

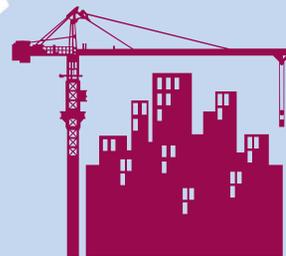
건설

Overweight
(Maintain)

2017.4.17

하반기로 쏠린 모멘텀, 조정 시마다 매수로 대응

1분기 건설업종은 실체 없이 해외 수주 기대감만으로 주가가 반응했다. 하반기부터는 해외 신규수주의 실체와 함께 실적이 뒷받침되면서 주가를 견인할 것으로 전망된다. 그 실체는 내년엔 더욱 강력해질 전망이다. 주가 조정시마다 매수 기회라는 판단이다.



건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. 건설 업종 실적 전망 및 투자 전략 3

- > 확산해지는 이익개선 추세 3
- > 2017년, 본격적인 턴어라운드 시작! 4
- > 하반기에 쏠린 모멘텀, 조정 시마다 매수로 대응 5
- > Coverage 대형건설사 현황 Summary 6
- > 밸류에이션 점검 7

II. 해외 시장 전망 9

- > 발주 여건 개선 중 9

III. 국내 주택시장 전망 12

- > 신규 분양시장 전망 12
- > 재고 주택시장 전망 14
- > 주택시장 RISK 점검 17

IV. 인프라 시장 전망 20

- > 글로벌 트렌드로 확대되는 인프라 투자 20

기업분석 23

- > 현대건설 (000720) 24
- > 현대산업 (012630) 27
- > 대우건설 (047040) 30
- > GS건설 (006360) 35
- > 대림산업 (000210) 38

- 당사는 4월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

하반기로 쏠린 모멘텀, 조정 시마다 매수로 대응

>>> 2017년, 본격적인 턴어라운드 시작!

동사 커버리지 5개 건설사의 1분기 합산 매출액은 13.0조원(YoY +2.3%), 영업이익은 6,320억원(YoY +32.9%), 세전이익은 5,031억원(YoY +95.3%)으로 전년 대비 이익개선세가 확연해 지는 모습이다. 실적 개선의 대부분은 높은 주택부문 이익 기여도에 기인한다. 여기에 해외부문 손실이 마무리되고 있는 것으로 판단된다. 여전히 해외부문은 현안 프로젝트 준공에 따른 정산 손실이 불가피하지만, 작년까지 상당 부분 반영된 것으로 파악돼 규모가 크지 않을 전망이다. 작년말 기준으로 미청구공사 금액 역시 감소 추세에 있어 재무건전성도 함께 개선되고 있다는 점은 상당히 긍정적이다.

>>> 기대되는 해외, 국내는 민자 SOC 확대

'해외 수주'에 대한 전망은 이란 시장 개화, 유가 안정화에 따른 중동 플랜트 발주 증가 등 긍정적이다. 실제로 중동을 비롯한 글로벌 발주 물량은 지역과 공종 모든 분야에서 전년 대비 증가하고 있다. 중동 플랜트 발주만 보더라도 전년 대비 70% 가까이 성장할 전망이다. 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 작년 대비 2배 이상 증가한 수준으로 파악된다. 특히, 최근 중동에서 다운스트림 분야에 대한 투자 확대가 검토 중이며, 내년 이후부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 주택시장은 새 정부 출범 후 변화될 정책에 따라 시장전망이 달라질 수 있다. 다만, 대선 이후 새 정부가 출범하면 곧장 주택시장에 대한 정책을 펼치기에는 쉽지 않다. 결국 경제 활성화를 위해 건설 경기 부양이 수반되어야 한다는 점에서 인프라 시장에 대한 발주가 확대될 가능성이 높다. 특히, 그동안 컨트론타워 부재로 지연되고 있던 민자 SOC 사업이 빠르게 진행될 가능성이 높다.

>>> 중단기적 매력도가 높아지는 건설업종

건설업종의 매력은 1) 우려보다 양호한 흐름을 보이는 신규 분양 시장, 2) 큰 차질 없이 진행 중인 해외 신규수주, 3) 산유국의 투자 확대 사이클로 올해보다 내년이 더 좋을 것으로 전망되는 해외 발주 시장 여건, 4) 최근 주가상승에도 불구하고 대부분 PBR 1배 미만으로 충분한 추가 상승여력, 5) 국내외 인프라 시장 확장 등이다. 현재까지는 실체 없이 해외 수주 기대감만으로 주가가 반응했다면, 하반기부터는 해외 신규수주 실체와 함께 실적이 뒷받침되면서 주가를 견인할 것으로 전망된다. 그 실체는 내년에 더욱 강력해질 전망이다. 주가 조정시마다 매수 기회라는 판단이다.

I. 건설 업종 실적 전망 및 투자 전략

>>> 확연해지는 이익개선 추세

1분기 합산 매출액 13.0조원(YoY +2.3%), 영업이익은 6,320억원(YoY +32.9%)

동사 커버리지 5개 건설사의 1분기 합산 매출액은 13.0조원(YoY +2.3%), 영업이익은 6,320억원(YoY +32.9%), 세전이익은 5,031억원(YoY 95.3%), 영업이익률은 4.9%(YoY 1.1%p)로 전년 대비 이익개선세가 확연해 지는 모습이다. 작년과 마찬가지로 실적 개선의 대부분은 높은 주택부문 이익 기여도에 기인한다. 여기에 해외부문 손실이 마무리되고 있는 것으로 판단된다. 여전히 해외부문은 현안 프로젝트 준공에 따른 정산 손실이 불가피하지만, 작년까지 상당 부분 반영된 것으로 파악돼 규모가 크지 않을 전망이다. 작년말 기준으로 미청구공사 금액 역시 감소 추세에 있어 재무건전성도 함께 개선되고 있다는 점은 상당히 긍정적이다.

Coverage 대형건설사 1Q17 Preview (단위: 억원)

업체	구분	1Q16	4Q16	1Q17E			컨센서스	
				당사 추정치	YoY	QoQ	컨센서스	차이
현대산업 (IFRS, 연결)	매출액	9,800	13,968	11,088	13.1%	-20.6%	11,041	0.4%
	GPM	16.4%	18.6%	18.3%	1.9%p	-0.3%p	17.9%	0.4%p
	영업이익	858	1,284	1,085	26.5%	-15.5%	1,084	0.1%
	OPM	8.8%	9.2%	9.8%	1%p	0.6%p	9.8%	0%p
	세전이익	677	1,072	1,031	52.3%	-3.8%	1,057	-2.4%
	순이익	485	740	733	51.1%	-0.9%	788	-6.9%
현대건설 (IFRS, 연결)	매출액	42,879	53,059	43,087	0.5%	-18.8%	42,967	0.3%
	GPM	8.5%	9.7%	9.1%	0.6%p	-0.7%p	9.4%	-0.4%p
	영업이익	2,072	3,020	2,301	11.1%	-23.8%	2,256	2.0%
	OPM	4.8%	5.7%	5.3%	0.5%p	-0.4%p	5.2%	0.1%p
	세전이익	1,207	3,393	1,685	39.6%	-50.3%	1,735	-2.9%
	순이익	869	2,601	1,203	38.4%	-53.7%	1,311	-8.2%
GS 건설 (IFRS, 연결)	매출액	26,391	31,154	27,294	3.4%	-12.4%	27,483	-0.7%
	GPM	4.8%	5.1%	5.7%	0.9%p	0.6%p	6.7%	-1%p
	영업이익	291	528	647	122.3%	22.6%	712	-9.0%
	OPM	1.1%	1.7%	2.4%	1.3%p	0.7%p	2.6%	-0.2%p
	세전이익	83	218	428	417.4%	96.0%	376	13.8%
	순이익	78	-173	334	327.4%	흑자전환	299	11.7%
대우건설 (IFRS, 별도)	매출액	25,503	26,371	25,224	-1.1%	-4.4%		
	GPM	6.0%	-20.7%	8.6%	2.6%p	29.3%p		
	영업이익	626	-7,323	1,235	97.3%	흑자전환		
	OPM	2.5%	-27.8%	4.9%	2.4%p	32.7%p		
	세전이익	-99	-10,813	853	흑자전환	흑자전환		
	순이익	-185	-8,175	665	흑자전환	흑자전환		
대림산업 (IFRS, 연결)	매출액	22,537	25,789	23,334	3.5%	-9.5%	23,629	-1.3%
	GPM	9.8%	8.0%	10.6%	0.8%p	2.6%p	-	-
	영업이익	908	618	1,052	15.9%	70.3%	1,095	-3.9%
	OPM	4.0%	2.4%	4.5%	0.5%p	2.1%p	4.6%	-0.1%p
	세전이익	701	539	1,019	45.3%	88.9%	1,203	-15.3%
	순이익	310	333	795	156.1%	138.9%	837	-5.1%

자료: 각 사, 키움증권

>>> 2017년, 본격적인 턴어라운드 시작

중단기적 매력도가 높아지는 건설업종

새롭게 발견되는 국내외 현안 프로젝트가 없다면, 올해부터는 본격적인 턴어라운드가 시작될 전망이다. 2015년~2016년 주택시장 호황으로 18년까지 지속적인 외형 성장 및 이익 증가가 보장된 셈이다. 현안 프로젝트 준공과 함께 해외부문 추가 손실에 대한 리스크도 해소되어 가는 국면이다.

다만, 내년부터 주택시장에 대한 부정적인 전망이 현실화된다고 한다면, 2018년 이후의 구조적인 성장을 위해서는 양질의 해외 신규 수주가 필요하다. 1분기 양호한 주가 수익률도 해외 수주 기대감을 반영하고 있는 반면, 실제 수주 결과는 시장 기대치에 미치지 못하는 듯 보인다. 이러한 부담감이 건설사들로 하여금 해외 신규 수주에 있어서 무리를 하게 되고, 또 다시 저가 수주에 임하게 되는 악순환을 가져올 지도 모른다. 이와 같은 국면에서는 주택부문의 선전이 필요하다. 올해까지 국내 주택부문이 일정 수준의 안정적인 흐름을 보여준다면 선별적인 해외 수주를 통해 중장기적인 펀더멘털 개선이 가능해지는 선순환 구조에 돌입할 수 있기 때문이다.

다행스럽게도 올해부터 해외 발주 시장이 개선되고 있고, 주택시장도 대형사 기준으로 보면 올해까지는 양호한 분양 실적을 기록할 수 있을 것으로 판단된다. 중장기적 성장의 좋은 시작점이 될 전망이다.

순항 중인 해외 수주, 올해는 물론 내년이 더 기대된다!

'해외 수주'에 대한 전망은 이란 시장 개화, 유가 안정화에 따른 중동 플랜트 발주 증가 등 긍정적이다. 실제로 중동을 비롯한 글로벌 발주 물량은 지역과 공종 모든 분야에서 전년 대비 증가하고 있다. 중동 플랜트 발주만 보더라도 전년 대비 70% 가까이 성장할 전망이다. 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 작년 대비 2배 이상 증가한 수준으로 파악된다. 특히, 최근 중동에서 다운스트림분야에 대한 투자 확대가 검토 중이며, 내년 이후부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 이러한 요인들을 종합해보면 올해는 물론 내년 이후에도 해외 발주 시장의 전망은 밝다. 1분기 부진한 해외 신규 수주 역시 부정적인 시그널로 확대 해석하기에는 이른감이 있다. 주요 대형 건설사들의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있기 때문이다.

올해까지는 양호한 분양시장 전망, 대선 이후에는 민자 SOC 시장 확대 기대

부정적이었던 주택시장에 대한 전망은 대형사 기준 신규 분양시장에 한해 기대치를 높여 볼 수 있겠다. 지난 부동산 대책 이후 실수요자 위주로 분양시장이 재편되면서 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 양극화 현상이 심화되고 있다. 대형사에 유리한 국면이 올해 내내 지속될 것으로 판단된다. 대선 이후 새 정부가 출범하면서 변화될 정책에 따라 시장전망이 달라질 수는 있지만, 공장 주택시장에 충격을 줄 수 있는 정책을 펼치기에는 쉽지 않다. 규제책을 강하게 쓰기에는 주택시장을 호황국면이라고 보기 어렵고, 규제를 풀기에는 가계부채에 대한 문제가 발생하기 때문이다. 결국 경제 활성화를 위해 건설 경기 부양이 수반되어야 한다는 점에서 보면, 인프라 시장에 대한 발주가 확대될 가능성이 높다. 특히, 그동안 컨트롤 타워 부재로 지연되고 있던 민자 SOC 사업이 빠르게 진행될 가능성이 높다. 추가적으로 보다 중장기적 관점에서 접근해보면, 2018년도 주택시장은 올해보다 더 불확실한 국면으로 접어들게 될 것으로 전망된다. 따라서 단순히 건축이 아닌 임대, 중개 등 그 이후의 밸류체인과 같은 중장기적인 신사업 모델이 필요하다.

>>> 하반기에 쏠린 모멘텀, 조정 시마다 매수로 대응

Top picks 현대산업, 현대건설

건설업종의 매력은 1) 우려보다 양호한 흐름을 보이는 신규 분양시장, 2) 큰 차질 없이 진행 중인 해외 신규 수주, 3) 산유국의 투자 확대 사이클로 올해보다 내년이 더 좋을 것으로 전망되는 해외 발주 시장 여건, 4) 최근 주가상승에도 불구하고 대부분 PBR 1배 미만으로 충분한 추가 상승여력, 5) 국내외 인프라 시장 확장 등이다. 현재까지는 실체 없이 해외 수주 기대감만으로 주가가 반응했다면, 하반기부터는 해외 신규수주 실적과 함께 실적이 뒷받침되면서 주가를 견인할 것으로 전망된다. 그 실체는 내년에 더욱 강력해질 전망이다. 주가 조정 시마다 매수 기회라는 판단이다.

최선호주로는 1) 높은 실적 안정성과 주택과 해외, 인프라 모든 분야에서 강점을 보유한 '현대건설'과 2) 주택부문 이익 가시성이 높고, 대선 이후 민자 SOC 확대에 수혜가 예상되는 '현대산업'을 유지한다.

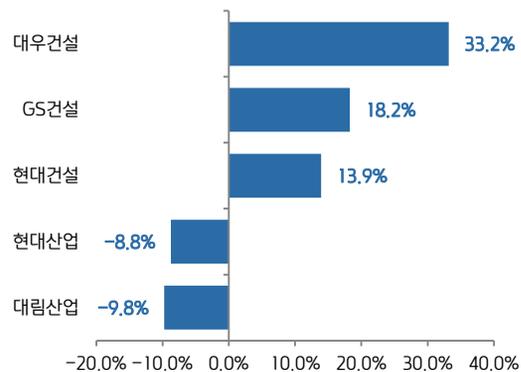
바스켓 투자도 좋은 선택

상반기까지 현안 PJT 준공에 따른 실적 불확실성이 존재하지만, 1) 현안 PJT가 실제 준공되고 있다는 사실이 중요하며, 2) 연초 가장 많은 분양물량을 안정적으로 공급하고 있는 'GS건설'도 주목해야 한다. 또한 1) 작년 4분기 빅배스 이후 실적 개선이 확실시 되며, 2) 기대 이상의 해외 수주 잠재력을 보유하고 있고, 3) 매각 모멘텀(매수자로 사우디 아람코 부각)을 보유한 대우건설도 긍정적인 흐름이 예상된다. 현재 이란 및 유화부문 대규모 M&A에 대한 불확실성으로 주가는 부진하지만 1) 가장 강력한 이란 모멘텀을 보유하고 있고, 2) 유화부문 대규모 투자로 안정적인 사업 포트폴리오를 구축 과정을 진행하고 있는 대림산업도 중장기적으로 긍정적이다.

연초 이후 수익률은 대우건설, GS건설, 현대건설 순으로 두 자리수 수익률 기록

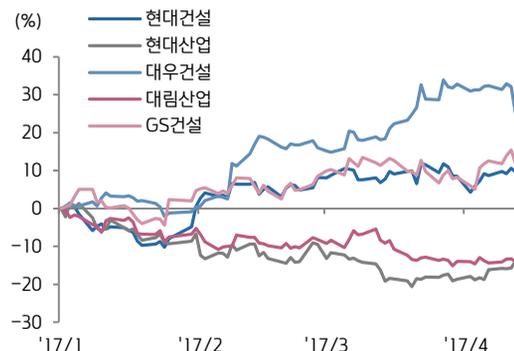
연초 이후 동사 커버리지 5개사의 수익률은 대우건설 > GS건설 > 현대건설 > 현대산업 > 대림산업 순이다. 대우건설이 작년 4분기 빅배스 이후 실적 개선 기대감과 사우디 아람코를 주체로 하는 매각 기대감이 맞물려 33.2%에 이르는 수익률을 기록했다. 실적 개선 및 해외 수주 기대감으로 GS건설과 현대건설 역시 두 자리수 수익률을 기록했다. 반면, 현대산업은 해외부문 기대감이 주를 이루고, 주택시장 전망에 대한 부정적인センチ먼트로 -8.8%를 기록했다. 이란 프로젝트에 대한 우려와 유화부문 대규모 M&A 불확실성으로 대림산업은 -9.8%를 기록했다.

연초 이후 주요 건설사 주가 수익률



자료: DataGuide, 키움증권

연초 이후 주요 건설사 KOSPI 대비 상대수익률



자료: DataGuide, 키움증권

>>> Coverage 대형건설사 현황 Summary

Coverage 대형건설사 투자의견, 목표가 현황

구분	종목	투자의견	목표가	목표가 변동
Top Pick	현대산업(012630)	Buy(Maintain)	86,000 원	유지
Top Pick	현대건설(000720)	Buy(Maintain)	55,000 원	유지
	GS 건설(006360)	Buy(Maintain)	40,000 원	유지
	대우건설(047040)	Buy(Maintain)	9,600원	유지
	대림산업(000210)	Buy(Maintain)	110,000 원	유지

자료: 키움증권

Coverage 대형건설사 실적 전망 (단위: 억원)

업체	구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
현대산업 (IFRS, 연결)	매출액	9,800	12,083	11,647	13,968	11,088	14,426	13,633	15,731	47,499	54,878	57,265
	GPM	16.4	21.3	18.6	18.6	18.3	19.7	19.0	18.8	18.8	19.0	19.2
	영업이익	858	1,608	1,422	1,284	1,085	1,727	1,636	1,561	5,172	6,010	6,316
	OPM	8.8	13.3	12.2	9.2	9.8	12.0	12.0	9.9	10.9	11.0	11.0
	세전이익	677	1,606	1,240	1,072	1,031	1,620	1,553	1,381	4,595	5,586	6,122
	순이익	485	1,200	884	740	733	1,204	1,136	981	3,310	4,054	4,417
현대건설 (IFRS, 연결)	매출액	42,879	46,866	44,641	53,059	43,087	47,196	46,741	53,323	187,445	190,347	197,471
	GPM	8.5	10.8	10.1	9.7	9.1	10.5	10.4	10.5	9.8	10.1	10.3
	영업이익	2,072	2,684	2,751	3,020	2,301	2,988	3,010	3,250	10,527	11,549	12,133
	OPM	4.8	5.7	6.2	5.7	5.3	6.3	6.4	6.1	5.6	6.1	6.1
	세전이익	1,207	2,489	1,685	3,393	1,685	2,856	2,471	3,152	8,773	10,164	11,083
	순이익	869	1,678	1,356	2,601	1,203	1,915	1,899	2,499	6,504	7,516	8,220
GS 건설 (IFRS, 연결)	매출액	26,391	27,064	25,747	31,154	27,294	28,227	29,063	32,588	110,356	117,172	118,592
	GPM	4.8	4.3	3.4	5.1	5.7	6.0	7.1	7.0	4.4	6.5	7.3
	영업이익	291	227	384	528	647	765	1,108	1,278	1,430	3,798	4,744
	OPM	1.1	0.8	1.5	1.7	2.4	2.7	3.8	3.9	1.3	3.2	4.0
	세전이익	83	118	-205	218	428	566	587	1,113	213	2,695	3,729
	순이익	78	77	-187	-173	334	442	458	868	-204	2,102	2,909
대우건설 (IFRS, 연결)	매출액	25,699	30,284	28,177	26,899	25,324	29,459	29,602	28,956	111,059	113,341	114,448
	GPM	6.1	7.6	8.7	-20.0	8.8	9.3	10.4	12.6	0.9	10.3	10.5
	영업이익	605	1,060	976	-7,314	1,244	1,539	1,805	2,355	-4,672	6,943	7,068
	OPM	2.4	3.5	3.5	-27.2	4.9	5.2	6.1	8.1	-4.2	6.1	6.2
	세전이익	-194	446	458	-10,821	851	1,086	1,310	2,121	-10,111	5,367	5,713
	순이익	-192	368	429	-8,154	663	847	1,021	1,654	-7,549	4,186	4,456
대림산업 (IFRS, 연결)	매출액	22,537	25,638	24,574	25,789	23,334	26,995	26,399	28,358	98,538	105,086	108,304
	GPM	9.8	10.7	11.2	8.0	10.6	10.2	10.4	10.4	9.9	10.4	10.3
	영업이익	908	1,362	1,307	618	1,052	1,391	1,355	1,356	4,194	5,154	5,372
	OPM	4.0	5.3	5.3	2.4	4.5	5.2	5.1	4.8	4.3	4.9	5.0
	세전이익	701	1,731	1,393	539	1,019	1,693	1,570	1,548	4,364	5,830	6,125
	순이익	310	1,198	1,091	333	795	1,320	1,225	1,207	2,932	4,548	4,778

자료: 각 사, 키움증권

>>> 밸류에이션 점검

최근 주가 상승률에도 여전히 매력적인 밸류에이션

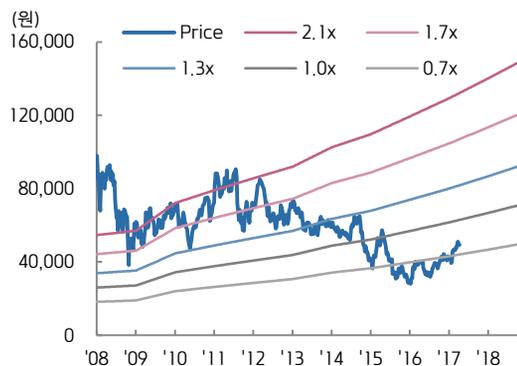
동사 커버리지 5개사의 높은 주가 상승률에도 불구하고 밸류에이션은 여전히 매력적이다. 거의 대부분 역사적 하단에 위치해 있으며, PBR 1배 미만이다. 향후 1) 2018년 이후까지 안정적인 실적 개선, 2) 하반기에 집중되어 있는 해외 수주 모멘텀, 3) 산유국의 투자 확대 사이클로 올해보다 내년이 더 좋을 것으로 전망되는 해외 발주 시장 여건, 4) 각 업체별 할인요인 해소 가능성 등을 감안하면, 상승여력은 아직 충분한 것으로 판단된다.

현대건설 PER 밴드 차트



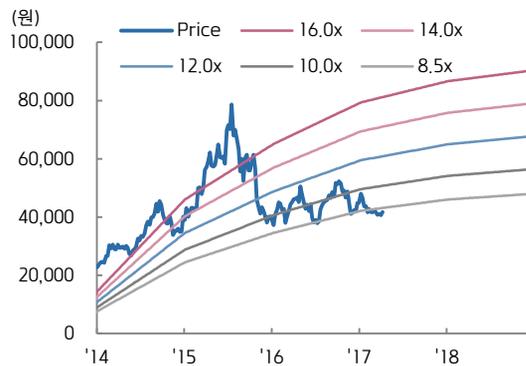
자료: DataGuide, 키움증권

현대건설 PBR 밴드 차트



자료: DataGuide, 키움증권

현대산업 PER 밴드 차트



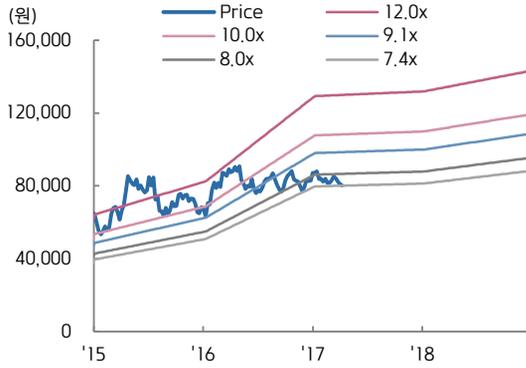
자료: DataGuide, 키움증권

현대산업 PBR 밴드 차트



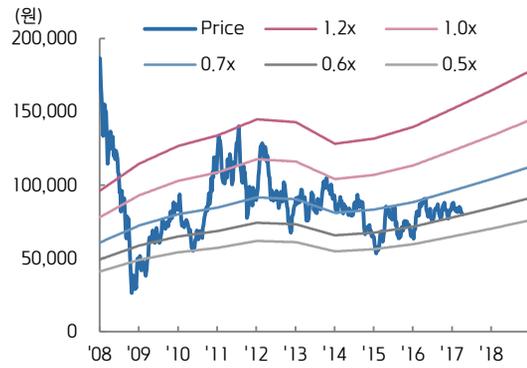
자료: DataGuide, 키움증권

대림산업 PER 밴드 차트



자료: DataGuide, 키움증권

대림산업 PBR 밴드 차트



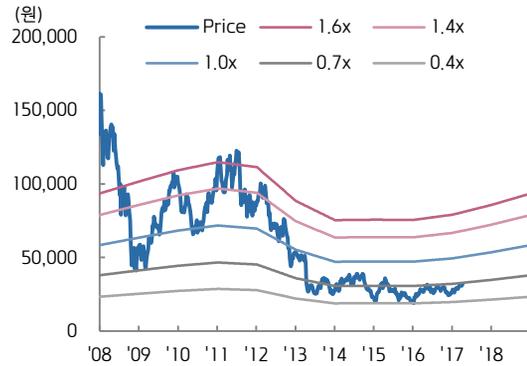
자료: DataGuide, 키움증권

대우건설 PBR 밴드 차트



자료: DataGuide, 키움증권

GS건설 PBR 밴드 차트



자료: DataGuide, 키움증권

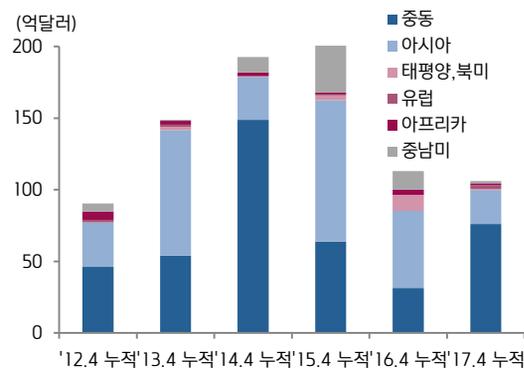
II. 해외 시장 전망

>>> 발주 여건 개선 중

기대보다 해외 수주 모멘텀은 부진한 상황

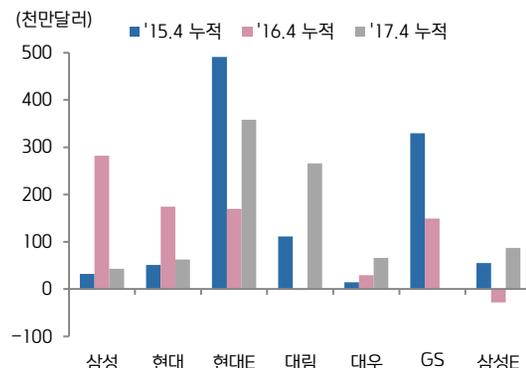
4월 현재 누적 기준으로 해외 수주는 전년 대비 6.1% 감소한 수준이다. 시장 기대보다 해외 수주 모멘텀이 약한 수준이지만, 아직 연초에 불과해 부정적인 시그널로 받아들이기는 어렵다. 실제로 주요 대형 건설사들의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있다.

해외 수주 금액: 전년 대비 6.1% 감소



자료: 해외건설협회, 키움증권

국내 주요 건설사 해외 신규 수주 추이



자료: 해외건설협회, 키움증권

동트기 시작한 해외 발주시장

당사의 경우 MEED를 구축하지 않기 때문에 정확한 숫자를 제시할 수 없지만, 중동을 비롯한 글로벌 발주 물량은 지역과 공종 모두 작년 대비 증가하고 있는 상황이다. 중동 플랜트 발주만 보더라도 전년 대비 70% 가까이 성장할 전망이다. 건설사들의 입찰 건수와 입찰 금액도 작년 대비 2배 이상 증가한 수준으로 파악된다. 특히, 최근 중동에서 다운스트림분야에 대한 투자가 검토 중이며, 내년 이후부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 이러한 요인들을 종합해보면 올해는 물론 내년 이후에도 해외 발주 시장의 전망은 밝다. 1분기 부진한 해외 신규 수주 역시 부정적인 시그널로 확대 해석하기에는 이르지 않다. 주요 대형 건설사들의 타겟 파이프라인은 대부분 하반기에 집중되어 있기 때문이다. 현재 각 건설사별로 추진 중인 주요 프로젝트 중에서 지연되거나 취소되는 등 차질이 발생하고 있는 프로젝트 역시 아직 없는 것으로 파악되고 있다.

이란 發 프로젝트, 착공까지는 험난한 여정 예상

이란 프로젝트는 1분기에 대림산업이 2.3조원 규모의 이스파한 정유시설에 대한 본계약을 체결했으며, 현대건설과 현대엔지니어링이 3.8조원 규모의 사우스파 12 2단계를 수주했다. 이란 프로젝트의 경우 'EPC+F(금융조달)' 방식으로 파이낸싱이 동반된 수의계약 성격으로 상대적으로 마진 확보는 유리할 전망이다. 다만, 금융조달 프로젝트의 경우 통상 수주 후 착공까지는 최소 8개월 이상 걸릴 것으로 예상된다. 핵합의 파기(스냅백)에 대한 우려도 존재하고 있다. 결국 달러 거래 재개가 중요한 터닝 포인트가 될 전망이다.

올해 기대되는 대형 프로젝트들은 차근차근 진행 중

올해 가장 기대되는 대형 프로젝트로는 ‘바레인 밍코 정유(50억불)’와 ‘오만 두쿰 정유(60억불)’, 이란 프로젝트가 있다. ‘바레인 밍코 정유(50억불)’와 ‘오만 두쿰 정유(60억불)’은 예정대로 진행되고 있다. 특히, 오만 두쿰의 경우 패키지1의 short list가 발표된 것으로 파악된다. 대상으로는 대우건설 컨소시엄과 삼성엔지니어링 컨소시엄이다. 바레인 밍코는 상반기 내 short list가 발표될 예정이다.

올해 기대되는 대형 프로젝트 진행 현황

국가	프로젝트	규모	컨소시엄	진행현황
바레인	밍코 시트라 정유 (리벡핑+증설)	50억불	현대건설+대우건설+플루어 GS 건설+JGC 삼성엔지니어링+테크닉 CB&I+페트로팩+미쓰이	* 최초 EPC 는 JGC 가 수행 * technical 은 GS 컨소시엄, commercial 은 삼엔 컨소시엄 우세 추정
오만	두쿰 정유	phase 1: 40억불, phase 2: 10~20억불 phase 3: 10억불	대우건설+TR	* phase 1 short list
			삼성엔지니어링+치오다+페트로팩	* phase 1 short list
			현대건설+현대엔지니어링+아토츠상사	* phase 2만 입찰
			GS 건설+JGC+사이렘 CB&I+CTCI	

자료: 각 사, 키움증권

하반기에 쏠린 해외 수주 모멘텀

건설사	상반기	하반기
현대건설 현대 ENG	수주 * 현대건설+현대엔지니어링 이란 사우스파12 2단계 정유 3.8조원	* 에과도르 정유 30억불 * 이란 제논 정유시설 28억불(대우건설 컨소시엄), 병원 4억불 * 우즈베키스탄 석유화학 20억불 * 투르크메니스탄 비료공장 10.7억불 * 베네수엘라 정유공장(신규) 18억불 * 바레인 정유공장 13.2억불 * 사우디 송변전 8억불, 가스시설 6억불 * 싱가포르 매립 7억불 * 파나마 교량 6억불 * 방글라데시 석탄화력발전 4억불 * 쿠웨이트 가스복합화력발전 1.2억불
	수주 예정 * 2Q: 사우디 킹살만 조선소 - 준설매립 5억불 - 드라이독 3억불	
GS 건설	수주 * 보츠와나 6.5억불 잔고인식	* 가봉 정유 15억불 * 태국 정유플랜트 납사 크래킹 10억불 * 싱가포르 매립 7억불 * 인도네시아, 베트남 등 플랜트 및 인프라 수의계약 다수 입찰
	수주 예정 * RRE 화재복구 공정 10억불 * 투르크메니스탄 리파이너리 3억불	
대우건설	수주	* 사우디 신도시 * 이란 제논 정유시설 28억불(현대건설 컨소시엄) * 러시아 가스플랜트(컨소시엄) * 베트남 발전플랜트 * 나이지리아 정유화학플랜트 * 보츠와나 발전플랜트
	수주 예정 * 오만 두쿰 정유 phase 1 Short list	
대림산업	수주 * 이란 이스파한 정유 본계약 2.3조원 * 터키 차나칼레 현수교 3.2조원 (대림 지분 25% 감안 시 0.8조원)	* 이란 기존 MOU 3건(박티아리덤, 플랜트2건) + 신규 1건 * 필리핀 정유플랜트 * 싱가포르 항만 * 말레이시아 발전플랜트 * 인도네시아, 베트남 등 입찰
	수주 예정	

자료: 각 사, 키움증권

건설사별 주요 목표 해외 신규 수주 현황

업체	국가	프로젝트	규모	내용
현대건설	에콰도르	정유플랜트	현대건설 30억불(25%) + 현대 ENG 6억불(5%) + 중국업체	<ul style="list-style-type: none"> * 총 130억불 규모, 중국 자금으로 파이낸싱 완료, 나머지 지분은 중국업체들 * 중국 쪽 금융 확정 보류로 지연 중 <ul style="list-style-type: none"> - 발주처 입장: 금융 확정되면 바로 LOA 발급 - 중국: 컨소시엄 변동, 한국 업체 일정부분 금융 부담 등 조건 협의 중 * 하반기 수주 목표, 올해 2월 에콰도르 대통령선거 실시 * 4월 2차 대통령 선거 예정, 발주처는 11월 착공 목표 <ul style="list-style-type: none"> - 현재 동사의 수주 가이드스에는 미포함
GS 건설 삼성 ENG	UAE	POC 정유	25억불	<ul style="list-style-type: none"> * 최초 약 30억불 규모였으나, 25억불로 가격 재산정 <ul style="list-style-type: none"> - 환율 등의 영향에 따라 상업입찰만 재입찰 - 기술입찰은 재입찰이 없었음, work scope 은 그대로 진행 * LOA 와 본계약이 올해 3월로 예정됐지만, RRE 공장 화재로 지연 중
대림산업	이란	Esfahan Refinery Upgrading	2.2조원	<ul style="list-style-type: none"> * 16.12.29 이란 Esfahan Refinery Upgrading pjt 낙찰통지서(LOA) 접수 <ul style="list-style-type: none"> - 17.3.15 본계약 체결 - 기존 중지된 사업을 확장한 케이스 * 파이낸싱 구조: 일반적으로 이란쪽 프로젝트에서는 펀딩갭이 존재 <ul style="list-style-type: none"> - 자국 ECA 자금 60~65% + 이란 정부(발주처) 지분투자 15% = 75~80% - 20~25%의 펀딩갭: 제3국 ECA 자금이나 글로벌 상사 자금 수혈로 해결 - 이번 프로젝트의 경우 자국정부 ECA 자금 85% 수혈로 펀딩갭 제거 * 향후 4건 정도 추가 수주 가능(박티아리담+플랜트 2건+신규 1건)
대우건설	사우디	신도시	191억불	<ul style="list-style-type: none"> * 대우건설+한화건설+SAPAC(사우디 현지 업체) 컨소시엄 * 연말 본계약 목표(현재 마스터플랜, 추가적인 사업성 분석 진행 중)

자료: 각 사, 키움증권

III. 국내 주택시장 전망

>>> 신규 분양시장 전망

우려 대비 양호한 청약률, 대형사에 유리한 국면 지속 전망

현재까지 분양된 주요 건설사들의 청약률을 보면 2015~2016년에 버금가는 호황기 수준까지는 아니더라도 양호한 흐름을 보여주고 있다. 사실 우려한대로 청약률은 지난 2년 대비 하락하고 있다. 다만, 이는 1) 청약 제도 강화로 예상된 상황이며, 2) 투기수요가 제거되면서 실수요자에게 좋은 기회가 될 뿐만 아니라, 3) 청약 통장을 보다 신중하게 사용하면서 인기 지역, 인기 브랜드 아파트로 쏠림 현상이 나타나 대형사에게 유리한 측면이 지속될 수 있다.

실제로 서울/수도권 위주로 분양하는 대형사의 경우 예상보다 양호한 신규 분양 실적을 기록하고 있다. 반면 브랜드 및 입지가 상대적으로 약한 단지에서는 청약 마감에 실패하고 있다. 이는 부동산 대책 이후 실수요자 위주로 분양 시장이 재편되면서 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 양극화 현상이 심화되고 있는 것으로 파악된다. 결론적으로 1) 브랜드 선호도를 구축하고 있으며, 2) 재건축/재개발에 우위가 있고, 3) 토지경쟁력을 갖고 있으며, 4) 집단대출 규제에 대비해 현금 보유력이 우수하고, 5) 신용등급이 높은 건설사에 유리하다. 즉, 대형사에 유리한 국면이 올해 내내 지속될 것으로 판단된다.

대형 건설사 주택부문 실적 및 계획

구분		현대산업	현대건설	GS 건설	대우건설	대림산업
2016	분양실적	18,000	16,000	27,791	30,042	23,178
	분양률	99%	90%	95%	90%	91%
	공종별					
	자체	36%	18%	8%	8%	
	재정비	56%	30%	21%	21%	
	일반도급	8%	52%	71%	71%	
	지역별					
서울	70%	30%	15%	10%		
수도권		50%	60%	62%		
지방	30%	20%	25%	28%		
2017	분양계획	19,570	12,000	24,000	27,312	18,456
	공종별					
	자체	16%	38%	3%	10%	0%
	재정비	51%	60%	40%	29%	60%
	일반도급	32%	3%	58%	61%	40%
	지역별					
	서울	70%	45%	23%	4%	
수도권		25%	49%	64%		
지방	30%	30%	28%	32%		
4Q16 미착공	총PF	0	10,000	23,289	13,000	7,360
	미착공PF	0	500(평택동삭)	9,671	1,286(노들역)	6,610
	장기미착공PF	0		7114 (1Q17 4,414 양주 백석 분양)		
CAPEX(택지매입)	2016	3,000	4,000	4,000		
	2017	3,000	4,400	4,000		

주1: 1분기 실적발표 이후 최종 집계에 결과에 따라 수치는 변동 가능

주2: GS건설 CAPEX는 기존 택지매입 할부 건

자료: 각 사, 키움증권

마진 훼손 시그널은 아직 찾기 힘들어

실제 분양 결과를 보면 GS건설의 '오산시티자이 2차', '흥덕파크자이'와 대림산업의 'e편한세상 영종하늘도시 2차', 'e편한세상 양주신도시3차', 대우건설의 '평택 비전 레이크 푸르지오' 단지의 결과가 상당히 좋지 않다. 공교롭게도 2월 대비 3월에 분양한 현장들의 청약률이 저조한데, 3월이 되면서 주택시장의 흐름에 변화가 발생하고 있다기보다는 입지적인 문제로 파악된다.

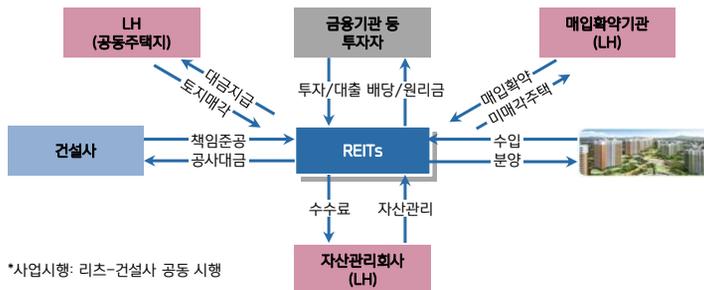
수익성 측면에서 바라보면 '오산시티자이 2차'의 경우 미착공PF 현장으로 리스크가 감지되지만, 15년에 분양한 1차는 완판된 상황으로 향후 추이를 지켜볼 필요성이 있다. '흥덕파크자이'는 지역주택조합아파트로 75%가 조합원 물량이다. 'e편한세상 영종하늘도시2차'와 'e편한세상 양주신도시3차'의 경우 주택개발리츠 사업으로 리스크가 헛지되어 있어 저조한 분양률이 손실로 이어지지는 않을 전망이다. 평택 고덕국제신도시에 높은 프리미엄이 형성되면서 주변 미분양 현장인 '평택 비전 레이크 푸르지오'도 최근 미분양 물량이 꾸준히 해소되고 있는 것으로 파악되고 있다.

아직 연초이기 때문에 의미있는 분석을 위해서는 보다 많은 표본과 시간이 필요하다. 특히, 대선 이후 분양 물량이 집중되어 있다. 새 정부 출범 이후 주택정책 변화 등에 지속적인 모니터링이 필요하다. 아직까지는 신규 분양시장의 경우 예상보다 양호한 흐름을 보여주고 있다. 건설사들의 주택 마진이 훼손되고 있다는 시그널을 찾기는 힘들다는 판단이다.

시공사	분양 시기	아파트	지역	총가구수	일반분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	1	방배아트자이	서울	353	85	9.84:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	1	올하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
GS건설	2	서청주파크자이	지방	1,495	1,452	3.08:1	전 타입 순위내 청약 마감(3.16:1)
GS건설	2	복수센트럴자이	지방	1,102	834	2.79:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	자이더빌리지	수도권	525	525	32.71:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	오산시티자이2차	수도권	1,090	1,088	0.13:1	청약 미달(순위내 0.23:1)
GS건설	3	고덕신도시자연&자이	수도권	755	249	28.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	흥덕파크자이	지방	2,529	635	0.10:1	청약 미달(순위내 0.10:1)
대림산업	2	e편한세상 영종하늘도시2차	수도권	1,520	1,515	0.11:1	청약 미달(순위내 0.38:1)
삼호	2	다산신도시 자연& e편한세상 3차	수도권	1,394	823	4.76:1	전 타입 순위내 청약 마감(5.19:1)
대림산업	3	e편한세상 춘천 한숲시티	수도권	2,835	1,143	14.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 양주신도시3차	수도권	1,566	1,548	0.23:1	청약 미달(순위내 1.06:1)
대우건설	3	평택 비전 레이크 푸르지오	수도권	621	617	0.51:1	청약 미달(순위내 1.28:1)
현대건설	1	올하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
아이앤콘스	2	삼송3차 아이파크	수도권	162	131	6.18:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	백련산 SK뷰 IPARK	서울	1,305	409	5.57:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	동탄호수공원 아이파크	수도권	774	504	6.70:1	전 타입 1순위 청약 마감

자료: APT2you, 각 사, 키움증권

주택개발리츠 구조



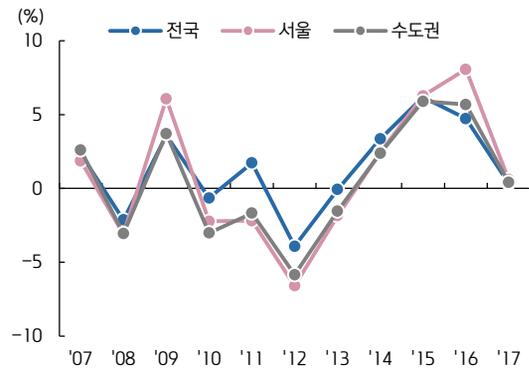
자료: NH, 키움증권

>>> 재고 주택시장 전망

가격: 견고한 흐름

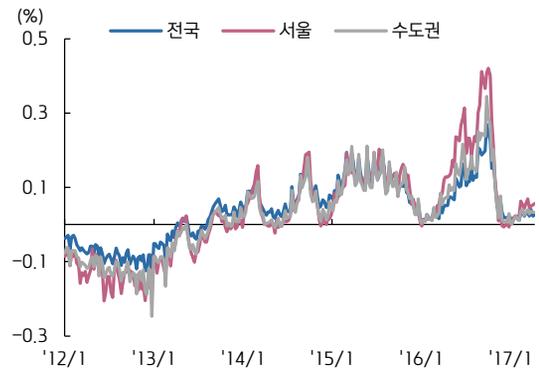
아파트 가격은 11.3, 11.24 정책 등 규제 일변도의 정부 정책과 공급과잉 우려로 상승세가 둔화되다가 최근 다시 반등하고 있다. 이러한 주요인은 재건축 가격의 상승세 전환이 큰 영향을 준 것으로 파악된다. 서울 지역의 전세가율은 하향 추세로 전환됐다. 향후 입주물량이 지속적으로 증가하게 되면 치솟던 전세가는 점차 안정될 가능성이 높다. 전세가가 안정되면서 매매가 역시 상승보다는 하락 추세로 전환될 가능성이 높다. 향후 전반적인 투기과열지구 설정 등 추가적인 규제책이 없다면, slump 보다는 soft landing의 흐름을 보일 것으로 판단된다. 다만, 1) 새 정부 출범 이후 주택정책 변화, 2) 올해 말 일몰되는 재건축초과이익 환수법 유예와 3) 올해 7월말 일몰되는 'LTV/DTI 합리화조치'의 연장 여부에 따라 변동성이 심해질 수 있다.

아파트 연간 매매가격지수 증가율 추이



자료: Reps, 키움증권

아파트 주간 매매가격지수 증가율 추이



자료: Reps, 키움증권

서울 재건축 가격 추이



자료: Reps, 키움증권

전세가율 추이



자료: KB부동산, 키움증권

'17년 달라지는 부동산 제도

구분	시행일	내용
주택담보대출 여신심사가이드라인 확대	2017.01.01 2017.03~	'잔금대출'에 대해 현행 주택담보대출의 여신심사가이드라인 적용 상호금융·새마을금고에 대해 주택담보대출의 여신심사가이드라인 적용
청약제도 개편	2017.01.01	조정대상지역(조정대상주택)에서 2순위로 청약할 경우에도 청약통장 필요 (가입기간이나 예치금액 기준은 없음)
정책모기지 개편	2017.01.01	정책모기지가 서민과 실수요자를 중심(디딤돌: 주택가격 5억원+소득 6천만원 미만, 보금자리: 주택가격 6억원+소득 7천만원 미만)으로 확대(41조→44조)
주택도시보증 디딤돌대출 금리조정	2017.01.16	기본금리: 종전 연 2.1%~연 2.9% → 연 2.25%~연 3.15% 최저금리: 연 1.8% 변동없음
LTV/DTI 합리화조치	2017.07.31	LTV/DTI 합리화조치 일몰
재건축초과이익 환수	2017.12.31	재건축초과이익 환수법 유예안 일몰(2014년 12월 부동산 3법 국회 통과) (올해 말까지 관리처분계획을 접수하지 못하면 내년부터는 재건축을 해 조합이 얻은 이익이 1인당 평균 3,000만원을 넘을 경우 초과 금액의 최고 50%를 세금으로 내야 함)
택지공급 개편	2017.12.31	'17년까지 3년간 한시적으로 LH의 대규모 공공택지 지정 중단 일몰 (14.9.1 규제합리화를 통한 주택시장 활력회복 및 서민 주거안정 강화방안)

자료: 언론 정리, 키움증권

'11.3 주택시장의 안정적 관리방안 요약

실수요자 중심의 주택시장 형성 유도 및 주택시장 안정적 관리



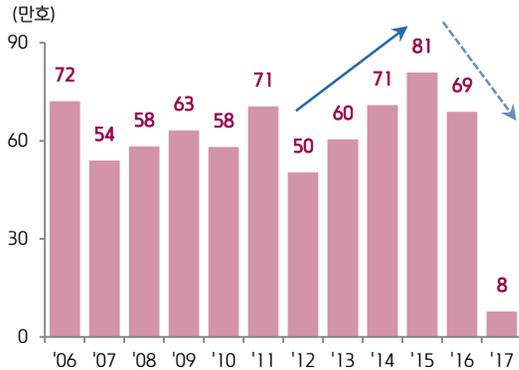
실수요자 당첨기회 확대 (국지적 시장과열 완화)		실수요자 금융지원	주택시장의 투명성 제고	
맞춤형 청약제도 조정	과도한 투자수요 관리	자금지원 및 금융부담 완화	정비사업 제도 개선	청약시장 불법행위 근절
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 대상지역 · 서울 전지역, 경기·부산 일부 지역, 세종특별자치시 ◆ 택지유형 · 지역에 따라 공공 또는 민간 또는 모두 ◆ 청약제도 조정 · 전매제한 기간 강화: 1년 연장 또는 소유권 이전 등기 시 · 1순위 제한: 대상 주택 청약시 2주택 이상 소유자 제외 등 · 재당첨제한 1~5년간 재당첨 제한 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 투자수요 관리 · 중도금 대출보증 발급 요건: 계약금5→10% · 2순위 청약시에도 청약통장 필요 · 1순위 청약일정 분리 : 당해/기타 구분 · 청약가점제 비율 유지(40%) 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 정책모기지 지속 공급 · 디딤돌대출 등 모기지 차질없이 공급 · 적격대출의 은행별 한도 추가배정 등 ◆ LH분양중도금조정 · 1회차 납부시기도 4~8개월 연기하고, 중도금비율등축소 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 경쟁입찰 확대 및 용역비 공개 · 일반경쟁 원천, 민간수요자 전자조달시스템 사용 의무화 등 ◆ 금품·향응 수수 행위 신고 활성화 · 신고포상금 및 자진신고제 도입 ◆ 정비사업 대출보증 요건 강화 ◆ 정비사업 조합 운영실태 점검 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 청약시장 불법행위 상시점검팀 운영 · 정기점검 외 과열이 발생한 지역은 불시점검 실시 · 각 호별 분양권 및 주택 거래내역 파악시스템 구축 ◆ 신고제도 활성화 · 신고포상금 및 자진신고제 도입 ◆ 부적격 당첨자 청약 제한기간 연장 : 3개월→1년

주: 자세한 내용은 '16/11/4, 11.3 부동산 대책만으로 쇼크는 없다' 자료 참고
자료: 국토교통부, 키움증권

거래량: 견고한 흐름

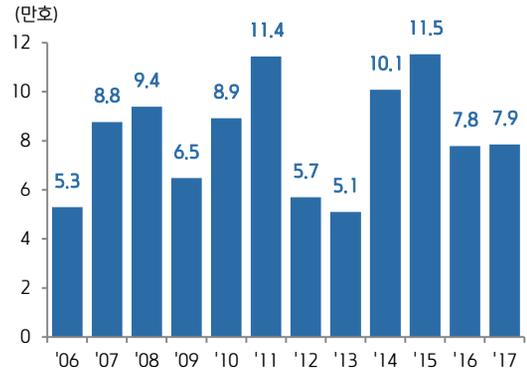
전국 아파트 매매 거래량은 1월 기준으로 전년 대비 6개월만에 마이너스를 기록했지만, 2월 바로 반등했다. 3월 거래량까지 분석이 가능한 서울과 경기도 지역을 보면 증가 추세가 지속될 것으로 전망된다. 연초에 불과하고 표본도 적지만, 1) 매매 가격은 일시적인 상승속도 둔화 이후 반등하고 있고, 2) 거래량 역시 큰 폭의 하락 없이 안정적인 흐름을 보이고 있다. 재고 주택시장 역시 당초 우려보다 안정적인 모습을 보이고 있다고 판단된다.

전국 아파트 매매 거래량 추이



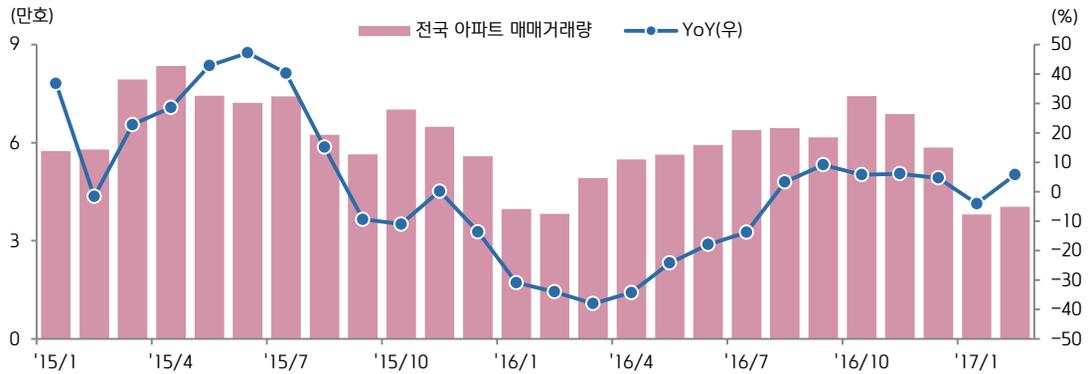
자료: 한국감정원, 키움증권

전국 아파트 2월 누적 매매 거래량 추이



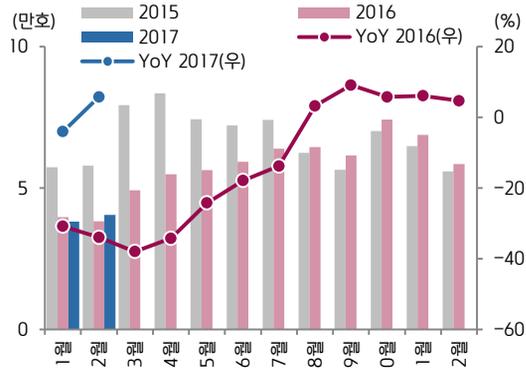
자료: 한국감정원, 키움증권

전국 아파트 월별 매매 거래량 추이



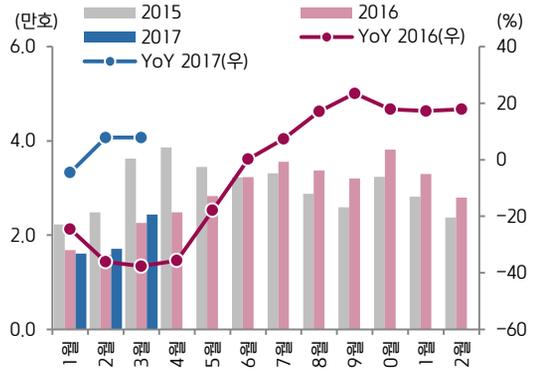
자료: 한국감정원, 키움증권

전국 아파트 월별 매매 거래량 추이



자료: 한국감정원, 키움증권

서울+경기도 아파트 월별 실거래량 추이



자료: 서울부동산정보광장, 경기도부동산포털, 키움증권

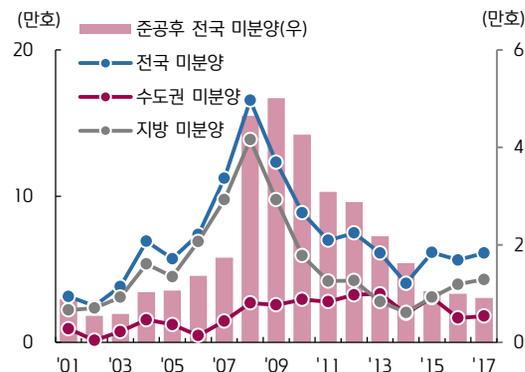
>>> 주택시장 RISK 점검

미분양: 변동성 확대

전국 기준 전체 미분양 주택수는 올해 들어 2개월 연속 증가하고 있다. 서울과 수도권 지역은 전월 대비 감소했지만 지방이 6.6% 증가했다. 반면, 준공후 미분양 주택수는 전월 대비 감소 추세가 지속되고 있다. 장기 시계열 상 미분양 주택수는 하단에 위치해 있고, 악성 미분양으로 불리는 준공 후 미분양은 여전히 감소 추세를 유지하고 있다. 2년간 97만호를 분양했다는 점을 감안하면 아직은 우려할 수준은 아닌 것으로 판단된다. 최근 중도금 및 잔금 등 집단대출 규제로 주택담보대출의 금리가 2월 기준 7개월 연속 상승하고 있으며, 실제 주택담보대출 금액이 19개월만에 감소했다. 특히 2월 주택담보대출 금리는 2015년 2월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 이에 따라 분양 받은 사람들의 부담 증가로 미분양 주택수 증가에 대한 우려가 커지고 있는 상황이다. 따라서 향후 미분양 주택수 추이에 대한 지속적인 모니터링이 필요한 시점이다.

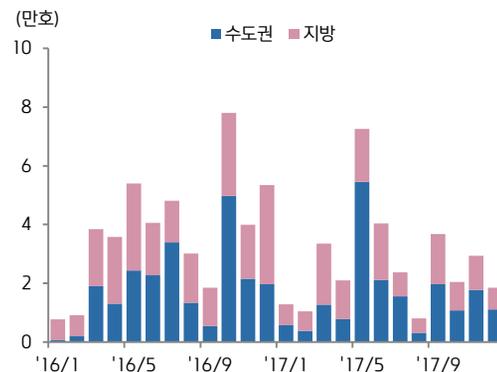
한편으로 이는 정부 정책의 당초 기대와 달리 실수요자들에게 직접적인 영향을 미치는 것으로, 실수요자의 주거 안정을 위한 지원책이 나올 가능성도 기대해 볼 수 있다. 지난 11.3, 11.24 정책 등 최근 정부의 부동산 시장 정책 스탠스는 규제를 향하고 있다. 정부 정책 기조를 보면 핵심은 '대출 규제'와 '신규 공급 감소 유도'로 정리된다. 향후 재고 및 신규분양 시장의 축소가 불가피할 전망이다. 그럼에도 불구하고 올해 신규 분양 계획은 연초 31만호 수준에서 현재 43만호 수준까지 증가했다. 전년 대비 4.9% 감소한 수치다. 실제 분양이 잘 될 수 있을지 우려감이 큰 상황이다. 다만, 새 정부 출범에 따른 주택정책 변화 등에 따라 대선 이후 주택 공급계획은 유동적으로 점차 축소될 가능성이 높다는 판단이다.

미분양 추이



자료: 국토교통부, 키움증권

전국 아파트 월별 분양+분양계획 물량 추이



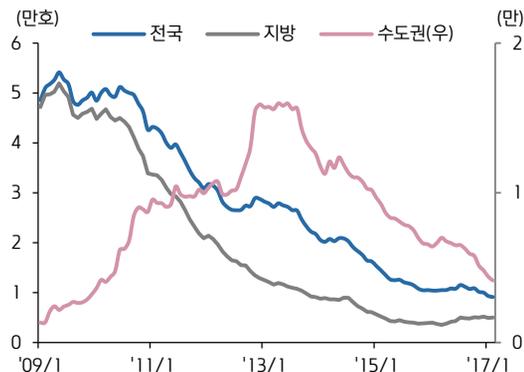
주 '17년 신규분양 계획은 43.2만호, 월별 일정이 정해진 물량은 32.8만호
자료: REPS, 키움증권

미분양 월간 추이



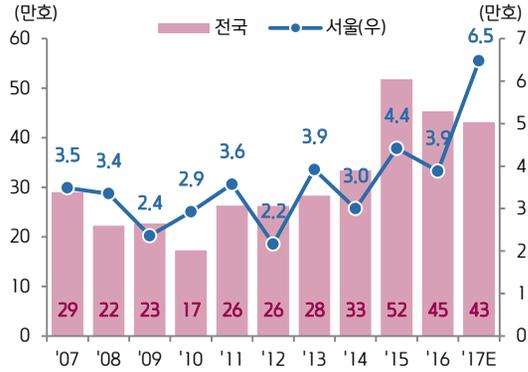
자료: 국토교통부, 키움증권

준공후 미분양 월간 추이



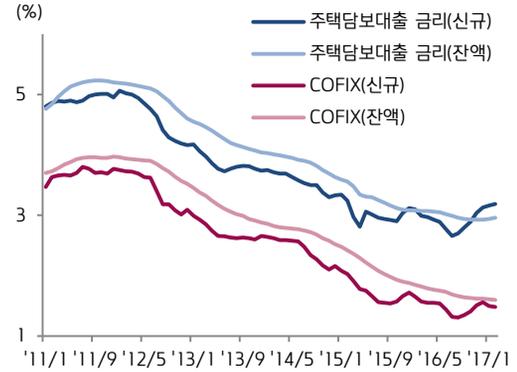
자료: 국토교통부, 키움증권

전국 아파트 분양 및 분양계획 물량 추이



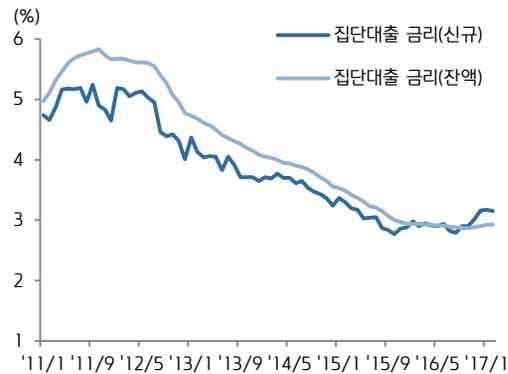
자료: Reps, 키움증권

주택담보대출 금리 및 COFIX 추이



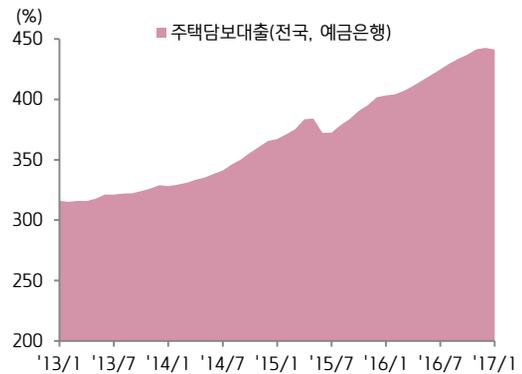
자료: 한국은행, 은행연합회, 키움증권

집단대출 금리 추이



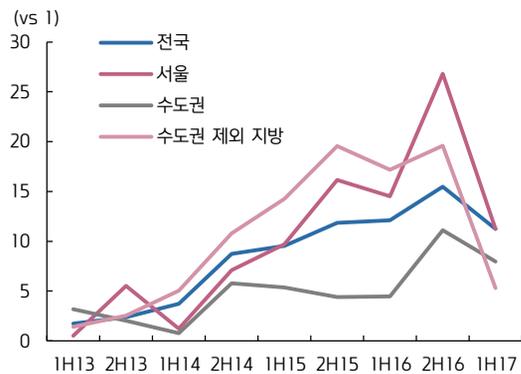
자료: 한국은행, 키움증권

예금은행 기준 전국 주택담보대출 금액 추이



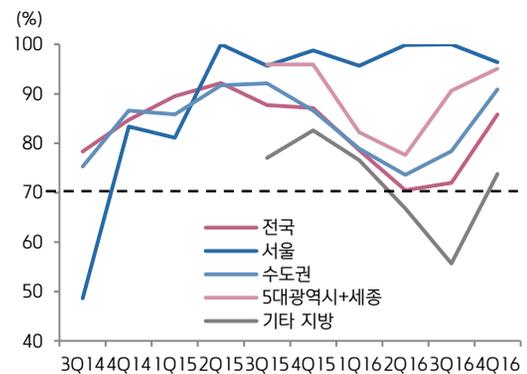
자료: 한국은행, 키움증권

1순위 청약 경쟁률 추이



자료: Reps, 키움증권

초기분양률 추이



자료: KOSIS, 키움증권

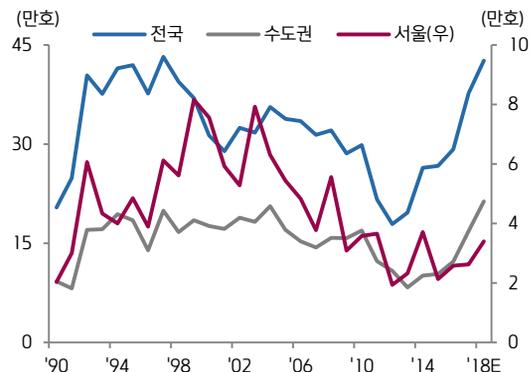
입주리스크: 우려 과도

올해부터 부동산 시장이 침체에 접어들 수 있다는 전망에 대한 핵심 근거로 많이 거론되는 지표는 입주물량이다. 입주물량 급증에 따른 공급과잉 우려는 구체적인 숫자가 뒷받침돼 강력하게 작용하고 있다. 실제로 올해 전국 아파트 입주물량은 37.7만호로 1998년 39.4만호 이후 최대다. 내년에도 이를 넘어선 42.6만호가 입주를 기다리고 있다. 입주리스크를 시작으로 집을 살 만한 사람들은 지난 2년 동안 충분히 매수했다는 수요의 실종, 가격하락에 따른 심리적인 부담까지 올해 부동산 시장 전망은 공급과잉 우려로 흐르고 있다.

올해 입주되는 대부분의 물량은 2014년도에 분양한 물량들이다. 그 당시 분양가와 현재 주변 아파트 시세를 비교해보면 입주리스크에 대한 분석이 가능하다. 결론적으로 새 아파트 가격이 현재 주변 재고 아파트 대비 싸다. 지방의 경우 분양가가 더 비싸긴 하지만 가격의 스프레드를 비교해보면 역대 최저 수준이다. 특히 분양 호황기인 2006~2007년 계약자들이 금융위기 뒤 집값 폭락으로 입주를 포기했던 2010년 전후의 입주대란 시기와는 상황이 다르다. 그리고 그 당시와는 달리 현재 아파트 계약금은 총 분양대금의 10% 이하로 받지 않고 있다. 현 상황에서 계약금 10%를 포기하기에는 매물비용이 너무 크다.

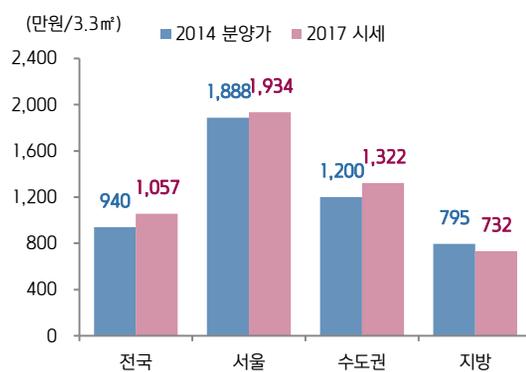
물론 단지 가격만이 입주리스크를 결정짓는 요소는 아니다. 최근에는 중도금 및 잔금 대출 규제 강화로 대출이 거절되거나 금리가 높아지자 계약을 포기하는 사례가 보고되고 있다. 실제로 한국주택협회 조사에 따르면 지난 2월 20일 기준 중도금 집대대출 협약을 체결하지 못한 사업장 규모는 약 6.7조원(약 2.7만가구)으로 전체의 74.5%에 달했다. 앞에서도 언급했지만 이러한 요인들로 인해 결국에는 인기 지역, 인기 브랜드 아파트로 쏠림 현상이 나타나고, 현금 여력이 상대적으로 견고한 대형사에게 유리한 측면이 지속될 전망이다.

아파트 재고+입주예정 물량 추이



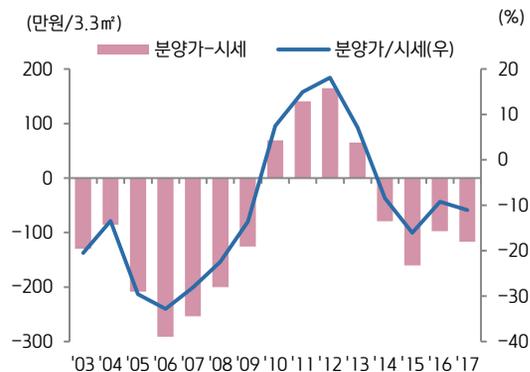
자료: Reps, 키움증권

아파트 분양가와 현재 아파트 시세 비교



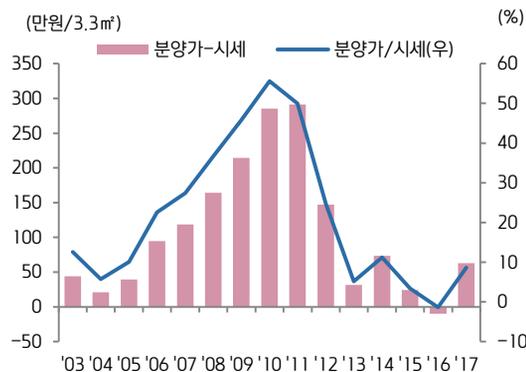
자료: Reps, 키움증권

전국 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이



자료: Reps, 키움증권

지방 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이



자료: Reps, 키움증권

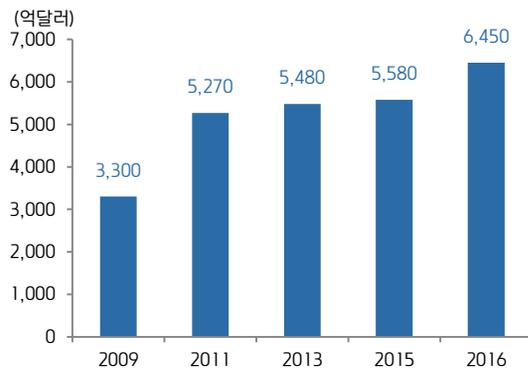
IV. 인프라 시장 전망

>>> 글로벌 트렌드로 확대되는 인프라 투자

국내 주택시장 불확실성 확대에 대한 또 다른 대안

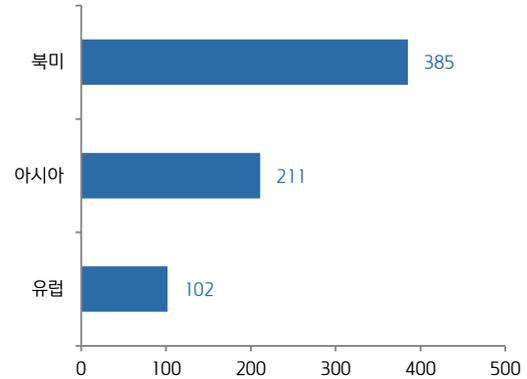
국내 주택시장 축소로 인한 수주 및 수익성 감소에 대해 국내외 인프라 시장 확장이 하나의 대안이 될 것으로 전망된다. 인프라 시장은 1) 미국 트럼프의 대표 정책인 '1조 달러 인프라 투자계획', 2) 중국의 인프라 투자 확대 및 일대일로 추진 속도 증가, 3) 국내 인프라 기반시설 및 민자 SOC 시장 확대 등 국내외 적으로 기회가 확대되고 있다.

글로벌 인프라스트럭처 딜 규모



자료: 프래킨, 매일경제, 키움증권

글로벌 인프라스트럭처 1분기 지역별 딜 규모



자료: 프래킨, 매일경제, 키움증권

중국 인프라 투자 - AIIB 사업 본격 추진

중국은 지난 3월 5일 전국인민대표대회(전인대)를 통해 올해 철도건설에 8,000억위안, 고속도로와 해상운수 산업에 1조 8,000억위안의 투자를 단행하기로 발표했다. 15개 항목의 중요 수리공정에도 착수할 예정이다. 인민은행은 올해 5,076억위안의 예산을 투자할 방침이라고 밝혔다.

2,000억위안(약 36조원)을 투자해 일대일로 항공네트워크 구축을 위한 50여개 공항 프로젝트도 계획 중이다. 2014년 말 202개의 일반공항(GA)이 지방 공항 신설로 2020년 260여 곳으로 증가할 전망이며, 지방 공항 신설에는 780억달러(약 92조원)가 투자될 것으로 예상된다.

일대일로(一帶一路) 추진 속도도 빨라지고 있다. 중국은 현대판 실크로드를 건설하겠다는 '일대일로' 전략에 기반해 아시아 전역에 걸쳐 도로, 철도, 물류, 에너지 기반 시설 등의 대규모 인프라 투자를 전방위로 진행 중이다. 자본조달을 위해 설립한 아시아인프라투자은행(AIIB) 사업이 활발히 진행되고 있다. 2015년 3월 AIIB는 57개국의 창립회원국을 확보하고 지난해 6월 제1차 연차 총회를 열고 파키스탄 고속도로 등 5억900만달러 규모의 4개 대출 프로젝트를 승인했다. 올해에 25개 회원국이 늘어난다. 중국 상무부 자료에 따르면, 지난해 말까지 중국기업은 일대일로 관련 국가와 지역에 56개의 경제합작구를 조성했다. 투자는 누적으로 185억5000만달러를 기록했고 지난해 투자만 145억3000만달러다. 이는 신흥국 인프라 발전으로 확대될 것으로 전망되며, 아시아 각국 정부 주도로 도로, 송전선 등 기초 인프라가 깔리고 난 뒤에는 도시 개발을 위한 민간 인프라 투자 수요가 발생할 것으로 예상된다. 국내 건설업체들과 관련 기자재 업체들의 수혜가 기대된다.

미국 인프라 투자 - 트럼프 정부의 핵심 공약

미국은 향후 10년간 1조 달러를 투자하여 미국 도시의 내부를 정비하고 낮은 고속도로, 다리, 터널, 공항, 학교를 다시 지어 미국 인프라를 세계 최고 수준으로 만들겠다고 공언했다. 특히 미국은 노후 석탄발전소를 대체하는 신재생에너지 산업 투자 수요가 거세게 일고 있다. 이를 위해 트럼프 대통령은 지난 2월 28일 국회 상하원합동회의 연설에서 국가재구축을 시작하기 위해 국회에 미국 인프라에 1조 달러를 투자하는 법안의 승인을 요청했다. '1조 달러 인프라 투자계획'이 실현되면 미국뿐 아니라 글로벌 인프라 투자열기가 확산돼 긍정적 효과가 기대된다.

국내 인프라 투자 - 대선 이후, 민자 SOC 시장 확대 전망

국내 역시 인프라 기반시설 및 민자 SOC 시장 확대가 기대된다. 정부는 1) 작년 10월 총 131.7조원(국비 92.0조원, 지방비 4.2조원, 자체조달 14.0조원, 민간투자 등 21.5조원)을 교통시설 확충 및 운영에 투자하는 '제4차 중기교통시설투자계획(2016~2020)'을 확정 발표했으며, 2) 작년 7월에는 총 투자비 73.7조원 규모의 도로분야 최상위 법정계획인 '제1차 국가도로종합계획'을, 3) 작년 6월에는 총 투자비 70조원 규모의 10년 단위 중장기 법정계획인 '제3차 국가철도망구축계획(2016~2025)'을, 4) 작년 7월에는 '민자철도사업 활성화 방안'을, 5) 2015년 4월에는 '민간투자사업 활성화 방안'을 발표했다.

작년 10월 '항공기 지연운항 개선방안'에서는 기반시설 부족을 해소하기 위해 공항인프라 확충을 계획하고 있다. 제4차 중기교통시설투자계획에 따르면, 기존공항 활성화 및 신설과 편의성과 대중성 강화를 통해 세계를 선도하는 공항 경쟁력을 확보키 위해 국비 4.2조원이 투자될 예정이다. 장기적으로 안정적인 수익을 내기 위해 설계·건설·운영 등을 패키지로 하는 투자개발형 사업으로 한국식 공항 수출 사업도 추진 중이다. 현재 필리핀, 베트남, 파라과이, 사우디아라비아 등에서 총 8,700억원 규모의 '공항 BOT(건설-운영-양도) 사업'이 추진되고 있다.

이러한 민자 SOC 사업들이 그동안 컨트롤 타워 부재로 지연되고 있었지만, 대선 이후 각 사업들이 빠르게 진행될 가능성이 높다. 새 정부가 출범하게 되면 경제 활성화를 위해 건설 경기 부양이 수반되어야 하는데 곧바로 주택시장에 충격을 줄 수 있는 정책을 펼치기에는 쉽지 않다. 따라서 결국 인프라 시장에 대한 발주가 확대될 가능성이 높다.

'제3차 국가철도망구축계획'상 민자검토 대상 사업

노선명	사업구간	사업내용	연장(km)
경부고속선	수색~서울~금천구청	복선전철	30.0
	평택~오송	2복선전철화	47.5
중앙선	용산~청량리~망우	2복선전철	17.3
수서광주선	수서~광주	복선전철	19.2
문경-경북선	문경~점촌~김천	단선전철	73.0
남부내륙선	김천~거제	단선전철	181.6
춘천속초선	춘천~속초	단선전철	94.0
평택부발선	평택~부발	단선전철	53.8
수도권 광역급행철도	송도~청량리	복선전철	48.7
수도권 광역급행철도	의정부~급정	복선전철	45.8
신분당선	호매실~봉담	복선전철	7.1
신분당선 서북부 연장	동방고~삼송	복선전철	21.7
원종홍대선	원종~홍대입구	복선전철	16.3
위례과천선	복정~경마공원	복선전철	15.2

자료: 국토교통부, 키움증권

2026년까지 새로 건설 예정이거나 검토 중인 민간 공항

발주 시기	프로젝트	총 사업비	완료 시기	내용
2017	흑산도 소형공항	1,833억원	2020년	신공항 건설
	울릉도 소형공항	5,755억원	2022년	신공항 건설
	김포공항 확장	4,932억원	2027년	국내선 2터미널 신설
2018	김해 신공항	5.96조원	2021년 착공 2026년 개항	신공항 건설, 3,800만명/년처리목표 김해공항 서편에 활주로(3,200m), 국제선 터미널(년2,800만명), 계류장, 관제탑, 접근도로·철도 등 신공항 건설
	제주 2공항	4.1조원	2020년 착공 2025년 개항	신공항 건설, 2,500만명/년처리목표 서귀포 성산에 활주로(3,200m), 터미널(년2,500만명), 관제탑, 접근도로 등 신공항 건설
미정	대구공항 통합이전	7.3조원 (공항건설 5.8조원)	2023년 개항	(추진방식) 군 공항은기 부대양여방식, 민간공항은국토 부(공항공사) 사업으로동 시이전
	광주 군공항 이전	5~6조원		
	제주공항 2차 단기 투자			신규 매입부지 등을 활용하여 공항시설 확장, 공항운영 개선, 접근교통체계 재정비 등 종합 시행
	새만금 신공항	4,000억원	2023년	신공항 건설
	백령도 소형공항	790억원	2024년	군+민간 겸용 신공항 건설
서산 신공항	500억원	2020년	기존 공군 비행장에 민항시설 추가	

자료: 국토교통부, 기획재정부, 언론정리, 키움증권



기업분석

현대건설 (000720)	BUY(Maintain)/목표주가 55,000원 베네수엘라 현장 착공만 남았다!
현대산업 (012630)	BUY(Maintain)/목표주가 86,000원 탁월한 주택사업 전략가이자, 민자 SOC 강자
대우건설 (047040)	BUY(Maintain)/목표주가 9,600원 풍부한 모멘텀 보유
GS건설 (006360)	BUY(Maintain)/목표주가 40,000원 현안 프로젝트가 준공되고 있다!
대림산업 (000210)	BUY(Maintain)/목표주가 110,000원 해소 가능한 불확실성

현대건설 (000720)



BUY(Maintain)

주가(4/14) 48,750원

목표주가 55,000원

당사가 과거 동사의 주요 할인요인으로 판단했던 사안은 해외 신규 수주 지연과 해외 장기 미착공 현장의 규모가 크다는 점이었다. 이중 해외 신규 수주의 경우에는 각 지역별로 핵심 공종 중심의 수주가 진행 중이다. 해외 장기 미착공 현장은 총 4개 중 상반기 중으로 3개 현장이 본격적인 착공에 들어가 매출화가 진행될 전망이다. 핵심 할인 요인들이 해소되고 있다. 목표주가 55,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

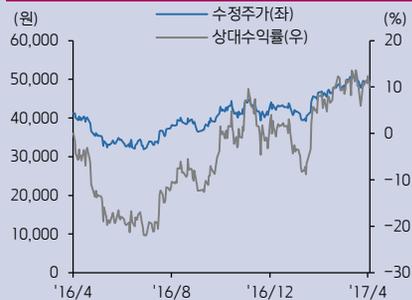
Stock Data

KOSPI (4/14)	2,134.88pt		
시가총액	54,286억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	51,300원	31,900원	
최고/최저가 대비 등락	-4.97%	52.82%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.2%	1.2%
	6M	15.4%	9.3%
	1Y	18.3%	11.7%

Company Data

발행주식수	111,356천주
일평균 거래량(3M)	388천주
외국인 지분율	31.14%
배당수익률(17.E)	1.01%
BPS (17.E)	61,635원
주요 주주	현대자동차 외3인 34.91%
	국민연금공단 12.04%

Price Trend



베네수엘라 현장 착공만 남았다!

>>> 할인 요인 해소 중

당사가 과거 동사의 주요 할인요인으로 판단했던 사안은 해외 신규 수주 지연과 해외 장기 미착공 현장의 규모가 크다는 점이었다. 이중 해외 신규 수주의 경우에는 각 지역별로 핵심 공종 중심의 수주가 진행 중이다. 목표로 하고 있는 주요 해외 프로젝트들이 대부분 하반기에 대기하고 있어 기대해 볼 만하다. 해외 장기 미착공 현장이 해외 수주잔고에서 차지하는 비중은 30%에 육박하기 때문에 이 현장들의 매출화가 상당히 중요하다. 총 4개의 해외 장기 미착공 현장 중 상반기 중으로 3개 현장이 본격적인 착공에 들어가 매출화가 진행될 전망이다. 핵심 할인 요인들이 해소되고 있다.

>>> 본격적인 착공이 기대되는 미착공 현장

러시아 비료공장(현대건설 15억불, 현대ENG 26억불)의 경우 현재 토공사가 진행 중이며 상반기내 금융확정이 예정되어 있어 하반기 본격적인 착공이 가능할 전망이다. 우즈벡 GTL은 작년 12월 발주처로부터 착공지시서(Notice to Proceed)를 수령하고 설계 인원이 투입된 상태다. 발주처의 비용 최적화를 위한 조정으로 계약금액이 기존 2.5조원에서 0.5조원으로 변경된 점은 아쉽지만 착공이 진행된다는 점에서 긍정적이다. 마지막으로 베네수엘라 Puerto La Cruz 정유공장 고도화 설비 패키지(main pkg)가 남았다. 상반기 중 금융 협약 체결이 완료될 전망이다. 3.5조원 규모로 선수금 20%가 입금되면 바로 착공에 들어갈 예정이다. 연내 모두 착공에 들어간다면, 추가적인 멀티플 부여가 가능하다는 판단이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	191,221	187,445	190,347	197,471	203,045
보고영업이익(억원)	9,866	10,527	11,549	12,133	12,595
핵심영업이익(억원)	9,866	10,527	11,549	12,133	12,595
EBITDA(억원)	11,824	12,431	13,624	14,208	14,670
세전이익(억원)	7,983	8,773	10,164	11,083	11,714
순이익(억원)	5,840	6,504	7,516	8,220	8,677
지배주주지분순이익(억원)	3,679	4,908	5,662	6,182	6,529
EPS(원)	3,301	4,403	5,080	5,547	5,858
증감율(%YoY)	-12.3	33.4	15.4	9.2	5.6
PER(배)	8.6	9.7	9.8	9.0	8.5
PBR(배)	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	4.6	5.6	5.4	4.9	4.5
보고영업이익률(%)	5.2	5.6	6.1	6.1	6.2
핵심영업이익률(%)	5.2	5.6	6.1	6.1	6.2
ROE(%)	6.5	8.1	8.6	8.6	8.4
순부채비율(%)	8.5	5.1	-2.5	-8.0	-12.2

현대건설 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대건설	1	올하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
현대건설	4	서초 주상복합	서울	800			
현대건설	6	힐스테이트 송도 더테라스	수도권	2,784			
현대건설	6	북아현 1-1	서울	1,226			
현대건설	7	고덕3단지 재건축	서울	4,066			
현대건설	7	신길9구역 재개발	서울	1,464			
현대건설	8	천안 동남구청사 도시재생	지방	451			
현대건설	9	하남감일지구	수도권	2,533			
현대건설	10	송도 6.8공구 A14BL	수도권	1,083			
현대건설	10	세종 6-4	지방	3,100			
현대건설	11	부산 연산3 재개발	지방	1,663			
현대건설	11	안양호원초주변지구 재개발	수도권	3,850			
현대건설	12	응암1구역 재개발	서울	879			
현대건설	12	김포 향산리	수도권	3,506			

자료: APT2you, 현대건설, 키움증권

현대엔지니어링 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대엔지니어링	4	힐스테이트 세종 리버파크	지방	672			
현대엔지니어링	4	힐스테이트 암사	서울	460			
현대엔지니어링	4	힐스테이트 김해	지방	630			
현대엔지니어링	4	힐스테이트 용인(뉴스테이)	수도권	1,950			
현대엔지니어링	4	힐스테이트 킨텍스 레이크뷰	수도권	299			
현대엔지니어링	5	광주 본촌동 지역주택조합	지방	834			
현대엔지니어링	8	부산 과정 지역주택조합	지방	523			
현대엔지니어링	12	개포8단지 공동주택	서울	1,804			

자료: APT2you, 현대엔지니어링, 키움증권

현대건설 베네수엘라 장기 미착공 프로젝트 현황

시기	프로젝트	규모	내용
2012.06.27	Puerto La Cruz 정유공장 확장 및 설비개선 공사	3.5조원(현대건설 1.8조원)	현대ENG(26%), 중국 위슨ENG(23%)
2013.12.04	Batalla de Santa Ines 정유공장 1단계 공사	2.4조원(현대건설 1.5조원)	현대ENG(26%), 중국 위슨ENG(13%)
2014.11.13	Puerto La Cruz 정유공장 고도화 설비 패키지	4.9조원(현대건설 3.5조원)	현대ENG(18%), 중국 위슨ENG(10%)

자료: 현대건설, 키움증권

17.1.6 현대건설 금감원 감리 착수

사안	금감원, 현대건설·안전회계 감리 착수
내용	해당 회계감리는 금융감독원이 감리효율성을 위해 도입한 심사감리의 일환 현대건설은 대상회사로 선정되어 금융감독원으로부터 관련 자료제출 요구 심사감리: 공시자료를 근거로 추세 분석 등을 통해 특이사항을 점검하는 사전감리 형태

자료: 현대건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	191,221	187,445	190,347	197,471	203,045
매출원가	175,126	169,082	171,027	177,139	182,010
매출총이익	16,095	18,363	19,320	20,332	21,035
판매비및일반관리비	6,229	7,836	7,771	8,198	8,439
영업이익(보고)	9,866	10,527	11,549	12,133	12,595
영업이익(핵심)	9,866	10,527	11,549	12,133	12,595
영업외손익	-1,883	-1,753	-1,385	-1,050	-882
이자수익	709	788	1,139	1,377	1,594
배당금수익	28	14	21	17	19
외환이익	2,792	3,247	3,020	3,133	3,076
이자비용	1,031	871	643	643	643
외환손실	2,588	2,472	2,530	2,501	2,515
관계기업지분손익	234	-62	-61	-70	-65
투자및기타자산처분손익	363	-115	6	-55	-25
금융상품평가및기타금융이익	-2	1	-0	0	-0
기타	-2,389	-2,283	-2,336	-2,309	-2,322
법인세차감전이익	7,983	8,773	10,164	11,083	11,714
법인세비용	2,143	2,270	2,648	2,863	3,037
유효법인세율 (%)	26.8%	25.9%	26.1%	25.8%	25.9%
당기순이익	5,840	6,504	7,516	8,220	8,677
지배주주지분순이익(억원)	3,679	4,908	5,662	6,182	6,529
EBITDA	11,824	12,431	13,624	14,208	14,670
현금순이익(Cash Earnings)	7,798	8,408	9,591	10,295	10,752
수정당기순이익	5,576	6,589	7,515	8,263	8,698
증감률(% YoY)					
매출액	10.0	-2.0	1.5	3.7	2.8
영업이익(보고)	2.9	6.7	9.7	5.1	3.8
영업이익(핵심)	2.9	6.7	9.7	5.1	3.8
EBITDA	6.2	5.1	9.6	4.3	3.3
지배주주지분 당기순이익	-12.3	33.4	15.4	9.2	5.6
EPS	-12.3	33.4	15.4	9.2	5.6
수정순이익	-4.0	18.2	14.1	10.0	5.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,960	10,865	14,109	13,045	11,955
당기순이익	5,840	6,504	7,516	8,220	8,677
감가상각비	1,241	1,362	1,494	1,494	1,494
무형자산상각비	717	543	581	581	581
외환손익	-131	-361	-490	-632	-561
자산처분손익	-363	115	-6	55	25
지분법손익	-234	62	61	70	65
영업활동자산부채 증감	-5,641	-2,047	-1,430	-3,233	-4,969
기타	4,531	4,687	6,383	6,490	6,644
투자활동현금흐름	-11,738	-7,752	-7,226	-6,955	-6,367
투자자산의 처분	-9,892	-6,337	-5,510	-5,011	-4,506
유형자산의 처분	147	42	27	27	27
유형자산의 취득	-1,865	-1,787	-1,587	-1,587	-1,587
무형자산의 처분	-98	-86	0	0	0
기타	-67	384	-157	-384	-301
재무활동현금흐름	307	-1,769	-557	-557	-557
단기차입금의 증가	-3,565	-2,726	0	0	0
장기차입금의 증가	4,938	2,042	0	0	0
자본의 증가	26	0	0	0	0
배당금지급	-1,091	-1,084	-557	-557	-557
기타	0	-0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-5,450	1,526	6,325	5,532	5,031
기초현금및현금성자산	25,424	19,974	21,500	27,825	33,358
기말현금및현금성자산	19,974	21,500	27,825	33,358	38,388
Gross Cash Flow	13,264	15,057	16,019	16,605	17,109
Op Free Cash Flow	1,571	5,788	7,598	6,254	4,849

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	143,437	149,493	158,511	170,375	182,800
현금및현금성자산	19,974	21,500	27,825	33,358	38,388
유동금융자산	12,411	18,541	23,996	28,767	33,106
매출채권및유동채권	76,057	71,334	67,981	68,093	70,015
재고자산	13,286	11,994	12,179	12,635	12,992
기타유동비금융자산	21,709	26,125	26,529	27,522	28,299
비유동자산	51,149	49,342	49,734	50,600	51,292
장기매출채권및기타비유동채권	4,202	4,136	4,200	4,357	4,480
투자자산	10,355	12,012	12,118	12,377	12,580
유형자산	17,542	14,981	15,047	15,112	15,178
무형자산	8,573	8,103	8,103	8,103	8,103
기타비유동자산	10,476	10,110	10,266	10,650	10,951
자산총계	194,585	198,835	208,245	220,975	234,092
유동부채	85,828	87,466	88,729	91,828	94,252
매입채무및기타유동채무	51,007	51,611	52,410	54,371	55,906
단기차입금	1,985	1,634	1,634	1,634	1,634
유동성장기차입금	287	287	287	287	287
기타유동부채	32,549	33,934	34,398	35,535	36,425
비유동부채	33,845	29,946	31,135	33,104	35,677
장기매입채무및비유동채무	182	434	441	458	470
사채및장기차입금	21,999	19,717	19,717	19,717	19,717
기타비유동부채	11,664	9,794	10,977	12,929	15,489
부채총계	119,673	117,412	119,863	124,931	129,929
자본금	5,573	5,573	5,573	5,573	5,573
주식발행초과금	2,875	2,875	2,875	2,875	2,875
이익잉여금	41,850	46,383	51,611	57,361	63,458
기타자본	7,911	8,636	8,636	8,636	8,636
지배주주지분자본총계	58,209	63,467	68,695	74,445	80,542
비지배주주지분자본총계	16,704	17,956	19,687	21,599	23,621
자본총계	74,913	81,423	88,382	96,044	104,163
순차입금	6,397	4,138	-2,187	-7,720	-12,750
총차입금	26,371	25,638	25,638	25,638	25,638

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,301	4,403	5,080	5,547	5,858
BPS	52,227	56,944	61,635	66,794	72,264
주당EBITDA	10,609	11,154	12,224	12,748	13,163
CFPS	5,347	9,749	12,659	11,704	10,726
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	8.6	9.7	9.8	9.0	8.5
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.6	5.6	5.4	4.9	4.5
PCFR	4.1	5.7	5.8	5.4	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.2	5.6	6.1	6.1	6.2
영업이익률(핵심)	5.2	5.6	6.1	6.1	6.2
EBITDA margin	6.2	6.6	7.2	7.2	7.2
순이익률	3.1	3.5	3.9	4.2	4.3
자기자본이익률(ROE)	6.5	8.1	8.6	8.6	8.4
투자자본이익률(ROIC)	13.6	15.3	18.4	20.5	21.4
안정성(%)					
부채비율	159.7	144.2	135.6	130.1	124.7
순차입금비율	8.5	5.1	-2.5	-8.0	-12.2
이자보상배율(배)	9.6	12.1	18.0	18.9	19.6
활동성(배)					
매출채권회전율	2.5	2.5	2.7	2.9	2.9
재고자산회전율	14.3	14.8	15.7	15.9	15.8
매입채무회전율	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7

현대산업 (012630)



BUY(Maintain)

주가(4/14) 42,750원

목표주가 86,000원

올해 주택 공급계획은 1.9만세대로 전년 대비 소폭 증가한 수준이다. 대형사 기준 전년 대비 증가한 회사는 동사가 유일하다. 동사의 중단기적인 주택사업 전략은 올해까지 최대한 공급을 한 후, 내년부터는 공급을 줄이고 랜드뱅크에 집중해 다음에 오는 주택시장 upcycle을 대비하겠다는 전략이다. 탁월한 전략이라는 판단이다. 향후 주택시장의 공백은 민자SOC에서 해법을 찾고 있다. 대선 이후 민자SOC 사업은 빠르게 진행될 가능성이 높아 수혜가 예상된다. 목표주가 86,000원과 투자자권 Buy를 유지한다.

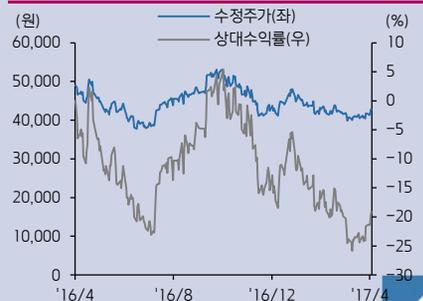
Stock Data

KOSPI (4/14)	2,134.88pt	
시가총액	32,227억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	53,100원	37,800원
최고/최저가 대비 등락	-19.49%	13.10%
주가수익률	절대	상대
	1M 3.4%	3.3%
	6M -17.0%	-21.4%
	1Y -11.7%	-16.6%

Company Data

발행주식수		75,384천주
일평균 거래량(3M)		298천주
외국인 지분율		49.52%
배당수익률(17.E)		1.64%
BPS (17.E)		40,227원
주요 주주	정몽규 외8인	18.56%
	템플턴 외16인	8.83%

Price Trend



탁월한 주택사업 전략가이자, 민자 SOC 강자

>>> 탁월한 주택사업 전략

올해 주택 공급계획은 1.9만세대로 작년 공급한 1.8만세대 대비 소폭 증가한 수준이다. 대형사 기준 주택 공급계획을 살펴보면 전년 대비 증가한 회사는 동사가 유일하다. 동사의 중단기적인 주택사업 전략은 올해까지 분양시장에 대한 전망을 양호하게 판단하고 최대한 공급을 한 후, 내년부터는 공급을 줄이고 랜드뱅크에 집중해 다음에 오는 주택시장 upcycle을 대비하겠다는 전략이다. 특히 올해는 집단대출 규제로 인해 재무상태와 신용등급, 잉여현금이 굉장히 중요하다. 대출을 받기 위해서는 초기계약률, 보증능력, 신용등급, 계약금 회수율, 분양률 등을 제공해야 하기 때문이다. 만약 중도금 대출을 받지 못하면 건설사들은 자체 현금을 투입해야 한다. 중소형사는 상당히 어려운 국면이며, 재무구조가 취약한 일부 대형사도 어려움을 겪을 수 있다. 동사의 경우 건전한 재무로 시장점유율을 늘릴 수 있는 기회다.

>>> 대선 이후 민자 SOC 확대로 수혜 전망

대선 이후 새 정부가 출범하면 곧장 주택시장에 대한 정책을 펼치기에는 쉽지 않다. 규제책을 강하게 쓰기에는 주택시장이 호황국면이라고 보기 어렵고, 규제를 풀기에는 가계부채에 대한 문제가 발생하기 때문이다. 결국 경제 활성화를 위해 건설 경기 부양이 수반되어야 한다는 점에서 인프라 시장에 대한 발주가 확대될 가능성이 높다. 특히, 그동안 컨트롤 타워 부재로 지연되고 있던 민자 SOC 사업이 빠르게 진행될 가능성이 높다. 동사의 경우 내년 착공이 확정된 GTX A노선과 그 외 평택-오송 KTX 2복선화, 서창-김포 고속도로 등 민자 SOC 시장 확대 시 수혜가 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	46,026	47,499	54,878	57,265	60,216
보고영업이익(억원)	3,895	5,172	6,010	6,316	6,537
핵심영업이익(억원)	3,895	5,172	6,010	6,316	6,537
EBITDA(억원)	4,321	5,588	6,426	6,732	6,953
세전이익(억원)	3,243	4,595	5,586	6,122	6,363
순이익(억원)	2,386	3,310	4,054	4,417	4,599
지배주주지분순이익(억원)	2,168	3,067	3,738	4,082	4,265
EPS(원)	2,876	4,069	4,959	5,415	5,657
증감율(%YoY)	214.9	41.5	21.9	9.2	4.5
PER(배)	13.5	11.0	8.6	7.9	7.6
PBR(배)	1.2	1.3	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	8.8	6.4	4.7	3.7	3.0
보고영업이익률(%)	8.5	10.9	11.0	11.0	10.9
핵심영업이익률(%)	8.5	10.9	11.0	11.0	10.9
ROE(%)	9.6	12.3	13.6	13.4	12.5
순부채비율(%)	30.8	2.0	-12.9	-26.8	-34.9

현대산업개발그룹 주택 공급 공종별 비교

구분	2016		2017	
	세대수	비중	세대수	비중
자체	6,500	37.2%	5,000	26.3%
재정비	10,384	59.4%	11,000	57.9%
일반도급	600	3.4%	3,000	15.8%
합계	17,484	100%	19,000	100%

주: 1분기 실적 발표 이후 변경 예정
 자료: 현대산업, 키움증권

현대산업개발그룹 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
아이엔코스	2	삼송3차 아이파크	수도권	162	131	6.18:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	백련산 SK뷰 IPARK	서울	1,305	409	5.57:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	3	동탄호수공원 아이파크	수도권	774	504	6.70:1	전 타입 1순위 청약 마감

자료: APT2you, 현대산업, 키움증권

현대산업 2016년, 2017년 주요 토목(인프라) 추진사업

시기	사업명	주요내용
2016년	부산신항 2-4단계	부산컨테이너 터미널
	지계-남산도시고속화도로	
2017년	양지 물류센터	* 창고 1개동(B1~5F, 건축 연면적 345,347.83㎡) 신축 및 부지조성공사 * 사업규모: 2,150억원 * 공사기간: 2017.3 ~ 2018.11 * 준공 후에는 CJ대한통운이 임차해 사용할 예정
	통영LNG복합화력발전소	
	수도권광역급행철도(GTX)	* A노선 2018년 착공 결정, 올해 하반기 사업자 선정 전망
하반기	서창-김포고속도로	
	평택-오송 KTX	
	신규 물류센터	

자료: 현대산업, 언론정리, 키움증권

GTX 사업비

- A노선: 3.6조원
- B노선: 5.8조원
- C노선: 3.1조원

GTX 사업기간

- A노선: 2018~2023
- B노선: 검토중
- C노선: 2019~2024

수도권 광역급행철도(GTX) 노선 확장·연결



자료: 언론정리, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	46,026	47,499	54,878	57,265	60,216
매출원가	38,063	38,547	44,447	46,279	48,876
매출총이익	7,963	8,952	10,430	10,987	11,340
판매비및일반관리비	4,068	3,779	4,421	4,670	4,802
영업이익(보고)	3,895	5,172	6,010	6,316	6,537
영업이익(핵심)	3,895	5,172	6,010	6,316	6,537
영업외손익	-652	-577	-424	-194	-174
이자수익	265	309	418	543	682
배당금수익	11	48	30	39	34
외환이익	134	118	126	122	124
이자비용	645	472	488	478	483
외환손실	139	151	179	169	212
관계기업지분손익	24	-58	40	80	120
투자및기타자산처분손익	370	14	11	12	11
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-673	-384	-382	-342	-450
법인세차감전이익	3,243	4,595	5,586	6,122	6,363
법인세비용	857	1,286	1,532	1,705	1,764
유효법인세율 (%)	26.4%	28.0%	27.4%	27.9%	27.7%
당기순이익	2,386	3,310	4,054	4,417	4,599
지배주주지분순이익(억원)	2,168	3,067	3,738	4,082	4,265
EBITDA	4,321	5,588	6,426	6,732	6,953
현금순이익(Cash Earnings)	2,811	3,726	4,470	4,833	5,015
수정당기순이익	2,114	3,299	4,046	4,408	4,591
증감률(% YoY)					
매출액	2.8	3.2	15.5	4.4	5.2
영업이익(보고)	72.9	32.8	16.2	5.1	3.5
영업이익(핵심)	72.9	32.8	16.2	5.1	3.5
EBITDA	61.7	29.3	15.0	4.8	3.3
지배주주지분 당기순이익	214.9	41.5	21.9	9.2	4.5
EPS	214.9	41.5	21.9	9.2	4.5
수정순이익	154.4	56.1	22.6	9.0	4.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	10,284	8,398	8,293	9,502	8,828
당기순이익	3,243	4,595	4,054	4,417	4,599
감가상각비	411	402	403	403	403
무형자산상각비	15	14	13	13	13
외환손익	-35	14	53	47	89
자산처분손익	-371	-13	-11	-12	-11
지분법손익	-24	58	-40	-80	-120
영업활동자산부채 증감	5,404	3,164	1,376	2,195	1,168
기타	1,642	164	2,444	2,519	2,687
투자활동현금흐름	-643	-890	-3,347	-3,739	-4,146
투자자산의 처분	-373	-337	-1,129	-1,539	-1,072
유형자산의 처분	1	8	1	1	1
유형자산의 취득	-239	-498	-1,600	-2,000	-2,800
무형자산의 처분	-9	-15	0	0	0
기타	-26	-49	-619	-201	-275
재무활동현금흐름	-6,645	-1,458	-500	-500	-500
단기차입금의 증가	-8,627	-2,767	0	0	0
장기차입금의 증가	2,216	1,738	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-246	-398	-500	-500	-500
기타	12	-32	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,998	6,045	4,445	5,263	4,181
기초현금및현금성자산	2,479	5,477	11,522	15,968	21,230
기말현금및현금성자산	5,477	11,522	15,968	21,230	25,411
Gross Cash Flow	5,519	6,296	7,144	7,439	7,663
Op Free Cash Flow	8,447	6,792	4,554	5,168	3,509

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	34,094	36,452	39,778	45,181	49,467
현금및현금성자산	5,477	11,522	15,968	21,230	25,411
유동금융자산	1,944	1,879	2,822	4,336	5,354
매출채권및유동채권	11,677	10,702	9,628	9,388	9,712
재고자산	9,977	7,680	6,873	5,845	4,691
기타유동비금융자산	5,019	4,668	4,488	4,383	4,299
비유동자산	21,007	21,394	22,700	23,422	24,248
장기매출채권및기타비유동채권	26	27	31	32	34
투자자산	7,943	8,059	8,252	8,281	8,340
유형자산	8,445	8,510	9,001	9,491	9,982
무형자산	146	159	159	159	159
기타비유동자산	4,447	4,639	5,258	5,459	5,734
자산총계	55,101	57,846	62,478	68,603	73,716
유동부채	20,195	22,640	22,896	25,232	26,505
매입채무및기타유동채무	5,838	5,919	5,901	6,158	6,475
단기차입금	5,198	5,449	5,449	5,449	5,449
유동성장기차입금	2,035	2,005	2,005	2,005	2,005
기타유동부채	7,124	9,266	9,541	11,620	12,576
비유동부채	10,196	7,657	9,330	9,202	8,942
장기매입채무및비유동채무	37	35	40	42	44
사채및장기차입금	4,910	3,361	3,361	3,361	3,361
기타비유동부채	5,249	4,262	5,929	5,800	5,538
부채총계	30,391	30,297	32,226	34,434	35,447
자본금	3,769	3,769	3,769	3,769	3,769
주식발행초과금	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	19,172	21,856	25,122	28,734	32,529
기타자본	-941	-981	-1,831	-1,831	-1,831
지배주주지분자본총계	23,576	26,220	28,636	32,248	36,043
비지배주주지분자본총계	1,134	1,329	1,616	1,922	2,226
자본총계	24,710	27,549	30,253	34,170	38,269
순차입금	7,606	543	-3,903	-9,165	-13,346
총차입금	13,083	12,065	12,065	12,065	12,065

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)	2,876	4,069	4,959	5,415	5,657
EPS	32,386	35,893	40,227	45,017	50,052
BPS	5,732	7,413	8,524	8,931	9,224
주당EBITDA	13,642	11,140	11,001	12,605	11,710
CFPS	500	700	700	700	700
DPS					
주가배수(배)	13.5	11.0	8.6	7.9	7.6
PER	1.2	1.3	1.1	0.9	0.9
PBR	8.8	6.4	4.7	3.7	3.0
EV/EBITDA	10.4	9.1	7.2	6.7	6.4
PCFR					
수익성(%)	8.5	10.9	11.0	11.0	10.9
영업이익률(보고)	8.5	10.9	11.0	11.0	10.9
영업이익률(핵심)	9.4	11.8	11.7	11.8	11.5
EBITDA margin	5.2	7.0	7.4	7.7	7.6
순이익률	9.6	12.3	13.6	13.4	12.5
자기자본이익률(ROE)	10.4	18.2	25.9	31.9	39.9
투자자본이익률(ROIC)					
안정성(%)	123.0	110.0	106.5	100.8	92.6
부채비율	30.8	2.0	-12.9	-26.8	-34.9
순차입금비율	6.0	11.0	12.3	13.2	13.5
이자보상배율(배)					
활동성(배)	3.4	4.2	5.4	6.0	6.3
매출채권회전율	3.7	5.4	7.5	9.0	11.4
재고자산회전율	7.6	8.1	9.3	9.5	9.5
매입채무회전율	2,876	4,069	4,959	5,415	5,657

대우건설 (047040)



BUY(Maintain)

주가(4/14) 6,820원

목표주가 9,600원

동사는 작년 3분기 검토의견 거절 이후 4분기 빅배스를 실현했다. 발생 가능한 주요 손실은 상당부분 반영된 것으로 판단하며, 올해 제시한 영업이익 가이드스 7,000억원은 달성 가능할 전망이다. 이처럼 실적 외에도 사우디 아람코 등에서 인수의향을 밝히고 있어 매각 모멘텀도 보유하고 있다. 더불어 올해 처음으로 실적에 반영될 베트남 사업도 순조롭게 진행 중이다. 연초 이후 주가 상승폭이 크지만 상승여력은 충분하다는 판단이다. 목표주가 9,600원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

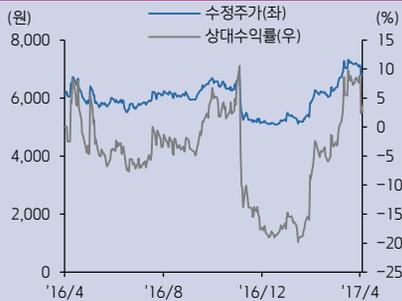
Stock Data

KOSPI (4/14)	2,134.88pt		
시가총액	28,345억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	7,320원	5,080원	
최고/최저가 대비 등락	-6.83%	34.25%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	7.1%	7.0%
	6M	3.8%	-1.7%
	1Y	9.6%	3.5%

Company Data

발행주식수	415,623천주	
일평균 거래량(3M)	1,165천주	
외국인 지분율	9.21%	
배당수익률(17.E)	0.00%	
BPS (17.E)	6,140원	
주요 주주	산업은행 외인	50.75%
	에스이비티투자	12.28%

Price Trend



풍부한 모멘텀 보유

>>> 빅배스 이후 실적개선 전망

동사는 작년 3분기 검토의견 거절 이후 4분기 빅배스를 실현했다. 발생 가능한 주요 손실은 상당부분 반영된 것으로 판단하며, 올해 제시한 영업이익 가이드스 7,000억원은 달성 가능할 전망이다. 해외부문 원가율도 100% 아래로 내려올 것으로 예상되며, 국내 주택부문은 middle single 수준의 마진을 유지할 수 있을 것으로 추정된다.

>>> 사우디 아람코에 매각된다면...?!

이처럼 실적 외에도 사우디 아람코 등에서 인수의향을 밝히고 있는 점도 긍정적이다. 아람코의 글로벌 상장으로 동사의 인수자금을 충당할 것이라는 관측도 나오고 있는 상황이다. 만약 아람코에서 인수한다면 현재 진행중인 사우디 신도시 프로젝트가 탄력을 받을 것으로 전망되며, 공사 물량 확보에도 상당히 긍정적이다.

>>> 순항 중인 베트남 사업

베트남은 올해 하반기 처음으로 실적에 반영될 전망이다. 국제 IFRS 상 진행률이 아닌 준공시점 인식이기 때문이다. 작년 1차 180세대 빌라 분양분에 대한 실적으로 약 2,500억원의 매출이 반영될 전망이다. 작년 12월 2차로 67세대 빌라 분양이 시작됐으며, 이는 4분기에 실적으로 반영될 예정이다. 올해는 2분기에 3차 49세대, 3분기에 4차 66세대 빌라 분양이 예정되어 있다. 내년에는 약 600세대의 아파트 분양이 계획되어 있다. 더불어 용지매각도 진행 중에 있어 베트남 사업은 순조롭게 진행중인 것으로 판단된다

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	98,900	111,059	113,341	114,448	113,186
보고영업이익(억원)	1,689	-4,672	6,943	7,068	6,811
핵심영업이익(억원)	1,689	-4,672	6,943	7,068	6,811
EBITDA(억원)	2,406	-3,707	8,012	8,136	7,879
세전이익(억원)	1,195	-10,111	5,367	5,713	5,429
순이익(억원)	1,046	-7,549	4,186	4,456	4,235
지배주주지분순이익(억원)	1,059	-7,358	4,187	4,430	4,223
EPS(원)	255	-1,770	1,007	1,066	1,016
증감율(%YoY)	-20.0	적전	흑전	5.8	-4.7
PER(배)	22.0	-2.9	6.8	6.4	6.7
PBR(배)	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	18.2	-11.0	5.8	5.4	5.2
보고영업이익률(%)	1.7	-4.2	6.1	6.2	6.0
핵심영업이익률(%)	1.7	-4.2	6.1	6.2	6.0
ROE(%)	3.9	-30.9	18.7	16.6	13.6
순부채비율(%)	71.6	93.5	70.5	50.9	37.1

대우건설 2017년 주택공급계획

구분	2016		2017		y-y
	세대수	비중	세대수	비중	
공급유형별					
APT	20,273	67.5%	19,393	71.0%	-4.3%
주상복합	6,745	22.5%	6,552	24.0%	-2.9%
오피스텔	3,024	10.1%	1,367	5.0%	-54.8%
사업유형별					
도급	21,328	71.0%	16,622	60.9%	-22.1%
자체	2,407	8.0%	2,644	9.7%	9.8%
도시정비	6,307	21.0%	8,046	29.5%	27.6%
지역별					
서울	3,076	10.2%	1,205	4.4%	-60.8%
수도권	18,504	61.6%	17,410	63.7%	-5.9%
지방	8,462	28.2%	8,697	31.8%	2.8%
합계	30,042	100.0%	27,312	100.0%	

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 2017년 주택공급계획

구분	아파트	주상복합	오피스텔	계
서울	1,205	-	-	1,205
수도권	11,344	4,699	1,367	17,410
지방	6,844	1,853	-	8,697
계	19,393	6,552	1,367	27,312

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 2017년 신규 분양 현황

공사사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대우건설	3	평택 비전 레이크 푸르지오	수도권	621	617	0.51:1	청약 미달(순위내 1.28:1)
대우건설	5	인천 논현 푸르지오	수도권	754			
대우건설	5	고덕 센트럴 푸르지오	서울	605			
대우건설	6	포항 장성 침촌 지구	지방	1,500			
대우건설	6	고양 지축 공공주택	수도권	852			
대우건설	7	상계4구역	서울	403			
대우건설	8	서대신 6구역	지방	415			
대우건설	8	과천 주공 7-1단지	수도권	1,317			
대우건설	9	수원 영흥공원 민간개발	수도권	1,999			
대우건설	9	하남 감일지구	수도권	684			
대우건설	9	창원 교방	지방	844			
대우건설	9	화명 2구역	지방	841			
대우건설	9	일광지구 5,6BL	지방	619			
대우건설	10	수원고등주환시	수도권	1,549			
대우건설	11	과천 지식정보타운	수도권	961			
대우건설	11	안양 호원초	수도권	823			

자료: APT2you, 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업개요

구분	내용
위치	베트남 하노이시 서호 서쪽 일원 (고급주거지역)
사업금액	1단계: USD 1,175백만 (전체PJ: USD 2,131백만)
사업기간	1단계: 2010년 6월 ~ 2019년 12월 (전체PJ: 2010년6월 ~ 2023년12월)
개발규모	- 114.8 ha 규모의 신도시 개발 - 상업 및 업무용지 조성/판매 (31.3 ha, 총연면적1,425,593㎡) - 주택건설/분양: 빌라(364세대), APT(603세대)
현재	부지 조성 공사 진행 중 (공정율79.1%) 잔여 토지 보상 진행 중 (114.7ha, 99.9% 완료) 빌라/용지분양/판매 진행 중

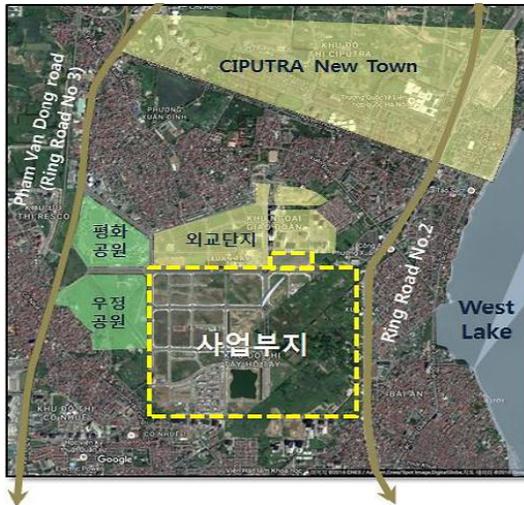
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업 빌라 분양 실적 및 계획

구분	세대수	예상매출	착공	분양	준공
1차	182	203,134	15년9월	16년6월	17년6월
2차	67	82,552	16년7월	16년12월	17년9월
3차	49	43,870	17년4월	17년4월	18년6월
4차	66	66,965	17년9월	17년9월	18년11월
합계	364	396,521	-	-	-

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업부지



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업 현장



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 사업개요

구분	내용
발주처	사우디아라비아 주택부 (MOH/Ministry of Housing, KSA)
시공 JV	대우건설 + 한화건설+ SAPAC (Saudi Pan Kingdom Co.)
사업금액	약US\$ 19.1 Bil. (부지조성비 포함)
사업기간	17년 (5단계 개발)
세대수	49,271세대 중, 국민주택(ESKAN): 15,678 세대 일반분양(Non-ESKAN): 33,593 세대 * 최근 5,2만세대로 증가
공급계획	Master Plan 결과에 따라 사업규모(세대수) 및 연간 공급계획 조정
주택형태	APT 42% + Townhouse/Villa 58%

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 향후 계획

일자	계획일정
2017.01.23~24	15 세대수, 공사비 및 참여조건 협의 (MOH 및DHS JV)
2017.02	Concept Master Plan & Basic Design 및 F/S 완료
2017.03	Master Plan 및 Development Plan 장관 보고
2017.10	SPC JV Agreement 체결 / DHS JV Agreement 체결
2017.12	SPC JV vsDHS JV 도급계약 체결

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 사업부지



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 조감도



자료: 대우건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	98,900	111,059	113,341	114,448	113,186
매출원가	93,312	110,109	101,627	102,478	101,371
매출총이익	5,588	951	11,714	11,969	11,815
판매비및일반관리비	3,899	5,623	4,771	4,902	5,004
영업이익(보고)	1,689	-4,672	6,943	7,068	6,811
영업이익(핵심)	1,689	-4,672	6,943	7,068	6,811
영업외손익	-495	-5,439	-1,576	-1,354	-1,381
이자수익	215	249	280	344	411
배당금수익	43	7	22	24	18
외환이익	857	1,153	1,156	1,055	1,121
이자비용	972	931	912	912	912
외환손실	871	1,281	1,054	1,069	1,135
관계기업지분손익	-191	-64	-42	-67	-58
투자및기타자산처분손익	346	104	70	103	92
금융상품평가및기타금융이익	870	480	434	595	503
기타	-791	-5,155	-1,530	-1,427	-1,422
법인세차감전이익	1,195	-10,111	5,367	5,713	5,429
법인세비용	148	-2,562	1,181	1,257	1,194
유효법인세율 (%)	12.4%	25.3%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,046	-7,549	4,186	4,456	4,235
지배주주지분순이익(억원)	1,059	-7,358	4,187	4,430	4,223
EBITDA	2,406	-3,707	8,012	8,136	7,879
현금순이익(Cash Earnings)	1,763	-6,584	5,255	5,525	5,304
수정당기순이익	-19	-7,985	3,793	3,912	3,771
증감률(% YoY)					
매출액	-1.1	12.3	2.1	1.0	-1.1
영업이익(보고)	-60.4	적전	흑전	1.8	-3.6
영업이익(핵심)	-60.4	적전	흑전	1.8	-3.6
EBITDA	-50.4	적전	흑전	1.6	-3.2
지배주주지분 당기순이익	-20.0	적전	흑전	5.8	-4.7
EPS	-20.0	적전	흑전	5.8	-4.7
수정순이익	적전	적지	흑전	3.1	-3.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,851	3,588	9,829	8,861	8,832
당기순이익	1,046	-7,549	4,186	4,456	4,235
감가상각비	617	879	988	988	988
무형자산상각비	100	87	80	80	80
외환손익	258	1,373	-101	14	14
자산처분손익	-793	-238	-70	-103	-92
지분법손익	191	64	42	67	58
영업활동자산부채 증감	3,818	5,968	-855	-1,986	-1,736
기타	1,614	3,004	5,558	5,344	5,285
투자활동현금흐름	-5,411	-2,618	-8,033	-6,238	-6,368
투자자산의 처분	-495	-520	-927	-265	-278
유형자산의 처분	64	64	257	257	257
유형자산의 취득	-4,406	-2,736	-6,456	-6,456	-6,456
무형자산의 처분	-53	-41	0	0	0
기타	-522	614	-907	226	109
재무활동현금흐름	689	1,745	0	0	0
단기차입금의 증가	211	1,739	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	478	5	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,134	2,777	1,796	2,623	2,464
기초현금및현금성자산	3,257	5,390	8,168	9,964	12,586
기말현금및현금성자산	5,390	8,168	9,964	12,586	15,050
Gross Cash Flow	3,466	-1,602	11,203	11,316	10,986
Op Free Cash Flow	1,555	668	-827	-1,861	-1,812

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,004	63,590	68,768	74,894	79,756
현금및현금성자산	5,390	8,168	9,964	12,586	15,050
유동금융자산	2,488	2,926	3,244	3,661	4,012
매출채권및유동채권	32,979	29,376	29,827	29,346	28,296
재고자산	12,930	12,393	12,648	12,771	12,631
기타유동비금융자산	12,216	10,727	13,085	16,530	19,766
비유동자산	34,633	36,112	43,158	47,912	52,902
장기매출채권및기타비유동채권	4,153	4,174	4,494	4,414	4,376
투자자산	10,602	11,899	12,507	12,356	12,283
유형자산	9,363	7,313	12,523	17,734	22,944
무형자산	1,203	867	867	867	867
기타비유동자산	9,311	11,860	12,767	12,541	12,432
자산총계	100,637	99,702	111,926	122,806	132,658
유동부채	46,740	66,085	68,612	70,129	70,790
매입채무및기타유동채무	18,875	26,653	28,335	29,346	29,786
단기차입금	7,692	14,353	14,353	14,353	14,353
유동성장기차입금	3,734	8,201	8,201	8,201	8,201
기타유동부채	16,440	16,879	17,723	18,230	18,451
비유동부채	25,964	12,919	18,429	23,335	28,291
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	9,465	1,464	1,464	1,464	1,464
기타비유동부채	16,499	11,454	16,965	21,871	26,827
부채총계	72,704	79,003	87,041	93,465	99,081
자본금	20,781	20,781	20,781	20,781	20,781
주식발행초과금	5,495	5,495	5,495	5,495	5,495
이익잉여금	3,580	-3,628	558	4,988	9,211
기타자본	-2,501	-2,332	-2,332	-2,332	-2,332
지배주주지분자본총계	27,355	20,316	24,503	28,933	33,156
비지배주주지분자본총계	578	383	382	409	421
자본총계	27,933	20,699	24,885	29,342	33,577
순차입금	20,000	19,350	17,554	14,931	12,467
총차입금	25,390	27,517	27,517	27,517	27,517

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	255	-1,770	1,007	1,066	1,016
BPS	6,827	5,133	6,140	7,206	8,222
주당EBITDA	579	-892	1,928	1,958	1,896
CFPS	1,648	863	2,365	2,132	2,125
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	22.0	-2.9	6.8	6.4	6.7
PBR	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.2	-11.0	5.8	5.4	5.2
PCFR	13.2	-3.2	5.4	5.1	5.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	-4.2	6.1	6.2	6.0
영업이익률(핵심)	1.7	-4.2	6.1	6.2	6.0
EBITDA margin	2.4	-3.3	7.1	7.1	7.0
순이익률	1.1	-6.8	3.7	3.9	3.7
자기자본이익률(ROE)	3.9	-30.9	18.7	16.6	13.6
투자자본이익률(ROIC)	3.2	-10.4	19.4	16.1	13.0
안정성(%)					
부채비율	260.3	381.7	349.8	318.5	295.1
순차입금비율	71.6	93.5	70.5	50.9	37.1
이자보상배율(배)	1.7	N/A	7.6	7.8	7.5
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	3.6	3.8	3.9	3.9
재고자산회전율	7.8	8.8	9.1	9.0	8.9
매입채무회전율	6.7	4.9	4.1	4.0	3.8

GS건설 (006360)



BUY(Maintain)

주가(4/14) 31,450원

목표주가 40,000원

해외 현안 프로젝트들이 준공되고 있다. 당사가 현안 프로젝트로 파악하고 있는 총 8개 프로젝트 중 작년에 2개, 올해 1분기에 2개 총 4개의 프로젝트가 준공된 것으로 파악된다. 남은 4개의 프로젝트도 대부분 상반기 내 준공이 가능할 것으로 파악된다. 현안 프로젝트의 준공효과로 상반기까지는 손실 반영이 있겠지만, 중요한 것은 계속 준공이 지연되었던 현안 프로젝트들이 하나씩 실제 준공되고 있다는 사실이다. 대형사 중 올해 실적 모멘텀이 가장 클 것으로 전망된다. 목표주가 40,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

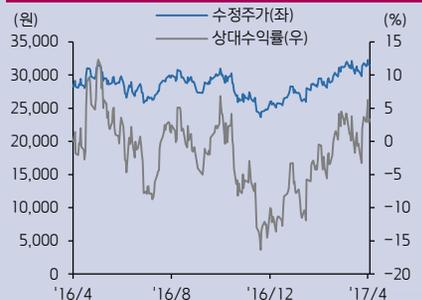
Stock Data

KOSPI (4/14)	2,134.88pt		
시가총액	22,330억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	32,250원	23,650원	
최고/최저가 대비 등락	-2.48%	32.98%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.8%	0.7%
	6M	4.8%	-0.7%
	1Y	7.9%	1.9%

Company Data

발행주식수	71,000천주	
일평균 거래량(3M)	461천주	
외국인 지분율	14.78%	
배당수익률(17.E)	0.00%	
BP (17.E)	49,461원	
주요 주주	허창수 외18인	28.94%
	국민연금공단	9.91%

Price Trend



현안 프로젝트가 준공되고 있다!

>>> 총 8개 중 4개 현안 프로젝트 준공

드디어 해외 현안 프로젝트들이 준공되고 있다. 당사가 현안 프로젝트로 파악하고 있는 총 8개 프로젝트 중 작년에 2개, 올해 1분기에 2개 총 4개의 프로젝트가 준공된 것으로 파악된다. 1분기 말 기준으로 남은 4개의 프로젝트 중에서도 라빅 CP3&4는 총 7개 중 4개가 MC 승인을 받은 상태다. 라빅 CP3&4는 MC까지가 책임이다. PP-12 역시 MC까지인데 동사의 공정은 마무리가 됐지만, JV 주관사인 BEMCO와 발주처 사이 문제로 MC 승인을 기다리고 있는 상태다. KOC Wara는 올해 2월 PAC 신청을 했지만, 미진한 부분이 있다는 이유로 발주처에서 반려해 재신청할 예정이며, KNPC NLTF는 상반기 중 PAC 신청이 계획돼 있다.

>>> 하반기 기대되는 실적 모멘텀

현안 프로젝트의 준공효과로 상반기까지는 손실 반영이 있겠지만, 과거와 같은 대규모 손실은 발생하지 않을 것으로 전망된다. 주택부문 이익으로 충분히 상쇄가 가능할 것으로 판단된다. 중요한 것은 계속 준공이 지연되었던 현안 프로젝트들이 하나씩 실제 준공되고 있다는 사실이다. 계획대로 진행된다면, 대형사 중 올해 실적 모멘텀이 가장 클 것으로 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	105,726	110,356	117,172	118,592	119,168
보고영업이익(억원)	1,221	1,430	3,798	4,744	5,072
핵심영업이익(억원)	1,221	1,430	3,798	4,744	5,072
EBITDA(억원)	2,055	2,108	4,666	5,612	5,940
세전이익(억원)	313	213	2,695	3,729	4,399
순이익(억원)	295	-204	2,102	2,909	3,431
지배주주지분순이익(억원)	261	-258	2,133	2,961	3,496
EPS(원)	367	-363	3,005	4,170	4,924
증감율(%YoY)	흑전	적전	흑전	38.8	18.1
PER(배)	53.8	-73.0	10.5	7.5	6.4
PBR(배)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	12.5	14.6	6.6	4.5	3.2
보고영업이익률(%)	1.2	1.3	3.2	4.0	4.3
핵심영업이익률(%)	1.2	1.3	3.2	4.0	4.3
ROE(%)	0.8	-0.8	6.4	8.3	8.9
순부채비율(%)	33.0	33.5	22.2	5.9	-8.9

GS건설 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	1	방배아트자이	서울	353	85	9.84:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	1	올하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.76:1)
GS건설	2	서청주파크자이	지방	1,495	1,452	3.08:1	전 타입 순위내 청약 마감(3.16:1)
GS건설	2	복수센터럴자이	지방	1,102	834	2.79:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	자이더빌리지	수도권	525	525	32.71:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	2	오산시티자이2차	수도권	1,090	1,088	0.13:1	청약 미달(순위내 0.23:1)
GS건설	3	고덕신도시자연&자이	수도권	755	249	28.77:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	홍덕파크자이	지방	2,529	635	0.10:1	청약 미달(순위내 0.10:1)
GS건설	5	일광자이푸르지오	지방	1,547			
GS건설	5	그랑시티자이 2차	수도권	2,872			
GS건설	5	한강메트로자이	수도권	2,964			
GS건설	6	가재울6구역재개발	서울	1,047			
GS건설	6	신반포6차재건축	서울	757			
GS건설	6	신길12구역재개발	서울	1,008			
GS건설	9	염리3구역주택재개발	서울	1,671			
GS건설	9	신봉 1-2지구	수도권	789			
GS건설	9	다산 진건	수도권	967			
GS건설	9	수원 고등	수도권	4,076			
GS건설	10	부산광안1구역재건축	지방	971			
GS건설	11	안양소곡지구주택재개발사업	수도권	1,394			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

GS건설 2016년 말 기준 준공 예정 현안 프로젝트 현황 (단위: 백만원)

발주처	현장명	계약일	완공예정일	기본 도금액	계약 잔액	공정률
IRPC PUBLIC COMPANY LIMITED	UHV Plant Project	2012-10-01	2017-01-25	684,008	8,458	98.8%
Rabigh Refining and Petrochemical Company	Rabigh II Project UO1(IK)	2012-06-25	2017-01-15	310,998	-	100.0%
	Rabigh II Project UO1(OOK)	2012-06-25	2017-01-15	379,035	11,707	96.9%
	RABIGH II-CP3&4(IK)	2012-06-25	2017-06-30	381,804	9,520	97.5%
	Rabigh II -CP3&4(OOK)	2012-06-25	2017-06-30	1,059,706	15,360	98.6%
SEC	PP-12 복합화학발전소건설공사	2012-05-16	2017-06-30	697,348	22,055	96.8%
TAKREER	Takreer Inter Refinery Pipeline-2 Project	2010-09-16	PAC 수령	853,666	-	100.0%
	Ruwais Refinery Expansion Project PKG 7	2009-12-14	PAC 수령	685,564	-	100.0%
	Ruwais Refinery Expansion Project PKG 2	2009-12-14	PAC 수령	3,709,562	-	100.0%
Kuwait National Petroleum Company	KNPC North LPG Tank Farm	2011-04-10	2017-06-30	603,057	18,922	96.9%
Kuwait Oil Company (K.S.C.)	KOC Wara Pressure Maintenance Project	2011-09-15	2017-06-30	575,440	2,021	99.6%

자료: GS건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	105,726	110,356	117,172	118,592	119,168
매출원가	100,250	105,474	109,566	109,934	110,080
매출총이익	5,476	4,882	7,606	8,657	9,088
판매비및일반관리비	4,255	3,453	3,808	3,914	4,016
영업이익(보고)	1,221	1,430	3,798	4,744	5,072
영업이익(핵심)	1,221	1,430	3,798	4,744	5,072
영업외손익	-908	-1,216	-1,103	-1,015	-673
이자수익	425	449	523	655	779
배당금수익	6	46	26	36	31
외환이익	2,399	2,737	2,697	2,404	2,257
이자비용	1,189	1,265	1,386	1,386	1,386
외환손실	3,045	2,511	2,641	2,376	2,309
관계기업지분손익	2,929	30	104	67	86
투자및기타자산처분손익	-144	-123	-83	-103	-93
금융상품평가및기타금융이익	-773	-218	5	-56	24
기타	-1,516	-363	-348	-255	-63
법인세차감전이익	313	213	2,695	3,729	4,399
법인세비용	18	418	593	820	968
유효법인세율 (%)	5.9%	195.7%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	295	-204	2,102	2,909	3,431
지배주주지분순이익(억원)	261	-258	2,133	2,961	3,496
EBITDA	2,055	2,108	4,666	5,612	5,940
현금순이익(Cash Earnings)	1,129	473	2,970	3,777	4,299
수정당기순이익	1,158	-530	2,164	3,033	3,485
증감률(% YoY)					
매출액	11.4	4.4	6.2	1.2	0.5
영업이익(보고)	138.6	17.1	165.6	24.9	6.9
영업이익(핵심)	138.6	17.1	165.6	24.9	6.9
EBITDA	60.4	2.5	121.4	20.3	5.8
지배주주지분 당기순이익	흑전	적전	흑전	38.8	18.1
EPS	흑전	적전	흑전	38.8	18.1
수정순이익	흑전	적전	흑전	40.2	14.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-78	812	6,491	8,162	8,523
당기순이익	295	-204	2,102	2,909	3,431
감가상각비	694	579	769	769	769
무형자산상각비	140	99	100	100	100
외환손익	-160	-633	-56	-28	52
자산처분손익	474	83	83	103	93
지분법손익	-2,929	-30	-104	-67	-86
영업활동자산부채 증감	-1,368	-1,719	-1,922	-1,352	-1,545
기타	2,776	2,638	5,519	5,729	5,710
투자활동현금흐름	5,079	-2,487	-3,047	-2,640	-2,596
투자자산의 처분	7,843	-1,214	-1,366	-1,417	-1,445
유형자산의 처분	20	45	148	148	148
유형자산의 취득	-2,271	-791	-1,251	-1,251	-1,251
무형자산의 처분	-24	-150	0	0	0
기타	-510	-391	-579	-121	-49
재무활동현금흐름	-2,282	782	0	0	0
단기차입금의 증가	-2,980	-1,063	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-8	0	0	0
기타	708	1,853	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,774	-723	3,445	5,522	5,927
기초현금및현금성자산	21,512	24,286	23,563	27,008	32,530
기말현금및현금성자산	24,286	23,563	27,008	32,530	38,457
Gross Cash Flow	2,633	3,461	9,197	10,113	10,499
Op Free Cash Flow	-1,679	-3,351	658	1,966	2,028

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	95,495	97,365	105,579	113,416	121,038
현금및현금성자산	24,286	23,563	27,008	32,530	38,457
유동금융자산	6,318	5,591	6,408	7,718	9,124
매출채권및유동채권	44,697	47,770	50,121	51,030	51,126
재고자산	7,955	8,253	8,789	8,882	8,932
기타유동비금융자산	12,238	12,188	13,252	13,255	13,399
비유동자산	34,560	36,401	37,916	38,496	38,930
장기매출채권및기타비유동채권	633	750	797	806	810
투자자산	9,590	14,564	15,121	15,236	15,284
유형자산	13,385	9,781	10,115	10,449	10,783
무형자산	1,446	1,936	1,936	1,936	1,936
기타비유동자산	9,506	9,369	9,948	10,068	10,117
자산총계	130,055	133,766	143,495	151,912	159,968
유동부채	71,393	72,250	75,097	76,060	76,211
매입채무및기타유동채무	33,455	38,684	38,973	40,480	40,150
단기차입금	9,481	10,271	10,271	10,271	10,271
유동성장기차입금	5,384	4,586	4,586	4,586	4,586
기타유동부채	23,072	18,709	21,267	20,723	21,203
비유동부채	25,181	27,984	33,325	37,871	42,346
장기매입채무및비유동채무	1,626	345	366	371	372
사채및장기차입금	16,057	17,803	17,803	17,803	17,803
기타비유동부채	7,499	9,836	15,156	19,697	24,170
부채총계	96,575	100,234	108,423	113,931	118,556
자본금	3,550	3,550	3,550	3,550	3,550
주식발행초과금	5,581	5,581	5,581	5,581	5,581
이익잉여금	25,373	25,042	27,175	30,136	33,632
기타자본	-1,661	-1,385	-1,946	-1,946	-1,946
지배주주지분자본총계	32,843	32,788	34,360	37,320	40,816
지배주주지분자본총계	637	744	713	660	595
자본총계	33,480	33,532	35,072	37,981	41,412
순차입금	11,049	11,219	7,775	2,253	-3,674
총차입금	35,336	34,782	34,782	34,782	34,782

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	367	-363	3,005	4,170	4,924
BPS	47,324	47,247	49,461	53,631	58,554
주당EBITDA	2,895	2,968	6,572	7,905	8,366
CFPS	-109	1,144	9,143	11,496	12,004
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	53.8	-73.0	10.5	7.5	6.4
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.5	14.6	6.6	4.5	3.2
PCFR	12.4	39.7	7.5	5.9	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	1.3	3.2	4.0	4.3
영업이익률(핵심)	1.2	1.3	3.2	4.0	4.3
EBITDA margin	1.9	1.9	4.0	4.7	5.0
순이익률	0.3	-0.2	1.8	2.5	2.9
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	6.4	8.3	8.9
투자자본이익률(ROIC)	3.6	-5.4	11.7	14.1	14.9
안정성(%)					
부채비율	288.5	298.9	309.1	300.0	286.3
순차입금비율	33.0	33.5	22.2	5.9	-8.9
이자보상배율(배)	1.0	1.1	2.7	3.4	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3
재고자산회전율	15.0	13.6	13.8	13.4	13.4
매입채무회전율	3.6	3.1	3.0	3.0	3.0

대림산업 (000210)



BUY(Maintain)

주가(4/14) 79,600원

목표주가 110,000원

동사는 국내 업체 중 이란에서 가장 탁월한 사업수행 능력을 보유하고 있다. 기존 수주건 외에도 총 4건의 프로젝트가 추가적으로 수주될 가능성이 높다. 또한 동사는 미국 ECC 공장으로 알려진 유화부문 대규모 M&A도 추진 중이다. JV 형태의 유화사업도 추진하는 등 유화부문을 확대하는 과정이 진행 중이다. 현재로서는 이란 및 유화부문 대규모 M&A에 대한 불확실성이 존재하지만, 중장기적으로는 긍정적이다. 목표주가 110,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

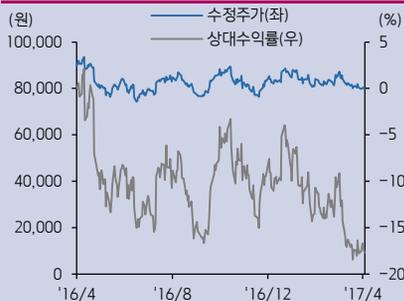
Stock Data

KOSPI (4/14)	2,134.88pt	
시가총액	27,701억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	93,600원	74,200원
최고/최저가 대비 등락	-14.96%	7.28%
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.5%
	6M	-8.3%
	1Y	-13.4%

Company Data

발행주식수	34,800천주
일평균 거래량(3M)	159천주
외국인 지분율	33.49%
배당수익률(17.E)	0.38%
BP (17.E)	129,953원
주요 주주	대림Corp. 외6인 23.11%
	국민연금공단 13.52%

Price Trend



해소 가능한 불확실성

>>> 이란 수주의 신호탄을 쏘다!

동사는 국내 업체 중 이란에서 가장 탁월한 사업수행 능력을 보유하고 있다. 지난 3월 Esfahan Refinery 프로젝트의 본계약을 체결했다. 'EPC+F(금융조달)' 프로젝트로 통상 본계약 후 파이낸싱 완료까지 8개월 정도 걸린다. 따라서 연말 정도에 착공이 가능할 전망이다. 본격적인 착공 이전에 설계 등 Early work이 진행될 가능성이 높다.

>>> 달러 거래 재개가 터닝포인트

이외에도 이란에서 박티아리 댐과 플랜트 2건, 기존 MOU 프로젝트가 아닌 신규 프로젝트 1건까지 총 4건의 프로젝트가 추가적으로 수주될 가능성이 높다. 이 프로젝트들은 Esfahan Refinery Upgrading 프로젝트와는 달리 펀딩갭이 존재하는 프로젝트로 국내와 이란을 제외한 제3국의 자금이 필요하다. 현재 이란에서 진행 중인 프로젝트들에 대해 스냅백(핵합의 파기) 우려 등 성공적인 수행이 가능할지에 대한 의구심이 많은 상황이다. 결국에는 달러 거래 재개가 중요한 터닝 포인트가 될 전망이다.

>>> 유화부문 확대 진행 중

또한 동사는 미국 ECC 공장으로 알려진 유화부문 대규모 M&A도 추진 중이다. JV 형태의 유화사업도 추진하는 등 유화부문을 확대하는 과정이 진행 중이다. 현재는 인수대상에 대한 적정가격과 시설 노후화 논란 등 불확실성에 노출된 상황이지만, 성공적인 인수 후에는 안정적인 사업 포트폴리오 구축 관점에서 중장기적으로 긍정적인 포인트가 될 전망이다.

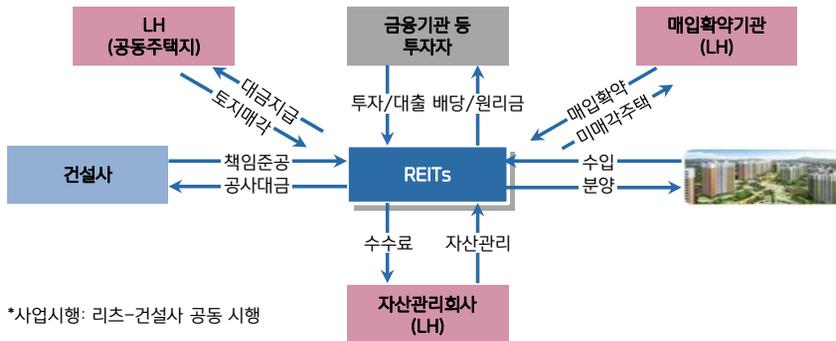
투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	95,137	98,538	105,086	108,304	111,290
보고영업이익(억원)	2,718	4,194	5,154	5,372	5,629
핵심영업이익(억원)	2,718	4,194	5,154	5,372	5,629
EBITDA(억원)	3,589	5,278	6,289	6,507	6,763
세전이익(억원)	4,362	4,364	5,830	6,125	6,587
순이익(억원)	2,170	2,932	4,548	4,778	5,138
지배주주지분순이익(억원)	2,068	2,653	4,158	4,241	4,620
EPS(원)	5,357	6,873	10,773	10,988	11,968
증감율(%YoY)	흑전	28.3	56.7	2.0	8.9
PER(배)	12.5	12.7	7.4	7.2	6.7
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	10.2	9.4	7.5	7.1	6.8
보고영업이익률(%)	2.9	4.3	4.9	5.0	5.1
핵심영업이익률(%)	2.9	4.3	4.9	5.0	5.1
ROE(%)	4.8	5.9	8.6	8.1	8.2
순부채비율(%)	16.4	24.4	22.3	18.7	15.5

대림산업 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대림산업	2	e편한세상 영종하늘도시2차	수도권	1,520	1,515	0.11:1	청약 미달(순위내 0.38:1)
삼호	2	다산신도시 자연& e편한세상 3차	수도권	1,394	823	4.76:1	전 타입 순위내 청약 마감(5.19:1)
대림산업	3	e편한세상 춘천 한숲시티	수도권	2,835	1,143	14.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 양주신도시3차	수도권	1,566	1,548	0.23:1	청약 미달(순위내 1.06:1)
삼호	4	e편한세상 신봉담	수도권	898			
대림산업	5	e편한세상 추동공원 2차	수도권	1,773			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

주택개발리츠 구조



자료: LH, 키움증권

대림산업이 이란에서 수주 추진 중인 주요 사업 (단위 억 달러)

구분	건설사	프로젝트	규모	추진단계
철도/도로/물관리	대림산업	이스파한-아와즈 철도	53	EPC 가계약, 541km의 철도 건설 및 차량 사업
		베헤슈트 아바드 댐 및 도수로 사업	27	GA(정부계약), 저수댐(길이 178m) 및 도수로 등 총 539km 건설
석유/가스/석유화학	대림산업	사우스파 LNG(액화천연가스) 플랜트	35	중단 프로젝트 협상 재개
		이스파한 정유시설 개선 사업 재개	20	본계약 체결
		NGL-2300 건설	9	MOA, 천연가스액 플랜트, 천연가스 정제시설
		아살루에 폴리프로필렌(PP) 공장	5	MOA
의료	대림산업	타브리즈 병원	780 병상	MOU
발전	대림산업	박티아리 수력발전 댐(1,000MW)	19	EPC 가계약, 높이 275m, 길이 509m의 대형 콘크리트 아치 댐
	대림 에너지	바프 가스복합 발전소	4	HOA 국내 건설 기업과 전력 공기업이 건설과 운영 및 투자 전 과정에 참여하는 개발형 사업으로 추진 중

자료: 언론 정리, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	95,137	98,538	105,086	108,304	111,290
매출원가	87,365	88,779	94,181	97,113	99,738
매출총이익	7,771	9,759	10,905	11,191	11,552
판매비및일반관리비	5,054	5,565	5,751	5,819	5,924
영업이익(보고)	2,718	4,194	5,154	5,372	5,629
영업이익(핵심)	2,718	4,194	5,154	5,372	5,629
영업외손익	1,645	170	676	753	958
이자수익	1,114	400	309	340	364
배당금수익	14	31	20	22	24
외환이익	1,828	1,056	1,091	1,073	1,082
이자비용	799	944	951	951	951
외환손실	1,091	864	977	921	949
관계기업지분법손익	1,825	2,566	3,015	3,002	3,058
투자및기타자산처분손익	176	-11	82	36	59
금융상품평가및기타금융이익	-400	-29	-193	-100	-132
기타	-1,022	-2,034	-1,721	-1,749	-1,598
법인세차감전이익	4,362	4,364	5,830	6,125	6,587
법인세비용	2,193	1,432	1,283	1,348	1,449
유효법인세율 (%)	50.3%	32.8%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,170	2,932	4,548	4,778	5,138
지배주주지분순이익(억원)	2,068	2,653	4,158	4,241	4,620
EBITDA	3,589	5,278	6,289	6,507	6,763
현금순이익(Cash Earnings)	3,041	4,016	5,682	5,912	6,272
수정당기순이익	2,281	2,959	4,634	4,828	5,194
증감률(% YoY)					
매출액	2.4	3.6	6.6	3.1	2.8
영업이익(보고)	흑전	54.3	22.9	4.2	4.8
영업이익(핵심)	흑전	54.3	22.9	4.2	4.8
EBITDA	흑전	47.1	19.2	3.5	3.9
지배주주지분 당기순이익	흑전	28.3	56.7	2.0	8.9
EPS	흑전	28.3	56.7	2.0	8.9
수정순이익	흑전	29.7	56.6	4.2	7.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,849	1,470	4,688	5,755	5,679
당기순이익	2,170	2,932	4,548	4,778	5,138
감가상각비	795	1,015	1,068	1,068	1,068
무형자산상각비	77	68	66	66	66
외환손익	30	-180	-114	-153	-133
자산처분손익	-176	11	-82	-36	-59
지분법손익	-1,825	-2,566	-3,015	-3,002	-3,058
영업활동자산부채 증감	-788	-5,458	-1,180	-271	-470
기타	3,567	5,646	3,398	3,304	3,128
투자활동현금흐름	-1,020	-6,994	-4,525	-4,454	-4,403
투자자산의 처분	530	-4,400	-630	-708	-668
유형자산의 처분	49	59	119	119	119
유형자산의 취득	-1,955	-2,541	-3,721	-3,721	-3,721
무형자산의 처분	-49	-115	0	0	0
기타	404	-16	-292	-144	-133
재무활동현금흐름	5,107	-463	-118	-118	-118
단기차입금의 증가	-1,697	-9,674	0	0	0
장기차입금의 증가	6,714	8,292	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-57	-281	-118	-118	-118
기타	147	1,200	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	7,955	-5,907	45	1,184	1,158
기초현금및현금성자산	13,725	21,679	15,772	15,817	17,001
기말현금및현금성자산	21,679	15,772	15,817	17,001	18,160
Gross Cash Flow	4,298	7,121	6,757	6,976	7,234
Op Free Cash Flow	-569	-4,212	253	1,333	1,334

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	71,773	64,959	70,043	72,512	75,096
현금및현금성자산	21,679	15,772	15,817	17,001	18,160
유동금융자산	5,489	5,371	5,387	5,790	6,184
매출채권및유동채권	30,236	29,132	32,535	33,294	33,843
재고자산	8,294	9,019	9,745	9,793	10,189
기타유동비금융자산	6,075	5,665	6,560	6,634	6,721
비유동자산	48,876	58,956	62,760	65,918	69,031
장기매출채권및기타비유동채권	2,953	5,020	5,354	5,518	5,670
투자자산	24,007	29,279	29,922	30,239	30,532
유형자산	18,316	19,642	22,177	24,711	27,245
무형자산	658	614	614	614	614
기타비유동자산	2,942	4,401	4,693	4,837	4,970
자산총계	120,649	123,915	132,803	138,430	144,127
유동부채	51,073	47,874	51,733	52,747	53,703
매입채무및기타유동채무	28,878	31,263	32,908	33,706	34,929
단기차입금	5,386	3,053	3,053	3,053	3,053
유동성장기차입금	5,255	1,439	1,439	1,439	1,439
기타유동부채	11,554	12,119	14,333	14,549	14,281
비유동부채	21,518	24,587	25,186	25,139	24,860
장기매입채무및비유동채무	401	928	989	1,019	1,048
사채및장기차입금	16,928	19,310	19,310	19,310	19,310
기타비유동부채	4,189	4,349	4,887	4,809	4,503
부채총계	72,591	72,461	76,919	77,886	78,563
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
주식발행초과금	2,960	2,960	2,960	2,960	2,960
이익잉여금	36,726	39,185	43,237	47,373	51,887
기타자본	1,577	1,779	1,779	1,779	1,779
지배주주지분자본총계	43,448	46,109	50,162	54,297	58,812
비지배주주지분자본총계	4,610	5,344	5,722	6,246	6,752
자본총계	48,058	51,454	55,884	60,544	65,563
순차입금	7,890	12,531	12,485	11,301	10,143
총차입금	29,570	28,303	28,303	28,303	28,303

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,357	6,873	10,773	10,988	11,968
BPS	112,559	119,454	129,953	140,667	152,361
주당EBITDA	9,298	13,673	16,292	16,858	17,521
CFPS	9,970	3,808	12,146	14,910	14,713
DPS	300	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	12.5	12.7	7.4	7.2	6.7
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.2	9.4	7.5	7.1	6.8
PCFR	8.5	8.4	5.4	5.2	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.9	4.3	4.9	5.0	5.1
영업이익률(핵심)	2.9	4.3	4.9	5.0	5.1
EBITDA margin	3.8	5.4	6.0	6.0	6.1
순이익률	2.3	3.0	4.3	4.4	4.6
자기자본이익률(ROE)	4.8	5.9	8.6	8.1	8.2
투자자본이익률(ROIC)	5.2	10.0	13.0	12.3	11.9
안정성(%)					
부채비율	151.1	140.8	137.6	128.6	119.8
순차입금비율	16.4	24.4	22.3	18.7	15.5
이자보상배율(배)	3.4	4.4	5.4	5.7	5.9
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	3.3	3.4	3.3	3.3
재고자산회전율	10.8	11.4	11.2	11.1	11.1
매입채무회전율	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2

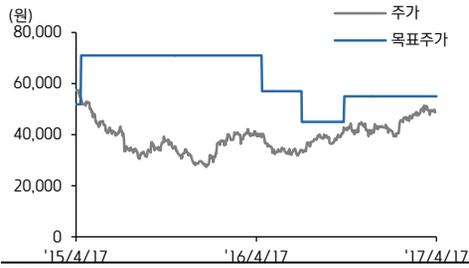
투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대건설 (000720)	2015/01/26	Buy(Maintain)	51,800원
	2015/04/27	Buy(Maintain)	71,000원
	2015/10/26	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	57,000원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	57,000원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	45,000원
	2016/07/28	Buy(Maintain)	45,000원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	55,000원
	2016/10/28	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/01/23	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/01/31	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/03/06	Buy(Maintain)	55,000원
	2017/04/17	Buy(Maintain)	55,000원
GS건설 (006360)	2015/02/23	Buy(Maintain)	32,600원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	40,600원
	2015/07/31	Buy(Maintain)	40,600원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	35,000원
	2016/07/29	Buy(Maintain)	35,000원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	40,000원
	2016/10/27	Buy(Maintain)	40,000원
대림산업 (000210)	2015/02/10	Buy(Maintain)	69,300원
	2015/04/21	Buy(Maintain)	100,500원
	2015/07/24	Buy(Maintain)	100,500원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/01/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/04/19	Outperform(Downgrade)	100,500원
	2016/04/22	Outperform(Maintain)	100,500원
	2016/04/25	Outperform(Maintain)	100,500원
	2016/06/10	Outperform(Maintain)	100,500원
	2016/07/18	Buy(Upgrade)	100,500원
	2016/07/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	110,000원
	2016/10/26	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	110,000원
	2017/01/25	Buy(Maintain)	110,000원
2017/04/17	Buy(Maintain)	110,000원	

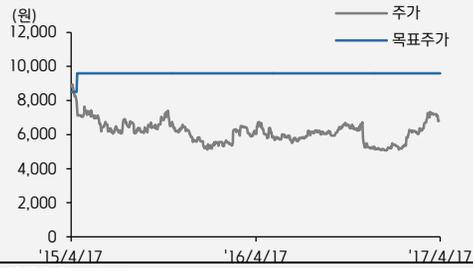
종목명	일자	투자의견	목표주가
대우건설 (047040)	2015/01/29	Buy(Maintain)	8,500원
	2015/04/29	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/07/29	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/10/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/03/04	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/03/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/05/02	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/08/01	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/10/12	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/10/28	Buy(Maintain)	9,600원
	현대산업 (012630)	2017/01/18	Buy(Maintain)
2017/02/10		Buy(Maintain)	9,600원
2017/04/17		Buy(Maintain)	9,600원
2015/02/04		Buy(Maintain)	52,800원
2015/04/29		Buy(Maintain)	70,000원
2015/07/13		Buy(Maintain)	86,000원
2015/07/27		Buy(Maintain)	86,000원
2015/10/27		Buy(Maintain)	86,000원
2015/11/24		Buy(Maintain)	86,000원
2016/02/04		Buy(Maintain)	86,000원
2016/03/02	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/03/28	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/04/12	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/04/19	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/04/28	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/06/10	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/07/18	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/07/27	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/10/12	Buy(Maintain)	86,000원	
2016/10/19	Buy(Maintain)	86,000원	
2017/01/18	Buy(Maintain)	86,000원	
2017/01/23	Buy(Maintain)	86,000원	
2017/02/02	Buy(Maintain)	86,000원	
2017/03/06	Buy(Maintain)	86,000원	
2017/03/23	Buy(Maintain)	86,000원	
2017/04/17	Buy(Maintain)	86,000원	

목표주가 추이

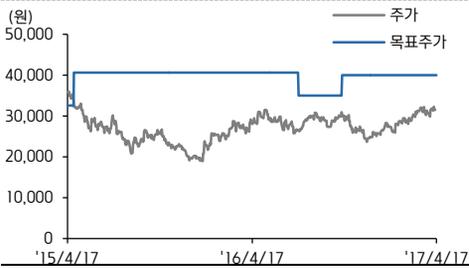
현대건설(000720)



대우건설(047040)



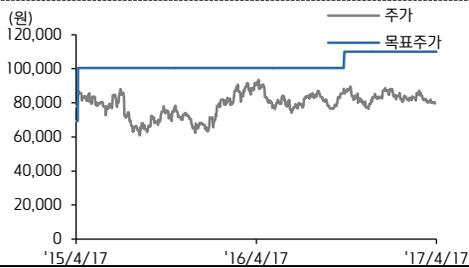
GS건설(006360)



현대산업(012630)



대림산업(000210)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%