

건설/건자재/부동산 Neutral

건설회사가 돈을 벌면 무엇을 할까?

하반기 건설주 투자전략은 각 사별 자본투자/주주가치 방향성이 될 것

주택시장 규제강화 지속, 해외 저유가 장기화, 기존 주택 매매거래량 침체 등의 거시 지표는 건설업종의 주가에 중립 이하의 영향을 줄 것으로 판단한다. 반면, 하반기는 개별 기업들의 양호한 재무구조와 잉여 현금흐름, 홈코노미 활성화, 자본투자형 SOC 및 신도시 투자 확대, 자사주 또는 배당 확대 등 주주환원책을 기대할만한 시기다. 각 사별 1) 외적 성장, 2) 내적 성장, 3) 주주가치 제고 3가지 주제로 자본 투자가 기대되며 결국 하반기 전망의 키 팩터는 개별기업의 이벤트들이다.

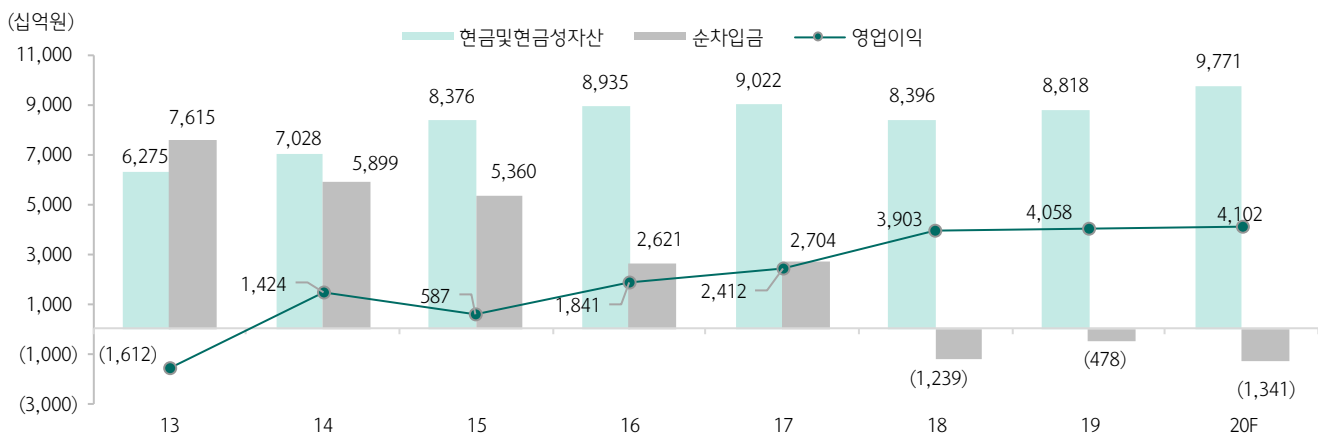
연말로 갈수록 각사별 성장전략 구체화 될 전망 - 투자대상은 '확인 후 매수'전략 필요

주요 건설사의 순차입금은 2013년 7.6조원에서 2019년 4,777억원의 순현금 전환했고, 2020년은 순현금 1.3조원 전망한다. 이는 건설사 영업이익이 2013년 1.6조원 적자에서 2018년 3.9조원, 2019~2020년 4.1조원 등으로 급증한 영향이다. 현 분양추세를 볼 때 2020년 이후에도 양호한 실적추이가 이어질 것이 예상되는 만큼 건설사의 투자 확대가 다양한 방향에서 이뤄질 것이 기대된다. 관건은 '어디에 어떻게 얼마나 잘' 투자하는지이며, 이벤트 내용을 확인하고 대응할 필요가 있다는 전략이다. 다행인 것은 건설사들이 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, 내적성장성에 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

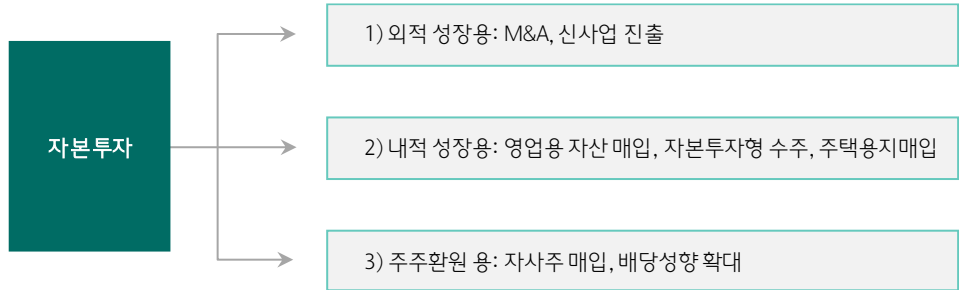


주: 현대건설, GS건설, 대림산업, 대우건설, 삼성엔지니어링, HDC현대산업개발 6개사(2018년 이전은 HDC)
자료: Quantiverse, 하나금융투자

Summary

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

3가지 자본투자 방향성

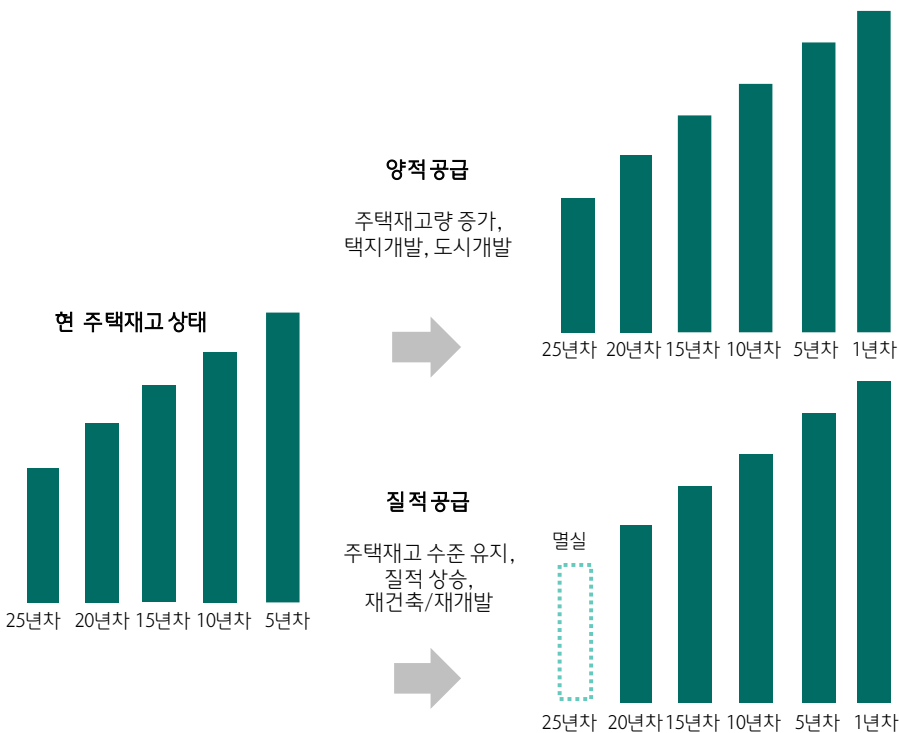


자료: 하나금융투자

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

거시 환경은 건설주에 중립 이하

매크로 환경은 중립이하, 개별기업의 이벤트가 주가흐름을 주도

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

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

주택시장 규제 지속으로
기존주택 매매시장 위축 전망

정비사업 둔화로
가구/인테리어/생활가전 업체
수혜 전망

급작스레 찾아온 저유가,
장기화 우려

정부의 재건축/재개발 규제 지속이라는 흐름 속에서 전통 수주 텃밭인 도심 정비사업 수주 감소는 필연적이다. 현 건설사의 이익이 주택부문에서 70% 이상을 담당하고 있는 상태라는 것을 볼 때, 주택사업 규모가 감소할 우려가 있다는 점은 다소 부정적이다. 물론 2020년은 2019년 이연물량이 상당수인 만큼 올해 분양은 작년보다 늘어날 것으로 전망되어 향후 3년간 실적 안정성은 높다. 그러나 주가 측면에서 주택시장의 규제 지속으로 멀티플 하향 압력이 존재한다는 점에서 주가에 중립 이하 영향을 줄 것으로 보고 있다.

주택시장 규제 지속으로 기존주택의 매매거래 시장은 상당히 위축될 것으로 예상되는 반면 신규분양의 경우 상당한 호황기가 예상된다. 즉, 현재는 구도심 정비사업 Short 신도시 개발사업 Long의 전략을 수립할 필요가 있다. 구도심 정비사업의 둔화, 특히 재건축 둔화로 주거의 질적 수요에 대한 니즈는 인테리어를 통한 변화로 맞춰갈 가능성이 커졌다고 판단하며, 이런 국면변화 속에서 한샘 등 가구/인테리어/생활가전 업체의 수혜가 기대된다.

또한, 2020년 초 유가는 40불대에서 20불대로 급하락 하며 코로나19 영향과 전반적 수요위축이라는 장-단기 악재를 모두 반영하는 모습을 보였다. 감소 노력 등이나 코로나사태의 완만한 회복 속에 유가는 점진적으로 다소 상승할 가능성도 있겠으나, 2019년 수준의 레벨로 높아지기는 당분간 어려워 보인다. 저유가가 지속되는 환경은 해외수주에 대한 기대감을 낮추며 건설업종 Multiple 디레이팅 이슈로 작동한다. 커버리지 중 삼성엔지니어링 주가가 유가에 가장 민감한 변화를 보이는데, 삼성엔지니어링뿐 아니라, 대우건설/현대건설 등 2020년 해외수주 목표치를 다소 적극적으로 제시했던 기업들의 수주에 대한 우려는 여전히 존재한다.

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

3가지 기준으로 보는 건설사 자본투자포인트

적극적 주주환원 정책을 구분하고, 보면서 대응하자

건설사의 자본투자 방향성 중

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

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

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 2020년 1분기 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.

주요 대형 건설사들
배당성향 확대 중

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.

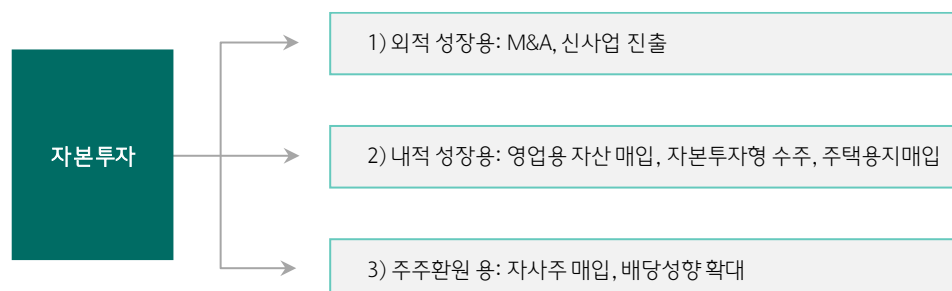
태영건설과 대림산업,
주주환원책 기대감 상승

3)의 경우 주요 대형 건설사들은 전반적으로는 배당성향을 확대하는 중이고, 당분간 실적안정성이 높다는 점을 볼 때 중장기적으로 올라갈 부분이 높은 부분이다. 건설업종에 대한 스톱어드쉽 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.

그림 1. 3가지 자본투자 방향성

건설사들의 자본투자 방향성은

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



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 SBS 대주주 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 2022년까지 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 20,000원, 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.

BUY

| TP(12M): 20,000원 | CP(5월21일): 15,550원

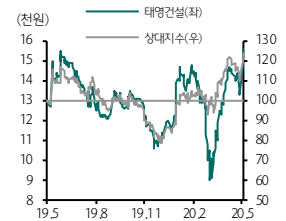
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,998.31
52주최고/최저(원)	15,550/8,930
시가총액(십억원)	1,188.0
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	76,400.0
60일 평균 거래량(천주)	325.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.1
20년 배당금(예상, 원)	150
20년 배당수익률(예상, %)	0.96
외국인 지분율(%)	8.61
주요주주 지분율(%)	
윤석민 외 3인	38.32
머스트자산운용	15.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.7 33.5 22.0
상대	4.1 40.0 25.8

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,694.5	3,976.7
영업이익(십억원)	424.1	491.5
순이익(십억원)	260.0	311.9
EPS(원)	2,828	3,421
BPS(원)	19,348	23,066

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,691.1	3,924.4	3,686.0	3,970.4	4,221.3
영업이익	십억원	458.2	391.2	475.2	534.0	567.8
세전이익	십억원	363.8	234.3	443.1	503.6	549.6
순이익	십억원	189.4	90.9	261.6	297.3	296.5
EPS	원	2,398	1,152	3,314	3,766	3,755
증감률	%	109.8	(52.0)	187.7	13.6	(0.3)
PER	배	4.73	10.38	4.69	4.13	4.14
PBR	배	0.86	0.80	0.85	0.71	0.61
EV/EBITDA	배	4.68	6.27	5.61	4.80	4.20
ROE	%	19.21	8.38	20.43	19.19	16.15
BPS	원	13,245	15,029	18,208	21,838	25,458
DPS	원	125	150	150	150	150



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

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

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 수요요인이다. 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.

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 성장주세는 나오리라 본다.

주거의 질적 개선 시대, 한샘 TP 105,000원

한샘의 목표주가 105,000원, 투자의견 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.

BUY

| TP(12M): 105,000원 | CP(5월21일): 86,800원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,998.31
52주최고/최저(원)	91,300/46,850
시가총액(십억원)	2,042.7
시가총액비중(%)	0.17
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, %)	130.3
외국인 지분율(%)	8.5
주요주주 지분율(%)	1,500
조창결 외 23 인	1.73
Teton Capital Partners LP	23.80
주가상승률	1M 6M 12M
절대	21.7 44.9 1.2
상대	14.5 52.0 4.4

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)	36,512	40,034

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	28.19	26.33	23.97
PBR	배	2.19	1.95	2.54	2.39	2.24
EV/EBITDA	배	17.80	12.85	14.89	14.59	13.47
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

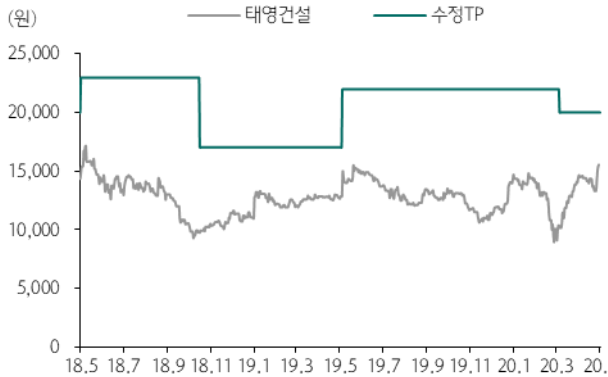


Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

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

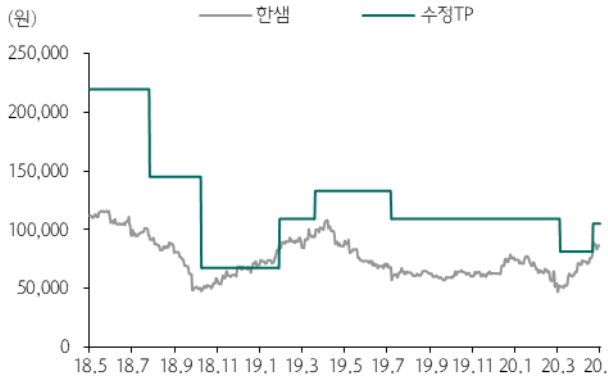
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

태영건설



날짜	투자의견	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%
18.5.20	BUY	20,000	-27.75%	-27.25%

한샘



날짜	투자의견	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 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	90.5%	9.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 22일

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 5월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2020년 5월 25일 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.