

2018년 7월 23일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

건설/부동산 Overweight

경험을 위한 건설, 건설을 위한 경험

기업분석팀

건설/부동산 Analyst 라진성

02-3787-5226, jsr@kiwoom.com



키움증권 

Contents

- Part I 남북경협 본격화의 key는 '제재 해제'
- Part II 남북경협 성공의 key는 '자금조달'
- Part III 남북경협 향후 방향성은?
- Part IV 국내 주택시장 전망
- Part V 해외 건설시장 전망
- Part VI 기업분석



투자 아이디어

>>> 남북경협의 방향성은?

- 남북경협이 본격화되기 위해서는 '제재 해제'가 우선시 되어야 하며, 제재 해제 후 남북경협이 성공하기 위해서는 '자금 조달'이 중요한 요인이 될 전망
- 본격적인 남북경협까지는 1) 제재 완화 및 해제가 필요하고, 2) 美 정치 공학적으로 미국 중간선거(11월)와 대선이 예정된 2020년까지 관련 이벤트들이 속도 조절에 들어갈 것으로 예상되므로 경협 사이클에 따른 투자전략 필요
 - 미국 제재 해제가 핵심인데 굉장히 힘든 과정과 오랜 시간이 필요함: 까다로운 조건 충족 및 美 의회 동의 필요
 - ⇒ 미국의 중간선거 전후로 이벤트가 집중될 전망: 8월부터는 남북경협 모멘텀 재개 전망 → 8월 초 현정은 회장 방북 예정 (9월 동방경제포럼, 9월 뉴욕 유엔 총회, 9월 뉴욕 2차 북미정상담 가능성, 9월 중전선언 가능성, 가을 남북정상회담 가능성 등)

>>> 남북경협의 시작은 제재와 무관한 사업부터

- 남북경협은 초기-중기-장기 단계적으로 추진될 전망
- 초기에는 대북제재를 받지 않는 선에서 추진되거나, UN 및 미국의 일시적인 승인을 얻을 수 있는 사업부터 진행될 전망
 - ⇒ 대표적으로 제2개성공단 사업과 철도, 도로, 항만, 전력 등 기초 인프라 구축 사업, 금강산과 백두산 등 제한된 관광사업 등이 유력
- 초기 건설업 관련 수주는 기대보다 크지 않을 전망
 - 다만, 기대에 없던 신규 시장 창출이라는 점에서 상당히 유의미적 사건: 안정적인 해외시장이 열린다는 점이 긍정적인 투자 포인트

>>> 건설업종의 멀티플 상향은 자연스레 뒤따라 올 전망

- 남북경협은 단계적으로 일어나고, 결국에는 시간이 필요(독일 사례에서 보듯이 빠르다고 좋은 것만은 아님)
 - 다행스럽게도 국내 건설사들은 4년간의 주택시장 호황과 해외 현안 프로젝트 마무리로 펀더멘털이 탄탄해지는 과정
 - 주택시장의 호황은 현금흐름 개선을 가져와 재무건전성마저 높이고 있음
 - ⇒ 남북경협이 본격화 될 경우 국내 건설사들이 주요 프로젝트에 투자할 수 있는 여건이 마련되고 있다는 판단

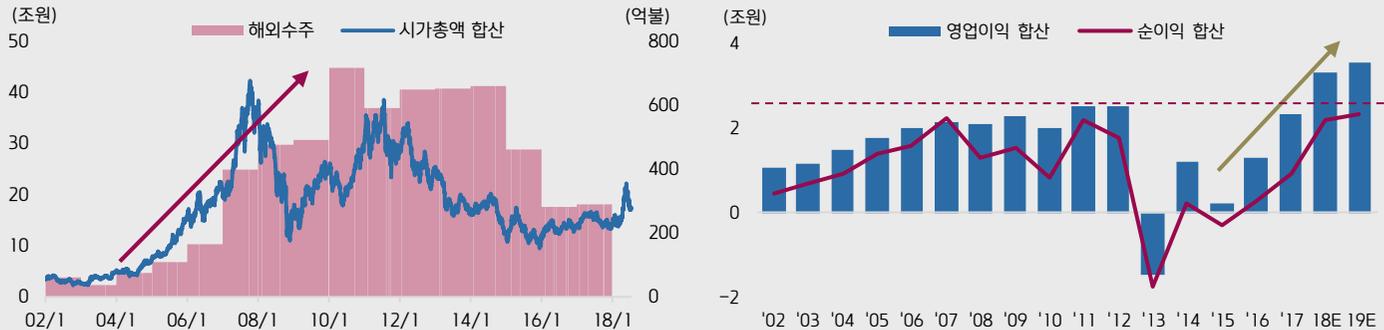


건설업종 투자의견 및 요약

>>> 건설업종에 대한 투자의견으로 “Overweight” 의견을 유지함

	Top picks HDC현대산업개발	Top picks(신규) GS건설	차선후 현대건설	대우건설	대림산업	삼성엔지니어링
투자의견	BUY (Maintain)	BUY (Upgrade)	BUY (Upgrade)	BUY (Upgrade)	BUY (Upgrade)	BUY (Initiate)
목표주가	95,000	60,000(상향)	70,000(상향)	7,000	100,000	18,000
기존 목표주가	95,000	43,000	58,000	7,000	100,000	-
Target P/E	-	10배	15.4배	-	-	P/B 2.7배
할인율	-	20%(12.6배)	20%(19.3배)	-	-	20%(3.4배)
2018 P/E	7.2(8개월 누적순이익)	7.1	12.5	5.7	4.8	36.4
2019 P/E	5.1	7.7	10.9	5.6	5.0	18.3
2018 P/B	-	1.2	0.9	0.9	0.5	2.6
2019 P/B	-	1.0	0.8	0.8	0.5	2.3

>>> 2005~2010년 해외수주 성장기 밸류에이션 활용 + 본격적인 이익성장 단계로 target P/E 방법



자료: 키움증권 (해외사업을 영위하는 현대건설, GS건설, 대우건설, 대림산업, 삼성엔지니어링 합산)

Part | 남북경협 본격화의
key는 '제재 해제'



美 트럼프 대통령 대북 제재 1년 연장

- ◎ 지난 6월 22일 美 트럼프 대통령 대북 제재 1년 연장
 - 美 트럼프 대통령 "북한의 핵은 여전히 비상하고 특별한 위협이 되고 있다"
 - 美 트럼프 대통령 집권 후 2번째 대북 제재 연장조치
 - 2008년, 2010년, 2011년, 2015년, 2016년, 2017년 총 6건 1년 연장
 - 매년 6월 말 1년 단위로 효력 연장여부가 결정

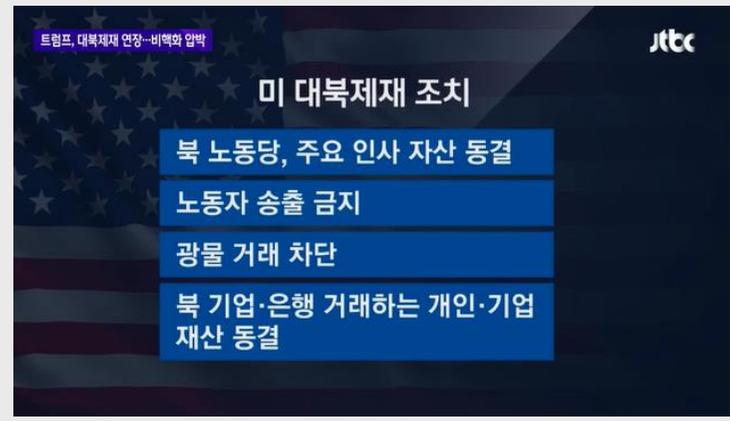
- ◎ ‘Secondary boycott’
 - 북한 제재와 정책 강화법(North Korea Sanctions and Policy Enhancement Act of 2016)
 - 처음으로 북한만을 겨냥해 마련된 제재법으로, 제재의 완화와 해제에 대한 일정한 조건 부여
 - 대북 거래 금지는 물론 북한과 거래한 제3국 기업도 제재하는 이른바 '세컨더리 보이콧' 규정도 담고 있어 가장 강력한 대북제재법으로 평가

미국, 대북제재 1년 연장



자료: KBS, 키움증권

미국 대북제재 주요 조치 사항



자료: JTBC, 키움증권

남북경협 본격화의 key는 '제재 해제'

◎ 남북경협 본격화의 key는 '제재 해제'

- 대북제재 완화 또는 해제 문제는 북한의 최대 관심사이자, 남북교류와 남북경협의 재개를 기대하는 한국 정부와 기업의 주요 관심사
- 대북제재 = UN 제재 + 개별국가의 독자제재
- 유엔 안전보장이사회의 대북제재: 표적제재(targeted sanction) → 포괄적제재(comprehensive sanction)
- 유엔 제재와 달리 독자 제재는 해제 여부를 개별 국가들이 결정

◎ 핵심은 미국의 대북제재

- 미국, 한국, 일본 등 개별국가의 대북제재는 다양한 이유로 제재
- 미국의 대북제재는 북한의 WMD 문제 뿐만 아니라 인권침해 문제, 자금세탁 문제, 공산주의 등 여러가지 이유로 부과
- 미국은 현재 10여 개가 넘는 법률과 그에 따른 행정명령을 통해 북한을 촘촘하게 제재
→ 세컨더리 보이콧 규정도 있어 미국의 제재 해제 없이는 남북경협의 손발이 묶여 있는 상황
- 미국의 대북제재가 해제된다면, UN이나 기타 다른 국가들의 제재 해제 문제는 어렵지 않을 전망

한국과 미국의 대북제재 방식 비교

한국		미국
통일부	제재 주체	재무부
교류·협력 및 방북 금지(5·24조치)	제재 내용	미국 내 자산동결 및 금융거래 거부
천안함 폭침 사건 직후(2010년 5월)	발표 시점	소니픽처스 해킹 사건 직후(2015년 1월)
성명 발표	공표 방식	행정명령 발동
<ul style="list-style-type: none"> • 대화 주체인 통일부가 제재라는 악역까지 담당 • 초강경 제재로 후속조치 및 점진적 증감이 사실상 불가능 	특징	<ul style="list-style-type: none"> • 대화·접촉은 국무부, 제재는 재무부가 맡는 이원화 체제 • 대화하면서도 제재 가능한 구도 만들어 • 점진적 해제, 부분적 제재 강화 가능하도록 여지 남겨

자료: 동아일보(2015), 키움증권

‘제재 해제’의 핵심은 미국의 대북제재 해제

◎ 미국의 대북제재 완화 및 해제 절차

- ‘북한 제재와 정책 강화법’ SEC. 401: 6가지 조건의 ‘진전’ → 美 대통령이 의회에 증명 → 최대 1년 유예(180일 추가 연장 가능)
- ‘북한 제재와 정책 강화법’ SEC. 402: 위 6가지 조건을 충족하고 추가적으로 5가지 조건의 ‘상당한 진전’ → 美 대통령이 의회에 증명 → 제재 종료
- 미국의 대북경제 제재 해제는 정상무역관계로 나아가는 필수조건 → 남북경협 활성화, 국제금융기구 지원 및 외국인 직접투자 본격화로 가는 길

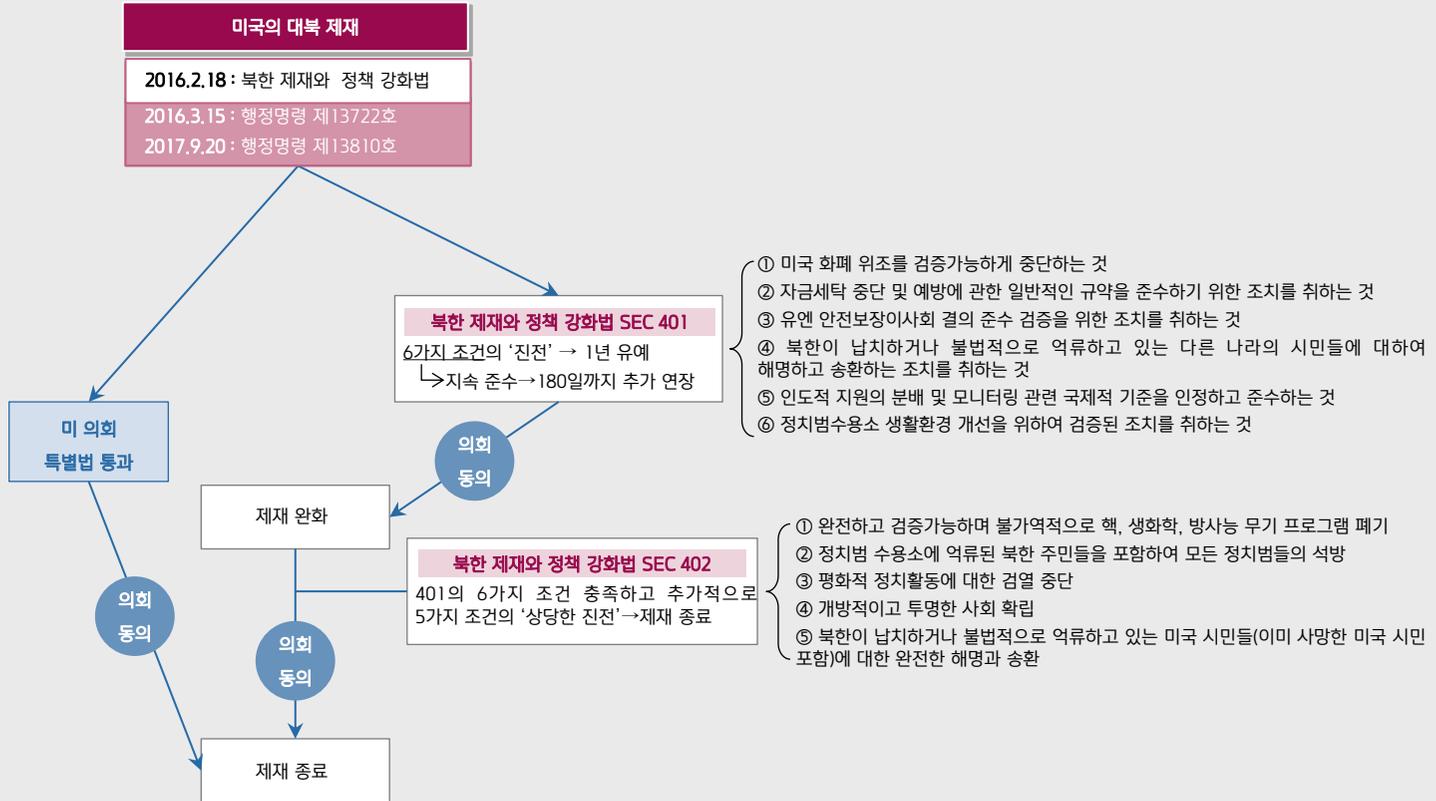
미국의 대북 경제제재 관련 법률과 주요 내용

법률	주요 내용	법률	주요 내용	제재 이유(배경)	제재 법률 기반
무역제재개혁법	대북 상업수출지원 금지	대외원조법	미국 정부·국제금융기구 원조 금지	일반 대외 정책	수출관리법, 대외원조법, 대외활동수권법, 국방예산법
수출관리법	해당기업 수출제한	핵확산방지법	해당기업 미국 정부 조달계약 금지		
무기수출통제법	군수품목 거래금지, 해당기업 수출입제한, 원조·국제금융기구·미국 은행 금융지원 금지	이란·북한·시리아 비확산법	해당기업 군수품·이중용도품목 수출, 미국 정부 조달계약 금지	외교 관계 단절	대외원조법
				국가안보통제	수출관리법
적성국교역법	안건별 수입승인제, 포괄적 자산동결	북한위협감소법	핵협력협정 발효 금지, 핵 관련 물자·서비스·기술이전 금지	대량살상무기의 확산, 테러리즘	무기수출통제법, 수출입은행법, 대외활동수권법, 수출관리법, 이란·북한·시리아 비확산법, 대외경제비상조치법, 국가비상법, 유엔참가법
수출입은행법	미국 수출입은행 보증·보험·신용 금지				채무경감 금지, 미국 정부 원조 금지, 수출입은행 원조·차관·보험·보증 금지
대외경제비상 조치법	해당기업 자산동결	브레튼우즈 협정법	국제통화기금(IMF) 원조 금지	유엔 안보리의 수입제한 실시, 북한의 도발적이고 불안정적인 행위	대외경제비상조치법, 국가비상법, 유엔참가법
무역법	정상교역국 지위 거부	국제금융기구법	국제금융기구 원조금지		
대북제재강화법	북한산 상품·서비스 거래, 북한 정부로의 자산 이전 금지, 세컨더리 보이콧 규정 (대북거래 참여 제3차 제재)	대북차단 및 제재 현대화법	대북제재강화법 및 유엔 안보리 결의에 포함되지 않은 신규 제재사항 포함, 외국의 정부 및 기업도 제재 대상이 될 수 있다고 명시	인신매매	인신매매피해자보호법
				위조, 돈세탁	미국 애국법
				과도한 군사비용, 인권 침해	기타 예산법

자료: 국회입법조사처, KDI, 키움증권

미국의 대북제재 완화 및 해제 절차 전망

미국의 대북제재 완화 및 해제 절차 전망

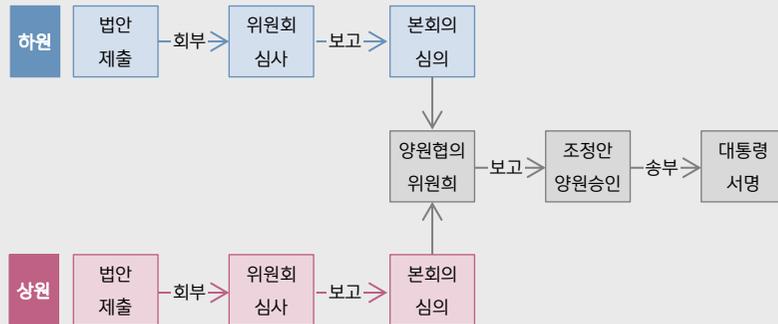


자료: 통일연구원(2018), 키움증권 재구성

미국의 중간선거 전후로 이벤트가 집중될 전망

- 미국 재제 해제까지는 굉장히 힘든 과정과 오랜 시간이 필요할 것으로 전망
 - 앞에서 살펴본 것처럼 미국 의회까지 가는 데에도 상당히 어려울 뿐더러 미국 의회의 입법과정은 더욱 까다로움
 - 과거 클린턴 행정부가 '체네바 합의'에 따라 대북 원료 지원과 경수로 건설 예산을 요청했지만, 의회는 북한의 합의 준수 여부가 증명되지 않았다며 거부
 - 과거 베트남 역시 미국으로부터 PNTR(항구적 정상무역관계) 지위를 획득하는데, 도이모이 개시 후 20년, 양국 수교 후 10년의 세월이 걸림
- 미국의 중간선거 전후로 이벤트가 집중될 전망
 - 북한은 미 의회의 갈등을 해소 및 조정하고, 혹은 미 대통령의 특별법 발의가 통과될 수 있도록 비핵화 의지를 실천하는 모습을 강하게 보여 줄 필요성
 - 미국의 중간선거(11월)를 앞두고 있는 트럼프 대통령에게도 상당히 중요한 과정
 - '북한의 비핵화'는 미국의 공화당, 민주당, 국민 모두에게 지지 받는 트럼프 정부의 유일한 정책
 - 미국의 중간선거 전후로 이벤트가 집중될 전망: 8월부터는 남북경협 모멘텀 재개 전망 → 8월 초 현정은 회장 방북 예정
 - 9월 중전선언 가능성, 9월 동방경제포럼, 9월 뉴욕 유엔 총회, 9월 뉴욕 2차 북미정상회담 가능성, 가을 평양 남북정상회담 가능성

미국 의회의 입법 과정



자료: Walter J. Oleszek(2007), 키움증권

미국-베트남 관계

1965-75년	베트남 전쟁
77년	수교교섭 시작했으나 베트남의 캄보디아 침공(78년)으로 중단
86년	도이모이(개혁개방정책)개시
89년	베트남의 캄보디아 철군 완료로 수교 걸림돌 제거
94년	클린턴, 대 베트남 통상무역 금지령 해제
95년	양국 수교
2000년	클린턴 대통령, 베트남 방문
2005년	판반카이 총리, 미국 방문
2006년	베트남 WTO 가입 승인/미국, 베트남에 대해 PNTR 승인

자료: 중앙일보(2006), 키움증권

UN 제재는 정치적 접근 시 오히려 빠르게 해결될 전망

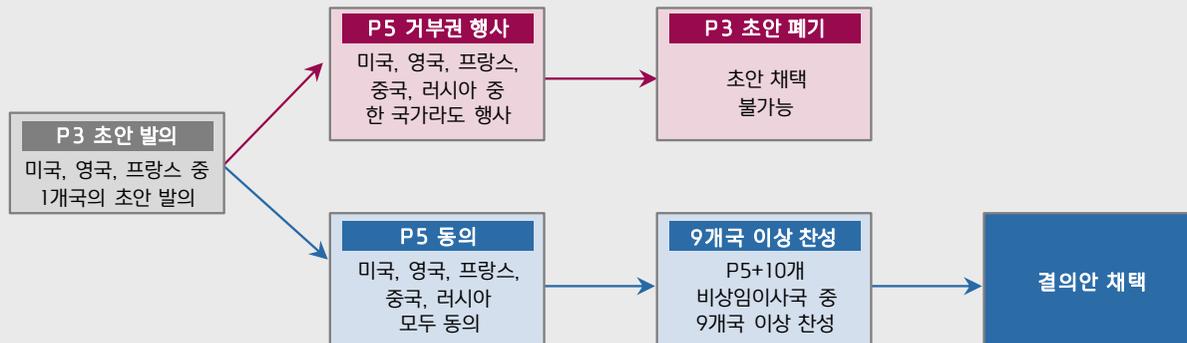
○ 유엔 안전보장이사회의 대북제재

- 2006년 북한의 '대포동 2호' 발사에 따른 유엔결의 1695호를 시작으로, 작년 11월 북한의 ICBM 미사일 발사 따른 유엔결의 2397호에 이르기까지 10차에 걸쳐 대북제재를 만장일치로 의결

○ 정치적으로 접근하면 오히려 빠르게 해결될 수 있을 전망

- 미국과 달리 결의안 채택에 대한 절차는 있으나 제재의 완화나 해제에 대한 구체적 절차는 없는 상황
- 그동안 채택된 유엔 안전보장이사회의 대북제재 결의들에는 안전보장이사회가 북한의 행동을 지속적으로 검토하고 조치의 강화, 수정, 정지, 해제를 포함하여 조치의 적절성을 검토할 것이라고만 규정됨
→ 현재로서는 유엔 안전보장이사회의 제재를 언제 그리고 어떻게 완화하거나 해제할 것인가의 문제는 정치적 영역
→ 유엔 안전보장이사회의 대북제재 결의가 완화·해제되기 위해서는 새로운 결의가 채택되어야 함
- 북미정상회담 이후 러시아와 중국은 결의안에 상황 변화에 따른 '조정(modification)' 규정이 있다는 점을 근거로 제재 완화 및 해제 주장
- 유엔 안전보장이사회 상임이사국들의 의지와 협상에 따라 상대적으로 빠르게 해결될 수 있을 전망

유엔 안전보장이사회 결의안 채택 절차

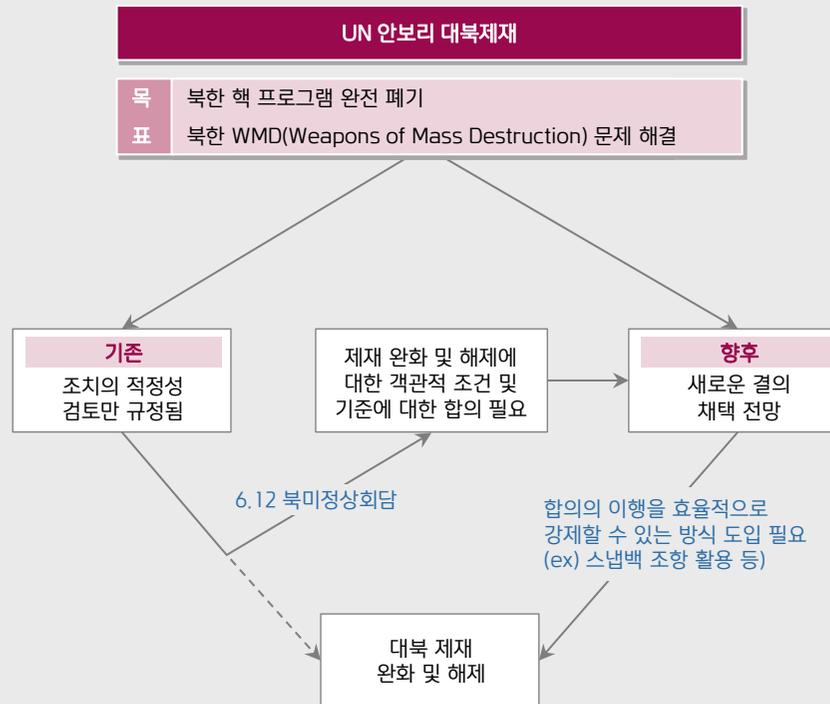


자료: 세종연구소(2017), 키움증권

유엔 안전보장이사회 해제 절차 전망

- ◎ 유엔 안전보장이사회의 대북재제에 대해 전면해제가 아닌 부분적인 승인 요청도 가능
 - 한국 정부가 남북 관계의 특수성을 강조해 유엔 제재위원회에 부분적인 경험 재개 승인을 요청할 수 있음
 - 사례: 지난 2월 평창 동계올림픽 당시 방한한 북한 인사에 대한 제재가 일시적으로 면제

유엔 안전보장이사회 해제 절차 전망



자료: 통일연구원(2018), 키움증권 재구성

유엔 안보리 대북제재 결의안 주요 내용

유엔 안보리 대북제재 결의안 주요 내용

연번	결의 번호	날짜	주요내용
권고	제1695호	2006.07.15	<ul style="list-style-type: none"> 북한 도발(대포동 2호 발사)을 규탄 미사일 관련 물자, 상품, 기술, 자원의 북한 이전 금지를 유엔 회원국에 요구하는 권고적 성격
1차	제1718호	2006.10.14.	<ul style="list-style-type: none"> 9일 북한이 1차 핵실험을 감행한 것을 규탄하고 대북제재 이행과 제재 위원회 구성 결정 유엔 헌장 제7장을 인용한 최초의 대북제재 조치 결의 채택 30일 이내에 모든 회원국들이 취한 조치들을 안보리에 보고할 것 촉구
2차	제1874호	2009.06.12.	<ul style="list-style-type: none"> 5월 25일 북한이 2차 핵실험을 감행한 것에 대해 '가장 강력하게 규탄'하고 전문가 패널 구성 등 강경한 제재 화물 검색, 금융·경제제재 등 강화, 무기 수출 금지 등의 조치 명시
3차	제2087호	2013.01.22.	<ul style="list-style-type: none"> 2012년 12월 북한이 로켓 발사를 감행한 것에 대해 규탄
4차	제2094호	2013.03.07.	<ul style="list-style-type: none"> 북한의 3차 핵실험 등 관련 '핵,탄도미사일 개발'과 관련된 것으로 의심되는 북한의 금융거래 금지
5차	제2270호	2016.03.02.	<ul style="list-style-type: none"> 북한의 4차 핵실험('16.1.6)과 장거리 로켓 발사에 대응 WMD 개발 관련 철, 무연탄 등 수입금지, 항공유 수출금지(이상 민간, 인도 목적은 허용)
6차	제2321호	2016.11.30.	<ul style="list-style-type: none"> 북한의 5차('16.9.9) 핵실험에 대응 무연탄 수출 쿼터제 도입 북한 선박 입항 금지, 압수 및 금융제재 '민생 목적' 등 유보사항을 삭제하면서 대북제재의 실효성이 발생하기 시작
7차	제2356호	2017.06.02.	<ul style="list-style-type: none"> 북한의 거듭된 탄도미사일 발사에 '심각한 우려' 표명, 이런 실험이 핵무기 운반체계 개발에 기여하고 있다고 비판
8차	제2371호	2017.08.05.	<ul style="list-style-type: none"> 북한 ICBM(대륙간탄도미사일)급 미사일 시험발사에 대한 대북제재('17.7.3 및 '17.7.28) 북한 주력 수출품 석탄, 철, 철광석 등 주요 광물과 수산물 수출 전면 금지 해외파견 노동자 추가고용 금지, 북한과 합작사업 신설 및 확대 금지
9차	제2375호	2017.09.11.	<ul style="list-style-type: none"> 북한의 제6차 핵실험('17.9.3)에 대한 대북제재 원유공급 연 400만배럴로 동결, 정유제품 절반에 가까운 200만 배럴로 제한 등 '유류 첫 제재' 북한산 섬유제품 해외수출 전면 금지 직물의류 완제품 수입금지, 대북 유류 수출 제한, 노동자 비자갱신 금지, 합작사업 120일 내 폐쇄
10차	제2397호	2017.12.22	<ul style="list-style-type: none"> 북한 ICBM(대륙간탄도미사일)급 미사일 발사에 대한 대북제재('17.11.28) 유류 공급 제한(정유제품 연간 200만 배럴에서 50만 배럴로 감축, 원유공급 연 400만배럴로 동결) 해외 파견된 북한 노동자 24개월 내 본국 송환조치, '조업권 거래금지' 명문화

자료: 국회입법조사처, 키움증권



남북경협의 시작은 제재와 무관한 사업부터

◎ 기대와 달리 실제로 착수할 수 있는 남북경협 사업은 사실상 없다!

- 개성공단과 금강산 관광 사업은, 북한노동자 파견을 금지한 2397호(2017년 12월), 대북합작사업 등을 금지한 2375호(2017년 9월)의 규제 대상
- 북한 지하자원 공동 개발과 같은 구상은 북한산 광물 수입을 금지한 2371호(2017년 8월)의 규제 대상
- 당장, 2010년 천안함 폭침 이후 단행된 한국 정부의 '5.24 조치' 해제 필요

◎ 남북경협의 시작은 제재와 무관한 사업부터

- 남북경협은 초기-중기-장기 단계적으로 추진될 전망
- 초기에는 대북제재를 받지 않는 선에서 추진되거나, UN 및 미국의 일시적인 승인을 얻을 수 있는 사업부터 진행될 전망
 - 미국·UN 등 국제사회의 대북제재 예외사항으로 공공 인프라 시설 확충을 적시
 - 다만, 북한의 공공 인프라 시설사업 지원을 위해선 UN 등의 까다로운 승인절차 필요, 모든 사업비용과 건설을 지원국이 부담해야 한다는 조건
- 대표적으로 **제2개성공단 사업과 철도, 도로, 항만, 전력 등 기초 인프라 구축 사업, 제한된 관광사업 등이 유력**

남북경협의 역사

정권	연도	월	내용	관련사건
	1998	6	정주영의 소떼방북	
		11	금강산관광 시작	
김대중	2000	6	1차 남북정상회담	6·15 남북공동선언
		8	개성공단사업 착수	현대아산 개발합의서 체결
		9	경의선철도도로연결사업 착공	
노무현	2004	12	개성공단 가동	
		5	경의선 시험운영	
	2007	10	2차 남북정상회담	10·4 남북공동선언
12		개성관광·경의선운영 시작		

정권	연도	월	내용	관련사건
이명박	2008	7	금강산관광 중단	박왕자씨 피살사건
		11	개성관광 중단	
		12	경의선운영 중단	
	2010	5	5·24 대북 제재 조치	천안함 폭침사건
		12	1 개성공단 북한 근로자 5만명 돌파	
박근혜	2013	4	개성공단 철수	키리졸브 훈련에 북한 반발로 관계 악화
		8	8·14합의(개성공단 정상화)	
	2016	2	개성공단 폐쇄	북한의 4차 핵실험
문재인	2018	4	3차 남북정상회담	4·27 판문점 선언
		5	4차 남북정상회담	4·27 판문점선언 재확인, 6·12 북미 정상회담 준비
		6	북미 정상회담	

자료: 언론보도, 키움증권

속도 조절에 들어간 대북협상

◎ 미국: 속도조절에 들어가...

- 북미 정상회담 이후 구체적인 이행방안 부재 → 北 비핵화 회의론 대두
→ 협상 ‘판 깨졌나?!’: 美 트럼프 대통령, 김정은 친서 공개 “새로운 미래개척, 반드시 결실” → 회의론 돌파 중
- 속도 조절에 나선 美: 트럼프 대통령, “대북협상 시간·속도 제한 없어...프로세스 밟을뿐” → 대북협상 속도조절 재확인

◎ 한국: 남북경협의 시작을 대비해 정부는 법 개정 추진

- 남북교류협력을 제한·금지할 때 국무회의 심의를 받도록 법 개정 추진
 - 남북 교류협력을 제한하거나 금지하면 국무회의 심의를 받도록 하고, 사업을 중단할 때는 경영 정상화를 지원, 소액투자 등 협력사업 신고제 합리화
- 남북 교류협력을 제한·금지할 수 있는 법적 요건 명시
 - 북한이 교류협력에 부당한 부담 또는 제한을 가할 때, 북한의 무력도발로 남한 주민의 신변안전이 우려될 때,
 - 국제평화와 안전유지를 위한 국제공조를 이행하는 데 필요할 때, 남북 간 합의에 대한 명백한 위반 행위가 발생했을 때 등

美, '완전한 비핵화 때까지 대북제재 완화 없어'



자료: SBS, 키움증권



美 트럼프 대통령, 김정은 친서 공개



자료: 언론보도, 키움증권

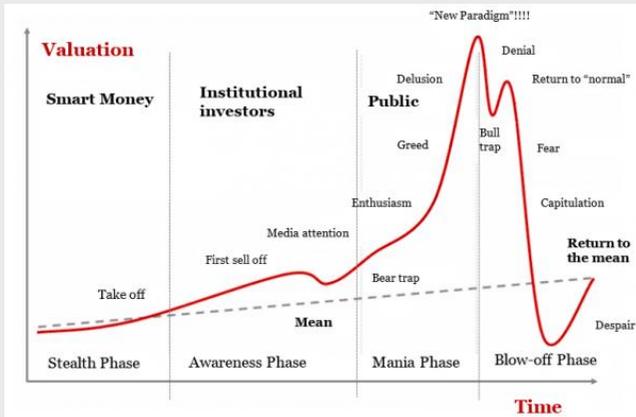
Part II 남북경협 성공의
key는 '자금조달'



단기 이벤트로 끝나지 않을 남북경협 모멘텀

- ◎ 전형적인 버블의 형태를 띤 남북경협 투자
 - 남북경협 테마로 발전하면서 관련주들 연초 대비 200% 이상 급등
 - 기대감을 반영하는 것이 주식시장의 속성이지만 현실이 기대감을 이기지 못한다면 이는 결국 버블 붕괴로 이어짐
- ◎ 단기 이벤트로 끝나지 않을 남북경협 모멘텀
 - 북한의 경우 체재 보장 하의 경제개혁 의지가 어느때보다 강한 상황 → 국제사회 정상국가 목표
 - 미국 역시 트럼프 대통령의 미국내 정치적 상황을 고려하면, 북한 비핵화는 굉장히 중요한 사안
 - 다만, 본격적인 남북경협까지는 1) 제재 완화 및 해제가 필요하고, 2) 美 정치 공학적으로 미국 중간선거(11월)와 대선이 예정된 2020년까지 관련 이벤트들이 속도 조절에 들어갈 가능성도 있기 때문에 경협 사이클에 따른 투자전략 필요
→ 9월 종전선언 가능성, 9월 동방경제포럼, 9월 뉴욕 유엔 총회, 9월 뉴욕 2차 북미정상회담 가능성, 가을 평양 남북정상회담 가능성

Classic Bubble Territory



자료: Dr. Jean-Paul Rodrigue Dept., 키움증권

전형적인 버블의 형태를 띤 남북경협 투자



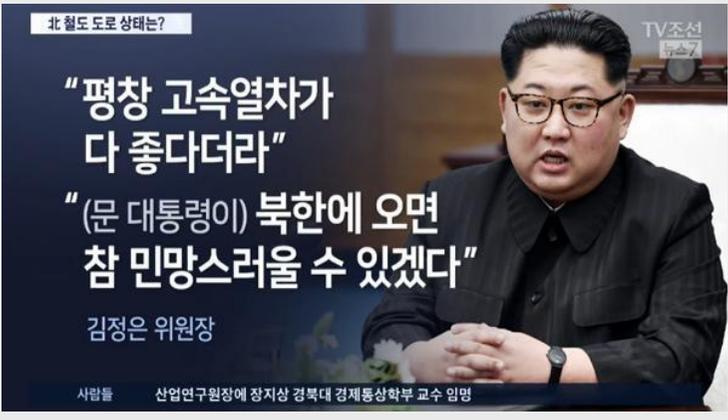
주1: 주: 남북경협 대표주인 현대엘리베이터, 현대로템, 현대건설 시가총액 합산 추이
자료: 키움증권

북한이 필요로 하는 것 + 남한이 하고 싶은 것

◎ 해답은 남북회담 선언문에 있다!

- 18.4.27 판문점 선언을 보면, 경협과 관련하여 07.10.4 선언에서 합의된 사업들을 적극 추진하기로 함
- 동남아 국가 중 외국인 투자로 빠른 경제성장을 이룬 싱가포르의 경쟁력은 인프라 투자
 - 북한은 동북아 경제권에서 지리적 이점 보유 → 향후 인프라 투자를 통해 경쟁력을 확보한다면 외국인 투자 증가 가능
- 18.4.27 판문점 선언에서 유일하게 구체적인 사업명이 언급된 프로젝트는 동해선 및 경의선 철도와 도로들을 연결하고 현대화 하는 것
 - 6월 26일 철도협력분과회담: 경의선·동해선 철도 연결 및 현대화를 위한 연결구간 공동점검, 북측 구간 공동조사 등 합의
 - 이중 가장 먼저 진행하기로 한 사항은 7월 중순으로 예정된 문산~개성 간 경의선 철도 연결구간 공동점검
 - 20일 동해선 철도 연결구간(제진~금강산)에 대한 공동점검 진행, 24일부터 경의선 북측 구간(개성~신의주) 현지 공동조사 진행 예정
 - 6월 28일 도로협력분과회담: 8월 초 개성~평양 경의선 도로, 고성~원산 동해선 도로의 현대화를 위한 공동조사 합의
- 북한은 기초 인프라 구축을 원하고, 문재인 정부 역시 이 합의를 ‘한반도 신경제지도’ 공약 이행의 출발점으로 인식

북한, 낙후된 교통 인프라 개선이 우선 순위



자료: 언론보도, 키움증권



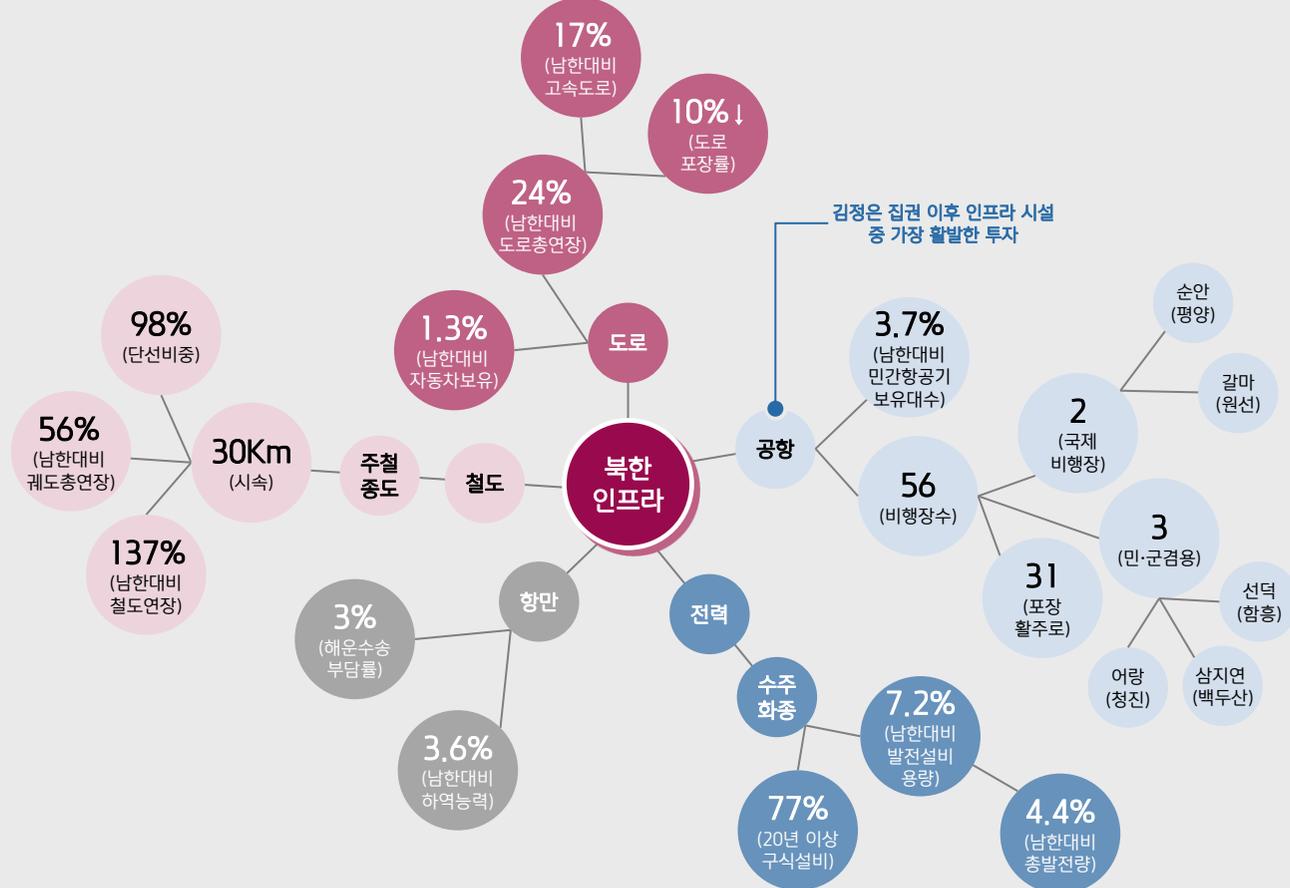
남북 철도·도로 분과회의, ‘철마는 달리고 싶다’



자료: 동아일보, 키움증권

북한이 필요로 하는 것

그림으로 보는 북한 인프라 현황: 낙후된 교통 인프라 개선이 우선 순위



자료: 통일부, 키움증권

남한이 하고 싶은 것

◎ 한반도 신경제지도

- 3대 벨트: . 벨트 구축을 통해 한반도 신성장동력 확보 및 북방경제 연계를 추진한다는 계획
- 1) 환동해 경제벨트(관광/교통/에너지/자원벨트), 2) 환황해 경제벨트(서해안 산업/물류/교통벨트), 3) 접경지역 평화벨트(생태/환경/평화/관광벨트)

◎ 신북방정책 로드맵

- 6.12 북미정상회담 이후 정부가 공식적으로 내놓은 첫 경험 밑그림: 한반도 신경제지도 + 중국 및 러시아와의 북방정책과 연계해 발전
 - 바탕에는 경제 신성장동력 뿐만 아니라 인프라 투자를 시작으로 경제협력 본격화를 통해 항구적 평화체계를 구축하겠다는 구상
- 9개의 다리: 1) 수산, 2) 농업, 3) 전력, 4) 철도, 5) 북극항로, 6) 가스, 7) 조선, 8) 항만, 9) 산업단지
- 핵심내용: 북중러 접경지역 산업특구 개발, 한반도 유라시아 철도, 한북러일 크루즈, 국제관광특구 개발, 동북아 슈퍼그리드, 북극항로 개발 등

◎ 국토공간 패러다임 변화: '국토' 범위를 한반도와 대륙을 연결하는 포괄적인 공간으로 해석하고 국토계획을 운용

남한, '한반도 신경제지도'



자료: 매일경제, 키움증권

남한, '신북방정책 로드맵'

9-Bridge	주요 내용
수산	어항, 물류, 가공시설 조성
농업	연해주 농업기지 구축, 곡물저장시설 설치(사일로)
전력	한-중-몽-일-러 광역전력망인 동북아 슈퍼그리드 구축
철도	시베리아횡단철도(TSR) 운송 활성화 및 TSR과 남북철도(TKR) 연결
북극항로	북극항로 상업이용 활성화 및 북극해 시장 선도
가스	LNG 등 가스 협력 확대, 향후 남북러 가스관 연결
조선	극지이동 쇄빙 LNG운반선 건조 및 조선소 건설
항만	극동지역 항만 건설/현대화
산업단지	연해주 공단 조성 등

자료: 북방경제협력위원회, 키움증권

해답은 남북회담 선언문에 있다!

- ◎ 초기에는 철도, 도로, 항만, 발전 등 기초인프라 구축이 핵심
 - 철도와 도로를 통해 물류와 인력이 이동하면 경제협력이 가속화 될 것: 남북 연결노선 → 북한 내륙노선 현대화 및 신설 → 중·러를 연결하는 북방노선
 - 항만 개발 우선: 북한 주민과의 차단이 쉽고(급격한 개방에 따른 부담 감소), 도로·철도 대비 건설기간이 짧아 남북교역 화물의 원활한 수송 가능

2007.10.4 남북 회담에서 다뤄진 경험 5대 주제 및 20개 의제 및 2018.4.27 판문점 선언 비교

핵심 의제	세부 내용	18.4.27 판문점 선언 언급 내용
서해평화협력 특별지대 설치	서해공동어로구역과 평화수역 설정 해주지역과 주변해역을 포괄하는 경제특구건설 해주항 활용 민간선박의 해주직항로 통과 한강하구 공동이용	
개성공단	1단계 조기 완공 및 2단계 개발 착수 문산-봉동간 철도화물수송 개시 통행·통신·통관 문제 등 제반 제도적 보장조치 조속히 완비	남북공동연락사무소를 개성지역에 설치
협력사업	투자 장려 및 각종 우대조건과 특혜 우선 부여 기반시설 확충 적극 추진 개성-신의주 철도 공동 이용을 위한 개보수 문제 협의 개성-평양 고속도로 공동 이용을 위한 개보수 문제 협의 안변과 남포에 조선협력단지 건설 자원개발 적극 추진 농업 협력사업 진행 보건의료 협력사업 진행 환경보호 협력사업 진행	1차적으로 동해선 및 경의선 철도와 도로들을 연결하고 현대화
사회문화분야 교류와 협력	백두산관광을 실시하며 이를 위해 백두산-서울 직항로 개설 이산가족 및 친척 상봉 등 인도주의 협력사업 적극 추진	각계각층이 참가하는 민족공동행사 적극 추진, 2018년 아시아경기대회 등 국제경기 공동 진출 이산가족, 친척 상봉을 비롯한 제반 문제 협의 해결
추진기구	부총리급 남북경제협력공동위원회 설치	

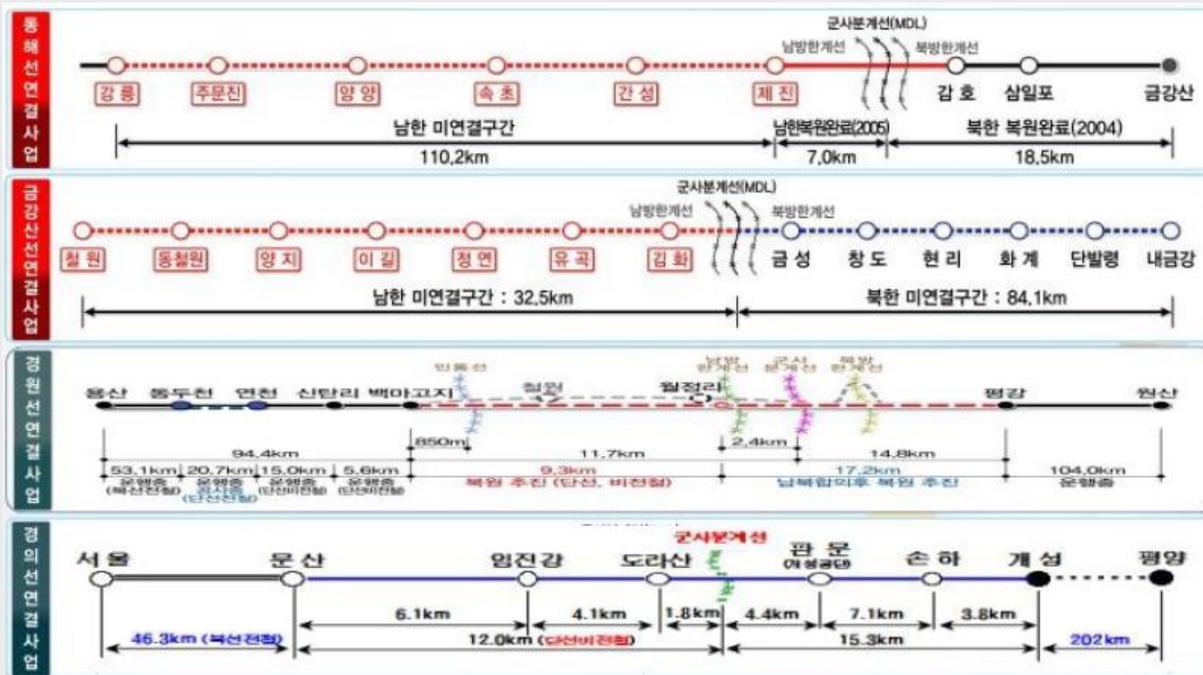
자료: 키움증권

남북철도 복원사업 본격화 전망

◎ '18.4.27 회담으로 남북철도 복원사업 본격화 전망

- 경의선: 문산~군사분계선(12.0km) 연결완료('00.9~'02.12), 사업비 838억원, 시공사(현대건설, 삼성물산, 대우건설, 한동건설, 세양건설, 구산건설)
- 동해선: 제진~군사분계선(7.0km) 연결완료('02.9~'05.12), 사업비 1,063억원, 시공사(현대건설, 삼성물산, 대우건설, 현대아산)
- 경원선: 백마고지~월정리(9.3km) 공사재개 타진(공정률 10% 미만), 사업비 1,291억원, 시공사(현대건설, 삼성물산, 대우건설, 포스코건설, 현대아산)

남북철도 연결 현황



자료: 한국철도시설공단, 키움증권

남북경협 성공의 key는 '자금 조달'

- ◎ 남북경협이 본격화 되면, '자금 조달'이 성공적인 남북경협의 key가 될 전망
 - 다양한 연구기관에서 다양한 가정과 추정방법을 통해 남북경협 및 통일비용 연구
 - 연구기관과 가정, 추정방법, 연구결과는 모두 상이: 공통점은 낙후된 북한경제 고려시, 막대한 경협 및 통일비용이 예상된다는 점
 - 이를 재정이나 해외 ODA를 통해서만 조달하는 것은 현실적으로 불가능
 - 한정된 정부재정: 서독도 통일 6년만에 GDP 대비 국가부채가 22%p 증가(40% → 62%)
 - 개발재원의 지나친 정부재정 의존은 사회적 갈등 유발 우려
 - 제한적 해외 ODA: ODA 수혜국인 베트남도 86년 이후 20년간 연평균 9억달러 수준에 불과 → ODA를 통한 자원마련은 보완적 수단에 불과
 - 남북경협의 단계에 따라 개발재원의 조달방식을 차별화하고, 다양한 민간금융기법 활용
 - 초기: 남북협력기금, 국내 및 주변국 ODA 자금, 북한개발신탁자금
 - 중기: 양허성 자원조달(WB, ADB, AIIB 등), 다수국의 ODA 자금, 조건부 민간투자(민투법 검토 필요), 북한개발신탁자금
 - 장기: 민간투자, commercial IB, 외국인 직접투자(FDI), 상업차관, 다양한 PPP, PF 활용, 북한 자체자금 창출

07.10.4 남북정상회담 당시 경협사업 예상 투자 비용 추정 (단위: 억 달러)

구분	통일연구원(2007)			현대경제연구원(2007)			
	기간	총 필요 투자비용	연평균 필요 투자비용	내용	비용	계	복측 효과
서해평화협력지대 개발	5~10년	46~92	9.2	서해평화협력지대 개발(해주특구 500만 평)	46	46	88
개성공단 2단계	3년	24.8	8.3	개성공단 2단계	25	25	33
SOC 확충	3~5년	22.4~23.3	5.5~5.8	해주항 확장 개성. 신의주 철도 개보수 개성. 평양 고속도로 개보수 안변 및 남포에 조선협력단지 건설	3 15 3 2	23	18
백두산 관광개발	6년	12.6	2.1	백두산 도로	13	13	8
환경보호 조림사업	3년	1.95	0.66	항공 인프라 등 종합관광레저시설 10ha 조림을 통한 탄소배출권 확보 사업	2 2	2	69
농업개발	3년	4	1.3	농업개발 비료 생산 생산력 증대 사업	3.5 0.5	4	
총계		111.8~158.7	최대 27.0~27.3	총계	113	113	216

자료: 통일연구원, 현대경제연구원, 키움증권

주요 기관별 북한개발비용 및 통일비용 추산

북한 주요 인프라 투자비용 총계

분류	투자금액(억원)	내용
광업	금속광업	2,995 함경도, 평안도, 황해도의 탄전 개발비용
건설업	건축보수업(발전소 현대화)	25,081 총 12개 발전소의 현대화 작업에 소요되는 비용
	도로시설 건설업	228,517 신설 도로연장(약 3989.4km) 비용이 약 16조 1,280억원 기존도로 현대화(약 3899.4km) 비용이 약 5조 7,482억원
	철도시설 건설업	187,196 중요 추진사업을 대상으로 하며, 각 산업단지와 특구의 배후 철도망 신설비용과 북한 철도와 남한 철도의 연결비용까지 모두 포함(총 연장선 3,308km 규모)
	항만시설 건설업	14,188 대표적으로 낙후된 남포항과 나진항, 해주항 등 총 10개 항만의 항만시설 현대화 비용을 시산 나진항 국제컨테이너 전용부두 건설, 남한 주요항과 남포항 간의 해운 직항로 구축비용등이 포함
	전력시설 건설업	64,704 신규 개발이 필요한 남포 발전단지 및 지역 송배전망 투자비를 기초로 시산
	산업플랜트 건설업(산업단지조성)	20,000 개성공단과 비슷한 규모로 추산한 남포 신의주의 산업단지 개발비용
합계	542,681	

주1: 각 투자비용은 연도와 단계를 고려하지 않은 총 비용을 시산, 남·북·러 천연가스망 개발, 남·북·러 전력망 연계 등의 사업에 대한 투자비용 시산은 제외
 주3: 추정액은 북한 현지 설비에 대한 실태조사 없이 설비용량에 단위용량 당 개보수 단가 정보를 적용하여 추정한 결과, 교통 분야에서 항공사업 분야의 비용 시산은 제외
 자료: 국회예산정책처(2014), 키움증권

북한의 2011년 '국가경제개발 10개년 전략계획'에 따른 인프라 투자비용

구분	투자금액	내용
교통개발(철도)	96억 달러	철도 2,386km를 복선으로 총 4,772km를 건설 (평양-나선 780km, 김책-혜산 180km, 평양-개성 186km를 시속 120~140km/h 수준으로 건설하고 기타 철도연결 1,000km를 계획)
교통개발(도로)	150억 달러	고속도로 2,490km를 건설하고 보수(평양-나선 870km, 평양-신의주 240km, 평양-개성 180km, 기타 광산 연결 1,200km 등)
교통개발(항공)	12억 달러	평양국제공항을 연인원 1,200만명을 수용할 수 있도록 확장
전력개발	40억 달러	3년간 연간 4,000만톤을 생산하는 것을 목표로 총 4곳의 탄광 개발 (안주탄광 3,000만톤, 북창탄광 300만톤, 운성탄광 500만톤, 룡동탄광 200만톤 규모로 추진)
	50억 달러	5년간 총 10기 발전소 건설해 600kW 전력 확보(60kW급 화력발전소를 평양 2기, 청진 2기, 북창 4기, 안주 2기, 김책 1기, 나진 1기 등 건설)
계	358억 달러	10억 달러 1,500km에 걸친 송전망 건설(송전망은 신의주-평양-김책-청진-나진으로 이어지고, 평양에서 원산으로도 연결)

자료: 통일뉴스, 키움증권

주요 기관별 북한개발비용 및 통일비용 추산

주요 기관별 북한개발비용 및 통일비용 추산

연구기관	연구시점	내용	
통일부	2011.10	* 남북통일 시 초반 1년간 필요한 비용이 55조~249조원 * 행정통합, 경제통합은 물론 보건 의료 같은 사회보장도 망라한 포괄적 개념	
		단기형 시나리오	통일 전 비용(2010~2020년) 7.7조원, 통일 후 비용(2020~2030년) 371.5~1,253.4조원
국토연구원	2013	중기형 시나리오	통일 전 비용(2010~2030년) 79조원, 통일 후 비용(2030~2040년) 734.6~2,757.2조원
		장기형 시나리오	통일 전 비용(2010~2040년) 235조원, 통일 후 비용(2040~2050년) 765.4~3,042.6조원
		한반도 개발협력 핵심 프로젝트 93조 5,383억원	
		핵심 가교 프로젝트	한반도 서부축 인프라회랑(서울-신의주 인프라 네트워크) 프로젝트 23조 2,124억원 한반도 동부축 인프라회랑(서울-나선 인프라 네트워크) 프로젝트 26조 8,038억원
금융위원회	2014.11	20년간 북한개발을 위한 재원규모는 약 5,000억달러 소요 추정 이중 주요 인프라 및 산업부문 육성에는 약 1,750억달러 소요 추정	
		북한 내 인프라 육성 1,400억달러	철도(773억달러), 도로(374억달러), 전력(104억달러), 통신(96억달러), 공항(30억달러), 항만(15억달러)
국회예산정책처	2015	북한 내 산업부문 발전 도모 350억달러	농림수산업(270억달러), 광업(20억달러), 전기·전자공업(20억달러), 경공업(8억달러), 경제특구 산업단지 개발(30억달러)
		남북협력 수준 현 상태 유지	통일완성기간 50년, 통일비용 4,822조원
이코노미스트(英)	2016	남북협력 수준 식량 의료 등 인도적 지원 확대 시	통일완성기간 39년, 통일비용 3,100조원
		남북협력 수준 SOC 등 전면적 협력 시	통일완성기간 34년, 통일비용 2,316조원
건설산업연구원 (총 270조 696억원)	2016	한반도 통일이 시 북한 주민 2,500만명 대부분에 대해 사회보장을 해야 하기 때문에 약 1조 달러의 통일비용 추정	
		국가경제개발 10개년 전략	관광업제련단지, 청진중공업단지 등 산업조성, 철도 고속도로 공항 확장
		경제특구 및 경제개발구	라선경제무역지구, 개성공업지구 등 경제특구 5곳, 경제개발구 19곳 개발
		관광특구 개발	원산, 칠보산, 백두산 관광지 개발
KDB 산업은행	2017	에너지 교통 인프라 개발	천연가스 파이프라인, 신의주-개성 고속철도 등
		11개 핵심프로젝트	서부축 인프라회랑 프로젝트, 동부축 인프라회랑 프로젝트 등
뱅크오브아메리카(BoA)	2018	재건기간 10년('17~'26년)	북한경제 재건비용 3,773억달러(428.1조원)
		재건기간 20년('17~'36년)	북한경제 재건비용 6,215억달러(705.1조원)
		재건기간 30년('17~'46년)	북한경제 재건비용 1조 941억달러(1,241.3조원)
뱅크오브아메리카(BoA)	2018	한국의 총 통일 비용은 500조~3400조원에 달할 것으로 추정(2016년 GDP의 25~220%)	

- 주1: 통일부 - 통일이 대략 20년 후인 2030년 이뤄진다는 '중기형' 시나리오에 근거해 통일 1년 후인 2031년 물가기준으로 이 금액을 산출
 - 주2: 금융위원회 '한반도 통일과 금융의 역할 및 정책과제' - 북한의 1인당 국내총생산(GDP)을 20년 후 1만달러 수준으로 상향하는데 들어가는 비용
 - 주3: 국회예산정책처 '남북교류협력 수준에 따른 통일비용과 정책과제' - 2026년 평화통일 가정, 통일 완성은 북한 소득수준이 한국 1인당 GDP의 66%를 도달하는 시점
 - 주4: The Economist, 'What North and South Korea would gain if they were reunified', May 5th 2016.
 - 주5: 건설산업연구원, '한반도 통일이 건설업에 미치는 영향'
 - 주6: KDB 미래전략연구소 '성장회계 방식을 활용한 북한경제 재건비용 추정' - 현재 1인당 650달러 수준인 북한 주민의 1인당 실질 GDP를 2017년부터 2036년까지 1만달러 수준으로 증가시킨다는 목표
 - 주7: 뱅크오브아메리카(BoA) '평화와 번영의 길 - 북미정상회담 성공시 상방리스크'
- 자료: 키움증권 정리

주요 기관별 북한개발비용 및 통일비용 추산

◎ 한반도 통합철도망 마스터플랜

- 통일 전에 약 37조8000억 원을 들여 북한 내 7개 노선을 개량 및 신설한다는 내용
- 동해선의 강릉~제진 104.6km 구간은 선로가 없고 남측에서만 공사를 진행하면 돼 유엔 제재와 무관(해당 구간은 3차 국가철도망 계획에 포함된 사업)

그림으로 보는 남북 철도망 연결 비용



자료: 한겨레, 동아일보, 키움증권



자금조달을 위해서도 제재 해제 필요

◎ 초기에는 정부의 '남북협력기금' + '공적개발원조(ODA) 자금'

- 올해 정부가 지원할 수 있는 자금은 제한적: 18년 기준 남북협력기금 0.95조원, ODA 3.04조원
- ODA 지원 가능한 대상은 OECD 개발원조위원회 수원국 명단에 포함된 '국가'로 북한은 포함된 상태
- 다만, 현재 북한은 국내 헌법 상 영토조항(제3조)에 따라 국가가 아닌 '휴전선 이북을 무단 점령한 임의단체'
→ 정부는 남북 정상회담, 북미 정상회담을 계기로 북한이 '국가' 지위로 부상했다고 보고 ODA 협력 지원 가능성 검토 중

◎ 양허성 자원조달을 위해서는 북한의 'IMF' 가입이 선결조건, 결국 자금조달을 위해서도 제재 해제 필요

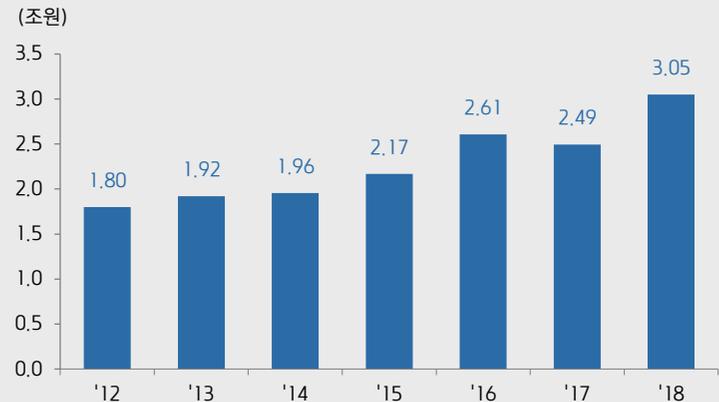
- 국제개발은행은 개도국에서 에너지, 교통 분야 프로젝트 주로 진행: 북한도 낙후된 교통 및 전력난 해결이 최우선 과제
- 다만, WB, ADB, EBRD 등 대부분의 국제개발은행은 IMF의 회원국이 되어야 지원제도 이용 가능
- IMF의 주도권은 미국(쿼터 1위, 투표수 1위)이 쥐고 있음 → 결국, 미국의 대북제재 완화 및 해제가 필요한 상황
- 북한은 1997년에 IMF와 ADB를, 1998년에 WB 가입을 타진 → 금융정보 비공개 등 투명성 부족을 이유로 미국과 일본 등이 반대해 가입 실패

남북협력기금 사업비



자료: 통일부, 키움증권

ODA(공적개발원조) 총예산



자료: ODA Korea, 키움증권

자금조달을 위해서도 제재 해제 필요

- ◎ 최근, 국제개발은행의 회원국이 되기 전 자금 조달을 위해 ‘다국가 간 펀드’ 조성이 논의
 - 북한개발신탁기금(Trust Fund): 주변국과 국제기구가 자금을 출연해 기금을 만들면 유엔이나 WB가 북한과 협의해 투자 프로젝트를 진행하는 형식
 - 과거 이라크재건신탁기금(IRFFI), 아프가니스탄재건펀드: 이라크와 아프가니스탄 재건을 위해 유엔과 WB가 공동으로 국제신탁기금을 조성해 관리
 - 국제기구마다 보유 중인 ODA 자금: 자금을 지원받아 원리금을 갚으면서 국제사회에 정상 국가로 편입
- ◎ 비회원국에도 투자가 가능한 AIIB와 WB 활용
 - AIIB는 과거에도 여러 차례 북한 지원 가능성을 언급, 최근에도 대북제재가 해제된 이후 지원 의지 표출: 총회 승인을 거치면 비회원국 투자 가능
 - WB은 총회 승인을 거쳐 동티모르·팔레스타인 등 비회원국 개발 지원에 나선 사례

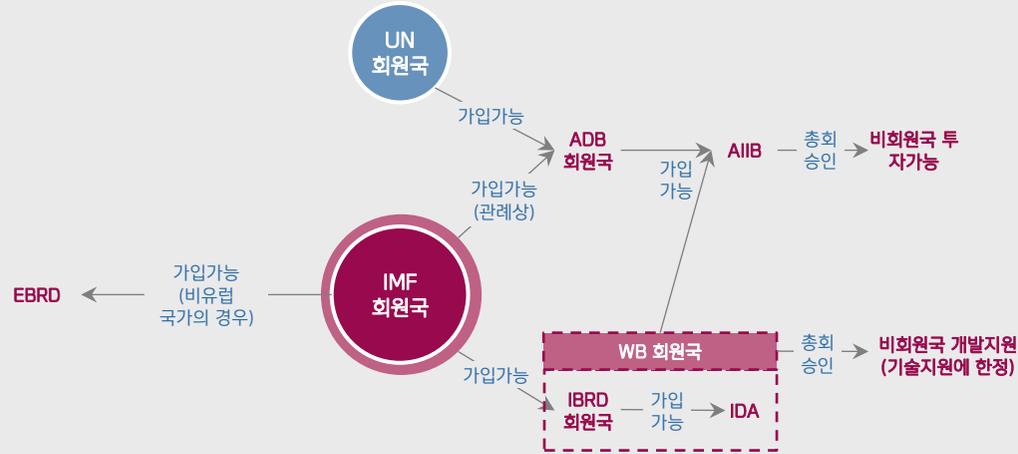
북한이 가입 가능한 국제개발은행

기관	설립목적	가입자격	설립연도	회원국 수	지분을 상위 5개국	
세계은행 (WB)	국제부흥개발은행 (IBRD)	저개발국 대상 개발금융	IMF 회원국	1945년	189개	미국(16.32%), 일본(7.04%), 중국(4.55%), 독일(4.12%), 영국, 프랑스(3.86%) (2017.6.7 기준)
	국제개발협회 (IDA)	빈민국 대상 양허성 자금 지원	IBRD 회원국	1960년	173개	미국(10.21%), 일본(8.45%), 영국(6.36%), 독일(5.46%), 프랑스(3.81%) (2017.3.31 기준)
아시아개발은행(ABD)	아시아 경제성장, 협력증진 지원	UN, ESCAP 회원국	1966년	67개	미국(12.78%), 일본(12.78%), 중국(5.45%), 인도(5.36%), 호주(4.93%) (2016.12.31 기준)	
유럽부흥개발은행(EBRD)	중동부 유럽국 시장경제 전환, 민간 활동 지원	비유럽 국가는 IMF 회원국	1991년	65개	미국(10.24%), 프랑스(8.72%), 이탈리아(8.72%), 독일(8.72%), 영국(8.72%), 일본(8.72%) (2016 기준)	
녹색기후기금(GCF)	개도국 온실가스 감축, 기후변화 적응 지원	유엔기후변화협약 (UNFCCC) 당사국	2013년	197개	미국(29.61%), 일본(14.80%), 영국(11.95%), 프랑스(10.23%), 독일(9.90%) (2017.6.2 기준)	
아시아인프라투자은행 (AIIB)	지속가능한 경제개발, 아시아 인프라 연결성 개선	IBRD, ADB 회원국	2016년	56개	중국(27.52%), 인도(7.93%), 러시아(6.25%), 독일(4.37%), 한국(3.69%) (2017.6.17 기준)	

자료: 매일경제(2018), 키움증권

국제개발은행 가입 경로

국제개발은행 가입 경로



자료: 키움증권

국제통화기금(IMF) 가입 절차

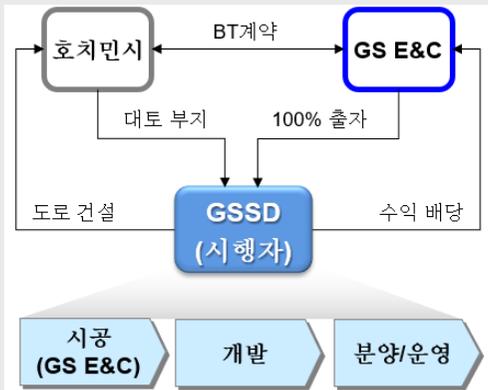


자료: 통일문제연구(2008), 키움증권

패키지 딜(Package Deal) 방식 활용 방안 모색 필요

- 패키지 딜(Package Deal) 방식을 통해 인프라개발 및 자원개발을 효율적으로 동시에 진행하는 방안 모색 필요
 - 패키지 딜은 대규모 개발사업의 한 형태로 남한에서 인프라를 건설하고 그 반대급부로 북한으로부터 자원 또는 자원개발권을 획득하는 사업의 형태
 - 결국 인프라 개발에 따른 투자비를 자원 등으로 회수하는 구조
 - 과거 국내 건설사들이 공사비 대신 1) 동남아에서 대토로 받고, 2) 중동에서 원유로 받았던 사례
 - GS건설 베트남 BT사업: 호치민시에 도로 건설 대가로 부지 확보 후 개발, 베트남 최초 외국인 단독 BT사업, 대규모 개발사업 부지 확보
- 패키지 딜 1) 대토 부지
 - 북한은 1992년 10월 외국인투자법 제정(제15조): 자유경제무역지대에서는 외국인 투자자와 외국인 투자기업에 대해 토지를 최고 50년까지 임대 가능
 - 1993년 10월 토지임대법 제정: 토지이용권 설정과 절차 등을 규정, 사회주의적 토지소유제도를 유지하면서 외국인 직접투자를 유치할 수 있도록 함
 - 형식상 토지 이용권을 북한 전 영역에 적용함을 의미(북한에 투자하는 외국 기업에게 50년 토지 사용권을 줄 수 있는 법적 기반 마련)
 - 다만, 대토 사업의 경우에는 북한 정권의 토지 무상 몰수로 인한 원소유자 반환 문제에 대한 대응방안 필요
 - 베트남 사례: 베트남 토지 이용권의 경우 주택(아파트 포함) 50년 + 1회 50년 추가 연장 가능, 상업시설 50년(추가 연장 불가)

과거 GS건설 '패키지 딜' 사례: BT 사업 구조



자료: GS건설, 키움증권



북한 매장 주요 광물 및 광산 현황

북한 매장 주요 광물 현황

금속	철(50억톤), 연·아연(3200만톤), 금(2000톤), 은(5000톤) 등
비금속	석회석(1000억톤), 마그네사이트(60억톤), 인상흑연(200만톤) 등
에너지	무연탄(205억톤) 등

북한 광산 728개 현황

*금속광 260개, 비금속광 227개, 석탄광 241개임

구분	평남	평북	함남	함북	양강	자강	강원	황남	황북	평양	계
석탄	67	20	15	46	14	19	12	8	17	23	241
금속	31	31	46	26	19	18	28	28	28	5	260
비금속	25	37	24	25	10	25	20	24	35	2	227
계	123	88	85	97	43	62	60	60	80	30	728

자료: the300, 키움증권

패키지 딜(Package Deal) 방식 활용 방안 모색 필요

◎ 패키지 딜 2) 자원 활용

- 북한에서 생산 가능한 728개 광산 중 중국 기업이 진출해 생산하고 있는 광산은 7개(북한 매장량 기준 마그네사이트 3위, 흑연 4위, 금 6위, 아연 7위)
- 남한의 광물자원 자급률은 8%에 불과하며, 고가의 금속광물 자급률은 1.2% 수준에 불과, 세계 5위 광물자원 수입국
- 남한의 경우 광물자원의 국제 수급 변화에 취약한 구조
→ 자원을 활용한 패키지 딜은 자원민족주의 강화로 안정적인 자원 확보 가능

북한 광물자원 및 에너지 경제협력 후보지



자료: 한겨레, 키움증권

성공적인 자금조달을 위해서는 위험관리방안 마련이 핵심

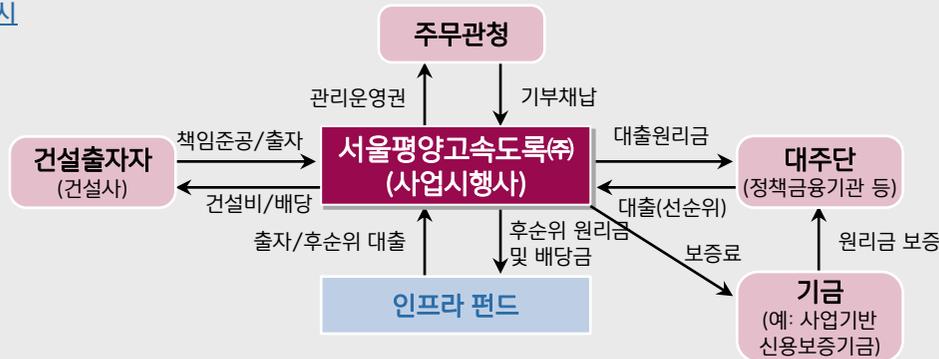
◎ 패키지 딜의 가장 큰 약점은 정치적 리스크

- 정치적 이벤트 발생으로 인한 사업 중단시 대주의 대출금 회수를 보장할 수 있는 위험관리방안 필요
 - 정치적 위험이 큰 국가의 인프라 개발 프로젝트의 경우 국제투자 보증기구 MIGA(Multilateral Investment Guarantee Agency) 활용
 - 북한의 경우 국제금융시장 편입 이후에도 실제 보증이 가능해질 때까지는 상당기간 시간이 필요할 전망
 - 안정적인 상환재원 확보를 위한 사업성은 물론, 상환 가능성 제고를 위한 구체적인 위험관리방안이 요구됨
- 일반적인 민간투자사업의 경우 사업 중단시에도 정부 혹은 주무관청이 해지시 지급금을 통해 대주의 원리금 상환 안정성을 도모
- **정치적 리스크가 해소된다면, 패키지 딜은 대우건설과 GS건설의 베트남 사례에서 보듯이 건설사에게도 중장기적으로 중요한 미래 먹거리가 될 전망**

◎ 리스크 관리가 가능해지면, 좀 더 나아가 대북 인프라투자펀드 런칭도 가능할 전망

- 정치·경제적 이유로 국내 시중은행 및 금융자본은 대북 SOC 사업에 적극 지원할 전망
- 수익성 확보가 기대되나 초기 현금흐름 확보가 어려운 인프라 투자 시, 초기 불확실성으로 민간 단독수행이 어려우므로 정책금융기관 참여 필요
 - 초기 투자비용이 크기 때문에, 과거 국내 민간 인프라 투자 시 정부의 최소운영수입보장(MRG)과 같은 손실보전 규정 필요
 - MRG 등을 통해 정치적 리스크가 관리된다면, 인프라펀드를 결성하고 펀드가 출자자 역할을 수행할 수 있을 전망

대북 인프라투자펀드 예시



자료: 금융위원회, 키움증권

Part III 남북경협 향후
방향성은?

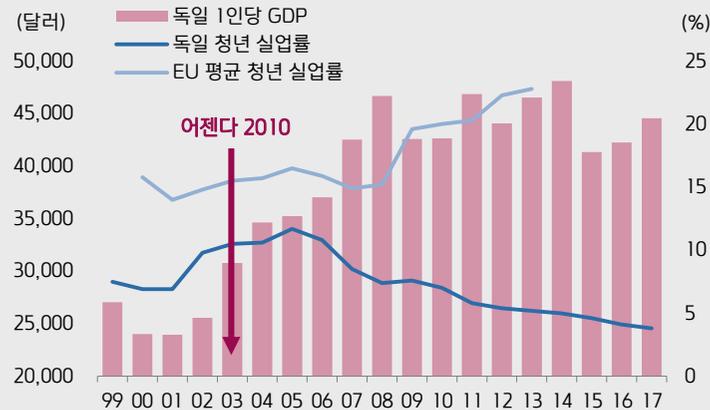


독일 통일, '순간의 기쁨 후 긴 고통, 그렇지만 이겨내다'

◎ 독일 통일, 한 마디로 요약하면 '순간의 기쁨 후 긴 고통, 그렇지만 이겨내다'

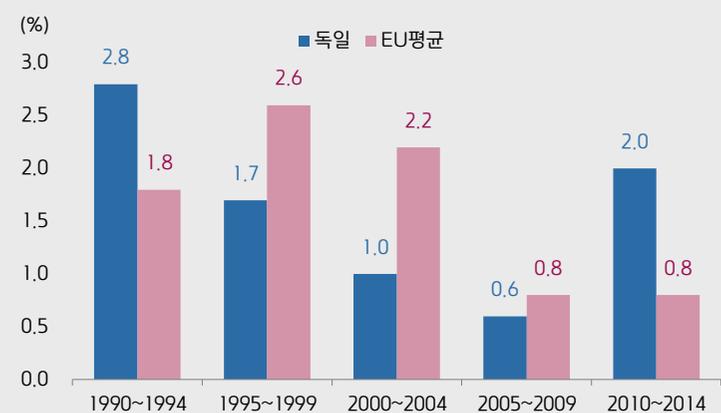
- 독일의 통일 과정은 3단계로 구분 가능
 - 1단계) 분단을 딛고 통합, 통일 독일의 경제성장에 대한 기대
 - 서독의 경제적 우위를 바탕으로 정상회담 등 통일노력이 지속된 가운데, 갑작스런 동독 붕괴로 급격한 체제통합 실현
 - 2단계) 갑작스럽게 통일이 이뤄지면서 부작용 속출(사실 서독은 18년간 경제통합을 준비했지만 자료 부실, 정책 실수 등으로 오랜 시간 어려움)
 - 동독의 외채, 1/4에 불과한 동독의 생산성, 급진적 화폐 통합 등으로 인해 통일비용 급증·고실업·고물가 문제 대두
 - 잃어버린 15년(통일 후 2005년까지 통일 독일의 경제는 '유럽의 병자 (sick man of Europe)'로 불릴 정도로 장기 침체)
 - 3단계) '유럽의 병자'에서 '유럽의 엔진'으로: 궁극적으로 통일은 독일의 경제체질이 개선되는 계기
 - 2003년 시행된 슈뢰더 총리의 '아젠다 2010': 세계 경제의 대침체 가운데에서도 견실한 성장 기록, "Economic Superstar"로 재조명
 - 통일 효과를 보는 독일 산업: 통일 이후 동독 지역의 저렴한 땅값, 값싸고 우수한 노동력, 경제 규모 확대는 성장을 위한 기반으로 작용

통일독일의 GDP와 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

통일 전후 독일 평균 경제 성장률



자료: 언론보도, 키움증권

독일과 한국의 통일을 동일선상에서 볼 수 있는가?!

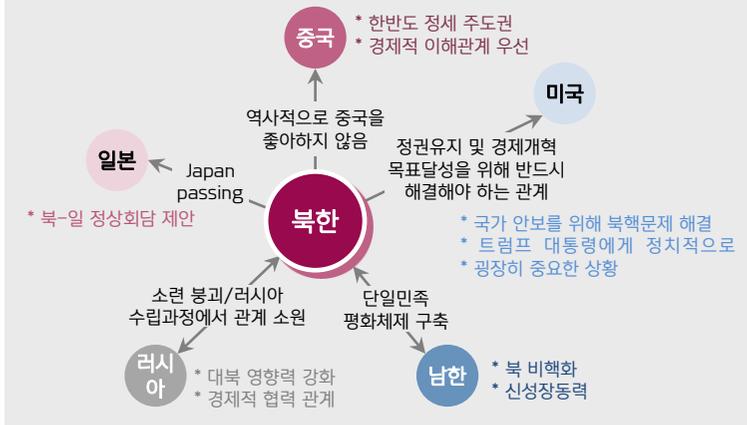
◎ 독일과 한국의 통일을 동일선상에서 볼 수 있을까?

- 가장 큰 차이점은 주변국과의 복잡한 이해관계: '남-북-미-중-러-일' 복잡한 6자 구도
- 과거 전통적 구도는 '한-미-일 vs 북-중-러'였으나 최근 북한의 경제개혁 시도로 이해관계가 복잡해짐
- 소련은 붕괴/러시아 수립 과정에서 북한과의 관계가 소원했으나, 최근 경제적 이유로 북한과의 협력을 강화하는 상황
- 중국은 이데올로기의 확대보다는 한반도 정세의 주도권을 놓치지 않으면서, 경제적인 이해관계가 보다 중요한 국면
- 미국의 경우 국가 안보를 위해 북핵문제 해결 필요, 트럼프 대통령에게 정치적 입지를 위해서는 굉장히 중요한 사안
→ 김정은 정권의 정권유지 및 경제개혁 목표 달성을 위해서는 반드시 해결해야 하는 관계

◎ 북한과 중국의 이상한 관계?!: 이데올로기에서 경제적 이해관계로 이동

- 중국이 가장 원하는 건 교역 정상화: 광물자원 투자 및 교역, 차항출해(借港出海) 전략, 동북3성의 경기부진 완화 및 외국인 투자재개
- 생각보다 중국을 좋아하지 않는 북한: 김일성 유언 '중국을 믿지 말라', 김정일 유언 '중국을 믿지 말라'

6자 구도: 한반도를 둘러싼 정상들의 '그레이트 게임'



자료: 통일부, 키움증권

중, 동해로 가는 길 뚫으려... '차항출해', 나진항으로



자료: 파이낸셜뉴스, 키움증권

독일과 한국의 통일을 동일선상에서 볼 수 있는가?!

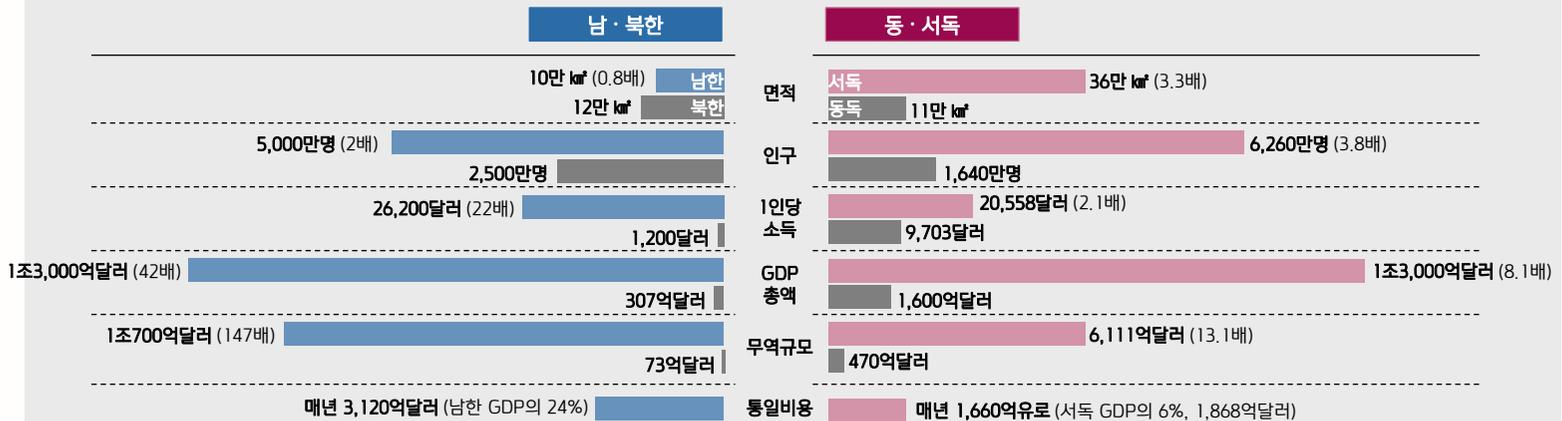
◎ 독일 통일과는 다른 과정을 밟을 것으로 전망

- 독일과 같이 갑작스럽게 이뤄지는 통일보다는 장기적으로 단계를 거치는 경제개방을 통해 이뤄질 전망
- 국회예산처의 통일 시나리오: 정치적 통합은 2026년, 경제적 통합은 2060년 이후로 전망
- 독일 통일과정에서 일어난 시행착오들을 교훈삼아 중장기적으로 준비가 필요

◎ 당사 예상, 남북경협 및 통일 Process

- 당사는 충분한 남북경협을 통해 서로 간의 격차를 줄이는 것이 단순히 통일을 이루는 것보다 중요하다는 판단
- 남북경협을 위해서는 대북제재 해제, 자금조달 등의 선결조건이 필요하므로 단계적으로 남북경협이 진행될 것으로 전망
- 각 단계별 3대 키워드 - 초기: 상징성, 인도적, 기초인프라 구축
 - 중기: 제재해제, 자금조달, 민간참여(경쟁)
 - 장기: 민간주도, 내수시장, 통일

독일 통일 당시 동·서독과 현재 남·북한의 경제력 비교 (남북한 2013년, 동서독 1989년 기준, 괄호 안은 남한/북한, 서독/동독 비율)



자료: 한국은행, 언론보도, 키움증권

당사 예상, 남북경협 및 통일 Process

남북경협 단계에 따른 산업 흐름도

	초기	중기	장기
키워드	상징성, 인도적, 기초인프라	제재해제, 자금조달, 민간참여(경쟁)	민간주도, 내수시장, 통일
주도 주체	정부 주도	정부 주도 + 민간 참여	민간 주도
제재 강도	강력한 대북제재 유지	대북제재 완화 및 해제	대북제재 전면 해제
경쟁 강도	약(정치적 논리 우세)	중(정치적 논리 + 경제적 논리)	강(경제적 논리 우세), 완전한 자유경쟁
경협 유형	북한주민 접촉 최소화, spot project	Line project 본격화	
	<ul style="list-style-type: none"> • 생산기반시설 확충 • 남북접경지역 인프라 연결 • 상징적 특구 개발 • 낙후된 교통인프라 현대화/개보수 • 제한된 관광산업(금강산, 백두산 등) • 개성공단 재개 및 확대 • 인도주의적 사업(의류, 음식료, 산림, 의료 등) 	<ul style="list-style-type: none"> • 발전소, 상하수도, 플랜트 등 산업기반시설 개보수, 현대화 및 신축 • 지역거점 개발, 내륙특구 개발 (산업단지, 주거단지 등) • 낙후된 교통인프라 신설/확장 • 자원개발 사업, 유무선 통신사업 진출 • 관광특구 개발 활성화(원산 등) • 생산재 및 중간재 산업 성장 	<ul style="list-style-type: none"> • 북한 내륙 인프라 건설 및 연결(인프라회랑) • 기존 구축 인프라와 내륙 연결 및 주요 인프라 시설간 연계 • 중,러 접경지역 인프라 연결(유라시아 철도 등) • IT, 자동차, 바이오 등 연구단지&생산기지 투자 • 자유관광 본격화 • 가전, 자동차, 인터넷/게임, 바이오 등 소비재 및 서비스 산업 본격 성장
자금조달	<ul style="list-style-type: none"> • 남북협력기금 • 국내 및 주변국 ODA 자금 • 북한개발신탁자금 	<ul style="list-style-type: none"> • 양허성 자원조달(WB, ADB, AIIB 등) • 다수국의 ODA 자금 • 조건부 민간투자(민투법 검토 필요) • 북한개발신탁자금 	<ul style="list-style-type: none"> • 민간투자, commercial IB • 외국인 직접투자(FDI) • 상업차관 • 다양한 PPP, PF 활용 • 북한 자체자금 창출
리스크	정치적 리스크		주변 이해관계국과의 경쟁

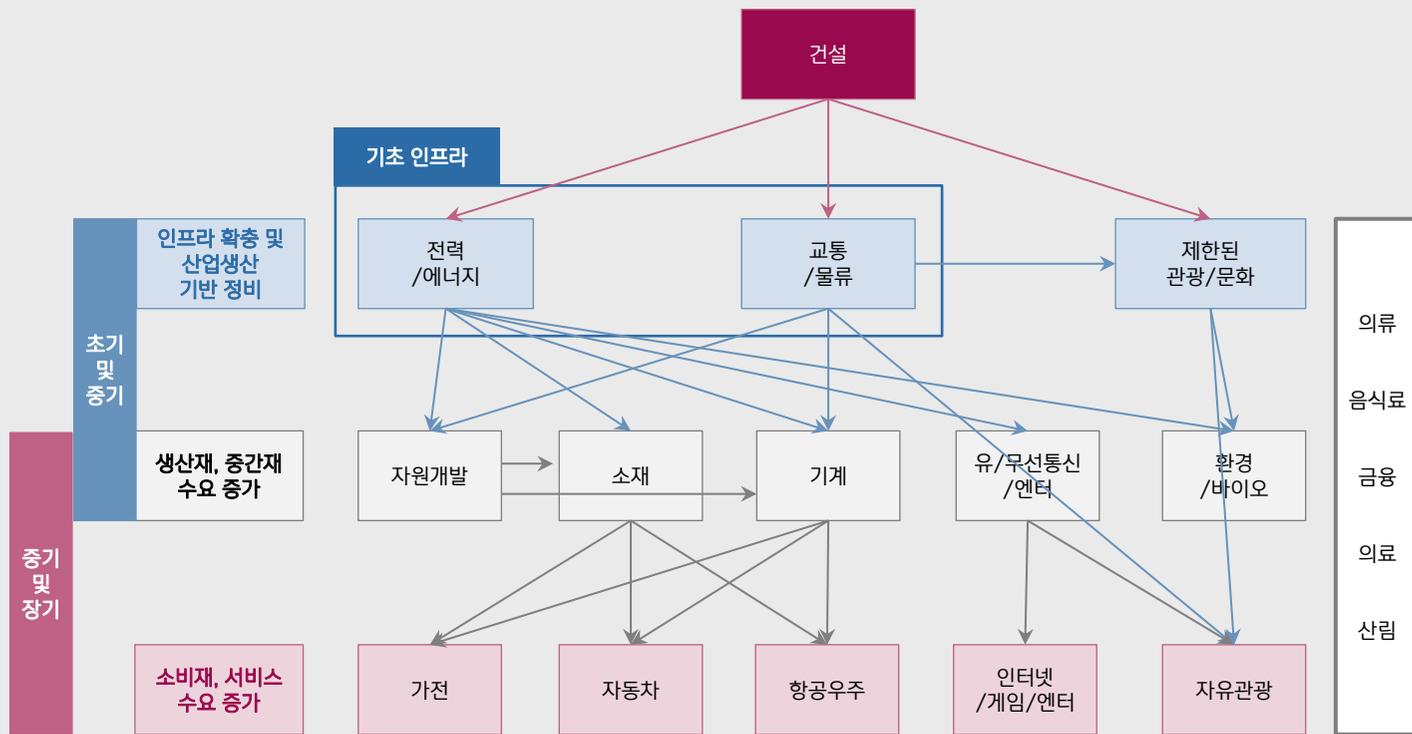
자료: 키움증권

당사 예상, 남북경협 및 통일 Process

◎ 건설업은 남북경협 초기 성장동력의 핵심

- 건설업은 남북경협 초기 인프라 확충 및 산업생산 기반 정비에 있어 핵심적인 역할: 중장기로 진입하더라도 중요한 산업

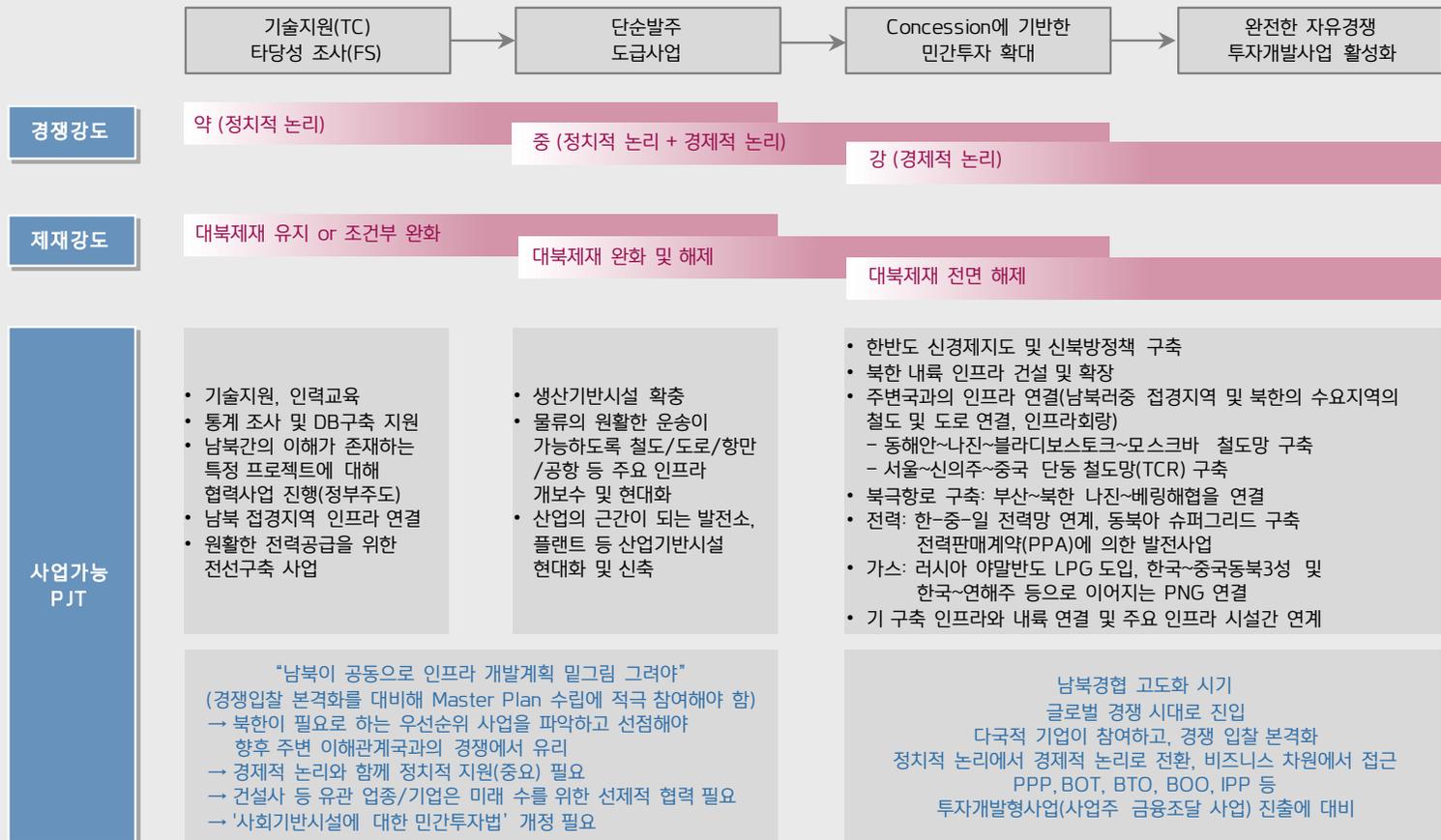
남북경협 단계에 따른 산업 흐름도



자료: 현대경제연구원, 키움증권 재구성

당사 예상, 남북경협 및 통일 Process

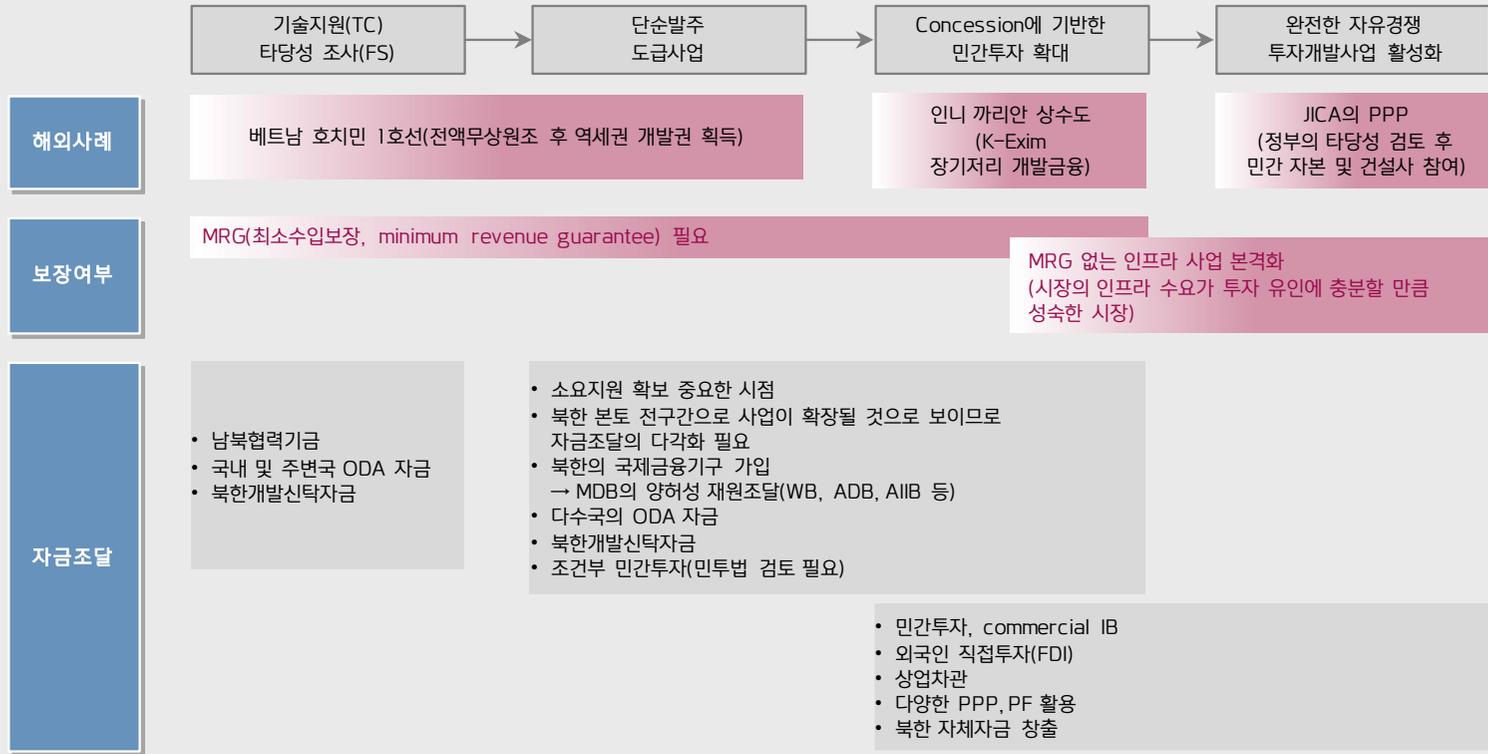
남북경협 단계에 따른 인프라 사업 진출 단계 (1)



자료: 키움증권

당사 예상, 남북경협 및 통일 Process

남북경협 단계에 따른 인프라 사업 진출 단계 (2)



자료: 키움증권

독일의 건설업은 어땠을까?

◎ 독일의 건설업은 어땠을까?

- 1990년 통일 이후 서독과 동독의 건설시장은 짧은 기간동안 활황세를 보임
 - (1) 통일 이후 독일은 1990년부터 100억마르크 규모의 주택개선 프로그램과 주거환경 개선사업을 추진(동독지역에 대규모 주택공급을 위한 투자)
 - (2) 1991년에는 390억유로 규모의 철도, 고속도로, 수로를 건설하는 '독일 통일 교통 프로젝트'를 병행
 - (3) 특별프로그램을 포함해 통일 이후 2008년까지 구동독 지역 교통부문에 투자한 것만 모두 720억유로
 - 1992년 동독의 건설업체는 통일 직전 대비 3배 이상 급증, 1994년까지는 주택건설 증가수치가 계속 최대치를 경신하며 급성장
 - ⇒ 독일 대표 건설사인 호흐티프와 빌핑어는 동독과 서독이 통일한 시기에 최고 호황
- 1990년대 중반 이후부터는 침체기에 진입: 동독지역 주택시장에 대한 중복·과잉투자, 부동산 투기로 동독지역의 부동산가격 급락
 - 동독의 인구가 꾸준히 감소한 것도 문제(많은 동독주민들이 서독지역으로 몰려들고 사회, 문화적 변화로 저출산·고령화가 빨리 전개)
 - 1999년에는 독일 2위의 건설그룹이었던 홀츠만건설이 막대한 적자를 견디지 못하고 파산하는 등 건설업체들의 시련이 이어짐

통일 초기 독일 대표 건설업체 주가 추이: 반짝 상승



자료: 통일부, 키움증권

독일 대표 건설업체 주가 장기 추이: 반짝 상승 후 급락



자료: 아시아경제, 부동산114, 키움증권

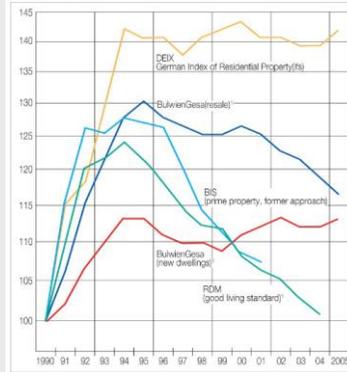
독일의 건설업은 어땠을까?

통일을 전후한 동·서독의 변화 비교

구분	서독	동독
경제구조	<ul style="list-style-type: none"> 통일 초기의 통일특수 실업률 증가 	<ul style="list-style-type: none"> 제조업 감소, 서비스업 고용 증가 건설업 급성장
주택가격지수	'85년 100→'93년 137.2 (8년간 37.2% 상승)	'89년 100→'93년 195.2 (4년간 95.2% 상승)
택지가격 (단위: 마르크/㎡)	'90년 89.24→'93년 96.53 (3년간 8.2% 상승)	'91년 13.11→'93년 28.30 (2년간 115.9% 상승)
주택개발	<ul style="list-style-type: none"> 주택건설사업 증가 '94년 건설실적 중 주택 비율 67% 	<ul style="list-style-type: none"> 주택개선사업 증가 '94년 건설실적 중 주택 비율 45%
인구이동	<ul style="list-style-type: none"> 유입인구 증가 '89년 6,206만→'94년 6,601만명 (6.4% 증가) 	<ul style="list-style-type: none"> 서독인접지/대도시 인구유출 多 '84년 1,661만명→'94년 1,553만명 (6.5% 감소)

자료: 부동산 114, 키움증권

독일의 여러 주택가격지수 추이



노란색 선

: DEIX German index of Residential Property(ifs)

파란색 선: BulwienGesa(resale)

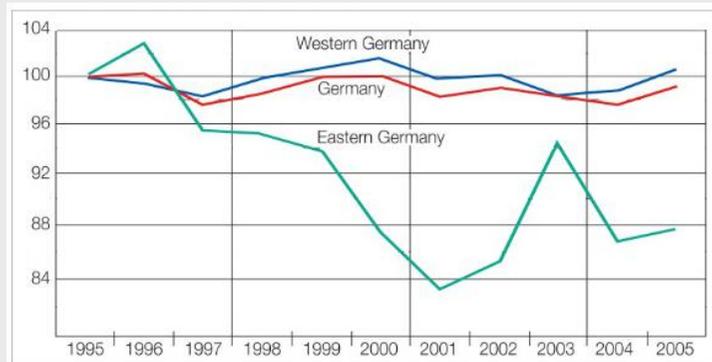
하늘색 선: BIS (prime property, former approach)

녹색 선: RDM(good living standard)

빨간색 선: BulwienGesa(new dwellings)

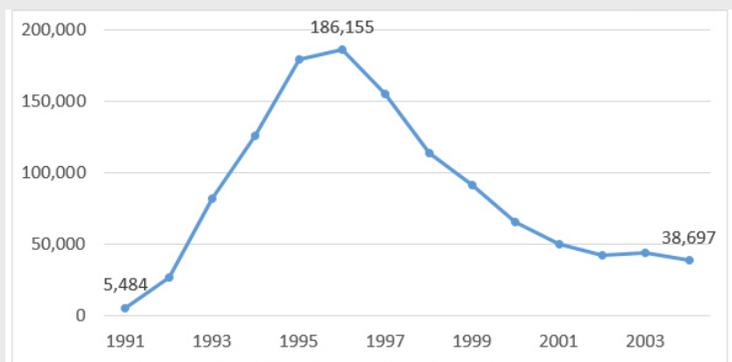
자료: 한국감정원 부동산연구원, 키움증권

1995년 이후 10년간 서독과 동독지역 아파트 가격지수 추이



자료: GEWOS, 키움증권 (1995=100, log. Scale)

구 동독지역의 건축허가 건수



자료: 독일 통계청, 키움증권 (거주 및 비거주 건물, 기존 건물의 보수공사도 포함)

한국의 건설업은 어떨까? 1) 신성장동력

◎ 성장둔화 국면에 진입한 건설사들에게 신성장동력이 될 전망

- 독일과 달리 초기보다는 중장기로 갈수록 수주 가능 물량은 증가할 전망: 과도한 기대 및 단기 밸류에이션 할증은 금물
 - 독일은 통일 초기 수주 급증: 통일에 가장 필수적인 인프라와 개발 투자가 필요(독일 통일 교통 프로젝트 + 주택 및 주거환경 개선사업)
- 경험 초기에는 남북한의 이해관계가 상충하지 않고, 북한경제 재건에 우선적으로 필요한 기초인프라 구축이 우선될 전망
 - 중장기에 진입하면 신북방정책의 성과가 가시화되기 시작하면서 중국 및 러시아 진출 가능: 정부의 '9 브릿지 전략'
- 장기적으로 안정적인 신규 해외시장이 열리면서 성장둔화 국면에 진입한 국내 건설사들에게 신성장동력이 될 전망
 - 독일처럼 통일의 강점이 발휘될 전망: 통일 이후 동독 지역의 저렴한 땅값, 값싸고 우수한 노동력, 경제 규모 확대는 성장을 위한 기반으로 작용
 - 북한도 보유 중인 베트남식 장점: 베트남은 체제적 불확실성에도 불구하고, 양질의 저임금 노동력, 풍부한 천연자원이라는 점에서 외국인 투자 유인 발생
 - 통일한국은 경제협력개발기구(OECD) 국가 중 미국, 일본, 독일에 이은 인구 4위의 거대 내수시장 보유
- 한반도 통합 시 북한과 중국의 동북 3성(랴오닝·지린·헤이룽장), 러시아 연해주, 일본 서부를 잇는 5000km 길이의 세계 최대 산업·경제 벨트 탄생

대륙철도 연결망 개요



자료: 국제신문, 키움증권

한국의 건설업은 어떨까? 2) 독일과는 다른 길을...

◎ 한국의 건설업은 어떨까? 2) 독일과는 다른 길을...

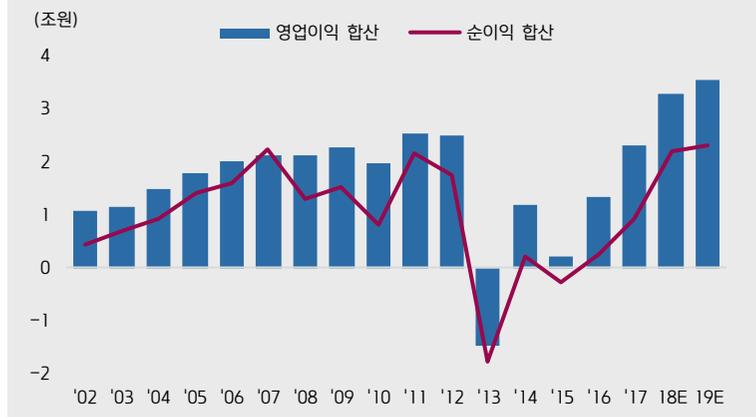
- 독일은 통일 전 18년이나 긴밀한 경험을 지속했음에도 다양한 부작용 발생: 통일 이후 독일 건설시장이 겪었던 혼란이 재연될 수 있다는 우려
 - 통일 당시(1991년 기준) 동독 대비 서독의 GDP와 1인당 GDP는 각각 13.7배와 3.1배 정도였음에도 엄청난 부동산 투기와 중복·과잉투자가 발생
 - 현재 남북한의 경우 2016년 기준 GDP 45:1, 1인당 GDP 22:1: 단계적 남북경협을 통해 통일 이후를 대비해야 함
- 남한 대비 북한의 인프라 수준은 매우 열악: 남북경협을 통해 인프라, 북한 지역내 주택 및 산업단지 등 대규모 개발사업이 추진될 전망
 - **déjà vu: 통일 후 독일 건설업체의 시련은 2000년 중반 이후 무분별한 해외 진출로 대규모 적자의 아픔을 겪었던 한국 건설업체의 모습**
 - 두 번의 실수는 없다... **독일의 경험을 교훈으로 중복·과잉투자에 대한 경계 필요**
- 토지소유권 문제: 남북한 모두 원소유주 문제에 대해 법적으로 문제 발생 가능성 다분
 - 독일: 분단 전 동독지역 소유주의 토지소유권을 그대로 인정했다가 동독지역 원래 주민들간의 소송전이 장기간 발생하면서 엄청난 피해 발생
- 독일과 달리 1) 일방적인 사업 중단과 같은 정치적 이벤트 발생에 대비하는 위험관리방안이 필요하고, 2) 주변 이해관계국과의 치열한 경쟁이 예상됨

5개 대형건설사 시가총액 합산 추이



자료: Dataguide, 키움증권(5개 대형사는 현대건설, GS건설, 대우건설, 대림산업, 삼성ENG)

5개 대형건설사 영업이익 합산 추이



자료: Dataguide, 키움증권(5개 대형사는 현대건설, GS건설, 대우건설, 대림산업, 삼성ENG)

한국의 건설업은 어떨까? 3) 경쟁심화

◎ 남북경협, 중장기로 갈 수록 주변 이해관계국들과의 경쟁강도가 심해질 전망

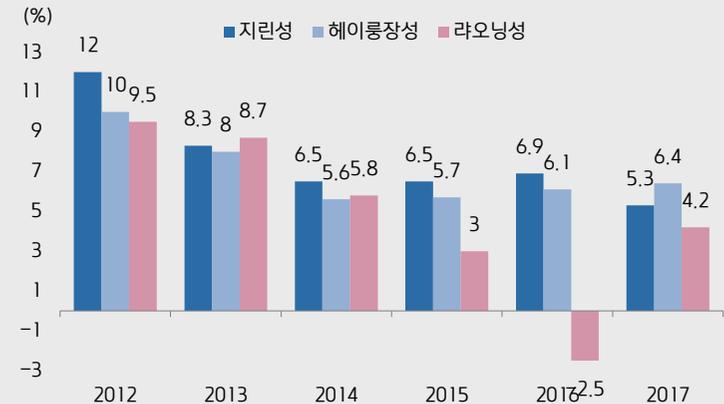
- 남북경협 초기에는 한국의 건설사들이 유리한 국면이나, 중장기로 갈 수록 주변 이해관계국들과의 경쟁강도가 심해질 전망
- 정치적 리스크에 민감도가 상대적으로 낮은, 주변 국가 및 투자 관련 국가(중국, 러시아 등)가 주도적인 발주처가 될 수 있는 점도 부정적
 - 이미 광산, 발전사업에 진출 경험이 있는 中 기업들의 북한 사업이 제재조치 해제 등으로 수월해지면 한국 기업들은 북한에서 中 기업들과 경쟁심화
- 중국의 노림수:
 - 1) 광물자원 투자 및 교역 정상화: 2004년 이후 지속적인 광물자원 장기계약 체결 → 대북제재 심화 이후 북한으로부터 광물자원 수입 어려움
 - 2) 동북3성의 경기부진 개선과 '차항출해(借港出海)' 전략: 대북제재 강화 이후 동북3성의 경기 부진 및 외국인 직접투자 위축
 - 2012년까지 동북3성의 GDP성장률은 중국 전체 성장률 상회: 대북제재가 강화됐던 2016년과 2017년 성장률은 각 2.7%와 5.1%에 불과
 - 대북제재 해제 후 중국은 청진/나진항 이용을 통한 동해안 진출, 단둥-신의주 신구개발 재개 통한 광물자원 확보 가속화 시행 전망
- 러시아의 워너비 '부동항': 러시아는 오래 전부터 부동항 확보, 중국 동해 진출 봉쇄 차원에서 북한 접경지역에 관심
 - 나진·하산 프로젝트 등을 통해 한국과 러시아는 Network 연결, 북한은 무역 진흥 등을 추진

중국 동북3성 위치



자료: 매일경제, 키움증권

중국 동북3성 경제성장률 둔화



자료: 언론보도, 키움증권

한국의 건설업은 어떨까? 3) 경쟁심화_중국

◎ 중국, 동북진흥전략 성공의 key는 북한

- 2016년 4월 ‘동북지방 등 옛 공업기지 전면진흥에 관한 약간의 의견’
 - 중국 중앙정부가 경제적으로 낙후된 동북 3성(지도)의 공업기지를 2030년까지 전면 탈바꿈시키겠다는 목표를 제시
 - ▲ 인프라 건설 강화 ▲ 한·중 국제합작 시범구 건설 ▲ 중국·몽골·러시아 간 경제회랑 건설 ▲ 독일과의 첨단장비 산업단지 조성 등의 내용이 포함
- 동북진흥전략의 성패는 북한: 중국의 차항출해(借港出海) 전략의 핵심(중국은 러시아와 북한의 국경에 막혀 동해안을 접하지 못하고 있음)
 - 동북 3성은 외국으로 나갈 항구가 부족해 개방에 어려움을 겪고 있고 일부 산업의 원자재 부족 문제도 심각
 - 북한과 긴 국경선을 접하고 항구가 없는 지린성에, 북한의 나진항을 빌려 바다로 나가는 전략은 필수
 - 중국 북동부 내륙 지역과 일본 및 미국 시장을 직접 연결 가능
 - 중국의 북한 항만 확보 노력: 창리(創立)그룹은 2008년 나진항 사용권 확보, 연벤하이화(海華)무역공사는 2009년 청진항 사용권 확보
- 북한의 나선특별시 개발과 중국의 동북 3성 개발은 한국에 북방 진출과 남북경협 확대의 기회요인

중국의 동북진흥전략과 북한 경제 및 중국의 북한 항구 진출 상황



자료: 한겨레, 조선일보, 키움증권

중, 동해로 가는 길 뚫으려... '차항출해', 나진항으로



자료: 한국경제, 키움증권

한국의 건설업은 어떨까? 3) 경쟁심화_중국

◎ 기술적, 경제적으로도 대응하기 힘든 상대가 된 중국

- 중국의 과감한 철도 인프라 확대
 - 고속철도 후발주자였던 중국은 과감한 투자와 지원으로 고속철도 도입 10년 만에 차량·설비까지 수출하며 현재 세계 1위
 - 국산화된 선진기술 수출 등 세계철도의 강자로 변모하여 개발도상국(아시아, 아프리카)에서 선진국(유럽, 미국)으로 진출
 - 특히 개발도상국에서는 중국철도 표준을 도입 유도하는 등 중국 철도의 발전은 하루가 다르게 변모 중
- 철도 르네상스 시대가 오고 있다!
 - 유럽에서는 동유럽국가 회원국을 확대하고 유럽통합철도망 구축을 추진
 - 러시아는 신동방정책으로 시베리아철도 현대화 및 한반도와 연결을 위한 나진-하산 프로젝트에 투자함으로 절대적인 관심과 의지를 표명
 - 중국은 육상과 해양을 아우르는 신실크로드 경제권을 위한 일대일로 정책을 펴나가며, TCR과 중앙아시아 연방으로 철도 연결을 도모하고 있는 상황
- 고속철 등 관련 건설사업에 대해서 공개입찰을 할 경우 우리나라가 기술적으로 경제적으로 모두 이길 가능성이 점차 어려워지는 국면
- **정치적으로 북한을 거쳐 북방으로 나아가고자 하는 전략에 비해 실제 한국 건설사들의 수혜는 기대보다 적을 수 있음**
 - 한반도 철도 통합 마스터플랜에 깊게 관여해 우선 정치적인 측면에서 헤게모니를 가져가야 함

한국과 중국의 고속철도 제원 비교

구분	한국		중국	
	운행최고속도(km/h)	300	350	350
차량명칭	KTX II	CRH2C	CRH3	CRH3
제조사	현대로템	중국남차사방	중국북차당산	중국북차당산
열차편성	10량 (동력차2+객차8)	8량 (동력객차6+객차2)	8량 (동력객차4+객차4)	8량 (동력객차4+객차4)
객실구성	특실1, 일반실7	특등석 1, 1등석 1, 2등석 5, 단체석 1	비즈니스 1, 1등석 1, 2등석 5, 단체석 1	비즈니스 1, 1등석 1, 2등석 5, 단체석 1
정원	406	610	557	557
영업운행개시	2015년	2008년	2008년	2008년
기술도입 모델	자체개발	신칸센E2-1000	ICE3	ICE3
최고속도(km/h)	330	385	394.3	394.3

자료: 한국철도협회(2015), 키움증권

한국의 건설업은 어떨까? 3) 경쟁심화_러시아

◎ 경쟁관계도 있지만, 협력 사업이 더욱 기대되는 러시아

- 러시아: 갖고 싶다... 부동항
 - 나진·하산 프로젝트: 유연탄을 포함한 러시아 광물을 러시아 극동 하산과 북한 나진항을 잇는 54km 구간 철도로 운송한 뒤 나진항에서 화물선에 옮겨 실어 한국으로 들어오는 남·북·러 복합물류 사업, UN제재 제외 프로젝트로 알려짐
- 북한 철도 현대화 사업, 송전사업 등 경쟁관계에 놓인 부분도 있지만, 서로 필요에 의한 협력 사업이 보다 많은 것으로 전망
- 향후 대북 사업과 극동진출 사업의 '키맨(Key men)'으로 등장한 러시아
 - 북러교역은 북한교역의 1.2%에 불과(中 92.7%)
 - 러시아 입장: 블라디보스톡과 하바로브스크의 인구는 각 60만 명에 불과, 신동방정책은 연해주개발보단 Network 연결에 방점, 부동항 니즈
 - 한국의 입장: 러시아가스관 북한 통과, TSR 연결, 슈퍼그리드, 러시아 유연탄 도입 등 활발한 협력 사업이 기대됨

러시아의 북한 철도 현대화 사업



구분	내용
공사구간	7천 200km에 이르는 북한 내 철도망 가운데 3천500km 개보수
공사기간	20년
공사비	250억 달러(약 27조4천억원) 규모
자금조달	<ul style="list-style-type: none"> - 러시아(70%), 북한(30%) 합작 광산개발회사를 만든 후 그 회사가 광물을 해외에 팔고 남는 수익금으로 본 사업비 확보 - 희토류, 금, 석탄부터 개발 시작할 계획 (북한의 희토류는 중국의 7배, 전체 광물의 가치는 6조 달러에 달할 것으로 평가) - 아시아태평양 지역에 광물 주로 수출할 예정
북·러 협업	<ul style="list-style-type: none"> - 러시아 건설회사는 공사설계, 기술지원, 건설장비 지원, 북한 국영기업체에서 시공 - 극동 주변국과의 경험 확대로 세계 최대 아시아 시장 진출 모색 - 북한의 대러 장기복수비자 발급 등 신(新)북·러 관계 돌입 주목

자료: 한국철도협회(2015), 키움증권

한국의 건설업은 어떨까? 4) 무엇을 해야 할까?

◎ 초기 마스터플랜 수립부터 적극적인 참여가 중요

• 경제 사회 문화 등 모든 분야의 통합을 위한 마스터플랜 수립 및 적극적인 남한 정부의 참여가 중요

- 경제협력 초기에는 통일비용을 줄이고 기업의 거래비용을 낮추기 위해 도로, 철도 등 기반시설 확충과 통신 협정 체결 등 기초 인프라 구축이 중요
- 주변 이해관계국들과의 경쟁을 대비하기 위해서라도 마스터플랜 수립부터 참여하는 것이 매우 중요
- 대북제재가 풀린 이후 미국, 중국, 러시아 자본이 북한으로 밀려들어갈 상황에 우리 기업과 정부가 미리 대비해야 함
 - 컨소시엄 활성화: 민간기업이 미·일·중·러 등 다국적기업과 함께 대북 투자를 할 수 있도록 제도적 지원 및 프로젝트 선점 필요
 - 중국 업체들과 해외수주에서 컨소시엄을 많이 맺어왔던 현대건설의 경우 이를 잘 활용하는 것도 좋은 방법이자 전략
 - ex) 남북 연결은 한국이 주도적으로 추진, 국제 철도망과 연결되는 구간은 남북한, 중국, 러시아, 일본, 유럽연합(EU)이 참여하는 국제컨소시엄 구성
- 한국 건설업에 중요한 시기: 북한 인프라와 도시개발은 한국 건설업에 활력을 가져다 줄 절호의 기회
 - 북한 경제개발을 위한 한국 건설회사들의 투자, 기술이전, 시공 등 요구될 다양한 역할에 대해 차근차근 준비해 나가야 함

남한 기업의 북한 인프라산업 진출 시 SWOT 분석

Strength : 언어, 문화	Weakness: 자본조달력
<ul style="list-style-type: none"> • 동일 언어 사용으로 북한 근로자들과 협업 용이 • 지리적 인접성으로 인력 및 자재 이동 시 비용 절감 가능 • 단순한 비즈니스 상대가 아닌, 통일국가 실현과 상생을 위한 파트너 관점에서 정책적 지원 가능 	<ul style="list-style-type: none"> • 개성공단 중단으로 인한 피해 사례 기억 • 남북 대립에 따른 정책적 불확실성 • 투자개발형 방식을 적극 추진하고 국가차원에서 강력한 재정지원을 하는 중국의 자본조달 능력 대비 열위한 자본 조달력
Opportunities: 개보수, 주변국과의 협업	Threats: 정치, 주변국과의 경쟁
<ul style="list-style-type: none"> • 북한 인프라의 노후화에 따른 높은 개발 및 개보수 수요 • 남한과 중국·러시아가 협력하여 추진하고 있는 북한 개발계획. • 남한 정부의 '한반도 신경제지도구상', 중국의 '일대일로', 러시아의 '신동방정책'과의 연계성을 강화할 필요 있음 	<ul style="list-style-type: none"> • 북한과 국제사회의 다양한 갈등과 제재 국면 • 북한 내부의 체제 불안 • 중국과의 경쟁은 중장기적으로 중국의 선점투자를 확대할 수 있음 • 중국과 북한의 우호적관계

자료: 삼정KPMG, 키움증권

남북경협, 건설업종 멀티플 상향의 주 요인

◎ 한국의 건설업은 어떨까? 5) 결론

- 앞에서 언급한 바와 같이 초기 건설업 관련 수주는 기대보다 크지는 않을 전망
 - 국내 대형 건설사의 연간 매출이 대부분 10조원을 기록하고 있는 상황에서 당장의 실적 개선에는 큰 영향이 없을 것
- 다만, **기대에 없던 신규 시장 창출이라는 점에서 상당히 유의미적 사건: 안정적인 해외시장이 중장기적으로 열린다는 점에서 긍정적인 투자 포인트**
 - 최근 건설사는 해외 신규수주 부진과 국내 주택사업의 피크 아웃 우려 등으로 향후 성장성에 대한 고민이 심각한 국면
 - 기존 해외 시장과 같이 경쟁심화, 정치적 이슈로의 타절 및 다양한 원가 상승요인 등 리스크가 존재하지만, 다른 해외시장 대비 변수 컨트롤이 수월하고, 낮은 인건비에 언어도 통하는 등 사업 수행력은 훨씬 높은 상황
 - 단기간 대규모로 수주가 일어날 가능성은 제한적이지만, 독일의 경험을 상기해보면 오히려 긍정적일 수 있음 (총 수주 규모는 상당할 수 있으나, 초기보다는 중장기로 갈수록 수주 가능 물량은 증가할 전망)
 - 패키지 딜과 인프라 펀드 참여 등에 대한 사전 경험과 노하우 보유도 강점
- 남북관계 개선에 있어 초기에는 경협사업 차원에서 접근을, 장기적으로는 북방정책의 거점인 러시아 개발과 교역 확대의 가능성에 주목할 필요
- 성공적인 남북경협은 국내 건설업이 진출할 해외시장의 확장을 의미: 북한을 넘어 중장기적으로 중국, 러시아, 유럽까지도 기대
 - 물량 및 수익성 측면 모두 안정적인 해외시장이 장기적으로 열린다는 점을 감안하면 멀티플의 상향을 이야기하는 게 적절하다는 판단
- **남북경협은 단계적으로 일어나고, 결국에는 시간이 필요** (독일 사례에서 보듯이 빠르다고 좋은 것만은 아님)
 - 남북경협이 본격화 될 경우 건설사들이 활발한 투자를 하기 위해서는 결국 펀더멘털이 탄탄해야 함
 - 다행스럽게도 국내 건설사들은 최근 4년간의 주택시장 호황과 해외 현안프로젝트의 마무리로 이익의 레벨이 한단계 올라감
 - 주택시장의 호황은 현금흐름 개선을 가져와 재무건전성 마저 높이고 있음

⇒ 남북경협이 본격화 될 경우 국내 건설사들이 주요 프로젝트에 투자할 수 있는 여건이 마련되고 있다는 판단
- 따라서 당사는 **건설업종의 멀티플 상향을 주장!**
 - 남북경협이 잘 진행된다고 했을 경우 한 가지 더 짚고 넘어갈 문제가 있음
 - ‘범현대가 프리미엄’은 정당성한가?

‘현대’ 프리미엄의 배경은 ‘현대아산’

◎ ‘현대’ 프리미엄의 배경은 ‘현대아산’

- 현대아산: 대한민국에서 명실상부 ‘남북경협’을 상징하는 기업 → 7대 경제협력사업권, 금강산 관광, 원산·통천지구 협력사업 개발에 관한 합의 등
- 2000만평의 개성공단 개발사업권을 확보해 1단계로 100만평 부지 조성 및 공장 건축, 숙박시설 운영 등 다양한 경협사업 추진
- 2002년부터 2008년까지 경의선 및 동해선 철도·도로 연결공사의 복측 구간에 대한 자재와 장비를 공급하는 등 건설인프라 분야에도 직접 참여
- 올해 5월 초 ‘남북경협사업 태스크포스팀(TFT)’ 구성

◎ 현대아산의 ‘7대 경제협력사업권’

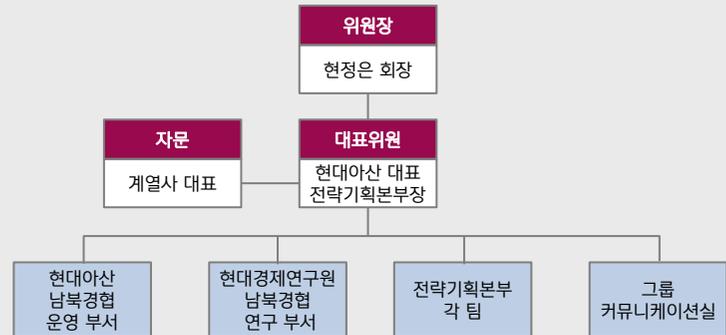
- 2000년 8월(첫 남북정상회담 2개월 후) ‘7대 대북사업 독점권’ 최소 30년 이상 운영할 권리 획득
- 북한과 체결한 ‘경제협력사업권에 관한 합의서’: 합의서에는 현대가 북한의 모든 사회간접자본 시설과 기간사업 시설을 사업대상으로 30년간 개발, 건설, 설계, 관리 및 운영과 이에 따른 무역 등을 할 수 있다고 명시

현대아산 7대 사업권

구분	내용
전력사업	발전시설 건설 및 기존 발전시설 개선 및 증설
통신사업	유무선 통신사업, 인터넷망 설치 운영, 소프트웨어 연구개발
철도사업	경의선, 경원선, 금강산선 연결 및 복선, 노후 선로 보수
통천비행장	금강산 관광에 활용할 목적의 연간 30만명 이용 가능 비행장으로 개발
임진강댐	임진강 유역에 댐 건설
금강산 수자원	금강산댐 수자원을 남측으로 공급
명승지 관광사업	백두산 묘향산 개성 등 주요 명승지 개발 및 운영

자료: 언론보도, 키움증권

현대그룹 남북경협 사업 TFT



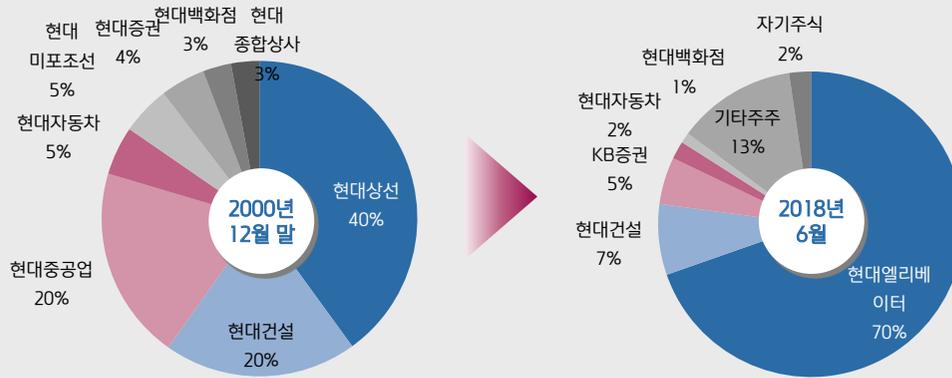
자료: 현대아산, 키움증권

‘현대’ 프리미엄은 정당한가?

- ◎ 현대아산, “현대건설이 왜 남북 화해에 대한 수혜주죠? 그들은 원 오브 뎀(one of them)입니다”
 - 범현대가 역학구조: 현대아산은 선대의 유훈(遺訓)과도 같은 상징성을 갖지만, ‘왕자의 난’ 이후 범현대가와 돌아올 수 없는 강을 건너 버린 관계
 - 1999년 자본금 1000억원으로 출범, 다음해 현대상선 등 8개사 출자로 4500억원 확보
 - ‘왕자의 난’을 시작으로 시숙부의 난, 시동생의 난 등 분열: 범현대가의 지분정리 시작 → 현대아산 지원은 오로지 현대그룹의 몫
 - 2010년 5월 현대건설 인수전이 개시된 뒤에는 현대그룹과 현대차그룹의 사활을 건 싸움, 현대차그룹의 승리 → 깊게 쌓인 앙금
 - 사업적으로도 힘든 시기: 2008년 7월 금강산 관광사업 중단은 치명타, 2016년 2월에는 개성공단 사업 중단까지...
 - 2016년 현대증권 매각, 그룹 주축이던 현대상선 마저 경영 악화로 산업은행 관리체제로 편입

- ◎ 가장 주목받고 있는 ‘범현대가’지만...
 - 이미 틀어진 관계지만, 여전히 현대아산의 주주사로서 공존하고 있는 현대차그룹(현대건설 7.5%, 현대자동차 1.9%)
 - 현대아산은 5월 초 '남북경협사업 TFT 구성, 반면 현대건설이나 현대차는 신중 모드: 그동안 외면해 왔던 역학구조 안에서 한계 표출

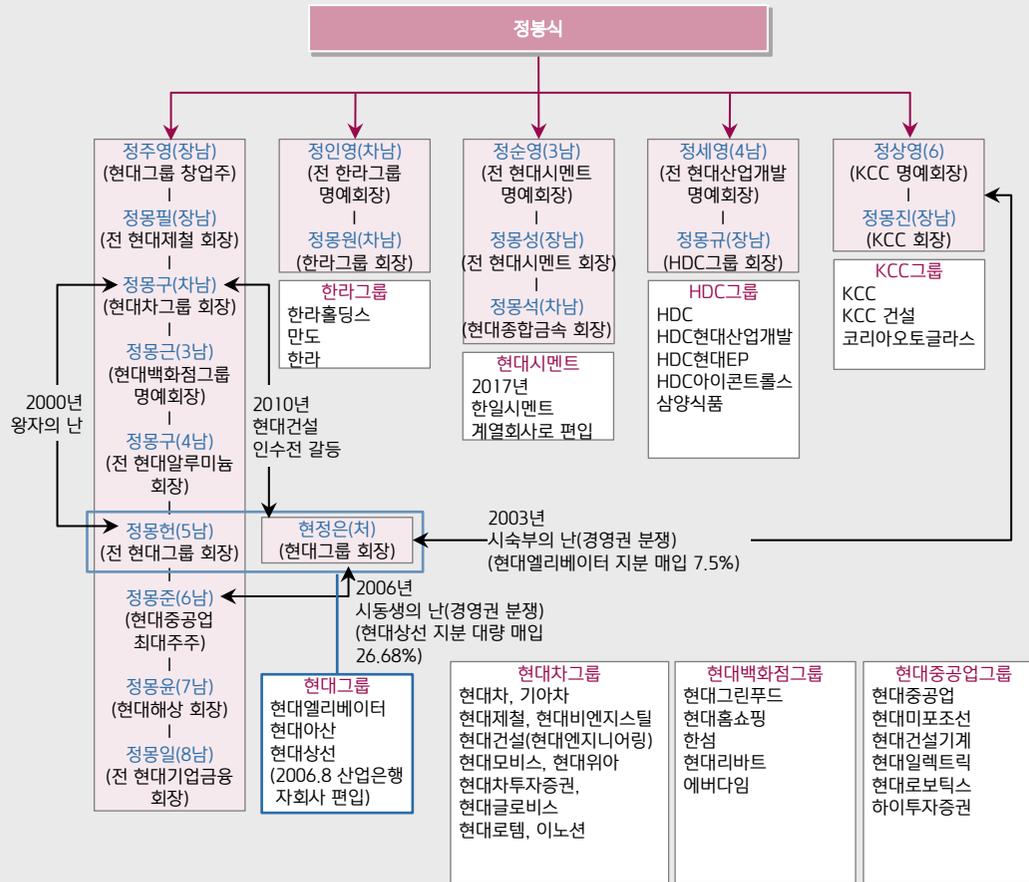
현대아산 주주 변화



자료: 현대아산, 키움증권

현대가 주요 가계도 및 역할 관계

현대가 주요 가계도 및 역할 관계



자료: 키움증권



현대아산의 역할에 대해 고민할 시점

◎ ‘현대’ 프리미엄을 묻기 전, 현대아산의 역할에 대해 고민할 시점

- 최근 현대아산의 ‘7대 경제협력사업권’ 실효성 의문이 제기됨
 - 계약상대방: 북한 통일전선부 외곽 조직으로 대외 경제협력을 담당하는 조선아시아태평양평화위원회
 - 계약금액: 당시 사업권의 대가로 5억 달러(약 5350억 원)를 지불
 - 북한: 2008년 금강산 관광 중단 이후 2011년 6월 금강산 관광 사업에서 현대아산의 독점적 권리를 인정하지 않는 ‘금강산국제관광특구법’ 제정
 - 한국 정부: 한반도 통합철도망 사업 구상은 지난해 정부가 마련한 ‘한반도 통합철도망 마스터플랜’에 기반하나, 현대아산은 참여하지 않음
 - 주변 이해관계국들과의 경쟁 심화로 모든 사업권에 대한 권리를 인정하기 어려울 것이라는 의견도 제기되는 상황
- 다만, 북한 정부와 맺은 공식적인 계약에 따른 계약서가 존재하고, 계약에 따른 비용을 지불했다면 국제법상 계약이 유효하다고 볼 수 있음
- 북한이 갖고있는 현대그룹에 대한 정서적 감정과 그동안의 기여도, 희생을 감안하면 어떤 방식으로든 일정부분 역할을 할 가능성은 상당히 높음
- **현대아산과 남북 정부 간 협의 필요 → 이 결과가 향후 민간자본 투자의 정치적 리스크에 대한 신뢰를 구축하는데 중요한 척도가 될 전망**

현대아산 대북사업 일지

- 1998 ○ 현대그룹, 북측과 금강산관광 사업 첫 시작
- 1999 ○ 현대그룹, 금강산 관광 등 대북 사업 전담할 현대아산 설립
- 2000 ○ 개성지역 특별경제지구 지정 및 건설·운영 합의
- 2001 ○ 현대상선 수익성 악화로 금강산사업 철수, 현대아산 전담
- 2002 ○ 금강산관광지구법 및 규정 발표
- 2003 ○ 개성지구 착공식 개최, 금강산육로관광 실시
- 2004 ○ 개성공업지구 첫제품 생산
- 2006 ○ 개성공업지구 15개 공장 완전 가동단계
- 2008 ○ 금강산 관광객 피격사건, 금강산관광중단 및 개성관광 중단
- 2016 ○ 개성공단 폐쇄, 남북경협사업 등 남북교류 중단

자료: 현대아산, 키움증권

현대그룹의 남북경협 사업권 보유 현황

- 금강산관광지구 토지이용권
- 금강산관광지구 관광사업권 및 개발사업권
- 개성공업지구 토지이용권 및 개발사업권
- 개성관광사업권
- 백두산관광사업권
- 철도, 전력 등 7대 SOC개발사업권

자료: 현대아산, 키움증권

‘현대’ 프리미엄은 정당하다!

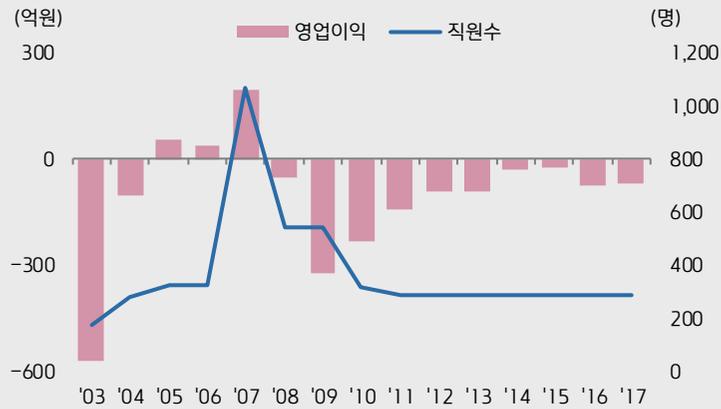
◎ 현대아산은 빠르게 남북경협에 대비 중

- 고 정몽헌 전 회장의 15주기(8월 4일) 추모 행사 금강산 개최 예정: 현대아산의 ‘북한 주민 접촉 신청’에 대해 통일부 승인
→ 북측이 방북을 수용하고, 한국 정부가 방북을 승인하면 금강산 추모 행사가 확정
→ 현정은 현대그룹 회장의 방북도 함께 추진: 방북 시 개성공단 2단계 사업과 금강산 관광 추진 협의의 전망

◎ 현대아산의 역할 유무와 상관없이 ‘현대’ 프리미엄은 정당하다!

- 현대아산이 중요한 역할을 수행한다면, 범현대가에 프리미엄은 당연: 그동안 남북관계의 냉각에 따른 경영상 위기를 겪으면서, 단독 사업수행은 무리
- 다만, 범현대가와와의 역학구도를 감안하면, 경쟁사 대비 과도한 프리미엄은 없을 전망
- 오히려 현대차그룹인 현대건설보다 사이가 나쁘지 않은 HDC그룹, 한라그룹 등에 수혜 가능성도 존재
- 현대아산이 중요한 역할을 수행하지 못한다고 하더라도, 과거 북한 사업에 대한 경험과 노하우, 높은 이해도는 매우 중요
- 특히 건설업종의 특성 상 공사수행경험은 매우 중요한 사안이므로 프리미엄은 정당하다는 판단

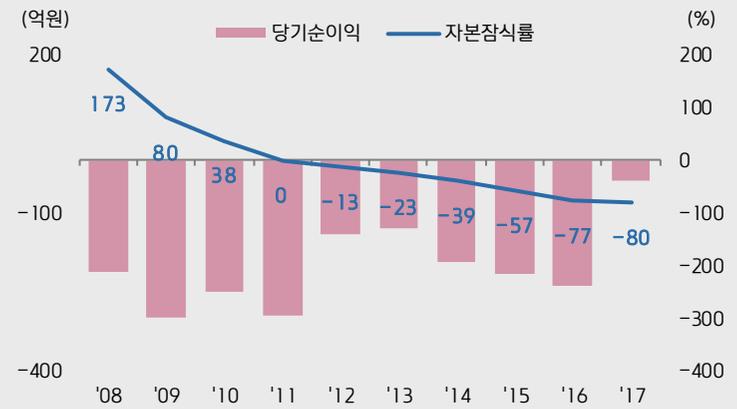
현대아산 영업이익 및 직원수 추이



자료: 현대아산, 키움증권



현대아산 당기순이익 및 자본잠식률 추이



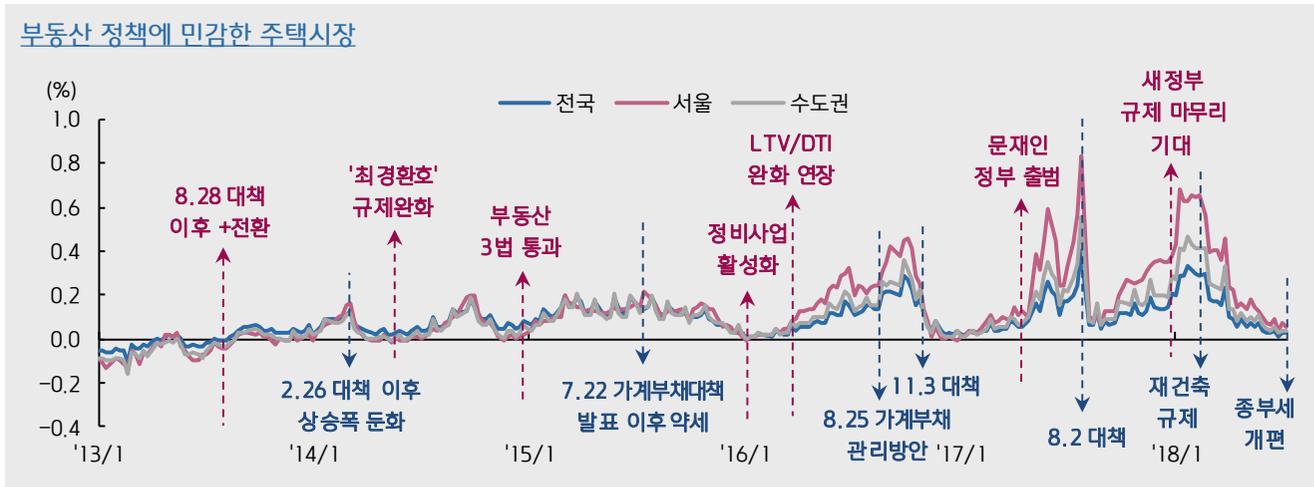
자료: 현대아산, 키움증권

Part IV 국내 주택시장 전망



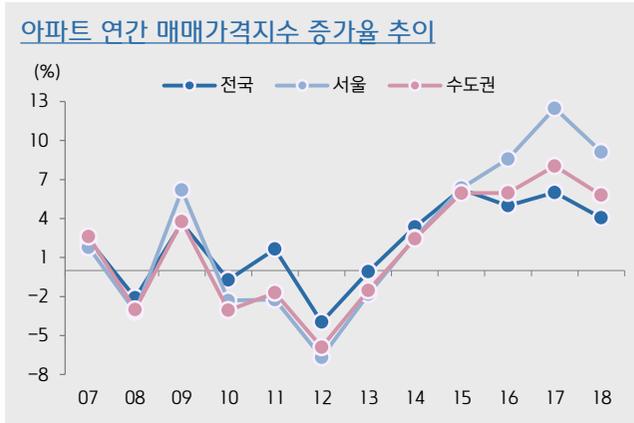
가격: 지속되는 정부의 부동산 규제로 변동성 심화

- ◎ 박근혜 정부의 부동산 활성화 정책: 2013년부터 지속적으로 부동산 활성화 방안 발표
 - 대표적으로 '14년 말 부동산 3법 국회 통과: 3대 규제 완화로 부동산 시장 불확실성 해소
 - 16년 하반기부터는 규제 일변도 정책으로 선회: 11.3 '주택시장의 안정적 관리방안', 11.24 '8.25 가계부채 관리방안 후속조치'
- ◎ 문재인 정부 출범 이후 부동산 규제 시작
 - 새 정부 출범에 따른 불확실성 해소와 재건축 가격의 상승세 전환 등으로 주택가격 반등
 - But, 8.2대책, 8.2 후속대책, 10.24 가계부채 종합대책, 11.24 가계부채 종합대책 후속조치, 11.29 주거복지 로드맵, 12.13 임대주택 활성화방안 18.2.20 재건축 규제 등 실수요자 위주의 정책 제시 및 본격적인 부동산 규제 시작, 18.7.3 종합부동산세제 개편
 - 핵심은 '대출·세금규제' 및 '다주택자 규제': 빗 내서 집 사는 시대는 끝났다!
 - 정책효과가 최고치에 달하는 내년부터는 부동산시장의 불확실성이 더욱 확대될 전망

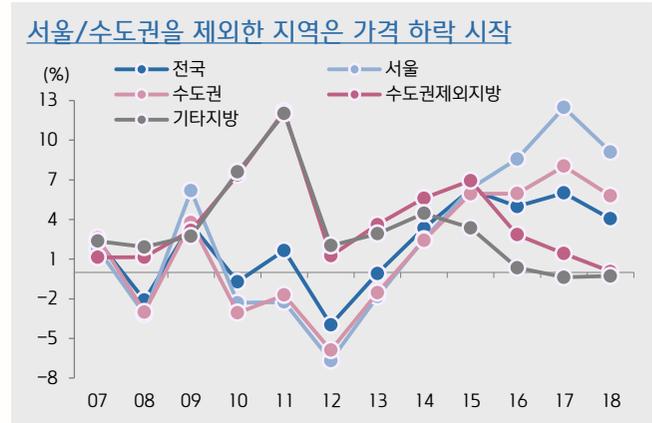


자료: Reps, 키움증권

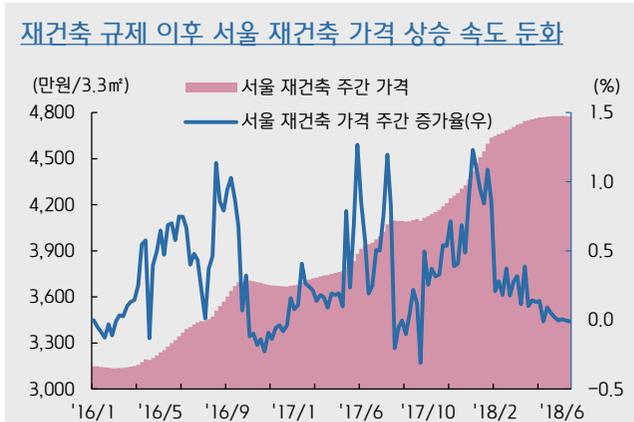
가격: 주택시장 조정요인 증가로 가격은 연착륙 전망



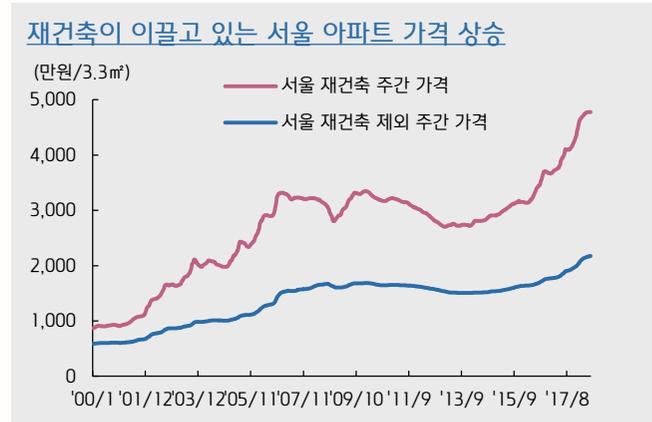
자료: Reps, 키움증권



자료: Reps, 키움증권



자료: Reps, 키움증권



자료: Reps, 키움증권

가격: 전세가 하락으로 매매가 하방압력 강화 될 전망

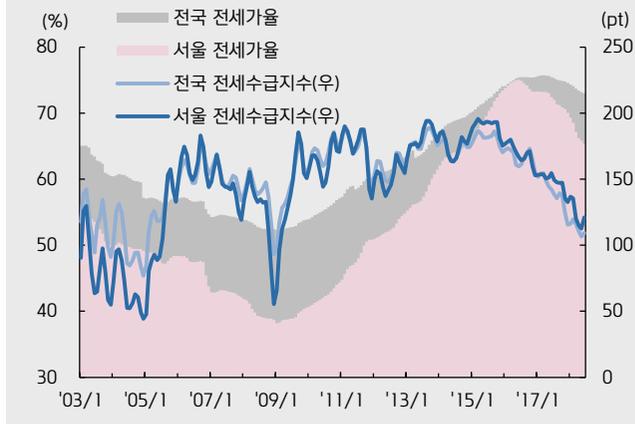
◎ 2018년 1월, 서울 지역 전세가율 31개월 만에 70% 하회

- 서울 전세가율은 통계 집계 이래 2015년 7월 첫 70%를 돌파
- 2016년 6월 75.1%를 정점으로 하락 추세로 전환, 한국감정원 기준으로도 서울 평균 전세가율은 2월들어 70% 하회
- 올해 입주 물량 급증 → 전세가는 지속적으로 안정화될 가능성이 높을 것으로 전망

◎ 전세가 하락으로 매매가 하방압력 강화 될 전망

- 서울 지역의 가격 급등을 이끌었던 재건축 가격 역시 2.20 재건축 규제로 상승 속도 둔화 전망, 재건축 속도 조절로 이주 전세수요 감소 가능성
- 서울 지역 갭투자 열기도 한 풀 꺾일 전망: 서울 지역 전세가율 하락
 - 매매가 상승률 > 전세가 상승률 → 서울 지역 평균 매매가 대비 전세가의 격차가 지속적으로 벌어지고 있는 상황
 - 2월 19일 기준 전세가격도 2014년 6월 이후 3년 8개월 만에 하락세로 반전 → 전세계약 연장 시 갭투자자의 추가 비용 부담 증가
- 전세가 하락으로 다주택 갭투자자들의 매물 출회 가능성 높아짐

'18.1 서울 지역 전세가율 31개월 만에 70% 하회



자료: KB부동산, 키움증권

격차가 벌어지고 있는 서울 평균매매가와 전세가 차이



자료: Reps, 키움증권

수요: 아파트매매거래량 4월부터 급감

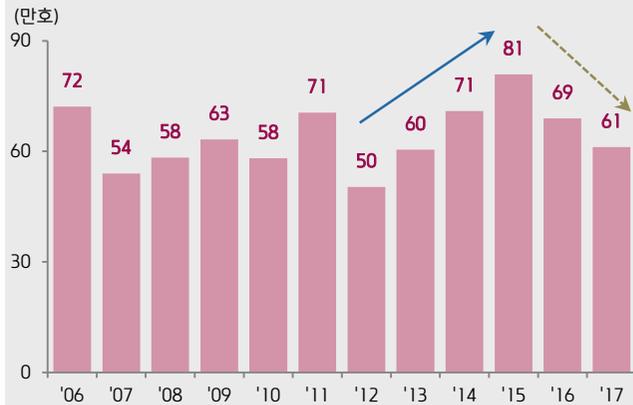
◎ 지속적인 정부의 대출 및 세금 규제로 아파트 매매거래량은 감소할 전망

- 15.7.22 '가계부채 종합 관리방안'의 세부 적용기준을 담은 '여신심사 선진화 가이드라인': 주택담보대출 규제 정책
→ '상환능력 내에서 빌리고' '처음부터 나누어 갚는' 내용: 수도권은 16년 2월부터, 지방은 16년 5월부터 적용
→ 장기적으로는 주택시장의 안정화에 기여할 것으로 판단되지만, 중단기적으로는 투자심리 위축의 효과가 크다는 판단
- 17.8.2 '주택시장 안정화 방안': 재건축 조합원 지위 양도제한, 재정비 분양권 전매제한, 양도소득세 강화(18.4), LTV/DTI 강화, 청약제도 강화 등 + 17.10.24 '가계부채 종합대책': 신DTI(18.1.31) 및 DSR(18.3.26) 단계적 도입 → 대출로 집 사는 시대는 끝났다!

◎ 서울 아파트 실거래량: 실거래가 조사 이후 '18년 1월, 2월, 3월 모두 역대 '최다' → 4월부터 급감

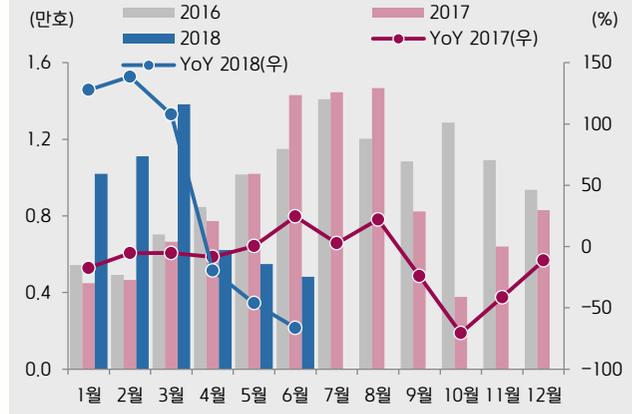
- 2015년 1월부터 5월까지 실거래가 조사 이후 최다 거래량 실적을 기록했으나, 2018년 1월과 2월, 3월 모두 2015년 기록 갱신
- 주택거래 신고일이 계약일로부터 60일 이내인 점을 감안하면 2월 거래량에는 11월~2월 계약건 포함, 전통적으로 부동산 거래 비수기로 꼽히는 기간
- 올해 4월부터 시행되는 다주택자에 대한 양도소득세 강화에 따른 매물 거래일 가능성
- 신DTI(총부채상환비율) 대출규제 등이 시행(18.1.31)되기 전 집을 사려는 막차수요가 움직였을 가능성
- 실제로 4월부터는 거래량 감소: 5월 6월로 갈수록 감소 강도 증가

전국 아파트 매매거래량 추이: '16년부터 감소 시작



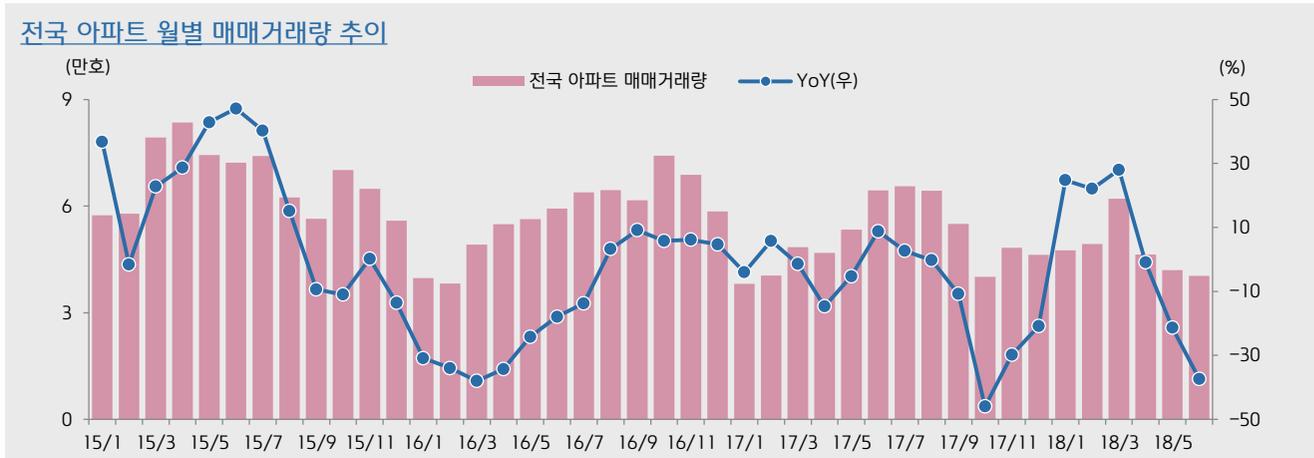
자료: 한국감정원, 키움증권

서울 아파트 실거래량 추이: 1,2,3월 역대 최고치 기록

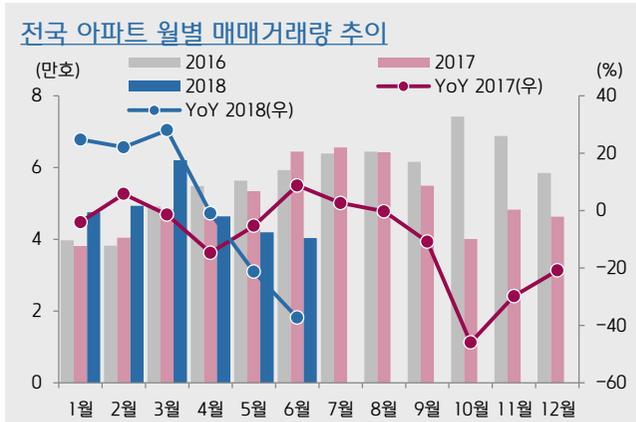


자료: 서울부동산정보광장, 키움증권

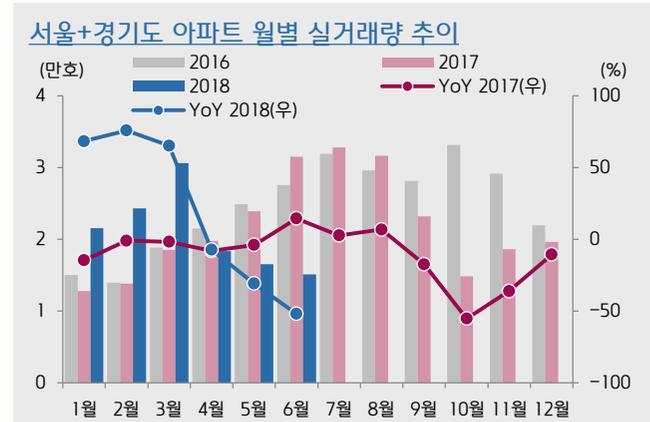
수요: 아파트매매거래량은 감소할 전망



자료: 한국감정원, 키움증권



자료: 한국감정원, 키움증권



자료: 서울부동산정보광장, 경기도부동산포털 키움증권

수요: '15년~'17년 분양시장 황금기, 19년은 불확실성 확대

◎ 2015년~2017년 분양시장 황금기

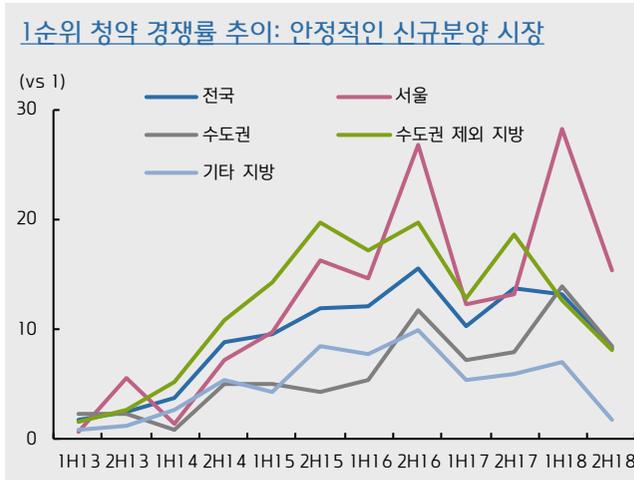
- 2015년: 저금리 기초와 정부의 부동산시장 활성화 대책, 전세가 상승과 실수요자의 새 집 선호 현상
- 2016년: '가계부채 종합 관리방안'으로 투자심리가 위축됐지만, 지속적인 전세가 상승과 재건축 기대감으로 견고한 흐름 유지
- 2017년: 새정부 출범에 대한 기대와 정부의 지속적인 규제로 시장의 변동성이 컸지만, 안정적인 실수요자와 재건축 기대감으로 견고한 흐름 유지

◎ 2018년~2019년은 불확실성 확대 국면

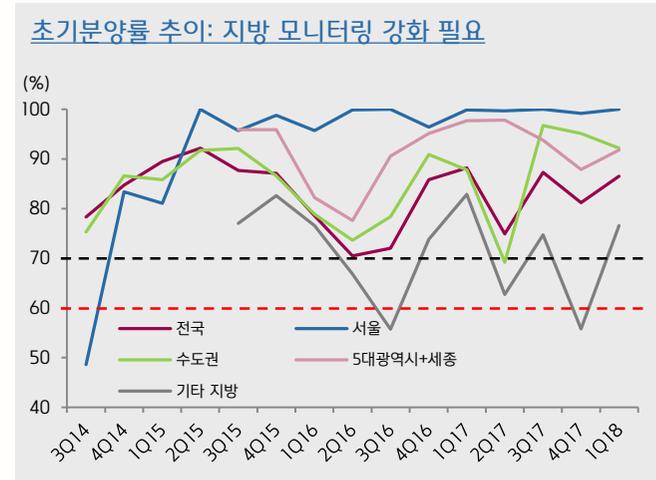
- 청약률의 지역간 편차 확대 가능성: 청약제도 강화로 예상된 상황 → 투기수요 제거로 실수요자에게 좋은 기회
- 청약통장을 신중하게 사용하면서 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 쏠림 현상 심화 → 대형사에 유리한 국면(M/S 확대 기회)
 - 서울/수도권 지역에 분양 물량이 많고, 초기분양률 하락시 버틸 수 있는 현금 보유력을 가진 건설사 유리
- ⇒ 중소형 건설사의 사업이 어려울 수 있다는 시그널: 10.24 가계부채종합대책(HUG 중도금대출 보증요건 강화, 보증비용 축소)으로 보다 강화

◎ 초기분양률(민간아파트의 분양개시일 이후 3개월 초과 6개월 이하 기간) 체크 중요

- 실제 수요의 움직임을 가장 정확히 파악할 수 있는 지표, 중도금 대출 심사에 중요(최근에는 70% 이상 요구)하게 작용
- 저조한 초기계약률은 미분양으로 이어질 확률이 높음, 특히 60% 이하로 내려오면 초기 공사비 총당 등 현금흐름에 문제 발생 가능



자료: Reps, 키움증권



자료: 주택도시보증공사, 키움증권

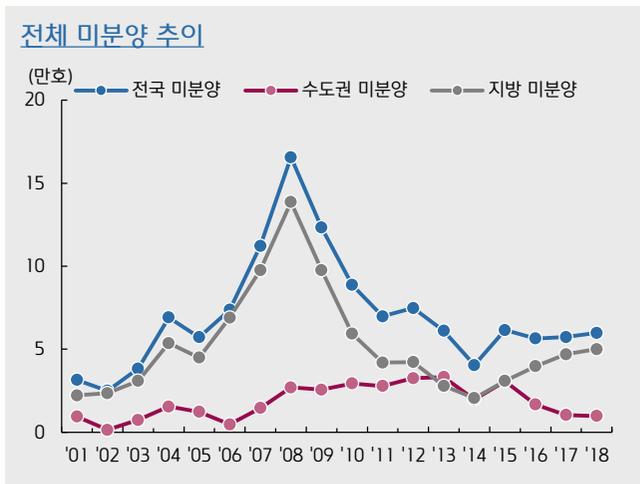
수요: 미분양 우려는 시기상조

◎ 전체 미분양 및 준공후 미분양은 안정적인 흐름 유지

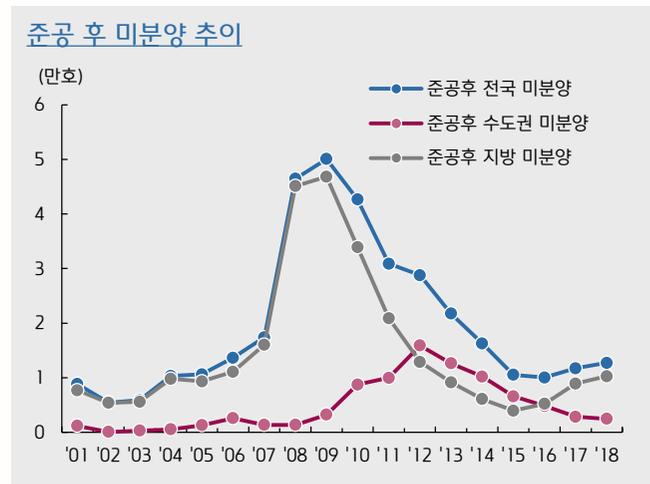
- 2014년 말부터 시작된 신규 분양시장 호황으로 주택 공급량 빠르게 소화
- 지방의 미분양 주택수가 증가하는 추세로 전환됐지만, 장기시계열상으로 보면 역사적 하단 수준 → 미분양 우려는 시기상조
- 다만, 올해부터는 1) 입주물량 증가, 2) 금리인상, 3) 후분양제 등 미분양 주택수 증가에 대한 우려 확대 → 지속적인 모니터링 필요

◎ 건설사 주택부문 실적 개선의 가시성 ↑

- 미분양 아파트 수가 전반적으로 감소하면서 건설사 주택부문 실적 개선의 가시성이 높아짐
- 소위 ‘악성 미분양’으로 분류되는 준공 후 미분양 역시 빠른 속도로 감소
- 대형 건설사들의 주택부문 아킬레스건이었던 수도권 준공 후 미분양이 빠르게 감소하면서 실적 개선 전망
- 다만, 위에서 언급한 바와 같이 올해부터는 주택조정요인이 증가하므로, 주택부문 마진 훼손 시그널에 대한 지속적인 모니터링 필요



자료: 국토교통부, 키움증권



자료: 국토교통부, 키움증권

수요: 쏠림현상 심화 전망

◎ 올해는 주택조정요인 증가로 미분양에 대한 모니터링 강화 필요

- 1세대1주택 양도세 비과세 요건강화(1월), 新DTI 시행(1월), 다주택자 양도세 중과(4월), 재건축 규제 강화, 입주물량 증가, 보유세 인상, 국내외 금리인상, 후분양제, 2천만 원 이하의 소액 임대소득 과세 강화(내년) 등 주택조정요인 증가로 부동산 시장의 불확실성은 더욱 확대

◎ 쏠림현상 심화로 대형사에 유리한 국면 전망

- 다주택자 규제, 실수요자 위주의 재편 및 대출/세금 규제 역시 주택시장을 위축시킬 요인
- 이러한 요인들이 인기 지역 및 인기 브랜드로 쏠림현상을 심화시키면서 대형사는 양호한 분양실적과 M/S 확대라는 두 마리 토끼를 잡을 기회
- 특히 대형사들의 올해 공급계획을 보면 재정비의 비중이 높아져 미분양 리스크는 제한적으로 판단
→ 공급부족 시그널은 오히려 입주대란 리스크를 줄여줄 것으로 기대
- 요즘 부동산 시장의 키워드인 '뚝뚝한 한채'에 대한 쏠림현상이 심해지면서, 대형사에게 유리한 국면 지속될 전망



자료: 국토교통부, 키움증권



자료: 국토교통부, 키움증권

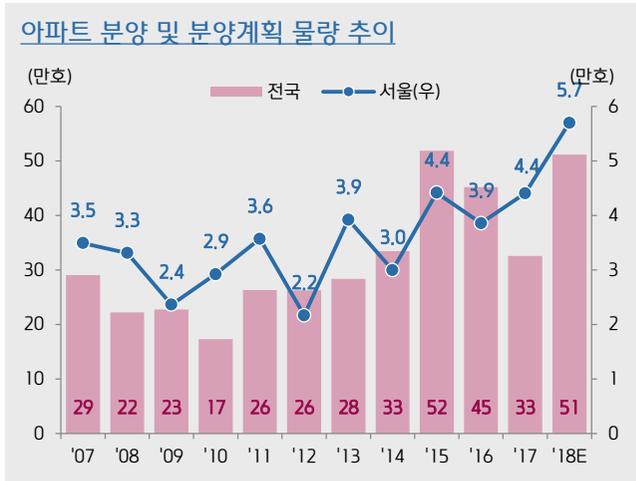
공급: 공급과잉 이슈는 발생할까? 가능성은 높지 않다!

◎ 역대 최대 규모의 입주물량

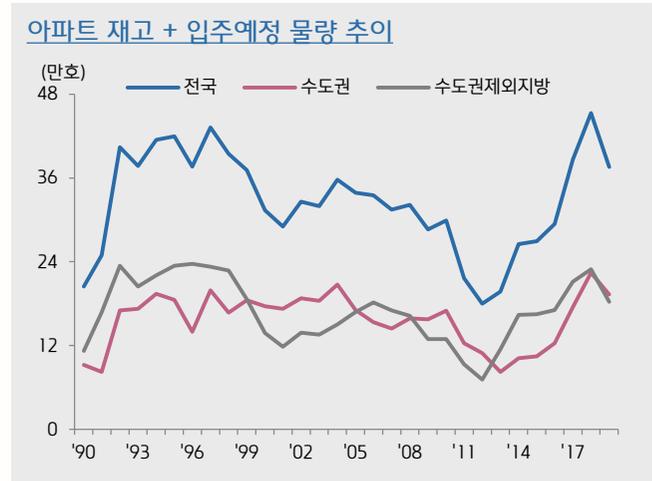
- 입주물량 지표: 올해부터 부동산 시장이 침체기에 접어들 수 있다는 전망에 대한 핵심근거로 가장 많이 거론되는 지표
- 입주물량 급증에 따른 공급과잉 우려는 구체적인 숫자가 뒷받침돼 강력하게 작용 ⇒ 실제 올해 전국 아파트 입주물량은 45.2만호로 역대 최대 규모 - 상반기 22.5만호 + 하반기 22.8만호

◎ 공급과잉 이슈는 발생할까? 가능성은 높지 않다!

- 올해 입주되는 대부분의 아파트는 2015년에 분양한 물량 → 결론적으로 새 아파트 가격이 주변 재고 아파트 대비 저렴 - 지방의 경우 더 비싸긴 하지만 가격의 스프레드는 역대 최저 수준 → 지방은 최근 스프레드가 확대되는 경향을 보이고 있어 모니터링 필요
- 과거와 달리 현재 아파트 계약금은 최소 10% 이상 → 가격의 급락이 없는 한 계약금 10%를 포기하기에는 매물비용이 너무 큰 상황
- 다만, 올해부터는 1) 역대 최대 입주물량, 2) 감소할 것으로 전망하지만, 과하게 느껴지는 분양계획(51만호), 3) 정부의 규제효과, 4) 금리인상, 5) 최근 중도금 및 잔금 대출규제 강화로 대출이 거절되거나, 금리 상승으로 계약을 포기하는 사례 등 불확실성은 확대되는 국면



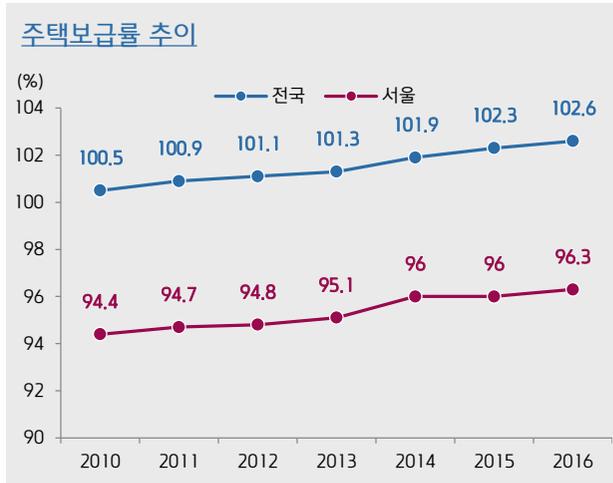
자료: Reps, 키움증권



자료: Reps, 키움증권

공급: 내년 주택시장은 올해 공급물량에 의해 결정될 전망

- ◎ 내년 주택시장은 올해 공급물량에 의해 결정될 전망
 - 현재 올해 공급예정물량은 51만호에 육박 → 예정물량이 모두 공급된다면 내년 부동산 시장은 상당히 어려움에 처할 전망
 - 다만, 당사는 올해 공급예정물량을 30~35만호 수준으로 추정
- ◎ 주택보급률 기준으로 판단 시 우려할 수준은 아닌 것으로 판단
 - 서울지역은 여전히 공급 부족한 상황
- ◎ 해외 비교 시 국내 공급은 안정적인 상황
 - 올해 공급과잉 이슈 → 해외와 비교 시 우려할 수준은 아닐 것으로 판단
 - 정부는 연평균 주택수요량을 29만가구로 추정, 2022년에는 1,000명당 주택수를 422가구로 예측
 - 2015년 국내 전국 기준 인구 천명당 주택수는 383가구, 2020년 422가구로 증가해도 해외와 비교 시 안정적인 상황

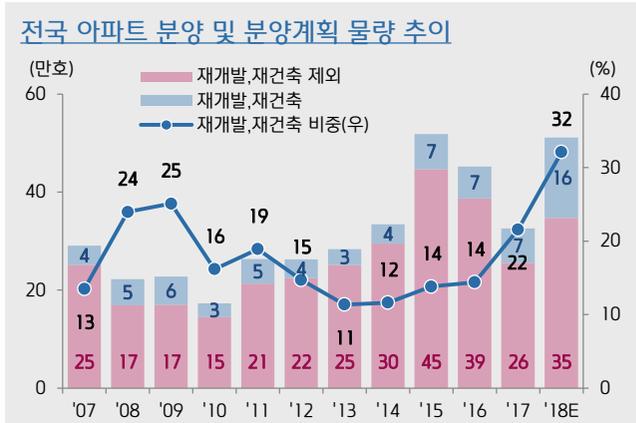


자료: KOSIS, 키움증권

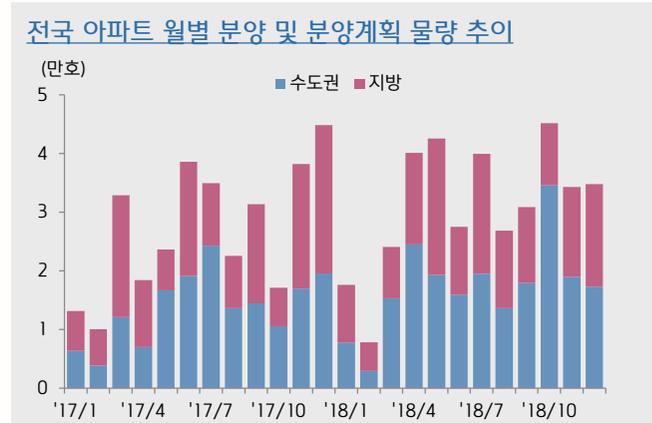


자료: KOSIS, 키움증권

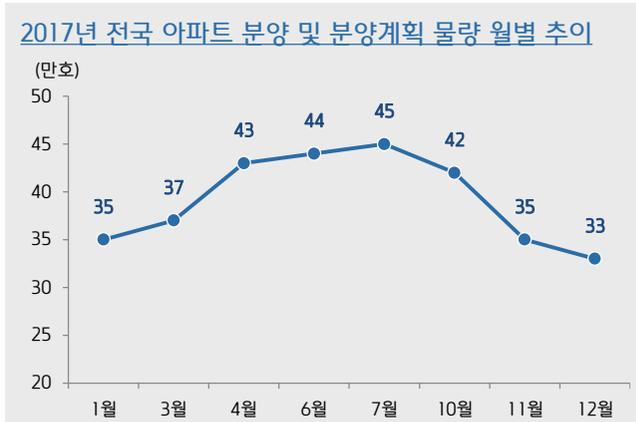
공급: 내년 주택시장은 올해 공급물량에 의해 결정될 전망



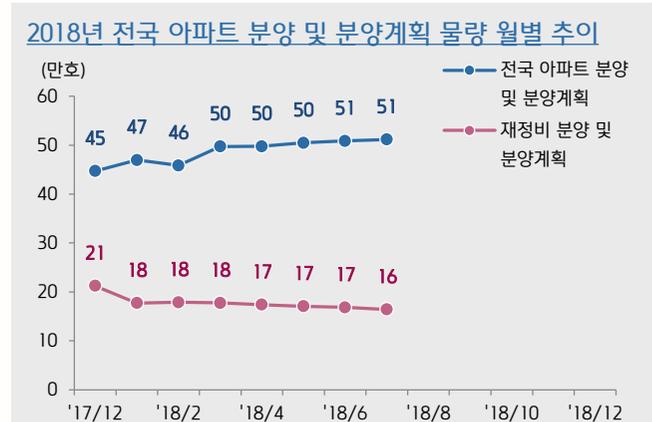
자료: Reps, 키움증권



주: '18년 분양 계획 51.2만호, 월별 일정 정해진 물량 37.2만호, 분양물량 18.9만호
자료: Reps, 키움증권

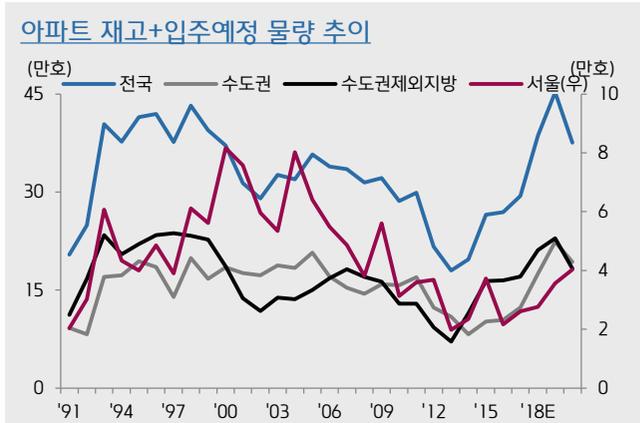


자료: Reps, 키움증권

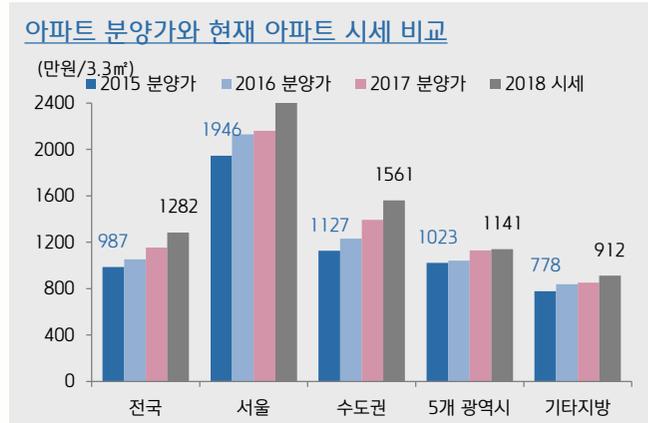


자료: Reps, 키움증권

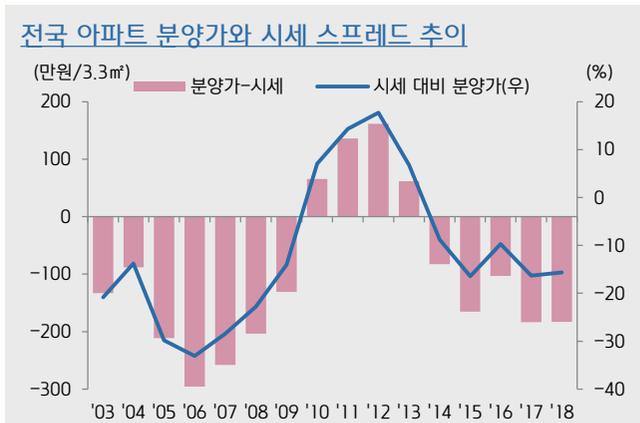
공급: 지방에 나타나기 시작한 입주리스크 시그널



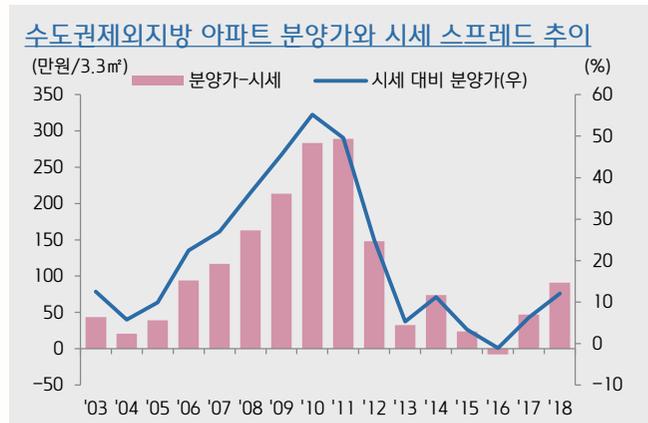
자료: Reps, 키움증권



자료: Reps, 키움증권

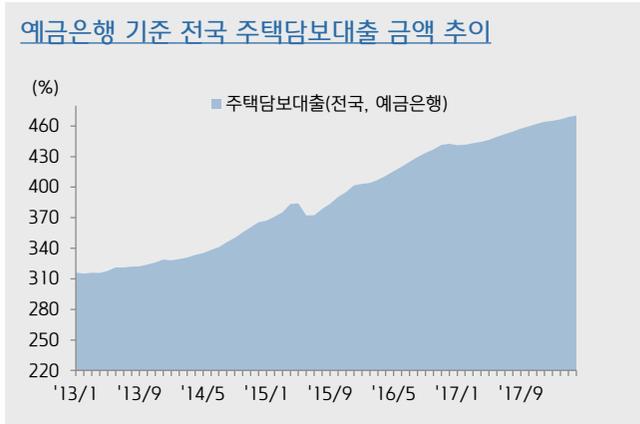


자료: Reps, 키움증권



자료: Reps, 키움증권

금융환경: 저금리 시대 종말, 거래량 감소 전망



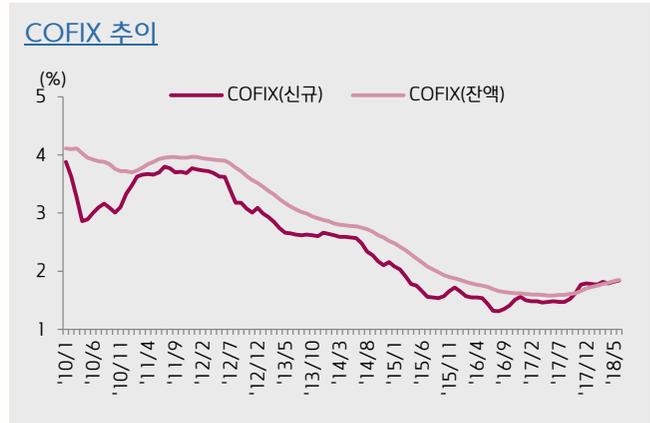
자료: 한국은행, 키움증권



자료: 한국은행, 키움증권



자료: 한국은행, 키움증권



자료: 한국은행, 키움증권

주택시장은 대형사에 유리한 국면 지속될 전망

◎ 대형사에게 불리할 것 없는 정부 규제

- 정책효과가 최고치에 달하는 내년부터는 부동산시장의 불확실성이 더욱 확대될 전망
 - 현재 1세대1주택 양도세 비과세 요건강화, 新DTI 시행, 다주택자 양도세 증가, 재건축 규제 강화 등이 시행 중이고, 후분양제 도입, 보유세 강화에 내년부터는 2천만 원 이하의 소액 임대소득에도 과세가 강화
- 정책효과가 결국 인기 지역 및 인기 브랜드로 쏠림현상을 심화시키면서 대형사는 양호한 분양실적과 M/S 확대라는 두 마리 토끼를 잡을 기회
 - 더욱이 요즘 부동산 시장의 키워드인 ‘뚝뚝한 한채’에 대한 쏠림현상이 더욱 심해질 전망이며, 대형사에게 유리한 국면은 지속될 전망

◎ 숲만 보지 말고 나무도 봐야 한다!

- 올해 대형사들의 주택 공급 예정물량은 전년 대비 대부분 증가할 전망 → 재정비 비중이 높아 분양 리스크는 제한적이며, 현재까지 분양실적은 양호함
- 최근 지속되는 정부의 규제만 보고 있다면 주택시장은 분명 부정적인 국면
 - 다만, **신규분양과 재고주택시장, 대형사와 중소형사로 나뉘서 볼 필요** → 주택 비중이 높은 현대산업의 최근 추가 하락은 쉽게 보기 힘든 매수 기회

대형 건설사의 주택공급 추이: 모든 대형사의 올해 주택공급은 전년 대비 증가할 전망

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	yoy
현대건설	9,083	3,628	6,708	7,205	8,318	2,911	13,131	10,205	2,119	9,746	22,833	14,441	4,753	23,785	400.4%
대우건설	14,092	9,211	12,367	5,971	8,085	8,324	14,654	17,375	19,228	14,776	34,099	25,687	12,932	20,504	58.6%
대림산업	9,294	5,128	7,457	5,150	11,983	6,768	6,949	3,073	5,847	13,287	32,414	19,043	14,336	33,692	135.0%
GS건설	8,183	5,380	12,897	8,986	3,575	5,712	6,524	4,747	5,155	13,132	27,066	25,628	22,401	35,964	60.5%
현대산업	15,717	3,621	7,546	7,086	6,999	351	7,231	10,664	10,228	7,569	17,791	9,298	16,517	20,097	21.7%

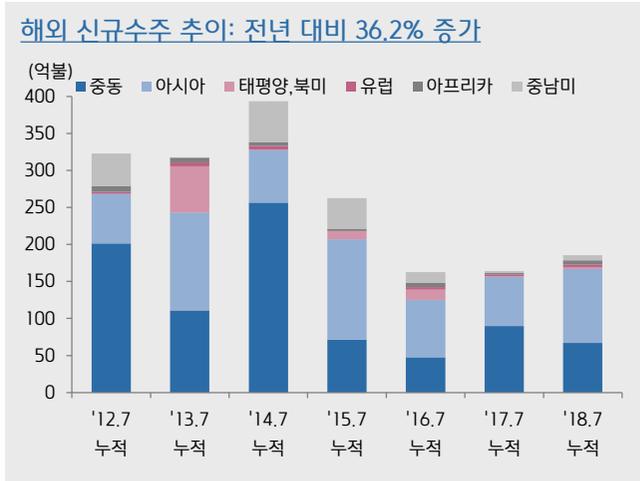
자료: Reps, 키움증권

Part V 해외 건설 시장 전망

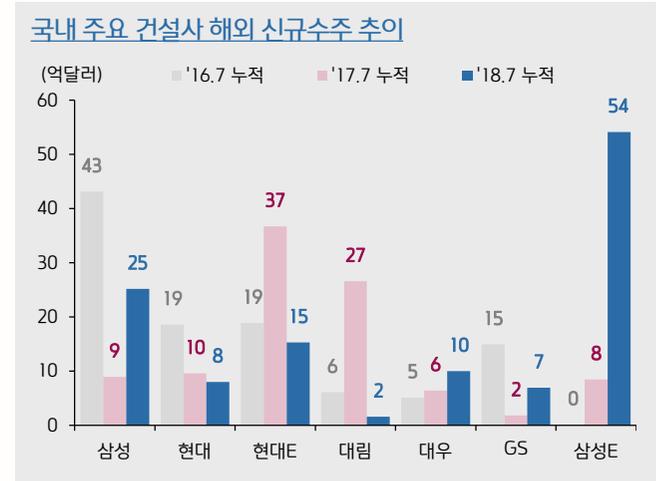


해외 수주 턴어라운드 돌입, 내년은 더 좋다!

- ◎ 해외 수주는 2016년을 저점으로 턴어라운드 돌입
 - 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 16년 대비 17년 2배 이상 증가한 것으로 파악됨, 일부 대형 PJT는 내년 초로 지연
 - 입찰 후 본계약까지 시간이 걸리는 점을 감안하면 올해 해외수주는 양호할 전망 → **올해도 나쁘지 않지만, 내년은 더 좋아질 전망**
- ◎ 2017년 누적으로는 290억불로 전년 대비 2.9% 증가
 - 17년은 16년 대비 소폭 증가했으나 여전히 부진한 상황, 올해는 전년 대비 10% 이상 증가할 전망
 - 공종 다각화 필요: 산업설비(플랜트) 집중화 탈피, 단순 EPC에서 벗어나 FEED 수주 등 고부가가치 수주 노력
 - 지역 다변화 필요: 아시아, 중남미, 태평양/북미, 아프리카 등 중동 외 지역 수주 노력
- ◎ 2018년 7월 18일 누적 기준으로는 175억불로 전년 대비 7.4% 증가
 - 대형 수주 파이프라인이 하반기에 라인업 되어 있으며, 일부는 내년으로 지연(취소가 아니라 일정상 지연된 것으로 내년은 상당히 큰 폭의 수주 증가가 예상됨)



자료: 해외건설협회, 키움증권



자료: 해외건설협회, 키움증권

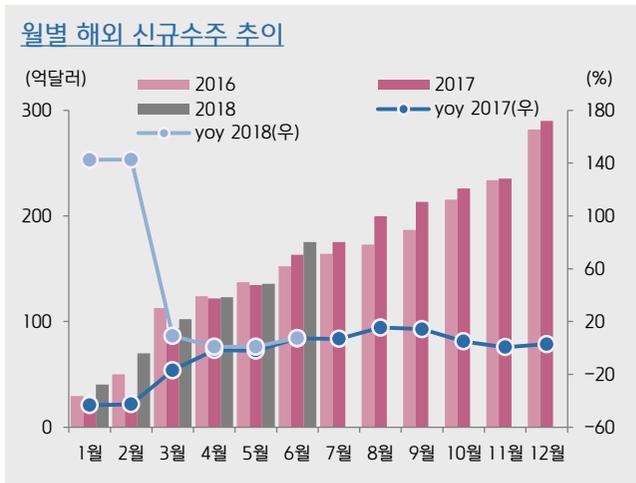
해외 발주 환경도 점차 개선 중

◎ 구조적인 펀더멘털 개선을 위해서는 양질의 해외 수주 필요

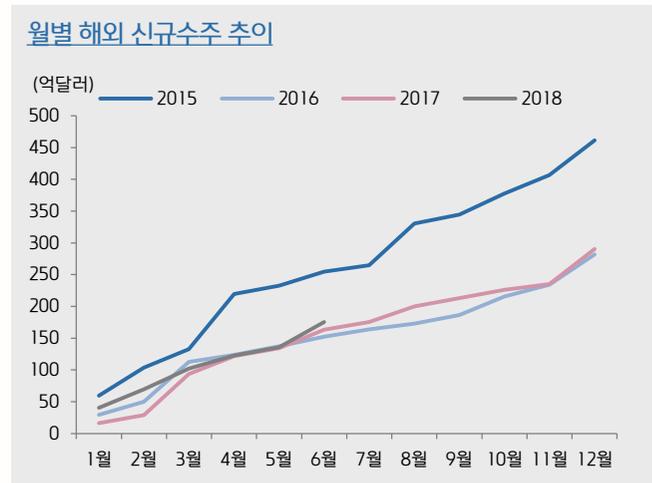
- 2015~2017년 주택시장 호황으로 2019년까지 외형성장 및 이익증가는 보장된 셈
 - 올해 주택시장도 대형사의 신규분양 상황은 양호해 주택부문 실적은 pick out 논란을 좀 더 뒤로 미뤄도 되는 상황
- 다만, 정부의 규제 및 주택조정요인의 증가로 주택시장이 다운사이클로 접어든다면, 19년 이후의 구조적인 개선을 위해 양질의 해외수주가 필요

◎ 해외수주는 좋아질까?

- 17년 국내 건설사들은 다양한 지역과 공종에서 16년 대비 금액과 건수 모두 2배 이상 증가한 입찰 실적을 보유 중
- 입찰 후 본계약까지 시간이 걸리는 점을 감안하면, 올해 해외 신규수주 모멘텀은 기대해 볼 만한 것
 - 1) 중동에서 장기적인 저유가를 대비해 다운스트림 분야에 대한 투자가 검토 중, 탈석유화를 근간으로 인프라시설의 확충도 기대
 - 2) 최근 슈퍼 사이클을 누렸던 정유/화학 업체들도 투자에 나서기 시작
 - 3) 유가도 상승 추세에 있어 발주 환경은 점차 좋아지고 있다는 판단



자료: 해외건설협회, 키움증권



자료: 해외건설협회, 키움증권

대형 건설사 해외수주 주요 파이프 라인

해외 수주 모멘텀

건설사	상반기	하반기	내년
현대건설	싱가포르 Tuas Terminal(4억불) 수주 우즈벡 Navoi 복합화력(5.4억불) LOA	사우디 드라이 도크 4,5,6 (35억불) 3개 pkg 조선소, 수리조선소, 조선소제반시설 모두 입찰 중국 업체와 컨소시엄 50:50 발주처는 아람코(현대중공업 10% 출자) 피드 설계 참여 현대중공업 울산조선소 설계 및 시공 경력	
		UAE 가스처리 확장(8억불) UAE Gas PKG(12억불) 쿠웨이트 항만(7억불) 인도네시아 석탄(25억불) 방글라데시 복합화력(6억불) 사우디 송변전(10억불) 미얀마 변전(2억불)	인도네시아 푸상안4 수력(2.5억불) 인도네시아 북칼리만탄 수력발전(5억불) 사우디 원전 프로젝트 우즈벡 송변전(12억불) 나보이 수주 후 단계별 진행 英Moorside 원전 프로젝트

자료: 현대건설, 키움증권

대형 건설사 해외수주 주요 파이프 라인

해외 수주 모멘텀

건설사	상반기	하반기	내년
GS건설	투르크메니스탄 정유 디왁싱(3억불) 베트남 PP 프로젝트(2억불) 라빅 프로젝트(3억불)	인도네시아 Balikpapan Refinery(40억불) GS건설-사이팜-현지업체 컨소시엄, 총 3개 컨소시엄 입찰 예정 알제리 HMD 가스(20억불) 8월 입찰 예정, GS건설-페트로팩 컨소시엄	UAE GAP(35억불) 기술입찰 9월, 상업입찰 11월 GS건설 vs 현건-현엔 vs SK vs 삼엔-CB&I Vs 플루어-대우-CPECC 등 태국 Thai Oil CFP(50억불) 10월경 수주발표 GS건설-JGC-TR vs 삼엔-페트로팩-사이팜 인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40억불) 피드 진행 중 대림산업 vs 삼상엔지니어링 vs GS건설
	보츠와나 Morupule 전력 IPP 잔고인식(6.5억불)		

자료: GS건설, 키움증권

대형 건설사 해외수주 주요 파이프 라인

해외 수주 모멘텀

건설사	상반기	하반기	내년
대림산업	사우디 Maaden Ammonia 3공장(8억불) 6월 말 결과 예상, 2015~2016년 #2 수행 대림산업 vs TR		
		인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40억불) 대림산업 vs 삼성엔지니어링 vs GS건설 러시아 움스크 정유(0.5~1억불) 기존 프로젝트 추가 work 이란 기존 MOU 3건(박티아리덤, 플랜트2건) + 신규 1건(40억불)	

건설사	상반기	하반기	내년
대우건설	오만 Duqm Refinery(9.8억불) 수주 필리핀 할루어강 댐(2억불) LOI 싱가폴 Woodlands 병원(3억불) LOA 대우건설+쌍용건설+현지업체 컨소시엄	나이지리아 석유화학플랜트 (2~3건) 보츠와나 발전플랜트(5억불) 필리핀 발전소(5억불)	
		오만 마라픽의 두쿰 발전소 및 담수공장 (하이플렉스 컨소)(7억불) 리비아 재건사업 베트남 발전플랜트 사우디 신도시	

자료: 대림산업, 대우건설, 키움증권

대형 건설사 해외수주 주요 파이프 라인

해외 수주 모멘텀

건설사	상반기	하반기	내년
삼성엔지니어링	태국 Olefins Reconfiguration(6.3억불) 수주 UAE POC(26억불) 수주 삼성엔지니어링-CB&I 컨소시엄 오만 Duqm Refinery(10.3억불) 수주 삼성엔지니어링-페트로팩 컨소시엄 UAE Waste Heat Recovery(5억불) LOA 베트남 PACKAGE B HDPE PLANT(2.3억불) 수주 베트남 PACKAGE C PP PLANT(1.9억불) 수주	사우디 SABIC ASU(4억불) 인도네시아 Balikpapan Refinery(40억불) GS건설-사이팜-현지업체 컨소시엄, 총 3개 컨소시엄 입찰 예정 알제리 HMD 가스(20억불) 미국 PTTGC ECC (7억불)	태국 Thai Oil CFP(50억불) 인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40억불) 대림산업 vs 삼성엔지니어링 vs GS건설

자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

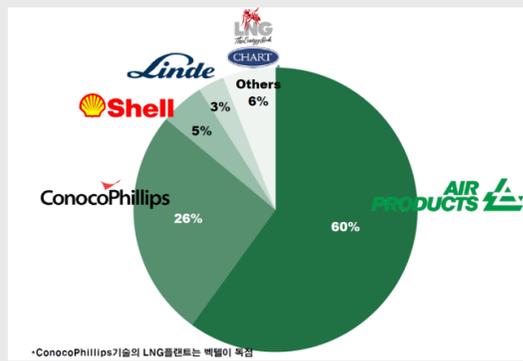
LNG 액화플랜트 수주 전망

해외 공종별 발주 전망

구분	2016년 (계약)	2017년 (계약)	2018년 (발주)	2019-2020 (계획)	평균
Hydrocarbon	137	210	350	830	390
-LNG	17	43	105	290	130
-O&G (Upstream)	17	28	23	30	20
- Refinery	26	45	75	260	110
-Petrochemicals	43	38	88	178	80
-Pipeline	21	22	22	30	20
-Offshore	13	34	38	42	30
Power Plant	68	70	73	107	60
-Gas Power	29	36	38	54	30
-Coal Power	39	34	35	53	30
-Wind	-	-	-	-	-
-Solar PV	-	-	-	-	-
Total	205	280	423	937	450

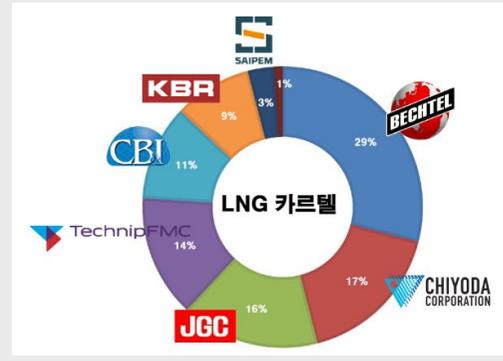
자료: 업계자료, 키움증권

LNG 액화플랜트 라이선서



자료: 업계자료, 키움증권

LNG 액화플랜트 EPC 카르텔



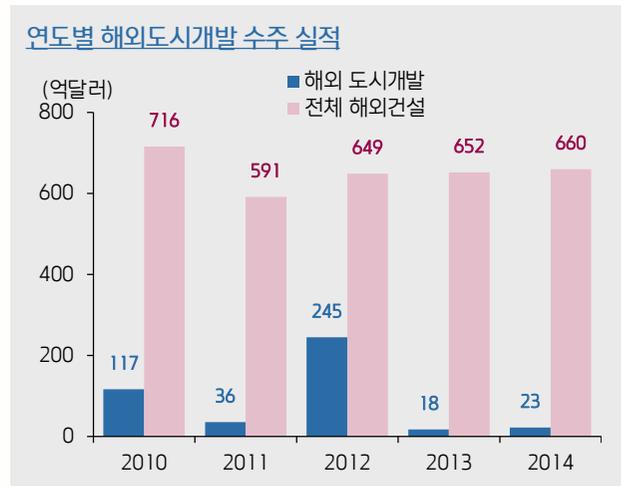
자료: 업계자료, 키움증권

해외 신도시 개발, 국내 주택 사이클 리스크 대안

- ◎ 해외 신도시 개발: 국내 건설업체가 선점할 수 있는 영역, 국내 주택 Cycle risk의 훌륭한 대안으로 판단
 - 최근 국내 건설업체는 플랜트에 집중된 해외 수주 영역을 신도시로 확장(풍부한 신도시 개발 경험 강점)
 - 플랜트 등의 산업설비는 기술적으로 미국과 유럽 등 선진사에게, 가격경쟁력은 중국, 인도 등에 밀리고 있는 국면
- ◎ 전세계적으로 높아지고 있는 도시화 수준
 - 한국토지주택공사(LH): 2010년 해외 도시개발사업은 8,800억달러(100여건)
 - 국제연합(UN)의 '세계 도시화 전망' 보고서(2014) 예측
 “세계 도시화는 2050년까지 이어질 전망이다. 개발도상국 인구증가와 도시화로 2050년까지 세계 도시인구는 82%(29억명) 이상 늘고, 도시화율도 70%까지 높아진다. 향후 20년간 매년 250개 도시가 새로 개발되고, 현재 28개인 거대도시(메가시티, 인구 1000만 이상)도 2030년까지 41개로 늘 것으로 보고서는 예측했다. 특히 도시화율이 낮은 아프리카(40%)와 아시아(48%)는 도시화가 더욱 빠르게 진행될 전망이다.”



자료: 매일경제, 키움증권



자료: 언론 정리, 해외건설협회, 키움증권

해외 신도시 개발, 중동의 왕정 체제 유지를 위한 카드

- ◎ 중동 전반적으로 부족한 주택공급, 왕정 체제 유지를 위한 주요 정책
 - 산유국들이 2011년 ‘아랍의 봄’ 사태 이후 자국민들의 동요를 막기 위해
 - 도로·철도·주택·전력 등 주요 인프라를 확충해주는 정책으로 전환

- ◎ 사우디아라비아
 - 인구는 약 3천만명(2014년)으로 연간 1.5%의 인구증가율, 수도 리야드에만 6백만명 이상이 거주
 - 대도시 유입 인구에 비해 주택보유율은 60% 정도로 현저히 낮아, 갈수록 주택난이 심화되고 있는 상황
 - 이에 주택부 신설, 2016년 1월 향후 7년간 약 4천억 달러(한화 약 464조원)를 투자해 150만 가구의 주택 공급 계획 발표
 - 앞으로 사우디에서 대형 주택공사 및 인프라 건설공사가 계속해서 발주될 것으로 전망

- ◎ 쿠웨이트
 - 인구가 약 370만명인 쿠웨이트는 남성이 결혼하면 국가가 주택 1채를 주도록 법으로 명시
 - 이에 따라 연간 약 8,000가구의 주택이 필요하지만 한 해 동안 실제 공급되는 주택은 500~3,500가구에 불과
 - 특히 쿠웨이트는 주택을 받지 못한 대기자에게 달마다 500달러(약 58만원)씩 보조금을 지급
 - 보조금 총액은 매년 6억 달러(약 7,047억원) 수준으로 부담인 상황
 - 현재 11만 가구의 주택 수요가 대기 중으로, 10곳의 신도시 건설을 추진 중
 - 사업이 가장 가시화된 곳은 수도 쿠웨이트시티에서 서측으로 30km 위치한 ‘사우스 사드 알 압둘라’ → LH와 MOU
 - 국가계획에도 반영돼있어 전기와 상하수도 시설을 정부가 적절한 시기에 건설할 예정, 분당신도시 3배 규모로 2.5만호 계획
 - 기존에는 수도 쿠웨이트시티에서 서북쪽으로 50km 떨어진 ‘나와프 알 아메드’ 신도시를 먼저 개발할 예정이었으나 변경됨
 - 주거 밀도가 높은 지역을 우선적으로 개발하기 위해 변경, ‘나와프 알 아메드’ 사업도 순차적으로 진행할 계획

해외 신도시 개발 사례 1) 대우건설: 베트남 스타레이크 시티

◎ 베트남 ‘하노이 스타레이크 시티(THT신도시) 프로젝트’

- 총 부지 규모는 208만㎡(63만평), 하노이 시청으로부터 북서쪽 5km 위치, 여의도 3분의 2 크기
 - 민간기업이 베트남 정부에 제안한 신도시 사업을 승인하여 진행
 - 사업 초기부터 조성 및 완료단계에 이르기까지 민간기업이 주도적으로 수행하는 첫 한국형 신도시 사업
 - 1996년 최초로 수도인 하노이 전체의 개발 방향을 제시하는 신도시 개발 사업을 베트남 정부에 제안
- 1998년 IMF 금융위기와 대우그룹의 해체 등으로 인해 최초 하노이 전역을 대상으로 한 초기 신도시 개발 사업 계획은 중단
- 대우건설이 총 지분을 보유한 베트남 THT법인이 개발 주체
 - 2006년 대우건설, 코오롱건설, 대원, 동일하이빌, 경남기업 등 국내 건설사 5곳으로 구성된 컨소시엄 수주
 - 2008년 글로벌 경제위기 과정에서 금융위기를 넘기지 못한 건설사들의 불참, 대우건설 단독 사업으로 변경
 - 2011년 2월 나머지 4개사로부터 공동으로 설립한 현지 합작법인 지분 80% 인수해 시행사 지분 100% 확보
- 부지매입: 90년대 중반부터 매입, 최근 마지막 대금 납입, 베트남의 빠른 경제성장을 감안하면 경쟁력 있는 매입 단가라는 판단

◎ 개발 개요

- 사업비: 기획·금융조달·개발·시공·분양 등의 전과정을 일괄수행하는 것으로 총 사업비는 약 22억달러(1단계: 약 12억불)
 - 토지사용료 + 토지보상비 + 인프라조성비 + 주택건설비
- 현재 1단계 114.8ha의 토지보상 업무 및 관련 인허가 업무 진행 중
- 2007년 하노이 시의 마스터플랜 승인, 2012년 기공식, 2014년 3월 Infra공사 착공
- 2016년 6월 빌라 1차 분양 예정: 180세대 규모(1세대 당 약 10~20억원 규모, 세대마다 분양면적 상이 100평+-)
- 향후 2, 3차 빌라분양, 아파트 분양, 용지 매각 등 계획
 - 주요시설 계획: 빌라, 아파트, 100층 높이의 랜드마크빌딩, 호텔, 정부청사, 오페라하우스, 종합병원, 국제학교 등

해외 신도시 개발 사례 1) 대우건설: 베트남 스타레이크 시티

베트남 하노이 신도시 사업

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

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

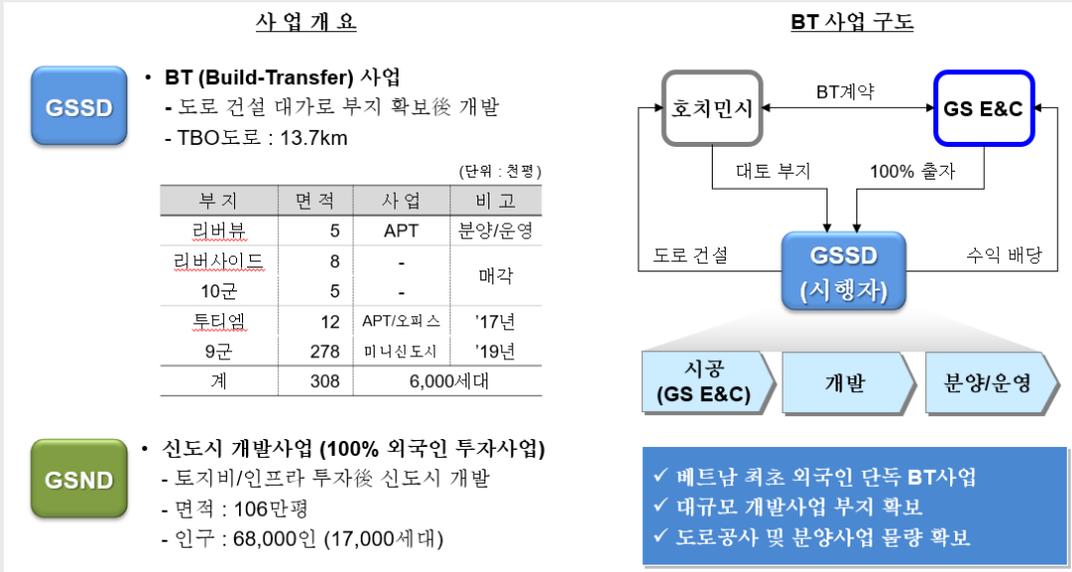
자료: 각 사, 키움증권

해외 신도시 개발 사례 2) GS건설: 베트남 신도시 개발

◎ 베트남 개발사업 추진 구도

- 도로 건설에 대한 대가로 호치민시 내 부지를 제공받아 개발사업을 진행 중인 GSSD 법인(BT Project)과 외국인단독투자사업으로 나베 신도시를 개발 중인 GSND 법인(나베 신도시)을 운영 중
- 베트남 최초의 외국인 BT Project
 - BT(Build-Transfer): 사회간접시설을 건설해 주는 대가로 대토부지를 획득, 개발권을 갖는 제도
 - 착공과 동시에 대토부지 확보

GS건설 베트남 개발사업 추진 구도



자료: GS건설, 키움증권

해외 신도시 개발 사례 2) GS건설: 베트남 신도시 개발

◎ 베트남 프로젝트 별 개요

- 현재 개발사업관련 4개 프로젝트 총 445ha (약 135만평)의 부지를 확보하고 있으며, BT사업구도를 통해 투티엠, 리버뷰, 9군 신도시를 확보하고, 자체투자로 나베 신도시 부지를 확보하여 개발진행중임.

GS건설 베트남 프로젝트 별 개요

① TBO 도로 (GSSD)

총 연장	13.7km
사업개요	High-way (6~12 Lane)

② 리버뷰 (GSSD)

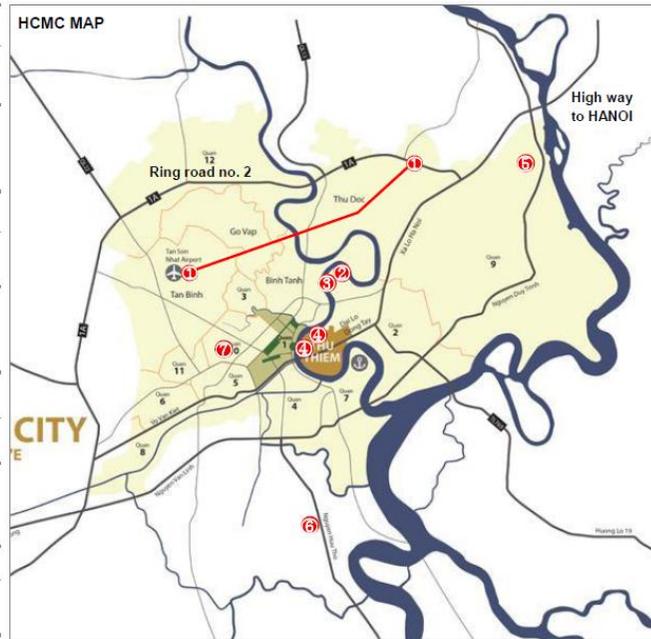
면적	17,209 m ²
사업개요	High-rise APT (270 units)

③ 리버사이드 (매각)

면적	27,018 m ²
사업개요	Villa

④ 투티엠 (GSSD)

면적	40,222 m ²
사업개요	Residential, Comm. & Office



⑤ 9군 신도시 (GSSD)

면적	91.8 ha
사업개요	New town (4,875 units)

⑥ 나베 신도시 (GSND)

면적	349 ha
사업개요	New Urban (17,000 units)

⑦ 그랜드코트 (매각)

면적	17,940 m ²
사업개요	Mixed use (530 Unit)

자료: GS건설, 키움증권

해외 신도시 개발 사례 2) GS건설: 베트남 신도시 개발

GS건설 베트남 냐베 신도시

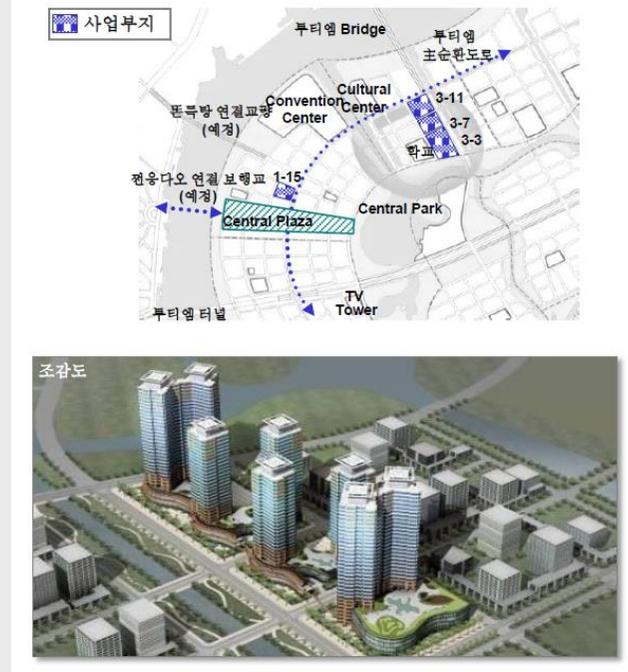


구분	내용
사업 내용	냐베 신도시 1단계 사업
사업 규모	1단계 1.5억불 (총 70억불)
사업 기간	완공까지 총 1년 (올해 4분기 free-booking 시작)

자료: GS건설, 언론보도, 키움증권



GS건설 베트남 투티엠 신도시



구분	내용
사업 내용	투티엠 신도시 1단계
사업 규모	1단계 1.6억불 (총 9억불)
사업 기간	완공까지 총 3년 (올해 4분기 분양 시작)

자료: GS건설, 언론보도, 키움증권

해외 신도시 개발 사례 3) GS건설: 글로벌 브랜드로 '자이'

GS건설 인도네시아 자카르타 '시티 게이트 88' 조감도



구분	내용
사업 내용	인도네시아 아파트 개발 사업 (서부 자카르타 '시티 게이트 88' 프로젝트) 서부 자카르타 다안 마곳(Daan Magot) 지역에 25~30층 아파트 5개 동 규모, 전용면적 21~59㎡, 1445가구와 부대 상업시설 공사
사업 방식	인도네시아 유력 디벨로퍼인 바산타 그룹(Vasanta Group)과 함께 50:50 지분 구조 바산타 그룹은 보유 토지를 현물로 출자하고, 지에스건설은 사업비(약 2천만 달러)를 출자
사업 규모	분양 매출 1.5억불
사업 기간	완공까지 총 6년

자료: GS건설, 언론보도, 키움증권



GS건설 미국 'Village Lake Apartment' 앞 간판

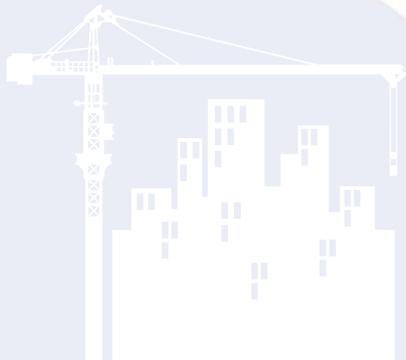


구분	내용
사업 내용	미국 캘리포니아주 실리콘밸리 고급 주거지역 내 노후 아파트 재건축 사업 'Village Lake Apartment'(빌리지레이크 아파트) 208가구를 매입해 600가구 규모 아파트로 재건축
사업 규모	현지 합작법인에 지분 참여(40%) 방식
단지명	'Silicon Valley Xi'(실리콘밸리 자이)

자료: GS건설, 언론보도, 키움증권

Part VI 기업분석

- ◎ **HDC현대산업개발 (294870)** 정보비대칭에서 얻는 투자기회
투자의견: BUY (Maintain), TP: 95,000원
- ◎ **GS건설 (006360)** 미운 오리새끼에서 백조로
투자의견: BUY (Upgrade), TP: 60,000원 (상향)
- ◎ **현대건설 (000720)** 하반기 부활을 예고
투자의견: BUY (Upgrade), TP: 70,000원 (상향)
- ◎ **대우건설 (047040)** 최근 주가 급락은 저점 매수 기회
투자의견: BUY (Upgrade), TP: 7,000원
- ◎ **대림산업 (000210)** 공정별 비교방식을 대입해 바라보자
투자의견: BUY (Upgrade), TP: 100,000원
- ◎ **삼성엔지니어링 (028050)** 충분히 쌓인 곳간, 기대되는 열매
투자의견: BUY (Initiate), TP: 18,000원

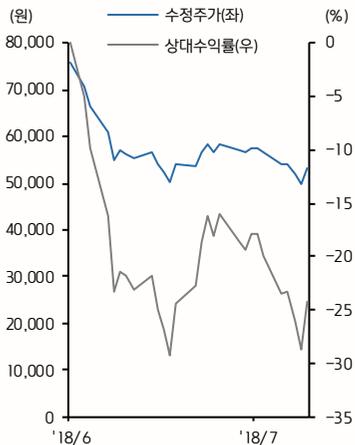


HDC현대산업개발 (294870) 정보비대칭에서 얻는 투자기회

BUY (Maintain)

주가(7/20): 53,100원/TP: 95,000원

KOSPI(7/20)	2,289.19pt	
시가총액	23,331억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	75,600원	49,800원
최고/최저가 대비 등락율	-29.76%	6.63%
상대수익률	절대	상대
	1M	-6.7%
	6M	N/A
	12M	N/A
발행주식수	43,938천주	
일평균거래량(3M)	586천주	
외국인 지분율	34.65%	
배당수익률(18.E)	5.65%	
BPS(18.E)	N/A	



◎ 2분기 실적은 분할로 인한 착시효과를 제거하고 보면 양호한 실적 기록할 전망

- 2분기 매출액 7,801억원, 영업이익 998억원을 기록할 전망
- 분할 기점부터 실적 산정으로 인해 2분기 실적은 5~6월 실적만 반영
- 3개월 실적으로 환산 시 전년대비 매출은 10.9%, 영업이익은 26.9% 증가할 전망

◎ 싸도 너무 싸다!

- 정부 규제에 인한 재고 주택시장의 불확실성이 주가에 그대로 반영되고 있는 상황
 - 이는 지속적인 외국인 매도 물량의 원인으로 지목(펀드 포트폴리오 조정에 따른 수급 요인도 존재)
 - 하지만, 동사의 신규분양 실적은 매우 우수: 정부의 규제가 오히려 대형사에게는 유리한 국면 전개
- 올해 배당성향은 최소 30%를 기록할 것으로 예상, 현재 배당수익률은 보수적으로 산정해도 5.7%에 육박
- 올해 8개월 합산 실적 기준 P/E는 7.2배, 내년 기준 P/E는 5.1배로 극도의 저평가 국면

◎ 디벨로퍼 멀티플로 가는 길, 최선호주 유지

- 분할 이후 본래 사업부문에 집중함으로써 신속한 의사결정으로 적시에 투자판단과 자금집행이 가능
- 공격적인 랜드뱅크와 개발운영사업 비즈니스 추진 → 한국판 메가 디벨로퍼의 탄생 기대
- 남북경협 본격화 될 경우 '파주 서패동 도시개발 사업'과 '파주 희망프로젝트'의 가치 부각될 전망

투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)			32,811	49,500	52,513
영업이익(억원)			4,571	6,519	6,930
세전이익(억원)			4,424	6,204	6,646
순이익(억원)			3,251	4,596	4,960
지배주주지분순이익(억원)			3,219	4,550	4,911
EPS(원)			7,326	10,355	11,176
증감율(%)			N/A	41.3	7.9
PER(배)			7.2	5.1	4.8
영업이익률(%)			13.9	13.2	13.2

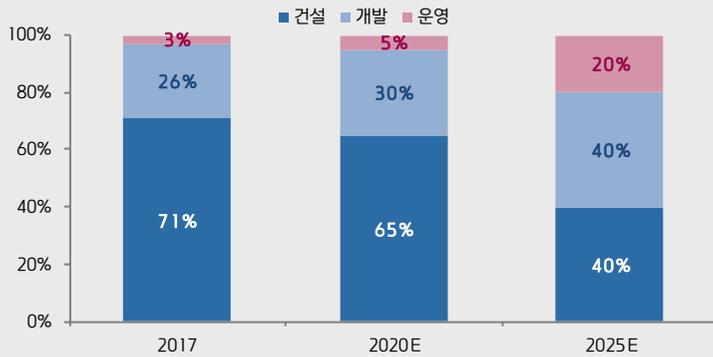
주: 2018년 실적은 5~12월 누적 기준

HDC현대산업개발 (294870) 정보비대칭에서 얻는 투자기회

HDC현대산업개발 실적 추이 및 전망

IFRS 연결(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액						7,801	11,719	13,292		32,811	49,500
주택(자체)						3,201	2,684	3,601		9,485	13,139
주택(외주)						6,114	6,361	6,951		19,426	25,872
토목						794	841	1,042		2,677	3,754
건축						1,021	1,241	1,149		3,410	4,469
기타						571	592	550		1,714	2,267
매출원가율						83.3	82.2	82.8		82.7	82.6
주택(자체)						71.1	70.7	69.8		70.5	71.0
주택(외주)						84.9	82.0	85.1		84.0	83.9
토목						95.1	93.2	97.1		95.3	93.4
건축						97.2	96.0	95.6		96.2	96.3
기타						93.4	90.5	86.4		90.1	91.0
영업이익						998	1,683	1,890		4,571	6,519
영업이익률(%)						12.8	14.4	14.2		13.9	13.2
세전이익						963	1,641	1,820		4,424	6,204
순이익						732	1,225	1,294		3,251	4,596

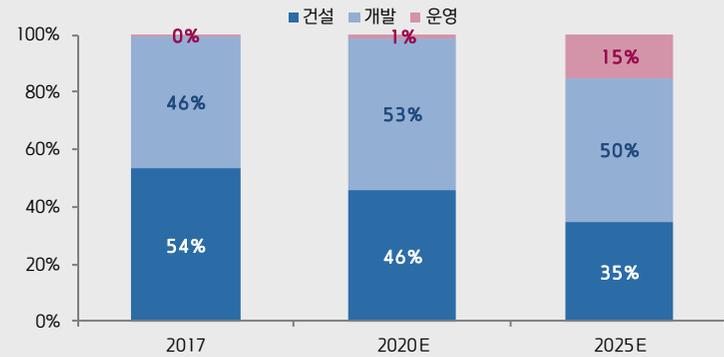
운영 및 개발사업 비중 확대: 매출액



자료: HDC현대산업개발, 키움증권



운영 및 개발사업 비중 확대: 영업이익



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

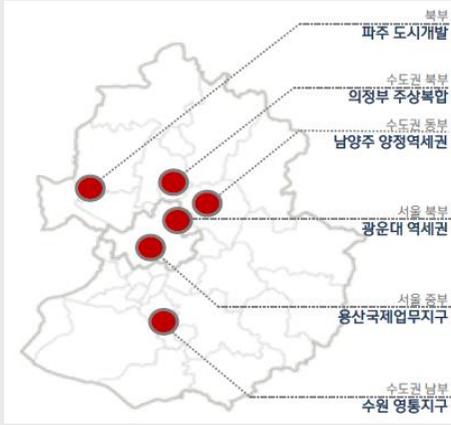
HDC현대산업개발 (294870) 정보비대칭에서 얻는 투자기회

HDC현대산업개발 투자계획

구분	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경상 Cash Flow(억원)	6,982	662	1,781	435	1,878
보유 현금(억원)	12,276	12,898	14,524	14,905	16,959
투자 CAPEX(억원)	4,430	5,758	6,030	7,430	9,416
용지투자(억원)	2,488	1,738	4,279	5,502	7,631
용지투자 비중	56.2%	30.2%	71.0%	74.1%	81.0%

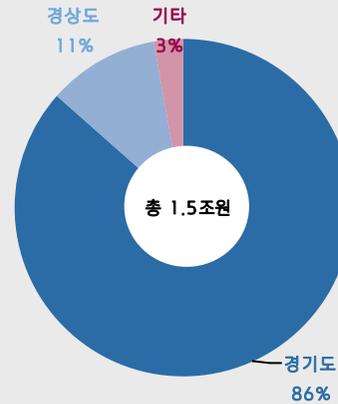
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 주요 개발 사업 용지 현황



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 용지 보유 잔고



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 (294870) 정보비대칭에서 얻는 투자기회

HDC현대산업개발 주요 개발 사업 현황

구분	의정부 주상복합	용산역 전면 공원 지하 개발	광운대 역세권 개발	파주 서패동 도시개발 사업
사업시기	2018년 하반기	2019년 상반기	2019년 하반기	2020년 상반기
토지소유	현대산업	코레일	현대산업	현대산업
지분출자	X	O	X	X
용지매입	O(미군기지 이전 부지)	X	O	O
대지면적	6,437평	4,000평	45,092평	147,549평
연면적	60,571평	6,898평	130,681평	151,762평
세대수	APT 938 세대/OT 774실	-	3,053세대	3,272세대(1차분)
사업비	4,217억원	970억원	1조 6,306억원	1조 3,414억원(1차분)
기타	판매시설 2,686평 임대주택공급+상업시설 자체 소유로 임대운영	판매시설 2,602평 30년 운영권(+30년) 부지조성 완료	상업용지 5,702평	평당 100만원 매입 상업시설 자체운영 검토 총 4조원 규모

구분	용산 ① 국제빌딩 5구역 / ② 중대 용산병원 부지	파주 희망프로젝트	직동 물류센터	수영만
사업시기	검토 중	검토 중	검토 중	연내 계획
토지소유	코레일	LH	현대산업	부산시
지분출자	O	X	X	X
용지매입	X	검토 중(일부 매입 가능)	O	X
대지면적	① 1,076평 ② 3,292평	15.2만평	19.3만평	70,941평 (육상 43,038평, 해상 27,903평)
연면적	① 16,471평 ② 30,000평		14.5만평	18,687평
사업비	① 3,000억원 ② 5,000억원	1,900억	1조 1,849억	2,245억원
기타	주택분양(80%) +상업시설 운영	공사수행 주거+물류+상업시설	창고 7개 동 위탁운영에 따른 임대수익 물리적인 관리: 아이서비스	BTO 방식 건축물 공동 소유 동사는 리조트 운영

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 (294870) 정보비대칭에서 얻는 투자기회

HDC현대산업개발 2018년 주택공급 계획 및 신규공급 현황

시기	공종	세대수	비중
상반기	자체사업	4,027	57.1%
	재건축/재개발	2,488	35.3%
	일반도급	537	7.6%
합계		7,052	100.0%
하반기	자체사업	5,441	41.5%
	재건축/재개발	3,300	25.2%
	일반도급	4,373	33.3%
합계		13,114	100.0%
연간	자체사업	9,468	47.0%
	재건축/재개발	5,788	28.7%
	일반도급	4,910	24.3%
합계		20,166+α(5,000)	100.0%

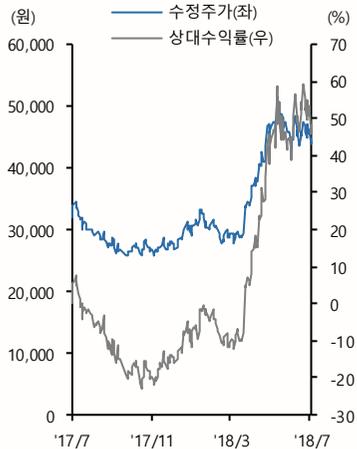
시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대산업	2018.1	광고산 아이파크	수도권	537	537	10.00:1	분양 5일만에 완판
현대산업	3	당산 센트럴 IPARK	서울	802	108	79.90:1	전 타입 1순위 청약 마감
아이앤콘스	3	논현 IPARK	서울	99	76	18.32:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	4	서신 아이파크 e편한세상	지방	1,390	647	63.41:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	여주 IPARK	수도권	526	507	0.99:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.28:1)
현대산업	6	꿈의숲 IPARK	서울	1,711	485	14.97:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	청주 가경 IPARK 3단지	지방	983			
현대산업	6	대구 연경 IPARK	광역시	792			

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

GS건설 (006360) 미운 오리새끼에서 백조로

주가(7/20): 44,500원/TP: 60,000원(상향)

KOSPI(7/8)	2,289.19pt		
시가총액	34,345억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	51,600원	25,750원	
최고/최저가 대비 등락율	-13.76%	72.82%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-1.1%	2.1%
	6M	45.0%	59.6%
	12M	31.3%	40.0%
발행주식수	77,181천주		
일평균거래량(3M)	1,074천주		
외국인 지분율	19.57%		
배당수익률(18.E)	0.67%		
BPS(18.E)	38,543원		



◎ 2분기 실적이 매우 중요

- 2분기 매출액 3조 813억원(YoY +2.9%), 영업이익 1,990억원(YoY +131.5%)을 기록할 전망
 - 1분기와 같이 대규모 환입이 없는 상황에서 정상적인 해외 원가율을 확인할 수 있는 분기 실적
 - 현재 동사의 실적은 해외 원가율의 조그만 변동에도 민감하게 반응하는 구간
- 해외부분 현안 프로젝트가 대부분 마무리 되고 있어 대규모 해외손실은 없을 전망
- 주택부문 분양 실적과 수주는 양호한 흐름, 신규분양은 재정비 73%, 서울/수도권 89%로 분양 리스크 낮음

◎ 투자의견 BUY 상향, 목표주가 60,000원으로 상향, 최선호주 신규 제시

- 하반기 알제리 HMD 가스(25억불), 인도네시아 Balikpapan Refinery(40억불) 등 파이프라인 보유
- 대형사 중에서는 올해 실적 모멘텀이 가장 강력할 것
- 당사에서는 플랜트 공정의 해외 수주도 기대하지만, 주택 공정으로의 해외 개발사업 진출에 더 긍정적
 - 하반기부터 베트남 냐베와 뚜띠엠의 개발사업이 본격화 될 예정
 - 인도네시아 '시티 게이트 88', 미국 '실리콘밸리 자이' 등 해외 신도시 개발에 적극적
- 목표주가는 12m fwd EPS 5,962원에 target P/E 10배를 적용해 기존 43,000원에서 60,000원으로 상향
 - target P/E는 남북경협이 본격화되지 않았기에 '05~'10년 해외수주 성장기 평균 12.6배에 20% 할인
 - 전환사채 미발행분도 전부 반영

투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	110,356	116,795	123,540	121,074	124,281
영업이익(억원)	1,430	3,187	9,738	8,187	8,493
EBITDA(억원)	2,108	3,758	10,311	8,760	9,066
세전이익(억원)	213	-1,607	6,671	5,797	6,669
순이익(억원)	-204	-1,637	4,795	4,353	5,030
지배주주지분순이익(억원)	-258	-1,684	4,833	4,436	5,128
EPS(원)	-363	-2,349	6,262	5,747	6,644
증감율(%)	적전	적지	후전	-8.2	15.6
PER(배)	-73.0	-12.0	7.1	7.7	6.6
7PBR(배)	0.6	0.6	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	14.6	9.1	4.4	4.1	3.1
영업이익률(%)	1.3	2.7	7.9	6.8	6.8
ROE(%)	-0.8	-5.2	15.3	13.1	13.4
순부채비율(%)	33.5	41.0	30.4	2.8	-15.6

GS건설 (006360) 미운 오리새끼에서 백조로

GS건설 실적 추이 및 전망

IFRS 연결(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,081	2,914	3,231	11,679	12,354	12,107
(국내)	1,870	2,079	1,990	2,082	1,839	2,059	1,988	2,131	8,021	8,017	8,152
(해외)	831	915	830	1,082	1,288	1,022	927	1,100	3,658	4,337	3,955
인프라(토목)	292	344	290	372	270	349	294	378	1,298	1,291	1,315
플랜트	684	759	679	805	991	757	680	805	2,927	3,233	3,262
전력	155	185	241	148	129	211	236	160	729	736	255
건축/주택	1,550	1,685	1,591	1,819	1,716	1,744	1,683	1,866	6,645	7,009	7,192
매출원가율	94.2	93.7	91.3	93.3	83.9	89.6	89.1	89.5	93.1	88.0	88.8
(국내)	82.9	86.8	85.7	83.3	85.0	85.5	85.5	85.6	84.7	85.4	85.6
(해외)	119.5	109.3	104.5	112.5	82.3	98.0	97.0	97.0	111.5	92.9	95.6
인프라(토목)	93.5	92.9	98.3	100.8	92.4	92.7	97.9	97.3	96.5	95.2	95.7
플랜트	123.2	112.3	104.1	106.9	79.7	99.1	98.7	98.1	111.5	92.8	92.7
전력	105.6	111.2	85.1	122.9	94.2	87.5	82.9	74.1	103.8	84.3	98.3
건축/주택	80.4	83.4	85.4	83.3	84.1	85.0	84.6	85.4	83.2	84.8	85.4
매출총이익률(%)	5.8	6.3	8.7	6.7	16.1	10.4	10.9	10.5	6.9	12.0	11.2
영업이익	59	86	71	103	390	199	185	200	319	974	819
영업이익률(%)	2.2	2.9	2.5	3.2	12.5	6.5	6.4	6.2	2.7	7.9	6.8
세전이익	-78	18	-4	-97	311	111	110	135	-161	667	580
순이익	-67	10	-8	-98	209	85	83	102	-164	479	435

GS건설 전환사채 현황 (단위: 백만원, 원, %, 주)

발행일자	권면총액	행사가	전환비율	권리행사기간	사채금액	총발행가능주식	발행 주식	미발행주식
2016-04-12	250,000	28,829	100	20170412~20210312	230,100	7,981,546	3,588,941	4,392,605
2016-07-21	173,634	33,779	100	20170721~20210714	173,634	5,140,294	2,591,674	2,548,620
합계	423,634				403,734	13,121,840	6,180,615	6,941,225

자료: GS건설, 키움증권



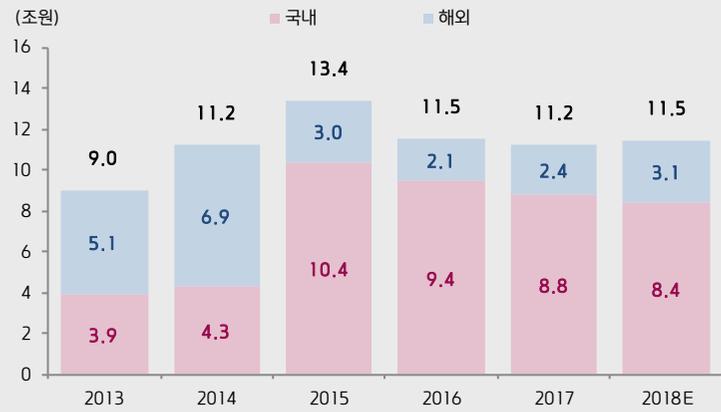
GS건설 (006360) 미운 오리새끼에서 백조로

GS건설 2018년 주택공급 계획

구분		비중	기타
공중	재정비사업	73.2%	개포8단지
	자체사업	2.3%	
	일반도급사업	24.5%	
지역	서울	44%	
	수도권	43%	
	지방	13%	
합계		30,000세대	

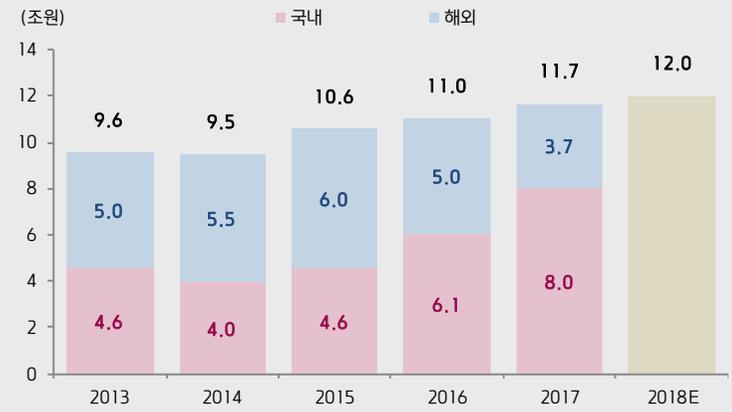
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

GS건설 수주 추이 및 경영계획



자료: GS건설, 키움증권

GS건설 매출 추이 및 경영계획



자료: GS건설, 키움증권



GS건설 (006360) 미운 오리새끼에서 백조로

GS건설 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	2018.1	춘천파크자이	지방	965	770	17.31:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	디에이치 자이 개포	서울	1,690	1,246	25.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	마포프레스티지자이	서울	1,694	300	49.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	복현자이	광역시	594	251	171.41:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	4	청주흥덕파크자이	지방		450	0.01:1	청약 미달(순위내 0.01:1)
GS건설	6	고덕자이	서울	1,824	495	31.01:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	6	신길파크자이	서울	641	150	79.63:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	7	안양시엘포레자이	수도권	1,394	493	24.67:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	7	가경자이	지방	992			
GS건설	9	웅천자이 더스위트	지방	584			
GS건설	9	문성레이크자이	지방				
GS건설	9	탑석센트럴자이	수도권				
GS건설	9	수원 고등	수도권	4,086			
GS건설	10	위례A3-1	수도권				
GS건설	11	성남고등	수도권				
GS건설	11	안양임곡3	수도권				
GS건설	11	방배경남	서울				
GS건설	11	광주역세권	수도권				
GS건설	11	과천지식S-9	수도권				
GS건설	11	개포주공4	서울				
GS건설	12	다산진건B3	수도권				
GS건설	12	남양주별내주상	수도권				
GS건설	12	증산2	서울				
GS건설	12	서초무지개	서울				
GS건설	12	과천주공6	수도권				
GS건설	12	대구남산4-4구역	광역시				

자료: GS건설, 키움증권



GS건설 (006360) 미운 오리새끼에서 백조로

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	110,356	116,795	123,540	121,074	124,281
매출원가	105,474	108,761	108,739	107,560	110,195
매출총이익	4,882	8,033	14,802	13,514	14,086
판매비및일반관리비	3,453	4,847	5,064	5,327	5,593
영업이익(보고)	1,430	3,187	9,738	8,187	8,493
영업이익(핵심)	1,430	3,187	9,738	8,187	8,493
영업외손익	-1,216	-4,794	-3,067	-2,390	-1,824
이자수익	449	442	432	480	685
배당금수익	46	16	31	23	27
외환이익	2,737	1,996	1,587	1,505	1,366
이자비용	1,265	1,914	1,927	1,457	1,457
외환손실	2,511	3,584	1,792	1,885	1,362
관계기업지분법손익	30	-61	-6	-33	-20
투자및기타자산처분손익	-123	-70	-179	-124	-151
금융상품평가및기타금융이익	-218	493	-319	137	-41
기타	-363	-2,112	-894	-1,035	-871
법인세차감전이익	213	-1,607	6,671	5,797	6,669
법인세비용	418	29	1,876	1,444	1,639
유효법인세율 (%)	195.7%	-1.8%	28.1%	24.9%	24.6%
당기순이익	-204	-1,637	4,795	4,353	5,030
지배주주지분순이익(억원)	-258	-1,684	4,833	4,436	5,128
EBITDA	2,108	3,758	10,311	8,760	9,066
현금순이익(Cash Earnings)	473	-1,066	5,368	4,926	5,603
수정당기순이익	-530	-2,067	5,149	4,366	5,180
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	5.8	5.8	-2.0	2.6
영업이익(보고)	17.1	122.9	205.6	-15.9	3.7
영업이익(핵심)	17.1	122.9	205.6	-15.9	3.7
EBITDA	2.5	78.3	174.4	-15.0	3.5
지배주주지분 당기순이익	적전	적지	흑전	-8.2	15.6
EPS	적전	적지	흑전	-8.2	15.6
수정순이익	적전	적지	흑전	-15.2	18.6

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	97,365	95,823	89,155	90,973	99,566
현금및현금성자산	23,563	24,423	16,562	18,916	26,382
유동금융자산	5,591	3,701	4,102	4,685	6,534
매출채권및유동채권	47,770	46,683	46,520	45,886	45,547
재고자산	8,253	10,907	11,668	11,641	10,693
기타유동비금융자산	12,188	10,109	10,304	9,845	10,410
비유동자산	36,401	41,143	42,227	41,828	41,505
장기매출채권및기타비유동채권	750	768	749	734	753
투자자산	14,564	18,716	19,550	19,809	19,630
유형자산	9,781	8,975	8,566	8,139	7,713
무형자산	1,936	2,095	2,016	2,055	2,035
기타비유동자산	9,369	10,588	11,347	11,091	11,373
자산총계	133,766	136,966	131,382	132,802	141,071
유동부채	72,250	85,813	77,096	70,660	71,815
매입채무및기타유동채무	38,684	42,883	42,002	41,807	43,121
단기차입금	10,271	16,835	12,418	5,985	5,985
유동성장기차입금	4,586	10,705	5,428	5,428	5,428
기타유동부채	18,709	15,390	17,247	17,439	17,281
비유동부채	27,984	18,756	21,932	25,682	28,013
장기매입채무및비유동채무	345	86	238	161	203
사채및장기차입금	17,803	9,356	8,424	8,424	8,424
기타비유동부채	9,836	9,314	13,270	17,097	19,387
부채총계	100,234	104,569	99,027	96,342	99,828
자본금	3,550	3,584	3,585	3,585	3,585
주식발행초과금	5,581	5,745	5,750	5,750	5,750
이익잉여금	25,042	23,343	23,758	27,951	32,834
기타자본	-1,385	-1,000	-1,427	-1,427	-1,427
지배주주지분자본총계	32,788	31,673	31,666	35,858	40,742
비지배주주지분자본총계	744	724	689	602	501
자본총계	33,532	32,397	32,355	36,460	41,242
순차입금	11,219	13,273	9,825	1,038	-6,428
총차입금	34,782	37,696	26,387	19,954	19,954

GS건설 (006360) 미운 오리새끼에서 백조로

BUY (Upgrade)

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	812	-2,055	5,343	9,820	9,857
당기순이익	-204	-1,637	4,795	4,353	5,030
감가상각비	579	470	458	458	458
무형자산상각비	99	101	116	116	116
외환손익	-633	1,183	69	380	-4
자산처분손익	83	-866	97	124	151
지분법손익	-30	61	6	33	20
영업활동자산부채 증감 기타	-1,719	-5,726	-5,137	533	29
투자활동현금흐름	-2,487	135	-1,701	-786	-2,144
투자자산의 처분	-1,214	-489	-1,240	-844	-1,670
유형자산의 처분	45	155	83	119	101
유형자산의 취득	-791	-208	-347	-277	-312
무형자산의 처분	-150	-100	-211	-155	-183
기타	-391	726	-273	256	-282
재무활동현금흐름	782	3,000	-11,535	-6,681	-248
단기차입금의 증가	-1,063	3,445	-11,252	-6,433	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-8	-7	-248	-248	-248
기타	1,853	-439	-36	0	0
현금및현금성자산의순증가	-723	860	-7,861	2,354	7,466
기초현금및현금성자산	24,286	23,563	24,423	16,562	18,916
기말현금및현금성자산	23,563	24,423	16,562	18,916	26,382
Gross Cash Flow	3,461	5,214	11,929	10,205	10,499
Op Free Cash Flow	-3,351	-2,218	1,877	6,821	6,512

투자지표

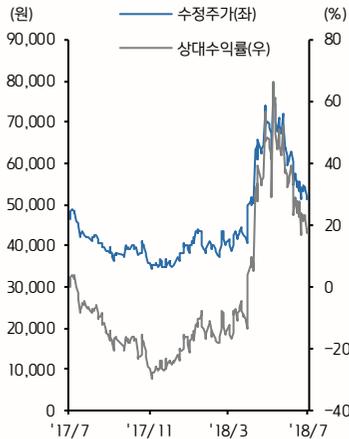
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-363	-2,349	6,262	5,747	6,644
BPS	47,247	45,246	38,543	43,527	49,332
주당EBITDA	2,968	5,243	13,360	11,350	11,747
CFPS	1,144	-2,867	6,922	12,724	12,772
DPS	0	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-73.0	-12.0	7.1	7.7	6.7
PBR	0.6	0.6	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	14.6	9.1	4.4	4.1	3.1
PCFR	39.7	-19.0	6.4	7.0	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.3	2.7	7.9	6.8	6.8
영업이익률(핵심)	1.3	2.7	7.9	6.8	6.8
EBITDA margin	1.9	3.2	8.3	7.2	7.3
순이익률	-0.2	-1.4	3.9	3.6	4.0
자기자본이익률(ROE)	-0.8	-5.2	15.3	13.1	13.4
투자자본이익률(ROIC)	-5.4	14.1	33.9	32.0	37.0
안정성(%)					
부채비율	298.9	322.8	306.1	264.2	242.1
순차입금비율	33.5	41.0	30.4	2.8	-15.6
이자보상배율(배)	1.1	1.7	5.1	5.6	5.8
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.5	2.7	2.6	2.7
재고자산회전율	13.6	12.2	10.9	10.4	11.1
매입채무회전율	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9

현대건설 (000720) 하반기 부활을 예고

주가(7/20): 52,000원/TP: 70,000원(상향)

KOSPI(7/20)	2,289.19pt		
시가총액	57,905억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	79,100원	34,250원	
최고/최저가 대비 등락율	-34.26%	51.82%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-14.6%	-11.8%
	6M	30.0%	43.1%
	12M	7.7%	14.8%
발행주식수	111,356천주		
일평균거래량(3M)	4,425천주		
외국인 지분율	21.07%		
배당수익률(18.E)	0.96%		
BPS(18.E)	58,062원		



○ 하반기 해외매출 정상화에 따른 실적 개선 기대

- 2분기 매출액 3조 9985억원(YoY -5.0%), 영업이익 2,318억원(YoY -13.0%)을 기록할 전망
- 주택부문은 양호한 실적을 유지하고 있지만, 해외부문 매출부진이 지난분기에 이어 영향을 미치고 있음
- 하반기에는 이라크 카르발라, 쿠웨이트 알주르, 사우디 에탄 회수처리시설, 쿠웨이트 KNPC/NRP PKG 5, 우즈베키스탄 천연가스 공사 등 주요 현장의 공정진행이 본격화되면서 해외매출 견인 전망

○ 투자 의견 BUY 상향, 목표주가 70,000원으로 상향, 차선호주 유지

- 국내부문은 1) 반포주공 1단지 분양, 2) 계약고가 높은 자체주택 비중 증가, 3) GBC 착공 등으로 향후 주택시장 하향 사이클 진입에도 양호한 실적을 기록할 전망
- 해외부문은 1) 상대적으로 탄탄한 해외 파이프라인을 보유 중이고, 2) 영국 및 사우디 원전 프로젝트, 탈원전 정책과 관련된 원전해체 프로젝트 등 원전 부문 강자이며, 3) 안정적인 유가 흐름에 따른 해외 발주 기대감이 증가할 경우 대표주로 시장의 주목을 받을 것으로 판단
- 목표주가는 12m fwd EPS 4,508원에 target P/E 15.4배를 적용 기존 58,000원에서 70,000원으로 상향 - target P/E는 남북경협이 본격화되지 않았기에 '05~'10년 해외수주 성장기 평균 19.3배에 20% 할인

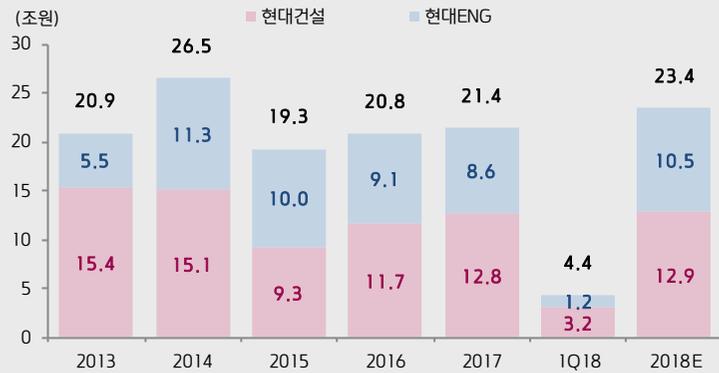
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	188,250	168,871	171,054	179,071	187,862
영업이익(억원)	11,590	9,861	10,666	11,473	12,447
EBITDA(억원)	13,494	11,795	12,581	13,388	14,362
세전이익(억원)	9,815	5,548	9,392	10,215	11,313
순이익(억원)	7,317	3,716	6,388	7,263	8,068
지배주주지분순이익(억원)	5,721	2,017	4,641	5,298	5,917
EPS(원)	5,133	1,810	4,164	4,754	5,309
증감율(%)	35.9	-64.7	130.1	14.2	11.7
PER(배)	8.3	20.1	12.5	10.9	9.8
PBR(배)	0.8	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	5.2	5.3	6.3	5.8	5.2
영업이익률(%)	6.2	5.8	6.2	6.4	6.6
ROE(%)	9.5	3.2	7.2	7.9	8.2
순부채비율(%)	5.1	2.1	1.2	-2.8	-7.4

현대건설 (000720) 하반기 부활을 예고

현대건설 실적 추이 및 전망

IFRS 연결(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	41,395	42,081	42,431	42,965	35,382	39,985	46,305	49,383	168,871	171,054	179,071
현대건설	2,472	2,543	2,594	2,560	2,127	2,415	2,886	3,004	10,168	10,432	10,790
현대엔지니어링	1,530	1,559	1,540	1,640	1,256	1,438	1,624	1,795	6,268	6,113	6,613
매출원가율	89.0	89.2	89.7	90.0	88.2	88.8	89.6	89.1	89.5	89.0	88.8
현대건설	91.3	92.5	91.7	91.8	90.9	91.8	91.4	90.7	91.8	91.2	91.2
현대엔지니어링	85.6	84.1	86.5	87.3	84.1	84.2	86.7	86.6	85.9	85.5	85.3
매출총이익률(%)	11.2	10.8	10.3	9.8	11.8	11.2	10.4	10.9	10.5	11.0	11.2
영업이익	2,440	2,664	2,811	1,946	2,185	2,318	2,989	3,174	9,861	10,666	11,473
영업이익률(%)	5.9	6.3	6.6	4.5	6.2	5.8	6.5	6.4	5.8	6.2	6.4
세전이익	624	3,062	1,721	141	2,118	2,142	2,199	2,933	5,548	9,392	10,215
순이익	547	2,047	1,111	11	1,402	1,448	1,497	2,041	3,716	6,388	7,263

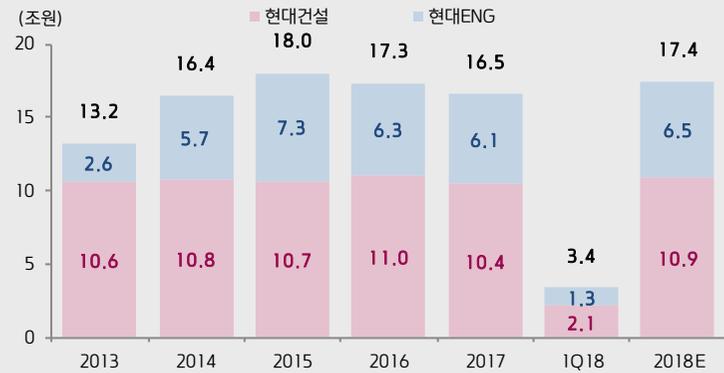
현대건설 연결기준 수주 추이 및 경영계획



자료: 현대건설, 키움증권



현대건설 연결기준 매출 추이 및 경영계획



자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 (000720) 하반기 부활을 예고

현대건설 북한 수행공사 현황

사업부	현장명	계약고	공기
토목	개성공단 폐수종말처리시설 건설공사	131	2005.04.29~2007.06.28
	금강산 여객선 부두시설공사	940	1998.07.01~2000.06.30
건축	금강산 면회소 건립공사	517	2005.08.31~2008.07.12
	개성공업지구 직업훈련센터 신축공사	106	2006.07.19~2007.12.10
	남북경제협력협회사무소 숙소	32	2006.12.29~2007.10.30
	남북경제협력협회사무소 청사	75	2006~2007
	금강산 관광지구 소방서 신축공사	15	2007.09.12~2008.07.08
	금강산 편의시설 온천장 신축공사	254	1999.02.01~2000.10.31
	금강산 관광편의시설 2차 공사	32	2000.09.21~2001.04.30
	평양 아산 종합체육관	503	2000.07.01~2003.10.06
	평양 아산 종합체육관	46	2000.07.01~2001.12.31
	플랜트	대북경수로 원전주설비공사	1,517
KEDO 원전 부대공사		603	1999~2002
KEDO 원전 도,방수로 및 사택공사		439	1999~2002
KEDO 원전 기반시설공사		1,135	1999.10.16~2002.05.20
LWR 공사		696	1997.08.16~1999.10.15
전력(에너지)	개성공단 전력공급	7	2006.08.03~2007.07.13
	개성변전소 조경공사	1	2006.11.13~2007.06.30
	지붕 재생산설비 기자재 공급공사	22	1999.07.03~2000.10.31
	154KV 개성변전소 토건공사	16	2006.04.19~2007.04.23
	154KV 개성변전소 건설공사	9	2006.04.19~2007.07.31
합계		7,096	

현대아산 주요 주주 현황

주주명	주식수	지분율(%)
현대엘리베이터(주)	16,175,504	67.58
현대건설(주)	1,785,484	7.46
KB증권(주)	1,190,952	4.98
현대자동차(주)	450,000	1.88
현대유엔아이(주)	500,411	2.09
(주)현대백화점	261,290	1.09
기타	3,012,255	12.58
자기주식	560,142	2.34
합계	23,936,038	100

자료: 현대건설, 키움증권



현대건설 (000720) 하반기 부활을 예고

현대건설 2018년 주택공급 계획 및 신규공급 현황

구분	비중	기타
자체사업	43%	개포8단지, 김포 리버시티, 세종6-4, 하남 감일지구, 송도 6-8 등
재정비사업	29%	부산연산 3구역, 삼호가든 3차, 신길9구역 등
일반 도급사업	28%	군포 금정동 등
합계	17,426세대	

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대건설	2018.1	힐스테이트 동탄 2차	수도권	679	432	1.54:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.96:1)
현대엔지니어링	1	힐스테이트 송정	지방	526	504	6.31:1	전 타입 순위내 청약 마감(6.74:1)
현대건설	3	디에이치 자이 개포	서울	1,690	1,246	25.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	3	힐스테이트 리버시티	수도권	3,510	3,292	3.99:1	전 타입 순위내 청약 마감(4.63:1)
현대건설	4	세종 마스터힐스	세종	3,100	439	22.34:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	4	힐스테이트 천안	지방	451	443	0.31:1	청약 미달(순위내 0.40:1)
현대건설	5	힐스테이트 금정역	수도권	1,482	506	15.43:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	5	힐스테이트 범어	광역시	414	116	85.32:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	5	하남 포웰시티	수도권	2,603	633	18.71:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	6	힐스테이트 학익	수도권	616	490	3.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	7	힐스테이트 지제	수도권	1,519	210	2.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	7	힐스테이트 신촌	서울	1,226	200	48.02:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대엔지니어링	7	부천 중동 주상복합	수도권	999			
현대건설	7	부산 연산3 재개발	광역시	1,563			
현대건설	7	힐스테이트 속초 센트럴	지방	394			
현대건설	8	힐스테이트 연산	광역시	1,651			
현대건설	8	힐스테이트 펜타힐즈	지방	657			
현대건설	8	힐스테이트 삼송역 스퀘어	수도권	2,513			
현대건설	8	힐스테이트 범어 센트럴	광역시	503			
현대건설	9	삼호가든 3차 재건축	서울	848			
현대건설	11	응암1구역 재개발	서울	879			
현대건설	11	일원대우 재건축	서울	173			
현대건설	12	대구 봉덕새길 재건축	광역시	338			
현대엔지니어링	4Q	부산 명륜 2차 공동주택	광역시	874			
현대엔지니어링	4Q	위례신도시 3-4A 블록	수도권	1,078			
현대엔지니어링	4Q	판교 알파돔 시티 복합개발	수도권	589			

자료: 현대건설, 키움증권



BUY (Upgrade)

현대건설 (000720) 하반기 부활을 예고

포괄손익계산서		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
매출액	188,250	168,871	171,054	179,071	187,862	
매출원가	168,953	151,081	152,170	159,045	166,652	
매출총이익	19,297	17,790	18,883	20,026	21,210	
판매비및일반관리비	7,708	7,929	8,218	8,553	8,763	
영업이익(보고)	11,590	9,861	10,666	11,473	12,447	
영업이익(핵심)	11,590	9,861	10,666	11,473	12,447	
영업외손익	-1,775	-4,313	-1,274	-1,258	-1,134	
이자수익	788	929	990	1,098	1,388	
배당금수익	14	80	54	67	60	
외환이익	3,247	2,965	2,567	2,461	2,251	
이자비용	871	768	857	857	857	
외환손실	2,473	4,972	2,852	2,845	2,311	
관계기업지분손익	-62	-23	5	-9	-2	
투자및기타자산처분손익	-115	30	-8	11	1	
금융상품평가및기타금융이익	1	0	1	0	0	
기타	-2,303	-2,554	-1,172	-1,184	-1,664	
법인세차감전이익	9,815	5,548	9,392	10,215	11,313	
법인세비용	2,498	1,833	3,004	2,952	3,245	
유효법인세율 (%)	25.4%	33.0%	32.0%	28.9%	28.7%	
당기순이익	7,317	3,716	6,388	7,263	8,068	
지배주주지분순이익(억원)	5,721	2,017	4,641	5,298	5,917	
EBITDA	13,494	11,795	12,581	13,388	14,362	
현금순이익(Cash Earnings)	9,222	5,649	8,303	9,178	9,983	
수정당기순이익	7,402	3,696	6,395	7,255	8,067	
종합율(% YoY)						
매출액	-2.1	-10.3	1.3	4.7	4.9	
영업이익(보고)	6.4	-14.9	8.2	7.6	8.5	
영업이익(핵심)	6.4	-14.9	8.2	7.6	8.5	
EBITDA	5.0	-12.6	6.7	6.4	7.3	
지배주주지분 당기순이익	35.9	-64.7	130.1	14.2	11.7	
EPS	35.9	-64.7	130.1	14.2	11.7	
수정순이익	16.2	-50.1	73.0	13.5	11.2	

재무상태표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
유동자산	149,379	132,498	138,213	146,883	159,605	
현금및현금성자산	21,500	21,072	24,082	27,650	32,418	
유동금융자산	18,541	15,570	17,765	20,396	23,914	
매출채권및유동채권	71,220	53,978	52,593	56,696	60,907	
재고자산	11,994	21,055	22,393	19,037	18,737	
기타유동비금융자산	26,125	20,823	21,379	23,104	23,628	
비유동자산	49,355	51,821	50,703	51,286	51,967	
장기매출채권및기타비유동채권	4,136	3,643	3,620	3,790	3,976	
투자자산	12,012	15,177	13,616	14,038	14,501	
유형자산	14,981	13,988	13,361	12,760	12,142	
무형자산	8,103	7,602	7,462	7,462	7,462	
기타비유동자산	10,123	11,411	12,644	13,237	13,887	
자산총계	198,734	184,319	188,915	198,170	211,572	
유동부채	87,496	72,190	72,425	73,769	79,037	
매입채무및기타유동채무	51,611	45,610	44,822	44,754	48,922	
단기차입금	1,634	3,626	2,970	2,970	2,970	
유동성장기차입금	287	337	279	279	279	
기타유동부채	33,964	22,618	24,354	25,766	26,866	
비유동부채	29,992	27,399	31,360	33,094	34,245	
장기매입채무및비유동채무	434	1,385	1,282	1,342	1,408	
사채및장기차입금	19,717	16,981	17,982	17,982	17,982	
기타비유동부채	9,841	9,033	12,096	13,770	14,856	
부채총계	117,488	99,590	103,785	106,862	113,282	
자본금	5,573	5,573	5,573	5,573	5,573	
주식발행초과금	2,875	2,875	2,875	2,875	2,875	
이익잉여금	46,218	48,132	50,261	54,734	59,829	
기타자본	8,625	8,096	6,005	6,005	6,005	
지배주주지분자본총계	63,290	64,676	64,713	69,186	74,281	
비지배주주지분자본총계	17,956	20,053	20,418	22,122	24,009	
자본총계	81,246	84,729	85,131	91,308	98,290	
순차입금	4,138	1,771	1,049	-2,519	-7,288	
총차입금	25,638	22,844	25,131	25,131	25,131	

BUY (Upgrade)

현대건설 (000720) 하반기 부활을 예고

현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	10,865	5,144	3,736	8,948	11,115
당기순이익	7,317	3,716	6,388	7,263	8,068
감가상각비	1,362	1,345	1,257	1,257	1,257
무형자산상각비	543	589	658	658	658
외환손익	-339	2,560	284	384	60
자산처분손익	115	-30	8	-11	-1
지분법손익	62	23	-5	9	2
영업활동자산부채 증감	-2,922	-6,307	-8,117	-3,760	-2,684
기타	4,727	3,247	3,263	3,147	3,754
투자활동현금흐름	-7,752	-163	-1,924	-4,301	-5,266
투자자산의 처분	-6,337	604	-1,203	-3,053	-3,978
유형자산의 처분	42	113	105	87	102
유형자산의 취득	-1,787	-498	-768	-743	-740
무형자산의 처분	-86	-37	-63	-62	-54
기타	384	-355	-57	-593	-650
재무활동현금흐름	-1,769	-3,809	1,189	-1,086	-1,086
단기차입금의 증가	-2,726	-2,723	-724	0	0
장기차입금의 증가	2,042	0	3,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,084	-1,086	-1,086	-1,086	-1,086
기타	-0	-0	-1	0	0
현금및현금성자산의순증가	1,526	-427	3,008	3,568	4,769
기초현금및현금성자산	19,974	21,500	21,072	24,080	27,648
기말현금및현금성자산	21,500	21,072	24,080	27,648	32,417
Gross Cash Flow	15,931	14,215	13,431	14,138	15,113
Op Free Cash Flow	5,751	1,696	221	5,509	7,313

투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,133	1,810	4,164	4,754	5,309
BPS	56,786	58,029	58,062	62,075	66,647
주당EBITDA	12,107	10,582	11,288	12,012	12,886
CFPS	9,749	4,615	3,352	8,029	9,972
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	8.3	20.1	12.5	10.9	9.8
PBR	0.8	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.2	5.3	6.3	5.8	5.2
PCFR	5.2	7.2	6.9	6.3	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.2	5.8	6.2	6.4	6.6
영업이익률(핵심)	6.2	5.8	6.2	6.4	6.6
EBITDA margin	7.2	7.0	7.4	7.5	7.6
순이익률	3.9	2.2	3.7	4.1	4.3
자기자본이익률(ROE)	9.5	3.2	7.2	7.9	8.2
투하자본이익률(ROIC)	17.2	13.8	14.3	14.9	16.4
안정성(%)					
부채비율	144.6	117.5	121.9	117.0	115.3
순차입금비율	5.1	2.1	1.2	-2.8	-7.4
이자보상배율(배)	13.3	12.8	12.4	13.4	14.5
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.7	3.2	3.3	3.2
재고자산회전율	14.9	10.2	7.9	8.6	9.9
매입채무회전율	3.7	3.5	3.8	4.0	4.0

대우건설 (047040) 최근 주가 급락은 저점 매수 기회

주가(7/20): 5,310원/TP: 7,000원

KOSPI(7/20)	2,289.19pt		
시가총액	22,070억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	8,190원	4,900원	
최고/최저가 대비 등락율	-35.16%	8.37%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-12.4%	-9.5%
	6M	-10.9%	-1.9%
	12M	-32.3%	-27.8%
발행주식수	415,623천주		
일평균거래량(3M)	3,315천주		
외국인 지분율	11.27%		
배당수익률(18.E)	0.00%		
BPS(18.E)	6,003원		



◎ 실적보다 시장신뢰 회복이 최우선 과제

- 2분기 매출액 2조 8,284억원(YoY -9.2%), 영업이익 1,773억원(YoY -27.9%)을 기록할 전망
- '15년 4만세대 주택공급 이후 2년간 분양실적 감소로 주택/건축부문 등 국내 매출 감소에 따른 역성장
- 올해 주택분양은 2.6만세대(YoY +25%)로 성공적으로 분양 시 매출 감소 속도를 줄일 수 있을 것으로 기대
- 1분기는 기대 이상의 실적, 2분기도 양호할 전망, 다만, 실적보다는 시장신뢰 회복이 최우선 과제

◎ 최근 주가 급락은 저점 매수 기회

- 베트남은 4차 빌라 분양이 올해 2분기로 예정되어 있고, 아파트 600세대가 3분기에 분양될 전망
- 1차 잔여분과 2차 분양분, 상업용 토지 매각 수익이 올해 반영, 매각된 토지에 대한 시공권 수주 기대
- 해외수주는 나이지리아에서 가스 및 석유화학 플랜트 2~3건이 기대, 보츠와나 발전소, 필리핀 발전소 등의 파이프라인 보유 중: 리비아 공사가 재개되면 추가적으로 재건사업 관련 수주도 가능할 전망
- 해외부문 정상화가 진행 중이고, 해외 신도시 개발 역량 확보, IPP를 통한 해외 투자개발사업 진출 역량 확보, 이익레벨의 상향, 밸류에이션 매력 등 상승여력 충분히 보유 중
- 대규모 해외 손실 등 실적의 변동성을 줄이고 이익의 지속성에 대한 신뢰 회복 필요시 시점이지만, 최근 주가 급락은 저점 매수 기회

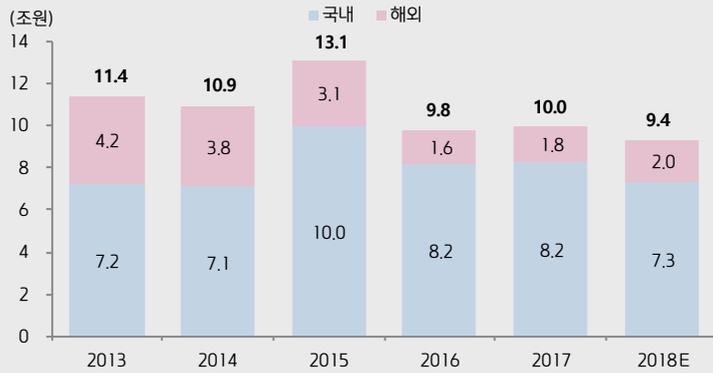
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	111,059	117,668	107,927	108,490	108,881
영업이익(억원)	-4,672	4,290	6,473	6,419	6,559
EBITDA(억원)	-3,707	5,216	7,430	7,376	7,516
세전이익(억원)	-10,111	3,136	5,138	5,287	5,427
순이익(억원)	-7,549	2,579	3,850	3,983	4,102
지배주주지분순이익(억원)	-7,358	2,589	3,863	3,964	4,102
EPS(원)	-1,770	623	929	954	987
증감율(%)	적전	흑전	49.2	2.6	3.5
PER(배)	-2.9	9.5	5.7	5.6	5.4
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	-11.0	7.6	4.7	4.6	4.2
영업이익률(%)	-4.2	3.6	6.0	5.9	6.0
ROE(%)	-30.9	12.1	16.7	15.3	13.7
순부채비율(%)	93.5	63.9	51.8	42.3	28.4

대우건설 (047040) 최근 주가 급락은 저점 매수 기회

대우건설 실적 추이 및 전망

IFRS 연결(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	26,401	31,141	30,980	29,146	26,528	28,284	26,547	26,567	117,668	107,927	108,490
주택	9,225	11,566	10,495	10,838	9,053	11,228	10,155	10,370	42,124	40,806	40,064
토목	2,615	2,955	2,398	2,440	2,442	2,648	2,175	2,214	10,408	9,478	9,702
건축	5,167	6,144	6,720	7,052	4,833	5,590	6,111	5,931	25,083	22,465	21,833
플랜트	2,058	3,016	3,343	2,897	2,372	2,591	2,464	1,886	11,314	9,313	10,434
해외	6,901	6,973	5,439	4,936	6,728	6,684	6,499	6,111	24,249	26,023	27,419
매출총이익률(%)	11.7	10.3	6.9	-0.4	10.5	9.4	9.5	9.2	7.1	9.6	9.7
영업이익	2,211	2,458	1,136	-1,515	1,820	1,773	1,505	1,375	4,290	6,473	6,419
영업이익률(%)	8.4	7.9	3.7	-5.2	6.9	6.3	5.7	5.2	3.6	6.0	5.9
세전이익	2,227	1,775	1,155	-2,021	1,484	1,338	1,254	1,062	3,136	5,138	5,287
순이익	1,919	1,306	892	-1,539	1,114	1,002	929	805	2,579	3,850	3,983

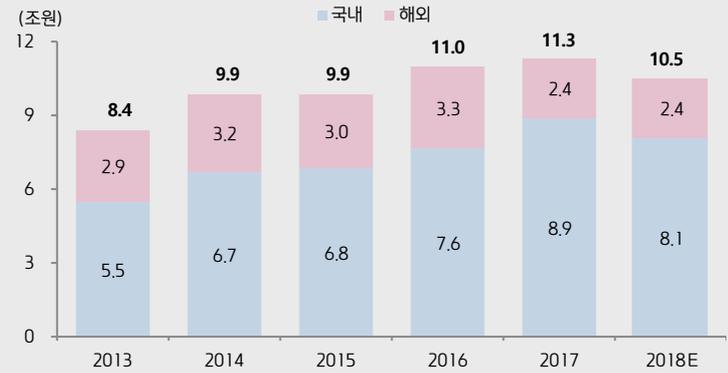
대우건설 수주 추이 및 목표 현황



자료: 대우건설, 키움증권



대우건설 매출 추이 및 목표 현황



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 (047040) 최근 주가 급락은 저점 매수 기회

대우건설 2018년 주택공급 계획
및 신규공급 현황



시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대우건설	2018.1	하남 힐즈파크 푸르지오(1BL)	수도권	404	285	34.26:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	1	과천 센트럴파크 푸르지오 써밋	수도권	1,317	434	14.88:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	3	춘천 센트럴타워 푸르지오	지방	1,176	870	27.03:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	4	해운대 센트럴 푸르지오	광역시	548	495	5.65:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	5	청주 힐즈파크 푸르지오	지방	777	732	2.53:1	청약 미달(순위내 2.73:1)
대우건설	5	화명 센트럴 푸르지오	광역시	886	399	71.44:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	5	화서역 파크 푸르지오	수도권	2,355	1,663	11.66:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	5	하남 포웰시티	수도권	2,603	692	28.35:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	7	철산 센트럴 푸르지오	수도권	798			
대우건설	8	수원역 푸르지오 자이	수도권	4,086			
대우건설	8	인천검단AB16블럭	수도권	1,551			
대우건설	9	사당3구역	서울	507			
대우건설	9	부산 동삼하리	광역시	854			
대우건설	10	안양 비산2	수도권	1,199			
대우건설	10	홍제동 제1주택	서울	819			
대우건설	11	수원 영흥공원	수도권	1,948			
대우건설	11	창원 교방	지방	1,538			

자료: 대우건설, 키움증권



BUY (Upgrade)

대우건설 (047040) 최근 주가 급락은 저점 매수 기회

포괄손익계산서		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
매출액	111,059	117,668	107,927	108,490	108,881	
매출원가	110,109	109,351	97,543	97,983	98,110	
매출총이익	951	8,317	10,384	10,507	10,771	
판매비및일반관리비	5,623	4,027	3,911	4,088	4,212	
영업이익(보고)	-4,672	4,290	6,473	6,419	6,559	
영업이익(핵심)	-4,672	4,290	6,473	6,419	6,559	
영업외손익	-5,439	-1,154	-1,335	-1,132	-1,132	
이자수익	249	323	240	303	348	
배당금수익	7	48	14	23	28	
외환이익	1,153	1,380	846	896	857	
이자비용	931	918	1,003	1,003	1,003	
외환손실	1,281	1,192	963	959	861	
관계기업지분손익	-64	-270	-124	-153	-133	
투자및기타자산처분손익	104	114	108	109	110	
금융상품평가및기타금융이익	480	-381	80	-14	-105	
기타	-5,155	-258	-532	-334	-375	
법인세차감전이익	-10,111	3,136	5,138	5,287	5,427	
법인세비용	-2,562	557	1,288	1,304	1,325	
유효법인세율 (%)	25.3%	17.8%	25.1%	24.7%	24.4%	
당기순이익	-7,549	2,579	3,850	3,983	4,102	
지배주주지분순이익(억원)	-7,358	2,589	3,863	3,964	4,102	
EBITDA	-3,707	5,216	7,430	7,376	7,516	
현금순이익(Cash Earnings)	-6,584	3,505	4,807	4,940	5,058	
수정당기순이익	-7,985	2,798	3,707	3,911	4,097	
증감률(% YoY)						
매출액	12.3	6.0	-8.3	0.5	0.4	
영업이익(보고)	적전	흑전	50.9	-0.8	2.2	
영업이익(핵심)	적전	흑전	50.9	-0.8	2.2	
EBITDA	적전	흑전	42.4	-0.7	1.9	
지배주주지분 당기순이익	적전	흑전	49.2	2.6	3.5	
EPS	적전	흑전	49.2	2.6	3.5	
수정순이익	적지	흑전	32.5	5.5	4.8	

재무상태표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
유동자산	63,590	52,772	62,842	69,358	73,396	
현금및현금성자산	8,168	5,171	8,985	9,583	12,359	
유동금융자산	2,926	1,853	1,763	1,828	2,096	
매출채권및유동채권	29,376	29,540	30,836	36,163	36,294	
채고자산	12,393	7,265	12,697	13,561	14,517	
기타유동비금융자산	10,727	8,941	8,560	8,223	8,130	
비유동자산	36,112	34,992	33,506	33,338	32,199	
장기매출채권및기타비유동채권	4,174	4,375	4,038	4,056	3,881	
투자자산	11,899	11,805	11,350	11,331	11,038	
유형자산	7,313	6,297	6,102	5,912	5,757	
무형자산	867	807	714	686	659	
기타비유동자산	11,860	11,708	11,302	11,352	10,863	
자산총계	99,702	87,763	96,348	102,696	105,595	
유동부채	66,085	52,697	56,314	56,511	53,465	
매입채무및기타유동채무	26,653	25,065	19,623	19,725	18,147	
단기차입금	14,353	10,386	13,982	13,982	13,982	
유동성장기차입금	8,201	4,756	4,461	4,461	4,461	
기타유동부채	16,879	12,490	18,248	18,343	16,875	
비유동부채	12,919	12,285	15,741	17,908	19,752	
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0	
사채및장기차입금	1,464	3,581	3,115	3,115	3,115	
기타비유동부채	11,454	8,704	12,627	14,794	16,638	
부채총계	79,003	64,983	72,055	74,420	73,217	
자본금	20,781	20,781	20,781	20,781	20,781	
주식발행초과금	5,495	5,495	5,495	5,495	5,495	
이익잉여금	-3,628	-922	845	4,809	8,911	
기타자본	-2,332	-2,929	-3,187	-3,187	-3,187	
지배주주지분자본총계	20,316	22,426	23,935	27,899	32,001	
비지배주주지분자본총계	383	355	358	377	377	
자본총계	20,699	22,781	24,293	28,276	32,378	
순차입금	19,350	14,552	12,573	11,975	9,198	
총차입금	27,517	19,723	21,558	21,558	21,558	

대우건설 (047040) 최근 주가 급락은 저점 매수 기회

BUY (Upgrade)

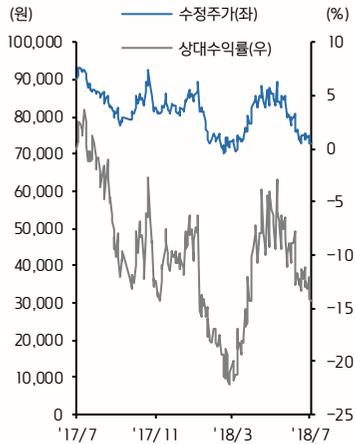
현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,588	2,370	1,456	1,363	2,968
당기순이익	-7,549	2,579	3,850	3,983	4,102
감가상각비	879	853	887	887	887
무형자산상각비	87	73	70	70	70
외환손익	1,373	-85	73	63	4
자산처분손익	-238	14	-29	-109	-110
지분법손익	64	270	124	153	133
영업활동자산부채 증감	5,968	-3,178	-5,154	-5,721	-4,308
기타	3,004	1,843	1,636	2,037	2,191
투자활동현금흐름	-2,618	1,853	465	-765	-192
투자자산의 처분	-520	266	229	-46	24
유형자산의 처분	64	53	58	55	56
유형자산의 취득	-2,736	-680	-825	-752	-789
무형자산의 처분	-41	-44	-37	-40	-39
기타	614	2,238	991	-50	489
재무활동현금흐름	1,745	-7,211	1,900	0	0
단기차입금의 증가	1,739	-7,216	1,889	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	5	4	11	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,777	-2,997	3,814	598	2,776
기초현금및현금성자산	5,390	8,168	5,171	8,985	9,583
기말현금및현금성자산	8,168	5,171	8,985	9,583	12,359
Gross Cash Flow	-1,602	6,001	7,524	7,936	8,083
Op Free Cash Flow	668	552	-208	-721	779

투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-1,770	623	929	954	987
BPS	5,133	5,640	6,003	6,957	7,944
주당EBITDA	-892	1,255	1,788	1,775	1,808
CFPS	863	570	350	328	714
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-2.9	9.5	5.7	5.6	5.4
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	-11.0	7.6	4.7	4.6	4.2
PCFR	-3.2	7.0	4.5	4.4	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-4.2	3.6	6.0	5.9	6.0
영업이익률(핵심)	-4.2	3.6	6.0	5.9	6.0
EBITDA margin	-3.3	4.4	6.9	6.8	6.9
순이익률	-6.8	2.2	3.6	3.7	3.8
자기자본이익률(ROE)	-30.9	12.1	16.7	15.3	13.7
투하자본이익률(ROIC)	-10.4	15.5	21.2	17.4	15.3
안정성(%)					
부채비율	381.7	285.3	296.6	263.2	226.1
순차입금비율	93.5	63.9	51.8	42.3	28.4
이자보상배율(배)	N/A	4.7	6.5	6.4	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	4.0	3.6	3.2	3.0
재고자산회전율	8.8	12.0	10.8	8.3	7.8
매입채무회전율	4.9	4.6	4.8	5.5	5.7

대림산업 (000210) 공정별 비교방식을 대입해 바라보자

주가(7/20): 73,000원 TP: 100,000원

KOSPI(7/20)	2,289.19pt	
시가총액	25,404억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	93,500원	70,200원
최고/최저가 대비 등락율	-21.93%	3.99%
상대수익률	절대	상대
	1M	-8.6%
	6M	-14.7%
	12M	-21.0%
발행주식수	34,800천주	
일평균거래량(3M)	291천주	
외국인 지분율	32.84%	
배당수익률(18.E)	1.37%	
BPS(18.E)	138,275원	



◎ 실적 전망

- 2분기 매출액 2조 8,797억원(YoY -7.3%), 영업이익 1,845억원(YoY +29.0%)을 기록할 전망
- 안정적인 주택부문 실적과 토목부문 원가율 정상화가 양호한 실적 견인
- 다만, 내장재 선발주로 인한 주택매출 감소와 해외수주 부진으로 올해 역성장은 불가피
- 올해 매출은 역성장이 되더라도 이익은 1) 토목부문의 원가율이 정상화되고, 2) 저마진 대형현장의 매출 비중 감소로 주택부문의 원가율이 개선되며, 3) 연결로 인식되는 삼호의 이익이 올해부터 온기 인식되기 때문에 전년 대비 증가할 전망
- 유회계열은 북미 물량 유입으로 작년보다 매출 및 이익이 감소할 전망

◎ 국내-해외라는 비교 방식에서 벗어나 공정방식을 적용할 필요

- 해외수주 목표 달성은 어려워 보임
- 전사 매출에서 해외 매출이 미미한 수준, 국내-해외라는 비교 방식에서 벗어나 공정방식을 적용할 필요
- 플랜트라는 공정 차원에서 바라보면 긍정적: 약 7~8조원의 국내 정유사 증설 계획
 - 현대오일뱅크(3조원), GS칼텍스(4조원), S-oil 등 내년 증설 추진 중
- 동사에게 힘든 국면이지만, 안정적인 실적을 기반으로 주가 하방 리스크는 제한적(P/E 5배 미만)

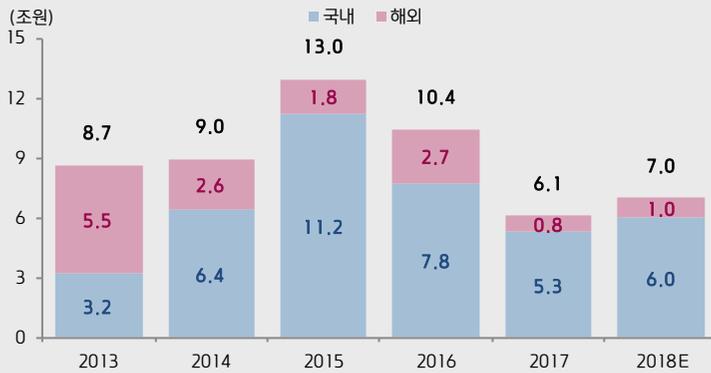
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	98,538	123,355	108,590	107,018	109,926
영업이익(억원)	4,194	5,459	7,112	6,794	6,857
EBITDA(억원)	5,278	6,652	8,297	7,979	8,042
세전이익(억원)	4,364	6,753	8,153	7,698	7,899
순이익(억원)	2,932	5,080	6,211	5,931	6,077
지배주주지분순이익(억원)	2,653	4,905	5,917	5,643	5,749
EPS(원)	6,873	12,707	15,330	14,620	14,895
증감율(%)	28.3	84.9	20.6	-4.6	1.9
PER(배)	12.7	6.5	4.8	5.0	4.9
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	9.4	7.3	5.3	5.4	5.2
영업이익률(%)	4.3	4.4	6.5	6.3	6.2
ROE(%)	5.9	10.1	11.4	10.1	9.4
순부채비율(%)	24.4	21.5	18.6	14.5	11.5

대림산업 (000210) 공정별 비교방식을 대입해 바라보자

대림산업 실적 추이 및 전망

IFRS 연결(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	25,114	31,063	34,272	32,907	28,361	28,797	26,557	24,876	123,355	108,590	107,018
토목	2,776	2,997	3,434	2,864	2,954	2,962	3,223	2,704	12,071	11,843	12,089
플랜트	5,118	6,403	5,925	6,067	4,276	4,130	3,788	3,876	23,513	16,070	14,982
건축	12,112	16,698	18,329	17,549	14,536	15,619	13,755	13,063	64,688	56,972	56,597
유화	3,041	2,867	2,902	2,809	2,975	2,772	2,818	2,473	11,619	11,038	10,983
연결중속법인	1,978	2,011	3,588	3,499	3,531	3,226	2,878	2,640	11,076	12,275	11,971
매출원가율	89.3	89.8	89.8	92.1	85.4	87.8	88.5	89.1	90.3	87.6	87.8
별도	91.0	90.8	90.8	93.4	87.4	88.7	89.2	89.9	91.5	88.8	88.8
토목	104.5	119.1	104.9	135.9	91.3	92.4	92.9	93.3	115.7	92.5	93.2
플랜트	92.8	89.8	92.8	98.3	93.8	94.7	95.1	96.0	93.4	94.9	93.7
건축	89.8	88.1	89.4	86.4	84.9	87.0	87.5	88.1	88.3	86.8	87.2
유화	79.8	78.6	78.4	82.9	85.8	85.1	84.3	86.1	79.9	85.3	84.3
영업이익	1,140	1,430	1,973	916	2,482	1,845	1,574	1,211	5,459	7,112	6,794
영업이익률(%)	4.5	4.6	5.8	2.8	8.8	6.4	5.9	4.9	4.4	6.5	6.3
세전이익	1,927	2,204	3,509	-886	3,115	2,194	1,730	1,114	6,753	8,153	7,698
순이익	1,493	1,045	2,959	-418	2,505	1,554	1,342	809	5,080	6,211	5,931

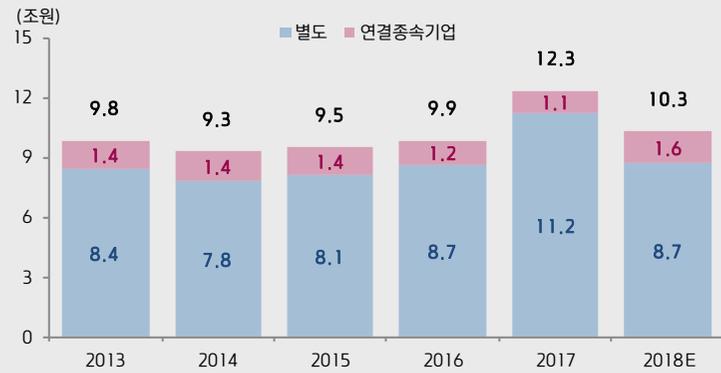
대림산업 연결기준 수주 추이 및 경영계획



자료: 대림산업, 키움증권



대림산업 연결기준 매출 추이 및 경영계획



자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 (000210) 공정별 비교방식을 대입해 바라보자

대림산업 2018년 주택공급 계획 및 신규공급 현황

구분	사업장 수	비중
자체사업	1	4%
재정비사업	11	58%
일반 도급사업	7	38%
합계	19+α	26,513세대+α

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
삼호	2018.1	e편한세상 온수역	수도권	921	156	31.54:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼호	1	e편한세상 금오파크	지방	1,210	1,152	1.84:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.17:1)
고려개발	1	e편한세상 동해	지방	644	637	0.25:1	청약 미달(순위내 0.39:1)
고려개발	1	e편한세상 둔산	광역시	776	166	274.93:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼호	1	e편한세상 남산	광역시	348	191	346.51:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	2	e편한세상 보라매 2차	서울	804	500	9.50:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 창원 파크 센트럴	지방	1,253	849	0.35:1	청약 미달(순위내 0.43:1)
대림산업	3	e편한세상 선부광장	수도권	719	219	2.53:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.97:1)
대림산업	4	e편한세상 순천	지방	605	486	15.55:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	4	e편한세상 금정산	광역시	1,969	1,101	2.05:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.41:1)
대림산업	4	e편한세상 양주신도시4차	수도권	2,038	1,979	0.62:1	청약 미달(순위내 1.03:1)
삼호	4	e편한세상 대전법동	광역시	1,503	346	13.67:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼호	4	e편한세상 문래	서울	263	134	31.61:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	4	e편한세상 인창 어반포레	수도권	632	247	27.14:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	5	e편한세상 오산세교	수도권		49	0.45:1	청약 미달(순위내 0.76:1)
대림산업	8	e편한세상 영천	지방	1,210			
삼호	8	e편한세상 서울대입구2차	서울	519			

자료: 대림산업, 키움증권



BUY (Upgrade)

대림산업 (00210) 공정별 비교방식을 대입해 바라보자

포괄손익계산서		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
매출액	98,538	123,355	108,590	107,018	109,926	
매출원가	88,779	111,395	95,171	93,914	96,569	
매출총이익	9,759	11,961	13,419	13,104	13,357	
판매비및일반관리비	5,565	6,502	6,307	6,310	6,500	
영업이익(보고)	4,194	5,459	7,112	6,794	6,857	
영업이익(핵심)	4,194	5,459	7,112	6,794	6,857	
영업외손익	170	1,294	1,040	903	1,042	
이자수익	400	391	413	448	470	
배당금수익	31	14	34	26	25	
외환이익	1,056	1,205	750	1,027	903	
이자비용	944	1,042	1,082	1,082	1,082	
외환손실	864	1,854	739	1,256	1,017	
관계기업지분법손익	2,566	4,368	3,162	3,328	3,407	
투자및기타자산처분손익	-11	1,169	167	66	22	
금융상품평가및기타금융이익	-29	-71	-33	-52	-43	
기타	-2,034	-2,885	-1,631	-1,602	-1,643	
법인세차감전이익	4,364	6,753	8,153	7,698	7,899	
법인세비용	1,432	1,673	1,942	1,767	1,821	
유효법인세율 (%)	32.8%	24.8%	23.8%	23.0%	23.1%	
당기순이익	2,932	5,080	6,211	5,931	6,077	
지배주주지분순이익(억원)	2,653	4,905	5,917	5,643	5,749	
EBITDA	5,278	6,652	8,297	7,979	8,042	
현금순이익(Cash Earnings)	4,016	6,273	7,396	7,116	7,262	
수정당기순이익	2,959	4,254	6,107	5,920	6,091	
증감율(% YoY)						
매출액	3.6	25.2	-12.0	-1.4	2.7	
영업이익(보고)	54.3	30.2	30.3	-4.5	0.9	
영업이익(핵심)	54.3	30.2	30.3	-4.5	0.9	
EBITDA	47.1	26.0	24.7	-3.8	0.8	
지배주주지분 당기순이익	28.3	84.9	20.6	-4.6	1.9	
EPS	28.3	84.9	20.6	-4.6	1.9	
수정순이익	29.7	43.8	43.5	-3.1	2.9	

재무상태표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
유동자산	64,959	67,277	69,407	72,449	76,297	
현금및현금성자산	15,772	19,318	20,791	22,415	23,738	
유동금융자산	5,371	5,941	5,434	5,858	6,204	
매출채권및유동채권	29,132	31,300	31,267	30,654	30,522	
채고자산	9,019	7,181	8,691	10,321	12,540	
기타유동비금융자산	5,665	3,537	3,224	3,201	3,293	
비유동자산	58,956	66,748	66,966	66,822	67,600	
장기매출채권및기타비유동채권	5,020	3,949	4,144	4,050	4,157	
투자자산	29,279	35,041	34,288	34,122	34,430	
유형자산	19,642	20,710	20,870	21,148	21,427	
무형자산	614	702	667	667	667	
기타비유동자산	4,401	6,346	6,997	6,835	6,919	
자산총계	123,915	134,025	136,373	139,271	143,897	
유동부채	47,874	49,032	48,305	47,550	49,104	
매입채무및기타유동채무	31,263	30,945	28,095	27,742	28,490	
단기차입금	3,053	1,647	2,121	2,121	2,121	
유동성장기차입금	1,439	2,888	2,890	2,890	2,890	
기타유동부채	12,119	13,553	15,199	14,797	15,604	
비유동부채	24,587	28,049	28,235	26,394	23,825	
장기매입채무및비유동채무	928	618	379	350	360	
사채및장기차입금	19,310	21,984	21,732	21,732	21,732	
기타비유동부채	4,349	5,448	6,124	4,312	1,733	
부채총계	72,461	77,081	76,540	73,944	72,929	
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185	
주식발행초과금	2,960	2,960	2,960	2,960	2,960	
이익잉여금	39,185	43,987	46,954	52,205	57,561	
기타자본	1,779	1,510	1,275	1,275	1,275	
지배주주지분자본총계	46,109	50,643	53,374	58,626	63,982	
비지배주주지분자본총계	5,344	6,301	6,458	6,701	6,986	
자본총계	51,454	56,943	59,833	65,327	70,968	
순차입금	12,531	12,250	11,122	9,498	8,175	
총차입금	28,303	31,568	31,913	31,913	31,913	

BUY (Upgrade)

대림산업 (000210) 공정별 비교방식을 대입해 바라보자

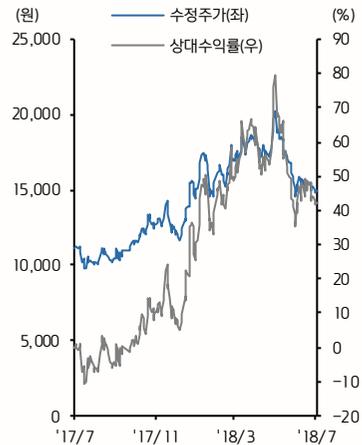
현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,470	4,376	2,426	3,524	3,867
당기순이익	2,932	5,080	6,211	5,931	6,077
감가상각비	1,015	1,109	1,087	1,087	1,087
무형자산상각비	68	84	98	98	98
외환손익	-180	142	10	229	114
자산처분손익	11	-1,169	-167	-66	-22
지분법손익	-2,566	-4,368	-3,162	-3,328	-3,407
영업활동자산부채 증감	-5,458	-4,655	-6,995	-2,173	-970
기타	5,646	8,152	5,344	1,746	890
투자활동현금흐름	-6,994	-2,374	-870	-1,463	-2,107
투자자산의 처분	-4,400	-1,585	350	-260	-658
유형자산의 처분	59	23	55	55	55
유형자산의 취득	-2,541	-2,360	-1,421	-1,421	-1,421
무형자산의 처분	-115	-38	0	0	0
기타	-16	1,578	132	163	-84
재무활동현금흐름	-463	1,539	-91	-437	-437
단기차입금의 증가	-9,674	-5,988	-274	0	0
장기차입금의 증가	8,292	7,736	620	-0	-0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-281	-253	-437	-437	-437
기타	1,200	44	-1	0	0
현금및현금성자산의순증가	-5,907	3,546	1,473	1,624	1,323
기초현금및현금성자산	21,679	15,772	19,318	20,791	22,415
기말현금및현금성자산	15,772	19,318	20,791	22,415	23,738
Gross Cash Flow	7,121	9,646	9,763	8,855	8,914
Op Free Cash Flow	-4,212	-1,753	-1,812	2,826	4,069

투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,873	12,707	15,330	14,620	14,895
BPS	119,454	131,198	138,275	151,881	165,756
주당EBITDA	13,673	17,234	21,496	20,672	20,833
CFPS	3,808	11,338	6,286	9,129	10,018
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	12.7	6.5	4.8	5.0	4.9
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.4	7.3	5.3	5.4	5.2
PCFR	8.4	5.1	3.8	4.0	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	4.4	6.5	6.3	6.2
영업이익률(핵심)	4.3	4.4	6.5	6.3	6.2
EBITDA margin	5.4	5.4	7.6	7.5	7.3
순이익률	3.0	4.1	5.7	5.5	5.5
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	11.4	10.1	9.4
투하자본이익률(ROIC)	10.0	14.7	19.0	16.8	16.1
안정성(%)					
부채비율	140.8	135.4	127.9	113.2	102.8
순차입금비율	24.4	21.5	18.6	14.5	11.5
이자보상배율(배)	4.4	5.2	6.6	6.3	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.3	4.1	3.5	3.5	3.6
재고자산회전율	11.4	15.2	13.7	11.3	9.6
매입채무회전율	3.3	4.0	3.7	3.8	3.9

삼성엔지니어링 (028050) 충분히 쌓인 공간, 기대되는 열매

주가(7/20): 14,900원/TP: 18,000원

KOSPI(7/20)	2,289.19pt	
시가총액	29,204억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	20,200원	9,780원
최고/최저가 대비 등락율	-26.2%	52.4%
상대수익률	절대	상대
	1M	-3.2%
	6M	-1.0%
	12M	33.0%
발행주식수	196,000천주	
일평균거래량(3M)	2,439천주	
외국인 지분율	25.7%	
배당수익률(18.E)	0.0%	
BPS(18.E)	5,721원	



◎ 충분히 쌓인 공간에서 나올 힘

- 2분기 매출액 1조 3,491억원(YoY -0.5%), 영업이익 291억원(YoY +135.3%)을 기록할 전망
- 현안 프로젝트인 이라크 바드라, UAE CBDC는 연내 마무리될 예정
- 작년 하반기와 올해 1분기 풍부한 수주로 2015년 이후 4년 만에 최대 수주잔고 기록
 - 실적으로 이어지는 사이클은 올해 4분기부터
 - 현안프로젝트의 마무리와 함께 내년부터는 수익성 큰 폭의 개선 기대
- 풍부한 기수주로 하반기부터 내년 상반기까지 이어질 경쟁입찰에서 수익성 위주의 승부가 가능해짐

◎ 커버리지 개시, 투자의견 BUY, 목표주가 18,000원 제시

- 신규 해외수주가 올해보다 내년이 더 좋은 여건이라는 점을 감안하면 동사에 대한 관심 필요
- 따라서 당사는 커버리지 개시하며, 타 건설사와 달리 동사 밸류에이션은 target P/B 방식 사용
 - 다른 건설사의 경우 이익의 레벨이 본격화되기 시작한 반면, 동사의 경우 턴어라운드 초입임을 반영
- 목표주가는 내년 BPS 6,537원에 target P/B 2.7배를 적용해 18,000원 제시
 - target P/B는 이익의 레벨업을 확인 전임을 감안 '05~'10년 해외수주 성장기 평균 3.4배에 20% 할인

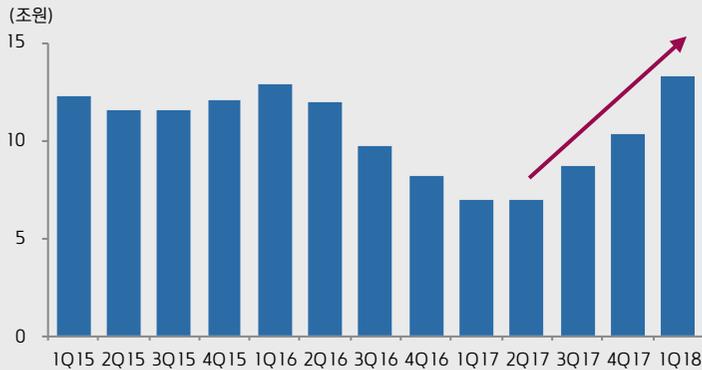
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	70,094	55,362	55,576	65,158	73,988
영업이익(억원)	701	469	1,555	2,391	3,081
EBITDA(억원)	1,486	1,194	2,202	3,038	3,728
세전이익(억원)	564	-296	1,037	2,038	2,648
순이익(억원)	94	-521	846	1,674	2,188
지배주주지분순이익(억원)	258	-454	803	1,599	2,090
EPS(원)	146	-231	410	816	1,066
증감율(%)	흑전	적전	흑전	99.1	30.7
PER(배)	70.7	-53.6	36.4	18.3	14.0
PBR(배)	2.0	2.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	17.3	26.0	15.8	11.2	8.7
영업이익률(%)	1.0	0.8	2.8	3.7	4.2
ROE(%)	7.4	-4.5	7.5	13.3	15.1
순부채비율(%)	57.2	69.7	52.5	40.1	22.4

삼성엔지니어링 (028050) 충분히 쌓인 곳간, 기대되는 열매

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

IFRS 연결(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	16,189	13,560	12,942	12,671	12,175	13,491	13,437	16,473	55,362	55,576	65,158
화공	7,068	5,174	5,154	3,666	4,763	5,331	5,484	7,169	21,062	22,747	30,535
비화공	9,121	8,386	7,788	9,005	7,412	8,160	7,952	9,304	34,300	32,830	34,623
매출원가율(%)	93.9	92.8	92.5	94.6	91.5	91.4	91.1	91.4	93.5	91.3	90.8
화공(%)	105.5	103.3	105.6	149.4	99.4	99.3	98.8	98.9	112.6	99.1	96.7
비화공(%)	84.9	86.3	83.9	72.3	86.5	86.3	85.8	85.6	81.7	86.0	85.5
영업이익	124	124	153	68	212	291	343	708	469	1,555	2,391
영업이익률(%)	5.3	6.3	6.3	4.9	6.7	6.4	6.3	4.3	0.8	2.8	3.7
세전이익	-393	318	48	-270	170	337	124	406	-296	1,037	2,038
순이익	-469	315	70	-437	118	277	114	336	-521	846	1,674

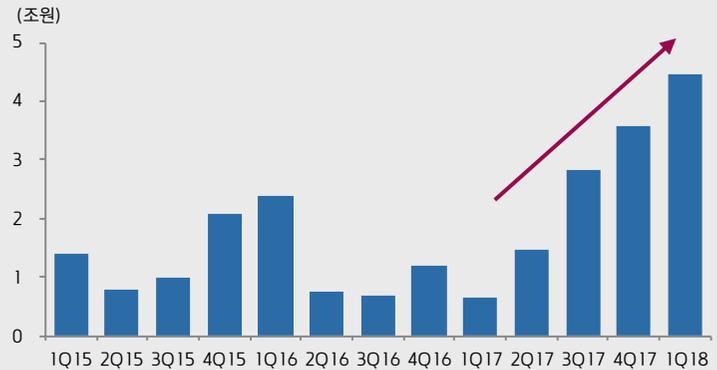
삼성엔지니어링 신규수주 추이



자료: 삼성엔지니어링, 키움증권



삼성엔지니어링 수주잔고 추이



자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

BUY (Initiate)

삼성엔지니어링 (028050) 충분히 쌓인 곳간, 기대되는 열매

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	70,094	55,362	55,576	65,158	73,988
매출원가	65,275	51,748	50,769	59,133	66,863
매출총이익	4,819	3,614	4,808	6,025	7,125
매출총이익률(%)	6.9	6.5	8.7	9.2	9.6
판매비및일반관리비	4,119	3,145	3,252	3,633	4,044
영업이익	701	469	1,555	2,391	3,081
영업이익률(%)	1.0	0.8	2.8	3.7	4.2
영업외손익	-137	-765	-518	-354	-433
금융수익	708	923	378	598	856
금융원가	760	1,270	709	1,132	1,272
기타수익	4,505	1,841	1,977	2,499	2,106
기타비용	4,638	2,305	2,210	2,364	2,167
중속및관계기업관련손익	48	45	46	46	46
법인세차감전이익	564	-296	1,037	2,038	2,648
법인세비용	469	225	191	363	460
유효법인세율	83.3	-75.9	18.4	17.8	17.4
당기순이익	94	-521	846	1,674	2,188
순이익률(%)	0.1	-0.9	1.5	2.6	3.0
지배주주지분순이익	258	-454	803	1,599	2,090
EBITDA	1,486	1,194	2,202	3,038	3,728
EBITDA margin (%)	2.1	2.2	4.0	4.7	5.0
증감률(% YoY)					
매출액	8.8	-21.0	0.4	17.2	13.6
영업이익	흑전	-33.1	231.6	53.8	28.8
법인세차감전이익	흑전	적전	흑전	96.6	30.0
당기순이익	흑전	적전	흑전	97.9	30.7
지배주주지분당기순이익	흑전	적전	흑전	99.1	30.7
EBITDA	흑전	-19.7	84.5	38.0	22.7
EPS	흑전	적전	흑전	99.1	30.7

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	36,582	33,031	33,051	36,051	39,562
현금및현금성자산	8,822	7,451	7,237	7,938	8,439
매출채권및기타유동채권	23,598	21,669	21,648	23,299	25,716
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	4,162	3,911	4,167	4,814	5,407
비유동자산	18,620	17,807	18,049	20,449	22,503
장기매출채권및기타비유동채권	7	6	1,853	3,258	4,352
유형자산	6,568	4,268	3,905	3,640	3,340
무형자산	957	711	548	362	167
투자자산	864	2,826	2,795	2,879	2,960
기타비유동자산	10,223	9,996	8,948	10,311	11,684
자산총계	55,201	50,838	51,100	56,501	62,066
유동부채	43,139	36,780	36,798	40,948	44,822
매입채무및기타유동채무	26,970	23,419	23,196	27,125	30,788
유동성이자발생차입금	14,516	11,769	12,358	12,358	12,778
기타유동부채	1,653	1,593	1,244	1,465	1,256
비유동부채	2,100	4,011	3,260	2,836	2,339
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,680	675	675	675
기타비유동부채	2,100	1,331	2,585	2,161	1,664
부채총계	45,239	40,792	40,058	43,784	47,161
자본금	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
자본잉여금	4,544	-194	-194	-194	-194
이익잉여금	-1,978	1,696	2,440	4,039	6,129
기타자본	-2,257	-1,040	-833	-833	-833
지배주주지분자본총계	10,109	10,262	11,213	12,812	14,902
자본총계	9,962	10,047	11,042	12,717	14,905
총차입금	14,516	14,449	13,033	13,033	13,453
순차입금	5,694	6,998	5,796	5,095	3,342

삼성엔지니어링 (028050) 충분히 쌓인 곳간, 기대되는 열매

BUY (Initiate)

현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,879	-1,340	698	2,444	2,233
당기순이익	94	-521	846	1,674	2,188
감가상각비	482	413	347	347	347
무형자산상각비	303	311	300	300	300
GrossCashFlow	370	715	2,634	3,344	3,997
운전자본변동	2,579	-839	104	1,894	949
매출채권및기타채권의감소(증가)	-550	2,218	-51	-1,652	-2,417
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,645	-2,633	924	3,929	3,664
영업에서창출된현금흐름	2,949	-123	2,738	5,238	4,946
투자활동현금흐름	944	-152	-850	-1,770	-1,747
투자자산의감소(증가)	-8	3	-82	-84	-81
유형자산의감소	54	62	187	101	116
유형자산의증가(CAPEX)	-241	-138	-169	-183	-163
무형자산의감소(증가)	-136	-67	-137	-113	-106
기타	1,275	-12	-649	-1,491	-1,514
FreeCashFlow	2,626	-267	2,619	5,043	4,794
재무활동현금흐름	-1,019	381	-330	4	5
차입금의증가(감소)	-13,858	377	-333	0	0
자본증가(감소)	12,538	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	302	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	4	3	4	5
현금및현금성자산의순증가	1,864	-1,371	-215	701	502
기초현금및현금성자산	6,957	8,822	7,451	7,237	7,938
기말현금및현금성자산	8,822	7,451	7,237	7,938	8,439

투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	146	-231	410	816	1,066
BPS	5,158	5,236	5,721	6,537	7,603
주당EBITDA	846	609	1,123	1,550	1,902
SPS	39,622	28,246	28,355	33,244	37,749
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	70.7	-53.6	36.4	18.3	14.0
PBR	2.0	2.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	17.3	26.0	15.8	11.2	8.7
PSR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	-4.5	7.5	13.3	15.1
총자산이익률(ROA)	0.2	-1.0	1.7	3.1	3.7
투자자본이익률(ROIC)	0.8	6.2	9.8	14.7	17.5
안정성(%)					
부채비율	454.1	406.0	362.8	344.3	316.4
순차입금비율	57.2	69.7	52.5	40.1	22.4
유동비율	84.8	89.8	89.8	88.0	88.3
이자보상배율(배)	2.6	1.9	3.9	3.5	4.5
활동성(회)					
매출채권회전율	3.0	2.4	2.6	2.9	3.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	2.6	2.2	2.4	2.6	2.6

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 7월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

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

◎ 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
HDC현대산업 (294870)	2018/06/12	Buy(Initiate)	95,000원	6개월	-38.85	-20.42
	2018/07/23	Buy(Maintain)	95,000원	6개월		
GS건설 (006360)	2016/07/18	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-22.79	-18.57
	2016/07/29	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-17.37	-11.57
	2016/10/12	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-25.74	-23.63
	2016/10/27	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.19	-23.63
	2017/01/18	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.28	-23.63
	2017/01/26	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-31.81	-23.63
	2017/03/06	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.83	-19.63
	2017/04/17	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-20.51	-18.63
	2017/04/27	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-23.13	-18.63
	2017/06/20	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-23.21	-18.63
	2017/07/19	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-22.57	-13.50
	2017/07/27	Outperform(Downgrade)	40,000원	6개월	-25.20	-13.50
	2017/10/17	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월	-32.36	-31.00
	2017/10/25	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월	-32.37	-31.00
	2017/10/30	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월	-31.10	-21.88
	2018/01/15	Outperform(Maintain)	37,000원	6개월	-17.42	-14.59
	2018/01/30	Outperform(Maintain)	37,000원	6개월	-17.80	-6.89
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	37,000원	6개월	-16.39	3.11
	2018/04/26	Outperform(Maintain)	43,000원	6개월	5.47	20.00
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	60,000원	6개월		
삼성엔지니어링 (028050)	2018/07/23	Buy(Initiate)	18,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
현대건설 (000720)	2016/07/18	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-25.07	-22.33
	2016/07/28	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-16.02	-4.67
	2016/10/12	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-22.63	-19.27
	2016/10/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.01	-18.45
	2017/01/18	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.23	-18.45
	2017/01/23	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.51	-18.45
	2017/01/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-21.71	-12.73
	2017/03/06	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-19.38	-6.73
	2017/04/17	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-9.68	-7.27
	2017/04/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-12.72	-7.27
	2017/06/20	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.79	-7.27
	2017/07/19	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.65	-7.27
	2017/07/28	Outperform(Downgrade)	55,000원	6개월	-19.26	-7.27
	2017/10/17	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월	-28.24	-27.18
	2017/10/25	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월	-28.10	-27.18
	2017/10/30	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월	-32.53	-25.27
	2018/01/15	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-19.53	-15.70
	2018/01/29	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-18.00	-10.70
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-17.18	0.80
	2018/04/23	Outperform(Maintain)	58,000원	6개월	-12.05	-10.86
	2018/04/27	Outperform(Maintain)	58,000원	6개월	-12.50	-10.86
	2018/04/30	Outperform(Maintain)	58,000원	6개월	7.46	36.38
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	70,000원	6개월		

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

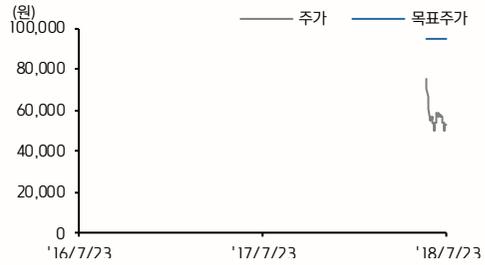
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
대우건설 (047040)	2016/07/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.19	-35.21
	2016/08/01	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-36.06	-30.31
	2016/10/12	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.47	-30.31
	2016/10/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.72	-29.90
	2017/01/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-44.68	-39.17
	2017/02/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-34.83	-23.75
	2017/04/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-34.05	-23.75
	2017/04/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-29.67	-15.42
	2017/06/20	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-29.56	-15.42
	2017/06/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-28.51	-15.42
	2017/07/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-18.89	-18.33
	2017/07/27	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-17.78	-14.69
	2017/08/08	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-23.83	-14.69
	2017/10/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-23.97	-14.69
	2017/10/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-23.90	-14.69
	2017/11/03	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-24.23	-14.69
	2017/11/09	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-29.78	-14.69
	2018/01/15	Buy(Maintain)	8,300원	6개월	-27.91	-25.30
	2018/02/08	Buy(Maintain)	8,300원	6개월	-29.84	-25.30
	2018/02/13	Outperform(Downgrade)	6,000원	6개월	-10.98	-1.00
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	6,000원	6개월	-9.29	5.33
	2018/04/27	Outperform(Maintain)	7,000원	6개월	-11.44	1.14
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	7,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
대림산업 (000210)	2016/07/18	Buy(Upgrade)	100,500원	6개월	-19.23	-16.72
	2016/07/29	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-18.37	-12.14
	2016/10/12	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-20.47	-18.64
	2016/10/26	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.93	-18.64
	2017/01/18	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.88	-18.64
	2017/01/25	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-24.30	-18.64
	2017/04/17	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-27.29	-26.09
	2017/04/28	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-26.57	-24.91
	2017/05/22	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-22.96	-15.91
	2017/06/20	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.89	-15.91
	2017/07/19	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.35	-15.00
	2017/07/28	Outperform(Downgrade)	110,000원	6개월	-22.31	-15.00
	2017/10/17	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월	-23.67	-21.55
	2017/10/25	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월	-23.28	-20.91
	2017/11/03	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월	-23.68	-15.91
	2018/01/15	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-14.09	-10.60
	2018/01/26	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-23.63	-10.60
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-23.01	-10.60
	2018/04/27	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-20.83	-10.30
2018/07/23	Buy(Upgrade)	100,000원	6개월			

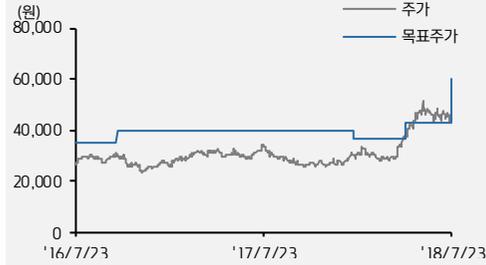
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 그래프 (2개년)

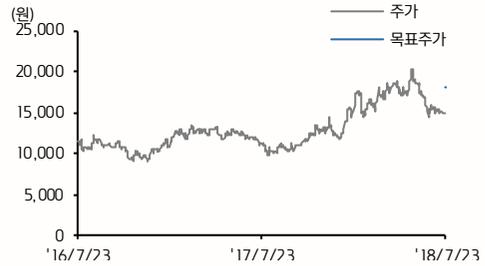
HDC현대산업(294870)



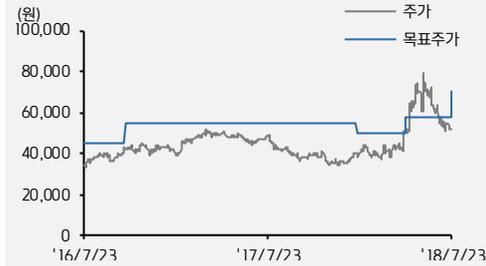
GS건설(006360)



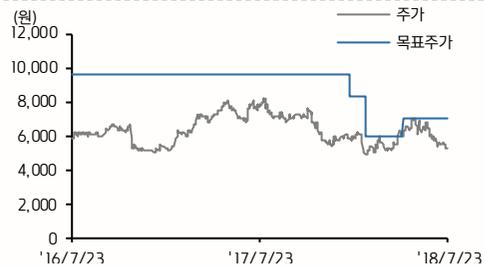
삼성엔지니어링(028050)



현대건설(000720)



대우건설(047040)



대림산업(000210)

