

2017년 하반기 산업 전망 시리즈 **2**  
**건설**

The Government



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
대림산업(000210)	Buy	120,000원
GS건설(006360)	Buy	41,000원
현대건설(000720)	Buy	59,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
현대산업(012630)	Buy	60,000원
대우건설(047040)	Hold	8,000원
삼성엔지니어링(028050)	Hold	12,000원

# 2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2

## 건설

### Overweight

## The Government



건설 전자재/부동산 Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr



# Contents

---

<b>Summary</b>	6
<b>Part I</b> 주택	11
<b>Part II</b> 해외	39
<b>Part III</b> 하반기 전망	59
<b>Part IV</b> 기업 분석	
대림산업(000210)_ 허들을 넘을 준비는 끝났다	70
GS건설(006360)_ 예정된 턱어라운드 진행 중	74
현대건설(000720)_ 이익의 안정성과 인프라 발주 기대	78
현대산업(012630)_ Developer의 변화	82
대우건설(047040)_ 주택 중심의 이익 증가와 신뢰성 확보	86
삼성엔지니어링(028050)_ 수주 모멘텀과 Valuation 부담 사이	90

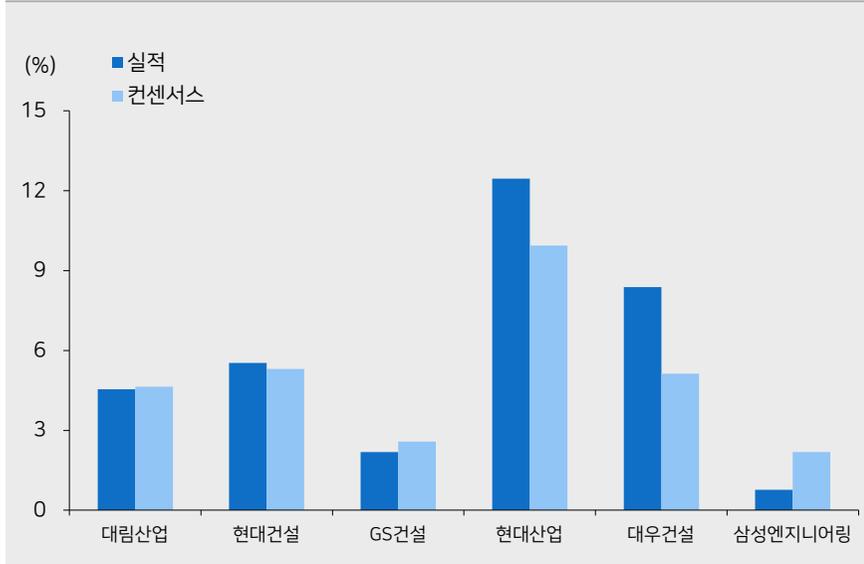
---

# Review

## 실적 - 공통적으로 나타나는 주택 부문 수익성 서프라이즈, 업체마다 다른 해외 부문 손실 반영

- 1분기 실적에서 대부분의 업체가 예상 수준 또는 이를 상회하는 수준의 영업이익을 달성
- 주택부문의 경우 역사적으로 가장 높은 수익성을 달성하고 있으며, 준공 프로젝트 들의 실행원가 개선이 가장 큰 원인
- 해외부문은 대림산업, 대우건설, 현대산업의 손실 반영이 없었으며, 현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설은 추가적인 원가 반영
- 1분기 업체별 영업이익은 해외 손실 반영이 없었던 3사가 기대치를 상회, 나머지 3사는 시장 예상 수준의 영업이익을 기록

### 업체별 1분기 영업이익률 vs 실적발표 전 컨센서스



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

### 업체별 1분기 실적 특이사항 (주택 및 해외)

기업	부문	특이사항	비고
대림산업	주택		예상 수준의 주택 원가율 → 건축 마진 10.2%
	해외		손실 반영 없음
현대건설	주택		주택 마진 18.3%로 서프라이즈
	해외	0	UAE 미르파 발전, 싱가포르 쓰레기장 현장에서 500억원 손실 반영
GS건설	주택		22.6%의 높은 GP마진 유지 중
	해외	0	사우디, UAE, 쿠웨이트 등 약성 프로젝트에서 1,550억원 손실 반영
현대산업	주택		고마진 유지 중, 연초 대비 분양 목표 증가
대우건설	주택		주택 마진 17.5%
	해외		손실 반영 없음
삼성엔지니어링	해외	0	사우디, UAE에서 500억원 손실 반영

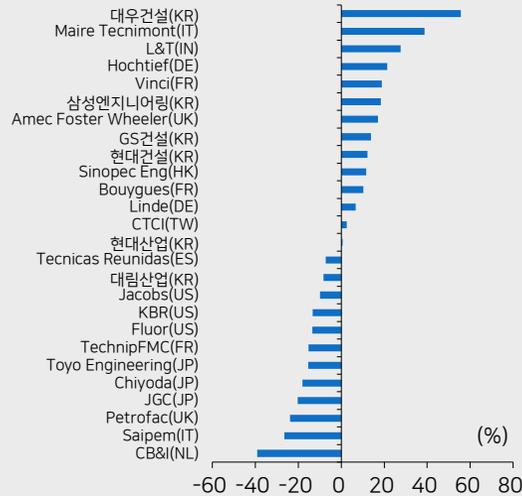
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# Review

## II 주가 흐름

- 상반기 주가 수익률에서 가장 앞선 것은 대우건설이며, 지난해 4분기 Big bath 이후 감사의견 적정과 1분기 실적 호조에 따라 급등
- 상반기 주요 해외 입찰리스트에서 삼성엔지니어링의 수주 가능성이 부각되면서 주가 상승
- 현대건설과 현대산업의 경우 안정적인 영업이익 개선 기대, 특히 현대산업의 경우 추가 자사주 매입에 따라 반등
- 실적 개선 및 이란 중심의 수주 모멘텀 확대에도 불구하고 대림산업은 연초 주가 수준에서 유지
- Global Peer 중 한국 건설업체의 상대 수익률 개선 추세

### YTD Global 업체 주가 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

### 현재까지 언급된 수주가능성이 높은 프로젝트

국가	프로젝트명	진행상황	수주 혹은 수주 유력 기업	비고
사우디	다흐랏 알푸르산 신도시 개발	입찰	대우건설/한화건설 컨소	총 200억달러
UAE	루와이스 정유시설 복구 프로젝트	수주완료	GS건설	9.5억달러
	POC 잔사유 처리 시설	입찰	삼성엔지니어링	2조원 대
이란	사우스파 12 2단계 확장공사	수주완료	현대건설	32억달러
	이스파한 정유공장	수주완료	대림산업	19억달러
	박티아리 수력발전 댐	입찰	대림산업	2조원 대
바레인	시트라 정유공장	입찰	쇼트리스트: GS건설 컨소, 삼엔 컨소	50억달러
오만	두쿰 정유공장	입찰	현대건설, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설	60억달러
터키	터키 차나칼레 교량	수주완료	대림산업	총 30억달러, SK건설과 컨소시엄으로 수주
베네수엘라	정유공장 main pkg	입찰	현대건설	2조원 대
투르크메니스탄	비료공장	입찰	현대건설	10.7억달러
	디악싱	입찰	GS건설	3억달러
가봉	정유공장	입찰	GS건설	15억달러
태국	PTTGC	입찰	삼성엔지니어링	9억달러

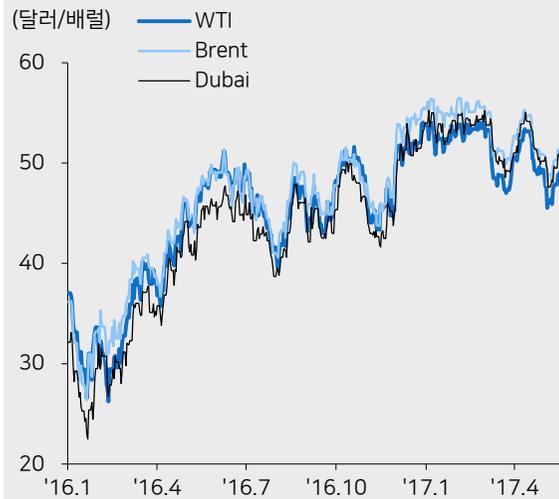
자료: 메리츠증권리서치센터

# Review

## III Macro 환경

- 1분기 급격한 원화 강세가 진행되면서 대부분의 건설업체가 외화 관련 손실을 반영, 2분기 이후에는 변동성이 완화되면서 영향 감소 전망
- 유가는 50불 수준에서 중동의 감산 vs 미국의 셰일오일 개발 우려에 따라 정체되는 모습
- 기준 금리는 변화가 없었으나 주택 담보대출을 중심으로 시중 금리는 소폭 상승 중
- 3대 매크로 변수 중 환율만 변동성이 높았으나, 2분기 이후에는 세가지 변수 모두 변동성이 낮아지면서 주가에 영향을 주지 않고 있음

### 유가



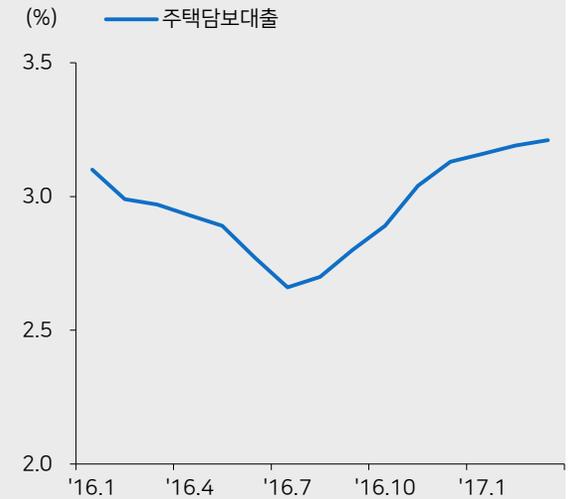
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 환율



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

### 금리



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

# 하반기 전망

## I 주택(3rd 순환주기 마무리 국면, 하반기를 변곡점으로 4th 순환주기 진입 여부)

- 부동산 시장은 2000년대 이후 4-5년의 주기로 이루어지는 순환 주기의 세 번째 국면, 하반기 3rd 순환주기의 마무리 국면
- 외부에서 나타나는 특별한 충격이 없다면, 2017년 하반기 또는 2018년 상반기를 저점으로 가격 회복기에 진입 전망
- 다만 2018년까지 입주 증가에 대한 부담, 금리 상승, 부동산 규제 정책 등을 극복해야 하는 국면
- 4th 부동산 순환 주기가 시작될 경우 과거의 부동산 흐름과 다를 것: 장기 공급 감소, 도시 재생, 임대 주택

## II 해외(2014년 이후 진행된 장기적인 발주 감소 마무리, 중동 지역의 발주 회복은 명확, 아시아 인프라 시장 확대 관심)

- 2014년 이후 중동의 발주 감소가 본격적으로 나타남, 특히 유가 하락에 따라 주력 국가였던 사우디와 UAE의 발주 감소
- 2016년 유가 회복에도 불구하고 사우디와 UAE의 발주 증가는 나타나지 않고 있으나, 비 전통 지역인 쿠웨이트, 오만, 이란, 바레인 등의 발주 확대
- 2017년 상반기 입찰이 진행되고 있는 대부분의 프로젝트가 확정되는 시점은 라마단 기간이 종료되는 3분기가 될 것으로 전망
- 2013년 중국 시진핑이 제안한 일대일로 관련 아시아 인프라 프로젝트 개발 진행에 관심을 가질 필요가 있음
- 실제 발주가 진행될 경우 중국과 한국의 대형 건설업체를 중심으로 이루어질 전망 (유럽, 일본의 건설업체의 인프라 관련 경쟁력이 낮음)

## III 대형 건설업체의 실적 및 영업이익률 개선은 명확하며, 시가총액과 영업이익률의 상관관계가 높음에 따라 비중확대 제시

- 외형성장률이 낮은 점을 감안하더라도 주가는 영업이익률과 상관관계수가 높게 나타나고 있음
- 상반기 실적에서 보여준 결과- 해외 손실이 감소하는 국면에서 영업이익은 컨센서스를 상회하는 서프라이즈 국면으로 진입
- 상반기 대부분의 악성프로젝트가 종료되면서, 하반기 실적 서프라이즈 cycle 진입 전망
- 최소한 2018년까지 진행될 영업이익률 개선과 Valuation 매력을 반영해 업종 투자이건 비중확대/ Top-picks 대림산업, GS건설, 현대건설

# Event

## 부동산 정책

- 신정부의 부동산 정책은 기본적으로 부채 제한, 주택 보유세, 서민용 주택 공급, 과도한 주택 가격 상승 억제, 구도심의 재생으로 나타날 전망
- **부채를 억제하기 위해서 필수적인 것은 분양 물량을 줄이는 것이며, LH 공사 등 정부 보유 토지의 공급 감소가 본격화될 전망**
- 주택 보유세를 높이고, LTV 한도 하향 및 DSR 적용 등을 통해 가계 부채의 총량을 관리하기 위해 노력
- 구도심의 개발 과정에서 나타나는 기존 거주민의 주거 문제를 해결하기 위해 소규모 개발을 장려하는 방향

## 일대일로

- 2017년 5월 중국에서 일대일로 관련 포럼을 개최하였으며, 하반기 부터 본격적인 발주 계획을 수립하기 시작
- **중국 정부 또는 각 성이 주도하는 도로, 철도, 항만, 발전 등 다양한 분야에서 발주 확대 계획**
- 중국 건설업체가 수주의 중심, 다만 중국 내 공사를 제외한 아시아 국가에서 나타날 인프라 발주는 한국 건설업체에게도 크게 수혜가 될 것
- 과거 아시아 인프라 관련 수주 경쟁력에서 한국 건설업체가 유럽, 일본 등 보다는 우위에 있는 것으로 판단

## 이란

- 지난 19일 이란의 대통령 선거에서 중도, 개방을 표방하는 하산 로하니 대통령이 58%의 압도적인 지지를 받음
- **JCPOA 를 통해 핵협상을 이끌어낸 장본인으로, 연임될 경우 추가적인 개방 및 미국과의 관계 개선을 주도할 것**
- 이란의 경우 사우디 인구의 4배에 이르는 내수 인구, 높은 실업률, 낮은 인건비와 개발 비용 등에 따른 투자 매력도가 높으며 개방 경제 확대 계획
- 현재 EU 국가 또는 기업을 중심으로 투자 확대가 나타나고 있으며, 미국의 달러 관련 규제를 풀어낼 경우 발주 잠재력은 매우 높음

# Part I

## 2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2 건설

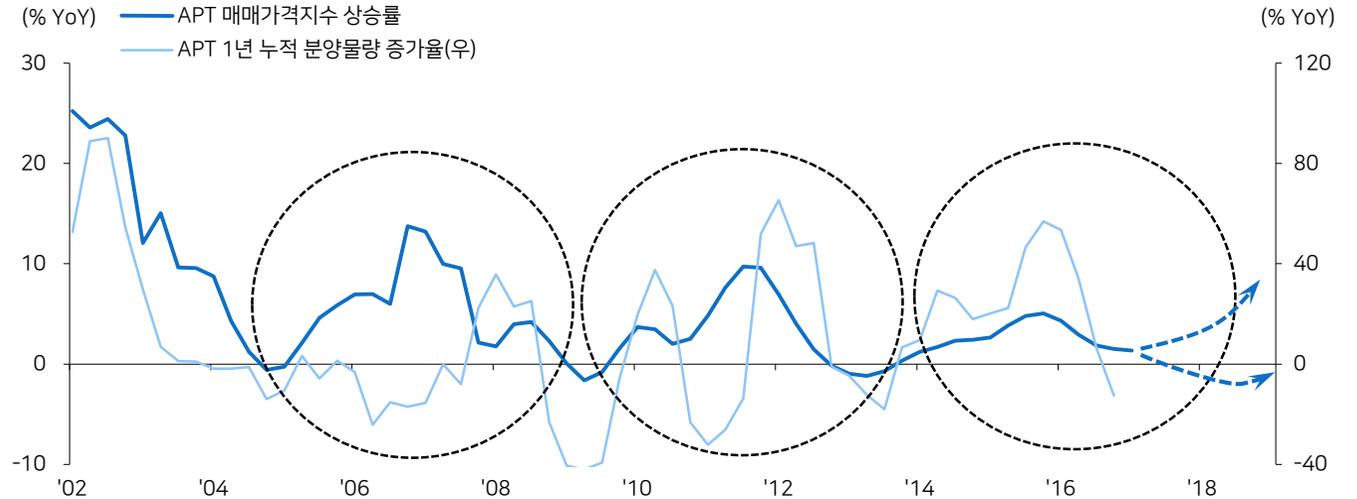
주택

# 2013년부터 진행된 3rd 순환 주기 마무리

4~5년 순환주기로 진행되고  
있는 부동산 시장

- 2017년 하반기는 2000년대 이후 3번째 부동산 순환 주기의 마무리 국면
- 1st 순환주기(2005~2008): 가격 상승, 공급은 크게 증가하지 않음
- 2nd 순환주기(2009~2012): 가격 상승, 공급은 하강국면에 후행적으로 증가
- 3rd 순환주기(2013~2017): 가격 상승, 공급 증가 본격화
- 순환주기의 하강 또는 침체 국면에서도 주택 가격 하락 보다는 상승률 둔화가 일반적임
- 4th 순환주기는 2018~2023년으로 진행

## 전국 APT 분양물량 증가율 vs APT 가격 지수 상승률



자료: KB부동산, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기 진입 환경 - 금리 상승

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

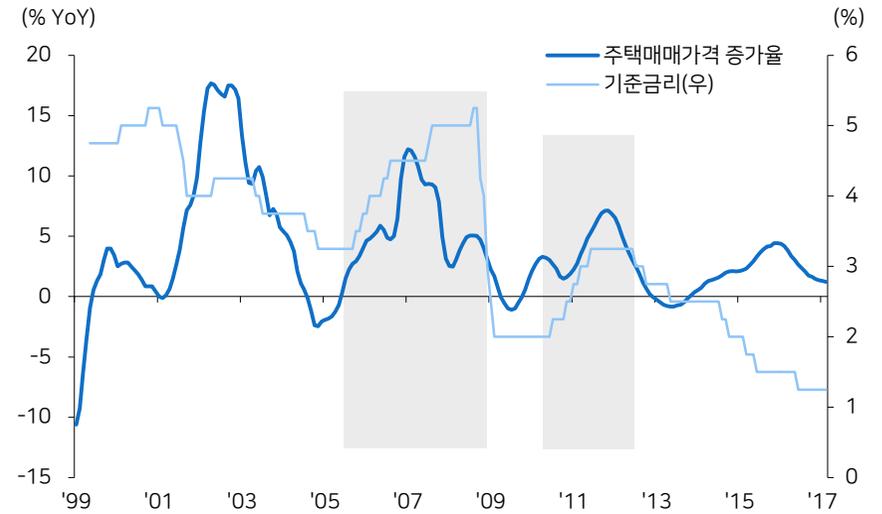
- 2012년 이후 처음으로 나타나는 금리 상승
- 주택 담보대출 금리 상승에 따라 부동산 수요 감소가 나타날 가능성은 크지 않음
  - 1) 2000년대 이후 기준금리 상승 국면에서 오히려 부동산 가격이 상승
  - 2) 부동산은 금리 보다 경기와 유동성 환경에 더 민감하게 반응
  - 3) 향후 기준 금리 인상 속도가 빠르지 않으며, 경기가 완만하게 회복할 것으로 전망
  - 4) 과거 대비 금리의 절대적인 수준이 너무 낮은 상황

## 주택담보대출 금리 추이와 기준금리 추이 및 전망



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

## 과거 금리 상승기 부동산 가격



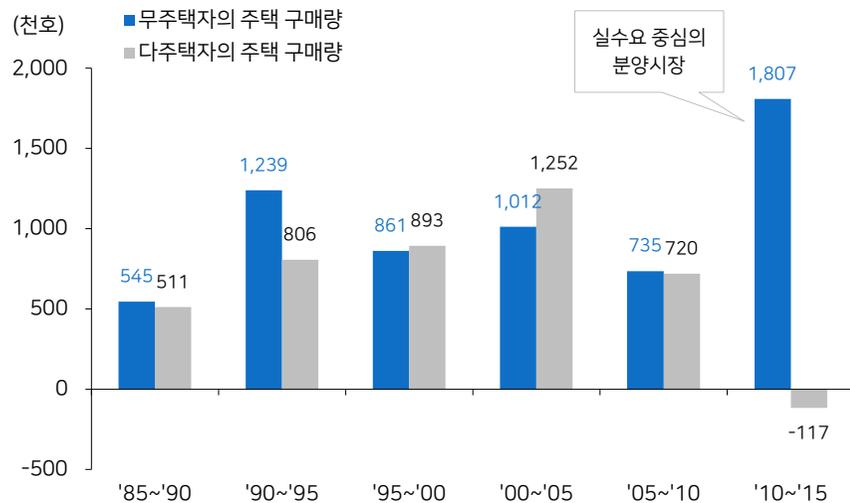
자료: 한국은행, KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

# 4th 순환주기 진입 환경 - 금리 상승

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

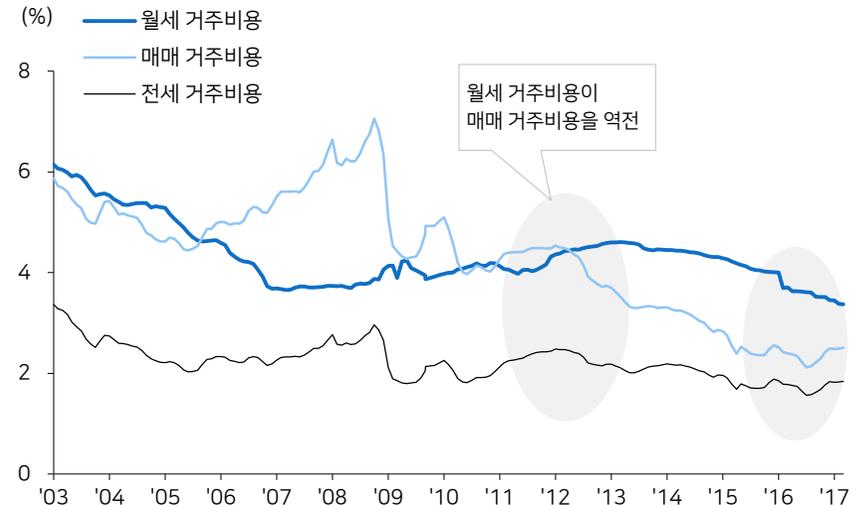
- 과거와 달리 2010~2015년 진행된 신규 분양의 대부분은 실수요자가 취득한 것으로 판단
- 거주 비용 측면에서 가장 저렴한 형태는 여전히 전세이지만, 금리 하락 과정에서 매매에 따른 거주 비용이 크게 감소하면서 전세 거주비용에 근접
- 일반적으로 부동산이 인플레이션을 반영해서 상승한다는 점을 감안하면 매매 비용이 높아야 정상
- 거주비용의 변화가 나타나기 위해서는 급격한 금리 인상 또는 전세가격 하락이 필요
- 결론적으로 전세가격이 하락하지 않을 경우 금리 상승 국면에서도 실수요는 견조 할 전망

## 무주택자의 주택 구매 vs 다주택자의 주택 구매



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

## 거주 비용 (매매 vs 전세 vs 월세)



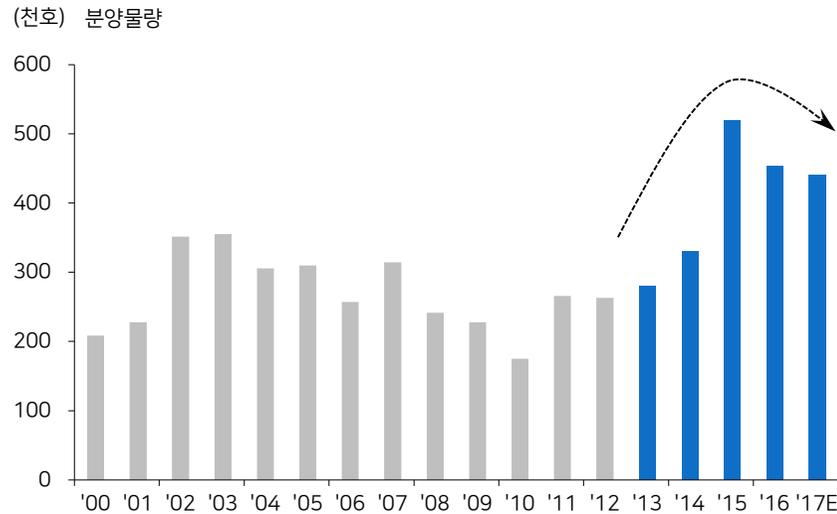
자료: 한국은행, 한국감정원, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기 진입 환경 - 입주물량

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

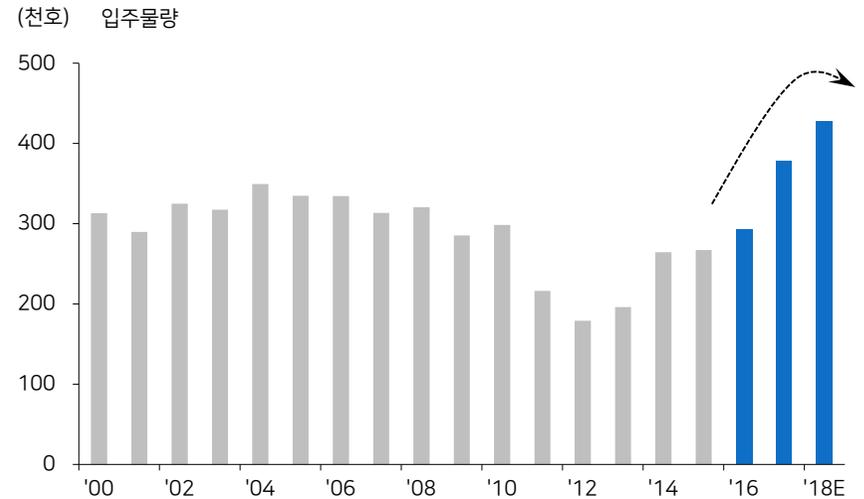
- 2017년 입주물량은 37만호, 2018년 입주 예정 물량은 42만호로 2000년 이후 최대 입주
- 연평균 APT 입주물량이 30만호라는 점을 감안하면, 2017~2018년 합산 20만호 정도의 초과 공급
- 2018년 이후 회복 국면 또는 주택 가격 상승국면에 진입하기 위해서는 단기 입주 부담을 극복해야 함
- 입주물량 증가 시점에서 1) 전세가격 하락 2) 전세에서 월세로 전환 효과 감소 3) 신규 APT 대비 기존 노후 주택의 거주 매력 감소에 따라 기존 주택가격 하락 가능성 제기

전국 APT 분양물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

전국 APT 입주물량 추이



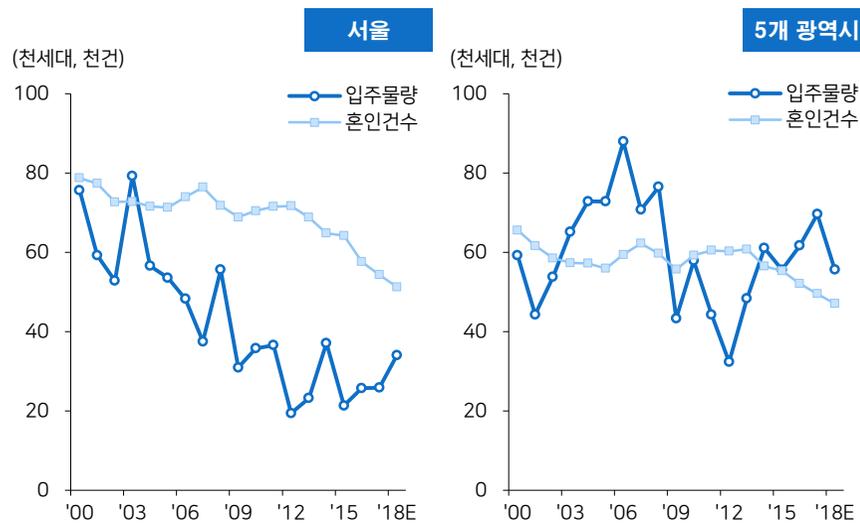
자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기 진입 환경 - 입주물량

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

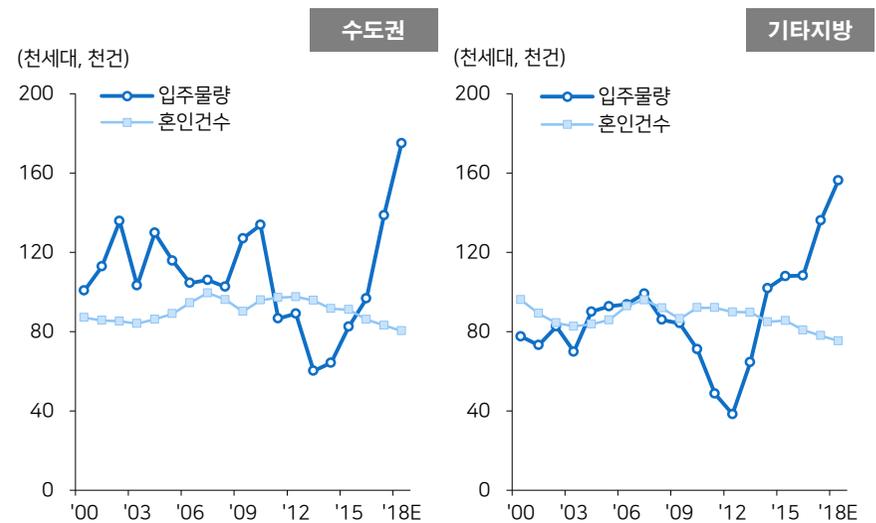
- 2017~2018년 입주물량 증가의 특징은 지역별 양극화
- 향후 입주 물량 증가가 중요한 변수가 되는 지역은 수도권과 기타 지방에 한정  
(지방 광역시의 경우 2012년부터 입주물량 증가, 2018년에는 감소할 것으로 전망)
- 재건축, 재개발을 중심으로 진행되는 서울의 경우 애초에 공급 과잉이 나타난 적이 없음
- 수도권과 지방 지역에서의 입주물량 증가: 전세가격 상승에 따라 실수요 중심으로 분양된 것으로 판단, 대규모 입주가 시작됨에 따라 주변 노후 주택의 가격에는 부담

## 서울, 지방광역시 상대적으로 입주부담 낮음



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

## 수도권, 기타지방 입주부담 높음



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기 진입 환경 - 입주물량

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

- 입주물량 증가에 따른 부동산 가격 하락을 가장 잘 대변하는 것은 대구
- 2016년 대구 지역의 입주물량은 2000년대 이후 최대 수준까지 상승
- 2009~2015년까지 누적 주택 가격 상승률이 전국에서 가장 높았다는 점을 고려 할 경우 주택 가격에 대한 부담이 높았을 것으로 판단되며, 입주물량 증가 시점에 주택가격 하락 전환
- 다만 가장 많이 상승한 대구 지역의 가격 하락률이 -6% 수준에 그침
- 수도권과 기타 지방의 입주 증가 시점에 예상되는 가격 변동은 1%~-3% 수준으로 소폭의 약세 전망
- 이들 지역의 시가총액 비중은 47% 로 소폭의 약세를 보일 경우 전국 주택가격의 변동성은 둔화 전망

## 대구 입주물량



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

## 대구 APT 매매가격 상승률과 전세가격 상승률



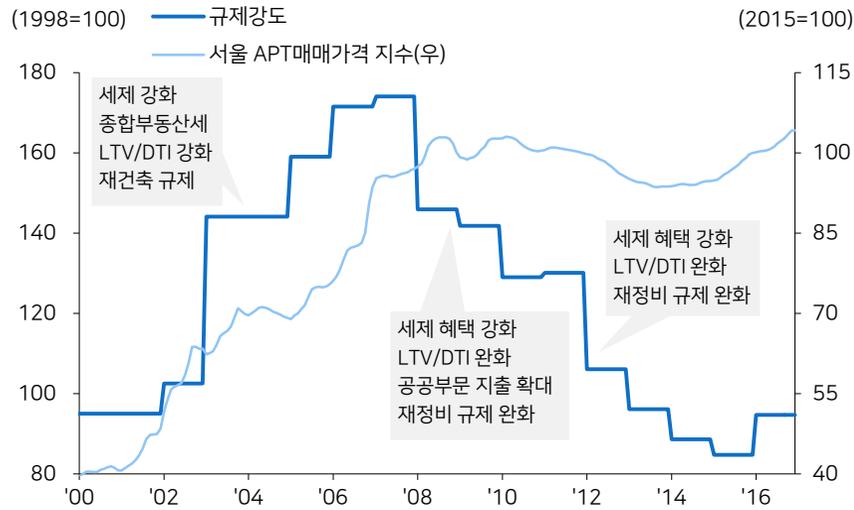
자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기 진입 환경 - 정책

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

- 일반적으로 국부에서 부동산이 차지하는 비중이 클 수록 정책의 목표는 방향성을 설정하는 것이 아니라, 변동성을 줄이는 쪽으로 나타남
- 국내 부동산 정책 역시 주택 가격이 상승하는 시기와 하락하는 시기에 따라 규제와 완화를 반복
- 18대 정부의 경우 초기 3년 정도의 기간은 규제 완화, 이후 규제 강화로 변화
- 도시재생 중심으로 공급이 진행될 예정이며 가장 중요한 변수는 정책: 건축 허가, 용적률, 세금 등
- 서울과 지방 광역시의 경우 도시 재생 중심의 패러다임 변화에 따라 정책에 대한 민감도가 높아질 것

## 규제 추이와 서울 APT 가격 지수



자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

## 정권별 규제

	서울부동산 상승률	부동산 정책 기준	주요 정책
16대 정부 (2003~2008)	56.6%	규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 양도세, 중부세 등 세제 관련 규제 강화</li> <li>▪ 재건축 개발 이익환수제</li> <li>▪ DTI/LTV 강화</li> <li>▪ 주택 공급 물량 확대</li> </ul>
17대 정부 (2008~2013)	-3.2%	부양	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ DTI/LTV 완화</li> <li>▪ 양도세 등 세제 혜택 강화</li> <li>▪ 공공부문 지출 확대</li> <li>▪ 재정비 사업 규제 완화</li> </ul>
18대 정부 (2013~2014)	-0.1%	부양	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 임대주택 등 공공부문 공급 확대</li> <li>▪ 양도세, 취득세 등 세제 혜택 강화</li> <li>▪ DTI/LTV 완화</li> <li>▪ 재정비 사업 규제 완화</li> </ul>
18대 정부 (2015~)	10.0%	규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 여신심사 가이드라인 발표</li> <li>▪ 공공택지 분양 물량 조절</li> <li>▪ 중도금대출보증 요건 강화</li> <li>▪ 집단대출에 여신심사 가이드라인 반영</li> </ul>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기 진입 환경 - 정책

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

- 공식적으로 확인된 정책은 임대주택 공급 확대, 도시재생 뉴딜, 가계부채 총량 규제
- 향후 임대주택 공급은 정부 주도로 이루어질 전망: 토지는 각 지자체와 LH공사의 보유 토지 활용
- 도시재생 뉴딜의 경우 과거와 같은 대규모 개발이 아니라 소규모 개발을 장려할 것
- 다만 핵심 쟁점이 되는 세금, 재건축 초과 이익 환수제 등에 관련된 내용은 명확하지 않음



부동산 관련 공약		
임대주택 공급 및 주거 지원	도시재생 뉴딜	가계부채 총량 규제
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 공적 임대주택 매년 17만호 공급 - 공공 직접 운영의 장기임대 13만호 + 공공 지원을 통한 임대 4만호</li> <li>▪ 신혼부부에게 공공임대주택 30%를 우선 공급하고 용자 지원 강화</li> <li>▪ 청년 임대주택 30만실 공급</li> <li>▪ 영구임대주택 및 매입임대주택은 저소득 노인, 장애인 등 사회취약계층에 우선 공급</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 도시재생 뉴딜 사업에 매년 공적재원 10조원 투입</li> <li>▪ 뉴타운, 재개발 사업이 중단된 저층 노후 주거지를 재생</li> <li>▪ 원도심, 전통산업 집적지, 재래시장 등을 새로운 산업여건에 맞추어 집약적으로 정비</li> <li>▪ 노후화된 기존 주택을 공공기관이 주도하여 공공으로 정비하거나 매입 혹은 장기 임차하여 수선 후 공공임대주택으로 활용</li> <li>▪ LH 및 지방공기업이 사업을 주도 하되, 인센티브, 예산 및 기금 지원 도시계획 특례를 확대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 대출규제: 가처분소득의 150% - 가계부채의 절대액을 줄이는 것이 아닌 가계부채 증가율을 경상소득 이내로 조절할 계획</li> <li>▪ 가계부채 연착륙을 위해 추가경정예산 등을 통한 확장적 재정정책과 한국은행의 금리정책을 적절히 조정한 풀리시 믹스 (Policy Mix) 강조</li> <li>▪ LTV의 경우 부동산 시장에 미치는 영향을 감안해 신중한 태도 유지</li> </ul>

# 4th 순환주기 진입 환경 - 정책

2018년 회복국면을 시작으로 새로운 순환 주기에 진입하기 위해서는 세가지 부정적인 변수를 극복해야 함

- 주택 보유세 강화 기초: 종합부동산세와 재산세의 합산 비중을 기존 0.76%에서 1%까지 상향
- DTI 보다 강화된 DSR 적용 계획
- 2017년 8월 일몰되는 LTV 완화(현행 70%) 정책은 자동 폐기되면서 60% 한도로 하향 조정
- 주택 가격의 변동성이 낮은 상황에서 지역별 규제는 특별히 없을 것
- 재건축 재개발 관련 규제 방향성이 관건이며 특히 재건축 초과이익 환수제가 시장의 방향성 결정

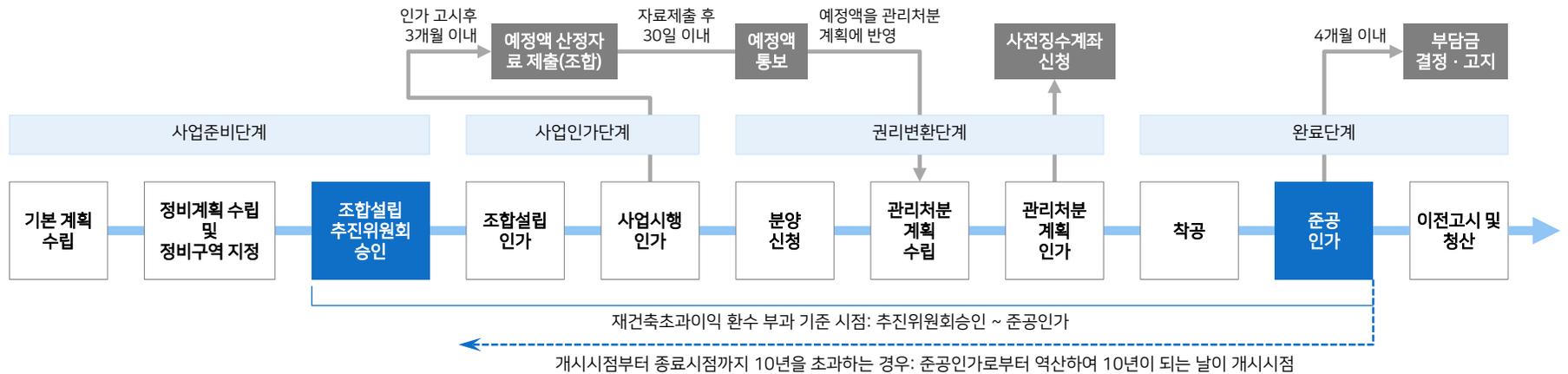
세금	대출 및 지역 규제	도시재생
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 양도소득세                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 일반세율은 과세 표준 기준으로 6~40% 적용 (5억원 초과 구간 신설)</li> <li>- 2014년 중과세 폐지</li> </ul> </li> <li>▪ 종부세                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 주택 6억원(1세대 1주택 9억원), 종합합산 토지 5억원, 별도합산 토지 80억원 미만 시 비과세</li> <li>- 과세 대상일 경우 주택 0.5~2%, 종합합산 토지 0.75~2%, 별도합산 토지 0.5~0.7% 과세</li> <li>- 연령별 보유기간별 세액공제 적용</li> </ul> </li> <li>▪ 취득등록세                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매매: 6억원 이하 1%, 9억 이하 2%, 9억 초과 3%</li> <li>- 신축: 2.8%</li> <li>- 상속: 무주택 0.8%, 유주택 2.8%</li> <li>- 증여: 3.5%</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 대출                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- LTV: 70% 한도 (2017년 7월 종료 예정)</li> <li>- DTI: 60% 한도</li> </ul> </li> <li>▪ 지역규제                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 투기지역: 월별 집값 상승률이 전국 소비자 물가보다 30%이상 높은 지역 중 2개월 집값 상승률이 전국평균보다 높거나 1년간 상승률이 직전 3년간 평균 상승률보다 높은 지역</li> <li>- 지정 시: 양도세 실거래 과세, 중도금 대출비율 축소</li> <li>- 투기과열지역: 집값 상승률이 물가상승률보다 높은 지역 중 최근 2개월 청약경쟁률이 5대 1을 초과했거나 주택건설 사업승인이 최근 수년간 급격히 감소해 주택 공급 위축 우려가 있거나 분양 계획이 전월대비 30% 이상 감소한 경우, 혹은 주택 전매행위 등 투기나 주거 불안의 우려가 있는 경우 분양권</li> <li>- 지정 시: 전매제한, 청약 1순위 자격 제한</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 분양가 상한제                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2015년 민간택지 분양에 대한 분양가 상한제 폐지</li> </ul> </li> <li>▪ 용적률                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 국토의 계획 및 이용에 관한 법률: 3종 일반주거지역 200~300%, 준주거지역 200~500%</li> <li>- 서울시 도시계획 조례: 3종 일반주거지역 ~250%, 준주거지역 ~400%</li> </ul> </li> <li>▪ 재건축/재개발                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 임대주택의무비율: 재개발의 경우 전체 세대 수의 15%</li> <li>- 층고제한: 서울 3종 일반주거지역 35층 제한</li> <li>- 소형평형의무비율: 2014년 폐지</li> <li>- 조합원지위양도: 허용</li> <li>- 재건축 초과이익환수제: 연말까지 관리처분 인가를 받으면 적용 대상이 아님</li> </ul> </li> </ul>

# 4th 순환주기 진입 환경 - 정책

## 하반기 재건축 초과이익 환수제에 대한 결정이 중요

- 주택 공급이 기존 택지개발을 중심에서 재건축, 재개발로 이동
- 결국 재건축, 재개발 관련 사업성에 영향을 줄 수 있는 정책이 가장 중요

## 재건축사업 추진 절차와 재건축초과이익 환수제도



\*초과이익: 종료시점 주택가격(감정가) - 개시시점 주택가격(공시지가) - 정상주택가격 상승분 - 개발비용

### 정상주택가격 상승분

- ▶ 개시시점부터 종료시점까지의 정기예금이자율과 해당 시·군·구 평균주택가격 상승률 중 높은 비율을 곱하여 산정
- ▶ 1월 미만인 월에 대하여는 적정비율을 일단위로 안분하여 적용

### 개발비용

- ▶ 공사비, 감리비, 부대비용 및 그 밖의 경비
- ▶ 제세공과금
- ▶ 공공시설 또는 토지 기부 (용적을 완화를 위한 기부채납 제외)
- ▶ 부과개시시점 이후의 주택 양도에 따른 양도소득세

### Point

1. 감정가와 공시지가 기준의 문제
2. 정상주택가격 상승분은 정기예금이자율과 재건축 사업장이 소재하는 시·군·구의 평균 주택가격 중 높은 비율을 곱하여 산정, 아파트 가격이 아닌 주택 평균가격 기준
3. 부과기준은 준공시점의 소유자 (관리처분인가 시점에 부담금 예정액 산정)
4. 2017년 12월까지 관리처분인가 신청시 예외

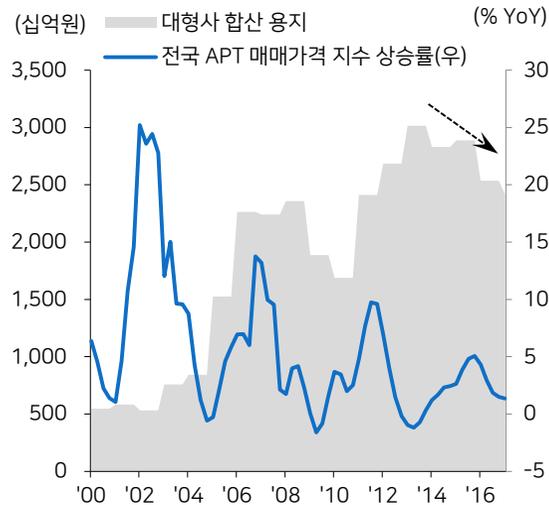
# 4th 순환주기는 New Normal (저성장)

4th 순환주기로 진입하는  
부동산은 과거와 다른 형태

## 1) 장기공급 감소

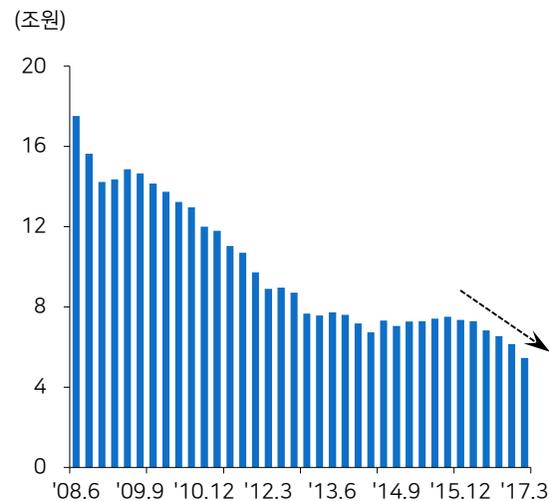
- 지난 40년간 택지개발을 중심으로 주택 공급, 신규 토지 공급 자체가 급감
  - 1) 민간에서는 주택 가격 상승 국면에서 자체 주택 용지 또는 PF를 통해서 신규 공급
  - 2) LH공사는 택지 개발을 통해서 직접 공급하거나 민간으로 택지 매각을 통해서 공급 유도
- 2013년 이후 대형건설업체의 자체 용지 감소 지속
- PF 잔액은 지속적으로 감소 추세이며, 2017~2018년 기존 대출 상환이 급증함에 따라 가속화 전망
- LH 공사는 2011년부터 신규 택지개발을 거의 중단한 상태이며, 민간으로 택지 분양도 거의 전무

### APT 가격 상승률과 대형사 용지



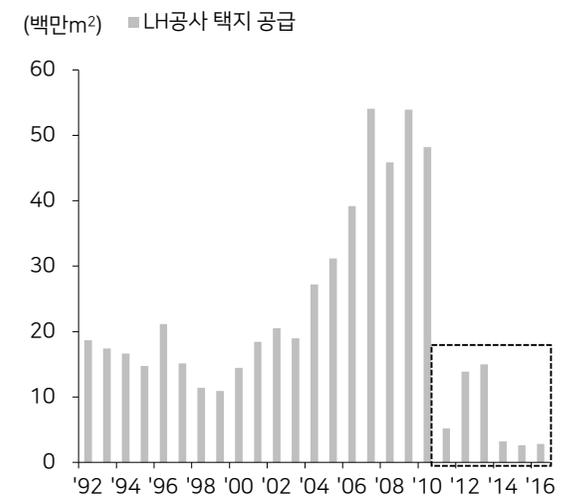
자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

### 대형건설업체 PF 잔액 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### LH 공사 택지 공급 추이



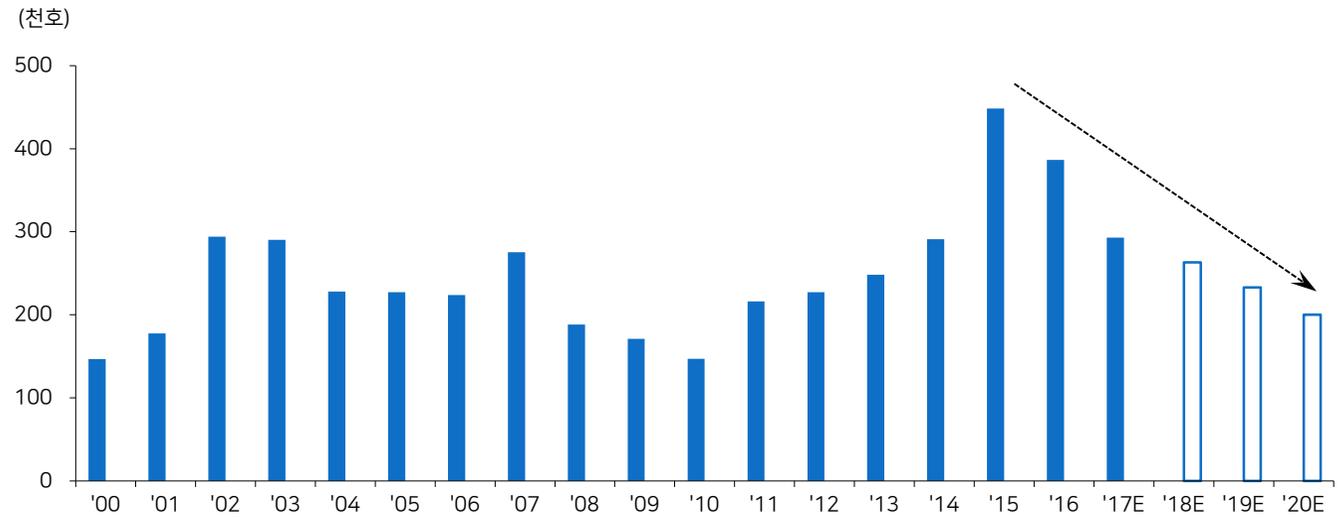
자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4<sup>th</sup> 순환주기는 New Normal (저성장)

4<sup>th</sup> 순환주기로 진입하는  
부동산은 과거와 다른 형태  
1) 장기공급 감소

- 2015년 전체 APT 분양 중 재건축, 재개발 프로젝트를 제외한 분양물량은 45만호로 고점
- 2017년 APT 분양 물량은 29만호로 감소할 것으로 전망
- 장기적으로 택지 공급 감소에 따른 영향이 본격화되면서, 기존 신도시 개발을 중심으로 이루어진 일반 분양은 20만호 수준까지 감소할 전망

택지 개발을 통한 APT 분양물량 추이 및 전망



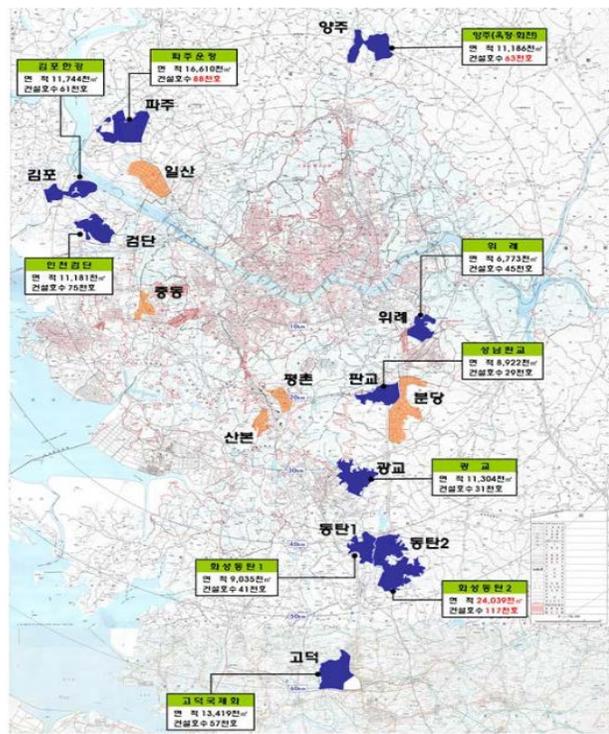
자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기는 New Normal(저성장)

4th 순환주기로 진입하는  
부동산은 과거와 다른 형태  
1) 장기공급 감소

- 신도시 개발 Cycle 의 종료, 도시의 확장으로 진행되는 개발 전략의 종료
- 신도시 개발 흐름은 1기와 2기 교통 인프라 확장과 구도심 재생 중심으로 전환
- LH공사는 2013년을 기점으로 대규모 택지 개발 중단 선언

## 신도시 개발 현황



자료: LH공사, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2기 신도시 개발 현황

구분	성남 판교	화성 동탄1	화성 동탄2	김포 한강	파주 운정	광교	양주	위례	고덕 국제화	인천 검단
면적(km2)	8.9	9.0	24.0	11.7	16.6	11.3	11.2	6.8	13.4	11.2
수용인구(천명)	88.0	41.5	116.5	61.3	88.2	31.1	63.4	44.8	57.2	74.7
인구밀도(인/ha) (총인구/총면적)	98	139	119	146	130	69	146	163	104	164
주택건설(천호)	29.3	41.5	116.5	61.3	88.2	31.1	63.4	44.8	57.2	74.7
최초분양	'06.3	'04.6	'12.8	'08.8	'06.9	'08.9	'12.10	'11.11	'17.상	'17.상
최초입주	'08.12	'07.1	'15.1	'11.6	'09.6	'11.7	'14.11	'13.12	'19.하	'19.하
사업기간	'03~'16	'01~'18	'08~'21	'02~'17	'03~'17	'05~'16	'07~'18	'08~'17	'08~'20	'09~'23
총사업비(억원)	87,043	42,353	161,144	87,872	135,352	93,968	71,540	111,009	81,603	83,868
사업진행자	성남시 LH공사	LH공사 SH공사	LH공사 경기공사	LH공사	파주시 LH공사	수원시 용인시 경기공사	LH공사	LH공사	경기도 LH공사 경기공사 평택공사	인천시 인천공사 LH공사

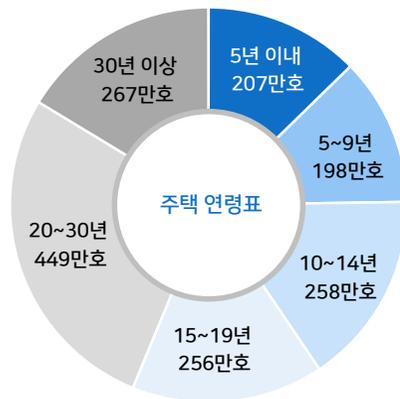
자료: LH공사, 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기는 New Normal (도시재생)

4th 순환주기로 진입하는  
부동산은 과거와 다른 형태  
2) 도시 재생 시대 개막

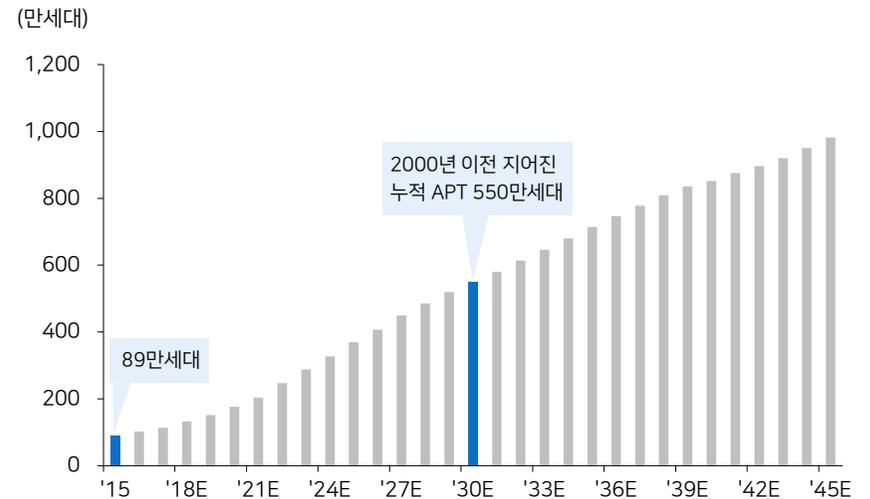
- 전체 주택의 50% 이상이 20년 이상의 노후 주택
- 재건축 연한을 30년으로 가정할 경우 현재 100만호 수준인 재건축 가능 APT는 2030년까지 5.5배 증가한 550만호, 이후로도 지속적으로 증가 전망
- 장기적으로 연간 30만호 이상의 재건축/재개발이 이루어져야지만 주택의 평균 연령이 낮아지는 결과
- 신규 택지 공급이 신규 가구수 증가와 연동해서 이루어진다면, 기존 주택의 질적 개선 과정은 1970~2000년까지 지어진 모든 주택을 대상으로 하기 때문에 시장 규모가 커질 수 밖에 없음
- 결국 40년 만에 도심 재생 시대의 개막으로 연결되는 변곡점

주택 연령표 (2015)



자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

재건축 연한이 도래한 APT 추이 및 전망



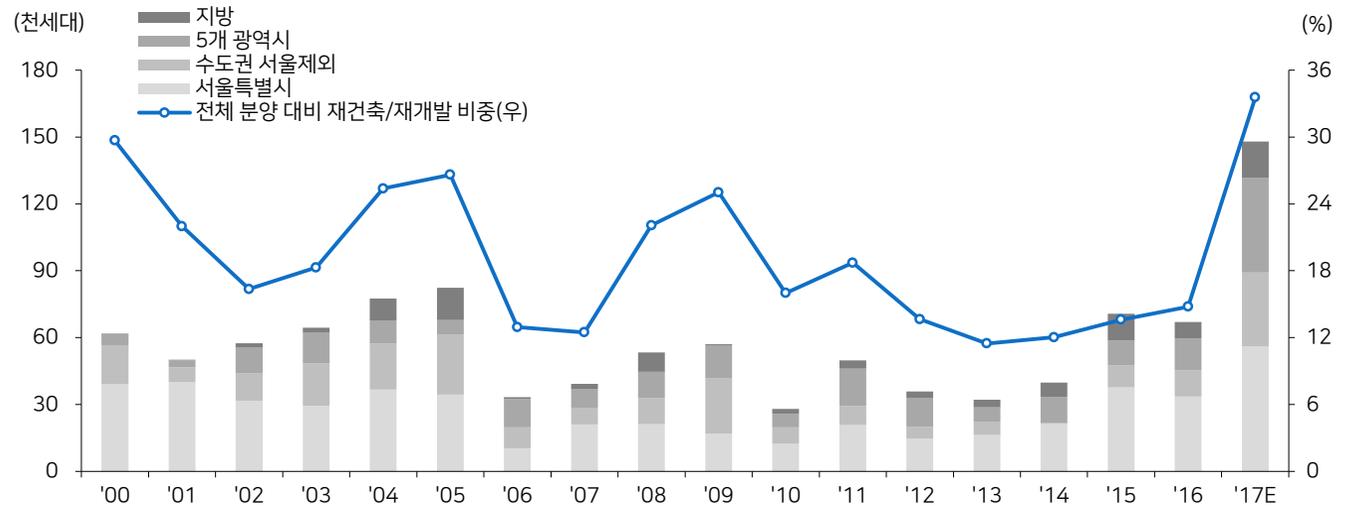
자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

# 4th 순환주기는 New Normal(도시재생)

4th 순환주기로 진입하는  
부동산은 과거와 다른 형태  
2) 도시 재생 시대 개막

- 부동산의 New Normal 시대에 공급을 주도하는 것은 택지개발이 아니라 구도심 개발
- 2002~2005년 재건축, 재개발, 2006년 이후 각종 규제와 부동산 경기 침체로 감소
- 2017년 재건축, 재개발을 통한 공급 물량 역대 최대치 갱신 전망
  - 1) 과거 재건축, 재개발 프로젝트 추진은 대부분 투자 차익을 중심으로 접근
  - 2) 주택 노후화가 심해지면서 주거의 질적 개선에 대한 욕구 증가
  - 3) 서울시의 용적률 규제는 조레가 개정되면서 주택법 상한인 300%로 변경
  - 4) 공공 관리제 시장에 따라 추진 과정에서의 비리 문제 감소

## 재건축/재개발 프로젝트 추이



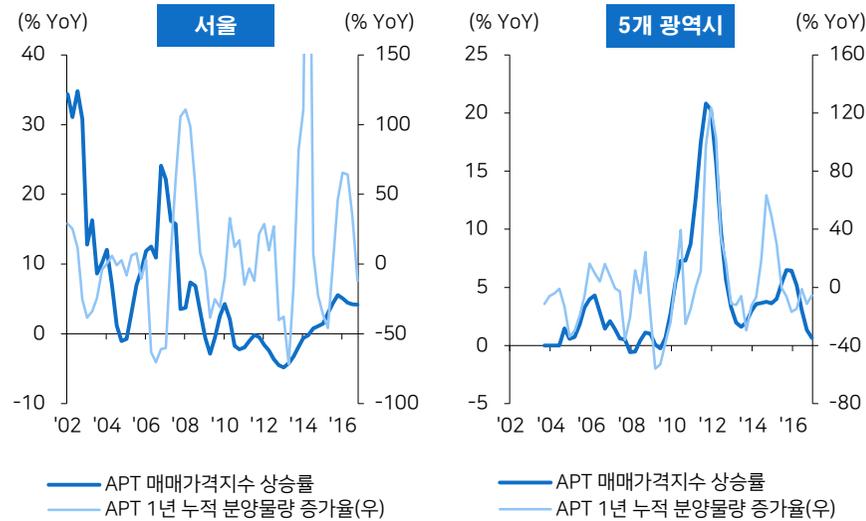
자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기는 New Normal (양극화)

4th 순환주기로 진입하는  
부동산은 과거와 다른 형태  
3) 양극화 심화

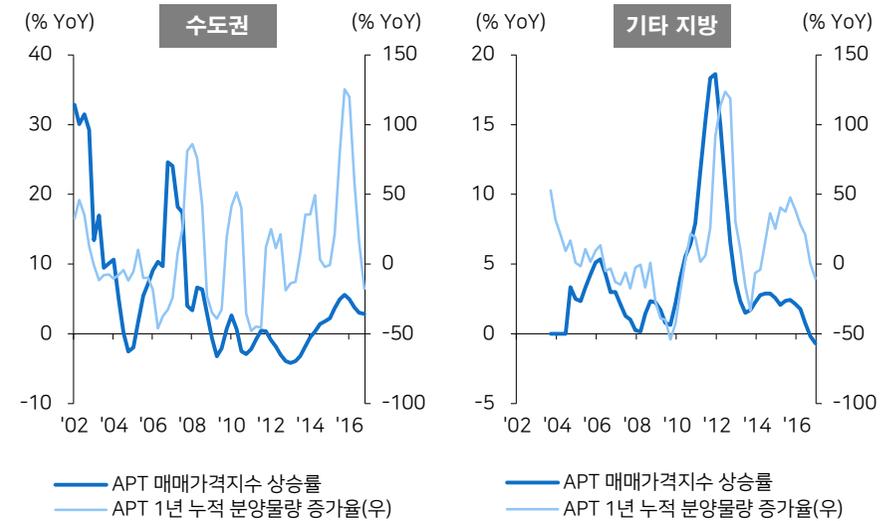
- 인구 증가, 소득 증가, 경제 성장의 세가지 변수가 나타날 때 지역별 부동산은 동행
- 재건축, 재개발을 중심으로 도시 재생 시대가 도래할 경우 각 지역별 양극화 심화
- 구도심에서 나타나는 인프라 개선, 거주 의 질 개선, 근접성 등에 대한 Valuation 상향
- 4th 순환주기에서 전체 부동산은 낮은 변동성을 보일 것
- 서울과 지방 광역시 주택가격 상승 vs 수도권 및 기타 지방의 주택 가격 하락

## 서울, 지방광역시



자료: KB부동산, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

## 수도권, 기타지방



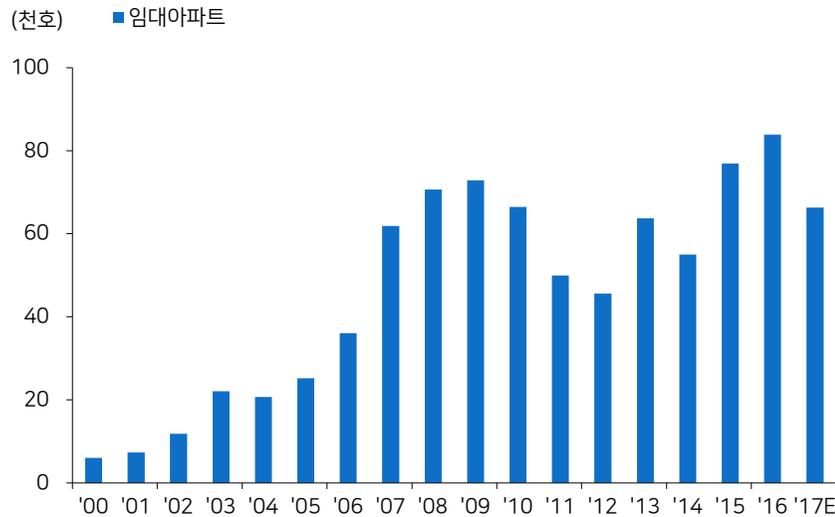
자료: KB부동산, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기는 New Normal(인식의 변화)

## 4th 순환주기로 진입하는 부동산은 과거와 다른 형태 4) 거주 가치

- 기존 주택은 자산가격에 대한 접근이 대부분
- 금융위기 이후 본격적으로 거주 가치 또는 수익형 부동산을 중심으로 하는 접근이 이루어지고 있음
- 민간 및 정부 모두 임대 목적의 주택 공급 증가 전망
- 임대 가격 상승이 어렵다면 비용 절감이 필요하며, 전체 건설비용 중 가장 크게 차지하는 것은 토지비
- 효율적인 토지 배분과 임대주택 장려 정책에 따라 임대 주택 관련 용적률 규제 완화가 진행 될 것

### 임대주택 공급 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

### 월세수익률과 저축성 수신금리



자료: REPS, 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

# 4th 순환주기는 New Normal - Valuation 하기

4th 순환주기로 진입하는  
부동산은 과거와 다른 형태  
4) 거주 가치

- 주택을 수익형 상품으로 접근할 경우 기대수익률과 월세 수익률을 기준으로 Valuation 가능
- 현재 월세 수익률은 평균 3.4% 수준으로 자산에 대한 기대수익률이 3.4%일 경우 적정가치
- 환경변화에 따라 월세 가격이 상승하거나, 기대수익률이 낮을 수록 주택 가격의 상승여력이 높아짐
- 도시 재생 시대에는 전반적으로 월세 비용이 높아지는 과정을 겪음
- 이는 도심의 거주 선호도가 높고, 재건축 과정에서 공급부족, 거주자의 질적 개선이 나타나기 때문

## 지역별 월세 수익률과 요구 수익률 수준에 따른 주택가격의 상승여력

	전국	서울	수도권	5개 광역시	기타 지방	경기도	부산	대구	인천	광주	대전	울산
월세수익률	3.5%	3.2%	3.7%	3.4%	3.5%	3.7%	3.3%	3.6%	3.6%	3.7%	3.6%	3.4%
요구수익률 2%	72.6%	61.8%	83.1%	72.2%	73.5%	83.8%	63.7%	77.6%	78.1%	83.3%	82.4%	68.3%
요구수익률 2.5%	38.0%	29.5%	46.5%	37.7%	38.8%	47.0%	30.9%	42.1%	42.5%	46.6%	46.0%	34.7%
요구수익률 3%	15.0%	7.9%	22.1%	14.8%	15.7%	22.5%	9.1%	18.4%	18.8%	22.2%	21.6%	12.2%
요구수익률 3.5%	-1.4%	-7.5%	4.6%	-1.6%	-0.8%	5.0%	-6.5%	1.5%	1.8%	4.7%	4.3%	-3.8%
요구수익률 4%	-13.7%	-19.1%	-8.5%	-13.9%	-13.2%	-8.1%	-18.2%	-11.2%	-10.9%	-8.3%	-8.8%	-15.8%
요구수익률 4.5%	-23.3%	-28.1%	-18.6%	-23.5%	-22.9%	-18.3%	-27.3%	-21.1%	-20.8%	-18.5%	-18.9%	-25.2%

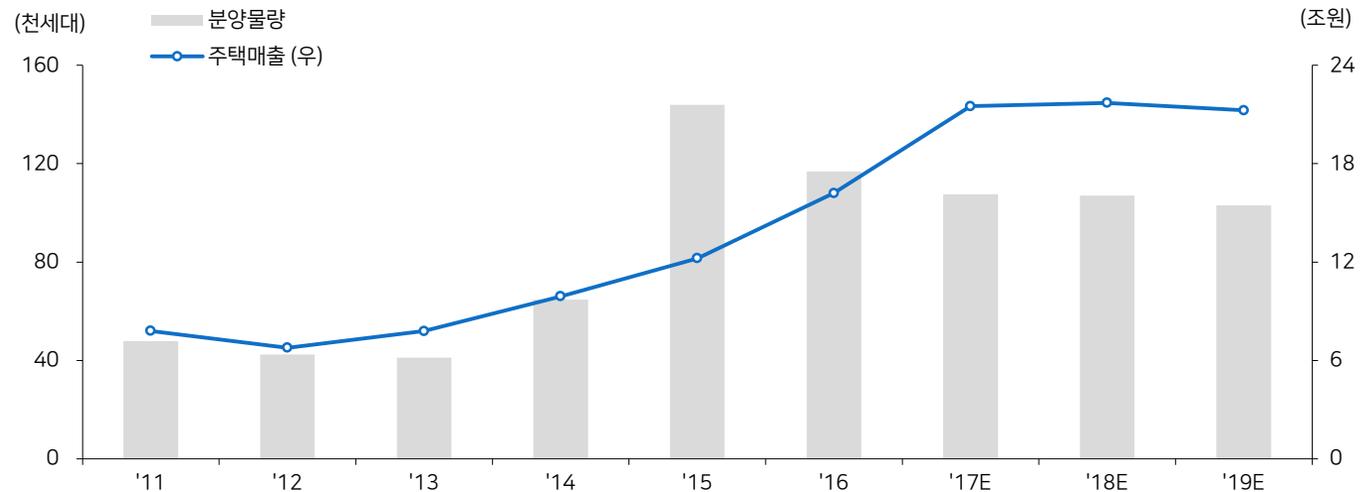
자료: 통계청, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 주택 부문 실적

## 4<sup>th</sup> 순환 주기에서 대형건설업체의 주택 실적

- 대형건설업체의 분양 물량 중 자체사업은 지속적으로 감소 전망
- PF 를 중심으로 이루어지는 도급사업 역시 감소 전망
- 다만 재건축, 재개발 프로젝트가 증가함에 따라 신규 분양 물량은 10만호 수준을 유지
- 주택 매출은 2018년을 고점으로 둔화되나, 둔화 속도는 완만할 것으로 판단
- 향후 정책에 따라 재건축, 재개발의 구조적인 성장 국면 진입 여부가 관건

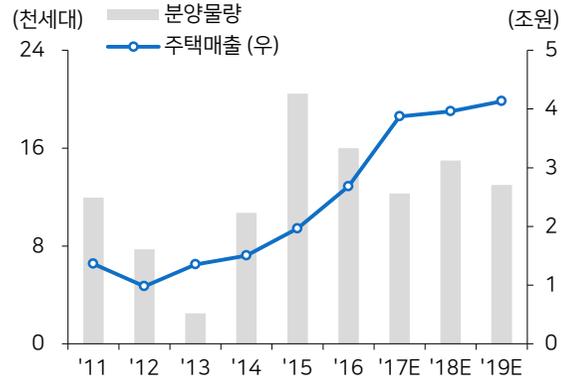
## 대형사 주택 매출 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

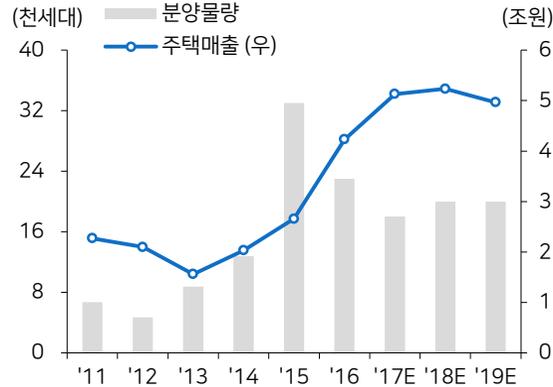
# 주택부문 실적 - 업체별 분양 및 주택 매출

## 대형사 합산



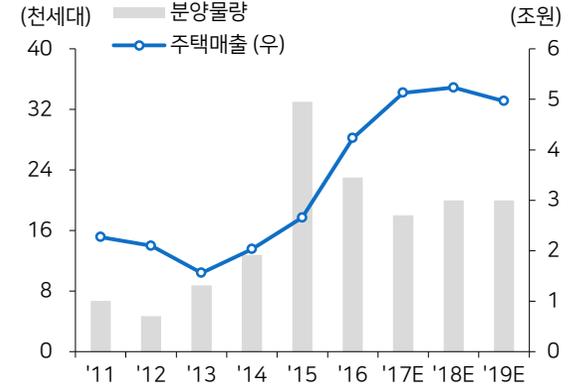
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대림산업



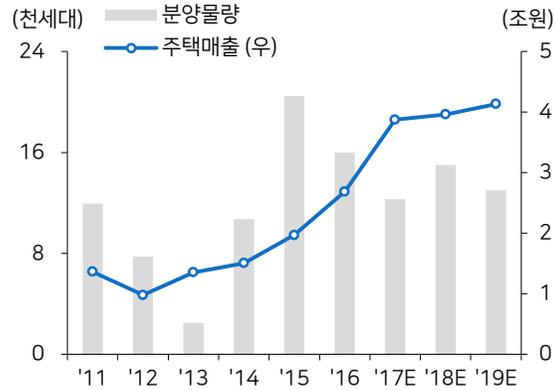
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## GS건설



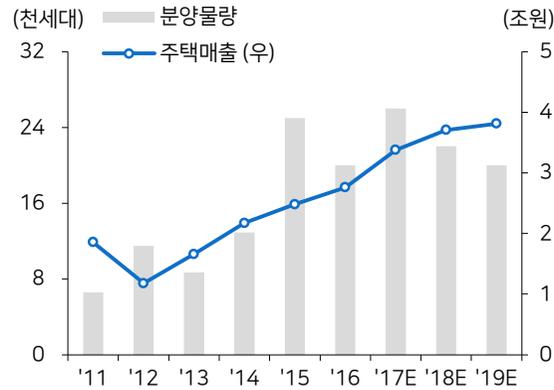
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대건설



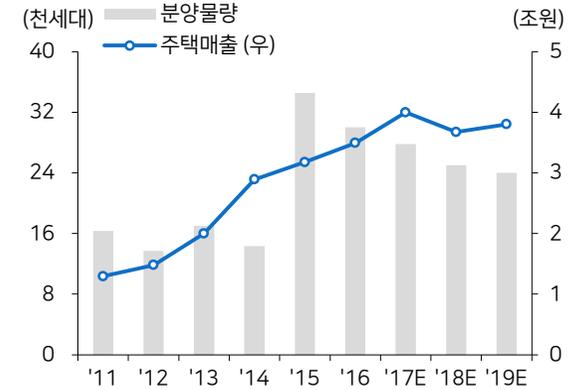
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대산업



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대우건설



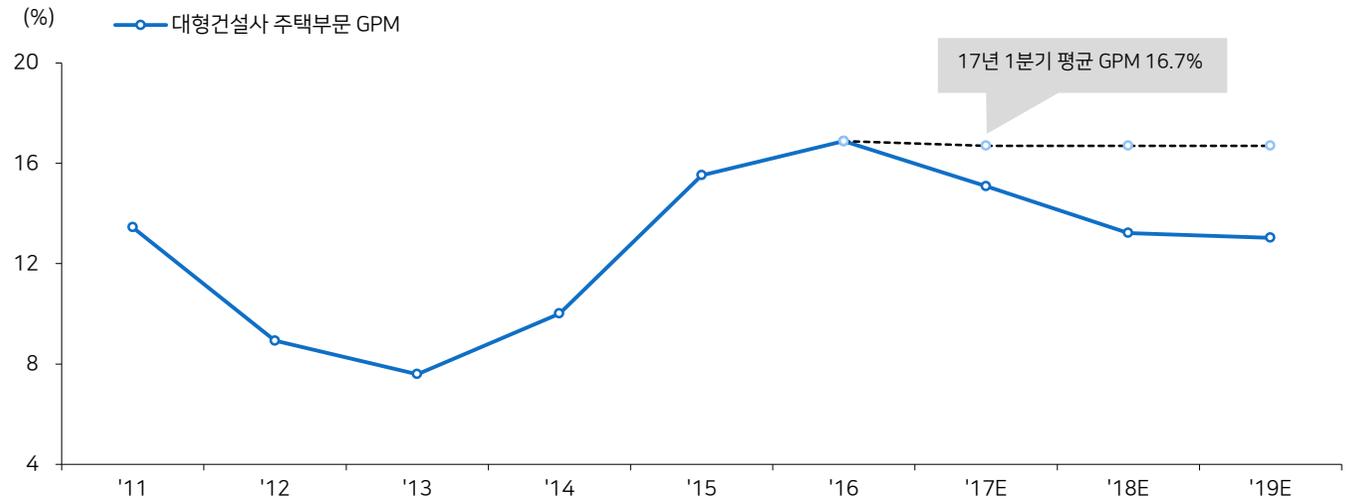
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 주택부문 실적 - GP margin

## 4<sup>th</sup> 순환 주기에서 대형건설업체의 주택 실적

- 2015년 부터 대형건설업체의 주택 부문 수익성은 서프라이즈를 기록
- 평균적으로 12%~13% 수준의 매출 총 이익률을 전망하였으나 2015~2016년 모두 예상치를 상회
- 2019년까지 주택 부문 GP margin 은 13% 내외로 전망하고 있으나 이 역시 보수적인 것으로 판단
- 이는 향후 준공되는 프로젝트의 대부분이 신규 분양가 상승 국면에서 분양한 것이기 때문
- 금융비용 및 판촉비 절감에 따른 실행 원가 개선이 지속적으로 나타날 전망

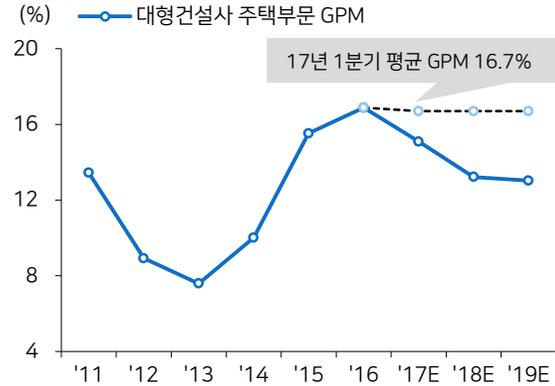
## 주택 GP margin



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

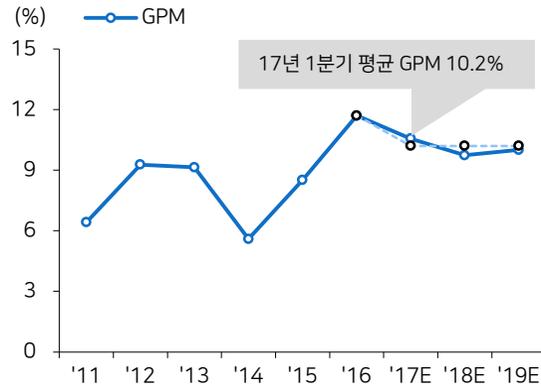
# 주택 부문 실적 - 업체별 주택 GP margin

## 대형사 합산



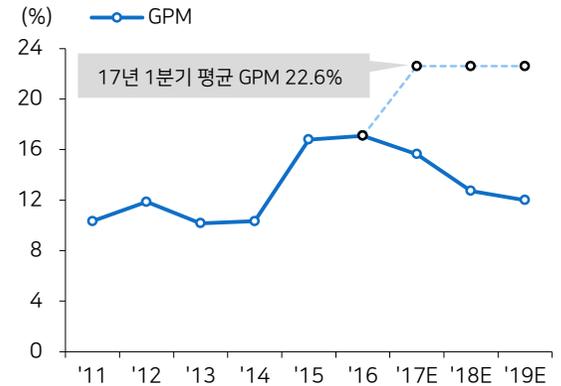
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대림산업



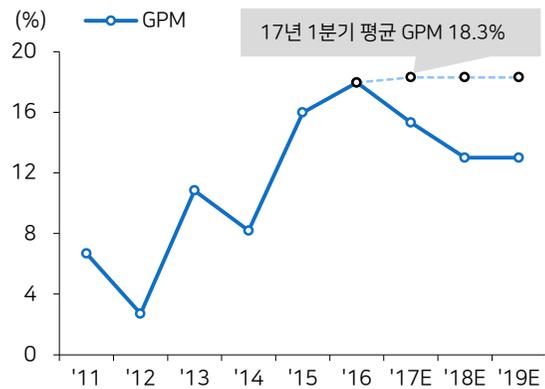
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## GS건설



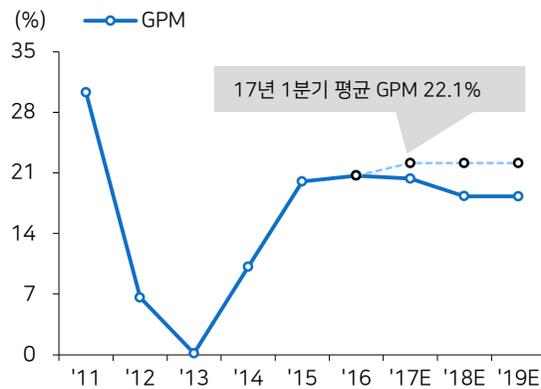
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대건설



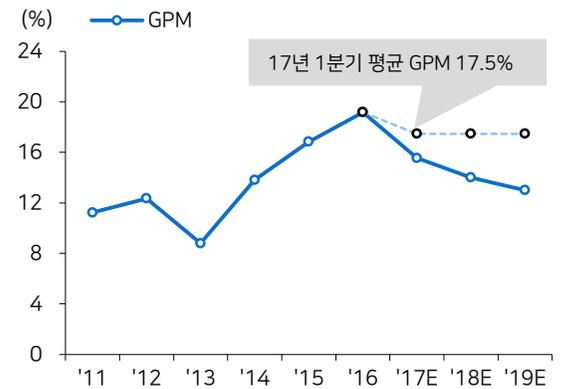
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대산업



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대우건설



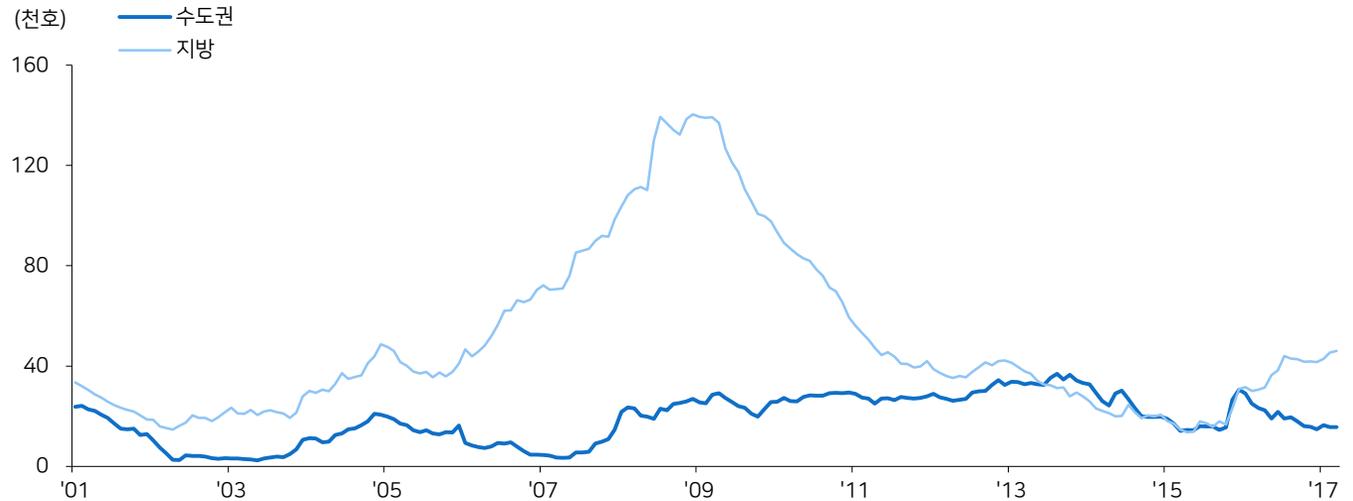
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 주택부문 실적 - 미분양

## 4<sup>th</sup> 순환 주기에서 대형건설업체의 주택 실적

- 원가율에 가장 큰 영향을 주는 것은 미분양
- 지방의 경우 미분양이 다소 상승하고 있으나, 공급 증가를 감안하면 절대적으로 낮은 수준
- 따라서 Cost 측면에서 문제가 될 부분은 아니라는 판단
- 재건축, 재개발 중심으로 공급기조가 전환될 경우 장기 미분양은 지속적으로 감소 전망

## 수도권과 지방의 미분양 추이



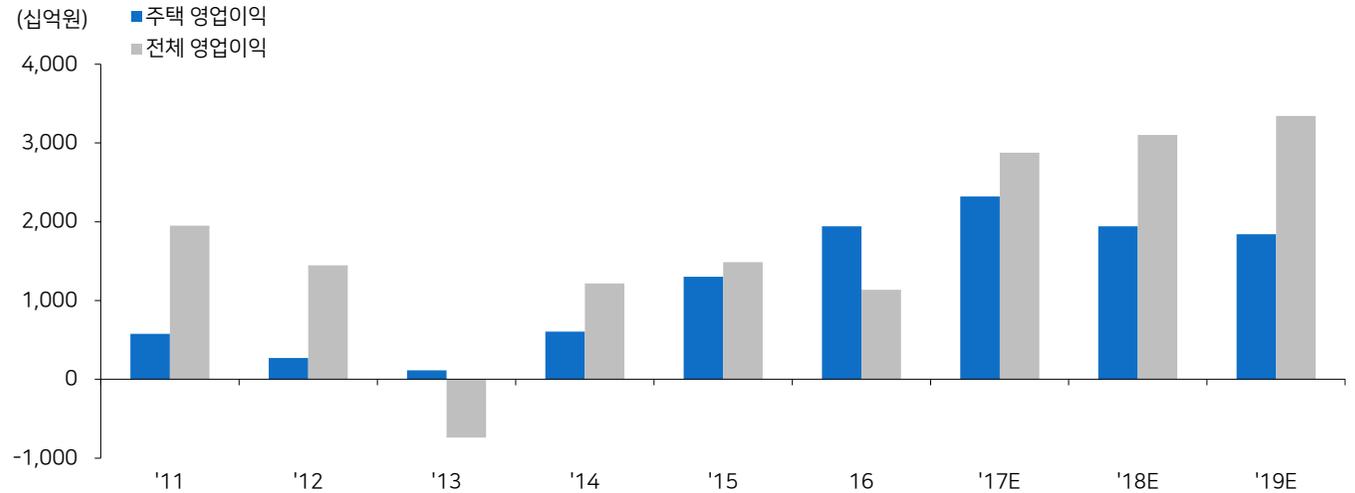
자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

# 주택 부문 실적 - 주택 영업이익 vs 전체 영업이익

## 4<sup>th</sup> 순환 주기에서 대형건설업체의 주택 실적

- 2015년 이후 대형건설업체가 기록한 전사 영업이익의 대부분은 주택 부문에서 발생
- 향후 주택 부문의 GP margin이 13% 수준까지 하락할 것으로 가정하더라도 주택의 역할은 중요
- 특히, 예상보다 높은 수익성이 지속될 것으로 전망됨에 따라 시장 기대치 대비 서프라이즈 국면 지속
- 2017년 하반기 이후 해외 부문의 손실 감소가 실제로 반영될 경우 사상최대 영업이익 달성 전망

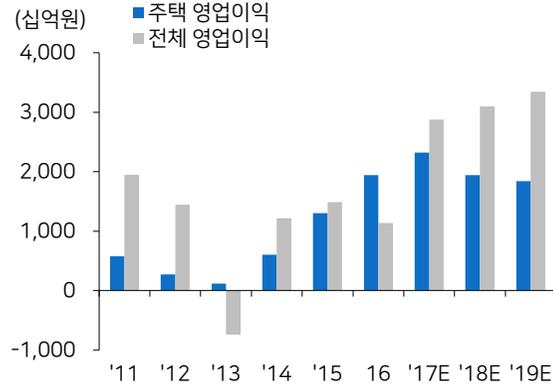
## 대형 건설업체 주택 영업이익 vs 전체 영업이익



주: 대림산업, 현대건설, GS건설, 현대산업, 대우건설의 합산 영업이익  
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

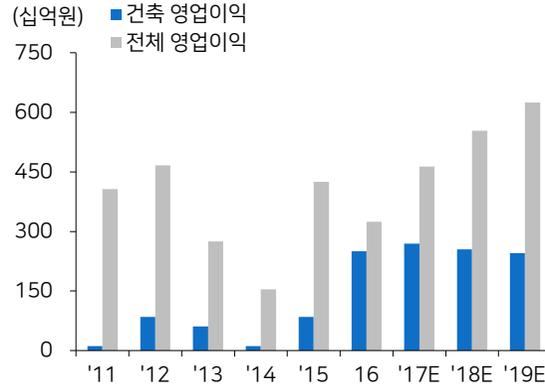
# 주택 부문 실적 - 업체별 주택 영업이익 vs 전체 영업이익

## 대형사 합산



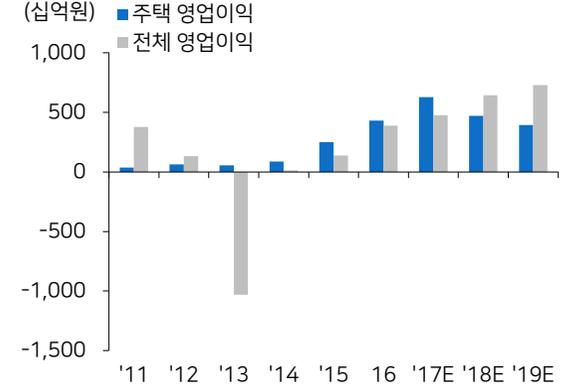
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대림산업



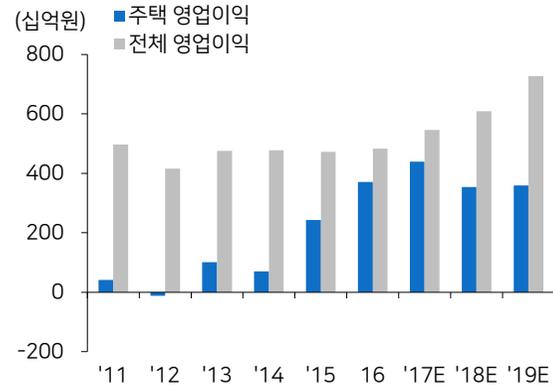
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## GS건설



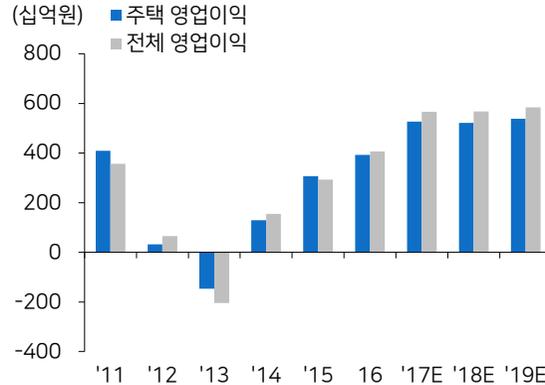
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대건설



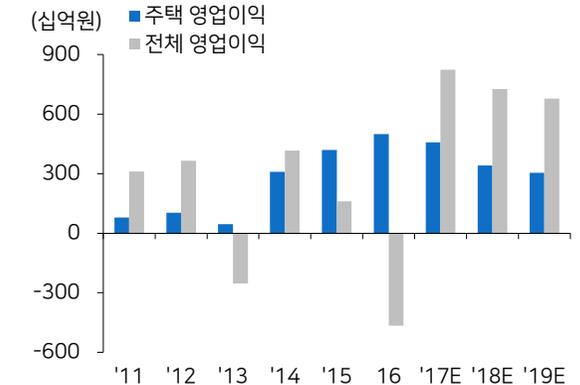
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대산업



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대우건설



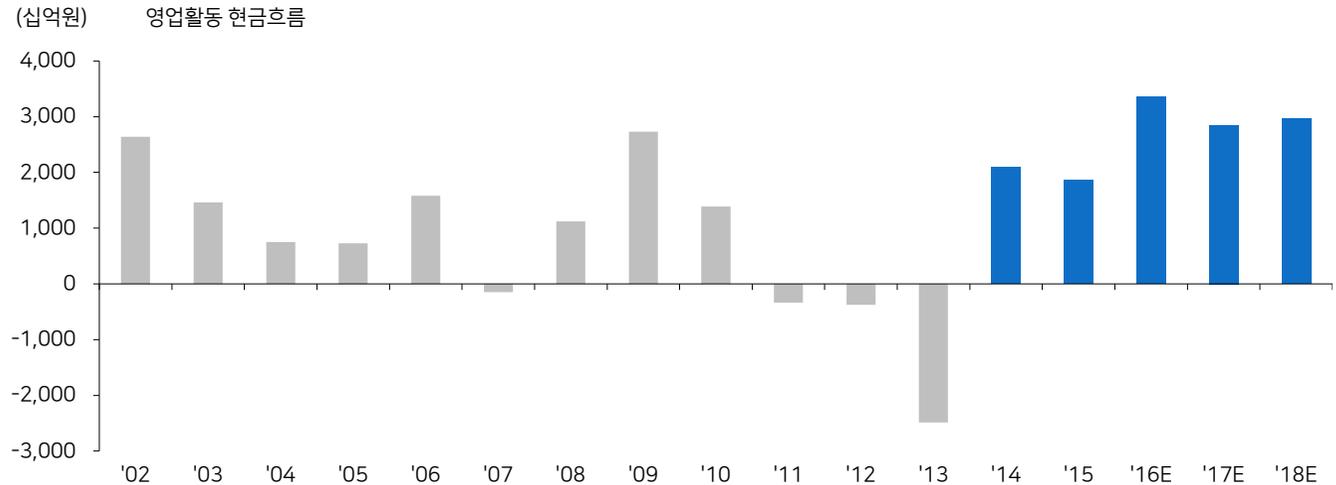
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 주택 부문 실적 - 현금흐름

## 4<sup>th</sup> 순환 주기에서 대형건설업체의 주택 실적

- 일반적으로 Cycle 산업의 영업활동 현금흐름은 추정이 어려움: 이는 연간 영업이익 대비 매출채권, 매입채무, 재고자산의 변동성이 몇 배 이상 크기 때문
- 다만 주택 사업의 경우 미분양 또는 미입주가 발행하지 않을 경우 현금흐름이 명확
- 주택 사업의 특성을 감안하면 대부분의 현금흐름은 입주 시점에 발생(잔금 비중이 30~40%)
- 대형 건설업체의 영업활동 현금흐름이 2014년부터 개선되기 시작하였으며, 향후 영업활동 현금흐름의 본격적인 개선이 지속될 전망

## 대형 건설업체 영업활동 현금흐름 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# Part II

## 2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2 건설

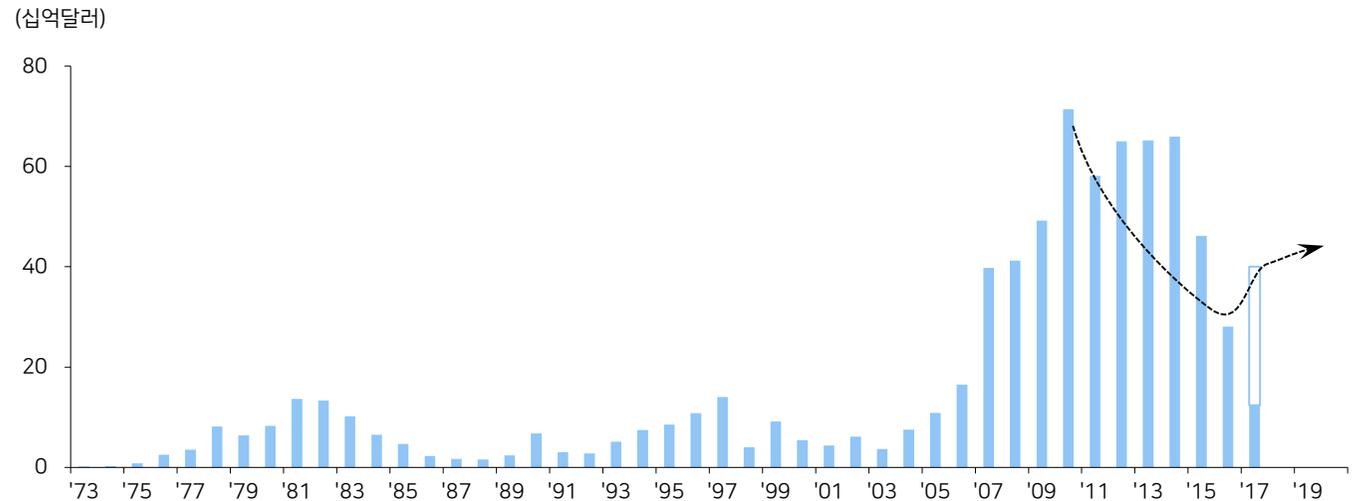
해외

# 해외 부문 - 신규 수주

2016년 해외 수주는 10년만에  
최저 수준으로 하락, 2017년  
이후 점진적 회복 전망

- 2003년 이후 2014년까지 중동 플랜트를 중심으로 해외 수주 성장
- 특히 사우디와 UAE 지역에서 정유 및 석유화학을 중심으로 설비투자 급증
- 2015년 이후 유가 하락 및 중동국가들의 재정 악화로 수주 감소가 나타나기 시작
- 2016년 해외 수주는 10년 만에 최저 수준을 기록
- 2017년 상반기 해외 수주는 소폭 개선된 수준이나, 입찰 프로젝트가 증가하면서 기대감 확대
- **라마단 기간이 종료되는 6월 이후 본격적인 해외 수주 성장이 가능할 전망**

## 해외 수주 추이



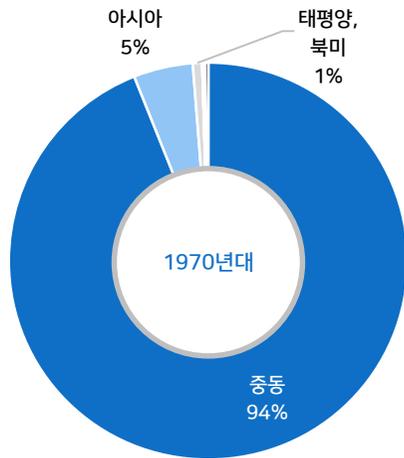
자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

# 해외부문 - 지역별 신규 수주

## 지역의 Mix 변화

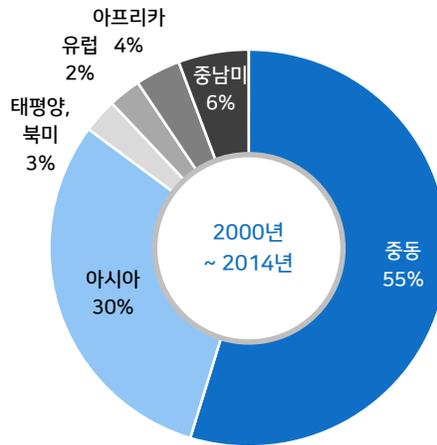
- 지난 40년간 나타난 3번의 해외 수주 Cycle 에서 핵심은 중동 지역, 달라지고 있는 점은
  - 1) 아시아 시장의 수주 비중이 점점 증가 추세
  - 2) 중동 내에서 사우디와 UAE에 집중되어 있던 해외 수주가 쿠웨이트, 이란 등으로 다변화되기 시작
  - 3) 전통적으로 발주를 주도했던 사우디와 UAE의 발주 감소 지속
- 향후 발주 시장은 중동 내에서는 비전통 지역, 아시아에서 인프라를 중심으로 확산

1970년대 지역별 수주 비중



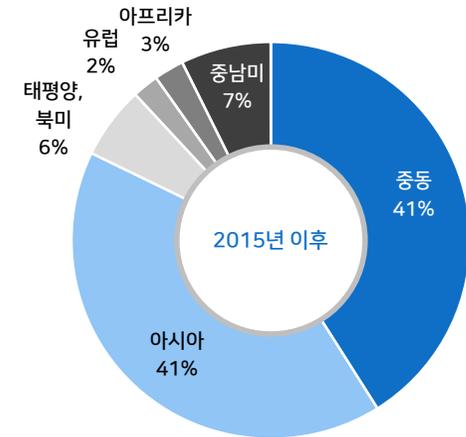
자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

2000~2014년 지역별 수주 비중



자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

2015년 이후 지역별 수주 비중



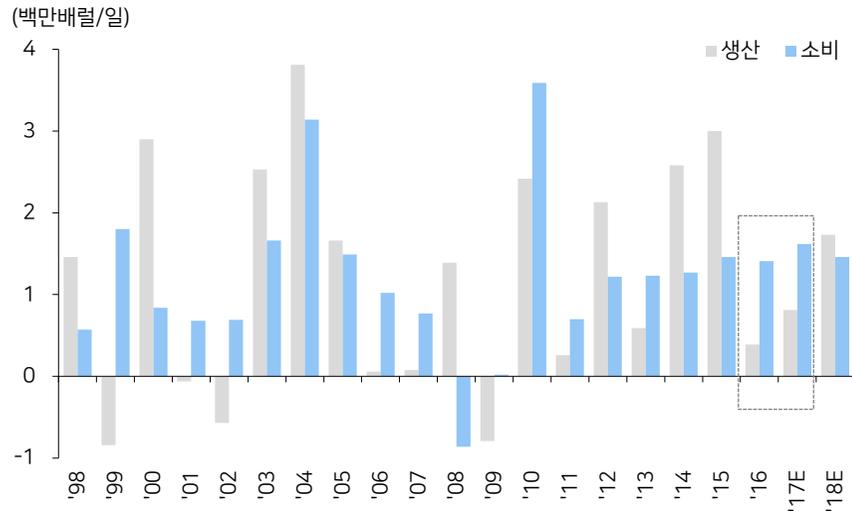
자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

# 해외수주-유가

## 유가 상승

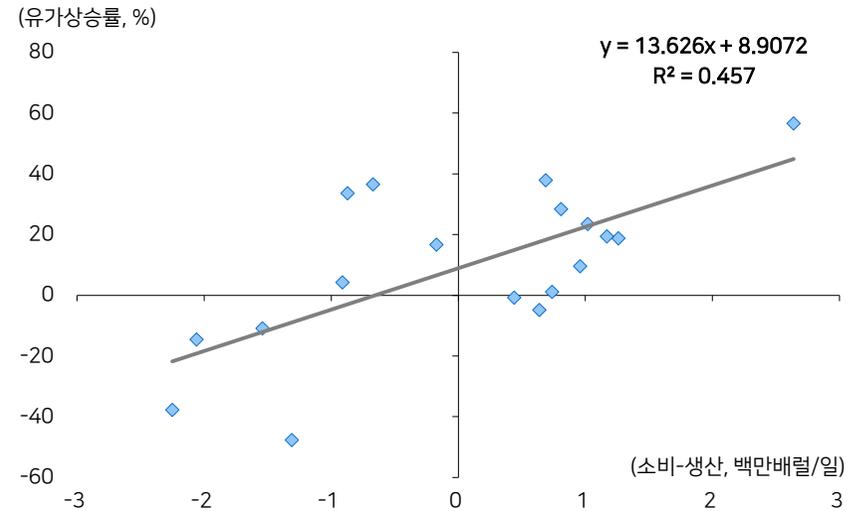
- 미국 에너지부에 따르면 2017년 원유 소비는 162만배럴, 생산은 81만배럴 증가할 것으로 예상됨
  - 2016년에 이어 2년 연속 소비가 생산보다 더 많이 늘어남
- 과거 사례를 볼때 소비가 생산보다 더 많이 늘어난 해에 유가는 대부분 상승함
  - 지난 20년간 10번 중 8번 가격 상승
  - 가격이 하락했던 두 번은 원자재 시장センチ먼트가 악화되었던 2011년, 2013년

## 세계 원유 소비/생산 증감



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

## 원유 수급과 가격 상승률

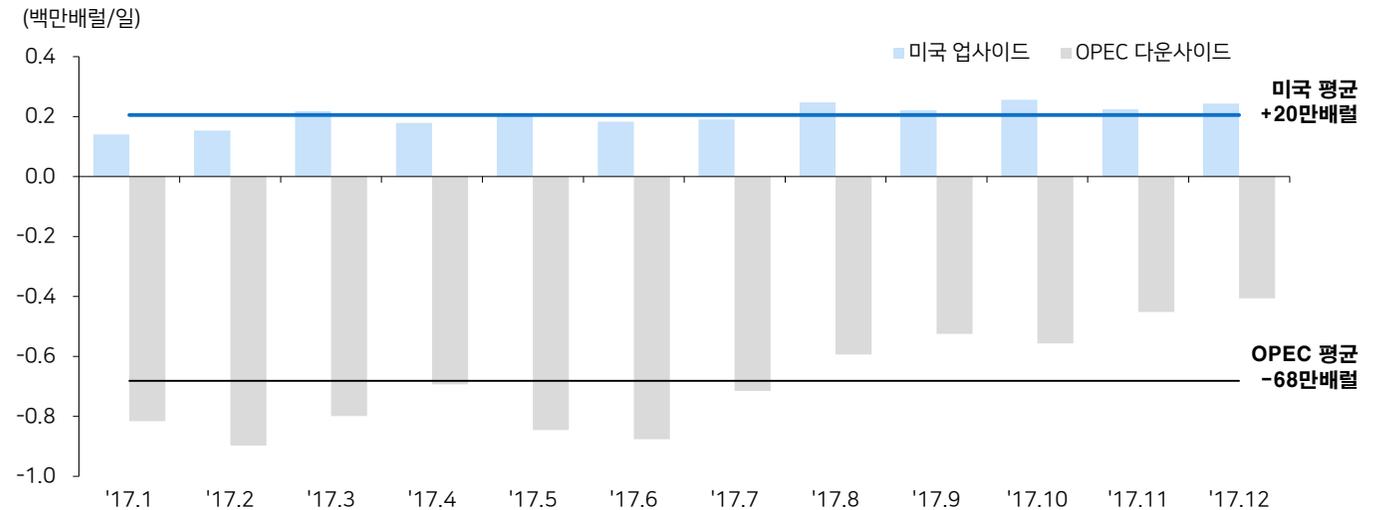


자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

## 유가 상승

- 유가가 상승하면서 미국 셰일 기업들이 다시 생산량을 늘리고 이는 유가에 부정적 요인
- 그런데 EIA 전망에 따르면 이미 작년부터 올해 2분기 이후 미국 원유 생산이 늘어나는 것으로 예상되었음
- 작년 11월 이후 미국 원유 생산량 전망치는 20만배럴 상향 조정
- 반면 감산 합의로 OPEC 생산량은 70만배럴 하향 조정되었음

### 미국, OPEC 원유 생산량 추정치 변화



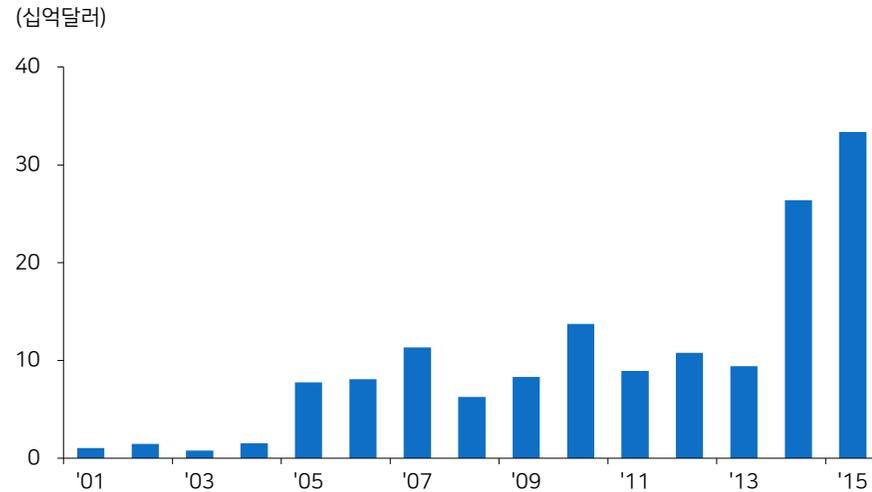
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

# 해외수주 - 중동내 비 전통 국가(쿠웨이트)

## 유가와 관계없이 발주가 지속될 쿠웨이트와 이란

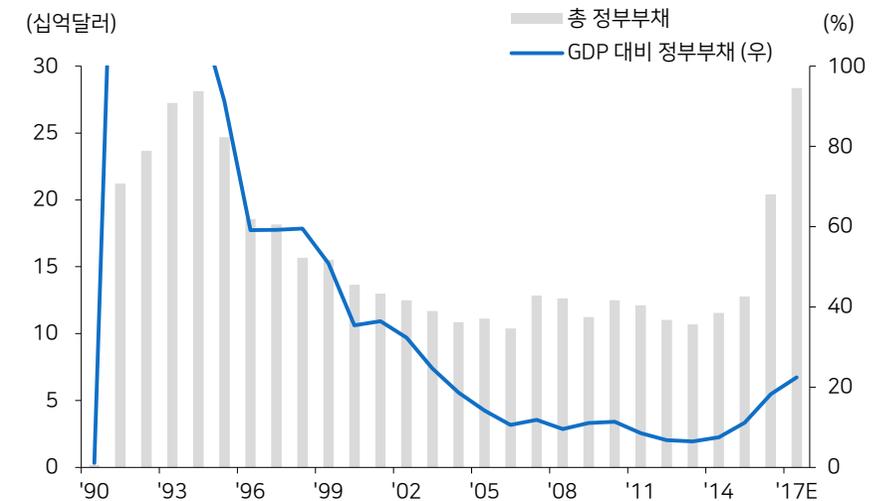
- 쿠웨이트는 중동의 유일한 왕정 + 민주주의 복합 체제, 발주는 국왕을 중심으로 결정하나 승인권은 의회가 가지고 있음. 2013년까지 정치적인 문제로 대부분의 프로젝트 발주가 의회에서 승인 거절됨, 2013년 말 총선을 거쳐 친정부 중심의 내각으로 재구성되면서 발주 재개, 2016년 10월 국왕은 경제 위기에 대한 협력 부족을 이유로 의회를 다시 강제해산(향후 총선)
- 결국 쿠웨이트 정부는 경기 부양과 산업 고도화를 위한 발주를 지속할 것. 특히 2014~2015년 정유 플랜트 발주가 증가하였고, 이를 통해 FEED 가 확보되면 향후 석유화학 플랜트 발주 증가
- 과거 유가 상승기에 재정 정책을 펼치지 않았기 때문에 정부 재정 발주 여력은 충분
- 쿠웨이트의 발주 증가는 유가 레벨을 떠나서 구조적으로 나타날 것

## 쿠웨이트 발주 계약 금액



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

## 쿠웨이트 정부 부채 및 GDP 대비 부채 비중



자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

# 해외수주 - 중동내비전통국가(이란)

## 이란은 석유화학 육성이 우선과제

- 16년 1월 JCPOA 합의에 따라 경제 제재가 일부 해제된 이란은 경제 발전을 위해 다양한 방법을 모색
- 자원개발 및 제조업의 성장이 미흡, 제조업에서 석유화학의 기여도는 약 24%  
: 이란의 경제발전 핵심은 석유화학 육성
- 이란 정부의 5차 5개년 개발계획 중 석유화학 정책(2016~2020) 발표
- 신규 시추, 정유, 석유화학 플랜만이 아니라 기존 시설 대부분이 노후화 또는 생산성이 떨어진 상태로 Revamping 수요도 크게 증가할 전망
- 특히 지난 5월 20일 로하니 대통령의 연임이 확정됨에 따라 추가적인 개방 경제 및 발주 확대 전망

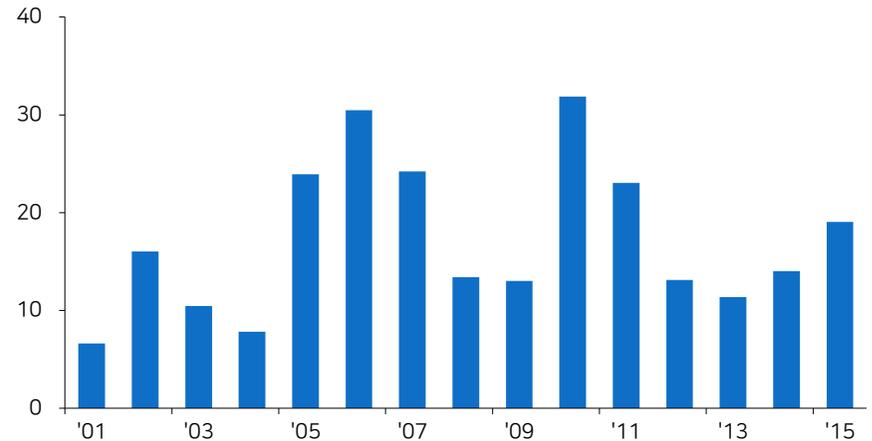
## 이란의 분야별 부가가치 추이 및 2025년 목표

	2012	2013	2014	2015	2025E
E&P	2.1%	-2.5%	0.9%	9.8%	25.0%
제조업	5.6%	-8.5%	-3.9%	6.7%	11.2%
농업	2.7%	3.1%	4.7%	3.8%	7.0%
상업	4.4%	-8.9%	-5.0%	-3.7%	9.5%
<b>GDP 성장률</b>	<b>4.3%</b>	<b>-8.6%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>10.0%</b>

자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

## 이란 발주 계약금액 추이

(십억달러)



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

# 해외수주 - 중동내 비 전통 국가

바레인, 오만 등

- 상반기 오만의 정유 플랜트, 하반기 바레인의 정유 플랜트 발주 계획

오만 및 바레인 위치



자료: Google, 메리츠증권증권 리서치센터

오만, 바레인 경제 상황

(2016년 기준)	오만	바레인
인구	335만명	137만명
정부 형태	군주제	입헌군주제
GDP	597억달러	318억달러
수출	304억달러	121억달러
수입	258억달러	80억달러
재정 수입	202억달러	43.7억달러
재정 지출	315억달러	87.8억달러
재정 원유 의존도	84%	86%
실업률	15%	4%

자료: CIA, 메리츠증권증권 리서치센터

# 해외수주 - 아시아의 인프라 발주

## 중국 일대일로

- 일대일로(一帶一路)전략이란?
  - 중국 당·명 시대의 실크로드를 차용해 중국에서 중앙아시아, 동남아시아, 중동 등을 거쳐 유럽, 아프리카까지 육·해로로 연결해 연선 국가들과 경제협력을 강화하는 대규모 프로젝트
- 구체적으로 1) 육상으로 중국-중앙아시아-유럽을 연결하는 '실크로드 경제벨트'와 2) 해상으로 중국-동남아시아-서남아시아-유럽-아프리카를 잇는 '21세기 해상 실크로드'로 분류

일대일로(一帶一路) 노선도



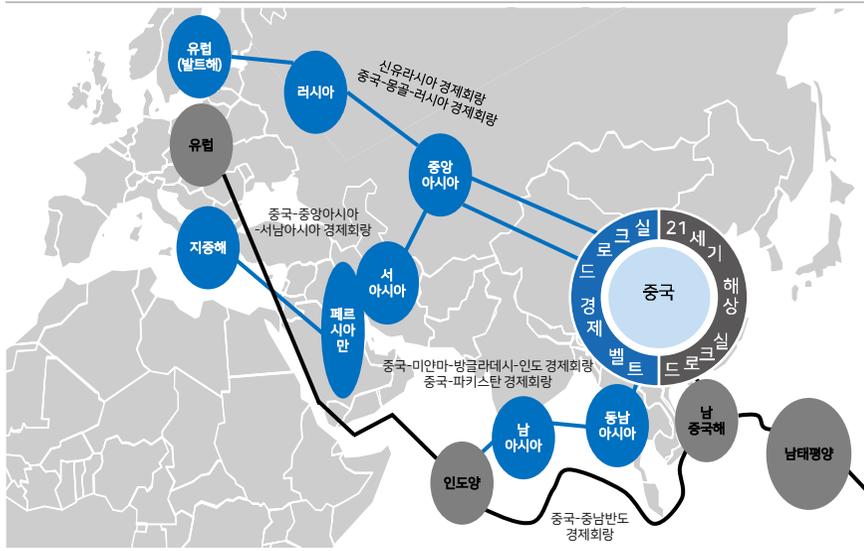
자료: 중국 언론 종합, 연합뉴스(2015.01), 메리츠증권증권 리서치센터

# 해외수주 - 아시아의 인프라 발주

## 중국 일대일로

- 또한 문건에서 '경제회랑(经济走廊)'이라는 핵심 구역을 중심으로 연선국가 간 육로 및 해상 통로를 구축, 구역별 프로젝트의 기초를 제공할 것이라고 밝힘
- 2015년 5월 '유라시아 상호연계소통 산업대화'에서 '6대 경제회랑'을 설정  
- 경제회랑들 중 현재 진행속도가 빠른 곳은 1) 중국-파키스탄과 2) 중국-몽골-러시아 구역

## 6대 경제회랑 노선도



자료: 腾讯财经 (finance.qq.com, 2015년 5월 28일), 메리츠증권증권 리서치센터

## 6대 경제회랑개요

경제회랑	지역	중점 분야
중국-파키스탄	중국, 파키스탄	철도/ 도로, 석 유/ 가스 수송관, 광케이블, 산업단지
중국-미얀마-방글라데시-인도	중국, 미얀마, 방글라데시, 인도	철도 및 도로
중국-몽골-러시아	중국, 몽골, 러시아	고속운송통로
신유라시아	중국, 러시아, 카자흐스탄, 키르기스스탄, 우즈베키스탄, 투르크메니스탄, 이란, 터키, 우크라이나	국제 철도간선
중국-중앙아시아-서남아시아	중국, 카자흐스탄, 키르기스스탄, 타지키스탄, 우즈베키스탄, 투르크메니스탄, 이란, 터키 등	석유 및 가스 수송관
중국-중남반도	중국, 베트남, 태국, 말레이시아, 싱가포르 등	철도 및 도로

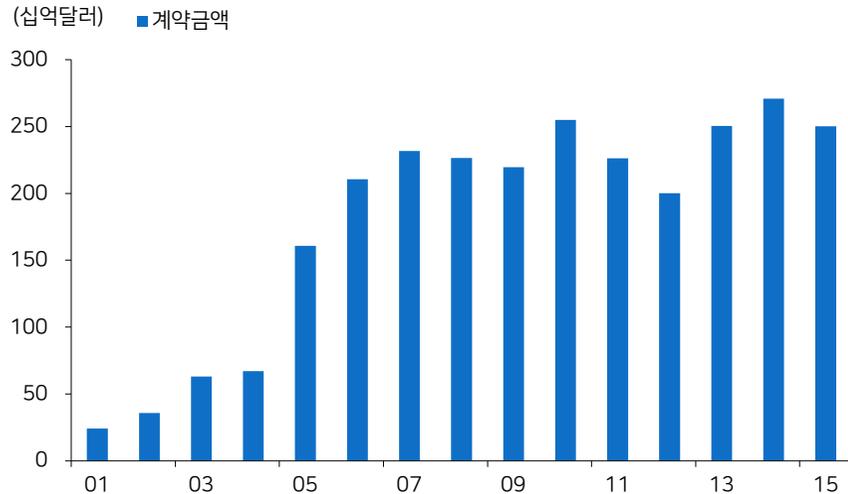
자료: 중국 일대일로 전략의 추진현황 평가와 향후 대응과제, KIET(2016.12)

# 해외수주 - M/S의 변화가능성

## 중동발주의 급격한 감소는 없었다?

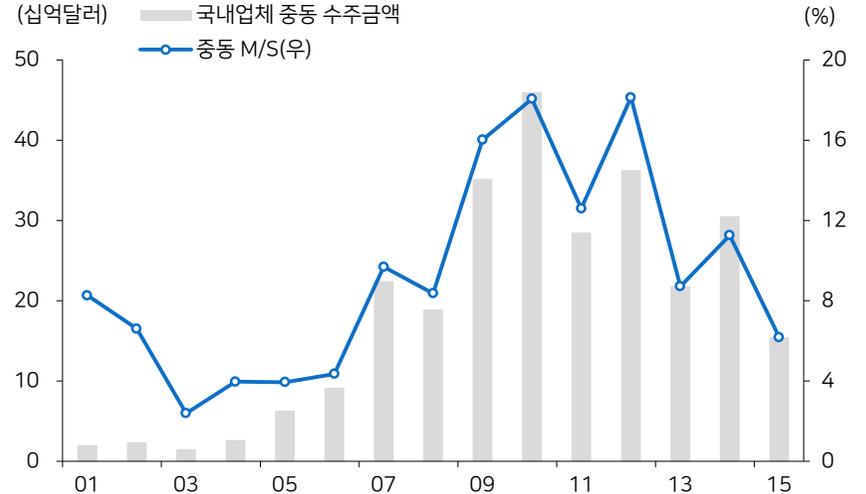
- 2015년 유가하락에도 불구하고 중동 전체 발주는 8% 하락에 그침
- 문제는 중동 내 한국 건설업체의 M/S가 급락
- Risk 관리가 어려운 해외 부문에 대한 포기?
- 잘하는 공종, 잘 아는 시장에만 집중하는 전략을 펼치고 있음
- 2016년까지는 다수의 해외 손실 프로젝트를 진행하고 있어, 신규 프로젝트 수주에 대한 부담

## 중동 발주 금액 추이: 급격한 감소는 없었다



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

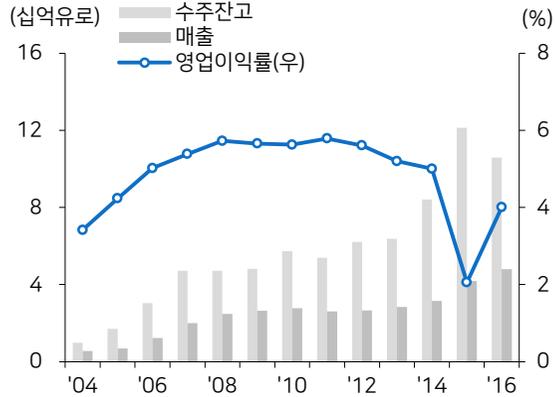
## 국내 업체의 중동 수주 금액과 M/S 추이



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

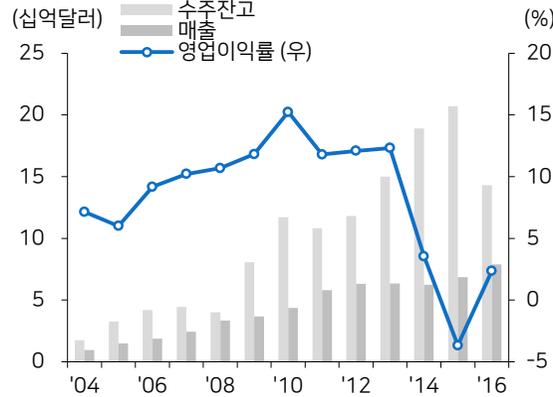
# 해외수주 - M/S의 변화가능성

## Tecnicas Reunidas 수주, 매출, 영업이익률



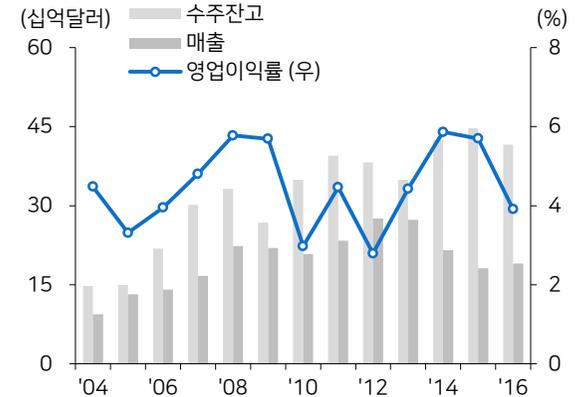
자료: 메리츠증권리서치센터

## Petrofac 수주, 매출, 영업이익률



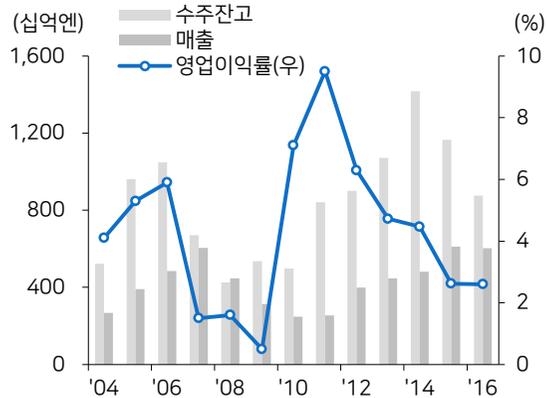
자료: 메리츠증권리서치센터

## Fluor 수주, 매출, 영업이익률



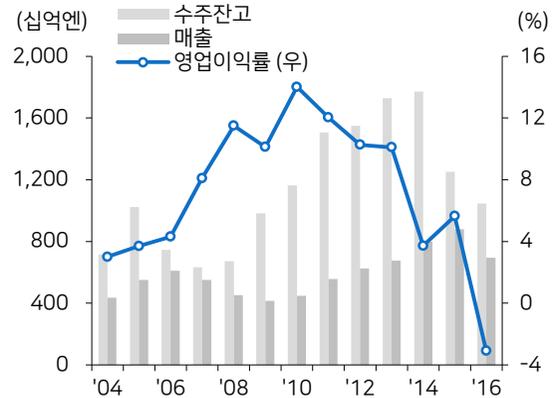
자료: 메리츠증권리서치센터

## Chiyoda 수주, 매출, 영업이익률



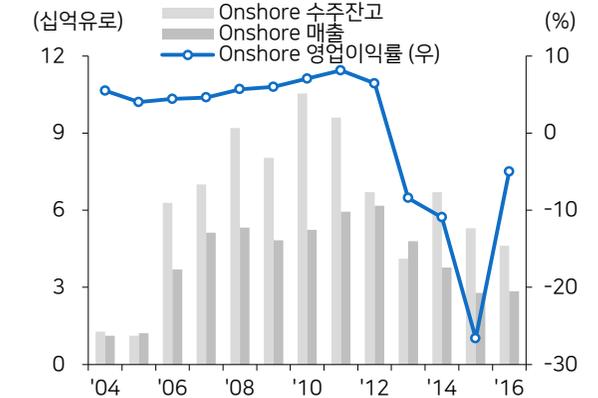
자료: 메리츠증권리서치센터

## JGC 수주, 매출, 영업이익률



자료: 메리츠증권리서치센터

## Saipem 수주, 매출, 영업이익률



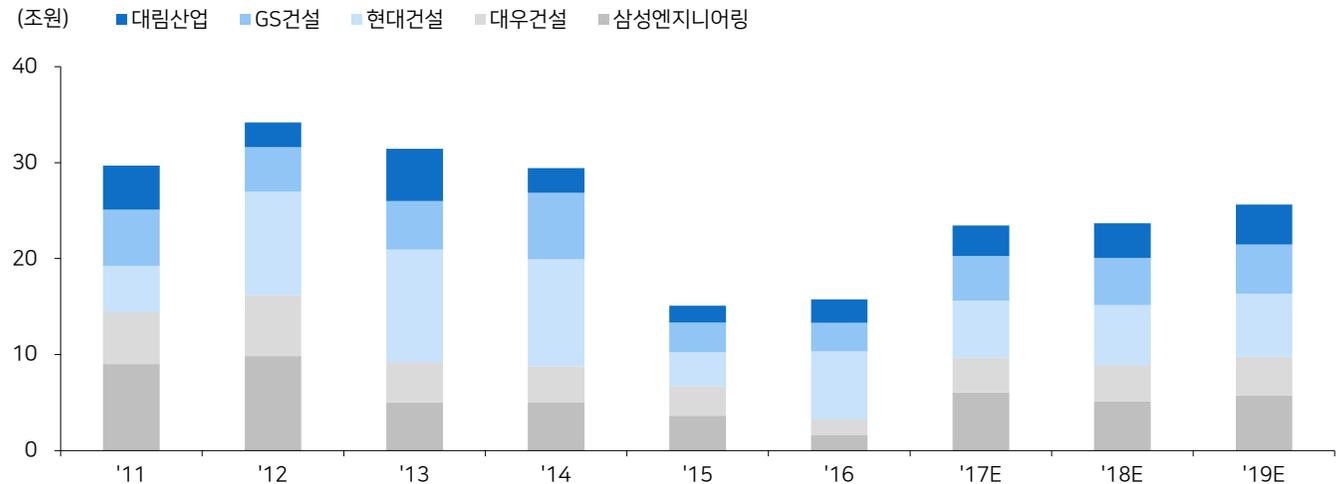
자료: 메리츠증권리서치센터

# 해외수주 - 대형건설업체 해외 수주 추이

## 2017년 해외 수주 회복 국면

- 2015~2016년 대형건설업체의 해외 수주는 과거 대비 크게 감소
- 이는 환경적으로 유가하락에 따른 발주 감소, 내부적으로 해외 손실처리에 따른 보수적 입찰 때문
- 쿠웨이트, 이란, 오만, 바레인, 아시아 인프라 등을 중심으로 발주 시장 회복 전망
- 해외 손실처리 프로젝트가 대부분 준공에 들어감에 따라 신규 입찰 확대 추세
- 따라서 대형 5개 건설업체의 해외수주는 2017년 이후 점진적인 회복 전망

## 해외 수주 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 해외수주- 업체별 입찰 List

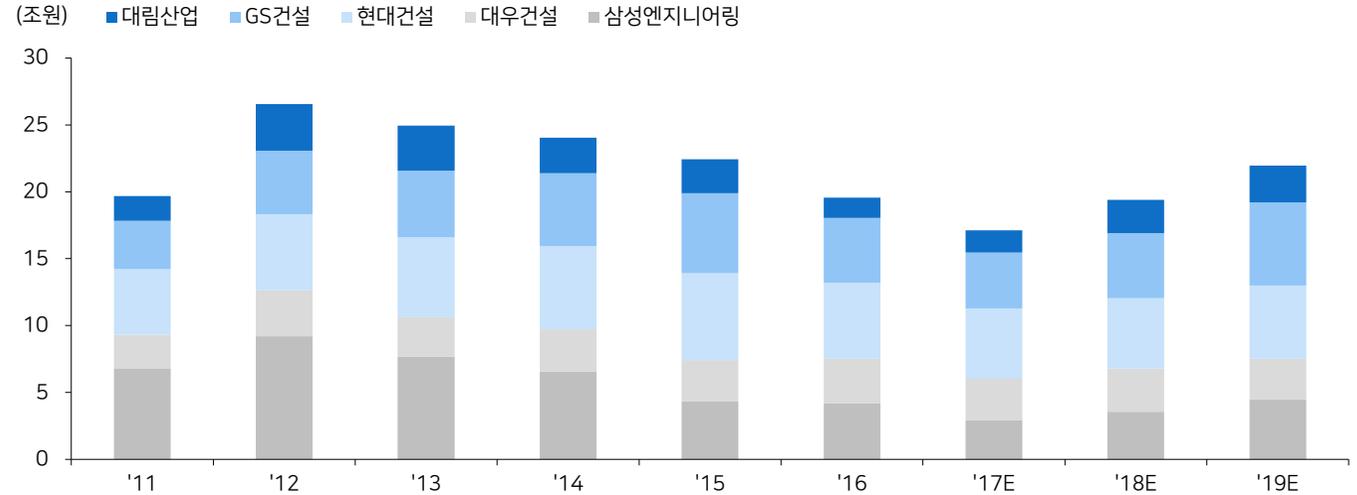
(십억원)	년도	진행 상황	국가	프로젝트	프로젝트 규모	비고
대림산업	2016	입찰	사우디	제다 남부발전소 확장 프로젝트	15억달러	
	2017	입찰	이란	박티아리 수력발전 수의계약 추진		
	2017	입찰	이란	페트로캠 플랜트 2건 수주 진행	각각 1조원 이하	
	2017	입찰	쿠웨이트	NRP 피드 파이프라인	9억달러	KOC가 재입찰을 하는 프로젝트
현대건설	2016	입찰	쿠웨이트	알주르 2단계 민자발전소 및 담수공장	30억달러	아크와파워/미츠비/알몰라 컨소시엄의 EPC 파트너
	2016	입찰	UAE	Haliba 유전개발 프로젝트		한국석유공사와 GS에너지가 40%지분으로 참여하는 프로젝트
	2016	입찰	바레인	시트라 정유공장 프로젝트	50억달러	Fluor/현대건설/대우건설 컨소시엄 참여
	2017	입찰	오만	소하르 PTA 플랜트	5억달러	
	2017	입찰	오만	두쿰 정유공장 프로젝트	60억달러	3개의 패키지
	2017	입찰	UAE	밥 통합시설 확장 프로젝트	20억달러	Adco가 재입찰을 하는 프로젝트
	2017	입찰	파나마	교량 프로젝트	5.9억달러	
	2017	입찰	싱가폴	매립 프로젝트	7억달러	
	2017	입찰	방글라데시	석탄화력 발전소	4억달러	
	2017	입찰	사우디	하위야 가스플랜트와 하라드 가스압축시설 프로젝트	45억달러	4개의 패키지로 분리 발주
	2017	입찰	터키	초장대교	15억달러	
	2017	입찰	베네수엘라	정유공장	18억달러	
	2017	입찰	투르크메니스탄	비료공장	10.7억달러	
	2017	입찰	이란	정유플랜트	28억달러	
삼성엔지니어링	2016	입찰	UAE	루와이스 POC	25억달러	
	2016	입찰	바레인	시트라 정유공장 프로젝트	50억달러	Technip/TR/삼엔 컨소시엄 참여
	2017	입찰	오만	두쿰 정유공장 프로젝트	60억달러	Petrofac/삼엔/치요다 컨소시엄 참여
	2017	입찰	쿠웨이트	북부유전-남부저장시설간 원유파이프라인	5억달러	
	2017	입찰	사우디	하위야 가스플랜트와 하라드 가스압축시설 프로젝트	45억달러	삼엔/Petrofac 컨소시엄 참여
GS건설	2017	입찰	태국	PTTGC Olefin, PO프로젝트	9억달러	
	2016	입찰	사우디	제다 남부발전소 확장 프로젝트	15억달러	
	2016	입찰	아일랜드	Ain Tsila 가스전 개발		GS건설/도샬 컨소시엄 참여
	2016	입찰	UAE	Umm al-Qwain 민자 담수공장 프로젝트	4억달러	
	2016	입찰	바레인	시트라 정유공장 프로젝트	50억달러	JGC/GS건설 컨소시엄 참여
	2017	입찰	오만	두쿰 정유공장 프로젝트	60억달러	JGC/GS건설/Saipem 컨소시엄 참여
	2017	입찰	쿠웨이트	북부유전-남부저장시설간 원유파이프라인	5억달러	
대우건설	2017	입찰	UAE	밥 통합시설 확장 프로젝트	20억달러	Adco가 재입찰을 하는 프로젝트
	2016	입찰	아일랜드	Ain Tsila 가스전 개발		
	2016	입찰	사우디	제다 남부발전소 확장 프로젝트	15억달러	
	2016	입찰	바레인	시트라 정유공장 프로젝트	50억달러	Fluor/현대건설/대우건설 컨소시엄 참여
	2017	입찰	오만	두쿰 정유공장 프로젝트	60억달러	TR/대우건설 컨소시엄 참여
	2017	입찰	오만	라스 마르카즈 원유터미널 프로젝트	4억달러	
	2017	입찰	쿠웨이트	북부유전-남부저장시설간 원유파이프라인	5억달러	

# 해외 매출 - 업체별 해외 매출 추이

해외 매출 저점 기록, 하반기 이후 점진적인 회복 전망

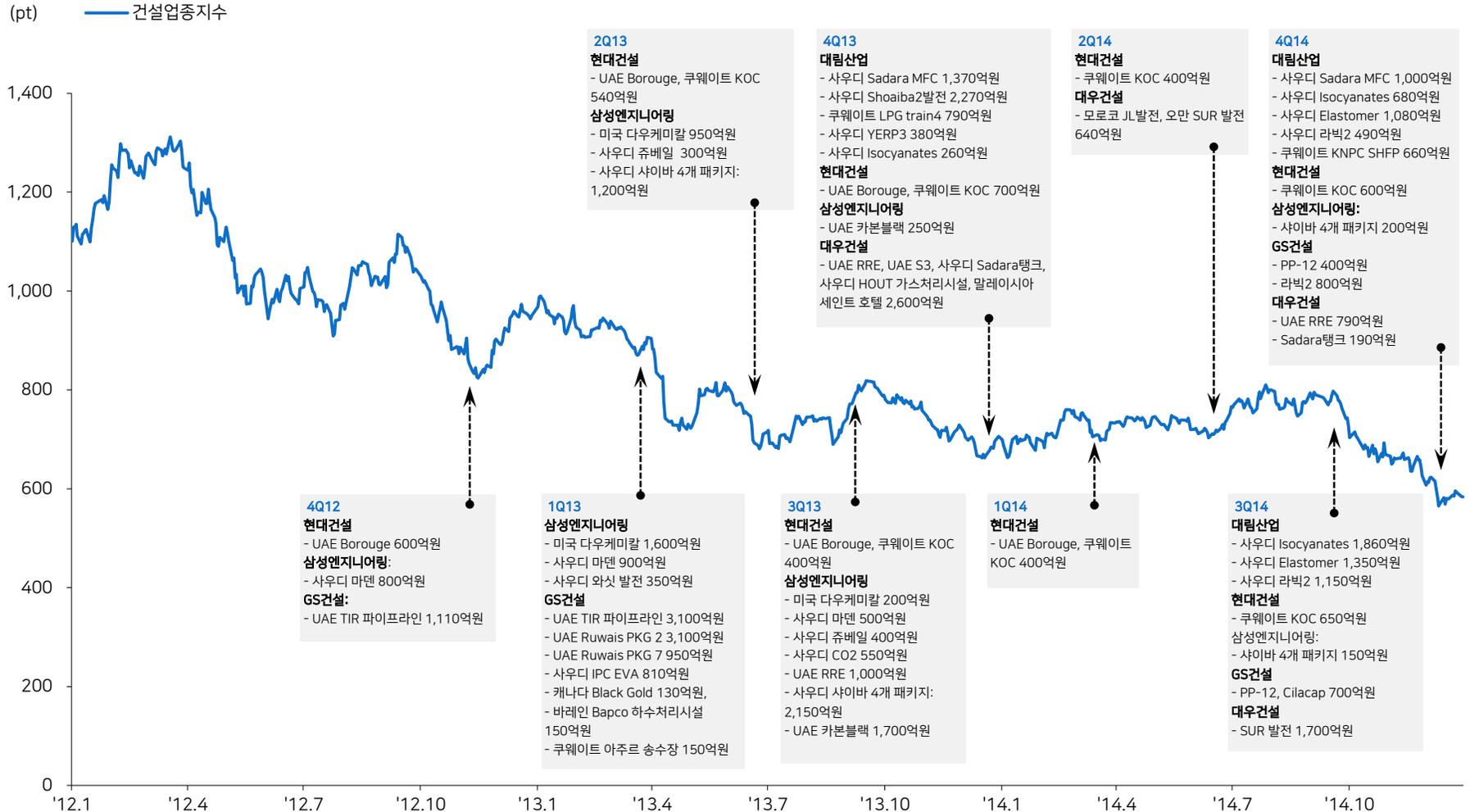
- 해외 매출은 2012년 정점을 기록한 이후 점진적으로 둔화 추세
- 2017년을 저점으로 대형건설업체의 해외 매출은 완만한 회복세를 보일 전망
- 과거와 달리 매출 및 수주의 회복이 완만하게 진행되고 있음

## 해외 매출 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

# 해외원가- 해외 손실 반영 내역



# 해외원가- 해외 손실 반영 내역



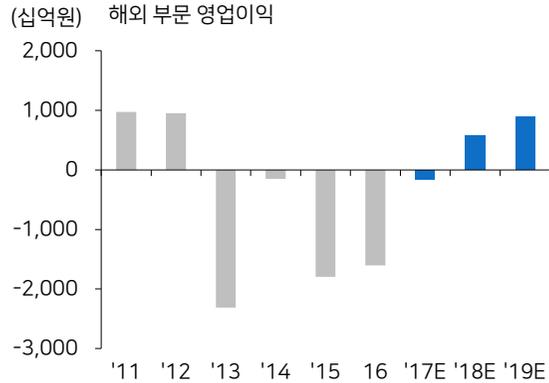
# 해외수주- 잔여 해외 손실프로젝트 현황

2017년 하반기 산업전망시리즈2  
건설

(십억원)		계약일	완공예정일	도금액	손실 금액	처리 합계	공정률	비고
대림산업	사우디	Sadara MFC	2011.07	2017.06	1,106	287	98.7%	종료
	사우디	Shoaiiba II 발전	2011.10	2017.12	1,358	189	100%	종료
	쿠웨이트	LPG train 4	2010.07	2017.03	1,032	127	99.5%	7월 종료 예정
	사우디	YERP 3	2010.07	2017.06	1,466	38	99.9%	종료
	사우디	Sadara Isocyanates	2011.09	2017.12	1,444	446	96.7%	종료
	사우디	Elastomer	2012.07	2017.12	979	267	97.3%	종료
	사우디	Rabigh II CP-1/CP-2	2012.07	2017.12	525	194	92.5%	종료
	쿠웨이트	KNPC SHFP	2013.05	2018.12	510	121	75.2%	12월 종료 예정
현대건설	UAE	Borouge	2010.06	2016.12	1,183	112	100%	종료
	싱가포르	사우스비치 복합개발	2011.08	2016.12	687	50	100%	종료
삼성엔지니어링	사우디	와싱 발전 프로젝트	2011.02	2015.01	514	35	99.7%	종료
	UAE	RRE	2009.12	2016.07	3,237	100	99.7%	종료
	사우디	사이바 4개 패키지	2011.03.	2016.11	3,521	828	99.4%	종료
	UAE	카본 블랙	2012.07	2016.01	2,907	525	92.0%	2017년 종료 예정
	사우디	안부발전	2012.12	2017.09	2,028	532	55.5%(타절)	타절
	이라크	바드라 프로젝트	2013.02	2018.03	683	120	94.6%	
GS건설	UAE	Ruwais Refinery Expansion Project-PKG 2	2009.12	2016.12	3,710	365	100%	종료
	UAE	Ruwais Refinery Expansion Project-PKG 7	2009.12.	2016.12	686	105	100%	종료
	사우디	Rabigh II (UO & CP4)	2012.06	2017.03	2,119	426	99.5%	상반기 종료 계획
	쿠웨이트	Wara pressure maintenance	2011.09	2016.12	569	161	99.8%	상반기 준공
	태국	UHV Plant	2012.10	2016.11	682	58	100%	종료
	쿠웨이트	KNPC North LPG Tank Farm	2011.04	2017.06	599	35	99.2%	
대우건설	오만	SUR 발전	2011.08	2014.04	1,382	216	100%	종료
	싱가폴	파시르콘도	2013.07	2017.01	235	42	100%	종료
	이라크	Al Faw 항만공사	2014.02	2017.08	731	41	56.5%	
	알제리	RDPP	2012.10	2017.12	1,015	129	77.4%	
	사우디	Jazan Refinery&Terminal	2012.12	2016.03	605	436	60.0%	
	카타르	오비탈 고속도로	2014.06	2017.06	1,080	70	69.0%	

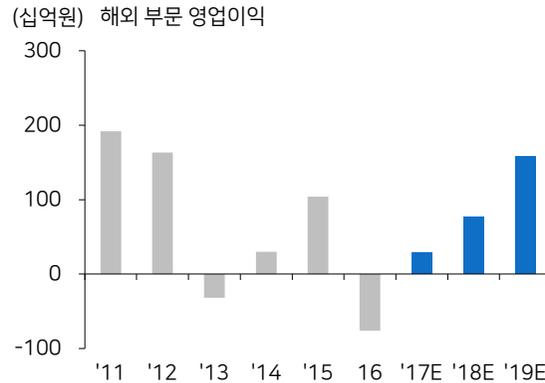
# 업체별 해외 부문 OP 추정

## 대형사 합산



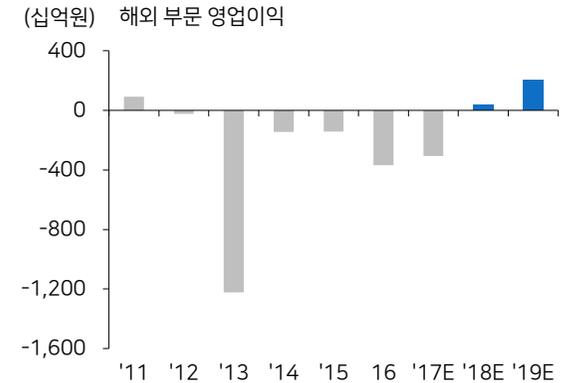
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대림산업



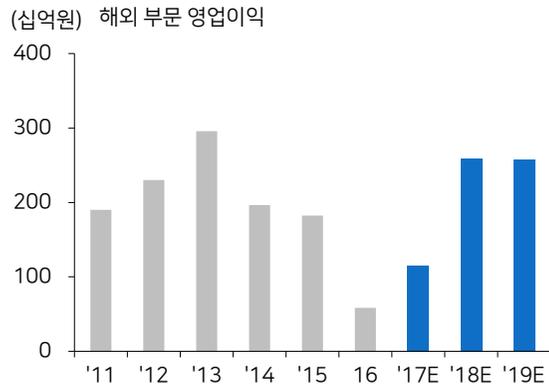
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## GS건설



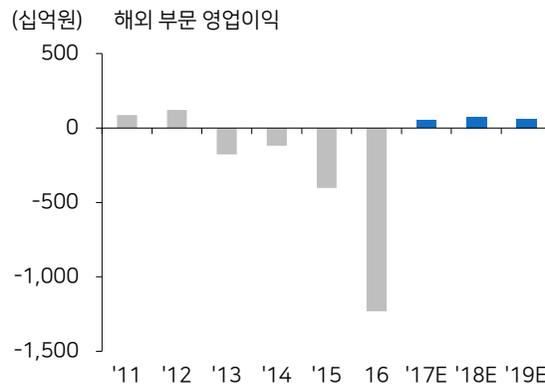
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대건설



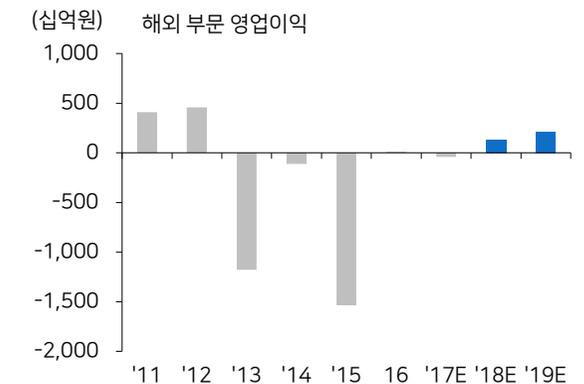
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대우건설



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성엔지니어링



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# Part III

## 2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2 건설

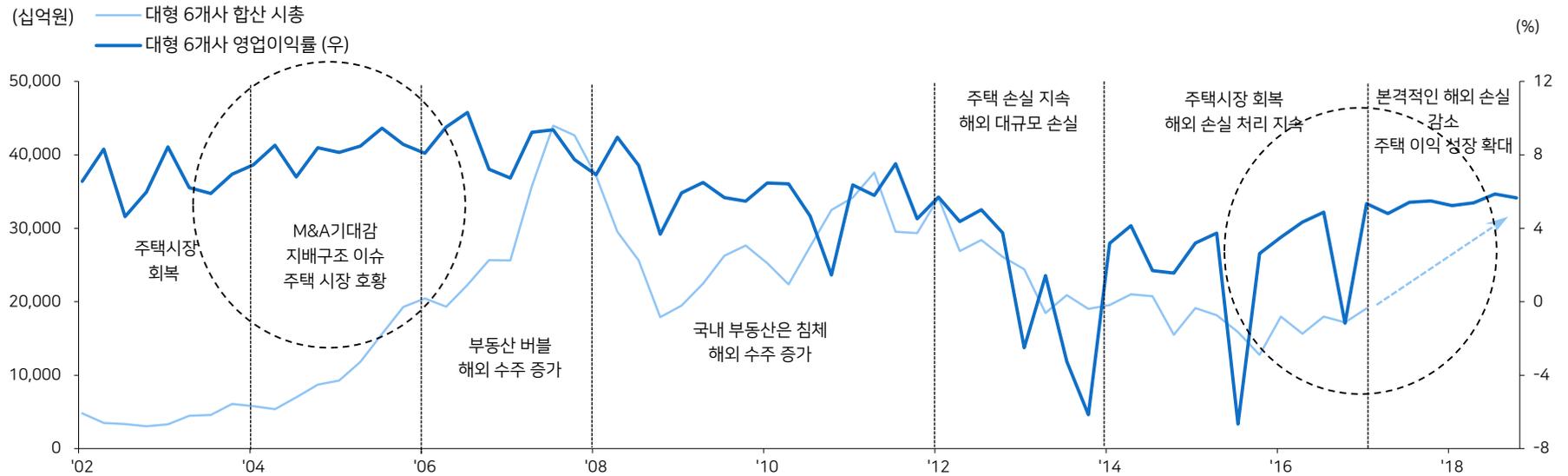
하반기 전망

# 하반기 실적 - 영업이익률 상승 지속

2017~2018년 대형 건설업체의 실적은 04~06년과 가장 유사할 전망

- 04년~06년의 경우 카드사태 이후 점진적인 영업이익률 개선이 나타남
- 부동산 시장의 회복과 Valuation 및 배당 매력에 따라 점진적인 시가총액 상승
- 06년~08년과 같이 신규 수주 증가에 따른 Multiple 상승은 기대하기 어려울 것
- 다만 이익의 안정성이 강화되고 있는 점에 주목

## 건설업종 실적 전망 2017



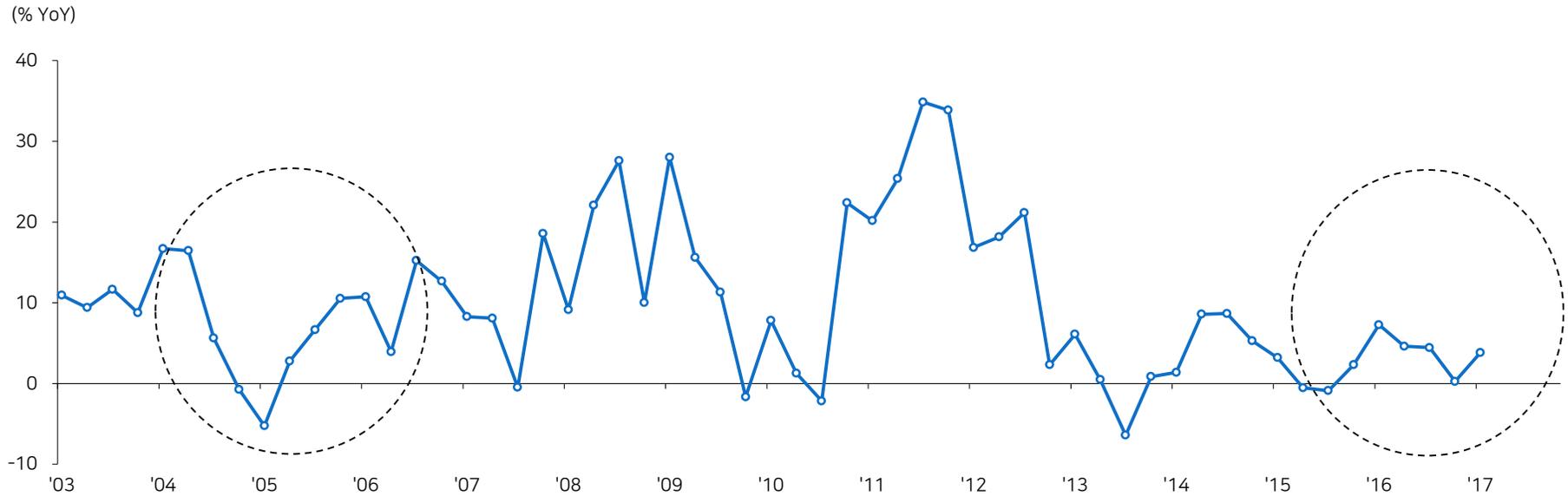
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 하반기 실적- 2017년 실적은 Again 04~06년

우리가 가장 우려하고 있는  
외형 성장에 대한 문제: 그러나  
04~06년 역시 외형성장 보다는  
영업이익 개선을 중심으로  
주가 상승

- 04~06년 대형 건설업체의 분기 평균 외형 성장률은 7% 수준
- 2010년 이후 15% 이상의 성장률을 보여줬던 국면 대비해서 성장률은 높지 않음
- 2017~2018년 외형성장률 역시 5~10% 사이에서 움직일 전망
- 따라서 성장에 따른 프리미엄 부여는 어려우며, 영업이익률 및 영업이익 증가에 대한 Valuation 반영

## 03년 이후 대형건설업체 합산 분기 매출 증가율



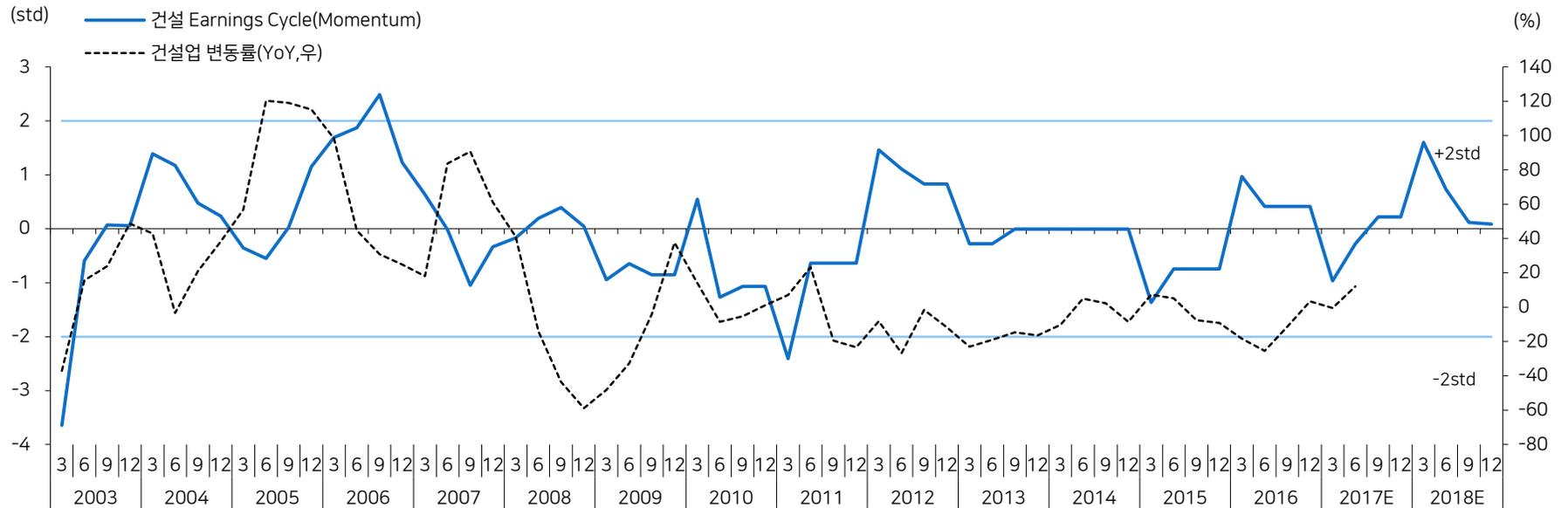
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 하반기 실적 - 영업이익 증가 모멘텀 지속

업종 Earnings Cycle 측면에서  
영업이익의 증가 모멘텀 Peak  
는 2016년 3분기, 다만  
2017년까지 영업이익 증가  
모멘텀 지속

- 2013년 4분기, 2015년 4분기 저점을 기록한 Earnings Momentum
- 모멘텀의 강도로만 볼 경우 2016년 3분기 정점
- 그러나 2017년 분기 영업이익 증가율이 50~70% 수준이며, 이는 2016년과 달리 정상화된 수준의 영업이익을 기저로 형성, 따라서 실적 모멘텀은 이어질 것
- Cycle 산업 내에 있는 섹터 중 이익 모멘텀은 가장 클 수 있을 것으로 판단

## 건설업종 실적



주: Earnings Cycle은 분기 영업이익 증가율(YoY, 연율화)을 Normalization 하여 산출한 지표  
자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

# 하반기 실적 - 2017년 이익 모멘텀과 Valuation

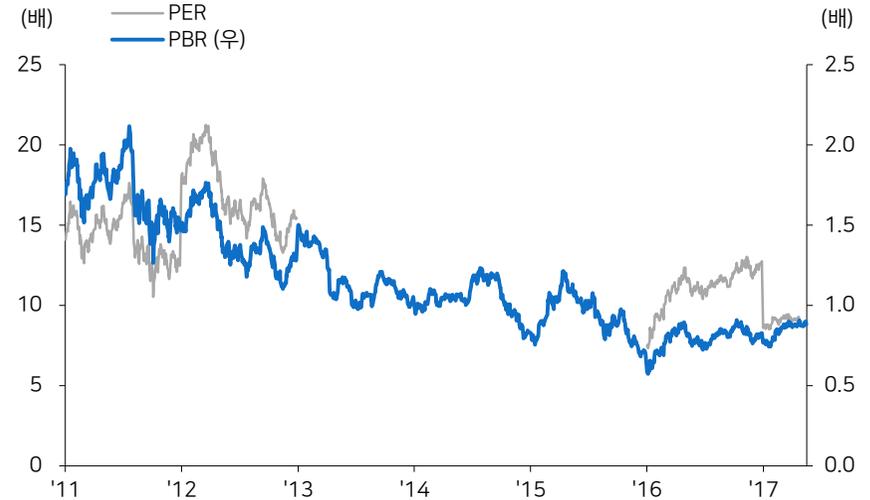
- 2017년까지 영업이익 증가 모멘텀 이후 현금성 자산 증가에 따른 배당 매력 확대와 가치주 중심의 접근**
- 2013년 이후 해외 플랜트 관련 손실 지속에 따라 이익추정치 하향이 지속되었으며, 대부분의 업체가 해외 부문에서 실적 쇼크 발생
  - 2015년 이후 국내 주택 부문 이익추정 상향에도 불구하고 실적 컨센서스 하향 조정 지속
  - 현재 2016년 대형업체 컨센서스 영업이익은 2.9조원, 영업이익률은 4.7%까지 하락 이후 반등
  - 실적 불확실성이 지속적으로 높다면 Valuation보다는 이익 가시성이 중요, 해외 부문의 손실이 점진적으로 줄어든다면 Valuation의 중요도가 높아질 전망

## 2016년~ 2017년 영업이익 컨센서스 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 대형 6개 건설사 합산 PBR, PER



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

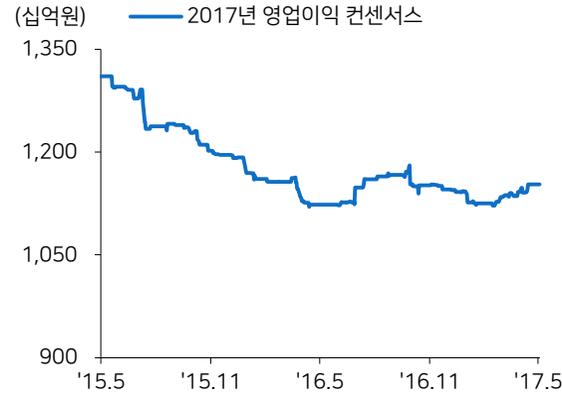
# 2017년 업체별 영업이익 컨센서스 추이

## 대림산업



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대건설



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## GS건설



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대산업



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성엔지니어링



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 대우건설



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 업체별 분기 실적 컨센서스

2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2  
건설

		2016				2017			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
대림산업	매출액	2,253.7	2,563.8	2,457.4	2,578.9	2,511.4	2,660.1	2,601.3	2,816.0
	영업이익	90.8	136.2	130.7	61.8	114.0	141.8	135.6	136.6
	세전이익	70.1	173.1	139.3	53.9	192.7	177.3	149.5	150.3
	지배순이익	22.6	114.4	102.7	25.6	139.0	119.1	103.9	93.5
현대건설	매출액	4,287.9	4,686.6	4,464.1	5,305.9	4,129.7	4,820.3	4,659.1	5,475.4
	영업이익	207.2	268.4	275.1	302.0	228.6	293.2	294.4	339.2
	세전이익	120.7	248.9	168.5	339.3	46.8	283.0	258.1	326.6
	지배순이익	60.4	137.8	96.9	195.7	15.7	160.6	157.0	186.3
GS건설	매출액	2,639.1	2,706.4	2,574.7	3,115.4	2,700.9	2,956.8	2,916.6	3,307.4
	영업이익	29.1	22.7	38.4	52.8	59.0	79.3	111.5	135.3
	세전이익	8.3	11.8	-20.5	21.8	-78.4	66.0	93.4	140.6
	지배순이익	6.8	6.5	-19.3	-19.7	-68.1	52.1	70.0	104.6
현대산업	매출액	980.0	1,208.3	1,164.7	1,396.8	1,133.1	1,366.4	1,340.5	1,533.4
	영업이익	85.8	160.8	142.2	128.4	141.0	167.6	160.1	154.5
	세전이익	67.7	160.6	124.0	107.2	137.6	167.1	150.5	139.1
	지배순이익	41.5	112.6	83.8	68.8	99.2	115.9	103.8	98.3
삼성엔지니어링	매출액	1,474.1	1,880.0	1,631.0	2,024.4	1,618.9	1,402.2	1,348.4	1,459.6
	영업이익	26.6	3.6	53.2	-13.3	12.4	36.3	37.8	55.8
	세전이익	9.8	6.6	9.0	31.0	-39.3	38.0	35.0	82.5
	지배순이익	8.3	2.3	1.9	13.2	-44.1	28.5	32.5	50.2
대우건설	매출액	2,569.9	3,028.4	2,817.7	2,689.9	2,640.1	2,930.3	2,922.6	2,972.9
	영업이익	60.5	106.0	97.7	-731.4	221.1	197.0	211.9	181.6
	세전이익	-19.4	44.6	45.8	-1,082.1	222.7	149.8	157.6	149.2
	지배순이익	-18.8	36.9	43.1	-797.1	192.1	100.6	116.1	69.2

# 업체별 실적 추정

2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2  
건설

		대림산업	현대건설	GS건설	현대산업	대우건설	삼성엔지니어링
주가 (원)		85,200	48,400	31,000	46,100	8,070	12,300
시가총액 (십억원)		2,965.0	5,389.6	2,207.4	3,475.2	3,354.1	2,410.8
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	Hold	Hold
매출 (십억원)	'14	9,294.7	17,387.0	9,487.6	4,477.4	9,995.0	8,911.5
	'15	9,513.7	19,122.1	10,572.6	4,602.6	9,890.0	6,441.3
	'16	9,853.8	18,744.5	11,035.6	4,749.9	11,105.9	7,009.4
	'17E	11,108.0	18,981.8	12,299.8	5,673.1	11,399.7	6,752.3
	'18E	11,811.2	20,029.5	12,978.9	6,226.3	11,144.4	6,964.4
영업이익 (십억원)	'14	-270.2	958.9	51.2	225.4	427.0	161.8
	'15	271.8	986.6	122.1	389.5	168.9	-1,454.3
	'16	419.4	1,052.7	143.0	517.2	-467.2	70.1
	'17E	595.3	1,144.0	473.0	643.5	821.3	151.9
	'18E	694.3	1,232.8	648.7	664.1	717.1	343.9
지배순이익 (십억원)	'14	-454.0	419.7	-41.1	68.8	132.4	55.0
	'15	206.8	367.9	26.1	216.8	105.9	-1,305.3
	'16	265.3	490.8	-25.8	306.7	-735.9	25.8
	'17E	453.0	570.7	187.0	425.3	616.6	64.9
	'18E	514.9	742.7	404.8	457.8	525.2	225.4

# 업체별 Valuation

		대림산업	현대건설	GS건설	현대산업	대우건설	삼성엔지니어링
PER	'14		11.2		42.4	18.5	27.6
	'15	11.4	8.6	53.8	13.5	22.0	
	'16	11.5	9.7		11.0		54.3
	'17E	6.4	9.3	11.5	8.0	5.4	37.3
	'18E	5.6	7.2	5.3	7.5	6.4	10.7
PBR	'14	0.6	1.0	0.5	1.3	1.0	1.7
	'15	0.6	0.6	0.4	1.2	0.9	
	'16	0.7	0.9	0.6	1.3	1.1	2.2
	'17E	0.6	0.9	0.7	1.2	1.3	2.4
	'18E	0.6	0.8	0.6	1.0	1.1	1.9



# 2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2

## 건설

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
대림산업(000210)	Buy	120,000원
GS건설(006360)	Buy	41,000원
현대건설(000720)	Buy	59,000원
현대산업(012630)	Buy	60,000원
대우건설(047040)	Hold	8,000원
삼성엔지니어링(028050)	Hold	12,000원

# 대림산업(000210) 허들을 넘을 준비는 끝났다

Analyst 박형렬 02. 6098-6695  
Hr.park@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	120,000원	
현재주가 (05.22)	85,200원	
상승여력	40.8%	
KOSPI	2,304.03pt	
시가총액	29,650억원	
발행주식수	3,480만주	
유동주식비율	76.88%	
외국인비중	33.77%	
52주 최고/최저가	89,500원 / 74,200원	
평균거래대금	132.5억원	
<b>주요주주(%)</b>		
대림코퍼레이션 및 특수관계인	23.12	
국민연금공단	13.52	
<b>주가상승률(%)</b>		
절대주가	상대주가	
1개월	7.30	0.51
6개월	7.58	-8.79
12개월	9.51	-1.80
<b>주가그래프</b>		



### 9만원 대의 허들, 내부적으로 준비된 무기는 사상최대 영업이익 갱신

- 2015~2017년 평균 분양 물량 2.3만호를 감안하면, 건축사업부 매출은 2018년 5.2조원으로 전망
- 현재 건축사업부문의 1분기 OP margin 4.2%를 감안하면 연간 2,200억원의 영업이익 가능
- 에틸렌과 PB 제품 중심인 사내 유화부문의 영업이익은 연간 1500억원 내외
- 연결법인에서 나타나는 영업이익은 평균 1600억원
- 해외 부문 악성프로젝트 정리는 마무리되었으며, BEP를 가정할 경우 사상최대 영업이익 달성 전망

### 이란의 개방과 함께 성장할 전망

- 이란에서 독보적인 경쟁력을 확보하고 있고, 연간 해외 수주 목표 4조원은 대부분 이란에서 나타날 전망
- 특히 로하니 대통령의 연임에 따라 이란의 개방 및 경제 발전이 빨라질 것으로 전망
- 해외 매출의 증가와 더불어 수익성 개선이 빠르게 나타날 것으로 예상

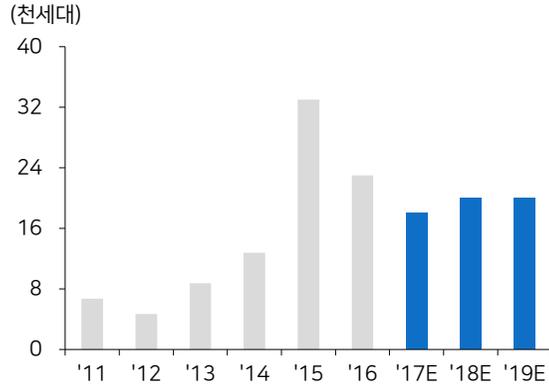
### YNCC 등에 대한 지분가치는 고려되어 있지 않는 주가 수준, 이란 관련 불확실성 감소와 재평가 전망

- 연평균 2000억원~3000억원 수준의 지분법 이익과 배당이 지속되고 있는 석유화학 자회사 가치
- 본사의 건설 부문 성장과 해외 부문 정상화를 감안하면 매력적인 주가 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	9,513.7	271.8	206.8	5,903		110,855	11.4	0.6	9.0	4.8	151.1
2016	9,853.8	419.4	265.3	7,585	28.5	117,864	11.5	0.7	8.5	5.9	140.8
2017E	11,108.0	595.3	453.0	12,967	71.0	129,294	6.6	0.7	5.3	9.4	133.0
2018E	11,811.2	694.3	514.9	14,736	13.6	142,219	5.8	0.6	4.0	9.7	122.5
2019E	12,558.8	738.2	480.5	13,748	-6.7	154,214	6.2	0.6	3.3	8.3	110.7

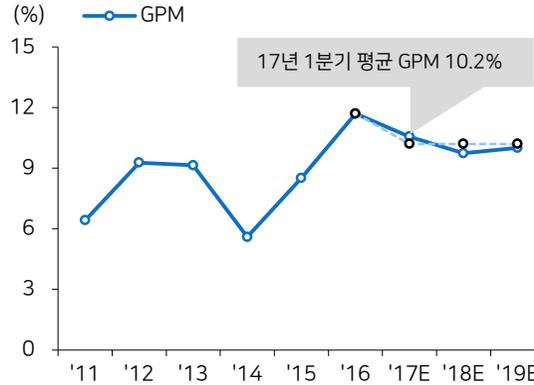
# 대림산업(000210)

## 분양물량 추이



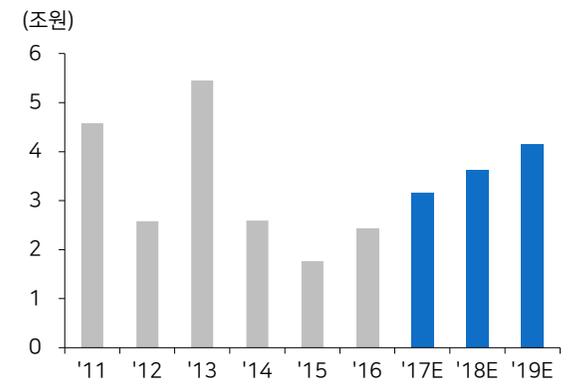
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 건축 마진 추이



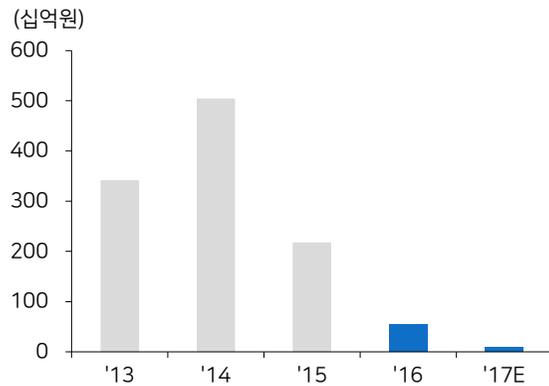
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외수주 추이



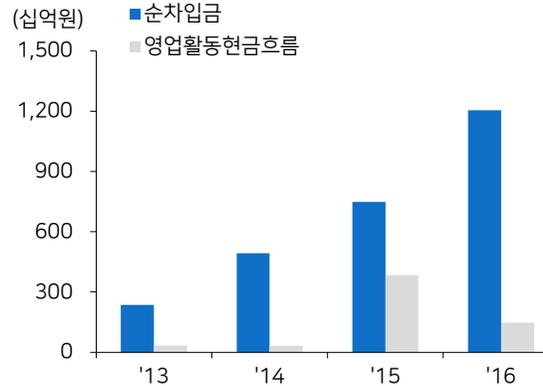
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## DSA 손실 금액 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



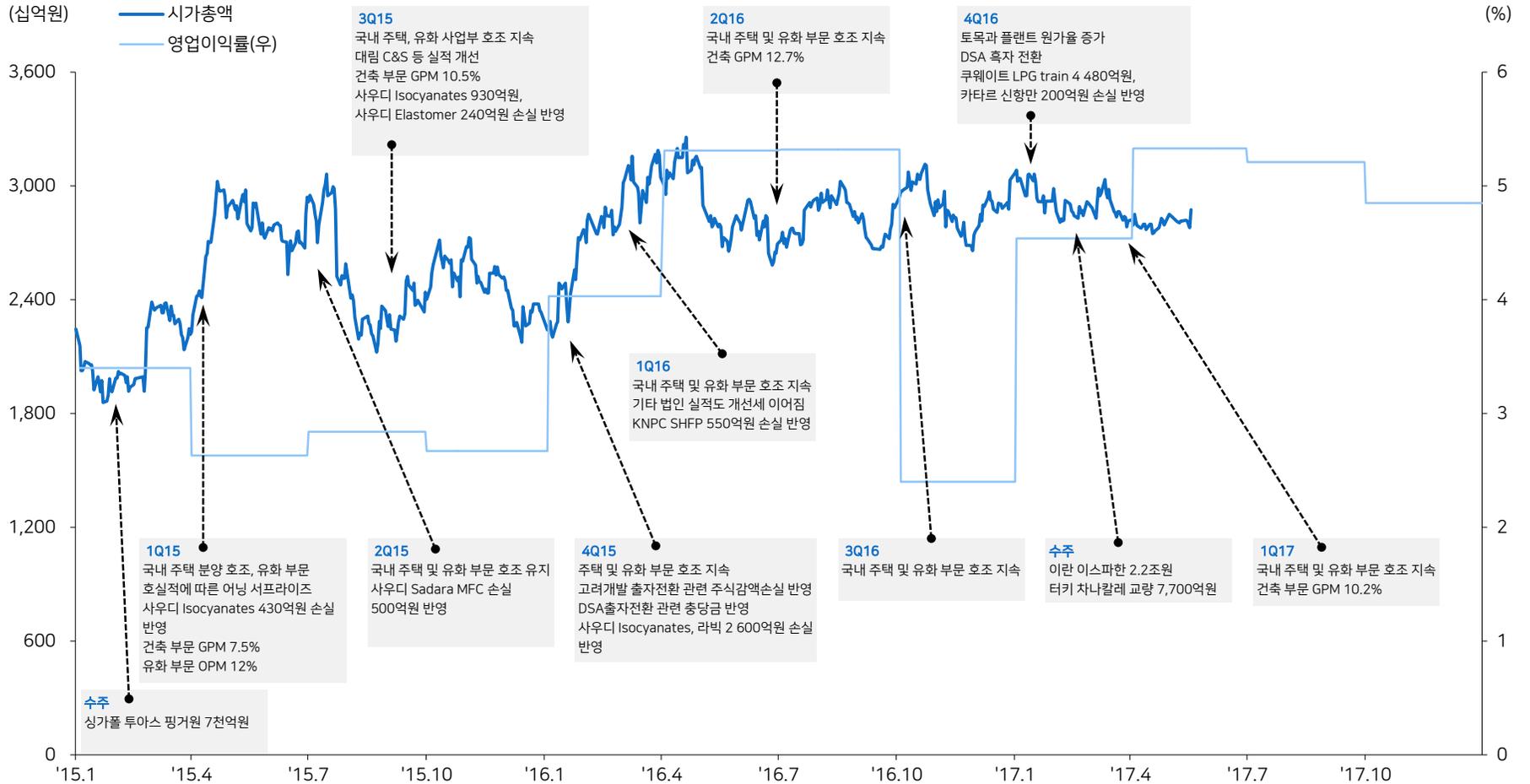
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 대림산업(000210)



# 대림산업 (000210)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>9,513.7</b>	<b>9,853.8</b>	<b>11,108.0</b>	<b>11,811.2</b>	<b>12,558.8</b>
매출액증가율(%)	2.4	3.6	12.7	6.3	6.3
매출원가	8,736.5	8,877.9	9,893.8	10,505.2	11,170.2
매출총이익	777.1	975.9	1,214.3	1,306.0	1,388.7
판매비와관리비	505.4	556.5	619.0	611.7	650.4
<b>영업이익</b>	<b>271.8</b>	<b>419.4</b>	<b>595.3</b>	<b>694.3</b>	<b>738.2</b>
영업이익률(%)	2.9	4.3	5.4	5.9	5.9
금융손익	98.7	-27.2	-58.2	-47.7	-34.0
중속/관계기업관련손익	182.5	256.6	364.6	294.8	0.0
기타영업외손익	-116.7	-212.4	-265.5	-215.6	0.0
세전계속사업이익	436.2	436.4	636.1	725.8	704.2
법인세비용	219.3	143.2	149.6	172.7	188.1
<b>당기순이익</b>	<b>217.0</b>	<b>293.2</b>	<b>486.6</b>	<b>553.1</b>	<b>516.1</b>
지배주주지분 손이익	206.8	265.3	453.0	514.9	480.5
Balance Sheet					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>7,177.3</b>	<b>6,495.9</b>	<b>7,043.4</b>	<b>7,583.8</b>	<b>7,863.1</b>
현금및현금성자산	2,167.9	1,577.2	1,848.9	2,243.7	2,184.9
매출채권	304.6	315.6	379.1	395.2	420.2
재고자산	829.4	901.9	929.0	968.3	1,029.6
비유동자산	4,887.6	5,895.6	6,043.2	6,099.9	6,141.0
유형자산	1,831.6	1,964.2	1,957.0	1,921.4	1,815.5
무형자산	65.8	61.4	57.5	54.1	52.1
투자자산	1,658.8	2,101.2	2,259.9	2,355.6	2,504.7
<b>자산총계</b>	<b>12,064.9</b>	<b>12,391.5</b>	<b>13,086.6</b>	<b>13,683.7</b>	<b>14,004.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,107.3</b>	<b>4,787.4</b>	<b>5,037.1</b>	<b>5,177.7</b>	<b>4,965.9</b>
매입채무	1,575.6	1,622.0	1,654.4	1,724.4	1,833.6
단기차입금	538.6	305.3	275.3	235.3	235.3
유동성장기부채	725.3	593.4	493.4	493.4	0.0
비유동부채	2,151.8	2,458.7	2,433.3	2,356.1	2,391.7
사채	857.9	850.0	750.0	650.0	650.0
장기차입금	832.8	1,079.0	1,079.0	1,079.0	1,079.0
<b>부채총계</b>	<b>7,259.1</b>	<b>7,246.1</b>	<b>7,470.4</b>	<b>7,533.9</b>	<b>7,357.6</b>
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	504.9	538.8	538.8	538.8	538.8
기타포괄이익누계액	-51.2	-64.9	-64.9	-64.9	-64.9
이익잉여금	3,672.6	3,918.5	4,355.8	4,851.3	5,312.3
비지배주주지분	461.0	534.4	568.0	606.2	641.8
<b>자본총계</b>	<b>4,805.8</b>	<b>5,145.4</b>	<b>5,616.3</b>	<b>6,149.9</b>	<b>6,646.5</b>

Statement of Cash Flow					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>384.9</b>	<b>147.0</b>	<b>796.5</b>	<b>739.2</b>	<b>639.4</b>
당기순이익(손실)	217.0	293.2	486.6	553.1	516.1
유형자산감가상각비	79.5	101.5	107.3	105.5	106.0
무형자산상각비	7.7	6.8	3.8	3.5	2.0
운전자본의 증감	-84.9	-546.1	198.8	77.1	15.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-102.0</b>	<b>-699.4</b>	<b>-285.6</b>	<b>-189.5</b>	<b>-186.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-195.5	-254.1	-100.0	-70.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	123.6	-442.3	-158.8	-95.7	-149.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>510.7</b>	<b>-46.3</b>	<b>-239.1</b>	<b>-154.9</b>	<b>-511.9</b>
차입금증감	1,053.4	-155.1	-227.3	-139.3	-492.4
자본의증가	-0.2	33.9	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>795.5</b>	<b>-590.7</b>	<b>271.8</b>	<b>394.7</b>	<b>-58.8</b>
기초현금	1,372.5	2,167.9	1,577.2	1,849.0	2,243.7
기말현금	2,167.9	1,577.2	1,849.0	2,243.7	2,184.9
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	273,381	283,154	319,197	339,402	360,886
EPS(지배주주)	5,903	7,585	12,967	14,736	13,748
CFPS	12,349	20,464	23,147	25,359	24,317
EBITDAPS	10,314	15,166	20,298	23,083	24,317
BPS	110,855	117,864	129,294	142,219	154,214
DPS	300	300	400	500	500
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.4	11.5	6.6	5.8	6.2
PCR	5.4	4.3	3.7	3.4	3.5
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	358.9	527.8	706.4	803.3	846.2
EV/EBITDA	9.0	8.5	5.3	4.0	3.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.8	5.9	9.4	9.7	8.3
EBITDA이익률	3.8	5.4	6.4	6.8	6.7
부채비율	151.1	140.8	133.0	122.5	110.7
금융비용부담률	0.8	1.0	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(x)	3.4	4.4	6.2	7.9	9.5
매출채권회전율(x)	31.9	31.8	32.0	30.5	30.8
재고자산회전율(x)	10.8	11.4	12.1	12.5	12.6

## Buy

적정주가 (12개월)	41,000원	
현재주가 (05.22)	31,000원	
상승여력	32.3%	
KOSPI	2,304.03pt	
시가총액	22,074억원	
발행주식수	7,121만주	
유동주식비율	69.11%	
외국인비중	15%	
52주 최고/최저가	32,550원 / 23,650원	
평균거래대금	162.9억원	
<b>주요주주(%)</b>		
허창수 외 특수관계인	28.95	
국민연금공단	9.91	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	-2.82	-7.85
6개월	18.55	2.04
12개월	5.26	-5.39
<b>주가그래프</b>		



### 자이(Xi) 브랜드가 가진 독보적인 경쟁력을 바탕으로 주택 부문 실적 서프라이즈 지속

- 구도심의 재생 시기에 주택 브랜드 경쟁력을 바탕으로 시공 단가 상승 전망
- 특히 서울의 경우 재건축 또는 재개발 과정에서 분양가 대비 공사비용이 차지하는 비중이 낮기 때문
- 2017년 2.3만호의 주택이 준공됨에 따라 실행 원가율 개선에 따른 주택 서프라이즈는 이어질 전망

### 영업이익의 레벨 상승 본격화

- 2016년까지는 주택 부문의 이익 성장 과정에서도 전사 실적은 낮은 수준의 영업이익률을 보임
- 2017년 상반기 해외 손실 반영에도 불구하고, 주택 부문의 이익이 급증하면서 영업이익의 레벨 상승
- 대규모 해외 손실을 반영한 프로젝트는 상반기 종료 예정, 하반기 영업이익 크게 증가할 전망

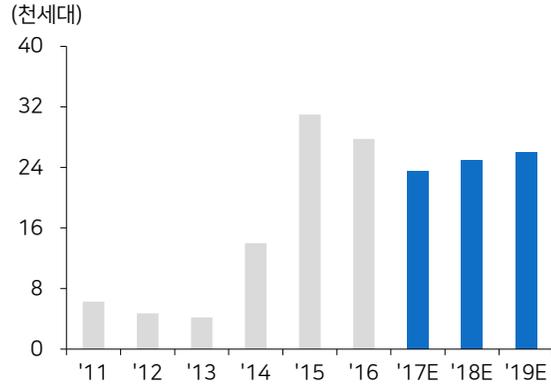
### 대규모 손실을 반영한 해외 프로젝트는 대부분 종료단계, 실적의 가시성 확대 전망

- 대규모 손실을 반영한 현장 대부분이 이미 종료, 라빅 프로젝트를 끝으로 대형 현장은 마무리
- 하반기 이후 악성프로젝트 관련 현금 투입 감소에 따라 현금흐름 개선 전망
- 2018년까지 예정된 턴어라운드를 감안하면 현재 주가는 매력적인 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	10,572.6	122.1	26.1	367		44,220	53.8	0.4	10.3	0.8	288.5
2016	11,035.6	143.0	-25.8	-363		43,453		0.6	12.7	-0.8	298.9
2017E	12,299.8	473.0	187.0	2,634		46,190	11.8	0.7	5.1	5.5	288.7
2018E	12,978.9	648.7	404.8	5,701	116.4	51,989	5.4	0.6	3.1	11.0	239.2
2019E	13,753.8	741.8	493.2	6,946	21.8	59,027	4.5	0.5	1.8	12.0	203.2

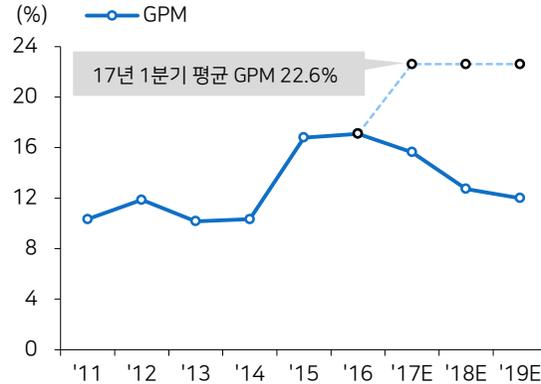
# GS건설 (006360)

## 분양물량 추이



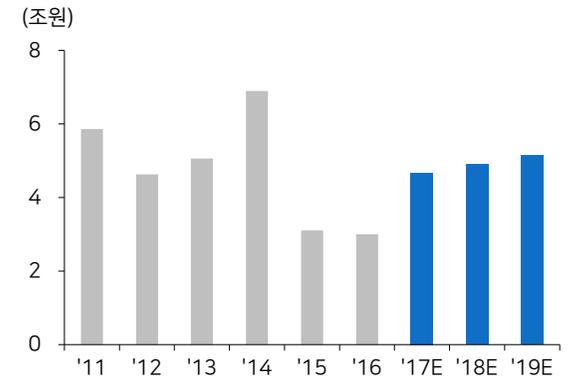
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 주택 마진 추이



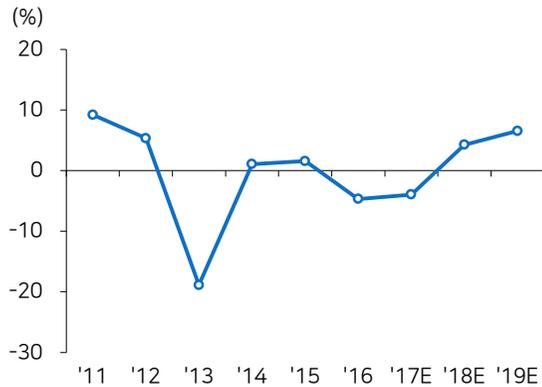
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외수주 추이



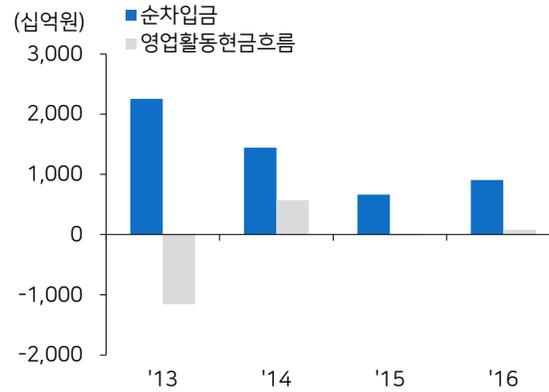
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



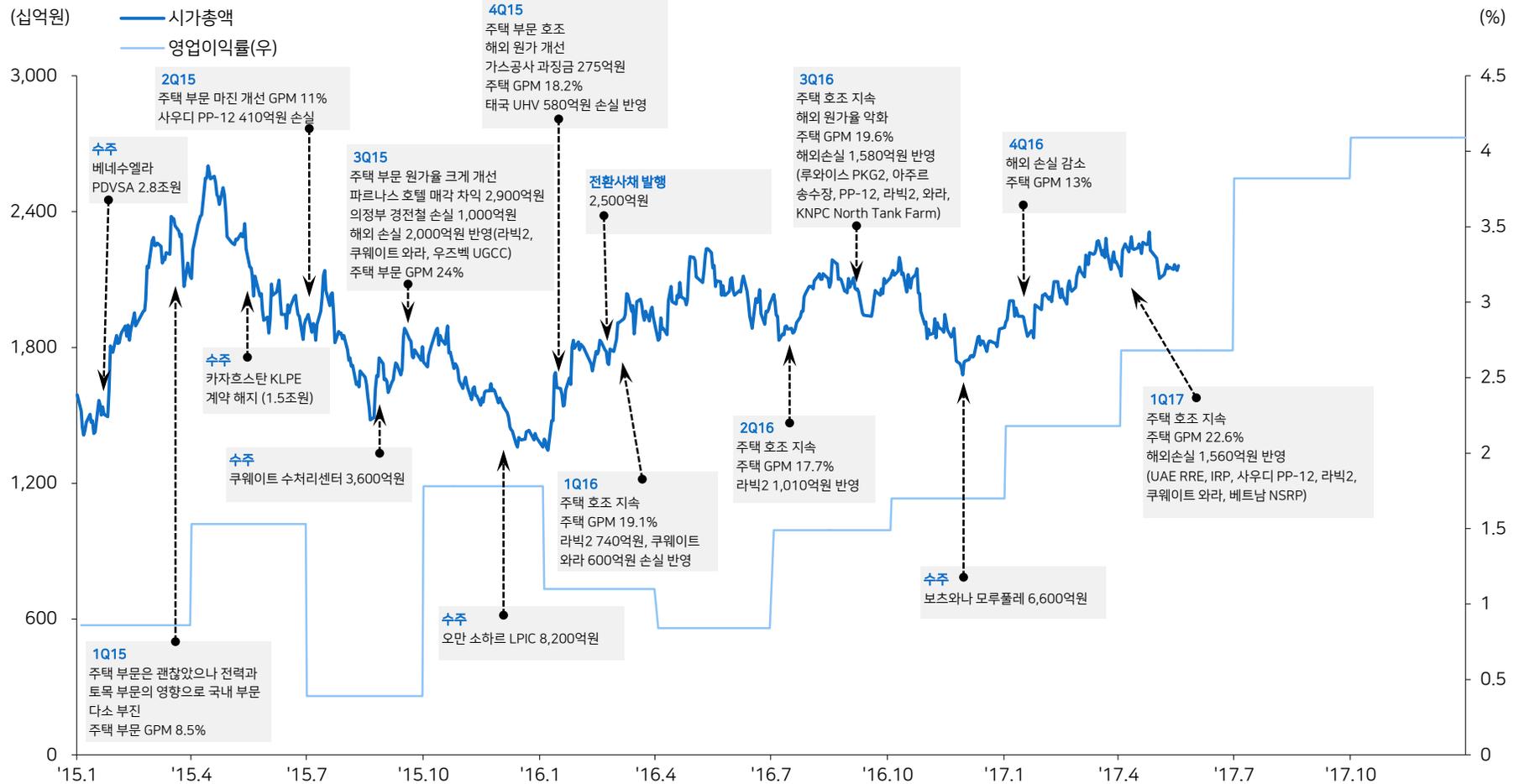
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# GS건설 (006360)



Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>10,572.6</b>	<b>11,035.6</b>	<b>12,299.8</b>	<b>12,978.9</b>	<b>13,753.8</b>
매출액증가율(%)	11.4	4.4	11.5	5.5	6.0
매출원가	10,025.0	10,547.4	11,398.2	11,859.6	12,542.5
매출총이익	547.6	488.2	901.7	1,119.2	1,211.3
판매비와관리비	425.5	345.3	428.6	470.6	469.5
<b>영업이익</b>	<b>122.1</b>	<b>143.0</b>	<b>473.0</b>	<b>648.7</b>	<b>741.8</b>
영업이익률(%)	1.2	1.3	3.8	5.0	5.4
금융손익	17.4	-96.2	-90.3	-66.2	-48.5
중속/관계기업관련손익	2.9	3.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-111.0	-28.5	-127.3	-39.0	-31.2
세전계속사업이익	31.3	21.3	255.4	543.5	662.1
법인세비용	1.8	41.8	62.8	130.4	158.9
<b>당기순이익</b>	<b>29.5</b>	<b>-20.4</b>	<b>192.6</b>	<b>413.0</b>	<b>503.2</b>
지배주주지분 손이익	26.1	-25.8	187.0	404.8	493.2
Balance Sheet					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>9,549.5</b>	<b>9,736.5</b>	<b>10,086.1</b>	<b>9,761.2</b>	<b>9,916.5</b>
현금및현금성자산	2,428.6	2,356.3	2,275.9	1,871.5	2,144.2
매출채권	10.6	9.3	10.2	10.4	10.4
재고자산	795.5	825.3	902.7	812.4	731.2
비유동자산	3,456.0	3,640.1	3,695.6	3,665.6	3,612.3
유형자산	1,338.5	978.1	951.0	902.2	861.0
무형자산	144.6	193.6	186.3	179.4	172.8
투자자산	867.5	958.2	1,048.1	1,073.9	1,068.4
<b>자산총계</b>	<b>13,005.5</b>	<b>13,376.6</b>	<b>13,781.7</b>	<b>13,426.8</b>	<b>13,528.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,139.3</b>	<b>7,225.0</b>	<b>7,445.7</b>	<b>6,951.4</b>	<b>6,755.7</b>
매입채무	1,875.8	2,234.0	2,345.7	2,463.0	2,586.1
단기차입금	948.1	1,027.1	1,027.1	1,027.1	1,027.1
유동성장기부채	975.9	670.6	470.6	-229.4	-529.4
비유동부채	2,518.1	2,798.4	2,790.3	2,516.6	2,311.0
사채	289.9	534.0	534.0	534.0	534.0
장기차입금	1,248.2	1,201.8	1,101.8	801.8	601.8
<b>부채총계</b>	<b>9,657.5</b>	<b>10,023.4</b>	<b>10,235.9</b>	<b>9,468.0</b>	<b>9,066.7</b>
자본금	355.0	355.0	355.0	355.0	355.0
자본잉여금	610.6	610.9	610.9	610.9	610.9
기타포괄이익누계액	-131.5	-104.1	-104.1	-104.1	-104.1
이익잉여금	2,537.3	2,504.2	2,691.2	3,096.0	3,589.2
비지배주주지분	63.7	74.4	80.0	88.2	98.3
<b>자본총계</b>	<b>3,348.0</b>	<b>3,353.2</b>	<b>3,545.8</b>	<b>3,958.8</b>	<b>4,462.1</b>

Statement of Cash Flow					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>-7.8</b>	<b>81.2</b>	<b>395.4</b>	<b>652.5</b>	<b>784.7</b>
당기순이익(손실)	29.5	-20.4	192.6	413.0	503.2
유형자산감가상각비	69.4	57.9	77.1	71.8	64.3
무형자산상각비	14.0	9.9	7.3	6.9	6.6
운전자본의 증감	-137.1	-187.7	123.1	164.3	213.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>507.9</b>	<b>-248.7</b>	<b>-192.3</b>	<b>-63.8</b>	<b>-14.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-227.1	-79.1	-50.0	-23.0	-23.0
투자자산의 감소(증가)	22.3	-87.8	-89.9	-25.7	5.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-228.2</b>	<b>78.2</b>	<b>-283.5</b>	<b>-993.1</b>	<b>-497.7</b>
차입금증감	-492.0	-62.0	-288.2	-996.6	-500.7
자본의증가	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>277.4</b>	<b>-72.3</b>	<b>-80.4</b>	<b>-404.3</b>	<b>272.6</b>
기초현금	2,151.2	2,428.6	2,356.3	2,275.9	1,871.5
기말현금	2,428.6	2,356.3	2,275.9	1,871.5	2,144.2
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	148,910	155,431	173,237	182,801	193,715
EPS(지배주주)	367	-363	2,634	5,701	6,946
CFPS	3,708	4,875	6,058	9,695	11,006
EBITDAPS	2,895	2,968	7,851	10,245	11,446
BPS	44,220	43,453	46,190	51,989	59,027
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	53.8		11.8	5.4	4.5
PCR	5.3	5.4	5.1	3.2	2.8
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
EBITDA	205.5	210.8	557.4	727.4	812.6
EV/EBITDA	10.3	12.7	5.1	3.1	1.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	5.5	11.0	12.0
EBITDA이익률	1.9	1.9	4.5	5.6	5.9
부채비율	288.5	298.9	288.7	239.2	203.2
금융비용부담률	1.1	1.1	1.1	0.8	0.6
이자보상배율(x)	1.0	1.1	3.4	6.2	8.4
매출채권회전율(x)	494.4	1,106.3	1,260.5	1,257.6	1,320.0
재고자산회전율(x)	15.0	13.6	14.2	15.1	17.8

## Buy

적정주가 (12개월)	59,000원	
현재주가 (05.22)	48,400원	
상승여력	24.6%	
KOSPI	2,304.03pt	
시가총액	53,896억원	
발행주식수	11,136만주	
유동주식비율	65.08%	
외국인비중	31.65%	
52주 최고/최저가	51,300원 / 31,900원	
평균거래대금	178.4억원	
<b>주요주주(%)</b>		
현대자동차(주)(외3인)	34.92	
국민연금공단	12.05	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	-3.2	-9.13
6개월	12.56	-4.76
12개월	45.35	31.67
<b>주가그래프</b>		



### 장기 미착공 프로젝트의 진행과 해외 원가율 안정화에 따라 점진적인 이익성장 지속

- 베네수엘라, 러시아 등 대형 미착공 프로젝트의 착공 전환 예정이며, 분기 기준으로 변동성은 있으나 연간 해외 원가율은 안정화 국면으로 판단, 주택부문의 매출 증가 및 실적 개선은 지속될 전망

### 현금흐름 개선과 수익성이 높은 개발형 사업의 매출 증가 전망

- 현금흐름 개선에 따라 신규 용지 매입 및 민자 SOC 확대 계획
- 하반기 개포 8단지 자체 주택 사업 착공 계획에 따라 자체사업 외형 확대 전망
- 특히 민자 SOC 사업 확대 등은 추가적인 수익성 개선에 촉매 역할을 할 것

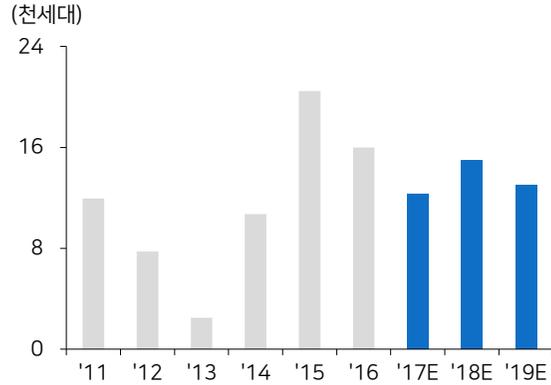
### Global 인프라 발주 시점에 수혜

- 일대일로 뿐만 아니라 신흥국의 경기가 개선됨에 따라 전반적인 인프라 발주 확대 전망
- 국내 건설업체 중 가장 다변화된 네트워크를 가지고 있는 동사 역시 일부 수혜를 받을 것
- 신흥국 시장에서 가진 경쟁력을 감안하면, 대형건설업체 중 Valuation multiple 상승을 주도할 것
- 투자의견 매수 유지, 적정주가는 BPS 를 기준으로 KOSPI Valuation 1.06x를 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	19,122.1	986.6	367.9	3,303	-12.3	44,535	8.6	0.6	3.7	6.5	159.7
2016	18,744.5	1,052.7	490.8	4,407	33.4	49,674	9.7	0.9	4.2	8.1	144.2
2017E	18,981.8	1,144.0	570.7	5,124	16.3	54,213	9.4	0.9	4.3	8.7	130.4
2018E	20,029.5	1,232.8	742.7	6,669	30.1	60,187	7.3	0.8	3.6	10.4	117.6
2019E	21,135.0	1,302.0	822.7	7,387	10.8	66,791	6.6	0.7	2.6	10.5	110.1

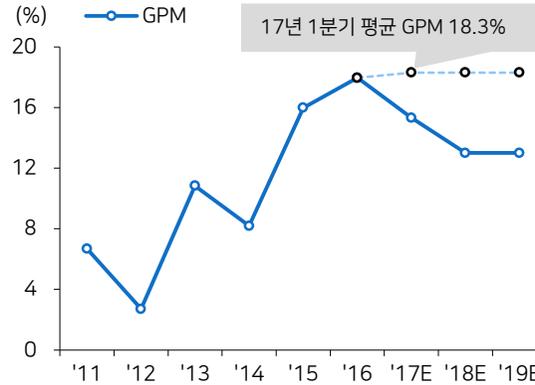
# 현대건설 (000720)

## 분양물량 추이



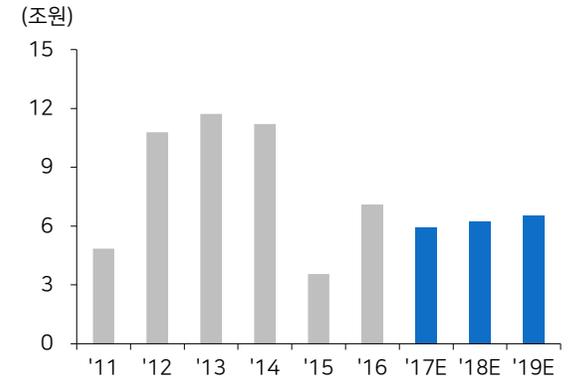
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 주택 마진 추이



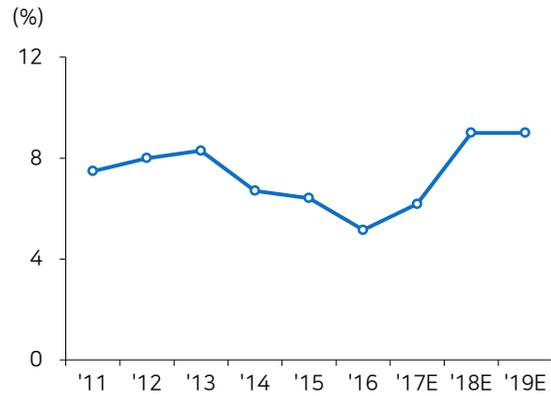
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외수주 추이



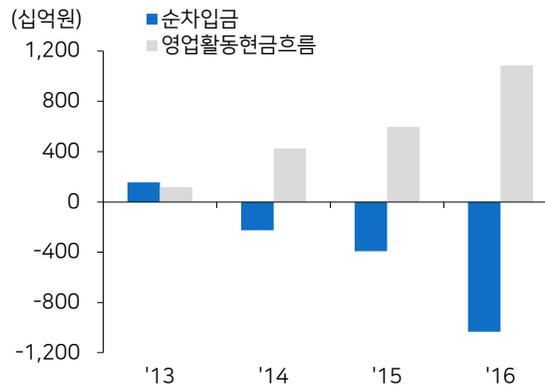
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름

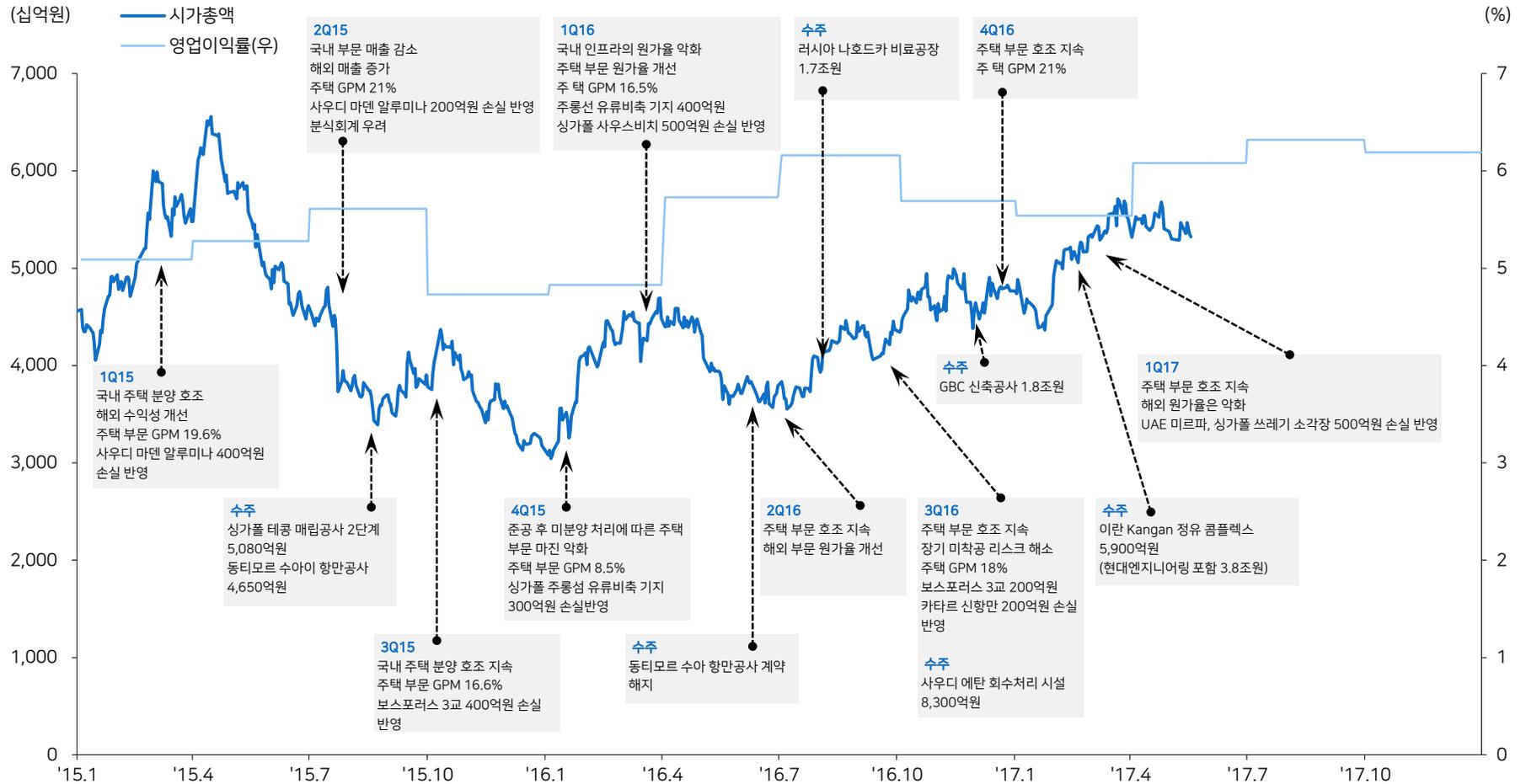


자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터



Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>19,122.1</b>	<b>18,744.5</b>	<b>18,981.8</b>	<b>20,029.5</b>	<b>21,135.0</b>
매출액증가율(%)	10.0	-2.0	1.3	5.5	5.5
매출원가	17,512.6	16,908.2	17,040.9	17,947.1	18,937.6
매출총이익	1,609.5	1,836.3	1,940.9	2,082.4	2,197.4
판매비와관리비	622.9	783.6	797.0	849.6	895.4
<b>영업이익</b>	<b>986.6</b>	<b>1,052.7</b>	<b>1,144.0</b>	<b>1,232.8</b>	<b>1,302.0</b>
영업이익률(%)	5.2	5.6	6.0	6.2	6.2
금융손익	-45.4	-29.8	43.6	61.2	86.3
중속/관계기업관련손익	0.6	-5.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-143.4	-139.6	-178.4	-74.0	0.0
세전계속사업이익	798.3	877.3	1,009.2	1,220.0	1,388.4
법인세비용	214.3	227.0	225.3	255.5	320.0
<b>당기순이익</b>	<b>584.0</b>	<b>650.4</b>	<b>783.9</b>	<b>964.5</b>	<b>1,068.4</b>
지배주주지분 손이익	367.9	490.8	570.7	742.7	822.7
Balance Sheet					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>14,343.7</b>	<b>14,949.3</b>	<b>15,504.6</b>	<b>16,318.2</b>	<b>17,858.0</b>
현금및현금성자산	1,997.4	2,150.0	2,297.5	2,706.6	3,495.1
매출채권	30.4	19.1	19.3	19.9	21.0
재고자산	1,328.6	1,199.4	1,206.7	1,246.1	1,314.9
비유동자산	5,114.9	4,934.2	4,877.3	4,839.5	4,624.3
유형자산	1,754.2	1,498.1	1,449.5	1,397.4	1,138.3
무형자산	857.3	810.3	797.1	784.7	782.2
투자자산	870.4	810.3	815.2	841.9	888.3
<b>자산총계</b>	<b>19,458.5</b>	<b>19,883.5</b>	<b>20,381.9</b>	<b>21,157.7</b>	<b>22,482.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,582.8</b>	<b>8,746.6</b>	<b>8,683.4</b>	<b>8,752.9</b>	<b>9,044.2</b>
매입채무	2,858.0	2,667.0	2,720.3	2,809.3	2,964.3
단기차입금	198.5	163.4	113.4	63.4	63.4
유동성장기부채	238.5	428.4	328.4	178.4	0.0
비유동부채	3,384.5	2,994.6	2,850.3	2,681.4	2,735.4
사채	1,735.7	1,536.4	1,436.4	1,336.4	1,336.4
장기차입금	459.9	431.7	381.7	281.7	281.7
<b>부채총계</b>	<b>11,967.3</b>	<b>11,741.2</b>	<b>11,533.8</b>	<b>11,434.3</b>	<b>11,779.7</b>
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,039.7	1,039.7	1,039.7	1,039.7	1,039.7
기타포괄이익누계액	43.2	115.7	115.7	115.7	115.7
이익잉여금	4,185.0	4,638.3	5,131.0	5,784.5	6,518.0
비지배주주지분	1,670.4	1,795.6	2,008.8	2,230.6	2,476.4
<b>자본총계</b>	<b>7,491.3</b>	<b>8,142.3</b>	<b>8,848.1</b>	<b>9,723.5</b>	<b>10,702.7</b>

Statement of Cash Flow					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>596.0</b>	<b>1,086.5</b>	<b>619.5</b>	<b>1,064.3</b>	<b>1,208.2</b>
당기순이익(손실)	584.0	650.4	783.9	964.5	1,068.4
유형자산감가상각비	124.1	136.2	148.6	142.1	259.1
무형자산상각비	71.7	54.3	13.3	12.3	2.6
운전자본의 증감	-618.3	-251.4	-326.3	-54.6	-121.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,173.8</b>	<b>-775.2</b>	<b>-116.3</b>	<b>-177.7</b>	<b>-152.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-186.5	-178.7	-100.0	-90.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-130.0	54.2	-4.9	-26.7	-46.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>30.7</b>	<b>-176.9</b>	<b>-355.7</b>	<b>-477.6</b>	<b>-266.9</b>
차입금증감	39.7	-64.0	-299.9	-399.6	-177.7
자본의증가	10.9	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-545.0</b>	<b>152.6</b>	<b>147.5</b>	<b>409.0</b>	<b>788.5</b>
기초현금	2,542.4	1,997.4	2,150.0	2,297.5	2,706.6
기말현금	1,997.4	2,150.0	2,297.5	2,706.6	3,495.1
Key Financial Data					
(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	171,720	168,329	170,461	179,869	189,797
EPS(지배주주)	3,303	4,407	5,124	6,669	7,387
CFPS	11,911	13,521	10,125	11,793	14,042
EBITDAPS	10,618	11,164	11,727	12,458	14,042
BPS	44,535	49,674	54,213	60,187	66,791
DPS	500	500	700	800	800
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.4	1.6	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.6	9.7	9.4	7.3	6.6
PCR	2.4	3.2	4.8	4.1	3.4
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	1,182.4	1,243.1	1,305.8	1,387.2	1,563.7
EV/EBITDA	3.7	4.2	4.3	3.6	2.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.5	8.1	8.7	10.4	10.5
EBITDA이익률	6.2	6.6	6.9	6.9	7.4
부채비율	159.7	144.2	130.4	117.6	110.1
금융비용부담률	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	9.6	12.1	18.5	22.6	27.6
매출채권회전율(x)	794.0	757.4	988.6	1,023.2	1,034.1
재고자산회전율(x)	14.3	14.8	15.8	16.3	16.5

## Buy

적정주가 (12개월)	60,000원	
현재주가 (05.22)	46,100원	
상승여력	30.2%	
KOSPI	2,304.03pt	
시가총액	34,752억원	
발행주식수	7,538만주	
유동주식비율	75.54%	
외국인비중	49.57%	
52주 최고/최저가	53,100원 / 37,800원	
평균거래대금	126.9억원	
<b>주요주주(%)</b>		
정몽규(외8인)	18.56	
국민연금공단	8.29	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	6.34	0.00
6개월	4.77	-14.63
12개월	9.63	-2.77
<b>주가그래프</b>		



### 주택 분양물량은 정체 국면, Developer의 핵심인 용지 확보에 대한 어려움

- 연평균 자체 주택사업은 5,000세대 규모에서 유지될 것으로 전망
- 택지 개발 중심의 주택 시장이 축소됨에 따라 동사 역시 주택 사업의 Biz model 변화를 추진
- 일정 수준의 자체사업을 유지하고, 임대 주택 사업과 민자 SOC 등 새로운 분야로 진출 계획
- 2015년 하반기 분양한 자체사업 매출이 반영됨에 따라 2018년까지 주택 부문의 실적 성장은 지속

### 성장의 한계는 역으로 현금흐름의 급격한 개선으로 연결

- 재건축, 재개발 프로젝트 증가에도 불구하고, 한정된 용지와 PF 사업 감소에 따라 장기 성장에 대한 우려
- 반면 급격한 영업활동 현금흐름 개선이 나타나면서 Valuation 매력 상승
- 향후 배당금 및 배당성향 증가 전망

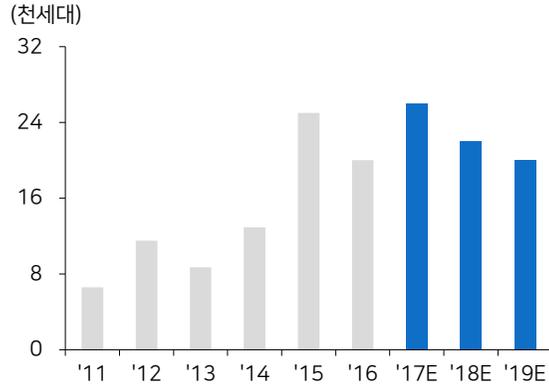
### 순현금 증가를 기반으로 자사주 매입 및 배당 확대

- 안정적인 수입 증가에 따라 EPS 개선 추세는 지속될 전망이며, 이 과정에서 주주가치 제고
- 주가 조정에 따라 Valuation 매력이 높아진 것으로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,602.6	389.5	216.8	2,876	214.9	31,080	13.5	1.2	8.4	9.6	123.0
2016	4,749.9	517.2	306.7	4,069	41.5	34,571	11.0	1.3	6.1	12.3	110.0
2017E	5,673.1	643.5	425.3	5,642	38.7	39,283	8.2	1.2	4.5	15.2	104.0
2018E	6,226.3	664.1	457.8	6,073	7.6	44,237	7.6	1.0	4.1	14.5	95.6
2019E	6,833.5	691.7	477.3	6,332	4.3	49,163	7.3	0.9	2.8	13.5	83.3

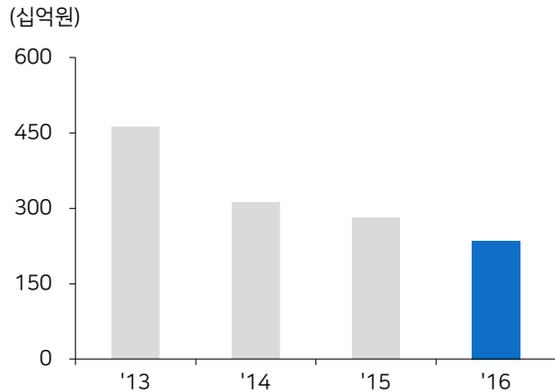
# 현대산업 (012630)

## 분양물량 추이



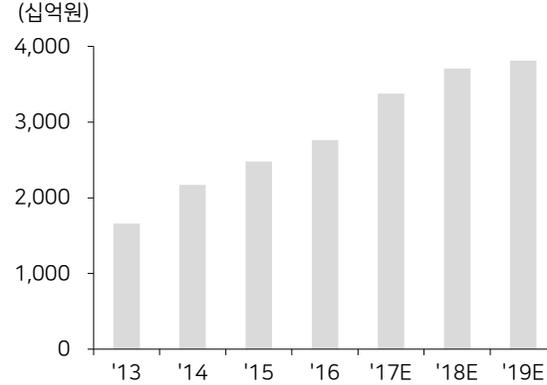
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 용지 추이



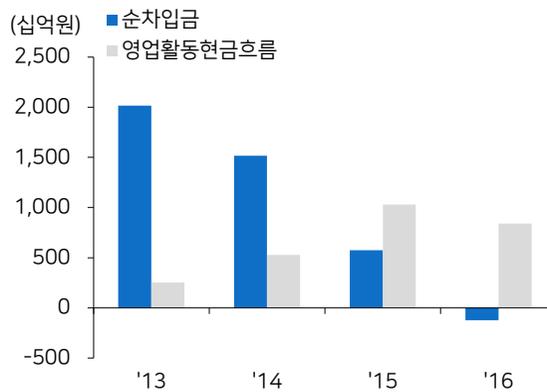
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 주택 매출 추이



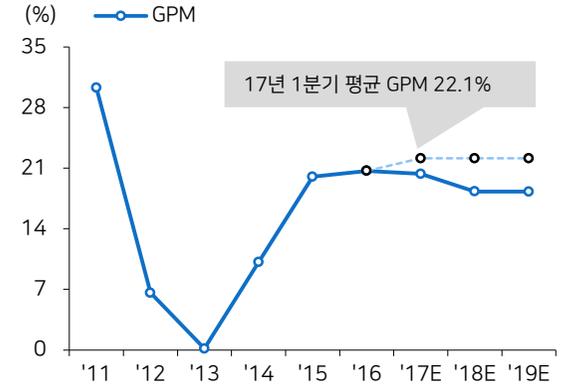
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## 주택 마진 추이



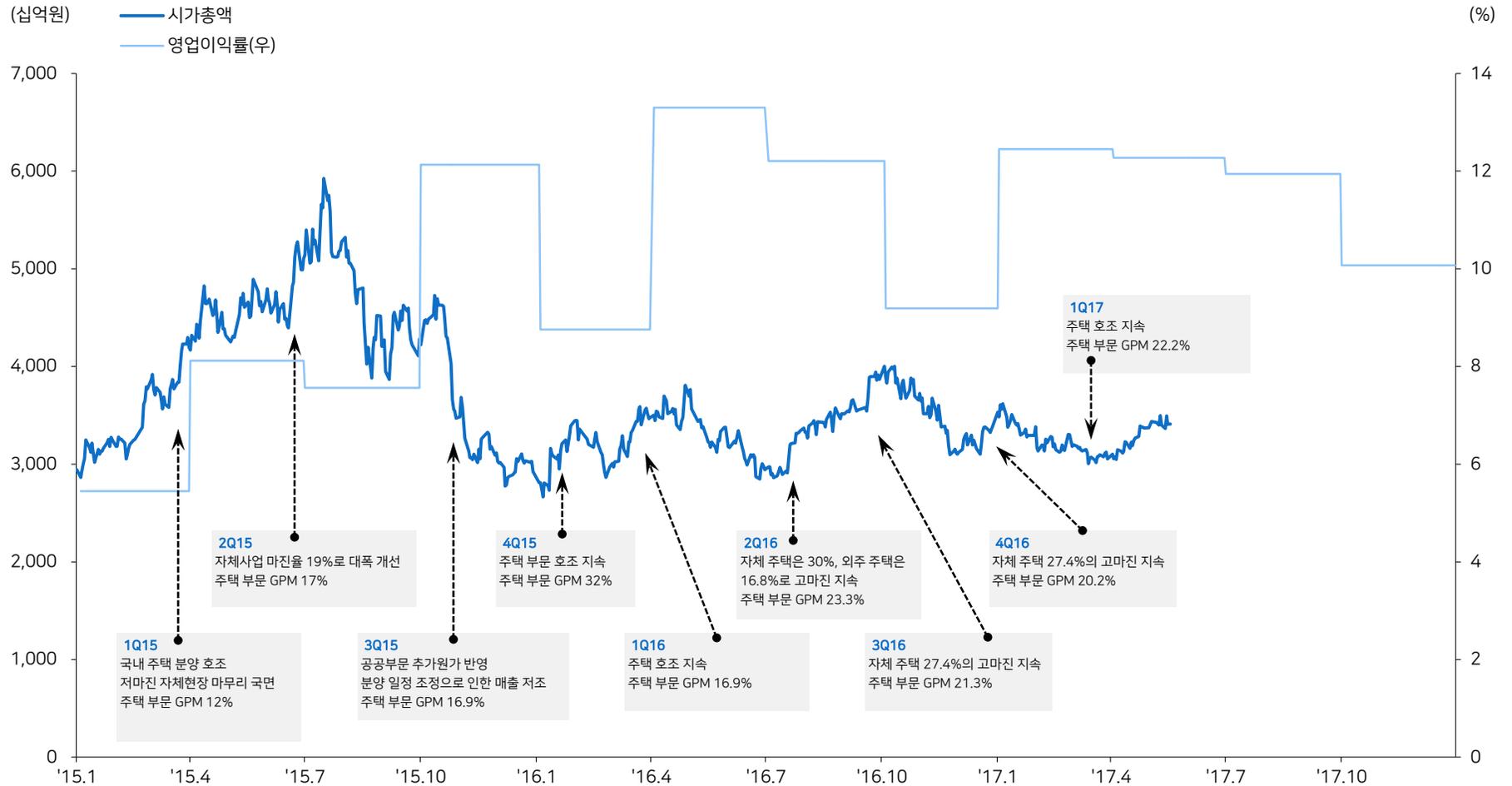
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 현대산업 (012630)



Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,602.6	4,749.9	5,673.1	6,226.3	6,833.5
매출액증가율(%)	2.8	3.2	19.4	9.8	9.8
매출원가	3,806.3	3,854.7	4,684.1	5,211.1	5,719.3
매출총이익	796.3	895.2	988.9	1,015.3	1,114.3
판매비와관리비	406.8	377.9	345.4	351.1	422.6
영업이익	389.5	517.2	643.5	664.1	691.7
영업이익률(%)	8.5	10.9	11.3	10.7	10.1
금융손익	-38.5	-19.7	-34.0	-27.7	-14.6
중속/관계기업관련손익	2.4	-5.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.2	-32.2	-11.7	9.9	0.0
세전계속사업이익	324.3	459.5	597.8	646.4	677.1
법인세비용	85.7	128.6	157.1	171.9	182.5
당기순이익	238.6	331.0	440.7	474.4	494.6
지배주주지분 손이익	216.8	306.7	425.3	457.8	477.3
Balance Sheet					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,409.4	3,645.2	4,094.7	4,596.3	4,982.5
현금및현금성자산	547.7	1,152.2	1,317.1	1,532.5	1,619.9
매출채권	275.0	282.1	345.3	414.3	454.7
재고자산	997.7	768.0	821.7	903.9	992.1
비유동자산	2,100.7	2,139.4	2,280.9	2,278.3	2,171.0
유형자산	844.5	851.0	869.0	876.3	704.1
무형자산	14.6	15.9	15.0	14.1	13.6
투자자산	548.3	555.2	679.6	670.6	736.0
자산총계	5,510.1	5,784.6	6,375.5	6,874.6	7,153.5
유동부채	2,019.5	2,264.0	2,437.2	2,554.1	2,393.4
매입채무	353.3	313.6	323.1	318.8	349.9
단기차입금	519.8	544.9	544.9	544.9	544.9
유동성장기부채	297.2	325.0	325.0	325.0	0.0
비유동부채	1,019.6	765.7	813.7	806.6	858.2
사채	219.2	264.0	214.0	184.0	184.0
장기차입금	262.6	64.3	64.3	94.3	94.3
부채총계	3,039.1	3,029.7	3,250.9	3,360.7	3,251.5
자본금	376.9	376.9	376.9	376.9	376.9
자본잉여금	178.9	178.9	178.9	178.9	178.9
기타포괄이익누계액	25.2	22.3	22.3	22.3	22.3
이익잉여금	1,917.2	2,185.6	2,539.9	2,912.5	3,283.3
비지배주주지분	113.4	132.9	148.4	165.0	182.3
자본총계	2,471.0	2,754.9	3,124.6	3,513.9	3,902.0

Statement of Cash Flow					
(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,028.4	839.8	478.8	314.7	583.0
당기순이익(손실)	238.6	331.0	440.7	474.4	494.6
유형자산감가상각비	41.1	40.2	32.0	32.7	172.2
무형자산상각비	1.5	1.4	0.9	0.8	0.5
운전자본의 증감	540.4	316.4	5.2	-193.3	-84.3
투자활동 현금흐름	-64.3	-89.0	-216.5	-28.0	-87.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.9	-49.8	-50.0	-40.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-51.9	-12.7	-124.4	9.0	-65.4
재무활동 현금흐름	-664.5	-145.8	-97.4	-71.3	-408.0
차입금증감	-657.3	-103.2	-45.9	-0.3	-322.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	299.8	604.5	164.9	215.4	87.4
기초현금	247.9	547.7	1,152.2	1,317.1	1,532.5
기말현금	547.7	1,152.2	1,317.1	1,532.5	1,619.9
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	61,055	63,009	75,255	82,594	90,649
EPS(지배주주)	2,876	4,069	5,642	6,073	6,332
CFPS	6,184	6,647	8,817	9,387	11,466
EBITDAPS	5,732	7,413	8,973	9,255	11,466
BPS	31,080	34,571	39,283	44,237	49,163
DPS	500	700	1,000	1,200	1,500
배당수익률(%)	1.3	1.6	2.3	2.8	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	13.5	11.0	8.2	7.6	7.3
PCR	6.3	6.8	5.2	4.9	4.0
PSR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9
EBITDA	432.1	558.8	676.4	697.7	864.4
EV/EBITDA	8.4	6.1	4.5	4.1	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	12.3	15.2	14.5	13.5
EBITDA이익률	9.4	11.8	11.9	11.2	12.6
부채비율	123.0	110.0	104.0	95.6	83.3
금융비용부담률	1.4	1.0	1.2	1.1	0.8
이자보상배율(x)	6.0	11.0	9.3	9.9	12.0
매출채권회전율(x)	16.2	17.1	18.1	16.4	15.7
재고자산회전율(x)	3.7	5.4	7.1	7.2	7.2

# 대우건설(047040) 주택 중심의 이익 증가와 신뢰성 확보

Analyst 박형렬 02. 6098-6695  
hr.park@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월)	8,000원	
현재주가 (05.22)	8,070원	
상승여력	-0.9%	
KOSPI	2,304.03pt	
시가총액	33,541억원	
발행주식수	33,541억원	
유동주식비율	47.24%	
외국인비중	9.69%	
52주 최고/최저가	8,070원 / 5,080원	
평균거래대금	78.4억원	
<b>주요주주(%)</b>		
한국산업은행(외1인)	50.75	
에스이비티투자유한회사	10.60	
<b>주가상승률(%)</b>	<b>절대주가</b>	<b>상대주가</b>
1개월	13.50	6.94
6개월	46.73	31.70
12개월	39.86	26.77
<b>주가그래프</b>		



### 2016년 4분기 대규모 손실 반영 이후 1분기 본격적인 실적 서프라이즈 기록

- 2016년 가장 부진한 해외 원가율 기록하였고, 4분기에는 대규모 손실 반영
- 확정되지 않은 잠재 손실까지 처리함에 따라, 이익의 가시성 확대와 실적 서프라이즈가 동시 발생
- 1분기 실적에서 주택의 고수익성과 해외 손실 감소에 따라 급격한 영업이익 성장을 나타냄

### 하반기 이후에도 주택이 이끄는 실적 서프라이즈 지속

- 주택 부문의 실적 서프라이즈가 전체 영업이익 성장을 이끌고 있으며, 이는 2018년까지 지속 전망
- 주택 매출은 연간 5조원 수준이며, 현재 원가율을 고려하면 대부분의 이익은 주택에서 발생
- 입주 물량 증가에 따라 영업활동 현금흐름 개선도 동반

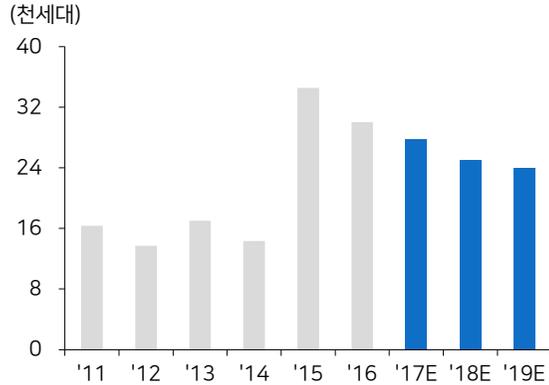
### 2017년 영업이익은 정점을 기록할 전망, 하반기 M&A 진행에 관심

- 회계 투명성은 확보된 것으로 판단되며, 하반기에는 M&A 진행 여부에 관심
- 2017년 KOSPI PBR 1.06(ROE 10.9) 를 기준으로 장기 ROE 14%를 고려해 Target multiple 1.3배 적용
- Valuation 매력은 낮은 것으로 판단되며 투자의견 중립을 유지, 적정주가는 8,000원으로 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	9,890.0	168.9	105.9	255	-20.0	6,292	22.0	0.9	17.5	3.9	260.3
2016	11,105.9	-467.2	-735.8	-1,770		4,680		1.1	-10.4	-30.9	381.7
2017E	11,399.7	821.3	608.8	1,465		6,159	5.5	1.3	5.2	26.1	307.8
2018E	11,144.4	717.1	514.7	1,238	-15.4	7,412	6.5	1.1	5.3	17.8	260.1
2019E	10,894.7	695.7	505.7	1,217	-1.8	8,641	6.6	0.9	4.3	14.8	189.4

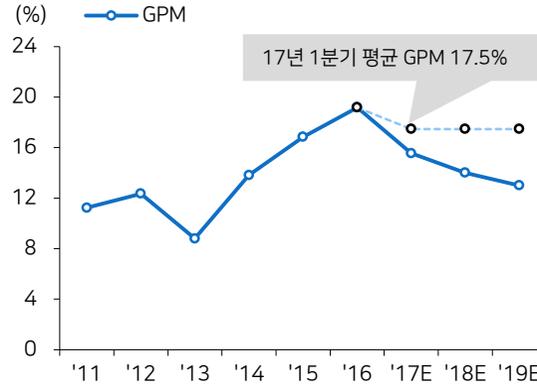
# 대우건설 (047040)

## 분양물량 추이



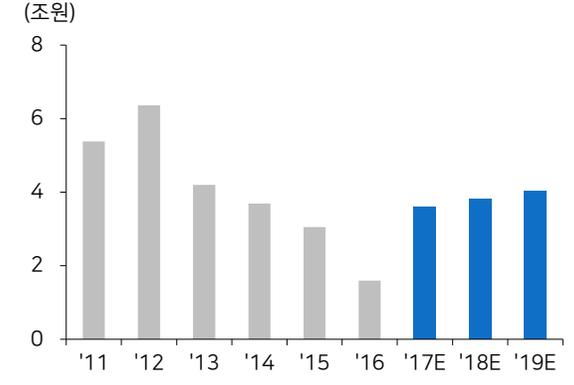
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 주택 마진 추이



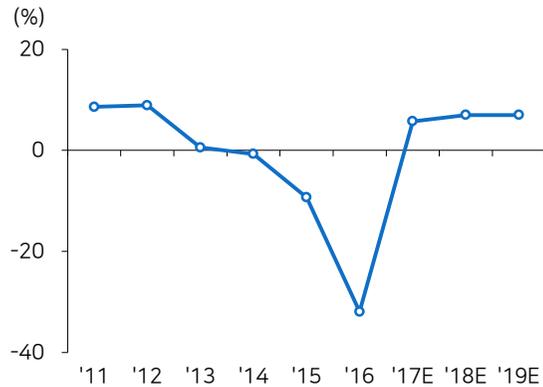
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외 수주 추이



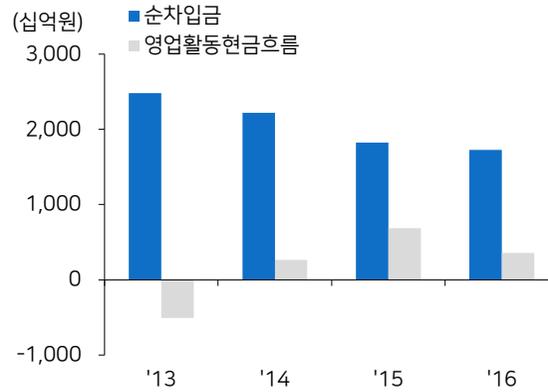
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



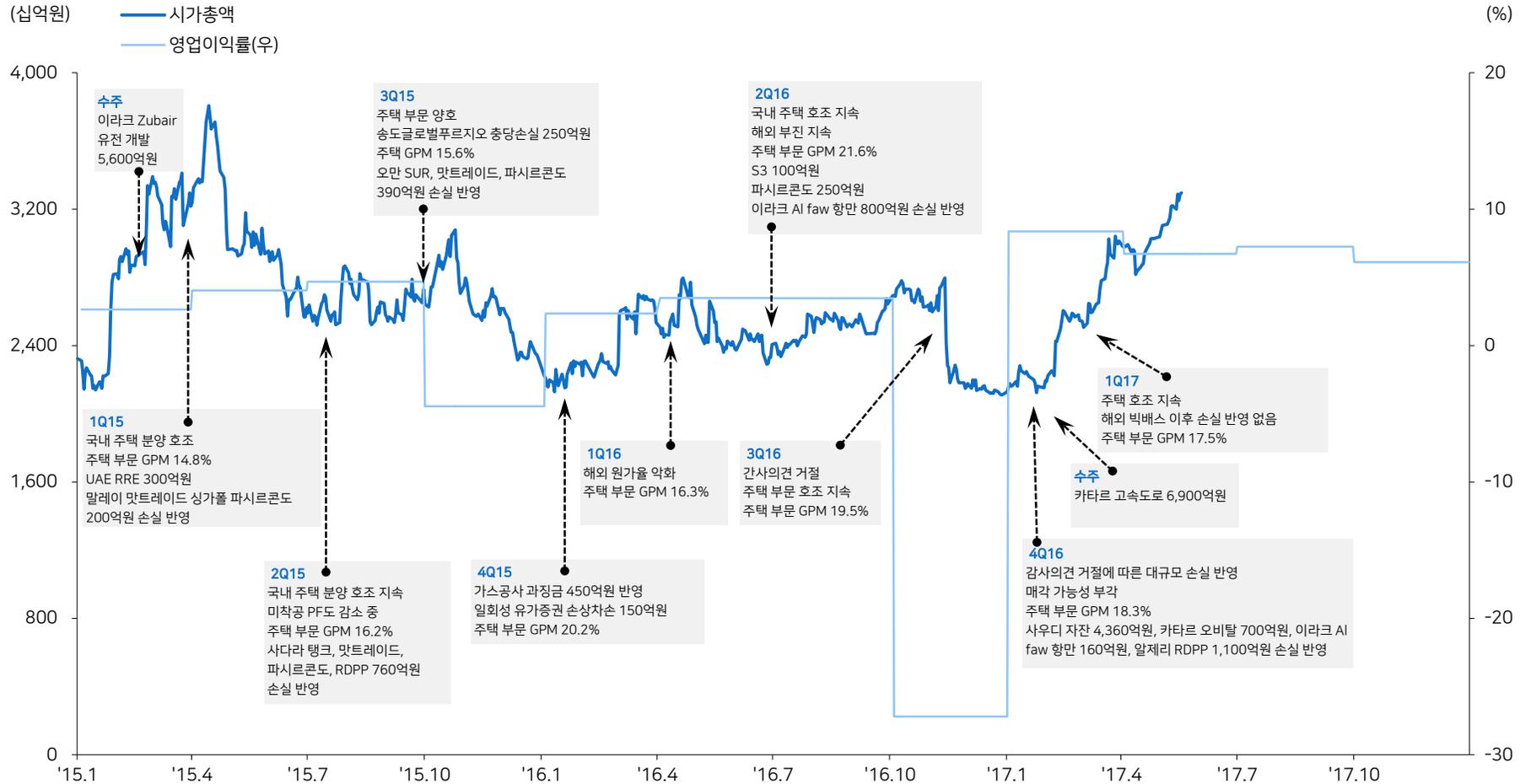
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 대우건설 (047040)



# 대우건설 (047040)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>9,890.0</b>	<b>11,105.9</b>	<b>11,399.7</b>	<b>11,144.4</b>	<b>10,894.7</b>
매출액증가율(%)	-1.1	12.3	2.6	-2.2	-2.2
매출원가	9,331.2	11,010.9	10,103.2	9,880.0	9,658.6
매출총이익	558.8	95.1	1,296.5	1,264.4	1,236.1
판매비와관리비	389.9	562.3	475.2	547.3	540.4
<b>영업이익</b>	<b>168.9</b>	<b>-467.2</b>	<b>821.3</b>	<b>717.1</b>	<b>695.7</b>
영업이익률(%)	1.7	-4.2	7.2	6.4	6.4
금융손익	-75.8	-68.2	-69.1	-53.2	-33.9
종속/관계기업관련손익	-19.1	-5.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	45.4	-469.8	8.6	7.7	0.0
세전계속사업이익	119.5	-1,011.1	760.8	671.6	661.8
법인세비용	14.8	-256.2	144.3	146.4	145.8
<b>당기순이익</b>	<b>104.6</b>	<b>-754.9</b>	<b>616.6</b>	<b>525.2</b>	<b>516.0</b>
지배주주지분 손이익	105.9	-735.8	608.8	514.7	505.7

## Balance Sheet

(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>6,600.4</b>	<b>6,359.0</b>	<b>7,125.3</b>	<b>7,721.0</b>	<b>7,093.0</b>
현금및현금성자산	539.0	816.8	1,122.6	1,606.8	1,115.7
매출채권	1,049.1	1,191.1	1,262.6	1,282.2	1,253.4
재고자산	1,293.0	1,239.3	1,276.5	1,314.8	1,285.3
비유동자산	3,463.3	3,611.2	3,830.2	3,844.8	3,695.8
유형자산	936.3	731.3	740.2	743.1	625.0
무형자산	120.3	86.7	80.5	74.7	69.4
투자자산	888.3	906.0	1,122.2	1,139.6	1,114.1
<b>자산총계</b>	<b>10,063.7</b>	<b>9,970.2</b>	<b>10,955.4</b>	<b>11,565.8</b>	<b>10,788.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,674.0</b>	<b>6,608.5</b>	<b>6,711.0</b>	<b>6,774.7</b>	<b>5,513.1</b>
매입채무	459.4	528.7	555.1	563.7	551.1
단기차입금	769.2	1,435.3	1,435.3	1,435.3	1,435.3
유동성장기부채	822.5	1,168.2	1,168.2	1,168.2	0.0
비유동부채	2,596.4	1,291.9	1,557.9	1,579.4	1,547.9
사채	450.0	100.0	100.0	100.0	100.0
장기차입금	492.3	46.4	46.4	46.4	46.4
<b>부채총계</b>	<b>7,270.4</b>	<b>7,900.3</b>	<b>8,269.0</b>	<b>8,354.1</b>	<b>7,061.0</b>
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	549.5	549.5	549.5	549.5	549.5
기타포괄이익누계액	-151.0	-134.0	-134.0	-134.0	-134.0
이익잉여금	358.0	-362.8	246.0	760.7	1,266.4
비지배주주지분	57.8	38.3	46.1	56.6	66.9
<b>자본총계</b>	<b>2,793.3</b>	<b>2,069.9</b>	<b>2,686.5</b>	<b>3,211.7</b>	<b>3,727.7</b>

## Statement of Cash Flow

(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>685.0</b>	<b>358.8</b>	<b>654.7</b>	<b>571.6</b>	<b>644.1</b>
당기순이익(손실)	104.6	-754.9	616.6	525.2	516.0
유형자산감가상각비	61.7	87.9	61.1	62.1	118.1
무형자산상각비	10.0	8.7	6.2	5.8	5.3
운전자본의 증감	372.1	646.2	-29.1	-21.4	4.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-541.1</b>	<b>-261.8</b>	<b>-356.1</b>	<b>-88.0</b>	<b>33.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-440.6	-273.6	-70.0	-65.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	10.8	-17.6	-216.3	-17.4	25.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>69.0</b>	<b>174.5</b>	<b>7.2</b>	<b>0.6</b>	<b>-1,169.0</b>
차입금증감	-267.3	188.6	7.2	0.6	-1,169.0
자본의증가	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>213.4</b>	<b>277.7</b>	<b>305.8</b>	<b>484.2</b>	<b>-491.1</b>
기초현금	325.7	539.0	816.8	1,122.6	1,606.8
기말현금	539.0	816.8	1,122.6	1,606.8	1,115.7

## Key Financial Data

(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	23,796	26,721	27,428	26,814	26,213
EPS(지배주주)	255	-1,770	1,465	1,238	1,217
CFPS	834	-386	2,159	1,907	1,971
EBITDAPS	579	-892	2,138	1,889	1,971
BPS	6,292	4,680	6,159	7,412	8,641
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	22.0		5.5	6.5	6.6
PCR	6.7		3.7	4.2	4.1
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.9	1.1	1.3	1.1	0.9
EBITDA	240.6	-370.7	888.6	784.9	819.1
EV/EBITDA	17.5	-10.4	5.2	5.3	4.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.9	-30.9	26.1	17.8	14.8
EBITDA이익률	2.4	-3.3	7.8	7.0	7.5
부채비율	260.3	381.7	307.8	260.1	189.4
금융비용부담률	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
이자보상배율(x)	1.7		8.8	7.6	9.4
매출채권회전율(x)	4.6	9.9	9.3	8.8	8.6
재고자산회전율(x)	7.8	8.8	9.1	8.6	8.4

# 삼성엔지니어링 (028050) 수주 모멘텀과 Valuation 부담 사이

Analyst 박형렬 02. 6098-6695  
hr.park@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월)	12,000원	
현재주가 (05.22)	12,300원	
상승여력	-2.4%	
KOSPI	2,304.03pt	
시가총액	24,108억원	
발행주식수	19,600만주	
유동주식비율	74.09%	
외국인비중	14.91%	
52주 최고/최저가	13,500원 / 9,150원	
평균거래대금	322.8억원	
<b>주요주주(%)</b>		
삼성에스디아이(주)(외7인)	20.56	
국민연금공단	8.17	
<b>주가상승률(%)</b>		
절대주가	상대주가	
1개월	-6.11	-11.49
6개월	24.87	6.18
12개월	25.64	10.11
<b>주가그래프</b>		



## 해외 약성프로젝트는 대부분 준공 단계

- 동사 역시 대규모 손실을 반영해온 약성프로젝트는 준공 되었거나, 준공이 임박한 것으로 판단
- 문제는 수주 잔고가 급격히 감소함에 따라 매출의 역성장은 2017년까지 지속
- 그룹공사는 연간 3-4조원 수준이 진행되고 있으나, 추가적인 증가는 어려울 것으로 전망

## 상반기 입찰이 진행된 중동 프로젝트에서 유리한 고지

- 오만 정유, 바레인 정유, UAE 정유 플랜트 등에서 수주 가능성이 높은 것으로 판단
- 2016년 2조원 수준에 불과했던 해외수주는 2017년 5조원을 상회할 것으로 전망
- 다만 해외 수주가 크게 증가하더라도, 매출 반영이 본격화되는 것은 2018년으로 전망
- 하반기까지 실적 개선에 대한 기대 보다는, 신규 수주 모멘텀을 중심으로 주가 흐름이 나타날 것

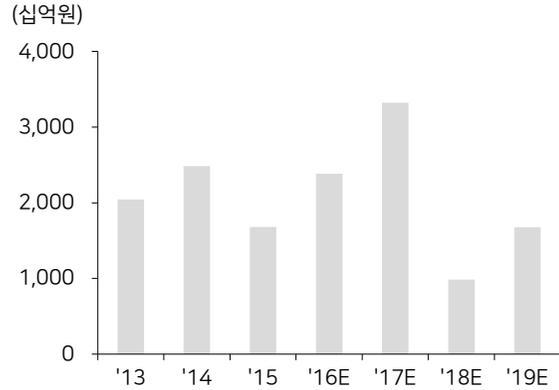
## 약성프로젝트 종료 시점에서 수주 활동이 증가하는 점은 긍정적이거나 Valuation 매력에 낮음

- 신규 수주 확보 이후 과제는 현금흐름 개선과 본격적인 매출 성장
- 예상되는 해외 수주를 확보하더라도 현재 주가에서 상승 여력은 크지 않은 것으로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	6,441.3	-1,454.3	-1,305.3	-20,337		-5,683			-1.9	-409.0	-1,899.3
2016	7,009.4	70.1	25.8	190		4,669	54.3	2.2	16.6	7.4	454.1
2017E	6,752.3	151.9	64.9	331	74.6	5,152	37.1	2.4	15.6	6.2	371.9
2018E	6,964.4	343.9	225.4	1,150	247.1	6,407	10.7	1.9	7.6	19.0	319.2
2019E	7,941.1	436.9	301.8	1,540	33.9	8,019	8.0	1.5	5.6	20.8	266.0

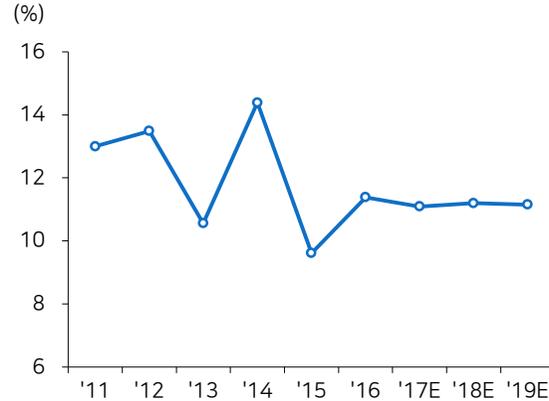
# 삼성엔지니어링 (028050)

## 국내 매출



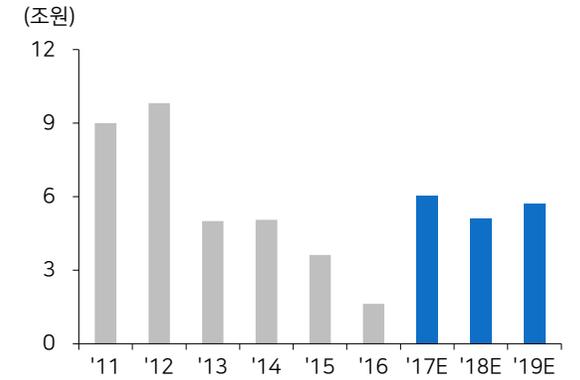
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 마진



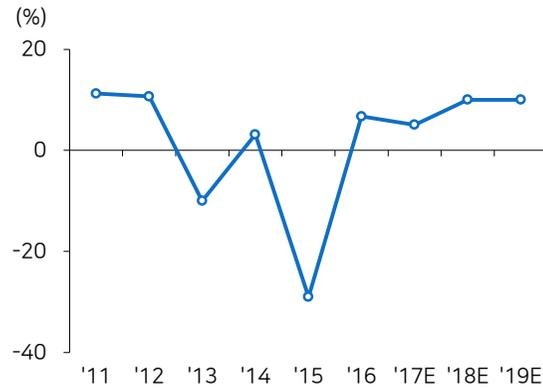
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외수주 추이



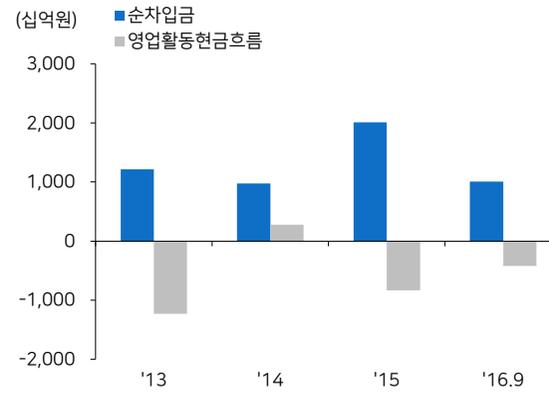
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 순차입금 추이 vs 영업활동 현금흐름



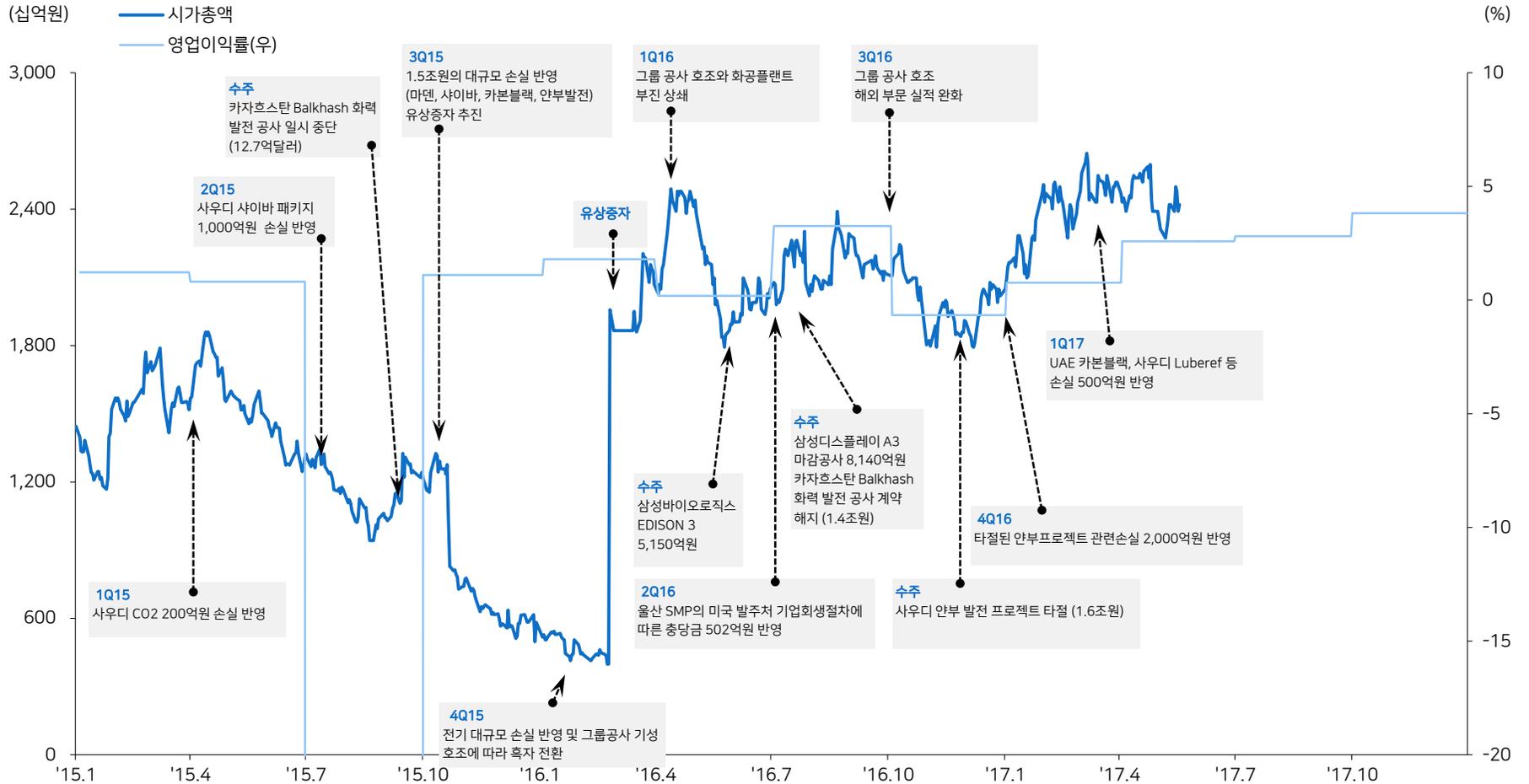
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 삼성엔지니어링 (028050)



# 삼성엔지니어링 (028050)

2017년 하반기 산업 전망 시리즈 2

건설

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,441.3	7,009.4	6,752.3	6,964.4	7,941.1
매출액증가율(%)	-27.7	8.8	-3.7	3.1	14.0
매출원가	7,530.3	6,527.5	6,236.1	6,252.9	7,137.4
매출총이익	-1,089.1	481.9	516.1	711.5	803.7
판매비와관리비	365.3	411.9	364.3	367.6	366.8
영업이익	-1,454.3	70.1	151.9	343.9	436.9
영업이익률(%)	-22.6	1.0	2.2	4.9	5.5
금융손익	-24.2	-5.2	-27.6	-24.7	-20.7
중속/관계기업관련손익	3.9	4.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	24.5	-13.2	-28.6	-25.8	-23.2
세전계속사업이익	-1,450.1	56.4	95.7	293.5	393.0
법인세비용	-145.7	46.9	28.0	58.7	78.6
당기순이익	-1,304.3	9.4	67.6	234.8	314.4
지배주주지분 손이익	-1,305.3	25.8	64.9	225.4	301.8

## Balance Sheet

(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,775.0	3,658.2	3,210.5	3,656.1	4,132.4
현금및현금성자산	695.7	882.2	515.8	708.5	976.8
매출채권	736.2	942.1	798.3	873.3	934.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,855.7	1,862.0	1,810.0	1,787.8	1,771.2
유형자산	686.5	656.8	647.7	639.1	631.0
무형자산	50.3	95.7	66.0	45.5	31.4
투자자산	182.8	86.4	73.2	80.1	85.7
자산총계	5,630.8	5,520.1	5,020.5	5,443.8	5,903.6
유동부채	4,783.8	4,313.9	3,777.2	4,004.9	4,192.1
매입채무	1,204.3	798.2	676.4	739.9	792.1
단기차입금	1,514.1	720.8	670.8	670.8	670.8
유동성장기부채	451.2	730.8	680.8	680.8	680.8
비유동부채	1,159.9	210.0	179.4	140.4	98.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	856.7	0.0	0.0	-55.0	-110.0
부채총계	5,943.7	4,523.9	3,956.6	4,145.2	4,290.5
자본금	200.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	49.1	454.4	454.4	454.4	454.4
기타포괄이익누계액	13.0	-32.8	-32.8	-32.8	-32.8
이익잉여금	-291.9	-197.8	-132.8	92.5	394.4
비지배주주지분	1.6	-14.7	-12.0	-2.6	9.9
자본총계	-312.9	996.2	1,063.8	1,298.6	1,613.0

## Statement of Cash Flow

(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-833.5	187.9	-282.8	279.1	351.9
당기순이익(손실)	-1,304.3	9.4	67.6	234.8	314.4
유형자산감가상각비	67.0	48.2	24.1	23.6	23.1
무형자산상각비	17.0	30.3	29.7	20.5	14.1
운전자본의 증감	369.8	257.9	-404.3	0.2	0.2
투자활동 현금흐름	20.4	94.4	20.2	-33.4	-30.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-20.2	-24.1	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	-77.7	101.2	13.2	-6.9	-5.6
재무활동 현금흐름	1,072.4	-101.9	-103.7	-53.0	-53.4
차입금증감	1,275.5	-1,389.1	-103.7	-53.0	-53.4
자본의증가	0.0	1,185.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	307.7	186.4	-366.4	192.7	268.4
기초현금	388.0	695.7	882.2	515.8	708.5
기말현금	695.7	882.2	515.8	708.5	976.8

## Key Financial Data

(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	100,360	51,621	34,450	35,533	40,516
EPS(지배주주)	-20,337	190	331	1,150	1,540
CFPS	-25,936	273	903	1,848	2,301
EBITDAPS	-21,350	1,094	1,049	1,979	2,419
BPS	-5,683	4,669	5,152	6,407	8,019
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		54.3	37.1	10.7	8.0
PCR		37.8	13.6	6.7	5.3
PSR	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3
PBR		2.2	2.4	1.9	1.5
EBITDA	-1,370.3	148.6	205.7	388.0	474.1
EV/EBITDA	-1.9	16.6	15.6	7.6	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-409.0	7.4	6.2	19.0	20.8
EBITDA이익률	-21.3	2.1	3.0	5.6	6.0
부채비율	-1,899.3	454.1	371.9	319.2	266.0
금융비용부담률	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)		2.6	4.2	10.2	13.5
매출채권회전율(x)	7.5	8.4	7.8	8.3	8.8
재고자산회전율(x)					

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.  
 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의  
 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.  
 당사는 2017년 5월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.  
 (작성자: 박형렬)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.  
 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.  
 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0%

2017년 3월 31일 기준으로  
 최근 1년간 금융투자상품에  
 대하여 공표한 최근일  
 투자등급의 비율

### 대림산업(000210) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	산업분석	Buy	79,900	김형근	
2015.02.27	산업브리프	Buy	79,900	김형근	
2015.04.03	산업브리프	Buy	79,900	김형근	
2015.06.30	산업브리프	Buy	102,500	김형근	
2015.07.30	산업분석	Buy	102,500	김형근	
2015.11.10	산업분석	Buy	102,500	김형근	
2016.01.14	산업브리프	Buy	102,500	김형근	
2016.01.18	산업브리프	Buy	102,500	김형근	
2016.01.29	기업브리프	Buy	102,500	김형근	
2016.06.14	산업분석	Buy	115,000	박형렬	
2016.07.19	산업브리프	Buy	115,000	박형렬	
2016.07.29	기업브리프	Buy	115,000	박형렬	
2016.08.25	산업분석	Buy	115,000	박형렬	
2016.10.26	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	
2016.11.28	산업분석	Buy	120,000	박형렬	
2017.01.25	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	
2017.04.28	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	
2017.05.23	산업분석	Buy	120,000	박형렬	

### GS건설(006360) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	산업분석	Buy	27,000	김형근	
2015.02.27	산업브리프	Buy	39,100	김형근	
2015.04.03	산업브리프	Buy	39,100	김형근	
2015.06.30	산업브리프	Buy	39,100	김형근	
2015.07.30	산업분석	Buy	39,100	김형근	
2015.11.10	산업분석	Buy	34,500	김형근	
2016.01.14	산업브리프	Buy	34,500	김형근	
2016.01.18	산업브리프	Buy	34,500	김형근	
2016.01.28	기업브리프	Buy	34,500	김형근	
2016.06.14	산업분석	Buy	41,000	박형렬	
2016.07.19	산업브리프	Buy	41,000	박형렬	
2016.08.25	산업분석	Buy	41,000	박형렬	
2016.09.26	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	
2016.10.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬	
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	

### 현대건설(000720) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	산업분석	Buy	63,180	김형근	
2015.01.29	산업브리프	Buy	63,200	김형근	
2015.04.03	산업브리프	Buy	63,200	김형근	
2015.06.30	산업브리프	Buy	63,200	김형근	
2015.07.30	산업분석	Hold	39,900	김형근	
2015.11.10	산업분석	Hold	39,900	김형근	
2016.01.14	산업브리프	Hold	39,900	김형근	
2016.01.18	산업브리프	Hold	39,900	김형근	
2016.01.28	기업브리프	Hold	39,900	김형근	
2016.06.14	산업분석	Buy	52,000	박형렬	
2016.07.19	산업브리프	Buy	52,000	박형렬	
2016.07.28	기업브리프	Buy	52,000	박형렬	
2016.08.25	산업분석	Buy	52,000	박형렬	
2016.10.28	기업브리프	Buy	52,000	박형렬	
2016.11.28	산업분석	Buy	52,000	박형렬	
2017.05.23	산업분석	Buy	59,000	박형렬	

담당자 변경

### 현대산업(012630) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	산업분석	StrongBuy	61,400	김형근	
2015.01.29	산업브리프	StrongBuy	61,400	김형근	
2015.02.04	기업브리프	StrongBuy	61,400	김형근	
2015.02.27	산업브리프	StrongBuy	61,400	김형근	
2015.04.03	산업브리프	StrongBuy	61,400	김형근	
2015.06.08	기업분석	Buy	77,000	김형근	
2015.06.30	산업브리프	Buy	77,000	김형근	
2015.07.13	기업브리프	Buy	89,000	김형근	
2015.07.30	산업분석	Buy	89,000	김형근	
2015.11.10	산업분석	Buy	67,600	김형근	
2016.01.14	산업브리프	Buy	67,600	김형근	
2016.01.18	산업브리프	Buy	67,600	김형근	
2016.02.04	기업브리프	Buy	67,600	김형근	
2016.06.14	산업분석	Buy	55,000	박형렬	
2016.07.19	산업브리프	Buy	55,000	박형렬	
2016.07.27	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	
2016.08.25	산업분석	Buy	60,000	박형렬	
2016.10.19	기업브리프	Buy	65,000	박형렬	
2016.11.28	산업분석	Buy	65,000	박형렬	
2017.04.26	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	
2017.05.23	산업분석	Buy	60,000	박형렬	

담당자 변경

### 대우건설(047040) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	산업분석	Buy	8,570	김형근	
2015.01.29	산업브리프	Buy	8,570	김형근	
2015.02.05	기업브리프	Buy	8,570	김형근	
2015.02.27	산업브리프	Buy	10,700	김형근	
2015.04.03	산업브리프	Buy	10,700	김형근	
2015.06.30	산업브리프	Buy	10,700	김형근	
2015.07.30	산업분석	Hold	6,900	김형근	
2015.11.10	산업분석	Hold	6,900	김형근	
2016.01.14	산업브리프	Hold	6,900	김형근	
2016.01.18	산업브리프	Hold	6,900	김형근	
2016.06.14	산업분석	Hold	6,500	박형렬	
2016.11.28	산업분석	Hold	6,500	박형렬	
2017.05.23	산업분석	Hold	8,000	박형렬	

### 삼성엔지니어링(028050) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.12	산업분석	Reduce	23,500	김형근	
2015.06.30	산업브리프	Reduce	23,500	김형근	
2015.07.30	산업분석	Reduce	23,500	김형근	
2016.06.14	산업분석	Hold	12,000	박형렬	
2016.11.28	산업분석	Hold	12,000	박형렬	
2017.05.23	산업분석	Hold	12,000	박형렬	