



2019년 5월 23일 | Equity Research



건설/건자재/부동산 Overweight

3기 신도시와 GTX: 디벨로퍼 Up-cycle의 시작

- | 신도시, 민간 디벨로퍼 업황개선의 트리거
- | 구도심, 주택노후화와 홈퍼니싱 패키지 시장의 성장
- | Top picks: HDC현대산업개발(TP 8.1만원), 한샘(13.3만원)

2019년 하반기 전망

Top picks 및 관심종목

HDC현대산업개발(294870) | BUY | TP 81,000원 | CP(5월22일) 43,000원
 한샘(009240) | BUY | TP 133,000원 | CP(5월22일) 88,500원
 태영건설(009410) | BUY | TP 17,000원 | CP(5월22일) 12,700원
 GS건설(006360) | BUY | TP 77,000원 | CP(5월22일) 38,850원
 현대건설(000720) | BUY | TP 75,000원 | CP(5월22일) 50,100원



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

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



CONTENTS

2019년 하반기 전망 Summary	3
1. 3기 신도시 발표와 15년만의 Cycle	4
1) 3기 신도시발표를 통해 보는 건설업 투자전략	4
2) 민간 디벨로퍼, LH의 택지개발사업과 동반성장하는 기업	9
2. B2C 인테리어 시장 다시 열린다.	12
1) 홈퍼니싱 패키지 시장의 성장	12
3. 건설업 실적, 펀더멘털과 밸류에이션	16
1) EPS의 핵심, 주택	16
2) 주요 건설사 실적 추이	18
3) 하반기 건설업, HDC현대산업개발 최선호	20
4. Top picks 및 관심종목	28
1) HDC현대산업개발(294870)	29
2) 한샘(009240)	33
3) 태영건설(009410)	37
4) GS건설(006360)	41
5) 현대건설(000720)	45

2019년 5월 23일 | Equity Research

건설/건자재/부동산 Overweight

3기 신도시와 GTX: 디벨로퍼 Up-cycle의 시작

15년만의 신도시, 민간 디벨로퍼 업황 Up-cycle의 트리거

신도시는 민간 디벨로퍼 업황개선의 트리거다. 신도시는 LH주도로 만들지만, 민간 디벨로퍼들은 신도시 인접지역을 중심으로 하는 도시개발사업을 대거 진행하기 때문이다. 2018년 말까지 완공된 국내 124km² 면적의 도시개발사업들은 공공택지개발 신도시들과 연계성 높은 사업들이고, 특히 민간 시행사들은 LH의 대형 신도시가 공급될 때 유관 토지를 확보하며 이익체력을 높여왔다. 2003~2008년의 흐름이었다. 이제 2019~2022년간 3기 신도시와 유관한 도시개발사업이 본격적으로 성장하는 시기에 진입하면서 HDC현대산업개발이 최 수혜 기대된다.

구도심, 주택노후화로 홈퍼니싱 패키지 시장의 재성장

2013~2018년은 서울/부산 등 구도심 재건축/재개발로 대표되는 정비사업 활성화 기간이었고 이 기간 대형 건설사가 수혜를 입었다. 특히 GS건설이 이 기간동안 체질개선을 완벽히 이뤄냈다. 2019~2022년은 구도심 정비사업 억제기로 속(재건축은 초과이익환수, 재개발은 임대비중 상향) 노후주택의 공급증가가 인테리어 전체를 리폼하는 홈퍼니싱 패키지로 확대될 것이다. 이 시장이 커지면 한샘이 최 수혜가 된다.

Top-pick HDC현대산업개발(TP 8.1만원), 한샘(13.3만원)

신도시 개발 시 가장 적극적으로 도시개발사업 파이프라인을 확보중인 HDC현대산업개발(TP 8.1만원)을 하반기 업종 최선호주로 제시하겠다. 건자재의 경우 구도심 노후화에 적극적인 대응으로 성장전략 수립한 한샘(TP 13.3만원)을 추천한다. 차선호주는 태영건설(TP 1.7만원), GS건설(TP 7.7만원), 현대건설(TP 7.5만원)이다.

연도별 택지공급추이와 현대산업개발 추가추이(2기 신도시 택지 신규지정 급증시 추가 리레이팅)



자료: 국토교통부, Quantwise, 하나금융투자

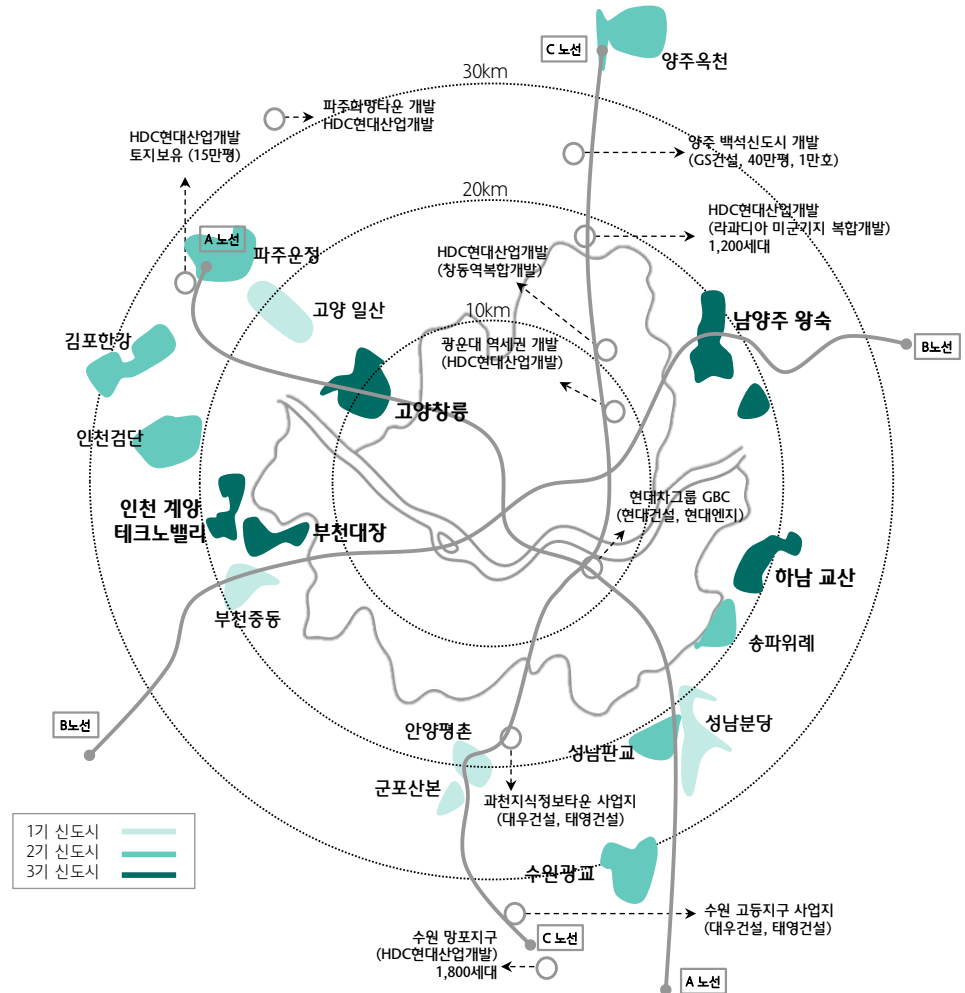
Summary

현 정부 부동산 공급정책은

- 1) 3기 신도시와
- 2) 2기 신도시+GTX Cover로 요약가능

국내 디벨로퍼들은 3기 신도시 건설과정에서, 2기 신도시때와 유사하게 다양한 도시개발사업을 영위하며 성장 할 것이 기대

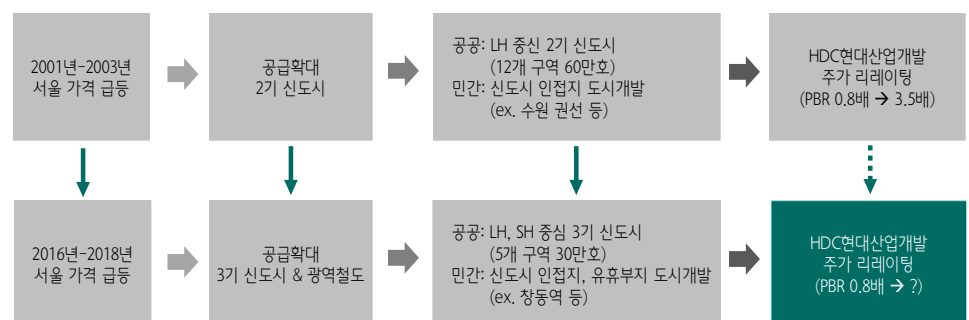
그림 1. GTX 노선도 및 주요 건설사 사업지



자료: 하나금융투자

그림 2. 2기 신도시 공급과 3기 신도시 공급을 둘러싼 환경의 평행우주

2기 신도시 택지지정 추이와 HDC현대산업개발의 주가상승기가 일치, 이는 택지개발사업(LH주도)과 연계한 도시개발사업(민간개발사 주도)이 동반 확장되기 때문



자료: 하나금융투자

1. 3기 신도시 발표와 15년만의 Cycle

1) 3기 신도시발표를 통해 보는 건설업 투자전략

(1) 수도권 개발 시대 개막

2018년 9월, 12월, 2019년 5월을 통해 총 30만호의 3기 신도시 공급계획이 발표되었다. 30만이라는 공급 호수도 중요하지만, 부동산 정책의 패러다임이 3기 신도시를 통해서 변경되었음을 공개적으로 알린다는 점에서 의미가 크다. 지난 2013년부터 2018년 9.13정책 전까지 부동산 정책 중 공급정책의 골자는 '서울 정비사업 촉진 - 신도시 도입 억제'로 대표된다. 정책적 효과로 2016~2018년의 3년간 서울 주택가격 상승률은 2010년대 들어서 최대치에 이르렀다. 현 정부 부동산 정책은 이 기조에서 180도 달라져 '서울 존치 - 신도시 도입 확대'로 요약할 수 있을 것이다.

공급에서 수도권과 신도시 건설을 대거 천명한 것은 2003년 노무현 정부 시절 주택가격 급등기에 내놓았던 처방과 유사하나, 다른점은 3기는 교통계획이 이미 디폴트로 깔려있는 우수한 정책이라는 점일 것이다. 앞으로 달라질 수도권 부동산 공급정책에 따라 건설사별 명암이 엇갈리게 되었고, 이 부분에서 국내 건설사의 주요 투자 아이디어가 존재한다. 특히 15년 만에 신도시 사업이 재개되면서, 과거 2기 신도시 때 가장 수혜를 받았던 디벨로퍼들이 다시 한번 수혜를 입을 가능성이 극히 높다.

그림 3. 하반기 건설투자 아이디어(2기 신도시 최 수혜로 HDC현대산업개발 리레이팅 된 과거가 3기 신도시를 통해 재현될 것으로 전망)



자료: 디즈니 닥터스트레인지, 하나금융투자

(2) 수도권 도시를 이해하는 톨, 통근통학톨

수도권 도시지역을 이해하는 하나의 유용한 톨이 '통근통학톨'이다. 통근통학의 구성 중 서울시로의 통근통학톨이 서울시와 경기도 도시간의 연계성을 표시하는 훌륭한 지표다. 가령 100가구가 통근통학을 하는데 2가구만 서울시로 통근통학한다면 이 곳은 연계성이 낮은 지역이고, 100가구 중 30가구 이상이 서울시로 통근통학한다면 연계성 높은 도시가 된다.

이번에 3기 신도시로 발표된 5개 도시지역은 고양시 창릉, 부천시 대장, 남양주시 왕숙, 인천시 계양, 하남시 교산지구의 5개 지역이다. 이들 5개 도시지역의 통근통학톨은 인천 계양만 15% 수준이고 나머지는 30% 수준으로 경기도 도시 중 최상급 통근통학톨을 보이고 있다. 즉, 시작부터 위성도시이자 수요분산 효과를 노릴 수 있다는 의미다.

광역철도노선은 기 공급한
2기 신도시들을 서울의
세력범위로 연결하는 개념

2기 신도시들에도 변화가 있을 것이다. 2기 신도시 지역에도 GTX를 포함한 광역 철도노선이 건설될 예정이다. 중요한 점은 이를 통해 2기 신도시들의 서울 접근성이 높아진다는 것이다. 서울 접근성은 물리적 거리에서 나오는 것이 아니라, 사람의 행태에서 나온다. 현재 경기권 도시들에서 서울시로 통근통학을 하는 비중을 살펴보면 서울과 연계성이 있는지 없는지 도시구조가 파악된다. 동탄1-2, 평택 고덕국제신도시, 양주 옥정신도시나 파주운정신도시 등은 거리상, 위치상 제약에 따라 서울과의 접근성이 높지 못했다. 이 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(음영은 서울 통근통학률이 평균을 상회하는 도시지역 & 굵은 글씨는 3기 신도시 지역)

통근통학비중	10%미만	11~20%	21~30%	31%이상
분류	비 서울세력권	준 서울세력권	서울세력권	준 서울
시·군	수원시, 화성시, 평택시, 안산시, 시흥시, 인천시, 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)

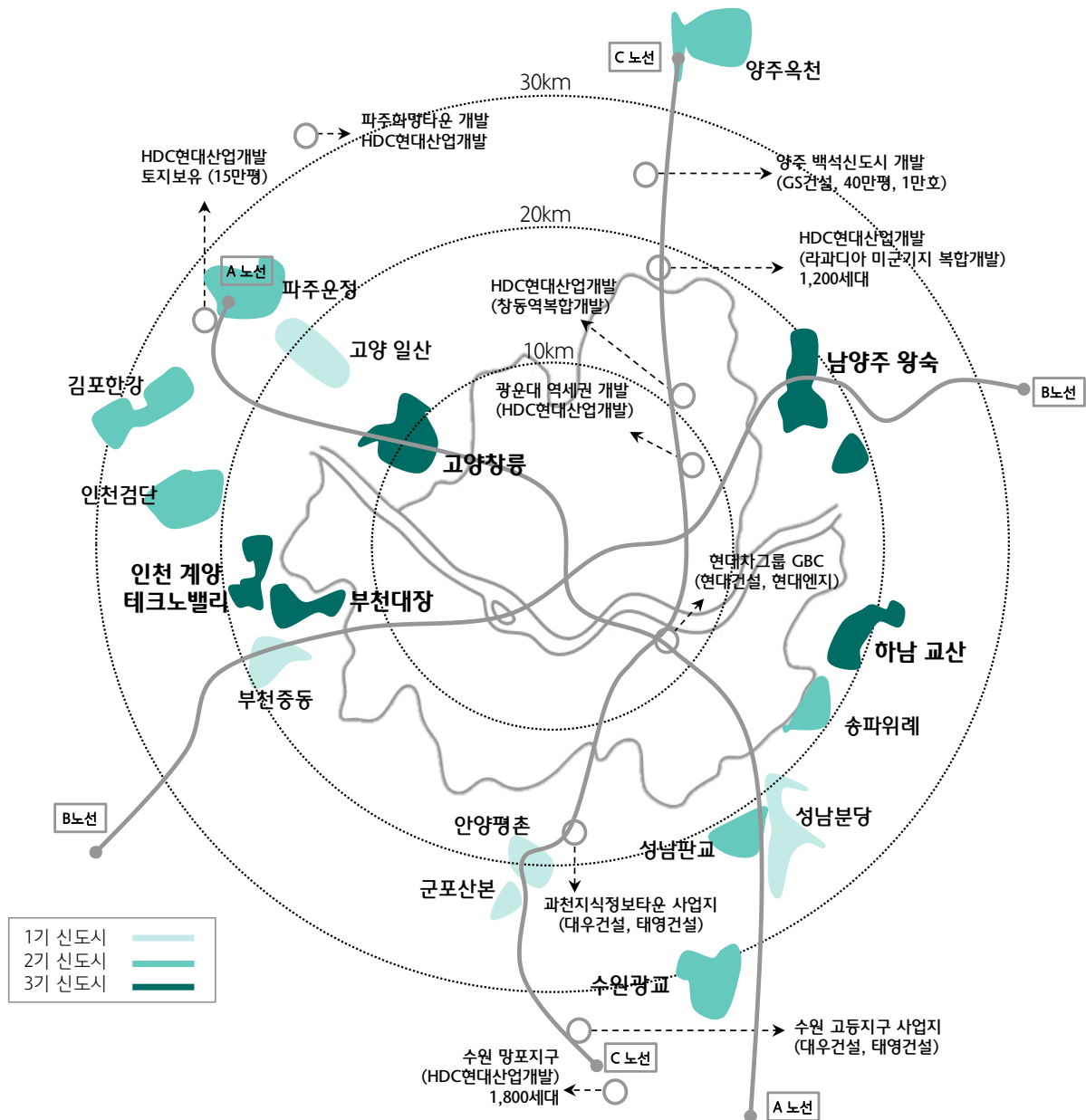
자료: 하나금융투자

(3) 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 대림산업을 제외한 사실상 전 건설사가 광역개발의 수혜를 보게 된다.

그림 4. GTX 노선도 및 주요 건설사 사업지



자료: 국토교통부, 하나금융투자

(4) 3기 신도시로 민간 디벨로퍼가 좋아지는 이유

시가지 개발은 신규냐 기존 시가지 개발이냐로 개발 방식이 양분된다. 이 중 신도시 개발은 지자체/토지주가 중심인 도시개발사업과 정부위주의 택지개발 방식으로 양분된다.

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

택지개발사업방식은 1980년에 택지개발촉진법과 함께 시장에 파격적으로 등장했다. 정부가 민간 토지주로부터 강제로 토지를 수용할 수 있는 전면수용방식을 무기로, 80년대 스타일로 강제매입을 대거 진행하고 개발한 것이 현재의 택지개발신도시들인 1기 신도시를 포함하는 전국의 신도시들이다.

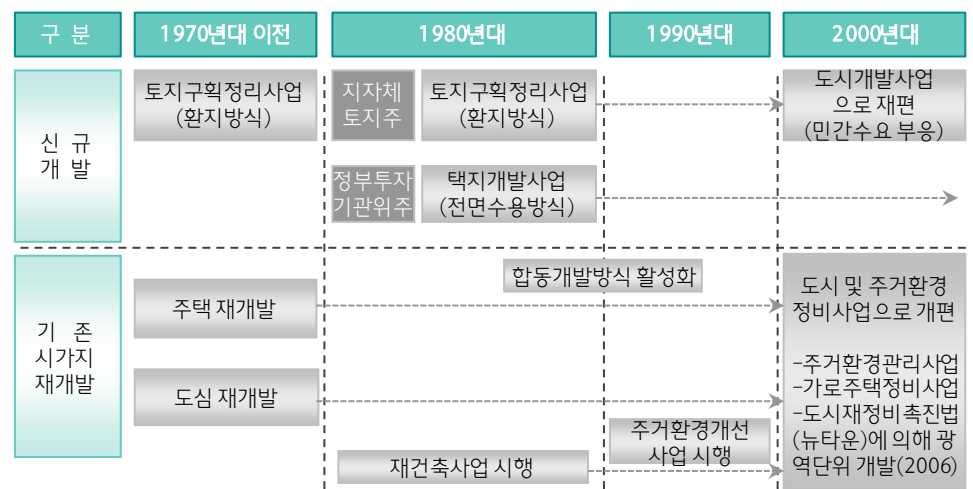
택지개발 신도시 사업은 등장과 함께 민간/지자체가 아기자기하게 만들어서 진행하는 형태와 달리 규모도 크고 속도도 빨라서 8~90년대 신도시 시대의 주인공이었다. 그러다 2013년 박근혜 정부에서 추진한 신도시 공급 중단에 따라 잠재적으로 소멸상태로 들어가기 시작했고 이후에 민간/지자체 중심의 도시개발사업이 부상하게 된다.

도시개발사업에서 지자체는 주로 인허가 담당이며, 민간 사업자가 자금조달과 건설을 담당하고 있다. 특히 택지개발신도시가 '수용'방식이어서 LH가 해당 토지를 수용으로 매입하고, 민간시행사들에게 토지를 입찰매각 하였다면 지금의 도시개발사업에서 지자체는 인허가만 전담하고, 민간 사업자들이 구조화금융을 통해서 토지 매입비용을 조달하고 토지를 매입하여 사업추진에 필요한 자본을 스스로 조달하는 시스템이 고착화되고 있다.

그러나 궁극적으로 이 두 사업(택지개발 신도시와 도시개발사업)은 동시에 진행되는 개념으로 봐야한다. 왜 그럴까?

그림 5. 시가지 조성 도시개발사업의 변천도

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



자료: 대한콘선틀, 하나금융투자

2) 민간 디벨로퍼, LH의 택지개발사업과 동반성장하는 기업

(1) 시행사는 언제 집중 매수해야하는가

디벨로퍼가 택지매입을 집중적으로 하는 시기가 공공택지 대규모 신도시가 공급되는 시점임

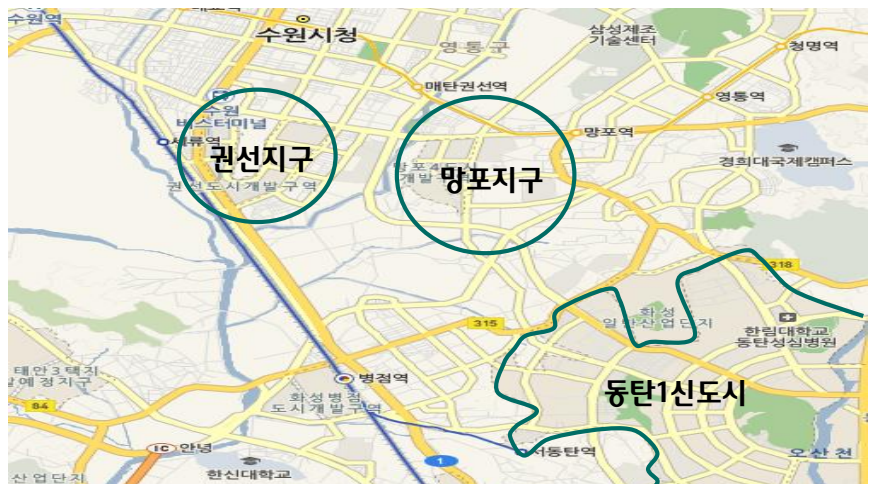
디벨로퍼의 기본적 사업모델은 토지를 매입하고 여기에 건물을 지어서 분양으로 매각하거나, 운영을 통해서 지속적 수익을 벌어들이는 것이다. 중요한 것은 토지를 산다는 것과 언제 토지를 사기 용이한 환경이 펼쳐지느냐다. 신도시 공급은 LH가 담당하니 소위 정부주도 방식의 신도시인데, 신도시를 공급할 때 민간 시행사들의 업황이 개선되는지를 파악하는 것이 시행사 투자의 핵심이다.

아래 지도는 2기 신도시인 동탄1이 위치한 지역과 수원시를 나타낸다. 2기 신도시인 동탄신 도시는 LH가 주도한 택지개발사업이다. 중요한 것은 HDC현대산업개발과 같은 민간 디벨로퍼는 수원시와 동탄시의 미개발지역을 이 당시에 집중적으로 매수하였고, 이것이 현재에 이르러 수원 권선지구 도시개발사업과, 수원 망포지구 도시개발사업으로 연결되면서 시행사의 수익원이 되고 있다는 점이다.

신도시를 만드는 방법은 국가 주도의 탑다운 형태인 택지개발신도시로 1기, 2기, 3기 신도시 등이 여기에 해당한다. 추가로 민간이나 토지주가 사업자가 되는 도시개발 방식의 신도시가 있는데 이런 신도시들이 앞서 설명한 동탄 옆 수원 권선, 수원 망포와 같은 도시지역들이다. 즉, LH의 신도시가 건설 될 때 유사 인접 지역의 민간 토지도 개발압력이 같이 올라가기 때문에 이들 지역을 개발하고자 하는 니즈를 민간 시행사들이 도시개발사업 형태로 진행하게 되는 것이다. 이런 사례는 수도권 전역에 위치하고 있다.

그림 6. 동탄1신도시와 수원시, 그리고 민간시행사가 진행한 권선지구 / 망포지구

수원의 권선지구/망포지구는 2기 신도시인 동탄1신도시와 연계하여 개발되었음



자료: 네이버지도, 하나금융투자

그림 7. 파주운정신도시 주변의 개발사업, 덕이지구 / 탄현지구

파주운정신도시(2기 신도시)의
개발과 함께 덕이지구/탄현지구
개발되었음, HDC의 파주운정
동패동사업(도시개발사업)도
개발 예정



자료: 네이버지도, 하나금융투자

그림 8. 김포한강신도시 주변의 개발사업, 걸포지구 / 풍무지구

김포한강신도시(2기 신도시)의
개발과 함께 결포지구/풍무지구/
고촌지구 등이 도시개발사업으로
추진되었음



자료: 네이버지도, 하나금융투자

그림 9. 평택 교덕국제신도시 주변의 개발사업, 평택 용죽구역, 동삭, 소사벌 도시개발사업

평택고덕국제신도시(2기 신도시)
주변에 평택의 용죽/소사벌 등
도시개발사업이 대거 진행되었음



자료: 네이버지도, 하나금융투자

(2) 도시개발사업은 결국 LH의 신도시 사업과 연계되는 사업

도시개발사업은 택지개발사업과 연계되어 추진된다

국내 신도시 개발사업은 결국 LH 주도의 택지개발 신도시 사업과, 민간 주도의 도시개발사업으로 크게 양분되며 이 두 사업은 결국 같은 궤도로 진행된다는 의미다. 민간 시행사들이 도시개발사업을 통해서 시행사업권을 확보한다는 것을 볼 때, 민간 시행사들의 업황개선 시기는 택지개발 신도시가 대거 공급되는 시점이 될 수 밖에 없는 이유다.

2기 신도시 택지개발이 대거 공급되던 시점이 도시개발업체인 현대산업개발의 업황 확대시점

이러한 이유로 2003년 2기 신도시가 공급되던 초기에 HDC현대산업개발의 주가가 대폭 상승했고 상승 이유는 택지개발과 연계한 다양한 신도시 파이프라인을 확보했기 때문이다. 이제 3기 신도시가 공급될 예정인 만큼, 이와 연계한 다양한 도시개발사업이 추가로 진행될 것이 기대된다.

이를 종합적으로 요약하면 아래 표와 같다. 한국의 시가지 조성의 방식은 크게 3가지 방식으로 구성되며, 택지개발사업은 LH가 중심이 되는 사업이고 수혜는 LH공사와 종합건설 일반회사다. 도시개발사업의 경우에는 자연스럽게 시행사가 주인공이 된다. 마지막으로 도시정비사업(재건축/재개발 등)의 수혜군은 건설사 중 초대형 건설사들이다. 브랜드를 통해 조합원들에게 어필하는 건설사가 주인공이 된다.

지난 2016~2018년의 도시정비사업 강세장을 통해서 커버리지 국내 초대형 건설사의 수주 잔고가 큰 폭으로 성장할 수 있었고 특히 GS건설이 최 수혜였다. 이제 2019~2022년은 3기 신도시와 이에 선행-동행하는 도시개발사업들이 대거 진행될 것으로 기대되고 그 수혜는 HDC현대산업개발이 될 것이다.

표 2. 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)
수혜군	LH공사, 종합건설회사	시행사(디벨로퍼)	초대형건설사(조합 중심)
특징	- 민간시행 불가, 신도시 주로 적용 - 특별법으로 추진용이	- 복합기능 가능, 사업방식 다양 - 일부 건축부분 범위확대	- 도시주거정비 기본계획에 반영 - 건설업자 시행가능

자료: 대한건설협회, 하나금융투자

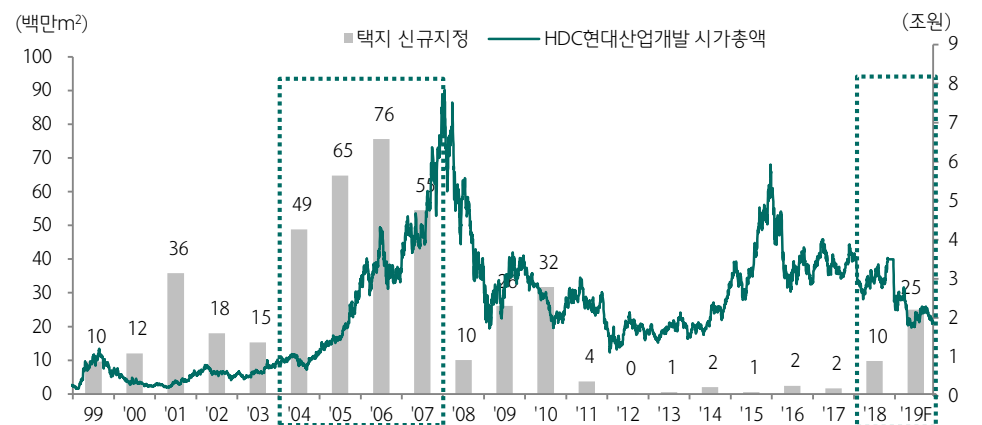
(3) HDC현대산업개발의 2기 신도시 공급시 주가상승 시점도 도시개발사업 활성화 기간

과거 2기 신도시 공급이 기획된 2003년 이후, HDC현대산업개발의 주가가 리레이팅되기 시작했다. 특히 다양한 도시개발사업을 통해서 향후 공급계획을 대거 발표하던 시점에 PBR기준 0.8배였던 주가가 3.5배까지 사실상 쉬지 않고 상승하였다.

3기 신도시의 공급과 함께 이러한 흐름이 재연될 가능성이 높다고 판단하는 이유는, 3기 신도시가 갖는 장점으로 교통망 확충이 있고, 이를 통해서 추가적인 사업이 얼마든지 개발 가능하다고 보기 때문이다. 동시에 현재 한국에서 개발사업을 적극 추진중인 기업은 HDC현대산업개발, 태영건설 등이어서 이들 기업에 가장 큰 수혜 기대된다.

과거 2004~2007년에 2기 신도시 신규택지지정과 함께 택지공급량이 급증하면서 현대산업개발의 주가 역시 리레이팅 되었던 적이 있다. 당시 금융시장에서 현대산업개발은 초창기에는 토목을 중심으로 매출/이익을 올리는 그저그런 건설사였으나, 2007년에 진입했을 때는 2만세대/8조원의 분양매출을 장래 4~5년간 올릴 것으로 기대되는 디벨로퍼로 각인되면서 주가가 리레이팅 한 것이다.

그림 10. HDC현대산업개발의 2기 신도시 공급 전후의 시가총액 흐름



자료: 국토교통부, Quantwise, 하나금융투자

2. B2C 인테리어 시장 다시 열린다.

1) 홈퍼니싱 패키지 시장의 성장

(1) 국내 주택멸실 사이클과 한샘의 인테리어 교체 사이클에 대한 이해

골조사이클은 평균 40년,
인테리어 사이클은 평균
10년을 주기로 상호 순환 됨.

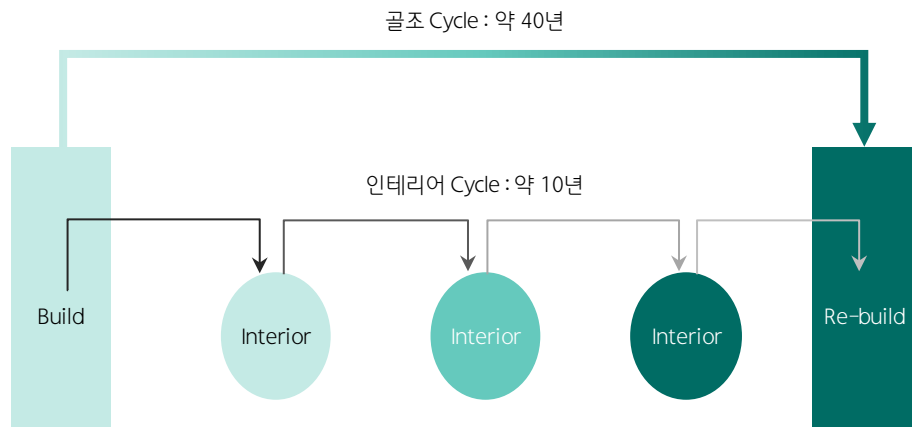
아파트나 주택의 골조사이클(멸실 주기)과 인테리어 교체사이클에 대해서 먼저 짚고 넘어가자. 주택의 경우 현재까지 평균수명은 약 30~40년에 불과하고 이 기간이 종료되면 순수멸실(Demolition)되거나 혹은 재건축/재개발 등을 통해 새롭게 신규주택형태로 공급(Re-build)된다.

반면, 인테리어 사이클은 인테리어 각 부분마다 다르지만 부엌이든 욕실이든 실내든 통상 10~15년의 주기를 통해서 각 부분(부엌, 마루, 욕실, 창호나 소품)이 교체된다. 따라서 아파트 골조가 유지된 채로 지속 될 때는 인테리어 사이클이 존재하며, 아파트의 생애주기가 다 될 때에는 인테리어 사이클이 주택 골조 사이클과 합쳐지게 된다. 아래 그림을 보면 이해하기 쉽다.

아래 그림은 건물을 최초로 건설하고(Build), 10년 경과 후 최초의 인테리어 사이클이 도래하고, 이후 10년마다 인테리어 사이클이 도래하다가 4번째 인테리어 사이클은 골조사이클과 합쳐지는 것을 보여준다.

그림 11. 건물의 착공과 재건축

골조교체주기는 40년,
인테리어 교체주기는 약 10년으로
본다면 골조 사이클 중 인테리어는
총 약 3번 정도 교체주기를 맞이함.



자료: 하나금융투자

2014년 9.1대책은 3번째 인테리어 리폼 사이클을 골조 사이클로 합쳐버리면서 소멸시키는 계기가 됨.

9.1대책은 '14년 나왔지만 첫 적용대상 주택은 2016년임 (1986년 준공 30년)

(2) 2014년 9.1대책이 만든 효과와 한샘에 닥친 악재들이 있던 2016년

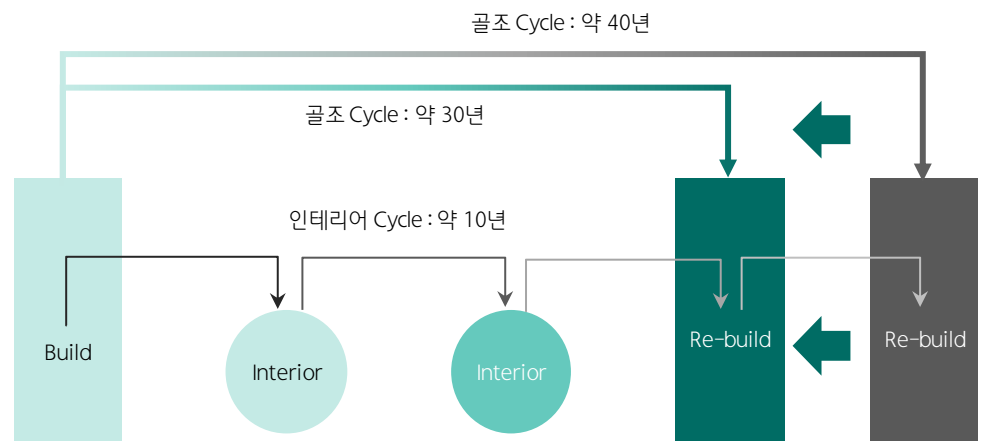
약 40년이던 주택멸실 사이클이 30년으로 단축되면 어떻게 될까. 아파트의 인테리어 사이클을 없앤 대책은 바로 '14년 발표된 9.1 부동산 대책이었다. 9.1 대책은 아파트의 생애주기를 기존 40년에서 30년으로 단축시킨 정책이었는데, 이로 인해서 한샘의 장래 시장이라고 생각한 연식 20~25년차 주택이 밀집한 양천구, 송파구와 분당 등의 시장이 예상보다 저조한 실적으로 연결되었다. 특히 재건축 사업의 기대감이 2016년 하반기부터 본격적으로 나타났고 이러한 영향에 한샘이 정면에 노출되면서 실적부진의 시기를 보낼 수 밖에 없게 되었다.

현재 당장 재건축이 되지 않더라도, 주변 단지들이 재건축이 바로바로 되는 것을 본다면, 현재 재건축 연한이 찬 아파트의 소유주들은 인테리어를 하기 대단히 꺼리는게 생리다. 수년 후 건물째 멸실 될 텐데 120~150만원/3.3m²을 써서 인테리어를 전부 교체하는 것은 언감생심이고, 부엌만 고치는 것도 부담스럽다.

준공 30년이 지난 1986년 이전의 아파트 중 강남지역만 하더라도 개포동 일대 거의 모든 단지들(개포주공 2, 3차 제외)이 재건축 되지 못하였고, 대치동 일대 은마, 미도, 선경, 쌍용 등도 재건축 되지 못했다. 압구정 역시 재건축 되지 못하였고, 여의도 지역도 마찬가지다. 특히 개포지구는 주거지가 밀집한 지역이다. 아래 그림처럼 B2C로 갈 시장이 재건축이라는 B2B로 옮겨가며 교체주기 1회가 사라지는 것이다.

그림 12. 9.1대책으로 골조 사이클이 40년에서 30년으로 단축되며 인테리어3차 사이클이 소멸

2014년 9.1 대책이 발표되고 그 시작이 2016년부터가 되면서 (준공 30년 된 주택의 골조 주기 단축으로 1986년 준공 아파트들은 기존 40년에서 30년으로 골조주기를 단축, 인테리어 사이클을 없애고 골조교체(Rebuild)로 변화함.



자료: 하나금융투자

9억 이상 주택의 중도금
대출규제와 11.3 대책으로
강남구 등의 분양권 전매불허로
분양대금 전부를 조달해야 하는
부담이 수분양자에게 가중.

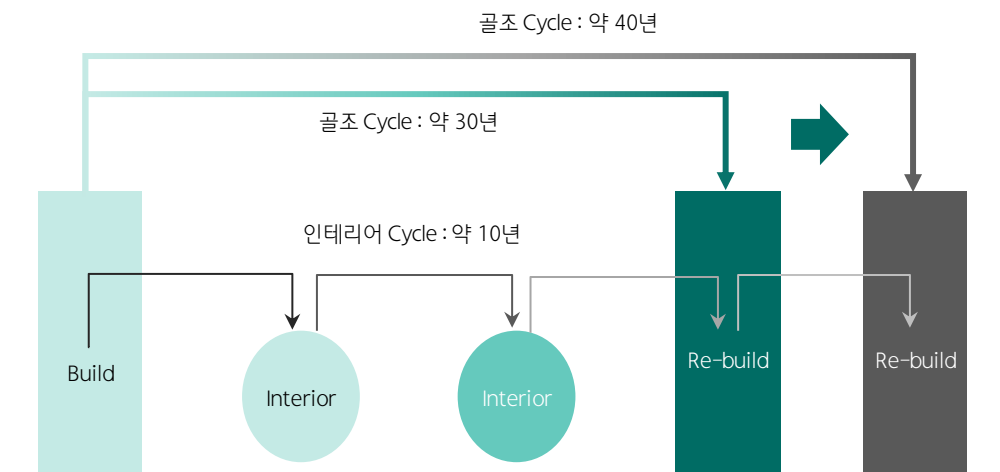
(3) 3기 신도시, 재건축 초과이익환수 적용유예의 일몰은 강남 재건축에 직격탄

재건축/재개발 등 도시정비사업 완화 기조 정책들에서 규제 중심으로 전환되면서 재건축 시장도 타격을 받는다. 특히 재건축은 2개의 강력한 규제인 초과이익환수제(2017년 12월 31일 이전까지 관리처분인가 신청을 하지 않은 모든 재건축 아파트 적용대상)와 2018년 9.13 정책으로 대표되는 양도세율 중과 및 중부세율 인상으로 투자수요가 억제된다. 주택가격은 2018년 11월부터 하락세 진입했고, 당분간 활성화 되기 어려울 전망이다.

3기 신도시의 공급도 1기 신도시의 재건축 기간을 뒤로 미루는 효과를 낼 것으로 본다. 1기 신도시를 신속하게 재건축 하기보다는 오히려 노후화가 지속될 수 있다는 판단이다. 이런 변화들이 종합적으로 홈퍼니싱 시장의 성장으로 이어질 수 있을 것으로 본다. 아래의 그림처럼, 사라졌던 B2C 교체주기가 다시 재생된 셈이다.

그림 13. 금융규제와 초과이익환수로 골조 사이클이 다시 40년으로 자체연장, 인테리어 사이클이 재생됨

9억이상 중도금 대출규제와,
재건축 초과이익 환수에 관한
적용 유예의 일몰(2017.12월)이
예고되면서, 골조교체주기가
현 30년에서 자연스럽게
40년으로 연장되는 흐름이 나타남.
이는 사라졌던 인테리어
B2C 시장을 다시 창출하고 있음



자료: 하나금융투자

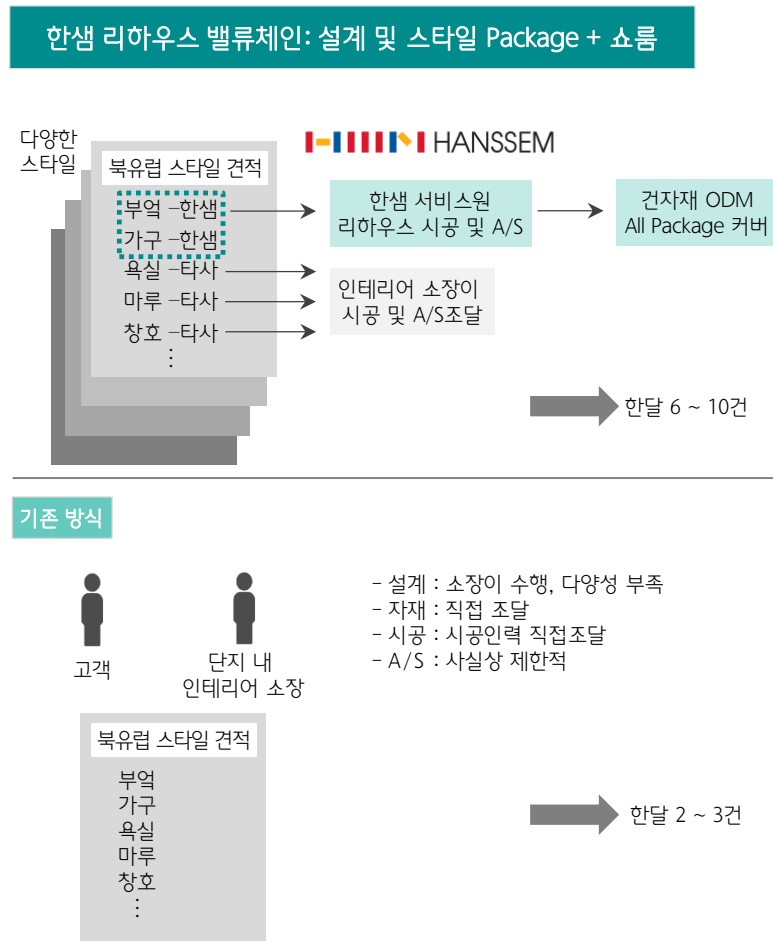
(4) 한샘 리하우스(Rehaus)의 대응

한샘 Rehaus 모델은 종전의 한샘IK가 갖던 한계를 보완한 사업모델로, 성장 가능성 높음

한샘의 리하우스 부문은 인테리어 패키지 시장의 성장에 발맞춰 사업구도를 정비했다. 먼저, 설계(스타일 패키지 9개 이상)를 상시적으로 제공하고, 전체 인테리어 수리가 가능하도록 건자재 전체를 ODM화 하였다. 그리고 시공을 민간인테리어 소장이 아니라 전용 시공인력을 4,000명 이상 확보한 기업인 한샘서비스원을 분할하여 맡겼으며 이들이 A/S까지 담당하게 된다. 이에 인테리어 소장은 소위 영업/시공관리만 하면 되는 셈인데 이를 전문적으로 했을 시 한샘 리하우스만을 배타적으로 취급해도 될 정도가 되면서 제휴점이 대리점화 되고 있는 것이다. 이를 아래 그림으로 나타냈다.

그림 14. 리하우스 사업모델 / 소장 단독 영업시 VS 리하우스 제휴 시

고객은 토털 인테리어 목적으로 방문하는 주변의 인테리어 샵을 가거나, 혹은 Rehaus를 방문할 수 있고, 어느 경우든 한샘고객으로 매칭되도록 상호 중개인(브로커) 역할을 함



자료: 하나금융투자 | 주: 하나금융투자가 임의로 한샘리하우스의 사업모델을 이미지화 한 것임

3. 건설업 실적, 펀더멘털과 밸류에이션

1) EPS의 핵심, 주택

(1) 건설업종 EPS는 주택부문이 전담

주택이 수익의 근본, 주택은 반복적으로 수행되는 Operational 측면이 높은 상품이기 때문

건설업 EPS는 현재 주택부문이 전담하다시피 한다 해도 과언이 아니다. 현재 건축(주택을 포함), 토목, 플랜트나 해외로 통상 4개 부문의 실적을 발표하는 건설사의 경우, GPM이 판매비율을 넘어서는 부문은 사실상 주택(건축)뿐이다.

해외는 매출규모 감소가 오히려 실적 측면에서는 긍정적

2018년 3분기 실적에서도 이런 기조는 지속됐다. 사실 2013년 해외에서의 대규모 부실과, 2014년까지 수주한 프로젝트들이 2018년에도 종료하지 못하면서, 여전히 해외는 분기별 추가원가 투입이 비용으로 잡히는 악순환이 지속되고 있다. 다른 의미로 1회성을 의미하는 Project인 해외현장에서 손실을 기록하는 것은 어쩌면 당연한 것이다. 그러나, Risk 개념에서 당연히 공사중에 발생할 것으로 기대되지만(Known), 그 금액이 예산을 훨씬 상회하는(Unknown), Known-Unknown 조합이 한국 건설사에 유난히 많이 발생한다는 측면에서 해외건설의 마진 증가는 손쉬운 일은 아니다. 다만, 2019년부터 절대적인 매출액 부분에서 감소세가 확연한만큼, 리스크의 규모도 적어질 수 밖에 없다는 점은 긍정적이다.

토목사업은 관공사의 경우 원가율이 극히 높다. 이유는 관공사의 낙찰가율이 너무 낮기 때문에 Garbage in - Garbage out의 구조가 고착화 되는 것이다. 그간 우리나라 건설사들이 토목사업부문에 대해서는 낙찰가율 낮은 수주 → 설계변경 요청(Claim) → 설계변경 후 원가율 재조정의 구조로 대응해 왔으나, 현재는 이런 후진적 행태가 깨진지 오래다. 이에, 일부 건설사에서는 토목사업부의 영업을 포기하다시피 할 정도로 토목수주를 방관하고 있다. 관공사 수주의 경우 연차공사라는 점도 문제다. 상암 월드컵대교에서 보여지는 것과 같이 관/지자체가 예산이 확보되면 공사비를 일부 집행하고, 미확보 되면 어쩔수 없이 방관하는 것이다. 따라서 이를 시공하는 건설사는 공사인력 팀을 꾸렸다가 해체했다가 꾸렸다가를 반복하게 되고, 높아진 경비로 인해 구조적 손실을 보게 된다. 이에, 국내 대형 건설사가 공공토목을 기피하는 것은 어쩌면 당연한 일이다.

반면, 토목이지만 민간 토목부문은 두자릿수 영업이익률로 상당한 수익사업이다. 이미 민자 SOC로 대표되는 경전철, 광역철도 등에서 입증된 것이다. 그간 통상 철도의 경우 건설사들이 지분만 참여하고, 철도 중 BEP를 넘는 노선이 별로 없기 때문에 공사비를 통해서 마진을 보전하는 것이 건설사의 전략 중 하나였다. 그러다보니 민자토목은 두자릿수 영업이익을 낼 수 있었는데, 왜냐하면 건설사가 CI(건설 투자자)라고하여, 사업주 지위를 확보하면서 Equity도 투자하고, 공사계약(Contract)도 하고 했기 때문이다. 앞으로도 민자 토목은 수익성이 양호할 것으로 기대되는데, 2019년 국내 건설 시장에서 민자토목의 규모가 급증할 것이 기대되는 만큼, 이 부분은 긍정적이다.

건축/주택은 각 건설사에서 가장 낮은 원가율(높은 수익성)을 내는 상품

(2) 주택은 자체사업 분양 추이와 총 분양물량이 수익을 결정

이에, 민자토목 제외 국내 건설사들의 수익원은 주택뿐이다. 주택의 경우, 직접 분양을 진행하는 자체사업(토지를 매입하고 주택을 건설해서 토지/주택을 일괄 분양하여 매각하고 매각 차익을 인식)의 경우 높은 GPM을 보여주고 있다. 통상의 경우 25~30%수준의 GPM에서 진행이 되는데, 이에 따라서 자체사업의 비중이 높을수록 건축주택 부문의GPM이 높아지는 효과가 모든 건설사에서 나타나고 있다.

한편, 도급사업의 경우에도 GPM 15~20% 내외의 수익성이 유지되고 있다. 특히 최근에 정비사업의 비중이 높아지면서 수익성이 더욱 개선되고 있다. 과거 정비사업의 경우에는 지분제 중심이고 지금은 도급제 중심인데도 수익성이 좋아지는 것은 계약조건상 물가조정에 대해서 충분히 반영 하는 등, 공사비가 현실성 있게 증액되기 때문이다.

2019년은 주로 2016년 분양한 단지들이 입주 예정이어서, 2015년에 이어서 2년 연속 40만 호 이상 입주 기대된다. 또, 2016년부터 서울시 주택시장이 차별적으로 상승하기 시작했던 점을 감안하면, 2016년부터는 주택당 건설 단가인 ASP가 상승할 것이 기대된다. 따라서, 2018년 대비 입주물량의 소폭 감소에도 불구하고, 금액 기준으로는 상승할 것을 전망한다.

주택 사업을 영위하고 있는 5개 대형건설사(현대건설, GS건설, 대우건설, 대림산업, HDC현대산업개발) 모두 전 사업부문을 통틀어 주택사업의 원가율이 가장 낮은 것을 확인할 수 있다.

그림 15. 주요 건설사별 사업부분별 원가율 현황(2018년 Average)



주: 부문별 원가율은 2018년 평균

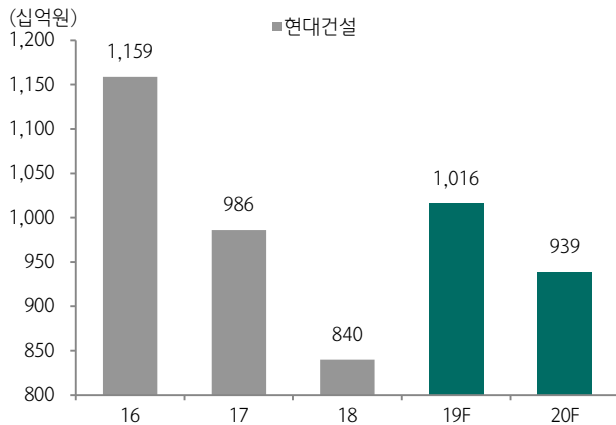
자료: 각 사, 하나금융투자

2) 주요 건설사 실적 추이

(1) 2019년 건설사 실적은 양호한 실적 지속될 것

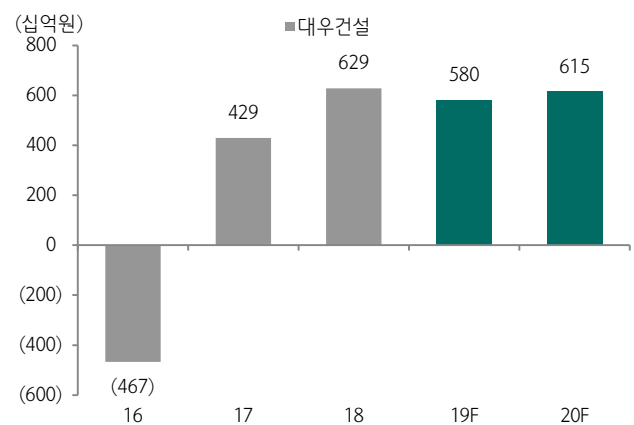
2019년 기준 영업이익이 증가할 것으로 기대되는 건설사는 HDC현대산업개발, 현대건설, 삼성엔지니어링의 3사다. 대우건설의 경우 실적 유지, 대림산업/GS건설은 2018년 실적이 사상최대 실적이었던 만큼 감소할 것으로 예상된다.

그림 16. 현대건설 영업이익 추정



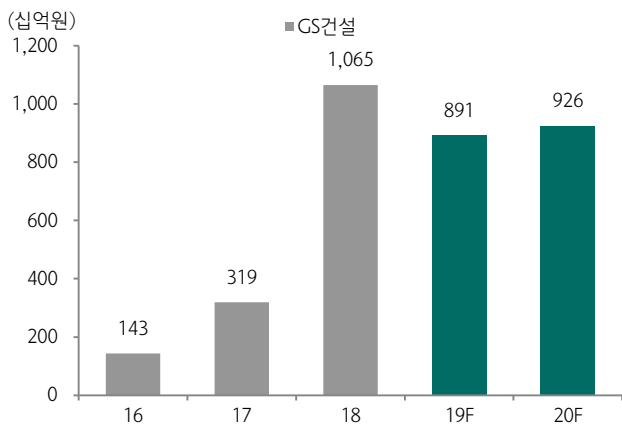
자료: 하나금융투자

그림 17. 대우건설 영업이익 추정



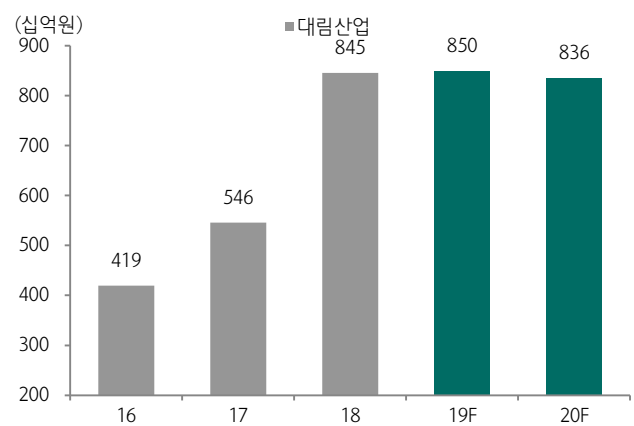
자료: 하나금융투자

그림 18. GS건설 영업이익 추정



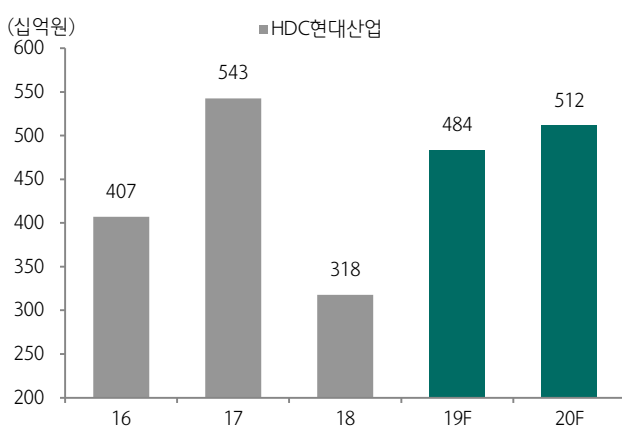
자료: 하나금융투자

그림 19. 대림산업 영업이익 추정



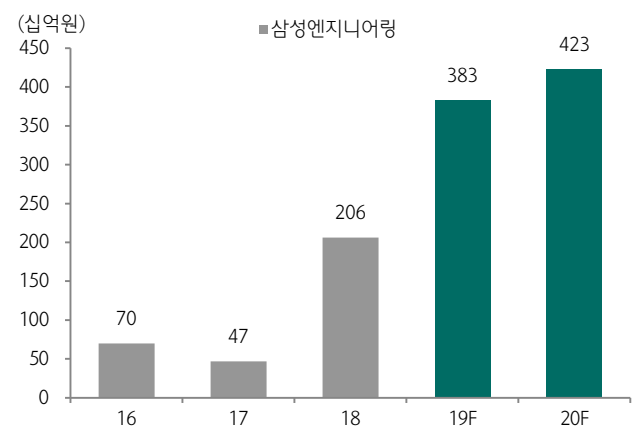
자료: 하나금융투자

그림 20. HDC현대산업개발 영업이익 추정



자료: 하나금융투자

그림 21. 삼성엔지니어링 영업이익 추정



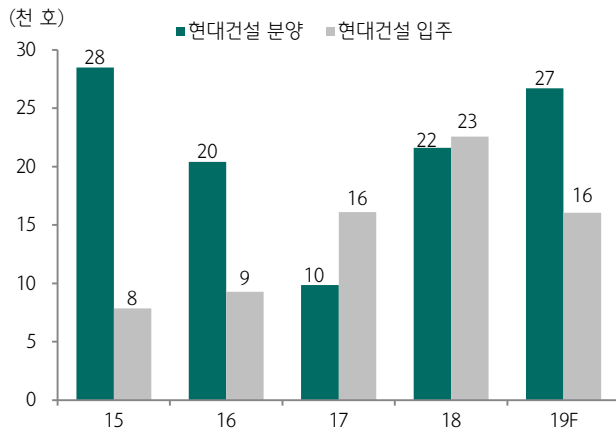
자료: 하나금융투자

(2) 2019년 주택입주량이 실적을 결정

건설사 실적은 주택 입주량이 결정한다 해도 과언이 아니다

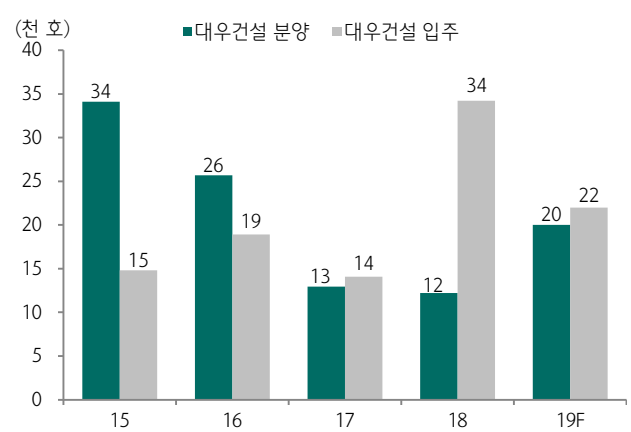
2019년 주요 건설사 실적은 결국 주택입주량이 드라이브 할 것으로 보인다. 보통 분양부터 입주까지는 약 3년의 시차가 존재하며, 대형 건설사 중 가장 안정적인 흐름은 GS건설이 보이고 있다. 특히, 2016년부터는 ASP(서울주택 중심)가 상승하며 Q*P의 효과가 기대된다.

그림 22. 현대건설 분양/입주 추이



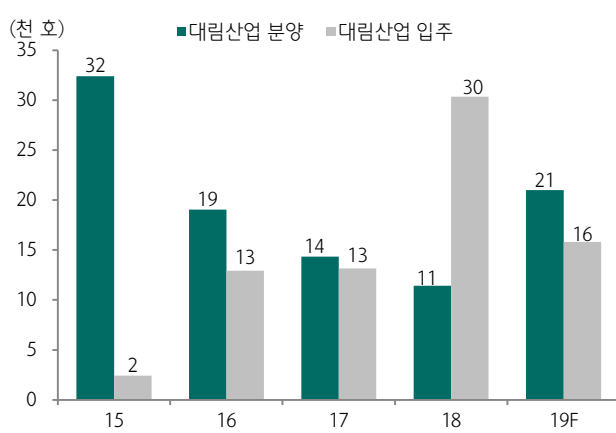
자료: 하나금융투자

그림 23. 대우건설 분양/입주 추이



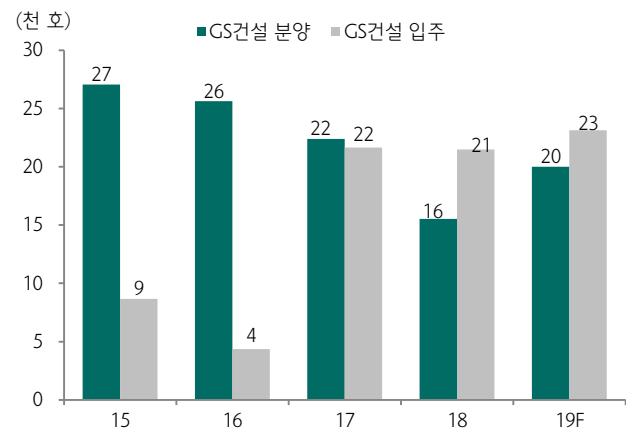
자료: 하나금융투자

그림 24. GS건설 분양/입주 추이



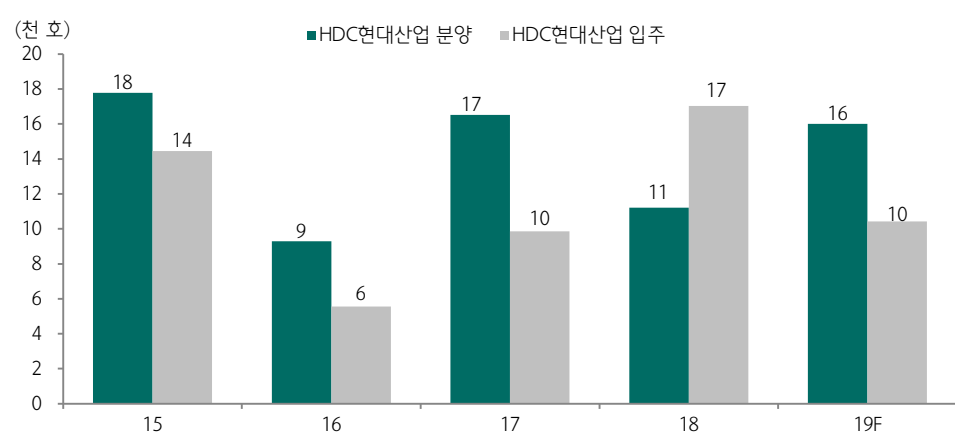
자료: 하나금융투자

그림 25. 대림산업 분양/입주 추이



자료: 하나금융투자

그림 26. HDC현대산업개발 분양/입주 추이



자료: 각 사, 하나금융투자

3) 하반기 건설업, HDC현대산업개발 최선희

(1) 최선희는 HDC현대산업개발, 한샘, 차선희는 태영건설, GS건설

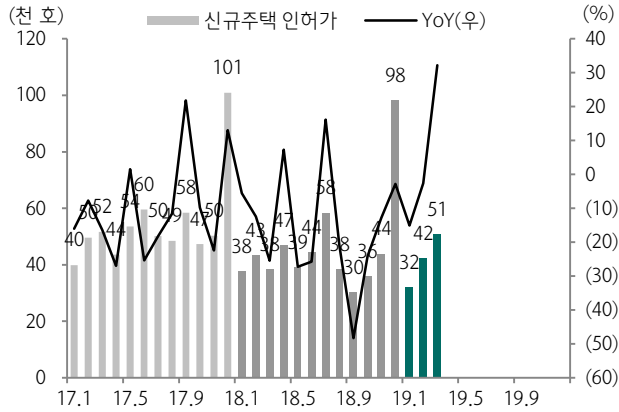
하반기 건설업 전망의 핵심은 정부 부동산 정책이 2016~2018년과 달라 2019~2022년간 신도시 중심으로 펼쳐지게 될 것이라는 점이다. 이에, 공공의 택지개발신도시(3기 신도시)와 유관된 민간 도시개발사업이 대거 진행될 것으로 기대되고 그 수혜 업종에 투자해야 할 시기가 있다.

최선희주는 HDC현대산업개발이다. 건자재 중에서는 한샘을 최선희로 추천하겠다.

- 1) HDC현대산업개발은 압도적으로 싼 기업가치와 순현금, 또 현재 확보한 가시성 높은 신규 파이프라인(2019~2020년의 분양예정 단지들)만을 고려하더라도 25%이상의 ROE와 PER 4~5배가 지속적으로 유지된다. 특히 2019년 공급계획이 상반기 중 80%수준이 완료된다는 점에서 이익모멘텀을 조기에 확보한다는 점이 긍정적이다. 추가로 2020년 공급예정인 광운대 역세권 개발사업의 경우 한국 시행 역사의 한 획을 그을만한 규모의 초거대 사업만큼, Re-rating은 필수라고 판단한다.
- 2) 한샘은 인테리어 시장의 패키지를 주도하는 한국의 No.1기업으로서 확고히 자리매김할 것으로 기대된다. 특히, 리하우스는 설계-건자재ODM-설치/시공-영업/PM-A/S까지 모든 밸류체인을 한샘이 구축함으로써, 현재의 부엌제휴점을 리하우스 대리점으로 변경하는 과정이 가속화되고 있다. 이런 변화가 끝나고 난 후에는 플랫폼 기업으로서의 가치를 확보할 수 있을 것이다.
- 3) 차선희주로 먼저 태영건설이다. 태영건설도 2019년의 5개 자체사업을 시작하며 다시 한번 어닝모멘텀을 확보하였다. 3기 신도시 사업에는 88개의 도심내 유희부지 개발사업이 존재하고 태영건설도 이의 수혜가 기대된다.
- 4) 차선희주로 GS건설도 꼽겠다. GS건설은 2016~2018년간의 초호황을 통해 이익체력과 재무구조가 완벽히 바뀐 건설사다. 국내 정비사업을 중심으로 여전히 경쟁력을 이어가는 가운데, 해외 주택시장 등을 토대로 지속적 이익규모를 유지할 수 있을 것으로 기대한다.

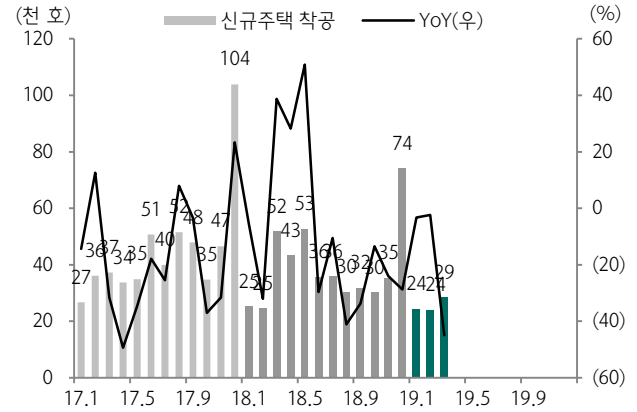
1. 신규주택 시장지표

그림 27. 월별 신규주택 인허가 (3월말 기준)



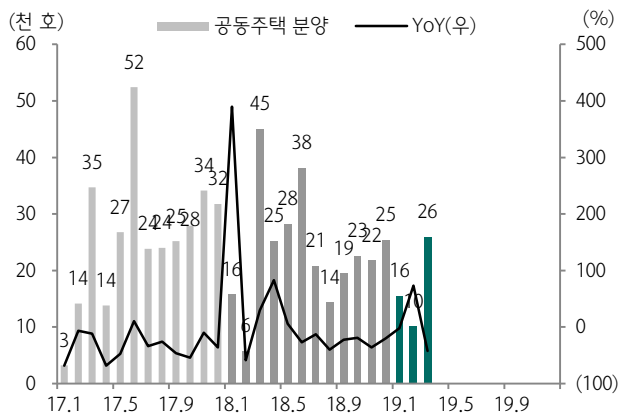
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 28. 월별 신규주택 착공 (3월말 기준)



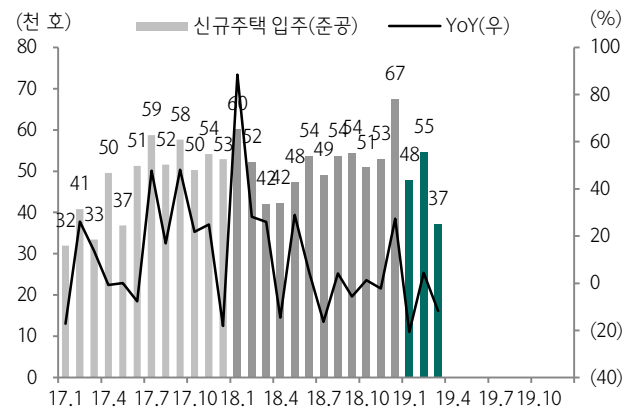
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 29. 월별 공동주택 분양 (3월말 기준)



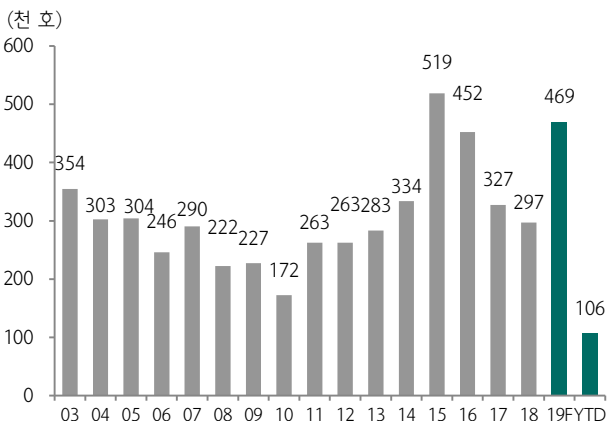
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 30. 월별 주택 입주량(준공) (3월말 기준)



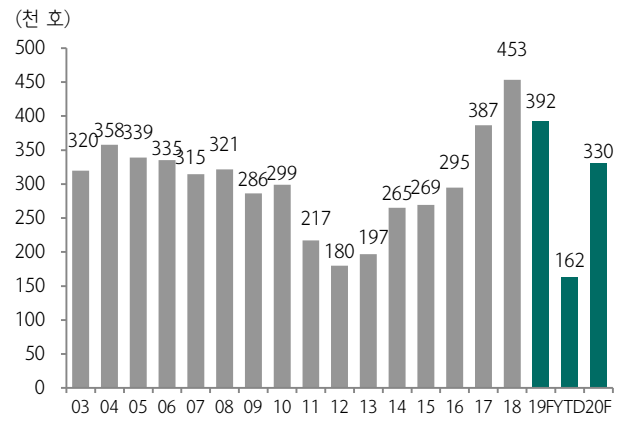
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 31. 연도별 아파트 분양 및 분양예정 추이



자료: 부동산114, 하나금융투자

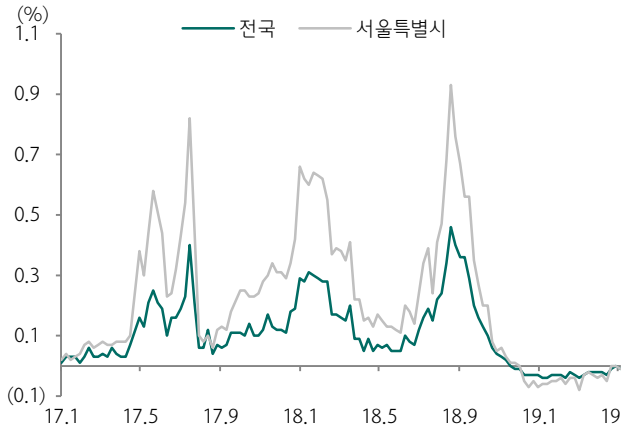
그림 32. 연도별 아파트 입주 및 입주예정 추이



자료: 부동산114, 하나금융투자

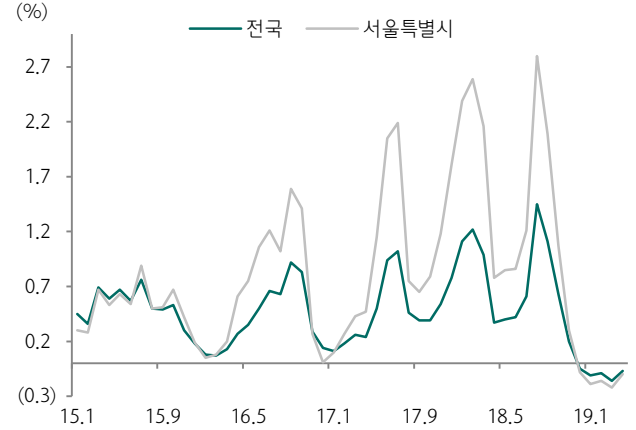
II. 기존 주택시장 지표

그림 33. 주간 아파트 가격 변동률



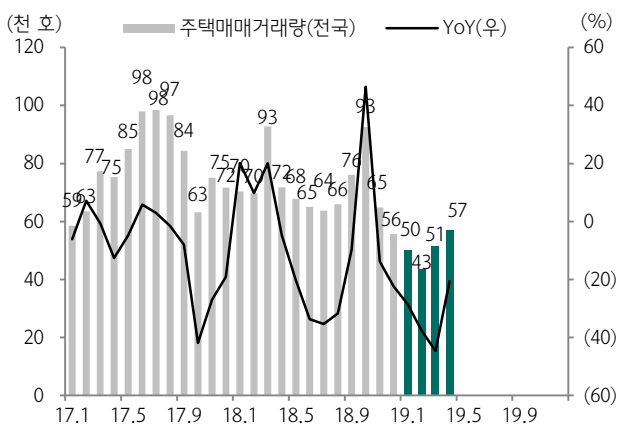
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 34. 월간 아파트 가격 변동률 (4월말 기준)



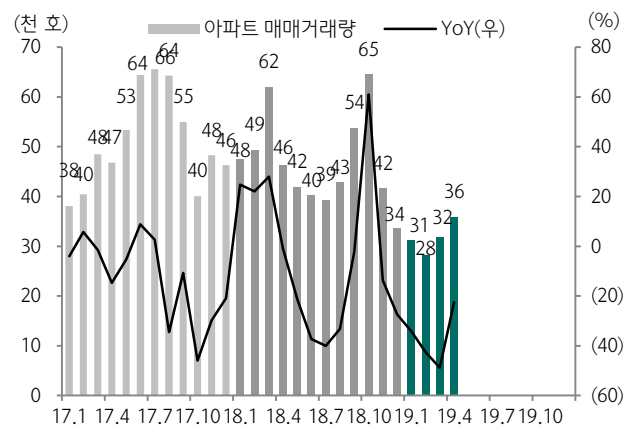
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 35. 월별 재고주택 매매거래량 (4월말 기준)



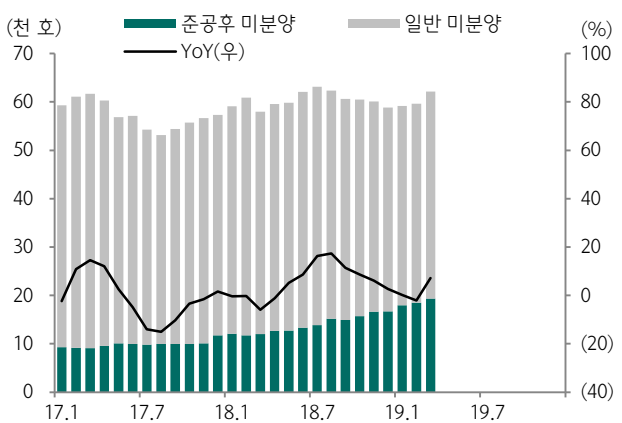
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 36. 월별 아파트 매매거래량 (4월말 기준)



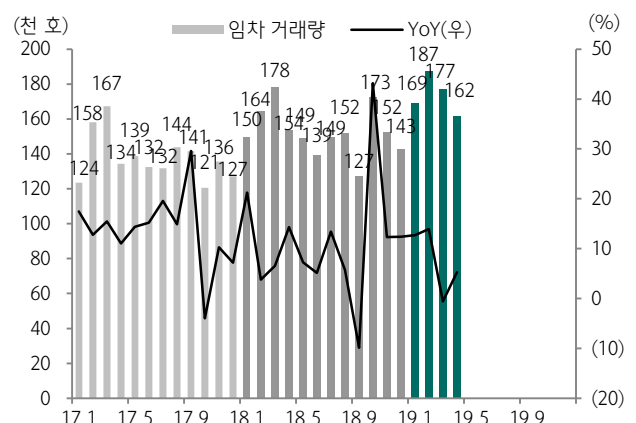
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 37. 월별 신규주택 미분양 (3월말 기준)



자료: 국토교통부, 하나금융투자

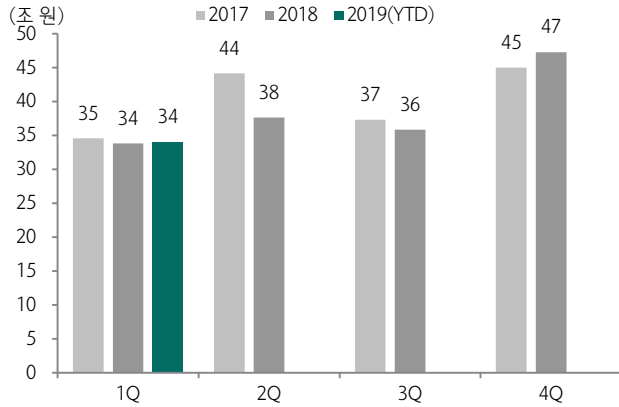
그림 38. 전월세(임차) 거래량 (4월말 기준)



자료: 국토교통부, 하나금융투자

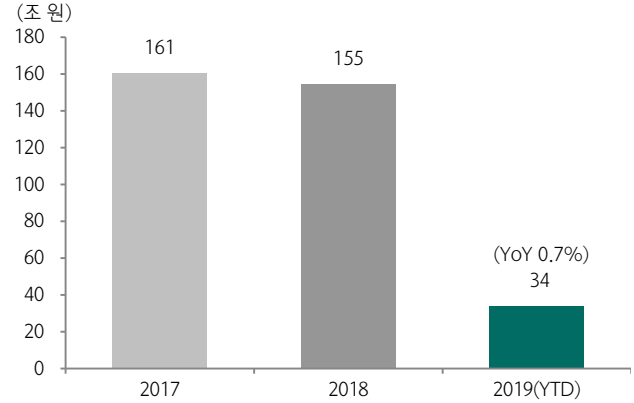
Ⅲ. 국내 건설시장 주요 지표

그림 39. 분기별 국내 건설수주 추이 (2019년은 3월말 기준)



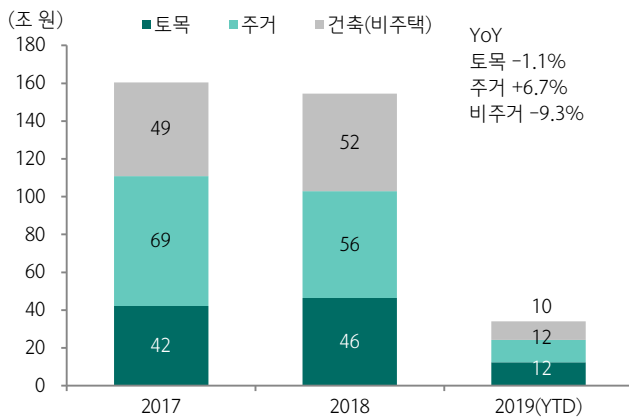
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 40. 연간 국내 건설수주 추이 (2019년은 3월말 기준)



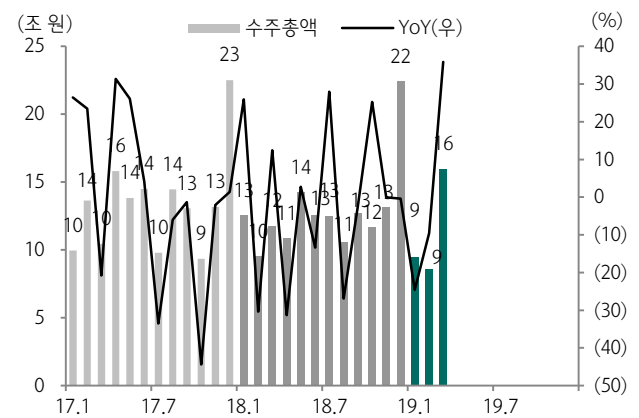
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 41. 구성별 수주총액 (2019년은 3월말 기준)



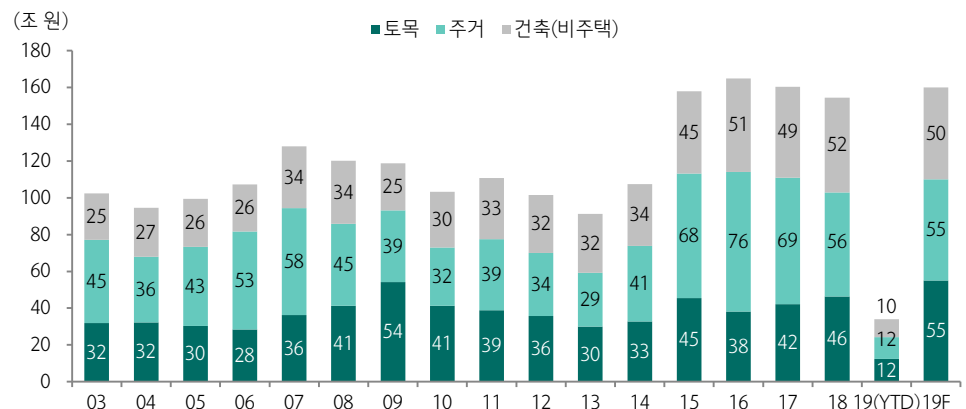
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 42. 월간 국내 건설수주 추이 (3월 16조원, YoY 35.9%)



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

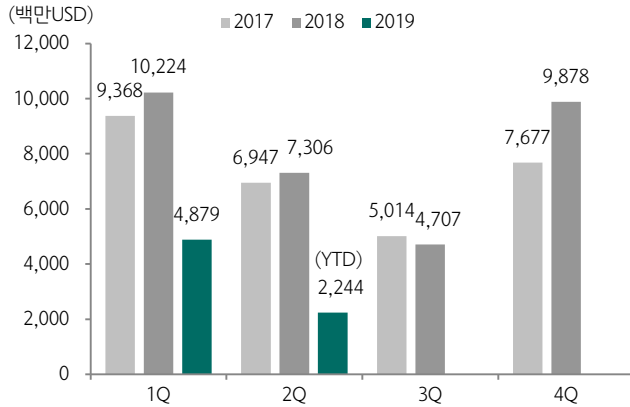
그림 43. 연도별 국내 건설수주액 추이 (2019년은 3월말 기준)



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

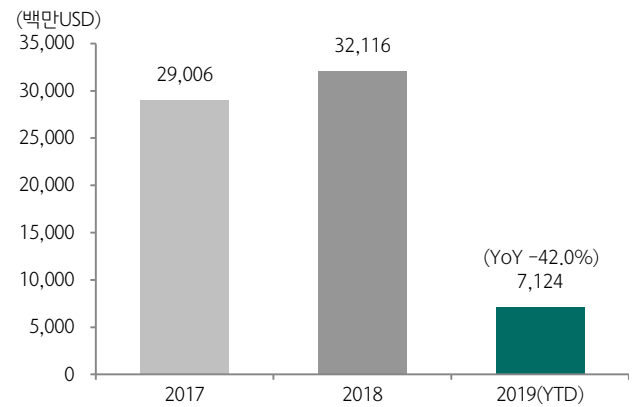
IV. 해외 건설시장 주요 지표

그림 44. 분기별 국내 건설사 총 해외 수주액



자료: 해외건설협회, 하나금융투자

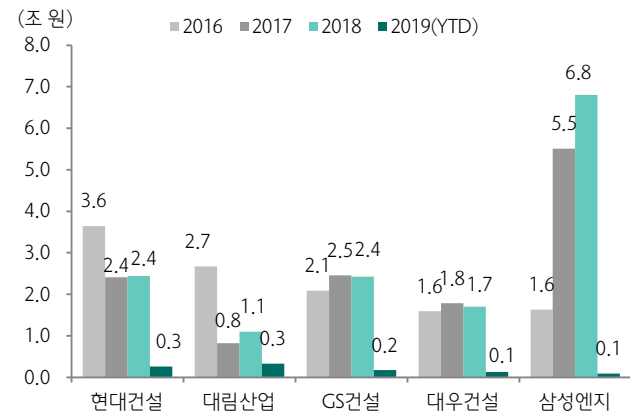
그림 45. 연간 국내 건설사 총 해외 수주액 (2019년은 4월말 기준)



주: 2019년 YoY는 2018년 동 기간 누적대비

자료: 해외건설협회, 하나금융투자

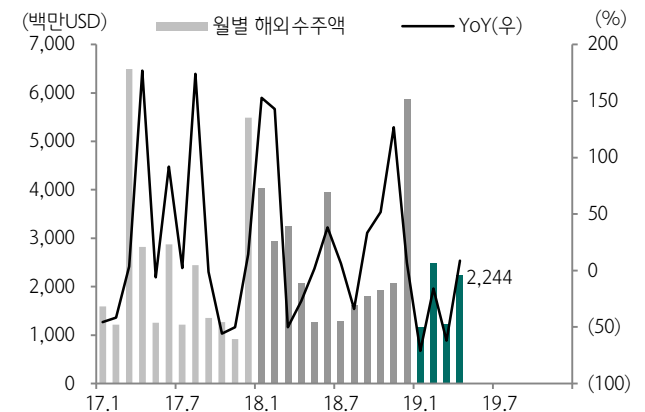
그림 46. 각 건설사별 해외 수주액(19년은 1분기 기준)



주: 각 사 건설 별도 기준 수주액 (현대건설은 엔지니어링 제외본 분사기준)

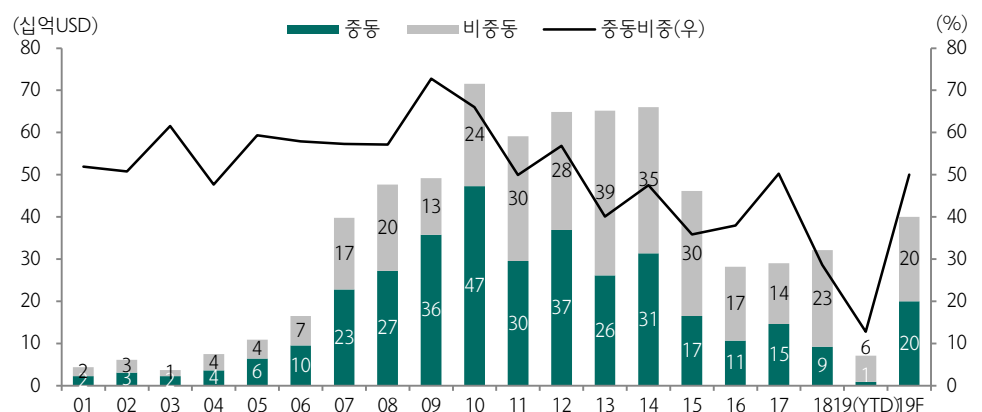
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 47. 월간 해외 건설수주 추이 (4월 22.4억불, YoY 8.6%)



자료: 해외건설협회, 하나금융투자

그림 48. 연도별 해외 건설수주액 추이 (2019년은 4월말 기준)



자료: 해외건설협회, 하나금융투자

표 3. 주요 건설사 해외수주 Pipe Line

건설사	1Q	2Q	3Q	4Q
대림산업	말레이시아 Petron(1400억원) 여천 NCC(3200억원)	현대케미칼 NCC(2조원) S-Oil RHDS(2000억원)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불)	러시아 정유공장(2000억원) US PTTGC(6000억원) 오만 PTA플랜트(7000억원)
대우건설		UAE GAP(35억불)	나이지리아 LNG(43억불)	카타르LNG (ITB,입찰초청) 러시아LNG (ITB,입찰초청)
삼성 엔지니어링		알제리 HMD(Lowest) 사우디 마르잔 가스플랜트(60억불) 이집트 PDHPP(7억불) 아제르바이잔 PETRO	북미 대림-PTTGC ECC(FID) 롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불)	우즈벡 비료공장(8억불) 말레이시아 메탄올 플랜트(FEED,10억불)
현대건설		현대케미칼 NCC(2조원) 사우디 마르잔 가스플랜트(60억불) 알제리 복합 화력발전소(7억불) 이라크 해수처리시설(25억불) 콜롬비아 메트로(26억불) 필리핀 매립 공사(10억불) 파나마 메트로(20억불)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불) 카타르 병원(43억불) 쿠웨이트 병원(10억불) 인도네시아 수력발전(3억불) 사우디아람코 베리 GOSP(8억불) 싱가포르 매립 공사(5억불)	카타르 LNG (ITB,입찰초청) UAE Hail&Ghasha Gas(40억불) 세네갈 항만(10억불)
CS건설		터키 폴리프로필렌 플랜트(13억불) UAE GAP(35억불)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불) 투르크메니스탄 디악싱(3억불) 사우디 Rabigh Turnaround(3억불) 카타르 Qafco 비료공장(4억불) 우즈벡 Gas Plant(3억불)	터키 PP플랜트(10억불, EPC) 태국 PP Plant(2억불) UAE Hail&Ghasha Sour Gas(40억불) 알제리 석유화학(4억불)

자료: 하나금융투자

표 4. 주요 해외 예정 플랜트

1. Ruwais Petrochemical Complex Phase 4(45억불) -2020년 중반 ITB 예정 2. Fujairah 지하원유저장(12억불) -SK건설(2019.02.27) 3. 알제리 HMD Refinery(25억불) -TR/삼성엔지니어링(Lowest, 2019.02.27) 4. 사우디 아람코 Marjan Oil Field(130억불) 1) On-Shore(60억불) -#9 Inlet, Storage & Compression #10 Gas Treatment & Sulphur Recovery #11 NGL #12 Utilities #14 Sulphur Handling -L&T(#9), TR(#9 & #11), 현대건설(#12), Technip+삼성엔지니어링, Saipem+Petrofac (전체 Package) 2) Off-Shore(40억불) -Bid 완료(2019.02.24) -#2(10억불, L&T+Subsea7), #3(15억불, Saipem), #1(35억불, McDermott+COOEC), #4(12.6억불, McDermott) -Saipem+현대중공업, McDermott, L&T+Subsea7, Sapura, COOEC+NPCC 3) 열병합발전소 & 담수플랜트(8억불) -ITB (2019.03.06) 5. 사우디 Rabigh Upgrade(10억불) -FEED & PMC 계약(2019.03.01, Jacobs) 6. 이집트 SIDPEC 암레이아 프로필렌/폴리프로필렌 플랜트(12.5억불) -입찰일(2019.04.30) -삼성엔지니어링, Tecnimont 입찰 전망 7. UAE Dalma 가스개발(15억불) 1) 해상 기술입찰(7억불) -기술입찰 2019.03 예정 -McDermott, Technip FMC, Saipem, TR 등 2) 육상 기술입찰(8억불) -Saipem, TR, 현대건설, L&T, CPECC 등	8. 나이지리아 Boga FPSO(12억불) -ITB(2019.02.12), 마감(6월 중) -PQ Bidders 삼성중공업, 현대중공업, Cosco+SBM 9. 나이지리아 Assa North Gas 프로젝트(35억불) -FID (2019.02.14) 10. 카타르 육상 LNG(80억불, 8MTPA, Capa) -FEED Chiyoda(2018.03.19) -EPC PQ 진행(2019.02.03), 3개 PKG #LNG Train, #Storage Tank, # Utilities -Chiyoda+Technip, Saipem+McDermott+CTCI, JGC+현대건설 ITB 11. UAE Hail & Ghasha Gas Field(100억불) -4개 메인 PKG, PQ 진행(2019.01.26) -현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, Saipem, Petrofac, JGC+L&T #1 Offshore Drill Center-Sub Sea Pipeline #2 Ghasha Offshore Processing Plan(GOP) #3 Manayif Utility #4 Process Plant -입찰은 2019 2Q 예상 12. 쿠웨이트 Al-Zour Petrochem(100억불) -PQ 입찰(2018.12) -#1, 2: SK건설+Petrofac, TR+Sinopec, 삼성엔지니어링+CTCI+CCC, Flour+대우+HQC, Saipem, Technip 등 #3: Sepcc, China Eng -FEED 재작업으로 EPC는 2019~2020 2Q 예상 13. UAE Ruwais Gasoline & Aromatic Project(GAP, 35억불) -FEED Wood, 상업입찰 마감(2019.04.03) -삼성엔지니어링, GS건설, 현대건설+현대엔지니어링, 플루어+대우건설+CPECC, 테크니카스 리유니다스, 테크니몽 참여 14. 사우디 아람코 Berri GOSP확장 패키지(8억불) -Saipem, 현대건설 제안서 제출 15. 말레이시아 메탄올 플랜트(10억불) -FEED 삼성엔지니어링(2019.04.01) 16. 터키 세이한 폴리프로필렌 플랜트(13억불) -르네상스홀딩스+소나트랙+GS건설
--	---

자료: MEED, 하나금융투자

V. 국내 주요 건설사별 주택공급

표 5. 현대건설 주요 기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
대구 도남 지구	2,419(현대+태영)	2019년 5월	민간분양	자체사업, 태영건설 컨소
전주 효자구역 재개발	1,214	2019년 9월	재개발	대우건설, HDC현산 컨소
둔촌 주공 재건축	12,032/ (3,008)	2019년 10월	재건축	
수원 팔달 115-6 재개발	2,404	2019년 10월	재개발	
주안1구역 재개발	2,851/ (1,568)	2019년 10월	재개발	대우건설 컨소
부천 계수 범박 재개발	3,535/ (2,104)	2019년 10월	재개발	두산건설 컨소
방배 5구역 재건축	2,796	2019년 11월	재건축	HDC현산 컨소
개포 주공 1단지	6,642/ (3,321)	2019년 11월	재건축	
송도 힐스테이트3차	1,100	2019년 12월	민간분양	
송도 힐스테이트 3차(A14)	1,137	2019년 12월	민간분양	자체사업
이수역 힐스테이트	913	2019년 연내	민간분양	

자료: REPS, 현대건설, 하나금융투자

표 6. 현대엔지니어링 주요 기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
힐스테이트 북위례	1,078	2019년 4월	민간분양	
대구 감상동주상복합	568	2019년 5월	민간분양	
부산 힐스테이트명륜 2차	874	2019년 5월	민간분양	
세운3-1,4,5구역 주상복합	998	2019년 6월	재개발	
황금동 힐스테이트	750	2019년 6월	재개발	
부산 괴정동 힐스테이트	1,314	2019년 6월	민간분양	
서울 강동성내주상복합	476	2019년 9월	민간분양	
부천소사 주상복합	716	2019년 10월	민간분양	
남양주 현대 힐스테이트	1,602	2019년 연내	민간분양	
송도 힐스테이트	1,418	2019년 연내	민간분양	
신림강남 재건축	1,143	2019년 연내	재건축	

자료: REPS, 하나금융투자

표 7. GS건설 주요 기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
수원역 푸르지오자이	4,086/ (2,942)	2019년 3월	공공분양	대우건설 컨소
프레스티지자이(과천주공6단지)	2,099	2019년 5월	재건축	과천 별양동 재건축
세종 자이e편한세상	1,200	2019년 5월	분양	대림산업 컨소
방배그랑자이	758	2019년 5월	재건축	두산건설 컨소
의정부중양2구역	2,472/(824)	2019년 6월	재개발	
광주우산1	2,564/(1,410)	2019년 9월	재개발	
장위4구역 자이	2,840	2019년 11월	재개발	
신흥2구역	4,774/(2,387)	2019년 11월	재개발	
주안3구역재개발	2,054/(1027)	2019년 연내	재개발	
서초그랑자이	1,446	2019년 연내	재건축	
개포주공4단지(그랑자이)	3,343	2019년 연내	재건축	

자료: REPS, 하나금융투자

표 8. 대림산업 주요기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
e편한세상청계센트럴포레	823	2019년 1월	재개발	
금광1구역주택 재개발	5,320	2019년 4월	재개발	
e편한세상일산어반스카이	552	2019년 4월	분양	
부산 전포 e편한세상시민공원	1,401	2019년 5월	재건축	태영건설 컨소
감일예코앤e편한세상	866	2019년 5월	분양	
e편한세상 파주 운정3 (A27)	1,010	2019년 5월	일반분양	
세종자이e편한세상 (4-2)	1,200 / (540)	2019년 5월	민간분양	
안양 덕현지구 재개발	2,761 / (1,380)	2019년 9월	재개발	코오롱글로벌 컨소
부산 거제	4,470 / (1,490)	2019년 9월	재개발	삼성물산 컨소
인천 부평 청천2구역 재개발	5,190	2019년 연내	재개발	민간임대
회원2구역 두산위브(가칭)	2,103 / (1,052)	2019년 연내	재개발	두산건설 컨소
e편한세상 거제고현	1,035	2019년 연내	민간분양	자체사업
e편한세상 포항장성(A-2)	1,022	2019년 연내	민간분양	자체사업
인천검단 e편한세상(A1,B1)	3,196	2019년 연내	분양	자체사업

자료: REPS, 하나금융투자

표 9. 대우건설 주요 기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
춘천 센트럴파크 푸르지오	1,556	2019년 1월	민간분양	
인천 검단신도시 AB16블록	1,540	2019년 3월	민간분양	자체사업
수원역 푸르지오자이	4,086/ (2,942)	2019년 3월	공공분양	GS건설 컨소
광명15R구역	1,335	2019년 5월	재개발	
둔촌주공재건축	12,032/ (3,008)	2019년 9월	재건축	현대건설, HDC현산 컨소,
신흥2구역	4,774/ (2,387)	2019년 11월	재개발	GS건설 컨소
수원팔달8구역	3,603/ (2,162)	2019년 11월	재개발	SK건설 컨소
부산 대연4재개발	1,057	2019년 11월	재개발	
창원교방 1구역 재개발	1,538 / (923)	2019년 12월	재개발	쌍용건설 컨소

자료: REPS, 대우건설, 하나금융투자

표 10. HDC현대산업개발 주요 기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
대전도안 아이파크2차	2,565	2019년 3월	민간분양	자체사업
수원 영통 아이파크캐슬 망포 2차	1,815/ (908)	2019년 6월	민간분양	자체사업
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
의정부 주상복합	1,243	2019년 10월	민간분양	자체사업
광주계림2구역 재개발	1,715 / (858)	2019년 11월	재개발	SK건설 컨소
의정부 라과디아 미군기지 개발	1,243	2019년 11월	민간분양	자체사업

자료: REPS, HDC현대산업개발, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

HDC현대산업개발(294870)	29
한샘(009240)	33
태영건설(009410)	37
GS건설(006360)	41
현대건설(000720)	45

2019년 5월 23일

HDC현대산업개발(294870)

3기 신도시 시대의 주인공

3기 신도시로 대표될 디벨로퍼 업황의 최 수혜주

HDC현대산업개발은 3기 신도시로 대표될 디벨로퍼 업황의 최 수혜 종목이라고 판단한다. 과거 2기 신도시 지정-공급시기였던 2003~4년을 전후로 자체주택사업을 대거 확보하는 과정(2007년 기준 2만세대/8조원 분양매출)동안 PBR 0.8배에서 3.5배로 주가 리레이팅 되던 시점의 재림이다. 2019~2020년의 기간동안 신규 자체주택사업 확보를 기대하며 현재 추진중인 사업 파이프라인 이외에 추가로 사업확대 기대한다. 현재 PBR도 0.9배 수준이어서 거의 평행우주급 상태라고 본다.

상반기 사업 호조로 어닝모멘텀 확보

HDC현대산업개발은 지난 3년간 자체주택사업의 규모가 감소하며 어닝 모멘텀 역시 감소해왔다. 연평균 1.2조원의 매출을 차지하던 자체주택매출은 2019년 0.6조원으로 50%감소했고, 이는 연평균 3,500세대의 자체주택분양사업이 지속해서 감소하여 2016~2018년동안 1,600, 800, 0건으로 감소했기 때문이다.

2019년 3건 1.6조, 2020년 1건 2.6조원, 2021년 2건 2.0조원 등 자체사업 매출확대로 자체매출이 평균 1조원을 추가할 것으로 기대되고 이는 OP 2,500억원 추가요소이다. 이에, 2020년부터 HDC현대산업개발은 7,000억원대 이익으로 올라갈 것이 예상된다.

TP 8.1만원, 건설업종 최선호주

HDC현대산업개발의 목표주가를 8.1만원으로 유지하고 건설업종 내 최선호주로 제시하겠다. 15년만에 돌아온 디벨로퍼 업사이클을 정면으로 맞이하며 업종 내 최수혜를 입을 것이 기대된다. 특히 변화하는 대외여건 속에서 국내를 중심으로 성장전략을 수립할 수 있다는 점에서 현재 주가수준은 초저가쇼핑이 가능한 수준이다. 탑픽 제시하겠다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 81,000원 | CP(5월22일): 43,000원

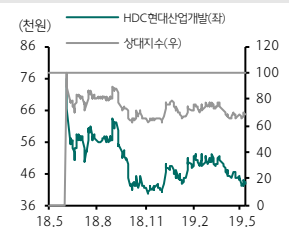
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.86
52주 최고/최저(원)	75,600/39,700
시가총액(십억원)	1,889.3
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	43,938.2
60일 평균 거래량(천주)	127.5
60일 평균 거래대금(십억원)	6.1
19년 배당금(예상, 원)	1,500
19년 배당수익률(예상, %)	3.49
외국인지분율(%)	32.17
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 8인	38.46
국민연금	13.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.3) 5.8 0.0
상대	2.7 6.0 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	4,143.8	4,276.6
영업이익(십억원)	472.6	456.2
순이익(십억원)	370.7	359.2
EPS(원)	8,436	8,174
BPS(원)	49,876	56,647

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	2,792.7	3,926.2	4,519.6	4,745.6
영업이익	십억원	0.0	317.9	483.6	511.5	537.0
세전이익	십억원	0.0	324.8	531.8	559.5	553.6
순이익	십억원	0.0	229.9	403.3	424.1	410.4
EPS	원	0	7,825	9,178	9,652	9,341
증감률	%	N/A	N/A	17.3	5.2	(3.2)
PER	배	N/A	6.16	4.68	4.46	4.60
PBR	배	N/A	1.15	0.84	0.76	0.69
EV/EBITDA	배	N/A	3.92	3.02	2.85	2.40
ROE	%	0.00	12.46	19.71	17.90	15.74
BPS	원	0	41,993	51,171	56,726	61,970
DPS	원	0	500	1,500	1,500	1,500



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

3기 신도시로 대표될 디벨로퍼 업황의 최 수혜주

HDC현대산업개발은 3기 신도시로 대표될 디벨로퍼 업황의 최 수혜 종목이라고 판단한다. 과거 2기 신도시 지정-공급시기였던 2003~4년을 전후로 자체주택사업을 대거 확보하는 과정(2007년 기준 2만세대/8조원 분양매출)동안 PBR 0.8배에서 3.5배로 주가 리레이팅 되던 시점의 재림이다. 2019~2020년의 기간동안 신규 자체주택사업 확보를 기대하며 현재 추진 중인 사업 파이프라인 이외에 추가로 사업확대 기대한다. 현 PBR도 0.9배 수준이어서 거의 평행우주급 상태라고 본다.

표 1. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,792.7	3,926.2	825.5	939.5	1,027.7	881.2	1,111.6	908.4	1,025.0
YoY growth		40.6%					34.7%	-3.3%	-0.3%
1) 주택자체	492.9	612.5	433.0	53.0	6.9	182.5	250.0	80.0	100.0
YoY growth		24.3%					-42.3%	50.9%	1349.3%
2) 주택도급	2,187.3	2,711.5	673.0	701.0	813.3	576.4	705.0	677.9	752.2
YoY growth		24.0%					4.8%	-3.3%	-7.5%
3) 기타	112.5	602.2	(280.5)	185.5	207.5	122.3	156.6	150.5	172.8
매출원가	2,343.8	3,262.5	689.5	777.8	876.5	733.9	910.7	758.6	859.3
원가율	82.2%	83.4%	83.5%	82.8%	85.3%	83.4%	83.4%	83.3%	83.5%
주택자체	72.3%	71.7%	73.7%	69.9%	2.0%	68.6%	73.0%	73.0%	73.0%
주택도급	82.1%	82.4%	86.1%	79.2%	81.4%	84.0%	82.0%	82.0%	82.0%
매출총이익	448.9	663.7	136.0	161.7	151.2	147.3	200.9	149.8	165.7
1) 주택자체	136.5	173.4	113.8	16.0	6.8	57.3	67.5	21.6	27.0
YoY growth		27.0%					-40.7%	35.4%	299.3%
GPM		28.3%	26.3%	30.1%	98.0%	31.4%	27.0%	27.0%	27.0%
2) 주택도급	390.7	476.5	93.6	145.8	151.3	92.2	126.9	122.0	135.4
YoY growth		22.0%					35.6%	-16.3%	-10.5%
GPM		17.6%	13.9%	20.8%	18.6%	16.0%	18.0%	18.0%	18.0%
3) 기타	(78.3)	13.8	(71.4)	(0.0)	(6.8)	(2.2)	6.5	6.2	3.3
판매비	131.0	180.1	36.3	42.8	51.9	46.8	50.0	38.2	45.1
영업이익	317.9	483.6	99.7	118.9	99.3	100.5	150.8	111.7	120.6
YoY growth		52.1%					51.3%	-6.1%	21.4%
OPM	11.4%	12.3%	12.1%	12.7%	9.7%	11.4%	13.6%	12.3%	11.8%

자료: 하나금융투자

상반기 사업 호조로 어닝모멘텀 확보

HDC현대산업개발은 지난 3년간 자체주택사업의 규모가 감소하며 어닝 모멘텀 역시 감소해왔다. 연평균 1.2조원의 매출을 차지하던 자체주택매출은 2019년 0.6조원으로 50%감소했고, 이는 연평균 3,500세대의 자체주택분양사업이 지속해서 감소하여 2016~2018년 동안 1,600, 800, 0건으로 감소했기 때문이다.

2019년 3건 1.6조, 2020년 1건 2.6조원, 2021년 2건 2.0조원 등 자체사업 매출확대로 자체매출이 평균 1조원을 추가할 것으로 기대되고 이는 OP 2,500억원 추가요소이다. 이에, 2020년부터 HDC현대산업개발은 7,000억원대 이익으로 올라갈 것이 예상된다.

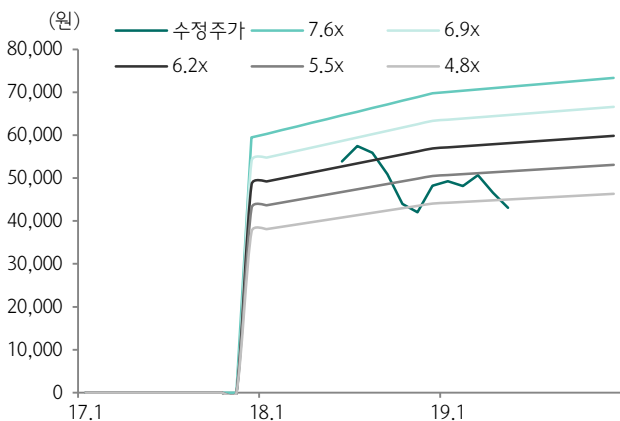
표 2. HDC현대산업개발 자체사업지 분양 및 입주 시기

(단위: 호, 십억원)

구분	현장명	세대수	분양매출 (예상)	분양	입주	2017				2018				2019E				2020E				2021E				2022E			
						1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
2016	청주 가경 아이파크 1단지	905	317	4Q16	2Q19																								
2017	청주 가경 아이파크 2단지	664	232	4Q17	2Q20																								
2019	대전 도안 아이파크2차	2,560	790	2Q19	4Q22																								
2019	수원 영통 아이파크캐슬 망포 2차	1,815	450	2Q19	4Q22																								
2019	고척 아이파크(뉴스테이)	2,205	309	3Q19	4Q22																								
2019	의정부 주상복합	1,373	481	4Q19	4Q23																								
2020	광운대 역세권 복합 개발	3,000	2,600	2Q20	2Q23																								
2021	파주 운정 동패동 Phase 1	3,200	1,216	2Q21	2Q24																								
2022	창동 역세권 복합개발	-	1,080	3Q21	3Q25																								
2022	파주 운정 동패동 Phase 2	1,800	720	2Q22	2Q25																								
2022	파주 희망타운 개발	-	-	3Q22	3Q26																								

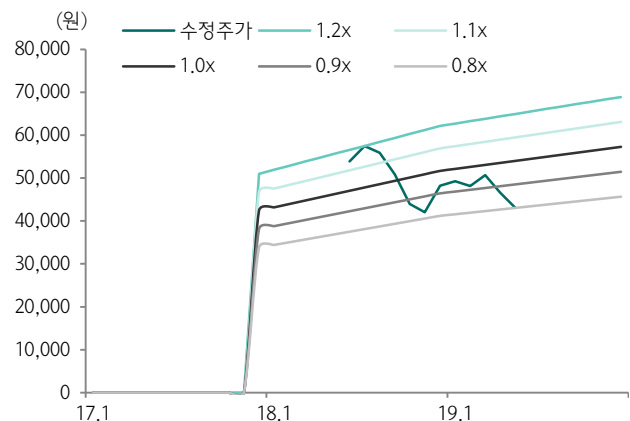
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 1. HDC현대산업개발 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. HDC현대산업개발 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	0.0	2,792.7	3,926.2	4,519.6	4,745.6
매출원가	0.0	2,343.8	3,262.5	3,816.4	4,007.2
매출총이익	0.0	448.9	663.7	703.2	738.4
판매비	0.0	131.0	180.1	191.8	201.4
영업이익	0.0	317.9	483.6	511.5	537.0
금융손익	0.0	15.1	24.0	24.0	16.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(8.3)	24.2	24.0	0.0
세전이익	0.0	324.8	531.8	559.5	553.6
법인세	0.0	94.9	128.5	135.4	143.2
계속사업이익	0.0	229.9	403.3	424.1	410.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	229.9	403.3	424.1	410.4
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	229.9	403.3	424.1	410.4
지배주주지분포괄이익	0.0	228.2	403.3	424.1	410.4
NOPAT	0.0	225.0	366.7	387.7	398.1
EBITDA	0.0	326.5	492.0	519.6	544.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	40.6	15.1	5.0
NOPAT증가율	N/A	N/A	63.0	5.7	2.7
EBITDA증가율	N/A	N/A	50.7	5.6	4.9
영업이익증가율	N/A	N/A	52.1	5.8	5.0
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	75.4	5.2	(3.2)
EPS증가율	N/A	N/A	17.3	5.2	(3.2)
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	16.1	16.9	15.6	15.6
EBITDA이익률	N/A	11.7	12.5	11.5	11.5
영업이익률	N/A	11.4	12.3	11.3	11.3
계속사업이익률	N/A	8.2	10.3	9.4	8.6

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	7,825	9,178	9,652	9,341
BPS	0	41,993	51,171	56,726	61,970
CFPS	0	10,639	11,820	12,612	12,402
EBITDAPS	0	11,117	11,197	11,826	12,402
SPS	0	95,080	89,356	102,863	108,006
DPS	0	500	1,500	1,500	1,500
주기지표(배)					
PER	N/A	6.2	4.7	4.5	4.6
PBR	N/A	1.1	0.8	0.8	0.7
PCFR	N/A	4.5	3.6	3.4	3.5
EV/EBITDA	N/A	3.9	3.0	2.9	2.4
PSR	N/A	0.5	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	0.0	12.5	19.7	17.9	15.7
ROA	0.0	4.7	8.1	8.0	7.1
ROIC	0.0	28.6	31.2	23.1	22.0
부채비율	0.0	163.7	125.3	124.6	116.9
순부채비율	0.0	(45.5)	(18.0)	(16.3)	(21.3)
이자보상배율(배)	0.0	23.6	21.0	28.0	32.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	0.0	3,839.5	3,596.8	3,953.3	4,162.6
금융자산	0.0	1,574.1	928.2	881.3	1,006.8
현금성자산	0.0	1,352.6	616.8	522.9	630.5
매출채권 등	0.0	1,030.8	1,154.5	1,329.1	1,325.7
재고자산	0.0	775.2	868.2	999.4	1,049.4
기타유동자산	0.0	459.4	645.9	743.5	780.7
비유동자산	0.0	1,023.8	1,466.1	1,642.5	1,742.6
투자자산	0.0	445.0	625.6	720.2	756.2
금융자산	0.0	445.0	625.6	720.2	756.2
유형자산	0.0	396.1	658.1	740.2	804.6
무형자산	0.0	6.1	5.8	5.5	5.3
기타비유동자산	0.0	176.6	176.6	176.6	176.5
자산총계	0.0	4,863.4	5,062.8	5,595.8	5,905.2
유동부채	0.0	2,444.8	2,217.3	2,511.7	2,623.8
금융부채	0.0	381.2	219.6	221.4	222.1
매입채무 등	0.0	1,845.5	1,716.3	1,975.8	2,074.5
기타유동부채	0.0	218.1	281.4	314.5	327.2
비유동부채	0.0	574.2	597.9	592.4	559.3
금융부채	0.0	353.9	303.9	253.9	203.9
기타비유동부채	0.0	220.3	294.0	338.5	355.4
부채총계	0.0	3,019.0	2,815.2	3,104.0	3,183.1
지배주주지분	0.0	1,844.4	2,247.6	2,491.7	2,722.2
자본금	0.0	219.7	219.7	219.7	219.7
자본잉여금	0.0	1,396.2	1,396.2	1,396.2	1,396.2
자본조정	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	0.0	229.3	632.6	876.6	1,107.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	1,844.4	2,247.6	2,491.7	2,722.2
순금융부채	0.0	(839.0)	(404.7)	(406.0)	(580.8)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	454.6	16.3	365.8	462.8
당기순이익	0.0	229.9	403.3	424.1	410.4
조정	0.0	164.9	8.3	8.1	7.9
감가상각비	0.0	8.6	8.4	8.1	7.9
외환거래손익	0.0	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	157.8	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	0.0	59.8	(395.3)	(66.4)	44.5
투자활동 현금흐름	0.0	(175.0)	(540.5)	(231.6)	(125.9)
투자자산감소(증가)	0.0	(453.5)	(180.6)	(94.6)	(36.0)
유형자산감소(증가)	0.0	(5.8)	(270.0)	(90.0)	(72.0)
기타	0.0	284.3	(89.9)	(47.0)	(17.9)
재무활동 현금흐름	0.0	28.3	(211.7)	131.9	130.7
금융부채증가(감소)	0.0	735.1	(211.7)	(48.1)	(49.3)
자본증가(감소)	0.0	1,615.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(2,322.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	180.0	180.0
현금의 증감	0.0	308.0	(735.8)	(93.9)	107.6
Unlevered CFO	0.0	312.5	519.4	554.1	544.9
Free Cash Flow	0.0	448.8	(303.7)	225.8	340.8

2019년 5월 23일

한샘(009240)

단품중심에서 패키지시장을 지배하는 플랫폼 기업으로

리하우스 성장이 본격화할 2019년

한샘의 투자포인트는 명확하다. 2019년부터 본격화되는 인테리어 패키지 시장에서 리하우스의 대리점 수 확대와 매출성장이다. 주가는 이미 연초부터 이를 반영하면서 등락을 거듭하고 있다. 인테리어 패키지 시장에서 한샘의 도전이 중요한 이유는, 이 시장은 2만여개의 사업자들인 인테리어 소장들이 B2C 형태로 패키지 시장을 장악하고 있는데, 이들과 제휴를 넘어 대리점화 하면서 패키지를 표준화하겠다는 것이기 때문이다. 성공할 경우 경제적 해자는 물론 플랫폼 기업으로서의 가치변화도 일어날 수 있는 변화다.

인테리어 패키지 시장, 한샘 리하우스의 도전

아파트 단지 내 인테리어 업체를 포함 전국에 2만여 개 이상의 인테리어 소장들은 아파트/주택의 올 수리(패키지)를 원하는 개인고객들과 계약을 맺고 설계-시공을 진행하는 사업자구조다. 한샘은 이 밸류체인에서 3천여 개 규모의 인테리어샵과 제휴하여 부엌/가구 등을 단품으로 팔아오던 것이 ik와 가구비즈였다.

2015년부터 패키지 시장진출을 목표하고 리하우스로 사업부서를 정비, 설계와 건축자재 조달의 ODM, 순수 시공회사인 서비스원/투 등을 설립하며 패키지 시장의 표준화에 대응해오면서 사업화 기회를 확대중인 한샘은 2018년말 82개이던 리하우스대리점을 1Q19에 130개로 순식간에 증가시켰다. 제휴점이 대리점화 되며 ASP상승, 패키지매출상승, 대리점수 증가 등이 예상되며 2019~2020년이 성장의 한 해가 될 것이다.

단기실적보다 외연확장이 관건, 건자재 최선후주

외연확장 중인 한샘의 2019년 실적은 매출액 1.8조원(YoY - 4.2%), 영업이익 823억원(YoY 47.0%), 순익 728억원(YoY - 19.1%)이며 영업이익률이 4.5%로 회복세 수준이라 할 것이다. 외연확장기에는 이익보다는 대리점수/패키지 판매건수 등이 중요한 주가의 지표가 될 전망이다 만큼, 이를 확인하면서 투자를 해야 할 것이다. 혼돈의 시장을 표준화와 플랫폼으로 변화시키는 한샘을 건자재 최선후주로 제시하겠다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 133,000원 CP(5월22일): 88,500원

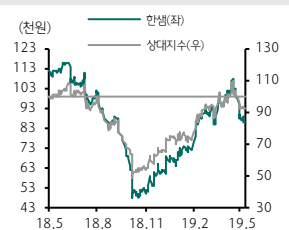
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.86
52주 최고/최저(원)	116,000/47,600
시가총액(십억원)	2,082.8
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	23,533.9
60일 평균 거래량(천주)	154.8
60일 평균 거래대금(십억원)	14.6
19년 배당금(예상,원)	1,500
19년 배당수익률(예상,%)	1.69
외국인지분율(%)	22.81
주요주주 지분율(%)	32.38
조창결 외 26 인	7.56
Teton Capital Partners LP	7.56
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.3) 60.3 (21.0)
상대	(4.8) 60.7 (5.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,901.8	1,999.1
영업이익(십억원)	101.2	124.1
순이익(십억원)	83.6	103.5
EPS(원)	3,552	4,399
BPS(원)	35,995	40,461

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,062.5	1,928.5	1,848.2	2,025.7	2,196.5
영업이익	십억원	140.5	56.0	82.3	115.9	151.9
세전이익	십억원	138.2	124.7	95.8	130.4	169.4
순이익	십억원	96.0	90.0	72.8	99.1	128.8
EPS	원	4,077	3,823	3,094	4,211	5,471
증감률	%	(24.8)	(6.2)	(19.1)	36.1	29.9
PER	배	44.15	17.63	28.60	21.02	16.18
PBR	배	6.43	2.19	2.68	2.45	2.19
EV/EBITDA	배	26.51	18.57	17.92	13.17	9.88
ROE	%	18.29	16.63	12.13	14.96	17.17
BPS	원	27,999	30,841	33,036	36,123	40,471
DPS	원	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이승희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

리하우스 성장이 본격화할 2019년

한샘의 투자포인트는 명확하다. 2019년부터 본격화되는 인테리어 패키지 시장에서 리하우스의 대리점 수 확대와 매출성장이다. 주가는 이미 연초부터 이를 반영하면서 등락을 거듭하고 있다. 인테리어 패키지 시장에서 한샘의 도전이 중요한 이유는, 이 시장은 2만여개의 사업자들인 인테리어 소장들이 B2C형태로 패키지 시장을 장악하고 있는데, 이들과 제휴를 넘어 대리점화 하면서 패키지를 표준화하겠다는 것이기 때문이다. 성공할 경우 경제적 해자는 물론 플랫폼 기업으로서의 가치변화도 일어날 수 있는 변화다.

표 1. 한샘 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	1,928.5	1,848.2	488.0	505.2	446.3	488.9	425.0	443.6	443.6	536.1
yoy growth	-6.5%	-4.2%	-4.9%	0.4%	-19.7%	-0.2%	-12.9%	-12.2%	-0.6%	9.6%
1. B2C	1,348.7	1,347.4	349.5	345.3	303.0	350.8	314.7	323.4	323.4	386.0
1) 인테리어	575.4	576.7	164.7	140.8	126.6	143.2	158.5	138.4	138.4	141.4
yoy growth	-11.4%	0.2%	-10.6%	-9.0%	-27.4%	-8.9%	-3.8%	-1.7%	9.3%	-1.3%
Agency Store	176.6	158.9	52.3	42.2	39.6	42.5	45.6	38.1	38.1	37.0
yoy growth	-22.6%	-10.0%	-13.0%	-21.0%	-30.7%	-13.2%	-12.8%	-9.6%	-3.7%	-12.8%
Flag Shop	214.3	231.4	56.3	53.6	50.5	53.9	60.9	55.5	55.5	59.5
yoy growth	-10.9%	8.0%	-15.1%	-3.2%	-29.5%	-34.4%	8.2%	3.6%	10.0%	10.3%
Online	184.5	186.3	56.2	45.0	36.5	46.8	52.0	44.7	44.7	44.9
yoy growth	-8.0%	1.0%	-2.8%	-2.0%	-20.0%	79.1%	-7.5%	-0.6%	22.5%	-4.1%
2) 부엌	773.3	770.7	184.8	204.5	176.4	207.6	156.2	185.0	185.0	244.6
yoy growth	-11.1%	-0.3%	-12.6%	-5.9%	-26.1%	2.8%	-15.5%	-9.5%	4.9%	17.8%
Agency Store	415.3	290.7	97.1	108.0	91.4	118.8	61.7	69.8	69.8	89.5
yoy growth	-9.4%	-30.0%	-13.1%	-2.8%	-23.9%	-9.4%	-36.5%	-35.4%	-23.7%	-24.7%
Rehaus	358.0	280.0	87.7	96.5	85.0	88.8	57.3	67.2	67.2	88.3
yoy growth	-12.9%	-21.8%	-12.1%	-9.2%	-15.2%	-0.3%	-34.7%	-30.4%	-20.9%	-0.6%
2. B2B	499.2	432.3	118.0	135.5	125.4	120.3	110.3	103.8	103.8	114.5
yoy growth	15.3%	-13.4%	19.2%	23.5%	10.5%	8.6%	-6.5%	-23.4%	-17.3%	-4.8%
Construction Co.	316.1	252.9	75.1	85.1	81.2	74.7	63.8	60.7	60.7	67.7
yoy growth	44.1%	-20.0%	60.1%	78.4%	73.8%	73.5%	-15.0%	-28.7%	-25.3%	-9.4%
Materials	183.1	179.4	42.8	50.4	44.2	45.7	46.5	43.1	43.1	46.8
yoy growth	-15.0%	-2.0%	-17.9%	-18.7%	-33.8%	-32.5%	8.6%	-14.6%	-2.6%	2.4%
3. 연결대상 기업들	80.6	68.5	20.5	24.4	17.9	17.8	0.0	16.4	16.4	35.6
yoy growth	-10.1%	-15.0%	10.7%	13.4%	-39.4%	-11.0%	-100.0%	-32.6%	-8.3%	99.6%
매출원가	1,416.7	1,335.3	359.2	368.4	330.1	359.0	293.4	315.2	312.8	413.9
yoy growth	-3.2%	-5.7%	-0.2%	2.7%	-15.3%	0.7%	-18.3%	-14.5%	-5.2%	15.3%
원가율	73.5%	72.2%	73.6%	72.9%	74.0%	73.4%	69.0%	71.0%	70.5%	77.2%
매출총이익	511.8	512.9	128.9	136.8	116.2	130.0	131.6	128.4	130.7	122.2
yoy growth	-14.5%	0.2%	-16.0%	-5.5%	-30.2%	-2.8%	2.1%	-6.1%	12.5%	-6.0%
GPM	26.5%	27.8%	26.4%	27.1%	26.0%	26.6%	31.0%	29.0%	29.5%	22.8%
판매비와 관리비	455.8	430.6	120.1	119.4	105.9	110.3	109.8	103.4	103.4	114.1
yoy growth	-0.4%	-5.5%	5.0%	1.5%	-16.4%	11.3%	-8.6%	-13.4%	-2.4%	3.4%
판매비율	23.6%	23.3%	24.6%	23.6%	23.5%	22.6%	23.0%	23.0%	23.0%	21.3%
영업이익	56.0	82.3	8.7	17.4	10.2	19.7	21.8	25.1	27.4	8.1
yoy growth	-60.1%	46.9%	-77.6%	-35.8%	-74.3%	-43.6%	149.1%	44.1%	167.5%	-59.0%
OPM	2.9%	4.5%	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	5.1%	5.7%	6.2%	1.5%
부엌가구부문	24.0	41.3								
인테리어가구부문	15.7	26.0								
기타	16.3	15.0								

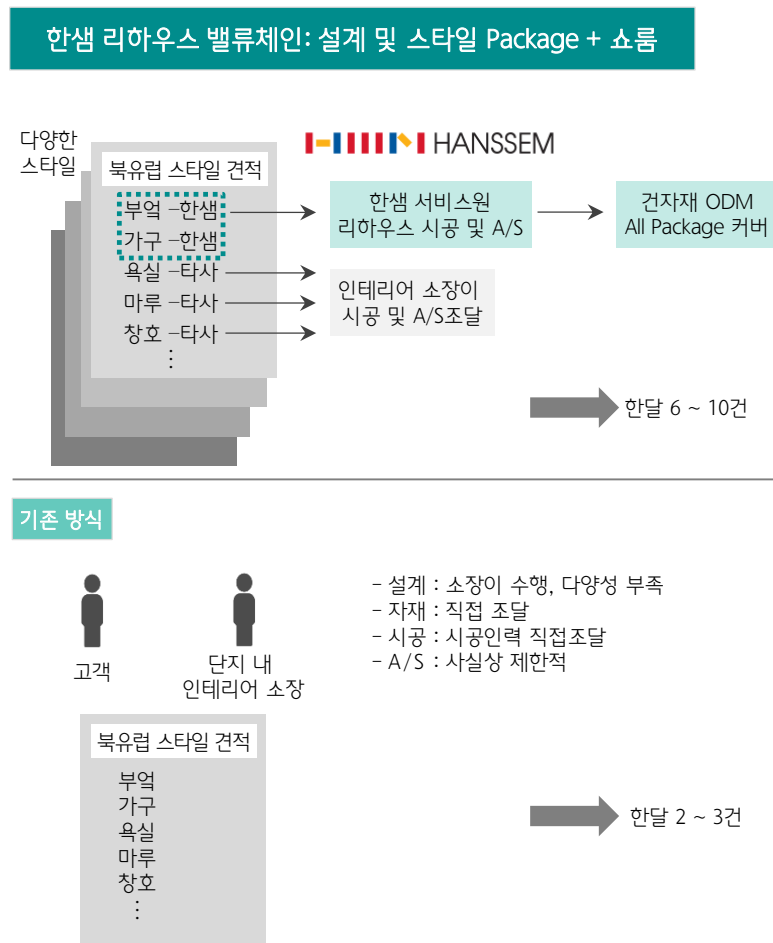
자료: 하나금융투자

인테리어 패키지 시장, 한샘 리하우스의 도전

한샘 리하우스의 성장전략은 현재의 제휴점을 대리점으로 전환하는 데 있다. 종전 3,000여 개 우수 제휴점들을 순차적으로 전환시킨다면, 양적/질적 성장이 가능해질 것이다. 대리점주는 종전 제휴점 시절보다 다양한 측면에서 규모 확장이 가능해지기 때문이다.

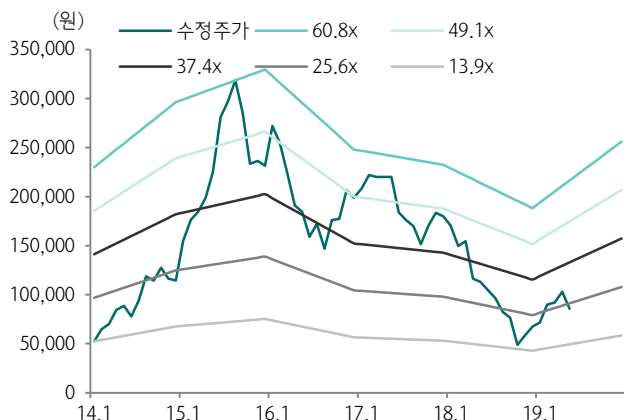
그림 1. 리하우스 사업모델 / 소장 단독 영업시 VS 리하우스 제휴 시

고객은 토털 인테리어 목적으로 방문하는 주변의 인테리어 샵을 가거나, 혹은 Rehaus를 방문할 수 있고, 어느 경우든 한샘고객으로 매칭되도록 상호 중개인(브로커) 역할을 함



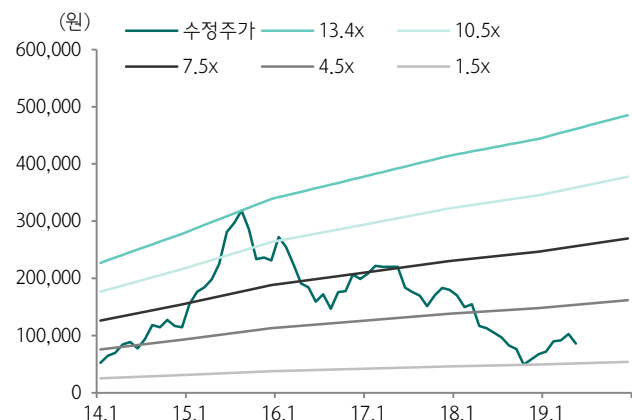
자료: 하나금융투자 | 주: 하나금융투자가 임의로 한샘리하우스의 사업모델을 이미지화 한 것임

그림 2. 한샘 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 3. 한샘 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,062.5	1,928.5	1,848.2	2,025.7	2,196.5
매출원가	1,464.2	1,416.7	1,335.3	1,443.9	1,543.8
매출총이익	598.3	511.8	512.9	581.8	652.7
판관비	457.8	455.8	430.6	465.9	500.8
영업이익	140.5	56.0	82.3	115.9	151.9
금융손익	1.1	2.3	6.5	6.5	6.5
종속/관계기업손익	3.4	2.6	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	(6.8)	63.7	4.0	5.0	8.0
세전이익	138.2	124.7	95.8	130.4	169.4
법인세	42.3	34.7	23.0	31.3	40.7
계속사업이익	95.9	90.0	72.8	99.1	128.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	95.9	90.0	72.8	99.1	128.7
비지배주주지분 손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	96.0	90.0	72.8	99.1	128.8
지배주주지분포괄이익	85.6	88.0	72.8	99.1	128.8
NOPAT	97.5	40.4	62.5	88.1	115.4
EBITDA	158.4	79.1	102.8	134.2	168.3
성장성(%)					
매출액증가율	6.6	(6.5)	(4.2)	9.6	8.4
NOPAT증가율	(18.5)	(58.6)	54.7	41.0	31.0
EBITDA증가율	(8.9)	(50.1)	30.0	30.5	25.4
영업이익증가율	(12.0)	(60.1)	47.0	40.8	31.1
(지배주주)순이익증가율	(24.7)	(6.3)	(19.1)	36.1	30.0
EPS증가율	(24.8)	(6.2)	(19.1)	36.1	29.9
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	26.5	27.8	28.7	29.7
EBITDA이익률	7.7	4.1	5.6	6.6	7.7
영업이익률	6.8	2.9	4.5	5.7	6.9
계속사업이익률	4.6	4.7	3.9	4.9	5.9

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,077	3,823	3,094	4,211	5,471
BPS	27,999	30,841	33,036	36,123	40,471
CFPS	8,014	5,124	4,556	5,825	7,305
EBITDAPS	6,732	3,360	4,369	5,703	7,153
SPS	87,640	81,944	78,535	86,077	93,334
DPS	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500
주기지표(배)					
PER	44.1	17.6	27.7	20.4	15.7
PBR	6.4	2.2	2.6	2.4	2.1
PCFR	22.5	13.2	18.8	14.7	11.7
EV/EBITDA	26.5	18.6	17.3	12.7	9.5
PSR	2.1	0.8	1.1	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	18.3	16.6	12.1	15.0	17.2
ROA	10.2	9.4	7.6	9.7	11.3
ROIC	38.5	12.7	22.3	36.3	48.8
부채비율	92.2	63.7	56.0	54.0	50.2
순부채비율	(7.1)	(20.5)	(38.4)	(45.2)	(52.3)
이자보상배율(배)	66.7	24.5	61.9	89.3	117.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	414.1	439.8	548.6	647.6	773.7
금융자산	186.5	181.7	301.3	376.5	479.7
현금성자산	75.4	81.9	205.6	271.7	366.1
매출채권 등	132.8	111.7	107.1	117.4	127.2
재고자산	73.1	66.7	63.9	70.0	75.9
기타유동자산	21.7	79.7	76.3	83.7	90.9
비유동자산	561.7	500.4	428.3	428.2	429.7
투자자산	99.9	91.6	86.0	94.3	102.2
금융자산	60.3	60.4	57.9	63.5	68.8
유형자산	314.7	259.9	195.9	189.8	185.2
무형자산	15.8	21.7	19.2	17.0	15.1
기타비유동자산	131.3	127.2	127.2	127.1	127.2
자산총계	975.7	940.1	976.9	1,075.8	1,203.4
유동부채	406.5	299.9	286.1	310.0	333.0
금융부채	107.7	23.9	20.9	20.9	20.9
매입채무 등	246.5	228.5	219.0	240.1	260.3
기타유동부채	52.3	47.5	46.2	49.0	51.8
비유동부채	61.6	65.8	64.7	67.1	69.4
금융부채	43.0	40.0	40.0	40.0	40.0
기타비유동부채	18.6	25.8	24.7	27.1	29.4
부채총계	468.1	365.7	350.8	377.1	402.4
지배주주지분	507.5	574.4	626.0	698.7	801.1
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	38.1	38.1	38.1	38.1	38.1
자본조정	(151.4)	(151.4)	(151.4)	(151.4)	(151.4)
기타포괄이익누계액	(4.4)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
이익잉여금	601.7	667.9	719.5	792.2	894.5
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
자본총계	507.6	574.5	626.1	698.8	801.1
순금융부채	(35.9)	(117.8)	(240.4)	(315.6)	(418.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	66.2	63.7	89.2	117.0	144.6
당기순이익	95.9	90.0	72.8	99.1	128.7
조정	49.1	(4.6)	17.5	15.4	13.5
감가상각비	17.9	23.0	20.5	18.3	16.4
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	31.2	(27.6)	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(78.8)	(21.7)	(1.1)	2.5	2.4
투자활동 현금흐름	(154.3)	50.1	58.7	(24.4)	(23.8)
투자자산감소(증가)	(12.4)	11.0	8.6	(5.3)	(4.9)
유형자산감소(증가)	(114.7)	73.3	46.0	(10.0)	(10.0)
기타	(27.2)	(34.2)	4.1	(9.1)	(8.9)
재무활동 현금흐름	17.2	(107.9)	(24.2)	(26.4)	(26.4)
금융부채증가(감소)	130.7	(86.8)	(3.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(93.6)	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(19.9)	(21.2)	(21.2)	(26.4)	(26.4)
현금의 증감	(74.7)	6.4	123.7	66.1	94.4
Unlevered CFO	188.6	120.6	107.2	137.1	171.9
Free Cash Flow	(50.4)	51.8	85.2	107.0	134.6

2019년 5월 23일

태영건설(009410)

이미 전국구 디벨로퍼

전국구 디벨로퍼로 발돋움한 태영건설

3기 신도시 사업과 함께 다시 택지개발+도시개발 연계 사업들이 대거 등장할 것이 예상된다. 민간 디벨로퍼들은 도시개발사업을 통해 이익모멘텀을 확보하게 되는데, 도시개발사업에서 중요한 것은 얼마나 많은 지자체와 사업을 하였는지다.

태영건설은 2015~2016년에는 광명/전주/창원에서 도시개발 사업을 진행했고, 2018~2019년에는 하남/수원/과천/경남양산/대구에서 도시개발사업을 진행할 것이 기대된다. 또 군부대 이전사업의 경우 창원/전주에 이어 장래 부천에서도 진행할 것이 예상되는만큼, 이미 전국구 디벨로퍼로서 트랙레코드를 쌓고 있다는 점에서 긍정적이다.

1분기 실적, 환경분야 약진한 실적 발표

태영건설의 1Q19 실적은 매출액 8,453억원으로 전년비 5% 증가했고, 영업이익은 1,106억원으로 9% 감소하였다. 부문별 영업이익으로 건설은 904억원(-22% YoY, OPM 14.4%), 환경이 308억원(+48.1% YoY)로 최대실적 발표하였다. SBS미디어컨텐츠 지분을 (주)SBS에 매각함으로써 중단영업매각손실이 발생하고 그 영향으로 당기순익은 363억원으로 전년비 44% 감소하였다. 2019년 실적은 자체사업 준공효과와 환경부문 개선을 통해 매출액 4,06조원으로 5%증가하고 영업이익 5,007억원으로 8% 증가 전망한다.

2019년 자체사업 성공이 주가의 트리거

태영건설의 주가는 2019년 진행할 자체사업의 성패에 달려있다. 수원은 3월 중 분양완공 했고, 4월에도 에코시티 14블록을 분양했다. 양산사송 순항 중이고 5월 말 대구도남 진행 예정이다. 과천의 경우 S-6 1개 블록(총 3개 중 1개)예정이라, 상반기 중 이익모멘텀 확보된다. 2019년 자체사업이 주가의 트리거고 현재까지는 아주 양호한 흐름이다. 태영건설을 차선호주로 유지하겠다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 17,000원 | CP(5월22일): 12,700원

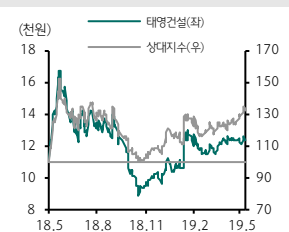
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.86
52주 최고/최저(원)	17,150/9,280
시가총액(십억원)	970.3
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	76,400.0
60일 평균 거래량(천주)	234.6
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9
19년 배당금(예상, 원)	125
19년 배당수익률(예상, %)	0.98
외국인지분율(%)	11.44
주요주주 지분율(%)	
윤석민 외 4인	38.37
머스트자산운용	11.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.0 21.0 (12.7)
상대	7.4 21.3 4.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,795.3	3,391.0
영업이익(십억원)	471.0	328.3
순이익(십억원)	322.0	249.2
EPS(원)	4,163	3,124
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,266.4	3,850.5	3,987.5	3,693.1	3,753.2
영업이익	십억원	311.1	463.5	521.7	449.1	423.7
세전이익	십억원	217.9	377.1	507.6	444.2	414.0
순이익	십억원	90.3	189.4	307.2	278.6	259.7
EPS	원	1,143	2,398	3,890	3,529	3,289
증감률	%	57,050.0	109.8	62.2	(9.3)	(6.8)
PER	배	9.01	4.73	3.26	3.60	3.86
PBR	배	0.82	0.86	0.75	0.62	0.54
EV/EBITDA	배	5.82	4.71	4.04	4.30	4.31
ROE	%	10.12	19.21	26.40	19.25	15.21
BPS	원	12,518	13,245	17,023	20,440	23,617
DPS	원	90	125	125	125	125



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

전국구 디벨로퍼로 발돋움한 태영건설

3기 신도시 사업과 함께 다시 택지개발+도시개발 연계 사업들이 대거 등장할 것이 예상된다. 민간 디벨로퍼들은 도시개발사업을 통해 이익모멘텀을 확보하게 되는데, 도시개발사업에서 중요한 것은 얼마나 많은 지자체와 사업을 하였는지다.

태영건설은 2015~2016년에는 광명/전주/창원에서 도시개발사업을 진행했고, 2018~2019년에는 하남/수원/과천/경남양산/대구에서 도시개발사업을 진행할 것이 기대된다. 또 군부대이전사업의 경우 창원/전주에 이어 장래 부천에서도 진행할 것이 예상되는만큼, 이미 전국구 디벨로퍼로서 트랙레코드를 쌓고 있다는 점에서 긍정적이다.

표 1. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출	3,266.4	3,850.5	4,064.8	801.8	1,026.3	933.8	1,088.6	845.3	1,056.9	1,016.2	1,146.5
YoY Growth	58.6%	17.9%	5.6%	38.4%	27.6%	6.6%	8.2%	5.4%	3.0%	8.8%	5.3%
건설	2,320.0	2,841.9	3,040.8	586.6	763.6	671.7	820.0	626.5	790.6	760.2	857.7
YoY Growth	112.9%	22.5%	7.0%	56.5%	33.9%	5.1%	11.4%	6.8%	3.5%	13.2%	4.6%
방송	421.0	390.2	331.7	80.0	109.2	90.0	111.0	45.4	86.2	82.9	93.6
레저	71.5	69.7	71.8	8.7	19.5	27.6	13.9	9.5	18.7	18.0	20.3
환경	425.5	506.6	582.6	116.9	123.1	133.5	133.2	154.7	151.5	145.7	164.3
기타	28.4	42.0	37.8	9.6	10.9	11.0	10.5	9.1	9.8	9.5	10.7
매출원가	2,733.8	3,176.3	3,331.5	633.2	854.5	767.4	921.2	686.3	880.9	832.9	931.4
YoY Growth	52.6%	16.2%	4.9%	28.2%	29.1%	6.7%	7.3%	8.4%	3.1%	8.5%	1.1%
원가율	83.7%	82.5%	82.0%	79.0%	83.3%	82.2%	84.6%	81.2%	83.3%	82.0%	81.2%
매출총이익	532.6	674.2	733.3	168.6	171.8	166.4	167.5	159.0	176.0	183.3	215.0
GPM	16.3%	17.5%	18.0%	21.0%	16.7%	17.8%	15.4%	18.8%	16.7%	18.0%	18.8%
판관비	221.5	210.7	232.7	46.7	48.5	49.8	65.6	48.3	55.8	58.2	70.3
판관비율	6.8%	5.5%	5.7%	5.8%	4.7%	5.3%	6.0%	5.7%	5.3%	5.7%	6.1%
영업이익	311.1	463.5	500.7	121.9	123.3	116.5	101.8	110.6	120.2	125.2	144.7
YoY Growth	220.5%	49.0%	8.0%	223.1%	34.7%	8.0%	37.7%	-9.2%	-2.5%	7.4%	42.1%
OPM	9.5%	12.0%	12.3%	15.2%	12.0%	12.5%	9.4%	13.1%	11.4%	12.3%	12.6%
건설	268.0	368.9	410.5	109.7	89.9	79.3	90.0	90.4	98.5	102.6	118.9
방송	(6.1)	6.4	(3.3)	(4.1)	7.2	(0.1)	3.4	(4.0)	(0.8)	(0.8)	2.3
레저	7.0	2.6	6.5	(3.4)	(2.2)	8.8	(0.7)	(3.6)	1.6	1.6	6.9
환경	54.2	81.3	93.2	20.8	25.4	27.6	7.5	30.8	22.4	23.3	16.7
기타	(2.3)	6.6	3.8	3.1	1.4	2.7	(0.6)	1.0	0.9	0.9	0.9

자료: 하나금융투자

1분기 실적, 환경분야 약진한 실적 발표

태영건설의 1Q19 실적은 매출액 8,453억원으로 전년비 5% 증가했고, 영업이익은 1,106억원으로 9% 감소하였다. 부문별 영업이익으로 건설은 904억원(-22% YoY, OPM 14.4%), 환경이 308억원(+48.1% YoY)로 최대실적 발표하였다. SBS미디어컨텐츠 지분을 (주)SBS에 매각함으로써 중단영업매각손실이 발생하고 그 영향으로 당기순이익은 363억원으로 전년비 44% 감소하였다. 2019년 실적은 자체사업 준공효과와 환경부문 개선을 통해 매출액 4.06조원으로 5%증가하고 영업이익 5,007억원으로 8% 증가 전망한다.

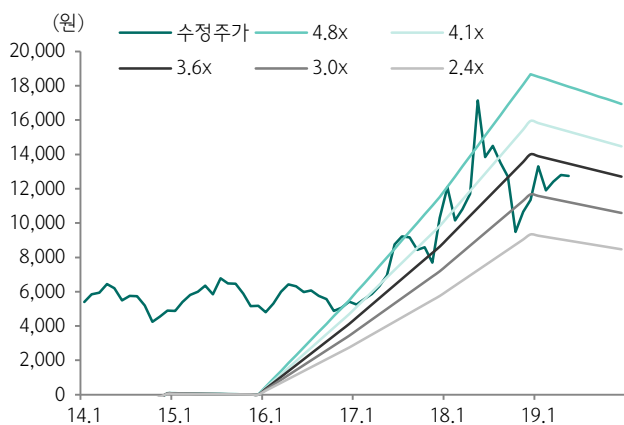
표 2. 태영건설 자체사업지 분양 및 입주 시기

(단위: 호, 십억원)

구분	현장명	세대수	분양매출 (예상)	분양	입주	2016				2017				2018				2019				2020E				2021E			
						1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
2015	전주 에코시티 4-5블록	1,440	403	4Q15	1Q18																								
2016	창원 유니시티	4,062	1,625	2Q16	2Q19																								
2016	광명 역세권 복합단지 PF	2,826	808	2Q16	1Q20																								
2016	전주 에코시티 7-12블록	1,351	378	3Q16	1Q19																								
2018	하남 감일지구 포웰시티	260	156	2Q18	1Q21																								
2018	세종 마스터힐스	930	349	2Q18	1Q21																								
2019	수원 고등 주거환경개선사업	695	348	1Q19	1Q22																								
2019	전주 에코시티 14블록	702	197	2Q19	2Q22																								
2019	과천 지식정보타운	788	630	3Q19	2Q22																								
2019	양산 사송신도시	873	297	2Q19	2Q22																								
2019	대구 도남	1,330	426	2Q19	2Q22																								
2020	네오시티(부천)	-	-	-	-																								
2020	걸포4지구	-	-	-	-																								

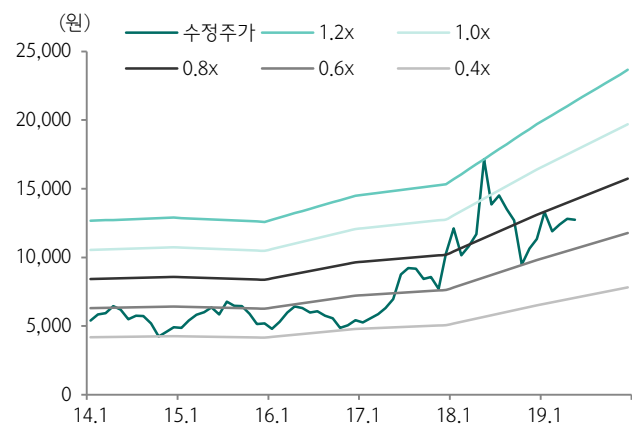
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 1. 태영건설 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 태영건설 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,266.4	3,850.5	3,987.5	3,693.1	3,753.2
매출원가	2,733.8	3,176.3	3,235.3	3,021.9	3,105.8
매출총이익	532.6	674.2	752.2	671.2	647.4
판매비	221.5	210.7	230.4	222.0	223.8
영업이익	311.1	463.5	521.7	449.1	423.7
금융손익	(23.5)	(20.3)	(24.1)	(9.9)	(4.7)
종속/관계기업손익	28.8	8.5	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(98.5)	(74.7)	(10.0)	(15.0)	(25.0)
세전이익	217.9	377.1	507.6	444.2	414.0
법인세	94.7	133.0	133.0	116.4	108.5
계속사업이익	123.3	244.1	374.6	327.8	305.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	123.3	244.1	374.6	327.8	305.5
비지배주주지분 손이익	33.0	54.8	67.4	49.2	45.8
지배주주순이익	90.3	189.4	307.2	278.6	259.7
지배주주지분포괄이익	120.8	150.4	276.8	242.2	225.8
NOPAT	176.0	300.1	385.0	331.4	312.7
EBITDA	378.0	531.0	585.5	510.0	482.3
성장성(%)					
매출액증가율	58.6	17.9	3.6	(7.4)	1.6
NOPAT증가율	3,811.1	70.5	28.3	(13.9)	(5.6)
EBITDA증가율	128.0	40.5	10.3	(12.9)	(5.4)
영업이익증가율	220.4	49.0	12.6	(13.9)	(5.7)
(지배주주)순이익증가율	45,050.0	109.7	62.2	(9.3)	(6.8)
EPS증가율	57,050.0	109.8	62.2	(9.3)	(6.8)
수익성(%)					
매출총이익률	16.3	17.5	18.9	18.2	17.2
EBITDA이익률	11.6	13.8	14.7	13.8	12.9
영업이익률	9.5	12.0	13.1	12.2	11.3
계속사업이익률	3.8	6.3	9.4	8.9	8.1

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,143	2,398	3,890	3,529	3,289
BPS	12,518	13,245	17,023	20,440	23,617
CFPS	5,629	7,431	7,184	6,269	5,811
EBITDAPS	4,787	6,725	7,415	6,459	6,108
SPS	41,369	48,767	50,501	46,773	47,535
DPS	90	125	125	125	125
주기지표(배)					
PER	9.0	4.7	3.3	3.6	3.9
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
PCFR	1.8	1.5	1.8	2.0	2.2
EV/EBITDA	5.8	4.7	4.0	4.3	4.3
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	19.2	26.4	19.2	15.2
ROA	2.2	3.9	6.1	5.4	4.8
ROIC	9.8	13.4	15.5	12.4	11.1
부채비율	231.1	234.5	178.8	140.2	124.4
순부채비율	64.2	77.7	45.5	28.7	18.8
이자보상배율(배)	8.5	11.9	13.7	13.8	13.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,637.6	2,790.8	3,024.1	3,079.9	3,348.4
금융자산	628.2	592.7	628.6	663.0	821.8
현금성자산	375.8	331.2	357.8	412.1	566.9
매출채권 등	631.4	907.6	998.3	1,098.2	1,153.1
재고자산	1,151.2	943.9	1,038.3	986.3	1,035.7
기타유동자산	226.8	346.6	358.9	332.4	337.8
비유동자산	2,114.5	2,167.8	2,127.4	2,123.7	2,176.9
투자자산	587.9	522.4	330.8	372.9	424.6
금융자산	336.6	32.5	33.7	31.2	31.7
유형자산	1,125.3	1,034.9	1,198.9	1,163.0	1,172.1
무형자산	168.1	122.0	109.3	99.4	91.6
기타비유동자산	233.2	488.5	488.4	488.4	488.6
자산총계	4,752.0	4,958.6	5,151.5	5,203.6	5,525.3
유동부채	2,060.3	1,886.5	1,715.3	1,491.8	1,439.1
금융부채	696.5	546.7	287.2	202.1	217.1
매입채무 등	753.0	907.8	980.4	833.4	750.0
기타유동부채	610.8	432.0	447.7	456.3	472.0
비유동부채	1,256.4	1,589.8	1,588.5	1,545.6	1,623.6
금융부채	853.3	1,197.5	1,182.5	1,082.5	1,067.5
기타비유동부채	403.1	392.3	406.0	463.1	556.1
부채총계	3,316.7	3,476.3	3,303.9	3,037.4	3,062.7
지배주주지분	956.9	1,014.4	1,312.7	1,582.4	1,833.2
자본금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
자본잉여금	143.7	71.7	71.7	71.7	71.7
자본조정	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄이익누계액	74.7	15.3	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	730.5	919.3	1,217.6	1,487.4	1,738.2
비지배주주지분	478.5	467.9	535.0	583.8	629.3
자본총계	1,435.4	1,482.3	1,847.7	2,166.2	2,462.5
순금융부채	921.6	1,151.5	841.1	621.7	462.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	27.0	115.0	338.9	275.7	266.0
당기순이익	123.3	244.1	374.6	327.8	305.5
조정	290.2	240.3	59.6	50.8	44.8
감가상각비	66.9	67.5	63.8	60.8	58.6
외환거래손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(28.8)	(8.5)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	252.1	181.5	15.8	10.0	6.2
영업활동 자산부채 변동	(386.5)	(369.4)	(95.3)	(102.9)	(84.3)
투자활동 현금흐름	124.1	(138.6)	9.0	5.2	(72.1)
투자자산감소(증가)	(89.5)	65.5	211.2	(22.4)	(32.1)
유형자산감소(증가)	(124.3)	(34.0)	(215.0)	(15.0)	(60.0)
기타	337.9	(170.1)	12.8	42.6	20.0
재무활동 현금흐름	(113.3)	(21.3)	(321.4)	(226.5)	(39.2)
금융부채증가(감소)	493.5	194.4	(274.5)	(185.1)	0.0
자본증가(감소)	8.9	(72.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(613.6)	(136.9)	(38.0)	(32.5)	(30.3)
배당지급	(2.1)	(6.7)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
현금의 증감	37.0	(44.6)	26.6	54.4	154.7
Unlevered CFO	444.4	586.7	567.3	495.0	458.8
Free Cash Flow	(98.9)	74.9	123.9	160.7	201.0

2019년 5월 23일

GS건설(006360)

실적기반의 건설주로 환골탈태

실적시즌 강세주가 된 GS건설

GS건설은 이제 실적시즌마다 이익체력을 뽐내는 특별한 기업이 되고 있다. 1Q19 실적에서도 700억 수준의 상여금 지급을 포함하고도 1,914억원의 영업이익을 달성했는데, 기저가 높았던 1Q18 실적(영업이익 3,898억원) 대비해서 부진하였지만, 시장 컨센서스를 5~600억원 이상 상회하면서 이익체력이 높아졌음을 어필했다. 이러한 실적강세 배경은 지속해서 2만세대 이상 입주량을 확보하였기 때문이다. 이러한 추세는 2년 이상 지속될 것이 기대된다.

2019년 실적은 올해대비 감익하더라도 2020년 이후 기대

2018년 GS건설의 영업이익이 1.1조원으로 2017년 3,187억원 대비 약 242% 증가하면서 사실상 이익체력이 탈바꿈했고 이런 기조는 2019년에도 이어지고 있다. 2016~2018년의 3년간 주택수주가 압도적이었던 만큼, 2019~2022년까지 이익 규모는 지속될 것이다. 2019년에도 매출액 11.6조원, 영업이익 8,913억원으로 전망한다. 이미 높아진 이익체력을 통해 GS건설에 차입금 이슈, 신규성장동력 이슈 등의 우려가 해소되었고, 이제는 베트남의 신도시 사업 경우에는 일부 프로젝트를 분양이 아니라 고정자산으로 확보하는 형태로 장기투자 할 만한 체력까지 확보했다. 양주 백석신도시의 경우 GTX-C와 연계 개발될 가능성이 높다는 점도 긍정적이다.

달라진 체력, 높아지는 기대감

GS건설을 차선호주로 제시한다. 먼저, 국내 주택중심의 안정적인 사업기반 속 베트남 등 해외주택사업에도 기회가 열리고 있어서다. 해외수주에 적극적이지 않은 점이 투자자나 시장의 마음에 들지 않을 수 있겠으나, 오히려 주택이라는 핵심상품을 중심으로 집중한다는 점에서 긍정적이다. 그간 GS건설이 지난 5년간 체질개선 과정에서 놓쳤던 주가치 제고도 2019년부터는 다소 기대해 볼만한 환경이 된 만큼, 차선호주 제시하겠다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 77,000원 | CP(5월22일): 38,850원

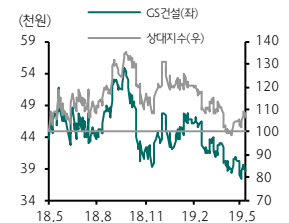
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.86
52주 최고/최저(원)	54,700/37,500
시가총액(십억원)	3,103.7
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	79,889.7
60일 평균 거래량(천주)	498.5
60일 평균 거래대금(십억원)	20.5
19년 배당금(예상, 원)	1,200
19년 배당수익률(예상, %)	3.09
외국인지분율(%)	32.46
주요주주 지분율(%)	
허창수 외 17인	25.60
국민연금	12.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.1) (1.3) (18.1)
상대	7.2 (1.0) (2.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	11,272.2	11,707.0
영업이익(십억원)	868.7	888.7
순이익(십억원)	546.2	569.9
EPS(원)	6,811	7,123
BPS(원)	50,965	57,169

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,679.5	13,139.4	11,611.3	11,574.2	11,782.8
영업이익	십억원	318.7	1,064.5	891.3	925.9	904.2
세전이익	십억원	(160.7)	835.0	862.7	925.9	944.2
순이익	십억원	(168.4)	582.1	629.7	676.5	696.9
EPS	원	(2,359)	7,713	7,893	8,475	8,730
증감률	%	적지	흑전	2.3	7.4	3.0
PER	배	N/A	5.67	4.92	4.58	4.45
PBR	배	0.63	0.97	0.75	0.66	0.59
EV/EBITDA	배	9.56	3.64	3.07	2.23	1.74
ROE	%	(5.22)	17.34	16.47	15.41	14.02
BPS	원	45,246	45,130	51,815	59,101	66,345
DPS	원	300	1,000	1,200	1,500	1,500



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

실적시즌 강세주가 된 GS건설

GS건설은 이제 실적시즌마다 이익체력을 뽐내는 특별한 기업이 되고 있다. 1Q19 실적에서도 700억 수준의 상여금 지급을 포함하고도 1,914억원의 영업이익을 달성했는데, 기저가 높았던 1Q18 실적(영업이익 3,898억원) 대비해서 부진하였지만, 시장 컨센서스를 5~600억원 이상 상회하면서 이익체력이 높아졌음을 어필했다. 이러한 실적강세 배경은 지속해서 2만세대 이상 입주량을 확보하였기 때문이다. 이러한 추세는 2년 이상 지속될 것이 기대된다.

표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결매출	11,679.5	13,139.4	11,611.3	3,127.5	3,581.9	3,197.3	3,246.6	2,601.9	3,018.9	2,786.7	3,203.7
YoY Growth	5.8%	12.5%	-11.6%	15.8%	19.6%	13.4%	2.6%	-16.8%	-15.7%	-12.8%	-1.3%
건설	11,599.0	13,061.0	11,461.3	3,106.0	3,563.0	3,179.0	3,213.0	2,581.0	2,979.9	2,750.7	3,149.7
토목	1,298.0	1,116.0	1,188.0	270.0	317.0	281.0	248.0	230.0	308.9	285.1	364.0
주택/건축	6,645.0	7,140.0	6,994.7	1,716.0	1,984.0	1,728.0	1,712.0	1,514.0	1,818.6	1,678.7	1,983.3
플랜트(화공)	2,927.0	4,375.0	3,278.7	991.0	1,126.0	1,005.0	1,253.0	837.0	852.5	786.9	802.3
비건설	80.5	100.0	150.0	21.5	18.9	26.0	33.6	21.0	39.0	36.0	54.0
매출원가	10,876.1	11,511.8	10,166.8	2,623.8	3,250.1	2,851.6	2,807.7	2,248.0	2,660.6	2,448.0	2,810.2
건설	10,800.0	11,407.8	10,039.5	2,577.6	3,229.0	2,824.3	2,777.0	2,230.4	2,627.4	2,417.4	2,764.3
토목	1,252.6	1,041.0	1,107.1	249.3	284.0	259.6	248.0	211.4	288.8	266.6	340.3
주택	5,525.4	6,072.6	5,956.1	1,418.1	1,745.9	1,472.3	1,436.4	1,297.5	1,545.8	1,426.9	1,685.8
플랜트	3,262.4	3,896.2	2,976.4	789.3	1,068.6	945.7	1,092.6	721.5	792.8	723.9	738.1
비건설	76.2	125.7	127.3	46.2	21.5	27.3	30.7	17.7	33.2	30.6	45.9
매출총이익	803.3	1,627.6	1,444.5	503.7	331.8	354.2	437.9	354.0	358.4	338.7	393.4
GPM	6.9%	12.4%	12.4%	16.1%	9.3%	11.1%	13.5%	13.6%	11.9%	12.2%	12.3%
건설	799.0	1,653.2	1,421.8	528.4	334.1	354.7	436.0	350.6	352.5	333.3	385.3
토목	45.4	75.0	80.9	20.7	33.0	21.4	0.0	18.6	20.1	18.5	23.7
주택	1,119.6	1,067.4	1,038.6	297.9	238.1	255.7	275.6	216.5	272.8	251.8	297.5
플랜트	-335.4	478.8	302.3	201.7	57.4	59.3	160.4	115.5	59.7	63.0	64.2
비건설	4.3	-25.6	22.7	-24.7	-2.3	-0.5	1.9	3.3	5.9	5.4	8.1
판관비	484.7	563.1	553.2	113.9	112.5	120.8	215.8	162.9	120.8	125.4	144.2
판관비율	4.1%	4.3%	4.8%	3.6%	3.1%	3.8%	6.6%	6.3%	4.0%	4.5%	4.5%
영업이익	318.7	1,064.5	891.3	389.8	219.2	233.3	222.1	191.1	237.6	213.3	249.3
YoY Growth	122.9%	234.0%	-16.3%	561.2%	155.0%	228.0%	116.5%	-51.0%	8.4%	-8.6%	12.2%
OPM	2.7%	8.1%	7.7%	12.5%	6.1%	7.3%	6.8%	7.3%	7.9%	7.7%	7.8%
건설	317.7	1,094.4	875.5	415.3	222.1	234.6	222.4	189.0	233.3	209.5	243.6
비건설	1.0	-29.9	15.8	-25.5	-2.9	-1.2	-0.3	2.0	4.3	3.8	5.7

자료: 하나금융투자

2019년 실적은 올해대비 감익하더라도 2020년 이후 기대

2018년 GS건설의 영업이익이 1.1조원으로 2017년 3,187억원 대비 약 242% 증가하면서 사실상 이익체력이 탈바꿈했고 이런 기조는 2019년에도 이어지고 있다. 2016~2018년의 3년간 주택수주가 압도적이었던 만큼, 2019~2022년까지 이익규모는 지속될 것이다. 2019년에도 매출액 11.6조원, 영업이익 8,913억원으로 전망한다. 이미 높아진 이익체력을 통해 GS건설에 차입금 이슈, 신규성장동력 이슈 등의 우려가 해소되었고, 이제는 베트남의 신도시 사업 경우에는 일부 프로젝트를 분양이 아니라 고정자산으로 확보하는 형태로 장기투자 할만한 체력까지 확보했다. 양주 백석신도시의 경우 GTX-C와 연계 개발될 가능성이 높다는 점도 긍정적이다.

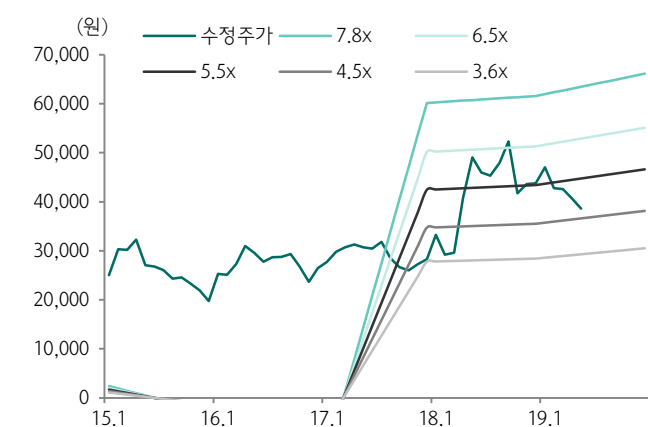
표 2. GS건설 주요 기 분양 및 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
수원역 푸르지오자이	4,086 / (2,942)	2019년 3월	공공분양	대우건설 컨소
프레스티지자이(과천주공6단지)	2,099	2019년 5월	재건축	과천 별양동 재건축
세종 자이e편한세상	1,200	2019년 5월	분양	대림산업 컨소
방배그랑자이	758	2019년 5월	재건축	
의정부중앙2구역	2,472 / (824)	2019년 6월	재개발	두산건설 컨소
광주우산1	2,564 / (1,410)	2019년 9월	재개발	
장위4구역 자이	2,840	2019년 11월	재개발	
신흥2구역	4,774 / (2,387)	2019년 11월	재개발	
주안3구역재개발	2,054 / (1,027)	2019년 연내	재개발	
서초그랑자이	1,446	2019년 연내	재건축	
개포주공4단지(그랑자이)	3,343	2019년 연내	재건축	

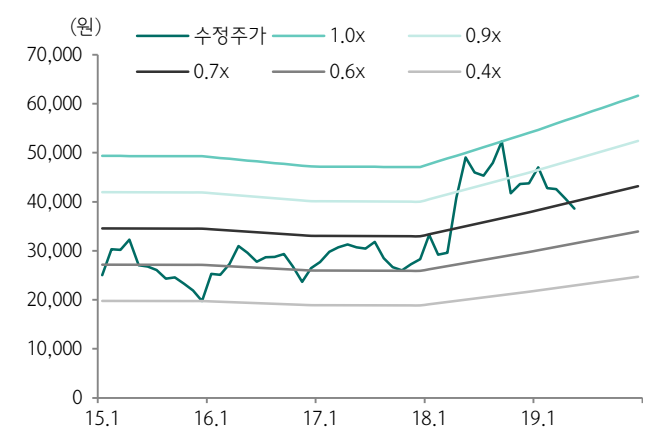
자료: REPS, 하나금융투자

그림 1. GS건설 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. GS건설 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679.5	13,139.4	11,611.3	11,574.2	11,782.8
매출원가	10,876.1	11,511.8	10,166.8	10,140.2	10,361.3
매출총이익	803.4	1,627.6	1,444.5	1,434.0	1,421.5
판관비	484.7	563.1	553.2	508.1	517.3
영업이익	318.7	1,064.5	891.3	925.9	904.2
금융손익	(16.0)	(176.6)	(20.0)	20.0	60.0
종속/관계기업손익	(6.1)	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(457.3)	(59.3)	(8.6)	(20.0)	(20.0)
세전이익	(160.7)	835.0	862.7	925.9	944.2
법인세	2.9	247.6	226.0	242.6	247.4
계속사업이익	(163.7)	587.4	636.6	683.3	696.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(163.7)	587.4	636.6	683.3	696.9
비지배주주지분 손익	4.7	5.3	6.9	6.8	0.0
지배주주순이익	(168.4)	582.1	629.7	676.5	696.9
지배주주지분포괄이익	(123.8)	565.1	636.0	682.7	696.2
NOPAT	324.5	748.8	657.7	683.3	667.3
EBITDA	375.8	1,118.1	944.8	979.5	957.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.8	12.5	(11.6)	(0.3)	1.8
NOPAT증가율	흑전	130.8	(12.2)	3.9	(2.3)
EBITDA증가율	78.3	197.5	(15.5)	3.7	(2.2)
영업이익증가율	122.9	234.0	(16.3)	3.9	(2.3)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	8.2	7.4	3.0
EPS증가율	적지	흑전	2.3	7.4	3.0
수익성(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	12.4	12.4	12.1
EBITDA이익률	3.2	8.5	8.1	8.5	8.1
영업이익률	2.7	8.1	7.7	8.0	7.7
계속사업이익률	(1.4)	4.5	5.5	5.9	5.9

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,359)	7,713	7,893	8,475	8,730
BPS	45,246	45,130	51,815	59,101	66,345
CFPS	7,303	18,363	12,079	12,664	12,731
EBITDAPS	5,264	14,814	11,844	12,271	11,999
SPS	163,602	174,097	145,550	145,003	147,617
DPS	300	1,000	1,200	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	N/A	5.7	4.9	4.6	4.4
PBR	0.6	1.0	0.7	0.7	0.6
PCFR	3.9	2.4	3.2	3.0	3.0
EV/EBITDA	9.6	3.6	3.0	2.2	1.7
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(5.2)	17.3	16.5	15.4	14.0
ROA	(1.2)	4.5	5.2	5.5	5.3
ROIC	11.1	27.3	25.4	27.3	27.0
부채비율	322.8	232.0	186.9	167.1	150.9
순부채비율	46.0	14.5	(6.8)	(21.1)	(28.5)
이자보상배율(배)	1.7	7.9	9.2	9.4	9.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	9,582.3	7,828.2	8,046.0	8,823.2	9,432.5
금융자산	2,812.4	1,792.5	2,612.1	3,370.6	3,935.0
현금성자산	2,442.3	1,592.6	2,435.5	3,194.6	3,755.8
매출채권 등	4,689.1	4,151.3	3,736.2	3,923.0	4,119.1
재고자산	1,090.7	1,034.2	930.8	837.7	753.9
기타유동자산	990.1	850.2	766.9	691.9	624.5
비유동자산	4,114.3	4,205.1	3,954.5	3,918.8	3,990.7
투자자산	991.7	977.1	660.1	658.0	663.4
금융자산	947.3	673.4	595.1	593.2	605.1
유형자산	897.5	841.0	918.4	895.0	971.0
무형자산	209.5	215.7	204.8	194.6	185.1
기타비유동자산	2,015.6	2,171.3	2,171.2	2,171.2	2,171.2
자산총계	13,696.6	12,033.3	12,000.4	12,742.0	13,423.2
유동부채	8,581.3	6,359.7	5,843.8	5,969.6	6,028.2
금융부채	3,061.2	1,118.2	1,119.6	1,129.4	1,140.5
매입채무 등	4,676.5	4,367.2	3,930.5	4,048.4	4,088.9
기타유동부채	843.6	874.3	793.7	791.8	798.8
비유동부채	1,875.6	2,048.9	1,974.0	2,001.5	2,045.8
금융부채	1,018.0	1,147.2	1,177.2	1,207.2	1,237.2
기타비유동부채	857.6	901.7	796.8	794.3	808.6
부채총계	10,456.9	8,408.6	7,817.8	7,971.1	8,074.0
지배주주지분	3,167.3	3,548.5	4,099.5	4,681.1	5,259.3
자본금	358.4	397.2	397.2	397.2	397.2
자본잉여금	627.2	811.8	811.8	811.8	811.8
자본조정	(87.2)	(77.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
기타포괄이익누계액	(65.4)	(70.5)	(70.5)	(70.5)	(70.5)
이익잉여금	2,334.3	2,487.1	3,038.0	3,619.6	4,197.8
비지배주주지분	72.4	76.2	83.1	89.9	89.9
자본총계	3,239.7	3,624.7	4,182.6	4,771.0	5,349.2
순금융부채	1,489.9	525.7	(285.8)	(1,005.0)	(1,525.0)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(205.5)	1,032.9	670.7	832.4	768.0
당기순이익	(163.7)	587.4	636.6	683.3	696.9
조정	530.8	548.9	54.4	54.4	54.3
감가상각비	57.1	53.6	53.6	53.5	53.5
외환거래손익	118.3	(31.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.1	(7.9)	0.0	0.0	0.0
기타	349.3	534.3	0.8	0.9	0.8
영업활동 자산부채 변동	(572.6)	(103.4)	(20.3)	94.7	16.8
투자활동 현금흐름	13.5	(234.8)	220.3	(17.3)	(128.6)
투자자산감소(증가)	(27.4)	21.1	317.1	2.1	(5.4)
유형자산감소(증가)	(5.3)	14.7	(120.0)	(20.0)	(120.0)
기타	46.2	(270.6)	23.2	0.6	(3.2)
재무활동 현금흐름	300.0	(1,655.6)	(48.1)	(56.0)	(78.3)
금융부채증가(감소)	436.0	(1,813.8)	31.4	39.8	41.2
자본증가(감소)	19.7	223.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(155.0)	(44.1)	(0.8)	(0.9)	(0.8)
배당지급	(0.7)	(21.1)	(78.7)	(94.9)	(118.7)
현금의 증감	86.0	(849.7)	842.9	759.1	561.2
Unlevered CFO	521.4	1,385.9	963.6	1,010.9	1,016.2
Free Cash Flow	(226.3)	1,019.3	550.7	712.4	648.0

2019년 5월 23일

현대건설(000720)

밸류에이션 프리미엄 지속 가능할 것

해외와 대북으로는 Multiple, 주택 자체사업으로 EPS 기대

현대건설은 건설업종 중 높은 프리미엄을 받고 있다. 이는 대 북사업 기대, 2019년 7.7조원의 가장 높은 해외수주 가이드스 제시처럼 '성장'을 기대하는 시장의 눈높이때 부합하는 건설사 이기 때문이어서다. 5/22일 이라크 유정시설 수주(2.9조원)으 로 상반기 중 수주목표 60%대 가능할 것으로 기대된다는 점에 서 긍정적이다.

물론 주택에서의 실적상승도 눈부시다. 2018년부터는 the-H 브랜드의 확장을 통해 주택 정비사업에서 확연한 경쟁우위를 가져가고 있다. The-H는 삼성의 '래미안'을 대체할 정도로 시 장에서 파급력을 갖고 있으며, 반포주공1단지, 방배5구역, 개 포3, 개포1, 개포8 등 소위 입지가치가 가장 높은 시장에서 차 별적인 존재감을 드러내고 있다.

EPS 상승 주도하는 주택사업 이익 지속될 것

현대건설의 장점은 2019년 실적에서 건설사 중 영업이익 개선 폭이 클 것으로 기대된다는 점이다. 이는 2018년의 자체주택 사업 6,400세대 공급에 따른 효과이며 해외에서도 안정된 실 적을 내기 때문이다. 2019년 실적은 매출액 16.9조원, 영업이익 1.0조원으로 영업이익은 전년비 21% 증가할 것으로 전망 한다. 2018년 분양한 자체사업지(개포 8단지, 김포리버시티 등)에서 비롯되며, 2020년까지의 실적성장의 키로 작용할 것이 다. 수주가 반쳐준다면 확실히 차별적 증가 발휘할 것이다.

낮은 ROE를 극복할 필요

현대건설 투자 시 약점 중 하나는 낮은 ROE다. 타 건설사가 20%에육박하는 ROE를 보이는 것과 달리 현대건설은 7%대의 ROE다. 레버리지 효과나 회전을 상승을 적극적으로 쓸 수 없 음을 고려한다면 ROE 상 순이익률의 개선이 ROE를 높이는 요인이 될 것이다. 관건은 순이익률은 상품믹스(주택 중심의 건 설사일수록 높음)에 달려있다는 것이고, 주택마진 비중 상승구 간이라 현대건설도 2019~2020기간에 ROE는 다소간 상승기 대된다. 다만, 이익잉여가 적립되면서 ROE는 다시 하락압력 받을 것이다. 고로, 장래 주주환원책 등을 통해 자본효율을 높 여야 투자매력도 더 높아질 것이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 75,000원 CP(5월22일): 50,100원

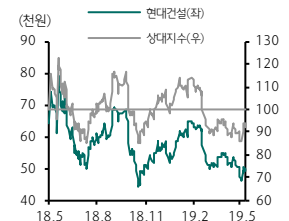
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.86
52주 최고/최저(원)	79,100/44,200
시가총액(십억원)	5,578.9
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	111,355.8
60일 평균 거래량(천주)	615.5
60일 평균 거래대금(십억원)	32.5
19년 배당금(예상, 원)	500
19년 배당수익률(예상, %)	1.00
외국인지분율(%)	25.35
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 3 인	34.92
국민연금	10.38
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.1) (4.6) (28.3)
상대	4.0 (4.3) (14.4)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	17,085.1	17,788.1
영업이익(십억원)	999.3	1,060.9
순이익(십억원)	707.2	761.3
EPS(원)	4,469	4,859
BPS(원)	60,690	64,986

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,887.1	16,730.9	16,962.4	17,111.7	17,562.7
영업이익	십억원	986.1	840.0	1,015.8	938.6	1,029.4
세전이익	십억원	554.8	897.9	985.8	887.6	978.4
순이익	십억원	201.7	381.6	508.5	508.3	545.1
EPS	원	1,810	3,424	4,562	4,561	4,891
증감률	%	(64.7)	89.2	33.2	(0.0)	7.2
PER	배	20.06	15.95	10.98	10.99	10.24
PBR	배	0.63	0.97	0.83	0.78	0.73
EV/EBITDA	배	4.05	6.29	4.83	5.17	4.73
ROE	%	3.15	5.99	7.82	7.31	7.34
BPS	원	58,029	56,293	60,355	64,416	68,806
DPS	원	500	500	500	500	500



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

해외와 대북으로는 Multiple, 주택 자체사업으로 EPS 기대

현대건설은 건설업종 중 높은 프리미엄을 받고 있다. 이는 대북사업 기대, 2019년 7.7조 원의 가장 높은 해외수주 가이드스 제시처럼 ‘성장’을 기대하는 시장의 눈높이때 부합하는 건설사이기 때문이어서다. 5/22일 이라크 유정시설 수주(2.9조원)으로 상반기 중 수주목표 60%대 가능할 것으로 기대된다는 점에서 긍정적이다.

물론 주택에서의 실적상승도 눈부시다. 2018년부터는 the-H 브랜드의 확장을 통해 주택 정비사업에서 확인한 경쟁우위를 가져가고 있다. The-H는 삼성의 ‘래미안’을 대체할 정도로 시장에서 파급력을 갖고 있으며, 반포주공1단지, 방배5구역, 개포3, 개포1, 개포8 등 소위 입지가치가 가장 높은 시장에서 차별적인 존재감을 드러내고 있다.

표 1. 현대건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결매출	16,887.1	16,730.9	16,962.4	3,538.2	4,240.1	4,486.3	4,466.3	3,877.7	4,415.9	4,279.4	4,389.4
YoY growth	-10.3%	-0.9%	1.4%	-14.3%	0.5%	5.7%	4.0%	9.6%	4.1%	-4.6%	-1.7%
본사계	10,133.5	10,016.1	9,946.7	2,127.2	2,509.6	2,606.0	2,773.3	2,244.8	2,621.6	2,554.1	2,526.1
YoY growth	-8.2%	-1.2%	-0.7%	-13.9%	-1.3%	0.5%	9.8%	5.5%	4.5%	-2.0%	-8.9%
국내	6,027.0	6,378.2	6,745.2	1,238.9	1,643.1	1,761.4	1,734.8	1,309.6	1,821.2	1,753.7	1,860.6
해외	4,106.5	3,637.9	3,201.6	888.3	866.5	844.6	1,038.5	935.3	800.4	800.4	665.5
1) 건축	5,310.2	5,147.4	5,736.2	1,115.3	1,332.1	1,365.9	1,334.1	1,118.0	1,401.2	1,367.4	1,849.6
주택	3,481.6	3,988.9	4,620.3	811.1	1,015.9	1,094.9	1,067.0	883.7	1,128.6	1,101.4	1,506.6
2) 토목	2,411.2	2,302.1	2,116.9	542.7	526.4	552.0	681.0	612.2	517.1	504.6	483.0
3) 플랜트	1,752.2	2,507.7	2,036.1	459.6	628.6	674.8	744.7	504.5	497.4	485.4	548.9
현대엔지 등	6,268.3	6,505.5	6,901.1	1,410.9	1,648.2	1,753.4	1,693.0	1,518.2	1,794.3	1,725.3	1,863.3
YoY growth	-9.7%	3.8%	6.1%	-7.8%	5.7%	13.9%	3.3%	7.6%	8.9%	-1.6%	10.1%
매출원가	15,108.1	15,069.7	15,183.3	3,120.9	3,801.8	4,044.6	4,102.4	3,488.0	3,948.6	3,837.6	3,909.3
매출원가율	89.5%	90.1%	89.5%	88.2%	89.7%	90.2%	91.9%	90.0%	89.4%	89.7%	89.1%
본사계	9,290.8	9,266.6	8,954.4	1,934.6	2,298.8	2,428.0	2,604.4	2,049.6	2,351.7	2,302.1	2,251.0
국내	5,366.9	5,800.1	5,843.5	1,126.7	1,505.1	1,641.6	1,526.6	1,123.6	1,575.3	1,525.8	1,618.7
해외	3,923.9	3,466.5	3,110.9	807.9	793.7	787.2	1,077.8	925.9	776.4	776.4	632.2
현대엔지 등	5,389.7	5,557.8	6,155.9	1,076.2	1,434.4	1,516.7	1,530.5	1,365.2	1,596.9	1,535.5	1,658.3
매출총이익	1,779.0	1,661.1	1,778.8	417.2	438.3	441.7	363.9	389.7	467.2	441.8	480.1
본사계	842.7	750.2	992.2	192.6	210.7	178.0	168.9	195.2	269.9	252.0	275.2
현대엔지 등	936.3	910.9	786.6	224.6	227.6	263.7	195.0	194.5	197.4	189.8	205.0
판관비	792.9	821.2	763.3	198.8	217.4	203.8	201.2	184.5	194.3	192.6	191.9
판관비율	4.7%	4.9%	4.5%	5.6%	5.1%	4.5%	4.5%	4.8%	4.4%	4.5%	4.4%
영업이익	986.1	839.9	1,015.5	218.4	220.9	237.9	162.7	205.2	272.9	249.2	288.2
YoY growth	-14.9%	-14.8%	20.9%	-4.4%	-21.6%	-15.4%	-26.2%	-6.1%	23.6%	4.8%	77.1%
OPM	5.8%	5.0%	6.0%	6.2%	5.2%	5.3%	3.6%	5.3%	6.2%	5.8%	6.6%
현대건설 본사	436.2	304.8	544.6	84.8	97.5	80.3	42.2	95.1	149.0	135.6	164.7
OPM	4.3%	3.0%	5.5%	4.0%	3.9%	3.1%	1.5%	4.2%	5.7%	5.3%	6.5%
YoY growth	-15.6%	-30.1%	78.7%	-5.8%	-13.5%	-39.5%	-58.1%	12.1%	52.8%	68.9%	290.2%
현대엔지 등	549.9	535.1	470.9	133.6	123.4	157.6	120.5	110.1	123.9	113.6	123.5
OPM	8.8%	8.2%	6.8%	9.5%	7.5%	9.0%	7.1%	7.3%	6.9%	6.6%	6.6%
YoY growth	-14.4%	-2.7%	-12.0%	-3.6%	-27.0%	6.2%	0.7%	-17.6%	0.4%	-27.9%	2.5%

자료: 하나금융투자

EPS 상승 주도하는 주택사업 이익 지속될 것

현대건설의 장점은 2019년 실적에서 건설사 중 영업이익 개선폭이 클 것으로 기대된다는 점이다. 이는 2018년의 자체주택사업 6,400세대 공급에 따른 효과이며 해외에서도 안정된 실적을 내기 때문이다. 2019년 실적은 매출액 16.9조원, 영업이익 1.0조원으로 영업이익은 전년비 21% 증가할 것으로 전망한다. 2018년 분양한 자체사업지(개포 8단지, 김포리버시티 등)에서 비롯되며, 2020년까지의 실적성장의 키로 작용할 것이다. 수주가 받쳐준다면 확실히 차별적 주가 발휘할 것이다.

표 2. 주요 건설사 해외수주 Pipe Line

건설사	1Q	2Q	3Q	4Q
대림산업	말레이시아 Petron(1400억원) 여천 NCC(3200억원)	현대케미칼 NCC(2조원) S-Oil RHDS(2000억원)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불)	러시아 정유공장(2000억원) US PTTGC(6000억원) 오만 PTA플랜트(7000억원)
대우건설		UAE GAP(35억불)	나이지리아 LNG(43억불)	카타르LNG (ITB,입찰초청) 러시아LNG (ITB,입찰초청)
삼성엔지니어링		알제리 HMD(Lowest) 사우디 마르잔 가스플랜트(60억불) 이집트 PDHPP(7억불) 아제르바이잔 PETRO	북미 대림-PTTGC ECC(FID) 롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불)	우즈벡 비료공장(8억불) 말레이시아 메탄올 플랜트(FEED, 10억불)
현대건설		현대케미칼 NCC(2조원) 사우디 마르잔 가스플랜트(60억불) 알제리 복합 화학발전소(7억불) 이라크 해수처리시설(25억불) 콜롬비아 메트로(26억불) 필리핀 매립 공사(10억불) 파나마 메트로(20억불)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불) 카타르 병원(43억불) 쿠웨이트 병원(10억불) 인도네시아 수력발전(3억불) 사우디아람코 베리 GOSP(8억불) 싱가포르 매립 공사(5억불)	카타르 LNG (ITB,입찰초청) UAE Hail&Ghasha Gas(40억불) 세네갈 항만(10억불)
GS건설		터키 폴리프로필렌 플랜트(13억불) UAE GAP(35억불)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불) 투르크메니스탄 디악상(3억불) 사우디 Rabigh Turnaround(3억불) 카타르 Qafco 비료공장(4억불) 우즈벡 Gas Plant(3억불)	터키 PP플랜트(10억불, EPC) 태국 PP Plant(2억불) UAE Hail&Ghasha Sour Gas(40억불) 알제리 석유화학(4억불)

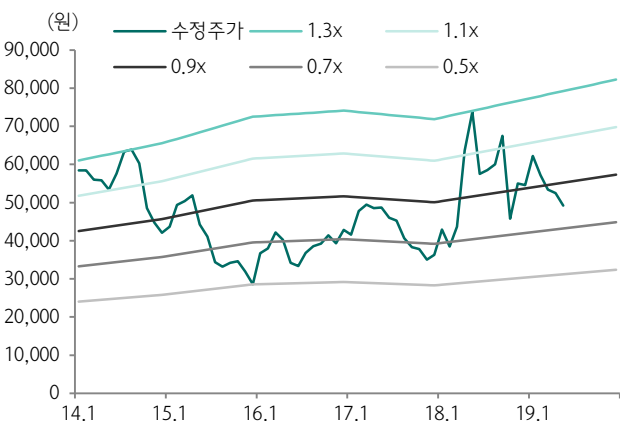
자료: 하나금융투자

그림 1. 현대건설 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 현대건설 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,887.1	16,730.9	16,962.4	17,111.7	17,562.7
매출원가	15,108.1	15,069.7	15,183.3	15,317.6	15,655.2
매출총이익	1,779.0	1,661.2	1,779.1	1,794.1	1,907.5
판관비	792.9	821.2	763.3	855.6	878.1
영업이익	986.1	840.0	1,015.8	938.6	1,029.4
금융손익	(145.1)	110.5	(8.5)	(22.0)	(22.0)
종속/관계기업손익	(14.9)	(16.4)	(3.0)	(4.0)	(4.0)
기타영업외손익	(271.3)	(36.2)	(18.5)	(25.0)	(25.0)
세전이익	554.8	897.9	985.8	887.6	978.4
법인세	183.3	362.6	263.1	239.6	264.2
계속사업이익	371.6	535.3	722.7	647.9	714.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	371.6	535.3	722.7	647.9	714.2
비지배주주지분 손이익	169.9	153.7	214.3	139.6	169.1
지배주주순이익	201.7	381.6	508.5	508.3	545.1
지배주주지분포괄이익	201.6	225.1	495.7	444.4	489.8
NOPAT	660.4	500.8	744.7	685.2	751.4
EBITDA	1,179.5	1,012.1	1,165.2	1,073.2	1,154.3
성장성(%)					
매출액증가율	(10.3)	(0.9)	1.4	0.9	2.6
NOPAT증가율	(23.6)	(24.2)	48.7	(8.0)	9.7
EBITDA증가율	(12.6)	(14.2)	15.1	(7.9)	7.6
영업이익증가율	(14.9)	(14.8)	20.9	(7.6)	9.7
(지배주주)순이익증가율	(64.7)	89.2	33.3	(0.0)	7.2
EPS증가율	(64.7)	89.2	33.2	(0.0)	7.2
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	9.9	10.5	10.5	10.9
EBITDA이익률	7.0	6.0	6.9	6.3	6.6
영업이익률	5.8	5.0	6.0	5.5	5.9
계속사업이익률	2.2	3.2	4.3	3.8	4.1

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,810	3,424	4,562	4,561	4,891
BPS	58,029	56,293	60,355	64,416	68,806
CFPS	12,754	10,487	8,814	8,296	8,976
EBITDAPS	10,582	9,081	10,454	9,629	10,357
SPS	151,515	150,114	152,191	153,531	157,577
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	20.1	15.9	10.8	10.8	10.1
PBR	0.6	1.0	0.8	0.8	0.7
PCFR	2.8	5.2	5.6	5.9	5.5
EV/EBITDA	4.1	6.3	4.7	5.1	4.6
PSR	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	3.2	6.0	7.8	7.3	7.3
ROA	1.1	2.1	2.8	2.8	2.9
ROIC	10.1	7.7	11.1	9.5	9.8
부채비율	117.5	117.7	104.1	95.7	88.1
순부채비율	(15.0)	(21.1)	(24.1)	(24.5)	(25.1)
이자보상배율(배)	12.8	9.2	10.9	10.2	11.3

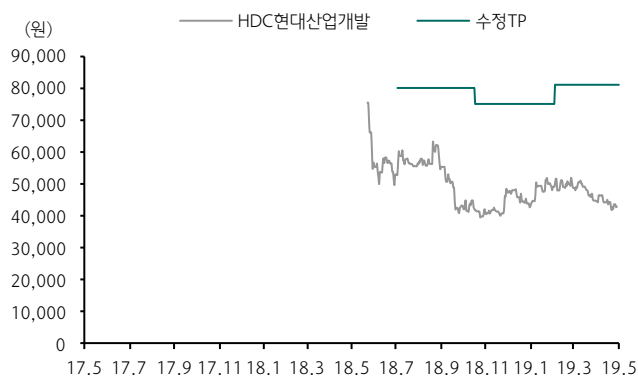
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	13,249.8	13,336.8	13,863.6	14,145.9	14,537.3
금융자산	3,664.2	4,286.3	4,651.3	4,784.4	4,968.6
현금성자산	2,107.2	2,241.2	2,577.9	2,692.8	2,821.8
매출채권 등	6,178.5	5,958.7	6,077.8	6,199.4	6,323.4
재고자산	2,105.5	1,947.1	1,974.0	1,991.4	2,043.9
기타유동자산	1,301.6	1,144.7	1,160.5	1,170.7	1,201.4
비유동자산	5,182.1	4,717.8	4,311.3	4,338.0	4,376.8
투자자산	1,123.5	559.2	142.0	143.3	147.0
금융자산	1,044.1	94.2	95.5	96.3	98.9
유형자산	1,398.8	1,436.6	1,482.1	1,529.2	1,577.8
무형자산	760.2	711.2	676.4	654.7	641.1
기타비유동자산	1,899.6	2,010.8	2,010.8	2,010.8	2,010.9
자산총계	18,431.9	18,054.6	18,175.0	18,483.9	18,914.1
유동부채	7,219.0	6,860.9	6,352.8	6,112.8	5,910.1
금융부채	597.3	615.3	582.7	553.2	527.0
매입채무 등	5,039.1	4,930.9	4,437.8	4,215.9	4,005.1
기타유동부채	1,582.6	1,314.7	1,332.3	1,343.7	1,378.0
비유동부채	2,739.9	2,901.9	2,915.5	2,924.2	2,950.7
금융부채	1,795.7	1,919.2	1,919.2	1,919.2	1,919.2
기타비유동부채	944.2	982.7	996.3	1,005.0	1,031.5
부채총계	9,959.0	9,762.8	9,268.2	9,037.0	8,860.9
지배주주지분	6,467.6	6,274.1	6,726.8	7,179.4	7,668.8
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,032.4	1,003.6	1,003.6	1,003.6	1,003.6
자본조정	(4.3)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	69.0	(267.5)	(267.5)	(267.5)	(267.5)
이익잉여금	4,813.2	4,986.4	5,439.2	5,891.8	6,381.1
비지배주주지분	2,005.3	2,017.8	2,179.9	2,267.4	2,384.4
자본총계	8,472.9	8,291.9	8,906.7	9,446.8	10,053.2
순금융부채	(1,271.2)	(1,751.7)	(2,149.4)	(2,312.0)	(2,522.4)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	514.4	249.5	128.9	375.7	426.0
당기순이익	371.6	535.3	722.7	647.9	714.2
조정	773.5	204.0	29.9	78.7	68.9
감가상각비	193.4	172.1	149.3	134.6	125.0
외환거래손익	256.0	(71.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.3	27.5	3.0	4.0	4.0
기타	321.8	76.1	(122.4)	(59.9)	(60.1)
영업활동 자산부채 변동	(630.7)	(489.8)	(623.7)	(350.9)	(357.1)
투자활동 현금흐름	(16.3)	(92.0)	173.8	(235.6)	(275.0)
투자자산감소(증가)	(295.8)	584.4	362.1	(57.4)	(59.9)
유형자산감소(증가)	(38.4)	(178.6)	(160.0)	(160.0)	(160.0)
기타	317.9	(497.8)	(28.3)	(18.2)	(55.1)
재무활동 현금흐름	(380.9)	(37.3)	(88.4)	(85.2)	(82.0)
금융부채증가(감소)	(262.6)	141.6	(32.7)	(29.4)	(26.2)
자본증가(감소)	(7.3)	(28.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.4)	(43.2)	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(108.6)	(106.9)	(55.7)	(55.7)	(55.7)
현금의 증감	(42.7)	133.9	336.7	114.9	129.1
Unlevered CFO	1,421.5	1,168.8	982.3	924.7	1,000.4
Free Cash Flow	464.6	57.6	(31.1)	215.7	266.0

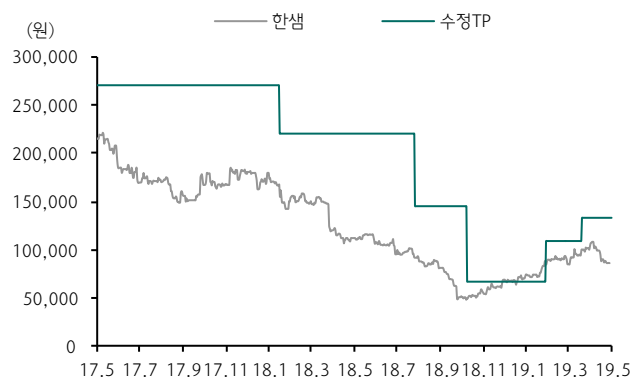
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HDC현대산업개발



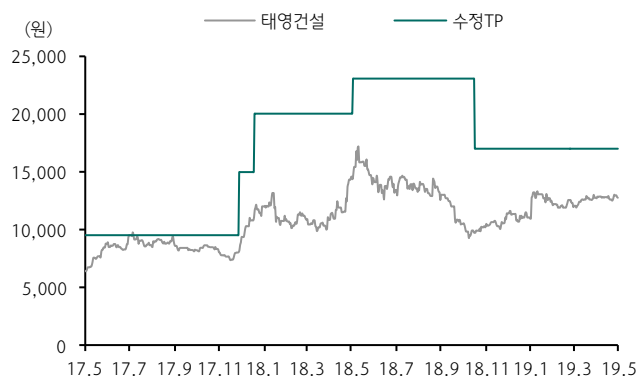
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.25	BUY	81,000		
18.11.8	BUY	75,000	-40.23%	-30.67%
18.7.25	BUY	80,000	-34.00%	-21.00%

한샘



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.11	BUY	133,000		
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%
18.2.6	BUY	220,000	-43.52%	-26.36%
17.5.23	BUY	270,000	-34.77%	-17.78%
17.1.30	BUY	250,000	-11.67%	-5.80%

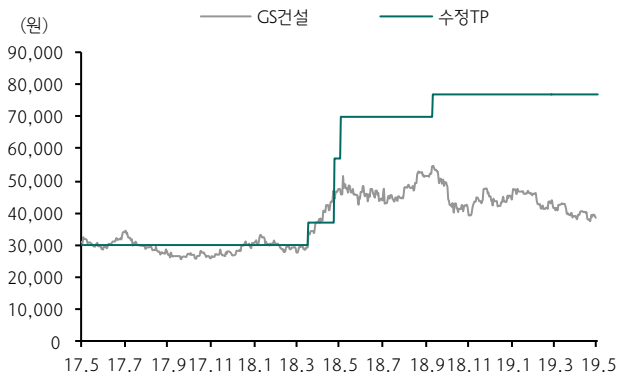
태영건설



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%

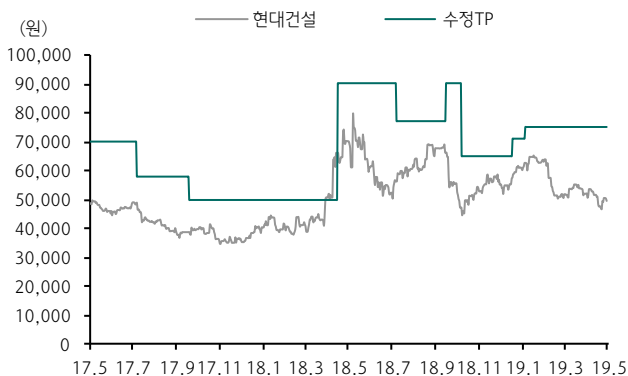
투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GS건설



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.2	BUY	77,000		
18.5.25	BUY	70,000	-32.89%	-24.29%
18.5.16	BUY	57,000	-18.63%	-16.49%
18.4.9	BUY	37,000	3.06%	26.35%
17.7.23	Neutral	30,000	-3.81%	15.33%

현대건설



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.28	BUY	75,000		
19.1.10	BUY	71,000	-14.65%	-12.11%
18.10.30	BUY	65,000	-17.81%	-10.15%
18.10.8	BUY	90,000	-39.95%	-28.33%
18.7.30	BUY	77,000	-18.41%	-10.52%
18.5.8	BUY	90,000	-31.27%	-12.11%
17.10.10	BUY	50,000	-19.11%	31.80%
17.7.28	BUY	58,000	-29.45%	-20.43%
17.5.23	BUY	70,000	-33.10%	-29.50%
17.3.26	BUY	53,000	-7.39%	-3.58%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

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

산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 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 2019년 5월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 5월 23일 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.