산업분석

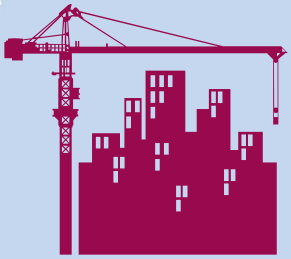
건설/부동산

Overweight
(Maintain)

2017.6.20

해외&주택, 상반기와 다른 길을 가다!

상반기 부진했던 해외 수주에 대해 성급하게 실망할 필요는 없다. 주요 대형 건설사의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있다. 국내 주택은 지금까지 걸은 꽃길과는 다른 험로가 예상된다. 다만, 올해까지는 양호한 분양실적이 기대된다. 그렇다면 주택이 벌어다 준 3년 동안 해외 수주와 민자 SOC로 향후 주택매출 공백을 충분히 커버할 수 있을 것으로 전망한다. 주가 조정 시 매수하자!



건설/부동산
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

키움증권

Contents

I. 건설 업종 투자 전략 3

> 하반기 건설업 주요 포인트 점검 3
> 정책과의 시너지에 주목해야 할 J노믹스 5년!! 4
> 하반기부터 시작되는 모멘텀, 조정 시마다 매수로 대응 5

II. 해외 시장 전망 7

> 하반기에는 기대해도 좋을 해외 수주 7
> 이란發 프로젝트, 불확실성은 줄어드는 국면 11

III. 국내 주택시장 전망 16

> 신규 분양시장 전망 16
> 재고 주택시장 전망 20
> 주택시장 RISK 점검 24
> 정부의 부동산 정책은 어디로? 27

IV. 인프라 시장 전망 32

> 민간투자사업 활성화 전망 32
> point1. 도로: 2020년 까지 약 72조원 투자 35
> point2. 철도: 2025년 까지 70조원 투자 36
> point3. 공항: 공항 르네상스 시대 도래 39

기업분석 41

> 현대건설 (000720) 42
> 현대산업 (012630) 46
> 대우건설 (047040) 49
> GS건설 (006360) 55
> 대림산업 (000210) 60
> 금호산업 (002990) 64
> 한라 (014790) 67
> SK디앤디 (210980) 79
> 아이콘트롤스 (039570) 82

- 당사는 6월 19일 현재 'SK디앤디' 발행주식(전환가능주식)을 1% 이상 전환사채로 보유하고 있습니다.
- 당사는 6월 19일 현재 'SK디앤디' 외 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

해외 & 주택, 상반기와 다른 길을 가다!

>>> 하반기, 해외 수주 부활의 신호탄을 쏘다!

당사가 올해 1월과 4월 두 번에 걸친 자료를 통해 해외 수주 모멘텀은 본격적인 시작은 하반기라고 전망한 바 있듯이 해외 수주에 대해 이제부터 들여다 볼 필요성이 있다. 실제로 주요 대형 건설사들의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있다. 하반기부터는 주요 건설사들 모두 다양한 지역, 다양한 공종에서 신규 수주가 가능할 것으로 판단된다. 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 작년 대비 2배 이상 증가한 수준으로 파악된다. 상반기 부진한 해외 신규 수주는 이미 예견된 상황이다. 성급하게 실망할 필요는 없다고 판단한다. 중동에서 다운스트림분야에 대한 투자가 검토 중이며, 이란 시장의 정치적 리스크도 완화되고 있고, AIIB의 투자 확대가 본격화되고 있어 향후 해외 시장 전망은 매우 밝다.

>>> 첫 부동산 규제, 올해는 버틸 만 하다!

6.19 부동산 대책이 발표됐다. 핵심은 1) 전매제한기간 강화 및 재건축규제를 통해 투기수요를 줄이고 실수요자 시장으로 재편, 2) LTV-DTI 규제를 통해 가계부채 문제 완화 등이다. 향후 1) 브랜드 로열티, 2) 재건축/재개발 우위, 3) 토지경쟁력, 4) 우수한 현금 보유력, 5) 높은 신용등급을 보유한 건설사에 유리할 전망이다. 대출규제 강화로 금융지원 능력이 우수한 신탁사에게도 기회다. 다만, 하반기 이후 주택 조정요인이 증가해 건설업 투자 전략 측면에서는 주택부문에 대해 보수적인 시각이 필요하다. 한편으로 재무구조가 건실한 대형사에게는 M/S를 높일 수 있는 기회가 될 수도 있다. 올해까지 성공적으로 분양을 마치면 2020년까지는 실적이 보장된다. 이후 주택이 벌어준 3년 동안 해외 수주와 민자 SOC로 주택매출 공백을 충분히 커버할 수 있을 것으로 전망한다. 따라서 ***해외 수주와 국내 주택 모두 잘하고 있는 현대건설과 국내 주택과 민자SOC 강자인 현대산업을 Top picks로 유지***한다.

>>> 정책 시너지에 주목해야 할 J노믹스 5년!

새 정부는 행정수도 위상 강화, 도시재생, 지방분권과 지역균형발전을 상당히 강조하고 있다. 지역균형발전 차원에서 지방 거점 중소형사의 성장을 기대해 볼 수 있다. 또한 교통 인프라 확충이 기대되며, 특히 공항 발주, 민자SOC 시장의 활성화가 기대된다. 서울시 생활권계획과 도시재생 뉴딜정책의 시너지로 복합개발에 대한 필요성이 증대하고, 지방 거점 중소형사와 연계해 디벨로퍼의 역할이 중요해질 전망이다. 새 정부의 대표적인 공약 중 하나인 신재생에너지 비중 확대 측면에서는 풍력발전, 에너지절감, 원전 해체와 관련된 종목에 주목할 필요가 있다.

I. 건설 업종 투자 전략

>>> 하반기 건설업 주요 포인트 점검

하반기, 해외 수주 부활의 신호탄을 쏘다!

상반기 건설업종의 주가를 들었나 놨다 한 해외 수주 모멘텀은 상반기 막바지로 오면서 소멸된 듯 하다. 당사가 올해 1월과 4월 두 번에 걸친 자료를 통해 해외 수주 모멘텀은 본격적인 시작은 하반기라고 전망한 바 있듯이 해외 수주에 대해 이제부터 들여다 볼 필요성이 있다는 판단이다. 실제로 주요 대형 건설사들의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있다. 상반기에는 이란에서 수주를 인식한 현대엔지니어링과 대림산업의 성장세가 두드러졌다. 하반기부터는 주요 건설사들 모두 다양한 지역, 다양한 공종에서 신규 수주가 가능할 것으로 판단된다. 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 작년 대비 2배 이상 증가한 수준으로 파악된다. 특히, 최근 중동에서 다운스트림분야에 대한 투자가 검토 중이며, 내년 이후부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 이러한 요인들을 감안해보면 올해는 물론 내년 이후에도 해외 발주 시장의 전망은 밝다. 상반기 부진한 해외 신규 수주는 이미 예견된 상황이다. 성급하게 실망할 필요는 없다고 판단한다. 입찰 후 본계약까지 시간이 걸리는 점을 감안하면 하반기부터 해외 신규 수주를 기대해 볼 만하다. 이란 시장의 정치적 리스크도 완화되고 있으며, AIIB의 투자 확대가 본격화되고 있어 향후 해외 시장 전망은 매우 밝다.

첫 부동산 규제, 올해는 버틸 만 하다!

대선 이후 부동산 시장이 예상보다 과열 증상을 보이자 정부는 '6.19 주택시장의 안정적 관리를 위한 선별적·맞춤형 대응방안'을 발표했다. 주요 내용은 1) 조정 대상지역 추가 선정, 2) 서울 지역 전매제한 기간 강화, 3) LTV-DTI 규제를 맞춤형으로 조정(LTV: 70→60%, DTI: 60→50%), 4) 재건축조합원 주택 공급수 제한 등이다. 시장에서 예상했던 수준의 정책발표라는 판단이다. 이번 정책의 핵심은 1) 전매제한 기간 강화 및 재건축조합원 주택 공급수 제한을 통해 투기수요를 줄이고 실수요자 중심의 시장으로 재편, 2) LTV-DTI 규제를 통해 가계부채 문제 완화 등이다. 작년 11.3 부동산 대책 이후 청약제도 규제 강화로 실수요자 위주로 분양시장이 재편되면서 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 양극화 현상이 심화되고 있다. 이번 정책을 통해 지역별 차별화 양상은 더욱 뚜렷해질 전망이며, 대형사와 신탁사에 유리한 국면이 올해까지는 지속될 것으로 판단된다. 결론적으로 1) 브랜드 선호도를 구축하고 있으며, 2) 재건축/재개발에 우위가 있고, 3) 토지경쟁력을 갖고 있으며, 4) 현금 보유력이 우수하고, 5) 신용등급이 높은 대형 건설사에 유리하다. 대출규제가 강해졌기 때문에 금융지원 능력이 우수한 신탁사에게도 기회다.

다만, 내년부터는 입주물량 증가와 국내외 금리인상 등 주택 조정 요인이 증가할 것으로 전망돼 건설사 입장에서는 상당히 불리한 싸움을 시작해야 하는 국면에 진입했다고 볼 수 있다. 올해 내내 정부의 부동산·가계부채 대책이 발표될 예정이다. 하반기로 갈수록 주택 조정 요인이 증가할 전망이다. 투자처를 찾지 못한 풍부한 유동성의 흐름도 주목해야 한다. 이미 풀려져 있는 풍부한 유동성, 도시재생과 지역개발을 통해 풀릴 유동성 등 money flow의 방향성은 의외로 중요한 부분이다. 이처럼 내년 주택시장은 불확실성이 커질 전망이다. 결국 건설업 투자 전략 측면에서는 내년부터 주택부문에 대해 보수적인 시각이 필요하다. 한편으로 재무구조가 건실한 대형사에게는 M/S를 높일 수 있는 기회가 될 수도 있다.

올해까지 성공적으로 분양을 마치면 2020년까지는 실적이 보장된다. 이후 주택이 벌어준 3년 동안 해외 수주와 민자 SOC로 주택매출 공백을 충분히 커버할 수 있을 것으로 전망한다. 따라서 해외 수주와 국내 주택 모두 잘하고 있는 현대건설과 국내 주택과 민자SOC 강자인 현대산업을 Top picks로 유지한다.

민자 SOC 시장 확대 전망

사회간접자본시설은 국가 경제활동의 기반을 이루며, 국가경쟁력을 좌우하는 매우 중요한 요소이다. 사회간접자본시설에 대한 투자는 그 자체로서 고용의 증대, 소득 증가, 지역개발, 기술진보 등에 기여할뿐만 아니라 생산활동을 간접적으로 지원한다. 따라서 새 정부의 경제활성화 대책, 도시재생 뉴딜정책, 지역균형개발정책 등 주요 정책에 있어 사회간접자본시설에 대한 투자는 상당히 중요하다. 특히 정부의 재정상황이 여유롭지 않은 상황에서 민자SOC 투자의 활성화는 선택이 아닌 필수라는 판단이다. 실제 효과 측면에서도 World Economic Outlook(IMF, 2013)에 따르면, 공공부문에 대한 투자 효과는 재정 지출보다 민자 등 별도의 지출이 더욱 효과적이다. 저금리·저성장 국가에서는 GDP 대비 1% 투자 증가가 당해 연도에 1.5%, 4년째에 3%의 GDP 증가를 유발한다고 한다. 새 정부에서 경제활성화를 위해 부동산 경기부양을 활용하기 어렵다는 점을 감안하면, 단기간에 가시적 성과를 나타낼 수 있는 민간투자 활성화는 선택이 아닌 필수라는 판단이다. 특히, 작년에 인프라 및 민간투자에 대한 가이드라인이 수립된 이후 컨트롤타워 부재로 지연되고 있었기 때문에, 기존 제안된 사업과 타당성 평가가 완료된 프로젝트들에 대해서는 빠르게 진행될 것으로 전망된다.

실제 정부는 1) 작년 10월 총 131.7조원(국비 92.0조원, 지방비 4.2조원, 자체조달 14.0조원, 민간투자 등 21.5조원)을 교통시설 확충 및 운영에 투자하는 '제4차 중기교통시설투자계획(2016~2020)'을 확정 발표했으며, 2) 작년 7월에는 총 투자비 72조원 규모의 도로분야 최상위 법정계획인 '제1차 국가도로종합계획'을, 3) 작년 6월에는 총 투자비 70조원 규모의 10년 단위 중장기 법정계획인 '제3차 국가철도망구축계획(2016~2025)'을, 4) 작년 7월에는 '민자철도사업 활성화 방안'을 발표했다.

>>> 정책 시너지에 주목해야 할 J노믹스 5년!

지방 거점 중소형사 성장 기회!

새 정부에서는 행정수도 위상 강화, 도시재생, 지방분권과 지역균형발전을 상당히 강조하고 있다. 특히 새 정부의 핵심 정책 중 하나는 매년 10조원대 규모의 '도시재생 뉴딜정책'이다. 아직은 공식적으로 발표된 정책이나 가이드라인은 아직 없지만, 후보 시절 공약집에서 찾을 수 있는 도시재생 뉴딜의 개념을 간단히 요약해 보면 다음과 같다. 도시재생 뉴딜을 통해 노후주거지 및 원도심, 산업단지를 공공기관 주도의 재생모델을 개발해 생활여건을 개선하겠다는 것이다. 정부 정책이 정확히 나와봐야 알겠지만, 기본적으로 도시재생은 지방정부와 정부공공기관과의 협력이 상당히 중요할 것으로 예상된다. 이런 관점에서 보면 지방에 거점을 두고 있는 건설사들에게 상당히 유리하다. 최근 김현미 국토교통부 장관 내정자가 도시재생 뉴딜에 중대형 개발사업도 포함하겠다고 언급했지만, 기본적으로 소규모 마을 단위 재생사업이 상당수를 차지할 전망이다. 사업경쟁력 측면에서 대형사보다는 지방 거점 중소형사가 유리하다.

특화된 공종을 보유한 건설사가 오래 살아남는다!

지방분권과 지역균형발전을 위한 가장 쉬운 방법 중 하나는 교통 인프라 확충이다. 도시재생 뉴딜과도 연계돼 도로, 철도, 공항 등 인프라 발주가 크게 증가할 것으로 전망되며, 특히 민자 SOC 시장의 활성화가 기대된다. 일반적으로 도로와 철도는 진입장벽이 낮다. 반면 공항은 과거 사업경험이 굉장히 중요하며, 상대적으로 진입장벽이 높은 공종이다. 지방분권과 지역균형발전과 맞물려 지방 소규모 공항을 비롯해 제주 신공항, 김해 신공항 등 대형 공항 발주 역시 차질없이 진행될 전망이다. 공항 건설 super-cycle이 오고 있다.

신재생에너지 비중 확대, 건설업종 키워드는 풍력발전, 에너지절감, 원전해체

새 정부의 신재생에너지 관련 대표적안 공약은 1) 원전 중심의 발전 정책을 폐기하고, 2) 석탄화력발전을 감축하고 천연가스발전의 비중을 확대하며, 3) 신재생에너지 전력량을 2030년 20%로 확대 등이다. 신기후체제에 적응하기 위해 큰 틀에서 에너지정책의 방향을 조정해야 한다는 것은 시대적 과제임은 분명해 보인다. 하지만 발전시설 설치 장소, 전기요금 인상 및 안정적 공급 문제 등 신재생에너지 비중을 높이는데 어려움이 많다. 목표 달성을 위해서는 관련 설비 증설이 불가피하다. 환경문제, 해당 지역 주민과의 갈등 등 해결해야 할 문제가 산적해 있어, **5개의 풍력발전사업허가 사업지를 보유 중인 SK디앤디**의 수혜가 전망된다. 또한 원전과 석탄발전 대비 신재생에너지 발전의 생산단가는 3배 정도 높은 수준이다. 따라서 신재생에너지 비중이 늘면 전기 요금이 인상될 수 밖에 없다. 따라서 **에너지절감에 대한 중요도가 높아지면서 시장 수요가 폭발적으로 성장할 가능성이 높아 스마트홈과 스마트빌딩을 핵심 성장동력으로 보유한 아이콘트롤스**를 주목할 만하다. 마지막으로 19일 고리원전 1호기가 영구정지됐다. **원전해체 시장이 열리고 있다. 선진사 제휴 및 자체 역량강화로 원전해체 사업 경쟁력을 키워가고 있는 현대건설**에 수혜가 예상된다.

디벨로퍼의 황금기 도래 전망!

새 정부의 핵심 정책 중 하나는 매년 10조원대 규모의 '도시재생 뉴딜정책'이다. 서울시 역시 '서울시 생활권계획'을 통해 서울시의 상업지 134만㎡를 추가 지정해 소외, 낙후지역을 중심으로 투자 및 개발사업을 활성화하겠다고 발표했다. '서울시 생활권계획'은 상업지역 내 비주거 의무비율 완화와 주거용적률 400% 일괄 허용을 골자로 한 조례 개정을 연내 추진하겠다는 계획이다. 용적률이 800%로 주거 비율은 80%로 확대될 예정이다. 이는 새 정부의 '도시재생 뉴딜' 정책과도 시너지가 발생할 전망이다. 이는 복합개발에 대한 니즈가 폭발적으로 성장할 것으로 전망되며, 지방 거점 중소형사와 연계해 디벨로퍼의 역할이 중요해질 전망이다. 해외 사례에서도 살펴볼 수 있듯이 디벨로퍼의 황금기가 찾아올 것으로 판단된다.

>>> 하반기부터 시작되는 모멘텀, 조정 시마다 매수로 대응

Top picks 현대산업, 현대건설

건설업종의 매력은 1) 우려보다 양호한 흐름을 보이는 신규 분양시장, 2) 큰 차질 없이 진행 중인 해외 신규수주, 3) 산유국의 투자 확대 사이클로 올해보다 내년이 더 좋을 것으로 전망되는 해외 발주 시장 여건, 4) 새 정부의 정책과의 시너지 기대 등이다. 해외 수주 부진으로 최근 건설업종 주가는 부진하지만, 하반기부터는 해외 신규수주 실체와 함께 실적이 뒷받침되면서 주가를 견인할 것으로 전망된다. 그 실체는 내년에 더욱 강력해질 전망이다. 주택부문의 경우에는 19일 발표된 정부의 부동산 정책과 앞으로 추가적인 규제책이 발표될 가능성 등으로 주가 조정의 빌미가 될 가능성이 있다, 하지만 최근 정부의 정책은 대형사에게 유리한 국면을 제공해 주고 있다. 올해까지 신규 분양시장은 양호할 것으로 판단되기 때문에 2020년까지는 실적이 보장된다. 이후 주택이 벌어준 3년 동안 해외 수주와 민자SOC 시장에서 주택부문의 매출 공백을 충분히 커버 가능할 것으로 전망한다. 주가 조정 시마다 매수 기회라는 판단이다.

최선호주로는 1) 높은 실적 안정성과 주택과 해외, 인프라 모든 분야에서 강점을 보유한 '현대건설'과 2) 주택부문 이익 가시성이 높고, 민자 SOC 확대, 본격적인 종합디벨로퍼로 발돋움하고 있는 '현대산업'을 유지한다.

차선호주 대우건설, 바스켓 투자도 좋은 선택, 지방 거점 중소형사에 관심을!

1) 작년 4분기 빅배스 이후 실적 개선이 확실시 되며, 2) 기대 이상의 해외 수주 잠재력을 보유하고 있고, 3) 매각 모멘텀(매수자로 사우디 아람코 부각)을 보유한 대우건설을 차선호주로 유지한다. 상반기까지 현안 PJT 준공이 마무리 될 것으로 전망되며, 상반기 가장 많은 분양물량을 안정적으로 공급하고 있는 'GS건설'도 주목해야 한다. 또한 가장 강력한 이란 모멘텀을 보유하고 있고, 유화 및 연결자회사들로 안정적인 사업 포트폴리오를 구축하고 있는 대림산업도 중장기적으로 긍정적이다. 결론적으로 건설업종 전반적으로 펀더멘털이 개선되고 있다고 전망하며, 바스켓 투자로 좋은 선택이라는 판단이다.

추가적으로 J노믹스 5년을 바라보면 지방 거점 중소형사와 디벨로퍼에 관심을 가질 필요성이 있다. 새 정부에서는 행정수도 위상 강화, 도시재생, 지방분권과 지역균형발전을 상당히 강조하고 있다. 기본적으로 도시재생은 지방정부와 정부공공기관과의 협력이 상당히 중요할 것으로 예상된다. 이런 관점에서 보면 지방에 거점을 두고 있는 건설사들에게 상당히 유리하다. 기본적으로 소규모 마을 단위 재생사업이 상당수를 차지할 전망으로, 사업경쟁력 측면에서도 대형사보다는 지방 거점 중소형사가 유리하다.

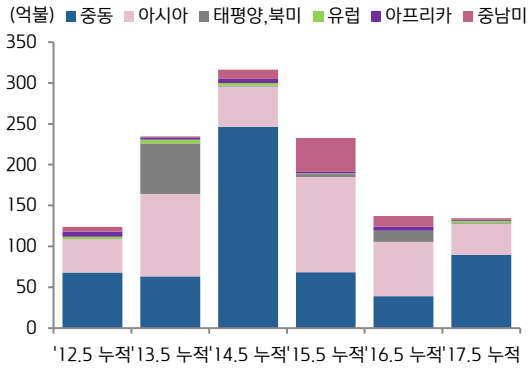
II. 해외 시장 전망

>>> 하반기에는 기대해도 좋을 해외 수주

상반기 해외 수주 부진은 예상된 상황

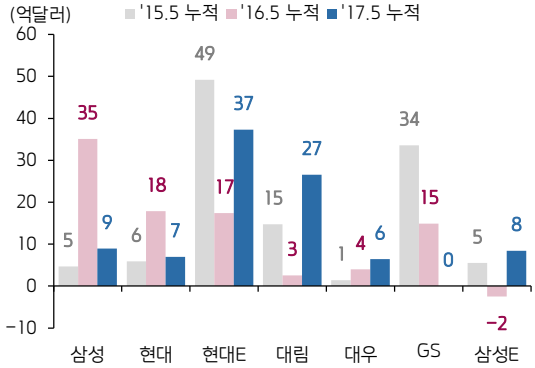
5월 누적 기준으로 해외 수주는 134억 달러로 전년 대비 2.0% 감소한 수준이다. 시장 기대보다 상반기 해외 수주 모멘텀은 약했지만, 하반기부터는 기대해 볼만하다. 연초 이후 전년 대비 감소폭이 줄어들고 있고, 하반기에는 3년 만에 전년 대비 성장세로 돌아설 것으로 전망된다. 6월 9일 기준으로 드디어 전년 대비 8.8% 성장한 수치를 기록했다. 실제로 주요 대형 건설사들의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있다. 상반기에는 이란에서 수주를 인식한 현대엔지니어링과 대림산업의 성장세가 두드러졌다. 하반기부터는 주요 건설사들 모두 다양한 지역, 다양한 공종에서 신규 수주가 가능할 것으로 판단된다.

해외 신규 수주 금액: 전년 대비 2% 감소 (5월 누적)



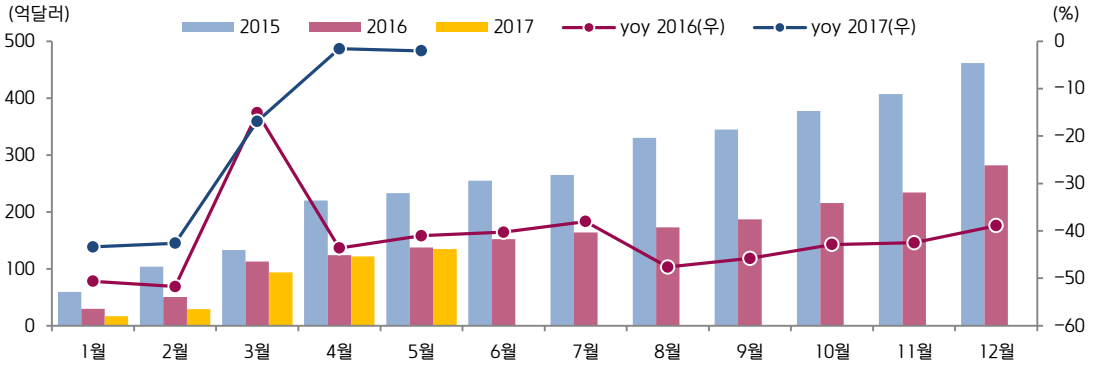
자료: 해외건설협회, 키움증권

국내 주요 건설사 해외 신규 수주 추이 (5월 누적)



자료: 해외건설협회, 키움증권

월별 해외 신규 수주 추이



자료: 해외건설협회, 키움증권

동트기 시작한 해외 발주시장

당사의 경우 MEED를 구독하지 않기 때문에 정확한 숫자를 제시할 수 없지만, 중동을 비롯한 글로벌 발주 물량은 지역과 공종 모두 작년 대비 증가하고 있는 상황이다. 중동 플랜트 발주만 보더라도 전년 대비 70% 가까이 성장할 전망이다. 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 작년 대비 2배 이상 증가한 수준으로 파악된다. 특히, 최근 중동에서 다운스트림분야에 대한 투자가 검토 중이며, 내년 이후부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 이러한 요인들을 종합해보면 올해는 물론 내년 이후에도 해외 발주 시장의 전망은 밝다. 상반기 부진한 해외 신규 수주는 이미 예견된 상황이다. 성급하게 실망할 필요는 없다고 판단된다. 입찰 후 본계약까지 시간이 걸리는 점을 감안하면 하반기부터 해회 신규 수주를 기대해 볼 만 하다. 실제로 주요 대형 건설사들의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있다. 현재 각 건설사별로 추진 중인 주요 프로젝트 중에서 지연되거나 취소되는 등 차질이 발생하고 있는 프로젝트 역시 아직 없는 것으로 파악된다.

'A건설사'의 실제 해외 수주 입찰 사례

	2016	2017	yoy
금액(억 달러)	207	485	134.3%
건수	50	107	114.0%

자료: 키움증권

올해 기대되는 대형 프로젝트들은 차근차근 진행 중

올해 가장 기대되는 대형 프로젝트트로는 '바레인 밥코 정유(50억불)'와 '오만 두쿰 정유(60억불)', 이란發 프로젝트가 있다. '바레인 밥코 정유(50억불)'와 '오만 두쿰 정유(60억불)'은 예정보다 다소 지연되고 있는 것으로 파악된다. 바레인 밥코 정유의 경우 라마단 이후 결과가 발표될 것으로 예상된다. Commercial 부문에서는 삼성엔지니어링 컨소시엄의 우세, Technical 부문에서는 현대건설 컨소시엄과 GS건설 컨소시엄이 우세한 것으로 파악되고 있다. 오만 두쿰의 경우 30억불 규모의 패키지1(프로세스)은 대우건설 컨소시엄이, 30억불 규모의 패키지2(동력 및 간접시설)는 삼성엔지니어링 컨소시엄의 수주가 유력한 것으로 파악된다. 다만, 오만의 낮은 신용등급으로 인해 금융조달이 늦어져 계약은 9월 이후에 체결될 것으로 전망된다. 국제신용평가사 S&P는 5월 중순에 오만의 국가신용등급을 '정크' 수준으로 하향조정했다.

올해 기대되는 대형 해외 수주 프로젝트 진행 현황

국가	프로젝트	규모	컨소시엄	진행현황
오만	두쿰 정유	패키지 1: 30 억불 (Oil processing)	페트로팩/삼성엔지니어링/치요다	
			테크니카스 리유니다스/대우건설	**수주 유력**
			JGC/ GS 건설/사이펨	
			CB&I/CTCI	
		패키지 2: 30 억불 (Facilities, utilities tankage & buildings)	JGC/GS 건설/사이펨	
			페트로팩/삼성엔지니어링	**수주 유력**
			테크니카스 리유니다스/대우건설	
			CB&I/CTCI	
			현대건설/현대엔지니어링	
		패키지 3: 10 억불 (Offsite facilities)	테크니카스 리유니다스/대우건설	
			페트로팩/삼성엔지니어링	
			사이펨	**수주 유력**
			로타리엔지니어링, 켄츠	
바레인	밥코 시트라 정유 (리뱀핑+증설)	50억불	현대건설+대우건설+플루어	* 최초 EPC는 JGC가 수행 * 우세 전망 - technical: GS건설, 현대건설 - commercel: 삼성엔지니어링
			GS 건설+JGC	
			삼성엔지니어링+테크닙	
			CB&I+페트로팩+미쓰이	

자료: 키움증권

하반기에 쏠린 해외 수주 모멘텀

건설사	상반기		하반기
현대건설 현대 ENG	수주	* 현대건설(16%)+현대엔지니어링(84%) 이란 사우스파12 2단계 정유 3.8조원 * 현대건설(15%)+현대엔지니어링(85%) 말레이시아 말라카 가스복합화력발전소 9.2억불	* 에콰도르 정유 30억불 * 이란 제논 정유시설 28억불(대우건설 컨소시엄), 병원 4억불 * 우즈베키스탄 석유화학 20억불 * 투르크메니스탄 비료공장 10.7억불 * 베네수엘라 정유공장(신규) 18억불 * 바레인 정유공장 13.2억불 * 사우디 송변전 8억불, 가스시설 6억불 * 오만 마라픽의 두쿰 발전소 및 담수공장 7억불 * 싱가폴 매립 7억불 * 파나마 교량 6억불 * 방글라데시 석탄화력발전 4억불 * 쿠웨이트 가스복합화력발전 1.2억불
	수주 예정	* 2Q: 사우디 킹살만 조선소 - 준설매립 5억불 - 드라이독 3억불	
GS 건설	수주	* 보츠와나 6.5억불 잔고인식	* 가봉 정유 15억불 * 태국 정유플랜트 납사 크래킹 10억불 * 싱가폴 매립 7억불 * 인도네시아, 베트남 등 플랜트 및 인프라 수의계약 다수 입찰
	수주 예정	* RRE 화재복구 공정 10억불 * 투르크매니스탄 리파이너리 3억불	
대우건설	수주		* 사우디 신도시 * 오만 두쿰 정유 패키지1(30억불) 수주 유력 * 이란 제논 정유시설 28억불(현대건설 컨소시엄) * 러시아 가스플랜트(컨소시엄) * 오만 마라픽의 두쿰 발전소 및 담수공장 7억불(하이플럭스 컨소) * 베트남 발전플랜트 * 나이지리아 정유화학플랜트 * 보츠와나 발전플랜트
	수주 예정		
대림산업	수주	* 이란 이스파한 정유 본계약 2.2조원 * 터키 차나칼레 현수교 3.2조원 (대림 지분 25% 감안 시 0.8조원)	* 이란 기존 MOU 3건(박티아리댐, 플랜트2건) + 신규 1건 * 필리핀 정유플랜트 * 싱가폴 항만 * 말레이시아 발전플랜트 * 인도네시아, 베트남 등 입찰
	수주 예정		

자료: 각 사, 키움증권

건설사별 지연중인 주요 해외 수주 현황

업체	국가	프로젝트	규모	내용
현대건설	에콰도르	정유플랜트	현대건설 30억불(25%) + 현대 ENG 6억불(5%) + 중국업체	* 총 130억불 규모, 중국 자금으로 파이낸싱 완료, 나머지 지분은 중국업체들 * 중국 쪽 금융 확정 보류로 지연 중 - 발주처 입장: 금융 확정되면 바로 LOA 발급 - 중국: 컨소시엄 변동, 한국 업체 일정부분 금융 부담 등 조건 협의 중 * 하반기 수주 목표, 올해 2월 에콰도르 대통령선거 실시 * 4월 2차 대통령 선거 예정, 발주처는 11월 착공 목표 - 현재 동사의 수주 가이던스에는 미포함
GS 건설 삼성 ENG	UAE	POC 정유	25억불	* 최초 약 30억불 규모였으나, 25억불로 가격 재산정 - 환율 등의 영향에 따라 상업입찰만 재입찰 - 기술입찰은 재입찰이 없었음, work scope 은 그대로 진행 * LOA 와 본계약이 올해 3월로 예정됐지만, RRE 공장 화재로 지연 중
대림산업	이란	Esfahan Refinery Upgrading 외 4건	각 2~3조원 수준 전망	* 16.12.29 이란 Esfahan Refinery Upgrading pjt 낙찰통지서(LOA) 접수 - 17.3.15 본계약 체결, 기존 중지된 사업을 확장한 케이스 * 파이낸싱 구조: 일반적으로 이란發 프로젝트에서는 펀딩갭이 존재 - 자국 ECA 자금 60~65% + 이란 정부(발주처) 지분투자 15% = 75~80% - 20~25%의 펀딩갭: 제3국 ECA 자금이나 글로벌 상사 자금 수혈로 해결 - 이번 프로젝트의 경우 자국정부 ECA 자금 85% 수혈로 펀딩갭 제거 * 향후 4건 정도 추가 수주 가능(박티아리댐+플랜트 2건+신규 1건)
대우건설	사우디	신도시	191억불	* 대우건설+한화건설+SAPAC(사우디 현지 업체) 컨소시엄 * 연말 본계약 목표(현재 마스터플랜, 추가적인 사업성 분석 진행 중)

자료: 각 사, 키움증권

>>> 이란發 프로젝트, 불확실성은 줄어드는 국면

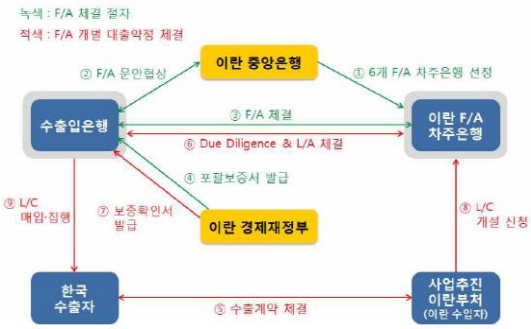
파이낸싱이 동반된 수의계약의 형태로 마진 확보 유리

이란發 프로젝트는 1분기에 1) 대림산업이 2.3조원 규모의 이스파한 정유시설에 대한 본계약을 체결했으며, 2) 현대건설과 현대엔지니어링이 3.8조원 규모의 사우스파 12 2단계를 수주했다. 이란發 프로젝트의 경우 'EPC+F(금융조달)' 방식으로 파이낸싱이 동반된 수의계약의 형태이기 때문에 상대적으로 마진 확보는 유리할 전망이다. 다만, 1) 금융조달 프로젝트의 경우 통상 수주 후 착공까지는 최소 8개월 이상 걸릴 것으로 예상되며, 2) 핵합의 파기(스냅백)에 대한 우려도 존재하고 있다. 긍정적인 부분은 중도·개혁 성향의 하산 로하니 이란 대통령이 연임에 성공하면서 핵합의 등 개방 정책에 대한 국민적 지지가 확인됐다는 점이다. 따라서 이란은 기존 '개방 드라이브'를 이어갈 것으로 전망되며, 이란發 추가 수주에 긍정적이라는 판단이다. 본계약 프로젝트들의 사업진행도 원활하게 이뤄질 것으로 예상된다. 미국과의 관계가 조금이나마 진전되는 모습이 보인다면 수주는 생각보다 빠르게 진행될 가능성이 높다.

EPC + F(금융조달) 방식으로, 수주 확보의 핵심은 'F'

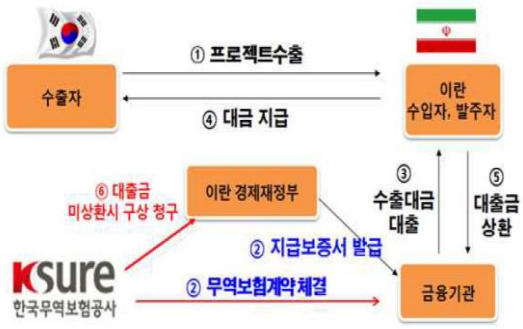
오랜기간 경제제재와 저유가로 인한 재원부족으로 이란發 프로젝트는 대부분 'EPC+금융조달' 방식의 '수의계약' 형태로 발주가 될 것으로 예상된다. 실제 대림산업이 수주한 이스파한 정유시설과 현대건설/현대엔지니어링이 수주한 사우스파 12 2단계 모두 'EPC+금융조달' 방식이다. 일반적으로 이란發 프로젝트에서는 파이낸싱 구조상 펀딩갭이 존재하게 된다. 건설사 자국 ECA 자금 60~65%와 이란 정부(발주처)의 지분투자 15%가 일반적인 구조로 보통 20~25%의 펀딩갭이 존재하게 된다. 이는 주로 제3국의 ECA나 글로벌 상사 및 상업은행의 자금 수혈로 해결하는 게 일반적이다. 하지만 이번에 수주한 2개의 프로젝트는 건설사 자국정부 ECA 자금으로 85%를 충당해 펀딩갭을 제거했다. OECD가이드라인에 의거 ECA의 금융지원 한도는 총 소요자금의 85%로 제한된다. 국내에서는 한국 EPC 업체의 금융지원을 위해 작년 6월 1) 수출입은행의 150억불 금융지원(수출금융 기본여신약정(F/A, Framework Agreement) 90억불)과 2) 무역보험공사의 60억불 무역보험 지원(금융협력약정 56억불) 등 '對이란 금융패키지'를 마련했다. 통상 'EPC+금융조달' 방식에서는 파이낸싱 완료까지 8개월 정도 걸리는 것으로 파악된다. 파이낸싱 구조는 결정이 됐기 때문에 연말 정도에는 금융조달이 마무리되고 착공이 가능할 전망이다.

수출입은행 F/A 활용 금융지원 구조도



주: 수출금융 기본여신약정(F/A): 이란 경제재정부 지급보증을 바탕으로 이란 상업은행과 기본여신약정 체결
자료: 수출입은행, 키움증권

이란 사업수주 및 무역보험 관련 흐름도



주: 무역보험공사는 금융협력약정: 이란 경제재정부와 함께 對이란 사업관련 수주를 위해 금융협력각서(MOC) 체결('16.5.2)
자료: 수출입은행, 키움증권

로하니 대통령 연임으로 '개방 드라이브' 지속 전망

지난 5월 중도·개혁 성향의 하산 로하니 이란 대통령이 대선에서 연임에 성공하면서 기존 '개방 드라이브'를 이어갈 것으로 전망된다. 핵합의 등 개방 정책에 대한 국민적 지지가 확인됐다는 점에서 의미가 있으며, 대림산업과 현대건설/현대엔지니어링이 수주한 프로젝트들이 탄력을 받을 것으로 전망된다. 특히 대림산업의 경우 로하니 대통령의 연임으로 1) Esfahan Refinery 프로젝트의 설계 등 Early work이 진행될 가능성이 높아졌고, 2) 하반기 박티아리 댐과 석유화학 플랜트 2건, 기존 MOU 프로젝트가 아닌 신규 프로젝트 1건까지 총 4건의 프로젝트가 추가적으로 수주될 가능성이 높아졌다.

제12대 이란 대선 개표결과(총 투표수 41,220,131표, 총 투표율 73%)

후보	득표율	성향
하산 로하니	57.1%	중도·개혁
에브라힘 라이시	38.3%	강경 보수
모스타파 어거미르살림	1.2%	보수
모스타파 하셰미타바	0.5%	개혁

자료: 이란 내무부, 키움증권

이란 정부 중점 추진 사업 방향

구분	대상사업	발주형태	특징
오일&가스	유전 개발 관련 사업 우선 / 기존 진행공사 우선	EPC + 금융	생산물 판매권 계약(Products Off-Take Agreement)를 담보로 제공
석유화학 프로젝트	신규 석유화학 단지 / 민간 발주 석유화학 플랜트	EPC + 금융	NPC 규정 변경으로 정부보증 또는 NPC 보증 어려움으로 사업 추진에 제약이 있음
정유 프로젝트	정부 및 민간발주 증가	EPC (+ 금융)	EURO4 도입에 따른 신규 정유프로젝트 발주 증가로 일부 정부재원사업으로 진행
발전 플랜트	민간발전사업(IPP)으로 대부분 CCPP (Combined Cycle Power Plant)	투자 BOO (Build, Own, Operate)	투자 및 금융 요구 / ECA(Energy Conversion Agreement) 제공
도시(인프라)	고속철도, 메트로, HEPP	EPC + 금융 또는 BOT (Build, Operate, Transfer)	정부재원 부족으로 인프라의 경우 금융 요구
빌딩&주택	신도시 개발사업 / 대규모 주택단지 / 민간 부동산 개발사업	EPC + 금융 또는 투자 (투자개발형 사업)	민간사업의 경우 개발자 개념으로 접근 필요 (외국업체에 금융 또는 투자 요구)

자료: 언론 정리, 키움증권

중동 주요국의 인프라 수준

구분	도로	항공	항만	전기	종합
UAE	4.6	6.7	6.5	6.6	6.4
바레인	5.4	5.2	5.7	6.2	5.6
오만	6.0	5.1	5.2	6.3	5.4
카타르	5.0	6.0	5.4	6.5	5.4
사우디	5.3	5.1	5.0	6.2	5.2
쿠웨이트	4.6	3.8	3.9	5.0	4.3
이란	4.1	3.2	4.0	5.1	3.9
세계 평균	**4.0**	**4.4**	**4.1**	**4.5**	**4.2**

주: 7점 만점 기준
자료: WEF(2014-2015), 키움증권

Snap back은 가능할까?

로하니 이란 대통령의 연임 성공으로 이란發 프로젝트에 대한 불확실성은 한층 감소된 것은 분명하다. 하지만 트럼프 대통령 취임 이후 미국은 이란에 대해 적대정책을 펼치고 있어, 스냅백(핵합의 파기) 우려 등 성공적인 사업 수행이 가능할지에 대한 의구심은 여전하다. 반면 나토 정상회담과 G7 정상회담 등 트럼프 대통령이 보이는 유럽과의 대립각으로 미국과 유럽의 갈등은 고조되고 있으며, 이로 인해 이란과 유럽의 경제협력은 보다 강화되는 움직임을 보이고 있다. 미국이 이란을 공식적으로 다시 제재하기 위해 선택할 수 있는 2가지 방법이 공개됐는데, Snap back이 발동돼도 국제사회가 이란에 대한 제재에 동참하지 않고 오히려 이란과의 거래를 강화하는 경우도 가능하다는 분석도 나오고 있는 상황이다. 미국의 경우 현재까지는 정치적인 관계와 경제적인 관계에 있어서 다른 노선을 걷고 있는 것으로 파악된다. 실제 트럼프 대통령의 경우 이란을 비난하고 있지만, 지난달 핵합의인 포괄적공동행동계획(JCPOA)에 따라 미국 정부의 제재 면제(웨이버) 기한을 연장하는 행정명령에 서명을 했다. 향후 정치적인 역학 구도를 지속적으로 모니터링 할 필요가 있으며, 달러 거래 재개 등 자금흐름 창구를 통한 확신이 필요하다.

Snap back은 가능할까?

구분	방법 1	방법 2
절차	미국이 일방적으로 이란과 미국·유럽연합(EU)간 핵협정인 포괄적공동행동계획(JCPOA)을 폐기	이란을 제재할 새로운 이슈를 만들어 국제사회에 제기 ↓ UN안보리를 통해 이란제재 해제 지속여부를 표결 ↓ 미국이 이에 반대함으로써 제재해제 조치를 복원 (Snap back)
EU 반응	미국이 일방적으로 JCPOA를 파기하거나 새로운 명분의 제재를 통해 미국이 이란을 자극해 이란이 핵무기 개발을 다시 추진하도록 유발한다면 더 이상 미국이 요구하는 이란제재에 동참하지 않을 것이라 발표	
	트럼프 대통령 취임 이후 미국과 유럽의 갈등 고조로 Snap back이 발동돼도 국제사회가 이란에 대한 제재에 동참하지 않고 오히려 이란과의 거래를 강화하는 경우도 가능	

자료: KOTRA, 키움증권

미국의 대 이란제재 핵심은 달러 결제시스템 접속 금지조치

대림산업의 경우 기존 수주건 외 추가로 검토되는 수주건의 경우에는 펀딩갭이 존재해, 일반 상업금융을 통해 조달해야만 본계약 체결이 가능하다. 이외 국내 EPC 업체들 역시 이란發 수주를 위해서는 자국 ECA 자금 외 추가적으로 금융조달이 필요하다. 결국 시장참가자들에게 이란에서 발주된 사업들이 성공적으로 수행 가능할 것이라는 확신을 주고, 수주 건들이 MOU 단계에서 본계약으로 이어지기 위해서는 달러 결제시스템 구축이 필요하다는 판단이다.

① 이란과 유럽의 돈독해지는 경제협력 관계: 유로화 결제시스템 구축

미국의 대 이란제재 핵심은 이란은행들의 미국 금융시스템(달러 결제시스템) 접속 금지조치이다. 이러한 상황에서 이란항공이 프랑스 에어버스와 100대, 미국 보잉사와 80대, 프랑스 에어버스와 이탈리아 레오나르오의 합작사 ATR과 20대의 새 여객기를 구매·장기임대하는 계약을 맺은 점은 상당한 의미가 있다. 특히 지난 1월부터 3월까지 에어버스 3대, 5월에는 ATR 4대 등 모두 7대의 여객기가 성공적으로 이란에 인도됐다. 앞에서 언급한 것처럼 실제로 유럽과의 경제협력 관계가 돈독해지고 있으며, 유로화 결제시스템이 구축되었다는 걸 파악해 볼 수 있다. 또한 프랑스 에너지 기업 토탈도 로하니 이란 대통령이 연임되고, 트럼프 대통령이 웨이버 행정명령에 서명하자 20억 달러 규모의 가스전 개발 사업을 위한 투자 협상을 재개한 것으로 파악되고 있다. 이란 남부 걸프해역의 남부파르스 가스전 11공구 개발 사업으로 토탈(50.1%), 중국 CNCP(30%), 이란 국영석유사 자회사 페트로파르스(19.9%)가 합작 회사를 설립해 추진된다. 본계약은 이르면 이달 안으로 성사될 것으로 전망된다. 본 계약이 성사될 경우 이란 제재 해제 이후 대형 에너지 회사가 이란에 진출하는 첫 사례이며, 20억 달러에 달하는 대규모 금액의 자금거래 방식도 중요한 포인트다.

② 달러 거래 재개는 가능한가?

기본적으로 항공기금융(은행차입)이 없이는 항공기 판매가 어렵기 때문에, 보잉 항공기가 첫 인도될 예정인 내년 4월을 전후해서 달러 결제시스템 접속 금지조치가 해제될 가능성이 높다. 보잉 항공기를 정상적으로 이란에 인도하기 위해서는 미국 정부가 미국 상업 및 투자은행들의 항공기금융 참여 승인과 함께 이란은행들의 미국금융시스템 접속을 허용해야 하기 때문이다. 최근 미국 재무부에서 항공기 판매 허가 건에 대해 검토하겠다는 입장을 표명했지만, 1) 미국인들의 일자리 18,000개가 달린 거래이며, 2) 원유 판매에 있어서 제1 기축통화로서의 달러 지위를 유지해야 할 필요성이 있고, 3) 보잉사의 항공기 판매가 불허될 경우 경쟁사인 에어버스 등에 물량을 뺏기게 된다는 점 등을 감안해보면 내년 상반기에는 달러 거래 재개를 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

이란 항공기구매 계약체결 현황 (2017.2.16)

구분	보잉	에어버스	ATR	합계
계약대수	80대	100대	20대	220대
계약가격	166억 달러	100억 달러	4억 달러	270억 달러
자금조달	보잉 15대, 이란 65대	에어버스 18대, 이란 82대 15% 현금, 85% 해외차입 비용의 80%는 에어버스와 유럽은행에서 조달	협상 중	판매측 20%, 구매측 80%
최초 인도	2018년 4월 예정 2018년 중 7대 인도 예정	2017년 1월 13일(완료) 2017년말까지 4대 추가 인 2017년 3월도 예정		
이란항공 측 구입 결제 방안	- 결재구조: 현금결제(15%) 및 해외차입(85%) - 항공기 인도전 선지급금: 10억 달러 · 조달구조: 3억3000만 달러(국가개발펀드), 1억2000만 달러(수쿠크), 5억 달러(해외리스사)			

자료: 언론 정리, 키움증권

이란에서 수주 추진 중인 주요 사업 현황

건설사	분야	프로젝트	규모	추진단계
대림 산업	철도/도로 /물관리	이스파한-아와즈 철도	53억 달러	EPC 가계약, 541km의 철도 건설 및 차량 사업
		베헤쉬트 아바드 댐 및 도수로 사업	27억 달러	GA(정부계약), 저수댐(길이 178m) 및 도수로 등 총 539km 건설
	석유/가스 /석유화학	사우스파 LNG(액화천연가스) 플랜트	35억달러	중단 프로젝트 협상 재개
		이스파한 정유시설 개선 사업 재개	2.23조원	17년 3월 본계약 체결
		NGL-2300 건설	9억 달러	MOA, 천연가스 정제시설
		아살루에 폴리프로필렌(PP) 공장 건설 사업	5억 달러	MOA
	발전	박티아리 수력발전 댐(1,000MW)	19억 달러	EPC 가계약, 높이 275m, 길이 509m의 대형 콘크리트 아치 댐
	의료	타브리즈 병원	780병상	MOU
대림 에너지	발전	바프 가스복합 발전소	4억 달러	HOA, 국내 건설사와 전력 공기업이 건설과 운영, 투자 전 과정에 참여하는 개발형 사업으로 추진중
대우 건설	철도/도로 /물관리	테헤란-쇼말 Lot III 고속도로	15억 달러	MOU
GS 건설	석유/가스 /석유화학	사우스파스 11, 14단계 확장공사 협업	24억 달러	MOU 체결, 총 80억 달러 중 GS건설 24억 달러, 사우스파스 11단계는 40억달러 규모 해상 유전 개발과 육상 LNG 액화 플랜트시설 공사, GS건설과 IDRO는 설계, 구매, 시공, 시운전까지 일괄 도급 방식으로 공동 개발을 추진, GS건설은 주로 육상부문 담당, 사우스파스 14단계는 40억달러 규모 가스 플랜트로 현재 IDRO가 주 계약자로 수행 중,

				GS건설은 주로 마무리 공정 담당 예정
		사우스파 가스 플랜트 6~8단계 탈황 및 유황 회수설비 공사	14억 달러	중단 프로젝트 재발주 기대
	의료	파디스 병원	500병상	MOU
현대 건설	석유/가스 /석유화학	비드 볼란드 II 가스 정제시설	30억 달러	MOU
	발전	네이자르 가스복합 발전소	5억 달러	HOA, 국내 건설사와 전력 공기업이 건설과 운영, 투자 전 과정에 참여하는 개발형 사업으로 추진중
	기타	항만 사업 시공 및 장비 조달	-	MOA
현대건설, 대우건설	석유/가스 /석유화학	바흐만 제노 정유시설 1단계	20억 달러	MOU, 2단계 확대 추진시 +80억 달러, EPC+금융조달, 이란 규정으로 현지 업체 추가해 사업 추진 예정
현대건설, 포스코대우	의료	시라즈의과대학 나마지 병원	5억 달러	MOU, 1,200병상
현대건설, 현대로템	철도/도로 /물관리	차바하르 - 자헤단 철도	17억 달러	MOU 체결 직전 발주처에서 사업 조건 등의 변경을 요청, 추가 검토가 필요해 체결 순연
		미아네즈-타브리즈 철도	6억 달러	MOU 체결 직전 발주처에서 사업 조건 등의 변경을 요청, 추가 검토가 필요해 체결 순연
현대 ENG	석유/가스 /석유화학	사우스파 가스 플랜트 12단계 확장 II 사업	3.8조원	17년 3월 본계약 체결, 에탄가스를 처리하여 폴리에틸렌, 액화에틸렌 등을 생산 - 현대건설 0.6조원, 현대ENG 3.2조원
	발전	잔잔 가스복합 발전소	5억 달러	HOA, 국내 건설사와 전력 공기업이 건설과 운영, 투자 전 과정에 참여하는 개발형 사업으로 추진중
		반다르 아바스 1단계 가스복합발전소	4억 달러	MOU
		솔타니에 가스복합 발전소	3억 달러	MOU
삼성물산	의료	사리 병원	1,000병상	MOU
		샤히드 라자이 병원	1,200병상	MOU
SK건설	발전	가스복합화력발전 IPP	34억 유로	17년 3월 UNIT 인터내셔널 에너지 주식 30% 인수 - UNIT 인터내셔널 에너지는 17년 1월 이란 가스복합화력 민자발전사업권 확보 - 이란 국영전력회사인 TPPH와 발전소에서 생산한 전력에 대한 전력구매계약도 완료 - 이란 내 5개 지역에 5기의 가스복합화력발전소 건설·운영, 총 발전용량 5000MW - SK건설은 발전소 공사 및 운영에 참여
희림	기타	라프라티사의 후속 프로젝트 건축설계·CM	600만 달러	MOU
한국가스 공사	석유/가스 /석유화학	이란-오만 해저 파이프라인	15억 달러	MOU
두산중공업	발전	모크란 담수·발전 플랜트	6억 달러	주요 계약 조건 협상단계
수자원공사	발전	카룬 II 수력발전	5억 달러	MOU
KRC	발전	아라드코 매립장 복원 및 발전 사업	1억 달러	MOA, 전체 프로젝트 12억달러 규모 중 1단계
현대로템	철도/도로 /물관리	디젤 철도차량 150량 공급	2.6억 달러	MOA

자료: 언론 정리, 키움증권

III. 국내 주택시장 전망

>>> 신규 분양시장 전망

우려 대비 양호한 청약률, 대형사에 유리한 국면 지속 전망

현재까지 분양된 주요 건설사들의 청약률을 보면 2015~2016년에 버금가는 호황기 수준까지는 아니더라도 양호한 흐름을 보여주고 있다. 사실 우려한대로 청약률은 지난 2년 대비 하락하고 있다. 다만, 이는 1) 청약제도 강화로 예상된 상황이며, 2) 투기수요가 제거되면서 실수요자에게 좋은 기회가 될 뿐만 아니라, 3) 청약통장을 보다 신중하게 사용하면서 인기 지역, 인기 브랜드 아파트로 쏠림 현상이 나타나 대형사에게 유리한 측면이 지속될 수 있다.

실제로 서울/수도권 위주로 분양하는 대형사의 경우 예상보다 양호한 신규 분양 실적을 기록하고 있다. 반면 브랜드 및 입지가 상대적으로 약한 단지에서는 청약 마감에 실패하고 있다. 이는 부동산 대책 이후 실수요자 위주로 분양 시장이 재편되면서 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 양극화 현상이 심화되고 있는 것으로 파악된다. 결론적으로 1) 브랜드 선호도를 구축하고 있으며, 2) 재건축/재개발에 우위가 있고, 3) 토지경쟁력을 갖고 있으며, 4) 집단대출 규제에 대비해 현금 보유력이 우수하고, 5) 신용등급이 높은 건설사에 유리하다. 즉, 대형사에 유리한 국면이 올해 내내 지속될 것으로 판단된다.

대형 건설사 주택부문 실적 및 계획

구분		현대산업	현대건설	GS 건설	대우건설	대림산업
2016	분양실적	18,000	16,000	27,791	30,042	23,178
	분양률	99%	90%	95%	90%	91%
	공종별					
	자체	36%	18%	8%	8%	
	재정비	56%	30%	21%	21%	
	일반도급	8%	52%	71%	71%	
	지역별					
	서울	70%	30%	15%	10%	
	수도권		50%	60%	62%	
	지방	30%	20%	25%	28%	
2017	분양계획	23,004	12,000	26,000	27,312	18,456
	공종별					
	자체	26%	38%	3%	10%	0%
	재정비	44%	60%	40%	29%	60%
	일반도급	30%	3%	58%	61%	40%
	지역별					
	서울	70%	45%	23%	4%	
	수도권		25%	49%	64%	
	지방	30%	30%	28%	32%	
1Q17 미착공	총PF	0	9,470	21,161	11,000	7,360
	미착공PF	0	0	7,693	366(노들역)	6,610
	장기미착공PF	0		4,903		
CAPEX(택지매입)	2016	3,000	4,000	4,000		
	2017	3,000	4,400	4,000		

주1: 2분기 실적발표 이후 최종 집계에 결과에 따라 수치는 변동 가능
주2: GS건설 CAPEX는 기존 택지매입 할부 건
자료: 각 사, 키움증권

마진 훼손 시그널은 아직 찾기 힘들어

실제 분양 결과를 보면 GS건설의 '오산시티자이 2차', '흥덕파크자이'와 대림산업의 'e편한세상 영종하늘도시 2차', 'e편한세상 양주신도시3차', 대우건설의 '평택 비전 레이크 푸르지오' 단지의 결과가 상당히 좋지 않다. 공교롭게도 2월 대비 3월에 분양한 현장들의 청약률이 저조한데, 3월이 되면서 주택시장의 흐름에 변화가 발생하고 있다기보다는 입지적인 문제로 파악된다. 실제 4월 이후 대형사 기준 분양 실적은 대부분 전타입 1순위 청약 마감을 기록했으며, 최소 전타입 순위내 청약 마감을 기록하고 있는 상황이다.

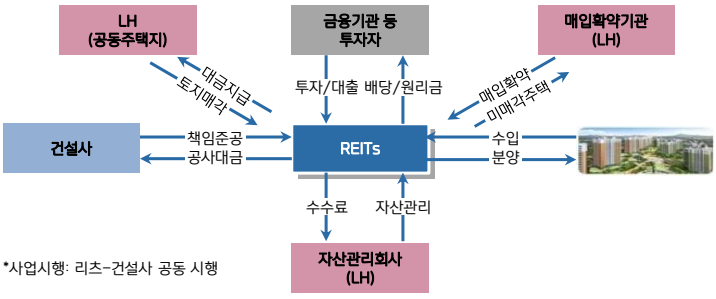
수익성 측면에서 바라보면 '오산시티자이 2차'의 경우 미착공PF 현장으로 리스크가 감지되지만, 15년에 분양한 1차는 완판된 상황으로 향후 추이를 지켜볼 필요성이 있다. '흥덕파크자이'는 지역주택조합아파트로 75%가 조합원 물량이다. 'e편한세상 영종하늘도시2차'와 'e편한세상 양주신도시3차'의 경우 주택개발리츠 사업으로 리스크가 헷지되어 있어 저조한 분양률이 손실로 이어지지는 않을 전망이다. 평택 고덕국제신도시에 높은 프리미엄이 형성되면서 주변 미분양 현장인 '평택 비전 레이크 푸르지오'도 최근 미분양 물량이 꾸준히 해소되고 있는 것으로 파악되고 있다.

대선 이후 분양물량이 집중되어 있고, 6월에는 대선에 따른 불확실성 해소로 올해 분양계획 물량 중 가장 많은 5.7만호가 분양에 돌입할 예정이었으나, 규제에 대한 불확실성이 불거지면서 6월 분양 물량 예상치는 3.9만호로 크게 감소했고 7월(5.1만호 예정)로 이연 됐다. 아직까지는 신규 분양시장의 경우 예상보다 양호한 흐름을 보여주고 있다. 건설사들의 주택 마진이 훼손되고 있다는 시그널을 찾기는 힘들다는 판단이다. 다만, 1) 첫 번째 변곡점이 될 7월 LTV, DTI 연장 여부와 8월로 예정된 종합가계부채 대책, 2) 두 번째 변곡점이면서 새 정부 5년간의 부동산에 대한 스탠스를 파악해 볼 수 있는 올해 말 일몰되는 재건축초과이익 환수법 유예에 대한 정책적 판단과 추가적인 부동산 대책에 대한 모니터링은 지속적으로 필요하다.

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	2	오산시티자이2차	수도권	1,090	1,088	0.13:1	청약 미달(순위내 0.23:1)
GS건설	3	흥덕파크자이	지방	2,529	635	0.10:1	청약 미달(순위내 0.10:1)
대림산업	2	e편한세상 영종하늘도시2차	수도권	1,520	1,515	0.11:1	청약 미달(순위내 0.38:1)
대림산업	3	e편한세상 양주신도시3차	수도권	1,566	1,548	0.23:1	청약 미달(순위내 1.06:1)
대우건설	3	평택 비전 레이크 푸르지오	수도권	621	617	0.51:1	청약 미달(순위내 1.28:1)

자료: APT2you, 각 사, 키움증권

주택개발리츠 구조



자료: LH, 키움증권

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	1	방배아트자이	서울	353	85	9.84:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	1	율하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
GS건설	2	서청주파크자이	지방	1,495	1,452	3.08:1	전 타입 순위내 청약 마감(3.16:1)
GS건설	2	복수센트럴자이	지방	1,102	834	2.79:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	자이더빌리지	수도권	525	525	32.71:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	오산시티자이2차	수도권	1,090	1,088	0.13:1	청약 미달(순위내 0.23:1)
GS건설	3	고덕신도시자연&자이	수도권	755	249	28.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	흥덕파크자이	지방	2,529	635	0.10:1	청약 미달(순위내 0.10:1)
GS건설	5	일광자이푸르지오	지방	1,547	812	14.56:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	5	한강메트로자이	수도권	4,029	3,226	7.14:1	전 타입 순위내 청약 마감(7.34:1)
GS건설	6	그랑시티자이 2차	수도권	2,872	1,051	9.43:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	6	DMC에코자이	서울	1,047			
GS건설	7	다산 진건	수도권	967			
GS건설	7	신반포센트럴자이	서울	757			
GS건설	7	신길센트럴자이	서울	1,008			
GS건설	9	신봉 1-2지구	수도권	789			
GS건설	9	수원 고등	수도권	4,076			
GS건설	10	광안자이	지방	971			
GS건설	11	안양소곡지구주택재개발사업	수도권	1,394			
GS건설	12	염리3구역주택재개발	서울	1,671			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대우건설	3	평택 비전 레이크 푸르지오	수도권	621	617	0.51:1	청약 미달(순위내 1.28:1)
대우건설	5	인천 논현 푸르지오	수도권	754	728	1.15:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.81:1)
대우건설	6	고덕 센트럴 푸르지오	서울	605			
대우건설	6	장성 푸르지오	지방	1,500			
대우건설	7	지축역 센트럴 푸르지오	수도권	852			
대우건설	7	상계역 센트럴 푸르지오	서울	810			
대우건설	7	밀양강 푸르지오	지방	523			
대우건설	8	서대신 6구역	지방	415			
대우건설	8	과천 주공 7-1단지	수도권	1,317			
대우건설	9	수원 영흥공원 민간개발	수도권	1,999			
대우건설	9	하남 감일지구	수도권	684			
대우건설	9	창원 교방	지방	844			
대우건설	9	화명 2구역	지방	841			
대우건설	9	일광지구 5,6BL	지방	619			
대우건설	9	의왕 장안지구 A1, A2블록	수도권	610			
대우건설	10	수원고등주환시	수도권	1,549			
	11	과천 지식정보타운	수도권	961			
대우건설	11	안양 호원초	수도권	823			

자료: APT2you, 대우건설, 키움증권

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
삼성물산	6	래미안 강남포레스트	서울	2,296			
삼성물산	11	가재울5	서울	997			
삼성물산	11	부산 온천2	지방	3,853			
삼성물산	12	신정2-1	서울	1,497			
삼성물산	12	송내1-2	수도권	832			
삼성물산	하반기	서초 우성1	서울	1,276			
삼성물산	2017	부산 거제2	지방	4,295			

자료: APT2you, 삼성물산, 키움증권

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대림산업	2	e편한세상 영종하늘도시2차	수도권	1,520	1,515	0.11:1	청약 미달(순위내 0.38:1)
삼호	2	다산신도시 자연& e편한세상 3차	수도권	1,394	823	4.76:1	전 타입 순위내 청약 마감(5.19:1)
대림산업	3	e편한세상 춘천 한숲시티	수도권	2,835	1,143	14.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 양주신도시3차	수도권	1,566	1,548	0.23:1	청약 미달(순위내 1.06:1)
대림산업	5	e편한세상 추동공원 2차	수도권	1,773	1,718	0.99:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.58:1)
대림산업	5	e편한세상 일광	지방	913	668	4.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	6	e편한세상 구리수택	수도권	733			
삼호	6	e편한세상 오션테라스	지방	미정			
삼호	7	e편한세상 신봉담	수도권	898			
삼호	8	e편한세상 동신	수도권	921			

자료: APT2you, 대림산업, 삼호, 키움증권

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대건설	1	율하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
현대건설	4	서초 주상복합	서울	800			
현대건설	6	힐스테이트 송도 더테라스	수도권	2,784			
현대건설	8	북아현 1-1	서울	1,226			
현대건설	8	고덕3단지 재건축	서울	4,066			
현대건설	9	신길9구역 재개발	서울	1,464			
현대건설	9	천안 동남구청사 도시재생	지방	451			
현대건설	10	하남감일지구	수도권	2,533			
현대건설	10	송도 6,8공구 A14BL	수도권	1,083			
현대건설	10	부산 연산3 재개발	지방	1,663			
현대건설	11	세종 6-4	지방	3,100			
현대건설	11	안양호원초주변지구 재개발	수도권	3,850			
현대건설	12	응암1구역 재개발	서울	879			
현대건설	12	김포 향산리	수도권	3,506			
현대ENG	4	힐스테이트 암사	서울	460	259	12.25:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	4	힐스테이트 킨텍스 레이크뷰	수도권	299	266	2.39:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	4	힐스테이트 김해	지방	630	77	5.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	4	힐스테이트 세종 리버파크	지방	672	196	104.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	6	힐스테이트 본촌	지방	834	166	41.51:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	6	힐스테이트 용인(뉴스테이)	수도권	1,950			
현대ENG	12	개포8단지 공동주택	서울	1,804			

자료: APT2you, 현대건설, 현대엔지니어링, 키움증권

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
아이앤콘스	2	삼송3차 아이파크	수도권	162	131	6.18:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	백련산 SK뷰 IPARK	서울	1,305	409	5.57:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	동탄호수공원 아이파크	수도권	774	504	6.70:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	신정뉴타운 아이파크 위브	서울	3,045	982	6.27:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	인덕 IPARK	서울	859			
현대산업	6	고덕 센트럴 IPARK	서울	1,745			

자료: APT2you, 현대산업, 키움증권

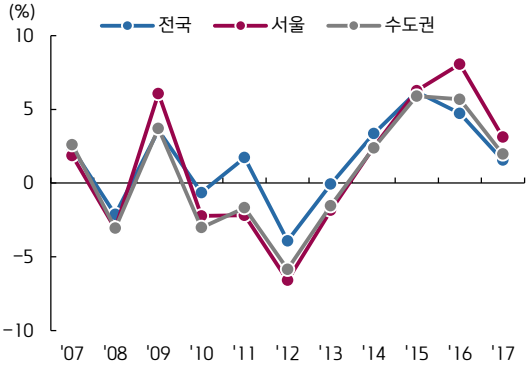
>>> 재고 주택시장 전망

가격: 규제에도 불구하고, soft landing 흐름 전망

아파트 가격은 11.3, 11.24 정책 등 규제 일변도의 정부 정책과 공급과잉 우려로 상승세가 둔화되다가 새 정부 이후 다시 반등하고 있다. 새 정부 출범에 따른 불확실성 해소와 재건축 가격의 상승세 전환 등이 큰 영향을 준 것으로 파악된다. 이후 청와대 김수현 사회수석, 김동연 경제부총리, 김미현 국토교통부 장관 내정자 등 부동산 관련 내각 인사들의 발언이 규제 일변도로 흐르자 증가속도가 주춤하고 있으며 시장은 관망세로 돌아섰다. 서울 지역의 전세가율은 하향 추세로 전환됐다. 향후 입주물량이 지속적으로 증가하게 되면 치솟던 전세가는 점차 안정될 가능성이 높다. 다만 서울 지역의 재건축 이주 수요가 지속적으로 증가할 것으로 전망되기 때문에 전세가율의 향후 추이는 모니터링이 필요하다.

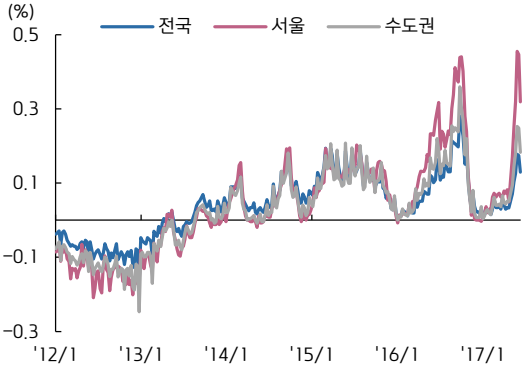
아파트 가격은 LTV-DTI 합리화조치 연장 여부 등 대출 정책과 8월 종합가계부채 대책이 첫 번째 변곡점이 될 가능성이 높다. '6.19 주택시장의 안정적 관리를 위한 선별적·맞춤형 대응방안'이 발표됐고, LTV-DTI 는 40개 지역에 대해 각각 10%씩 강화됐다. 다만, 실수요자에 대해서는 강화된 LTV-DTI를 적용하지 않기로 했다. 따라서 전세가 안정과 함께 매매가 역시 상승보다는 하락 추세로 전환될 가능성이 높다. 다만, 보유세 인상, 전반적인 투기과열지구 설정 등의 강력한 규제 없이 대출 규제만으로는 hard landing 보다는 soft landing의 흐름을 보일 것으로 판단된다. 이후 올해 말 일몰되는 재건축초과이익 환수법 유예에 대한 정책적 판단과 추가적인 부동산 대책이 두 번째 변곡점 및 향후 새 정부 5년간의 부동산 스탠스를 파악해 볼 수 있는 시점이 될 전망이다.

아파트 연간 매매가격지수 증가율 추이



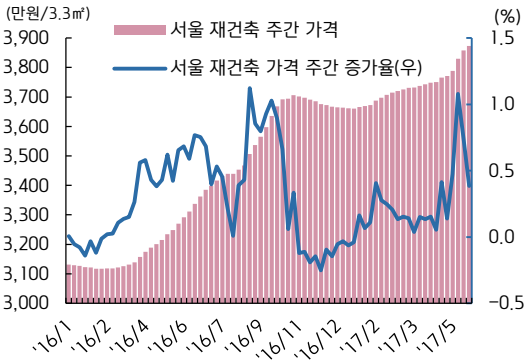
자료: Reps, 키움증권

아파트 주간 매매가격지수 증가율 추이



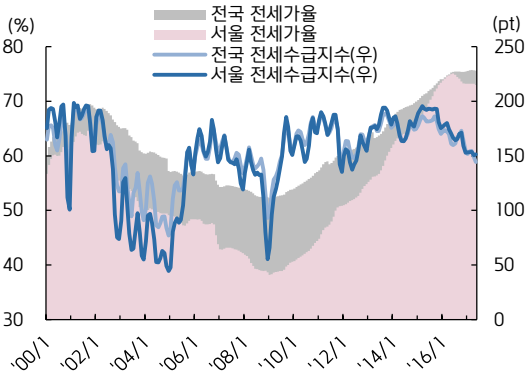
자료: Reps, 키움증권

서울 재건축 가격 추이



자료: Reps, 키움증권

전세가율 추이



자료: KB부동산, 키움증권

'17년 달라지는 부동산 제도

구분	시행일	내용
주택담보대출 여신심사가이드라인 확대	2017.01.01	'잔금대출'에 대해 현행 주택담보대출의 여신심사가이드라인 적용
	2017.03~	상호금융·새마을금고에 대해 주택담보대출의 여신심사가이드라인 적용
청약제도 개편	2017.01.01	조정대상지역(조정대상주택)에서 2순위로 청약을 신청할 경우에도 청약통장 필요 (가입기간이나 예치금액 기준은 없음)
정책모기지 개편	2017.01.01	정책모기지가 서민과 실수요자를 중심(디딤돌: 주택가격 5억원+소득 6천만원 미만, 보금자리 : 주택가격 6억원+소득7천만원 미만)으로 확대(41조→44조)
주택도시기금 디딤돌대출 금리조정	2017.01.16	기본금리: 종전 연 2.1%~연 2.9% → 연 2.25% ~ 연 3.15% 최저금리: 연 1.8% 변동없음
LTV/DTI 합리화조치	2017.07.31	LTV/DTI 합리화조치 일몰
재건축초과이익 환수	2017.12.31	재건축초과이익 환수법 유예안 일몰(2014년 12월 부동산 3법 국회 통과) (올해 말까지 관리처분계획을 접수하지 못하면 내년부터는 재건축을 해 조합이 얻은 이익이 1인당 평균 3,000만원을 넘을 경우 초과 금액의 최고 50%를 세금으로 내야 함)
택지공급 개편	2017.12.31	'17년까지 3년간 한시적으로 LH의 대규모 공공택지 지정 중단 일몰 (14.9.1 규제합리화를 통한 주택시장 활력회복 및 서민 주거안정 강화방안)

자료: 언론 정리, 키움증권

2017.6.19 주택시장의 안정적 관리를 위한 선별적·맞춤형 대응방안

주택시장의 안정적 관리를 위한 선별적. • 맞춤형 대응방향

조정대상지역 추가 선정	조정 대상 지역 실호성 제고			주택시장 질서확립
	전매제한기간 강화	맞춤형LTV • DTI강화	재건축 규제강화	
△경기 광명, 부산 기장 및 부산진구 추가 선정 ☞11.3 대책의 37개 지역 + 6.19 대책의 3개 지역= 총40개 • 맞춤형 청약제도, 투자수요 관리방안 적용	△강남 4개구 외 21개구 민간택지 전매제한 기간을 소유권이전 등기시까지로 강화 ☞ 서운 전 지역 전매제한기간 : 소유권이전등기시까지	△조정 대상지역에 대하여 LTV • DTI 규제비율을 10%p씩 강화 ☞ LTV :70%→60% DTI :60%→ 50% △잔금대출 DTI 신규적용 △서민층 무주택 세대는 실수요자 보호차원에서 배려	△재건축조합원 주택 공급수 제한 ☞최대 3주택 →2주택	△관계기간 합동 불법행위 점검 무기한 실시 △실거래가 허위신고에 대한 신고제도 활성화, 적극 홍보 △시스템을 활용한 불법 행위 모니터링 강화

⇒ 과열 지속 확산시 투기과열지구 지정 등 추가 조치 강구

주: 자세한 내용은 '16/11/4, 11.3 부동산 대책만으로 쇼크는 없다!' 자료 참고
자료: 국토교통부, 키움증권

2016.11.3 주택시장의 안정적 관리방안 요약

실수요자 중심의 주택시장 형성 유도 및 주택시장 안정적 관리

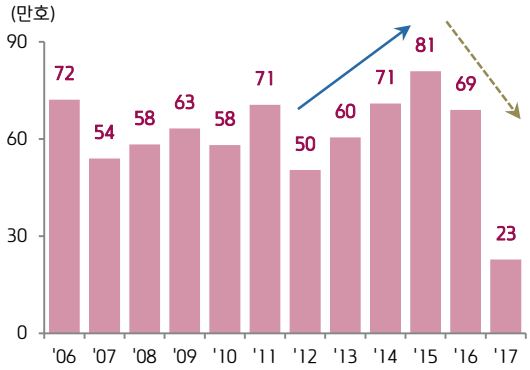
실수요자 당첨기회 확대 (국지적 시장과열 완화)		실수요자 금융지원	주택시장의 투명성 제고	
맞춤형 청약제도 조정	**과도한 투자수요 관리**	**자금지원 및 금융부담 완화**	**정비사업 제도 개선**	**청약시장 불법행위 근절**
◈ 대상지역 ·서울 전지역, 경기·부산 일부 지역, 세종특별자치시 ◈ 택지유형 ·지역에 따라 공공 또는 민간 또는 모두				
◈ 청약제도 조정 ·전매제한 기간 강화: 1년 연장 또는 소유권 이전 등기 시 ·1순위 제한: 대상 주택 청약시 2주택 이상 소유자 제외 등 ·재당첨제한 1~5년간 재당첨 제한	◈ 투자수요 관리 ·중도금대출보증발급 요건: 계약금5→10% ·2순위 청약시에도 청약통장 필요 ·1순위청약일정분리: 당해/기타 구분 ·청약가점제 비율 유지(40%)	◈ 정책모기지 지속 공급 ·디딤돌대출 등 모기지 차질없이 공급 ·적격대출의 은행별 한도 추가배정 등 ◈ LH분양중도금조정 ·1회차 납부시기도 4~8개월 연기하고, 중도금비율등축소	◈ 경쟁입찰 확대 및 용역비 공개 ·일반경쟁 원칙, 민간수요자 전자조달시스템 사용 의무화 등 ◈ 금품·향응 수수 행위 신고 활성화 ·신고포상금 및 자진신고제 도입 ◈ 정비사업 대출보증 요건 강화 ◈ 정비사업 조합 운영실태 점검	◈ 청약시장 불법행위 상시점검팀 운영 ·정기점검 외 과열이 발생한 지역은 불시점검 실시 ·각 호별 분양권 및 주택 거래내역 파악시스템 구축 ◈ 신고제도 활성화 ·신고포상금 및 자진신고제 도입 ◈ 부적격당첨자 청약 제한기간 연장 ·3개월→1년

주: 자세한 내용은 '16/11/4, 11.3 부동산 대책만으로 쇼크는 없다!' 자료 참고
자료: 국토교통부, 키움증권

거래량: 서울/수도권과 지방과의 온도 차이 확연

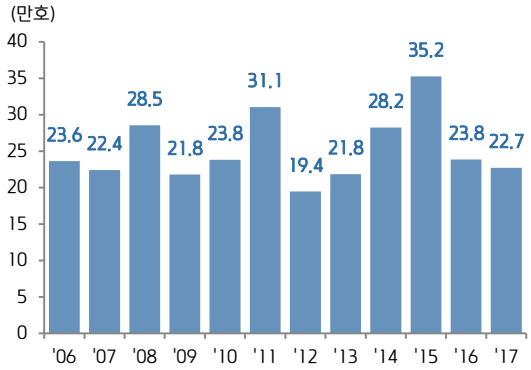
전국 아파트 매매 거래량은 1월 기준으로 전년 대비 6개월만에 마이너스를 기록했고, 2월 일시적으로 반등 후 5월까지 3개월 연속 하락폭이 커지고 있다. 반면, 서울과 경기도 지역을 보면 증가 추세가 지속 확대되고 있다. 결론적으로 지방의 재고 주택시장 흐름이 불안정한 상황이며, 서울과 수도권의 재고 주택시장은 당초 우려보다 안정적인 모습을 보이고 있다. 이런 흐름들이 정부가 부동산 대책을 일률적으로 전국을 대상해 펴지 못하고 지역 세분화 형태로 가게 된 근거 중 하나라는 판단이다.

전국 아파트 매매 거래량 추이



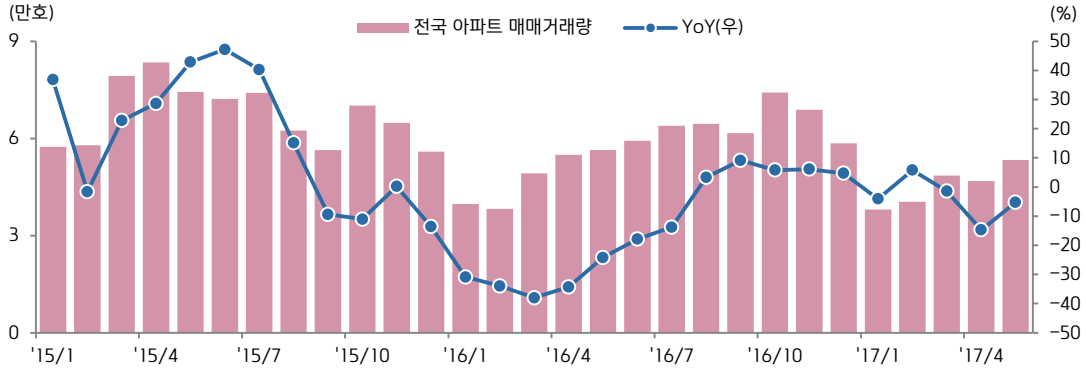
자료: 한국감정원, 키움증권

전국 아파트 4월 누적 매매 거래량 추이



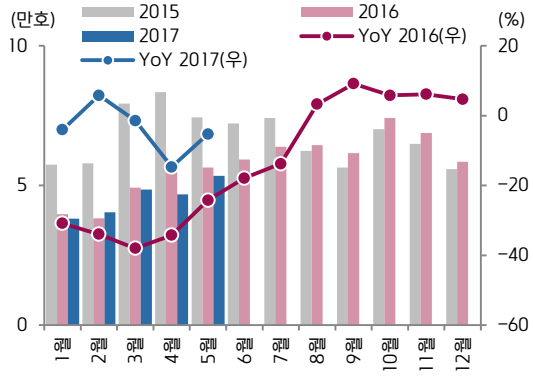
자료: 한국감정원, 키움증권

전국 아파트 월별 매매 거래량 추이



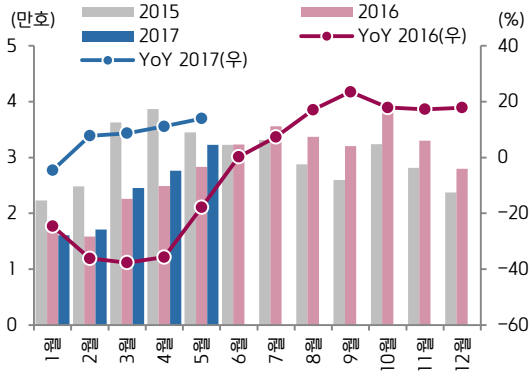
자료: LH, 키움증권

전국 아파트 월별 매매 거래량 추이



자료: 한국감정원, 키움증권

서울+경기도 아파트 월별 실거래량 추이



자료: 서울부동산정보광장, 경기도부동산포털, 키움증권

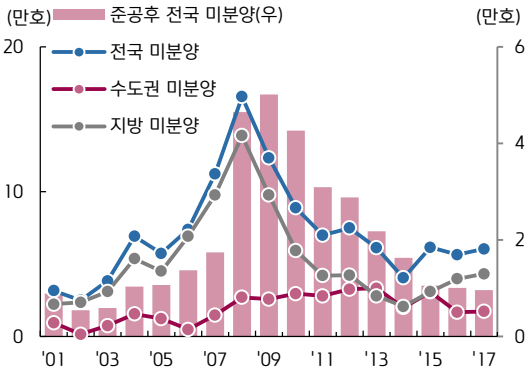
>>> 주택시장 RISK 점검

미분양: 대선 불확실성 해소 이후 규제 불확실성 대두

전국 기준 전체 미분양 주택수는 올해 들어 4월까지 3개월 연속 증가하고 있다. 서울과 수도권 지역은 감소 추세를 유지하고 있지만, 지방의 증가세가 지속되고 있다. 장기 시계열 상 미분양 주택수는 하단에 위치해 있고, 악성 미분양으로 불리는 준공 후 미분양 역시 상당히 낮은 레벨이며 지방만 증가세로 전환된 상태다. 2년간 97만호를 분양했다는 점을 감안하면 아직은 우려할 수준은 아닌 것으로 판단된다. 다만, 최근 중도금 및 잔금 등 집단대출 규제로 주택담보대출의 금리가 4월 기준 9개월 연속 상승하고 있다. 특히 4월 주택담보대출 금리는 2015년 2월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 이에 따라 분양 받은 사람들의 부담 증가로 미분양 주택수 증가에 대한 우려가 커지고 있는 상황이다. 올해 분양 예정 물량 역시 연초 31만호에서 43만호까지 증가하고 있다. 향후 미분양 주택수 추이에 대한 지속적인 모니터링이 필요한 시점이다.

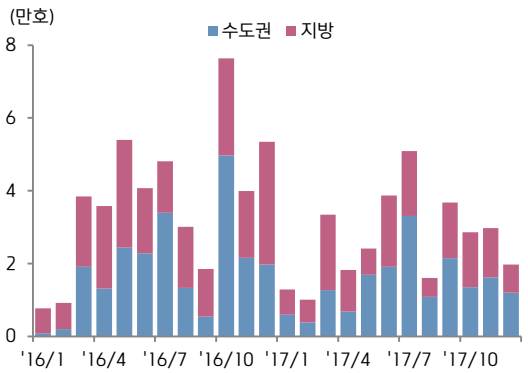
지난 11.3, 11.24 정책 등 지난 정부의 최근 부동산 시장 정책 스탠스는 규제를 향했다. 핵심은 '대출 규제'와 '신규 공급 감소 유도'로 정리된다. 향후 재고 및 신규분양 시장의 축소가 불가피할 전망됐지만, 올해 신규분양 계획은 연초 31만호 수준에서 현재 43만호 수준까지 증가했다. 전년 대비 4.9% 감소한 수준으로 시장 예상치 대비 상당히 많은 공급 물량이다. 6월에는 대선에 따른 불확실성 해소로 올해 분양계획 물량 중 가장 많은 5.7만호가 분양에 돌입할 예정이었으나, 규제에 대한 불확실성이 불거지면서 6월 분양 물량 예상치는 3.9만호로 크게 감소했고 7월(5.1만호 예정)로 이연됐다. 실제 분양이 잘 될 수 있을지 우려감이 큰 상황이며 입주리스크에 대한 고민이 점차 커질 수 있다. 따라서 새 정부의 주택 정책과 가계부채대책에 관심이 커지고 있고, 정책 변화 등에 따라 주택 공급계획은 유동적으로 점차 축소될 가능성이 높다는 판단이다.

미분양 추이



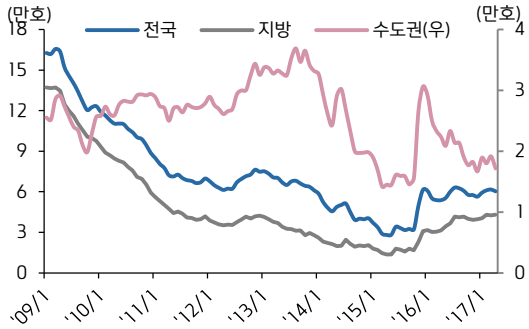
자료: 국토교통부, 키움증권

전국 아파트 월별 분양+분양계획 물량 추이



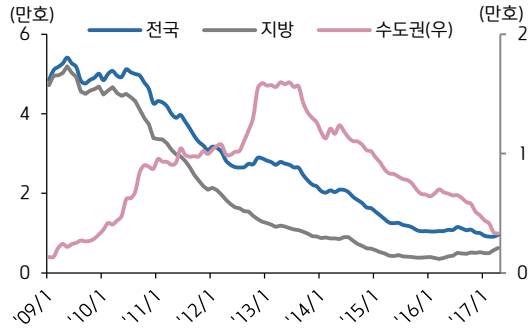
주: '17년 신규분양 계획은 43.6만호, 월별 일정이 정해진 물량은 31.9만호
자료: REPS, 키움증권

미분양 월간 추이



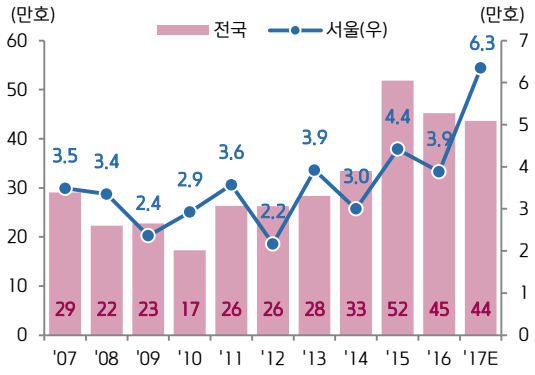
자료: 국토교통부, 키움증권

준공후 미분양 월간 추이



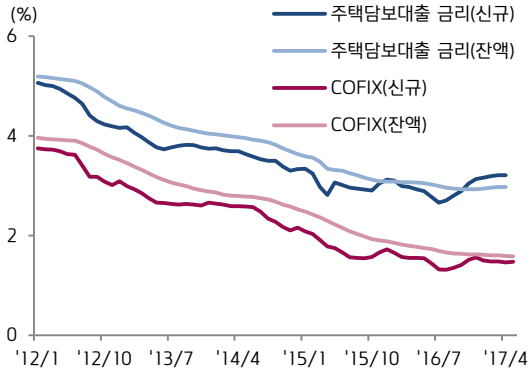
자료: 국토교통부, 키움증권

전국 아파트 분양 및 분양계획 물량 추이



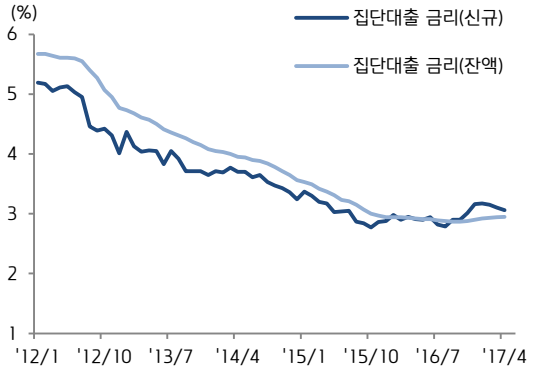
자료: Reps, 키움증권

주택담보대출 금리 및 COFIX 추이



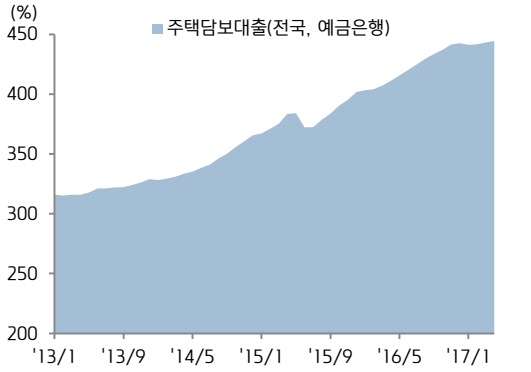
자료: 한국은행, 은행연합회, 키움증권

집단대출 금리 추이



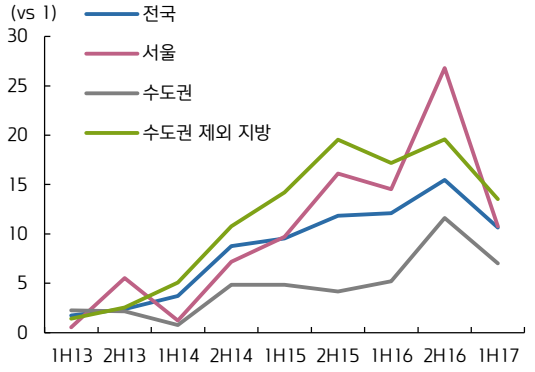
자료: 한국은행, 키움증권

예금은행 기준 전국 주택담보대출 금액 추이



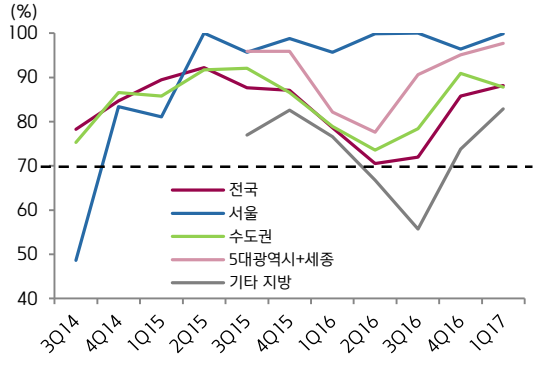
자료: 한국은행, 키움증권

1순위 청약 경쟁률 추이



자료: Reps, 키움증권

초기분양률 추이



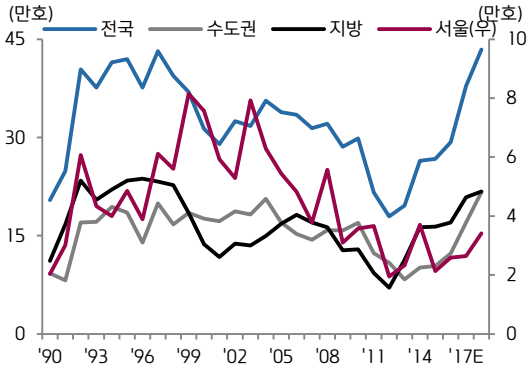
자료: KOSIS, 키움증권

입주리스크: 올해 우려는 과도, 내년 불확실성은 점차 확대 중

올해부터 부동산 시장이 침체기에 접어들 수 있다는 전망에 대한 핵심 근거로 많이 거론되는 지표는 입주물량이다. 입주물량 급증에 따른 공급과잉 우려는 구체적인 숫자가 뒷받침돼 강력하게 작용하고 있다. 실제로 올해 전국 아파트 입주물량은 37.9만호로 1998년 39.4만호 이후 최대다. 내년에는 이를 넘어서 역사상 최대인 43.4만호가 입주를 기다리고 있다. 입주리스크를 시작으로 집을 살 만한 사람들은 지난 2년 동안 충분히 매수했다는 수요의 실종, 가격하락에 따른 심리적인 부담, 규제로 예상되는 정부 부동산 정책까지 올해 부동산 시장은 공급과잉 우려로 흐르고 있다. 올해 입주대란은 찾아올까?

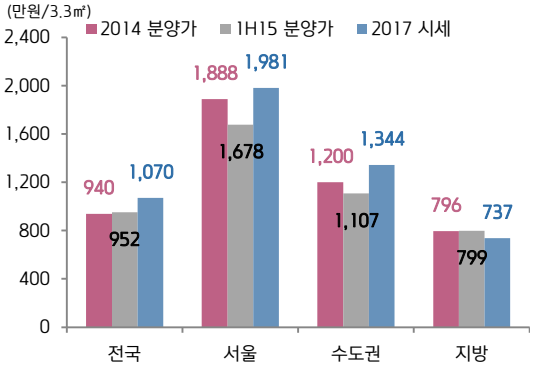
올해 입주되는 대부분의 물량은 2014년도에 분양한 물량들이다. 그 당시 분양가와 현재 주변 아파트 시세를 비교해보면 입주리스크에 대한 분석이 가능하다. 결론적으로 새 아파트 가격이 현재 주변 재고 아파트 대비 싸다. 지방의 경우 분양가가 더 비싸긴 하지만 가격의 스프레드를 비교해보면 역대 최저 수준이다. 특히 분양 호황기인 2006~2007년 계약자들이 금융위기 뒤 집값 폭락으로 입주를 포기했던 2010년 전후의 입주대란 시기와는 상황이 다르다. 그리고 그 당시와는 달리 현재 아파트 계약금은 총 분양대금의 10%다. 계약금 10%를 포기하기에는 매몰비용이 너무 크다. 따라서 올해는 입주대란은 없다는 판단이다. 다만, 내년에는 1) 역대 최대 입주물량과 2) 올해 44만호라는 대규모 분양물량, 3) 규제로 예상되는 정부 정책 효과, 4) 금리인상, 5) 최근 중도금 및 잔금 대출 규제 강화로 대출이 거절되거나 금리가 높아져 계약 포기 가능성 증가 등 불확실성이 확대될 것으로 전망된다. 앞에서도 언급했지만 이러한 요인들로 인해 결국에는 인기 지역, 인기 브랜드 아파트로 쏠림 현상이 나타나고, 현금 여력이 상대적으로 견고한 대형사에게 유리한 측면이 지속될 전망이다.

아파트 재고+입주예정 물량 추이



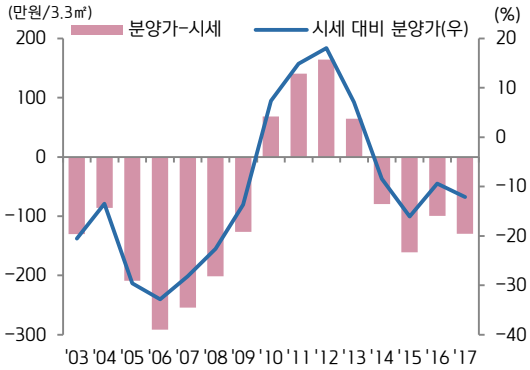
자료: Reps, 키움증권

아파트 분양가와 현재 아파트 시세 비교



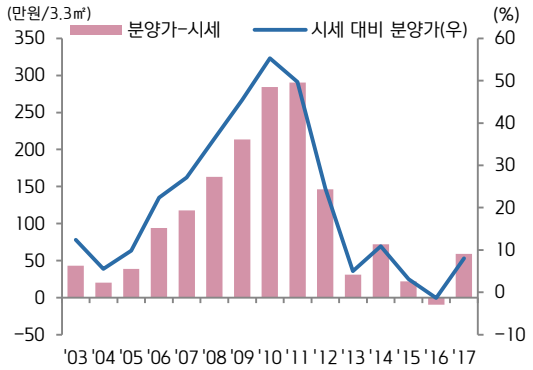
자료: Reps, 키움증권

전국 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이



자료: Reps, 키움증권

지방 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이



자료: Reps, 키움증권

>>> 정부의 부동산 정책은 어디로?

모두의 관심이 집중되는 정부 정책

현재 건설주 투자에 있어서 가장 큰 관심사 중 하나는 정부의 부동산 정책이다. 문재인 대통령이 후보시절부터 규제 입장을 보여왔기에 대선 이후 집값이 주춤할 것이라는 전망이 지배적이었다. 그러나 대선 이후 1) 대선 불확실성 해소와 2) 현재 경제여건상 강력한 부동산 규제가 나오기 어려울 것이라는 이유로, 집값은 오히려 빠르게 상승했다. 최근에는 김수현 청와대 사회수석, 김현미 국토교통부장관 내정자, 김동연 경제부총리, 장하성 청와대 정책실장 등 내각 인사가 진행되면서 이들의 성향과 언행들이 규제 가능성을 높이면서 부동산 시장은 관망 모드에 진입했다. 가파르던 집값 상승률도 둔화되기 시작했다. 정부의 부동산대책 및 가계부채대책에 시장참여자들의 모든 관심이 집중되고 있는 상황이다.

새 정부 첫 가계부채 규제는? 과열 지역에 대한 선별적 대응!

대선 이후 부동산 시장이 예상보다 과열 증상을 보이자 문재인 대통령은 8월 중 관계부처 합동으로 가계부채 종합방안을 마련할 것을 지시했다. 이에 정부는 '6.19 주택시장의 안정적 관리를 위한 선별적·맞춤형 대응방안'을 발표했다. 7월말 LTV-DTI 합리화조치 일몰이 예정되어 있기 때문에, 8월 이전에라도 필요한 가계부채 대책이 나왔다고 보여진다. 새 정부 들어 가계부채와 관련된 첫 규제다. 주요 내용은 다음과 같다.

① 조정 대상지역 추가 선정

2016.11.3 대책 시 선정된 37개 지역에 더해 경기 광명, 부산 기장군 및 부산진구 등 3개 지역을 조정 대상지역으로 추가 선정했다. 따라서 서울(25개구), 경기 6개시, 부산 5개구, 세종을 조정 대상지역으로 선정하여 맞춤형 청약제도, 단기 투자수요 관리방안 등을 적용하게 된다.

조정 대상지역 추가 선정

구분	조정 대상지역		택지 유형
서울	25개區(전지역)	강남4개구 등	공공+민간
경기	28개 市郡중 7개	과천, 성남 + 광명(추가)	공공+민간
		하남, 고양, 화성(동탄2), 남양주	공공
부산	16개 區중 7개	해운대, 연제, 수영, 동래, 남 + 부산진(추가)	민간
		기장(추가)	공공+민간
기타	1개 지역	세종특별자치시	공공

자료: 국토교통부, 키움증권

② 조정 대상지역의 실효성 제고: 1) 서울 지역 전매제한기간 강화

서울 강남 4개구(강남, 서초, 송파, 강동) 외 21개구 민간택지에 적용되는 전매제한기간을 현재 1년 6개월에서 소유권이전등기시까지로 강화했다. 따라서 서울 전 지역의 전매제한기간은 공공·민간택지 모두 '소유권이전등기시'까지로 적용받게 된다.

전매제한기간 조정 내용

서울 내 기초지자체	택지 유형	조정 전	조정 후
강남 4개구 (강남,서초,송파,강동)	민간	소유권이전등기시	소유권이전등기시
	공공		
강남 4개구 외	민간	1년 6개월	
	공공	소유권이전등기시	

자료: 국토교통부, 키움증권

③ 조정 대상지역의 실효성 제고: 2) LTV-DTI 규제를 맞춤형으로 조정

가장 관심이 높았던 LTV-DTI는 조정 대상지역에 대해서 민간·공공택지 모두 LTV-DTI 규제비율을 10%p씩 강화(LTV: 70→60%, DTI: 60→50%)했다. 은행권뿐만 아니라 제2금융권까지 전업권에 대해 동일하게 규제한다. 집단대출에 대해서도 조정 대상지역에 대해 LTV를 강화하고 DTI를 신규 적용했다. LTV는 이주비, 중도금, 잔금대출 모두 규제비율 70%에서 60%로 강화했고, DTI는 잔금대출에 대해서만 50%의 DTI를 신규로 적용했다. 다만, 서민·실수요자에 대해서는 조정 대상지역 주택담보대출에 대해서도 강화된 LTV-DTI 규제비율을 적용하지 않고, 정책모기지를 지속 공급하기로 했다. 잔금대출에 대해서도 DTI는 적용하되, 규제비율은 60%로 완화 적용된다.

LTV-DTI 규제 조정안

구분	현행	조정 대상지역	비고
LTV 규제 집단대출	70%	60% (서민.실수요자 70%)	서민.실수요자(디딤돌대출요건) ① 부부합산 연소득 6천만원 (생애최초구입자 7천만원), ② 주택가격 5억원이하 ③ 무주택세대주
DTI 규제	60%	50% (서민.실수요자 60%)	
집단대출(잔금대출 한)	-	50% (서민.실수요자 60%)	

자료: 국토교통부, 키움증권

주요국 LTV 규제 현황 (단위: %)

구분	국가	규제비율	국가	규제비율	국가	규제비율
한도규제	네덜란드	100	이자만 내는 거치식 대출의 경우 LTV 를 50%로 제약			
	캐나다	95	기존 주택담보대출을 대환할 때는 80%			
	핀란드	90	생애최초 주택구입자에게 95%, 두 번째 주택구입자에게는 90%			
	스위스	90	스웨덴	85	노르웨이	85
	인도	80	터키	75	중국	70
	이스라엘	75	실거주용 주택담보대출에 적용하는 LTV 가 70%고 생애 최초 주택구입자는 75% 투자목적 주택담보대출의 LTV 는 50%			
	태국	70	말레이시아	70	홍콩	60
3 번째 주담대부터 한도 규제	싱가포르	60	주택담보대출을 반복할수록 LTV 를 낮추는 방식			
비율 초과 주담대 은행별 비율규제	뉴질랜드	80	은행이 자체적인 소득심사를 거쳐 건전한 대출이라고 판단되면 LTV 100%라도 대출이 가능 LTV 가 80%를 초과하는 대출 비율을 전체 주택담보대출의 10%(뉴질랜드), 15%(아일랜드) 이내로 제한			
	아일랜드	80				

자료: 매일경제, 키움증권

주요국 DTI 규제 현황

국가	내용
미국	DSR 과 소비자신용기록, 직업 상태를 꼼꼼히 따져 주택담보대출 실행 여부와 실행 규모를 결정하는 상환능력평가 가이드라인(ATR)을 시행 ATR 를 만족하는 DSR 비율은 43% 이하로 한국 DTI 규제비율보다 크게 낮다. 특정 주택담보대출에 따른 연간 원리금상환액만 계산하는 DTI 와 달리 DSR 는 모든 부채의 원리금상환액을 소득으로 나눠 계산
영국	주택수요자의 과도한 채무부담을 방지하기 위해 차주의 채무상환능력(Affordability)을 중점적으로 고려 차주의 채무상환능력을 평가할 때 '담보자산의 처분'보다 '차주의 소득'을 더 중시 은행을 보호하기 위한 LTV 를 충족한다고 해서 DSR(Debt Service Ratio·총부채원리금상환비율)를 제대로 충족하지 않는 대출을 집행하면 '약탈적 대출(predatory lending)'로 규정

자료: 매일경제, 키움증권

④ 조정 대상지역의 실효성 제고: 3) 재건축조합원 주택 공급수 제한

기존 재건축 조합원은 과밀억제권역 내에서는 최대 3주택까지, 과밀억제권역 밖에서는 소유 주택 수만큼 분양 받을 수 있었다. 이번 대책에 따르면 과밀억제권역 내·외 여부와 상관없이 조정 대상지역으로 선정시, 재건축 조합원은 원칙적으로 1주택까지만 분양이 허용된다. 다만, 종전 소유 주택의 가격 또는 주거전용면적 범위 내에서 1주택을 60㎡ 이하로 할 경우 예외적으로 2주택이 허용된다.

⑤ 주택시장 질서 확립 및 추가 대응수단 검토

이 밖에도 정부는 주택시장 불법행위를 근절하여 실수요자에 대한 보호를 강화하고, 건전한 시장질서 확립을 유도하기 위해 1) 관계기관 합동 불법 거래행위 현장점검을 집 값 안정시까지 실시하고, 2) 실거래가 허위신고에 대한 신고제도 활성화를 시행하며, 3) 시스템을 활용한 불법행위 모니터링을 강화할 계획이다. 또한 향후 국지적 시장과열이 지속되거나 주변 지역으로 확산시 투기과열지구 지정을 검토하고, 부산 등 지방 민간택지에 대한 전매제한기간을 신규 설정할 예정이다.

정부는 경착륙(hard landing)을 원하지 않는다?!

문재인 대통령의 후보 시절 공약집 중 부동산 분야 정책의 맨 앞줄에 자리 잡은 내용은 다음과 같다. '서민 주거안정을 위해 매년 17만호씩 공적 임대주택 공급'. 새 정부의 부동산 정책에 대한 방점을 '주거복지'에 찍은 것이다. 집값 안정에 올인하다기 보다 복지차원의 주거안정에 집중하고 있다는 생각이다. 정부에서 추진하고자 하는 정책을 취임 초기에 강하게 드라이브하기 위해서는, 인위적으로 집값을 끌어내려 경제에 부담을 주고 주거 불안정성을 높이는 시나리오를 선택하기는 쉽지 않다. 따라서 보유세 강화나 투기과열지구 지정, 재건축 규제 등 시장에 파급력이 큰 규제를 빠르게 도입하기는 어렵다는 판단이다.

실제 시장 상황 역시 하반기로 갈수록 불확실성이 커지는 국면으로 진입할 가능성이 높기 때문에 전격적인 규제책을 내놓기도 어려웠을 것으로 추정된다. 1) 작년 11.3 대책 이후 이미 어느 정도 실수요 위주로 재편되어 있고, 2) 하반기부터 입주물량이 큰 폭으로 증가하며, 3) 하반기 미국 기준금리 추가 인상 예고 및 국내 금리인상 가능성 등 주택시장 조정 요인이 존재하고 있어, 정부의 규제가 아니라도 시장은 연착륙(soft landing)의 가능성이 높다는 게 합리적인 전망이다. 이러한 상황을 정부도 충분히 인지하고 있기 때문에 시장에 과도한 충격을 주기 보다는 선별적 조치를 취하고, 향후 시장상황에 따라 단계적으로 대응하겠다는게 정부의 전략이다. 부동산은 정책 효과까지 장시간이 소요되므로 정부 정책의 '방향성' 파악이 중요하다. 경제 상황 고려 시 경착륙의 가능성은 낮으며, 과열은 막겠다는 의도는 분명하다고 판단된다.

새 정부 부동산 규제는 끝이 아닌 시작

이번 '6.19 주택시장의 안정적 관리를 위한 선별적·맞춤형 대응방안'은 시장에서 어느 정도 예상했던 수준의 정책발표 라는 판단이다. 서울 전 지역의 전매제한기간 강화와 집단대출에 LTV-DTI 규제를 강화한 대책 등이 시장에 미치는 영향이 생각보다 클 수 있지만, 보유세 인상이나 투기과열지구 지정, 재건축 규제 등 추가적인 정책이 뒷받침 되지 않는다면 연착륙(soft landing)의 가능성이 더 높다고 보여진다. 다만, 이번 대책이 끝이 아니라 시작이기 때문에 향후 주택시장 모니터링이 지속적으로 필요하다. 8월 가계부채 종합방안, DSR 확대 시행, 재건축초과이익환수법 유예안 일몰 예정 등 추가 정책 발표가 예정되어 있다. 정부는 여전히 세제 및 부동산 규제 카드를 갖고 있으며, 시장 상황에 따라 언제든 대응할 수 있도록 패만 보여주면서 시장에 경고를 하고 있는 상황이다. 필요에 따라 단계별 정책을 펼칠 가능성이 상당히 높아졌다.

정부가 검토 중인 가계부채 관리대책

구분	내용
DSR 확대 시행	DTI 대신 DSR(총부채원리금상환비율)을 통해 은행권 대출심사 기준 강화(전면 도입시기를 당초 2019년에서 2018년으로 앞당기는 방안 검토
가계부채 총량제	가계 가처분소득 대비 부채 비율 150% 이하로 유지(문재인 대통령 공약사항)
투기과열지구 지정	2012년 이후 시행하지 않은 투기과열지구 지정제도 재도입
부동산 관련 세제 개편	보유세 인상 등 부동산 관련 세금 올려 투기이익 축소

자료: 언론 정리, 키움증권

대출자의 소득 대비 상환능력 산정 지표

구분	DTI(총부채상환비율)	신 DTI(신 총부채상환비율)	DSR(총부채원리금상환비율)
산정방식	(해당대출 원리금 상환액 + 기타대출 이자상환액) / 연간 소득	(해당대출 원리금 상환액 + 기타대출 이자상환액) / 연간소득(장래소득 증가 가능성, 소득 안정성, 보유자산 평가 등 추가 반영)	(해당 대출 원리금 상환액 + 기타대출 원리금상환액) / 연간 소득
활용방식	대출심사 시 획일적인 규제비율(60%)로 활용	올해부터 업계 자율 도입	올해 하반기부터 단계적 도입

자료: 언론 정리, 키움증권

투기과열지구 VS 청약조정지역

구분	투기과열지구	청약조정지역
지정요건	주택가격 상승률이 물가상승률보다 현저히 높은 지역	주택가격 상승률이 물가상승률의 2배 이상인 곳
	직전 2개월 청약경쟁률이 5대 1을 초과하거나 전용 85㎡ 이하가 10대 1을 초과한 지역	
	주택 투기가 성행하고 있거나 성행할 우려가 있는 지역	
	시도별 주택보급률 또는 자기주택비율이 평균 이하여서 주거불안 우려가 있는 지역	
	주택 분양계획이 직전월보다 30% 이상 감소하는 등 공급위축 우려가 있는 지역	해당사항 없음
규제내용(공통)	분양권 전매제한 기간 강화, 청약 요건 강화(1순위 요건 강화, 재당첨 제한)	
규제내용(차이)	DTI 40%로 제한, LTV(10년 이하 대출기간이거나 10년 초과로 6억원 초과 대출시) 50%→40%로 축소 등 재건축 조합원 지위 양도 금지 지역주택 조합원 선착순 모집 금지	시장 상황 따라 수시로 지정, 해제 가능
지정현황	2011년 강남3구 해체 이후 無	서울, 세종시, 경기도·부산 일부

자료: 언론 정리, 키움증권

대형사, 신탁사에 유리한 국면 지속 전망

이번 정책의 핵심은 1) 전매제한기간 강화 및 재건축조합원 주택 공급수 제한을 통해 투기수요를 줄이고 실수요자 중심의 시장으로 재편, 2) LTV-DTI 규제를 통해 가계부채 문제 완화 등이다. 작년 11.3 부동산 대책 이후 청약제도 규제 강화로 실수요자 위주로 분양시장이 재편되면서 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 양극화 현상이 심화되고 있다. 이번 정책을 통해 지역별 차별화 양상은 더욱 뚜렷해질 전망이며, 대형사와 신탁사에 유리한 국면이 올해까지는 지속될 것으로 판단된다. 결론적으로 1) 브랜드 선호도를 구축하고 있으며, 2) 재건축/재개발에 우위가 있고, 3) 토지경쟁력을 갖고 있으며, 4) 현금 보유력이 우수하고, 5) 신용등급이 높은 대형 건설사에 유리하다. 대출규제가 강해졌기 때문에 금융지원 능력이 우수한 신탁사에게도 기회다.

불확실성이 커지는 내년 주택시장

다만, 내년부터는 입주물량 증가와 국내외 금리인상 등 주택 조정 요인이 증가할 것으로 전망돼 건설사 입장에서는 상당히 불리한 싸움을 시작해야 하는 국면에 진입했다고 볼 수 있다. 올해 내내 정부의 부동산·가계부채 대책이 발표될 예정이다. 하반기로 갈수록 주택 조정 요인이 증가할 전망이다. 투자처를 찾지 못한 풍부한 유동성의 흐름도 주목해야 한다. 이미 풀려져 있는 풍부한 유동성, 도시재생과 지역개발을 통해 풀릴 유동성 등 money flow의 방향성은 의외로 중요한 부분이다. 이처럼 내년 주택시장은 불확실성이 커질 전망이다. 결국 건설업 투자 전략 측면에서는 내년부터 주택부문에 대해 보수적인 시각이 필요하다. 한편으로 재무구조가 건실한 대형사에게는 M/S를 높일 수 있는 기회가 될 수도 있다.

올해까지 성공적으로 분양을 마치면 2020년까지는 실적이 보장된다. 이후 주택이 벌어준 3년 동안 해외 수주와 민자 SOC로 주택매출 공백을 충분히 커버할 수 있을 것으로 전망한다. 따라서 해외 수주와 국내 주택 모두 잘하고 있는 현대건설과 국내 주택과 민자SOC 강자인 현대산업을 Top picks로 유지한다.

IV. 인프라 시장 전망

>>> 민간투자사업 활성화 전망

경기회복을 위한 재정운용의 패러다임 전환

민간투자사업이란 전통적으로 정부부문의 범주에 속했던 도로, 항만, 철도, 환경시설 등 사회간접자본시설(SOC)의 건설과 운영을 민간부문이 담당하여 추진하는 것을 말한다. 전통적으로 이러한 사회간접자본시설은 공공부문이 공급하고 운영·관리해 왔다. 그러한 측면에서 이들 시설에 대한 민간자본의 참여는 공공투자사업의 패러다임이 바뀐 커다란 변화라 할 수 있다.

경기회복을 위한 재정운용의 패러다임 전환

과거	
투입수단	투입분야
재정	SOC

▶

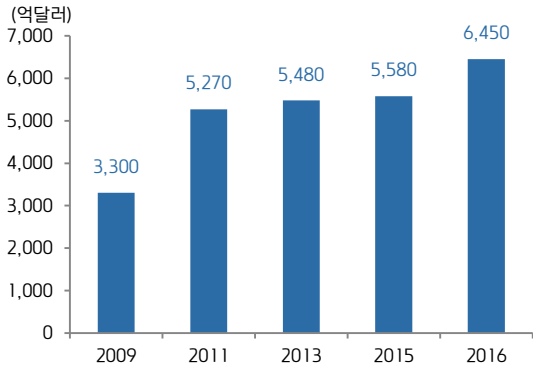
현재	
투입수단	투입분야
재정 + 민간자금	SOC + 사회인프라*

주: 사회인프라는 대학기숙사, 군주거시설, 관광단지, 하수관거 등을 의미
자료: 기획재정부, 키움증권

글로벌 트렌드로 확대되는 민간투자사업

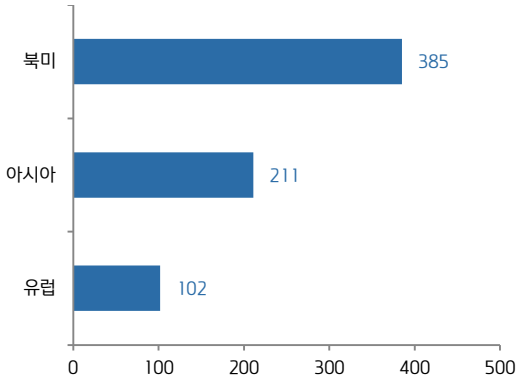
정부는 2015년 4월 민간투자활성화를 위해 각종 규제를 전면적으로 철폐하여 민간투자를 대폭 확대하기로 하는 내용의 '민간투자사업 활성화 방안'을 확정했다. 정부는 재정여력이 부족하나, 민간은 저금리 시대에 여유 자금이 풍부한 상황이므로, 1) 시중여유자금에 '안정적인 투자처'를 제공하고, 2) 국가 전체 가용재원(재정+민간자금)을 효율적으로 활용하여 '경기회복'을 유도하기 위해서이다. 전세계적으로도 최근 저성장 시대를 맞아 민간자금을 활용한 경기활성화에 적극적인 흐름이다. 특히 영국은 2020년까지 전체 사회간접자본 투자(3,270억파운드)의 79%를 민자로 추진할 계획이다. AIIB(Asia Infrastructure Investment Bank)도 민간투자를 핵심수단으로 활용할 계획이다.

글로벌 인프라스트럭처 딜 규모



자료: 프레킨, 매일경제, 키움증권

글로벌 인프라스트럭처 1분기 지역별 규모

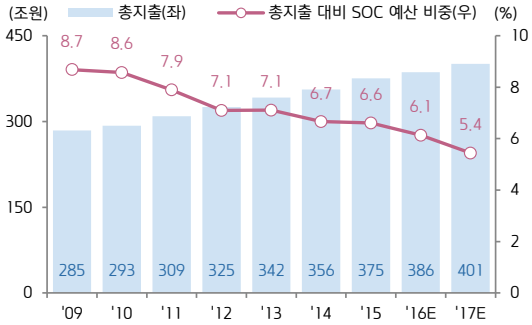


자료: 프레킨, 매일경제, 키움증권

대선 이후 민간투자 활성화는 선택이 아닌 필수

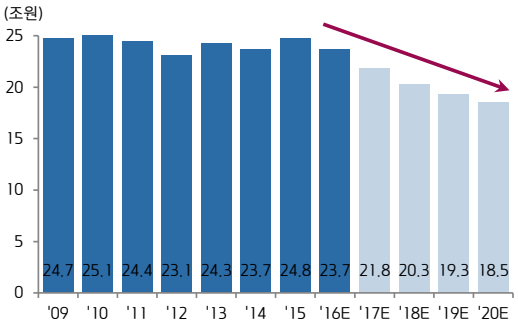
사회간접자본시설은 국가 경제활동의 기반을 이루며, 국가경쟁력을 좌우하는 매우 중요한 요소이다. 사회간접자본시설에 대한 투자는 그 자체로서 고용의 증대, 소득 증가, 지역개발, 기술진보 등에 기여할 뿐만 아니라 생산활동을 간접적으로 지원한다. 따라서 새 정부의 경제활성화 대책, 도시재생 뉴딜정책, 지역균형개발정책 등 주요 정책에 있어 사회간접자본시설에 대한 투자는 상당히 중요하다. 특히 정부의 재정상황이 여유롭지 않은 상황에서 민자SOC 투자의 활성화는 선택이 아닌 필수라는 판단이다. 실제 효과 측면에서도 World Economic Outlook(IMF, 2013)에 따르면, 공공부문에 대한 투자 효과는 재정 지출보다 민자 등 별도의 지출이 더욱 효과적이다. 저금리·저성장 국가에서는 GDP 대비 1% 투자 증가가 당해 연도에 1.5%, 4년째에 3%의 GDP 증가를 유발한다고 한다. 새 정부에서 경제활성화를 위해 부동산 경기부양을 활용하기 어렵다는 점을 감안하면, 단기간에 가시적 성과를 나타낼 수 있는 민간투자 활성화는 선택이 아닌 필수라는 판단이다. 특히, 작년에 인프라 및 민간투자에 대한 가이드라인이 수립된 이후 컨트롤타워 부재로 지연되고 있었기 때문에, 기존 제안된 사업과 타당성 평가가 완료된 프로젝트들에 대해서는 빠르게 진행될 것으로 전망된다.

하락하는 정부 총지출 대비 SOC 예산 비중



자료: 기획재정부, 키움증권

정부 SOC 예산 추이



자료: 기획재정부, 키움증권

신규 사업방식 도입을 통해 투자 유인

기존 민자사업은 사업위험을 민간이 대부분 부담하는 수익형(BTO)과 정부가 부담하는 임대형(BTL)으로 운영 중이다. 현재 BTL은 민간제안이 허용되어 있지 않고, 민자대상시설이 제한되어 있어 만간제안에 한계가 있다. 민간의 투자패턴이 고수익 고위험에서 안정적인 수익을 선호하는 형태로 변화되어 리스크가 높은 BTO 사업 투자에는 소극적이다. 따라서 민자활성화를 통한 경기회복을 위해서는 민간의 적극적인 투자를 유인할 수 있는 방안이 필요한 상황이다.

① 새로운 제3의 사업방식 도입

향후에는 BTO 방식의 단점을 보완하면서 변화하는 환경에 대처할 수 있는 새로운 제3의 방식을 도입할 예정이다. 대표적으로 정부와 민간이 사업위험을 분담하여 민간 투자를 유인할 수 있는 BTO-rs, BTO-a 등이 도입될 예정이다. BTO-rs(위험분담형: Build Transfer Operate-risk sharing)는 정부와 민간이 시설투자비와 운영비용을 분담(50% 수준)하여 사업수익률과 이용요금을 낮춰 고수익 고위험 사업을 중수익 중위험으로 변경하는 방식이다. BTO-a(손익공유형: Build Transfer Operate-adjusted)는 정부가 최소사업운영비(민간투자비의 70%, 민간투자비 30%의 이자, 운영비용)만큼 위험을 분담하고, 초과이익 발생시 공유하는 방식이다. 특히 공공성이 높은 사업은 BTO-a 방식의 적용이 적절하다.

BTO와 BTO-rs 및 BTO-a 방식 비교

구분	BTO(현행)		BTO-rs	BTO-a
민간 리스크	높음	▶	중간	낮음
손익부담주체 (비율)	손실·이익 모두 민간이 100% 책임	▶	* 손실 발생시: 정부와 민간이 50:50 부담 * 이익 발생시: 정부와 민간이 50:50 공유	* 손실 발생시: 민간이 먼저 30% 손실, 30% 넘을 경우 재정 지원 * 이익 발생시: 정부와 민간이 공유(약 7:3)
정부보전 내용	없음	▶	정부부담분의 투자비 및 운영비용	민간투자비 70% 원리금, 30% 이자비용, 운영비용 (30% 원금은 미보전)
2014년 수익률 수준(경상)	7 ~ 8% 대	▶	5 ~ 6% 대	4 ~ 5% 대
적용가능사업(예시)	도로, 항만 등	▶	철도, 경전철	환경사업
사용료 수준	협약요금 + 물가	▶	협약요금 + 물가	공기업 유사 수준

자료: 기획재정부, 키움증권

② 사업리스크 감소로 약 7조원대의 신규사업 추진 기대

BTO-rs, BTO-a 등의 방식을 통해 민간의 리스크 감소로 신규사업 발굴이 활발해지고, 약 7조원대의 신규사업 추진이 기대된다. 현재 BTO 대상사업에 적용할 경우에는 건설보조금 인하가 가능해지고, 그 동안 투자가 어려웠던 정수장 및 상수관망 사업 추진도 가능해진다. 이외에도 건설사 등이 사업 추진의지가 있으나 사업 리스크에 대한 금융기관의 엄격한 평가로 보류되었던 사업들도 추가로 추진이 가능할 전망이다.

새로운 사업방식으로 검토 가능한 사업(예시)

사업분야	사업개요	사업규모
도로	〈경인고속도로 지하화 사업〉 - 만성적 교통정체 구간인 경인고속도로를 지하화하여 교통혼잡 완화 - BTO-a 방식 적용시 비교적 낮은 요금으로 운영 가능	1조원~1.5조원
철도	〈서울시 경전철〉 - 서울시 6개 경전철 사업(서부선, 난곡선, 목동선, 우이신설 연장선, 위례신사선, 위례선)이 대상 - 새로운 사업방식 발표시 민간업계 제안 가능	4.8조원
환경	〈지방상수관망·정수장 개선사업〉 - 현재 노후화가 심각한 제주 등 9개 지역(지자체 재원 + 민간자본)	0.7조원
	〈하수, 폐수 종말처리시설 개량사업〉 - 인천시 하수처리시설 및 국가소유 노후 폐수 처리시설 7개(경산, 진주 등) 등	0.3조원 ~ 0.5조원
이외에도 업계에서 다양한 민자사업 추가 제안 예상 (+α)		약 7조원 + α

자료: 기획재정부, 키움증권

서울시 도시철도(경전철) 민간투자사업 추진현황 (2017년 2월 기준)

사업명	사업구간	사업비	추진현황
우이신설선	우이동-신설동	9,115억원	공사중(92.2%), 민간사업자(주간사: 포스코건설)
신림선	여의도-서울대	8,329억원	공사중(2월 3일 착공)
동북선	왕십리역-상계역	15,754억원	협상중(현대엔지니어링과 마무리 협상 단계)
위례선	마천역-복정역	1,800억원	민자적격성 조사중
위례신사선	위례-신사	14,253억원	사업제안 접수(GS건설이 1월 24일 사업계획서 서울시 제출)
서부선	새절역-서울대입구역	16,191억원	사업제안 접수
난곡선	보라매공원-난향동	3,912억원	-
면목선	청량리-신내동	8,894억원	-
우이신설연장선	우이동-방학역	2,890억원	-
목동선	신월동-당산역	9,392억원	-
합계		90,530억원	

자료: 서울시, 언론정리, 키움증권

>>> point 1. 도로: 2020년 까지 약 72조원 투자

효율적인 투자로 경제성장 지원: 2020년 까지 도로시설에 약 72조원 투자

'제1차 국가도로종합계획'에 따르면 2020년까지 고속도로 5,000km 구축을 돌파해 전 국토의 78%, 모든 국민의 96%가 30분 내에 고속도로에 접근할 수 있는 교통환경을 조성한다는 계획이다. 서울-세종, 평택-부여-익산 고속도로 등 주요 간선망을 착공하고, 부산순환, 대구순환 등 전국 대도시권 순환도로도 완공 또는 착공한다. 일반국도는 단구간 연결, 소규모 사업을 발굴하여 효율을 높이고, 선형개량을 통해 안전성도 개선한다. 이와 함께 민간투자를 활성화하고, 도로부지 복합개발 등을 통해 도로공간을 입체적으로 활용해 나갈 계획이다. 도로산업을 체계적으로 육성하고, 국토균형발전 촉진을 위해 민간·지자체·국제 협력도 강화할 예정이다. 이를 위해 국토교통부와 기획재정부는 2016~2020년 까지 국가간선도로 건설과 관리에 국고 37조원 내외를 투자하기로 했다. 한국도로공사, 민자 유치 금액을 포함하면 약 72조원을 투자하게 된다. 2개월 후 발표된 '제4차 중기교통시설투자계획'에서도 국비 37조원 투자 기조를 이어가고 있다. 국고와 민간자본 등 적지 않은 재원이 투자되는 만큼 완공 위주 투자 등 효율적으로 사업을 운용하고, 적은 비용으로 큰 효과를 낼 수 있는 생활밀착형 사업에 대한 투자도 확대할 계획이다.

민간투자사업으로 추진중인 주요 프로젝트: 도로분야

프로젝트	추정 총 사업비	사업기간
평택-부여-익산 고속도로(BTO)	2조 6,691억원	* 건설: 1단계 평택-부여('17~'22) 2단계 부여-익산('27~'32) * 운영: 1단계 평택-부여('23~'62) 2단계 부여-익산('33~'62)
서울~세종(안성-구리) 고속도로 (BTO-rs, BTO-a)	5조 719억원 (공사비 4조 1,619억원, 보상비 9,100억원)	성남-구리 착공 16년말, 개통 22년 안성-성남 착공 17년말, 개통 22년
경인지하화(BTO-rs, BTO-a)	1조원	사업 본격화 추진 중

자료: 국토교통부, 기획재정부, 키움증권

>>> point 2. 철도: 2025년 까지 70조원 투자

2025년까지 철도망 구축에 총 70조원 투자

'제3차 국가철도망구축계획'은 '철도건설법'에 따른 10년 단위 중장기 법정계획으로서, 철도망 구축의 기본 방향과 노선 확충계획, 소요재원 조달방안 등을 제시하고 있다. 투자규모는 2016~2025년 기간 동안 철도망 확충에 총 70.4조원이 소요될 것으로 전망되고 있다. 부문별로는 고속철도 7.8조원, 일반철도 38.4조원, 광역철도 24.2조원이 소요될 전망이다. 재원 구성은 국비 43.1조원, 지방비 3.0조원, 민자유치 19.8조원, 공단채권 등 기타 4.5조원으로 국가 재정운용 여건을 고려한 다각적인 재원확보 필요성이 투자계획에 반영되어 있다. 투자재원 중 국고의 경우에는 국가재정운용계획상 SOC투자 감축 기조에 따라 제2차 철도망구축계획보다 규모를 축소(2015년까지 23.6조원, 2016~2020년 22.0조원, 2021~2025년 21.1조원)하였다. 이용측면에서도 1) 고속철도 서비스를 제공받는 비율이 절반 이상(46→ 60%)으로 확대되고, 2) 200km/h 이상의 고속화 철도까지 포함하면 전체 인구의 85%가 고속화된 철도의 수혜를 받게 될 예정이다.

'제3차 국가철도망구축계획'상 투자계획

구분	총 사업비	'15년까지	'16~'20	'21~'25	계획기간내	계획기간후
국고	815,279	236,459	220,146	210,854	431,000	147,820
지방비	64,207	8,068	19,024	11,935	30,959	9,353
민자	266,632	19,407	73,831	123,933	197,764	49,461
공단채권, 광역교통개선 부담금 등	145,229	100,511	34,137	10,580	44,717	-
소계	1,291,347	364,445	347,138	357,302	704,440	206,633

자료: 국토교통부, 키움증권

향후 10년간 20조원의 민간자본 유치할 계획

작년 7월 발표된 '민자철도사업 활성화 방안'에 따르면 철도망 구축에 향후 10년간 19.8조원의 민간자본을 유치할 계획이다. 지역간 빠른 이동서비스 확대, 도시권 통근부담 해소 및 환경문제 대처 등을 위해 수도권 광역철도뿐 아니라 전국 철도망으로 민자철도 사업 확대할 예정이다. 이를 위해 민간자본을 유치하는 이유는 철도건설 예산이 감소 추세(2016년 5.2조원→2020년 중기계획 4.1조원)에 있는 등 재정이 한계에 도달한 상황을 감안했기 때문이다.

'제3차 국가철도망구축계획' 상 민자추진 검토사업(14개 사업)

구분	내용	개수
국가철도망의 운영효율성 제고	병목구간 및 미싱링크 연결	5개 사업
대도시권 교통난 해소	출퇴근 애로 해소를 위한 광역철도	6개 사업
지역거점 간 고속연결	지자체가 철도역 주변의 도시개발사업 등 부대사업을 계획하고 연계교통 계획까지 수립한 지역노선	3개 사업

자료: 국토교통부, 기획재정부, 키움증권

'제3차 국가철도망구축계획'상 민자검토 대상 사업

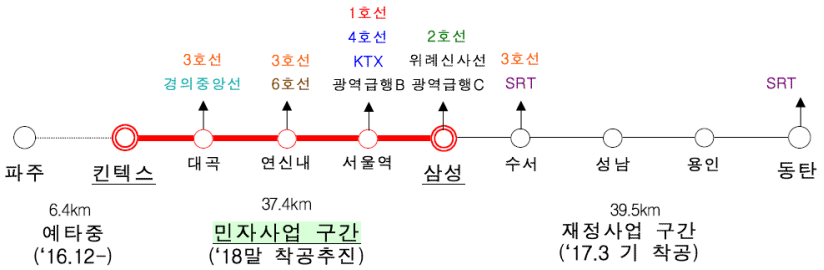
구분	노선명	사업구간	사업내용	연장	총 사업비(억원)
고속	경부고속선	수색~서울~금천구청	복선전철	30.0km	19,170
		평택~오송	2복선전철	47.5km	29,419
일반	중앙선	용산~청량리~망우	2복선전철	17.3km	13,280
	수서광주선	수서~광주	복선전철	19.2km	8,935
	문경·경북선	문경~점촌~김천	단선전철	73.0km	13,714
	남부내륙선	김천~거제	단선전철	181.6km	47,440
	강원선	춘천~속초	단선전철	93.9km	20,631
	평택부발선	평택~부발	단선전철	53.8km	16,266
광역	수도권 광역급행철도	송도~청량리	복선전철	48.7km	58,319
	수도권 광역급행철도	의정부~금정	복선전철	45.8km	30,736
	신분당선	호매실~봉담	복선전철	7.1km	6,728
	신분당선 서북부 연장	동빙고~삼송	복선전철	21.7km	12,119
	원종홍대선	원종~홍대입구	복선전철	16.3km	21,664
	위례과천선	복정~경마공원	복선전철	15.2km	12,245
		합계		671.1km	310,666

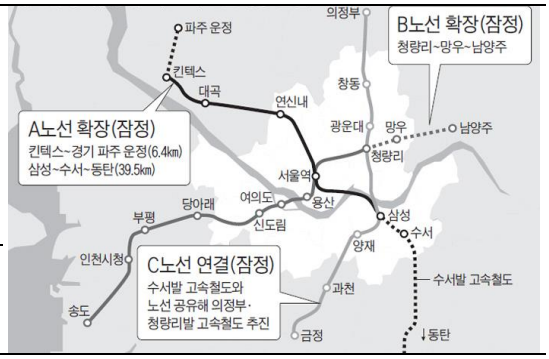
자료: 국토교통부, 키움증권

GTX 등 주요 철도사업 본격화 전망, 국비 35조원 투자

제4차 중기교통시설투자계획에 따르면, 이용률 제고 및 운영효율화로 전국 고속이동 서비스를 제공하고, 향후 한반도 통합철도망 기반 마련 등 국비 총 35.4조원이 투자된다. 주요사업은 GTX, 춘천-속초 고속철도 및 일반철도, 광역철도, 도시철도 사업 등이다. 철도 총연장은 기존 4,284km에서 4,971km로 687km 증가될 예정이다.

수도권 광역급행철도(GTX) 진행상황

구분		내용
A노선	전 구간	* 파주-일산-삼성-동탄 간 83.3km를 경유하는 노선 
	삼성-동탄 구간	* 총사업비 15,547억원 * 기본계획 수립·고시(2015.3) * 삼성-동탄 구간(39.5km)은 재정사업으로 올해 3월 착공(2021년 개통 예정)
	일산-삼성 구간	* 총사업비 35,788억원 * 일산-삼성 구간(37.4km) 구간 수도권 광역급행철도 민자사업 → 위험분담형 수익형 민자사업(BTO-rs) 방식으로 추진될 예정 * 민간투자시설사업 기본계획 수립 착수(2017.4.4) * 하반기 민간투자심의위원회 심의를 거쳐 고시 → 민간으로부터 제안서를 제출 받아 내년 초까지는 우선협상대상자 선정 계획 → 우선협상대상자와의 협상과 실시설계 → '18년말 착공 및 '23년 말 개통을 목표로 추진할 예정
	파주-일산 구간	* 파주-일산 구간(6.4km)은 예비타당성조사('16.12.~) 중 * 조사 결과에 따라 일산-삼성 구간과 병행추진 등을 검토할 계획
B노선		* 제3차 광역교통시행계획 상 사업비 46,088억원 * 2014년 2월 예비타당성조사 결과 B/C(비용대비 편익)값 0.33을 기록해 사업추진 실패 * 경춘선을 활용해 마석까지 연장하는 것으로 사업계획을 보완했으나 올해 초 예비타당성 조사 대상사업에서 제외 * 하반기에 예비타당성조사 재추진 계획
C노선		* 제3차 광역교통시행계획 상 사업비 39,660억원 * 지난해 초 예비타당성조사에 착수해 현재 조사를 진행 중



자료: 국토교통부, 언론정리, 키움증권

>>> point 3. 공항: 공항 르네상스 시대 도래

국토교통부 중기재정계획 상 항공예산의 지속적인 증가 추세 전망

국토교통부는 증가하는 항공교통량의 원활한 처리를 위해 항공로 복선화 및 신설, 공역 조정 등의 개선사업을 지속 추진할 예정이다. 작년 항공교통량은 73.9만대로 역대 최고치를 기록했으며, 국제선과 국내선 모두 역대 최고치를 기록했다. 항공여객 역시 10,391만명을 기록해 사상 최고 실적을 기록했으며, 국제선 여객과 국내선 여객 모두 사상 최고 실적을 기록했다. 더불어 항공화물도 전년대비 7% 증가하면서 407만 톤으로 최대 실적을 기록했다. 국토교통부는 효율적인 항공교통흐름을 관리할 필요성이 높아졌고, 항공로 개선, 공항 수용량 증대 등 공항 인프라 확충과 스마트 공항 도입을 추진하기로 결정했다. 이에 따라 국토교통부의 중기재정계획 상 공항예산은 2019년 1조원, 김해/제주 신공항을 착공하는 2021년부터는 2조원으로 급증할 전망이다.

전년 대비 실적이 크게 증가하고 있는 공항, 공항 건설이 시급하다!

국제선 여객이 이용한 공항을 분석해보면, 국제선 여객 비율이 가장 높은 인천과 김해 공항이 각각 17.3%, 30.4% 증가하였고, 대구(106.0%), 제주(37.2%), 청주(20.9%) 공항이 운항 증가와 함께 전년대비 여객 실적이 크게 증가했다. 이에 따라 그동안 적자로 운영되었던 청주공항과 대구공항은 작년에 처음으로 흑자로 전환되었다. 국내선 여객이 이용한 공항실적은 운항이 증대된 청주(31.3%)와 탑승률이 개선된 여수(21.1%) 공항 실적이 증가하였고, 제주(11.4%), 김해(11.0%), 대구(8.9%), 김포(8.6%) 공항도 전년대비 실적이 크게 증가했다. 아래 표에서 보듯이 인천, 김해, 김포, 제주, 대구 등 최근 신규, 확장 및 이전이 검토되고 있는 공항들을 살펴보면 여객 실적이 급증하는 모습을 확인할 수 있다. 공항 건설이 시급한 상황이다.

국제선 여객 이용 공항 현황 (단위: 명)

구분	인천	김해	김포	제주	청주	대구	무안	양양
2014년	44,622,366	4,830,749	4,063,913	2,249,776	465,963	222,086	146,104	176,635
2015년	48,404,295	5,909,610	4,009,683	1,983,983	506,527	330,161	182,460	106,526
2016년	56,774,790	7,709,024	4,220,840	2,721,193	612,189	680,118	194,616	87,593
'15/'14(%)	8.5	22.3	-1.3	-11.8	8.7	48.7	24.9	-39.7
'16/'15(%)	17.3	30.4	5.3	37.2	20.9	106.0	6.7	-17.8

자료: 국토교통부, 키움증권

국내선 여객 이용 공항 현황 (단위 : 명, 출발여객)

구분	제주	김포	김해	광주	청주	대구	인천	울산	여수
2014년	10,338,699	8,608,881	2,723,109	722,245	607,324	652,877	277,891	225,861	219,378
2015년	11,942,609	9,420,522	3,178,385	789,541	793,887	839,690	258,947	279,571	206,169
2016년	13,298,891	10,228,881	3,527,440	792,471	1,042,313	914,617	265,825	271,244	249,574
'15/'14(%)	15.5	9.4	16.7	9.3	30.7	28.6	-6.8	23.8	-6.0
'16/'15(%)	11.4	8.6	11.0	0.4	31.3	8.9	2.7	-3.0	21.1

자료: 국토교통부, 키움증권

공항 경쟁력 확보 위해 2020년까지 4.2조원 투자 전망

제4차 중기교통시설투자계획에 따르면, 기존공항 활성화 및 신설과 편의성과 대중성 강화를 통해 세계를 선도하는 공항 경쟁력을 확보하기 위해 국비 4.2조원이 투자될 예정이다. 주요사업은 제주 신공항, 김해 신공항, 울릉도, 흑산도 공항 건설사업 등이다. 이를 통해 항공여객 수용이 0.2만회/년 증가(운영회수 기준 219.7→ 219.9만회/년)하게 된다. 제주공항은 2025년 개항을 목표로 제2공항 건설을 추진 중이며, 제2공항 개항 전까지의 기존 공항의 용량 확대를 위한 단기 인프라 확충 등 1단계 및 2단계 단기대책도 추진 중이다. 인천국제공항 역시 2023년 완공을 목표로 4단계 건설사업을 계획 중에 있다. 김해 신공항은 2026년 개항을 목표로 타당성 평가 및 기본계획 용역 등의 후속절차를 차질 없이 추진할 계획이다.

2026년까지 새로 건설 예정이거나 검토 중인 민간 공항

예상 발주 시기	프로젝트	총 사업비	완료 예정	내용
2016.11	제주공항 1차 단기 투자	2,400억원	2018년 준공	* 활주로 시설확충 및 터미널 증축, * 즉시 시행 가능한 활주로 시설확충 및 터미널 증축 등을 수행하여 공항시설 용량 증대
2017 하반기	흑산도 소형공항	1,835억원	2021년 개항	* 신공항 건설 * 2017년 실시설계 완료하고 착공 계획
2018 상반기	울릉도 소형공항	5,805억원	2022년 개항	* 신공항 건설 * 2017년 하반기에 기본설계 완료 계획 * 2018년 실시설계 후 착공 계획
2018. 하반기	제주 2공항	48,700조원	2020년 착공 2025년 개항	* 신공항 건설 * 여객터미널 2,500만명/年처리목표, 서귀포 성산에 활주로(3,200m), 관제탑, 접근도로 등 건설
		(향후 일정) 예비타당성조사 완료('16.12) → 17년 상반기 중 기본계획 수립 용역 착수 → 기본 및 실시설계('18) → 용지 보상('20) → '20년 착공 '25 개항 추진		
2019	김해 신공항	59,600억원	2021년 착공 2026년 개항	* 신공항 건설 * 여객터미널 3,800만명/年처리목표 국제선 터미널 2,800만명/年처리목표, 국내선 터미널 1,000만명/年처리목표, 김해공항 서편에 활주로 3,200m, 활주로 수용능력: 29.9만회/년, 계류장, 관제탑 등 * 도로·철도 등 접근교통시설 확충(신공항 직접 연결)
		(향후 일정) 예비타당성조사 완료('17.4) → 기본계획수립 용역('17.4) → 기본 및 실시설계('18~'20) → '21년 착공 → '25년 종합시운전 → '26년 개항 추진		
2019	인천국제공항 4단계 건설사업	42,000억원	2023년 개항	* 올해 7월 '인천공항 4단계 건설사업' 준비를 위한 기본계획 고시 준비 중 * 제2여객터미널 추가 확장, 여객계류장 확장, 제4활주로 신설 공사 등 * 여객처리능력 연간 7,200만명 → 1억명, 화물 연간 580만톤 → 630만톤
미정	제주공항 2차 단기 투자		2020년 준공	* 신규 매입부지 등을 활용하여 공항시설 확장 * 공항운영 개선, 접근교통체계 재정비 등 종합 시행
	대구공항 통합이전	72,460억원 (공사비 5.8조원)		* (추진방식) 군공항은 기부 대 양여 사업으로, 민간공항은 국토부(공항공사) 사업으로 각각 추진하되 동시 이전
	수원 군공항 이전	약 7조원		* (추진방식) 수원시가 시설을 건설해 기부하고 국방부가 부지를 양여하는 방식으로 추진 중
	광주 군공항 이전	약 5.7조원		* (추진방식) 기부 대 양여 방식
	새만금 신공항	4,000억원	2023년	* 신공항 건설, 기존 김제 및 군산 공항 대체
	백령도 소형공항	790억원	2024년	* 군+민간 겸용 신공항 건설 * 도서지 접근성 개선을 위해 소형공항 건설
	서산 신공항	500억원	2020년	* 기존 공군 비행장에 민항시설 추가

자료: 국토교통부, 기획재정부, 키움증권

기업분석

현대건설 (000720)	BUY(Maintain)/목표주가 55,000원 수주, 마진, 밸류에이션 다 좋다!
현대산업 (012630)	BUY(Maintain)/목표주가 86,000원 주택, 인프라, 정책 3박자 갖춰
대우건설 (047040)	BUY(Maintain)/목표주가 9,600원 실적, 매각, 수주, 풍부한 모멘텀!
GS건설 (006360)	BUY(Maintain)/목표주가 40,000원 해외가 좋아지면 사야할 주식
대림산업 (000210)	BUY(Maintain)/목표주가 110,000원 이란이 열리면 사야 할 주식
금호산업 (002990)	BUY(Maintain)/목표주가 16,000원 펀더멘털 개선에 주목하자!
한라 (014790)	BUY(Initiate)/목표주가 6,300원 J노믹스에 부합하는 중소건설사!
SK디앤디 (210980)	BUY(Maintain)/목표주가 42,000원 디벨로퍼의 황금기가 다가온다!
아이콘트롤스 (039570)	BUY(Maintain)/목표주가 40,000원 성장 모멘텀은 계속된다!

현대건설 (000720)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 45,600원

목표주가 55,000원

과거 주요 할인요인으로 판단했던 사안은 해외 신규 수주 지연과 해외 장기 미착공 현장의 규모가 크다는 점이었다. 이중 해외 신규 수주의 경우에는 하반기 본격적으로 시작될 것으로 전망된다. 해외 장기 미착공 현장은 총 4개 중 상반기 중으로 3개 현장이 본격적인 착공에 들어가 매출화가 진행될 전망이다. 핵심 할인 요인들이 해소되고 있고 인프라 및 원전해체 등 정책 수혜가 기대된다. 목표주가 55,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,370.90pt
시가총액		50,778억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	51,300원	31,900원
최고/최저가 대비 등락	-11.11%	42.95%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.6%	-7.9%
6M	8.3%	-6.9%
1Y	39.9%	15.2%

Company Data

발행주식수		111,356천주
일평균 거래량(3M)		403천주
외국인 지분율		31.62%
배당수익률(17.E)		1.10%
BPS (17.E)		60,969원
주요 주주	현대자동차 외3인	34.91%
	국민연금공단	12.04%

Price Trend

수주, 마진, 밸류에이션 다 좋다!

>>> 할인 요인 해소 중

상반기 해외 신규 수주가 부진했지만, 주요 파이프라인이 하반기에 집중되어 있다. 각 지역별로 경쟁력 있는 공종에 집중하고 있고, 입찰건수가 금액 모두 작년 대비 2배 이상인 것으로 파악돼 하반기부터는 수주 모멘텀을 기대해 볼 만하다. 해외 장기 미착공 프로젝트는 해외 수주잔고에서 차지하는 비중이 30%에 육박하기 때문에 이 현장들의 매출화가 상당히 중요하다. 총 4개의 해외 장기 미착공 현장 중 상반기에 2개 현장이 본격적인 착공에 들어갔다. 핵심 할인 요인들이 해소되고 있다는 판단이다.

>>> 신흥시장 매출증가로 수익성 개선 전망

해외 장기 미착공 현장이었던 우즈벡 GTL과 러시아 비료공장은 실질적인 토공사가 진행 중으로 하반기부터는 본격적인 매출이 기대된다. 다만, 아쉬운점은 3.5조원에 달하는 대형 사업인 베네수엘라 main pkg의 착공이 하반기로 지연된 점이다. 베네수엘라 현장까지 연내 착공에 들어간다면, 하반기부터는 신흥시장 매출 증가로 해외 원가율 개선이 가능할 전망이다.

>>> J노믹스 정책 기대주, 인프라! 원전해체!

앞서 설명했지만, 새 정부 들어서 민자SOC 사업이 활성화 될 가능성이 상당히 높다. 동사의 경우 국내 대표적인 인프라 사업 강자로 특히 발주가 집중 예정된 도로와 철도 분야의 전통적인 강자이다. 또한 탈원전 정책과 관련해서 선진사 제휴 및 자체 역량강화로 원전해체 사업 경쟁력을 확보 중이다. 지난 19일 고리원전 1호기가 영구정지됐다. 원전해체 시장이 열리고 있다. 동사의 수혜가 예상된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	191,221	187,445	187,820	193,562	199,494
보고영업이익(억원)	9,866	10,527	11,503	11,993	12,596
핵심영업이익(억원)	9,866	10,527	11,503	11,993	12,596
EBITDA(억원)	11,824	12,431	13,578	14,068	14,671
세전이익(억원)	7,983	8,773	8,923	10,353	10,981
순이익(억원)	5,840	6,504	6,741	7,824	8,361
지배주주지분순이익(억원)	3,679	4,908	4,919	5,717	6,005
EPS(원)	3,301	4,403	4,413	5,129	5,388
증감율(%YoY)	-12.3	33.4	0.2	16.2	5.0
PER(배)	8.6	9.7	10.3	8.9	8.5
PBR(배)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.6	5.6	5.0	4.6	4.2
보고영업이익률(%)	5.2	5.6	6.1	6.2	6.3
핵심영업이익률(%)	5.2	5.6	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	6.5	8.1	7.5	8.1	7.9
순부채비율(%)	8.5	5.1	-2.7	-8.4	-12.7

현대건설 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대건설	1	울하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
현대건설	4	서초 주상복합	서울	800			
현대건설	6	힐스테이트 송도 더테라스	수도권	2,784			
현대건설	8	북아현 1-1	서울	1,226			
현대건설	8	고덕3단지 재건축	서울	4,066			
현대건설	9	신길9구역 재개발	서울	1,464			
현대건설	9	천안 동남구청사 도시재생	지방	451			
현대건설	10	하남감일지구	수도권	2,533			
현대건설	10	송도 6,8공구 A14BL	수도권	1,083			
현대건설	10	부산 연산3 재개발	지방	1,663			
현대건설	11	세종 6-4	지방	3,100			
현대건설	11	안양호원초주변지구 재개발	수도권	3,850			
현대건설	12	응암1구역 재개발	서울	879			
현대건설	12	김포 향산리	수도권	3,506			

자료: APT2you, 현대건설, 키움증권

현대엔지니어링 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대엔지니어링	4	힐스테이트 암사	서울	460	259	12.25:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	4	힐스테이트 킨텍스 레이크뷰	수도권	299	266	2.39:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	4	힐스테이트 김해	지방	630	77	5.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	4	힐스테이트 세종 리버파크	지방	672	196	104.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	6	힐스테이트 본촌	지방	834	166	41.51:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	6	힐스테이트 용인(뉴스테이)	수도권	1,950			
현대엔지니어링	12	개포8단지 공동주택	서울	1,804			

자료: APT2you, 현대엔지니어링, 키움증권

현대건설 베네수엘라 장기 미착공 프로젝트 현황

시기	프로젝트	규모	내용
2012.06.27	Puerto La Cruz 정유공장 확장 및 설비개선 공사	3.5조원(현대건설 1.8조원)	현대ENG(26%), 중국 위슨ENG(23%)
2013.12.04	Batalla de Santa Ines 정유공장 1단계 공사	2.4조원(현대건설 1.5조원)	현대ENG(26%), 중국 위슨ENG(13%)
2014.11.13	Puerto La Cruz 정유공장 고도화 설비 패키지	4.9조원(현대건설 3.5조원)	현대ENG(18%), 중국 위슨ENG(10%)

자료: 현대건설, 키움증권

17.1.6 현대건설 금감원 감리 착수

사안	금감원, 현대건설 · 안진회계 감리 착수
내용	해당 회계감리는 금융감독원이 감리효율성을 위해 도입한 심사감리의 일환 현대건설은 대상회사로 선정되어 금융감독원으로부터 관련 자료제출 요구 심사감리: 공시자료를 근거로 추세 분석 등을 통해 특이사항을 점검하는 사전감리 형태

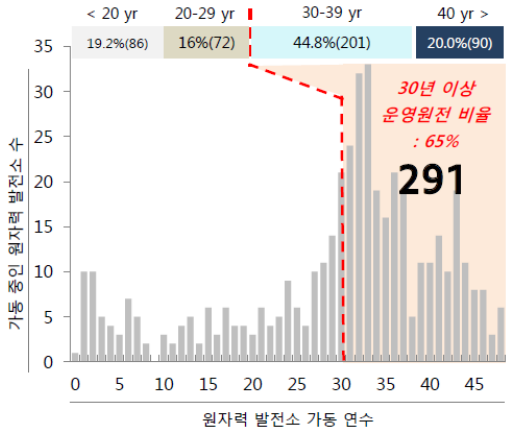
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 1분기 기준 프로젝트별 미청구공사 현황 (단위: 억원)

프로젝트	계약일	완성기한	기본 도급액	진행률 (%)	미청구 공사(A)	공사 미수금	(A)/완성 공사(%)
쿠웨이트 쉐이크 자베르 코즈웨이 건설공사	2012-11-14	2018-11-03	21,787	80	1,701	518	10
쿠웨이트 알주르 엘엔지 수입항 건설공사	2016-03-30	2021-02-12	17,013	6	350	10	35
카타르 루사일 고속도로 건설공사	2012-05-21	2017-12-31	13,937	78	1,341	134	12
U.A.E 원전 건설공사	2010-03-26	2020-05-01	34,977	84	2,713	1	9
U.A.E 사브 해상원유 및 가스처리시설공사	2013-03-18	2017-09-17	21,450	91	1,373	354	7
베네수엘라 푸에르또라크루스 정유공장	2012-06-27	2018-01-31	19,408	84	76	0	0
이라크 카르발라 정유공장	2014-04-15	2018-11-27	18,019	37	181	1,946	3
우즈베키스탄 천연가스 액화 정제 시설 공사	2014-01-07	2020-04-30	5,597	15	104	0	10
리비아 트리폴리 웨스트 화력발전소 공사	2010-07-19	2017-11-03	13,685	48	0	0	0
우즈베키스탄 UKAN Project	2015-02-13	2019-01-31	23,014	47	0	95	0
Turkmenistan Ethane Cracker and PE PP Pl	2014-01-29	2018-09-30	20,571	76	550	2,663	3
쿠웨이트 Al-Zour LNG Import Project	2016-03-30	2021-02-12	14,907	4	169	78	28
우즈베키스탄 GTL Project	2014-01-07	2020-04-30	13,225	3	199	0	39

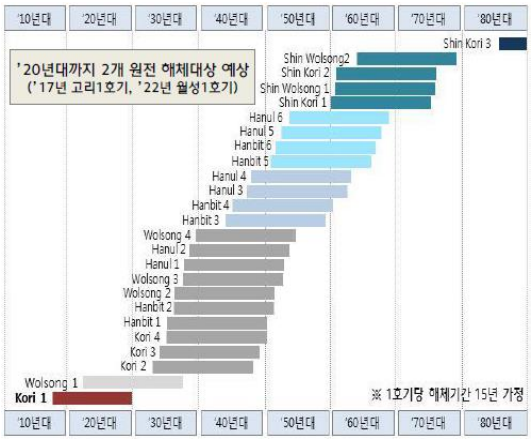
주: 원가기준 투입법을 적용하여 진행기준수익을 인식한 계약
자료: 현대건설, 키움증권

전세계 가동 원전 현황 (2017년 4월 기준)



자료: IAEA, 현대건설, 키움증권

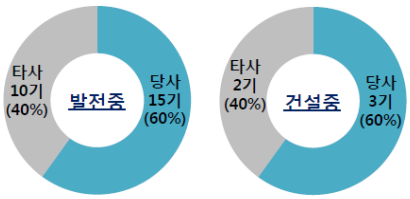
시기별 국내 원전 해체 시장



자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 원전 관련 공사 실적

원전 건설 공사



➔ 국내 발전소 총 30기 중, 18기 완공/수행 중 (60%)

주요 원전해체 유관공사

- 고리 1호기 증기발생기 교체공사 ('96.01~'98.12)
- 한빛 3,4호기 증기발생기 교체공사 ('15.12~'진행중)

자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 원전해체 관련 선진사 제휴 현황

구 분	AECOM URS	GNS
수행실적	12기	7기
협력분야	전분야	사용후 핵연료 저장용기
교육/제휴	전분야	

수행완료	· 당사 : AECOM社와 MOU 체결 ('15.11) · 현엔 : GNS社MOU 체결 ('16.2)
중점추진	· AECOM社와 MOU 개정 - 고리1호기 공동참여 추진 - 해외 해체사업 공동진출 협의
목 표	· 당사/현엔 해체사업 수행역량 확보

자료: 현대건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	191,221	187,445	187,820	193,562	199,494
매출원가	175,126	169,082	167,756	172,840	177,894
매출총이익	16,095	18,363	20,064	20,722	21,600
판매비및일반관리비	6,229	7,836	8,561	8,729	9,004
영업이익(보고)	9,866	10,527	11,503	11,993	12,596
영업이익(핵심)	9,866	10,527	11,503	11,993	12,596
영업외손익	-1,883	-1,753	-2,580	-1,641	-1,615
이자수익	709	788	1,148	1,389	1,604
배당금수익	28	14	21	17	19
외환이익	2,792	3,247	3,020	3,133	3,076
이자비용	1,031	871	643	643	643
외환손실	2,588	2,472	2,530	2,501	2,515
관계기업지분법손익	234	-62	-61	-70	-65
투자및기타자산처분손익	363	-115	6	-55	-25
금융상품평가및기타금융이익	-2	1	-0	0	-0
기타	-2,389	-2,283	-3,540	-2,911	-3,066
법인세차감전이익	7,983	8,773	8,923	10,353	10,981
법인세비용	2,143	2,270	2,182	2,529	2,620
유효법인세율 (%)	26.8%	25.9%	24.5%	24.4%	23.9%
당기순이익	5,840	6,504	6,741	7,824	8,361
지배주주지분순이익(억원)	3,679	4,908	4,919	5,717	6,005
EBITDA	11,824	12,431	13,578	14,068	14,671
현금순이익(Cash Earnings)	7,798	8,408	8,816	9,899	10,436
수정당기순이익	5,576	6,589	6,743	7,869	8,385
증감율(%, YoY)					
매출액	10.0	-2.0	0.2	3.1	3.1
영업이익(보고)	2.9	6.7	9.3	4.3	5.0
영업이익(핵심)	2.9	6.7	9.3	4.3	5.0
EBITDA	6.2	5.1	9.2	3.6	4.3
지배주주지분 당기순이익	-12.3	33.4	0.2	16.2	5.0
EPS	-12.3	33.4	0.2	16.2	5.0
수정순이익	-4.0	18.2	2.3	16.7	6.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	143,437	149,493	157,491	168,736	181,352
현금및현금성자산	19,974	21,500	28,038	33,628	38,656
유동금융자산	12,411	18,541	24,180	29,000	33,336
매출채권및유동채권	76,057	71,334	67,078	66,746	68,791
재고자산	13,286	11,994	12,018	12,385	12,765
기타유동비금융자산	21,709	26,125	26,177	26,977	27,804
비유동자산	51,149	49,342	49,450	50,161	50,893
장기매출채권및기타비유동채권	4,202	4,136	4,144	4,271	4,402
투자자산	10,355	12,012	12,026	12,235	12,451
유형자산	17,542	14,981	15,047	15,112	15,178
무형자산	8,573	8,103	8,103	8,103	8,103
기타비유동자산	10,476	10,110	10,130	10,439	10,759
자산총계	194,585	198,835	206,940	218,897	232,245
유동부채	85,828	87,466	87,629	90,127	92,708
매입채무및기타유동채무	51,007	51,611	51,714	53,295	54,929
단기차입금	1,985	1,634	1,634	1,634	1,634
유동성장기차입금	287	287	287	287	287
기타유동부채	32,549	33,934	33,994	34,911	35,858
비유동부채	33,845	29,946	31,704	33,896	36,859
장기매입채무및비유동채무	182	434	435	448	462
사채및장기차입금	21,999	19,717	19,717	19,717	19,717
기타비유동부채	11,664	9,794	11,552	13,731	16,680
부채총계	119,673	117,412	119,333	124,023	129,567
자본금	5,573	5,573	5,573	5,573	5,573
주식발행초과금	2,875	2,875	2,875	2,875	2,875
이익잉여금	41,850	46,383	50,870	56,156	61,733
기타자본	7,911	8,636	8,636	8,636	8,636
지배주주지분자본총계	58,209	63,467	67,953	73,239	78,816
비지배주주지분자본총계	16,704	17,956	19,654	21,634	23,862
자본총계	74,913	81,423	87,607	94,874	102,678
순차입금	6,397	4,138	-2,400	-7,990	-13,018
총차입금	26,371	25,638	25,638	25,638	25,638

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,960	10,865	14,277	13,027	11,982
당기순이익	5,840	6,504	6,741	7,824	8,361
감가상각비	1,241	1,362	1,494	1,494	1,494
무형자산상각비	717	543	581	581	581
외환손익	-131	-361	-490	-632	-561
자산처분손익	-363	115	-6	55	25
지분법손익	-234	62	61	70	65
영업활동자산부채 증감	-5,641	-2,047	-1,296	-3,157	-5,007
기타	4,531	4,687	7,192	6,793	7,024
투자활동현금흐름	-11,738	-7,752	-7,181	-6,880	-6,397
투자자산의 처분	-9,892	-6,337	-5,601	-5,010	-4,517
유형자산의 처분	147	42	27	27	27
유형자산의 취득	-1,865	-1,787	-1,587	-1,587	-1,587
무형자산의 처분	-98	-86	0	0	0
기타	-67	384	-20	-310	-320
재무활동현금흐름	307	-1,769	-557	-557	-557
단기차입금의 증가	-3,565	-2,726	0	0	0
장기차입금의 증가	4,938	2,042	0	0	0
자본의 증가	26	0	0	0	0
배당금지급	-1,091	-1,084	-557	-557	-557
기타	0	-0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-5,450	1,526	6,538	5,590	5,028
기초현금및현금성자산	25,424	19,974	21,500	28,038	33,628
기말현금및현금성자산	19,974	21,500	28,038	33,628	38,656
Gross Cash Flow	13,264	15,057	15,953	16,436	17,083
Op Free Cash Flow	1,571	5,788	7,882	6,395	5,072

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,301	4,403	4,413	5,129	5,388
BPS	52,227	56,944	60,969	65,712	70,716
주당EBITDA	10,609	11,154	12,183	12,622	13,163
CFPS	5,347	9,749	12,810	11,688	10,750
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	8.6	9.7	10.3	8.9	8.5
PBR	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.6	5.6	5.0	4.6	4.2
PCFR	4.1	5.7	5.8	5.1	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.2	5.6	6.1	6.2	6.3
영업이익률(핵심)	5.2	5.6	6.1	6.2	6.3
EBITDA margin	6.2	6.6	7.2	7.3	7.4
순이익률	3.1	3.5	3.6	4.0	4.2
자기자본이익률(ROE)	6.5	8.1	7.5	8.1	7.9
투하자본이익률(ROIC)	13.6	15.3	18.8	20.9	22.3
안정성(%)					
부채비율	159.7	144.2	136.2	130.7	126.2
순차입금비율	8.5	5.1	-2.7	-8.4	-12.7
이자보상배율(배)	9.6	12.1	17.9	18.6	19.6
활동성(배)					
매출채권회전율	2.5	2.5	2.7	2.9	2.9
재고자산회전율	14.3	14.8	15.6	15.9	15.9
매입채무회전율	3.9	3.7	3.6	3.7	3.7

현대산업 (012630)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 48,350원

목표주가 86,000원

올해 주택 공급계획은 2.3만세대로 전년대비 27.8% 증가한 수치이며, 성공적인 분양시 주택부문 실적의 고성장이 기대된다. 또한 J노믹스 시대에서 대표적인 민자 SOC 강자로서 수혜도 전망된다. 민자 SOC 관련해 2,000억원 수준의 지분투자도 올해 예정되어 있다. 더불어 계열사 밸류체인을 필두로 운영자산 확대 및 개발사업을 진행하며 본격적인 디벨로퍼 전환 스토리가 시작되고 있다. 목표주가 86,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,370.90pt
시가총액		36,448억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	53,100원	37,800원
최고/최저가 대비 등락	-8.95%	27.91%
주가수익률	절대	상대
1M	6.9%	3.1%
6M	17.5%	1.0%
1Y	21.8%	0.3%

Company Data

발행주식수		75,384천주
일평균 거래량(3M)		329천주
외국인 지분율		47.18%
배당수익률(17.E)		1.45%
BPS (17.E)		40,698원
주요 주주	정몽규 외8인	18.56%
	템플턴 외16인	8.83%

Price Trend

주택, 인프라, 정책 3박자 갖춰

>>> 탁월한 주택사업 전략

동사의 올해 주택공급 계획은 연초 1.9만호에서 2.3만세대로 전년대비 27.8% 증가했으며, 성공적인 분양시 주택부문 실적의 고성장이 기대된다. 동사의 중단기적인 주택사업 전략은 올해 최대한 공급을 한 후, 내년부터는 랜드뱅킹에 집중해 다음에 오는 주택시장 upcycle을 대비하겠다는 전략이다. 특히 올해는 집단대출 규제로 재무상태와 신용등급, 잉여현금이 굉장히 중요하다. 동사의 경우 지난달 신용등급이 상향됐으며, 풍부한 현금보유로 순현금상태다. 건전한 재무구조로 시장점유율을 늘릴 수 있는 기회라는 판단이다.

>>> J노믹스 정책 기대주, 민자SOC! 뉴딜!

J노믹스에서는 민자SOC 사업이 확대 될 가능성이 높다. 동사의 경우 대표적인 민자SOC 강자이다. 내년 착공이 확정된 GTX A노선과 그 외 평택-오송 KTX, 서창-김포 고속도로 등 다양한 파이프라인을 보유하고 있어, 민자 SOC 시장 확대 시 수혜가 전망된다. 올해 민자SOC와 관련해 2,000억원 수준의 지분투자도 예정되어 있다.

>>> 본격적인 종합디벨로퍼로 발돋움

동사는 디벨로퍼 전환을 위한 계열사 밸류체인을 구성하고 있으며, 현재 2.9조원의 운영자산을 20년 4조원까지 늘릴 계획이다. 실제로 1) 면세점의 성공적인 정착, 2) 기획~운영까지 총괄하는 리조트 개발 진행, 3) 의정부 자체분양 임대 전환 검토, 4) 이달 아파트 단지 내 상가 첫 직영 예정, 5) HDC투자운용을 통해 리츠 AMC 설립, 6) 아이서비스의 아산스파비스 인수, 7) J노믹스 뉴딜정책 및 서울시 생활권계획과의 정책 시너지 등 본격적인 디벨로퍼 전환 스토리가 시작되고 있다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	46,026	47,499	54,880	58,634	62,581
보고영업이익(억원)	3,895	5,172	6,309	6,702	7,031
핵심영업이익(억원)	3,895	5,172	6,309	6,702	7,031
EBITDA(억원)	4,321	5,588	6,725	7,118	7,447
세전이익(억원)	3,243	4,595	5,910	6,524	6,883
순이익(억원)	2,386	3,310	4,333	4,727	5,008
지배주주지분순이익(억원)	2,168	3,067	4,087	4,413	4,731
EPS(원)	2,876	4,069	5,422	5,854	6,276
증감율(%YoY)	214.9	41.5	33.3	8.0	7.2
PER(배)	13.5	11.0	8.9	8.3	7.7
PBR(배)	1.2	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	8.8	6.4	5.0	4.0	3.3
보고영업이익률(%)	8.5	10.9	11.5	11.4	11.2
핵심영업이익률(%)	8.5	10.9	11.5	11.4	11.2
ROE(%)	9.6	12.3	15.0	14.5	13.7
순부채비율(%)	30.8	2.0	-14.1	-27.9	-36.1

현대산업개발그룹 주택 공급 공종별 비교 (뉴스테이 제외)

구분	2016		2017	
	세대수	비중	세대수	비중
자체	6,500	37.2%	6,004	26.1%
재정비	10,384	59.4%	10,077	43.8%
일반도급	600	3.4%	6,923	30.1%
합계	17,484	100%	23,004	100%

자료: 현대산업, 키움증권

현대산업개발그룹 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
아이앤콘스	2	삼송3차 아이파크	수도권	162	131	6.18:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	백련산 SK뷰 IPARK	서울	1,305	409	5.57:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	동탄호수공원 아이파크	수도권	774	504	6.70:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	신정뉴타운 아이파크 위브	서울	3,045	982	6.27:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	인덕 IPARK	서울	859			
현대산업	6	고덕 센트럴 IPARK	서울	1,745			

자료: APT2you, 현대산업, 키움증권

현대산업 2016년, 2017년 주요 토목(인프라) 추진사업

시기	사업명	주요내용
2016년	부산신항 2-4단계	부산컨테이너 터미널
	지게-남산도시고속화도로	
2017년	양지 물류센터	* 창고 1개동(B1~5F, 건축 연면적 345,347.83㎡) 신축 및 부지조성공사 * 사업규모: 2,150억원 * 공사기간: 2017.3 ~ 2018.11 * 준공 후에는 CJ대한통운이 임차해 사용할 예정
	통영LNG복합화력발전소	* 2013년 8월 면허를 획득 * 2017.5.26 산업통상자원부 전기위원회는 통영 LNG발전소 건립사업 인가를 취소 → 동사는 정식 공문이 발송되면 대응할 예정
	수도권광역급행철도(GTX)	* A노선 2018년 착공 결정, 올해 하반기/내년 상반기 사업자 선정 전망
하반기	서창-김포고속도로	
	평택-오송 KTX	
	신규 물류센터	

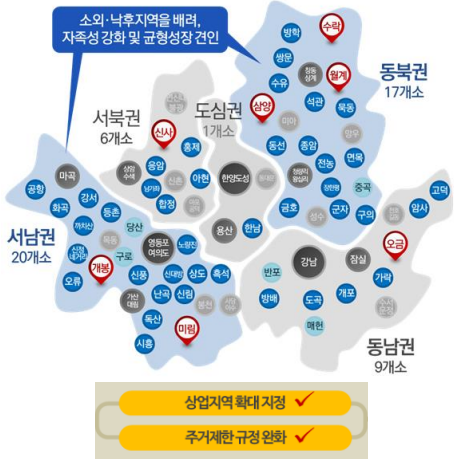
자료: 현대산업, 키움증권

문재인 정부 도시재생 뉴딜과 서울시 도시재생 사업 비교

구분	내용
대상	주거환경 열악한 '달동네' 등 전국 700여 개
목적	아파트 단지 수준 기반·편의시설 갖춘 주거지
사업방식	소규모 정비사업 모델
재원	2조원 재정 포함해 주택도시기금·LH·SH 사업비 등 연 10조원
공공임대 주택 확보	* 공공기관 주도로 낡은 주택 정비·매입·임차 * 연간 5만 가구 마련 * 집주인에게 생활비 수준 임대료나 무이자 대출 지원
임대료 인상대책	공공재원·도시계획 인센티브 혜택 시 임대료 제한
개발계획	연 100곳 씩 총 500곳
일자리 창출효과	연간 39만개

자료: 언론정리, 키움증권

'서울시 생활권계획' 생활중심지 설정



자료: 서울시, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	46,026	47,499	54,880	58,634	62,581
매출원가	38,063	38,547	44,427	47,368	50,741
매출총이익	7,963	8,952	10,453	11,267	11,840
판매비및일반관리비	4,068	3,779	4,144	4,565	4,810
영업이익(보고)	3,895	5,172	6,309	6,702	7,031
영업이익(핵심)	3,895	5,172	6,309	6,702	7,031
영업외손익	-652	-577	-399	-177	-147
이자수익	265	309	420	548	691
배당금수익	11	48	30	39	34
외환이익	134	118	126	122	124
이자비용	645	472	488	478	483
외환손실	139	151	179	169	212
관계기업지분법손익	24	-58	40	80	120
투자및기타자산처분손익	370	14	11	12	11
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-673	-384	-359	-331	-432
법인세차감전이익	3,243	4,595	5,910	6,524	6,883
법인세비용	857	1,286	1,577	1,797	1,876
유효법인세율 (%)	26.4%	28.0%	26.7%	27.5%	27.2%
당기순이익	2,386	3,310	4,333	4,727	5,008
지배주주지분순이익(억원)	2,168	3,067	4,087	4,413	4,731
EBITDA	4,321	5,588	6,725	7,118	7,447
현금순이익(Cash Earnings)	2,811	3,726	4,749	5,143	5,424
수정당기순이익	2,114	3,299	4,325	4,718	4,999
증감율(%, YoY)					
매출액	2.8	3.2	15.5	6.8	6.7
영업이익(보고)	72.9	32.8	22.0	6.2	4.9
영업이익(핵심)	72.9	32.8	22.0	6.2	4.9
EBITDA	61.7	29.3	20.3	5.8	4.6
지배주주지분 당기순이익	214.9	41.5	33.3	8.0	7.2
EPS	214.9	41.5	33.3	8.0	7.2
수정순이익	154.4	56.1	31.1	9.1	6.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	34,094	36,452	40,092	46,056	50,946
현금및현금성자산	5,477	11,522	16,295	21,601	26,038
유동금융자산	1,944	1,879	2,807	4,300	5,353
매출채권및유동채권	11,677	10,702	9,628	9,612	10,094
재고자산	9,977	7,680	6,873	6,032	4,953
기타유동비금융자산	5,019	4,668	4,488	4,512	4,507
비유동자산	21,007	21,394	22,701	23,665	24,659
장기매출채권및기타비유동채권	26	27	31	33	35
투자자산	7,943	8,059	8,252	8,392	8,525
유형자산	8,445	8,510	9,001	9,491	9,982
무형자산	146	159	159	159	159
기타비유동자산	4,447	4,639	5,258	5,590	5,959
자산총계	55,101	57,846	62,792	69,721	75,605
유동부채	20,195	22,640	23,047	25,777	27,354
매입채무및기타유동채무	5,838	5,919	5,901	6,305	6,729
단기차입금	5,198	5,449	5,449	5,449	5,449
유동성장기차입금	2,035	2,005	2,005	2,005	2,005
기타유동부채	7,124	9,266	9,692	12,018	13,171
비유동부채	10,196	7,657	9,833	9,797	9,589
장기매입채무및비유동채무	37	35	40	43	46
사채및장기차입금	4,910	3,361	3,211	3,211	3,211
기타비유동부채	5,249	4,262	6,582	6,543	6,332
부채총계	30,391	30,297	32,879	35,573	36,942
자본금	3,769	3,769	3,769	3,769	3,769
주식발행초과금	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	19,172	21,856	25,478	29,426	33,692
기타자본	-941	-981	-2,457	-2,457	-2,457
지배주주지분자본총계	23,576	26,220	28,366	32,313	36,580
비지배주주지분자본총계	1,134	1,329	1,547	1,834	2,083
자본총계	24,710	27,549	29,913	34,147	38,662
순차입금	7,606	543	-4,231	-9,536	-13,973
총차입금	13,083	12,065	12,065	12,065	12,065

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	10,284	8,398	8,599	9,758	9,280
당기순이익	3,243	4,595	4,333	4,727	5,008
감가상각비	411	402	403	403	403
무형자산상각비	15	14	13	13	13
외환손익	-35	14	53	47	89
자산처분손익	-371	-13	-11	-12	-11
지분법손익	-24	58	-40	-80	-120
영업활동자산부채 증감	5,404	3,164	1,391	2,071	1,125
기타	1,642	164	2,456	2,589	2,774
투자활동현금흐름	-643	-890	-3,333	-3,960	-4,350
투자자산의 처분	-373	-337	-1,114	-1,629	-1,181
유형자산의 처분	1	8	1	1	1
유형자산의 취득	-239	-498	-1,600	-2,000	-2,800
무형자산의 처분	-9	-15	0	0	0
기타	-26	-49	-619	-332	-370
재무활동현금흐름	-6,645	-1,458	-493	-493	-493
단기차입금의 증가	-8,627	-2,767	150	0	0
장기차입금의 증가	2,216	1,738	-150	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-246	-398	-493	-493	-493
기타	12	-32	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,998	6,045	4,773	5,305	4,437
기초현금및현금성자산	2,479	5,477	11,522	16,295	21,601
기말현금및현금성자산	5,477	11,522	16,295	21,601	26,038
Gross Cash Flow	5,519	6,296	7,443	7,835	8,175
Op Free Cash Flow	8,447	6,792	4,832	5,342	3,856

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)	2,876	4,069	5,422	5,854	6,276
EPS	32,386	35,893	40,698	45,935	51,595
BPS	5,732	7,413	8,921	9,442	9,878
주당EBITDA	13,642	11,140	11,406	12,944	12,310
CFPS	500	700	700	700	700
DPS					
주가배수(배)	13.5	11.0	8.9	8.3	7.7
PER	1.2	1.3	1.2	1.1	0.9
PBR	8.8	6.4	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA	10.4	9.1	7.7	7.1	6.7
PCFR					
수익성(%)	8.5	10.9	11.5	11.4	11.2
영업이익률(보고)	8.5	10.9	11.5	11.4	11.2
영업이익률(핵심)	9.4	11.8	12.3	12.1	11.9
EBITDA margin	5.2	7.0	7.9	8.1	8.0
순이익률	9.6	12.3	15.0	14.5	13.7
자기자본이익률(ROE)	10.4	18.2	27.5	33.8	42.7
투하자본이익률(ROIC)					
안정성(%)	123.0	110.0	109.9	104.2	95.6
부채비율	30.8	2.0	-14.1	-27.9	-36.1
순차입금비율	6.0	11.0	12.9	14.0	14.6
이자보상배율(배)					
활동성(배)	3.4	4.2	5.4	6.1	6.4
매출채권회전율	3.7	5.4	7.5	9.1	11.4
재고자산회전율	7.6	8.1	9.3	9.6	9.6
매입채무회전율	2,876	4,069	5,422	5,854	6,276

대우건설 (047040)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 6,990원

목표주가 9,600원

동사는 4분기 빅배스를 시현으로, 발생 가능한 주요 손실은 대부분 반영된 것으로 판단된다. 올해 제시한 영업이익 가이던스 7,000억원은 무난히 달성 가능할 전망이다. 이처럼 실적 외에도 해외 수주, 성공적인 베트남 사업, 매각 모멘텀도 보유하고 있다. 에스이비티투자의 블록딜이 한 차례 더 남아있는 점은 부담이지만, 본격적인 펀더멘털 개선과 수주, 매각 모멘텀 등으로 상승여력은 충분하다는 판단이다. 목표주가 9,600원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,370.90pt
시가총액		29,052억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	8,120원	5,080원
최고/최저가 대비 등락	-13.92%	37.60%
주가수익률	절대	상대
1M	-11.9%	-14.9%
6M	36.8%	17.6%
1Y	19.9%	-1.2%

Company Data

발행주식수		415,623천주
일평균 거래량(3M)		2,006천주
외국인 지분율		12.98%
배당수익률(17.E)		0.00%
BPS (17.E)		6,651원
주요 주주	산업은행 외1인	50.75%
	금호타이어 외1인	6.59%

Price Trend

실적, 매각, 수주, 풍부한 모멘텀!

>>> 해외 실적 개선이 보여주는 어닝파워

동사는 작년 4분기 빅배스를 시현했다. 발생 가능한 주요 손실은 상당부분 반영된 것으로 보여, 올해 제시한 영업이익 가이던스 7,000억원은 무난히 달성 가능할 전망이다. 주택부문 마진은 15% 이상 꾸준히 지속될 것으로 판단되며, 작년 빅배스 이후 해외부문 손실이 상당부분 마무리되면서 해외부문 원가율도 100% 아래로 유지될 것으로 전망된다. 올해 본격적인 이익개선이 가능할 전망이다.

>>> 해외 신규 수주부문 승자가 될지도…

올해 대형사의 해외 신규수주 흐름은 흥미로운 양상을 보이고 있다. 동사는 그동안 상대적으로 EPC 약자로 평가되어 왔다. 하지만, 1) 30억불 규모의 오만 두쿰 패키지 1의 경우 대우건설 컨소시엄의 수주가 유력하며, 2) 바레인 밥코, 이란 제논, 나이지리아 등의 정유플랜트를 파이프라인으로 보유하고 있다. 하반기 반전의 시나리오가 기대된다.

>>> 하반기 풍부한 모멘텀 보유

이르면 8월 매각절차가 시작될 가능성이 있고, 사우디 아람코 등에서 인수의향을 밝히고 있는 것으로 파악된다. 만약 아람코에서 인수한다면 현재 진행중인 19억불 규모의 사우디 신도시 프로젝트가 탄력을 받을 것으로 전망되며, 수주 시너지가 상당할 전망이다. 베트남 하노이 신도시 사업은 성공적인 1차 빌라 분양 완료 후 2차 빌라 분양 및 용지매각이 진행 중이며, 올해 연결로 800억원 이상의 이익 창출이 기대된다. 에스이비티투자의 블록딜(4.82%)이 한 차례 더 남아있는 점은 부담이지만, 본격적인 펀더멘털 개선과 수주, 매각 모멘텀 등으로 상승여력은 충분하다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	98,900	111,059	114,706	115,470	114,780
보고영업이익(억원)	1,689	-4,672	8,048	8,192	8,214
핵심영업이익(억원)	1,689	-4,672	8,048	8,192	8,214
EBITDA(억원)	2,406	-3,707	9,117	9,261	9,283
세전이익(억원)	1,195	-10,111	7,831	8,153	8,314
순이익(억원)	1,046	-7,549	6,290	6,359	6,485
지배주주지분순이익(억원)	1,059	-7,358	6,310	6,336	6,483
EPS(원)	255	-1,770	1,518	1,524	1,560
증감율(%YoY)	-20.0	적전	흑전	0.4	2.3
PER(배)	22.0	-2.9	4.6	4.6	4.5
PBR(배)	0.8	1.0	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	18.2	-11.0	5.1	4.7	4.4
보고영업이익률(%)	1.7	-4.2	7.0	7.1	7.2
핵심영업이익률(%)	1.7	-4.2	7.0	7.1	7.2
ROE(%)	3.9	-30.9	26.9	21.3	17.9
순부채비율(%)	71.6	93.5	63.8	42.9	28.7

대우건설 2017년 주택공급계획

구분	2016		2017		
	세대수	비중	세대수	비중	y-y
공급유형별					
APT	20,273	67.5%	19,393	71.0%	-4.3%
주상복합	6,745	22.5%	6,552	24.0%	-2.9%
오피스텔	3,024	10.1%	1,367	5.0%	-54.8%
사업유형별					
도급	21,328	71.0%	16,622	60.9%	-22.1%
자체	2,407	8.0%	2,644	9.7%	9.8%
도시정비	6,307	21.0%	8,046	29.5%	27.6%
지역별					
서울	3,076	10.2%	1,205	4.4%	-60.8%
수도권	18,504	61.6%	17,410	63.7%	-5.9%
지방	8,462	28.2%	8,697	31.8%	2.8%
합계	30,042	100.0%	27,312	100.0%	

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 2017년 주택공급계획

구분	아파트	주상복합	오피스텔	계
서울	1,205	-	-	1,205
수도권	11,344	4,699	1,367	17,410
지방	6,844	1,853	-	8,697
계	19,393	6,552	1,367	27,312

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대우건설	3	평택 비전 레이크 푸르지오	수도권	621	617	0.51:1	청약 미달(순위내 1.28:1)
대우건설	5	인천 논현 푸르지오	수도권	754	728	1.15:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.81:1)
대우건설	6	고덕 센트럴 푸르지오	서울	605			
대우건설	6	장성 푸르지오	지방	1,500			
대우건설	7	지축역 센트럴 푸르지오	수도권	852			
대우건설	7	상계역 센트럴 푸르지오	서울	810			
대우건설	7	밀양강 푸르지오	지방	523			
대우건설	8	서대신 6구역	지방	415			
대우건설	8	과천 주공 7-1단지	수도권	1,317			
대우건설	9	수원 영흥공원 민간개발	수도권	1,999			
대우건설	9	하남 감일지구	수도권	684			
대우건설	9	창원 교방	지방	844			
대우건설	9	화명 2구역	지방	841			
대우건설	9	일광지구 5,6BL	지방	619			
대우건설	9	의왕 장안지구 A1, A2블록	수도권	610			
대우건설	10	수원고등주환시	수도권	1,549			
대우건설	11	과천 지식정보타운	수도권	961			
대우건설	11	안양 호원초	수도권	823			

자료: APT2you, 대우건설, 키움증권

대우건설 1분기 기준 프로젝트별 미청구공사 현황 (단위: 억원)

프로젝트	계약일	완성기한	기본 도급액	진행률 (%)	미청구 공사(A)	공사 미수금	(A)/완성 공사(%)
BOUGHZOUL NEW TOWN(*1)	2008.09.10	2016.06.30	5,901	55.7	324		9.9
카타르고속도로	2014.06.15	2017.06.10	10,493	68.3	665	205	9.3
카타르 E-RING도로	2017.02.01	2020.08.14	6,658	0.5	36		107.9
Al Faw Grand Port	2013.11.25	2017.08.26	6,223	56.3		168	
운정신도시센트럴푸르지오	2015.11.10	2018.06.30	5,115	38.4		12	
울산 S-OIL RUC	2015.07.03	2018.04.30	16,098	34.1	929		16.9
OGBAINBIRI F/S	2007.10.29	2014.04.30	5,678	준공	325	56	5.7
CFP	2014.04.13	2018.01.12	11,606	68.2		385	
Akkas CPF	2013.08.28	2021.11.30	7,909	19.3			
CAFC CPF(*2)	2014.02.15	2016.12.14	6,166	85.3	249	181	4.7
Fertilizer(*3)	2008.12.09	2012.07.08	8,515	97.6	938	138	11.3
JAZAN REFINERY&TERMINAL(*2)	2012.12.01	2016.03.15	5,837	60.3			
AL ZOUR REFINERY	2015.10.28	2019.07.31	21,090	9.8			
포천민자발전(*2)	2013.10.24	2017.02.28	7,393	92.5		50	
SAFI IPP	2014.09.30	2018.07.30	19,784	69.8		887	
SUR IPP(*3)	2011.08.18	2014.04.01	13,831	99.0			
RDPP	2012.10.24	2017.12.09	9,789	73.5		39	

주1: (*1) 발주자의 요청으로 추가공사를 수행하게 됨에 따라 발주자와 공사금액 변경 및 공사기한 연장 협의 중

주2: (*2) 발주자와 공사기한 연장 협의를 완료하였으며, 공사기한 연장에 대한 변경 계약 체결 예정

주3: (*3) 공사는 실질적으로 완료 되었으며 발주자와 준공 정산 협의 중

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업개요

구분	내용
위치	베트남 하노이시 서호 서쪽 일원 (고급주거지역)
사업금액	1단계: USD 1,175백만 (전체PJ: USD 2,131백만)
사업기간	1단계: 2010년 6월 ~ 2019년 12월 (전체PJ: 2010년6월 ~ 2023년12월)
개발규모	- 114.8 ha 규모의 신도시 개발 - 상업 및 업무용지 조성/판매 (31.3 ha, 총연면적1,425,593㎡) - 주택건설/분양: 빌라(364세대), APT(603세대)
현재	부지 조성 공사 진행 중 (공정율79.1%) 잔여 토지 보상 진행 중 (114.7ha, 99.9% 완료) 빌라/용지분양/판매 진행 중

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업 빌라 분양 실적 및 계획

구분	세대수	예상매출	착공	분양	준공
1차	182	203,134	15년9월	16년6월	17년6월
2차	67	82,552	16년7월	16년12월	17년9월
3차	49	43,870	17년4월	17년4월	18년6월
4차	66	66,965	17년9월	17년9월	18년11월
합계	364	396,521	-	-	-

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업부지

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업 현장

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 사업개요

구분	내용
발주처	사우디아라비아 주택부 (MOH/Ministry ofHousing, KSA)
시공 JV	대우건설 + 한화건설+ SAPAC (Saudi Pan Kingdom Co.)
사업금액	약U$ 19.1 Bil. (부지조성비 포함)
사업기간	17년 (5단계 개발)
세대수	49,271세대 중, 국민주택(ESKAN): 15,678 세대 일반분양(Non-ESKAN): 33,593 세대 * 최근 5.2만세대로 증가
공급계획	Master Plan 결과에 따라 사업규모(세대수) 및 연간 공급계획 조정
주택형태	APT 42% + Townhouse/Villa 58%

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 향후 계획

일자	계획일정
2017.01.23~24	15 세대수, 공사비 및 참여조건 협의 (MOH 및DHS JV)
2017.02	Concept Master Plan & Basic Design 및 F/S 완료
2017.03	Master Plan 및 Development Plan 장관 보고
2017.10	SPC JV Agreement 체결 / DHS JV Agreement 체결
2017.12	SPC JV vsDHS JV 도급계약 체결

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 사업부지

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 조감도

자료: 대우건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	98,900	111,059	114,706	115,470	114,780
매출원가	93,312	110,109	102,538	102,911	102,224
매출총이익	5,588	951	12,168	12,559	12,556
판매비및일반관리비	3,899	5,623	4,121	4,366	4,342
영업이익(보고)	1,689	-4,672	8,048	8,192	8,214
영업이익(핵심)	1,689	-4,672	8,048	8,192	8,214
영업외손익	-495	-5,439	-217	-39	99
이자수익	215	249	290	365	443
배당금수익	43	7	22	24	18
외환이익	857	1,153	1,156	1,055	1,121
이자비용	972	931	912	912	912
외환손실	871	1,281	1,054	1,069	1,135
관계기업지분법손익	-191	-64	-42	-67	-58
투자및기타자산처분손익	346	104	70	103	92
금융상품평가및기타금융이익	870	480	434	595	503
기타	-791	-5,155	-181	-133	26
법인세차감전이익	1,195	-10,111	7,831	8,153	8,314
법인세비용	148	-2,562	1,541	1,794	1,829
유효법인세율 (%)	12.4%	25.3%	19.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,046	-7,549	6,290	6,359	6,485
지배주주지분순이익(억원)	1,059	-7,358	6,310	6,336	6,483
EBITDA	2,406	-3,707	9,117	9,261	9,283
현금순이익(Cash Earnings)	1,763	-6,584	7,359	7,428	7,553
수정당기순이익	-19	-7,985	5,898	5,815	6,021
증감율(%, YoY)					
매출액	-1.1	12.3	3.3	0.7	-0.6
영업이익(보고)	-60.4	적전	흑전	1.8	0.3
영업이익(핵심)	-60.4	적전	흑전	1.8	0.3
EBITDA	-50.4	적전	흑전	1.6	0.2
지배주주지분 당기순이익	-20.0	적전	흑전	0.4	2.3
EPS	-20.0	적전	흑전	0.4	2.3
수정순이익	적전	적지	흑전	-1.4	3.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,004	63,590	70,100	76,813	82,852
현금및현금성자산	5,390	8,168	10,296	13,216	16,083
유동금융자산	2,488	2,926	3,296	3,748	4,144
매출채권및유동채권	32,979	29,376	30,186	29,608	28,695
재고자산	12,930	12,393	12,800	12,885	12,808
기타유동비금융자산	12,216	10,727	13,521	17,357	21,122
비유동자산	34,633	36,112	43,480	48,757	54,331
장기매출채권및기타비유동채권	4,153	4,174	4,550	4,561	4,624
투자자산	10,602	11,899	12,614	12,636	12,757
유형자산	9,363	7,313	12,523	17,734	22,944
무형자산	1,203	867	867	867	867
기타비유동자산	9,311	11,860	12,926	12,959	13,139
자산총계	100,637	99,702	113,580	125,570	137,182
유동부채	46,740	66,085	69,124	70,523	71,420
매입채무및기타유동채무	18,875	26,653	28,677	29,608	30,205
단기차입금	7,692	14,353	14,353	14,353	14,353
유동성장기차입금	3,734	8,201	8,201	8,201	8,201
기타유동부채	16,440	16,879	17,895	18,362	18,662
비유동부채	25,964	12,919	17,466	21,699	25,929
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	9,465	1,464	1,464	1,464	1,464
기타비유동부채	16,499	11,454	16,002	20,235	24,464
부채총계	72,704	79,003	86,590	92,222	97,349
자본금	20,781	20,781	20,781	20,781	20,781
주식발행초과금	5,495	5,495	5,495	5,495	5,495
이익잉여금	3,580	-3,628	2,681	9,018	15,500
기타자본	-2,501	-2,332	-2,332	-2,332	-2,332
지배주주지분자본총계	27,355	20,316	26,626	32,962	39,445
비지배주주지분자본총계	578	383	363	387	389
자본총계	27,933	20,699	26,989	33,349	39,833
순차입금	20,000	19,350	17,222	14,302	11,435
총차입금	25,390	27,517	27,517	27,517	27,517

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,851	3,588	10,478	9,625	9,762
당기순이익	1,046	-7,549	6,290	6,359	6,485
감가상각비	617	879	988	988	988
무형자산상각비	100	87	80	80	80
외환손익	258	1,373	-101	14	14
자산처분손익	-793	-238	-70	-103	-92
지분법손익	191	64	42	67	58
영업활동자산부채 증감	3,818	5,968	-1,342	-2,395	-2,274
기타	1,614	3,004	4,591	4,615	4,503
투자활동현금흐름	-5,411	-2,618	-8,351	-6,705	-6,895
투자자산의 처분	-495	-520	-1,086	-474	-517
유형자산의 처분	64	64	257	257	257
유형자산의 취득	-4,406	-2,736	-6,456	-6,456	-6,456
무형자산의 처분	-53	-41	0	0	0
기타	-522	614	-1,066	-33	-179
재무활동현금흐름	689	1,745	0	0	0
단기차입금의 증가	211	1,739	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	478	5	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,134	2,777	2,128	2,920	2,867
기초현금및현금성자산	3,257	5,390	8,168	10,296	13,216
기말현금및현금성자산	5,390	8,168	10,296	13,216	16,083
Gross Cash Flow	3,466	-1,602	12,327	12,467	12,420
Op Free Cash Flow	1,555	668	-265	-1,393	-1,254

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	255	-1,770	1,518	1,524	1,560
BPS	6,827	5,133	6,651	8,176	9,735
주당EBITDA	579	-892	2,193	2,228	2,234
CFPS	1,648	863	2,521	2,316	2,349
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	22.0	-2.9	4.6	4.6	4.5
PBR	0.8	1.0	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	18.2	-11.0	5.1	4.7	4.4
PCFR	13.2	-3.2	3.9	3.9	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	-4.2	7.0	7.1	7.2
영업이익률(핵심)	1.7	-4.2	7.0	7.1	7.2
EBITDA margin	2.4	-3.3	7.9	8.0	8.1
순이익률	1.1	-6.8	5.5	5.5	5.6
자기자본이익률(ROE)	3.9	-30.9	26.9	21.3	17.9
투하자본이익률(ROIC)	3.2	-10.4	23.0	18.3	15.2
안정성(%)					
부채비율	260.3	381.7	320.8	276.5	244.4
순차입금비율	71.6	93.5	63.8	42.9	28.7
이자보상배율(배)	1.7	N/A	8.8	9.0	9.0
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	3.6	3.9	3.9	3.9
재고자산회전율	7.8	8.8	9.1	9.0	8.9
매입채무회전율	6.7	4.9	4.1	4.0	3.8

GS건설 (006360)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 29,650원

목표주가 40,000원

1분기 실적발표를 통해 실제로 해외 현안 프로젝트들이 준공되고 있다는 것을 확인했다. 당사가 현안 프로젝트로 파악하고 있는 총 9개 중 작년에 2개, 올해 1분기에 2개 총 4개의 프로젝트가 준공된 것으로 파악된다. 남은 5개의 프로젝트도 대부분 상반기 내 준공이 가능할 것으로 파악된다. 1) 주택 고마진이 유지되고, 2) 하반기부터는 해외 신규수주가 본격화 되며, 3) 해외 손실도 상반기 중으로 마무리 될 것으로 보여, 대형사 중 하반기 실적 모멘텀이 가장 클 것으로 전망된다. 목표주가 40,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/19)			2,370.90pt
시가총액			21,113억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		32,550원	23,650원
최고/최저가 대비 등락		-8.91%	25.37%
주가수익률		절대	상대
	1M	-2.3%	-5.7%
	6M	18.1%	1.6%
	1Y	11.7%	-8.0%

Company Data

발행주식수		71,445천주
일평균 거래량(3M)		655천주
외국인 지분율		13.40%
배당수익률(17.E)		0.00%
BP (17.E)		47,951원
주요 주주	허창수 외18인	28.76%
	국민연금공단	9.63%

Price Trend

해외가 좋아지면 사야할 주식

>>> 상반기 중 해외 현안 PJT 준공 기대

1분기 실적발표를 통해 실제로 해외 현안 프로젝트들이 준공되고 있다는 것을 확인했다. 당사가 현안 프로젝트로 파악하고 있는 총 9개 중 작년에 2개, 1분기에 2개 총 4개의 프로젝트가 준공된 것으로 파악된다. 1분기 말 기준으로 남은 5개의 프로젝트 중 MC까지가 책임인 라빅 CP3&4는 총 7개 유닛 중 5개가 MC 승인을 받은 상태다. PP-12 역시 MC까지로 동사의 공정은 마무리가 됐지만, JV 주관사인 BEMCO와 발주처 사이 문제로 MC 승인을 기다리고 있는 상태다. KOC Wara는 올해 2월 PAC 신청을 했지만, 미진한 부분이 있다는 이유로 발주처에서 반려해 재신청할 예정이다. KNPC NLTF는 총 10개 유닛 중 4개가 MC 승인을 받은 상태로 상반기 중 PAC 신청이 계획돼 있다. NSRP 역시 MC까지 승인을 받은 상황이다. 따라서 상반기 중으로 현안 프로젝트들은 대부분 마무리가 될 전망이다.

>>> 하반기 강력한 실적개선 진입 전망

현안 프로젝트의 준공효과로 상반기까지는 손실 반영이 있겠지만, 대규모 손실 없이 주택부문 이익으로 상쇄가 가능할 것으로 판단된다. 중요한 점은 계속 준공이 지연되었던 현안 프로젝트들이 하나씩 실제 준공되고 있다는 사실이다. 동사의 경우 1) 주택부문 마진이 15% 수준을 유지하면서 매출은 작년 3.1조원에서 올해 5조원까지 급증할 것으로 전망되며, 2) 부진한 해외 신규수주는 하반기부터 본격화 될 것으로 예상되고, 3) 현안 PJT의 준공이 상반기 내로 마무리 될 것으로 보여, 하반기부터는 대형사 중 실적 모멘텀이 가장 강력할 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	105,726	110,356	117,495	118,971	119,237
보고영업이익(억원)	1,221	1,430	3,901	4,744	5,072
핵심영업이익(억원)	1,221	1,430	3,901	4,744	5,072
EBITDA(억원)	2,055	2,108	4,769	5,612	5,940
세전이익(억원)	313	213	1,639	3,149	3,530
순이익(억원)	295	-204	1,213	2,456	2,753
지배주주지분순이익(억원)	261	-258	1,274	2,547	2,855
EPS(원)	367	-363	1,784	3,566	3,996
증감율(%YoY)	흑전	적전	흑전	99.9	12.1
PER(배)	53.8	-73.0	16.6	8.3	7.4
PBR(배)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	12.5	14.6	6.2	4.3	3.0
보고영업이익률(%)	1.2	1.3	3.3	4.0	4.3
핵심영업이익률(%)	1.2	1.3	3.3	4.0	4.3
ROE(%)	0.8	-0.8	3.8	7.3	7.6
순부채비율(%)	33.0	33.5	22.7	6.2	-9.4

GS건설 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	1	방배아트자이	서울	353	85	9.84:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	1	율하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
GS건설	2	서청주파크자이	지방	1,495	1,452	3.08:1	전 타입 순위내 청약 마감(3.16:1)
GS건설	2	북수센트럴자이	지방	1,102	834	2.79:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	자이더빌리지	수도권	525	525	32.71:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	오산시티자이2차	수도권	1,090	1,088	0.13:1	청약 미달(순위내 0.23:1)
GS건설	3	고덕신도시자연&자이	수도권	755	249	28.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	홍덕파크자이	지방	2,529	635	0.10:1	청약 미달(순위내 0.10:1)
GS건설	5	일광자이푸르지오	지방	1,547	812	14.56:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	5	한강메트로자이	수도권	4,029	3,226	7.14:1	전 타입 순위내 청약 마감(7.34:1)
GS건설	6	그랑시티자이 2차	수도권	2,872	1,051	9.43:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	6	DMC에코자이	서울	1,047			
GS건설	7	다산 진건	수도권	967			
GS건설	7	신반포센트럴자이	서울	757			
GS건설	7	신길센트럴자이	서울	1,008			
GS건설	9	신봉 1-2지구	수도권	789			
GS건설	9	수원 고등	수도권	4,076			
GS건설	10	광안자이	지방	971			
GS건설	11	안양소곡지구주택재개발사업	수도권	1,394			
GS건설	12	염리3구역주택재개발	서울	1,671			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

GS건설 1분기 기준 프로젝트별 미청구공사 현황 (단위: 억원)

프로젝트	계약일	완성기한	기본 도급액	진행률 (%)	미청구 공사(A)	공사 미수금	(A)/완성 공사(%)
Karbala Refinery Project	2014-04-22	2018-11-27	25,326	36.1		2,966	
ERC Refinery Project(*)	2007-08-29	2017-12-31	23,178	87.7	2,546	568	12.5
Clean Fuels Project(MAA)	2014-04-13	2018-03-10	15,937	55.3		824	
NSRP Project(*)	2013-07-22	2017-06-30	14,373	99.8	206	55	1.4
Rabigh II CP-3&4(OOK)(*)	2012-06-25	2017-06-30	10,590	99.6	493	592	4.7
LPIC Project PKG 3	2015-12-17	2019-09-30	7,789	7.5		85	
Rumaitha/Shanayel Facilities Phase Ⅲ	2014-04-14	2017-05-31	7,735	89.4	440	97	6.4
Bahrain LNGIT Project	2015-12-02	2018-07-15	7,563	7.2			
Star Project(C)	2013-05-20	2018-04-04	7,541	68.4	13	70	0.3
UHV Plant Project	2012-10-01	2017-01-25	6,840	99.6	322	17	4.7
KNPC North LPG Tank Farm(*)	2011-04-10	2017-06-30	6,001	99.2	224	84	3.8
KOC Wara Pressure Maintenance Project(*)	2011-09-15	2017-06-30	5,697	99.8	721	15	12.7
미사강변센트럴자이	2014-10-01	2017-02-27	6,143	91.3	382		6.8
Marina South Parcel	2013-08-01	2017-05-31	5,475	84.5	197	337	4.3
한강센트럴자이	2014-05-01	2017-01-20	5,397	97.5		563	
그랑시티자이	2016-10-01	2020-02-29	8,803	6.9	194		31.7
PP-12 복합화력발전소건설공사(*)	2012-05-16	2017-06-30	6,856	96.9	1,169		17.6
당진4호기복합화력발전소및배수로건설공사	2014-05-01	2017-06-30	6,109	84.9			
안양열병합발전소2호기건설공사	2014-09-22	2021-12-31	5,954	35.7		2	
Thomson-East Coast line Contract T301	2016-03-18	2024-02-28	15,702	5.3	145	68	17.4
Doha Link project	2014-12-30	2018-12-31	6,196	55.2	194	683	5.7

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 해외 현안 프로젝트 손실 반영 현황 (단위: 억원, 1분기 말 기준)

현장명	수주일자	완공예정일	수주 총액	진행률	미청구 공사	공사 미수금	3Q16 손실	4Q16 손실	1Q17 손실
Takreer Inter Refinery Pipeline-2 Project	2010-09-16	PAC 수령	8,537	100.0%					120
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 7	2009-12-14	PAC 수령	6,856	100.0%			450		190
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 2	2009-12-14	PAC 수령	37,096	100.0%					
UHV Plant Project	2012-10-01	2017-01-25	6,840	99.6	322	17		142	
Azzour 송수시설공사	2011-10-27	2017-04-06	1,995	98.4%			120		
Rabigh II Project UO1(IK)	2012-06-25	2017-01-15	3,110	100.0%			300	592	371
Rabigh II Project UO1(OOK)	2012-06-25	2017-01-15	3,790	100.0%					
Rabigh II CP3&4(IK)	2012-06-25	2017-06-30	3,818	98.5%					
Rabigh II CP3&4(OOK)	2012-06-25	2017-06-30	10,597	99.6	493	592			
PP-12 복합화력발전소건설공사	2012-05-16	2017-06-30	6,973	96.9	1,169	0	95		200
NSRP Project	2013-07-22	2017-06-30	14,386	99.8%	206	55			483
KNPC North LPG Tank Farm	2011-04-10	2017-06-30	6,031	99.2	224	84	350	364	
KOC Wara Pressure Maintenance Project	2011-09-15	2017-06-30	5,754	99.8	721	15	260		186
합계							**1,575**	**1,098**	**1,550**

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 해외 신규수주 주요 파이프라인

프로젝트	지역	규모	내용
UAE POC 정유	중동	25억불	* 최초 약 30억불 규모였으나, 25억불로 가격 재산정 - 환율 등의 영향에 따라 상업입찰만 재입찰 - 기술입찰은 재입찰이 없었음, work scope 은 그대로 진행 * RRE2가 마무리되면서 의미있는 재협상이 진행 중(RRE2와 같은 산업단지)이었으나, RRE 현장의 화재로 인해 우선순위에서 뒤로 밀림
UAE RREW	중동	8억불	* 발주처와 early work 협의 중, 계약은 최종 마무리 단계
보츠와나 Morupule 전력 IPP	아프리카	6.5억불	* EPC 계약 완료, 3월 금융 협상 마무리 예상 * 정부 승인 후 국회 승인만 되면 바로 계약 가능
가봉 정유	아프리카	15억불	* 삼성물산이 디벨로퍼, 수의계약 협의 중, 동사 지분 10% 수준 투입 * 대선 및 국가 혼란으로 지연 * 삼성물산에서 추가 투자자 모집 중 * 최근 삼성그룹 문제로 지연 중
투르크메니스탄 De-waxing 정유	아시아	5억불	* 최근 투르크메니스탄 정부에서 동 프로젝트에 대해 우선적으로 추진해달라는 의향을 국내 수출입은행에 보낸 상황, 빠른 진전이 가능할 것으로 전망 * 수출입은행 파이낸싱 LOA 받고 진행 중
바레인 Bapco 정유	중동	50억불	* GS 건설-JGC 컨소시엄 (4개 컨소시엄 경쟁) - 최초 EPC 업체는 JGC 로 리뱀핑하고 증설하는 프로젝트 - 파이낸싱은 일본 마루베니 상사가 일본계 ECA 자금 조달 예정, 일본 측 EDCF 사용 * 4월말 발주처의 revised proposal 제출 요청에 따라 4개 컨소시엄 모두 제출 * 4월 중순 파이낸싱 PT: 일본 수출입은행은 직접대출이 가능해 상대적으로 유리 * 5월 중 short list 발표 예정이었으나 하반기로 지연
오만 Duqm 정유	중동	70억불	* phase1 30억불, phase2 30억불: GS 건설-JGC-사이펨 컨소시엄
싱가포르 항만, 메트로	아시아		* 입찰 진행 중
알제리 가스처리시설	아프리카		* 입찰 준비 중
기타			* 동남아, 인도네시아, 베트남, 태국, 방글라데시 등 정유 플랜트 및 인프라, 수의계약 다수 * 이란發 프로젝트: 달러 거래가 허용되는 시점 이후로 기대

자료: GS건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	105,726	110,356	117,495	118,971	119,237
매출원가	100,250	105,474	109,775	110,301	110,147
매출총이익	5,476	4,882	7,720	8,670	9,090
판매비및일반관리비	4,255	3,453	3,819	3,926	4,018
영업이익(보고)	1,221	1,430	3,901	4,744	5,072
영업이익(핵심)	1,221	1,430	3,901	4,744	5,072
영업외손익	-908	-1,216	-2,262	-1,595	-1,542
이자수익	425	449	523	654	780
배당금수익	6	46	26	36	31
외환이익	2,399	2,737	2,697	2,404	2,257
이자비용	1,189	1,265	1,386	1,386	1,386
외환손실	3,045	2,511	2,641	2,376	2,309
관계기업지분법손익	2,929	30	104	67	86
투자및기타자산처분손익	-144	-123	-83	-103	-93
금융상품평가및기타금융이익	-773	-218	5	-56	24
기타	-1,516	-363	-1,507	-835	-932
법인세차감전이익	313	213	1,639	3,149	3,530
법인세비용	18	418	426	693	777
유효법인세율 (%)	5.9%	195.7%	26.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	295	-204	1,213	2,456	2,753
지배주주지분순이익(억원)	261	-258	1,274	2,547	2,855
EBITDA	2,055	2,108	4,769	5,612	5,940
현금순이익(Cash Earnings)	1,129	473	2,081	3,324	3,621
수정당기순이익	1,158	-530	1,283	2,581	2,807
증감율(%, YoY)					
매출액	11.4	4.4	6.5	1.3	0.2
영업이익(보고)	138.6	17.1	172.8	21.6	6.9
영업이익(핵심)	138.6	17.1	172.8	21.6	6.9
EBITDA	60.4	2.5	126.3	17.7	5.8
지배주주지분 당기순이익	흑전	적전	흑전	99.9	12.1
EPS	흑전	적전	흑전	99.9	12.1
수정순이익	흑전	적전	흑전	101.1	8.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	95,495	97,365	105,783	113,642	121,135
현금및현금성자산	24,286	23,563	27,012	32,524	38,500
유동금융자산	6,318	5,591	6,409	7,717	9,135
매출채권및유동채권	44,697	47,770	50,260	51,193	51,156
재고자산	7,955	8,253	8,813	8,910	8,937
기타유동비금융자산	12,238	12,188	13,289	13,298	13,407
비유동자산	34,560	36,401	37,972	38,562	38,942
장기매출채권및기타비유동채권	633	750	799	809	811
투자자산	9,590	14,564	15,147	15,267	15,289
유형자산	13,385	9,781	10,115	10,449	10,783
무형자산	1,446	1,936	1,936	1,936	1,936
기타비유동자산	9,506	9,369	9,975	10,100	10,123
자산총계	130,055	133,766	143,755	152,203	160,077
유동부채	71,393	72,250	75,258	76,249	76,245
매입채무및기타유동채무	33,455	38,684	39,081	40,610	40,174
단기차입금	9,481	10,271	10,271	10,271	10,271
유동성장기차입금	5,384	4,586	4,586	4,586	4,586
기타유동부채	23,072	18,709	21,320	20,782	21,214
비유동부채	25,181	27,984	34,314	39,315	44,439
장기매입채무및비유동채무	1,626	345	367	372	373
사채및장기차입금	16,057	17,803	17,803	17,803	17,803
기타비유동부채	7,499	9,836	16,143	21,140	26,263
부채총계	96,575	100,234	109,571	115,564	120,684
자본금	3,550	3,550	3,550	3,550	3,550
주식발행초과금	5,581	5,581	5,581	5,581	5,581
이익잉여금	25,373	25,042	26,316	28,864	31,719
기타자본	-1,661	-1,385	-1,946	-1,946	-1,946
지배주주지분자본총계	32,843	32,788	33,501	36,048	38,903
비지배주주지분자본총계	637	744	682	591	489
자본총계	33,480	33,532	34,183	36,640	39,393
순차입금	11,049	11,219	7,770	2,259	-3,718
총차입금	35,336	34,782	34,782	34,782	34,782

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-78	812	6,550	8,158	8,533
당기순이익	295	-204	1,213	2,456	2,753
감가상각비	694	579	769	769	769
무형자산상각비	140	99	100	100	100
외환손익	-160	-633	-56	-28	52
자산처분손익	474	83	83	103	93
지분법손익	-2,929	-30	-104	-67	-86
영업활동자산부채 증감	-1,368	-1,719	-1,961	-1,356	-1,521
기타	2,776	2,638	6,507	6,182	6,373
투자활동현금흐름	5,079	-2,487	-3,102	-2,647	-2,556
투자자산의 처분	7,843	-1,214	-1,393	-1,419	-1,431
유형자산의 처분	20	45	148	148	148
유형자산의 취득	-2,271	-791	-1,251	-1,251	-1,251
무형자산의 처분	-24	-150	0	0	0
기타	-510	-391	-606	-125	-23
재무활동현금흐름	-2,282	782	0	0	0
단기차입금의 증가	-2,980	-1,063	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-8	0	0	0
기타	708	1,853	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,774	-723	3,449	5,512	5,977
기초현금및현금성자산	21,512	24,286	23,563	27,012	32,524
기말현금및현금성자산	24,286	23,563	27,012	32,524	38,500
Gross Cash Flow	2,633	3,461	9,311	10,126	10,501
Op Free Cash Flow	-1,679	-3,351	544	1,962	2,053

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	367	-363	1,784	3,566	3,996
BPS	47,324	47,247	47,951	51,517	55,513
주당EBITDA	2,895	2,968	6,676	7,856	8,314
CFPS	-109	1,144	9,168	11,419	11,944
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	53.8	-73.0	16.6	8.3	7.4
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.5	14.6	6.2	4.3	3.0
PCFR	12.4	39.7	10.2	6.4	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	1.3	3.3	4.0	4.3
영업이익률(핵심)	1.2	1.3	3.3	4.0	4.3
EBITDA margin	1.9	1.9	4.1	4.7	5.0
순이익률	0.3	-0.2	1.0	2.1	2.3
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	3.8	7.3	7.6
투하자본이익률(ROIC)	3.6	-5.4	11.4	14.1	14.9
안정성(%)					
부채비율	288.5	298.9	320.5	315.4	306.4
순차입금비율	33.0	33.5	22.7	6.2	-9.4
이자보상배율(배)	1.0	1.1	2.8	3.4	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3
재고자산회전율	15.0	13.6	13.8	13.4	13.4
매입채무회전율	3.6	3.1	3.0	3.0	3.0

대림산업 (000210)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 88,000원

목표주가 110,000원

동사는 국내 업체 중 이란에서 가장 탁월한 사업수행 능력을 보유하고 있다. 현재 이란에 대한 정치적 리스크는 상당부분 완화돼 기존 수주건 외에도 총 4건의 프로젝트가 추가적으로 수주될 가능성이 높다. 해외 손실은 마무리 됐으며, 주택 및 유화부문은 견고한 실적이 지속될 전망이다. 이란의 불확실성은 여전하지만, 1) 하반기 수주 모멘텀, 2) 실적 개선 지속, 3) 밸류에이션 매력도 증가 등 중장기적으로는 긍정적이다. 목표주가 110,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

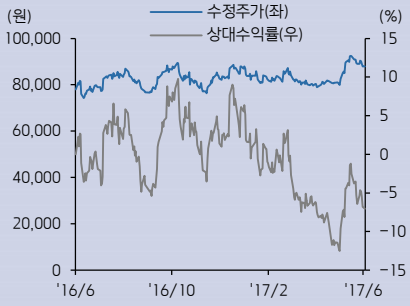
Stock Data

KOSPI (6/19)		2,370.90pt
시가총액		30,624억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	92,500원	74,200원
최고/최저가 대비 등락	-4.86%	18.60%
주가수익률	절대	상대
1M	6.5%	2.8%
6M	7.1%	-8.0%
1Y	12.8%	-7.0%

Company Data

발행주식수		34,800천주
일평균 거래량(3M)		179천주
외국인 지분율		34.02%
배당수익률(17.E)		0.34%
BP (17.E)		132,132원
주요 주주	대림Corp. 외6인	23.11%
	국민연금공단	13.52%

Price Trend



이란이 열리면 사야 할 주식

>>> 하반기 기대되는 수주 모멘텀

동사는 국내 업체 중 이란에서 가장 탁월한 사업수행 능력을 보유하고 있다. 3월에 Esfahan Refinery 본계약이 체결됐으며, 상당수의 이란發 파이프라인을 보유하고 있다. 대부분이 수의계약으로 양호한 수익성이 예상되지만, 'EPC+F' 방식으로 착공까지 걸리는 시간이 길고, 스냅백 등 정치적 리스크가 크다. 1분기 해외 매출액 비중은 15% 수준으로 감소 추세에서, 이란에 치우친 파이프라인은 조금 아쉽다. 다만, 이란 시장은 국내 EPC업체에 굉장히 중요한 시장이고, 로하니 대통령 연임과 낮은 스냅백 가능성 등으로 정치적 리스크는 상당부분 완화됐다. 따라서 박티아리 댐과 정유플랜트 2건, 기존 MOU 사업이 아닌 신규 1건까지 총 4건의 프로젝트가 추가적으로 수주될 가능성이 높다. 이 프로젝트들은 Esfahan Refinery와는 달리 펀딩갭이 존재해 제3국의 자금이 필요하다. 올해 하반기 1~2개 정도 추가 수주가 기대되며, 내년 상반기로 예상되는 달러 거래 재개가 중요한 터닝포인트가 될 전망이다.

>>> 해외 손실 끝, 본격적인 실적개선 기대

그동안 손실의 주요인이었던 DSA가 2개 분기 연속 흑자를 기록했고, 오만 현장은 8개 유닛 모두 MC승인을 받았으며, 쿠웨이트 2개 현장은 연내 준공될 예정이다. 향후 추가적인 비용반영에 대한 리스크가 상당히 경감되었다. 1분기 실적에서 원가 반영이 추가적으로 발생한 현장이 없었다는 점은 상당히 긍정적이다. 주택 및 유화부문은 지속적으로 견고한 실적을 시현할 것으로 전망된다. 이란의 불확실성은 여전히 존재하지만, 1) 하반기 수주 모멘텀, 2) 실적 개선 지속, 3) 밸류에이션 매력도 증가 등 긍정적인 요인들도 충분하다.

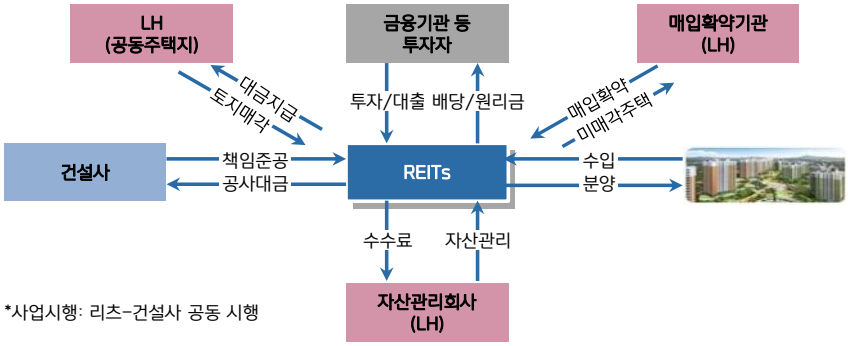
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	95,137	98,538	105,246	108,964	112,166
보고영업이익(억원)	2,718	4,194	5,391	5,578	5,781
핵심영업이익(억원)	2,718	4,194	5,391	5,578	5,781
EBITDA(억원)	3,589	5,278	6,525	6,712	6,916
세전이익(억원)	4,362	4,364	6,885	6,981	7,228
순이익(억원)	2,170	2,932	5,360	5,445	5,638
지배주주지분순이익(억원)	2,068	2,653	4,999	4,844	5,133
EPS(원)	5,357	6,873	12,952	12,548	13,299
증감율(%YoY)	흑전	28.3	88.4	-3.1	6.0
PER(배)	12.5	12.7	6.8	7.0	6.6
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	10.2	9.4	7.7	7.4	7.1
보고영업이익률(%)	2.9	4.3	5.1	5.1	5.2
핵심영업이익률(%)	2.9	4.3	5.1	5.1	5.2
ROE(%)	4.8	5.9	10.3	9.1	8.8
순부채비율(%)	16.4	24.4	22.2	18.6	15.5

대림산업 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대림산업	2	e편한세상 영종하늘도시2차	수도권	1,520	1,515	0.11:1	청약 미달(순위내 0.38:1)
삼호	2	다산신도시 자연& e편한세상 3차	수도권	1,394	823	4.76:1	전 타입 순위내 청약 마감(5.19:1)
대림산업	3	e편한세상 춘천 한숲시티	수도권	2,835	1,143	14.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 양주신도시3차	수도권	1,566	1,548	0.23:1	청약 미달(순위내 1.06:1)
대림산업	5	e편한세상 추동공원 2차	수도권	1,773	1,718	0.99:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.58:1)
대림산업	5	e편한세상 일광	지방	913	668	4.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	6	e편한세상 구리수택	수도권	733			
삼호	6	e편한세상 오션테라스	지방	미정			
삼호	7	e편한세상 신봉담	수도권	898			
삼호	8	e편한세상 동신	수도권	921			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

주택개발리츠 구조



*사업시행: 리츠-건설사 공동 시행

자료: LH, 키움증권

대림산업이 이란에서 수주 추진 중인 주요 사업

구분	분야	프로젝트	규모	추진단계
대림 산업	철도/도로 /물관리	이스파한-아와즈 철도	53억 달러	EPC 가계약, 541km의 철도 건설 및 차량 사업
		베헤쉬트 아바드 댐 및 도수로 사업	27 억 달러	GA(정부계약), 저수댐(길이 178m) 및 도수로 등 총 539km 건설
	석유/가스 /석유화학	사우스파 LNG(액화천연가스) 플랜트	35억달러	중단 프로젝트 협상 재개
		이스파한 정유시설 개선 사업 재개	2.23 조원	17 년 3 월 본계약 체결
		NGL-2300 건설	9 억 달러	MOA, 천연가스 정제시설
		아살루에 폴리프로필렌(PP) 공장 건설 사업	5 억 달러	MOA
	발전	박티아리 수력발전 댐(1,000MW)	19억 달러	EPC 가계약, 높이 275m, 길이 509m의 대형 콘크리트 아치 댐
	의료	타브리즈 병원	780병상	MOU
대림에너지	발전	바프 가스복합 발전소	4억 달러	HOA, 국내 건설사와 전력 공기업이 건설과 운영, 투자 전 과정에 참여하는 개발형 사업으로 추진중

자료: 언론 정리, 키움증권

대림산업 1분기 기준 프로젝트별 미청구공사 현황 (단위: 억원)

프로젝트	계약일	완성기한	기본 도급액	진행률 (%)	미청구 공사(A)	공사 미수금	(A)/완성 공사(%)
e편한세상 용인 한숲시티	2015-10-19	2018-06-30	9,062	26.8	588	168	24.2
e편한세상 춘천 한숲시티 2구역	2017-01-10	2019-12-31	5,477	5.0	185		67.4
e편한세상 동탄	2015-10-30	2018-01-31	5,519	30.8	0		0.0
북평화력발전	2012-09-24	2017-09-30	5,123	91.4			
S-OIL RUC Project	2015-07-03	2018-04-30	19,675	35.1	1,387		20.1
사우디아라비아 YERP-3	2010-07-28	2017-06-30	10,001	99.2		98	
사우디아라비아 YERP-4	2010-08-01	2017-12-31	6,314	98.8			
쿠웨이트 LPG Train 4	2010-07-19	2017-06-30	10,322	99.4		478	
사우디아라비아 SADARA MFC	2011-07-26	2017-12-31	7,900	98.7		491	
베트남 Thai Binh2 PP	2012-05-22	2018-12-31	7,800	76.8		844	
사우디아라비아 Shoaiba II	2011-10-29	2017-03-31	9,076	100.0			
사우디아라비아 SADARA Isocyanates	2011-09-15	2017-12-31	8,626	98.2		516	
사우디아라비아 Elastomers	2012-07-01	2017-12-31	5,444	97.5		97	
오만 SRIP	2013-11-25	2018-07-24	12,294	85.8	72		0.7
사우디아라비아 Maaden Ammonia	2013-07-01	2017-12-31	6,336	97.9		653	
말레이시아 Fast Track 3A	2013-08-21	2017-10-01	8,851	86.8		18	
쿠웨이트 KNPC SHFP	2013-05-28	2018-12-31	5,112	75.3		381	
필리핀 SBPL 500MW CFPP	2014-10-08	2019-06-07	5,094	27.1		147	
사우디아라비아 DSA SADARA ISOCYANATES	2011-09-15	2017-12-31	6,246	94.5	2	315	0.0

자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 1분기 기준 DSA 현황 (단위: 억원)

공사명	계약일	완공예정일	기본도급액	완성공사액	계약잔액
사우디 DSA SAMAPCO CA/EDC 현장	2010-03-03	2017-06-30	3,050	3,004	46
사우디 DSA YERP-3 현장	2010-07-28	2017-06-30	4,665	4,651	14
사우디 DSA YERP-4 현장	2010-08-01	2017-12-31	1,939	1,921	18
사우디 DSA RTIP MFC 현장	2011-07-26	2017-12-31	3,254	3,159	95
사우디 DSA SADARA ISOCYANATES 현장	2011-09-15	2017-12-31	6,246	5,899	347
사우디 DSA ELASTOMER PROJECT 현장	2012-07-01	2017-12-31	4,477	4,349	129
사우디 DSA RabighII CP1/CP2 현장	2012-07-18	2017-12-31	2,044	1,878	166
사우디 DSA MAADEN AMMONIA 현장	2013-07-01	2017-12-31	2,979	2,925	54
사우디 DSA SEP sSBR Project 현장	2016-05-09	2018-09-08	641	83	557
합계			29,295	27,869	1,426

자료: 대림산업, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	95,137	98,538	105,246	108,964	112,166
매출원가	87,365	88,779	94,095	97,532	100,415
매출총이익	7,771	9,759	11,151	11,432	11,752
판매비및일반관리비	5,054	5,565	5,760	5,854	5,970
영업이익(보고)	2,718	4,194	5,391	5,578	5,781
영업이익(핵심)	2,718	4,194	5,391	5,578	5,781
영업외손익	1,645	170	1,494	1,404	1,447
이자수익	1,114	400	306	334	355
배당금수익	14	31	20	22	24
외환이익	1,828	1,056	1,091	1,073	1,082
이자비용	799	944	951	951	951
외환손실	1,091	864	977	921	949
관계기업지분법손익	1,825	2,566	4,160	3,575	3,918
투자및기타자산처분손익	176	-11	82	36	59
금융상품평가및기타금융이익	-400	-29	-193	-100	-132
기타	-1,022	-2,034	-2,045	-1,666	-1,960
법인세차감전이익	4,362	4,364	6,885	6,981	7,228
법인세비용	2,193	1,432	1,525	1,536	1,590
유효법인세율 (%)	50.3%	32.8%	22.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,170	2,932	5,360	5,445	5,638
지배주주지분순이익(억원)	2,068	2,653	4,999	4,844	5,133
EBITDA	3,589	5,278	6,525	6,712	6,916
현금순이익(Cash Earnings)	3,041	4,016	6,495	6,580	6,773
수정당기순이익	2,281	2,959	5,446	5,496	5,695
증감율(%, YoY)					
매출액	2.4	3.6	6.8	3.5	2.9
영업이익(보고)	흑전	54.3	28.5	3.5	3.7
영업이익(핵심)	흑전	54.3	28.5	3.5	3.7
EBITDA	흑전	47.1	23.6	2.9	3.0
지배주주지분 당기순이익	흑전	28.3	88.4	-3.1	6.0
EPS	흑전	28.3	88.4	-3.1	6.0
수정순이익	흑전	29.7	84.1	0.9	3.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	71,773	64,959	69,950	72,471	75,039
현금및현금성자산	21,679	15,772	15,692	16,745	17,819
유동금융자산	5,489	5,371	5,344	5,703	6,068
매출채권및유동채권	30,236	29,132	32,584	33,497	34,109
재고자산	8,294	9,019	9,760	9,852	10,269
기타유동비금융자산	6,075	5,665	6,570	6,675	6,774
비유동자산	48,876	58,956	62,790	66,046	69,201
장기매출채권및기타비유동채권	2,953	5,020	5,362	5,551	5,714
투자자산	24,007	29,279	29,938	30,304	30,619
유형자산	18,316	19,642	22,177	24,711	27,245
무형자산	658	614	614	614	614
기타비유동자산	2,942	4,401	4,700	4,866	5,009
자산총계	120,649	123,915	132,740	138,517	144,240
유동부채	51,073	47,874	51,798	53,014	54,055
매입채무및기타유동채무	28,878	31,263	32,958	33,911	35,204
단기차입금	5,386	3,053	3,053	3,053	3,053
유동성장기차입금	5,255	1,439	1,439	1,439	1,439
기타유동부채	11,554	12,119	14,347	14,610	14,358
비유동부채	21,518	24,587	24,246	23,479	22,641
장기매입채무및비유동채무	401	928	991	1,026	1,056
사채및장기차입금	16,928	19,310	19,310	19,310	19,310
기타비유동부채	4,189	4,349	3,945	3,143	2,275
부채총계	72,591	72,461	76,044	76,493	76,696
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
주식발행초과금	2,960	2,960	2,960	2,960	2,960
이익잉여금	36,726	39,185	44,078	48,816	53,843
기타자본	1,577	1,779	1,779	1,779	1,779
지배주주지분자본총계	43,448	46,109	51,003	55,740	60,768
비지배주주지분자본총계	4,610	5,344	5,693	6,283	6,776
자본총계	48,058	51,454	56,696	62,024	67,544
순차입금	7,890	12,531	12,611	11,558	10,484
총차입금	29,570	28,303	28,303	28,303	28,303

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,849	1,470	4,543	5,651	5,598
당기순이익	2,170	2,932	5,360	5,445	5,638
감가상각비	795	1,015	1,068	1,068	1,068
무형자산상각비	77	68	66	66	66
외환손익	30	-180	-114	-153	-133
자산처분손익	-176	11	-82	-36	-59
지분법손익	-1,825	-2,566	-4,160	-3,575	-3,918
영업활동자산부채 증감	-788	-5,458	-1,146	-253	-452
기타	3,567	5,646	3,552	3,088	3,387
투자활동현금흐름	-1,020	-6,994	-4,505	-4,480	-4,406
투자자산의 처분	530	-4,400	-604	-712	-660
유형자산의 처분	49	59	119	119	119
유형자산의 취득	-1,955	-2,541	-3,721	-3,721	-3,721
무형자산의 처분	-49	-115	0	0	0
기타	404	-16	-300	-166	-143
재무활동현금흐름	5,107	-463	-118	-118	-118
단기차입금의 증가	-1,697	-9,674	0	0	0
장기차입금의 증가	6,714	8,292	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-57	-281	-118	-118	-118
기타	147	1,200	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	7,955	-5,907	-80	1,053	1,074
기초현금및현금성자산	13,725	21,679	15,772	15,692	16,745
기말현금및현금성자산	21,679	15,772	15,692	16,745	17,819
Gross Cash Flow	4,298	7,121	6,994	7,181	7,387
Op Free Cash Flow	-569	-4,212	464	1,511	1,470

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,357	6,873	12,952	12,548	13,299
BPS	112,559	119,454	132,132	144,405	157,430
주당EBITDA	9,298	13,673	16,905	17,389	17,917
CFPS	9,970	3,808	11,770	14,640	14,501
DPS	300	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	12.5	12.7	6.8	7.0	6.6
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.2	9.4	7.7	7.4	7.1
PCFR	8.5	8.4	5.2	5.2	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.9	4.3	5.1	5.1	5.2
영업이익률(핵심)	2.9	4.3	5.1	5.1	5.2
EBITDA margin	3.8	5.4	6.2	6.2	6.2
순이익률	2.3	3.0	5.1	5.0	5.0
자기자본이익률(ROE)	4.8	5.9	10.3	9.1	8.8
투하자본이익률(ROIC)	5.2	10.0	13.6	12.7	12.2
안정성(%)					
부채비율	151.1	140.8	134.1	123.3	113.5
순차입금비율	16.4	24.4	22.2	18.6	15.5
이자보상배율(배)	3.4	4.4	5.7	5.9	6.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	3.3	3.4	3.3	3.3
재고자산회전율	10.8	11.4	11.2	11.1	11.1
매입채무회전율	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2

금호산업 (002990)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 10,450원

목표주가 16,000원

동사는 1) 차입금 감소로 재무건전성이 회복되고 있고, 2) 양질의 수주와 원가율 개선으로 턴어라운드에 성공했다. 신규수주는 목표 초과 달성이 확실시 되며, J노믹스의 지방분권과 지역균형발전 정책과의 시너지도 기대된다. 특화 공종인 공항 발주가 하반기부터 본격화될 것으로 보이며, 민자 SOC 사업 확대도 기회다. 새정부 기조에 따라 금호타이어 인수 과정에서 계열사 동원에 대한 불확실성도 상당히 완화되었다는 판단이다. 목표주가 16,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/19)			2,370.90pt
시가총액			3,746억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		12,450원	7,990원
최고/최저가 대비 등락		-16.1%	30.8%
주가수익률		절대	상대
	1M	7.1%	3.3%
	6M	9.4%	-5.9%
	1Y	21.7%	0.2%

Company Data

발행주식수		35,850천주
일평균 거래량(3M)		149천주
외국인 지분율		5.3%
배당수익률(17.E)		2.9%
BP (17.E)		10,886원
주요 주주	금호홀딩스 외3인	50.0%

Price Trend

펀더멘털 개선에 주목하자!

>>> 이익 레벨의 상향은 지속될 전망

동사는 2015년 워크아웃 졸업 이후 1) 지속적인 차입금 감소로 재무건전성이 회복되고 있고, 2) 양질의 수주와 원가율 개선으로 턴어라운드에 성공했다. 2015년부터 시작된 주택시장 호황으로 주택부문의 이익 기여가 확대되고 있다. 올해부터는 의미 있는 주주가치 제고가 가능한 수준까지 이익레벨이 상향될 것으로 전망된다. 1분기 기준 신규수주는 8,113억원으로 전년 대비 22% 증가했다. 올해 수주목표 1.8조원 대비 45% 달성해 초과 달성이 가능할 것으로 예상된다. 따라서 이익 레벨의 상향은 당분간 지속가능 하다는 판단이다.

>>> J노믹스 정책 기대주, 민자SOC! 공항!

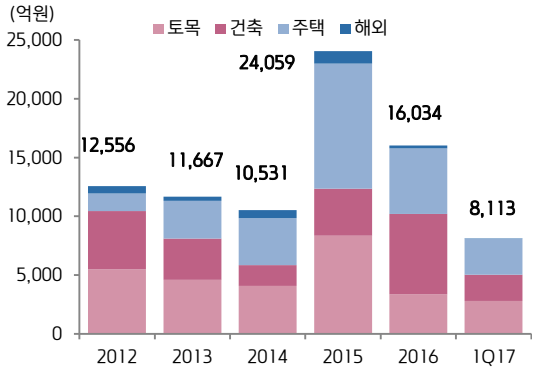
동사의 특화 공종인 공항 건설이 올해 하반기부터 본격적으로 발주가 예상돼 동사에게 유리한 국면이 지속될 전망이다. 문재인 정부는 지방분권과 지역균형발전을 상당히 강조하고 있어, 지방 소규모 공항을 비롯해 제주 신공항·김해·신공항·인천국제공항 4단계 등 대형 공항 발주가 차질없이 진행될 것으로 전망된다. 또한 J노믹스에서는 민자SOC 사업이 확대 될 가능성이 높은데, 동사 역시 경인고속도로 지하화, 부산신항~김해고속도로 등 SOC 민간투자사업에 대한 다양한 파이프라인을 보유하고 있어 수혜가 전망된다.

>>> 금호타이어 매각 지원 불확실성 완화

새 정부 정부 이후 공정위는 재벌의 내부거래에 대한 실태조사를 벌이고 있으며, 계열사 간 자금거래에 대한 엄격한 법적용을 시사하고 있다. 금호타이어 인수 과정에서 계열사 동원에 대한 불확실성은 상당히 완화되었다는 판단이다. 외부 변수보다 동사의 펀더멘털 개선에 주목해야 한다.

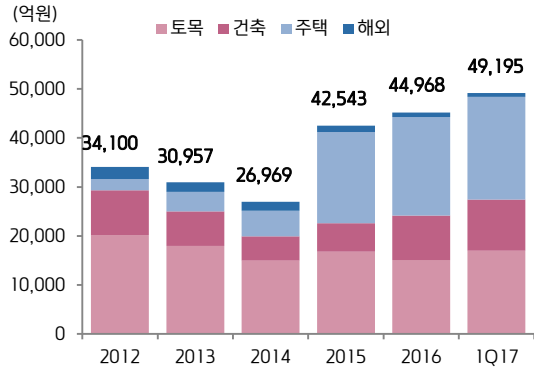
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	15,310	13,537	13,914	15,656	18,493
영업이익(억원)	208	418	452	595	684
EBITDA(억원)	220	430	464	606	696
세전이익(억원)	-147	781	842	804	902
순이익(억원)	-61	360	816	779	875
지배주주지분순이익(억원)	-61	360	816	779	875
EPS(원)	-176	1,021	2,272	2,170	2,435
증감율(%YoY)	적전	흑전	122.6	-4.5	12.2
PER(배)	-84.3	9.5	4.6	4.8	4.3
PBR(배)	1.8	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	33.7	12.6	11.7	8.4	7.0
영업이익률(%)	1.4	3.1	3.3	3.8	3.7
ROE(%)	-2.1	12.0	23.2	18.0	17.0
순부채비율(%)	74.7	63.5	40.7	27.8	19.5

금호산업 신규수주 추이



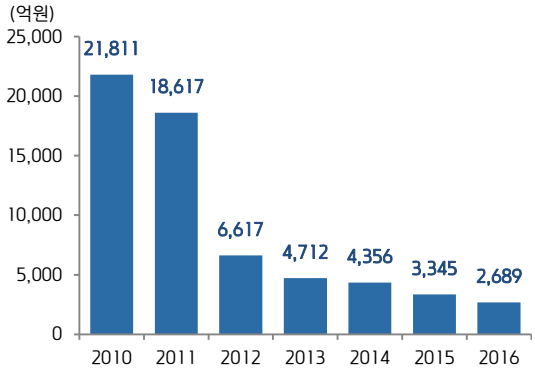
자료: 금호산업, 키움증권

금호산업 수주잔고 추이



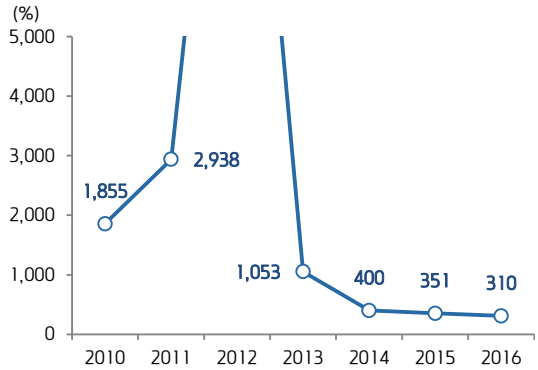
자료: 금호산업, 키움증권

금호산업 차입금 추이



자료: 금호산업, 키움증권

금호산업 부채비율 추이



자료: 금호산업, 키움증권

금호산업 주택 공급현황

구분	사업장	유형	세대수	미분양	분양률	비고
15년 실적	구미 형곡 재건축	재건축	486	0	100%	
	아산모종 2단계	지주공동	397	0	100%	총794세대(금호 : 롯데 = 50 : 50)
	세종시2-1	지주공동	425	0	100%	총1,417세대 (금호 : 계룡 : 포스코 = 30 : 33 : 37)
	화성동탄2지구 A91BL	지주공동	568	0	100%	총812세대(금호 : 우미 = 70 : 30)
	합계		**1,876**	**0**	**100%**	
16년 실적	구미 형곡 2차	지주공동	255	0	100%	분양완료
	화성동탄2지구(공공분양)	지주공동	681			12월 2일 분양
	화성동탄2지구(임대사업)	지주공동	820			12월 2일 분양
	부산 남천	재건축	421			12월 9일 분양
	합계		**2,177**			

자료: 금호산업, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,310	13,537	13,914	15,656	18,493
매출원가	14,445	12,497	12,818	14,352	17,008
매출총이익	865	1,040	1,097	1,304	1,485
매출총이익률(%)	5.6	7.7	7.9	8.3	8.0
판매비및일반관리비	657	622	644	709	801
영업이익	208	418	452	595	684
영업이익률(%)	1.4	3.1	3.3	3.8	3.7
영업외손익	-355	363	389	209	218
금융수익	260	21	24	25	25
금융원가	187	158	154	141	132
기타수익	192	579	220	306	340
기타비용	266	186	183	175	170
종속및관계기업관련손익	-354	107	482	194	155
법인세차감전이익	-147	781	842	804	902
법인세비용	-86	421	25	24	27
유효법인세율	58.4	53.9	3.0	3.0	3.0
당기순이익	-61	360	816	779	875
순이익률(%)	-0.4	2.7	5.9	5.0	4.7
지배주주지분순이익	-61	360	816	779	875
EBITDA	220	430	464	606	696
EBITDA margin (%)	1.4	3.2	3.3	3.9	3.8
증감율(%, YoY)					
매출액	0.5	-11.6	2.8	12.5	18.1
영업이익	-47.8	101.2	8.2	31.4	15.1
법인세차감전이익	적전	흑전	7.8	-4.5	12.2
당기순이익	적전	흑전	126.5	-4.5	12.2
지배주주지분당기순이익	적전	흑전	126.5	-4.5	12.2
EBITDA	-46.5	95.8	7.9	30.6	14.8
EPS	적전	흑전	122.6	-4.5	12.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,745	7,378	6,156	6,518	6,848
현금및현금성자산	1,178	713	918	1,036	1,080
매출채권및기타유동채권	4,469	4,921	3,236	3,262	3,362
재고자산	560	345	309	302	311
기타유동자산	537	1,398	1,693	1,918	2,095
비유동자산	6,356	5,368	5,925	6,601	7,453
장기매출채권및기타채권	270	326	765	1,161	1,583
유형자산	90	94	84	77	70
무형자산	61	46	38	37	35
투자자산	4,542	4,075	4,139	4,297	4,546
기타비유동자산	1,392	826	897	1,029	1,220
자산총계	13,100	12,746	12,081	13,119	14,301
유동부채	7,735	6,974	5,676	6,052	6,439
매입채무및기타유동채무	5,311	5,561	4,281	4,598	4,887
유동성이자발생차입금	1,896	920	920	920	920
기타유동부채	528	493	475	534	631
비유동부채	2,463	2,659	2,475	2,358	2,280
장기매입채무및기타채무	212	22	29	34	40
사채및장기차입금	1,449	1,769	1,596	1,423	1,250
기타비유동부채	803	868	851	902	989
부채총계	10,199	9,633	8,152	8,411	8,719
자본금	1,755	1,769	1,769	1,769	1,769
자본잉여금	118	126	126	126	126
이익잉여금	919	1,243	2,059	2,838	3,713
기타자본	110	-25	-25	-25	-25
지배주주지분자본총계	2,902	3,113	3,929	4,708	5,583
자본총계	2,902	3,113	3,929	4,708	5,583
총차입금	3,345	2,689	2,516	2,343	2,171
순차입금	2,166	1,976	1,598	1,308	1,091

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	182	191	840	880	850
당기순이익	-61	360	816	779	875
감가상각비	7	7	7	7	7
무형자산상각비	5	5	4	4	4
GrossCashFlow	482	681	465	606	696
운전자본변동	-297	-281	375	274	154
매출채권및기타채권의증감	502	-460	1,686	-26	-101
재고자산의감소(증가)	-17	-19	36	7	-8
매입채무및기타채무의증감	-656	823	-1,280	317	289
영업에서창출된현금흐름	185	400	840	880	850
투자활동현금흐름	446	222	-296	-351	-425
투자자산의감소(증가)	37	43	-65	-157	-249
유형자산의감소	2	2	11	5	6
유형자산의증가(CAPEX)	-7	-5	-6	-6	-5
무형자산의감소(증가)	-4	-2	-3	-3	-3
기타	417	184	-233	-189	-174
FreeCashFlow	177	395	842	876	847
재무활동현금흐름	-1,186	-875	-342	-412	-380
차입금의증가(감소)	-853	-661	-173	-173	-173
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-334	-214	-169	-239	-208
현금및현금성자산의순증가	-556	-465	205	118	44
기초현금및현금성자산	1,735	1,178	713	918	1,036
기말현금및현금성자산	1,178	713	918	1,036	1,080

투자지표

(단위: 원, 배, %, 회)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-176	1,021	2,272	2,170	2,435
BPS	8,282	8,811	10,886	13,044	15,465
주당EBITDA	631	1,219	1,293	1,689	1,938
SPS	44,002	38,348	38,737	43,585	51,485
DPS	0	300	300	350	350
주가배수(배)					
PER	-84.3	9.5	4.6	4.8	4.3
PBR	1.8	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	33.7	12.6	11.7	8.4	7.0
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
배당수익률	0.0	3.1	2.9	3.3	3.3
배당성향	0.0	29.5	13.3	16.2	14.5
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	12.0	23.2	18.0	17.0
총자산이익률(ROA)	-0.4	2.8	6.6	6.2	6.4
투하자본이익률(ROIC)	20.9	66.6	199.2	152.1	101.8
안정성(%)					
부채비율	351.5	309.5	207.5	178.6	156.2
순차입금비율	74.7	63.5	40.7	27.8	19.5
유동비율	87.2	105.8	108.4	107.7	106.4
이자보상배율(배)	1.3	2.8	3.2	4.6	5.7
활동성(회)					
매출채권회전율	3.2	2.9	3.4	4.8	5.6
재고자산회전율	50.4	29.9	42.6	51.2	60.3
매입채무회전율	2.8	2.5	2.8	3.5	3.9

한라 (014790)

BUY(Initiate)

주가(6/19) 5,020원

목표주가 6,300원

동사는 2010년부터 이뤄진 자구이행을 통해 금융비용을 절감하면서 작년 기준 5년만에 순이익 흑자전환을 시현했다. 이자보상배율은 1.9배이며, 차입금 의존도 역시 2000년 이후 최저치를 기록했다. 재무건전성 개선 외에도 J노믹스 시대 가장 부합하는 건설사로서 면모를 보이고 있다. 민자 SOC 제안사업에 다양한 경험을 보유하고 있고, 성공적인 배곧신도시 사업은 향후 도시재생 사업이 본격화 될 때 상당한 강점이 될 전망이다. 목표주가 6,300원과 투자의견 Buy를 유지한다.

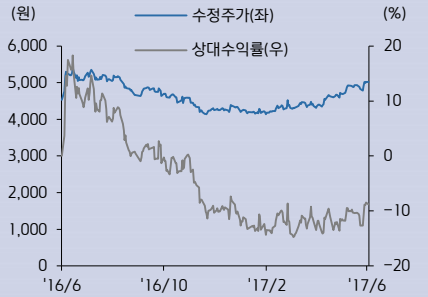
Stock Data

KOSPI (6/19)		2,370.90pt
시가총액		1,832억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	5,410원	4,140원
최고/최저가 대비 등락	-7.2%	21.3%
주가수익률	절대	상대
1M	7.0%	3.3%
6M	17.7%	1.2%
1Y	10.7%	-8.8%

Company Data

발행주식수		36,495천주
일평균 거래량(3M)		54천주
외국인 지분율		2.7%
배당수익률(17.E)		0.0%
BP (17.E)		8,227원
주요 주주	정몽원 외7인	50.8%

Price Trend



J노믹스에 부합하는 중소건설사!

>>> 이자를 내고도 돈을 벌고 있다!

동사는 큰 폭의 영업적자를 기록했던 2012년 별도 기준 차입금이 1.3조원까지 급증했지만, 올해 1분기 기준 3,205억원으로 재무건전성이 크게 개선되었다. PF금액 역시 2009년 1.9조원에서 작년말 기준 200억원으로 PF리스크를 상당부분 해소했다. 2010년부터 이뤄진 자구이행을 통해 금융비용이 절감되면서 작년 연결 기준 이자보상배율은 1.9배를 기록했고, 5년만에 순이익 흑자전환을 시현했다. 차입금 의존도 역시 30.6%로 2000년 이후 최저치를 기록했다.

>>> J노믹스 정책 수혜주, 민자SOC! 뉴딜!

동사는 민자 SOC 제안사업에 다양한 경험을 보유하고 있으며, 제3자경쟁에서 최초 제안자를 제치고 수주를 기록하는 등 경쟁력을 보유하고 있다. 1분기 민자 SOC 원가율은 72.7%(1Q16 87.4%, 4Q16 78.6%)로 개선세가 가속화되고 있다. 항만(5위)과 공항(5위) 등 실적우수 분야 기술형 입찰도 확대하고 있어 민자SOC를 비롯해 인프라 시장 발주가 확대될 경우 수혜가 예상된다. 현금흐름 개선으로 민자 SOC 지분투자 여력도 확대되고 있다. 더불어 배곧신도시처럼 성공적인 민관학 협동 사업의 경험은 향후 도시재생 뉴딜정책이 본격화 될 경우 상당한 강점이 될 전망이다.

>>> 전환우선주 행사 후 불확실성 감소

동사는 재무구조개선과 양질의 수주확보로 수익성 개선을 통한 본격적인 턴어라운드가 시작되었다. 다만, 1,000만주에 달하는 전환우선주가 밸류에이션에 부담을 주고 있다. 다만, 실적과 함께 발표한 자사주 취득 공시에서 보듯이 향후 발생 이익의 일부는 주주친화정책에 사용하겠다는 시그널을 시장에 보내고 있다. 과도한 우려보다는 신뢰회복과 지속적인 이익성장에 따른 펀더멘털 개선에 주목해야 한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	18,553	18,318	18,791	21,101	19,445
영업이익(억원)	310	955	1,178	1,276	1,144
EBITDA(억원)	450	1,062	1,278	1,376	1,245
세전이익(억원)	-998	257	675	769	748
순이익(억원)	-1,144	102	473	587	584
지배주주지분순이익(억원)	-1,142	105	472	585	582
EPS(원)	-3,411	227	323	670	667
증감율(%YoY)	적지	흑전	42.1	107.6	-0.5
PER(배)	-1.3	18.8	15.6	7.5	7.5
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	22.5	6.8	5.8	4.4	4.6
영업이익률(%)	1.7	5.2	6.3	6.0	5.9
ROE(%)	-30.4	3.2	13.0	14.3	12.5
순부채비율(%)	265.6	156.8	138.8	91.9	75.0

1. 재무건전성 개선
- 차입금 논란에 종지부를 찍다!

동사는 큰 폭의 영업적자를 기록했던 2012년 별도 기준 차입금이 1.3조원까지 급증했지만, 1분기 기준 3,205억원으로 재무건전성이 큰 폭으로 개선되었다. PF 금액 역시 2009년 1.9조원에서 작년 말 기준 200억원으로 PF 리스크를 거의 해소했다. 과거 대규모 차입금으로 2011년부터 2015년까지 금융비용이 영업이익을 크게 상회했다. 이를 해소하기 위해 2010년부터 지속적인 자구이행이 이뤄졌다. 그 결과 차입금 상환을 통해 금융비용이 절감되면서 작년 연결 이자보상배율은 1.9배를 기록했고, 5년만에 순이익 흑자전환을 시현했다. 차입금 의존도 역시 30.6%로 2000년 이후 최저치를 기록했다.

1분기 별도 기준 동사는 단기차입금 2,787억원 및 장기차입금 419억원을 보유하고 있다. 총차입금 규모는 7년만에 최저 수준으로 내려왔지만 1년 이내 만기가 도래하는 비중이 86.9%로 만기구조가 단기에 집중되어 있다. 하지만 1) 은행차입금의 경우 일반적으로 만기연장 되며(특히 회사채 신속인수제를 통해 차환발행한 사모사채가 상환되기 전까지 은행관련 여신은 상환할 수 없어 자동 갱신됨), 2) 조합차입금은 건설공제조합 출자금 및 재고자산과 유형자산이 담보로 제공되어 있어 연단위로 갱신하는데 용이한 편이고, 3) 자산유동화차입금은 향후 발생할 공사대금 등을 담보로 제공하고 있어, 공사비가 기성 유입이 되는 시점에 자동 상환되는 외부조달이 필요 없는 차입금이다.

회사채 신속인수제에 의해 기발행된 회사채의 경우 차환을 통해 만기가 2년간 연장 가능해지면서 회사채 1,338억원 중 1,188억원의 만기가 2018년 이후로 연장되었다. 따라서 높은 단기 상환 부담에도 불구하고 차입금 만기도래에 따른 실질적인 유동성위험은 제한적일 것으로 판단된다. 특히 지난 1월 19일에는 공모사채 500억원을 발행(6.4%, 1년 만기)하며 공모시장 재진입으로 금융비용이 추가적으로 감소할 수 있을 것으로 기대된다.

반면 1분기 연결기준 총차입금은 7,283억원으로 별도기준 부채비율(258.8%) 대비 연결기준 부채비율(484.4%)이 높아지게 된다. 이는 차입금 차이의 대부분을 차지하는 화성동탄물류센터의 차입금 2,358억원에 기인한다. 화성동탄물류센터는 동사가 100% 지분을 보유중인 ㈜케이에코로지스가 A, B 블록을 옵션부 매각하는 사업으로 옵션부 대출 계약을 통해 공사비가 지급된다. 2018년 준공 예정으로 매각되면서 대출은 갚아진다. 연결 부채비율을 높게 보이도록 만들지만, 무이자 차입금으로 매각되면 정상화되기 때문에 금융비용과는 관련이 없는 차입금이다.

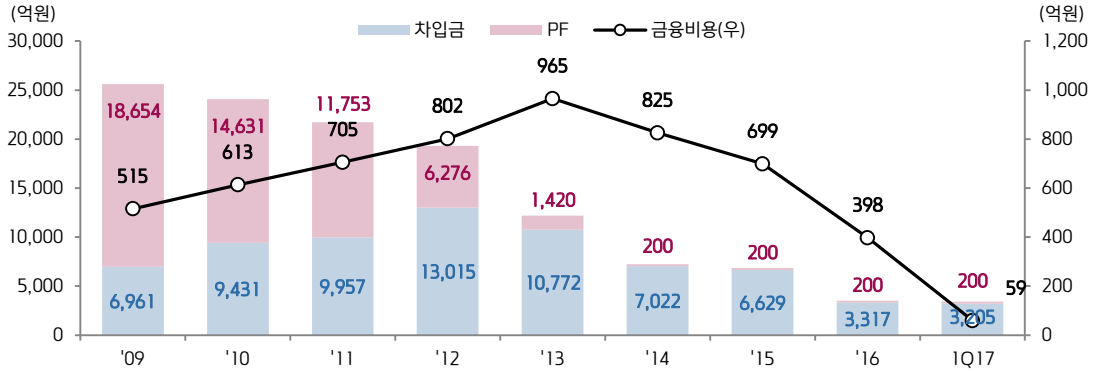
- 금융비용 감소 지속

금융비용은 2016년 연결기준 512억원에서, 올해는 400억 수준까지 감소하고, 별도 기준으로는 398억원에서 300억원 이하로 내려갈 것으로 전망된다. 올해 영업이익은 1,178억원을 기록할 것으로 보여 재무건전성에 대한 논란은 더 이상 필요 없어 보인다. 그럼에도 불구하고 동사는 2021년까지 지속적인 자구이행 계획을 세우고 있으며, 올해 400억원, 내년 1,550억원 수준의 추가적인 현금유입이 예상된다. 향후 추가적인 차입금 감축 계획은 없으나, 신속인수제로 차환발행 해 상대적으로 금리가 높은 사모사채를 조기 상환해 리파이낸싱으로 금융비용을 절감시키는 방안을 계획 중인 것으로 파악된다.

- 현금흐름 개선 투자여력 확대

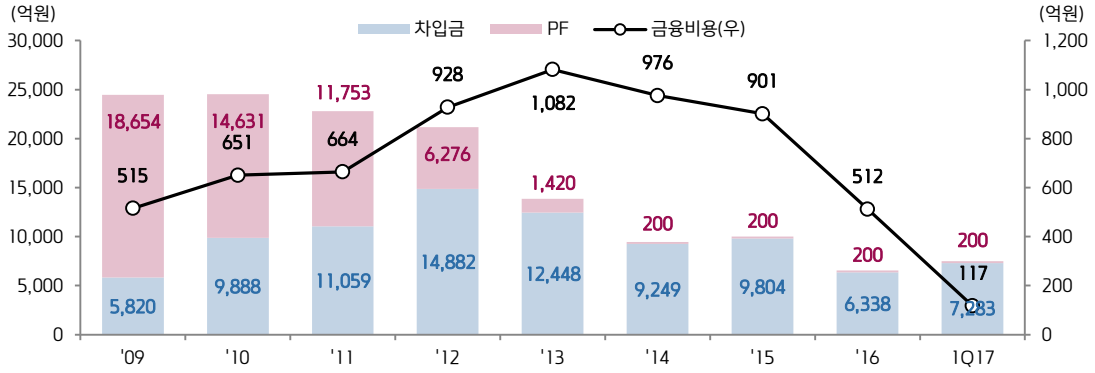
금융비용 감소와 더불어 2015년부터 시작된 주택시장 호황으로 작년에 이어 올해 역시 우수한 주택분양 실적에 기인한 영업현금흐름 개선이 이어질 전망이다. 이로 인해 주주친화정책 및 용지 매입, 민자SOC 지분투자 등 다양한 투자 활동이 이뤄질 전망이다.

한라 금융차입금, PF 및 금융비용 추이 (별도기준)



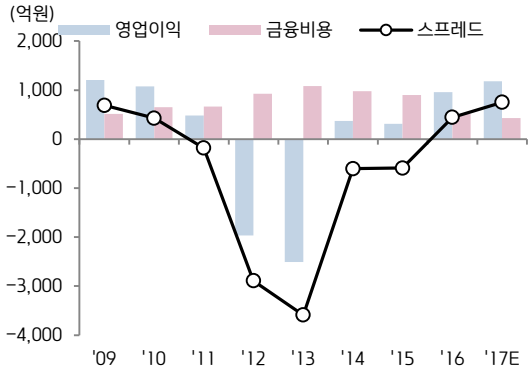
자료: 한라, 키움증권

한라 금융차입금, PF 및 금융비용 추이 (연결기준)



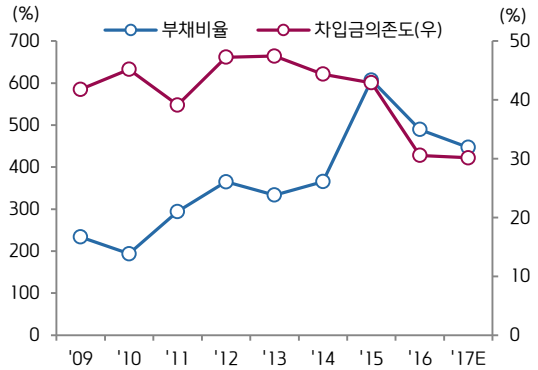
자료: 한라, 키움증권

한라 영업이익 및 금융비용 추이 (연결기준)



자료: 한라, 키움증권

한라 부채비율 및 차입금의존도 추이 (연결기준)



자료: 한라, 키움증권

1분기 별도 기준 차입금 현황 (단위: 천원)

구분	차입금 종류	차입처	차입일	상환일	이자율(%)	금액
단기성 차입금	사채					748
	제84-1회 사채	신영증권			6.5	20
	제86회 사채	키움증권			6.25	80
	제87회 사채	한화증권			6.2	150
	제88회 사채	한화증권			6.4	498
	단기차입금					902
	일반은행차입금					620
	일반대출	KDB산업은행 등			5.64~8.19	380
	기업어음	우리은행, KEB하나은행 등			5.50~6.10	240
	조합차입금(일반대출)(*1)	건설공제조합			2.54	62
	자산유동화차입금(*2)	플랜업은광제일차(주) 등			4.50~5.12	209
	기타차입금(운용자금차입)	Halla E&C Mexico S. de			4.6	10
	유동성장기부채					1,137
	단기성차입금 합계					2,787
장기성 차입금	사채					399
	제82-1회 무보증사모사채		2016-02-17	2018-02-17	7.82	591
	제82-2회 무보증사모사채		2016-02-17	2018-02-17	7.82	118
	제82-3회 무보증사모 전환사채		2016-02-17	2019-02-17	7.82	79
	제83-1회 무보증사모사채		2016-04-18	2018-04-18	7.76	300
	제83-2회 무보증사모사채		2016-04-18	2018-04-18	7.76	60
	제83-3회 무보증사모 전환사채		2016-04-18	2019-04-18	7.76	40
	제84-2회 무보증사모사채		2016-05-30	2017-11-30	6.8	50
	제85회 무보증사모사채		2016-06-29	2017-12-29	6.5	100
	합계					1,338
	가산: 사채상환할증금					-
	차감: 사채할인발행차금					-3
	차감: 유동성대체액(순액)					-936
	장기차입금					20
	자산유동화차입금(*3)	에이치캠프(유)			5,08~5.9	200
	기타차입금	주택도시보증공사			-	20
	합계					220
	차감: 유동성					-201
	장기성차입금 합계					419
총차입금 합계						3,205

주1: (*1) 건설공제조합 출자금 38,358백만원 및 재고자산과 유형자산이 담보로 제공
주2: (*2) (장래)공사채권 등을 자산유동화회사에 담보로 제공하고 있으며, 차입금 잔액에 대한 자금보충의무의 이행을 위하여 백지어음 등을 견질로 제공
주3: (*3) (장래)공사채권 등이 담보로 제공.
자료: 한라, 키움증권

전환사채의 주요 내역

구분	내역	
사채명	제82-3회 무보증 사모 전환사채	제83-3회 무보증 사모 전환사채
발행일	2016년 02월 17일	2016년 04월 18일
만기일	2019년 02월 17일	2019년 04월 18일
액면이자율	7.82%	7.76%
만기보장수익율	100%	100%
발행가액	7,900,000 천원	4,000,000 천원
전환대상 주식의 종류/전환가액	보통주 / 1주당 5,000원	보통주/ 1주당 5,000원
전환청구기간	2017년 2월 17일 ~ 2019년 1월 17일	2017년 4월 18일 ~ 2019년 3월 18일
전환가능주식수	1,580,000주	800,000주
조기상환청구권	채권자가 발행일로부터 2년이 경과한 시점부터 매 3개월이 되는 이자지급일에 조기상환 청구 가능	

자료: 한라, 키움증권

- PF 리스크 완화, 미청구공사 완화

2009년 1.9조원이었던 PF 지급보증 등 우발채무 금액은 2013년 1,420억원까지 감소했다. 2014년부터는 관련 우발채무를 대부분 해소하여 200억원, 1건의 우발채무만이 존재하고 있다.

미청구공사 금액은 1분기 연결 기준 768억원으로 2016년말 1,094억 대비 29.7% 감소했다. 작년 말 기준 매출액 대비 미청구공사 금액은 6% 수준으로 안정적이며 지속적으로 하락 추세에 있다.

PF 지급보증 대출잔액 현황 (단위: 억원)

총 PF대출잔액	유형	금액	비고
200	ABS	-	-
	ABCP	-	-
	기타 PF Loan	200	연대보증
	합 계	200	-

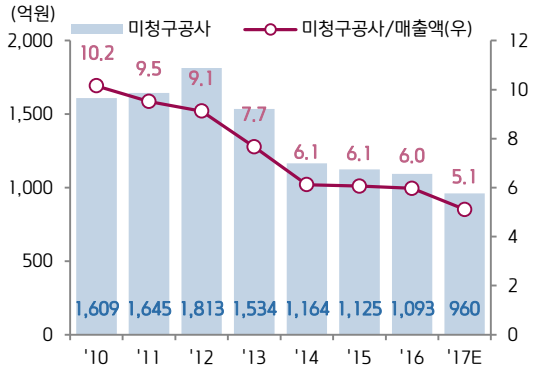
자료: 한라, 키움증권

주요 PF 대출 내역 (단위: 억원)

사업지역	채권기관 종류	대출금액	대출잔액	보증내역	대출기간	유형
서울시	은행 등	200	200	연대보증	2011.09.15~2015.09.15	기타 PF Loan

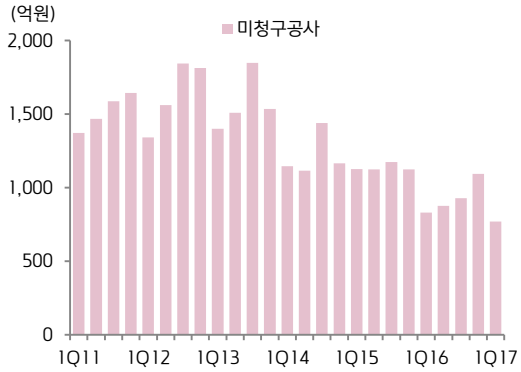
자료: 한라, 키움증권

한라 미청구공사 연간 추이 (연결기준)



자료: 한라, 키움증권

한라 미청구공사 분기 추이 (연결기준)



자료: 한라, 키움증권

한라 주요 미청구공사 현장 (단위: 억원)

공사명	계약일	공사기간	진행률(%)	미청구공사		매출채권	
				총액	대손충당금	총액	대손충당금
동부간선도로확장	2008.12.26	08.12-19.12	49.7%	69.5	-	-	-
인천김포고속도로	2012.03.22	12.03-17.03	100.0%	3.9	-	59.6	-
원주강릉철도9공구	2012.06.15	12.06-17.06	94.7%	-	-	9.6	-
아제르수본사사옥	2013.05.27	13.05-17.12	69.2%	-	-	42.3	18.6
서해선10공구	2015.04.24	15.04-19.06	10.2%	-	-	10.5	-
울산송정8B/LAPT	2016.12.09	16.12-19.02	10.6%	-	-	14.3	-

자료: 한라, 키움증권

2. 실적

- 실적개선 지속

동사의 올해 매출액은 1.88조원(yoy +2.6%), 영업이익은 1,178억원(yoy +23.3%)을 기록할 전망이다. 지난 2년 동안 주택시장 호황에 힘입어 주택부문 매출이 전년대비 20.7% 증가할 것으로 예상되며, 77.8%의. 양호한 원가율이 전망된다. 올해 분양계획은 작년 2,247세대 대비 44.7% 감소한 1,242세대를 공급할 예정이다. 현재 추진중인 뉴스테이 사업이 확정된다면 111.0% 증가한 4,742세대를 공급하게 된다.

토목부문의 경우 2015년 말 최저가입찰 제도가 사라지고 2016년부터는 종합심사제 등 기술형입찰이 도입되면서 낙찰률이 상승(70%~81%)해 하이 싱글 수준의 마진 시현이 기대되며 향후 실적 개선이 전망된다. 올해 1,500억원 수준의 민자SOC 제안사업도 계획하고 있어 토목부문의 수익성은 점진적으로 개선될 것으로 전망된다. 공공입찰의 기수주분은 거의 0마진으로 2020년까지 모두 매출화 될 것으로 예상되며, 하이 싱글 수준의 기술형입찰 수주와 10% 초중반 마진이 시현 가능한 민자SOC 수주건들이 비중을 늘려가며 이익정상화가 기대된다.

- 본격적인 턴어라운드 돌입

동사는 2012년부터 2015년까지 4년간 당기순손실을 기록하다가, 작년 당기순이익 흑자전환을 시작으로 본격적 실적 턴어라운드에 돌입했다. 1) 수익성 중심의 수주정책의 효과로 원가율이 개선됐으며, 2) 대손상각비 등 비경상적 비용제거로 판관비를 절감했고, 3) 재무구조 개선을 통해 금융비용을 줄이면서 흑자전환에 성공했다. 작년 구조조정이 마무리되면서 올해 판관비는 인건비 100억원 등 약 150억원 수준의 절감이 가능해 별도 기준 5%대까지 판관비율이 낮아질 전망이다. 더불어 지속적인 자구이행을 통해 금융비용 역시 추가적으로 개선될 것으로 판단된다. 실적 개선을 바탕으로 작년 말 기준 전년 대비 120% 증가한 2,080억원의 영업현금흐름을 시현했으며, 안정적인 영업현금흐름이 지속될 것으로 판단된다.

한라 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	**4,183**	**4,485**	**4,215**	**5,436**	**4,206**	**4,623**	**4,459**	**5,503**	**18,553**	**18,318**	**18,791**	**21,101**
토목	843	1,093	1,081	1,415	828	1,085	998	1,211	4,685	4,433	4,122	3,948
건축	698	542	383	602	556	615	513	661	3,698	2,225	2,346	6,338
주택	1,324	1,269	1,416	1,752	1,661	1,419	1,722	1,997	3,713	5,762	6,799	5,029
해외	83	183	204	305	126	147	169	311	807	776	753	1,015
기타	114	93	84	96	98	92	84	95	632	387	368	401
연결	1,121	1,305	1,046	1,265	938	1,265	972	1,227	5,019	4,736	4,403	4,369
매출원가율	***85.8***	***86.6***	***87.1***	***86.0***	***86.9***	***85.7***	***86.6***	***86.0***	***88.4***	***86.4***	***86.3***	***87.2***
토목	*96.9*	*95.9*	*94.4*	*90.8*	*103.3*	*93.8*	*94.0*	*92.3*	*93.5*	*94.1*	*95.3*	*93.0*
건축	*85.5*	*91.5*	*89.6*	*93.0*	*92.7*	*93.1*	*93.7*	*92.9*	*92.5*	*89.7*	*93.1*	*89.8*
주택	*75.9*	*74.9*	*75.3*	*77.7*	*73.5*	*78.4*	*79.2*	*79.8*	*78.8*	*76.1*	*77.8*	*82.5*
해외	*217.6*	*133.5*	*119.9*	*119.4*	*140.6*	*106.6*	*105.0*	*101.4*	*119.7*	*133.4*	*109.8*	*96.5*
기타	*84.0*	*82.7*	*162.7*	*108.6*	*125.9*	*102.3*	*143.6*	*103.4*	*109.1*	*107.0*	*118.2*	*95.4*
연결	*79.9*	*81.9*	*82.1*	*78.9*	*81.5*	*79.8*	*80.4*	*80.7*	*79.9*	*80.7*	*80.6*	*80.6*
영업이익	**246**	**237**	**208**	**263**	**277**	**289**	**281**	**330**	**310**	**955**	**1,178**	**1,276**
영업이익률	*5.9*	*5.3*	*4.9*	*4.8*	*6.6*	*6.3*	*6.3*	*6.0*	*1.7*	*5.2*	*6.3*	*6.0*
세전이익	144	77	65	-30	126	191	179	178	-998	257	675	769
순이익	**72**	**34**	**30**	**-35**	**83**	**128**	**130**	**133**	**-1,144**	**102**	**473**	**587**
지배주주순이익	66	41	35	-37	83	127	130	132	-1,142	105	472	585

자료: 한라, 키움증권

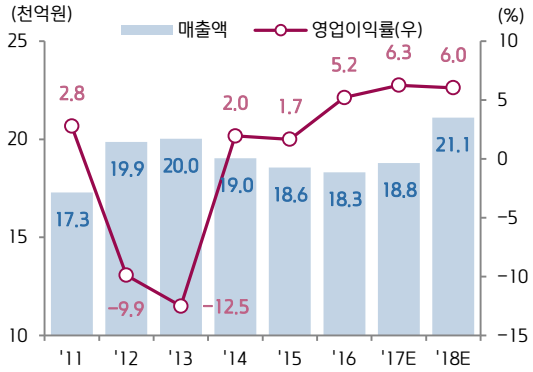
- 반전카드를 보유 중인 주택

2012~2013년 2개년에 걸쳐 주택부문 장기 미분양 사업에 대한 손실처리를 마무리하고, 2015~2016년 주택경기가 회복되면서 원가율이 개선되기 시작됐다. 특히 수익성이 우수한 배곧신도시 1~3차 사업이 성공적으로 진행되면서 이익개선에 크게 기여하였다. 다만 2018년 대규모 프로젝트인 배곧신도시가 준공되면 2019년에는 소폭 매출 역성장이 나타날 전망이다. 다만, 배곧신도시 이후 대규모 후속 프로젝트를 준비 중에 있다. 사업이 성공적으로 진행되면 2020년까지 외형 성장 및 이익 개선이 가능한 카드가 있다는 점은 긍정적이다.

- 해외 부실 정리

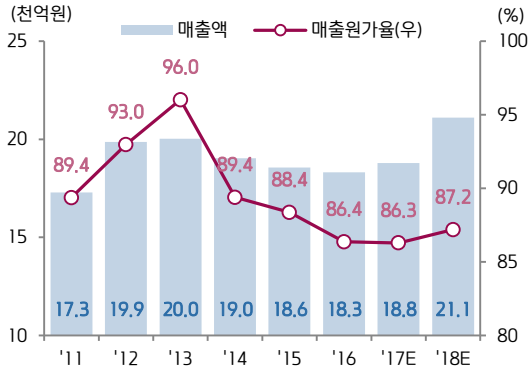
해외부문은 작년 현안 프로젝트 2곳에 대해 160억원의 비용반영으로 추가적인 해외 리스크는 제한된 것으로 판단된다. 아제르수본사사옥은 지난 1분기에 타절했다. 코트디부아르 열병합 발전소는 한전기술 원도급사 협력업체로 시공에 참여해 2015년 준공됐지만, 작년 4분기에 60억원을 비용 처리했고, 현재 중재가 진행 중이다. 당분간 해외부문에 대한 공격적인 수주 정책보다는 국내에 집중하고 있어 해외부문은 수주 및 매출 감소가 불가피할 전망이다. 다만, 현재 해외 매출 비중은 5% 수준에 불과해 영향은 크지 않을 것으로 판단된다.

한라 매출액 및 영업이익률 추이



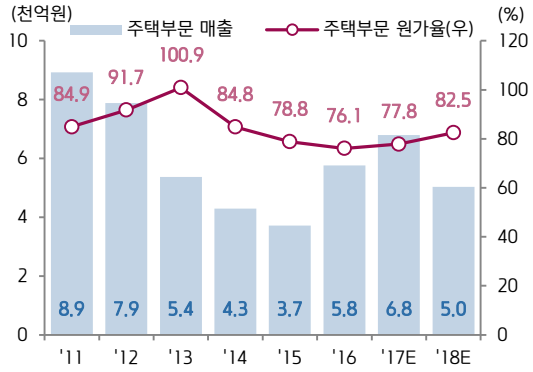
자료: 한라, 키움증권

한라 매출액 및 매출원가율 추이



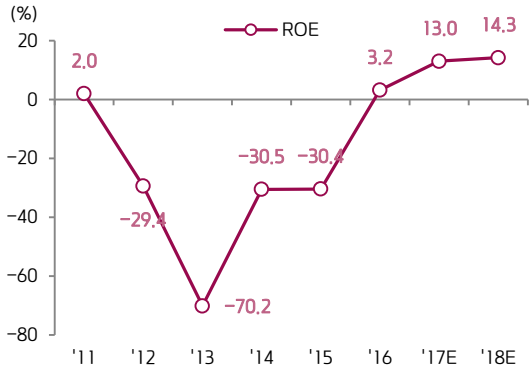
자료: 한라, 키움증권

한라 주택부분 매출 및 원가율 추이



자료: 한라, 키움증권

한라 ROE 추이



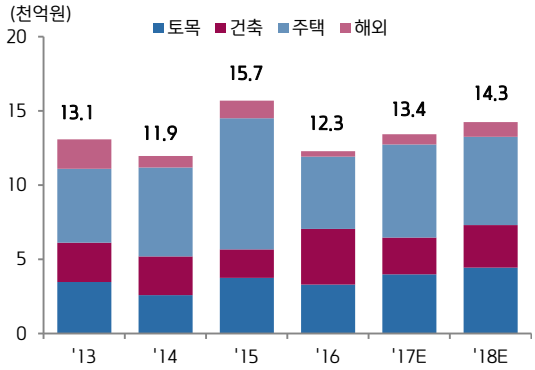
자료: 한라, 키움증권

3. 수주
- 정책과의 시너지

2012년~2014년 대규모 손실 이후 선별적인 수주정책으로 수익성은 대폭 개선되고 있지만 수주 및 수주잔고의 감소세가 이어지고 있다. 반면, 올해 수주목표는 1.4조원으로 전년 대비 14% 증가한 수준을 목표로 하고 있다. 1분기 신규수주 금액은 1,433억원에 불과하지만, 수주확보물량 감안 시 약 8,400억원으로 파악된다.

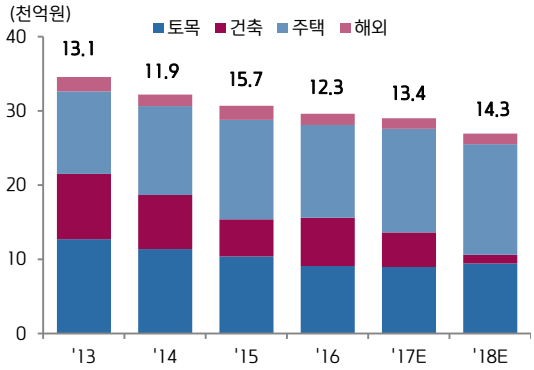
새 정부 이후 경제 활성화를 위해 건설 경기 부양이 수반되어야 한다는 점에서 인프라 발주가 확대될 가능성이 높다. 특히 정부 재정을 감안하면 그동안 컨트롤 타워 부재로 지연되고 있던 민자 SOC 사업이 빠르게 진행될 것으로 전망된다. 동사는 민자SOC 제안사업에 다양한 경험을 보유하고 있으며, 제3자경쟁에서 최초 제안자를 제치고 수주를 기록하는 등 경쟁력을 보유하고 있다. 1분기 민자SOC 원가율은 72.7%(1Q16 87.4%, 4Q16 78.6%)로 이익 개선세도 가속화되고 있다. 항만(5위)과 공항(5위) 등 실적우수 분야 기술형 입찰도 확대하고 있어 민자SOC를 비롯해 인프라 시장 발주가 확대될 경우 수혜가 예상된다. 현금흐름 개선으로 투자 여력도 확대되고 있다.

한라 신규수주 추이



자료: 한라, 키움증권

한라 수주잔고 추이



자료: 한라, 키움증권

4. J노믹스 정책수혜
- 도시재생뉴딜정책

문재인 정부의 핵심 정책 중 하나는 10조원대 규모의 '도시재생 뉴딜정책'이다. 아직은 공식적으로 발표된 정책이나 가이드라인은 아직 없지만, 후보 시절 공약집에서 찾을 수 있는 도시재생 뉴딜의 개념을 간단히 요약해 보면 다음과 같다. 도시재생 뉴딜을 통해 노후주거지 및 원도심, 산업단지를 공공기관 주도의 재생모델을 개발해 생활여건을 개선하겠다는 것이다.

정부 정책이 정확히 나와봐야 알겠지만, 기본적으로 도시재생은 지방정부와 정부공공기관과의 협력이 상당히 중요할 것으로 예상된다. 이런 관점에서 보면 동사가 성공적으로 이행한 대형 도시개발 프로젝트인 '배곧신도시'가 상당히 의미있는 프로젝트라는 판단이다. '배곧신도시'는 국내 최초 민-관-학 협동 도시개발 교육특화단지이며, 한라+시흥시+서울대 3자가 모두 이득인 개발 사업으로 평가된다. 낡은 산업시설과 낙후된 주변 환경이 배곧신도시의 새로운 기반시설과 인프라를 토대로 첨단사업도시라는 성공적인 재생모델이 될 가능성이 높아졌다.

이후 시흥시를 비롯해 다른 지자체에서도 다수의 협업요청이 오는 것으로 파악되고 있다. 본격적인 도시재생 정책이 시작되면 동사의 성공적인 경험은 상당히 큰 경쟁력이 될 것으로 판단된다.

- 민자SOC 확대

동사의 특화 공종인 공항 건설이 올해 하반기부터 본격적으로 발주가 예상돼 동사에게 유리한 국면이 지속될 전망이다. 문재인 정부는 지방분권과 지역균형발전을 상당히 강조하고 있어, 지방 소규모 공항을 비롯해 제주 신공항·김해·신공항·인천국제공항 4단계 등 대형 공항 발주가 차질없이 진행될 것으로 전망된다.

또한 J노믹스에서는 민자SOC 사업이 확대 될 가능성이 높은데, 동사 역시 평택동부고속화도로, 천안평택고속도로 등 SOC 민간투자사업에 대한 다양한 파이프라인을 보유하고 있어 수혜가 전망된다. 공항, 항만, 도로, 철도 등 다양한 민자 SOC 시공 실적을 보유 중이며, 특히 제2서해안(평택~시흥)고속도로, 목포신항만 등에서는 주관사로서 참여한 적이 있어 우수한 사업경쟁력을 보유하고 있다는 판단이다. 현금흐름 개선으로 투자 여력도 확대되고 있다.

민간투자사업(SOC사업)과 관련하여 제공한 자금보충 약정내역 (단위: 억원)

보증내역	공사현장	당분기말
자금보충	서수원-의왕간 고속화도로	40.4
	평택-시흥 고속도로	102.0
	부산항신항제2배후도로	40.0
	광주-원주(제2영동) 고속도로	25.0
	인천-김포 고속도로	101.0
	비봉-매송간 도시고속도로	23.8
	경산시 자원회수시설 민간투자사업	5.9
PF채무보증	포항영일신항만	93.0

주: 상기 보증에 대해 연결실체는 대출 약정 관련 담보서류인 출자자 약정에 의거, 운영기간 중 선순위 차입원리금 상환부족분에 대하여 시공지분에 따라 부담
자료: 한라, 키움증권

4. 밸류에이션

동사에 투자의견 BUY, 목표주가 6,300원을 제시한다. 목표주가는 2018~2019년 평균 BPS 4,776원에 목표 P/B 1.3배를 적용하여 산출했다. 목표 P/B 1.3배는 2018~2019년 평균 ROE 13.4%를 감안했다. BPS와 ROE를 2018~2019년 평균치를 사용한 이유는 전환우선주의 보통주 전환을 가정했기 때문이다.

전환우선주 1,017만주는 2013년 4월에 발행됐으며, 한라홀딩스가 100% 보유 중이다. 보통주로 전환되면 5배(5,087만주)로 상장돼 발행주식총수는 8,737만주가 될 전망이다. 전액 보통주 전환 시 한라홀딩스의 한라 지분율은 기존 16.9%에서 65.3%까지 올라가게 된다.

2013~2017년까지 매년 95억원의 배당 지급 조건이 충족되면, 2018년 4월~2020년 4월 사이 전환 가능하다. 전환될 때까지 매년 배당의무가 발생한다. 현재 2013년 1차례 배당이 지급됐고, 2016년에는 25억원만 배당됐다. 현재 미배당 금액은 260억원이며, 올해까지 포함하면 총 355억원의 배당금을 지급해야 한다. 동사는 올해 355억원의 배당금을 지급해 전환 조건을 충족할 계획이다. 전환될 경우 95억원의 배당의무는 소멸되며, 향후 95억원 수준의 주주친화정책(배당, 자사주 매입 후 소각 등) 또는 투자재원으로 사용 가능할 전망이다.

지난 1분기 실적과 함께 발표한 자사주 취득 공시에서 보듯이 향후 발생 이익의 일부는 주주친화정책에 사용하겠다는 시그널을 시장에 보내고 있다. 과도한 우려보다는 신뢰회복과 지속적인 이익성장에 따른 펀더멘털 개선에 주목해야 한다.

한라 Valuation (단위: 원, 배, %)

구분	값	가정
COE	10.4	
Risk Free Rate	1.7	
Risk Premium	7.0	
Beta	1.2	
growgh rate	1.0	
ROE	13.4	2018~2019년 평균
target P/B	1.3	
BPS	4,776	2018~2019년 평균, 전환우선주 보통주 전환 가정
목표주가	**6,300**	

자료: 키움증권

전환주식 발행현황 (단위: 원)

발행일자			2013년 04월 17일	
주당 발행가액(액면가액)			31,100	5,000
발행총액(발행주식수)			316,424,462,000	10,174,420
현재 잔액(현재 주식수)			316,424,462,000	10,174,420
주식의 내용	이익배당에 관한 사항		우선 배당비율: 18.66%(액면가액의 기준 대비)	
	잔여재산분배에 관한 사항		-	
	전환에 관한 사항	전환조건	상법 제346조 내지 제351조의 규정을 따름	
		전환청구기간	발행일로부터 5년 경과 후 2년이내	
		전환으로 발행할 주식의 종류	㈜한라 기명식 보통주	
		전환으로 발행할 주식수	50,872,100	
	의결권에 관한 사항		본 우선주식은 의결권이 없음	

자료: 한라, 키움증권

자기주식취득 신탁계약 체결 결정

계약금액(원)		5,000,000,000
계약기간	시작일	2017년 04월 27일
	종료일	2017년 10월 27일
계약목적		주주가치 제고 및 주가 안정화
계약체결 예정일자		2017년 04월 27일

자료: 한라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,553	18,318	18,791	21,101	19,445
매출원가	16,394	15,820	16,213	18,396	16,920
매출총이익	2,159	2,498	2,578	2,704	2,525
매출총이익률(%)	11.6	13.6	13.7	12.8	13.0
판매비및일반관리비	1,849	1,543	1,400	1,429	1,381
영업이익	310	955	1,178	1,276	1,144
영업이익률(%)	1.7	5.2	6.3	6.0	5.9
영업외손익	-1,308	-699	-503	-507	-396
금융수익	110	189	148	49	53
금융원가	1,092	571	454	402	372
기타수익	463	122	118	35	36
기타비용	733	325	287	74	81
종속및관계기업관련손익	-57	-114	-29	-114	-32
법인세차감전이익	-998	257	675	769	748
법인세비용	146	155	201	182	165
유효법인세율	-14.6	60.4	29.8	23.7	22.0
당기순이익	-1,144	102	473	587	584
순이익률(%)	-6.2	0.6	2.5	2.8	3.0
지배주주지분순이익	-1,142	105	472	585	582
EBITDA	450	1,062	1,278	1,376	1,245
EBITDA margin (%)	2.4	5.8	6.8	6.5	6.4
증감율(%, YoY)					
매출액	-2.5	-1.3	2.6	12.3	-7.8
영업이익	-16.9	208.5	23.3	8.3	-10.3
법인세차감전이익	적지	흑전	162.9	14.0	-2.7
당기순이익	적지	흑전	365.6	23.9	-0.5
지배주주지분당기순이익	적지	흑전	350.5	23.9	-0.5
EBITDA	-11.2	136.1	20.4	7.7	-9.5
EPS	적지	흑전	42.1	107.6	-0.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,369	9,029	9,666	9,539	10,417
현금및현금성자산	1,218	820	1,027	1,171	1,510
매출채권및기타유동채권	4,211	3,057	3,685	3,246	3,535
재고자산	1,317	1,604	1,473	1,545	1,612
기타유동자산	3,623	3,548	3,481	3,578	3,759
비유동자산	12,486	11,710	11,829	12,235	12,583
장기매출채권및기타채권	2,040	428	418	414	374
유형자산	6,421	6,704	7,130	7,318	7,597
무형자산	295	265	252	241	227
투자자산	2,399	2,968	2,675	2,869	2,965
기타비유동자산	1,330	1,346	1,353	1,393	1,419
자산총계	22,854	20,739	21,494	21,774	23,000
유동부채	17,917	11,618	12,365	12,592	12,717
매입채무및기타유동채무	6,453	5,439	5,365	5,410	5,509
유동성이자발생차입금	9,664	2,861	3,805	3,805	3,805
기타유동부채	1,800	3,318	3,194	3,376	3,403
비유동부채	1,705	5,603	5,199	4,709	5,252
장기매입채무및기타채무	241	542	650	760	729
사채및장기차입금	141	3,476	2,678	1,478	1,478
기타비유동부채	1,323	1,585	1,871	2,471	3,045
부채총계	19,622	17,221	17,564	17,301	17,969
자본금	2,183	2,333	2,333	2,333	2,333
자본잉여금	1,489	1,488	1,488	1,488	1,488
이익잉여금	-648	-505	-89	454	1,011
기타자본	108	105	101	101	101
지배주주지분자본총계	3,132	3,420	3,833	4,376	4,933
자본총계	3,233	3,518	3,930	4,474	5,031
총차입금	9,804	6,338	6,483	5,283	5,283
순차입금	8,586	5,518	5,456	4,112	3,773

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	944	2,080	2,410	1,811	963
당기순이익	-1,144	102	473	587	584
감가상각비	120	99	94	94	94
무형자산상각비	20	8	6	6	6
GrossCashFlow	501	1,205	1,376	1,548	1,417
운전자본변동	1,277	1,349	1,399	536	-205
매출채권및기타채권의증감	331	976	1,452	438	-289
재고자산의감소(증가)	-47	-245	119	-72	-67
매입채무및기타채무의증감	824	-571	-26	45	98
영업에서창출된현금흐름	1,778	2,554	2,775	2,085	1,212
투자활동현금흐름	-2,302	572	-2,390	-550	-696
투자자산의감소(증가)	664	45	105	-194	-96
유형자산의감소	131	125	96	117	113
유형자산의증가(CAPEX)	-137	-452	-608	-399	-486
무형자산의감소(증가)	-6	13	6	4	8
기타	-2,954	840	-1,988	-79	-235
FreeCashFlow	1,766	2,240	2,270	1,807	846
재무활동현금흐름	1,261	-3,051	188	-1,119	72
차입금의증가(감소)	1,254	-3,258	154	-1,200	0
자본증가(감소)	0	149	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-95	0	-34	-43	-26
기타	101	58	69	124	98
현금및현금성자산의순증가	-90	-398	207	144	339
기초현금및현금성자산	1,308	1,218	820	1,027	1,171
기말현금및현금성자산	1,218	820	1,027	1,171	1,510

투자지표

(단위: 원, 배, %, 회)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-3,411	227	323	670	667
BPS	7,173	7,329	8,227	4,490	5,062
주당EBITDA	1,030	2,342	2,742	1,577	1,426
SPS	42,484	40,401	40,264	24,152	22,257
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-1.3	18.8	15.6	7.5	7.5
PBR	0.6	0.6	0.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	22.5	6.8	5.8	4.4	4.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	23.8	75.1	0.0	0.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	-30.4	3.2	13.0	14.3	12.5
총자산이익률(ROA)	-5.2	0.5	2.2	2.7	2.6
투하자본이익률(ROIC)	5.2	7.0	20.4	24.6	26.2
안정성(%)					
부채비율	607.0	489.5	446.9	386.7	357.1
순차입금비율	265.6	156.8	138.8	91.9	75.0
유동비율	57.9	77.7	78.2	75.8	81.9
이자보상배율(배)	0.3	1.9	2.7	3.3	3.2
활동성(회)					
매출채권회전율	4.4	5.0	5.6	6.1	5.7
재고자산회전율	14.3	12.5	12.2	14.0	12.3
매입채무회전율	3.1	3.1	3.5	3.9	3.6

SK디앤디 (210980)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 34,500원

목표주가 42,000원

동사는 올해 수송스퀘어 매각에 따른 지분법 이익 인식으로 순이익의 퀀텀점프가 예상된다. 신규 프로제트가 본격화 되면서 향후 성장에 대한 우려도 해소 가능할 것으로 전망된다. 양호한 수주 흐름을 보이고 있으며, 수주잔고도 5,755억원으로 전년말 대비 39% 증가했다. 더불어 신재생에너지 정책 및 도시재생 뉴딜정책과 관련해 정책 수혜주로서도 손색이 없다. 디벨로퍼의 황금기가 다가오고 있다는 판단이다. 목표주가 40,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/19)			2,370.90pt
시가총액			5,573억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		57,300원	26,750원
최고/최저가 대비 등락		-39.8%	29.0%
주가수익률		절대	상대
	1M	11.1%	7.2%
	6M	12.3%	-3.4%
	1Y	-9.1%	-25.1%

Company Data

발행주식수		16,155천주
일평균 거래량(3M)		55천주
외국인 지분율		1.4%
배당수익률(17.E)		1.7%
BP (17.E)		15,775원
주요 주주	(주)SK가스 외1인	55.0%
	국민연금공단	13.1%

Price Trend

디벨로퍼의 황금기가 다가온다!

>>> 성장에 대한 우려는 해소 가능

동사는 올해 수송스퀘어 매각에 따른 지분법이익 인식으로 순이익의 퀀텀점프가 예상된다. 서소문 오피스가 착공되고, 성수동 및 문래동 지식산업센터 등 신규 프로젝트 역시 본격화될 것으로 전망된다. 더불어 1,600억원 규모의 울진풍력발전의 공정률이 올라오면서 향후 성장에 대한 우려는 해소 가능할 것으로 판단된다. 최근 공실률 상승 등 녹록치 않은 상업용 부동산 시장 하에서도 동사가 강점을 가진 상품과 지역에서 신규 수주를 이어가고 있다. 수주잔고는 5,755억원으로 전년도 말 4,144억원 대비 39% 증가했다. 목표주가는 무상증가를 감안해 42,000원으로 하향했다.

>>> J노믹스 신재생에너지 정책 수혜주

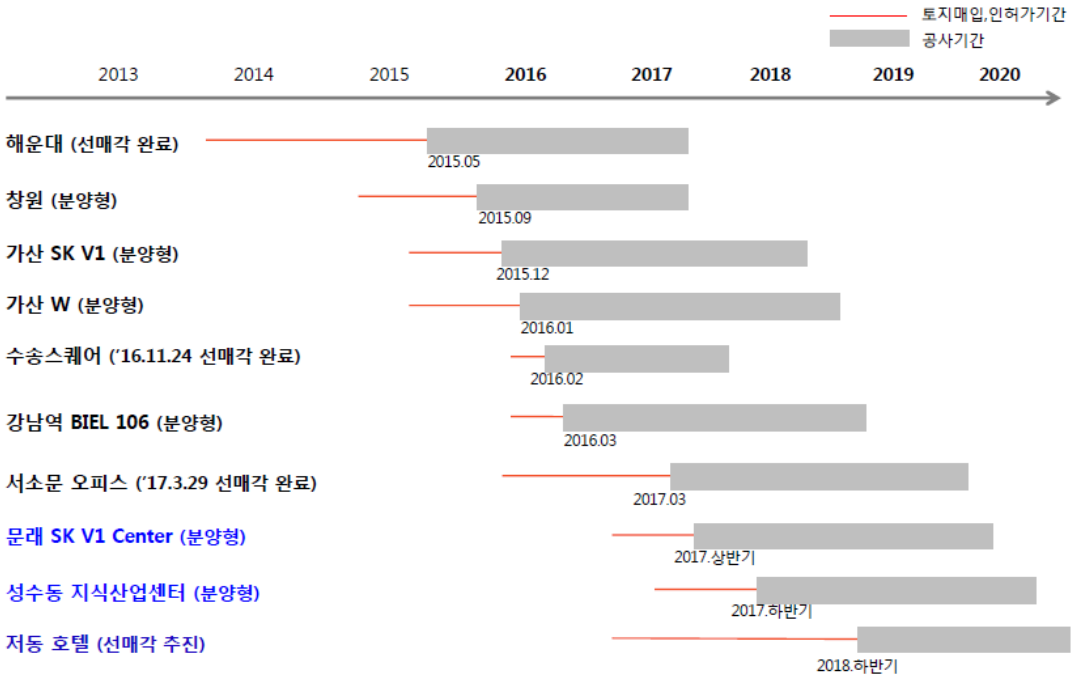
현재 동사는 제주 가시리 풍력발전(10기, 30MW)을 자체 소유해 운영 중이다. 경불 울진 풍력발전은 EPC(17기, 60.6MW) 사업으로 공사기간 동안 EPC 매출과 이익을 인식하고, 완공 후에는 연 25억씩 15년간 O&M 매출과 이익을 인식한다. 5개의 발전사업허가 사업지를 보유 중으로 풍력발전은 환경문제, 지역주민과의 갈등 등 사업부지 확보가 중요하다는 점에서 강력한 이점을 갖고 있다. 또한 개발사업권 매각, EPC, O&M, 운영 수익 등 개발사업 전반에 걸쳐 이익을 수취하는 구조화에 성공한 점도 긍정적이다.

>>> J노믹스 도시재생 뉴딜정책 수혜주

새정부의 핵심 정책 중 하나는 매년 10조원대 규모의 '도시재생 뉴딜정책'이다. 이는 서울시 생활권계획과 함께 시너지 효과가 발생할 것으로 전망된다. 서울시 생활권계획은 서울시의 상업지 134만㎡를 추가 지정해 소외, 낙후지역을 중심으로 투자개발을 활성화하겠다는 내용이다. 두 정책 모두 복합개발에 따른 디벨로퍼의 역할이 중요해 질 전망이다.

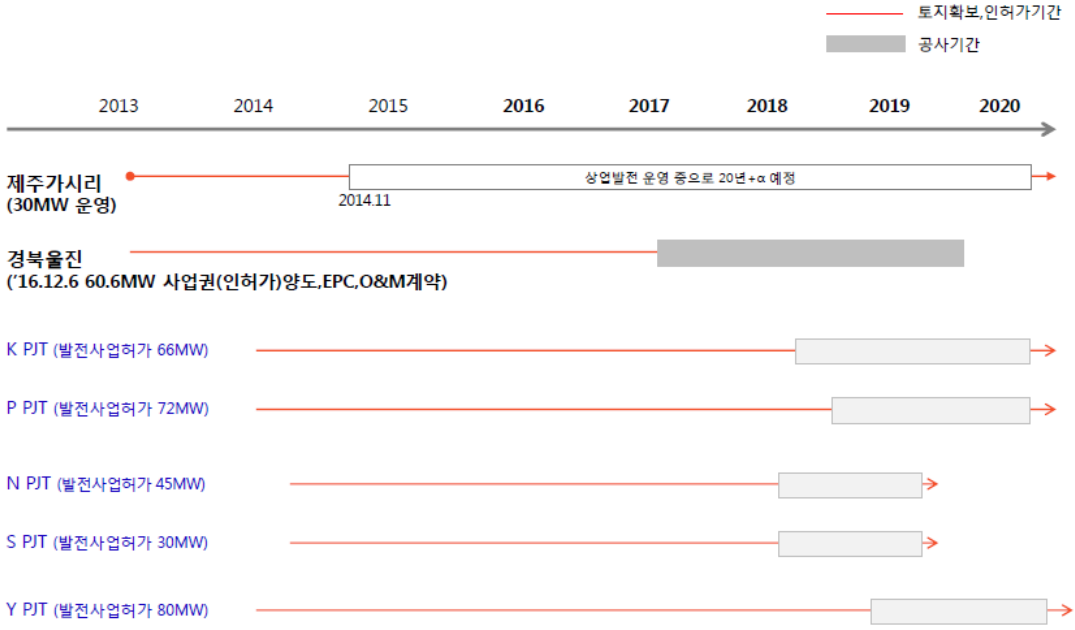
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	2,313	2,764	3,570	4,084	4,538
영업이익(억원)	269	404	411	449	518
EBITDA(억원)	327	460	467	505	574
세전이익(억원)	262	345	691	419	541
순이익(억원)	202	263	527	327	422
지배주주지분순이익(억원)	215	279	531	329	424
EPS(원)	1,499	1,686	3,355	2,021	2,612
증감율(%YoY)	-20.3	12.5	99.1	-39.8	29.2
PER(배)	28.9	17.5	10.3	17.1	13.2
PBR(배)	3.9	2.3	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	34.2	21.4	20.8	17.9	13.7
영업이익률(%)	11.6	14.6	11.5	11.0	11.4
ROE(%)	13.6	14.0	23.3	12.1	13.9
순부채비율(%)	134.7	151.7	103.5	77.4	40.6

SK디앤디 부동산개발 주요 PJT 예상일정



자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 풍력발전개발 주요 PJT 예상일정



자료: SK디앤디, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,313	2,764	3,570	4,084	4,538
매출원가	1,728	1,962	2,731	3,169	3,517
매출총이익	585	801	839	915	1,022
매출총이익률(%)	25.3	29.0	23.5	22.4	22.5
판매비및일반관리비	316	398	428	466	504
영업이익	269	404	411	449	518
영업이익률(%)	11.6	14.6	11.5	11.0	11.4
영업외손익	-7	-59	280	-31	23
금융수익	26	44	77	63	91
금융원가	53	114	147	114	97
기타수익	20	5	11	14	12
기타비용	3	17	14	12	14
종속및관계기업관련손익	2	23	353	17	31
법인세차감전이익	262	345	691	419	541
법인세비용	60	81	163	92	119
유효법인세율	23.1	23.5	23.6	22.0	22.0
당기순이익	202	263	527	327	422
순이익률(%)	8.7	9.5	14.8	8.0	9.3
지배주주지분순이익	215	279	531	329	424
EBITDA	327	460	467	505	574
EBITDA margin (%)	14.1	16.6	13.1	12.4	12.6
증감율(%, YoY)					
매출액	32.3	19.5	29.2	14.4	11.1
영업이익	6.8	50.2	1.7	9.4	15.2
법인세차감전이익	14.2	31.5	100.5	-39.4	29.2
당기순이익	5.4	30.7	100.2	-38.1	29.2
지배주주지분당기순이익	6.1	34.2	99.1	-39.8	29.2
EBITDA	20.8	40.9	1.4	8.3	13.6
EPS	-20.3	12.5	99.1	-39.8	29.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,742	8,019	9,672	11,486	14,509
현금및현금성자산	1,024	415	1,088	1,342	2,117
매출채권및기타유동채권	210	827	884	960	1,297
재고자산	4,275	2,678	2,626	2,878	3,491
기타유동자산	233	4,099	5,074	6,307	7,605
비유동자산	1,810	2,195	2,204	2,285	2,383
장기매출채권및기타채권	0	0	0	0	0
유형자산	893	840	787	733	679
무형자산	41	53	53	53	53
투자자산	797	1,205	1,266	1,395	1,538
기타비유동자산	79	96	98	104	113
자산총계	7,552	10,214	11,877	13,771	16,892
유동부채	646	4,806	5,364	7,065	9,849
매입채무및기타유동채무	383	635	708	780	861
유동성이자발생차입금	196	2,323	1,377	1,077	777
기타유동부채	67	1,848	3,280	5,208	8,210
비유동부채	4,364	2,553	3,243	3,150	3,105
장기매입채무및기타채무	101	84	89	82	101
사채및장기차입금	4,251	2,424	3,097	3,017	2,937
기타비유동부채	12	44	56	51	67
부채총계	5,010	7,359	8,607	10,215	12,953
자본금	108	108	108	108	108
자본잉여금	835	890	890	890	890
이익잉여금	827	1,056	1,509	1,802	2,189
기타자본	16	55	42	45	48
지배주주지분자본총계	1,786	2,108	2,548	2,844	3,235
자본총계	2,542	2,855	3,270	3,556	3,939
총차입금	4,447	4,747	4,474	4,094	3,715
순차입금	3,424	4,333	3,386	2,752	1,598

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-2,261	-1,433	1,320	645	1,610
당기순이익	202	263	527	327	422
감가상각비	57	56	55	55	55
무형자산상각비	0	0	0	0	0
GrossCashFlow	-2,465	-1,670	913	421	1,259
운전자본변동	674	-616	-59	-76	-337
매출채권및기타채권의증감	-3,021	-1,176	-13	-251	-613
재고자산의감소(증가)	-168	472	-148	72	81
매입채무및기타채무의증감	-2,084	-1,182	1,747	950	1,870
영업에서창출된현금흐름	-387	-870	-412	32	-412
투자활동현금흐름	-346	-833	-438	5	-438
투자자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소	-25	-2	-1	-1	-1
유형자산의증가(CAPEX)	-8	-13	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-8	-23	28	28	28
기타	3,438	1,941	-302	-423	-423
FreeCashFlow	2,312	1,984	-259	-380	-380
재무활동현금흐름	1,166	0	0	0	0
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	-40	-43	-43	-43	-43
배당금지급	791	-609	674	254	775
기타	232	1,024	415	1,088	1,342
현금및현금성자산의순증가	1,024	415	1,088	1,342	2,117
기초현금및현금성자산	381	488	834	529	611
기말현금및현금성자산	-2,117	-1,197	1,746	949	1,869

투자지표

(단위: 원, 배, %, 회)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,499	1,686	3,355	2,021	2,612
BPS	11,055	13,048	15,775	17,605	20,023
주당EBITDA	2,412	2,848	2,888	3,128	3,551
SPS	17,081	17,108	22,099	25,283	28,092
DPS	400	530	600	630	630
주가배수(배)					
PER	28.9	17.5	10.3	17.1	13.2
PBR	3.9	2.3	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	34.2	21.4	20.8	17.9	13.7
PSR	2.5	1.7	1.6	1.4	1.2
배당수익률	0.6	1.2	1.7	1.8	1.8
배당성향	21.2	21.0	17.9	31.2	24.1
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	14.0	23.3	12.1	13.9
총자산이익률(ROA)	3.5	3.0	4.8	2.5	2.8
투하자본이익률(ROIC)	5.4	5.7	6.2	8.5	13.4
안정성(%)					
부채비율	197.1	257.7	263.2	287.2	328.9
순차입금비율	134.7	151.7	103.5	77.4	40.6
유동비율	889.3	166.9	180.3	162.6	147.3
이자보상배율(배)	9.9	4.3	3.6	4.9	7.1
활동성(회)					
매출채권회전율	4.2	5.3	4.2	4.4	4.0
재고자산회전율	0.6	0.6	1.0	1.2	1.1
매입채무회전율	5.8	5.4	5.3	5.5	5.5

아이콘트롤스 (039570)

BUY(Maintain)

주가(6/19) 32,450원

목표주가 40,000원

동사는 1) 차입금 감소로 재무건전성이 회복되고 있고, 2) 양질의 수주와 원가율 개선으로 턴어라운드에 성공했다. 신규수주는 목표 초과 달성이 확실시 되며, J노믹스의 지방분권과 지역균형발전 정책과의 시너지도 기대된다. 특화 공종인 공항 발주가 하반기부터 본격화될 것으로 보이며, 민자 SOC 사업 확대도 기회다. 새정부 기조에 따라 금호타이어 인수 과정에서 계열사 동원에 대한 불확실성도 상당히 완화되었다는 판단이다. 목표주가 16,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,370.90pt
시가총액		2,671억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	34,600원	24,500원
최고/최저가 대비 등락	-6.2%	32.4%
주가수익률	절대	상대
1M	12.9%	8.9%
6M	9.4%	-5.9%
1Y	-2.7%	-19.8%

Company Data

발행주식수		8,230천주
일평균 거래량(3M)		25천주
외국인 지분율		5.2%
배당수익률(17.E)		1.1%
BP (17.E)		23,995원
주요 주주	정몽규 외5인	58.0%
	동부자산운용	7.5%

Price Trend

성장 모멘텀은 계속된다!

>>> 순항 중인 핵심 성장동력

동사의 중장기적 핵심 성장동력은 '스마트홈'이다. 현대산업의 입주물량은 올해 1.0만 세대에서 내년 1.6만 세대로 큰 폭으로 증가하고, 공급계획 역시 작년보다 크게 증가한 2.5만 세대이다. 스마트홈부문은 1) 준공 6개월 전에 매출의 약 70%가 발생하고, 2) 현대산업 분양물량의 거의 100%를 수주한다는 점에서 2019년 이후까지 안정적인 성장세를 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

>>> J노믹스 신재생에너지 정책 수혜주

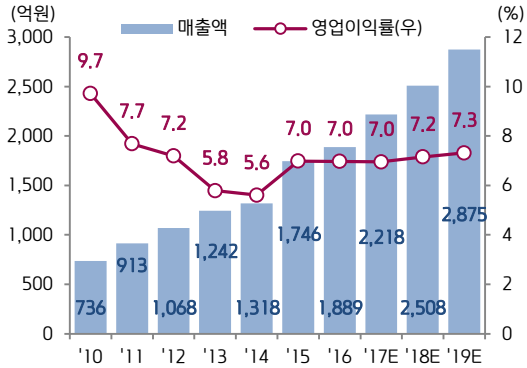
새 정부의 정책에 따르면 신재생에너지 전력량은 2030년까지 20%로 확대된다. 하지만 원전과 석탄발전 대비 신재생에너지 발전의 생산단가는 3배 정도 높은 수준이다. 따라서 신재생에너지 비중이 늘면 전기 요금이 인상될 수 밖에 없다. 결국 중장기적으로 에너지절감에 대한 중요도가 높아지면서 시장 수요가 폭발적으로 성장할 가능성이 높다. 따라서 중장기적 핵심동력인 스마트빌딩 사업부문의 수혜가 예상된다. 스마트홈 부문에서도 스마트 조명과 스마트 분전반 등 에너지절감 아이템 확대 투입 속도가 빨라질 전망이며, 이에 따른 약 1.5배 이상의 ASP 상승효과도 온전히 누릴 전망이다. 캡티브 효과와 정부 정책 수혜가 예상된다.

>>> 견고해지는 펀더멘털

올해 현대산업의 분양계획이 예정대로 진행된다면 2019년 이후까지 매출 성장과 이익 개선이 가능할 전망이다. 최근에는 비관계사 수주가 증가하면서 캡티브 의존도도 낮아져 펀더멘털이 보다 견고해지고 있다는 판단이다. 지분법 이익의 가파른 개선도 기대된다. 현대산업개발 그룹의 지주회사 전환 스토리에도 동사가 중심에 서 있다.

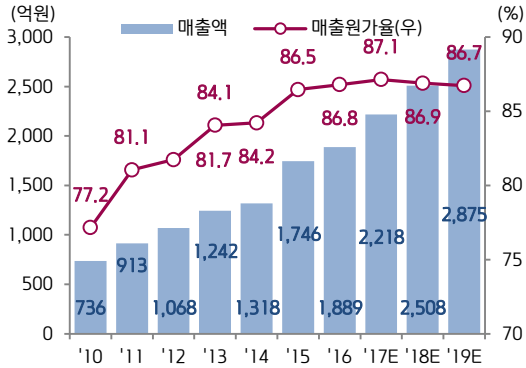
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,746	1,889	2,218	2,508	2,875
영업이익(억원)	122	132	154	179	210
EBITDA(억원)	129	138	159	184	215
세전이익(억원)	177	226	283	317	365
순이익(억원)	141	189	227	251	288
지배주주지분순이익(억원)	141	189	227	251	288
EPS(원)	2,223	2,292	2,759	3,046	3,495
증감율(%YoY)	99.5	3.1	20.4	10.4	14.8
PER(배)	16.5	13.1	11.8	10.7	9.3
PBR(배)	1.9	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	18.0	12.6	10.9	8.1	5.3
영업이익률(%)	7.0	7.0	7.0	7.2	7.3
ROE(%)	12.7	11.2	12.2	12.0	12.3
순부채비율(%)	-43.5	-41.7	-47.4	-53.2	-61.9

다시 두 자리 수 성장궤도 돌입



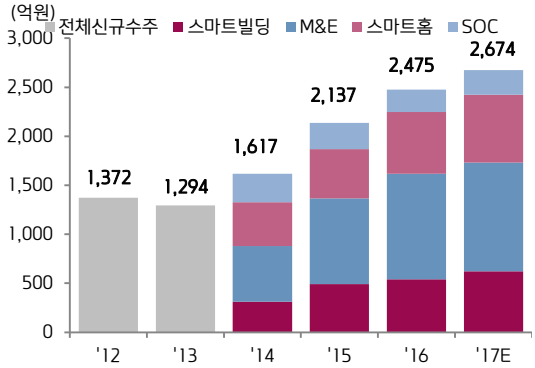
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

양호한 원가율 지속



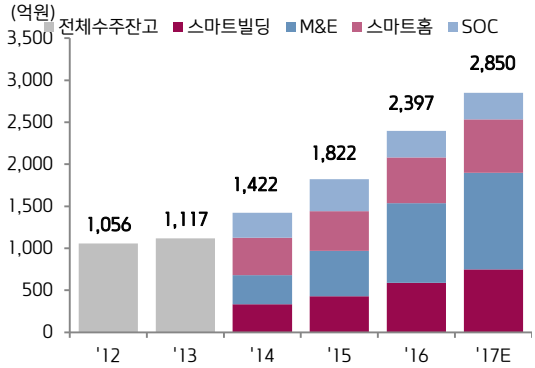
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

사상 최대 신규수주 달성 전망



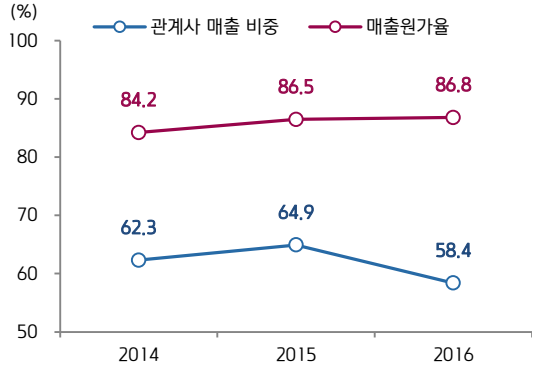
자료: 아이콘트롤스,, 키움증권

사상 최대 수주잔고 달성 전망 (yoy 20.8% 증가 전망)



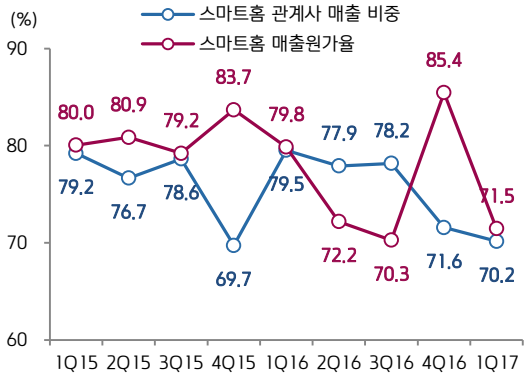
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

대외 매출 비중 증가로 원가율 소폭 상승



자료: 아이콘트롤스, 키움증권

이익기여도가 높은 스마트홈부문에서 극명하게 영향



자료: 아이콘트롤스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,746	1,889	2,218	2,508	2,875
매출원가	1,509	1,639	1,933	2,179	2,494
매출총이익	236	249	285	329	382
매출총이익률(%)	13.5	13.2	12.9	13.1	13.3
판매비및일반관리비	114	118	131	149	171
영업이익	122	132	154	179	210
영업이익률(%)	7.0	7.0	7.0	7.2	7.3
영업외손익	55	94	129	138	155
금융수익	6	16	16	21	27
금융원가	6	1	1	1	1
기타수익	1	2	2	2	2
기타비용	16	29	32	34	34
종속및관계기업관련손익	70	106	143	149	160
법인세차감전이익	177	226	283	317	365
법인세비용	36	37	56	67	77
유효법인세율	20.1	16.5	19.8	21.0	21.2
당기순이익	141	189	227	251	288
순이익률(%)	8.1	10.0	10.2	10.0	10.0
지배주주지분순이익	141	189	227	251	288
EBITDA	129	138	159	184	215
EBITDA margin (%)	7.4	7.3	7.2	7.3	7.5
증감율(%, YoY)					
매출액	32.4	8.2	17.4	13.1	14.7
영업이익	65.0	8.0	17.1	16.3	17.3
법인세차감전이익	116.3	27.9	25.3	12.1	15.0
당기순이익	126.9	33.7	20.4	10.4	14.8
지배주주지분당기순이익	126.9	33.7	20.4	10.4	14.8
EBITDA	58.5	6.3	15.7	15.6	16.6
EPS	99.5	3.1	20.4	10.4	14.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,248	1,390	1,651	1,941	2,367
현금및현금성자산	106	114	145	183	239
매출채권및기타유동채권	505	641	693	738	799
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	637	635	813	1,021	1,329
비유동자산	935	1,011	1,010	1,013	1,018
장기매출채권및기타채권	7	19	19	21	24
유형자산	49	46	44	42	40
무형자산	5	4	3	2	2
투자자산	874	942	945	948	952
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,183	2,400	2,662	2,954	3,385
유동부채	528	580	621	678	831
매입채무및기타유동채무	427	519	554	612	757
유동성이자발생차입금	32	1	1	2	2
기타유동부채	68	59	65	64	73
비유동부채	60	62	66	65	70
장기매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	60	62	66	65	70
부채총계	588	642	687	742	901
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	835	835	835	835	835
이익잉여금	780	944	1,161	1,397	1,670
기타자본	-61	-62	-62	-62	-62
지배주주지분자본총계	1,595	1,758	1,975	2,211	2,484
자본총계	1,595	1,758	1,975	2,211	2,484
총차입금	32	1	1	2	2
순차입금	-694	-733	-936	-1,177	-1,537

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	78	72	218	260	382
당기순이익	0	0	227	251	288
감가상각비	5	4	4	4	4
무형자산상각비	3	2	1	1	1
GrossCashFlow	-25	-65	159	184	215
운전자본변동	-55	-87	63	78	168
매출채권및기타채권의증감	-103	-139	-52	-45	-61
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증감	21	105	35	57	145
영업에서창출된현금흐름	96	74	222	261	383
투자활동현금흐름	-650	-13	-176	-208	-311
투자자산의감소(증가)	-25	0	-3	-3	-5
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-2	-2	-1	-2	-2
무형자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-623	-11	-172	-203	-305
FreeCashFlow	-82	-154	220	260	381
재무활동현금흐름	646	-51	-11	-14	-15
차입금의증가(감소)	-165	-30	0	0	0
자본증가(감소)	822	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-21	-11	-14	-15
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	74	8	32	37	56
기초현금및현금성자산	31	106	114	145	183
기말현금및현금성자산	106	114	145	183	239

투자지표

(단위: 원, 배, %, 회)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,223	2,292	2,759	3,046	3,495
BPS	19,381	21,364	23,995	26,869	30,181
주당EBITDA	2,039	1,672	1,934	2,235	2,607
SPS	27,508	22,952	26,947	30,469	34,936
DPS	250	300	350	400	450
주가배수(배)					
PER	16.5	13.1	11.8	10.7	9.3
PBR	1.9	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	18.0	12.6	10.9	8.1	5.3
PSR	1.3	1.3	1.2	1.1	0.9
배당수익률	0.7	1.0	1.1	1.2	1.4
배당성향	14.6	13.1	12.7	13.1	12.9
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.7	11.2	12.2	12.0	12.3
총자산이익률(ROA)	8.0	8.2	9.0	8.9	9.1
투하자본이익률(ROIC)	692.7	198.8	139.6	156.3	405.1
안정성(%)					
부채비율	36.9	36.5	34.8	33.6	36.3
순차입금비율	-43.5	-41.7	-47.4	-53.2	-61.9
유동비율	236.4	239.7	265.9	286.4	284.8
이자보상배율(배)	21.2	482.0	1,384.0	1,417.8	1,455.2
활동성(회)					
매출채권회전율	3.9	3.3	3.3	3.5	3.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	4.2	4.0	4.1	4.3	4.2

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대건설	2015/04/27	Buy(Maintain)	71,000원
(000720)	2015/10/26	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	57,000원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	57,000원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	45,000원
	2016/07/28	Buy(Maintain)	45,000원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	55,000원
	2016/10/28	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/01/23	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/01/31	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/03/06	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/04/17	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/04/28	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/06/20	Buy(Maintain)	55,000원
GS건설	2015/04/30	Buy(Maintain)	40,600원
(006360)	2015/07/31	Buy(Maintain)	40,600원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	35,000원
	2016/07/29	Buy(Maintain)	35,000원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	40,000원
	2016/10/27	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/01/26	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/03/06	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/04/17	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/04/27	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/06/20	Buy(Maintain)	40,000원
대림산업	2015/04/21	Buy(Maintain)	100,500원
(000210)	2015/07/24	Buy(Maintain)	100,500원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/01/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/04/19	Outperform(Downgrade)	100,500원
	2016/04/22	Outperform(Maintain)	100,500원
	2016/04/25	Outperform(Maintain)	100,500원
	2016/06/10	Outperform(Maintain)	100,500원
	2016/07/18	Buy(Upgrade)	100,500원
	2016/07/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	110,000원
	2016/10/26	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/01/25	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/04/17	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/04/28	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/05/22	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/06/20	Buy(Maintain)	110,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
대우건설	2015/04/29	Buy(Maintain)	9,600원
(047040)	2015/07/29	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/10/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/03/04	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/03/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/05/02	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/08/01	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/10/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	9,600원
	2017/02/10	Buy(Maintain)	9,600원
	2017/04/17	Buy(Maintain)	9,600원
	2017/04/26	Buy(Maintain)	9,600원
	2017/06/20	Buy(Maintain)	9,600원
현대산업	2015/04/29	Buy(Maintain)	70,000원
(012630)	2015/07/13	Buy(Maintain)	86,000원
	2015/07/27	Buy(Maintain)	86,000원
	2015/10/27	Buy(Maintain)	86,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/02/04	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/03/02	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/03/28	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/04/12	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/07/27	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	86,000원
	2016/10/19	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/01/23	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/02/02	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/03/06	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/03/23	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/04/17	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/04/26	Buy(Maintain)	86,000원
	2017/06/20	Buy(Maintain)	86,000원

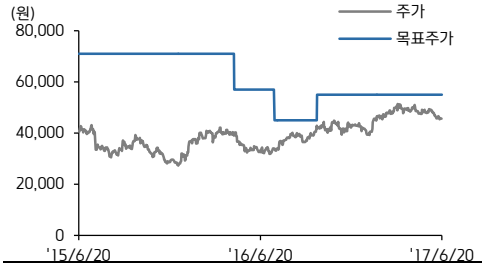
투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
금호산업	2016/09/30	Buy(Initiate)	16,000원
(002990)	2016/11/08	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/11/28	BUY(Maintain)	16,000원
	2017/02/16	BUY(Maintain)	16,000원
	2017/05/12	BUY(Maintain)	16,000원
	2017/06/20	BUY(Maintain)	16,000원
아이콘트롤스	2016/09/19	Buy(Initiate)	40,000원
(039570)	2016/10/28	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/02/06	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/04/11	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/04/27	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/06/20	BUY(Maintain)	40,000원
한라	2017/06/20	BUY(Initiate)	6,300원
(014790)			

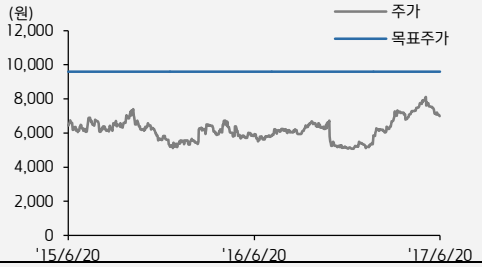
종목명	일자	투자의견	목표주가
SK디앤디	2015/06/23	BUY(Initiate)	60,000원
(210980)	2015/10/19	BUY(Maintain)	85,000원
	2015/11/16	BUY(Maintain)	85,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/02/04	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/02/22	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/05/17	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/07/06	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/07/13	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/08/18	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/11/18	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/11/25	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/12/13	BUY(Maintain)	85,000원
	2017/02/10	BUY(Maintain)	60,000원
무상증자 반영	2017/06/20	BUY(Maintain)	42,000원

목표주가 추이

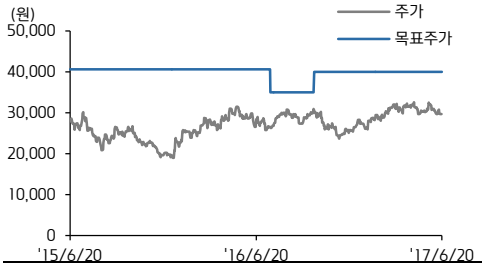
현대건설(000720)



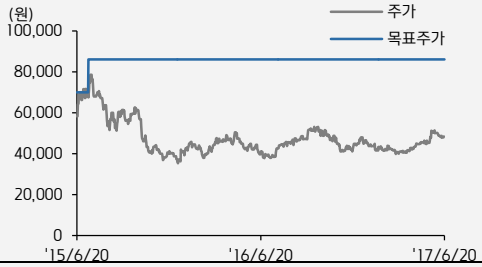
대우건설(047040)



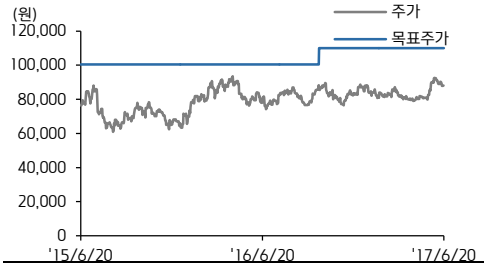
GS건설(006360)



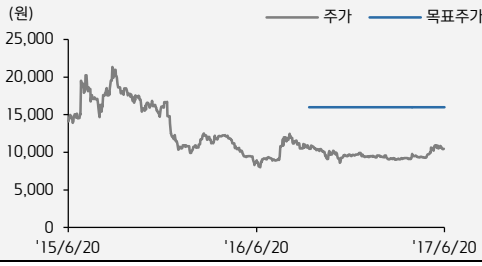
현대산업(012630)



대림산업(000210)

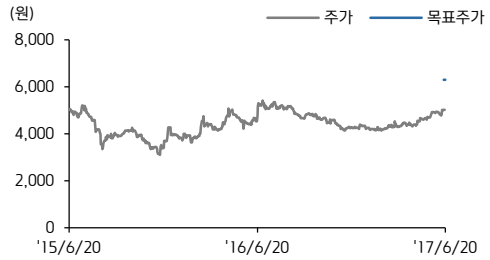


금호산업(002990)

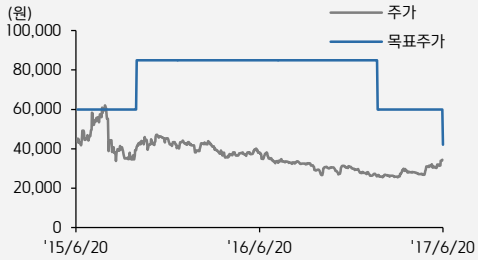


목표주가 추이

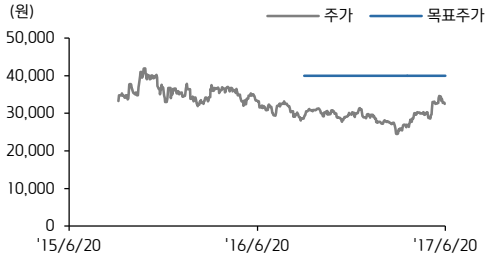
한라(014790)



SK디앤디(210980)



아이콘트롤스(039570)



금호산업(002990)

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%