서 합병비율에 대해서 상당한 잡음이 있었고, 이 이후는 세상이 아는 그대로다.

아시아나 인수전 참여로 인해
HDC현대산업개발은
2019.11 ~ 2020.01
시장대비 33.7% 언더퍼폼

주주가치가 중요해 진 상황에서 2019년 11월, HDC현대산업개발은 최대 2.5조원 규모의 딜인 아시아나항공인수전에 참여, 미래에셋측이 0.5조원, HDC현대산업 측이 2.0조원을 조달하는 거대한 규모의 M&A 투자를 단행한다. 현재의 항공업은 주택사업 대비 ROE가 낮고, 기 영위하던 건설/유통업과도 시너지를 보기 어려운 만큼, 이러한 투자는 주주가치 측면에서 실망감으로 연결, 이후 HDC현대산업개발의 주가는 2019년 11월부터 2020년 1월말의 기간만 보더라도 시장 대비 33.7% 언더퍼폼 하였다. 이것이 시장의 평가다.

(2) 주주가치 제고의 끝판왕, 태영건설

태영건설,
인적분할 공시를 통해
주주환원 시사

기존 태영건설의 히든밸류를
보유하게 되는
티와이홀딩스(신설)

태영건설(존속)은
티와이홀딩스(신설)와
사실상 동등한 수준인
51:49의 비율로 분할

반대의 케이스에 태영건설이 있다. 태영건설의 주주환원은 2020년 1월에 공시한 인적분할 공시로부터 기인한다. 이 인적분할을 통해 존속 태영건설은 종전의 별도기준 회사와 동일한 건설도공업과 자체개발사업(기여형 포함) 등을 주로 영위하게 된다.

신설되는 티와이홀딩스(TY홀딩스)의 경우, 종전 연결대상이었던 TSK코퍼레이션(수처리, 폐기물, 도시광산 사업 등을 영위하는 종합환경업체), SBS미디어홀딩스, 인제스피디움, 블루원리조트 등을 보유한 지주회사다. 특히 TSK코퍼레이션의 경우, 현재 CAGR 40%수준의 이익성장을 지정폐기물 매립사업 등을 통해서 얻고 있으며, 국내를 넘어 베트남 등 해외에서도 사업기반을 구축 중이다. 지정폐기물 매립 등에서 자연스럽게 도시광산 사업으로 성장할 수도 있다. 수처리도 지속적 운영사업일 뿐만 아니라, 국내와 해외 양 부문에서 성장산업이고 최근 민자 수처리장을 건설하는 등 확대기조에 있다. 중요한 것은 이런 고성장이 예상되는 사업부분을 따로 밸류에이션 받을 수 있는 기회를 제공함으로써 주주환원정책을 편다는 점이다.

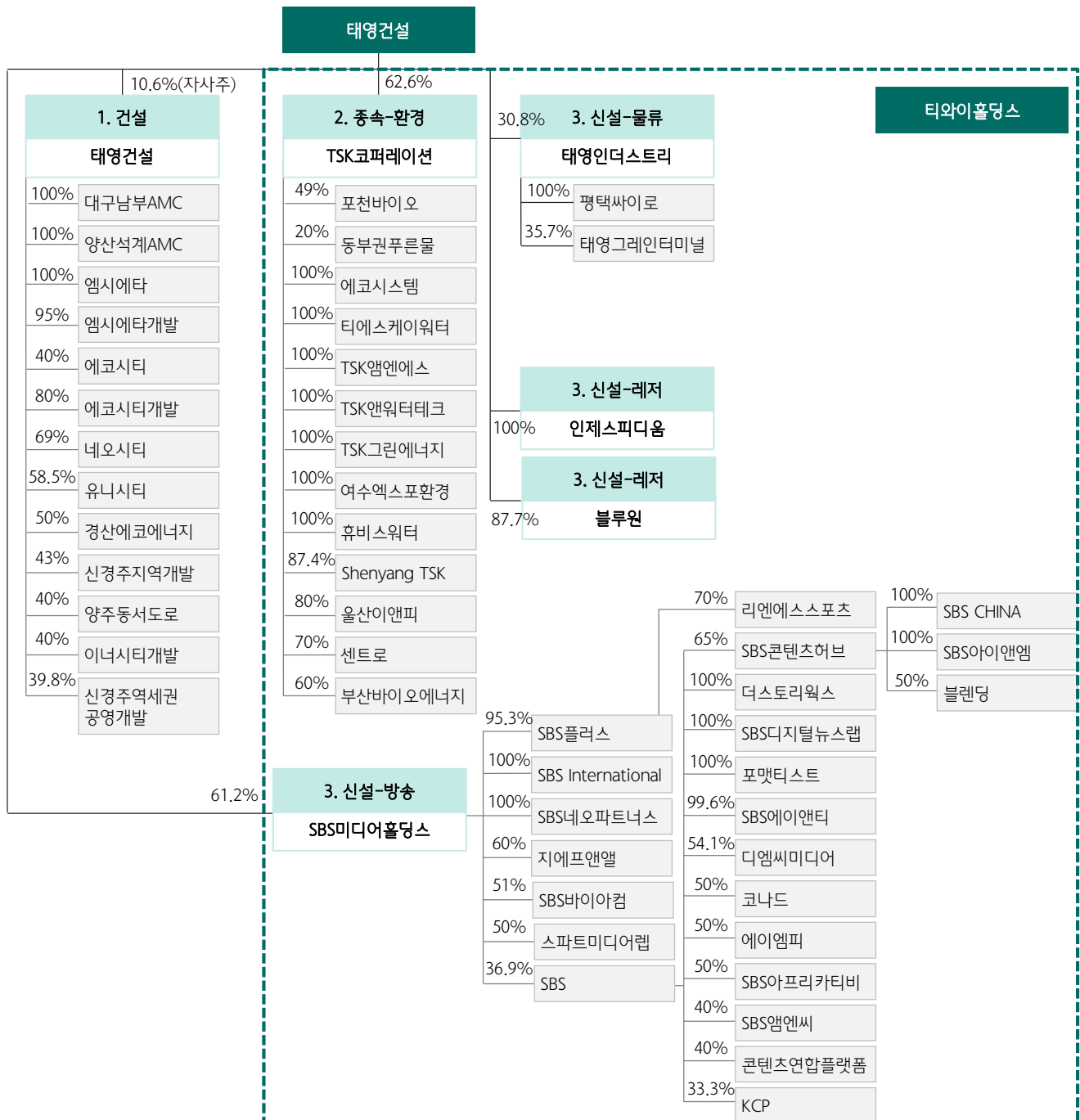
건설부분인 존속 태영건설이 51%, 신설되는 환경부분을 포함하는 티와이홀딩스가 49%의 비율로 분할하면서, 지주회사인 티와이홀딩스의 가치가 상대적으로 높게 평가받는 것 역시 주주가치에 긍정적이다. 통상적인 분할에서는 사업자회사(Operation Company:OC)의 가치를 높이고, 지주사(Holding Company:HC)의 가치를 낮추는 방식의 분할이 일방적이었다. 이렇게 분할한 후 대주주가 보유한 자사주를 활용해서 HC 증자 시 OC 지분을 현물출자 하면서 지배력을 높이는 형태를 쓰곤 하였다. 이러한 과정은 어디까지나 대주주에게 유리한 전개이며, 이 과정에서 수많은 소액주주들이 손실을 보곤 하였다. 그러나, 이번 태영건설의 분할과정은 OC보다는 HC의 가치가 높게 평가되면서 원천적으로는 일반주주가 더욱 배려를 받은 상황이다. 그 결과 현재의 이익원천은 건설이지만, 미래의 이익원천은 환경이 추가되고 환경부분의 이익성장세가 가파른 점이 모두 반영되어 51:49 수준으로 사실상 동등한 레벨로 분할 할 수 있었다. 이 역시 시장이 평가할 것이다.

표 2. 지정폐기물 최종 처리업소 현황(총 21개소 중 매립량 상위 10개소)

관리청	업소명	매립면적	매립용량	기사용량(㎡)	잔여용량(㎡)	'18년 매립량(톤)
대구청	(주)제넨바이오경주지점	29,609	1,199,420	909,305	290,115	272,906
원주청	(주)센트로	32,294	534,058	323,965	210,093	123,684
대구청	(주)와이에스텍	78,660	3,428,000	2,157,040	1,270,960	119,943
낙동강청	(주)유니콘	62,620	1,267,879	1,215,824	52,055	109,451
대구청	에코시스템(주)포항	105,508	3,190,500	2,184,759	1,005,741	107,875
전북청	(주)국인산업	168,636	2,740,149	2,173,500	566,649	107,667
영산강청	한맥테크산업(주) 울산사업소	84,815	2,328,450	1,917,311	306,725	106,932
낙동강청	코엔텍	184,316	3,207,444	2,884,939	322,505	100,023
낙동강청	에코시스템(주)	184,764	2,651,478	2,219,428	430,050	88,288
대구청	에코시스템(주)구미	122,698	3,217,700	1,711,735	1,505,965	71,296
총합계(21개소)		1,590,872	32,924,505	23,224,245	9,577,092	1,419,117
TSK코퍼레이션 자회사 비중(%)		28.0	29.1	27.7	32.9	27.6

주: 음영은 TSK코퍼레이션 자회사
자료: 자원순환정보시스템, 하나금융투자

그림 14. 태영건설 지배구조도



자료: DART, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

태영건설 (009410)	17
대우건설 (047040)	21
삼성엔지니어링 (028050)	25
현대건설 (000720)	29
GS건설 (006360)	33

2020년 2월 12일

태영건설(009410)

건설안에 숨어 있는 환경이라는 보석, 주주들은 안다.

주주가치를 위한 분할상장

태영건설은 건설업과 환경(수처리/폐기물/도시광산), 미디어, 레저 사업 등을 영위하는 기업으로, 상반기 말 건설부분을 존속법인으로, 비 건설부분을 신설 법인으로 분할상장 할 예정이다. 신설법인인 티와이홀딩스는 지주사 요건을 충족시킬 전망이다. 이에 태영의 지주체제가 구성된다.

금번 인적분할 비율은 존속-신설이 51:49로 신설인 홀딩스의 미래가치가 적절히 반영되었고, 통상적인 OC 뺄튀기와 HC 죽이기 형태로 분할한 후 대주주의 HC지분 매입을 확보하는 방식과 정 반대라는 측면에서 주주가치를 최우선으로 고려한 분할이라고 할 것이다.

TSK코퍼레이션 상장 시 주가 큰 폭으로 상승 기대

환경부문 사업은 TSK코퍼레이션(태영 지분율 62%)이 주도 중이다. 환경은 크게 수처리-폐기물의 양 대 부문이 있고 수처리는 상하수도관련 정수장 민간운영의 흐름을 주도하고 있다. 폐기물 분야에서는 지정폐기물 국내 M/S 30%수준으로 1위 기업이고, 지정폐기물의 대상확대 및 폐기물 매립관련 기준 강화 등의 수혜로 지속적 이익성장이 나타나고 있다.

폐기물 및 환경업을 영위하는 국내 및 글로벌 상장 PEER와 비교할때 TSK코퍼레이션 상장 시 합산 기업가치는 현 태영건설 시가총액을 상회할 것으로 기대된다. 과거 두산이 두산솔루션스와 두산퓨얼셀로 분할 한 이후와 유사한 흐름 기대한다.

TP 2.2만원으로 커버리지 톱픽, 주주만 보고 가길

현 건설업종의 저평가는 실적 우려보단 주주 가치 제고노력이 소홀한 데 기반하고 있다고 판단된다. 이런 국면에서 태영건설의 분할상장과 그 비율 조정은 투자자들을 상당히 고려한 결정이라고 보여진다. 본업 역시 건설은 건설대로, 환경은 환경대로 성장 예정이고 지주체제 구축과정에서 합산 가치 상승이 예상된다. 커버리지 톱픽으로 추천드린다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 22,000원 | CP(2월11일): 14,100원

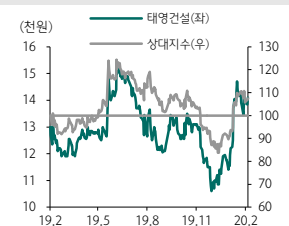
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,223.12
52주최고/최저(원)	15,500/10,600
시가총액(십억원)	1,077.2
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	76,400.0
60일 평균 거래량(천주)	295.9
60일 평균 거래대금(십억원)	3.8
19년 배당금(예상, 원)	125
19년 배당수익률(예상, %)	1.05
외국인 지분율(%)	8.51
주요주주 지분율(%)	
윤석민 외 4인	38.34
머스트자산운용	15.85
주가상승률	12M 6M 12M
절대	15.6 5.2 14.2
상대	14.7 (8.3) 12.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,810.7	3,537.5
영업이익(십억원)	396.0	400.5
순이익(십억원)	200.8	275.3
EPS(원)	2,315	3,048
BPS(원)	16,891	19,888

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,266.4	3,850.5	3,839.5	3,619.4	3,740.2
영업이익	십억원	311.1	463.5	401.2	431.2	478.6
세전이익	십억원	217.9	377.1	244.0	425.0	467.5
순이익	십억원	90.3	189.4	106.2	266.6	293.3
EPS	원	1,143	2,398	1,345	3,376	3,714
증감률	%	57,050.0	109.8	(43.9)	151.0	10.0
PER	배	9.01	4.73	8.89	4.18	3.80
PBR	배	0.82	0.86	0.83	0.79	0.66
EV/EBITDA	배	5.82	4.64	6.37	6.00	5.22
ROE	%	10.12	19.21	9.99	21.49	19.40
BPS	원	12,518	13,245	14,478	17,742	21,344
DPS	원	90	125	125	125	125



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

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

주주가치를 위한 분할상장

태영건설은 건설업과 환경(수처리/폐기물/도시광산), 미디어, 레저 사업 등을 영위하는 기업으로, 상반기 말 건설부분을 존속법인으로, 비 건설부분을 신설 법인으로 분할상장 할 예정이다. 신설법인인 티와이홀딩스는 지주사 요건을 충족시킬 전망이다, 이에 태영의 지주체제가 구성된다.

금번 인적분할 비율은 존속-신설이 51:49로 신설인 홀딩스의 미래가치가 적절히 반영되었고, 통상적인 OC 뿔튀기와 HC 죽이기 형태로 분할한 후 대주주의 HC지분 매입을 확보하는 방식과 정 반대라는 측면에서 주주가치를 최우선으로 고려한 분할이라고 할 것이다.

표 1. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019A	2020F	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19A	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결 매출	3,850.5	3,839.5	3,619.4	845.3	1,112.1	853.9	1,034.4	687.7	941.0	904.9	1,085.8
YoY Growth	17.9%	-0.3%	-5.7%	5.4%	8.4%	-8.6%	-5.0%	-18.6%	-15.4%	6.0%	5.0%
건설	2,841.9	2,870.3	2,583.3	626.5	852.9	601.2	789.7	490.8	671.7	645.8	775.0
YoY Growth	22.5%	1.0%	-10.0%	6.8%	11.7%	-10.5%	-3.7%	-21.7%	-21.2%	7.4%	-1.9%
방송	390.2	234.1	222.4	45.4	64.8	56.3	67.6	42.3	57.8	55.6	66.7
레저	69.7	70.1	72.2	9.5	19.7	27.7	13.1	13.7	18.8	18.1	21.7
환경	506.6	628.2	697.3	154.7	163.0	155.6	155.0	132.5	181.3	174.3	209.2
기타	42.0	42.9	44.2	9.1	11.7	13.1	9.0	8.4	11.5	11.0	13.3
매출원가	3,176.3	3,212.2	2,968.3	686.3	907.9	750.5	873.6	550.9	784.8	742.1	890.5
YoY Growth	16.2%	1.1%	-7.6%	8.4%	6.2%	-2.2%	-5.2%	-19.7%	-13.6%	-1.1%	20.0%
원가율	82.5%	83.7%	82.0%	81.2%	81.6%	87.9%	84.5%	80.1%	83.4%	82.0%	82.0%
매출총이익	674.2	627.4	651.1	159.0	204.2	103.4	160.8	136.7	156.3	162.8	195.3
GPM	17.5%	16.3%	18.0%	18.8%	18.4%	12.1%	15.5%	19.9%	16.6%	18.0%	18.0%
판관비	210.7	226.2	219.9	48.3	72.9	52.4	52.6	46.2	52.8	55.0	66.0
판관비율	5.5%	5.9%	6.1%	5.7%	6.6%	6.1%	5.1%	6.7%	5.6%	6.1%	6.1%
영업이익	463.5	401.2	431.2	110.6	131.3	51.1	108.2	90.6	103.5	107.8	129.4
YoY Growth	49.0%	-13.4%	7.5%	-9.2%	6.5%	-56.2%	6.2%	-18.1%	-21.2%	111.1%	19.6%
OPM	12.0%	10.4%	11.9%	13.1%	11.8%	6.0%	10.5%	13.2%	11.0%	11.9%	11.9%
건설	368.9	299.0	284.2	90.4	128.5	(0.3)	80.4	59.7	68.2	71.0	85.2
YoY Growth	572.4%	-18.9%	-5.0%	-17.6%	43.0%	적전	-10.7%	-34.0%	-46.9%	적전	6.1%
방송	6.4	5.9	6.7	(4.0)	5.7	2.4	1.8	1.4	1.6	1.7	2.0
레저	2.6	2.1	6.5	(3.6)	(1.7)	9.4	(2.0)	1.4	1.6	1.6	1.9
환경	81.3	94.2	139.5	30.8	1.7	29.4	32.3	29.3	33.5	34.9	41.8
YoY Growth	32.8%	15.9%	48.0%	48.1%	-93.3%	6.6%	333.0%	-5.0%	1870.1%	18.5%	29.6%
기타	6.6	15.0	4.4	5.8	3.6	2.9	2.7	0.9	1.1	1.1	1.3

자료: 하나금융투자

TSK코퍼레이션 상장 시 주가 큰 폭으로 상승 기대

환경부문 사업은 TSK코퍼레이션(태영 지분율 62%)이 주도 중이다. 환경은 크게 수처리-폐기물의 양 대 부문이 있고 수처리는 상하수도관련 정수장 민간운영의 흐름을 주도하고 있다. 폐기물 분야에서는 지정폐기물 국내 M/S 30%수준으로 1위 기업이고, 지정폐기물의 대상확대 및 폐기물 매립관련 기준 강화 등의 수혜로 지속적 이익성장이 나타나고 있다.

폐기물 및 환경업을 영위하는 국내 및 글로벌 상장 PEER와 비교할때 TSK코퍼레이션 상장 시 합산 기업가치는 현 태영건설 시가총액을 상회할 것으로 기대된다. 과거 두산이 두산솔루션과 두산퓨얼셀로 분할 한 이후와 유사한 흐름 기대한다.

표 2. 태영건설 분할 주요 내용

구분	내용
분할존속회사	태영건설
분할신설회사	티와이홀딩스
분할비율	51 : 49
분할기일	2020.06.30
매매거래정지일(예정)	2020.06.26
재상장일(예정)	2020.07.15

자료: Dart, 하나금융투자

표 3. 지정폐기물 최종 처리업소 현황(총 21개소 중 매립량 상위 10개소)

관리청	업소명	매립면적	매립용량	기사용량(㎡)	잔여용량(㎡)	'18년 매립량(톤)
대구청	(주)제넌바이오경주지점	29,609	1,199,420	909,305	290,115	272,906
원주청	(주)센트로	32,294	534,058	323,965	210,093	123,684
대구청	(주)와이에스텍	78,660	3,428,000	2,157,040	1,270,960	119,943
낙동강청	(주)유니콘	62,620	1,267,879	1,215,824	52,055	109,451
대구청	에코시스템(주)포항	105,508	3,190,500	2,184,759	1,005,741	107,875
전북청	(주)국인산업	168,636	2,740,149	2,173,500	566,649	107,667
영산강청	한맥테크산업(주) 올촌사업소	84,815	2,328,450	1,917,311	306,725	106,932
낙동강청	코엔텍	184,316	3,207,444	2,884,939	322,505	100,023
낙동강청	에코시스템(주)	184,764	2,651,478	2,219,428	430,050	88,288
대구청	에코시스템(주)구미	122,698	3,217,700	1,711,735	1,505,965	71,296
총합계(21개소)		1,590,872	32,924,505	23,224,245	9,577,092	1,419,117
TSK코퍼레이션 자회사 비중(%)		28.0	29.1	27.7	32.9	27.6

주: 음영은 TSK코퍼레이션 자회사

자료: 자원순환정보시스템, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,266.4	3,850.5	3,839.5	3,619.4	3,740.2
매출원가	2,733.8	3,176.3	3,212.2	2,968.3	3,038.2
매출총이익	532.6	674.2	627.3	651.1	702.0
판관비	221.5	210.7	226.2	219.9	223.4
영업이익	311.1	463.5	401.2	431.2	478.6
금융손익	(23.5)	(20.3)	(22.2)	(11.3)	(6.1)
종속/관계기업손익	28.8	8.5	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(98.5)	(74.7)	(155.0)	(15.0)	(25.0)
세전이익	217.9	377.1	244.0	425.0	467.5
법인세	94.7	133.0	135.7	111.3	122.5
계속사업이익	123.3	244.1	48.3	313.6	345.0
중단사업이익	0.0	0.0	60.6	0.0	0.0
당기순이익	123.3	244.1	108.9	313.6	345.0
비지배주주지분 손익	33.0	54.8	2.7	47.0	51.8
지배주주순이익	90.3	189.4	106.2	266.6	293.3
지배주주지분포괄이익	120.8	150.4	80.5	231.7	255.0
NOPAT	176.0	300.1	178.1	318.2	353.2
EBITDA	378.0	531.0	464.9	492.1	537.2
성장성(%)					
매출액증가율	58.6	17.9	(0.3)	(5.7)	3.3
NOPAT증가율	3,811.1	70.5	(40.7)	78.7	11.0
EBITDA증가율	128.0	40.5	(12.4)	5.9	9.2
영업이익증가율	220.4	49.0	(13.4)	7.5	11.0
(지배주주)순이익증가율	45,050.0	109.7	(43.9)	151.0	10.0
EPS증가율	57,050.0	109.8	(43.9)	151.0	10.0
수익성(%)					
매출총이익률	16.3	17.5	16.3	18.0	18.8
EBITDA이익률	11.6	13.8	12.1	13.6	14.4
영업이익률	9.5	12.0	10.4	11.9	12.8
계속사업이익률	3.8	6.3	1.3	8.7	9.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,637.6	2,790.8	3,037.2	3,104.6	3,426.3
금융자산	628.2	631.1	600.6	635.6	838.7
현금성자산	375.8	331.2	301.5	351.4	546.3
매출채권 등	631.4	907.6	1,043.7	1,148.1	1,205.5
재고자산	1,151.2	943.9	1,085.5	1,031.2	1,082.7
기타유동자산	226.8	308.2	307.4	289.7	299.4
비유동자산	2,114.5	2,167.8	2,357.7	2,354.6	2,408.3
투자자산	587.9	522.4	561.1	603.8	656.0
금융자산	336.6	32.5	32.4	30.6	31.6
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	488.6
자산총계	4,752.0	4,958.6	5,394.9	5,459.2	5,834.6
유동부채	2,060.3	1,886.5	2,039.2	1,841.5	1,803.9
금융부채	696.5	546.7	777.1	692.1	707.1
매입채무 등	753.0	907.8	817.0	694.5	625.0
기타유동부채	610.8	432.0	445.1	454.9	471.8
비유동부채	1,256.4	1,589.8	1,773.7	1,731.3	1,808.5
금융부채	853.3	1,197.5	1,382.5	1,282.5	1,267.5
기타비유동부채	403.1	392.3	391.2	448.8	541.0
부채총계	3,316.7	3,476.3	3,812.9	3,572.8	3,612.4
지배주주지분	956.9	1,014.4	1,111.7	1,369.4	1,653.8
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	1,016.6	1,274.4	1,558.8
비지배주주지분	478.5	467.9	470.3	517.0	568.4
자본총계	1,435.4	1,482.3	1,582.0	1,886.4	2,222.2
순금융부채	921.6	1,113.1	1,559.0	1,339.0	1,136.0

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,143	2,398	1,345	3,376	3,714
BPS	12,518	13,245	14,478	17,742	21,344
CFPS	5,629	7,431	4,921	6,241	6,701
EBITDAPS	4,787	6,725	5,888	6,232	6,803
SPS	41,369	48,767	48,628	45,840	47,369
DPS	90	125	125	125	125
주기지표(배)					
PER	9.0	4.7	8.9	4.2	3.8
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
PCFR	1.8	1.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	5.8	4.6	6.4	6.0	5.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	19.2	10.0	21.5	19.4
ROA	2.2	3.9	2.1	4.9	5.2
ROIC	9.8	13.5	7.0	11.1	11.8
부채비율	231.1	234.5	241.0	189.4	162.6
순부채비율	64.2	75.1	98.6	71.0	51.1
이자보상배율(배)	8.5	11.9	8.7	8.8	10.3

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	27.0	115.0	(178.7)	294.0	327.5
당기순이익	123.3	244.1	108.9	313.6	345.0
조정	290.2	240.3	68.1	67.9	61.6
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	24.3	27.1	23.0
영업활동 자산부채 변동	(386.5)	(369.4)	(355.7)	(87.5)	(79.1)
투자활동 현금흐름	124.1	(138.6)	(211.4)	(1.2)	(77.1)
투자자산감소(증가)	(89.5)	65.5	(19.0)	(23.1)	(32.6)
유형자산감소(증가)	(124.3)	(34.0)	(215.0)	(15.0)	(60.0)
기타	337.9	(170.1)	22.6	36.9	15.5
재무활동 현금흐름	(113.3)	(21.3)	360.5	(242.8)	(55.5)
금융부채증가(감소)	493.5	194.4	415.5	(185.0)	0.0
자본증가(감소)	8.9	(72.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(613.6)	(136.9)	(46.1)	(48.9)	(46.6)
배당지급	(2.1)	(6.7)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
현금의 증감	37.0	(44.6)	(29.7)	49.9	194.9
Unlevered CFO	444.4	586.7	388.5	492.8	529.1
Free Cash Flow	(98.9)	74.9	(393.7)	179.0	262.5

2020년 2월 12일

대우건설(047040)

이익성장의 원년이 될 2020년

2020~2022년 3개년 성장전략을 발표한 대우건설

대우건설은 2020~2022년 3개년의 신규수주 목표를 12~14조원 수준으로 제시하고, 이 중 해외수주만 5조원 내외로 연속 달성할 것을 골자로 하는 경영계획을 연초 공시하였다.

해외의 원가율 정상화는 '거점국가-전략공종'의 기조에 따라 북아프리카/중동과 LNG/토목으로 대표되며, 반복성에 대한 기대를 가질 수 있기에 종전 대비 개선된 원가율 기대된다. 특히 LNG액화의 경우 국내 건설사 중 EPC 진출의 경험 혹은 기저를 구축하는 기업은 대우건설이 유일하고 나이지리아 NLNG7을 통한 Full EPC 진출은 긍정적이다.

주택공급 확대와 함께 개발사업으로 자본투자 집중

건설주 실적은 분양으로부터 +3년차에 주로 발회되므로 2018년 실적이 정점이었고 이후 감소했다. 2019년 분양물량 증가와 자체사업의 재추진, 2020년 3.4만호이상 분양예정으로 2015년에 이어 다시 분양물량 확대 기대된다.

또 자체사업 확대도 긍정적이다. 연 1조원 수준의 자산투자(자본 3~40%, 부채 6~70%)로 주택 자체사업 2건 약 2,500~3,000호 수준의 자체사업이 매년 진행될 것으로 기대된다. 주택발 호황과 해외원가율 정상화를 통해 이익의 기본체력 역시 증가할 것이다.

TP 6,400원 유지, 대형주 최선호

대우건설의 TP를 6,400원으로 유지하고 대형건설사 6개사 중 최선호주로 제시하겠다. 해외수주 목표가 더 공격적인 건설사는 많지만, '거점국가-전략공종' 화두에 가장 잘 부합하는 것이 대우건설이라는 판단이며, 주택과 같은 반복공종 측면에서의 양적확대, 자체사업에 대한 지속적 투자, 베트남 등 신도시사업에서의 공모리츠 활용 등 2020~2022년의 3개년을 통한 질적 변화가 기대된다. 현재 시장에는 대우건설의 경영전략이 매각을 염두에 둔 몸집 불리기라는 평가도 있는데, 기업가치가 올라간다는 것은 보통주 투자자 입장에서는 환영할만한 일이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 6,400원 | CP(2월11일): 4,725원

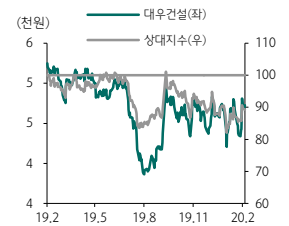
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,223.12
52주최고/최저(원)	5,210/3,865
시가총액(십억원)	1,963.8
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	415,622.6
60일 평균 거래량(천주)	892.7
60일 평균 거래대금(십억원)	4.1
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	13.39
주요주주 지분율(%)	
케이디비인베스트먼트제일호 유한회사 외 5인	50.76
국민연금공단	6.23
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.8 20.5 (8.6)
상대	6.9 5.1 (10.4)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	8,590.1	9,134.2
영업이익(십억원)	434.2	508.3
순이익(십억원)	238.3	311.4
EPS(원)	587	751
BPS(원)	6,185	6,873

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,766.8	10,605.5	8,651.9	9,136.8	10,513.7
영업이익	십억원	429.0	628.7	364.1	519.7	634.0
세전이익	십억원	313.6	431.8	331.8	419.7	534.0
순이익	십억원	258.9	298.7	214.5	321.5	406.4
EPS	원	623	719	516	774	978
증감율	%		흑전	15.4	(28.2)	50.0
PER	배	9.50	7.50	9.18	6.11	4.83
PBR	배	1.05	0.94	0.76	0.67	0.59
EV/EBITDA	배	7.32	4.81	7.60	5.73	5.10
ROE	%	12.12	13.20	8.98	12.10	13.45
BPS	원	5,640	5,735	6,251	7,025	8,003
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

2020~2022년 3개년 성장전략을 발표한 대우건설

대우건설은 2020~2022년 3개년의 신규수주 목표를 12~14조원 수준으로 제시하고, 이 중 해외수주만 5조원 내외로 연속 달성할 것을 골자로 하는 경영계획을 연초 공시하였다.

해외의 원가율 정상화는 '거점국가-전략공종'의 기조에 따라 북아프리카/중동과 LNG/토목으로 대표되며, 반복성에 대한 기대를 가질 수 있기에 종전 대비 개선된 원가율 기대된다. 특히 LNG액화의 경우 국내 건설사 중 EPC 진출의 경험 혹은 기저를 구축하는 기업은 대우건설이 유일하고 나이지리아 NLNG7을 통한 Full EPC 진출은 긍정적이다.

표 1. 대우건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019A	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19A	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,605.5	8,651.9	9,136.8	2,030.9	2,230.8	2,080.9	2,309.3	2,113.5	2,198.8	2,284.2	2,540.3
y-y growth	-9.9%	-18.4%	5.6%	-23.4%	-24.7%	-23.7%	2.2%	4.1%	-1.4%	9.8%	10.0%
본사계	10,204.6	8,075.1	8,536.8	1,929.5	2,132.7	1,942.7	2,070.2	1,963.5	2,048.8	2,134.2	2,390.3
토목	1,731.3	1,372.0	1,459.9	350.6	323.0	299.7	398.7	335.8	350.4	365.0	408.8
주택건축	6,515.6	5,120.8	5,551.0	1,263.3	1,363.7	1,217.8	1,276.0	1,276.7	1,332.2	1,387.7	1,554.3
플랜트	1,944.5	1,582.3	1,526.0	315.6	446.0	425.2	395.5	351.0	366.2	381.5	427.3
연결대상	400.9	576.8	600.0	101.4	98.1	138.2	239.1	150.0	150.0	150.0	150.0
매출원가	9,575.4	7,796.8	8,120.2	1,817.7	1,988.9	1,869.4	2,120.7	1,900.0	1,977.3	2,006.5	2,236.5
본사계	9,256.3	7,451.1	7,700.2	1,735.9	1,922.9	1,769.3	2,023.0	1,780.0	1,857.3	1,916.5	2,146.5
원가율	90.7%	92.3%	90.2%	90.0%	90.2%	91.1%	97.7%	90.7%	90.7%	89.8%	89.8%
토목	1,699.9	1,429.7	1,421.2	321.8	361.0	281.4	465.5	335.8	350.4	346.7	388.3
주택건축	5,605.5	4,411.1	4,829.3	1,084.5	1,173.8	1,045.2	1,107.6	1,110.7	1,159.0	1,207.3	1,352.2
플랜트	1,933.8	1,610.3	1,449.7	329.6	388.1	442.7	449.9	333.4	347.9	362.4	405.9
연결대상	319.1	345.7	420.0	81.8	66.0	100.2	97.7	120.0	120.0	90.0	90.0
매출총이익	1,030.1	855.1	1,016.6	213.2	241.8	211.4	188.6	213.5	221.5	277.7	303.9
y-y growth	23.8%	-17.0%	18.9%	-23.4%	-13.6%	-26.3%	1.8%	0.1%	-8.4%	31.3%	61.1%
GPM	9.3%	7.7%	9.8%	10.0%	9.8%	8.9%	2.3%	9.3%	9.3%	10.2%	10.2%
본사계	948.3	624.0	836.6	193.6	209.8	173.4	47.2	183.5	191.5	217.7	243.9
토목	31.4	-57.7	38.7	28.8	-38.0	18.3	-66.8	0.0	0.0	18.2	20.4
주택건축	910.1	709.7	721.6	178.8	189.9	172.6	168.4	166.0	173.2	180.4	202.1
플랜트	10.7	-28.0	76.3	-14.0	57.9	-17.5	-54.4	17.5	18.3	19.1	21.4
연결대상	81.8	231.1	180.0	19.6	32.1	38.0	141.4	30.0	30.0	60.0	60.0
판매 및 관리비	401.4	491.0	496.9	114.7	140.1	92.4	143.8	122.9	111.4	122.1	140.5
판매비율	3.8%	5.7%	5.4%	5.6%	6.3%	4.4%	6.2%	5.8%	5.1%	5.3%	5.5%
영업이익	628.7	364.1	519.7	98.5	101.7	119.0	44.9	90.6	110.1	155.6	163.4
y-y growth	46.5%	-42.1%	42.7%	-45.9%	-37.1%	-37.8%	-52.1%	-8.0%	8.2%	30.8%	264.3%
OPM	5.9%	4.2%	5.7%	4.9%	4.6%	5.7%	1.9%	4.3%	5.0%	6.8%	6.4%

자료: 하나금융투자

표 2. 대우건설 수주표

(단위: 십억원)

건설사	항목	2017	2018	2019F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	'19 가이던스
대우건설	수주잔고	30,374.4	29,858.3	32,882.7	32,010.3	33,483.6	32,553.1	32,882.7	- 국내: 7.4조원 - 해외: 3.2조원
	국내	25,229.5	25,772.1	27,967.0	27,098.0	28,166.9	27,529.9	27,967.0	
	해외	5,144.9	4,086.2	4,915.7	4,912.3	5,316.7	5,023.2	4,915.7	
	신규수주	12,894.8	9,682.6	10,639.1	3,432.0	2,949.4	1,041.2	3,216.5	'20년 가이던스 - 국내: 7.7조원 - 해외: 5.1조원
	국내	9,524.4	7,862.5	8,864.7	3,306.3	2,504.3	897.0	2,157.1	
	해외	3,370.3	1,820.1	1,774.4	125.7	445.1	144.2	1,059.4	

자료: 대우건설, 하나금융투자

주택공급 확대와 함께 개발사업으로 자본투자 집중

건설주 실적은 분양으로부터 +3년차에 주로 발휘되므로 2018년 실적이 정점이었고 이후 감소했다. 2019년 분양물량 증가와 자체사업의 재추진, 2020년 3.4만호이상 분양예정으로 2015년에 이어 다시 분양물량 확대 기대된다.

또 자체사업 확대도 긍정적이다. 연 1조원 수준의 자산투자(자본 3~40%, 부채 6~70%)로 주택 자체사업 2건 약 2,500~3,000호 수준의 자체사업이 매년 진행될 것으로 기대된다. 주택발 호황과 해외원가율 정상화를 통해 이익의 기본체력 역시 증가할 것이다.

표 3. 대우건설 2020년 분양 계획

(단위: 세대)

분기	사업명	공급세대	위치
1Q	계룡대실지구3블럭	883	충남 계룡시 계룡대실
	팔달8구역재개발(일반)	1,078	경기도 수원시 팔달구
	청라국제도시오피스텔	1,630	인천 서구 청라국제도시
	둔촌주공재건축(조합)	1,442	서울시 강동구 둔촌동
	대연4재건축(조합)	985	부산광역시 남구
2Q	대구 수성구 중동	714	대구광역시 수성구 중동
	용인 영덕공원	680	경기도 용인시 기흥구
	안양평촌생활형숙박시설	692	경기도 안양시 동안구
	원곡연립1재건축	588	경기도 안산시 단원구
	둔촌주공재건축(일반)	1,138	서울시 강동구 둔촌동
	KT&G대유평2BL	1,103	경기도 수원시 장안구
	인천한들구역	4,805	인천시 서구 백석동
	서산 예천	861	충남 서산시 예천동
	성남 신흥2구역(일반)	867	성남시 수정구 신흥동
	파동강촌2지구	715	대구광역시 수성구 파동
	대연4재개발(일반)	595	부산광역시 남구 대연4동
	창원교방1구역	848	창원시 마산합포구
	수원 영흥공원	1,520	경기도 수원시 영통구
	팔달8구역 재개발(조합)	1,011	경기도 수원시 팔달구
3Q	성남 신흥2구역(조합)	1,114	성남시 수정구 신흥동
	천안성성2지구 A1블록	1,023	충남 천안시 서북구
	중앙3구역 재개발(조합)	586	경기도 의정부시 의정부동
	안락1구역	1,481	부산광역시 동래구 안락동
4Q	달성지구	784	대구광역시 중구 달성동
	세운 6-3-3	662	서울시 중구 을지로 4가
	루원시티층상1	870	인천광역시 루원시티
-	기타	6,089	
-	합계	34,764	

자료: 대우건설, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,766.8	10,605.5	8,651.9	9,136.8	10,513.7
매출원가	10,935.1	9,575.4	7,796.8	8,120.2	9,344.7
매출총이익	831.7	1,030.1	855.1	1,016.6	1,169.0
판매비	402.7	401.4	491.0	496.9	535.0
영업이익	429.0	628.7	364.1	519.7	634.0
금융손익	(59.5)	(71.4)	(73.1)	(20.0)	(20.0)
종속/관계기업손익	(27.0)	(2.9)	24.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(28.8)	(122.6)	16.3	(80.0)	(80.0)
세전이익	313.6	431.8	331.8	419.7	534.0
법인세	55.7	134.5	115.1	94.9	123.5
계속사업이익	257.9	297.3	216.7	324.8	410.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	257.9	297.3	216.7	324.8	410.5
비지배주주지분 손이익	(1.0)	(1.4)	2.2	3.2	4.1
지배주주순이익	258.9	298.7	214.5	321.5	406.4
지배주주지분포괄이익	211.0	272.0	217.3	325.7	411.7
NOPAT	352.8	432.9	237.8	402.2	487.4
EBITDA	521.6	719.9	437.1	578.3	681.2
성장성(%)					
매출액증가율	6.0	(9.9)	(18.4)	5.6	15.1
NOPAT증가율	흑전	22.7	(45.1)	69.1	21.2
EBITDA증가율	흑전	38.0	(39.3)	32.3	17.8
영업이익증가율	흑전	46.6	(42.1)	42.7	22.0
(지배주주)순이익증가율	흑전	15.4	(28.2)	49.9	26.4
EPS증가율	흑전	15.4	(28.2)	50.0	26.4
수익성(%)					
매출총이익률	7.1	9.7	9.9	11.1	11.1
EBITDA이익률	4.4	6.8	5.1	6.3	6.5
영업이익률	3.6	5.9	4.2	5.7	6.0
계속사업이익률	2.2	2.8	2.5	3.6	3.9

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	623	719	516	774	978
BPS	5,640	5,735	6,251	7,025	8,003
CFPS	1,444	1,407	1,064	1,311	1,567
EBITDAPS	1,255	1,732	1,052	1,391	1,639
SPS	28,311	25,517	20,817	21,983	25,296
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	9.5	7.5	9.2	6.1	4.8
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
PCFR	4.1	3.8	4.5	3.6	3.0
EV/EBITDA	7.3	4.8	7.6	5.7	5.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	12.1	13.2	9.0	12.1	13.5
ROA	2.8	3.4	2.4	3.5	4.2
ROIC	15.6	19.1	9.5	14.4	15.2
부채비율	285.3	276.8	259.5	229.8	204.1
순부채비율	58.1	51.1	51.8	45.7	44.9
이자보상배율(배)	4.7	5.7	2.9	3.7	4.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,277.2	5,197.4	5,684.7	5,956.4	6,340.2
금융자산	702.4	991.6	1,297.1	1,347.6	1,240.4
현금성자산	517.1	705.9	1,064.0	1,101.5	957.2
매출채권 등	1,618.3	1,544.3	1,698.7	1,783.7	1,872.8
채고자산	726.5	874.5	918.2	964.1	1,109.4
기타유동자산	2,230.0	1,787.0	1,770.7	1,861.0	2,117.6
비유동자산	3,499.2	3,536.5	3,426.9	3,472.0	3,602.8
투자자산	899.3	877.7	716.0	756.2	870.1
금융자산	807.2	775.3	632.5	667.9	768.6
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	2,105.2	2,134.8	2,164.9
자산총계	8,776.3	8,733.8	9,111.6	9,428.4	9,943.1
유동부채	5,269.7	4,844.6	4,914.6	4,843.7	4,742.1
금융부채	1,637.0	1,534.5	1,806.2	1,780.0	1,755.1
매입채무 등	3,251.2	3,018.6	2,867.7	2,810.3	2,697.9
기타유동부채	381.5	291.5	240.7	253.4	289.1
비유동부채	1,228.5	1,571.5	1,662.5	1,725.6	1,931.3
금융부채	388.3	642.1	804.7	875.2	952.7
기타비유동부채	840.2	929.4	857.8	850.4	978.6
부채총계	6,498.3	6,416.1	6,577.2	6,569.3	6,673.4
지배주주지분	2,242.6	2,281.9	2,496.4	2,818.0	3,224.4
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)	200.7	522.3	928.6
비지배주주지분	35.5	35.8	38.0	41.2	45.3
자본총계	2,278.1	2,317.7	2,534.4	2,859.2	3,269.7
순금융부채	1,322.8	1,185.0	1,313.9	1,307.6	1,467.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	337.4	176.2	(190.1)	110.1	18.3
당기순이익	257.9	297.3	216.7	324.8	410.5
조정	296.9	181.2	48.4	58.6	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	(24.5)	0.0	0.0
기타	185.8	82.4	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(217.4)	(302.3)	(455.2)	(273.3)	(439.5)
투자활동 현금흐름	84.9	(152.8)	113.8	(116.8)	(215.2)
투자자산감소(증가)	6.7	23.6	186.2	(40.1)	(114.0)
유형자산감소(증가)	(62.7)	(20.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
기타	140.9	(156.4)	(38.4)	(42.7)	(67.2)
재무활동 현금흐름	(721.1)	167.5	434.4	44.2	52.6
금융부채증가(감소)	(785.5)	151.4	434.4	44.2	52.6
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	358.1	37.5	(144.3)
Unlevered CFO	600.1	584.9	442.3	544.7	651.5
Free Cash Flow	269.4	149.2	(224.1)	76.1	(15.7)

2020년 2월 12일

삼성엔지니어링(028050)

해외 수주를 넘어 수익을 바라는 시장의 눈높이

2020년 역성장 가이던스, 관계사 극복이란 과제

2019년 연간 매출 6,37조원으로 전년대비 16% 증가, 영업이익은 3,855억원으로 전년대비 87%증가한 삼성엔지니어링이었다. 2020년 가이던스는 매출 6조원과 영업이익 3,400억원, 지분법이익 480억원으로 전년대비 감소하는 실적이다. 2019년 관계사 수주의 감소와 가이던스의 보수적 성격(2019년 역시 영업이익 3,000억 가이던스였고 실적은 3,855억 달성)을 고려하더라도 전년대비 감소하는 가이던스를 받아본 투자자들의 마음은 편치 않다.

수주잔고 14조원대 급증, 2020년 수주는 10.5조로 두자릿수

지난 2016~2019년의 회복이 삼성 관계사 공사 수주와 매출 확대에 기인했다고 평가할 수 있다. 물론 유상증자와 뼈를 깎는 듯한 구조조정 등의 경영관리 기법을 활용한 것 역시 큰 원인이었다. 다만 결국 수익은 비화공이 났다. 그리고 해외가 중요한 이익원이 될 수 있을지에 대한 시장의 의구심도 여전한 상태다. 이는 삼성엔지니어링뿐만 아니라, 현대건설/대우건설 등 2020년 해외수주 확대를 표방한 건설사에 공통적으로 적용되는 이슈다.

올해 수주목표인 10.5조원은 작년의 6.6조원 대비 60% 상승한 수치다. 해외부분이 앞으로 다시한번 성장원이 될 수 있는지 분기점이 될 2020년이다.

현 주가수준은 수익가치 대비 적정수준

삼성엔지니어링은 2020년 해외수주 기대감으로 2019년 연말 가장 성과가 양호한 건설주였다. 올해 연초부터 해외수주가 나오고 있는 만큼 수주에 대한 우려보다는 이제 화공부문 실적개선이 주가의 키가 될 것으로 본다. 물론 연내 A5 관련 모멘텀도 존재하고 바이오로직스 등과도 시너지를 내겠지만 결국 주가는 해외 화공실적이 올라와야 추가상승이 가능한 구조가 아닐까 판단한다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 24,000원 | CP(2월11일): 16,800원

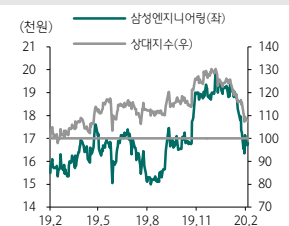
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,223.12
52주최고/최저(원)	19,900/15,000
시가총액(십억원)	3,292.8
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	196,000.0
60일 평균 거래량(천주)	728.3
60일 평균 거래대금(십억원)	13.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	35.84
주요주주 지분율(%)	
삼성SDI 외 6인	20.56
국민연금공단	9.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.0) 9.8 4.3
상대	(13.6) (4.3) 2.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	6,265.0	6,297.7
영업이익(십억원)	407.0	361.9
순이익(십억원)	320.4	298.5
EPS(원)	1,626	1,533
BPS(원)	7,026	8,440

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	5,536.2	5,479.8	6,368.3	6,149.2	6,552.8
영업이익	십억원	46.9	206.1	385.9	358.2	411.5
세전이익	십억원	(29.6)	170.2	400.9	370.2	417.5
순이익	십억원	(45.4)	68.7	292.9	279.9	315.7
EPS	원	(231)	350	1,494	1,428	1,611
증감율	%	적전	흑전	326.9	(4.4)	12.8
PER	배	N/A	50.22	12.85	11.76	10.43
PBR	배	2.37	3.27	2.79	2.02	1.69
EV/EBITDA	배	25.01	13.42	8.24	7.85	6.65
ROE	%	(4.45)	6.60	24.38	18.82	17.68
BPS	원	5,236	5,383	6,877	8,305	9,916
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

2020년 역성장 가이드نس, 관계사 극복이란 과제

2019년 연간 매출 6.37조원으로 전년대비 16% 증가, 영업이익은 3,855억원으로 전년대비 87%증가한 삼성엔지니어링이었다. 2020년 가이드نس는 매출 6조원과 영업이익 3,400억원, 지분법이익 480억원으로 전년대비 감소하는 실적이다. 2019년 관계사 수주의 감소와 가이드نس의 보수적 성격(2019년 역시 영업이익 3,000억 가이드نس였고 실적은 3,855억 달성)을 고려하더라도 전년대비 감소하는 가이드نس를 받아본 투자자들의 마음은 편치 않다.

표 1. 삼성엔지니어링 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019A	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19A	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	5,479.8	6,368.3	6,149.2	1,351.8	1,625.2	1,635.6	1,755.4	1,414.6	1,537.4	1,537.3	1,660.3
yoy growth	-21.8%	16.2%	-3.4%	11.0%	20.5%	25.3%	9.1%	4.6%	-5.4%	-6.0%	-5.4%
매출원가	4,931.9	5,605.8	5,445.4	1,143.6	1,436.4	1,445.2	1,580.6	1,252.4	1,361.3	1,361.3	1,470.2
화공	2,032.0	2,618.6	2,859.3	501.0	632.0	689.7	795.9	657.6	714.8	714.8	772.0
비화공(관계사 등)	2,899.9	2,987.2	2,586.1	642.6	804.4	755.5	784.7	594.8	646.5	646.5	698.2
매출총이익	547.9	762.2	703.8	208.2	188.8	190.4	174.8	161.9	175.9	175.9	190.0
화공	132.8	259.6	282.8	70.8	53.7	81.9	53.2	65.0	70.7	70.7	76.4
비화공(관계사 등)	415.1	502.6	421.0	137.4	135.1	108.5	121.6	96.8	105.2	105.2	113.7
판매 및 관리비	341.9	376.6	345.7	89.2	88.8	90.6	108.1	76.3	83.0	86.7	99.6
영업이익	206.1	385.5	358.1	119.0	100.0	99.8	66.7	85.5	93.0	89.2	90.4
yoy growth	-71.6%	87.1%	-7.1%	460.3%	128.1%	18.1%	18.1%	-28.1%	-7.1%	-10.6%	35.5%
화공	-2.2	89.4	110.3	33.1	16.2	39.2	0.9	26.7	29.1	29.1	25.5
비화공	208.4	296.2	247.8	85.9	83.8	60.6	65.8	58.8	63.9	60.1	65.0

자료: 하나금융투자

표 2. 삼성엔지니어링 수주표

(단위: 십억원)

건설사	항목	2017	2018	2019F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	'19 가이드نس
삼성 엔지니어링	수주잔고	10,322.5	13,701.6	14,237.5	13,171.5	12,444.5	11,205.4	14,237.5	- 전체: 6.6조원
	국내	3,158.7	2,640.8	1,803.7	3,510.7	3,440.9	2,714.8	1,803.7	
	해외	7,163.8	11,060.8	12,433.8	9,660.8	9,003.6	8,490.6	12,433.8	'20년 가이드نس - 전체: 10.5조원
	신규수주	8,533.3	9,208.4	7,048.3	622.8	863.3	453.2	5,109.0	
	국내	3,025.7	2,402.9	1,776.0	532.5	478.1	242.1	552.6	
	해외	5,507.6	6,805.5	5,272.3	90.3	385.2	211.1	4,556.4	

자료: 삼성엔지니어링, 하나금융투자

수주잔고 14조원대 급증, 2020년 수주는 10.5조로 두자릿수

지난 2016~2019년의 회복이 삼성 관계사 공사 수주와 매출확대에 기인했다고 평가 할 수 있다. 물론 유상증자와 뼈를 깎는 듯한 구조조정 등의 경영관리 기법을 활용한 것 역시 큰 원인이었다. 다만 결국 수익은 비화공이 됐다. 그리고 해외가 중요한 이익원이 될 수 있을지에 대한 시장의 의구심도 여전한 상태다. 이는 삼성엔지니어링뿐만 아니라, 현대건설/대우건설 등 2020년 해외수주 확대를 표방한 건설사에 공통적으로 적용되는 이슈다.

올해 수주목표인 10.5조원은 작년의 6.6조원 대비 60% 상승한 수치다. 해외부문이 앞으로 다시한번 성장원이 될 수 있는지 분기점이 될 2020년이다.

표 3. 2020년 해외 파이프라인

(단위: 억 달러)

국가	프로젝트명	규모	건설사	비고
카타르	카타르 루사일 타워	10.0	현대건설	
	카타르 LNG	10.0	현대건설, 대우건설	현대건설, 대우건설 ITB
	카타르 병원	43.0	현대건설	
	카타르 비료공장	4.0	GS건설	
알제리	알제리 오마세 화력발전	3.9	현대건설	
	알제리 REB LPG	6.5	대우건설	
사우디아라비아	사우디 자푸라 가스 플랜트	35.0	현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설	
	사우디 우나이자 가스 플랜트	0.1	삼성엔지니어링	LOI
UAE	UAE Hail&Ghasha Sour Gas	40.0	현대건설	
이집트	이집트 PDHPP	7.0	삼성엔지니어링	
아제르바이잔	아제르바이잔 PETRO	10.0	삼성엔지니어링	
오만	오만 SRIP	2.9	대림산업	
	오만 LNG 병커링	1.0	대우건설	
이라크	이라크 알파우 컨테이너 터미널	5.0	대우건설	
	이라크 오일 트레인	4.0	대우건설	
인도네시아	롯데케미칼 타이탄 NCC	5.5	현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업	
파나마	파나마 메트로	20.0	현대건설	
나이지리아	NLNG7	43.0	대우건설	EPC
모잠비크	모잠비크 LNG Area 1	5.0	대우건설	
러시아	모스크바 리파이너리	2.5	대림산업	
우즈베크	우즈베크 비료공장	8.0	삼성엔지니어링	
	우즈베크 복합화력	8.0	현대건설	
싱가포르	싱가포르 풍골 스포츠센터	1.6	현대건설	
	싱가포르 매립	5.0	현대건설	
미국	북미 PTTGC ECC	11.0	대림산업, 삼성엔지니어링	
	USGC	5.5	대림산업	

주: 음영은 수주

자료: 각 사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,536.2	5,479.8	6,368.3	6,149.2	6,552.8
매출원가	5,174.8	4,931.9	5,605.8	5,445.4	5,812.6
매출총이익	361.4	547.9	762.5	703.8	740.2
판매비	314.5	341.9	376.6	345.7	328.7
영업이익	46.9	206.1	385.9	358.2	411.5
금융손익	(34.7)	(38.7)	(4.7)	8.0	8.0
종속/관계기업손익	4.5	5.0	32.1	34.0	28.0
기타영업외손익	(46.3)	(2.2)	(12.4)	(30.0)	(30.0)
세전이익	(29.6)	170.2	400.9	370.2	417.5
법인세	22.5	100.0	105.0	88.8	100.2
계속사업이익	(52.1)	70.2	295.8	281.3	317.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(52.1)	70.2	295.8	281.3	317.3
비지배주주지분 손익	(6.8)	1.5	2.9	1.4	1.6
지배주주순이익	(45.4)	68.7	292.9	279.9	315.7
지배주주지분포괄이익	15.3	34.7	293.2	278.9	314.5
NOPAT	82.5	85.0	284.8	272.2	312.7
EBITDA	119.4	266.4	433.6	397.0	443.7
성장성(%)					
매출액증가율	(21.0)	(1.0)	16.2	(3.4)	6.6
NOPAT증가율	605.1	3.0	235.1	(4.4)	14.9
EBITDA증가율	(19.7)	123.1	62.8	(8.4)	11.8
영업이익증가율	(33.1)	339.4	87.2	(7.2)	14.9
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	326.3	(4.4)	12.8
EPS증가율	적전	흑전	326.9	(4.4)	12.8
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	10.0	12.0	11.4	11.3
EBITDA이익률	2.2	4.9	6.8	6.5	6.8
영업이익률	0.8	3.8	6.1	5.8	6.3
계속사업이익률	(0.9)	1.3	4.6	4.6	4.8

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(231)	350	1,494	1,428	1,611
BPS	5,236	5,383	6,877	8,305	9,916
CFPS	365	1,621	2,170	1,929	2,153
EBITDAPS	609	1,359	2,212	2,025	2,264
SPS	28,246	27,958	32,491	31,374	33,432
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	50.2	12.8	11.8	10.4
PBR	2.4	3.3	2.8	2.0	1.7
PCFR	34.0	10.9	8.8	8.7	7.8
EV/EBITDA	25.0	13.4	8.2	7.9	6.7
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(4.5)	6.6	24.4	18.8	17.7
ROA	(0.9)	1.4	6.4	6.1	6.5
ROIC	11.0	15.7	68.1	47.8	39.3
부채비율	406.0	347.7	235.1	190.7	159.0
순부채비율	57.4	14.2	(13.0)	(9.8)	(16.9)
이자보상배율(배)	1.9	4.9	19.4	24.9	34.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,303.1	2,972.6	2,832.2	3,095.7	3,428.9
금융자산	883.2	446.1	556.7	481.4	591.0
현금성자산	745.1	369.4	467.5	395.3	499.3
매출채권 등	1,392.6	1,493.0	1,343.7	1,545.3	1,699.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	1,027.3	1,033.5	931.8	1,069.0	1,138.1
비유동자산	1,780.7	1,655.9	1,623.3	1,587.0	1,564.4
투자자산	89.3	101.0	111.1	108.6	113.2
금융자산	56.9	18.4	21.4	20.7	22.0
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	1,102.2	1,102.3
자산총계	5,083.8	4,628.5	4,455.5	4,682.8	4,993.2
유동부채	3,678.0	3,351.2	2,845.5	2,800.5	2,777.0
금융부채	1,191.9	576.9	368.1	306.7	248.4
매입채무 등	958.6	1,036.8	2,280.9	2,303.7	2,326.7
기타유동부채	1,527.5	1,737.5	196.5	190.1	201.9
비유동부채	401.1	243.6	280.4	271.3	288.1
금융부채	268.3	16.3	16.3	16.3	16.3
기타비유동부채	132.8	227.3	264.1	255.0	271.8
부채총계	4,079.2	3,594.7	3,125.9	3,071.8	3,065.1
지배주주지분	1,026.2	1,055.0	1,347.9	1,627.8	1,943.5
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	526.6	806.5	1,122.2
비지배주주지분	(21.5)	(21.2)	(18.3)	(16.9)	(15.3)
자본총계	1,004.7	1,033.8	1,329.6	1,610.9	1,928.2
순금융부채	577.0	147.1	(172.2)	(158.4)	(326.2)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(134.0)	446.2	302.3	(45.3)	149.5
당기순이익	(52.1)	70.2	295.8	281.3	317.3
조정	2.0	142.2	15.6	4.8	4.3
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)	(32.1)	(34.0)	(28.0)
기타	(75.4)	87.9	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(83.9)	233.8	(9.1)	(331.4)	(172.1)
투자활동 현금흐름	(15.2)	20.7	4.6	34.6	12.8
투자자산감소(증가)	1.6	(27.9)	22.0	36.5	23.4
유형자산감소(증가)	(7.6)	(2.2)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	(9.2)	50.8	(12.4)	3.1	(5.6)
재무활동 현금흐름	38.1	(849.2)	(208.8)	(61.5)	(58.2)
금융부채증가(감소)	(25.6)	(866.9)	(208.8)	(61.5)	(58.2)
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)	98.1	(72.2)	104.0
Unlevered CFO	71.5	317.8	425.3	378.0	422.0
Free Cash Flow	(147.8)	431.6	297.3	(50.3)	144.5

2020년 2월 12일

현대건설(000720)

2020년이 별도실적 개선의 원년이 되길

2020년 확장적 가이드선 제시, 올해는 해외성장 기대

2020년 수주 가이드선은 14.6조원으로, 국내 주택경기 둔화와 해외 다운스트림 및 LNG 중심 발주 증가 전망으로 국내에서 6.6조원, 해외에서 8조원 예상된다.

주택공급은 현대건설 별도로 약 1.3만호, 현대엔지니어링 약 0.7만호 합산 2만호를 달성했다. 2020년에는 둔촌주공, 송도, 대구도원 등 이연사업 5800세대가 공급될 것으로 판단되며 별도기준 2만호 이상의 분양이 기대된다.

양호한 2019년 수주 실적, 해외부문 원가율은 악화

현대건설의 2019년 신규수주는 24.3조원으로 마감되면서 컨센서스 부합하였다. 지역별로는 국내에서 14.1조원, 해외에서 10.2조원 수주하였으며, 공종별로는 현대엔지니어링 10.8조원, 건축/주택 7.4조원, 플랜트/전력 4.1조원, 토목 1.5조원 수주하였다. 해외 완공 공사현장 정산과정에서 추가 원가가 반영되어 본사 해외부문 원가율은 105%로 높게 나타났으나, '14년 이전 수주한 공사현장들이 대부분 마무리 되면서 올해는 개선될 것으로 전망한다.

4Q19와 같은 별도실적 개선과 지배순익 개선 필요

현대건설은 지난 3년간 연결실적을 1조원으로 제시해왔거나 시장에서 추정했지만 달성하지 못했고, 핵심원인은 별도실적이 저조해서다. 물론 저조한 이유 중 하나인 해외수주도 부진했다. 그러나 2020년은 주택공급확대와 자체주택사업 매출화로 이익개선이 기대되므로 별도실적 상승과 지배순익 증가의 기대감이 높다.

최근 현대엔지니어링의 호실적, 나아가 IPO에 대한 시장의 기대와 우려가 혼조된 상황 속에서, 현대건설 별도 실적 성장은 필수요소다. 4Q19 실적과 같은 실적발표가 반복된다면 주가는 올라 있을 것으로 본다. Vice versa,

관심종목

BUY

| TP(12M): 52,000원 | CP(2월11일): 39,900원

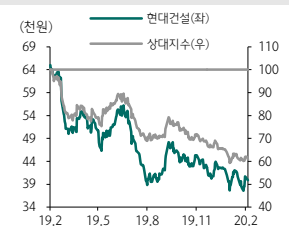
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,223.12
52주최고/최저(원)	64,000/37,600
시가총액(십억원)	4,443.1
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	111,355.8
60일 평균 거래량(천주)	441.3
60일 평균 거래대금(십억원)	18.1
19년 배당금(예상, 원)	500
19년 배당수익률(예상, %)	1.18
외국인 지분율(%)	22.63
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 4인	34.92
국민연금공단	11.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.8 (0.5) (37.7)
상대	2.1 (13.3) (38.8)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	17,050.2	17,628.3
영업이익(십억원)	908.0	1,006.8
순이익(십억원)	711.7	731.4
EPS(원)	4,665	4,809
BPS(원)	61,234	64,920

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,887.1	16,730.9	17,299.8	18,367.8	18,719.4
영업이익	십억원	986.1	840.0	882.0	976.9	1,010.3
세전이익	십억원	554.8	897.9	809.8	925.9	959.3
순이익	십억원	201.7	381.6	424.9	467.6	516.7
EPS	원	1,810	3,424	3,812	4,196	4,636
증감율	%	(64.7)	89.2	11.3	10.1	10.5
PER	배	20.06	15.95	11.10	9.51	8.61
PBR	배	0.63	0.97	0.71	0.63	0.59
EV/EBITDA	배	4.05	6.27	5.10	4.51	4.35
ROE	%	3.15	5.99	6.58	6.83	7.09
BPS	원	58,029	56,293	59,605	63,301	67,437
DPS	원	500	500	500	500	500



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

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

2020년 확장적 가이드런스 제시, 올해는 해외성장 기대

2020년 수주 가이드런스는 14.6조원으로, 국내 주택경기 둔화와 해외 다운스트림 및 LNG 중심 발주 증가 전망으로 국내에서 6.6조원, 해외에서 8조원 예상된다.

주택공급은 현대건설 별도로 약 1.3만호, 현대엔지니어링 약 0.7만호 합산 2만호를 달성했다. 2020년에는 둔촌주공, 송도, 대구도원 등 이연사업 5800세대가 공급될 것으로 판단되며 별도기준 2만호 이상의 분양이 기대된다.

표 1. 현대건설 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019A	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19A
연결매출	16,730.9	17,299.8	18,451.8	3,538.2	4,240.1	4,486.3	4,466.3	3,877.7	4,681.9	4,087.8	4,652.5
YoY growth	-11.1%	3.4%	7.0%	-14.3%	0.5%	5.7%	4.0%	9.6%	10.4%	-8.9%	4.2%
본사계	10,016.1	10,498.7	10,823.2	2,127.2	2,509.6	2,606.0	2,773.3	2,244.8	2,674.0	2,382.3	3,197.6
YoY growth	-9.3%	4.8%	7.2%	-13.9%	-1.3%	0.5%	9.8%	5.5%	6.6%	-8.6%	15.3%
국내	6,378.2	6,195.2	6,976.1	1,238.9	1,643.1	1,761.4	1,734.8	1,309.6	1,717.1	1,508.1	1,660.4
해외	3,637.9	4,303.5	3,847.1	888.3	866.5	844.6	1,038.5	935.3	956.9	874.2	1,537.1
1) 건축	5,147.4	5,373.5	5,736.7	1,115.3	1,332.1	1,365.9	1,334.1	1,118.0	1,503.5	1,255.0	1,497.0
주택	3,988.9	4,370.3	4,652.7	811.1	1,015.9	1,094.9	1,067.0	883.7	1,251.2	1,037.2	1,198.2
2) 토목	2,302.1	2,514.3	2,129.4	542.7	526.4	552.0	681.0	612.2	654.2	639.2	608.7
3) 플랜트	2,507.7	2,010.1	2,902.1	459.6	628.6	674.8	744.7	504.5	500.9	477.6	527.1
현대엔지 등	6,505.5	6,801.1	7,128.6	1,410.9	1,648.2	1,753.4	1,693.0	1,548.4	1,835.9	1,616.0	1,800.8
YoY growth	-6.3%	4.5%	6.4%	-7.8%	5.7%	13.9%	3.3%	9.7%	11.4%	-7.8%	6.4%
매출원가	15,069.7	15,974.5	16,619.1	3,120.9	3,801.8	4,044.6	4,102.4	3,488.0	4,217.2	3,671.6	4,597.7
매출원가율	90.1%	92.3%	90.1%	88.2%	89.7%	90.2%	91.9%	90.0%	90.1%	89.8%	98.8%
본사계	9,266.6	9,690.0	9,753.4	1,934.6	2,298.8	2,428.0	2,604.4	2,052.2	2,447.7	2,164.7	3,025.3
국내	5,800.1	5,345.9	6,060.2	1,126.7	1,505.1	1,641.6	1,526.6	1,126.3	1,476.7	1,331.7	1,411.3
해외	3,466.5	4,344.1	3,693.2	807.9	793.7	787.2	1,077.8	925.9	971.0	833.1	1,614.0
현대엔지 등	5,557.8	5,967.3	6,415.7	1,076.2	1,434.4	1,516.7	1,530.5	1,365.3	1,652.0	1,437.6	1,512.4
매출총이익	1,661.1	1,689.1	1,832.7	417.2	438.3	441.7	363.9	389.7	464.7	416.2	418.5
본사계	750.2	808.8	1,069.8	192.6	210.7	178.0	168.9	192.6	226.3	217.6	172.3
현대엔지 등	910.9	880.3	762.9	224.6	227.6	263.7	195.0	197.1	238.4	198.6	246.2
판관비	821.2	807.0	848.8	198.8	217.4	203.8	201.2	184.5	219.6	177.0	225.9
판관비율	4.9%	4.7%	4.6%	5.6%	5.1%	4.5%	4.5%	4.8%	4.7%	4.3%	4.9%
영업이익	839.9	882.1	983.9	218.4	220.9	237.9	162.7	205.2	245.1	239.2	192.6
YoY growth	-27.5%	5.0%	4.4%	-4.4%	-21.6%	-15.4%	-26.2%	-6.1%	11.0%	0.5%	18.4%
OPM	5.0%	5.1%	5.3%	6.2%	5.2%	5.3%	3.6%	5.3%	5.2%	5.9%	4.1%
현대건설 본사	304.8	315.4	528.7	84.8	97.5	80.3	42.2	95.1	100.6	102.3	17.4
OPM	3.0%	3.0%	4.9%	4.0%	3.9%	3.1%	1.5%	4.2%	3.8%	4.3%	0.5%
YoY growth	-41.0%	3.5%	24.9%	-5.8%	-13.5%	-39.5%	-58.1%	12.1%	3.2%	27.4%	-58.9%
현대엔지 등	535.1	566.7	455.2	133.6	123.4	157.6	120.5	110.1	144.5	136.9	175.2
OPM	8.2%	8.3%	6.4%	9.5%	7.5%	9.0%	7.1%	7.1%	7.9%	8.5%	9.7%
YoY growth	-16.7%	5.9%	-12.2%	-3.6%	-27.0%	6.2%	0.7%	-17.6%	17.1%	-13.1%	45.4%

자료: 하나금융투자

양호한 2019년 수주 실적, 해외부문 원가율은 악화

현대건설의 2019년 신규수주는 24.3조원으로 마감되면서 컨센서스 부합하였다. 지역별로는 국내에서 14.1조원, 해외에서 10.2조원 수주하였으며, 공종별로는 현대엔지니어링 10.8조원, 건축/주택 7.4조원, 플랜트/전력 4.1조원, 토목 1.5조원 수주하였다. 해외 완공 공사현장 정산과정에서 추가 원가가 반영되어 본사 해외부문 원가율은 105%로 높게 나타났으나, '14년 이전 수주한 공사현장들이 대부분 마무리 되면서 올해는 개선될 것으로 전망한다.

표 2. 현대건설 수주표

(단위: 십억원)

건설사	항목	2017	2018	2019F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	'19 가이던스
현대건설	수주잔고	70,608.6	55,806.0	56,329.1	54,805.4	58,738.9	60,984.2	56,329.1	
	국내(본사)	23,981.9	23,919.6	26,324.4	24,128.9	24,619.1	24,905.4	26,324.4	
	해외(본사)	18,691.6	8,055.4	8,079.1	7,177.6	9,379.2	8,722.4	8,079.1	- 국내: 11.0조원 - 해외: 13.1조원
	연결법인	27,709.0	23,552.1	21,878.3	23,213.6	24,430.4	21,878.3	21,878.3	
	신규수주	21,713.6	19,033.9	24,252.1	2,904.4	8,579.8	6,360.1	6,407.8	'20년 가이던스
	국내(본사)	10,348.9	6,713.0	8,600.0	1,518.9	2,207.3	1,893.6	3,079.4	- 국내(본사): 6.6조원
	해외(본사)	2,409.0	2,439.5	4,418.6	80.5	3,158.5	183.1	893.8	- 해외(본사): 8.0조원
	연결법인	8,955.6	10,600.0	11,278.5	1,305.0	3,214.0	4,280.0	2,479.5	- 국내(엔지): 5.4조원 - 해외(엔지): 5.1조원
	국내(엔지)	4,414.9	4,872.0	5,150.0	1,056.1	1,578.1	715.9	1,799.9	
	해외(엔지)	4,211.9	4,533.6	5,644.0	153.7	1,474.6	3,489.9	525.8	

자료: 현대건설, 하나금융투자

표 3. 현대건설 주요 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	총 세대 수 / 지분	분양시기	사업유형	비고
백운2재개발	1,436 / 1,436	2020.02	재개발	
힐스테이트송도더스카이	1,205 / 1,205	2020.02	민간분양	
도원센트럴	894 / 894	2020.02	민간분양	
둔촌주공재건축	12,032 / 3,368	2020.04	재건축	대우, 롯데, HDC현산 컨소
레이크송도3차(A14)	1,110 / 1,110	2020.04	민간분양	
대전갑천(1BL)	1,118 / 347	2020.05	민간분양	계룡건설 컨소
용현학익(1-1BL)	2,430 / 729	2020.06	민간분양	포스코건설, HDC현산 컨소
개포주공1단지재건축	6,642 / 3,321	2020.10	재건축	HDC현산 컨소
광주신용동	1,647 / 1,647	2020.10	조합	
인천계양1재개발	2,371 / 1,186	2020.11	재개발	GS건설 컨소
봉담(민간임대)	1,004 / 1,004	2020.12	민간임대	

자료: REPS, 현대건설, 하나금융투자

표 4. 현대엔지니어링 주요 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	총 세대 수 / 지분	분양시기	사업유형	비고
힐스테이트세운	899	2020.03	재개발	
광주월산힐스테이트	741	2020.04	조합	
만촌중주상복합	658	2020.04	민간분양	
여교동2지구힐스테이트	645	2020.05	민간분양	
달성지구재개발	1,501 / 675	2020.08	재개발	대우건설 컨소
중구B-05재개발	2,625 / 735	2020.09	재개발	
광명2R구역재개발	3,344 / 1,003	2020.11	재개발	대우건설, 롯데건설 컨소

자료: REPS, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,887.1	16,730.9	17,299.8	18,367.8	18,719.4
매출원가	15,108.1	15,069.7	15,610.8	16,527.6	16,829.3
매출총이익	1,779.0	1,661.2	1,689.0	1,840.2	1,890.1
판매비	792.9	821.2	807.0	863.3	879.8
영업이익	986.1	840.0	882.0	976.9	1,010.3
금융손익	(145.1)	110.5	1.8	(22.0)	(22.0)
종속/관계기업손익	(14.9)	(16.4)	0.1	(4.0)	(4.0)
기타영업외손익	(271.3)	(36.2)	(74.1)	(25.0)	(25.0)
세전이익	554.8	897.9	809.8	925.9	959.3
법인세	183.3	362.6	231.2	250.0	259.0
계속사업이익	371.6	535.3	578.6	675.9	700.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	371.6	535.3	578.6	675.9	700.3
비지배주주지분 손이익	169.9	153.7	153.6	208.3	183.5
지배주주순이익	201.7	381.6	424.9	467.6	516.7
지배주주지분포괄이익	201.6	225.1	396.8	463.6	480.3
NOPAT	660.4	500.8	630.2	713.1	737.5
EBITDA	1,179.5	1,012.1	1,031.3	1,111.5	1,135.2
성장성(%)					
매출액증가율	(10.3)	(0.9)	3.4	6.2	1.9
NOPAT증가율	(23.6)	(24.2)	25.8	13.2	3.4
EBITDA증가율	(12.6)	(14.2)	1.9	7.8	2.1
영업이익증가율	(14.9)	(14.8)	5.0	10.8	3.4
(지배주주)순이익증가율	(64.7)	89.2	11.3	10.0	10.5
EPS증가율	(64.7)	89.2	11.3	10.1	10.5
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	9.9	9.8	10.0	10.1
EBITDA이익률	7.0	6.0	6.0	6.1	6.1
영업이익률	5.8	5.0	5.1	5.3	5.4
계속사업이익률	2.2	3.2	3.3	3.7	3.7

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,810	3,424	3,812	4,196	4,636
BPS	58,029	56,293	59,605	63,301	67,437
CFPS	12,754	10,487	6,325	8,786	8,955
EBITDAPS	10,582	9,081	9,253	9,973	10,186
SPS	151,515	150,114	155,218	164,801	167,955
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	20.1	15.9	11.1	9.5	8.6
PBR	0.6	1.0	0.7	0.6	0.6
PCFR	2.8	5.2	6.7	4.5	4.5
EV/EBITDA	4.1	6.3	5.1	4.5	4.4
PSR	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	3.2	6.0	6.6	6.8	7.1
ROA	1.1	2.1	2.4	2.6	2.8
ROIC	10.1	7.8	9.4	9.7	9.5
부채비율	117.5	117.7	106.3	98.7	90.9
순부채비율	(15.0)	(21.3)	(18.1)	(18.4)	(19.4)
이자보상배율(배)	12.8	9.2	9.5	10.6	11.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	13,249.8	13,336.8	13,343.3	13,770.6	14,135.4
금융자산	3,664.2	4,301.0	4,083.9	4,193.5	4,369.7
현금성자산	2,107.2	2,241.2	1,954.6	1,933.6	2,066.9
매출채권 등	6,178.5	5,958.7	6,077.8	6,199.4	6,323.4
채고자산	2,105.5	1,947.1	2,013.3	2,137.6	2,178.5
기타유동자산	1,301.6	1,130.0	1,168.3	1,240.1	1,263.8
비유동자산	5,182.1	4,717.8	4,733.3	4,767.6	4,805.6
투자자산	1,123.5	559.2	564.0	572.9	575.8
금융자산	1,044.1	94.2	97.4	103.4	105.4
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	18,076.6	18,538.2	18,941.0
유동부채	7,219.0	6,860.9	6,378.8	6,209.6	5,999.3
금융부채	597.3	615.3	583.0	554.3	528.0
매입채무 등	5,039.1	4,930.9	4,437.8	4,215.9	4,005.1
기타유동부채	1,582.6	1,314.7	1,358.0	1,439.4	1,466.2
비유동부채	2,739.9	2,901.9	2,935.3	2,998.0	3,018.7
금융부채	1,795.7	1,919.2	1,919.2	1,919.2	1,919.2
기타비유동부채	944.2	982.7	1,016.1	1,078.8	1,099.5
부채총계	9,959.0	9,762.8	9,314.0	9,207.6	9,017.9
지배주주지분	6,467.6	6,274.1	6,643.3	7,055.2	7,516.1
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	5,355.6	5,767.5	6,228.5
비지배주주지분	2,005.3	2,017.8	2,119.3	2,275.4	2,406.9
자본총계	8,472.9	8,291.9	8,762.6	9,330.6	9,923.0
순금융부채	(1,271.2)	(1,766.4)	(1,581.7)	(1,720.0)	(1,922.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	514.4	249.5	(140.7)	359.0	417.3
당기순이익	371.6	535.3	578.6	675.9	700.3
조정	773.5	204.0	(79.3)	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	(0.1)	4.0	4.0
기타	321.8	76.1	(228.5)	(60.0)	(60.1)
영업활동 자산부채 변동	(630.7)	(489.8)	(640.0)	(395.5)	(351.9)
투자활동 현금흐름	(16.3)	(92.0)	(286.3)	(355.6)	(262.0)
투자자산감소(증가)	(295.8)	584.4	(56.8)	(65.1)	(59.1)
유형자산감소(증가)	(38.4)	(178.6)	(160.0)	(160.0)	(160.0)
기타	317.9	(497.8)	(69.5)	(130.5)	(42.9)
재무활동 현금흐름	(380.9)	(37.3)	(88.1)	(84.4)	(82.0)
금융부채증가(감소)	(262.6)	141.6	(32.4)	(28.6)	(26.3)
자본증가(감소)	(7.3)	(28.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.4)	(43.2)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(108.6)	(106.9)	(55.7)	(55.7)	(55.7)
현금의 증감	(42.7)	133.9	(286.6)	(21.0)	133.3
Unlevered CFO	1,421.5	1,168.8	704.9	979.3	998.0
Free Cash Flow	464.6	57.6	(300.7)	199.0	257.3

2020년 2월 12일

GS건설(006360)

실적도 좋으니 주주가치에 힘써주길 바랍니다.

2020년 실적은 영업이익 8,308억원 전망

GS건설의 2020년 실적은 매출 11.4조원, 영업이익 8,308억원으로 각각 전년비 9.9%, 8.4% 증가 전망한다.

올해의 GS건설 실적의 핵심은 연결대상 기업들의 매출확대와 실적반영이고, 별도기준에서도 약간의 성장이 예상된다. 전반적으로 2018년의 1조원대 실적으로 대표되는 실적 정점에서는 벗어났지만, 2020년부터는 자체사업 재개와 주택공급의 상반기 집행, 해외 원가율 정상화와 해외 신도시 사업 재개 등 2021년 이후를 고려할 때 업황 측면에서는 긍정적이다.

2020년 성장전략, 2019년이 실적 기저

GS건설은 2020년 신규수주 11.5조, 매출 11.5조 가이드를 제시했는데 수주는 국내 중심, 매출은 주로 연결대상 법인의 성장에 기인한다. 연결대상 법인은 자이에스엔디, 이니마, 2020년 인수 예정인 모듈러 기업 등 Non-organic growth 중심이다. 별도로 작년 1.6만호 분양, 올해 2.5만호 분양에 정이며 이중 상반기에만 2만호 분양하면서 매출기여 예상된다. 베트남 신도시 등도 2020년부터 진행 예정이어서, 2019년 실적을 기저로 재성장 기대된다.

TP 3.8만원, 주가는 하방경직 높아

GS건설의 목표가를 3.8만원으로 투자자의견 BUY를 제시하겠다. GS건설은 신임사장 체제에 맞춰 자본투자가 확대되고 해외 신도시 개발사업도 활기를 띄고 있다. 2020년의 실적 방향성이 긍정적일 수 있는 이유다. 다만 작년 말부터 집행되는 자본투자의 효율성(ROIC)과 자본투자액과 현 사업과의 연계성 혹은 시너지 등, 앞으로 자본투자의 내용을 지켜봐야 할 필요는 있을 것이다. 그런 면에서 신임 사장의 행보가 주가에 중요해졌다. 현 건설주 투자에서 주주 환원정책이 중요한 상황이고, 이런 국면에서 자본투자나 정책이 긍정적으로 방향성을 잡는다면, 주가는 리레이팅 할만한 환경이라고 판단한다. Vice versa.

관심종목

BUY

| TP(12M): 38,000원 | CP(2월11일): 30,400원

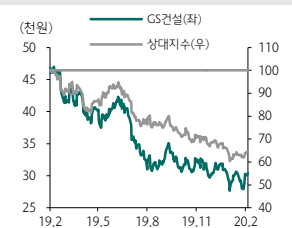
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,223.12
52주최고/최저(원)	47,000/27,650
시가총액(십억원)	2,435.0
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	80,097.8
60일 평균 거래량(천주)	323.4
60일 평균 거래대금(십억원)	9.8
19년 배당금(예상, 원)	1,200
19년 배당수익률(예상, %)	3.86
외국인 지분율(%)	30.11
주요주주 지분율(%)	
허창수 외 17 인	25.62
국민연금공단	12.93
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.9 (6.7) (34.2)
상대	5.1 (18.7) (35.5)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	10,289.7	11,021.9
영업이익(십억원)	765.3	810.2
순이익(십억원)	563.7	523.1
EPS(원)	6,988	6,466
BPS(원)	51,146	55,842

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,679.5	13,139.4	10,416.5	11,448.0	11,782.0
영업이익	십억원	318.7	1,064.5	766.1	830.8	869.3
세전이익	십억원	(160.7)	835.0	684.8	830.8	909.3
순이익	십억원	(168.4)	582.1	500.2	607.0	671.1
EPS	원	(2,359)	7,713	6,263	7,578	8,378
증감율	%	적지	흑전	(18.8)	21.0	10.6
PER	배	N/A	5.67	4.96	4.01	3.63
PBR	배	0.63	0.97	0.62	0.54	0.48
EV/EBITDA	배	9.56	3.43	3.93	3.41	2.95
ROE	%	(5.22)	17.34	13.30	14.36	14.11
BPS	원	45,246	45,130	50,018	56,407	63,298
DPS	원	300	1,000	1,200	1,500	1,500



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

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

2020년 실적은 영업이익 8,308억원 전망

GS건설의 2020년 실적은 매출 11.4조원, 영업이익 8,308억원으로 각각 전년비 9.9%, 8.4% 증가 전망한다.

올해의 GS건설 실적의 핵심은 연결대상 기업들의 매출확대와 실적반영이고, 별도기준에서도 약간의 성장이 예상된다. 전반적으로 2018년의 1조원대 실적으로 대표되는 실적 정점에서는 벗어났지만, 2020년부터는 자체사업 재개와 주택공급의 상반기 집행, 해외 원가를 정산화와 해외 신도시 사업 재개 등 2021년 이후를 고려할 때 업황 측면에서는 긍정적이다.

표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019A	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19A	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	13,139.4	10,416.5	11,448.0	2,601.9	2,575.0	2,441.6	2,798.0	2,747.5	2,976.5	2,747.5	2,976.5
YoY Growth	12.5%	-20.7%	9.9%	-16.8%	-28.1%	-23.6%	-13.8%	5.6%	15.6%	12.5%	6.4%
건설	13,061.0	10,336.0	10,648.0	2,581.0	2,552.0	2,424.0	2,779.0	2,555.5	2,768.5	2,555.5	2,768.5
토목	1,116.0	871.0	781.3	230.0	215.0	208.0	218.0	187.5	203.1	187.5	203.1
주택/건축	7,140.0	6,028.0	6,127.0	1,514.0	1,579.0	1,393.0	1,542.0	1,470.5	1,593.0	1,470.5	1,593.0
플랜트(화공)	4,375.0	3,437.0	3,739.7	837.0	758.0	823.0	1,019.0	897.5	972.3	897.5	972.3
비건설	100.0	80.5	800.0	20.9	23.0	17.6	19.0	192.0	208.0	192.0	208.0
매출원가	11,511.8	9,018.7	10,021.9	2,247.9	2,228.9	2,111.8	2,430.0	2,405.3	2,605.7	2,405.3	2,605.7
건설	11,407.8	8,948.9	9,317.9	2,230.4	2,209.4	2,096.9	2,412.3	2,236.3	2,422.7	2,236.3	2,422.7
토목	1,041.0	811.0	718.8	211.4	207.0	184.3	208.3	172.5	186.9	172.5	186.9
주택	6,072.6	5,047.1	5,177.3	1,297.5	1,323.2	1,160.4	1,266.0	1,242.6	1,346.1	1,242.6	1,346.1
플랜트	3,896.2	3,090.9	3,421.8	721.5	679.2	752.2	938.0	821.2	889.7	821.2	889.7
비건설	125.7	69.8	704.0	17.6	19.5	15.0	17.7	169.0	183.0	169.0	183.0
매출총이익	1,627.6	1,397.8	1,426.1	354.1	342.0	329.8	368.0	342.3	370.8	342.3	370.8
GPM	12.4%	13.4%	12.5%	13.6%	13.3%	13.5%	13.2%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
건설	1,653.2	1,387.1	1,330.1	350.6	342.6	327.1	366.7	319.2	345.8	319.2	345.8
토목	75.0	60.0	62.5	18.6	8.0	23.7	9.7	15.0	16.3	15.0	16.3
주택	1,067.4	980.9	949.7	216.5	255.8	232.6	276.0	227.9	246.9	227.9	246.9
플랜트	478.8	346.1	317.9	115.5	78.8	70.8	81.0	76.3	82.6	76.3	82.6
비건설	-25.6	10.7	96.0	3.3	3.4	2.6	1.3	23.0	25.0	23.0	25.0
판관비	563.1	631.7	595.3	162.7	136.1	142.1	220.8	142.9	154.8	142.9	154.8
판관비율	4.3%	6.1%	5.2%	6.3%	5.3%	5.8%	7.9%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
영업이익	1,064.5	766.1	830.8	191.4	205.9	187.7	181.1	199.4	216.0	199.4	216.0
YoY Growth	234.0%	-28.0%	8.4%	-50.9%	-6.1%	-19.6%	-18.5%	4.2%	4.9%	6.2%	19.3%
OPM	8.1%	7.4%	7.3%	7.4%	8.0%	7.7%	6.5%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
건설	1,094.3	760.3	776.4	189.2	207.7	186.1	177.2	186.3	201.9	186.3	201.9
비건설	-29.9	5.9	54.4	2.0	2.2	1.6	-0.0	13.1	14.1	13.1	14.1

자료: 하나금융투자

2020년 성장전략, 2019년이 실적 기저

GS건설은 2020년 신규수주 11.5조, 매출 11.5조 가이드를 제시했는데 수주는 국내 중심, 매출은 주로 연결대상 법인의 성장에 기인한다. 연결대상 법인은 자이에스엔디, 이니마, 2020년 인수 예정인 모듈러 기업 등 Non-organic growth 중심이다. 별도로 작년 1.6만 호 분양, 올해 2.5만호 분양예정이며 이중 상반기에만 2만호 분양하면서 매출기여 예상된다. 베트남 신도시 등도 2020년부터 진행 예정이어서, 2019년 실적을 기저로 재성장 기대된다.

표 2. GS건설 주요 기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	총 세대 수 / 지분	분양시기	사업유형	비고
개포프레지던스자이	3,375	2020.01	재건축	
영통자이	653	2020.02	민간분양	
청라힐스자이	949	2020.02	재건축	
울산서부동	2,687 / 1,344	2020.03	민간분양	신영 컨소
흑석3구역	1,772	2020.03	재개발	
화성반월	1,297	2020.03	민간분양	
신흥2구역	4,774 / 2,387	2020.04	재개발	대우건설 컨소
장위4	2,840	2020.05	재개발	
수색6구역	1,223	2020.05	재개발	
인천주안3구역	2,054 / 1,129	2020.06	재개발	쌍용건설 컨소
경산중산자이	1,458	2020.06	민간분양	
중산2구역	1,386	2020.06	재개발	
인천용마루지구	2,312 / 1,041	2020.08	민간분양	태영, 금호, 신성 컨소
수원팔달10구역	3,432 / 1,716	2020.10	재개발	HDC현산 컨소
양정1구역	2,276 / 910	2020.10	재개발	포스코건설, SK건설 컨소
경기광주시초월자이	1,097	2020.10	민간분양	
인천계양1재개발	2,371 / 1,185	2020.11	재개발	현대건설 컨소
인천송도자이(A10)	1,524	2020.11	민간분양	
부산삼익타워	913 / 730	2020 연내	재건축	세정건설 컨소

자료: REPS, 하나금융투자

표 3. GS건설 수주표

(단위: 십억원)

건설사	항목	2017	2018	2019F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	'19 가이드스
GS건설	수주잔고	36,968.0	39,692.0	41,837.2	38,591.0	39,332.0	40,470.0	41,837.2	
	국내	29,688.0	30,209.0	30,475.4	29,751.0	30,218.0	30,633.0	30,475.4	- 국내: 10.0조원
	해외	7,280.0	8,584.0	7,974.6	7,815.0	7,372.0	7,171.0	7,974.6	- 해외: 3.5 조원
	신규수주	11,223.0	10,922.0	10,072.0	1,375.0	2,598.0	2,656.0	3,444.0	'20년 가이드스
	국내	8,788.0	8,499.0	7,031.0	1,200.0	2,317.0	2,176.0	2,162.0	- 국내: 8.3조원
	해외	2,435.0	2,423.0	3,041.0	175.0	281.0	480.0	1,282.0	- 해외: 3.3조원

자료: GS건설, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679.5	13,139.4	10,416.5	11,448.0	11,782.0
매출원가	10,876.1	11,511.8	9,018.7	10,021.9	10,300.0
매출총이익	803.4	1,627.6	1,397.8	1,426.1	1,482.0
판관비	484.7	563.1	631.7	595.3	612.7
영업이익	318.7	1,064.5	766.1	830.8	869.3
금융손익	(16.0)	(176.6)	(77.3)	20.0	60.0
종속/관계기업손익	(6.1)	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(457.3)	(59.3)	(4.0)	(20.0)	(20.0)
세전이익	(160.7)	835.0	684.8	830.8	909.3
법인세	2.9	247.6	179.4	217.7	238.2
계속사업이익	(163.7)	587.4	505.4	613.1	671.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(163.7)	587.4	505.4	613.1	671.1
비배주주지분 순이익	4.7	5.3	5.3	6.1	0.0
지배주주순이익	(168.4)	582.1	500.2	607.0	671.1
지배주주지분포괄이익	(123.8)	565.1	504.9	612.5	670.4
NOPAT	324.5	748.8	565.4	613.1	641.6
EBITDA	375.8	1,118.1	819.7	889.3	927.3
성장성(%)					
매출액증가율	5.8	12.5	(20.7)	9.9	2.9
NOPAT증가율	흑전	130.8	(24.5)	8.4	4.6
EBITDA증가율	78.3	197.5	(26.7)	8.5	4.3
영업이익증가율	122.9	234.0	(28.0)	8.4	4.6
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(14.1)	21.4	10.6
EPS증가율	적지	흑전	(18.8)	21.0	10.6
수익성(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	13.4	12.5	12.6
EBITDA이익률	3.2	8.5	7.9	7.8	7.9
영업이익률	2.7	8.1	7.4	7.3	7.4
계속사업이익률	(1.4)	4.5	4.9	5.4	5.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,359)	7,713	6,263	7,578	8,378
BPS	45,246	45,130	50,018	56,407	63,298
CFPS	7,303	18,365	10,027	11,986	12,911
EBITDAPS	5,264	14,814	10,264	11,102	11,577
SPS	163,602	174,097	130,433	142,925	147,095
DPS	300	1,000	1,200	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	N/A	5.7	5.0	4.0	3.6
PBR	0.6	1.0	0.6	0.5	0.5
PCFR	3.9	2.4	3.1	2.5	2.4
EV/EBITDA	9.6	3.4	3.9	3.4	2.9
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(5.2)	17.3	13.3	14.4	14.1
ROA	(1.2)	4.5	4.0	4.6	4.9
ROIC	11.1	28.6	21.9	20.6	19.6
부채비율	322.8	232.0	222.4	195.7	173.3
순부채비율	46.0	7.8	16.1	11.1	4.1
이자보상배율(배)	1.7	7.9	7.2	7.0	7.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	9,582.3	7,828.2	8,169.6	8,414.3	8,827.3
금융자산	2,812.4	2,033.9	2,117.6	2,324.3	2,671.2
현금성자산	2,442.3	1,592.6	1,717.7	1,908.8	2,250.5
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	4,891.3	5,095.3	5,170.2
투자자산	991.7	977.1	1,163.9	1,256.4	1,269.3
금융자산	947.3	673.4	875.5	962.2	981.4
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	2,504.2	2,504.3	2,504.3
자산총계	13,696.6	12,033.3	13,060.9	13,509.5	13,997.4
유동부채	8,581.3	6,359.7	6,647.6	6,477.6	6,360.5
금융부채	3,061.2	1,118.2	1,112.9	1,128.7	1,140.5
매입채무 등	4,676.5	4,367.2	4,803.9	4,563.7	4,426.8
기타유동부채	843.6	874.3	730.8	785.2	793.2
비유동부채	1,875.6	2,048.9	2,362.0	2,462.8	2,515.7
금융부채	1,018.0	1,147.2	1,647.2	1,677.2	1,707.2
기타비유동부채	857.6	901.7	714.8	785.6	808.5
부채총계	10,456.9	8,408.6	9,009.6	8,940.4	8,876.3
지배주주지분	3,167.3	3,548.5	3,970.0	4,481.6	5,033.6
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	2,908.5	3,420.2	3,972.2
비배주주지분	72.4	76.2	81.4	87.6	87.6
자본총계	3,239.7	3,624.7	4,051.4	4,569.2	5,121.2
순금융부채	1,489.9	284.3	653.9	508.6	208.7

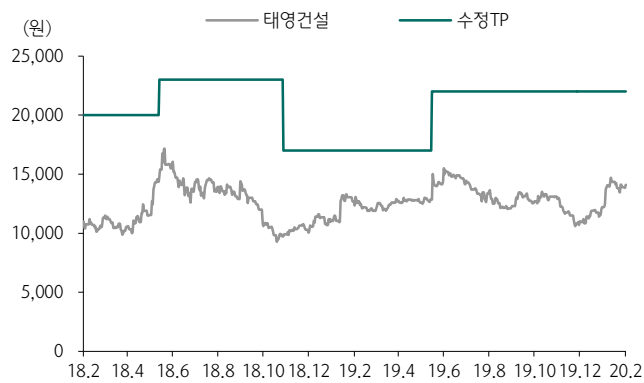
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(205.5)	1,032.9	408.4	519.7	557.9
당기순이익	(163.7)	587.4	505.4	613.1	671.1
조정	530.8	549.1	54.5	59.5	58.9
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	0.9
영업활동 자산부채 변동	(572.6)	(103.6)	(151.5)	(152.9)	(172.1)
투자활동 현금흐름	13.5	(234.8)	(698.4)	(278.2)	(137.9)
투자자산감소(증가)	(27.4)	21.1	(186.8)	(92.5)	(12.8)
유형자산감소(증가)	(5.3)	14.7	(120.0)	(170.0)	(120.0)
기타	46.2	(270.6)	(391.6)	(15.7)	(5.1)
재무활동 현금흐름	300.0	(1,655.6)	415.1	(50.5)	(78.2)
금융부채증가(감소)	436.0	(1,813.8)	494.7	45.8	41.9
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)	(95.3)	(119.1)
현금의 증감	86.0	(849.7)	125.1	191.1	341.8
Unlevered CFO	521.4	1,386.1	800.7	960.0	1,034.1
Free Cash Flow	(226.3)	1,019.3	288.4	249.7	437.9

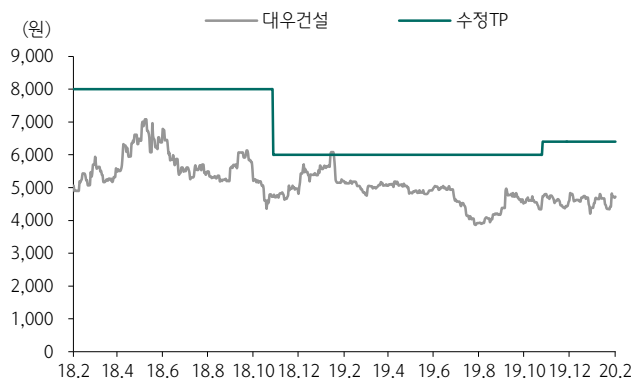
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

태영건설



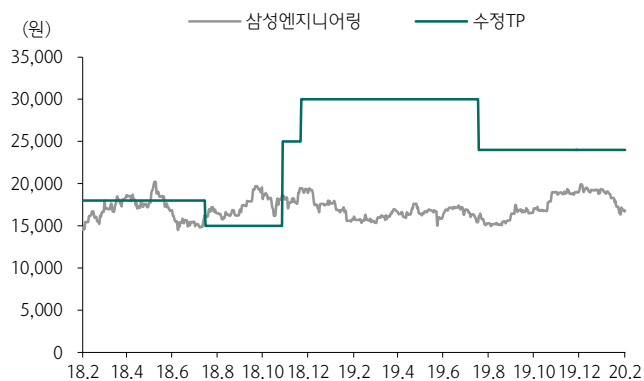
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.27	BUY	22,000		
18.11.8	BUY	17,000	-30.31%	-21.76%
18.5.25	BUY	23,000	-42.29%	-25.43%
18.2.12	BUY	20,000	-44.28%	-27.25%
18.1.1	BUY	15,000	-22.20%	-12.33%

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%
18.2.11	BUY	8,000	-29.53%	-11.50%
18.2.4	BUY	11,000	-49.65%	-45.27%

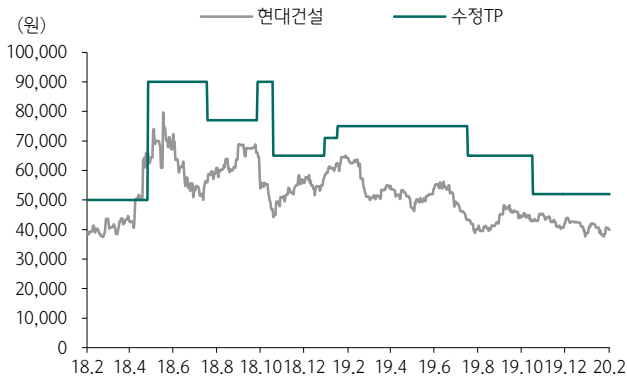
삼성엔지니어링



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	-6.24%	12.22%
18.2.12	BUY	18,000	-4.81%	3.89%
17.10.24				-

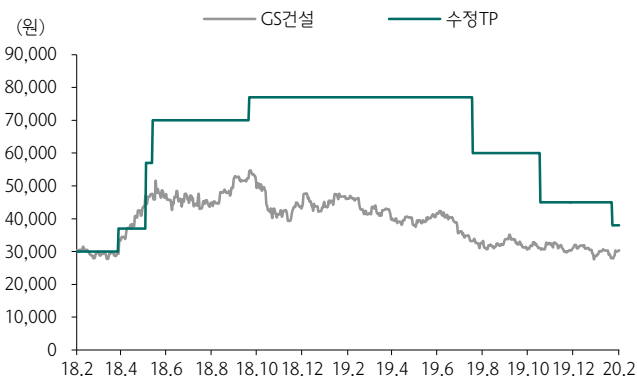
투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대건설



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			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%
18.2.11	BUY	50,000	-12.27%	31.80%
17.9.27	BUY	58,000	-34.11%	-23.88%

GS건설



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.3	BUY	38,000		
19.10.29	BUY	45,000	-31.66%	-27.22%
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%
18.2.11	Neutral	30,000	-1.94%	5.00%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 11일

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 2020년 02월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2020년 02월 12일 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.