

Industry Indepth

건설

Overweight

지배구조 변화의 역사

- Part I 건설업체의 환경 적응과 지배구조의 역사
- Part II 2018년 과거와 다른 형태의 변화가 나타날 전망
- Part III 변화의 필요성
- Part IV 이미 시작되고 있다



건설기자재/부동산
Analyst 박형렬
02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr





Contents

Summary	3
Part 1. 건설업체의 환경 적응과 지배구조의 역사	4
Part 2. 2018 년 과거와 다른 형태의 변화가 나타날 전망	7
Part 3. 변화의 필요성	16
Part 4. 이미 시작되고 있다	20
1) 현대산업_ 가장 먼저 시작	21
2) 대림산업_ 대림코퍼레이션의 주주 변화 마무리, 다음은 대림산업	24
3) 현대건설_ 직접적인 문제는 없으나 현대엔지니어링이 고민	28
4) GS 건설_ 장기적으로 지주체제로 편입 여부	31
5) 대우건설_ M&A 가 재개되기까지 시간이 필요	34
6) 삼성엔지니어링_ 아직은 턴어라운드가 우선	35

Summary

건설 산업의 특성은 환경에 대한 높은 의존도와 변화에 따른 실적 변동

건설 산업의 대표적인 특성은 환경에 대한 높은 의존도와 변화에 따른 급격한 실적 변동이다. 특히, 금융시장 변화가 나타나는 경우 급격한 유동성 변화를 보여준다. 건설업체는 이러한 환경 변화에 대응하는 전략을 수립하게 되며 이는 비단 사업적인 측면뿐 아니라 인수, 합병, 계열사 변화, 대주주 지분 변동 등 다양한 형태로 나타났다.

중소형 건설업체와 대형 건설업체의 대응 또는 변화가 나타나는 시점이 다름

특징적인 점은 중소형 건설업체와 대형 건설업체의 대응 또는 변화가 나타나는 시점이 다르다는 점이다. 중소형 건설업체는 경기 변곡점에서 구조조정에 따른 변화, 대형 건설업체는 호황기의 확장 전략으로 요약할 수 있다.

2018년 이후 대형 건설업체를 중심으로 지배구조 변화가 동반된 새로운 유형의 변화가 나타날 전망

2018년 이후 대형건설업체를 과거와 다른 내부적인 문제 해결을 위한 변화가 나타날 전망이다. 내부적인 변화를 추진하기 위한 조건은 1) 실적의 안정화 및 전망의 가시성, 2) 재무 안정성과 현금 동원 능력, 3) 기존 사업전략에 대한 불신 또는 성장동력의 부재이다.

대형 건설업체가 지배구조를 변화시켜 할 필요성은 충분
변화는 이미 시작되었으며 대응을 고민해야 할 시점

변화를 위한 세 가지 필요조건은 충족되었으나 지배구조의 변화가 필요할까? 대형 건설업체의 지배구조가 가진 특징은 1) 낮은 1대 주주 지분율, 2) 낮은 자사주 비중, 3) 순환출자 구조(대림산업, 현대산업), 4) 그룹 내 사업부 중복(삼성엔지니어링, 현대건설), 5) 그룹 편입 문제(GS건설)가 있다. 문제를 해결하기 위한 움직임이 구체적으로 언제 일어날지는 알 수 없다. 다만 변화는 이미 일어나고 있으며 이에 대한 대응을 고민할 시점이다. 각 기업별로 주목해야 할 부분은 다음과 같다.

1. **현대산업**: 1) 지주사 전환 이후 정몽규 회장의 사업 및 지주사간 지분 스왑 처리, 2) 지주사 Biz Model과 일부 자산 유동화 가능성, 3) 사업회사의 가치
2. **대림산업**: 1) 순환출자 고리가 해소되는 4월 이후 대림코퍼레이션의 대림산업 지분 추가 취득 여부, 2) 대림산업의 건설 및 유화 사업부의 분할 가능성, 3) 분할된 대림산업 유화 부문과 대림코퍼레이션의 합병 가능성
3. **현대건설**: 1) 현대차 그룹 지배구조 변화 과정에서 1대 주주 및 특수관계인 지분 변화 가능성, 2) 정의선 부회장이 11.72% 보유하고 있는 현대엔지니어링 지분에 대한 방안, 3) 그룹 내 유사한 Biz Model을 가진 2개 건설업체 보유, 4) 현대엔지니어링의 유동성 활용 방안
4. **GS건설**: 1) 허창수 회장의 보유 지분에 대한 상속 여부, 2) 허윤홍 전무의 추가 지분 매입 가능성, 3) GS건설의 GS홀딩스 체제로 편입 여부
5. **대우건설**: 1) 향후 M&A 재개 시점, 2) 산업은행의 주주가치 제고
6. **삼성엔지니어링**: 1) 아직은 턴어라운드가 우선, 2) 삼성물산 건설 부문 이전

Part 1. 건설업체의 환경 적응과 지배구조의 역사

M&A 역사		지분율 변화
		'00.06 현대건설: 정주영 -4.09%, 정몽헌 +4.00%
		현대산업: 정주영 -0.63%
		'00.11 현대건설: 유상증자에 따른 정주영 및 특수관계인 지분 +13.64%
울트라콘의 유원건설 인수	'00.11	'00.11~12 대림산업: 대림코퍼레이션의 대림산업 지분 +5.94%
일해토건의 신동아건설 인수	'01.09	'01.07 대림산업: 자기주식 소각에 따른 지분율 증가대림산업 지분 +5.64%
코암시엔시개발의 한신공영 인수	'02.09	'02~'03 GS건설: LG, GS그룹 분리에 따른 허씨 일가 지분 취득
콘스타의 극동건설 인수	'03.04	허창수 +12.96%, 허씨일가 합계 +30.05%
대아건설의 경남기업 인수	'03.08	'03.07 현대산업: 정몽규의 해외BW 신주인수권 소각 및 리픽싱 조항 수정
보성건설의 한양 인수	'03.12	'03.10 대림산업: 자기주식 소각에 따른 지분율 증가대림산업 지분 +2.19%
SM그룹의 우방산업 인수	'04.05	
C&그룹의 우방 인수	'04.12	'04.08 대림산업: 자기주식 소각에 따른 지분율 증가대림산업 지분 +0.67%
우방의 아남건설 인수	'05.12	'05.05~'08 현대산업: 정세영 지분 매도 -7.20%에 따른 경영권 확보 차원의 특수관계인 지분 매입
금호아시아나그룹의 대우건설 인수	'06.06	정몽규 +3.34%, 아이콘트롤스 +1.13%
LIG손해보험의 건영 인수	'06.11	'06.11 대우건설: 금호산업외 특수관계인, FI 지분 +78.2%
진흥기업의 태역건설 인수	'06.12	
웅진의 극동건설 인수	'07.06	
프라임개발의 동아건설산업 인수	'07.11	
신창건설의 온빛건설 인수	'08.01	
LIG건설의 SC한보건설 인수	'09.07	'08.11 대림산업: 대림코퍼레이션과 대림H&L 합병
SM그룹의 우방 인수	'10.12	'10.04~'13.06 현대산업: 정몽규 +0.05%, 아이콘트롤스: +2.26%
현대차그룹의 현대건설 인수	'11.03	'10.11~'12 대우건설: FI 지분 매각, 제3자배정 유증
SM그룹의 우방건설산업 인수	'11.10	삼성엔지니어링: 삼성카드 -1.76%
GNS의 신일 인수	'11.11	'11.03 현대건설: 현대차 +20.95%, 기아차 +5.24%, 현대모비스 +8.73%
대원의 성지건설 인수		'11.08 대우건설: 금호산업 -2.33%
세운건설의 금광기업 인수	'12.02	
유암코의 신성건설 인수	'13.07	'12.08 대우건설: 금호산업 -12.28%
SG그룹의 SG신성건설 인수	'14.06	'13.08~'12 삼성엔지니어링: 삼성물산 +0.60%, 삼성SDI -5.09%
EG건설의 동양건설산업 인수	'14.10	'14.05 GS건설: 유상증자에 따른 특수관계인 지분율 감소 -1.46%
두바이투자청의 쌍용건설 인수	'14.12	'14.07 삼성엔지니어링: 삼성SDI와 제일모직 합병
현승디앤씨의 LIG건설 인수		
호반건설의 우방이앤씨 인수	'15.04	
사우디PIF의 포스코건설 지분 매입	'15.06	'15.7 대림산업: 대림코퍼레이션과 대림I&S 합병
세운건설의 남광토건 인수	'15.11	'15.12 대우건설: 금호석유화학 -3.51%
SM그룹의 성우종합건설 인수	'16.05	'16.02~'03 삼성엔지니어링: 유상증자로 인한 지분율 희석 -3.06%, 이재용 +1.54%
세운건설의 극동건설 인수		
SM그룹의 동아건설산업 인수	'16.06	
SM그룹의 태길종합건설 인수		
아이비팜홀딩스의 성지건설 인수	'16.07	
호반건설의 울트라건설 인수		
키스톤에코PE의 동부건설 인수	'16.10	
SM그룹의 경남기업 인수	'17.06	
코리아리츠의 STX건설 인수		
DST로봇의 삼부토건 인수	'17.08	'17.11 대우건설: 금호타이어 -4.40%, 아시아나항공 -2.20%
SM그룹의 대원건설산업 인수	'18.01	

자료: 메리츠증권 리서치센터

환경에 대응하는 기업의 전략

환경을 이기지 못하는 건설업체

건설 산업의 대표적인 특성은 환경에 대한 높은 의존도와 그리고 변화에 따른 급격한 실적 변동이다.

주력 사업 분야인 부동산 시장과 해외 플랜트 발주 모두 경기 순환에 따른 부침이 일반적인 제조업보다 크다. 경기 또는 환경 변화에 대한 전략이나, 내부적인 경쟁력에 따라 호황기에 개별 건설업체는 놀라울 정도로 빠른 성장을 보인 경우도 있고, 불황기에는 그 이상으로 허무하게 사라지기도 했다.

실적 변화만이 아니라 대부분의 환경 변화는 유동성 변동을 야기

특히 금융시장 변화가 나타나는 경우 건설업체는 실적 변동만이 아니라, 급격한 유동성 변화를 보여주는 경우가 대부분이었다. 대부분의 건설 사업이 부채에 대한 의존도를 높게 가져가기 때문이다. 지난 20년간 급격한 경기 또는 금융시장의 변화 시기의 대부분이 건설업체의 대규모 구조조정으로 연결되었다는 점은 그만큼 변화에 대한 인지와 적응 능력이 떨어진다는 점을 의미한다.

대응이 어렵다고 하더라도 건설업체는 환경 변화에 대응하는 전략을 수립하게 된다. 이는 비단 사업적인 측면만이 아니라 인수, 합병, 계열사 변화, 대주주 지분 변동 등 다양한 형태로 나타났다.

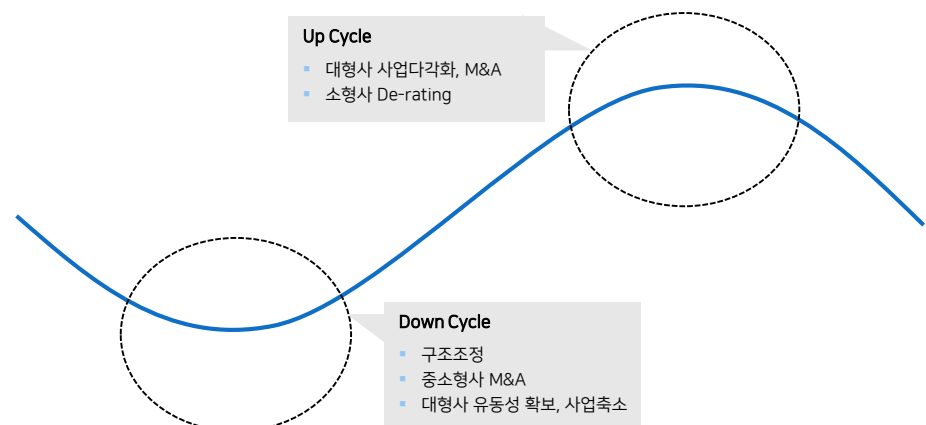
중소형 건설업체와 대형건설업체의 적극적인 전략 변화 시점이 다름

특징적인 점은 중소형 건설업체와 대형건설업체의 대응 또는 변화가 나타나는 시점이 경기 상황에 따라 다르다는 것이다. 일반적으로 중소형 건설업체의 변화는 불황기에서 회복기로 진입하는 국면, 대형 건설업체는 호황기에 많이 발생한다.

Down cycle 에서 중소형 건설업체의 구조조정, Up cycle 에서 대형건설업체의 사업 확장 또는 지배구조 변화

중소형 건설업체의 변화는 불황기 구조조정의 연장선에 있다. 동시 다발적인 부도 사태, 이후 경기 회복 과정에서 사업 구조의 변화 또는 M&A로 이루어지는 패턴은 끊임없이 반복되고 있다. 반대로 대형건설업체는 불황기에 사업 축소, 유동성 확보를 위한 자산 매각과 유상증자 등 외에는 뚜렷하지 않다. 오히려 적극적인 형태의 전략 변화는 호황기에 나타나며, 보유 현금 확대와 이를 활용하기 위한 M&A나 지배구조 변화, 사업 다각화 등이 대표적이다.

그림1 Down cycle 은 중소형 건설업체, Up cycle 은 대형건설업체 중심의 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

중소형 건설업체는 구조조정에 따른 변화, 대형 건설업체는 호황기의 확장 전략

따라서 기본적으로 중소형 건설업체 관련 투자의 본질은 경기의 변곡점을 예측하는데 있다. 불황기에서 회복기로 진입하는 시점에 나타나는 '살아남은 자의 수혜' 과정이 나타난다.

중소형 건설업체 투자의 본질은
회복기에 나타나는 살아남은 자의
수혜와 M&A 모멘텀

2008년 금융위기 이후 건설경기 둔화 국면에서 100대 건설업체 중 절반에 육박하는 건설업체가 워크아웃 수준까지 유동성이 악화되었으며, 이후 지방을 중심으로 부동산 경기가 회복되자 중소형 건설업체의 유상증자나 또는 M&A 등이 활발하게 나타났다.

주가 수익률은 이 시점에 독보적인 상승률을 보인다. 특히 경기 회복국면이 시작되는 시점에 1)가격 상승 2) 물량 확대 3) 현금흐름 개선 등에 따라 주가 상승에도 불구하고 Valuation 매력이 높아지는 국면이 지속된다.

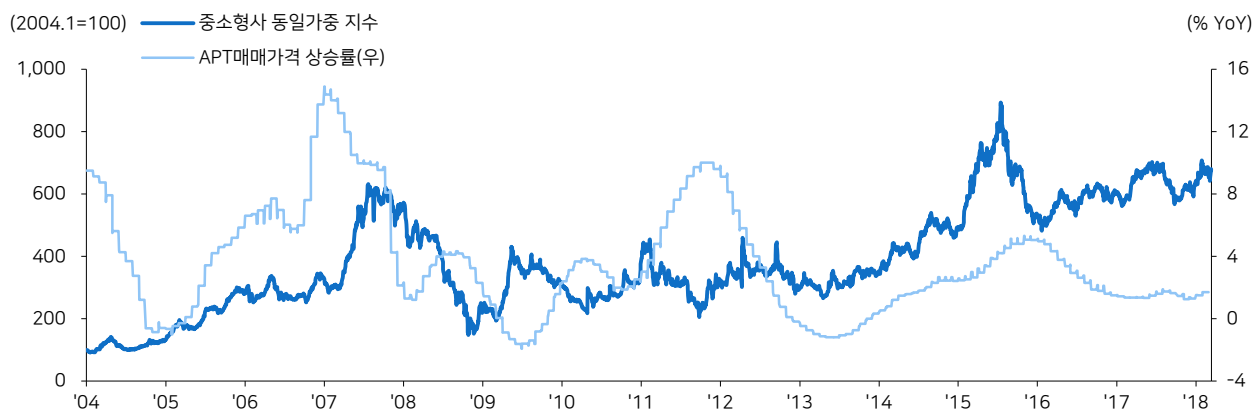
대형 건설업체의 변화는 불황기 보다는 호황기에 나타나는 경우가 대부분이며, 이는 사업다각화 차원에서 이루어진 경우가 많은 것으로 판단된다.

대형건설업체 사이의 M&A 시도는
찾아보기 어려움, 규모의 경제에
대한 한계

2008년 이후 불황기의 대형건설업체는 자산 매각과 유상증자를 통한 유동성 확보, 위험 사업부의 축소 등을 통해 생존에 주력하였다. 2011~2013년 해외부문을 중심으로 실적이 고점을 기록하는 시기에는 M&A, 사업 다각화 등이 본격화되었다. 대표적으로 현대차 그룹의 현대건설 인수, GS건설의 수처리 업체 인수, 해외 자원개발, 현대산업의 면세점 사업 진출 등을 들 수 있다.

과거 사례에서 대형 건설업체 사이의 합병은 찾아보기 어렵다. 이는 경기 상황과는 별개로 일정 수준 이상의 시공 규모에 도달하게 되면 합병에 따른 시너지를 기대하기 어렵기 때문이다. 비용 측면에서의 절감 효과는 나타날 수 있으나, 합병과 시너지 효과를 비용 측면에서만 고려하기는 어렵다. 오히려 대부분의 입찰 제도가 가격과 시공 Risk의 분산에 초점을 두고 있기 때문에 분산이 유리하다. 공사물량 확보 차원에서만 고려하면 다수의 건설업체가 존재하는 것이 오히려 효율적이다.

그림2 살아남은 중소형 건설업체 주가 수익률 vs 부동산 경기 Cycle



주: 중소형 업체는 태영건설, 코오롱글로벌, 한신공영, 화성산업, 신세계건설, KCC건설, 계룡건설, 금호산업, 동부건설, 동원개발, 삼호, 서한, 서희건설, 진흥기업
자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 2. 2018년 과거와 다른 형태의 변화가 나타날 전망

2018년 실질적인 지배구조
변화들을 볼 것

우리는 2018년 이후 대형건설업체를 중심으로 사업 분야의 조정이 아닌 다른
유형의 변화가 나타나기 시작할 것으로 판단하고 있다. 특히 이번 Cycle 은
지배구조 또는 지분의 변화가 동반될 가능성이 높다.

대부분의 대형건설업체는 지배구조를 포함해서 내부적으로 해결해야 할 문제를
가지고 있다. 다만 시점에 대해서는 판단 할 수 있는 기준이 없으며, 언급되고
있는 변화들이 현실화되기 위해서는 세가지 전제 조건이 필요하다.

실적의 안정화 및 전망의 가시성

세가지 조건 중 첫째는 이익의
안정성과 가시성

이익의 변동성이 큰 건설업체가 내부적인 변화를 추진하기 위한 첫째 조건은
실적의 안정성과 가시성이다. 사업 실적 또는 환경의 변동성이 클 경우 내부적인
문제 해결에 초점을 맞추기가 힘들기 때문이다.

재건축, 재개발 중심의 주택
시장으로 변화: 이익 가시성 확대

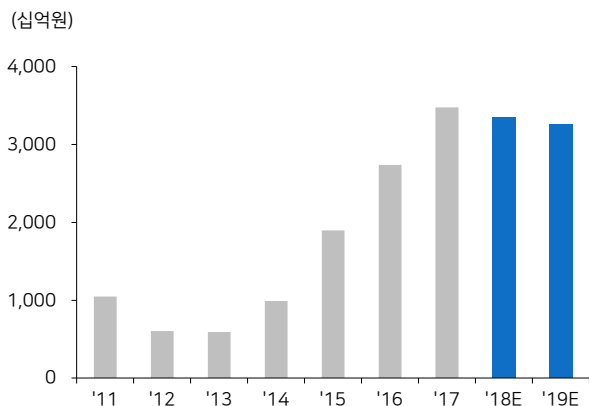
2013~2017년 주택 사업부의 실적은 과거 어느 때도 찾아보기 힘든 속도로
성장하였다. 이미 2017년 대형 건설업체의 주택 부문 매출은 직전 경기 호황기인
2007년의 2배~3배 수준으로, 사상 최대 매출과 이익을 달성하고 있다.

과거와 달리 대형건설업체의 주택 분양이 재건축, 재개발을 중심으로 변화되면서,
이익의 가시성과 안정성이 높아지고 있다. 이는 대부분의 분양 물량을 기존
조합원이 가져가기 때문에 분양 Risk가 낮고, 공사비의 회수 가능성이 높기
때문이다.

해외 부문의 악성 프로젝트는
결국은 2018년 마무리

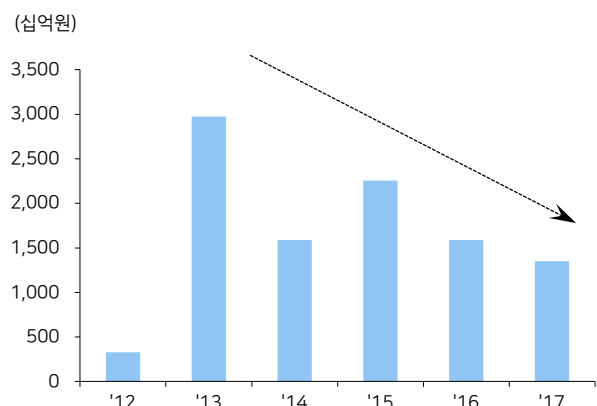
2013년 이후 문제가 되고 있던 해외 부문의 손실 프로젝트의 경우 2017년까지
대부분 준공되었으며, 2018년 내 준공해야 할 악성 사업장은 10개 프로젝트에
불과하다. 수년간 이어져온 해외 부문의 부실 문제는 올해 마무리 될 것이다. 향후
얼마나 이익을 창출 할 수 있을 것인가는 신규수주에 따라 달라 질 수 있으나,
해외 손실 때문에 이익의 안정성이 흔들리는 국면은 마무리 국면으로 판단된다.

그림3 주택 부문 합산 이익 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 해외 손실 처리 규모 추이



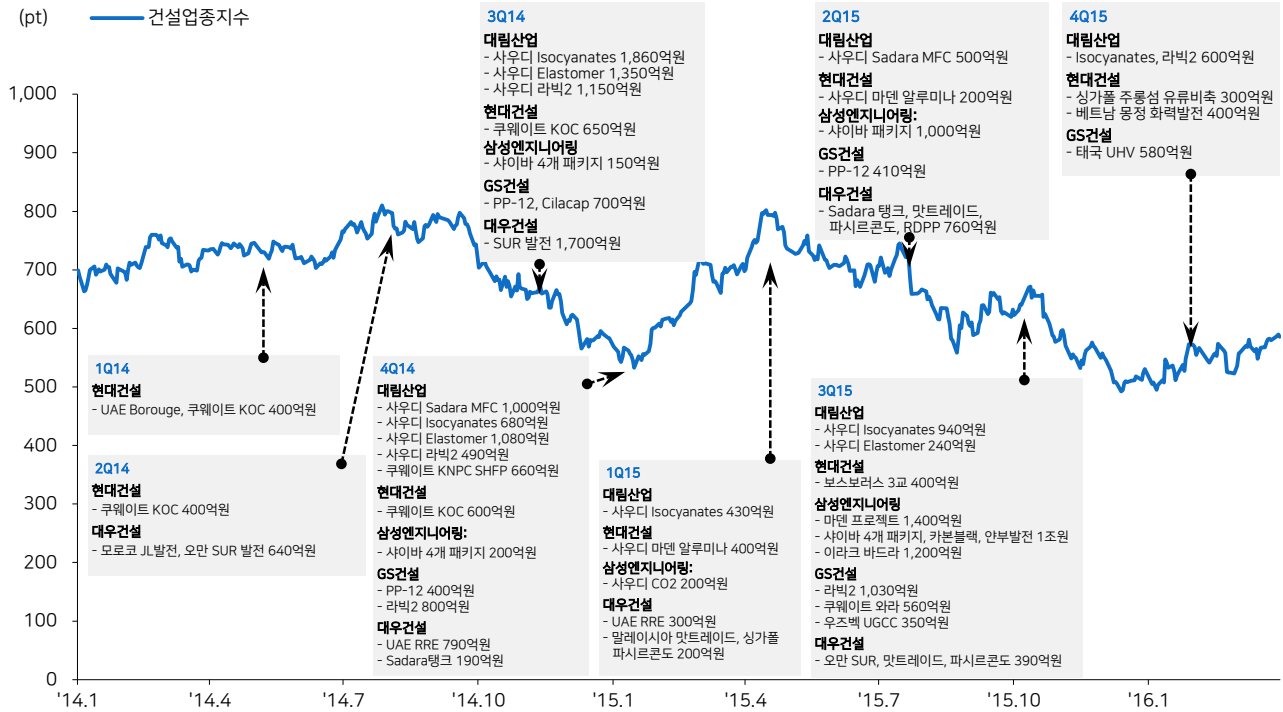
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 업체별 해외 손실 프로젝트 상황

(십역원)			계약일	완공예정일	도급액	손실	공정률(%)	비고
대림산업	사우디	Sadara MFC	2011.07	2017.06	1,106	287	100.0	종료
	사우디	Shoiba II 발전	2011.10	2017.12	1,358	189	100.0	종료
	쿠웨이트	LPG train 4	2010.07	2017.03	1,032	127	100.0	종료
	사우디	YERP 3	2010.07	2017.06	1,466	38	100.0	종료
	사우디	Sadara Isocyanates	2011.09	2017.12	1,444	446	100.0	종료
	사우디	Elastomer	2012.07	2017.12	850	267	99.5	종료
	사우디	Rabigh II CP-1/CP-2	2012.07	2017.12	400	194	96.4	종료
	쿠웨이트	KNPC SHFP	2013.05	2018.12	516	121	87.8	신규공장 준공, revamping 착수
현대건설	UAE	Borouge	2010.06	2016.12	1,183	112	100.0	종료
	싱가포르	사우스비치 복합개발	2011.08	2016.12	687	50	100.0	종료
삼성엔지니어링	사우디	와식 발전 프로젝트	2011.02	2015.01	705	35	99.9	종료
	UAE	RRE	2009.12	2016.07	3,284	100	99.8	종료
	사우디	사이바 4개 패키지	2011.03.	2016.11	3,521	828	99.5	종료
	UAE	카본 블랙	2012.07	2018.07	3,057	670	94.2	2018년 7월로 공기연장
	사우디	안부발전	2012.12	2017.09	2,028	532	55.5	타절
	이라크	바드라 프로젝트	2013.02	2018.03	1,009	241	98.3	2018년 1분기 종료
GS건설	사우디	Rabigh II (UO & CP4)	2012.06	2017.03	2,119	467	100.0	준공
	사우디	PP-12	2012.05	2017.12	689	150	98.6	마무리 공사 중, 상반기 PAC목표
	쿠웨이트	Wara pressure maintenance	2011.09	2017.12	569	185	98.5	준공
	태국	UHV Plant	2012.10	2016.11	682	58	100.0	종료
	쿠웨이트	South East 토양오염복원공사	2012.03	2020.05	68	47	95.4	타절
	쿠웨이트	KNPC North LPG Tank Farm	2011.04	2017.12	599	76	97.0	PAC달성, 상반기 종료 목표
	이집트	ERC Refinery Project	2007.08	2017.12	2,340	81	93.5	
	UAE	Rumaitha/Shanayel Facilities Phase 3	2014.04	2018.06	781	40	91.8	신규 현장
대우건설	오만	SUR 발전	2011.08	2014.04	1,382	216	100.0	종료
	싱가폴	파시르콘도	2013.07	2017.01	235	42	100.0	종료
	이라크	Al Faw 항만공사	2014.02	2017.08	731	41	68.8.0	
	모로코	SAFI IPP	2014.09	2018.07	2,006	332	80.0	신규 약성 현장
	알제리	RDPP	2012.10	2017.12	1,015	129	82.3	
	사우디	Jazan Refinery&Terminal	2012.12	2016.03	605	436	70.3	
	카타르	오비탈 고속도로	2014.06	2017.12	1,080	256	72.4	신규 약성 현장

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 2014년 이후 분기 해외 손실처리 내역



자료: 메리츠금융증권 리서치센터

그림6 2016년 이후 분기 해외 손실처리 내역



자료: 메리츠금융증권 리서치센터

재무 안정성과 현금 동원 능력

성장을 위한 현금성 자산의
사용은 대부분 자체사업을 위한
용지 매입

성장 측면에서 해외 부문은 발주 환경이나 시공 경쟁력이 중요하다. 주택 부문에서 자체사업을 영위하는 건설업체는 토지 매입을 위한 현금 동원 능력이 필요하다. 문제는 LH공사를 중심으로 토지 매각이 급감하면서 토지 구매가 어려워지고 있고, 자체사업 중심의 건설업체들 조차 용지 관련 지출 비용은 감소 추세이다.

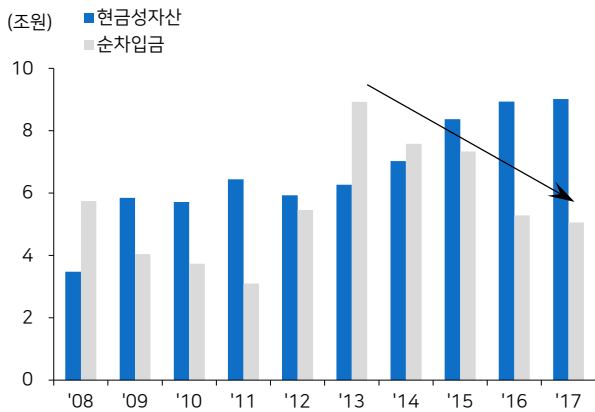
주택 부문 성장과 함께 영업활동
현금흐름 급증, 재무 안정화,
2018년 입주 잔금 증가 효과

2014년 이후 주택 부문의 현금흐름이 급증하면서 대형 건설업체의 재무 안정성 강화와 보유 현금 증가가 매우 빠르게 나타났다. 특히 대형건설업체의 2018년 입주물량은 2017년 대비 73.3% 증가할 것으로 전망된다. 일반적으로 계약금 10%, 중도금 50~60%, 잔금 30~40%로 구성되어 있는 분양 대금 납부 형태를 감안하면 2018년 현금흐름 개선이 클 것으로 판단된다.

대부분의 변화에서 필요한 것은
현금과 부채의 배분 전략

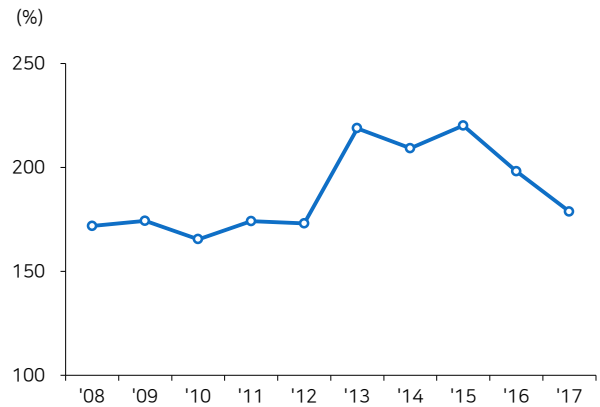
변화를 위한 두 번째 조건은 안정적인 재무구조와 현금 동원력이다. 지배구조를 포함한 대부분의 변화는 현금과 부채의 배분을 필요로 하기 때문이다.

그림7 대형사 보유 현금성자산 vs 순차입금



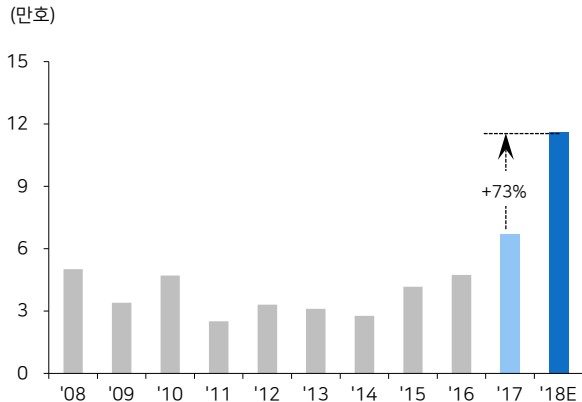
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 대형사 평균 부채비율 추이



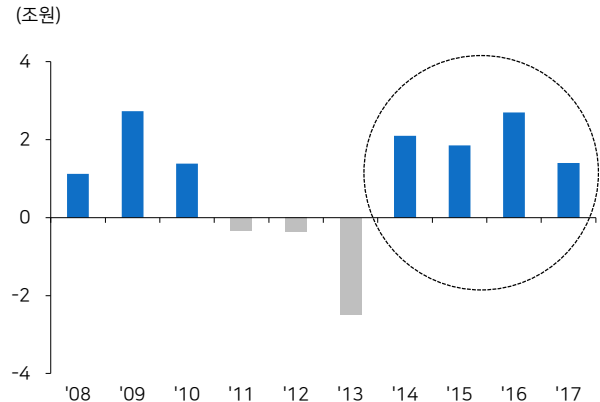
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 대형사 입주물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 대형사 합산 영업활동 현금흐름 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

동일한 Biz Model, 사업 전략의 차별화를 찾기 어려움

주택시장 확장 - 브랜드 개발 및 PF 확대를 통해 레버리지 성장

해외시장 확대 - 공중 다각화 및 시장 다변화를 통한 수주 성장

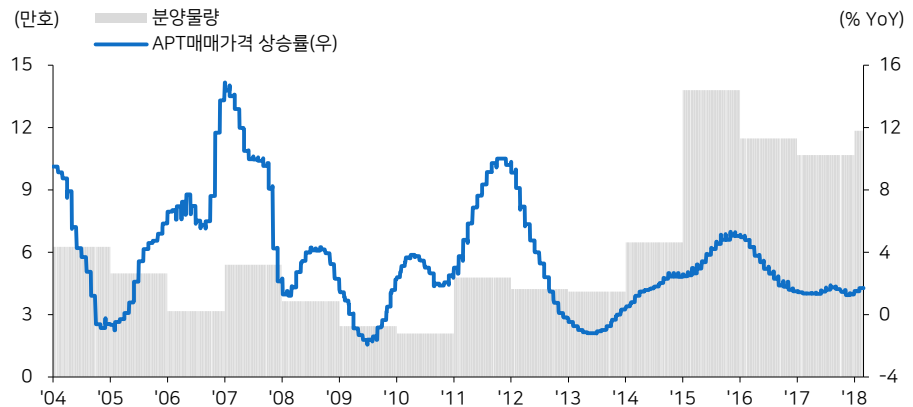
기존 사업전략에 대한 불신 또는 성장동력의 부재

대부분의 대형 건설업체는 유사한 형태의 사업 모델을 가지고 있으며, 과거 15년간 나타났던 기업의 전략 역시 비슷하다. 대형건설업체가 보여준 환경 변화에 대한 전략은 일반적으로 후행적인 순응이었다. 즉, 주택 시장이 좋아지면 주택부문의 확장, 해외 시장이 좋아지면 해외를 확대하였다. Risk에 대해 선제적인 대응을 보여주는 업체는 없었다.

2003년~2007년 주택 시장의 성장국면에 대부분의 건설업체는 주택 브랜드 개발, 자체 개발 토지 확보, 주택 사업 확대, PF 증가 등을 통해 주택사업을 키우기 위해 노력했다. 과잉 공급에 대한 우려가 붙어지는 시점에서도 분양을 낙관하면서, PF를 중심으로 사업 레버리지를 확대하였다.

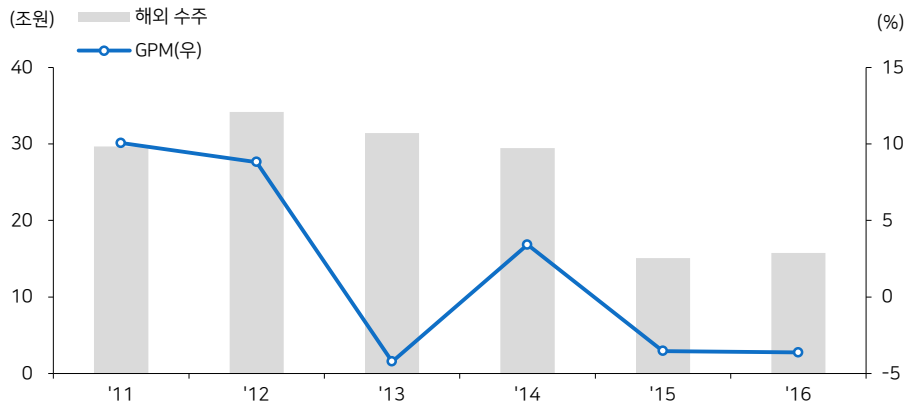
2009년~2013년 중동 중심의 해외 플랜트 발주 국면에서는 국내 주택시장 침체가 동반되면서, 대부분의 건설업체가 해외 시장 확대 및 플랜트 공중 다변화에 집중하기 시작하였다.

그림11 대형사 주택 분양물량 추이 vs 주택 가격 상승률



자료: KB부동산, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 대형사 해외 수주 추이 vs 해외 부문 매출 총이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 대형사 합산 영업이익과 순이익 모두 전 고점 수준에 근접

국내 주택의 성장과 해외 손실의 감소에 따라 대형건설업체의 합산 실적은 2015년을 바닥으로 빠르게 회복되고 있다. 대형 6개 건설업체의 합산 영업이익은 이미 2017년에 전고점 수준까지 회복하였으며, 순이익도 지속적으로 늘어나고 있다.

환관련 손실 감소와 금융수지 개선으로 2018~2019년 지배 순이익 성장 가속화 전망

특히 2018년~2019년의 경우 2017년 발생한 환관련 손실의 감소와 재무구조 개선에 따른 금융비용 감소 영향으로 지배 순이익의 증가는 더 빨라질 것으로 전망된다.

국내 부문은 2013년을 저점으로 호황기에 진입한지 4년이 지나가고 있다. 주택 부문의 매출은 2007년의 고점과 비교하더라도 대부분 2~3배 수준까지 증가하였으며, 적어도 대형 건설업체의 미분양 관련 Risk는 나타나고 있지 않다.

과거 5년 정도의 호황을 보였던 주택 부문의 실적 Cycle 이 일어질 전망

특히 이번에 보여주고 있는 대형 건설업체의 주택 실적은 과거 주택 Cycle 보다 긴 흐름으로 나타날 가능성이 높다. 일반적인 주택 실적 Cycle은 P(가격) 상승 - Q(물량 확대) - 공급과잉에 따른 가격 하락 - 물량 감소 순서로 이루어진다. 결국 과거에는 신규 택지 중심으로 이루어진 과잉 공급이 부동산 시장의 침체 국면을 만들게 된다.

재건축, 재개발 중심의 시장 재편은 공급 충격이 없을 것

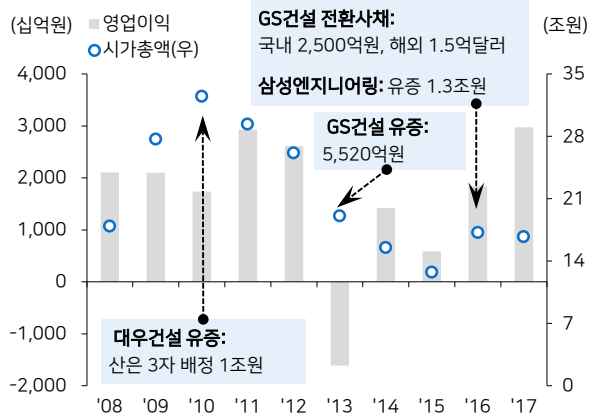
반면 재건축/재개발을 통한 주택 공급은 초기 멸실 주택 발생에 대한 주거 공간 부족과 향후 입주 시점이 오더라도 기존 주택 대비 실질 증가분이 크지 않은 점이 공급 충격에 따른 하강 국면을 막아주게 된다.

따라서 2015년을 기점으로 확대되고 있는 재건축, 재개발 중심의 공급 시장 변화는 과거와 같은 과잉 공급에 따른 하강 경기 진입을 늦추게 만들 것이다.

다만 일반적인 주택 시장과 달라 건설업체의 전략적 선택지가 없음

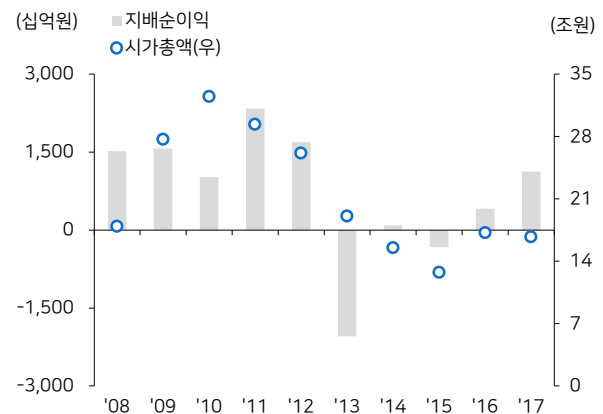
문제는 재건축, 재개발 중심으로 재편되고 있는 시장에서 기업이 취할 수 있는 전략적 선택지가 없다는 점이다. 이는 개별 프로젝트의 진행이 정책을 포함한 환경 변수에 크게 의존하기 때문이며, 개별 조합이 실제 재건축 진행을 할 수 있을지는 판단하기 어렵다. 결국 감이 떨어지기를 기다리는 식의 대응 밖에 할 수 없다.

그림13 대형사 합산 영업이익 vs 시가총액



자료: 메리츠증권리서치센터

그림14 대형사 합산 순이익 vs 시가총액



자료: 메리츠증권리서치센터

규제의 적용을 받지 않는
재건축/재개발 물량이
2018~2019년 착공

재건축, 재개발 착공 및 분양 시장은 2015년부터 의미 있는 수준으로 성장하였으며, 2018년 크게 늘어날 전망이다. 이는 2014~2016년 재건축, 재개발 신규수주가 가장 많았으며, 이 당시 수주한 물량이 2018~2019년 본격적으로 착공에 들어가기 때문이다. 이 물량들은 2017년 진행된 재건축 규제에 대해 소급 적용을 받지 않기 때문에 사업 진행에 무리는 없을 것이다.

2020년 이후 재건축 프로젝트
착공은 감소 전망

문제는 재건축, 재개발 관련 규제가 본격적으로 강화된 2017년 이후 관련 수주가 감소하기 시작하였으며, 이에 따라 2020년 이후에는 재건축, 재개발 착공이 지연될 가능성이 높다.

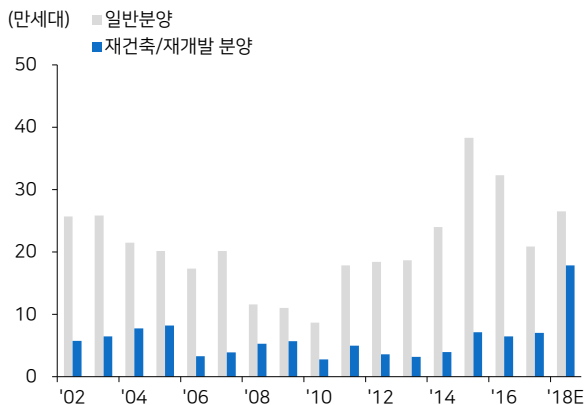
따라서 2020년 이후에도 재건축 대상 APT는 지속적으로 늘어나겠지만, 실제 착공으로 연결되는 물량은 감소할 것이다. 정책의 변화 또는 노후주택 개선에 대한 사람들의 욕구가 급격히 변화되는 시점까지 기다려야 한다.

자체 사업은 용지 부족, PF 사업은
잔고 감소, 재건축 프로젝트는
규제에 따른 감소

자체 주택사업은 택지 부족, PF 중심의 사업은 건설 업체의 Risk 관리 및 PF 잔고 감소, 재건축/재개발은 정부의 규제 등 때문에 주택 부문의 실적은 점차 성장률이 둔화되는 국면에 진입하였다.

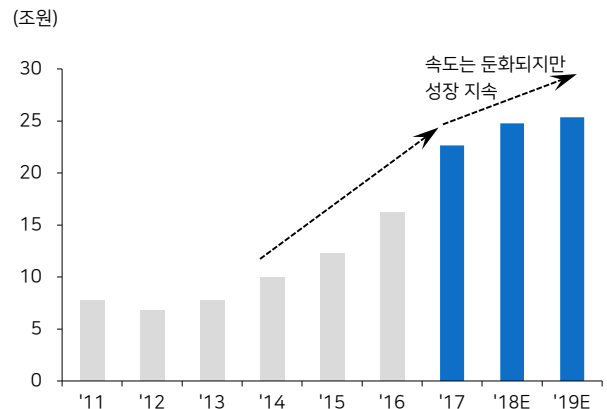
따라서 현재 수주잔고를 소진하고 있는 시점에서 주택 사업부는 건설업체의 장기 성장 모델이 되기 어렵다.

그림15 택지개발 주택분양물량 vs 재건축/재개발 분양물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 주택 부문 매출 (대형사 합산) 추이 : 성장률 둔화



자료: 메리츠증권 리서치센터

해외를 중심으로 성장 전략을 재개할 것인가?

장기간의 공사 기간 때문에 나타나는 Risk 를 감내해야 함

발주 시장의 분명히 회복 Cycle 에 진입

삼성엔지니어링과 현대건설을 제외하면 적극적인 수주 성장 전략을 펼치지 않을 것

2018년 이후 해외 발주 시장이 회복될 경우 건설업체는 과거와 같은 수주 성장 전략을 펼 수 있을 것인가?

지난 5년간 반영된 막대한 규모의 해외 플랜트 관련 손실의 직접적인 이유는 과잉 경쟁이지만, 이 외에도 공사 수행능력과 환경 변화의 문제가 크게 작용하였다. 경쟁 입찰 구조에서는 수주 시점에 시공 관련 위험 또는 환경 변화에 대한 조건 변경을 발주자에게 요구하기는 어려운데, 장기가 걸리는 시공 기간에서 발생하는 환경 변화를 건설업체가 모두 감내해야 한다.

시공 위험의 제거가 쉽지 않다는 것을 인정할 경우 건설업체는 1)현재의 외형을 유지하는 수준에서 슬립화 전략을 취하거나 2) 예비비를 감안해 Target margin 을 높이거나 3) 시공관리에 강점이 있는 플랜트 분야로 집중하거나 4) 시공 Risk 는 언제나 있는 부분으로 가정, 내부 시공관리 역량을 강화하고 수주 확대 정도의 선택지가 남는다.

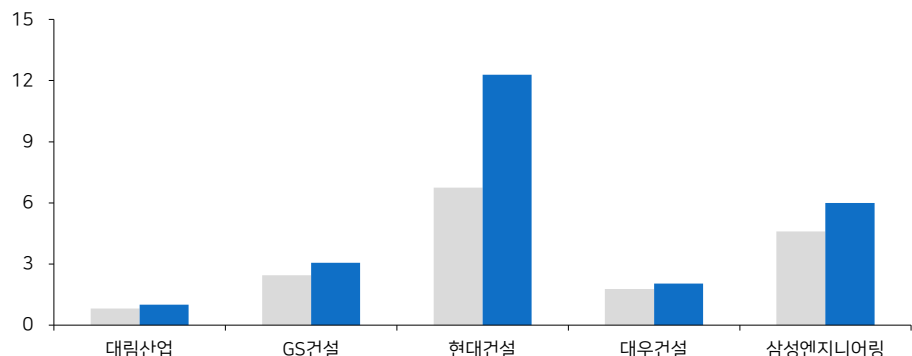
해외 부문의 악성 손실이 줄고 있다는 점은 명확하고, 2018년 1) 중동의 Gas 플랜트 2) 아시아의 정유 및 석유화학 플랜트 3) 국내 정유 및 석유화학 업체의 설비투자 등 플랜트 발주시장이 회복될 것으로 전망된다.

그러나 시장 환경이 개선되고 있음에도 불구하고, 2018년 경영계획에 따르면 수주 확대 전략을 가져가는 업체는 현대건설과 삼성엔지니어링 정도이다. 아직까지 건설업체는 시공 관련 위험에 대한 부담과 과거 성장 전략에서 나타난 문제 때문에 적극적인 수주 확장 전략으로 돌아서고 있지 않다.

결론적으로 발주 환경 개선에도 불구하고, 과거와 같이 모든 건설업체가 동반 수주 성장하는 모습은 찾아보기 어려울 것으로 판단된다. 특징적인 점은 세부 공종에 대한 강점과 약점에 대한 기준이 기업별로 명확하게 나뉘고 있다는 것이다. 따라서 주력 공종 또는 시장에서 발주 확대가 나타나는 경우에만 의미 있는 수주 성장을 보일 것이다.

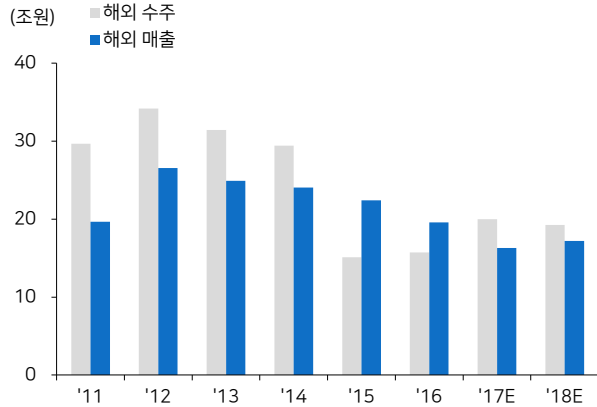
그림17 업체별 2017년 해외 수주 vs 2018년 수주 전망

(조원) ■ 2017년 ■ 2018년 전망



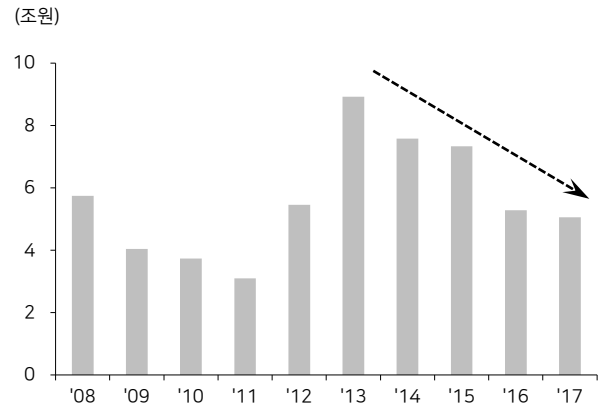
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 대형사 해외 매출 vs 해외 수주



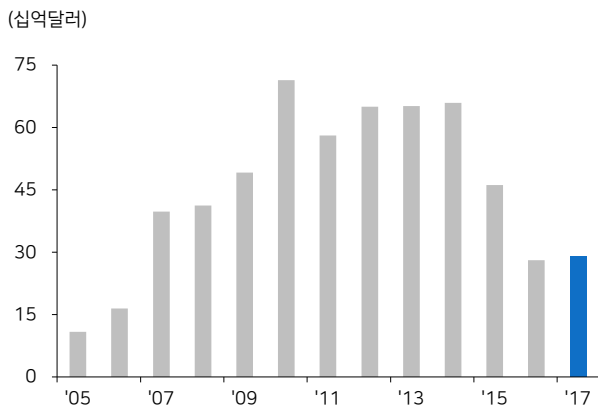
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 순차입금 추이



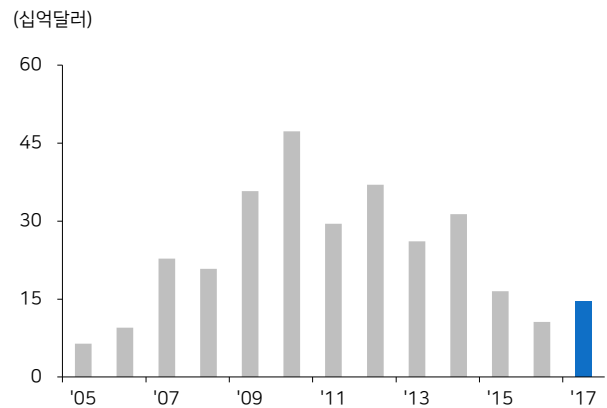
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 해외 수주 추이



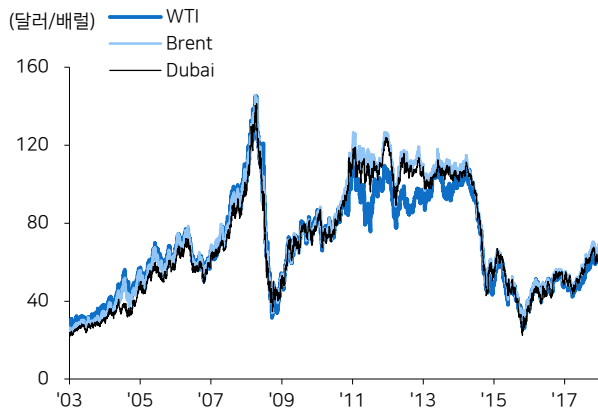
자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 중동 수주 추이



자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 유가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 5월 UAE 석유화학 가스 관련 컨퍼런스



자료: ADNOC, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 3. 변화의 필요성

변화를 위한 필요 조건들은 세가지 모두 충족되었다. 2018년 개별 건설업체가 내부적으로 풀어야 할 문제가 있는가?

이미 현대산업은 지주회사 전환을 진행하고 있으며, 대림산업의 지배구조 변화 가능성은 지속적으로 언급되어 왔다. 현대건설 역시 자회사인 현대엔지니어링의 상장 또는 합병 가능성, 삼성물산과 삼성엔지니어링의 합병 가능성 역시 언급되고 있다. 대우건설은 2018년 M&A가 실패하였으나, 기업가치 재고 이후 재추진 할 계획이다. GS 건설은 대주주의 아들이 지분을 매입하였다.

건설업체는 지배구조 변화가 필요한가?

현재 대형 건설업체의 지배구조가 가지고 있는 특징은 다음과 같다.

낮은 1대 주주 지분율

대우건설을 제외하면 대부분의 대형건설업체 대주주 지분율은 시장 평균을 크게 하회

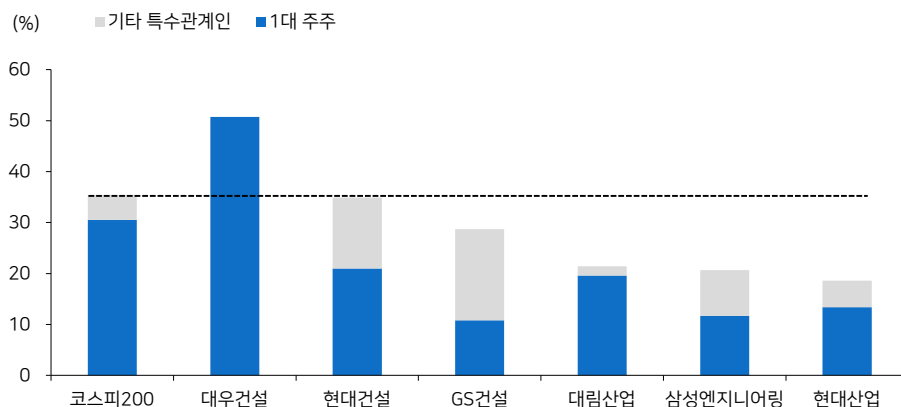
KOSPI 200의 평균 1대 주주 및 특수관계인 지분율은 30.5% 이다. 금호그룹 해체 이후 산업은행 산하에서 M&A 를 진행하고 있는 대우건설을 제외하면 건설업체의 1대 주주 및 특수관계인 보유 지분율은 이를 크게 하회한다. 대형 건설업체의 평균 대주주 지분율은 24.9%에 불과하다.

경기 변동성이 큰 산업에 대한 적대적 M&A 시도가 그다지 많지 않다는 점을 감안하면 낮은 지분율 때문에 지배구조에 특별한 문제가 발생할 가능성은 크지 않다. 과거 사례도 삼성물산, 현대산업을 제외하면 관련 이슈를 찾아보기 어렵다.

내부 유보 현금 증가 시기에 낮은 지분율은 고민의 대상

그러나 최근 급격하게 확대되고 있는 현금흐름과 내부 유보 현금 증가를 감안하면, 대주주 입장에서 상대적으로 낮은 지분은 여전히 고민의 대상이 된다.

그림24 KOSPI200 평균 vs 업체별 1대주주 지분율



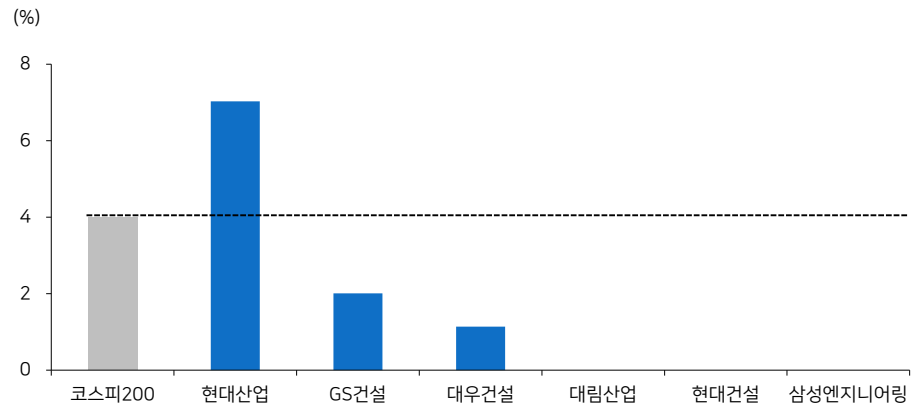
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

지주회사 전환 계획에 따라
2017년 자사주를 매입한
현대산업을 제외하면 자사주는
거의 없음

낮은 자사주 비중

대부분의 대형 건설업체는 자사주를 거의 보유하고 있지 않다. 유일하게 의미 있는 수준의 자사주를 보유하고 있는 현대산업은 2017년 지주사 전환 계획에 따라 자사주를 매입한 경우이다. 따라서 대주주의 직접적인 지분율 외에 기타 지배력은 매우 낮으며, 대부분의 건설업체가 보여주고 있는 재무구조 개선과 배당 확대 정책 등을 감안하면 따라 향후 자사주 매입에 대한 기대가 높아질 수 있다.

그림25 KOSPI 200 평균 vs 대형건설업체 자사주 비중



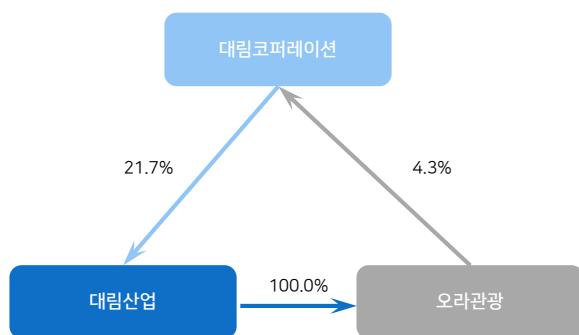
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

순환출자 구조는 대림산업과
현대산업

순환출자 구조: 대림산업, 현대산업

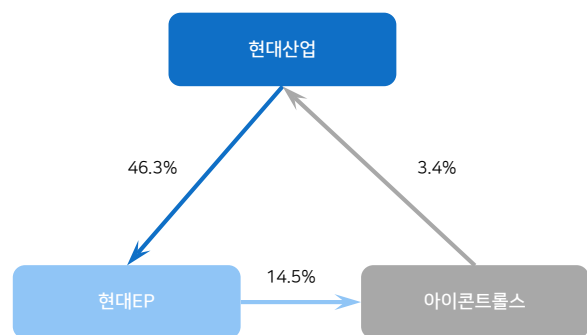
건설업체 중 현재 순환출자 구조에 있는 대표적인 업체는 대림산업이다. 비상장 지주 역할을 담당하고 있는 대림코퍼레이션과 대림산업의 자회사인 오라관광 사이에 순환 출자 구조가 형성되어 있다. 지배구조 변화에 대해 가장 많이 언급된 업체이지만, 실질적인 변화가 나타난 것은 2017년 이후 이다. 전년 대림코퍼레이션 관련 상속이 완료되었으며, 2018년 1분기 이내에 순환출자를 해소할 계획이다.

그림26 대림산업의 순환출자



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 현대산업의 순환출자



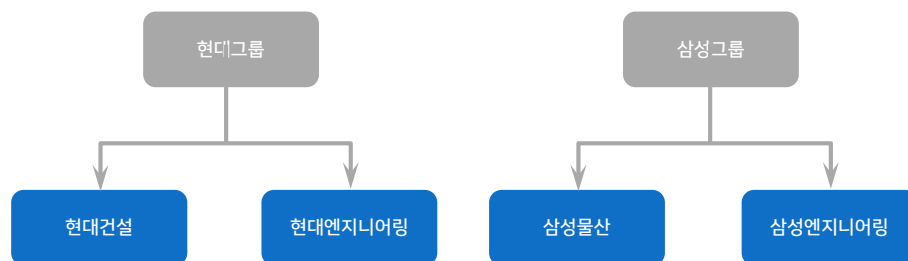
자료: 메리츠증권 리서치센터

그룹 내 2개 이상의 건설 업체
보유에 따른 효율성 문제

그룹 내 중복 사업부의 문제: 삼성, 현대

그룹 내 유사한 사업모델을 가진 건설업체를 중복 보유한 것은 현대건설과 삼성엔지니어링이다. 그룹 공사 물량에 대한 배분, 고정비의 중복 문제 등을 감안하면 합병 또는 주력 사업부의 조정에 대한 가능성이 있다.

그림28 그룹 내 중복 사업부 존재: 현대, 삼성



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

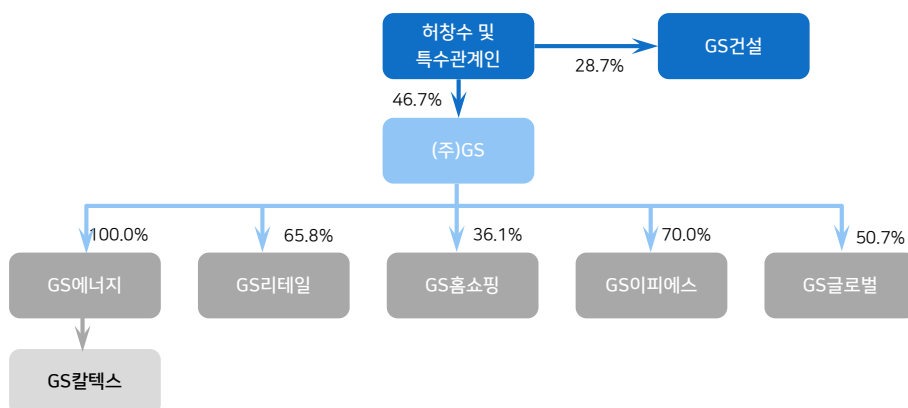
그룹 편입: GS 건설

장기적으로 그룹에서 벗어나 있는
GS 건설의 편입 문제

건설업체 중 그룹에 속해 있으나 지주 기업과 실질적인 지분관계가 없는 업체는 GS건설이다. GS그룹은 GS홀딩스를 중심으로 이미 재편이 끝나 있으나, 유독 GS건설만 따로 존재한다.

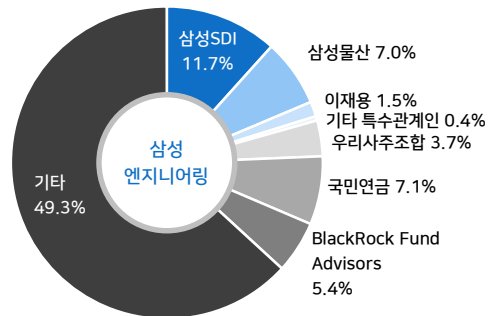
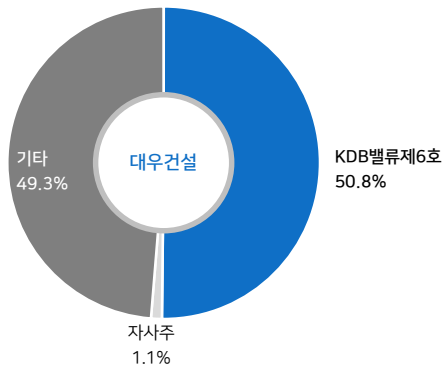
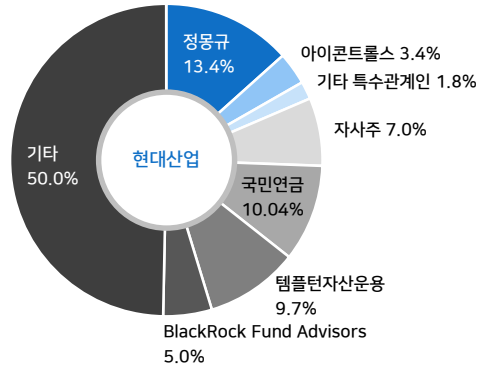
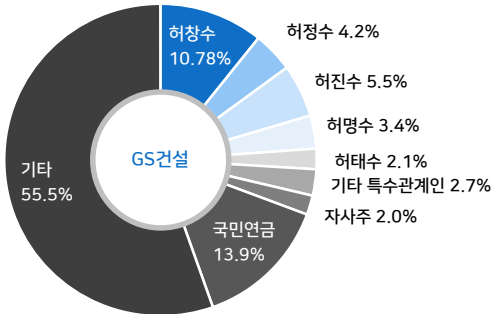
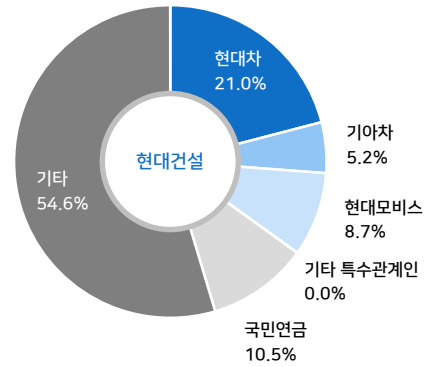
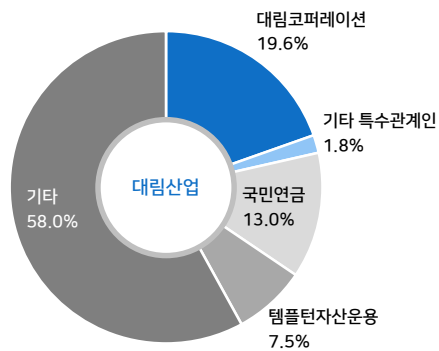
허창수 회장의 장남인 허윤홍 전무가 2017년 GS 홀딩스와 GS건설 지분을 일부 취득하면서 향후 승계 과정과 연계한 GS건설의 지배구조 변화 가능성이 있다.

그림29 GS그룹의 지배구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 업체별 지분율 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part 4. 이미 시작되고 있다.

시장에서 예측하는 대부분의 지배구조 변화 시나리오가 틀리는 이유는 우리가 대주주의 생각을 알 수 없기 때문이다. 정황에 따른 판단만으로는 예측 가능성이 현저하게 떨어진다. 지배구조 변화를 보는 핵심은 미리 예측하는 것이 아니라 대응 전략이다.

오랜 기간 동안 대형 건설업체의 지배구조 변화 가능성에 대해서 언급하였으나, 실질적인 행위가 본격적으로 나타난 것은 2017년 이후이다. 대림산업은 유화 부문에 대한 대규모 투자를 단행, 순환출자 해소 과정에 진입하였으며, 현대산업은 지주사 전환을 발표하였다. GS건설은 회장의 장남이 지분을 매입하고 있으며, 현대건설은 정몽구 회장이 등기이사에서 물러났다.

이제는 언제인지 알 수 없다가 아니라, 이미 변화는 시작되고 있으며 이에 따른 대응을 고민해야 한다.

기업	지배구조 변화
대림산업	'17.02 고려개발에 500억원 규모 출자전환
	'17.03 여수KRCC를 400억원에 이네오스에 매각 이해승, 대림산업 주식 0.22% 전량 매도 2조원 규모 가이스마 올레핀 공장 인수 시도
	'17.04 가이스마 올레핀 공장 인수 불발
	'17.06 삼호채권단의 지분에 대한 우선매수권 행사 (지분율 75%로 증가)
	'17.07 KR모터스에 대림자동차 이륜차사업부 매각
	'17.11 KR모터스, 대림자동차 이륜차사업부 인수 계약 해지
	'18.02 대림오토바이, 대림자동차에서 인적분할
	'18.03 대림코퍼레이션, 오라관광의 지분 4.3%를 자사주 형태로 장외 취득
현대건설	'18.01 박동욱 재경본부장을 사내이사로 선임
	'18.03 정몽구 회장의 현대건설 등기 이사 사임
GS건설	'17.10 허창수 회장, 0.22% 지분을 남촌재단에 증여 허윤홍 전무, 장내 매수로 3.8만주(0.22%) 보유 (동일 시점에 GS홀딩스 주식 3.8만주 매수)
현대산업	'17.03 1분기, 자사주 200만주 매입
	'17.04 통영에코파워, 성동조선해양의 통영부지 1,107억원에 매입
	'17.05 통영LNG사업권 취소
	'17.06 아이서비스, 금호리조트의 아산스파비스를 400억원에 인수 2분기, 자사주 150만주 매입
	'17.12 지주사 전환 발표 부동산 114를 700억원에 인수
	정몽규 회장, HDC자산운용 지분을 세 자녀에게 양도
	'18.02 HDC부동산콘텐츠 지분 75%를 370억원에 인수 아이콘트롤스, HDC부동산콘텐츠에 123억원 출자
대우건설	'17.04~'05 에스이비티투자, 4월 1.68%, 5월 5.78%의 지분을 블록딜 형태로 시간외 매도
	'17.07 산은, 대우건설 매각을 위한 주관사 선정 등 매각 본격화
	'17.09 사우디 자회사에 대한 2,000억원 CPS 발행
	'17.11 금호타이어, 지분 4.4% 블록딜로 매각
	아시아나항공, 지분 2.2% 블록딜로 매각
	'17.12 금호타이어, 지분 4.4% 블록딜로 매각
	아시아나항공, 지분 2.2% 블록딜로 매각
	'18.01 호반건설, 대우건설 인수 우선협상대상자 선정
	'18.02 호반건설, 인수 포기
	'18.03 사업총괄임원을 포함한 6명의 임원 보직 해임

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[현대산업] 가장 먼저 시작

대형 건설업체 중 가장 적극적으로 사업전략 변화가 빠르게 나타나고 있으며, 이를 지배구조 변화로 연결하고 있는 가장 대표적인 회사는 현대산업이다. 현대산업은 2017년 12월 지주회사 전환을 발표하였다.

▶ Fact

- 1) 대주주 지분을 낮춤: 가장 먼저 언급되는 문제는 지배력이 너무 취약하다 점이다. 정몽규 회장의 직접 보유 지분은 13.36%에 불과하며, 특수관계인 포함 총 지분 역시 18.57%로 낮은 수준이다.
- 2) 순환 출자구조: 아이콘트롤스가 보유하고 있는 3.38% 지분은 순환출자에 해당하며, 관련 법규의 변경이 있을 경우 강제 매각 대상이 될 수 있다. 법규 변경에 따라 매각해야 할 경우 특수관계인 포함 대주주 지분은 15% 수준까지 하락한다.
- 3) 전체 주식 중 자사주 비중은 2016년 기말 2.38%에 불과하였다.
- 4) 내부 유보 현금 증가와 5% 이상의 주요 주주에 대한 부담: 2014년 이후 나타난 주택시장 회복 과정에서 현대산업은 순현금 구조로 전환하였으며, 향후에도 보유 현금자산의 규모는 확대될 것으로 전망된다. 내부 보유 현금이 급증하는 국면에서 낮은 지배력은 대주주에게 부담이 될 수 있다.

▶ Action

- 1) 2017년 자사주 비중 확대: 2017년 1분기 자사주 200만주 매입, 2분기 자사주 150만주 매입 이후 자사주 비중을 7% 수준까지 확대
- 2) 2017년 12월 지주회사 전환 발표: 두 차례 자사주 매입이 완료된 이후 지난해 12월 지주회사 전환을 발표
- 3) 2017년 12월 부동산 114 인수
- 4) 2018년 4월 27일~6월 11일 거래 정지 이후 분할 상장 예정

▶ Check

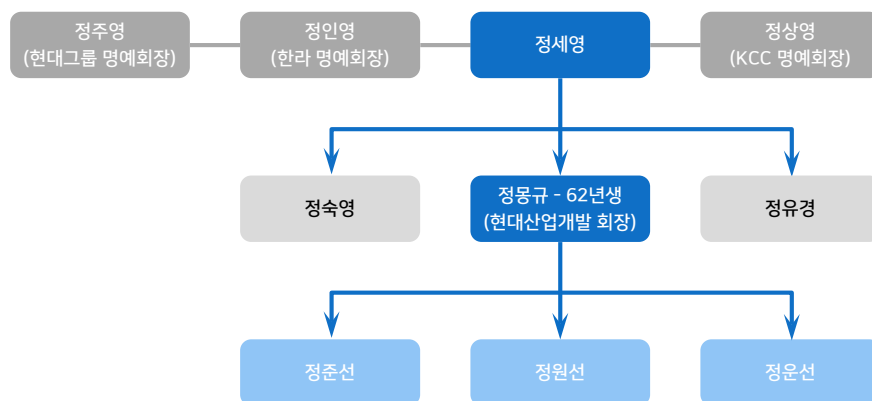
- 1) 지주회사 전환 이후 정몽규 회장의 사업회사 지분과 지주회사 지분의 스왑 처리 진행될 것
- 5) 투자 중심의 지주회사 Biz Model과 일부 자산의 유동화 가능성
- 6) 사업회사의 가치

그림31 현대산업: 지주회사 vs 사업회사 사업 목적

HDC주식회사 (지주)	VS	현대산업개발 주식회사(사업)
<ul style="list-style-type: none"> 투자사업 및 부동산 임대업 분할 비율 41.7% 자산 1.2조원, 자본 1.2조원 		<ul style="list-style-type: none"> 기존 주택사업 분할비율 58.3% 자산 4.0조원, 자본 1.8조원

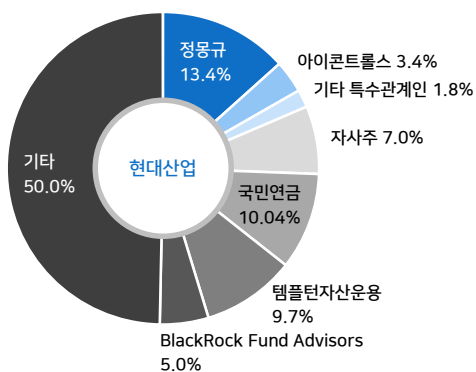
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 현대산업그룹의 가계도



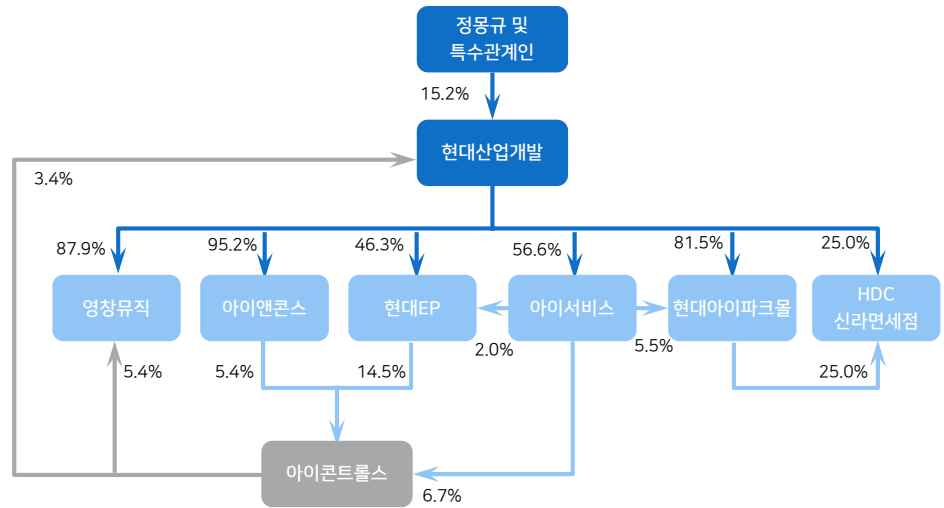
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 현대산업 지분 현황



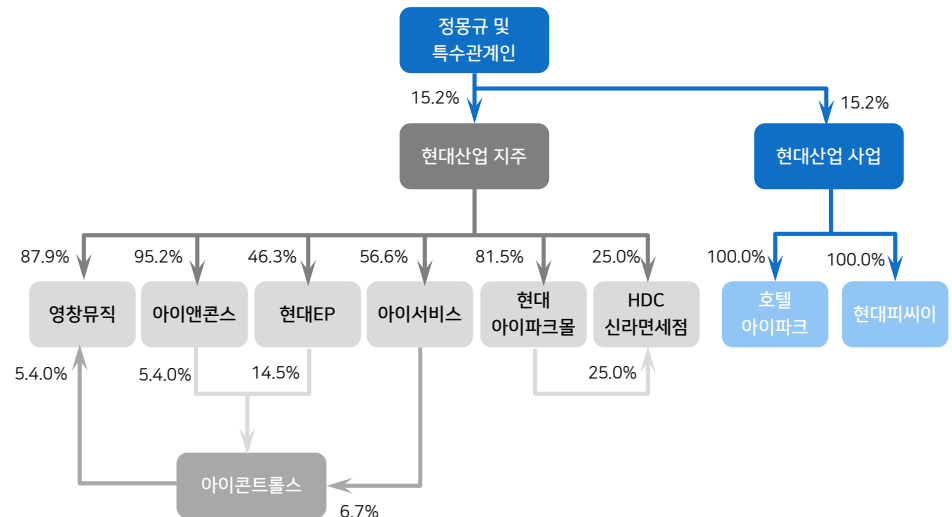
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 현대산업의 관계사 및 계열사 지배구조 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 현대산업의 지주회사 전환 이후 지배 구조



주: 아이콘트롤스가 보유한 현대산업 지분 제외
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[대림산업] 대림코퍼레이션의 주주 변화 마무리, 다음은 대림산업

특이하게 건설업체가 직접 유화 사업부를 가지고 있고, 연결 대상 법인이 다수 존재하며, 50%의 지분을 가지고 있는 YNCC 등에서의 지분법 이익 규모가 전체 법인세 차감 전 이익에서 큰 비중을 차지하는 업체가 대림산업이다.

지배구조 측면에서 실질적인 지주회사 역할을 담당하고 있는 대림산업은 건설과 유화, 연결법인, 지분법 등에 대한 복잡한 이익구조 때문에 항상 Peer 업체 대비 Valuation 할인을 받아왔다.

이 때문에 지배구조 변화 또는 분할을 통한 순수 사업회사로의 전환은 Valuation 할인율의 축소 측면에서 가장 자주 언급되었던 업체이다.

대림산업의 문제는 1) 대림코퍼레이션의 상속 2) 대림코퍼레이션이 보유하고 있는 대림산업에 대한 낮은 지분을 3) 대림코퍼레이션의 매출 중 내부거래 비중이 높음 4) 자사주 없음 등이다.

Fact

- 1) 대림코퍼레이션에 대한 상속 문제: 비상장 지주회사 역할을 담당하고 있는 대림코퍼레이션에 대한 상속과 승계 시점 및 방법
- 2) 대주주 지분을 낮춤: 대림코퍼레이션이 보유하고 있는 대림산업 지분은 19.6%, 특수관계인 지분을 모두 포함하더라도 21.7% 수준에 불과하다.
- 3) 자사주 없음: 대림산업은 자사주를 보유하고 있지 않아 실질 지배력이 가장 취약한 업체 중 하나이다.
- 4) 순환 출자구조: 대림코퍼레이션 - 대림산업 - 오라관광 사이에 삼각 순환 출자구조가 형성되어 있다.
- 5) 재무구조 및 현금흐름 개선: 실적 성장과 YNCC 등에서의 배당금 수입 증가에 따라 재무구조 개선과 보유 현금이 확대 추세이다.

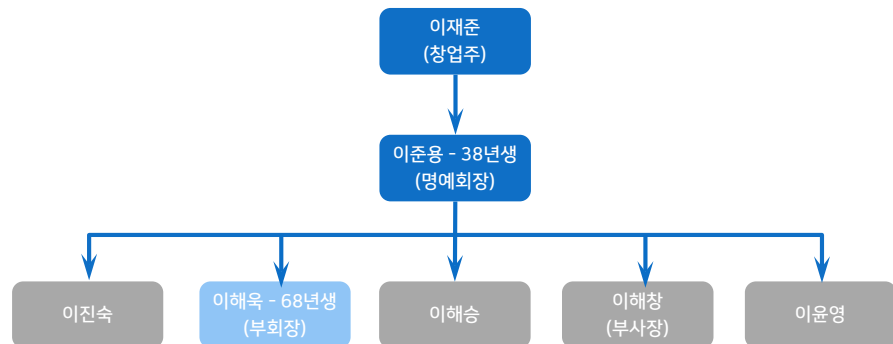
▶ Action

- 1) 2008년 9월 대림H&L 과 대림코퍼레이션의 합병을 통해 이해옥 부회장은 대림코퍼레이션 지분 32.1% 확보, 2015년 대림 I&S 와 대림코퍼레이션 합병을 통해 52.3%까지 지분 확대
- 2) 2015년 8월 이준용 회장은 보유 지분 32.6%를 통일과나눔 재단에 증여
- 3) 2018년 3월 30일 대림코퍼레이션은 오라관광이 보유하고 있는 지분 4.3%를 자사주 형태로 장외 취득 예정으로, 순환출자를 해소하면서 대림코퍼레이션 관련 지분 변화는 마무리
- 4) 2018년 2월 대림산업은 태국 PTT 그룹과 함께 미국 에틸렌 150 만톤 생산 관련 투자 계획 발표, 내부적으로 특수 유화제품 관련 추가 설비투자 및 자회사인 YNCC 역시 2018년 설비투자 확대 계획
- 5) 2018년 3월 이해옥 부회장의 대림산업 대표이사 사임(2011년 취임), 전문경영인 체제로 전환, 김상우 석유화학사업부 사장과 박상신 건설사업부 부사장을 각각 신규 대표이사로 선임

▶ Check

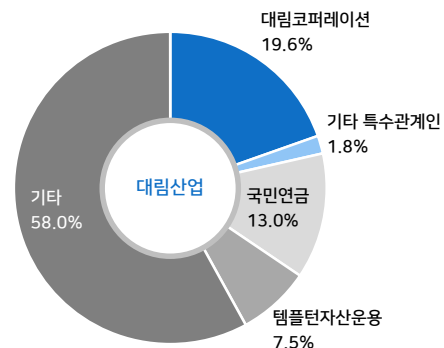
- 1) 2018년 4월 이후 대림코퍼레이션의 대림산업 지분 추가 취득 여부: 공정거래법 기준으로 순환출자 해소 이후에는 추가 지분 취득 가능
- 2) 대림산업의 건설 및 유화 사업부의 분할 가능성
- 3) 분할된 대림산업의 유화 부문과 대림코퍼레이션의 합병 가능성

그림36 대림그룹의 가계도



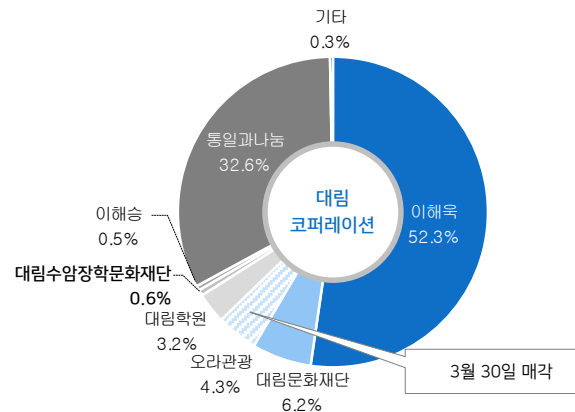
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 대림산업 지분현황



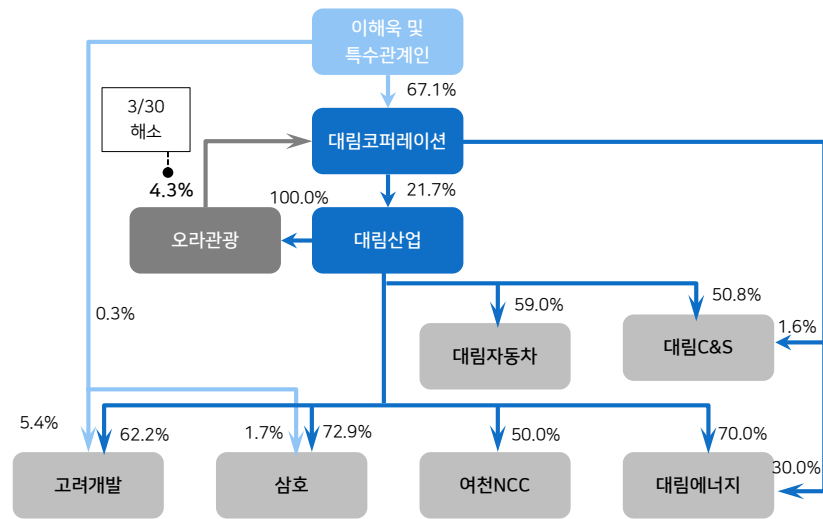
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 대림코퍼레이션 지분 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 대림산업의 관계사 및 계열사 지배구조 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[현대건설] 직접적인 문제는 없으나 현대엔지니어링이 고민

현대건설은 당장 해결해야 할 특별한 내부적인 이슈가 없으나, 장기적으로는 두 가지 측면에서 고려해야 할 부분이 있다. 그룹 내 지배구조 변화에 따라 현대차, 현대 모비스, 기아차가 공동으로 현대건설을 소유하고 있는 부분에 대한 조정 가능성과 오너 일가가 지분을 가지고 있는 현대엔지니어링에 대한 문제이다.

▶ Fact

- 1) 2011년 현대차 그룹이 현대건설 인수: 현대차 20.95%, 현대모비스 8.73%, 기아차 5.23% 등 총 31.91% 를 공동 소유하는 형태
- 2) 자사주 없음
- 3) 정의선 부회장이 현대엔지니어링 지분 11.72%를 보유

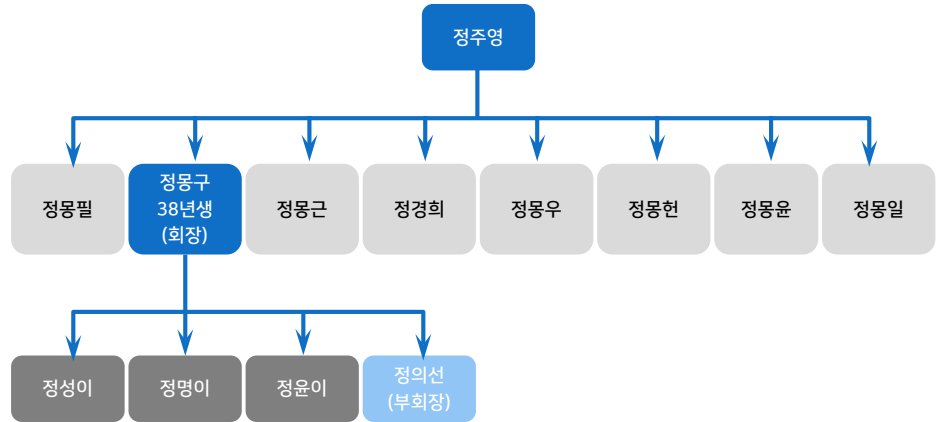
▶ Action

- 1) 2014년 1월 자회사인 현대엔지니어링이 현대엠코 흡수 합병:
현대엔지니어링 지분은 38.62%로 감소 (현대엔지니어링의 2대 주주는 정의선 11.72%, 이 외 현대글로비스 11.67%, 기아차 9.35%, 현대모비스 9.35%, 정몽구 회장 4.68%)
- 2) 2018년 1월 박동욱 재경본부장(2011년 취임)을 사내 이사로 선임
- 3) 2018년 3월 정몽구 회장의 현대건설 등기 이사 사임
- 4) 2018년 3월 현대 모비스의 분할 발표

▶ Check

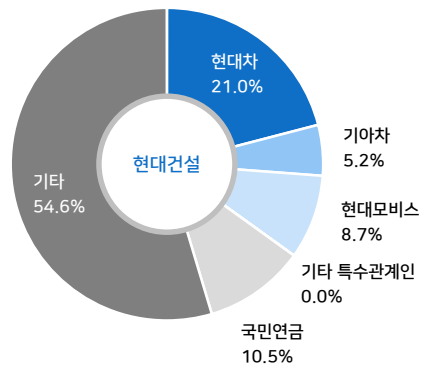
- 1) 현대차의 지배구조 변화 과정에서 1 대 주주 및 특수관계인 보유 지분의 변화 가능성
- 2) 정의선 현대자동차 부회장이 보유하고 있는 현대엔지니어링 지분 11.72%에 대한 방안
- 3) 그룹 내 유사한 Biz Model 을 가진 2 개 건설업체를 보유하고 있는 것에 대한 효율성 제고 여부
- 4) 2017 년 3 분기말 기준으로 1.9 조원의 현금성 자산 및 단기금융상품을 보유하고 있는 현대엔지니어링의 유동성 활용 방안

그림40 현대차그룹의 가계도



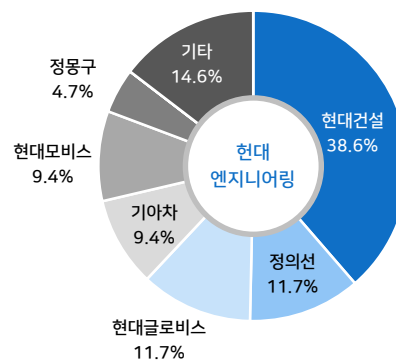
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 현대건설 지분현황



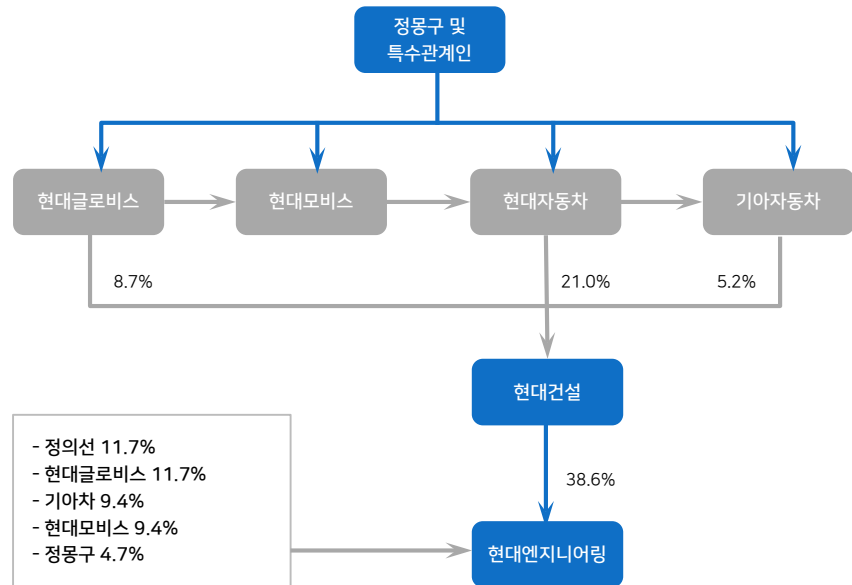
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 현대엔지니어링 지분 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 현대건설의 관계사 및 계열사 지배구조 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[GS건설] 장기적으로 지주체제로 편입 여부

GS건설의 지배구조에서 가장 특이한 점은 GS건설이 GS홀딩스 체제에 편입되어 있지 않다는 점과 허창수 회장의 장남이 GS홀딩스 계열이 아닌 GS건설의 전무로 경영수업을 받고 있다는 점이다.

GS건설은 허창수 회장의 형제인 허정수 4.18%, 허진수 5.46%, 허명수 3.41% 등의 지분을 포함해 특수관계인 총 지분이 28.68%이다. 다만 허창수 회장의 직접 보유 지분은 10.78%로 낮은 수준이다.

▶ Fact

- 1) 허창수 회장의 직접 보유 지분은 10.78%
- 2) 대부분의 GS 그룹 계열사는 GS 홀딩스 체제로 전환, GS건설은 아직 직접적인 보유 지분이 없으며 지주회사 산하에 있지 않음
- 3) 허창수 회장의 장남 허윤홍 전무는 해외 부문 부실이 본격화된 2013년 GS건설 입사, 2016년 경영지원 실장 및 전무 승진
- 4) 자사주는 2% 비중

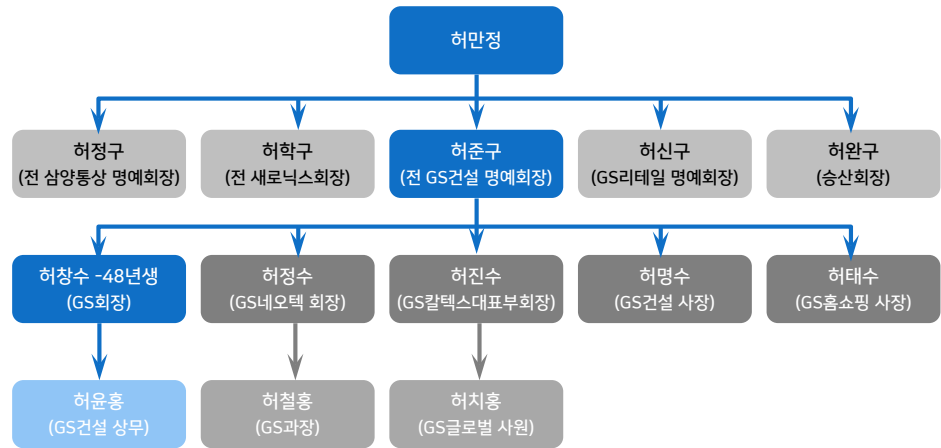
▶ Action

- 1) 2017년 10월 허창수 회장의 지분 중 19.4만주(0.22%)를 남촌재단에 증여
- 2) 2017년 10월 허윤홍 전무가 장내 매수로 3.8만주 매수, 보유 지분은 0.22% (동일 시점에 GS홀딩스 주식 역시 3.8만주 매수)

▶ Check

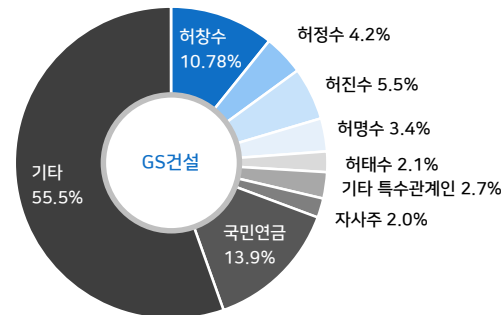
- 1) 허창수 회장의 보유 지분에 대한 상속 여부
- 2) 허윤홍 전무의 추가 지분 매입 가능성
- 3) GS 건설의 GS 홀딩스 체제로 편입 여부

그림44 GS그룹의 가계도



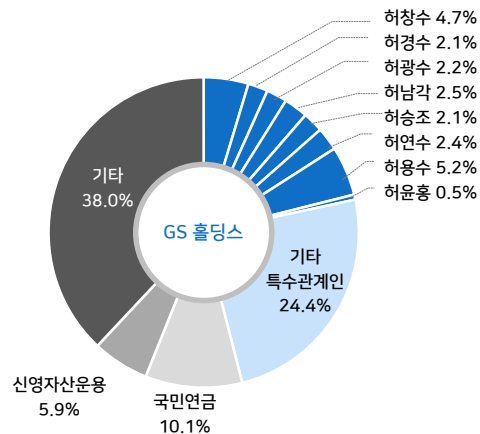
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 GS건설 지분 현황



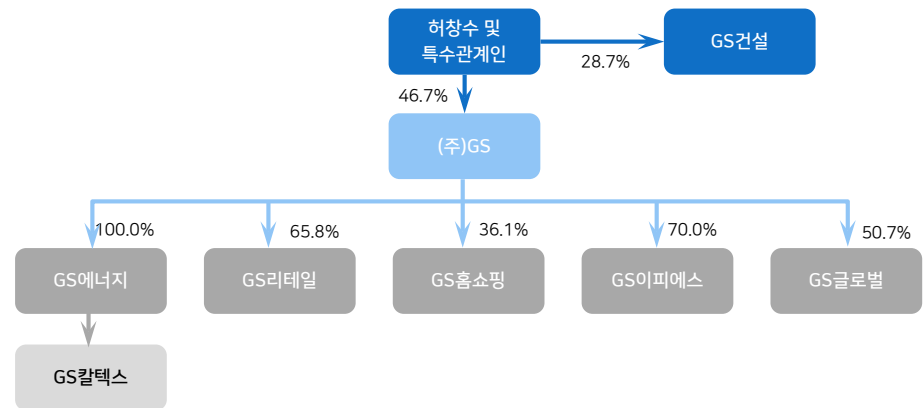
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 GS 홀딩스 지분 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 GS건설의 관계사 및 계열사 지배구조 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[대우건설] M&A가 재개되기까지 시간이 필요

건설업체 중 지분 관련된 문제가 가장 단순한 업체는 대우건설이다. 산업은행 산하의 KDB 밸류 6호 펀드가 50.75%를 소유하고 있고, 이 외에는 5% 이상의 주요 주주가 없기 때문이다. 다만 과거 금호 그룹이 보유하고 있던 잔여 물량의 정리 과정이 오버행으로 작용하면서 주가에 부담요인이었다.

Fact

- 1) 산업은행 밸류 제6호 보유 지분 50.75%
- 2) 2017년 에스이비티투자(IBK-케이스톤 컨소시엄)이 대우건설 지분 12.28%를 보유

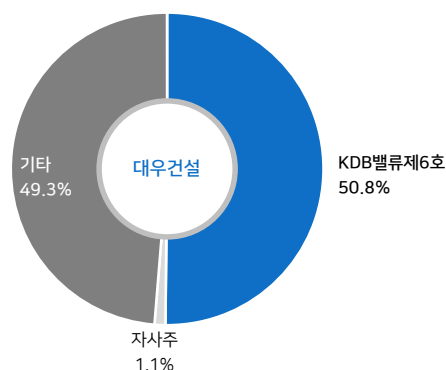
Action

- 1) 에스이비티투자는 2017년 4월 1.68% 지분, 5월 5.78% 지분을 블록딜 형태로 시간외 매도
- 2) 2017년 11월 금호타이어가 대우건설 지분 4.4%를 블록딜로 매각
- 3) 2017년 11월 아시아나항공이 대우건설 지분 2.2%를 블록딜로 매각
- 4) 기타 금호석유, 에스이비티투자의 잔여 지분은 현재 대부분 매각이 완료된 것으로 파악
- 5) 2018년 2월 산업은행과 호반건설 사이의 M&A 무산
- 6) 2018년 3월 사업총괄임원을 포함한 6명의 임원 보직해임
- 7) 현재 신입 사장 인선 과정

Check

- 1) 향후 M&A 재개 시점
- 2) 단기적으로 M&A가 쉽지 않다고 판단할 경우, 산업은행의 주주가치 제고 및 경영 정책 변화 여부

그림48 대우건설 지분현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

[삼성엔지니어링] 아직은 턴어라운드가 우선

지배구조가 복잡하게 얽혀 있는 삼성그룹에서 삼성엔지니어링 자체만 놓고 보면 지분관련 변화의 범위는 그렇게 넓지 않다. 다만 1대 주주의 지배력이 낮으며, 삼성물산이 일부 지분을 보유하고 있고, 이재용 부회장이 2016년 유상증자에 참여하면서 1.54% 지분을 가지고 있는 점 정도가 특이사항이다.

▶ Fact

- 1) 1대주주는 삼성SDI 11.69% 보유, 삼성물산이 6.97% 보유
- 2) 향후 지배구조 변화에 따라 삼성물산이 보유하고 있는 삼성엔지니어링 지분에 대한 변화 가능성
- 3) 2017년 에스이비티투자(IBK-케이스톤 컨소시엄)이 대우건설 지분 12.28%를 보유

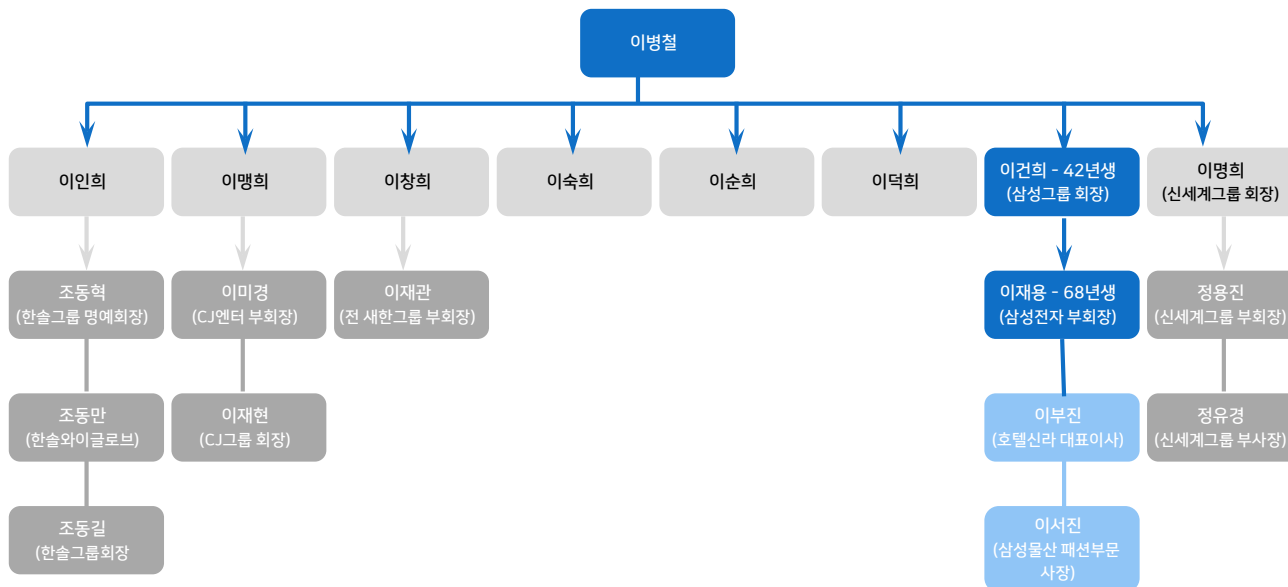
▶ Action

- 1) 2016년 1분기 유상증자, 이재용 부회장 참여 및 실권주 인수를 약속하였으나 실제로는 실권주가 거의 발생하지 않으면서 소규모 지분만 인수
- 2) 2017년 11월 삼성물산은 EPC 경쟁력 강화 TF 신설: 삼성엔지니어링 경영지원총괄 부사장 출신 김명수 부사장을 TF장으로 임명
- 3) 2018년 3월 삼성물산 건설사업부가 판교에서 삼성엔지니어링 사옥으로 이전 시작

▶ Check

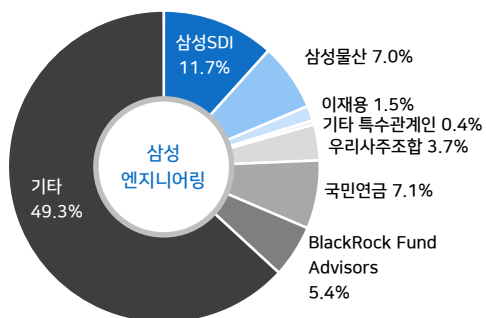
- 1) 삼성물산, 삼성중공업, 삼성엔지니어링을 포함하는 EPC 경쟁력 제고 TF의 경영진단 결과
- 2) 그룹공사를 담당하는 EPC 업체가 이분화 되어 있어 향후 그룹 공사 측면에서도 효율성 제고를 위한 방안

그림49 삼성그룹의 가계도



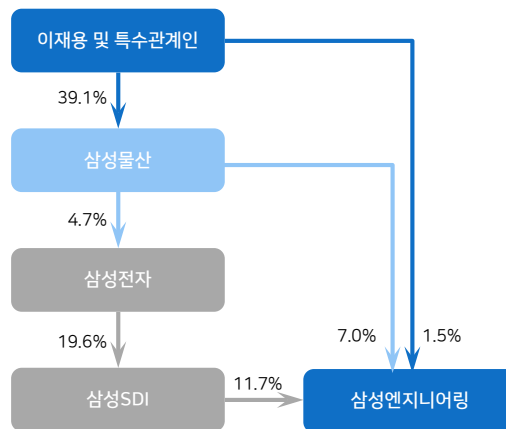
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 삼성엔지니어링 지분 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 삼성엔지니어링의 관계사 및 계열사 지배구조 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박형렬, 민사영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율