

Industry Comment

Korea / Construction & Engineering

27 February 2013 UNDERWEIGHT

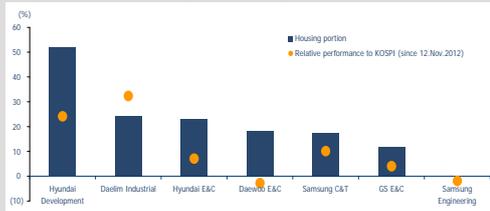


Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
삼성엔지니어링 (028050 KS)	BUY	154,000	200,000
삼성물산 (000830 KS)	HOLD	65,300	65,000
현대건설 (000720 KS)	HOLD	67,500	69,000
대림산업 (000210 KS)	HOLD	95,600	89,000
GS 건설 (006360 KS)	HOLD	55,500	51,000
현대산업 (012630 KS)	HOLD	24,450	21,000

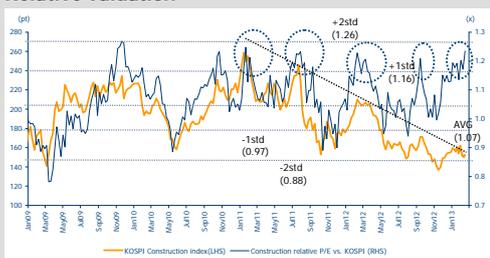
(주 2월26일 종가 기준)

Major E&C company's housing portion



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Relative valuation



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

변성진, Analyst

3774 1457 sjbyun@miraeeasset.com

김정환

3774 1782 jeffkim@miraeeasset.com

건설

부동산 대책 기대감 주가에 선반영

Event

신정부 출범으로 3 월말 부동산 종합대책에 대한 기대감이 높은 상황. 주요 대책으로는 이미 결정된 취득세 감면 및 다주택자 양도세 증가 유예 등을 포함해, LTV 완화 및 공공주택 분양물량 축소 등의 대책들이 포함될 것으로 예상.

Impact

경착륙을 방지하기 위한 부동산 정책 예상

- 1) 취득세 감면 2013년 6 월까지 연장 및 다주택자 양도세 증가 1년 유예: 지난 2월 초 및 1월 초 국회통과. 거래량이 일부 회복될 경우 추가 연장은 없을 가능성 높음. 하지만 인구노령화와 주택보급율의 상승 감안시 거래량 회복을 위해 중장기적으로 취득세는 하향조정될 것으로 예상. 다주택자 양도세 증가제도는 2013년 말까지 적용 유예된 상황이나 거래비용 하락에 대한 시장의 요구 감안시 2014년 이후 폐지 재검토 가능성.
- 2) 분양가 상한제 폐지 예상: 주택공급업체들의 폐지 요구 및 분양가격 인하 추이 감안시 분양가 상한제는 폐지될 것으로 전망. 하지만 1) 분양가 인상으로 인한 미분양 부담, 2) 분양가 상한제에도 불구하고 실제 평균 분양가는 지속적으로 하락해 왔다는 점, 그리고 3) 현재 미분양에 대한 할인분양과 관련 소송이 진행되고 있는 상황 감안시 분양가 상한제 폐지로 인한 실제 분양가 상승 및 이로 인한 건설사들의 분양물량 증대 가능성은 제한적일 것으로 예상.
- 3) LTV 완화, DTI 유지 예상: 가계부채 부담을 감안하여 DTI는 유지하되 LTV는 완화할 것으로 예상. 현재 LTV는 수도권 50%, 지방 60%가 적용되고 있으며, DTI는 서울 50%, 경기/인천 60%가 적용되고 있는 상황. DTI 규제를 통해 LTV 비율을 상대적으로 낮게 유지했음에도 불구하고 가계부채규모가 900조원에 이른 것을 감안할 때, DTI 규제완화 정책은 최후의 보루로 남겨질 것으로 예상.
- 4) 공공주택 분양물량 축소 및 임대 확대: 행복주택 중심의 임대주택 공급방식으로 전환 예상. 2009년 보금자리주택 공급 계획으로 일부 주택 매수 수요가 지연된 점 감안시 긍정적. 하지만 강남, 서초, 하남, 미사 등 시범지구 제외시 추진이 지연되고 있을 뿐만 아니라, 주택가격의 하락 추세와 오피스텔 등 대안주택 공급 확대로 인해 보금자리주택 공급 계획 축소의 영향은 제한적이라는 판단. 오히려 임대주택인 행복주택 공급이 본격화 될 경우 주택수요의 패러다임 변화를 가속화할 리스크도 존재.
- 5) 1기 신도시 리모델링 수직 증축 허용: 가격하락 추세 및 주변 경쟁 신도시의 등장 등을 감안할 때 증축 허용 합의에는 추가적인 시간 소요 예상. 지난 90년대 초부터 입주된 분당 및 일산 등 1기 신도시의 노후화로 인해 가격이 지속적으로 하락하고 있으나, 재건축 연한(40년) 아직 도래하지 않아 리모델링(15년) 요구가 증대. 하지만 공급 당시 이미 고층으로 지어져 수직 증축 없는 리모델링의 수익성 역시 낮은 상황. 저층 재건축 시대가 지나가고 있는 상황을 감안할 때, 향후 정책방향은 고층 아파트 리모델링에 초점을 맞출 필요가 있다는 판단.

Action and recommendation

부동산 대책 기대감 주가에 선반영 차익실현 추천

신정부의 부동산 종합대책에 대한 기대감은 이미 주가에 충분히 반영되었다는 판단으로, 향후 기대치와 실제 효과와의 차이에서 발생하는 추가 하락 리스크에 대비할 필요가 있다는 판단. 인구구조와 주택보급율, 가계부채 및 대외경제변수 등을 감안시 향후 예상되는 부동산 대책은 부동산 경기를 상승추세로 전환시키기 위한 것이 아니라, 부동산 시장의 정상화를 통해 부동산 경기의 경착륙을 방지하기 위한 것으로 판단하기 때문. 주택사업 비중이 높아 그동안 주택경기 회복에 대한 기대감으로 아웃퍼폼한 건설업체들에 대한 차익실현 추천

Figure 1 취득등록세 감면

		변경 전	변경 후
1주택자	9억원 이하	2%	1%
	9억원 초과	4%	2%
	12억원 초과	4%	3%
다주택자	12억원 이하	4%	2%
	12억원 초과	4%	3%

자료: 국토해양부, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 주요국 부동산 거래세/보유세 비중

(%)	한국	미국	영국	캐나다
거래세	70	0	17	5
보유세	30	100	83	95

자료: 한국주택협회, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 다주택자 양도세 증가 면제

	변경 전	변경 후	비고
2주택자	양도차익의 50%	2013년까지 적용 유예(일반세율 적용)	일반세율: 6~38%
3주택 이상 보유자	양도차익의 60%	2013년까지 적용 유예(일반세율 적용)	일반세율: 6~38%

주: 다주택자 양도세 증과는 2004년 도입되었으나 2009년부터 2012년까지 한시적으로 적용을 유예한 상태

자료: 국토해양부, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 전세 매매가 추이 및 증감률 (전국 기준)

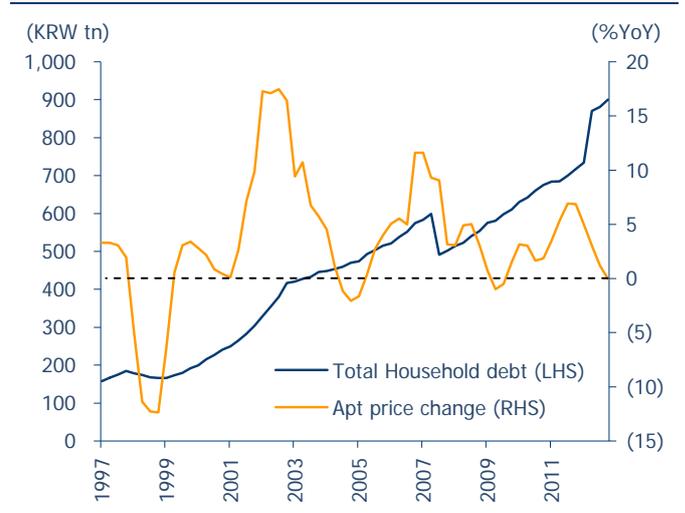


자료: 부동산 114, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 LTV / DTI 적용 현황

구분	LTV	DTI
서울	50%	50%
수도권	50%	60%
지방	60%	-

Figure 6 가계부채 증가와 아파트 가격 변화 추이



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

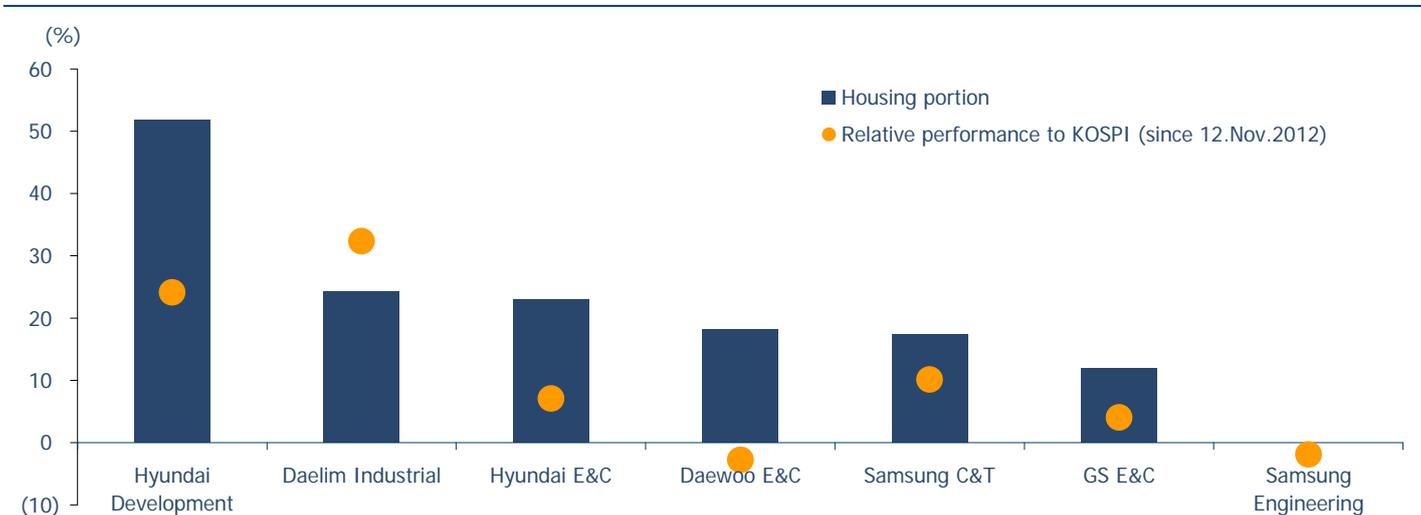
자료: KB 국민은행, 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 제 1기 신도시 개요

구분	분당	일산	평촌	산본	중동	전체
위 치	성남시	고양시	안양시	군포시	부천시	
면적(천 m ²)	19,639	15,736	5,106	4,203	5,456	50,140
수용인구(만명)	39	27.6	16.8	16.8	16.6	116.8
인구밀도(인/ha)	199	175	329	399	304	1,406
주택건설(천호)	97.6	69	42	42	41.4	292
용적율(%)	184	169	204	205	226	
도로건설(km)	82.8	51.4	69.6	0	28.4	232.2
최초입주	`91.9	`92.8	`92.3	`92.4	`93.2	
사업기간	`89.8 ~ `96.12	`90.3 ~ `95.12	`89.8 ~ `95.12	`89.8 ~ `95.1	`90.2 ~ `96.1	
총사업비(천억원)	41.6	26.6	11.8	6.3	18.4	104.7
사업진행자	토지공사	토지공사	토지공사	주택공사	부천시, 주택공사, 토지공사	

자료: 국토해양부, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 주요 건설업체별 주택비중 및 KOSPI 대비 상대 수익률 (2012년 매출 기준)



자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 Peer valuation

Company		Samsung ENG	Samsung C&T	Hyundai E&C	Daelim Industrial	GS E&C	Hyundai Develop	Daewoo E&C	Doosan Heavy
Code		028050	000830	000720	000210	006360	012630	047040	034020
Rating		BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	Not rated	Not rated
Target price (KRW)		200,000	65,000	69,000	89,000	51,000	21,000	N/A	N/A
Share price (KRW)		154,000	65,300	67,900	92,000	52,800	24,450	9,070	43,150
Upside(%)		29.9	-0.5	1.6	-3.3	-3.4	-14.1	N/A	N/A
Market cap (KRWbn)		6,160	10,201	7,517	3,327	2,831	1,843	3,770	4,568
Market cap (US\$ m)		5,662	9,376	6,909	3,058	2,602	1,694	3,465	4,198
Foreign ownership (%)		39.0	25.2	23.8	37.3	29.1	48.8	7.2	13.5
Sales (KRW bn)	2011	9,298	21,546	11,920	7,988	9,052	4,108	7,183	7,397
	2012P	11,477	25,326	13,365	10,220	9,289	3,475	8,289	9,836
	2013E	12,624	28,370	14,418	10,912	10,759	3,989	9,279	9,697
	2014E	14,350	31,071	15,985	11,864	11,476	4,410	10,647	10,407
Op. profit (KRW bn)	2011	717	597	754	516	598	403	390	482
	2012P	728	632	758	485	102	135	361	609
	2013E	799	770	884	516	254	245	471	628
	2014E	949	908	997	566	389	299	547	700
Net income (KRW bn)	2011	515	409	685	380	427	225	353	366
	2012P	514	465	593	388	113	41	193	376
	2013E	588	552	719	401	173	131	294	408
	2014E	701	656	806	445	263	168	367	509
ROE (%)	2011	38.0	4.3	15.1	8.3	11.3	9.2	8.9	9.6
	2012P	29.6	4.2	11.5	7.9	2.9	1.5	5.7	7.8
	2013E	26.7	4.7	12.5	7.4	4.5	5.2	8.4	8.1
	2014E	25.4	5.3	12.3	7.6	6.5	6.4	9.5	9.3
P/E (x)	2011	15.7	26.5	12.3	8.5	11.1	5.7	10.4	12.4
	2012P	12.1	22.3	14.0	9.0	26.3	49.1	19.1	11.8
	2013E	10.6	18.9	11.4	8.8	16.6	14.0	12.7	11.1
	2014E	8.9	15.9	10.2	7.9	10.9	10.9	10.2	8.7
P/B (x)	2011	6.0	1.2	1.9	0.8	1.3	0.5	1.0	1.2
	2012P	3.6	1.0	1.6	0.8	0.8	0.8	1.1	0.9
	2013E	2.8	0.9	1.4	0.7	0.7	0.7	1.0	0.9
	2014E	2.2	0.9	1.2	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	2011	9.7	19.2	8.8	6.1	7.4	7.0	9.7	9.3
	2012P	7.7	17.4	8.6	6.3	21.6	20.9	12.4	9.6
	2013E	6.9	15.0	7.6	6.2	12.1	13.1	9.8	9.0
	2014E	5.8	13.1	6.7	5.8	8.3	11.7	8.3	8.3

자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Recommendations

종목별 투자 의견 (2개월 기준)

Buy : 한주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 한주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 한주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것 이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제 공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함
 작성자 변성진 김정환

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1% 이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자주종류
			수량	취득가	취득일				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.