



2020년 5월 13일 | Equity Research



건설/건자재/부동산 Neutral

건설회사가 돈을 벌면 무엇을 할까?

- | 하반기 건설주 투자전략은 각 사별 자본투자/주주가치 방향성이 될 것
- | 연말로 갈수록 각사별 성장전략 구체화 될 전망 - 투자대상은 '확인 후 매수'전략 필요
- | 하반기 추천 포트폴리오: 태영건설/대림산업/현대건설/한샘



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

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

2020년 하반기 전망

관심종목

태영건설 (009410) | BUY | TP 20,000원 | CP(5월12일) 13,650원
대림산업 (000210) | BUY | TP 120,000원 | CP(5월12일) 81,200원
현대건설 (000720) | BUY | TP 40,000원 | CP(5월12일) 33,100원
한샘 (009240) | BUY | TP 105,000원(상향) | CP(5월12일) 80,200원



CONTENTS

2020년 하반기 전망 Summary	3
1. 거시 환경은 건설주에 중립 이하	6
매크로 환경은 중립이하, 개별기업의 이벤트가 주가흐름을 주도	6
2. 자본투자와 이벤트가 주도할 하반기 건설주	9
1) 모든 이벤트가 좋은 이벤트는 아니다	9
2) 3가지 기준으로 보는 건설사 자본투자포인트	12
3. Top picks 및 관심종목	24
1) 태영건설(009410)	25
2) 대림산업(000210)	29
3) 현대건설(000720)	33
4) 한샘(009240)	37

2020년 5월 13일 | Equity Research

건설/건자재/부동산 Neutral

건설회사가 돈을 벌면 무엇을 할까?

하반기 건설주 투자전략은 각 사별 자본투자/주주가치 방향성이 될 것

상반기 건설업종은 COVID-19 사태에도 불구하고, 국내 주택중심 매출 확장세와 이익 안정성이 돋보이며 사태 초기 낙폭을 70%이상 회복했다. 한편, 주택시장에 대한 규제강화 지속, 해외 저유가 장기화, 기존 주택 매매거래량 침체 등의 거시 지표는 건설업종의 주가에 중립 이하의 영향을 줄 것으로 판단된다. 반면, 개별 기업들의 양호한 재무구조와 잉여 현금흐름, 홈코노미 활성화, 자본투자형 SOC 및 신도시 투자 확대, 자사주 또는 배당 확대 등 주주환원책을 기대할만한 시기도 하반기다. 각 사별 1) 외적 성장, 2) 내적 성장, 3) 주주가치 제고 3가지 주제로 자본을 투자할 시기가 올 하반기며, 결국 하반기 전망의 키 팩터는 개별기업의 이벤트들일 수 밖에 없다.

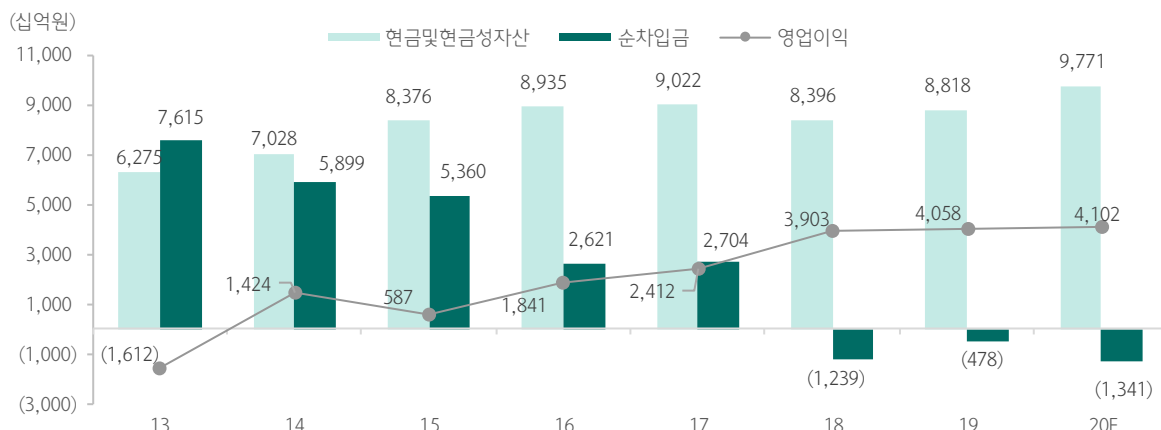
연말로 갈수록 각사별 성장전략 구체화 될 전망 - 투자대상은 '확인 후 매수'전략 필요

주요 건설사의 순차입금은 '13년 7.6조원에서 '19년 4,777억원의 순현금으로 전환했고, '20년은 순현금 1.3조 전망한다. 이는 건설사 영업이익이 '13년 1.6조 적자에서 '17년 2.4조, '18년 3.9조, '19~'20년 4.1조 등으로 급증한 영향이다. 현 분양추세를 볼 때 '20년 이후에도 양호한 실적추이가 이어질 것이 예상되는 만큼 건설사의 투자 확대는 다양한 방향에서 이뤄질 것이 기대된다. 다만, HDC현대산업개발의 아시아나항공인수 추진 등의 사례에서처럼 주가에 불확실성과 높은 변동성을 초래할 수도 있다. 관건은 '어디에 어떻게 얼마나 잘' 투자하는지이며, 결국 이벤트 내용을 확인하고 대응할 필요가 있다는 전략이다. 다행인 것은 건설사들이 코로나위기를 겪으면서 1Q20 실적 컨콜을 통해 자본투자에 보수적으로 대응할 것을 밝혔고, 하반기로 갈수록 양질의 투자처가 나올 수 있다는 판단을 하고 있다는 점에서 각 사별 투자전략에 기대를 가져도 좋지 않을까 한다.

하반기 추천 포트폴리오: 태영건설/대림산업/현대건설/한샘

현재 시장이 환영하는 주주가치 제고 움직임을 보이는 건설사는 단연 태영건설(건설-지주환경으로 분할 재상장)이다. 앞으로 투자와 주주환원책을 적극적으로 수립할 것으로 기대되는 건설사는 대림산업(주주환원 정책 확대, 화학투자, M&A 등)이며, 내적성장엔 집중하는 형태의 투자가 기대되는 기업은 현대건설(자본투자형 초대형 SOC 수주)이다. 한편, 홈코노미 수혜주인 한샘도 전방 업황 개선과 내적 성장이 기대된다.

커버리지 대형건설사 현금 및 현금성자산 / 순부채 / 영업이익 추이 및 전망



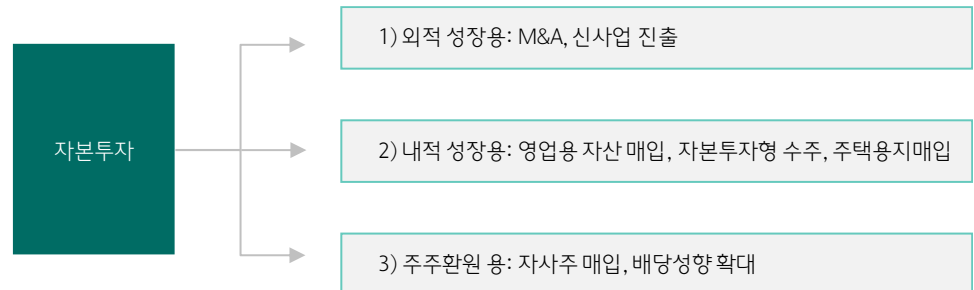
주: 현대건설, GS건설, 대림산업, 대우건설, 삼성엔지니어링, HDC현대산업개발 6개사(2018년 이전은 HDC) / 자료: Quantiwise, 하나금융투자

Summary

건설사들의 자본투자 방향성은

- 1) 외적성장용(In-organic growth)
 - 2) 내적성장용(organic growth)
 - 3) 주주환원정책
- 으로 나타날 것

3가지 자본투자 방향성



자료: 하나금융투자

주택의 공급은

양적공급과 질적공급으로 나뉘며,

양적공급은

택지개발/도시개발/용도변경

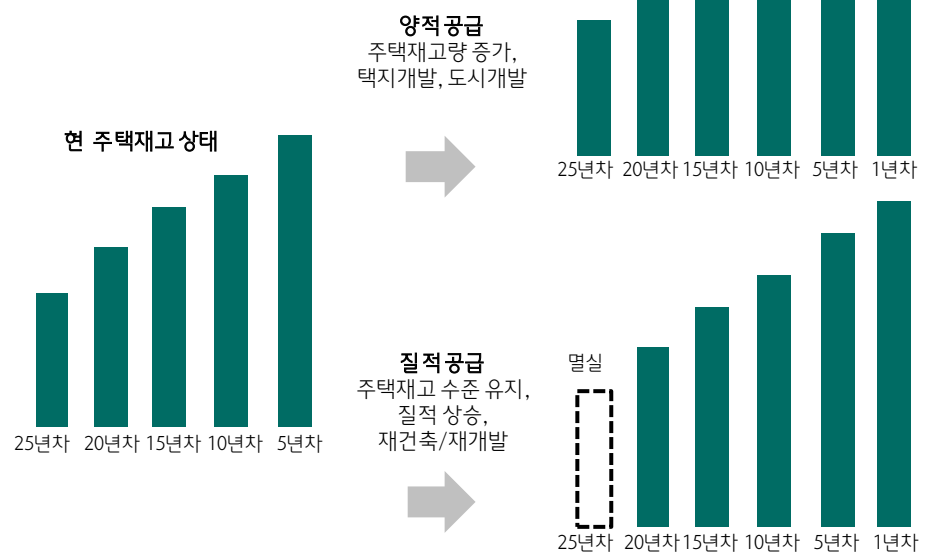
질적 공급은

재건축/재개발/리모델링

인테리어업은

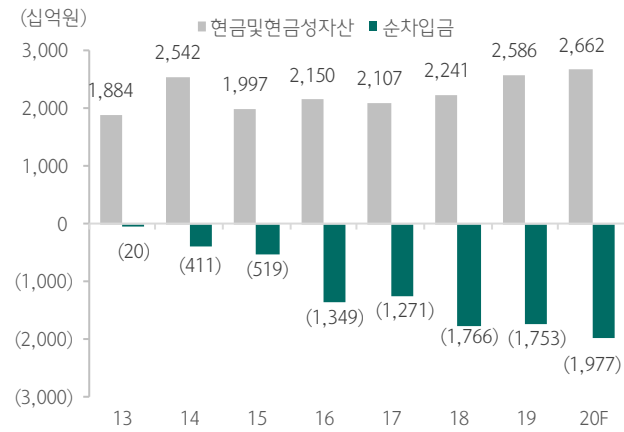
주택의 질적 공급을 늘리는 효과

주택의 양적공급과 질적공급



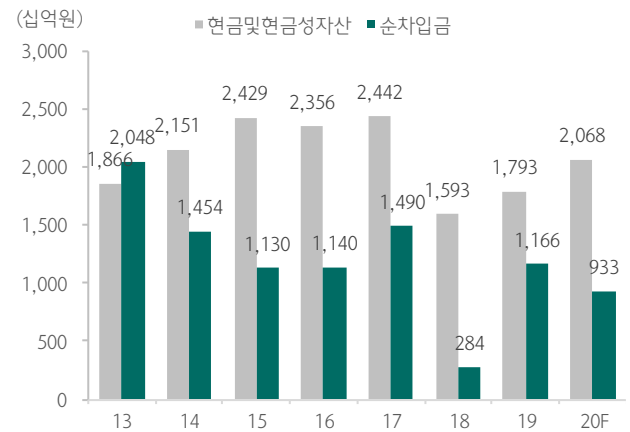
자료: 하나금융투자

현대건설 현금 및 현금성자산과 순차입금 추이



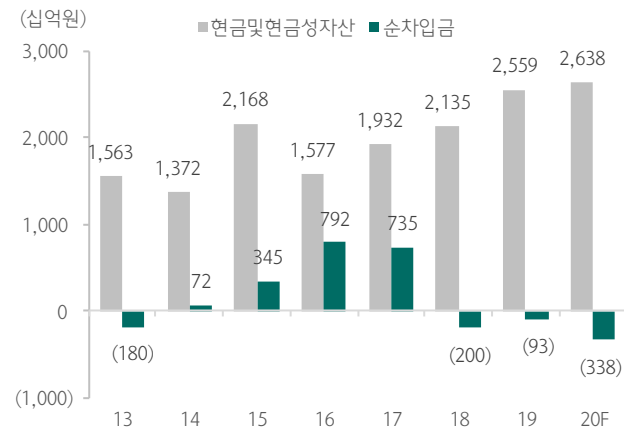
자료: Quantwise, 하나금융투자

GS건설 현금 및 현금성자산과 순차입금 추이



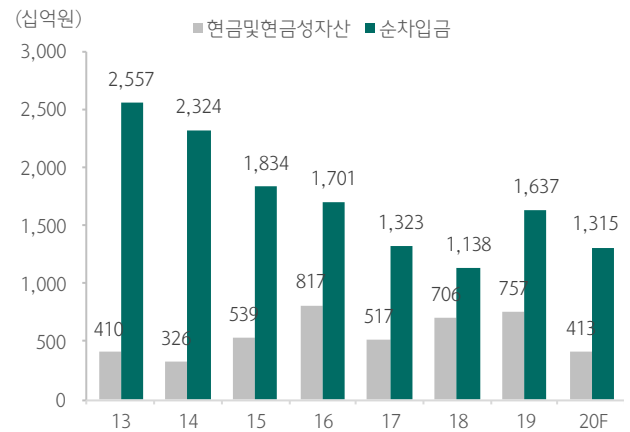
자료: Quantwise, 하나금융투자

대림산업 현금 및 현금성자산과 순차입금 추이



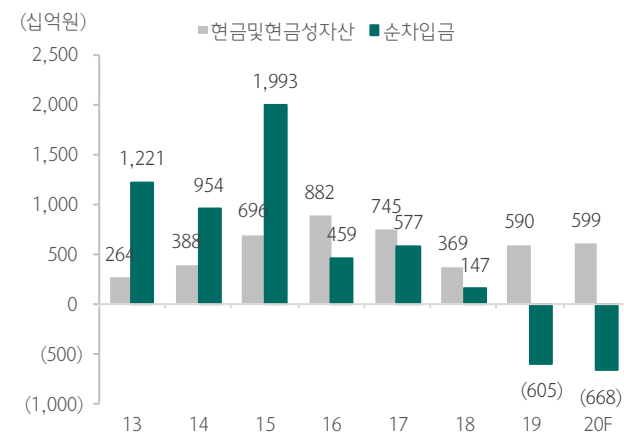
자료: Quantwise, 하나금융투자

대우건설 현금 및 현금성자산과 순차입금 추이



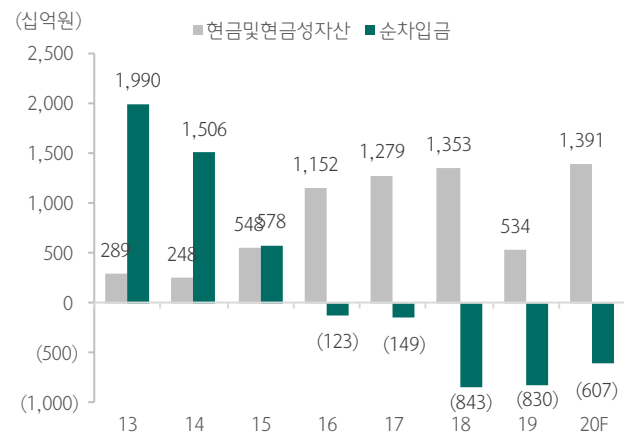
자료: Quantwise, 하나금융투자

삼성엔지니어링 현금 및 현금성자산과 순차입금 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

HDC현대산업개발 현금 및 현금성자산과 순차입금 추이



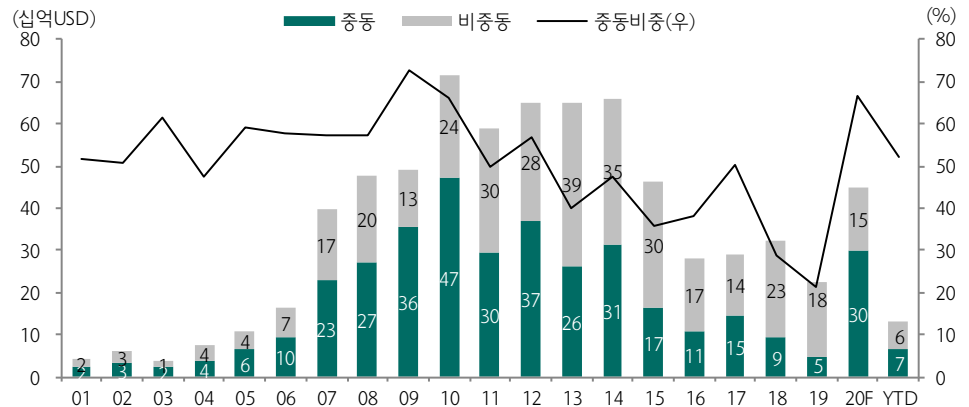
주: 2018년 이전은 HDC

자료: Quantwise, 하나금융투자

연도별 해외 건설수주액 추이 (2020년은 4월 기준)

유가와 건설업종 수주 상관성은
다소 혼재,
이는 저유가 극복 위한
중동권 발주 기대감도 높기 때문

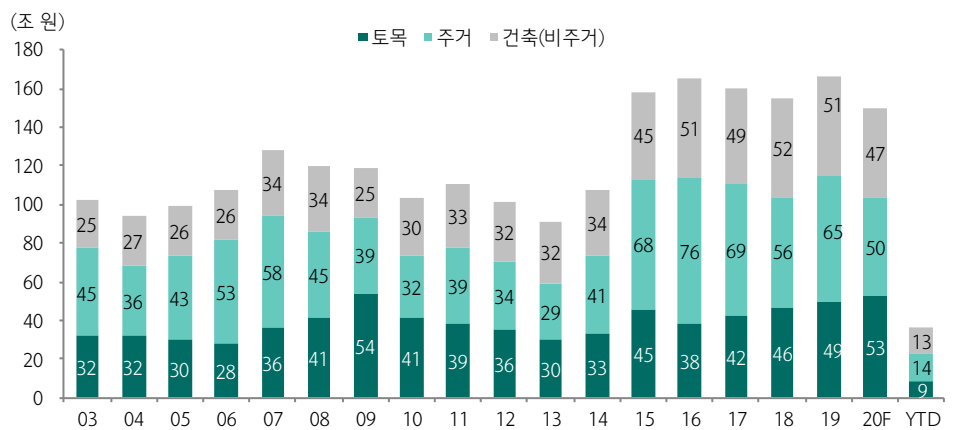
다만 유가가 하락하는 기간의
불확실성으로 인해
발주가 지연되는 특징이 있었고
2020년에도 그럴 가능성 존재



자료: 해외건설협회, 하나금융투자

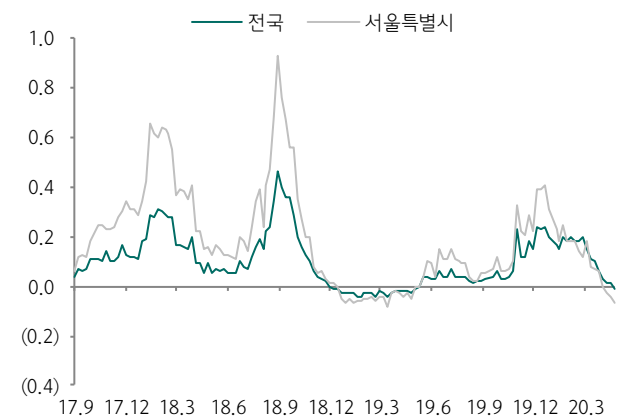
연도별 국내 건설수주액 추이 (2020년은 3월 기준)

2020년 국내 수주는 150조원 전망,
3월 기준 누적 수주액은
토목 8.8조원(YoY -28.6%),
주거 14.3조원(YoY 19.4%),
건축 13.3조원(YoY 36.3%)



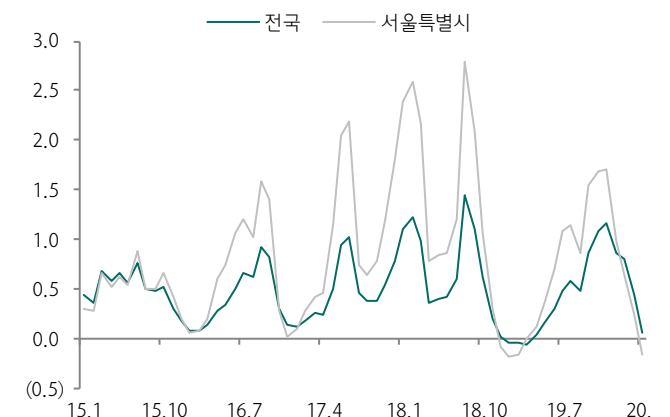
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

주간 아파트 가격 변동률



자료: 부동산114, 하나금융투자

일간 아파트 가격 변동률



자료: 부동산114, 하나금융투자

1. 거시 환경은 건설주에 중립 이하

매크로 환경은 중립이하, 개별기업의 이벤트가 주가흐름을 주도

(1) 거시요건 1: 주택시장 규제 지속

21대 국회,
재개발/재건축 규제 지속 전망
이에 도심 정비사업 수주감소 예상

2020년 5월말을 기점으로 20대 국회가 종료된다. 21대 국회는 현 여당이 180석을 차지하며 시작하게 되는데, 이런 기조 속에서 정부는 주택시장에 대해 지속적인 모습을 보일 것을 예고하고 있다. 즉, 기존 방식의 재건축/재개발에 대한 규제 지속이다(그러나 공적 기능(공적임대주택 공급확대)을 확보한 소규모 재정비나 소규모 역세권 정비사업은 활성화 전망한다). 이런 흐름 속에서 전통 수주 텃밭인 도심 정비사업 수주감소는 필연적이다.

12.16에서 발표한 중부세 법 개정안 등 20대 국회에서 통과하기 어려워보이는 법령들 역시 21대 국회에 다시 변경 추진 될 전망이다. 분양가상한제도 7월 말 시행 예정이고 향후 로또분양에 대한 논란을 잠재우기 위한 채권입찰 논의도 나올 수 있는 등 기존 주택시장의 재건축/재개발 흐름은 당분간 정체가 지속될 것으로 예상된다.

주택사업 규모 감소 우려로
멀티플 하향압력 존재,
건설주에 중립 이하 영향

현 건설사의 이익이 주택부문에서 70%이상을 담당하고 있는 상태라는 것을 볼 때, 주택사업 규모가 감소할 우려가 있다는 점은 다소 부정적이다. 물론 기업별로 뜯어보면 2020년은 2019년 이연물량이 상당수인 만큼 올해 분양은 작년보다 늘어날 것으로 전망되어 향후 3년간 실적 안정성이 높은 것도 사실이다. 그러나 주가 측면에서 주택시장의 규제 지속은 Multiple 이슈이기 때문에 멀티플 하향압력이 존재한다는 점에서 주가에 중립 이하 영향을 줄 것으로 보고 있다.

표 1. 주요 건설사 별 주택 분양 추이

(단위: 호)

구분	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	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		2,929	3,888	1,703	1,216	1,589	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
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	0	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	48,207	64,230	148,471	108,770	84,241	74,745	89,874	139,712
YoY	-18.3%	60.4%	0.9%	-1.5%	33.2%	131.2%	-26.7%	-22.6%	-11.3%	20.2%	55.5%

자료: 각 사, 하나금융투자

급작스레 찾아온 저유가,
장기화 우려

유가와 건설업종 수주 상관성은
다소 혼재,
이는 저유가 극복 위한
중동권 발주 기대감도 높기 때문

다만 유가가 하락하는 기간의
불확실성으로 인해
발주가 지연되는 특징이 있었고
2020년에도 그럴 가능성 존재

유가와 건설업종 수주 상관성은
다소 혼재하는 모습을 보임

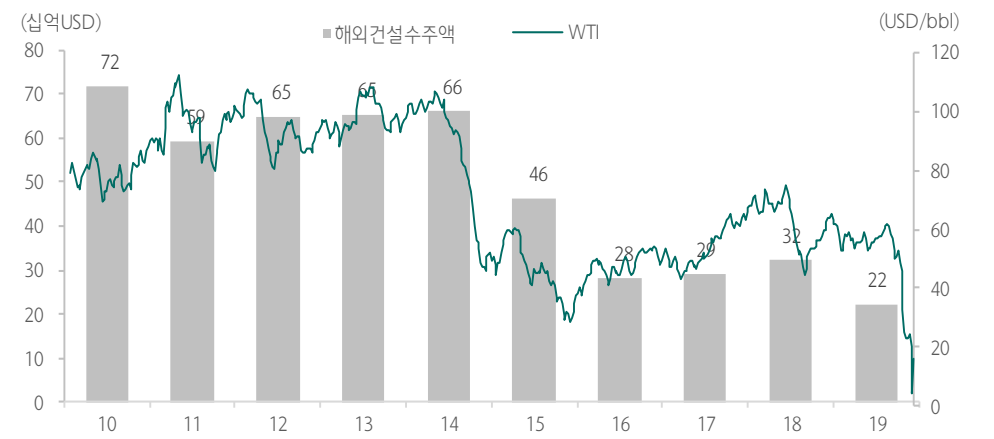
(2) 거시요건 2: 해외 저유가 상태 지속

2020년 초 유가는 40불대에서 20불대로 급하락 하며 코로나19 영향과 전반적 수요위축이라는 장-단기 악재를 모두 반영하는 모습을 보였다. ETF나 저장고 영향으로 WTI의 경우 마이너스 유가를 기록하며 시장에 충격을 준 바도 있다. 감산 노력 등이나 코로나사태의 완만한 회복 속에 유가는 점진적으로 다소 상승할 가능성도 있겠으나, 2019년 수준의 레벨로 높아지기는 당분간 어려워 보인다.

관건은 시장에서 유가를 건설업종 해외수주의 Proxy로 평가하고 있고, 요즘처럼 저유가가 지속되는 환경은 해외수주에 대한 기대감을 낮추며 건설업종 Multiple 디레이팅 이슈로 작동한다는 것이다. 커버리지 중 삼성엔지니어링 주가가 유가에 가장 민감한 변화를 보이는데, 삼성엔지니어링뿐 아니라, 대우건설/현대건설 등 2020년 해외수주 목표치를 다소 적극적으로 제시했던 기업들의 2020년 수주에 대한 우려는 여전히 존재한다.

문제는 저유가를 타개하기 위한 사우디아라비아와 이를 위시한 중동의 부자 나라들 역시 2020년 저유가 기조 속 재정집행 감소를 기획하면서 향후 프로젝트의 발주 프로세스 지연이 예상된다는 점이다. 이러한 변화는 과거 2015~2016년 유가가 100불대를 깨고 20불까지 내려가는 과정에서 나타났는데, 2019년의 수주가 이 시기의 수주들이 지연된 결과인 바 있다. 즉, 올해는 수주가 다소 계획대로 갈 가능성이 있더라도 2021년부터는 지연효과가 나타날 수 있다는 의미인 만큼 저유가 기조 장기화 역시 건설 플랜트 수주에는 다소 부정적이며, 또 재정집행 차원에서도 다소 부정적이다. 이런 국면에서 해외성장을 내세웠던 건설사의 성장전략도 차질을 빚을 가능성이 농후하며, 매년 인건비 등 비용은 집행되는 만큼 건설사의 해외부문 '적정 인력'에 대한 고민이 더 깊어질 수 밖에 없다.

그림 1. 유가 추이와 해외수주 추이



자료: Platts, 해외건설협회, 하나금융투자

주택시장 규제 지속으로
기존주택 매매시장 위축 전망

(3) 거시요건 3: 기존주택 매매시장 위축 VS 신규분양 호조

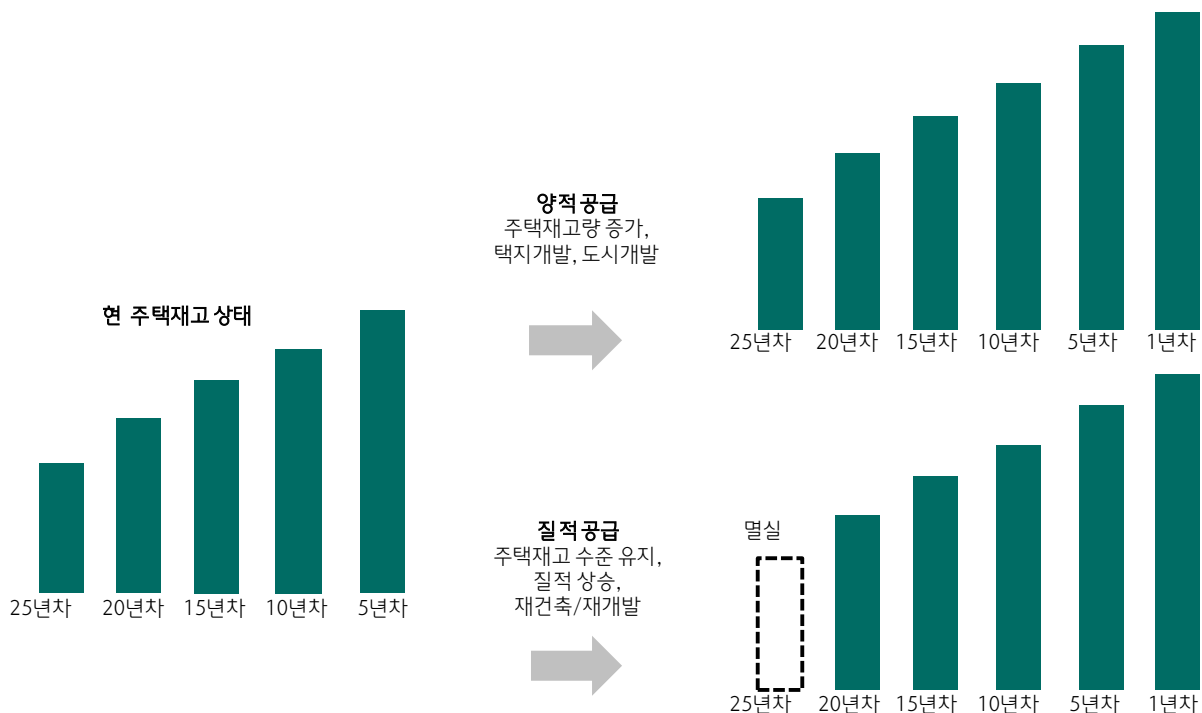
주택시장 규제 지속으로 기존주택의 매매거래 시장은 상당히 위축될 것으로 예상되는 반면 신규분양의 경우 상당한 호황기를 구가할 것으로 예상된다. 즉 현재는 구도심 정비사업 Short 신도시 개발사업 Long의 전략을 수립할 필요가 있다. 신도시 개발사업은 3기 신도시로 대표되는 택지개발 신도시도 있으나, 택지개발 신도시의 공공주택/공적주택 중심이고 도시개발 자체사업을 중심으로 확대 될 가능성이 높다.

구도심 정비사업의 둔화, 특히 재건축 둔화는 아파트 인테리어 시장의 활성화로 연결 될 가능성이 높다. 일반 노후 아파트야말로 인테리어 수선의 편의성이나 실효성이 높기 때문이다. 2015년 이후 아파트 인테리어 시장은 재건축을 통한 리폼으로, 소유주가 직접 하는 B2C 형태보다는 조합을 만들어 재건축으로 일제히 변경하는 B2B 형태로 확대되었다. 국내 정비사업 중 재건축 물량은 '15년을 기점으로 '20년에 정점을 기록할 정도로 물량이 확대되기 시작했다, 이 기간 속에서 아파트 인테리어 B2C 시장의 성장 속도가 둔화된 감이 크다.

정비사업 둔화로
가구/인테리어/생활가전 업체
수혜 전망

향후 정비사업의 둔화로 주거의 질적 수요에 대한 니즈는 인테리어를 통한 변화로 맞춰갈 가능성이 커졌다고 판단하고, 이런 국면변화 속에서 한샘 등 가구/인테리어/생활가전 업체의 수혜가 기대된다.

그림 2. 주택 양적공급과 질적공급→한샘 수혜 기대



자료: 하나금융투자

2. 자본투자와 이벤트가 주도할 하반기 건설주

1) 모든 이벤트가 좋은 이벤트는 아니다

(1) HDC현대산업의 아시아나항공 인수전이라는 이벤트의 시사점

건설업 2018년 사상최고 실적,
2020년 다시한번 갱신할 가능성

주택매출 및 마진 증가,
이익잉여 증가 등
현금흐름 및 재무구조 개선

건설사들 순현금 전환,
이후 행보에 대한 관심 및
주주환원 기대감 상승

국내 건설사의 실적은 2015년을 기점으로 반등하기 시작, 2018년에 사상최고 실적을 기록했고, 2020년에 이를 다시 한번 갱신할 가능성이 높아지고 있다. 건설주 실적개선의 핵심은 주택분양 증가와 높은 주택마진(GP 14~18% 수준)에 기반하며, 평균 1만세대 수준으로 분양해 온 주요 건설사들의 주택분양은 2015년을 넘어가면서 평균 2.5만호 수준까지 올라왔다. 주택 분양 1만세대 당 주택 매출 2~2.5조원 수준이 증가하는 효과로 주택매출 증가, 주택마진 증가, 이익잉여 증가, 현금흐름 개선, 재무구조 개선 등 투자자들이 좋아할 만한 변화가 지난 5년간 지속되어 왔다.

건설회사들이 순현금으로 전환하면서 '19년부터 시장에는 건설주의 다음 행보에 대한 관심이 높아졌고, 스튜어드십 코드의 도입 확대 기조에 따라 주주환원 정책 중 배당확대나 M&A, 분할 상장, 자사주 매입, IR 활동 강화, 거버넌스 합리화 등을 포함한 모든 방향의 주주환원 정책 기대감이 높았다. 특히 '19년 하반기가 되면서 HDC현대산업개발을 필두로 순현금 기조로 전환되었고 이들 기업의 향후 행보가 건설주 Multiple의 방향성에 중요한 키워드였다.

문제는 HDC현대산업개발의 경우 아시아나항공 인수 추진이라는 당시로서 시장이 환영하기 어려운 결정을 했다는 점이다. 이러한 의사결정 과정과 이후 인수전 추진 과정에서 시장의 우려는 존재했지만 영향을 미치기 어려웠고, 이 인수 발표 후 주가는 그야말로 자유낙하하였다. 와중에 2020년 초 COVID-19 사태가 터지고 항공주는 완전한 피해산업으로 거론되면서 항공기업 개별 주식의 가치도 급락, 미국에서 워렌 버핏이 델타항공을 팔 정도로 부정적으로 보는 것 등이 추가로 알려지는 등 내용이 짙었다. 그러다 인수전은 합병 관련 국제결합심사 등을 할 수 없는 상황(비대면)이 되면서 4월 말 공시를 통해 무기한 연기가 되었다. 이 과정에서 아시아나 항공 인수가 실패할 가능성이 높아지면 주가가 오르고, 인수를 추진할 가능성이 높아지면 주가가 빠지는 이벤트 드리븐의 모습을 그대로 보여주었다.

그림 3. HDC현대산업개발 영업이익 및 주가 추이

HDC현대산업개발,
아시아나인수 추진으로
주가 하락



주: 2018년 이전은 HDC
자료: Quantiverse, 하나금융투자

(2) GS건설의 모듈러 업체 인수

GS건설도 2018년 영업이익 1조원대, 2019년 8천억대를 기록하면서 사상최대 이익을 이어 나갔고 2019년 초 CEO로 오너 일가가 올라오면서 M&A에 대한 기대감을 높였다.

GS건설,
미국과 유럽의 모듈러 전문업체
3곳 인수계획 발표

GS건설은 미국과 유럽의 모듈러 전문업체 3곳을 인수한다고 밝힌 바 있다. 그 중 가장 먼저 영국의 철골 모듈러 업체인 엘리먼트즈(Elements Europe)를 인수하였고 폴란드 목조 모듈러 업체인 단우드 (Danwood Holdings S.A)와 인수계약을 맺었으며 미국의 모듈러 회사도 인수할 것을 발표하였다. COVID-19 사태 확대 중 3월 16일 공시를 통해 폴란드의 단우드를 가장 먼저 인수를 확정하게 되는데, 인수금액은 1,909억원이었다. 단우드(Danwood Holdings S.A의 지분 84.09%, 자사주 15.91%로 합산 100%)는 폴란드 소재 기업으로 독일 내의 프리패브(Prefab)기업 1위 기업으로 알려져 있다.

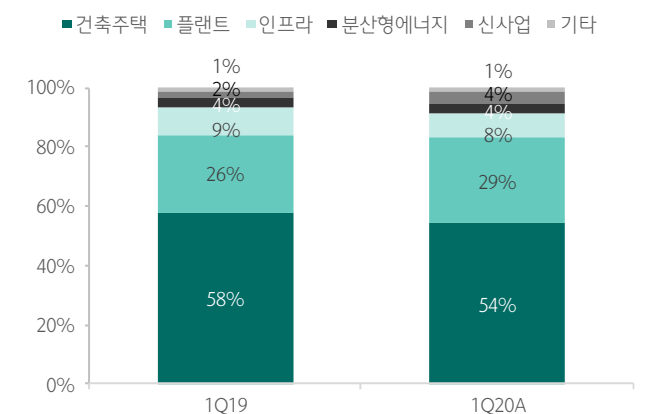
신규 인수한 기업들을
‘신사업’으로 별도 분류

다만, 코로나로 이후 엘리먼트즈(Elements Europe)사와 미국의 S사 인수는 잠정 중단 되었고, GS건설은 이렇게 신규 인수한 기업들을 ‘신사업’으로 별도 분류하여 1Q20 실적발표부터 구분해서 발표하고 있는 상태다.

모듈러 기업 인수에 대한
시장의 평가는 유보적

GS건설의 모듈러 기업 인수에 대한 시장의 평가는 당장은 유보적이다. 모듈러와 같은 건식 비즈니스는 습식 공사를 통해서 공정을 쌓는 건설업의 한계를 벗어나는 공법으로 자주 인용되지만, 모듈러가 가능한 건축물의 경우 일정한 제한도 존재하는게 사실이기 때문이다. 해외 특히 유럽을 중심으로 하는 모듈러 기업들의 전방 역시 인수 이후 결과를 지켜봐야 할 시점이 아닌가 싶다. 또 목조 모듈러인 단우드 인수 외에 철골 모듈러인 엘리먼트즈 인수가 현재까지 미진행이라는 점도 다소 아쉬움이 남는 결과다. 다만 GS건설은 연말로 갈수록 자본을 확충하고 더 좋은 딜을 위해 자본투자를 지속할 의지를 밝힌 만큼 이후의 M&A 행보를 지켜볼 필요가 있다는 판단이다.

그림 4. GS건설 사업부문별 매출액 비중



자료: GS건설, 하나금융투자

그림 5. GS건설 1Q20 부문별 신규수주

	1Q20A	달성률	'20 가이드스
국내	2,129	26%	8,250
해외	140	4%	3,250
인프라	2		
플랜트	64		
분산형에너지	23		
건축	191		
주택	1,989		
합계	2,269	20%	11,500

자료: GS건설, 하나금융투자

대림산업의
북미 ECC 투자에 대한
시장의 우려

(3) 대림산업의 카리플렉스 인수와 북미ECC 투자

대림산업의 경우는 시장이 우려하는 인수와 환호하는 인수가 공존하는 기업이다. 전자는 북미 오하이오에 추진하는 ECC(에탄크래커) 프로젝트로, 태국의 PTT글로벌케미칼 사와 공동 JV로 추진하는 프로젝트다. 총 사업비는 약 100억불 정도로 알려졌고, 자본투자만 5년간 약 2조원 수준이 투입될 것이 알려지면서, 해당 사업을 검토하기 시작한 이후 주가는 약세를 보이기 시작했다.

저유가 기조에 따라
ECC 투자에 대한 의지 감소,
대림산업 주가에 긍정적으로 작용

미국 ECC는 2020년까지 2년 넘게 장기 고민을 지속하고 있는 상황이다. ECC vs NCC 국면에서 저유가는 NCC가 훨씬 유리하다는 구조인 것을 화학회사인 대림산업이 더 잘 알 수 밖에 없으므로, COVID-19와 저유가 장기화 기조에 따라 현재는 ECC 투자에 대해서 다소 종전만큼 높은 의지를 갖고 있지는 않은 것으로 판단된다. 이러한 변화는 대림산업 주가에 긍정적으로 작용하고 있다.

COVID-19 사태로
3월 인수 완료한
카리플렉스 실적 기대감 상승

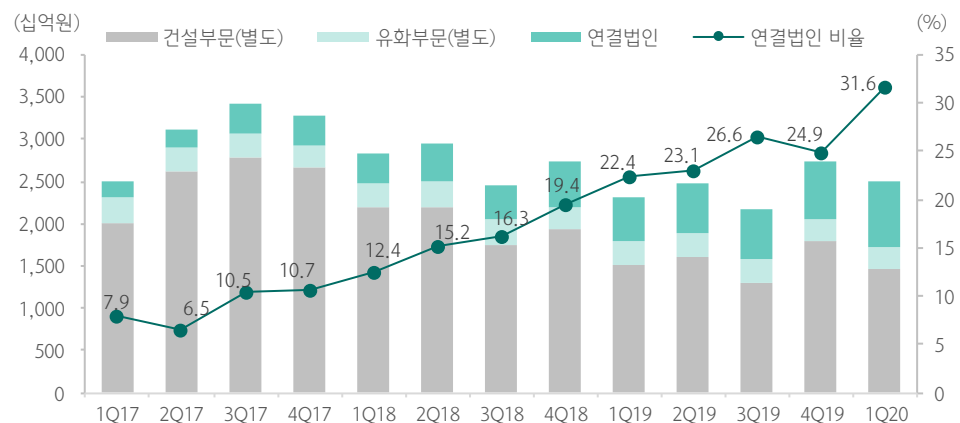
한편, 대림산업은 2020년 3월을 기준으로 카리플렉스사를 인수 완료했고 연결실적으로 잡기 시작했다. COVID-19로 수출용 장갑에 대한 수요가 증가하면서 인수 초기인 2019년 예상 대비 보다 높은 실적을 기대할 수 있게 되었고, 인수와 함께 책판을 터트리게 되었다. 대림산업은 향후에도 화학부문을 중심으로 자본투자를 진행할 가능성이 높다.

올 3월 대림산업 주가가 역사적 최저점을 기록하던 시기, 기타 법인 매수의 주인공이 대림산업의 지분을 늘리려는 국내 모 건설사라는 루머가 시장에 퍼진 바 있다. 2018년 말에도 대림산업의 외국인 지분율이 높아지면서 대림산업에 대한 지배구조 개편이 화두가 된 바 있다. 최대주주의 지분율이 낮고 자사주가 없기 때문에 주가 방어 전략이 마땅하지 않다는 점에서 대림산업은 외부 특정 주체의 주식 매입이 있을 때마다 주가가 큰 폭으로 상승하곤 했다.

대림산업의
주주환원책 기대감 상승

대림산업의 안정적 재무구조와 현금흐름, 낮은 최대주주 지분율 등을 고려할 때 현 국면은 자사주 매입을 포함한 다양한 형태의 주주환원책이 실행된다 하더라도 전혀 이상할 게 없는 상태다. 북미 ECC 투자가 지연된다면 더욱 재원확보가 용이해지고, 높은 EPS와 증가 중인 Payout을 염두에 둔다면 대림산업을 적극적으로 매수할 시점이라는 판단이다.

그림 6. 대림산업 별도 및 연결 매출액 추이



자료: 대림산업, 하나금융투자

2) 3가지 기준으로 보는 건설사 자본투자포인트

(1) 적극적 주주환원 정책을 구분하고, 보면서 대응하자

국내 건설사의 실적개선 장기화로, 주주환원 정책에 대한 시장의 기대가 높아지고 있다. 건설업이 서비스업이고 인력기반 사업이라는 점도 이런 요구조건에 부합한다. 최근 건설사들의 자본투자의 방향성은 대략 아래의 3가지 방향으로 나타날 것으로 기대되고 있다.

1) M&A 및 신규사업 투자 등 In-organic growth

2) 주택용지 및 자본투자형 수주 등 organic growth

3) 자사주매입 및 배당성향 확대 등 주주환원정책

건설사의 자본투자 방향성 중

1) In-organic growth와
2) organic growth 방식은
'보고 대응하자'는 원칙

이 중 1)의 경우 '보고 대응해야 한다'는 원칙이다. 앞서 설명한대로 아시아나항공 인수전으로 대표되는 이벤트가 존재했기 때문이다. 이런 맥락에서 현재 GS건설 등 '신사업'부분을 별도의 IR자료에 기입한 건설사를 조용히 지켜볼 필요가 있다. 상반기 모듈러 회사를 인수하는 등의 투자활동이 진행되고 있어서다. 현대건설의 경우에도 1Q20 컨콜을 통해서 하반기 자본투자형 SOC 수주전의 가능성을 언급했는데, 현재의 정책 기조를 볼 때 충분히 현실성 있는 언급이었다. 연말로 갈수록 대규모 도시개발사업이 이뤄질 것으로 판단하고 있다.

2)의 경우 현대건설, 대우건설, 대림산업 등 주요 건설사들의 전략 중 하나다. 특히 주택용토지를 매입하는 것은 2019년 현대건설/대림산업/대우건설/GS건설 등 전 건설사들의 전략 중 하나였다. 다만, 대림산업의 경우 북미ECC 투자는 2)의 성격이지만 다른 투자대비 상당한 자기자본(2조원 가량)이 투입된다는 측면에서 시장의 불확실성을 높였고 거의 1)과 같은 개념처럼 받아들여진 바 있다. 이처럼 2) 역시 내용을 끝까지 파악하고 대응할 필요가 있다.

주요 대형 건설사들
배당성향 확대 중

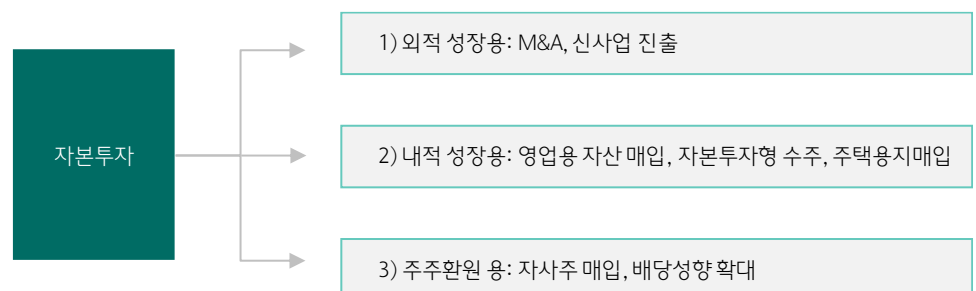
3)의 경우 주요 대형 건설사들은 전반적으로는 배당성향을 확대하는 중이고, 당분간 실적안정성이 높다는 점을 볼 때 중장기적으로 올라갈 부분이 높은 부분이다. 건설업종에 대한 스튜어드십 코드 도입이나 시장에서 바라는 주주환원책을 적극적으로 펼칠 만한 기업은 대림산업과 태영건설이다. 태영건설은 이미 시장 요구사항을 적극 반영하고 히든 밸류를 드러내는 형태의 기업 변화를 주도하고 있고, 대림산업의 경우 취약한 최대주주 지배력 확보를 위한 자사주 매입 등을 고려할만한 시점이 왔다고 판단한다.

태영건설과 대림산업,
주주환원책 기대감 상승

그림 7. 3가지 자본투자 방향성

건설사들의 자본투자 방향성은

1) 외적성장용(In-organic growth)
2) 내적성장용(organic growth)
3) 주주환원정책
으로 나타날 것



1. 커버리지 기업 분기실적 핵심표

표 2. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결 매출	3,691.1	3,924.4	3,619.4	845.3	1,112.1	853.9	1,113.1	687.7	941.0	904.9	1,085.8
YoY Growth	13.0%	6.3%	-7.8%	5.4%	8.4%	-8.6%	19.8%	-18.6%	-15.4%	6.0%	-2.4%
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	3,027.6	3,264.7	2,968.3	686.3	907.9	750.5	920.1	550.9	784.8	742.1	890.5
YoY Growth	10.7%	7.8%	-9.1%	8.4%	6.2%	-2.2%	19.1%	-19.7%	-13.6%	-1.1%	20.0%
원가율	82.0%	83.2%	82.0%	81.2%	81.6%	87.9%	82.7%	80.1%	83.4%	82.0%	82.0%
매출총이익	663.5	659.6	651.1	159.0	204.2	103.4	193.0	136.7	156.3	162.8	195.3
GPM	18.0%	16.8%	18.0%	18.8%	18.4%	12.1%	17.3%	19.9%	16.6%	18.0%	18.0%
판매비	205.3	268.4	219.9	48.3	72.9	52.4	94.8	46.2	52.8	55.0	66.0
판매비율	5.6%	6.8%	6.1%	5.7%	6.6%	6.1%	8.5%	6.7%	5.6%	6.1%	6.1%
영업이익	458.2	391.2	431.2	110.6	131.3	51.1	98.2	90.6	103.5	107.8	129.4
YoY Growth	47.3%	-14.6%	10.2%	-9.2%	6.5%	-56.2%	1.8%	-18.1%	-21.2%	111.2%	31.7%
OPM	12.4%	10.0%	11.9%	13.1%	11.8%	6.0%	8.8%	13.2%	11.0%	11.9%	11.9%
건설	368.9	289.0	284.2	90.4	128.5	(0.3)	70.4	59.7	68.2	71.0	85.2
YoY Growth	572.4%	-21.6%	-1.7%	-17.6%	43.0%	적전	-21.8%	-34.0%	-46.9%	적전	21.1%
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

표 3. 현대건설 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	16,730.9	17,299.8	18,167.8	3,877.7	4,681.9	4,087.8	4,652.5	4,058.9	4,755.9	4,457.2	4,895.8
YoY growth	-11.1%	3.4%	5.0%	9.6%	10.4%	-8.9%	4.2%	4.7%	1.6%	9.0%	5.2%
본사계	10,016.1	10,033.6	10,564.3	2,244.8	2,674.0	2,382.3	2,732.5	2,273.5	2,779.0	2,632.3	2,879.5
YoY growth	-9.3%	0.2%	5.3%	5.5%	6.6%	-8.6%	-1.5%	1.3%	3.9%	10.5%	5.4%
국내	6,378.2	6,515.1	7,334.1	1,309.6	1,717.1	1,508.1	1,980.3	1,518.5	1,906.9	1,760.2	2,148.6
해외	3,637.9	3,518.5	3,230.2	935.3	956.9	874.2	752.1	755.0	872.2	872.2	730.9
1)건축	5,147.4	5,373.5	5,652.1	1,118.0	1,503.5	1,255.0	1,497.0	1,321.1	1,526.1	1,526.1	1,278.9
주택	3,988.9	4,259.3	4,569.5	883.7	1,251.2	1,037.2	1,087.2	1,068.0	1,233.8	1,233.8	1,033.9
2)토목	2,302.1	2,514.3	2,272.8	612.2	654.2	639.2	608.7	531.2	613.6	613.6	514.3
3)플랜트	2,507.7	2,010.1	2,520.3	504.5	500.9	477.6	527.1	589.1	680.5	680.5	570.3
현대엔지 등	6,505.5	6,801.1	7,103.5	1,548.4	1,835.9	1,616.0	1,800.8	1,638.0	1,846.9	1,704.8	1,913.8
YoY growth	-6.3%	4.5%	4.4%	9.7%	11.4%	-7.8%	6.4%	5.8%	0.6%	5.5%	6.3%
매출원가	15,069.7	15,410.6	16,300.4	3,488.0	4,217.2	3,671.6	4,033.8	3,624.0	4,275.9	4,010.7	4,389.7
매출원가율	90.1%	89.1%	89.7%	90.0%	90.1%	89.8%	86.7%	89.3%	89.9%	90.0%	89.7%
본사계	9,266.6	9,130.8	9,513.3	2,052.2	2,447.7	2,164.7	2,466.1	2,044.1	2,506.6	2,377.5	2,585.1
국내	5,800.1	5,661.4	6,454.0	1,126.3	1,476.7	1,331.7	1,726.8	1,336.3	1,678.0	1,549.0	1,890.7
해외	3,466.5	3,469.4	3,059.3	925.9	971.0	833.1	739.3	707.8	828.6	828.6	694.4
현대엔지 등	5,557.8	5,962.5	6,341.1	1,365.3	1,652.0	1,437.6	1,507.6	1,449.5	1,653.0	1,525.8	1,712.8
매출총이익	1,661.1	1,689.1	1,867.4	389.7	464.7	416.2	418.5	434.9	480.0	446.4	506.1
본사계	750.2	902.9	1,051.0	192.6	226.3	217.6	266.4	229.4	272.4	254.8	294.4
현대엔지 등	910.9	786.2	816.4	197.1	238.4	198.6	152.1	205.5	207.6	191.6	211.7
판매비	821.2	807.0	926.6	184.5	219.6	177.0	225.9	269.6	231.9	207.7	217.4
판매비율	4.9%	4.7%	5.1%	4.8%	4.7%	4.3%	4.9%	6.6%	4.9%	4.7%	4.4%
영업이익	839.9	882.1	940.9	205.2	245.1	239.2	192.6	165.3	248.1	238.8	288.7
YoY growth	-27.5%	5.0%	6.7%	-6.1%	11.0%	0.5%	18.4%	-19.4%	1.2%	-0.2%	49.9%
OPM	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.2%	5.9%	4.1%	4.1%	5.2%	5.4%	5.9%
본사	304.8	437.9	491.1	95.1	100.6	102.3	139.9	56.6	133.5	131.1	169.9
OPM	3.0%	4.4%	4.6%	4.2%	3.8%	4.3%	5.1%	2.5%	4.8%	5.0%	5.9%
YoY growth	-41.0%	43.7%	12.2%	12.1%	3.2%	27.4%	231.5%	-40.5%	32.7%	28.2%	21.5%
현대엔지 등	535.1	444.2	449.8	110.1	144.5	136.9	52.7	108.7	114.7	107.7	118.7
OPM	8.2%	6.5%	6.3%	7.1%	7.9%	8.5%	2.9%	6.6%	6.2%	6.3%	6.2%
YoY growth	-16.7%	-17.0%	1.3%	-17.6%	17.1%	-13.1%	-56.3%	-1.2%	-20.6%	-21.4%	125.3%

자료: 하나금융투자

표 4. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	13,139.4	10,416.5	11,078.0	2,601.9	2,575.0	2,441.6	2,798.0	2,441.0	2,875.3	2,673.7	3,088.0
YoY Growth	12.5%	-20.7%	6.4%	-16.8%	-28.1%	-23.6%	-13.8%	-6.2%	11.7%	9.5%	10.4%
건설	13,061.0	10,336.0	10,248.0	2,581.0	2,552.0	2,424.0	2,779.0	2,235.0	2,664.5	2,459.5	2,889.0
토목	1,116.0	871.0	781.3	230.0	215.0	208.0	218.0	206.0	203.1	187.5	184.7
주택/건축	7,140.0	6,028.0	5,727.0	1,514.0	1,579.0	1,393.0	1,542.0	1,318.0	1,489.0	1,374.5	1,545.5
플랜트(화공)	4,375.0	3,437.0	3,739.7	837.0	758.0	823.0	1,019.0	711.0	972.3	897.5	1,158.8
연결대상	100.0	80.5	830.0	20.9	23.0	17.6	19.0	206.0	210.8	214.2	199.0
분산형에너지		0.0	350.0	0.0	0.0	0.0	0.0	99.0	90.0	95.0	66.0
신사업		0.0	400.0	0.0	0.0	0.0	0.0	90.0	100.0	100.0	110.0
매출원가	11,511.8	9,018.7	9,787.8	2,247.9	2,228.9	2,111.8	2,430.0	2,150.2	2,541.2	2,363.0	2,733.5
건설	11,407.8	8,948.9	9,075.6	2,230.4	2,209.4	2,096.9	2,412.3	1,973.7	2,359.1	2,177.6	2,565.1
토목	1,041.0	811.0	720.3	211.4	207.0	184.3	208.3	191.0	186.9	172.5	169.9
주택	6,072.6	5,047.1	4,813.7	1,297.5	1,323.2	1,160.4	1,266.0	1,088.1	1,258.2	1,161.4	1,305.9
플랜트	3,896.2	3,090.9	3,541.6	721.5	679.2	752.2	938.0	694.6	914.0	843.7	1,089.3
연결대상	125.7	69.8	712.2	17.6	19.5	15.0	17.7	176.4	182.1	185.4	168.4
분산형에너지		0.0	339.3	0.0	0.0	0.0	0.0	95.8	87.3	92.2	64.0
신사업		0.0	296.0	0.0	0.0	0.0	0.0	63.5	75.0	75.0	82.5
매출총이익	1,627.6	1,397.8	1,290.2	354.1	342.0	329.8	368.0	290.8	334.1	310.7	354.5
GPM	12.4%	13.4%	11.6%	13.6%	13.3%	13.5%	13.2%	11.9%	11.6%	11.6%	11.5%
건설	1,653.2	1,387.1	1,172.4	350.6	342.6	327.1	366.7	261.3	305.4	281.9	323.9
토목	75.0	60.0	61.1	18.6	8.0	23.7	9.7	15.0	16.3	15.0	14.8
주택	1,067.4	980.9	913.3	216.5	255.8	232.6	276.0	229.9	230.8	213.0	239.6
플랜트	478.8	346.1	198.1	115.5	78.8	70.8	81.0	16.4	58.3	53.9	69.5
연결대상	-25.6	10.7	117.8	3.3	3.4	2.6	1.3	29.6	28.7	28.8	30.6
분산형에너지		0.0	10.7	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	2.7	2.9	2.0
신사업		0.0	104.1	0.0	0.0	0.0	0.0	26.6	25.0	25.0	27.5
판관비	563.1	631.7	569.1	162.7	136.1	142.1	220.8	120.0	149.5	139.0	160.6
판관비율	4.3%	6.1%	5.1%	6.3%	5.3%	5.8%	7.9%	4.9%	5.2%	5.2%	5.2%
영업이익	1,064.5	766.1	721.0	191.4	205.9	187.7	181.1	170.8	184.6	171.7	193.9
YoY Growth	234.0%	-28.0%	-5.9%	-50.9%	-6.1%	-19.6%	-18.5%	-10.7%	-10.3%	-8.5%	7.1%
OPM	8.1%	7.4%	6.5%	7.4%	8.0%	7.7%	6.5%	7.0%	6.4%	6.4%	6.3%
건설	1,094.3	760.3	645.8	189.2	207.7	186.1	177.2	151.4	166.8	154.0	173.6
연결대상	-29.9	5.9	75.2	2.0	2.2	1.6	-0.0	19.5	17.8	17.7	20.3

자료: 하나금융투자

표 5. 대우건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,605.5	8,651.9	9,151.8	2,030.9	2,230.8	2,080.9	2,309.3	1,985.8	2,201.8	2,287.2	2,677.0
YoY growth	-9.9%	-18.4%	5.8%	-23.4%	-24.7%	-23.7%	2.2%	-2.2%	-1.3%	9.9%	15.9%
본사계	10,204.6	8,091.9	8,551.8	1,933.3	2,136.2	1,945.7	2,076.7	1,931.5	2,051.8	2,137.2	2,431.3
토목	1,731.3	1,372.0	1,459.9	350.6	323.0	299.7	398.7	396.2	350.4	365.0	348.4
주택건축	6,515.6	5,120.8	5,551.0	1,263.3	1,363.7	1,217.8	1,276.0	1,183.6	1,332.2	1,387.7	1,647.4
플랜트	1,944.5	1,582.3	1,526.0	315.6	446.0	425.2	395.5	348.0	366.2	381.5	430.2
연결대상	400.9	576.8	600.0	101.4	98.1	138.2	239.1	54.3	150.0	150.0	245.7
매출원가	9,575.4	7,796.8	8,141.0	1,817.7	1,988.9	1,869.4	2,120.7	1,768.8	1,966.5	2,035.5	2,370.2
본사계	9,256.3	7,451.1	7,650.9	1,735.9	1,922.9	1,769.3	2,023.0	1,722.7	1,839.0	1,915.5	2,173.6
원가율	90.7%	92.1%	89.5%	89.8%	90.0%	90.9%	97.4%	89.2%	89.6%	89.6%	89.4%
토목	1,699.9	1,429.7	1,378.0	321.8	361.0	281.4	465.5	367.5	332.9	346.7	330.9
주택건축	5,605.5	4,411.1	4,831.6	1,084.5	1,173.8	1,045.2	1,107.6	1,032.0	1,159.0	1,207.3	1,433.2
플랜트	1,933.8	1,610.3	1,426.9	329.6	388.1	442.7	449.9	319.6	344.3	358.6	404.4
연결대상	319.1	345.7	490.2	81.8	66.0	100.2	97.7	46.1	127.5	120.0	196.6
매출총이익	1,030.1	855.1	1,010.8	213.2	241.8	211.4	188.6	217.0	235.3	251.7	306.8
YoY growth	23.8%	-17.0%	18.2%	-23.4%	-13.6%	-26.3%	1.8%	1.8%	-2.7%	19.0%	62.7%
GPM	9.3%	7.7%	10.5%	10.0%	9.8%	8.9%	2.3%	10.8%	10.4%	10.4%	10.6%
본사계	948.3	624.0	901.0	193.6	209.8	173.4	47.2	208.8	212.8	221.7	257.7
토목	31.4	-57.7	81.9	28.8	-38.0	18.3	-66.8	28.7	17.5	18.2	17.4
주택건축	910.1	709.7	719.4	178.8	189.9	172.6	168.4	151.6	173.2	180.4	214.2
플랜트	10.7	-28.0	99.1	-14.0	57.9	-17.5	-54.4	28.4	22.0	22.9	25.8
연결대상	81.8	231.1	109.8	19.6	32.1	38.0	141.4	8.2	22.5	30.0	49.1
판매 및 관리비	401.4	491.9	478.4	114.7	140.1	92.4	143.8	96.1	111.6	122.3	148.5
판관비율	3.8%	5.7%	5.2%	5.6%	6.3%	4.4%	6.2%	4.8%	5.1%	5.3%	5.5%
영업이익	628.7	363.2	532.4	98.5	101.7	119.0	44.8	120.9	123.7	129.4	158.3
YoY growth	46.5%	-42.2%	46.6%	-45.9%	-37.1%	-37.8%	-52.1%	22.7%	21.6%	8.8%	253.6%
OPM	5.9%	4.2%	5.8%	4.9%	4.6%	5.7%	1.9%	6.1%	5.6%	5.7%	5.9%

자료: 하나금융투자

표 6. 삼성엔지니어링 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	5,479.8	6,368.0	6,499.3	1,351.8	1,625.2	1,635.6	1,755.3	1,592.5	1,624.9	1,624.8	1,657.0
yoy growth	-21.8%	16.2%	2.1%	11.0%	20.5%	25.3%	9.1%	17.8%	0.0%	-0.7%	-5.6%
매출원가	4,931.9	5,605.8	5,813.8	1,143.6	1,436.4	1,445.2	1,580.5	1,425.3	1,453.2	1,453.2	1,482.1
화공	2,032.0	2,618.6	2,975.6	501.0	632.0	689.7	795.9	733.4	742.2	742.2	757.9
비화공(관계사 등)	2,899.9	2,987.2	2,838.2	642.6	804.4	755.5	784.7	691.9	711.0	711.0	724.2
매출총이익	547.9	762.2	685.4	208.2	188.8	190.4	174.8	167.2	171.6	171.6	174.9
화공	132.8	259.6	216.5	70.8	53.7	81.9	53.2	47.7	55.9	55.9	57.0
비화공(관계사 등)	415.1	502.6	468.9	137.4	135.1	108.5	121.6	119.5	115.7	115.7	117.9
판매 및 관리비	341.9	376.7	328.8	89.2	88.8	90.6	108.1	81.7	78.0	81.2	87.8
영업이익	206.1	385.5	356.6	119.0	100.0	99.8	66.7	85.5	93.6	90.4	87.1
yoy growth	-71.6%	87.1%	-7.5%	460.3%	128.1%	18.1%	18.1%	-28.2%	-6.4%	-9.5%	30.6%
화공	-2.2	89.4	55.0	33.1	16.2	39.2	0.9	7.6	17.6	16.0	13.9
비화공	208.4	296.1	301.6	85.9	83.8	60.6	65.8	77.9	76.1	74.4	73.3

자료: 하나금융투자

표 7. 대림산업 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19A	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,984.5	9,700.1	11,096.1	2,322.1	2,467.6	2,163.5	2,746.9	2,509.4	2,767.9	2,783.8	3,037.0
YoY	-11.0%	-11.7%	14.4%	-18.1%	-16.6%	-12.2%	0.7%	8.1%	12.2%	28.7%	10.6%
1) 건설	8,048.6	6,226.2	6,686.4	1,520.8	1,609.1	1,302.8	1,793.5	1,463.3	1,671.6	1,671.6	1,882.0
토목	1,234.6	1,050.2	1,047.0	264.4	265.2	274.4	246.2	215.9	261.7	261.7	307.6
건축주택	5,576.1	4,300.1	4,724.6	1,071.9	1,185.8	830.5	1,211.9	941.5	1,181.2	1,181.2	1,420.8
플랜트	1,200.5	748.6	891.9	175.9	151.0	189.3	232.4	298.8	223.0	223.0	147.1
2) 유화	1,203.3	1,115.1	1,226.6	281.5	289.2	286.2	258.2	252.6	300.5	316.5	357.0
3) 연결법인	1,732.6	2,348.2	3,183.0	519.8	569.3	574.5	684.6	793.5	795.8	795.8	798.0
매출원가	9,564.3	8,042.5	9,338.3	1,924.0	2,050.0	1,800.6	2,267.9	2,042.4	2,380.7	2,414.5	2,500.7
원가율	87.1%	82.9%	84.2%	82.9%	83.1%	83.2%	82.6%	81.4%	86.0%	86.7%	82.3%
1) 건설	7,137.3	5,057.9	5,592.1	1,253.9	1,320.3	1,095.8	1,388.0	1,176.6	1,447.8	1,459.6	1,508.2
원가율	88.7%	81.2%	83.6%	82.5%	82.1%	84.1%	77.4%	80.4%	86.6%	87.3%	80.1%
토목	1,144.4	944.5	967.6	239.8	235.5	253.0	216.2	194.7	243.4	243.4	286.0
건축	4,795.4	3,477.0	3,813.2	858.6	939.2	684.3	995.0	737.2	992.2	1,004.0	1,079.8
플랜트	1,165.1	606.3	792.1	148.3	139.5	151.4	167.1	240.5	207.4	207.4	136.8
2) 유화	1,035.5	967.0	1,080.9	244.1	248.1	245.3	229.5	223.8	264.5	278.5	314.2
원가율	86.1%	86.7%	88.1%	86.7%	85.8%	85.7%	88.9%	88.6%	88.0%	88.0%	88.0%
3) 연결법인	1,397.9	2,010.0	2,665.2	436.6	481.6	459.5	632.2	642.1	668.4	676.4	678.3
원가율	80.7%	85.6%	83.7%	84.0%	84.6%	80.0%	92.4%	80.9%	84.0%	85.0%	85.0%
매출총이익	1,420.2	1,657.6	1,757.8	398.1	417.6	362.9	479.0	464.9	387.2	369.3	536.3
YoY	18.7%	16.7%	6.0%	-3.7%	12.8%	6.0%	66.6%	16.8%	-7.3%	1.8%	12.0%
GPM	12.9%	17.1%	15.8%	17.1%	16.9%	16.8%	17.4%	18.5%	14.0%	13.3%	17.7%
1) 건설	911.3	1,076.0	1,094.3	266.9	288.8	207.2	313.1	284.7	223.8	212.0	373.8
토목	90.2	105.7	79.3	24.6	29.7	21.4	30.0	21.2	18.3	18.3	21.5
건축	780.7	823.1	911.5	213.3	246.6	146.2	216.9	204.3	189.0	177.2	341.0
플랜트	35.4	142.3	99.8	27.6	11.5	37.9	65.3	58.3	15.6	15.6	10.3
2) 유화	167.8	148.1	145.7	37.4	41.1	40.9	28.7	28.8	36.1	38.0	42.8
3) 연결법인	334.6	338.2	517.8	93.8	87.7	114.8	52.4	151.4	127.3	119.4	119.7
판매비	574.8	527.5	661.8	157.2	119.9	139.9	110.5	142.0	166.9	167.8	185.1
판매비율	5.8%	5.4%	6.7%	6.2%	4.8%	5.6%	4.4%	5.6%	6.6%	6.7%	7.4%
영업이익	852.0	1,130.1	1,096.0	240.9	297.7	223.0	368.5	290.2	220.3	201.5	351.3
YoY	56.1%	32.6%	-3.0%	-3.0%	32.3%	8.5%	112.6%	20.5%	-26.0%	-9.7%	-4.7%
OPM	7.8%	11.7%	9.9%	10.4%	12.1%	10.3%	13.4%	11.6%	8.0%	7.2%	11.6%
1) 건설	503.6	724.3	633.4	147.1	194.5	104.3	278.4	165.4	106.8	95.0	242.1
YoY	131.6%	43.8%	-12.5%	-5.3%	55.0%	-22.5%	215.6%	12.4%	-45.1%	-9.0%	-13.1%
OPM	6.3%	11.6%	9.5%	9.7%	12.1%	8.0%	15.5%	11.3%	6.4%	5.7%	12.9%
2) 유화	104.2	78.4	72.1	21.4	24.9	22.5	9.6	5.1	18.0	19.0	21.4
YoY	-25.0%	-24.8%	-8.1%	-7.8%	-25.0%	-31.2%	-36.4%	-76.2%	-27.6%	-15.6%	123.1%
3) 연결법인	244.2	306.7	390.5	72.4	78.3	96.2	59.7	119.7	95.5	87.5	87.8

자료: 하나금융투자

표 8. 한샘 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	1,928.5	1,698.4	1,703.2	442.5	410.9	410.5	434.5	493.3	407.8	407.8	394.4
yoy growth	-6.5%	-11.9%	0.3%	-9.3%	-18.7%	-8.0%	-11.1%	11.5%	-0.8%	-0.7%	-9.2%
1.B2C	1,348.7	1,158.5	1,166.5	309.5	289.4	271.3	288.3	298.7	280.0	280.0	307.9
1) 인테리어	575.4	525.6	465.3	157.3	128.7	119.4	120.2	143.5	111.7	111.7	98.5
yoy growth	-11.4%	-8.7%	-11.5%	-4.5%	-8.6%	-5.7%	-16.1%	-8.8%	-13.2%	-6.5%	-18.1%
Agency Store	176.6	153.9	130.8	46.4	36.6	35.8	35.1	39.8	31.4	31.4	28.2
yoy growth	-22.6%	-12.9%	-15.0%	-11.3%	-13.3%	-9.6%	-17.4%	-14.2%	-14.2%	-12.3%	-19.6%
Flag Shop	214.3	203.1	182.8	60.7	48.1	49.2	45.1	51.0	43.9	43.9	44.1
yoy growth	-10.9%	-5.2%	-10.0%	7.8%	-10.3%	-2.6%	-16.3%	-16.0%	-8.8%	-10.8%	-2.3%
Online	184.5	168.6	151.7	50.2	44.0	34.4	40.0	52.7	36.4	36.4	26.2
yoy growth	-8.0%	-8.6%	-10.0%	-10.7%	-2.2%	-5.8%	-14.5%	5.0%	-17.2%	5.9%	-34.5%
2) 부엌	773.3	632.9	701.2	152.2	160.7	151.9	168.1	155.2	168.3	168.3	209.4
yoy growth	-11.1%	-18.2%	10.8%	-17.6%	-21.4%	-13.9%	-19.0%	2.0%	4.7%	10.8%	24.6%
Rehaus	415.3	415.5	472.9	96.7	105.0	100.9	112.9	105.4	113.5	113.5	140.5
yoy growth	-9.4%	0.0%	13.8%	-0.4%	-2.8%	10.4%	-5.0%	9.0%	8.1%	12.5%	24.5%
키친바호대리점	358.0	217.4	228.3	55.5	55.7	51.0	55.2	49.8	54.8	54.8	68.9
yoy growth	-12.9%	-39.3%	5.0%	-36.7%	-42.3%	-40.0%	-37.8%	-10.3%	-1.6%	7.4%	24.8%
2. B2B	499.2	447.0	453.2	115.3	105.8	113.8	112.1	117.2	108.8	108.8	118.5
yoy growth	15.3%	-10.5%	1.4%	-2.3%	-21.9%	-9.3%	-6.8%	1.6%	2.8%	-4.4%	5.7%
Construction Co.	316.1	273.6	276.3	69.0	66.7	69.0	68.9	68.3	66.3	66.3	75.4
yoy growth	44.1%	-13.4%	1.0%	-8.1%	-21.6%	-15.0%	-7.8%	-1.0%	-0.6%	-3.9%	9.4%
Materials	183.1	173.4	176.9	46.3	39.1	44.8	43.2	48.9	42.4	42.4	43.1
yoy growth	-15.0%	-5.3%	2.0%	8.2%	-22.4%	1.4%	-5.5%	5.6%	8.6%	-5.2%	-0.3%
3. 연결대상기업	80.6	92.8	83.5	17.8	15.5	25.4	34.1	77.4	19.0	19.0	(36.1)
yoy growth	-10.1%	15.2%	-10.0%	-13.2%	-36.4%	41.7%	91.1%	334.8%	22.9%	-25.0%	-206.0%
매출원가	1,416.7	1,224.9	1,213.6	312.6	291.6	304.3	316.4	365.1	293.9	289.4	265.2
yoy growth	-3.2%	-13.5%	-0.9%	-13.0%	-20.9%	-7.8%	-11.8%	16.8%	0.8%	-4.9%	-16.2%
원가율	73.5%	72.1%	71.3%	70.6%	71.0%	74.1%	72.8%	74.0%	72.1%	71.0%	67.2%
매출총이익	511.8	473.5	489.6	129.9	119.3	106.2	118.0	128.2	113.9	118.4	129.2
yoy growth	-14.5%	-7.5%	3.4%	0.8%	-12.8%	-8.6%	-9.2%	-1.3%	-4.6%	11.4%	9.4%
GPM	26.5%	27.9%	28.7%	29.4%	29.0%	25.9%	27.2%	26.0%	27.9%	29.0%	32.8%
판매비와 관리비	455.8	417.8	408.8	111.4	110.9	100.3	95.2	111.4	93.8	93.8	109.8
yoy growth	-0.4%	-8.3%	-2.1%	-7.3%	-7.1%	-5.4%	-13.7%	0.0%	-15.4%	-6.5%	15.3%
판매비율	23.6%	24.6%	24.0%	25.2%	27.0%	23.0%	21.9%	22.6%	23.0%	23.0%	27.8%
영업이익	56.0	55.8	80.8	18.5	18.5	6.0	22.8	16.8	20.1	24.6	19.4
yoy growth	-60.1%	-0.5%	44.9%	112.1%	6.5%	-41.6%	16.0%	-9.3%	8.4%	310.6%	-15.1%
OPM	2.9%	3.3%	4.7%	4.2%	4.5%	1.5%	5.2%	3.4%	4.9%	6.0%	4.9%

자료: 하나금융투자

2. 커버리지 기업 수주잔고 및 신규수주 추이

표 9. 커버리지 기업 수주표

(단위: 십억원)

건설사	항목	2017	2018	2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	'20 가이던스
현대건설	수주잔고	70,608.6	55,806.0	56,329.1	54,805.4	58,738.9	60,984.2	56,329.1	62,233.8	-국내(본사): 6.6조원 -해외(본사): 8.0조원 -국내(엔지): 5.4조원 -해외(엔지): 5.1조원
	국내	23,981.9	23,919.6	25,277.5	24,128.9	24,619.1	24,905.4	25,277.5	26,798.9	
	해외	18,691.6	8,055.4	8,843.5	7,177.6	9,379.2	8,722.4	8,843.5	12,283.6	
	연결법인	27,709.0	23,552.1	21,878.3	23,213.6	24,430.4	21,878.3	21,878.3	22,810.2	
	신규수주	21,713.6	19,033.9	24,252.1	2,904.4	8,579.8	6,360.1	6,407.8	9,931.2	
	국내(본사)	10,348.9	6,713.0	8,610.2	1,518.9	2,207.3	1,794.4	3,089.7	3,039.8	
	해외(본사)	2,409.0	2,439.5	4,416.5	80.5	3,158.5	285.8	891.8	4,218.9	
	연결법인	8,955.6	10,600.0	11,278.5	1,305.4	3,213.9	4,279.3	2,479.9	2,671.5	
대우건설	수주잔고	30,374.4	29,858.3	32,882.7	32,010.3	33,483.6	32,553.1	32,882.7	32,464.6	-국내: 7.7조원 -해외: 5.1조원
	국내	25,229.5	25,772.1	27,967.0	27,098.0	28,166.9	27,529.9	27,967.0	27,532.7	
	해외	5,144.9	4,086.2	4,915.7	4,912.3	5,316.7	5,023.2	4,915.7	4,931.9	
	신규수주	12,894.8	9,682.6	10,639.1	3,432.0	2,949.4	1,041.2	3,216.5	1,503.7	
	국내	9,524.4	7,862.5	8,864.7	3,306.3	2,504.3	897.0	2,157.1	1,122.6	
	해외	3,370.3	1,820.1	1,774.4	125.7	445.1	144.2	1,059.4	381.1	
대림산업	수주잔고	25,727.2	21,828.2	21,325.8	21,901.5	20,816.6	19,555.3	21,325.8	20,623.6	-주택/토목: 6.7조원 -플랜트: 2.0조원
	주택/토목	20,647.8	19,535.0	19,080.4	19,250.1	18,787.8	17,607.7	19,080.4	18,622.8	
	플랜트	4,501.3	2,535.7	2,245.4	2,738.2	2,677.3	1,947.6	2,245.4	2,000.9	
	신규수주	6,112.3	6,700.0	6,757.0	1,301.8	1,085.9	425.0	3,601.6	950.8	
	주택/토목	6,062.9	6,080.9	5,435.4	1,084.9	1,041.1	382.9	2,847.1	934.3	
	플랜트	49.4	619.1	1,321.6	465.1	44.8	42.8	754.5	16.5	
삼성엔지니어링	수주잔고	10,321.9	13,701.6	14,237.5	13,171.5	12,444.5	11,205.4	14,237.5	14,226.7	-전체: 10.5조원
	화공	7,163.8	10,137.5	11,336.8	9,660.8	9,003.6	8,490.6	11,336.8	10,887.3	
	비화공	3,158.1	3,564.1	2,900.7	3,510.7	3,440.9	2,714.8	2,900.7	3,339.4	
	신규수주	8,533.3	9,208.4	7,048.3	622.8	863.3	453.2	5,109.0	1,236.2	
	화공	5,014.6	4,911.6	4,289.4	14.8	25.0	211.1	4,038.5	7.5	
	비화공	3,518.7	4,296.8	2,758.9	608.0	838.3	242.1	1,070.5	1,228.7	
GS건설	수주잔고	36,968.0	39,692.0	41,837.2	38,591.0	39,332.0	40,470.0	41,837.2	41,868.2	-국내: 8.3조원 -해외: 3.3조원
	국내	29,688.0	30,209.0	30,475.4	29,751.0	30,218.0	30,633.0	30,475.4	30,753.4	
	해외	7,280.0	8,584.0	7,974.6	7,815.0	7,372.0	7,171.0	7,974.6	7,524.6	
	신규수주	11,223.0	10,922.0	10,072.0	1,375.0	2,598.0	2,656.0	3,444.0	2,269.0	
	국내	8,788.0	8,499.0	7,031.0	1,200.0	2,317.0	2,176.0	2,162.0	2,129.0	
	해외	2,435.0	2,423.0	3,041.0	175.0	281.0	480.0	1,282.0	140.0	

자료: 각 사, 하나금융투자

표 10. 2020년 해외 파이프라인

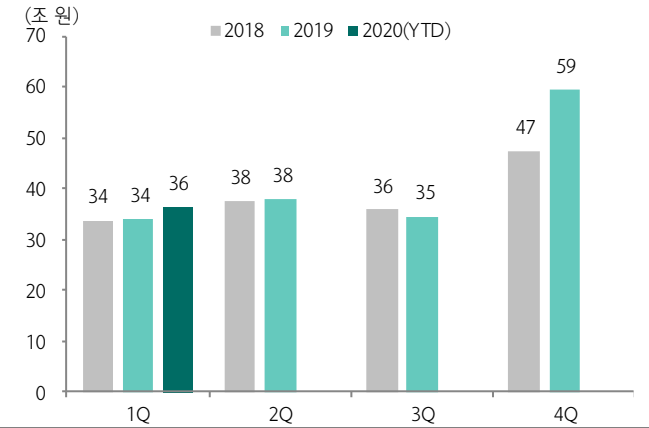
건설사	프로젝트명	규모(억 달러)	비고
현대건설	이라크 물유정공급	24.5	- 2Q19 LOI, 본계약 미정
	알제리 오마세 화력발전	6.0	- 1Q20 수주
	파나마 메트로	17.0	- 1Q20 수주
	싱가포르 풍골 스포츠센터	1.6	- 1Q20 수주
	카타르 루사일 타워	11.0	- 1Q20 수주
	카타르 노스필드 LNG	200.0	- 현대건설, 대우건설 ITB - 3월 중 사이드패키지(10억불규모) 발주 전망 - 3Q20 입찰 결과 발표 예정
	카타르 병원	5.0	- 일정연기, 상반기 입찰 예정
	이라크 발전소	15.0	- 3~4월 중 발주 예상
	사우디 자푸라 가스 플랜트	35.0	- 입찰 지연 중 - 현대 패키지 하나 유력
	UAE Hail&Ghasha Sour Gas	40.0	- 미정
	롯데케미칼 라인 NCC	5.5	- 현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업 - 하반기 입찰 예정
	우즈베크 복합화력	8.0	- 상반기말~하반기 중 입찰 예정
	싱가포르 매립공사	5.0	- 미정
대우건설	모잠비크 LNG Area 1	5.0	- 1Q20 수주, 2Q20 본계약 예상
	나이지리아 LNG Train #7	16.0	- 4Q19 FID 완료 - 2Q20 계약 예상
	알제리 REB LPG Extraction	6.5	- 4Q19 기술 입찰서 제출 - 3Q20 상업 입찰서 제출 예상
	나이지리아 PHC Refinery Rehabilitation PJ	5.0	- 2Q20 원청계약체결 - 3Q20 당사 하청계약체결예상
	카타르 North Field Expansion Pkg.1	10.0	- 2Q20 원청사 입찰 예정 - 4Q20 당사 하청계약체결 예상
	나이지리아 LNG New BOG Comp.	0.5	- 4Q20 낙찰사 발표 예상
	이라크 Al Faw Container Terminal Pkg.2	5.0	- 2Q20 계약 예상
	싱가포르 Jurong Region Line J109	1.5	- 2Q20 결과 발표
	싱가포르 Cross Island Line CR101, 108	2.7, 4.0	- 3Q20 입찰 결과 발표 예정
	인도네시아 Kutai Coal Terminal	2.9	- 4Q20 계약 예상
	이라크 Khor-Al-zubair Immersed Tunnel PKG.2	3.0	- 4Q20 계약 예상
대림산업	오만 SRIP	2.9	- 하반기 입찰 예정
	롯데케미칼 타이탄 NCC	5.5	- 현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업 - 하반기 입찰 예정
	모스크바 리파이너리	2.5	- 상반기 입찰 예정
	USGC	5.5	- 상반기 입찰 예정
GS건설	싱가포르 철도종합시험선로	4.5	- 2Q2 수주
	카타르 비료공장	6.0	- 입찰 완료, 결과 발표 미정
	사우디 자푸라 가스 플랜트	35.0	- 현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업
	롯데케미칼 타이탄 NCC	5.5	- 현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업
삼성 엔지니어링	사우디 우나이자 가스 플랜트	0.1	- 4Q19 수주, LOI
	말레이시아 사라왁 가스처리플랜트	0.05	- 2Q20 FEED
	멕시코 도스보카스 정유 프로젝트 파일 공사	0.6	- 총 6개 패키지 중 2번, 3번 패키지 FEED 수행 중 - 누적계약금액 3.1억달러
	사우디 자푸라 가스 플랜트 Pkg 2	15.0	- 1Q20 Pkg 2 Lowest
	말레이시아 사라왁 메탄올	10.0	- 2Q20 EPC 결과 발표(FEED 수행중)
	롯데케미칼 라인	5.5	- 현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업 - 하반기 입찰 예정
	이집트 EPPC PDH	8.0	- 2020년 예정
	아제르바이잔 쇼카르 GPC	10.0	- 2020 예정
	북미 PTTGC	11.0	- EP수행, 얼리웍
	UAE Hail&Ghasha Sour Gas	40.0	- 미정

주: 음영은 수주

자료: 각 사, 하나금융투자

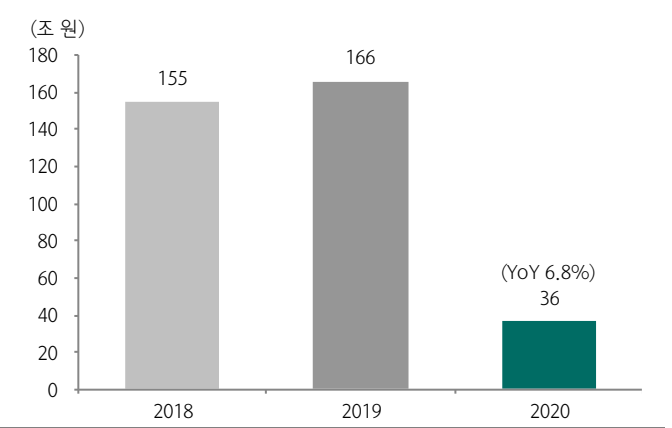
3. 국내 건설시장 주요 지표

그림 8. 분기별 국내 건설수주 추이 (2020년은 3월 기준)



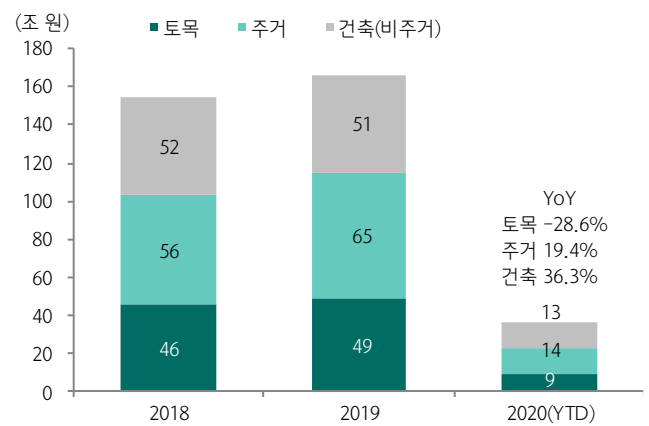
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 9. 연간 국내 건설수주 추이 (2020년은 3월 기준)



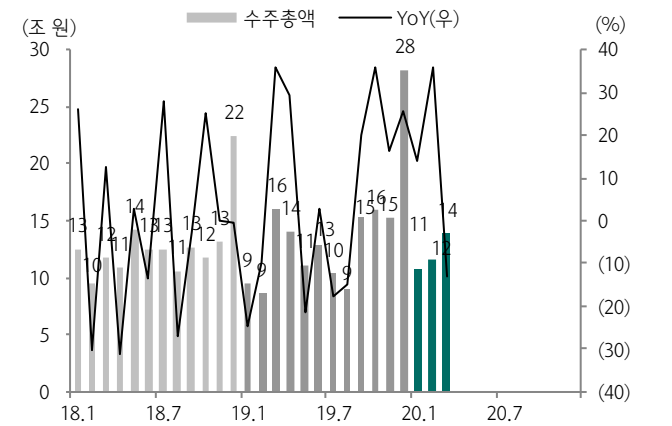
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 10. 구성별 수주총액 (2020년은 3월 기준)



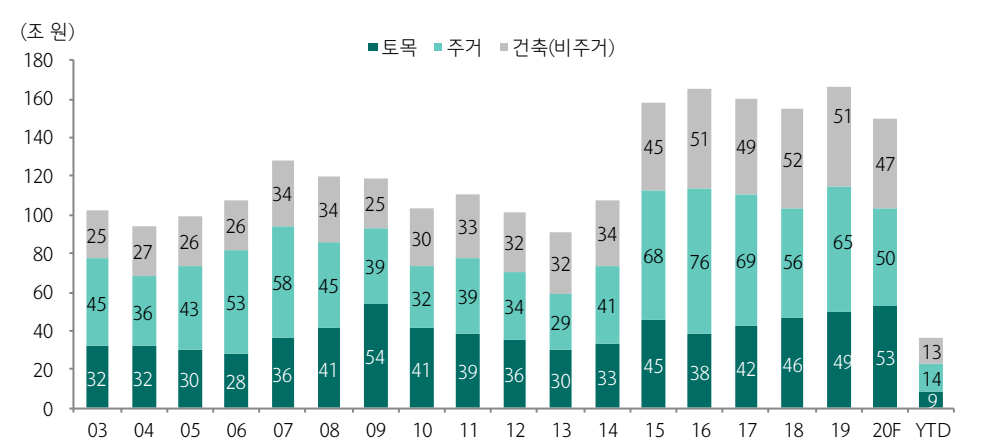
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 11. 월간 국내 건설수주 추이 (3월 13.9조원, YoY -13.1%)



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

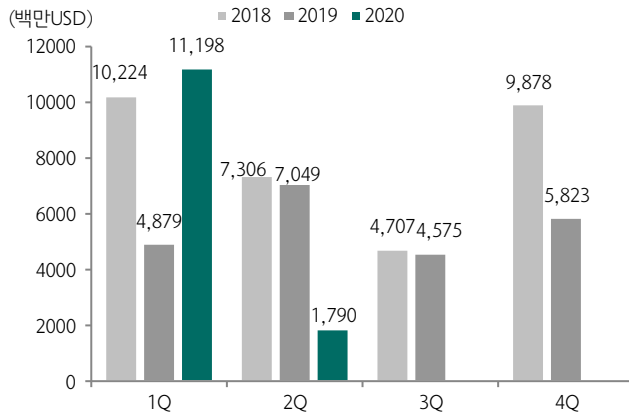
그림 12. 연도별 국내 건설수주액 추이 (2020년은 3월 기준)



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

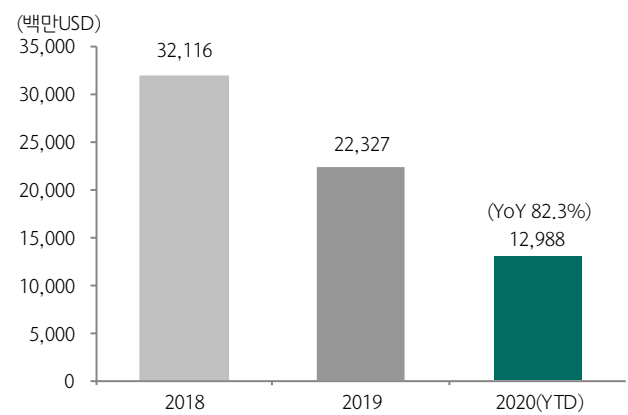
4. 해외 건설시장 주요 지표

그림 13. 분기별 국내 건설사 총 해외 수주액 (2020년은 4월 기준)



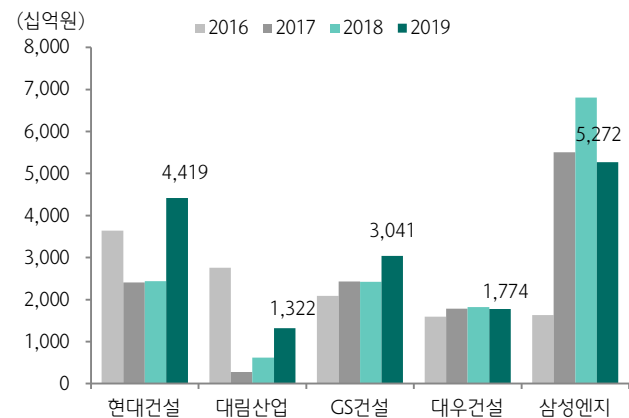
자료: 해외건설협회, 하나금융투자

그림 14. 연간 국내 건설사 총 해외 수주액 (2020년은 4월 기준)



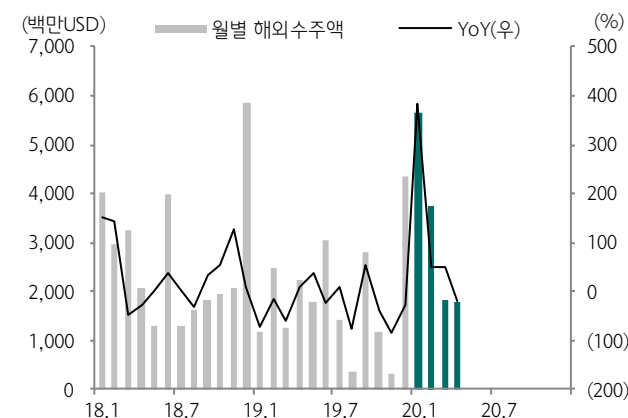
자료: 해외건설협회, 하나금융투자

그림 15. 각 건설사별 해외 수주액



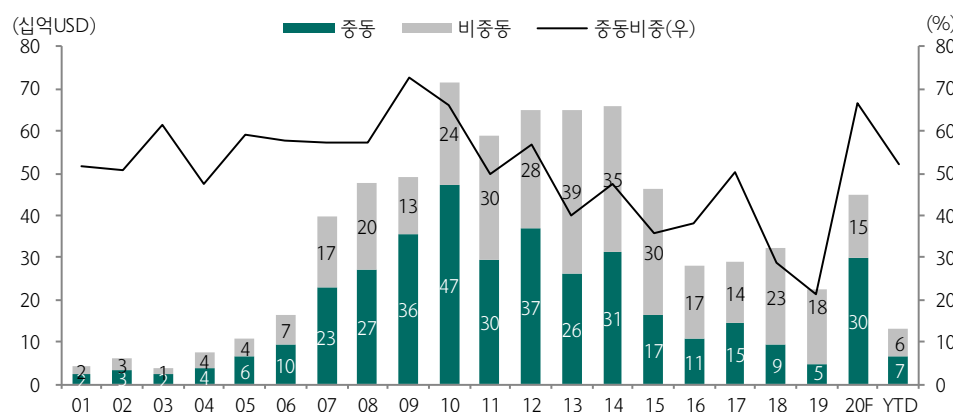
주: 각 사 건설 별도 기준 수주액
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 16. 월간 해외 건설수주 추이 (4월 17.9억불, YoY -20.2%)



자료: 해외건설협회, 하나금융투자

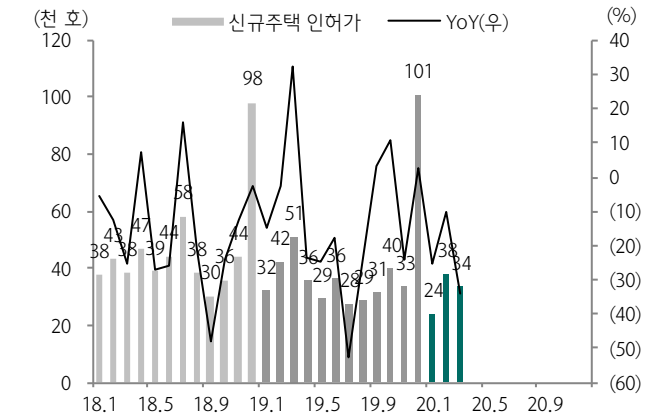
그림 17. 연도별 해외 건설수주액 추이 (2020년은 4월 기준)



자료: 해외건설협회, 하나금융투자

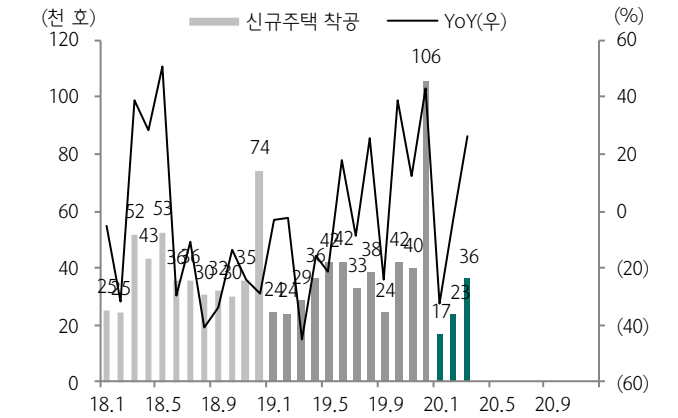
5. 국내주택 시장지표

그림 18. 월별 신규주택 인허가 (3월 기준)



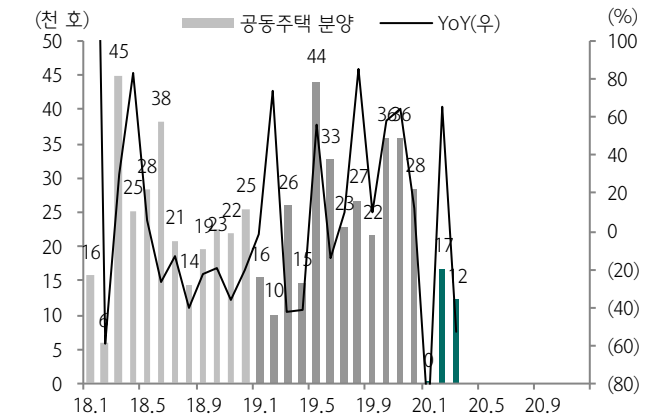
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 19. 월별 신규주택 착공 (3월 기준)



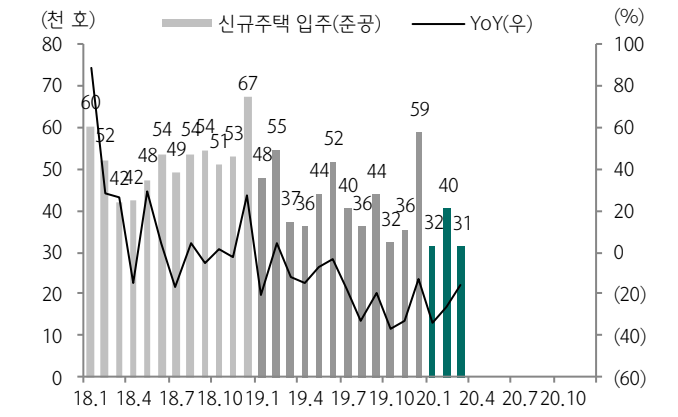
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 20. 월별 공동주택 분양 (3월 기준)



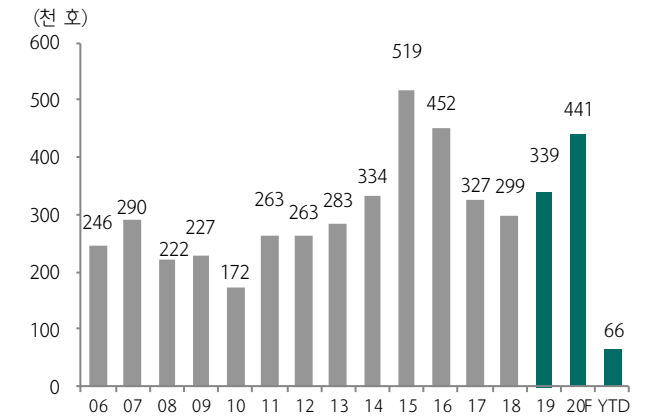
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 21. 월별 주택 입주량(준공) (3월 기준)



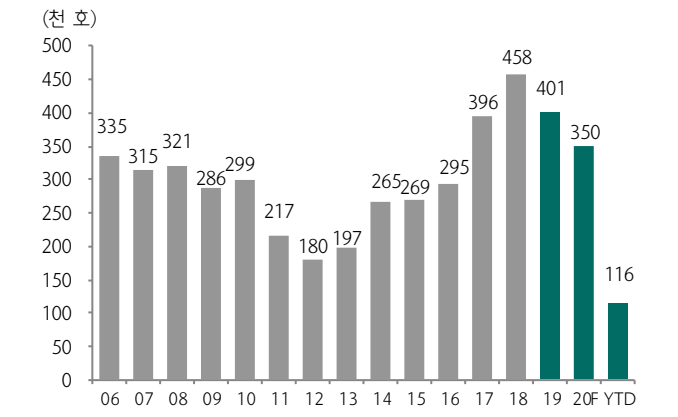
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 22. 연도별 아파트 분양 및 분양예정 추이



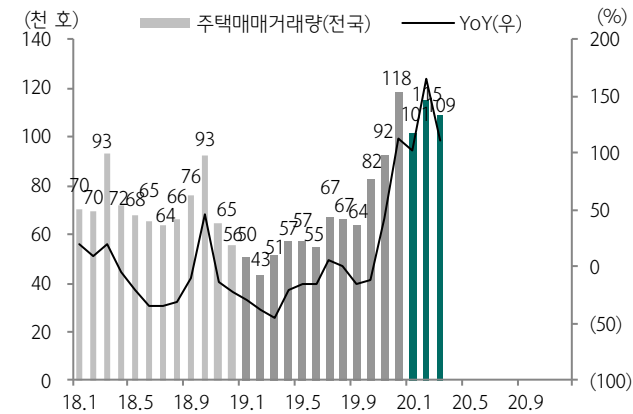
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 23. 연도별 아파트 입주 및 입주예정 추이



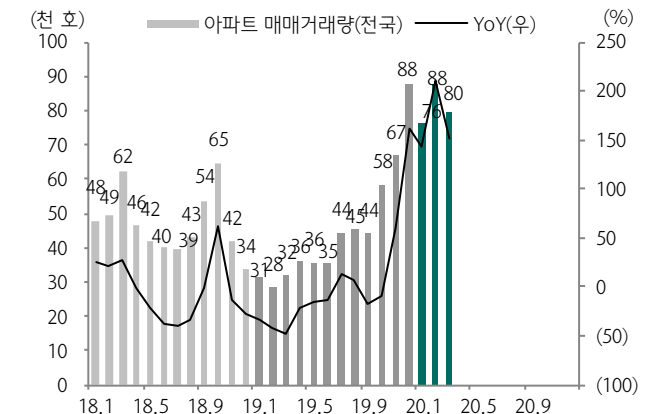
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 24. 전국 월별 재고주택 매매거래량 (3월 기준)



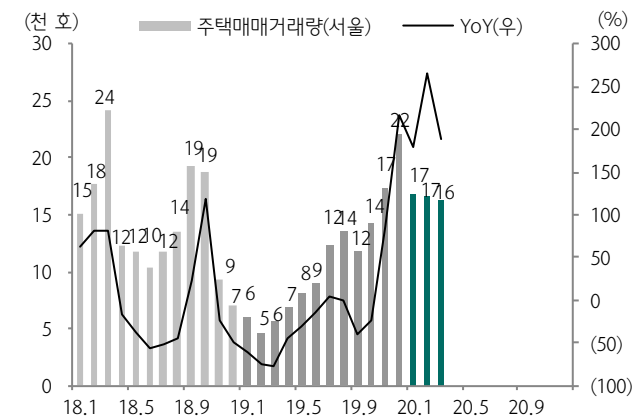
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 25. 전국 월별 아파트 매매거래량 (3월 기준)



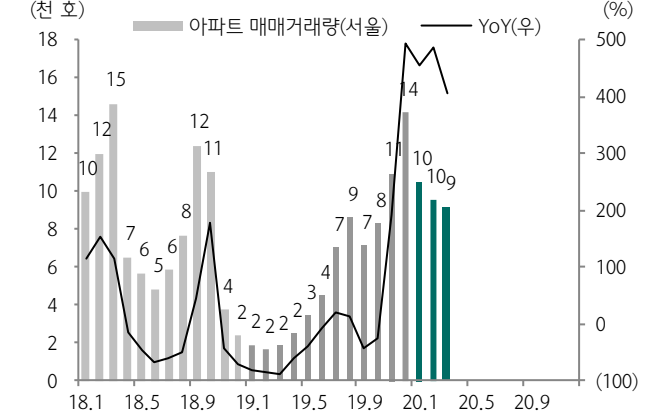
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 26. 서울 월별 재고주택 매매거래량 (3월 기준)



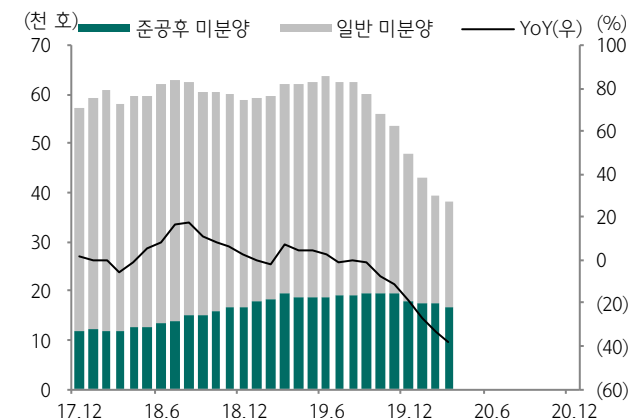
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 27. 서울 월별 아파트 매매거래량 (3월 기준)



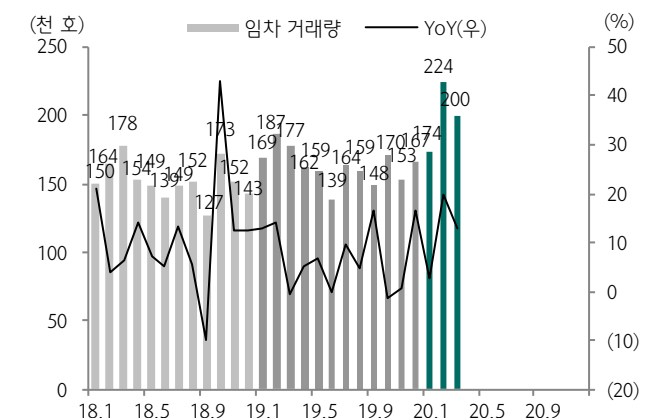
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 28. 월별 신규주택 미분양 (3월 기준)



자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 29. 전월세(임차) 거래량 (3월 기준)



자료: 국토교통부, 하나금융투자

6. 국내 주택 가격지표

그림 30. 주간 아파트 가격 변동률

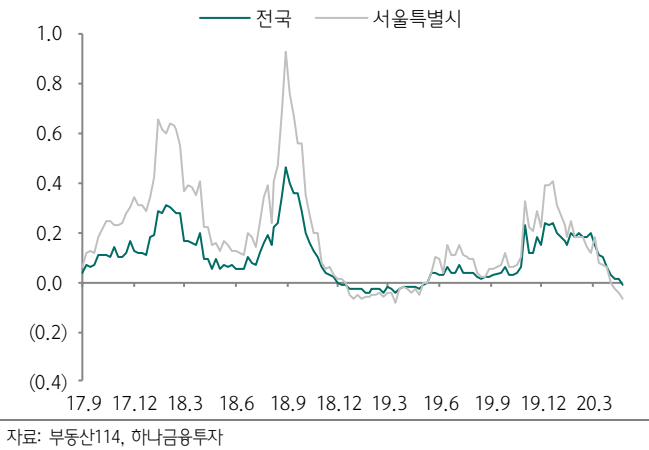


그림 31. 월간 아파트 가격 변동률

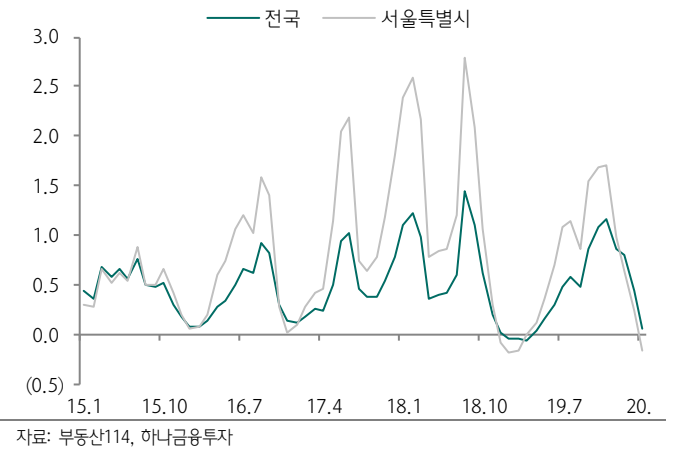


그림 32. 주간 서울 재개발/재건축 가격변동률

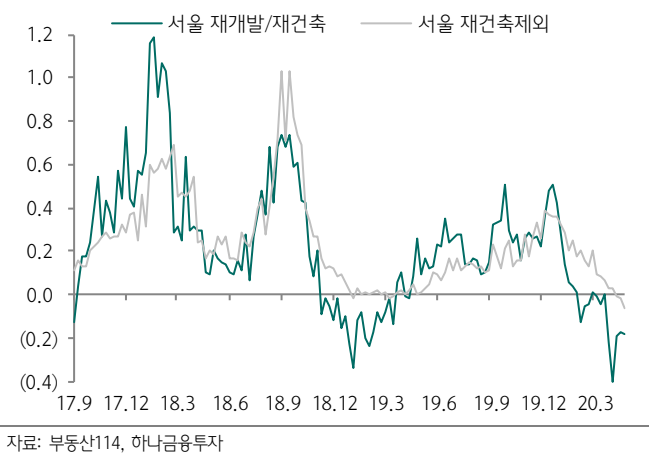


그림 33. 월간 서울 재개발/재건축 가격변동률

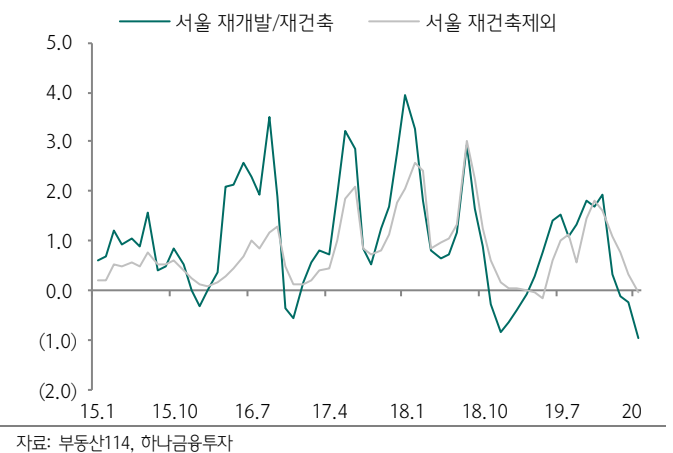


그림 34. 주간 경기도/부산/대구 가격변동률

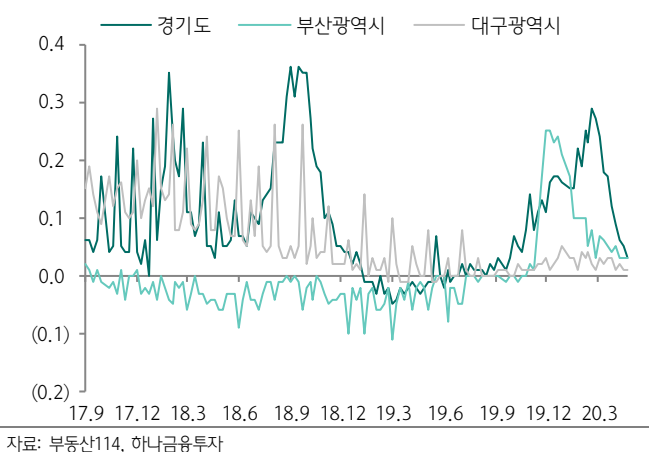
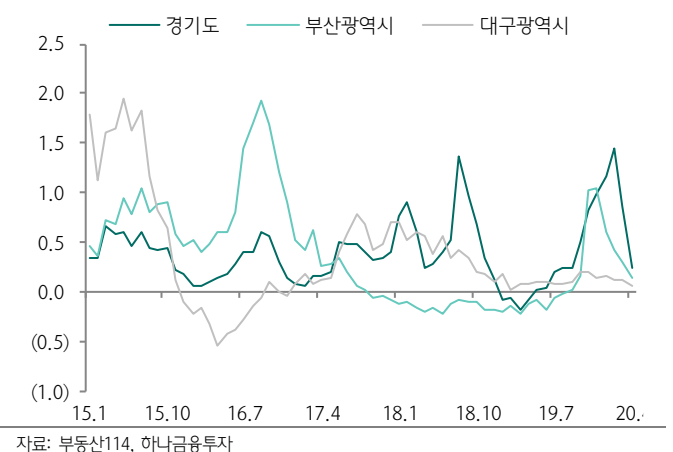


그림 35. 월간 경기도/부산/대구 가격변동률



관심종목

태영건설 (009410)	25
대림산업(000210)	29
현대건설(000720)	33
한샘(009240)	37

2020년 5월 13일

태영건설 (009410)

주주친화적 건설-환경관련 그룹으로

주주가치를 위한 분할상장 기대

태영건설은 2017년 커버리지 개시 이후에는 건설업 중심 실적 개선이, 2019년 5월부터는 환경부문이 성장동력화 되고 있다. 환경은 폐기물매립과 수처리부문을 중심으로 하고 있으며, 국내 건설사들의 신사업 추진 분야 중 하나로 태영건설은 이 영역에서 국내 매출 1위 환경기업인 TSK코퍼레이션을 보유하고 있다. 6월 30일 분할 후 신규상장 예정이며, 분할로 인해 발생하는 SBS대주주 변경건의 심사를 기다리는 중이다.

도시개발과 환경부문 성장 기대

도시개발사업은 수도권 37만호 공급 시대에 더욱 필수불가결한 사업형태가 되었다. 민간자본참여형 도시개발사업이 주를 이루고 있어서다. 앞으로 정부가 주도하는 LH 베이스의 공공택지 개발도 많겠지만, 수도권 메갈로폴리스 시대에 걸맞는 민간 베이스의 도시개발사업도 활성화 될 것으로 기대하며 이는 분할 이후 건설부문의 지속성장이 기대되는 이유다. 태영건설은 국내 건설사 중 유일하게 '22년까지 주택공급-자체사업 목록을 가이던스로 제시할 정도로 자체사업 수주풀 측면에서 앞서가고 있다.

환경부문 사업도 TSK코퍼레이션(태영 지분율 62%)이 주도 중이다. 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.

TP 2.0만원, 커버리지 타픽 유지

태영건설의 분할상장과 분할비율이 투자자들에게 상당한 투자 기회를 제공하고 있다고 판단한다. 분할전 시가총액 대비 분할 후 시가총액은 환경부문 밸류에이션과 건설부문 밸류에이션을 고려할 때 1.7배 이상으로 높아질 수 있다고 판단하고 TP를 산출하였다. 커버리지 타픽을 유지하겠다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 20,000원 | CP(5월12일): 13,650원

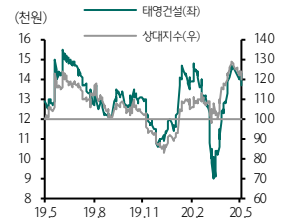
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,922.17
52주최고/최저(원)	15,500/8,930
시가총액(십억원)	1,042.9
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	76,400.0
60일 평균 거래량(천주)	283.0
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5
20년 배당금(예상, 원)	150
20년 배당수익률(예상, %)	1.10
외국인 지분율(%)	8.46
주요주주 지분율(%)	
윤석민 외 3인	38.32
머스트자산운용	15.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.8 5.0 8.3
상대	2.4 16.9 18.8

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,661.2	3,861.6
영업이익(십억원)	402.1	463.8
순이익(십억원)	193.0	252.0
EPS(원)	2,343	3,078
BPS(원)	18,846	22,234

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,691.1	3,924.4	3,619.4	3,740.2	3,976.6
영업이익	십억원	458.2	391.2	431.2	478.6	508.8
세전이익	십억원	363.8	234.3	429.1	463.0	489.7
순이익	십억원	189.4	90.9	269.2	290.4	275.1
EPS	원	2,398	1,152	3,409	3,678	3,485
증감률	%	109.8	(52.0)	195.9	7.9	(5.2)
PER	배	4.73	10.38	4.00	3.71	3.92
PBR	배	0.86	0.80	0.75	0.62	0.54
EV/EBITDA	배	4.68	6.27	5.78	5.01	4.40
ROE	%	19.21	8.38	20.96	18.69	15.07
BPS	원	13,245	15,029	18,303	21,847	25,197
DPS	원	125	150	150	150	150



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

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

주주가치를 위한 분할상장 기대

태영건설은 2017년 커버리지 개시 이후에는 건설업 중심 실적개선이, 2019년 5월부터는 환경부문이 성장동력화 되고 있다. 환경은 폐기물매립과 수처리부문을 중심으로 하고 있으며, 국내 건설사들의 신사업 추진 분야 중 하나로 태영건설은 이 영역에서 국내 매출 1위 환경 기업인 TSK코퍼레이션을 보유하고 있다. 6월 30일 분할 후 신규상장 예정이며, 분할로 인해 발생하는 SBS대주주 변경건의 심사를 기다리는 중이다.

표 1. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결 매출	3,691.1	3,924.4	3,619.4	845.3	1,112.1	853.9	1,113.1	687.7	941.0	904.9	1,085.8
YoY Growth	13.0%	6.3%	-7.8%	5.4%	8.4%	-8.6%	19.8%	-18.6%	-15.4%	6.0%	-2.4%
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	3,027.6	3,264.7	2,968.3	686.3	907.9	750.5	920.1	550.9	784.8	742.1	890.5
YoY Growth	10.7%	7.8%	-9.1%	8.4%	6.2%	-2.2%	19.1%	-19.7%	-13.6%	-1.1%	20.0%
원가율	82.0%	83.2%	82.0%	81.2%	81.6%	87.9%	82.7%	80.1%	83.4%	82.0%	82.0%
매출총이익	663.5	659.6	651.1	159.0	204.2	103.4	193.0	136.7	156.3	162.8	195.3
GPM	18.0%	16.8%	18.0%	18.8%	18.4%	12.1%	17.3%	19.9%	16.6%	18.0%	18.0%
판관비	205.3	268.4	219.9	48.3	72.9	52.4	94.8	46.2	52.8	55.0	66.0
판관비율	5.6%	6.8%	6.1%	5.7%	6.6%	6.1%	8.5%	6.7%	5.6%	6.1%	6.1%
영업이익	458.2	391.2	431.2	110.6	131.3	51.1	98.2	90.6	103.5	107.8	129.4
YoY Growth	47.3%	-14.6%	10.2%	-9.2%	6.5%	-56.2%	1.8%	-18.1%	-21.2%	111.2%	31.7%
OPM	12.4%	10.0%	11.9%	13.1%	11.8%	6.0%	8.8%	13.2%	11.0%	11.9%	11.9%
건설	368.9	289.0	284.2	90.4	128.5	(0.3)	70.4	59.7	68.2	71.0	85.2
YoY Growth	572.4%	-21.6%	-1.7%	-17.6%	43.0%	적전	-21.8%	-34.0%	-46.9%	적전	21.1%
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

도시개발과 환경부문 성장 기대

도시개발사업은 수도권 37만호 공급 시대에 더욱 필수불가결한 사업형태가 되었다. 민간자본참여형 도시개발사업이 주를 이루고 있어서다. 앞으로 정부가 주도하는 LH 베이스의 공공택지 개발도 많겠지만, 수도권 메갈로폴리스 시대에 걸맞는 민간 베이스의 도시개발사업도 활성화 될 것으로 기대하며 이는 분할 이후 건설부문의 지속성장이 기대되는 이유다. 태영건설은 국내 건설사 중 유일하게 '22년까지 주택공급-자체사업 목록을 가이드선으로 제시할 정도로 자체사업 수주풀 측면에서 앞서가고 있다.

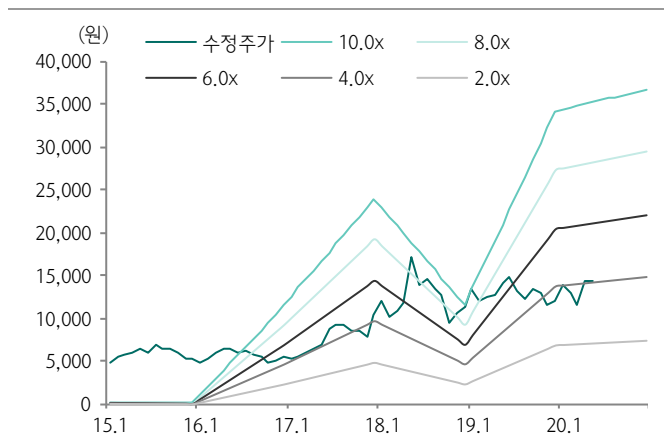
환경부문 사업도 TSK코퍼레이션(태영 지분율 62%)이 주도 중이다. 폐기물 및 환경업을 영위하는 국내 및 글로벌 상장 PEER와 비교할때 TSK코퍼레이션 상장 시 합산 기업가치는 현 태영건설 시가총액을 상회할 것으로 기대된다. 과거 두산이 두산솔루션과 두산퓨얼셀로 분할 한 이후와 유사한 흐름 기대한다.

표 2. 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)유니크	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) 울촌사업소	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

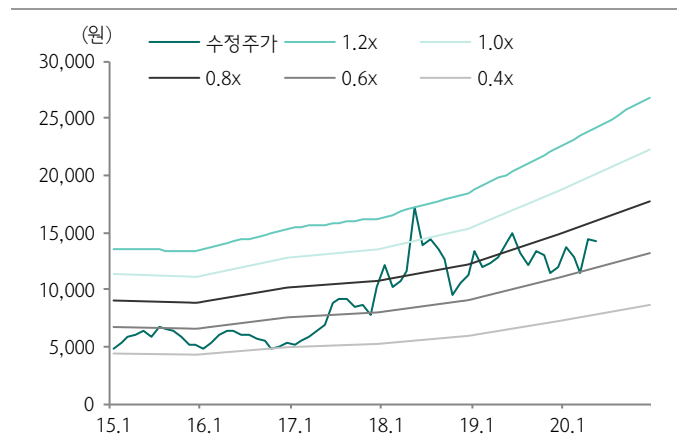
주: 음영은 TSK코퍼레이션 자회사
자료: 자원순환정보시스템, 하나금융투자

그림 1. 태영건설 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 태영건설 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,691.1	3,924.4	3,619.4	3,740.2	3,976.6
매출원가	3,027.6	3,264.7	2,968.3	3,038.2	3,230.2
매출총이익	663.5	659.7	651.1	702.0	746.4
판관비	205.3	268.4	219.9	223.4	237.5
영업이익	458.2	391.2	431.2	478.6	508.8
금융손익	(25.9)	(25.6)	(7.1)	(10.6)	(19.1)
중속/관계기업손익	8.6	5.6	20.0	20.0	0.0
기타영업외손익	(77.1)	(137.0)	(15.0)	(25.0)	0.0
세전이익	363.8	234.3	429.1	463.0	489.7
법인세	126.4	96.8	112.4	121.3	166.0
계속사업이익	237.4	137.5	316.7	341.7	323.7
중단사업이익	6.7	(38.0)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	244.1	99.5	316.7	341.7	323.7
비배주주지분 손이익	54.8	8.6	47.5	51.3	48.6
지배주주순이익	189.4	90.9	269.2	290.4	275.1
지배주주지분포괄이익	150.4	96.6	291.5	314.4	297.9
NOPAT	299.0	229.6	318.2	353.2	336.3
EBITDA	525.6	460.0	496.5	541.1	564.1
성장성(%)					
매출액증가율	13.0	6.3	(7.8)	3.3	6.3
NOPAT증가율	69.9	(23.2)	38.6	11.0	(4.8)
EBITDA증가율	39.0	(12.5)	7.9	9.0	4.3
영업이익증가율	47.3	(14.6)	10.2	11.0	6.3
(지배주주)순이익증가율	109.7	(52.0)	196.1	7.9	(5.3)
EPS증가율	109.8	(52.0)	195.9	7.9	(5.2)
수익성(%)					
매출총이익률	18.0	16.8	18.0	18.8	18.8
EBITDA이익률	14.2	11.7	13.7	14.5	14.2
영업이익률	12.4	10.0	11.9	12.8	12.8
계속사업이익률	6.4	3.5	8.8	9.1	8.1

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,398	1,152	3,409	3,678	3,485
BPS	13,245	15,029	18,303	21,847	25,197
CFPS	7,431	7,192	6,339	6,675	7,127
EBITDAPS	6,657	5,826	6,289	6,853	7,145
SPS	46,748	49,702	45,840	47,369	50,363
DPS	125	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	4.7	10.4	4.0	3.7	3.9
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
PCFR	1.5	1.7	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	4.7	6.3	5.8	5.0	4.4
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	19.2	8.4	21.0	18.7	15.1
ROA	3.9	1.7	4.7	5.0	4.5
ROIC	13.4	9.0	11.0	11.5	10.6
부채비율	234.5	276.5	196.2	169.6	152.8
순부채비율	75.1	97.9	71.7	51.4	34.0
이자보상배율(배)	11.8	9.5	10.4	13.5	14.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,790.8	3,528.4	3,186.5	3,532.4	3,955.3
금융자산	631.1	812.6	411.7	624.8	902.6
현금성자산	331.2	505.6	125.4	330.3	595.5
매출채권 등	907.6	1,362.7	1,499.0	1,573.9	1,652.6
채고자산	943.9	985.5	936.2	983.0	1,032.2
기타유동자산	308.2	367.6	339.6	350.7	367.9
비유동자산	2,167.8	2,387.7	2,373.3	2,419.3	2,416.2
투자자산	522.4	518.9	554.8	603.2	660.4
금융자산	32.5	59.3	54.7	56.5	60.1
유형자산	1,034.9	1,064.5	1,030.0	1,040.5	990.8
무형자산	122.0	166.4	150.5	137.6	127.0
기타비유동자산	488.5	637.9	638.0	638.0	638.0
자산총계	4,958.6	5,916.1	5,559.9	5,951.7	6,371.5
유동부채	1,886.5	2,638.2	2,000.6	1,946.1	2,004.7
금융부채	546.7	1,207.8	715.6	730.9	731.5
매입채무 등	907.8	1,010.3	858.7	772.8	811.5
기타유동부채	432.0	420.1	426.3	442.4	461.7
비유동부채	1,589.8	1,706.5	1,682.1	1,797.6	1,846.1
금융부채	1,197.5	1,142.8	1,042.8	1,027.8	1,027.8
기타비유동부채	392.3	563.7	639.3	769.8	818.3
부채총계	3,476.3	4,344.7	3,682.7	3,743.8	3,850.8
지배주주지분	1,014.4	1,155.1	1,413.7	1,693.6	1,958.0
자본금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
자본잉여금	71.7	125.0	125.0	125.0	125.0
자본조정	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄이익누계액	15.3	15.3	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	919.3	1,006.8	1,265.4	1,545.2	1,809.7
비지배주주지분	467.9	416.3	463.5	514.4	562.7
자본총계	1,482.3	1,571.4	1,877.2	2,208.0	2,520.7
순금융부채	1,113.1	1,538.0	1,346.6	1,133.9	856.6

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	115.0	35.9	259.3	333.7	358.1
당기순이익	244.1	99.5	316.7	341.7	323.7
조정	240.3	291.3	71.4	64.0	73.0
감가상각비	67.5	68.8	65.3	62.5	55.3
외환거래손익	(0.2)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(8.5)	32.4	(20.0)	(20.0)	0.0
기타	181.5	190.9	26.1	21.5	17.7
영업활동 자산부채 변동	(369.4)	(354.9)	(128.8)	(72.0)	(38.6)
투자활동 현금흐름	(138.6)	(283.6)	4.7	(83.1)	(47.4)
투자자산감소(증가)	65.5	3.5	(16.2)	(28.7)	(57.5)
유형자산감소(증가)	(34.0)	(71.6)	(15.0)	(60.0)	5.0
기타	(170.1)	(215.5)	35.9	5.6	5.1
재무활동 현금흐름	(21.3)	422.1	(644.2)	(45.7)	(45.5)
금융부채증가(감소)	194.4	606.4	(592.2)	0.3	0.6
자본증가(감소)	(72.1)	53.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(136.9)	(228.4)	(41.4)	(35.4)	(35.5)
배당지급	(6.7)	(9.2)	(10.6)	(10.6)	(10.6)
현금의 증감	(44.6)	174.4	(380.2)	204.9	265.2
Unlevered CFO	586.7	567.9	500.5	527.0	562.7
Free Cash Flow	74.9	(43.6)	144.3	268.7	358.1

2020년 5월 13일

대림산업 (000210)

실적주로서 투자매력 높고, 주주환원까지 한다면 리레이팅 할 것

하반기가 기대되는 대림산업

2020년 1분기 영업이익 2,902억원으로 전년비 20.5% 증가한 서프라이즈 실적을 낸 대림산업의 2020년은 유난히 기대되는 한 해다. 하반기에는 무엇을 할 지 모를 정도로 재무건이 좋아지기 때문이다.

해외플랜트 EPC 부문의 축소 초기에는 성장둔화나 역성장 리스크로 받아들여졌지만, 2년 정도 경과한 지금은 해외공사발 리스크가 오히려 줄어드는 형태로 전사 이익에 기여하고 있다.

2Q20 이후 실적흐름도 양호할 것

지분법 대상인 YNCC는 원재료인 유가의 2개월 레깅효과로 1분기 재고평가손발 영업적자였지만, 2분기에는 빠른 반등이 기대된다. 또 서울숲아크로오피스의 매각 건은 4Q20에 매출/영업이익으로 인식될 예정이어서(6,000억/1,200억)이 역시 4분기 실적호조를 예고하는 부분이다. 뿐만 아니라 최근 LNG가격의 하락으로 대림에너지 역시 상당한 실적개선이 기대된다.

2019년에 이어 2020년에도 1조원 수준의 영업이익을 낼 것으로 기대되면서, 2년 연속 사상최대 이익을 기록하는 건설사가 될 전망이다. 점이 대림산업의 투자매력을 높이고 있다. 또 2018년부터 있었던 북미ECC에 대한 투자 의지가 다소 낮아질 수 밖에 없는 거시경제 환경을 볼 때, 대림산업의 향후 자본투자는 상당한 규모로 이뤄질 가능성이 높다.

실적주로서 투자매력 높고, 주주환원 뒤따른다면 리레이팅

대림산업은 2020년 실적주로서 투자매력이 높은 종목이다. 여기에 주주환원 정책까지 따라온다면 리레이팅 가능할 것으로 판단한다. 기업가치를 높이고 주가성과가 양호할 수 있도록 하는 모든 방안이 주주환원 정책에 해당되며, 대림산업도 부회장 체제에서 전문경영인 중심으로 돌아가는 만큼, 시장친화적 정책을 낼 수 있을 것으로 기대한다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(5월12일): 81,200원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,922.17
52주최고/최저(원)	121,500/49,000
시가총액(십억원)	2,825.8
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	34,800.0
60일 평균 거래량(천주)	370.6
60일 평균 거래대금(십억원)	27.6
20년 배당금(예상, 원)	1,300
20년 배당수익률(예상, %)	1.60
외국인 지분율(%)	40.01
주요주주 지분율(%)	
대림코퍼레이션 외 6인	23.12
국민연금공단	13.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.1 (12.9) (15.8)
상대	4.7 (3.0) (7.6)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	10,795.9	10,691.0
영업이익(십억원)	1,134.9	1,023.2
순이익(십억원)	833.7	768.7
EPS(원)	20,158	18,647
BPS(원)	171,750	189,188

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	10,984.5	9,700.1	11,096.1	10,959.7	11,425.7
영업이익	십억원	845.4	1,130.1	1,096.0	953.8	931.7
세전이익	십억원	894.4	957.8	1,086.4	880.8	965.2
순이익	십억원	646.4	665.0	768.5	593.4	678.6
EPS	원	16,746	17,228	19,909	15,373	17,579
증감율	%	31.8	2.9	15.6	(22.8)	14.3
PER	배	6.12	5.25	4.08	5.28	4.62
PBR	배	0.73	0.59	0.47	0.44	0.40
EV/EBITDA	배	4.28	3.13	2.74	3.05	2.80
ROE	%	12.37	11.74	12.21	8.57	9.03
BPS	원	139,638	153,815	172,419	186,487	202,761
DPS	원	1,700	1,300	1,300	1,300	1,300



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

하반기가 기대되는 대림산업

2020년 1분기 영업이익 2,902억원으로 전년비 20.5% 증가한 서프라이즈 실적을 낸 대림산업의 2020년은 유난히 기대되는 한 해다. 하반기에는 무엇을 할 지 모를 정도로 재무건이 좋아지기 때문이다. 해외플랜트 EPC 부문의 축소 초기에는 성장둔화나 역성장 리스크로 받아들여졌지만, 2년 정도 경과한 지금은 해외공사발 리스크가 오히려 줄어드는 형태로 전사 이익에 기여하고 있다.

표 1. 대림산업 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19A	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	10,984.5	9,700.1	11,096.1	2,322.1	2,467.6	2,163.5	2,746.9	2,509.4	2,767.9	2,783.8	3,037.0
YoY	-11.0%	-11.7%	14.4%	-18.1%	-16.6%	-12.2%	0.7%	8.1%	12.2%	28.7%	10.6%
1) 건설	8,048.6	6,226.2	6,686.4	1,520.8	1,609.1	1,302.8	1,793.5	1,463.3	1,671.6	1,671.6	1,882.0
토목	1,234.6	1,050.2	1,047.0	264.4	265.2	274.4	246.2	215.9	261.7	261.7	307.6
건축주택	5,576.1	4,300.1	4,724.6	1,071.9	1,185.8	830.5	1,211.9	941.5	1,181.2	1,181.2	1,420.8
플랜트	1,200.5	748.6	891.9	175.9	151.0	189.3	232.4	298.8	223.0	223.0	147.1
2) 유화	1,203.3	1,115.1	1,226.6	281.5	289.2	286.2	258.2	252.6	300.5	316.5	357.0
3) 연결법인	1,732.6	2,348.2	3,183.0	519.8	569.3	574.5	684.6	793.5	795.8	795.8	798.0
매출원가	9,564.3	8,042.5	9,338.3	1,924.0	2,050.0	1,800.6	2,267.9	2,042.4	2,380.7	2,414.5	2,500.7
원가율	87.1%	82.9%	84.2%	82.9%	83.1%	83.2%	82.6%	81.4%	86.0%	86.7%	82.3%
1) 건설	7,137.3	5,057.9	5,592.1	1,253.9	1,320.3	1,095.8	1,388.0	1,176.6	1,447.8	1,459.6	1,508.2
원가율	88.7%	81.2%	83.6%	82.5%	82.1%	84.1%	77.4%	80.4%	86.6%	87.3%	80.1%
토목	1,144.4	944.5	967.6	239.8	235.5	253.0	216.2	194.7	243.4	243.4	286.0
건축	4,795.4	3,477.0	3,813.2	858.6	939.2	684.3	995.0	737.2	992.2	1,004.0	1,079.8
플랜트	1,165.1	606.3	792.1	148.3	139.5	151.4	167.1	240.5	207.4	207.4	136.8
2) 유화	1,035.5	967.0	1,080.9	244.1	248.1	245.3	229.5	223.8	264.5	278.5	314.2
원가율	86.1%	86.7%	88.1%	86.7%	85.8%	85.7%	88.9%	88.6%	88.0%	88.0%	88.0%
3) 연결법인	1,397.9	2,010.0	2,665.2	436.6	481.6	459.5	632.2	642.1	668.4	676.4	678.3
원가율	80.7%	85.6%	83.7%	84.0%	84.6%	80.0%	92.4%	80.9%	84.0%	85.0%	85.0%
매출총이익	1,420.2	1,657.6	1,757.8	398.1	417.6	362.9	479.0	464.9	387.2	369.3	536.3
YoY	18.7%	16.7%	6.0%	-3.7%	12.8%	6.0%	66.6%	16.8%	-7.3%	1.8%	12.0%
GPM	12.9%	17.1%	15.8%	17.1%	16.9%	16.8%	17.4%	18.5%	14.0%	13.3%	17.7%
1) 건설	911.3	1,076.0	1,094.3	266.9	288.8	207.2	313.1	284.7	223.8	212.0	373.8
토목	90.2	105.7	79.3	24.6	29.7	21.4	30.0	21.2	18.3	18.3	21.5
건축	780.7	823.1	911.5	213.3	246.6	146.2	216.9	204.3	189.0	177.2	341.0
플랜트	35.4	142.3	99.8	27.6	11.5	37.9	65.3	58.3	15.6	15.6	10.3
2) 유화	167.8	148.1	145.7	37.4	41.1	40.9	28.7	28.8	36.1	38.0	42.8
3) 연결법인	334.6	338.2	517.8	93.8	87.7	114.8	52.4	151.4	127.3	119.4	119.7
판관비	574.8	527.5	661.8	157.2	119.9	139.9	110.5	142.0	166.9	167.8	185.1
판관비율	5.8%	5.4%	6.7%	6.2%	4.8%	5.6%	4.4%	5.6%	6.6%	6.7%	7.4%
영업이익	852.0	1,130.1	1,096.0	240.9	297.7	223.0	368.5	290.2	220.3	201.5	351.3
YoY	56.1%	32.6%	-3.0%	-3.0%	32.3%	8.5%	112.6%	20.5%	-26.0%	-9.7%	-4.7%
OPM	7.8%	11.7%	9.9%	10.4%	12.1%	10.3%	13.4%	11.6%	8.0%	7.2%	11.6%
1) 건설	503.6	724.3	633.4	147.1	194.5	104.3	278.4	165.4	106.8	95.0	242.1
YoY	131.6%	43.8%	-12.5%	-5.3%	55.0%	-22.5%	215.6%	12.4%	-45.1%	-9.0%	-13.1%
OPM	6.3%	11.6%	9.5%	9.7%	12.1%	8.0%	15.5%	11.3%	6.4%	5.7%	12.9%
2) 유화	104.2	78.4	72.1	21.4	24.9	22.5	9.6	5.1	18.0	19.0	21.4
YoY	-25.0%	-24.8%	-8.1%	-7.8%	-25.0%	-31.2%	-36.4%	-76.2%	-27.6%	-15.6%	123.1%
3) 연결법인	244.2	306.7	390.5	72.4	78.3	96.2	59.7	119.7	95.5	87.5	87.8

자료: 하나금융투자

2Q20 이후 실적흐름도 양호할 것

지분법 대상인 YNCC는 원재료인 유가의 2개월 래깅효과로 1분기 재고평가손발 영업적자였지만, 2분기에는 빠른 반등이 기대된다. 또 서울숲아크로오피스의 매각 건은 4Q20에 매출/영업이익으로 인식될 예정이어서(6,000억/1,200억)이 역시 4분기 실적호조를 예고하는 부분이다. 뿐만 아니라 최근 LNG가격의 하락으로 대림에너지 역시 상당한 실적개선이 기대된다.

2019년에 이어 2020년에도 1조원 수준의 영업이익을 낼 것으로 기대되면서, 2년 연속 사상 최대 이익을 기록하는 건설사가 될 전망이다. 이는 대림산업의 투자매력을 높이고 있다. 또 2018년부터 있었던 북미ECC에 대한 투자 의지가 다소 낮아질 수 밖에 없는 거시경제 환경을 볼 때, 대림산업의 향후 자본투자는 상당한 규모로 이뤄질 가능성이 높다.

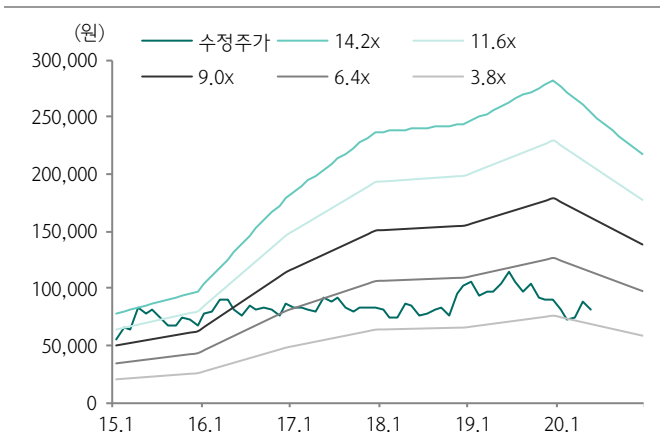
표 2. 대림산업 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 천 주, 원)

구분	항목	값
건설부문 총괄 *본사건설+삼호 등	2020 NOPLAT	464.0
	목표 멀티플	6.0
	영업가치계	2,784.3
화학부문 총괄 *본사화학+YNCC+PMC등	2020년 NOPLAT	196.0
	목표 멀티플	6.0
	영업가치계	1,175.8
영업가치 계		3,960.1
순차입금(C)		-337.7
Total(A+B-C)		4,297.9
주식 수(천주)		34,800.0
TP(KRW)		120,000

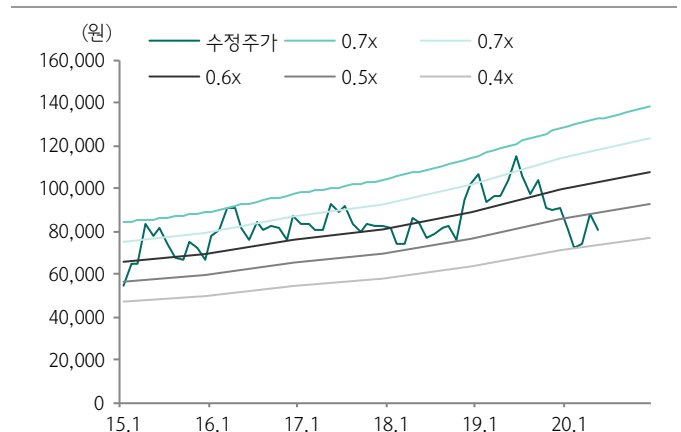
자료: 하나금융투자

그림 1. 대림산업 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 대림산업 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	10,984.5	9,700.1	11,096.1	10,959.7	11,425.7
매출원가	9,564.3	8,042.5	9,338.3	9,348.6	9,805.4
매출총이익	1,420.2	1,657.6	1,757.8	1,611.1	1,620.3
판매비	574.8	527.5	661.8	657.2	688.6
영업이익	845.4	1,130.1	1,096.0	953.8	931.7
금융손익	(36.3)	(27.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
종속/관계기업손익	260.2	214.2	82.6	41.5	147.6
기타영업외손익	(174.8)	(359.5)	(72.2)	(94.6)	(94.0)
세전이익	894.4	957.8	1,086.4	880.8	965.2
법인세	216.4	247.5	232.5	279.0	251.0
계속사업이익	678.1	710.3	854.0	601.7	714.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	678.1	710.3	854.0	601.7	714.3
비지배주주지분 손익	31.7	45.3	85.5	8.4	35.7
지배주주순이익	646.4	665.0	768.5	593.4	678.6
지배주주지분포괄이익	584.7	663.7	798.2	562.4	667.6
NOPAT	640.9	838.1	861.5	651.6	689.4
EBITDA	976.0	1,282.0	1,277.3	1,161.0	1,161.7
성장성(%)					
매출액증가율	(11.0)	(11.7)	14.4	(1.2)	4.3
NOPAT증가율	56.1	30.8	2.8	(24.4)	5.8
EBITDA증가율	46.7	31.4	(0.4)	(9.1)	0.1
영업이익증가율	54.9	33.7	(3.0)	(13.0)	(2.3)
(지배주주)순이익증가율	31.8	2.9	15.6	(22.8)	14.4
EPS증가율	31.8	2.9	15.6	(22.8)	14.3
수익성(%)					
매출총이익률	12.9	17.1	15.8	14.7	14.2
EBITDA이익률	8.9	13.2	11.5	10.6	10.2
영업이익률	7.7	11.7	9.9	8.7	8.2
계속사업이익률	6.2	7.3	7.7	5.5	6.3

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	16,746	17,228	19,909	15,373	17,579
BPS	139,638	153,815	172,419	186,487	202,761
CFPS	33,000	39,648	28,751	25,049	24,954
EBITDAPS	25,284	33,212	33,090	30,079	30,097
SPS	284,572	251,297	287,463	283,930	296,002
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300	1,300
주기지표(배)					
PER	6.1	5.3	4.1	5.3	4.6
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
PCFR	3.1	2.3	2.8	3.2	3.3
EV/EBITDA	4.3	3.1	2.7	3.1	2.8
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	12.4	11.7	12.2	8.6	9.0
ROA	4.9	5.1	5.5	4.1	4.6
ROIC	20.2	25.3	22.6	15.6	15.2
부채비율	112.1	99.6	89.4	79.0	72.2
순부채비율	(3.3)	(1.4)	(4.5)	(3.6)	(6.9)
이자보상배율(배)	7.4	11.3	11.0	10.1	10.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	6,366.6	6,739.7	7,075.4	6,936.9	7,213.6
금융자산	2,890.0	2,887.0	3,002.1	2,807.4	2,990.7
현금성자산	2,134.5	2,559.2	2,637.8	2,446.7	2,617.8
매출채권 등	1,439.9	1,253.1	1,378.4	1,392.2	1,406.1
재고자산	998.9	1,120.1	1,142.5	1,108.2	1,119.3
기타유동자산	1,037.8	1,479.5	1,552.4	1,629.1	1,697.5
비유동자산	6,467.1	6,705.5	7,185.6	7,513.6	7,817.6
투자자산	2,157.6	2,417.4	2,803.4	3,053.5	3,247.6
금융자산	742.3	823.2	941.7	951.1	960.6
유형자산	2,070.2	2,017.3	2,190.6	2,376.5	2,593.5
무형자산	51.7	66.3	56.7	48.6	41.6
기타비유동자산	2,187.6	2,204.5	2,134.9	2,035.0	1,934.9
자산총계	12,833.7	13,445.2	14,261.0	14,450.5	15,031.2
유동부채	4,530.0	4,271.4	4,332.7	4,097.1	4,103.3
금융부채	841.1	772.0	742.7	697.1	664.2
매입채무 등	1,775.4	1,815.3	1,688.2	1,570.0	1,538.6
기타유동부채	1,913.5	1,684.1	1,901.8	1,830.0	1,900.5
비유동부채	2,253.4	2,437.1	2,396.9	2,279.4	2,198.9
금융부채	1,849.4	2,021.6	1,921.6	1,821.6	1,721.6
기타비유동부채	404.0	415.5	475.3	457.8	477.3
부채총계	6,783.5	6,708.5	6,729.6	6,376.5	6,302.2
지배주주지분	5,390.0	5,937.3	6,655.3	7,198.4	7,826.6
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	538.9	538.4	538.4	538.4	538.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(160.3)	(149.6)	(149.6)	(149.6)	(149.6)
이익잉여금	4,793.0	5,329.9	6,048.1	6,591.1	7,219.3
비지배주주지분	660.2	799.4	876.1	875.6	902.4
자본총계	6,050.2	6,736.7	7,531.4	8,074.0	8,729.0
순금융부채	(199.6)	(93.4)	(337.7)	(288.7)	(604.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,104.5	952.2	882.3	503.9	761.9
당기순이익	678.1	710.3	854.0	601.7	714.3
조정	759.2	678.6	98.7	165.7	82.5
감가상각비	130.6	151.9	181.3	207.2	230.1
외환거래손익	2.1	(9.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(301.5)	(249.9)	(82.6)	(41.5)	(147.6)
기타	928.0	785.7	(0.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(332.8)	(436.7)	(70.4)	(263.5)	(34.9)
투자활동 현금흐름	(380.8)	(137.3)	(624.0)	(498.9)	(407.5)
투자자산감소(증가)	210.2	(299.6)	(312.2)	(217.5)	(55.4)
유형자산감소(증가)	(143.3)	(158.1)	(345.0)	(385.0)	(440.0)
기타	(447.7)	320.4	33.2	103.6	87.9
재무활동 현금흐름	(525.6)	(386.8)	(179.6)	(196.0)	(183.3)
금융부채증가(감소)	(570.8)	103.1	(129.3)	(145.6)	(132.9)
자본증가(감소)	(0.3)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	93.5	(414.8)	0.1	(0.0)	(0.0)
배당지급	(48.0)	(74.7)	(50.4)	(50.4)	(50.4)
현금의 증감	202.7	424.7	78.7	(191.1)	171.1
Unlevered CFO	1,273.8	1,530.4	1,109.8	966.9	963.2
Free Cash Flow	956.0	783.7	437.3	58.9	321.9

2020년 5월 13일

현대건설 (000720)

자본투자를 활용한 성장 기대

현대건설의 성장이 기대되는 2020년

현대건설의 2020년은 해외건설의 부활을 선언하는 듯한 가이던스를 제공하며 시작하였다. 총 26조원의 수주 중 해외 13조원의 수주제시가 그것이다. 카타르 LNG 등 굵직한 사업도 언급하면서 전통적인 가스플랜트 강자스러움도 보여주었다. 다만, 이후 찾아온 코로나19와 저유가로 인한 해외수주시장 둔화 우려에 놓이게 되었다. 이 국면에서 현대건설은 1Q20 컨콜을 통해, 자본투자를 활용한 SOC나 도시개발 등 연말의 수주전략에 대해서 기대감을 갖게 하였다. 바야흐로 2020년 하반기는 국내건설 시장에서 도시개발시장이 확대될 것으로 예상되는 만큼, 상당히 현실성 높은 전략이라는 판단이다.

GBC 착공과 '20~'21년 자체주택의 성과 기대

현대건설은 올해부터 본격적인 성장이 기대되는 건설사다. 특히 자본투자형 SOC사업으로 동부간선지하화, 오산-용인 고속도로, 서창-김포 고속도로, 이수-과천 복합터널, GTX-C노선(KB-현대건설)사업 등이 있고, 가양동 CJ부지의 경우 '21년 사업화 예정이다. 또 GBC도 층고관련 논란이 있긴하지만 착공했고, '20년 1분기 수주한 해외사업의 규모도 4조원을 초과하고 있는 등 다시 한번 탑라인 중심과 자체주택사업, 자본투자 SOC 등을 통한 재성장 기대된다.

순현금 강점 활용한 내적성장 기대

하반기로 갈수록 순현금을 활용한 내적성장이 기대된다. 특히 현대엔지니어링의 경우 1Q20 기준 2.4조원 수준의 순현금 상태여서 연결기준으로는 3조원 이상 순현금 상태다. 이를 활용한 자체사업 용지확보와 SOC 수주 등으로 질적 성장을 기대해본다. 하반기에는 이런 부분이 강점이 되는 수주건들이 본격화 될 전망이다.

관심종목

BUY

TP(12M): 40,000원 | CP(5월12일): 33,100원

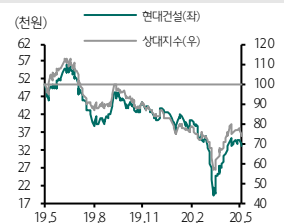
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,922.17
52주최고/최저(원)	56,200/19,300
시가총액(십억원)	3,685.9
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	111,355.8
60일 평균 거래량(천주)	1,088.9
60일 평균 거래대금(십억원)	32.9
20년 배당금(예상, 원)	600
20년 배당수익률(예상, %)	1.81
외국인 지분율(%)	19.28
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 7 인	34.92
국민연금공단	11.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.0 (25.3) (30.0)
상대	4.5 (16.8) (23.3)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	17,339.4	18,250.2
영업이익(십억원)	891.4	1,001.9
순이익(십억원)	687.0	725.7
EPS(원)	4,450	4,688
BPS(원)	63,710	67,729

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	16,730.9	17,278.8	18,167.8	18,925.9	19,524.7
영업이익	십억원	840.0	859.7	940.9	1,060.6	1,092.7
세전이익	십억원	897.9	798.9	1,033.6	1,009.6	1,041.7
순이익	십억원	381.6	407.4	518.0	505.2	500.8
EPS	원	3,424	3,656	4,648	4,533	4,493
증감율	%	89.2	6.8	27.1	(2.5)	(0.9)
PER	배	15.95	11.57	7.12	7.30	7.37
PBR	배	0.97	0.71	0.52	0.49	0.46
EV/EBITDA	배	6.27	4.81	3.54	3.18	3.08
ROE	%	5.99	6.30	7.52	6.89	6.45
BPS	원	56,293	59,778	63,826	67,758	71,651
DPS	원	500	600	600	600	600



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

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

현대건설의 성장이 기대되는 2020년

현대건설의 2020년은 해외건설의 부활을 선언하는 듯한 가이던스를 제공하며 시작하였다. 총 26조원의 수주 중 해외 13조원의 수주제시가 그것이다. 카타르 LNG 등 굵직한 사업도 언급하면서 전통적인 가스플랜트 강자스러움도 보여주었다. 다만, 이후 찾아온 코로나19와 저유가로 인한 해외수주시장 둔화 우려에 놓이게 되었다. 이 국면에서 현대건설은 1Q20 컨콜을 통해, 자본투자를 활용한 SOC나 도시개발 등 연말의 수주전략에 대해서 기대감을 갖게 하였다. 바야흐로 2020년 하반기는 국내건설 시장에서 도시개발시장이 확대될 것으로 예상되는 만큼, 상당히 현실성 높은 전략이라는 판단이다.

표 1. 현대건설 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	16,730.9	17,299.8	18,167.8	3,877.7	4,681.9	4,087.8	4,652.5	4,058.9	4,755.9	4,457.2	4,895.8
YoY growth	-11.1%	3.4%	5.0%	9.6%	10.4%	-8.9%	4.2%	4.7%	1.6%	9.0%	5.2%
본사계	10,016.1	10,033.6	10,564.3	2,244.8	2,674.0	2,382.3	2,732.5	2,273.5	2,779.0	2,632.3	2,879.5
YoY growth	-9.3%	0.2%	5.3%	5.5%	6.6%	-8.6%	-1.5%	1.3%	3.9%	10.5%	5.4%
국내	6,378.2	6,515.1	7,334.1	1,309.6	1,717.1	1,508.1	1,980.3	1,518.5	1,906.9	1,760.2	2,148.6
해외	3,637.9	3,518.5	3,230.2	935.3	956.9	874.2	752.1	755.0	872.2	872.2	730.9
1) 건축	5,147.4	5,373.5	5,652.1	1,118.0	1,503.5	1,255.0	1,497.0	1,321.1	1,526.1	1,526.1	1,278.9
주택	3,988.9	4,259.3	4,569.5	883.7	1,251.2	1,037.2	1,087.2	1,068.0	1,233.8	1,233.8	1,033.9
2) 토목	2,302.1	2,514.3	2,272.8	612.2	654.2	639.2	608.7	531.2	613.6	613.6	514.3
3) 플랜트	2,507.7	2,010.1	2,520.3	504.5	500.9	477.6	527.1	589.1	680.5	680.5	570.3
현대엔지 등	6,505.5	6,801.1	7,103.5	1,548.4	1,835.9	1,616.0	1,800.8	1,638.0	1,846.9	1,704.8	1,913.8
YoY growth	-6.3%	4.5%	4.4%	9.7%	11.4%	-7.8%	6.4%	5.8%	0.6%	5.5%	6.3%
매출원가	15,069.7	15,410.6	16,300.4	3,488.0	4,217.2	3,671.6	4,033.8	3,624.0	4,275.9	4,010.7	4,389.7
매출원가율	90.1%	89.1%	89.7%	90.0%	90.1%	89.8%	86.7%	89.3%	89.9%	90.0%	89.7%
본사계	9,266.6	9,130.8	9,513.3	2,052.2	2,447.7	2,164.7	2,466.1	2,044.1	2,506.6	2,377.5	2,585.1
국내	5,800.1	5,661.4	6,454.0	1,126.3	1,476.7	1,331.7	1,726.8	1,336.3	1,678.0	1,549.0	1,890.7
해외	3,466.5	3,469.4	3,059.3	925.9	971.0	833.1	739.3	707.8	828.6	828.6	694.4
현대엔지 등	5,557.8	5,962.5	6,341.1	1,365.3	1,652.0	1,437.6	1,507.6	1,449.5	1,653.0	1,525.8	1,712.8
매출총이익	1,661.1	1,689.1	1,867.4	389.7	464.7	416.2	418.5	434.9	480.0	446.4	506.1
본사계	750.2	902.9	1,051.0	192.6	226.3	217.6	266.4	229.4	272.4	254.8	294.4
현대엔지 등	910.9	786.2	816.4	197.1	238.4	198.6	152.1	205.5	207.6	191.6	211.7
판관비	821.2	807.0	926.6	184.5	219.6	177.0	225.9	269.6	231.9	207.7	217.4
판관비율	4.9%	4.7%	5.1%	4.8%	4.7%	4.3%	4.9%	6.6%	4.9%	4.7%	4.4%
영업이익	839.9	882.1	940.9	205.2	245.1	239.2	192.6	165.3	248.1	238.8	288.7
YoY growth	-27.5%	5.0%	6.7%	-6.1%	11.0%	0.5%	18.4%	-19.4%	1.2%	-0.2%	49.9%
OPM	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.2%	5.9%	4.1%	4.1%	5.2%	5.4%	5.9%
본사	304.8	437.9	491.1	95.1	100.6	102.3	139.9	56.6	133.5	131.1	169.9
OPM	3.0%	4.4%	4.6%	4.2%	3.8%	4.3%	5.1%	2.5%	4.8%	5.0%	5.9%
YoY growth	-41.0%	43.7%	12.2%	12.1%	3.2%	27.4%	231.5%	-40.5%	32.7%	28.2%	21.5%
현대엔지 등	535.1	444.2	449.8	110.1	144.5	136.9	52.7	108.7	114.7	107.7	118.7
OPM	8.2%	6.5%	6.3%	7.1%	7.9%	8.5%	2.9%	6.6%	6.2%	6.3%	6.2%
YoY growth	-16.7%	-17.0%	1.3%	-17.6%	17.1%	-13.1%	-56.3%	-1.2%	-20.6%	-21.4%	125.3%

자료: 하나금융투자

GBC 착공과 '20~'21년 자체주택의 성과 기대

현대건설은 올해부터 본격적인 성장이 기대되는 건설사다. 특히 자본투자형 SOC사업으로 동부간선지하화, 오산-용인 고속도로, 서창-김포 고속도로, 이수-과천 복합터널, GTX-C노선(KB-현대건설)사업 등이 있고, 가양동 CJ부지의 경우 '21년 사업화 예정이다. 또 GBC도 층고관련 논란이 있긴하지만 착공했고, '20년 1분기 수주한 해외사업의 규모도 4조원을 초과하고 있는 등 다시 한번 탑라인 중심과 자체주택사업, 자본투자SOC 등을 통한 재성장 기대된다.

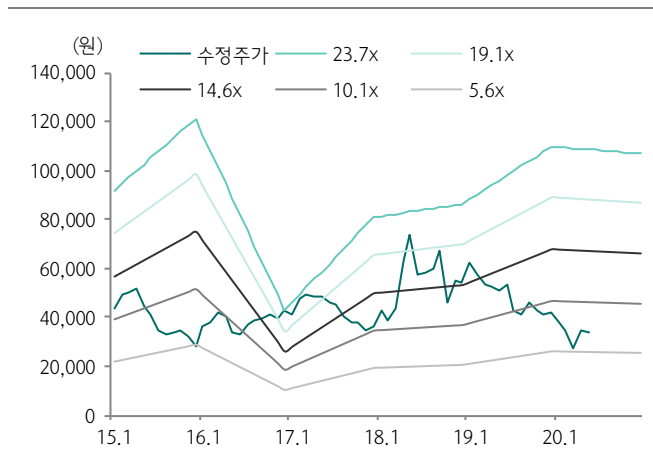
표 2. 2020년 해외 파이프라인

건설사	프로젝트명	규모(억 달러)	비고
현대건설	이라크 물유정공급	24.5	2Q19 LOI, 본계약 미정
	알제리 오마세 화력발전	6.0	1Q20 수주
	파나마 메트로	17.0	1Q20 수주
	싱가포르 풍굴 스포츠센터	1.6	1Q20 수주
	카타르 루사일 타워	11.0	1Q20 수주
	카타르 LNG	200.0	현대건설, 대우건설 ITB 3월 중 사이드패키지(10억불규모) 발주 전망 3Q 입찰 결과 발표 예정
	카타르 병원	5.0	일정연기, 상반기 입찰 예정
	이라크 발전소	15.0	3~4월 중 발주 예상
	사우디 자푸라 가스 플랜트	35.0	현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업 입찰 지연 중 현대 패키지 하나 유력
	UAE Hail&Ghasha Sour Gas	40.0	미정
	롯데케미칼 타이탄 NCC	5.5	현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업 하반기 입찰 예정
	우즈베크 복합화력	8.0	상반기말~하반기 중 입찰 예정
	싱가포르 매립	5.0	미정

주: 음영은 수주

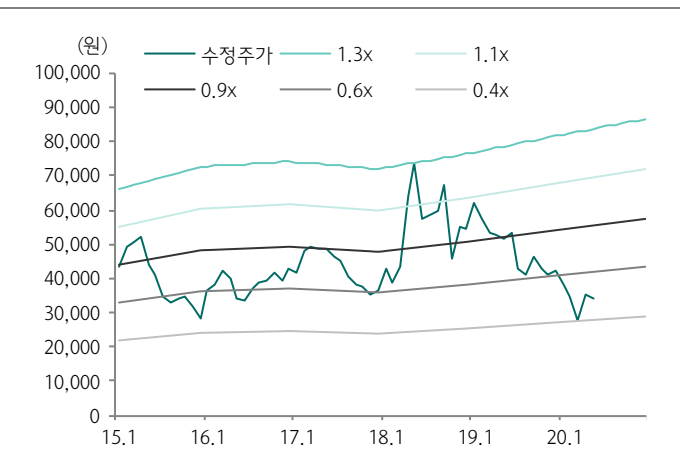
자료: 현대건설, 하나금융투자

그림 1. 현대건설 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 현대건설 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	16,730.9	17,278.8	18,167.8	18,925.9	19,524.7
매출원가	15,069.7	15,552.9	16,300.4	16,975.8	17,514.3
매출총이익	1,661.2	1,725.9	1,867.4	1,950.1	2,010.4
판매비	821.2	866.2	926.6	889.5	917.7
영업이익	840.0	859.7	940.9	1,060.6	1,092.7
금융손익	110.5	3.5	44.1	(22.0)	(22.0)
종속/관계기업손익	(16.4)	(7.7)	(3.0)	(4.0)	(4.0)
기타영업외손익	(36.2)	(56.5)	51.6	(25.0)	(25.0)
세전이익	897.9	798.9	1,033.6	1,009.6	1,041.7
법인세	362.6	225.6	299.7	292.8	312.5
계속사업이익	535.3	573.3	733.8	716.8	729.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	535.3	573.3	733.8	716.8	729.2
비지배주주지분 손이익	153.7	165.9	215.8	211.6	228.4
지배주주순이익	381.6	407.4	518.0	505.2	500.8
지배주주지분포괄이익	225.1	428.4	581.9	568.4	578.3
NOPAT	500.8	616.9	668.0	753.0	764.9
EBITDA	1,012.1	1,043.9	1,112.1	1,220.8	1,243.7
성장성(%)					
매출액증가율	(0.9)	3.3	5.1	4.2	3.2
NOPAT증가율	(24.2)	23.2	8.3	12.7	1.6
EBITDA증가율	(14.2)	3.1	6.5	9.8	1.9
영업이익증가율	(14.8)	2.3	9.4	12.7	3.0
(지배주주)순이익증가율	89.2	6.8	27.1	(2.5)	(0.9)
EPS증가율	89.2	6.8	27.1	(2.5)	(0.9)
수익성(%)					
매출총이익률	9.9	10.0	10.3	10.3	10.3
EBITDA이익률	6.0	6.0	6.1	6.5	6.4
영업이익률	5.0	5.0	5.2	5.6	5.6
계속사업이익률	3.2	3.3	4.0	3.8	3.7

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,424	3,656	4,648	4,533	4,493
BPS	56,293	59,778	63,826	67,758	71,651
CFPS	10,487	11,300	8,297	9,643	9,797
EBITDAPS	9,081	9,366	9,978	10,954	11,159
SPS	150,114	155,030	163,007	169,809	175,181
DPS	500	600	600	600	600
주기지표(배)					
PER	15.9	11.6	7.1	7.3	7.4
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
PCFR	5.2	3.7	4.0	3.4	3.4
EV/EBITDA	6.3	4.8	3.5	3.2	3.1
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	6.0	6.3	7.5	6.9	6.4
ROA	2.1	2.2	2.8	2.7	2.6
ROIC	7.8	9.4	9.6	10.2	9.8
부채비율	117.7	109.1	100.1	92.3	85.3
순부채비율	(21.3)	(20.1)	(21.2)	(22.1)	(23.0)
이자보상배율(배)	9.2	10.1	10.7	12.2	12.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,336.8	13,172.0	13,611.0	14,024.8	14,440.6
금융자산	4,301.0	4,554.4	4,731.6	4,902.8	5,100.0
현금성자산	2,241.2	2,586.0	2,662.1	2,747.1	2,876.2
매출채권 등	5,958.7	5,768.1	5,883.4	6,001.1	6,121.1
재고자산	1,947.1	1,723.4	1,812.1	1,887.7	1,947.4
기타유동자산	1,130.0	1,126.1	1,183.9	1,233.2	1,272.1
비유동자산	4,717.8	5,055.0	5,058.7	5,071.1	5,090.2
투자자산	559.2	671.2	686.1	698.7	708.8
금융자산	94.2	227.1	238.8	248.8	256.7
유형자산	1,436.6	1,419.7	1,424.2	1,436.6	1,455.7
무형자산	711.2	697.8	682.2	669.6	659.5
기타비유동자산	2,010.8	2,266.3	2,266.2	2,266.2	2,266.2
자산총계	18,054.6	18,227.0	18,669.6	19,095.9	19,530.7
유동부채	6,860.9	6,770.9	6,553.4	6,343.2	6,137.3
금융부채	615.3	938.5	892.6	851.1	813.6
매입채무 등	4,930.9	4,615.3	4,384.6	4,165.3	3,957.1
기타유동부채	1,314.7	1,217.1	1,276.2	1,326.8	1,366.6
비유동부채	2,901.9	2,741.1	2,786.3	2,824.9	2,855.3
금융부채	1,919.2	1,862.4	1,862.4	1,862.4	1,862.4
기타비유동부채	982.7	878.7	923.9	962.5	992.9
부채총계	9,762.8	9,512.0	9,339.7	9,168.1	8,992.6
지배주주지분	6,274.1	6,662.6	7,113.7	7,551.9	7,985.8
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,003.6	1,019.5	1,019.5	1,019.5	1,019.5
자본조정	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	(267.5)	(233.7)	(233.7)	(233.7)	(233.7)
이익잉여금	4,986.4	5,325.2	5,776.3	6,214.6	6,648.5
비지배주주지분	2,017.8	2,052.4	2,216.2	2,375.9	2,552.3
자본총계	8,291.9	8,715.0	9,329.9	9,927.8	10,538.1
순금융부채	(1,766.4)	(1,753.5)	(1,976.6)	(2,189.4)	(2,424.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	249.5	478.9	270.2	448.3	467.6
당기순이익	535.3	573.3	733.8	716.8	729.2
조정	204.0	557.6	(75.5)	104.2	95.0
감가상각비	172.1	184.3	171.2	160.2	151.0
외환거래손익	(78.7)	(40.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	27.5	5.5	3.0	4.0	4.0
기타	83.1	408.3	(249.7)	(60.0)	(60.0)
영업활동 자산부채 변동	(489.8)	(652.0)	(388.1)	(372.7)	(356.6)
투자활동 현금흐름	(92.0)	(151.2)	(331.0)	(314.9)	(294.1)
투자자산감소(증가)	584.4	(103.5)	(69.9)	(68.7)	(66.0)
유형자산감소(증가)	(178.6)	(104.9)	(160.0)	(160.0)	(160.0)
기타	(497.8)	57.2	(101.1)	(86.2)	(68.1)
재무활동 현금흐름	(37.3)	15.3	(112.8)	(108.4)	(104.4)
금융부채증가(감소)	141.6	266.3	(46.0)	(41.5)	(37.5)
자본증가(감소)	(28.8)	15.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(43.2)	(159.0)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(106.9)	(107.8)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	133.9	344.8	76.1	85.0	129.1
Unlevered CFO	1,168.8	1,259.5	924.7	1,074.8	1,091.9
Free Cash Flow	57.6	369.0	110.2	288.3	307.6

2020년 5월 13일

한샘 (009240)

홈코노미의 시대

다시 찾아온 홈코노미의 시대

코로나19와 함께 집에서 시간을 보내는 시간이 증가하면서 홈코노미의 시대가 다시 찾아왔다. 물론 재건축 규제 지속과 사업속도 둔화 역시 홈코노미의 중장기적 수혜요인이다. 1분기 한샘 실적에서도 인테리어 가구부문과 온라인 부문의 성장이 나타나는 등 홈코노미 수혜의 모습이 보였다. 한샘의 성장전략 총아 중 하나인 리하우스(인테리어 올 수리)부문 역시 대리점수의 전폭적 증가로 전년비 성장하는 모습을 보였다.

Houzz, 오늘의집이 주는 시사점과 한샘의 성장전략

최근 Houzz, 오늘의집 등 인테리어와 커머스가 결합된 서비스가 폭발적 성장을 하고 있다. 과거 국내 인테리어 기업들의 성장전략은 O2O였는데, 점차 소셜플랫폼+커머스가 결합된 형태의 서비스들로 진화하고 있다. 다양한 플랫폼과 커머스의 성장은 한샘의 인테리어사업부(가구)와 온라인에는 호재로 작용할 것이다. 물론 장기적으로 한샘도 진출해야 할 분야다.

리하우스는 이들 시장과 포지셔닝이 다소 다르다. 리하우스는 올수리+표준화+게런티의 영역이다. 그래서 리하우스는 디자인 패키지로 표준화+보증하는 것을 추구하나, 올수리 고객 전통적으로는 커스터마이징(창은 하우시스, 마루는 동화 등)을 원하는 것은 당연할 것이다. 다만 인테리어시장의 정보비대칭, 무보증 등이 존재하며 후진적 시장이 리하우스를 통해 개선되는 방향성은 당분간 지속될 것이라 점에서 상당기간 성장추세는 나오리라 본다.

주거의 질적 개선 시대, 한샘 TP 8.1만원 → 10.5만원 상향

한샘의 목표주가를 종전 8.1만원에서 10.5만원으로 상향하고, 투자자의견 BUY 유지한다. 4.15 총선 결과로 재건축/재개발 규제가 장기화 가능성이 높아졌다. 5.6 대책에서 재개발은 풀렸으나 재건축의 경우 규제완화가 없어 이런 전망이 더 공고해지고 있다. 이에 인테리어 리폼 시장의 중장기적 수혜가 기대된다. 새로운 집과 새로운 가구가 주는 주거 질 향상에 대한 니즈는 여전하며, 한샘을 포함한 가구업체의 전반적 수혜가 예상된다.

관심종목

BUY

TP(12M): 105,000원(상향) | CP(5월12일): 80,200원

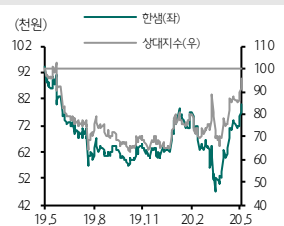
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,922.17
52주최고/최저(원)	91,300/46,850
시가총액(십억원)	1,887.4
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	23,533.9
60일 평균 거래량(천주)	126.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.9
20년 배당금(예상, 원)	1,500
20년 배당수익률(예상, %)	1.87
외국인 지분율(%)	23.59
주요주주 지분율(%)	30.91
조달 외 23 인	
Teton Capital Partners LP	8.62
주가상승률	1M 6M 12M
절대	31.9 27.3 (10.6)
상대	27.7 41.8 (1.9)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,854.2	1,974.3
영업이익(십억원)	75.3	98.5
순이익(십억원)	61.1	82.4
EPS(원)	2,595	3,495
BPS(원)	36,209	39,703

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,928.5	1,698.4	1,703.2	1,806.1	1,918.5
영업이익	십억원	56.0	55.8	80.8	84.6	94.6
세전이익	십억원	124.7	74.5	95.3	102.1	112.1
순이익	십억원	90.0	42.7	72.5	77.6	85.2
EPS	원	3,823	1,815	3,079	3,296	3,622
증감율	%	(6.2)	(52.5)	69.6	7.0	9.9
PER	배	17.63	34.26	26.05	24.33	22.14
PBR	배	2.19	1.95	2.35	2.21	2.07
EV/EBITDA	배	17.80	12.85	13.72	13.39	12.30
ROE	%	16.63	7.32	11.71	11.57	11.75
BPS	원	30,841	31,969	34,149	36,325	38,825
DPS	원	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500



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

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

다시 찾아온 홈코노미의 시대

코로나19와 함께 집에서 시간을 보내는 시간이 증가하면서 홈코노미의 시대가 다시 찾아왔다. 물론 재건축 규제 지속과 사업속도 둔화 역시 홈코노미의 중장기적 수혜요인이다. 1분기 한샘 실적에서도 인테리어 가구부문과 온라인 부문의 성장이 나타나는 등 홈코노미 수혜의 모습이 보였다. 한샘의 성장전략 중 하나인 리하우스(인테리어 올 수리)부문 역시 대리점 수의 전폭적 증가로 전년비 성장하는 모습을 보였다.

표 1. 한샘 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	1,928.5	1,698.4	1,703.2	442.5	410.9	410.5	434.5	493.3	407.8	407.8	394.4
yoy growth	-6.5%	-11.9%	0.3%	-9.3%	-18.7%	-8.0%	-11.1%	11.5%	-0.8%	-0.7%	-9.2%
1.B2C	1,348.7	1,158.5	1,166.5	309.5	289.4	271.3	288.3	298.7	280.0	280.0	307.9
1) 인테리어	575.4	525.6	465.3	157.3	128.7	119.4	120.2	143.5	111.7	111.7	98.5
yoy growth	-11.4%	-8.7%	-11.5%	-4.5%	-8.6%	-5.7%	-16.1%	-8.8%	-13.2%	-6.5%	-18.1%
Agency Store	176.6	153.9	130.8	46.4	36.6	35.8	35.1	39.8	31.4	31.4	28.2
yoy growth	-22.6%	-12.9%	-15.0%	-11.3%	-13.3%	-9.6%	-17.4%	-14.2%	-14.2%	-12.3%	-19.6%
Flag Shop	214.3	203.1	182.8	60.7	48.1	49.2	45.1	51.0	43.9	43.9	44.1
yoy growth	-10.9%	-5.2%	-10.0%	7.8%	-10.3%	-2.6%	-16.3%	-16.0%	-8.8%	-10.8%	-2.3%
Online	184.5	168.6	151.7	50.2	44.0	34.4	40.0	52.7	36.4	36.4	26.2
yoy growth	-8.0%	-8.6%	-10.0%	-10.7%	-2.2%	-5.8%	-14.5%	5.0%	-17.2%	5.9%	-34.5%
2) 부엌	773.3	632.9	701.2	152.2	160.7	151.9	168.1	155.2	168.3	168.3	209.4
yoy growth	-11.1%	-18.2%	10.8%	-17.6%	-21.4%	-13.9%	-19.0%	2.0%	4.7%	10.8%	24.6%
Rehaus	415.3	415.5	472.9	96.7	105.0	100.9	112.9	105.4	113.5	113.5	140.5
yoy growth	-9.4%	0.0%	13.8%	-0.4%	-2.8%	10.4%	-5.0%	9.0%	8.1%	12.5%	24.5%
키친바흐대리점	358.0	217.4	228.3	55.5	55.7	51.0	55.2	49.8	54.8	54.8	68.9
yoy growth	-12.9%	-39.3%	5.0%	-36.7%	-42.3%	-40.0%	-37.8%	-10.3%	-1.6%	7.4%	24.8%
2. B2B	499.2	447.0	453.2	115.3	105.8	113.8	112.1	117.2	108.8	108.8	118.5
yoy growth	15.3%	-10.5%	1.4%	-2.3%	-21.9%	-9.3%	-6.8%	1.6%	2.8%	-4.4%	5.7%
Construction Co.	316.1	273.6	276.3	69.0	66.7	69.0	68.9	68.3	66.3	66.3	75.4
yoy growth	44.1%	-13.4%	1.0%	-8.1%	-21.6%	-15.0%	-7.8%	-1.0%	-0.6%	-3.9%	9.4%
Materials	183.1	173.4	176.9	46.3	39.1	44.8	43.2	48.9	42.4	42.4	43.1
yoy growth	-15.0%	-5.3%	2.0%	8.2%	-22.4%	1.4%	-5.5%	5.6%	8.6%	-5.2%	-0.3%
3. 연결대상기업	80.6	92.8	83.5	17.8	15.5	25.4	34.1	77.4	19.0	19.0	(36.1)
yoy growth	-10.1%	15.2%	-10.0%	-13.2%	-36.4%	41.7%	91.1%	334.8%	22.9%	-25.0%	-206.0%
매출원가	1,416.7	1,224.9	1,213.6	312.6	291.6	304.3	316.4	365.1	293.9	289.4	265.2
yoy growth	-3.2%	-13.5%	-0.9%	-13.0%	-20.9%	-7.8%	-11.8%	16.8%	0.8%	-4.9%	-16.2%
원가율	73.5%	72.1%	71.3%	70.6%	71.0%	74.1%	72.8%	74.0%	72.1%	71.0%	67.2%
매출총이익	511.8	473.5	489.6	129.9	119.3	106.2	118.0	128.2	113.9	118.4	129.2
yoy growth	-14.5%	-7.5%	3.4%	0.8%	-12.8%	-8.6%	-9.2%	-1.3%	-4.6%	11.4%	9.4%
GPM	26.5%	27.9%	28.7%	29.4%	29.0%	25.9%	27.2%	26.0%	27.9%	29.0%	32.8%
판매비와 관리비	455.8	417.8	408.8	111.4	110.9	100.3	95.2	111.4	93.8	93.8	109.8
yoy growth	-0.4%	-8.3%	-2.1%	-7.3%	-7.1%	-5.4%	-13.7%	0.0%	-15.4%	-6.5%	15.3%
판매비율	23.6%	24.6%	24.0%	25.2%	27.0%	23.0%	21.9%	22.6%	23.0%	23.0%	27.8%
영업이익	56.0	55.8	80.8	18.5	18.5	6.0	22.8	16.8	20.1	24.6	19.4
yoy growth	-60.1%	-0.5%	44.9%	112.1%	6.5%	-41.6%	16.0%	-9.3%	8.4%	310.6%	-15.1%
OPM	2.9%	3.3%	4.7%	4.2%	4.5%	1.5%	5.2%	3.4%	4.9%	6.0%	4.9%

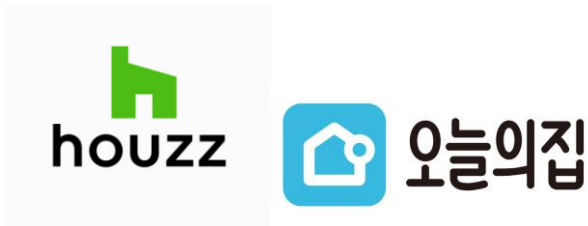
자료: 하나금융투자

Houzz, 오늘의집이 주는 시사점과 한샘의 성장전략

최근 Houzz, 오늘의집 등 인테리어와 커머스가 결합된 서비스가 폭발적 성장을 하고 있다. 과거 국내 인테리어 기업들의 성장전략은 O2O였는데, 점차 소셜플랫폼+커머스가 결합된 형태의 서비스들로 진화하고 있으며 이는 한샘 인테리어부문의 호재다. 한편, 리하우스는 올수리+표준화+게런티의 영역이다. 그래서 리하우스는 디자인패키지로 표준화+보증하는 것을 추구하나, 올수리 고객 전통적으로는 커스터마이징(창은 하우시스, 마루는 동화 등)을 원하는 것은 당연할 것이다. 다만 인테리어시장의 정보비대칭, 무보증 등이 존재하며 후진적 시장이 리하우스를 통해 개선되는 방향성은 당분간 지속될 것이란 점에서 상당기간 성장추세는 나오리라 본다.

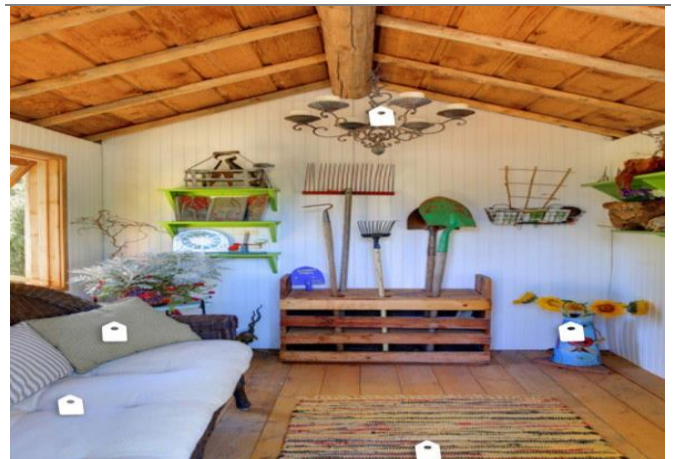
한샘의 목표주가를 종전 8.1만원에서 신규 10.5만원으로 30% 상향조정한다. 이는 홈코노미 여황개선에 따른 영업가치 상승 추정치 변화를 반영한 것이다.

그림 1. 미국 Houzz와 한국 오늘의집



자료: Houzz, 오늘의집, 하나금융투자

그림 2. Houzz 이용화면(이미지의 태그 클릭→커머스로 연결)



자료: Houzz, 하나금융투자

표 2. 한샘 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, %)

구분	내용	값
영업가치	Implied OP	270.0
	Implied Target Multiple	9.0
		2,430.0
	NPV	2,200.9
비영업가치	자사주 가치	413.9
	NAV 할인	289.7
	소계	289.7
합(영업+비영업)		2,490.7
순차입금		5.5
순기업가치		2,485.2
Target Price (KRW)		105,000
종전TP (KRW)		81,000
변경 (%)		29.6%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,928.5	1,698.4	1,703.2	1,806.1	1,918.5
매출원가	1,416.7	1,224.9	1,213.6	1,297.1	1,373.0
매출총이익	511.8	473.5	489.6	509.0	545.5
판관비	455.8	417.8	408.8	424.4	450.9
영업이익	56.0	55.8	80.8	84.6	94.6
금융손익	2.3	0.9	6.5	6.5	6.5
종속/관계기업손익	2.6	1.9	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	63.7	15.8	5.0	8.0	8.0
세전이익	124.7	74.5	95.3	102.1	112.1
법인세	34.7	31.7	22.9	24.5	26.9
계속사업이익	90.0	42.7	72.4	77.6	85.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	90.0	42.7	72.4	77.6	85.2
비지배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	90.0	42.7	72.5	77.6	85.2
지배주주지분포괄이익	88.0	47.8	72.5	77.6	85.2
NOPAT	40.4	32.0	61.4	64.3	71.9
EBITDA	79.1	115.9	132.7	129.4	133.4
성장성(%)					
매출액증가율	(6.5)	(11.9)	0.3	6.0	6.2
NOPAT증가율	(58.6)	(20.8)	91.9	4.7	11.8
EBITDA증가율	(50.1)	46.5	14.5	(2.5)	3.1
영업이익증가율	(60.1)	(0.4)	44.8	4.7	11.8
(지배주주)순이익증가율	(6.3)	(52.6)	69.8	7.0	9.8
EPS증가율	(6.2)	(52.5)	69.6	7.0	9.9
수익성(%)					
매출총이익률	26.5	27.9	28.7	28.2	28.4
EBITDA이익률	4.1	6.8	7.8	7.2	7.0
영업이익률	2.9	3.3	4.7	4.7	4.9
계속사업이익률	4.7	2.5	4.3	4.3	4.4

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	439.8	478.7	514.5	616.3	721.1
금융자산	242.9	282.4	317.7	407.5	499.4
현금성자산	81.9	144.5	179.6	264.6	351.1
매출채권 등	111.7	95.5	95.8	101.6	107.9
재고자산	66.7	81.8	82.0	87.0	92.4
기타유동자산	18.5	19.0	19.0	20.2	21.4
비유동자산	500.4	724.0	682.3	651.7	627.4
투자자산	91.6	76.5	76.7	80.9	85.4
금융자산	60.4	68.5	68.7	72.8	77.4
유형자산	259.9	491.3	452.4	420.2	393.7
무형자산	21.7	48.0	45.1	42.5	40.2
기타비유동자산	127.2	108.2	108.1	108.1	108.1
자산총계	940.1	1,202.6	1,196.9	1,268.0	1,348.5
유동부채	299.9	407.3	350.2	368.7	388.9
금융부채	23.9	129.4	71.5	73.3	75.4
매입채무 등	228.5	235.2	235.9	250.2	265.7
기타유동부채	47.5	42.7	42.8	45.2	47.8
비유동부채	65.8	182.0	182.1	183.5	185.1
금융부채	40.0	158.5	158.5	158.5	158.5
기타비유동부채	25.8	23.5	23.6	25.0	26.6
부채총계	365.7	589.3	532.3	552.2	573.9
지배주주지분	574.4	593.4	644.7	695.9	754.7
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2
자본조정	(151.4)	(159.0)	(159.0)	(159.0)	(159.0)
기타포괄이익누계액	(3.7)	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
이익잉여금	667.9	694.5	745.8	797.0	855.8
비지배주주지분	0.1	19.9	19.9	19.9	19.9
자본총계	574.5	613.3	664.6	715.8	774.6
순금융부채	(179.0)	5.5	(87.7)	(175.7)	(265.5)

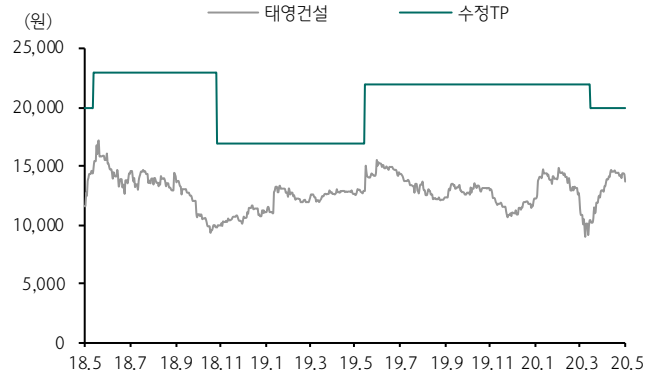
투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,823	1,815	3,079	3,296	3,622
BPS	30,841	31,969	34,149	36,325	38,825
CFPS	5,124	6,239	6,152	5,990	6,033
EBITDAPS	3,360	4,923	5,637	5,497	5,670
SPS	81,944	72,167	72,374	76,747	81,521
DPS	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500
주기지표(배)					
PER	17.6	34.3	26.0	24.3	22.1
PBR	2.2	1.9	2.3	2.2	2.1
PCFR	13.2	10.0	13.0	13.4	13.3
EV/EBITDA	17.8	12.9	13.7	13.4	12.3
PSR	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	16.6	7.3	11.7	11.6	11.8
ROA	9.4	4.0	6.0	6.3	6.5
ROIC	14.1	8.7	13.2	15.1	18.5
부채비율	63.7	96.1	80.1	77.1	74.1
순부채비율	(31.2)	0.9	(13.2)	(24.5)	(34.3)
이자보상배율(배)	24.5	6.7	6.6	7.7	8.6

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	63.7	79.4	121.6	125.5	127.8
당기순이익	90.0	42.7	72.4	77.6	85.2
조정	(4.6)	60.9	48.9	41.7	35.9
감가상각비	23.0	60.1	51.8	44.8	38.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(12.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	(27.6)	12.9	0.1	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	(21.7)	(24.2)	0.3	6.2	6.7
투자활동 현금흐름	50.1	18.0	(7.4)	(16.0)	(16.9)
투자자산감소(증가)	11.0	17.0	2.8	(1.2)	(1.5)
유형자산감소(증가)	73.3	(16.2)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타	(34.2)	17.2	(0.2)	(4.8)	(5.4)
재무활동 현금흐름	(107.9)	(34.8)	(79.1)	(24.5)	(24.3)
금융부채증가(감소)	(86.8)	224.0	(57.9)	1.9	2.0
자본증가(감소)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(237.7)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(26.4)	(26.4)
현금의 증감	6.4	62.6	35.1	85.0	86.5
Unlevered CFO	120.6	146.8	144.8	141.0	142.0
Free Cash Flow	51.8	60.9	111.6	115.5	117.8

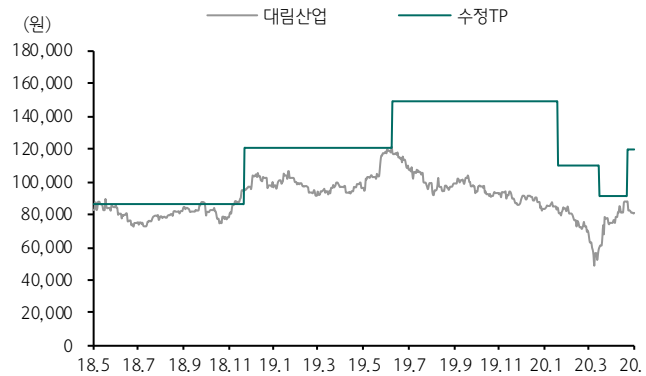
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

태영건설



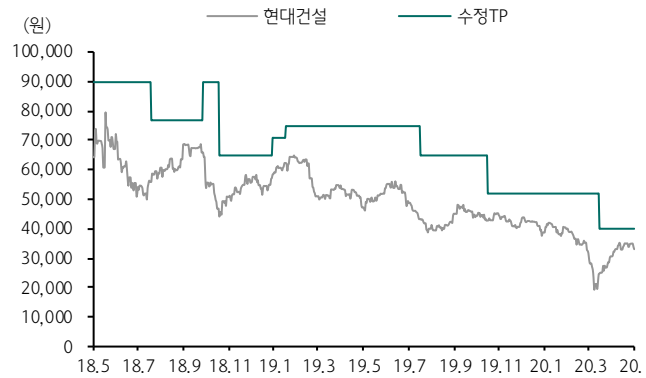
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.27	BUY	20,000		
19.5.27	BUY	22,000	-41.00%	-29.55%
18.11.8	BUY	17,000	-30.31%	-21.76%
18.5.25	BUY	23,000	-42.29%	-25.43%
18.5.15	BUY	20,000	-30.58%	-27.25%
18.1.1	BUY	15,000	-25.91%	-12.33%

대림산업



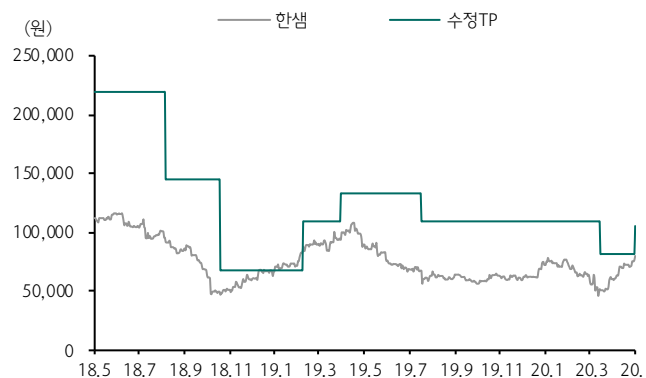
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.4	BUY	120,000		
20.3.27	BUY	91,000	-14.93%	-3.19%
20.1.31	BUY	110,000	-34.13%	-22.64%
19.6.21	BUY	150,000	-35.58%	-21.33%
18.12.3	BUY	121,000	-17.38%	0.41%
18.6.11	Neutral	86,000	-6.31%	10.58%
18.1.21	BUY	110,000	-28.05%	-18.45%

현대건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.27	BUY	40,000		
19.10.28	BUY	52,000	-25.12%	-12.79%
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%
18.5.13	BUY	90,000	-31.39%	-12.11%
18.4.29	BUY	50,000	27.00%	31.80%

한샘



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.13	BUY	105,000		
20.3.27	BUY	81,000	-20.97%	-5.06%
19.7.29	BUY	109,000	-41.32%	-27.89%
19.4.11	BUY	133,000	-37.80%	-18.80%
19.2.19	BUY	109,000	-16.66%	-7.80%
18.10.30	BUY	67,000	-5.00%	23.73%
18.8.17	BUY	145,000	-47.99%	-35.79%
18.4.15	BUY	220,000	-50.50%	-33.18%

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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 12일

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 05월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2020년 05월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.