

인프라/부동산

Con-tech : 혁신이 시작된다.

이광수

02) 3774-1457

kwangsoo.lee@miraeasset.com

Contents

[요약] 건설/부동산, 혁신과 변화를 말하다	3
I. 반성 (反省, 반대로 살피다)	4
II. 유동 (流動, 물 흐르는 것과 같이 움직인다)	8
III. 혁신 (革新, 바꾸어 새롭게 한다)	11
IV. 위기 (危機, 위험은 기회다)	14
V. Top Picks	22
GS건설 (006360/매수)	

Con-tech (Construction + Technology)

건설업, 낮은 생산성과 투자 부진으로 지속적인 수익성 저하
향후 인건비 상승에 따라 변화가 필요한 상황, 안전과 친환경 공사 필요

최근 일본 Softbank, 미국 모듈러 건설회사인 Katerra에 20억 달러 투자
Revolution Precrafted (필리핀), 유명 건축 디자이너 주택을 모듈러 방식으로 제공
아시아 최초 유니콘 스타트업 Procore 건설관리 플랫폼 스타트업, 기업가치 30억 달러 이상으로 평가
글로벌 건설업에 새로운 혁신으로 평가, **출발은 모듈러 건축 공법**

2019년, 한국 건설회사 양호한 실적으로 재무상황 개선 전망
실적 개선을 이끌었던 부동산 시장은 위축 불가피

새로운 변화가 필요한 시점

안정적인 투자 여력을 기반으로 부동산 개발사업, 모듈공업, 해외사업 확대 전망

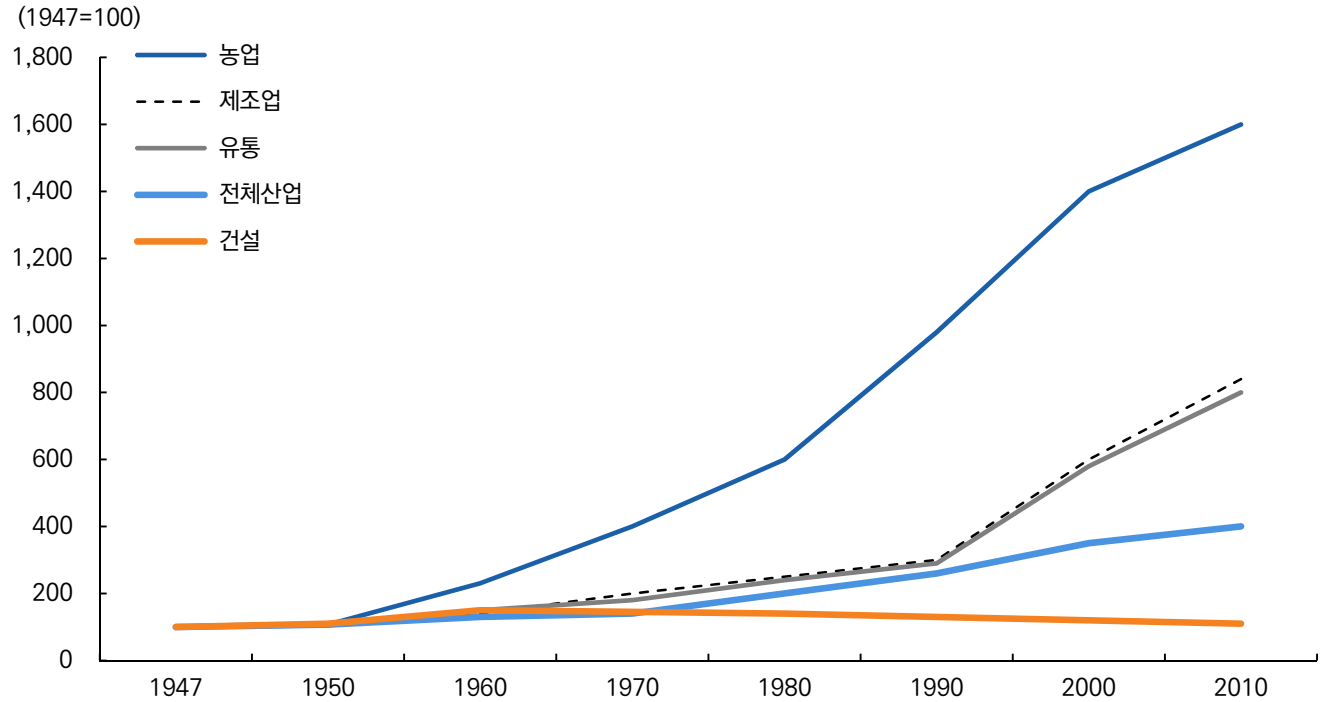
건설업종 Top Pick

재무구조 개선과 베트남 개발사업 가치, 저 평가 상태인 GS건설

건설, 부동산 혁신은 없었다.

- 건설업, 낮은 노동 생산성은 혁신이 없었다는 중요한 증거
- 41개국 1995년부터 2014년까지 노동생산성 조사, 제조업 연 3.6% 증가한 반면, 건설업 1%에 불과
- 미국의 경우 1947년 이후 2010년까지 시간당 부가가치 조사 결과, 건설업만 유일하게 하락

미국 산업별 노동 생산성 (시간당 실질 총 부가가치)

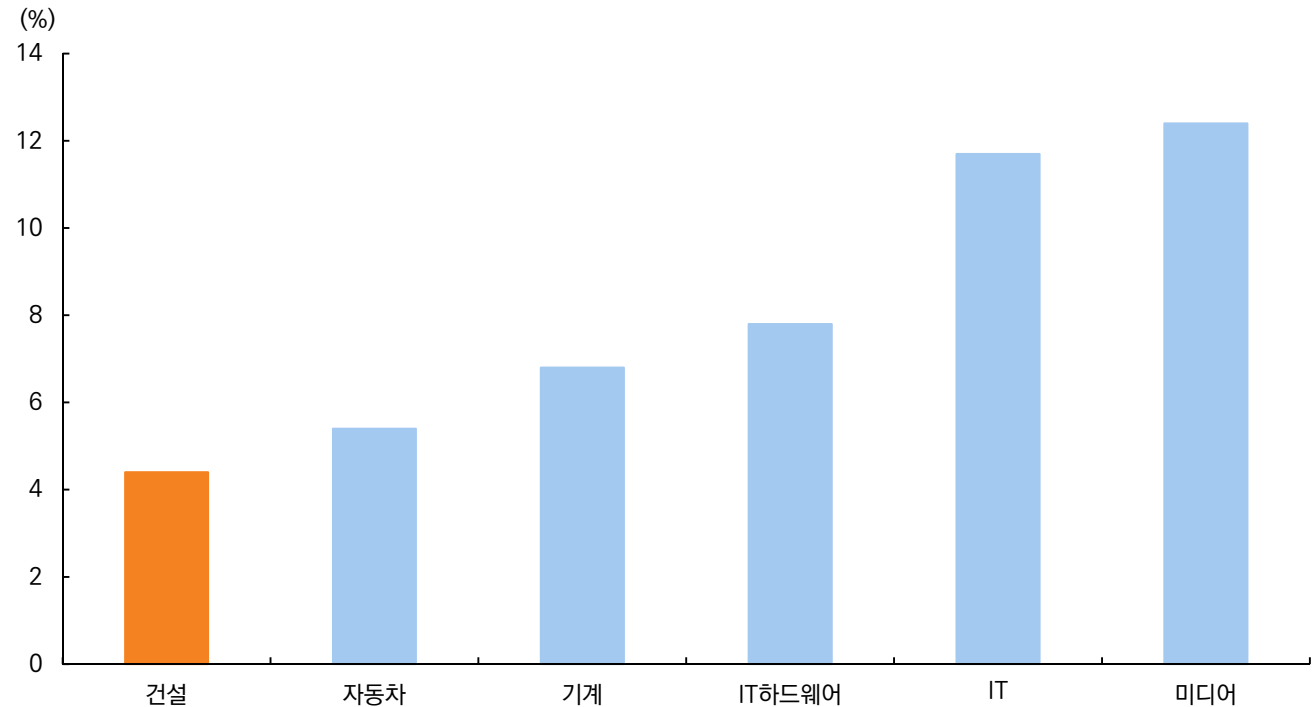


자료: Mckinsey&Company, 미래에셋대우 리서치센터

건설, 부동산 혁신은 없었다.

- 글로벌 주요산업 수익성(NOPLAT) 비교 건설업 4.4% 불과, 기계 6.8%, IT 11.7%, 미디어 12.4%
- 매출비교 수익성은 낮은 반면 ROIC는 높은 상황
- 혁신 = 투자, 건설업 투자가 없었기 때문에 수익성은 낮고 투자자본 수익률은 높은 상황

글로벌 산업별 평균 Profit Margin



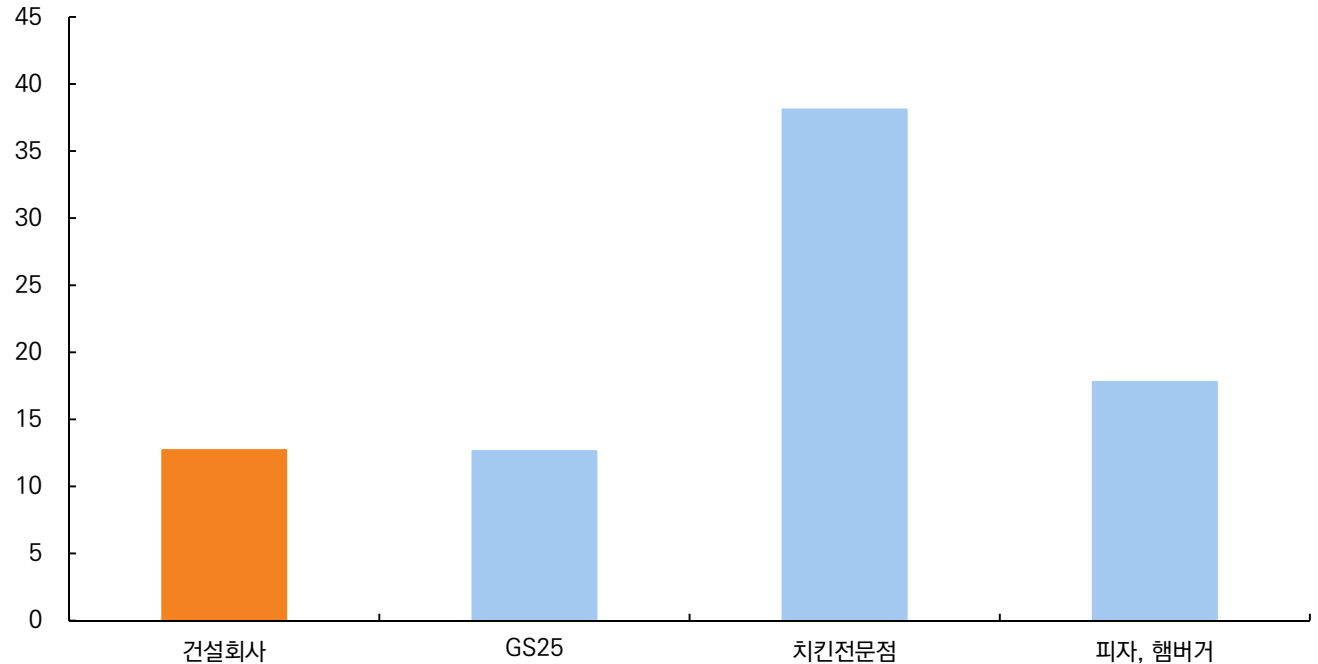
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

건설, 부동산 혁신은 없었다.

- 설비투자가 필요치 않고 운영에 대한 고정비용이 크지 않기 때문에 진입장벽이 낮은 상황
- 한국 등록 건설회사는 12,715개로 편의점 GS25 매장 수 12,635개보다 많은 숫자
- 낮은 진입장벽으로 많은 건설회사 과다경쟁, 혁신을 통한 경쟁보다 담합 등을 통한 수주 수익에 집중

한국, 사업체 수 현황

(사업체 수: 천개)

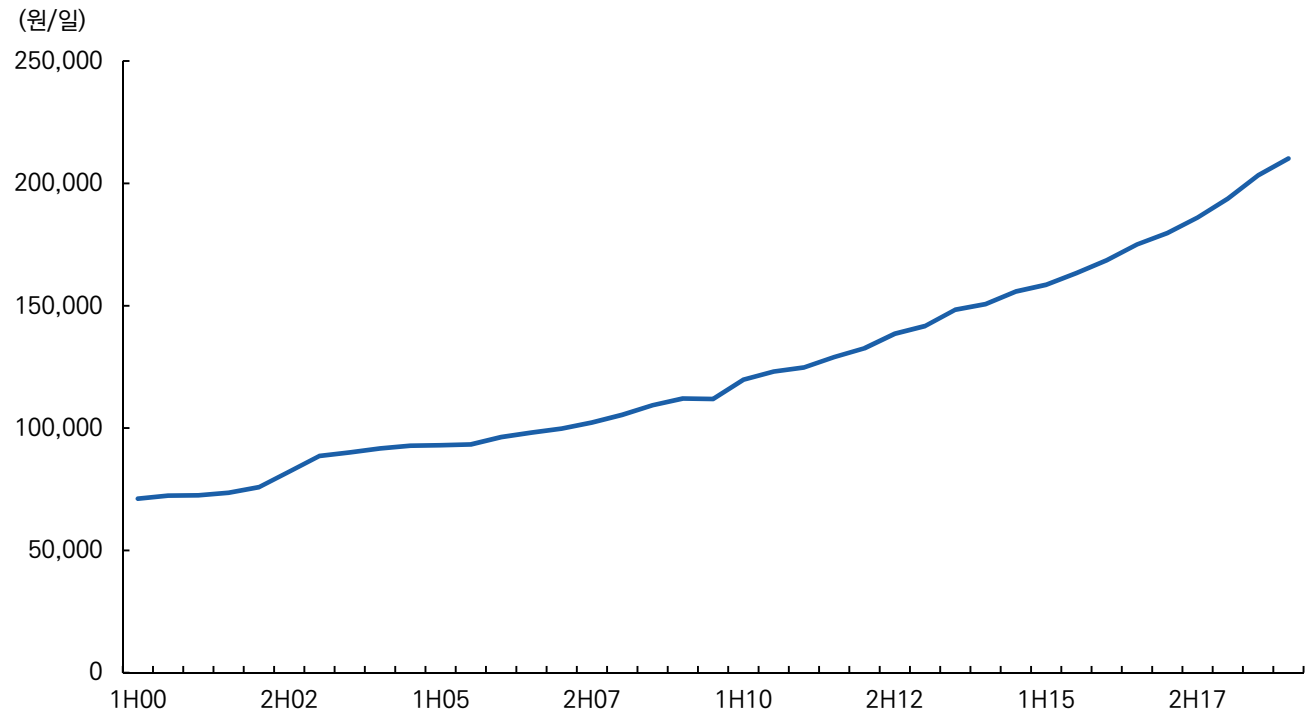


자료: 대한건설협회, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

건설, 부동산 혁신은 없었다.

- 낮은 임금과 적은 투자에 기대어 온 건설업, 빠른 임금 상승으로 변화가 필요
- 2015년 이후 건설업 평균 임금 증가율 7% (과거 평균 5%)
- 과도한 비용 증가 위험, 안전과 친환경 공법 필요성 확대, 건설업은 이제 혁신을 필요로 한 상황

건설업 평균 임금 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

II. 유동 (流動, 물 흐르는 것과 같이 움직인다)

변화가
시작되고 있다.

- 최근 일본 Softbank 미국 Katerra에 20억 달러 투자, 기업가치 30억 달러 이상
- Katerra, 2015년 설립된 건설 스타트업, 건설업 생산성 향상을 위한 Smart Construction 추구
- 설계 → 자재납품 → 현장조립으로 프로세스 단순화, Katerra가 모든 공사와 제조를 직접 수행

Katerra, Phoenix 공장 내부



자료: Katerra, 미래에셋대우 리서치센터

II. 유동 (流動, 물 흐르는 것과 같이 움직인다)

변화가
시작되고 있다.

- 모듈러 기업으로 아시아 최초 유니콘 기업 탄생, Revolution Precrafted (필리핀)
- 2015년 설립 이후 현재 기업가치 1조원
- 세계적인 건축디자이너 건축물을 최첨단 모듈러 공업으로 제작

유명 디자이너 건축물을 주문 제작하는 모듈러 회사



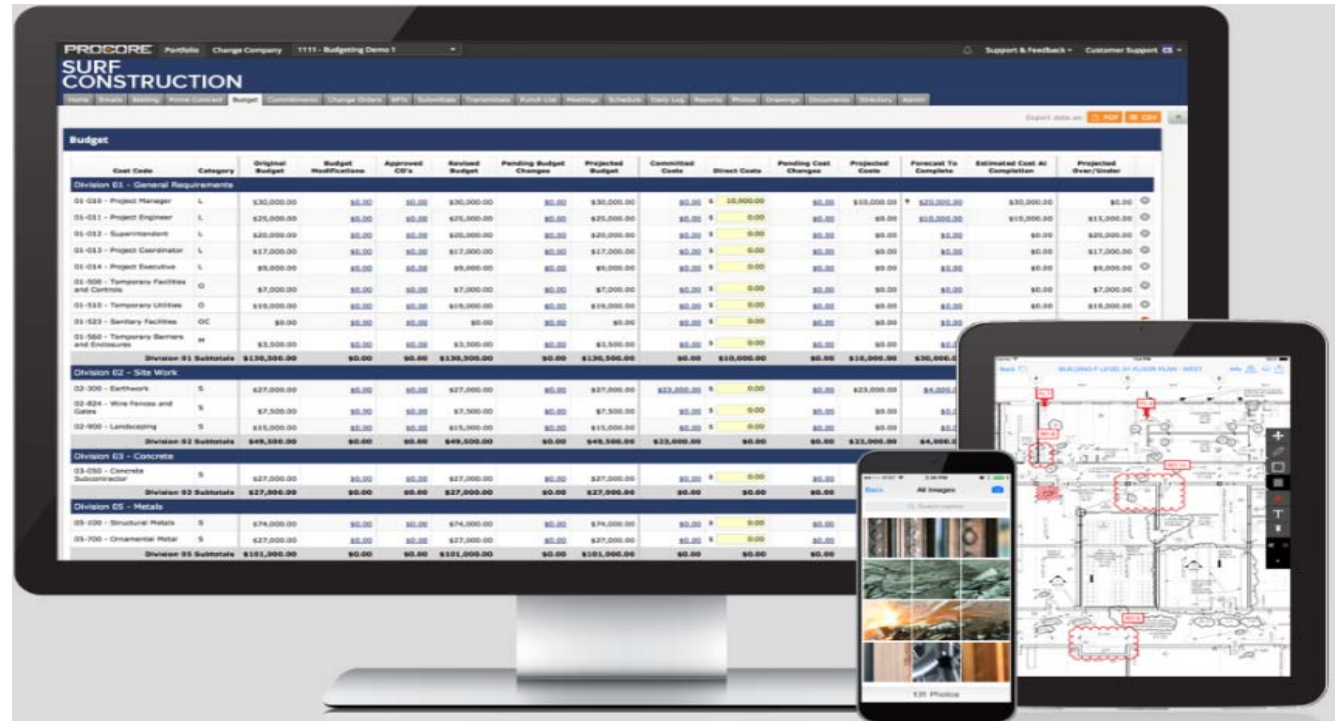
자료: 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

II. 유동 (流動, 물 흐르는 것과 같이 움직인다)

변화가
시작되고 있다.

- 건설 프로젝트 관리를 위한 클라우드 기반의 건설관리 플랫폼 기업, Procore
- 건축물 공사 과정을 위한 협력 소프트웨어 제공
- 최근 3년간 매출액 성장률 760%, 기업가치 30억 달러가 넘는 유니콘 기업

건설 공사 관리 플랫폼 기업, Procore



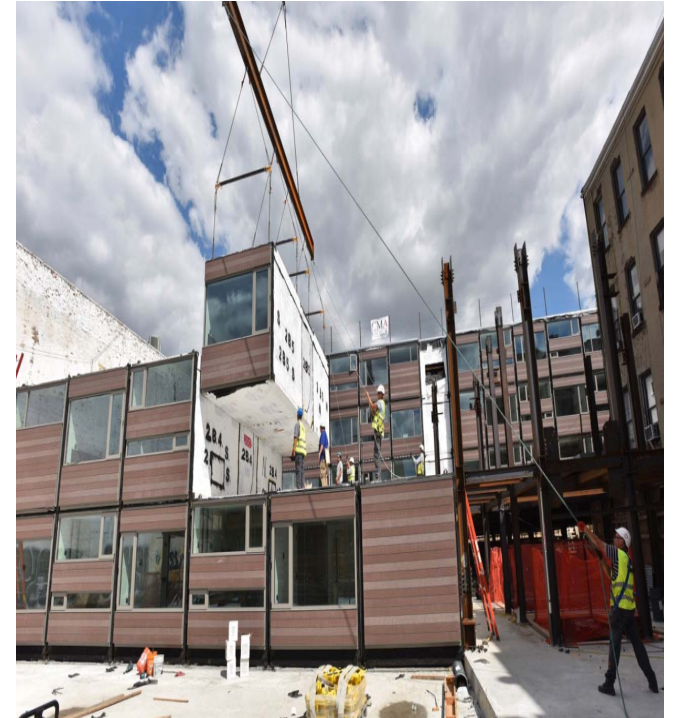
자료: Procore, 미래에셋대우 리서치센터

III. 혁신 (革新, 바꾸어 새롭게 한다)

시작은 있다.

- 건설업 혁신의 출발은 모듈러 건축 방식
- 미국, 일본, 싱가포르에서 모듈러 방식을 통한 건설 공법 빠르게 확산 중
- 싱가포르에서 40층이 넘는 모듈러 주택 완공, 일본 모듈러 주택 M/S 15% 차지

모듈러 건축 방식



자료: Nypost, 미래에셋대우 리서치센터

시작은 있다.

- 한국 모듈러 건축시장 2003년부터 학교부터 시작, 군 시설, 업무시설, 주거로 적용범위 확장
- 최근 정부 주도 공공임대 주택에 모듈러 실증 사업 진행 중, 금강공업(014280 KS) 시공
- 청년과 신혼부부 주거 복지를 위한 공공주택사업에 모듈러 아파트 공급 확대 전망
- 2019년 4월 천안 두정(모듈러) 행복주택 현재 분양 중, 분양가격 2,245만원

천안 두정 모듈러 행복주택

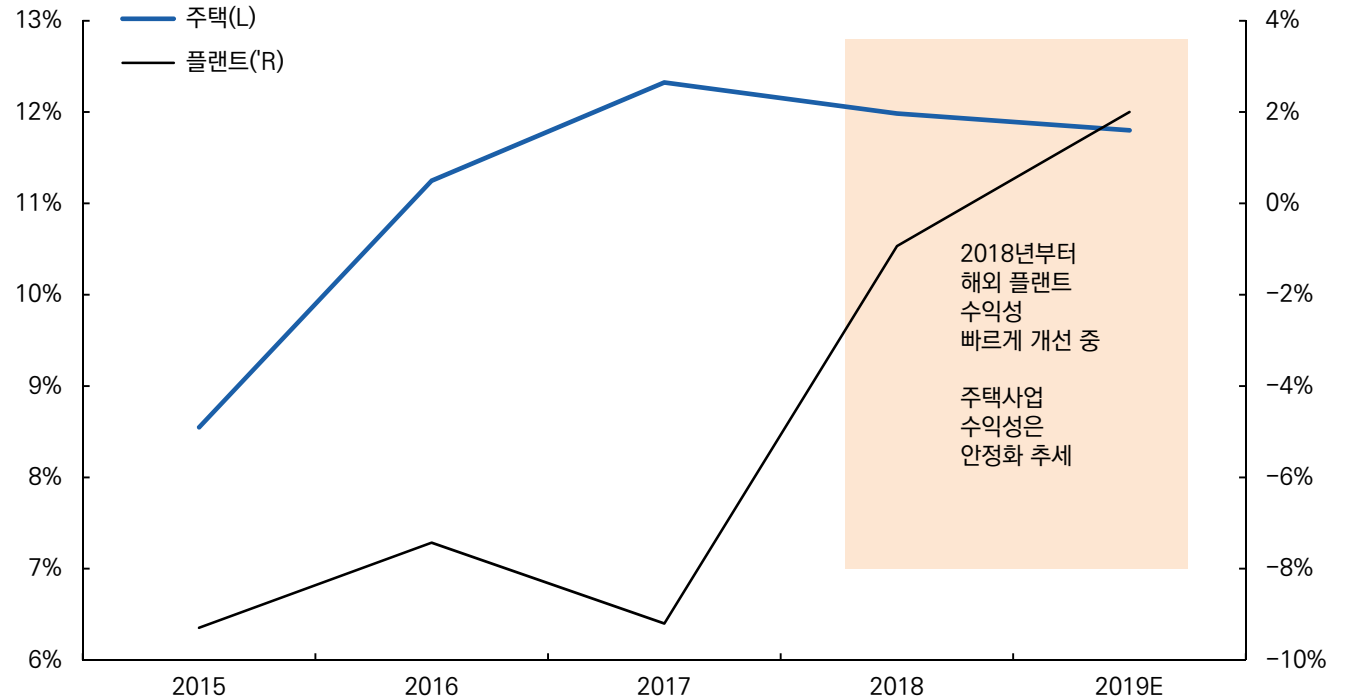


자료: LH, 미래에셋대우 리서치센터

가능성을 찾아서

- 2019년 대형건설회사, 저 수익 해외공사 준공으로 재무 안정성 확대
- 단순 평균 부채비율 2018년 대비 28%포인트 감소
- 안정적인 실적을 기반으로 신 사업 투자 확대 전망
- 부동산 개발사업, 주택임대, 모듈 공법, 해외 투자 확대 계획

대형건설회사, 주택과 플랜트 사업 영업이익률 변화



자료: LH, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 위기 (危機, 위험은 기회다)

주택시장 위축 불가피 : 수요 감소

- 투자수요 변화를 일으키는 요인은 부동산 자기자본수익률(ROE)
- 자기자본수익률이 상승하면 투자수요 증가, 한국 부동산 시장 ROE 변동에 전세가격 변화가 중요
- **전세가격이 상승하면 자기자본 투입이 적어지고 ROE가 상승**
- 2013년부터 2015년까지 전세가격이 빠르게 상승하면서 ROE가 개선되면서 투자수요 증가

서울 아파트 시장 변화 (ROE 변화를 주목)

연도	매매가격(만원)	전세가격	자기자본	가격변동	ROE (%)	가격	거래량	변동원인
2010	54,015	23,975	30,040			하락	감소	수요감소
2011	52,513	25,379	27,134	(1,501)	-6%	하락	증가	공급증가
2012	49,138	26,466	22,672	(3,376)	-15%	하락	감소	수요감소
2013	49,909	29,722	20,187	771	4%	상승	증가	수요증가
2014	52,015	31,837	20,178	2,106	10%	상승	증가	수요증가
2015	56,648	37,217	19,432	4,633	24%	상승	증가	수요증가
2016	61,920	39,159	22,760	5,271	23%	상승	감소	공급감소
2017	70,688	41,654	29,034	8,768	30%	상승	감소	공급감소
2018	83,275	42,435	40,839	12,587	31%	상승	감소	공급감소

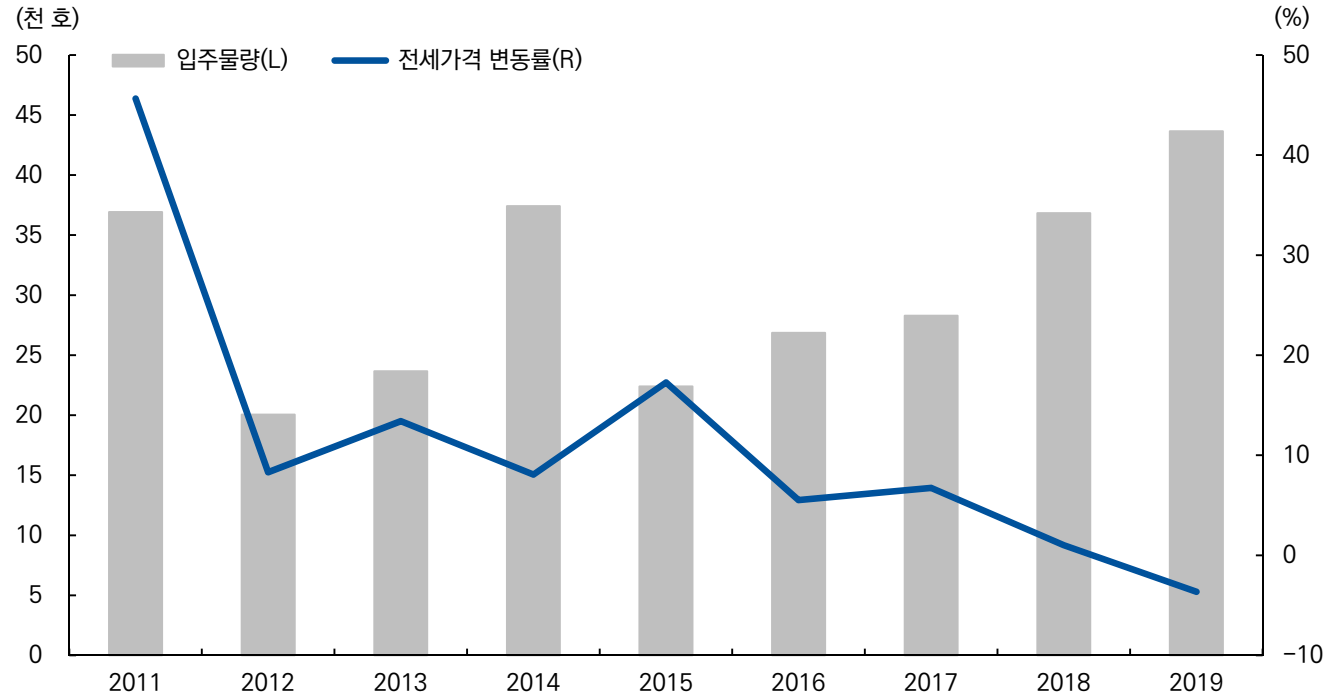
자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 위기 (危機, 위험은 기회다)

누적 아파트 입주물량 증가로 전세가격 하락 전망

- 아파트 입주 물량 증가로 전세가격 하락 전망
- 전세가격은 입주 물량과 높은 상관관계, 2017년부터 전국 아파트 입주 물량 증가
- 2019년 전국 아파트 입주는 44만호로 전년대비 19% 증가, 2019년 1-2월 전세가격 -3.6% 하락

전국 아파트 입주물량과 전세가격 변동



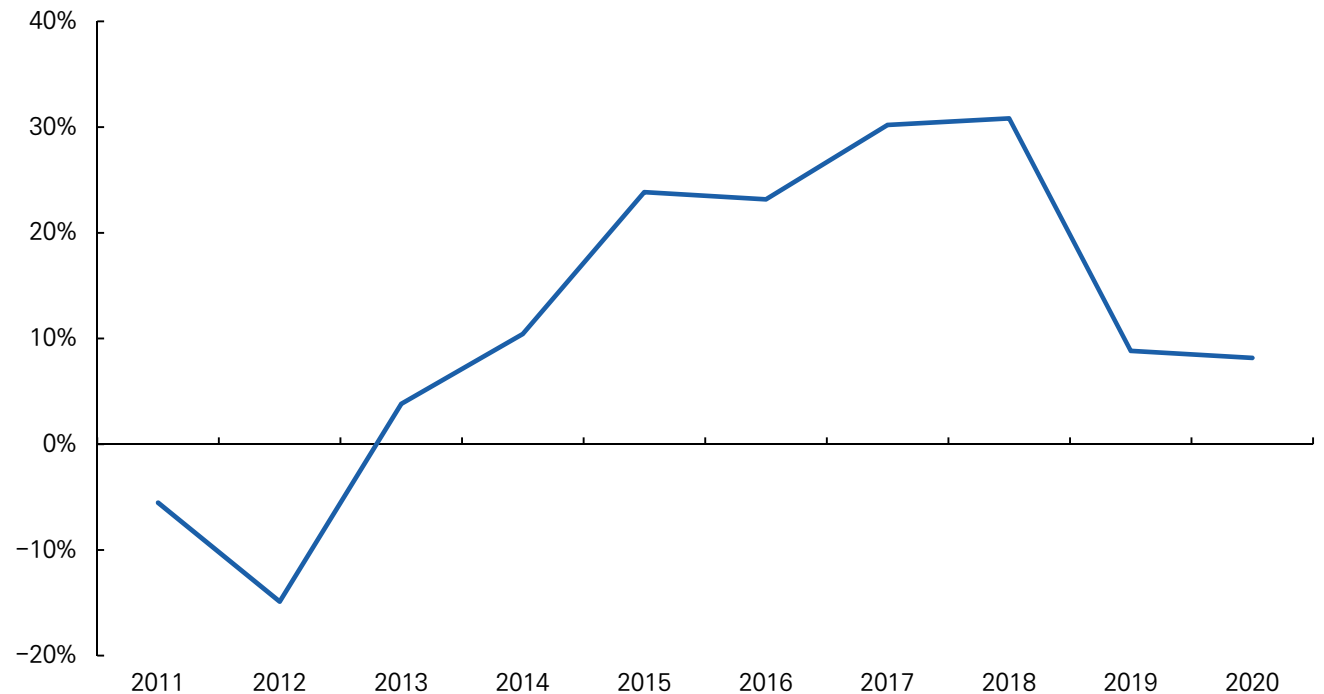
자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 위기 (危機, 위험은 기회다)

ROE 하락으로 투자수요 감소 전망

- 입주물량 증가 → 전세가격 하락 → 투입자금 증가 → **ROE 하락** → 투자수요 감소
- 서울 아파트 ROE 2019년 9%(전세가격 하락 5% 전망, 주택가격 상승 5%로 가정)로 하락 시작
- 투자수익 감소 영향 뿐만 아니라 투입자금 증가는 자체로 주택 수요를 줄이는 효과

서울 아파트 ROE 변화



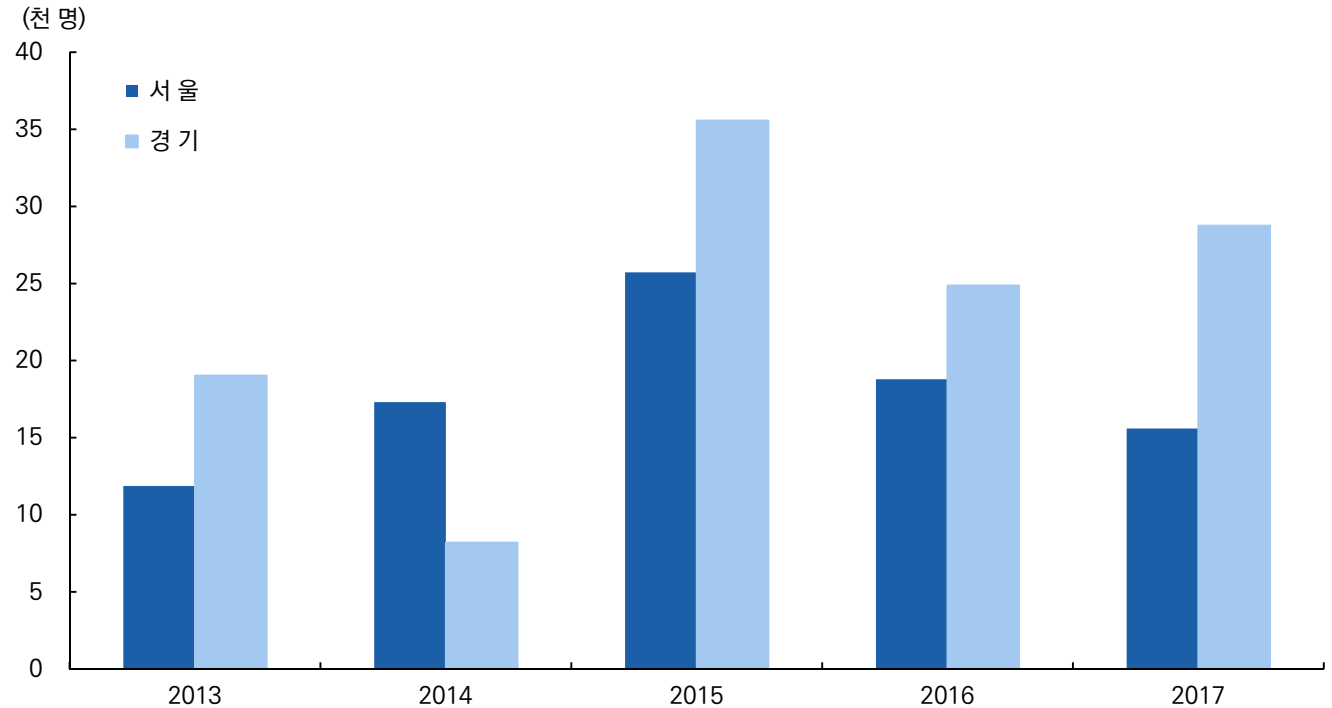
자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 위기 (危機, 위험은 기회다)

다 주택자 212만명 매도 공급에 영향

- 전국 2주택 이상을 보유한 다주택자 212만명(2017년 기준, 2주택 166만명, 3주택 이상 45만명)
- 서울 다주택자 39만명, 경기 다주택자 47만명으로 역대 최대
- 아파트 가격 급등과 함께 다 주택자가 빠르게 증가
- 주택 매도물량에 다 주택자 매도가 중요한 영향

연도별 다 주택자 (2주택 보유 이상) 증가 현황

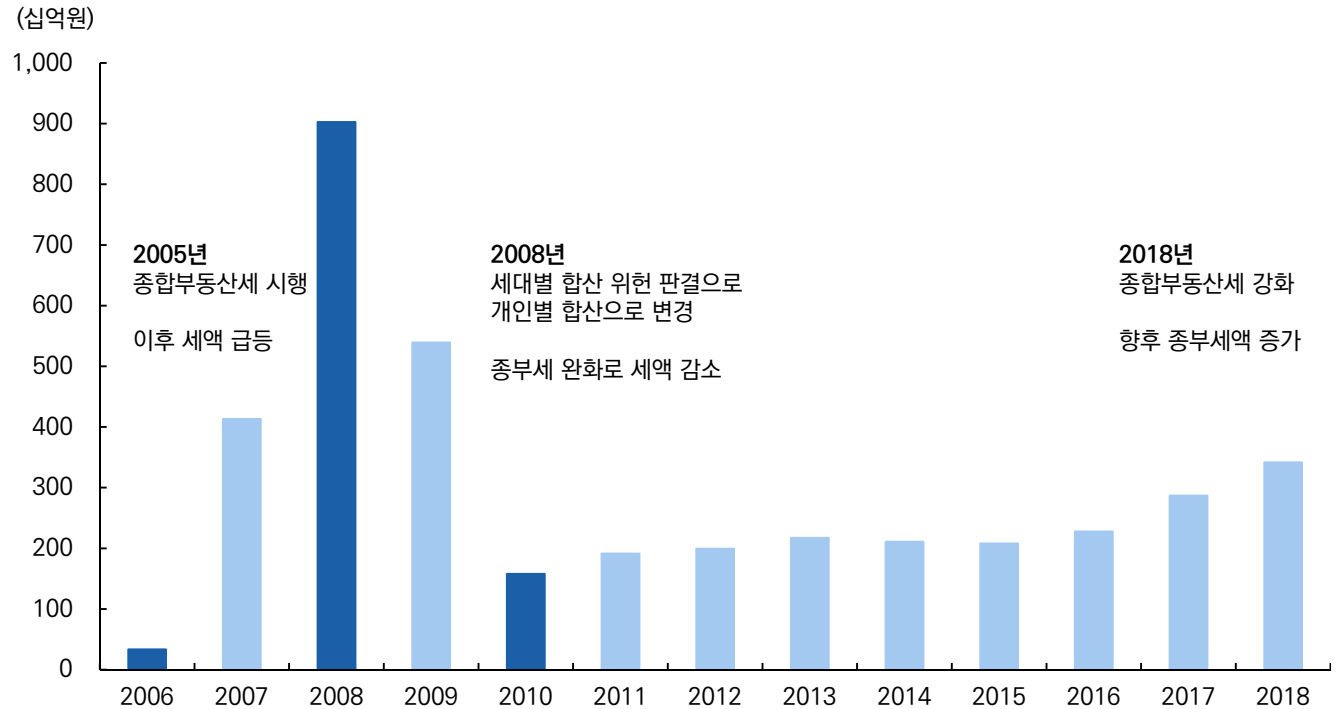


자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

보유세 부담으로 매도물량 증가

- 종합부동산세 강화로 다주택자 종부세액 증가 전망, 07~08년 종부세 증가로 이후 매도물량 증가
- 0.5~2%였던 세율이 0.5~2.7%로 상승, 3주택자 이상 또는 조정대상지역 2주택이상 보유자는 0.6~3.2%로 종과세
- 세 부담 상한 기준 150%에서 3주택 이상은 300%, 조정대상지역 2주택은 200%로 상향, 공시지가도 현실화
- **다 주택자 세부담이 크게 증가하면서 보유 부담, 매도 물량 증가 예상**

다 주택자 종합부동산세액 현황

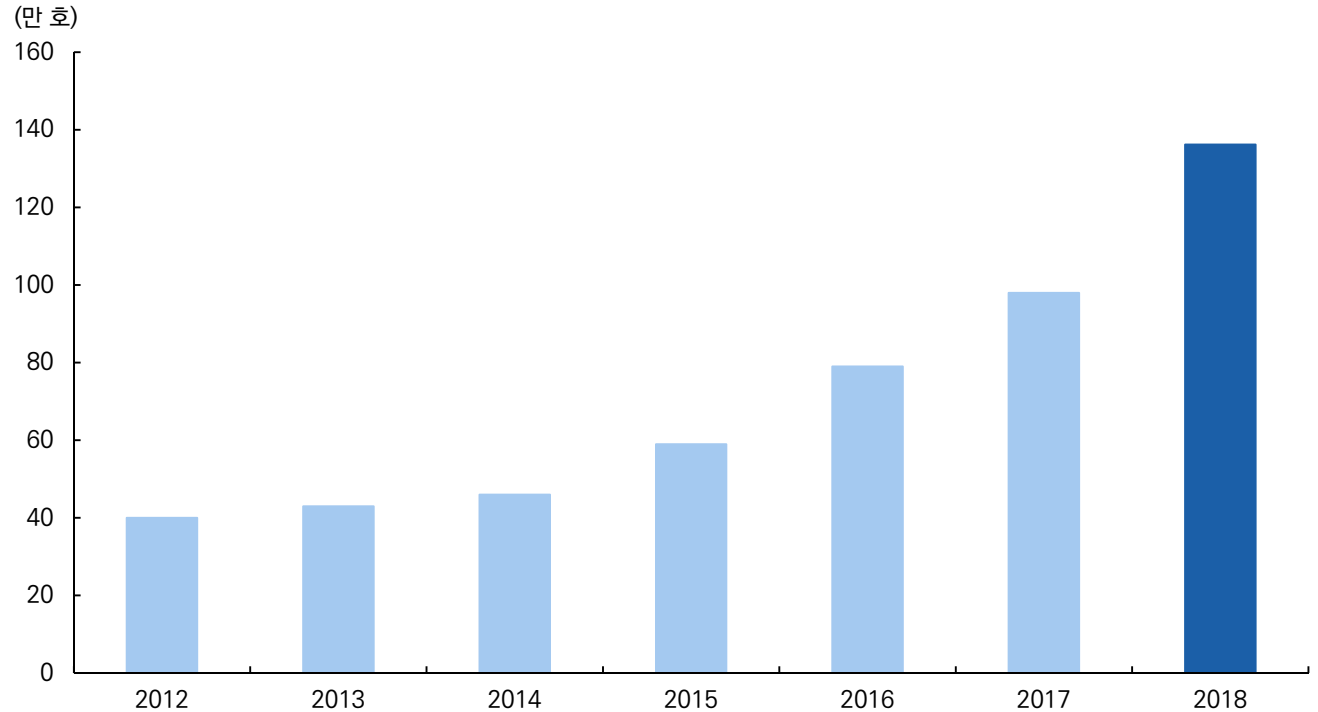


자료: 국세청, 미래에셋대우 리서치센터

임대사업자 매도물량 증가

- 혜택 확대로 임대등록 사업자 빠르게 증가, 2018년 기준 전국 임대 주택수 136만호
- 가격 하락 우려가 커질 수록 임대 사업자 수 감소 가능. 2011년 임대사업자수 감소로 주택가격 하락
- 임대가구의 재무건전성이 상대적으로 낮은 수준, 임대가구 금융부채비율 106%, 비임대가구 80.9%
- **임대가구 중 13만 3천 가구 채무상환 능력 취약, 매각 가능성 높은 상황**

임대 주택 등록수 현황



자료: 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 위기 (危機, 위험은 기회다)

부동산 투자, 실수요자

- 현재 서울 부동산은 투자수요가 감소하면서 가격 조정, 거래량 급감이 이루어지는 상황
- 향후 다주택자를 중심으로 매도물량이 증가하면서 가격 하락폭이 커질 것으로 전망
- **투기공급(매도물량)이 증가하면 가격 하락과 동시에 거래량 회복이 동반**
- 거래량이 회복할 때 가격폭이 큰 지역을 중심으로 관심 (최근 거래회전율이 낮고 가격 상승이 높았던 지역)

서울 지역, 거래회전율 추이 및 하락순위와 가격 상승 상관관계

지역	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	18-17	하락순위	가격상승
동작구	6.07	7.19	10.37	10.12	8.34	4.41	-3.93	1	7
성동구	5.4	7.8	10	8.77	8.98	5.18	-3.8	2	1
강동구	5.03	6.22	9.28	8.61	8.82	5.31	-3.51	3	6
광진구	5.37	7.49	8.91	8.87	9.28	5.77	-3.51	4	5
강남구	3.99	5.14	6.34	5.74	5.99	2.6	-3.39	5	3
용산구	3.45	5.67	7.99	8.51	8.3	5.24	-3.06	6	11
종로구	6.34	8.14	9.6	8.81	7.65	4.74	-2.91	7	4
서초구	4.34	5.5	6.51	5.47	5.76	3.07	-2.69	8	15
송파구	4.73	5.12	7.02	6.9	7.09	4.64	-2.45	9	2
마포구	5.83	6.32	9.78	8.44	7.44	5.04	-2.4	10	14
영등포구	4.72	6.3	9.57	8.03	7.37	5.38	-1.99	11	8
서대문구	5.37	7.43	10.78	9.97	7.9	5.92	-1.98	12	18
서울 평균	5.34	6.56	9.11	8.23	7.49	5.64	-1.85	13	9

자료: 부동산 114, 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 위기 (危機, 위험은 기회다)

대형건설회사, 주택사업 불확실성

- 불확실성 감안하면 서울 비중이 높을 수록 안전, 지방 미분양 확대 가능성과 분양 지연
- 대림산업, HDC 현대산업 상대적으로 주택비중이 높은 가운데, 불확실성 존재한다고 판단
- 수도권 비중이 높고, 주택사업 수익성이 하방 경직성 존재, 해외사업 정상화 가능성이 높은 GS건설과 대우건설, 현대건설 이익 안정성 확보

대형건설회사, 아파트 분양 물량과 2018년 기준 사업부별 영업이익률 추이

	18년 분양	19년 예정	서울	경기	수도권	수도권 비중	서울 비중	지방비중	주택 OP	해외 OP
현대건설	16,475	20,353	10,819	3,426	14,245	70%	53%	30%	16%	-4%
대림산업	11,410	22,969	608	9,829	10,437	45%	3%	55%	12%	-3%
대우건설	12,224	26,011	5,444	11,679	17,123	66%	21%	34%	12%	-6%
GS건설	15,541	23,356	10,613	8,915	19,528	84%	45%	16%	11%	5%
HDC 현산	11,210	14,589	7,538	2,365	9,903	68%	52%	32%	15%	-

자료: 부동산 114, 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

다른 건설회사가 될 수 있다.

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	63,000
현재주가(19/5/3, 원)	40,400
상승여력	56%

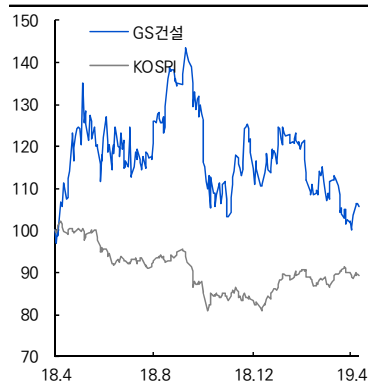
영업이익(19F, 십억원)	923		
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	860		
EPS 성장률(19F, %)	-3.8		
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.2		
P/E(19F, x)	5.4		
MKT P/E(19F, x)	12.2		
KOSPI	2,196.32		
시가총액(십억원)	3,225		
발행주식수(백만주)	80		
유동주식비율(%)	71.6		
외국인 보유비중(%)	31.9		
베타(12M) 일간수익률	1.08		
52주 최저가(원)	38,150		
52주 최고가(원)	54,700		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	-6.0	0.1
상대주가	-6.0	-10.3	13.4

안정적인 실적을 바탕으로 한 신 사업 추진

- 2019년 1분기, 성과급 700억원 지급에도 불구하고 시장 전망치 넘는 양호한 실적 발표
- 안정적인 주택사업 이익과 해외 저 수익 공사 준공으로 실적 안정성 유지
- 베트남 부동산 개발사업 상반기 시작, 모듈러 주택 등 신사업 추진

저 평가, 배당, 차별화된 경쟁력 주목

- 2019년 예상 영업이익 9,230억, 순이익 5,920억, PER 5.4배, PBR 0.8배로 실적 대비 저 평가
- 2018년 배당 1,000원으로 시가 배당수익률 2.5%
- 자이 브랜드를 앞세운 국내 주택시장 선두회사, 해외 개발사업, 플랜트 수주 회복 주목



결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	11,036	11,679	13,139	11,545	12,264	12,250
영업이익 (십억원)	143	319	1,064	923	942	920
영업이익률 (%)	1.3	2.7	8.1	8.0	7.7	7.5
순이익 (십억원)	-26	-168	582	592	649	631
EPS (원)	-363	-2,359	7,713	7,421	8,134	7,903
ROE (%)	-0.8	-5.2	17.3	15.6	14.9	12.9
P/E (배)	-	-	5.7	5.4	5.0	5.1
P/B (배)	0.6	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.0	1.1	2.3	2.5	2.5	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: GS건설, 미래에셋대우 리서치센터