

2018년 산업 전망

건설

관성의 장(章)

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
대림산업(000210)	Buy	120,000원
GS건설(006360)	Buy	38,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
현대건설(000720)	Buy	55,000원
현대산업(012630)	Buy	53,000원
대우건설(047040)	Buy	8,000원
삼성엔지니어링(028050)	Hold	12,000원

2018년 산업 전망

건설

Overweight

관성의 장(章)



건설 건자재/부동산 Analyst 박형렬

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

Contents

Part I	관성의 장 1st - Earnings	9
Part II	관성의 장 2nd - 관성을 깨는 힘	27
Part III	관성의 장 3rd - 해외 시장	45
Part IV	관성의 장 4th - 주택 시장	61
Part V	관성의 장 5th - 결론	77
기업분석	대림산업(000210) PER 4x 는 지속될 수 없다	86
	GS건설(006360) Main Biz(주택)의 장기 성장에 초점	90
	현대건설(000720) 순이익의 성장을 중심으로 접근	94
	현대산업(012630) 안정적인 이익 성장 지속과 변화	98
	대우건설(047040) M&A 진행, 주가 하락에 따라 저평가 매력 발생	102
	삼성엔지니어링(028050) 수주 잔고의 턴어라운드와 Valuation 부담 사이	106

I 2017년 대형건설업체 합산 영업이익 사상최대

- 2017년 대형 6개 건설업체의 합산 영업이익은 3.4~3.5조원을 기록할 것으로 전망되며, 이는 사상최대
- 지배 순이익 역시 2011년의 고점 수준까지 회복할 것으로 추정
- 실적을 견인하고 있는 것은 2014년 이후 확장 국면에 진입한 주택 부문이며, 매출과 수익성 모두 예상치를 상회, 해외 부문 손실 감소
- 다만, 주택 매출이 2017년 정점을 기록할 것이라는 우려와 해외 부문 손실 감소의 속도가 느리다는 점이 주가 상승의 걸림돌로 작용
- 특히 기초 원재료인 토지의 공급 감소 때문에 국내 시장의 주택 매출은 장기적인 둔화국면이 나타날 전망
- 토지를 필요로 하지 않는 재건축, 재개발 프로젝트의 확대 없이는 주택 부문 실적 둔화 가능성 높음

II 주택 실적의 관성은 2020년까지

- 전체 시장의 APT 일반분양 물량 감소에도 불구하고 대형건설업체의 2017년 분양 물량은 여전히 최대 수준을 유지
- 2018년까지의 매출 성장은 담보되어 있으며, 2018년~2019년 분양물량이 향후 주택 부문 실적의 KEY로 작용
- 재건축, 재개발 수주는 2015~2016년 사상최대를 기록하였으며, 사업진행 속도를 감안하면 2018~2019년 대부분 분양될 예정
- 따라서 택지 공급감소와 재건축 규제 강화에도 불구하고 2019년까지 과거 수주잔고에서 시작되는 재건축, 재개발 분양물량은 지속
- 2017년 수준의 주택 공급이 향후 2년간 지속될 경우, 주택 부문의 매출은 2020년까지 사상최대 수준을 유지할 전망
- 수익성 측면에서 입주물량 증가에 따른 정산 차익과 초기 분양 호조에 따른 실행원가율 개선에 따라 15%를 상회하는 GP margin이 유지

III 해외 부문의 관성: 감익 Cycle은 탈피

- 2016년을 기점으로 해외 부문의 수주잔고 감소는 마무리, 2017년 소폭의 증가를 보이고 있음
- 수주잔고 감소가 일단락됨에 따라, 해외 부문의 매출은 현재 수준에서 정체될 전망
- 해외손실 프로젝트는 2016년 기말 기준으로 25개 내외의 현상이 있었으나, 현재 기말기준으로는 5개 이내로 감소할 전망
- 신규 손실현상이 발생하더라도 전체 해외 손실은 2018년 크게 감소할 것
- 특히 2015년 이후 보수적인 견적을 기반으로 수주한 프로젝트의 매출 비중이 본격적으로 늘어남에 따라 원가율 개선 전망
- 2017년 하반기 유가 변동성이 확대되면서, 2018년 해외 발주 증가에 대한 기대가 높아지고 있음
- 사우디와 UAE의 가스플랜트, 이란, 동남아 정유플랜트, 일대일로 관련 프로젝트 등 발주 환경은 점진적으로 개선되고 있음

IV Valuation Band 를 깨기 위한 조건

- 2015~2017년 실적 턴어라운드 Cycle에서 대형건설업체는 2014년 이후 average PBR 0.8x 를 극복하지 못함
- 신뢰도가 높은 구간은 2014년 이후 PBR valuation 추이에서 $-1\sigma \sim \text{average}$ 사이: 0.7x~0.8x
- 환율, 정책, 금리 등에 대한 변동성은 낮아지는 추세
- 지난 3년간의 Band 를 극복하기 위해서는 변동성이 필요하며, 2018년은 유가를 중심으로 접근할 필요가 있음
- 2017년 시작된 실적 서프라이즈를 반영할 경우 지나치게 저평가 상태인 대림산업과 이익의 대부분을 차지하고 있는 주택실적의 장기 성장 가능성이 높아진 GS건설을 2018년 Top-picks로 제시

메리츠 연간전망 시리즈 4

Part I

2018년 산업 전망

건설

관성의장 1st-Earnings

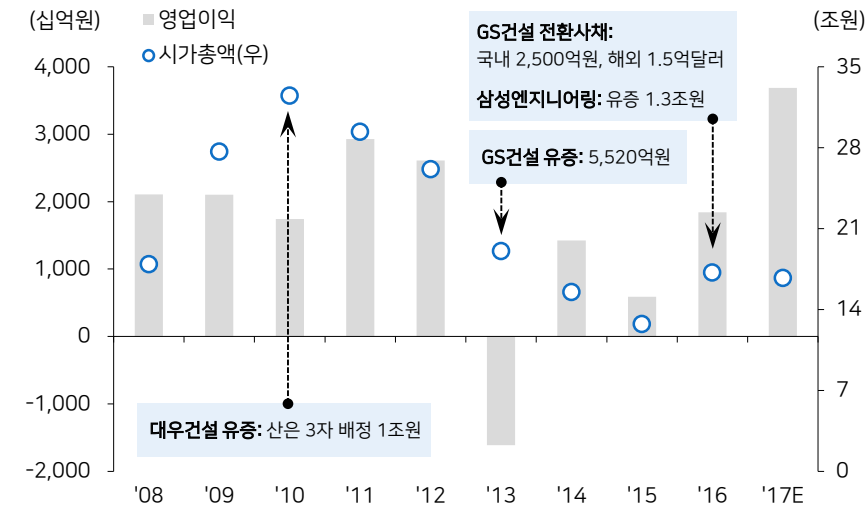
실적의 관성 - 2017년 실적은 이미 사상최대 수준

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

영업이익은 2017년 사상최대,
순이익 기준으로 2011년
고점 수준으로 증가

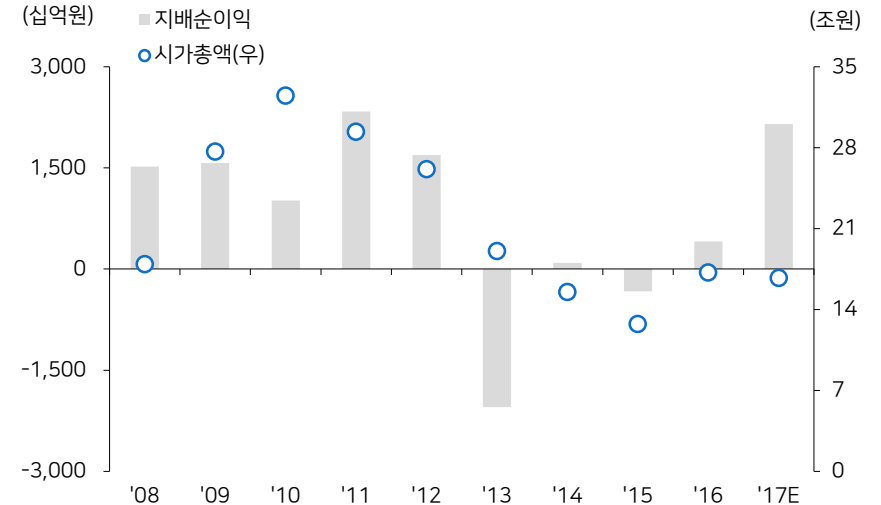
- 대형건설업체 합산 영업이익의 이전 고점은 2011년의 2.9조원
(주택부문의 손실이 2013년까지 지속되었음에도 불구하고, 해외 부문의 성장으로 최대 영업이익 달성)
- 2013년은 주택 손실 + 해외 부문에서 대규모 손실 발생으로 적자 전환
- 2014년 이후 주택 부문을 중심으로 점진적인 실적 개선 Cycle 시작
- 2017년 대형건설업체 합산 영업이익은 3.4~3.5조원으로 사상최대, 순이익은 2.1조원으로 고점 수준
- 합산 시가총액은 2015년 저점 이후 소폭 상승, 2017년은 이익 개선을 전혀 반영하지 않음

대형건설업체 합산 영업이익 추이 (2008년 ~2017년까지)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 합산 지배순이익 추이 (2008년~2017년까지)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

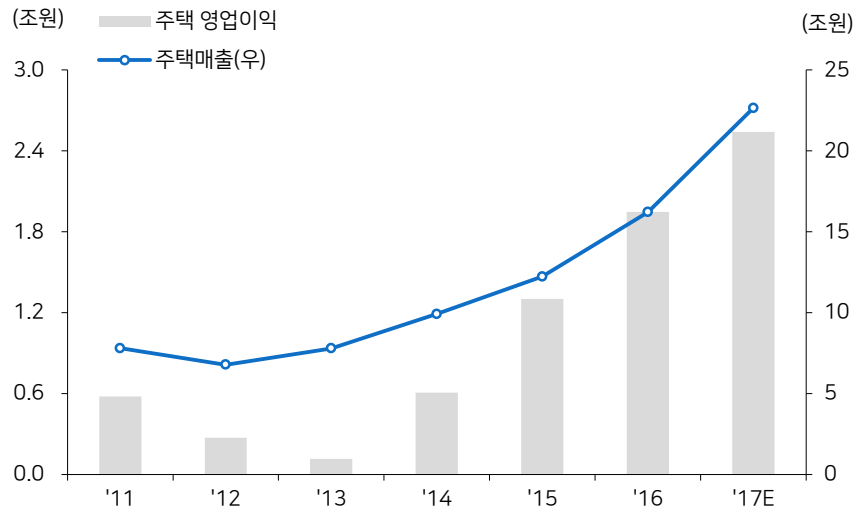
실적의 관성- 한쪽은 고점 논란, 한쪽은 여전한 불확실성 우려

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

사상최대인 주택 부문
영업이익의 고점 우려 vs
지속되는 해외 손실

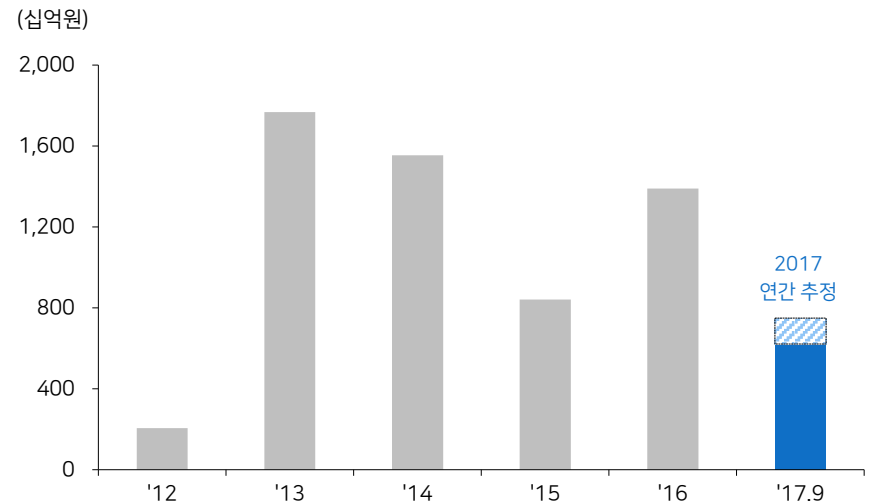
- 사상최대 실적을 기록하고 있는 주택부문은 고점에 대한 걱정
- 주택 부문의 매출은 2017년 고점 이후 정체, 보수적인 원가율 추정에 따라 영업이익 규모는 감소
- 해외 손실 감소하고 있으나, 예상보다 오래 지속되면서 추가적인 불확실성을 우려
- 2017년 해외 부문의 총 손실은 3분기까지 6,215억원, 연간으로는 7,500억원 내외로 전망
- 즉, 실적 개선을 주도하고 있는 주택부문은 고점 논란, 해외 부문은 추가적인 손실을 우려

대형건설업체 연간 주택 매출 및 주택 영업이익 (11~17년)



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

대형건설업체 연간 해외 손실처리 금액 추이 (12년~17년)



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

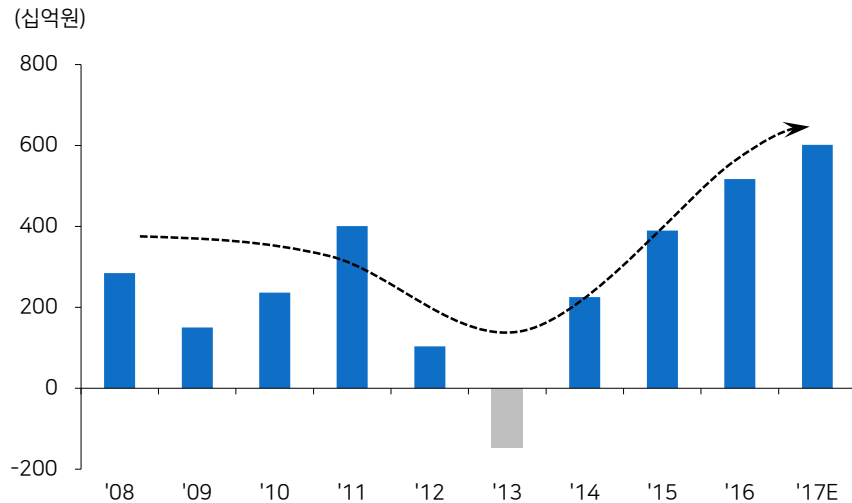
실적의 관성- 이익도 손실도 예상보다 긴 Cycle

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

주택 부문의 이익과 해외 부문의 손실 모두 예상보다 긴 Cycle

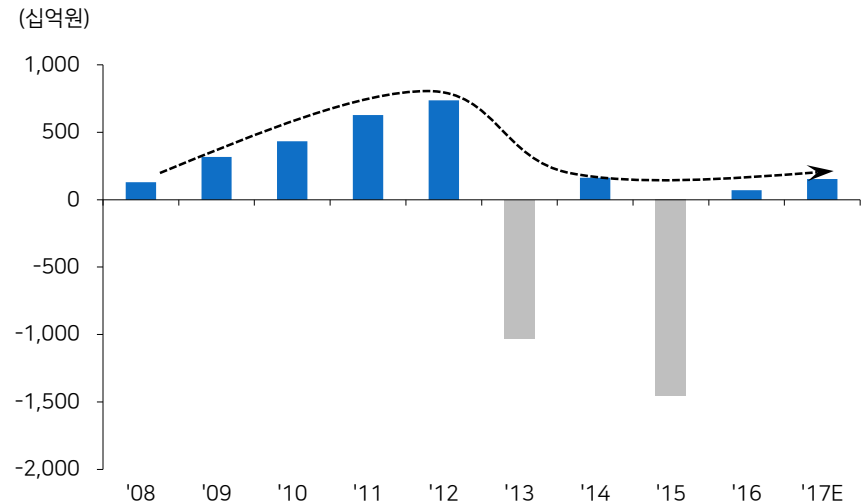
- 주택 사업 중심인 현대산업의 경우 자체 주택사업인 수원, 해운대 프로젝트를 제외하면 주택부문의 실적 둔화 국면은 2008~2013년까지 6년간 지속된 이후 장기 회복 Cycle에 진입
- 예상보다 주택 손실 Cycle이 길었던 이유는 미분양 해소와 더불어 악성 PF 잔고의 정리 기간이 필요, 반대로 회복 Cycle 의 기간도 예상보다 길게 나타나고 있음
- 해외 중심의 사업구조를 가진 삼성엔지니어링의 경우 2013년 이후 5년간 실적 악화 지속, 기존 악성 프로젝트는 연내 준공 예정으로 2018년 부터 턴어라운드 기대
- 결국 이익도 손실도 예상보다 오랜 기간 동안 반영되고 있음

현대산업 영업이익 (08~17년)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성엔지니어링 영업이익 (08년~17년)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

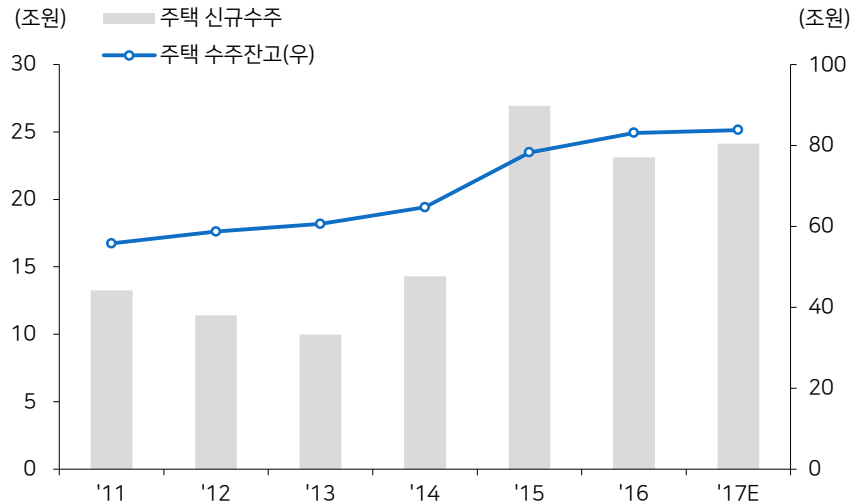
실적의 관성- 수주잔고의 변화 없이는 관성을 유지

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대형건설업체의 주택 수주
잔고의 정체, 해외 수주잔고는
역성장은 탈피

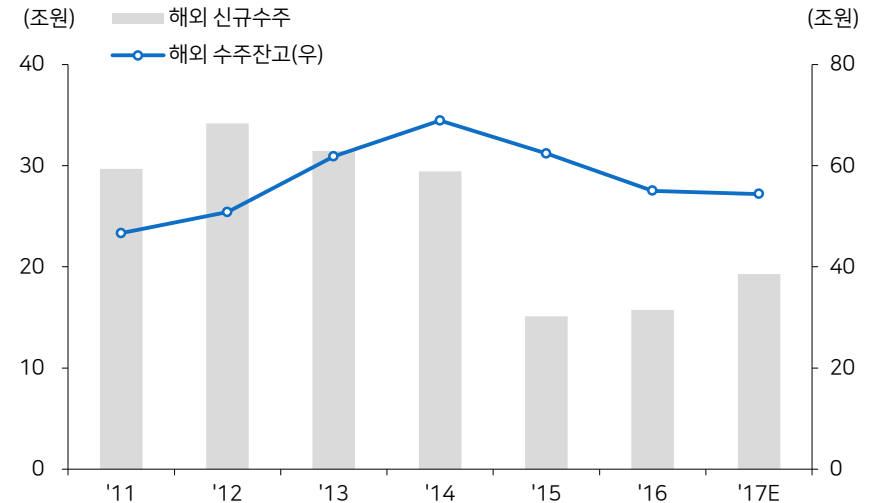
- 주택 부문의 신규수주는 대부분 재건축, 재개발을 중심으로 이루어지고 있음, 과거에는 정비사업의 수주 시점과 착공 시점에 간극이 크게 존재하였으나, 2013년 이후 사업시행 인가 이후 시공사를 선정하게 되면서 수주잔고와 매출의 상관성이 높아지고 있음
- 해외수주는 수주와 착공의 간극이 크지 않으며, 수주잔고의 회복 시점의 1년 이후 회복 국면 진입
- 대형건설업체의 주택 부문의 수주 잔고는 전년과 유사할 전망
- 대형건설업체의 해외 부문 수주잔고는 회복 전환

대형사 합산 주택 부문 신규수주와 수주잔고 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형사 합산 해외 부문 신규 수주와 수주잔고



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주택 실적의 관성- 전체 부동산 시장은 향후 3년의 역성장 예고

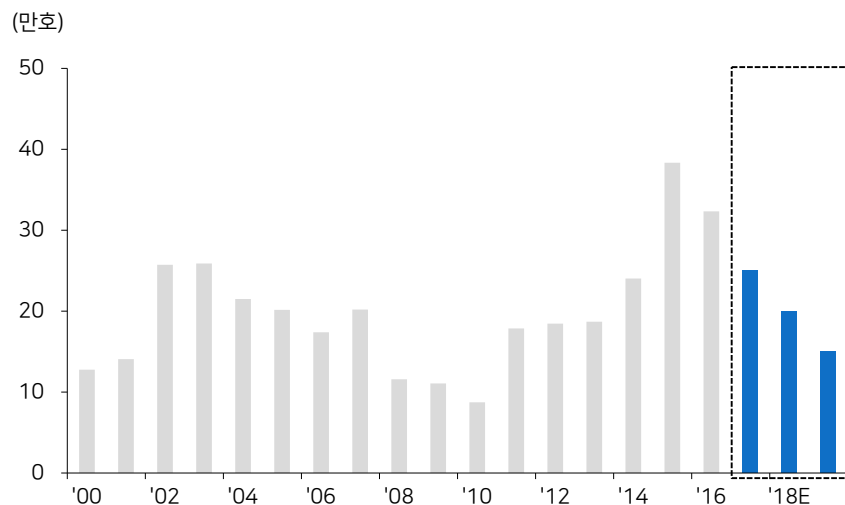
2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

직전 2개년의 평균 분양물량이 올해의 매출로 반영, 2018년부터 주거용건축 시장 감소 본격화 전망

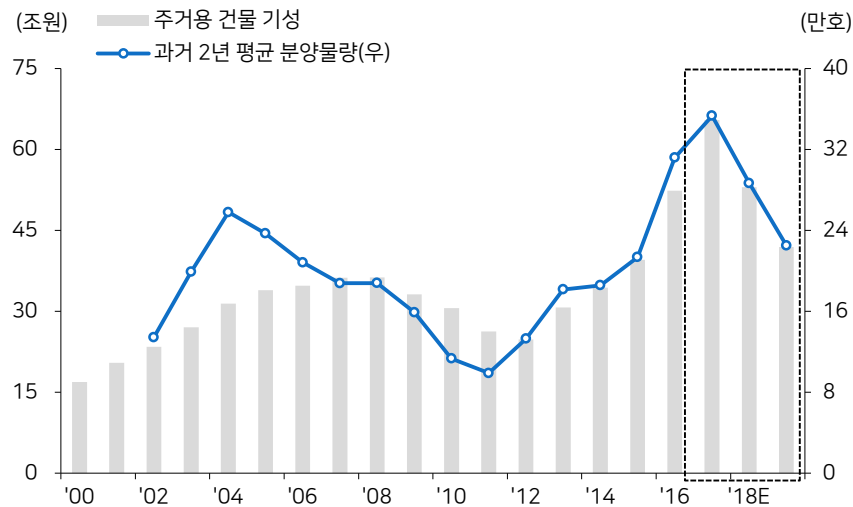
- 재건축, 재개발의 조합원 분양과 임대주택 등을 제외한 일반분양은 2015년 고점 38.3만호를 기록
- 2017년 예상 일반분양물량은 25만세대로 고점대비 -35% 감소할 전망
- 분양물량 감소에도 불구하고 2017년 주거용 건축 기성액은 전년 대비 25% 이상 증가할 전망
- 착공 이후 2년~3년 동안 매출이 반영된다는 점을 감안하면 기성은 과거 2년의 평균 분양물량이 중요
- 2018년 주거용 건설 기성은 -19% 역성장, 2019년은 -21% 역성장할 것으로 추정
- 장기적으로 신규 분양물량 감소가 지속될 것으로 전망

연간 전국 APT 일반분양물량 급감



자료: REPS, 메리츠증권리서치센터

국내 주거용 건축부문 기성액은 2017년 고점 이후 급감할 전망



자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

주택 실적의 관성- 역성장의 원인은 원재료 부족

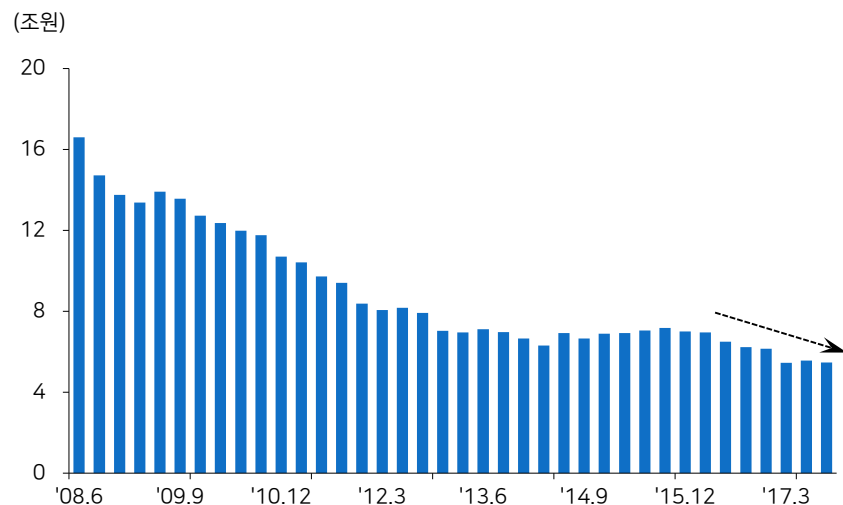
2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

민간의 주거용 토지는
대부분 PF를 통해서 사업이
이루어지며 감소 지속,
LH공사의 택지개발 감소

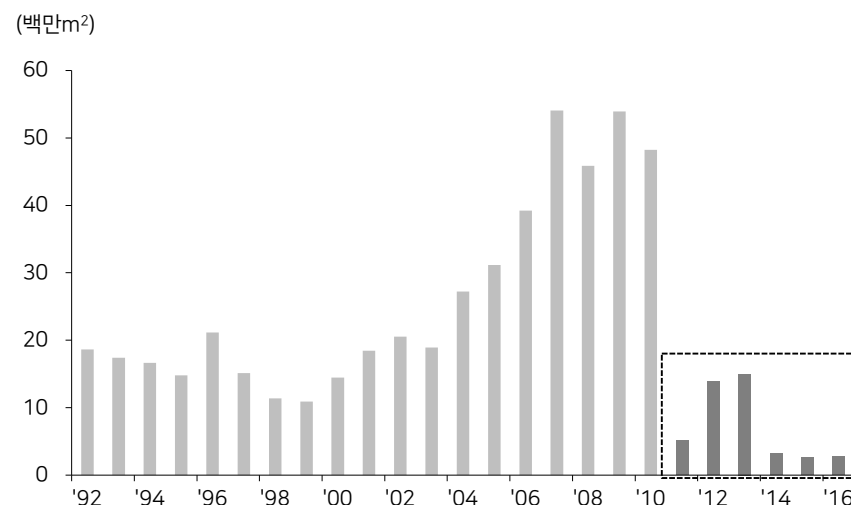
- 일반적인 주택 분양사업을 위해서는 기초 원재료인 토지 확보가 선행 조건
- 민간에서 이루어지는 토지 확보는 시행사와 PF 대출을 중심으로 이루어지는 민간토지 시장과 LH공사의 택지 분양이 대부분을 차지
- 대형건설업체의 PF 잔액은 지속적으로 감소하고 있으며, 특히 2017년 3분기 기준으로 미착공 PF는 전체 PF잔액의 20%를 하회하는 것으로 파악됨, 향후 착공 전환 PF 프로젝트 감소 지속
- LH공사의 택지 개발, 분양, 보유잔고 역시 급감
- 결론적으로 신규택지 중심의 분양시장 규모는 구조적으로 감소할 전망

대형건설업체 PF 잔액 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

LH 공사 택지 개발 면적 급감



자료: 국토교통부, 메리츠증권리서치센터

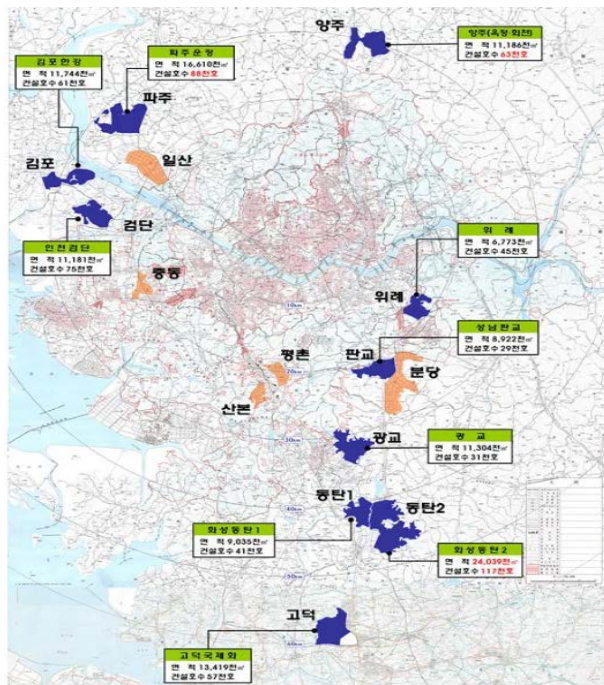
주택 실적의 관성- 역성장의 원인은 원재료 부족

2018년 산업전망 건설
관성의 장(章)

일부 지역을 제외한 LH공사의
잔여 보유토지 급감

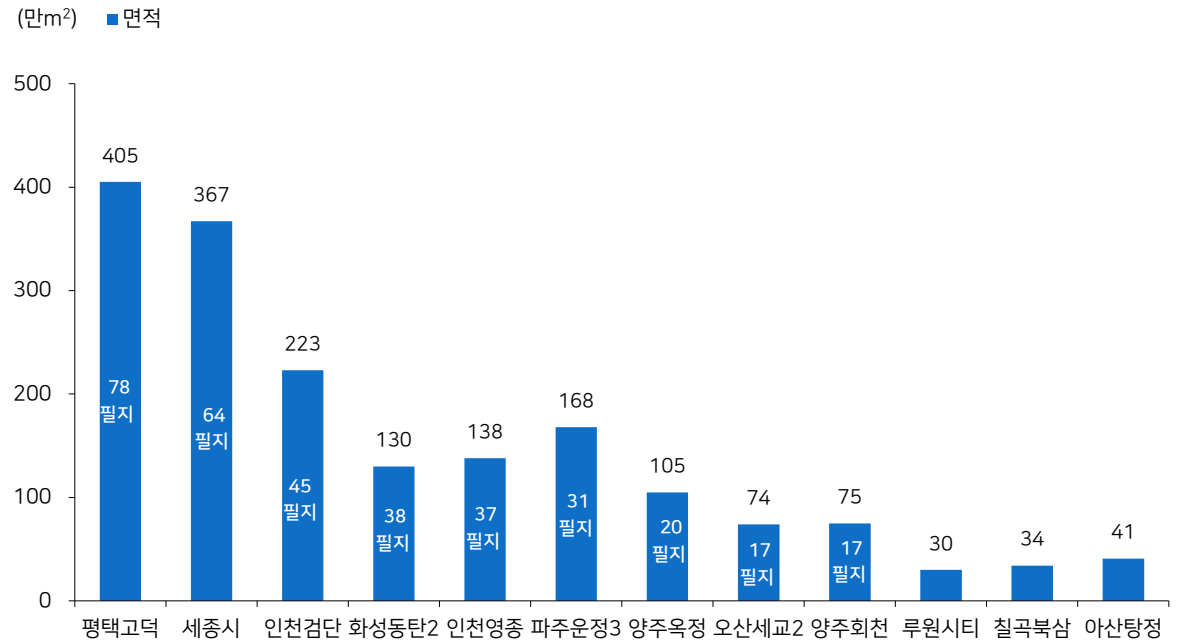
- 2000년대 이후 LH공사의 택지개발은 2기신도시를 중심으로 진행
- 평택, 세종, 인천검단, 파주운정, 인천 영종, 화성 동탄 등에서 잔여 부지 일부만 남아 있음
- 토지 개발이 중단되면서 보유 토지 잔고는 크게 감소 추세

신도시 개발 현황: 2기 신도시 중심의 택지 잔고



자료: LH공사, 메리츠증권 리서치센터

LH공사 주요 공공주택 용지 잔고 현황



자료: LH공사, 메리츠증권 리서치센터

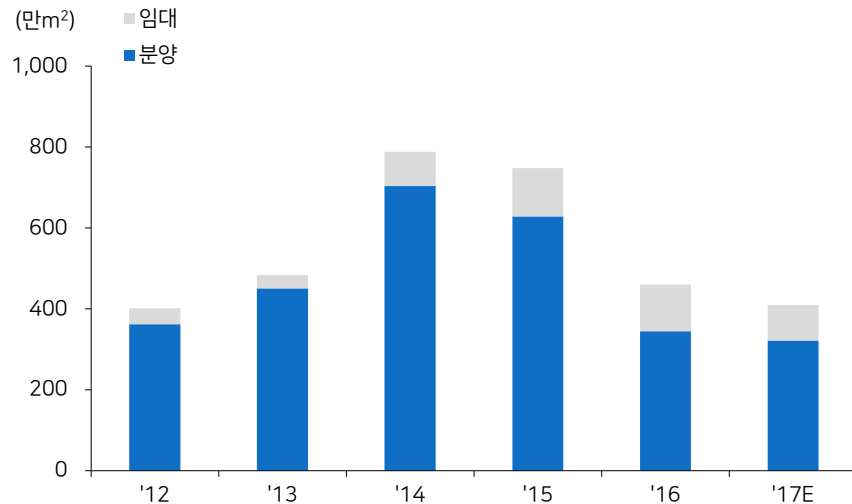
주택 실적의 관성- 역성장의 원인은 원재료 부족

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

전체 일반 분양에서 LH공사가 공급하는 토지에서 이루어지는 분양의 비중은 30~45%로 추정

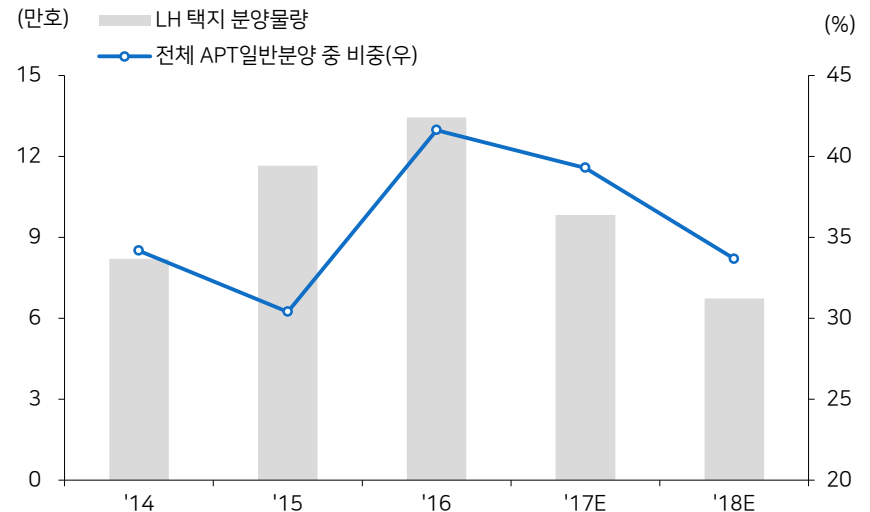
- LH공사의 분양용 택지공급과 실제 시장에서 이루어지는 분양은 1~2년의 시차가 존재
- 2016~2017년 분양용 토지 공급은 2014~2015년 평균 대비 -50% 감소
- 평균 30평형, 200% 용적률을 기준으로 공급된다고 가정할 경우 **전체 일반 APT분양에서 LH공사의 공급 토지가 차지하는 비중은 30~45% 수준으로 추정**
- 이미 택지 분양이 크게 감소하고 있는 상황에서 LH공사가 토지 매각 보다 임대 주택 공급 확대를 추진하면서, 분양용 토지 공급 감소는 구조적으로 나타날 전망

LH공사 2017년 택지 분양 계획



자료: LH공사, 메리츠증권증권 리서치센터

LH공사 택지 분양 추이 / 일반분양 내 LH 토지 비중 추정



자료: REPS, LH공사, 메리츠증권증권 리서치센터

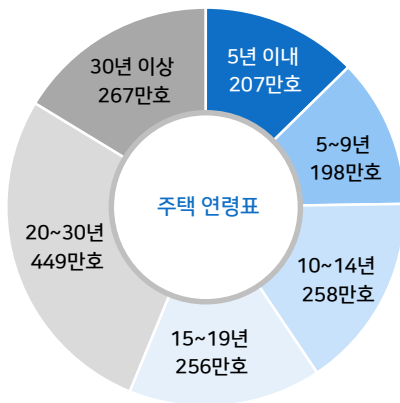
주택 실적의 관성- 원재료(토지)가 필요 없는 개발 확대

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

신규 택지 중심의 주택 공급
감소 국면에서 토지가 이미
존재하는 구도심 아파트
중심으로 공급구조 변화

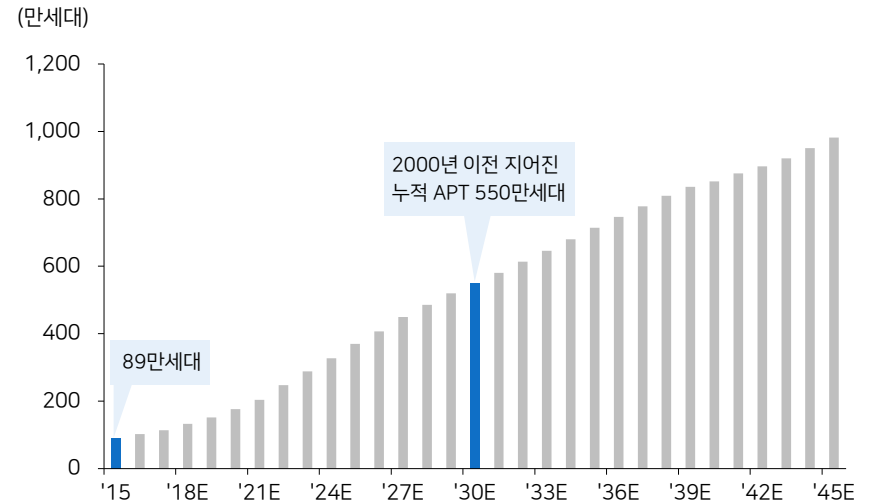
- 전체 주택의 50% 이상이 20년 이상의 노후 주택
- 재건축 연한을 30년으로 가정할 경우 현재 100만호 수준의 APT가 재건축이 가능
- 2030년까지 재건축 연한이 도래하는 APT 수는 5.5배 증가한 550만호로 증가 전망
- 장기적으로 연간 30만호 이상의 재건축/재개발이 이루어져야지만, 주택의 평균 연령이 낮아질 수 있음
- 신규 택지 공급이 신규 가구수 증가와 연동해서 이루어진다면, 재건축/재개발 프로젝트는 1970~2000년까지 지어진 모든 주택을 대상으로 하기 때문에 시장 규모가 커질 수 밖에 없음
- 결국 40년 만에 도심 재생 시대의 개막으로 연결되는 변곡점

주택 연령표 (2015)



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

재건축 연한이 도래한 APT 추이 및 전망



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

주택 실적의 관성- 원재료(토지)가 필요 없는 개발 확대

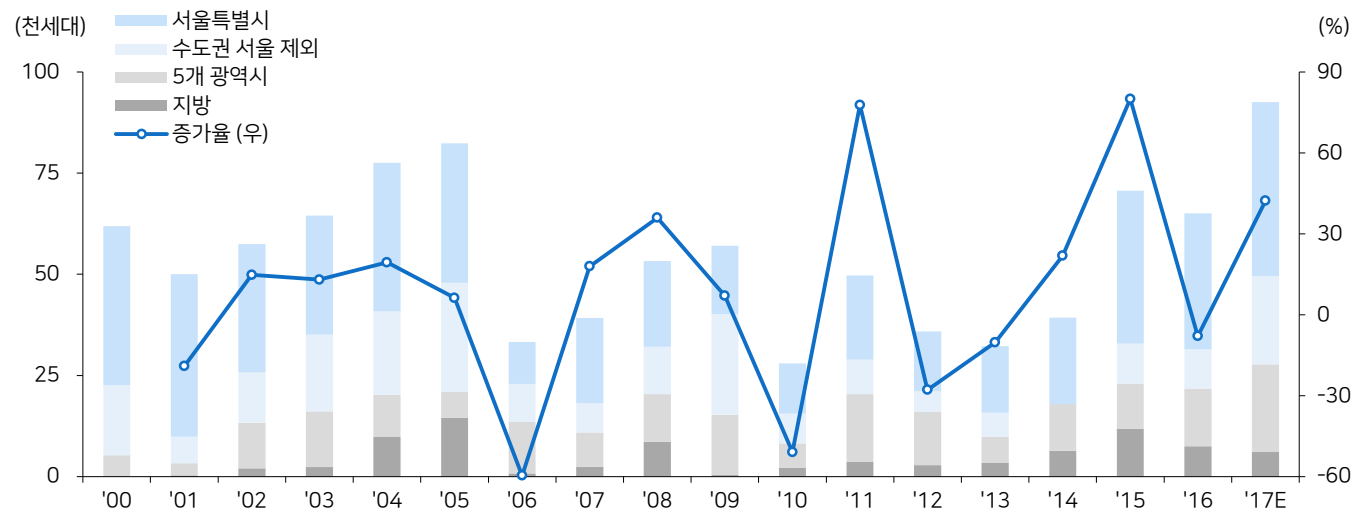
2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

2017년 재건축, 재개발
프로젝트 사상최대, 일부
이연된 물량 및 지방 광역시로
확산을 감안시 2018년 추가
확대 가능할 전망

- 2017년 구도심의 재건축, 재개발 프로젝트 사상 최대 분양
- 2018년 재건축, 재개발을 통한 공급 물량 역대 최대치 갱신할 전망
- 1) 재건축, 재개발 프로젝트의 추진 동인이 투자 차익 중심에서 거주환경 개선으로 변화
- 2) 주택 노후화가 심해지면서 주거의 질적 개선에 대한 욕구 증가
- 3) 서울시의 용적률 규제는 조례가 개정되면서 주택법 상한인 300%로 변경
- 4) 공공 관리제 시장에 따라 추진 과정에서의 비리 문제 감소
- 5) 2018년으로 이연된 재건축, 재개발 물량 4만호 수준, 서울에서 지방 광역시로 확산

재건축/재개발 프로젝트 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

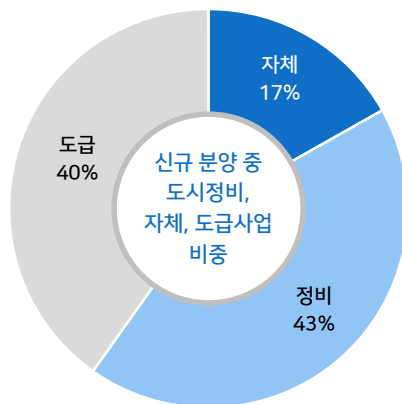
주택 실적의 관성- 재건축, 재개발을 가진 업체들만의 관성

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

토지 부족으로 도급주택 시장
감소 지속 vs 재건축, 재개발
시장의 증가

- 택지개발을 중심으로 움직이는 도급 주택 시장 감소는 지속될 전망
- 다만 이미 2017년 대형건설업체의 분양 물량 중 도시 정비사업의 비중이 40%까지 증가하면서, 도급 물량 감소 이상으로 증가, 대형건설업체의 분양물량은 시장의 감소 대비 견조
- 특히 2015~2016년 급증한 도시정비 관련 수주 프로젝트가 2018~2019년 순차적으로 착공 계획
- 2015~2016년 도시정비사업 수주 규모는 GS건설과 대림산업이 독보적
- 대형건설업체의 주택 실적의 관성은 시장의 예상보다 장기화 될 것

2017년 신규 분양 중 도시정비, 자체, 도급사업 비중 [대형 6개 건설업체]



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업체별 도시정비 사업 수주 규모

(십억원)	2015년	2016년
GS건설	8,018.0	2,397.3
대림산업	2,948.6	3,300.0
현대산업	1,641.5	1,627.5
대우건설	933.9	1,400.0
현대건설	411.5	1,262.4
합계	13,953.5	9,987.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

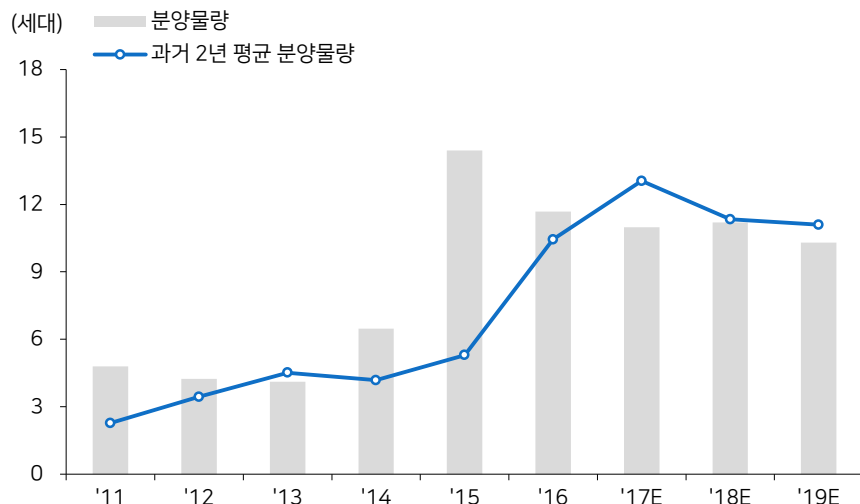
주택 실적의 관성- 2020년까지 매출 감소는 없다

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

주택 매출의 관성은 최소
2020년까지 지속: 2018년 매출
사상 최대 갱신 전망

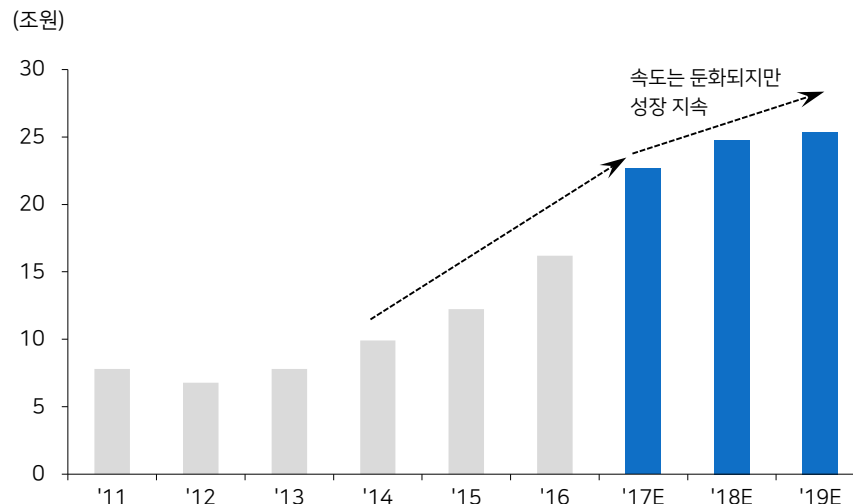
- 2015~2016년 급증한 도시정비 사업 수주 잔고의 착공(분양) 전환이 2019년까지 순차적으로 진행
- 서울을 중심으로 움직이던 도시정비 사업이 지방 광역시로 확산 추세
- 대형건설업체의 2018년 분양물량은 현재 수준을 유지 또는 소폭 증가할 것
- 급증한 주택 매출에 대한 부담과 시장의 APT분양 감소로 나타나는 고점 논란은 완화될 것
- 2018년 주택 매출은 사상 최대를 갱신 이후 2020년까지 고점 수준의 매출이 이어질 전망

대형건설업체 합산 분양 물량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 주택 매출 추이 및 전망

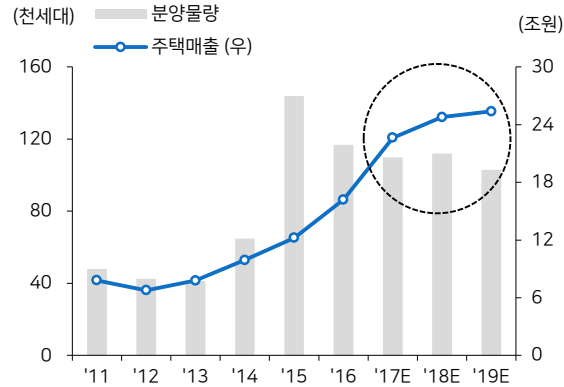


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 주택 분양 및 매출

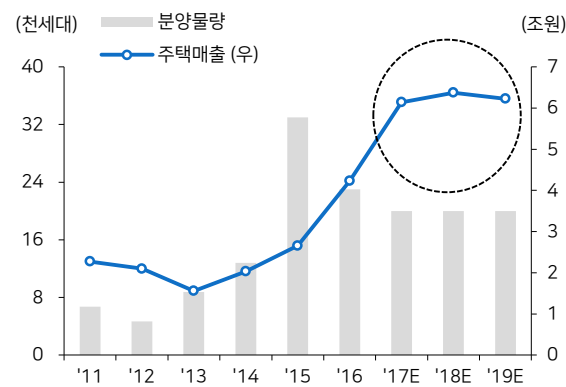
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대형사 합산



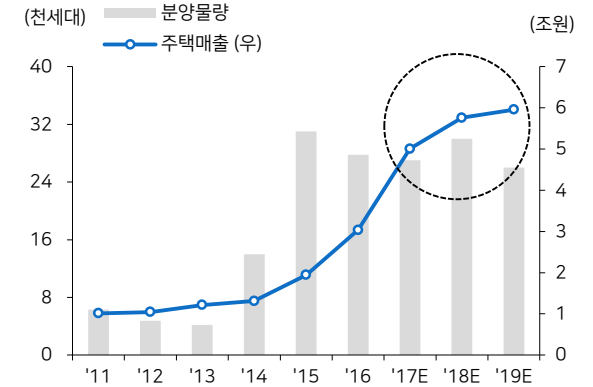
자료: 메리츠증권 리서치센터

대림산업



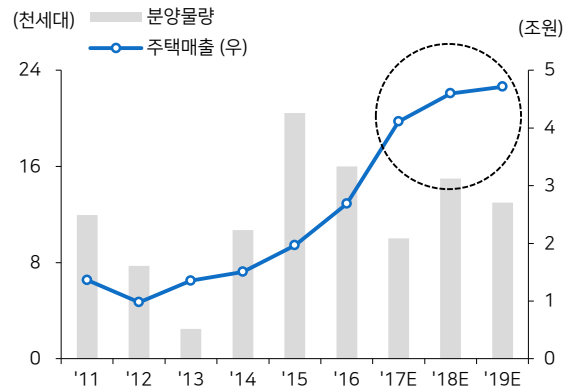
자료: 메리츠증권 리서치센터

GS건설



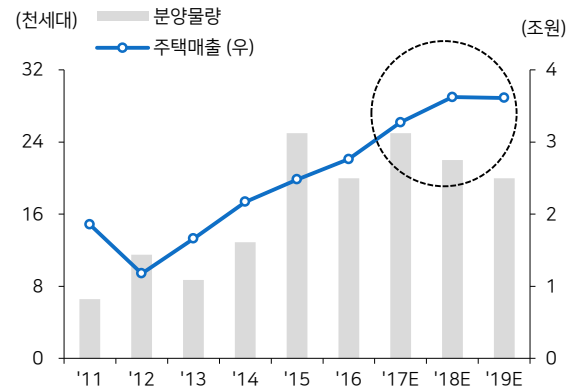
자료: 메리츠증권 리서치센터

현대건설



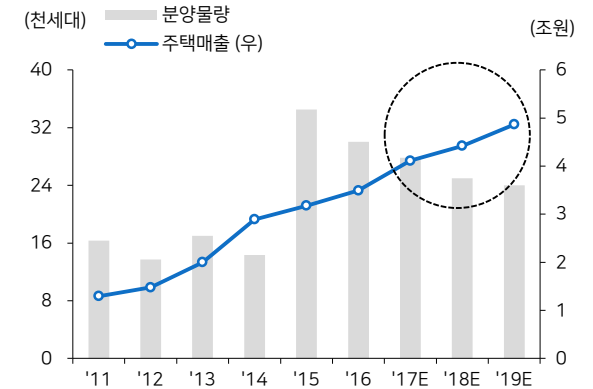
자료: 메리츠증권 리서치센터

현대산업



자료: 메리츠증권 리서치센터

대우건설



자료: 메리츠증권 리서치센터

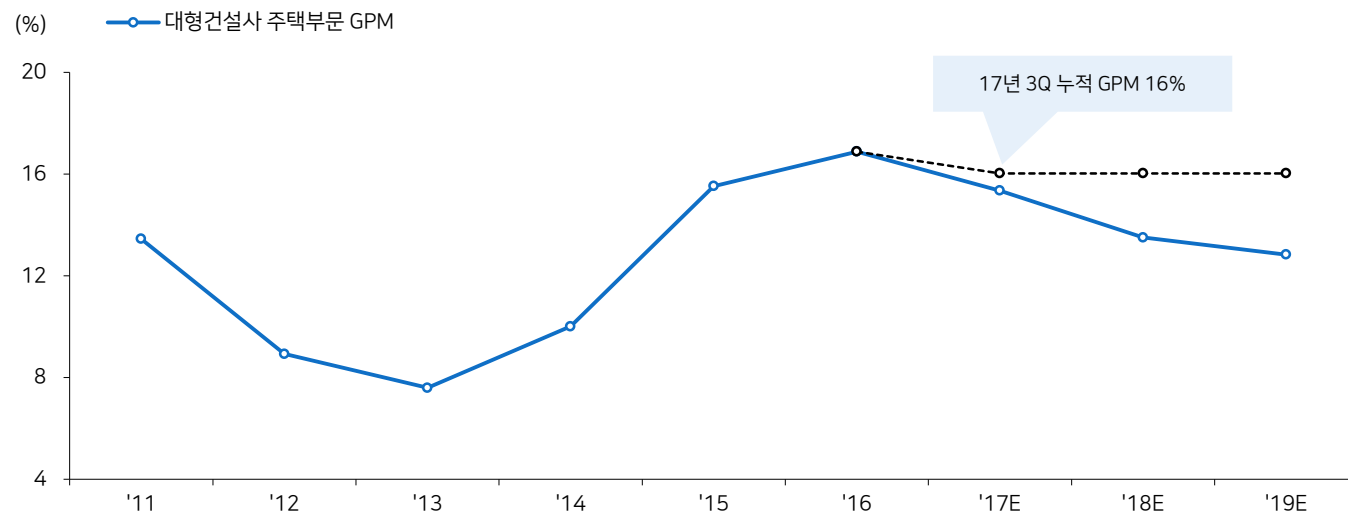
주택 수익성의 관성 - GP margin 16%로 서프라이즈 지속

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

주택 부문 GP margin은
2013년 저점 이후 지속적으로
상승, 15%~16% 수준 유지

- 2015년 부터 대형건설업체의 주택 부문 수익성은 서프라이즈를 기록
- 평균적으로 12%~13% 수준의 매출 총 이익률을 전망하였으나 2015~2017년 모두 예상치를 상회
- 2019년까지 주택 부문 GP margin 은 13% 내외로 전망하고 있으나, 이 역시 보수적인 것으로 판단
- **2017년 3분기까지 누적 주택 부문 GP margin은 16%를 기록 중으로 컨센서스 상회**
- 현재의 수익성이 유지될 경우 2018년 컨센서스 영업이익은 주택 부문 실적 만으로 대부분 달성 가능

주택 GP margin



자료: 메리츠증권리서치센터

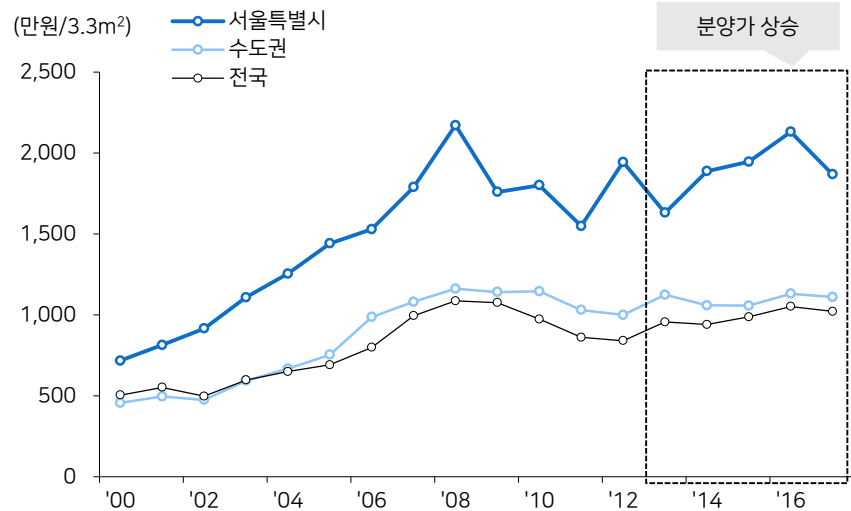
주택 수익성의 관성 - 수익성을 유지하는 관성은 분양가 상승과 입주 정산

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

분양가 상승이 빠르게
나타났던 2015~2016년 분양
프로젝트 매출 비중 최대

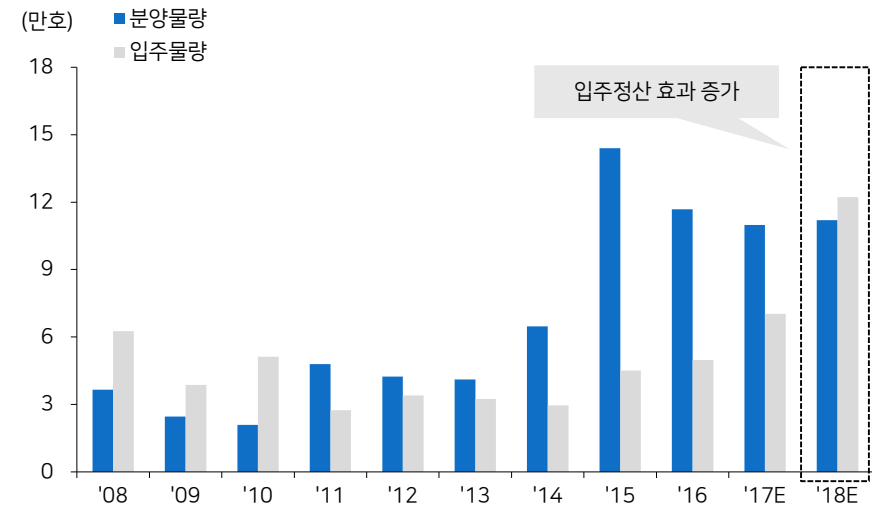
- 2013년 이후 전체적으로 신규분양가는 점진적인 상승이 나타나고 있음
- 특히 초기 청약시장에서 대부분의 계약이 완료되면서 금융비용 및 판매 촉진비용의 절감요인 발생
- 분양가 상승은 직접적인 원가율 개선, 비용 감소는 입주 및 준공 시점에 정산 차익 증가로 연결
- 2018년 주택 부문 실적에서 2015~2016년 분양 프로젝트 매출 비중이 크게 증가할 전망
- 따라서 입주 시점의 정산 효과와 도급 마진 개선에 따라 주택 부문의 수익성은 유지될 전망

수도권, 전국 APT 평균 신규분양가 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 분양물량 vs 입주물량

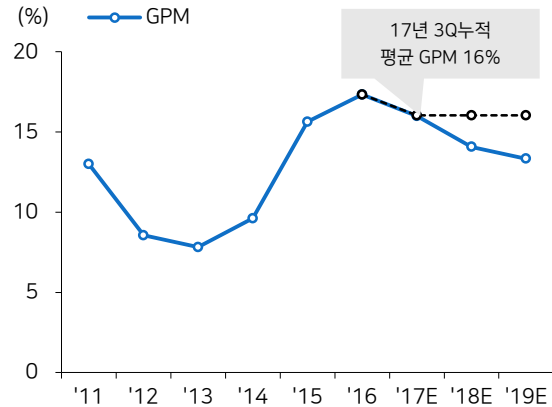


자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

주택 부문 실적 - 업체별 주택 GP margin

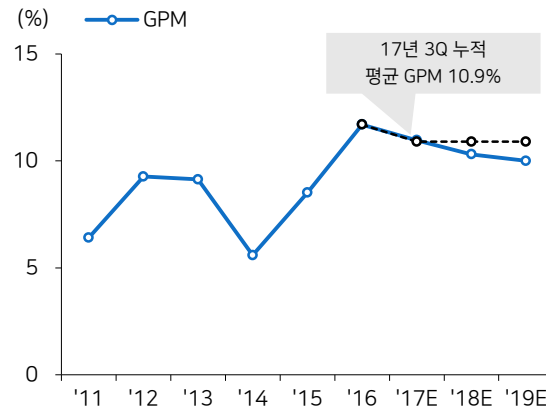
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대형사 합산



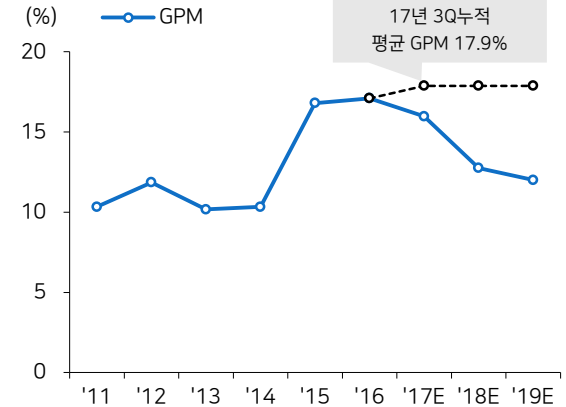
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대림산업



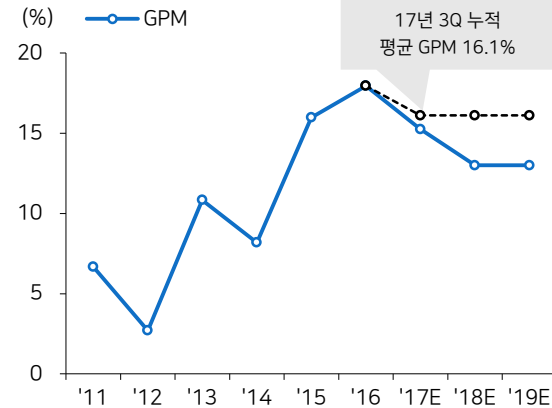
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

GS건설



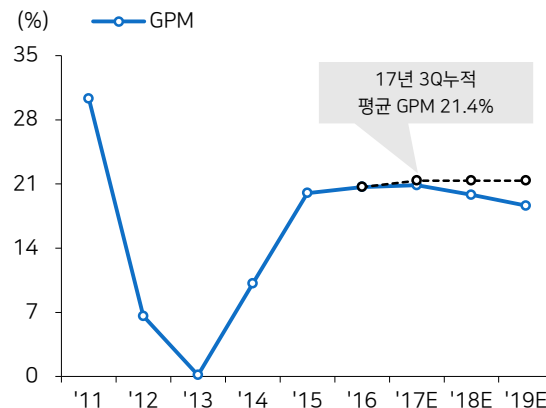
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대건설



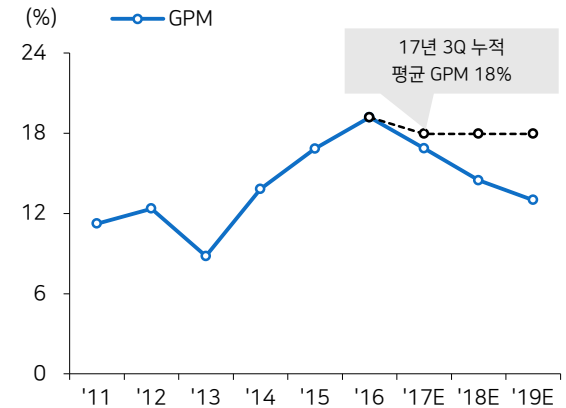
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대산업



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대우건설



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 4

Part II

2018년 산업 전망

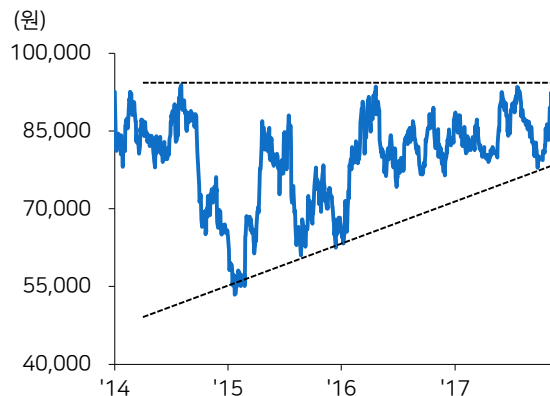
건설

관성의장 2nd -관성을 깨는 힘

사상최대 실적에도 Band를 벗어나지 못하는 주가

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대림산업



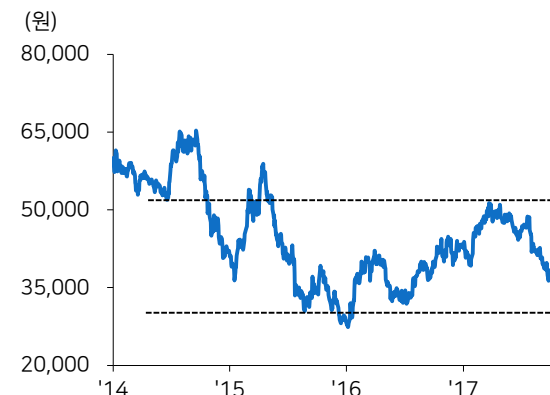
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

GS건설



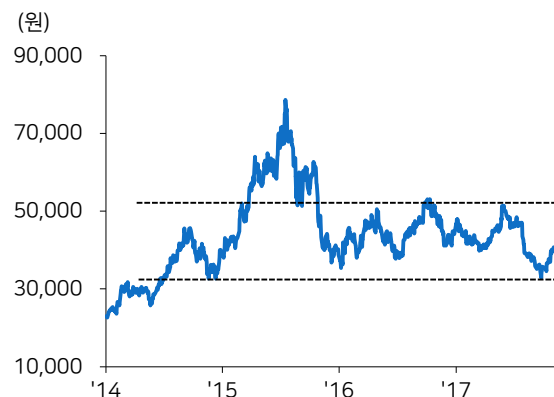
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대건설



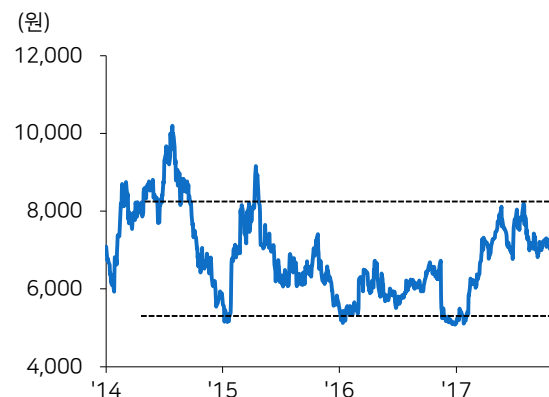
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대산업



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

대우건설



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

삼성엔지니어링



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

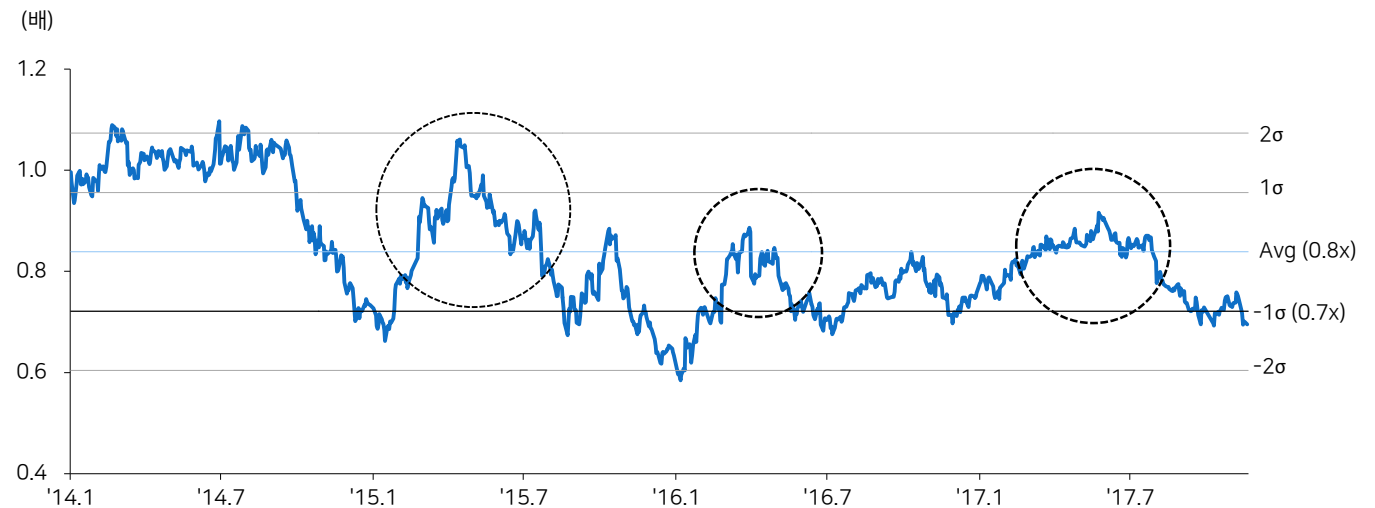
Buy & Holding은 실패한 전략

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

PBR valuation 기준 -1σ ~
Average 사이를 끊임없이
반복하는 주가 흐름

- 실적 개선과 Valuation multiple 상승에 초점을 맞춘 Buy & Holding 전략은 실패
- 2016년 이후 가장 효율적인 투자 전략은 $-\sigma$ 에 매수, 평균에서 매도
- 다만 -1σ 를 벗어날 확률이 극히 낮아, 주가 하락 국면은 강력한 매수 신호
- 2018년 역시 사상 최대 실적 갱신이 예상되면서 PBR 기준 -1σ 에서 매수 전략은 유효
- 문제는 Average PBR 0.8x에서 매도 전환 or Band 상단을 넘어 설 수 있는지에 대한 판단

대형사 평균[시가총액 가중] PBR 추이

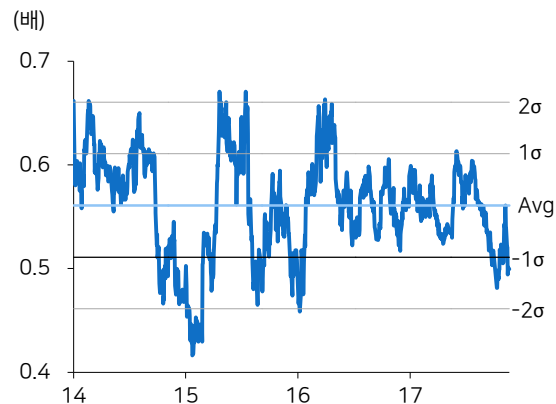


자료: 메리츠증권 리서치센터

PBR Valuation Band - 2014년 이후 표준편차

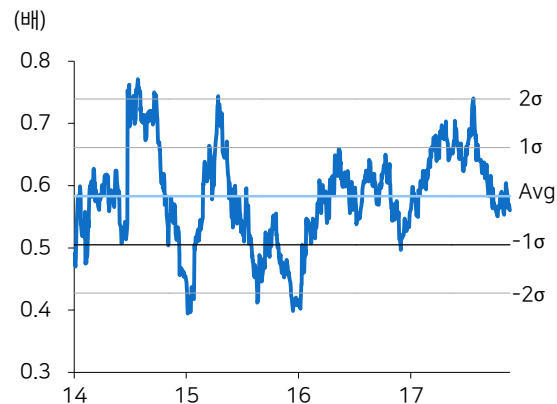
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대림산업



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

GS건설



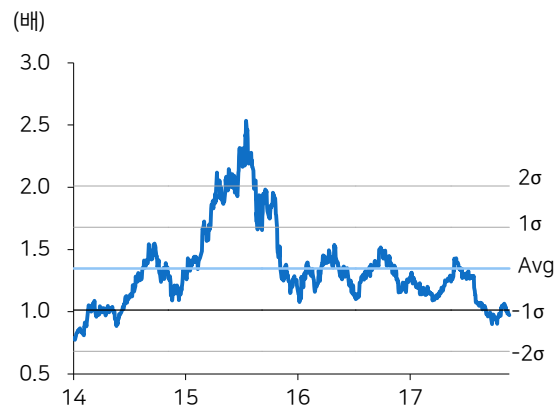
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대건설



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대산업



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

대우건설



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

삼성엔지니어링

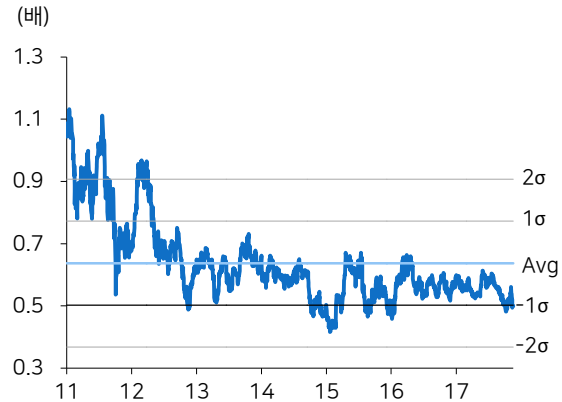


자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

PBR Valuation Band - 2011년 이후 표준편차

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대림산업



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

GS건설



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대건설



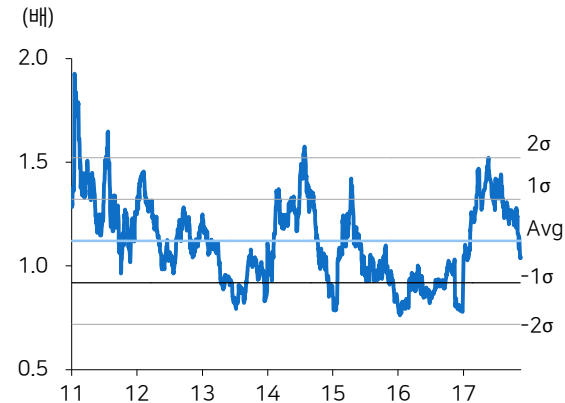
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대산업



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

대우건설



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

삼성엔지니어링



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

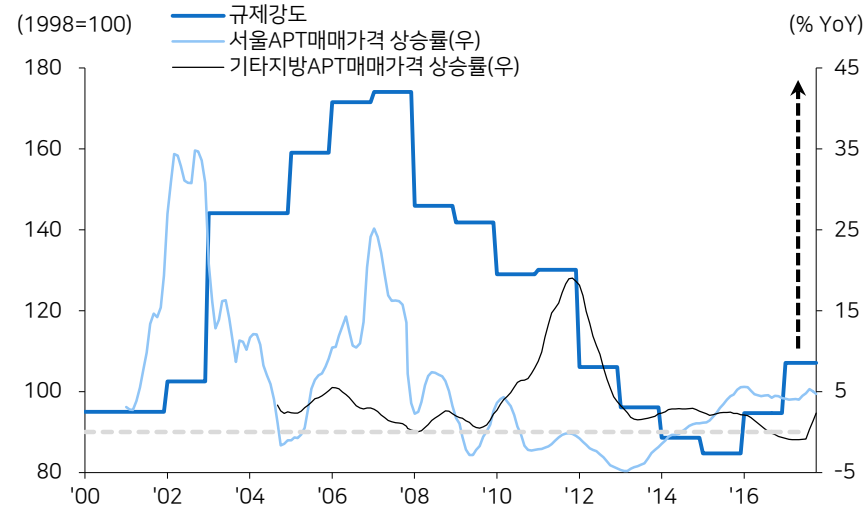
Band를 깨는 것은 변동성 (1) 정책

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

2017년 하반기 변동성이 가장 큰 변수는 부동산 정책, 2018년 정책변동성은 완화

- 2017년 8월 이후 정책 변동성 확대: 8월~10월 발표한 부동산 정책 영향
- 규제 강도가 2007년 고점 수준까지 급격하게 높아지면서 시장의 우려 확대
- 2000년대 이후 만들어진 부동산 규제 대부분이 부활
- 남아있는 정책은 주거복지로드맵 발표와 보유세 강화 여부, 전월세 상한제 등
- 급격한 보유세 변동을 가정하지 않는다면, 정책의 변동성의 완화 국면으로 주가에 미치는 영향은 감소

규제 추이와 서울 APT 가격 지수



자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

정권별 규제

	서울부동산 상승률	부동산 정책 기초	주요 정책
16대 정부 (2003~2008)	56.6%	규제	<ul style="list-style-type: none"> 양도세, 종부세 등 세제 관련 규제 강화 재건축 개발 이익환수제 DTI/LTV 강화 주택 공급 물량 확대
17대 정부 (2008~2013)	-3.2%	부양	<ul style="list-style-type: none"> DTI/LTV 완화 양도세 등 세제 혜택 강화 공공부문 지출 확대 재정비 사업 규제 완화
18대 정부 (2013~2014)	-0.1%	부양	<ul style="list-style-type: none"> 임대주택 등 공공부문 공급 확대 양도세, 취득세 등 세제 혜택 강화 DTI/LTV 완화 재정비 사업 규제 완화
18대 정부 (2015~2017)	10.4%	규제	<ul style="list-style-type: none"> 여신심사 가이드라인 발표 공공택지 분양 물량 조절 중도금대출보증 요건 강화 집단대출에 여신심사 가이드라인 반영
19대 정부 (2017~)	1.3%	규제	<ul style="list-style-type: none"> 조정대상지역, 투기과열지구 등 지역 규제 DTI/LTV 등 대출규제 강화 재건축 초과이익 환수제, 분양가 상한제 양도소득세 강화

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Band를 깨는 것은 변동성 (2) 금리

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

점진적인 금리 상승 국면,
변동성은 크지 않을 것

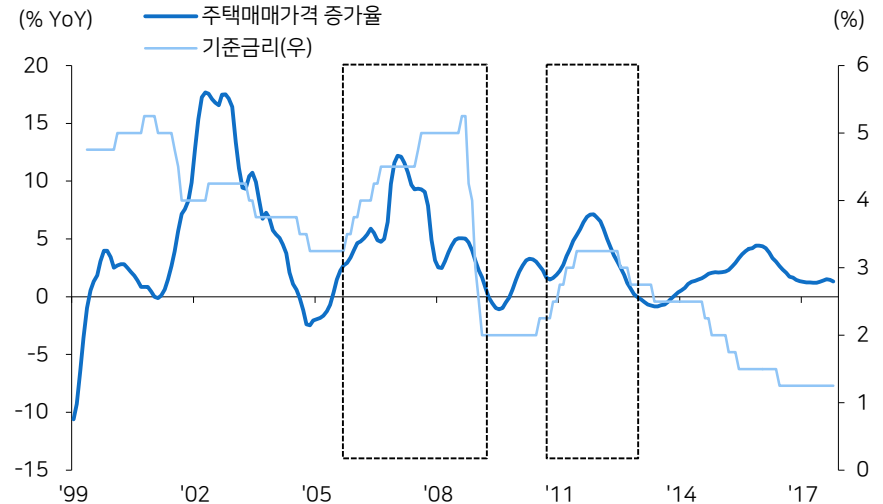
- 2016년 하반기 금리 급등 이후 2017년은 완만한 금리 상승 진행 중
- 2018년까지 2차례의 기준금리 인상을 가졌고 있으나, 시장 금리의 변동성은 낮아질 전망
- 인플레이션 압력이 크지 않고, 이미 시장 금리는 일정부분 기준금리 인상을 반영하고 있기 때문
- 부동산 시장에 미치는 영향 역시 크지 않을 전망
- 이는 1)금리의 레벨이 높지 않으며 2) 과거 정책금리 인상 국면에서 부동산 가격은 경기 개선에 초점을 두고 상승하는 모습을 보였기 때문

금리 추이와 변동성 둔화



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년까지 2차례 기준 금리 인상 전망: 부동산 시장에 미치는 영향은 낮음



자료: 한국은행, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

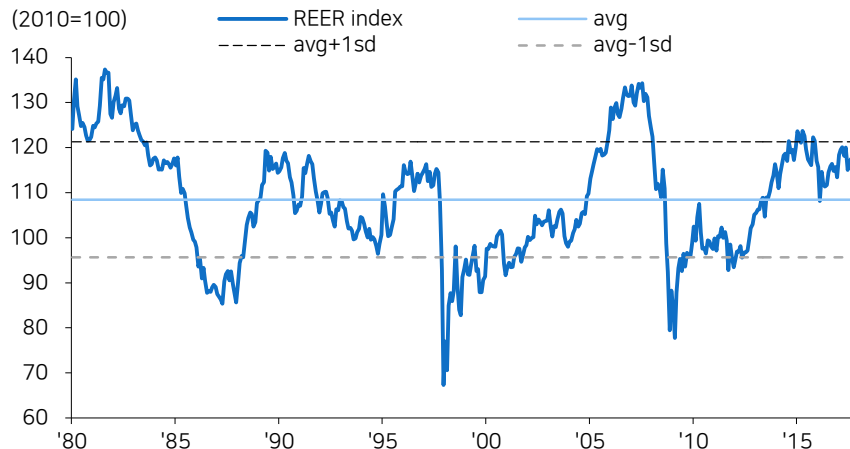
Band를 깨는 것은 변동성 (3) 환율

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

2018년 기말 환율 2070원/달러
내외로 전망

- 한국 원화는 11월 10일 종가 기준, 실질실효환율 장기평균 대비 9.83% 고평가된 수준
- 통상적인 변동범위인 장기평균+1 표준편차 수준을 하회하고 있음
- 달러 약세-달러 이외 통화 동반 강세 지속되는 환경 하에서는 원/달러 환율로 환산한 실질실효환율의 균형 수준도 점차 낮아지게 됨
- 2018년 유로, 엔, 위안 전망 대입시, Avg+1sd 수준은 1,080원이며, 2018년 기말 환율 전망은 1070원 수준으로 현재 대비 환율 변동성은 5% 미만으로 움직일 것
- 따라서 변동성 측면에서 환율이 주가에 미치는 영향 역시 크지 않을 것

원화의 실질실효환율: 장기평균 대비 9.83% 고평가



주: 11월 10일 종가 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

실질실효환율 Valuation, 원/달러 환산

(REER valuation = 원/달러 환율)		Avg	Avg+1sd	Avg-1sd
11월 10일 기준 Valuation		1,231.4	1,101.5	1,396.0
17년 말 전망치 대입		1,222.8	1,093.8	1,386.3
18년 말 전망치 대입		1,207.8	1,080.4	1,369.3
당사 전망	원/달러	달러/유로	엔/달러	위안/달러
11월 10일	1,121	1.17	113.5	6.64
2017년 말 전망	1,100	1.18	112.0	6.55
2018년 말 전망	1,070	1.22	110.0	6.45

자료: 메리츠증권리서치센터

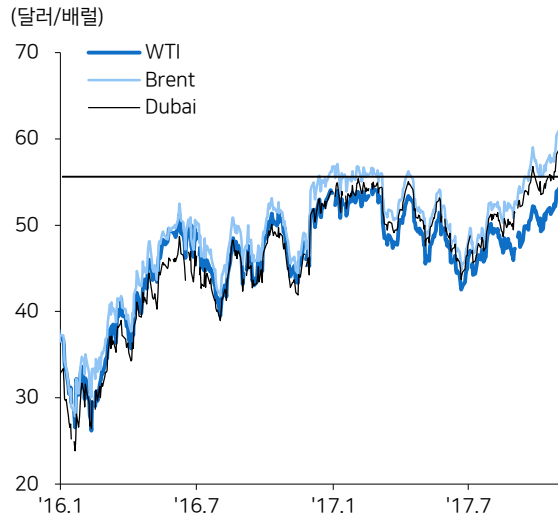
Band를 깨는 것은 변동성 (4) 유가

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

유가 변동성 확대 전망

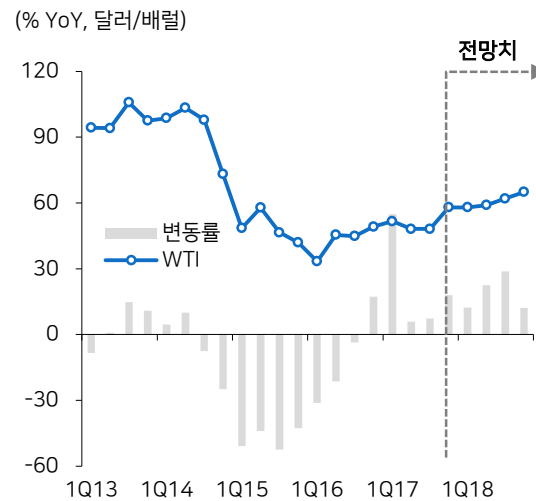
- '17년 10월 Brent 유가는 2년 3개월 만에 배럴당 60달러를 넘어섬
- 산유국 감산 연장 및 지정학적 Risk 부각에 따라 변동성 확대 중
- 기저에서는 글로벌 경기 호조에 따른 견조한 원유 수요가 유가 하방을 지지
- OPEC 감산 9개월 연장을 가정, **2018년 WTI 유가 연평균 배럴당 60달러로 전망**

국제 유가 상단 돌파



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

WTI 유가 전망치: OPEC 감산 연장 가정



자료: 메리츠증권리서치센터

비 OECD 국가 연간 GDP성장을 전망치 변화

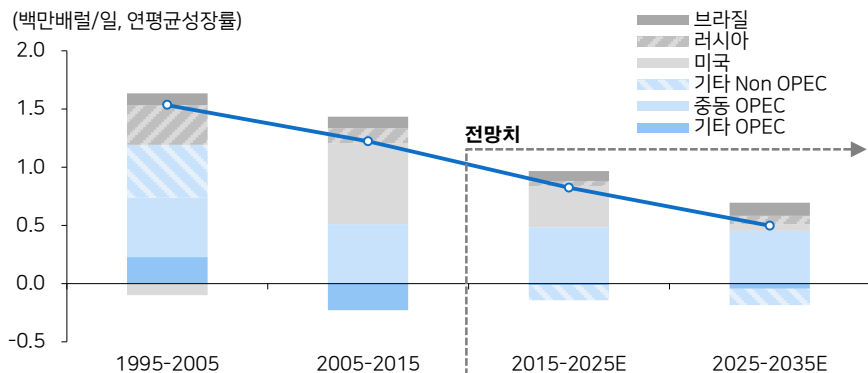


자료: IHS Global Insight, 메리츠증권리서치센터

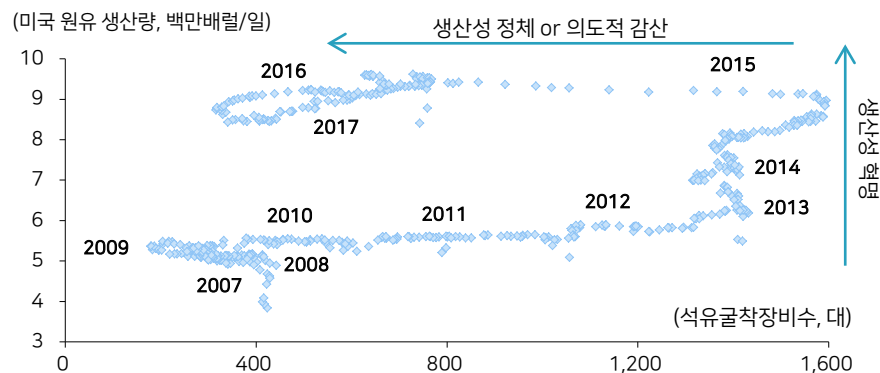
유가 상승에도 불구하고 Rig당 석유생산량은 정체 또는 둔화

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

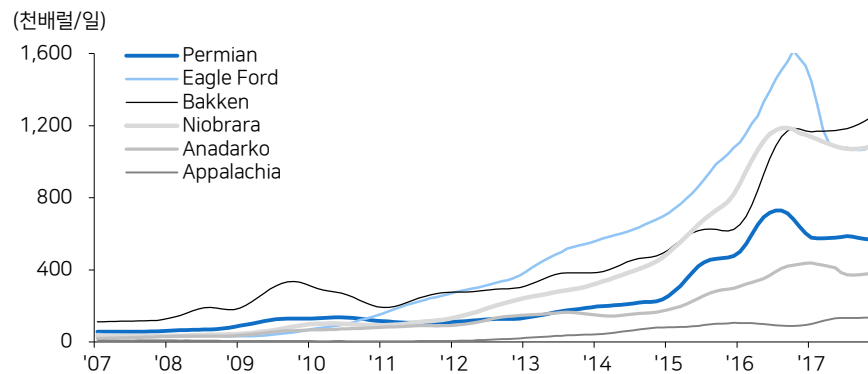
지역별 액체 연료 공급 전망



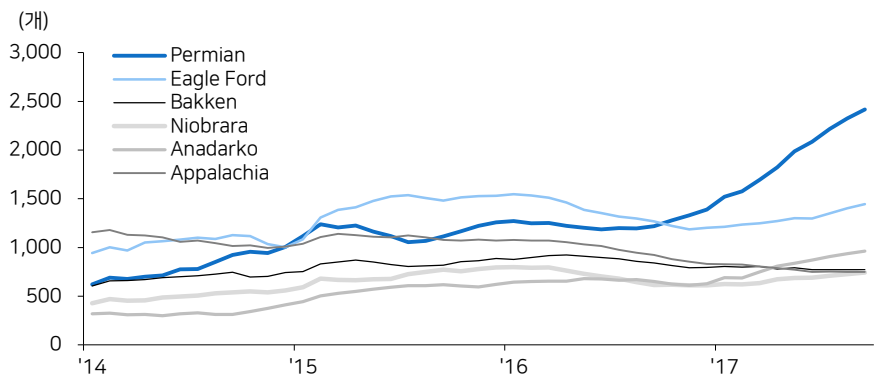
미국 석유굴착장비(Rig) 가동수와 원유 생산량 추이



미국 주요 셰일오일 생산 지대 Rig 당 석유 생산량



DUC(Drilled But Un-Completed, 시추 후 미완결 유정)



자료: BP "Energy Outlook 2017", EIA Drilling Productivity Report, 메리츠증권증권 리서치센터

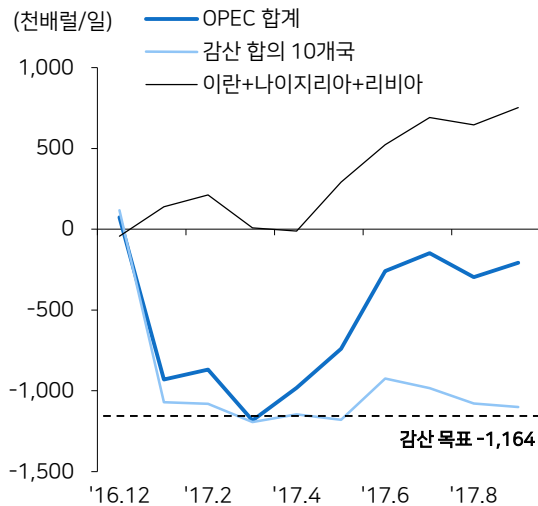
OPEC-비OPEC 감산

2018년 산업 전망 **건설**
관성의 장(章)

OPEC의 감산 합의 연장 여부

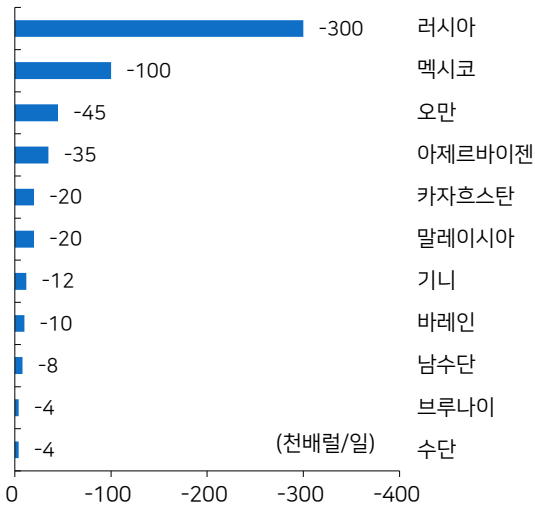
- '16.11.30 OPEC -116.4만b/d, '16.12.10 비OPEC -55.8만b/d 감산 합의 도출. '17.5.25 감산 합의 연장
- 최초 합의 당시 나이지리아-리비아는 통제 대상에서 면제, 이란은 9만b/d 많은 380만b/d까지 증산 허용
- 감산에 합의한 OPEC 회원국과 비OPEC 산유국들은 감산 공조에 비교적 성실히 참여 중
- 내정 불안에 따른 생산 차질을 이유로 감산 합의에서 제외된 나이지리아와 리비아의 증산이 문제
- 향후 OPEC 회의에서는 이들의 증산 제한 여부 혹은 다른 OPEC 회원국들의 산유량 조정 여부가 관건

OPEC 감산 목표 이행 현황



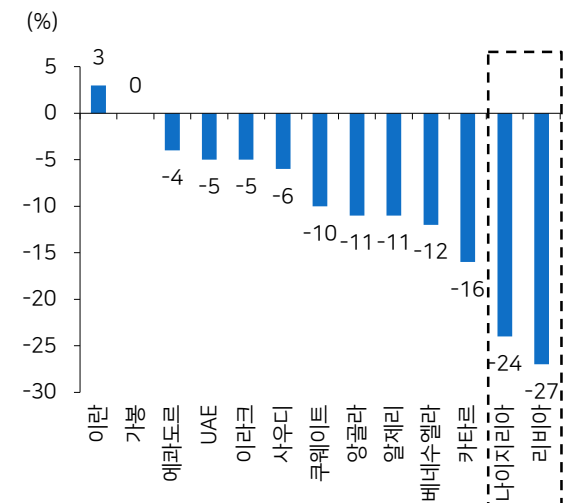
주1: 이란 증산 허용량 9만 배럴/일 포함한 감산 목표
주2: 이차통계 (Secondary Sources) 기준
자료: OPEC, 메리츠증권증권 리서치센터

OPEC 비회원국 합의 감산량



자료: 언론 자료, 메리츠증권증권 리서치센터

과거 4년 최대 산유량 대비 현재 산유량 (목표)

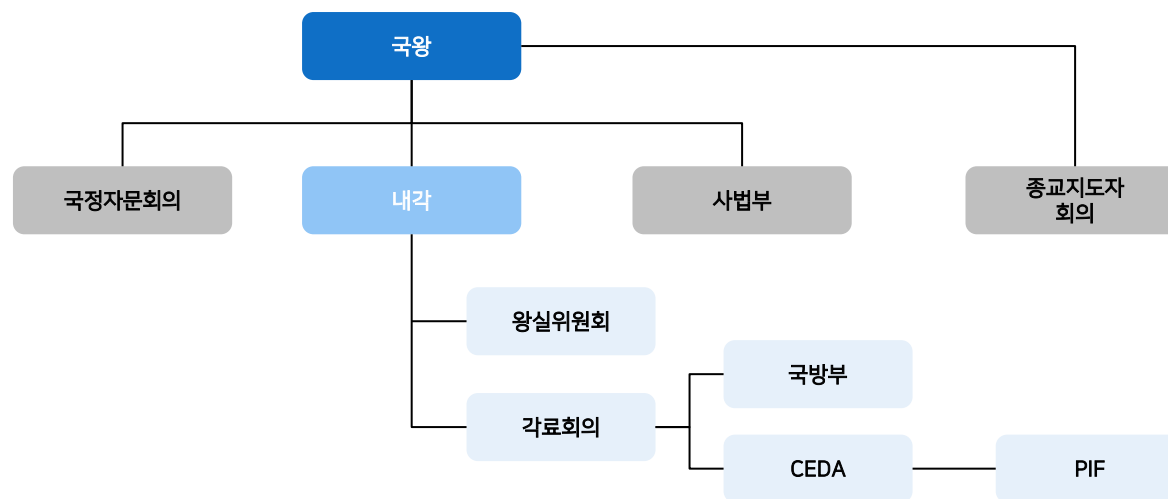


자료: OPEC, 메리츠증권증권 리서치센터

왕권 체제

- 권력 구조
 - 1) 국왕: 입법, 행정, 사법의 3권을 행사하며 종교의 수장, 국왕은 왕위계승자를 임명하거나 박탈할 수 있으며 왕위계승자는 지도자 회의(Ulema)와 왕실위원회 및 승계위원회의 승인으로 확정됨
 - 2) 내각: 국왕은 왕실위원회와 각료회의를 통해 국정을 총괄, 내각회의는 총리(국왕), 제 1, 2 부총리(왕세자), 21개 중앙부처 장관과 7명의 무임소장관으로 구성되며 이들은 모두 근친의 왕족
 - 3) 국정자문회의: 의회의 역할을 하나 구성원은 국왕이 임명하기에 실질적인 힘은 없음
 - 4) 사법부: 샤리아(법률)와 규율로 구별되며 국왕이 법률을 제정할 수는 없지만 규율을 제정할 수 있음
- 왕가는 국방·내무·외무장관과 리야드와 메카 등 주요 지사, 군, 경찰, 정보기관 등을 독점

사우디의 권력 구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

사우디, 정치 및 현재 상황

형제 세습에서 부자세습으로
변화: 빈 살만 왕세자 주도의
사우디로 변화

- 수다이리 세븐: 초대 국왕 압둘아지즈의 여덟째 부인의 일곱 왕자들을 의미하며 5대 국왕 이후 장기간 집권하며 정치적 권력을 쌓아왔음
7대 국왕인 살만은 집권 이후 초대국왕의 형제세습 관습을 깨뜨리고 부자세습을 도입
- 모하메드 빈 살만 왕세자: 살만 국왕의 친아들로 현재 제1 왕세자(Crown Prince)로 임명되었음
Mr.Everything이라는 별명을 가지고 있으며 국방장관이자 사우디 아람코 의장, 경제개발 위원회(CEDA) 의장, 국부펀드(PIF)의 의장 등을 맡고 있어 사우디의 실세
대외적으로 온건 이슬람주의를 표방하고 있으며, 정치외교적으로는 개혁적이고 강경한 성향을 보여줌

Mr.Everything 모하메드 빈 살만 왕세자



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

사우디 아라비아 왕실 가계도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

사우디, 정치 및 현재 상황 - 모하메드 빈 살만 왕세자 이후 주요 이슈

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

시기	변화	비고
2015-01-23	빈살만 왕세자 국방장관으로 임명	
2015-01-29	내각 구성 변경	12개의 공공기관을 폐지하고 이를 내각의 CSPA와 CEDA로 통합하였음
2015-01-31	빈살만 왕세자 경제개발 위원회(CEDA)의 의장으로 임명	CEDA는 왕실직속 기관
2015-03-01	PIF의 감독기관을 재정부에서 경제개발 위원회(CEDA)에 위임	CEDA의 위원장인 빈살만 왕세자가 PIF의 장이 되었음
2015-03-01	예멘 내전 개입	
2015-04-01	빈살만 왕세자 사우디 아람코 최고 위원회 의장으로 임명	
2015-04-28	무크린 빈 왕세제 대신 빈 나예프가 제1 왕세자로 책봉	빈살만 왕세자는 제2왕세자로 지명
2015-07-07	PIF가 러시아의 RDIF에 투자 결정	100억달러 규모이며 빈살만 왕세자가 주도, 이란 핵협상과 시리아 내전이 배경으로 분석됨
2015-12-13	지방선거 여성 투표 허가	여성이 처음으로 참정권을 부여받은 가운데 실시된 지방선거에서 여성 당선자가 20명 배출되었음 (전체 2,106명 의원)
2015-12-29	2016년 예산안 발표	고강도 긴축안(지출 14% 삭감): 연료보조금 축소, 휘발유 가격 인상, 공공요금 인상
2016-01-03	이란과 단교 선언	
2016-04-02	사우디 아람코 상장 발표	
2016-04-19	해외 은행들로부터 대출	100억달러 규모 대출, 1991년 이라크의 쿠웨이트 침공 시기 이래 25년만에 처음, 주요 은행은 도쿄-미쓰비시, HSBC, JP모건 등임
2016-04-24	종교경찰(무타와) 역할 축소	종교경찰 업무를 전담하는 '권선징악청' 조직법을 개정해 종교경찰의 수축을 묶었음
2016-04-25	VISION 2030 발표	
2016-05-28	석유장관 교체	석유부 장관을 21년만에 교체하고 석유부를 에너지 · 산업·광물자원부로 명칭 변경
2016-06-01	PIF, 우버에 35억달러 투자	기업가치 75조원으로 평가, 지분 5% 확보
2016-10-10	국채발행	총 175억달러 규모, 760억달러의 수요가 몰렸음
2016-10-13	소프트뱅크와 PIF가 '소프트뱅크 비전펀드' 설립	세계 IT기업에 5년간 1,000억달러를 투자하기로 결정 (소프트뱅크가 최소 250억달러, PIF가 최대 450억달러를 5년에 걸쳐 투자)
2016-12-24	외국인 근로자에 대한 세금 인상	자국민 고용 촉진을 위한 정책

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

사우디, 정치 및 현재 상황 - 모하메드 빈 살만 왕세자 이후 주요 이슈

2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

시기	변화	비고
2017-02-14	에너지부 장관, 재생에너지 분야 300~500억 규모 투자 계획	재생에너지 프로젝트는 2023년 완공 예정이며 10GW 규모
2017-02-26	살만 국왕의 해외 순방	1500명의 대규모 수행단을 이끌고 아시아 순방(말레이시아, 인도네시아, 브루나이, 일본, 중국, 몰디브, 요르단)
2017-02-27	사우디 아람코, 말레이 석유 단지에 투자	아람코와 페트로나스는 말레이시아의 대형 정유시설에 70억달러를 투자를 위한 MOU를 체결 (싱가폴과 접한 남부 조호르주에 270억달러의 석유화학단지 조성 계획)
2017-03-08	소프트뱅크 비전펀드, ARM 지분 25% 인수	소프트뱅크가 인수한 ARM의 지분 25%를 비전펀드로 이전
2017-03-16	중국, 사우디와 650억달러 규모 경제협정 체결	
2017-04-13	국채 발행	90억달러 규모의 이슬람채권(수쿠크) 발행
2017-04-18	사우디 풍력, 태양광 프로젝트에 500억달러 투자 방침	에너지부 장관은 6년 이내에 자국 전력 공급의 10%를 신재생에너지로 공급할 계획이며 이를 위해 향후 10년간 500억달러 투자 방침. 아람코 상장과 함께 전력 사업 민영화를 추진 중이라고 밝혔음
2017-05-20	미국, 사우디 3,500억달러 규모 투자협약	왕실은 1,100억달러 무기거래, 아람코는 GE, 솔름베르거, 헬리버튼 등 11개 미국회사와 500억달러 규모 협력, PIF는 블랙스톤 과 400억달러 인프라펀드 조성에 합의
2017-05-22	소프트뱅크 비전펀드 공식 출범	930억달러 규모이며 사우디 PIF, 폭스콘, 샤프, UAE 무바달라가 유력 후원자
2017-06-05	카타르와 단교	
2017-06-21	빈살만 제 1왕세자로 책봉	
2017-08-01	홍해 휴양지 프로젝트 발표	이슬람 율법을 적용하지 않는 대규모 호화 휴양지 건설 프로젝트, 2022년 완공 목표
2017-08-24	중국, 사우디와 200억달러 펀드 조성	인프라, 에너지, 광업 투자를 위한 펀드로 각국이 200억달러를 투자할 계획. 사우디 경제기획부 차관은 위안화 자금 조달을 위한 판다본드 발행도 검토 중
2017-08-25	소프트뱅크 비전펀드, 위워크 투자	30억달러 투자
2017-09-20	PIF, 26.7억달러를 투자해 엔터테인먼트 회사 설립	2019년 설립 예정
2017-09-23	여성의 건국 기념일 축제 출입 허용	
2017-09-26	여성에게 운전 허용	여성의 운전을 허용하는 국왕의 칙령 발효
2017-09-27	국채발행	총 125억달러 규모
2017-10-24	NEOM 프로젝트 발표 온건 이슬람주의 선언	5,000억달러 규모 투자
2017-10-25	PIF의 종합 운영 계획 발표	2020년까지 자산 규모를 4,000억달러로 늘릴 계획(현 2,300억달러), 재원은 아람코 IPO 자금, 펀드 운용수익 등
2017-10-26	PIF와 소프트뱅크 비전펀드, Solar Energy 2030을 위한 MOU 체결	2018년까지 3GW 규모 태양광 단지 개발에 합의. PIF가 지분을 74.3%보유한 SEC(사우디전력청)을 통해 개발될 예정
2017-10-27	PIF, 버진그룹의 우주사업에 10억달러 투자	
2017-10-29	여성에게 스포츠 경기장 개방	18년초부터 적용될 전망 보수적인 사우디에선 여성이 스포츠를 즐기는 것을 터부시 해왔음
2017-11-01	관광비자 발급 논의	관광비자 발급은 사우디의 경제 체질 변화의 의도로 해석됨
2017-11-04	11명의 왕자, 4명의 현직 장관, 10명의 전직 장관 체포	빈살만 왕세자의 숙청작업으로 권력 강화의 연장선으로 분석됨

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

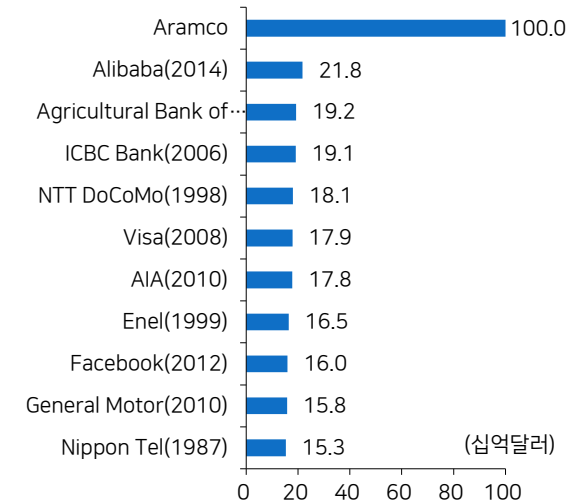
유가 변동성 확대 - 아람코 IPO

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

아람코의 상장 시가총액은
2,000조원(사우디 연간 oil
수출액의 10배 수준)

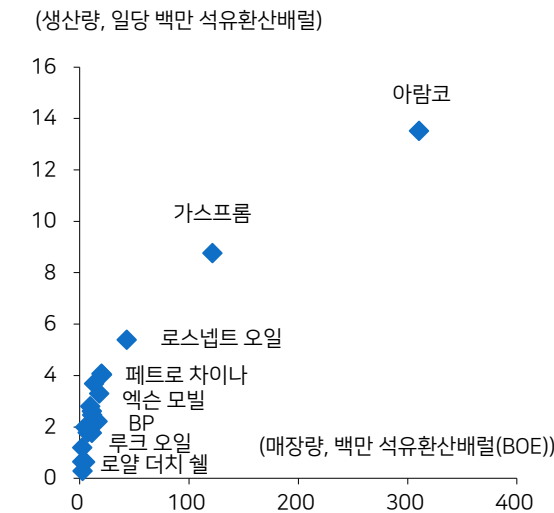
- 사우디의 무함마드 빈 살만(Mohammad Bin Salman) 부왕세자는 아람코(Aramco) 민영화를 통해 국부펀드인 PIF(Public Investment Fund)의 규모를 확대, Vision 2030 정책을 시행할 자원 조달 계획
- 아람코 기업가치를 2조 달러로 추정하고 지분 5%를 상장해 1,000억달러를 마련하겠다고 발표
- FT는 DCF 밸류에이션을 통해 낙관적, 기본, 비관적 시나리오 하의 아람코 기업가치를 각각 1조 1,320억달러, 8,810억달러, 5,390억달러로 추정(유가 배럴당 50달러, 장기 65달러, 법인세 50% 가정). 업계 평균 배당수익률 5%를 가정하면 각각 1조 2,510억달러, 1조 1,000억달러, 6,580억달러
- IPO가 성공적이지 않을 경우 유가 변동성 확대 가능

역대 최고 IPO vs. 아람코 추정치



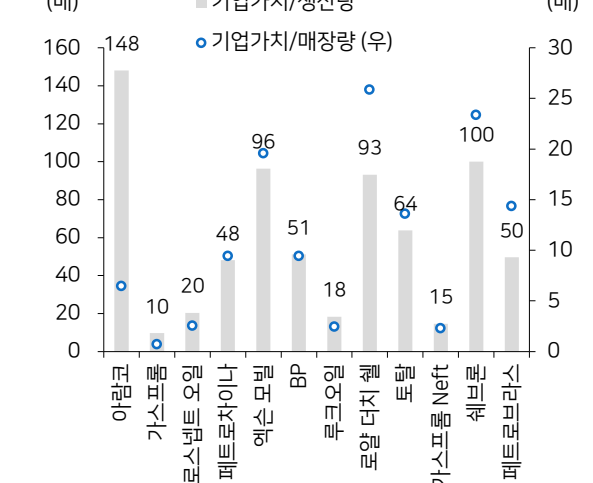
자료: Investopedia, 메리츠증권증권 리서치센터

아람코 Peer 석유 · 가스 생산량, 매장량 비교



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

기업가치 대비 석유 · 가스 생산량, 매장량 비교



주: 1) 아람코 기업가치 2조 달러 기준
2) 시총/생산량 = 백만 달러/일당 백만 석유환산배럴
시총/저장량 = 백만 달러/백만 석유환산배럴
자료: 각사, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

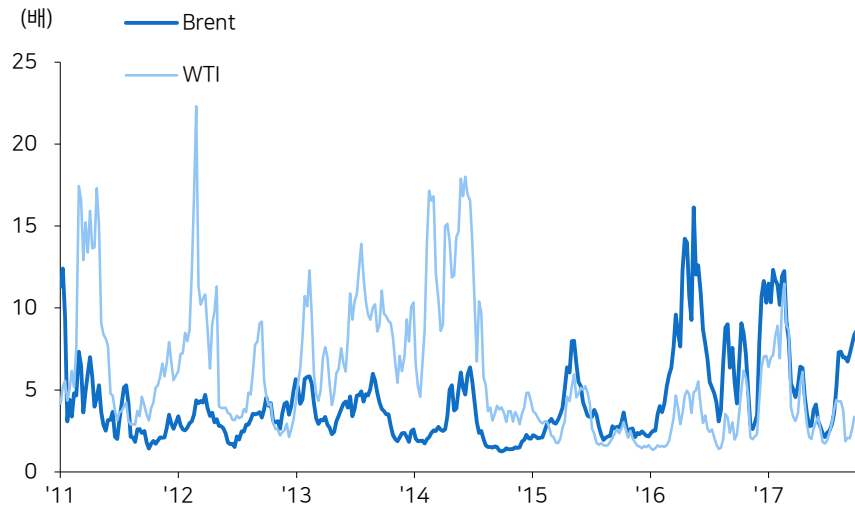
유가 변동성 확대 - 지정학적 위험

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

지정학적 Risk에 따른 변동성 확대 가능성

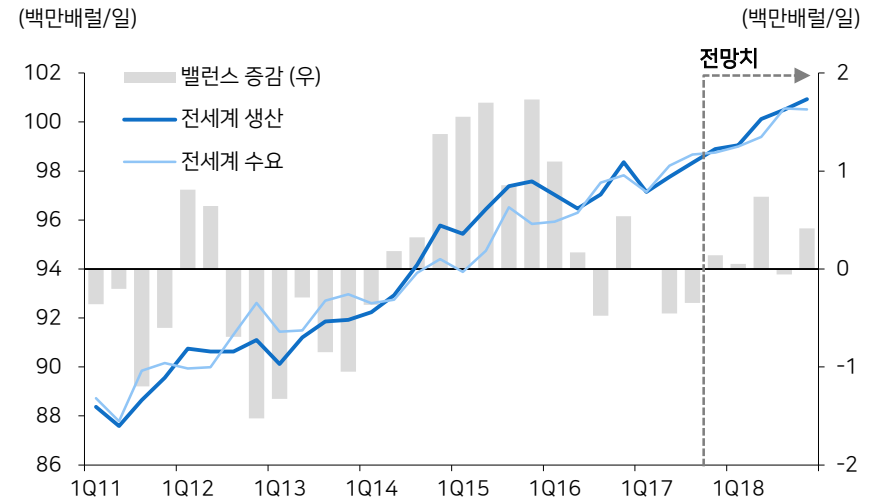
- 사우디-이란 갈등과 이란, 이라크, 나이지리아, 리비아, 베네수엘라의 5개 취약국 공급 중단 우려
- 이란 - 트럼프 대통령의 이란 핵협정(JCPOA) 불인정으로 협정 파기 및 원유금수조치 재개 가능성 대두
- 이라크 - 쿠르드 자치정부 소유 키르쿠크 유전을 이라크 정부가 급습해 유전 가동 중단, 선적 차질 발생
- 나이지리아 - 이슬람 테러조직 보코 하람(Boko Haram, 이슬람 국가 서아프리카주)과 정부군과의 내전
- 리비아 - '16.12 리비아 내 ISIL(이라크 레반트 이슬람 국가) 세력 붕괴되었으나 잔존 세력들의 테러 지속
- 베네수엘라 - 국영 석유기업인 PDVSA의 디폴트 위기가 베네수엘라 국가부도로 확대될 가능성

Managed Money의 WTI, Brent 선물 long 포지션 / short 포지션 비율



주: Managed Money는 상품 펀드, CTA(Commodity Trading Advisor; 상품거래자문회사) 등 비상업적, 투기적 거래
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

전세계 액체 연료(Liquid fuels) 수급 밸런스 전망(1Q18 OPEC 감산 종료)



자료: EIA, 「Short-Term Energy Outlook, October 2017」, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 4

Part III

2018년 산업 전망

건설

관성의장 3rd - 해외시장

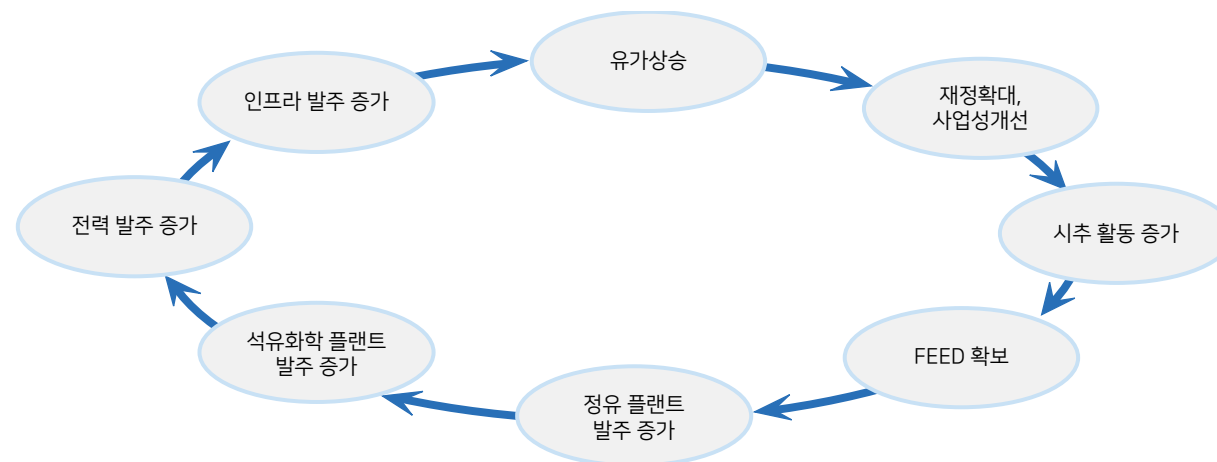
중동 발주 시장의 매커니즘

2018년 산업전망 건설
관성의 장(章)

유가 상승에서 시작되는 중동
정유, 석유화학 플랜트 발주
매커니즘

- 유가 상승 -> 발주 자원 및 재정책대, 프로젝트 사업성 개선 -> 시추 활동 증가 -> FEED 확보 -> 정유, 석유화학, 발전 등의 분야로 발주 -> 전력 및 인프라 발주 증가로 연결
- 장기적인 공급(생산량)의 증가가 유가 하락으로 연결, 다시 발주 감소로 이어지는 순환
- 특이한 점은 2000년대 이전의 중동발주는 대부분 시추활동 중심으로 Crude Oil 수출 확대에 주력
- 2000년대 이후 정유, 석유화학, 발전 등의 분야로 확대

유가 상승과 발주 매커니즘



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

유가 상승이 발주로 이어질까?

2018년 산업전망 건설

관성의 장(章)

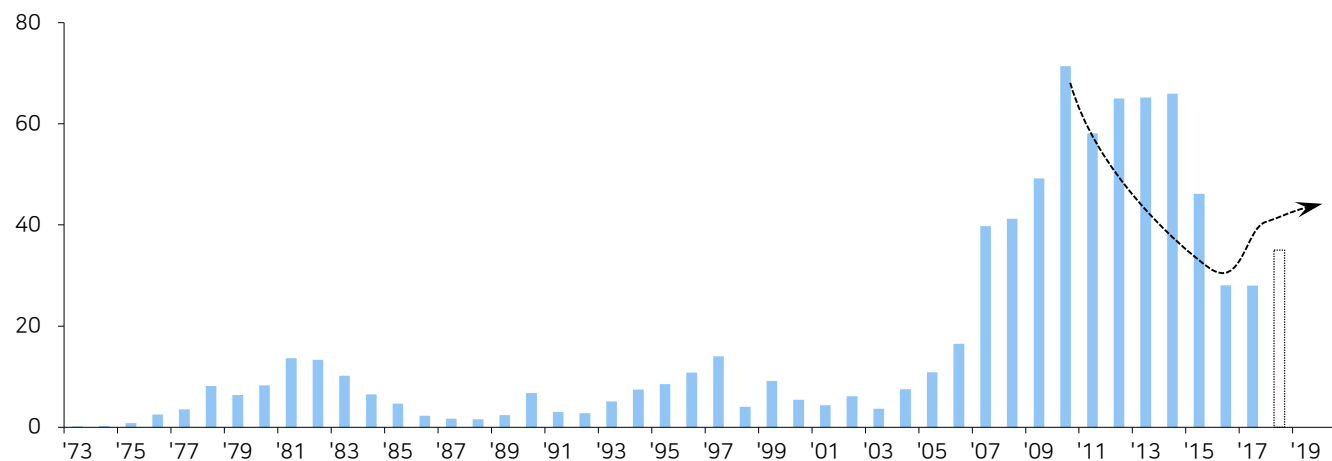
2017년 소폭 회복, 유가 변동성
확대에 따라 2018년 주가의
결정변수는 해외 발주시장

- 2017년 해외 수주는 매출의 역성장을 탈피할 수 있는 수준까지는 회복
- 다만 주가 상승을 위해서는 의미 있는 외형 성장을 이끌 수 있는 500억불 이상의 수주가 필요
- 유가 상승에 따라 산유국의 발주 재개에 대한 시장 관심이 증가, 2018년 주목하는 해외 발주시장은

- 1) 사우디, UAE 의 가스 관련 플랜트
- 2) 이란, 쿠웨이트 등 비전통 발주국가의 석유화학 플랜트
- 3) 아시아(태국, 베트남, 말레이시아 등)의 정유 플랜트
- 4) 일대일로 관련 프로젝트

해외 수주 추이

(십억달러)



자료: 해외건설협회, 메리츠증권 리서치센터

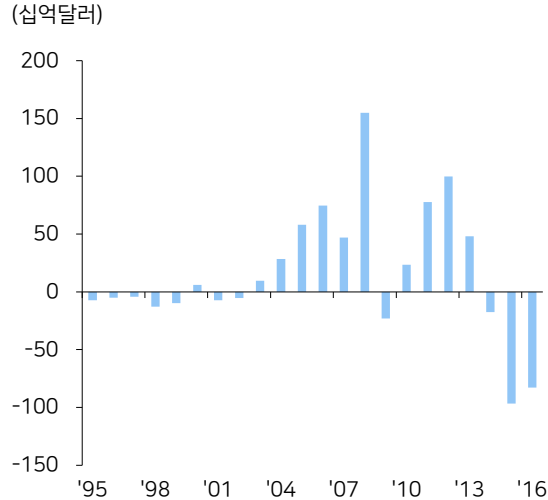
2018년 사우디 발주 시장: 가스 플랜트 확대

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

유가 상승에 따라 재정수지 개선 및 채권발행 확대, 에너지 정책 변화에 따라 가스 플랜트 발주 확대

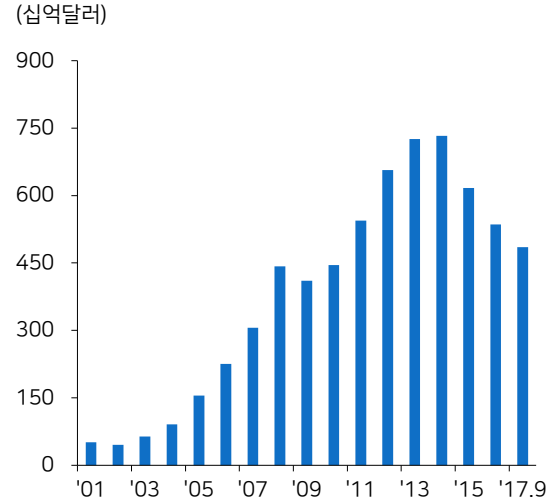
- 2014년 이후 유가 급락에 따라 재정적자가 크게 발생하였고 외환보유고는 2017년 9월 기준으로 2014년 말 대비 34% 가량 감소하였음
- 사우디는 중기적으로 2020년까지 균형예산을 달성하는 것을 목표로 하고 있으며, 이를 위해 정부 보조금을 축소하고 5%의 부가가치세를 2018년부터 도입할 계획
- 2014년 이후 발주 감소가 본격화되었으나, 2017년 7월 천연가스 및 재생에너지 보급 계획 발표: Al-Falih 사우디 에너지부 장관은 향후 10년간 천연가스 공급량을 2배 규모로 확대 할 계획
- 발전소를 중심으로 공공시설의 가스 사용률을 70%까지 확대할 전망, 2017년 하라드 가스 확장 프로젝트 발주, 2018년 신규 가스 및 확장 프로젝트 확대될 전망

사우디의 재정수지 추이



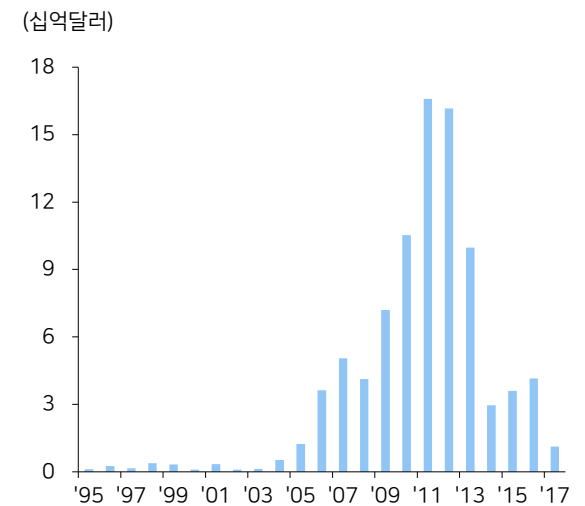
자료: SAMA, 메리츠종금증권 리서치센터

사우디의 외환보유고 추이



자료: SAMA, 메리츠종금증권 리서치센터

한국의 사우디 프로젝트 수주 추이



자료: 해외건설협회, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 이란 - 느리게 진행되는 환경 변화

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

이란은 석유화학 육성이 우선과제

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

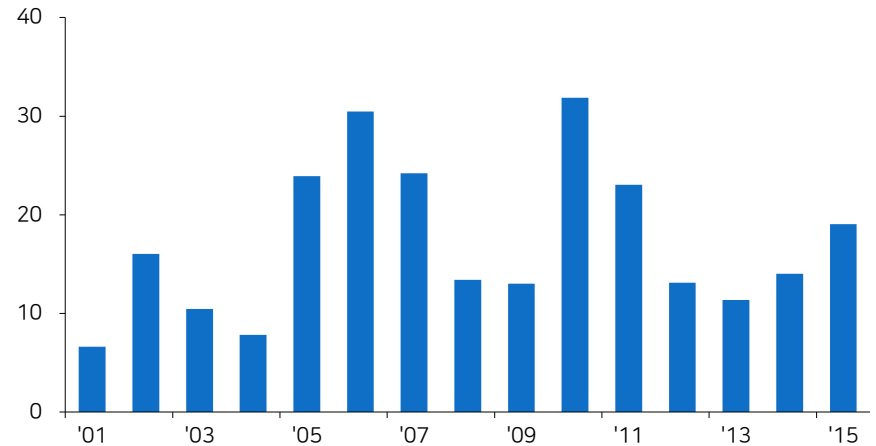
이란의 분야별 부가가치 추이 및 2025년 목표

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

자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

이란 발주 계약금액 추이

(십억달러)



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

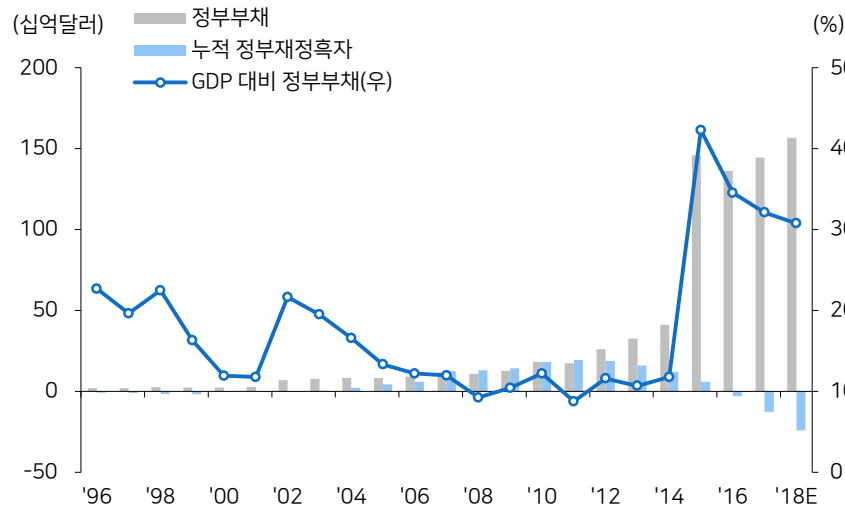
2018년 이란 - 파이낸싱과 국가 보증이 관건

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

신규 프로젝트 진행을 위해서는 해외 투자가 필수

- 경제 제재에 따라 이란은 과거의 고유가 상황에서도 정부 재정을 크게 늘리지 못하였으며, 정유 및 석유화학 플랜트, 기타 경제 시설 전반에 대한 투자 역시 충분히 이루어지지 못한 상황
- 석유/가스 부문의 투자가 필수적이며, 재정이 부족한 상황에서 해외자본의 유치는 필연적임
- 유럽, 일본, 중국을 중심으로 투자가 논의되고 있으나 최근 미국 및 사우디와의 외교적 마찰로 투자 일정은 다소 지연되고 있는 것으로 판단됨
- 한국 역시 수출입은행이 지난 8월 94억달러 규모 기본여신협정(FA)를 체결해 이란에 금융 지원을 하였으며 16년 6월에 발표한 對이란 금융패키지가 진행된다면 총 250억달러를 지원하게 됨

이란의 정부부채와 누적 재정흑자 추이



자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 이란의 주요 해외 투자 유치 현황

날짜	국가/기관/기업	금액	비고
2017.05	Tubacex	0.6	스페인 건설사 Tubacex와 석유 수송관 건설 계약 체결
2017.07	Total	4.8	South Pars Phase 11 본계약 체결
2017.07	이탈리아 철도공사	1.4	콤-아락 고속철도 건설공사 MOU 체결
2017.07	중국수출입은행	1.5	테هران-마샤드 구간 철도 건설 투자 계약
2017.07	러시아	2.9	철도분야 협력 계약 체결
2017.08	르노자동차	0.8	이란과 합작회사 건립 최종 계약
2017.08	수출입은행	9.4	FA 체결
2017.09	CTCI	10	이란 시중은행에 대해 여신 제공, 중국개발은행과도 150억 유로 협의 중
2017.09	오스트리아/덴마크	1.8	오스트리아, 덴마크 은행과 15억 유로 규모 여신 제공 합의
2017.09	BPIfrance	0.6	프랑스 회사가 참여한 프로젝트에 대해 여신 제공
2017.10	Saga Energy	2.9	세계최대 규모 태양열발전소 건설
2017.10	IHG	2.1	암센터 네트워크 건설 관련 MOU 체결
2017.11	러시아	30	Rosneft, Gazprom이 포함된 에너지 관련 투자 협약
2017.11	일본	10	신재생에너지 발전소 등 관련 투자를 위해 여신 제공
2017.11	Petronas		Azadegan 유전 개발 프로젝트 제안

주: 금액 규모는 십억달러

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

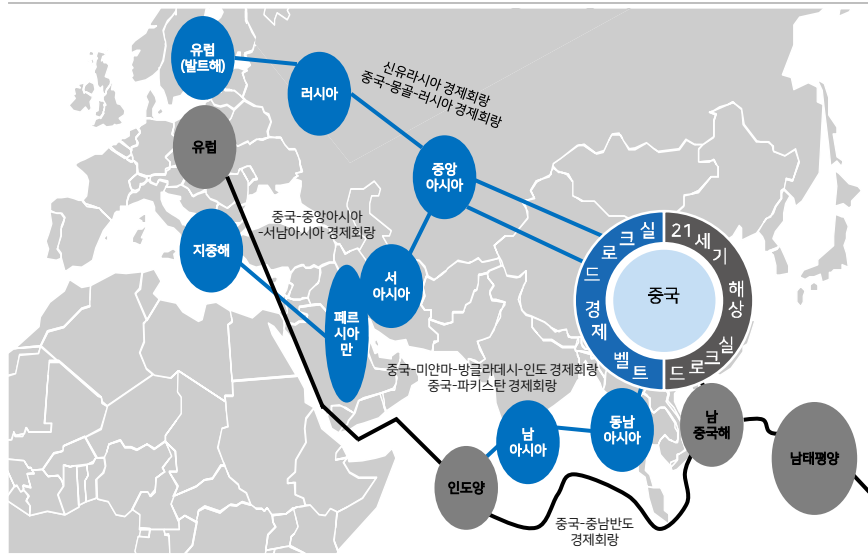
2018년 아시아의 인프라 발주

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

중국 일대일로

- 2017년 11월, LS전선과 효성이 AIB의 용자를 지원 받아 방글라데시 배전시스템 사업을 수주하였으며 12월 AIB 이사회에서는 수자원공사가 기수주한 조지아 넨스크라 수력발전사업에 대한 AIB 용자지원이 심사될 예정임
- 대림산업·SK건설 컨소시엄이 수주한 차나칼레 현수교 사업, 철도시설공단·현대건설·GS건설 컨소시엄이 수주한 인도네시아 자카르타 경전철 제2구간 사업 등도 AIB에 용자를 신청하였음
- 출범한지 2년이 지나가는 AIB는 현재 회원국을 80개국(창립회원국 57개, 미국과 일본이 주도하는 ADB의 회원국은 64개국)으로 늘렸으며, 2018년 채권발행을 준비 중
- 본격적으로 기존 자본금과 민간의 투자 유치를 통해 집행을 확대할 계획

6대 경제회랑 노선도



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

6대 경제회랑개요

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

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

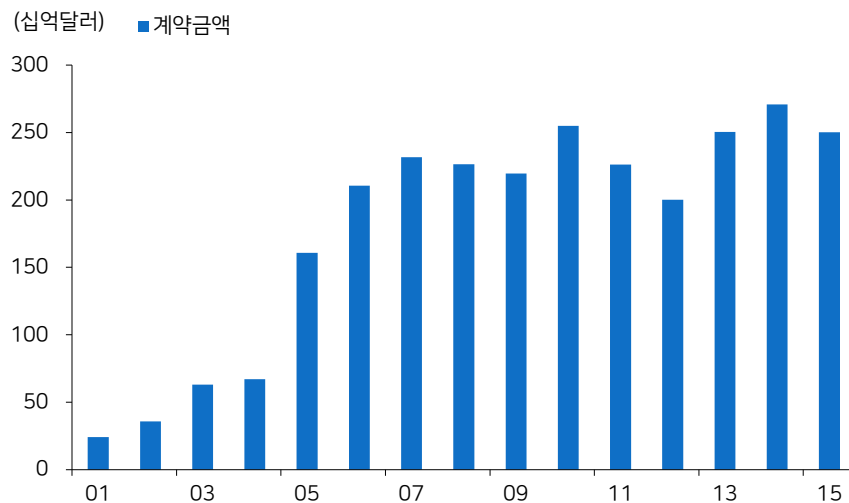
해외 손실현장 감소에 따라 점진적인 M/S 회복 전망

2018년 산업전망 건설
관성의 장(章)

중동발주의 급격한 감소는 없었다?

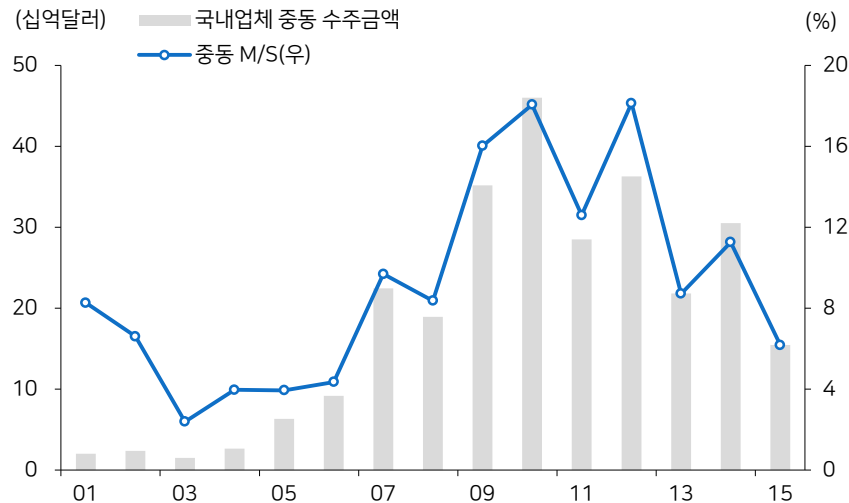
- 2015년 유가하락에도 불구하고 중동 전체 발주는 8% 하락에 그침
- 문제는 중동 내 한국 건설업체의 M/S가 급락
- Risk 관리가 어려운 해외 부문에 대한 포기?
- 잘하는 공종, 잘 아는 시장에만 집중하는 전략을 펼치고 있음
- 2016년까지는 다수의 해외 손실 프로젝트를 진행하고 있어, 신규 프로젝트 수주에 대한 부담

중동 발주 금액 추이: 급격한 감소는 없었다



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 업체의 중동 수주 금액과 M/S 추이

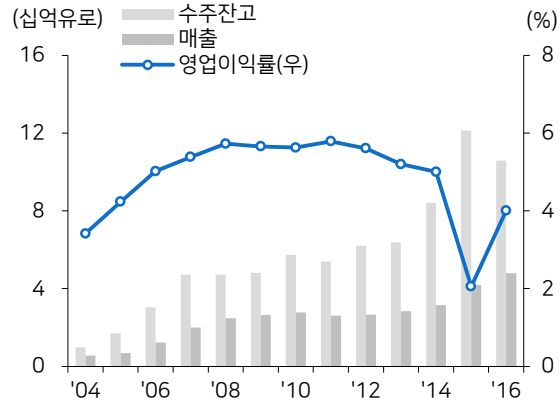


자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

해외수주 - M/S의 변화가능성

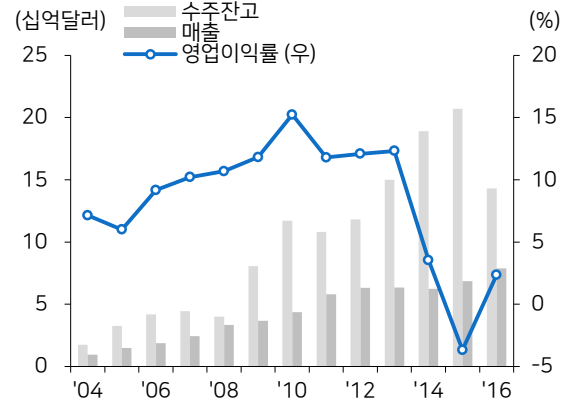
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

Tecnicas Reunidas 수주, 매출, 영업이익률



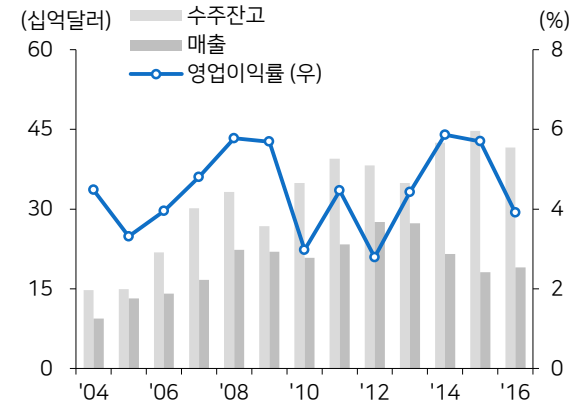
자료: 메리츠증권 리서치센터

Petrofac 수주, 매출, 영업이익률



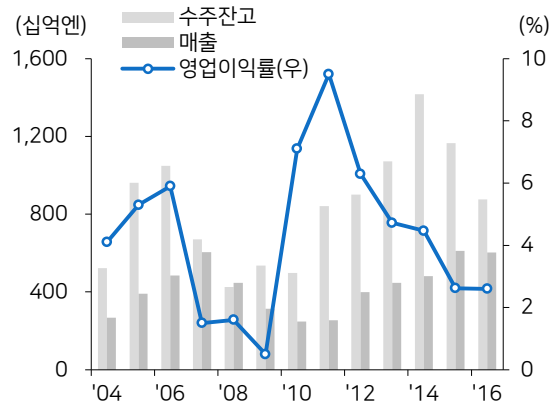
자료: 메리츠증권 리서치센터

Fluor 수주, 매출, 영업이익률



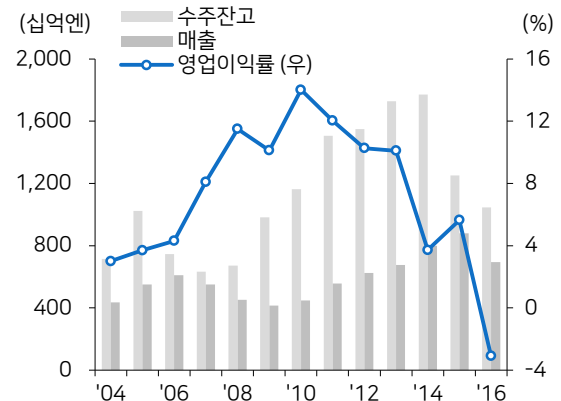
자료: 메리츠증권 리서치센터

Chiyoda 수주, 매출, 영업이익률



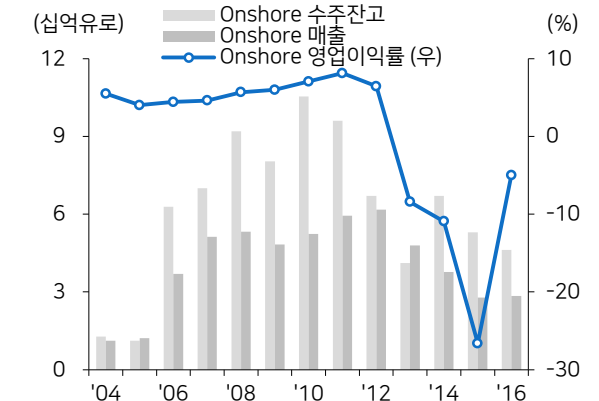
자료: 메리츠증권 리서치센터

JGC 수주, 매출, 영업이익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

Saipem 수주, 매출, 영업이익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

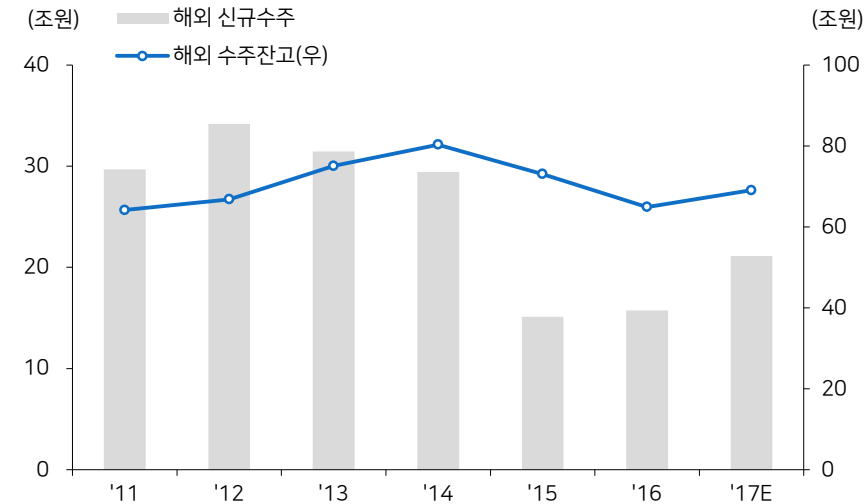
대형건설업체 해외 매출의 관성- 역성장은 탈피

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

2017년 대형건설업체의 해외 수주잔고 역성장 탈피

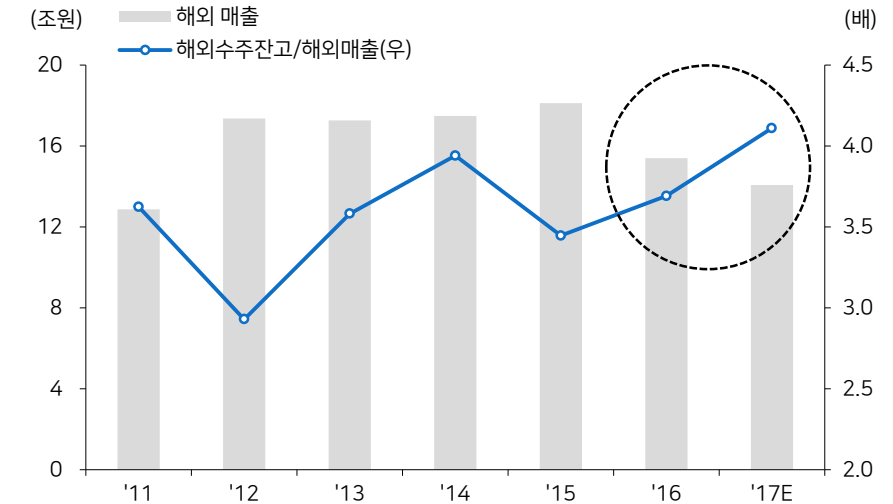
- 해외 부문의 신규수주가 소폭 회복되면서 2017년 해외 수주잔고는 오랜만에 역성장에서 탈피할 전망
- 다만 현재의 수주 규모는 매출과 유사한 수준으로, 성장에 대한 기대는 크지 않음
- 2018년 해외 매출은 2017년과 유사한 수준이 될 전망
- 2018년 해외 부문의 신규수주(아시아 정유, 사우디와 UAE 중심의 가스, 이란 등) 규모에 따라 2019년 이후의 매출 추정에 대한 변동성이 클 것으로 판단

대형건설업체 해외 신규 수주, 해외 수주잔고



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 해외 매출 vs 해외수주잔고/해외매출

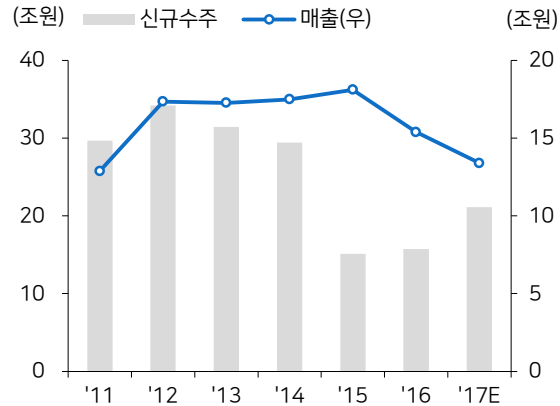


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 해외 매출의 관성- 업체별 해외 수주, 해외 매출 비교

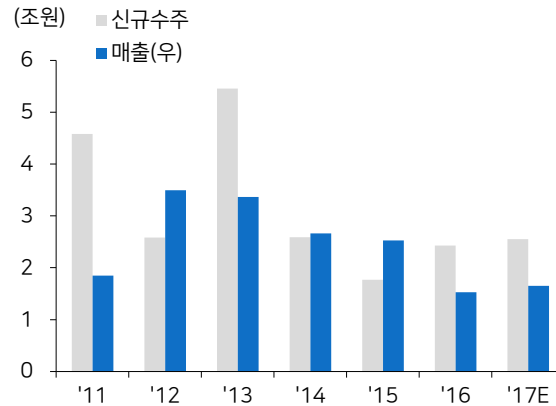
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대형사 합산



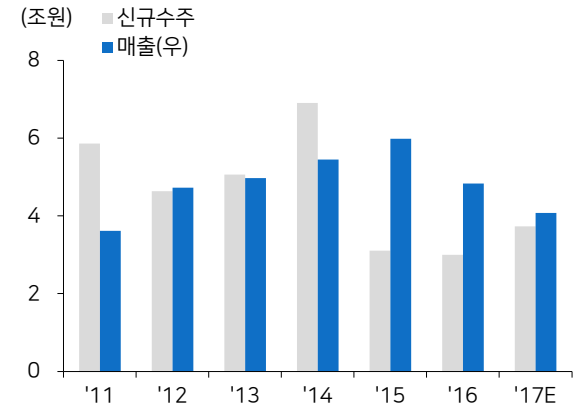
자료: 메리츠증권 리서치센터

대림산업



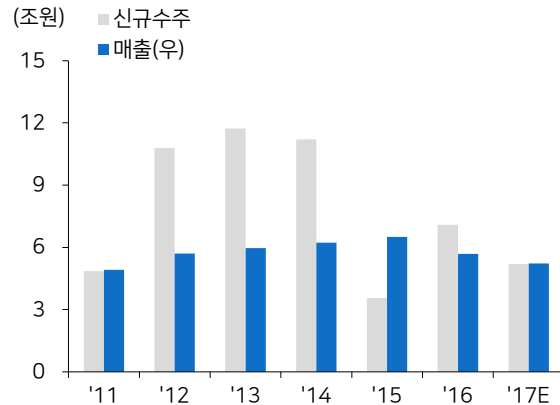
자료: 메리츠증권 리서치센터

GS건설



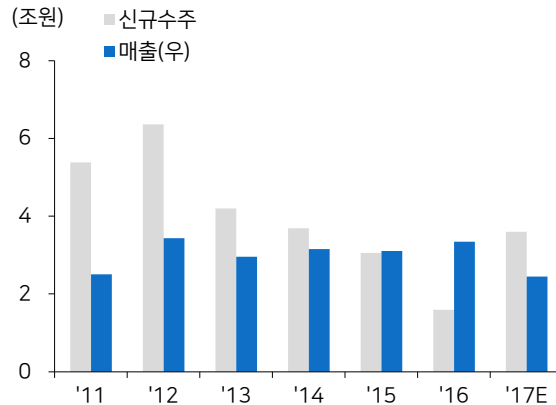
자료: 메리츠증권 리서치센터

현대건설



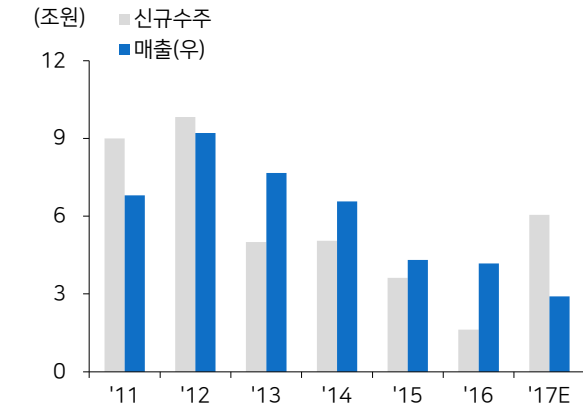
자료: 메리츠증권 리서치센터

대우건설



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성엔지니어링



자료: 메리츠증권 리서치센터

해외수주- 2017년 수주 및 입찰 프로젝트 현황

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

(십억원)	진행 상황	국가	프로젝트	프로젝트 규모	비고
대림산업	수주	이란	이스파한 정유공장	20억달러	한-이란FA 체결 지연으로 파이낸싱 지연, 발주처 자체 자금으로 Early work 진행 중
	수주	터키	차나칼레 교량	24억유로	SK건설과 컨소로 참여, 대림 지분 7,908억원
	입찰	사우디	마덴 암모니아 Phase 3	9억달러	2018년 입찰 결과 발표
	입찰	이란	박티아리 댐	19억달러	파이낸싱 문제로 수주 지연
	입찰	이란	시라프 콘덴세이트 공장	30억달러	현대엔지니어링, 현대건설, 치요다와 컨소
	입찰	러시아	비쇼츠크 액화 천연가스 공장		
	입찰	러시아	옴스크 정유공장 현대화		
	입찰	싱가폴	투아스 핑거 3	9억달러	
현대건설	수주	이란	사우스파 12단계 확장 프로젝트	33억달러	현대엔지니어링과 컨소로 참여, 현대건설 지분 6천억원
	수주	방글라데시	마타바리 CFPP	6억달러	
	수주	카타르	알부스탄 도로	4.4억달러	
	수주	말레이시아	복합화력발전소	9.2억달러	현대엔지니어링과 컨소로 참여, 현대건설 지분 15%
	입찰	싱가폴	투아스 핑거 3	9억달러	
	입찰	에콰도르	정유 플랜트	30억달러	
	입찰	이란	바흐만 제논 정유플랜트	28억달러	
	입찰	쿠웨이트	가스복합화력발전	25억달러	
	입찰	파나마	교량	6억달러	
	입찰	오만	두쿰 발전소 및 담수공장	7억달러	
	입찰	이란	시라프 콘덴세이트 공장	30억달러	현대엔지니어링, 대림산업, 치요다와 컨소
	입찰	UAE	ADGAS IGD 2단계 확장	10억달러	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

해외수주- 2017년 수주 및 입찰 프로젝트 현황

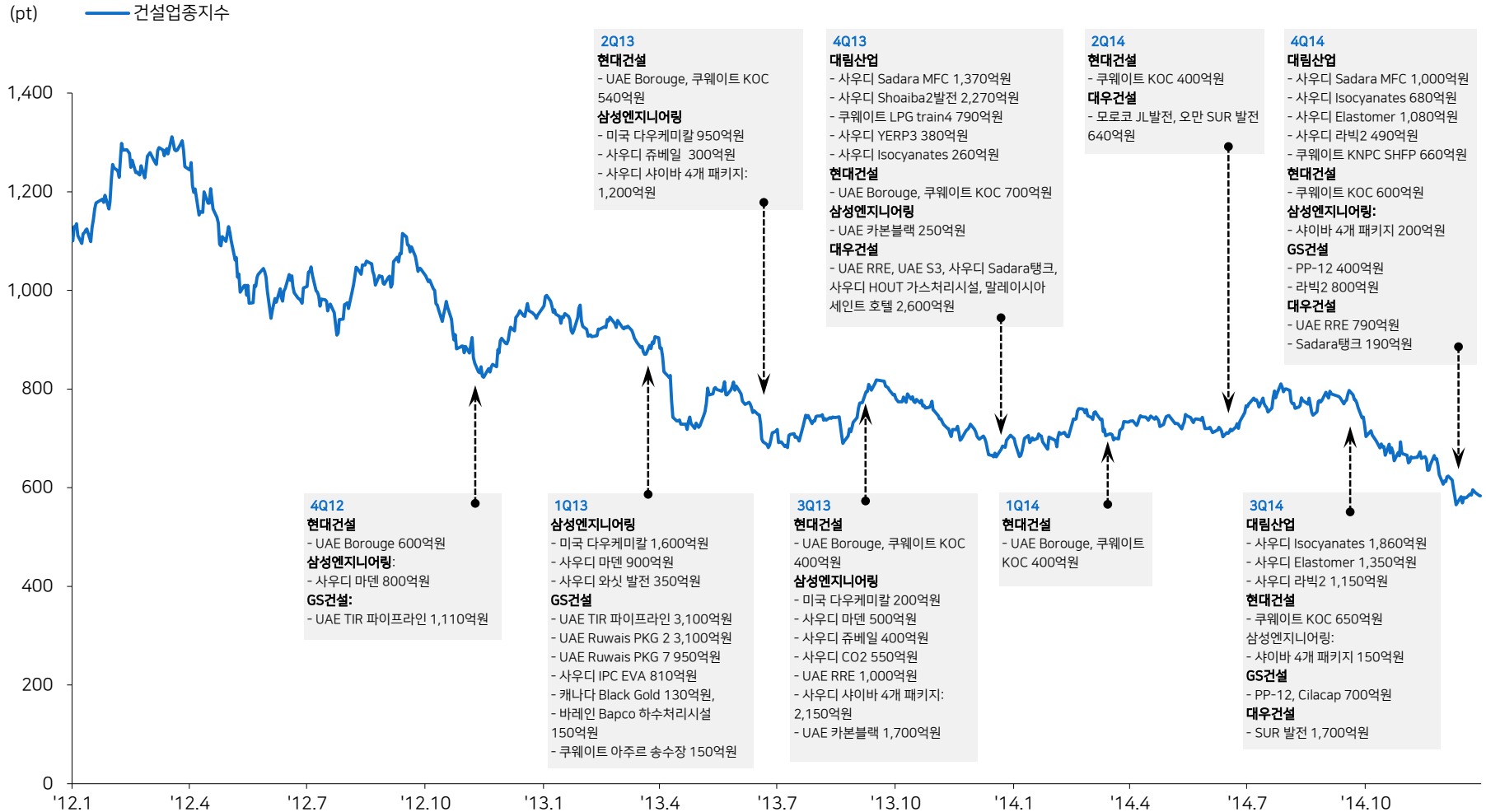
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

(십억원)	진행 상황	국가	프로젝트	프로젝트 규모	비고
삼성엔지니어링	수주	태국	PTTG ORP	6억달러	도요엔지니어링과 컨소로 참여, 5천억원
	수주	태국	PTTG PO	3억달러	
	수주	오만	두쿰 정유공장 Pkg2	20억달러	페트로팩과 컨소로 참여, 삼엔 지분 10억달러
	입찰	UAE	루와이스 POC	25억달러	
	입찰	사우디	사빅 EO/EG	7억달러	
	입찰	사우디	사빅 ASU	4억달러	
	입찰	바레인	시트라 정유공장	50억달러	테크넵, TR과 컨소로 참여
	입찰	쿠웨이트	쥐라기 가스플랜트 Phase 1	35억달러	
	입찰	태국	농팜 LNG터미널		
	입찰	태국	스리라차 CFP 정유	50억달러	
	입찰	인도네시아	타이탄 NCC	40억달러	롯데케미칼 발주
	입찰	UAE	알 호손 가스 - 샤 가스전 개발 및 확장 프로젝트	20억달러	
GS건설	수주	UAE	RRW 복구공사	9억달러	
	수주	방글라데시	파투아칼리 송전선로 공사	1.8억달러	
	입찰	태국	농팜 LNG 터미널	5억달러	
	입찰	싱가폴	터미널	5억달러	
	입찰	보츠와나	석탄화력발전	5억달러	
	입찰	투르크메니스탄	정유 디확성	3억달러	
	입찰	태국	스리라차 CFP 정유	50억달러	
	입찰	인도네시아	타이탄 NCC	40억달러	롯데케미칼 발주, GS건설 FEED 수행
	입찰	인도네시아	발릭파판 정유	40억달러	
	입찰	UAE	ADGAS IGD 2단계 확장	10억달러	
	입찰	UAE	알 호손 가스 - 샤 가스전 개발 및 확장 프로젝트	20억달러	
대우건설	수주	오만	두쿰 정유공장 Pkg1	27.5억달러	Tecnicas Reunidas와 컨소로 참여, 대우 지분 9.6억달러
	입찰	인도	मुंबई 해상교량 2공구	9억달러	타타그룹과 컨소, 대우 지분, Lowest

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

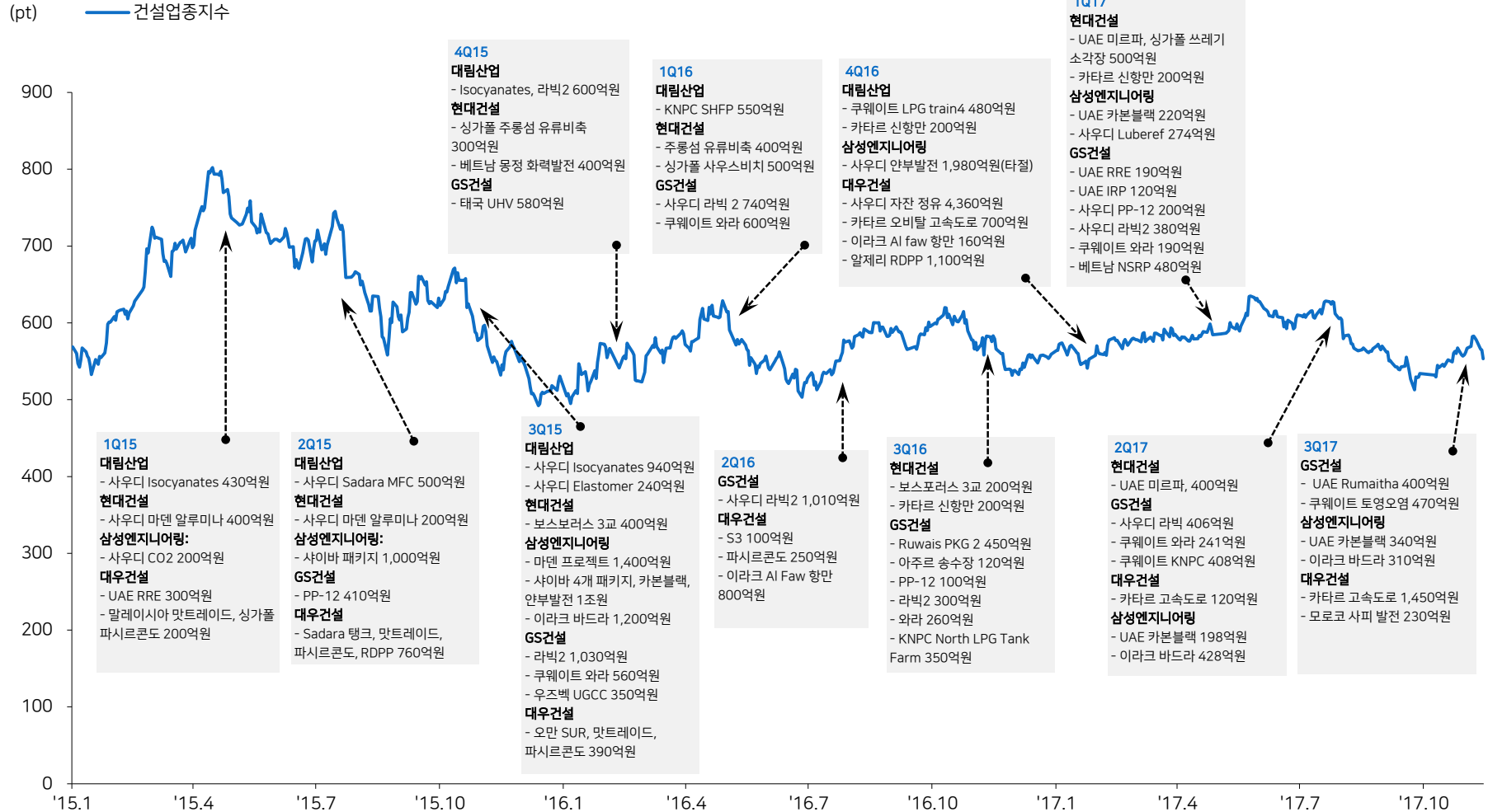
대형건설업체 해외 손실의 관성- 분기 해외 손실처리 내역

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)



대형건설업체 해외 손실의 관성- 분기 해외 손실처리 내역

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 해외 손실의 관성- 종료

2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

(십억원)		계약일	완공예정일	도금액	손실 금액	처리 합계	공정률	비고
대림산업	사우디 Sadara MFC	2011.07	2017.06	1,106	287		100%	종료
	사우디 Shoaiba II 발전	2011.10	2017.12	1,358	189		100%	종료
	쿠웨이트 LPG train 4	2010.07	2017.03	1,032	127		100%	종료
	사우디 YERP 3	2010.07	2017.06	1,466	38		100%	종료
	사우디 Sadara Isocyanates	2011.09	2017.12	1,444	446		100%	종료
	사우디 Elastomer	2012.07	2017.12	850	267		99.5%	종료
	사우디 Rabigh II CP-1/CP-2	2012.07	2017.12	400	194		84.7%	종료
	쿠웨이트 KNPC SHFP	2013.05	2018.12	516	121		84.4%	12월 종료 예정
현대건설	UAE Borouge	2010.06	2016.12	1,183	112		100%	종료
	싱가포르 사우스비치 복합개발	2011.08	2016.12	687	50		100%	종료
삼성엔지니어링	사우디 와식 발전 프로젝트	2011.02	2015.01	705	35		99.9%	종료
	UAE RRE	2009.12	2016.07	3,284	100		99.8%	종료
	사우디 샤이바 4개 패키지	2011.03.	2016.11	3,521	828		99.5%	종료
	UAE 카본 블랙	2012.07	2018.07	3,057	579		94.2%	2018년 7월로 공기연장
	사우디 안부발전	2012.12	2017.09	2,028	532		55.5%(타절)	타절
	이라크 바드라 프로젝트	2013.02	2018.03	1,009	194		98.3%	2018년 1분기 종료
GS건설	사우디 Rabigh II (UO & CP4)	2012.06	2017.03	2,119	467		100%	준공
	사우디 PP-12	2012.05	2017.12	689	150		98.6%	마무리 공사 중
	쿠웨이트 Wara pressure maintenance	2011.09	2017.12	569	185		98.5%	준공
	태국 UHV Plant	2012.10	2016.11	682	58		100%	종료
	쿠웨이트 South East 토양오염복원공사	2012.03	2020.05	68	47		95.4%	타절
	쿠웨이트 KNPC North LPG Tank Farm	2011.04	2017.12	599	76		97%	PAC달성
	UAE Rumaitha/Shanayel Facilities Phase 3	2014.04	2018.06	781	40		91.8%	신규 현장
대우건설	오만 SUR 발전	2011.08	2014.04	1,382	216		100%	종료
	싱가폴 파시르콘도	2013.07	2017.01	235	42		100%	종료
	이라크 Al Faw 항만공사	2014.02	2017.08	731	41		68.8%	
	알제리 RDPP	2012.10	2017.12	1,015	129		82.3%	
	사우디 Jazan Refinery&Terminal	2012.12	2016.03	605	436		70.3%	
	카타르 오비탈 고속도로	2014.06	2017.12	1,080	230		72.4%	신규 약성 현장

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Meritz Research 60

메리츠 연간전망 시리즈 4

Part IV

2018년 산업 전망

건설

관성의장 4th - 주택시장

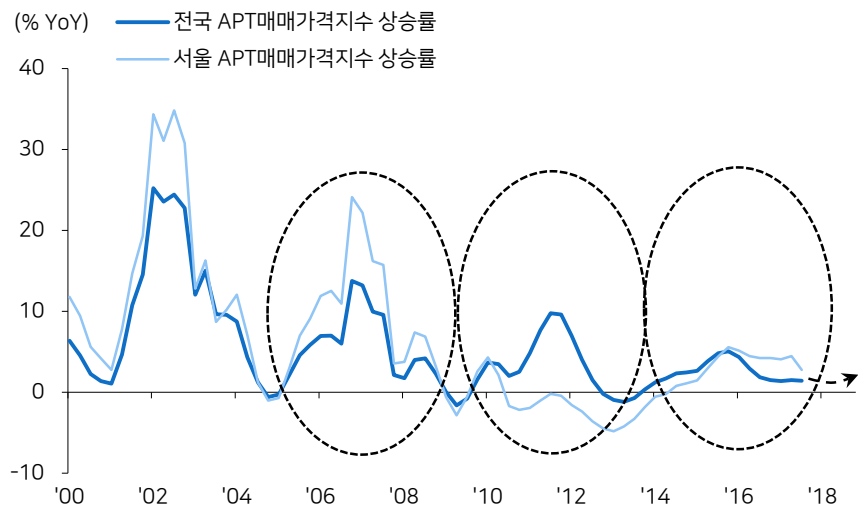
주택시장의 관성 - 주택가격의 관성이 깨지기 어려운 이유

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

4~5년 순환주기로 진행되고
있는 부동산 시장, 지수로 보면
추세적인 상승

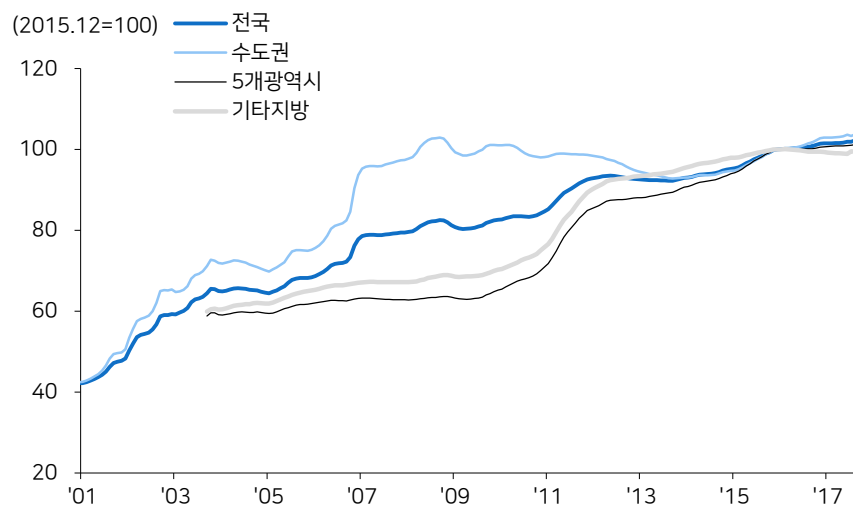
- 2018년은 2000년대 이후 4번째 부동산 순환 주기의 진입 국면
- 1st 순환주기(2005~2008): 가격 상승, 공급은 크게 증가하지 않음
- 2nd 순환주기(2009~2012): 가격 상승, 공급은 후행적으로 증가
- 3rd 순환주기(2013~2017): 가격 상승, 공급 증가 본격화
- 4th 순환주기는 2018~2023년으로 진행될 것
- 지수를 기준으로 볼 경우 명확한 추세선을 중심으로 변동

전국 및 서울 APT 가격 YoY 상승률



자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

전국 및 서울 APT 가격 지수



자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

주택 가격의 관성 - 신규 분양가 상승

2018년 산업 전망 건설

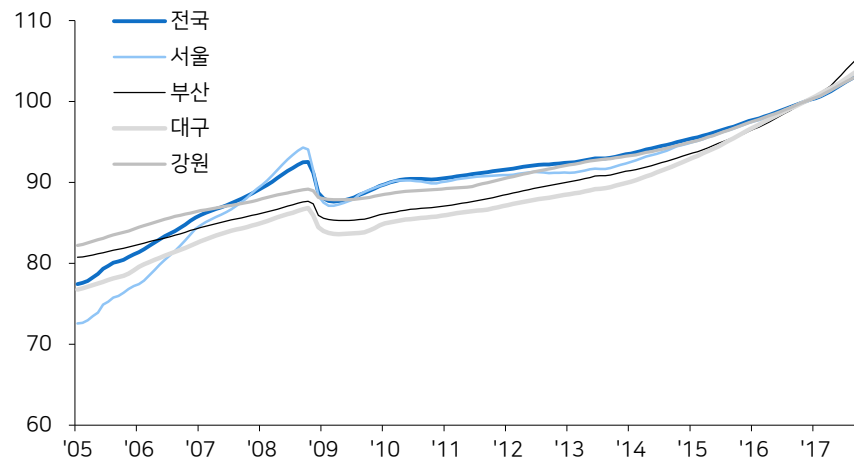
관성의 장(章)

가격 상승의 관성을 깨기
위해서는 신규 분양가 하락이
필요

- 한정된 수요를 가진 시장에서 기술개발, 혁신 등에 따라 신규 제품 가격 하락이 나타날 경우 상승 추세가 깨질 수 있음
- 지역별로 편차는 있지만 서울의 경우 분양가의 60~70%, 수도권은 분양가의 50%, 지방은 분양원가의 30~50% 비중을 차지하는 것은 토지비, 이는 경기 변동과 상관없이 지속적으로 상승 중
- 인건비 비중이 가장 높고, 나머지 마감재와 철근, 시멘트 등으로 구성된 건축비 역시 지난 20년간 지속적으로 상승 중
- 결국 원가 상승 구조 때문에 대규모 재고(미분양)의 할인 판매 국면이 아니면, 신규분양는 상승에 따른 확산 효과 발생

토지가격 지수 추이

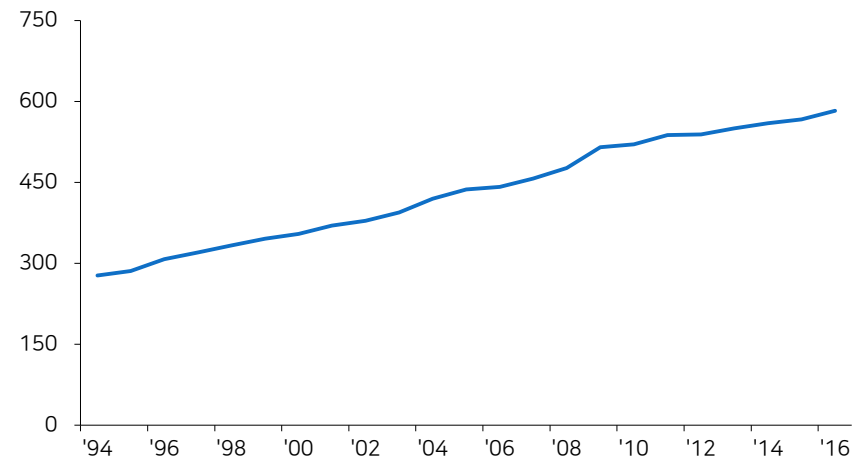
(2016.11=100)



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

표준건축비 추이

(만원/3.3m²) 표준건축비



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

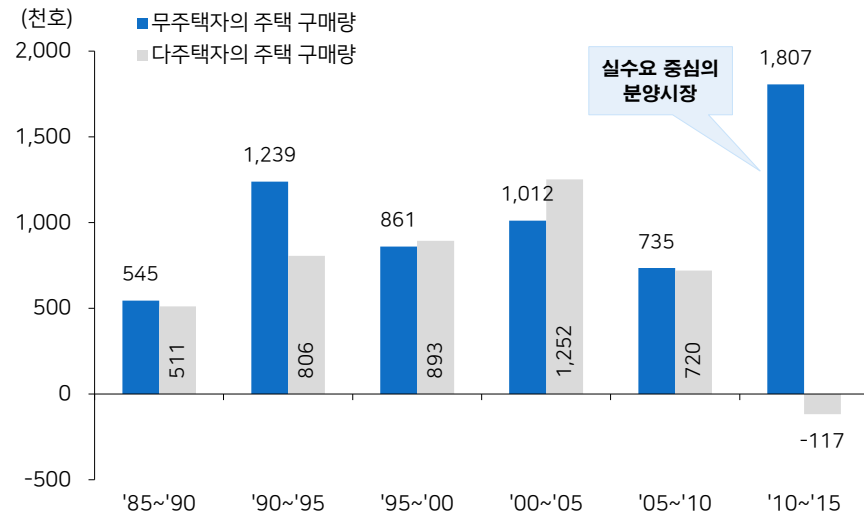
주택 가격의 관성 - 필수재의 거주 비용

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

전세 공급이 원활하지 않을
경우 실수요를 중심으로
주택가격 상승: 이 경우
전세가격이 주택가격의 선행

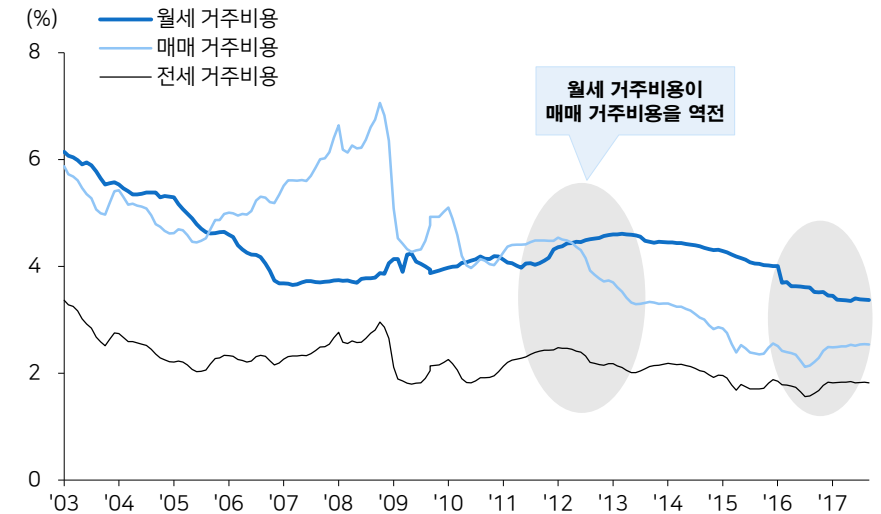
- 수요가 급감할 경우 가격 상승의 추세를 꺾 수 있음
- 주택은 투자자산이긴 하지만, 기본적으로 필수재의 성격을 모두 가지고 있음
- 투자가치의 하락 국면에서도 필수재의 가치가 상승한다면 주택가격 상승은 이어짐
- 필수재의 가치 판단은 거주 비용으로 접근 가능하며, 2017년 현재 거주비용은 전세 < 매매 < 월세
- 따라서 실수요가 전세를 구하지 못할 경우 매매 가격 상승이 유지되는 구조

무주택자의 주택 구매 vs 다주택자의 주택 구매



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

거주 비용 [매매 vs 전세 vs 월세]



자료: 한국은행, 한국감정원, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

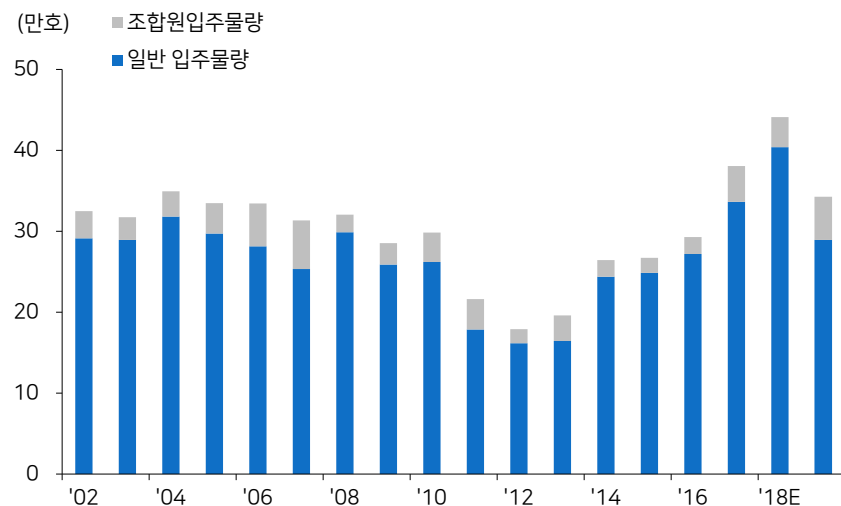
주택 가격의 관성 - 신규 제품의 혁신 및 희소성

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

신규 아파트 공급 감소와 APT에서 나타나는 공간의 혁신이 희소성을 만들

- 시장이 가장 크게 우려하였던 입주물량에 대한 부담은 2018년 하반기부터 구조적으로 감소
- 신규 APT에서 제공되는 공간의 혁신(서비스 면적, 커뮤니티, 조경 등)이 노후화된 아파트와 차별성을 크게 부각시키면서 신규 APT의 프리미엄 상승
- 결국 입주물량 감소 시점에 신규 아파트의 희소성이 부각되면서 가격 차별화가 확대될 전망

전국 APT 입주물량 감소: 2018 정점 이후 감소



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

신규 APT 조감도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주택 가격의 관성 - 여전히 낮은 재고수준

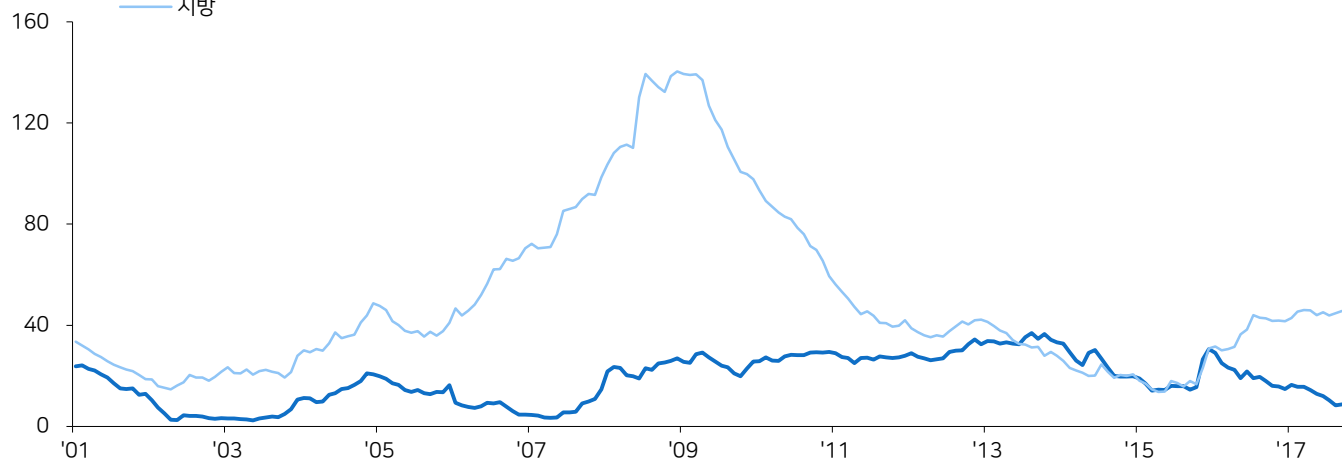
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

분양물량 증가에도 불구하고
낮게 유지된 재고 수준, 최근
지방을 중심으로 증가하고
있는 미분양은 경계

- 지방의 경우 미분양이 다소 상승하고 있으나, 공급 증가를 감안하면 절대적으로 낮은 수준
- Cost 측면에서 문제가 될 부분은 아니라는 판단
- 재건축, 재개발 중심으로 공급기조가 전환될 경우 장기 미분양은 지속적으로 감소 전망
- 할인판매 등을 통해 기존 주택 거래가격 하락으로 연결될 가능성은 낮음

수도권과 지방의 미분양 추이

(천호) — 수도권
— 지방



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

주택시장의 관성 - 규제 강화에 따른 상승 제약

2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

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

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



부동산 관련 공약

임대주택 공급 및 주거 지원

- 공적 임대주택 매년 17만호 공급
- 공공 직접 운영의 장기 임대 13만호 + 공공 지원을 통한 임대 4만호
- 신혼부부에게 공공임대주택 30%를 우선 공급하고 융자 지원 강화
- 청년 임대주택 30만실 공급
- 영구임대주택 및 매입임대주택은 저소득 노인, 장애인 등 사회취약계층에 우선 공급

도시재생 뉴딜

- 도시재생 뉴딜 사업에 매년 공적재원 10조원 투입
- 뉴타운, 재개발 사업이 중단된 저층 노후 주거지를 재생
- 원도심, 전통산업 집적지, 재래시장 등을 새로운 산업여건에 맞추어 집약적으로 정비
- 노후화된 기존 주택을 공공기관이 주도하여 공공으로 정비하거나 매입 혹은 장기 임차하여 수선 후 공공임대주택으로 활용
- LH 및 지방공기업이 사업을 주도 하되, 인센티브, 예산 및 기금 지원 도시계획 특례를 확대

가계부채 총량 규제

- 대출규제: 가처분소득의 150%
- 가계부채의 절대액을 줄이는 것이 아닌 가계부채 증가율을 경상소득 이내로 조절할 계획
- 가계부채 연착륙을 위해 추가경정예산 등을 통한 확장적 재정정책과 한국은행의 금리정책을 적절히 조합한 풀리시 믹스 (Policy Mix) 강조
- LTV의 경우 부동산 시장에 미치는 영향을 감안해 신중한 태도 유지

주택시장의 관성 - 규제 강화에 따른 상승 제약

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

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

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

세금

- 양도소득세
 - 일반세율은 과세 표준 기준으로 6~40% 적용 (5억원 초과 구간 신설)
 - 2014년 중과세 폐지
- 종부세
 - 주택 6억원(1세대 1주택 9억원), 종합합산 토지 5억원, 별도합산 토지 80억원 미만 시 비과세
 - 과세 대상일 경우 주택 0.5~2%, 종합합산 토지 0.75~2%, 별도합산 토지 0.5~0.7% 과세
 - 연령별 보유기간별 세액공제 적용
- 취득세
 - 매매: 6억원 이하 1%, 9억 이하 2%, 9억 초과 3%
 - 신축: 2.8%
 - 상속: 무주택 0.8%, 유주택 2.8%
 - 증여: 3.5%

대출 및 지역 규제

- 대출
 - LTV: 70% 한도 (2017년 7월 종료 예정)
 - DTI: 60% 한도
- 지역규제
 - 투기지역: 월별 집값 상승률이 전국 소비자 물가보다 30%이상 높은 지역 중 2개월 집값 상승률이 전국평균보다 높거나 1년간 상승률이 직전 3년간 평균 상승률보다 높은 지역
 - 지정 시: 양도세 실거래 과세, 중도금 대출비율 축소
 - 투기과열지역: 집값 상승률이 물가상승률보다 높은 지역 중 최근 2개월 청약경쟁률이 5대 1을 초과했거나 주택건설 사업승인이 최근 수년간 급격히 감소해 주택 공급 위축 우려가 있거나 분양 계획이 전월대비 30% 이상 감소한 경우, 혹은 주택 전매행위 등 투기나 주거 불안의 우려가 있는 경우 분양권
 - 지정 시: 전매제한, 청약 1순위 자격 제한

도시재생

- 분양가 상한제
 - 2015년 민간택지 분양에 대한 분양가 상한제 폐지
- 용적률
 - 국토의 계획 및 이용에 관한 법률: 3종 일반주거지역 200~300%, 준주거지역 200~500%
 - 서울시 도시계획 조례: 3종 일반주거지역 ~250%, 준주거지역 ~400%
- 재건축/재개발
 - 임대주택의무비율: 재개발의 경우 전체 세대 수의 15%
 - 층고제한: 서울 3종 일반주거지역 35층 제한
 - 소형평형의무비율: 2014년 폐지
 - 조합원지위양도: 허용
 - 재건축 초과이익환수제: 연말까지 관리처분 인가를 받으면 적용 대상이 아님

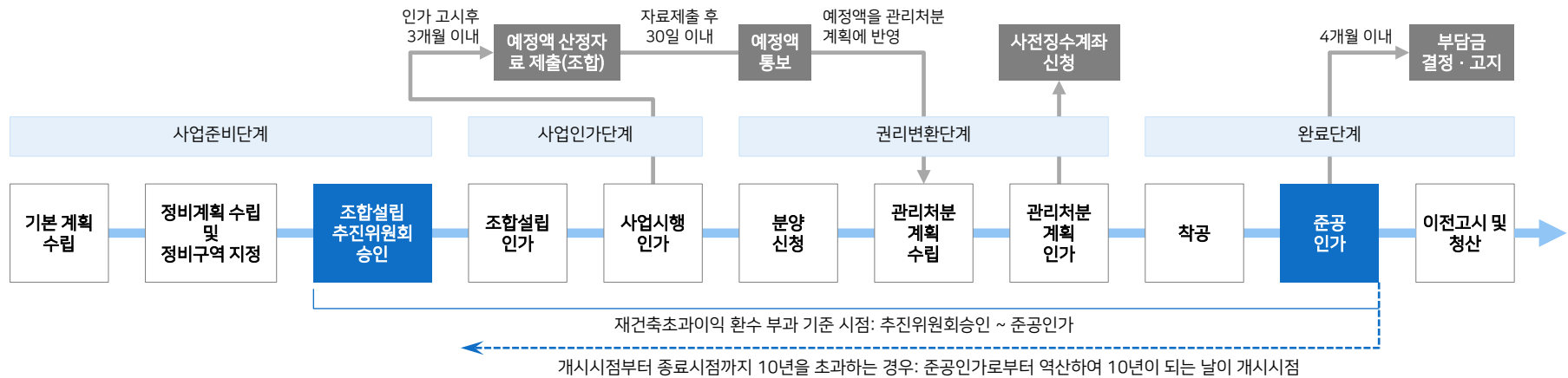
주택시장의 관성 - 규제 강화에 따른 상승 제약

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

하반기 재건축 초과이익
환수제에 대한 결정이 중요

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

재건축사업 추진 절차와 재건축초과이익 환수제도



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

정상주택가격 상승분

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

개발비용

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

Point

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

자료: 법제처, 메리츠증권증권 리서치센터

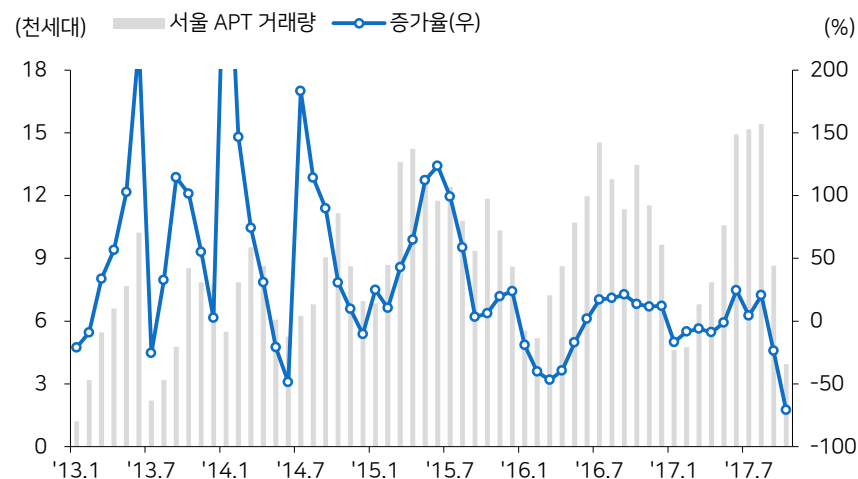
주택시장의 관성 -유동성 투입 제한+거래량 감소= 변동성 둔화

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

거래량 감소

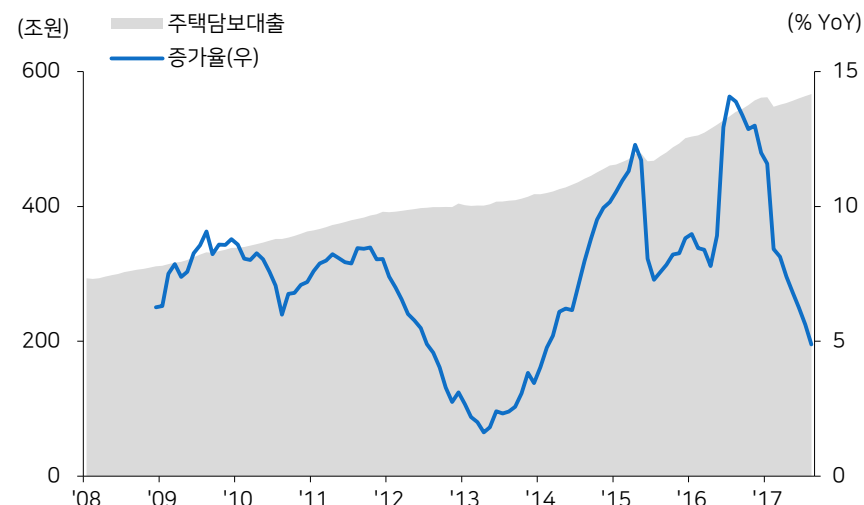
- LTV 및 DTI 강화를 통해 실수요자의 레버리지 제한
- 양도세 중과 및 다주택자 대출 추가 규제를 통해 투자 수요 감소
- 8월 규제 발표 이후 서울의 APT 거래량 급감
- 전체 시장의 주택 담보대출 증가율 역시 크게 감소
- 결국 유동성 투입이 감소하면서 전체 부동산 시장의 변동성은 축소될 전망

월간 서울 아파트 거래량 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

주택 담보대출 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

주택시장의 관성 - 국지적인 가격 변동성 확대

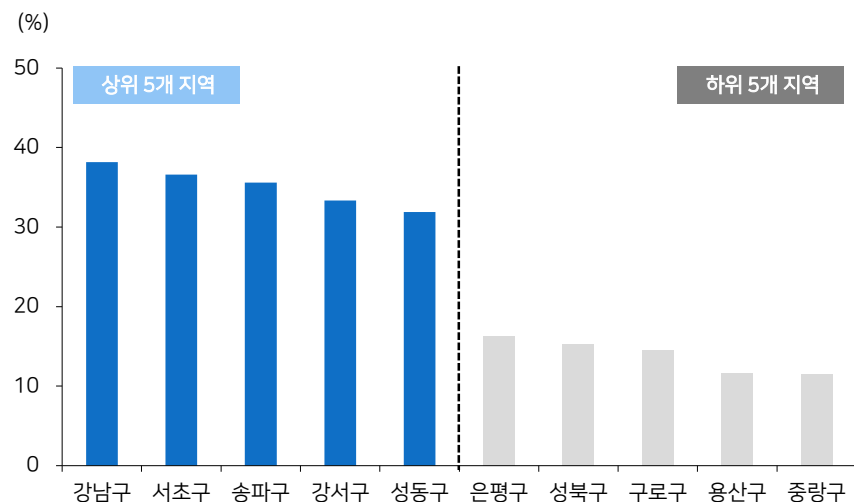
2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

국지적인 가격 변동성 확대

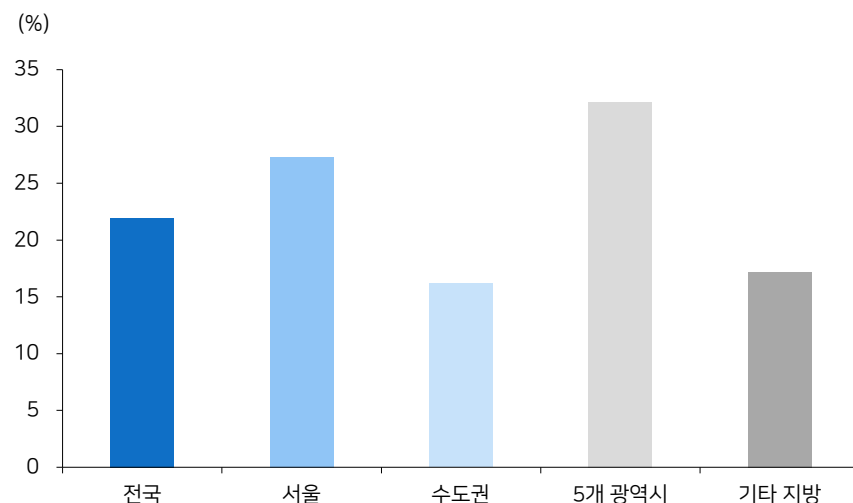
- 보유 주택 수를 중심으로 제약 조건이 강화되면서, 핵심 거점구역의 주택을 중심으로 투자가 집중될 것
- 2013년 이후 서울 내에서 상승률 상위 5개 구와 하위 5개 구의 격차는 3배 이상 차이
- 전국 data에서도 지역별 APT 가격 상승률의 편차가 확대
- 레버리지 제한이 강화되면서, 국지적인 가격변동성은 오히려 확대될 전망

2013년 이후 서울 구별 APT가격 상승률 순위



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

전국, 서울, 수도권, 광역시, 기타지방 APT 가격 상승률 (13년 이후)



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

지역 대표 아파트 실거래가 추이

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

(m², 만원)

구	단지	전용면적	'13.12	'14.6	'14.12	'15.6	'15.12	'16.6	'16.12	'17.6	'17.10	상승률
서초구	매매가격지수		94.2	95.0	96.2	100.0	103.6	104.9	107.6	110.0	110.7	17.5
	반포자이	85	120,000	135,000	135,000	135,000	150,000	145,000	160,000	170,000	180,000	50.0
	래미안퍼스티지	85	125,000	140,000	145,000	155,000	160,000	160,000	170,000	175,000	200,000	60.0
	반포주공1단지	106	175,000	195,000	185,000	208,000	205,000	230,000	260,000	270,000		54.3
	신반포2차	93	90,000	97,000	105,000	111,000	120,000	120,000	140,000	150,000	160,000	77.8
강남구	매매가격지수		91.7	93.3	94.9	100.0	104.2	105.8	110.4	113.4	114.9	25.3
	현대5차	82	120,000	130,000	135,000	140,000	145,000	160,000	185,000	190,000	195,000	62.5
	은마	84	90,000	95,000	98,000	105,000	115,000	120,000	135,000	135,000	155,000	72.2
송파구	매매가격지수		95.7	96.6	97.5	100.0	102.6	103.0	104.8	107.5	110.5	15.5
	아시아선수촌	99	110,000	113,000	120,000	143,000	130,000	140,000	150,000	165,000	175,000	59.1
	주공5단지	76.5	105,000	107,000	105,000	110,000	115,000	135,000	140,000	150,000	160,000	52.4
강동구	매매가격지수		91.8	91.9	94.2	100.0	103.2	103.2	106.7	109.8	111.1	21.0
	둔촌주공1단지	80	68,000	71,000	70,000	75,000	77,000	80,000	90,000	905,000	100,000	47.1
양천구	매매가격지수		94.7	94.6	96.7	100.0	102.8	103.3	106.9	108.7	109.8	15.9
	목동신시가지7	66	60,000	60,000	70,000	72,000	75,000	80,000	90,000	92,000	94,000	56.7
영등포구	매매가격지수		95.1	96.5	97.5	100.0	103.7	104.4	106.9	109.8	111.5	17.2
	삼부	92	65,000	68,000	70,000	70,000	80,000	80,000	95,000	94,000	95,000	46.2
용산구	매매가격지수		100.6	99.1	99.2	100.0	101.4	102.0	104.2	106.3	107.8	7.2
	한강맨션	102	115,000	125,000	130,000	140,000	145,000	145,000	165,000	185,000	190,000	65.2

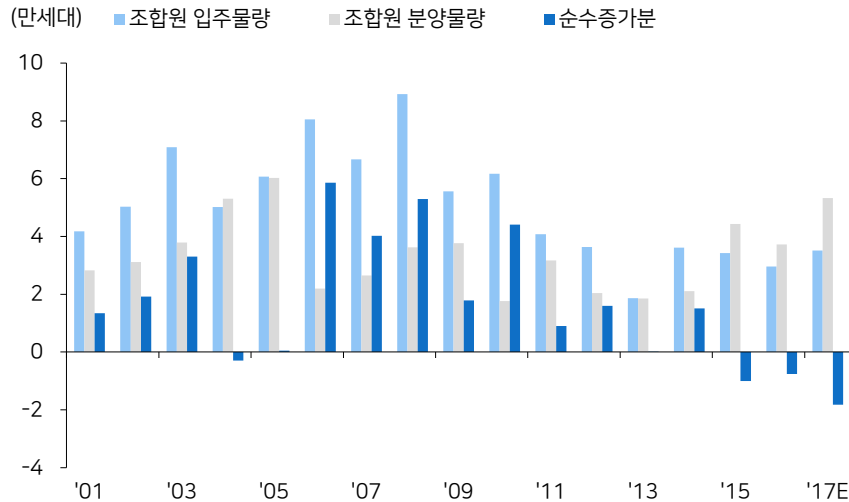
세가지 투자 대안 - 신규 분양 서울 APT, 특히 대형평형

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

향후 부동산 시장에서
대표적인 희소재는 거주
중심지역의 신규 APT

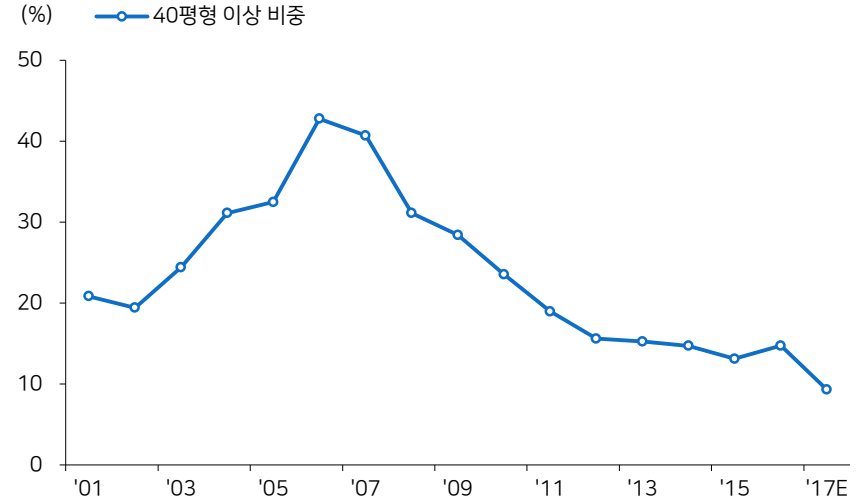
- 서울 지역에서 재건축, 재개발을 중심으로 조합원 분양이 증가하고 있으나, 분양 시점을 전후로 3년의 기간 동안 멸실 주택이 발생함에 따라 주거 공간의 순수 증가분은 마이너스 상태 지속
- 따라서 거주 중심지역의 신규 아파트의 희소성이 부각되면서 프리미엄이 확대되는 현상은 지속
- 특히 2008년 금융위기 이후 40평형 이상의 대형평형 분양 비중이 급감하면서, 대형 평형에 대한 신규 대형 평형의 프리미엄이 높아질 것으로 전망

신규 APT 분양, 입주, 멸실



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

서울 APT 대형평형 비중 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

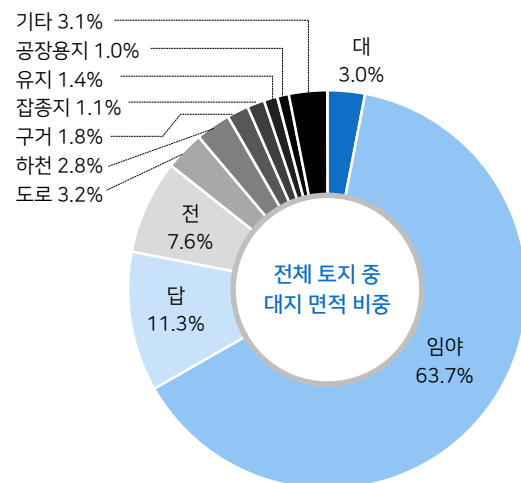
세가지 투자 대안 - 주거용 개발 토지

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

전체 토지의 3%만이 주거용
주택을 공급할 수 있는 대지

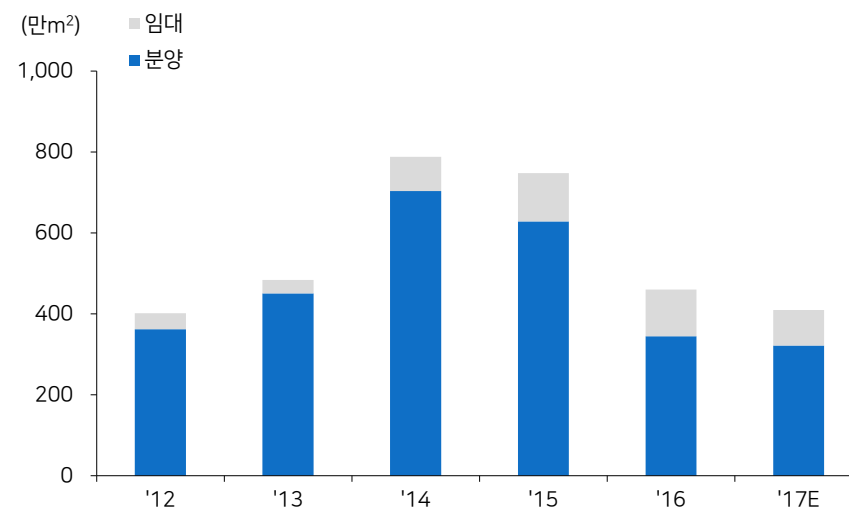
- 전체 토지 면적의 대부분은 비도시지역이며, 주거 지역은 2.5%에 불과
- 도시지역에서 LH공사의 택지 분양이 감소할 경우 대지의 희소성 부각
- GTX 노선을 중심으로 하는 교통 여건의 변화 역시 토지 시장에 긍정적
- 수도권에서 주택을 지을 수 있는 택지 가치 높아질 것

전체 토지 중 대지 면적 비중



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

LH 공사의 토지 분양 추이



자료: LH공사, 메리츠증권증권 리서치센터

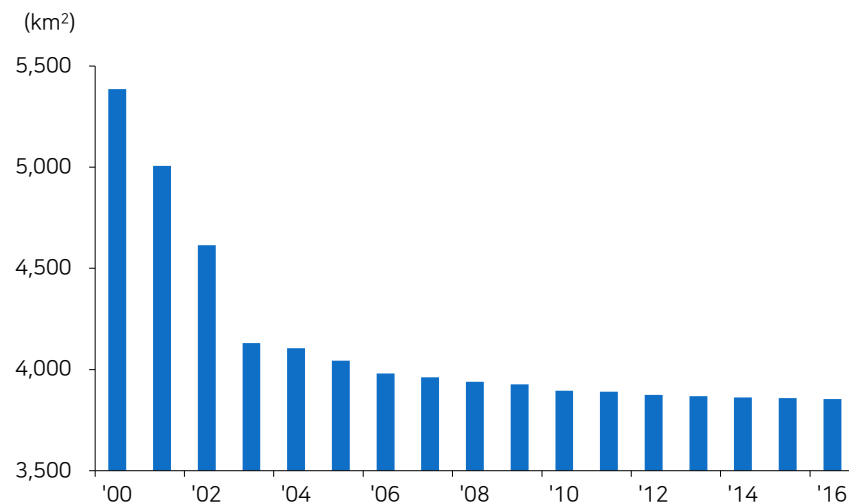
세가지 투자 대안 - 수도권 그린벨트

2018년 산업전망 건설
관성의 장(章)

2004년 이후 그린벨트 면적은
정체, 그린벨트 해제 면적은
크게 없는 상황

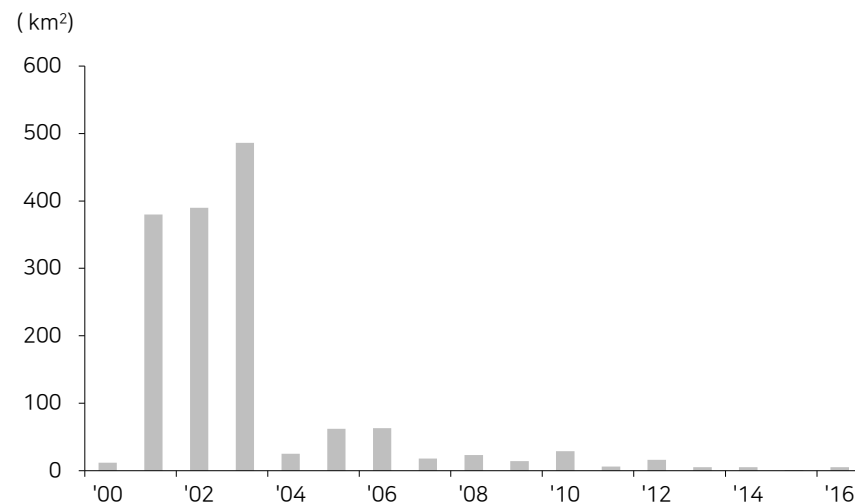
- 향후 택지 공급감소가 신규 분양 감소에 직접적으로 영향을 줄 것
- 특히 2018년 하반기 이후에는 입주물량 감소가 본격화되면서 주택 공급 부족에 대한 문제 발생
- 신도시 개발에 시간이 오래 소요된다는 점과 LH공사의 3기 신도시 개발 계획이 현재 없다는 점을 감안하면, 주택 공급 부족이 문제가 될 때 수도권 내 도시지역의 그린벨트 해제 가능성이 높아질 것

그린벨트 면적 추이



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

그린벨트 해제 면적 추이



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 4

Part V

2018년 산업 전망

건설

관성의장 5th - 결론

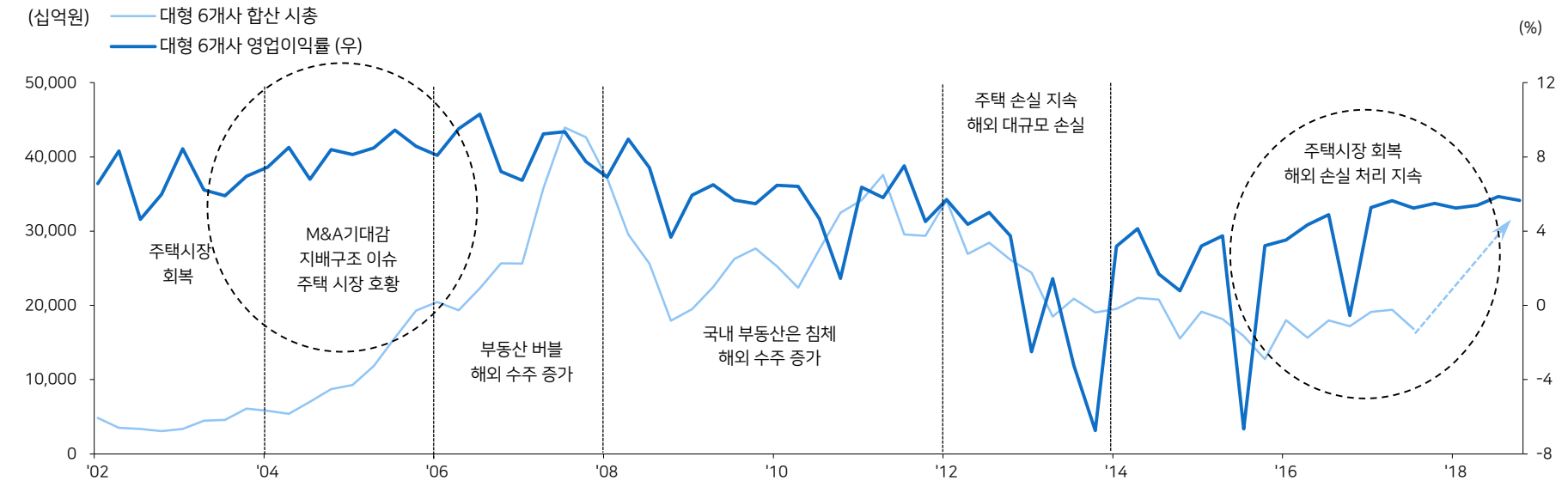
영업이익률 개선 및 사상최대 실적 지속

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

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

- 04년~06년의 경우 카드사태 이후 점진적인 영업이익률 및 영업이익 증가가 나타남
- 부동산 시장의 회복과 Valuation 및 배당 매력에 따라 점진적인 시가총액 상승
- 06년~08년과 같이 신규 수주 증가에 따른 Multiple 상승 여부는 2018년 해외 수주가 결정
- 다만 이익의 안정성이 강화되고 있는 점에서 Valuation Band 하단에 대한 지지는 명확

건설업종 실적 전망



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

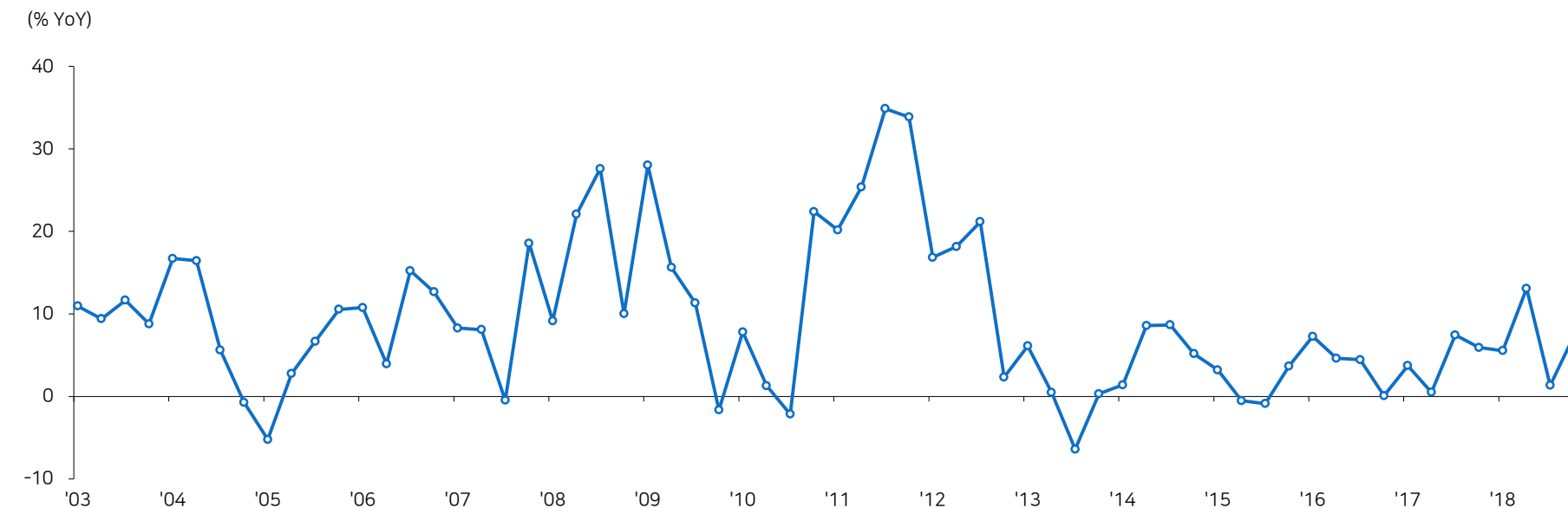
Average PBR valuation 을 넘어서기 위한 조건: 성장

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

유가 변동성 확대에 따른 발주 시장 변화가 가장 주요

- 04~06년 대형 건설업체의 분기 평균 외형 성장률은 7% 수준
- 2010년 이후 15% 이상의 성장률을 보여줬던 국면 대비해서 성장률은 높지 않음
- 2017~2018년 외형성장률 역시 5~10% 사이에서 움직일 전망
- 수익성 개선에 따라 Valuation 지속적으로 하향 조정 과정
- 유가 변동성이 확대되면서 해외 발주로 이어질 경우 3년 만에 Band 상단을 넘어설 가능성

03년 이후 대형건설업체 합산 분기 매출 증가율



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

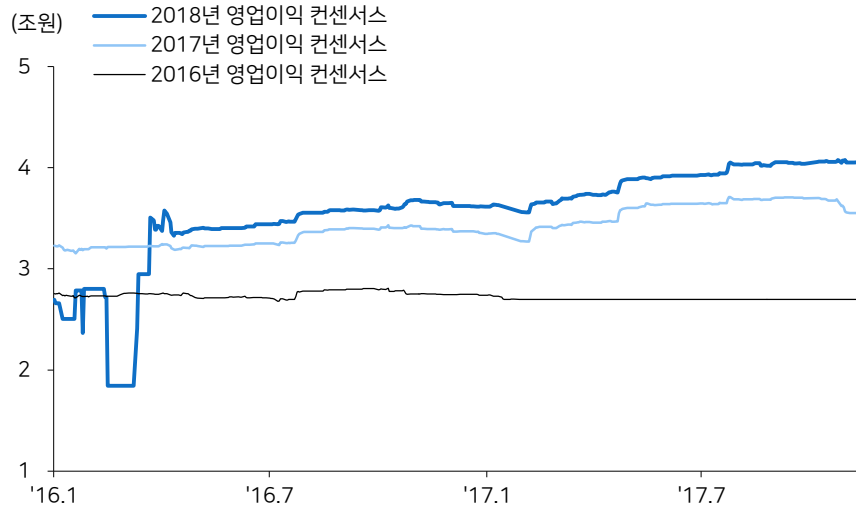
2018년 실적 상향 조정 가능성 높음

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

보수적인 주택 원가율 가정과 해외
손실 감소를 감안하면 2018년
실적의 하향 조정 가능성은 낮음

- 2013년 이후 해외 플랜트 관련 손실 지속에 따라 이익추정치 하향이 지속되었으며, 대부분의 업체가 해외 부문에서 실적 쇼크 발생
- 2015년 이후 국내 주택 부문 이익추정 상향에도 불구하고 실적 컨센서스 하향 조정 지속
- 2016년 대형업체 컨센서스 영업이익은 2.9조원, 영업이익률은 4.7%까지 하락 이후 반등
- 2017년 영업이익 컨센서스는 주택 서프라이즈와 해외 손실감소로 상향조정
- 2018년 역시 컨센서스는 상향 조정될 가능성 높음(보수적 주택 원가율 추정)

2016년~ 2018년 영업이익 컨센서스 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대형 6개 건설사 합산 PBR, PER

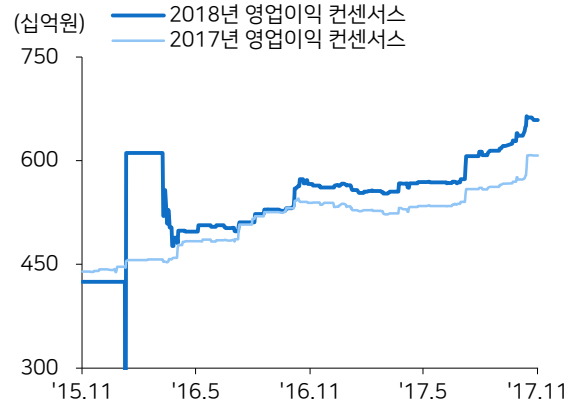


자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2017~2018년 업체별 영업이익 컨센서스 추이

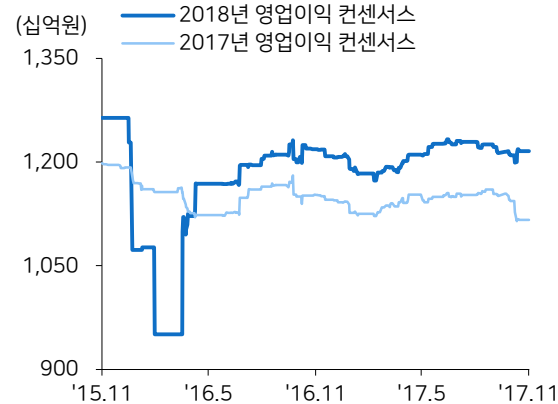
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

대림산업



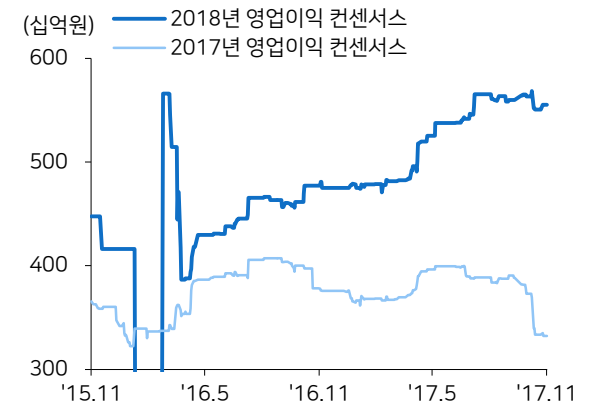
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

현대건설



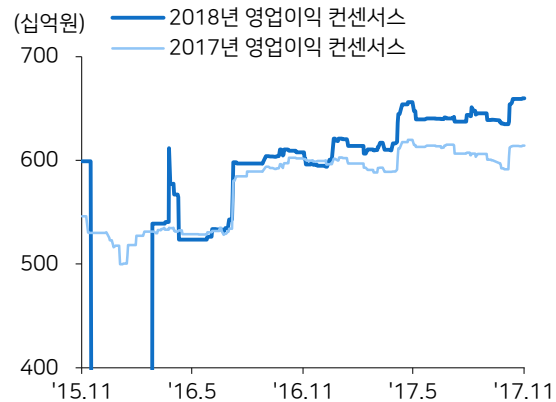
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

GS건설



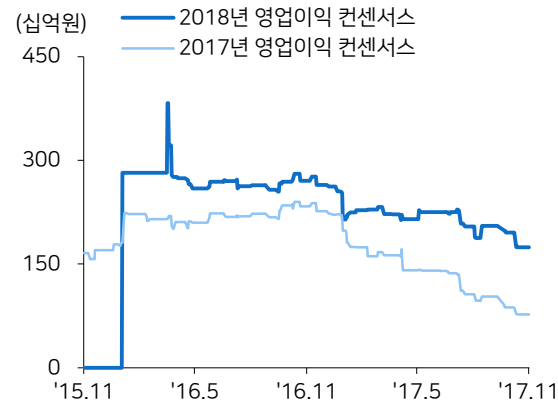
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

현대산업



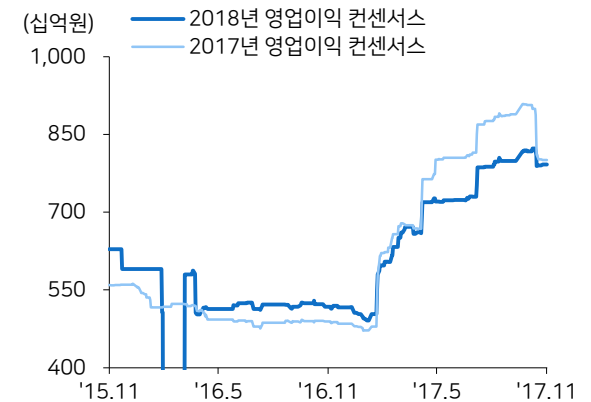
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성엔지니어링



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대우건설



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

업체별 분기 실적 컨센서스

2018년 산업 전망 **건설**
관성의 장(章)

(십억원)		2016				2017			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE
대림산업	매출액	2,253.7	2,563.8	2,457.4	2,578.9	2,511.4	3,106.3	3,427.2	3,243.9
	영업이익	90.8	136.2	130.7	61.8	114.0	143.0	197.3	162.7
	세전이익	70.1	173.1	139.3	53.9	192.7	220.4	350.9	201.0
	지배순이익	22.6	114.4	102.7	25.6	139.0	102.2	288.5	132.0
현대건설	매출액	4,287.9	4,686.6	4,464.1	5,305.9	4,129.7	4,217.8	4,243.1	5,223.8
	영업이익	207.2	268.4	275.1	302.0	228.6	281.8	281.1	332.2
	세전이익	120.7	248.9	168.5	339.3	46.8	321.8	172.1	355.6
	지배순이익	60.4	137.8	96.9	195.7	15.7	151.0	57.1	197.9
GS건설	매출액	2,639.1	2,706.4	2,574.7	3,115.4	2,700.9	2,994.4	2,820.3	3,258.5
	영업이익	29.1	22.7	38.4	52.8	59.0	86.0	71.1	124.3
	세전이익	8.3	11.8	-20.5	21.8	-78.4	18.4	-3.6	94.6
	지배순이익	6.8	6.5	-19.3	-19.7	-68.1	8.6	-10.0	80.7
현대산업	매출액	980.0	1,208.3	1,164.7	1,396.8	1,133.1	1,364.2	1,349.4	1,548.7
	영업이익	85.8	160.8	142.2	128.4	141.0	141.2	171.6	161.5
	세전이익	67.7	160.6	124.0	107.2	137.6	143.8	174.1	153.2
	지배순이익	41.5	112.6	83.8	68.8	99.2	104.1	122.6	104.2
삼성엔지니어링	매출액	1,474.1	1,880.0	1,631.0	2,024.4	1,618.9	1,356.0	1,294.2	1,388.4
	영업이익	26.6	3.6	53.2	-13.3	12.4	12.4	15.3	29.3
	세전이익	9.8	6.6	9.0	31.0	-39.3	31.8	4.8	35.0
	지배순이익	8.3	2.3	1.9	13.2	-44.1	31.8	7.0	28.1
대우건설	매출액	2,569.9	3,028.4	2,817.7	2,689.9	2,640.1	3,114.1	3,098.0	3,081.0
	영업이익	60.5	106.0	97.7	-731.4	221.1	245.8	113.6	196.3
	세전이익	-19.4	44.6	45.8	-1,082.1	222.7	177.5	115.5	124.2
	지배순이익	-18.8	36.9	43.1	-797.1	192.1	131.1	89.5	99.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업체별 실적 추정

2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)

		대림산업	현대건설	GS건설	현대산업	대우건설	삼성엔지니어링
주가 (원)		81,100	34,400	25,950	37,650	5,790	12,800
시가총액 (십억원)		2,822.3	3,830.6	1,860.0	2,838.2	2,406.5	2,508.8
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	Hold
매출 (십억원)	'14	9,294.7	17,387.0	9,487.6	4,477.4	9,995.0	8,911.5
	'15	9,513.7	19,233.2	10,572.6	4,602.6	9,890.0	6,441.3
	'16	9,853.8	18,825.0	11,035.6	4,749.9	11,105.9	7,009.4
	'17E	12,414.4	18,089.6	11,810.8	5,415.3	11,616.6	6,752.3
	'18E	13,231.5	20,249.6	12,653.3	6,020.3	10,699.1	6,964.4
영업이익 (십억원)	'14	-270.2	958.9	51.2	225.4	427.0	161.8
	'15	271.8	1,089.3	122.1	389.5	168.9	-1,454.3
	'16	419.4	1,159.0	143.0	517.2	-467.2	70.1
	'17E	635.8	1,135.8	340.2	601.7	724.6	151.9
	'18E	662.3	1,242.5	603.5	695.7	703.5	343.9
지배순이익 (십억원)	'14	-454.0	419.7	-41.1	68.8	132.4	55.0
	'15	206.8	421.0	26.1	216.8	105.9	-1,305.3
	'16	265.3	572.1	-25.8	306.7	-735.9	25.8
	'17E	659.0	404.9	-7.7	419.8	515.0	64.9
	'18E	662.3	614.1	283.3	512.3	501.6	225.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업체별 Valuation

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

(배)		대림산업	현대건설	GS건설	현대산업	대우건설	삼성엔지니어링
PER	'14		11.2		42.4	18.5	27.6
	'15	11.4	7.6	53.8	13.5	22.0	
	'16	11.5	8.3		11.0	-2.9	54.3
	'17E	4.6	10.8		7.0	5.0	38.2
	'18E	4.6	7.1	6.8	5.8	5.1	11.0
PBR	'14	0.6	1.0	0.5	1.3	1.0	1.7
	'15	0.6	0.7	0.4	1.2	0.9	
	'16	0.7	0.9	0.6	1.3	1.0	2.2
	'17E	0.6	0.8	0.6	1.1	1.0	2.5
	'18E	0.6	0.7	0.6	0.9	0.9	2.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 산업 전망 건설

기업분석

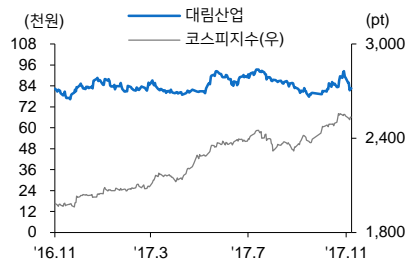
종목	투자판단	적정주가
대림산업(000210)	Buy	120,000원
GS건설(006360)	Buy	38,000원
현대건설(000720)	Buy	55,000원
현대산업(012630)	Buy	53,000원
대우건설(047040)	Buy	8,000원
삼성엔지니어링(028050)	Hold	12,000원

대림산업(000210) PER 4x는 지속될 수 없다

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

Buy

적정주가 (12개월)	120,000원	
현재주가 (11.21)	81,100원	
상승여력	48.0%	
KOSPI	2,530.70pt	
시가총액	28,223억원	
발행주식수	3,480만주	
유동주식비율	76.88%	
외국인비중	34.33%	
52주 최고/최저가	93,500원/76,400원	
평균거래대금	131.4억원	
주요주주(%)		
대림코퍼레이션 외 6인	23.12	
국민연금	13.45	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.1	-6.7
6개월	-1.8	-11.2
12개월	3.2	-19.8
주가그래프		



PER 4.6x 를 받아들이기 위해서는 감익을 전망해야 하지만, 2019년까지 이익 증가 지속

- 1) 일반 건축부문: 2015~17년 분양을 감안하면, 매출은 2018년 5.2조원을 상회, OP margin 5%를 감안하면 연간 2,600억원의 영업이익이 가능
- 2) 자체 주택사업: 금융위기 이후 처음으로 분양한 자체 주택사업인 독섬 프로젝트 관련 매출(0.8조원)
- 3) 해외 부문은 이미 흑자 전환, 2017년 수준이 유지될 전망
- 3) 사내 유화: 에틸렌과 PB 제품 중심인 사내 유화부문의 영업이익은 연간 1,500억원 내외
- 4) 연결법인: 영업이익은 평균 1,600억원 (삼호 연결효과 반영)

실적 서프라이즈가 지속될 경우 Valuation 재평가 국면에 진입할 전망

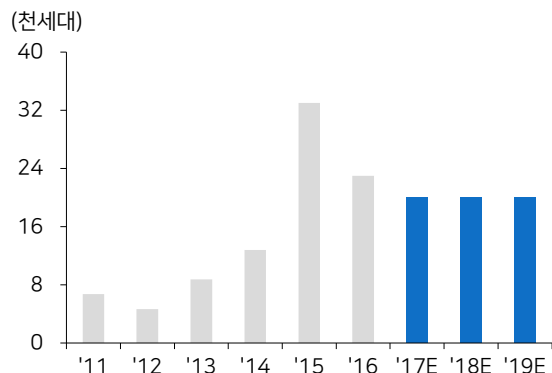
- 2018년은 건설부문 중심의 이익 성장 국면(건축, 자체주택)
- YNCC를 포함한 유화 부문 자회사의 배당수입 증가 및 주택 부문의 현금흐름 개선에 따라 금융수지 개선
- PER 4x, PBR 0.6x, ROE 12%는 현금흐름과 자산가치 등을 감안할 때 지나치게 저평가
- 정치적인 갈등이 부각되고 있는 이란 지역의 안정화 및 발주 여부가 재평가의 KEY 가 될 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	9,513.7	271.8	206.8	5,903	-148.9	110,855	11.4	0.6	9.0	4.8	151.1
2016	9,853.8	419.4	265.3	7,585	35.3	117,865	11.5	0.7	8.5	5.9	140.8
2017E	12,414.4	635.8	659.0	18,888	133.5	134,396	4.6	0.6	5.7	13.4	131.6
2018E	13,231.5	728.8	662.3	18,972	-0.1	151,152	4.6	0.6	4.6	11.9	121.7
2019E	14,102.3	776.8	707.4	20,268	6.8	169,031	4.3	0.5	3.8	11.4	106.9

대림산업(000210)

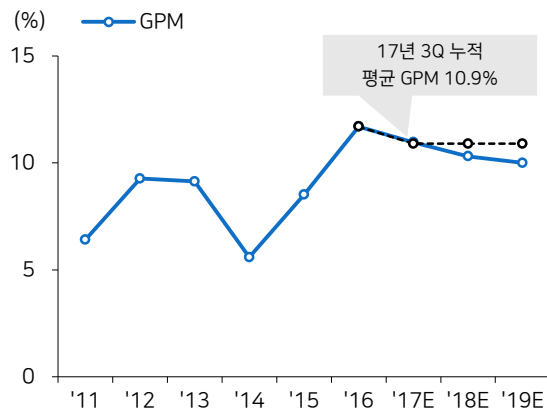
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

분양물량 추이



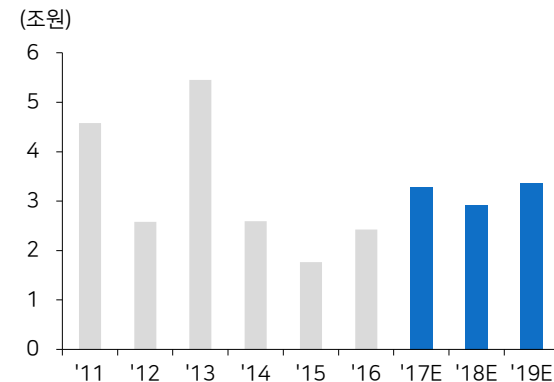
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

건축 마진 추이



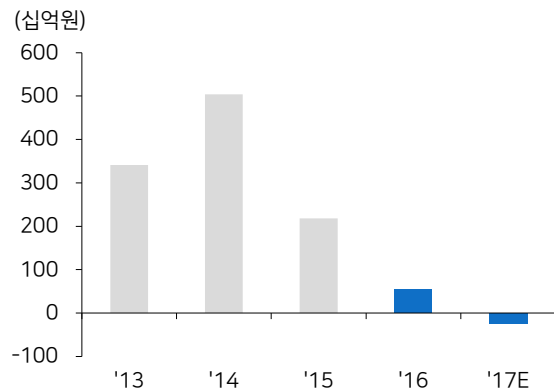
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외수주 추이



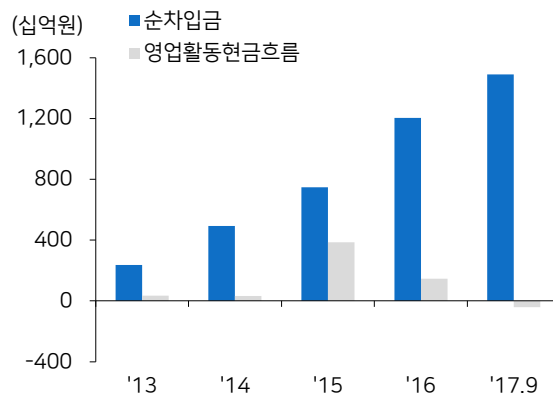
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DSA 손실 금액 추이



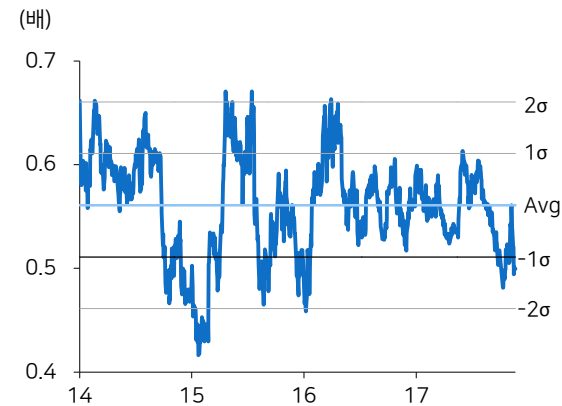
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

PBR Valuation

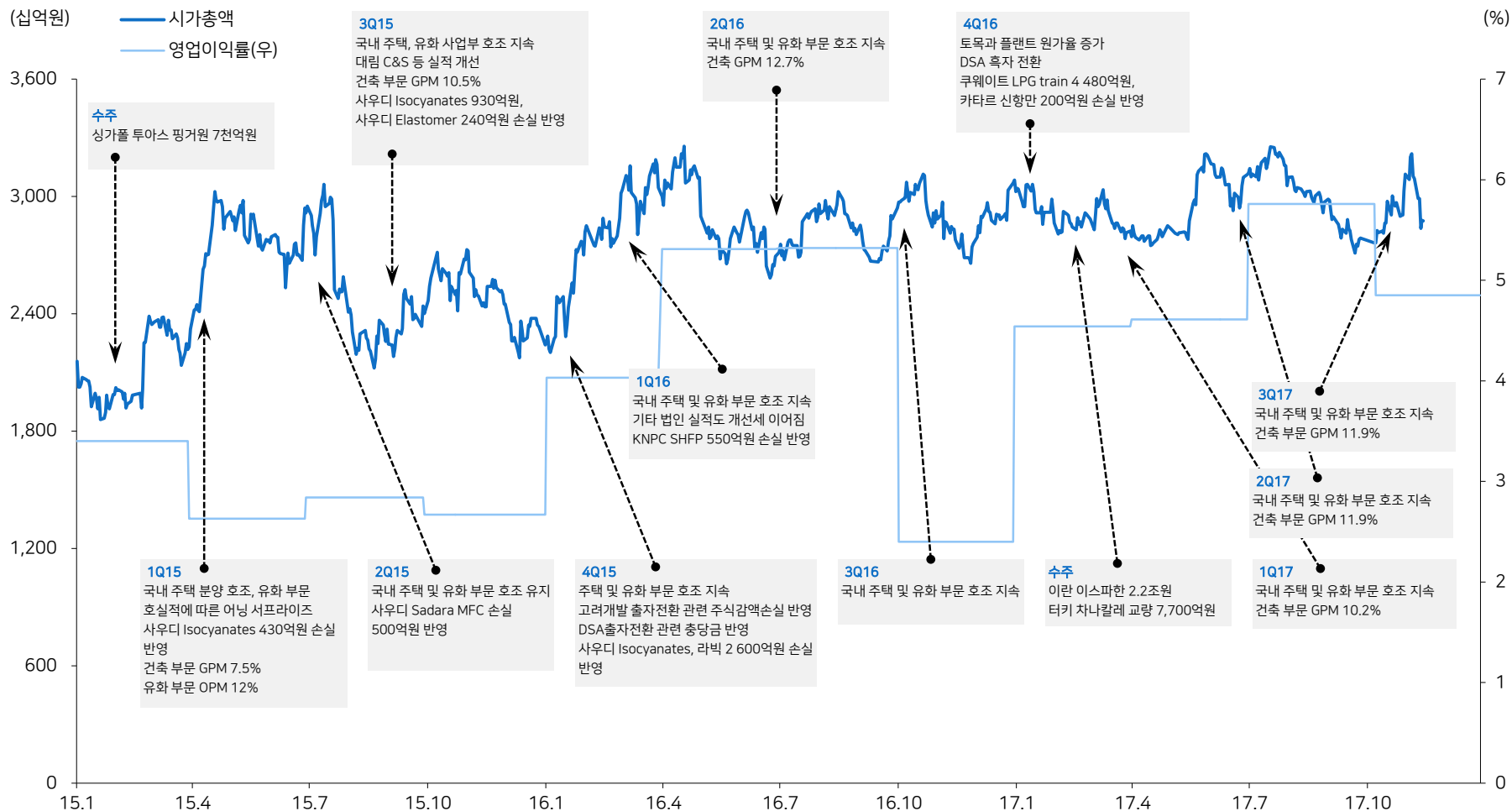


자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대림산업(000210)

2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Meritz Research 88

대림산업 (000210)

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,513.7	9,853.8	12,414.4	13,231.5	14,102.3
매출액증가율(%)	2.4	3.6	26.0	6.6	6.6
매출원가	8,736.5	8,877.9	11,152.4	11,877.7	12,659.5
매출총이익	777.1	975.9	1,261.9	1,353.7	1,442.8
판매비와관리비	505.4	556.5	626.2	624.9	666.0
영업이익	271.8	419.4	635.8	728.8	776.8
영업이익률(%)	2.9	4.3	5.1	5.5	5.5
금융손익	98.7	-27.2	-100.2	-56.2	-42.7
종속/관계기업관련손익	182.5	256.6	426.6	322.4	299.4
기타영업외손익	-116.7	-212.4	-22.9	-96.5	-20.2
세전계속사업이익	436.3	436.4	939.4	898.4	1,013.4
법인세비용	219.3	143.2	256.3	215.6	284.1
당기순이익	217.0	293.2	683.1	682.8	729.3
지배주주지분 순이익	206.8	265.3	659.0	662.3	707.4
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,177.3	6,495.9	7,377.4	8,073.9	8,530.5
현금및현금성자산	2,167.9	1,577.2	1,675.2	1,859.0	1,906.5
매출채권	304.6	315.6	412.3	482.1	513.8
재고자산	829.4	902.0	929.0	1,086.4	1,157.9
비유동자산	4,887.6	5,895.6	6,057.3	6,256.7	6,309.5
유형자산	1,831.6	1,964.3	2,047.2	1,998.0	1,884.2
무형자산	65.8	61.4	56.9	53.0	50.8
투자자산	1,658.8	2,101.2	2,312.9	2,565.4	2,734.3
자산총계	12,064.9	12,391.5	13,434.7	14,330.6	14,840.0
유동부채	5,107.3	4,787.5	5,033.4	5,269.7	5,025.6
매입채무	1,575.6	1,622.0	1,784.2	1,962.6	2,091.7
단기차입금	538.6	305.3	294.7	254.7	254.7
유동성장기부채	725.3	593.4	538.8	538.8	0.0
비유동부채	2,151.8	2,458.7	2,600.2	2,596.4	2,640.2
사채	857.9	850.0	929.9	829.9	829.9
장기차입금	832.8	1,079.0	1,016.1	1,016.1	1,016.1
부채총계	7,259.1	7,246.1	7,633.7	7,866.2	7,665.7
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	504.9	538.8	538.8	538.8	538.8
기타포괄이익누계액	-51.2	-64.9	-62.8	-62.8	-62.8
이익잉여금	3,672.6	3,918.5	4,550.1	5,192.9	5,880.9
비지배주주지분	461.0	534.4	556.5	577.0	598.9
자본총계	4,805.8	5,145.4	5,801.1	6,464.4	7,174.2

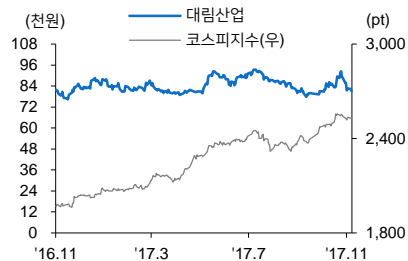
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	384.9	147.0	421.3	754.6	816.7
당기순이익(손실)	217.0	293.2	683.1	682.8	729.3
유형자산감가상각비	79.5	101.6	117.2	119.2	113.9
무형자산상각비	7.7	6.9	5.5	3.9	2.2
운전자본의 증감	-78.8	-545.8	-606.4	-51.4	-28.7
투자활동 현금흐름	-102.0	-699.4	-311.3	-418.1	-212.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-195.5	-254.1	-208.6	-70.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	123.7	-442.3	-211.7	-252.6	-168.9
재무활동 현금흐름	510.7	-46.3	-12.5	-152.7	-556.9
차입금증감	1,053.4	-155.2	-23.5	-137.0	-537.4
자본의증가	-0.2	34.0	-0.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	795.5	-590.7	98.0	183.8	47.6
기초현금	1,372.5	2,167.9	1,577.2	1,675.2	1,859.0
기말현금	2,167.9	1,577.2	1,675.2	1,859.0	1,906.5
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	273,381	283,154	356,735	380,214	405,239
EPS(지배주주)	5,903	7,585	18,888	18,972	20,268
CFPS	12,349	20,464	30,628	30,971	33,681
EBITDAPS	10,314	15,166	21,797	24,481	25,657
BPS	110,855	117,865	134,396	151,152	169,031
DPS	300	300	400	500	500
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	11.5	4.6	4.6	4.3
PCR	5.4	4.3	2.8	2.8	2.6
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	358.9	527.8	758.5	852.0	892.9
EV/EBITDA	9.0	8.5	5.7	4.6	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.8	5.9	13.4	11.9	11.4
EBITDA이익률	3.8	5.4	6.1	6.4	6.3
부채비율	151.1	140.8	131.6	121.7	106.9
금융비용부담률	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	3.4	4.4	6.5	8.0	9.7
매출채권회전율(x)	31.9	31.8	34.1	29.6	28.3
재고자산회전율(x)	10.8	11.4	13.6	13.1	12.6

GS건설 (006360) Main Biz(주택)의 장기 성장에 초점

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

Buy

적정주가 (12개월)	38,000원
현재주가 (11.21)	25,950원
상승여력	46.4%
KOSPI	2,530.70pt
시가총액	18,600억원
발행주식수	7,168만주
유동주식비율	69.26%
외국인비중	12.19%
52주 최고/최저가	34,600원/23,650원
평균거래대금	134.2억원
주요주주(%)	
허창수 외 18인	28.73
국민연금	12.25
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-5.1 -6.7
6개월	-14.5 -22.7
12개월	-0.2 --22.5
주가그래프	



영업이익의 Level 은 2017년을 기점으로 이미 Jump up 국면에 진입

- 2016년 까지는 주택 부문의 이익 성장 과정에서도 전사 실적은 낮은 수준의 영업이익률을 보임
- 2017년 해외 손실 반영에도 불구하고, 주택 부문의 이익이 급증하면서 영업이익의 레벨 상승
- 대부분의 악성 프로젝트가 종료됨에 따라 2018년 해외 손실 규모는 최대 2,000억원을 넘지 않을 것

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

- 구도심의 재생 시기에 주택 브랜드 경쟁력을 바탕으로 시공 단가 상승 전망
- 특히 서울의 경우 재건축 또는 재개발 과정에서 분양가 대비 공사비용이 차지하는 비중이 낮기 때문
- 2017년 2.7만호 분양물량 중 2.0만호는 도급사업, 0.7만호는 정비사업, 2018년 3.0만호 분양 계획이며 이중 2.0만호는 정비사업, 0.1만호는 자체사업, 0.9만호는 도급사업으로 주택 매출은 급증할 전망

해외 손실 반영보다, 이익의 절대 비중을 차지하는 주택부문의 추가 성장에 주목

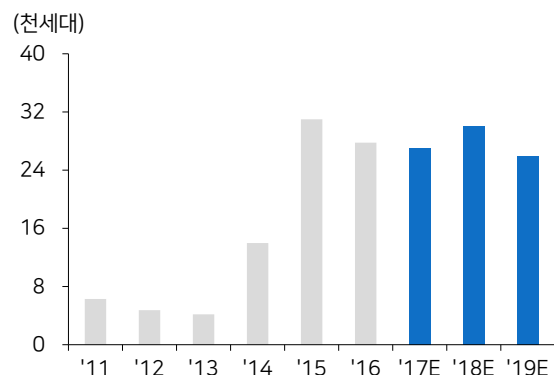
- 2018년은 현금흐름 개선과 차입금 감소에 따른 금융수지 개선이 크게 나타날 전망
- 해외 손실은 기존 수주잔고를 감안할 때 대부분 마무리, 주택 부문의 추가 성장에 주목

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	10,572.6	122.1	26.1	367	-217.1	44,220	53.8	0.4	10.3	0.8	288.5
2016	11,035.6	143.0	-25.8	-363	-169.3	43,453	-73.0	0.6	12.7	-0.8	298.9
2017E	11,810.8	340.2	-7.7	-107	-97.7	43,245	-251.9	0.6	7.4	-0.2	305.0
2018E	12,653.3	603.5	283.3	3,952	-63,338.7	47,311	6.8	0.6	3.6	8.2	260.3
2019E	12,956.3	655.9	350.5	4,891	23.8	52,310	5.5	0.5	2.4	9.3	224.0

GS건설 (006360)

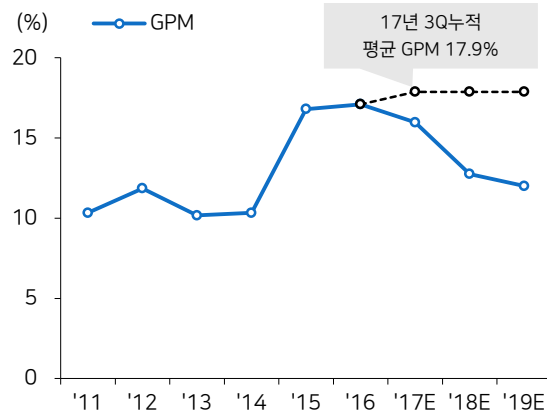
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

분양물량 추이



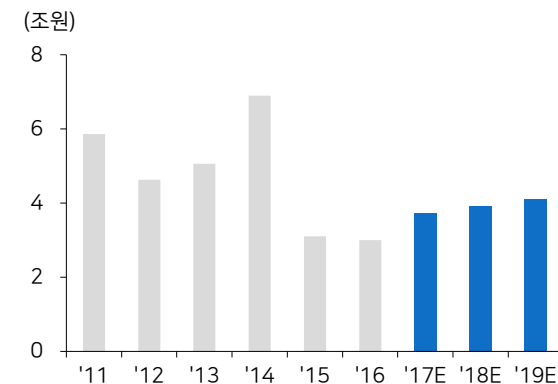
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주택 마진 추이



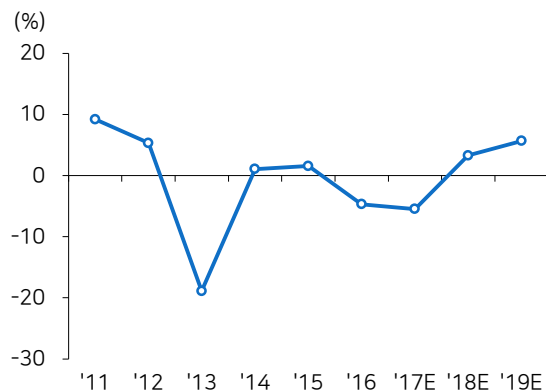
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외수주 추이



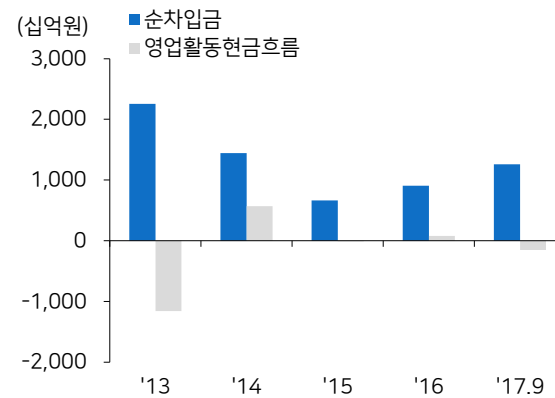
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름

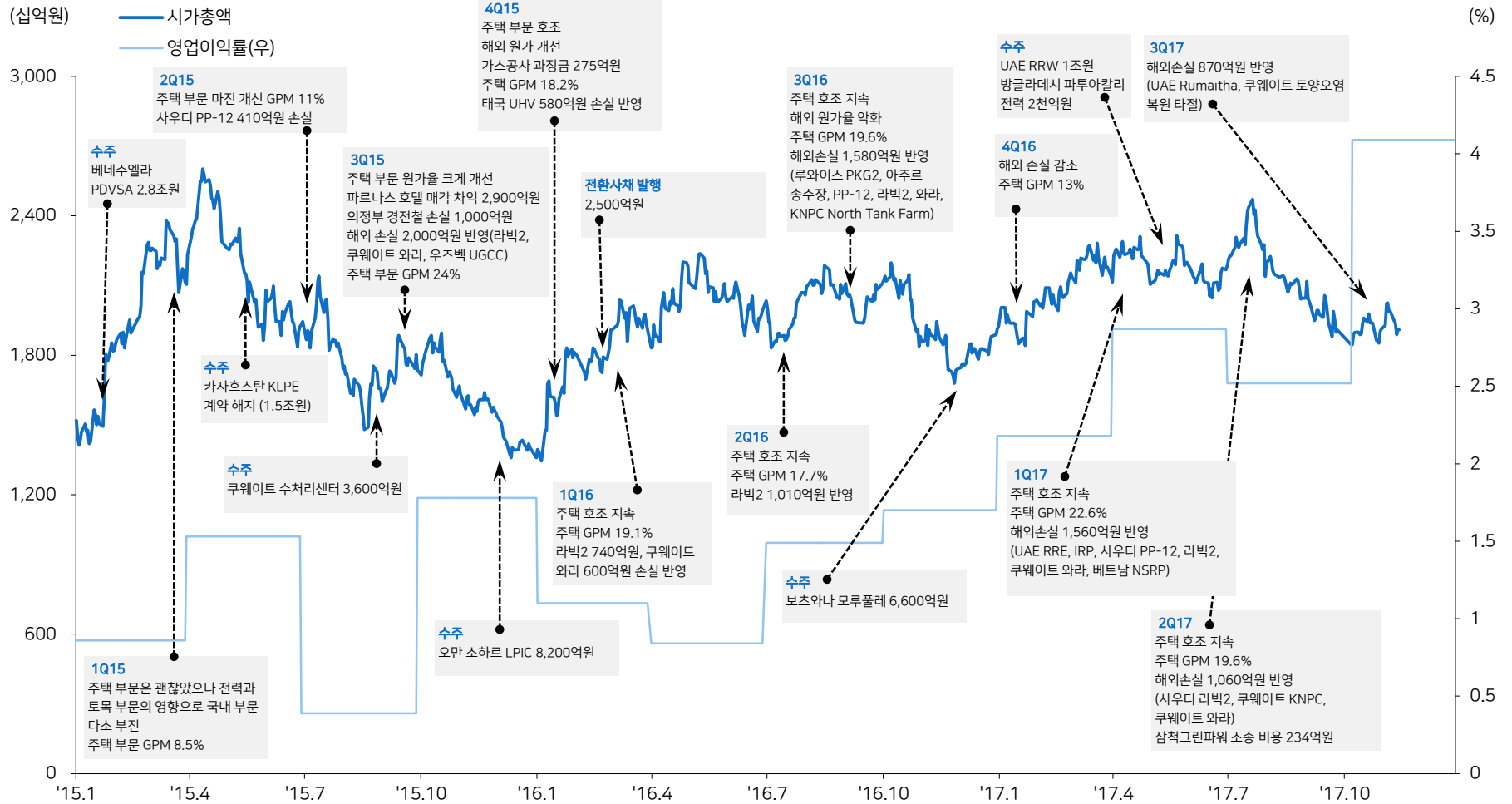


자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터



Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,572.6	11,035.6	11,810.8	12,653.3	12,956.3
매출액증가율(%)	11.4	4.4	7.0	7.1	2.4
매출원가	10,025.0	10,547.4	11,013.1	11,581.9	11,835.5
매출총이익	547.6	488.2	797.7	1,071.4	1,120.8
판매비와관리비	425.5	345.3	457.5	467.9	464.9
영업이익	122.1	143.0	340.2	603.5	655.9
영업이익률(%)	1.2	1.3	2.9	4.8	5.1
금융손익	17.4	-96.2	5.4	-98.3	-80.1
종속/관계기업관련손익	2.9	3.0	-2.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-111.1	-28.5	-323.2	-112.9	-90.4
세전계속사업이익	31.3	21.4	19.9	392.3	485.5
법인세비용	1.8	41.8	20.3	94.2	116.5
당기순이익	29.5	-20.4	-0.5	298.2	369.0
지배주주지분 순이익	26.1	-25.8	-7.7	283.3	350.5
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,549.5	9,736.5	9,642.0	9,201.1	9,117.1
현금및현금성자산	2,428.6	2,356.3	2,121.6	1,688.8	1,883.3
매출채권	10.6	9.3	9.9	10.2	9.9
재고자산	795.5	825.3	872.8	785.5	707.0
비유동자산	3,456.0	3,640.1	4,114.0	4,111.1	4,048.7
유형자산	1,338.5	978.1	972.9	946.7	923.1
무형자산	144.7	193.7	217.1	208.9	201.1
투자자산	867.5	958.2	1,013.5	1,045.0	1,014.0
자산총계	13,005.5	13,376.6	13,755.9	13,312.2	13,165.8
유동부채	7,139.3	7,225.0	8,219.4	7,745.2	7,461.6
매입채무	1,875.8	2,234.0	2,345.7	2,463.0	2,586.1
단기차입금	948.1	1,027.1	1,315.0	1,315.0	1,315.0
유동성장기부채	975.9	670.6	1,075.6	375.6	75.6
비유동부채	2,518.2	2,798.4	2,140.0	1,872.2	1,640.5
사채	289.9	534.0	457.9	457.9	457.9
장기차입금	1,248.2	1,201.8	561.8	261.8	61.8
부채총계	9,657.5	10,023.4	10,359.3	9,617.5	9,102.1
자본금	355.0	355.0	357.2	357.2	357.2
자본잉여금	610.7	610.9	621.7	621.7	621.7
기타포괄이익누계액	-131.5	-104.1	-66.0	-66.0	-66.0
이익잉여금	2,537.3	2,504.2	2,491.1	2,774.4	3,124.9
비지배주주지분	63.7	74.4	79.9	94.8	113.2
자본총계	3,348.0	3,353.2	3,396.6	3,694.8	4,063.7

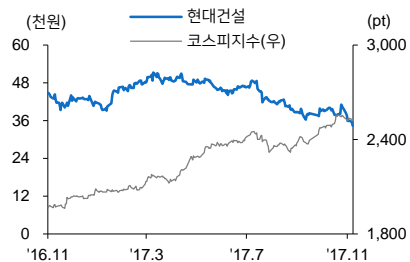
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-7.8	81.2	201.4	637.3	673.5
당기순이익(손실)	29.5	-20.4	-0.5	298.2	369.0
유형자산감가상각비	69.5	57.9	50.2	49.2	46.6
무형자산상각비	14.0	9.9	8.6	8.2	7.8
운전자본의 증감	-136.8	-171.9	-52.9	280.5	249.1
투자활동 현금흐름	507.9	-248.7	-279.3	-73.0	26.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-227.1	-79.1	-66.4	-23.0	-23.0
투자자산의 감소(증가)	22.3	-87.8	-57.8	-31.6	31.1
재무활동 현금흐름	-228.2	78.2	-144.1	-997.1	-505.1
차입금증감	-492.0	-62.0	-14.7	-995.9	-504.1
자본의증가	0.0	0.2	13.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	277.4	-72.3	-234.7	-432.8	194.5
기초현금	2,151.2	2,428.6	2,356.3	2,121.6	1,688.8
기말현금	2,428.6	2,356.3	2,121.6	1,688.8	1,883.3
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	148,910	155,431	165,448	176,537	180,763
EPS(지배주주)	367	-363	-107	3,952	4,891
CFPS	3,708	4,875	5,824	7,646	8,649
EBITDAPS	2,895	2,968	5,589	9,222	9,909
BPS	44,220	43,453	43,245	47,311	52,310
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	53.8	-73.0	-251.9	6.8	5.5
PCR	5.3	5.4	4.6	3.5	3.1
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	205.5	210.8	399.0	661.0	710.2
EV/EBITDA	10.3	12.7	7.4	3.6	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	-0.2	8.2	9.3
EBITDA이익률	1.9	1.9	3.4	5.2	5.5
부채비율	288.5	298.9	305.0	260.3	224.0
금융비용부담률	1.1	1.1	1.4	1.0	0.9
이자보상배율(x)	1.0	1.1	2.1	4.6	5.9
매출채권회전율(x)	494.4	1,106.3	1,231.6	1,263.8	1,293.8
재고자산회전율(x)	15.0	13.6	13.9	15.3	17.4

현대건설(000720) 순이익의 성장을 중심으로 접근

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

Buy

적정주가 (12개월)	55,000원
현재주가 (11.21)	34,400원
상승여력	59.9%
KOSPI	2,530.70pt
시가총액	38,306억원
발행주식수	11,136만주
유통주식비율	65.08%
외국인비중	30.45%
52주 최고/최저가	51,300원/34,400원
평균거래대금	196.0억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 3인	34.92
국민연금	10.71
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-12.7 -14.1
6개월	-28.0 -34.9
12개월	-20.1 -37.9
주가그래프	



2017년 지배 순이익 역성장, 2018년 이후 개선

- 2017년 상반기 해외 손실, 하반기 신흥국 매출 부진으로 해외 부문 수익성 악화
- 베네수엘라, 러시아 등 대형 미착공 프로젝트의 착공지연과 기존 현장들의 원가조정 역시 영향
- 원/달러 환율 절상과 베네수엘라 관련 환손실 반영으로 영업외 부문 악화

환관련 손실 감소, 현금흐름 개선, 수익성이 높은 자체 주택사업 증가에 따라 2018년 이익 개선

- 2018년 개포 8단지, 송도, 김포 등 자체 주택 사업 착공 계획에 따라 주택 부문의 매출 및 수익성 개선
- 기존 토지 관련 투입비용 감소와 입주물량 증가에 따른 현금흐름 개선
- 2017년 영향이 컸던 환관련 손실 감소에 따라 영업외 수지 개선 전망

Global 인프라 발주 시점에 수혜

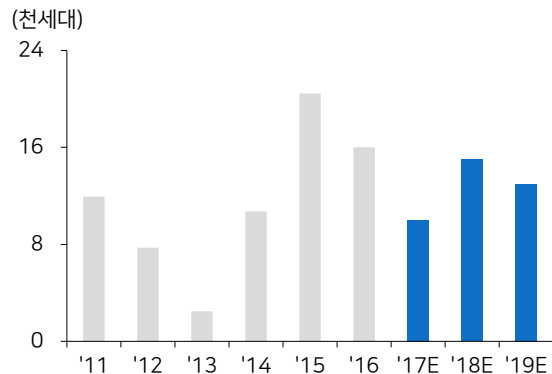
- 일대일로 뿐만 아니라 신흥국의 경기가 개선됨에 따라 전반적인 인프라 발주 확대 전망
- 국내 건설업체 중 가장 다변화된 네트워크를 가지고 있는 동사 역시 일부 수혜를 받을 것
- 투자 의견 매수 및 적정주가 55,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	19,233.2	1,089.3	421.0	3,780	38.5	43,632	7.6	0.7	3.4	7.6	161.8
2016	18,825.0	1,159.0	572.1	5,137	10.2	49,515	8.3	0.9	3.9	9.5	144.6
2017E	18,089.6	1,135.8	404.9	3,635	-11.3	51,980	10.8	0.8	3.6	6.3	129.9
2018E	20,249.6	1,242.5	614.1	5,514	26.2	57,178	7.1	0.7	3.1	9.0	116.9
2019E	22,667.4	1,382.1	794.6	7,135	29.4	63,960	5.5	0.6	2.0	10.7	114.2

현대건설 (000720)

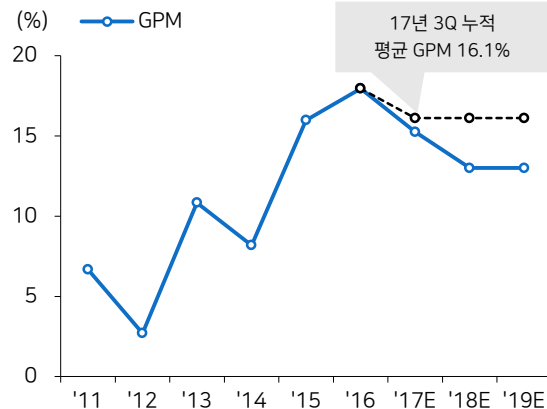
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

분양물량 추이



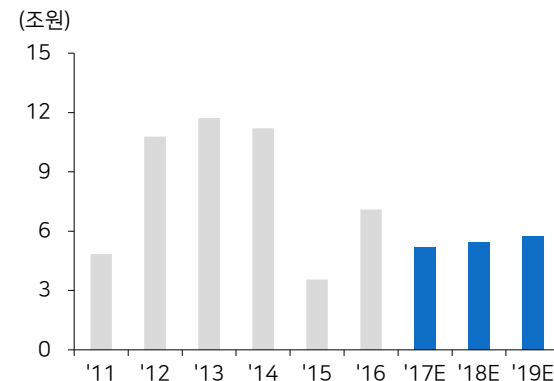
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주택 마진 추이



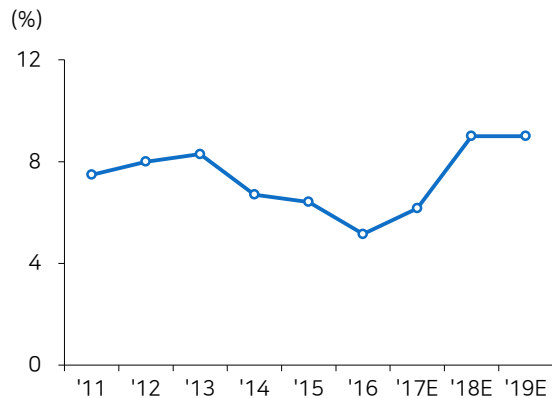
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외수주 추이



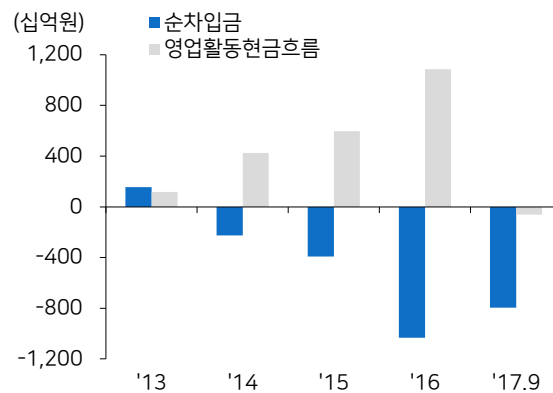
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

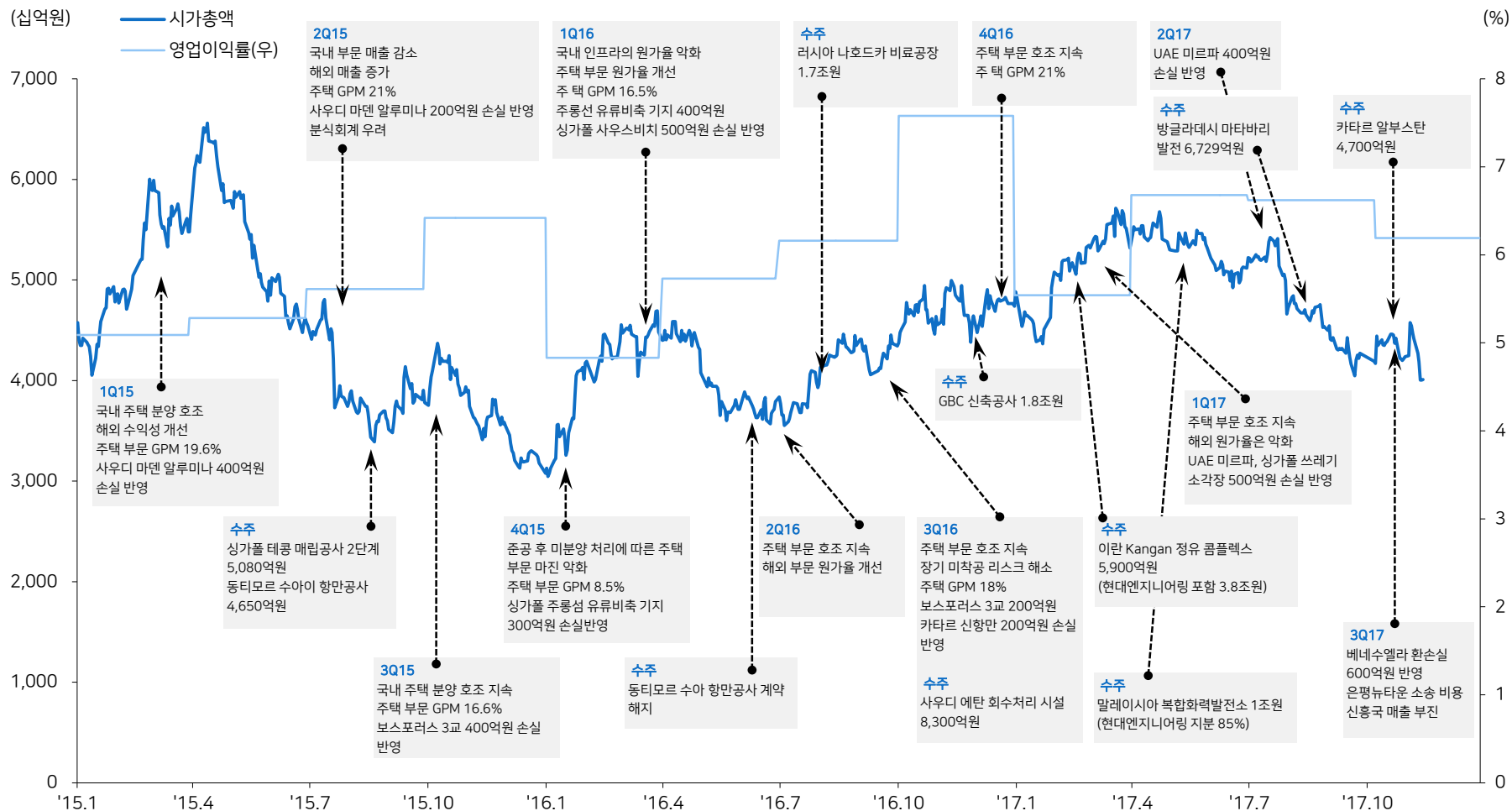
PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

현대건설 (000720)

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)



Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	19,233.2	18,825.0	18,089.6	20,249.6	22,667.4
매출액증가율(%)	11.3	-2.1	-3.9	11.9	11.9
매출원가	17,508.1	16,895.3	16,165.9	18,184.4	20,355.6
매출총이익	1,725.0	1,929.7	1,923.7	2,065.2	2,311.8
판매비와관리비	635.7	770.8	788.0	822.7	929.7
영업이익	1,089.3	1,159.0	1,135.8	1,242.5	1,382.1
영업이익률(%)	5.7	6.2	6.3	6.1	6.1
금융손익	-45.4	-29.9	-22.5	51.6	73.6
중속/관계기업관련손익	0.6	-5.9	-5.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-146.4	-141.7	-198.3	-163.3	0.0
세전계속사업이익	898.1	981.5	909.3	1,130.8	1,455.7
법인세비용	234.4	249.8	260.3	312.0	396.3
당기순이익	663.8	731.7	649.0	818.8	1,059.4
지배주주지분 순이익	421.0	572.1	404.9	614.1	794.6
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	14,228.4	14,937.9	14,677.8	15,240.4	17,373.3
현금및현금성자산	1,997.4	2,150.0	1,902.3	2,125.6	2,692.6
매출채권	30.4	19.1	19.5	19.9	22.3
재고자산	1,328.6	1,199.4	1,439.2	1,463.5	1,638.3
비유동자산	5,121.7	4,935.5	4,952.0	4,867.9	4,554.6
유형자산	1,754.2	1,498.1	1,496.4	1,452.8	1,089.6
무형자산	857.3	810.3	759.7	705.2	654.7
투자자산	870.4	810.3	827.2	841.2	941.6
자산총계	19,350.1	19,873.4	19,629.8	20,108.3	21,927.9
유동부채	8,575.3	8,749.6	8,377.1	8,309.6	9,041.6
매입채무	2,865.0	2,667.0	2,533.6	2,576.4	2,884.0
단기차입금	198.5	163.4	144.4	94.4	94.4
유동성장기부채	238.5	428.4	372.4	222.4	0.0
비유동부채	3,384.2	2,999.2	2,713.7	2,530.0	2,647.5
사채	1,735.7	1,536.4	1,336.9	1,236.9	1,236.9
장기차입금	459.9	431.7	320.1	220.1	220.1
부채총계	11,959.5	11,748.8	11,090.7	10,839.6	11,689.0
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,039.7	1,039.7	1,039.7	1,039.7	1,039.7
기타포괄이익누계액	40.4	114.5	67.4	67.4	67.4
이익잉여금	4,087.2	4,621.8	4,893.0	5,417.9	6,123.3
비지배주주지분	1,670.3	1,795.6	1,986.0	2,190.7	2,455.5
자본총계	7,390.6	8,124.7	8,539.1	9,268.7	10,238.9

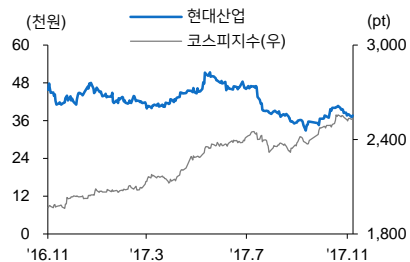
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	596.0	1,086.5	494.8	837.0	1,207.3
당기순이익(손실)	663.8	731.7	649.0	818.8	1,059.4
유형자산감가상각비	124.1	136.2	136.4	133.6	363.2
무형자산상각비	71.7	54.3	57.2	54.4	50.5
운전자본의 증감	-668.5	-292.2	-533.1	-169.8	-265.8
투자활동 현금흐름	-1,173.8	-775.2	-166.5	-135.9	-330.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-186.5	-178.7	-121.0	-90.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-130.0	54.2	-22.5	-14.0	-100.4
재무활동 현금흐름	30.7	-176.9	-487.7	-477.8	-310.1
차입금증감	39.7	-64.0	-380.2	-399.8	-220.9
자본의증가	10.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-545.0	152.6	-247.7	223.4	567.0
기초현금	2,542.4	1,997.4	2,150.0	1,902.3	2,125.6
기말현금	1,997.4	2,150.0	1,902.3	2,125.6	2,692.6
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	172,718	169,053	162,449	181,846	203,559
EPS(지배주주)	3,780	5,137	3,635	5,514	7,135
CFPS	12,848	14,307	11,890	11,380	16,127
EBITDAPS	11,541	12,118	11,939	12,847	16,127
BPS	43,632	49,515	51,980	57,178	63,960
DPS	500	500	700	800	800
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.8	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	7.6	8.3	10.8	7.1	5.5
PCR	2.2	3.0	3.3	3.4	2.4
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA	1,285.2	1,349.4	1,329.4	1,430.6	1,795.8
EV/EBITDA	3.4	3.9	3.6	3.1	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.6	9.5	6.3	9.0	10.7
EBITDA이익률	6.7	7.2	7.3	7.1	7.9
부채비율	161.8	144.6	129.9	116.9	114.2
금융비용부담률	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	10.6	13.3	16.0	20.2	26.4
매출채권회전율(x)	798.7	760.7	935.2	1,027.5	1,076.4
재고자산회전율(x)	14.4	14.9	13.7	14.0	14.6

현대산업(012630) 안정적인 이익 성장 지속과 변화

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

Buy

적정주가 (12개월)	53,000원
현재주가 (11.21)	37,650원
상승여력	40.8%
KOSPI	2,530.70pt
시가총액	28,382억원
발행주식수	7,538만주
유동주식비율	74.40%
외국인비중	44.45%
52주 최고/최저가	51,400원 / 32,850원
평균거래대금	109.9억원
주요주주(%)	
정몽규(외8인)	18.56
국민연금	9.98
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	0.8
6개월	-16.8
12개월	-16.2
주가그래프	



성장은 지속되나 속도 둔화가 나타날 시점

- 택지 개발 중심의 주택 시장이 축소됨에 따라 Biz model 변화를 추진하고 있으나 속도는 빠르지 않음
- 연간 자체 주택개발사업은 5,000세대 수준에서 정체될 것으로 판단
- 단기적으로 2016년 하반기 이후 증가한 자체 주택사업 매출이 반영이 본격화되면서, 2018년 실적은 외형 및 수익성 모두 견조한 성장 지속 전망

현금흐름의 급격한 개선과 자사주 매입 등에 따라 주주가치 상승

- 용지매입 감소에 따라 성장성은 둔화되고 있으나, 현금흐름 및 재무구조는 크게 개선
- 실적 성장 국면 재진입과, 상반기 주가 조정에 따른 Valuation 매력 상승
- 향후 배당금 및 배당성향 증가 전망

부동산 관련 규제는 일단락 된 것으로 판단, Valuation Band의 하단에 대한 지지는 명확

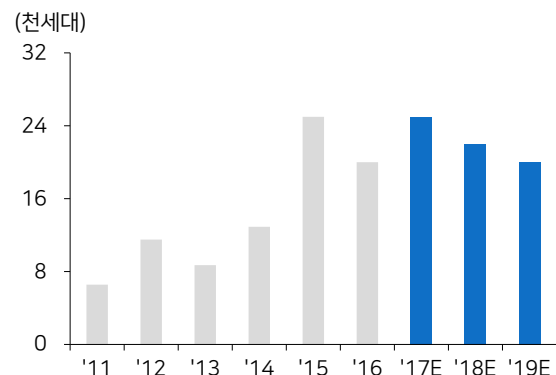
- 19대 정부의 부동산 규제 강화 국면에서 가장 크게 주가 하락, 다만 향후 규제는 변동성 완화 전망
- 실적 개선을 감안하면 Valuation Band의 하단에 대한 지지는 명확

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,602.6	389.5	216.8	2,876	186.3	31,080	13.5	1.2	8.4	9.6	123.0
2016	4,749.9	517.2	306.7	4,069	38.7	34,571	11.0	1.3	6.1	12.3	110.0
2017E	5,415.3	601.7	419.8	5,568	32.9	36,706	7.0	1.1	3.9	15.5	109.1
2018E	6,020.3	695.7	512.3	6,795	22.7	42,775	5.8	0.9	2.7	17.0	98.5
2019E	6,692.9	708.8	514.7	6,828	0.5	48,828	5.7	0.8	1.5	14.8	86.0

현대산업 (012630)

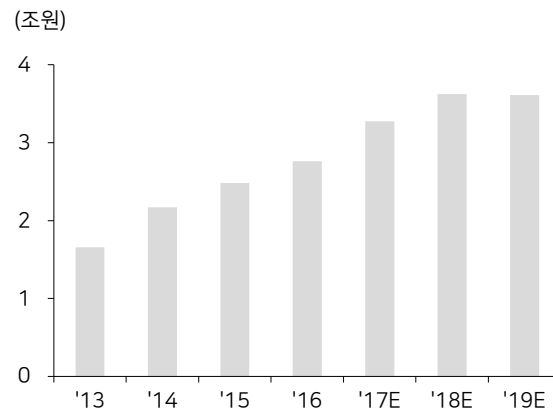
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

분양물량 추이



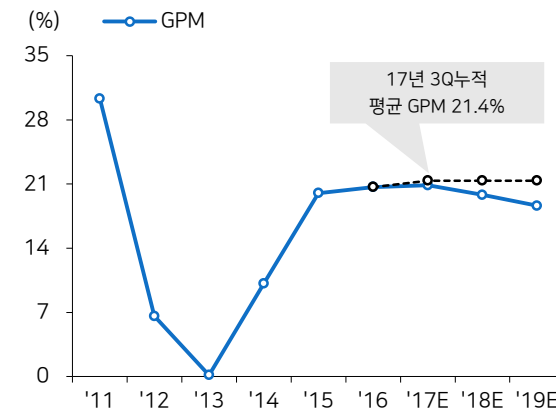
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주택 매출 추이



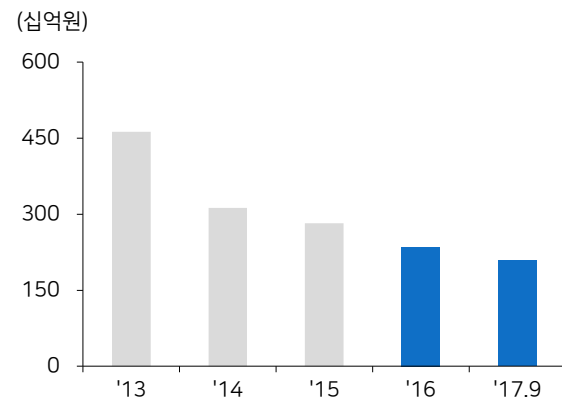
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주택 마진 추이



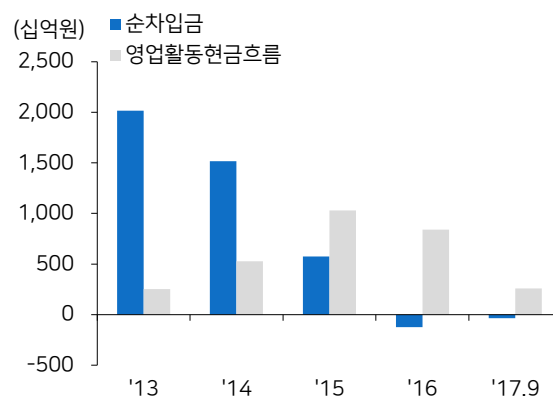
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

용지 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

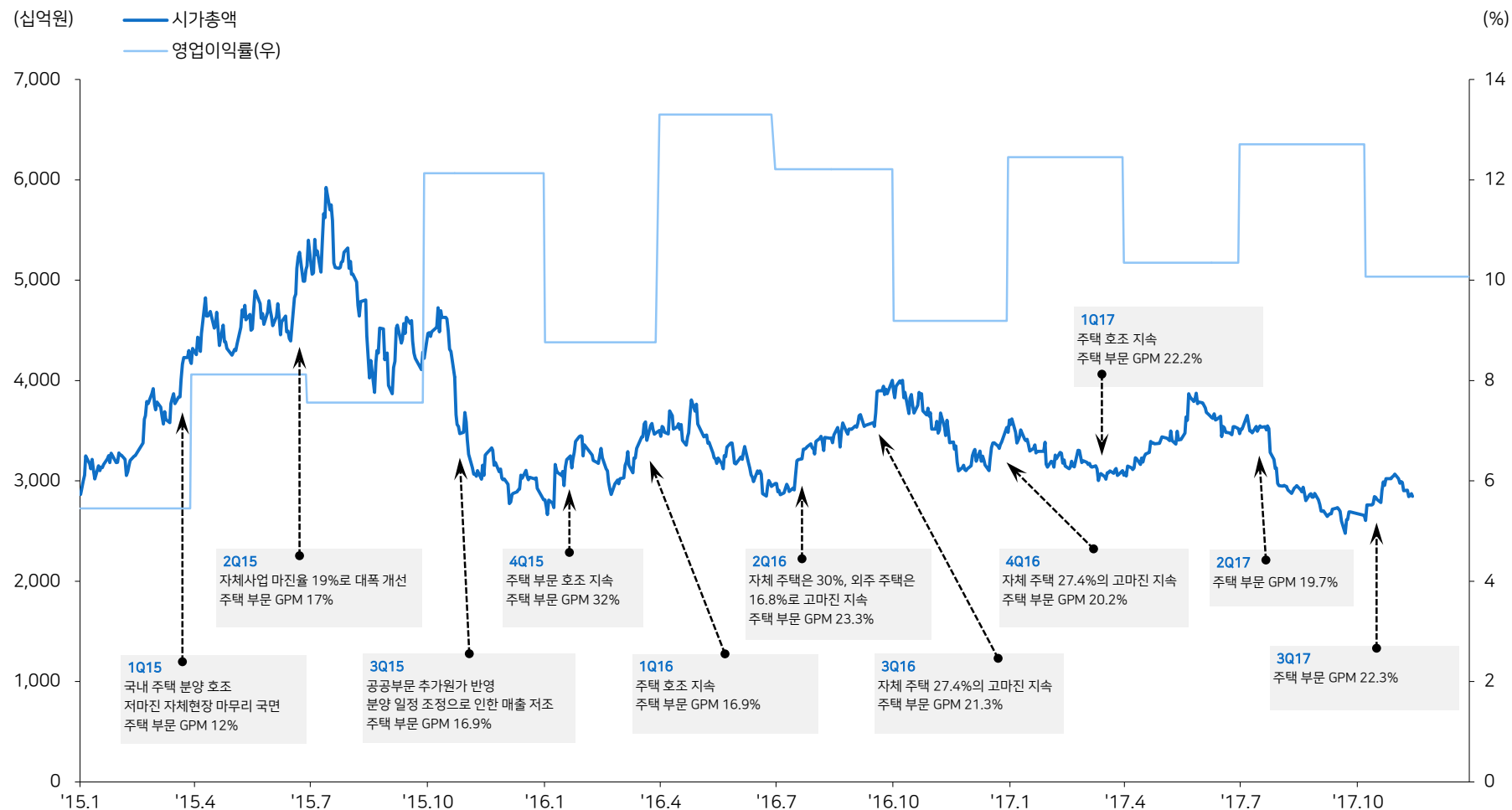
PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

현대산업 (012630)

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)



현대산업 (012630)

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,602.6	4,749.9	5,415.3	6,020.3	6,692.9
매출액증가율(%)	2.8	3.2	14.0	11.2	11.2
매출원가	3,806.3	3,854.7	4,472.0	4,982.1	5,538.7
매출총이익	796.3	895.2	943.3	1,038.2	1,154.2
판매비와관리비	406.8	378.0	341.6	342.6	445.5
영업이익	389.5	517.2	601.7	695.7	708.8
영업이익률(%)	8.5	10.9	11.1	11.6	10.6
금융손익	-38.5	-19.7	-4.8	11.7	26.5
종속/관계기업관련손익	2.4	-5.8	5.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.2	-32.2	-13.2	16.6	0.0
세전계속사업이익	324.3	459.5	589.1	723.9	735.2
법인세비용	85.7	128.6	149.3	184.4	193.1
당기순이익	238.6	331.0	439.8	539.5	542.1
지배주주지분 순이익	216.8	306.7	419.8	512.3	514.7
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,409.4	3,645.2	4,178.6	4,796.3	5,433.4
현금및현금성자산	547.7	1,152.2	1,542.0	2,066.6	2,398.7
매출채권	275.0	282.1	316.8	332.6	369.8
재고자산	997.7	768.0	791.0	830.6	923.4
비유동자산	2,100.7	2,139.4	1,941.6	1,974.1	1,808.1
유형자산	844.5	851.0	952.7	952.9	714.7
무형자산	14.6	15.9	15.5	14.2	13.1
투자자산	548.3	555.2	623.5	657.0	730.4
자산총계	5,510.1	5,784.6	6,120.2	6,770.4	7,241.5
유동부채	2,019.5	2,264.0	2,407.0	2,547.4	2,478.0
매입채무	353.3	313.7	323.1	340.4	378.5
단기차입금	519.8	544.9	582.2	582.2	582.2
유동성장기부채	297.3	325.0	259.8	259.8	0.0
비유동부채	1,019.6	765.7	786.3	812.7	870.6
사채	219.2	264.0	219.2	189.2	189.2
장기차입금	262.6	64.3	75.8	105.8	105.8
부채총계	3,039.1	3,029.7	3,193.4	3,360.1	3,348.6
자본금	376.9	376.9	376.9	376.9	376.9
자본잉여금	178.9	178.9	178.9	178.9	178.9
기타포괄이익누계액	25.2	22.3	21.8	21.8	21.8
이익잉여금	1,917.2	2,185.6	2,501.5	2,957.7	3,412.9
비지배주주지분	113.4	133.0	144.3	171.6	199.0
자본총계	2,471.0	2,754.9	2,926.9	3,410.3	3,892.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,028.4	839.8	353.5	661.0	743.8
당기순이익(손실)	238.6	331.0	439.8	539.5	542.1
유형자산감가상각비	41.1	40.2	38.4	39.8	238.2
무형자산상각비	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
운전자본의 증감	540.4	316.4	-141.0	80.4	-37.7
투자활동 현금흐름	-64.3	-89.0	248.4	-84.9	-98.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.9	-49.8	-104.3	-40.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-51.9	-12.7	-63.0	-33.5	-73.4
재무활동 현금흐름	-664.5	-145.8	-212.6	-51.5	-313.5
차입금증감	-657.3	-103.2	-58.8	1.1	-257.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	299.8	604.5	389.8	524.6	332.1
기초현금	247.9	547.7	1,152.2	1,542.0	2,066.6
기말현금	547.7	1,152.2	1,542.0	2,066.6	2,398.7
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	61,055	63,009	71,836	79,862	88,784
EPS(지배주주)	2,876	4,069	5,568	6,795	6,828
CFPS	6,184	6,647	7,896	9,993	12,577
EBITDAPS	5,732	7,413	8,509	9,773	12,577
BPS	31,080	34,571	36,706	42,775	48,828
DPS	500	700	750	800	850
배당수익률(%)	1.3	1.6	1.9	2.0	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	13.5	11.0	7.0	5.8	5.7
PCR	6.3	6.8	5.0	3.9	3.1
PSR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8
EBITDA	432.1	558.8	641.4	736.7	948.1
EV/EBITDA	8.4	6.1	3.9	2.7	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	12.3	15.5	17.0	14.8
EBITDA이익률	9.4	11.8	11.8	12.2	14.2
부채비율	123.0	110.0	109.1	98.5	86.0
금융비용부담률	1.4	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	6.0	11.0	15.4	18.9	21.6
매출채권회전율(x)	16.2	17.1	18.1	18.5	19.1
재고자산회전율(x)	3.7	5.4	6.9	7.4	7.6

대우건설(047040) M&A 진행, 주가 하락에 따라 저평가 매력 발생

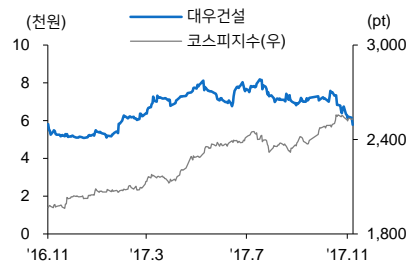
Analyst 박형철 02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	8,000원
현재주가 (11.21)	5,790원
상승여력	38.2%
KOSPI	2,5330.70pt
시가총액	24,065억원
발행주식수	41,562억원
유동주식비율	47.33%
외국인비중	12.82%
52주 최고/최저가	8,190원 / 5,080원
평균거래대금	179.7억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 1인	50.75

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-18.6	-19.9
6개월	-27.0	-34.0
12개월	6.8	-17.0

주가그래프



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

- 2016년 가장 부진한 해외 원가율 기록하였고, 16년 4분기에는 대규모 손실 반영
- 2017년 상반기 이익의 가시성 확대와 실적 서프라이즈가 동시 발생, 3분기는 부진하였으나 일시적
- 주택부문을 중심으로 연간 7,000억원 수준의 안정적인 영업이익 달성은 가능할 전망
- 주택 매출은 연간 5조원 수준이며, 현재 수익성이 하락할 여지는 크지 않음
- 입주 물량 증가에 따라 영업활동 현금흐름 개선도 동반

2017년~2018년 영업이익은 사상최대 수준, M&A 진행에 관심

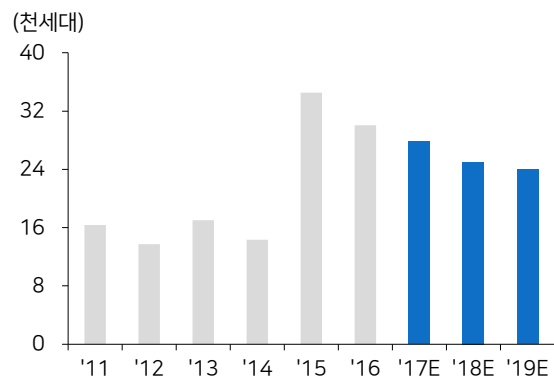
- 회계 투명성은 확보된 것으로 판단되며, M&A 진행 여부에 관심
- 산업은행은 2018년 1분기까지 M&A일정을 마무리할 계획
- 2017년 KOSPI PBR 1.06(ROE 10.9) 를 기준으로 장기 ROE 14%를 고려해 Target multiple 1.3배 적용
- 3분기 실적 부진과 오버행 이슈 부각에 따라 주가 하락
- Valuation 매력이 높아짐에 따라 투자 의견을 매수로 상향, 적정주가는 8,000원으로 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	9,890.0	168.9	105.9	255	-19.3	6,582	22.0	0.9	17.5	3.9	260.3
2016	11,105.9	-467.2	-735.9	-1,771	-821.4	4,888	-2.9	1.0	-10.4	-30.9	381.7
2017E	11,616.6	724.6	515.0	1,239	-168.1	6,052	5.0	1.0	4.9	22.7	298.4
2018E	10,699.1	703.5	501.6	1,207	-2.6	7,259	5.1	0.9	4.4	18.1	270.0
2019E	9,854.0	640.8	477.8	1,150	-4.8	8,409	5.4	0.7	3.4	14.7	194.7

대우건설 (047040)

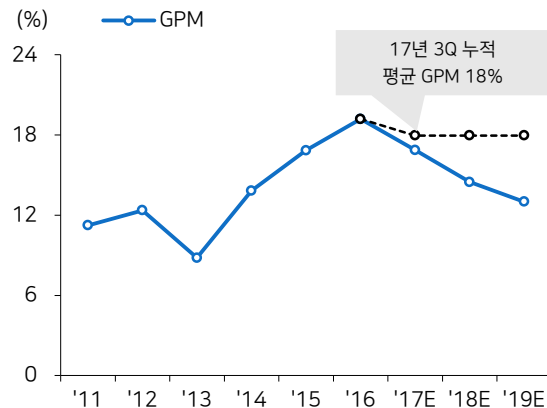
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

분양물량 추이



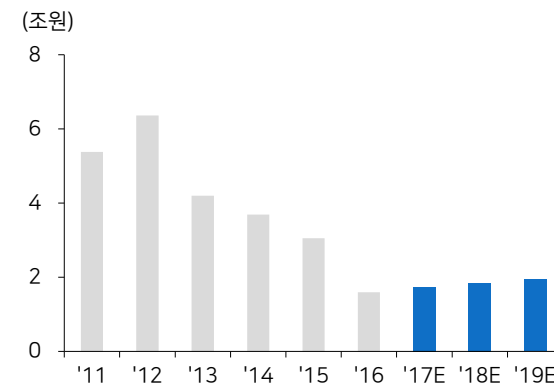
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주택 마진 추이



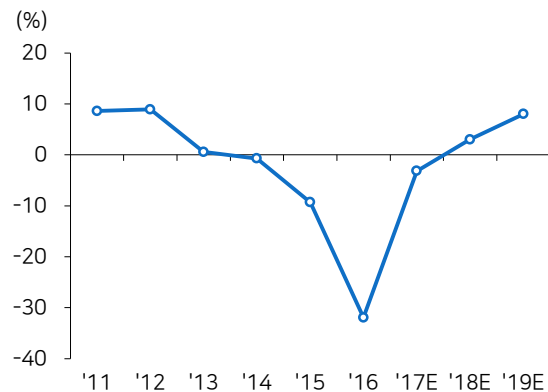
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 수주 추이



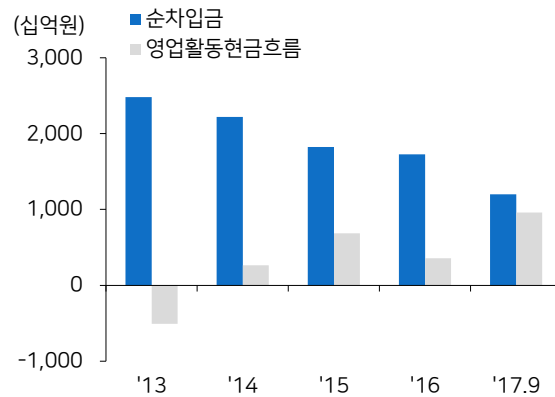
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 마진 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

순차입금 추이 VS 영업활동 현금흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

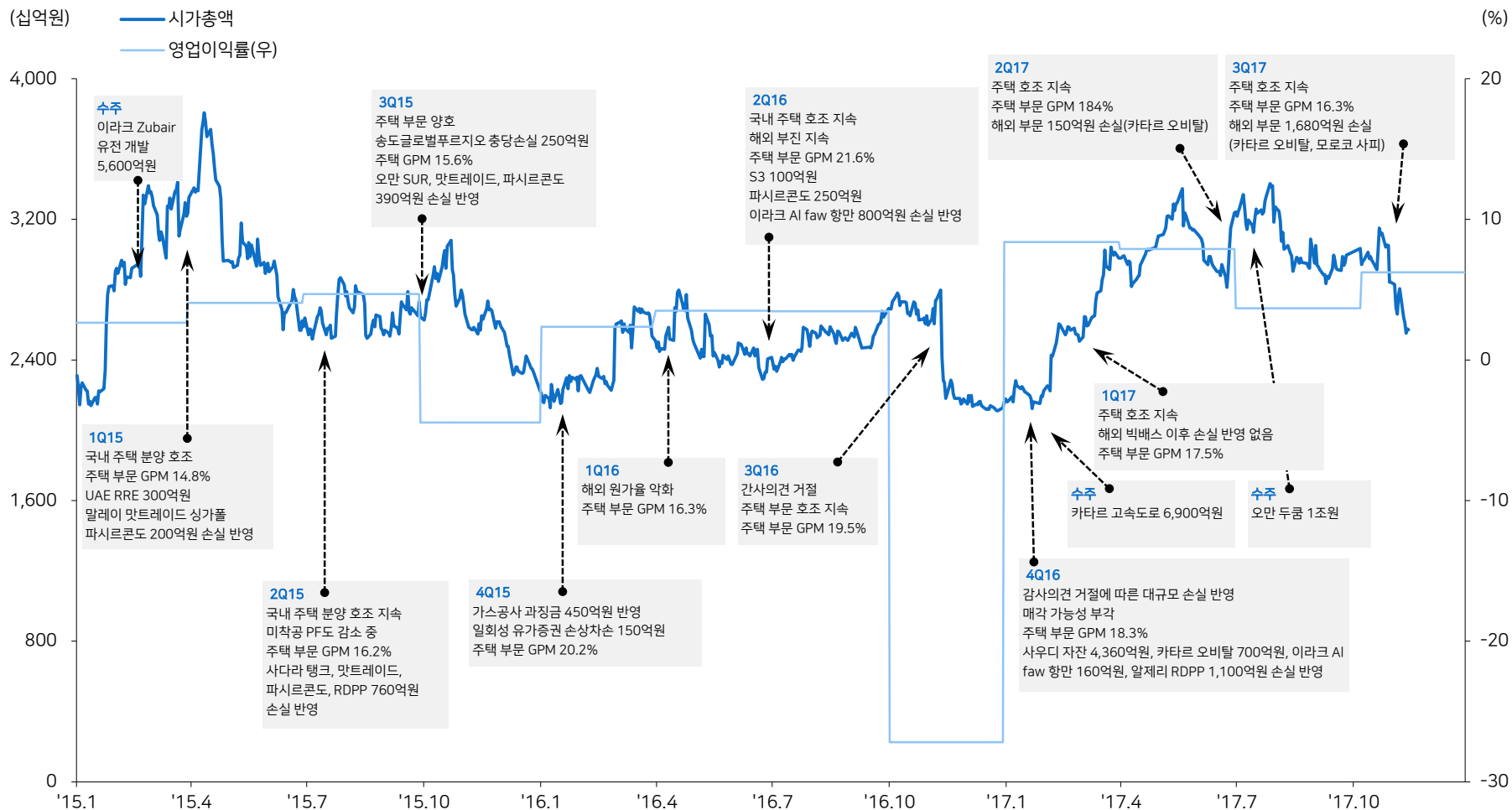
PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대우건설 (047040)

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)



대우건설 (047040)

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,890.0	11,105.9	11,616.6	10,699.1	9,854.0
매출액증가율(%)	-1.1	12.3	4.6	-7.9	-7.9
매출원가	9,331.2	11,010.9	10,447.4	9,492.7	8,742.9
매출총이익	558.8	95.1	1,169.2	1,206.4	1,111.1
판매비와관리비	389.9	562.3	444.6	502.9	470.3
영업이익	168.9	-467.2	724.6	703.5	640.8
영업이익률(%)	1.7	-4.2	6.2	6.6	6.5
금융손익	-75.8	-68.2	-75.7	-58.0	-26.1
종속/관계기업관련손익	-19.1	-5.9	-20.3	0.0	0.0
기타영업외손익	45.4	-469.8	16.1	-5.0	0.0
세전계속사업이익	119.5	-1,011.1	644.7	640.5	614.8
법인세비용	14.8	-256.2	131.0	140.4	138.5
당기순이익	104.7	-754.9	513.7	500.1	476.3
지배주주지분 순이익	105.9	-735.9	515.0	501.6	477.8
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,600.4	6,359.0	6,599.3	7,647.0	7,008.1
현금및현금성자산	539.1	816.8	658.4	1,112.0	989.2
매출채권	1,049.1	1,191.1	1,262.6	1,413.1	1,301.5
재고자산	1,293.0	1,239.3	1,276.5	1,314.8	1,211.0
비유동자산	3,463.3	3,611.3	3,567.9	3,645.5	3,389.6
유형자산	936.3	731.3	692.8	667.1	500.3
무형자산	120.4	86.7	80.8	73.3	66.4
투자자산	888.3	906.0	931.0	1,042.0	959.7
자산총계	10,063.7	9,970.3	10,167.1	11,292.5	10,397.7
유동부채	4,674.1	6,608.5	6,160.3	6,649.1	5,379.2
매입채무	459.4	528.7	555.1	621.3	572.2
단기차입금	769.2	1,435.3	1,151.7	1,151.7	1,151.7
유동성장기부채	822.5	1,168.2	907.4	907.4	0.0
비유동부채	2,596.4	1,291.9	1,455.0	1,591.5	1,490.2
사채	450.0	100.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	492.4	46.4	279.2	279.2	279.2
부채총계	7,270.4	7,900.3	7,615.3	8,240.6	6,869.4
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	549.5	549.5	549.5	549.5	549.5
기타포괄이익누계액	-151.0	-134.0	-164.3	-164.3	-164.3
이익잉여금	358.0	-362.8	151.2	652.9	1,130.6
비지배주주지분	57.8	38.3	36.5	35.0	33.5
자본총계	2,793.3	2,069.9	2,551.8	3,052.0	3,528.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	685.0	358.8	399.5	661.7	678.5
당기순이익(손실)	104.7	-754.9	513.7	500.1	476.3
유형자산감가상각비	61.7	87.9	92.8	90.7	166.8
무형자산상각비	10.0	8.7	7.5	7.6	6.9
운전자본의 증감	381.7	596.8	-358.3	63.3	28.5
투자활동 현금흐름	-541.1	-261.8	-186.4	-211.8	108.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-440.6	-273.6	-98.1	-65.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	10.8	-17.6	-25.1	-111.0	82.3
재무활동 현금흐름	69.0	174.5	-371.8	3.7	-910.1
차입금증감	-267.3	188.6	-411.2	3.7	-910.1
자본의증가	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	213.4	277.7	-158.4	453.6	-122.8
기초현금	325.7	539.1	816.8	658.4	1,112.0
기말현금	539.1	816.8	658.4	1,112.0	989.2
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	23,796	26,721	27,950	25,742	23,709
EPS(지배주주)	255	-1,771	1,239	1,207	1,150
CFPS	834	-386	2,082	1,917	1,960
EBITDAPS	579	-892	1,985	1,929	1,960
BPS	6,582	4,888	6,052	7,259	8,409
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	22.0	-2.9	5.0	5.1	5.4
PCR	6.7	-13.2	3.0	3.2	3.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
PBR	0.9	1.0	1.0	0.9	0.7
EBITDA	240.6	-370.7	824.9	801.8	814.5
EV/EBITDA	17.5	-10.4	4.9	4.4	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	-30.9	22.7	18.1	14.7
EBITDA이익률	2.4	-3.3	7.1	7.5	8.3
부채비율	260.3	381.7	298.4	270.0	194.7
금융비용부담률	1.0	0.8	1.0	1.1	1.0
이자보상배율(x)	1.7	-5.0	6.3	5.8	6.5
매출채권회전율(x)	4.6	9.9	9.5	8.0	7.3
재고자산회전율(x)	7.8	8.8	9.2	8.3	7.8

삼성엔지니어링(028050) 수주 잔고의 턴어라운드와 Valuation 부담 사이

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

Hold

적정주가 (12개월)	12,000원
현재주가 (11.21)	12,800원
상승여력	-6.3%
KOSPI	2,530.70pt
시가총액	25,088억원
발행주식수	19,600만주
유통주식비율	75.30%
외국인비중	18.66%
52주 최고/최저가	13,500원 / 9,150원
평균거래대금	255.1억원
주요주주(%)	
삼성SDI 외 6인	20.47
국민연금	5.01
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	10.3 8.6
6개월	3.6 -6.3
12개월	28.4 -0.3
주가그래프	



해외 악성프로젝트는 대부분 준공 단계

- 동사 역시 대규모 손실을 반영해온 악성프로젝트는 준공 되었거나, 준공이 임박한 것으로 판단
- 현재 바드라 프로젝트와 카본블랙 프로젝트 정도만 리스크 관리 상태로 판단
- 수주 잔고가 급격히 감소함에 따라 매출의 역성장이 지속되어 왔으나, 2018년 상반기 이후 회복 전망
- 그룹공사는 연간 3-4조원 수준이 진행되고 있으며, 2018년 역시 유사한 수준으로 전망

2017년 입찰이 진행된 중동 프로젝트에서 높은 성과를 보임

- 오만 정유, 바레인 정유, UAE 정유 플랜트 등에서 실질적으로는 수주를 확보한 것으로 판단
- 2016년 2조원 수준에 불과했던 해외수주는 UAE를 포함할 경우 2017년 6조원을 상회할 것으로 전망
- 다만 해외 수주가 크게 증가하더라도, 매출 반영이 본격화되는 것은 2018년 하반기로 전망

악성프로젝트 종료 시점에서 수주 활동이 증가하는 점은 긍정적이거나 Valuation 매력에 낮음

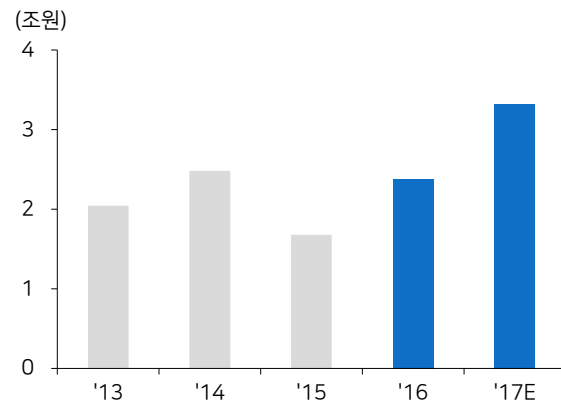
- 신규 수주 확보 이후 과제는 현금흐름 개선과 본격적인 매출 성장
- 예상되는 해외 수주를 확보하더라도 현재 주가에서 상승 여력은 크지 않은 것으로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	6,441.3	-1,454.3	-1,305.3	-20,337	-2,414.6	-5,683	-0.7	-2.6	-1.9	-409.0	-1,899.3
2016	7,009.4	70.1	25.8	190	-100.3	4,670	54.3	2.2	16.6	7.4	454.1
2017E	6,752.3	151.9	64.9	331	397.2	5,152	38.2	2.5	15.6	6.2	371.9
2018E	6,964.4	343.9	225.4	1,150	247.1	6,407	11.0	2.0	7.6	19.0	319.2
2019E	7,941.1	436.9	301.8	1,540	33.9	8,019	8.2	1.6	5.6	20.8	266.0

삼성엔지니어링 (028050)

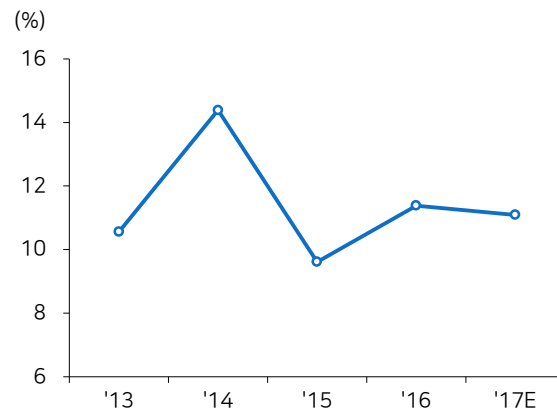
2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

국내 매출



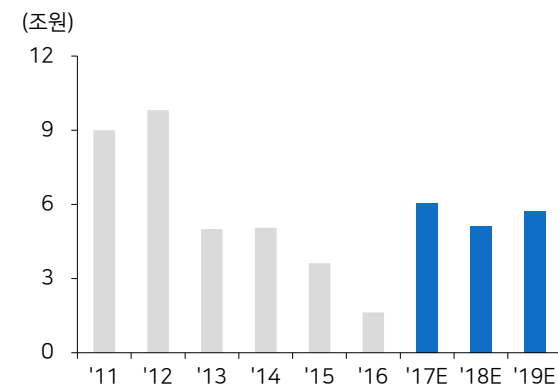
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 마진



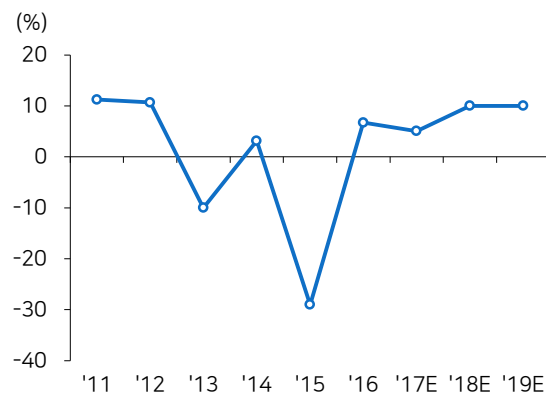
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외수주 추이



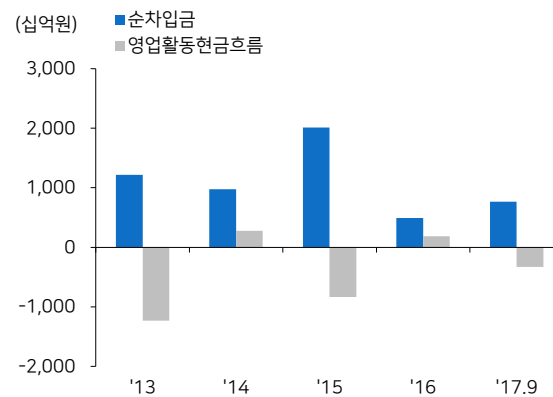
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 마진 추이



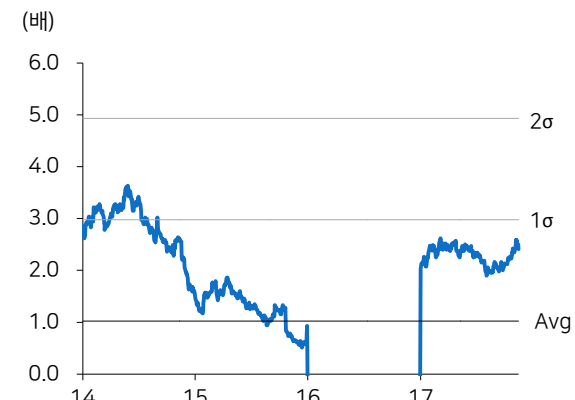
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

순차입금 추이 vs 영업활동 현금흐름



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

PBR Valuation

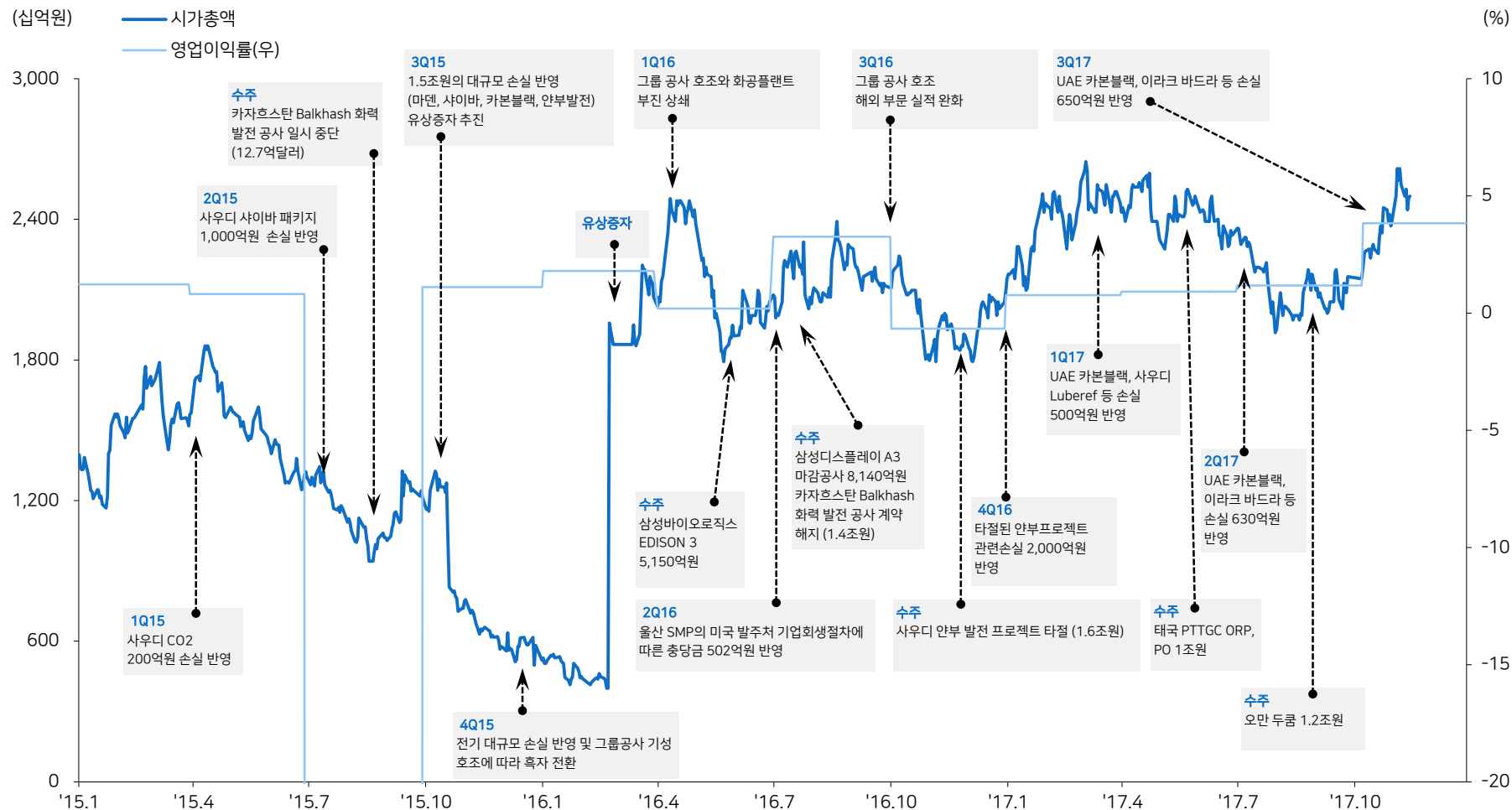


자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성엔지니어링 (028050)

2018년 산업 전망 건설

관성의 장(章)



삼성엔지니어링 (028050)

2018년 산업 전망 건설
관성의 장(章)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,441.3	7,009.4	6,752.3	6,964.4	7,941.1
매출액증가율(%)	-27.7	8.8	-3.7	3.1	14.0
매출원가	7,530.3	6,527.5	6,236.1	6,252.9	7,137.4
매출총이익	-1,089.1	481.9	516.1	711.5	803.7
판매비와관리비	365.3	411.9	364.3	367.6	366.8
영업이익	-1,454.3	70.1	151.9	343.9	436.9
영업이익률(%)	-22.6	1.0	2.2	4.9	5.5
금융손익	-24.2	-5.2	-27.6	-24.7	-20.7
종속/관계기업관련손익	3.9	4.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	24.5	-13.2	-28.6	-25.8	-23.2
세전계속사업이익	-1,450.1	56.4	95.7	293.5	393.0
법인세비용	-145.8	47.0	28.0	58.7	78.6
당기순이익	-1,304.4	9.4	67.6	234.8	314.4
지배주주지분 순이익	-1,305.3	25.8	64.9	225.4	301.8
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,775.0	3,658.2	3,210.5	3,656.1	4,132.4
현금및현금성자산	695.7	882.2	515.8	708.5	976.8
매출채권	736.2	942.1	798.3	873.3	934.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,855.8	1,862.0	1,810.0	1,787.8	1,771.2
유형자산	686.5	656.8	647.7	639.1	631.0
무형자산	50.3	95.7	66.0	45.5	31.4
투자자산	182.8	86.4	73.2	80.1	85.7
자산총계	5,630.8	5,520.1	5,020.5	5,443.8	5,903.6
유동부채	4,783.8	4,313.9	3,777.2	4,004.9	4,192.1
매입채무	1,204.3	798.2	676.4	739.9	792.1
단기차입금	1,514.1	720.8	670.8	670.8	670.8
유동성장기부채	451.2	730.8	680.8	680.8	680.8
비유동부채	1,159.9	210.0	179.4	140.4	98.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	856.8	0.0	0.0	-55.0	-110.0
부채총계	5,943.7	4,523.9	3,956.6	4,145.2	4,290.6
자본금	200.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	49.1	454.4	454.4	454.4	454.4
기타포괄이익누계액	13.0	-32.8	-32.8	-32.8	-32.8
이익잉여금	-291.9	-197.8	-132.8	92.6	394.4
비지배주주지분	1.6	-14.7	-12.0	-2.6	9.9
자본총계	-312.9	996.2	1,063.9	1,298.6	1,613.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-833.5	187.9	-282.9	279.1	351.9
당기순이익(손실)	-1,304.4	9.4	67.6	234.8	314.4
유형자산감가상각비	67.0	48.2	24.1	23.6	23.1
무형자산상각비	17.0	30.4	29.7	20.5	14.1
운전자본의 증감	369.8	257.9	-404.3	0.2	0.2
투자활동 현금흐름	20.4	94.4	20.2	-33.4	-30.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-20.2	-24.2	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	-77.7	101.2	13.2	-6.9	-5.7
재무활동 현금흐름	1,072.4	-101.9	-103.8	-53.1	-53.4
차입금증감	1,275.5	-1,389.1	-103.8	-53.1	-53.4
자본의증가	0.0	1,185.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	307.7	186.4	-366.4	192.7	268.4
기초현금	388.0	695.7	882.2	515.8	708.5
기말현금	695.7	882.2	515.8	708.5	976.8
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	100,360	51,622	34,450	35,533	40,516
EPS(지배주주)	-20,337	190	331	1,150	1,540
CFPS	-16,164	273	903	1,848	2,301
EBITDAPS	-21,351	1,094	1,049	1,980	2,419
BPS	-5,683	4,670	5,152	6,407	8,019
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-0.7	54.3	38.2	11.0	8.2
PCR	-0.9	37.8	14.0	6.8	5.5
PSR	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3
PBR	-2.6	2.2	2.5	2.0	1.6
EBITDA	-1,370.3	148.6	205.7	388.0	474.1
EV/EBITDA	-1.9	16.6	15.6	7.6	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-409.0	7.4	6.2	19.0	20.8
EBITDA이익률	-21.3	2.1	3.0	5.6	6.0
부채비율	-1,899.3	454.1	371.9	319.2	266.0
금융비용부담률	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	-48.0	2.6	4.2	10.2	13.5
매출채권회전율(x)	7.5	8.4	7.8	8.3	8.8
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니 다. 당사는 2017년 11월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박형렬)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대림산업 (000210) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.14	산업브리프	Buy	102,500	김형근	-33.0	-27.8	
2016.01.18	산업브리프	Buy	102,500	김형근	-32.6	-23.5	
2016.01.29	기업브리프	Buy	102,500	김형근	-23.4	-8.7	
2016.06.14	산업분석	Buy	115,000	박형렬	-31.7	-29.0	
2016.07.19	산업브리프	Buy	115,000	박형렬	-31.2	-27.2	
2016.07.29	기업브리프	Buy	115,000	박형렬	-29.6	-24.4	
2016.08.25	산업분석	Buy	115,000	박형렬	-28.9	-22.2	
2016.10.26	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.8	-28.7	
2016.11.28	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-30.7	-26.2	
2017.01.25	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.1	-26.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.3	-26.2	
2017.05.23	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.5	-22.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.8	-22.1	
2017.10.26		1년 경과			-29.5	-27.5	
2017.11.03	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-28.5	-22.9	
2017.11.22	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-	-	

GS건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.14	산업브리프	Buy	34,500	김형근	-38.7	-31.0	
2016.01.18	산업브리프	Buy	34,500	김형근	-37.9	-26.4	
2016.01.28	기업브리프	Buy	34,500	김형근	-26.5	-8.7	
2016.06.14	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-33.3	-29.4	
2016.07.19	산업브리프	Buy	41,000	박형렬	-31.4	-24.9	
2016.08.25	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-31.0	-24.9	
2016.09.26	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.2	-24.5	
2016.10.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-31.2	-24.5	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-30.7	-20.6	
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.4	-20.6	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-30.1	-20.6	
2017.06.14		1년 경과			-25.1	-15.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-28.2	-15.6	
2017.10.30	기업브리프	Buy	38,000	박형렬	-29.4	-25.7	
2017.11.22	산업분석	Buy	38,000	박형렬	-	-	

현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.14	산업브리프	Hold	39,900	김형근	-23.5	-14.2	
2016.01.18	산업브리프	Hold	39,900	김형근	-23.1	-12.9	
2016.01.28	기업브리프	Hold	39,900	김형근	-12.0	5.6	
2016.06.14	산업분석	Buy	52,000	박형렬	-36.3	-33.8	
2016.07.19	산업브리프	Buy	52,000	박형렬	-36.0	-32.8	
2016.07.28	기업브리프	Buy	52,000	박형렬	-32.9	-23.0	
2016.08.25	산업분석	Buy	52,000	박형렬	-28.6	-14.6	
2016.10.28	기업브리프	Buy	52,000	박형렬	-26.6	-13.8	
2016.11.28	산업분석	Buy	52,000	박형렬	-19.1	-1.3	
2017.05.23	산업분석	Buy	59,000	박형렬	-23.0	-16.4	
2017.09.04	산업분석	Buy	59,000	박형렬	-26.5	-16.4	
2017.10.30	기업브리프	Buy	55,000	박형렬	-31.2	-25.3	
2017.11.22	산업분석	Buy	55,000	박형렬	-	-	

현대산업 (012630) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.14	산업브리프	Buy	67,600	김형근	-40.9	-34.7	
2016.01.18	산업브리프	Buy	67,600	김형근	-39.9	-32.3	
2016.02.04	기업브리프	Buy	67,600	김형근	-36.8	-25.3	
2016.06.14	산업분석	Buy	55,000	박형렬	-28.3	-24.5	
2016.07.19	산업브리프	Buy	55,000	박형렬	-27.5	-20.0	
2016.07.27	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-21.9	
2016.08.25	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-20.3	-11.5	
2016.10.19	기업브리프	Buy	65,000	박형렬	-27.0	-20.8	
2016.11.28	산업분석	Buy	65,000	박형렬	-32.6	-20.8	
2017.04.26	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-24.5	-22.7	
2017.05.23	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-14.3	
2017.09.04	산업분석	Buy	53,000	박형렬	-31.7	-25.2	
2017.10.27	기업브리프	Buy	53,000	박형렬	-29.8	-23.2	
2017.11.22	산업분석	Buy	53,000	박형렬	-	-	

대우건설 (047040) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.14	산업브리프	Hold	6,900	김형근	-14.8	-4.6	
2016.01.18	산업브리프	Hold	6,900	김형근	-14.3	-2.5	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Hold	6,500	박형렬	-6.7	3.5	
2016.11.28	산업분석	Hold	6,500	박형렬	-5.8	24.2	
2017.05.23	산업분석	Hold	8,000	박형렬	-6.6	2.4	
2017.09.04	산업분석	Hold	8,000	박형렬	-9.3	2.4	
2017.11.22	산업분석	Buy	8,000	박형렬	-	-	

삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.14	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-11.3	1.7	
2016.11.28	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-6.4	12.5	
2017.05.23	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-5.7	12.5	
2017.06.14		1년 경과			-7.1	6.3	
2017.09.04	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-5.3	11.3	
2017.11.22	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-	-	