



2019년 2월 12일 | Equity Research



건설/부동산 Overweight

다시 찾아온 대 개발 시대, 디벨로퍼를 사자.

- | 전국, 개발의 시대 돌입
- | 9.13 정책도 수도권 개발의 촉진제
- | 상반기 탑픽 HDC현대산업개발, 차선호 태영건설, 유진기업

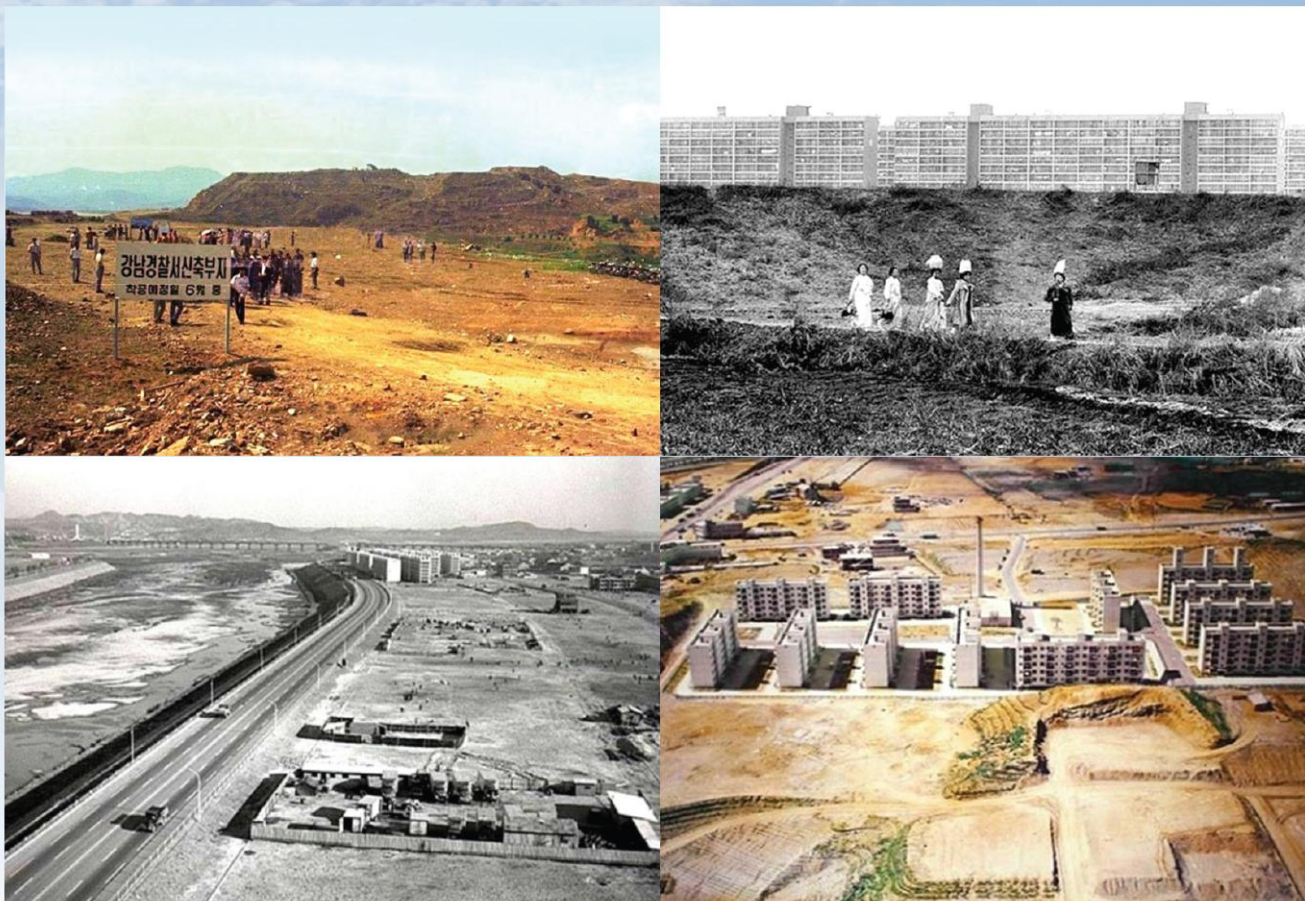
Industry-Indepth Top picks

HDC현대산업(294870) | BUY | TP 75,000원 | CP(2월11일) 48,050원
태영건설(009410) | BUY | TP 17,000원 | CP(2월11일) 12,350원
유진기업(023410) | BUY | TP 12,000원 | CP(2월11일) 7,710원



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

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com



CONTENTS

1. 건설주, '성장'이 예상될 때 사야 할 산업	3
건설사 주가와 밸류에이션은 '성장'을 갈구한다.	3
2. 등잔 밑 국내 시장에 일어나는 건설 성장의 동력	4
1) 수도권이 달라진다. 3기 신도시와 GTX가 만들 세상	4
2) 비수도권, 예타면제 SOC를 통한 광역개발 가능해 질 것	6
3) 개발회사들은 언제 사야 할까?	8
4) 도시개발 시대로 전환한 것도 긍정적	11
5) 개발의 시대, Developer의 시대가 열렸다	12
Top Picks	14
HDC현대사업개발(294870)	15
태영건설(009410)	19
유진기업	23

2019년 2월 12일 | Equity Research

건설/부동산

다시 찾아온 대 개발 시대, 디벨로퍼를 사자.

전국, 개발의 시대 돌입

수도권에 2010년대 초에 이어 다시 한번 건축/주택 개발 붐이 찾아올 것이 기대된다. 3기신도시 뿐 아니라, 2기 신도시들을 서울시의 세력 범위로 포함하게 만드는 GTX A-B-C노선과 광역철도노선들(신분당선, 분당선, 위례신사선, 신안산선, 3-5-7호선 연장 등)이 그 주인공이다. 역세권 개발사업이나 교통망 연결지역의 주택/건축 개발사업 활성화는 디벨로퍼에게 수혜로 연결 될 것이다.

지난 1월 29일 SOC 예비타당성면제에서 수도권을 배제한 것도 같은 이유다. 수도권은 이미 충분한 개발계획을 갖는 반면, 지방이 열악했기 때문에 지방중심 예타면제를 한 것이다. 지방과 수도권을 포함해 바야흐로 전국에 '개발사업'이 활성화 되는 대 개발의 시대에 진입하였다.

9.13 정책도 수도권 개발의 촉진제

현 정부의 부동산 정책은 고가주택 규제로 요약이 가능하다. 반면 수도권 공시가격 6억원 이하, 전용면적 85㎡ 미만 주택의 경우 투자수요가 여전히 살아있으며, 부족했던 서울과의 접근성을 높이는 형태의 SOC로 인해 투자매력이 높아졌다. 이는 수도권 중심으로 개발을 해야 하는 개발사들에게 수혜가 될 것이다.

상반기 탑픽 HDC현대산업개발, 차선후 태영건설, 유진기업

HDC현대산업개발 주가는 역사적으로 2007, 2015년에 각각 고점이었다. 그런데 2019년의 사업환경은 지난 2015년에 유사한 흐름이어서 투자의 적기라고 판단한다. 특히, GTX-C사업과 B사업의 주요 역세권마다 사업지가 존재하며 2020년을 전후로 대거 진행된다는 점에서 2019~2020년에 새롭게 창출될 이익 모멘텀이 상장 건설사 중 가장 크다. 국내 건설업종의 투자 아이디어는 1) 수도권 개발, 2) 해외건설수주, 3) 경험이며 1)의 아이디어로 2019년 상반기는 디벨로퍼인 HDC현대산업개발을 최선후, 태영건설을 차선후로 제시하겠다. 전자재 중 수도권 레미콘시장의 지배자 유진기업이 탑픽이다.

Industry-Indepth

Overweight

Top picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(2월11일)
HDC현대산업(294870)	BUY	75,000원	48,050원
태영건설(009410)	BUY	17,000원	12,350원
유진기업(023410)	BUY	12,000원	7,710원



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

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

1. 건설주, '성장'이 예상될 때 사야 할 산업

건설사 주가와 밸류에이션은 '성장'을 갈구한다.

건설사 주가와 밸류에이션 추이

수주가 증가할 것이 예상될 때,
건설업종은 상승한다.

지난 2000년 이후 한국의 건설업종은 총 3번의 거대한 변곡점을 지나왔다. 첫째는 2000년대 초반 국내 주택시장 호조와 함께 건설업종의 시가총액이 일제히 상승하는 구간, 둘째는 2008년 금융위기 이후 국내 성장이 정체되었을 때 해외건설 시장을 개척하면서 수주성장을 해 나갔던 기간인 2009~2011년, 세 번째는 해외성장이 저유가로 정체될 것으로 우려되던 2014년 하반기의 우려를 딛고, 국내 주택시장을 중심으로 다시 성장잠재력을 인정받았던 2015년의 상반기가 그 시점이었다.

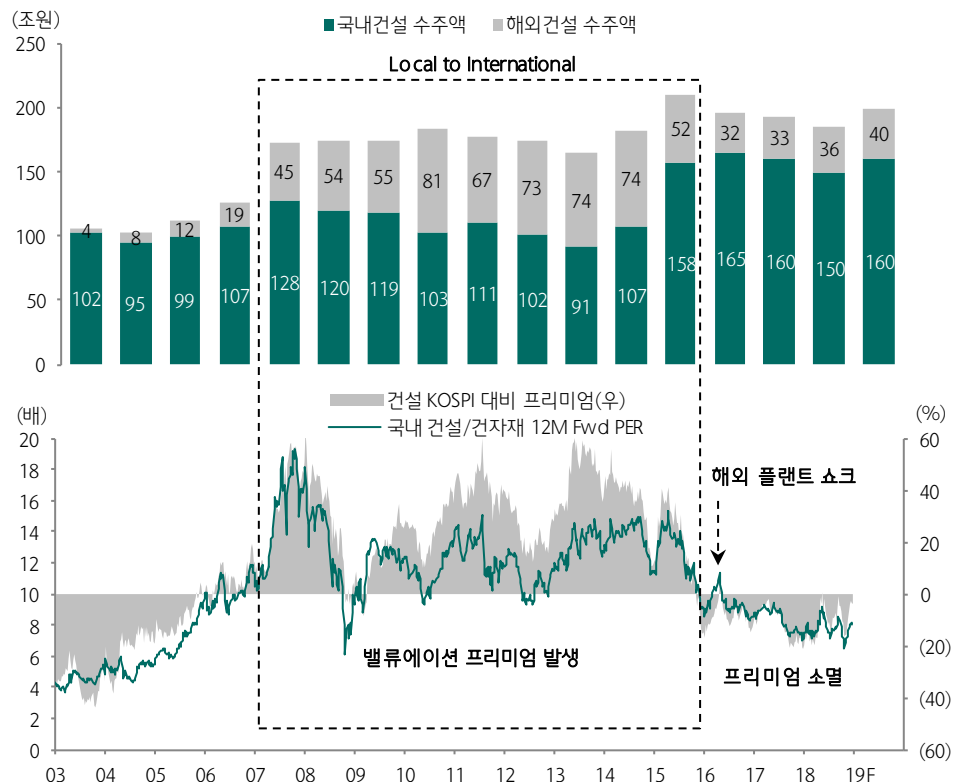
건설은 수주산업이고, 수주잔고로부터 매출추정이 이뤄지기에 매출추정이 용이한 산업이다. 동시에 원가율 역시 서비스산업의 특징에 따라서 서비스를 제외한 자재/장비/제품 구매 등이 모조리 외주가 되는 개념이므로 원가율도 일정하게 유지되곤 한다. 물론 공사를 수행하는 과정에서 공사기간의 연장이나 돌발성 이슈가 발생하기도 하지만, 총 50개 이상의 사업장을 돌리는 건설사 입장에서 합산 원가율도 대략적으로는 공정별로 다를 뿐, 일정한 영역에서 움직인다. 건설사 실적은 공사를 진행하는 과정에 이뤄지고 이를 기성고(Progress)로 인식하며 그래서 현재의 실적은 과거에 착공한 현장에서 나타나는 것이다.

그래서 건설업체의 주가는 '현재의 실적'에 대한 민감함 보다는 '수주 향방'에 주가의 큰 방향성이 결정된다. 실제, 국내 건설업종 주가의 밸류에이션에 키 팩터로 작용했던 변수들도 '해외수주' 혹은 '국내수주'의 급격한 증가 또는 감소전망이었다. 따지고 보면 2018년의 남북경협 이슈 역시 경협이라는 주제일 뿐 '국내 건설수주 대폭 확대 가능성'과 마찬가지로.

그림 1. Top-Down 관점에서 바라본 국내 건설업 밸류에이션

2007년은 해외수주가 건설업종
프리미엄을 주도했고,
2014년에 유가하락과 함께 소멸,
2015년은 국내 건설수주가
프리미엄을 주도했고,
성장성이 희석되며 2016년에 소멸.

건설업종은 수주증가가 기대되는
환경을 예상하는 투자가 성과가
가장 좋은 방법 중 하나



자료: 대한건설협회, 해외건설협회, 하나금융투자

2. 등잔 밑 국내 시장에 일어나는 건설 성장의 동력

1) 수도권이 달라진다. 3기 신도시와 GTX가 만들 세상

(1) 수도권, 대 개발 시대, 핵심은 3기 신도시와 GTX

수도권은 개발계획이 풍성하다 못해 넘칠 정도, 완전히 달라진 2025년이 기대되는 시점

2019년 이후 수도권은 ‘개발계획이 넘치는’ 수준에 진입했다. 이는 3차 광역철도망계획 (2016~2020)에서 드러나듯, 민간이 제안한 사업을 적극 민자를 활용하여 건설하겠다는 GTX를 필두로 한 도시철도 확장 등이 포함되었기 때문이다.

국내 건설시장은 2000년대 이후 94~107조원 수준에서 등락을 거듭해 왔다. 그런데 2015년부터 158조원으로 급격히 증가했고, 이 추세가 3년 정도 유지되었다. 그러다 2018년에는 약 150조원대로 감소하면서 건설 붐이 사그라드는 모양새였다.

그런데, 3기 신도시로 대표되는 수도권 개발계획이 발표되면서, 국내 건설수주액 증가 가능성이 대두되기 시작했다. 더 중요한 것은 앞서 언급한 3차 철도망 계획의 주요 민간제안 프로젝트 중 GTX-A, C 노선이 예비타당성을 통과하고, B노선의 경우에도 남양주 왕숙신도시 공급을 통해서 2019년 예비타당성을 통과할 가능성이 높아지면서 발생한 변화다.

이제 수도권은 3호선, 5호선, 7호선 연장이나 신분당선 연장, 신안산선의 착공, 서해안선, 위례신사선, 또 GTX-A,B,C 등 상당한 광역철도 노선들이 연장을 하면서 수도권을 촘촘하게 잇게 된다. 이런 변화는 1기 신도시 건설 이후 가장 큰 변화라고 언급할 만 하다.

광역철도노선은 기 공급한 2기 신도시들을 서울의 세력범위로 연결하는 개념

3기 신도시 뿐 아니라, 광역 철도노선이 중요한 것은 2기 신도시들의 서울 접근성을 높여주기 때문이다. 서울 접근성은 물리적 거리에서 나오는 것이 아니라, 사람의 행태에서 나온다. 현재 경기권의 도시들에서 서울시로 통근-통학을 하는 비중을 살펴보면 서울과 연계성이 있는지 없는지 도시구조가 파악된다. 중요한 것은 동탄 1-2, 평택 고덕국제신도시, 양주 옥정신도시나 파주운정신도시 등은 거리상 위치상 제약에 따라 서울과의 접근성이 높지 못했다. 이들 도시들이 GTX - A, C 등으로 연결되며 서울로 통근통학하는 비중이 높아지게 될 경우, 해당 도시의 수요층이 대폭 확대된다. 이런 변화들에 따라서, 3기 신도시만이 수도권 내 주택공급이 되는 것이 아니라, 2기 신도시 중 서울 수요를 흡수하지 못했던 도시들도 동시에 서울생활권역에 포함되면서 실질적 주택공급 호 수는 대거 늘어나는 효과가 있을 것이다.

표 1. 주요 경기도 도시의 서울 향 통근통학 비중 추이

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

자료: 하나금융투자

(2) 광역 개발을 따라 건설사 개발 사업들도 홍수

광역철도노선을 따라 건설사들의
먹거리가 풍부해질 것

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

그림 2. GTX C노선도 및 주요 건설사 사업지



자료: 국토교통부, 하나금융투자

2) 비수도권, 예타면제 SOC를 통한 광역개발 가능해 질 것

(1) SOC 예타면제가 온다

2019년 1월 29일, 정부는 총 17개 지자체가 신청한 33개 초대형 SOC 프로젝트 중 예비타당성면제를 받을 사업을 발표하였다. 사업내용은 아래와 같다. 총 24조원에 이르는 지자체 사업들이 예비타당성 면제를 받았다.

표 2. 광역 SOC 예비타당성 면제 대상 프로젝트

(단위: 조원)

구분	총사업비	비고
총계	24.1	
1. R&D투자 등 지역전략산업 육성(5개)	3.6	
상용차산업 혁신성장/미래형 산업생태계 구축	0.2	
인공지능 중심 산업융합 집적단지 조성	0.4	
수산식품 수출단지 조성	0.1	
지역특화산업육성+(R&D)	1.9	
스마트특성화 기반구축(R&D)	1.0	
2. 지역산업 인프라 확충(7개)	5.7	
석문산단 인입철도	0.9	
대구산업선 철도(서대구~대구국가산단)	1.1	
울산 외곽순환도로(미호~강동)	1.0	
부산신항~김해 고속도로	0.8	
서남해안관광도로(압해~화원 등)	1.0	
평화도로(영종~신도)	0.1	
새만금 국제공항	0.8	
3. 광역 교통·물류망 구축(5개)	10.9	
남부내륙철도(김천~거제)	4.7	제천~영월 고속도로(1.2)
충북선 철도 고속화(청주공항~제천)	1.5	문경~김천 철도(1.4)
세종~청주 고속도로	0.8	경전선 전철화(1.7)
제2경춘국도(남양주~춘천)	0.9	
평택-오송 복복선화	3.1	
4. 지역주민의 삶의 질 제고(6개)	4.0	
공공하수처리시설 현대화	0.4	사상~해운대 고속도로 민자적격성 조사(2.0)
산재 전문 공공병원	0.2	
대전 도시철도 2호선(트램)	0.7	
도봉산 포천선(옥정~포천)	1.0	
동해선 단선 전철화(포항~동해)	0.4	
국도 위험구간 등	1.2	

자료: 하나금융투자

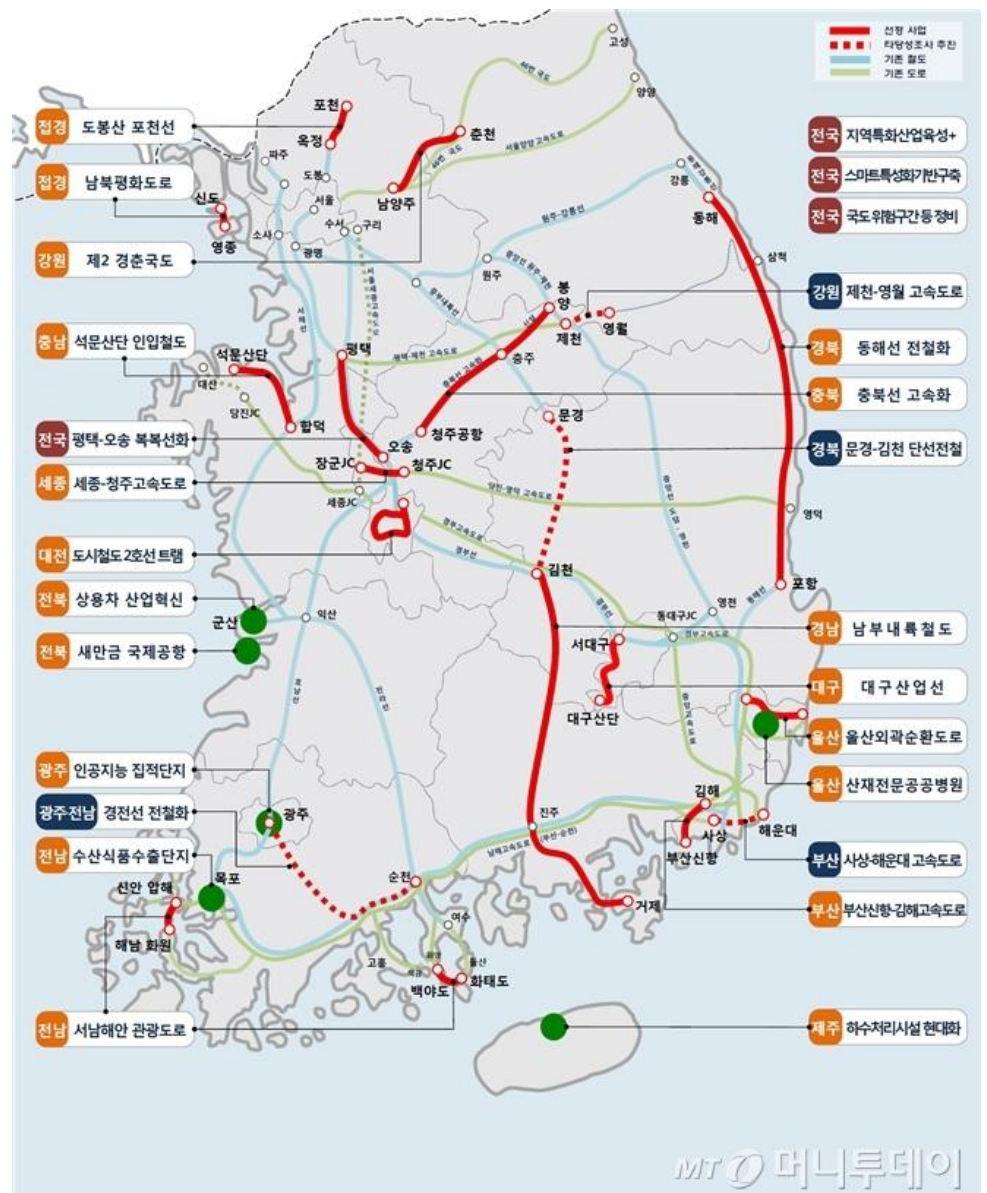
(2) 주요 SOC 예타면제 프로젝트와 시사점

SOC예타면제 프로젝트를 통해 지방의 개발사업도 다소 활성화 될 것으로 전망

SOC 예타면제 제도가 갖는 시사점은, 1) 4대강 방식의 Top down 방식이 아니라 지자체가 신청한 Bottom up 방식 중에서 선정 한 것이어서, 예타 통과 후 지자체의 적극적 사업추진 의지가 나타날 것이라는 점, 2) 지자체의 예타면제 대상이 철도-도로 중심이어서 후속으로 건축-주택 부문에서 시너지가 날 것이라는 점이다. 이는 시너지가 전무했던 4대강과 달리 향후 수년간 지방 건설시장에도 건설 붐을 일으킬만한 요소여서 긍정적이다.

그림 3. 예비타당성 면제 사업지

광역 SOC 예비타당성 면제지는
전국단위 4곳, 지역단위 22곳으로
총 사업비는 24.1조원



자료: 기획재정부, 언론, 하나금융투자

3) 개발회사들은 언제 사야 할까?

(1) 한눈으로 보는 2010년대 주택시장 개요

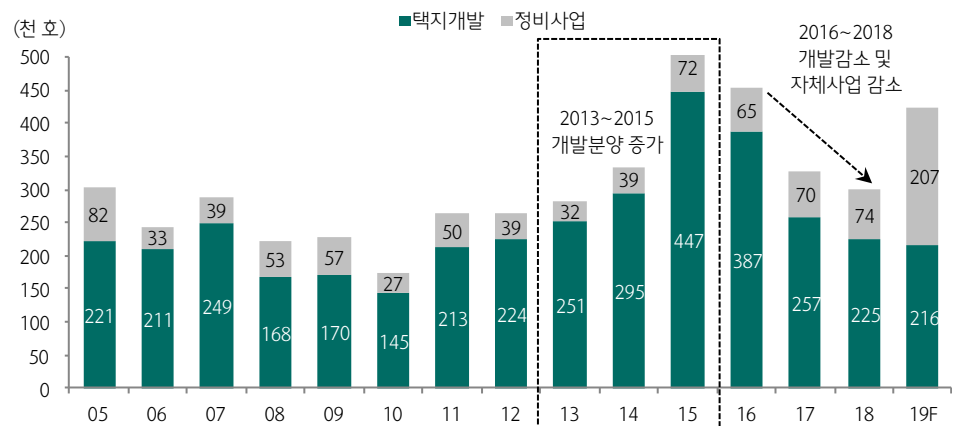
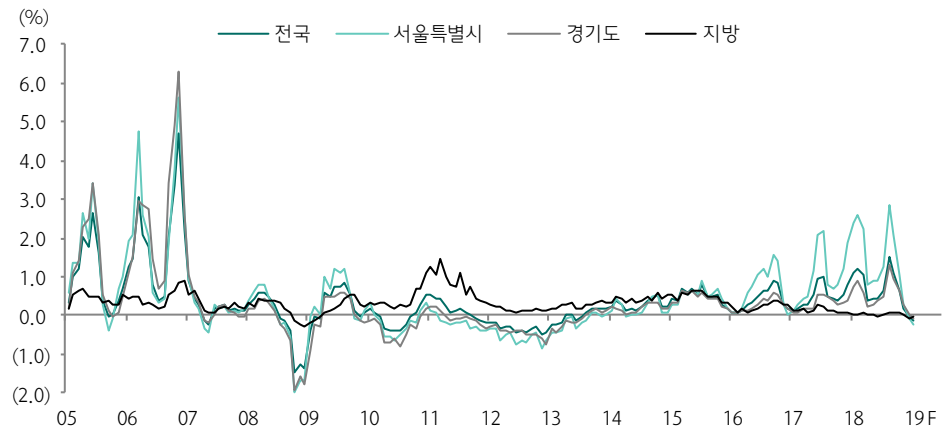
2010년대 주택가격 상승기는
2번의 변곡점 존재
2013: 4.1부동산 종합대책
2016: 개발분양(Greenfield)의 종료

2013년 박근혜정부의 4.1 부동산 대책을 통해 지방부터 가격이 회복했다. 가격회복에 맞춰 주택공급이 탄력적으로 적응했는데, 이는 비탄력적인 부동산에선 불가능한 일이었으나 해냈다. 이유는 기존 공급한 택지재고가 있었기 때문이었다. 이 기간동안 시행사는 프리미엄을 받을 수 있었다. 그러다, 2016년부터는 개발분양(Greenfield)이 감소하면서 드디어 개발의 시대가 곧바로 종료, 디레이팅을 시작했다. 반면, 서울/부산 등 구도심은 이제 정비(Brownfield)사업 중심으로 변하고 가격이 가장 민감하게 반영했다. 브라운필드 시대의 주인공은 GS건설이었다.

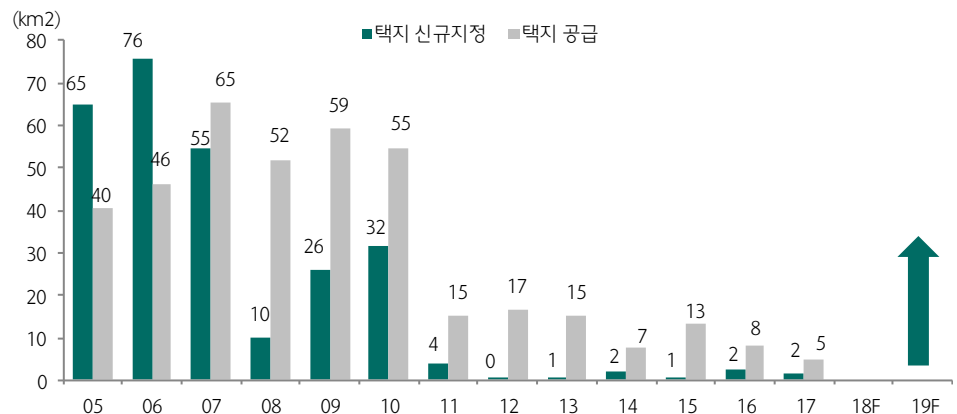
그림 4. 월간 주택가격 및 개발사업 추이

2013~2015년의 3년간 전국이
고르게 주택가격이 회복,
이 기간 동안은 '택지개발'물량
중심으로 공급확대에 나서며 전
건설사의 밸류체인이 호황을
맞아하였음.

이후 2016~2018년의 3년은 구도심
중심으로 강세, 이는 2016년부터
택지개발 물량이 감소하는 것이
확인되었기 때문. 이 기간 동안은
'정비사업' 중심의 건설사만 호황
주택가격의 지속적 상승에도 불구하고,
택지개발 물량은 지속해서
감소하는 추이를 나타냄.
이 시기부터 건설사 디레이팅 시작



택지공급은 2기 신도시용 공급량이
시작된 2004년부터 급증하였고 2011
년부터 공급량이 감소하였음.
이 시기 공급한 택지는 2013~2015년
을 통해서 소진되었음



자료: 부동산114, 하나금융투자

(2) 9.13체제와 주택시장, 경기도 강세장 열어

HDC현대산업개발의 지난 18년간 2번의 큰 상승세가 존재한다. 첫 번째는 주택가격이 급등하던 2007년을 전후로 한 흐름이었다. 두 번째는 전국적으로 개발물량이 급증하던 2015년의 흐름이었다.

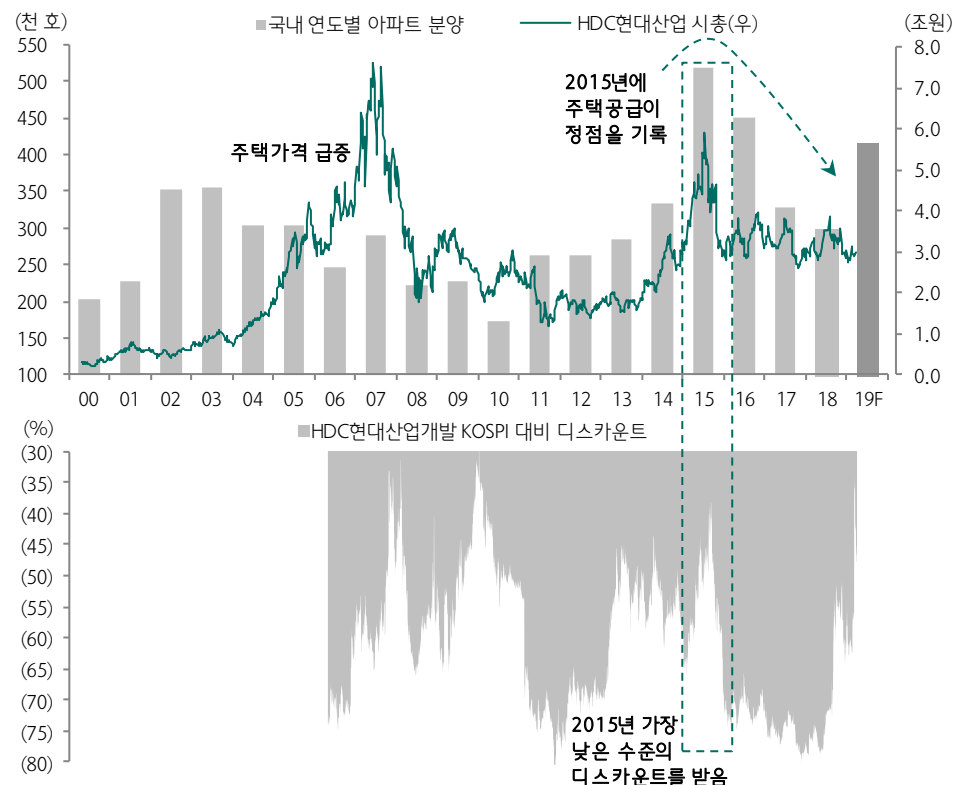
2004~2007년은 제2기 신도시 택지공급과 함께 개발분양 Q가 증가하고 동시에 P도 모두 증가하던 시점이었고 개발회사를 반드시 사야 할 시점이었다. 그러다 2008년 금융위기와 이후 이어진 주택가격 P약세, MB정부부터 시행한 민간 분양물량 대비 가격 면에서 30%이상 저렴한 보급자리 분양의 등장으로 인해 시장 M/S를 잃어가는 흐름이 지속되었다.

2013년에 보급자리의 소멸(경쟁상품 소거), 추가 신도시 공급 중단(주택 재고Q를 밀어낼 수 있는 환경)을 통해서 시행사 프리미엄이 다시 붙기 시작했고 주가가 반등했다. 그러나 2015년을 기점으로 택지재고 Q가 소진되면서 Q의 감소로 주가 역시 하락할 수 밖에 없었다.

현재의 부동산 정책에 따라 2019년~2022년을 전후로 다시 한번 수도권 개발 붐이 재현될 것으로 전망한다. 9.13 정책에 따라 고가주택인 서울의 주택가격은 약세 일변도지만, 공시6억 이하, 전용면적 85㎡ 이하인 경기도 부동산 가격은 2018년 4분기에도 상승을 이어갔다. 수도권 시대란 주택가격만 양호하다는 것이 아니라, 수도권에 다시 한번 3기 신도시로 대표되는 택지개발, 또 각 지자체가 추진하는 도시개발, 또 철도역 주변의 복합개발 사업 등으로 건축/주택이 모두 좋아지는 것을 의미한다.

그림 5. 주택공급과 현대산업개발 밸류에이션

현대산업개발의 주가 흐름,
2007년과 2015년에 두 번의
주가 정점을 시현한 바 있음.



주: HDC현대산업개발 분할 후는 HDC와 한산 시가총액

주2: 디스카운트는 현대산업개발의 KOSPI지수 12M Fwd PER 대비 할인율(%)

자료: 부동산114, Bloomberg, 하나금융투자

주요 건설사별 분양추이를 보면 2015년을 기준으로 주택 자체사업이 일괄적으로 감소하는 흐름이 나타난다. 2016~2018년의 3년은 주택가격 P는 나홀로 상승 지속했으나 건설사의 개발분양의 감소로 멀티플이 하락하던 시점이었다. 2019~2022년은 개발Q의 증가가 다시 기대되면서 건설사 멀티플 상승이 기대된다.

표 3. 주요 건설사 별 주택 공급 및 PF 잔액 추이

(단위: 호)

① 주요 건설사 주택분양 현황													
구분	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19F	20F	21F	22F
대림산업	6,768	6,949	3,073	5,847	13,287	32,414	23,178	19,124	15,436	30,000			
주택 중 자체				632					0	5,000			
현대건설	2,911	13,131	10,205	2,119	9,746	24,054	16,000	7,416	20,740	16,750			
주택 중 자체				1,111	2,512	1,800	2,900	560	6,400	2,000			
현대엔지니어링				1,897	4,052	5,554	5,967	5,654	5,146	9,963			
주택 중 자체													
현대건설+현대엔지	2,911	13,131	10,205	4,016	13,798	29,608	21,967	13,070	25,886	26,713			
GS건설	3,500	6,100	5,200	4,200	14,321	28,740	27,791	24,345	20,748	28,837			
주택 중 자체					1,200	4,100	1,800		600				
HDC현대산업개발	6,351	7,231	10,664	10,228	7,569	17,791	9,298	16,517	12,220	18,000			
주택 중 자체		2,360	3,275	4,196	3,132	3,770	1,490	664	0	5,600			
대우건설	7,565	22,600	15,000	24,500	18,490	42,181	30,000	20,000	13,741	25,700			
주택 중 자체		3,272	3,175	4,374	4,921	6,300	1,700			3,500			
태영건설	289	0	2,873	3,733	1,668	1,849	4,392	2,245	1,222	6,000			
주택 중 자체						1,440	3,163		1,190	4,000			
한신공영		2,070	4,126	7,684	5,807	5,277	7,771	7,145	2,800	1,700			
주택 중 자체					1,103	3,013		3,227	600	0			
분양 합계	27,384	58,081	51,141	58,311	70,888	152,306	118,430	96,792	86,907	126,987			
YoY	-26.0%	112.1%	-11.9%	14.0%	21.6%	114.9%	-22.2%	-18.3%	-10.2%	46.1%			
자체 물량 합계	0	5,632	6,450	10,313	12,868	20,423	11,053	4,451	8,790	20,100			
전국 분양	172,475	262,727	262,715	283,385	334,092	518,758	452,115	327,498	299,023	30,000			
YoY	-24.1%	52.3%	0.0%	7.9%	17.9%	55.3%	-12.8%	-27.6%	-8.7%	5,000			
상위5사 + 중견2사 비중	15.9%	22.1%	19.5%	20.6%	21.2%	29.4%	26.2%	29.6%	29.1%	16,750			
② 주요 건설사 주택입주 현황													
구분	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19F	20F	21F	22F
대림산업	11,427	4,403	6,993	7,524	2,205	2,431	12914	13138	30,344	24,000	17,888	15,436	30,000
현대건설	7,367	7,496	9,038	6,015	6,267	4,756	8,007	11,442	17,567	12,156	12,972	20,740	16,000
GS건설	13,733	3,699	4,271	4,625	2,540	8,663	4,368	21,648	21,492	24,000	20,374	20,748	28,837
HDC현대산업개발	3,724	2,967	5,222	5,399	4,642	14,458	5,557	9,868	17,037	10,423	15,493	12,220	18,000
대우건설	14,949	8,716	8,523	8,888	13,974	14,804	18,911	14,094	40,000	22,000	14,947	13,741	25,700
태영건설	588	159	0	2,946	2,179	2,119	1,030	0	1,849	4,524	3,058	1,222	6,000
한신공영	866	950	120	2,751	4,729	7,507	3,542	8,250	5,983	7,219	4,913	2,800	1,700
입주 합계	52,654	28,390	34,167	38,148	36,536	54,738	54,329	78,440	134,272	104,322	89,645	86,907	126,237
YoY	10.4%	-46.1%	20.3%	11.7%	-4.2%	49.8%	-0.7%	44.4%	71.2%	-22.3%	-14.1%	-3.1%	45.3%
전국 입주	298,982	217,071	180,291	197,952	265,598	269,880	295,504	387,140	453,658	385,760	327,498	299,023	415,530
YoY	4.3%	-27.4%	-16.9%	9.8%	34.2%	1.6%	9.5%	31.0%	17.2%	-15.0%	-15.1%	-8.7%	39.0%
상위5사 + 중견2사 비중	17.6%	13.1%	19.0%	19.3%	13.8%	20.3%	18.4%	20.3%	29.6%	27.0%	27.4%	29.1%	30.4%

자료: 각 사, 하나금융투자

4) 도시개발 시대로 전환한 것도 긍정적

(1) 복합개발이라는 무지개떡 건축의 시대

이미 개발사업은 Bottom up 방식인 도시개발이 대세

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

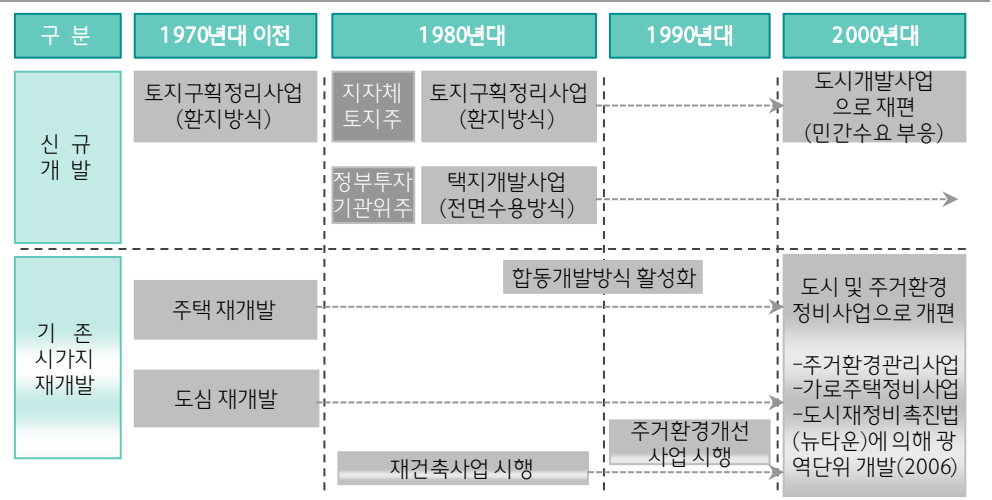
하나금융투자는 2018년 1월 자료를 통해서 '택지개발'시대에서 '도시개발'시대로 전환이 시작되었음을 알렸다. 택지개발은 탑다운 방식이고 도시개발은 바텀업 방식이다. 중요한 것은 국내 대부분의 개발사업들은 이미 바텀업 방식의 도시개발사업이 되었다는 것이다.

3기 신도시나 수도권 광역개발과 함께 개발되는 시행사업들에서 지자체는 인허가 담당이며, 민간 사업자가 자금조달과 건설을 담당하고 있다. 종전에는 '수용'방식이어서 지자체가 해당 토지를 수용으로 매입하고, 민간시행사들에게 토지를 입찰매각 하였다면 지금의 신도시들은 지자체는 인허가만 전담하고, 민간 사업자들이 구조화 금융을 통해서 토지 매입비용을 조달하고 토지를 매입하여 사업추진에 필요한 자본을 스스로 조달하는 시스템이 고착화 되었다.

이제 3기 신도시와 SOC예타면제로 대표되는 전국 개발의 시대에, 도시개발 방식의 시행사업들은 활력을 받고 추진될 것이 예상된다. 이런 사업에 경쟁력이 있는 HDC현대산업개발, 태영건설, 계룡건설산업, 대우건설 등에 수혜가 갈 것임은 자명한 결과다.

그림 6. 시가지 조성 도시개발사업의 변천도

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



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

표 4. 대표적 시가지 조성 도시개발사업

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

자료: 대한건설협회, 하나금융투자

5) 개발의 시대, Developer의 시대가 열렸다

(1) 복합개발이라는 무지개떡 건축의 시대

복합개발이라는 무지개떡 건축물을 누가 가장 잘 수행할 것인가?

광운대 역세권 사업을 통한 무지개떡 건축이 시작될 것

2020년대, 다시 한번 개발의 시대가 온다. 물론 그간 우리나라의 개발 관련 사업도 다 성장을 해서 단순한 형태의 건물이 아니라, 복합 개발이 대세다. 이를 떡으로 비유한 황두진 건축가의 표현을 빌리자면 ‘무지개떡 건축’의 시대다.

이런 변화를 선도하는 기업은 HDC현대산업개발이다. HDC현대산업개발은 광운대 역세권 복합개발사업(2020년 6월 예상), 의정부 라과디아 미군기지 공원개발 및 복합개발사업(2019년 12월 예상), 창동 역세권 우선협상대상자(2019년 상반기 중 우협 확정 기대) 선정 등을 통해서 무지개떡 건축물을 선보일 준비를 차곡차곡 하고 있다.

이런 준비기간 동안 HDC현대산업개발의 주택 개발사업 물량은 2015년을 기준으로 감소하기 시작, 2016년에는 1,490호, 2017년에는 600호, 2018년에는 0호로 감소했었다. 이 기간은 택지개발이 소멸하며 서울로 대표되는 구도심 강세장이었기에, 외형상으로는 변화에 순응하지 못하는 기업으로 보일 수 있던 시점이다. 그러나, 개발사업을 포함 부동산 사업은 ‘절차사업’이고 쿠킹에 장기간 소요된다. 따라서, 2020년대 들어서부터 HDC현대산업개발의 복합개발사업의 성과가 나타날 것으로 기대해 왔고, 2019년인 올해는 작년에 이어진 개발사업 물량을 포함해 역사상 최대 자체사업 공급인 5,600호가 가능해지면서 2019~2020년의 이익 모멘텀이 크게 개선되었다.

그림 7. HDC현대산업개발 자체 사업지 지역도

- ①의정부주상복합(1,373호),
 - ②수원영통아이파크(1,816호),
 - ③고척아이파크(2,205호)등
- 굵직한 자체사업이 예정



자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

(2) 디벨로퍼를 사야하는 시점은 '공급 확대 전망'이 일어나는 시점

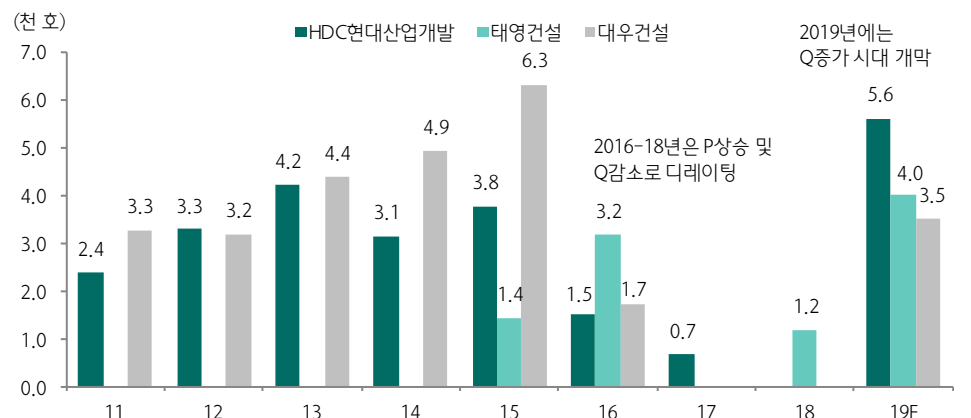
2000년 이후의 장기간에 걸친 주가 흐름에서 HDC현대산업개발이 시장을 대폭 아웃 퍼폼하고 시장의 주도주가 된 것은 2번이고 2007년과 2015년이였다. 2007년은 국내 주택가격이 사상최고를 갱신하면서 랠리를 하던 과정이었고, 현대산업개발이 자체사업을 대거 분양하면서 영업이익 1조원 설이 나돌던 시점이었다.(그러나 결과적으로 금융위기와 함께 디레이팅 시작)

두번째는 2015년인데, 이때는 주택가격은 완만한 상태였지만, 주택공급량이 역사상 최대로 증가하는 시점이었다. 이 기간동안 HDC현대산업이 특별하게 타 경쟁사보다 높은 주택분양을 한 것은 아니었지만, 국내 시장을 대표하는 건설사로서 주가는 대단히 아웃퍼폼했고, 지난 10년 내 최고가에 도달하였다.

디벨로퍼를 사야하는 시점은 수주산업인 건설업과 유사하게 '공급량이 늘어날 수 있는 환경'으로 변화하기 시작했을 지점이다. 지난 2016~2018년의 3년간 HDC현대산업의 주가가 '실적이 나빠서' 성과가 저조했던 것이 아니다. 아웃룩이 나빠서 저조했던 것이다. 반면, 2019~2022년은 이제 다시금 개발의 시대가 예고되면서 아웃룩이 개선되기 시작했고 이런 시점이 적극 매수할 시점이라고 본다. 단언컨대 실적은 2020~2021로 가면서 좋아지고, 2019년에는 차별적으로 좋을 것은 없다. 그러나, 주가만큼은 2019년에 확실히 호재를 확실히 반영할 것이라고 판단한다.

태영건설 역시 마찬가지다. 태영건설은 2015~2016년의 2년간 약 4,500세대의 자체사업을 공급하며 영업이익 체력이 종전 1,000억원 밴드에서 2017~2019년에 올수록 4~5,000억원대로 급증했다. 중요한 것은 2018~2020년을 거치면서 총 7,000세대 이상의 자체공급이 기대되고, 이에 따라 이익체력 역시 2020~2022년에 종전 대비 레벨 업 된 수준에서 지속될 것이라는 점이다. 태영건설 이외에도 계룡건설산업 등 시행사업에 경쟁력이 있는 중소형 건설사의 주가 성과에 기대감을 갖고 상반기 건설주 투자전략을 제시하겠다.

그림 8. HDC현대산업개발, 태영건설, 대우건설 주택 자체사업 추이



자료: 각 사, 하나금융투자

국내 주요 건설사 중 자체사업이 확대되는 건설사는 HDC현대산업개발, 대우건설, 태영건설로 요약할 수 있음

Top Picks

HDC현대산업개발(294870)

15

태영건설(009410)

19

유진기업(023410)

23

2019년 2월 12일

HDC현대산업개발(294870)

개발의 시대, 무지개떡 먹으려 갑니다.

2019~2020년간 이익 모멘텀 극대화

2013~2015년의 개발의 시대 동안 HDC현대산업(이하 현산개발)의 자체사업 공급량도 꾸준히 3,500세대 정도가 유지되었다. 그러나, 개발 가능한 토지가 소진된 2016년부터는 1,490호를 지나 2018년 0건으로 감소하며 이익모멘텀을 상실하였고 이 기간 주가 역시 디레이팅되었다.

그러나, 2019년에는 다시 5,600세대, 2020년에는 광운대 역세권을 포함한 복합개발사업을 추진하며 상장사 중 가장 큰 이익모멘텀을 열 것으로 예상된다. 특히, 2019년의 수원/대전 자체사업은 진행기준으로 매출인식 될 것이어서 연말로 갈수록 컨센서스를 상회하는 실적흐름 기대된다.

3기 신도시, GTX-C, A를 중심으로 수도권 개발수혜기업

3기 신도시나 2기 신도시들을 연결 할 GTX와 광역철도노선들은 앞으로 수도권 개발시대를 예고하고 있다. 개발사업의 형태도 종전의 Top-down 택지개발에서 Bottom-up 도시개발형태로 변화되어 왔고, 현대산업개발 역시 광운대 역세권/수원 망포지구/의정부 라파디아기지 개발/대전 유성도안지구 등에서 자체사업을 확대하고 있어 미래가 기대된다.

TP 7.5만원, 상반기 Top-pick

지난 3년간 서울시 주택가격이 47% 상승하는 동안 현산개발의 주가는 약세 지속했다. 주택가격이 높다고 주가가 상승하는 것이 아니며, 디벨로퍼는 디벨로핑이 가능한 환경 속에서 지속적이고 반복적으로 사업환경이 개선될 것이 기대될 때 리레이팅하는 구조다.

2019년 건설업종에는 3가지 투자아이디어가 존재한다. 1) SOC와 수도권 개발, 2) 해외건설 수주, 3) 남북경협이다. 이 중 1)은 높은 가시성에도 불구하고 기관투자자들의 선호도도 낮고 익스포저도 적다. 그러나, 2019~2022년은 단언컨대 2013~2015년의 주가 흐름을 재현할 가능성이 높고 이미 전자재 중 시멘트/레미콘 주가와 마감재가 선반영하고 있다. HDC현대산업개발을 상반기 탑픽으로 제시하겠다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 75,000원 | CP(2월11일): 48,050원

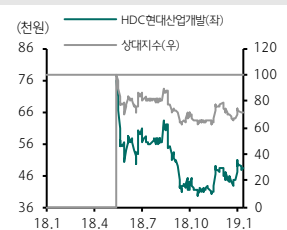
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,180.73
52주 최고/최저(원)	75,600/39,700
시가총액(십억원)	2,111.2
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	43,938.2
60일 평균 거래량(천주)	175.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.8
18년 배당금(예상, 원)	1,000
18년 배당수익률(예상, %)	2.07
외국인지분율(%)	31.47
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 9 인	38.46
국민연금	12.40
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.6 (14.8) 0.0
상대	2.4 (10.8) 0.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	3,218.8	4,270.1
영업이익(십억원)	375.1	493.0
순이익(십억원)	285.7	380.4
EPS(원)	9,867	8,778
BPS(원)	45,630	53,362

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	N/A	N/A	2,792.7	4,131.8	4,673.9
영업이익	십억원	N/A	N/A	317.9	482.3	527.2
세전이익	십억원	N/A	N/A	324.8	530.3	575.2
순이익	십억원	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
EPS	원	N/A	N/A	5,232	9,149	9,923
증감율	%	N/A	N/A	N/A	74.9	8.5
PER	배	N/A	N/A	9.21	5.25	4.84
PBR	배	N/A	N/A	1.11	0.99	0.88
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	5.23	3.31	2.82
ROE	%	N/A	N/A	12.03	19.89	19.29
BPS	원	N/A	N/A	43,478	48,530	54,357
DPS	원	N/A	N/A	1,000	1,500	1,500



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

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

2019~2020년간 이익모멘텀 극대화 전망

2019년에는 다시 5,600세대, 2020년에는 광운대 역세권을 포함한 복합개발사업을 추진하며 상장사 중 가장 큰 이익모멘텀을 열 것으로 예상된다. 2019년의 수원/대전 자체사업은 진행 기준으로 매출인식 될 것이어서 연말로 갈수록 컨센서스를 상회하는 실적 흐름이 기대된다.

표 1. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018P	2019F	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,792.7	4,131.8	825.5	939.5	1,027.7	876.8	1,191.7	985.5	1,077.9
YoY growth		47.9%				-17.9%	44.4%	4.9%	4.9%
1) 주택자체	492.9	510.0	433.0	53.0	6.9	80.0	250.0	80.0	100.0
YoY growth		3.5%				-75.5%	-42.3%	50.9%	1349.3%
2) 주택도급	2,187.3	2,711.5	673.0	701.0	813.3	596.5	705.0	677.9	732.1
YoY growth		24.0%				0.1%	4.8%	-3.3%	-10.0%
3) 기타	112.5	910.4	(280.5)	185.5	207.5	200.3	236.7	227.6	245.8
매출원가	2,333.7	3,473.9	689.5	777.8	866.4	754.4	982.0	830.3	907.2
원가율	82.2%	83.4%	83.5%	82.8%	0.0%	83.4%	83.4%	83.3%	83.5%
주택자체	72.3%	74.7%	73.7%	69.9%	2.0%	75.0%	73.0%	77.0%	77.0%
주택도급	82.1%	82.7%	86.1%	79.2%	81.4%	85.0%	82.0%	82.0%	82.0%
매출총이익	459.0	657.9	136.0	161.7	161.3	122.4	209.7	155.1	170.7
1) 주택자체	136.5	128.9	113.8	16.0	6.8	20.0	67.5	18.4	23.0
YoY growth		-5.6%				-69.9%	-40.7%	15.3%	240.1%
GPM		25.3%	26.3%	30.1%	98.0%	25.0%	27.0%	23.0%	23.0%
2) 주택도급	390.7	470.2	93.6	145.8	151.3	89.5	126.9	122.0	131.8
YoY growth		20.3%				-13.2%	35.6%	-16.3%	-12.9%
GPM		17.3%	13.9%	20.8%	18.6%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
3) 기타	(68.2)	58.8	(71.4)	(0.0)	3.3	12.9	15.3	14.7	15.9
판매비	141.1	175.5	36.3	42.8	62.0	35.1	53.6	39.4	47.4
영업이익	317.9	482.3	99.7	118.9	99.3	87.3	156.1	115.7	123.2
YoY growth		51.7%				-30.4%	56.6%	-2.7%	24.1%
OPM	11.4%	11.7%	12.1%	12.7%	9.7%	10.0%	13.1%	11.7%	11.4%

자료: 하나금융투자

그림 1. 광운대 역세권 개발사업 지역도



자료: 언론, 하나금융투자

3기 신도시, GTX-C, A를 중심으로 수도권 개발수혜기업

3기 신도시나 2기 신도시들을 연결 할 GTX와 광역철도노선들은 앞으로 수도권 개발시대를 예고하고 있다. 개발사업의 형태도 종전의 Top-down 택지개발에서 Bottom-up 도시개발 형태로 변화되어 왔고, HDC현대산업개발 역시 광운대 역세권/수원 망포지구/의정부 라과디 아까지 개발/대전 유성도안지구 등에서 자체사업 확대하고 있어 미래가 기대된다.

표 2. HDC현대산업개발 2018년 주요 기 분양 및 2019년 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
수지광교산아이파크	537	2018년 1월	민간분양	
당산센트럴아이파크	802	2018년 3월	재건축	
서신아이파크e편한세상	1,390/ (695)	2018년 5월	재개발	대림산업 컨소
꿈의숲아이파크	1,711	2018년 7월	재개발	
청주가경아이파크3차	983	2018년 7월	민간분양	
대구연경아이파크	792	2018년 7월	민간분양	
여주아이파크	526	2018년 7월	민간분양	
동래래미안아이파크	3,853/ (1,927)	2018년 10월	재개발	삼성물산 컨소
비산자이아이파크	2,637/ (1,319)	2018년 12월	재개발	GS건설 컨소
병점역아이파크캐슬	2,666/ (1,333)	2018년 11월	민간분양	롯데건설 컨소
둔촌 주공 재건축	12,032/ (3,008)	2019년 9월	재건축	대우건설, 현대건설 컨소
개포 주공 1단지	6,642/ (3,321)	2019년 9월	재건축	현대건설 컨소
대전도안 아이파크2차	2,565	2019년 2월	민간분양	자체사업
수원 망포 아이파크	1,815	2019년 3월	민간분양	자체사업
수원 센트럴 아이파크 (팔달10구역)	3,432	2019 연내	재개발	
의정부 주상복합	1,243	2019년 10월	민간분양	자체사업
광주계림2구역 재개발	1,715 / (858)	2019 연내	재개발	SK건설 컨소
의정부 라과디아 미군기지 개발	-	-	민간분양	자체사업

자료: REPS, HDC현대산업개발, 하나금융투자

그림 2. 대전 도안 아이파크 2차 위치도



자료: 언론, 하나금융투자

그림 3. 의정부 캠프 라과디아 전경



자료: 언론, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	N/A	N/A	2,792.7	4,131.8	4,673.9
매출원가	N/A	N/A	2,333.7	3,473.9	3,948.4
매출총이익	N/A	N/A	459.0	657.9	725.5
판매비	N/A	N/A	141.1	175.5	198.3
영업이익	N/A	N/A	317.9	482.3	527.2
금융손익	N/A	N/A	11.4	24.0	24.0
종속/관계기업손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	N/A	N/A	(4.5)	24.0	24.0
세전이익	N/A	N/A	324.8	530.3	575.2
법인세	N/A	N/A	94.9	128.3	139.2
계속사업이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
중단사업이익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
당기순이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
비지배주주지분 손이익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
지배주주지분포괄이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
NOPAT	N/A	N/A	225.0	365.6	399.6
EBITDA	N/A	N/A	317.9	482.3	527.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	48.0	13.1
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	62.5	9.3
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	51.7	9.3
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	51.7	9.3
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	N/A	74.9	8.5
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	74.9	8.5
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	16.4	15.9	15.5
EBITDA이익률	N/A	N/A	11.4	11.7	11.3
영업이익률	N/A	N/A	11.4	11.7	11.3
계속사업이익률	N/A	N/A	8.2	9.7	9.3

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	N/A	N/A	5,232	9,149	9,923
BPS	N/A	N/A	43,478	48,530	54,357
CFPS	N/A	N/A	7,393	12,070	13,091
EBITDAPS	N/A	N/A	7,236	10,978	11,999
SPS	N/A	N/A	63,561	94,037	106,374
DPS	N/A	N/A	1,000	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	9.2	5.3	4.8
PBR	N/A	N/A	1.1	1.0	0.9
PCFR	N/A	N/A	6.5	4.0	3.7
EV/EBITDA	N/A	N/A	5.2	3.3	2.8
PSR	N/A	N/A	0.8	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	N/A	N/A	12.0	19.9	19.3
ROA	N/A	N/A	5.0	8.2	7.9
ROIC	N/A	N/A	16.0	24.2	23.6
부채비율	N/A	N/A	138.7	144.7	141.0
순부채비율	N/A	N/A	(23.7)	(24.0)	(26.2)
이자보상배율(배)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	N/A	N/A	3,403.6	3,694.6	4,104.1
금융자산	N/A	N/A	1,053.6	1,062.6	1,126.8
현금성자산	N/A	N/A	753.6	618.8	624.7
매출채권 등	N/A	N/A	1,700.0	1,904.0	2,153.8
재고자산	N/A	N/A	650.0	728.0	823.5
기타유동자산	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
비유동자산	N/A	N/A	1,156.7	1,523.6	1,652.8
투자자산	N/A	N/A	202.0	298.9	338.1
금융자산	N/A	N/A	200.0	295.9	334.7
유형자산	N/A	N/A	420.7	690.7	780.7
무형자산	N/A	N/A	6.4	6.4	6.4
기타비유동자산	N/A	N/A	527.6	527.6	527.6
자산총계	N/A	N/A	4,560.3	5,218.2	5,756.9
유동부채	N/A	N/A	2,150.0	2,485.8	2,779.2
금융부채	N/A	N/A	250.0	250.0	250.0
매입채무 등	N/A	N/A	1,600.0	1,792.0	2,027.1
기타유동부채	N/A	N/A	300.0	443.8	502.1
비유동부채	N/A	N/A	500.0	600.0	589.4
금융부채	N/A	N/A	350.0	300.0	250.0
기타비유동부채	N/A	N/A	150.0	300.0	339.4
부채총계	N/A	N/A	2,650.0	3,085.8	3,368.5
지배주주지분	N/A	N/A	1,910.3	2,132.3	2,388.3
자본금	N/A	N/A	219.7	219.7	219.7
자본잉여금	N/A	N/A	1,528.5	1,528.5	1,528.5
자본조정	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	N/A	N/A	162.1	384.1	640.1
비지배주주지분	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	N/A	1,910.3	2,132.3	2,388.3
순금융부채	N/A	N/A	(453.6)	(512.6)	(626.8)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	N/A	N/A	(70.1)	605.9	423.4
당기순이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
조정	N/A	N/A	0.0	0.1	(0.0)
감가상각비	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
지분법손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	N/A	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	N/A	N/A	(300.0)	203.8	(12.6)
투자활동 현금흐름	N/A	N/A	(1,456.7)	(510.7)	(187.4)
투자자산감소(증가)	N/A	N/A	(202.0)	(96.9)	(39.2)
유형자산감소(증가)	N/A	N/A	(420.7)	(270.0)	(90.0)
기타	N/A	N/A	(834.0)	(143.8)	(58.2)
재무활동 현금흐름	N/A	N/A	2,468.2	130.0	130.0
금융부채증가(감소)	N/A	N/A	600.0	(50.0)	(50.0)
자본증가(감소)	N/A	N/A	1,748.2	0.0	0.0
기타재무활동	N/A	N/A	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	N/A	N/A	120.0	180.0	180.0
현금의 증감	N/A	N/A	753.6	(134.9)	6.0
Unlevered CFO	N/A	N/A	324.8	530.3	575.2
Free Cash Flow	N/A	N/A	(490.8)	285.9	283.4

2019년 2월 12일

태영건설(009410)

도시개발시대를 선도하는 건설사로

메이저 건설사급 자체사업 확대

태영건설은 이미 개발 경력에서는 메이저급 건설사로 거듭났다. 2015~2016년에 합산 4,500세대를 자체 분양한 태영건설은 2018~2019년에만 5,500세대를 공급할 것이 기대된다. 특히, 2019년 공급 중 경남 양산은 포스코건설과 컨소시엄인테주간사이고, 대구 도남은 현대건설과 컨소시엄인테주간사일 만큼, 대형 건설사와 파트너십을 넘어 사업을 주도하는 주체가 되었다. 이는 타 중소형 건설사와 완전히 다른 부분이고 개발에 있어서는 탑티어 건설사라는 의미다.

부대이전 등 도시개발사업 등으로 이익체력 확대

2019년 태영건설의 실적은 매출액 4.2조원, 영업이익 5,523억원으로 전년비 각각 5.3%, 12.0% 증가할 것으로 전망한다. 태영건설 영업이익을 주도하는 것은 건설 중 주택 자체사업인데, 그간 전주/창원의 사업이 중견건설사와의 컨소시엄이라면 앞으로 추진 할 사업들은 대형건설사와 컨소시엄이거나 컨소시엄이면서 주간사인 만큼, 분양 리스크가 다소 낮다고 할 것이다.

중견건설사 Top pick

연초 TSK위터의 상장이슈로 주가가 큰 폭으로 상승하였는데, TSK는 태영건설의 히든 밸류다. 태영건설은 관계기업 투자자산 및 수처리기업 등 다양한 사업을 영위하고 있고, 국내 주택 시장에서는 도시개발사업에서 대형건설사를 컨소시엄 파트너로 둘 만큼 앞선 행보를 보이고 있다.

분양/시행 흐름 상 2019년 실적은 최대실적 기대되고, 2020~2022년간 3년간은 지난 2017~2019년의 실적보다 양호할 것이 기대되는 만큼, 중견건설사 탑픽으로 제시하겠다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 17,000원 | CP(2월11일): 12,350원

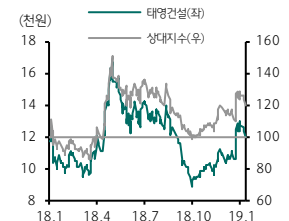
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,180.73
52주 최고/최저(원)	17,150/9,280
시가총액(십억원)	943.5
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	76,400.0
60일 평균 거래량(천주)	442.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.0
18년 배당금(예상, 원)	200
18년 배당수익률(예상, %)	1.76
외국인지분율(%)	11.85
주요주주 지분율(%)	
윤석민 외 4인	38.49
머스트자산운용	11.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.8 (11.2) 12.3
상대	6.4 (7.0) 21.7

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	3,911.9	4,087.1
영업이익(십억원)	492.8	525.1
순이익(십억원)	307.5	371.0
EPS(원)	3,103	4,076
BPS(원)	17,077	21,459

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,059.3	3,266.4	3,942.9	4,151.7	3,840.9
영업이익	십억원	97.1	311.1	493.2	552.3	468.8
세전이익	십억원	39.0	217.9	443.8	535.8	459.9
순이익	십억원	0.2	90.3	259.2	324.3	288.5
EPS	원	2	1,143	3,282	4,107	3,654
증감율	%	(89.5)	57,050.0	187.1	25.1	(11.0)
PER	배	2,826.45	9.01	3.46	3.01	3.38
PBR	배	0.50	0.82	0.72	0.63	0.53
EV/EBITDA	배	8.38	5.82	4.49	4.22	4.35
ROE	%	0.02	10.12	23.92	23.76	17.41
BPS	원	10,875	12,518	15,719	19,650	23,128
DPS	원	0	90	200	200	200



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

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

도시개발사업 등으로 이익체력 확대

2019년 태영건설의 실적은 매출액 4.2조원, 영업이익 5,523억원으로 전년비 각각 5.3%, 12.0% 증가할 것으로 전망한다.

태영건설 영업이익을 주도하는 것은 건설 중 주택자체사업인데, 그간 전주/창원의 사업이 중견 건설사와의 컨소시엄이라면 앞으로 추진 할 사업들은 대형건설사와 컨소시엄 이거나 컨소시엄이면서 주간사인 만큼, 분양 리스크가 다소 낮다고 할 것이다.

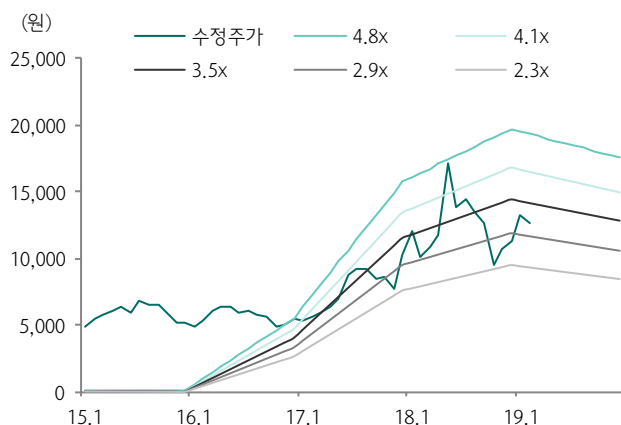
표 1. 태영건설 핵심표

(단위: 십억원)

구분	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출	3,266.4	3,942.9	4,151.7	801.8	1,026.3	933.8	1,180.9	788.8	1,079.4	1,037.9	1,245.5
YoY	58.6%	20.7%	5.3%	38.4%	27.6%	6.6%	17.4%	-1.6%	5.2%	11.2%	5.5%
건설	2,320.0	2,946.4	3,152.6	586.6	763.6	671.7	924.5	599.0	819.7	788.2	945.8
YoY	112.9%	27.0%	7.0%	56.5%	33.9%	5.1%	25.6%	2.1%	7.3%	17.3%	2.3%
방송	421.0	378.9	360.0	80.0	109.2	90.0	99.7	68.4	93.6	90.0	108.0
레저	71.5	64.4	66.3	8.7	19.5	27.6	8.6	12.6	17.2	16.6	19.9
환경	425.5	510.6	525.9	116.9	123.1	133.5	137.1	99.9	136.7	131.5	157.8
기타	28.4	42.6	46.9	9.6	10.9	11.0	11.1	8.9	12.2	11.7	14.1
매출원가	2,733.8	3,209.0	3,364.2	633.2	854.5	767.4	953.9	623.5	890.5	841.1	1,009.3
YoY	52.6%	17.4%	4.8%	28.2%	29.1%	6.7%	11.1%	-1.5%	4.2%	9.6%	5.8%
원가율	83.7%	81.4%	81.0%	79.0%	83.3%	82.2%	80.8%	79.0%	82.5%	81.0%	81.0%
매출총이익	532.6	733.9	787.4	168.6	171.8	166.4	227.1	165.4	189.0	196.9	236.2
GPM	16.3%	18.6%	19.0%	21.0%	16.7%	17.8%	19.2%	21.0%	17.5%	19.0%	19.0%
판관비	221.5	240.7	235.1	46.7	48.5	49.8	95.6	49.4	56.4	58.8	70.5
판관비율	6.8%	6.1%	5.7%	5.8%	4.7%	5.3%	8.1%	6.3%	5.2%	5.7%	5.7%
영업이익	311.1	493.2	552.3	121.9	123.3	116.5	131.5	116.0	132.6	138.1	165.7
YoY	220.5%	58.5%	12.0%	223.1%	34.7%	8.0%	77.8%	-4.9%	7.5%	18.5%	26.0%
OPM	9.5%	12.5%	13.3%	15.2%	12.0%	12.5%	11.1%	14.7%	12.3%	13.3%	13.3%
건설	268.0	390.4	472.9	109.7	89.9	79.3	111.6	99.3	113.5	118.2	141.9
방송	(6.1)	6.1	(5.4)	(4.1)	7.2	(0.1)	3.1	(1.1)	(1.3)	(1.3)	(1.6)
레저	7.0	4.5	6.0	(3.4)	(2.2)	8.8	1.2	1.3	1.4	1.5	1.8
환경	54.2	95.0	84.1	20.8	25.4	27.6	21.1	17.7	20.2	21.0	25.2
기타	(2.3)	4.3	4.7	3.1	1.4	2.7	(2.9)	1.0	1.1	1.2	1.4

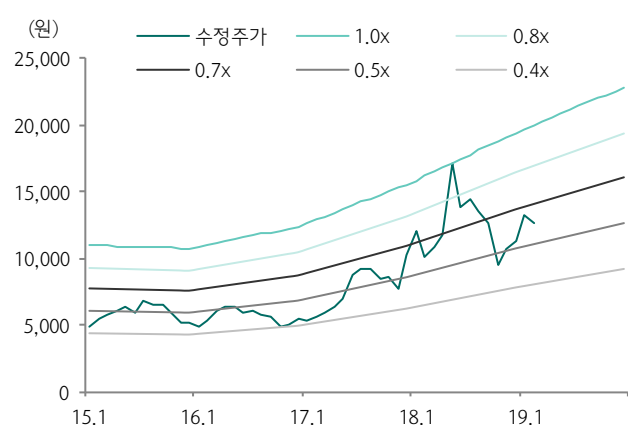
자료: 하나금융투자

그림 1. 태영건설 12M Fwd PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 태영건설 12M Fwd PBR밴드



자료: 하나금융투자

2019년 최대실적 기대

연초 TSK위티의 상장이슈로 주가가 큰 폭으로 상승하였는데, TSK는 태영건설의 히든 밸류다. 태영건설은 관계기업 투자자산 및 수처리기업 등 다양한 사업을 영위하고 있고, 국내 주택시장에서는 도시개발사업에서 대형건설사를 컨소시엄 파트너로 둘 만큼 앞선 행보를 보이고 있다.

분양/시행 흐름 상 2019년 실적은 최대실적 기대되고, 2020~2022년간 3년간은 지난 2017~2019년의 실적보다 양호할 것이 기대되는 만큼, 중견 건설사 탐픽으로 제시하겠다.

표 2 태영건설 자체사업 현장

(단위: 호)

구분	현장명	세대수	분양시점	2015				2016				2017				2018				2019				2020			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
기본양	광명 역세권 복합단지	2,826	2Q16																								
	전주 에코시티																										
	1) 4-5블록(분양)	1,440	3Q15																								
	2) 7-12블록(분양)	1,351	3Q16																								
	3) 임대블록8(민간임대)	660	4Q17																								
	4) 임대블록3(민간임대)	660	2Q18																								
	5) 14블록(분양)	800	3Q19E																								
분양 예정	창원 유니시티	4,062	2Q16																								
	하남 감일지구	260	2Q18																								
	행복도시 6-4 생활권	930	2Q18																								
	수원 고동 주거환경정비	590	1Q19E																								
	과천 지식정보타운	798	2Q19E																								
	양산 사송신도시	2,000	2Q19E																								
	대구 도남지구	960	2Q19E																								
	네오시티(부천)	우협																									
	걸포4지구	우협																									

자료: 하나금융투자

그림 3. 태영건설 양산 사송신도시 조감도



자료: 언론, 하나금융투자

그림 4. 태영건설 과천지식정보타운 조감도



자료: 언론, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,059.3	3,266.4	3,942.9	4,151.7	3,840.9
매출원가	1,791.4	2,733.8	3,209.0	3,364.2	3,145.8
매출총이익	267.9	532.6	733.9	787.5	695.1
판매비	170.8	221.5	240.7	235.1	226.3
영업이익	97.1	311.1	493.2	552.3	468.8
금융손익	(20.4)	(23.5)	(41.4)	(26.4)	(13.8)
종속/관계기업손익	(3.5)	28.8	7.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(34.2)	(98.5)	(15.0)	(10.0)	(15.0)
세전이익	39.0	217.9	443.8	535.8	459.9
법인세	37.2	94.7	119.8	140.4	120.5
계속사업이익	1.8	123.3	323.9	395.5	339.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.8	123.3	323.9	395.5	339.4
비지배주주지분 손익	1.7	33.0	64.8	71.2	50.9
지배주주순이익	0.2	90.3	259.2	324.3	288.5
지배주주지분포괄이익	(9.7)	120.8	256.4	313.0	268.6
NOPAT	4.5	176.0	360.0	407.6	345.9
EBITDA	165.8	378.0	557.0	613.6	528.0
성장성(%)					
매출액증가율	9.3	58.6	20.7	5.3	(7.5)
NOPAT증가율	(81.1)	3,811.1	104.5	13.2	(15.1)
EBITDA증가율	46.3	128.0	47.4	10.2	(14.0)
영업이익증가율	71.0	220.4	58.5	12.0	(15.1)
(지배주주)순이익증가율	(86.7)	45,050.0	187.0	25.1	(11.0)
EPS증가율	(89.5)	57,050.0	187.1	25.1	(11.0)
수익성(%)					
매출총이익률	13.0	16.3	18.6	19.0	18.1
EBITDA이익률	8.1	11.6	14.1	14.8	13.7
영업이익률	4.7	9.5	12.5	13.3	12.2
계속사업이익률	0.1	3.8	8.2	9.5	8.8

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2	1,143	3,282	4,107	3,654
BPS	10,875	12,518	15,719	19,650	23,128
CFPS	2,363	5,629	6,678	7,649	6,598
EBITDAPS	2,100	4,787	7,055	7,772	6,687
SPS	26,081	41,369	49,936	52,581	48,645
DPS	0	90	200	200	200
주가지표(배)					
PER	2,826.4	9.0	3.5	3.0	3.4
PBR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
PCFR	2.3	1.8	1.7	1.6	1.9
EV/EBITDA	8.4	5.8	4.5	4.2	4.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
재무비율(%)					
ROE	0.0	10.1	23.9	23.8	17.4
ROA	0.0	2.2	5.2	5.9	5.1
ROIC	0.3	9.8	15.1	14.7	11.8
부채비율	176.6	231.1	200.6	165.6	135.0
순부채비율	41.7	64.2	61.6	47.7	27.6
이자보상배율(배)	2.9	8.5	11.2	13.0	12.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,692.4	2,637.6	2,865.0	3,045.7	3,185.5
금융자산	530.8	628.2	477.6	434.0	587.3
현금성자산	338.8	375.8	172.9	113.2	290.5
매출채권 등	518.8	631.4	757.7	833.5	916.8
재고자산	515.7	1,151.2	1,323.9	1,456.3	1,383.5
기타유동자산	127.1	226.8	305.8	321.9	297.9
비유동자산	1,796.9	2,114.5	2,397.9	2,612.6	2,581.9
투자자산	498.2	587.9	670.1	731.2	744.7
금융자산	247.1	336.6	406.3	427.8	395.8
유형자산	968.9	1,125.3	1,343.4	1,511.2	1,478.8
무형자산	153.8	168.1	151.2	137.0	125.2
기타비유동자산	176.0	233.2	233.2	233.2	233.2
자산총계	3,489.3	4,752.0	5,262.9	5,658.3	5,767.4
유동부채	1,385.3	2,060.3	1,982.2	1,987.4	1,795.0
금융부채	476.1	696.5	512.4	422.4	337.4
매입채무 등	690.8	753.0	828.3	894.6	760.4
기타유동부채	218.4	610.8	641.5	670.4	697.2
비유동부채	842.7	1,256.4	1,529.9	1,540.6	1,518.7
금융부채	580.2	853.3	1,043.3	1,028.3	928.3
기타비유동부채	262.5	403.1	486.6	512.3	590.4
부채총계	2,228.0	3,316.7	3,512.1	3,528.0	3,313.7
지배주주지분	827.2	956.9	1,209.7	1,520.1	1,794.7
자본금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
자본잉여금	134.8	143.7	143.7	143.7	143.7
자본조정	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄이익누계액	41.3	74.7	74.7	74.7	74.7
이익잉여금	643.1	730.5	983.3	1,293.6	1,568.3
비지배주주지분	434.2	478.5	541.1	610.2	659.0
자본총계	1,261.4	1,435.4	1,750.8	2,130.3	2,453.7
순금융부채	525.5	921.6	1,078.0	1,016.7	678.3

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(105.5)	27.0	219.0	360.2	384.7
당기순이익	1.8	123.3	323.9	395.5	339.4
조정	143.6	290.2	83.6	68.0	61.1
감가상각비	68.7	66.9	63.8	61.3	59.3
외환거래손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.5	(28.8)	(7.0)	(20.0)	(20.0)
기타	71.0	252.1	26.8	26.7	21.8
영업활동 자산부채 변동	(250.9)	(386.5)	(188.5)	(103.3)	(15.8)
투자활동 현금흐름	(71.1)	124.1	(377.4)	(258.6)	30.0
투자자산감소(증가)	76.5	(55.2)	(77.4)	(43.2)	4.4
유형자산감소(증가)	(56.8)	(124.3)	(265.0)	(215.0)	(15.0)
기타	(90.8)	303.6	(35.0)	(0.4)	40.6
재무활동 현금흐름	191.7	(113.3)	(44.4)	(161.3)	(237.2)
금융부채증가(감소)	284.5	493.5	5.8	(105.0)	(185.0)
자본증가(감소)	(11.0)	8.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(79.3)	(613.6)	(43.8)	(42.4)	(38.3)
배당지급	(2.5)	(2.1)	(6.4)	(13.9)	(13.9)
현금의 증감	15.1	37.0	(202.9)	(59.8)	177.4
Unlevered CFO	186.6	444.4	527.3	603.9	521.0
Free Cash Flow	(162.5)	(98.9)	(46.0)	145.2	269.7

2019년 2월 12일

유진기업(023410)

수도권 개발 최고 수혜 건자재 기업

향후 3년간 토목중심 대세장이 시현된다.

2019년부터 국내 토목수주는 50~55조원 수준으로 '09년의 54조원과 육박 혹은 상회할 것으로 예상된다. 토목은 레미콘/시멘트 등 골조용 건자재 업종과 밀접한 만큼 이들 기업에 수혜다. 특히 유진기업의 경우 수도권 중심의 레미콘 업체라는 점에서, 향후 3기신도시와 GTX로 대변되는 개발의 시대에 건자재 중 최 수혜 업종이 될 것이다.

레미콘 시장의 경쟁우위 고려할 필요

시멘트 업종은 5개사가 과점적 구조를 형성하나, 레미콘 업종은 전국 수천여 개의 중소 업체들이 지역 시장을 형성하고 있다. 그런 점에서 가격 담합규제로부터 자유롭고 가격 전가가 비교적 용이한 구조다. 왜냐하면 레미콘은 이동거리 제한(여름철 60분, 겨울철 90분 등)에 따라서, 서울 레미콘 업체가 전라도 타설이 불가능하기 때문이다. 이에, 특정 지역에 공사물량이 집중된다면 사실상 과점적 공급이 되는 구조다 보니 가격 결정권한이 높다. 시멘트 업체가 수년에 한번 겨우 가격 인상하는 것과 달리 레미콘 업체의 원가전이는 훨씬 용이한 구조다.

2018년 건설수주가 2017년 대비 감소한 만큼, 2019년 출하량은 감소할 것이 예상되나 이는 모든 골조업체 공통적이다. 중요한 건 2019년 수주전망이 토목성장에 기반해 +라는 것이고, 이는 유진기업의 멀티플을 높일 것이다.

건자재 중 최선호주

유진기업을 건자재 중 최선호주로 제시하고 목표주가를 12,000원으로 유지하겠다. 시멘트/레미콘 업종은 남북경협에도 수혜가 있을 업종이고, 특히 개성공단 재가동이나 Phase-2이상을 고려했을 때 사업적 측면에서 수혜를 볼만한 기업은 파주석산을 보유한 유진기업이다. 3기 신도시나 GTX 등도 모두 수도권 기반 사업인 만큼, 저축은행을 보유해서 실적 안정성을 갖는 유진기업은 현 주가 수준에서 적극 매수 제시하겠다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 12,000원 | CP(2월11일): 7,710원

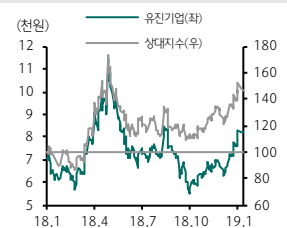
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	733.47
52주 최고/최저(원)	10,950/4,995
시가총액(십억원)	594.6
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	77,122.1
60일 평균 거래량(천주)	1,068.7
60일 평균 거래대금(십억원)	7.1
18년 배당금(예상, 원)	150
18년 배당수익률(예상, %)	2.40
외국인지분율(%)	8.61
주요주주 지분율(%)	
유경선 외 17 인	38.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	21.8 15.6 28.7
상대	14.0 23.7 47.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,074.6	1,299.0	1,513.8	1,569.4	1,584.1
영업이익	십억원	96.7	107.6	145.8	147.1	155.4
세전이익	십억원	81.8	120.5	121.8	137.3	158.5
순이익	십억원	60.3	83.5	91.4	103.0	118.9
EPS	원	815	1,119	1,198	1,335	1,541
증감율	%	388.0	37.3	7.1	11.4	15.4
PER	배	6.27	4.40	5.22	5.77	5.00
PBR	배	0.56	0.49	0.58	0.64	0.58
EV/EBITDA	배	7.45	6.96	5.45	5.61	4.70
ROE	%	9.95	12.44	12.16	12.29	12.68
BPS	원	9,133	9,961	10,802	11,995	13,394
DPS	원	150	150	150	150	150



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

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

수도권 레미콘 경쟁력에 주목

레미콘은 이동거리 제한(여름철 60분, 겨울철 90분 등)에 따라서, 서울 레미콘 업체가 전라도 타설이 불가능하다. 이에, 특정 지역에 공사물량이 집중된다면 사실상 과점적 공급이 되는 구조다 보니 가격 결정권한이 높다. 시멘트 업계가 수년에 한번 겨우 가격 인상하는 것과 달리 레미콘 업계의 원가전이는 훨씬 용이한 구조다.

2018년 유진기업 매출액은 1.5조원으로 전년비 16.5% 증가할 것으로 전망하며 영업이익은 1,642억원으로 전년대비 52.7% 증가할 것이 전망된다.

표 1. 유진기업 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

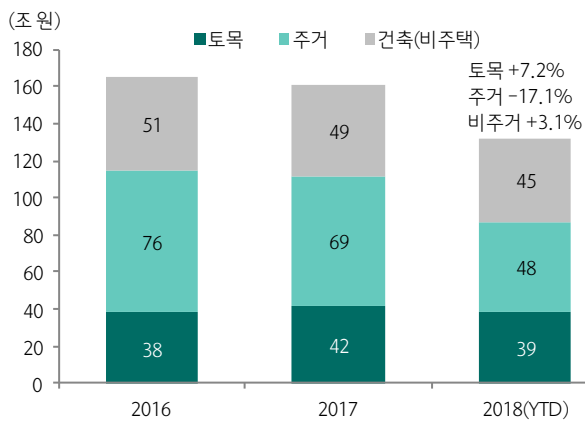
구분	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	1,299.0	1,513.8	1,569.4	335.0	377.2	358.9	442.8	316.7	402.8	391.9	458.1
(y-y growth)	20.9%	16.5%	3.7%	26.8%	13.3%	15.8%	13.0%	-5.5%	6.8%	9.2%	3.5%
본사업	827.8	785.3	812.6	174.2	210.7	179.0	221.4	164.0	208.6	202.9	237.2
(y-y growth)	16.4%	-5.1%	3.5%	-0.2%	-8.4%	-13.5%	2.4%	-5.9%	-1.0%	13.4%	7.1%
레미콘	614.3	552.9	569.5	122.1	153.3	128.9	148.7	114.9	146.2	142.2	166.2
(y-y growth)	21.6%	-10.0%	3.0%	-10.0%	-11.6%	-16.9%	-1.1%	-5.9%	-4.6%	10.3%	11.8%
건자재 유통	183.5	201.8	211.9	47.1	49.8	43.6	61.4	42.8	54.4	52.9	61.8
(y-y growth)	86.8%	10.0%	5.0%	40.4%	2.2%	0.4%	6.2%	-9.2%	9.1%	21.5%	0.8%
연결소계	406.4	460.1	469.0	88.6	103.5	107.8	160.2	94.6	120.4	117.1	122.4
(y-y growth)	11.7%	13.2%	1.9%	-1.4%	0.6%	4.8%	51.2%	6.9%	16.3%	8.6%	-23.6%
매출원가	1,083.9	1,238.3	1,289.5	284.3	298.8	285.2	370.1	260.2	331.0	322.0	376.4
(y-y growth)	21.3%	14.2%	4.1%	25.1%	9.2%	9.4%	14.8%	-8.5%	10.8%	12.9%	1.7%
(원가율)	83.4%	81.8%	82.2%	84.9%	79.2%	79.5%	83.6%	82.2%	82.2%	82.2%	82.2%
매출총이익	215.1	275.5	279.9	50.7	78.4	73.7	72.7	56.5	71.8	69.9	81.7
(y-y growth)	18.9%	28.1%	1.6%	37.1%	31.9%	50.1%	4.5%	11.3%	-8.4%	-5.1%	12.4%
GPM	16.6%	18.2%	17.8%	15.1%	20.8%	20.5%	16.4%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
판매비와 관리비	107.5	145.3	150.7	34.1	32.4	33.6	45.2	30.4	38.7	37.6	44.0
(% sales)	8.3%	9.6%	9.6%	10.2%	8.6%	9.4%	10.2%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
영업이익	107.6	145.8	147.1	16.7	46.0	40.0	43.2	32.6	32.6	32.6	49.5
y-y growth	11.3%	35.6%	0.9%	-2.2%	14.6%	86.8%	48.9%	95.3%	-29.2%	-18.7%	14.6%
OPM	8.3%	9.6%	9.4%	5.0%	12.2%	11.2%	9.7%	10.3%	8.1%	8.3%	10.8%
레미콘	85.1	67.8	67.3	13.2	25.2	14.0	15.5	14.9	14.9	14.9	22.6
(y-y growth)	-0.9%	-20.3%	-0.7%	-35.6%	-22.6%	-31.8%	33.0%	13.1%	-40.9%	6.8%	46.3%
건자재 유통	-7.0	-6.0	-6.0	(1.1)	(1.7)	(2.3)	(0.9)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(2.0)
저축은행	20.2	61.0	91.6	5.9	12.0	21.2	21.8	18.5	23.5	22.9	26.7

자료: 하나금융투자

향후 3년간 토목 중심 대세장이 시현 전망

2019년부터 국내 토목수주는 50~55조원 수준으로 2009년의 54조원과 육박 혹은 상회할 것으로 예상된다. 토목은 레미콘/시멘트 등 골조용 건자재 업황과 밀접한 만큼 이들 기업에 수혜다. 특히 유진기업의 경우 수도권 중심의 레미콘 업체라는 점에서, 향후 3기신도시와 GTX로 대변되는 개발의 시대에 건자재 중 최 수혜 업종이 될 것이다.

그림 1. 구성별 수주총액(누적)



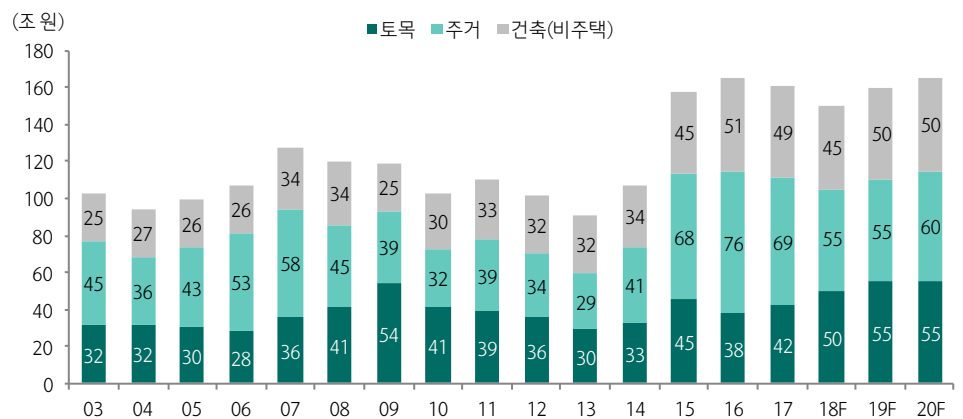
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 2. 유진기업 파주석산 위성사진



자료: 언론, 하나금융투자

그림 3. 연도별 국내 건설수주 및 전망



주: 2018~2020년은 하나금융투자 추정치

자료: 대한건설협회, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,074.6	1,299.0	1,513.8	1,569.4	1,584.1
매출원가	893.7	1,083.9	1,238.3	1,289.5	1,291.5
매출총이익	180.9	215.1	275.5	279.9	292.6
판매비	84.3	107.6	129.7	132.8	137.3
영업이익	96.7	107.6	145.8	147.1	155.4
금융손익	(9.8)	(26.7)	(24.0)	(18.0)	(13.0)
종속/관계기업손익	21.9	15.5	8.0	11.2	16.1
기타영업외손익	(27.0)	24.1	(8.0)	(3.0)	0.0
세전이익	81.8	120.5	121.8	137.3	158.5
법인세	21.1	35.8	29.2	33.0	38.0
계속사업이익	60.7	84.7	92.6	104.4	120.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.7	84.7	92.6	104.4	120.5
비지배주주지분 손이익	0.4	1.1	1.2	1.4	1.6
지배주주순이익	60.3	83.5	91.4	103.0	118.9
지배주주지분포괄이익	59.6	79.7	91.4	103.1	119.0
NOPAT	71.7	75.6	110.8	111.8	118.1
EBITDA	111.4	123.2	160.6	161.1	168.6
성장성(%)					
매출액증가율	20.8	20.9	16.5	3.7	0.9
NOPAT증가율	100.8	5.4	46.6	0.9	5.6
EBITDA증가율	64.1	10.6	30.4	0.3	4.7
영업이익증가율	78.4	11.3	35.5	0.9	5.6
(지배주주)순이익증가율	390.2	38.5	9.5	12.7	15.4
EPS증가율	388.0	37.3	7.1	11.4	15.4
수익성(%)					
매출총이익률	16.8	16.6	18.2	17.8	18.5
EBITDA이익률	10.4	9.5	10.6	10.3	10.6
영업이익률	9.0	8.3	9.6	9.4	9.8
계속사업이익률	5.6	6.5	6.1	6.7	7.6

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	815	1,119	1,198	1,335	1,541
BPS	9,133	9,961	10,802	11,995	13,394
CFPS	1,572	1,093	2,011	2,116	2,293
EBITDAPS	1,505	1,649	2,106	2,089	2,186
SPS	14,522	17,395	19,851	20,350	20,541
DPS	150	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	6.3	4.4	5.2	5.8	5.0
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
PCFR	3.3	4.5	3.1	3.6	3.4
EV/EBITDA	7.5	7.0	5.4	5.6	4.7
PSR	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.0	12.4	12.2	12.3	12.7
ROA	4.2	3.2	3.3	5.5	6.0
ROIC	14.6	15.2	21.9	22.5	24.2
부채비율	134.5	406.5	124.3	112.7	100.8
순부채비율	67.5	64.7	46.6	32.4	17.7
이자보상배율(배)	4.2	3.9	4.9	5.0	5.3

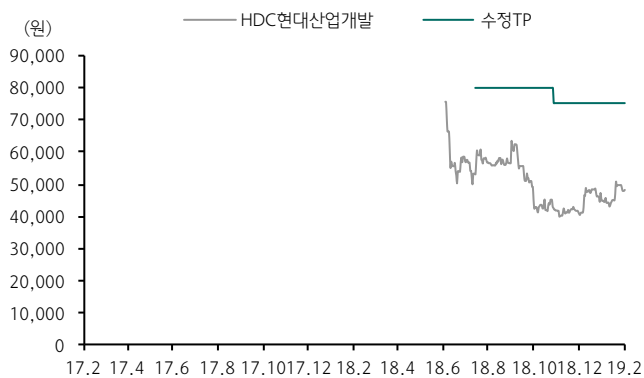
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	408.6	473.6	614.9	711.2	827.2
금융자산	123.1	183.4	276.7	360.5	473.3
현금성자산	72.1	108.8	189.8	270.4	382.3
매출채권 등	259.1	267.0	311.1	322.5	325.6
재고자산	5.9	7.2	8.3	8.6	8.7
기타유동자산	20.5	16.0	18.8	19.6	19.6
비유동자산	1,111.0	1,135.3	1,197.2	1,206.0	1,201.8
투자자산	426.7	439.0	511.6	530.4	535.3
금융자산	12.1	11.6	13.5	14.0	14.1
유형자산	419.4	426.8	417.3	408.6	400.5
무형자산	40.2	49.6	48.3	47.1	46.0
기타비유동자산	224.7	219.9	220.0	219.9	220.0
자산총계	1,519.6	3,677.3	1,812.1	1,917.2	2,029.0
유동부채	769.1	657.3	702.0	713.0	715.2
금융부채	478.6	378.1	377.8	377.1	376.3
매입채무 등	266.3	262.4	305.7	317.0	319.9
기타유동부채	24.2	16.8	18.5	18.9	19.0
비유동부채	102.5	298.3	302.1	303.1	303.3
금융부채	81.7	275.4	275.4	275.4	275.4
기타비유동부채	20.8	22.9	26.7	27.7	27.9
부채총계	871.6	2,951.2	1,004.1	1,016.0	1,018.6
지배주주지분	633.1	710.6	791.5	883.6	991.5
자본금	37.0	37.8	37.8	37.8	37.8
자본잉여금	449.3	457.4	457.4	457.4	457.4
자본조정	(42.7)	(41.7)	(41.7)	(41.7)	(41.7)
기타포괄이익누계액	(5.4)	(10.4)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
이익잉여금	194.9	267.5	348.5	440.5	548.4
비지배주주지분	14.9	15.5	16.5	17.6	18.9
자본총계	648.0	726.1	808.0	901.2	1,010.4
순금융부채	437.3	470.1	376.5	292.0	178.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	108.5	72.8	119.4	126.5	136.6
당기순이익	60.7	84.7	92.6	104.4	120.5
조정	43.2	8.6	26.1	21.9	16.0
감가상각비	14.7	15.6	14.7	13.9	13.2
외환거래손익	(0.0)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(21.9)	(16.5)	(8.0)	(11.2)	(16.1)
기타	50.4	9.3	19.4	19.2	18.9
영업활동 자산부채 변동	4.6	(20.5)	0.7	0.2	0.1
투자활동 현금흐름	(177.6)	(234.8)	(8.1)	(14.5)	6.7
투자자산감소(증가)	(181.3)	3.2	(64.9)	(7.9)	10.9
유형자산감소(증가)	(16.2)	(27.6)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타	19.9	(210.4)	60.8	(2.6)	(0.2)
재무활동 현금흐름	24.4	226.8	(30.4)	(31.4)	(31.5)
금융부채증가(감소)	48.8	93.2	(0.3)	(0.7)	(0.8)
자본증가(감소)	0.1	8.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(19.2)	135.1	(19.7)	(19.7)	(19.7)
배당지급	(5.3)	(10.4)	(10.4)	(11.0)	(11.0)
현금의 증감	(44.7)	64.6	53.0	80.6	111.9
Unlevered CFO	116.3	81.7	153.4	163.2	176.8
Free Cash Flow	91.5	42.5	115.4	122.5	132.6

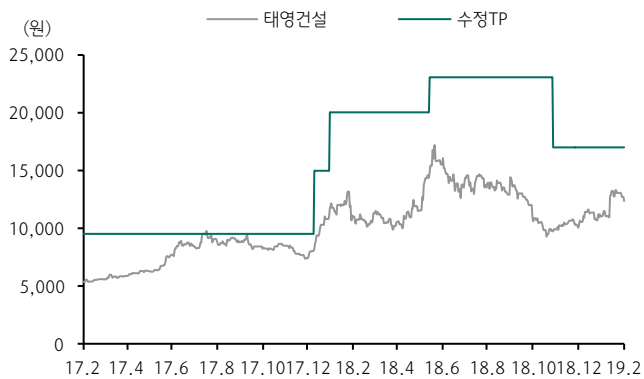
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HDC현대산업개발



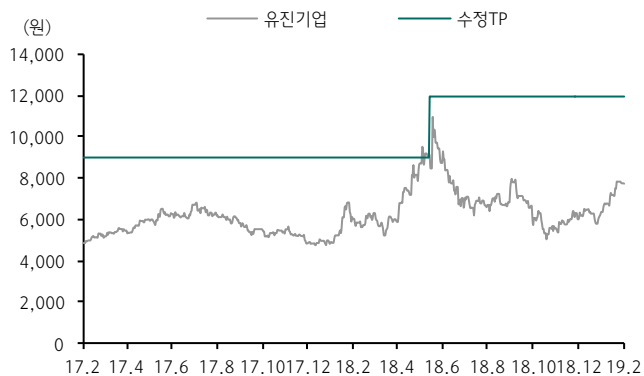
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.8	BUY	75,000		
18.7.25	BUY	80,000	-34.00%	-21.00%

태영건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.8	BUY	17,000		
18.5.25	BUY	23,000	-42.29%	-25.43%
18.1.10	BUY	20,000	-43.39%	-27.25%
17.12.20	BUY	15,000	-32.42%	-26.33%
16.5.10	BUY	9,600	-30.79%	1.77%

유진기업



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.25	BUY	12,000		
17.2.19	BUY	9,000	-34.71%	5.56%
16.8.7	BUY	7,800	-35.34%	-26.15%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.2%	5.0%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 2월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 02월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.