



DL이앤씨 (375500)

2023년 11월 3일

주택 시장에 별DL 날이 온다

24년을 기다리며

2024E BPS 123,884원에 Target PBR 0.64x를 곱한 82,600원을 목표주가로 제시한다. 22년부터 PF사태, 원자재 가격 급등 사태를 거친 국내 건설업은 고통스러운 침체에 빠졌다. 그러나 금리 인하, 완화적 부동산 정책이 펼쳐질 24년은 부동산 업황 회복의 원년이 될 것이다. 압도적 재무 건전성이라는 무기를 장착한 동사는 24년 부동산 업황 회복이라는 무대에서 강함을 입증할 것이다. 24년을 기다리는 시간은 플랜트가 있어 지루하지 않다. 유가 상승이 이끈 플랜트 호황으로 동사의 플랜트 사업부는 동사의 든든한 Cash-Cow로 하방을 든든하게 다져줄 것이다.

투자포인트 1. 24년은 부동산 시장 회복의 원년이다

작금의 국내 부동산 시장은 두 번의 고비를 앞두고 있으니, 돌아올 PF대출로 인한 자금 위기와 25년 이후 맞이할 주택 공급 절벽으로 인한 집값 폭등 위기다. 초유의 부동산 위기 앞에서 정부는 고대하던 금리 인하가 시작될 24년, 시장 회복을 향한 노력에 박차를 가할 것이다. 위기 속 피어난 투자기회는, 준비된 건설사만이 잡을 수 있다. 동사는 서울/수도권을 중심으로 정비사업을 진행하는 대형 건설사로, 부동산 시장 개화를 이끌 정책의 필연성과 누구보다 빛나는 재무 건전성을 바탕으로 동사는 그 어느 때보다 높이 비상할 준비를 마쳤다.

투자포인트 2. 다시 돌아올 봄을 위한 Cash-Cow, 플랜트

플랜트 부문은 부동산 업황이 돌아오기 전까지 Cash-Cow로서 든든하게 동사의 하방을 받쳐줄 것이다. 해외 플랜트의 타 부문 대비 낮은 원가율과 경쟁사 대비 뛰어난 원가관리는 동사의 수익성이 높은 수준에서 유지될 수 있도록 지탱해준다. 나아가 우상향하는 중동의 균형재정유가와 미국의 물가 안정 노력 및 에너지 패권 경쟁은 유가의 하방을 단단히 다지고, 이는 해외 플랜트 수주 활황으로 이어질 것이다.

추정 연결포괄손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E
매출액	7,876,783	8,737,147	7,631,651	7,496,824	3,820,648	7,899,601	8,380,136
YoY(%)		10.9%	-12.7%	-1.8%	12.6%	5.4%	6.1%
매출원가	6,508,638	7,175,466	6,245,280	6,565,498	3,436,351	7,114,040	7,347,423
매출총이익	1,368,145	1,561,681	1,386,371	931,325	384,297	785,561	1,032,713
GPM(%)	17.4%	17.9%	18.2%	12.4%	10.1%	9.9%	12.3%
판매비및관리비	245,321	331,328	429,113	434,361	222,265	437,939	479,733
영업이익	1,122,824	1,230,353	957,258	496,964	162,032	347,622	552,980
OPM(%)	14.3%	14.1%	12.5%	6.6%	4.2%	4.4%	6.6%
금융손익	27,780	(9,214)	47,849	84,482	58,251	68,391	46,179
기타손익	(352,891)	(101,232)	(79,260)	3,264	(32,032)	(32,684)	(12,585)
지분법손익	15,108	(93,712)	(16,596)	10,763	1,152	1,152	-
세전순이익	812,821	1,026,195	909,251	595,473	189,403	384,481	586,574
법인세비용	-	-	273,415	163,916	60,117	91,141	144,493
당기순이익	-	-	635,835	431,558	129,286	293,340	442,080
NPM(%)	-	-	8.3%	5.8%	3.4%	3.7%	5.3%
귀속-지배지분	-	-	577,044	413,166	119,840	293,340	442,080
귀속-비지배지분	-	-	58,792	18,392	9,447	-	-
기중평균자본	-	-	3,876,373	4,258,810	4,387,816	4,687,684	5,213,576
ROE(%)	-	-	16.4%	10.1%	2.9%	6.3%	8.5%

Rating

Strong Buy

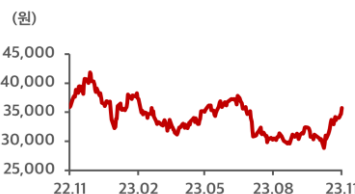
목표주가: 82,600 원

현재주가: 34,800 원

상승여력: 131%

12M 추가추이

시가총액 13,832 억원



B/S data (TTM)

자산 총계 90,047 억원

부채 총계 42,284 억원

자본 총계 47,763 억원

Earning data (TTM)

PER 3.87x

PBR 0.29x

EV/EBITDA 5.27x

EPS 8,840 원

주요 주주

DL 23.15%

국민연금공단 9.78%

Kopernik 5.15%

SMIC 3 팀

팀장 47기 김우주

팀원 47기 김예준

48기 김규민

48기 백상원

48기 허정민

CONTENTS

1. 산업분석 - 건설 산업의 현주소	03
2. 기업분석 - 안전제1, DL이앤씨	07
부동산 수급과 금리에 관한 소고	09
4. 투자포인트 1. 24년은 부동산 시장 회복의 원년이다	13
5. 투자포인트 2. 다시 돌아올 봄을 위한 Cash-Cow, 플랜트	19
6. 매출 추정	23
7. Valuation - Historical PBR Method	25
Appendix	31

산업 분석 - 건설 산업의 현주소

금리 인상, PF 사태, 미분양 급증, 착공 급감, 원자재 가격 급등... 부동산 시장에서 발생 가능한 모든 악재들이 단 2년 동안 연쇄적으로 발생했다. 그러나 가장 깊은 어둠에 있을 때도 아침은 다가오는 법, 다가오는 아침을 두 팔 벌려 맞이하기 위해 잠시 칠흑 같은 어둠 속으로 향해보자.

1.1. 얼어붙은 부동산 시장

1.1.1. 금리 상승으로 인한 부동산 시장 경색

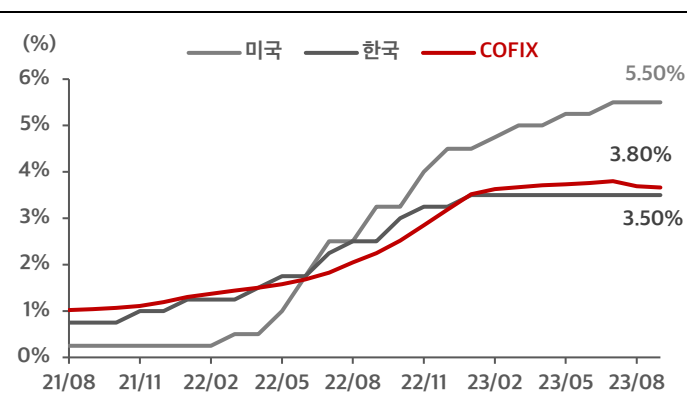
미국 금리 인상으로
한국의 금리도 증가

현재 한국의 부동산 자금시장 날씨는 '매우 흐림'이다. 21년 미국은 팬데믹으로 인한 경제위기를 막기 위해 막대한 유동성을 시장에 공급했다. 그러나 유동성 공급 정책은 미국의 국가재정지출을 크게 증가시켰고, 인플레이션을 유발했다. 이를 막기 위해, 미국은 22년부터 본격적인 금리 인상을 시작했다. 한국은 21년 11월부터 선제적으로 기준금리를 인상하여 미국 발 금리인상의 후폭풍을 최소화하려 했지만, 급격한 금리인상의 흐름을 거스를 수는 없었다.

급격한 금리 인상
-> 부동산 수요 저하

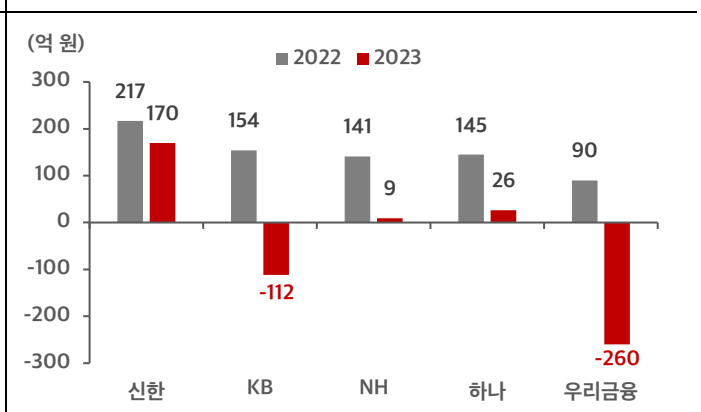
금리의 급등은 국내 부동산 업황에 치명상을 입혔다. 주택담보대출 금리의 기준이 되는 COFIX 금리는 21년 1.02%에서 현재 3.8%까지 치솟았고, 7%대의 주택담보대출 금리까지 등장하며 주택 수요는 차갑게 얼어붙었다. 올해 2월 민간분야의 미분양은 13년 이후 최고치를 기록했고, 정부의 완화적 정책에도 주택 수요는 여전히 회복될 기미가 보이지 않고 있다.

그림 1-1. 미국과 한국의 기준금리, COFIX 금리 추이



출처: 한국은행, 전국은행연합회, FED, SMIC 3팀

그림 1-2. 주요저축은행 1H23 당기순이익 추이



출처: DART, SMIC 3팀

고금리, 레고랜드
-> 채권시장 냉각
-> PF부실 문제 발생

치솟은 금리로 부동산 공급 시장 또한 급속도로 냉각됐다. 22년 레고랜드 사태로 채권 시장이 경색되기 시작했고, 한국전력공사와 같은 최상위 신용도 채권마저 유찰되기 시작했다. 자금 시장의 하단에 위치한 부동산 PF 시장은 더욱 큰 유동성 부담을 받을 수밖에 없는데, 높아진 금리 수준으로 인해 미분양과 이자 비용 부담이 동시에 증가해 사업의 수익성이 훼손되기 때문이다. 결국 연체율의 빠른 상승으로 시행사, 시공사 및 금융기관들의 위기가 부각되기 시작했다.

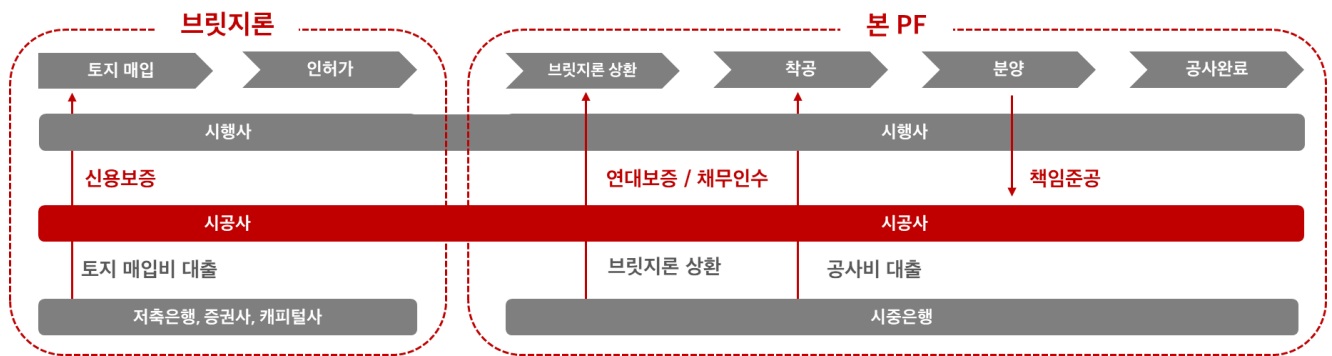
PF부실 문제로
금융기관 위험도↑

저축은행, 증권사, 캐피탈사와 같은 제2금융권 자금으로 브릿지론을 진행한 중소형 시행사들과 그들에게 자금을 대출해준 제2금융권 기관들을 시작으로 위기가 본격화되기 시작했다. 22년 상반기 9,000억 대의 이익을 냈던 저축은행들이 올 상반기 962억원의 손실로 적전했고, 그 배경은 바로 19,312억원이라는 막대한 대손충당금이었다. 특히 부동산 PF나 브릿지론의 경우 전체 대출의 30% 즉, 무려 3건 중 1건이 요주의 여신으로 현재 부동산 PF 사태의 심각성을 입증한다. 새마을금고 사태 또한 부동산 PF 문제로 인해 발생했는데, 부동산 PF 강화기준에서 제외된 새마을금고로 PF 자금이 몰려 무려 9.2%라는 연체율을 불러온 것이다.

1.1.2. PF사태, 건설사로 번지는 위험

PF부실 문제는 건설사에게도 치명적	PF 사태가 불러온 짙은 어둠의 그림자는 이제 금융기관을 지나 건설사들 을 향해 번지고 있다. 올해 8월까지 금융위기 이후 12년 만의 최대치인 332개의 건설사들이 작금의 위기를 견디지 못하고 파산했다 . 심지어 상위 15%건설사인 국원건설 이 PF 사태의 영향으로 부도 처리됐고 도급 순위 8위인 롯데건설과 태영건설 도 간신히 유동성 위기를 봉합하고 있는 실정이다. PF사태에서 이제 대형 건설사들도 자유롭지 않을지도 모른다. PF와 건설사, 그 지독한 관계를 파헤쳐보자.
PF에서 시공사는 공사, 금융 보증 수행	부동산 PF의 주요 참여자 는 시행사, 시공사, 금융기관이 존재한다. 시행사 는 부지 매입부터 계약 관리, 대금 지급, 분양까지 부동산 사업 전반에 거친 관리를 담당한다. 일반적으로 종합건설사들이 담당하는 시공사 는 시행사와 도급 계약을 체결하고 해당 사업의 시공을 책임진다. 마지막으로 금융기관 은 해당 프로젝트에 필요한 자금을 대출하고 투자해 사업에 필요한 자금을 조달해준다. 그렇다면 시공사는 단순 프로젝트의 시공만 담당하는 것일까? 실상은 그렇지 않다, 시공사들은 브릿지론부터 본PF까지 PF 전반의 금융 보증에 크게 관여 하고 있다.

그림 1-3. 부동산 PF 구조



출처: SMIC 3팀

① 브릿지론 문제 = 시공사 상환 책임
먼저 **브릿지론 단계**, 즉 착공 이전에 시행사가 토지를 매입하는 단계에서 필요한 대출을 하는 시기에 시행사들은 토지매입비나 공사비를 부담할 충분한 자금력을 보유하고 있지 않다. 따라서 브릿지론 단계에서 **시공사나 증권사의 보증**으로 브릿지론을 이용해 토지를 매입한다. 만약 최근의 PF 사태와 같이 사업의 수익성 악화와 고금리로 브릿지론이 본 PF로 이어지지 않고, 시행사가 이를 상환한 능력이 없을 시, **시공사가** 해당 채무에 대한 **상환 책임**을 지게 된다.

본PF에서도 시공사의 책임 필요
그러나 해당 프로젝트가 사업성을 인정받아 브릿지론 상환과 착공 이후 공사비 지급을 위한 **본 PF 대출**이 이뤄지고 착공이 정상적으로 진행돼도 시공사들은 본 PF 대출 시 **연대 보증, 채무 인수** 등의 책임을 지기 때문에 본PF 상환 책임에서도 건설사들은 자유롭지 못하다.

② 본PF 문제 = 시공사 준공 책임
다만, 과거 **금융위기** 당시 건설사들에게 치중된 연대 보증, 채무 인수로 인해 건설사들이 **줄도산** 하는 사태가 발생한 이후, 현재는 본PF의 리스크를 증권사, 저축은행 등 **다양한 금융기관이 분담**하고 건설사들은 **책임 준공**의 형태로 해당 프로젝트의 준공에만 책임을 지는 형식으로 일정 부분의 위험을 부담하고 있다. 그럼에도, **미분양 발생** 시 공사비를 정산받지 못하고, 자체 자금을 통해 손실을 감수하며 해당 프로젝트의 **준공을 책임**져야 하는 리스크는 여전히 존재한다.

결국 작금의 PF 리스크에서 건설사들은 긴밀하게 연결되어 있다. PF로 인한 위기가 점점 수면 위로 드러나는 시점에 건설사들의 옥석 가리기가 시작될지도 모른다.

1.1.3 공사비 상승, 연이은 악재

건설자재가 상승으로 공사비 증가

PF발 자금 부담으로도 모자라, 철근과 시멘트를 중심으로 한 **건설자재의 가격이 상승하며 공사비 또한 상승했다**. 건설자재비가 차지하는 공사비 비중은 30%에 달해 공사비는 건설자재비의 가격 상승에 특히 민감하다. **철근 가격**의 경우 국내 업체의 과도한 생산 감소로 가격이 급증한 후 현재 **하락추세**에 있지만, 여전히 20년 대비 **47.5% 이상 높은 상태**이며, **시멘트의 가격** 또한 21년 대비 **40% 수준 상승**한 상태다. 이는 시멘트 원자재인 유연탄 가격은 21년 대비 상승했고, 전기료의 상승과 시멘트 업체의 친환경 설비 전환으로 인한 비용 상승의 여파이다.

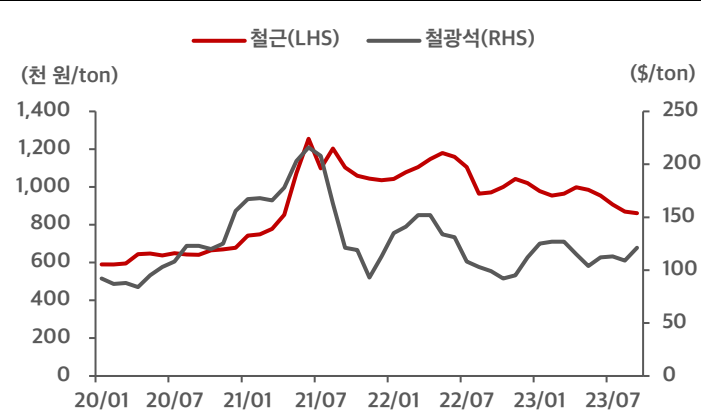
공사비 상승
-> ① 착공 지연

건설공사비 상승은 재개발 및 재건축 사업과 주택 분양 사업에 서로 다른 성격의 **문제를 야기**한다. **재개발 사업** 도중 급격한 공사비 증가 시, 건설사들은 착공에 나서지 않고 **공사비 상승분**을 해당 프로젝트 책임자인 **주택조합에 전가**하려 한다. 서초구 신동아아파트 재건축은 **공사비 증가로 인한 착공 지연**을 보여주는 대표적인 사례이다. 건설자재가 상승으로 인해 DL건설은 1.6배의 공사비 인상을 요구했지만, 주택조합은 이를 받아들이지 않아 분쟁이 발생했고, 아직까지도 착공은 진행되지 않았다. 신동아 재건축 외에도, 유사한 문제들이 발생하고 있다.

공사비 상승
-> ② 마진 악화

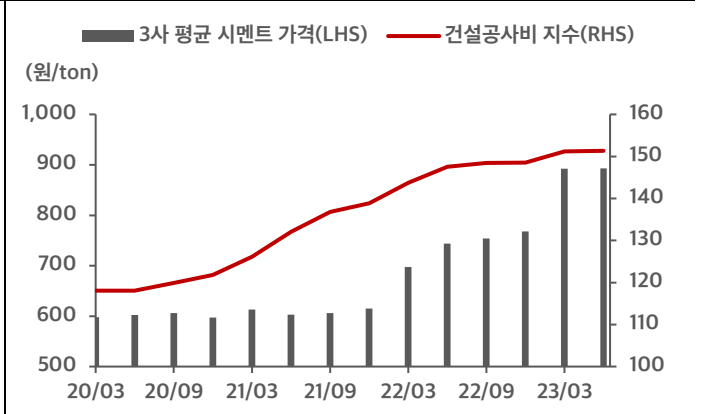
주택 분양 사업에서 **공사비 상승** 시, 건설사는 적정마진 확보를 위해 시행사에게 공사원가 보전을 요구하고, 시행사는 사업성 확보를 위해 **분양가를 인상**한다. 주택 매수 수요가 충분한 시기엔 가격전가가 가능하지만, 현 상황과 같이 부동산 수요가 전무한 상황에서는 전가가 불가능하다. 건설사는 마땅한 방법이 없어 **적은 마진을 부담**한다.

그림 1-4. 철광석, 철근 가격 추이



출처: 산업통상자원부, SMIC 3팀

그림 1-5. 아세아, 한일, 한라 시멘트 가격과 건설공사비 지수



출처: 한국건설기술연구원 SMIC 3팀

침체기를 겪고 있는 부동산 시장

정리하자면, 현재 **부동산 시장**은 **급격한 금리 인상**이 유발한 자본비용의 증가로 **불황기에 진입**한 상태다. **건설사들은 PF시장의 경색과 공사비의 상승으로 자금 부담이 늘어남과 동시에 수익성도 악화**되었으며, 높은 금리로 인해 부재한 수요 속에서 재개발과 재건축, 그리고 주택 분양 사업 모두에서 **최악의 상황**을 겪고 있다. 이를 방증하듯 **10대 건설사의 부채총계**는 21년 9월부터 꾸준히 상승해 현재 **24%나 증가**했고, 특히 GS건설의 경우 23년 반기 기준 2,549억원의 영업손실을 기록하기도 했다.

그러나 5대 건설사들의 수주잔고를 살펴보면, 21년부터 지속적으로 증가하고 있다. 부동산 침체기인 국내 상황과는 상반되는 결과이다. 중소 건설사들의 부도율이 63% 증가한 것과는 더욱 궤를 달리한다. 부동산 악진 속에서, 동사의 선방 배경에는 해외 플랜트 사업이 있다.

1.2. 해외수주의 핵심, 플랜트 산업

외형 성장을 위한 해외 플랜트 산업

국내 주택 사업 중심의 국내 건설업은 토지의 한계와 제한적인 수요로 인해 명확한 한계를 지닌다. 외형 확장을 위한 국내 건설사들은 선택은 바로 **해외 플랜트**였고, 이는 10년 초 국내 건설사들이 **내수 중심 시장**이라는 한계를 넘어 건설사 주가 Re-Rating의 기반을 조성했다.

플랜트 업황 지표 = 유가

플랜트 산업은 발주를 기반으로 시작되기에, **전방인 산유국의 업황에 의존**한다. 높은 수준의 유가는 산유국의 이익의 증대로 이어지고, 이는 투자 확대로 연결된다. 산유국의 투자확대는 플랜트 산업의 수주 증가를 이끌게 되고, 그렇기에 **유가는 플랜트 업황의 중요한 지표**이다. 10년대 해외 플랜트 수주와 국제유가를 통해 상관 관계를 확인해볼 수 있다.

과거 플랜트 호황은 기대와 달리 손실

10~12년도 국제유가 \$114라는 이례 없는 **고유가 기조**를 바탕으로 화공플랜트 발주 확대가 이어졌고, 국내 건설사들은 턴키 시공 및 가격경쟁력을 기반으로 중동 내 시장점유율을 높여 대형 건설사 기준 신규수주 내 **해외수주 비중이 50% 정도**로 높아졌다. 끝없었던 수주 릴레이는 출혈 경쟁으로 인한 저가 수주와 예정원가의 변동의 원인으로 기대와 달리 **큰 손실이 발생해 빅배스**를 겪었고, **14년도부터 유가 폭락**으로 인해 **플랜트 발주 및 수주는 급감**했다.

이후 건설사들은 수익성 향상 노력

지속되어온 **해외 발 빅배스 이후**, 종합건설사들은 극심했던 적자를 발판 삼아 **해외수주로의 수익성을 높이기** 노력했다. 수익성 위주 선별 수주 이외에, 플랜트 프로젝트 예산을 체계화하는 **예산관리체계를 도입**했다. 예산관리체계는 입찰 단계부터 과거 프로젝트의 Track- Record를 활용해 필요한 자재 견적을 시뮬레이션해 **예상과 실제 원가율의 괴리감**을 줄일 수 있다.

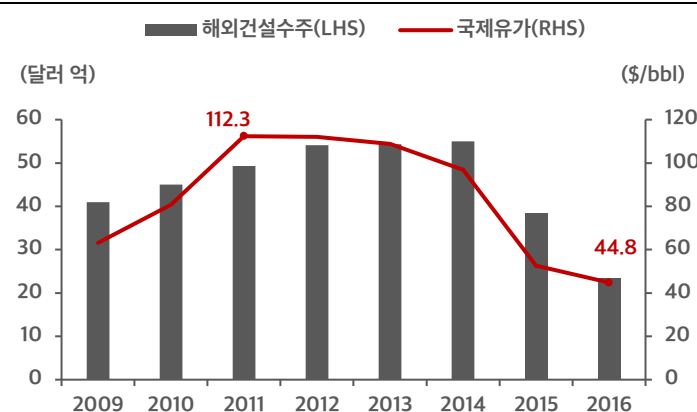
체질개선의 성공한 건설사들

끊임없는 수익 개선을 통해, 건설사의 **영업이익은 크게 상승**했다. 동사의 OPM은 14년도 -13%에서 19년도 10%로 **흑자전환에 성공**했고, GS건설, 대우건설도 부진을 빠르게 극복했다. 이와 같이 종합건설사들은 과거의 실수를 기반으로 **해외수주의 질을 높이며, 체질개선**을 하고 있다.

고유가 기조로 플랜트 산업 호황

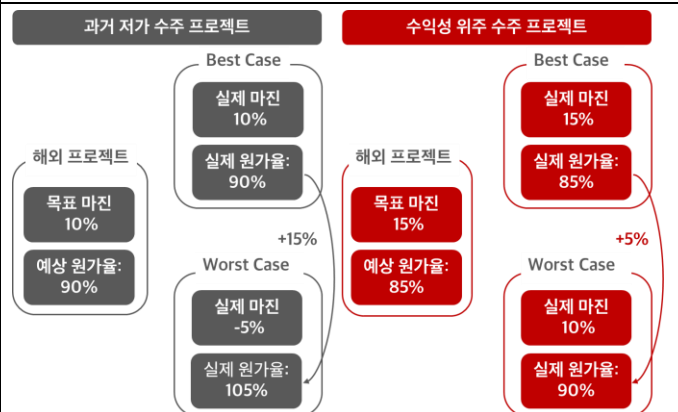
이와 같은 노력들과 더불어, **최근 해외 플랜트 산업은 호황기**를 맞이했다. 유가는 21년 하반기부터 꾸준히 **70달러 이상**을 유지하고 있고, 이는 CAPEX 증가로 이어져 **해외 플랜트 수주는 꾸준히 상승**하고 있다. 실제로 Aramco는 27년까지 총합 1,500만 달러 규모로의 CAPEX 확대 계획 발표했으며, 올해 국내 상반기 **해외 플랜트 수주액은 전년대비 40% 상승**했고, 그 배경에는 사우디 아미랄, 카타르 라스라판 플랜트 등 중동을 중심으로 하는 대규모 프로젝트들이 있다.

그림 1-6. 해외건설수주, 유가 추이



출처: 국토교통부, ISTANS, SMIC 3팀

그림 1-7. 해외 프로젝트 구조 변화



출처: SMIC 3팀

기업 분석 - 안전제1, DL이앤씨

2.1. 한국 건설업의 역사 그 자체, 동사를 소개합니다.

1939년부터 꾸준히 발전해온 동사

동사의 시작은 1939년으로 거슬러 올라간다. 건설자재 점포로 출발한 동사는 60년대 경제개발 5개년 진행 과정에서 도급액 1위의 건설사로 성장했다. 이후 70년대에는 국내 최초로 해외 플랜트 수주에 성공하며 동사는 한국 건설업의 성장과 함께 굴지의 건설사로 성장했다. 00년대에 이르러 동사의 대표적 아파트 브랜드 'e-편한세상', 20년에는 하이-엔드 브랜드 '아크로'가 런칭했고, 현재는 일반 아파트 브랜드 평판 4위, 하이엔드 브랜드 평판 1위의 브랜드로 성장했다. 현재는 타 건설사 대비 압도적 재무적 안정성을 기반으로 꾸준히 사업 영역을 확장해 나가고 있다.

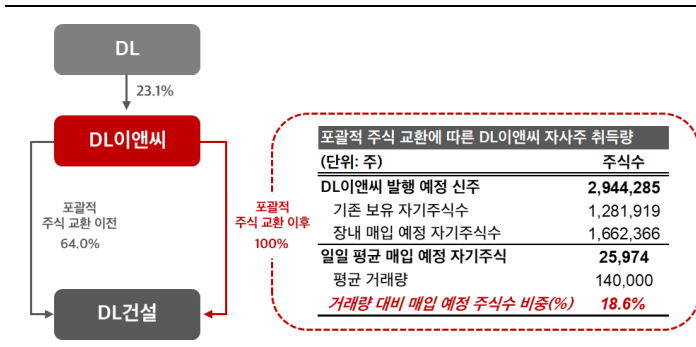
저평가 해소 방안:
① 대림산업과 분할

동사의 성장과 재무적 안정성과 별개로 동사에게는 항상 경쟁사 대비 저평가라는 꼬리표가 따라 붙었다. 사측도 이를 인지하고 저평가 해소를 위한 시도들이 이어졌다. 현재 'DL이앤씨'라는 이름의 동사가 21년 1월 대림산업(現 DL)에서 인적분할한 배경 또한 기존 대림산업의 화학 사업부로 인한 복합 기업 상장 디스카운트를 해소하고 Top-Tier 건설사로서 재평가 받기 위함이었다.

② 주식교환을 통한 DL건설 자회사 편입

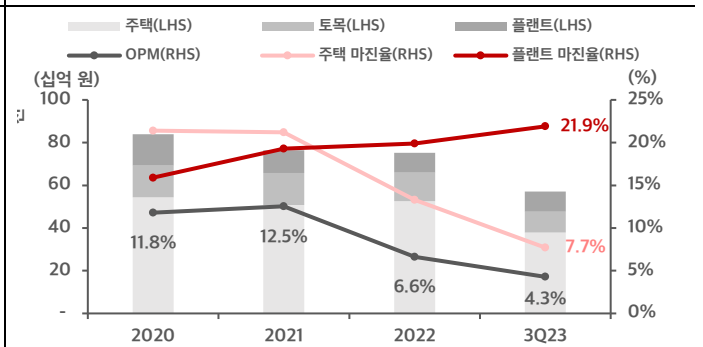
올해 10월 동사는 기존 63%의 지분율의 자회사 DL건설과 포괄적 주식 교환을 통해 DL건설을 100% 자회사로 편입할 예정인데, 여기서도 저평가 해소에 대한 의지가 돋보인다. 사측에서 밝힌 이번 주식 교환의 배경은 동종 업종 중복 상장에 따른 디스카운트 해소였으며 주식 교환 과정에서 발행되는 주식수와 동일한 수의 자사주를 매입, 소각한다는 계획 또한 이를 방증한다. 뿐만 아니라 이 과정에서 향후 동사는 3개월 동안 평균 26,000주의 자사주를 장내매입해야 하는데, 이는 평균 일간 거래량의 15% 수준으로 동사의 주가 하방 압력 또한 한층 낮아진 상황이다.

그림 2-1. 동사 지배구조 및 DL건설과의 포괄적 주식 교환 계약



출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-2. 동사 부문별 매출액, OPM 및 사업 부문별 마진율



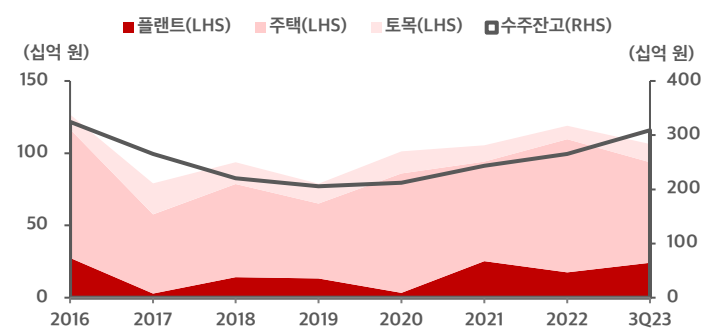
출처: DART, SMIC 3팀

2.2. 주택 시장 침체를 플랜트와 재무 건정성로 극복하다

플랜트 사업은 바텀라인 견인

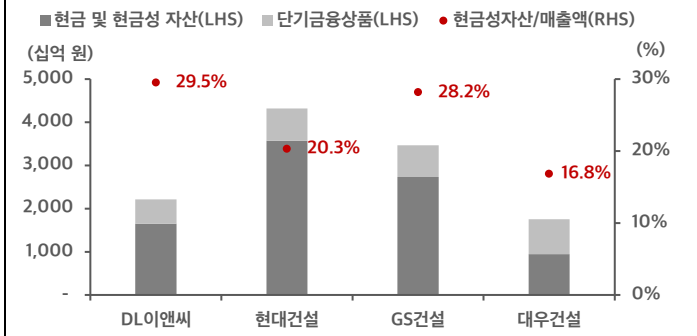
동사의 주력 사업부는 국내 아파트 재개발, 재건축 사업 중심의 주택 사업부와 해외 중심의 플랜트 사업부로 올해 3분기 기준 주택 사업부는 전사 매출액의 67%, 플랜트 사업부는 16%를 차지한다. 다만, 올해 주택 사업부의 원가율은 90.2%, 플랜트 사업부의 경우 78.1%로 국내 주택 사업의 마진이 시멘트, 철근 가격 상승으로 크게 하락하고 있는 동안, 플랜트 사업부가 동사의 마진율을 견인하고 있다. 뿐만 아니라 플랜트 사업부는 올해 3분기만에 과거 호황 당시 수준에 맞먹는 2.4조 원가량을 수주하며 주택 시장 침체로 인한 주택 사업부 수주 하락에도 동사를 든든하게 받쳐주고 있다.

그림 2-3. 사업부별 신규 수주액 및 수주 잔고



출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-4. 건설 4사 현금성 자산 및 매출액 대비 비중 추이



출처: DART, SMIC 3팀

동사의 수주 전략은 높은 안정성 확보

동사의 수주 전략은 '철저한 선별 수주'다. 철저한 리스크 관리를 위해 주택 도급공사 과정에서 발생하는 대부분의 자금 흐름 리스크를 모두 헷지 후 사업을 시작한다. 주택 사업 수주 당시 토지 소유권 확보 즉, **브릿지론 단계에서의 연대보증**을 하지 않는다. 또한 **본PF 단계**에서 공사비를 분양수익으로 조달해 분양율이 중요한 분양불과 달리, 사업 초기부터 총 공사비의 90% 이상을 확보해 향후 미분양에 따른 공사비 미수 위험이 낮은 **기성불 사업장 위주**로 사업을 진행한다.

Peer 대비 압도적인 현금보유량

이러한 전략을 바탕으로 동사는 타 건설사들 대비 압도적인 **재무적 안정성**을 보인다. 올 2분기 기준 동사는 2.1조 원의 현금성 자산을 보유하고 있는데, 이는 22년 **매출액 대비 29.5%** 수준으로 **4대 건설사 중 독보적인 현금 보유량**을 자랑한다. 투자포인트에서 강조하겠지만, 동사의 재무적 안정성은 현재 PF사태로 인한 대외적 불안감이 지속되는 시점에 더욱 빛을 발할 것이다.

2.3. 주가 분석

그림 2-5. 동사 주가 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

① 20년, 21년 저금리가 이어지며 주택 수요가 증가했고, 정부의 부동산 수요 억제 정책으로 투기 수요가 크게 증가하며 **미분양 감소, 주택 인허가 및 착공 증가**를 불러왔다. 이에 동사를 포함한 건설주들의 주가는 향후 착공 및 **국내 주택** 수요에 대한 **기대감**으로 높은 수준에 머물렀다.

② 그러나 22년 상황이 급변했다. HDC현대산업개발의 **광주 붕괴사고**로 건설업 전반에 불확실성이 증가했으며, 러-우 전쟁으로 **원자재 가격이 급등**하며 건설사들의 수익성에도 적신호가 켜졌다. 설상가상으로, 인플레이션으로 인한 **금리 상승 기조가 지속**되며 부동산 수요 **악화**와 PF 사태를 불러왔고, 현재까지도 동사를 포함한 건설주들의 주가는 힘을 쓰지 못하고 있는 상황이다.

부동산 수급과 금리에 관한 소고

3.1. 주택시장 수급 분석

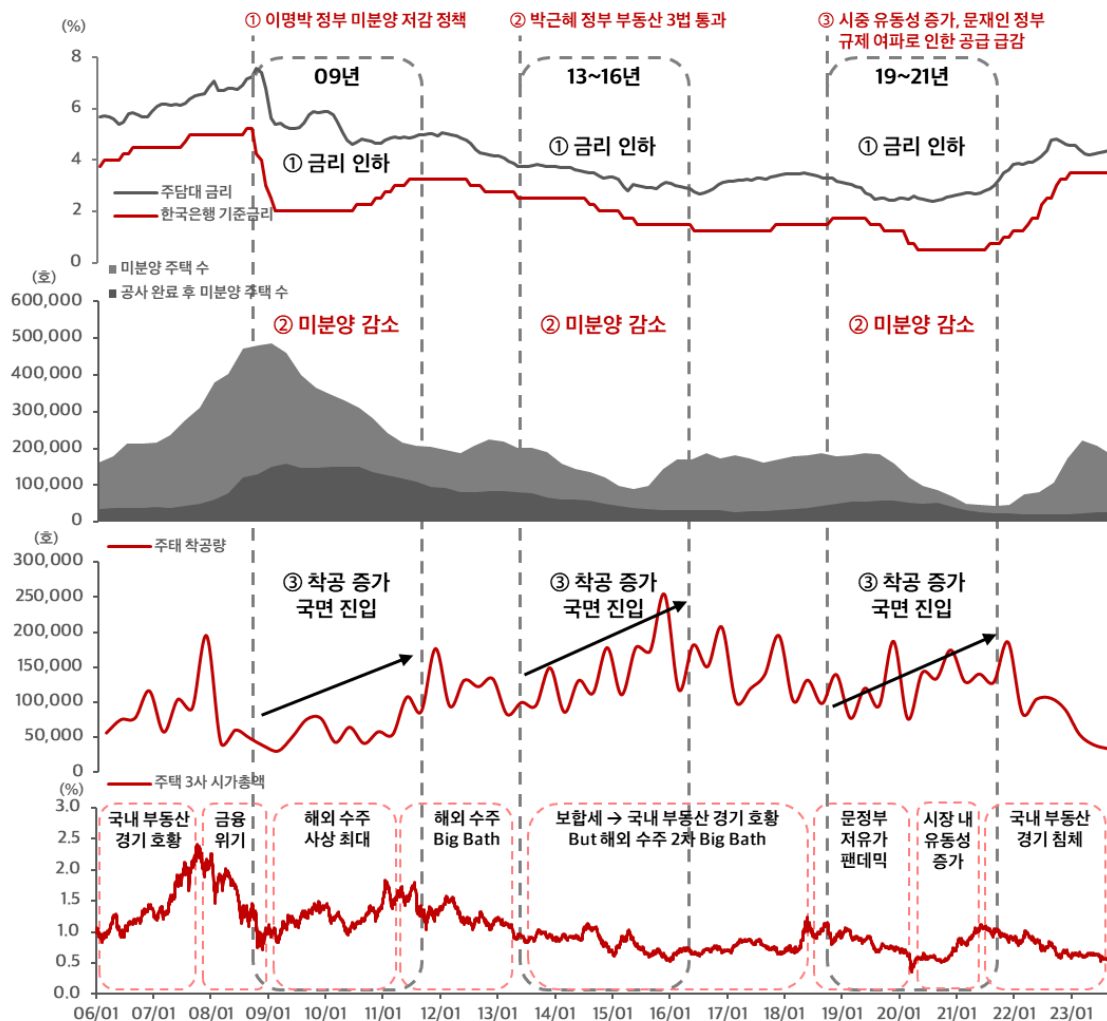
국내 부동산은 결국
금리, 정책, 수요

결론부터 말하자면, 건설업이 잘 되기 위해서는 공급이 늘어나는 와중에 부동산 업황이 좋아야 한다. 정부는 규제를 풀어 부동산 업황이 우선 우호적이고, 와중에 건설사가 자체 수주를 확보하여 분양 물량이 계속 늘어나야 하는 것이다. 더불어 해외 플랜트 또한 견조해야 한다. 얽히고설킨 업황의 수급을 명확히 설명하기는 어려우나, 국내 부동산의 역사는 수급의 Key Factor에 대한 단서를 제공한다. 본 보고서는 결국 건설업은 금리, 정책, 수요의 삼박자라고 판단한다. 이제부터 사이클 분석과 함께 각각의 요인들을 확인해보자.

미분양 주택 수는
부동산 업황의 핵심

국내 부동산 시장의 역사 속 매매가의 반등은 언제나 미분양 감소로부터 시작되었다. 미분양은 분양 수요에 대한 가늠자이자, 시공사의 현금 흐름 리스크를 확인할 수 있는 지표이다. 부동산 가격이 하락하면 분양 수요가 감소함에 따라 미분양이 증가하게 된다. 시행사들이 PF를 진행함에 있어 주요한 판단 기준이 당시의 분양 수요인 만큼 투자가 위축되고, 이에 따라 건설사의 Q를 결정하는 착공이 감소하게 된다.

그림 3-1. 건설업 Cycle 분석 - 주택시장을 중심으로'



출처: 한국은행, 국토교통부, KRX, SMIC 3팀

미분양 감소와 착공 증가는 Lagging 존재 그러나, 미분양이 감소하는 동시에 착공이 증가하는 것은 아니다. **미분양이 많다는 것은 당장 시 행사와 건설사의 입장에서 '재고'가 많이 쌓여 있어 현금 흐름이 좋지 않다는 것을 의미한다.** 고로 미분양이 일정 수준 이하로 감소하여 향후 자금조달을 할 사업장이 부실화되지 않을 것이라는 안정감이 조성되어야 투자를 다시 집행할 수 있다. 뿐만 아니라, 분양 수요 회복세를 포착했 을지라도 토지 확보, 인허가, 파이낸싱 등 주택 공급의 **비탄력적 탄성으로 인해 시간차가 존재하** 게 되는 것이다.

실제로 미분양이 감소함에 따라 아파트 매매가가 동반하여 상승한 뒤 착공이 증가하는 구간을 09년, 13~16년, 19년에서 확인할 수 있다. 통상적으로 금리 인하 이후 1년 후부터 착공 증가를 전망한다. 그렇다면 미분양 감소 시기의 공통적 원인은 무엇일까? 바로 '금리 인하'다. **금리는 부 동산 시장의 단순하지만, 절대적인 시발점이다.**

13년 부동산 호황 시 확인 가능한 금리 ↓ 13년 부동산 상승 국면은 12년 7월 3.25%였던 기준금리가 인하되면서 시작됐다. 낮아지는 금리 는 13년 미분양 주택 수를 빠르게 감소시켰고, 13년 하반기 착공 수는 반등하기 시작했다. 20년 부동산 호황도 동일하게 금리로 인해 비롯됐다. 19년 7월 기준금리 1.75%에서 인하되기 시작하 면서 주택 미분양수도 급감했다. 강한 저금리 기조였기에 미분양 감소 시기는 더욱 빨랐고, 주택 착공 수도 빠르게 반등했다. 이처럼 언제나 금리 인하를 기반으로 부동산 호황은 시작됐다.

금리 인하와 함께 해야만 하는 '정책' 금리의 중요성만큼 국가정책을 놓쳐선 안 된다. **정책은 부동산 업황이 비상하는 데 있어, 돕는 바람이 될 수도, 날개를 꺾는 태풍일 수도 있다.** 금리 인하를 뒷받침하는 정책의 힘은 박근혜 정 부 당시 호황을 통해서 확인할 수 있다. 일명 부동산 3법으로 불리는 공공택지를 제외한 분양가 상한제 폐지는 부동산 활황의 날개를 더욱 펼치게 했다. **건설사들의 부담이었던 분양가 제한이 해소됨에 따라 높은 원가를 분양가로의 전가가 가능해졌다.** 실제로 이러한 정책에 힘입어 15년 1월 착공 수는 약 3만 호에서 15년 10월 10만 호까지 상승했다.

금리 인하 국면, But 정책으로 인한 정체 18년도 부동산 불황기는 상술한 호황기와 대비된다. **문재인 정부의 취임 이후, 6.19 부동산 대책 으로 기존 LTV 60%에서 40%로 감축하여 주택 수요를 낮추고, 민간택지 분양가상한제 적용기 준을 확대해 건설사들의 공급 의지를 줄였다.** 이로 인해 건설사의 평균 착공 수는 16년 약 5.5 만 호에서 18년 4만호 정도로 크게 하락했다.

상술하였듯이, 22년은 1년 동안 금리가 0.5%에서 3.25%까지 급등하면서 급격히 유동성이 냉각 됐다. 부동산 매매 수요는 크게 위축된 가운데 공급은 증가 중으로 가격이 크게 하락했다. 정부 가 연착륙을 위해 부동산 규제를 완화하고 있으나, 현재로서는 높은 금리로 인해 수요를 끌어올 리기 쉽지 않은 상황이다.

이번 사이클에서는 특별히 주목해야 하는 포인트가 한 가지 더 있는 듯하다. 바로 22년 부동산 경기 침체에서 비롯되어, 필연적으로 다가오는 정부의 책임이다. 그러나 금리를 빼놓고 업황을 논할 수는 없다. Back to the Origin. 과연 금리가 인하될 것인가. 정확한 시점은 맞출 수 없을지 라도 그 방향성은 가능해낼 수 있다. 지금부터 업황의 시발점인 금리부터, 정부의 필연적 움직임 까지 하나씩 확인해 나가보고자 한다.

3.2. 기다리고 기다리던 금리 인하, 24년에 옵니다!

금리는 결국 물가를 잡기 위한 것!

24년은 장장 2년에 걸쳐온 미국의 기준금리의 인상 사이클이 종료되는 해가 될 것이다. 현재 금리 수준은 5.25~5.50%로, 23년 7월 마지막 인상 후 11월 FOMC에서도 동결을 확정했다. 금리의 방향성에 대한 예측은 현재 연준이 금리에 대해 정해 놓은 원칙에 대한 확실한 이해 위에서 가능하다. 미국 연방준비제도(연준)는 **물가상승률을 억제하는 제1 목표**를 위해서 기준금리를 인상한다는 원칙 아래, 미국의 성장을 및 고용 지표들을 지켜보며 **급격한 경기 침체로는 이어지지 않게** 그 인상폭을 결정한다.

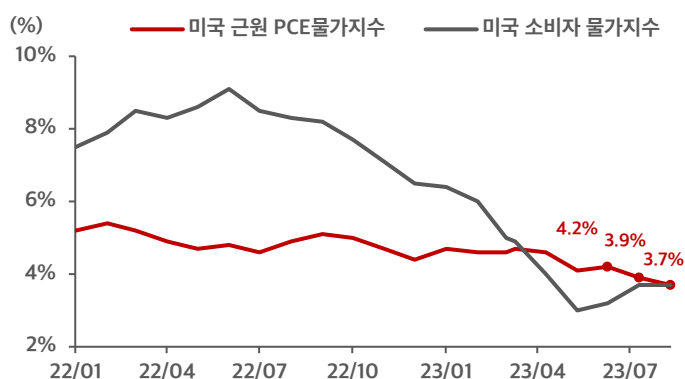
금리 인하를 예상하는 세 가지 이유

- 해당 논리를 바탕으로, 24년 하반기의 금리 하락을 예상하는 이유는 크게 세 가지다.
- ① 최근 5개월 간 미국의 근원 PCE 물가 지수가 예상치 대비 동일하거나 감소한 수준의 둔화된 수치를 보이고 있고,
 - ② 매파적이었던 9월 FOMC 점도표의 근거인 예상보다 견조했던 3분기 GDP 상승률 또한 민간 소비의 일시적 상승 영향이 큰 탓이며,
 - ③ 미국채 10년물 금리의 급등으로 인한 금융 여건의 악화와 고용 지표의 악화 가능성은 미국 경기에 대한 연준의 시각을 변화시켰기 때문이다.

둔화하고 있는 근원 PCE 물가지수

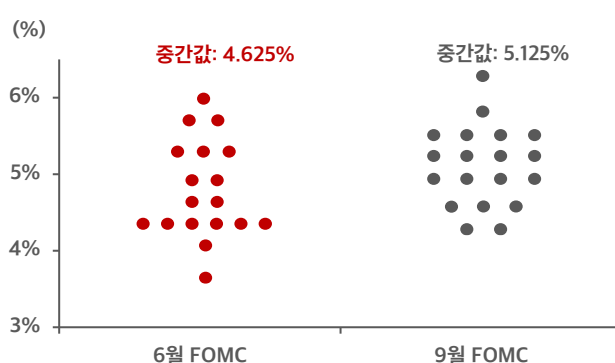
먼저, ① 미국 근원 PCE 물가지수는 23년 5월부터 10월까지 5개월 간 시장의 **예측치를 하회하거나, 동일한 수치**를 보이고 있다. PCE 물가지수는 개인소비지출을 측정하는 지표로 품목 범위가 소비자물가지수(CPI)보다 넓고 품목 조정 주기도 짧아 연준의 물가 수준 판단에 핵심적인 지표이며, 그 중에서도 변동성이 큰 식료품과 에너지를 제외한 **근원 PCE 물가지수**의 추이가 특히 중요하다. 바로 이 지표가 5월부터 꾸준히 둔화되고 있는 것이며, 연준 의장인 파월이 금리의 변동이 경제 지표에 달려있다(Data-dependant)라고 단언한 상황에서 향후 연준이 추가적인 금리 인상을 단행할 가능성은 매우 낮을 수밖에 없다.

그림 3-2 미국 근원 PCE 물가지수 및 소비자 물가지수 추이



출처: BEA, SMIC 3팀

그림 3-3. 23년 6월과 9월 FOMC 점도표 변화



출처: Federal Reserve, SMIC 3팀

미국 3분기 성장률? 일시적인 요인 때문!

혹자는 6월에 비해 매파적으로 변한 9월 FOMC 점도표의 24년 예상 금리 수준의 보수적 변화를 이유로 금리 인하 시기가 25년 이후로 지연될 것이고 오히려 인상 압력이 강해졌다고 하지만, 그 이면의 상황을 고려한다면 오히려 **정반대의 주장이 가능하다**. ② 9월 FOMC 점도표가 매파적으로 변했던 이유는 고금리 기조에서도 **예상보다 강력하게 나온 3분기 GDP 성장률 4.9%(예상치 4.5%)**이지만, 이는 **매우 일시적인 요인에서 기인했기** 때문이다.

일시적인 소비 상승,
기저효과에 의한
재고투자 영향

3분기 GDP 성장률 서프라이즈를 이끈 주 요인은 **민간소비와 재고투자의 증가**다. 4.9%라는 수치를 뜯어보게 되면, 전년비 4.0% 증가한 민간소비와 1.3% 상승한 재고투자를 확인할 수 있다. 하지만 민간소비의 경우 1년에 1번 있는 미국의 아마존 프라임 세일과 독립기념일, 노동절 지출로 인한 **일시적인 민간 소비 상승**이 반영된 수치이며 재고투자 증가 또한 1,2분기의 지속적 재고 소진으로 인한 기저효과로 3분기 기업들의 재고비축 움직임에서 기인했다. **두 부문 모두 4분기에는 둔화가 예상되며, 실제로 4분기 성장률 예측치는 1.0~1.5% 수준으로 현저하게 낮다.**

5%를 돌파한
미국 국채 10년물

마지막으로, ③ 미국 국채 10년물 금리의 급등은 오히려 **과도한 긴축에 대한 연준의 우려**를 낳을 것이다. 10년물 금리의 5% 선 돌파는 2007년 이후 16년 만으로 미국은 물론 전세계 주요 증시의 하락을 이끌었다. 국채 금리의 과도한 상승은 정부 부채 규모가 특히 큰 **미국 정부의 이자부담을 급증**시키고, **가계의 소득대비 이자 부담액** 또한 상승할 것이다.

지금의 수익률 급등?
오히려 좋아!

가계의 초과저축이 대부분 소진되었다는 분석이 지배적인 상황에서 이는 경기의 경착륙 우려로 이어질 것이다. 심지어 22년 3월 SVB의 파산으로 인한 은행 산업의 불안이 여전히 남아있는 상황에서 **은행들의 미실현 손실 규모 또한 증가**할 것이다. 실제로 경기가 받는 스트레스 정도를 나타낸 **금융여건지수는 23년 3분기부터 다시 상승세**로 돌아섰다. 10년물 금리의 급등은 역설적으로 **연준으로 하여금 추가적인 긴축 의지를 약화**, 금리 인하 가능성에 힘을 실어주는 요인이다.

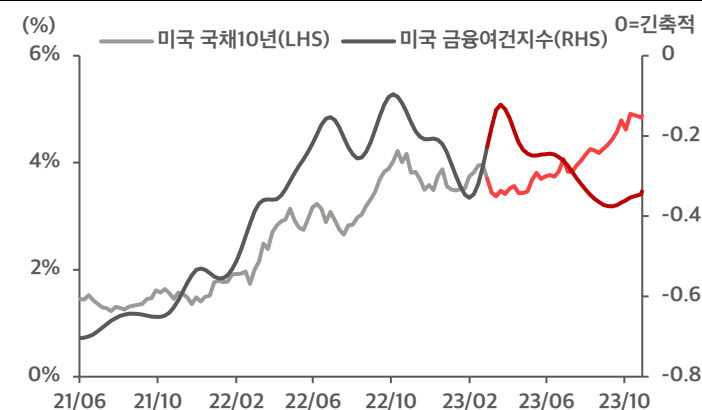
감소하는 노동 수요,
증가하는 노동 공급

최근 미국의 **고용 수요 감소와 공급 증가**로 인한 **실업률 증가** 또한 금리 인하 가능성을 키운다. 파월이 언급했듯이, 연준은 몇 개의 단일 지표가 아닌 **전체의 큰 흐름을 보고 금리인상을 결정**한다. 미국의 구인건수와 구인율은 감소 중이고, 경제활동 참가율의 증가로 인해 노동 공급은 증가 중이다. 이는 곧 **실업률의 상승과 임금 상승률의 완만한 둔화**로 이어져 물가 상승률을 낮출 것이고, 실업률의 상승은 10년물 금리의 급등과 함께 **미국 경제에 대한 연준의 추가적인 우려를 키울** 것이다.

모든 정황은 24년
금리 인하를 향한다!

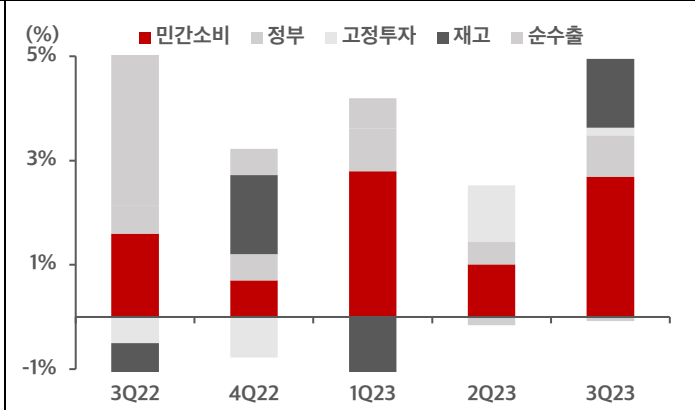
금리의 인하 시점을 정확하게 알 수는 없지만, 여전히 **금리의 방향성에 대한 예측은 가능**하며 앞서 언급한 세 가지의 이유 모두 금리 인하로 이어지는 거대한 흐름 속에서 나타나는 증거들이다. 마치 이를 뒷받침해주듯, 11월 FOMC에서 파월은 둔화 중인 근원 PCE 물가와 장기금리 상승으로 인한 **금융여건 부담 증가**를 언급하며 발언의 수준을 9월보다 낮췄고, 시장은 이를 **24년 금리 인하를 암시하는 시그널**로 해석했다. **방향은 틀리지 않았다.** 현재 모든 상황은 단 한가지의 가능성, **24년 하반기 금리 인하 시작**을 가리키고 있다.

그림 3-4. 미국 10년물 국채 금리와 금융여건지수



출처: Chicago Fed, Investing.com, SMIC 3팀

그림 3-5. 미국 3분기 GDP 성장률 기여도



출처: BOE, SMIC 3팀

투자포인트 1. 24년은 부동산 시장 회복의 원년이다.

작금의 부동산 위기는 기간에 따라 각각 다른 위기를 잉태할 것이다. 24년과 25년 만기인 브릿지론과 본 PF가 쏟아지며 시작되는 자금 위기와 26년 준공 물량의 현저한 부족으로 인한 주택 공급 절벽과 이로 인한 26년 이후의 집값 폭등 위기가 바로 그것이다. 이를 타개하기 위한 단 하나의 수는 24년에 있는데, 바로 **금리 인하와 함께 나올 강력한 부동산 수요 정책**이다. 아무도 생각하지 못한 기회는 항상 임박한 위기를 극복하려는 과정 속에서 나타난다. 작금의 부동산 위기 속에서도 투자 기회는 존재하며, 남은 것은 단단한 논리로 무장한 끈기 있는 기다림이다.

4.1. 24년과 25년 만기가 돌아오는 브릿지론과 본PF

15년간 가장 큰 규모의 PF 대출잔액

23년 기준 현재, 상환일이 다가오는 부동산 금융 대출 규모는 **브릿지론과 본PF를 합해 총 140.6조 원**이다. 워낙 자금의 규모가 큰 부동산 시장이기 때문에 말로만 들어서는 이 금액이 얼마나 압도적인 수치인지 감이 잘 오지 않을 수 있지만, 현 수치는 글로벌 금융위기가 오기 바로 전인 **08년 대출 잔액이었던 77조 원의 약 2배 수준으로 최근 15년 동안 가장 큰 규모**다.

비은행권의 경쟁적인 PF 대출 증가

어쩌다 이런 상황이 오게 된 것일까? 현 상황은 **금리의 급격한 인상**과 더불어 은행 중심으로만 PF대출을 취급했던 과거와 달리 금융시장의 발전으로 증권사, 저축은행, 보험사 등의 **비 은행권에서도 경쟁적으로 PF대출을 취급하며 촉발**되었다. 빛이 있는 곳엔 항상 어둠이 있듯이, 금융시장의 고도화는 대출 규모의 상승이라는 그림자를 드리우고 있었으며, 물이 빠져야 누가 발가벗고 수영을 하고 있었는지 알게 된다는 말처럼 경기 침체가 오며 **역대급의 부동산 PF 대출 잔고가 발가벗겨진** 것이다.

PF 보증을 통해 만기는 연장했지만,

정부는 위기에서 벗어나기 위해 일명 **9.26 부동산 대책**을 발표하며 대응했지만, 이는 단지 현재의 위기를 24년과 25년으로 미룬 임시방편에 불과하다. 이번 정책의 핵심은 세 가지로, ① 정상 사업장에는 자금을 추가적으로 공급해주고, ② **부실 사업장에는 PF보증 규모를 확대해주어 우발 채무 및 미분양 위험을 완화**하며, ③ 신규 주택공급을 확대하겠다는 것이다. 주목해야 할 부분은 바로 ②번 내용으로, 수익성이 의심되는 부실 위험 브릿지론 혹은 본PF에까지 자금을 투입, 혹은 신용 보증을 통해 만기를 연장해주거나 본PF로의 전환을 도와주겠다는 것이기 때문이다.

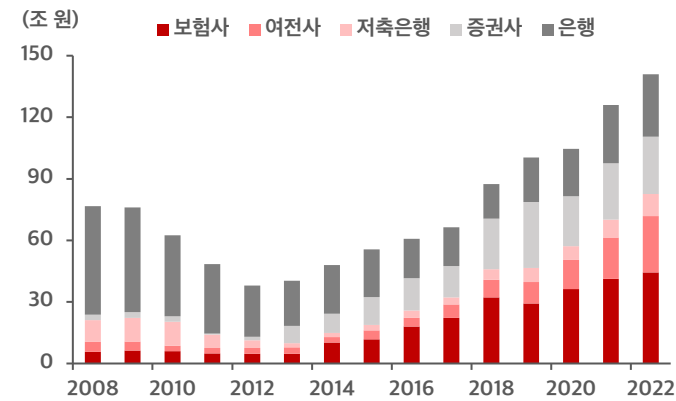
25,26년에는 본 PF가 돌아올 것이고

현재 만기연장으로 연명중인 **브릿지론의 규모는 23년 9월 기준 약 30조 원**으로 추정된다. 만기가 연장되어도 평균적으로 1년 이내에 상환일은 다시 돌아오기에, 24년 말 30조 원 이상의 자금을 부동산 시장은 소화해내야 한다. 여기에 정부의 자금 지원으로 전환된 본PF도 있으면 안된다. 본 PF는 **브릿지론의 4배에 달하는 110조 원 규모**로, 심지어 대출잔액에 포함되지 않는 금융사 및 시공사의 PF채무보증 규모까지 고려한다면, 25년과 26년 돌아올 **본PF 관련 대출 및 신용보증액은 약 150조 원에 달할** 것으로 예상된다.

정부는 현 상황을 해결할 의무가 있다

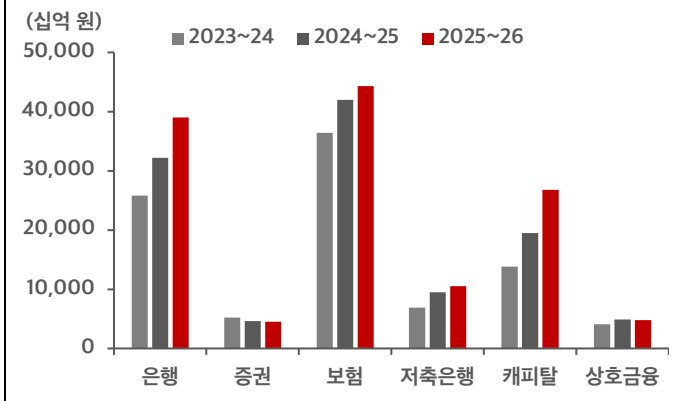
즉 정부는 최소 24년 말부터 현재 침체되어 있는 **부동산 시장 및 수요 심리를 무조건 되살려, 시장으로 하여금 부동산 PF 관련 대출을 상환**하고 시공사와 금융회사들을 채무 위험에서 구해야 할 의무가 있다. 레고랜드 사태는 2000억원의 부채를 갚지 못해 시작됐지만, 사태를 해결하기 위해 50조 원 이상의 유동성이 투입됐고 그 후유증은 아직도 현재 진행 중이다. 정부는 과거의 실수를 되풀이하지 않기 위해 강력하게 나설 것이고, 기회는 생길 것이다.

그림 4-1. 금융사별 PF 대출 잔액 추이



출처: 국토교통부, SMIC 3팀

그림 4-2. 금융사별 PF 대출 만기 및 잔액



출처: 한국신용평가, SMIC 3팀

4.2. 26년 이후부터 맞이할 주택 공급 절벽

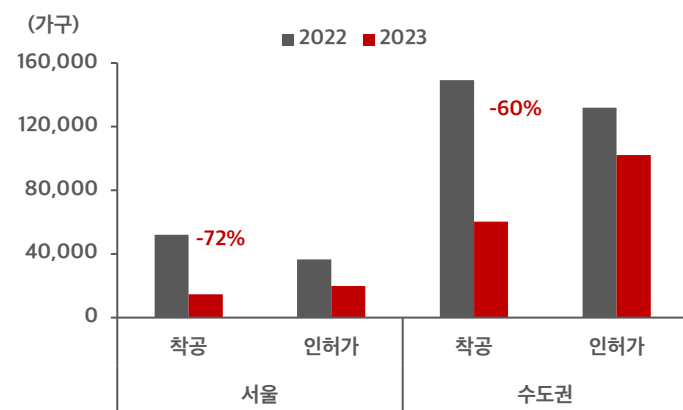
비상~
살 집이 부족하다!

24년부터 시작될 PF 대란도 모자라, 26년에는 주택 공급 절벽으로 인한 위기가 찾아올 것이다. 최근 부동산 업황의 침체로 신규 착공은 크게 감소하고 있다. 23년 1월부터 9월까지의 누적 인허가 및 착공 실적을 보면, 수도권 기준 전년 대비 인허가는 23% 감소, 착공 실적은 무려 60% 감소라는 충격적인 수치가 나타난다. 주택 공급의 대표적 지표인 분양은 착공실적보다 낮은 규모로 동행하기에 착공의 감소는 곧 분양 규모의 감소, 주택 공급 감소를 의미한다.

최소 3만호의
주택 공급 부족

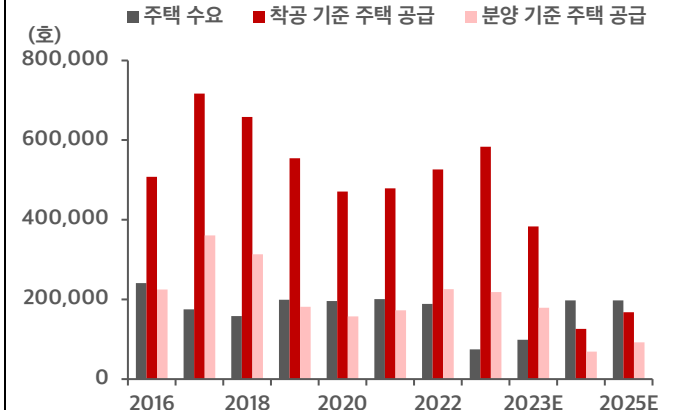
이를 14년부터 22년까지 전국 평균 분양 및 착공 실적을 통해 보면, 충격적인 공급 부족 사태를 예측 가능하다. 동 기간 연평균 분양 수요는 19만 7천호지만 23년 9월까지의 누적 착공 실적은 12만 5천호로, 연간으로 보아도 16만 7천호에 불과하다. 착공 실적이 보통 분양 규모보다 40% 크다는 것을 고려했을 때, 23년의 착공 분 전부가 분양 시장으로 나온다는 보수적인 계산을 해 봐도 25년 기준 약 3만호의 부동산 공급 부족 사태가 일어날 것임은 자명하다.

그림 4-3. 22년, 23년 9월 누적 인허가 및 착공 건수



출처: 한국주택협회, SMIC 3팀

그림 4-4. 24, 25년 주택 수요, 공급 예측



출처: KOSIS, 한국주택협회, SMIC 3팀

정부가 나서면?
동사는 좋다!

즉 2~3년 후 무조건적인 주택 공급 절벽과 그로 인한 집값 폭등이 발생할 것이다. 현 정부는 23년 연장한 브릿지론과 본 PF 대출 부실을 해소하기 위해 24년 하반기 인하될 금리와 함께 부동산 업황을 개선하고, 26년 발생할 집값 폭등을 해결하기 위해 최대한 빨리 주택 공급과 수요 측면에서의 대책을 내놓아야 한다. 즉 주택 건설사가 수혜를 받을 수 있음이 예상 가능한 상황에서, 이제는 과연 정부가 어느 지역에서 어떤 방식으로 부동산 회복을 촉진할 수 있을지 예상해보며 왜 다른 건설사가 아닌 동사가 최대 수혜를 받을 수 있을지 검증해 나가고자 한다

4.3. 서울은 언제나 봄

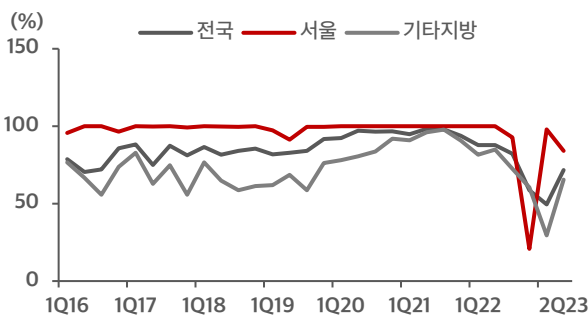
서울/수도권 중심으로
회복될 분양 시장

22년의 침체기를 극복하고 분양시장은 올해 미비하지만 회복세를 보이고 있다. 청약경쟁률 증가, 초기계약률 회복, 미분양 감소가 이를 입증한다. 다만 지방 침체는 심화되고 서울/수도권 중심으로 국지적으로 회복되고 있다. 올해 하반기 청약 경쟁률 상위 10개 사업자 모두 도시정비사업자이고 이 중 7곳이 서울이다. 상위 5개 현장의 청약경쟁률은 평균 150:1이 넘는다. 반면 청약경쟁률 하위 10개 사업자 2곳을 제외한 모든 사업자가 지방이다.

서울/수도권 주택에
대한 수요는 견고

특히 시장 전반이 침체되어 가리워져 있었지만, 언제나 견고했던 서울을 향한 무너지지 않는 수요에 집중해야 한다. 이는 견고한 초기 분양률을 통해서도 확인할 수 있다. 초기 분양률은 분양 시작 후 3~6개월 사이에 측정하는 지표로, 분양계시일 이후 6개월부터는 수요가 줄며 미계약분 소진 속도가 급감하기 때문에 이를 통해 분양의 성공여부와 수요를 판단할 수 있다.

그림 4-5. 초기분양률(분양 후 3~6개월) 추이



출처: 주택도시보증공사, SMIC 3팀

그림 4-6. 23년 하반기 청약 경쟁률 상위 10개 사업자

지역	단지명	가구 수	분양일	경쟁률(%)
서울	청량리 롯데캐슬 하이루체	761	23.07	242.3
서울	청계 SK뷰	396	23.08	183.4
서울	용산 호반써밋 에이디션	110	23.07	162.7
서울	e편한세상 답십리 아르테포레	326	23.10	99.7
서울	롯데캐슬 이스트폴	1,063	23.08	98.4
전북	एको시티 한양수자인 디에스틴	268	23.07	85.4
경기	호반써밋 고덕신도시 3차(A49)	703	23.08	82.3
서울	래미안 라그란데	3,069	23.08	79.1
서울	보문 센트럴 아이파크	199	23.09	78.1
대전	둔산 자이 아이파크	1,974	23.08	68.7

출처: 부동산 114, SMIC 3팀

공사비 전가가 가능
해야만 공급 지속

다가올 업황 회복 와중에도 이러한 양극화 현상은 공급 측면에서 또한 지속될 것으로 보인다. 이는 상술한 계획분양가 대비 필요분양가의 상승에서 기인한다. 시행사의 입장에서 공사비와 금융비용이 상승한 와중에 이익을 내기 위해서는 상승분을 분양가에 전이할 수 있거나, 애초에 토지비의 비중이 커 공사비에 대한 민감도가 낮아야만 한다.

토지비 비중 ↑ →
공사비 민감도 ↓

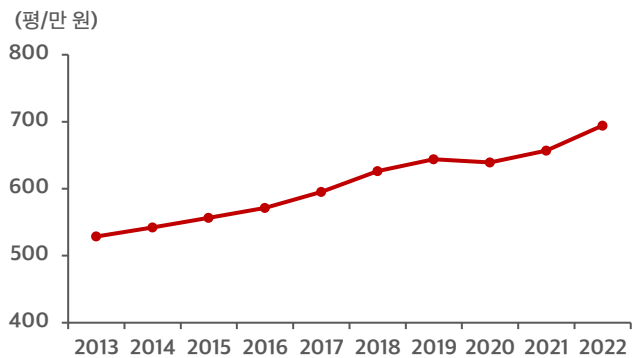
현재 분양 시장의 수요는 회복되고 있으나 높아진 금리 수준 속에서 공사비를 분양가로 마냥 전가할 수 없을 뿐더러, 지방의 경우 주변 시세 대비 가격 경쟁력이 급감하여 수요가 줄어들게 된다. 그렇다고 경쟁력을 위해 낮춘다면 시행사가 이익을 볼 수 없어 지방사업자들은 진퇴양난에 빠지게 된다. 이에 현재는 토지비의 비중이 높아 공사비에 대한 민감도가 낮은 사업장에 집중해야 하며, 그러한 사업장이 바로 서울/수도권이다.

그림 4-7. 지역별 주택사업 내 건축비 비중 분석

지역	수도권	5대 광역시			기타지방		
	서울	부산	대구	울산	강원	전북	충북
토지비 비중(a)	49%	43%	38%	33%	30%	19%	26%
분양가(b)	3,271	1,959	1,630	2,071	1,406	1,189	1,156
매매가 대비 분양가	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
토지비	1,603	840	619	673	415	229	298
건축비=사업비+사업이익	1,668	1,119	1,010	1,398	991	960	858
건축비	700	700	700	700	700	700	700
사업비+사업이익	968	419	310	698	291	260	158

출처: 국토교통부, KB부동산, SMIC 3팀

그림 4-8. 기본형 건축비(공급면적 당 건축비 상한금액) 추이



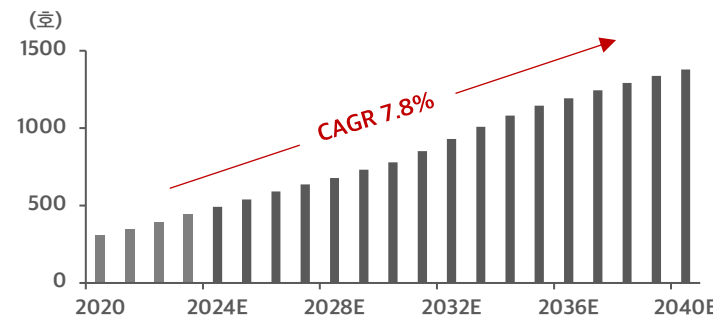
출처: 한국건설기술연구원, SMIC 3팀

4.4. 약육강식

서울 신규 주택의 80%는 정비 사업

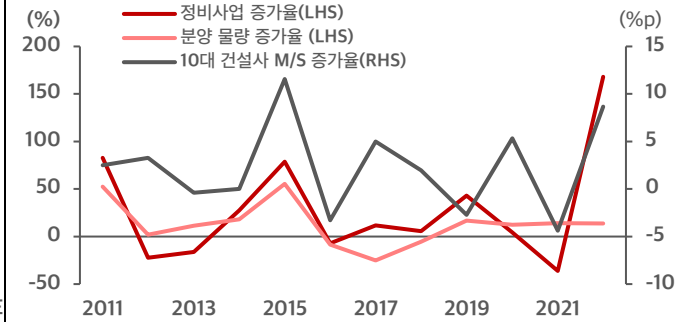
서울/수도권을 중심으로 한 분양시장 회복이 도래했을 때 수혜를 볼 건설사는 어디일까? 바로 대형 건설사다. 이는 **서울의 신규 주택 공급의 80%가 정비 사업을 통해 공급되고** 있기 때문이다. 22년 초를 기준으로 전체 서울 아파트 177만 5,713가구 중 26.3%인 46만 6,931만 가구가 입주 30년이 넘어 재건축 추진이 가능하다.

그림 4-9. 서울 30년 이상 아파트 증가 추이 (정비 미 진행 시)



출처: 국토교통부, SMIC 3팀

그림 4-10. 분양 물량, 정비사업, 건설사 M/S 증가율(YoY)추이



출처: 부동산 114, 언론보도종합, SMIC 3팀

24년 핵심 기준

1. 브랜드 이미지
2. 시공사 재무건전성

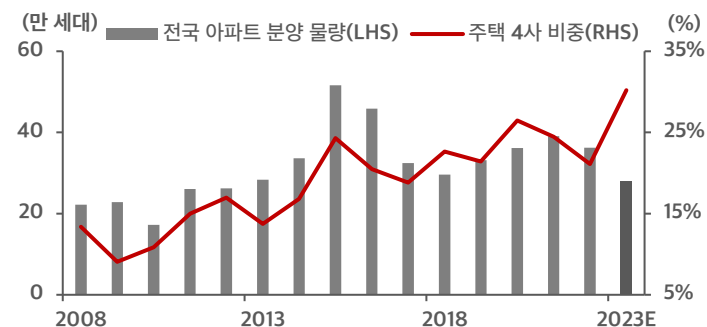
그렇다면 정비사업이 주를 이룰 서울/수도권의 분양 시장은 왜 대형 건설사에게 유리할까? 이는 두 가지 요인이 있으며, 역사적으로 주택 4사인 DL이앤씨, 현대 건설, GS 건설, 대우 건설의 점유율이 높은 이유와 맥을 같이 한다. 우선 **수분양자의 핵심 판단 기준은 아파트의 브랜드명**이며, 수요에 대응하고자 시행사 또한 브랜드를 우선적으로 검토하게 된다. 또한, 시행사와 금융권은 22년의 침체기를 겪으며 PF 지급보증과 관련하여 **건설사의 재무 건전성에 대한 기준과 선호가 더욱 높아졌기** 때문이다.

서울 정비 사업은 대형 건설사 중심

심지어, 10년 후반부터 서울 정비 사업의 90%, 전국 80% 이상을 10대 건설사가 수주했을 만큼 정비 사업에서는 대형 건설사에 대한 선호가 더욱 돋보인다. 통상적으로 정비사업은 입지가 좋은 만큼 그 사업성이 높기 때문에 브랜드의 파급력이 더욱 높아질 수밖에 없다.

다만, 재건축/재개발은 그 프로젝트의 절대적인 Time-line이 길기 때문에, 근시일 내에 수혜가 가능한 규모를 구체적으로 확인해 보아야만 한다. 정비사업의 가시화 유무는 '사업시행인가' 시점을 기준으로 판단하는데, 현재 서울 내 사업 시행인가 이후 단계의 재개발 사업자는 64개, 재건축은 30개이다. 해당사업자들은 대부분 연내 분양 계획에 포함되어 있지는 않지만, 향후 시공사 선정을 통해 민간 건설사 신규 수주 연결이 가능한 잠재 물량들이다.

그림 4-11. 전국 아파트 분양물량 중 주택 4사 점유율 추이



출처: REPS, DART, SMIC 3팀

그림 4-12. 23년 10월 기준 아파트 브랜드 평판 순위

순위	브랜드	시공사	순위	브랜드	시공사
1	힐스테이트	현대건설	6	더샵	포스코이앤씨
2	푸르지오	대우건설	7	아이파크	현대산업개발
3	래미안	삼성물산	8	한화포레나	한화건설
4	e편한세상	DL이앤씨	9	서희스타힐스	서희건설
5	롯데캐슬	롯데건설	10	호반베르디움	호반건설

출처: 한국기업평판연구소, SMIC 3팀

4.5. 정책의 필연성과 가시성

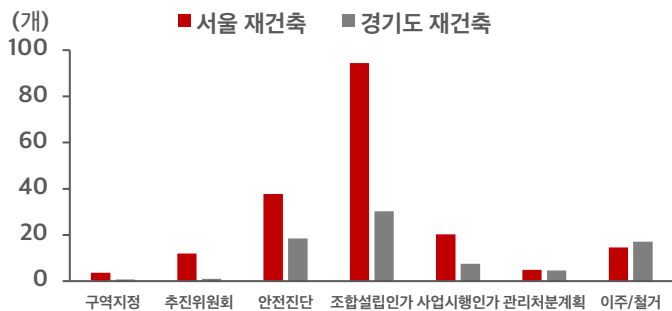
서울, 이제는 사업 시행인가 후 시공사 선정 가능

서울시는 조례 개정을 통해 건설사의 수주 인식 시점을 앞당겨 정비사업의 가시성을 선명하게 하는 중이다. 진부하고 가시성이 낮았던 서울 정비 사업의 수주 Momentum이 강해졌다. 그간 서울시만 유일하게 조합이 사업시행인가 이후 시공사를 선정해야 했다. 그러나, 23년 7월 개정된 조례를 통해 조합설립인가 후 시공사를 선정할 수 있게 되었다. 서울시 조합설립인가 사업장은 총 284개 단지로, 재건축은 3.1년 재개발은 1.8년의 기간을 거쳐야만 **사업시행인가 후 시공사 선정이 가능했던 기간이 비약적으로 단축된 것이다.**

1기 신도시 재정비 = 업황의 Key-driver

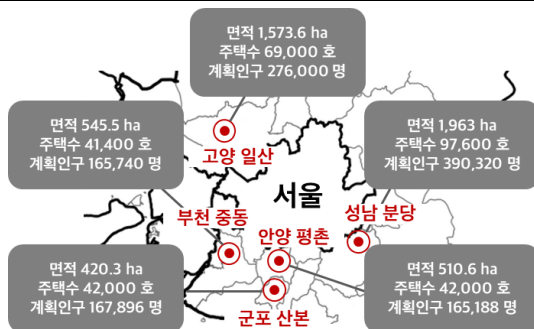
정부 또한 부동산 업황 개선을 위한 총알을 확보해 두고 알맞은 때를 기다리는 중이다. 윤석열 대통령은 대선 후보 시절 1기 신도시 재정비 특별법 제정을 약속했다. 현재 해당 법안은 재정비 대상을 기존 1기 신도시만 아니라 정비사업이 완료된 지 20년이 지난 모든 택지를 대상으로 확대된 상태로 국회에 계류 중이다. 만약 해당 법안이 통과된다면 최소 30만 가구의 주택이 재정비 대상으로 지정되며, 정부가 추가로 약속한 10만 가구와 이주 대책까지 고려한다면 그 규모는 더욱 커질 것이다. 해당 정책의 강력한 파급력을 고려했을 때, 정부는 업황이 개선되는 시점에 법안의 통과를 위한 드라이브를 걸 것이며 그 효과는 강력할 것이다.

그림 4-13. 서울, 경기도 재건축 단계별 단지 수



출처: REPS, SMIC 3팀

그림 4-14. 수도권 주요 1기 신도시 개발 개요



출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

발표되지 않은 정부의 부동산 정책을 예측하는 것은 불가능하나, 그 방향성은 가늠할 수 있다. 본 보고서는 앞선 논의를 통해 주택 공급 부족을 해결하기 위한 **정부의 움직임이 필연적임을** 확인했다. 윤석열 정부의 대선 공약부터 현재까지의 키워드는 '민간 주도 공급'이지만, 당장은 **수요 진작 정책이 주를 이룰 것으로 보인다.**

비탄력적인 공급 → 우선 수요 정책부터 !

국토교통부가 9.26 부동산 대책에서 토지 공급을 위해 발표한 국공유지는 문재인 정부에서 발표했던 부지와 거의 동일하며, 이는 서울과 멀어 실효성이 없다고 평가된다. 또한 핵심은, **주택 공급은 최소 5,6년이 걸릴 만큼 비탄력적이라는 것이다.** 이에 당장의 분양 시장 부양을 위해 **수요 진작 정책을 발표할 것임을** 합리적으로 추론할 수 있다.

실거주 의무 폐지를 통해 수요 심리 자극 가능성 ↑

다가오는 24년 4월 총선과 함께, 실현 가능성이 높은 수요 진작 정책으로 실거주 의무 폐지를 꼽을 수 있다. 실거주 의무란 분양가 상한제 적용 주택의 당첨자에게 적용되는 의무로, 당첨자는 입주 시점부터 2~5년간 해당 주택에 실제로 거주해야 한다. 당첨 직후 전세 혹은 월세로 내놓지 못한다는 것이다. 분양권의 투기적 수요를 제한하기 위해 도입된 정책으로 12년 도입 이후 서울의 분양, 입주권 거래를 1년만에 993건에서 297건으로 감소시킨 만큼, 미분양 위험의 증가로 공급 자체가 부족한 현 상황에서 **수요 심리를 자극해 부동산 선순환을 일으킬 수 있는 정책이다.**

4.6. 이제는 빛날 재무건전성

서울/수도권에서의 안정적인 수요, 정부의 방향성까지 확인한 지금, 동사가 수혜를 누릴 수 있을지에 대한 검증이 필요하다. 주택 시장은 독점이 불가능한 시장이라는 특성을 지녀, 업황이 돌아올 시 다수의 대형 건설사가 수혜를 입는다. 그렇지만 이번 사이클에서는 주택4사인 GS건설의 낙오, 그리고 높아진 재무건전성에 대한 기준이 힌트를 던져주고 있는 듯하다.

‘순살 자이’. 올해 주택시장을 강타한 가장 강력한 이슈다. GS건설이 시공한 검단신도시 아파트 주차장 공사 현장에서 철근 누락으로 붕괴 사고가 발생했고 **GS건설은 날개 없는 추락을 맞이했다**. 이로 인해 **영업정지 10개월 처분을 추진 중**이며 당장의 신규 수주 전망 또한 어둡다. 주목해야 하는 점은 이러한 추락이 일회성이 아니라는 것이다. 외벽 균열, 침수 논란과 함께 20~22년 국토교통부 하자심사분쟁조정위원회에서 GS건설은 573건을 기록하며 압도적 불명예 1위다.

‘자이’ 브랜드의 날개 없는 추락 시작

당연하게도 ‘자이’라는 브랜드에 대한 수요는 급감하고 있다. 재건축을 추진 중인 서울 강남구 미도아파트는 “순살업체는 미도 출입금지”를 내걸었으며, 23년 1월 GS건설을 시공사로 확정된 서울 노원구 상계주공5단지 재건축 모임 또한 시공사 취소 논의를 진행 중이다. **브랜드는 곧 집값이다**. 브랜드의 이미지 추락은 단순히 안전에 대한 우려만이 아닌, **부동산이라는 가장 큰 재산권의 손실을 초래**하기에 GS건설은 깊은 암흑기를 맞이했다고 판단한다.

동사의 우수한 재무건전성이 빛날 시간

업계 2위 GS건설이 몰락한 지금, 시공사를 선정하는 조합의 입장에서 사고해보자. 과연 이들은 정비 사업의 시공사로 어떤 건설사를 원하고 있을까? 22년의 침체기까지 겪으며 **시행사, 금융권이 시공사의 재무건전성에 대해 가지는 기준은 어느 때보다 높다**. 대형 건설사를 더욱 선호하게 된 현재, 본 보고서는 동사의 **우량한 재무구조가 빛날 시기가 다가오고 있다** 판단한다.

안전! 안전! 안전!
DL이앤씨!

아래 그림에서 보이듯 동사의 현금성 자산 대비 **브릿지론 보증 비율은 0.5%**로 다른 건설사들과 비교 자체가 불가능한 수준이며 **지급보증 규모** 또한 매우 낮은 수준으로 작금의 PF사태에서 가장 안전한 대형 건설사다. 혹자는 현 수준의 재무건전성이라면, **대형 건설사들은 PF 사태에서 안전하다고 말할 수 있다**. 그러나 롯데건설, 태영건설과 같은 **대형 건설사들도 흔들리고** 있는 상황에서 누가 대형 건설사들이 안전하다고 확신할 수 있겠는가? 리스크 관리가 최우선이 되는 현 상황에서 **Top-Pick은 단연 동사, DL이앤씨다**.

그림 4-15. 1H23 기준 대형 건설사 유동성 및 안정성 분석

(단위: 십억 원)	DL이앤씨	현대건설	대우건설	GS건설	롯데건설	포스코이앤씨
신용등급(회사채)	AA-	AA-	A	A+	A+	A+
기업어음(CP)	A1	미발행	A2	A2+	A2+	A+
현금및현금성자산	1,652	3,570	948	2,729	1,889	1,200
단기금융상품	563	749	808	735	-	544
단기차입금/유동성장기부채	658	624	1,286	2,672	2,057	1,056
사채 및 장기차입금	534	1,558	1,093	3,341	794	479
우발채무	7,746	31,757	17,865	13,685	11,192	3,105
지급보증	2,353	6,953	5,270	4,338	5,270	1,149
정비사업 조합 사업추진비	1,307	3,507	688	1,340	1,481	477
공동주택 수분양자 주택매입차입금(중도금 등)	1,035	1,415	3,410	1,376	2,652	627
부지매입(등기) 브릿지론	11	2,031	1,172	1,622	1,137	45
지급보증약정(자체사업)	399	2,879	-	-	-	-
책임준공확약/미이행 시 (조건부) 채무인수	4,994	21,925	12,595	9,347	5,922	1,956
현금성자산 대비 브릿지론 지급보증 잔액 비중(%)	0.5%	47.0%	66.8%	46.8%	60.2%	2.6%
부채비율(%)	88.5%	120.1%	188.3%	244.8%	171.4%	124.0%

출처: DART, SMIC 3팀

투자포인트 2. 다시 돌아올 봄을 위한 Cash-Cow, 플랜트

동사의 플랜트 부문은 건설의 봄이 돌아오기 전 탄탄한 수익구조를 지탱해주는 기둥이 될 것이다. 국내 부동산 시장의 부진으로 동사를 비롯한 국내 건설사들의 실적과 전망은 모두 바닥을 찍고 있다. 하지만 투자포인트에서 상술했듯, 머지 않아 부동산 업황은 돌아올 것이고 동사는 그 누구보다도 가장 빛날 것이다. 건설 업황의 봄에 다다르기 전, 추운 겨울을 버틸 보일러가 되어 줄 동사의 플랜트 부문을 살펴보자.

5.1. 묵묵히 때를 기다려 온 동사의 플랜트

플랜트 시장에서의 영향력 확대

동사는 플랜트 시장에서 패권을 쥐지 못해왔다. 22년의 신규 수주는 5개 건설사 중 최하위였고, 22년까지의 수주 잔고는 4위였다. 하지만 23년, 동사는 달라진 모습을 보여주었다. 23년 플랜트 신규 수주액은 현대엔지니어링을 보유하고 있는 현대건설을 제외하고 가장 높은 순위를 기록했고, 2월에 수주한 미공개공시 수주액을 포함한다면 실제 수주액은 더욱 늘어날 것이다. 이처럼 동사는 해외/플랜트 시장에서 점점 영향력을 확대해가고 있고, 이는 수주액으로 증명되고 있다.

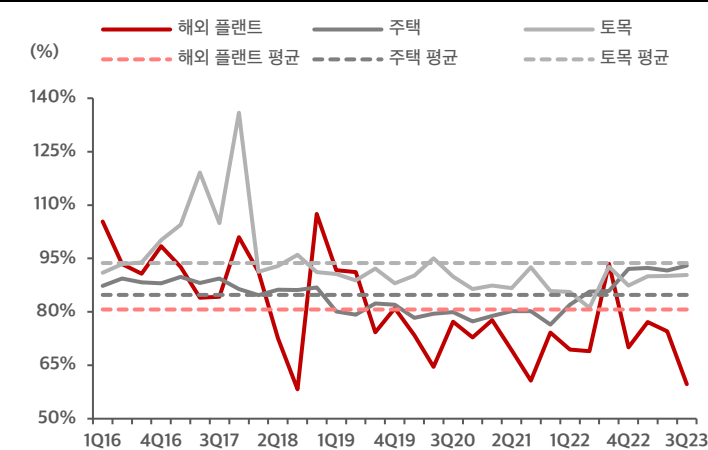
이익 개선의 핵심, 플랜트 부문

실적의 기반은 이익이다. 따라서 수익성 증대는 실적 개선의 핵심이다. 플랜트 매출은 타 부문 대비 원가율이 낮으므로 수익성 강화를 위해서 플랜트의 중요성은 필연적으로 강조될 수밖에 없다. 아래 그림에서 확인할 수 있듯이 23년 동사의 플랜트 부문은 주택 대비 15.4%, 토목 대비 13.4% 낮은 원가율을 기록했다. 그 중에서도 해외 플랜트의 원가율은 주택 대비 22.7%, 토목 대비 20.9% 낮고, 3분기에는 59.7%를 기록하며 5개년 원가율 중 최저치를 달성했다.

경쟁사 대비 우수한 원가 관리

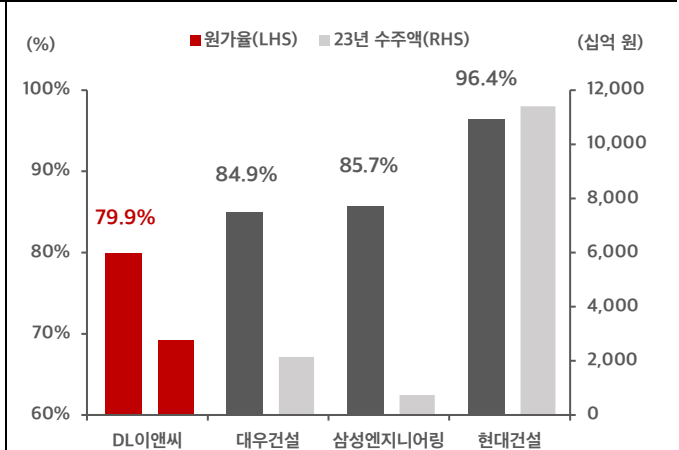
동사의 원가율은 타사와 대비해서도 우수한 모습을 보인다. 주요 5개 건설사 중 23년 상반기 영업적자를 기록한 GS건설을 제외하고 동사는 유일하게 70%대 원가율을 기록했다. 또한, 23년 2분기 수주잔고를 기준으로 수주가 중동에 집중된 타사와 달리 동사는 호주, 동남아시아 등으로 다변화된 수주 포트폴리오를 구축하며 변동성에 대응하고 있다. 또한, 21년에는 업계 최초로 빅데이터 통합 원가 시스템을 도입하며 수주 제안 단계에서부터 일정 정도의 수익성을 보장하기 위해 철저한 원가 관리를 진행하고 있다.

그림 5-1. 동사 분기별 원가율 추이



출처: DART, SMIC 3팀

그림 5-2. 1H23 주요 건설사 플랜트 원가율 및 23년 수주액



출처: DART, SMIC 3팀

5.2. 플랜트 수주의 방정식

5.2.1. 수주는 유가의 종속변수

유가와 동행하는
플랜트 수주

튼튼하게 내실을 다지고 있는 동사가 실적을 이어갈 수 있을지 확인하려면 무엇이 수주로 이어지는지에 대한 이해가 필요하다. 통상적으로 유가 추이와 플랜트 수주는 동행한다고 일컬어진다. 이는 유가 상승으로 인해 GDP에서 원유 판매 비중이 높은 산유국들의 재정 상황이 호전되고, 늘어난 재정 수입을 자국의 발전에 투자하기 위해 해외 기업들에게 공사 수주를 내주기 때문이다. 실제로 아래 그림에서 확인할 수 있듯, 최근 10년 동안의 유가 추이와 한국 건설사들의 해외 플랜트 수주액은 동행한다.

혼란스러운
국제 정세 속
유가 추이

그렇다면 해외 플랜트 수주를 예측하기 위해 가장 중요한 것은 향후 유가 추이의 행방이다. 하지만 최근 2년동안 전쟁에서 비롯된 불확실한 국제 정세는 유가 추이를 선불리 단언할 수 없게 한다. 작년 2월 시작된 러시아와 우크라이나의 전쟁은 장기화되는 양상을 보이고 있고, 23년 10월 시작된 이스라엘-팔레스타인 전쟁(이하 이-팔 전쟁)은 유가에 직접적으로 영향을 끼칠 수 있는 산유국들이 이해관계자로서 촉각을 곤두세우고 있다.

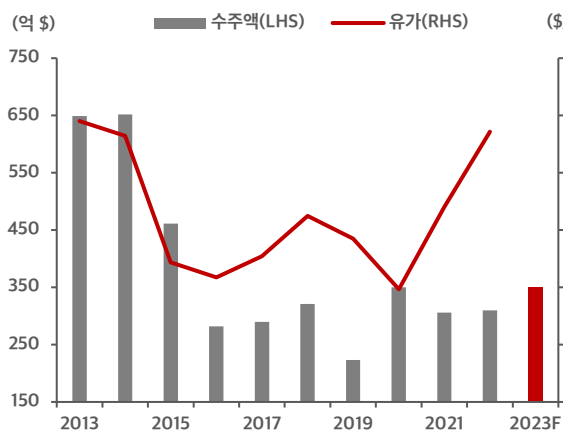
역사적으로
지정학적 리스크는
단기간의 영향뿐

이러한 전쟁 양상에도 불구하고, 전쟁이 유가에 미치는 영향은 매우 단기적이거나 거의 없음이 역사적으로 드러났다. 제4차 중동전쟁이 1차 오일쇼크로 이어졌던 것은 전쟁으로 인한 직접적 영향이 아닌 73년 10월~74년 3월까지 있었던 중동 국가들의 석유 금수 조치 때문이었다. 91년 걸프전과 11년 리비아 내전 당시에는 주요 산유국인 이라크와 리비아의 원유 생산량이 감소하면서 유가가 큰 폭 상승했지만 2~4개월 이후 안정화되는 모습을 보였다.

이-팔 전쟁은
과거 전쟁보다
제한적인 영향일 것

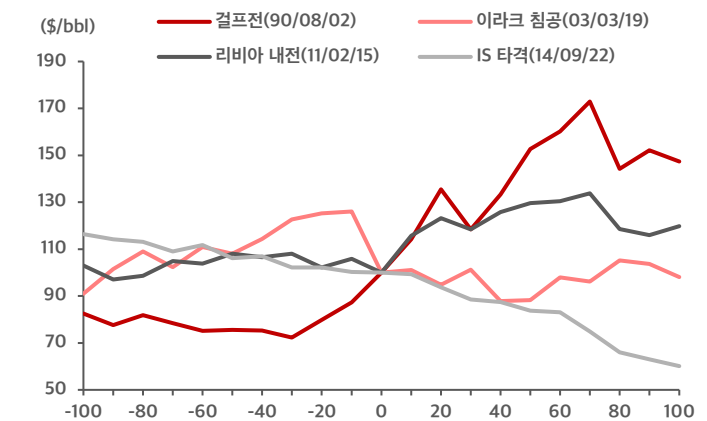
이외에 80년부터 8년간 지속된 이란-이라크 전쟁 시기에는 오히려 유가가 하락했고, 12년 이란 수출 제재 사태 시기에도 국제 유가는 하락하거나 일시적인 상승에 그쳤다. 결국, 중동 전쟁이 국가 담합 차원의 금수조치로 이어지거나 주요 산유국의 심각한 생산 차질로 이어지면 국제 유가는 큰 폭으로 상승했으나, 그 기간은 주로 6개월 내외로 단기간에 그쳤다. 현재 이-팔 전쟁은 당사국들이 모두 산유국이 아니고, 주요 산유국인 사우디와 이란이 직접적으로 개입할 가능성은 매우 낮아 보인다. 이에 과거보다 원유 시장에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

그림 5-3. 연도별 유가 및 해외 플랜트 수주액



출처: 해외건설협회, Petronet, SMIC 3팀

그림 5-4. 지정학적 리스크 경과에 따른 유가 변동



출처: Bloomberg, SMIC 3팀

5.2.2. 중동이 원하는 유가의 행방

유가 하한을
결정하는
균형재정유가

전쟁으로 인한 지정학적 불확실성을 제거했다면, 유가의 방정식에서 고려해야 할 다음 변수는 세계 최대 원유 수출지역인 중동과 미국의 셴법이다. 중동에는 균형재정유가(Fiscal Breakeven Oil Prices, FBOP)가 존재한다. 이는 산유국 정부의 재정이 적자가 되지 않는 수준의 원유 가격을 말한다. 기준이 되는 유가는 단일하지만 원유를 생산하는 국가는 다수이기에 각 국가마다 자체 균형재정유가를 설정한다. 하지만 산유국 GDP에서 원유 비중이 절대적인 만큼, 유가가 높을수록 국가 재정에 긍정적이라는 것은 모든 산유국이 공유하는 사실이다.

\$5,000억 규모
초대형 프로젝트
네옴 시티

이러한 기본적인 전제 아래, 중동은 아이러니하게도 석유에 대한 의존도를 낮추고 산업 구조를 다변화하기 위해 대규모 자본 조달을 필요로 하고 있고, 이에 고유가 기조를 유지하고자 한다. 이를 위한 대표적인 프로젝트가 바로 30년 완공 예정인 '네옴 시티'다. 사우디 정부는 총 사업비 \$5,000억을 투입해 서울 면적의 44배인 2만 6500km² 부지에 최첨단 기술이 집약된 계획형 신도시를 건설할 예정이다. 해당 사업의 총 투자 규모는 사우디의 2년 예산과 맞먹을 정도이며, 국내 기업에게도 총 70조원의 수주가 예상된다.

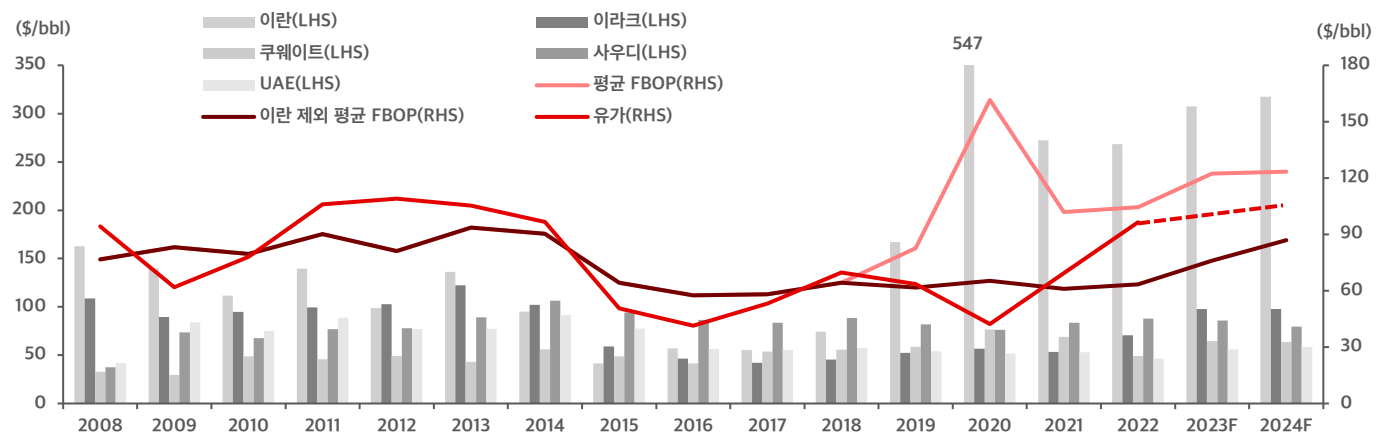
유가 추이는
주요 산유국의
FBOP 평균

중동 유가의 적정선을 추정하기 위해 08년부터 중동에서 원유 생산 상위 5개국의 평균 균형재정유가를 구한 후, 이를 유가와 비교하였다. 그 결과, 두 수치의 수준과 추이가 유사하였다. 19년부터 22년 간의 경우, 트럼프 행정부가 포괄적 공동행동계획을 탈퇴하면서 이란의 재정적 압박이 심화돼 이란의 균형재정유가가 급증했기 때문인 것으로 추정된다. 생산량 1위인 사우디는 15년 중 8개년에서 유가보다 높은 균형재정유가를 보여주었는데, 이는 유가 추이가 단일 국가에 의해 온전히 결정되는 것이 아닌, 여러 국가의 수준을 고려해 조정됨을 함의한다.

중동의 고유가
기조는 지속될 것

아래 그림을 통해 미국의 대 이란 제재로 인해 중동 상위 5개 산유국의 균형재정유가 평균과 이란을 제외한 균형재정유가 평균의 차이가 벌어짐을 확인할 수 있다. 하지만 확실한 것은, 두 수치 모두 21년부터 상승 추세에 진입했다는 것이다. 이는 곧 현재 수준에서 미국의 대 이란 제재가 심화되거나 완화되는지에 관계없이 중동 국가들은 \$80/bbl에서 \$120/bbl 정도 수준의 유가를 지속해서 형성하기 위해 공급을 조절할 것임을 시사한다.

그림 5-5. 유가 및 중동 Top 5 산유국 균형재정유가 평균



출처: IMF, Petronet, SMIC 3팀

5.2.3. 미국이 원하는 유가의 행방

미국의 현 상황
유가 인하?, 상승?

최근 이-팔 전쟁으로 인해 불안해진 중동 정세와 높아진 인플레이션 수준으로 인해 가장 골치 아픈 국가는 단연 미국이다. 현재 미국은 \$70~80/bbl 수준의 유가 하향 안정화를 원하는 상황인데, 이는 미국 입장에서 인플레이션, 대선이라는 유가 인하 요인과 에너지 패권 전쟁과 생산량 증가에 따른 유가 인상 요인이 공존하고 있기 때문이다.

대선 1순위 목표,
유가 하락!

현재 바이든은 대선이라는 최대 이벤트를 앞두고 있다. 미국 유권자들이 가장 민감하게 여기는 물가지표는 단연 휘발유 가격으로 휘발유 값에 대통령의 재임 여부가 달려있다는 말이 있을 정도로 실제 미국 대통령 지지율은 휘발유 가격과 역의 상관관계에 있는 모습을 보였다. 즉, 현재 바이든에게 1순위는 유가 하락을 통해 인플레이션을 억제하고 지지율을 회복하는 것이다.

미국은 간절하다!
사우디, 베네수엘라를
향한 적극 구매 증

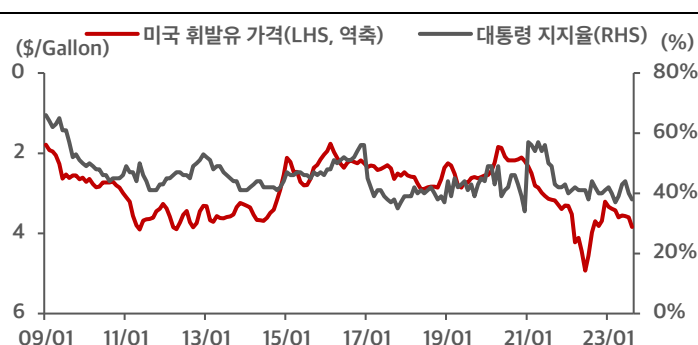
이러한 관점에서 최근 미국과 바이든의 행보를 해석해보면, 모두 유가를 낮추기 위한 노력으로 해석된다. 미국은 이-팔 전쟁에 적극 관여하며 전쟁의 원인을 이스라엘과 사우디의 관계 회복에 대한 견제로 규정했으며 이스라엘-사우디 관계 중재자로서 명목상으로는 중동의 평화를, 실질적으로는 사우디와의 관계 회복에 따른 유가 하락을 노리고 있다. 뿐만 아니라, 19년부터 제재를 가했던 세계 원유 매장량 1위 국가인 베네수엘라에 '자유롭고 공정한' 선거를 전제로 석유 수출에 대한 경제 제재 해제를 미국이 '먼저' 제안했을 정도로 미국은 지금 간절하다.

과도한 하락은 No!
에너지 패권을 위해
최소 \$70~80/bbl

그러나 과도한 유가 하락은 미국도 원하지 않는다. 미국은 세계 최대 원유 생산국이 된 상황에서 에너지 패권 전쟁에서 승기를 잡기위해서 현재의 지위를 유지할만한 생산량을 유지해야 한다. 이를 위해서 미국은 원유 생산성을 보장할 수 있는 유가 수준을 유지해야 하는데 22년 Dallas 연준에서 발표한 셰일 오일의 평균 BEP 유가는 \$69/bbl 수준이다. 뿐만 아니라 71%의 정유사들이 \$80/bbl 수준 이상에서만 성장이 가능하다고 밝히기도 했다. 최근 Exxon Mobil, Chevron 등의 오일 메이저들이 주주환원을 위한 수익성을 강조한다는 관점에서 보아도, 미국은 생산량 유지와 에너지 패권 확보를 위해 최소 \$70~80/bbl 이상의 유가를 원하고 있다.

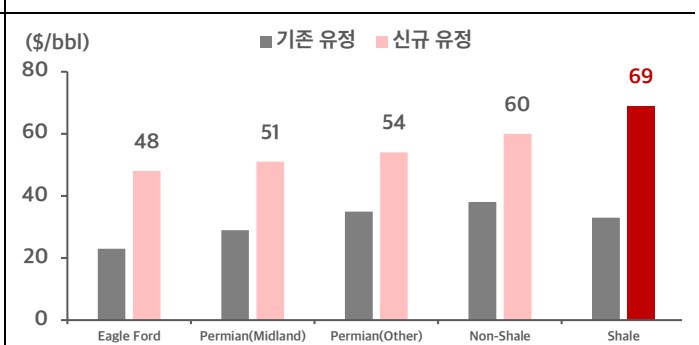
결론적으로, 중동과 미국 모두 \$70~80/bbl 이하의 유가 수준을 원하지 않는 상황이며 높은 수준의 유가가 유지됨에 따라 전 세계적 플랜트 발주 기조는 지속될 것이다. 이러한 플랜트 발주 호황 사이클에서 다변화된 지역 포트폴리오와 타의 추종을 불허하는 70%라는 원가율을 보이고 있는 동사의 플랜트 사업부의 미래는 단연 '맑음'이다. 동사의 플랜트 사업부는 건설 경기 회복을 기다리고 있는 시점에 동사의 하방을 든든하게 지켜줄 것이다.

그림 5-6 미국 대통령 지지율 및 유가 추이



출처: IEA, Gallup, SMIC 3팀

그림 5-7. 22년 말 기준 미국 내 평균 BEP 유가 추이



출처: Dallas Fed, SMIC 3팀

매출 추정

DL이앤씨 2023 기준 수주 잔고 현황										4Q23E	2023E	2024E
(단위: 백 만원)	발주처	공사명	수주일자	준공예정일	수주 총액	기납금액	수주잔고	진행률(추정)				
전체 매출액										1,720,590	6,145,534	6,649,721
미납품액 추정 매출액										424,384	424,384	1,973,006
국내 매출액										1,030,755	4,578,452	3,626,163
플랜트	에스-오일(S-OIL)(주)	S-OIL SHAHEEN TC2C 현장	23/03/08	26/06/30	1,412,084	52,445	1,359,639	3.7%	92,950	402,820	425,285	
	(주)엘지화학	LG화학 ABS 재구축 현장	22/08/16	24/11/30	448,600	65,720	382,880	14.7%	63,439	201,462	258,721	
경기주택도시공사	경기주택도시공사	안양 냉천지구 개선사업 현장	18/08/22	25/12/23	414,795	110,887	303,908	26.7%	27,031	122,300	128,767	
	주식회사 베스트원골드	e편한세상 시티 평택고덕 현장	22/09/02	26/06/06	300,000	17,175	282,825	5.7%	20,849	81,460	94,578	
호계은천주변지구주택개발정비사업조합	원트월드(파인)비프라이브이 주식회사	아크로 여의도 더원 현장	22/03/08	26/11/16	214,932	15,065	199,867	7.0%	13,902	44,843	62,193	
	아크로 베스티뉴 현장	16/01/29	24/12/18	279,911	94,241	185,670	33.7%	28,336	126,200	127,791		
대한토목산업주식회사	e편한세상 삼천포 오션프라임 현장	21/09/30	27/02/27	209,305	30,623	178,682	14.6%	11,072	48,744	51,321		
	e편한세상 군산 디오션루체 현장	22/06/30	26/07/31	177,845	22,474	155,371	12.6%	11,631	47,841	52,981		
자재분양	e편한세상 거제 유로스카이	21/05/01	24/10/31	503,696	350,275	153,421	69.5%	19,888	114,517	100,147		
	(주)엔에스파트너스	e편한세상 시티 향동 마리나 현장	21/12/16	26/03/14	159,919	8,519	151,400	5.3%	11,500	49,838	52,617	
천호3구역 주택재개발정비사업조합	e편한세상 강동 프레스티지현 현장	19/05/29	25/12/31	158,903	13,492	145,411	8.5%	12,189	52,823	55,768		
	주식회사 디엔아이	e편한세상 주촌 더프리티어 현장	21/12/30	26/12/22	152,324	12,516	139,808	8.2%	9,399	32,756	42,272	
홍신아파트주택재개발정비사업조합	삼성 홍신아파트 재건축	18/11/12	25/01/29	197,509	58,553	138,956	29.6%	19,820	87,597	92,229		
	청천2구역주택개발정비사업조합	e편한세상 부평그린힐 현장	19/04/18	23/10/31	856,198	732,923	123,275	85.6%	72,024	303,677	-	
청우씨엔디(주)	e편한세상 동대구역 센텀스퀘어 현장	21/10/29	26/10/26	142,052	23,971	118,081	16.9%	8,027	35,502	37,379		
	주식회사 화성동탄경남하동귀농귀촌주택관리부동산투자회사	e편한세상 동탄 파크아너스 현장	21/11/30	24/10/31	141,168	27,159	114,009	19.2%	17,723	76,809	67,355	
부산송도지역주택조합	e편한세상 송도더퍼스트비치 현장	20/07/07	24/09/30	288,411	180,295	108,116	62.5%	16,796	86,162	67,667		
	한국자산신용(주)	광동동 공동주택 현장	21/06/29	24/08/14	127,673	29,445	98,228	23.1%	18,145	78,634	51,264	
충청남도개발공사	e편한세상 탕정 피스드림 현장	21/12/24	25/12/31	126,287	30,533	95,754	24.2%	8,532	38,197	40,217		
	주식회사 효자도시개발	원주 판부 공동주택 현장	21/06/30	26/11/14	100,659	4,962	95,697	4.9%	6,137	24,530	27,890	
거제2구역재개발정비	레이카운티 현장	16/02/18	24/11/30	340,265	244,984	95,281	72.0%	10,757	67,009	64,384		
	부평2구역주택개발정비사업조합	e편한세상 부평2차 현장	10/12/24	24/12/20	139,560	53,387	86,173	38.3%	12,887	58,355	59,426	
부산도시공사	부산에코벨타시티9BL아파트 현장	20/10/29	26/03/31	111,585	25,749	85,836	23.1%	6,945	31,174	32,823		
	코리아신택(주)	e편한세상 변영로 리더스포레 현장	22/06/30	27/11/06	89,397	6,404	82,993	7.2%	4,450	16,008	20,059	
발곡 주식회사	e편한세상 신곡파크프라이미 현장	20/09/10	24/08/31	162,251	84,852	77,399	52.4%	14,038	66,006	46,141		
	(주) 양주목정전남구레귀농귀촌주택 관리부동산투자회사	e편한세상 목정 리더스가든 현장	21/06/28	24/04/26	186,778	110,268	76,510	59.0%	19,930	92,778	30,960	
(주)보현	e편한세상 시티 고색 현장	22/01/01	24/09/30	116,155	39,893	76,262	34.3%	13,767	60,776	47,730		
	(주)엘디엠	e편한세상 구성 현장	20/09/29	24/03/30	193,638	122,209	71,429	63.1%	20,240	95,152	24,361	
주식회사 코시아개발	e편한세상 신정 스카이하임 현장	22/06/30	27/09/14	76,573	6,256	70,317	8.2%	3,886	14,674	17,582		
	주식회사 고덕강일10피에프비	e편한세상 강일 어반브릿지 현장	20/11/26	24/02/23	166,944	100,059	66,885	59.9%	22,516	102,576	15,639	
문정동 136번지 일원 재건축정비사업조합	e편한세상 문정 현장	18/06/26	24/06/28	132,418	67,887	64,531	51.3%	14,099	64,708	33,320		
	(주)디에이치로퍼티원	강동성내5구역주상복합 현장	20/12/28	24/10/27	111,536	54,578	56,958	48.9%	9,128	42,865	36,993	
덕현지구주택개발정비사업조합	평촌 센텀파크 현장	13/03/29	23/11/30	332,805	281,240	51,565	84.5%	23,455	112,230	-		
	주식회사 풍무블투스카이	e편한세상 시티 풍무역 현장	21/10/28	24/10/19	66,837	21,273	45,564	31.8%	7,933	34,866	29,287	
경기주택도시공사	화성동탄94BL공동주택 현장	20/07/31	24/12/29	118,975	73,538	45,437	61.8%	5,675	30,264	31,603		
	교보자산신용(주)	e편한세상 석림다노블 현장	20/11/30	25/01/25	110,808	72,083	38,725	65.1%	4,338	24,582	25,882	
자재분양	e편한세상 김대야반센트로 현장	22/02/01	24/01/30	87,782	49,829	37,953	56.8%	14,502	64,733	5,400		
	탈라빌라스규모재건축사업조합	제주달라빌라 재건축 현장	21/12/17	26/02/27	34,123	5,621	28,502	16.5%	2,453	10,692	11,257	
장미구역주택재개발정비사업조합	e편한세상 주월 현장	15/11/13	25/09/19	41,742	14,021	27,721	33.6%	2,694	12,461	13,120		
	부산도시공사	부산시정앞 행복주택 현장	17/10/30	26/06/30	67,177	42,710	24,467	63.6%	1,024	8,148	8,579	
자재분양	e편한세상 고천파크루체 자체사업 현장	20/12/24	23/08/29	61,683	50,789	10,894	82.3%	20,662	43,576	-		
	삼덕연립규모재건축사업조합	제주삼덕연립 재건축 현장	21/12/16	26/06/18	39,813	5,737	34,076	14.4%	2,639	11,474	12,081	
평택화양지구 도시개발사업조합	평택화양부지조성 현장	20/12/29	26/10/31	50,376	11,529	38,847	22.9%	2,549	11,632	12,247		
	엘유브 주식회사	다산 MQ 지식산업센터 현장	22/03/31	25/08/31	294,646	2,142	292,504	0.7%	25,435	110,227	116,375	
의료법인 보원의료재단 경희의료원교육협력 중앙병원	경희대가의료원 현장	21/08/27	24/12/19	276,165	787	275,378	0.3%	32,306	140,006	142,563		
	부산항만공사	부산시항복원2단계 항만배후단지 현장	22/05/30	34/07/17	241,663	9,548	232,115	4.0%	4,849	20,133	22,107	
에스지레일 주식회사	GTx-A5공구 현장	19/03/20	24/06/29	476,596	264,678	211,918	55.5%	45,242	211,918	109,733		
	한국도로공사 세종안성고속4공구 사업단	세종-안성고속4공구 현장	19/12/27	26/12/31	188,088	37,046	151,042	19.7%	9,563	43,071	45,348	
부산지방항공청	울릉공항 현장	20/07/14	25/12/30	229,334	80,375	148,959	35.0%	12,566	59,486	62,631		
	(주)유아한정개발 외	판교 G2 업무시설 현장	21/11/23	24/12/19	194,817	46,326	148,491	23.8%	23,256	97,111	102,301	
에스지레일 주식회사	GTx-A6공구 현장	19/03/20	24/06/29	357,252	220,342	136,910	61.7%	28,143	136,910	70,893		
	국가철도공단	홍남고속철도2단계4공구 현장	21/06/29	26/12/31	148,958	25,065	123,893	16.8%	7,962	35,329	37,197	
서울특별시도시개발사업본부	영동대로지하개발1공구 현장	21/02/09	28/02/08	136,378	24,935	111,443	18.3%	5,272	24,155	25,432		
	부산지방국토관리청	김해시우회도로 현장	08/03/18	25/12/31	278,502	186,630	91,872	67.0%	4,725	36,648	38,586	
서울특별시도시개발사업본부	국회대로2단계2공구 현장	21/01/11	24/12/21	109,038	18,008	91,030	16.5%	12,720	55,125	56,450		
	한국수자원공사	송산-시화연결도로 현장	23/03/18	27/01/29	91,222	11,037	80,185	12.1%	5,145	22,359	23,541	
한국도로공사	강진-광주고속7공구 현장	17/08/30	24/12/31	127,120	57,639	69,481	45.3%	9,843	46,110	48,416		
	주식회사 고양생시혁신지구재생사업위탁관리부동산투자회사	고양생시 복합시설 현장	21/07/23	24/11/26	80,550	26,535	54,015	32.9%	8,641	38,282	36,342	
한국도로공사	새만금-전주고속7공구 현장	18/05/16	25/05/14	147,902	94,979	52,923	64.2%	4,716	28,241	29,734		
	조달청	국립새만금수목원 현장	22/04/22	27/02/01	47,839	4,937	42,902	10.3%	2,767	10,954	12,566	
기타	지에스파워주식회사	부천현대하이중속전설비 현장	22/08/16	25/06/30	46,976	5,516	41,460	11.7%	4,331	18,770	19,817	
	고려아연(주) 온산제련소	고려아연 지원센터 현장	23/04/11	24/08/31	38,900	424	38,476	1.1%	5,489	23,001	16,625	
한국도로공사	안성-성남고속9공구 현장	17/12/27	24/12/31	175,430	137,084	38,346	78.1%	3,116	25,448	26,720		
	한국지리정보공사	중앙-서빙고 연계 열수송관공사 현장	22/11/25	26/03/09	35,028	3,688	31,340	1.1%	2,530	10,963	11,575	
인천국제공항공사	인천공항 제2여객터미널 확장공사 현장	20/12/16	25/10/31	165,839	131,950	33,889	79.6%	587	14,484	15,250		
	한국도로공사	파주-양주고속1공구 현장	17/02/28	24/12/31	122,397	89,749	32,648	73.3%	3,246	21,666	22,750	
인천광역시경제자유구역청	송도I-11공구 기반시설1구역 현장	21/08/13	25/07/31	54,347	24,606	29,741	45.3%	2,891	14,246	14,999		
	한국도로공사	포항-영덕고속2공구 현장	16/08/18	24/12/17	119,141	90,713	28,428	76.1%	2,669	19,359	19,547	
과천지식산업센터(A-1) 현장	과천지식산업센터(A-1) 현장	21/09/06	23/12/29	79,440	52,896	26,544	66.6%	11,664	52,796	-		
	한국도로공사	안성-구리고속11공구 현장	17/04/24	24/06/30	240,233	214,506	25,727	89.3%	1,463	25,657	13,359	
충북개발공사	음성인곡산업단지 현장	21/02/19	24/11/08	39,988	15,203	24,785	38.0%	4,052	18,202	16,337		
	군산지방해양수산청	새만금신항준설 현장	22/06/20	24/12/05	26,041	7,238	18,803	27.8%	2,997	13,098	12,773	
한국수자원공사	충주댐수능능력증대 현장	14/12/24	25/06/30	98,371	79,898	18,473	81.2%	465	9,224	9,712		
	김해시청	초정-화명광역도로 현장	22/12/14	26/12/31	15,850	488	15,362	3.1%	912	3,952	4,172	
한국도로공사	새만금-전주고속6공구 현장	19/02/01	24/11/01	34,053	21,079	12,974	61.9%	1,865	9,664	8,479		
	부산지방국토관리청	창원시우회도로 현장	16/04/21	24/03/31	70,353	59,204	11,149	84.2%	2,263	14,798	3,831	
에스지레일 주식회사	GTx-A 운영역 환승센터 현장	22/01/27	24/06/29	14,390	3,645	10,745	25.3%	2,509	9,062	5,564		
	부산항만공사	부산시항서면터미널부두 현장	21/05/27	24/06/12	38,646	28,018	10,628	72.5%	2,070	11,147	5,227	
한국도로공사	파주-양주고속4공구 현장	17/09/12	24/04/11	42,316	31,815	10,501	75.2%	2,529	13,402	3,894		
	해외 매출액										265,451	1,142,698
China National Chemical Engineering No.7 Construction Co	리시아 Baltic PE/LAO 사업팀	21/12/29	25/02/28	1,379,734	226,915	1,152,819	16.4%	151,961	615,214	691,306		
	Department											

DL건설 2Q23 기준 수주 잔고 현황											
(단위: 백 만원)											
	발주처	공사명	수주일자	준공예정일	수주 총액	기납품액	수주잔고	진행률(추정)	4Q23E	2023E	2024E
전체 매출액									623,871	1,754,067	1,730,415
미납품액 추정 매출액									73,938	73,938	417,248
관급 수주 매출액									95,104	298,679	101,890
관급	시흥도시공사	e편한세상 시흥장현 퍼스트베뉴	21/08/24	24/06/30	103,852	48,044	55,808	46.3%	16,075	55,656	28,979
	한국도로공사 용인구리건설사업단	안성구리도로12공구	17/04/25	23/12/20	168,296	128,616	39,680	76.4%	25,697	80,966	-
	한국전력공사	서해 HVDC 지중송전선로	15/06/19	23/12/31	115,634	113,409	2,225	98.1%	4,223	4,402	-
	한국도로공사 새만금전주건설사업단	새만금전주6공구	18/12/28	24/01/27	111,288	71,942	39,346	64.6%	20,014	68,063	5,091
	에스지레일 주식회사	GTX-A	19/07/01	24/06/30	117,260	67,309	49,951	57.4%	15,042	49,815	25,938
	한국도로공사 새만금전주건설사업단	새만금전주5공구	18/09/28	25/09/27	123,260	69,121	54,139	56.1%	8,260	24,098	25,373
한국수자원공사									5,792	15,681	16,510
민간 수주 매출액									454,830	1,381,451	1,211,277
민간	(주)에스엔케이로지스틱스	인천석남동 복합물류센터 신축사업	21/03/03	23/07/01	117,143	117,036	107	99.9%	23,259	19,367	-
	주식회사 케이파트너스	e편한세상 시티 부평역	20/06/12	23/08/31	105,555	89,050	16,505	84.4%	36,191	64,423	-
	주식회사 스마트벤처인천안	천안 성성 지식산업센터 신축공사	21/05/24	23/11/15	98,730	69,175	29,555	70.1%	22,624	68,105	-
	양주신원 지역주택조합	e편한세상 덕정역 더스카이	20/11/27	23/12/27	127,191	105,578	21,613	83.0%	14,481	43,226	-
	주식회사 와이즈디벨롭먼트	시화 MTV 물류센터 개발사업	22/06/08	24/06/30	169,928	74,540	95,388	43.9%	27,272	95,127	49,531
	장미구역주택재건축정비사업조합	e편한세상 봉선 셀레스티지	20/04/21	25/09/18	99,495	32,737	66,758	32.9%	8,861	30,045	31,634
	주식회사 지열서비스	e편한세상 안성 그랑루체	21/12/17	24/09/30	293,303	101,278	192,025	34.5%	43,372	153,033	120,183
	디딤개발 주식회사	e편한세상 서울산 파크그린데	21/12/27	25/09/30	129,340	45,928	83,412	35.5%	11,061	36,993	38,949
	천수산업개발 주식회사	e편한세상 재전 더프라이	21/11/26	25/11/30	145,642	40,357	105,285	27.7%	12,632	43,472	45,770
	부평2구역 주택재개발 정비사업조합	e편한세상 부평역 센트럴파크	20/06/29	24/12/20	169,333	66,096	103,237	39.0%	20,347	69,910	71,193
	씨비알이디엘일반부동산사모투자회사	인천 도화물류터미널 신축공사	21/12/28	25/01/01	183,000	44,267	138,733	24.2%	25,601	90,595	96,761
	(주)한국토지신탁	e편한세상 홍성 더센트럴	22/08/23	26/02/05	108,562	24,916	83,646	23.0%	9,198	32,104	33,801
	주식회사 이너스파르너스엔컴퍼니	e편한세상 옥천 퍼스트힐	22/07/27	26/02/28	117,365	22,710	94,655	19.3%	10,033	35,471	37,347
	주식회사 부림	e편한세상 구미상모 트리베뉴	22/07/12	26/03/04	153,445	27,713	125,732	18.1%	13,209	46,925	49,406
	캐피탈랜드코리아제14호부동산일반사모투자회사	양산복정물류	22/11/30	25/04/01	218,357	11,024	207,333	5.0%	31,655	70,539	124,303
	한국투자부동산신탁 주식회사	e편한세상 사천 스키아미라나	22/06/30	26/04/16	220,541	39,334	181,207	17.8%	18,265	64,780	68,206
	제영산업개발(주)	e편한세상 헤일리	22/06/29	26/04/29	229,793	41,474	188,319	18.0%	18,773	66,476	69,991
	주식회사 파도	e편한세상 평택 하이센트	22/06/02	25/08/20	201,666	39,899	161,767	19.8%	21,129	75,505	79,498
	주식회사 파도	e편한세상 평택 라씨엘로	22/06/02	25/08/31	237,375	47,786	189,589	20.1%	24,464	87,264	91,878
	홍익노빌드 주식회사	e편한세상 시티 천안아산역	22/06/27	27/02/17	147,733	24,864	122,869	16.8%	9,639	33,770	35,556
	퍼시픽피치피에프비 주식회사	부천 피치피에프비 데이터센터 신축공사	23/04/21	26/05/02	206,000	7,027	198,973	3.4%	18,791	42,332	73,737
	주식회사 케이이엔지	e편한세상 대전역 센텀비스타	22/07/11	27/05/10	166,296	27,702	138,594	16.7%	10,275	35,877	37,774
	에스지레일 주식회사	수도권광역급행철도 A노선 민간투자사업	19/03/20	24/06/30	117,260	71,331	45,929	60.8%	14,085	45,804	23,849
평택화양지구도시개발사업조합	평택 화양지구 도시개발사업	20/12/29	26/08/12	152,698	34,675	118,023	22.7%	9,614	30,307	31,910	

23년 2분기 기준 DL이앤씨와 DL건설의 수주현황 및 수주금액을 기반으로 각 사의 매출액을 합산하여 동사의 연결 매출액을 추정하였다. 다만, 현재 지방의 경우 미분양율 증가 및 원자재 가격 상승으로 분양 및 준공 예정일이 지연되고 있는 상황임을 감안해 수도권 이외의 주택 준공 예정일은 1년 지연됨을 가정하였다.

23년 매출 추정을 위해 가장 먼저 수주금액을 기납품액으로 나누어 진행률을 추정했다. 이후 전체 공사 기간에서 3분기 말일인 23년 6월 30일까지 해당 진행률을 달성할 수 있는 착공일자를 역산했다. 해당 착공일자를 기반으로 4분기까지의 진행률을 계산하여 누적 기납품액을 추정하였고, 해당 수치에서 3분기까지의 누적 기납품액을 제외하여 4분기의 예상 매출액을 추정했다. 국내 및 해외 플랜트 매출 추정의 경우 수주라는 점에서 주택과 동일하기에 역시 착공일자를 역산하여 매출액을 추정했다.

24년 매출액 또한 기납품액이 발생하고 있는 수주에 대해 24년 기간 동안의 진행률을 예측하여 매출을 추정했다. 이와 더불어 착공이 시작된 수주들에서 수주일부터 착공일까지의 평균 기간을 구하고, 아직 납품액이 발생하고 있지 않은 수주에 대입하여 예상 매출 인식 시점을 추정했다. 이를 통해 계산된 23년 4분기와 24년 기간 동안의 예상 납품액을 '미납품액 예상 매출'로 기납품액이 발생하고 있던 수주들의 매출에 더해주었다.

상기 논의를 종합한 최종 매출 Table은 아래와 같다.

DL이앤씨 연결 매출추정									
(단위: 백만 원)									
	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	
매출액	8,979,700	7,480,100	7,992,900	7,631,651	7,496,824	3,820,648	7,899,601	8,380,136	
DL이앤씨	8,014,200	6,200,200	6,258,300	5,621,307	5,534,405	2,705,137	6,145,534	6,649,721	
DL건설	965,500	1,279,900	1,734,600	2,010,344	1,962,419	1,115,511	1,754,067	1,730,415	
YoY(%)	-17.5%	-16.7%	6.9%	-4.5%	-1.8%	12.6%	5.4%	6.1%	

Valuation - Historical PBR Method

7.1. 매출원가 및 판관비 추정

매출원가 및 판관비 추정					
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23	2023E	2024E
매출액	7,631,651	7,496,824	3,820,648	7,899,601	8,380,136
YoY(%)	-12.7%	-1.8%	12.6%	5.4%	6.1%
매출원가	6,245,280	6,565,498	3,436,351	7,114,040	7,347,423
매출원가율	81.8%	87.6%	89.9%	90.1%	87.7%
GPM(%)	18.2%	12.4%	10.1%	9.9%	12.3%
원재료비	1,517,287	1,739,625	968,640	2,049,512	2,049,512
% of sales	19.9%	23.2%	25.4%	25.9%	24.5%
외주비	3,493,498	3,506,432	1,775,476	3,670,988	3,836,128
% of sales	45.8%	46.8%	46.5%	46.5%	45.8%
종업원급여	468,647	509,201	273,002	537,558	552,501
% of sales	6.1%	6.8%	7.1%	6.8%	6.6%
제수수료	269,738	281,050	148,250	306,523	311,842
% of sales	3.5%	3.7%	3.9%	3.9%	3.7%
세금과공과	118,442	120,357	62,393	126,143	133,816
% of sales	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
감가상각비	74,032	83,930	45,044	85,167	111,851
% of sales	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.3%
기타비용	303,636	324,903	163,546	338,148	351,773
% of sales	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%
판매비및관리비	429,113	434,361	222,265	437,939	479,733
판관비율	5.6%	5.8%	5.8%	5.5%	5.7%
OPM(%)	12.5%	6.6%	4.2%	4.4%	6.6%
종업원급여	219,810	221,953	107,312	232,219	238,674
% of sales	2.9%	3.0%	2.8%	2.9%	2.8%
대손상각비	(29,285)	(12,998)	(11,134)	(22,268)	(21,517)
% of sales	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
제수수료	161,930	167,234	72,417	149,730	174,529
% of sales	2.1%	2.2%	1.9%	1.9%	2.1%
지대집세	25,813	24,550	14,281	27,372	29,037
% of sales	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
보험료	13,595	13,619	7,663	14,756	15,653
% of sales	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
광고선전비	13,081	9,258	4,018	8,036	10,125
% of sales	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
하자보수비	1,712	(1,189)	(2,220)	(4,440)	(1,306)
% of sales	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%
운반비	108	120	36	72	100
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타비용	22,349	11,814	29,892	32,462	34,437
% of sales	0.3%	0.2%	0.8%	0.4%	0.4%

동사는 과거 대림산업의 건설사업부에서 21년 2월 인적분할로 상장했으며 21년 이전 DL이앤씨와 DL건설의 재무제표는 대림산업의 재무제표에 종속회사로 연결되어 개별 확인이 불가능하다. 따라서 21년부터 23년 2분기까지의 비용 구조를 기반으로 23, 24년의 비용을 추정하였다. 동사를 포함한 건설사의 비용 구조에 가장 큰 영향을 주는 것은 철근, 레미콘(시멘트) 등의 원재료비와 하도급사에게 지급하는 외주용역비, 즉 외주비이다. 따라서 해당 비용들을 중심으로 엄밀하게 추정하였다. 이외의 감가상각비는 별도 추정하였으며([Appx.5.]), 이를 제외한 비용은 변동비 및 고정비로 분류하여 매출 연동, AVG, Flat 적용하여 추정하였다.

(1) 원재료비 및 외주비 추정

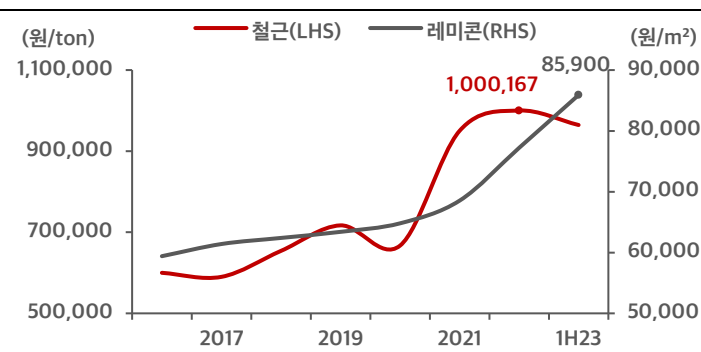
23년 2분기 기준, 원재료비는 동사의 매출액의 25.4%를 차지하며 21년의 19.9%에 비해 매출액 대비 비중이 5%p 이상 증가했다. 이는 러-우 전쟁, 인플레이션 등 외부적 요인으로 시멘트 가격과 철근 가격이 급상승한 것에 기인한다.

시멘트는 레미콘 업체에서 가공되어 이후 건설현장으로 운송된다. 현재 시멘트 가격은 지난 2년간 4번의 인상을 거쳐 21년 7월 m²당 7만5천원 수준에서 현재 m²당 12만원으로 급격하게 상승했다. 러-우 전쟁으로 급격하게 치솟았던 유연탄 가격이 현재 빠르게 정상화되고 있음에도 시멘트 업체들은 전기료 인상 및 친환경 설비 구축 비용으로 인한 시멘트 단가 상승을 주장하고 있으며, 이에 레미콘 업체들과의 갈등이 지속되고 있다.

그러나 전기료의 경우 시멘트 제조원가의 20~25%를 차지하는 반면, 유연탄은 제조 원가의 50% 수준으로 가장 큰 비중을 차지한다. 따라서 유연탄 가격이 22년 고점 대비 꾸준히 하락하고 있는 상황에서 시멘트 업체들이 레미콘 업체들의 반발과 정부의 중재를 뒤로하고 추가적인 시멘트 가격 인상을 할 가능성은 낮다고 판단했다. 그럼에도 보수적 추정을 위해 23년 2분기의 인상된 시멘트 가격이 유지됨을 가정했다.

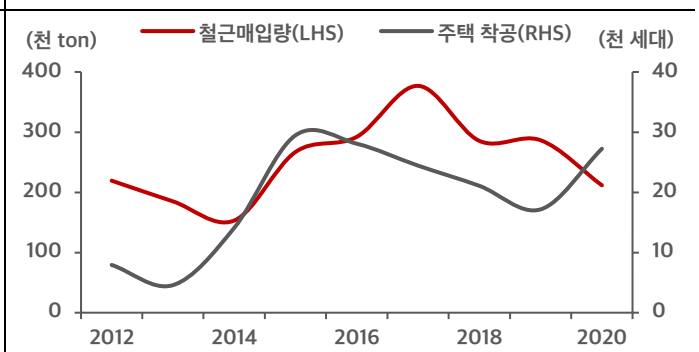
철근 가격은 중국, 국내 제강업체들의 공급 감소로 유통가가 21년 톤당 110만원까지 치솟아 역대 최고가를 기록했다. 다만 현재, 중국-호주간 무역 갈등 해소와 중국 철강 수급 개선에 따라 현재 철광석 가격과 철근 유통가가 빠르게 정상화되고 있다. 또한 포스코의 철근 시장 진입 본격화에 따른 공급 증가가 예상되는 상황이며 신규진입 업체인 한국특강이 기존 업체 대비 톤당 10만원 이하 낮은 가격으로 공격적 가격 정책을 펼치고 있는 점을 감안했을 때 향후 철근 가격이 정상수준으로 회귀할 것을 가정하였다.

도표 7-1. 동사 철근, 레미콘 매입가 추이



출처: DART, SMIC 3팀

도표 7-2. GS건설 철근 매입량, 주택 착공 세대 추이



출처: DART, GS건설, SMIC 3팀

위의 도표에서 보이듯 일반적으로 건설사들은 착공 1~2년이 지난 시점에 본격적으로 철근, 레미콘을 매입한다. 따라서 이러한 추세를 반영하여 동사의 22, 23년 착공수를 반영하여 향후 철근, 레미콘 매입량을 추정하였다.

외주비의 경우, 22년말 대두된 건설업 현장의 인력 문제와 관련이 있다. 그러나 인력문제의 발생 원인은 코로나로 인해 감소한 인력에도 20년, 21년 착공 물량이 증가한 것에 기인한다. 따라서 외주비의 경우 증가한 착공 물량이 준공되는 올해가 가장 높은 수준이며, 22년과 23년 착공 감소에 따라 향후 정상 수준으로 회귀할 것을 가정하였다.

(2) 종업원급여 추정

종업원 급여					
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23	2023E	2024E
임직원수	5,461	5,585	5,653	5,721	5,721
YoY(%)	-	2.3%	1.7%	1.2%	0.0%
평균임금	126.1	130.9	67.3	134.6	138.3
YoY(%)	-	3.8%	2.8%	2.8%	2.8%
종업원급여	688,457	731,154	380,314	769,778	791,176
종업원급여(매출원가)	468,647	509,201	273,002	537,558	552,501
종업원급여(판관비)	219,810	221,953	107,312	232,219	238,674

건설업 특성상 실제 착공 과정에 핵심이 되는 노동 인력은 건설사 자체 인력이 아닌 하도급체의 인력이다. 따라서 건설 업황에 따라 건설사 자체의 인력 변동은 크지 않다. 이를 반영하여 과거 임직원수, 평균임금 증가율의 AVG를 적용하여 반영해 종업원급여를 추종하였다.

7.2. 영업외손익 추정

영업외손익 추정					
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23	2023E	2024E
영업외손익 추정	(31,411)	87,746	26,219	35,707	33,594
금융손익	47,849	84,482	58,251	68,391	46,179
이자손익	20,531	59,140	36,039	46,179	46,179
외환차손익	20,719	2,749	3,859	3,859	-
외화환산손익	6,599	22,593	18,353	18,353	-
기타손익	(79,260)	3,264	(32,032)	(32,684)	(12,585)
외환차손익	(7,805)	28,134	(11,836)	(11,836)	-
외화환산손익	23,468	32,923	5,542	5,542	-
투자자산처분손익	-	1,201	(592)	(592)	-
공정가치측정금융자산처분/평가	(5,629)	8,881	361	361	-
유형자산처분손익	847	494	399	399	-
무형자산처분손익	(5)	(20)	(7)	(7)	-
투자부동산처분손익	844	829	-	-	-
파생상품거래/평가손익	(2,188)	3,508	(5,705)	(5,705)	-
금융보증부채환/전입	7,190	259	(950)	(950)	-
자산감액부채환입	33	-	-	-	-
기타총당부채환/전입	(39,506)	(26,494)	3,729	3,729	-
대손충당금환입	-	5,767	239	239	-
기타대손상각비	(35,495)	(19,526)	(12,780)	(12,780)	-
자산손상차손	-	(25,875)	(1,161)	(1,161)	-
배당금수익	1,058	1,296	1,004	1,004	1,119
기부금	(9,306)	(10,041)	(652)	(1,304)	(6,884)
잡손익	(12,766)	1,928	(9,623)	(9,623)	(6,820)

영업외손익의 경우 손익 개념으로 대응되는 계정들을 상계하여 추정하였다. 금융손익의 경우 일회성 비용 및 외화관련 손익 등 추정이 어려운 계정들은 3개년 AVG 및 0 처리하여 추정하였다. 이자수익/비용의 경우 상세한 추정 Table은 [Appx.3.]에 수록하였다. 이외 기타손익의 경우 또한 금융손익과 유사하게 엄밀한 추정이 어려운 계정들은 3개년 AVG 및 0 처리하여 추정하였다.

7.3. 추정손익계산서 및 추정자본변동표

법인세비용의 경우 개정 과세표준 및 한계세율을 적용하여 추정하였다.([Appx.4.]) 최종 추정손익계산서는 다음과 같다. 편의상 기중평균자본과 ROE를 첨부하였다.

추정 연결포괄손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E
매출액	7,876,783	8,737,147	7,631,651	7,496,824	3,820,648	7,899,601	8,380,136
YoY(%)		10.9%	-12.7%	-1.8%	12.6%	5.4%	6.1%
매출원가	6,508,638	7,175,466	6,245,280	6,565,498	3,436,351	7,114,040	7,347,423
매출총이익	1,368,145	1,561,681	1,386,371	931,325	384,297	785,561	1,032,713
GPM(%)	17.4%	17.9%	18.2%	12.4%	10.1%	9.9%	12.3%
판매비및관리비	245,321	331,328	429,113	434,361	222,265	437,939	479,733
영업이익	1,122,824	1,230,353	957,258	496,964	162,032	347,622	552,980
OPM(%)	14.3%	14.1%	12.5%	6.6%	4.2%	4.4%	6.6%
금융손익	27,780	(9,214)	47,849	84,482	58,251	68,391	46,179
기타손익	(352,891)	(101,232)	(79,260)	3,264	(32,032)	(32,684)	(12,585)
지분법손익	15,108	(93,712)	(16,596)	10,763	1,152	1,152	-
세전순이익	812,821	1,026,195	909,251	595,473	189,403	384,481	586,574
법인세비용	-	-	273,415	163,916	60,117	91,141	144,493
당기순이익	-	-	635,835	431,558	129,286	293,340	442,080
NPM(%)	-	-	8.3%	5.8%	3.4%	3.7%	5.3%
귀속-지배지분	-	-	577,044	413,166	119,840	293,340	442,080
귀속-비지배지분	-	-	58,792	18,392	9,447	-	-
기중평균자본	-	-	3,876,373	4,258,810	4,387,816	4,687,684	5,213,576
ROE(%)	-	-	16.4%	10.1%	2.9%	6.3%	8.5%

자본변동표의 경우 DL건설과 포괄적 주식교환에 따라 DL건설이 동사의 100% 자회사로 편입되며 감소하는 비지배지분을 23년, 24년 자본변동표에 반영했다.

추정자본변동표							
(단위: 백만 원)	자본금	이익잉여금	기타자본항목	지배지분	비지배지분	자본합계	
2021	기초잔액	107,363	-	3,477,438	3,584,801	275,258	3,860,060
	배당금 지급	-	-	-	-	(4,372)	(4,372)
	당기순이익	-	577,044	-	577,044	58,792	635,836
	기타 자본 변동	-	3,242	2,856	6,098	(476)	5,623
	기말 잔액	107,363	580,287	3,480,294	4,167,944	329,203	4,497,147
2022	기초잔액	107,363	580,287	3,480,294	4,167,944	329,203	4,497,147
	배당금 지급	-	(58,012)	-	(58,012)	(5,961)	(63,973)
	당기순이익	-	413,166	-	413,166	18,392	431,558
	기타 자본 변동	107,234	(77,356)	(203,300)	(173,422)	1,167	(172,255)
	기말 잔액	214,597	858,084	3,276,994	4,349,675	342,801	4,692,477
1H23	기초잔액	214,597	858,084	3,276,994	4,349,675	342,801	4,692,477
	배당금 지급	-	(42,282)	-	(42,282)	(1,987)	(44,270)
	당기순이익	-	119,840	-	119,840	9,447	129,286
	기타 자본 변동	-	-	(1,276)	(1,276)	135	(1,140)
	기말 잔액	214,597	935,641	3,275,718	4,425,957	350,396	4,776,353
2023E	기초잔액	214,597	935,641	3,275,718	4,425,957	350,396	4,776,353
	배당금 지급	-	(44,001)	-	(44,001)	-	(44,001)
	당기순이익	-	293,340	-	293,340	-	293,340
	기타 자본 변동	-	-	-	350,396	(350,396)	-
	기말 잔액	214,597	1,184,980	3,275,718	5,025,692	-	5,025,692
2024E	기초잔액	214,597	1,184,980	3,275,718	5,025,692	-	5,025,692
	배당금 지급	-	(66,312)	-	(66,312)	-	-
	당기순이익	-	442,080	-	442,080	-	-
	기타 자본 변동	-	-	-	-	-	-
	기말 잔액	214,597	1,560,748	3,275,718	5,401,460	-	5,025,692

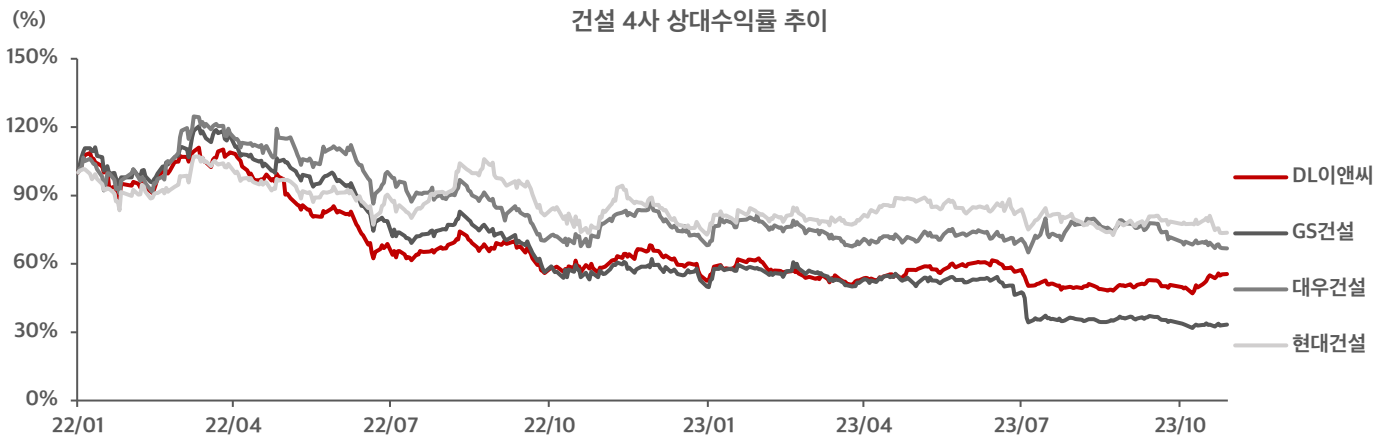
7.4. Valuation - Historical PBR Method

앞서 강조했듯, 건설업은 금리, 부동산 정책에 크게 영향을 받는 **대표적 사이클 산업**이다. 또한 사이클의 변동에 따라 **이익의 변동성**이 크며 이에 PER Method는 건설업에 적용하기 힘들다. 따라서 본 보고서가 주장하는 24년 말부터 시작될 부동산 호황에 따른 동사의 성장성을 가장 잘 반영할 수 있는 Valuation은 **PBR Method**이다.

1) Peer PBR Method?

현 시점 건설 4사의 TTM PBR은 동사 0.29x, GS건설 0.23x, 대우건설 0.56x, 현대건설 0.59x 수준이다. **GS건설**의 경우, 현재 인천 검단신도시 붕괴 사고로 자체 브랜드인 '자이'에 대한 이미지가 추락과 함께 10개월의 영업정지 처분을 받으며 타 건설사 대비 가장 가파른 주가 하락을 보이고 있다. **대우건설**은 건설 4사 중 가장 안정적 마진율을 보이며 수익률 방어에는 성공했으나, 타 건설사 대비 높은 200%의 부채비율과 PF 리스크가 존재한다. 마지막으로 **현대건설**의 경우 타 건설 3사 대비 압도적 해외수주 물량으로 22년 이후 주가 하락폭이 가장 낮았다.

즉, 22년 이후 건설사 주가가 하락 추세인 것은 동일하나, 건설 4사의 **하락폭, 하락요인이 다르며**, 이에 따른 Multiple의 차이가 크게 발생하고 있는 상황이다. 이러한 시점에서 부동산 업황 회복과 안정성을 강조하기 위해 Peer Multiple을 이용하는 것은 **순환 참조의 논리**로 인해 적절하지 않다고 판단하였다.



2) Why Historical PBR Method?

각 건설사의 전략과 주력 분야가 다르다는 점에서 Peer Method가 적절하지 않기 때문에 동사의 주주 전략이 가장 잘 반영되어 있는 주가는 바로 **동사의 과거 주가**일 것이며 과거 중 현재와 가장 유사한 시점의 Multiple을 선정하는 것이 가장 적절한 Target Multiple이 될 것이다.

다만, 동사의 과거 주가 추이를 사용하는데 있어 문제는 동사가 21년 대림산업(現 DL)에서 **인적 분할**하여 상장했기에 과거 주가 추이가 존재하지 않는다는 것이다. 따라서 과거 **대림산업의 주가**를 동사의 과거 주가로 차용하였다. 이는 과거 대림산업의 **매출액의 85%**가 동사와 DL건설에서 발생했으며 실제 대림산업의 **주가 Driver가 건설 업황**이었음을 감안했을 때 문제가 없다고 판단했다. 또한 당시 대림산업의 지주사 디스카운트 요인이 현재 사라졌음을 감안하면 과거 대림산업의 주가를 차용하는 것은 보수적인 관점으로 판단된다.

7.4.1. Target Multiple 선정 - 14~15년 평균 Multiple

동사의 Target Multiple로는 14~15년 대림산업의 평균 TTM PBR Multiple인 0.63x를 선정하였다. 14~15년은 (1) 금리 하락, (2) 보수 정부의 적극적 부동산 공급 증대 정책의 원년이었다. 이는 24년 말 금리 하락과 정부의 적극적 공급 정책이 펼쳐질 것이라는 본 보고서의 주장이 실제로 발현된 가장 유사한 시점이라고 생각한다.

(1) 금리 : 금리 인하 → 미분양 감소 → 분양, 착공 증가

먼저 기준 금리의 경우 12년을 3.25%를 고점으로 17년 1.25%까지 꾸준히 하락했다. 금리 하락으로 인해 주택 수요가 증가했고 12년부터 감소하기 시작한 미분양은 14년 바닥을 찍었고, 15년 본격적으로 신규 주택 인허가 및 분양, 착공이 급격하게 증가했다. 이는 본 보고서가 주장하는 24년 말부터 시작될 금리 인하로 인한 착공 증가 시나리오와 상당히 유사하다.

(2) 정책 : 보수 정권의 부동산 공급 확대 정책

뿐만 아니라 정책적 상황 또한 매우 유사했는데, 당시 부동산 호황에는 소위 '부동산 3법'으로 대표되는 박근혜 정부의 부동산 정책도 주요한 역할을 했다. 해당 정책을 통해 분양가 상한제가 폐지되며 도시 정비와 개발을 적극적으로 추진할 수 있는 배경이 되었다. 이 또한, 본 보고서가 주장하는 24년 말부터 시작될 공격적 부동산 공급 정책에 대한 전망과 유사하다.

다만, 해당 시점 국내 건설사들이 우후죽순 저가수주한 해외 플랜트 물량이 유가 하락과 맞물려 국내 건설사들의 적자가 이어지는 시점이었기 때문에, 충분히 합리적인 Multiple이라 판단된다.

7.4.2 최종 Valuation 및 투자의견

Valuation - PBR Method (2024E)	
지배지분 기말자본 (백만 원)	5,025,692
발행주식수 (주)	38,693,623
2024E BPS (원)	129,884
Target PBR Multiple	0.64x
ROE (%)	8.5%
목표주가 (원)	82,600
현재주가 (원)	35,800
상승여력	131%

지금까지의 논의를 종합하여 2024E BPS 129,884원에 Target PBR Multiple 0.64x를 적용한 82,600원을 목표주로 산출하였으며, 현재 주가 35,800원 대비 상승여력 131%로 투자의견 Strong Buy를 제시한다.

Appendix

Appx. 1. 용어 정리

용어 정리	
용어	의미
시행사	어떤 부동산 개발사업의 실질적인 사업 운영자
시공사	모든 공사의 전 과정을 책임맡아 관리하는 회사
착공	공사 시공자가 공사에 착수하는 것
준공	건설의 전체 공사 과정이 완료되는 것을 일컬음 (=완공)
분양	토지나 건물 따위를 나누어 파는 것
분양가 상한제	공동주택 분양가 산정 시 일정 표준건축비와 택지비에 가산비를 더해 분양가를 산정, 그 가격 이하로 분양하도록 한 제도
택지	주거용 또는 부수건물의 건축용지로 이용할 수 있는 토지
공공택지	정부, 지방자치단체 등 공공기관이 공공사업에 의하여 개발, 조성되는 공동주택이 건설되는 용지
LTV	주택을 담보로 돈을 빌릴 때 인정되는 자산가치의 비율
FOMC	미국 연방준비제도이사회 산하에서 공개시장 조직에 관한 정책을 담당하는 위원회
근원 PCE 물가 지수	변동성이 높은 에너지와 식료품을 제외한 물가지수
COFIX 금리	은행연합회가 8개 시중은행 및 특수은행으로부터 자금조달에 관련된 정보를 제공받아 산출하는 자금조달비용지수. 은행들은 고객들에게 대출할 때 코픽스를 기준으로 일정한 가산금리를 더한 금리를 고객들에게 적용한다.

Appx. 2. 재무상태표 및 현금흐름표

재무상태표			
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23
자산	8,701,690	8,974,717	9,004,776
유동자산	5,354,346	5,403,769	5,533,792
현금및현금성자산	2,044,761	1,752,399	1,651,898
단기금융상품	218,224	517,330	562,772
매출채권및기타채권	979,421	1,209,239	1,226,620
계약자산	968,407	823,470	916,958
리스채권	410	480	485
당기법인세자산	18,258	20,846	12,291
재고자산	939,556	852,775	857,760
당기손익-공정가치측정 금융자산		12,358	1,326
기타포괄손익-공정가치측정 금융자산	6,460	458	-
파생상품자산	764	2,871	40
기타유동자산	151,644	211,543	303,640
매각예정자산	26,441	-	-
비유동자산	3,347,344	3,570,948	3,470,984
장기금융상품	520	3,401	2,524
장기매출채권및기타채권	1,721,386	1,843,447	1,711,411
관계기업및공동기업주식	290,150	449,510	527,004
당기손익-공정가치측정 금융자산	132,935	162,476	163,407
기타포괄손익-공정가치 측정금융자산	27,328	15,349	36,935
상각후원가측정금융자산	26	200	210
유형자산	132,054	132,190	132,673
투자부동산	357,256	355,282	349,431
무형자산	39,310	35,292	33,211
사용권자산	111,823	95,904	87,716
파생상품자산	13	2,879	657
리스채권	1,623	1,169	903
순확정급여자산	-	26,384	15,534
이연법인세자산	499,921	412,748	376,348
기타비유동자산	33,001	34,716	33,020
부채	4,204,543	4,282,241	4,228,423
유동부채	3,136,740	3,210,694	3,501,740
매입채무및기타채무	1,253,457	1,311,753	1,177,065
계약부채	984,397	1,079,904	1,163,822
단기차입금및유동성장기부채	196,552	261,212	657,866
리스부채	51,210	55,914	59,001
당기법인세부채	160,200	87,990	57,954
기타충당부채	301,111	222,113	218,620
금융보증부채	16,530	13,562	8,364
하자보수충당부채	40,244	32,659	25,315
파생상품부채	2,257	3,783	2,316
기타유동부채	130,781	141,803	131,417
비유동부채	1,067,804	1,071,547	726,683
장기매입채무및기타채무	13,093	14,596	15,563
차입금및사채	810,330	836,782	534,061
리스부채	100,469	76,729	61,911
순확정급여부채	6,999	-	-
하자보수충당부채	101,590	90,782	97,485
기타충당부채	697	721	721
금융보증부채	2,068	2,787	2,701
파생상품부채	811	-	-
이연법인세부채	27,121	47,176	13,632
기타비유동부채	4,626	1,975	609
자본	4,497,147	4,692,477	4,776,353
지배기업 소유주지분	4,167,944	4,349,675	4,425,957
자본금	107,363	214,597	214,597
기타불입자본	3,606,913	3,461,571	3,452,625
이익잉여금	580,287	858,084	935,641
기타포괄손익누계액	(126,619)	(184,577)	(176,907)
비지배지분	329,203	342,801	350,396
부채및자본총계	8,701,690	8,974,717	9,004,776

현금흐름표			
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23
영업활동으로 인한 현금흐름	580,429	151,965	92,193
당기손익	635,836	431,558	129,286
조정	517,373	379,809	169,628
순운전자본의 변동	(509,286)	(481,896)	(191,826)
이자의 수취	35,051	63,921	36,883
이자의 지급	(29,634)	(34,967)	(24,598)
배당금의 수취	1,058	2,756	3,076
법인세의 납부	(69,968)	(209,216)	(30,256)
투자활동으로 인한 현금흐름	(337,951)	(385,734)	(200,558)
단기금융상품의 감소	177,898	393,289	175,583
단기대여금의 감소	135,149	146,688	29,734
유동성임차보증금의 감소	-	13,304	11,497
장기금융자산의 감소	33	493	230
장기대여금의 감소	90,740	43,616	64,336
임차보증금의 감소	137,442	252,355	98,039
관계기업주식의 처분	66	216	-
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 처분	3,095	23,588	11,135
당기손익-공정가치측정금융자산의 처분	561	6,662	10,977
토지의 처분	2,909	176	-
건물의 처분	464	494	-
기타유형자산의 처분	2,053	534	572
투자부동산의 처분	1,761	2,880	-
무형자산의 처분	243	-	167
단기금융상품의 증가	(231,570)	(688,412)	(285,117)
단기대여금의 증가	(195,347)	(88,047)	(52,872)
유동성임차보증금의 증가	-	(1,675)	(2,614)
장기금융상품의 증가	(456)	(3,374)	-
장기대여금의 증가	(185,850)	(98,733)	(47,182)
임차보증금의 증가	(155,411)	(247,023)	(104,556)
종속기업주식의 취득	-	-	(71,125)
관계기업주식의 취득	(79,757)	(75,340)	-
매각예정자산의 취득	(107)	-	-
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 취득	(6,669)	(14,462)	(33,088)
당기손익-공정가치측정금융자산의 취득	(14,226)	(29,200)	(528)
토지의 취득	(119)	(5,076)	-
건물의 취득	(617)	-	-
기계장치의 취득	(876)	(6,516)	(4,816)
기타유형자산의 취득	(3,844)	(3,918)	(1,212)
건설중인자산의 취득	(8,868)	(2,039)	(1,980)
투자부동산의 취득	(1,847)	-	(140)
무형자산의 취득	(4,802)	(6,214)	(2,217)
지배력 획득으로 인한 순현금증감	-	-	4,618
재무활동으로 인한 현금흐름	113,617	(64,770)	(1,935)
단기차입금의 차입	2,931,300	2,517,831	800,672
장기차입금의 차입	164,323	100,393	70,514
사채의 발행	354,000	-	30,000
임대보증금의 증가	729	217	417
단기차입금의 상환	(2,905,000)	(2,488,373)	(814,613)
유동성장기부채의 상환	(320,252)	(40,252)	(187)
장기차입금의 상환	(39,449)	-	-
사채의 상환	(10,552)	-	-
사채발행비용	(1,070)	(352)	(30)
주식발행비용	-	(723)	-
자기주식의 취득	(3,211)	(28,995)	(8,946)
리스부채의 상환	(52,724)	(60,324)	(35,075)
임대보증금의 감소	(105)	(219)	(424)
배당금의 지급	(4,372)	(63,973)	(44,264)
현금및현금성자산의 증가	356,095	(298,540)	(110,300)
기초의 현금및현금성자산	1,682,145	2,044,761	1,752,399
외화표시 현금및현금성자산의 환율변동효과	6,521	6,178	9,800
기말의 현금및현금성자산	2,044,761	1,752,399	1,651,898

Appx. 3. 이자수익/비용 추정 Table

이자부자산 유효이자율					
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23	2023E	2024E
기말이자부자산	2,297,292	2,288,937	2,254,130	2,254,130	2,254,130
평균이자부자산	2,297,292	2,293,115	2,271,534	2,254,130	2,254,130
이자수익	56,719	93,574	58,258	87,753	87,753
<i>유효이자율(%)</i>	<i>2.5%</i>	<i>4.1%</i>	<i>2.6%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>

이자부부채 유효이자율					
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23	2023E	2024E
기말이자부부채	1,158,562	1,230,638	1,312,839	1,312,839	1,312,839
평균이자부부채	1,158,562	1,194,600	1,271,738	1,312,839	1,312,839
이자비용	36,188	34,434	22,219	41,574	41,574
<i>유효이자율(%)</i>	<i>3.1%</i>	<i>2.9%</i>	<i>1.7%</i>	<i>3.2%</i>	<i>3.2%</i>

Appx. 4. 법인세 비용 추정 Table

법인세비용 추정					
(단위: 백만 원)	2021	2022	1H23	2023E	2024E
세전순이익	909,251	595,473	189,403	384,481	586,574
법인세비용	273,415	163,916	60,117	91,141	144,493
<i>Tax Rate(%)</i>	<i>30.1%</i>	<i>27.5%</i>	<i>31.7%</i>	<i>23.7%</i>	<i>24.6%</i>

법인세비용 추정			
(단위: 백만 원)		2023E	2024E
세전순이익		384,481	586,574
과세표준 및 세율			
2억 원 이하	9.9%	20	20
2억원 초과 200억원 이하	20.9%	4,138	4,138
200억 초과 3,000억원 이하	23.1%	64,680	64,680
3,000억원 초과	26.4%	22,303	75,655
법인세비용		91,141	144,493

Appx. 5. 감가상각비 추정 Table

감가상각비 추정								
(단위: 백만 원)	구분	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E
건물	기말BV	77,775	75,395	72,380	71,045	72,380	74,977	77,645
	평균BV	-	76,585	73,888	71,713	71,713	73,678	76,311
	감가상각비	-	2,703	2,668	1,335	2,597	2,668	2,763
	상각률(%)		3.5%	3.6%	1.9%	3.6%	3.6%	3.6%
구축물	기말BV	2,121	1,703	1,462	1,206	1,317	1,511	1,729
	평균BV	-	1,912	1,583	1,334	1,262	1,414	1,620
	감가상각비	-	237	271	111	194	218	249
	상각률(%)		12.4%	17.1%	8.3%	15.4%	15.4%	15.4%
기계장치	기말BV	4,911	2,494	7,388	11,234	12,481	15,136	18,227
	평균BV	-	3,703	4,941	9,311	11,858	13,808	16,681
	감가상각비	-	742	1,005	1,247	2,655	3,092	3,735
	상각률(%)		20.0%	20.3%	13.4%	22.4%	22.4%	22.4%
차량운반구	기말BV	954	1,412	956	650	945	1,396	2,059
	평균BV	-	1,183	1,184	803	798	1,171	1,728
	감가상각비	-	499	641	295	451	663	978
	상각률(%)		42.2%	54.1%	36.7%	56.6%	56.6%	56.6%
기타 유형자산	기말BV	22,050	23,737	17,576	15,581	18,896	25,893	34,982
	평균BV	-	22,894	20,657	16,579	17,239	22,394	30,437
	감가상각비	-	7,821	9,834	3,315	6,997	9,089	12,354
	상각률(%)		34.2%	47.6%	20.0%	40.6%	40.6%	40.6%
유형자산		-	12,002	14,419	6,303	12,894	15,729	20,079
소프트웨어	기말BV	13,381	14,773	14,610	14,232	17,931	25,482	35,673
	평균BV	-	14,077	14,692	14,421	16,082	21,706	30,577
	감가상각비	-	6,141	6,748	3,699	7,551	10,192	14,357
	상각률(%)		43.6%	45.9%	25.7%	47.0%	47.0%	47.0%
기타 무형자산	기말BV	17,000	14,285	14,285	14,271	15,799	20,744	26,753
	평균BV	-	15,643	14,285	14,278	15,035	18,271	23,748
	감가상각비	-	6,748	4,874	1,528	4,945	6,009	7,810
	상각률(%)		43.1%	34.1%	10.7%	32.9%	32.9%	32.9%
무형자산		-	12,889	11,622	5,227	12,495	16,200	22,167
투자부동산	기말BV	121,014	114,809	108,418	103,712	106,409	111,692	117,175
	평균BV	-	117,912	111,614	106,065	105,061	109,050	114,433
	감가상각비	-	5,775	5,694	2,697	5,283	5,483	5,754
	상각률(%)		4.9%	5.1%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
투자부동산		-	5,775	5,694	2,697	5,283	5,483	5,754
사용권자산	기말BV	140,781	129,756	110,969	101,347	132,384	186,880	261,317
	평균BV	-	135,269	120,363	106,158	116,866	159,632	224,098
	감가상각비	-	48,951	54,442	31,037	54,496	74,438	104,499
	상각률(%)		36.2%	45.2%	29.2%	46.6%	46.6%	46.6%
사용권자산		-	48,951	54,442	31,037	54,496	74,438	104,499
총 감가상각비		-	79,617	86,177	45,264	85,167	111,851	152,499

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.