

태영건설 (009410)

가장 투자매력 높은 건설주

폐기물 매립은 시작에 불과한 태영건설

태영건설의 환경부문사업은 TSK코퍼레이션이 주도하고, 영업이익은 지정폐기물 매립업을 중심으로 최근 3년 간 CAGR 40%수준의 성장세를 보이고 있다. TSK콕의 지정폐기물 매립지는 창원/구미/충주에 위치하고 있으며 M/S는 전국기준 약 30% 수준으로, 매립처리량과 잔여매립장 Capa 측면에서 한국 1위다. 폐기물 매립업은 중국에는 도시광산(폐기물로부터 자원수집)으로 연결되며 도시광산 부분에 대한 투자도 확대하고 있는 만큼, 환경부문의 전체적 밸류체인은 지속 확대될 것으로 기대된다. 수처리 분야 역시 미래 중심사업 중 하나로, 그간 공공에서 하던 수처리를 공공은 관리중심, 민간은 운영중심으로 전환 중에 있다. 수원시(52만입방/일), 전주시(40만입방/일), 청주시(28만입방/일) 등의 하수처리장과, 청주 SK하이닉스, 울산 SK케미칼, 오창과학단지, 삼성바이오 폐수처리시설 등 관련사업을 확대 중에 있다.

분할은 태영건설 가치를 드러내는 기회로 작용할 것

태영건설의 건설부문은 민간참여 공공사업 부문에서 경쟁력을 확보하여 유니시티, 에코시티 사업 외에도 엠시에타(광명역세권) 개발과 양산 사송신도시, 과천 지식정보타운, 광주 중앙공원, 창원 복합행정타운 건설 등을 보유, 이미 국내 탑티어 개발회사가 된 상태다.

폐기물 매립/수처리 중심의 환경부문은 PEER 대비 통합 태영건설로 밸류에이션 평가를 받고 있어, 기업분할을 통해서 합리적 밸류에이션을 받을 것으로 기대된다.

분할비율도 보통주에 유리, 커버리지 탄력

현 태영건설의 인적분할 계획은 분할비율 측면에서 보통주주들에게 유리하도록 되어있고, 이는 주주가치 제고에 무관심한 타 기업대비 상당한 투자매력을 갖는 부분이다. 현 TP 2.2만원에 건설+환경부문을 통합해서 제시하고 있는데, 분할-재상장 이후 합산 기업가치는 현재 대비 최소 6-70%이상 상승여력 있다고 보여진다. 커버리지 탄력 제시하겠다.

Update

BUY

| TP(12M): 22,000원 | CP(2월 3일): 13,450원

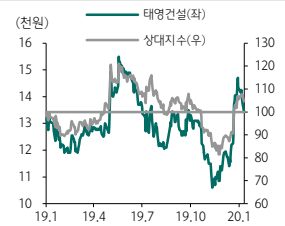
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,118.88
52주 최고/최저(원)	15,500/10,600
시가총액(십억원)	1,027.6
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	76,400.0
60일 평균 거래량(천주)	272.0
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5
18년 배당금(예상, 원)	125
18년 배당수익률(예상, %)	1.05
외국인지분율(%)	8.49
주요주주 지분율(%)	
운석민 외 4인	38.34
머스트자산운용	15.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.5 0.0 3.1
상대	17.6 (5.7) 7.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,810.7	3,537.5
영업이익(십억원)	410.3	405.8
순이익(십억원)	214.9	278.7
EPS(원)	2,424	3,075
BPS(원)	17,136	20,195

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,266.4	3,850.5	3,845.7	3,619.4	3,740.2
영업이익	십억원	311.1	463.5	360.5	431.2	478.6
세전이익	십억원	217.9	377.1	328.3	426.4	469.0
순이익	십억원	90.3	189.4	149.5	267.5	294.2
EPS	원	1,143	2,398	1,893	3,388	3,726
증감률	%	57,050.0	109.8	(21.1)	79.0	10.0
PER	배	9.01	4.73	6.31	3.97	3.61
PBR	배	0.82	0.86	0.80	0.73	0.61
EV/EBITDA	배	5.82	4.64	6.87	5.81	5.04
ROE	%	10.12	19.21	13.78	20.83	18.91
BPS	원	12,518	13,245	15,026	18,302	21,916
DPS	원	90	125	125	125	125



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

폐기물 매립은 시작에 불과한 태영건설

태영건설의 환경부문사업은 TSK코퍼레이션이 주도하고, 영업이익은 지정폐기물 매립업을 중심으로 최근 3년 간 CAGR 40%수준의 성장세를 보이고 있다. TSK코프의 지정폐기물 매립지는 창원/구미/충주에 위치하고 있으며 M/S는 전국기준 약 30% 수준으로, 매립처리량과 잔여매립장 Capa 측면에서 한국 1위다. 폐기물 매립업은 중국에는 도시광산(폐기물로부터 자원수집)으로 연결되며 도시광산 부분에 대한 투자도 확대하고 있는 만큼, 환경부문의 전체적 밸류체인은 지속 확대될 것으로 기대된다. 수처리 분야 역시 미래 중심사업 중 하나로, 그간 공공에서 하던 수처리를 공공은 관리중심, 민간은 운영중심으로 전환 중에 있다. 수원시(52만입방/일), 전주시(40만입방/일), 청주시(28만입방/일) 등의 하수처리장과, 청주 SK하이닉스, 울산 SK케미칼, 오창과학단지, 삼성바이오 폐수처리시설 등 관련사업을 확대 중에 있다.

표 1. 태영건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결 매출	3,850.5	3,845.7	3,619.4	845.3	1,112.1	853.9	1,034.4	687.7	941.0	904.9	1,085.8
YoY Growth	17.9%	-0.1%	-5.9%	5.4%	8.4%	-8.6%	-5.0%	-18.6%	-15.4%	6.0%	5.0%
건설	2,841.9	2,870.3	2,583.3	626.5	852.9	601.2	789.7	490.8	671.7	645.8	775.0
YoY Growth	22.5%	1.0%	-10.0%	6.8%	11.7%	-10.5%	-3.7%	-21.7%	-21.2%	7.4%	-1.9%
방송	390.2	234.1	222.4	45.4	64.8	56.3	67.6	42.3	57.8	55.6	66.7
레저	69.7	70.1	72.2	9.5	19.7	27.7	13.1	13.7	18.8	18.1	21.7
환경	506.6	628.2	697.3	154.7	163.0	155.6	155.0	132.5	181.3	174.3	209.2
기타	42.0	42.9	44.2	9.1	11.7	13.1	9.0	8.4	11.5	11.0	13.3
매출원가	3,176.3	3,258.7	2,968.3	686.3	907.9	750.5	914.1	550.9	784.8	742.1	890.5
YoY Growth	16.2%	2.6%	-8.9%	8.4%	6.2%	-2.2%	-0.8%	-19.7%	-13.6%	-1.1%	20.0%
원가율	82.5%	84.7%	82.0%	81.2%	81.6%	87.9%	88.4%	80.1%	83.4%	82.0%	82.0%
매출총이익	674.2	586.9	651.1	159.0	204.2	103.4	120.3	136.7	156.3	162.8	195.3
GPM	17.5%	15.3%	18.0%	18.8%	18.4%	12.1%	11.6%	19.9%	16.6%	18.0%	18.0%
판관비	210.7	226.4	219.9	48.3	72.9	52.4	52.8	46.2	52.8	55.0	66.0
판관비율	5.5%	5.9%	6.1%	5.7%	6.6%	6.1%	5.1%	6.7%	5.6%	6.1%	6.1%
영업이익	463.5	360.5	431.2	110.6	131.3	51.1	67.5	90.6	103.5	107.8	129.4
YoY Growth	49.0%	-22.2%	19.6%	-9.2%	6.5%	-56.2%	-33.7%	-18.1%	-21.2%	111.1%	91.6%
OPM	12.0%	9.4%	11.9%	13.1%	11.8%	6.0%	6.5%	13.2%	11.0%	11.9%	11.9%
건설	368.9	258.3	284.2	90.4	128.5	(0.3)	39.7	59.7	68.2	71.0	85.2
YoY Growth	572.4%	-30.0%	10.0%	-17.6%	43.0%	적전	-55.9%	-34.0%	-46.9%	흑전	114.7%
방송	6.4	5.9	6.7	(4.0)	5.7	2.4	1.8	1.4	1.6	1.7	2.0
레저	2.6	2.1	6.5	(3.6)	(1.7)	9.4	(2.0)	1.4	1.6	1.6	1.9
환경	81.3	94.2	139.5	30.8	1.7	29.4	32.3	29.3	33.5	34.9	41.8
YoY Growth	32.8%	15.9%	48.0%	48.1%	-93.3%	6.6%	333.0%	-5.0%	1870.1%	18.5%	29.6%
기타	6.6	15.0	4.4	5.8	3.6	2.9	2.7	0.9	1.1	1.1	1.3

자료: 하나금융투자

분할은 태영건설 가치를 드러내는 기회로 작용할 것

태영건설의 건설부문은 민간참여 공공사업 부문에서 경쟁력을 확보하여 유니시티, 에코시티 사업 외에도 엠시에타(광명역세권) 개발과 양산 사송신도시, 과천 지식정보타운, 광주 중앙공원, 창원 복합행정타운 건설 등을 보유, 이미 국내 탐티어 개발회사가 된 상태다.

폐기물 매립/수처리 중심의 환경부문은 PEER 대비 통합 태영건설로 밸류에이션 평가를 받고 있어, 기업분할을 통해서 합리적 밸류에이션을 받을 것으로 기대된다.

표 2. 태영건설 밸류에이션 테이블

구분	NOPLAT	Target Multiple	Value
1. 건설부문(존속 태영건설)			
1) 건설 부문 Recurring NOPLAT	215.4	5.0	1,077.0
2) 건설부문 투자부동산 등			420.0
2. 환경방송(비건설부문-TY홀딩스)			
2-1 환경부문(TSK홀딩스)	77.2	15.0	1,157.9
2-2 블루원CC 등 레저			90.7
2-3 SBS미디어홀딩스 등 미디어			274.0
3. 부문 합(건설+환경)			3,019.6
4. 순차입금			1,264.1
5. Equity Value			1,755.5
6. 발행주식(천 주)			78,957.5
7. Target Price (KRW)			22,000

자료: 하나금융투자

표 3. 지정폐기물 최종 처리업소 현황(총 21개소 중 매립량 상위 10개소)

관리청	업소명	매립면적	매립용량	기사용량(㎡)	잔여용량(㎡)	'18년 매립량(톤)
대구청	(주)제넌바이오경제주지점	29,609	1,199,420	909,305	290,115	272,906
원주청	(주)센트로	32,294	534,058	323,965	210,093	123,684
대구청	(주)와이에스텍	78,660	3,428,000	2,157,040	1,270,960	119,943
낙동강청	(주)유니큰	62,620	1,267,879	1,215,824	52,055	109,451
대구청	에코시스템(주)포항	105,508	3,190,500	2,184,759	1,005,741	107,875
전북청	(주)국인산업	168,636	2,740,149	2,173,500	566,649	107,667
영산강청	한맥테크산업(주) 울촌사업소	84,815	2,328,450	1,917,311	306,725	106,932
낙동강청	코엔텍	184,316	3,207,444	2,884,939	322,505	100,023
낙동강청	에코시스템(주)	184,764	2,651,478	2,219,428	430,050	88,288
대구청	에코시스템(주)구미	122,698	3,217,700	1,711,735	1,505,965	71,296
총합계(21개소)		1,590,872	32,924,505	23,224,245	9,577,092	1,419,117
TSK코퍼레이션 자회사 비중(%)		28.0	29.1	27.7	32.9	27.6

주: 음영은 TSK코퍼레이션 자회사
 자료: 자원순환정보시스템, 하나금융투자

그림 1. 태영건설 지배구조도



자료: DART, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,266.4	3,850.5	3,845.7	3,619.4	3,740.2
매출원가	2,733.8	3,176.3	3,258.7	2,968.3	3,038.2
매출총이익	532.6	674.2	587.0	651.1	702.0
판매비	221.5	210.7	226.4	219.9	223.4
영업이익	311.1	463.5	360.5	431.2	478.6
금융손익	(23.5)	(20.3)	(22.2)	(9.8)	(4.6)
중속/관계기업손익	28.8	8.5	20.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(98.5)	(74.7)	(30.0)	(15.0)	(25.0)
세전이익	217.9	377.1	328.3	426.4	469.0
법인세	94.7	133.0	86.0	111.7	122.9
계속사업이익	123.3	244.1	182.3	314.7	346.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	123.3	244.1	182.3	314.7	346.1
비지배주주지분 순이익	33.0	54.8	32.8	47.2	51.9
지배주주순이익	90.3	189.4	149.5	267.5	294.2
지배주주지분포괄이익	120.8	150.4	134.7	232.5	255.8
NOPAT	176.0	300.1	266.1	318.2	353.2
EBITDA	378.0	531.0	424.3	492.1	537.2
성장성(%)					
매출액증가율	58.6	17.9	(0.1)	(5.9)	3.3
NOPAT증가율	3,811.1	70.5	(11.3)	19.6	11.0
EBITDA증가율	128.0	40.5	(20.1)	16.0	9.2
영업이익증가율	220.4	49.0	(22.2)	19.6	11.0
(지배주주)순이익증가율	45,050.0	109.7	(21.1)	78.9	10.0
EPS증가율	57,050.0	109.8	(21.1)	79.0	10.0
수익성(%)					
매출총이익률	16.3	17.5	15.3	18.0	18.8
EBITDA이익률	11.6	13.8	11.0	13.6	14.4
영업이익률	9.5	12.0	9.4	11.9	12.8
계속사업이익률	3.8	6.3	4.7	8.7	9.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,143	2,398	1,893	3,388	3,726
BPS	12,518	13,245	15,026	18,302	21,916
CFPS	5,629	7,431	4,253	6,246	6,705
EBITDAPS	4,787	6,725	5,374	6,232	6,803
SPS	41,369	48,767	48,705	45,840	47,369
DPS	90	125	125	125	125
추가지표(배)					
PER	9.0	4.7	6.3	4.0	3.6
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
PCFR	1.8	1.5	2.8	2.2	2.0
EV/EBITDA	5.8	4.6	6.9	5.8	5.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.1	19.2	13.8	20.8	18.9
ROA	2.2	3.9	2.9	4.9	5.1
ROIC	9.8	13.5	10.4	11.1	11.8
부채비율	231.1	234.5	230.4	182.2	157.2
순부채비율	64.2	75.1	89.7	64.5	46.1
이자보상배율(배)	8.5	11.9	7.8	8.8	10.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,637.6	2,790.8	3,111.2	3,179.6	3,502.5
금융자산	628.2	631.1	674.2	710.5	914.8
현금성자산	375.8	331.2	374.7	426.3	622.4
매출채권 등	631.4	907.6	1,043.7	1,148.1	1,205.5
재고자산	1,151.2	943.9	1,085.5	1,031.2	1,082.7
기타유동자산	226.8	308.2	307.8	289.8	299.5
비유동자산	2,114.5	2,167.8	2,357.7	2,354.6	2,408.3
투자자산	587.9	522.4	561.1	603.8	656.0
금융자산	336.6	32.5	32.5	30.6	31.6
유형자산	1,125.3	1,034.9	1,198.9	1,163.0	1,172.1
무형자산	168.1	122.0	109.3	99.4	91.6
기타비유동자산	233.2	488.5	488.4	488.4	488.6
자산총계	4,752.0	4,958.6	5,469.0	5,534.1	5,910.8
유동부채	2,060.3	1,886.5	2,039.3	1,841.5	1,803.9
금융부채	696.5	546.7	777.1	692.1	707.1
매입채무 등	753.0	907.8	817.0	694.5	625.0
기타유동부채	610.8	432.0	445.2	454.9	471.8
비유동부채	1,256.4	1,589.8	1,774.3	1,731.8	1,809.1
금융부채	853.3	1,197.5	1,382.5	1,282.5	1,267.5
기타비유동부채	403.1	392.3	391.8	449.3	541.6
부채총계	3,316.7	3,476.3	3,813.6	3,573.3	3,613.0
지배주주지분	956.9	1,014.4	1,155.0	1,413.6	1,698.9
자본금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
자본잉여금	143.7	71.7	71.7	71.7	71.7
자본조정	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄이익누계액	74.7	15.3	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	730.5	919.3	1,060.0	1,318.6	1,603.9
비지배주주지분	478.5	467.9	500.4	547.2	598.8
자본총계	1,435.4	1,482.3	1,655.4	1,960.8	2,297.7
손금유부채	921.6	1,113.1	1,485.5	1,264.1	1,059.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	27.0	115.0	(105.7)	294.1	327.6
당기순이익	123.3	244.1	182.3	314.7	346.1
조정	290.2	240.3	67.5	66.7	60.4
감가상각비	66.9	67.5	63.8	60.8	58.6
외환거래손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(28.8)	(8.5)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	252.1	181.5	23.7	25.9	21.8
영업활동 자산부채 변동	(386.5)	(369.4)	(355.5)	(87.3)	(78.9)
투자활동 현금흐름	124.1	(138.6)	(211.3)	0.4	(76.0)
투자자산감소(증가)	(89.5)	65.5	(19.1)	(23.0)	(32.6)
유형자산감소(증가)	(124.3)	(34.0)	(215.0)	(15.0)	(60.0)
기타	337.9	(170.1)	22.8	38.4	16.6
재무활동 현금흐름	(113.3)	(21.3)	360.5	(242.8)	(55.5)
금융부채증가(감소)	493.5	194.4	415.5	(185.1)	0.0
자본증가(감소)	8.9	(72.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(613.6)	(136.9)	(46.1)	(48.8)	(46.6)
배당지급	(2.1)	(6.7)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
현금의 증감	37.0	(44.6)	43.4	51.7	196.1
Unlevered CFO	444.4	586.7	335.8	493.1	529.4
Free Cash Flow	(98.9)	74.9	(320.7)	179.1	262.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

태영건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.27	BUY	22,000		
18.11.8	BUY	17,000	-30.31%	-21.76%
18.5.25	BUY	23,000	-42.29%	-25.43%
18.2.7	BUY	20,000	-44.32%	-27.25%
18.1.1	BUY	15,000	-21.68%	-12.33%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 02월 03일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2020년 02월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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