

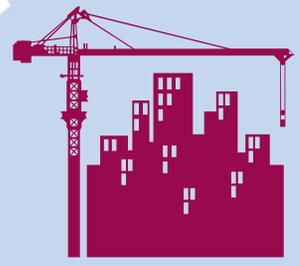
건설/부동산

Overweight
(Maintain)

2017.10.25

빛 내서 집 사는 시대는 끝났다?!
건설주를 사자!

최근 건설업종은 해외수주 부진과 정부의 부동산 시장 규제로 주가가 오랜 기간 부진한 모습을 보였습니다. 하지만 이번 가계부채 종합대책 발표로 정부 정책 리스크 해소와 안정적인 실적에 기반한 주가 회복이 기대됩니다. 주택부문은 대형사 기준으로 M/S 확대가 예상되며, 해외수주는 작년을 저점으로 턴어라운드가 진행 중이라는 판단입니다.



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

키움증권

Contents

I. '가계부채 종합대책'이 건설업에 미치는 영향	3
> 주택시장과 주식시장의 온도 차는 메워질 전망	3
> 내년 건설업종 키워드 1) '해외수주'	4
> 내년 건설업종 키워드 2) '민자SOC'	8
> 빛 내서 집 사는 시대는 끝났다?! 건설주를 사자!	12
II. 정부가 가계부채를 바라보는 시각	13
> 금융 완화기조와 금융권의 가계대출 취급유인이 가계부채 상승 작용	13
> 주택시장 호조 등으로 주택담보대출 ·정책모기지 증가	14
> 인구 및 주택시장 구조 등 구조적인 요인도 작용	15
> 가계부채 증가의 주범으로 주택시장을 지목한 정부	16
III. 국내 주택시장 전망	17
> 새 정부의 부동산 규제는 일차적으로 마무리 수순	17
> 신규 분양시장: 올해는 양호하지만, 내년에는 보수적 접근 필요	22
> 재고 주택시장: 불확실성 확대	24
> 주요 건설사 2017년 신규분양 현황	27
기업분석	30
> 현대산업 (012630)	31
> 대우건설 (047040)	33
> 현대건설 (000720)	35
> GS건설 (006360)	37
> 대림산업 (000210)	39

Compliance Notice

- 당사는 10월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 6월 27일 당사 홈페이지(www.kiwoom.com)에 공표된 자료입니다.
- 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

빛 내서 집 사는 시대는 끝났다?! 건설주를 사자!

>>> 주택시장과 주식시장의 온도 차는 메워질 전망

이번 대책의 핵심은 1) 내년 1월부터 신DTI 시행, 2) 2018년 하반기 중 DSR 도입 등이다. 내년부터는 대출로 집 사기 어려워졌다는 의미다. 따라서 건설사들은 올해 최대한 공급하고, 수요자들 역시 연내 최대한 대출받아 집을 살 가능성이 높다는 판단이다. 올해 신규분양 시장은 양호한 실적을 기록할 가능성이 보다 높아졌다. 내년부터는 주택 조정요인이 증가해 주택부문에 대한 보수적인 시각이 필요하다. 하지만 한편으로는 실수요자 위주로 재편되는 분양시장과 대출 규제에 따른 주택시장 위축이 1) 브랜드 파워 및 토지 경쟁력을 보유하고, 2) 재무구조가 건실한 대형사에게는 M/S를 높일 수 있는 좋은 기회가 될 수도 있다.

>>> 구조적인 개선을 위해서는 해외수주가 필요

2015년~2017년 주택시장 호황으로 2019년까지 외형 성장과 이익 증가는 보장된 셈이다. 내년 주택시장을 보수적으로 가정하고, 향후 구조적인 개선을 위해서는 양질의 해외 신규수주가 필요하다. 해외수주는 1) 작년을 저점으로 환경이 개선되고 있으며, 2) 중동에서 장기적인 저유가를 대비해 다운스트림분야에 대한 투자가 검토 중이고, 3) 국내 건설사들이 다양한 지역과 공종에서 입찰을 본격화하고 있어 긍정적인 전망이다. 건설업종의 매력은 1) 우려보다 양호한 흐름을 보이는 신규 분양시장, 2) 산유국의 투자 확대 사이클로 올해보다 내년이 더 좋을 것으로 전망되는 해외 발주 시장 여건, 3) 역사적 최저점을 경신하는 매력적인 밸류에이션, 4) 국내외 인프라 시장 확대 등이다. 해외 수주 부진과 정부의 부동산 시장 규제로 건설업종 주가는 부진한 상황이다. 하지만 이번 대책 발표로 정부 정책 리스크 해소와 안정적인 실적을 바탕으로 주가 회복을 견인할 수 있을 것으로 전망된다.

>>> Top picks 현대산업, 대우건설

최선호주로는 1) 강도 높은 부동산 시장 규제에도 양호한 주택 공급 실적을 이어가고 있고, 2) GTX 등 민자 SOC 발주 확대에 인한 수혜가 기대되며, 3) 개발 및 운영형 사업 강화로 디벨로퍼 영역에 빠르게 접근하고 있는 '현대산업'과 1) 작년 4분기 빅배스 이후 실적 개선이 확실시되며, 2) 기대 이상의 해외 수주 잠재력을 보유하고 있고, 3) 매각 모멘텀까지 보유한 '대우건설'을 제시한다.

I. '가계부채 종합대책'이 건설업에 미치는 영향

>>> 주택시장과 주식시장의 온도 차는 메워질 전망

양호한 분양시장과 얼어있는 건설업종 주식시장의 온도 차가 너무 크다

정부의 8.2 대책과 8.2 후속대책에도 불구하고 대형사 기준 신규 분양시장은 여전히 양호한 흐름을 보이고 있다. 대책 이후 신규 공급을 진행한 건설사는 GS건설, 삼성물산, 현대산업으로 모두 양호한 분양률을 기록했다. 당사는 가계부채 종합대책 발표 이후 양호한 분양시장과 얼어있는 주식시장의 온도 차이가 상당부분 메워질 것으로 전망해 왔다. 결론적으로 이번 대책의 핵심은 1) 신DTI 제도를 내년 1월부터 수도권과 주택법상 조정대상 지역에 시행, 2) 2018년 하반기 중 은행권부터 DSR을 여신관리지표로 도입, 3) 주택보증공사의 중도금 대출 보증한도 감소 및 중도금 대출 보증비율 축소 등이다. 내년부터는 대출로 집 사기 어려워졌다는 의미다. 따라서 건설사들은 올해 최대한 공급하고, 수요자들 역시 연내 최대한 대출받아 집을 살 가능성이 높다는 판단이다. 올해 신규분양 시장은 양호한 실적을 기록할 가능성이 보다 높아졌다. GS건설을 제외하고 목표 공급물량의 50%를 채우지 못한 건설사들의 부담도 한결 가벼워졌다.

3분기 누적 기준 주요 건설사 주택공급 현황

구분	현대산업	현대건설	대우건설	GS건설	대림산업	합계
신규 공급 계획	25,000	11,298	27,312	28,000	24,000	115,610
3분기 누적 실적(ytd)	8,600	3,344	12,000	20,616	8,680	53,240
목표대비 달성률	34.4%	29.6%	43.9%	73.6%	36.2%	46.1%

자료: 각 사, 키움증권

부동산 시장은 불확실성이 커지겠지만, 대형 건설사에 유리한 국면은 지속될 전망

8.2 대책과 8.2 후속대책, 10.24 가계부채 종합대책까지 실수요자 위주로 재편되고 있는 분양시장의 흐름은 보다 강화될 전망이다. 내년부터는 공급물량축소, 입주물량증가, 양도세 증가, 청약률 및 초기분양률 하락, 국내외 금리인상, 후분양제 등 주택 조정요인이 증가해 건설사에게 불리할 전망이다. 특히 재건축 규제 강화로 재건축 사업 속도가 지연될 가능성이 높아 내년 공급물량은 감소할 가능성이 높다. 결국 건설업 투자 전략 측면에서는 내년부터 주택부문에 대한 보수적인 시각이 필요하다. 한편으로는 실수요자 위주로 재편되는 분양시장과 대출규제에 따른 주택시장 위축은 대형사에게 기회가 될 수도 있다. 규제 강화로 인기 지역 및 인기 브랜드로의 쏠림 현상이 심해지면서, 1) 브랜드 파워를 보유하고, 2) 토지 경쟁력을 갖고 있으며, 3) 재무구조가 건실한 대형사는 M/S를 높일 수 있다. 실수요자에게는 거품 없이 집을 보유할 수 있는 좋은 기회가 될 수 있어 신규분양 시장은 양호한 흐름이 지속될 개연성도 충분하다. 또한 대출규제 강화로 금융지원 능력이 우수한 신탁사와, 공공주택 공급 확대로 LH와 민간합동사업을 확대 추진중인 증권사들에게도 기회다.

정부 정책에 맞서지 말라!

'정부 정책에 맞서지 말라!' 증시의 오랜 격언이면서 부동산 시장에서도 일맥상통한다. 부동산 시장은 복잡해서 정부 정책대로만 움직이지 않지만 정책의 지속성으로 시차를 두고서라도 반영되는 경향이 크다. 되돌아보면 이전 정부 정책처럼 빚을 내서 집을 사야 했다. 그렇다면 새 정부에서는 어떨까? 빚 내서 집을 사지 말라는 것도 있지만, 기본적인 부동산 정책의 방향성은 복지차원의 '주거안정'이다. 투기수요를 차단하고 서민 주거안정 및 실수요자 보호를 목표로 하고 있다. 정부는 침체도 과열도 원하지 않는다. 경제에 부담을 주지 않는 선에서 안정화되기를 바란다. 즉 집은 사는(buy) 것이 아니라 사는(live) 것이라고 말하고 있다. 이러한 메시지는 이번 가계부채 종합대책에서 밝힌 공적임대주택 공급 활성화, 리츠·부동산펀드 공모 활성화 등에서 그 의지를 읽을 수 있으며, 연내 발표될 '주거복지 로드맵'을 통해 더욱 명확해질 전망이다.

>>> 내년 건설업종 키워드 1) '해외수주'

해외 수주는 작년을 저점으로, 턱어라운드 돌입

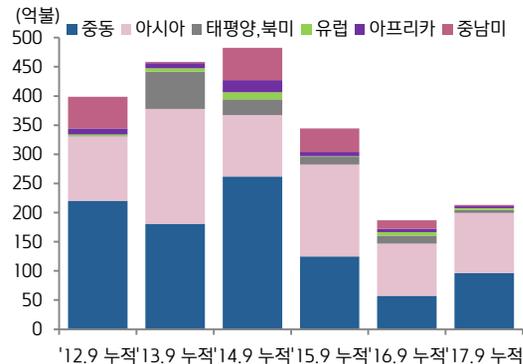
9월 누적 기준으로 해외 수주는 213억 달러로 전년 대비 14.3% 증가했다. 시장 기대보다 해외 수주 모멘텀은 약했지만, 작년을 저점으로 해외 수주 환경은 개선되고 있다. 6월부터는 누적 기준으로 3년만에 전년 대비 성장세로 전환됐으며, 이러한 추세는 이어지고 있다. 중동을 비롯한 글로벌 발주 물량은 지역과 공종 모두 작년 대비 증가하고 있다. 중동 플랜트 발주만 보더라도 전년 대비 70% 가까이 성장할 전망이다. 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 작년 대비 2배 이상 증가한 것으로 파악된다. 입찰 후 본계약까지 시간이 걸리는 점을 감안하면 내년부터는 해외 신규수주를 기대해 볼 만하다. 특히, 최근 중동에서 다운스트림분야에 대한 투자가 검토 중이며, 내년 이후부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 이란의 달러거래재개에 대한 논의 시점이 가까워지고 있다고 판단되며, 유가도 상승국면에 있어 긍정적이다. 개별 건설사 기준으로 보면 체감적으로 부진한 것처럼 보이지만, 위와 같은 요인들을 종합해보면 내년 해외 발주시장의 전망은 밝다.

'A건설사'의 실제 해외 수주 입찰 사례

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

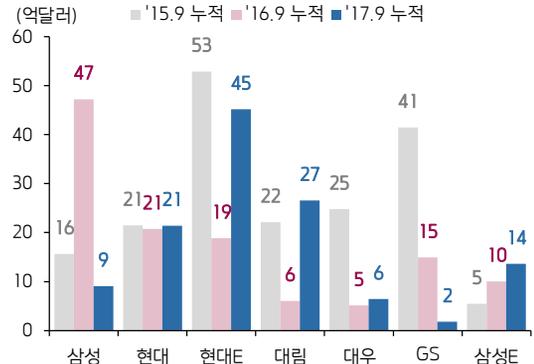
자료: 키움증권

해외 신규수주 금액: 전년 대비 14.3% 증가 (9월 누적)



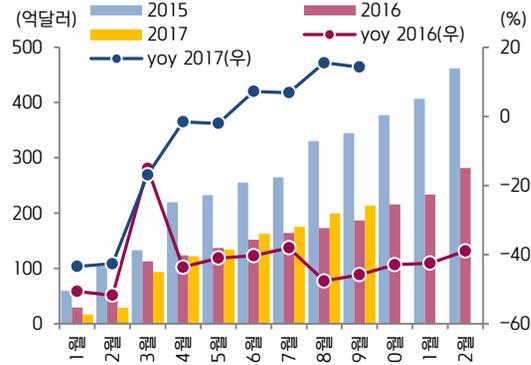
자료: 해외건설협회, 키움증권

국내 주요 건설사 해외 신규수주 추이 (9월 누적)



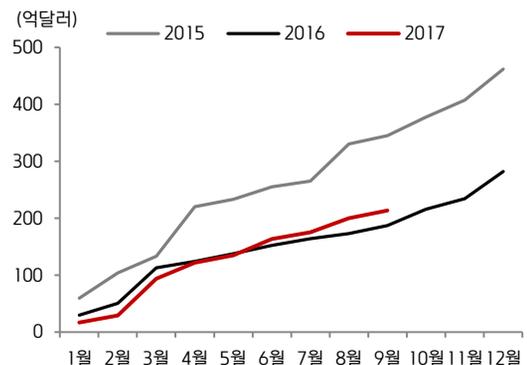
자료: 해외건설협회, 키움증권

월별 해외 신규수주 추이 (9월 누적)



자료: 해외건설협회, 키움증권

월별 해외 신규수주 추이 (5월 누적)



자료: 해외건설협회, 키움증권

하반기에 쏠린 해외 수주 모멘텀

건설사	기 수주건	수주 파이프라인
현대건설	<ul style="list-style-type: none"> * 현대건설(16%)+현대엔지니어링(84%) 이란 사우스파12 2단계 정유 3.8조원 * 현대건설(15%)+현대엔지니어링(85%) 말레이시아 말라카 가스복합화력발전소 9.2억불 * 싱가포르 투아스 지역 서부 매립공사 1.62억불 * 싱가포르 창이 지역 동부 매립공사 0.74억불 * 방글라데시 마타바리 항만 6억불 * 카타르 알부스탄 도로 5억불 * 이란 쿵간 석유화학 5억불 	<ul style="list-style-type: none"> * 알제리 복합화력 5억불 * UAE 지하유류고 15억불 * 이란 정유공장 10억불 * 사우디 송변전 2억불 * 사우디 가스시설 6억불 * 싱가포르 매립공사 5억불 * 말레이시아 복합개발 4억불
GS 건설	<ul style="list-style-type: none"> * UAE Ruwais Refinery West(RRW) LOA 8.65억불 	<ul style="list-style-type: none"> * 보츠와나 Morupule 전력 IPP 6.5억불 잔고인식 * 사우디 하라드 가스시설 108억불 * 태국 농팜 LNG 터미널 5,000억원 * 가봉 정유 15억불 * 투르크메니스탄 De-waxing 정유 3억불
대우건설	<ul style="list-style-type: none"> * 카타르 E-Ring Road 6,892억원 * 오만 두쿰 정유 패키지 1 본계약 체결 예정 9.6억불 	<ul style="list-style-type: none"> * 사우디 신도시 191억불 * 러시아 가스플랜트(컨소시엄) * 오만 마라픽의 두쿰 발전소 및 담수공장 7억불(하이플렉스 컨소) * 베트남/보츠와나 발전플랜트, 나이지리아 정유화학플랜트
대림산업	<ul style="list-style-type: none"> * 이란 이스파한 정유 본계약 2.2조원 * 터키 차나칼레 현수교 3.2조원 (대림 지분 25% 감안 시 0.8조원) 	<ul style="list-style-type: none"> * 이란 기존 MOU 3건(박티아리덤, 플랜트2건) + 신규 1건 * 사우디 마덴 후속공정 8.3억불 * 필리핀 정유플랜트 3,000억원 * 싱가포르 항만 1조원

자료: 각 사, 키움증권

사우디 하위야 가스플랜트/하라드 가스압축시설 수주 진행 상황

국가	발주처	프로젝트	규모	경쟁업체	
사우디 아라비아	아람코	하위야(Hawiyah) 가스플랜트 확장 프로젝트	10~13억불	삼성엔지니어링, 현대건설/현대엔지니어링, 페트로팩, 사이팜, 테크니카스 리유니다스, L&T, CTCI	
		하라드(Haradh) 가스압축시설	북부 하라드 압축시설	10~12억불	GS건설, 현대건설/현대엔지니어링, 사이팜, 테크니카스 리유니다스, 페트로팩, L&T, CTCI, 셉코
			중앙 하라드 압축시설	10~12억불	
			남부 하라드 압축시설	10~12억불	

자료: 언론정리, 키움증권

자연중진 주요 해외 수주 현황

업체	국가	프로젝트	규모	내용
현대건설	에라도르	정유플랜트	현대건설 30억불(25%) + 현대 ENG 6억불(5%) + 중국업체	<ul style="list-style-type: none"> * 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 * 발주처는 11월 착공 목표: 현재 동사의 수주 가이드선에는 미포함
삼성 ENG	UAE	POC 정유	25억불	<ul style="list-style-type: none"> * 최초 약 30억불 규모, 25억불로 가격 재산정(발주처의 무리한 공사비 인하 요구) - 환율 등의 영향에 따라 상업입찰만 재입찰 - 기술입찰은 재입찰이 없었음, work scope 은 그대로 진행
대림산업	이란	Esfahan Refinery Upgrading 외 4건	각 2~3조원 수준 전망	<ul style="list-style-type: none"> * 이란 Esfahan Refinery Upgrading pjt 본계약 체결, 기존 중지된 사업 확장 * 파이낸싱 구조: 일반적으로 이란 프로젝트에서는 편당갭이 존재 - 자국 ECA 자금 60~65% + 이란 정부(발주처) 지분투자 15% = 75~80% - 20~25%의 편당갭: 제3국 ECA 자금이나 글로벌 상사 자금 수혈로 해결 - 이번 프로젝트의 경우 자국정부 ECA 자금 85% 수혈로 편당갭 제거 * 향후 4건 정도 추가 수주 가능(박티아리덤+플랜트 2건+신규 1건)
대우건설	사우디	신도시	191억불	<ul style="list-style-type: none"> * 대우건설+한화건설+SAPAC(사우디 현지 업체) 컨소시엄 * 연말 본계약 목표(현재 마스터플랜, 추가적인 사업성 분석 진행 중)

자료: 각 사, 키움증권

이란 發 프로젝트, 달러거래재개에 달렸다

오랜기간 경제제재와 저유가로 인한 자원부족으로 이란 發 프로젝트는 대부분 'EPC+금융조달' 방식의 '수의 계약' 형태로 발주가 될 것으로 예상된다. 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. 따라서 주로 제3국의 ECA나 글로벌 상사 및 상업은행을 통해 추가적인 금융조달이 필요하다. 제3국의 투자자가 본격적으로 합류하기 위해서는 결국 달러거래재개 여부가 중요하다. 시장참가자들에게 이란에서 발주된 사업들이 성공적으로 수행 가능할 것이라는 확신을 주고, MOU 단계에서 본계약으로 이어지기 위해서는 달러결제시스템 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 20억 달러 규모의 가스전 개발 사업을 위한 투자 협상을 재개해 지난 7월 본계약에 서명했다. 이란 남부 걸프해역의 남부파르스 가스전 11공구 개발 사업으로 토탈(50.1%), 중국 국영석유사 CNCP(30%), 이란 국영석유사 회사 페트로파르스(19.9%)가 합작 회사를 설립해 추진된다. 이란 제재 해제 이후 대형 에너지 회사가 이란에 진출하는 첫 사례이며, 20억 달러에 달하는 대규모 금액의 자금거래 방식도 중요한 관전 포인트다.

② 달러거래재개는 가능한가?

기본적으로 항공기 판매는 항공기금융(은행차입)이 없이는 어렵기 때문에, 보잉 항공기가 첫 인도될 예정인 내년 4월 이전에 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. 미국 재무부에서 항공기 판매 허가 건에 대해 검토하겠다는 입장을 표명했지만, 1) 미국인들의 일자리 18,000개가 달린 거래이며, 2) 원유 판매에 있어서 제1기총동화로서의 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 인도 예정	2017년 3월	
이란항공 측 구입 결제방안	- 결제구조: 현금결제(15%) 및 해외차입(85%) - 항공기 인도전 선지급금: 10억 달러 · 조달구조: 3억3000만 달러(국가개발펀드), 1억2000만 달러(수쿠크), 5억 달러(해외리사사)			

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, 저수댐(길이 178m) 및 도수로 등 총 539km
	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 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 (MOU 체결, 총 80억 달러 중 GS건설 24억 달러)	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 육상부분 담당, 사우스파스 14단계는 40억달러 규모 가스 플랜트로 현재 IDRO가 주 계약자로 수행 중, GS건설은 주로 마무리 공정 담당 예정
		사우스파 가스 플랜트 6~8단계	14억 달러	중단 pjt로 재발주 기대(탈황 및 유황 회수설비 공사)
	의료	파디스 병원	500병상	MOU
현대 건설	석유/가스	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	의료	시라즈의과대학 나머지 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	
현대 ENG	석유/가스 /석유화학	사우스파 가스 플랜트 12단계 확장 II 사업 (현대건설 0.6조원, 현대ENG 3.2조원)	3.8조원	17년 3월 본계약 체결, 액화천연가스를 처리하여 폴리에틸렌, 액화에틸렌 등을 생산
		잔잔 가스복합 발전소	5억 달러	HOA, 국내 건설사와 전력 공기업이 건설과 운영, 투자 전 과정에 참여하는 개발형 사업으로 추진중
	발전	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 (이란 내 5개 지역에 5기의 가스복합화력발전소 건설·운영, 총 발전용량 5000MW, SK건설은 발전소 공사 및 운영에 참여)	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
희림	기타	라프라이사의 후속 프로젝트 건축설계·CM	600만 달러	MOU
KOGAS	석유/가스	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	디젤 철도차량 150량 공급	2.6억 달러	MOA

자료: 언론 정리, 키움증권

>>> 내년 건설업종 키워드 2) '민자 SOC'

민자 SOC 발주는 빠르게 진행될 전망

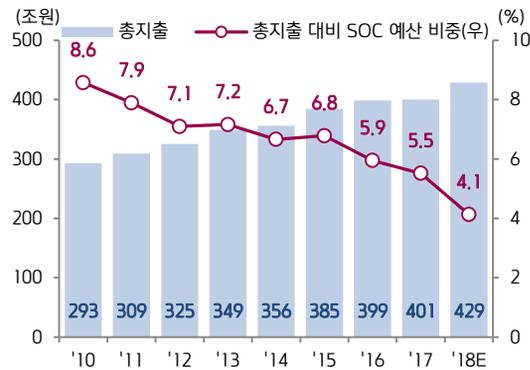
사회간접자본시설은 국가 경제활동의 기반을 이루며, 국가경쟁력을 좌우하는 중요한 요소다. 사회간접자본시설에 대한 투자는 그 자체로서 고용의 증대, 소득 증가, 지역개발, 기술진보 등에 기여할 뿐만 아니라 생산활동을 간접적으로 지원한다. 따라서 새 정부의 경제활성화 대책, 도시재생, 지역균형개발 등 주요 정책에 있어 사회간접자본시설에 대한 투자는 중요하다. 특히 정부의 재정상황이 여유롭지 않은 상황에서 민자SOC 투자의 활성화는 선택이 아닌 필수라는 판단이다. 실제 효과 측면에서도 공공부문에 대한 투자 효과는 재정 지출보다 민자 등 별도의 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 감안해도 민간투자 활성화는 필수다. 민자SOC 발주는 작년 인프라 및 민간투자 가이드라인이 수립된 이후 컨트롤타워 부재로 지연되고 있었다. 따라서 기존 제안사업과 타당성평가가 완료된 사업은 빠르게 진행될 것으로 전망된다. 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 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.

경기회복을 위한 재정운용의 패러다임 전환

과거		현재	
투입수단	투입분야	투입수단	투입분야
재정	SOC	재정 + 민간자금	SOC + 사회인프라

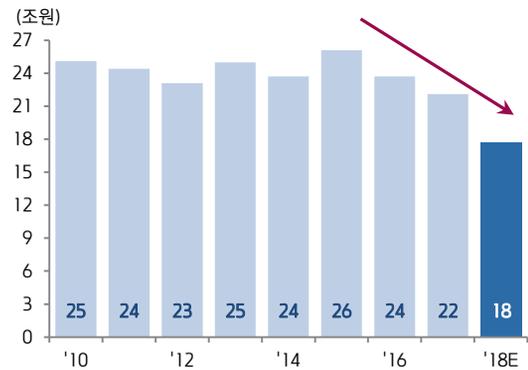
자료: 기획재정부, 키움증권

하락하는 정부 총지출 대비 SOC 예산 비중



자료: 국토교통부, 키움증권

정부전체 SOC 예산 추이



자료: 국토교통부, 키움증권

드디어 진행되는 수도권광역급행철도(GTX)

3.9조원을 투입하게 될 GTX A노선에 대한 우선협상자 선정을 위한 고시 시기가 가시권에 들어왔다. 다음달 초 파주 연장 방안에 대한 예비타당성 조사 결과가 발표되면 민자구간으로 계획한 킨텍스~삼성에 파주를 잇는 방안을 더해 연내 시설사업기본계획(RFP)이 고시될 예정이다. GTX A노선에 대한 시설사업기본계획 최종안이 마련되면 기획재정부 민간투자심의위원회를 거쳐 12월에는 우선협상자 선정을 위한 시설사업기본계획을 고시한다는 계획이다. 현대산업, 현대건설, 도화엔지니어링이 경쟁할 것으로 파악되고 있다.

고속 광역급행철도(GTX) 진행 상황

구분	내용
GTX 전 노선	<ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 약 14조원 → 제안형 민자사업에서 고시형 민자사업으로 전환 → 민간 약 50%, 나머지는 국가와 지자체가 7:3 분담 * A, B, C 전 노선 211.3km = A노선 83.3km + B노선 80.1km + C노선 48km
A노선	<p>전 구간</p> <ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 55,473억원 * A노선 2018년 전 구간 착공, 2023년 개통 예정 * 파주-일산-삼성-동탄 간 83.3km를 경유하는 노선
	<p>삼성-동탄 구간</p> <ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 15,547억원 * (2017.4~) 삼성-동탄 구간(39.5km)은 재정사업으로 착공(2021년 개통 예정), 현재 공사 중 * (2015.3) 기본계획 수립·고시
	<p>일산-삼성 구간</p> <ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 35,788억원: 현대산업, 현대건설, 도화엔지니어링 3파전 예고 * 일산-삼성 구간(37.4km) 구간 수도권 광역급행철도 민자사업 → 신안산선 사업에 이은 위험분담형 수익형 민간투자사업(BTO-rs) 2호 방식으로 추진될 예정 * (2017 하반기) 민간투자심의위원회 심의를 거쳐 고시 → 민간으로부터 제안서를 제출 받아 내년 초까지는 우선협상대상자 선정 계획 → 2017. 12월에는 우선협상자 선정을 위한 시설사업기본계획을 고시 → 우선협상대상자와의 협상과 실시설계 → 2018년말 착공 및 2023년 말 개통을 목표로 추진할 예정 * (2017.4.4~) 민간투자시설사업 기본계획 수립 착수
	<p>파주-일산 구간</p> <ul style="list-style-type: none"> * 총사업비 3,300억원, 6.4km: 현대산업, 현대건설, 도화엔지니어링 3파전 예고 * 민자 적격성 심사 진행 예정으로 2019년 착공 가능할 전망 * 2017년 11월 파주 연장 방안에 대한 예비타당성 조사 결과 발표 → 민자구간으로 계획한 킨텍스~삼성에 파주를 잇는 방안을 더해 연내 시설사업기본계획(RFP) 고시에정 * (2016.12~) 파주-일산 구간(6.4km)은 예비타당성조사 통과 → 조사 결과에 따라 일산-삼성 구간과 병행추진 등 검토
B노선	<ul style="list-style-type: none"> * 총 사업비 59,083억원 * B노선 2017년 중 예비타당성조사 착수, 이르면 2020년 착공 추진, 2025년 개통 예정 * 송도-마석 간 총 연장 80.1km, 경춘선 망우~마석 구간을 공용하여 노선을 남양주까지 연장 * (2017.7~) 3번째 예비타당성조사 대상사업 선정 신청서 제출(경춘선 망우~마석 구간을 공용하여 노선을 남양주까지 연장) * (2017년 초) 경춘선을 활용해 마석까지 연장하는 것으로 사업계획을 보완했으나 예비타당성조사 대상사업에서 제외 * (2014.2) 기존 송도-청량리 구간은 예비타당성조사 결과 B/C(비용대비 편익)값 0.33을 기록해 사업추진 실패
C노선	<ul style="list-style-type: none"> * 제3차 광역교통시행계획 상 사업비 39,660억원 * C노선 2017년 예비타당성 조사 완료, 이르면 2019년 착공 추진, 2024년 개통 예정 * 의정부-금정 간 48km를 경유하는 노선 * 고속철도 의정부 연장으로 수도권 남북축의 고속철 접근성 강화 * (2016.1~) 예비타당성조사 진행 중

자료: 국토교통부, 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-북정역	1,800억원	민자적격성 조사중
위례신사선	위례-신사	14,253억원	사업제안 접수(G5건설이 1월 24일 사업계획서 서울시 제출)
서부선	새절역-서울대입구역	16,191억원	사업제안 접수
난곡선	보라매공원-난향동	3,912억원	-
면목선	청량리-신내동	8,894억원	-
우이신설 연장선	우이동-방학역	2,890억원	-
목동선	신월동-당산역	9,392억원	-
합계		90,530억원	

자료: 서울시, 언론정리, 키움증권

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

'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	복선전철	19.2km	8,935
		문경-경북선	단선전철	73.0km	13,714
		남부내륙선	단선전철	181.6km	47,440
		강원선	단선전철	93.9km	20,631
		평택부발선	단선전철	53.8km	16,266
광역	수도권 광역급행철도	송도~청량리	복선전철	48.7km	58,319
		의정부~금정	복선전철	45.8km	30,736
		신분당선	복선전철	7.1km	6,728
		신분당선 서북부 연장	복선전철	21.7km	12,119
		원종홍대선	복선전철	16.3km	21,664
		위례과천선	복선전철	15.2km	12,245
합계				671.1km	310,666

자료: 국토교통부, 키움증권

2026년까지 새로 건설 예정이거나 검토 중인 민간 공항

예상 발주 시기	프로젝트	총 사업비	완료 예정	내용
2016.11	제주공항 1차 단계 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 * 금호산업+롯데건설+포스코건설+이수이 컨소시엄 * 2017년 실시설계 완료하고, 내년 1월 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/년처리목표, 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	59,576억원	2021년 착공 2026년 개항	* 신공항 건설 * 여객터미널 3,800만명/년처리목표 * 국제선 터미널 2,800만명/년처리목표, 국내선 터미널 1,000만명/년처리목표, 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(2017.4) → 건설 및 운영계획 수립을 위한 기본계획수립 용역(2017.8, 포스코건설 컨소시엄 선정) → 기본계획 고시(2018년 하반기) → 기본 및 실시설계(2019~2020) → 2021년 착공 → 2025년 종합시운전 → 2026년 개항 추진
2018 하반기	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 단계 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

>>> 빛 내서 집 사는 시대는 끝났다?! 건설주를 사자

구조적인 펀더멘털 개선을 위해서는 양질의 해외수주가 필요하다

새롭게 발견되는 국내외 현안 프로젝트가 없다면, 건설사들은 올해 본격적인 턴어라운드 시작될 전망이다. 2015년~2017년 주택시장 호황으로 2019년까지 지속적인 외형 성장 및 이익 증가가 보장된 셈이다. 현안 프로젝트 준공과 함께 해외부문 추가 손실에 대한 리스크도 해소되어 가는 국면이다. 다만, 이번 정부의 '가계부채 종합대책'으로 내년 주택공급 축소가 불가피하고, 내년 주택시장에 대한 부정적인 전망이 현실화된다면, 2019년 이후의 구조적인 개선을 위해서는 양질의 해외 신규수주가 필요하다. 올해까지 신규 분양시장에서 양호한 실적을 기록한다면, 선별적인 해외 수주를 통해 중장기적 펀더멘털 개선이 가능해지는 선순환 구조에 돌입할 수 있다. 결국 남은 4분기와 내년은 신규 해외수주가 매우 중요하다. 내년에도 해외수주가 부진하다면, 또다시 저가 수주에 임하게 되는 악순환을 가져올 지도 모른다.

중단기적 매력도가 높아지는 건설업종

해외수주의 경우 체감상 부진한 것으로 느껴지지만, 1) 작년을 저점으로 수주 실적은 개선되고 있으며, 2) 중등에서 장기적인 저유가를 대비해 다운스트림분야에 대한 투자가 검토 중이고, 3) 국내 건설사들이 다양한 지역과 공종에서 입찰을 본격화하고 있어 하반기를 지나 내년 해외수주는 더욱 긍정적일 전망이다. 건설업종의 매력은 1) 우려보다 양호한 흐름을 보이는 신규 분양시장, 2) 산유국의 투자 확대 사이클로 올해보다 내년이 더 좋을 것으로 전망되는 해외 발주 시장 여건, 3) 역사적 최저점을 경신하는 매력적인 밸류에이션, 4) 국내외 인프라 시장 확대 등이다. 해외 수주 부진과 정부의 부동산시장 규제로 건설업종 주가는 상당히 부진한 상황이다. 하지만 이번 대책 발표로 정부 정책 리스크 해소와 안정적인 실적이 뒷받침되면서 주가 회복을 견인할 것으로 전망된다.

Top picks 현대산업, 대우건설

최선호주로는 1) 강도 높은 부동산 시장 규제에도 양호한 주택 공급 실적을 이어가고 있고, 2) GTX 등 민자 SOC 발주 확대에 인한 수혜가 기대되며, 3) 개발 및 운영형 사업 강화로 디벨로퍼 영역에 빠르게 접근하고 있는 '현대산업'과 1) 작년 4분기 빅배스 이후 실적 개선이 확실시되며, 2) 기대 이상의 해외 수주 잠재력을 보유하고 있고, 3) 매각 모멘텀까지 보유한 '대우건설'을 제시한다.

바스켓 투자도 좋은 선택

차선호주로는 1) 높은 실적 안정성과 2) 4분기 주요 해외수주가 집중된 '현대건설'을 제시한다. 모든 현안 PJT가 연내 마무리 될 것으로 전망되며, 현재 가장 많은 분양물량을 안정적으로 공급한 GS건설도 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 투자도 좋은 선택이라는 판단이다. 특히 현대건설과 현대산업은 향후 재무적 안정성의 중요도가 상당히 높아지고 있는 주택시장 흐름에서 시장 우위를 점할 수 있을 것으로 판단된다.

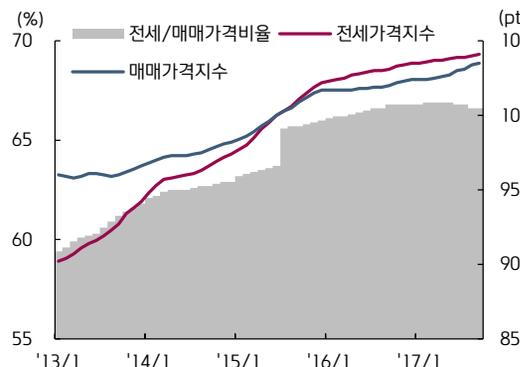
II. 정부가 가계부채를 바라보는 시각

>>> 금융 완화기조와 금융권의 가계대출 취급유인이 가계부채 상승 작용

저금리 시대를 맞아 부동산 시장 투자 확대

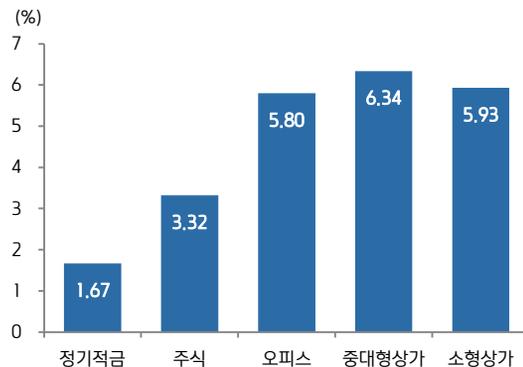
정부는 저금리가 지속되면서 주택 매입수요가 확대되고, 가계의 자산 운용행태 변화 등을 유발하여 가계부채 증가 요인으로 작용했다고 언급하고 있다. 저금리로 차입비용이 감소하고, 주택 매입수요 확대로 주거비가 상승하는 등 임차가구의 주택매입 전환이 빠르게 일어났다. 2015년 4월부터 2016년 3월까지 전세에서 자가 전환에 따른 가계부채 증가 추정치는 21조원으로 총 가계부채 증가분 125조원의 17%를 차지하고 있는 것으로 파악된다. 또한 상가, 오피스텔 등 수익형 부동산 투자 증가로 2013년 말 247조원이었던 비주담대 잔액 추정치가 올해 1분기말 기준 330조원까지 늘어났다.

종합주택 전세/매매가격비율 추이



자료: 한국감정원, 기획재정부, 키움증권

자산형태별 투자 수익률 (2016년)

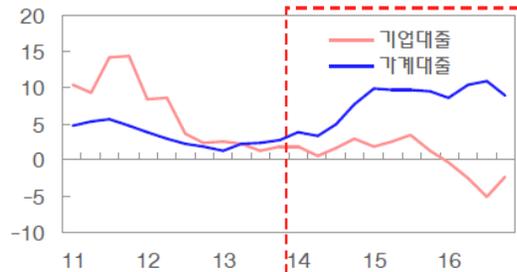


자료: 한국은행, 한국감정원, 기획재정부, 키움증권

금융기관 내 가계대출 취급유인 확대

금융기관 내 가계대출 취급유인이 기업대출 대비 크게 작용한 점도 가계부채 증가의 주 원인이다. 기업대출 대비 낮은 위험가중치를 가계부채에 적용하면서 금융권의 가계대출 취급유인이 상승 작용을 일으켰다는 것이다. BIS비율 산정 시 위험가중치는 2016년 말 가계대출 24.0%, 주택담보대출 19.7%, 기업대출 64.7%이다. 금융위기 이후 업황 부진 등에 따른 기업의 신용위험 증대도 금융권이 가계대출을 늘린 주요한 원인이다.

일반은행 기업-가계대출 증가율 (단위: %) (익스포저 기준)



자료: 한국은행, 기획재정부, 키움증권

회사채 신용스프레드 (단위: %P) (3년물, 월평균 수익률 기준)



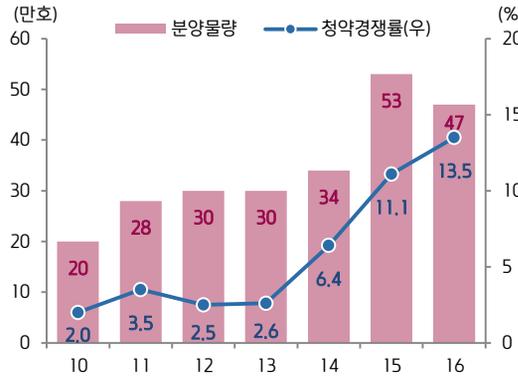
자료: 금융투자협회, 기획재정부, 키움증권

>>> 주택시장 호조 등으로 주택담보대출·정책모기지 증가

정부의 부동산 시장 규제 완화

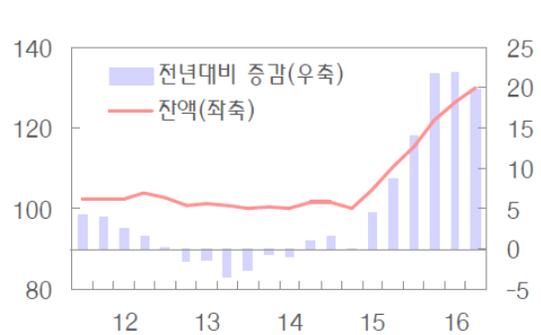
과거 정부의 지속적인 부동산시장 규제 완화를 통한 주택시장 활성화 노력이 저금리 기조와 맞물려 주택시장 호조와 주택담보대출 증가 등을 견인했다. 정부는 재건축 규제 완화('14.9), 청약제도 간소화('14.9), 부동산 3법 통과('14.12), 분양가 상한제 폐지('15.7) 등 주택관련 규제완화로 가격상승 기대 유발 및 시장 활성화를 도모해왔다. 분양시장 수급여건 개선으로 이어지며 집단대출의 증가로 이어졌다.

분양물량 및 청약경쟁률 추이 (건설사 공시기준)



자료: 금융결제원, 기획재정부, 키움증권

집단대출 잔액 및 증감 (단위 조원) (국내은행 취급분, 전년대비 증감)

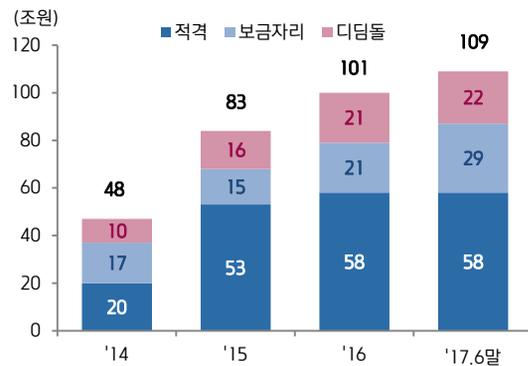


자료: 금감원, 기획재정부, 기획재정부, 키움증권

정책모기지 공급 증가

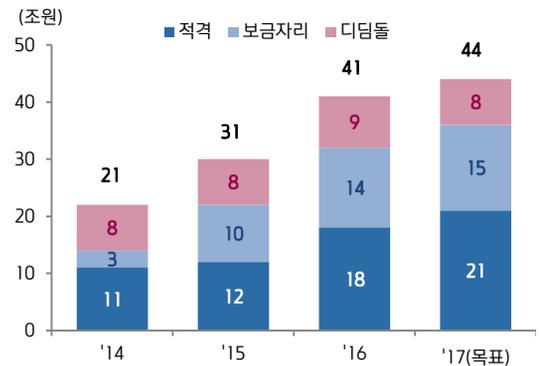
서민 실수요자 내집마련 지원, 주택담보대출 질적 구조개선 등을 위한 정책모기지 공급도 증가했다. 정책모기지 잔액은 2014년 48조원, 2015년 83조원, 2016년 101조원('15.3 안심전환대출 32조원 포함)으로 급속도로 증가했다, 특히,고정금리·분할상환 중심의 구조개선 과정에서 적격대출 공급이 크게 확대됐다.

정책모기지 잔액 추이



자료: 주택도시기금, 주택금융공사, 기획재정부, 키움증권

정책모기지 신규 공급 추이



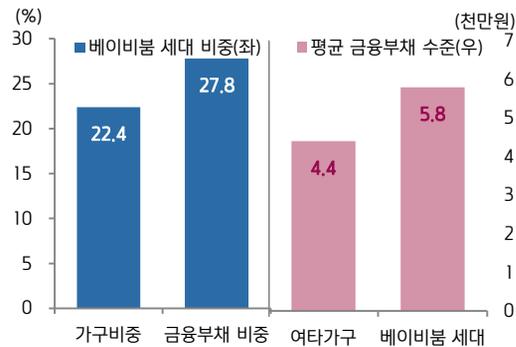
주: (15년) 안심전환대출 32조원 효과 제외(안심전환대출 포함시 63조원)
 자료: 주택도시기금, 주택금융공사, 기획재정부, 키움증권

>>> 인구 및 주택시장 구조 등 구조적인 요인도 작용

적극차입계층 확대로 가계부채 기조적 증가

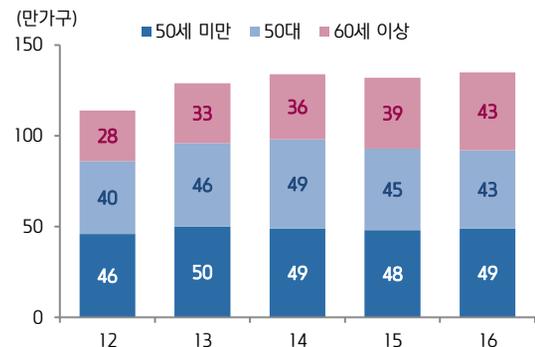
인구구조상으로 적극차입계층(35~59세) 증가 및 고령화에 따른 투자수요 증가가 가계부채 증가요인으로 작용한 것으로 파악된다. 2000년 이후 적극차입계층 증가는 가계부채의 기조적 증가 요인이었다. 연평균 기준으로 적극차입계층은 1990~1999년 1330만명, 2000~2009년 1750만명, 2010~2016년 2040만명으로 지속적인 증가 추세를 보이고 있다. 특히 이들은 노후를 대비해 자영업에 진출하고 있으며, 60대 이상은 임대주택 투자를 확대하고 있는 상황이다.

베이비붐 세대(55~63년생) 비중 및 금융부채



자료: 가계금융복지조사, 기획재정부, 키움증권

연령대별 월세 임대가구 추정

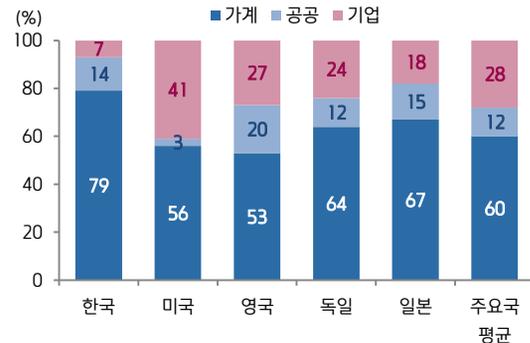


자료: 가계금융복지조사, 기획재정부, 키움증권

주택시장 수요·공급측면 모두 가계부채의 증가요인

정부는 가계부채의 증가요인으로 주택시장 수요·공급측면 모두를 지목하고 있다. 투자 및 상속목적으로 높은 주택(아파트)보유 성향을 가지고 있다는 것이다. 주요 국가의 실물자산 보유비중을 살펴보면 미국 30.1%, 일본 37.4%, 영국 47.2%인 반면 한국은 62.8%에 이른다. 주요국의 평균 실물자산 보유비중(42.7%)과의 차이분을 감안한 실물자산 선호에 따른 가계부채 증가 추정치는 139조원으로 2016년말 기준 총 가계부채의 10% 수준이다. 또 하나는 가계 중심의 임대주택 공급으로 주택관련 부채가 가계부문에 집중되고 있다는 점이다. 가계의 임대주택 공급 비중은 미국 56%, 일본 67%, 영국 53%인데 반해 한국은 79%에 이른다. 임대가구 금융부채 추정치는 2012년 179.5조원, 2014년 204.5조원, 2016년 226.3조원으로 증가 추세를 이어가고 있다. 주요국의 가계의 평균 임대주택 공급비중(60%)과의 차이분을 감안한 가계 중심의 임대주택 공급에 따른 가계부채 증가 추정치는 2015년 기준으로 50조원에 달한다.

주요국 임대주택 공급주체별 비중



자료: 국가별 주택 관련 세베이 통계, 기획재정부, 키움증권

임대가구 금융부채 규모



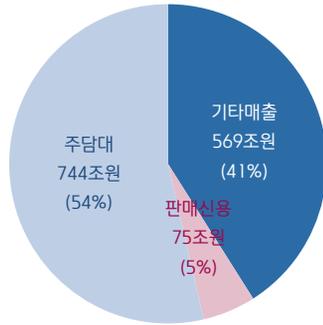
자료: 가계금융복지조사, 주택업무면담, 기획재정부, 키움증권

>>> 가계부채 증가의 주범으로 주택시장을 지목한 정부

1,388조원의 가계부채 중 주택담보대출이 744조원으로 54%

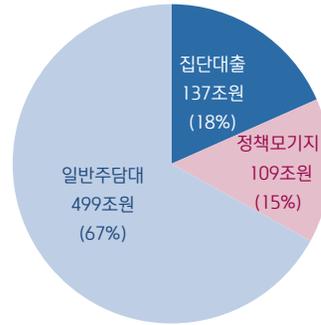
이번 가계부채 종합대책을 살펴보면 정부는 가계부채 증가의 주범으로 주택시장을 지목하고 있다. 1,388조원의 가계부채 중 주택담보대출이 744조원으로 54%를 차지하고 있다. 정부는 최근 가계부채 증가 추이가 주택담보대출의 증가세와 밀접하다고 판단하고 있으며, 최근 주택시장 호조 등으로 집단대출 및 정책모기지 잔액이 증가한 부분에 주목하고 있다.

가계부채 1,388조원의 유형별 구성



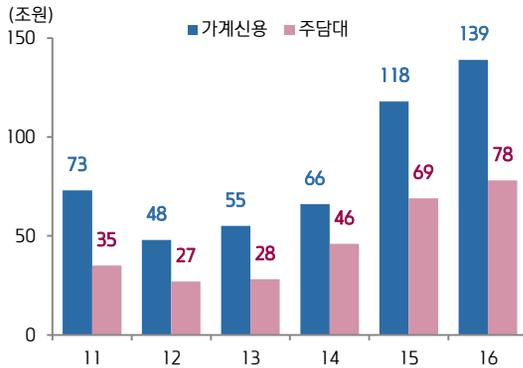
자료: 한국은행, 금융위원회, 기획재정부, 키움증권

주택담보대출 744조원의 구성



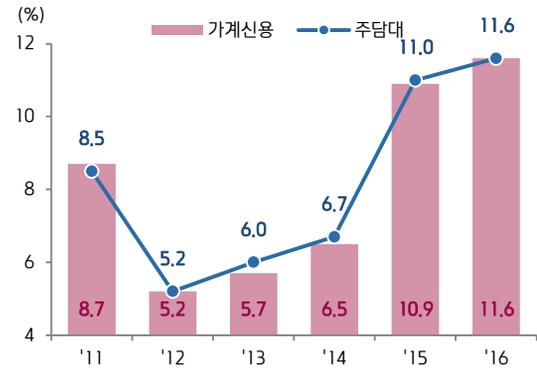
자료: 한국은행, 금융위원회, 기획재정부, 키움증권

가계신용 및 주택담보대출 증가액 추이



자료: 가계금융복지조사, 기획재정부, 키움증권

가계신용 및 주택담보대출 증가율 추이



자료: 가계금융복지조사, 기획재정부, 키움증권

III. 국내 주택시장 전망

>>> 새 정부의 부동산 규제는 일차적으로 마무리 수순

'10.24 가계부채 종합대책'의 핵심은 다주택자의 '대출규제'

건설업종과 관련된 '10.24 가계부채 종합대책'의 주요 내용은 1) 신DTI 제도를 내년 1월부터 수도권과 주택법상 조정대상 지역에 시행, 2) 2018년 하반기 중에는 은행권부터 DSR을 여신관리지표로 도입, 3) 주택보증공사의 중도금 대출 보증한도 감소 및 중도금 대출 보증비율 축소 등이다. 등이다. 새정부 들어서 지속적으로 발표된 부동산시장 대책들의 큰 줄기는 '대출규제'로 정리된다. 이처럼 내년부터 빗 내서 집을 사기 힘들어지게 되면 향후 재고 주택시장의 거래량 감소와 신규분양 시장의 공급 축소가 예상된다. 주택보증공사의 중도금대출의 보증요건 강화 및 보증비율 축소로 건설사의 리스크가 커지면 자금여력이 부족한 중소형 건설사들의 분양사업은 어려움을 겪을 수 있다. 연내 발표될 주거복지 로드맵이 나오면 새 정부의 부동산 규제도 1차적으로 일단락 될 것으로 판단된다.

'10.24 가계부채 종합대책' 3대 목표 7개 핵심과제

3대 정책목표	7개 핵심과제
취약차주 맞춤형 지원	1. 가계부채 차주 특성별 지원 ① (정상상환중, but 상환애로) 연체전 채무조정, 이자부담완화 ② (연체발생) 신용회복지원, 연체부담 완화 ③ (상환불능) 연체채권정리, 법적절차 병행
	2. 자영업자에 대한 별도 맞춤형 지원프로그램 신설 ① 중·저신용 자영업자 → 맞춤형 자금지원 확대 ② 최저임금 등 경영애로 해소, 채무조정과 연계한 재기지원
	3. 취약차주에 대한 금융상당 활성화 ① 금융복지상담센터(지자체) 및 서민금융통합지원센터 확충 ② 금융권 자율의 서민금융상담반 운영
총량측면 리스크 관리	4. 거시적 차원에서 가계부채 연착륙 유도 ① 가계부채 증가율 → 추세치보다 0.5~1.0%p 내외 하락 유도 ② 新 DTI 도입 및 손금융권 여신관리 지표로 DSR 단계적 도입
	5. 가계부채 증가 취약부문 집중 관리 ① 취약부문 집중관리 → 제2금융권·집단대출·자영업자 ② 정책모기지 개편 → 서민·실수요자 중심으로 개편
구조적 대응	6. 가계소득 및 상환능력 제고 ① 일자리 창출 및 소득·자산 형성 지원강화 ② 주거·의료·교통·통신·교육비 등 생계비용 절감
	7. 인구구조 변화 대응 및 가계중심 임대주택시장 개선 ① 주택연금·부동산금융 활성화 → 고령층 소득기반 확충 ② 공적임대주택 활성화 → 임대주택 공급구조 개선

자료: 금융위원회, 금융증권

건설업종 관련 과제 추진일정 (Action Plan)

과제 내용		추진계획	부처
2) 총량측면 리스크 관리			
여신심사체계 근본적 개편	新DTI 도입	DTI 既往용지역 시행('18.1월~)	금융위, 금감원
	DSR 단계적 정착	도입 로드맵 및 DSR 표준산정방식 마련(~12월) 금융권 시범운영('18.1월~) 금융권 여신관리지표로 활용('18.下~)	
	가계대출 쉐림 억제	금융업권별 자본규제 등 정비(12월)	
가계부채 증가 취약부문 집중 관리	제2금융권 주담대 구조개선	구조개선 정책모기지 상품 출시(12월)	금융위
	중도금대출 보증요건 강화	HUG 보증한도 하향조정 및 HUG·주금공 중도금대출 보증비율 축소('18.1월)	국토부, 금융위
	자영업자대출 리스크 관리 강화	금융기관 자율 리스크 관리 강화방안 마련(11월) 부동산임대업 여신심사 가이드라인 도입('18.3월~) 현장점검 및 자영업자대출 DB 구축(12월)	금융위, 금감원
	서민·실수요자 중심으로	정책모기지 개편안 마련(12월)	국토부, 금융위
3) 구조적 대응			
고령층 소득안정화	주택연금 활성화	신탁방식 주택연금 제도 도입 추진 (주택금융공사법 개정안 제출, '18.3월) 주택연금 인출방식 개선(10월말 시행)	금융위
	리스·부동산펀드 활성화	리스 공모제도 개선(부동산투자법 개정안 제출 12월) 비개발 위탁관리리스 상장심사기간 단축(12월) 머리츠의 간주부동산 인정한도 폐지(12월) 공모형 부동산펀드 주택채권 매입의무 면제('18.2월)	국토부 금융위
임대주택 시장 개선	공적임대주택 공급 확대	주거복지 로드맵 마련(~12월) 등	국토부

자료: 금융위원회, 키움증권

① 新DTI와 DSR 적용을 통해 가계부채 연착륙 유도

정부는 가계부채가 소비·성장 등 경제의 부담요인으로 작용하지 않도록 연착륙을 유도하기 위해 1) 내년 1월부터 新DTI를 적용하고, 2) 내년 하반기부터 금융회사 건전성유지를 위한 관리지표로 DSR을 활용하기로 했다. 新DTI는 주택담보대출을 2건 이상 보유한 차주의 경우, DTI산정시 기존 주담대 원리금 상환부담 전액을 반영한다는 점에서 기존 DTI와 차이가 있다. DSR은 주택담보대출 뿐만 아니라 차주의 모든 대출에 대한 원리금 상환부담 전액을 반영한다는 점에서 DTI 및 新DTI와 차별점을 갖는다. 즉, 내년부터는 대출 받기가 어려워진다는 이야기이다.

총량측면 리스크 관리: 가계부채 연착륙 유도

구분	내용
증가율을 추세전망치 이하로 유도하고, 질적구조 개선 지속	<p>가계부채 증가율을 향후 추세전망치 보다 0.5~1.0%p 낮게 점진적으로 유도, 실수요자 금융접근성이 제약되지 않도록 유의</p> <p>- 향후 5년동안 가계부채 증가율을 과거 10년('05~'14년, 가계부채가 급증한 '15~'16년 제외)간 연평균 증가율(8.2%) 수준이내로 점진적 유도</p> <p>가계부채 질적 구조개선을 위해 고정금리·분할상환 비중을 지속 확대</p> <p>* 은행권 주담대 고정금리 비중: ('12말) 14.2% → ('17.6말) 44.2 ('17년 목표 45.0)</p> <p>* 은행권 주담대 분할상환 비중: ('12말) 13.9% → ('17.6말) 47.8 ('17년 목표 55.0)</p>
차주의 보다 정확한 상환능력 심사를 위해 DTI 산정방식 개선(新 DTI)	<p>차주가 보유한 부채를 최대한 포괄적으로 반영</p> <p>① 주택담보대출을 2건 이상 보유한 차주의 경우,DTI 산정시 기존 주담대 원리금 상환부담 전액을 반영*</p> <p>* (현행) 신규 주담대 원리금+기존 주담대 이자 → (개선) 주담대 2건 원리금 모두 반영</p> <p>② 복수 주택담보대출(주담대 건수는 담보물건수를 기준으로 산정) 차주의 두번째 주담대부터 만기제한*(예 :15년)도입*(DTI 비율 산정시에만 적용, 실제 상환기간은 15년 초과 가능)</p> <p>차주 소득은 입증가능성·안정성·지속성 측면에서 파악</p> <p>新 DTI 도입에 따른 선의의 서민·실수요자는 보호</p> <p>① 新 DTI 도입이후 신규 대출분부터 적용 (→기존 복수 주담대 차주 보호)</p> <p>② 기존 주담대의 금액 또는 은행 변경없이 단순 만기연장 → 新 DTI 적용 배제</p> <p>③ 일시적 2주담대 → 1) 즉시처분 조건 : 부채산정시 기존 주담대 이자상환액만 반영 2) 2년내 처분 조건 : 두번째 주담대의 만기제한 미적용</p> <p>④ 청년층·신혼부부 → 최근 2년간 소득확인 적용 배제, 청년층(예:만 40세미만 무주택 근로자)에 대해 장래예상소득 증액한도(현재 10% 한도 설정예정) 미설정</p>
DSR 을 소금융권 여신관리 지표로 단계적으로 정착	<p>차주의 상환능력 대비 원리금상환부담을 정확히 반영하여 산정</p> <p>* 부채: 대출종류, 상환방식 등에 따라 차주의 실제 상환부담 반영</p> <p>* 부채 산정방식 예시 ① 일시상환 주담대: 총 대출금액을 대출만기로 나누어 계산</p> <p>② 마이너스통장 등 한도대출: 한도를 기준으로 산출(수시인출 가능)하되, 만기연장 등을 감안해 분할상환 처리</p> <p>기존 대출 상환부담이 과도하거나 소득상황에 비해 신규대출 상환이 명백히 어려운 경우 대출 거절</p> <p>대출한도는 금융사가 차주그룹별(소득·신용도 등)감당가능한 DSR 수준 산출후,차주 상환능력을 평가하여 설정</p> <p>사후관리를 위해 금융사는 高 DSR 대출을 별도 관리하고, 채무조정(원금상환유예·원리금감면 등)시 차주 DSR 수준 감안</p>
가계대출 쓸림 억제 및 실수요가 아닌 투자목적 대출 축소	<p>금융업권별 자본규제 등을 전면 재점검*하여 가계대출 등에 쓸리는 자금흐름이 생산적인 분야로 지원되도록 정비('17.12월)* 예) 가계대출에 대한 위험가중치, 예대출 등</p> <p>실수요 거주가 아닌 투자목적 주담대(두번째 주담대)에 대한 LTV·DTI 규제비율 10%p 하향 조정('17.8월 기초치)</p>

자료: 금융위원회, 키움증권

新DTI와 DSR 비교

구분	DTI	新 DTI (Debt to Income)	DSR (Debt Service Ratio)
명칭	총부채상환비율	신총부채상환비율	총체적 상환능력 비율
산정방식	(해당 주담대 원리금상환액 + 기타대출 이자상환액)/연간소득	(모든 주담대 원리금상환액 + 기타대출 이자상환액) / 연간 소득	(모든 대출 원리금상환액) / 연간 소득
활용방식	대출심사시 규제비율로 활용	대출심사시 규제비율로 활용	금융회사 여신관리 과정에서 다양한 활용방안 마련 예정
소득산정	소득산정시 최근 1년 기록 확인	<p>① 소득산정시 최근 2년간 소득기록 확인</p> <p>② 인정소득·신고소득 등은 소득산정시 일정비율 차감</p> <p>③ 장래소득 상승 예상시 소득산정시 일정비율 증액</p> <p>④ 장기대출시, 주기적 소득정보 갱신 등</p>	新 DTI 기준 적용
시행시기	현행	'18.1월부터 DTI 賦적용지역에 대해 시행	<p>은행권 → 제2금융권으로 순차적 시행</p> <p>① 소금융권 도입 로드맵, 은행권 DSR 표준산정방식 마련(~'17년)</p> <p>② 금융회사 자체 활용방안 마련 및 시범운영('18.1월~)</p> <p>③ 금융회사 건전성유지를 위한 관리지표로 활용('18.하반기~)</p>

자료: 금융위원회, 키움증권

② 중도금대출의 보증요건 강화 및 보증비율 축소

가계부채가 증가하는 요인들 중 취약부문을 집중관리하기 위해 내년 1월부터 1) HUG 중도금대출 보증한도를 하향 조정하고, 2) 중도금대출 리스크 관리 강화를 위해 보증기관(HUG, 주금공)의 보증비율을 기존 90%에서 80%로 축소할 예정이다. 또한 내년 3월부터는 최근 증가세가 확대되고 있는 부동산임대업자 대출에 대한 여신심사 가이드라인이 도입된다. 더불어 실수요자들의 피해를 줄이기 위해 정책모기지제에 대한 평가 등을 바탕으로 서민층 내집마련 지원에 충실하도록 제도 개편방안을 마련할 계획이다.

총량측면 리스크 관리: 가계부채 증가 취약부문 집중관리

구분	내용
제2금융권 주담대 구조개선을 위한 정책모기지 상품 출시	제2금융권 주담대를 장기 고정·분할상환 대출로 전환할 수 있는 정책모기지 상품 출시(5,000억원+수요 등을 보아가며 확대 추진 검토 '17.12월) <ul style="list-style-type: none"> 제2금융권 차주의 특성을 감안하여 초기 상환액이 낮고 만기로 갈수록 상환액이 증가하는 체증식 상환 허용 신규대출 전환시 대출한도가 축소되는 것을 방지하기 위해 기존대출 취급 당시 LTV·DTI 규제비율을 합리적으로 반영
중도금대출의 보증요건 강화 및 보증비율 축소	HUG 중도금대출 보증한도를 하향 조정('18.1월)하고, 향후 시장상황 등을 보아가며 합리적 개선방안 검토 <ul style="list-style-type: none"> * 중도금대출 보증한도 : (수도권, 광역시, 세종) 6→5억원, (기타) 3억원 유지
자영업자에 대한 여신심사 체계화 등 리스크 관리 강화	중도금대출 리스크 관리 강화를 위해 보증기관(HUG, 주금공)의 보증비율을 추가 축소(90→80%, '18.1월~) <ul style="list-style-type: none"> 사업성 있는 사업장에 자금이 원활히 공급될 수 있도록 금융기관별 여신심사 합리화 및 관행 개선 지속 추진 * HUG 중도금대출 보증한도 하향 조정 및 중도금 보증비율 축소는 선의의 서민·실수요자 보호를 위해 시행일 이후 입주자 모집공고분부터 적용 <p>자영업자 대출에 대한 금융기관의 자율적인 리스크 관리 강화</p> <ul style="list-style-type: none"> 특정업종에 대한 과도한 대출쏠림 현상 방지를 위해 금융기관 자율로 특정업종에 대한 편중 리스크 완화 방안* 마련('17.11월) * 은행권부터 업종별 포트폴리오를 관리하도록 유도하고, 이후 타금융권으로 단계적 확산 개인사업자 여신심사시, 소득·신용등급 이외에 업종별 업황·상권특성 및 소득대비 대출비율(LTI)등을 종합 활용('18.3월~) 상호금융(신협, 농협, 수협 등)중앙회별로 상이한 개인사업자 비주택담보대출 LTV 기준을 일관성있게 정비*('17.11월) * LTV 산정방식을 가계대출 비주택담보대출 산정방식과 동일하게 정비 (LTV 총한도는 현행 80%수준으로 그대로 유지)
서민·실수요자 중심으로 정책모기지 제도 개편	최근 증가세가 확대되고 있는 부동산임대업자 대출에 대한 여신심사 가이드라인 도입('18.3월 은행권부터 도입) <ul style="list-style-type: none"> 담보대출중 유효담보가액* 초과분에 대한 분할상환 유도 담보기준가액 × 담보인정비율(유형별로 40~80%) - 선순위채권액(임차보증금 등) 차주의 상환능력 심사시 임대업 이자상환비율*(RTI)을 산출하여 참고지표로 운영(→향후 규제비율로 도입 검토) * 임대업 이자상환비율(Rent to Interest) : 연간 임대소득 / 연간 이자비용 <p>개인사업자 대출 현장점검 및 자영업자대출 DB 구축</p> <ul style="list-style-type: none"> 개인사업자 신용평가모형 운영의 적정성 여부(은행권, 대출자금 용도외유용, 사후관리 등을 점검(은행권·상호금융, '17.12월) 자영업자대출 DB(금리, 담보정보 등)를 확충·구축(은행권, '17.12월) 하여 업종별·차주별 면밀한 모니터링 실시 <p>정책모기지제에 대한 평가 등을 바탕으로 서민층 내집마련 지원에 충실하도록 제도 개편방안 마련('17.12월)</p> <ul style="list-style-type: none"> 정책모기지 대상을 서민층 실수요자에 집중하여 혜택을 확대하는 한편, 정책모기지 공급규모를 합리적으로 조정

자료: 금융위원회, 키움증권

③ 인구구조 변화 대응 및 가계중심 임대주택시장 개선

가계부채의 원인을 해소하기 위해 고령층의 소득기반을 확충하고, 공적임대주택의 공급을 활성화하는 등 구조적인 대응책도 마련하고 있다. 1) 주택연금 활성화로 고령층 자산유동화를 통한 소득안정화 유도, 2) 리츠·부동산펀드 공모 활성화로 대체투자처 제공, 3) 공적임대주택 공급 활성화로 임대주택 공급구조 개선 등이 제시되었다.

구조적 대응: 인구구조 변화 대응 및 가계중심 임대주택시장 개선

구분	내용
주택연금 활성화로 고령층 자산유동화를 통한 소득안정화	연금가입자 사망시, 배우자가 안정적인 소득·주거를 보장 받을 수 있도록 신탁방식의 주택연금 제도*도입 추진** * (현행) 가입자 사망후 배우자의 연금승계를 위해 소유권 이전필요(등기비용 발생 및 자녀동의 필요) → (신탁방식) 등기이전 절차없이 자동승계 가능 ** '18.3월 주택금융공사법 개정안 제출
	일시 인출금 상환시에도, 줄어든 월지급액이 회복되도록 개선하여 가입자의 안정적 연금수령 도모('17.10월말 시행) (사례 : 70세, 3억원 주택 소유, 5,000만원 일시인출 → 월 지급금 63만원) (현행) 일시인출금을 전액 상환하더라도 월 지급금은 63만원 유지 (개선) 일시인출금 중 2,500만원을 상환할 경우 월 지급금은 78만원으로 상승 5,000만원을 전액 상환할 경우 월 지급금은 92만원으로 상승
리츠·부동산펀드 공모 활성화로 대체투자처 제공	사모리츠의 공모리츠 전환 유도를 위해 공모의무*가 면제되는 연기금 투자비율 상향(30→50%, '17.12월 부동산투자법개정안 제출) * 리츠는 영업인가 또는 등록일로부터 2년내 주식 30% 이상을 공모할 의무 → 연기금이 30% 이상 투자 등의 경우 공모의무 면제 ▪ 기업구조조정리츠(CR)에 대해서는 공모의무가 면제되는 채무 상환비율을 상향(50→70%)하고 공모의무 면제기간도 제한* * (현행) 공모의무 면제 지속 → (개선) 7년마다 재심사하여 공모의무 부여 검토 * '17.12월 부동산투자법개정안 제출
	비개발·위탁관리형 리츠에 대해서는 상장 심사기간을 대폭 단축(4~5→2~3개월)하여 상장유인 제공('17.12월~) * (현행) 예비심사, 공모심사, 본심사 → (개선) 공모심사, 본심사
	머릿츠 상장을 근본적으로 제약하고 있는 상장요건을 완화하고, '18년 최소 1개 이상의 양질의 머릿츠 상장 사례 창출 ▪ 母·자리츠의 부동산개발투자비중이 30% 이하인 비개발·위탁관리형 머릿츠에 대해 간주부동산 인정 한도 폐지('17.12월) * 현재 리츠상장을 위해서는 부동산을 총자산의 70% 이상 보유해야 하나, 헤리츠 지분투자금액은 20%만 부동산 간주 → 자리츠에 투자하는 머릿츠는 상장 불가
공적임대주택 공급 활성화로 임대주택 공급구조 개선	모든 공모형 부동산펀드에 대해 국민주택채권 매입의무를 면제하여 부동산펀드의 공모유인 제고('18.2월) * 현행 : 임대주택사업 공모형 부동산펀드만 국민주택채권 매입의무 면제
	공적임대주택 공급을 확대하여 '22년까지 OECD 평균 이상의 공적임대주택 비율 달성(6.3→9%) * 공공임대주택 연 13만호 + 공공지원주택 연 4만호(세제·금융지원을 통해 임대료 상승을 제한 등 공공성이 확보된 민간임대주택) ▪ 노후공공청사 복합개발, 노후주택 리모델링 등을 활용하여 수요가 많은 도심내 공적임대주택 5만호 이상 확충

자료: 금융위원회, 키움증권

연간 공공임대주택 공급 계획 (단위: 만호, 준공기준)

'08~'12	'13~'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'18~'22
연 9.1	연 10.8	12	13	13	13	13	13	총 65

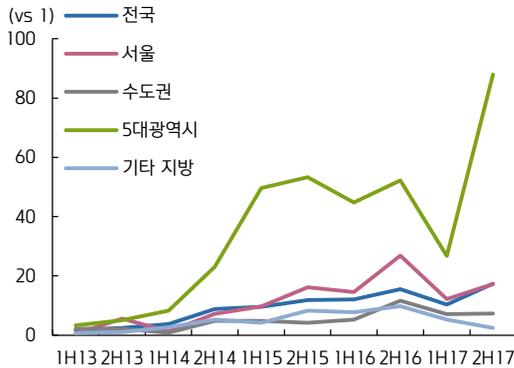
자료: 금융위원회, 키움증권

>>> 신규 분양시장: 올해는 양호하지만, 내년에는 보수적 접근 필요

저금리 시대의 종말, 쏠림 현상이 심해지는 신규 분양시장

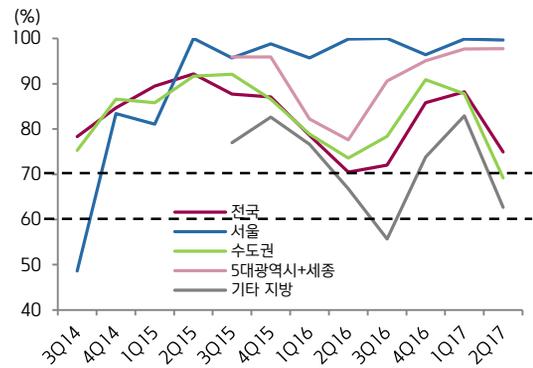
최근 규제 일변도의 부동산 시장 정책과 입주물량 증가 등의 부동산 주요 지표들은 향후 주택시장에 대한 전망을 부정적으로 이끈다. 최근 서울 및 5대광역시를 제외한 지역들의 청약률과 초기분양률은 하락세를 보이고 있다. 초기분양률이 중요한 이유는 1) 실제 수요의 움직임을 가장 정확히 파악할 수 있는 지표이며, 2) 중도금 대출 심사에 중요(최근에는 70% 이상 요구)하게 작용하고, 3) 저조한 초기계약률은 미분양으로 이어질 확률이 높기 때문이다. 특히 60% 밑으로 내려오면 초기 공사비 총당 등 현금흐름에 문제가 발생할 수 있다. 서울을 제외한 지역은 초기분양률 하락에서 자유로울 수 없다는 판단이다. 청약률이 지역간 편차를 보이는 것은 청약제도 강화로 예상된 상황이다. 이는 투기수요가 제거되면서 실수요자에게는 좋은 기회가 될 수 있다. 또한 청약 통장을 보다 신중하게 사용하면서 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 쏠림 현상이 심화되고 있어 대형사에게도 유리한 측면이 있다. 이러한 상황에서는 1) 서울/수도권 지역에 분양 물량이 많고 2) 초기분양률 하락시 버틸 수 있는 현금 보유력을 가진 건설사가 유리하다. 대형사보다 중소형 건설사의 사업이 어려움을 겪을 수 있다는 시그널이다. 이러한 현상은 24일 발표된 '가계부채 종합대책'으로 보다 강화될 것으로 판단된다. 주택보증공사의 중도금대출의 보증요건이 강화되고 보증비용이 축소돼 건설사의 리스크가 커지면 자금여력이 부족한 중소형 건설사들의 분양사업은 어려움을 겪을 수 있기 때문이다. 재무구조가 건실한 대형사에게는 M/S를 높일 수 있는 좋은 기회가 될 수 있다.

1순위 청약 경쟁률 추이



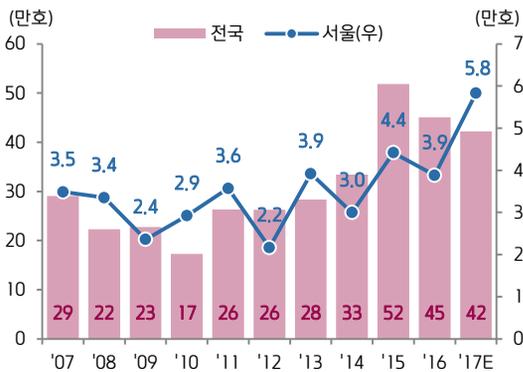
자료: Reps, 키움증권

초기분양률 추이



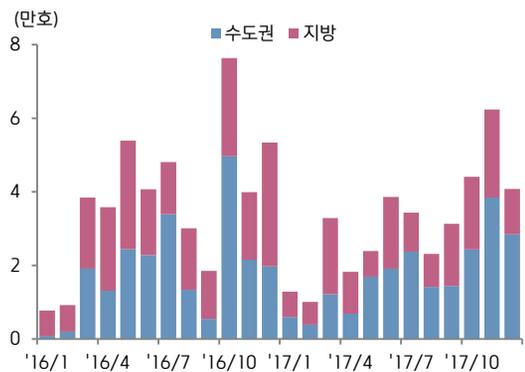
자료: KOSIS, 키움증권

전국 아파트 분양 및 분양계획 물량 추이



자료: Reps, 키움증권

전국 아파트 월별 분양 및 분양계획 물량 추이



주: '17년 신규분양 계획은 42만호이나 월별 일정이 정해진 물량은 37만호
자료: REPS, 키움증권

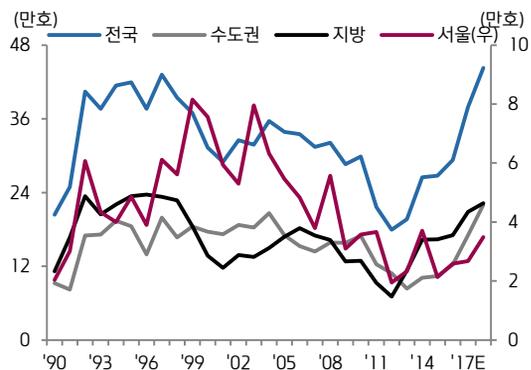
입주리스크: 올해 우려는 과도, 내년 불확실성은 점차 확대 중

올해부터 부동산 시장이 침체에 접어들 수 있다는 전망에 대한 핵심 근거로 가장 많이 거론되는 지표는 입주물량이다. 입주물량 급증에 따른 공급과잉 우려는 구체적인 숫자가 뒷받침돼 강력하게 작용하고 있다. 실제로 올해 전국 아파트 입주물량은 37.9만호로 2000년 들어 최대 규모다. 내년에는 이를 넘어서 역사상 최대인 44.3만호가 입주를 기다리고 있다. 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% 이하로 받지 않고 있다. 현 상황에서 계약금 10%를 포기하기에는 매몰비용이 너무 크다. 따라서 올해는 입주대란은 없다는 판단이다.

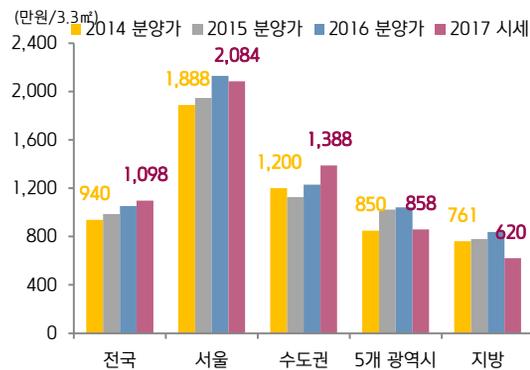
다만, 내년에는 1) 역대 최대 입주물량과 2) 올해 42만호라는 대규모 분양물량, 3) 정부의 규제 효과, 4) 금리인상, 5) 최근 중도금 및 잔금 대출 규제 강화로 대출이 거절되거나 금리가 높아져 계약 포기 가능성 증가 등 불확실성이 확대될 것으로 전망된다.

아파트 재고+입주예정 물량 추이



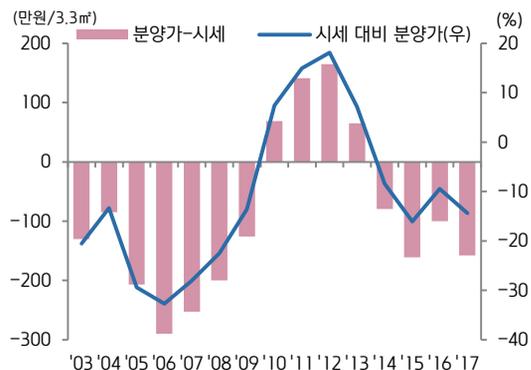
자료: Repts, 키움증권

아파트 분양가와 현재 아파트 시세 비교



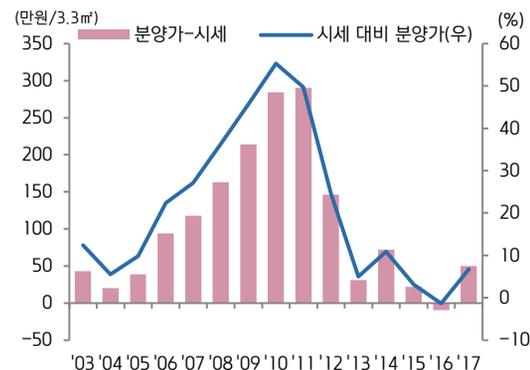
자료: Repts, 키움증권

전국 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이



자료: Repts, 키움증권

지방 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이



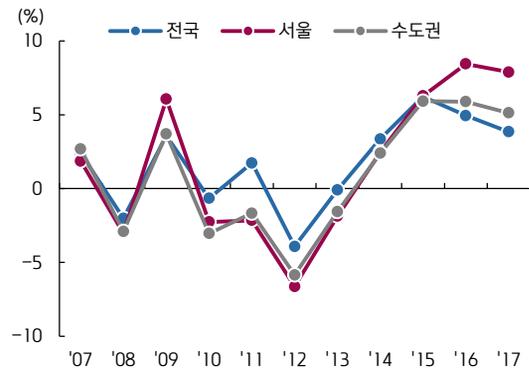
자료: Repts, 키움증권

>>> 재고 주택시장: 불확실성 확대

공급 대책이 없다면 아파트 가격은 안정적인 흐름 지속 전망

전세가율은 연초 정점에 이른 뒤 하락 추세로 진입하고 있는 것으로 파악된다. 향후 입주물량이 지속적으로 증가하게 되면 전세가는 점차 안정될 가능성이 높다. 전세가가 안정되면서 매매가 역시 상승보다는 하락 추세로 전환될 가능성이 높다. 최근 시중은행의 주택담보대출 금리가 5%를 돌파하면서 사실상 저금리 시대는 저물어 가고 있다. 이론적으로 금리 상승기에는 신규 아파트 청약은 물론 기존 주택 보유자의 '갈아타기' 수요도 줄어들 가능성이 높다. 8·2 대책 이후 집값 상승 폭이 둔화한 상황에서 추가 대출 이자를 부담하면서까지 집을 살 이유가 없어지기 때문이다. 하지만 금리 상승기라 하더라도 집값이 오를 것으로 전망된다면 반대의 상황이 연출될 수 있다. 최근 이어지는 정부 정책이 공급에 대한 대책 없이 수요 규제 일변도로 접근하면서 오히려 공급물량은 내년부터 축소될 가능성이 높은 상황도 집값 하락에 대한 하방경직성을 강화시켜 줄 것으로 판단된다. 결론적으로 아파트 가격은 slump 보다는 soft landing의 흐름을 보일 것으로 판단된다.

아파트 연간 매매가격지수 증가율 추이



자료: Reps, 키움증권

아파트 주간 매매가격지수 증가율 추이



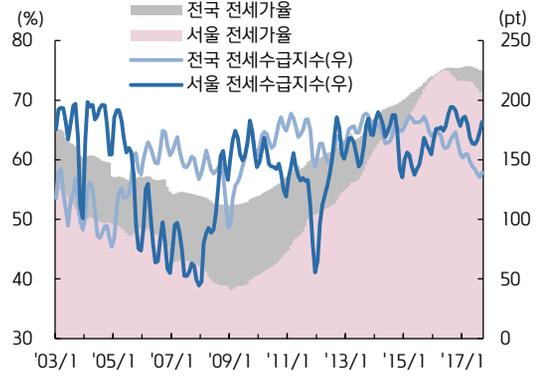
자료: Reps, 키움증권

서울 재건축 가격 추이



자료: Reps, 키움증권

전세가율 추이

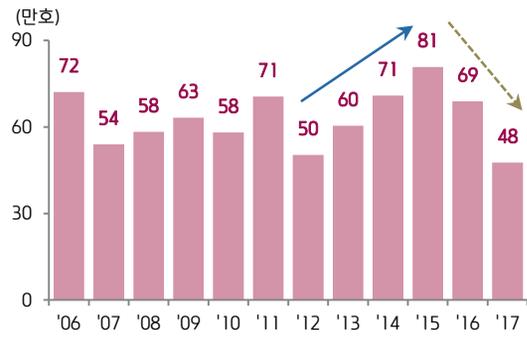


자료: KB부동산, 키움증권

저금리 시대의 종말, 거래량은 감소할 전망

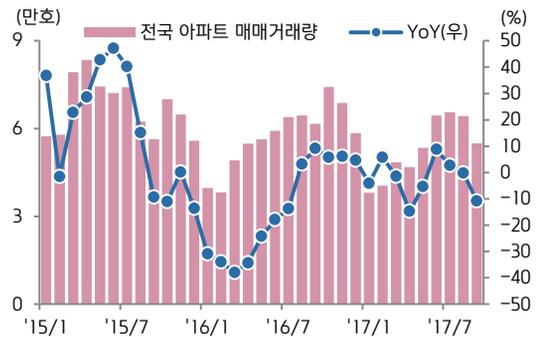
9월 전국 아파트 매매 거래량은 전년 대비 10.8% 감소했다. 특히 서울과 경기도 합산 실거래량은 전년 대비 16개월 만에 마이너스를 기록했으며 폭은 34.6%로 상당히 크게 감소했다. 이는 8.2 대책과 8.2 후속대책의 효과가 나타나고 있는 것으로 파악된다. 이번 '가계부채 종합대책'으로 연내 주택구매를 마무리 짓기 위한 일시적인 거래량 증가가 발생할 수 있지만, 내년부터는 매매거래량 절벽이 나타날 가능성이 높다.

전국 아파트 매매 거래량 추이



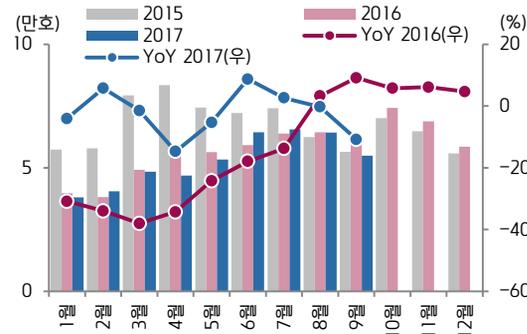
자료: 한국감정원, 키움증권

전국 아파트 월별 매매 거래량 추이



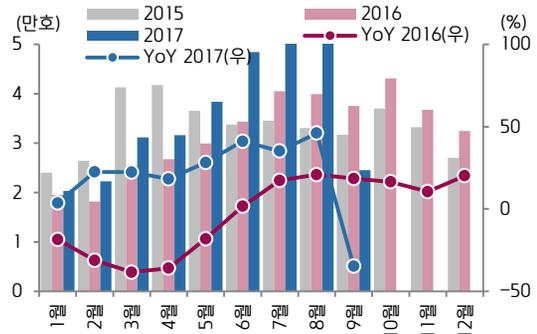
자료: 한국감정원, 키움증권

전국 아파트 매매 거래량 추이



자료: 한국감정원, 키움증권

서울+경기도 아파트 실거래량 추이

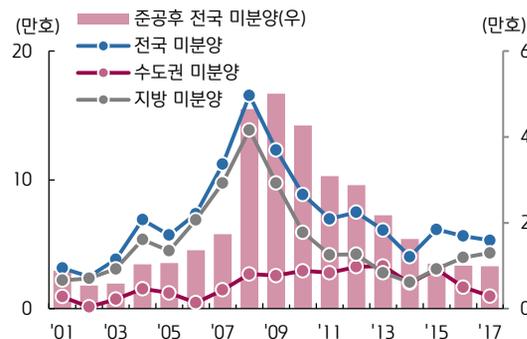


자료: 서울부동산정보광장, 경기도부동산포털, 키움증권

미분양 모니터링 강화 필요

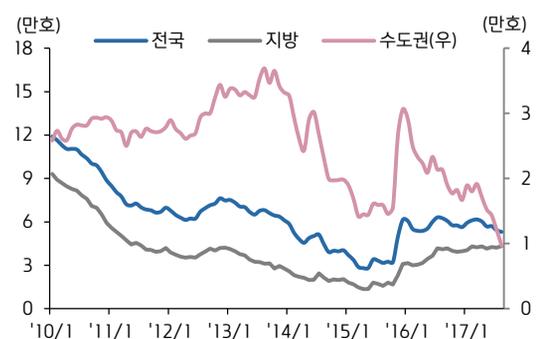
8월 전국 기준 전체 미분양 주택수는 전월 대비 2.1% 감소했다. 준공후 미분양 주택수는 1.3% 증가했지만 여전히 만실 아래로 유지되고 있다. 장기 시계열 상으로도 미분양 주택수는 역사적 하단에 위치해 있고, 악성 미분양으로 불리는 준공 후 미분양의 경우 여전히 감소 추세를 유지하고 있다. 아직은 우려할 수준은 아닌 것으로 판단된다. 서울과 수도권 지역은 감소추세를 유지하고 있지만, 지방은 증가 추세로 바뀌고 있다. 2015년 1월부터 올해 8월까지 116만호를 분양했다는 점을 감안하면 우려할 수준은 아닌 것으로 판단된다. 다만, 최근 집단대출 규제로 시중은행 주택담보대출 금리가 5%를 돌파하고 있어 내년부터는 미분양 주택수 증가에 대한 우려가 커지고 있다. 향후 미분양 주택수 추이에 대한 지속적인 모니터링이 필요한 시점이다.

미분양 추이



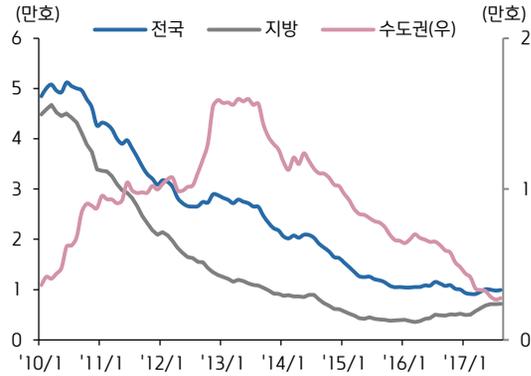
자료: 국토교통부, 키움증권

미분양 월간 추이



자료: 국토교통부, 키움증권

준공후 미분양 월간 추이



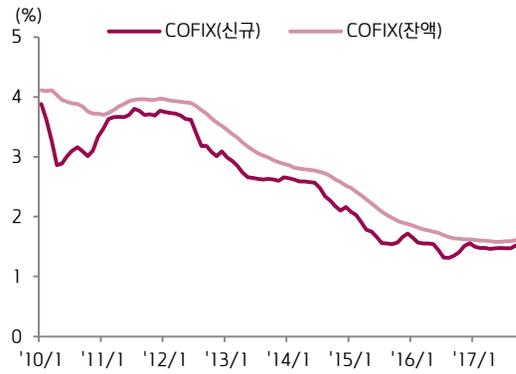
자료: 국토교통부, 키움증권

주택담보대출 금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권

COFIX 추이



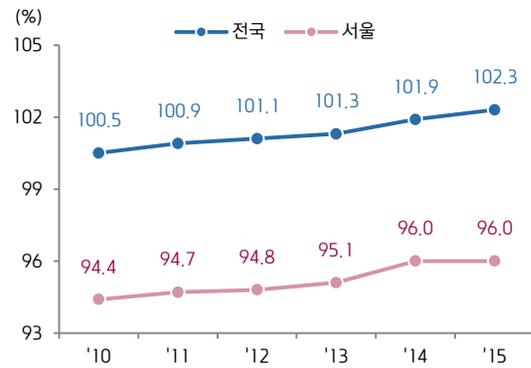
자료: 은행연합회, 키움증권

집단대출 금리 추이



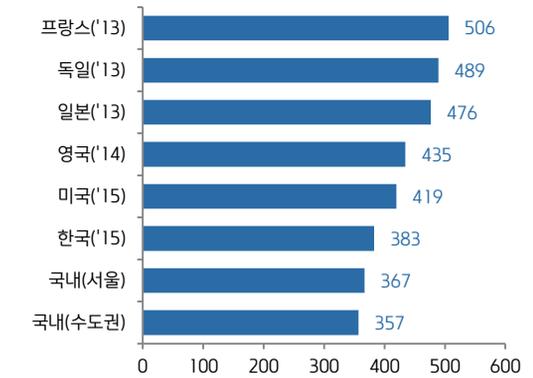
자료: 한국은행, 키움증권

신주택보급률 추이



자료: KOSIS, 키움증권

국가별 천인당 주택수



자료: KOSIS, 키움증권

>>> 주요 건설사 2017년 신규분양 현황

대우건설 2017년 신규분양 현황

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	5	일광자이푸르지오	지방	1,547	812	14.56:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	6	인천 구월 지웰시티 푸르지오	수도권	376	369	2.14:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.83:1)
대우건설	6	포항 두호 SK뷰 푸르지오	지방	1,321	638	1.77:1	청약 미달(순위내 1.91:1)
대우건설	6	울산 송정 지웰 푸르지오	지방	420	357	11.34:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	6	고덕 센트럴 푸르지오	서울	605	488	6.94:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	6	지축역 센트럴 푸르지오	수도권	852	503	16.34:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	7	장성 푸르지오	지방	1,500	1,436	3.94:1	전 타입 순위내 청약 마감(3.99:1)
대우건설	7	상계역 센트럴 푸르지오	서울	810	368	7.15:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	7	밀양강 푸르지오	지방	523	427	11.69:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	7	대신 2차 푸르지오	지방	415	313	257.99:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	10	동탄 레이크 자연& 푸르지오	수도권	704			
대우건설	11	의왕 장안지구 파크 2차 푸르지오	수도권	610			
대우건설	12	오릉 에듀포레 푸르지오	지방	1,531			

자료: APT2you, 대우건설, 키움증권

GS건설 2017년 신규분양 현황

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	올하자이힐스테이트	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	자이더블리지	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	7	신길센트럴자이	서울	1,008	350	56.87:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	7	DMC에코자이	서울	1,047	416	19.75:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	9	신반포센트럴자이	서울	757	98	168.08:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	9	다산자이 아이비플레이스	수도권	967	851	6.80:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	9	한강메트로자이2차	수도권	431	364	8.04:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	11	일산자이2차	수도권	802			
GS건설	11	광안자이	지방	971			
GS건설	11	속초자이	지방	874			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

삼성물산 2017년 신규분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
삼성물산	8	래미안 강남포레스트	서울	2,296	185	40.78:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼성물산	10	래미안 DMC 루센티아	서울	997	385	15.07:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼성물산	12	서초 우성1	서울	1,276			
삼성물산	12	신정2-1	서울	1,497			
삼성물산	12	송내1-2	수도권	832			

자료: APT2you, 삼성물산, 키움증권

현대산업개발그룹 2017년 신규분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
아이앤콘스	2	삼송3차 IPARK	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	541	3.79:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	고덕 센트럴 IPARK	서울	1,745	539	23.63:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	8	산성역 포레스티아	수도권	4,089	1,228	8.89:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	9	서초 센트럴 IPARK	서울	318	248	17.18:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	10	사가정 센트럴 IPARK	서울	1,505			
현대산업	10	부평 아이파크	수도권	256			
현대산업	11	수지 광교산 아이파크	수도권	537			
현대산업	11	서면 IPARK	지방	2,144			
현대산업	11	강릉 IPARK	지방	492			
현대산업	11	청주 가경2차 IPARK	지방	664			

자료: APT2you, 현대산업, 아이앤콘스, 키움증권

현대건설 & 현대엔지니어링 2017년 신규분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대건설	1	올하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
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
현대건설	10	고덕 아르테온	서울	4,066			
현대엔지니어링	10	힐스테이트 연제	지방	1,196			
현대건설	11	힐스테이트 클래시안	서울	1,476			
현대건설	11	하남 감일 포웰시티	수도권	2,603			
현대건설	12	김포 향산리	수도권	3,506			
현대건설	12	개포8단지	서울	1,996			
현대엔지니어링	12	개포8단지 공동주택	서울	1,804			

자료: APT2you, 현대건설, 현대엔지니어링, 키움증권

대림그룹 2017년 신규분양 현황

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 한솔시티	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	567	10.00:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	7	아크로 서울포레스트	서울	280	277	2.18:1	청약 미달(순위내 2.89:1)
삼호	7	e편한세상 오션테라스	지방	1,038	718	228.12:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼호	7	e편한세상 신봉담	수도권	898	784	0.47:1	청약 미달(순위내 0.59:1)
삼호	10	e편한세상 온수역	수도권	921			
대림산업	10	녹번역 e편한세상 캐슬	서울	2,441			
삼호	11	e편한세상 디오션시티2차	지방	423			
고려개발	11	e편한세상 강동 에코포레	서울	366			
고려개발	12	e편한세상 대전 에코포레	지방	2,267			

자료: APT2you, 대림산업, 삼호, 고려개발, 키움증권



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

현대산업 (012630)	BUY(Maintain)/목표주가 86,000원 주택 하향 사이클도 문제 없다!
대우건설 (047040)	BUY(Maintain)/목표주가 9,600원 풍부한 재료와 실적의 조화
현대건설 (000720)	Outperform(Maintain)/목표주가 55,000원 신용시장 수주가 필요하다!
GS건설 (006360)	Outperform(Maintain)/목표주가 40,000원 가장 강력한 실적 모멘텀 보유
대림산업 (000210)	BUY(Maintain)/목표주가 110,000원 기초 체력이 강해지다!

현대산업 (012630)

BUY(Maintain)

주가(10/24) 38,500원

목표주가 86,000원

내년부터 주택시장을 보수적으로 가정해도 1) 개발 및 운영형 사업 강화로 디벨로퍼 영역에 빠르게 접근하고 있고, 2) GTX 등 민자 SOC사업 활성화를 통해 시공 및 운영사업을 확대할 것으로 전망되며, 3) 약 2.4조원 규모의 광운대역세권 개발사업이 2019년 착공 및 분양 예정으로, 2020년 이후 주택부문의 하향 사이클로 진입 시 외형성장과 이익개선을 지속할 수 있을 것으로 판단된다. 목표주가 86,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (10/24)	2,490.49pt		
시가총액	29,023억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	51,500원	32,850원	
최고/최저가 대비 등락	-25.24%	17.20%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	11.6%	7.0%
	6M	-11.6%	-22.8%
	1Y	-22.7%	-36.4%

Company Data

발행주식수	75,384천주
일평균 거래량(3M)	341천주
외국인 지분율	43.83%
배당수익률(17.E)	1.82%
BP (17.E)	40,087원
주요 주주	정몽규 외8인 18.56%
	국민연금공단 9.98%

Price Trend



주택 하향 사이클도 문제 없다!

>>> 중장기적으로 안정적인 실적 전망

주택공급 계획은 2.5만세대로 전년대비 38.9% 증가했으며, 성공적인 분양시 2020년까지 주택부문 실적의 고성장이 기대된다. 3분기까지 약 8,600세대 분양했으며, 분양률은 90% 이상을 기록하고 있다. 사드 등 대외변수 불안감과 신규 면세점 출혈 경쟁 속에서도 면세점은 3분기 약 20~30억 원 수준의 흑자를 기록할 것으로 예상된다. 더불어 면세점 오픈에 따른 traffic 증가로 1) 기존 임차인들의 매출액 및 임대료율 상승에 따른 임대료 증가, 2) 매장 교체 수요 증가, 3) 리모델링 부분증축 오픈으로 임대수의 증가 등 아파크몰의 실적 개선 및 자산가치 증대가 전망된다.

>>> 공격적인 운영형 자산 확보 기대

아산스파비스, 정선리조트, 양지 물류창고 등 운영형 자산들도 중장기적으로 개선추세가 이어질 전망이다. 연말까지 약 800억원을 서울춘천고속도로와 울산신항만 등에 추가투자하면서 지분투자 SOC 사업도 강화할 예정이다. 현재 2.9조원의 운영자산을 2020년까지 4조원으로 늘릴 계획이며, 리테일을 강화하고 운영형 자산 확보를 위해 올해 2,000억원의 출자를 비롯해 꾸준히 신규 투자를 집행 중이다.

>>> 드디어 시작되는 GTX

내년부터 주택시장의 불확실성이 확대된다고 가정해도 1) 개발 및 운영형 사업 강화로 디벨로퍼 영역에 빠르게 접근하고 있고, 2) GTX 등 민자SOC 사업 활성화를 통해 시공 및 운영사업을 확대해 갈 것으로 전망되며, 3) 2.4조원 규모의 광운대역세권 개발사업이 2019년 착공 및 분양에 들어갈 예정으로, 2020년 이후 주택부문 하향 사이클 진입 시 외형성장과 이익개선을 지속할 수 있을 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	46,026	47,499	54,120	56,901	60,811
영업이익(억원)	3,895	5,172	5,810	6,070	6,263
EBITDA(억원)	4,321	5,588	6,194	6,454	6,646
세전이익(억원)	3,243	4,595	5,704	6,064	6,306
순이익(억원)	2,386	3,310	4,203	4,408	4,616
지배주주지분순이익(억원)	2,168	3,067	4,154	4,179	4,440
EPS(원)	2,876	4,069	5,510	5,544	5,890
증감율(%YoY)	214.9	41.5	35.4	0.6	6.2
PER(배)	13.5	11.0	7.0	6.9	6.5
PBR(배)	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.8	6.4	4.7	3.6	3.0
영업이익률(%)	8.5	10.9	10.7	10.7	10.3
ROE(%)	9.6	12.3	15.4	14.1	13.2
순부채비율(%)	30.8	2.0	-5.0	-21.4	-28.8

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	46,026	47,499	54,120	56,901	60,811
매출원가	38,063	38,547	44,556	46,913	50,434
매출총이익	7,963	8,952	9,563	9,988	10,377
판매비및일반관리비	4,068	3,779	3,753	3,918	4,114
영업이익(보고)	3,895	5,172	5,810	6,070	6,263
영업이익(핵심)	3,895	5,172	5,810	6,070	6,263
영업외손익	-652	-577	-106	-7	44
이자수익	265	309	383	504	600
배당금수익	11	48	7	27	17
외환이익	134	118	153	135	144
이자비용	645	472	482	484	484
외환손실	139	151	202	142	135
관계기업지분손익	24	-58	120	134	155
투자및기타자산처분손익	370	14	38	26	23
금융상품평가및기타금융이익	0	0	2	1	1
기타	-673	-384	-125	-208	-276
법인세차감전이익	3,243	4,595	5,704	6,064	6,306
법인세비용	857	1,286	1,501	1,656	1,690
유효법인세율 (%)	26.4%	28.0%	26.3%	27.3%	26.8%
당기순이익	2,386	3,310	4,203	4,408	4,616
지배주주지분순이익(억원)	2,168	3,067	4,154	4,179	4,440
EBITDA	4,321	5,588	6,194	6,454	6,646
현금순이익(Cash Earnings)	2,811	3,726	4,587	4,791	5,000
수정당기순이익	2,114	3,299	4,173	4,388	4,599
증감률(% YoY)					
매출액	2.8	3.2	13.9	5.1	6.9
영업이익(보고)	72.9	32.8	12.3	4.5	3.2
영업이익(핵심)	72.9	32.8	12.3	4.5	3.2
EBITDA	61.7	29.3	10.8	4.2	3.0
지배주주지분 당기순이익	214.9	41.5	35.4	0.6	6.2
EPS	214.9	41.5	35.4	0.6	6.2
수정순이익	154.4	56.1	26.5	5.2	4.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	10,284	8,398	5,056	8,301	7,283
당기순이익	3,243	4,595	4,898	4,408	4,616
감가상각비	411	402	371	370	370
무형자산상각비	15	14	13	13	13
외환손익	-35	14	51	7	-9
자산처분손익	-371	-13	-38	-26	-23
지분법손익	-24	58	-120	-134	-155
영업활동자산부채 증감	5,404	3,164	295	3,556	2,330
기타	1,642	164	-414	107	140
투자활동현금흐름	-643	-890	-1,031	-2,222	-3,151
투자자산의 처분	-373	-337	208	23	9
유형자산의 처분	1	8	28	14	14
유형자산의 취득	-239	-498	-1,407	-2,000	-2,800
무형자산의 처분	-9	-15	0	0	0
기타	-26	-49	150	-260	-374
재무활동현금흐름	-6,645	-1,458	-1,646	-491	-491
단기차입금의 증가	-8,627	-2,767	-63	0	0
장기차입금의 증가	2,216	1,738	448	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-246	-398	-491	-491	-491
기타	12	-32	-1,540	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,998	6,045	2,383	5,589	3,642
기초현금및현금성자산	2,479	5,477	11,522	13,906	19,494
기말현금및현금성자산	5,477	11,522	13,906	19,494	23,136
Gross Cash Flow	5,519	6,296	6,828	6,970	7,171
Op Free Cash Flow	8,447	6,792	3,553	6,352	4,497

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	34,094	36,452	36,449	40,879	43,745
현금및현금성자산	5,477	11,522	13,906	19,494	23,136
유동금융자산	1,944	1,879	1,717	1,649	1,531
매출채권및유동채권	11,677	10,702	9,664	9,483	9,969
재고자산	9,977	7,680	6,750	5,903	4,757
기타유동비금융자산	5,019	4,668	4,412	4,349	4,351
비유동자산	21,007	21,394	23,481	26,073	30,082
장기매출채권및기타비유동채권	26	27	25	26	28
투자자산	7,943	8,059	8,052	8,099	8,210
유형자산	8,445	8,510	10,030	12,314	15,836
무형자산	146	159	162	162	162
기타비유동자산	4,447	4,639	5,212	5,472	5,846
자산총계	55,101	57,846	59,930	66,951	73,826
유동부채	20,195	22,640	22,940	25,337	26,890
매입채무및기타유동채무	5,838	5,919	5,819	6,118	6,539
단기차입금	5,198	5,449	5,822	5,822	5,822
유동성장기차입금	2,035	2,005	1,851	1,851	1,851
기타유동부채	7,124	9,266	9,448	11,545	12,679
비유동부채	10,196	7,657	7,881	8,589	9,785
장기매입채무및비유동채무	37	35	32	34	36
사채및장기차입금	4,910	3,361	3,517	3,517	3,517
기타비유동부채	5,249	4,262	4,332	5,038	6,231
부채총계	30,391	30,297	30,822	33,925	36,675
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	25,030	28,742	32,714
기타자본	-941	-981	-2,534	-2,534	-2,534
지배주주지분자본총계	23,576	26,220	27,840	31,552	35,252
비지배주주지분자본총계	1,134	1,329	1,268	1,474	1,627
자본총계	24,710	27,549	29,109	33,026	37,152
순차입금	7,606	543	-1,468	-7,057	-10,699
총차입금	13,083	12,065	12,438	12,438	12,438

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,876	4,069	5,510	5,544	5,890
BPS	32,386	35,893	40,087	45,010	50,280
주당EBITDA	5,732	7,413	8,217	8,561	8,816
CFPS	13,642	11,140	6,707	11,012	9,661
DPS	500	700	700	700	700
주가배수(배)					
PER	13.5	11.0	7.0	6.9	6.5
PBR	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.8	6.4	4.7	3.6	3.0
PCFR	10.4	9.1	6.3	6.1	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.5	10.9	10.7	10.7	10.3
영업이익률(핵심)	8.5	10.9	10.7	10.7	10.3
EBITDA margin	9.4	11.8	11.4	11.3	10.9
순이익률	5.2	7.0	7.8	7.7	7.6
자기자본이익률(ROE)	9.6	12.3	15.4	14.1	13.2
투자자본이익률(ROIC)	10.4	18.2	24.7	26.9	27.9
안정성(%)					
부채비율	123.0	110.0	105.9	102.7	98.7
순차입금비율	30.8	2.0	-5.0	-21.4	-28.8
이자보상배율(배)	6.0	11.0	12.0	12.5	12.9
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	4.2	5.3	5.9	6.3
재고자산회전율	3.7	5.4	7.5	9.0	11.4
매입채무회전율	7.6	8.1	9.2	9.5	9.6

대우건설 (047040)

BUY(Maintain)

주가(10/24) 7,310원

목표주가 9,600원

동사는 1분기와 2분기 모두 어닝 서프라이즈를 기록했으며, 3분기 역시 양호한 실적이 전망된다. 작년 4분기 빅배스 이후 연간 영업이익 1조원까지 바라보는 강력한 실적 개선 모멘텀과 기대 이상의 해외 수주 가능성, 성공적인 베트남 신도시 사업의 실적 반영 본격화, 세계 굴지의 회사들이 언급되는 매각 모멘텀까지 보유한 동사를 최선호주로 제시한다. 목표주가 9,600원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (10/24)	2,490.49pt		
시가총액	30,382억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	8,190원	5,080원	
최고/최저가 대비 등락	-10.74%	43.90%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	4.3%	0.0%
	6M	1.2%	-11.6%
	1Y	11.3%	-8.5%

Company Data

발행주식수	415,623천주
일평균 거래량(3M)	1,225천주
외국인 지분율	12.45%
배당수익률(17.E)	0.00%
BP (17.E)	6,586원
주요 주주	산업은행 외1인 50.75%
	금호타이어 외1인 6.59%

Price Trend



풍부한 재료와 실적의 조화

>>> 하반기부터 베트남 실적 반영

동사는 1분기와 2분기 모두 어닝 서프라이즈를 기록했으며, 3분기 역시 양호한 실적이 전망된다. 카타르와 주변국의 단교 사태로 동사의 카타르 현장에 대한 원가율 상승의 리스크가 존재하지만, 베트남 사업의 수익이 인식될 것으로 전망돼 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상된다.

>>> 풍부한 모멘텀 보유

동사는 그동안 상대적으로 EPC 약자로 평가되어왔다. 하지만 1) 12월 경 오만 두쿰 패키지 1의 본계약을 앞두고 있으며, 2) 나이지리아 석유화학 플랜트, 동남아/서남아시아 토목공사 등을 파이프라인으로 보유하고 있어, 연간 해외수주 목표 2조원은 달성할 가능성이 높다. 성공적으로 진행 중인 베트남 신도시 프로젝트의 실적 반영과 인수후보로 세계 굴지의 회사들이 언급되는 매각 이슈 등 풍부한 모멘텀도 보유하고 있다. 주택부문의 안정적인 실적과 해외부문 정상화에 따른 본격적인 펀더멘털 개선, 해외수주 증가, 해외 신도시 개발 역량 확보, 매각 모멘텀 등 상승여력은 충분하다는 판단이다.

>>> 최선호주 유지

작년 4분기 빅배스 이후 연간 영업이익의 1조원까지 바라보는 강력한 실적 개선 모멘텀과 기대 이상의 해외 수주 가능성, 매각 모멘텀까지 보유한 동사를 최선호주로 제시한다. 매각 관련 예비입찰 마감은 11월 13일로 산업은행이 보유한 50.75%가 매각대상 주식이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	98,900	111,059	118,850	118,450	117,437
보고영업이익(억원)	1,689	-4,672	9,274	8,888	8,260
핵심영업이익(억원)	1,689	-4,672	9,274	8,888	8,260
EBITDA(억원)	2,406	-3,707	10,267	9,881	9,253
세전이익(억원)	1,195	-10,111	7,994	8,247	7,731
순이익(억원)	1,046	-7,549	6,339	6,433	6,030
지배주주지분순이익(억원)	1,059	-7,358	6,351	6,381	6,010
EPS(원)	255	-1,770	1,528	1,535	1,446
증감율(%YoY)	-20.0	적전	흑전	0.5	-5.8
PER(배)	22.0	-2.9	4.8	4.8	5.1
PBR(배)	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	18.2	-11.0	4.3	4.1	4.0
보고영업이익률(%)	1.7	-4.2	7.8	7.5	7.0
핵심영업이익률(%)	1.7	-4.2	7.8	7.5	7.0
ROE(%)	3.9	-30.9	27.2	21.6	16.8
순부채비율(%)	71.6	93.5	51.6	29.8	15.2

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	98,900	111,059	118,850	118,450	117,437
매출원가	93,312	110,109	105,789	105,322	104,672
매출충이익	5,588	951	13,061	13,128	12,765
판매비및일반관리비	3,899	5,623	3,787	4,240	4,505
영업이익(보고)	1,689	-4,672	9,274	8,888	8,260
영업이익(핵심)	1,689	-4,672	9,274	8,888	8,260
영업외손익	-495	-5,439	-1,280	-641	-530
이자수익	215	249	530	832	1,060
배당금수익	43	7	57	36	33
외환이익	857	1,153	1,542	1,184	1,293
이자비용	972	931	1,169	1,274	1,274
외환손실	871	1,281	1,350	1,167	1,266
관계기업지분손익	-191	-64	-247	-135	-149
투자및기타자산처분손익	346	104	100	106	103
금융상품평가및기타금융이익	870	480	-145	119	-26
기타	-791	-5,155	-597	-341	-303
법인세차감전이익	1,195	-10,111	7,994	8,247	7,731
법인세비용	148	-2,562	1,655	1,814	1,701
유효법인세율 (%)	12.4%	25.3%	20.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,046	-7,549	6,339	6,433	6,030
지배주주지분손이익(억원)	1,059	-7,358	6,351	6,381	6,010
EBITDA	2,406	-3,707	10,267	9,881	9,253
현금순이익(Cash Earnings)	1,763	-6,584	7,332	7,426	7,023
수정당기순이익	-19	-7,985	6,366	6,257	5,970
증감율(% YoY)					
매출액	-1.1	12.3	7.0	-0.3	-0.9
영업이익(보고)	-60.4	적전	흑전	-4.2	-7.1
영업이익(핵심)	-60.4	적전	흑전	-4.2	-7.1
EBITDA	-50.4	적전	흑전	-3.8	-6.4
지배주주지분 당기순이익	-20.0	적전	흑전	0.5	-5.8
EPS	-20.0	적전	흑전	0.5	-5.8
수정순이익	적전	적지	흑전	-1.7	-4.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,851	3,588	7,993	5,521	5,094
당기순이익	1,046	-7,549	6,339	6,433	6,030
감가상각비	617	879	918	910	910
무형자산상각비	100	87	76	83	83
외환손익	258	1,373	-177	-16	-27
자산처분손익	-793	-238	-93	-106	-103
지분법손익	191	64	247	135	149
영업활동자산부채 증감	3,818	5,968	-2,214	-4,433	-4,384
기타	1,614	3,004	2,897	2,515	2,437
투자활동현금흐름	-5,411	-2,618	-2,800	-1,627	-1,170
투자자산의 처분	-495	-520	-3,127	-988	-731
유형자산의 처분	64	64	52	40	40
유형자산의 취득	-4,406	-2,736	-525	-486	-486
무형자산의 처분	-53	-41	0	0	0
기타	-522	614	827	-193	8
재무활동현금흐름	689	1,745	-3,762	-0	-0
단기차입금의 증가	211	1,739	-3,764	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	2	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,134	2,777	1,433	3,893	3,925
기초현금및현금성자산	3,257	5,390	8,168	9,601	13,494
기말현금및현금성자산	5,390	8,168	9,601	13,494	17,419
Gross Cash Flow	3,466	-1,602	10,608	10,351	9,723
Op Free Cash Flow	1,555	668	5,609	3,006	2,565

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,004	63,590	72,248	81,595	90,728
현금및현금성자산	5,390	8,168	9,601	13,494	17,419
유동금융자산	2,488	2,926	4,413	5,263	5,999
매출채권및유동채권	32,979	29,376	31,276	30,372	29,359
재고자산	12,930	12,393	13,263	13,218	13,105
기타유동비금융자산	12,216	10,727	13,695	19,248	24,846
비유동자산	34,633	36,112	35,220	35,160	34,680
장기매출채권및기타비유동채권	4,153	4,174	4,293	4,366	4,363
투자자산	10,602	11,899	12,249	12,388	12,382
유형자산	9,363	7,313	6,462	5,998	5,535
무형자산	1,203	867	849	849	849
기타비유동자산	9,311	11,860	11,366	11,559	11,551
자산총계	100,637	99,702	107,467	116,755	125,408
유동부채	46,740	66,085	66,578	67,598	68,423
매입채무및기타유동채무	18,875	26,653	29,712	30,372	30,904
단기차입금	7,692	14,353	11,517	11,517	11,517
유동성장기차입금	3,734	8,201	7,074	7,074	7,074
기타유동부채	16,440	16,879	18,275	18,636	18,928
비유동부채	25,964	12,919	14,169	16,003	17,803
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	9,465	1,464	2,792	2,792	2,792
기타비유동부채	16,499	11,454	11,377	13,212	15,011
부채총계	72,704	79,003	80,747	83,602	86,226
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	2,714	9,095	15,105
기타자본	-2,501	-2,332	-2,635	-2,635	-2,635
지배주주지분자본총계	27,355	20,316	26,355	32,736	38,747
비지배주주지분자본총계	578	383	365	416	436
자본총계	27,933	20,699	26,720	33,153	39,183
순차입금	20,000	19,350	13,782	9,889	5,964
총차입금	25,390	27,517	23,383	23,383	23,383

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	255	-1,770	1,528	1,535	1,446
BPS	6,827	5,133	6,586	8,121	9,567
주당EBITDA	579	-892	2,470	2,377	2,226
CFPS	1,648	863	1,923	1,328	1,226
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	22.0	-2.9	4.8	4.8	5.1
PBR	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.2	-11.0	4.3	4.1	4.0
PCFR	13.2	-3.2	4.1	4.1	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	-4.2	7.8	7.5	7.0
영업이익률(핵심)	1.7	-4.2	7.8	7.5	7.0
EBITDA margin	2.4	-3.3	8.6	8.3	7.9
순이익률	1.1	-6.8	5.3	5.4	5.1
자기자본이익률(ROE)	3.9	-30.9	27.2	21.6	16.8
투자자본이익률(ROIC)	3.2	-10.4	30.2	27.2	22.5
안정성(%)					
부채비율	260.3	381.7	302.2	252.2	220.1
순차입금비율	71.6	93.5	51.6	29.8	15.2
이자보상배율(배)	1.7	N/A	7.9	7.0	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	3.6	3.9	3.8	3.9
재고자산회전율	7.8	8.8	9.3	8.9	8.9
매입채무회전율	6.7	4.9	4.2	3.9	3.8

현대건설 (000720)

BUY(Maintain)

주가(10/24) 40,050원

목표주가 55,000원

동사는 해외 주요 파이프라인이 4분기에 집중되어 있다. 결국 신항시장의 매출 증가 및 수익성 개선이 중요하다. 현재 연결 해외 수주잔고 40조원 중 약 12조원이 마차공으로 잠겨있다. 해외부문 매출과 수익성 개선을 위해서는 베네수엘라 메인패키지가 착공에 들어가야 한다. 동사의 경우 베네수엘라 메인패키지가 착공에 돌입한다면 re-rating이 본격화 될 것으로 판단된다. 목표주가 55,000원과 투자이견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (10/24)	2,490.49pt		
시가총액	44,598억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	51,300원	36,350원	
최고/최저가 대비 등락	-21.93%	10.18%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	7.1%	2.7%
	6M	-19.3%	-29.5%
	1Y	-7.3%	-23.8%

Company Data

발행주식수	111,356천주
일평균 거래량(3M)	408천주
외국인 지분율	31.28%
배당수익률(17.E)	1.25%
BP (17.E)	59,999원
주요 주주	현대차(주) 외3인 34.91%
	국민연금공단 10.70%

Price Trend



신항시장 수주가 필요하다!

>>> 신항시장 매출 비중 증가가 중요

3분기까지도 해외수주가 부진했지만, 주요 파이프라인이 4분기에 집중되어 있다. 결국 해외수주에 대한 우려보다는, 해외 원가율 개선을 위한 신항시장 매출비중 증가 여부가 보다 중요한 점검 요인이다. 다행히 우즈벡 GTL과 러시아 비료공장의 착공이 시작됐으며, 내년부터는 본격적인 매출이 기대된다. 다만, 여전히 베네수엘라 메인패키지의 착공이 지연되고 있는 부분은 아쉽다.

>>> 반포주공 1단지를 수주하다!

내년부터 보수적으로 주택시장의 불확실성이 확대된다고 가정할 경우, 2019년에는 1) 내년 초 착공 예정인 약 3조원 규모의 GBC 공정률 증가로 본격적인 매출인식이 기대되며, 2) 2.6조원 규모의 반포주공 1단지가 시작되는 시점이기 때문에 2021년까지는 국내 부문 매출 성장은 가능할 것으로 판단된다. 다만, 지금 보여주고 있는 국내 부문 수익성 대비 악화될 가능성이 높다.

>>> 베네수엘라가 돌아야 re-rating 가능

결국 해외부문의 매출 증가 및 수익성 개선이 중요한 포인트다. 현재 연결 해외 수주잔고 40조원 중 약 12조원이 마차공으로 잠겨있다. 내년에 공사중단비용을 리비아 정부가 부담하겠다는 조건으로 리비아 공사들이 재개된다는 점은 긍정적이지만, 결국 해외부문 매출과 수익성 개선을 위해서는 대규모 프로젝트인 베네수엘라 메인패키지가 착공에 들어가야 한다. 동사의 경우 베네수엘라 메인패키지가 착공에 돌입한다면 re-rating이 본격화 될 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	192,332	188,250	178,677	197,851	203,110
보고영업이익(억원)	10,893	11,590	11,369	12,003	12,692
핵심영업이익(억원)	10,893	11,590	11,369	12,003	12,692
EBITDA(억원)	12,851	13,494	13,309	13,946	14,636
세전이익(억원)	8,981	9,815	9,136	10,395	11,269
순이익(억원)	6,638	7,317	6,867	7,858	8,550
지배주주지분순이익(억원)	4,210	5,721	4,934	5,832	6,033
EPS(원)	3,777	5,133	4,427	5,233	5,413
증감율(%YoY)	27.1	35.9	-13.8	18.2	3.4
PER(배)	7.6	8.3	9.0	7.7	7.4
PBR(배)	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	4.3	5.2	5.0	4.7	4.3
보고영업이익률(%)	5.7	6.2	6.4	6.1	6.2
핵심영업이익률(%)	5.7	6.2	6.4	6.1	6.2
ROE(%)	7.6	9.5	7.6	8.4	8.0
순부채비율(%)	8.7	5.1	2.8	-0.4	-4.6

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	192,332	188,250	178,677	197,851	203,110
매출원가	175,081	168,953	159,257	177,158	181,252
매출총이익	17,250	19,297	19,420	20,693	21,858
판매비및일반관리비	6,357	7,708	8,051	8,690	9,166
영업이익(보고)	10,893	11,590	11,369	12,003	12,692
영업이익(핵심)	10,893	11,590	11,369	12,003	12,692
영업외손익	-1,912	-1,775	-2,233	-1,608	-1,424
이자수익	709	788	924	1,042	1,244
배당금수익	28	14	64	39	51
외환이익	2,792	3,247	3,309	3,278	3,294
이자비용	1,031	871	719	713	713
외환손실	2,588	2,473	3,759	3,116	3,260
관계기업지분손익	234	-62	-56	-32	-44
투자및기타자산처분손익	363	-115	4	-56	-26
금융상품평가및기타금융이익	-2	1	2	2	2
기타	-2,418	-2,303	-2,002	-2,052	-1,973
법인세차감전이익	8,981	9,815	9,136	10,395	11,269
법인세비용	2,344	2,498	2,269	2,536	2,719
유효법인세율 (%)	26.1%	25.4%	24.8%	24.4%	24.1%
당기순이익	6,638	7,317	6,867	7,858	8,550
지배주주지분손이익(억원)	4,210	5,721	4,934	5,832	6,033
EBITDA	12,851	13,494	13,309	13,946	14,636
현금순이익(Cash Earnings)	8,596	9,222	8,806	9,801	10,493
수정당기순이익	6,371	7,402	6,866	7,903	8,572
증감률(% YoY)					
매출액	11.3	-2.1	-5.1	10.7	2.7
영업이익(보고)	31.4	6.4	-1.9	5.6	5.7
영업이익(핵심)	31.4	6.4	-1.9	5.6	5.7
EBITDA	30.7	5.0	-1.4	4.8	4.9
지배주주지분 당기순이익	27.1	35.9	-13.8	18.2	3.4
EPS	27.1	35.9	-13.8	18.2	3.4
수정순이익	34.6	16.2	-7.2	15.1	8.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,960	10,865	9,187	8,455	9,747
당기순이익	6,638	7,317	6,975	7,858	8,550
감가상각비	1,241	1,362	1,362	1,358	1,358
무형자산상각비	717	543	577	585	585
외환손익	-101	-339	128	-162	-34
자산처분손익	-363	115	-4	56	26
지분법손익	-234	62	56	32	44
영업활동자산부채 증감	-6,685	-2,922	-3,595	-5,514	-4,900
기타	4,748	4,727	3,688	4,242	4,118
투자활동현금흐름	-11,738	-7,752	-4,995	-5,093	-4,945
투자자산의 처분	-9,892	-6,337	-4,355	-3,633	-4,341
유형자산의 처분	147	42	155	157	157
유형자산의 취득	-1,865	-1,787	-429	-437	-437
무형자산의 처분	-98	-86	0	0	0
기타	-67	384	-348	-1,179	-323
재무활동현금흐름	307	-1,769	-2,447	-557	-557
단기차입금의 증가	-3,565	-2,726	-814	0	0
장기차입금의 증가	4,938	2,042	0	0	0
자본의 증가	26	0	0	0	0
배당금지급	-1,091	-1,084	-1,634	-557	-557
기타	0	-0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-5,450	1,526	810	2,805	4,246
기초현금및현금성자산	25,424	19,974	21,500	22,361	25,166
기말현금및현금성자산	19,974	21,500	22,361	25,166	29,412
Gross Cash Flow	14,307	15,931	15,397	16,086	16,804
Op Free Cash Flow	1,361	5,751	6,461	5,066	6,237

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	142,284	149,379	146,903	163,940	175,089
현금및현금성자산	19,974	21,500	22,361	25,166	29,412
유동금융자산	12,411	18,541	21,638	24,353	28,461
매출채권및유동채권	74,905	71,220	68,578	75,391	77,674
재고자산	13,286	11,994	11,844	12,855	13,329
기타유동비금융자산	21,709	26,125	22,482	26,176	26,214
비유동자산	51,217	49,355	50,469	51,919	51,534
장기매출채권및기타비유동채권	4,202	4,136	3,901	4,320	4,435
투자자산	10,355	12,012	13,590	14,520	14,775
유형자산	17,542	14,981	14,107	13,029	11,952
무형자산	8,573	8,103	7,884	7,884	7,884
기타비유동자산	10,544	10,123	10,986	12,165	12,488
자산총계	193,501	198,734	197,372	215,859	226,624
유동부채	85,753	87,496	83,178	91,896	93,900
매입채무및기타유동채무	51,080	51,611	48,208	53,808	55,018
단기차입금	1,985	1,634	1,944	1,944	1,944
유동성장기차입금	287	287	726	726	726
기타유동부채	32,401	33,964	32,301	35,418	36,212
비유동부채	33,842	29,992	28,095	30,564	31,332
장기매입채무및비유동채무	182	434	424	470	482
사채및장기차입금	21,999	19,717	18,100	18,100	18,100
기타비유동부채	11,661	9,841	9,570	11,993	12,749
부채총계	119,595	117,488	111,273	122,460	125,232
자본금	5,573	5,573	5,573	5,573	5,573
주식발행초과금	2,875	2,875	2,875	2,875	2,875
이익잉여금	40,872	46,218	50,270	55,671	61,276
기타자본	7,883	8,625	8,154	8,154	8,154
지배주주지분자본총계	57,203	63,290	66,871	72,272	77,877
비지배주주지분자본총계	16,703	17,956	19,227	21,127	23,515
자본총계	73,906	81,246	86,098	93,399	101,392
순차입금	6,397	4,138	2,409	-396	-4,642
총차입금	26,371	25,638	24,770	24,770	24,770

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,777	5,133	4,427	5,233	5,413
BPS	51,324	56,786	59,999	64,844	69,873
주당EBITDA	11,531	12,107	11,941	12,513	13,131
CFPS	5,347	9,749	8,243	7,586	8,746
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	7.6	8.3	9.0	7.7	7.4
PBR	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.3	5.2	5.0	4.7	4.3
PCFR	3.7	5.2	5.1	4.6	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.7	6.2	6.4	6.1	6.2
영업이익률(핵심)	5.7	6.2	6.4	6.1	6.2
EBITDA margin	6.7	7.2	7.4	7.0	7.2
순이익률	3.5	3.9	3.8	4.0	4.2
자기자본이익률(ROE)	7.6	9.5	7.6	8.4	8.0
투자자본이익률(ROIC)	15.6	17.2	17.1	17.1	17.9
안정성(%)					
부채비율	161.8	144.6	129.2	131.1	123.5
순차입금비율	8.7	5.1	2.8	-0.4	-4.6
이자보상배율(배)	10.6	13.3	15.8	16.8	17.8
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7
재고자산회전율	14.4	14.9	15.0	16.0	15.5
매입채무회전율	3.9	3.7	3.6	3.9	3.7

GS건설 (006360)

BUY(Maintain)

주가(10/24) 27,600원

목표주가 40,000원

현안 프로젝트 중 남은 현장은 1) PP-12가 연내 마무리를 목표로 하자보수 중이며, 2) KOC Wara는 체인지오더 협상 중으로 연내 마무리 할 계획이다. 연내 마무리 될 것으로 보여 해외부문 추가 손실에 대한 리스크는 완화될 전망이다. 국내 부문은 양호한 신규분양 실적과 신규수주가 지속되고 있다. 반포 1지구 실패 이후 한신4지구를 수주하며 여전히 재건축 시장의 맹주임을 입증했다. 목표주가 390,000원과 투자이견 Buy를 유지한다.

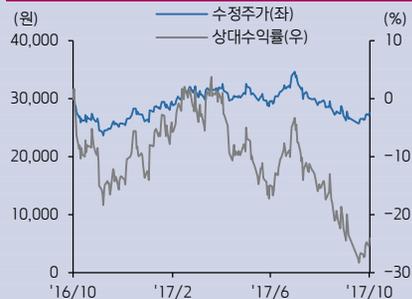
Stock Data

KOSPI (10/24)	2,490.49pt		
시가총액	19,782억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	34,600원	23,650원	
최고/최저가 대비 등락	-20.23%	16.70%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.8%	-2.3%
	6M	-13.1%	-24.1%
	1Y	-7.7%	-24.1%

Company Data

발행주식수	71,675천주	
일평균 거래량(3M)	519천주	
외국인 지분율	12.46%	
배당수익률(17.E)	0.00%	
BP (17.E)	47,450원	
주요 주주	허창수 외18인	28.67%
	국민연금공단	12.25%

Price Trend



가장 강력한 실적 모멘텀 보유

>>> 현안 프로젝트 마무리 단계

현안 프로젝트 중 상반기까지 IRP2, RRE, 라빅2 UO1/CP3&4, NSRP 현장이 MC 승인 및 PAC 수령으로 준공됐다. 3분기에는 추가적으로 KNPC NLTF 현장의 총 10개 유닛 모두 9월 MC 승인을 받아 마무리됐다. 남은 현장은 1) PP-12가 연내 마무리를 목표로 하자보수 중이며, 2) KOC Wara는 체인지오더 협상 중으로 연내 마무리 할 계획이다.

>>> 여전히 재건축 시장의 맹주

국내 부문은 양호한 신규분양 실적과 신규수주가 지속되고 있다. 주택은 작년 분양한 3개의 장기미착공 현장들의 계약률이 90% 후반대를 기록하고 있고, 상반기 분양한 오산시 티자이2차 역시 90% 이상의 분양률을 기록하고 있다. 양호한 주택마진은 당분간 지속 가능할 것으로 판단된다. 특히, 3분기까지 20,616세대를 분양하며 연간 목표 대비 73.6% 달성해 대형사 중 유일하게 목표 대비 50%를 넘겼다. 반포주공 1단지 수주 실패로 3분기 실적이 기대치에 미치지 못할 전망이지만, 약 1조원 규모의 한신4지구 재건축 수주에 성공하면서 재건축시장에서의 경쟁력을 다시 한번 입증해 시장의 우려를 불식시켰다.

>>> 해외 수주가 필요하다!

남아있는 현안 프로젝트들은 연내 마무리 될 것으로 보여 해외부문 추가 손실에 대한 리스크는 완화될 전망이다. 다만, 오만 두쿰 수주 실패와 바레인 밥코 수주 가능성이 낮아지면서 해외수주 목표 달성에 어려움을 겪을 수 있다. 연내 가능성이 높은 해외수주 파이프라인은 보츠와나 6.5억불 잔고인식과 투르크메니스탄 정유 3억불, 사우디 가스압축시설 10억불, 태국 LNG터미널 5000억원 등이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	105,726	110,356	119,470	123,441	123,082
영업이익(억원)	1,221	1,430	3,274	5,503	6,298
EBITDA(억원)	2,055	2,108	3,860	6,085	6,880
세전이익(억원)	313	213	342	3,742	4,656
순이익(억원)	295	-204	34	2,835	3,588
지배주주지분순이익(억원)	261	-258	9	2,734	3,473
EPS(원)	367	-363	12	3,814	4,846
증감율(%YoY)	흑전	적전	흑전	31,035.2	27.1
PER(배)	53.8	-73.0	2,253.1	7.2	5.7
PBR(배)	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	12.5	14.6	9.8	6.0	4.6
영업이익률(%)	1.2	1.3	2.7	4.5	5.1
ROE(%)	0.8	-0.8	0.0	7.9	9.2
순부채비율(%)	33.0	33.5	50.8	42.6	26.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	105,726	110,356	119,470	123,441	123,082
매출원가	100,250	105,474	111,785	113,865	112,476
매출충이익	5,476	4,882	7,685	9,576	10,606
판매비및일반관리비	4,255	3,453	4,412	4,074	4,308
영업이익(보고)	1,221	1,430	3,274	5,503	6,298
영업이익(핵심)	1,221	1,430	3,274	5,503	6,298
영업외손익	-908	-1,216	-2,932	-1,760	-1,642
이자수익	425	449	410	419	508
배당금수익	6	46	29	38	33
외환이익	2,399	2,737	2,651	2,347	2,158
이자비용	1,189	1,265	1,646	1,699	1,699
외환손실	3,045	2,511	2,936	2,397	2,466
관계기업지분손익	2,929	30	60	45	52
투자및기타자산처분손익	-144	-123	-116	-119	-117
금융상품평가및기타금융이익	-773	-218	549	216	432
기타	-1,516	-363	-1,933	-610	-543
법인세차감전이익	313	213	342	3,742	4,656
법인세비용	18	418	308	907	1,068
유효법인세율 (%)	5.9%	195.7%	90.0%	24.2%	22.9%
당기순이익	295	-204	34	2,835	3,588
지배주주지분손이익(억원)	261	-258	9	2,734	3,473
EBITDA	2,055	2,108	3,860	6,085	6,880
현금순이익(Cash Earnings)	1,129	473	621	3,418	4,171
수정당기순이익	1,158	-530	-444	2,749	3,310
증감률(% YoY)					
매출액	11.4	4.4	8.3	3.3	-0.3
영업이익(보고)	138.6	17.1	129.0	68.1	14.5
영업이익(핵심)	138.6	17.1	129.0	68.1	14.5
EBITDA	60.4	2.5	83.2	57.6	13.1
지배주주지분 당기순이익	흑전	적전	흑전	31,035.2	27.1
EPS	흑전	적전	흑전	31,035.2	27.1
수정순이익	흑전	적전	적지	흑전	20.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-78	812	-2,450	2,828	6,223
당기순이익	295	-204	34	2,835	3,588
감가상각비	694	579	495	486	486
무형자산상각비	140	99	92	96	96
외환손익	-160	-633	297	49	308
자산처분손익	474	83	-417	119	117
지분법손익	-2,929	-30	-60	-45	-52
영업활동자산부채 증감	-1,368	-1,719	-6,113	-2,868	-235
기타	2,776	2,638	3,223	2,155	1,914
투자활동현금흐름	5,079	-2,487	-1,565	-1,254	-1,194
투자자산의 처분	7,843	-1,214	-891	-655	-936
유형자산의 처분	20	45	249	257	257
유형자산의 취득	-2,271	-791	-435	-543	-543
무형자산의 처분	-24	-150	0	0	0
기타	-510	-391	-457	-313	28
재무활동현금흐름	-2,282	782	709	0	0
단기차입금의 증가	-2,980	-1,063	923	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-8	-4	0	0
기타	708	1,853	-210	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,774	-723	-3,434	1,574	5,029
기초현금및현금성자산	21,512	24,286	23,563	20,130	21,704
기말현금및현금성자산	24,286	23,563	20,130	21,704	26,733
Gross Cash Flow	2,633	3,461	5,406	7,853	8,679
Op Free Cash Flow	-1,679	-3,351	-5,636	1,340	4,658

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	95,495	97,365	95,671	101,243	107,960
현금및현금성자산	24,286	23,563	20,130	21,704	26,733
유동금융자산	6,318	5,591	3,898	4,203	5,176
매출채권및유동채권	44,697	47,770	48,763	51,649	52,375
재고자산	7,955	8,253	8,962	9,245	9,225
기타유동비금융자산	12,238	12,188	13,918	14,443	14,450
비유동자산	34,560	36,401	41,983	42,478	42,215
장기매출채권및기타비유동채권	633	750	774	799	797
투자자산	9,590	14,564	20,209	20,566	20,534
유형자산	13,385	9,781	9,379	9,179	8,978
무형자산	1,446	1,936	2,214	2,214	2,214
기타비유동자산	9,506	9,369	9,408	9,720	9,692
자산총계	130,055	133,766	137,653	143,722	150,175
유동부채	71,393	72,250	81,446	82,576	84,029
매입채무및기타유동채무	33,455	38,684	39,738	40,875	42,110
단기차입금	9,481	10,271	13,150	13,150	13,150
유동성장기차입금	5,384	4,586	10,221	10,221	10,221
기타유동부채	23,072	18,709	18,338	18,331	18,548
비유동부채	25,181	27,984	22,203	24,305	25,718
장기매입채무및비유동채무	1,626	345	214	221	220
사채및장기차입금	16,057	17,803	11,303	11,303	11,303
기타비유동부채	7,499	9,836	10,685	12,781	14,194
부채총계	96,575	100,234	103,649	106,882	109,747
자본금	3,550	3,550	3,572	3,572	3,572
주식발행초과금	5,581	5,581	5,689	5,689	5,689
이익잉여금	25,373	25,042	24,997	27,730	31,203
기타자본	-1,661	-1,385	-1,005	-1,005	-1,005
지배주주지분자본총계	32,843	32,788	33,253	35,986	39,460
비지배주주지분자본총계	637	744	752	853	968
자본총계	33,480	33,532	34,005	36,840	40,428
순차입금	11,049	11,219	17,266	15,692	10,663
총차입금	35,336	34,782	37,395	37,395	37,395

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	367	-363	12	3,814	4,846
BPS	47,324	47,247	47,450	51,264	56,110
주당EBITDA	2,895	2,968	5,386	8,490	9,599
CFPS	-109	1,144	-3,419	3,946	8,682
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	53.8	-73.0	2,253.1	7.2	5.7
PBR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.5	14.6	9.8	6.0	4.6
PCFR	12.4	39.7	31.9	5.8	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	1.3	2.7	4.5	5.1
영업이익률(핵심)	1.2	1.3	2.7	4.5	5.1
EBITDA margin	1.9	1.9	3.2	4.9	5.6
순이익률	0.3	-0.2	0.0	2.3	2.9
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	0.0	7.9	9.2
투자자본이익률(ROIC)	3.6	-5.4	1.2	14.3	16.3
안정성(%)					
부채비율	288.5	298.9	304.8	290.1	271.5
순차입금비율	33.0	33.5	50.8	42.6	26.4
이자보상배율(배)	1.0	1.1	2.0	3.2	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.4	2.5	2.5	2.4
재고자산회전율	15.0	13.6	13.9	13.6	13.3
매입채무회전율	3.6	3.1	3.0	3.1	3.0

대림산업 (000210)

BUY(Maintain)

주가(10/24) 86,300원

목표주가 110,000원

동사는, 주택부문과 유화부문의 안정적인 실적과 DSA의 추가 비용 마무리로 개선된 실적을 기록할 것으로 전망된다. 1) 주택 및 유화부문은 지속적으로 견고한 실적유지가 전망되고, 2) 해외 손실은 마무리되는 국면이며, 3) 3분기부터 상호 실적이 연결로 인식돼 매출과 이익의 level up이 예상된다. 또한 이란 시장의 강자로 달려가려재개시 동사의 re-rating이 본격화 될 것으로 판단된다. 목표주가 110,000원과 투자이견 Buy를 유지한다.

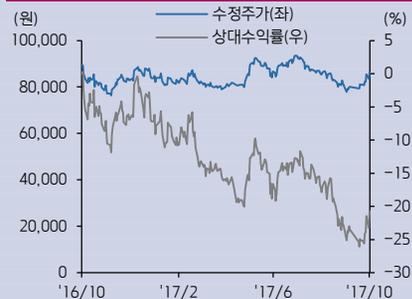
Stock Data

KOSPI (10/24)	2,490.49pt		
시가총액	30,032억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	93,500원	76,400원	
최고/최저가 대비 등락	-7.70%	12.96%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.0%	3.6%
	6M	8.0%	-5.7%
	1Y	-3.6%	-20.7%

Company Data

발행주식수	34,800천주
일평균 거래량(3M)	118천주
외국인 지분율	33.06%
배당수익률(17.E)	0.35%
BP (17.E)	129,688원
주요 주주	대림코퍼레이션 외6인 23.11%
	국민연금공단 13.45%

Price Trend



기초 체력이 강해지다!

>>> 사업 포트폴리오 다변화의 힘

동사는, 주택부문과 유화부문의 안정적인 실적과 DSA의 추가 비용 마무리로 전년대비 개선된 실적을 기록할 것으로 전망된다. 1) 주택 및 유화부문은 지속적으로 견고한 실적을 시현할 것으로 전망되고, 2) 해외 추가손실은 마무리되는 국면이며, 3) 3분기부터는 상호 실적이 연결로 인식될 예정이기 때문에 하반기부터는 매출과 이익의 level up이 예상된다.

>>> 해외 수주가 필요한 시점이 됐다!

이란의 정치적 리스크가 확대되고 있어 하반기 기대했던 이란발 수주 계약은 가능성이 희박해졌다. 다행스럽게도 이란에 집중되었던 파이프라인이 사우디 마덴 1조원, 필리핀 화공플랜트 3000억원, 싱가포르 항만 1조원 등 다변화되고 있어 긍정적이다. 이란에 관련해서도 하반기 중에는 early work 부분이 실적으로 인식될 전망이다.

>>> 이란이 열리면 사야 할 주식

동사는 국내 업체 중 이란에서 가장 탁월한 사업수행 능력을 보유하고 있다. 이란 시장은 국내 EPC 업체에 굉장히 중요한 시장이고, 그 선두에 동사가 있다. 이란 시장의 의미 있는 성과는 정치적으로는 악화되고 있지만, 당사가 올해 말이나 내년 초로 예상하고 있는 달러 거래 재개 논의가 중요한 터닝포인트가 될 전망이다. 실제 성사 시 동사의 re-rating이 본격화 될 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	95,137	98,538	120,759	125,510	122,993
보고영업이익(억원)	2,718	4,194	5,673	6,527	6,203
핵심영업이익(억원)	2,718	4,194	5,673	6,527	6,203
EBITDA(억원)	3,589	5,278	6,865	7,723	7,398
세전이익(억원)	4,362	4,364	7,322	7,905	7,663
순이익(억원)	2,170	2,932	4,424	5,200	5,070
자배주주지분순이익(억원)	2,068	2,653	4,153	4,682	4,656
EPS(원)	5,357	6,873	10,760	12,130	12,062
증감율(%YoY)	흑전	28.3	56.6	12.7	-0.6
PER(배)	12.5	12.7	8.0	7.1	7.2
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	10.2	9.4	6.7	5.6	5.3
보고영업이익률(%)	2.9	4.3	4.7	5.2	5.0
핵심영업이익률(%)	2.9	4.3	4.7	5.2	5.0
ROE(%)	4.8	5.9	8.6	8.9	8.2
순부채비율(%)	16.4	24.4	16.2	10.3	2.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	95,137	98,538	120,759	125,510	122,993
매출원가	87,365	88,779	108,232	112,022	109,821
매출충이익	7,771	9,759	12,528	13,489	13,172
판매비및일반관리비	5,054	5,565	6,855	6,961	6,969
영업이익(보고)	2,718	4,194	5,673	6,527	6,203
영업이익(핵심)	2,718	4,194	5,673	6,527	6,203
영업외손익	1,645	170	1,649	1,378	1,460
이자수익	1,114	400	333	403	512
배당금수익	14	31	21	22	25
외환이익	1,828	1,056	2,070	1,563	1,817
이자비용	799	944	989	992	992
외환손실	1,091	864	2,367	1,615	1,991
관계기업지분손익	1,825	2,566	4,016	3,324	3,301
투자및기타자산처분손익	176	-11	646	317	482
금융상품평가및기타금융이익	-400	-29	-135	-74	-94
기타	-1,022	-2,034	-1,947	-1,571	-1,600
법인세차감전이익	4,362	4,364	7,322	7,905	7,663
법인세비용	2,193	1,432	2,898	2,706	2,593
유효법인세율 (%)	50.3%	32.8%	39.6%	34.2%	33.8%
당기순이익	2,170	2,932	4,424	5,200	5,070
지배주주지분손이익(억원)	2,068	2,653	4,153	4,682	4,656
EBITDA	3,589	5,278	6,865	7,723	7,398
현금순이익(Cash Earnings)	3,041	4,016	5,616	6,395	6,265
수정당기순이익	2,281	2,959	4,112	5,046	4,814
증감률(% YoY)					
매출액	2.4	3.6	22.6	3.9	-2.0
영업이익(보고)	흑전	54.3	35.3	15.1	-5.0
영업이익(핵심)	흑전	54.3	35.3	15.1	-5.0
EBITDA	흑전	47.1	30.1	12.5	-4.2
지배주주지분 당기순이익	흑전	28.3	56.6	12.7	-0.6
EPS	흑전	28.3	56.6	12.7	-0.6
수정순이익	흑전	29.7	39.0	22.7	-4.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,849	1,470	7,775	6,488	7,754
당기순이익	2,170	2,932	4,424	5,200	5,070
감가상각비	795	1,015	1,124	1,126	1,126
무형자산상각비	77	68	69	69	69
외환손익	30	-180	50	52	174
자산처분손익	-176	11	-646	-317	-482
지분법손익	-1,825	-2,566	-4,016	-3,324	-3,301
영업활동자산부채 증감	-788	-5,458	-300	-1,315	-12
기타	3,567	5,646	7,071	4,997	5,109
투자활동현금흐름	-1,020	-6,994	-4,358	-3,578	-3,007
투자자산의 처분	530	-4,400	-2,615	-1,224	-967
유형자산의 처분	49	59	34	38	38
유형자산의 취득	-1,955	-2,541	-2,179	-2,186	-2,186
무형자산의 처분	-49	-115	0	0	0
기타	404	-16	420	-205	109
재무활동현금흐름	5,107	-463	1,911	-118	-118
단기차입금의 증가	-1,697	-9,674	-566	0	0
장기차입금의 증가	6,714	8,292	2,740	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-57	-281	-322	-118	-118
기타	147	1,200	59	0	0
현금및현금성자산의순증가	7,955	-5,907	5,333	2,792	4,629
기초현금및현금성자산	13,725	21,679	15,772	21,104	23,897
기말현금및현금성자산	21,679	15,772	21,104	23,897	28,526
Gross Cash Flow	4,298	7,121	8,773	9,055	8,675
Op Free Cash Flow	-569	-4,212	2,140	1,987	3,101

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	71,773	64,959	79,761	84,198	88,055
현금및현금성자산	21,679	15,772	21,104	23,897	28,526
유동금융자산	5,489	5,371	5,568	6,304	7,525
매출채권및유동채권	30,236	29,132	36,992	38,033	37,271
재고자산	8,294	9,019	9,818	9,437	8,424
기타유동비금융자산	6,075	5,665	6,279	6,527	6,310
비유동자산	48,876	58,956	61,959	63,788	64,384
장기매출채권및기타비유동채권	2,953	5,020	2,959	3,075	3,014
투자자산	24,007	29,279	32,607	33,091	32,834
유형자산	18,316	19,642	20,595	21,618	22,641
무형자산	658	614	591	591	591
기타비유동자산	2,942	4,401	5,208	5,413	5,305
자산총계	120,649	123,915	141,721	147,986	152,439
유동부채	51,073	47,874	60,596	60,926	60,142
매입채무및기타유동채무	28,878	31,263	37,737	38,500	38,435
단기차입금	5,386	3,053	3,247	3,247	3,247
유동성장기차입금	5,255	1,439	2,394	2,394	2,394
기타유동부채	11,554	12,119	17,218	16,785	16,066
비유동부채	21,518	24,587	25,482	26,336	26,620
장기매입채무및비유동채무	401	928	699	727	712
사채및장기차입금	16,928	19,310	20,480	20,480	20,480
기타비유동부채	4,189	4,349	4,302	5,128	5,428
부채총계	72,591	72,461	86,078	87,261	86,763
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	43,115	47,691	52,240
기타자본	1,577	1,779	1,800	1,800	1,800
지배주주지분자본총계	43,448	46,109	50,060	54,636	59,185
비지배주주지분자본총계	4,610	5,344	5,583	6,088	6,491
자본총계	48,058	51,454	55,643	60,724	65,677
순차입금	7,890	12,531	9,017	6,224	1,595
총차입금	29,570	28,303	30,121	30,121	30,121

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,357	6,873	10,760	12,130	12,062
BPS	112,559	119,454	129,688	141,544	153,330
주당EBITDA	9,298	13,673	17,785	20,007	19,166
CFPS	9,970	3,808	20,141	16,807	20,088
DPS	300	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	12.5	12.7	8.0	7.1	7.2
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.2	9.4	6.7	5.6	5.3
PCFR	8.5	8.4	5.9	5.2	5.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.9	4.3	4.7	5.2	5.0
영업이익률(핵심)	2.9	4.3	4.7	5.2	5.0
EBITDA margin	3.8	5.4	5.7	6.2	6.0
순이익률	2.3	3.0	3.7	4.1	4.1
자기자본이익률(ROE)	4.8	5.9	8.6	8.9	8.2
투자자본이익률(ROIC)	5.2	10.0	12.6	16.4	15.2
안정성(%)					
부채비율	151.1	140.8	154.7	143.7	132.1
순차입금비율	16.4	24.4	16.2	10.3	2.4
이자보상배율(배)	3.4	4.4	5.7	6.6	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	3.3	3.7	3.3	3.3
재고자산회전율	10.8	11.4	12.8	13.0	13.8
매입채무회전율	3.3	3.3	3.5	3.3	3.2

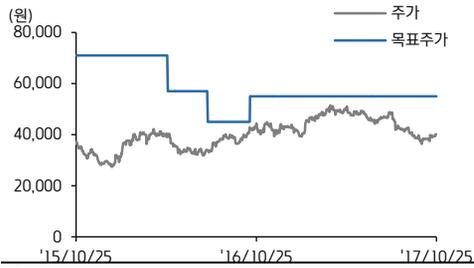
투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 추가 대비					최고 추가 대비	목표 가격 대상 시점	평균 추가 대비
현대건설 (000720)	2015/04/27	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-44.23	-24.65						
	2015/10/26	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-44.25	-24.65	2017/05/22	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-22.96	-15.91
	2016/01/28	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-45.01	-40.63	2017/06/20	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.89	-15.91
	2016/04/19	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-44.95	-40.63	2017/07/19	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.35	-15.00
	2016/04/25	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-44.91	-40.63	2017/07/28	Outperform (Downgrade)	110,000원	6개월	-22.31	-15.00
	2016/04/28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-38.26	-29.47	2017/10/17	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월	-23.67	-21.55
	2016/06/10	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-39.90	-29.47	2017/10/25	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월		
	2016/07/18	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-25.07	-22.33	2015/07/29	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-31.69	-22.81
	2016/07/28	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-16.02	-4.67	2015/10/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-32.07	-22.81
	2016/10/12	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-22.63	-19.27	2015/11/24	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.15	-22.81
	2016/10/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.01	-18.45	2016/01/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-42.59	-35.31
	2017/01/18	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.23	-18.45	2016/03/04	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-39.24	-32.29
	2017/01/23	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.51	-18.45	2016/03/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.51	-32.29
	2017/01/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-21.71	-12.73	2016/04/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.99	-29.90
	2017/03/06	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-19.38	-6.73	2016/04/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.61	-29.90
	2017/04/17	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-9.68	-7.27	2016/05/02	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.81	-29.90
	2017/04/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-12.72	-7.27	2016/06/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.26	-29.90
	2017/06/20	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.79	-7.27	2016/07/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.30	-29.90
	2017/07/19	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.65	-7.27	2016/08/01	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.65	-30.31
2017/07/28	Outperform (Downgrade)	55,000원	6개월	-19.26	-7.27	2016/10/12	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.04	-30.31	
2017/10/17	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월	-28.24	-27.18	2016/10/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.76	-29.90	
2017/10/25	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월			2017/01/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-39.26	-29.90	
GS건설 (006360)	2015/07/31	Buy(Maintain)	40,600원	6개월	-39.76	-34.24	2017/02/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-31.39	-23.75
	2015/10/29	Buy(Maintain)	40,600원	6개월	-43.27	-34.24	2017/04/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-30.79	-23.75
	2016/01/28	Buy(Maintain)	40,600원	6개월	-34.77	-28.20	2017/04/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-27.01	-15.42
	2016/04/19	Buy(Maintain)	40,600원	6개월	-34.41	-27.59	2017/06/20	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-27.01	-15.42
	2016/04/25	Buy(Maintain)	40,600원	6개월	-34.28	-27.59	2017/06/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-26.12	-15.42
	2016/04/28	Buy(Maintain)	40,600원	6개월	-31.84	-22.41	2017/07/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.78	-15.42
	2016/06/10	Buy(Maintain)	40,600원	6개월	-31.94	-22.41	2017/07/27	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.19	-14.69
	2016/07/18	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-22.79	-18.57	2017/08/08	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.15	-14.69
	2016/07/29	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-17.37	-11.57	2017/10/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.60	-23.85
	2016/10/12	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-25.74	-23.63	2017/10/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월		
	2016/10/27	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.19	-23.63	2015/07/27	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-30.26	-17.91
	2017/01/18	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.28	-23.63	2015/10/27	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-34.66	-17.91
	2017/01/26	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-31.81	-23.63	2015/11/24	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-41.28	-17.91
	2017/03/06	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.83	-19.63	2016/02/04	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-51.13	-48.20
	2017/04/17	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-20.51	-18.63	2016/03/02	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-50.56	-44.65
	2017/04/27	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-23.13	-18.63	2016/03/28	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.57	-44.65
	2017/06/20	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-23.21	-18.63	2016/04/12	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.11	-42.97
	2017/07/19	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-22.57	-13.50	2016/04/19	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-48.84	-42.97
	2017/07/27	Outperform (Downgrade)	40,000원	6개월	-25.20	-13.50	2016/04/28	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-48.52	-41.28
2017/10/17	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월	-32.36	-31.00	2016/06/10	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.75	-41.28	
2017/10/25	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월			2016/07/18	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.84	-41.28	
대림산업 (000210)	2015/07/24	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-31.11	-22.39	2016/07/27	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.79	-41.28
	2015/10/29	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-30.93	-21.99	2016/10/12	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-40.56	-38.26
	2016/01/29	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-15.72	-8.56	2016/10/19	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-46.66	-38.26
	2016/04/19	Outperform (Downgrade)	100,500원	6개월	-15.44	-6.87	2017/01/18	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-46.75	-38.26
	2016/04/22	Outperform(Maintain)	100,500원	6개월	-15.33	-6.87	2017/01/23	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-46.94	-38.26
	2016/04/25	Outperform(Maintain)	100,500원	6개월	-16.28	-6.87	2017/02/02	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-47.79	-38.26
	2016/06/10	Outperform(Maintain)	100,500원	6개월	-17.48	-6.87	2017/03/06	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-48.25	-38.26
	2016/07/18	Buy(Upgrade)	100,500원	6개월	-17.59	-6.87	2017/03/23	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-48.69	-38.26
	2016/07/29	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-18.24	-12.14	2017/04/17	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-49.79	-47.67
	2016/10/12	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-20.47	-18.64	2017/04/26	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.63	-40.23
	2016/10/26	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.93	-18.64	2017/06/20	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.66	-40.23
	2017/01/18	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.88	-18.64	2017/07/11	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.68	-40.23
	2017/01/25	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-24.30	-18.64	2017/07/19	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-45.67	-40.23
	2017/04/17	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-27.29	-26.09	2017/07/28	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-50.51	-40.23
	2017/04/28	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-26.57	-24.91	2017/10/17	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-56.46	-55.23
							2017/10/25	Buy(Maintain)	86,000원	6개월		

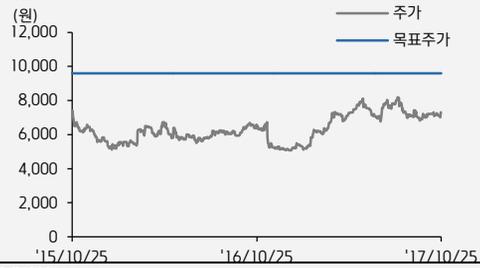
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이

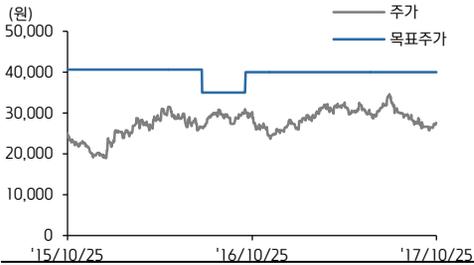
현대건설(000720)



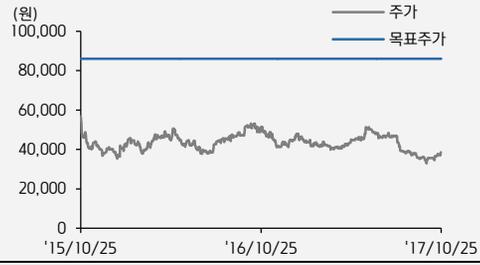
대우건설(047040)



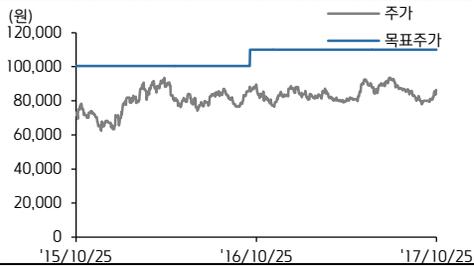
GS건설(006360)



현대산업(012630)



대림산업(000210)



투자익전 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%