

# 건설

**비중확대 (유지)**

**아쉬움이 채워지는 2022년**

 **신한금융투자**  
기업분석부

김현욱 책임연구원

☎ 02-3772-1545

✉ hyunwook.kim@shinhan.com

강윤구 연구원

☎ 02-3772-3608

✉ yoongu@shinhan.com



신한 리서치  
투자정보

## I. Investment Summary

### 2021년 - 수주 기대감이 고조된 해외와 연초 높아진 기준에 미달하는 국내

해외는 유가 회복 이후 수주 개선 기대감 고조

2021년 해외는 코로나19로부터의 회복과 기대감이 고조되는 시간이었다. 유가는 코로나19 이전 수준을 회복했다. 하지만 상반기 해외 수주 결과는 저조했다. 유가 상승에서 수주까지 소요되는 시간차 때문이다. 4분기부터 대형 프로젝트들의 수주 결과 발표가 예정되어있다. 해외 수주 기대감이 현실화되는 시점이다.

국내 연초 높아진 기대감 대비 하반기 약해진 모멘텀

국내 연초 양호한 분양 시장 속에서 연초 분양 계획 물량이 과거 고점 수준까지 높아졌고, 대선에 따른 공급 확대 기대감까지 더해졌다. 하지만 하반기 정비시장 규제 완화 움직임으로 인해 오히려 재건축 중심의 분양 지연 현상이 나타났다. 이에 상반기 견조한 상승세를 보였던 건설섹터는 유가와 수주 사이의 공백 + 아파트 분양 지연 등으로 인해 연초 랠리 이후 동력이 약화된 모습을 보이고 있다.

### 2022년 - 아쉬움이 채워지는 시기 - ① 수주환경 개선 지속, ② 분양 정상화

견조한 유가 흐름으로 해외 수주환경은 개선 지속될 것

부진했던 해외 수주가 4Q21부터 본격화된다. 하지만 단기적인 수주 결과보다 산유국 발주가 장기적으로 지속되느냐가 중요하다. 수급에 기반해 유가 흐름이 장기적으로 견조(70달러 내외)할 것으로 예상된다. 따라서 주요 산유국 재정이 회복되면서 수주 환경은 더 개선될 전망이다. 1) 코로나19 발생 이전에 있었던 투자 계획들이 재개되고 2) 신재생에너지 관련 투자 수혜까지도 가능하다.

3월 대선 결과에 따라 분양 지연은 2Q22~3Q22 정상화 예상

국내 건설사 이익은 대부분 주택/건축 부문에서 나온다. 선행지표인 분양 결과가 건설사들의 실적과 주가의 핵심요소다. 올해 국내 아파트 분양 지연 현상은 정비사업 규제 완화에 대한 기대감 때문에 발생했다. 재건축 현장들이 사업성을 높이기 위해 분양을 미루는 것은 당연하다. 분양 정상화 시점을 2Q22~3Q22로 예상한다. 재건축 주요 규제들은 정부의 역할이 결정적이다. 따라서 분양 지연의 정상화는 대선 불확실성이 해소되는 2Q22~3Q22이 될 전망이다. 규제 완화보다 규제 유지시 오히려 지연된 분양이 빠르게 재개될 전망이다.

추가적인 기회요인으로는 1) 견조한 분양 시장(미분양 리스크 낮음)속에서 건설사로 일반도급 물량이 수주되고 있어 생각보다 정비시장 분양 지연 공백이 크지 않을 수 있다는 점과 2) 국내외 신재생에너지 투자가 활발해지면서 관련 EPC 수주 수혜가 기대된다는 점이다.

### 투자전략 - 1Q22 해외, 2Q22부터 국내에 비중을

최선호주 현대건설, GS건설 제시

커버리지 건설사 합산 12MF PER은 2분기 고점(7.1배)에서 14% 가까이 하락했다. 개선이 기대되는 상황에서 조정은 매수 기회다. 해외 수주가 몰려있는 1분기까지 해외에 비중을, 2분기부터 국내에 비중을 두는 전략을 추천한다. 현대건설과 GS건설을 최선호주로 제시한다. 현대건설은 경쟁사 대비 견조한 분양과 수주로 실적 가시성과 성장성이 높고 해외 수주 수혜가 모두 예상된다. GS건설은 다양한 신사업이 이르면 4Q21부터 실적에 반영될 전망이다. 분양 지연에도 주택 실적 공백 커버가 가능하다.

## II. 2021년 요약 - 해외 수주 기대감과 분양 지연

### 기대감이 고조된 해외와 연초 높아진 기준에 미달하는 국내

해외는 유가 회복 이후 수주 개선 기대감 고조

2021년 해외는 코로나19로부터의 회복과 기대감이 고조되는 시간이었다. 지난 1년간 우호적인 유가 상승의 결과로 현재 해외 수주 랠리의 시작점에 있다. 코로나19 발생 이후 유가는 글로벌 수요 회복에 힘입어 2020년 4분기부터 완전한 회복세를 보였다. 현재는 코로나19 이전을 넘어 80달러 내외를 유지 중이다. 국내 대형 건설사들의 상반기 수주는 부진했다. 유가 상승 → 발주 확대 → 수주까지 소요되는 시간을 고려하면 당연한 결과다. 하지만 4분기부터 대형 프로젝트들의 수주 결과 발표가 예정되어 있다. 유가 상승에서 시작된 해외 수주 기대감이 현실화되는 시점이다.

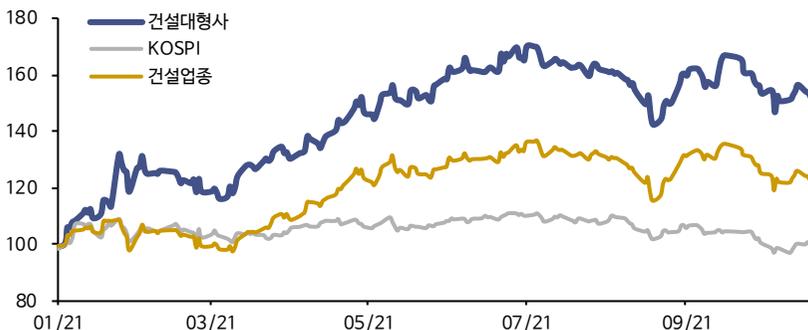
국내 연초 높아진 기대감 대비 하반기 약해진 모멘텀

국내의 지난해에 이어 긍정적인 분양 상황이 이어졌다. 건설사들은 연초 분양 계획을 공격적으로 세웠고 상반기 연중에도 지속적으로 일감이 몰리면서 연간 분양예정 세대가 과거 고점인 2015년 수준에 육박했다. 대선을 위한 주요 후보들의 규제 완화 및 공급 확대 기대감도 더해졌다. 하지만 하반기부터 금리인상 및 대출 규제 등 우호적이지 못한 소식들이 이어졌고 특히 정부와 서울시에서 정비시장 규제 완화 움직임을 보이면서 오히려 재건축 중심으로 분양 지연 현상이 나타나고 있다.

이에 상반기 견조한 상승세를 보였던 건설섹터는 유가와 수주 사이의 공백 + 아파트 분양 지연 등으로 인해 연초 랠리 이후 동력이 약화된 모습이다.

### 건설 섹터 주가 추이

(p, 2021.01.04=100)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

### III. 2022년 전망 - 아쉬움이 채워지는 시기

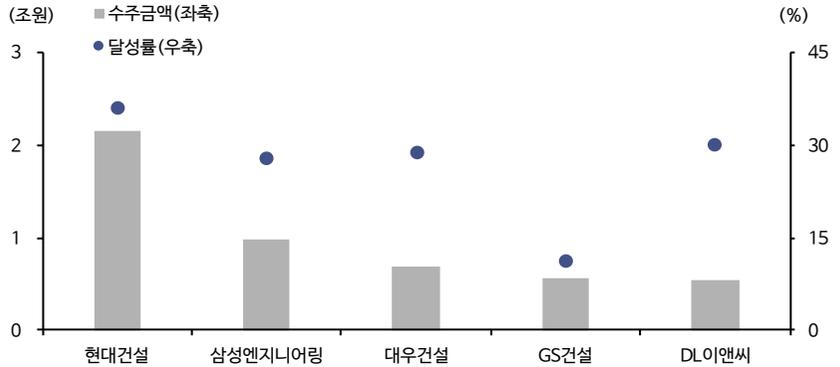
#### (1) 핵심 변수 - ① 해외 발주 환경, ② 분양 재개 시점

##### 해외 - 기다리던 수주는 4Q21부터 시작, 관건은 우호적 수주 환경 지속 여부

3분기까지 해외 수주는 부진하겠지만 4분기부터 본격 반등 기대

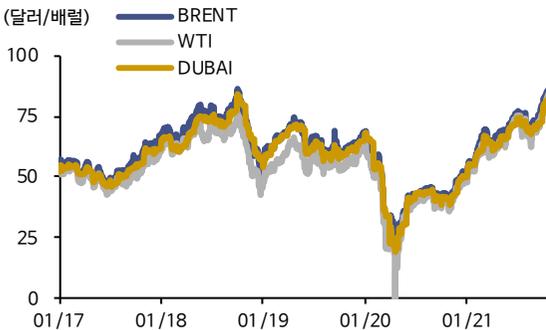
3분기까지 부진했던 해외 수주가 4분기부터 본격화된다. 3분기까지 국내 대형 건설사들은 계획 대비 부진한 수주 실적을 기록했다. 비산유국 중심의 수주가 전년 대비 양호한 결과를 냈지만 비중이 높은 산유국 수주가 부진하면서 계획에 미달하는 모습을 보였다. 하지만 4분기부터 대형 프로젝트 입찰 결과 발표가 줄지어 예정되어 있다. 산유국 발주 특성상 구체적인 일정을 예상하기는 어렵지만 1) 이집트 엘다바윈전(현대건설), 필리핀 남북철도(현대건설), 오만 수처리 잔여분(GS건설) 등 확정적 프로젝트들도 수주가 남아있고, 2) 사우디 자프라(현대건설, 삼성엔지니어링), UAE 하일엔가샤(삼성엔지니어링) 등 대형 현장 수주 결과 발표가 4분기대로 유력하다. 3) 다소 늦어진 현장(사우디 줄루프, 보르주4)들도 내년 상반기 수주 기대감을 높일 전망이다.

#### 1H21 건설사 별 해외 수주 달성률



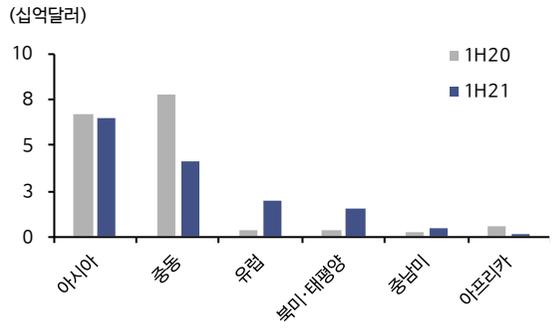
자료: 회사 자료, 신한금융투자

#### 국제 유가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

#### 1H21 국내 건설업 지역별 해외 수주 결과



자료: 해외건설협회, 신한금융투자

커버리지 건설사 해외 수주 파이프라인

건설사명	국가 및 프로젝트	수주 예상 시기	수주금액	건설사명	국가 및 프로젝트	수주 예상 시기	수주금액	
현대건설	필리핀 남북철도	4Q21	20억달러	삼성 엔지니어링	인도네시아 롯데케미칼 라인	4Q21	24억달러	
	이집트 엘다바 원전	4Q21	15억달러		태국PTTGSP-7	4Q21	5억달러	
	사우디 자프라 PKG 3	4Q21	13억달러		사우디 자프라 PKG 2	4Q21	13억달러	
	카타르 병원	4Q21	3억달러		UAE 하일&가샤 PKG 3, 4	4Q21	50억달러	
	이라크 바그다드 철도	4Q21	10억달러		UAE 보르주4	4Q21 ~1Q22	10억달러	
	UAE 보르주4 석유화학단 지 2개 패키지	4Q21 ~1Q22	20억달러		러시아 BGCC	1H22	16억달러	
	사우디 줄루프 가스전	1H22	30억달러		사우디 줄루프 가스전 PKG 1, 2	1H22	30억달러	
	쿠웨이트 슈아이바 항만	1H22	10억달러		요르단 자르카 정유	1H22	10억달러	
	대만 해상풍력	1H22	6억달러		오만 해수 담수화 잔여분 (GS이니마)	4Q21	1.4조원	
대우건설	나이지리아 PHC	2021년	합산 1.2조원	GS건설	호주 NEL	4Q21	2.0조원 이상	
	나이지리아 Notore Fertilizer	4Q21 ~1Q22			필리핀 남북철도 PKG 3개	4Q21 ~1Q22	4~7억달러	
	카타르 North Field LNG	4Q21 ~1Q22			호주 인랜드 레일	4Q21 ~1Q22	1.4조원 이상	
	싱가포르 Cross Island Line CR101	3Q21			3천억원	터키 PDH/PP	1H22	협상 중
						터키 세이안	미정	1.0조원 이상
			싱가포르 CR109	미정	5억달러			

자료: 회사 자료, 신한금융투자

장기적으로 안정적인 유가  
전망으로 산유국 발주는 지  
속적으로 개선 기대

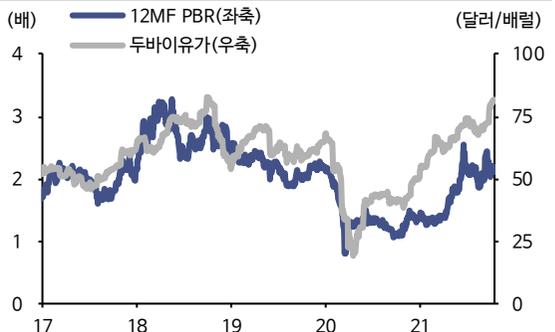
2021년 유가 상승과 함께 산유국 발주가 정상화되는 그림이지만 단기적인 수주 결과보다 산유국 발주가 장기적으로 지속되느냐가 중요하다. 해외 비중이 높은 삼성엔지니어링의 주가가 수주 결과보다 산유국 발주 환경을 대변하는 국제 유가와 상관관계가 깊은 것이 이런 이유다. 따라서 견조한 유가 흐름이 뒷받침이 되고, 국내 건설사의 주요 활동 국가들의 발주 계획이 견조해야한다.

삼성엔지니어링 12MF PBR과 수주 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

삼성엔지니어링 12MF PBR과 수주 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

### 국내 - 주택의 높은 이익 기여도. 분양 정상화 시점이 중요

고마진 주택 실적의 선행지표인 분양이 주가의 키요인

국내 건설사 이익은 대부분 주택/건축 부문에서 나온다. 타 공종 대비 높은 수익성 때문이다. 따라서 선행지표인 분양 결과가 건설사들의 실적과 주가의 핵심요소다. 2020년 GS건설과 대우건설의 주택/건축 부문의 매출총이익은 전체의 88%, 73%였다. 2020년 하반기 두 기업의 주가 수익률이 경쟁사들 대비 우위에 있던 이유도 분양 증가를 통해 향후 이익 성장폭이 클 것으로 기대됐기 때문이다.

정비사업 규제 완화 분위기에 오히려 2021년 아파트 분양은 지연 중

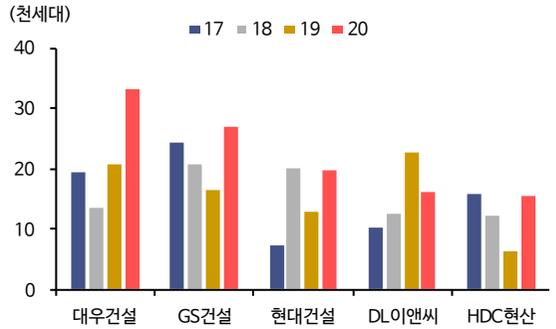
올해 국내 아파트 분양 지연 현상은 아이러니하게 정비사업 규제 완화에 대한 기대감 때문에 발생했다. 지난 7월 국회는 재건축 2년 의무 거주 법안을 폐기했고, 서울시는 2040 서울플랜을 통해 한강변 층고 제한과 안전진단 완화 건의를 계획하고 있다. 정부는 지난 9월 말 HUG의 고분양가 심사제도를 개선했다. 조만간 분양가상한제 개편안 발표도 예정되어 있다. 일련의 규제 완화 움직임이 대선과 맞물리면서 정비사업 규제 완화에 대한 기대감을 키웠다. 올해 분양이 예정되어있던 재건축 현장들이 사업성을 높이기 위해 분양을 미루는 것은 당연한 결과다. 건설사의 아파트 분양 지연 정상화가 필요하다.

#### 대형 건설사 2H20 누적 주가 수익률 추이



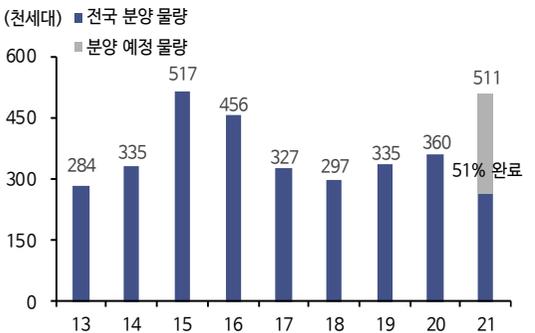
자료: QuantiWise, 신한금융투자

#### 대형 건설사 2017~20년 분양 추이



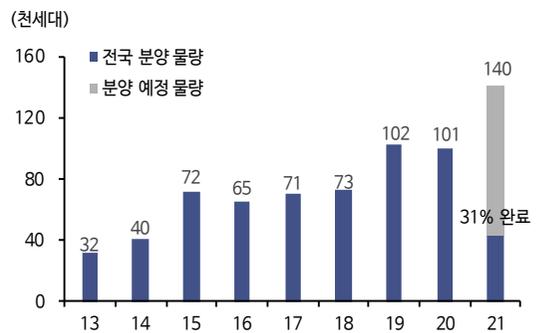
자료: 회사 자료, 신한금융투자

#### 연간 아파트 분양 추이 및 전망



자료: REPS, 신한금융투자

#### 연간 재건축/재개발 분양 추이 및 전망



자료: REPS, 신한금융투자

분양 지연 재건축 현장

기존 현장명	아파트명	기존 분양 계획	지연 분양 시점	시공사	전체 세대 수	일반분양 세대 수	분양 지연 원인
둔촌주공	둔촌올림픽파크 에비뉴포레	2021년 11월	2022년	대우건설, 롯데건설, 현대건설, HDC현산 각 (3,008세대)	12,032	4,786	분양가 산정 지연
신반포 15차	레미안원펨타스	2021년 11월	2022년	삼성물산	641	263	토지 확보 소송 관련 지연
청담 삼익	청담 르엘	2021년 하반기	2022년	롯데건설	1,261	176	분양가 산정 지연 및 오염토 발견
방배 5구역	디에이치방배	2021년 11월	2022년	현대건설	2,796	1,100	코로나19로 총회 일정 지연
잠실진주아파트	잠실진주아파트	2021년 하반기	2022년 상반기	삼성물산(1,547), HDC현산(1,089)	2,636	564	인허가 지연
이문1구역	-	2021년 9월	2022년 상반기	삼성물산	2,904	803	분양가 산정 지연
권선6구역	-	2021년 6월	2022년 상반기	삼성물산, SK에코플랜트, 코오롱글로벌	2,175	1,231	기존 조합장 해임
신반포 4지구	신반포메이플자이	2021년 하반기	2022년 상반기	GS건설	3,329	236	조합의 시유지 매입 지연

자료: 언론 자료, 신한금융투자

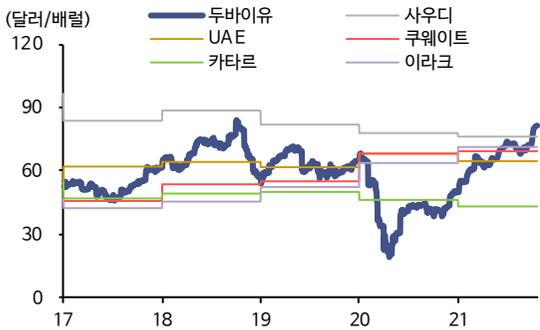
(2) 2022년 전망 - 상반기 해외, 하반기 국내 모멘텀 기대

건조한 유가를 발판으로 해외 발주 환경은 우상향

건조한 유가로 인해 해외 발주 환경은 더 좋아질 것

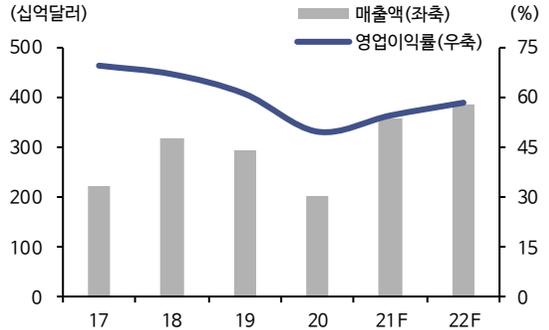
수급에 기반해 유가 흐름이 장기적으로 견조(70달러 내외)할 것으로 예상된다. 주요 산유국들의 재정이 회복되면서 수주 환경은 더 개선될 전망이다. 1) 코로나 19 발생 이전에 있었던 투자 계획들이 재개되고 2) 신재생에너지 관련 투자 수혜까지도 가능하다. 사우디는 최근 비전2030 프로그램을 위해 6.7조달러 규모의 국가투자전략을 발표했다. 신도시 NEOM을 중심으로 2030년까지 전기 생산의 50%를 신재생에너지로 생산할 계획이다. 지난 9월에는 4개의 핵심 부문 역량을 중점으로 22건의 MOU와 1건의 JV계약을 맺었다. 그 중 현대건설과 삼성엔지니어링은 주요 EPC 협력사로 지정되기도 했다.

유가와 주요 산유국 재정수지 균형유가 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

사우디 아람코 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

### 정비사업 분양 지연 현상은 2Q22~3Q22 해소

3월 대선 결과에 따라 분양 지연은 2Q22~3Q22 정상화 예상

분양 정상화를 위해서는 내년 3월에 있을 대선이 관건이 될 전망이다. 분양 정상화 시점은 대선 결과에 따라 2Q22~3Q22로 예상된다. 층고 제한의 경우 서울시 단독 처리가 가능하지만 재건축 주요 규제들은 정부의 공조가 필요하다. 본격적인 규제 완화는 정부의 역할이 결정적이다. 따라서 분양 지연은 대선 불확실성이 해소되는 2Q22~3Q22이 될 전망이다. 규제 완화로 방향이 잡힌다면 구체적인 규제 완화책이 시행될 때까지 분양이 추가적으로 지연될 수 있다. 그렇다 하더라도 정비시장 개화라는 더 큰 호재를 기대할 수 있다. 규제가 이어진다면 미뤄지던 현장들의 분양이 즉각적으로 재개될 전망이다.

재건축 관련 주요 규제					
규제 명칭	관할	관련 법	최근 변화	주요 내용	영향
분양가상한제	국토교통부	주택법	2020년 7월	- 원가에 연동시켜 분양가를 산정 표준건축비와 택지비(감정가) + 가산비를 더해 분양가로 산정하고 그 이하로 분양하도록 함	조합 이익 축소로 인해 민간 재건축 시장 축소
재건축초과이익 환수제	국토교통부	주택법	2018년 1월	- 재건축시 발생하는 이익에 대한 누진 과세 내용: 준공인가와 추진위 설립시 집값에서 정상주택가격 상승분과 개발비용, 3,000만원을 제외한 이익에 대해 누진 과세	조합 이익 축소로 인해 민간 재건축 시장 축소
안전진단 강화	국토교통부	주택법	2018년 2월	- 재건축 첫 관문인 안전진단을 강화 부동산 사업 준비 단계 절차 중 하나인 현지조사 단계에서 공공기관 참여로 안전진단 실시 여부 결정. 결과 점수에 따라 ABCDE등급으로 분류. E등급은 재건축, D 이상 등급은 재건축 필요 타당성 재검토 - 평가 항목 비중 조정: 안전성 가중치 확대	재건축 요건을 강화하여 재건축 가능 단지 제한
층고제한	서울시	서울시 조례	완화 검토 중	- 서울시 일반주거지역 35층, 한강변 15층 층수 제한 - 오세훈 서울시장 '2040 서울플랜'에 층고 제한 삭제/완화 계획 담겨	입주 세대 수 제한으로 사업성 저하

자료: 언론 자료, 신한금융투자

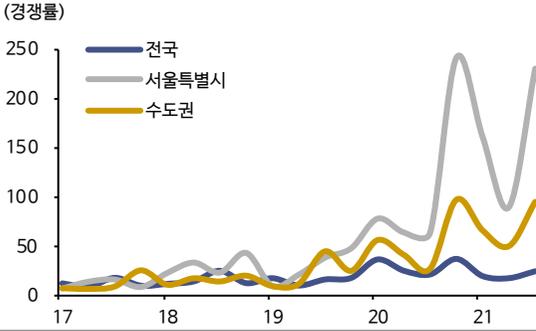
### 3) 기획/위험 요인

#### 기획 요인 - 1) 일반도급 물량이 현재 분양 지연 커버

상승 Cycle 재개 시점/폭을 결정할 핵심 변수는?

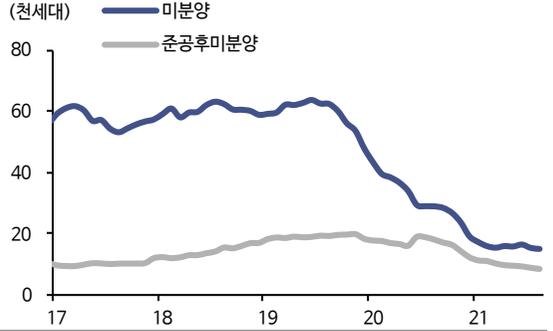
재건축 분양 절벽이 내년 상반기까지 이어지더라도 크게 우려할 필요는 없다. 분양 시장 호황이 지속되고 때문이다. 여전히 청약경쟁률은 높은 수준(1Q21 19:1, 2Q21 17:1, 3Q21 24:1)을 유지하고 있고, 미분양 주택 수는 역대 저점을 갱신 중이다. 분양 호기에 사업을 진행하려는 현장들이 많아지면서 건설사로 일반도급 물량 중심의 일감이 몰려들고 있다. 커버리지 건설사 7곳의 주택/건축 수주는 2019년 상반기 12.7조원에서 2020년 19.8조원(+56%)으로 크게 증가했다. 높은 기저효과에도 2021년 상반기 수주 실적은 전년 대비 10% 증가한 21.7조원을 기록했다. 3분기 추가될 주택/건축 수주는 약 8.0조원(2020년 8.4조원)으로 추정된다. 수주부터 분양(착공)까지 1년 이내의 짧은 시간이 소요되는 일반도급 물량이 정비사업 분양(착공)의 빈자리를 메울 수 있다.

### 청약 경쟁률 추이



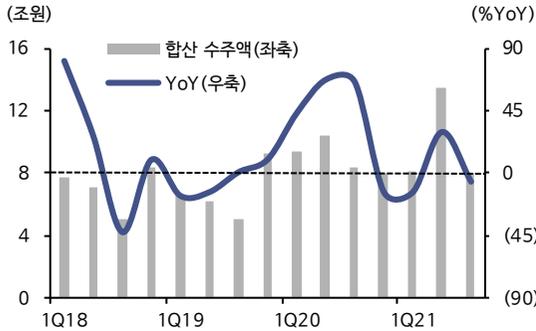
자료: REPS, 신한금융투자

### 전국 미분양 및 준공후 미분양 추이



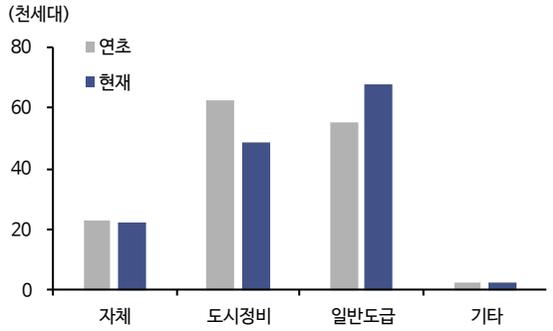
자료: REPS, 신한금융투자

### 커버리지 건설사 분기별 주택/건축 수주 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정  
주: 현대건설, GS건설, 대우건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발, 코오롱글로벌 합산 금액

### 커버리지 건설사 유형별 아파트 분양 계획 변화



자료: 회사 자료, 신한금융투자  
주: 현대건설, GS건설, 대우건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발, 코오롱글로벌 합산 세대 수

## 기획 요인 - 2) 국내외 신재생에너지 투자 수혜

### 국내외 신재생에너지 투자에 대한 EPC 수혜 기대

2020년 국내 건설사들은 과거 풍부한 시공 경험을 통해 해외와 국내 수소 밸류체인 EPC에 참여를 발표했다. 건설사는 풍력 발전, 수전해 및 암모니아 합성, CCUS 등 설비 EPC 형태로 참여한다. 국내외 신재생에너지 EPC 수주 수혜도 가능하다.

현대건설은 국내 해상풍력(지분참여 포함)과 소형 원전, 암모니아 플랜트 건설에 더 적극적으로 참여할 계획이고, 삼성엔지니어링은 R&D, 투자, 파트너십 등을 통해 수소 밸류체인 전과정에서 기술 현실화를 계획 중이다. DL이앤씨는 과거 암모니아 플랜트 시공 경험을 활용하여 해당 공사와 CCUS 수주를 추진 중이다. 코오롱글로벌은 강점을 가지고 있는 육상풍력을 확대하고 지분투자된 풍력단지 내 여분의 전력을 활용해 수소를 생산할 계획이다.

건설사 수소 밸류체인 EPC 참여



자료: 회사 자료, 신한금융투자

공급망 차질 장기화는  
위험 요인

위험 요인 - 제한된 조건하에 분양 시장 위축 가능성

현재 주택 분양 호기는 아파트 공급 우려, 유동성(금리), 분양가 규제 등 여러 조건하에 만들어졌다. 중기적인 공공, 민간 주택 공급 제한 상황에서 지난해 코로나19로 유동성은 풍부해지면서 아파트 가격은 높아졌지만 일반 분양가는 규제를 받으면서 신규 공급 아파트 가격 매력이 높아졌다. 미분양률 제로에 가까운 상황에서 시행사(조합)와 건설사의 이해관계가 맞으면서 공격적인 분양 계획이 가능했다. 현재 분양시장이 악화되는 것을 한두가지 이유로 쉽게 예상할 수는 없지만 분양시장 호황을 이끌었던 조건들의 완화 가능성이 생기고 있다. 분양가 규제가 크게 완화된다면 그동안 급등해온 시중 아파트 가격을 따라 분양가가 오를 것이고 3기 신도시와 함께 주요 규제들이 풀리게 된다면 공급 전망도 개선된다. 하지만 금리 인상과 대출 규제로 인해 자금 조달이 어려워진다면 지방 중심의 분양 시장 분위기 악화 가능성을 완전히 배제할 수는 없다.

건설은 매크로 변수 중 해외보다는 국내 변수에 민감하게 반응한다. 당사 전략팀은 2022년 경기를 향한 핵심 변수로 ① 공급망 교란, ② 재정 정책, ③ 통화 정책, ④ 민간 투자, ⑤ G2 신냉전, ⑥ 정치 이슈(대선) 등 6가지를 선정했다. 다른 변수보다 대선과 통화 및 재정정책 영향을 많이 받을 것으로 예상된다. 매크로 변수에 따른 Best 시나리오는 대선 이후 부동산 규제가 완화되면서 통화 정책 금리 인상 속도가 늦어지고, 재정 정책 확대되는 경우다. Worst 시나리오는 Best 시나리오의 반대 경우다.

2022년 매크로 주요 변수에 따른 건설 업황 전망

매크로	매크로 주요 변수	공급망 교란	재정 정책	통화 정책	민간 투자	G2 신냉전	기타
	기본 가정	3Q22 정상화	확대	점진적 긴축	확대	유지	한국 대선
건설	산업 영향	중립적	긍정적	부정적	긍정적	중립적	긍정적
	산업에 미치는 중요도	낮음	높음	높음	낮음	낮음	매우 높음
	Best 시나리오	-	확대	점진적 긴축	-	-	규제 완화
	Worst 시나리오	-	유지	급진적 긴축	-	-	규제 지속

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2021년 2분기 시멘트와 철근 가격의 급등으로 인해 건설업체들의 수익성 훼손 우려가 생긴 적이 있다. 따라서 국내 건설 대형사인 현대건설 영업이익 추정에 대해 주요 실적 변동 요인인 분양물량과 변동비로 민감도를 분석했다. 2022년 예상 분양물량인 3.0만세대(Q)와 기존 추정 매출에 따른 변동비(C) 가정을 Base 시나리오로 고정하고 변동비가 5%p씩 변화할 때마다 발생하는 영업이익 변화를 민감도로 분석했다.

**Q, C(변동비) 변화에 따른 2022년 현대건설 영업이익 민감도 분석**

(십억원)		분양물량					
Q (연간)	+10%p	3.7%	2,447	1,804	1,161	518	-126
	+5%p	-1.3%	2,441	1,798	1,155	512	-132
	Base	-6.3%	2,435	1,792	1,149	506	-138
	-5%p	-11.3%	2,429	1,786	1,143	500	-144
	-10%p	-16.3%	2,423	1,780	1,137	494	-150
				-4.4%	0.6%	5.6%	10.6%
			-10%p	-5%p	Base	+5%p	+10%p
			C (변동비, 연간)				

자료: 회사 자료, 신한금융투자

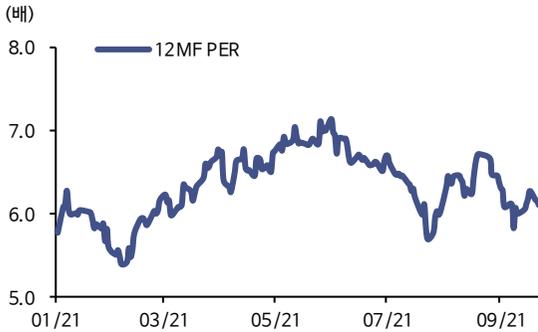
## IV. Top Picks

### 고점대비 20% 가까이 하락한 건설주. 매수 기회

이익 개선에도 모멘텀 약화로 3분기부터 건설 밸류에이션 하락

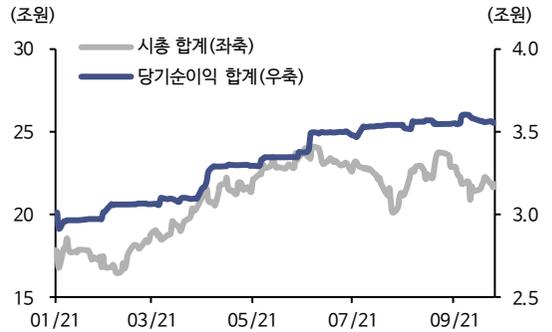
건설 섹터의 밸류에이션은 올해 고점 대비 20% 가까이 하락했다. 현재 커버리지 건설사 합산 12MF PER(컨센서스)은 지난 2분기 고점(7.1배) 대비 14% 가까이 하락한 6.1배다. 2019~20년 늘어난 분양 현장과 해외 대형 수주의 공정 본격화 + 높아진 수익성에 의해 시장의 실적 전망은 높아졌다. 12MF 합산 당기순이익은 연초 대비 20% 이상 증가한 3.6조원이었다. 하지만 앞서 언급한 해외 수주 및 국내 분양 공백에 더해 지방의 미분양, 금리인상과 대출 규제 등의 리스크와 대선 관련 정책 모멘텀 소진 등으로 인해 주가가 하락하면서 밸류에이션 하락이 발생했다.

커버리지 건설사 합산 PER 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

커버리지 건설사 합산 당기순이익, 시가총액 추이



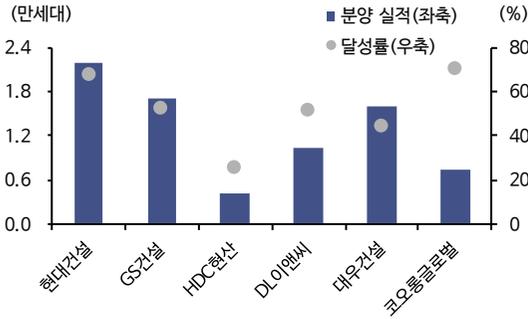
자료: QuantiWise, 신한금융투자

건설 매수 기회. 1분기 해외, 2분기 국내에 높은 비중 두는 전략 추천

하지만 1) 해외는 탄탄한 유가의 뒷받침으로 수주 모멘텀 초기에 접어들었고, 내년에도 양호한 수주 환경이 지속될 전망이다. 2) 분양 지연은 대선 전후로 불확실성이 해소될 전망이다. 2022년은 2021년 있었던 아쉬움이 해소되는 시기가 될 전망이다. 밸류에이션 매력이 높아진 현재가 매수 기회다.

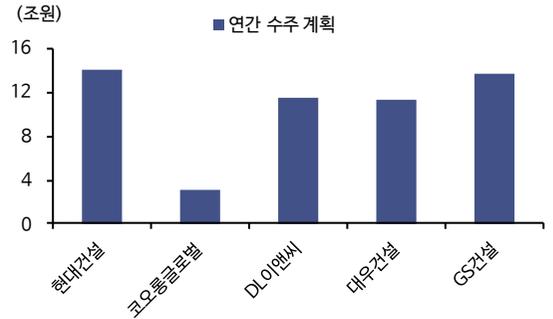
따라서 1분기 해외에 높은 비중을, 2분기부터 국내에 높은 비중을 두는 전략을 추천한다. 현대건설과 GS건설을 최선호주로 제시한다. 현대건설은 견조한 분양 실적(일반 도급으로 정비사업 이연 커버)과 꾸준한 정비사업 수주로 실적 가시성과 성장성이 높고 해외 수주 시장 반등 수혜가 모두 예상된다. GS건설은 다양한 신사업(엘리베이터, 프리캐스트 콘크리트, 폐배터리, 베트남 신도시)이 이르면 4Q21부터 차레대로 실적에 반영될 전망이다. 분양 지연에도 주택 실적 공백 커버가 가능한 수준이다.

### 커버리지 주택 건설사 3분기 누적 분양 실적 추정



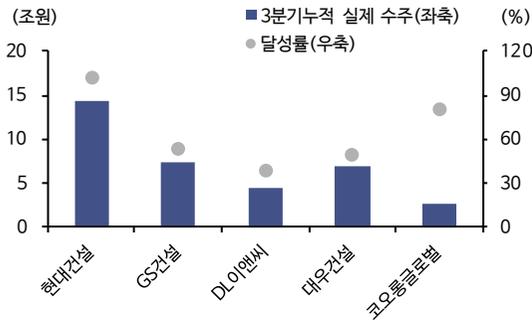
자료: 회사 자료, 신한금융투자

### 커버리지 건설사 2021년 수주계획



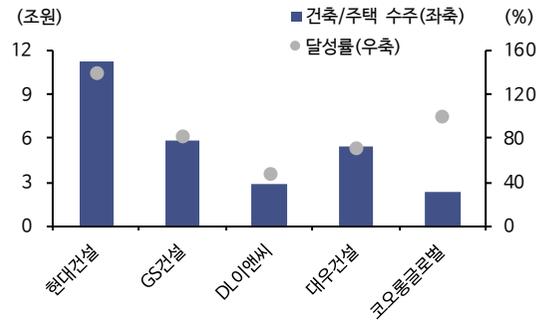
자료: 회사 자료, 신한금융투자

### 커버리지 주택 건설사 3분기 누적 수주 추정치



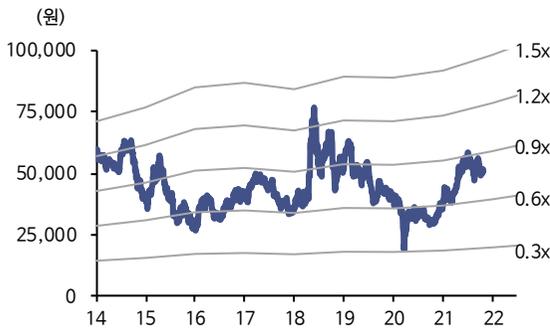
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

### 커버리지 주택 건설사 건축/주택 수주 실적 예상치



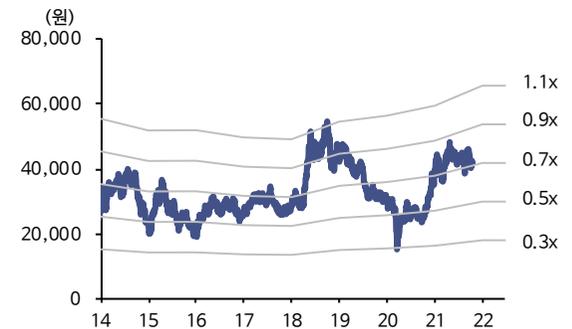
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

### 현대건설 12MF PBR 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

### GS건설 12MF PBR 추이

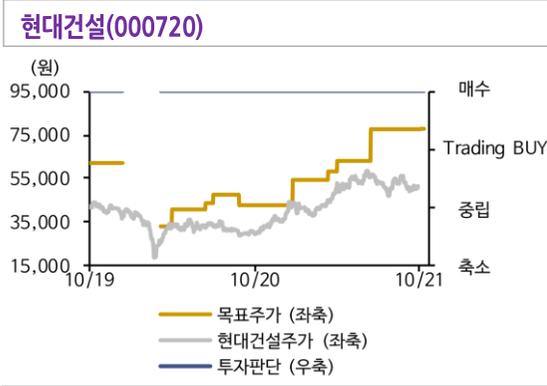


자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

커버리지 기업 목표주가									
(원, 배)		투자의견 (변경여부)	목표주가		타겟 멀티플		21FEPS/BPS		비고
			기존	변경	기존	변경	기존	변경	
Top Picks	현대건설	매수(유지)	78,000	-	1.2	-	61,361	-	BPS기준
	GS건설	매수(유지)	57,000	-	1.0	-	57,496	-	BPS기준
	대우건설	매수(유지)	9,000	-	1.1	-	8,830	-	BPS기준
	삼성엔지니어링	매수(유지)	30,000	-	2.0	-	9,526	-	BPS기준
	HDC현대산업개발	매수(유지)	40,000	-	0.8	-	46,774	-	BPS기준
	코오롱글로벌	매수(유지)	35,000	-	1.2	-	27,692	-	BPS기준
	DL이앤씨	매수(유지)	210,000	-	1.0	-	192,951	-	BPS기준

자료: 신한금융투자 추정

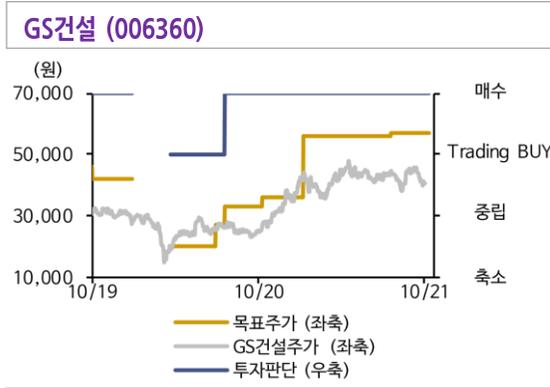
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2019년 10월 14일	매수	62,270	(33.2)	(29.1)
2020년 01월 10일	커버리지제외	-	-	-
2020년 04월 02일	매수	33,081	(7.0)	3.8
2020년 04월 27일	매수	40,865	(18.8)	(11.4)
2020년 07월 10일	매수	43,784	(22.2)	(20.7)
2020년 07월 27일	매수	47,676	(31.9)	(25.4)
2020년 09월 22일	매수	42,811	(21.4)	3.6
2021년 01월 18일	매수	54,486	(24.1)	(19.4)
2021년 04월 06일	매수	58,378	(21.2)	(17.0)
2021년 04월 26일	매수	63,243	(15.4)	(7.4)
2021년 07월 09일	매수	77,838	(32.6)	(26.9)
2021년 10월 26일	매수	78,000	-	-

주: □□주□ □□□ 산□ □□□ □개□ □□

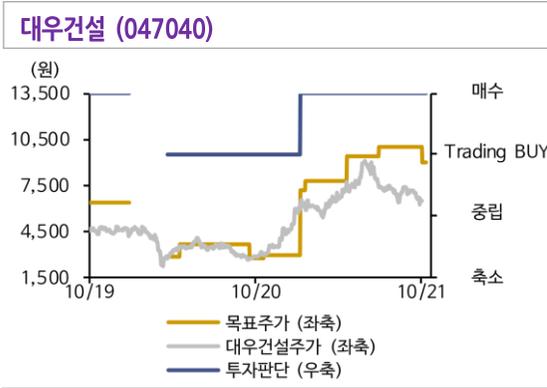
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2019년 07월 19일	매수	46,000	(29.2)	(23.7)
2019년 10월 14일	매수	42,000	(25.7)	(21.9)
2020년 01월 10일	매수	커버리지제외	-	-
2020년 04월 02일	Trading BUY	20,000	26.6	49.0
2020년 07월 10일	Trading BUY	27,000	(0.2)	3.1
2020년 07월 30일	매수	33,000	(22.5)	(14.4)
2020년 10월 20일	매수	36,000	(6.2)	19.3
2021년 01월 18일	매수	56,000	(24.2)	(13.8)
2021년 07월 19일	매수	6개월경과	(21.4)	(20.0)
2021년 07월 29일	매수	57,000	-	-

주: □□주 □□□ 산 □□□ □개 □□

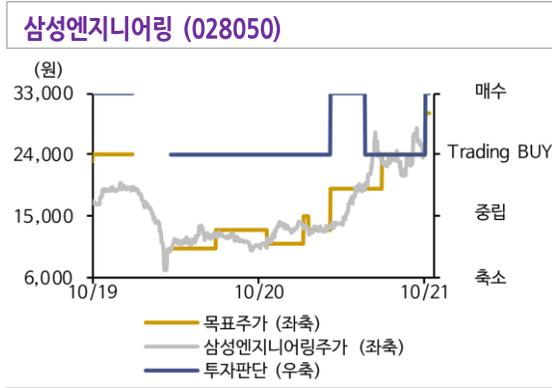
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2019년 10월 01일	매수	6,400	(28.2)	(24.5)
2020년 01월 10일	커버리지제외	-	-	-
2020년 04월 02일	Trading BUY	2,900	11.9	19.5
2020년 04월 29일	Trading BUY	3,700	(7.6)	10.8
2020년 09월 29일	Trading BUY	2,800	6.0	13.9
2020년 10월 30일	Trading BUY	3,000	42.0	101.7
2021년 01월 18일	매수	7,200	(12.1)	(9.2)
2021년 01월 29일	매수	7,800	(18.2)	(1.4)
2021년 04월 30일	매수	9,400	(14.0)	(3.7)
2021년 07월 09일	매수	10,000	(29.4)	(25.5)
2021년 10월 12일	매수	9,000	-	-

주: □□주 □□□ 산 □□□ □개 □□

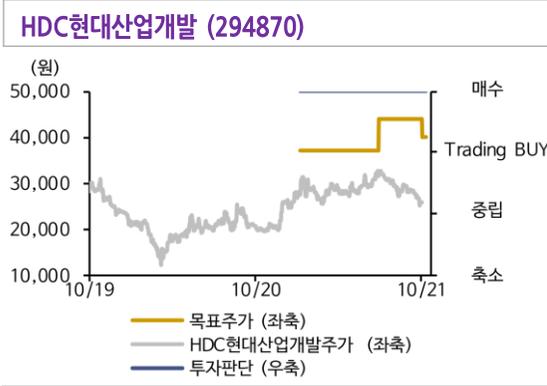
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2019년 07월 01일	매수	23,000	(29.9)	(24.1)
2019년 10월 14일	매수	24,000	(22.5)	(17.1)
2020년 01월 10일	커버리지제외	-	-	-
2020년 04월 02일	Trading BUY	10,300	14.5	32.5
2020년 07월 10일	Trading BUY	13,000	(12.1)	(2.7)
2020년 10월 30일	Trading BUY	11,000	19.6	29.5
2021년 01월 18일	Trading BUY	15,000	(10.7)	(9.3)
2021년 01월 29일	Trading BUY	13,000	0.7	4.6
2021년 03월 18일	매수	19,000	(14.4)	3.9
2021년 06월 02일	Trading BUY	19,000	21.9	43.9
2021년 07월 09일	Trading BUY	24,000	(1.6)	16.7
2021년 10월 12일	매수	30,000	-	-

주: ☐주☐ ☐☐☐ 산☐ ☐☐☐ ☐개☐ ☐☐

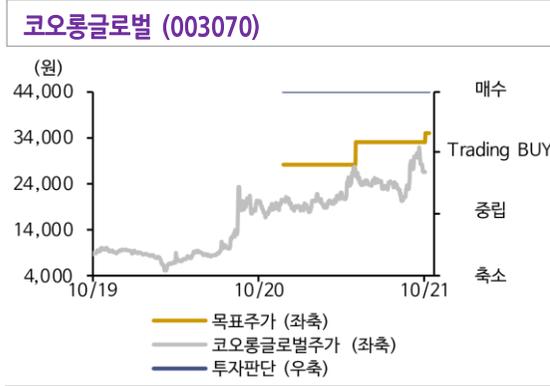
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 18일	매수	37,000	(21.5)	(11.2)
2021년 07월 09일	매수	44,000	(33.2)	(25.3)
2021년 10월 12일	매수	40,000	-	-

주: ₩주 ₩ ₩ 산 ₩ ₩ 개 ₩ ₩

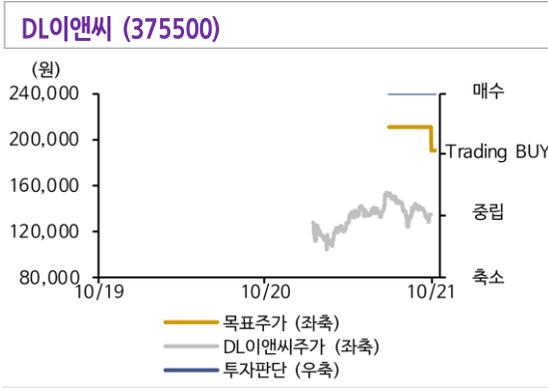
## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 12월 04일	매수	28,000	(26.0)	(0.7)
2021년 05월 12일	매수	33,000	(25.0)	(2.9)
2021년 10월 12일	매수	35,000	-	-

주: ☐주☐ ☐☐☐ 산☐ ☐☐☐ ☐개☐ ☐☐

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 07월 09일	매수	210,000	(33.2)	(27.1)
2021년 10월 12일	매수	190,000	-	-

주: □□주 □□□ 산 □□□ □개 □□

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김현욱, 강윤구)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기회사 DL이앤씨를 기초자산으로 한 주식의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>

### 신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 26일 기준)

매수 (매수)	96.63%	Trading BUY (중립)	0.00%	중립 (중립)	3.37%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------