



SK INDUSTRY ANALYSIS

건설

2017년 건설, 메가 사이클을 눈앞에 두다

건설. 김세련 | 3773-8919, sally.kim@sk.com

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

건설 [비중확대(OVERWEIGHT)/신규]

2017년 건설, 메가 사이클을 눈앞에 두다

SK 증권은 건설섹터에 대해 비중확대로 투자 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2017년은 1) 장부 클린화로 확보된 이익 가시성과, 2) 글로벌 CAPEX 사이클에 따른 해외 수주 확대, 3) 저마진 현장 종료 및 주택 실적 견인에 따른 턴어라운드 기대된다. 매출과 이익 성장이 동시에 나타나는 건설 메가 사이클의 초입에 서있는 것이다.

악성 잔고를 털고 새로이 시작하는 2017년

건설사의 실적을 놀라웠던 해외 저마진 현안 프로젝트는 2016년말 대부분 준공되었거나 2017년 상반기내 마무리 될 것으로 보인다. 이에 따라 저마진 계약 잔고 비중은 2012년 24% 수준에서 현재 1% 미만으로 줄어들었다. 손실의 변동 폭이 감소하고 있는 모습이다. 미착공 PF 역시 대형 건설 5개사 합산 기준 1.5조원 남짓으로 우발부채 리스크가 큰 폭으로 감소한 모습이다.

글로벌 CAPEX 사이클 초입, 해외 수주 기대감 증대

유가 하락으로 지난 2년간 발주 환경이 경색되었던 중동 시장은 최근 유가 안정화와 더불어 미뤄왔던 정유 부문에서의 발주를 재개했다. 원유 수출보다는 정유를 통해 고부가가치를 창출하고자 하는 중동의 의지는 저유가 국면에서 건설 투자의 뉴노멀(New Normal)이 도래했음을 알려준다. 건설사들은 올해 오만 두둑 정유, 바레인 밍코 정유 현대화시설과 같은 메가 프로젝트에 입찰하여 결과를 기다리는 중이다. 글로벌 에너지 기업의 경우는 이익이 크게 증가하고 있는 반면 아직까지 CAPEX를 공격적으로 늘리고 있지는 않는 모습인데, 2018년 역시 이익 호조가 지속될 것으로 보이기 때문에 머지 않아 석유 화학 부문에서의 CAPEX 증대 역시 기대된다는 판단이다. 건설사의 해외 수주는 이제 시작이다.

부동산 다운사이클에도 주택 실적 호조로 멀티플 하방 방어

주택 매크로 둔화에 따른 부동산 다운사이클에 따라 주택 유관 기업의 주가 하락이 과도하게 나타나고 있다. 그러나 실질적으로 2018년까지 대형 건설사의 이익을 강하게 견인하는 것은 주택부문이다. 2015년 당시 부동산 유관기업 주가의 호조가 2018년까지 나타날 실적의 기대감을 선반영 했었다면, 2017년에는 오히려 주택 부문 실적이 실제로 확인되면서 멀티플 하방을 방어할 것으로 기대한다.

Top-picks: 현대건설, 대림산업, 차선희주 현대산업, 대우건설

글로벌 건설주의 ROE는 7~10% 수준으로 한국 건설사 평균 11%보다 낮다. 반면 글로벌 건설주 PBR은 1.5X 수준으로 국내 건설사 12M Forward PBR이 1.0X가 채 되지 못하는 것을 감안하면 여전히 국내 건설주의 밸류에이션 메리트가 높다는 판단이다. Top-picks로는 해외 수주 모멘텀과 실적 호조가 나타나는 현대건설, 대림산업을 추천하며, 턴어라운드 가시성이 높은 대우건설, 주가 낙폭 과대로 밸류에이션 저평가가 나타나는 현대산업을 차선희주로 추천한다.

Contents

1. Executive Summary	3
2. 투자포인트	4
(1) 낮은 잔고를 털고 새로이 Book 이 움직인다	4
(2) DNA 가 달라질 해외 수주	10
(3) 부동산 다운사이클에도 주택 실적 호조로 멀티플 하방 방어	20
3. 1Q17 Snapshot	26
4. Appendices	27
5. Company Analysis	
현대건설 (000720)	32
대림산업 (000210)	37
대우건설 (047040)	42
현대산업 (012630)	47
GS 건설 (006360)	52
삼성엔지니어링 (012630)	57
한샘 (009240)	62
LG 하우스 (108670)	67

Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 3 월 27 일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. Executive Summary

전환점을 눈앞에 둔 국내 건설사, 이를 보는 낡고 오래된 시선에 대해

건설사는 지난 몇년간 국내외 잠재 부실로 인해 시장 신뢰를 잃어왔다. 수주 산업 성장의 바로미터가 되는 신규 수주에서도 양적 성장에 따른 부작용을 경험했기 때문에, 수주를 하는 것이 곧 장기적 손실의 불씨가 아닌지 우려하는 목소리도 있었다. 장부에 없는 부외부채의 리스크에서도 자유로울 수 없었다. 공사미수금이 너무 과대한 것은 아닌지, 장기 미착공 PF 에서 큰 손실이 발생하는 것은 아닌지, 부동산 매크로 둔화에 따른 주택 미분양 사태로 손실이 발생하는 것은 아닌지에 대한 우려도 지속되었다.

그러나 2017 년은 이 모든 질문을 낡고 오래된, 어찌면 진부한 것으로 바꾸는 중요한 터닝포인트가 될 것으로 보인다. 우선 1) 우발부채 리스크가 줄고, 실적 신뢰성이 확보되고 있다. 대형 건설 5 개사를 합산해야 겨우 1.5 조원 남짓의 미착공 PF 잔액이 남아 있고, 일부 현장의 경우는 2017 년내 착공 전환될 것으로 보이며, 해외 저가 수주 역시 2017 년 상반기 중 마무리 될 것으로 보인다. 2) 에너지 기업의 투자 사이클이 시작되면서 정유, 화학 부문 CAPEX 증대에 따른 해외 건설 메가 사이클이 기대되며, 유가 안정화에 따른 중동 발주 시장의 뉴 노멀 (New Normal) 도래로 해외 수주 모멘텀이 강하게 확대될 것으로 보인다. 3) 이와 더불어 부동산 매크로 둔화에도 불구하고, 기 공급한 분양 물량을 바탕으로 주택부문은 여전히 강한 실적 견인이 지속되면서, 멀티플 하방을 다지는 요소로 작용하고 있다. 2017 년 주택 이익 증가, 해외 저가 현장 준공에 따른 그 어느 때보다 강한 실적 턴어라운드를 감안했을 때, 여전히 글로벌 Peer 대비 낮은 멀티플을 받고 있는 한국 건설사의 밸류에이션 메리트는 크다.

해외 건설 투자 사이클에 따른 우호적인 시장 환경과 더불어 내재적 이익 개선에 따라 체력도, 채급도 달라질 건설사의 전환점이 도래했다. 낡고 오래된 시선으로만 바라보기에는 국내 건설사는 더 이상 과거의 낡고 오래된 성장 톨을 사용하지 않는다. SK 증권은 매출도, 이익도 모두 성장의 전환점에 선 2017 년의 건설 섹터에 투자의견 비중확대 (OVERWEIGHT)로 신규 커버리지를 개시한다. 2017 년 강한 해외 모멘텀과 안정적 실적이 기대되는 현대건설, 대림산업을 Top-picks 로 추천하며, 차선호주로는 턴어라운드 가시성이 가장 강력한 대우건설과, 이익 호조로 인해 현 주가 수준에서 밸류에이션 메리트가 높아진 현대산업을 추천한다.

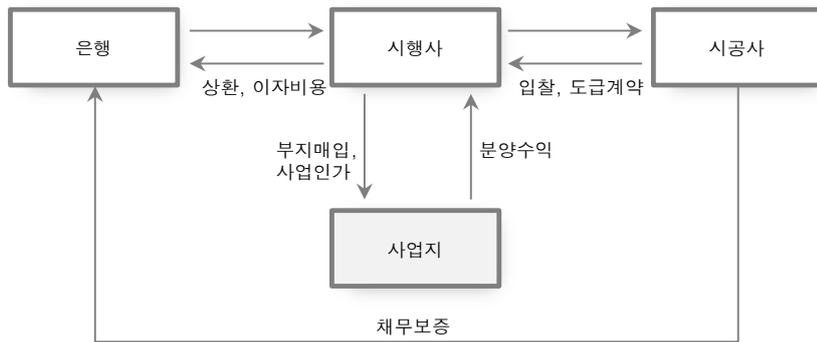
2. 투자포인트

(1) 낡은 잔고를 털고, 새로이 Book 이 움직인다

프로젝트 파이낸싱 개요

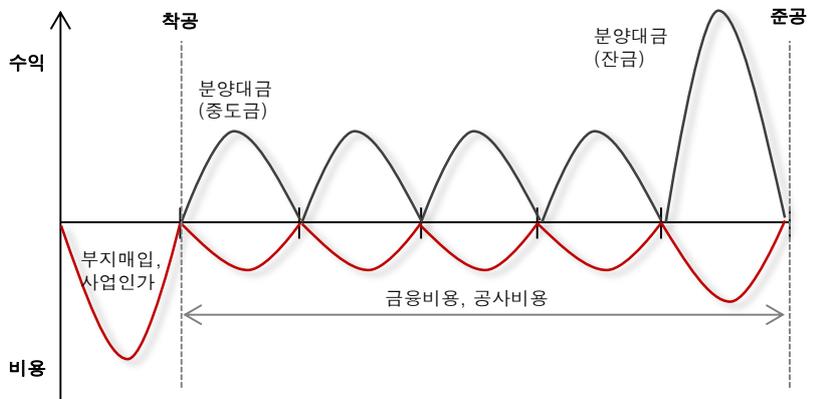
지난 리먼 사태 이후 7년간 건설사의 우발부채 리스크를 가져왔던 주택 사업 프로젝트 파이낸싱 (Project Financing, 이하 PF)은 이제 완연하게 안정기에 접어든 것으로 보인다. PF가 무조건 나쁜 것은 아니다. PF 채무보증은 부외부채이니만큼 건설사 입장에서는 부채비율을 훼손하지 않으면서 동시에 안정적으로 도급사업을 수행할 수 있고, 시행사 입장에서 프로젝트 진행함에 있어 건설사의 신용을 빌릴 수 있는 장점이 있다. 아래의 PF 구조도에 따라 주택 사업이 안정적으로 시행이 된다면, 시행사는 분양에 따른 현금을, 시공사로 표현되는 건설사는 공사 진행에 따른 매출을 인식하게 된다.

부동산 PF 구조도



자료: SK 증권

부동산 PF 사업지 중 시행사의 현금 흐름



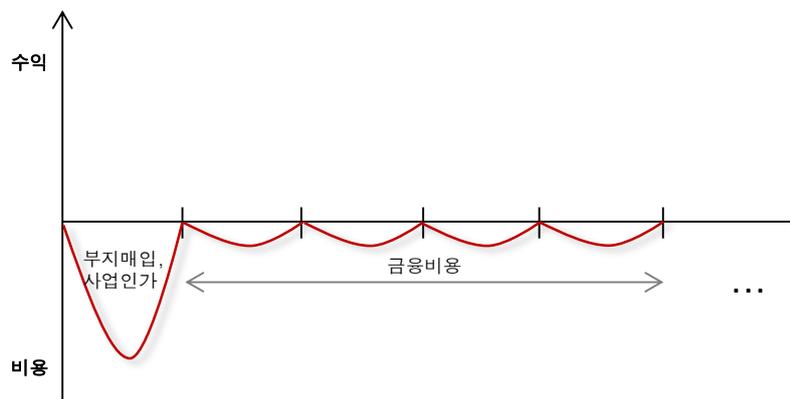
자료: SK 증권

**미착공 PF,
우발부채 리스크 및
장기 대여금 증가 요인**

그럼에도 불구하고 그 동안 PF 가 건설사의 발목을 잡아왔던 이유는 리먼 사태 이후 오랜 기간 동안 착공을 시작하지 못하고 몇 년째 자금만 묶이게 되는 장기 미착공 PF 때문이었다. 미착공 현장이니 시행사의 경우는 아래의 그림처럼 초기 부지 매입 이후 이자비용을 지출하면 그만이다. 건설사 역시 도급계약을 체결하지 않은 상태이기 때문에 손익계산서상 아무런 변동은 없다.

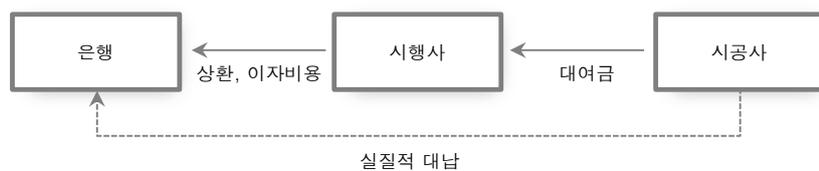
그러나 사업 시행자가 이자부담이 커지다 못해 만약 채무불이행을 선언하는 순간이 온다고 가정하면 이야기가 달라진다. 이 부외부채는 결국 건설사의 부채로 전이되고 마는 것이다. 즉, 시행사의 채무불이행을 인정하고 건설사의 부채로 인식 (on-book)시키거나, 시행사가 채무불이행을 하지 못하도록 이자비용을 빌려줘야 하는 선택의 기로에 놓이는 것이다. 만약 후자를 택하면, 시행사에 '대여금'의 명목으로 Loan 을 일으키지만 실질적으로 건설사가 이자비용 대납을 하는 것과 다를 바 없는 구조가 된다.

미착공 PF 사업지 중 시행사의 현금 흐름



자료: SK 증권

부동산 PF 사업지 중 시행사의 현금 흐름



자료: SK 증권

미착공 PF 또는 장기대여금, Book Value 할인 요인이나 2016 년을 거치며 크게 개선

문제는 이러한 대여금이 자산으로 계상된다는 점인데, 미착공 PF 에 따른 대여금의 경우는 사업 중단 또는 착공 전환이 되더라도 기 투입한 막대한 금융비용에 따른 손실 리스크가 있다는 점을 감안해야 한다. 즉 건설사 Book Value 에 이러한 대여금을 온전한 자산으로 인정하는 것은 내재가치 과대 추정의 여지가 있는 것이다. 건설주가 빠른 속도로 ROE 를 회복한 최근 2 년동안 PBR 멀티플이 1.0X 가 되지 못했던 데는 여러 이유가 있겠으나, 이러한 자산 가치에 대한 할인이 일부 반영되었을 것으로 판단한다.

그런데 이제 변화의 모습이 관찰된다. 모든 장기 대여금이 국내 장기 미착공 PF 에서 발생하는 것은 아니겠지만, 전반적인 금액의 감소가 유의미하게 나타나고 있다. 각 사별 미착공 PF 현황을 지난 연말 기준으로 살펴보면, 각 사별 10 개 이상의 사이트 혹은 1 조원 이상의 미착공 PF 를 보유했던 2013 년 보다 잔액이 급격하게 감소한 모습이다. 대형 건설 5 개사를 합산해야 겨우 1.5 조원 남짓의 미착공 PF 잔액이 남아있고, 일부 현장의 경우는 2017 년내 착공 전환될 것으로 보이기 때문에 우발부채 리스크가 크게 줄어들었다.

각 사별 미착공 PF 현황

단위: 십억원	4Q16	현장 상세
현대건설	185	평택 동삭 세교 1개 현장
대우건설	128	서울 동작구 노들역 1개 현장
대림산업	736	오산 양산동 (오산랜드마크), 포항 장성 침춘지구, 인천 검단 3지구, 인천 삼산지구, 파주 헤이리 리조트 총 4개 현장
GS건설	447	4Q16기준 7,700억원이나, 양주 흑석 3천억원 On-book시킴. 고양 식사, 양주 백석읍, 서울 마포구 동교동 오피스텔 총 3개 현장
현대산업	0	없음
5개사 합산	1,496	

자료: 각 사, SK 증권

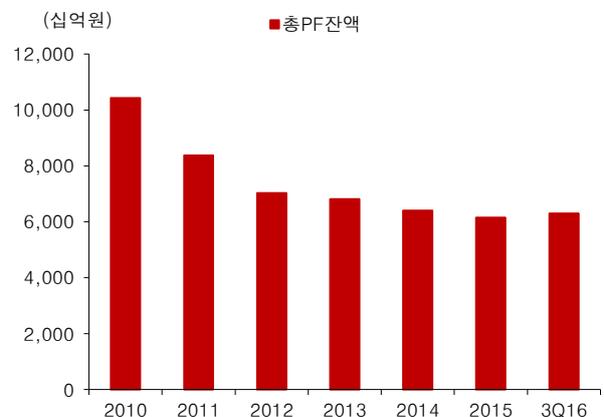
건설사 합산 장기대여금 추이



자료: 각 사, SK 증권

주: 현대건설, GS 건설, 대우건설, 대림산업, 현대산업, 삼성엔지니어링

건설사 합산 총 PF 대출 잔액 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: Big 6 개사 중 삼성엔지니어링 제외

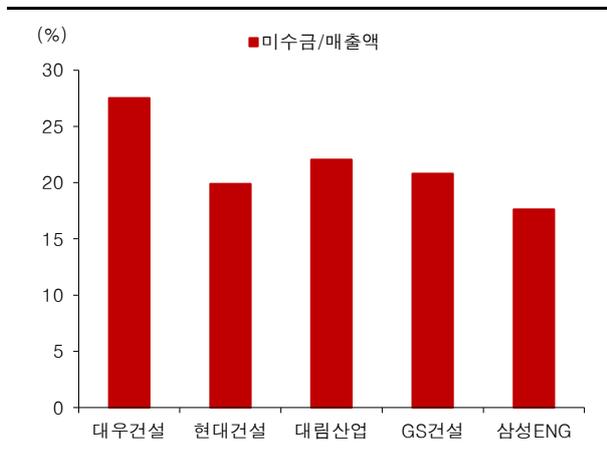
매출액 대비 미수금, 준공에 따른 순차적 감소

또한 지난 1 분기부터는 건설사들이 프로젝트별로 미청구공사, 공사미수금을 발표하고 있는데, 이를 살펴보면 해외 부문의 경우도 안정적인 공사 진행 및 프로젝트 완공에 따라 과거 대비 이익의 하방 리스크가 다소 낮아졌다고 판단한다. 참고로 SK 증권은 아래의 스크리닝 기준에 따라 미청구공사, 공사미수금이 다소 높은 현장 및 해당 현장의 분기별 증감을 비교했다.

- 1) 전년도 매출액 대비 5% 이상 규모로 수주한 프로젝트를 대상으로 함
- 2) 미청구공사+공사미수금-손상차손누계=순액기준 미수금
- 3) 순액기준 미수금이 누적 인식 매출액의 15% 이상 또는,
- 4) 순액기준 미수금이 전체 수주 금액 대비 10% 이상인 경우를 포함
- 5) 다만, 공사 진행률이 20% 미만인 프로젝트 제외

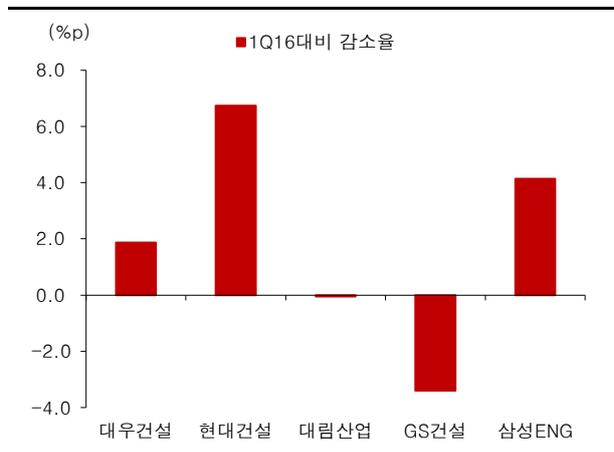
대부분의 프로젝트가 2016년 하반기 준공 또는 2017년 상반기 내 완공을 목표로 하고 있으며, 스크리닝에 해당되는 현안 프로젝트의 경우에는 이미 총당금 인식에 따른 손실 버퍼가 있는 경우가 많다. 각 사별 1Q16 대비 3Q16의 미수금/매출액 비중 추이를 살펴보면, 일부 회사를 제외하고는 감소 추세가 강하게 나타난다. 즉, 미청구공사 혹은 공사미수금과 같이 추가 원가 상승 가능성의 리스크가 있는 미수금 역시 전반적으로 레벨 다운되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

각 사별 매출액 대비 미수금 비중 (3Q16)



자료: 각 사, SK 증권

각 사별 1Q16 대비 3Q16 미수금 비중 감소율



자료: 각 사, SK 증권

Screening 에 따른 각 사별 프로젝트 현황 분류

(단위: 십억원)	수주액 (A)	누적매출액 (B)	진행률 (%)	미청구공사 (C)	공사미수금 (D)	매출액 대비 ((C+D)/B, %)	1Q16	감소율 (%p)
대우건설								
카타르고속도로현장	1,036.3	577.3	55.7	83.9	20.9	18.2	21.7	3.5
Al Faw Grand Port	731.1	388.4	53.1	128.9	12.6	36.4	31.5	(5.0)
미사강변2차푸르지오	532.2	532.2	100.0	0.0	115.4	21.7	10.7	(11.0)
CAFC CPF	595.7	457.8	76.9	81.2	4.3	18.7	48.8	30.2
JAZAN REFINERY&TERMINA	590.9	509.6	86.2	178.9	6.6	36.4	29.5	(6.9)
SAFI IPP	1,938.8	1,101.0	56.8	290.5	58.4	31.7	44.2	12.6
합계	5,425.0	3,566.4	65.7	763.4	218.2	27.5	29.4	1.9
현대건설								
쿠웨이트 웨이크 자베르 코즈웨이	2,165.9	1,506.9	69.6	173.9	47.3	14.7	16.0	1.4
카타르 루사일 고속도로	1,396.8	969.7	69.4	130.5	13.6	14.9	18.2	3.3
U.A.E 사브 해상원유	2,120.7	1,672.7	78.9	128.2	90.0	13.0	3.1	(10.0)
이라크 카르발라 정유공장	1,766.2	540.6	30.6	5.9	203.5	38.7	36.1	(2.6)
우즈베키스탄 UKAN Project	2,257.5	816.8	36.2	82.8	190.5	33.5	64.7	31.2
Turkmenistan Ethane Cracker	2,021.1	1,182.4	58.5	76.7	187.4	22.3	60.8	38.4
합계	11,728.2	6,689.1	57.0	597.9	732.2	19.9	26.6	6.7
대림산업								
아크로리버파크 반포 현장	597.4	597.4	100.0	0.0	85.6	14.3	2.5	(11.8)
브루나이 Temburong CC2 현장	486.3	143.7	29.6	65.8	6.7	50.4	70.1	19.7
싱가폴 TTP1 현장	480.7	99.4	20.7	25.2	6.6	31.9	22.9	(9.1)
베트남 Thai Binh2 PP 사업팀	774.9	566.8	73.1	0.0	120.4	21.2	27.3	6.1
합계	2,339.2	1,407.3	60.2	91.0	219.2	22.0	22.0	(0.1)
GS건설								
Karbala Refinery Project	2,494.0	741.9	29.7	0.0	277.1	37.3	27.8	(9.6)
Clean Fuels Project(MAA)	1,577.2	655.9	41.6	76.7	99.3	26.8	18.0	(8.9)
Rabigh II CP-3&4(OOK)	1,051.9	1,029.3	97.9	58.7	91.3	14.6	19.1	4.5
Takreer Inter Refinery Pipeline-2	853.7	853.5	100.0	9.8	93.0	12.0	11.3	(0.7)
KOC Wara Pressure Maintenance	569.2	566.7	99.6	69.8	1.5	12.6	4.5	(8.1)
P10-Project	472.3	147.9	31.3	0.0	30.9	20.9	53.2	32.4
PP-12 복합화력발전소건설공사	682.9	676.0	99.0	131.7	0.1	19.5	18.9	(0.5)
Doha Link project	613.3	243.4	39.7	45.1	36.8	33.7	30.4	(3.3)
합계	8,314.3	4,914.7	59.1	391.8	629.8	20.8	17.4	(3.4)
삼성엔지니어링								
Ammonia and Urea Complex (Off)	483.6	421.5	87.2	41.6	18.6	14.3	1.1	(13.2)
Gazprom Badra Project (Off)	682.7	665.1	97.4	82.9	19.3	15.4	26.0	10.6
Luberef Yanbu Refinery 확장 (On)	523.9	500.9	95.6	71.6	1.2	14.5	27.6	13.1
Timimoun (TFD) Project (Off)	516.8	383.1	74.1	39.5	45.4	22.2	30.0	7.8
Timimoun (TFD) Project (On)	311.7	109.5	35.1	0.0	20.0	18.3	0.0	(18.3)
Eni Zubair DGS North Package (On)	391.7	129.6	33.1	5.5	43.6	37.9	54.0	16.1
합계	2,910.2	2,209.8	75.9	241.2	148.2	17.6	21.8	4.1

자료 각 사, SK 증권

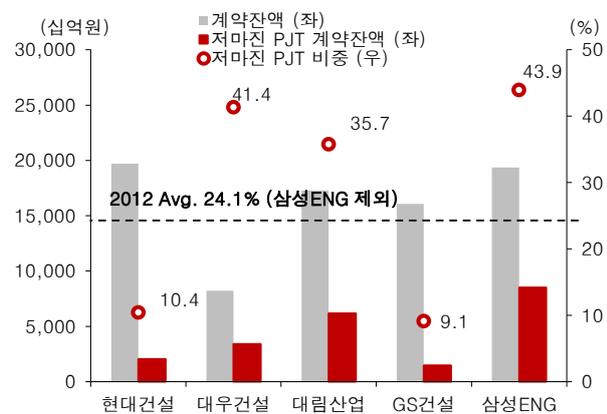
주: 3Q16 분기보고서 기준

**저마진 계약 잔고 비중,
2012년 24.1%에서
3Q16 1.4% 수준으로 감소**

해외 수주 잔고의 유의미한 변화에도 주목한다. 해외 수주 중흥기인 2009~2012년 당시 공격적으로 수주했던 해외 저가 현안 프로젝트의 경우도 공사 진행에 따른 계약고가 소진되고 있는 모습이다. SK 증권 추정 각 사별 저마진 프로젝트 비중은 2012년말 전체 수주잔고 대비 24.1%에 육박했으나, 공사 진행에 따른 잔액 감소 및 신규 수주의 증가로 인해 3Q16 기준 1.4%까지 감소한 상황이다. 타 사 대비 높은 현안 프로젝트 잔고를 보유하고 있는 삼성엔지니어링의 경우도 4Q16 기준 사우디 양부 발전 1.6 조 원이 프로젝트 타절로 인해 수주 잔고에서 빠져나갔기 때문에, 과거 대비 리스크가 크게 감소했다는 판단이다.

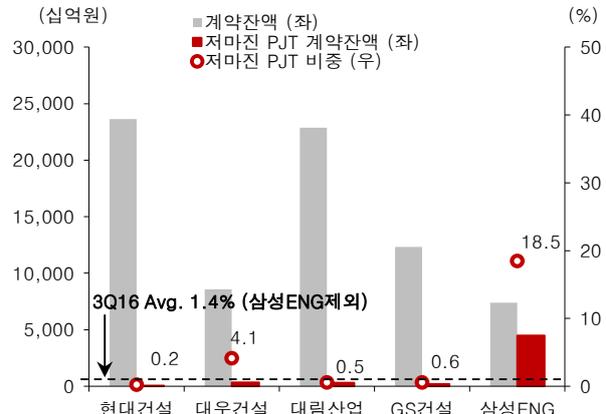
따라서 2017년 건설주는 긴 시간의 기다림을 지난 끝에 1) 주택 우발부채 리스크의 감소, 2) 해외 저마진 현장의 순차적 준공에 따른 계약고 감소로 인해 손익계산서의 개선뿐만 아니라 재무상태표의 개선까지 나타나면서, 회계적 리스크를 불식시키는 의미 있는 한 해가 될 것으로 기대한다.

SK 증권 추정 각 사별 저마진 계약잔고 비중 (2012년)



자료: 각 사, SK 증권

SK 증권 추정 각 사별 저마진 계약잔고 비중 (2016년)



자료: 각 사, SK 증권

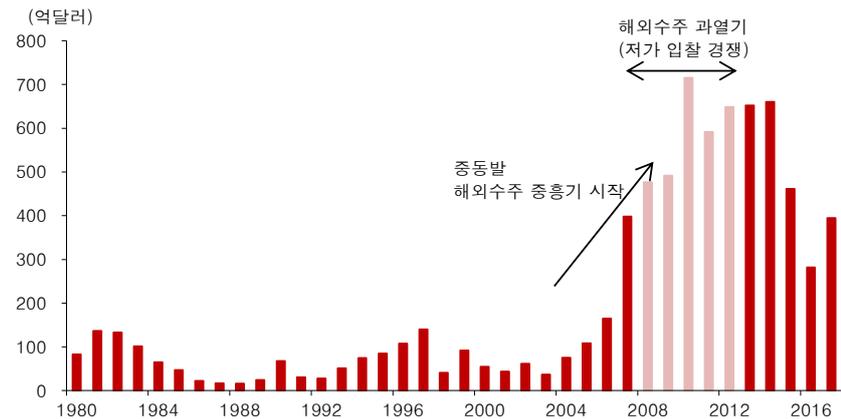
**해외 저가 수주 경쟁,
결국은 Big Bath 야기**

(2) DNA 가 달라질 해외 수주

해외 수주 시장 중흥기에 한국 건설사들은 공격적으로 해외 시장에 진출했다. 특히 주요 발주처인 중동에서 한국 건설사는 유럽 선진 EPC 업체들과 경쟁하기 위해 공격적인 저가 입찰 경쟁을 벌이기 시작했다. 이 과정에서 사실상 글로벌 EPC 들과의 경쟁이 아닌 국내 건설사들간의 원가 경쟁이 벌어지기도 했다.

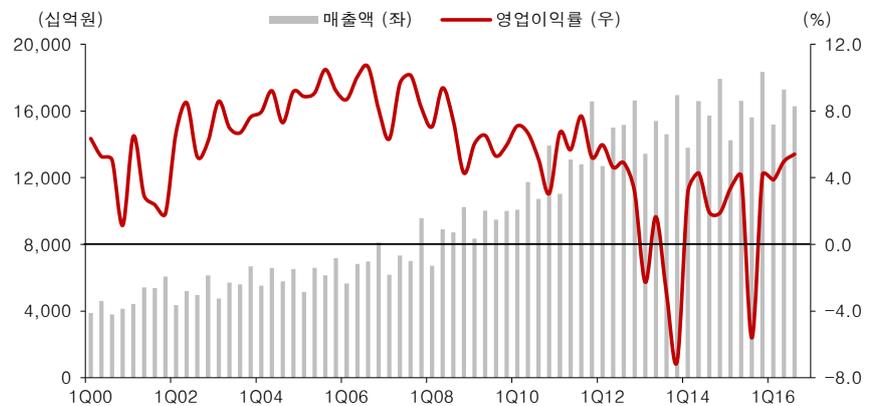
이러한 해외 저가 수주 과열은 결국 공사 진행에 따라 2~3년 후 Big Bath 라는 뼈아픈 시기를 겪는 단초가 되었다. 사우디 고비용 저스킬 노동자의 건설시장 투입, 소위 사우다이제이션 (Saudization)과 더불어 해외 공사 경험이 낮은 상황에 발생하는 여러 가지 외부적 요인으로 인해, 한국 건설사들은 2012~2013년 대규모 적자를 기록하게 된다.

한국 건설사 해외 수주 추이



자료: 해외건설협회, SK 증권

한국 건설사 매출액 및 영업이익률 추이



자료: FnGuide, SK 증권

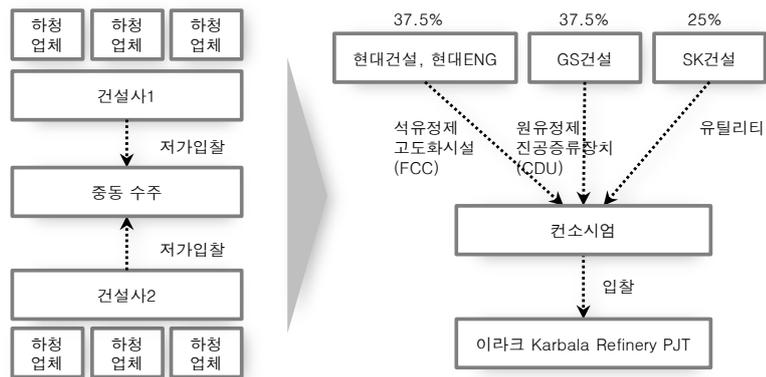
주: 현대건설, 현대산업, 대림산업, 대우건설, GS 건설, 삼성엔지니어링 합산 실적

한국 건설사의 해외 DNA 는 조금씩 변화하고 있다

그렇다면 이제는 한국 건설사의 해외 건설 DNA 가 달라졌을까? 이에 대한 정확한 답변은 사실상 최근의 신규 수주가 완공되는 3년 후인 2020년이 되어야 정확히 알 수 있을 것이다. 그러나 현 시점에서 우리가 알 수 있는 사실은 한국 건설사들이 무언가 달라지고 있는 것이 분명하다는 점이다.

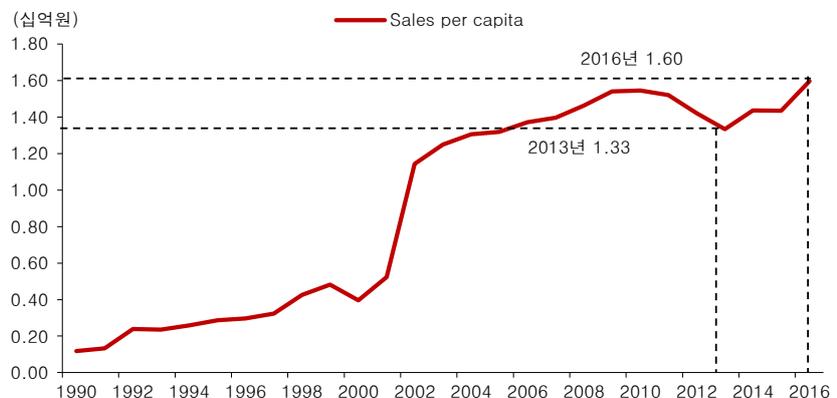
해외 수주 트렌드가 과거 단일 저가 입찰에서 메가 프로젝트 컨소시엄 입찰로 바뀌었다. 컨소시엄으로 입찰하게 되면 적어도 과거 단일 수주 당시의 턱없이 낮은 수준의 저가 입찰은 발생하지 않을 것으로 기대해볼 수 있다. 또한 건설사의 인당 매출액 추이를 보아도, Big Bath 당시인 2013년 인당 매출액은 13.3 억원으로 건설사가 해외 진출에 소극적이던 2005년 수준까지 떨어졌다. 그러나 이후 꾸준한 구조조정에 따라 현재는 인당 매출액이 16.0 억원으로 증가했다. 긍정적인 변화는 이미 일어나고 있는 것이다.

국내 건설사 중등 수주 트렌드의 변화



자료: SK 증권

건설사 인당 매출액 추이



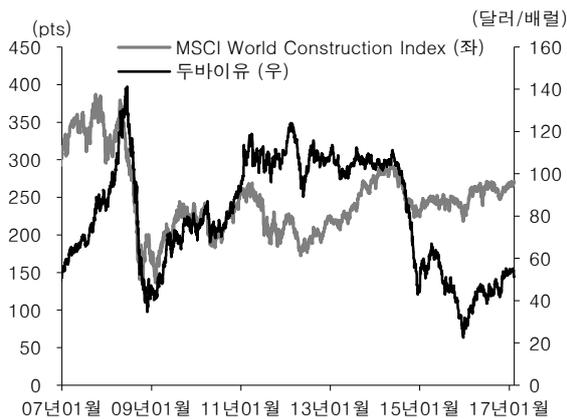
자료: 각 사, SK 증권 / 주: 현대건설, 현대산업, 대우건설, 대림산업, GS 건설, 삼성엔지니어링 별도 기준

**유가 상승 및
글로벌 인프라 사이클에
긍정적으로 돌아선 해외 시장**

Big Bath 이후 인력 구조조정 혹은 수주의 양적 성장이 아닌 질적 성장을 피하며 오랜 터널을 지난 한국 건설사에게 마침 적기의 시장 환경이 도래했다. 2015년 하반기부터 급락한 국제 유가에 따라 2015, 2016년 2개년 연속으로 해외 발주량이 감소했다. 이러한 추세대로라면 건설사의 이익이 감소해야 했으나, 마침 국내 부동산 시장 호조로 인해 주택 부문이 건설사의 이익을 방어하면서 수주 공백을 버틸 체력을 만들었다.

국내 건설사의 해외 익스포처가 70%까지 높아졌던 만큼, 건설주의 유가 민감도는 MSCI 세계 건설업 지수, KRX 건설 할 것 없이 높아진 상황이다. 유가가 하락하면 주요 발주처인 산유국, 특히 중동의 재정이 악화되면서 발주가 취소되거나 지연될 가능성이 높아진다. 그러나 2년간 지연되어 더 이상 미룰 수 없는 프로젝트들이 최근 유가 반등, 글로벌 인프라 사이클과 더불어 발주 증가가 기대되는 상황이다.

유가, MSCI World Construction Index 비교



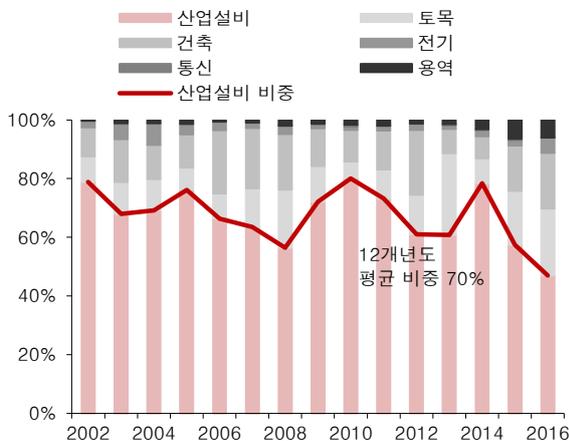
자료: Bloomberg, SK 증권

유가, KRX 건설 Index 비교



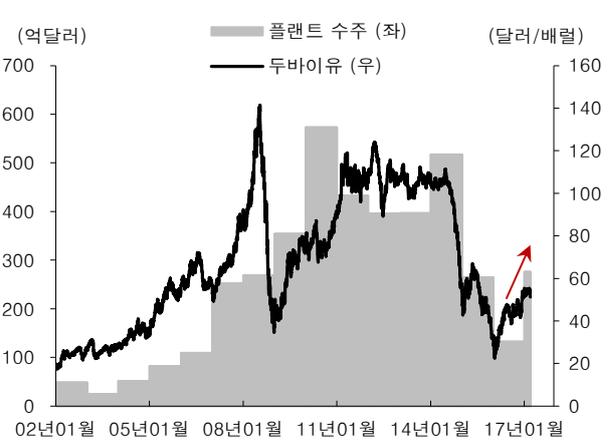
자료: Bloomberg, SK 증권

연도별 플랜트 수주 비중



자료: 해외건설협회, SK 증권

유가, 해외 플랜트 수주 추이 및 전망



자료: 해외건설협회, Bloomberg, SK 증권

중동 발주 환경 호조, 한국 건설사 수주 기대감 유효

2017년 중동의 건설 투자 집행 예상 금액 역시 2016년보다 42% 높은 수준으로 책정되어 있다. 2009~2012년 한국 건설사의 공격적 수주전 당시에는 중동 M/S가 15~30% 수준이었으나, 현안 프로젝트의 마무리에 따른 타이트한 인력 상황이나 이익을 위한 고마진 선별 수주 등에 따라 M/S는 높은 한자릿수로 감소하였다. 이에 더해 유가 하락 국면에서 발주 시장 자체가 경색되고, 중국, 인도 또는 유럽 선진 EPC에 밀려 M/S 다소 감소한 흐름이 나타났다.

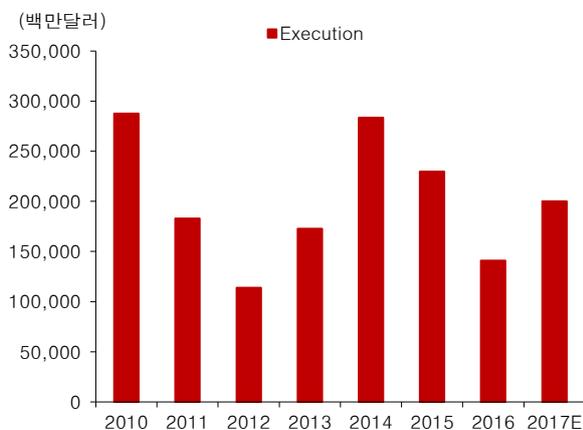
그러나 2017년의 중동 전체 발주시장의 긍정적 턴어라운드 기대되는 상황이기 때문에, 한국 건설사의 M/S를 보수적으로 7%로 추정한다고 하더라도 전체 수주액은 지난해보다 증가하는 상황이다. 보수적 M/S 가정 기준 한국 건설사의 중동 수주는 지난해보다 40% 수준 증가한 140억달러 규모로 추산한다.

중동 해외수주 금액 추이 및 전망

단위: 백만달러	중동 Execution	한국건설사 수주	추정 M/S (%)
2009	48,555	35,746	73.6
2010	287,492	47,250	16.4
2011	182,894	29,541	16.2
2012	113,778	36,872	32.4
2013	172,773	26,143	15.1
2014	283,240	31,351	11.1
2015	229,715	16,530	7.2
2016	141,028	10,694	7.6
2017E (보수적)	199,924	13,995	7.0
2017E (중립적)	199,924	19,992	10.0
2017E (긍정적)	199,924	23,991	12.0

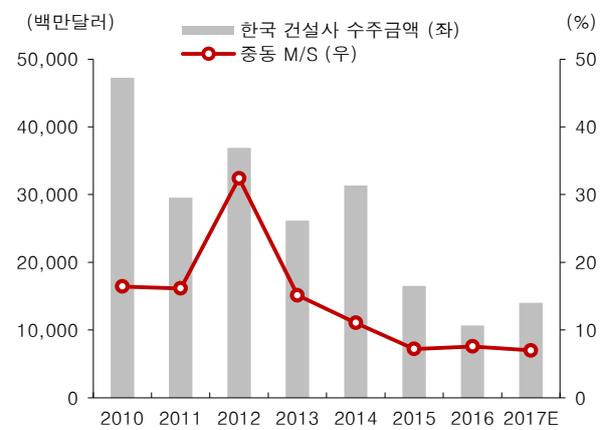
자료: MEED Project, 해외건설협회, SK 증권

중동 건설 프로젝트 예산집행 추이 및 전망



자료: MEED Project, SK 증권

보수적 M/S 가정 기준 한국 건설사 수주 금액 추정



자료: MEED Project, 해외건설협회, SK 증권

국내 건설사 해외 입찰 프로젝트 정리

회사	금액	비고
현대건설		
사우디 에탄크래커	7억달러	
사우디 정유공사	10~20억달러	
에콰도르 정유	40억달러	
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	현대건설+대림산업 컨소시엄 (Package 2)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄 (Package 3)
UAE Oil Field 개발 공사_필드부분	12억달러	
Al Zour 북부 Power Plant	17억달러	
Solar Combined Power Plant	40억달러	현대건설
GS건설		
보츠나와 전력 프로젝트	6.5억달러	
가봉 Refinery	15억달러	
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	GS건설+JGC 컨소시엄 (Package 2)
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	GS건설+JGC+사이팜 컨소시엄 (Package 2)
UAE 중질유 처리시설	25억달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억달러	
UAE Bab Integrated Expansion	30억달러	
대우건설		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	대우건설+TR 컨소시엄 (Package 1)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄 (Package 3)
사우디 신도시 프로젝트	미정	
대림산업		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	현대건설+대림산업 컨소시엄 (Package 2)
삼성엔지니어링		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	삼성ENG+치요다+페트로팩 컨소시엄 (Package 1)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	삼성ENG+테크넵+TR 컨소시엄 (Package 3)
UAE 중질유 처리시설	25억달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억달러	

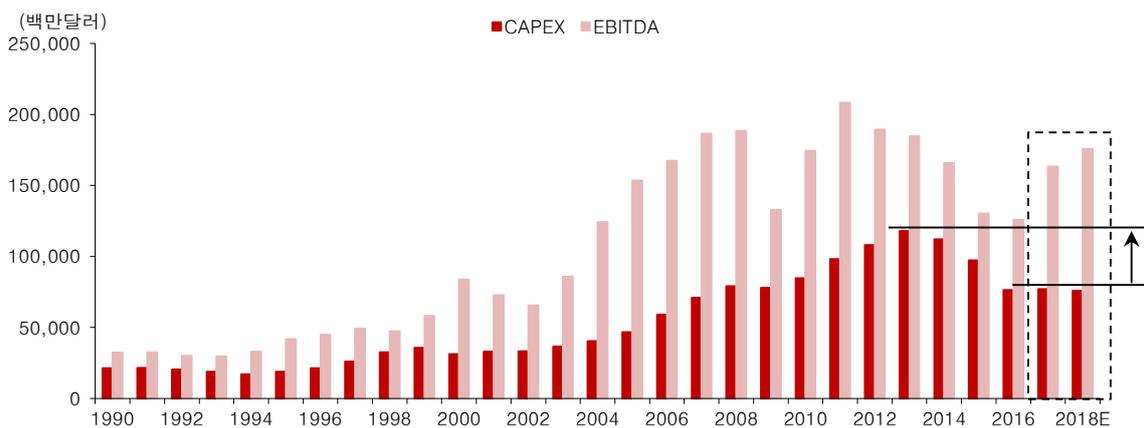
자료: 각 사, SK 증권

주: 총 프로젝트 금액이며, 같은 Package 끼리 입찰 경쟁

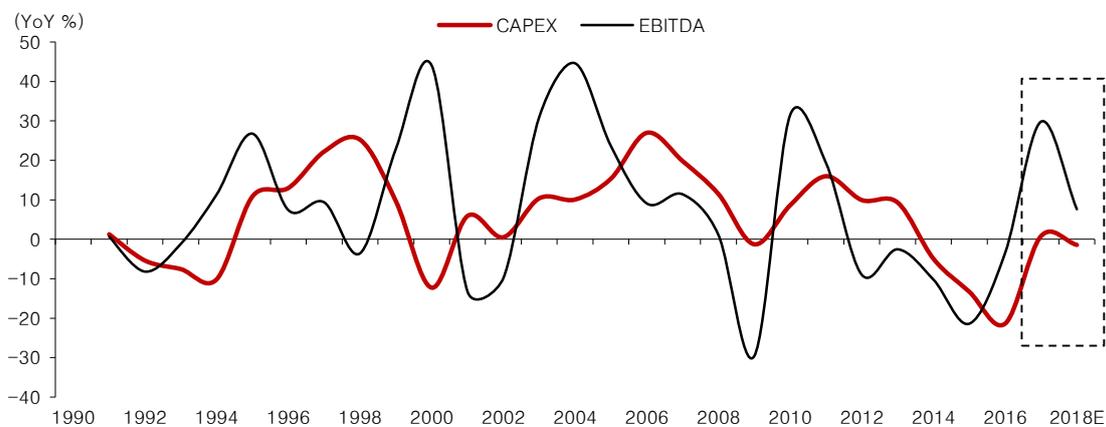
**글로벌 에너지 기업,
꾸준한 EBITDA 증가로
CAPEX 확대 기대감 유효**

이렇듯 해외 발주 환경의 회복은 해외 에너지 기업의 CAPEX 추이에서도 유추해볼 수 있다. 글로벌 에너지 기업 상위 10 개사의 연도별 EBITDA 와 CAPEX 추이를 비교해 봤을 때, EBITDA 와 CAPEX 의 유사성을 확인해볼 수 있다. 이익이 커지면 CAPEX 를 늘리는 것이 자연스럽겠지만, 글로벌 에너지 기업의 EBITDA 와 CAPEX 가 동행하지는 않는다. 가장 많은 이익을 벌었던 시점이 가장 많은 CAPEX 를 지출하는 시점은 아니기 때문이다. EBITDA 성장률이 정점을 이루는 시기와 CAPEX 지출이 증가하는 시점까지 2~3 년정도의 래깅이 발생하는 것으로 보여진다. 현 시점에서 시장 컨센서스 2017~2018 년 글로벌 CAPEX 는 여전히 2015, 2016 년과 유사한 수준으로 추정되어 있지만, 글로벌 에너지 기업의 이익 증가 기조가 지속되면서 CAPEX 추정치의 리버전 이 나타날 것으로 예상된다.

글로벌 에너지 기업 연도별 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



글로벌 에너지 기업 연도별 EBITDA, CAPEX 증감률 추이



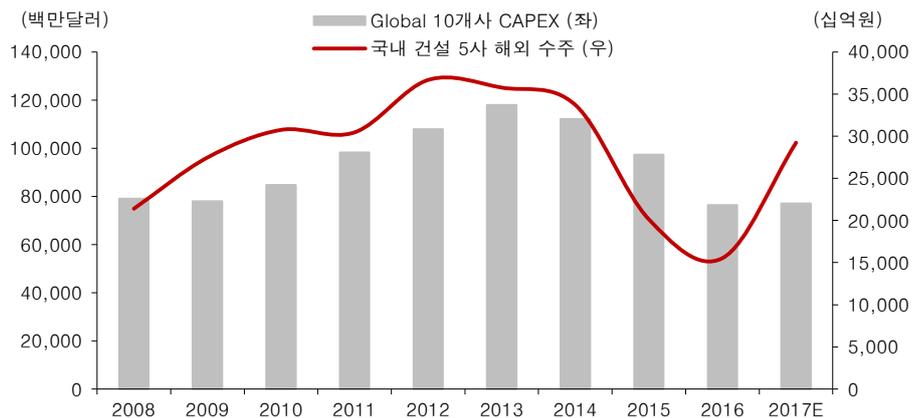
자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 에너지 기업 시총 상위 10 개 기준 (Exxon Mobil, Total, Sinopec, Bayer, BASF, SABIC, Dow Chemical, DuPont, Reliance, Air Liquid)

**늘려있는 CAPEX,
이익 증가에 따른 리비전 기대**

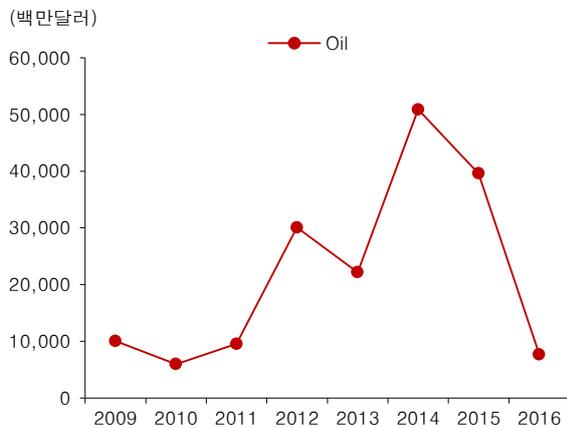
글로벌 에너지 10 개사의 CAPEX 합산 금액과 국내 건설 5 개사의 해외 수주 추이를 비교해보아도 추세적으로 유사한 흐름이 나타나는 것을 볼 수 있다. 대부분의 국내 건설사의 해외 수주가 플랜트 부문에 집중되어 있다 보니, 글로벌 에너지 기업의 CAPEX 가 증가하는 환경이 곧 국내 건설사의 수주 확대 기조가 나타나는 국면이다. 국내 건설사의 연간 2017 년 해외 수주 가이드스 합산 금액은 지난해보다 증가한 흐름으로 추정되나, 여전히 글로벌 CAPEX 추정치는 늘려있는 모습으로 나타난다. 중동 시장만 보더라도 유가 하락으로 인해 그 동안 정유, 화학 부문에서의 발주가 크게 위축되었음을 알 수 있다. 그러나 앞서 말했듯 중동은 그 동안 늘려왔던 정유, 화학 부문 프로젝트 발주가 나오는 상황이다. 이익 증가에 따라 장기적으로 에너지 기업의 CAPEX 추정치가 리비전될 여력이 높아보이기 때문에, 해외 수주 시장 포텐셜은 지금 국내 건설사가 체감하는 수준보다 더욱 커질 것으로 예상된다.

글로벌 10 개사 CAPEX와 국내 건설 5 사 해외 수주 추이



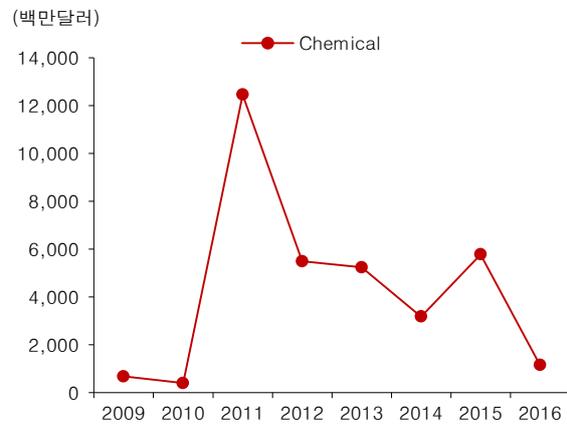
자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권
주: 건설 5 사 2017 년 해외수주는 가이드스의 합산 금액

중동 Oil 부문 건설 발주 추이



자료: MEED Project, SK 증권

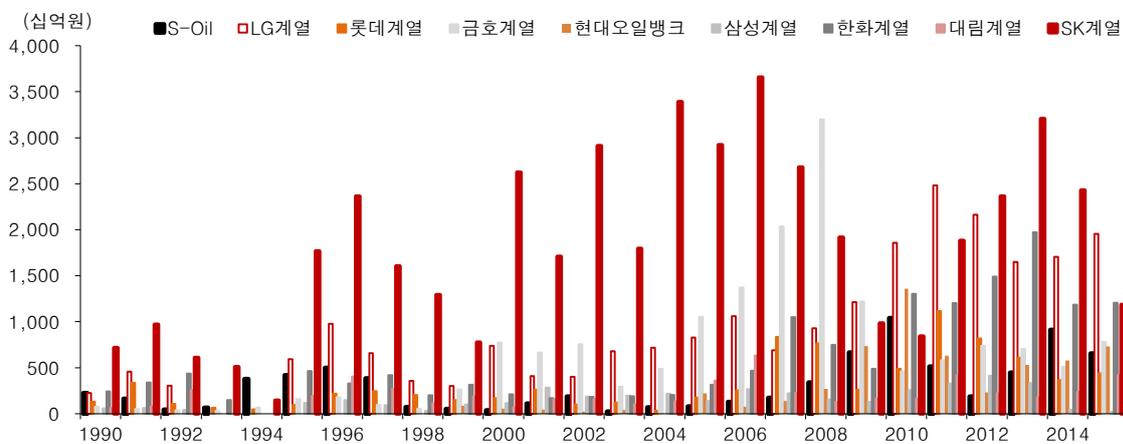
중동 Chemical 부문 건설 발주 추이



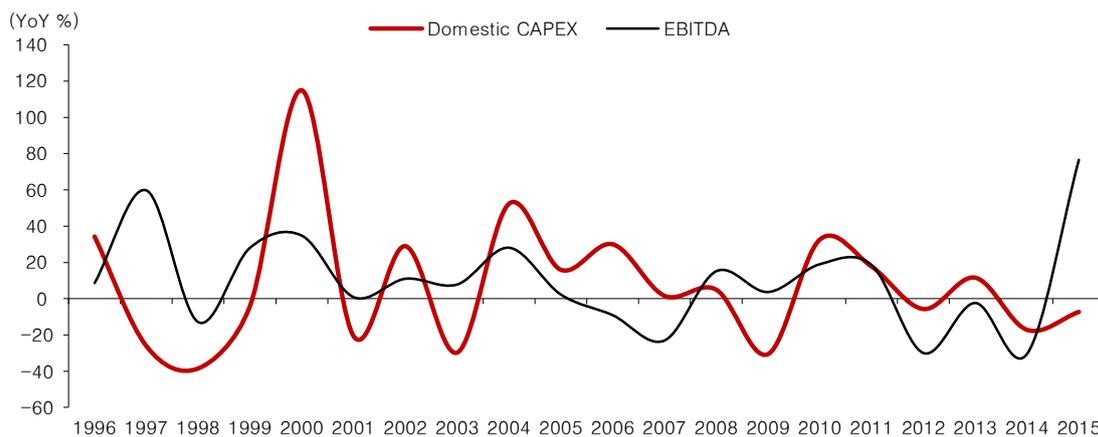
자료: MEED Project, SK 증권

EBITDA 가 늘어나면서 CAPEX 가 증가하는 것은 국내 에너지 회사도 마찬가지인데, 다만 시기적으로 글로벌 기업이 EBITDA 증가에 따른 CAPEX 증가까지 2~3 년의 레깅래 발생하는 것이 비해 국내 기업의 경우는 추세적으로 동행하는 모습을 보여왔다. 2015 년은 이익 증가에 비해 CAPEX 투자가 늘려있는 모습인데, 제품별 스프레드 확대에 따른 이익 기조는 확대되었지만 장기적 초과공급을 해소하는 국면에 진입하면서 추가적인 CAPEX 를 늘리지 않은 것으로 보인다. 국내 에너지 기업 합산 2015 년 EBITDA 는 19.4 조원으로 2010 년 수준의 높은 이익을 기록했지만, CAPEX 는 7.4 조원으로 오히려 2014 년 8 조원 대비 다소 위축된 모습을 보였다.

국내 에너지 기업 연도별 CAPEX



국내 에너지 기업 연도별 CAPEX 및 EBITDA 증감률 비교



자료: 각 사, SK 증권

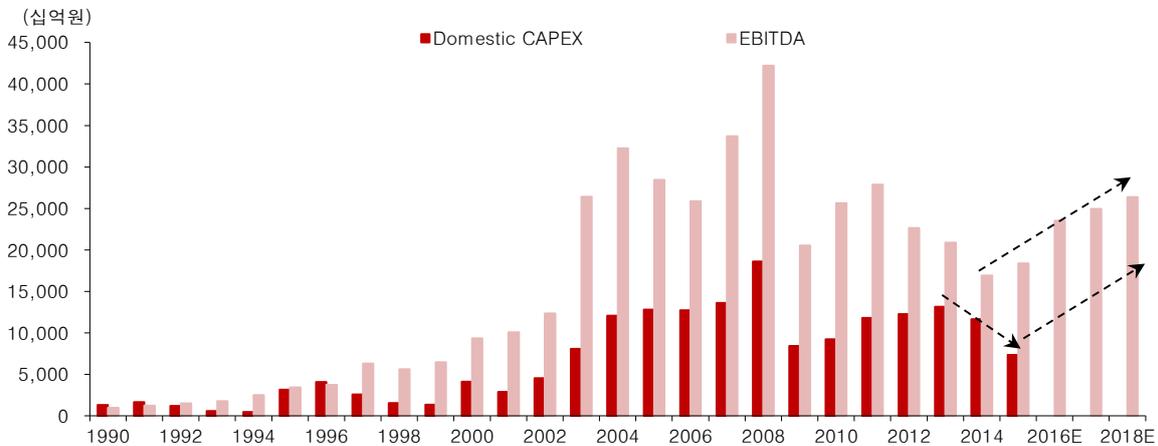
주: SK 계열 (SK~2007, SK 이노베이션, 인천정유, SKC, SK 케미칼), LG 계열 (LG~2001, LG 화학, LG 석유화학, LG 하우스, LG 생명과학)

롯데계열 (롯데케미칼, 롯데정밀화학), 금호계열 (금호석유화학, 금호케미칼), 삼성계열 (제일모직~2013, 삼성코닝정밀소재)

한화계열 (한화토탈, 한화중합화학), 대림계열 (YNCC, 대림산업)

국내 에너지 기업이 그 동안 EBITDA 의 증가에 따라 동행적으로 CAPEX 를 늘리면서 초과 공급 상태가 나타났다면, 이제는 학습 효과로 인해 이익이 증가한다고 해서 CAPEX 를 공격적으로 늘리지는 않는 것으로 보인다. 그러나 제품별로 차이는 있겠지만 2016 년 이후로는 장기간 이어졌던 초과 공급이 어느 정도 해소되고, 일부 제품에 따라서는 초과 수요 상태에 따른 이익 증가가 2019 년까지 지속적으로 나타날 것으로 기대된다. 따라서 국내 에너지 기업 역시 몇 년간 늘려왔던 CAPEX 에 대해서 글로벌 투자 사이클과 유사하게 2018 년 이후부터 확장시킬 가능성이 크다.

국내 에너지 10 개 기업 연도별 CAPEX, EBITDA 추이 및 전망

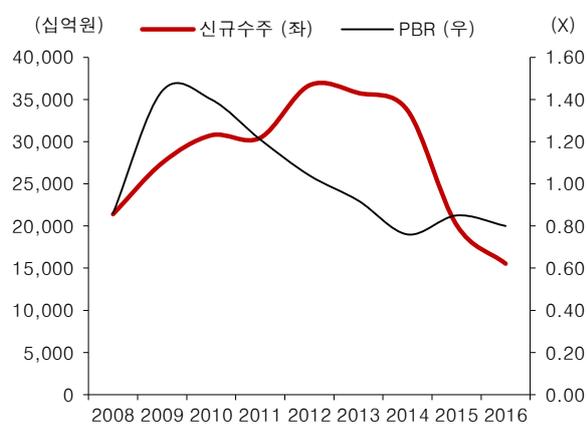


자료: 각 사, FnGuide, SK 증권

주: EBITDA 전망치가 존재하는 10 개사 기준 (SK, SK 이노베이션, SK 케미칼, S-Oil, LG 화학, LG 생명과학, LG 하우스시스, 금호석유, 한화케미칼)

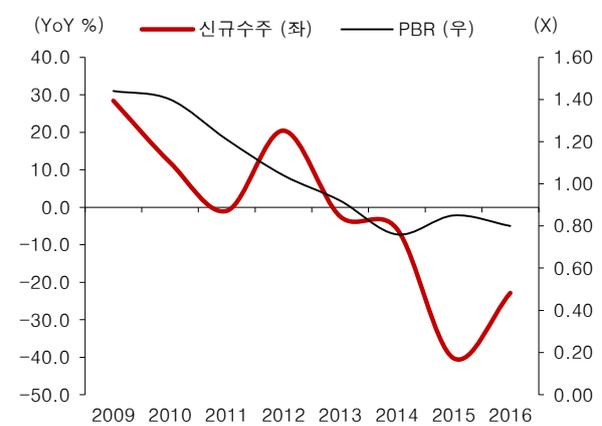
건설사의 해외 건설 중흥기 당시 신규 수주는 (너무나 자연스럽게) 곧 이익으로 인식되었고, 이에 따라 신규 수주가 실제 증가한 시점보다 먼저 멀티플의 증가가 나타났다. 그러나 2012년부터는 해외 부문이 대규모 손실을 기록하면서, 신규 수주가 증가해도 오히려 멀티플이 감소하는 모습이 지속되었다. 해외 수주에 따른 건설사 이익 가시성 및 신뢰성이 크게 떨어졌기 때문이다. 물론 2016년까지는 주택 경기 붐에 따라 해외 신규 수주가 감소했음에도 업종 멀티플이 다소 반등했다. 그러나 1) 국내 건설사의 양적 성장이 아닌 질적 성장 DNA 확보, 2) 해외 발주 시장 호조에 따라 업종 전체 멀티플은 2018년에도 크게 상향될 것으로 예상된다.

해외 신규 수주, 건설업 PBR 추이 비교



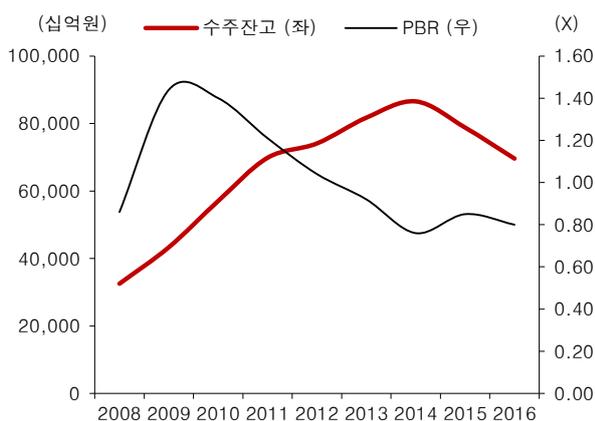
자료: 각 사, FnGuide, SK 증권

해외 신규 수주 증가율, 건설업 PBR 추이 비교



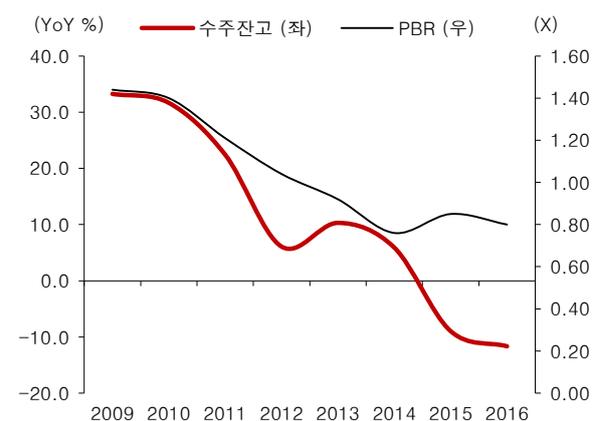
자료: 각 사, FnGuide, SK 증권

해외 수주 잔고, 건설업 PBR 추이 비교



자료: 각 사, FnGuide, SK 증권

해외 수주 잔고 증가율, 건설업 PBR 추이 비교



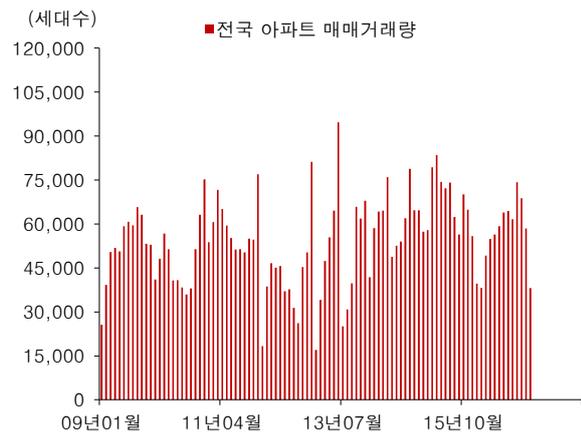
자료: 각 사, FnGuide, SK 증권

(3) 부동산 다운사이클에도 주택 실적 호조로 멀티플 하방 방어

부동산 매크로 둔화, 유관주 멀티플 상방 제한

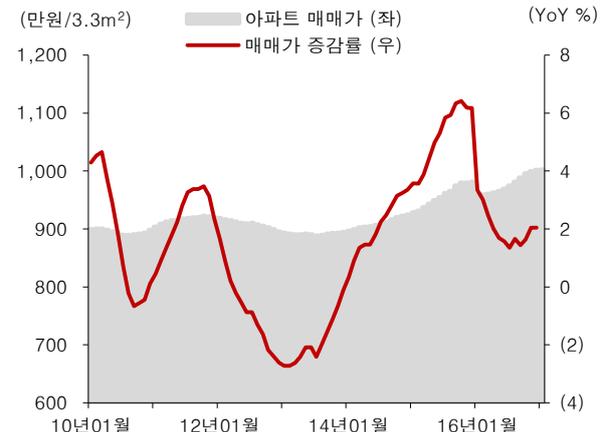
한국 부동산 시장은 2014년부터 정부 주도로 시작된 부동산 붐에 힘입어 건설사가 주도하는 신규 분양 공급이 2016년까지 활발하게 이어졌다. 부동산 시장에 대한 갑론을박이 많지만, 실제 건설주 및 부동산 유관 종목은 2016년까지 이어지는 부동산 호조를 선제적으로 주가에 반영한 모습이다. 그러나 2017년은 전반적으로 아파트 매매거래량의 감소, 아파트 매매 가격 상승률의 둔화가 나타나는 상황이다. 기 공급분에 대한 실적 인식이 마무리 되지는 않았지만, 금리 인상 가능성 확대 및 정부 규제 정책에 따라 부동산 매크로 둔화가 불가피한 상황으로 판단되어 부동산 유관주의 주가 상승 여력을 제한할 것으로 보인다.

아파트 거래량 추이



자료: 국토교통부, SK 증권

전국 기준 아파트 가격 추이



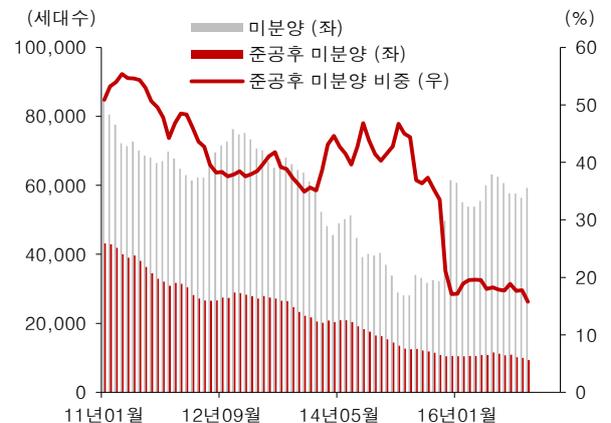
자료: KB 부동산, SK 증권

연도별 입주물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, SK 증권

미분양 및 준공 후 미분양 추이



자료: 국토교통부, SK 증권

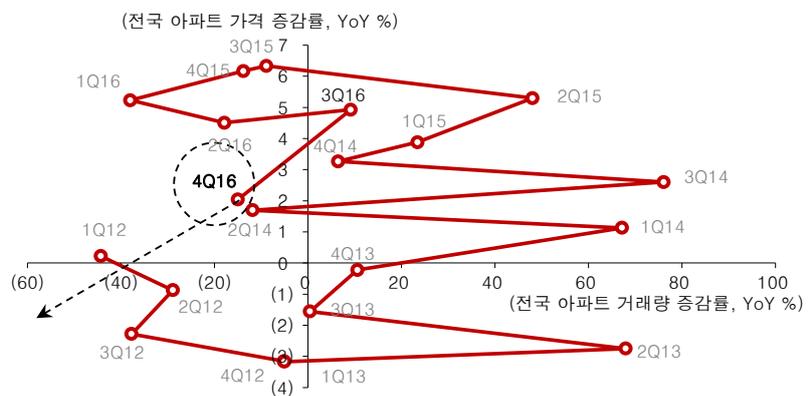
2017년,
거래량 증가율 ↓,
가격 증가율 ↓

부동산 시장을 재고 순환 변동지표를 벤치마크하여 부동산 가격, 거래량의 전년 동기 대비 증가율을 하나의 매트릭스로 표현해보면 아래의 그림과 같다. 좌우의 변동은 거래량의 전년 동기 대비 증감을, 상하의 변동은 가격의 전년 동기 대비 증감을 의미한다. 우리 나라 부동산은 분기별로 사분면을 따라 역시계 방향으로 움직이면서 불황-회복-호황-수축을 반복하는 사이클이 비교적 뚜렷하게 나타난다.

거래량의 경우는 정부 정책이나 분양 공급의 집중에 따라 분기별 변동이 크게 나타나는 모습이다. 3Q16의 경우는 2015년 7월 가계 부채 관리 방안이 처음 발표되면서 일시적으로 거래량이 위축되어 기저효과가 더해졌다. 가격은 대신 2015년 상승 사이클을 지속하다가 2016년에 접어들면서 상승률이 둔화되는 모습이 나타났다. 4Q16 기준 가격 상승률은 낮은 한 자릿수까지 떨어진 상태이다.

따라서 SK 증권이 추정하는 2017년 부동산 시장은 가격의 증가율, 거래량의 증가율 모두 전년 대비 마이너스로 접어드는 3사분면에 위치할 것으로 보인다. 높은 가계부채와 금리 상승 리스크에 더불어 정책 리스크까지 더해져 주택 거래량은 전년 대비 감소할 것으로 보이며, 이에 따른 투자 심리 위축으로 인해 가격 상승률 역시 하락할 것으로 전망한다. 다만, Macro Crash를 야기하는 수준의 가격 붕괴가 나타날 가능성은 희박해보인다.

아파트 거래량, 가격 증감률 Matrix



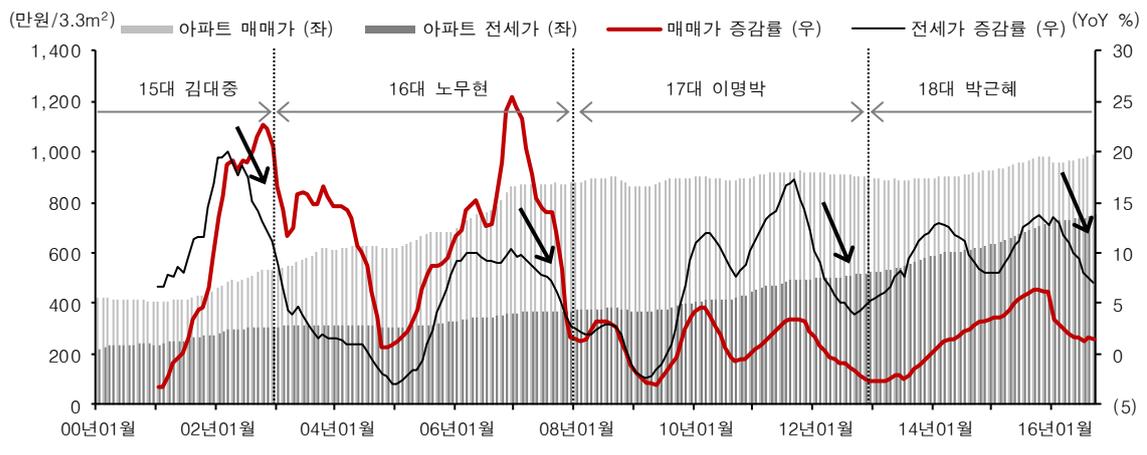
자료: 국토교통부, KB 부동산, SK 증권

**정책 기조에
크게 영향을 받는 주택시장**

이러한 추세적 흐름은 각 정권별 아파트 매매가, 전세가 증감률 추이를 비교해보도 알 수 있는데, 우리 나라 부동산이 정부 정책의 영향을 크게 받는 만큼 정권 교체 시점마다 정책 리스크 확대에 의해 가격 증가율이 감소하는 것을 확인할 수 있다. 가격이 감소하는 것 외에 가격 증가율이 둔화하는 것 역시 광의의 의미로 조정이라고 정의한다면, 새로운 정부가 들어서 새로운 부동산 부양책을 발표하기 전까지는 시장 조정이 불가피할 것으로 보인다.

이에 따라 주택 및 부동산 유관주의 주가 수익률은 전년 대비 크게 감소했다. 실질적으로 대형 건설사를 포함하여 부동산 유관주의 주택 관련 이익은 2015~2016년 공급했던 주택의 준공 시기가 시작되는 2017년부터 크게 증가할 것으로 보이나, 주가는 2년 전 이러한 이익 증가 기대감을 과거에 선제적으로 반영한 모습이다.

정권별 아파트 매매가, 전세가 증감률 추이



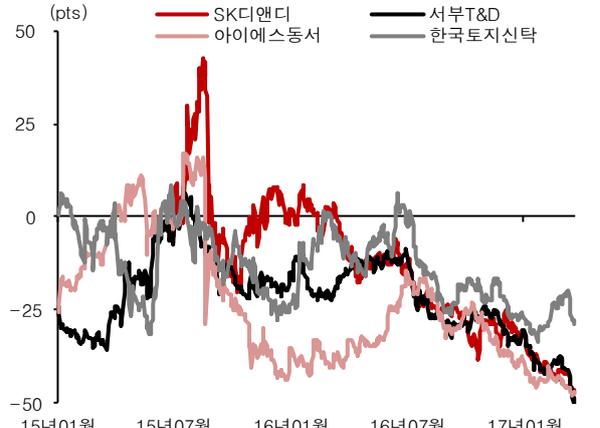
자료: 부동산 114, 국토교통부, SK 증권

주택 및 건자재 유관주 KOSPI 대비 상대 수익률



자료: FnGuide, SK 증권

디벨로퍼 유관주 KOSPI 대비 상대 수익률



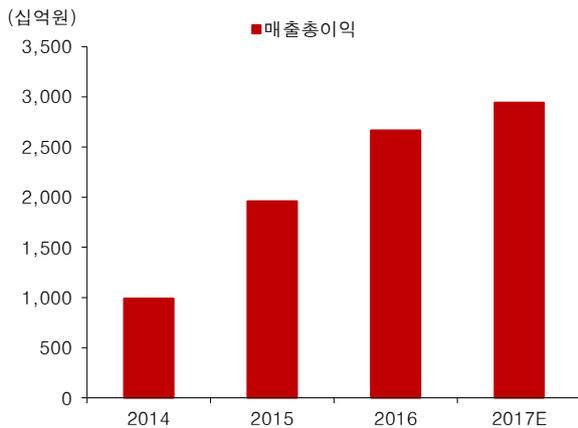
자료: FnGuide, SK 증권

**매크로는 둔화되었으나,
주택 부문 실적 견인 지속되며
멀티플 하방을 다질 것**

주택 유관주에게는 현 시점에서의 매크로 상황이 멀티플 상방을 제한하는 요인으로 작용하고 있다. 그러나 대형 건설사의 주택부문의 실질적인 이익 증가는 2017~2018 년 크게 나타날 것으로 보이기 때문에, 오히려 실적 호조에 따른 멀티플의 하방 역시 제한 될 것으로 판단한다. 대형 건설사 기준 주택부문 매출총이익률은 10~15% 수준이며, 대형 건설 5 개사 합산 매출총이익은 2014 년 1 조원에서 2017 년 3 조원에 이를 것으로 추정한다. 또한 2016 년 주택 공급은 2017 년으로 계획했던 물량 일부를 2016 년으로 당겼기 때문에, 2017 년 주택 공급은 전년 대비 20~40% 수준으로 감소할 것으로 추정된다. 따라서 시장 매크로가 둔화되더라도 자연스럽게 공급이 크게 줄어들면서 매크로 데이터의 연착륙에 기여할 것으로 보인다.

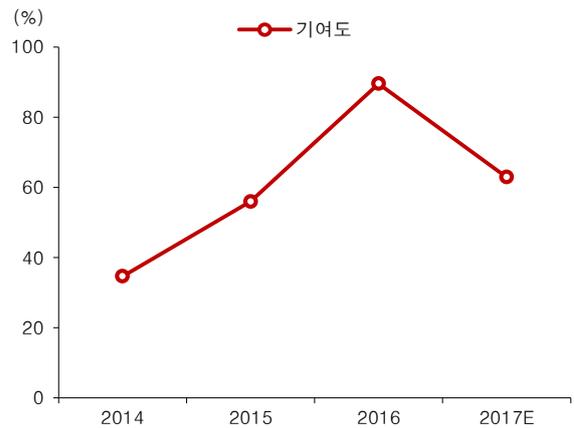
결론적으로는 1) 부동산 유관주의 낙폭은 주택의 확정적 실적에 비해 과도해 보이며, 현 주가 수준에서 Bottom Fishing 역시 가능하다는 판단이다. 2) 또한 이러한 주택의 호실적은 대형 건설주의 멀티플 하방 경직성을 다지는 요소로 작용할 것으로 보인다.

주요 5 개사 합산 주택부문 매출총이익 추이 및 전망



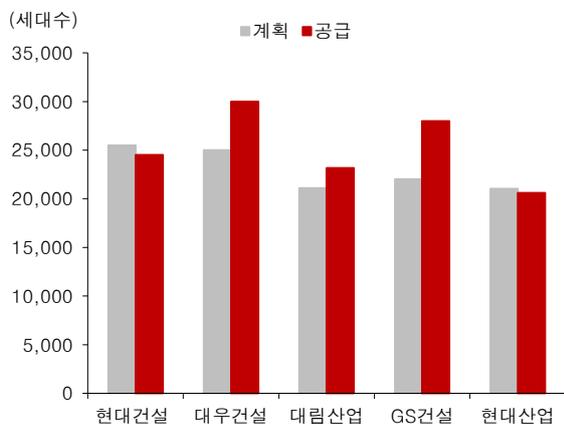
자료: 각 사, SK 증권

주요 5 개사 합산 주택부문 이익 기여도 추이 및 전망



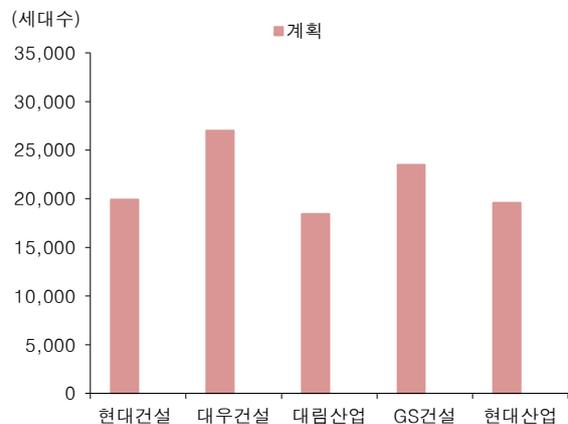
자료: 각 사, SK 증권

2016 년 계획 대비 공급 비교



자료: 각 사, SK 증권

2017 년 주택 공급 계획



자료: 각 사, SK 증권

**이익 개선에 비하면
여전히 할인받는 건설주**

이러한 관점에서 볼 때 최근 건설주는 연초 이후 강한 반등세를 이어가고 있으나, 추가적인 주가 상승이 충분히 가능하다는 판단이다. 건설주의 2017년 이익은 주택부문의 강한 실적 견인과 더불어 해외 저마진 현장의 준공에 따라 그 어느때보다도 강한 이익 턴어라운드가 나타날 것으로 기대된다. 연초부터 건설주가 꾸준히 상승했음에도 불구하고, 영업가치 대비 여전히 시가총액 할인율이 높다는 점은 여전히 건설주의 Upside를 기대하게 한다.

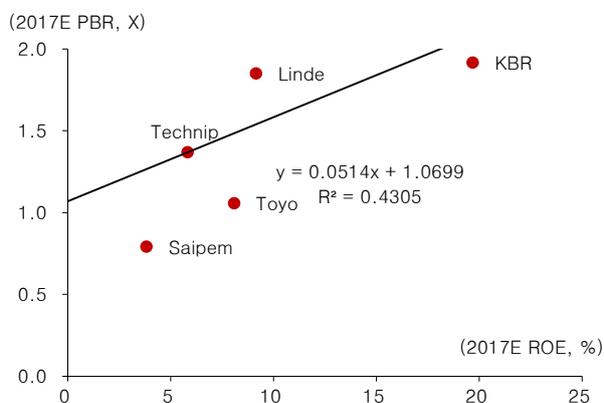
글로벌 건설사의 ROE-PBR 추이를 살펴보면, KBR 을 제외하고는 국내 건설사보다 다소 낮은 수준의 ROE 레벨에서 더욱 높은 수준의 PBR 을 받고 있다. 만약 이러한 현상을 국내 건설사의 높은 ROE 가 주택에서 기인하는 지속성(Sustainability)이 떨어지는 이익을 반영했기 때문이라고 본다면, 글로벌 건설사 대비 PBR 을 할인하는 것이 타당하다. 그렇다고 하더라도 여전히 PBR 1.0X 에 못미치는 현 주가는 밸류에이션 메리트가 높다고 판단한다.

건설주 영업가치 대비 시가총액 할인율 추이



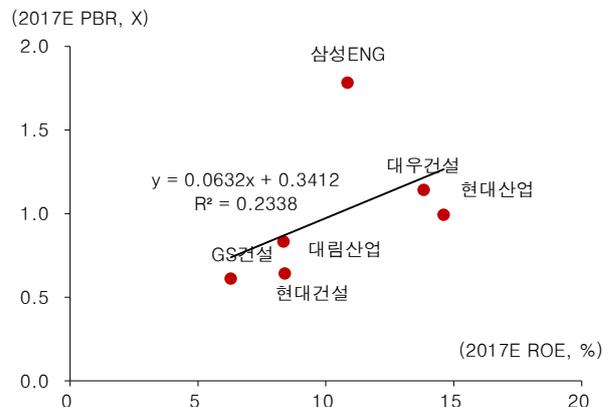
자료: FnGuide, SK 증권
주: 삼성엔지니어링 제외, 각 사별 합산 기준이며 EV/EBITDA 7X 균일 적용

글로벌 건설사 2017E ROE-PBR Matrix



자료: Bloomberg, SK 증권

국내 건설사 2017E ROE-PBR Matrix

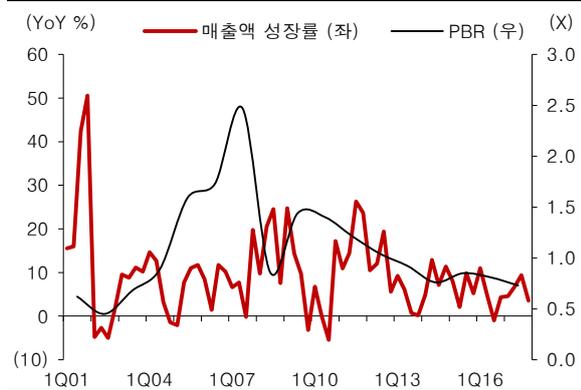


자료: FnGuide SK 증권

**이익 가시성 확보 및
신규 수주 모멘텀 확대로
업종 투자의견
비중확대 (OVERWEIGHT) 제시**

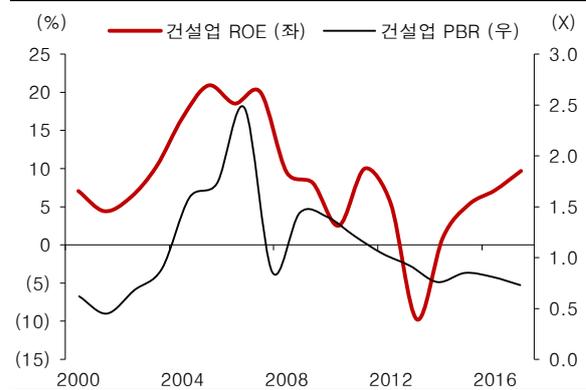
대형 건설사는 비싼 학습 효과를 거쳐 인력 효율화와 더불어 해외 수주의 질적 성장을 도모하고 있다. 더 이상 건설사의 양적 성장 전략은 예전만큼 환영 받지 못한다. 건설사의 이익 역시도 지속성, 연속성과 신뢰성에 끊임없는 챌린지를 당한다. 그렇기에 현 시점에서 건설주는 1) 오래된 잔고를 털어내며 Book Value 를 제고하여 회계적 신뢰성을 확보하고, 2) 개선된 DNA 를 바탕으로 해외 수주의 메가 사이클 초두에 서 있으며, 3) 견조한 주택 부문 이익으로 멀티플 하방을 다질 체력을 키운 것으로 판단된다. 이에 따라 업종 투자의견 비중 확대 (OVERWEIGHT)로 커버리지를 개시하며, Top-picks로는 해외 모멘텀과 실적 방어력이 강한 현대건설, 대림산업을 추천한다. 또한 턴어라운드 따른 주가 상승 포텐셜이 남아있는 대우건설, 강한 실적 기조 속에 주가 낙폭과대에 따른 밸류에이션 메리트가 있는 현대산업을 차선호주로 추천한다. 섹터 2017E ROE 11% 수준 Target PBR 1.0X 로 판단되며, 장기적으로 해외 수주 모멘텀 확대로 인한 멀티플의 추가 상승 여력 역시 남아있다는 판단이다.

대형 5 개사 합산 매출액 성장률과 PBR 추이 비교



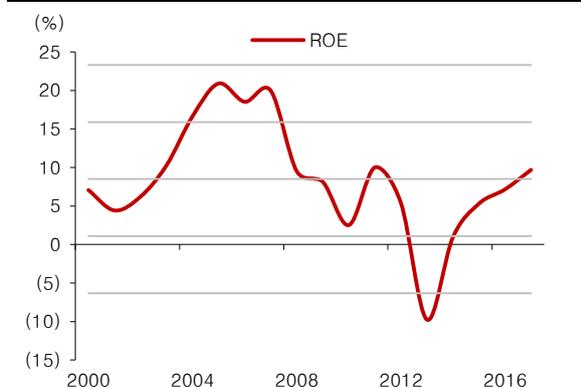
자료: FnGuide, SK 증권

대형 5 개사 평균 ROE 와 PBR 추이 비교



자료: FnGuide, SK 증권

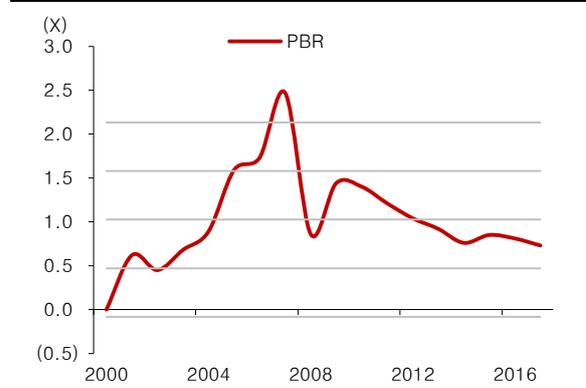
대형 건설사 ROE 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 눈금선은 위에서부터 +2σ, +1σ, 평균, -1σ, -2σ

대형 건설사 PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 눈금선은 위에서부터 +2σ, +1σ, 평균, -1σ, -2σ

3. 1Q17 Preview Snapshot

SK 증권 커버리지 종목 1Q17 Earnings Preview

단위: 십억원, %, %p	1Q17E	1Q16	YoY	4Q16	QoQ	컨센서스	Gap
현대건설							
매출액	4,206.8	4,287.9	-1.9	5,305.9	-20.7	4,352.3	-3.3
영업이익	216.7	207.2	4.6	302.0	-28.3	234.1	-7.4
영업이익률	5.2	4.8	0.3	5.7	-0.5	5.4	-0.2
대림산업							
매출액	2,512.6	2,253.7	11.5	2,578.9	-2.6	2,344.5	7.2
영업이익	114.7	90.8	26.4	61.8	85.7	110.7	3.6
영업이익률	4.6	4.0	0.5	2.4	2.2	4.7	-0.2
대우건설							
매출액	2,533.3	2,569.9	-1.4	2,689.9	-5.8	2,563.9	-1.2
영업이익	123.2	60.5	103.5	-731.4	흑전	128.3	-4.0
영업이익률	4.9	2.4	2.5	-27.2	32.1	5.0	-0.1
GS건설							
매출액	2,726.2	2,639.1	3.3	3,115.4	-12.5	2,769.0	-1.5
영업이익	71.7	29.1	146.3	52.8	35.8	67.6	6.0
영업이익률	2.6	1.1	1.5	1.7	0.9	2.4	0.2
삼성엔지니어링							
매출액	1,327.4	1,474.1	-9.9	2,024.4	-34.4	1,263.4	5.1
영업이익	29.4	26.6	10.5	-13.3	흑전	28.0	5.0
영업이익률	2.2	1.8	0.4	-0.7	2.9	2.2	-0.0
현대산업							
매출액	1,086.6	980.0	10.9	1,396.8	-22.2	1,131.8	-4.0
영업이익	111.7	85.8	30.1	128.4	-13.0	108.3	3.1
영업이익률	10.3	8.8	1.5	9.2	1.1	9.6	0.7
대형건설사 합산							
매출액	14,393.0	14,204.8	1.3	17,111.3	-15.9	14,424.8	-0.2
영업이익	667.4	500.0	33.5	-199.7	흑전	677.0	-1.4
영업이익률	4.6	3.5	1.1	-1.2	5.8	4.7	-0.1
한샘							
매출액	466.5	417.1	11.9	528.2	-11.7	485.0	-3.8
영업이익	35.4	29.4	20.5	55.3	-36.0	36.3	-2.6
영업이익률	7.6	7.0	0.5	10.5	-2.9	7.5	0.1
LG하우시스							
매출액	729.3	675.8	7.9	766.8	-4.9	717.0	1.7
영업이익	37.7	38.9	-3.0	32.3	16.7	38.9	-3.2
영업이익률	5.2	5.8	-0.6	4.2	1.0	5.4	-0.3

자료: FnGuide, SK 증권

주: 한샘은 별도 기준이며, 대우건설 4 Q15는 정정공시 미반영된 FnGuide 기준임

4. Appendices

2017년 신규 수주 가이드선스 및 가시권내 수주

단위: 십억원	총	국내	해외	해외 상세 (2017 YTD로 수주했거나 Bidding중, 혹은 낙찰 기대 프로젝트 // *표시는 이미 수주)
현대건설	24,300	10,928	13,372	이란 석유화학 3.8조원* (현엔3.2조원+현건0.6조원) + 오만 두쿰 정유 3조원 + 바레인 밥코 정유 1.5조원 + 사우디 정유 1.5조원 + 사우디 태양광 4조원 = 13.8조원
대우건설	9,000	5,000	4,000	오만 두쿰 정유 3조원 + 바레인 밥코 정유 1.5조원 + 사우디 정유 (미정) = 4.5조원
대림산업	9,950	5,950	4,000	이란 이스파한 정유 2.2조원* + 오만 두쿰 정유 3조원 + 이란 토크, 화학 (미정) = 5.5조원
GS건설	10,900	7,049	3,851	오만 두쿰 정유 2조원 + 바레인 밥코 정유 2.5조원 보츠나와 정유 0.7조원 + 투르크메니스탄 정유 0.4조원 = 5.6조원
삼성ENG	7,000	3,000	4,000	UAE POC 2.5조원 + 바레인 밥코 1.5조원 + 오만 두쿰 정유 2조원 + 태국 석유화학 0.6조원 = 6.6조원

자료: 각 사 SK 증권

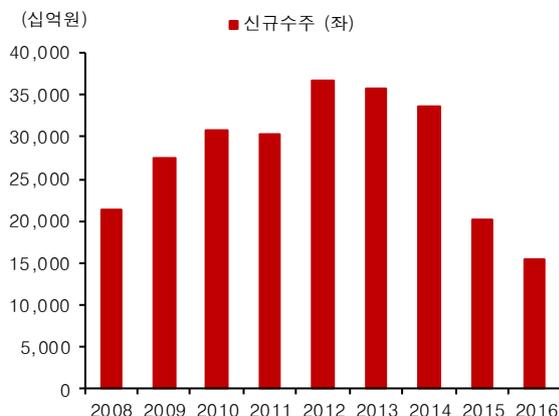
해외부문 신규수주 및 수주 잔고 추이

단위: 십억원	신규수주							수주잔고						
	현대	대우	대림	GS	삼엔	합계	YoY %	현대	대우	대림	GS	삼엔	합계	YoY %
2008	7,174	1,507	3,473	4,692	4,547	21,393		10,112	3,404	3,250	8,981	6,767	32,513	
2009	5,550	3,473	2,398	6,466	9,582	27,470	28.4	10,712	4,837	4,155	10,917	12,704	43,325	33.3
2010	12,768	3,958	2,668	6,387	4,966	30,747	11.9	17,985	6,474	5,021	14,146	13,416	57,041	31.7
2011	8,728	5,384	4,578	5,868	5,894	30,452	-1.0	21,433	7,568	9,655	16,913	14,273	69,843	22.4
2012	15,381	6,361	3,621	4,555	6,754	36,672	20.4	28,695	8,234	9,655	16,059	11,446	74,088	6.1
2013	17,118	4,197	5,454	5,063	3,935	35,767	-2.5	37,579	10,660	10,001	16,149	7,332	81,721	10.3
2014	16,175	3,843	2,602	6,902	4,187	33,710	-5.8	42,532	11,671	7,160	17,607	7,579	86,548	5.9
2015	9,906	3,057	1,768	2,994	2,409	20,134	-40.3	40,183	10,532	7,183	14,126	6,771	78,794	-9.0
2016	8,487	1,595	2,671	2,088	689	15,530	-22.9	38,700	8,280	7,035	11,245	4,345	69,604	-11.7

자료: 각 사 SK 증권

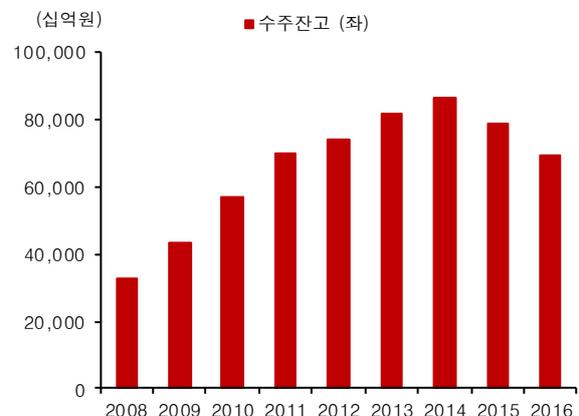
주: 현대건설 베네수엘라 푸에르토크루즈 정유 제외, 대림산업 2013년 이후 플랜트 기준, 삼성엔지니어링은 화공부문을 기준으로 작성함

합산 신규 수주 추이



자료: 각 사 SK 증권

합산 수주 잔고 추이



자료: 각 사 SK 증권

중동 주요 입찰 프로젝트 현황: 오만 두쿰 EPC3 을 제외하고는 상반기 중 수주 가시성 높음

Oman Duqm Refinery (Package1, 2 합산 60억달러, EPC3은 4억달러)			
Bidders	EPC1: Process Unit	EPC2: Utilities & Off-sites	EPC3: 원유저장시설 (Pre-qualified)
	CB&I (Netherland-based)-CTCI (Taiwan)	CB&I-CTCI	Rotary Engineering (Singapore)
	JGC (Japan)-GS건설-Saipem (Italy)	대림산업-현대건설-현대엔지니어링	TR-대우건설
	Petrofac (UK)-삼성ENG-Chiyoda (Japan)	JGC-GS건설-Saipem	Kentz (Ireland/Canada)
	TR (Spain)-대우건설	Petrofac-삼성ENG	Saipem
		TR-대우건설	Petrofac-삼성물산
Bahrain Bapco Refinery 현대화시설 (50억달러)			
Bidders	JGC-GS건설		
	Fluor-현대건설-대우건설		
	Technip-TR-삼성ENG		
	CB&I-Petrofac-Mitsui		

자료: MEED, SK 증권

월별 해외 수주 추이

단위: 백만달러	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
월별 누계											
1월	2,790	5,345	3,760	22,076	2,166	1,517	2,918	3,734	5,949	2,936	1,662
2월	4,539	9,670	6,239	25,489	7,854	2,415	7,269	16,044	10,389	5,014	2,876
3월	9,153	14,033	8,461	28,075	13,059	7,904	13,432	17,562	13,278	11,272	9,158
4월	10,770	17,637	9,905	32,134	17,000	10,362	15,777	27,895	21,975	12,389	
5월	12,455	22,104	12,022	32,983	19,313	12,259	23,439	31,638	23,265	13,722	
6월	16,078	25,910	13,129	36,442	25,254	31,943	30,879	37,532	25,490	15,218	
7월	17,178	34,774	19,344	43,271	27,416	32,618	32,601	40,472	26,469	16,404	
8월	19,589	38,678	20,895	50,674	32,625	35,878	40,559	44,721	33,030	17,297	
9월	25,634	39,525	26,412	52,831	37,766	39,704	45,869	48,271	34,461	18,668	
10월	30,457	43,480	29,369	58,180	41,953	46,949	51,671	52,629	37,736	21,548	
11월	35,471	45,987	46,546	65,490	47,554	56,075	57,269	59,146	40,690	23,394	
12월	39,788	47,640	49,148	71,579	59,144	64,742	65,212	66,010	46,144	28,192	
누계 증감											
1월	20.1	91.6	-29.7	487.2	-90.2	-30.0	92.4	28.0	59.3	-50.6	-43.4
2월	-14.5	113.1	-35.5	308.5	-69.2	-69.2	200.9	120.7	-35.2	-51.7	-42.6
3월	69.5	53.3	-39.7	231.8	-53.5	-39.5	69.9	30.7	-24.4	-15.1	-18.8
4월	85.8	63.8	-43.8	224.4	-47.1	-39.0	52.3	76.8	-21.2	-43.6	
5월	90.9	77.5	-45.6	174.4	-41.4	-36.5	91.2	35.0	-26.5	-41.0	
6월	88.6	61.2	-49.3	177.6	-30.7	26.5	-3.3	21.5	-32.1	-40.3	
7월	63.7	102.4	-44.4	123.7	-36.6	19.0	-0.1	24.1	-34.6	-38.0	
8월	65.3	97.4	-46.0	142.5	-35.6	10.0	13.0	10.3	-26.1	-47.6	
9월	102.1	54.2	-33.2	100.0	-28.5	5.1	15.5	5.2	-28.6	-45.8	
10월	127.0	42.8	-32.5	98.1	-27.9	11.9	10.1	1.9	-28.3	-42.9	
11월	145.5	29.6	1.2	40.7	-27.4	17.9	2.1	3.3	-31.2	-42.5	
12월	141.6	19.7	3.2	45.6	-17.4	9.5	0.7	1.2	-30.1	-38.9	

자료: 해외건설협회, SK 증권

주: 3월 수주는 해외건설협회 금액에 현대건설, 현대엔지니어링, 대림산업의 이란 수주분 (6 조원) 합산

Domestic Peers Comparison

	현대건설	현대산업	대우건설	GS건설	대림산업	삼성엔지니어링	Average
종목코드	000720	012630	047040	006360	000210	028050	
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	HOLD	
목표주가 (원)	66,000	53,000	8,500	35,000	110,000	13,000	
현재주가 (원)	51,100	41,100	7,060	31,250	82,300	12,850	
Upside (%)	29.2	29.0	20.4	12.0	33.7	1.2	
시가총액 (십억원)	5,690	3,098	2,934	2,219	2,864	2,519	
절대수익률 (%)							
1M	10.1	-1.3	14.2	8.3	0.7	8.9	6.8
3M	18.8	-8.4	37.1	21.6	-0.6	21.8	15.1
6M	33.2	-20.5	15.2	8.5	4.3	17.4	9.7
1Y	27.8	-13.7	9.1	15.5	-6.1	15.2	8.0
초과수익률 (%)							
1M	6.6	-1.2	14.3	8.4	0.8	9.0	6.3
3M	12.3	-7.5	37.9	22.4	0.2	22.7	14.7
6M	27.7	-35.5	0.2	-6.5	-10.7	2.4	-3.7
1Y	18.5	-27.7	-4.9	1.5	-20.1	1.2	-5.2
PER (X)							
2015	8.6	13.2	16.0	54.4	12.5	n/a	21.0
2016	9.7	10.8	n/a	n/a	12.7	68.7	25.5
2017E	10.1	7.5	8.5	10.3	7.5	17.4	10.2
2018E	9.6	7.4	8.2	8.0	7.4	14.5	9.2
PBR (X)							
2015	0.5	1.2	0.8	0.4	0.5	n/a	0.7
2016	0.8	1.3	1.0	0.6	0.7	2.0	1.0
2017E	0.9	1.0	1.2	0.6	0.6	2.1	1.1
2018E	0.8	0.9	1.0	0.6	0.6	1.9	1.0
EV/EBITDA (X)							
2015	3.3	7.2	7.5	24.4	9.0	n/a	10.3
2016	3.9	4.9	n/a	26.2	8.2	16.2	11.9
2017E	4.5	4.2	6.1	7.6	6.8	11.3	6.7
2018E	4.4	4.1	6.2	6.4	6.5	9.3	6.1
ROE (%)							
2015	6.5	9.6	5.3	0.8	4.4	n/a	5.3
2016	8.1	12.3	-30.6	-0.8	5.4	n/a	-1.1
2017E	8.9	14.7	15.5	6.6	8.3	12.8	11.1
2018E	8.7	13.5	13.6	7.8	7.9	14.6	11.0
순이익성장률 (%)							
2015	-12.3	21.9	36.7	흑전	흑전	적전	79.8
2016	33.4	41.5	적전	적전	28.3	흑전	34.4
2017E	14.9	31.8	흑전	흑전	49.9	509.4	151.5
2018E	4.9	3.1	3.9	29.3	1.4	14.0	9.4

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 추정치는 SK 증권 추정치가 아닌 Bloomberg 기준 컨센서스

Global Peers Comparison

	LINDE	FLUOR	Technip	JGC	Saipem	KBR	Chiyoda	Toyo	Average
현재주가 (달러)	164	53	31	18	0	14	7	3	
시가총액 (백만달러)	30,506	7,374	14,656	4,619	4,394	1,999	1,736	485	
절대수익률 (%)									
1M	0.1	-4.2	-2.8	-2.3	-4.1	-10.3	2.8	3.3	-2.2
3M	-3.4	-1.4	-10.3	-6.7	-21.4	-18.7	-10.5	-8.2	-10.1
6M	5.3	7.3	14.4	9.9	9.0	-2.8	-11.1	-14.1	2.2
1Y	18.4	-2.5	16.4	11.5	15.8	-6.8	-16.9	-4.4	3.9
초과수익률 (%)									
1M	0.2	-7.8	-6.3	-2.2	-4.0	-10.2	2.9	3.4	-3.0
3M	-2.6	-7.9	-16.8	-5.9	-20.5	-17.8	-9.6	-7.3	-11.1
6M	-9.7	1.7	8.8	-5.1	-5.9	-17.8	-26.1	-29.1	-10.4
1Y	4.3	-11.7	7.2	-2.5	1.8	-20.8	-30.9	-18.5	-8.9
PER (X)									
2015	21.9	12.7	12.8	11.0	n/a	11.7	70.8	19.7	23.0
2016	24.0	17.0	23.3	12.5	n/a	11.7	62.2	19.7	24.3
2017E	19.8	18.1	23.0	n/a	21.2	11.2	n/a	146.4	39.9
2018E	17.7	16.3	18.8	17.6	18.3	10.2	20.7	15.8	16.9
PBR (X)									
2015	1.7	2.2	2.6	1.1	1.0	2.3	1.2	1.2	1.7
2016	2.0	2.3	1.3	1.3	0.5	3.1	1.0	1.2	1.6
2017E	1.8	2.1	1.3	1.2	0.8	1.9	1.2	1.0	1.4
2018E	1.7	1.9	1.2	1.2	0.8	1.6	1.1	1.0	1.3
EV/EBITDA (X)									
2015	8.7	5.6	8.1	3.7	30.4	4.5	4.9	n/a	9.4
2016	9.3	8.4	n/a	n/a	n/a	34.6	n/a	n/a	17.4
2017E	8.5	7.7	6.6	29.2	6.0	6.6	4.2	n/a	9.8
2018E	8.1	6.9	6.1	8.1	5.8	6.3	3.3	n/a	6.4
ROE (%)									
2015	8.2	13.5	15.8	10.6	-21.2	20.2	1.7	6.3	6.9
2016	7.9	9.2	6.1	n/a	n/a	-6.7	n/a	n/a	4.1
2017E	9.3	11.9	5.8	-0.4	3.8	19.7	-19.8	n/a	4.3
2018E	10.1	12.5	5.9	7.3	4.2	16.1	7.1	8.9	9.0
순이익성장률 (%)									
2015	-12.9	-19.3	-43.8	89.2	적지	흑전	-72.1	흑전	-11.8
2016	0.1	-31.8	22.6	n/a	적지	적전	n/a	n/a	-3.0
2017E	5.9	42.3	37.6	n/a	흑전	흑전	n/a	n/a	28.6
2018E	23.4	11.9	24.0	흑전	17.7	14.4	흑전	827.3	153.1

자료 Bloomberg, SK 증권

주: 추정치는 SK 증권 추정치가 아닌 Bloomberg 기준 컨센서스

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sallykim@sk.com

02-3773-8919

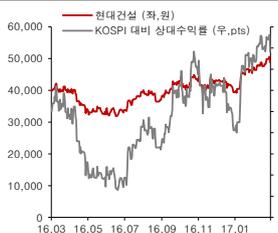
Company Data

자본금	557 십억원
발행주식수	11,136 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,713 십억원
주요주주	
현대자동차(주)(외3)	34.91%
국민연금공단	11.20%
외국인지분률	30.62%
배당수익률	1.17%

Stock Data

주가(17/03/24)	51,100 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.50
52주 최고가	51,300 원
52주 최저가	31,900 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.17%	17.18%
6개월	27.25%	20.03%
12개월	22.00%	23.23%

현대건설 (000720/KS | 매수(신규) | T.P 66,000 원(신규편입))

해외가 움직이면, 선택은 언제나 현대건설

현대건설에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 66,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. SK 증권은 해외 발주 시장이 움직이는 2017년 건설주 내 Top-picks 종목으로 현대건설을 추천한다. 기수주한 이란 석유화학 플랜트를 포함하여 사우디, 오만 등 추가 수주로 연내 13조원 가량의 수주 달성이 가능할 것으로 판단한다. 타사 대비 해외 부문 마진이 안정적이라는 점에도 주목한다.

2017년, 현대건설의 수주 역량이 재부각되는 시점

자유가 국면에 따라 냉각되었던 해외 수주 시장은 중동을 비롯하여 점차 긍정적으로 돌아서는 분위기이다. 이에 따라 한국 건설사 중 해외 수주 M/S 1위인 현대건설의 수혜가 자연스럽게 기대되는 상황이다. 2016년 8.5조원이던 현대건설 해외 수주는 2017년 13조원 이상 돌파할 것으로 예상된다. 이는 최근 수주한 이란 석유화학 플랜트 3.8조원을 감안했을 때 충분히 달성 가능한 수준으로 보인다. 한국 건설사들이 낙찰을 기대하는 오만 두쿰 정유 (60억달러, 현대건설 15억달러), 바레인 밥코 정유 현대화 시설 (50억달러, 현대건설 8~10억달러) 뿐만 아니라, 사우디 전력, 에콰도르 정유 등의 추가 프로젝트 수주 기대감이 유효하다는 판단이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 66,000 원 제시, 건설주 Top-picks 로 추천

현대건설의 2017년 실적은 낮은 매출 성장과 안정적 이익의 유지로 예상된다. 이는 지난해 감소한 해외 수주, 추가로 수주한 프로젝트의 낮은 진행률에 기인한다. 물론 UAE 사브 해상 원유, UAE 원전, 이라크 카르발라 등 굵직한 해외 프로젝트의 매출 인식과 더불어 기공급한 주택의 공정률 증가로 5.8% 수준의 영업이익률은 지속될 것으로 추정한다. 따라서 현 시점에서 현대건설이 전년 대비 높은 수준의 신규 수주를 달성한다고 하더라도, 해외 부문 실적 증가는 2018년 이후부터 유의미하게 나타날 것으로 보인다. 다만, 안정적인 ROE 레벨과 강력한 신규 수주 모멘텀, 해외부문 안정적 실적 기조의 지속은 상반기 현대건설의 밸류에이션을 끌어올리는 주요한 요소가 될 것으로 보인다. 이에 따라 현대건설에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 66,000 원을 제시하며 커버리지를 개시, 건설주 Top-picks 종목으로 추천한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	17,387	19,122	18,744	18,944	20,134	20,939
yoy	%	24.7	10.0	-2.0	1.1	6.3	4.0
영업이익	십억원	959	987	1,053	1,098	1,175	1,193
yoy	%	20.9	2.9	6.7	4.3	7.0	1.6
EBITDA	십억원	1,113	1,182	1,243	1,292	1,373	1,396
세전이익	십억원	803	798	877	976	1,064	1,084
순이익(지배주주)	십억원	420	368	491	571	622	634
영업이익률	%	5.5	5.2	5.6	5.8	5.8	5.7
EBITDA마진	%	6.4	6.2	6.6	6.8	6.8	6.7
순이익률	%	2.4	1.9	2.6	3.0	3.1	3.0
EPS	원	3,765	3,301	4,403	5,119	5,584	5,689
PER	배	11.2	8.6	9.7	10.0	9.2	9.0
PBR	배	0.9	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.0	3.0	3.8	4.3	4.2	4.3
ROE	%	11.4	10.4	10.7	10.9	10.8	10.0
순차입금	십억원	-245	397	-18	-106	31	354
부채비율	%	164.7	159.7	144.2	135.3	122.2	114.7

Valuation 및 실적 추정

SK 증권은 현대건설에 대해 목표주가 66,000 원, 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 해외 업황이 돌아서는 가운데 해외 수주 경쟁력 및 원가 관리 능력, 안정적 재무실적을 바탕으로 SK 증권은 현대건설을 2017 년 건설 Top-picks 으로 추천한다. 목표주가는 국내 건설주 평균 PBR 1.0X 를 목표 배수로 설정하여 산출했다.

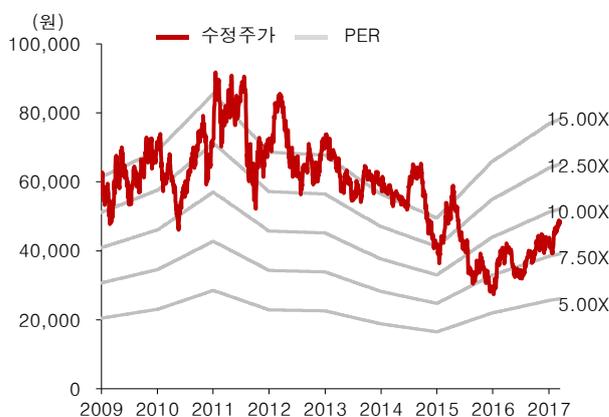
현대건설의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 타 사가 해외 저가 수주로 인해 이익이 훼손되었던 지난 몇 년을 돌아볼 때, 현대건설의 안정적 실적은 이미 해외 원가관리 능력을 반증한다는 판단이다. 2) 따라서 이러한 안정적 마진이 확보된 상태에서, 최근 돌아선 해외 시장에서 역시 가장 강자로서 두각을 나타낼 가능성이 높아 보인다. 3) 또한 Peer 건설주 대비 안정적인 실적 기조가 지속되는 가운데, 현 주가 수준은 건설업 2017E 평균 PBR 1.0X 에 못미치는 수준으로 업사이드 포텐셜이 남아있다는 판단이다.

현대건설 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	52,227	56,944	63,010	69,673
BPS 증가율 (%)	6.9	9.0	10.7	10.6
ROE (%)	10.4	10.7	10.9	10.8
PBR (X)	0.55	0.75	0.81	0.74
적용BPS (원)	66,341	2017~2018E 평균 BPS		
Target Multiple (X)	1.0	국내 건설주 2017E PBR 1.0X 적용		
목표주가 (원)	66,000			
현재주가 (원, 03/23)	51,100			
Upside (%)	29.2			

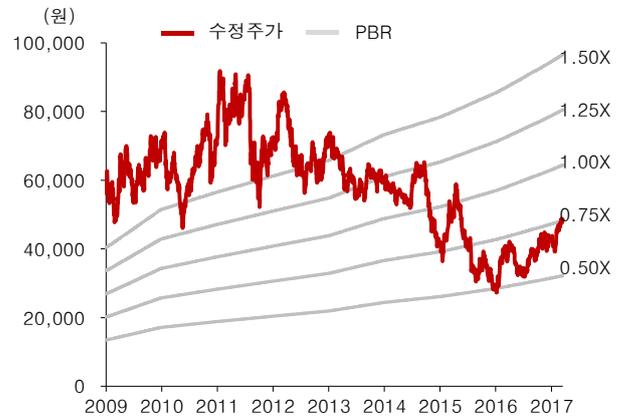
자료: FnGuide, SK 증권

현대건설 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

현대건설 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

현대건설의 2017년 매출액은 전년동기대비 1.1% 증가한 18조 9,439억원, 영업이익은 전년동기대비 4.2% 증가한 1조 977억원으로 추정한다. 준공 시기 도래에 따른 주택 부문의 기성액 증가에도 불구하고, 전체 매출액 성장률이 크지 않은 이유는 지난해 해외 발주 시장의 경색에 따른 해외 부문 신규 수주 감소, 신규 프로젝트의 낮은 초기 공정률 등에 기인한다. 해외 부문의 유의미한 매출의 증가는 2018년부터 나타날 것으로 전망한다.

UAE 미르과 발전 및 기타 전력 프로젝트로 인해 해외 부문 마진을 개선은 하반기부터 나타날 것으로 보이며, UAE 원전, UAE 사브 해상 원유, 베네수엘라 정유, 이라크 카르발라 정유의 양호한 현장의 이익 기여로 안정적 실적은 지속될 것으로 판단한다.

현대건설 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	19,122	18,744	18,944	4,288	4,687	4,464	5,306	4,207	4,714	4,585	5,438
현대건설	10,661	10,961	11,162	2,444	2,806	2,643	3,068	2,418	2,852	2,706	3,186
국내	4,164	5,125	5,653	936	1,308	1,291	1,591	1,022	1,483	1,407	1,742
해외	6,496	5,836	5,509	1,508	1,499	1,352	1,477	1,313	1,422	1,342	1,432
토목	2,577	2,433	2,289	512	672	561	689	492	565	562	671
건축	3,628	4,565	4,842	775	1,121	1,162	1,508	825	1,265	1,222	1,529
(주택)	1,967	2,685	3,006	475	654	707	849	525	795	798	887
플랜트	2,793	2,636	2,845	836	628	580	592	830	693	620	702
전력	1,614	1,258	1,126	300	376	324	258	257	314	287	269
기타	50	68	60	21	10	16	21	15	15	15	15
현대엔지니어링	7,349	6,941	6,930	1,578	1,651	1,669	2,042	1,575	1,649	1,666	2,039
연결조정	1,113	843	852	266	229	152	196	213	213	213	213
Sales Growth (YoY %)	10.0	-2.0	1.1	8.7	-2.7	-5.2	-6.1	-1.9	0.6	2.7	2.5
토목	-2.2	-5.6	-5.9	-4.5	-1.0	-12.1	-4.9	-3.9	-15.9	0.2	-2.6
건축	-1.9	25.8	6.1	3.0	25.6	24.3	43.9	6.5	12.8	5.2	1.5
플랜트	10.1	-5.6	7.9	57.2	2.9	-11.4	-40.6	-0.7	10.4	6.8	18.6
전력	-12.5	-22.0	-10.5	-16.6	-4.5	-20.6	-42.9	-14.6	-16.3	-11.6	4.1
매출총이익률 (%)	8.4	9.8	1.0	8.5	10.8	10.1	9.7	8.8	10.4	9.7	10.2
현대건설	8.0	8.5	8.6	8.1	9.8	8.8	7.6	10.7	6.5	7.6	9.8
국내	13.8	14.0	12.1	8.4	11.2	14.6	13.6	11.7	11.5	12.4	12.6
해외	5.7	5.5	5.0	7.8	8.6	3.2	1.0	4.2	4.8	5.6	5.4
현대엔지니어링	8.6	11.5	11.4	8.9	12.3	13.2	11.5	10.5	11.3	11.5	12.1
영업이익	987	1,053	1,098	207	268	275	302	217	273	276	332
영업이익률 (%)	5.2	5.6	5.8	4.8	5.7	6.2	5.7	5.2	5.8	6.0	6.1
지배주주순이익	368	491	571	60	138	97	196	99	143	146	183
순이익률 (%)	1.9	2.6	3.0	1.4	2.9	2.2	3.7	2.4	3.0	3.2	3.4

자료: 현대건설 SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	13,642	14,344	14,949	14,907	14,740
현금및현금성자산	2,542	1,997	2,150	2,227	2,080
매출채권 및 기타채권	7,572	7,606	7,133	6,799	6,620
재고자산	1,337	1,329	1,199	1,349	1,324
비유동자산	4,798	5,115	4,934	5,695	6,435
장기금융자산	616	762	682	689	696
유형자산	1,711	1,754	1,498	1,532	1,562
무형자산	874	857	810	810	810
자산총계	18,440	19,459	19,883	20,602	21,175
유동부채	8,257	8,583	8,747	8,859	8,666
단기금융부채	337	227	192	163	162
매입채무 및 기타채무	4,794	5,101	5,161	5,337	5,179
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,217	3,384	2,995	2,987	2,979
장기금융부채 (사채+장차)	1,961	2,196	1,968	1,959	1,950
장기매입채무 및 기타채무	30	18	43	43	43
장기충당부채	418	398	443	444	444
부채총계	11,473	11,967	11,741	11,846	11,646
지배주주지분	5,444	5,821	6,347	7,023	7,765
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,029	1,040	1,040	1,040	1,040
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,849	4,185	4,638	5,314	6,057
비지배주주지분(연결)	1,522	1,670	1,796	1,733	1,764
자본총계	6,966	7,491	8,142	8,756	9,530
부채외자본총계	18,440	19,459	19,883	20,602	21,175

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	426	596	1,087	367	133
당기순이익(손실)	587	584	650	732	798
비현금수익비용가감	354	576	641	642	655
유형자산감가상각비	113	124	136	140	145
무형자산상각비	41	72	54	54	54
기타	140	432	431	431	431
운전자본감소(증가)	-514	-564	-205	-1,007	-1,321
매출채권의감소(증가)	-853	-207	661	334	179
재고자산의감소(증가)	148	124	283	-150	26
매입채무의증가(감소)	135	315	218	176	-159
기타	56	-796	-1,367	-1,367	-1,367
법인세납부	-272	-143	-200	-200	-200
투자활동으로 인한 현금흐름	325	-1,174	-775	-104	-122
금융자산감소(증가)	44	-980	-622	44	26
유형자산처분(취득)	39	15	4	4	4
무형자산감소(증가)	-7	-6	-5	0	0
기타투자활동	437	-16	26	26	26
재무활동으로 인한 현금흐름	-80	31	-177	-204	-175
단기금융부채의 증가(감소)	-655	-357	-273	-87	-58
장기금융부채의 증가(감소)	809	494	204	-9	-9
자본의 증가(감소)	0	3	0	0	0
배당금지급	-56	-56	-56	-56	-56
기타재무활동	-179	-53	-53	-53	-53
현금의 증가	659	-545	153	77	-147
기초현금	1,884	2,542	1,997	2,150	2,227
기말현금	2,542	1,997	2,150	2,227	2,080
FCF	238	409	908	189	-46

자료: 현대산업, SK증권 추정

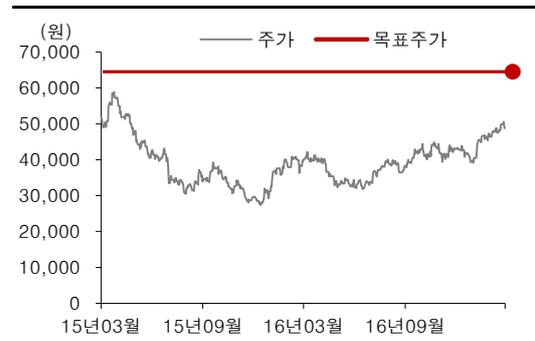
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	17,387	19,122	18,744	18,944	20,134
매출원가	15,846	17,513	16,908	17,088	18,175
매출총이익	1,541	1,609	1,836	1,855	1,960
매출총이익률(%)	8.9	8.4	9.8	9.8	9.7
판매비외관리비	582	623	784	758	785
영업이익	959	987	1,053	1,098	1,175
영업이익률(%)	5.5	5.2	5.6	5.8	5.8
조정영업이익	959	987	1,053	1,098	1,175
비영업손익	-156	-188	-175	-122	-110
수금융손익	-38	-32	-8	15	17
외환관련손익	-31	20	77	74	71
관계기업등 투자손익	-1	23	-6	-6	-6
세전계속사업이익	803	798	877	976	1,064
세전계속사업이익률(%)	4.6	4.2	4.7	5.2	5.3
계속사업법인세	216	214	227	244	266
계속사업이익	587	584	650	732	798
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	587	584	650	732	798
순이익률(%)	3.4	3.1	3.5	3.9	4.0
지배주주	420	368	491	571	622
지배주주귀속 순이익률(%)	2.4	1.9	2.6	3.0	3.1
비지배주주	167	216	160	161	176
총포괄이익	564	623	759	806	872
지배주주	417	422	582	617	668
비지배주주	146	201	178	189	204
EBITDA	1,113	1,182	1,243	1,292	1,373

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	24.7	10.0	-2.0	1.1	6.3
영업이익	20.9	2.9	6.7	4.3	7.0
세전계속사업이익	5.3	-0.6	9.9	11.2	9.1
EBITDA	25.6	6.2	5.1	4.0	6.3
EPS	-16.7	-12.3	33.4	16.2	9.1
수익성(%)					
ROA(%)	3.5	3.1	3.3	3.6	3.8
ROE(%)	11.4	10.4	10.7	10.9	10.8
EBITDA마진(%)	6.4	6.2	6.6	6.8	6.8
안정성(%)					
유동비율(%)	165.2	167.1	170.9	168.3	170.1
부채비율(%)	164.7	159.7	144.2	135.3	122.2
순차입금/자기자본(%)	-3.5	5.3	-0.2	-1.2	0.3
EBITDA/이자비용(배)	10.5	11.5	14.3	15.8	16.9
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	3,765	3,301	4,403	5,119	5,584
BPS	48,844	52,227	56,944	63,010	69,673
CFPS	1,070	1,352	1,273	1,359	1,430
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	17.7	18.0	10.3	10.0	9.2
PER(최저)	10.6	8.5	6.1	6.2	5.7
PBR(최고)	1.6	1.3	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	1.0	0.6	0.5	0.6	0.5
PCR	39.3	21.1	33.6	37.7	35.9
EV/EBITDA(최고)	6.3	5.9	4.0	4.3	4.2
EV/EBITDA(최저)	3.9	3.0	2.4	2.7	2.6

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	매수 (신규) <애널리스트 변경>	66,000원
	2016.11.29	매수	52,000원
	2016.04.28	매수	52,000원
	2016.01.27	매수	52,000원
	2015.10.25	매수	52,000원
	2015.09.17	매수	52,000원
	2015.06.30	매수	60,000원
	2015.04.27	매수	70,000원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	219 십억원
발행주식수	3,480 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,864 십억원
주요주주	
(주)대림코퍼레이션(외6)	23.34%
국민연금공단	13.25%
외국인지분률	34.63%
배당수익률	.34%

Stock Data

주가(17/03/24)	82,300 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.44
52주 최고가	93,600 원
52주 최저가	74,200 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.73%	-11.37%
6개월	3.30%	-8.52%
12개월	-6.96%	-5.32%

대림산업 (000210/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

유화부문 다소 감익에도, 건설 턴어라운드로 호실적 지속될 것

대림산업에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 110,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. SK 증권은 이란 수주 기대감이 지속되고, 해외 부문 턴어라운드로 높은 이익 개선이 기대되는 대림산업을 2017 년 건설주 내 Top-picks 종목으로 추천한다. 유화부문의 소폭 감익에도 여전히 호실적 지속, 사우디 현안 프로젝트의 마무리로 인해 2017 년은 훨씬 안정적이고 편안한 이익 가시성이 확보되었다는 판단이다.

이란, 여전히 강한 신규 수주 모멘텀

미국 트럼프 대통령 당선 이후 아직 미국이 이란 일차 제재 (Primary Sanction)을 해제하지 않고 있어 핵합의 재협상에 대한 시장의 우려가 있음에도 불구하고, 이란은 핵합의 주요 내용을 착실히 준수해오고 있다. 제재에 따른 우려를 불식시키듯 최근 (03/13) 대림산업은 이란 아스파한 정유 개선 공사 프로젝트를 2.2 조원에 수주했다. 파이낸싱을 요하는 이란 수주의 특성상 수출입은행, 무역보험공사 등의 자금 지원 외 나머지 자금 조달 갭을 메우는 것이 중요한데, 과거 대림산업의 이란 수주 경험에 따른 레코드 확보로 크게 어려움은 없을 것으로 보인다. 연내 대림산업은 이란 시장에서만 토목, 다운스트림 등의 부문에서 3 개 이상, 총 4 조원의 신규 프로젝트가 추진될 것으로 기대된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 110,000 원 제시, 건설주 Top-picks 로 추천

2016 년까지 호황을 보이던 유화사업 부문은 제품 스프레드 축소로 전년 대비 다소 감익이 나타날 것으로 보인다. 그러나 건설 부문의 해외 현안 프로젝트 마무리에 따른 마진율 개선으로 인해 전체 이익률 방어를 넘어서 추가적 개선까지 견인할 것으로 보인다. 사우디 사라다, 라빅, 마덴, SBR 4 개 프로젝트의 경우 이미 기계적 준공 단계로 접어들어 마무리되었다. 남은 현안 프로젝트라면 오만 SRIP, 쿠웨이트 SHFP 정도인데, 상반기 내 기계적 준공을 목표로 하고 있기 때문에 추가 비용이 발생한다고 하더라도 연간 기준 건설부문 이익률 상승 기조는 유효할 전망이다. 즉, 실적이 좋았던 유화 부문의 감익, 마진율이 좋지 않았던 건설 해외 부문의 이익률 턴어라운드로 전체 실적 개선은 지속될 것으로 보인다. 현 추가 수준에서 밸류에이션 메리트 역시 유효하다고 판단, 2017 년 건설주 내 Top-picks 종목으로 추천한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	9,295	9,514	9,854	10,974	10,892	10,519
yoy	%	-5.6	24	3.6	11.4	-0.7	-3.4
영업이익	십억원	-270	272	419	545	600	570
yoy	%	적전	흑전	54.3	29.9	10.1	-5.0
EBITDA	십억원	-191	359	528	657	729	714
세전이익	십억원	-399	436	436	610	631	592
순이익(지배주주)	십억원	-454	207	265	414	428	402
영업이익률	%	-2.9	2.9	4.3	5.0	5.5	5.4
EBITDA마진	%	-2.1	3.8	5.4	6.0	6.7	6.8
순이익률	%	-4.9	2.2	2.7	3.8	3.9	3.8
EPS	원	-11,762	5,357	6,873	10,716	11,096	10,402
PER	배	n/a	12.5	12.7	7.7	7.4	7.9
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	n/a	8.1	7.3	5.5	5.0	4.8
ROE	%	-9.9	5.1	6.5	9.9	9.7	8.4
순차입금	십억원	383	587	801	746	799	593
부채비율	%	137.3	151.1	140.8	149.3	138.9	128.3

Valuation 및 실적 추정

SK 증권은 대림산업에 대해 목표주가 110,000 원, 투자 의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 해외 업황이 돌아서는 가운데 특히 이란에서의 수주 경쟁력을 바탕으로 해외 수주 기대감이 지속되는 대림산업을 2017 년 건설 Top-picks 중목으로 추천한다. 목표 주가는 1) 국내 건설주 평균 PBR 에서 10% 할인한 0.9X 를 목표 배수로 설정했으며, 2) Sum-of-the-parts 에 따라서도 유사한 목표주가를 산출했다.

대림산업의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 해외 수주 모멘텀이 지속되는 시장 환경에서, 이란이라는 강력한 수주 타겟이 확보되어 있으며, 최근 수주한 2.2 조원의 정유 개선공사 이외에도 3 개 프로젝트가 추가적으로 진행될 것으로 기대된다. 2) 유화부문 감익이 예상되나, 사우디 현안 프로젝트의 마무리에 따라 건설 부문 이익 턴어라운드가 나타날 것으로 전망한다. 3) 10% 수준으로 개선될 ROE 대비 현 주가 수준은 건설업 2017E 평균 PBR 1.0X 에 못미치는 0.7X 수준으로, 밸류에이션 메리트가 높아 보인다.

대림산업 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	112,559	119,454	120,497	131,379
BPS Growth (%)	2.8	6.1	0.9	9.0
PBR (X)	0.61	0.74	0.69	0.63
ROE (%)	5.1	6.5	9.9	9.7
Target BPS (원)	121,155	2017~2018E 평균 BPS		
Target PBR (X)	0.90	건설 2017E PBR 1.0X에서 10% 할인		
목표주가 (원)	110,000			
증가 (원, 03/24)	82,300			
Upside (%)	33.7			

자료: FnGuide, SK 증권

대림산업 목표주가 산정 (Sum-of-the-parts)

SOTP Valuation	(십억원)
대림산업 영업가치 (C=A+B)	4,724
건설부문 영업가치 (A)	4,363
2017E 건설 EBITDA	545
EV/EBITDA 배수 (X)	8
유화부문 영업가치 (B)	361
2017E 유화 EBITDA	52
EV/EBITDA 배수 (X)	7
2017E 순차입금 (D)	746
주주가치 (E=C-D)	3,978
# of Shares (천주, F)	34,800
주당 NAV (원, E/F)	110,000
증가 (원, 03/24)	82,300
Upside (%)	33.7

자료: FnGuide SK 증권

2017년 매출액은 전년동기대비 11.4% 증가한 10 조 9,738 억원, 영업이익은 전년동기대비 28.1% 증가한 5,447 억원으로 추정한다. 주택 부문 기성액 증가에 따라 건축 매출액은 2017년 5 조원 이상을 달성할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우에는 유화 부문 제품 스프레드 축소에 따른 감익에도 불구하고, 해외 현안 프로젝트 준공으로 인한 플랜트 부문 이익 개선 및 토목 부문 마진을 정상화에 따라 전년보다 양호한 수준의 이익 턴어라운드 기대된다.

대림산업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	9,514	9,854	10,974	2,254	2,564	2,457	2,579	2,513	2,809	2,765	2,887
건설	6,974	7,549	9,090	1,648	1,924	1,893	2,085	2,038	2,335	2,285	2,432
토목	1,382	1,362	1,320	309	345	320	388	295	336	318	371
플랜트	2,946	1,957	2,625	529	497	441	490	655	690	630	649
건축	2,646	4,230	5,145	810	1,081	1,132	1,207	1,088	1,309	1,337	1,412
유화	1,141	1,074	1,101	273	279	272	250	279	279	284	259
연결	1,399	1,230	783	333	361	292	244	196	196	196	196
Sales Growth (YoY %)	24	3.6	11.4	11.7	6.9	2.4	-4.4	11.5	9.6	12.5	11.9
건설	7.8	8.3	20.4	24.5	8.8	7.6	-1.8	23.7	21.4	20.7	16.6
토목	22.2	-1.5	-3.1	38.9	16.2	-6.6	-25.5	-4.3	-2.8	-0.4	-4.5
플랜트	-11.7	-33.6	34.1	-21.6	-38.0	-41.2	-31.9	23.9	38.9	42.8	32.4
건축	32.3	59.9	21.6	89.7	61.5	69.8	36.8	34.3	21.0	18.1	17.0
유화	-16.1	-5.9	2.5	-4.7	-0.7	-9.3	-8.5	1.9	-0.2	4.4	4.0
Sales Growth (QoQ %)				-16.5	13.8	-4.1	5.0	-2.6	11.8	-1.6	4.4
건설				-22.4	16.8	-1.6	10.2	-2.2	14.5	-2.1	6.4
토목				-40.7	11.9	-7.4	21.4	-23.9	13.7	-5.2	16.4
플랜트				-26.6	-6.0	-11.2	11.1	33.5	5.4	-8.7	3.0
건축				-8.2	33.4	4.7	6.6	-9.8	20.2	2.1	5.6
유화				0.2	2.2	-2.6	-8.3	11.7	0.1	1.9	-8.7
매출총이익률 (%)	82	99	10.6	9.8	10.7	11.2	8.0	10.0	10.6	10.9	10.7
토목	9.7	5.1	10.4	9.0	6.6	6.1	-0.2	9.8	10.1	10.4	11.1
플랜트	8.0	0.0	4.0	-3.9	6.0	4.7	-6.0	2.2	4.6	4.7	4.6
건축	10.5	11.7	11.4	12.7	10.6	11.7	12.0	11.1	11.1	11.7	11.5
유화	17.8	25.5	25.2	27.2	27.3	25.9	21.4	26.3	25.8	24.4	24.1
영업이익	272	425	545	91	136	131	67	115	141	144	145
건설	267	153	348	4	61	56	32	79	88	93	88
유화	159	197	150	54	57	52	34	35	34	36	45
영업이익률 (%)	2.9	4.3	5.0	4.0	5.3	5.3	2.6	4.6	5.0	5.2	5.0
건설	3.8	2.0	3.8	0.3	3.2	3.0	1.5	3.9	3.8	4.1	3.6
유화	13.9	18.4	13.6	19.9	20.5	18.9	13.7	12.6	12.3	12.5	12.1
지배주주순이익	207	265	414	23	114	103	26	85	111	117	101
순이익률 (%)	2.2	2.7	3.8	1.0	4.5	4.2	1.0	3.4	3.9	4.2	3.5

자료: 대림산업, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	6,423	7,177	6,496	7,025	6,951
현금및현금성자산	1,372	2,168	1,577	1,642	1,599
매출채권 및 기타채권	2,941	3,024	2,913	3,307	3,282
재고자산	934	829	902	902	895
비유동자산	4,174	4,888	5,896	5,719	6,361
장기금융자산	946	727	969	978	988
유형자산	1,342	1,832	1,964	2,113	2,239
무형자산	78	66	61	61	61
자산총계	10,597	12,065	12,392	12,744	13,312
유동부채	4,301	5,107	4,787	5,163	5,258
단기금융부채	377	1,064	449	454	459
매입채무 및 기타채무	2,966	2,888	3,126	3,496	3,585
단기충당부채	34	55	126	127	129
비유동부채	1,831	2,152	2,459	2,470	2,481
장기금융부채	1,378	1,691	1,929	1,937	1,945
장기매입채무 및 기타채무	41	40	93	94	95
장기충당부채	115	116	133	134	135
부채총계	6,131	7,259	7,246	7,633	7,739
자배주주지분	4,228	4,345	4,611	4,651	5,071
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	505	505	539	539	539
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,490	3,673	3,918	4,364	4,825
비지배주주지분(연결)	237	461	534	460	502
자본총계	4,465	4,806	5,145	5,111	5,573
부채와자본총계	10,597	12,065	12,392	12,744	13,312

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	32	385	147	263	156
당기순이익(손실)	-441	217	293	457	473
비현금수익비용가감	514	247	400	443	465
유형자산감가상각비	71	79	102	106	122
무형자산상각비	8	8	7	7	7
기타	480	373	532	532	532
운전자본감소(증가)	-42	-79	-546	-637	-782
매출채권의감소(증가)	76	-195	-473	394	-25
재고자산의감소(증가)	148	98	-0	0	-7
매입채무의증가(감소)	57	198	589	-369	-89
기타	-322	-179	-662	-662	-662
법인세납부	-66	-108	-168	-114	-130
투자활동으로 인한 현금흐름	-349	-102	-699	-311	-311
금융자산감소(증가)	-136	171	-364	15	15
유형자산처분(취득)	16	5	6	5	5
무형자산감소(증가)	-11	-5	-10	0	0
기타투자활동	-108	-78	-78	-78	-78
재무활동으로 인한 현금흐름	125	511	-46	105	105
단기금융부채의 증가(감소)	-594	-170	-967	5	5
장기금융부채의 증가(감소)	655	671	829	8	8
자본의 증가(감소)	68	0	0	0	0
배당금지급	-4	-4	-12	-12	-12
기타재무활동	0	13	104	104	104
현금의 증가	-190	795	-591	65	-43
기초현금	1,563	1,372	2,168	1,577	1,642
기말현금	1,372	2,168	1,577	1,642	1,599
FCF	-78	189	-107	9	-98

자료: 대림산업, SK증권 추정

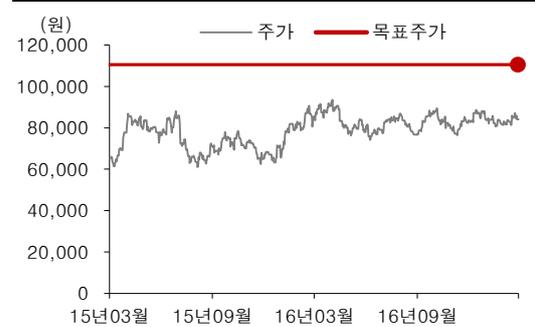
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	9,295	9,514	9,854	10,974	10,892
매출원가	9,098	8,737	8,878	9,814	9,692
매출총이익	196	777	976	1,159	1,200
매출총이익률(%)	2.1	8.2	9.9	10.6	11.0
판매비와관리비	467	505	557	615	600
영업이익	-270	272	419	545	600
영업이익률(%)	-2.9	2.9	4.3	5.0	5.5
조정영업이익	-270	272	419	545	600
비영업손익	-129	164	17	65	31
순금융손익	-33	31	-54	-48	-48
외환관련손익	33	74	19	52	48
관계기업등 투자손익	61	183	257	186	188
세전계속사업이익	-399	436	436	610	631
세전계속사업이익률(%)	-4.3	4.6	4.4	5.6	5.8
계속사업법인세	41	219	143	152	158
계속사업이익	-441	217	293	457	473
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-441	217	293	457	473
순이익률(%)	-4.7	2.3	3.0	4.2	4.3
지배주주	-454	207	265	414	428
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.9	2.2	2.7	3.8	3.9
비지배주주	13	10	28	43	45
총포괄이익	-469	129	267	483	499
지배주주	-481	121	242	438	453
비지배주주	12	8	25	45	46
EBITDA	-191	359	528	657	729

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	-5.6	2.4	3.6	11.4	-0.7
영업이익	적전	흑전	54.3	29.9	10.1
세전계속사업이익	적지	흑전	0.0	39.7	3.5
EBITDA	적전	흑전	47.1	24.5	11.0
EPS	적지	흑전	28.3	55.9	3.5
수익성(%)					
ROA(%)	-4.1	1.9	2.4	3.6	3.6
ROE(%)	-9.9	5.1	6.5	9.9	9.7
EBITDA마진(%)	-2.1	3.8	5.4	6.0	6.7
안정성(%)					
유동비율(%)	149.4	140.5	135.7	136.1	132.2
부채비율(%)	137.3	151.1	140.8	149.3	138.9
순차입금/자기자본(%)	8.6	12.2	15.6	14.6	14.3
EBITDA/이자비용(배)	-2.4	4.5	5.6	7.5	8.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-11,762	5,357	6,873	10,716	11,096
BPS	109,537	112,559	119,454	120,497	131,379
CFPS	-159	495	572	740	773
주당 현금배당금	100	100	300	300	300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	18.3	13.7	8.7	8.4
PER(최저)	n/a	9.4	9.0	6.9	6.7
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
PCR	-412.8	135.6	152.3	111.2	106.4
EV/EBITDA(최고)	n/a	10.2	7.7	6.6	6.0
EV/EBITDA(최저)	n/a	6.8	5.7	5.5	5.0

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	매수 (신규) <애널리스트 변경>	110,000원
	2016.04.22	매수	120,000원
	2016.02.01	매수	90,000원
	2015.10.29	매수	90,000원
	2015.04.21	매수	90,000원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세련
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	2,078 십억원
발행주식수	41,562 만주
자사주	474 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,026 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	50.75%
에스이비티투자유한회사	12.28%
외국인지분률	7.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/24)	7,060 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.31
52주 최고가	6,730 원
52주 최저가	5,080 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.40%	2.51%
6개월	13.21%	5.36%
12개월	7.26%	8.56%

대우건설 (047040/KS | 매수(신규편입) | T.P 8,500 원(신규편입))

장부 클린화, 진격의 턴어라운드 기대

대우건설에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 8,500 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 회계 이슈 마무리로 인해 해외 현장의 보수적 원가 반영에 따른 실적 가시성이 확보되었다. 2017년 국내 부문에서만 영업이익이 8,000 억원 이상 기록할 것으로 보이며, 이는 해외 저마진 현장의 준공에 따른 일부 적자의 완충으로 작용할 것으로 보인다. SK 증권은 강한 턴어라운드가 기대되는 대우건설을 2017년 건설주 내 차선호주 종목으로 추천한다.

주택 부문을 필두로 국내 사업부의 강한 이익 견인 지속

대우건설은 해외 부문이 있는 건설사 중 압도적으로 국내 주택 부문의 익스포져가 크다. 지난해 주택 부문의 매출총이익률은 18.9%로 우수한 수준을 기록하고 있다. 지난해 국내 부문의 영업이익률이 11% 수준, 2017년 예상 국내 매출액이 8조원임을 감안하면, 국내부문에서만 8,000 억원 이상의 영업이익 달성이 가능할 것으로 추정할 수 있다.

해외 현안 프로젝트의 마무리가 관건이나, 이익 개선은 명확하다

이러한 국내 부문의 이익 버퍼에 해외 손실이 얼마나 더해지는지에 따라 회사가 제시한 영업이익 7,000 억원 달성 여부가 판가름나게 된다. SK 증권은 2017년 대우건설 해외 부문 원가율이 105% 수준으로 마무리될 것으로 추정했다. 기 반영한 원가로 인해 손실의 폭 자체는 2016년 대비 크지 않을 것으로 추정했다. 이 경우 별도 기준 영업이익만 5,700 억원 수준으로 전년 대비 크게 개선되는 것을 확인할 수 있다. 연결기준으로는 베트남 주택사업부문의 영업이익 800 억원까지 더해져 6,500 억원 이상의 영업이익은 무난히 달성할 수 있을 것으로 보인다.

강한 턴어라운드로 ROE 18% 수준 달성할 것으로 기대

대우건설은 장부가 클린화 된 이후 강한 턴어라운드가 나타날 것으로 기대되는 만큼 타 사 대비 멀티플이 다소 높은 상황이다. 그러나 주택 익스포져가 큰 만큼 2017년 ROE는 18% 수준까지 달성 가능할 것으로 보이며, 이는 국내 건설주 평균 2017E ROE 10.1%를 훨씬 상회하는 수준이다. 회계 이슈 마무리에 따른 실적 가시성 확보로 강한 턴어라운드 포텐셜이 생긴 대우건설에 투자 의견 BUY, 목표주가 8,500 원을 제시하며 건설주 내 차선호주 종목으로 추천한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	9,995	9,890	11,106	11,401	11,650	11,394
yoy	%	13.8	-1.1	12.3	2.7	2.2	-2.2
영업이익	십억원	427	169	-467	653	745	762
yoy	%	흑전	-60.4	적전	흑전	14.1	2.3
EBITDA	십억원	485	241	-390	747	862	906
세전이익	십억원	184	119	-1,011	544	635	653
순이익(지배주주)	십억원	132	106	-736	387	477	490
영업이익률	%	4.3	1.7	-4.2	5.7	6.4	6.7
EBITDA마진	%	4.9	2.4	-3.5	6.5	7.4	7.9
순이익률	%	1.3	1.1	-6.6	3.4	4.1	4.3
EPS	원	319	255	-1,770	932	1,147	1,179
PER	배	18.5	22.0	n/a	7.8	6.3	6.2
PBR	배	0.9	0.8	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	9.4	16.1	n/a	6.4	4.2	4.1
ROE	%	5.0	3.9	-31.7	18.6	18.1	15.8
순차입금	십억원	2,114	1,550	2,349	1,727	560	724
부채비율	%	276.4	258.6	371.2	306.3	257.8	218.8

Valuation 및 실적 추정

SK 증권은 대우건설에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 8,500 원으로 커버리지를 개시한다. 밸류에이션은 PBR, PER 두 가지 멀티플을 사용했다. Big Bath 이후 강한 턴어라운드 가능성이 예상되는만큼 EPS 증가에 따른 PER 멀티플을 함께 고려해야 한다는 판단이다. 턴어라운드 이후 개선될 ROE 수준은 18%로 추정하며, 이는 건설 업종 평균 ROE 인 10%를 훨씬 상회하는 수준이다. 해외 턴어라운드, 주택 이익 증가로 실적 가시성이 크게 개선된 대우건설을 2017년 건설주 내 차선호주 종목으로 추천한다.

대우건설 목표주가

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	6,382	4,507	5,468	6,591
BPS 증가율 (%)	0.0	-29.4	21.3	20.5
ROE (%)	3.9	-31.7	18.6	18.1
PBR (X)	0.84	1.52	1.26	1.06
적용BPS	6,029	2017~2018E 평균 BPS		
적정 Multiple (X)	1.1	건설 2017E 평균 PBR 1X에서 10% 프리미엄 적용		
목표주가 (원) ①	6,632			
EPS (원)	255	-1,770	932	1,147
EPS 증가율 (%)	-20.0	적자전환	흑자전환	23.0
PER (X)	22.0	n/a	7.8	6.3
적용EPS	1,039	2017~2018E 평균 BPS		
적정 Multiple (X)	10	국내 건설 2017E 평균 PER		
목표주가 (원) ②	10,393			
목표주가 (원)	8,500 ①, ② 평균			
현재주가 (원 03/24)	7,060			
Upside (%)	20.4			

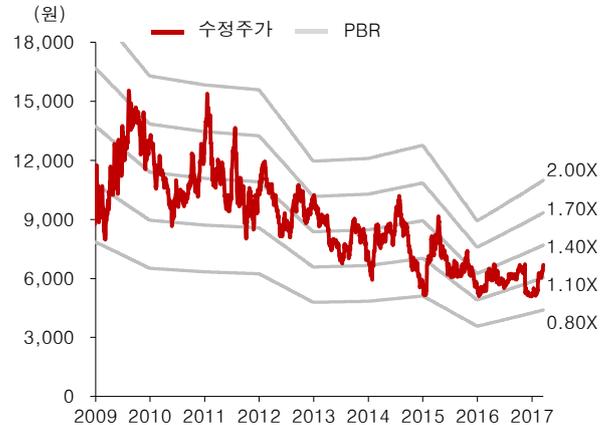
자료: FnGuide, SK 증권

대우건설 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

대우건설 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

2017년 매출액은 전년동기대비 2.7% 증가한 11조 4,010억원, 영업이익은 전년동기 대비 흑자전환한 6,533억원으로 추정한다. 별도기준으로는 토목, 건축, 플랜트 부문의 지난해 신규 수주 감소에 따른 매출 감소로 성장률이 다소 둔화될 것으로 보이나, 베트남 주택사업 현장에서의 연결 매출액 3,400억원이 더해지면서 연결 기준 매출액은 전년보다 소폭 증가한 수준으로 추정했다. 이익의 경우는 사실상 해외 부문 손실이 얼마나 더해지는지에 따라 회사가 제시한 영업이익 7,000억원 달성 여부가 판가름나게 된다. SK증권은 2017년 대우건설 해외 부문 원가율이 105% 수준으로 마무리될 것으로 추정했다. 주택 연결기준으로는 베트남 주택사업부문의 영업이익 800억원까지 더해져 6,500억원 이상의 영업이익은 무난히 달성할 수 있을 것으로 보인다.

대우건설 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	9,890	11,106	11,401	2,570	3,028	2,818	2,690	2,533	2,826	3,183	2,859
주택	3,178	3,498	3,936	670	973	849	1,006	927	1,003	998	1,008
토목	1,193	1,197	1,090	260	306	299	333	219	285	271	315
건축	1,835	2,266	2,207	475	556	569	666	497	605	558	548
플랜트	545	665	646	117	152	169	227	117	132	210	186
해외	3,107	3,344	3,024	1,023	1,006	892	423	733	761	773	757
기타	20	17	17	5	4	5	3	4	4	4	5
연결	58	141	481	20	32	37	53	35	35	370	41
Sales Growth (YoY %)	-1.1	12.3	2.7	17.1	17.5	9.8	3.5	-1.4	-6.7	13.0	6.3
주택	9.9	10.1	12.5	-7.5	16.6	9.2	19.6	38.3	3.2	17.5	0.2
토목	-1.5	0.3	-9.0	8.1	-1.3	-1.9	-1.7	-15.6	-6.6	-9.4	-5.7
건축	-20.0	23.5	-2.6	-1.5	1.2	22.8	95.7	4.6	8.7	-1.9	-17.7
플랜트	91.8	22.0	-2.8	122.0	114.0	-36.8	47.2	0.2	-12.9	24.7	-17.9
해외	-1.5	7.6	-9.6	49.1	34.7	13.4	-52.3	-28.3	-24.3	-13.3	78.9
Sales Growth (QoQ %)				-1.1	17.8	-7.0	-4.5	-5.8	11.6	12.6	-10.2
주택				-20.3	45.1	-12.7	18.4	-7.8	8.2	-0.6	1.0
토목				-23.5	17.7	-2.3	11.7	-34.3	30.3	-5.2	16.2
건축				39.8	17.0	2.3	17.0	-25.3	21.7	-7.7	-1.8
플랜트				-24.1	29.4	11.1	34.8	-48.3	12.5	59.1	-11.3
해외				15.3	-1.7	-11.4	-52.5	73.3	3.8	1.5	-2.1
매출총이익률 (%)	5.7	0.9	10.4	6.1	7.6	8.7	-20.0	9.5	9.5	11.8	10.8
주택	16.8	18.9	17.8	16.7	21.3	19.2	17.8	17.4	17.4	17.7	18.6
토목	6.3	3.9	5.7	9.2	9.6	2.2	-3.7	5.8	5.5	5.9	5.7
건축	4.6	15.9	15.8	14.4	15.7	16.1	16.9	15.6	15.8	16.1	15.8
플랜트	16.4	11.0	11.5	16.3	9.8	8.0	11.5	11.6	11.5	11.7	11.2
해외	-3.0	-32.9	-5.0	-7.1	-11.5	-3.7	-208.2	-4.4	-5.0	-4.5	-6.1
영업이익	169	-467	653	61	106	98	-732	123	134	225	172
영업이익률 (%)	1.7	-4.2	5.7	2.4	3.5	3.5	-27.2	4.9	4.7	7.1	6.0
지배주주순이익	106	-736	387	-19	37	43	-797	63	73	115	137
순이익률 (%)	1.1	-6.6	3.4	-0.7	1.2	1.5	-29.6	2.5	2.6	3.6	4.8

자료: 대우건설, SK증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,988	6,700	6,267	7,068	8,962
현금및현금성자산	326	539	-250	382	1,559
매출채권 및 기타채권	3,821	3,351	3,712	3,811	4,469
재고자산	1,232	1,285	1,126	1,156	1,181
비유동자산	3,272	3,452	3,322	2,858	1,483
장기금융자산	845	759	751	744	736
유형자산	798	936	926	1,134	1,319
무형자산	115	120	120	120	120
자산총계	10,260	10,152	9,589	9,926	10,445
유동부채	4,234	4,672	4,893	4,810	4,841
단기금융부채	1,215	1,143	1,156	1,169	1,183
매입채무 및 기타채무	1,048	1,119	1,327	1,231	1,248
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,301	2,650	2,661	2,673	2,685
장기금융부채 (사채+장차)	1,225	946	951	956	960
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	572	355	359	362	366
부채총계	7,535	7,321	7,554	7,483	7,526
지배주주지분	2,630	2,773	1,993	2,393	2,860
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	549	550	550	550	550
기타자본구성요소	-99	-99	-99	-99	-99
자기주식	-102	-102	-102	-102	-102
이익잉여금	257	395	-360	48	525
비지배주주지분(연결)	96	58	42	50	60
자본총계	2,726	2,831	2,035	2,443	2,919
부채와자본총계	10,260	10,152	9,589	9,926	10,445

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	272	685	-526	896	1,440
당기순이익(손실)	130	105	-755	408	477
비현금수익비용가감	304	359	485	512	547
유형자산감가상각비	48	62	67	83	107
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	358	310	310	310	310
운전자본감소(증가)	-161	222	-256	-24	416
매출채권의감소(증가)	-183	340	361	99	658
재고자산의감소(증가)	318	153	-159	30	25
매입채무의증가(감소)	-5	-21	-208	97	-18
기타	-290	-249	-249	-249	-249
법인세납부	-51	6	-33	-24	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-61	-541	-330	-330	-330
금융자산감소(증가)	84	-25	-5	-5	-5
유형자산처분(취득)	3	6	6	6	6
무형자산감소(증가)	-3	-5	0	0	0
기타투자활동	11	-77	-33	-33	-33
재무활동으로 인한 현금흐름	-297	69	66	66	66
단기금융부채의 증가(감소)	-341	21	13	13	14
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	44	48	48	48	48
현금의 증가	-84	213	-789	632	1,177
기초현금	410	326	539	-250	382
기말현금	326	539	-250	382	1,559
FCF	116	245	-824	598	1,142

자료: 대우건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,995	9,890	11,106	11,401	11,650
매출원가	9,231	9,331	11,011	10,210	10,355
매출총이익	764	559	95	1,191	1,295
매출총이익률(%)	7.6	5.7	0.9	10.4	11.1
판매비와관리비	337	390	562	537	549
영업이익	427	169	-467	653	745
영업이익률(%)	4.3	1.7	-4.2	5.7	6.4
조정영업이익	427	169	-467	653	745
비영업손익	-243	-49	-544	-110	-110
순금융손익	-95	-76	-68	-67	-67
외환관련손익	45	-1	-13	-13	-13
관계기업등 투자손익	13	-19	-6	-7	-7
세전계속사업이익	184	119	-1,011	544	635
세전계속사업이익률(%)	1.8	1.2	-9.1	4.8	5.5
계속사업법인세	54	15	-256	136	159
계속사업이익	130	105	-755	408	477
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	130	105	-755	408	477
순이익률(%)	1.3	1.1	-6.8	3.6	4.1
지배주주	132	106	-736	387	477
지배주주귀속 순이익률(%)	1.3	1.1	-6.6	3.4	4.1
비지배주주	-3	-1	-19	20	0
총포괄이익	56	105	-724	377	445
지배주주	60	105	-704	366	433
비지배주주	-4	-0	-20	10	12
EBITDA	485	241	-390	747	862

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	13.8	-1.1	12.3	2.7	2.2
영업이익	흑전	-60.4	적전	흑전	14.1
세전계속사업이익	흑전	-35.0	적전	흑전	16.9
EBITDA	흑전	-50.4	적전	흑전	15.5
EPS	흑전	-20.0	적전	흑전	23.0
수익성(%)					
ROA(%)	1.3	1.0	-7.6	4.2	4.7
ROE(%)	5.0	3.9	-31.7	18.6	18.1
EBITDA마진(%)	4.9	2.4	-3.5	6.5	7.4
안정성(%)					
유동비율(%)	165.1	143.4	128.1	146.9	185.1
부채비율(%)	276.4	258.6	371.2	306.3	257.8
순차입금/자기자본(%)	77.6	54.8	115.4	70.7	19.2
EBITDA/이자비용(배)	3.9	2.5	-4.2	8.3	9.5
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	319	255	-1,770	932	1,147
BPS	6,050	6,382	4,507	5,468	6,591
CFPS	201	190	-664	515	607
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	32.5	36.6	n/a	7.8	6.3
PER(최저)	17.0	20.1	n/a	5.5	4.4
PBR(최고)	1.6	1.4	1.5	1.3	1.1
PBR(최저)	0.9	0.8	1.1	0.9	0.7
PCR	29.3	29.4	-11.0	14.1	12.0
EV/EBITDA(최고)	13.1	22.3	n/a	6.4	4.2
EV/EBITDA(최저)	9.1	15.3	n/a	5.1	3.1

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	매수 (신규) <애널리스트 변경>	8,500원
	2016.01.19	매수	8,000원
	2015.10.28	매수	8,800원
	2015.09.24	매수	8,800원
	2015.05.31	매수	8,800원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sallykim@sk.com

02-3773-8919

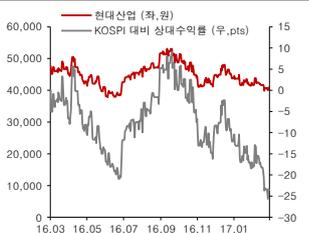
Company Data

자본금	377 십억원
발행주식수	7,538 만주
자사주	376 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,079 십억원
주요주주	
정몽규(외9)	18.56%
국민연금공단	9.30%
외국인지분률	50.65%
배당수익률	1.56%

Stock Data

주가(17/03/24)	41,100 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	53,100 원
52주 최저가	37,800 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.66%	-19.22%
6개월	-20.99%	-16.37%
12개월	-14.18%	-13.18%

현대산업 (012630/KS | 매수(신규편입) | T.P 53,000 원(신규편입))

주택 다운턴이 무섭지 않다

현대산업에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 53,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. SK 증권은 주택 매크로 지표 둔화 및 부동산 조정에 따른 부동산 유관주의 수급적 소외 지속에도 불구하고, 현대산을 2017년 건설주 내 차선호 종목으로 추천한다. 우량한 현금 여력 및 압도적인 주택 마진으로 실적 호조를 유지하고 있는 현대산업에 대해 현 주가 수준 (PER 7.9X)에서 Bottom Fishing 접근이 충분히 가능하다는 판단이다.

주택 다운사이클이나, 과도한 멀티플 조정이 일어나는 중

현대산업의 2017년 예상 EPS 성장률은 22.6%로, 지난 해 41.5% 대비해서는 다소 감소한 상황이지만 여전히 큰 폭의 성장이 지속되고 있는 모습이다. 주택 매매거래량 감소, 투자심리 위축, 가격 보험세 지속 및 금융권의 대출 규제, 금리 인상 가능성 등이 나타나는 상황에서 부동산 유관주에 높은 멀티플을 적용하기는 쉽지 않을 것이다. 그러나 2008년 한국 부동산 조정기 당시 이익이 감소했던 현대산업 PER은 10X 수준이었음을 돌아보면, 현대산업의 이익 개선은 강하게 지속되고 있기 때문에, PER 7.9X에서 충분히 Bottom Fishing이 가능하다는 판단이다.

자재주택 포함 전 사업부문 마진 개선, 높은 이익률 지속될 것

2015년 19.8%였던 자체주택부문 매출총이익률은 2016년 27.4%로 크게 개선되었다. 주요 개선 요인은 저마진 자재 현장 마무리 및 신규 공급한 자재 물량의 분양 호조에 기인한다. 현재 현대산업 자체주택 매출에 영향을 미치고 있는 수원 5차, 김포 사우동 등의 현장 매출총이익률이 30~40% 수준에 육박할 것으로 추정되기 때문에, 향후 30% 수준의 자체주택 마진 유지가 가능할 것으로 보인다. 그 밖에 토목 및 건축부문의 마진도 2017년 다소 개선될 것으로 추정되기 때문에, 높은 이익률 기조가 지속될 전망이다.

풍부한 현금 보유하고, 부동산 디벨로퍼로 가는 체력 다지기

현대산업은 2016년말 기준 현금성 자산 1.2조원, 차입금 7천억원으로 순현금 5천억원 수준을 보유하고 있다. 현금성 자산 1.2조원과 보유 영업용 재고자산 2,895억원 (토지, 건물, 3Q16 분기보고서 기준)을 더하면 1.5조원으로, 시가총액의 절반에 이르는 규모가 된다. 향후 부동산 디벨로퍼로서의 체력 다지기가 시작되고 있는 모습이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,477	4,603	4,750	5,316	5,453	5,392
yoy	%	6.2	2.8	3.2	11.9	2.6	-1.1
영업이익	십억원	225	390	517	595	667	679
yoy	%	흑전	72.9	32.8	14.9	12.3	1.8
EBITDA	십억원	267	432	559	636	709	722
세전이익	십억원	122	324	460	541	610	619
순이익(지배주주)	십억원	69	217	307	376	424	431
영업이익률	%	5.0	8.5	10.9	11.2	12.2	12.6
EBITDA마진	%	6.0	9.4	11.8	12.0	13.0	13.4
순이익률	%	1.5	4.7	6.5	7.1	7.8	8.0
EPS	원	913	2,876	4,069	4,989	5,624	5,713
PER	배	42.4	13.5	11.0	8.2	7.3	7.2
PBR	배	1.3	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	16.9	8.3	5.9	4.6	3.7	3.0
ROE	%	3.9	10.5	13.3	14.5	14.4	13.0
순차입금	십억원	1,587	666	-72	-134	-478	-902
부채비율	%	161.2	123.0	110.0	99.0	87.7	78.1

Valuation 및 실적 추정

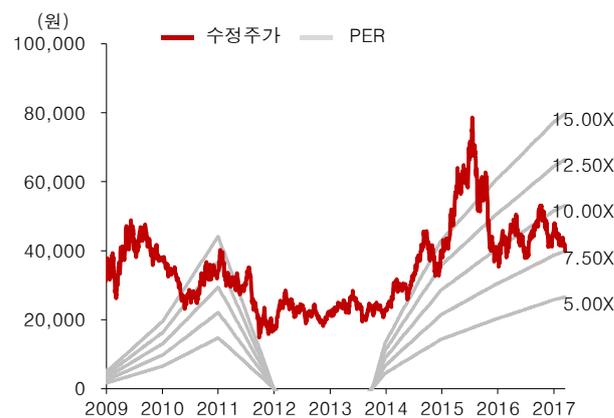
SK 증권은 현대산업에 대해 목표주가 53,000 원, 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 해외 수주가 긍정적으로 돌아서고 있지만, 부동산 시장이 위축됨에 따라 부동산 유관주의 수급적 소외가 나타나고 있다. 이에 따라 현대산업의 주가도 2016 년 고점 대비 20% 가까이 조정을 받은 상태이다. 그러나 부동산 조정기 (2008 년) 당시 이익이 역성장을 기록하던 현대산업 Forward PER 이 10X 수준이었음을 감안했을 때, PER 8X 수준의 현 주가는 지나치게 저평가되었다는 판단이다. 자체주택 마진 개선에 따른 이익성장률이 견조하게 나타나고, 보유 현금 여력 확대로 인해 추후 디벨로퍼로서의 성장역량을 다지고 있는 현대산업을 건설 섹터 내 차선후주로 추천한다.

현대산업 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
EPS (원)	2,876	4,069	4,989	5,624
EPS 증가율 (%)	214.9	41.5	22.6	12.7
PER (X)	13.49	11.05	8.19	7.26
적용EPS (원)	5,307	2017~2018E 평균 EPS		
Target Multiple (X)	10	부동산 조정기 (2008~2009년) 당시 멀티플 적용		
목표주가 (원)	53,000			
현재주가 (원, 03/24)	41,100			
Upside (%)	29.0			

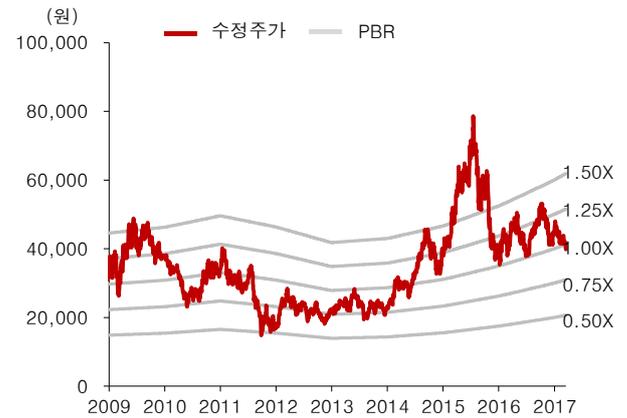
자료: FnGuide, SK 증권

현대산업 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

현대산업 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

2017년 매출액은 전년동기대비 11.9% 증가한 5조 3,164억원, 영업이익은 전년동기 대비 14.9% 증가한 5,945억원으로 추정한다. 자체주택 공급은 2016년 7000여세대에서 2017년 5000세대 수준으로 감소하며, 외주주택을 포함해 토목, 건축 전 공종에서의 매출액 상승이 나타날 것으로 보인다. 따라서 자체 주택 매출 비중은 전년 대비 다소 감소할 것으로 보이나, 매출총이익률이 30% 수준으로 개선되면서 이익 개선세를 끌어갈 것으로 전망한다.

현대산업 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	4,603	4,750	5,316	980	1,208	1,165	1,397	1,087	1,338	1,348	1,544
별도매출	3,348	3,507	4,086	683	895	862	1,067	799	1,027	1,036	1,224
자체주택	1,326	1,232	1,277	271	343	312	306	258	330	320	369
자체주택 비중 (%)	39.6	35.1	31.3	39.7	38.3	36.2	28.7	32.3	32.2	30.9	30.2
외주주택	1,158	1,530	1,727	241	359	388	542	315	420	455	537
토목	405	343	575	83	97	80	83	123	137	146	169
건축	298	232	336	54	63	48	67	68	91	80	96
기타	163	170	170	34	33	34	69	34	48	35	53
연결조정	1,254	1,243	1,230	297	313	303	330	288	311	312	320
Sales Growth (YoY %)	28	32	11.9	(1.8)	(2.6)	1.7	14.6	10.9	10.7	15.8	10.5
자체주택	19.0	-7.1	3.7	-5.7	-11.8	4.0	-12.6	-4.9	-3.8	2.6	20.7
외주주택	9.5	32.2	12.9	5.9	12.5	28.9	74.8	30.9	17.0	17.2	-0.9
토목	-26.7	-15.3	67.8	-4.6	1.0	-21.6	-30.8	48.7	41.6	82.6	103.0
건축	-1.6	-22.0	44.9	-4.6	-16.0	-36.0	-26.4	26.8	44.5	67.7	43.5
Sales Growth (QoQ %)	9.5	32.2	12.9	5.9	12.5	28.9	74.8	30.9	17.0	17.2	(0.9)
자체주택				-22.6	26.6	-9.0	-1.9	-15.7	28.0	-3.0	15.4
외주주택				-22.3	49.0	8.1	39.7	-41.8	33.2	8.2	18.1
토목				0.0	-21.4	-41.8	-43.2	48.7	11.3	6.3	15.4
건축				-40.7	16.7	-23.8	39.6	2.2	33.0	-11.6	19.5
매출총이익	797	898	1,017	161	257	216	264	198	276	245	299
매출총이익률 (%)	17.3	18.9	19.1	16.4	21.3	18.5	18.9	18.2	20.6	18.2	19.4
별도	16.5	19.3	18.9	13.8	21.2	18.6	21.7	17.2	19.5	18.3	19.9
자체주택	19.8	27.4	30.0	19.9	30.1	27.4	31.1	28.2	30.4	30.2	30.6
외주주택	20.2	16.2	16.9	13.6	16.8	16.4	16.8	16.5	16.8	16.7	17.3
토목	1.2	7.3	4.3	9.6	11.7	3.6	3.3	3.7	4.4	4.7	4.4
건축	5.4	5.3	5.2	-2.9	22.9	-0.3	-0.7	4.7	4.9	5.6	5.5
영업이익	390	517	595	86	161	142	128	112	155	154	173
영업이익률 (%)	8.5	10.9	11.2	8.8	13.3	12.2	9.2	10.3	11.6	11.4	11.2
YoY %	73.5	32.8	14.9	58.2	59.6	64.3	-13.2	29.8	-3.4	8.5	34.9
QoQ %				-41.8	86.8	-11.5	-9.7	-13.0	39.0	-0.6	12.2
지배주주순이익	217	307	376	42	113	84	69	60	100	100	117
순이익률 (%)	4.7	6.5	7.1	4.2	9.3	7.2	4.9	5.5	7.5	7.4	7.6
YoY %	214.9	41.5	22.6	47.9	123.8	12.1	8.1	44.4	-11.4	18.7	69.9
QoQ %				-34.7	171.1	-25.5	-18.0	-12.8	66.4	-0.2	17.4

자료: 현대산업 SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	3,981	3,409	3,645	4,227	4,766
현금및현금성자산	248	548	1,152	1,205	1,539
매출채권 및 기타채권	1,542	1,168	1,070	1,311	1,344
재고자산	1,459	998	768	1,020	1,195
비유동자산	1,955	2,101	2,139	1,985	1,878
장기금융자산	430	428	442	442	442
유형자산	856	844	851	860	869
무형자산	19	15	16	16	16
자산총계	5,937	5,510	5,785	6,211	6,644
유동부채	2,568	2,020	2,264	2,317	2,318
단기금융부채	1,239	723	745	735	725
매입채무 및 기타채무	620	584	592	660	672
단기충당부채	4	4	5	5	5
비유동부채	1,096	1,020	766	773	785
장기금융부채 (사채+장차)	595	490	335	335	336
장기매입채무 및 기타채무	4	4	3	3	4
장기충당부채	223	234	212	223	234
부채총계	3,664	3,039	3,030	3,090	3,104
지배주주지분	2,181	2,358	2,622	2,975	3,379
자본금	377	377	377	377	377
자본잉여금	179	179	179	179	179
기타자본구성요소	-140	-141	-142	-142	-142
자기주식	-84	-84	-84	-84	-84
이익잉여금	1,726	1,917	2,186	2,539	2,943
비지배주주지분(연결)	92	113	133	146	161
자본총계	2,273	2,471	2,755	3,121	3,540
부채외자본총계	5,937	5,510	5,785	6,211	6,644

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	528	1,028	840	155	438
당기순이익(손실)	83	239	331	406	457
비현금수익비용가감	80	249	192	196	198
유형자산감가상각비	40	41	40	40	40
무형자산상각비	2	1	1	1	1
기타	67	155	123	123	123
운전자본감소(증가)	365	540	316	-446	-217
매출채권및기타채권의 감소(증가)	206	110	39	-241	-34
재고자산의 감소(증가)	584	575	344	-252	-176
매입채무및기타채무의 증가(감소)	-81	-15	-41	68	12
기타	-344	-130	-25	-22	-20
법인세납부	-12	-14	-85	-77	-69
투자활동으로 인한 현금흐름	-165	-64	-89	-34	-36
금융자산감소(증가)	-145	-14	-34	19	17
유형자산처분(취득)	0	0	1	1	1
무형자산감소(증가)	-0	-1	-1	0	0
기타투자활동	1	-26	-4	-4	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-404	-665	-146	-68	-68
단기금융부채의 증가(감소)	-564	-863	-277	-10	-10
장기금융부채의 증가(감소)	165	222	174	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	-22	-37	-53	-53
기타재무활동	-1	-1	-6	-5	-5
현금의 증가	-41	300	605	52	334
기초현금	289	248	548	1,152	1,205
기말현금	248	548	1,152	1,205	1,539
FCF	507	1,004	790	105	388

자료: 현대산업, SK증권 추정

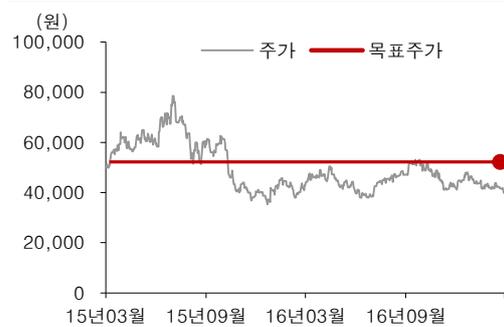
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	4,477	4,603	4,750	5,316	5,453
매출원가	3,974	3,806	3,855	4,299	4,376
매출총이익	504	796	895	1,017	1,077
매출총이익률(%)	11.3	17.3	18.8	19.1	19.7
판매비와관리비	278	407	378	423	409
영업이익	225	390	517	595	667
영업이익률(%)	5.0	8.5	10.9	11.2	12.2
조정영업이익	225	390	517	595	667
비영업손익	-104	-65	-58	-54	-58
순금융손익	-58	-38	-16	-15	-18
외환관련손익	3	-0	-3	-3	-3
관계기업등 투자손익	3	2	-6	-6	-6
세전계속사업이익	122	324	460	541	610
세전계속사업이익률(%)	2.7	7.0	9.7	10.2	11.2
계속사업법인세	38	86	129	135	152
계속사업이익	83	239	331	406	457
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	83	239	331	406	457
순이익률(%)	1.9	5.2	7.0	7.6	8.4
지배주주	69	217	307	376	424
지배주주귀속 순이익률(%)	1.5	4.7	6.5	7.1	7.8
비지배주주	14	22	24	30	33
총포괄이익	76	220	326	415	467
지배주주	63	199	302	384	433
비지배주주	14	21	24	31	34
EBITDA	267	432	559	636	709

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	6.2	2.8	3.2	11.9	2.6
영업이익	흑전	72.9	32.8	14.9	12.3
세전계속사업이익	흑전	166.5	41.7	17.7	12.7
EBITDA	흑전	61.7	29.3	13.8	11.6
EPS	흑전	214.9	41.5	22.6	12.7
수익성(%)					
ROA(%)	1.3	4.2	5.9	6.8	7.1
ROE(%)	3.9	10.5	13.3	14.5	14.4
EBITDA마진(%)	6.0	9.4	11.8	12.0	13.0
안정성(%)					
유동비율(%)	155.0	168.8	161.0	182.4	205.6
부채비율(%)	161.2	123.0	110.0	99.0	87.7
순차입금/자기자본(%)	69.8	26.9	-2.6	-4.3	-13.5
EBITDA/이자비용(배)	3.2	6.7	11.8	14.4	16.2
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	913	2,876	4,069	4,989	5,624
BPS	28,669	31,080	34,571	39,253	44,620
CFPS	146	299	390	464	517
주당 현금배당금	50	300	500	700	700
Valuation지표(배)					
PER(최고)	50.6	27.6	13.3	10.6	9.4
PER(최저)	24.3	12.7	8.5	7.6	6.7
PBR(최고)	1.6	2.6	1.6	1.4	1.2
PBR(최저)	0.8	1.2	1.0	1.0	0.8
PCR	265.4	129.7	115.2	87.9	79.1
EV/EBITDA(최고)	18.8	15.3	7.0	6.1	5.0
EV/EBITDA(최저)	12.3	8.0	4.6	4.3	3.3

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	매수 (신규)	53,000원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세련
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	355 십억원
발행주식수	7,100 만주
자사주	144 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,283 십억원
주요주주	
허창수(외18)	28.94%
국민연금공단	7.61%
외국인지분률	15.35%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/24)	31,250 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	32,000 원
52주 최저가	23,650 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.92%	7.37%
6개월	7.47%	10.22%
12개월	14.42%	13.41%

GS 건설 (006360/KS | 중립(신규편입) | T.P 35,000 원(신규편입))

그 어느때보다 강한 턴어라운드 기대

GS 건설에 대해 투자 의견 HOLD, 목표주가 35,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. GS 건설의 이익 턴어라운드는 해외 현안 프로젝트의 순차적 준공, 주택 매출액 상승에 따른 이익 기여 확대에 따라 그 어느 때보다 강하게 나타날 것으로 기대된다. 다만, 현 주가 수준에서는 CB, BW 등 추가 자금 조달에 따른 주가 희석 리스크를 고려해야 한다는 판단이다.

중동발 해외 수주 기대감 지속

최근 GS 건설의 오만 두쿰 정유 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC-사이렘 컨소시엄), 바레인 밥코 정유 현대화시설 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC 컨소시엄), 보츠나와 발전 프로젝트 (7 억달러, 가계약 체결 상태, 16년 12월) 등의 가시권내 해외 수주 기대감이 주가 상승을 견인하고 있다. 그 밖에 투르크메니스탄 정유 3 억달러, 가봉 정유 15 억달러 등 해외 투자 사이클 확대에 따른 연내 추가 수주 기대감은 지속될 것으로 보인다.

해외 부문 정상화, 국내 주택 매출액 증가에 따른 실적 호조 예상

GS 건설의 현안 프로젝트인 사우디 라빅 UO1, UAE RRE 등의 종료로 손실 리스크가 크게 감소한 상황이다. 그 밖에 사우디 라빅 CP3&4, 쿠웨이트 NLTF, 태국 UHV 등의 프로젝트가 연내 준공 또는 준공 승인을 받을 것으로 보인다. 2009~2012년 수주한 저가 수주들이 드디어 잔고에서 클린화될 것으로 기대된다. 이와 더불어 국내 주택 부문 역시 기성액 증가에 따라 2016년 3조원 수준의 매출에서 2017년 5조원까지 증가가 가능할 것으로 보여, 강한 턴어라운드가 나타나는 한 해가 될 것으로 보인다.

현 주가 수준에서 높은 상승률을 기대하기는 쉽지 않다

단, 이미 주가는 이러한 기대감들을 선제적으로 반영하고 있는 모습이다. GS 건설의 주가는 52주 저점 대비 40% 상승한 상황이다. 또한, 올해 7월 만기도래하는 CB 전환가액이 34,000 원으로 설정되어 있어 주가를 누르는 심리적 허들로 작용할 가능성도 있어 보인다. 회사채 조달이 경색된 만큼 추가적으로 CB, BW 등을 발행할 리스크를 배제할 수 없기 때문에 추가적 업사이드는 다소 제한적일 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	9,488	10,573	11,036	12,113	12,567	12,254
yoy	%	-0.8	11.4	4.4	9.8	3.8	-2.5
영업이익	십억원	51	122	143	402	501	491
yoy	%	흑전	138.6	17.1	181.1	24.5	-1.9
EBITDA	십억원	58	128	149	408	507	498
세전이익	십억원	-30	31	21	275	375	366
순이익(지배주주)	십억원	-41	26	-26	261	355	346
영업이익률	%	0.5	1.2	1.3	3.3	4.0	4.0
EBITDA마진	%	0.6	1.2	1.3	3.4	4.0	4.1
순이익률	%	-0.4	0.2	-0.2	2.2	2.8	2.8
EPS	원	-578	367	-363	3,670	4,995	4,876
PER	배	n/a	53.8	n/a	7.2	5.3	5.4
PBR	배	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	61.0	16.1	18.8	6.3	5.0	4.0
ROE	%	-0.7	0.9	-0.6	6.0	7.6	6.9
순차입금	십억원	1,866	663	906	689	669	102
부채비율	%	265.6	288.5	298.9	288.2	278.3	265.0

Valuation 및 실적 추정

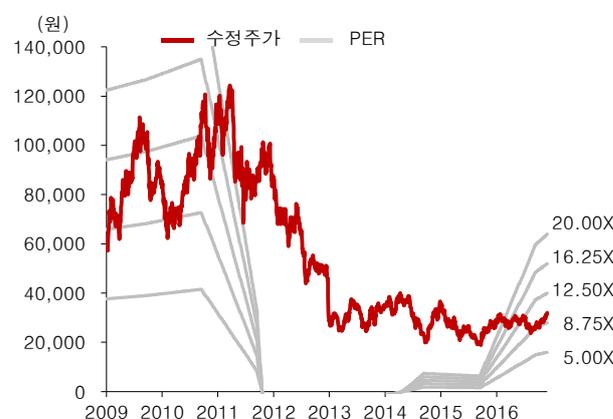
SK 증권은 GS 건설에 대해 목표주가 35,000 원, 투자 의견 HOLD 로 커버리지를 개시한다. 사우디 현안 프로젝트의 순차적 준공 및 주택 매출액 증가에 따라 2017 년은 그 어느때보다 강한 턴어라운드 가 나타날 것으로 전망한다. 최근 GS 건설의 오만 두쿰 정유 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC-사이펄 컨소시엄), 바레인 밥코 정유 현대 화시설 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC 컨소시엄), 보츠나와 발전 프로젝트 (7 억달러, 가계약 체결 상태) 등의 해외 신규 수주에 대한 기대감이 지속되고 있다. 다만, 최근 저점 대비 주가가 40% 수준까지 반등한 상황이며, 7 월에 만기가 도래할 CB 전 환가액이 34,000 원으로 설정되어 있어 심리적 허들을 형성할 것으로 보인다. 현 주가 시점에서 높은 수준의 주가 상승을 기대하기는 어렵다는 판단이다.

GS 건설 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	44,220	43,453	47,930	51,709
BPS Growth (%)	1.2	-1.7	10.3	7.9
ROE (%)	0.9	-0.6	6.0	7.6
PBR (X)	0.81	0.69	0.63	0.59
Target BPS (원)	49,820	2017~2018E 평균 BPS		
Target PBR (X)	0.70	ROE 개선세 감안, 건설주 PBR 10X에서 30% 할인		
목표주가 (원)	35,000			
현재주가 (03/23, 원)	31,250			
Upside (%)	12.0			

자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

2017년 매출액은 전년동기대비 9.8% 증가한 12조 1,125억원, 영업이익은 전년동기 대비 180.2% 증가한 402억원으로 추정한다. 이익 개선의 주요 요인은 해외 현안 프로젝트인 UAE RRE, 사우디 라빅 UO1 등의 공사 종료, 잔여 현안 프로젝트인 사우디 라빅 CP 3&4, 쿠웨이트 NLTF의 상반기 내 마무리가 예상되면서 해외 플랜트 부분의 마진율이 정상화 될 것으로 기대되기 때문이다. 또한 주택 기성액이 큰 폭으로 올라오면서 2017년 전체 건축/주택부문 매출액이 6조원으로 전년 대비 1조원 이상 상승할 것으로 보여, 주택 매출증가에 따른 이익 개선 역시 두드러질 것으로 보인다.

GS 건설 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	10,573	11,036	12,113	2,639	2,706	2,575	3,115	2,726	2,962	3,049	3,375
토목	1,266	1,383	1,246	337	364	305	377	298	300	280	368
플랜트	4,907	4,108	3,953	1,170	987	891	1,060	963	983	932	1,075
전력	910	662	658	178	157	126	201	146	157	157	198
건축/주택	3,311	4,814	6,186	939	1,180	1,237	1,458	1,302	1,505	1,662	1,718
매출원가	10,025	10,547	11,231	2,511	2,591	2,488	2,957	2,535	2,759	2,841	3,096
토목	1,208	1,320	1,188	325	341	299	356	286	285	267	350
플랜트	4,839	4,402	4,078	1,225	1,045	1,009	1,124	969	1,027	989	1,093
전력	960	679	659	162	181	130	206	149	160	156	195
건축/주택	2,838	4,076	5,245	784	1,003	1,035	1,254	1,116	1,273	1,414	1,443
Sales Growth (YoY %)	11.4	4.4	9.8	14.0	8.6	-7.7	4.7	3.3	9.5	18.4	8.3
토목	16.6	9.2	-9.9	9.8	19.7	-1.6	9.3	-11.5	-17.7	-8.2	-2.4
플랜트	16.8	-16.3	-3.8	1.8	-19.3	-27.8	-18.5	-17.7	-0.4	4.6	1.4
전력	-14.3	-27.3	-0.6	-3.8	-7.1	-47.5	-36.4	-17.9	-0.1	25.0	-1.6
건축/주택	17.7	45.4	28.5	52.7	61.4	27.9	46.1	38.6	27.6	34.3	17.8
Sales Growth (QoQ %)				-11.3	2.5	-4.9	21.0	-12.5	8.7	2.9	10.7
토목				-2.3	8.0	-16.2	23.6	-20.9	0.5	-6.5	31.3
플랜트				-10.1	-15.6	-9.7	19.0	-9.2	2.1	-5.2	15.3
전력				-43.7	-11.8	-19.7	59.5	-27.3	7.3	0.4	25.6
건축/주택				-5.9	25.7	4.8	17.9	-10.7	15.7	10.4	3.4
GPM (%)	5.2	4.4	7.3	4.8	4.3	3.4	5.1	7.0	6.8	6.8	8.3
토목	4.6	4.5	4.6	3.6	6.2	2.1	5.7	4.1	5.0	4.6	4.8
플랜트	1.4	-7.2	-3.1	-4.7	-5.9	-13.2	-6.0	-0.6	-4.5	-6.1	-1.6
전력	-5.5	-2.6	-0.1	9.1	-15.4	-3.3	-2.6	-2.1	-1.8	1.1	1.6
건축/주택	14.3	15.3	15.2	16.5	15.0	16.3	14.0	14.3	15.5	14.9	16.0
영업이익	122	143	402	29	23	38	53	72	85	111	135
영업이익률 (%)	1.2	1.3	3.3	1.1	0.8	1.5	1.7	2.6	2.9	3.6	4.0
지배주주순이익	26	-26	261	7	6	(19)	(20)	22	35	60	143
순이익률 (%)	0.2	-0.2	2.2	0.3	0.2	-0.7	-0.6	0.8	1.2	2.0	4.2

주: GS건설, SK증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	8,653	9,549	9,737	10,583	11,269
현금및현금성자산	2,151	2,429	2,356	2,563	2,573
매출채권 및 기타채권	4,297	4,470	4,777	5,310	5,853
재고자산	613	796	825	808	884
비유동자산	4,442	3,456	3,640	3,551	3,576
장기금융자산	850	831	901	919	937
유형자산	2,456	1,339	978	996	1,011
무형자산	170	145	194	169	181
자산총계	13,095	13,005	13,377	14,134	14,845
유동부채	6,127	7,139	7,225	7,432	7,677
단기금융부채	1,508	1,487	1,486	1,255	1,170
매입채무 및 기타채무	2,518	3,346	3,868	4,119	4,243
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,386	2,518	2,798	3,061	3,243
장기금융부채 (사채+장차)	2,509	1,605	1,777	1,997	2,072
장기매입채무 및 기타채무	136	163	34	35	35
장기충당부채	287	403	464	488	536
부채총계	9,513	9,657	10,023	10,493	10,921
지배주주지분	3,271	3,284	3,279	3,572	3,853
자본금	355	355	355	355	355
자본잉여금	611	611	611	611	611
기타자본구성요소	-141	-143	-143	-76	-76
자기주식	-76	-76	-76	-76	-76
이익잉여금	2,534	2,537	2,504	2,711	2,992
비지배주주지분(연결)	311	64	74	69	72
자본총계	3,582	3,348	3,353	3,641	3,924
부채외자본총계	13,095	13,005	13,377	14,134	14,845

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	572	-8	81	135	-24
당기순이익(손실)	-22	29	-20	206	281
비현금수익비용가감	145	100	273	258	255
유형자산감가상각비	62	69	58	57	59
무형자산상각비	15	14	10	10	10
기타	132	225	251	251	251
운전자본감소(증가)	449	-137	-172	-329	-560
매출채권의감소(증가)	198	-188	-198	-533	-544
재고자산의감소(증가)	-89	1	-65	17	-76
매입채무의증가(감소)	234	300	156	251	124
기타	107	-249	-65	-65	-65
법인세납부	-49	-80	-16	-49	-48
투자활동으로 인한 현금흐름	-334	508	-249	-120	-158
금융자산감소(증가)	-59	9	-114	-24	-24
유형자산처분(취득)	72	2	5	5	5
무형자산감소(증가)	-1	-0	-14	25	-12
기타투자활동	-38	724	-47	-47	-47
재무활동으로 인한 현금흐름	35	-228	78	175	175
단기금융부채의 증가(감소)	-526	-298	-106	-231	-85
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	221	75
자본의 증가(감소)	548	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	13	70	185	185	185
현금의 증가	286	277	-72	207	10
기초현금	1,866	2,151	2,429	2,356	2,563
기말현금	2,151	2,429	2,356	2,563	2,573
FCF	264	-235	2	56	-103

자료: GS건설, SK증권 추정

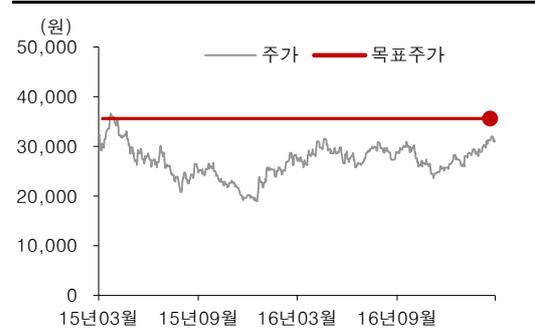
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	9,488	10,573	11,036	12,113	12,567
매출원가	9,059	10,025	10,547	11,231	11,570
매출총이익	429	548	488	882	997
매출총이익률(%)	4.5	5.2	4.4	7.3	7.9
판매비외관리비	378	426	345	480	497
영업이익	51	122	143	402	501
영업이익률(%)	0.5	1.2	1.3	3.3	4.0
조정영업이익	51	122	143	402	501
비영업손익	-81	-91	-122	-127	-126
손익공손익	-56	-76	-82	-87	-86
외환관련손익	24	-65	23	23	23
관계기업등 투자손익	4	293	3	3	3
세전계속사업이익	-30	31	21	275	375
세전계속사업이익률(%)	-0.3	0.3	0.2	2.3	3.0
계속사업법인세	-7	2	42	69	94
계속사업이익	-22	29	-20	206	281
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-22	29	-20	206	281
순이익률(%)	-0.2	0.3	-0.2	1.7	2.2
지배주주	-41	26	-26	261	355
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.4	0.2	-0.2	2.2	2.8
비지배주주	19	3	5	-54	-74
총포괄이익	-128	-44	8	178	252
지배주주	-145	-38	-3	-62	-88
비지배주주	17	-6	11	239	340
EBITDA	58	128	149	408	507

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	-0.8	11.4	4.4	9.8	3.8
영업이익	흑전	138.6	17.1	181.1	24.5
세전계속사업이익	적지	흑전	-31.8	1,189.8	36.1
EBITDA	흑전	122.0	16.0	174.6	24.3
EPS	적지	흑전	적전	흑전	36.1
수익성(%)					
ROA(%)	-0.2	0.2	-0.2	1.5	1.9
ROE(%)	-0.7	0.9	-0.6	6.0	7.6
EBITDA마진(%)	0.6	1.2	1.3	3.4	4.0
안정성(%)					
유동비율(%)	141.2	133.8	134.8	142.4	146.8
부채비율(%)	265.6	288.5	298.9	288.2	278.3
순차입금/자기자본(%)	52.1	19.8	27.0	18.9	17.0
EBITDA/이자비용(배)	0.5	1.1	1.2	3.1	3.9
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-578	367	-363	3,670	4,995
BPS	43,676	44,220	43,453	47,930	51,709
CFPS	256	296	177	403	480
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	101.5	n/a	8.7	6.4
PER(최저)	n/a	51.9	n/a	5.1	3.7
PBR(최고)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
PCR	90.8	66.7	149.8	65.8	55.3
EV/EBITDA(최고)	81.6	25.5	21.1	7.2	5.8
EV/EBITDA(최저)	58.1	15.8	15.1	4.9	3.9

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	중립 (신규) <애널리스트 변경>	35,000원
	2016.01.28	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

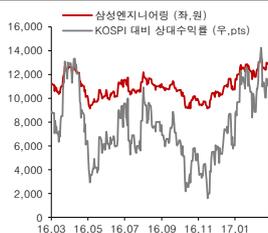
Company Data

자본금	980 십억원
발행주식수	19,600 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,548 십억원
주요주주	
삼성에스디아이(주)(외8)	20.54%
국민연금공단	6.03%
외국인지분률	12.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/24)	12,850 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	13,500 원
52주 최저가	9,150 원
60일 평균 거래대금	31 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.62%	5.97%
6개월	14.61%	8.82%
12개월	12.56%	12.01%

삼성엔지니어링 (028050/KS | 중립(신규편입) | T.P 13,000 원(신규편입))

숫자로 확인해야할 것들이 아직 많다

삼성엔지니어링에 대해 투자 의견 HOLD, 목표주가 13,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 이익 변동성이 높아 전형적인 고베타 종목이만큼, 해외 신규 수주 기대감에 따라 주가가 반등하는 모습이다. 그러나 신규 수주 및 이익 턴어라운드 모멘텀을 감안한다고 하더라도, 현 주가 수준에서 밸류에이션이 다소 부담스럽다는 판단이다.

2016년 부진했던 해외 수주, 2017년 3.5~4.0 조원 수준으로 증가할 것

삼성엔지니어링의 2016년 해외 부문 수주는 1.6 조원이나, 체인지 오더를 제외한 실제 신규 수주는 태국 왕노이 가스 압축설비 865 억원, 벡센타이어 체코 공장 2 천억원이 전부다. 그러나 2017년에는 UAE POC 2.5 조원, 태국 PTTPC 석유화학 프로젝트 6 천 억원 (2개 프로젝트 합산) 등의 프로젝트에서 낙찰 기대감이 큰 상황이다. 그 밖에 바레인 밥코 정유 (동사 기준 15 억달러, 테크남-TR 컨소시엄), 오만 두쿰 정유 (동사 기준 20 억달러, 치오다-페트로팩 컨소시엄) 등 주요 해외 메가 프로젝트에도 입찰 중이기 때문에, 2016년보다 훨씬 우호적인 신규 수주 흐름이 나타날 것으로 기대한다.

저마진 잔고 비중 축소, 전 사업 부문 마진을 개선세 나타날 것으로 기대

주요 현안 프로젝트였던 안부 발전 (도급금액 1.6 조원)의 공사 타절로 인해 비화공 부문 수주 잔고 감소 및 매출 감소가 불가피하나, 이로 인해 이익률은 개선될 것으로 기대된다. 지난 4분기 안부 발전 타절로 인해 본드콜에 따른 총당금 1,982 억원을 원가에 반영했으며, 잔고에서 사라지는 대신 이익에도 영향을 미치지 않게 된다는 점에서 긍정적이다. 그 밖에 2016년 수주한 삼성 그룹향 수주 3.5 조원의 매출액 인식에 따라 화공, 비화공 부문의 마진을 개선이 골고루 나타날 것으로 예상된다.

수주와 이익의 증가를 감안하더라도 부담스러운 밸류에이션

삼성엔지니어링 주가는 이미 저점 대비 30% 수준 증가한 상황으로, 해외 수주 모멘텀 및 이익 턴어라운드에 대한 기대감이 선제적으로 주가에 반영된 모습이다. 이익 변동 폭이 큰 만큼 베타가 높으나, 현 주가 수준에서 추가적인 주가 상승률을 기대하기는 밸류에이션이 부담스럽다고 판단, 투자 의견 HOLD 와 목표주가 13,000 원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	8,911	6,441	7,009	5,681	6,346	6,704
yoy	%	-9.1	-27.7	8.8	-19.0	11.7	5.6
영업이익	십억원	162	-1,454	70	127	142	156
yoy	%	흑전	적전	흑전	80.8	12.3	9.8
EBITDA	십억원	243	-1,370	149	204	216	228
세전이익	십억원	61	-1,450	56	126	144	160
순이익(지배주주)	십억원	55	-1,305	26	259	295	327
영업이익률	%	1.8	-22.6	1.0	2.2	2.2	2.3
EBITDA마진	%	2.7	-21.3	2.1	3.6	3.4	3.4
순이익률	%	0.6	-20.3	0.4	4.6	4.6	4.9
EPS	원	1,375	-32,632	131	1,321	1,504	1,670
PER	배	27.6	n/a	78.4	9.8	8.6	7.8
PBR	배	1.6	n/a	2.0	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	11.0	n/a	12.5	13.5	12.4	11.7
ROE	%	6.1	-408.8	2.7	8.9	9.2	9.3
순차입금	십억원	1,151	1,675	-161	207	140	117
부채비율	%	545.3	-1,899.3	454.1	365.1	338.1	294.3

Valuation 및 실적 추정

SK 증권은 삼성엔지니어링에 대해 목표주가 13,000 원, 투자 의견 HOLD 로 커버리지를 개시한다. 큰 폭의 이익 턴어라운드 기대됨에 따라 목표주가는 PBR, PER 멀티플을 동시에 고려하였다. 국내 Peer 와 비교하기에는 지나치게 낮은 기저가 있어, 목표 배수는 이익 추정치 기준 2017~2018E 평균 멀티플을 단순 적용했다. 이미 삼성엔지니어링 주가는 저점 대비 30% 수준 상승한 상황으로, 해외 수주 모멘텀 및 이익 턴어라운드에 대한 기대감이 선제적으로 주가에 반영된 모습이다. 따라서 추가적인 주가 상승을 위해서는 밸류에이션 부담을 해소할만한 기대치 이상의 강한 신규 수주 확보, 또는 컨센서스를 상회하는 높은 이익률 개선 등이 나타나야 할 것으로 보인다. 이익 변동 폭이 커 베타가 높은 종목이니만큼, 실제 신규 수주 확보 또는 상반기 실적 흐름을 확인한 후 매수해도 늦지 않아 보인다.

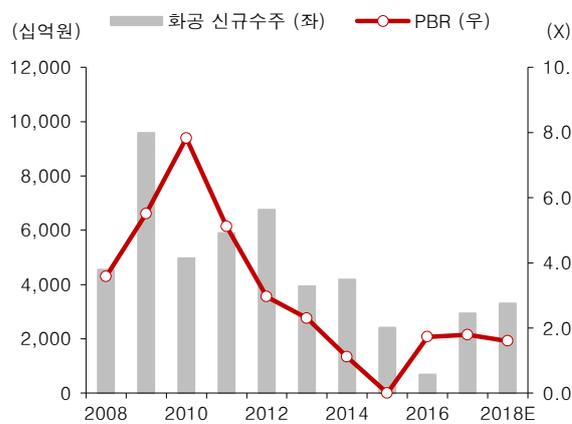
삼성엔지니어링 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	-9,119	4,669	5,236	5,795
BPS Growth (%)	적전	흑전	12.1	10.7
PBR (X)	n/a	2.9	2.4	2.1
ROE (%)	-408.8	2.7	8.9	9.2
Target BPS (원)	5,516	2017~2018E 평균 BPS		
Target PBR (X)	2.3	2017~2018E 평균 PBR		
목표주가 (원) ①	12,429			
EPS (원)	-32,632	131	1,321	1,504
EPS Growth (%)	적전	흑전	905.4	13.8
PER (X)	n/a	78.4	9.8	8.6
Target EPS (원)	1,413	2017~2018E 평균 EPS		
Target PER (X)	9.2	2017~2018E 평균 PER		
목표주가 (원)	13,055			
목표주가 (원) ②	13,000	①, ② 평균		
현재주가 (원 03/24)	12,850			
Upside (%)	1.2			

자료: FnGuide, SK 증권

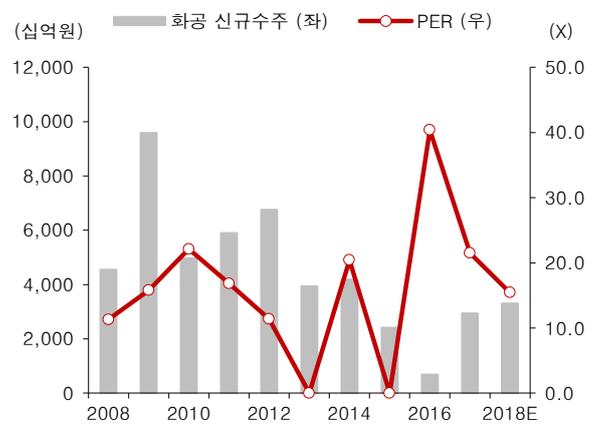
2017 년 매출액은 전년동기대비 19.0% 감소한 5 조 6,808 억원, 영업이익은 전년동기대비 81.0% 증가한 1,267 억원으로 추정한다. 저마진 현안 프로젝트였던 사우디 양부 발전 1.6 조원이 공사 타절로 인해 잔고에서 빠져나갔으며, 또한 2016 년 신규 수주가 5.0 조원 (캡티브 3.5 조원)에 그쳐 매출액의 역성장이 불가피하다. 다만 현안 프로젝트 이익 기여 감소 및 삼성 캡티브 공사 매출 기여에 따라 전 사업 부문 마진을 정상화가 기대되는 상황이다.

삼성엔지니어링 화공 신규수주, 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, 삼성엔지니어링, SK 증권

삼성엔지니어링 화공 신규수주, 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, 삼성엔지니어링, SK 증권

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	6,441	7,009	5,681	1,474	1,880	1,631.0	2,024	1,327	1,531	1,311	1,511
화공	3,283	3,290	2,498	808	812	722	948	690	661	566	581
비화공	3,159	3,719	3,183	666	1,068	909	1,076	637	870	746	930
매출원가	7,530	6,528	5,247	1,359	1,733	1,481	1,956	1,227	1,416	1,210	1,395
화공	4,229	2,993	2,314	713	786	699	795	638	613	522	540
비화공	3,301	3,534	2,933	646	947	781	1,160	588	802	688	855
Sales Growth (YoY %)	-27.7	8.8	-19.0	-16.8	2.0	90.3	2.8	-9.9	-18.5	-19.6	-25.4
화공	-38.9	0.2	-24.1	-24.8	-12.4	135.5	-2.7	-14.6	-18.6	-21.7	-38.7
비화공	-10.7	17.8	-14.4	-4.7	16.7	65.2	8.2	-4.3	-18.5	-17.9	-13.6
Sales Growth (QoQ %)				-25.1	27.5	-13.2	24.1	-34.4	15.4	-14.4	15.2
화공				-17.1	0.5	-11.1	31.3	-27.2	-4.2	-14.5	2.7
비화공				-33.0	60.3	-14.9	18.4	-40.8	36.6	-14.3	24.7
매출총이익률 (%)	-16.9	6.9	7.6	7.8	7.8	9.2	3.4	7.6	7.5	7.7	7.6
화공	-28.8	9.0	7.4	11.8	3.2	3.1	16.1	7.5	7.2	7.7	7.0
비화공	-4.5	5.0	7.8	3.0	11.4	14.0	-7.8	7.7	7.8	7.8	8.1
영업이익	-1,454	70	127	27	3	53	-13	29	34	32	31
영업이익률 (%)	-22.6	1.0	2.2	1.8	0.2	3.3	-0.7	2.2	2.2	2.5	2.1
지배주주순이익	-1,305	26	259	8	2	2	13	21	25	24	188
순이익률 (%)	-20.3	0.4	4.6	0.6	0.1	0.1	0.7	1.6	1.7	1.8	12.4

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	4,557	3,775	3,658	2,336	2,495
현금및현금성자산	388	696	882	414	381
매출채권 및 기타채권	3,365	2,374	2,360	1,556	1,721
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,595	1,856	1,862	2,807	2,821
장기금융자산	85	76	55	55	55
유형자산	690	687	657	629	604
무형자산	59	50	96	96	96
자산총계	6,152	5,631	5,520	5,143	5,317
유동부채	4,722	4,784	4,314	3,828	3,894
단기금융부채	1,319	1,965	1,452	1,244	1,038
매입채무 및 기타채무	3,181	2,634	2,582	2,300	2,569
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	476	1,160	210	210	209
장기금융부채 (사채+장차)	220	857	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7	5	5	5	5
부채총계	5,199	5,944	4,524	4,037	4,103
지배주주지분	953	-314	1,011	1,122	1,232
자본금	200	200	980	980	980
자본잉여금	49	49	454	454	454
기타자본구성요소	-285	-285	-193	-193	-193
자기주식	-285	-285	0	0	0
이익잉여금	1,013	-292	-198	-103	5
비지배주주지분(연결)	1	2	-15	-16	-18
자본총계	953	-313	996	1,106	1,214
부채와자본총계	6,152	5,631	5,520	5,143	5,317

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	278	-833	188	-333	101
당기순이익(손실)	56	-1,304	9	95	108
비현금수익비용가감	23	101	-79	-81	-79
유형자산감가상각비	66	67	48	47	44
무형자산상각비	15	17	30	30	30
기타	-66	85	-217	-217	-217
운전자본감소(증가)	198	370	258	-347	71
매출채권의감소(증가)	-15	1,060	-84	-803	165
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	91	-755	166	281	-269
기타	122	65	175	175	175
법인세납부	-84	-132	-74	-74	-74
투자활동으로 인한 현금흐름	-222	20	94	66	66
금융자산감소(증가)	-90	83	43	1	1
유형자산처분(취득)	15	39	5	5	5
무형자산감소(증가)	-52	-22	-14	0	0
기타투자활동	-27	-59	83	83	83
재무활동으로 인한 현금흐름	50	1,072	-102	-208	-206
단기금융부채의 증가(감소)	235	134	-1,327	-208	-206
장기금융부채의 증가(감소)	-185	939	-59	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	1,284	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-0	-0	0	0	0
현금의 증가	124	308	186	-468	-33
기초현금	264	388	696	882	414
기말현금	388	696	882	414	381
FCF	210	-854	164	-357	76

자료: 삼성엔지니어링, SK증권

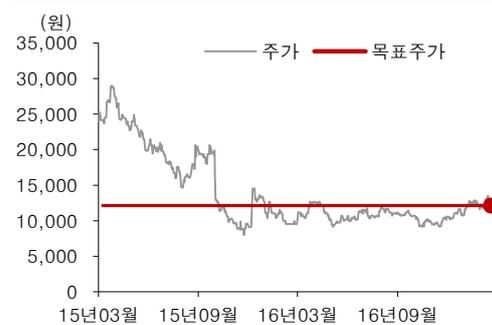
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	8,911	6,441	7,009	5,681	6,346
매출원가	8,365	7,530	6,527	5,247	5,861
매출총이익	546	-1,089	482	433	485
매출총이익률(%)	6.1	-16.9	6.9	7.6	7.6
판매비와관리비	384	365	412	307	343
영업이익	162	-1,454	70	127	142
영업이익률(%)	1.8	-22.6	1.0	2.2	2.2
조정영업이익	162	-1,454	70	127	142
비영업손익	-101	4	-14	-0	2
순금융손익	-21	-19	-11	3	4
외환관련손익	-15	11	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	2	1	5	5	5
세전계속사업이익	61	-1,450	56	126	144
세전계속사업이익률(%)	0.7	-22.5	0.8	2.2	2.3
계속사업법인세	4	-146	47	32	36
계속사업이익	56	-1,304	9	95	108
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	56	-1,304	9	95	108
순이익률(%)	0.6	-20.2	0.1	1.7	1.7
지배주주	55	-1,305	26	259	295
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	-20.3	0.4	4.6	4.6
비지배주주	1	1	-16	-164	-187
총포괄이익	48	-1,266	-36	90	111
지배주주	46	-1,267	-20	50	61
비지배주주	1	1	-16	40	50
EBITDA	243	-1,370	149	204	216

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	-9.1	-27.7	8.8	-19.0	11.7
영업이익	흑전	적전	흑전	80.8	12.3
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	124.1	13.8
EBITDA	흑전	적전	흑전	37.0	6.2
EPS	흑전	적전	흑전	905.4	13.8
수익성(%)					
ROA(%)	0.9	-22.1	0.2	1.8	2.1
ROE(%)	6.1	-408.8	2.7	8.9	9.2
EBITDA마진(%)	2.7	-21.3	2.1	3.6	3.4
안정성(%)					
유동비율(%)	96.5	78.9	84.8	61.0	64.1
부채비율(%)	545.3	-1,899.3	454.1	365.1	338.1
순차입금/자기자본(%)	120.7	-535.3	-16.2	18.7	11.5
EBITDA/이자비용(배)	8.0	-45.2	5.5	17.4	21.7
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	1,375	-32,632	131	1,321	1,504
BPS	22,336	-9,119	4,669	5,236	5,795
CFPS	489	-812	212	296	306
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	64.0	n/a	113.8	10.2	9.0
PER(최저)	27.3	n/a	67.9	6.9	6.1
PBR(최고)	3.7	nm	2.9	2.4	2.1
PBR(최저)	1.6	nm	1.7	1.6	1.5
PCR	77.5	-17.9	48.5	43.6	42.1
EV/EBITDA(최고)	19.1	n/a	25.9	2.0	1.8
EV/EBITDA(최저)	11.1	n/a	20.0	1.4	1.2

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	중립 (신규) <애널리스트 변경>	13,000원
	2015.10.23	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세련
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	24 십억원
발행주식수	2,353 만주
자사주	575 만주
액면가	1,000 원
시가총액	5,272 십억원
주요주주	
조창걸(외25)	32.91%
한샘 자사주	24.40%
외국인지분률	28.60%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(17/03/24)	224,000 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	0.70
52주 최고가	235,000 원
52주 최저가	142,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.1%	-4.0%
6개월	30.1%	23.0%
12개월	-4.6%	-12.2%

한샘 (009240/KS | 중립(신규편입) | T.P 220,000 원(신규편입))

성장을 둔화로 부담스러운 주가

한샘에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 220,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 주택 매크로 둔화에 따른 매매 거래량의 위축으로 성장률이 다소 둔화될 것으로 보이나, 리하우스의 추가 오픈 및 표준매장의 확장으로 2018년에는 성장을 회복이 나타날 것으로 추정한다. 한샘은 내재적 성장을 통해 압도적인 시장 지위를 선점하고 있는 상황이나, 성장을 둔화로 인해 현 주가 수준에서 밸류에이션은 다소 부담스럽다는 판단이다.

주택 거래량 감소에 영향을 받을 수밖에 없다

비 브랜드 가구 시장이 여전히 M/S 의 70%를 차지하는 가운데 한샘은 내재적 성장을 통해 시장 압도적인 지위를 유지해왔다. 다만 주택 매크로가 둔화되면서 매매 거래량이 위축되는 시장 환경에서 지난해보다 더욱 높은 성장률을 기록하는 것은 쉽지 않아 보인다. SK 증권은 한샘의 2017 년 매출액 성장률을 2016 년 성장률인 13.7%보다 다소 낮은 수준인 10.7%로 추정했다. 2013 년부터 2015 년까지 30% 수준의 성장률을 지속 해온 상황에서, 높은 기저에 따라 추가 성장이 부담스러울 수밖에 없다.

리하우스와 표준매장 확장을 통한 성장의 기틀을 마련하는 한 해

한샘은 지난해까지 직영 플래그십을 오픈하며 성장을 도모했다면, 이제는 인테리어 업 자들과의 상생을 통한 구조적 변화를 꾀하고 있다. 따라서 추가적인 플래그십의 오픈 보다는 리하우스, 표준매장 증가 등의 방식으로 성장 전략을 바꾸는 단계인 것으로 보인다. 2016 년말 기준 리하우스 10 개 매장, 표준매장 4 개를 보유하고 있으나 2017 년 중 추가적으로 리하우스 4 개, 표준매장 5 개를 오픈할 계획을 가지고 있다. 따라서 2017 년이 성장을 위한 투자를 도모하는 해라면, 성장률을 확인하는 시점은 2018 년 이후가 될 것으로 보인다.

성장을 둔화 국면에서 높은 밸류에이션은 부담 요인

이익 증가율이 감소한 상황에서 현 주가 수준으로 보면 12 개월 Forward PER 37X 로 부담스럽다. 사업모델 경쟁력에 따른 시장 선도적 지위가 지속될 것으로 보이나, 추가 적인 주가 상승을 기대하기 어려워보여 투자의견 HOLD 로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	1,266	1,631	1,855	2,053	2,294	2,598
yoy	%	32.4	28.9	13.7	10.7	11.7	13.3
영업이익	십억원	102	139	158	170	196	220
yoy	%	39.6	36.4	13.3	8.0	15.1	12.5
EBITDA	십억원	110	149	170	184	208	232
세전이익	십억원	106	145	165	179	204	228
순이익(지배주주)	십억원	78	108	125	134	153	171
영업이익률%	%	8.1	8.5	8.5	8.3	8.5	8.5
EBITDA%	%	8.7	9.1	9.2	8.9	9.1	8.9
순이익률	%	6.1	6.6	6.7	6.5	6.7	6.6
EPS	원	3,296	4,573	5,320	5,690	6,498	7,270
PER	배	34.7	50.6	37.4	39.4	34.5	30.8
PBR	배	6.4	10.2	7.0	6.5	5.4	4.6
EV/EBITDA	배	24.4	36.4	26.9	28.3	25.2	22.5
ROE	%	26.9	29.5	27.1	23.6	22.4	21.0
순차입금	십억원	-17	-46	-102	-75	-30	-32
부채비율	%	54.8	72.8	62.5	50.8	41.9	34.8

Valuation 및 실적 추정

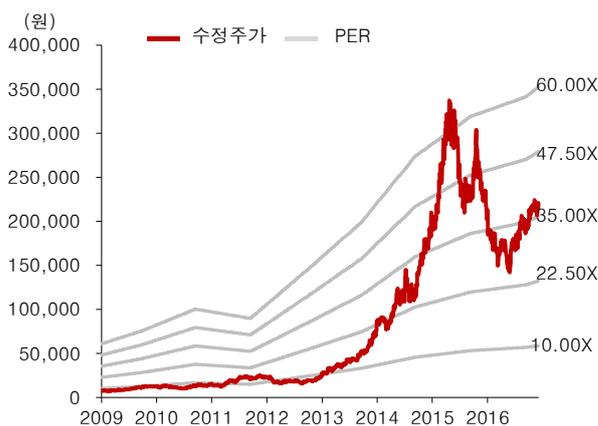
SK 증권은 한샘에 대해 목표주가 220,000 원, 투자의견 HOLD 로 커버리지를 개시한다. 한샘은 내재적 성장을 통해 시장 선도적 지위를 유지해오고 있으나, 고성장 지속에 따른 높은 기저와 주택 매크로 둔화에 따른 성장률 둔화가 불가피한 시점으로 보인다. 2017 년은 리하우스와 표준매장의 확장을 통해 인테리어 채널과의 상생을 도모하고 성장의 기틀을 마련하는 한 해가 될 것으로 보인다. 성장률의 회복은 2018 년 이후부터 가능할 것으로 판단, 2017~2018E 평균 EPS, PER 을 단순 적용하여 목표주가를 220,000 원으로 산출했다.

한샘 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
EPS (원)	4,573	5,320	5,690	6,498
EPS 증가율 (%)	38.7	16.3	7.0	14.2
PER (X)	50.6	37.4	39.4	34.5
적용EPS (원)	6,094	2017~2018E 평균 EPS		
Target Multiple (X)	36.9	2017~2018E 평균 PER		
목표주가 (원)	220,000			
현재주가 (원 03/23)	224,000			
Upside (%)	-1.8			

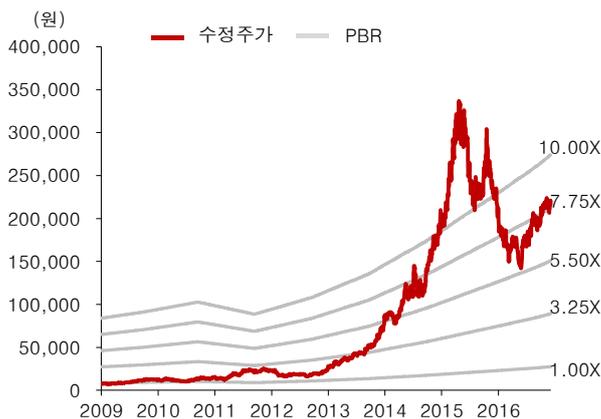
자료: FnGuide, SK 증권

한샘 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

한샘 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

한샘 실적 추이 및 전망

	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,631	1,855	2,053	417	435	475	528	467	473	519	595
I B2C	1,281	1,464	1,642	338	345	363	418	383	382	404	473
I-1. 인테리어	560	649	744	160	148	162	180	186	166	185	207
대리점	206	217	238	56	47	57	57	63	52	62	62
직매장	232	269	295	57	64	70	78	63	69	79	85
온라인	121	163	210	46	37	35	45	61	45	45	60
I-2. 부엌유통	721	814	898	178	197	201	238	197	216	219	266
대리점	403	452	495	102	107	110	133	113	115	118	149
IK	318	362	402	77	90	91	105	84	101	100	117
II B2B 및 기타	350	391	412	79	90	111	110	83	91	115	122
Sales Growth (YoY %)	28.9	13.7	10.7	13.0	8.4	16.0	17.0	11.9	8.8	9.3	12.6
I B2C	35.4	14.3	12.2	21.6	10.1	10.6	15.6	13.4	10.9	11.2	13.1
I-1. 인테리어	21.3	16.1	14.6	21.3	12.0	16.6	14.6	16.4	12.3	14.3	15.0
대리점	16.2	5.5	9.6	7.6	-5.4	12.3	7.1	10.8	10.1	9.8	7.9
직매장	25.7	15.8	9.7	16.6	21.2	15.4	11.6	10.2	7.8	11.5	9.4
온라인	22.1	34.4	29.3	52.3	24.7	27.0	32.9	30.9	23.4	27.4	34.1
I-2. 부엌유통	48.8	12.9	10.3	21.9	8.7	6.1	16.4	10.7	9.7	8.7	11.6
대리점	48.3	12.1	9.6	21.5	8.1	3.2	16.9	11.5	8.0	7.2	11.5
IK	49.4	13.9	11.1	22.5	9.4	9.9	15.8	9.7	11.8	10.7	11.9
II B2B 및 기타	9.7	11.7	5.2	-13.3	2.6	37.9	22.6	5.3	1.0	3.1	10.7
비중 (%)											
I B2C	78.5	78.9	80.0	81.0	79.2	76.5	79.1	82.1	80.7	77.9	79.5
I-1. 인테리어	43.7	44.4	45.3	47.2	42.9	44.6	43.0	48.5	43.5	45.9	43.7
대리점	36.8	33.5	32.0	35.4	31.9	34.9	31.8	33.7	31.2	33.5	29.8
직매장	41.5	41.5	39.7	35.6	43.4	43.4	43.3	33.7	41.6	42.4	41.2
온라인	21.6	25.1	28.3	29.0	24.8	21.6	24.9	32.6	27.2	24.1	29.0
I-2. 부엌유통	56.3	55.6	54.7	52.8	57.1	55.4	57.0	51.5	56.5	54.1	56.3
대리점	55.9	55.5	55.2	57.0	54.3	54.9	56.0	57.4	53.4	54.1	55.9
IK	44.1	44.5	44.8	43.0	45.7	45.1	44.0	42.6	46.6	45.9	44.1
II B2B 및 기타	21.5	21.1	20.0	19.0	20.8	23.5	20.9	17.9	19.3	22.1	20.5
영업이익	139	158	170	29	31	42	55	35	39	43	53
(YoY %)	36.4	13.3	8.0	5.4	-20.5	30.8	36.9	20.5	26.7	1.9	-4.3
(QoQ %)				-27.3	4.2	38.2	30.7	-36.0	9.6	11.0	22.8
OPM (%)	8.5	8.5	8.3	7.0	7.0	8.9	10.5	7.6	8.2	8.3	8.9
순이익	108	125	134	23	24	34	44	26	30	34	44
(YoY %)	38.7	16.3	7.0	6.7	-13.6	27.8	40.0	12.6	23.7	0.2	-0.0
(QoQ %)				-25.3	2.8	41.3	29.1	-39.9	12.9	14.4	28.9
순이익률 (%)	6.6	6.7	6.5	5.6	5.5	7.1	8.3	5.6	6.3	6.6	7.4

자료: 한샘, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	213	403	475	433	410
현금및현금성자산	20	50	107	80	36
매출채권 및 기타채권	90	97	98	84	94
재고자산	39	58	62	56	63
비유동자산	283	305	360	503	648
장기금융자산	8	8	15	15	15
유형자산	171	194	202	191	189
무형자산	3	4	4	4	4
자산총계	496	709	836	936	1,058
유동부채	160	285	309	304	301
단기금융부채	3	4	5	6	6
매입채무 및 기타채무	58	145	160	154	150
단기충당부채	11	19	20	20	20
비유동부채	15	14	13	11	12
장기금융부채 (사채+장차)	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	176	298	321	316	313
지배주주지분	320	410	514	621	746
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
기타자본구성요소	-52	-52	-52	-52	-52
자기주식	-52	-52	-52	-52	-52
이익잉여금	311	400	504	611	736
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	320	410	514	621	746
부채외자본총계	496	709	836	936	1,058

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	48	202	151	41	24
당기순이익(손실)	78	108	125	134	153
비현금수익비용가감	35	35	42	-81	-82
유형자산감가상각비	7	9	12	13	12
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	-50	-83	-96	-96	-96
운전자본감소(증가)	-64	59	-17	-12	-47
매출채권의감소(증가)	4	-10	-1	13	-10
재고자산의감소(증가)	-4	-18	-4	6	-7
매입채무의증가(감소)	-48	86	15	-5	-4
기타	-17	2	-26	-26	-26
법인세납부	-24	-35	-37	-37	-37
투자활동으로 인한 현금흐름	-18	-158	-76	-41	-41
금융자산감소(증가)	51	-124	-21	2	2
유형자산처분(취득)	1	1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-0	-1	-0	0	0
기타투자활동	-12	-1	-33	-33	-33
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	-14	-18	-27	-28
단기금융부채의 증가(감소)	-13	1	0	1	1
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-13	-15	-18	-27	-28
기타재무활동	-0	0	-0	-0	-0
현금의 증가	4	30	57	-27	-44
기초현금	16	20	50	107	80
기말현금	20	50	107	80	36
FCF	-10	169	129	31	14

자료: 한샘, SK증권 추정

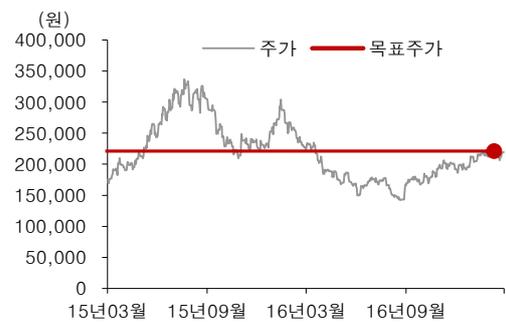
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,266	1,631	1,855	2,053	2,294
매출원가	869	1,118	1,268	1,407	1,568
매출총이익	397	513	587	647	726
매출총이익률(%)	31.3	31.5	31.6	31.5	31.6
판매비와관리비	295	374	429	477	530
영업이익	102	139	158	170	196
영업이익률(%)	8.1	8.5	8.5	8.3	8.5
조정영업이익	102	139	158	170	196
비영업손익	4	6	7	8	8
순금융손익	2	3	3	4	4
외환관련손익	0	0	-0	-0	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	106	145	165	179	204
세전계속사업이익률(%)	8.4	8.9	8.9	8.7	8.9
계속사업법인세	28	37	40	45	51
계속사업이익	78	108	125	134	153
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	78	108	125	134	153
순이익률(%)	6.1	6.6	6.7	6.5	6.7
지배주주	78	108	125	134	153
지배주주귀속 순이익률(%)	6.1	6.6	6.7	6.5	6.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	76	105	122	137	156
지배주주	76	105	122	137	156
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	110	149	170	184	208

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	32.4	28.9	13.7	10.7	11.7
영업이익	39.6	36.4	13.3	8.0	15.1
세전계속사업이익	41.3	37.1	13.8	8.2	14.2
EBITDA	37.5	35.3	14.7	7.8	13.4
EPS	38.4	38.7	16.3	7.0	14.2
수익성(%)					
ROA(%)	15.9	17.9	16.2	15.1	15.3
ROE(%)	26.9	29.5	27.1	23.6	22.4
EBITDA마진(%)	8.7	9.1	9.2	8.9	9.1
안정성(%)					
유동비율(%)	133.2	141.5	153.8	142.4	136.2
부채비율(%)	54.8	72.8	62.5	50.8	41.9
순차입금/자기자본(%)	-5.3	-11.2	-19.9	-12.1	-4.0
EBITDA/이자비용(배)	49.1	119.9	78.8	123.4	111.1
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	3,296	4,573	5,320	5,690	6,498
BPS	13,488	17,250	21,661	26,201	31,499
CFPS	112	139	167	177	195
주당 현금배당금	700	850	1,000	1,100	1,300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	44.7	75.9	57.3	41.3	36.2
PER(최저)	14.7	24.7	26.5	25.0	21.9
PBR(최고)	8.3	15.3	10.7	6.8	5.7
PBR(최저)	2.7	5.0	4.9	4.1	3.4
PCR	1,026.7	1,664.0	1,189.1	1,267.5	1,151.1
EV/EBITDA(최고)	31.1	53.4	42.0	29.7	26.4
EV/EBITDA(최저)	10.6	18.8	19.6	18.2	16.1

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	중립 (신규 <애널리스트 변경>)	220,000원
	2016.06.07	매수	260,000원
	2016.02.01	매수	310,000원
	2016.01.11	매수	310,000원
	2015.12.02	매수	310,000원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세련
sallykim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	50 십억원
발행주식수	1,000 만주
자사주	2 만주
액면가	5,000 원
시가총액	915 십억원
주요주주	
(주)엘지(외1)	33.60%
국민연금공단	13.59%
외국인지분률	14.40%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(17/03/24)	104,000 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	150,000 원
52주 최저가	87,900 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.6%	-8.6%
6개월	1.0%	-6.1%
12개월	-22.4%	-28.7%

LG 하우스 (108670/KS | 중립(신규편입) | T.P 120,000 원(신규편입))

원자재 업사이클은 적기가 아니다

LG 하우스에 대해 투자 의견 HOLD, 목표주가 120,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. LG 하우스는 입주 물량 증가에 따른 건자재 부문 매출 증가가 예상됨에도 불구하고, 주 원재료인 PVC 가격 상승, 소재 부문 전방산업 리스크가 남아있어 현 시점에서 높은 주가 수익률을 기대하기는 어렵다는 판단이다.

압박스러운 원재료 가격 상승, 경직적인 평가

LG 하우스의 건자재, 소재 부문에서 공통적으로 사용되는 원재료인 PVC의 경우 최근 꾸준히 가격이 상승하고 있는 모습이다. 또한 LG 하우스 전방 산업인 건설부문의 경우 2018년 주택 공급 감소가 예상되고, 그 밖에 자동차, 조선 부문에서 뚜렷한 성장세를 찾기 어렵기 때문에 현 시점에서 ASP를 상승시키기는 쉽지 않아 보인다.

입주 물량 증가에 따른 건자재 부문 호실적 지속될 것으로 기대

이처럼 원가 상승, 비탄력적 평가를 감안하면 전체 마진율이 현 시점에서 개선되기는 쉽지 않을 것이다. 다만, 입주 물량 증가에 따라 바닥, 창호와 같은 마감재의 투입으로 인해 LG 하우스의 매출액 성장은 건자재 부문이 견조하게 주도해나갈 것으로 보인다. SK 증권이 추정하는 2017년 건자재 부문 매출액 성장률은 11.3%로 2016년 13.4%에 비하면 낮아지지만, 여전히 높은 수준으로 보인다. 마진은 포함되거나 감소하지만, 불륨의 성장으로 전체 영업이익은 전년과 유사한 수준으로 방어 가능할 전망이다.

글로벌 원자재 상승 사이클에서 높은 주가 상승을 기대하기는 어려울 것

2016년부터 시작된 글로벌 원자재 상승 사이클에 따라 화학 회사들의 공급 과잉이 해소되고, 인프라 투자가 확대되는 경기 흐름이 나타나고 있다. 이러한 가운데 주요 원재료의 60%가 화학제품인 LG 하우스는 높은 매출액 성장이 나타나지 않는 한 상대적으로 큰 이익을 보기가 어렵다는 판단이다. 주가 측면에서는 고점 대비 과도하게 조정된 모습이기 때문에, 높은 주가 상승 여력보다는 Trading BUY 측면에서 접근하는 것을 추천한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,792	2,687	2,928	3,151	3,279	3,251
yoy	%	4.3	-3.8	9.0	7.6	4.1	-0.9
영업이익	십억원	149	155	157	157	166	170
yoy	%	29.6	4.6	1.1	0.1	5.4	2.6
EBITDA	십억원	246	265	276	279	296	306
세전이익	십억원	114	116	115	121	135	144
순이익(지배주주)	십억원	64	72	75	91	102	109
영업이익률	%	5.3	5.8	5.4	5.0	5.1	5.2
EBITDA마진	%	8.8	9.8	9.4	8.9	9.0	9.4
순이익률	%	2.3	2.7	2.6	2.9	3.1	3.3
EPS	원	6,359	7,116	7,475	9,058	10,158	10,794
PER	배	25.5	20.6	12.8	11.3	10.0	9.4
PBR	배	2.1	1.8	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	8.3	7.5	5.4	5.2	4.5	3.8
ROE	%	7.9	8.4	8.3	9.3	9.7	9.5
순차입금	십억원	592	666	630	537	418	256
부채비율	%	147.8	156.6	143.9	125.6	107.4	89.6

Valuation 및 실적 추정

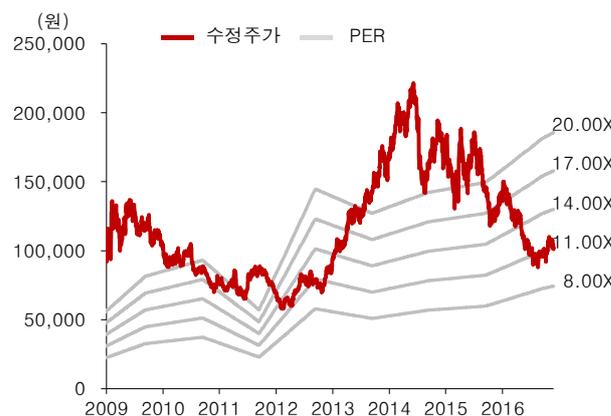
SK 증권은 LG 하우스에 대해 목표주가 120,000 원, 투자 의견 HOLD 로 커버리지를 개시한다. 최근 꾸준히 증가한 PVC 가격 상승에 따라 높은 수준의 이익 개선이 나타나기는 현 시점에서는 쉽지 않아 보인다. 그러나 입주 물량 증가에 따른 건자재 부문 실적 호조가 예상되기 때문에, 이익의 역성장을 어느 정도 상쇄 가능할 것으로 예상된다. LG 하우스의 목표주가는 건자재 매출이 증가할 2017~2019E 평균 EPS 를 적용했으며, PER 은 건자재 평균 12.2X 를 적용했다. 현재 LG 하우스의 주가는 강한 조정 이후 저점 대비 16% 수준까지 반등했다. 따라서 현 주가 수준에서는 높은 Upside 를 기대하기는 어렵지만, Trading BUY 측면에서 접근 가능하다는 판단이다.

LG 하우스 목표주가 산정

	2016	2017E	2018E	2019E
EPS (원)	7,475	9,058	10,158	10,794
EPS 증가율 (%)	5.0	21.2	12.1	6.3
PER (X)	12.8	11.3	10.0	9.4
적용EPS (원)	10,004	2017~2019E 평균 EPS		
적용 Multiple (X)	12.2	건자재 2017년 예상 평균 PER		
목표주가 (원)	120,000			
현재주가 (원, 03/24)	104,000			
Upside (%)	15.4			

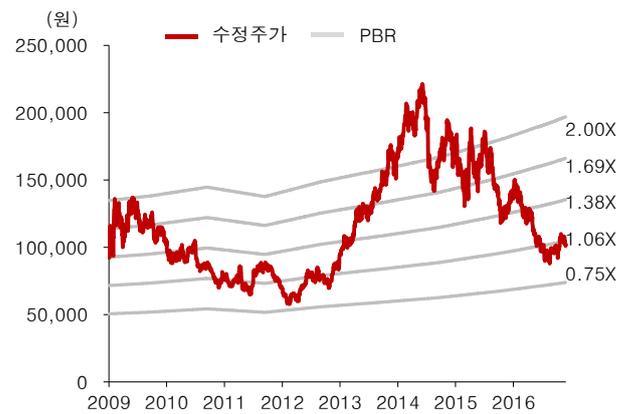
자료: FnGuide, SK 증권

LG 하우스 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

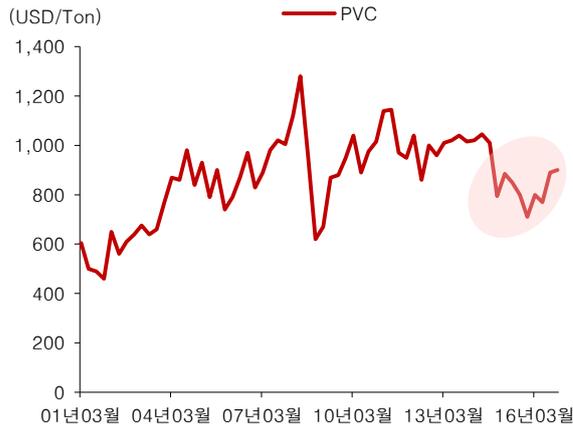
LG 하우스 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

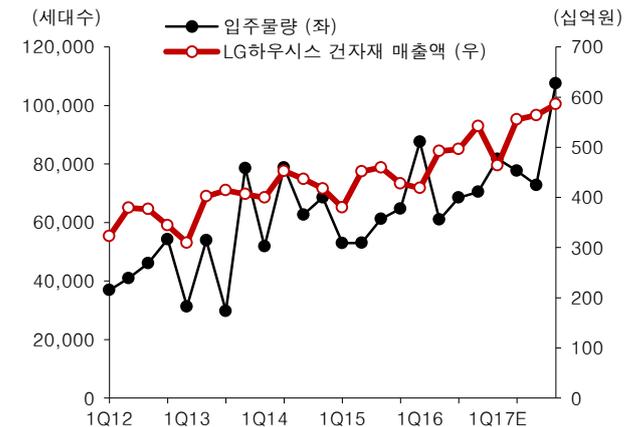
2017년 매출액은 전년동기대비 7.6% 증가한 3조 1,510억원, 영업이익은 전년동기 1,570억원과 유사한 1,571억원으로 추정한다. 입주물량 증가에 따른 매출액 증가세는 지속될 것으로 전망하나, 주요 원재료인 PVC 가격 상승 및 경직적 판가 상승에 따라 마진율은 다소 감소할 것으로 보인다.

PVC 분기 Spot Price



자료: Bloomberg, SK 증권

LG 하우스 건설재 매출액, 입주물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, LG 하우스, SK 증권

LG 하우스 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	2,687	2,928	3,151	676	766	719	767	729	829	786	807
건축자재	1,720	1,950	2,170	419	493	496	543	464	555	564	586
고기능소재	917	923	926	231	240	210	242	251	259	208	208
기타	50	55	55	26	34	13	-18	14	14	14	14
Sales Growth (YoY %)	-3.8	9.0	7.6	7.0	5.8	0.0	10.5	7.9	8.2	9.3	5.3
건축자재	1.7	13.4	11.3	10.2	9.0	8.0	26.7	10.9	12.8	13.7	8.0
고기능소재	-13.8	0.6	0.4	-6.7	-7.4	-5.9	6.7	8.7	8.3	-0.9	-14.3
Sales Growth (QoQ %)					13.3	-6.1	6.6	-4.9	13.6	-5.2	2.7
건축자재					17.6	0.7	9.3	-14.4	19.6	1.6	3.8
고기능소재					3.6	-12.4	15.6	3.7	3.3	-19.9	-0.1
영업이익	155	157	157	39	50	36	32	38	48	36	36
건축자재	93	121	124	25	37	35	25	30	38	28	28
고기능소재	72	35	34	10	18	4	3	8	10	8	8
기타연결조정	-10	1	0	4	-5	-2	4	0	0	0	0
영업이익률 (%)	5.8	5.4	5.0	5.8	6.5	5.0	4.2	5.2	5.8	4.6	4.4
건자재	5.4	6.2	5.7	5.9	7.5	7.0	4.6	6.4	6.8	5.0	4.8
고기능소재	7.9	3.7	3.6	4.4	7.4	1.8	1.2	3.2	3.9	3.7	3.7
지배주주순이익	72	75	91	22	32	9	12	21	31	19	19
순이익률 (%)	2.7	2.6	2.9	3.3	4.1	1.3	1.6	2.9	3.8	2.5	2.3

자료: LG 하우스, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	964	1,028	1,051	1,105	1,154
현금및현금성자산	129	180	104	86	93
매출채권 및 기타채권	517	531	651	700	729
재고자산	249	267	269	289	301
비유동자산	1,093	1,224	1,234	1,173	1,114
장기금융자산	6	3	5	5	5
유형자산	992	1,110	1,113	1,175	1,229
무형자산	39	41	42	42	42
자산총계	2,057	2,252	2,286	2,278	2,268
유동부채	718	712	804	802	788
단기금융부채	236	215	213	181	148
매입채무 및 기타채무	397	297	351	389	405
단기충당부채	4	5	9	9	9
비유동부채	509	662	545	466	386
장기금융부채	485	632	521	442	363
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,227	1,374	1,349	1,268	1,174
지배주주지분	826	875	937	1,010	1,093
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	618	618	616	616	616
기타자본구성요소	-8	-8	-8	-8	-8
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	183	227	293	365	449
비지배주주지분(연결)	4	3	0	0	0
자본총계	830	878	937	1,010	1,093
부채외자본총계	2,057	2,252	2,286	2,278	2,268

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	162	93	152	197	223
당기순이익(손실)	64	71	75	91	102
비현금수익비용가감	138	169	160	156	164
유형자산감가상각비	94	104	113	117	124
무형자산상각비	4	5	6	6	6
기타	23	43	33	33	33
운전자본감소(증가)	-40	-147	-83	-50	-43
매출채권의 감소(증가)	25	-15	-135	-49	-28
재고자산의 감소(증가)	-22	-14	-9	-20	-12
매입채무의 증가(감소)	-9	-92	80	38	15
기타	-35	-26	-18	-18	-18
법인세납부	-43	-24	-29	-29	-29
투자활동으로 인한 현금흐름	-209	-231	-89	-82	-82
금융자산감소(증가)	21	-1	-2	0	0
유형자산처분(취득)	17	12	12	12	12
무형자산감소(증가)	-5	-4	-4	0	0
기타투자활동	19	10	96	96	96
재무활동으로 인한 현금흐름	66	195	-140	-134	-134
단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	-32	-32
장기금융부채의 증가(감소)	84	213	-118	-79	-79
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-18	-18	-18	-18	-18
기타재무활동	0	0	-4	-4	-4
현금의 증가	16	52	-76	-18	7
기초현금	113	129	180	104	86
기말현금	129	180	104	86	93
FCF	-99	-156	-38	6	32

자료 LG하우시스, SK증권 추정

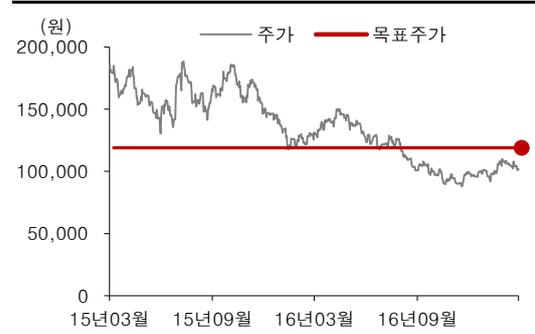
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,792	2,687	2,928	3,151	3,279
매출원가	2,121	1,947	2,133	2,364	2,458
매출총이익	671	740	795	787	821
매출총이익률(%)	24.0	27.5	27.2	25.0	25.1
판매비와관리비	523	584	638	630	656
영업이익	149	155	157	157	166
영업이익률(%)	5.3	5.8	5.4	5.0	5.1
조정영업이익	149	155	157	157	166
비영업손익	-35	-39	-42	-36	-30
순금융손익	-17	-21	-23	-19	-13
외환관련손익	-10	-3	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	114	116	115	121	135
세전계속사업이익률(%)	4.1	4.3	3.9	3.8	4.1
계속사업법인세	46	27	35	30	34
계속사업이익	68	90	80	91	102
중단사업이익	-4	-18	-5	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	64	71	75	91	102
순이익률(%)	2.3	2.6	2.6	2.9	3.1
지배주주	64	72	75	91	102
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	2.7	2.6	2.9	3.1
비지배주주	-1	-1	-0	-0	-1
총포괄이익	65	66	82	91	101
지배주주	66	66	83	92	101
비지배주주	-1	-1	-0	-0	-0
EBITDA	246	265	276	279	296

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	4.3	-3.8	9.0	7.6	4.1
영업이익	29.6	4.6	1.1	0.1	5.4
세전계속사업이익	23.4	2.0	-0.8	4.9	12.1
EBITDA	19.9	7.3	4.3	1.3	5.8
EPS	-12.0	11.9	5.0	21.2	12.1
수익성(%)					
ROA(%)	3.2	3.3	3.3	4.0	4.5
ROE(%)	7.9	8.4	8.3	9.3	9.7
EBITDA마진(%)	8.8	9.8	9.4	8.9	9.0
안정성(%)					
유동비율(%)	134.3	144.4	130.8	137.7	146.5
부채비율(%)	147.8	156.6	143.9	125.6	107.4
순차입금/자기자본(%)	71.4	75.9	67.3	53.2	38.2
EBITDA/이자비용(배)	11.8	11.0	10.5	12.4	15.7
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	6,359	7,116	7,475	9,058	10,158
BPS	78,783	83,377	89,511	96,764	105,117
CFPS	596	697	749	768	787
주당 현금배당금	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation지표(배)					
PER(최고)	35.4	28.1	20.7	16.6	14.8
PER(최저)	21.9	18.1	11.7	9.7	8.7
PBR(최고)	2.9	2.4	1.7	1.6	1.4
PBR(최저)	1.8	1.5	1.0	0.9	0.8
PCR	272.0	210.2	127.8	132.8	129.7
EV/EBITDA(최고)	10.5	9.1	7.2	7.3	6.5
EV/EBITDA(최저)	7.6	6.9	5.1	5.1	4.4

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	중립 (신규)	120,000원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

memo
