



2018년 6월 7일 | Equity Research

# 태영건설 (009410)

## 눈에 보이는 것, 눈에 보이지 않는 것

### 태영건설의 수주잔고 3.0조원과 주가조정

태영건설의 2018년 1분기 수주잔고는 분기보고서 상 3.0조원으로 연간 건설매출 2.3조원 대비 잔고연수가 1.3년에 불과하다. 이에, 2020년 이후의 성장성에 의구심을 갖는 시각이 있었다. 그러나, 이는 ‘눈에 보이는 것’ 만을 토대로 계산한 것이다. 태영건설이 현재 확보했거나 확보예정인 수주잔고는 매출이 진행되고 있는 3.0조원을 2배 이상 상회하기 때문이다. 눈에 보이지 않는 것에 대해서 집중할 때다.

### 향후 매출화 될 2.5조원과 추가수주로 인식될 수조원의 잔고

2018년 분양이 진행됐거나 진행된 사업장인 하남포웰시티, 세종시 6-4구역, 수원 고등주거환경지구, 과천 지식정보타운과 같은 현장의 경우 1분기 기준으로는 매출이 진행되지 않은 상태여서, 2분기부터 매출이 발생할 시 수주잔고로 반영이 될 것이다. 또 정비사업의 경우 미 매출 사업장이 많아서, 분-반기 보고서 상 잔고로 잡히지 않는 규모도 1.2조원에 이른다. 이는 대형건설사의 경우에도 마찬가지여서, 정비사업의 수주금액과 분반기 보고서상 수주금액 차이가 발생하는 것은 자연스럽다.

더 중요한 것은 두 가지다. 첫째는, 앞으로 우선협상대상자인 사업장들(부천 군부대사업, 김포 걸포4지구, 양산 사송신도시 등)에 대해서도 장래 수 조원의 신규사업수주가 기대된다는 점이다. 두 번째는, 사업형태에 따라서 잔고가 사업의 분양매출을 그대로 드러내지 않는 단점이다. 즉, 자체사업의 경우 매출은 분양매출이고, 건설사 기준 매출은 공사금액으로 분양매출의 하위개념이자 원가에 불과하다. 공시되는 수주잔고는 공사비 기준이기 때문에, 실제보다 절반 이하로 표시되는 경우도 많다.

### 잔고 걱정 말고 적극 매수하라

태영건설은 수주잔고 이슈로 주가 조정폭이 컸는데, 이럴 때 일수록 더욱 적극적으로 매수해야 한다는 판단이다. 본질적으로 선 PF – 토지매입 – 분양 – PF상환의 구도 속에서, 차입금이 증가하는 기간(2015~2018)에는 이익 역시 증가하고, 차입금이 감소하는 구간(2019년 이후)이 되어서야 이익이 정점을 기록하게 된다. 2019년에도 중익이 이어진다는 것이기 때문에 현 조정기에 적극 매수 추천한다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 23,000원 | CP(6월 5일): 15,850원

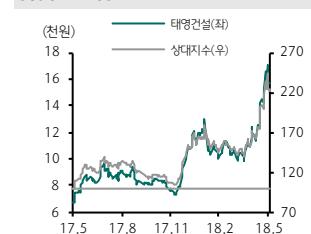
#### Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,453.76		
52주 최고/최저(원)	17,150/7,370	3,570.3	3,721.3
시가총액(십억원)	1,210.9	471.3	478.4
시가총액비중(%)	0.10	332.1	338.4
발행주식수(천주)	76,400.0		
60일 평균 거래량(천주)	791.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5		
18년 배당금(예상, 원)	90		
18년 배당수익률(예상, %)	0.57		
외국인지분율(%)	11.64		
주요주주 지분율(%)			
윤석민 외 4 인	38.49		
국민연금	9.56		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	33.2 108.0 111.3		
상대	33.6 112.8 104.0		

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	3,570.3	3,721.3
영업이익(십억원)	471.3	478.4
순이익(십억원)	332.1	338.4
EPS(원)	3,534	3,903
BPS(원)	17,434	21,809

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,059.3	3,266.4	3,696.8	3,835.2	3,982.3
영업이익	십억원	97.1	311.1	486.5	506.9	515.8
세전이익	십억원	39.0	217.9	441.6	463.5	470.4
순이익	십억원	0.2	90.3	284.5	316.2	320.9
EPS	원	2	1,143	3,603	4,005	4,064
증감률	%	(89.5)	57,050.0	215.2	11.2	1.5
PER	배	2,826.45	9.01	4.40	3.96	3.90
PBR	배	0.50	0.82	0.99	0.79	0.66
EV/EBITDA	배	8.38	5.82	5.14	4.99	4.47
ROE	%	0.02	10.12	25.96	22.75	18.85
BPS	원	10,875	12,518	16,041	19,965	23,948
DPS	원	0	90	90	90	90



Analyst 채상호

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 윤승연

02-3771-8121

shyoon92@hanafn.com

 **하나금융투자**

## 향후 매출화 될 2.5조원과 추가수주로 인식될 수조원의 잔고

하남포웰시티, 세종시 6~4구역,  
수원 고등주거환경지구,  
과천 지식정보타운은 2분기부터  
매출이 발생할 시 수주잔고로  
반영 될 예정

① 우선협상대상자인 사업장들에 대해서도 장래 수 조원의 신규사업 수주가 기대

② 공시되는 수주잔고는 공사비 기준이기 때문에, 실제보다 절반 이하로 표시되는 경우가 많음

2018년 분양이 진행됐거나 진행된 사업장인 하남포웰시티, 세종시 6~4구역, 수원 고등주거환경지구, 과천 지식정보타운과 같은 현장의 경우 1분기 기준으로는 매출이 진행되지 않은 상태여서, 2분기부터 매출이 발생할 시 수주잔고로 반영이 될 것이다. 또 정비사업의 경우 미 매출 사업장이 많아서, 분-반기 보고서 상 잔고로 잡히지 않는 규모도 1.2조원에 이른다. 이는 대형건설사의 경우에도 마찬가지여서, 정비사업의 수주금액과 분반기 보고서상 수주금액 차이가 발생하는 것은 자연스럽다.

더 중요한 것은 두 가지다. 첫째는, 앞으로 우선협상대상자인 사업장들(부천 군부대사업, 김포 걸포4지구, 양산 사송신도시 등)에 대해서도 장래 수 조원의 신규사업수주가 기대된다는 점이다.

두 번째는, 사업형태에 따라서 잔고가 사업의 분양매출을 그대로 드러내지 않는단 점이다. 즉, 자체사업의 경우 매출은 분양매출이고, 건설사 기준 매출은 공사금액으로 분양 매출의 하위개념이자 원가에 불과하다. 공시되는 수주잔고는 공사비 기준이기 때문에, 실제보다 절반 이하로 표시되는 경우도 많다.

표 1. 태영건설 수주 예정지

(단위: 십억원)

구분			수주금액
공동주택	자체	과천 지식정보타운 공동주택	280.0
		행정중심 복합도시 6~4생활권	248.7
		하남 감일지구 공동주택(B-6BL)건설사업	126.1
		수원 고등주거환경개선 사업지구 A-1BL	110.0
	도급	다산 진건B3, 지금A1	89.8
		광주 역세권 A1, A2블록 민간 참여주택 건설사업	73.8
	정비	포항 장성동 주택재개발 정비사업	299.1
		창원 자산구역 주택재개발 정비사업	193.6
		용인 8구역 주택재개발 정비사업	192.4
		부산 용호3구역 재개발	142.7
		수원 인계동 주택재건축 정비사업	126.1
		의왕 오전나구역 재개발사업	121.0
		용산 효창6구역 재개발사업	74.7
지식산업센터	자체	성수동 지식산업센터 개발사업	128.5
		신내 3지구 지식산업센터	87.3
	도급	판교 복합단지 7~3블럭 호텔 개발사업	64.7
부지개발	자체	저동 2지구 비즈니스 호텔 신축공사	50.5
		부천 부대이전 및 양여부지 개발사업	120.5
합계			2529.5

자료: 태영건설, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>2,059.3</b>	<b>3,266.4</b>	<b>3,696.8</b>	<b>3,835.2</b>	<b>3,982.3</b>
매출원가	1,791.4	2,733.8	2,976.6	3,102.2	3,236.3
매출총이익	267.9	532.6	720.2	733.0	746.0
판관비	170.8	221.5	233.6	226.1	230.3
<b>영업이익</b>	<b>97.1</b>	<b>311.1</b>	<b>486.5</b>	<b>506.9</b>	<b>515.8</b>
금융순익	(20.4)	(23.5)	(54.9)	(53.4)	(50.4)
종속/관계기업손익	(3.5)	28.8	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(34.2)	(98.5)	(10.0)	(10.0)	(15.0)
<b>세전이익</b>	<b>39.0</b>	<b>217.9</b>	<b>441.6</b>	<b>463.5</b>	<b>470.4</b>
법인세	37.2	94.7	106.9	112.2	113.8
계속사업이익	1.8	123.3	334.7	351.4	356.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1.8</b>	<b>123.3</b>	<b>334.7</b>	<b>351.4</b>	<b>356.5</b>
비지배주주지분 순이익	1.7	33.0	50.2	35.1	35.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>0.2</b>	<b>90.3</b>	<b>284.5</b>	<b>316.2</b>	<b>320.9</b>
지배주주지분포괄이익	(9.7)	120.8	264.9	278.1	282.2
NOPAT	4.5	176.0	368.8	384.2	391.0
EBITDA	165.8	378.0	550.4	568.2	575.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	9.3	58.6	13.2	3.7	3.8
NOPAT증가율	(81.1)	3,811.1	109.5	4.2	1.8
EBITDA증가율	46.3	128.0	45.6	3.2	1.2
영업이익증가율	71.0	220.4	56.4	4.2	1.8
(지배주주)순익증가율	(86.7)	45,050.0	215.1	11.1	1.5
EPS증가율	(89.5)	57,050.0	215.2	11.2	1.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	13.0	16.3	19.5	19.1	18.7
EBITDA이익률	8.1	11.6	14.9	14.8	14.4
영업이익률	4.7	9.5	13.2	13.2	13.0
계속사업이익률	0.1	3.8	9.1	9.2	9.0

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2	1,143	3,603	4,005	4,064
BPS	10,875	12,518	16,041	19,965	23,948
CFPS	2,363	5,629	6,485	6,735	6,740
EBITDAPS	2,100	4,787	6,971	7,197	7,283
SPS	26,081	41,369	46,820	48,573	50,437
DPS	0	90	90	90	90
<b>주가지표(배)</b>					
PER	2,826.4	9.0	4.4	4.0	3.9
PBR	0.5	0.8	1.0	0.8	0.7
PCFR	2.3	1.8	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA	8.4	5.8	5.1	5.0	4.5
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.0	10.1	26.0	22.8	18.9
ROA	0.0	2.2	5.7	5.8	5.7
ROIC	0.3	9.8	15.5	13.9	13.3
부채비율	176.6	231.1	197.5	165.7	134.2
순부채비율	41.7	64.2	61.0	49.7	30.5
이자보상배율(배)	2.9	8.5	11.1	11.9	13.4

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

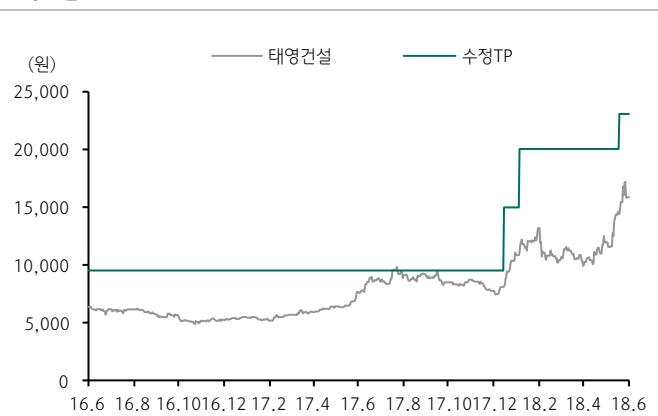
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>1,692.4</b>	<b>2,637.6</b>	<b>2,869.1</b>	<b>3,011.3</b>	<b>3,146.8</b>
금융자산	530.8	628.2	481.7	404.3	517.2
현금성자산	338.8	375.8	196.1	107.9	209.5
매출채권 등	518.8	631.4	757.7	833.5	916.8
재고자산	515.7	1,151.2	1,323.9	1,456.3	1,383.5
기타유동자산	127.1	226.8	305.8	317.2	329.3
<b>비유동자산</b>	<b>1,796.9</b>	<b>2,114.5</b>	<b>2,372.5</b>	<b>2,580.0</b>	<b>2,596.5</b>
투자자산	498.2	587.9	644.8	698.6	759.3
금융자산	247.1	336.6	380.9	395.2	410.3
유형자산	968.9	1,125.3	1,343.4	1,511.2	1,478.8
무형자산	153.8	168.1	151.2	137.0	125.2
기타비유동자산	176.0	233.2	233.1	233.2	233.2
<b>자산총계</b>	<b>3,489.3</b>	<b>4,752.0</b>	<b>5,241.6</b>	<b>5,591.3</b>	<b>5,743.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,385.3</b>	<b>2,060.3</b>	<b>1,980.5</b>	<b>1,985.2</b>	<b>1,795.9</b>
금융부채	476.1	696.5	512.4	422.4	337.4
매입채무 등	690.8	753.0	828.3	894.6	760.4
기타유동부채	218.4	610.8	639.8	668.2	698.1
<b>비유동부채</b>	<b>842.7</b>	<b>1,256.4</b>	<b>1,499.5</b>	<b>1,501.6</b>	<b>1,494.8</b>
금융부채	580.2	853.3	1,043.3	1,028.3	928.3
기타비유동부채	262.5	403.1	456.2	473.3	566.5
<b>부채총계</b>	<b>2,228.0</b>	<b>3,316.7</b>	<b>3,480.0</b>	<b>3,486.8</b>	<b>3,290.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>827.2</b>	<b>956.9</b>	<b>1,235.0</b>	<b>1,544.9</b>	<b>1,859.4</b>
자본금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
자본잉여금	134.8	143.7	143.7	143.7	143.7
자본조정	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄이익누계액	41.3	74.7	74.7	74.7	74.7
이익잉여금	643.1	730.5	1,008.6	1,318.5	1,633.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>434.2</b>	<b>478.5</b>	<b>526.6</b>	<b>559.6</b>	<b>593.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,261.4</b>	<b>1,435.4</b>	<b>1,761.6</b>	<b>2,104.5</b>	<b>2,452.5</b>
<b>순금융부채</b>	<b>525.5</b>	<b>921.6</b>	<b>1,073.9</b>	<b>1,046.4</b>	<b>748.5</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(105.5)</b>	<b>27.0</b>	<b>184.7</b>	<b>311.9</b>	<b>384.6</b>
당기순이익	1.8	123.3	334.7	351.4	356.5
조정	143.6	290.2	70.5	68.3	61.8
감가상각비	68.7	66.9	63.8	61.3	59.3
외환거래손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.5	(28.8)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	71.0	252.1	26.7	27.0	22.5
영업활동 자산부채 변동	(250.9)	(386.5)	(220.5)	(107.8)	(33.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(71.1)</b>	<b>124.1</b>	<b>(320.0)</b>	<b>(246.1)</b>	<b>(53.4)</b>
투자자산감소(증가)	76.5	(55.2)	(39.0)	(36.0)	(42.8)
유형자산감소(증가)	(56.8)	(124.3)	(265.0)	(215.0)	(15.0)
기타	(90.8)	303.6	(16.0)	4.9	4.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>191.7</b>	<b>(113.3)</b>	<b>(44.4)</b>	<b>(153.8)</b>	<b>(229.7)</b>
금융부채증가(감소)	284.5	493.5	5.8	(105.0)	(185.0)
자본증가(감소)	(11.0)	8.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(79.3)	(613.6)	(43.8)	(42.4)	(38.3)
배당지급	(2.5)	(2.1)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>15.1</b>	<b>37.0</b>	<b>(179.8)</b>	<b>(88.1)</b>	<b>101.5</b>
Unlevered CFO	186.6	444.4	512.1	531.8	532.2
Free Cash Flow	(162.5)	(98.9)	(80.3)	96.9	269.6

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 태영건설



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.5.25	BUY	23,000		
18.1.10	BUY	20,000	-43.54%	-27.25%
17.12.20	BUY	15,000	-34.13%	-26.67%
17.5.11	1년 경과		-13.67%	1.77%
16.5.10	BUY	9,600	-41.21%	-32.50%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

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

### 산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 6월 5일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 06월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 06월 07일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.