



2022년 3월 4일 | Equity Research



# 건설 Overweight

## 아파트가 필요해

- | 주택 사업에 주목하는 이유
- | 주택 시장, 우려보다는 기대감이 더 높은 시점
- | Top Pick GS건설, 차선후주 현대건설, DL이앤씨 주목 필요

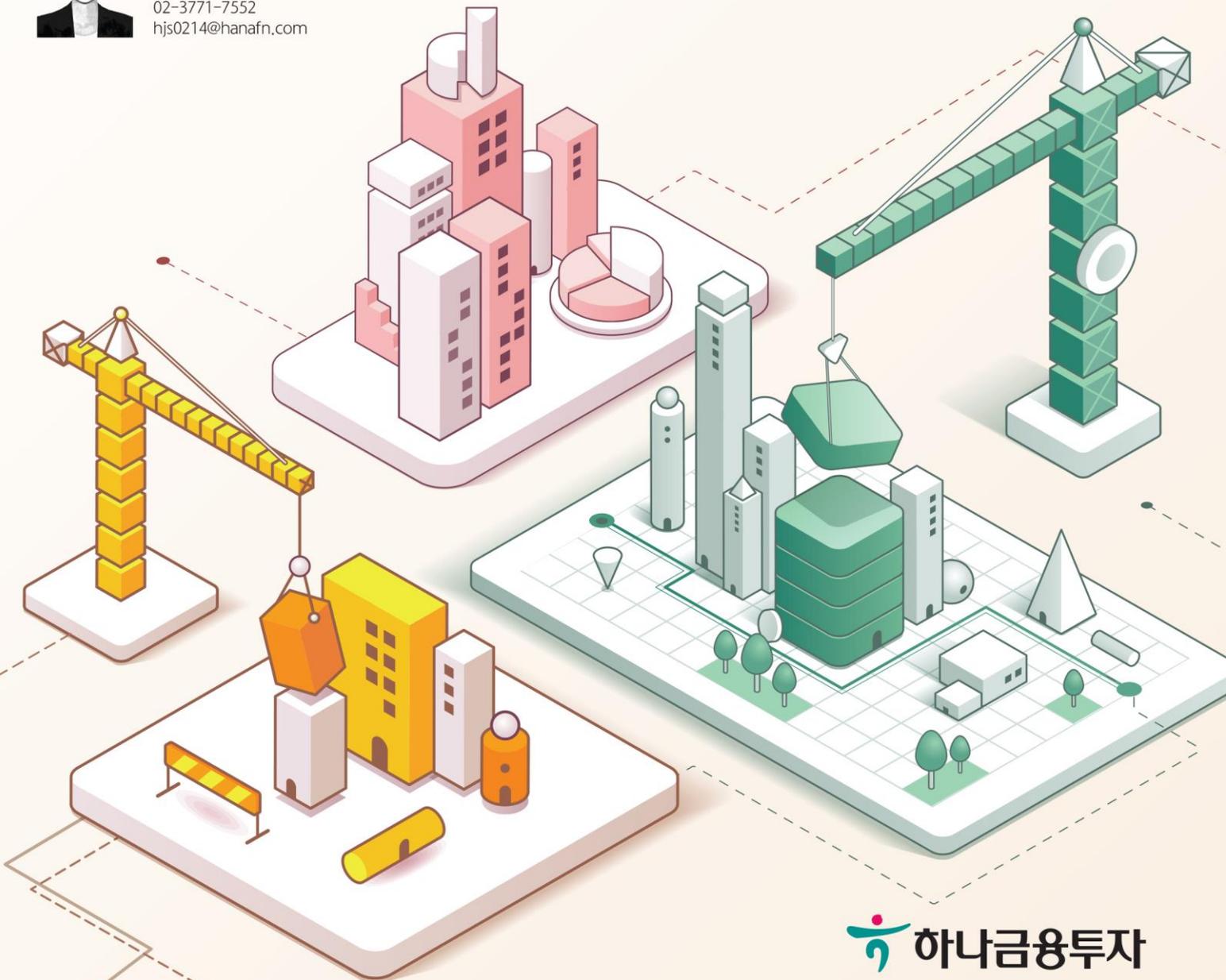
### Initiation

### Top Picks 및 관심종목

GS건설(006360) | BUY(신규) | TP 57,000원(신규) | CP(3월3일) 44,400원  
 현대건설(000720) | BUY(신규) | TP 63,000원(신규) | CP(3월3일) 45,450원  
 DL이앤씨(375500) | BUY(신규) | TP 180,000원(신규) | CP(3월3일) 131,500원  
 대우건설(047040) | BUY(신규) | TP 8,600원(신규) | CP(3월3일) 6,780원



Analyst 서현정  
 02-3771-7552  
 hjs0214@hanafn.com



# CONTENTS

<b>1. 건설, 다시 관심 가져야할 때</b>	<b>3</b>
1) 주택사업에 주목하는 이유	3
2) 우려보다는 기대감이 더 높은 시점	3
<b>2. 양호한 주택시장 주요 지표</b>	<b>6</b>
1) 주택공급 단계별 지표의 종류와 특징	6
2) 주택공급 선행지표가 주는 의미	6
<b>3. 여전히 높은 분양시장 수요</b>	<b>12</b>
1) 미분양: 낮아진 레벨 유지 중	12
2) 청약경쟁률: 높은 수준 유지 중	13
3) 높은 초기계약률	16
4) 근본적인 주택수요는?	17
<b>4. 공급측면의 분양시장</b>	<b>18</b>
1) 주택분양: 2022년 40만호(YoY 2%) 전망	18
2) 재건축/재개발 활성화 기대감	20
3) 정책적 요인: 플러스 알파 가능성	28
<b>5. 대형사 주택 시장 점유율 확대 지속</b>	<b>30</b>
<b>6. Top Pick: GS건설, 현대건설/DL이앤씨 주목 필요</b>	<b>38</b>
<b>Top Pick 및 관심종목</b>	<b>40</b>
GS건설 (006360)	41
현대건설 (000720)	44
DL이앤씨 (375500)	47
대우건설 (047040)	50

## 아파트가 필요해

### 주택 사업에 주목하는 이유

종합 건설사 합산 건축/주택 매출이 차지하는 비중은 60%, 이익기여도는 77%에 달할 전망이다. 2022년 대형 주택 4사의 합산 분양은 전년대비 29% 증가한 14.4만호를 기록할 전망이며, 이는 2024년까지의 외형 및 이익 성장으로 이어질 전망이다.

### 주택 시장, 우려보다는 기대감이 더 높은 시점

연초 이후 원자재 가격 상승 및 안전 관련 비용 증가 등 원가 상승 부담이 커진 가운데, 아파트매매거래량 급감과 대출 규제, 그리고 대선이라는 정책적 불확실성까지 추가되며 업황 변동성이 확대되었다. 하지만, ① 분양시장의 높은 수요가 지속되는 가운데 ② 공급측면에서도 우호적인 환경이 조성되고 있다. 역대급 수주 실적 기반 기준에 확보한 사업들의 인허가 및 착공 속도가 빨라질 전망이다. 재건축/재개발 물량까지 추가적으로 늘어날 가능성이 높다. 여기에 대선 이후 정책적 기대감까지 반영될 수 있는 구간이다. ③ 실적측면에서는 분양과 착공 실적 기반 견조한 매출과 이익 성장이 예상된다.

### Top Pick GS건설, 차선호 현대건설/ DL이앤씨

주택 공급 및 실적 개선이 동시에 진행되는 현재, 대형 주택 건설사 중심 비중확대가 유효하다. 주택 매출 비중이 가장 높고 주택 정비 사업에 경쟁력을 가진 GS건설(TP 5.7만원)을 Top Pick으로 제시한다. 올해 2.7만 세대의 주택공급 수준을 유지할 전망이며, 작년에 이연된 물량이 추가적으로 더해질 가능성이 가장 높다. 현대건설(TP 6.3만원)을 차선호주로 제시한다. 압도적인 주택 수주 감안 시 공급물량 증가와 주택 부문 성장폭이 클 것으로 추정한다. 마지막으로 DL이앤씨(TP 18만원)는 수주잔고와 매출 반등 폭 대비 여전히 여유있는 밸류에이션이다.

Initiation

## Overweight(신규)

### Top pick 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(3월3일)
GS건설(006360)	BUY(신규)	57,000원(신규)	44,400원
현대건설(000720)	BUY(신규)	63,000원(신규)	45,450원
DL이앤씨(375500)	BUY(신규)	180,000원(신규)	131,500원
대우건설(047040)	BUY(신규)	8,600원(신규)	6,780원



Analyst 서연정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

# 1. 건설, 다시 관심 가져야할 때

## 1) 주택사업에 주목하는 이유

건축/주택 매출이 차지하는 비중 60%, 이익 기준 77%

현재 주요 대형 건설사 4사의 연결 매출에서 건축/주택 매출이 차지하는 비중은 2010년 초반 20%였으나 2021년 기준 60%로 급격히 증가했다. 이는 주택 공급 증가로 인한 주택 매출 증가와 해외 매출 감소가 동시에 일어난 결과다.

2010년대 초반 중동 플랜트를 중심으로 호황기를 맞이했던 국내 건설업은 해외 발 Big Bath를 거치면서 국내 주택 중심으로 완전히 변모했다. 이후 2014년부터 주택경기가 회복세를 보이면서 건설사의 국내부문 매출과 수주 비중 모두 확대되었다.

현재 대부분의 건설사들은 5~6년의 기간에 걸쳐 해외 부실 잔고를 해소한 상황이며, 이에 해외 사업 이익기여도는 한층 낮아진 상황이다. 반면, 대형 건설사 4사 합산 수주잔액에서 주택 사업이 차지하는 비중은 65%에 달한다. 이는 향후 발생한 매출에서 주택 부문이 차지하는 비중이 확대될 것임을 의미한다. 국내 주택사업의 양호한 원가율을 감안 시 2022년 건축/주택의 이익기여도는 77%를 기록할 전망이다.

## 2) 우려보다는 기대감이 더 높은 시점

2022년 건설업은 주택공급 및 실적이 동반 개선되는 구간에 진입

건설업에 대한 기대와 우려가 혼재하고 있다. 우려점은 크게 두 가지다. 첫번째는 원자재 가격 상승 및 안전관련 비용 증가 등 원가 상승 요인이 존재한다는 점이다. 이에 양호한 수익성을 기록했던 주택 부문 마진 하락 우려이다. 두 번째는 분양시장 호황이 지속될 수 있는지에 대한 우려다. 미분양 주택이 전년도 9월부터 4개월 연속 증가 추세에 있다. '분양 완판', '로또 분양'이라는 강렬했던 모멘텀이 둔화되며 분양 시장 침체 우려가 제기되고 있다. 여기에 아파트매매거래량 급감과 대출 규제, 그리고 대선이라는 정책적 불확실성까지 추가되며 건설 업황에 대한 변동성이 더욱 확대되었다.

실적 및 분양 가이던스 보수적 수치, 추가적으로 상향 가능성 높음

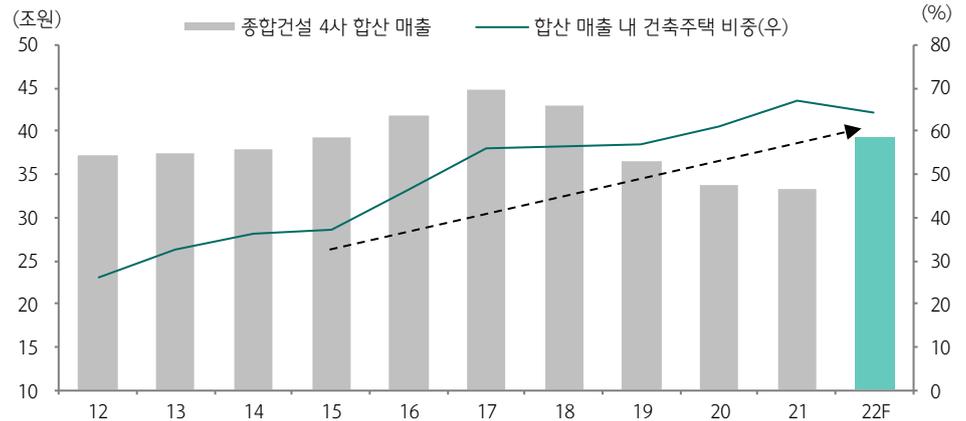
하지만 우려보다는 기대감이 더 높은 시점이라고 판단한다. 올해 건설사들의 제시한 가이던스는 이미 이러한 인플레이션 상승 영향을 반영한 보수적 수치라고 판단하며, 분양 가이던스의 경우에도 추가적으로 상향될 가능성이 높다.

주택 건설사 중심 '비중확대' 유효

여전히 분양시장의 높은 수요가 지속되는 가운데 공급측면에서도 우호적인 분위기로 점차 개선될 것으로 판단한다. 재건축/재개발 이연 물량 추가뿐만 아니라 일반 도급 물량까지 늘어나고 있다. 여기에 대선이라는 정책 기대감까지 반영될 수 있는 구간이다. 실적측면에서는 지난 2년간 건설사들의 적극적인 분양과 착공 실적 기반 매출액과 이익의 동반 성장이 예상된다. 중장기적으로 주택 업황은 개선될 것으로 기대하며, 특히 주택 시장은 높은 브랜드 가치를 가진 대형 건설사 중심으로 지속 상승할 것으로 전망한다. 주택 공급 및 실적이 동반 개선되는 구간인 현재, 주택 건설사 중심 비중확대가 유효한 시점이다.

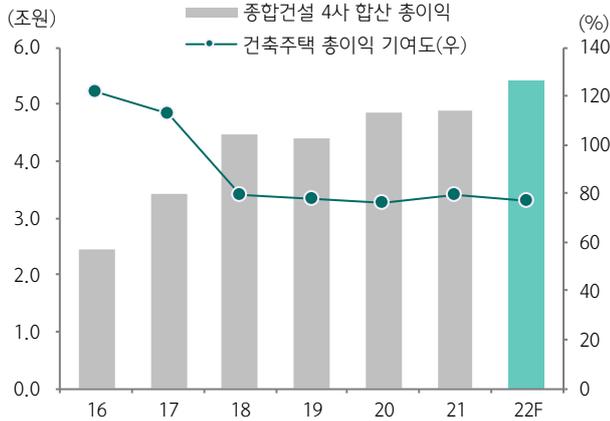
그림 1. 4사 합산 매출 중 건축/주택사업이 차지하는 비중 추이 및 전망

2010년대 초반 종합건설 4사  
합산 매출 중 건축/주택 비중은  
20%대에 불과했으나  
현재는 60% 이상



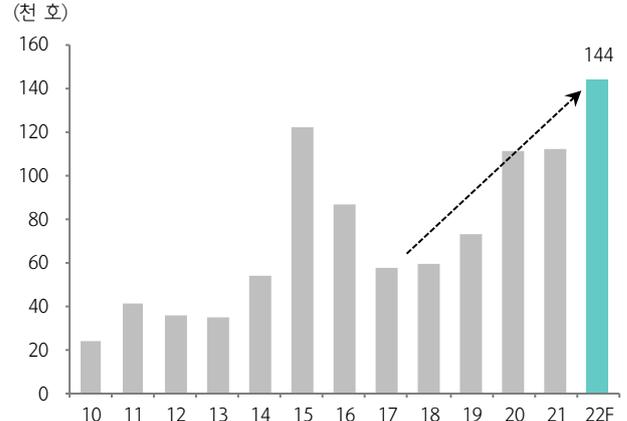
주: 종합건설 4사(현대건설/GS건설/DLI앤씨/대우건설)  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 종합건설 4사 매출총이익



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. 2022년 커버리지 4사 합산 분양 추이



주: 각 사 자회사 포함 연결기준  
자료: 각 사, REPS, 하나금융투자

그림 4. 코스피 건설업 밸류에이션 및 할인율 추이

건설업지수 PBR 0.60배에 불과,  
코스피 대비 할인폭 45%

신규분양 성과와 실적 성장 감안 시  
여전히 저평가 구간



자료: Quantwise, 하나금융투자

## 2. 양호한 주택시장 주요 지표

### 1) 주택공급 단계별 지표의 종류와 특징

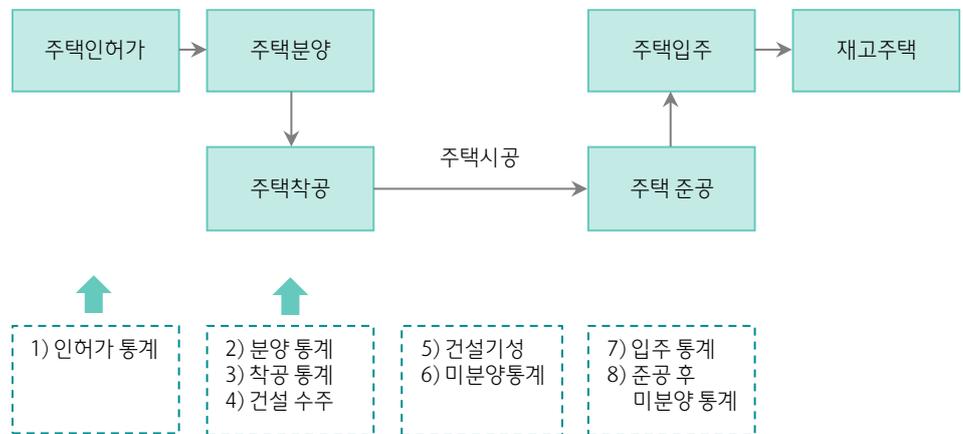
연초 목표치 대비 부진했던 신규 주택공급은 작년 하반기부터 건설업종 주가 부진의 주요 원인으로 작용했다. 하지만 올해는 다시금 분양 실적의 회복이 이뤄질 것으로 기대한다. 신규 주택 공급 여건은 여전히 양호하다고 판단한다. 그 이유는 세 가지다. 첫 번째는 주택시장 주요 지표의 개선이다.

신규공급 주택시장의 핵심지표와 주택공급 체계는 <그림 5>와 같다.

먼저 선행지표인 신규주택인허가는 주택건설을 위해 시도지사 또는 국토교통부로부터 신고 및 승인받은 호수를 의미한다. 이렇게 사업승인을 받은 주택공급계획은 이후 입주자모집공고를 통해 실제 분양을 하게 되고, 분양과 함께 착공을 시작한다. 이후 약 2년~2.5년의 공사 기간을 거쳐 입주시기에 이르며, 지자체로부터 준공승인을 받고 입주가 시작된다. 분양시기 이후의 미분양 주택에 대해서는 미분양통계가, 준공 이후의 미분양은 준공후 미분양으로 남게된다.

그림 5. 신규주택시장 핵심지표와 주택공급 절차

신규분양시장의 흐름과 주요 지표



자료: 하나금융투자

## 2) 주택공급 선행지표가 주는 의미

### (1) 2021년 건설 수주 212조원(YoY 9%), 역대 최고치 기록

국내 업황과 가장 상관관계가 높은  
국내 건설수주

국내 건설업황과 가장 상관관계가 높은 국내 건설수주액을 먼저 살펴보면, 2021년 건설 수주는 전년대비 9% 성장한 212조원을 기록하며 역대 최대 수준을 기록했다.

공종별로 보면, 주거용 건축 10% 감소, 반면 비주거용 건축 33% 증가

수주를 공종별로 나눠보면 i) 주거용 건축 83조원(YoY -10%), ii) 비주거용 건축 75조원(YoY 33%), iii) 토목 54조원(YoY 20%)을 기록했다. 2020년 역대급 수주를 기록했던 주택 부문의 경우 5월부터 감소세를 지속했으나, 반면 토목과 비주거용 건축 수주는 증가했다. 특히 비주거용 건축부문의 경우 전년동기대비 33% 증가하면서 전체 건설수주 실적을 견인하였다. 비주거용 건축의 경우 물류센터, 사무실, 점포 등의 건축 수요가 증가한 영향이 크다. 주거용 건축 수주는 도시정비 수주 감소폭이 컸던 것으로 파악된다.

2022년에도 21년에 이어 역대급 수주 전망

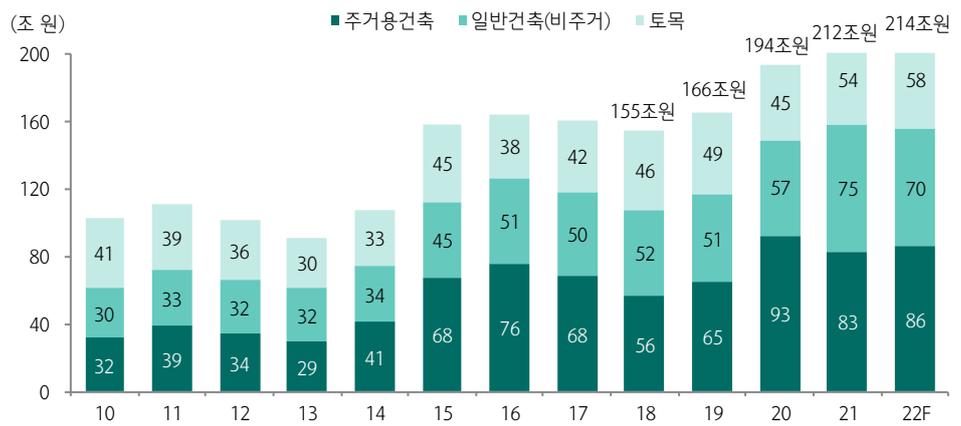
2022년 건설수주는 2021년 대비 0.9% 증가한 214조원 수준을 전망하는데, i) 토목 발주가 공공을 중심으로 증가할 것으로 보고(정부 SOC 예산안은 28조원으로 역대 최대 규모) ii) 주거용 건축 수주 또한 정부의 주택 공급 확대 정책에 힘입어 회복할 것으로 보고 있다.

수주 증가는 업종 외형성장 사이클의 장기화를 의미

특히, 전체 건설수주의 40%로 가장 큰 비중을 차지하는 주거용 수주액이 2020년을 기점으로 감소하는 추세이나, 부정적으로 볼 필요는 없다. i) 높은 베이스 부담에도 불구하고, ii) 여전히 절대금액 수준으로 주택 호황기였던 2007년 58조원과 2016년 76조원의 기록을 깨는 것이며, iii) 감소한 주 요인은 재건축/재개발 수주가 전년대비 감소한 영향이 크다. 올해 전년도에 미뤄졌던 도시정비사업 활성화가 더해진다면 주택 수주는 추가적으로 늘어날 가능성도 존재한다. 2019년과 20년 주거용 수주가 역대급으로 높았기 때문에 2022년부터는 기존에 확보한 사업들의 인허가 및 분양 속도가 가파라질 것으로 전망한다.

그림 6. 국내 공종별 건설수주 추이

2021년 국내건설수주 212조원 기록,  
2년 연속 사상 최대치 기록



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

## (2) 인허가 지표 6년만에 상승 반전

주택 공급 선행지표로는  
주택 인허가와 착공이 대표적

건설수주와 더불어 선행지표로 인식되는 주거용 건축 인허가 물량은 2015년 이후 5년 연속 감소하는 흐름을 보였지만, 2021년 6년만에 증가세로 반등했다. 주택 인허가 실적은 2017년 65만호에서 2018년 55만호, 2019년 49만호, 2020년 46만호까지 축소되었다. 하지만 2021년 주거용 건축 인허가 물량은 54만 5,412호로 전년 동기 대비 19% 증가했다.

2021년 인허가 실적 54만호  
(YoY 19%) 기록, 6년만에 반등

수도권은 29만 1,348호로 전년과 비교해 15% 증가했고, 지방은 25만 4,064호로 24% 늘어났다. 특히 서울의 인허가 물량은 8만 3,260호로 전년보다 43%나 증가했다. 인허가 물량 중 아파트는 42.3만호로 YoY 20% 늘었고, 서울의 아파트 인허가 물량은 5.4만호로 전년동기대비 77% 급증했다.

인허가 실적은 3~5년뒤 입주물량을  
가늠하는 지표, 인허가 지표 개선으로  
2022년 공급지표 대폭 개선 전망

2020년 주택 수주가 역대급으로 좋았음에도 불구하고 인허가 물량은 여전히 과거 10년 평균 수준이기 때문에 인허가 물량은 향후 더 늘어날 가능성이 높다. 인허가 물량이 증가세로 전환되면서 신규 착공이 더욱 늘어날 가능성 또한 확대되었다.

현 인허가 증가는 주로 수도권 중심으로 나타나고 있고, 특히 서울은 두 배 이상 증가했다. 풍부한 공공택지 지정 실적 및 도심 복합사업 추진 등으로 올해에도 인허가 증가세가 지속되는 등 중장기 인허가 여건은 양호할 것으로 전망된다.

## (3) 동시에 착공물량 증가

건축 허가면적과 착공면적 동시에  
증가

2021년 주택착공은 58만 3,737가구를 기록하며 2020년 대비 11% 증가했다. 수도권은 30만호, 지방은 28.4만호로 각각 7.8%, 14.4% 증가했다. 유형별로는 아파트가 47.3만호로 전년 대비 12% 증가했다.

인허가와 착공 실적이 모두 증가하며 중장기 공급 확대가 전망된다. 통상적으로 인허가는 주택 착공의 6개월~1년 선행지표로, 인허가 이후 착공이 시작되는게 보편적이다. 하지만, 주택 경기 상황에 따라 인허가와 착공 실적의 차이가 발생할 수 있다.

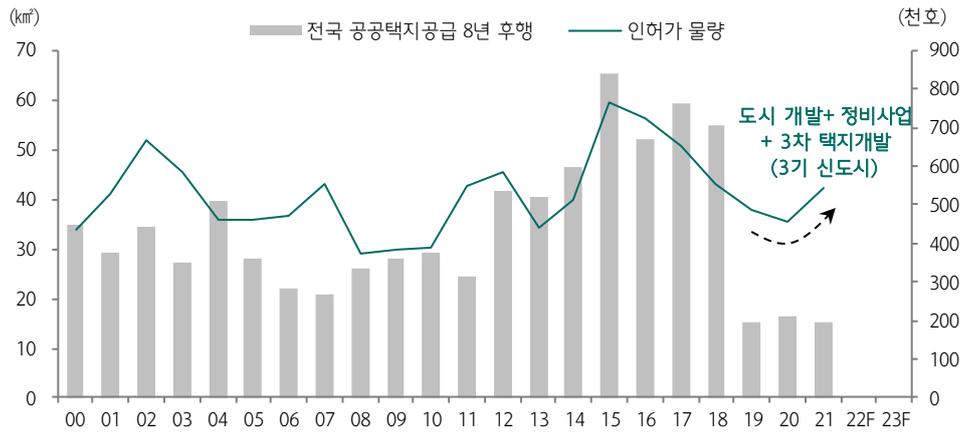
주택 착공은 2018년부터 반등,  
공급 증가 긍정적 신호

2020년까지 건축 인허가와 착공 실적을 비교해보면 2020년 주택 인허가는 감소한 반면, 주택 착공은 2018년 이후부터 증가 추세를 나타냈다. 이렇게 인허가의 감소에도 불구하고, 착공 지표가 증가했던 요인은 i) 주택 미분양이 급감하는 상황에서, ii) 역대급 분양시장으로 인해, iii) 잔존 인허가 물량이 그대로 착공으로 연결된 것으로 추정할 수 있다. 건설사업자는 이미 취득한 주택인허가물량을 중심으로 주택시장 호황기에 대량으로 공급하는 경향이 있는데, 우호적인 분양시장 덕분에 시행사 및 건설사의 신규 공급 의지가 어느 때보다 높아졌다고 볼 수 있다.

그림 7. 국내 택지공급과 인허가 물량 추이

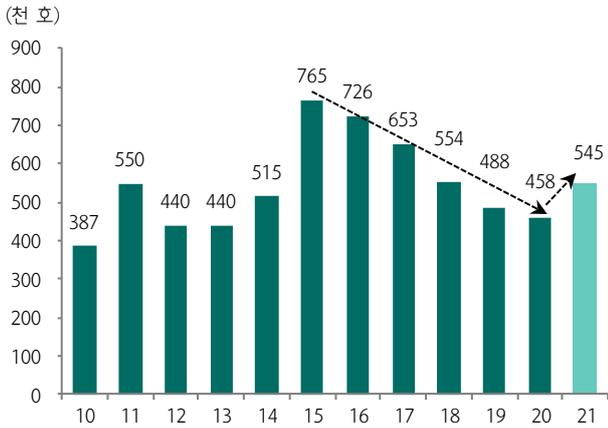
2010년을 기점으로 택지공급 축소,  
택지공급과 8년 후행하는 인허가  
물량 역시 감소

2021년 기점으로 인허가 물량  
증가세로 전환



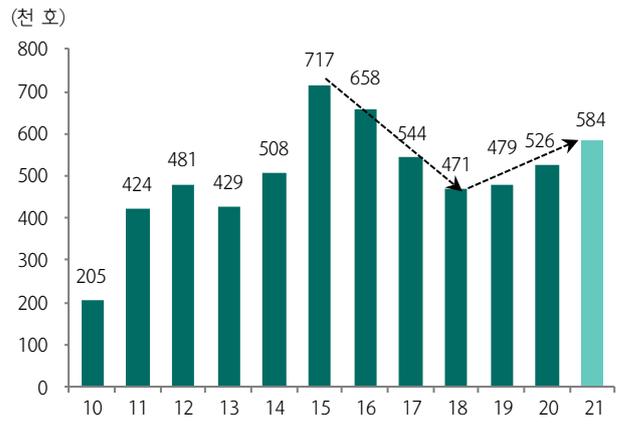
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 8. 연도별 주택 인허가 추이



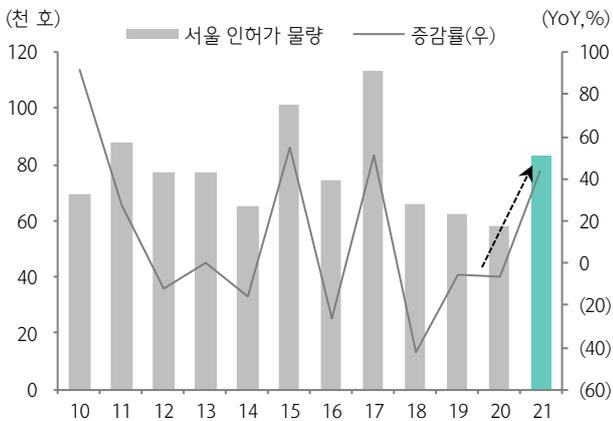
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 9. 연도별 주택 착공 추이



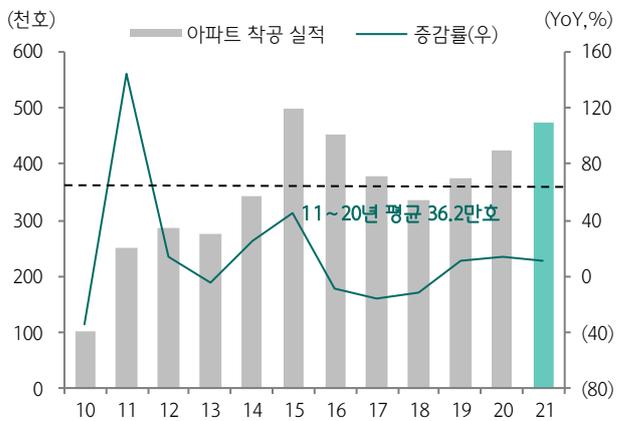
자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 10. 특히 서울 인허가 급증



자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 11. 아파트 착공실적 큰 폭 증가



자료: 국토교통부, 하나금융투자

#### (4) 반면, 실제 공급 체감 지표인 입주물량 감소

##### 2021년 아파트 입주물량 6년새 최저

입주물량은 실질적으로 주거에 대한 물량 해소시키는 역할

입주물량은 실질적으로 공급되는 양을 좀 더 정확히 파악할 수 있는 지표이다. 입주는 수요자가 실제 주택에 들어가는 것이기에 실질적으로 주거에 대한 물량을 해소시키는 역할을 한다.

21년 입주물량 28만가구, 서울은 3.3만 가구에 불과

지난해 인허가와 착공 물량은 전년 대비 늘었지만 실제 공급 체감 지표인 입주 물량은 감소했다. 2021년 전국 아파트 입주물량은 28.4만가구로 2015년 27.9만가구 이후 6년 새 가장 적은 물량을 기록했다. 서울을 포함한 수도권에서 입주하는 아파트가 줄어든 영향이 컸다. 수도권 입주물량은 16.3만가구로 20년 대비해서 15% 감소했으나, 반면 지방의 경우 대구와 세종에서 각각 1,631가구, 2,013가구가 늘었다.

##### 2022년 입주물량 소폭 증가하나, 지역별 차별화 발생

수도권 입주물량 인천 제외 모두 감소

2022년 전국 아파트 입주물량은 31.8만호로 전년대비 12% 증가할 전망이다. 하지만, 문제는 입주물량이 의미 있게 증가하지 않는다는 것이다. 수도권에서는 인천의 입주 물량이 역대 최고치인 37,907호로 전년대비 97%가 증가한다. 경기도는 21년 대비 1% 늘어난 111,669세대가 입주할 예정이다. 반면, 서울 입주 세대는 22년에는 21,201호로 35%으로 큰 폭 감소할 예정이다. 수도권 전체로는 인천을 제외하고는 입주물량이 감소하는 추세이며, 서울의 경우 근 10년래 최저 입주물량을 기록할 전망이다. 인천에서 입주물량이 증가하지만, 인천에서의 물량으로 서울과 경기도에서의 수도권 수요를 모두 흡수하기는 힘들다는 판단이다. 단기적으로 입주 공백은 불가피하다고 판단하며, 2~3년 내의 공급 우려로 주거 물량은 늘어날 수 밖에 없는 구조이다.

다만, 지방의 경우 일부지역은 공급과잉 우려 존재

지역별 차별화는 나타나고 있는데, 2022년 입주물량이 의미 있게 증가하는 지역은 대구와 광주광역시다.

##### 단기적인 입주공백 불가피, 주택공급에 대한 유인 지속 높음

2024년 서울 입주 '3분의 1' 토막

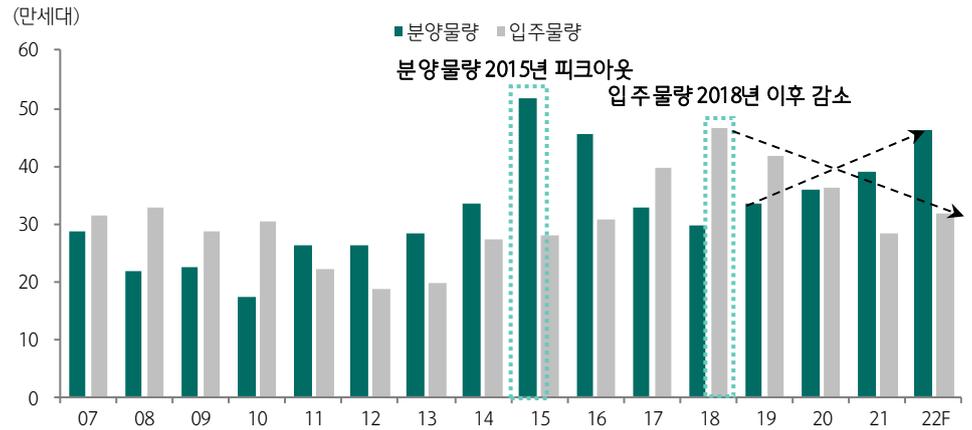
2020년부터 본격적으로 증가했던 분양물량이 2.5년의 공사 기간을 거쳐 실제 입주 공급으로 들어오는 시기는 빨라도 2023년이 될 것으로 보인다. 정부가 2020년도부터 공급 선회 정책으로 돌아섰지만, 3기 신도시 입주는 아무리 빨라도 2027년 이후가 될 것으로 보이며 2.4 공급대책에서 내놓은 주택공급계획은 부지확보 기준으로 실제 준공이 되고 입주로 연결 되기까지는 오랜 시간이 소요될 것으로 예상된다.

2022년의 분양실적이 2024년 입주물량 결정

서울의 경우 2023년은 둔촌 주공의 1만 2,000세대 입주로 그나마 입주물량이 소폭 증가하지만, 2024년의 입주물량 확보를 위해서는 무엇보다 2022년 분양실적이 중요한 상황이다.

그림 12. 분양물량과 입주물량 추이

2018~20년 분양물량 감소는  
3년 뒤인 2021~23년 입주물량  
감소로 연결



주: 2022년 분양 및 입주물량 예상치  
자료: REPS, 하나금융투자

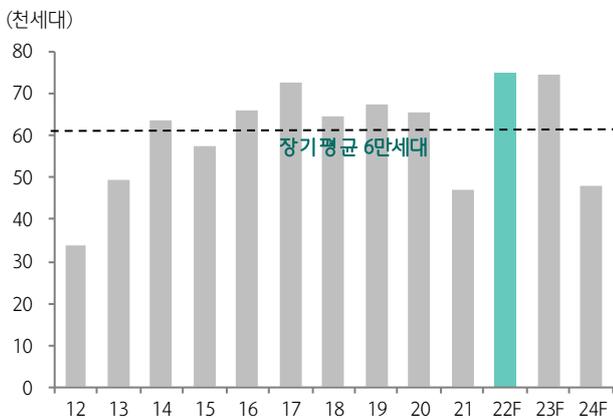
그림 13. 수도권 아파트 입주물량

2022년 수도권에서는 인천 제외  
입주물량 감소,  
특히 서울 입주물량 10년래  
최저치 수준



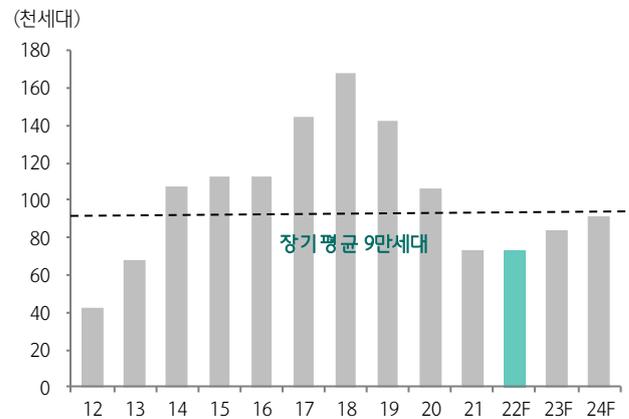
자료: REPS, 하나금융투자

그림 14. 5대 광역시 입주물량



자료: REPS, 하나금융투자

그림 15. 지방 입주물량



자료: REPS, 하나금융투자

### 3. 여전히 높은 분양시장 수요

#### 1) 미분양: 낮아진 레벨 유지 중

##### 미분양 절대적 레벨 여전히 낮음

주택 공급 여건이 여전히 양호하다고 판단하는 두 번째 이유는 여전히 높은 분양시장의 수요 때문이다. 시장의 수요가 강하다고 볼 수 있는 근거 중 하나는 낮은 미분양 때문이다. 미분양은 주택시장에서 나타날 수 있는 가장 큰 리스크 요인 중 하나다. 미분양의 발생하면 시행자는 분양가를 낮추는 할인분양등의 방법을 동원해 미분양 재고를 해소해야 한다.

##### 주거 선호도가 높은 수도권과 서울은 여전히 미분양 물량 낮음, 수요가 꺾였다고 보기는 어려움

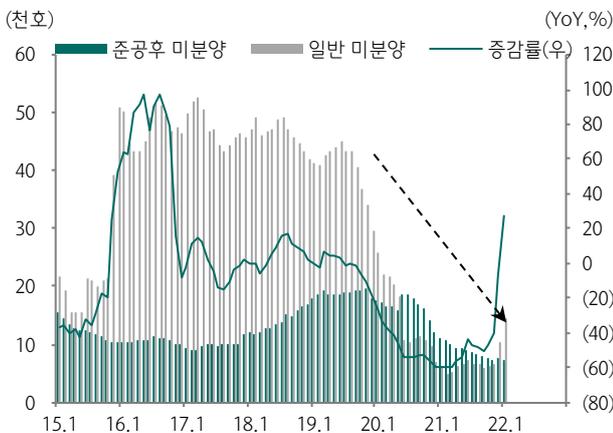
1월 미분양 주택이 21,727호로 전월대비 23% 증가하며 4개월 연속 늘어나는 추세다. 이에, 미분양 리스크가 제기되고 있다. 하지만 우려할 만한 수준은 아니라고 판단한다. 지방 미분양 물량이 2만 402호로 증가세를 주도했지만, 주거 선호도가 높은 수도권은 1,325호, 서울은 47호 밖에 안된다.

- i) 일부 지역에서의 미분양 증가는 나타나고 있지만, 분양가상한제가 적용되지 않은 지방 중심으로 미분양이 나오고 있고(분양가)매매가 상승,
- ii) 대출규제 등으로 거래량 자체가 줄어들었기 때문이라는 판단이다. 과거와 비교시 미분양 수는 여전히 역대 최저치를 기록하고 있다.

##### 지금도 미분양이 증가할만한 악성 매물이 공급되는 상황이 아님

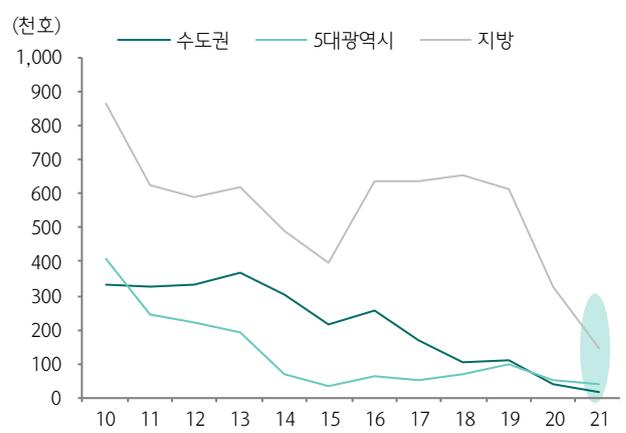
악성으로 분류되는 준공 후 미분양 세대 수 역시 낮은 수치를 이어가고 있다. 보통은 신규분양이 증가하고, 대규모 분양이 지속되게 되면 미분양 물량이 누적해서 쌓이게 된다. 분양물량이 2018년을 저점으로 19~21년 증가했음에도 불구하고 미분양 물량은 지속적으로 감소하고 있다. 그만큼, i) 분양시장 수요는 여전히 강력하다는 것을 의미, ii) 건설사 신규 주택 분양에 우호적인 환경이 조성되었음을 의미한다.

그림 16. 2019년 하반기 이후 미분양 크게 감소



자료: 국토교통부, 하나금융투자

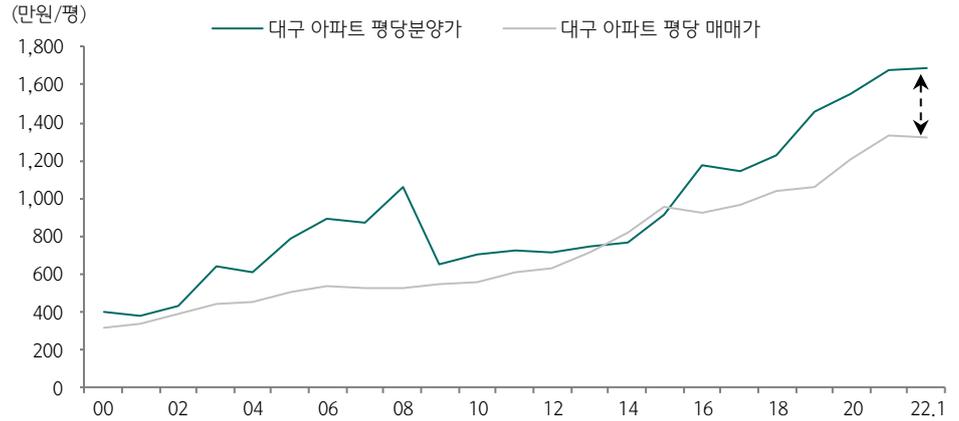
그림 17. 2010년 이후 지역별 주택 미분양 추이



자료: 국토교통부, 하나금융투자

분양가상한제 미적용 지역의 경우  
분양가>매매가

그림 18. 대구 아파트 평당분양가와 평당매매가 추이



자료: REPS, 하나금융투자

## 2) 청약경쟁률: 높은 수준 유지 중

작년 서울 아파트 청약경쟁률  
164:1 기록,

이는, 분양가와 주변시세 간 괴리  
확대로 발생

미분양재고가 감소하고 있는 상황에서, 변함없이 높은 청약경쟁률이 나타나고 있다. 2021년 전국 연평균 청약경쟁률은 19대 1를 기록했다. 세종과 서울의 1순위 경쟁률이 각각 195:1, 164:1로 역대 최고치를 기록했고, 뒤를 이어 부산(42:1), 경기(28:1), 대전(22:1)를 기록했다.

그 요인은, 분양가 상한제와 HUG의 고분양가심사제 등으로 인해 분양가와 주변 시세간 차이가 커짐에 따라 무주택자들의 실수요에 더해 시세차익을 노린 수요까지 들어왔기 때문이다.

### 식어가는 청약 열기? 실수요 위주 청약/실계약으로 이어지는 중

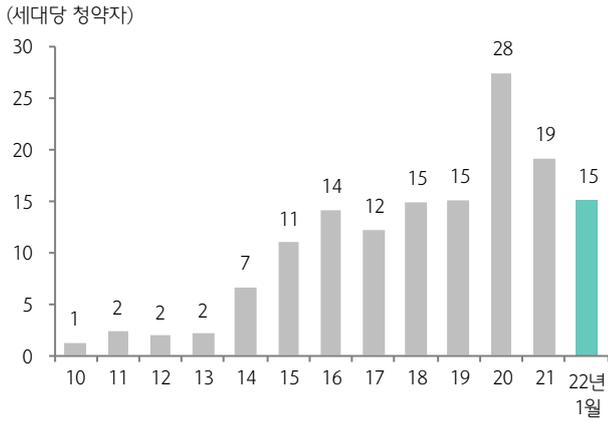
22년 1월 청약 평균 경쟁률 15:1 로  
하락

하지만 최근에는 경쟁률이 수백대 1에 달했던 서울 아파트 청약 시장 경쟁률이 하락한다는 우려가 있다. 올해 1월 전국 아파트 1순위 청약 평균 경쟁률은 15.5대 1로 지난해 전국 평균 경쟁률(19.7대 1)보다 하락했다. 실제로 올 들어 서울에서 처음 분양된 ‘북서울자이 플라리스’는 총 295가구 모집에 1만157명이 신청하면서 평균 경쟁률 34.4대 1을 기록했다. 서울에서 나온 분양 물량인데다 대형 건설사 브랜드 아파트인 점을 고려하면 경쟁률이 상대적으로 높지 않다는 반응이다. 하지만, 추세적으로 청약 경쟁률이 꺾일거라 보진 않는데, i) 대출 규제 영향으로 9억원이 넘는 고분양가인 아파트에서 경쟁률이 상대적으로 낮게 나타나는 것이지, 수요가 꺾였다고 볼 수 없으며, ii) 작년에는 “일단 당첨된 후에 고민한다”식의 시세차익을 노린 수요도 많았지만 이제는 실수요자 위주로 청약시장이 형성될 가능성이 높다.

미계약에 따른 잔여물량 모두 분양  
완판으로 이어져

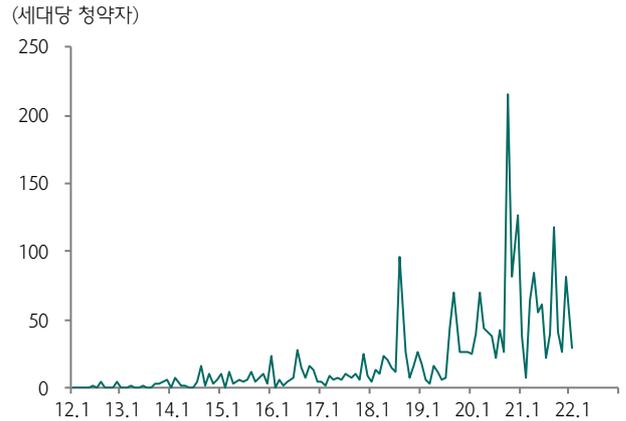
또한 최근 들어 가장 많은 미계약 물량이 발생했던 인천 연수구 ‘송도 자이 더 스타’의 무순위 청약 경쟁률은 여전히 9:1를 기록했고, 결국에는 잔여 물량 모두 완판됐다. 최고가 기준으로 이 단지의 모든 주택형 분양가는 9억원을 넘겨 중도금 대출 보증이 불가능했음에도 불구하고, 9:1의 경쟁률을 기록한 것이다. 여전히 신축 주거 상품에 대한 수요는 높다고 할 수 있다.

그림 19. 연도별 아파트 청약경쟁률 추이



자료: REPS, 하나금융투자

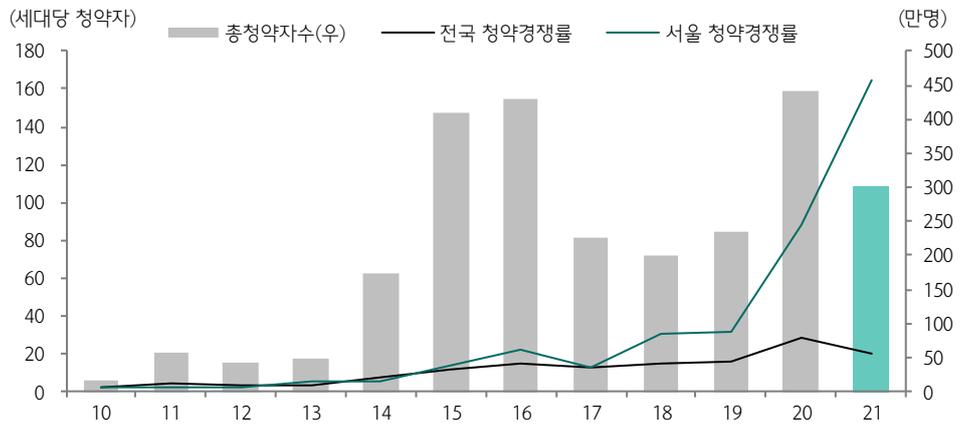
그림 20. 수도권 아파트 1순위 청약경쟁률 추이



자료: REPS, 하나금융투자

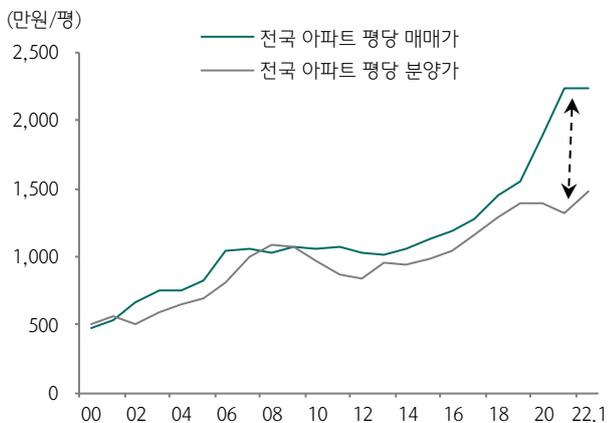
그림 21. 총청약자수와 청약경쟁률 추이

최근에는 분양물량이 적음에도 불구하고 총청약자수와 청약경쟁률 급증



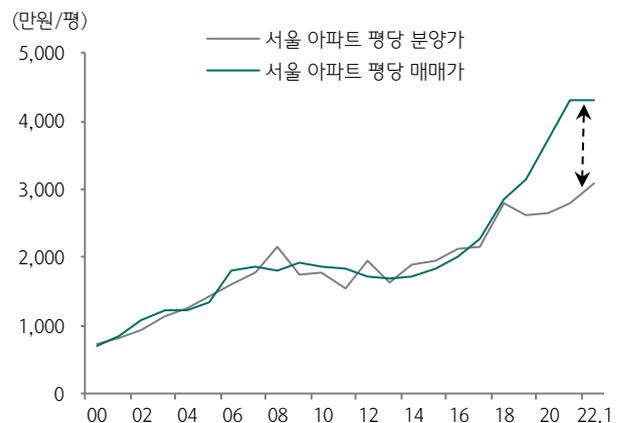
자료: REPS, 하나금융투자

그림 22. 전국 아파트 평당 분양가 및 매매가 추이



자료: REPS, 하나금융투자

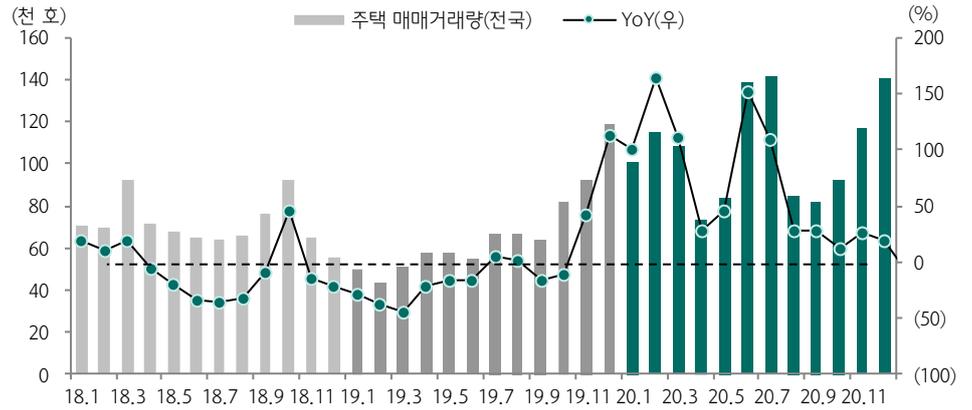
그림 23. 서울 아파트 평당 분양가 및 매매가 추이



자료: REPS, 하나금융투자

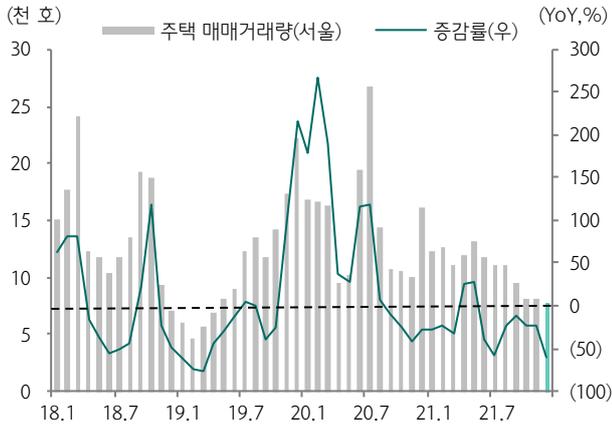
그림 24. 전국 주택 매매거래량

거래절벽 현상에 따른 미분양 및  
청약 경쟁률 하락 우려



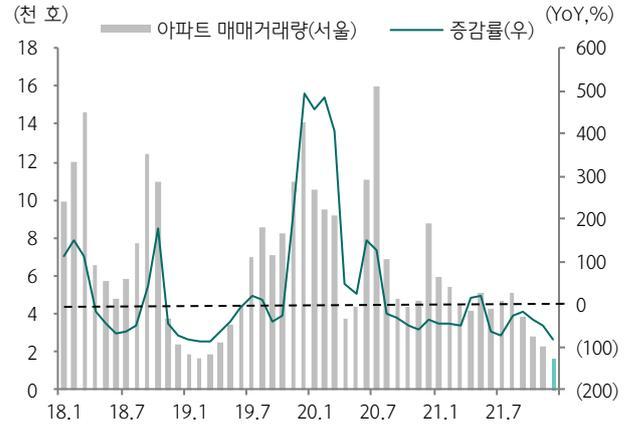
자료: 부동산원, 하나금융투자

그림 25. 서울 주택 매매거래량



자료: 부동산원, 하나금융투자

그림 26. 서울 아파트 매매거래량



자료: REPS, 하나금융투자

### 3) 높은 초기계약률

통상적으로 초기계약률  
70% 수준은 성공적인 분양으로 분류

높은 청약경쟁률뿐만 아니라 분양 이후 3~6개월 사이에 측정하는 초기계약률도 전국의 경우 수년째 80% 이상, 서울의 경우 95% 이상을 유지하고 있다는 점에서 수요의 견조함을 확인할 수 있다. 초기계약률은 청약경쟁률과 함께 실제 아파트의 분양 성공여부를 판단하는 중요 지표로 해석된다. 통상 분양계시일 이후 6개월이 넘어가면 수요자의 관심도가 줄면서 미계약분이 소진되는 속도가 급격히 떨어지기 때문이다. 청약경쟁률이 소폭 낮아졌다고는 하나, 실제 수요의 움직임은 파악할 수 있는 초기 분양률 지표는 여전히 양호한 상황이다.

2021년 전국 기준 신규분양 아파트의 초기계약률은 평균 96.2%, 서울의 초기분양률은 100%이다. 특히 수도권 민간아파트 초기분양률은 지난 3분기 최초로 100%를 최초로 기록했다. 이는, HUG가 관련 통계를 집계하기 시작한 2014년 10월 이후 처음이다.

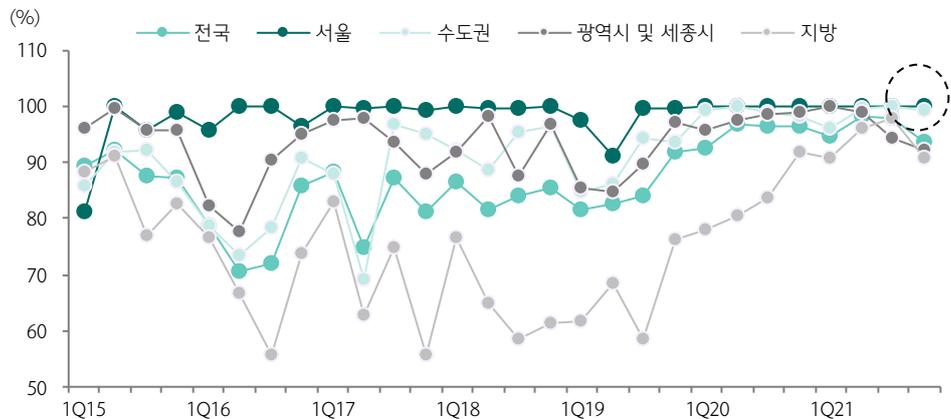
높은 초기 계약률은 입지나  
브랜드에 비해 분양가를  
너무 낮게 책정했다는 의미이기도 함

전국 초기분양률은 2019년 4분기부터 8개 분기 연속 90%를 웃돌고 있다. 통상적으로 분양 사업의 특성 상 초기계약률 70% 수준은 성공적인 분양으로 분류된다. 초기계약률이 90% 이상이라는 점은 여전히 분양시장 수요의 강도가 강하다는 것을 의미한다.

여전히 강력한 수요와 공급 부족 현상에 미루어보면 초기계약률이 하락세를 보일 가능성은 제한적이라고 판단한다. 분양가와 지역 시세간 차이의 갭이 유지되는 한, 청약시장은 전과 다름없이 양호할 것으로 판단하며, 특히 대형건설사의 분양물량이 집중되어 있는 사업성이 높은 입지의 수요는 여전히 높은 상황이다.

그림 27. 초기계약률 (분양3~6개월) 양호한 상황

21년 4분기 서울 및 수도권  
초기계약률 100%,  
기타 지방도 90.7% 기록



자료: 주택도시보증공사, 하나금융투자

#### 4) 근본적인 주택수요는?

주택 수요 요인: 가구, 소득, 멸실

구조적인 측면에서도 주택은 여전히 부족하다고 볼 수 있다. 가구의 주택수요를 결정하는 가장 중요한 요소는 i) 멸실 요인, ii) 가구 요인, iii) 소득 요인이다. 이 3가지를 모두 합산한 값이 주택 수요를 결정한다. 먼저 멸실 수요는 건축물이 철거하면서 발생하는 수요이다. 가구 요인은 가구 수가 증가하면서 생기는 수요, 소득 요인은 경제가 성장하고 소득이 증가하면서 발생하는 수요를 의미한다.

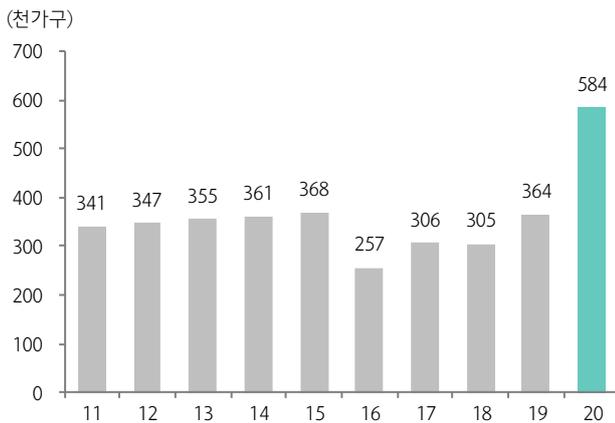
3~4년간 필요했던 최소한의 주택수요 연간 51만호

여기서 소득 요인을 제외한 멸실 요인과 가구 요인에 의한 최소한의 주택 수요와 실질 주택 공급량을 비교해보면, 수요 대비 공급부족이 지속되고 있음을 확인할 수 있다. 2017년부터 2020년까지 가구 수는 연평균 약 39만호가 증가했고, 주택멸실 수는 연평균 12만호를 기록했다. 가구수 증가분과 멸실수를 합한 기초적인 주택수요는 연간 약 51만호이며, 동기간 중 공급된 주택은(아파트 분양물량 + 기타주택 준공물량)은 연간 46만호이다.

1인가구 증가에 따른 가구 수 증가, 노후주택에 따른 멸실 수요 증가 등 신규 주택 수요 지속 증가 전망

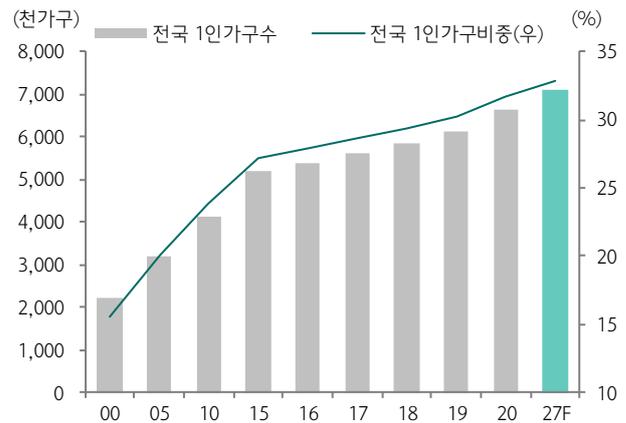
과거 3~4년간의 주택 공급은 상대적으로 늘어난 가구 수 증가분과 멸실 요인 대비 충분하지 못하다고 볼 수 있다. 향후 1인 가구 증가와 함께 노후주택 및 멸실, 생애주기에 따른 교체수요 등 지속적인 수요가 발생할 만큼, 주택 신규 공급이 증가해야 함을 의미한다.

그림 28. 전국 가구 수 증가



자료: 통계청, 하나금융투자

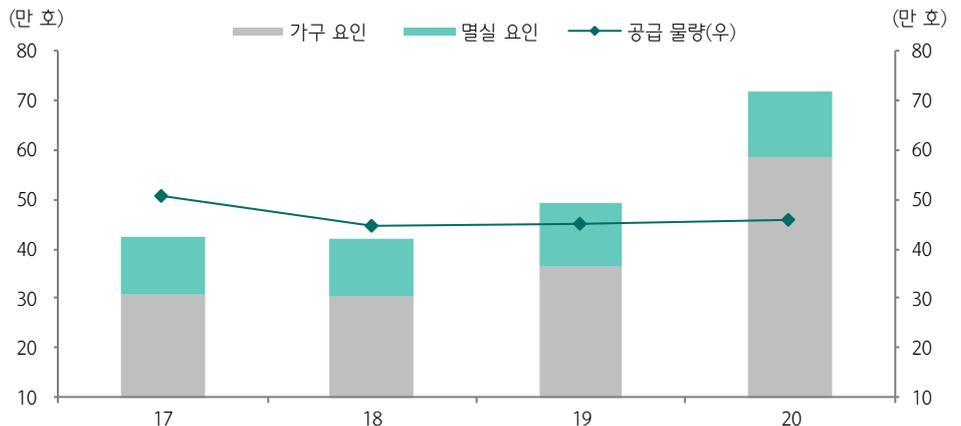
그림 29. 주택 수요에서 '인구 수' 보다 중요한 것은 '가구 수'



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 30. 기본 아파트 수요(가구수 순증가+ 멸실수요)

2017년 이후 공급부족 누적되는 상황



자료: REPS, 하나금융투자

## 4. 공급측면의 분양시장

### 1) 주택분양: 2022년 40만호(YoY 2%) 전망

2022년 아파트 분양  
40만호(YoY 2%) 전망

올해 REPS에서 추정하는 2022년 아파트 분양 물량은 46만호로 2021년 대비 19% 증가할 전망이다. 사실상 3기 신도시 사전청약(7만호)을 제외하면 2021년과 비슷한 수준이다 연간 분양 계획이 실제로 일정에 맞춰 100% 분양되는 경우는 드물다. 이는 애초에 연말로 분양 계획이 잡힌 현장들은 다음해로 계획이 이월 될 가능성이 존재하며, 시행 주체의 의지에 따라 계획 자체가 이연 되는 현장들도 있기 때문이다. 이러한 영향을 감안해도, 올해 전국 아파트 분양은 약 40만호까지 증가할 것으로 추정한다. 올해 만약 40만세대가 분양된다면, 2015년 52만세대, 2016년 45만세대에 이어 3번째로 높은 수준이다.

하반기보다는 상반기에 분양 계획  
집중되어 있음

특히 올해 공급 성과는 상반기에 판가름 날 것으로 전망한다. 올해 예정되어 있는 분양 스케줄 대부분이 상반기에 집중되어 있다. 아파트 공급계획은 1분기 10만 7,025구, 2분기 10만 137가구, 3분기 7만 3,743가구, 4분기 6만 2,004가구 순으로 하반기로 갈수록 물량이 감소한다. 대형 4개사 기준 2~3분기에만 6.7만세대의 주택을 공급할 계획인데, 이는 연간 목표의 62%에 이른다.

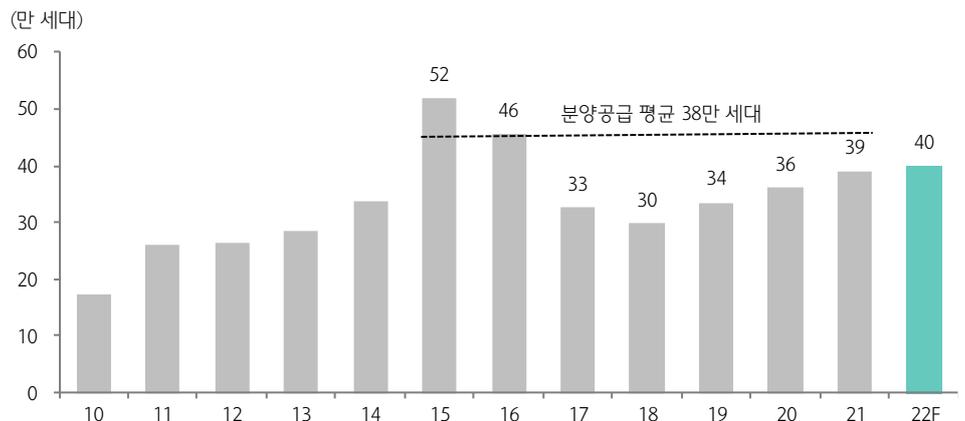
공급측면 추가적인 업사이드 기대

대출 규제 강화와 금리 인상 압력, 대선과 지방선거 등 여러 변수는 존재하지만, 공급측면 추가적인 업사이드를 기대할 수 있는 요소들은 남아있다고 판단한다. i) 이연효과와 정비사업 활성화 기대감 그리고 ii) 대선 이후 공급대책의 강도나 규제 완화 움직임이 현실화된다면 업황 분위기가 달라질 수 있다고 조심스레 예측해 본다.

2021년 전국 아파트 분양은 REPS  
계획 상 46.4만세대(YoY 19%)

→ 연말 분양 계획 이연 감안 시  
최소 40만세대 수준으로 전망

그림 31. 전국 연도별 아파트 분양 세대수 추이 및 전망

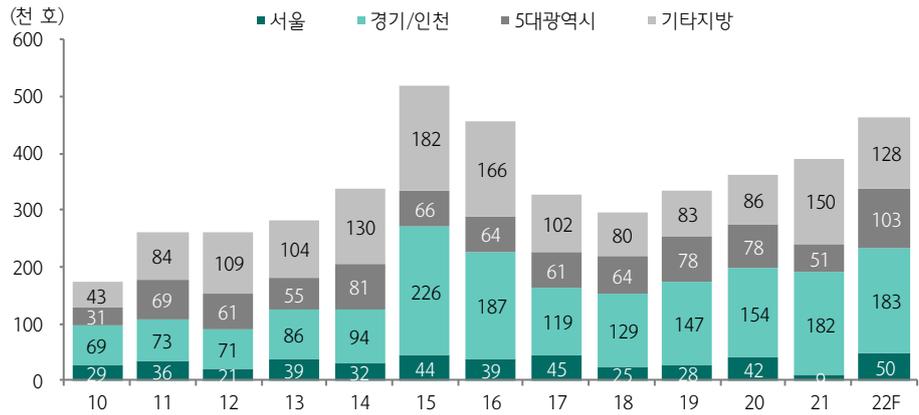


주: 2021년 하나금융투자 추정치  
자료: REPS, 하나금융투자

그림 32. 지역별 아파트 분양 세대수 추이 및 전망

올해 분양 예정 물량 절반은 수도권에 집중

수도권에서는 경기가 14.3만세대, 서울과 인천은 각각 5만, 3.6만세대 전망



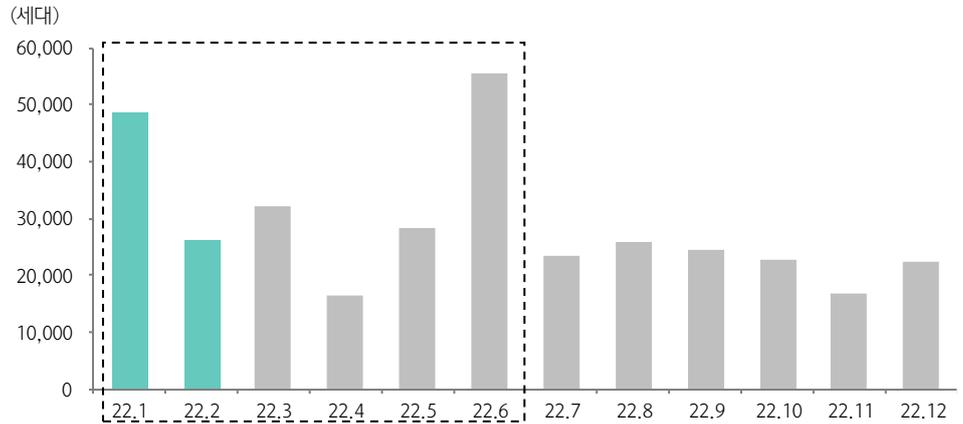
자료: REPS, 하나금융투자

그림 33. 월별 분양 예정 물량 추이

분기별로는

- 1Q22F 10.7만세대
- 2Q22F 10.0만세대
- 3Q22F 7.4만세대
- 4Q22F 6.2만세대

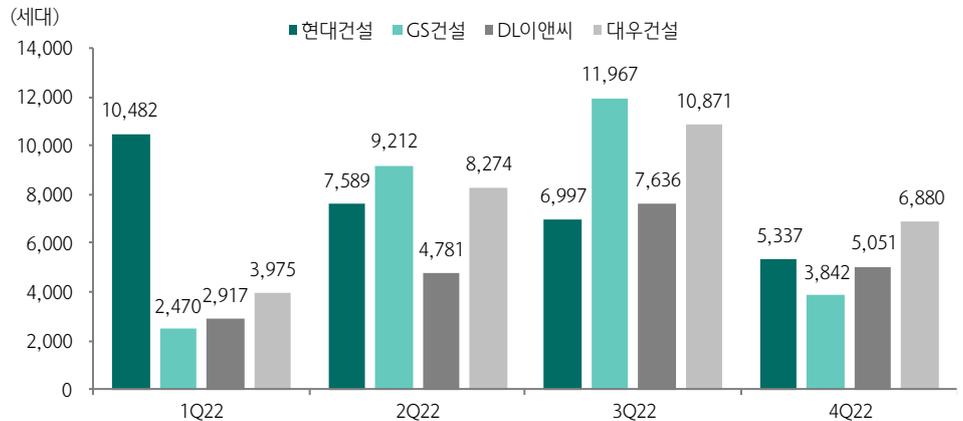
올해 공급 성과는 상반기에 판가름 날 것



자료: REPS, 하나금융투자

그림 34. 주요 건설사 2022년 분기별 주택공급 계획

주요 건설사 2~3분기에 6.7만세대의 주택 공급할 계획, 이는 연간 목표의 62% 수준



주: DLI앤씨 착공 기준  
자료: REPS, 각 사, 하나금융투자

## 2) 재건축/재개발 활성화 기대감

### (1) 정비사업 중심 아파트 분양 지연 (이연효과 기대)

2021년 연간 분양 계획 소폭 하회,  
특히 서울 분양물량 79% 급감

2021년 연초 아파트 분양 가이드선은 41~42만에 달했지만 실제 분양은 39만세대에 그쳤다. 특히 서울의 경우 2021년 분양물량은 약 8,894세대(YoY -79%)로 2000년 이후 가장 낮은 수준을 기록했다. 가장 큰 요인은 i) 분양가상한제/초과이익환수제 시행 영향 재개발/재건축 사업의 진행속도가 늦춰졌고, ii) 인허가 지연 등으로 주택 분양 실적이 감소했기 때문이다. 이에, 2021년 기준 전체 분양시장에서 재개발/재건축 사업이 차지하는 비중은 2020년 28%에서 2021년 15%까지 하락했고, 특히 서울을 중심으로 한 대형사들의 정비시장 분양이 크게 위축되며 주택 분양 가이드선 하회 요인으로 작용했다. 2021년 연초 대형건설 4개사(현대건설/GS건설/DL이앤씨/대우건설) 분양계획은 연결기준 14.3만세대였지만 11.3만세대에 그쳤다.

2021년 분양 일정 미룬 아파트 수는  
약 3.6만가구로 추정, 대부분  
정비사업 물량

특히 재건축/재개발 비중이 높은 서울의 경우 2021년 분양 일정을 미룬 아파트 수는 약 3만 6,000가구에 달하는 것으로 파악된다. 가장 큰 단지는 서울 강동구 둔촌주공(1만 2,032세대), 서울 서초구 방배5구역(2,796세대), 동대문구 이문1구역(3,069세대) 등이고, 수도권에서는 베르몬트로광명(3천 344세대)이 대표적이다. 올해로 이연된 대부분의 물량들은 이미 착공을 시작했기 때문에 분양 시점 지연이 장기화 되기 힘들 것으로 본다.

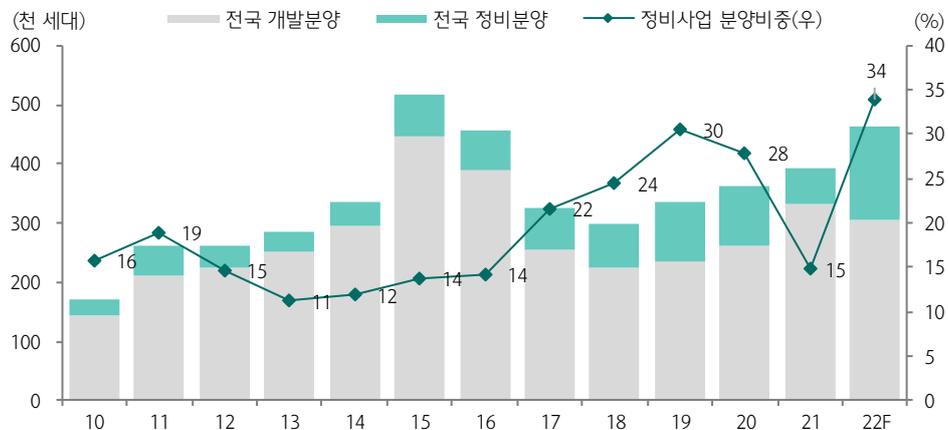
조합의 의지에 따라 계획이 또 다시  
이연될 수 있지만,  
분양 시점 장기화 어려울 듯

최대 공급 규모인 둔촌주공아파트(1만 2,032세대)만 보더라도 현재 공정률은 30%까지 올라온 상태이다. 보통 후분양의 공급 시기는 골조공사 60% 이상이 진행된 시점이기 때문에 분양 시점 지연 가능성은 제한적이다. 또한, 공시지가 상승과 주요 자재 가격 상승으로 분양가도 지속적으로 상승하고 있어, 올해는 재개발/재건축 단지들이 본격적으로 분양에 나설 것으로 예상된다.

작년에 분양시점을 지연시킨 사업장들이 올해 50%만 공급된다고 가정해도 전체 분양 물량의 1.8만세대가 추가적으로 늘어날 수 있다.

전체 분양시장에서 재개발/재건축  
사업이 차지하는 비중은  
2021년 15%까지 하락

그림 35. 재개발/재건축 비중 추이



자료: REPS, 하나금융투자

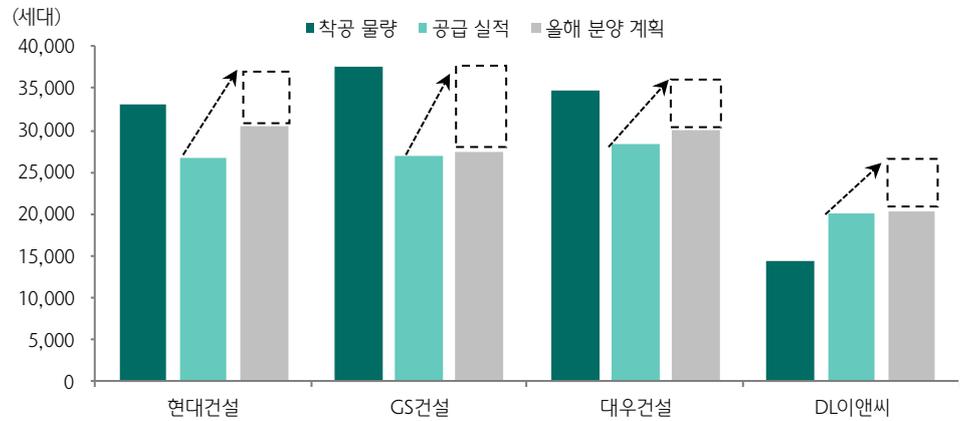
표 1. 2022년으로 분양 미뤄진 서울 주요 정비사업단지

지역	단지명	총세대수	일반분양 세대수	분양예정	유형
강동	올림픽파크포레온	1만 2,032	4,805	6월	재건축
서초	방배6구역 래미안	1,131	676	하반기	재건축
서초	신반포15차(래미안원펠타스)	641	263	5월	재건축
송파	잠실진주	2,678	564	10월	재건축
은평	대조1구역 힐스테이트	2,451	758	6월	재개발
성동	행당7구역(푸르지오파크세븐)	958	135	9월	재개발
동대문	이문1구역 래미안	3,069	938	5월	재개발

자료: 언론보도, REPS, 하나금융투자

그림 36. 분양물량 이연 지속 중

2021년 연초 대형건설사 분양계획은  
연결기준 14.3만세대였지만  
11.3만세대 기록



주: DL이앤씨 공급 실적의 경우 2021년 연간 목표(기 수주 물량) 기준  
자료: 각 사, 하나금융투자

## (2) 2022년에는 다시 정비사업

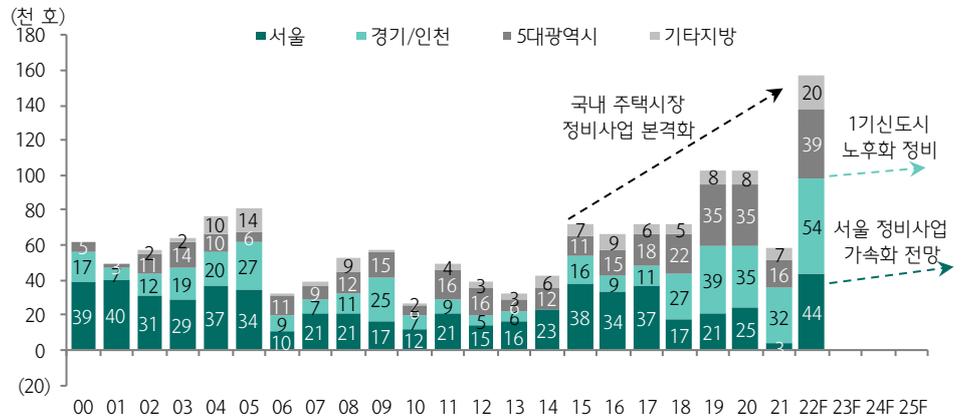
### ① 예정 정비사업분양 역대 최대 수준 예정

정비사업을 통한 분양비중은  
계획 상 전체 사업의 34%를 차지

이연효과와 더불어 2022년 분양 증가 여부는 특히 재개발재건축에 달려있다고 해도 과언이 아니다. 올해 전국에서 재건축/재개발 아파트는 15만 5,800여 세대로 2021년 대비 168% 증가할 전망이다. 지역별로는 서울에서 4만 3,511가구가 공급될 예정이고 경기도는 4만 2,394 세대로 두 번째로 많다. 전체 분양물량 중 재건축재개발 비중은 34%에 달할 예정이다. 올해 정비 계획 중 구체적인 분양 시점이 정해지지 않은 현장은 약 3.1만세대로 파악되는데, 보수적으로 이를 모두 제외하더라도 올해 전국 정비사업분양은 약 11만세대(YoY 89%)로 사상 최대 수준이다.

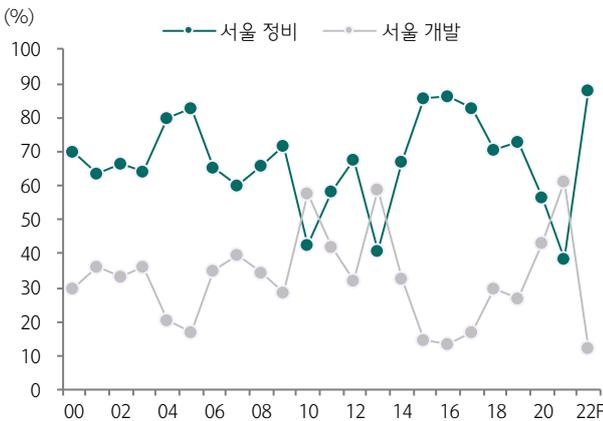
그림 37. 전국 정비사업은 올해 15만 세대 예정

2019~2020년 정비사업  
연 10만세대에 이어 올해는  
11만 세대 분양 추정(시점 미정  
3만세대 + 일부 이연 물량 가능성  
감안)



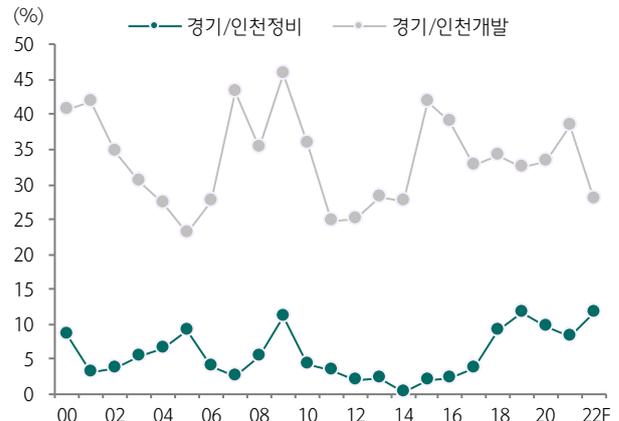
자료: REPS, 하나금융투자

그림 38. 서울 분양 물량 중 정비 시장 비중 80% 이상



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 39. 전국 정비시장에서 수도권 차지하는 비중 지속 상승 전망



자료: REPS, 하나금융투자

## ② 중장기적으로 정비사업 중심 주택 공급 증가 Cycle 기대

장기적으로 정비사업 시행의 증가 불가피

장기적인 관점에서 정비 사업이 전체 주택 공급에서 차지하는 비중은 앞으로도 꾸준히 증가할 수밖에 없다. 일반적으로 주택이 준공된 후 30년 이상이 지나면 재건축 대상으로 분류한다. 2020년 기준 준공 30년을 상회하는 주택은 전체의 약 19%에 달하고, 특히 서울의 경우 준공 30년을 상회하는 주택은 무려 59만호(비중 20%)에 달한다. 이는 전국에서 가장 높은 수준이며 장기적으로 서울 내 구조적인 정비사업 증가가 나타나야 함을 뜻한다. 서울의 경우 특히 신규 택지공급은 줄어들는데, 노후주택은 계속해서 쌓여가고 있는 상황이다. 서울은 1970년대부터 강남과 여의도를 중심으로 대규모 공동주택(아파트) 사업이 진행되었다. 현재 서울에서 시행되고 있는 정비 사업의 대부분은 1973~1980년 준공된 43만호의 주거 단지들이다. 1985년부터 1992년까지는 약 70만호에 달하는 주택공급이 있었고, 이 기간에 건설된 주택들은 이미 준공 30년을 상회하고 있다. 2020년 기준 서울 내 준공 30년 상회 주택 수는 59만호이다.

1991년부터 아파트 준공 물량은 연 평균 30~50만호로 급증, 대부분 수도권 중심

경기도와 인천 등 수도권 지역은 주거단지개발의 역사가 상대적으로 짧아 준공 30년을 상회하는 주택 비중이 각각 10%, 19%로 서울보다 낮다. 다만 절대적인 노후주택 규모만 놓고 보았을 때는 경기 46.5만호, 인천 19.4만호로 서울의 58.8만호보다 높은 수준이다. 특히 1기 신도시를 필두로 1987~1991년 동안만 약 200만호가 준공되었다. 1991년부터 입주를 시작한 1기 신도시(고양 일산/성남 분당/부천 중동/안양 평촌/군포 산본) 29만가구는 2026년에 다르면 모두 30년 이상 노후 주택으로 편입된다.

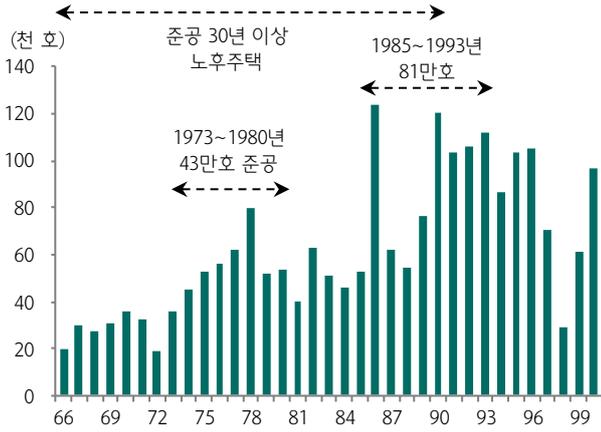
멸실 수요가 없다는 가정 하에 향후 10년 이후 서울에서 재건축 대상 주택은 910만호까지 증가할 전망이며, 수도권 기준으로는 367만호까지 증가할 전망이다. 향후에는 전국적으로 준공 40년이 넘어가는 주택에 대한 정비 수요는 빠르게 상승할 수 밖에 없으며 이러한 현상들이 누적될수록 정비 사업 시행에 대한 압박은 커져갈 것이다.

표 2. 재건축 그룹별 특징

구분	1그룹	2그룹	3그룹
준공연도	1980~85	1986~93	1991~95
총 세대수	31만호	81만호	약 200만호
주요지역 및 단지	강남구/서초구/송파구	양천구/노원구/송파구	1기 신도시 포함
재건축 연한	현재 가능	현재 가능	2026년부터 모두 가능

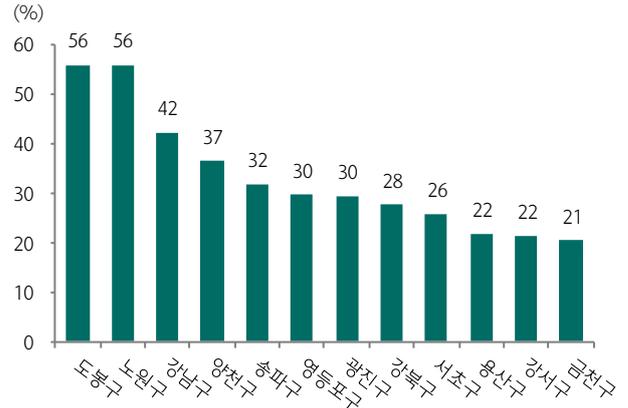
자료: 언론보도, REPS, 하나금융투자

그림 40. 서울 내 재건축은 현재 준공 40년 이상 노후 주택 중심



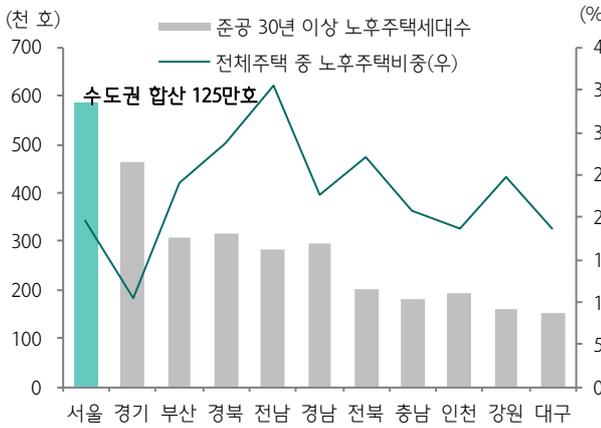
자료: 서울특별시, 하나금융투자

그림 41. 서울 30년 이상 아파트 지역별 비중



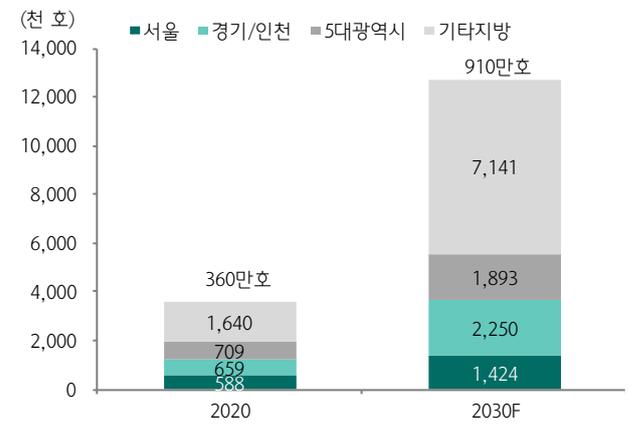
자료: REPS, 하나금융투자

그림 42. 전국 30년 이상 노후주택 수 및 비중



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 43. 전국 노후주택 2030년 910만호까지 증가



자료: 통계청, 하나금융투자

### ③ 단기적으로 재건축은 서울이 중심이 될 전망

서울 아파트 46만가구(비중 26%)  
재건축 추진 가능 물량

서울의 경우 신규 주택의 80%가 정비사업을 통해 공급되고 있다. 2021년 말 기준 전체 서울 아파트 177만 5,713만가구 중 26.3%인 46만 6,931만가구가 입주한지 30년이 넘어 재건축 추진이 가능하다. 올해 서울에서만 대기 중인 재건축/재개발 등 정비사업은 4만 3,511세대로, 이는 과건 서울 10년 평균 분양 물량인 3.2만세대를 상회하는 수치다.

‘사업시행인가’ 예정 세대수 중  
25%만 공급된다고 하더라도  
1.5만 세대 추가 공급 가능

사업 단계별로 구체적으로 보게되면, 현재 서울 내 사업시행인가 이후 단계에 위치하는 재개발 사업지는 64개이며, 재건축은 30개이다. 해당사업지들은 대부분 연내 분양 계획에 포함되어 있지는 않지만, 향후 시공사 선정을 통해 민간 건설사 신규 수주 연결이 가능한 잠재 물량들이다.

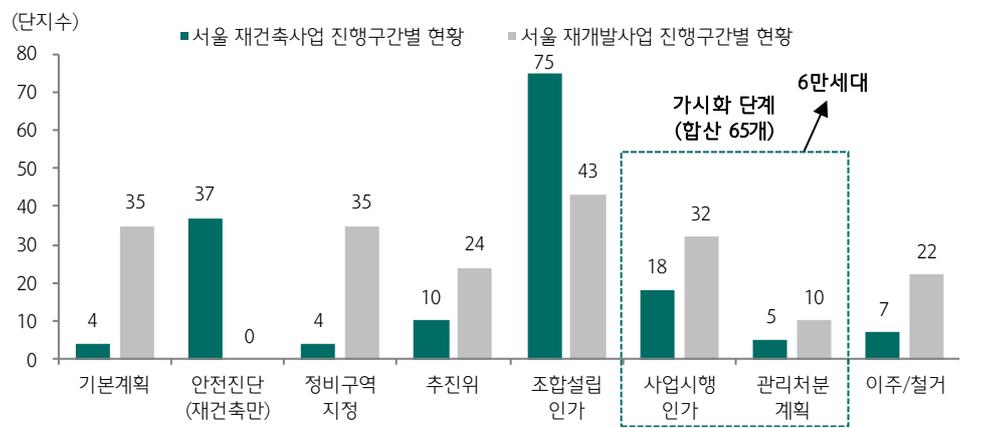
통상적으로 정비사업의 가시화 여부는 ‘사업시행인가’ 시점을 기준으로 판단한다. 물론 사업시행인가를 득한 뒤 관리처분인가까지 1.5~2년 정도가 소요되고, 관리처분인가 이후에도 이주 철거를 거쳐 준공까지 추가로 최소 2~2.5년이 걸리기 때문에 단기 내 가시화 될 사업으로 보기는 어렵다.

양 당 후보 모두 ‘안전진단 규제완화’  
제시하고 있어, 2018년부터  
지체되었던 안전진단 단계 물량들  
가속화 전망

현대 서울 내 정비사업 중 ‘사업시행인가 및 관리처분계획’ 현장은 재개발/재건축 합산 총 65개로 파악되는데, 건립 예정 세대수 기준 6만세대에 달한다(재건축 15,515세대/재개발 44,923세대). 단기적으로 가시화 되긴 어렵겠지만, 현재 사업시행인가 중인 물량의 약 25%만 공급된다고 가정해도 1.5만세대가 추가적으로 공급될 수 있다. 또한 양당 후보자들 모두 ‘안전진단 규제 완화’ 공약을 내걸고 있는 만큼, 2018년부터 규제강화로 지체되었던 안전진단 단계 재건축 물량들의 사업 속도가 가속화될 수 있다.

그림 44. 서울시 재건축,재개발 단계별 현황

작년대비 조합설립인가 현장 수  
증가, 이는 서울의 정비사업 속도가  
다소 빨라지는 모습으로 해석 가능

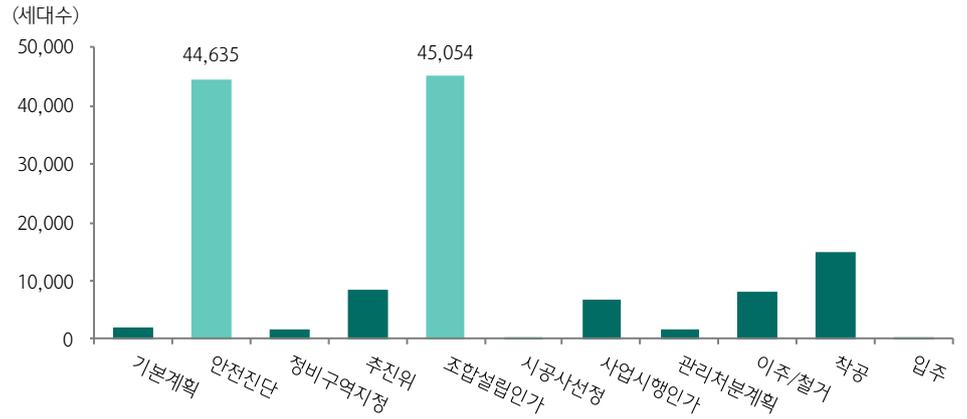


자료: REPS, 하나금융투자

안전진단과 조합설립인가 단계에 가장 많은 세대수가 몰려 있음

이 물량들은 규제 완화 시 사업 시행 가속화 전망

그림 45. 서울 재건축 단계별 세대수



자료: 법제처, 하나금융투자

건설사마다 정비사업 수주인식 시점 제각각이나, 사업시행인가 이후 또는 관리처분인가 단계에서 대부분 수주로 인식

그림 45. 재건축 재개발 추진절차



자료: 법제처, 하나금융투자

#### ④ 서울시 '신속통합기획' + '2040 서울도시기본계획안' - 연 2.6만호 추가 공급 가능성

중장기 주택공급의 화두는 '재건축'

서울시에서도 정비사업의 분양 속도를 높이기 위해 신속통합기획에 참여하도록 유도 중이다. 신속통합기획은 민간주도 개발에 서울시가 정비계획 수립 초기 단계부터 각종 계획과 절차를 지원해주는 제도다. 통상 5년 정도 소요되는 정비구역 지정, 건축/교통/환경 평가 등 절차를 2년으로 단축하고, 각종 심의 절차를 간소화하는 등 빠른 사업 진행을 진행한다는 개념이다. 2021년 12월 28일 민간재개발 1차 후보지 21곳을 최종 선전했다. 계획대로 사업이 추진될 경우 2022년 초 정비계획 수립에 착수, 2023년부터 순차적으로 구역지정이 진행된다. 정비 사업이 완료되면 2023년 이후에는 서울시에 약 2만 6천호 주택이 공급될 수 있다. 최근에는 서울 송파구 '잠실주공 5단지' 재건축 사업 계획이 심의를 통과하면서 강남구 대치/압구정도/여의도/노원구/목동 등에도 재건축 기대감도 높아지고 있다. 올해 서울 정비사업 분양 증가 및 서울 민간 정비사업 기대감 상승은 건설사 투자심리에 긍정적으로 작용할 전망이다.

'신속통합기획'과 더불어 '35층 제한' 기준이 9년만에 폐지되며 재건축 기대감 가속화

표 3. 신속통합기획과 공공재개발/재건축 차이점 - '민간'이 주체가 되고 서울시가 지원

구분	신속통합기획	공공참여정비사업
사업종류	민간재개발, 재건축	공공재개발, 공공재건축, 도심공공주택복합화사업
사업시행	주민	SH, LH(+주민)
정비계획수립	주민+자치구	SH, LH(+주민)
건축계획 수립	주민	SH, LH(+주민)
시공사 선정	주민	SH, LH(+주민)
서울시 역할	계획가이드 제공/사업절차 관리	사업절차 관리
도시규제	유연한 적용(용도지역, 층수, 공공기여 등)	
사업시행	도시계획 특별분과 심의, 건축+교통+환경 통합심의	

자료: 서울시, 하나금융투자

그림 45. 2040 서울도시기본계획

아파트 35층 충고제한 폐지



자료: 법제처, 하나금융투자

### (3) 정책적 요인 - 플러스 알파 가능성

현 정부는 이미 200만호 가량 공급 계획 발표 (공공택지 비중 53%, 공공직접 시행 비중 30%)

정부의 공급확대 기조가 유지되고, 공급이 늘어날 수 있는 환경만 조성된다면 주요 건설사들의 분양을 통한 외형성장은 “추가적”으로 확대될 수 있다고 본다.

현 정부는 2020년 8.4 대책을 통해 서울 및 수도권 구도심 내에 공급이 필요하다는 시장의 요구를 반영하기 시작했고, 2021년 2.4대책을 통해 대도시권에 83.6만호 공급을 하겠다고 발표했다. 서울/수도권 127만호 공급대책과 대도시권 83.6만호 공급계획을 합치면 약 200만호 가량의 공급 계획을 가지고 있는 셈이다. 계획대로 사업이 추진될 경우 2023년 이후에는 연간 56만호 규모의 주택을 공급이 가능할 예정이다. 3기 신도시를 포함한 공공택지를 통한 신규 주택 공급 비중이 가장 높고(110.8만호, 52.6%), ‘공공 직접 시행 정비사업’을 통한 주택 공급이 두 번째로 큰 비중을 차지한다(63.2만호, 30%).

정부에 대한 공급 시그널이 명확해짐

이로써 정부의 공급에 대한 시그널은 명확하다고 볼 수 있다. 물론 대책이 현실화되기까지는 다소 시간이 소요될 것으로 보인다. 2.4대책의 주택공급계획은 부지확보 기준으로 실제 준공되기까지는 오랜 시간이 걸리고, 민간조합과의 갈등 등 여러 변수가 남아있기 때문이다. 하지만 중요한 점은 i) 정부가 공급 확대 기조로 선회했다는 점과 ii) 3기 신도시를 비롯해 공급물량이 추가적으로 더 증가할 가능성이 생겼다는 것이다.

### (4) 선거 이후 정책 방향이 중요한 시점

선거 이후 공약들이 얼마나 실현 가능성 있을지가 관건

하지만, 사실 현 정부보다도 더 중요한 부분은 3월 대통령 선거를 앞둔 현 시점의 부동산 정책일 것이다.

2022년 3월 대통령 선거를 앞두고 주요 대선 후보들의 부동산 공약이 보다 구체화되고 있다. 양당 후보자들 모두 방식은 다르지만 주택 공급확대에 집중하고 있다. 재개발/재건축 관련해서도 두 후보 모두 규제를 완화하는 방향에 공감대를 형성하고 있다. 두 후보 모두 용적률 및 안전진단 기준 완화, 공공재 개발 시 추가 인센티브를 도입의 필요성을 거론하고 있다.

대선이 다가올수록 주요 대선 후보들의 부동산 공약이 비슷해지고 있어, 선거 이후에 과연 이 공약들이 얼마나 실현 가능성이 높을지가 더 관건이 될 것으로 보인다.

표 4. 국토교통부 추정 중장기 공급전망 -공급 전망을 제시할 만큼 그만큼 의지가 강하다는 것을 의미

(단위: 만 호)

구분		10년 평균	2021	2022	2023	2021~30
전국	전체	46.9	43.1	48.8	54.0	56.3
	아파트	31.7	33.2	35.7	40.7	43.6
수도권	전체	23.4	24.7	27.3	31.7	31.4
	아파트	14.8	19.0	19.1	23.3	23.6
서울	전체	7.3	7.1	8.1	8.3	10.7
	아파트	3.7	4.7	3.6	4.8	6.9

자료: 국토교통부, 하나금융투자

표 5. 수도권 127만호 연도별 주택 공급 예정

구분	공공택지	정비사업	제도개선	총계
2020	8.2	9.6	0	17.8
2021	12.0	8.1	0	20.1
2022	13.8	5.7	0	19.5
2023이후	50.5	15.2	4.0	69.7
총계	84.5	38.6	4.0	127.1

자료: 국토교통부, 하나금융투자

표 6. 전국 83만호 연도별 주택 공급 예정

구분	정비사업	도심보합 도시재생	공공택지	소규모 리모델링	총계
2021	1.3	2.2	1.3	1.3	6.1
2022	2.0	4.6	10.1	2.0	18.6
2023	2.8	7.5	14.9	5.3	30.5
2024	3.4	5.7	0	6.0	15.1
2025	4.1	2.6	0	6.5	13.2
총계	13.6	22.6	26.3	21.1	83.6

자료: 국토교통부, 하나금융투자

표 7. 정당별 부동산 관련 주요 공약

	 더불어민주당	 국민의힘
주택공급	<ul style="list-style-type: none"> <li>311만호로 목표 상향(기존계획 200만호 + 추가 105만호)</li> <li>기본주택, '토지임대부' 형태</li> <li>분양 원가 공개 등을 시행 '반값 아파트' 공급</li> <li>공공택지에 분양주택과 공공주택 균형 있게 공급</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5년 내 250만호</li> <li>청년 원가주택과 역세권 첫 집, '지분공유형' 형태</li> <li>재개발/재건축 규제 완화 통해 200만호 공급</li> </ul>
재개발, 재건축	<ul style="list-style-type: none"> <li>용적률: 4종주거지역 신설, 최고 용적률 500% 적용</li> <li>재건축 사업이익 적절히 환수</li> <li>재건축 안전진단 기준 완화(구조안전성 비중 하향 조정)</li> <li>개발이익 과도한 지역 공공환수 강화, 4종일반주거지역 민간재건축시 재조환 면제</li> <li>공공재개발 추가 인센티브 도입</li> <li>노후신도시 특별법 (1기 신도시)</li> <li>리모델링 특별법 제정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>민간 재건축 용적률 300%→500%로 상향</li> <li>용적률 상향으로 늘어난 물량 중 절반 기부채납</li> <li>30년 이상 공동주택 정밀안전진단 면제</li> <li>재건축초과이익환수 대폭 완화</li> <li>사업성 낮은 지역 공공재개발시 2단계 이상 용도지역 상향</li> <li>1기 신도시 특별법, 행정 절차 신속 진행</li> <li>분양가 규제 운영 합리화</li> </ul>
세제	<ul style="list-style-type: none"> <li>국토보유세 신설, 종합부동산세와 통합</li> <li>실수요자 취득세 부담 완화</li> <li>다주택자 양도세 중과 한시적 완화 (처음 4개월 중과 100% 면제)</li> <li>공시가격 제도 재검토</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>장기적으로 종합부동산세와 재산세 통합</li> <li>1주택자에 대한 취득세를 단일화, 생애최초구입자 취득세 면제</li> <li>세금 부담 완화 조치, 2022년 공시가격은 2020년 수준으로 환원</li> <li>다주택자 양도세 2년간 중과 배제</li> </ul>
대출	<ul style="list-style-type: none"> <li>생애최초 LTV 최대 90% 상향</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>신혼부부 및 청년층 LTV 80% 인상</li> </ul>

자료: 각 당, 언론보도, 하나금융투자

## 5. 대형사 주택 시장 점유율 확대 지속

주택 시장의 모멘텀 둔화를 침체로 해석할 필요 없음

특히 분양 물량 증가 + 분양의 질 측면에서도 대형사 중심 긍정적 흐름 예상

앞서 설명했듯이 2022년 주택 시장은 주택 공급 관점에서 우려 대비 우호적일 전망이다. 하지만 연초 이후 비우호적 시장환경이 이어지며 투자 심리가 크게 약화됐다. 대출 규제와 아파트매매거래량 급감으로 부동산 시장 침체에 대한 리스크에 직면하였고, HDC현대산업개발 광주 사고와 원자재 가격 폭등까지 겹쳤다. 하지만 주택 시장의 모멘텀 둔화를 침체로 해석할 필요는 없다. 중장기적으로 주택 업황은 개선될 것으로 기대하며, 특히 주택 시장은 높은 브랜드 가치와 재무여력을 가진 대형 건설사 중심으로 지속 상승할 것으로 전망한다. 분양 물량(Q)의 증가뿐만 아니라 분양의 질 측면에서 중장기적으로 대형건설사에게 유리한 국면이 예상된다. 총 분양 수에서 대형사가 차지하는 비중이 지속적으로 증가하고 있으며, 재건축/재개발 등 정비 사업 중심으로 분양이 증가하는 흐름이 나타나고 있기 때문이다.

### ① 대형사 분양시장 MS 유지

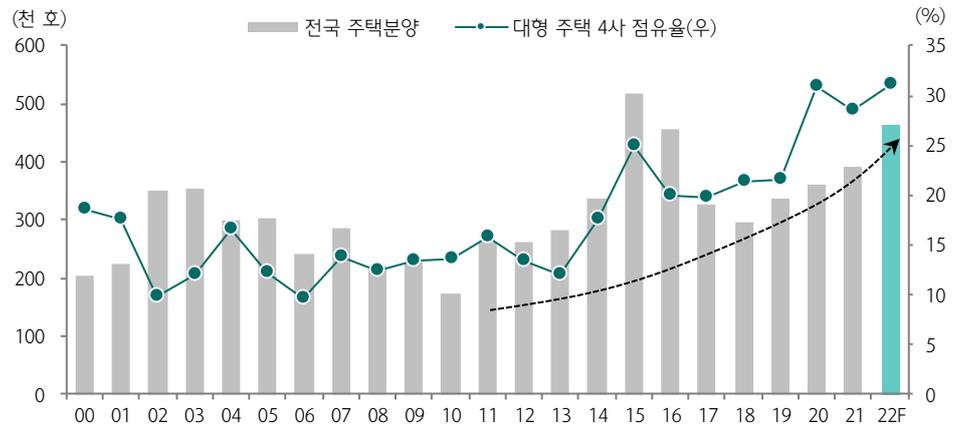
회사별로는 DL이앤씨, 현대건설 분양 증가폭 가장 큼

대형건설사 MS 연결기준 31% 예상

2022년 대형 건설사 4사 합산 .8만호 분양(YoY 12%)이 가능할 전망이다. 자회사 현대엔지니어링, DL건설까지 합산한 목표의 경우 14.4만 세대로 2021년 대비 29% 증가한다. 회사별로는 현대건설이 30,405세대, DL이앤씨 20,300세대로 전년 대비 각각 14%, 42% 증가한 목표를 설정했다. GS건설과 대우건설은 각각 27,491세대, 3만세대로 전년대비 소폭 증가할 전망이다. 전국적으로 대형건설사 중심의 주택시장 점유율은 향후에도 유지될 가능성이 높다. 2022년 전국 주택시장 신규 공급은 최대 46만호로 파악되며, 이 중 민간 아파트 공급은 40만가구로 예정되어 있다. 올해 목표 가이던스를 100% 달성 시, 대형 주택 4사의 분양 시장 점유율은 별도 기준 23%, 연결 기준 31%이 예상된다.

그림 46. 전국 아파트 분양시장 중 대형건설사 점유율 추이

대형건설사 중심 MS 확대 추이 지속



주: 주택 4사 현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설, 현대엔지니어링, DL건설 포함  
자료: 각 사, REPS, 하나금융투자

## ② 도시정비사업 중심 점유율 확대 전망

정비 사업 시행의 증가는 브랜드 가치가 높은 대형건설사들에게 긍정적

정비 사업 시행의 증가는 주택 브랜드 가치가 높은 대형건설사들에게 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 정비시장에서 주택 브랜드는 매우 중요하게 작용한다. 정비사업은 통상적으로 입지가 좋은 만큼 높은 사업성을 가지며, 사업성이 높은 만큼 시행 주체들이 상위 브랜드를 선호하기 때문이다. 이에 따라 대형 건설사 점유율이 상승하고 있다. 향후에도 정비사업 시행 증가는 대형 건설사들의 실적으로 연결될 가능성이 높다. 이에 따라 대형 건설사들이 재건축/재개발 시장에서 갖는 독점적 지배력이 더 강화될 것으로 판단한다. 2022년의 경우 대형 주택 4사의 정비사업 점유율은 24%에 기록할 것으로 전망한다.

작년 신규수주 중 도시정비사업 현대건설 5.5조원, GS건설 5.1조원 기록

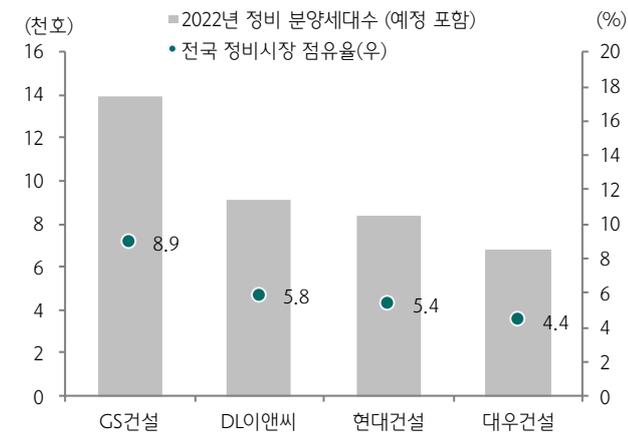
작년 건설사들의 신규수주 중에서 도시정비사업은 현대건설 5조 5,499억원, GS건설 5조 1,437억원, 대우건설 3조 8,992억원, DL이앤씨 1조 1,915억원을 기록했다. 올해 공급물량 측면에서 보더라도 올해 GS건설은 13,827호, DL이앤씨 9,000호, 현대건설 8,352호, 대우건설 6,800호의 정비사업 물량을 공급할 계획이다. 신규 수주 측면에서는 현대건설이 1위를 차지했고, 올해 분양 세대수 측면에서는 GS건설이 1위를 유지할 계획이다.

현재까지 주를 이뤘던 조합 시행방식 외에도, 가로주택정비사업, 소규모 재건축, 리모델링, 공공 시행 정비사업 등 도시정비 수주 확대의 폭은 더욱 넓어지고 있다. 작년에 리모델링 시장에 진출한 건설사들의 수주 실적을 모두 합치면 9조원을 돌파하는 것으로 파악된다. 현대건설과 GS건설은 각각 1조 4,200억원과 1조 4,100억원을 기록하며 1, 2위를 다했다.

정비사업의 형태가 다양해지고 있는 만큼, 최대한의 물량(Q) 확보하는 메이저건설사 중심 수혜 확대 예상

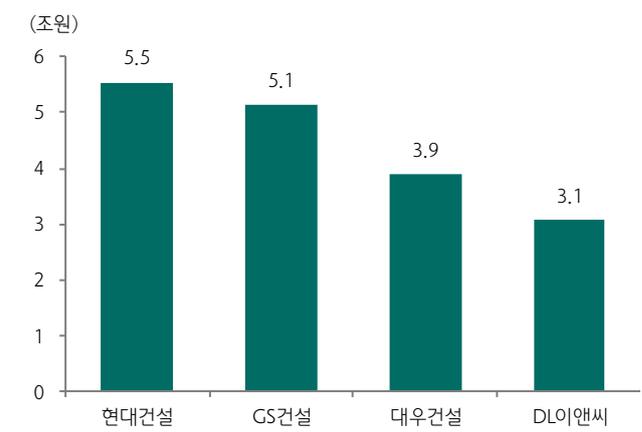
향후 리모델링, 공공재개발/재건축, 서울 외에 신도시 구점 확보 등 도시정비사업의 형태는 더욱 다양해질 것으로 전망한다. 이에 대응하고, 최대한의 도시정비 분양물량(Q)를 가져갈 수 있는 메이저건설사 중심 수혜는 더욱 확대될 것으로 본다.

그림 47. 2022년 대형건설사 별도기준 정비시장 점유율



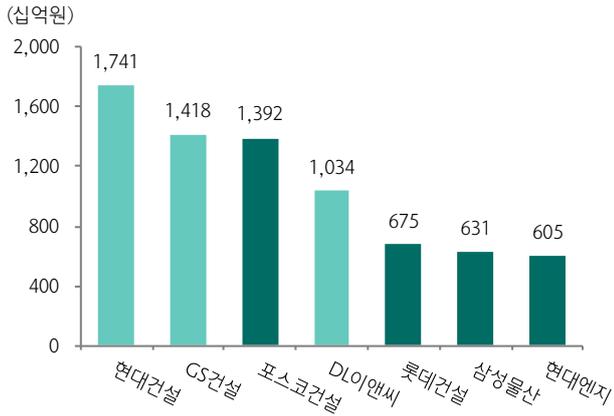
주: DL이앤씨는 착공 기준  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 48. 2021년 건설사별 정비사업 신규 수주



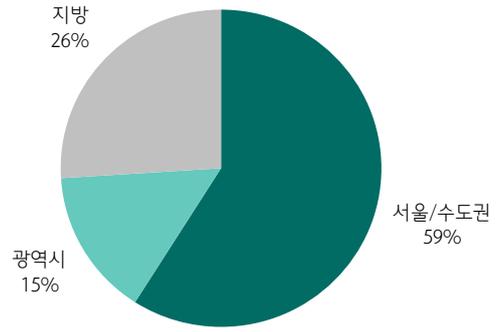
자료: 각 사, 언론보도, 하나금융투자

그림 49. 2021년 건설사별 리모델링 신규 수주



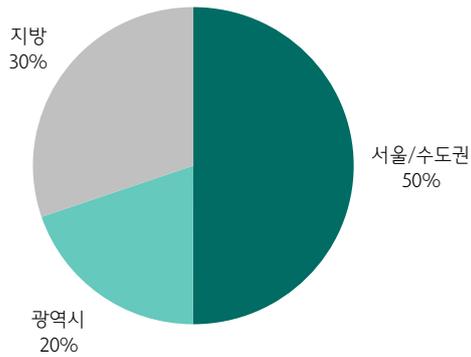
자료: 각 사, 언론보도, 하나금융투자

그림 50. 현대건설 주택 분양 지역별 비중



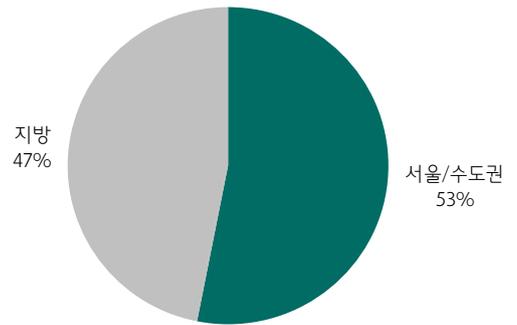
자료: 현대건설, 하나금융투자

그림 51. DL이앤씨 주택 분양 지역별 비중



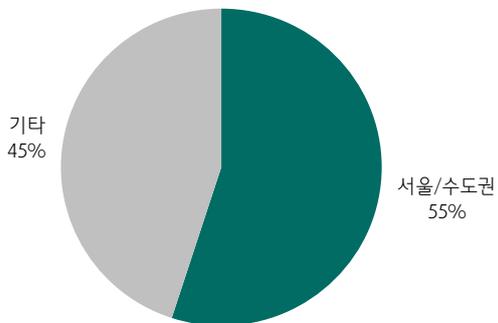
자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 52. GS건설 주택 분양 지역별 비중



자료: GS건설, 하나금융투자

그림 53. 대우건설 주택 분양 지역별 비중



자료: 대우건설, 하나금융투자

표 8. 2021년 아파트 브랜드 선호도 조사

순위	브랜드 / 건설사	순위	브랜드 / 건설사
1위	자이 / GS건설	6위	e편한세상 / DL이앤씨
2위	래미안 / 삼성물산	7위	아이파크 / HDC현대산업개발
3위	힐스테이트 / 현대건설	8위	더샵 / 포스코건설
4위	푸르지오 / 대우건설	9위	란 / 우미건설
5위	롯데캐슬 / 롯데건설	10위	포레나 / 한화건설

주: 브랜드 상기도/선호도/보조인지도/투자가치/주거만족도/건설사 상기도 등 6개 항목에 가중치 적용  
 자료: 부동산114, 하나금융투자

표 9. 대형 주택4사의 2022년 수도권 주택정비사업 목록 및 점유율

(단위: 호)

지역	단지명	시공사	세대수
서울	올림픽파크포레온	대우건설/현대건설	6,058
서울	휘경3구역주택재개발	GS건설	1,806
서울	길동신동아1,2차아파트	GS건설	1,299
서울	힐스테이트e편한세상문정	DL이앤씨/현대엔지	1,265
서울	마포자이힐스테이트	현대건설/GS건설	1,121
서울	북서울자이폴라리스	GS건설	1,045
서울	봉천4-1-2재개발	현대건설	997
서울	행당7구역푸르지오	대우건설	958
서울	영등포1-13(두산,대우)	대우건설	329
서울	신림3구역재개발	대우건설	565
서울	천호동e편한세상	DL이앤씨	535
서울	등촌1구역재건축	현대건설	516
서울	삼성홍실	DL이앤씨	419
서울	강동성내5구역	DL이앤씨	408
서울	대치동 구마을 재건축	현대건설	245
서울	마포로제3구역제3지구	대우건설	239
서울	마포아현동주상복합	현대엔지	176
경기	베르몬트로광명	대우건설, 현대엔지	1,606
경기	e편한세상하늘채평촌	DL이앤씨	1,443
경기	광명5R구역재개발	현대건설, GS건설	1,971
경기	안양역푸르지오더샵	대우건설	1,505
경기	내손다구역주택재개발	GS건설	1,583
경기	안양어반포레자연& e편한세상	DL이앤씨	777
경기	의왕내손라	대우건설	2,180
경기	평내진주아파트재건축	대우건설	618
경기	힐스테이트금오더퍼스트	현대건설	832
경기	힐스테이트구리역	현대건설	565
대형4사 수도권정비사업 세대 수			31,061
총 수도권 정비사업 세대 수			85,905
대형5사 수도권정비사업 점유율			36.2%

주: 분양일정은 추후 변경가능  
 자료: REPS, 하나금융투자

공사 기간이 지연되거나  
공사계약이 취소되는 경우가  
아니라면 원자재값 상승 영향 제한적

### ③ 원자재값 상승 부담 요인이나, 영향 제한적일 듯

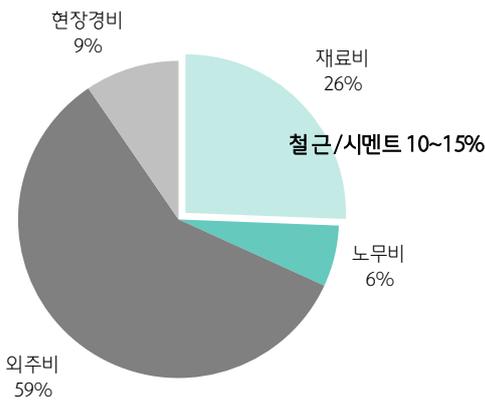
시멘트, 철근 등을 비롯한 건설 자재 가격이 급격하게 상승하면서 건설주들의 원가 부담 요인으로 작용하고 있다. 단기적으로는 원가율 상승 가능성이 존재하나, 대형건설사에게 끼치는 영향은 우려보다는 제한적이라고 보고 있다.

i) 건설사 원가에서 재료비가 차지하는 비중은 약 30% 내외 수준이고, 이 중 철근과 시멘트가 차지하는 비중은 약 10~15% 수준이다. 비중이 크지 않기 때문에 가격이 급격하게 상승한다 하더라도 원가에 미치는 영향은 +1~2%p 내외일 것으로 추정한다.

ii) 또한, 건설현장마다 공정 단계가 모두 다르기 때문에 철근가격이 올라도 모든 현장의 원가가 일률적으로 오르는 않는다. 가격 상승보다 원가에 리스크를 줄 수 있는 부분은 원자재를 구하지 못해 공사 기간이 지연된다거나 공사계약을 포기하는 부분이다. 이럴 경우에는 원가에 끼치는 영향은 클 수 있다.

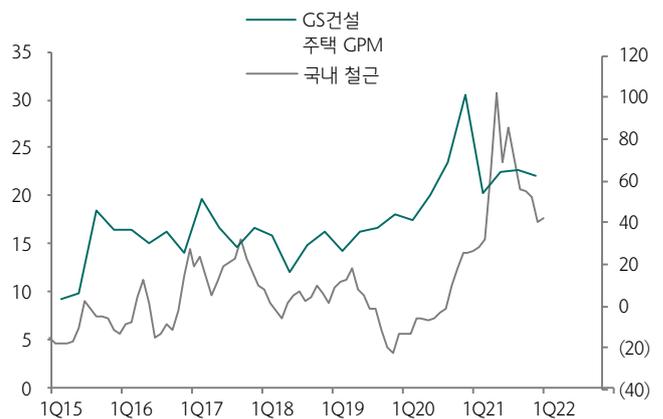
iii) 상대적으로 대형 건설업체들은 높은 협상력 기반 대량 구매를 하기 때문에 이러한 리스크가 떨어지고, iv) 원재료 가격이 상승하더라도 그보다 매출 증가율이 더 높게 나타난다면 원가 부담을 상쇄할 수도 있다. 보편적으로 철근과 시멘트가 가장 많이 들어가는 건축/주택(아파트) 부문의 경우 22년 대형건설사 4사 합산 매출 증가율은 10% 이상이 예상되는 만큼, 우려보다 제한적일 수 있다.

그림 54. 건축 공종 원가 구성



자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 55. GS건설 GPM과 국내 철근 가격 추이



주: 4Q20 GPM은 입주정산이익으로 일시적으로 높았음  
자료: GS건설, 하나금융투자

**올해 분양가격 구성하는 택지비와 건축비 모두 상승**

**④ 주택 P의 상승도 기대되는 구간**

지난해 급증한 직접공사비와 공시지가 상승 등의 영향으로 올해 아파트 분양가는 상승할 가능성이 높다. 분양가격은 택지비와 건축비에 가산비를 더해서 결정되는데, 공시지가와 건축자재 값이 모두 올랐기 때문에 전체적인 분양가 상승은 불가피해 보인다. 분양시장이 지속적으로 호황을 이어가는 가운데, 분양가 인상효과로 건설사들의 원가 부담은 축소될 수 있다.

- i) 먼저, 분양원가의 가장 큰 비중을 차지하는 택지비는 올해 전년대비 10.16% 상승률이 전망되고 있다. 토지 가격이 높아진데다 정부기 공시지가 현실화율 정책을 펼치고 있어 택지비는 지속 상승할 것으로 예상된다. 기본형 건축비의 경우에도 3월 1일부터 2.64% 상승했다. 높아진 원자재값 상승을 분양가에 일부 전가시킬 수 있을 거라 판단한다.
- ii) 또한 올해 분양은 서울/경기의 비중은 전체 분양의 50%까지 상승한다. 서울과 수도권 비중이 높음에 따라 분양가는 상향될 것으로 판단된다.
- iii) 원자재값 상승 등 높아진 주택부문 원가율을 반영해도 주택 부문의 이익률 하락 폭은 제한적일 것으로 본다. 이는 애초에 양호한 분양시장 덕분에 건설사들의 관련 마케팅 비용(모델하우스/분양촉진비 등)과 금융 조달비용(미분양 리스크 하락, 할인분양 등)이 큰 폭 하락하면 준공시점 정산차익이 발생하고 있기 때문이다.

그림 56. 분양가 상한제 구성요소



자료: 하나금융투자

그림 57. 기본형 건축비 (공급면적 당 건축비 상한금액) 추이



자료: 국토교통부, 하나금융투자

### ⑤ 대형건설사 가이드نس - 매출과 이익 동반 성장

올해 가이드نس 대부분 보수적  
수치라고 판단,  
상향될 가능성 높음

2022년 주요 건설 4개사 합산 매출은 47.5조원으로 전년대비 9% 증가할 전망이다. 분양에서 준공까지의 2~2.5년의 시차 감안 시 2020~21년 양호했던 분양 물량은 22년 주택 부문의 외형 확대에 연결될 것이다. 작년의 경우 분양 실적은 예상대비 부진했지만, 착공을 먼저 시작한 세대수가 많았기 때문에 매출 성장세는 하반기까지 이어질 것으로 예상된다. 올해의 분양 가이드نس(별도기준)도 전년대비 YoY 12% 증가할 것으로 예상되기 때문에, 주택 매출 증가세는 내년까지 가속화 될 것으로 전망한다.

매출 성장과 함께 수익성도 개선될 전망이다. 주요 건설 4개사 합산 영업이익은 전년대비 16% 증가할 전망이다. 그 중에서 GS건설과 현대건설이 영업이익이 각각 YoY 37%, 26% 증가할 것으로 예상된다. 대부분의 해외 저마진 프로젝트들의 종료로 되었고, 코로나19가 점차 완화되면서 관련 추가비용이 축소될 것으로 전망한다. 특히 올해부터는 2019~20년에 수주했던 대형 해외 프로젝트들의 공정 본격화에 따른 원가율 개선이 기대된다. 해외부문의 이익률 개선이 가장 높을 것으로 예상되는 기업은 현대건설과 대우건설이다.

올해 건설사들의 제시한 가이드نس는 이미 이러한 인플레이션 상승 영향을 반영한 보수적 수치라고 판단하며, 분양 가이드نس의 경우에도 추가적으로 상향될 가능성이 높다.

표 10. 각 건설사별 2022년 가이드نس

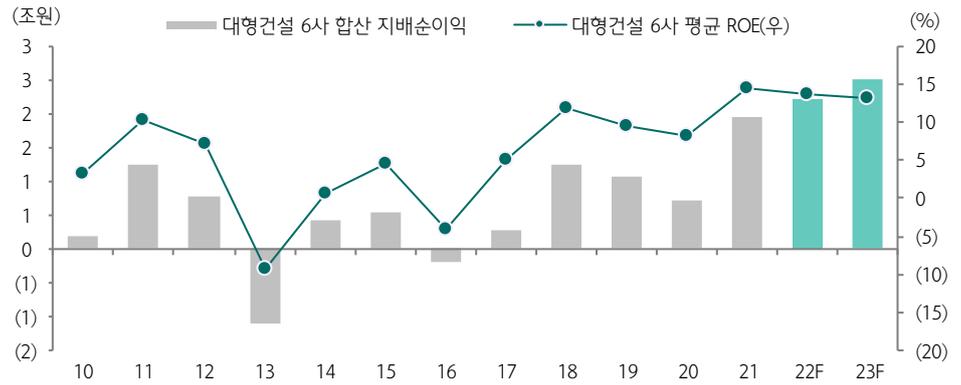
(단위: 십억원)

		현대건설	GS건설	DL이앤씨	대우건설
신규수주	국내	18,430(YoY -15%)	9,173(YoY -4%)	10,050(YoY 21%)	10,100(YoY 1%)
	해외	9,940(YoY 16.6%)	3,979(YoY 5%)	3,550(YoY 60%)	2,100(YoY 86%)
	전체	28,370(YoY -6.3%)	13,152(YoY -1%)	13,600(YoY 29%)	12,200(YoY 10%)
매출	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 19,700(YoY 9%)</li> <li>• 별도 11,300(YoY 10%)</li> <li>• 주택만 5,900(YoY 38%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 9,500(YoY 5%)</li> <li>• 건축/주택 6,700(YoY 10%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 8,400(YoY 10%)</li> <li>• 별도 6,400(YoY 22%)</li> <li>• 주택 4,100(YoY 16%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 10,000(YoY 15%)</li> <li>• 건축/주택 6,700(YoY 14%)</li> </ul>	
영업이익	X	X	900(YoY -6%)	X	
분양수 (세대)	30,405(YoY 14%)	27,491(YoY 2%)	20,300(YoY 42%)	30,000(YoY 6%)	

주: 분양은 별도기준  
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 58. 커버리지 4사 합산 지배순이익과 평균 ROE 추이

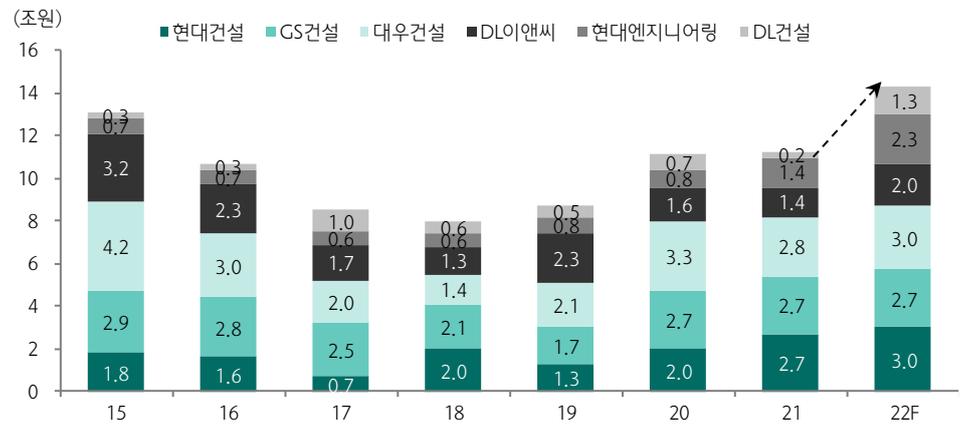
주택 사업 중심 건설사 실적 개선



주: 주택 4사 현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설  
 자료: 각사, REPS, 하나금융투자

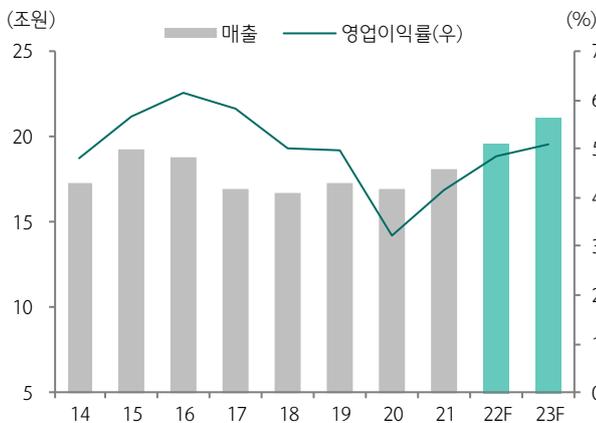
그림 59. 커버리지 4사 분양 가이드نس

2022년 커버리지 4사 연결 분양 가이드نس 전년동기대비 24% 증가한 14.4만 세대



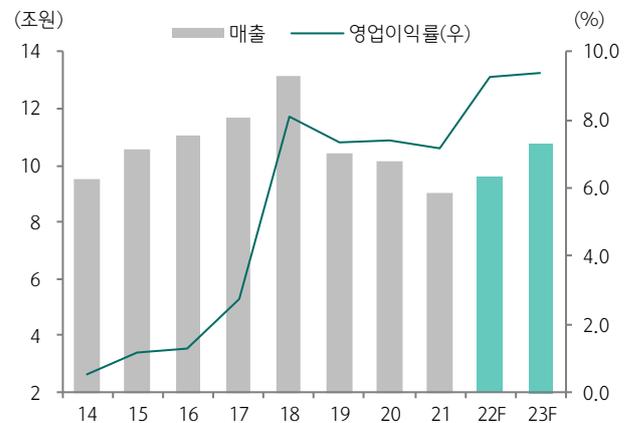
주: 주택 4사 현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설  
 자료: 각사, REPS, 하나금융투자

그림 60. 현대건설 매출과 영업이익률 추이 및 전망



주: DL이앤씨는 착공 기준  
 자료: 각 사, 하나금융투자

그림 61. GS건설 매출과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 부동산114, 하나금융투자

## 6. Top Pick: GS건설, 현대건설/DL이앤씨 주목 필요

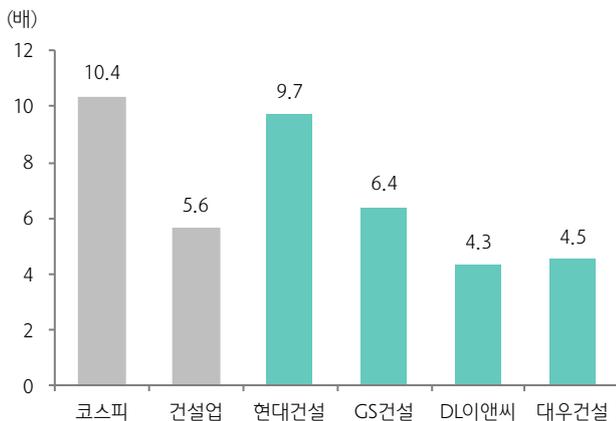
올해는 주택공급 및 실적이 동반 개선되는 구간에 진입했다고 판단한다.

이에, 주택 매출 비중이 가장 높고 주택 정비 사업에 경쟁력을 가진 GS건설(TP 5.7만원)을 Top Pick으로 제시한다. 올해 2.7만 세대의 높은 주택공급 수준을 유지할 전망이며, 작년에 이연된 물량이 추가적으로 더해질 가능성이 가장 높다. 해외 부문은 축소하고 주택 사업에 집중하며, 주택 시장 개선 시 공격적인 주택 확장이 기대된다. 2021년 기준 주택 수주잔고 27조원, 도시정비 수주는 5조원에 달하며, 향후 주택매출 성장으로 큰 폭의 실적 개선이 가능할 전망이다. 점진적으로 정책 방향이 재개발재건축 규제 완화 가능성에 무게를 두고 있어, 정비사업에 높은 경쟁력을 가지고 있는 GS건설의 사업추진 속도도 가속화 될 전망이다. S&I 건설 연결 편입을 통해 올해 2분기부터는 추가적인 실적 레벨 상승 가능성도 있다.

차선호주로는 현대건설(TP 6.3만원)을 제시한다. 업종 대표주로서 국내와 해외에서 모두 압도적인 수주 실적을 보여주고 있다. 올해는 오로지 주택사업 실적만으로도 높은 성장세를 보여줄 것으로 전망한다. 2021년 별도 기준 10조원의 주택 수주 감안 시 향후 2~3년 동안의 공급물량 증가는 필연적이라고 본다. 2022년 공급은 30,405세대(YoY 14%)로 3년 연속 주택 공급 증가가 나타나고 있고, 올해 주택 부문 성장폭이 가장 클 것으로 추정한다.

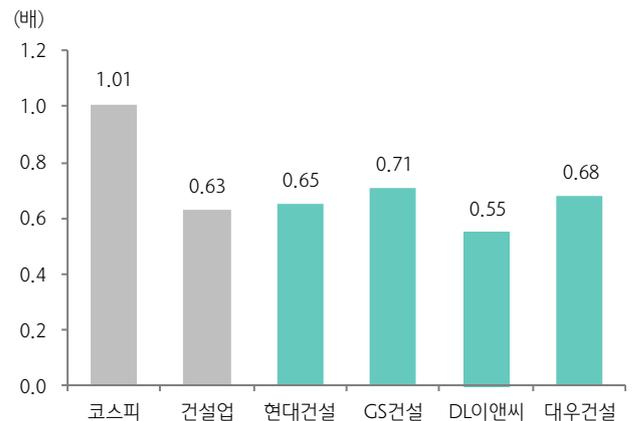
마지막으로 관심종목으로는 DL이앤씨(TP 18만원)를 제시한다. 매출의 YoY 증가폭이 가장 크며, 밸류에이션 매력도 존재한다. 올해부터는 주택 착공이 본격화되면서 연결 매출 11%, 주택 매출 13% 성장할 것으로 추정한다. 적극적인 주주환원 정책과 공격적인 수주 가이던스 감안 시 저평가 구간이라 판단한다.

그림 62. 건설사 12MF PER



주: 3월 2일 기준 주가  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 63. 건설사 12MF PBR



주: 3월 2일 기준 주가  
자료: 부동산114, 하나금융투자

## 밸류에이션 테이블

표 11. 건설 커버리지 분기 및 연간 실적 테이블

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	21	22F	23F
<b>합산 매출액</b>	<b>9,802</b>	<b>10,745</b>	<b>10,431</b>	<b>12,438</b>	<b>10,648</b>	<b>11,745</b>	<b>11,686</b>	<b>13,445</b>	<b>43,416</b>	<b>47,525</b>	<b>52,108</b>
YoY %	-7.3	-4.5	3.4	3.3	8.6	9.3	12.0	8.1	-1.2	9.5	9.6
<b>현대건설</b>	<b>4,150</b>	<b>4,384</b>	<b>4,352</b>	<b>5,180</b>	<b>4,517</b>	<b>4,878</b>	<b>4,758</b>	<b>5,457</b>	<b>18,066</b>	<b>19,610</b>	<b>21,102</b>
YoY %	2.2	-3.5	7.7	19.8	8.9	11.3	9.3	5.3	6.5	8.5	7.6
<b>DL이앤씨</b>	<b>1,700</b>	<b>1,922</b>	<b>1,807</b>	<b>2,200</b>	<b>1,803</b>	<b>2,060</b>	<b>2,017</b>	<b>2,586</b>	<b>7,629</b>	<b>8,466</b>	<b>9,444</b>
YoY %	-18.4	-12.7	-1.1	-15.7	6.1	7.2	11.6	17.5	-12.5	11.0	11.6
<b>GS건설</b>	<b>2,014</b>	<b>2,232</b>	<b>2,172</b>	<b>2,619</b>	<b>2,112</b>	<b>2,351</b>	<b>2,435</b>	<b>2,680</b>	<b>9,037</b>	<b>9,578</b>	<b>10,766</b>
YoY %	-17.5	-12.4	-6.3	-7.0	4.9	5.3	12.1	2.3	-10.7	6.0	12.4
<b>대우건설</b>	<b>1,939</b>	<b>2,207</b>	<b>2,100</b>	<b>2,439</b>	<b>2,216</b>	<b>2,457</b>	<b>2,477</b>	<b>2,722</b>	<b>8,685</b>	<b>9,871</b>	<b>10,796</b>
YoY %	-2.4	12.4	10.8	6.4	14.3	11.3	17.9	11.6	6.7	13.7	9.4
<b>합산 영업이익</b>	<b>807</b>	<b>687</b>	<b>744</b>	<b>857</b>	<b>789</b>	<b>897</b>	<b>912</b>	<b>1,004</b>	<b>3,095</b>	<b>3,602</b>	<b>4,052</b>
YoY %	13.3	2.2	15.1	0.1	-2.1	30.5	22.5	17.2	7.2	16.4	12.5
<b>현대건설</b>	<b>201</b>	<b>141</b>	<b>220</b>	<b>191</b>	<b>222</b>	<b>243</b>	<b>230</b>	<b>258</b>	<b>754</b>	<b>952</b>	<b>1,080</b>
YoY %	21.5	-8.4	57.6	112.7	10.5	72.2	4.2	34.7	37.3	26.3	13.4
<b>DL이앤씨</b>	<b>200</b>	<b>229</b>	<b>259</b>	<b>269</b>	<b>192</b>	<b>226</b>	<b>224</b>	<b>279</b>	<b>957</b>	<b>920</b>	<b>1,032</b>
YoY %	-21.6	-15.9	33.5	-12.6	-3.9	-1.3	-13.6	3.6	-7.0	-3.8	12.1
<b>GS건설</b>	<b>177</b>	<b>125</b>	<b>152</b>	<b>192</b>	<b>186</b>	<b>221</b>	<b>241</b>	<b>240</b>	<b>646</b>	<b>888</b>	<b>1,028</b>
YoY %	3.3	-24.4	-27.3	-6.1	5.5	76.6	58.4	24.9	-13.9	37.5	15.7
<b>대우건설</b>	<b>229</b>	<b>192</b>	<b>112</b>	<b>204</b>	<b>189</b>	<b>208</b>	<b>217</b>	<b>228</b>	<b>738</b>	<b>842</b>	<b>912</b>
YoY %	89.6	137.1	9.1	-19.3	-17.5	8.0	93.2	11.4	32.2	14.0	8.4

자료: 각 사, 하나금융투자

표 12. Coverage/관심종목 투자 의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자 의견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
*현대건설	BUY	63,000	2022F	19,610	952	485	4,355	10.4	0.7	3.4	6.8
			2023F	21,102	1,080	557	4,995	9.1	0.6	2.9	7.3
*GS건설	BUY	57,000	2022F	9,578.0	888.3	582.1	6,802	6.5	0.8	4.0	12.4
			2023F	10,765.9	1,028.0	678.2	7,925	5.6	0.7	3.2	13.0
*대우건설	BUY	8,600	2022F	9,871	842	567	1,365	5.0	0.7	3.3	16.5
			2023F	10,796	912	638	1,536	4.4	0.6	2.5	15.8
*DL이앤씨	BUY	180,000	2022F	8,466	921	605	28,162	4.7	0.6	3.0	12.8
			2023F	9,444	1,032	674	31,409	4.2	0.5	0.6	12.6

주: \* 표시는 K-IFRS 연결기준

자료: 하나금융투자

## Top Pick 및 관심종목

---

GS건설 (006360)	41
현대건설 (000720)	44
DL이앤씨 (375500)	47
대우건설 (047040)	50

2022년 3월 4일

# GS건설 (006360)

## 주택에 진심인 편

### 도시 정비 시대 최대 수혜 건설사

GS건설은 자이(Xi)라는 높은 브랜드력을 바탕으로 2015년부터 빠르게 분양물량을 증가시켜오고 있다. 수도권 정비와 도시 개발 사업에서 경쟁력을 확보하고 있으며 2021년 기준 도시 정비 시장 점유율은 9%에 달한다. 수익성이 높은 주택사업 부문 외에도 가시성 높은 신사업에 집중하고 있다. 이니마를 통한 수처리 컨세션 사업은 30년 이상의 운영기간을 거치며 장기 현금 흐름 창출이 가능하며, 주택 모듈사업은 공기가 짧아 이익 기여도 또한 빠르게 증가할 수 있다. 그 외에도 베트남 개발사업은 2023년부터 본격적으로 매출에 추가되며 외형 성장을 확대시켜 나갈 것으로 기대한다.

### 주택 매출 턴어라운드 통한 실적 개선

플랜트 사업은 축소하고 수익성이 높은 주택사업과 안정적인 신사업에 집중하면서 2022년 매출과 영업이익은 각각 전년대비 6%, 38% 증가한 9.6조원, 8,883억원으로 전망한다. ① 2022년 신규분양은 전년도와 유사한 2.7만세대다. 지난 2~3년간의 높은 분양 실적 기반 건축/주택 매출은 연간 6.7조원(YoY 11%)을 기록할 것으로 추정한다. ② 플랜트 부문의 매출은 올해 7,800억원까지 축소될 것으로 전망한다. 반면, ③ 신사업은 올해 매출 9,200억원을 기록할 것으로 추정한다. 내년 부터는 본격적으로 베트남 개발 사업 매출화가 본격화되면서 추가적인 실적 개선 요인으로 작용할 수 있다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 57,000원 제시

GS건설의 투자 의견을 BUY, 목표주가 57,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022~23년 BPS 평균 59,712원에 목표 PBR 0.95배를 적용했다. i) 건축/주택 부문의 견조한 실적 개선과, ii) 신사업 부문 매출 확대, 3) 해외 손실 축소 가능성은 높은 실적 가시성을 담보하는 요인이다. 정비사업 부문에서 경쟁력을 보유하고 있어, 정비사업 규제 완화에 따른 시장 개선 시 공격적인 주택 확장이 기대된다. 현재 주가 12MF PBR 0.74배로 밸류에이션 부담도 없다. 비중확대가 유효하다.

### Top Pick

**BUY(신규)**

TP(12M): 57,000원(신규) | CP(3월3일): 44,400원

Key Data		Consensus Data	
		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	2,747.08		
52주 최고/최저(원)	48,300/36,000	매출액(십억원)	9,019.8 9,879.0
시가총액(십억원)	3,799.8	영업이익(십억원)	688.6 874.3
시가총액비중(%)	0.18	순이익(십억원)	462.9 580.8
발행주식수(천주)	85,581.5	EPS(원)	5,297 6,522
60일 평균 거래량(천주)	518.3	BPS(원)	53,999 59,011
60일 평균 거래대금(십억원)	21.3		
21년 배당금(예상, 원)	1,200	Stock Price	
21년 배당수익률(예상, %)	2.87		
외국인지분율(%)	26.26		
주요주주 지분율(%)			
허창수 외 16 인	23.74		
국민연금공단	12.74		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	13.1 (1.9) 18.4		
상대	11.5 14.3 32.9		

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	십억원	10,416.6	10,122.9	9,036.6	9,578.0	10,765.9
영업이익	십억원	767.3	750.4	646.2	888.3	1,028.0
세전이익	십억원	673.7	518.4	650.1	886.2	1,032.5
순이익	십억원	443.4	311.7	404.2	582.1	678.2
EPS	원	5,552	3,890	4,747	6,802	7,925
증감율	%	(28.02)	(29.94)	22.03	43.29	16.51
PER	배	5.59	9.72	8.34	6.53	5.60
PBR	배	0.62	0.73	0.75	0.77	0.69
EV/EBITDA	배	4.35	5.11	6.02	4.04	3.23
ROE	%	11.79	7.68	9.41	12.41	13.00
BPS	원	50,078	51,763	52,472	58,028	64,763
DPS	원	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200



Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

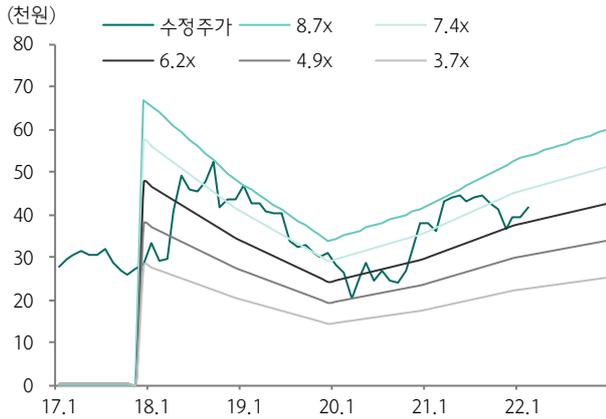
표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>2,014</b>	<b>2,232</b>	<b>2,172</b>	<b>2,619</b>	<b>2,112</b>	<b>2,351</b>	<b>2,435</b>	<b>2,680</b>	<b>9,037</b>	<b>9,578</b>	<b>10,766</b>
(% YoY)	-17.5	-12.4	-6.3	-7.0	4.9	5.3	12.1	2.3	-10.7	6.0	12.4
토목	189	210	177	204	215	241	225	297	780	978	1,092
건축/주택	1,225	1,451	1,603	1,812	1,460	1,651	1,778	1,873	6,091	6,761	7,633
플랜트	411	360	180	349	201	201	193	190	1,300	785	777
신사업(이니마/모듈)	171	186	189	230	216	234	217	248	776	916	1,114
<b>매출원가</b>	<b>1,698</b>	<b>1,844</b>	<b>1,874</b>	<b>2,271</b>	<b>1,784</b>	<b>1,970</b>	<b>2,026</b>	<b>2,205</b>	<b>7,686</b>	<b>7,985</b>	<b>8,949</b>
(% 원가율)	84.3	82.6	86.3	86.7	84.5	83.8	83.2	82.3	85.1	83.4	83.1
토목	89.6	93.6	117.2	116.4	97.5	97.5	97.5	97.5	103.9	97.5	95.6
건축/주택	79.7	77.6	77.3	78.0	80.2	79.5	79.1	79.7	78.1	79.6	80.0
플랜트	95.9	96.9	136.2	116.7	100.4	100.3	100.2	99.5	107.3	100.1	98.4
신사업(이니마/모듈)	81.4	81.1	86.1	83.6	85.0	84.9	85.6	84.6	83.1	85.0	85.0
<b>매출총이익</b>	<b>317</b>	<b>388</b>	<b>298</b>	<b>349</b>	<b>328</b>	<b>380</b>	<b>409</b>	<b>477</b>	<b>1,351</b>	<b>1,545</b>	<b>1,759</b>
(% GPM)	15.7	17.4	13.7	13.3	15.5	16.2	16.8	15.9	14.9	16.1	16.3
<b>영업이익</b>	<b>177</b>	<b>125</b>	<b>152</b>	<b>192</b>	<b>186</b>	<b>221</b>	<b>241</b>	<b>240</b>	<b>646</b>	<b>888</b>	<b>1,028</b>
(% YoY)	3.3	-24.4	-27.3	-6.1	5.5	76.6	58.4	24.9	-13.9	37.5	15.7
(% OPM)	8.8	5.6	7.0	7.3	8.8	9.4	9.9	9.0	7.2	9.3	9.5
세전이익	224	102	194	131	186	220	241	240	650	886	1,032
지배순이익	154	56	129	66	122	145	158	157	404	582	678

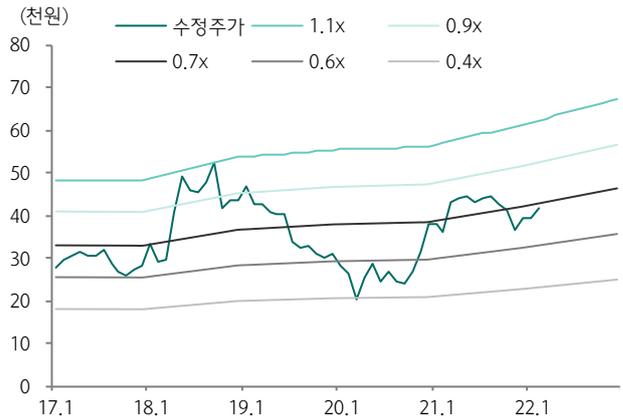
자료: GS건설, 하나금융투자

그림 1. GS건설 12개월 선행 PER 밴드



주: GS건설은 2017년 순이익 적자 시현  
자료: 하나금융투자

그림 2. GS건설 12개월 선행 PBR 밴드



자료: GS건설, 하나금융투자

표 2. GS건설 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
<b>자기자본비용 (%)</b>	<b>10.80</b>	
52주 수정베타	1.21	
시장기대수익률 (%)	9.35	KOSPI 2000~ 12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	2.34	국고 10년물 (민평사 평균)
지속가능성장률 (%)	2.60	(ROE x 목표 유보율 25%)
지속가능 ROE (%)	10.41	2022~2025F 평균 ROE 조정
<b>목표 PBR (배)</b>	<b>0.95</b>	
선행 BPS (원)	59,712	2022~2023F 평균 BPS
<b>목표주가 (TP, 원)</b>	<b>57,000</b>	
현재주가 (CP, 원)	44,400	
Upside(%)	28%	3월 3일 추가 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,416.6	10,122.9	9,036.6	9,578.0	10,765.9
매출원가	9,018.7	8,587.8	7,686.4	7,985.2	8,949.0
매출총이익	1,397.9	1,535.1	1,350.2	1,592.8	1,816.9
판매비	630.6	784.7	704.5	656.5	731.3
영업이익	767.3	750.4	646.2	888.3	1,028.0
금융손익	34.5	(12.5)	(53.2)	18.2	20.2
종속/관계기업손익	(2.9)	(6.1)	2.6	3.6	4.6
기타영업외손익	(125.1)	(213.4)	(165.8)	(24.0)	(20.4)
세전이익	673.7	518.4	650.1	886.2	1,032.5
법인세	226.3	188.8	225.4	274.7	320.1
계속사업이익	447.5	329.7	424.6	611.4	712.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	447.5	329.7	424.6	611.4	712.4
비지배주주지분 순이익	4.1	18.0	20.4	29.3	34.2
지배주주순이익	443.4	311.7	404.2	582.1	678.2
지배주주지분포괄이익	453.5	256.9	444.2	639.6	745.1
NOPAT	509.6	477.2	422.1	612.9	709.3
EBITDA	901.7	910.3	785.5	1,072.2	1,218.0
성장성(%)					
매출액증가율	(20.72)	(2.82)	(10.73)	5.99	12.40
NOPAT증가율	(31.94)	(6.36)	(11.55)	45.20	15.73
EBITDA증가율	(19.35)	0.95	(13.71)	36.50	13.60
영업이익증가율	(27.92)	(2.20)	(13.89)	37.47	15.73
(지배주주)순이익증가율	(23.83)	(29.70)	29.68	44.01	16.51
EPS증가율	(28.02)	(29.94)	22.03	43.29	16.51
수익성(%)					
매출총이익률	13.42	15.16	14.94	16.63	16.88
EBITDA이익률	8.66	8.99	8.69	11.19	11.31
영업이익률	7.37	7.41	7.15	9.27	9.55
계속사업이익률	4.30	3.26	4.70	6.38	6.62

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,328.9	7,251.9	7,160.4	7,780.6	8,734.2
금융자산	2,190.6	2,494.1	2,910.7	3,277.6	3,675.6
현금성자산	1,793.0	2,118.9	2,575.9	2,922.7	3,276.6
매출채권	96.7	135.7	121.1	128.4	144.3
재고자산	875.1	1,430.1	1,276.6	1,353.1	1,520.9
기타유동자산	4,166.5	3,192.0	2,852.0	3,021.5	3,393.4
비유동자산	5,842.3	6,518.8	6,291.0	6,413.9	6,654.2
투자자산	1,564.4	1,721.6	1,563.6	1,642.3	1,815.1
금융자산	1,512.0	1,619.9	1,472.8	1,546.1	1,706.9
유형자산	1,176.0	1,426.8	1,391.9	1,467.8	1,564.3
무형자산	490.0	744.3	709.5	677.7	648.7
기타비유동자산	2,611.9	2,626.1	2,626.0	2,626.1	2,626.1
자산총계	13,171.2	13,770.7	13,451.4	14,194.4	15,388.4
유동부채	5,800.9	5,728.9	5,191.9	5,384.6	5,867.1
금융부채	991.7	1,156.9	1,089.4	1,048.2	1,017.3
매입채무	1,394.2	1,124.8	1,004.1	1,064.2	1,196.2
기타유동부채	3,415.0	3,447.2	3,098.4	3,272.2	3,653.6
비유동부채	3,227.3	3,729.7	3,628.5	3,678.9	3,789.6
금융부채	2,469.8	2,786.8	2,786.8	2,786.8	2,786.8
기타비유동부채	757.5	942.9	841.7	892.1	1,002.8
부채총계	9,028.2	9,458.6	8,820.4	9,063.5	9,656.7
지배주주지분	3,974.7	4,141.2	4,449.4	4,929.7	5,506.0
자본금	400.5	403.5	403.5	403.5	403.5
자본잉여금	802.3	815.7	815.7	815.7	815.7
자본조정	(9.4)	(36.7)	(36.7)	(36.7)	(36.7)
기타포괄이익누계액	(46.0)	(117.4)	(117.4)	(117.4)	(117.4)
이익잉여금	2,827.4	3,076.1	3,384.3	3,864.6	4,440.9
비지배주주지분	168.3	170.9	181.6	201.2	225.7
자본총계	4,143.0	4,312.1	4,631.0	5,130.9	5,731.7
순금융부채	1,271.0	1,449.7	965.5	557.4	128.6

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	5,552	3,890	4,747	6,802	7,925
BPS	50,078	51,763	52,472	58,028	64,763
CFPS	13,228	16,097	9,749	12,339	13,897
EBITDAPS	11,291	11,362	9,224	12,529	14,232
SPS	130,434	126,342	106,124	111,918	125,798
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	5.59	9.72	8.34	6.53	5.60
PBR	0.62	0.73	0.75	0.77	0.69
PCFR	2.35	2.35	4.06	3.60	3.19
EV/EBITDA	4.35	5.11	6.02	4.04	3.23
PSR	0.24	0.30	0.37	0.40	0.35
재무비율(%)					
ROE	11.79	7.68	9.41	12.41	13.00
ROA	3.52	2.31	2.97	4.21	4.59
ROIC	11.73	10.92	9.95	14.64	16.22
부채비율	217.91	219.35	190.46	176.65	168.48
순부채비율	30.68	33.62	20.85	10.86	2.24
이자보상배율(배)	5.21	6.51	8.57	11.52	13.46

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	759.3	553.9	608.4	726.0	797.5
당기순이익	447.5	329.7	424.6	611.4	712.4
조정	21	58	14	14	13
감가상각비	134.5	159.9	139.8	135.9	132.4
외환거래손익	(37.9)	61.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	5.0	7.6	0.0	0.0	0.0
기타	(80.6)	(170.6)	(125.8)	(121.9)	(119.4)
영업활동 자산부채변동	105.1	(356.6)	43.7	(21.8)	(47.7)
투자활동 현금흐름	(747.6)	(269.0)	118.5	(288.5)	(426.5)
투자자산감소(증가)	(587.2)	(157.2)	148.3	(88.5)	(182.5)
자본증가(감소)	(135.8)	(97.5)	(70.0)	(180.0)	(200.0)
기타	(24.6)	(14.3)	40.2	(20.0)	(44.0)
재무활동 현금흐름	183.5	50.9	(163.9)	(143.5)	(133.1)
금융부채증가(감소)	1,196.2	482.2	(67.5)	(41.3)	(30.9)
자본증가(감소)	(6.2)	16.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(923.5)	(368.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
배당지급	(83.0)	(79.4)	(96.0)	(101.9)	(101.9)
현금의 증감	200.3	335.8	447.1	346.8	353.9
Unlevered CFO	1,056.4	1,289.8	830.1	1,056.0	1,189.3
Free Cash Flow	616.4	426.2	488.4	426.0	397.5

자료: 하나금융투자

2022년 3월 4일

# 현대건설(000720)

## 종합 건설업계의 팔방미인

### 국내 대표 EPC기업에서 대표 주택 건설사로

현대건설은 국내 대표 EPC기업으로서 2010년대 초반 연간 16조~20조원의 해외 수주를 기록하던 국내 대표 종합 건설사다. 2014년 국제 유가하락으로 중동 재정 발주가 감소하며 해외 수주는 연간 10조원 이하로 감소했다. 하지만, 2015년부터 대규모 주택공급을 이뤄오면서 연 2~3조원에 불과하던 주택 수주는 2021년 기준 10조원까지 증가했다. 인지도 높은 ‘힐스테이트’와 프리미엄 브랜드 ‘디에이치’를 기반으로 현재 주택 시장 내 점유율은 ~8%를 차지하는 것으로 추정한다.

### 해외매출 반등, 2022년 높은 이익 턴어라운드

2022년 연결 매출은 19조 6,100억원(YoY 9%), 영업이익은 9,519억원(YoY 26%) 수준으로 추정한다. 주택공급 증가에 따른 매출 및 이익 증가와 기 수주한 대형 해외 프로젝트들의 공정 본격화에 따른 실적 턴어라운드가 기대된다. 2021년 별도 기준 10조원의 주택 수주 감안 시 향후 2~3년 동안의 공급물량 증가는 필연적이라고 본다. 2022년 공급은 30,405세대(YoY 14%)로 3년 연속 주택 공급 증가가 나타나고 있다. 22년 도 별도 주택 부문 매출은 전년대비 30% 증가한 5조 7,000억 원을 예상한다. 별도 해외 부문 매출도 전년대비 30% 증가한 3조 5,800억원은 무난히 달성 가능할 전망이다. 사우디 마잔/카타르 루사일/파나마 메트로/이라크 바스라와 같은 대형 프로젝트에서만 약 2조원의 매출 발생이 가능할 전망이다. 현대엔지니어링 역시 23,148세대 분양 계획으로 주택 부문의 뚜렷한 실적 개선을 이어나갈 전망이다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 63,000원 커버리지 개시

현대건설의 투자 의견을 BUY, 목표주가 63,000원 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 2022~2023년 추정 BPS 평균 67,368원에 목표 PBR 0.94배를 적용했다. i) 압도적 수주 잔고 증가, ii) 수익성 높은 국내 매출 증가와 iii) 해외 대형 현장 매출화로 두드러진 이익 성장을 기록할 것으로 추정한다. 현재 주가 12MF PBR 0.67배에 불과하다. 비중확대가 유효하다.

차선후주

**BUY(신규)**

TP(12M): 63,000원(신규) | CP(3월3일): 45,450원

**Key Data**

KOSPI 지수 (pt)	2,747.08
52주 최고/최저(원)	58,573/37,995
시가총액(십억원)	5,061.1
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	111,355.8
60일 평균 거래량(천주)	673.4
60일 평균 거래대금(십억원)	30.0
21년 배당금(예상, 원)	600
21년 배당수익률(예상, %)	1.38
외국인지분율(%)	23.26
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 5인	34.92
국민연금공단	9.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.7 (17.4) 16.1
상대	8.1 (3.7) 30.2

**Consensus Data**

	2021	2022
매출액(십억원)	17,852.5	19,693.0
영업이익(십억원)	796.4	961.0
순이익(십억원)	576.4	684.5
EPS(원)	3,413	4,329
BPS(원)	62,571	66,335

**Stock Price**



**Financial Data**

투자지표	단위	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	십억원	17,278.8	16,970.9	18,065.5	19,610.1	21,102.4
영업이익	십억원	859.7	549.0	753.5	951.9	1,079.6
세전이익	십억원	798.9	395.6	854.1	949.9	1,089.4
순이익	십억원	407.4	122.3	402.6	485.4	556.7
EPS	원	3,656	1,098	3,613	4,355	4,995
증감율	%	6.78	(69.97)	229.05	20.54	14.70
PER	배	11.26	33.19	12.30	10.44	9.10
PBR	배	0.69	0.61	0.71	0.69	0.64
EV/EBITDA	배	4.81	4.14	4.13	3.41	2.93
ROE	%	6.30	1.84	5.92	6.76	7.30
BPS	원	59,778	59,502	62,514	66,270	70,664
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

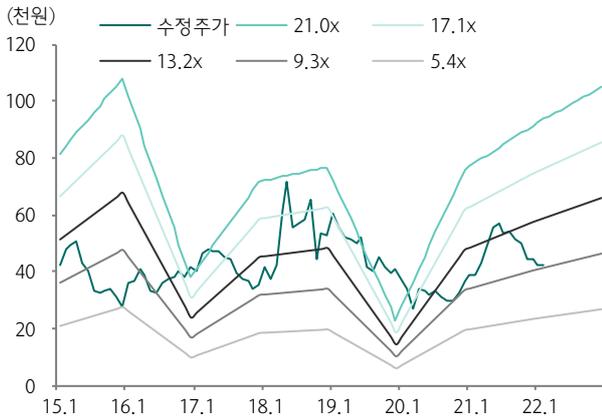
표 1. 현대건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	4,150	4,384	4,352	5,180	4,517	4,878	4,758	5,457	18,066	19,610	21,102
(% YoY)	2.2	-3.5	7.7	19.8	8.9	11.3	9.3	5.3	6.5	8.5	7.6
현대건설별도	2,286	2,417	2,448	3,095	2,565	2,853	2,785	3,235	10,246	11,438	12,197
국내	1,750	1,934	1,734	2,090	1,757	2,026	1,947	2,125	7,508	7,854	8,531
해외	536	484	715	1,005	808	827	839	1,111	2,739	3,584	3,666
현대엔지니어링	1,752	1,827	1,811	1,982	1,827	1,900	1,848	2,097	7,372	7,672	8,379
매출원가	3,750	3,966	3,930	4,621	4,063	4,384	4,283	4,908	16,267	17,638	18,925
(% 원가율)	90.4	90.5	90.3	89.2	89.9	89.9	90.0	89.9	90.0	89.9	89.7
현대건설별도	2,087	2,267	2,240	2,724	2,322	2,579	2,523	2,922	9,318	10,346	11,010
(% 원가율)	91.3	93.8	91.5	88.0	90.5	90.4	90.6	90.3	90.9	90.5	90.3
현대엔지니어링	1,574	1,580	1,618	1,831	1,645	1,708	1,663	1,889	6,604	6,905	7,508
(% 원가율)	89.8	86.5	89.3	92.4	90.0	89.9	90.0	90.1	89.6	90.0	89.6
매출총이익	400	418	421	558	455	494	475	549	1,797	1,972	2,177
(% GPM)	9.6	9.5	9.7	10.8	10.1	10.1	10.0	10.1	9.9	10.1	10.3
영업이익	201	141	220	191	222	243	230	258	754	952	1,080
(% YoY)	21.5	-8.4	57.6	112.7	10.5	72.2	4.2	34.7	37.3	26.3	13.4
(% OPM)	4.8	3.2	5.1	3.7	4.9	5.0	4.8	4.7	4.2	4.9	5.1
세전이익	274	132	213	234	221	242	229	257	854	950	1,089
지배순이익	135	46	100	121	107	117	110	152	403	485	557

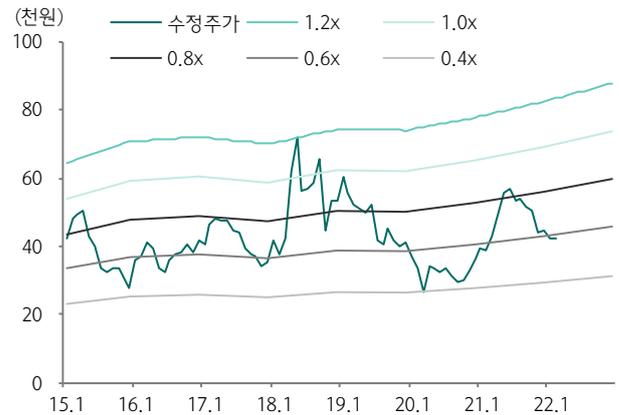
자료: 현대건설, 하나금융투자

그림 1. 현대건설 12개월 선행 PER 밴드



자료: 현대건설, 하나금융투자

그림 2. 현대건설 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 2. 현대건설 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
자기자본비용 (%)	10.25	
52주 수정베타	1.13	
시장기대수익률 (%)	9.35	KOSPI 2000~ 12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	2.33	국고 10년물 (민평사 평균)
지속가능성장률 (%)	2.33	(ROE x 목표 유효율 25%)
지속가능 ROE (%)	7.76	2022~2025F ROE Avg
목표 PBR (배)	0.94	
선행 BPS (원)	67,368	2022~2023F 평균 BPS
<b>목표주가 (TP, 원)</b>	<b>63,000</b>	
현재주가 (CP, 원)	45,450	
Upside(%)	39%	3월 3일 추가 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	17,278.8	16,970.9	18,065.5	19,610.1	21,102.4
매출원가	15,552.9	15,574.0	16,267.0	17,638.1	18,925.1
매출총이익	1,725.9	1,396.9	1,797.3	1,972.0	2,177.3
판매비	866.2	847.9	1,043.7	1,020.1	1,097.7
영업이익	859.7	549.0	753.5	951.9	1,079.6
금융손익	3.5	(8.6)	119.4	81.5	84.7
종속/관계기업손익	(7.7)	(3.3)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
기타영업외손익	(56.5)	(141.6)	(13.0)	(77.7)	(69.1)
세전이익	798.9	395.6	854.1	949.9	1,089.4
법인세	225.6	167.9	304.6	285.0	326.8
계속사업이익	573.3	227.7	549.5	665.0	762.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	573.3	227.7	549.5	665.0	762.6
비배주주지분 순이익	165.9	105.4	146.9	179.5	205.9
지배주주순이익	407.4	122.3	402.6	485.4	556.7
지배주주지분포괄이익	428.4	37.0	148.4	179.6	206.0
NOPAT	616.9	316.0	485.6	666.4	755.7
EBITDA	1,043.9	720.6	911.0	1,096.1	1,237.8
성장성(%)					
매출액증가율	3.27	(1.78)	6.45	8.55	7.61
NOPAT증가율	23.18	(48.78)	53.67	37.23	13.40
EBITDA증가율	3.14	(30.97)	26.42	20.32	12.93
영업이익증가율	2.35	(36.14)	37.26	26.33	13.42
(지배주주)순이익증가율	6.76	(69.98)	229.19	20.57	14.69
EPS증가율	6.78	(69.97)	229.05	20.54	14.70
수익성(%)					
매출총이익률	9.99	8.23	9.96	10.06	10.32
EBITDA이익률	6.04	4.25	5.04	5.59	5.87
영업이익률	4.98	3.23	4.17	4.85	5.12
계속사업이익률	3.32	1.34	3.04	3.39	3.61

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	13,172.0	13,398.9	13,356.6	14,168.4	15,073.7
금융자산	4,554.4	6,068.5	5,553.5	5,698.6	5,959.8
현금성자산	2,586.0	3,186.8	2,487.5	2,372.5	2,382.3
매출채권	2,306.9	2,300.9	2,449.3	2,658.7	2,861.0
재고자산	1,723.4	1,125.5	1,198.1	1,300.5	1,399.5
기타유동자산	4,587.3	3,904.0	4,155.7	4,510.6	4,853.4
비유동자산	5,055.0	4,540.3	4,919.7	5,225.7	5,515.9
투자자산	671.2	1,018.4	1,054.0	1,104.1	1,152.6
금융자산	609.1	949.9	981.0	1,025.0	1,067.4
유형자산	1,419.7	967.5	1,319.0	1,581.8	1,830.0
무형자산	697.8	703.4	695.7	688.7	682.3
기타비유동자산	2,266.3	1,851.0	1,851.0	1,851.1	1,851.0
자산총계	18,227.0	17,939.3	18,276.2	19,394.0	20,589.6
유동부채	6,770.9	6,467.7	6,337.1	6,851.3	7,348.0
금융부채	938.5	802.1	309.1	311.8	314.5
매입채무	3,582.9	3,820.3	4,066.8	4,414.5	4,750.4
기타유동부채	2,249.5	1,845.3	1,961.2	2,125.0	2,283.1
비유동부채	2,741.1	2,705.2	2,755.3	2,826.0	2,894.4
금융부채	1,862.4	1,928.1	1,928.1	1,928.1	1,928.1
기타비유동부채	878.7	777.1	827.2	897.9	966.3
부채총계	9,512.0	9,172.9	9,092.4	9,677.3	10,242.4
지배주주지분	6,662.6	6,631.8	6,967.5	7,386.0	7,875.9
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,019.5	1,019.2	1,019.2	1,019.2	1,019.2
자본조정	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	(233.7)	(239.8)	(239.8)	(239.8)	(239.8)
이익잉여금	5,325.2	5,300.8	5,636.6	6,055.1	6,544.9
비지배주주지분	2,052.4	2,134.6	2,216.3	2,330.7	2,471.4
자본총계	8,715.0	8,766.4	9,183.8	9,716.7	10,347.3
순금융부채	(1,753.5)	(3,338.3)	(3,316.4)	(3,458.7)	(3,717.2)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,656	1,098	3,613	4,355	4,995
BPS	59,778	59,502	62,514	66,270	70,664
CFPS	11,300	7,750	8,659	9,297	10,678
EBITDAPS	9,366	6,466	8,174	9,835	11,106
SPS	155,030	152,267	162,089	175,947	189,336
DPS	600	600	600	600	600
주기지표(배)					
PER	11.26	33.19	12.30	10.44	9.10
PBR	0.69	0.61	0.71	0.69	0.64
PCFR	3.64	4.70	5.13	4.89	4.26
EV/EBITDA	4.81	4.14	4.13	3.41	2.93
PSR	0.27	0.24	0.27	0.26	0.24
재무비율(%)					
ROE	6.30	1.84	5.92	6.76	7.30
ROA	2.25	0.68	2.22	2.58	2.78
ROIC	7.99	4.40	7.36	9.31	9.79
부채비율	109.15	104.64	99.00	99.59	98.99
순부채비율	(20.12)	(38.08)	(36.11)	(35.60)	(35.92)
이자보상배율(배)	10.14	7.03	13.58	17.00	17.83

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	478.9	1,729.7	547.7	586.2	705.4
당기순이익	573.3	227.7	549.5	665.0	762.6
조정	56	49	16	14	16
감가상각비	184.3	171.7	156.2	144.2	158.2
외환거래손익	(40.5)	145.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	5.5	(3.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(93.3)	(264.5)	(140.2)	(130.2)	(142.2)
영업활동자산부채변동	(652.0)	1,010.7	(158.0)	(222.9)	(215.4)
투자활동 현금흐름	(151.2)	(1,219.2)	(785.1)	(775.5)	(765.0)
투자자산감소(증가)	(103.5)	(342.9)	(100.7)	(115.3)	(113.7)
자본증가(감소)	(104.9)	(50.9)	(500.0)	(400.0)	(400.0)
기타	57.2	(825.4)	(184.4)	(260.2)	(251.3)
재무활동 현금흐름	15.3	95.5	(559.9)	(64.1)	(64.2)
금융부채증가(감소)	266.3	(70.7)	(493.0)	2.8	2.7
자본증가(감소)	15.8	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(159.0)	233.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	(107.8)	(66.9)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	344.8	606.0	(704.5)	(115.1)	9.8
Unlevered CFO	1,259.5	863.8	965.1	1,036.1	1,190.1
Free Cash Flow	369.0	1,656.3	47.7	186.2	305.4

2022년 3월 4일

# DL이앤씨 (375500)

## 반등의 시점

### 국내 1호 종합건설사

DL이앤씨는 1939년 건자재 업체로 시작, 국내에서 가장 오래된 건설사다. 1966년 베트남 항만공사를 수주하며 국내 건설사 최초로 해외 프로젝트를 수주했고 국내 사업에서는 1960년대부터 주택/토목 사업을 전개해왔다. 2000년 론칭한 'e편한세상'과 하이 엔드 브랜드 '아크로(Acro)'를 통해 주택 정비 및 도급 분양사업을 진행하고 있다. 2021년 1월 대림산업에서 DL과 DL이앤씨로 분할되었다. 분할 이후 온전히 건설업체로 자리잡게 됨에 따라 기존 단순도급 위주에서 디벨로퍼 및 도시정비 사업 비중을 늘리며 적극적으로 주택사업 규모 확대를 계획하고 있다.

### 주택과 플랜트의 매출 반등

① 2022년은 주택착공 증가로 주택 매출 턴어라운드 기대된다. 착공기준 분양세대수는 DL이앤씨 20,300세대, DL건설 12,697세대로 총합 32,997세대를 제시했다. 2021년 부진했던 주택부문 매출이 22년에는 13% 증가할 것으로 추정하며, 전체 착공계획 물량에서 디벨로퍼 사업 비중이 15%에 달하므로, 추가적인 수익성 개선이 가능할 전망이다.

② 올해는 주택 매출 반등과 함께 플랜트 부문 외형확대에 주목할 필요가 있다. 2022년 플랜트 매출은 전년동기대비 42% 증가할 것으로 추정한다. 특히 하반기로 갈수록 공정률이 증가하면서 매출 확대가 이루어질 것이다. 올해는 미국 USGC/쿠웨이트 라스 라판 등이 계획되어 있어 해외 수주 증가 가능성도 높아졌다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 커버리지 개시

DL이앤씨의 투자의견을 BUY, 목표주가 180,000원 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 2022~2023년 추정 BPS 평균 234,622원에 목표 PBR 0.8배를 적용했다. i) 수익성 높은 디벨로퍼형 중심의 주택 매출 증가, ii) 우려했던 해외 수주의 반등, ii) 주주 환원 정책 발표(지배주주순이익 15% 주주 환원) 등 디스카운트 요인이 점차 해소되고 있다. 12MF PER 기준 4.1배에 불과, 저점매수가 유효하다.

### 관심종목

## BUY(신규)

TP(12M): 180,000원(신규) | CP(3월3일): 131,500원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,747.08
52주 최고/최저(원)	153,500/107,000
시가총액(십억원)	2,545.7
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	19,358.7
60일 평균 거래량(천주)	164.5
60일 평균 거래대금(십억원)	19.8
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	22.24
주요주주 지분율(%)	
DL 외 5인	24.58
국민연금공단	13.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.9 (6.1) 18.5
상대	12.2 9.5 33.0

### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	7,622.4	8,373.2
영업이익(십억원)	928.7	941.0
순이익(십억원)	671.9	694.4
EPS(원)	28,693	29,411
BPS(원)	195,984	224,222

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	십억원	0.0	0.0	7,628.7	8,465.9	9,443.7
영업이익	십억원	0.0	0.0	956.7	920.5	1,032.0
세전이익	십억원	0.0	0.0	901.7	921.4	1,038.1
순이익	십억원	0.0	0.0	574.3	604.7	674.4
EPS	원	0	0	26,747	28,162	31,409
증감율	%	N/A	N/A	N/A	5.29	11.53
PER	배	0.00	0.00	4.45	4.67	4.19
PBR	배	0.00	0.00	0.58	0.56	0.50
EV/EBITDA	배	0.00	0.00	0.38	2.96	0.58
ROE	%	0.00	0.00	12.92	12.76	12.61
BPS	원	0	0	206,948	234,622	263,597
DPS	원	0	0	0	2,700	2,700



Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

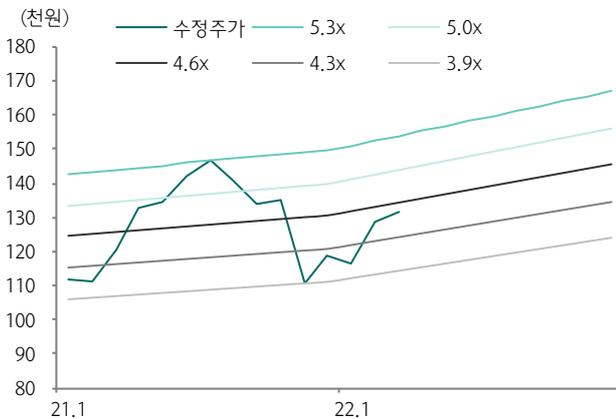
표 1. DL이앤씨 실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	1,700	1,922	1,807	2,200	1,803	2,060	2,017	2,586	7,629	8,466	9,444
(% YoY)	-18.4	-12.7	-1.1	-15.7	6.1	7.2	11.6	17.5	-12.5	11.0	11.6
DL이앤씨 별도	1,196	1,332	1,235	1,486	1,282	1,474	1,430	1,930	5,249	6,117	6,821
건축/주택	744	899	826	1,076	832	981	904	1,286	3,545	4,003	4,242
토목	180	208	187	253	184	213	215	264	828	876	913
플랜트	272	223	220	154	266	280	311	380	868	1,237	1,666
DL건설	418	494	465	634	431	496	477	586	2,010	1,989	2,233
기타연결법인	90	97	111	86	90	90	110	70	383	360	390
매출원가	1,379	1,598	1,474	1,792	1,510	1,725	1,690	2,154	6,243	7,079	7,900
(% 원가율)	81.1	83.1	81.6	81.4	83.8	83.7	83.8	83.3	81.8	83.6	83.7
DL이앤씨 별도	81.3	82.2	80.9	77.9	82.8	82.7	82.8	82.0	80.5	82.5	82.7
건축/주택	78.8	80.2	80.2	76.4	80.0	80.1	80.1	79.9	78.8	80.0	80.1
토목	87.4	86.7	92.5	85.9	88.3	88.2	88.5	87.6	87.9	88.1	88.2
플랜트	84.5	85.7	74.2	76.2	87.6	87.6	86.9	85.6	80.7	86.8	86.5
DL건설	80.5	86.5	84.4	86.7	87.0	87.0	87.0	87.0	84.8	87.0	86.5
영업이익	200	229	259	269	192	226	224	279	957	920	1,032
(% YoY)	-21.6	-15.9	33.5	-12.6	-3.9	-1.3	-13.6	3.6	-7.0	-3.8	12.1
(% OPM)	11.8	11.9	14.3	12.2	10.6	11.0	11.1	10.8	12.5	10.9	10.9
세전이익	231	192	281	198	192	226	224	279	902	921	1,038
지배순이익	160	106	195	114	128	150	148	179	574	605	674

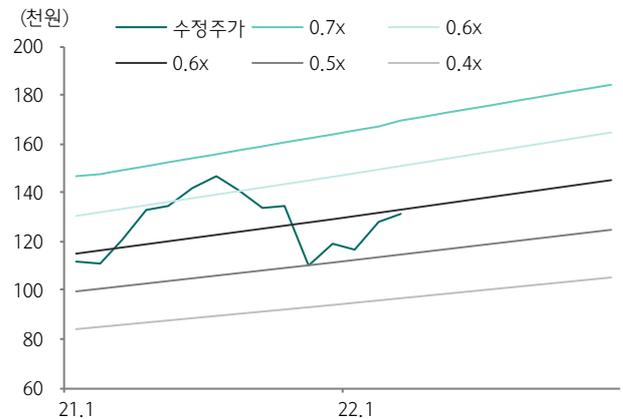
자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 1. DL이앤씨 12개월 선행 PER 밴드



자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 2. DL이앤씨 12개월 선행 PBR 밴드



자료: DL이앤씨, 하나금융투자

표 2. DL이앤씨 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
자기자본비용 (%)	10.80	
52주 수정베타	1.21	
시장기대수익률 (%)	9.35	KOSPI 2000~ 12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	2.33	국고 10년물 최근 6개월 평균
지속가능 성장률 (%)	2.27	(ROE x 목표 유보율 25%)
지속가능 ROE (%)	9.10	2022~2035F 평균 ROE 조정
목표 PBR (배)	0.80	
선행 BPS (원)	234,622	2022~2023F 평균 BPS
목표주가 (TP, 원)	180,000	
현재주가 (CP, 원)	131,500	
Upside(%)	37%	3월 3일 주가 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	0.0	0.0	7,628.7	8,465.9	9,443.7
매출원가	0.0	0.0	6,243.1	7,079.3	7,900.4
매출총이익	0.0	0.0	1,385.6	1,386.6	1,543.3
판매비	0.0	0.0	429.0	466.1	511.4
영업이익	0.0	0.0	956.7	920.5	1,032.0
금융손익	0.0	0.0	21.0	33.0	31.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(89.5)	(53.7)	(53.7)
기타영업외손익	0.0	0.0	(21.6)	(5.9)	(3.4)
세전이익	0.0	0.0	901.7	921.4	1,038.1
법인세	0.0	0.0	268.6	248.8	280.3
계속사업이익	0.0	0.0	633.1	672.7	757.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	0.0	633.1	672.7	757.8
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	58.8	67.9	83.4
지배주주순이익	0.0	0.0	574.3	604.7	674.4
지배주주지분포괄이익	0.0	0.0	633.1	672.7	757.8
NOPAT	0.0	0.0	671.7	671.9	753.4
EBITDA	0.0	0.0	956.7	920.5	1,032.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	10.97	11.55
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	0.03	12.13
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	(3.78)	12.11
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	(3.78)	12.11
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	N/A	5.29	11.53
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	5.29	11.53
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	18.16	16.38	16.34
EBITDA이익률	N/A	N/A	12.54	10.87	10.93
영업이익률	N/A	N/A	12.54	10.87	10.93
계속사업이익률	N/A	N/A	8.30	7.95	8.02

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	0	0	26,747	28,162	31,409
BPS	0	0	206,948	234,622	263,597
CFPS	0	0	41,016	41,376	46,869
EBITDAPS	0	0	44,553	42,867	48,061
SPS	0	0	355,277	394,263	439,804
DPS	0	0	0	2,700	2,700
주가지표(배)					
PER	0.00	0.00	4.45	4.67	4.19
PBR	0.00	0.00	0.58	0.56	0.50
PCFR	0.00	0.00	2.90	3.18	2.81
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.38	2.96	0.58
PSR	0.00	0.00	0.33	0.33	0.30
재무비율(%)					
ROE	0.00	0.00	12.92	12.76	12.61
ROA	0.00	0.00	6.61	6.60	6.66
ROIC	0.00	0.00	55.82	52.94	53.33
부채비율	0.00	0.00	93.09	86.39	80.91
순부채비율	0.00	0.00	(52.10)	(1.08)	(38.50)
이자보상배율(배)	0.00	0.00	63.78	276.00	225.20

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	0.0	0.0	5,018.8	2,591.3	5,119.2
금융자산	0.0	0.0	2,465.8	225.6	2,480.2
현금성자산	0.0	0.0	2,262.5	0.0	2,228.5
매출채권	0.0	0.0	928.5	1,030.3	1,149.3
재고자산	0.0	0.0	950.0	1,054.3	1,176.1
기타유동자산	0.0	0.0	674.5	281.1	313.6
비유동자산	0.0	0.0	3,119.0	0.0	0.0
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	0.0	0.0	3,119.0	0.0	0.0
자산총계	0.0	0.0	8,693.7	9,626.2	10,619.5
유동부채	0.0	0.0	20.0	40.0	60.0
금융부채	0.0	0.0	20.0	40.0	60.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.0	100.0	130.0	160.0
금융부채	0.0	0.0	100.0	130.0	160.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	0.0	0.0	4,191.2	4,461.5	4,749.3
지배주주지분	0.0	0.0	4,443.7	5,038.0	5,660.1
자본금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	0.0	0.0	3,858.9	3,858.9	3,858.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.0	0.0	574.3	1,179.1	1,801.2
비지배주주지분	0.0	0.0	58.8	126.7	210.1
자본총계	0.0	0.0	4,502.5	5,164.7	5,870.2
순금융부채	0.0	0.0	(2,345.8)	(55.6)	(2,260.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	178.0	507.6	571.9
당기순이익	0.0	0.0	633.1	672.7	757.8
조정	0	0	259	(3)	(3)
감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	259.0	(3.0)	(3.0)
영업활동자산부채변동	0.0	0.0	(3,040.1)	(132.0)	(154.2)
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	(167.3)	14.0	10.2
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	(167.3)	14.0	10.2
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	105.0	46.7	(6.9)
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	120.0	50.0	50.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(15.0)	(3.3)	(4.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	(52.3)
현금의 증감	0.0	0.0	2,262.5	(2,262.5)	2,228.5
Unlevered CFO	0.0	0.0	880.7	888.5	1,006.4
Free Cash Flow	0.0	0.0	178.0	507.6	571.9

2022년 3월 4일

# 대우건설 (047040)

## 견조한 ‘푸르시오’

### 주택 대장주

대우건설은 오랜 시간 동안 주택 개발사업에 집중해온 건설사다. 택지개발시대(2000~2014년)에도 연평균 1.3만세대의 주택을 공급해왔다. 최근 5년간은 경쟁력을 지닌 도시개발사업과 더불어 서울/수도권 정비사업 확대로 높은 주택 사업 경쟁력을 지속하고 있다. 2019년 2.1만세대, 2020년 3.3만세대, 21년 2.8만세대를 분양했고, 올해는 3만 세대를 분양할 계획이다. 양호한 분양 실적 기반 주택 매출 성장은 지속될 전망이다.

### 주택 매출 성장 본격화 + 해외 사업 방향성 긍정적

수익성 높은 주택부문의 매출증가와 해외부문 원가율 안정화가 이뤄지면서 2022년 연간 매출은 9.9조원(YoY 14%), 영업이익은 8,416억원(YoY 14%)을 기록할 것으로 전망한다.

① 2022년 공급계획은 3만세대(YoY 6%)이다. 올해 분양물량은 1분기 저점(3,975세대)를 지나 2분기부터 본격화되면서 하반기에 집중적으로 공급될 것으로 파악된다. 2022년 주택/건축 부문 매출은 6.6조원(YoY 12.4%)에 이를 것으로 추정한다.

② 해외부문에서는 수익성 높은 프로젝트(나이지리아 LNGT 7/이라크 항만공사) 매출이 올해부터 본격화될 것으로 보인다. 특히 토목 분야에서 이라크 알포 항만 사업의 매출과 이익이 지난 4분기부터 반영되기 시작했고, 점차 고수익 프로젝트의 매출이 꾸준히 확대되는 만큼 수익성 개선 폭은 커질 것으로 전망한다. 향후 타사 대비 경쟁 우위에 있는 거점 국가와 전략 공종 중심으로 글로벌 사업을 확대해 나갈 계획이다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 8,600원 커버리지 제시

대우건설의 투자 의견을 BUY, 목표주가 8,600원 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 2022~2023년 추정 BPS 평균 9,594원에 목표 PBR 0.90배를 적용했다. 양호한 분양 실적 기반 매출 성장을 지속할 것으로 전망한다. 현재 주가 12MF PBR 0.66배에 불과, 여유있는 밸류에이션이다.

### 관심종목

**BUY(신규)**

TP(12M): 8,600원(신규) | CP(3월3일): 6,780원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,747.08	
52주 최고/최저(원)	9,050/5,340	
시가총액(십억원)	2,817.9	
시가총액비중(%)	0.13	
발행주식수(천주)	415,622.6	
60일 평균 거래량(천주)	1,877.4	
60일 평균 거래대금(십억원)	11.2	
21년 배당금(예상, 원)	0	
21년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	10.66	
주요주주 지분율(%)		
케이디비인베스트먼트	50.76	
국민연금공단	5.94	
주가상승률	1M	6M
절대	15.7	(8.0)
상대	14.0	7.2
	12M	30.5

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	8,701.8	9,923.3
영업이익(십억원)	731.3	823.6
순이익(십억원)	505.8	563.9
EPS(원)	1,214	1,355
BPS(원)	7,694	8,974

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	십억원	8,651.9	8,136.7	8,685.2	9,871.3	10,796.1
영업이익	십억원	364.1	558.3	738.3	841.6	912.4
세전이익	십억원	307.3	377.4	598.3	736.6	829.1
순이익	십억원	208.6	283.8	484.7	567.2	638.4
EPS	원	502	683	1,166	1,365	1,536
증감율	%	(30.18)	36.06	70.72	17.07	12.53
PER	배	9.44	7.30	4.95	4.97	4.41
PBR	배	0.77	0.75	0.74	0.74	0.63
EV/EBITDA	배	7.34	4.83	4.16	3.28	2.51
ROE	%	8.80	11.06	16.62	16.48	15.78
BPS	원	6,160	6,680	7,846	9,210	10,746
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

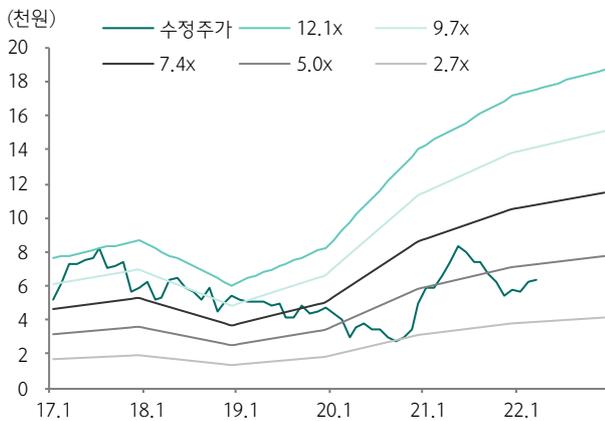
표 1. 대우건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	1,939	2,207	2,100	2,439	2,216	2,457	2,477	2,722	8,685	9,871	10,796
(YoY,%)	-2.4	12.4	10.8	6.4	14.3	11.3	17.9	11.6	6.7	13.7	9.4
토목	290	339	326	469	350	418	376	488	1,424	1,631	1,772
주택건축	1,410	1,409	1,432	1,650	1,522	1,613	1,669	1,830	5,902	6,634	7,199
플랜트	173	254	212	234	220	290	287	273	873	1,070	1,247
연결 및 기타	66	205	130	85	124	136	145	130	487	535	579
매출원가	1,599	1,898	1,860	2,089	1,900	2,109	2,121	2,342	7,446	8,473	9,298
(% 원가율)	82.5	86.0	88.6	85.6	85.8	85.8	85.6	86.1	85.7	85.8	86.1
토목	93.2	104.0	111.3	85.3	94.0	94.6	92.9	93.0	97.3	93.6	93.3
주택건축	80.4	85.2	83.3	85.7	84.0	84.0	84.1	84.3	83.7	84.1	84.4
플랜트	82.5	85.0	100.1	88.3	92.0	92.8	93.0	92.7	89.1	92.7	93.4
연결 및 기타	79.2	63.2	71.8	78.8	73.0	66.0	70.0	71.3	70.4	70.0	70.0
매출총이익	340	309	240	350	316	348	356	380	1,239	1,399	1,498
(% GPM)	17.5	14.0	11.4	14.4	14.2	14.2%	14.4	13.9	14.3	14.2	13.9
영업이익	229	192	112	204	189	208	217	228	738	842	912
(% YoY)	89.6	137.1	9.1	-19.3	-17.5	8.0	93.2	11.4	32.2	14.0	8.4
(% OPM)	11.8	8.7	5.3	8.4	8.5	8.5	8.8	8.4	8.5	8.5	8.5
세전이익	197	187	123	91	178	197	189	172	598	737	829
지배순이익	148	139	89	109	138	152	146	131	485	567	638

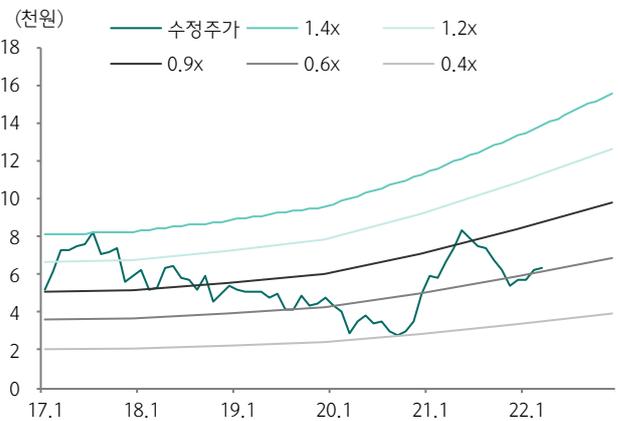
자료: 하나금융투자

그림 1. 대우건설 12개월 선행 PER 밴드



자료: 대우건설, 하나금융투자

그림 2. 대우건설 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 대우건설, 하나금융투자

표 2. 대우건설 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
자기자본비용 (%)	10.49	
52주 수정베타	1.16	
시장기대수익률 (%)	9.35	KOSPI 2000~ 12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	2.34	국고 10년물 (민평사 평균)
지속가능성장률 (%)	2.35	(ROE x 목표 유보율 25%)
지속가능 ROE (%)	9.41	2022~2025F ROE 조정
목표 PBR (배)	0.90	
선행 BPS (원)	9,594	2022~2023F 평균 BPS
목표주가 (TP, 원)	8,600	
현재주가 (CP, 원)	6,380	
Upside(%)	35%	3월 3일 추가 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	8,651.9	8,136.7	8,685.2	9,871.3	10,796.1
매출원가	7,796.8	7,136.4	7,446.3	8,472.8	9,298.0
매출총이익	855.1	1,000.3	1,238.9	1,398.5	1,498.1
판매비	491.0	442.0	500.7	557.0	585.8
영업이익	364.1	558.3	738.3	841.6	912.4
금융손익	(72.0)	(59.5)	(26.0)	(17.1)	(5.9)
종속/관계기업손익	27.3	(9.1)	7.4	5.7	7.8
기타영업외손익	(12.0)	(112.3)	(137.2)	(75.2)	(62.4)
세전이익	307.3	377.4	598.3	736.6	829.1
법인세	106.0	94.8	113.4	169.4	190.7
계속사업이익	201.2	282.6	484.9	567.2	638.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	201.2	282.6	484.9	567.2	638.4
비배주주지분 순이익	(7.4)	(1.2)	0.2	0.0	0.0
지배주주순이익	208.6	283.8	484.7	567.2	638.4
지배주주지분포괄이익	176.8	215.8	554.3	648.3	729.7
NOPAT	238.4	418.0	598.3	648.1	702.5
EBITDA	495.2	685.1	821.5	896.9	949.6
성장성(%)					
매출액증가율	(18.42)	(5.95)	6.74	13.66	9.37
NOPAT증가율	(44.93)	75.34	43.13	8.32	8.39
EBITDA증가율	(31.21)	38.35	19.91	9.18	5.88
영업이익증가율	(42.09)	53.34	32.24	13.99	8.41
(지배주주)순이익증가율	(30.16)	36.05	70.79	17.02	12.55
EPS증가율	(30.18)	36.06	70.72	17.07	12.53
수익성(%)					
매출총이익률	9.88	12.29	14.26	14.17	13.88
EBITDA이익률	5.72	8.42	9.46	9.09	8.80
영업이익률	4.21	6.86	8.50	8.53	8.45
계속사업이익률	2.33	3.47	5.58	5.75	5.91

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,049.4	5,973.1	6,689.5	7,748.8	8,842.9
금융자산	1,270.5	1,285.9	1,690.8	2,076.6	2,645.6
현금성자산	756.8	806.5	1,179.1	1,495.0	2,009.6
매출채권	2,261.9	1,860.6	1,986.1	2,257.3	2,468.8
재고자산	872.9	1,479.3	1,579.1	1,794.7	1,962.9
기타유동자산	1,644.1	1,347.3	1,433.5	1,620.2	1,765.6
비유동자산	3,648.3	3,332.8	3,282.9	3,299.8	3,318.8
투자자산	783.5	742.5	775.9	848.1	904.3
금융자산	686.6	630.1	655.9	711.7	755.2
유형자산	511.9	350.6	275.2	227.1	196.5
무형자산	69.5	97.1	89.3	82.1	75.5
기타비유동자산	2,283.4	2,142.6	2,142.5	2,142.5	2,142.5
자산총계	9,697.7	9,305.9	9,972.4	11,048.6	12,161.7
유동부채	5,084.7	4,936.4	5,081.4	5,511.3	5,924.4
금융부채	1,486.3	1,367.6	1,272.7	1,183.7	1,192.2
매입채무	1,136.1	987.7	1,054.3	1,198.2	1,310.5
기타유동부채	2,462.3	2,581.1	2,754.4	3,129.4	3,421.7
비유동부채	2,124.7	1,692.5	1,729.1	1,808.2	1,869.9
금융부채	1,421.6	1,149.9	1,149.9	1,149.9	1,149.9
기타비유동부채	703.1	542.6	579.2	658.3	720.0
부채총계	7,209.4	6,628.9	6,810.5	7,319.5	7,794.3
지배주주지분	2,458.6	2,674.4	3,159.1	3,726.3	4,364.7
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	549.5	549.5	549.5	549.5	549.5
자본조정	(99.2)	(99.2)	(99.2)	(99.2)	(99.2)
기타포괄이익누계액	(258.4)	(361.8)	(361.8)	(361.8)	(361.8)
이익잉여금	188.6	507.8	992.5	1,559.6	2,198.0
비지배주주지분	29.6	2.6	2.8	2.8	2.8
자본총계	2,488.2	2,677.0	3,161.9	3,729.1	4,367.5
순금융부채	1,637.4	1,231.7	731.8	257.0	(303.5)

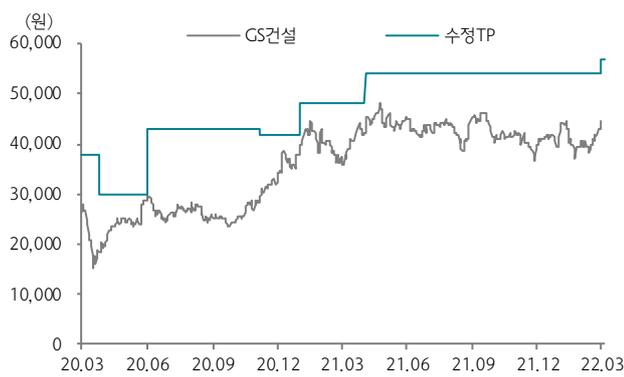
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	502	683	1,166	1,365	1,536
BPS	6,160	6,680	7,846	9,210	10,746
CFPS	1,446	1,719	1,690	1,933	2,086
EBITDAPS	1,191	1,648	1,977	2,158	2,285
SPS	20,817	19,577	20,897	23,751	25,976
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	9.44	7.30	4.95	4.97	4.41
PBR	0.77	0.75	0.74	0.74	0.63
PCFR	3.28	2.90	3.41	3.51	3.25
EV/EBITDA	7.34	4.83	4.16	3.28	2.51
PSR	0.23	0.25	0.28	0.29	0.26
재무비율(%)					
ROE	8.80	11.06	16.62	16.48	15.78
ROA	2.26	2.99	5.03	5.40	5.50
ROIC	14.32	23.58	34.00	37.50	40.66
부채비율	289.74	247.63	215.39	196.28	178.46
순부채비율	65.81	46.01	23.14	6.89	(6.95)
이자보상배율(배)	2.77	5.34	11.85	13.11	13.80

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(309.7)	408.4	592.1	674.3	716.0
당기순이익	201.2	282.6	484.9	567.2	638.4
조정	29	34	8	6	4
감가상각비	131.2	126.9	83.3	55.3	37.3
외환거래손익	33.7	15.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(29.5)	8.9	0.0	0.0	0.0
기타	(106.4)	(117.7)	(75.3)	(49.3)	(33.3)
영업활동 자산부채변동	(802.8)	(214.8)	23.9	51.8	40.4
투자활동 현금흐름	254.2	47.1	(65.7)	(142.1)	(110.8)
투자자산감소(증가)	36.1	45.4	(33.4)	(72.2)	(56.3)
자본증가(감소)	(14.9)	(3.1)	0.0	0.0	0.0
기타	233.0	4.8	(32.3)	(69.9)	(54.5)
재무활동 현금흐름	107.6	(419.0)	(94.9)	(89.0)	8.5
금융부채증가(감소)	731.3	(390.4)	(94.9)	(89.0)	8.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(623.7)	(28.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	50.8	36.5	385.9	315.9	514.6
Unlevered CFO	601.1	714.4	702.2	803.6	866.8
Free Cash Flow	(333.3)	396.7	592.1	674.3	716.0

자료: 하나금융투자

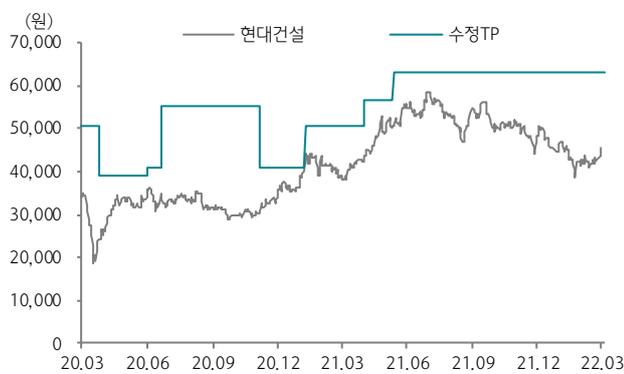
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GS건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.4	BUY	57,000		
		담당자 변경		
21.4.6	BUY	54,000	-21.33%	-10.56%
21.1.5	BUY	48,000	-15.55%	-7.29%
20.11.8	BUY	42,000	-19.35%	-7.98%
20.6.3	BUY	43,000	-38.89%	-31.51%
20.3.27	BUY	30,000	-19.99%	-3.83%
20.2.3	BUY	38,000	-33.76%	-19.21%

현대건설



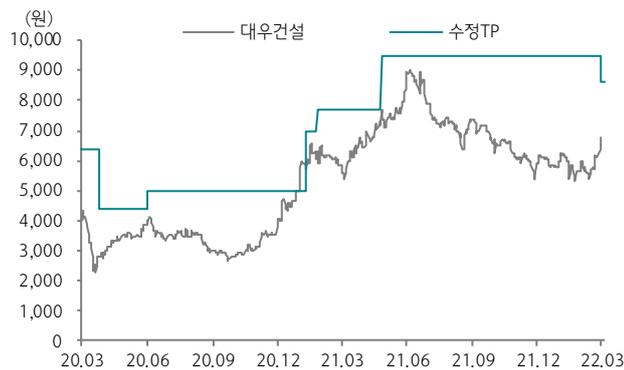
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.4	BUY	63,000		
		담당자 변경		
21.5.16	BUY	63,243	-20.93%	-7.38%
21.4.5	BUY	56,432	-14.42%	-6.38%
21.1.11	BUY	50,595	-18.08%	-12.31%
20.11.8	BUY	40,865	-14.37%	-2.38%
20.6.23	BUY	55,459	-42.44%	-35.88%
20.6.3	BUY	40,865	-17.45%	-11.43%
20.3.27	BUY	38,919	-19.09%	-11.75%
19.10.28	BUY	50,595	-25.46%	-12.79%

DL이앤씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.4	BUY	180,000		
		담당자 변경		
21.4.12	BUY	165,000	-19.69%	-6.97%

대우건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.4	BUY	8,600		
		담당자 변경		
21.4.29	BUY	9,500	-28.42%	-4.74%
21.1.28	BUY	7,700	-17.54%	-5.06%
21.1.12	BUY	7,000	-11.36%	-6.57%
20.6.3	BUY	5,000	-28.84%	19.40%
20.3.27	BUY	4,400	-23.23%	-11.93%
19.11.6	BUY	6,400	-32.71%	-24.53%

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	95.44%	4.56%	0.00%	100%

\* 기준일: 2022년 03월 03일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)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 2022년 3월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2022년 3월 4일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

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