



Analyst
김세련
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

건설

2018-05-23

통일과 경험 모멘텀, 달리는 말에 올라타자

건설주의 단기 주가 상승이 빠르다. 통일, 경험 기대감을 선제적으로 반영해서 상승한 주가를 어떻게 대응해야 할지에 대한 고민의 목소리가 많다. 그러나 대형주 PBR 은 1.0X 를 아직도 도달하지 못했다. 경험 금액은 국내 매크로 둔화에 따른 섹터 멀티플 디스카운트를 충분히 해소할만한 수준이다. 쉽게 꺼지지 않을 모멘텀과 열리는 업사이드 앞에, 직관적 기대가 이끄는 주가 상승을 무시할 수 없다는 판단이다

직관적 기대가 이끄는 단기 슈팅을 무시할 수는 없다

최근 들어 건설 주가는 빠른 속도로 급증하며 통일, 경험 기대감을 한 번에 반영하는 모습이다. 독일과 동등하게 비교하긴 어렵지만, 독일의 통일 초기 2 년차 건설 섹터 수익률은 88%로 가장 높았다. 물론 중기로 넘어가면서 기대만이 이끌었던 주가는 16% 정도 조정을 받지만, 직관적인 기대가 이끄는 단기 슈팅을 그저 방관할 수는 없는 노릇이다.

경험 금액 추산 30 조원, 연간 국내 토목발주와 맞먹는 수준

지난 남북정상회담에서 확정된 경험 사업은 1) 경의선 (사업비 7.8 조원, 중국횡단철도와 연결), 2) 동해선 (사업비 14.8 조원, 시베리아철도와 연결), 3) 개성공단 확장 (2, 3 단계 사업 합산 6.3 조원 추가 투입)이며, 세 사업의 사업비 합산은 30 조원에 육박한다. 국내 건설시장 규모가 12 년 평균 135.7 조원, 그 중 토목 시장은 12 년 평균 34.7 조원 수준임을 감안하면, 경험 사업비는 대략 1 년치 국내 토목 수주와 유사하다고 볼 수 있겠다. 결론적으로 경험으로 인한 수혜는 침체된 국내 주택 매크로로 인해 받고 있던 건설 섹터의 멀티플 디스카운트 요소를 제거하는 수준으로 보는 것이 합리적이다.

합리적 PBR 은 1.0X 수준이나, 들쭉거리는 주가 상방

대형 건설주 기준 Forward PBR 추이를 그려보면 최근 빠른 주가 상승에도 불구하고 여전히 1.0X 에 도달하지 못하고 있는 상황이다. 국내 부동산 호황기에 대형 건설주 멀티플이 1.2X 수준, 09~12 년 해외 수주 호조기 당시 건설주 멀티플이 1.4X 이상씩 형성되었던 점을 감안할 때, 향후 기대감에 따른 주가 상승 포텐셜은 여전히 남아있어 보인다. 물론 프로젝트가 가시화 되더라도 대형 건설사의 실적 견인이 가능할지에 대해서는 '그렇지 않다'는 의견이다. 공공 토목 발주의 수익성이 상대적으로 높지 않으며, 현대건설만 놓고 보더라도 국내 매출이 연간 17 조원에 이르기 때문에 경험으로 실적 성장을 기대하기에는 무리가 있다. 따라서 합리적인 목표 배수는 PBR 1.0X 로 판단한다. 다만 닫혀있던 국내 시장의 상방이 열린다는 측면에서, 가령 현대건설 컨소시엄 (현대건설, 삼성물산, 대우건설, 대림산업, 포스코건설)이 1,500 억원 규모의 경원선 복원공사만 연내 재개한다고 하더라도 주가는 단기 슈팅을 보일 것이다. 발주 금액과 무관하게 경험의 상징성을 감안할 때, 대표성 있는 대형 건설주 위주로 매수를 추천한다. 달리는 말에 올라 타야 하는 때이다.

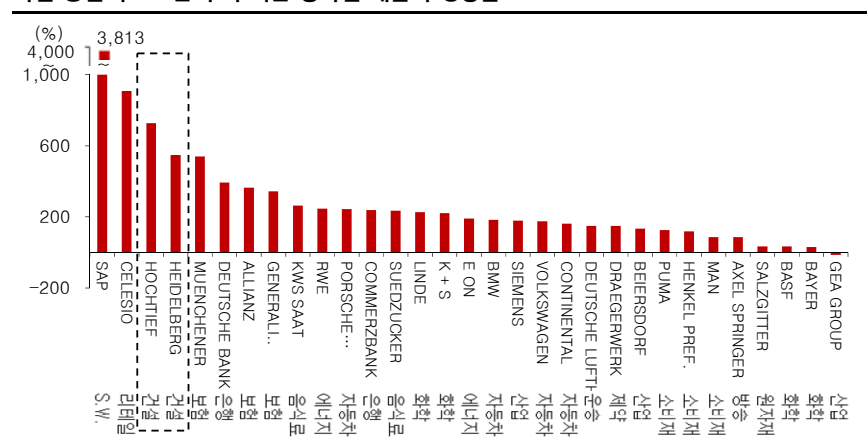
남북정상회담 직후인 지난 4/30 ‘남과 북, 북과 남을 바라보는 희망과 냉정’ 보고서를 통해 건설의 주가 단기 슈팅 가능성에 대해 언급한 바 있다. 최근 들어 건설 주가는 빠른 속도로 급증하며 통일, 경험 기대감을 한 번에 반영하는 모습이다. 독일과 동등하게 비교하긴 어렵지만, 독일의 통일 초기 2 년차 건설 섹터 수익률 88%로 가장 높았다. 물론 중기로 넘어가면서 기대만이 이끌었던 주가는 16% 정도 조정을 받지만, 직관적인 기대가 이끄는 단기 슈팅을 그저 방관할 수는 없는 노릇이다.

독일 통일 후 초기, 중기 건설 섹터 수익률 비교

순위	초기 2년		중기 4년	
	섹터	기간별 수익률(%)	섹터	기간별 수익률(%)
1	건설	88.2	소프트웨어	336.4
2	통신	76.2	제약	111.7
3	리테일	67.0	화학	96.1
4	운송	58.4	자동차	81.7
5	음식료	55.2	에너지	79.3
6	에너지	46.5	방송	72.8
7	산업	46.1	DAX30	72.7
8	소비재	44.9	산업	56.3
9	원자재	32.9	보험	45.8
10	금융서비스	29.4	은행	34.5
11	보험	28.2	원자재	34.4
12	TECH	26.4	운송	28.8
13	DAX30	25.8	금융서비스	23.4
14	은행	22.6	소비재	23.1
15	소프트웨어	7.2	TECH	15.8
16	자동차	3.7	음식료	-13
17	제약	2.4	건설	-16.6
18	방송	-0.5	리테일	-20.4
19	화학	-7.6	통신	-57.6

자료: DataStream, SK 증권

독일 통일 후 12년 누적 기준 종목별 매출액 성장률



자료: DataStream, SK 증권

모든 투자의 출발은 SOC이다. 북한의 주요 인프라 과제별 개발 소요 자금을 보수적으로 추정해보면, 지역 인프라 16 조원, 광역 인프라 51 조원 등 총 68 조원에 육박하는 개발 자금이 소요된다. 개발 자금 중 76%는 도로, 철도에 집중되어 있다. 그러나 이는 통일이 된 이후, 혹은 경협이 속도가 박차를 가하고 난 이후 점진적으로 개발 가능한 시장이기 때문에 현 시점에서 68 조원의 업사이드를 기대하는 것은 무리가 있다. 즉, 현 시점에서 '통일'과 '경협'의 모멘텀을 구분지를 필요성이 있어 보인다. 지난 남북정상회담에서 확정된 경협 사업은 1) 경의선 (사업비 7.8 조원, 중국횡단철도와 연결), 2) 동해선 (사업비 14.8 조원, 시베리아철도와 연결), 3) 개성공단 확장 (2, 3 단계 사업 합산 6.3 조원 추가 투입)이며, 세 사업의 사업비 합산은 30 조원에 육박한다. 국내 건설 시장 규모가 12년 평균 135.7 조원, 그 중 토목 시장은 12년 평균 34.7 조원 수준임을 감안하면, 경협 사업비는 대략 1년치 국내 토목 수주와 유사하다고 볼 수 있겠다. 결론적으로 경협으로 인한 수혜는 침체된 국내 주택 매크로로 인해 받고 있던 건설 섹터의 멀티플 디스카운트 요소를 제거하는 수준으로 보는 것이 합리적이다.

개성공단 사업 구조 및 현황

비고	내용
사업방식	현대아산과 한국토지공사에 북한으로부터 50 ~ 70년 가량 토지를 임차 개발 공단 입주업체에 분양을 하는 방식
비용	개성공단 조성과 철도·도로, 통신 등 기투자 금액 1조원 향후 2, 3단계 사업 추진시 6.3조원의 추가 사업비 투입 예정
면적	총면적은 2,000만 평: 개성공단 850만 평, 배후도시 1,150만 평 1단계 사업으로 100만평은 개발 완료

자료: 국토교통부, 건설산업연구원, SK 증권

북한 주요 인프라 과제별 개발 소요자금 추정

(단위: 십억원)	교통·물류		에너지·자원	환경·관광	합계
	도로·철도	공항·항만			
지역 인프라개발	11,418	1,574	3,569	-	16,561
서해권	4,614	258	1,897	-	6,769
동해권	6,805	1,316	1,672	-	9,792
광역인프라개발	40,226	-	10,895	-	51,121
서해권	18,125	-	-	-	18,125
동해권	22,102	-	10,895	-	32,997
DMZ환경·관광벨트	-	-	-	500	500
총계	51,645	14,464	500	500	68,183

자료: 국토연구원, 문화체육관광부, SK 증권

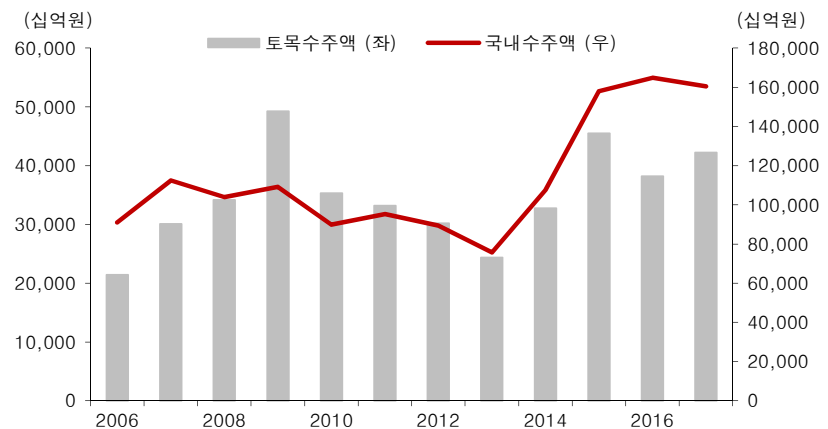
경의선, 동해선 및 경원선 개발 소요자금



자료: 뉴시스, 연합뉴스 발췌, SK 증권 편집

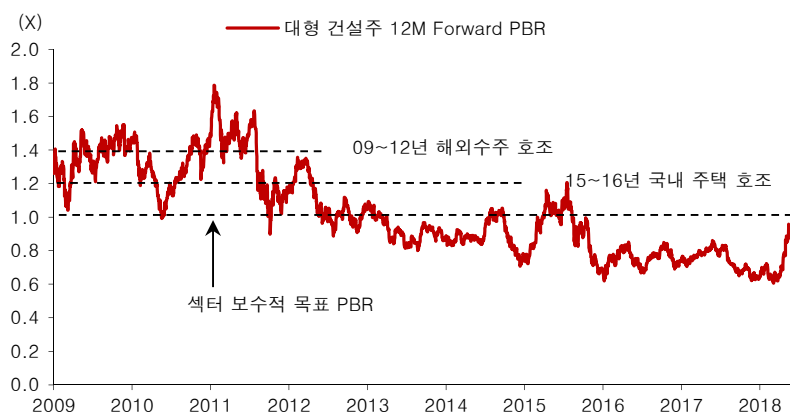
그러나, 대형 건설주 기준 Forward PBR 추이를 그려보면 최근 빠른 주가 상승에도 불구하고 여전히 1.0X에 도달하지 못하고 있는 상황이다. 국내 부동산 호황기에 대형 건설주 멀티플이 1.2X 수준, 09~12년 해외 수주 호조기 당시 건설주 멀티플이 1.4X 이상씩 형성되었던 점을 감안할 때, 향후 기대감에 따른 주가 상승 포텐셜은 여전히 남아 있어 보인다. 물론 프로젝트가 가시화 되더라도 대형 건설사의 실적 견인이 가능할지에 대해서는 '그렇지 않다'는 의견이다. 공공 토목 발주의 수익성이 상대적으로 높지 않으며, 현대건설만 놓고 보더라도 국내 매출이 연간 17조원에 이르기 때문에 경험으로 실적 성장을 기대하기에는 무리가 있다. 따라서 합리적인 목표 배수는 PBR 1.0X로 판단한다. 다만 닫혀있던 국내 시장의 상방이 열린다는 측면에서, 가령 현대건설 컨소시엄(현대건설, 삼성물산, 대우건설, 대림산업, 포스코건설)이 1,500억원 규모의 경원선 복원공사만 연내 재개한다고 하더라도 주가는 단기 슈팅을 보일 것이다. 발주 금액과 무관하게 경험의 상징성을 감안할 때, 대표성 있는 대형 건설주 위주로 배수를 추천한다. 달리는 말에 올라 타야 하는 때이다.

국내 건설시장 규모 추이



자료: 국토교통부, SK 증권

대형 건설주 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권 / 주: 삼성엔지니어링을 제외한 대형 5개사 기준

Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 5 월 23 일 기준)

매수	89.12%	중립	10.88%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----