

20180402

# SK INDUSTRY ANALYSIS

**건설**

**EPC 사이클은 파도처럼 오고,  
약점은 강점이 된다.**

건설. 김세련, 3773-8919



# SK INDUSTRY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

## Recommendations

종목	투자의견	목표주가 (원)
GS건설	매수 / 유지	40,000 / 유지
현대산업	매수 / 유지	60,000 / 유지
현대건설	매수 / 유지	53,000 / 유지
삼성엔지니어링	중립 / 유지	13,000 / 유지
대우건설	매수 / 유지	8,000 / 유지
대림산업	매수 / 유지	100,000 / 하향

## 건설

### EPC 사이클은 파도처럼 오고, 약점은 강점이 된다

유가 레벨의 상승, 중동의 건설 투자 확대 기조로 EPC 발주 모멘텀이 확대되고 있는 국면에서, 해외 경쟁 EPC 들은 어떤 준비를 하고 어떤 상황인지에 대해 점검해보고자 함. 결론적으로 1) 해외 EPC 역시 저가수주에서 자유롭지 못했고, 2) 해양플랜트 등 공중 다변화에 따른 자산 활동성이 떨어져있는 상황임. 따라서 선제적으로 구조조정을 단행하고 체력을 다진 한국 EPC 는 수주전에서 해외 EPC 와 겨루어볼만 하다는 판단

### 파도처럼 밀려오는 EPC 발주 업사이클의 초입

중동 발주 모멘텀이 살아나고 있다. 중동에서 가장 큰 발주 비중을 차지하는 사우디에서 아람코 IPO 를 앞두고 공격적인 건설 투자 행보를 보이고 있으며, 유가 레벨까지 상승하면서 여타 중동국의 건설 발주 모멘텀이 확대되고 있어, 향후 중동발 건설 발주 사이클을 다시금 기대해볼 수 있겠다는 판단이다. 더불어 건설 발주가 증가할 두 가지 개연성, 즉 1) 건설 전방 산업인 글로벌 에너지 업체들의 EBITDA 확대로 향후 CAPEX 집행이 증가할 개연성, 2) 원유 생산 대비 몇 년간 정유 Capa 가 늘지 않았기 때문에, Refinery 신증설이 확대될 개연성을 감안할 때, 현 시점에서 건설의 발주 환경은 매우 우호적으로 진단한다.

### 저가 수주로 인한 통증, 해외 EPC 도 피할 수 없는 관문

발주 하락기의 수주는 결국 가격 경쟁이 치열할 수밖에 없고 이는 결국 손실로 이어진다는 것은 해외 EPC 에도 적용되는 자명한 논리라는 것이 최근 입증되고 있다. Petrofac, Saipem, TR 등의 업체는 발주 하락기에도 공격적으로 수주전에 뛰어들었다. 그 결과 2016, 2017 년에 걸쳐 해외 EPC 는 마진율이 큰 폭으로 감소하거나, 일부 업체는 한국과 마찬가지로 Big Bath 가 나타나게 되었다. 유럽 EPC, 선진 EPC 로 대변되는 해외 업체들 역시 발주 하락기에서의 가격 경쟁이 불가피했음이 반증된 것이다. 한국 EPC 의 경쟁력 제고가 필요하다는 전문가들의 여러 분석 앞에, 해외 EPC 의 마진 감소는 결국 '수주 산업의 사이클'에는 장사없다는 것을 확인시킬 따름이다.

### 한국 EPC, 주택 건설업 (House-maker)을 동시에 영위한 것은 강점 요인

해외 경쟁 EPC 의 단순 평균 PBR 은 1.7X, ROE 는 10.6%이나 한국 EPC 는 단순 평균 PBR 0.9X, ROE 12.0%로 더욱 높은 ROE 를 실현하고 있음에도 불구하고 40% 이상의 멀티플 디스카운트를 받고 있는 실정이다. 그 동안 한국 EPC 의 밸류에이션을 해외 EPC 보다 할인했던 주요 원인은 1) 주택 건설업 (House-maker)을 영위하다보니 Pure EPC 플레이어가 아니라는점, 2) 저가 수주로 인해 손실을 겪어 이익의 가시성이 떨어졌던 점 두가지였다. 그러나 1) 주택 덕분에 현금 및 이익의 체력이 좋아졌고, 2) 해외 EPC 역시 저가 수주에서 자유롭지 못했으며, 3) 2 년전 선제적으로 Big bath 가 있었기 때문에 구조조정이 완료되었다는 것을 감안할 때 밸류에이션 디스카운트를 줄 개연성은 떨어졌다. 2018 년, 해외 EPC 와 붙어볼만한 체력이 된 한국 EPC 에 대해 강력한 매수를 추천한다.

# Contents

Executive Summary	5
1. 청신호가 들어온 해외 수주 시장	6
2. 겨루어 불만한 상대가 된 해외 EPC 들	10
1) 해외 EPC 도 겪은 저가 수주의 통증	10
2) 잔고 턴어라운드, 한국 EPC 가 유리한 국면	14
3) 한국 EPC 의 밸류에이션 메리트 확대	18
3. 1Q18 Preview Summary	20
4. 종목별 Snapshot	25
GS 건설	
현대산업	
현대건설	
삼성엔지니어링	
대우건설	
대림산업	

## Executive Summary

중동 발주 모멘텀이 살아나고 있다. 중동에서 가장 큰 발주 비중을 차지하는 사우디에서 아람코 IPO 를 앞두고 공격적인 건설 투자 행보를 보이고 있으며, 유가 레벨까지 상승하면서 여타 중동국의 건설 발주 모멘텀이 확대되고 있어, 향후 중동발 건설 수주를 다시금 기대해볼 수 있겠다는 판단이다. 더불어 건설 발주가 증가할 두 가지 개연성, 즉 1) 건설 전방 산업인 글로벌 에너지 업체들의 EBITDA 확대로 향후 CAPEX 집행이 증가할 개연성, 2) 원유 생산 대비 몇 년간 정유 Capa 가 늘지 않았기 때문에, Refinery 신증설이 확대될 개연성을 감안할 때, 현 시점에서 건설의 발주 환경은 매우 우호적으로 진단한다.

그렇다면 현 시점에서 글로벌 경쟁 업체는 어떤 준비를 하고 어떤 국면을 지나고 있을까? 글로벌 EPC 업체는 주로 플랜트 건설에 있어 Engineering(설계)-Procurement(조달)-Construction(시공)을 영위한다. 한국의 EPC 는 대표적으로 삼성엔지니어링, GS 건설, 현대건설, 대림산업, 대우건설로 대변되나, 삼성엔지니어링을 제외하고는 주택 건설업 (House-maker)으로서의 역할을 병행하고 있다. 중동발 수주가 확대될 당시 한국 EPC는 2012 년 글로벌 EPC 업체들을 제치고 Top 10 위에 대거 랭크되는 기록을 세우기도 했다. 그러나 저가 수주로 인한 Big Bath 를 겪으면서, 해외 선진 EPC 에 수주 기록을 뺏기고 경쟁력을 심판받기에 이르렀다.

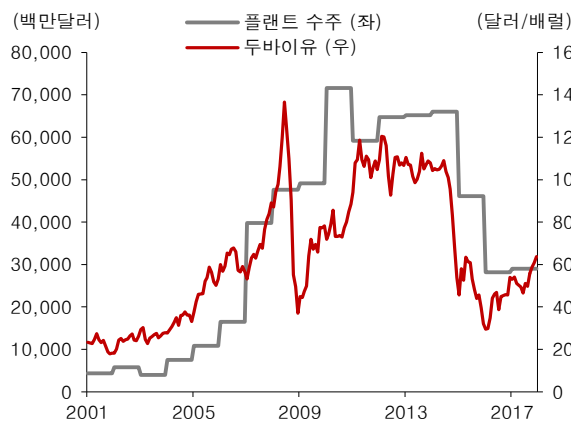
그러나, 발주 하락기의 수주는 결국 가격 경쟁이 치열할 수밖에 없고 이는 결국 손실로 이어진다는 것은 해외 EPC 에도 적용되는 자명한 논리라는 것이 최근 입증되고 있다. Petrofac, Saipem, TR 등의 업체는 발주 하락기에도 공격적으로 수주전에 뛰어들었다. 그 결과 2016, 2017 년에 걸쳐 해외 EPC 는 마진율이 큰 폭으로 감소하거나, 일부 업체는 한국과 마찬가지로 Big Bath 가 나타나게 되었다. 유럽 EPC, 선진 EPC 로 언급되는 해외 경쟁 업체들 역시 발주 하락기에서의 가격 경쟁이 불가피했음이 반증된 것이다. 한국 건설사의 경쟁력 제고가 필요하다는 전문가들의 여러 분석 앞에, 해외 EPC 의 마진 감소는 결국 '수주 산업의 사이클'에는 장사없다는 것을 확인시킬 따름이다.

해외 경쟁 EPC 의 단순 평균 PBR 은 1.7X, ROE 는 10.6%이나 한국 EPC 는 단순 평균 PBR 0.9X, ROE 12.0%로 더욱 높은 ROE 를 시현하고 있음에도 불구하고 40% 이상의 멀티플 디스카운트를 받고 있는 실정이다. 그 동안 한국 EPC 의 밸류에이션을 해외 EPC 보다 할인했던 주요 원인은 1) 주택 건설업 (House-maker)을 영위하다보니 Pure EPC 플레이어가 아니라는 점, 2) 저가 수주로 인해 손실을 겪어 이익의 가시성이 떨어졌던 점 두가지였다. 그러나 1) 주택 덕분에 현금 및 이익의 체력이 좋아졌고, 2) 해외 EPC 역시 저가 수주에서 자유롭지 못했으며, 3) 2 년전 선제적으로 Big bath 가 있었기 때문에 구조조정이 완료되었다는 것을 감안할 때 밸류에이션 디스카운트를 줄 개연성은 떨어졌다. 2018 년, 한국 EPC 업체에 대한 강력한 매수를 추천한다.

## 1. 청신호가 들어온 해외 수주 시장

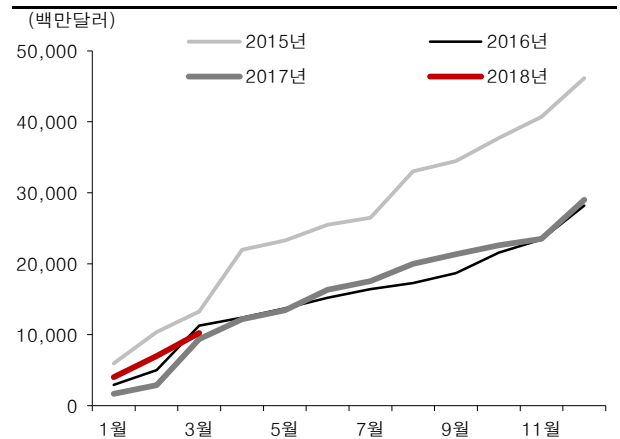
국내 건설사의 해외 수주에 5 년만에 청신호가 들어왔다. 2013 년 Big Bath, 2014 년 유가 하락에 따른 수주 침체로 고전하던 EPC 업체들은 수주 가이드를 저마다 지난해 보다 공격적으로 제시하고 있다. 각 사의 가이드를 보수적으로 반영한 SK 증권 기준 국내 주요 EPC 업체의 해외 수주는 전년 동기 대비 43.8% 증가할 것으로 보인다. 감소가 지속되던 해외 수주 잔고는 2018 년을 지나며 비로소 채워지기 시작할 것으로 기대된다. 1 분기 누계 기준 국내 건설사 해외 수주는 10,224 백만달러로 출발이 좋다. 2018 년 하반기에는 인도네시아 발릭파판 정유 (4 조원), 태국 타이오일 스리라차 CFP (5 조원), 인도네시아 롯데케미칼 타이탄 NCC (3.5 조원) 등의 굵직한 프로젝트 발주가 예정되어 있어, 대형 건설주의 수주 기대감이 유효해 보인다.

유가와 한국 건설사 플랜트 수주 추이



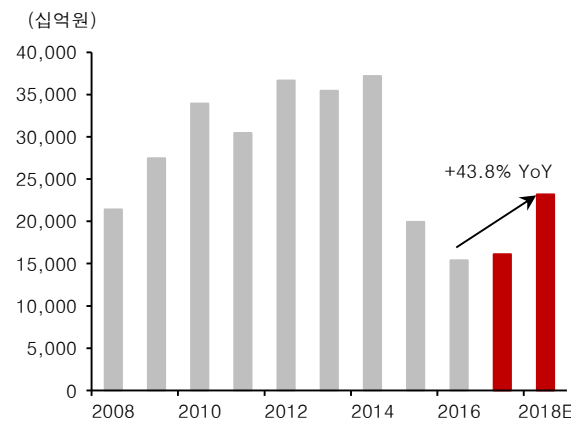
자료: Bloomberg, 해외건설협회, SK 증권

건설사 월별 해외 수주 현황



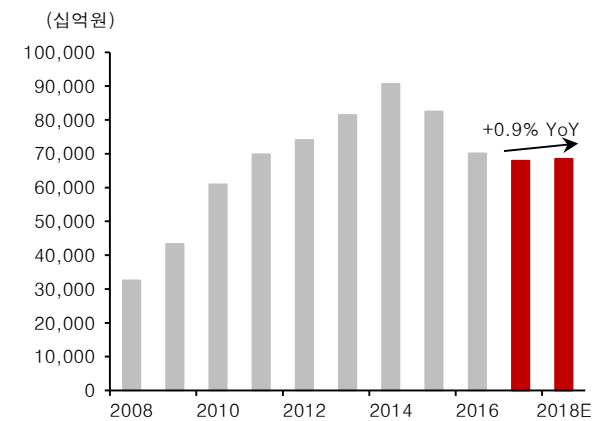
자료: 해외건설협회, SK 증권

국내 EPC 해외 수주 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

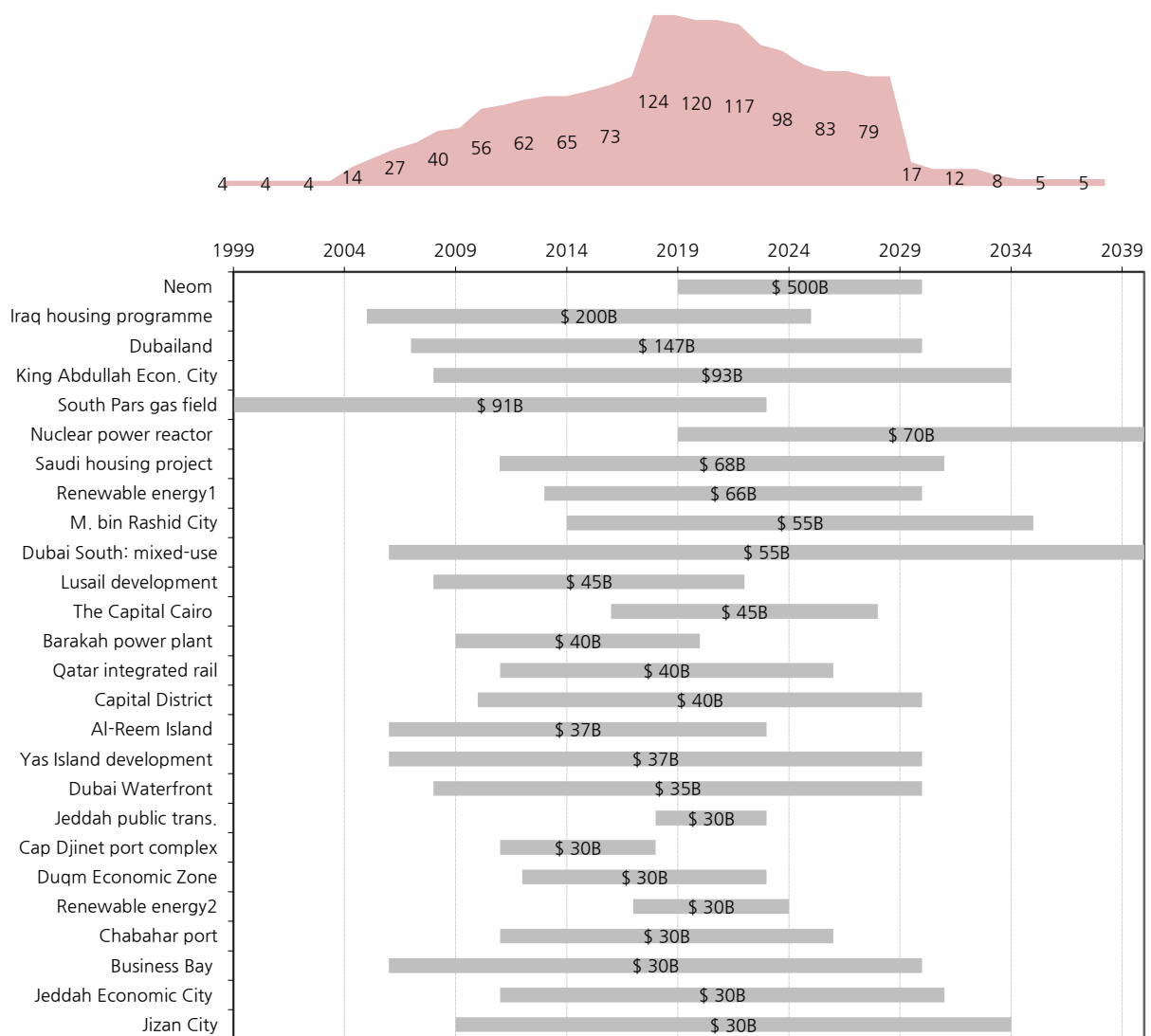
국내 EPC 해외 수주 잔고 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

유가 하락으로 침체되어 있던 중동 발주 시장 역시 우호적으로 돌아설 것으로 기대된다. MEED Project 기준 중동의 주요 Mega 프로젝트의 타임라인을 그려보면, 2019 년 이 되면서 큰 폭으로 증가하는 모습이다. 가장 큰 규모의 프로젝트는 사우디의 Neom 신도시 개발이며, 대부분의 Mega 프로젝트는 이라크 주택 개발 프로그램, 오만 이코노믹 존, 두바이랜드 등 도시 개발 프로젝트가 많다. 1) 한국 건설사의 주력 시장이 중동인 점, 2) 한국 건설사가 플랜트 EPC 업체이자 동시에 주택 건설업체 (House-maker)인 점, 3) 대우건설, 한화건설이 사우디 주택청과 MOU 를 맺고있는 점 등을 감안할 때 향후 중동의 Mega 프로젝트 진행에 따른 한국 건설사의 수혜 역시 기대된다.

#### 중동 주요 Mega 프로젝트 타임라인: 2019 년 이후 본격적인 증가세



자료: MEED Project, SK 증권

주: 연도별 합산 금액은 진행률과 무관하게 프로젝트 금액을 단순 기간으로 나눈 값임

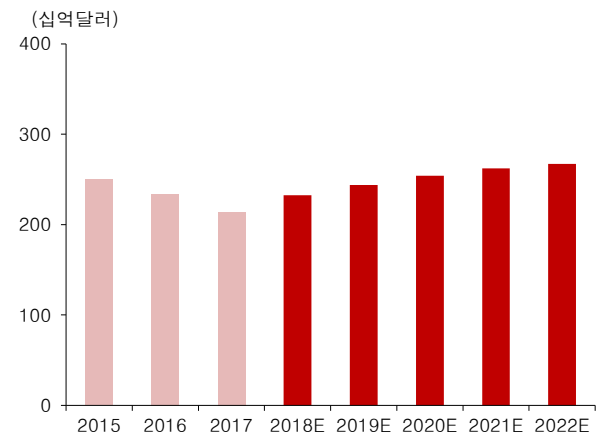
중동에서 가장 큰 발주 비중을 차지하는 사우디에서 아람코 IPO 를 앞두고 공격적인 건설 투자 행보를 보이고 있으며, 이는 침체되어 있던 해외 발주 시장에 긍정적인 모멘텀으로 작용하는 상황이다. 더불어 유가 레벨까지 상승하면서 사우디 외 여타 중동국의 건설 발주 모멘텀이 확대되고 있어, 향후 중동발 건설 수주를 다시금 기대해볼 수 있겠다는 판단이다. 더불어 건설 발주가 증가할 두 가지 개연성, 즉 1) 건설 전방 산업인 글로벌 에너지 업체들의 EBITDA 확대로 향후 CAPEX 집행이 증가할 개연성, 2) 원유 생산 대비 몇 년간 정유 Capa 가 늘지 않았기 때문에, Refinery 신증설이 확대될 개연성을 감안할 때, 현 시점에서 건설의 발주 환경은 매우 우호적으로 진단한다.

### 중동 5 개국의 건설 투자 모멘텀 확대



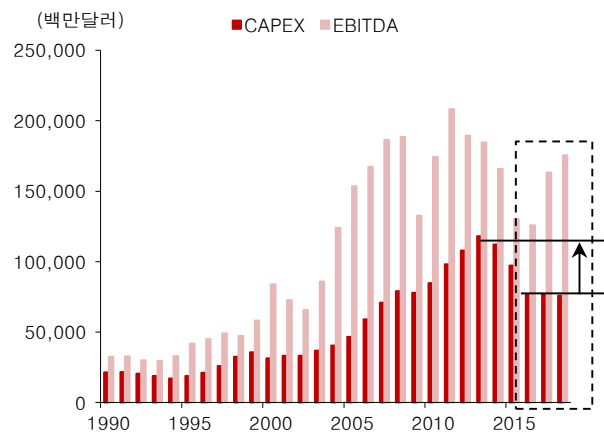
자료: SK 증권

### 사우디 정부지출 확대



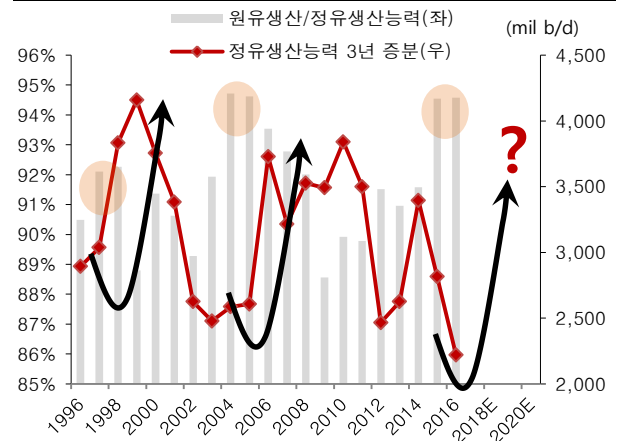
자료: IMF, SK 증권

### 글로벌 에너지 기업 EBITDA, CAPEX 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

### 원유생산/정유생산능력 Ratio



자료: BP, SK 증권

## 월별 해위수주 누계 및 증감율

(단위: 백만달러)	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
월별 수주총액										
1월	3,760	22,076	2,166	1,517	2,918	3,734	5,949	2,936	1,662	4,029
2월	2,480	3,413	5,688	898	4,350	12,310	4,441	2,078	1,215	2,951
3월	2,222	2,586	5,205	5,488	6,163	1,517	2,889	6,258	6,492	3,244
4월	1,443	4,059	3,940	2,458	2,345	10,333	8,696	1,116	2,823	
5월	2,117	849	2,314	1,897	7,662	3,743	1,291	1,334	1,253	
6월	1,107	3,459	5,940	19,684	7,439	5,894	2,225	1,496	2,871	
7월	6,215	6,828	2,162	676	1,723	2,940	979	1,186	1,213	
8월	1,551	7,403	5,209	3,260	7,957	4,249	6,561	893	2,447	
9월	5,517	2,157	5,141	3,825	5,310	3,550	1,431	1,371	1,354	
10월	2,957	5,349	4,186	7,245	5,802	4,358	3,275	2,880	1,272	
11월	17,177	7,310	5,601	9,126	5,599	6,517	2,954	1,846	919	
12월	2,602	6,089	11,591	8,667	7,942	6,864	5,454	4,798	5,487	
합계	49,148	71,579	59,144	64,742	65,212	66,010	46,144	28,192	29,006	10,224
월별 누적 수주총액										
1월	3,760	22,076	2,166	1,517	2,918	3,734	5,949	2,936	1,662	4,029
2월	6,239	25,489	7,854	2,415	7,269	16,044	10,389	5,014	2,876	6,980
3월	8,461	28,075	13,059	7,904	13,432	17,562	13,278	11,272	9,368	10,224
4월	9,905	32,134	17,000	10,362	15,777	27,895	21,975	12,389	12,191	
5월	12,022	32,983	19,313	12,259	23,439	31,638	23,265	13,722	13,444	
6월	13,129	36,442	25,254	31,943	30,879	37,532	25,490	15,218	16,315	
7월	19,344	43,271	27,416	32,618	32,601	40,472	26,469	16,404	17,528	
8월	20,895	50,674	32,625	35,878	40,559	44,721	33,030	17,297	19,975	
9월	26,412	52,831	37,766	39,704	45,869	48,271	34,461	18,668	21,329	
10월	29,369	58,180	41,953	46,949	51,671	52,629	37,736	21,548	22,601	
11월	46,546	65,490	47,554	56,075	57,269	59,146	40,690	23,394	23,519	
12월	49,148	71,579	59,144	64,742	65,212	66,010	46,144	28,192	29,006	
월별 누적 증감률 (YoY %)										
1월	-29.7	487.2	-90.2	-30.0	92.4	28.0	59.3	-50.6	-43.4	142.5
2월	-35.5	308.5	-69.2	-69.2	200.9	120.7	-35.2	-51.7	-42.6	142.7
3월	-39.7	231.8	-53.5	-39.5	69.9	30.7	-24.4	-15.1	-16.9	9.1
4월	-43.8	224.4	-47.1	-39.0	52.3	76.8	-21.2	-43.6	-1.6	
5월	-45.6	174.4	-41.4	-36.5	91.2	35.0	-26.5	-41.0	-2.0	
6월	-49.3	177.6	-30.7	26.5	-3.3	21.5	-32.1	-40.3	7.2	
7월	-44.4	123.7	-36.6	19.0	-0.1	24.1	-34.6	-38.0	6.8	
8월	-46.0	142.5	-35.6	10.0	13.0	10.3	-26.1	-47.6	15.5	
9월	-33.2	100.0	-28.5	5.1	15.5	5.2	-28.6	-45.8	14.3	
10월	-32.5	98.1	-27.9	11.9	10.1	1.9	-28.3	-42.9	4.9	
11월	1.2	40.7	-27.4	17.9	2.1	3.3	-31.2	-42.5	0.5	
12월	3.2	45.6	-17.4	9.5	0.7	1.2	-30.1	-38.9	2.9	

자료: 해외건설협회, SK 증권



## 2. 겨루어 볼 만한 상대가 된 해외 EPC 들

### 1) 해외 EPC 도 겪은 저가 수주의 통증

2012 년은 한국 건설사의 저력을 중동 시장에 떨치던 해였다. 한국 건설사는 EPC Top10 에 자리를 차지했으며, 해외 언론은 한국의 압도적인 중동 시장에서의 경쟁력에 대한 칭찬 일색이었다. 그러나 저가 수주와 사우디의 자국민 고용책 확대에 의한 인건비 상승 등으로 결국 문제 프로젝트들은 Big Bath 로 이어지게 되었다. 2012 년 한국 건설사를 글로벌 EPC Top 10 으로 만들어준 프로젝트는 그 이름도 화려한 대림산업의 사우디 Isocyanate, MFC, Elastomer, 삼성엔지니어링 UAE CBDC, GS 건설 Rabigh 이 대표적이다. 언급한 프로젝트는 모두 큰 폭의 적자 또는 추가 원가반영에 따른 실적 악화를 야기했으며, 삼성엔지니어링의 CBDC, GS 건설의 Rabigh 은 여전히 공사가 진행 중이라 손익 변동을 발생시키고 있다.

#### 2012 년 Top 10 EPC 에 한국 건설사 대거 포함

Rank	Contractor	Country	Value of award (\$bn)
1	대림산업	한국	4.87
2	삼성엔지니어링	한국	4.47
3	Petrofac	영국	2.08
4	GS 건설	한국	1.95
5	SK 건설	한국	1.75
6	TR	스페인	1.56
7	Saipem	이탈리아	1.33
8	Tecnimont	이탈리아	1.08
9	Toyo	일본	1.00
10	JGC	일본	0.99

#### 가격 경쟁으로 압도적 지위를 차지하던 우리나라 EPC

##### South Koreans remain dominant of EPC sector

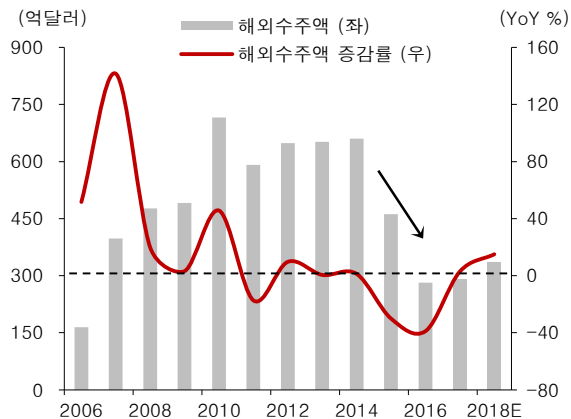
- 2012.09.12

Contractors from South Korea have been the major driving force in the oil and gas, and petrochemicals sectors over the past year, outperforming international competitors vying for Middle East business. *South Korean engineering, procurement and construction (EPC) contractors maintained their status as the top performers in the Middle East's oil and gas, and petrochemicals sectors over the past 12 months.* (중략) "It has gone in using *the usual [South] Korean model of aggressive pricing* and has won some major contracts as a result," says an executive from a major chemical technology company.

자료: MEED, SK 증권

주: 2011 년 7 월~2012 년 6 월 금액

#### 외형 성장은 영원하지 못했고

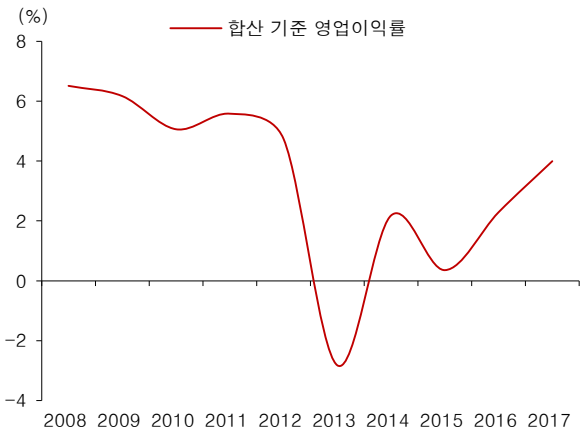


자료: MEED, SK 증권

주: 중동 전체 합산, 2015 년은 쿠웨이트 차감

자료: MEED, SK 증권

#### 저가 수주는 결국 영업 적자로 이어지게 되었음

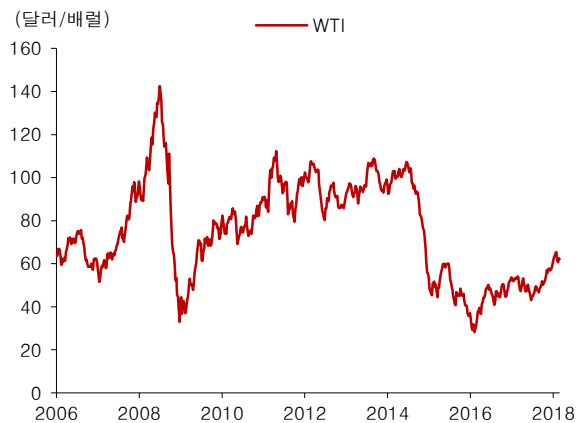


자료: FnGuide, SK 증권

주: 대형 5 개사 합산 기준

그렇다면 해외 EPC는 어떨까? 한국 EPC가 해외 현안 프로젝트 관리와 구조조정으로 인해 해외 수주에 소극적이던 2013년부터 해외 EPC의 수주가 큰 폭으로 늘어나는 모습을 볼 수 있다. 우리 나라의 소극적 수주의 수혜가 고스란히 해외 EPC에 전가된 것으로 보인다. 그러나 해외 발주 환경은 점차 나빠졌다. 2014년말부터 유가가 급락하기 시작하면서, 재정 악화에 직면한 중동 발주처는 발주에 소극적인 모습을 보였다. 실제 2015년에 접어들면서 발주가 취소되는 사태가 발생하기도 했다. 대표적으로 카타르 국영석유회사와 영국 더치셀 합작 법인은 6.4조원 규모의 화학플랜트 발주를 취소한 것을 시작으로, 여타 메가 프로젝트들은 취소되거나 일정이 연기되었다. 위축된 시장에도 불구하고 해외 EPC들은 수주를 멈추지 않았다. 당시 Top 10 EPC에는 유럽 EPC들이 대거 이름을 올리고 있는 모습이다.

#### 2015년, 유가 급락으로 중동 발주조건 위축



자료: Bloomberg, SK 증권

#### 실제 발주가 취소되는 사태 발생

Qatar makes hard decisions

- 2015.01.14

*Qatar Petroleum (QP) and UK/Dutch Shells decision to scrap plans to build a \$6.4bn petrochemicals complex at Ras Laffan leaves Doha's plans to have 23 million tonnes a year (t/y) of chemicals capacity by 2020 in tatters. Cancelling the Al-Karaana petrochemicals project is a big decision, but sends an ominous warning to contractors. The decision comes four months after QP decided to cancel a near-identical scheme it was planning with the local Qatar Petrochemicals Company (Qapco) the \$7.4bn Al-Sejeel complex. Both decisions were made after concerns over financial feasibility and both could be cited as the first real megaprojects to fall victim to plummeting oil prices. The decisions also offer an ominous warning of what could come over the next 12 months. (후략)*

자료: MEED, SK 증권

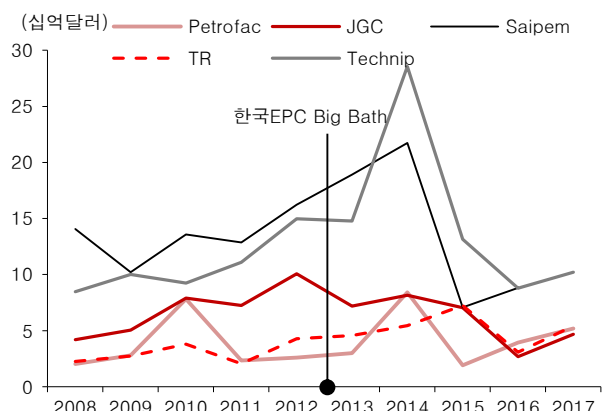
#### 2015년 Top 10 EPC에 한국 건설사는 하나도 없다

Rank	Contractor	Country	Value of award (\$bn)
1	Petrofac	영국	2.7
2	Tecnimont	이탈리아	2.6
3	Dosal	UAE	2.4
4	CCC	그리스	2.1
5	Saipem	이탈리아	2.0
6	Cosider	알제리	1.5
7	Sepco	중국	1.3
8	NPCC	UAE	1.2
9	CTCI	대만	1.2
10	L&T	인도	0.8

자료: MEED, SK 증권

주: 2014년 7월~2015년 6월 금액

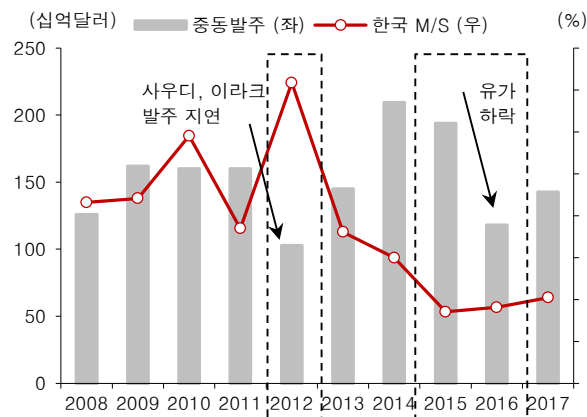
#### 한국 건설사 Big Bath 이후 수주가 늘어난 해외 EPC



자료: Bloomberg SK 증권

그러나, 발주 하락기의 수주는 결국 가격 경쟁이 치열할 수밖에 없고 이는 결국 손실로 이어진다는 것은 해외 EPC 에도 적용되는 자명한 논리라는 것이 최근 입증되고 있다. 2015, 2016 년 발주 하락기에 한국 건설사들은 수주가 큰 폭으로 감소했다. 그러나 Petrofac, Saipem, TR 등의 업체는 발주 하락기에도 공격적으로 수주전에 뛰어들었다. 그 결과 2016, 2017 년에 걸쳐 해외 EPC 는 마진율이 큰 폭으로 감소하거나, 일부 업체는 한국과 마찬가지로 Big Bath 가 나타나게 되었다. 발주 하락기의 수주전에 한국 건설사들이 현안 프로젝트 관리와 구조조정으로 인해 공격적으로 참여하지 못한 것은 돌아보면 다행스러운 일인지도 모르겠다. 유럽 EPC, 선진 EPC 로 언급되는 해외 경쟁 업체들 역시 발주 하락기에서의 가격 경쟁이 불가피했음이 반증된 것이다. 한국 건설사의 경쟁력 제고가 필요하다는 전문가들의 여러 분석 앞에, 해외 EPC 의 마진 감소는 결국 '수주 산업의 사이클'에는 장사없다는 것을 확인시킬 따름이다.

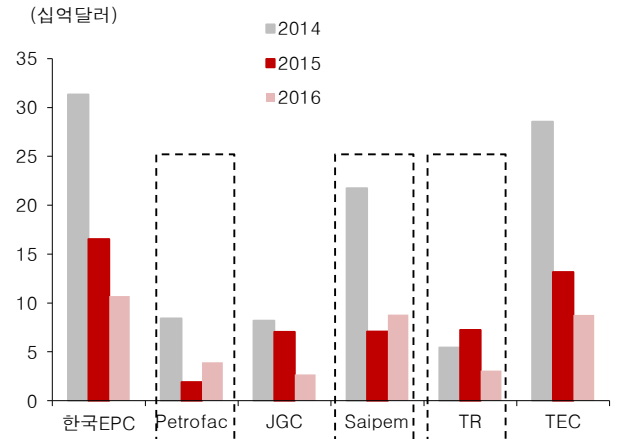
발주 하락기의 수주는 저가 경쟁이 불가피함



자료: MEED, SK 증권

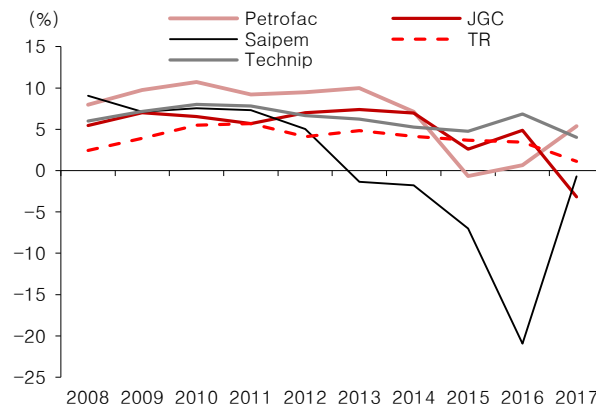
주: 중동 전체 합산, 2015 년은 쿠웨이트 차감

발주 하락기에 일부 해외 EPC 의 신규 수주 증가



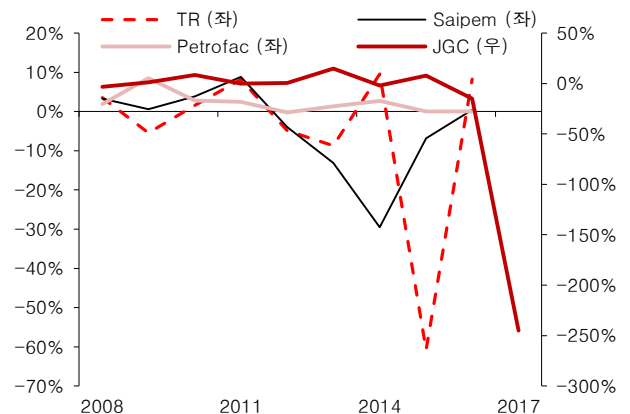
자료: MEED, Bloomberg, 해외건설협회, SK 증권

해외 EPC 순이익률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

해외 EPC 컨센서스 대비 순이익 서프라이즈율

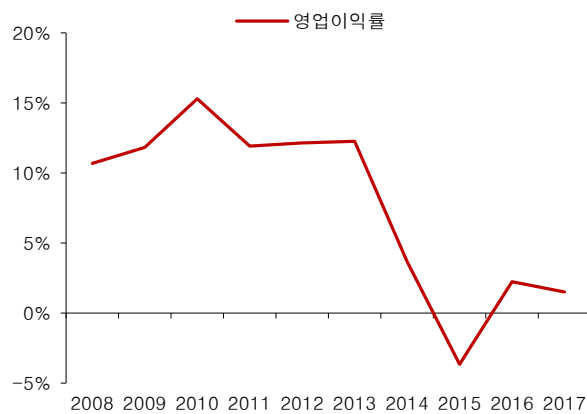


자료: Bloomberg, SK 증권

영국의 Petrofac 은 2012 년 한국 건설사 다음으로 Top EPC 3 위에 랭크되었을 당시 인터뷰를 통해 수주를 많이 받을 수 있었던 경쟁력을 묻는 질문에 ‘한국 건설사와의 JV 또는 컨소시엄을 통해 공조한 것’을 성공 요인으로 꼽았다. 따라서 Petrofac 역시 저가 수주에 따른 Big Bath 를 피하지는 못했다. 현재는 주요 산유국 왕족 출신의 엔지니어들을 대거 고용하며 경쟁력을 제고하고 있다.

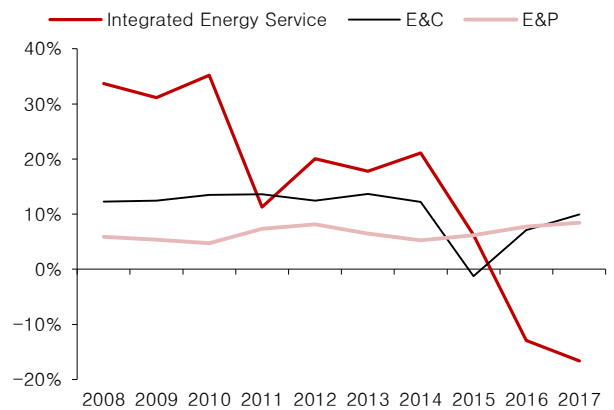
이탈리아 Saipem 역시 한국 건설사가 손 놓은 2014 년 신규 수주가 공격적으로 증가하는 모습이며, 심지어 유가 하락으로 발주 시장이 급격히 위축된 2016 년에도 전년 대비 신규 수주가 증가했다. 그러나 최근의 영업이익률을 보면 저가 수주로 인한 통증이 지속되고 있는 것으로 볼 수 있다. Saipem 은 최대한 현지 조달에 집중하여 가격 경쟁력을 확보하고, 상세설계 및 구매, 건설관리 등은 인도 엔지니어링 센터에 이관해 수행하며 경쟁력을 제고하고 있다.

**Petrofac 의 전체 영업이익률 추이**



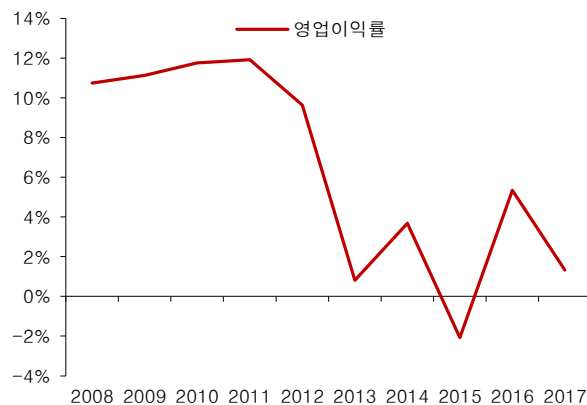
자료: Bloomberg, SK 증권

**Petrofac 의 사업 부문별 영업이익률 추이 (E&C 비중 75%)**



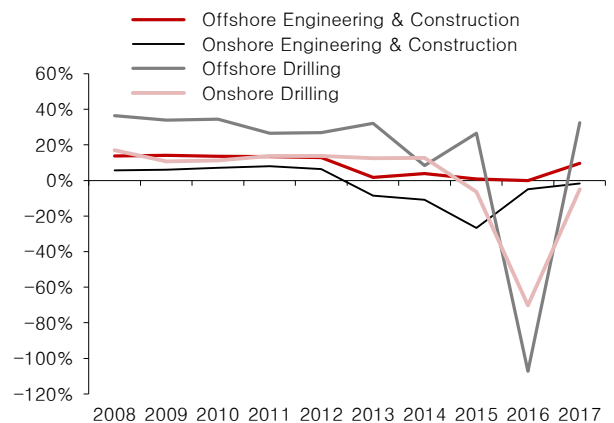
자료: Bloomberg, SK 증권

**Saipem 의 전체 영업이익률 추이**



자료: Bloomberg, SK 증권

**Saipem 의 사업 부문별 영업이익률 추이 (E&C 비중 48%)**

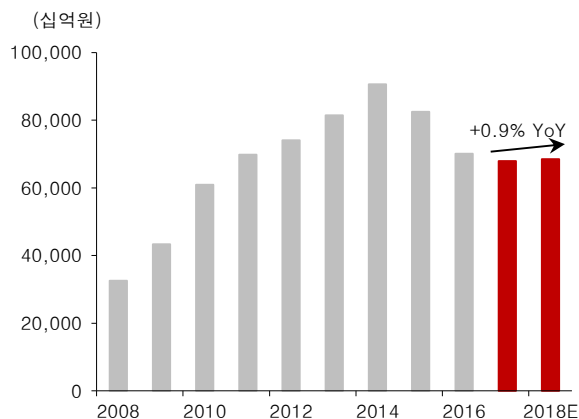


자료: Bloomberg, SK 증권

## 2) 잔고 턴어라운드, 한국 EPC 가 유리한 국면

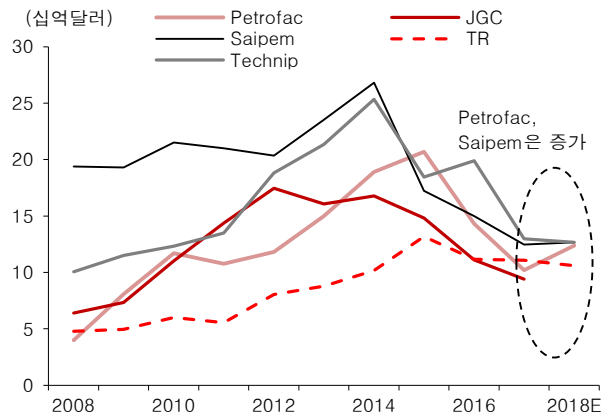
한국 EPC 의 수주 잔고의 증가는 해외 EPC 보다 훨씬 용이할 것으로 보인다. 중동의 우호적인 발주 환경 도래에 따라 한국 EPC 의 해외 수주 잔고는 2018 년부터 비로소 차이를 것으로 예상된다. 한국 건설사와 유사하게 중동 익스포저가 높은 Petrofac 과 Saipem 역시 수주잔고의 증가가 기대되는 상황이다. 그러나 여전히 JGC, TR, Technip 과 같은 경쟁 업체는 우호적인 업황 속에서도 수주잔고가 감소할 것으로 추정된다. 자산 활동성을 비교해보아도 한국 건설사가 해외 EPC 보다 훨씬 가벼워 보인다. 한국의 경우 1X 수준에서 비교적 안정적으로 움직이며, 소폭의 증가세까지 나타나는 상황이나 해외 EPC 는 높은 변동성과 더불어 추세적으로 감소하는 모습이다. 이러한 현상이 나타나는 이유는 크게 공중 다변화 (Diversification)로 설명된다.

한국 EPC 수주잔고 추이 및 전망



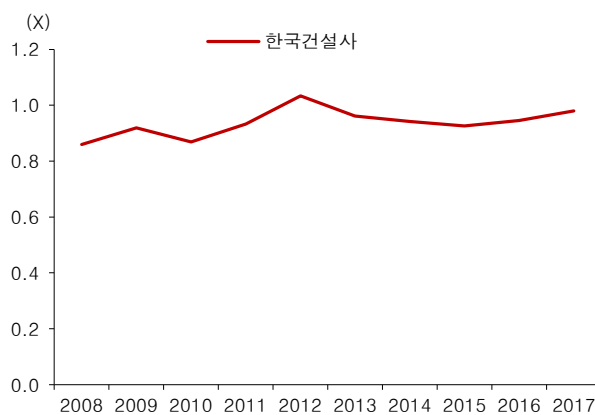
자료: 대형 5 개사 합산기준, SK 증권

해외 EPC 수주잔고 추이 및 전망



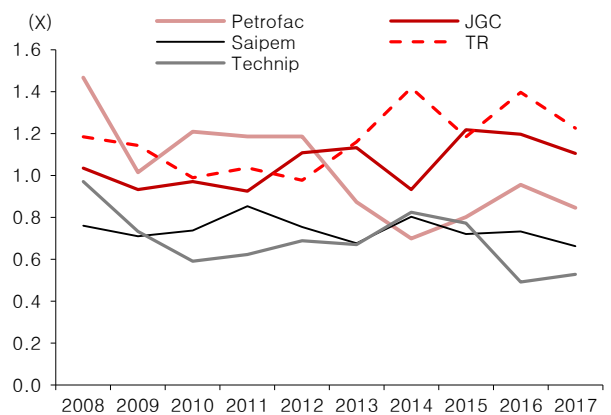
자료: Bloomberg, SK 증권

한국 EPC 자산활동성: 비교적 안정적이고, 증가세 회복



자료: FnGuide, SK 증권  
주: 자산활동성=매출액/자산

해외 EPC 자산활동성: 변동이 크고, 감소세



자료: Bloomberg, SK 증권  
주: 자산활동성=매출액/자산

Technip의 경우 Petrofac, Saipem과 함께 Offshore 부문에 강점 역량을 보유하고 있으며, Offshore 전 공종에서 Petrofac, Saipem 대비 시장 리더로서의 압도적인 경쟁력을 나타내고 있다. Technip은 Offshore 역량을 강화하고자 2000년 Coflexip의 지분 20%를 인수하기도 했으며, 2009년 세계 최초 Full-Scale 부유식 풍력 터빈을 개발하기 위해 Statoil과 합작사를 설립하기도 했다. 따라서 유가 하락에 따른 해양 플랜트 발주 감소로 자산 활동성이 떨어질 수밖에 없는 상황이다.

Saipem의 경우 매출의 절반 이상이 해양플랜트였음을 감안할 때, 유가 하락에 따른 수주 잔고의 감소 속도가 더욱 가파를 수 밖에 없었을 것이다. JGC는 LNG 액화플랜트에 특화되어 있다 보니, 중동발 LNG 플랜트 수주 감소로 자산 활동성뿐만 아니라 수주 잔고 역시도 꾸준히 감소하는 국면이다.

이렇듯 해양 플랜트, ENP, LNG 액화 플랜트, 심해 Drilling 등의 공종 다변화를 이룬 해외 EPC의 경우 발주 침체기에 자산 활동성이 Oil&Gas EPC에 집중하고 있는 한국 EPC 대비 상대적으로 낮을 수 밖에 없는 것으로 보인다.

#### Offshore 업체 세부 공종별 역량

	Offshore E&C						
	Engineering - Surface	Engineering - Subsea	EPCI - above surface	EPCI - Subsea/pipe	Subsea tech	Vessel install. fleet	O&M
Aker Grp.	●	●	○	○	○	○	●
Allseas	○	○	○	●	○	●	○
AmecFW	●	○	○	○	○	○	○
Cape	○	○	○	○	○	○	○
EMAS	○	○	●	●	○	●	○
Heerema	○	○	●	○	○	●	○
FMC Tech.	○	○	○	○	●	○	○
McDermott	●	●	○	○	○	○	○
Oceaneer	○	○	○	○	○	○	○
Petrofac	○	○	○	○	○	○	●
Saipem	●	●	●	●	○	●	○
Subsea7	○	○	○	●	○	●	○
Technip	●	●	●	●	●	●	○
Wood Group	●	●	○	○	○	○	●
Worley Parsons	●	●	○	○	○	○	○

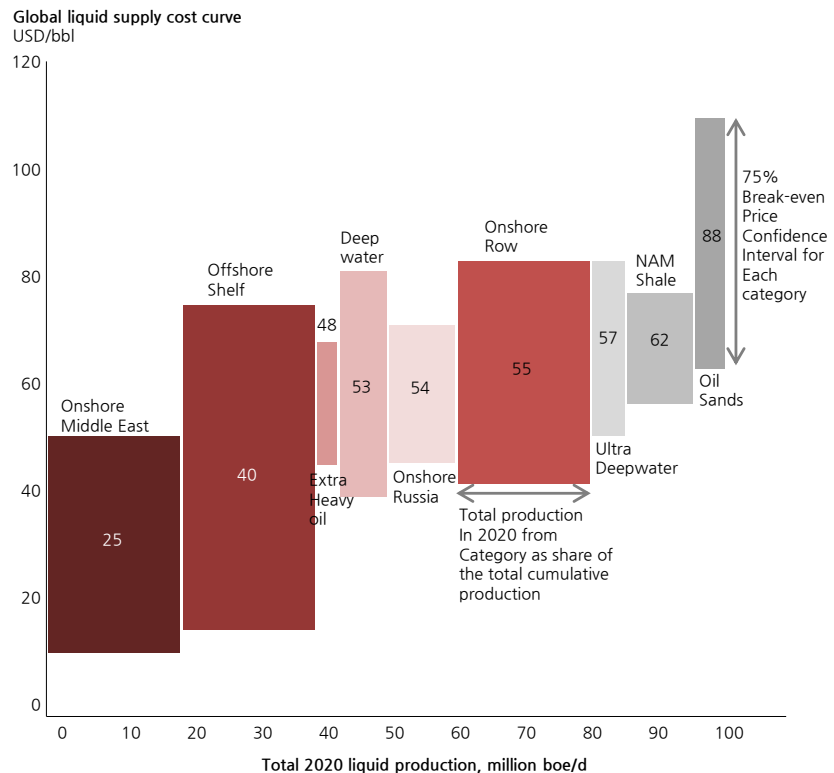
Legend ● Leader ● Significant ability ○ Some ability ○ Negligible

자료: JP Morgan European OFS, SK 증권

유가가 수요-공급이 아닌 지정학적 리스크로 상승한 상황에서 생산 방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨을 감안한다면, Deep Sea 로 대변되는 해양 플랜트 부문의 발주여건이 당장 우호적이라고 판단하기는 어려워 보인다. 중동 Onshore 의 손익분기점이 되는 유가 레벨이 평균적으로 배럴당 25 달러, 최대 50 달러로 현재 유가 수준에서는 한국 시장의 주요 무대인 중동 발주 여건이 충분히 개선될 여지가 있어 보인다. 반면 해양 플랜트의 손익분기점이 되는 유가 레벨이 Ultra Deep Sea 기준 평균적으로 배럴당 57 달러, 최대 80 달러임을 감안한다면 아직은 해양 플랜트 발주를 낙관하기는 이르다는 판단이다. 낙관적으로 해양 플랜트 발주 여건이 점점 좋아진다고 가정하더라도, 해당 시점에서는 중동 Onshore 에 집중되어 있는 한국 EPC 의 수주 잔고가 더욱 가파른 속도로 증가할 개연성이 높다.

즉, 해양 플랜트로의 공종 다변화가 진행된 해외 EPC 의 경우 현 유가 레벨에서 해당 공종의 추가적 발주 모멘텀을 기대하기 어렵기 때문에, 한국 EPC 보다 중동발 신규 수주 증가에 대한 베타가 낮을 수밖에 없다.

#### 원유 생산방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨

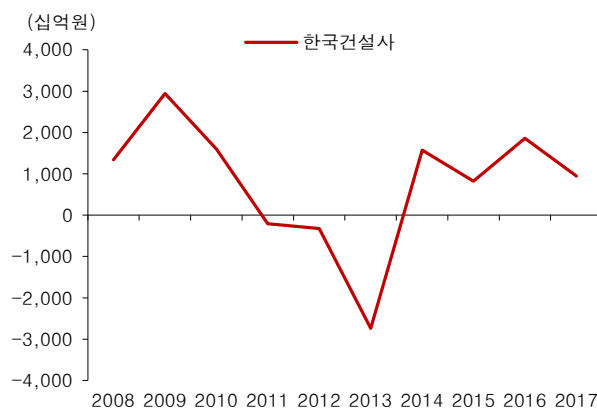


자료: Rystad Energy, SK 증권

주: 그림의 레이블은 Average Breakeven 을 의미

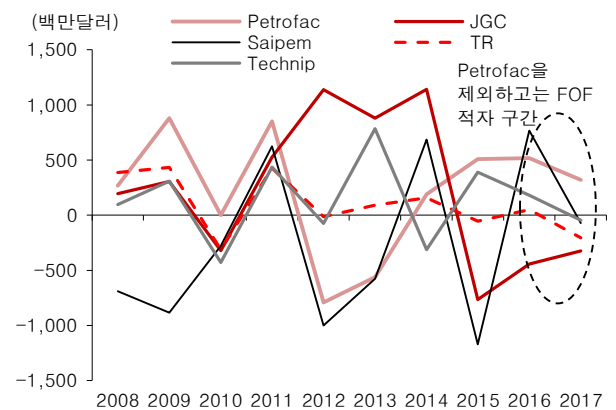
어쩌면 한국 건설사가 플랜트 EPC 업체이자 동시에 주택 건설업 (House-maker)을 영위하고 있는 독특한 사업 구조는 지금 시점에서 매우 다행스러운 일인지도 모른다. 주택 공급 확대에 의해 벌어들인 현금 확대는 해외 플랜트 적자로 허덕이던 한국 건설사의 재무 상황을 빠르게 개선시켜주었다. 국내 유일의 Pure EPC Player 인 삼성엔지니어링이 삼성중공업과 합병을 시도했던 점, 유상 증자를 단행한 점을 기억한다면 발주의 다운 사이클에서 자구력으로 현금을 회복하기가 쉽지 않다는 점을 알 수 있다. 해외 EPC 의 경우 2015 년 이후부터 현금 흐름이 매우 악화된 상황이며, 한국 EPC 대비 2년 낮은 Big Bath 로 인당 순이익 역시 떨어지고 있다. 따라서 주택을 통해 확보한 현금, 구조조정이 완료된 인력을 감안할 때, 경쟁 EPC 대비 좋아진 한국 EPC 의 체력이 수주전에서 더욱 유리하게 작용할 것으로 보인다.

한국 EPC FCF 추이



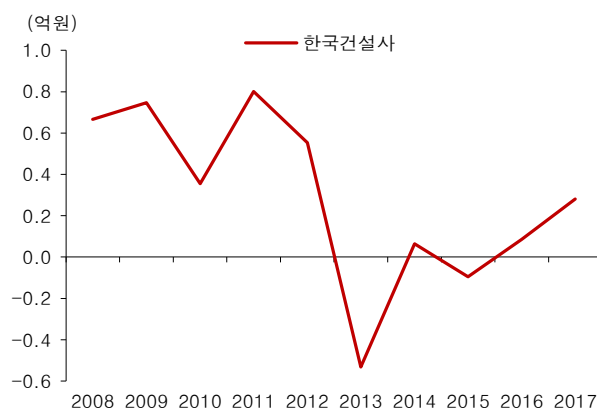
자료: FnGuide, SK 증권

해외 EPC FCF 추이



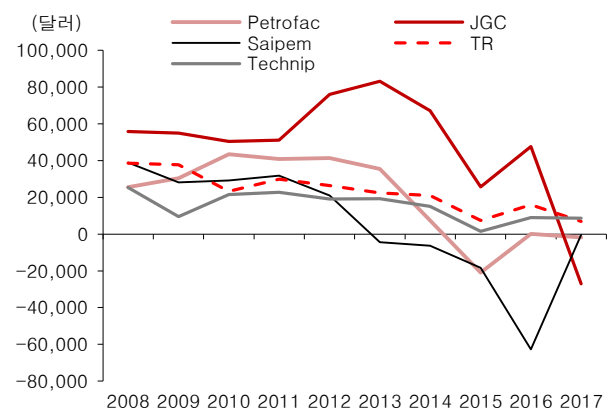
자료: Bloomberg, SK 증권

한국 EPC 인당 순이익 추이



자료: FnGuide, SK 증권

해외 EPC 인당 순이익 추이



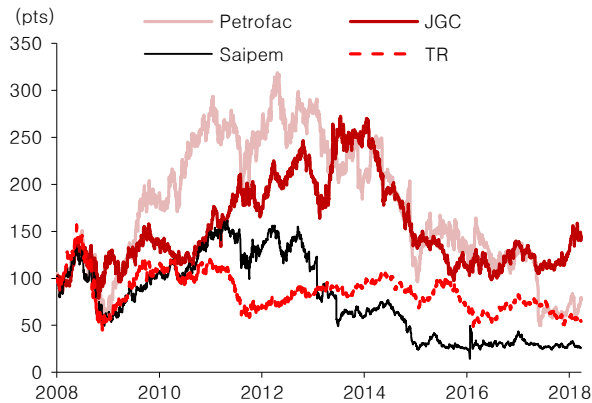
자료: Bloomberg, SK 증권



### 3) 한국 EPC의 밸류에이션 메리트 확대

글로벌 EPC의 주요 무대가 중동이고, Oil&Gas 공종 발주 비중이 높다 보니 유가의 절대 레벨에 따라 주가 방향성이 설명되는 경우가 많다. 해외 EPC의 주가 추이를 보더라도, 유가가 폭락하던 2014년 말부터는 펀더멘탈과 무관하게 주가가 빠지는 모습이다. 그렇다면 유가가 높은 수준으로 유지되고 있는 올해는 어떨까? 발주 환경 개선에 대한 여러 가지 단서들은 많지만, 아직 가시화된 수주가 많지 않다 보니 이후 글로벌 및 국내 EPC의 주가 퍼포먼스는 크게 좋지 않다. 다만, 공격적 수주 정책을 펼치는 CEO의 경영 일선 복귀로 수주 기대감이 높아진 Petrofac 과, 한국 유일의 Pure EPC로 수주 기대감을 가장 많이 받고 있는 삼성엔지니어링의 경우는 주가 퍼포먼스가 매우 좋다.

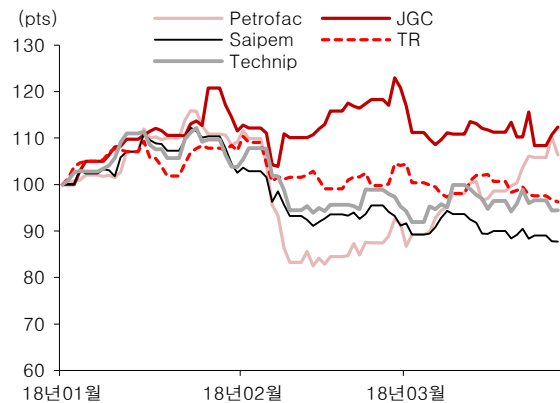
해외 EPC 상대수익률 추이 (2008~)



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2008-01-01=100, Technip 은 미국 FMC 사와 합병으로 17년 티커 변경

해외 EPC 상대수익률 추이 (YTD)



자료: Bloomberg, SK 증권

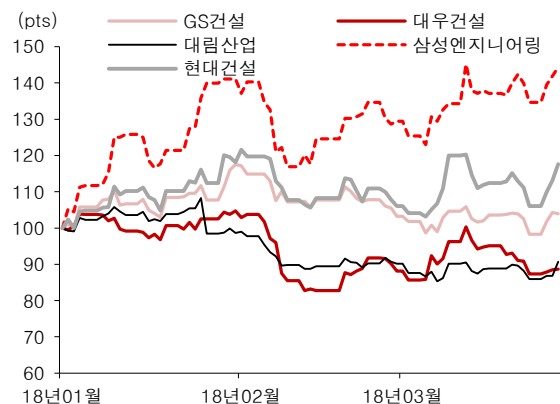
주: 2018-01-01=100

합산 시가총액 기준 상대수익률 추이 (YTD)



자료: Bloomberg, SK 증권

한국 EPC 상대수익률 추이 (YTD)



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2018-01-01=100

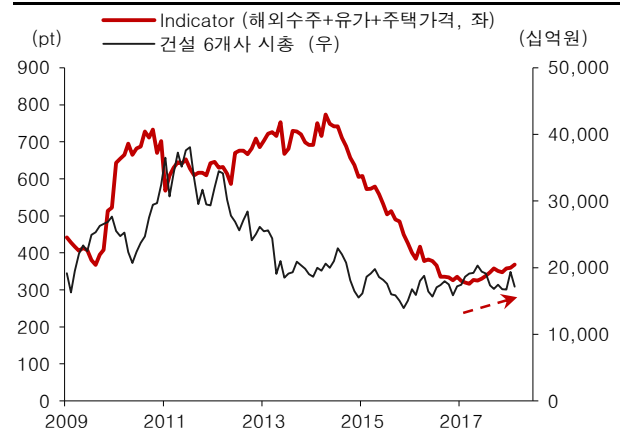
그렇다면 현 시점에서 EPC 플레이어의 주가를 어떻게 봐야할까? 해외 경쟁 EPC 의 단순 평균 PBR 은 1.7X, ROE 는 10.6%이나 한국 EPC 는 단순 평균 PBR 0.9X, ROE 12.0%로 더욱 높은 ROE 를 시현하고 있음에도 불구하고 40% 이상의 멀티플 디스카운트를 받고 있는 실정이다. 사실상 삼성엔지니어링을 제외하고는 PBR 이 1.0X 가 채 되지 않는다. 그 동안 한국 EPC 의 밸류에이션을 해외 EPC 보다 할인했던 주요 원인은 1) 주택 건설업 (House-maker)을 영위하다보니 Pure EPC 플레이어가 아니라는점, 2) 저가 수주로 인해 손실을 겪어 이익의 가시성이 떨어졌던 점 두가지였다. 그러나 지금은 1) 주택 덕분에 현금 및 이익의 체력이 좋아졌고, 2) 해외 EPC 역시 저가 수주에서 자유롭지 못했으며, 3) 2 년전 선제적으로 Big bath 가 있었기 때문에 구조조정이 완료되었다는 것을 감안할 때 밸류에이션 디스카운트를 크게 줄 개연성이 떨어진 상황이다. 오히려 발주 증가 환경에서 잔고의 턴어라운드가 상대적으로 유리한 국면임에 따라, 현 시점에서 한국 EPC 는 밸류에이션 메리트 역시 커졌다는 판단이다.

한국 대형 건설사 PBR 추이



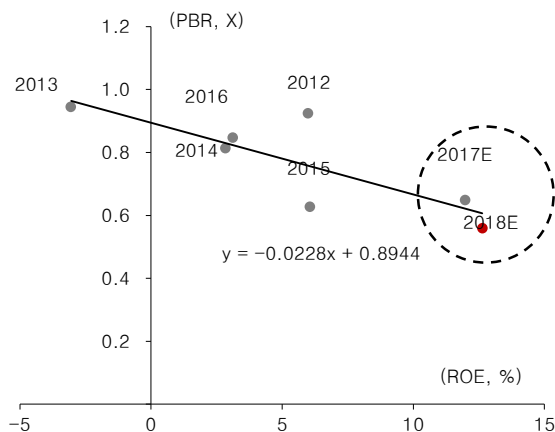
자료: FnGuide, SK 증권

월별 건설 인디케이터와 시가총액 추이



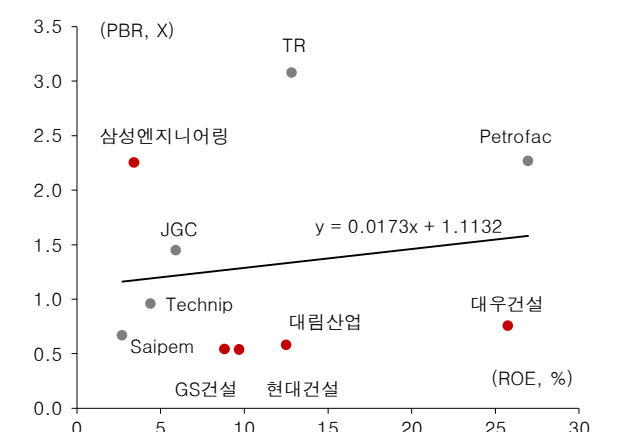
자료: FnGuide, SK 증권

ROE-PBR Matrix – 한국건설사



자료: FnGuide, SK 증권  
주: 현대산업이 포함된 값임

ROE-PBR Matrix – Peers와의 비교



자료: Bloomberg, 해외건설협회, SK 증권

### 3. 1Q18 Preview Summary

대형 건설사 합산 기준 1Q18 예상 매출액은 14 조 922 억원으로 전년 동기 대비 4.4% 감소, 영업이익은 7,352 억원으로 전년 동기 대비 5.3% 감소하는 수준일 것으로 예상된다. 현대산업을 제외한 대부분의 건설사가 주택 매출액이 2018 년 정점에 이를 것으로 보이나, 해외 수주의 2 년간 공백에 따른 매출 감소로 전년 동기 대비 매출액 절대 규모는 다소 감소가 불가피할 것으로 전망한다. 이익의 경우는 대우건설의 해외 불확실성을 감안하여 추정치를 다소 보수적으로 전망한 부분을 제외하고는, 대부분의 건설사가 주택 매출 확대에 따른 이익의 확대, 해외 현안 프로젝트 마무리로 전년 동기 대비 증가할 것으로 판단한다. 현대건설의 경우는 해외 매출액 감소 속도를 주택 매출이 방어하지 못할 가능성이 있어, 시장 기대치보다 다소 보수적으로 매출을 추정했다.

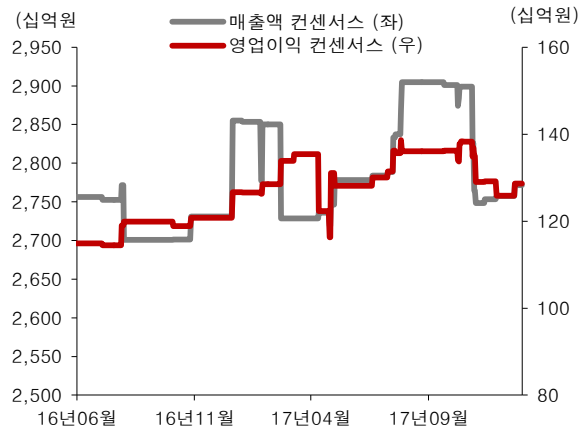
#### SK 증권 커버리지 건설/건자재 실적 Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	YoY (% , %p)	4Q17	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
<b>현대건설</b>							
매출액	4,056.4	4,129.7	-1.8	4,306.2	-5.8	4,021.3	0.9
영업이익	224.7	228.6	-1.7	210.0	7.0	235.9	-4.8
영업이익률 (%)	5.5	5.5	0.0	4.9	0.7	5.9	-0.3
<b>대림산업</b>							
매출액	2,234.4	2,511.4	-11.0	3,290.7	-32.1	2,497.2	-10.5
영업이익	125.7	114.0	10.3	91.6	37.3	131.6	-4.4
영업이익률 (%)	5.6	4.5	1.1	2.8	2.8	5.3	0.4
<b>대우건설</b>							
매출액	2,428.3	2,640.1	-8.0	2,914.6	-16.7	2,500.7	-2.9
영업이익	119.6	221.1	-45.9	-151.5	흑전	161.0	-25.7
영업이익률 (%)	4.9	8.4	-3.5	-5.2	10.1	6.4	-1.5
<b>GS건설</b>							
매출액	2,853.7	2,700.9	5.7	3,163.8	-9.8	2,753.9	3.6
영업이익	99.1	59.0	68.1	102.6	-3.4	104.3	-5.0
영업이익률 (%)	3.5	2.2	1.3	3.2	0.2	3.8	-0.3
<b>삼성엔지니어링</b>							
매출액	1,298.5	1,618.9	-19.8	1,267.1	2.5	1,306.9	-0.6
영업이익	24.2	124	95.1	6.8	255.0	27.3	-11.4
영업이익률 (%)	1.9	0.8	1.1	0.5	1.3	2.1	-0.2
<b>현대산업</b>							
매출액	1,220.9	1,133.1	7.8	1,512.0	-19.3	1,280.9	-4.7
영업이익	141.9	141.0	0.6	192.3	-26.2	153.1	-7.3
영업이익률 (%)	11.6	12.4	-0.8	12.7	-1.1	12.0	-0.3
<b>대형건설사 합산</b>							
매출액	14,092.2	14,734.0	-4.4	16,454.5	-14.4	14,361.0	-1.9
영업이익	735.2	776.1	-5.3	451.9	62.7	813.2	-9.6
영업이익률 (%)	5.2	5.3	-0.1	2.7	2.5	5.7	-0.4

자료: FnGuide, SK 증권

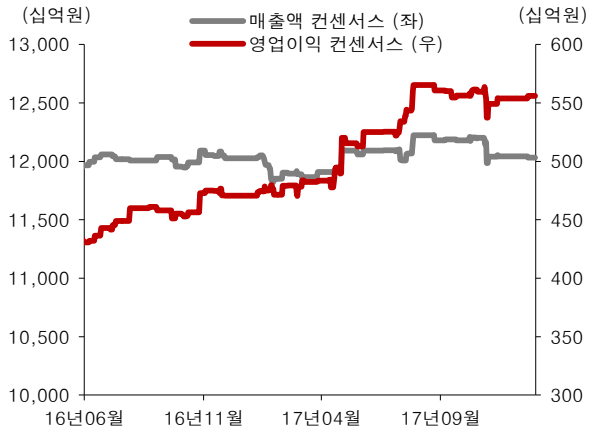
## Coverage 종목별 컨센서스 추이

GS 건설 1Q18 컨센서스 추이



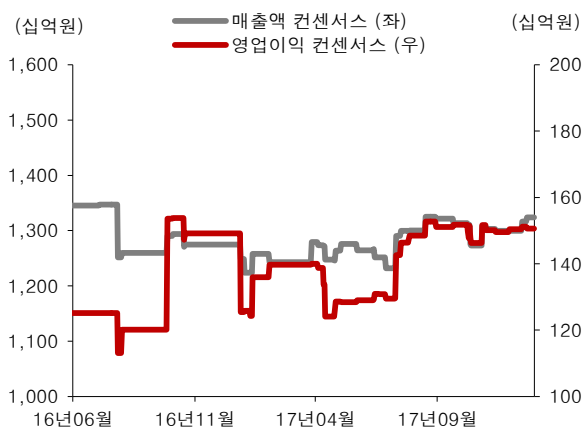
자료: Bloomberg SK 증권

GS 건설 2018 년 컨센서스 추이



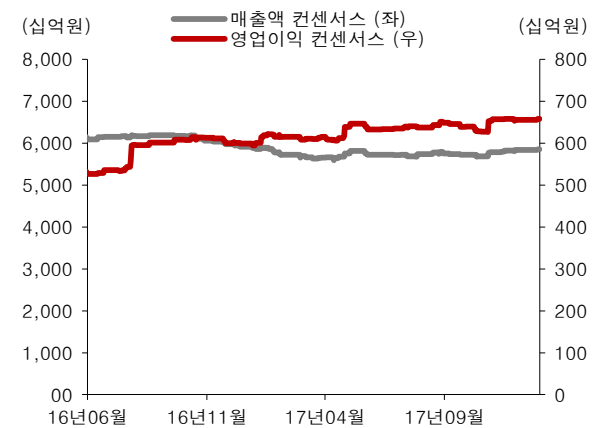
자료: Bloomberg SK 증권

현대산업 1Q18 컨센서스 추이



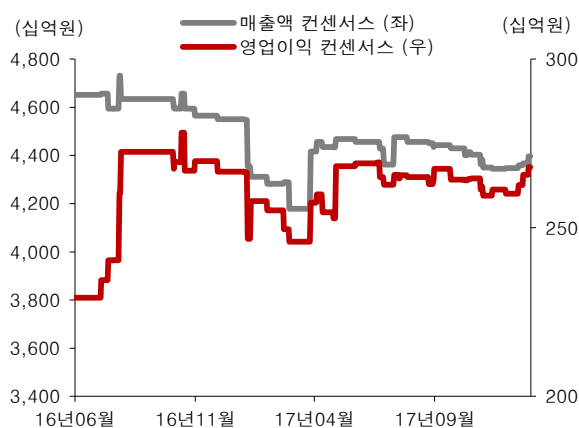
자료: Bloomberg SK 증권

현대산업 2018 년 컨센서스 추이



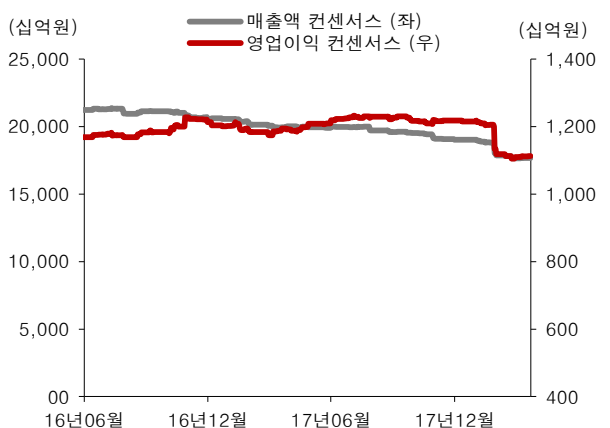
자료: Bloomberg SK 증권

현대건설 1Q18 컨센서스 추이



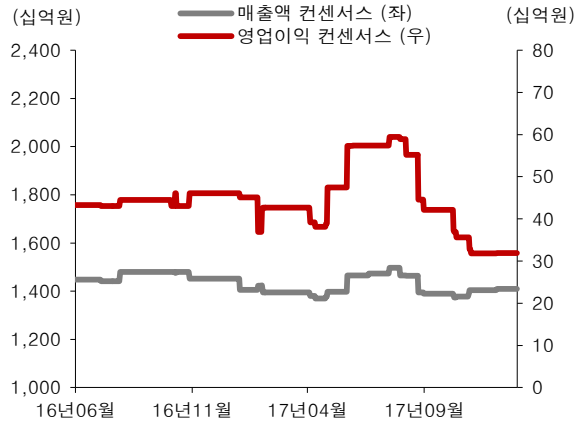
자료: Bloomberg SK 증권

현대건설 2018 년 컨센서스 추이



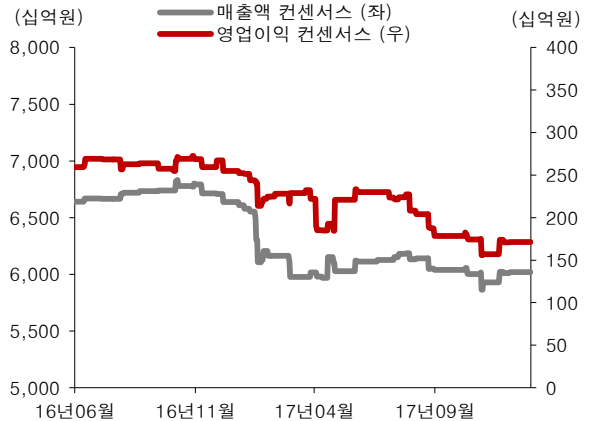
자료: Bloomberg SK 증권

### 삼성엔지니어링 1Q18 컨센서스 추이



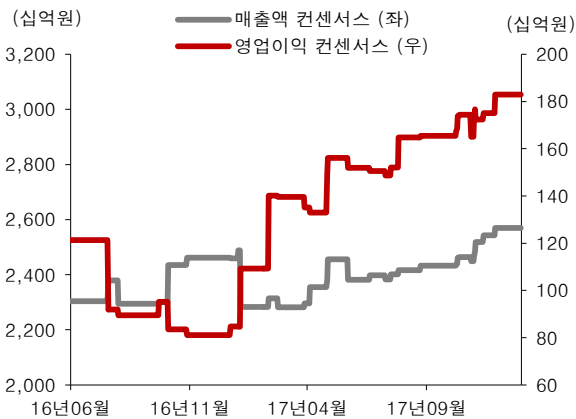
자료: Bloomberg SK 증권

### 삼성엔지니어링 2018 년 컨센서스 추이



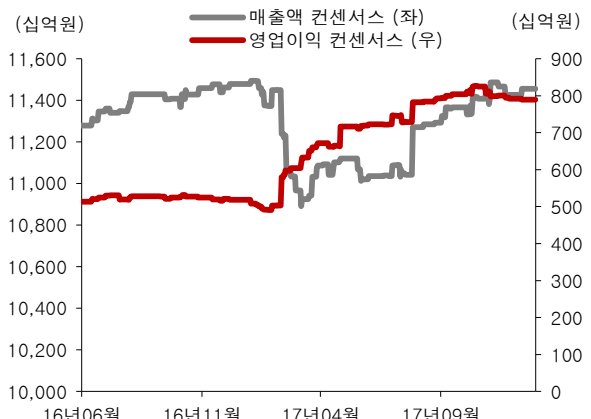
자료: Bloomberg SK 증권

### 대우건설 1Q18 컨센서스 추이



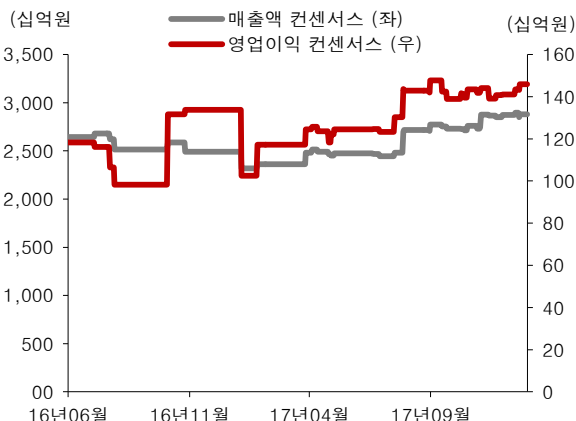
자료: Bloomberg SK 증권

### 대우건설 2018 년 컨센서스 추이



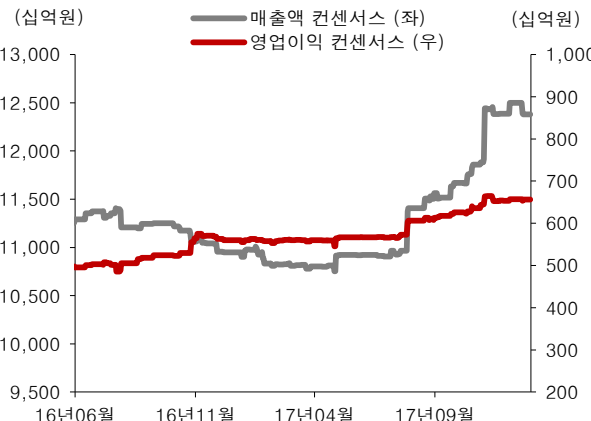
자료: Bloomberg SK 증권

### 대림산업 1Q18 컨센서스 추이



자료: Bloomberg SK 증권

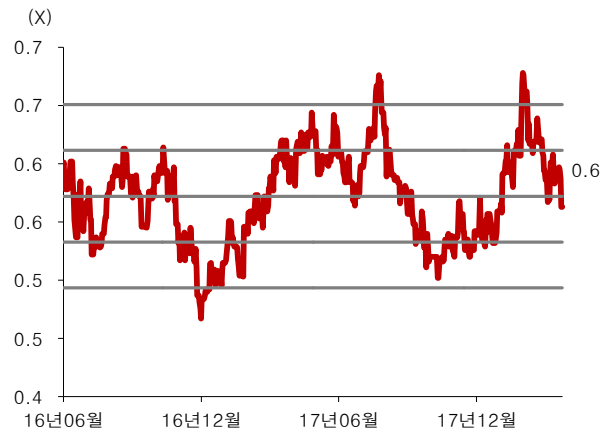
### 대림산업 2018 년 컨센서스 추이



자료: Bloomberg SK 증권

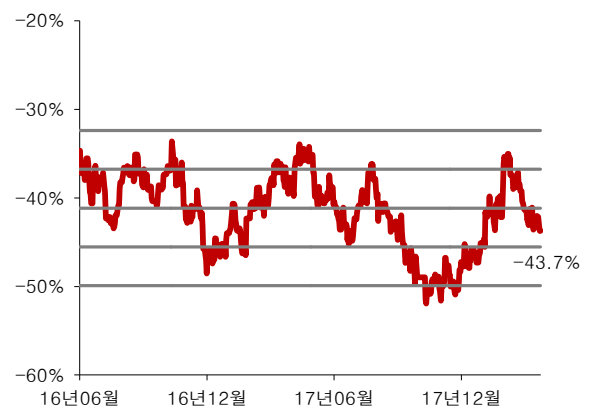
## Coverage 종목별 밸류에이션, KOSPI 대비 할증률 추이

GS 건설 12M Forward PBR 추이



자료: Bloomberg SK 증권

GS 건설 KOSPI 대비 PBR 할증률



자료: Bloomberg SK 증권

현대산업 12M Forward PBR 추이



자료: Bloomberg SK 증권

현대산업 KOSPI 대비 PBR 할증률



자료: Bloomberg SK 증권

현대건설 12M Forward PBR 추이



자료: Bloomberg SK 증권

현대건설 KOSPI 대비 PBR 할증률



자료: Bloomberg SK 증권

### 삼성엔지니어링 12M Forward PBR 추이



자료: Bloomberg SK 증권

### 삼성엔지니어링 KOSPI 대비 PBR 할증률



자료: Bloomberg SK 증권

### 대우건설 12M Forward PBR 추이



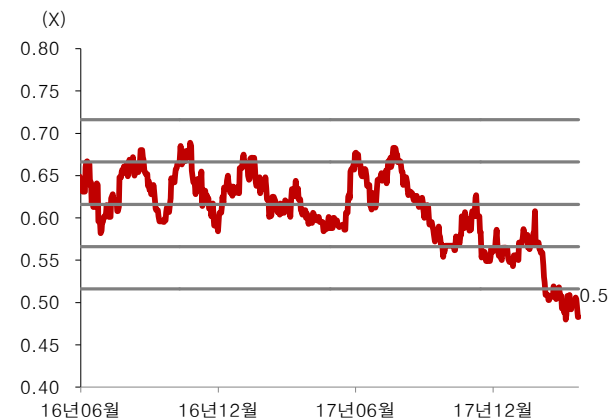
자료: Bloomberg SK 증권

### 대우건설 KOSPI 대비 PBR 할증률



자료: Bloomberg SK 증권

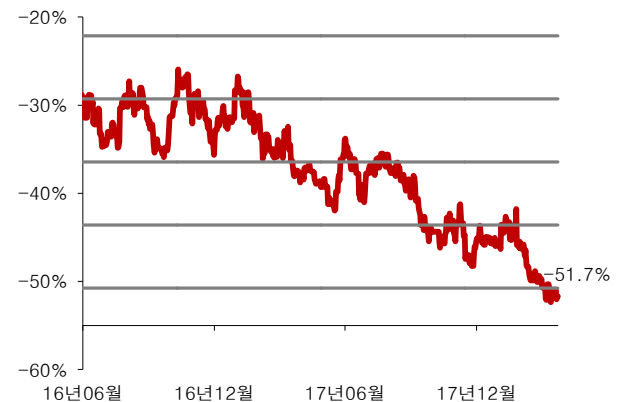
### 대림산업 12M Forward PBR 추이



자료: Bloomberg SK 증권

주: 그래프에서 눈금선은 밑에서부터 -2σ, -1σ, 평균, +1σ, +2σ를 의미

### 대림산업 KOSPI 대비 PBR 할증률



자료: Bloomberg SK 증권

## 4. 종목별 Snapshot

### (1) GS 건설 (A006360)

2018/04/02

투자의견 매수 (유지),

목표주가 40,000 원 (유지)

- GS 건설은 삼성엔지니어링 다음으로 금년도 가시권내 해외 수주가 많은 상황으로, 상반기 UAE 아로마틱스 30 억달러 (단독입찰), 하반기 태국 타이오일 50 억달러 (JGC, TR, GS 건설 컨소시엄), 인도네시아 발릭파판 정유 40 억달러 (3 개사 컨소시엄)등의 프로젝트에 입찰 예정
- 주택 매출액 확대에 따라 1 분기 매출액은 전년동기대비 5.7% 증가, 영업이익은 68.1% 증가할 것으로 예상되어 강력한 실적 턴어라운드 예상, SK 증권 대형 건설주 내 Top-picks 추천을 유지함

#### GS 건설 실적 Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	YoY (% %p)	4Q17	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	2,853.7	2,700.9	5.7	3,163.8	-9.8	2,753.9	3.6
영업이익	99.1	59.0	68.1	102.6	-3.4	104.3	-5.0
영업이익률 (%)	3.5	2.2	1.3	3.2	0.2	3.8	-0.3

주: FnGuide, SK증권

#### GS 건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	11,680	12,264	12,190	2,701	2,994	2,820	3,164	2,854	3,149	3,056	3,206
토목	1,298	1,235	1,195	292	344	290	372	280	316	284	355
플랜트	2,927	3,024	3,128	684	759	679	805	698	785	706	835
전력	729	747	804	155	185	241	148	171	198	195	183
건축/주택	6,645	7,177	6,982	1,550	1,685	1,591	1,819	1,684	1,829	1,850	1,813
Sales Growth (YoY %)	5.8	5.0	-0.6	2.3	10.6	9.5	1.6	5.7	5.2	8.3	1.3
토목	-6.1	-4.9	-3.2	-13.4	-5.5	-4.9	-1.3	-4.0	-8.1	-2.2	-4.7
플랜트	-28.7	3.3	3.4	-41.5	-23.1	-23.8	-24.1	2.1	3.4	4.0	3.7
전력	10.1	2.5	7.6	-12.9	17.8	91.3	-26.4	10.1	7.3	-18.9	23.5
건축/주택	38.0	8.0	-2.7	65.1	42.8	28.6	24.8	8.7	8.5	16.3	-0.3
매출총이익률 (%)	6.9	8.3	9.8	5.8	6.3	8.7	6.7	7.1	7.7	9.0	9.4
토목	3.5	3.6	3.7	6.5	7.1	1.7	-0.8	2.9	3.5	4.0	3.9
플랜트	-11.4	-5.0	0.0	-23.1	-12.3	-4.1	-6.9	-7.5	-8.1	-3.2	-1.5
전력	-4.2	-4.0	3.0	-6.1	-11.4	14.9	-24.2	-21.7	-1.4	2.1	3.2
건축/주택	16.8	16.0	16.0	19.6	16.6	14.6	16.7	16.7	16.2	15.2	16.0
영업이익	319	519	696	59	86	71	103	99	115	152	153
영업이익률 (%)	2.7	4.2	5.7	2.2	2.9	2.5	3.3	3.5	3.6	5.0	4.8
지배주주순이익	-158	249	346	-68	9	-10	-89	43	63	75	69
순이익률 (%)	-1.4	2.0	2.8	-2.5	0.3	-0.4	-2.8	1.5	2.0	2.5	2.1

자료: GS 건설, SK 증권



## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	9,737	10,380	11,015	11,554	12,347
현금및현금성자산	2,356	2,626	2,852	3,079	3,666
매출채권 및 기타채권	4,777	5,120	5,376	5,678	5,830
재고자산	825	779	863	875	887
<b>비유동자산</b>	3,640	3,579	3,590	3,661	3,734
장기금융자산	901	919	937	956	975
유형자산	978	996	1,011	1,025	1,037
무형자산	194	169	181	175	178
<b>자산총계</b>	13,377	13,958	14,605	15,214	16,081
<b>유동부채</b>	7,225	7,496	7,796	7,755	8,097
단기금융부채	1,486	1,449	1,409	1,232	1,228
매입채무 및 기타채무	3,868	3,989	4,123	4,033	4,129
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,798	3,181	3,229	3,488	3,581
장기금융부채 (사채+장차)	1,777	2,117	2,058	2,225	2,218
장기매입채무 및 기타채무	34	35	35	36	36
장기충당부채	464	488	536	563	591
<b>부채총계</b>	10,023	10,677	11,025	11,242	11,677
<b>지배주주지분</b>	3,279	3,212	3,509	3,902	4,333
자본금	355	355	397	397	397
자본잉여금	611	611	611	611	611
기타자본구성요소	-143	-76	-76	-76	-76
자기주식	-76	-76	-76	-76	-76
이익잉여금	2,504	2,351	2,605	2,999	3,430
비지배주주지분(연결)	74	69	72	70	71
<b>자본총계</b>	3,353	3,281	3,580	3,972	4,404
<b>부채외자본총계</b>	13,377	13,958	14,605	15,214	16,081

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	81	-116	239	175	545
당기순이익(손실)	-20	-153	255	393	431
비현금수익비용가감	273	278	255	251	245
유형자산감가상각비	58	57	59	61	62
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	251	251	251	251	251
운전자본감소(증가)	-172	-241	-270	-469	-132
매출채권의감소(증가)	-198	-343	-256	-302	-152
재고자산의감소(증가)	-65	46	-84	-12	-13
매입채무의증가(감소)	156	121	134	-91	97
기타	-65	-65	-65	-65	-65
법인세납부	-16	-49	-48	-38	-45
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-249	-120	-158	-139	-149
금융자산감소(증가)	-114	-24	-24	-24	-25
유형자산처분(취득)	5	5	5	5	5
무형자산감소(증가)	-14	25	-12	6	-3
기타투자활동	-47	-47	-47	-47	-47
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	78	489	127	175	175
단기금융부채의 증가(감소)	-106	-36	-41	-177	-4
장기금융부채의 증가(감소)	0	341	-59	167	-6
자본의 증가(감소)	0	0	42	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	185	185	185	185	185
<b>현금의 증가</b>	-72	270	226	227	587
기초현금	2,429	2,356	2,626	2,852	3,079
기말현금	2,356	2,626	2,852	3,079	3,666
FCF	2	-195	160	95	466

자료: GS건설 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	11,036	11,680	12,264	12,190	12,516
<b>매출원가</b>	10,547	10,876	11,242	10,995	11,259
<b>매출총이익</b>	488	803	1,022	1,195	1,257
매출총이익률(%)	4.4	6.9	8.3	9.8	10.0
<b>판매비와관리비</b>	345	484	503	500	513
<b>영업이익</b>	143	319	519	696	744
영업이익률(%)	1.3	2.7	4.2	5.7	5.9
조정영업이익	143	319	519	696	744
<b>비영업손익</b>	-122	-479	-190	-188	-187
순금융손익	-82	-85	-80	-78	-77
외환관련손익	23	3	23	23	23
관계기업등 투자손익	3	3	3	3	3
<b>세전계속사업이익</b>	21	-160	328	508	557
세전계속사업이익률(%)	0.2	-1.4	2.7	4.2	4.4
계속사업법인세	42	-7	74	114	125
<b>계속사업이익</b>	-20	-153	255	393	431
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-20	-153	255	393	431
순이익률(%)	-0.2	-1.3	2.1	3.2	3.4
지배주주	-26	-158	249	346	380
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	-1.4	2.0	2.8	3.0
비지배주주	5	5	5	47	52
<b>총포괄이익</b>	8	-182	225	364	402
지배주주	-3	64	-78	-127	-140
비지배주주	11	-246	304	491	542
EBITDA	149	325	526	703	752

## 주요투자지표

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	4.4	5.8	5.0	-0.6	2.7
영업이익	17.1	123.1	62.6	34.1	7.0
세전계속사업이익	-31.8	적전	흑전	54.6	9.7
EBITDA	16.0	118.8	61.6	33.8	7.0
EPS	적전	적지	흑전	38.8	9.7
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	-0.2	-1.1	1.8	2.6	2.8
ROE(%)	-0.6	-4.7	7.6	10.6	10.5
EBITDA마진(%)	1.3	2.8	4.3	5.8	6.0
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	134.8	138.5	141.3	149.0	152.5
부채비율(%)	298.9	325.4	307.9	283.0	265.2
순차입금/자기자본(%)	40.9	28.7	17.2	9.5	-5.0
EBITDA/이자비용(배)	1.2	2.5	4.3	5.8	6.2
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	-363	-2,227	3,138	4,355	4,777
BPS	43,453	42,861	41,864	46,888	52,274
CFPS	177	43	438	579	619
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	n/a	n/a	11.0	7.9	7.2
PER(최저)	n/a	n/a	8.2	5.9	5.4
PBR(최고)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	149.8	692.0	68.0	51.5	48.2
EV/EBITDA(최고)	24.3	10.4	6.4	4.4	3.4
EV/EBITDA(최저)	18.3	8.5	5.1	3.4	2.4

## (2) 현대산업 (A012630)

2018/04/02

투자의견 매수 (유지)

목표주가 60,000 원 (유지)

- 현대산업은 가장 주택 익스포저가 높은 건설사로, 1) 주택 볼륨 확대에 따른 이익 증가, 2) 자체주택 및 토목 부문 마진을 증가로 인해 실적 호조가 기대됨
- 1) 10 월 가계부채 대책 발표 이후로センチ먼트상 바닥을 다지고, 2) 실적 발표를 통해 호실적을 확인하면 현 주가 수준에서 Bottom Fishing 이 가능하다고 판단되어, SK 증권 대형 건설주 Top-picks 추천을 유지함
- 외주주택 매출 확대, GTX 착공 모멘텀에 따라 2020년까지 주택 매출액 성장세가 꺾이지 않을 것으로 예상되며, 1조원 이상의 보유 현금에 대한 리레이팅까지 감안한다면 밸류에이션 매력도 확대

## 현대산업 실적 Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	YoY (% %p)	4Q17	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	1,220.9	1,133.1	7.8	1,512.0	-19.3	1,280.9	-4.7
영업이익	141.9	141.0	0.6	192.3	-26.2	153.1	-7.3
영업이익률 (%)	11.6	12.4	-0.8	12.7	-1.1	12.0	-0.3

주: FnGuide, SK증권

## 현대산업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	5,359	5,807	6,055	1,133	1,364	1,349	1,512	1,221	1,509	1,476	1,601
별도	4,127	4,587	4,848	839	1,056	1,049	1,183	930	1,210	1,169	1,279
자체주택	1,069	1,047	1,013	222	286	237	324	222	288	248	289
비중 (%)	25.9	22.8	20.9	26.5	27.1	22.6	27.4	23.8	23.8	21.2	22.6
외주주택	2,186	2,675	2,775	441	551	570	624	522	694	710	748
토목	302	325	423	64	73	74	91	76	81	79	89
건축	377	346	440	73	91	111	102	70	89	88	99
기타	193	195	197	39	55	57	42	40	59	43	53
연결조정	1,232	1,219	1,207	294	308	300	329	291	300	307	322
Sales Growth (YoY %)	12.8	8.4	4.3	15.6	12.9	15.9	8.2	7.8	10.6	9.3	5.9
자체주택	-13.2	-2.0	-3.3	-18.1	-16.6	-24.0	5.9	-0.1	0.7	4.6	-10.7
외주주택	42.9	22.3	3.8	83.0	53.5	46.9	15.1	18.4	25.9	24.6	19.9
토목	-12.0	7.6	30.3	-22.9	-24.7	-7.5	9.6	18.7	10.9	7.2	-2.5
건축	62.5	-8.3	27.2	35.2	44.4	131.3	52.2	-4.4	-2.6	-20.7	-2.7
매출총이익	987	1,072	1,094	216	230	259	282	219	269	270	314
매출총이익률 (%)	18.4	18.5	18.1	19.1	16.9	19.2	18.7	17.9	17.8	18.3	19.6
별도	17.7	18.3	17.8	18.6	16.2	18.3	17.8	17.2	19.8	17.3	18.7
자체주택	30.1	29.9	30.1	31.1	28.7	29.0	31.4	30.2	31.1	29.2	29.3
외주주택	16.7	17.1	17.1	17.6	15.1	19.5	14.9	16.8	17.7	16.5	17.3
토목	5.9	6.1	6.5	12.9	3.6	6.2	2.7	5.1	6.3	6.3	6.4
건축	2.5	5.9	6.4	-0.1	1.9	3.3	4.1	4.1	5.6	5.5	7.7
영업이익	646	695	706	141	141	172	192	142	171	174	209
영업이익률 (%)	12.1	12.0	11.7	12.4	10.4	12.7	12.7	11.6	11.3	11.8	13.0
지배주주순이익	390	497	505	99	104	123	64	95	122	124	157
순이익률 (%)	7.3	8.6	8.3	8.8	7.6	9.1	4.2	7.8	8.1	8.4	9.8

자료: 현대산업, SK 증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,645	4,002	4,639	5,267	6,021
현금및현금성자산	1,152	1,325	1,530	1,632	1,804
매출채권 및 기타채권	1,070	1,321	1,511	1,244	1,631
재고자산	768	661	875	1,659	1,812
<b>비유동자산</b>	2,139	2,005	1,892	1,799	1,672
장기금융자산	442	442	442	442	442
유형자산	851	860	869	877	885
무형자산	16	16	16	16	16
<b>자산총계</b>	5,785	6,007	6,532	7,066	7,693
<b>유동부채</b>	2,264	2,128	2,174	2,212	2,283
단기금융부채	745	535	526	529	531
매입채무 및 기타채무	592	671	727	762	830
단기충당부채	5	5	5	5	5
<b>비유동부채</b>	766	773	784	803	823
장기금융부채 (사채+장차)	335	335	334	341	349
장기매입채무 및 기타채무	3	3	4	4	4
장기충당부채	212	223	234	245	258
<b>부채총계</b>	3,030	2,901	2,958	3,015	3,106
<b>지배주주지분</b>	2,622	2,960	3,413	3,874	4,393
자본금	377	377	377	377	377
자본잉여금	179	179	179	179	179
기타자본구성요소	-142	-142	-142	-142	-142
자기주식	-84	-84	-84	-84	-84
이익잉여금	2,186	2,524	2,976	3,437	3,956
비지배주주지분(연결)	133	146	161	177	195
<b>자본총계</b>	2,755	3,106	3,574	4,051	4,587
<b>부채와자본총계</b>	5,785	6,007	6,532	7,066	7,693

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	840	498	333	210	283
당기순이익(손실)	331	414	528	536	594
비현금수익비용가감	192	171	173	174	177
유형자산감가상각비	40	40	40	41	41
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	123	123	123	123	123
운전자본감소(증가)	316	-87	-369	-500	-488
매출채권의감소(증가)	39	-251	-190	267	-387
재고자산의감소(증가)	344	107	-214	-784	-153
매입채무의증가(감소)	-41	79	56	35	68
기타	-25	-22	-20	-18	-16
법인세납부	-85	-77	-69	-62	-56
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-89	-34	-36	-38	-39
금융자산감소(증가)	-34	19	17	15	14
유형자산처분(취득)	1	1	1	1	1
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타투자활동	-4	-4	-4	-4	-4
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-146	-291	-90	-70	-70
단기금융부채의 증가(감소)	-277	-210	-9	3	3
장기금융부채의 증가(감소)	174	-0	-0	7	7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-37	-75	-75	-75	-75
기타재무활동	-6	-5	-5	-5	-5
<b>현금의 증가</b>	605	172	206	101	172
기초현금	548	1,152	1,325	1,530	1,632
기말현금	1,152	1,325	1,530	1,632	1,804
FCF	790	448	283	160	233

자료: 현대산업 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	4,750	5,359	5,807	6,055	6,615
<b>매출원가</b>	3,855	4,372	4,734	4,961	5,405
<b>매출총이익</b>	895	987	1,072	1,094	1,210
매출총이익률(%)	18.8	18.4	18.5	18.1	18.3
<b>판매비와관리비</b>	378	341	377	388	423
<b>영업이익</b>	517	646	695	706	786
영업이익률(%)	10.9	12.1	12.0	11.7	11.9
<b>조정영업이익</b>	517	646	695	706	786
<b>비영업손익</b>	-58	-41	9	9	6
순금융손익	-16	-11	-13	-16	-18
외환관련손익	-3	12	12	12	12
관계기업등 투자손익	-6	4	4	7	7
<b>세전계속사업이익</b>	460	605	704	715	792
세전계속사업이익률(%)	9.7	11.3	12.1	11.8	12.0
<b>계속사업법인세</b>	129	192	176	179	198
<b>계속사업이익</b>	331	414	528	536	594
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	331	414	528	536	594
순이익률(%)	7.0	7.7	9.1	8.9	9.0
<b>지배주주</b>	307	390	497	505	560
지배주주귀속 순이익률(%)	6.5	7.3	8.6	8.3	8.5
<b>비지배주주</b>	24	24	31	31	35
<b>총포괄이익</b>	326	423	538	547	603
<b>지배주주</b>	302	392	498	506	558
<b>비지배주주</b>	24	31	40	40	44
EBITDA	559	687	737	748	829

## 주요투자지표

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	3.2	12.8	8.4	4.3	9.3
영업이익	32.8	24.9	7.6	1.6	11.4
세전계속사업이익	41.7	31.7	16.3	1.6	10.8
EBITDA	29.3	23.0	7.2	1.6	10.8
EPS	41.5	27.0	27.6	1.6	10.8
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	5.9	7.0	8.4	7.9	8.1
ROE(%)	13.3	14.8	16.6	14.7	14.4
EBITDA마진(%)	11.8	12.8	12.7	12.4	12.5
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	161.0	188.1	213.4	238.1	263.7
부채비율(%)	110.0	93.4	82.8	74.4	67.7
순차입금/자기자본(%)	-9.9	-14.6	-18.8	-18.8	-20.1
EBITDA/이자비용(배)	11.8	17.4	18.9	19.2	21.0
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	4,069	5,169	6,598	6,700	7,426
BPS	34,571	39,058	45,063	51,176	58,060
CFPS	390	472	587	596	655
주당 현금배당금	500	700	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	13.3	9.9	7.8	7.7	6.9
PER(최저)	8.5	6.4	5.0	4.9	4.4
PBR(최고)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	115.2	80.2	64.5	63.6	57.9
EV/EBITDA(최고)	6.7	5.0	4.3	4.2	3.6
EV/EBITDA(최저)	4.3	2.9	2.5	2.3	1.9

## (3) 현대건설 (A000720)

2018/04/02

투자 의견 매수 (유지)

목표주가 53,000 원 (유지)

- 상반기 단기 유가 상승 국면과 더불어 주요 발주처인 UAE 등의 해외 발주에 대한 모멘텀이 살아나고 있음. 해외 가이던스는 2017년 6.8조원에서 2018년 12.3조원으로 공격적으로 제시한 상황이며, 상반기 중 5~6억불 단위의 프로젝트가 단발적으로 낙찰 가시권내 있음. 따라서 하반기 수주가 몰려있는 타 사 대비 단기 주가 상승 매력도 역시 높다는 판단, SK 증권 대형 건설주 내 차선후주 추천을 유지함
- 현대차그룹 지배구조 이슈 관련 현대엔지니어링의 상장 및 합병 관련 리스크 요인 해소 역시 주가에 긍정적 모멘텀으로 작용할 것으로 기대

## 현대건설 실적 Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	YoY (% %p)	4Q17	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	4,056.4	4,129.7	-1.8	4,306.2	-5.8	4,021.3	0.9
영업이익	224.7	228.6	-1.7	210.0	7.0	235.9	-4.8
영업이익률 (%)	5.5	5.5	0.0	4.9	0.7	5.9	-0.3

주: FnGuide, SK증권

## 현대건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	16,854	17,475	18,299	4,139	4,208	4,243	4,264	4,056	4,308	4,363	4,747
국내	9,638	9,467	9,800	2,213	2,414	2,534	2,476	2,121	2,397	2,413	2,535
현대건설	6,027	6,254	6,211	1,320	1,521	1,624	1,562	1,382	1,587	1,630	1,656
현대엔지니어링	3,363	2,958	3,327	825	831	850	856	681	746	722	809
기타	247	255	262	68	62	60	58	59	64	62	70
해외	7,217	8,008	8,499	1,919	1,801	1,710	1,788	1,935	1,911	1,950	2,212
현대건설	4,107	4,120	4,325	1,152	1,021	971	963	997	1,000	1,010	1,112
현대엔지니어링	2,905	3,677	3,956	704	728	689	784	887	862	888	1,040
기타	205	211	218	63	51	50	41	51	50	51	60
현대건설	10,134	10,374	10,536	2,472	2,543	2,594	2,525	2,379	2,587	2,640	2,768
현대엔지니어링	6,268	6,634	7,283	1,529	1,559	1,540	1,640	1,568	1,608	1,610	1,849
기타	453	466	480	138	106	109	99	110	114	113	130
매출총이익률 (%)	10.6	10.6	10.6	11.2	10.8	10.3	10.2	9.7	10.3	11.1	11.0
국내	14.8	14.5	14.4	13.3	13.8	16.1	16.0	14.6	14.5	15.3	13.9
해외	5.1	5.9	6.2	8.8	7.2	1.7	2.3	4.4	5.1	6.0	7.7
현대건설	8.3	8.6	8.7	9.3	7.2	8.3	8.6	8.4	8.4	8.7	8.6
현대엔지니어링	13.7	13.6	13.8	13.6	15.6	13.5	12.2	13.3	14.0	13.4	13.8
영업이익	1,010	1,077	1,137	244	266	281	219	225	250	292	310
영업이익률 (%)	6.0	6.2	6.2	5.9	6.3	6.6	5.1	5.5	5.8	6.7	6.5
지배주주순이익	190	370	398	16	140	57	-23	78	75	102	115
순이익률 (%)	1.1	2.1	2.2	0.4	3.3	1.3	-0.5	1.9	1.7	2.3	2.4

자료: 현대건설 SK 증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	14,938	14,276	14,421	15,067	16,085
현금및현금성자산	2,150	2,473	2,474	2,602	2,782
매출채권 및 기타채권	7,122	6,372	6,463	6,768	7,294
재고자산	1,199	1,201	1,149	1,228	1,324
<b>비유동자산</b>	4,936	5,331	5,485	5,552	5,548
장기금융자산	682	689	696	703	710
유형자산	1,498	1,532	1,562	1,588	1,611
무형자산	810	810	810	810	810
<b>자산총계</b>	19,873	19,607	19,906	20,619	21,633
<b>유동부채</b>	8,750	8,230	7,944	8,072	8,389
단기금융부채	192	163	162	161	160
매입채무 및 기타채무	5,161	4,705	4,453	4,616	4,966
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,999	2,992	2,984	2,976	2,969
장기금융부채 (사채+장차)	1,968	1,959	1,950	1,940	1,931
장기매입채무 및 기타채무	43	43	43	43	43
장기충당부채	448	448	449	449	450
<b>부채총계</b>	11,749	11,221	10,928	11,049	11,358
<b>지배주주지분</b>	6,329	6,652	7,214	7,822	8,518
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,622	4,945	5,507	6,115	6,811
비지배주주지분(연결)	1,796	1,733	1,764	1,749	1,756
<b>자본총계</b>	8,125	8,385	8,978	9,570	10,275
<b>부채와자본총계</b>	19,873	19,607	19,906	20,619	21,633

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	1,087	613	280	407	459
당기순이익(손실)	732	379	617	664	752
비현금수익비용가감	647	647	659	671	683
유형자산감가상각비	136	140	145	148	151
무형자산상각비	54	54	54	54	54
기타	450	450	450	450	450
운전자본감소(증가)	-292	-413	-996	-927	-976
매출채권의감소(증가)	581	750	-91	-305	-526
재고자산의감소(증가)	283	-1	52	-79	-95
매입채무의증가(감소)	211	-456	-251	163	350
기타	-1,367	-705	-705	-705	-705
법인세납부	-200	-200	-200	-200	-200
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-775	-104	-122	-122	-122
금융자산감소(증가)	-622	44	26	26	26
유형자산처분(취득)	4	4	4	4	4
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0	0
기타투자활동	26	26	26	26	26
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-177	-204	-175	-175	-175
단기금융부채의 증가(감소)	-273	-87	-58	-57	-57
장기금융부채의 증가(감소)	204	-9	-9	-9	-9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-56	-56	-56	-56	-56
기타재무활동	-53	-53	-53	-53	-53
<b>현금의 증가</b>	153	323	1	128	180
기초현금	1,997	2,150	2,473	2,474	2,602
기말현금	2,150	2,473	2,474	2,602	2,782
FCF	908	435	102	229	280

자료: 현대건설 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	18,825	16,854	17,475	18,299	19,720
<b>매출원가</b>	16,895	15,063	15,629	16,357	17,599
<b>매출총이익</b>	1,930	1,791	1,845	1,942	2,121
매출총이익률(%)	10.3	10.6	10.6	10.6	10.8
<b>판매비와관리비</b>	771	781	769	805	868
<b>영업이익</b>	1,159	1,010	1,077	1,137	1,254
영업이익률(%)	6.2	6.0	6.2	6.2	6.4
조정영업이익	1,159	1,010	1,077	1,137	1,254
<b>비영업손익</b>	-177	-448	-253	-252	-251
순금융손익	-8	15	17	18	19
외환관련손익	77	74	71	68	65
관계기업등 투자손익	-6	-6	-6	-6	-6
<b>세전계속사업이익</b>	981	562	823	885	1,003
세전계속사업이익률(%)	5.2	3.3	4.7	4.8	5.1
계속사업법인세	250	183	206	221	251
<b>계속사업이익</b>	732	379	617	664	752
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	732	379	617	664	752
순이익률(%)	3.9	2.2	3.5	3.6	3.8
지배주주	572	190	370	398	451
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.1	2.1	2.2	2.3
비지배주주	160	174	247	265	301
<b>총포괄이익</b>	842	453	691	738	826
지배주주	664	357	545	582	652
비지배주주	178	96	146	156	175
EBITDA	1,349	1,205	1,275	1,339	1,459

## 주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	-2.1	-10.5	3.7	4.7	7.8
영업이익	6.4	-12.8	6.6	5.6	10.3
세전계속사업이익	9.3	-42.7	46.4	7.5	13.3
EBITDA	5.0	-10.7	5.8	5.0	9.0
EPS	35.9	-66.9	95.4	7.5	13.3
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	3.7	1.9	3.1	3.3	3.6
ROE(%)	12.1	5.8	8.9	8.8	9.2
EBITDA마진(%)	7.2	7.1	7.3	7.3	7.4
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	170.7	173.5	181.5	186.6	191.7
부채비율(%)	144.6	133.8	121.7	115.4	110.5
순차입금/자기자본(%)	-0.2	-4.2	-4.0	-5.2	-6.7
EBITDA/이자비용(배)	15.5	14.7	15.7	16.5	18.1
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	5,133	1,700	3,323	3,572	4,049
BPS	56,786	59,687	64,726	70,179	76,427
CFPS	1,355	1,006	1,249	1,299	1,390
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	8.8	30.0	15.3	14.3	12.6
PER(최저)	5.3	20.1	10.3	9.6	8.5
PBR(최고)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	31.6	42.3	34.1	32.8	30.6
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.4	4.2	3.9	3.4
EV/EBITDA(최저)	2.2	2.9	2.7	2.5	2.1

## (4) 삼성엔지니어링 (A028050)

2018/04/02

투자 의견 중립 (유지)

목표주가 13,000 원 (유지)

- 삼성엔지니어링은 현안 프로젝트가 완전히 해소되는 2019 년부터는 매출과 이익의 가파른 증가가 예상되며, Captive 로 대변되는 비화공 부문의 안정적 마진 지속이 화공부문의 변동성을 방어할 것으로 보임
- 삼성엔지니어링 2019E PBR 은 2.9X, PER 은 23.4 X 로, Pure EPC Player 이기 때문에 유가 상승 국면에서 타 종목보다 주가가 단기에 가파른 상승세를 보임. 이미 지난해 오만 두둑 정유, 바레인 밥코 정유 및 올해 UAE POC 등의 굵직한 프로젝트를 수주한 바, 인력 Capa 를 감안할 때 2018 년 신규 수주 증가율이 2017 년보다 높지는 않을 것으로 보여 밸류에이션이 할증에 대해서는 고민스러움

## 삼성엔지니어링 실적 Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	YoY (% %p)	4Q17	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	1,298.5	1,618.9	-19.8	1,267.1	2.5	1,306.9	-0.6
영업이익	24.2	12.4	95.1	6.8	255.0	27.3	-11.4
영업이익률 (%)	1.9	0.8	1.1	0.5	1.3	2.1	-0.2

주: FnGuide, SK증권

## 삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	5,536	5,414	5,821	1,619	1,356	1,294	1,267	1,298	1,317	1,317	1,483
화공	2,110	2,471	2,685	707	517	515	371	643	534	622	672
비화공	3,426	2,943	3,136	912	839	779	896	655	783	694	811
Sales Growth (YoY %)	-21.0	-2.2	7.5	9.8	-27.9	-20.6	-37.4	-19.8	-2.9	1.7	17.0
화공	-35.9	17.1	8.7	-12.5	-36.3	-28.6	-60.9	-9.0	3.2	20.7	81.2
비화공	-7.9	-14.1	6.5	36.9	-21.4	-14.3	-16.7	-28.1	-6.7	-10.9	-9.5
매출총이익률 (%)	6.5	8.1	9.3	6.1	7.2	7.5	5.4	7.1	7.8	7.2	9.9
화공	-12.3	-4.0	0.0	-5.5	-3.3	-5.6	-47.2	-4.3	-7.7	-4.9	0.0
비화공	18.1	18.2	17.3	15.1	13.7	16.1	27.2	18.3	18.4	18.1	18.0
영업이익	47	139	222	12	12	15	7	24	31	23	61
영업이익률 (%)	0.8	2.6	3.8	0.8	0.9	1.2	0.5	1.9	2.4	1.7	4.1
지배주주순이익	-52	88	152	-44	32	7	-40	11	19	20	38
순이익률 (%)	-0.9	1.6	2.6	-2.7	2.3	0.5	-3.2	0.9	1.4	1.5	2.6

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권



## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,658	2,177	2,255	2,401	2,834
현금및현금성자산	882	299	429	447	580
매출채권 및 기타채권	2,360	1,517	1,469	1,579	1,841
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	1,862	2,788	2,508	2,326	2,248
장기금융자산	55	55	55	55	55
유형자산	657	629	604	582	562
무형자산	96	96	96	96	96
<b>자산총계</b>	5,520	4,964	4,763	4,727	5,083
<b>유동부채</b>	4,314	3,796	3,507	3,319	3,435
단기금융부채	1,452	1,244	1,038	715	479
매입채무 및 기타채무	2,582	2,268	2,182	2,314	2,664
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	210	210	209	209	209
장기금융부채 (사채+장차)	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	5	5	5	5
<b>부채총계</b>	4,524	4,005	3,716	3,528	3,644
<b>지배주주지분</b>	1,011	973	1,063	1,217	1,460
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	454	454	454	454	454
기타자본구성요소	-193	-193	-193	-193	-193
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-198	-250	-162	-10	230
비지배주주지분(연결)	-15	-14	-15	-18	-21
<b>자본총계</b>	996	959	1,047	1,199	1,439
<b>부채와자본총계</b>	5,520	4,964	4,763	4,727	5,083

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	188	-447	263	269	296
당기순이익(손실)	9	-52	88	152	240
비현금수익비용가감	-79	-41	-39	-36	-32
유형자산감가상각비	48	47	44	41	39
무형자산상각비	30	30	30	30	30
기타	-217	-217	-217	-217	-217
운전자본감소(증가)	258	-354	214	153	88
매출채권의감소(증가)	-84	-843	-48	110	262
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	166	313	87	-132	-350
기타	175	175	175	175	175
법인세납부	-74	-74	-74	-74	-74
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	94	66	66	66	66
금융자산감소(증가)	43	1	1	1	1
유형자산처분(취득)	5	5	5	5	5
무형자산감소(증가)	-14	0	0	0	0
기타투자활동	83	83	83	83	83
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-102	-208	-206	-323	-236
단기금융부채의 증가(감소)	-1,327	-208	-206	-323	-236
장기금융부채의 증가(감소)	-59	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1,284	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	186	-583	130	18	132
기초현금	696	882	299	429	447
기말현금	882	299	429	447	580
FCF	164	-472	239	245	272

자료: 삼성엔지니어링, SK증권

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	7,009	5,536	5,414	5,821	6,788
<b>매출원가</b>	6,527	5,175	4,977	5,280	6,077
<b>매출총이익</b>	482	361	437	542	711
매출총이익률(%)	6.9	6.5	8.1	9.3	10.5
<b>판매비와관리비</b>	412	314	298	320	373
<b>영업이익</b>	70	47	139	222	337
영업이익률(%)	1.0	0.8	2.6	3.8	5.0
<b>조정영업이익</b>	70	47	139	222	337
<b>비영업손익</b>	-14	-77	-21	-19	-17
순금융손익	-11	-0	2	3	5
외환관련손익	-2	-42	-42	-42	-42
관계기업등 투자손익	5	5	5	5	5
<b>세전계속사업이익</b>	56	-30	118	202	320
세전계속사업이익률(%)	0.8	-0.5	2.2	3.5	4.7
<b>계속사업법인세</b>	47	22	29	51	80
<b>계속사업이익</b>	9	-52	88	152	240
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	9	-52	88	152	240
순이익률(%)	0.1	-0.9	1.6	2.6	3.5
<b>지배주주</b>	26	-52	88	152	240
지배주주귀속 순이익률(%)	0.4	-0.9	1.6	2.6	3.5
<b>비지배주주</b>	-16	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-36	-57	91	153	251
<b>지배주주</b>	-20	-32	50	84	139
<b>비지배주주</b>	-16	-26	41	69	113
<b>EBITDA</b>	149	124	213	293	406

## 주요투자지표

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	8.8	-21.0	-2.2	7.5	16.6
영업이익	흑전	-33.0	196.3	59.3	52.3
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	71.6	58.2
EBITDA	흑전	-16.6	72.0	37.5	38.7
EPS	흑전	적전	흑전	71.6	58.2
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	0.2	-1.0	1.8	3.2	4.9
ROE(%)	2.7	-5.3	8.7	13.3	17.9
EBITDA마진(%)	2.1	2.2	3.9	5.0	6.0
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	84.8	57.3	64.3	72.3	82.5
부채비율(%)	454.1	417.7	354.8	294.3	253.3
순차입금/자기자본(%)	-16.2	33.5	8.8	-2.2	-18.0
EBITDA/이자비용(배)	5.5	10.6	21.4	35.7	62.8
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	131	-266	451	774	1,224
BPS	4,669	4,476	4,933	5,719	6,961
CFPS	212	149	287	348	434
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	113.8	n/a	41.9	24.4	15.4
PER(최저)	67.9	n/a	39.8	23.2	14.7
PBR(최고)	2.9	3.8	3.5	3.0	2.5
PBR(최저)	1.7	3.6	3.3	2.9	2.4
PCR	48.5	121.2	63.1	52.1	41.8
EV/EBITDA(최고)	25.9	n/a	8.2	4.8	3.0
EV/EBITDA(최저)	20.0	n/a	7.8	4.5	2.9

## (5) 대우건설 (A047040)

2018/04/02

투자의견 매수 (유지)

목표주가 8,000 원 (유지)

- 대우건설은 4 분기 모로코 SAFI 발전에서의 사고 이후 해외 실적에 대한 불확실성 확대와, 호반건설의 입찰 포기에 따른 매각 모멘텀이 사라지면서 주가가 다소 방향성을 잃은 상황. 그러나 주택 이익 증가 및 해외 부문 점진적인 마진 개선으로 '그럭저럭 나쁘지 않은' 펀더멘탈을 보유하고 있다는 판단에 따라, 현 주가는 지나친 과매도 구간이라는 판단

## 대우건설 실적 Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	YoY (% , %p)	4Q17	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	2428.3	2640.1	-8.0	2,914.6	-16.7	2,500.7	-2.9
영업이익	119.6	221.1	-45.9	-151.5	흑전	161.0	-25.7
영업이익률 (%)	4.9	8.4	-3.5	-5.2	10.1	6.4	-1.5

주: FnGuide, SK증권

## 대우건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	11,767	10,541	11,197	2,640	3,114	3,098	2,915	2,428	2,795	2,641	2,676
주택	4,212	4,724	4,567	923	1,157	1,050	1,084	1,038	1,276	1,162	1,248
토목	1,041	923	1,082	262	296	240	244	212	243	223	245
건축	2,508	2,249	2,365	517	614	672	705	504	579	582	585
플랜트	1,131	445	740	206	302	334	290	110	121	133	81
해외	2,425	1,945	2,176	690	697	544	494	501	514	476	453
기타	14	14	17	3	4	4	4	4	4	4	4
연결	435	240	250	40	45	255	95	60	60	60	60
Sales Growth (YoY %)	6.0	-10.4	6.2	3.2	2.8	10.4	7.5	-8.0	-10.2	-14.8	-8.2
주택	20.6	12.1	-3.3	38.8	18.9	23.6	7.8	12.5	10.3	10.7	15.1
토목	-12.9	-11.3	17.3	1.8	-3.2	-19.7	-26.8	-19.0	-17.9	-6.9	0.4
건축	10.8	-10.3	5.1	8.9	10.5	18.2	6.0	-2.5	-5.8	-13.4	-17.0
플랜트	72.5	-60.7	66.2	85.4	100.3	99.1	27.9	-46.6	-60.0	-60.1	-71.9
해외	-27.4	-19.8	11.9	-32.8	-30.8	-38.2	16.1	-27.4	-26.3	-12.4	-8.2
매출총이익률 (%)	7.1	8.9	10.9	11.7	10.3	6.9	-0.4	7.8	9.2	9.1	9.3
주택	17.2	17.0	17.1	17.5	18.4	16.3	16.7	16.7	17.2	16.6	17.4
토목	2.0	2.6	2.8	4.4	0.7	-0.1	3.2	2.8	2.5	2.3	2.7
건축	13.1	13.0	13.4	14.3	8.6	15.2	14.2	12.4	12.7	13.4	13.3
플랜트	6.8	6.9	7.2	7.8	10.4	4.9	4.5	6.6	6.2	7.0	7.9
해외	-17.4	-15.0	-2.5	5.8	2.6	-26.8	-67.9	-15.6	-13.6	-13.5	-17.5
영업이익	437	583	846	221	246	114	-143	120	169	150	145
영업이익률 (%)	3.7	5.5	7.6	8.4	7.9	3.7	-4.9	4.9	6.0	5.7	5.4
지배주주순이익	266	369	573	192	131	89	-147	86	105	89	89
순이익률 (%)	2.3	3.5	5.1	7.3	4.2	2.9	-5.1	3.5	3.8	3.4	3.3

자료: 대우건설 SK 증권



## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	6,796	7,453	6,428	7,306	7,454
현금및현금성자산	335	620	307	848	1,143
매출채권 및 기타채권	3,712	3,933	3,494	3,681	3,592
재고자산	1,126	1,193	1,069	1,135	1,108
<b>비유동자산</b>	1,936	1,559	2,817	2,582	3,009
장기금융자산	743	736	728	721	714
유형자산	926	1,134	1,319	1,478	1,614
무형자산	120	120	120	120	120
<b>자산총계</b>	8,732	9,012	9,246	9,888	10,463
<b>유동부채</b>	4,127	4,131	3,984	4,043	4,024
단기금융부채	1,156	1,169	1,183	1,196	1,210
매입채무 및 기타채무	1,327	1,318	1,158	1,203	1,169
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,608	2,619	2,631	2,642	2,654
장기금융부채 (사채+장차)	951	956	960	965	969
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	334	338	341	344	348
<b>부채총계</b>	6,735	6,750	6,615	6,685	6,677
<b>지배주주지분</b>	1,956	2,215	2,576	3,137	3,707
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
기타자본구성요소	-99	-99	-99	-99	-99
자기주식	-102	-102	-102	-102	-102
이익잉여금	-397	-132	236	809	1,391
비지배주주지분(연결)	41	47	54	66	78
<b>자본총계</b>	1,998	2,262	2,631	3,203	3,785
<b>부채와자본총계</b>	8,732	9,012	9,246	9,888	10,463

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	60	549	-49	804	558
당기순이익(손실)	-755	264	369	573	582
비현금수익비용가감	326	305	302	341	377
유형자산감가상각비	67	83	107	133	156
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	237	190	152	152	152
운전자본감소(증가)	489	-21	-720	-109	-401
매출채권의감소(증가)	414	221	-439	187	-89
재고자산의감소(증가)	-167	67	-124	67	-27
매입채무의증가(감소)	560	9	160	-45	33
기타	-318	-318	-318	-318	-318
법인세납부	-24	-14	-8	-15	-12
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-330	-330	-330	-330	-330
금융자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5	-5
유형자산처분(취득)	6	6	6	6	6
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-33	-33	-33	-33	-33
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	66	66	66	66	66
단기금융부채의 증가(감소)	13	13	14	14	14
장기금융부채의 증가(감소)	5	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	48	48	48	48	48
<b>현금의 증가</b>	-204	285	-313	541	295
기초현금	539	335	620	307	848
기말현금	335	620	307	848	1,143
FCF	-238	251	-347	506	260

자료: 대우건설 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	11,106	11,767	10,541	11,197	10,926
<b>매출원가</b>	11,011	10,935	9,604	9,975	9,701
<b>매출총이익</b>	95	832	936	1,221	1,225
매출총이익률(%)	0.9	7.1	8.9	10.9	11.2
<b>판매비와관리비</b>	562	394	353	375	366
<b>영업이익</b>	-467	437	583	846	858
영업이익률(%)	-4.2	3.7	5.5	7.6	7.9
<b>조정영업이익</b>	-467	437	583	846	858
<b>비영업손익</b>	-544	-118	-107	-107	-108
순금융손익	-68	-68	-68	-69	-69
외환관련손익	-13	-13	-13	-13	-13
관계기업등 투자손익	-6	-7	-7	-7	-7
<b>세전계속사업이익</b>	-1,011	320	476	739	751
세전계속사업이익률(%)	-9.1	2.7	4.5	6.6	6.9
<b>계속사업법인세</b>	-256	58	107	166	169
<b>계속사업이익</b>	-755	264	369	573	582
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-755	264	369	573	582
순이익률(%)	-6.8	2.2	3.5	5.1	5.3
<b>지배주주</b>	-736	266	369	573	582
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.6	2.3	3.5	5.1	5.3
<b>비지배주주</b>	-19	-1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-724	233	338	541	551
<b>지배주주</b>	-704	227	328	527	536
<b>비지배주주</b>	-20	6	9	15	15
EBITDA	-390	531	700	989	1,024

## 주요투자지표

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	12.3	6.0	-10.4	6.2	-2.4
영업이익	적전	흑전	33.3	45.1	1.4
세전계속사업이익	적전	흑전	47.7	55.2	1.6
EBITDA	적전	흑전	31.9	41.3	3.5
EPS	적전	흑전	38.9	55.2	1.6
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	-8.0	3.0	4.0	6.0	5.7
ROE(%)	-32.2	12.7	15.4	20.0	17.0
EBITDA마진(%)	-3.5	4.5	6.6	8.8	9.4
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	164.7	180.4	161.3	180.7	185.3
부채비율(%)	337.1	298.4	251.4	208.7	176.4
순차입금/자기자본(%)	88.3	65.8	68.9	40.0	26.3
EBITDA/이자비용(배)	-4.2	5.9	7.7	10.8	11.2
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	-1,770	639	887	1,378	1,400
BPS	4,417	5,040	5,909	7,258	8,629
CFPS	-664	372	500	730	761
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	n/a	8.3	6.0	3.9	3.8
PER(최저)	n/a	8.1	5.9	3.8	3.7
PBR(최고)	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6
PBR(최저)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
PCR	-7.9	14.2	10.5	7.2	6.9
EV/EBITDA(최고)	n/a	7.0	5.7	3.5	3.1
EV/EBITDA(최저)	n/a	6.9	5.7	3.5	3.1

## (6) 대림산업 (A000210)

2018/04/02

투자의견 매수 (유지)

목표주가 100,000 원 (하향)

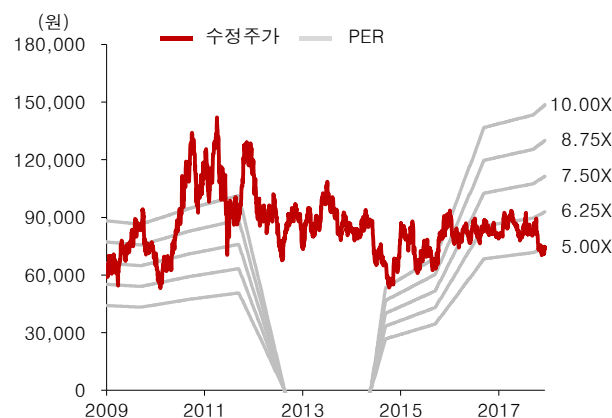
- 대림산업은 주택 매출 감소와 유희부문 성장성 둔화에도 불구하고, 보수적인 추정 대비 토목 원가율 개선 속도가 빠를 것을 감안하여 2018 년 영업이익을 증익으로 추정 변경함. 영업외단의 미착공 PF 사이트에 대한 평가손이 선제적으로 반영되었기 때문에, 영업외 변동성 역시 크게 줄어드는 한 해가 될 것으로 기대됨. 여타 건설사 대비 안정적인 손익 구조로 밸류에이션 하방을 다지는 상황
- 다만, 해외 수주 턴어라운드 국면에서 이란의 지정학적 리스크 확대로 신규 수주에 대한 모멘텀이 경쟁 건설사와는 방향성을 달리하는 점을 감안, 목표 배수를 기존 0.8X 에서 0.7X 로 하향 조정함. 이에 따라 목표주가를 기존 120,000 원에서 100,000 원으로 하향 조정했으나, 현 주가 수준에서 밸류에이션 매력도 확대

## 대림산업 목표주가 재산정

	2016	2017P	2018E	2019E
BPS (원)	119,454	121,769	134,919	150,082
BPS Growth (%)	6.1	1.9	10.8	11.2
PBR (X)	0.61	0.74	0.62	0.56
ROE (%)	5.1	6.5	11.0	11.5
Target BPS (원)	139,973	12M Forward BPS		
Target PBR (X)	0.7	대형 건설주 2018E 평균 PBR		
목표주가 (원)	100,000			
현재주가 (원 03/30)	74,400			
Upside (%)	34.4			
기존 목표주가 (원)	120,000			
변동률 (%)	-16.7			

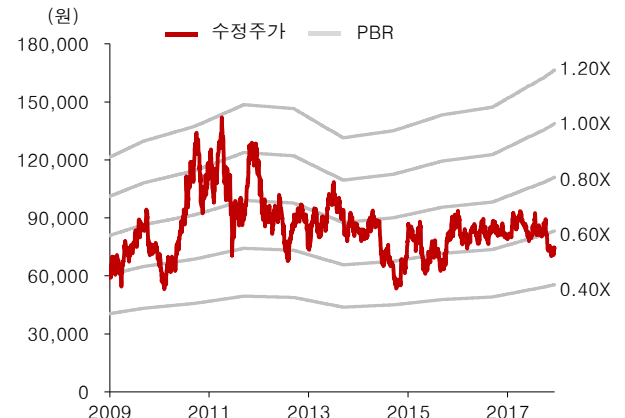
자료: FnGuide, SK 증권

대림산업 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

대림산업 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

## 대림산업 실적 Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	YoY (% , %p)	4Q17	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	2,234.4	2,511.4	-11.0	3,290.7	-32.1	2,497.2	-10.5
영업이익	125.7	114.0	10.3	91.6	37.3	131.6	-4.4
영업이익률 (%)	5.6	4.5	1.1	2.8	2.8	5.3	0.4

주: FnGuide, SK증권

## 대림산업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	12,333	10,334	10,331	2,511	3,106	3,427	3,288	2,234	2,640	2,721	2,739
건설	10,027	7,679	7,619	2,001	2,610	2,769	2,648	1,561	1,972	2,055	2,090
토목	1,207	1,185	1,092	278	300	343	286	271	297	308	309
플랜트	2,351	1,116	1,037	512	640	593	607	272	294	267	284
건축	6,469	5,377	5,490	1,211	1,670	1,833	1,755	1,018	1,381	1,481	1,497
유화	1,162	1,150	1,162	304	287	290	281	297	291	289	273
연결	1,143	1,505	1,550	207	210	368	359	376	376	376	376
Sales Growth (YoY %)	25.2	-16.2	-0.0	11.4	21.2	39.5	27.5	-11.0	-15.0	-20.6	-16.7
건설	32.8	-23.4	-0.8	21.4	35.7	46.3	27.0	-22.0	-24.4	-25.8	-21.1
토목	-11.4	-1.8	-7.9	-10.1	-13.2	7.4	-26.2	-2.5	-0.8	-10.4	8.0
플랜트	20.1	-52.5	-7.1	-3.2	28.8	34.3	23.7	-46.8	-54.1	-55.0	-53.2
건축	52.9	-16.9	2.1	49.5	54.4	61.9	45.4	-15.9	-17.3	-19.2	-14.7
유화	8.1	-1.0	1.0	11.2	2.6	6.7	12.6	-2.4	1.7	-0.3	-3.0
매출총이익률 (%)	9.7	10.9	8.8	10.7	10.2	10.2	7.9	10.9	10.8	10.7	11.0
토목	-15.7	-7.0	0.0	-4.5	-19.1	-4.9	-35.9	-9.8	-8.3	-7.4	-3.0
플랜트	6.6	7.5	7.8	7.2	10.2	7.2	1.7	7.2	7.6	7.5	7.6
건축	11.7	11.2	11.4	10.2	11.9	10.6	13.6	11.5	11.3	11.2	11.0
유화	20.1	19.0	19.5	20.2	21.4	21.6	17.1	19.7	19.4	18.8	18.1
영업이익	547	563	687	114	143	197	93	126	140	154	143
건설	217	362	480	36	95	122	-36	64	93	97	107
유화	139	111	115	40	38	38	22	29	27	26	28
영업이익률 (%)	4.4	5.5	6.7	4.5	4.6	5.8	2.8	5.6	5.3	5.6	5.2
건설	2.2	4.7	6.3	1.8	3.7	4.4	-1.3	4.1	4.7	4.7	5.1
유화	12.0	9.7	9.9	13.3	13.3	13.2	7.9	9.9	9.3	9.1	9.1
지배주주순이익	496	553	636	139	102	289	-33.8	123	138	151	140.9
순이익률 (%)	4.0	5.3	6.2	5.5	3.3	8.4	-1.0	5.5	5.2	5.5	5.1

자료: 대림산업, SK 증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	6,496	7,667	6,804	7,571	8,074
현금및현금성자산	1,577	1,686	1,699	2,178	2,519
매출채권 및 기타채권	2,913	3,717	3,114	3,396	3,506
재고자산	902	1,014	849	849	877
<b>비유동자산</b>	5,896	5,602	6,480	6,392	6,631
장기금융자산	969	978	988	998	1,008
유형자산	1,964	2,113	2,239	2,350	2,448
무형자산	61	61	61	61	61
<b>자산총계</b>	12,392	13,269	13,285	13,963	14,705
<b>유동부채</b>	4,787	5,634	5,081	5,153	5,258
단기금융부채	449	454	459	453	446
매입채무 및 기타채무	3,126	3,967	3,407	3,485	3,595
단기충당부채	126	127	129	130	131
<b>비유동부채</b>	2,459	2,470	2,481	2,443	2,406
장기금융부채 (사채+장차)	1,929	1,937	1,945	1,905	1,864
장기매입채무 및 기타채무	93	94	95	96	97
장기충당부채	133	134	135	137	138
<b>부채총계</b>	7,246	8,104	7,562	7,597	7,664
<b>지배주주지분</b>	4,611	4,700	5,208	5,793	6,407
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	539	539	539
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,918	4,418	4,976	5,619	6,293
비지배주주지분(연결)	534	465	515	573	634
<b>자본총계</b>	5,145	5,165	5,723	6,366	7,041
<b>부채와자본총계</b>	12,392	13,269	13,285	13,963	14,705

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	147	307	211	738	599
당기순이익(손실)	293	511	570	655	686
비현금수익비용가감	400	383	510	540	547
유형자산감가상각비	102	106	122	137	151
무형자산상각비	7	7	7	7	7
기타	532	532	532	532	532
운전자본감소(증가)	-546	-587	-869	-457	-634
매출채권의감소(증가)	-473	803	-602	282	110
재고자산의감소(증가)	-0	112	-164	-0	27
매입채무의증가(감소)	589	-841	560	-77	-110
기타	-662	-662	-662	-662	-662
법인세납부	-168	-114	-130	-137	-127
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-699	-311	-311	-311	-311
금융자산감소(증가)	-364	15	15	15	16
유형자산처분(취득)	6	5	5	5	5
무형자산감소(증가)	-10	0	0	0	0
기타투자활동	-78	-78	-78	-78	-78
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-46	105	105	45	45
단기금융부채의 증가(감소)	-967	5	5	-6	-7
장기금융부채의 증가(감소)	829	8	8	-41	-41
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-12	-12	-12	-12
기타재무활동	104	104	104	104	104
<b>현금의 증가</b>	-591	108	13	479	341
기초현금	2,168	1,577	1,686	1,699	2,178
기말현금	1,577	1,686	1,699	2,178	2,519
FCF	-107	53	-43	484	345

자료: 대림산업 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

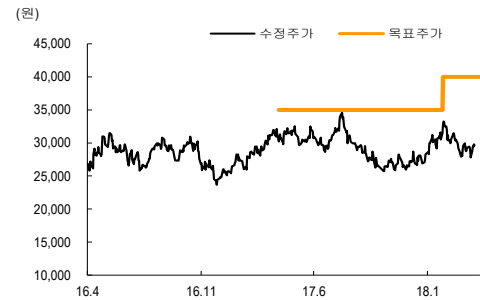
(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	9,854	12,333	10,334	10,331	10,666
<b>매출원가</b>	8,878	11,138	9,213	9,086	9,373
<b>매출총이익</b>	976	1,195	1,121	1,245	1,293
매출총이익률(%)	9.9	9.7	10.9	12.1	12.1
<b>판매비와관리비</b>	557	648	558	558	576
<b>영업이익</b>	419	547	563	687	717
영업이익률(%)	4.3	4.4	5.5	6.7	6.7
<b>조정영업이익</b>	419	547	563	687	717
<b>비영업손익</b>	17	149	196	186	198
순금융손익	-54	-48	-48	-47	-44
외환관련손익	19	112	108	96	105
관계기업등 투자손익	257	186	82	83	84
<b>세전계속사업이익</b>	436	696	759	873	915
세전계속사업이익률(%)	4.4	5.6	7.3	8.5	8.6
<b>계속사업법인세</b>	143	185	190	218	229
<b>계속사업이익</b>	293	511	570	655	686
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	293	511	570	655	686
순이익률(%)	3.0	4.1	5.5	6.3	6.4
<b>지배주주</b>	265	496	553	636	666
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	4.0	5.3	6.2	6.2
<b>비지배주주</b>	28	15	17	19	20
<b>총포괄이익</b>	267	537	596	681	712
지배주주	242	487	540	618	646
비지배주주	25	50	55	63	66
EBITDA	528	659	693	832	874

## 주요투자지표

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	3.6	25.2	-16.2	-0.0	3.2
영업이익	54.3	30.4	3.0	22.0	4.3
세전계속사업이익	0.0	59.4	9.2	15.0	4.8
EBITDA	47.1	24.9	5.1	20.1	5.1
EPS	28.3	86.9	11.4	15.0	4.8
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	2.4	4.0	4.3	4.8	4.8
ROE(%)	6.5	11.0	11.5	11.9	11.3
EBITDA마진(%)	5.4	5.3	6.7	8.0	8.2
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	135.7	136.1	133.9	146.9	153.5
부채비율(%)	140.8	156.9	132.1	119.3	108.9
순차입금/자기자본(%)	15.6	13.6	12.2	2.7	-3.1
EBITDA/이자비용(배)	5.6	7.5	7.9	9.5	10.2
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	6,873	12,848	14,320	16,465	17,254
BPS	119,454	121,769	134,919	150,082	165,984
CFPS	572	794	869	970	1,014
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	13.7	7.3	6.5	5.7	5.4
PER(최저)	9.0	5.5	4.9	4.3	4.1
PBR(최고)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	152.3	93.7	85.6	76.7	73.4
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.5	6.2	4.5	3.9
EV/EBITDA(최저)	5.7	5.2	4.9	3.5	2.8

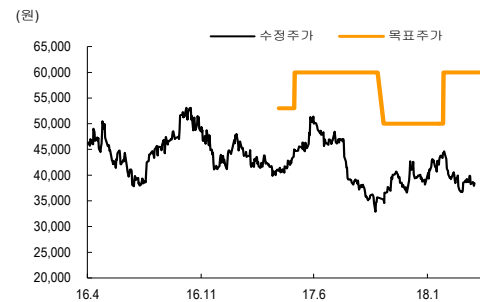
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	40,000원	6개월		
2018.01.30	매수	40,000원	6개월	-24.88%	-16.88%
2017.10.30	매수	35,000원	6개월	-15.93%	-11.14%
2017.10.09	매수	35,000원	6개월	-14.28%	-11.14%
2017.07.27	중립	35,000원	6개월	-13.26%	-11.14%
2017.07.13	중립	35,000원	6개월	-11.30%	-11.14%
2017.04.27	중립	35,000원	6개월	-12.11%	-7.00%
2017.03.27	중립	35,000원	6개월	-10.45%	-7.00%

GS 건설 주가 및 목표주가 추이



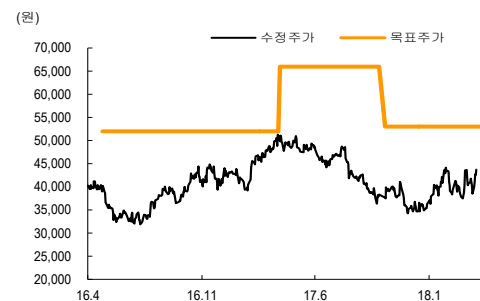
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	60,000원	6개월		
2018.01.31	매수	60,000원	6개월	-34.27%	-25.58%
2017.11.27	매수	50,000원	6개월	-20.42%	-11.40%
2017.10.27	매수	50,000원	6개월	-23.66%	-18.60%
2017.10.09	매수	50,000원	6개월	-25.65%	-20.70%
2017.07.28	매수	60,000원	6개월	-28.14%	-14.33%
2017.07.13	매수	60,000원	6개월	-21.42%	-14.33%
2017.05.23	매수	60,000원	6개월	-21.26%	-14.33%
2017.04.26	매수	60,000원	6개월	-24.50%	-22.67%
2017.03.27	매수	53,000원	6개월	-20.99%	-15.09%

현대산업 주가 및 목표주가 추이



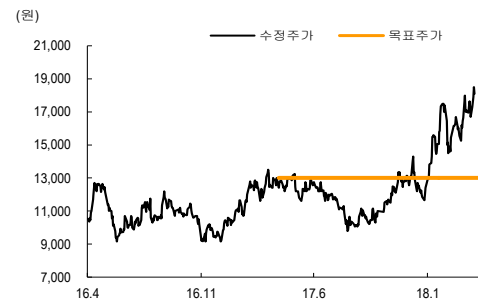
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	53,000원	6개월		
2018.01.29	매수	53,000원	6개월	-26.80%	-16.70%
2017.10.30	매수	53,000원	6개월	-28.94%	-20.47%
2017.10.09	매수	53,000원	6개월	-25.94%	-24.43%
2017.07.28	매수	66,000원	6개월	-31.18%	-22.58%
2017.07.13	매수	66,000원	6개월	-27.52%	-22.58%
2017.05.23	매수	66,000원	6개월	-27.48%	-22.58%
2017.04.28	매수	66,000원	6개월	-25.66%	-22.58%
2017.03.27	매수	66,000원	6개월	-24.99%	-22.58%
2016.11.29	매수	52,000원	6개월	-23.13%	-1.35%
2016.04.28	매수	52,000원	6개월	-27.85%	-13.75%

현대건설 주가 및 목표주가 추이



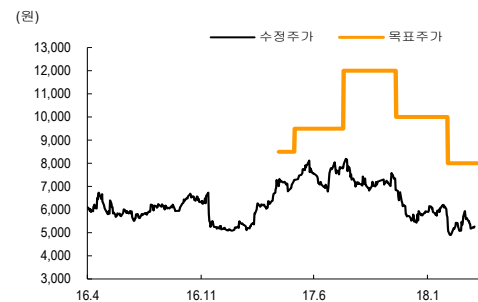
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	중립	13,000원	6개월		
2018.02.08	중립	13,000원	6개월	-0.62%	42.31%
2017.10.30	중립	13,000원	6개월	-5.05%	34.62%
2017.10.09	중립	13,000원	6개월	-10.49%	1.92%
2017.07.13	중립	13,000원	6개월	-10.50%	1.92%
2017.04.27	중립	13,000원	6개월	-4.69%	1.92%
2017.03.27	중립	13,000원	6개월	-1.71%	1.92%

삼성엔지니어링 주가 및 목표주가 추이



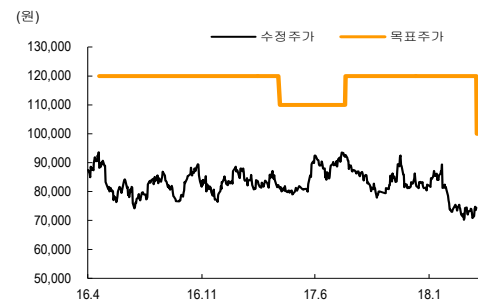
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	8,000원	6개월		
2018.02.08	매수	8,000원	6개월	-33.50%	-25.75%
2017.11.27	매수	10,000원	6개월	-40.48%	-31.60%
2017.11.03	매수	10,000원	6개월	-37.32%	-31.60%
2017.10.09	매수	12,000원	6개월	-39.43%	-31.75%
2017.07.27	매수	12,000원	6개월	-39.33%	-31.75%
2017.07.13	매수	9,500원	6개월	-20.83%	-14.53%
2017.06.26	매수	9,500원	6개월	-21.23%	-14.53%
2017.04.26	매수	9,500원	6개월	-21.43%	-14.53%
2017.03.27	매수	8,500원	6개월	-16.45%	-13.88%

대우건설 주가 및 목표주가 추이



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	100,000원	6개월		
2018.01.26	매수	120,000원	6개월	-31.86%	-22.75%
2017.11.27	매수	120,000원	6개월	-29.76%	-22.75%
2017.11.03	매수	120,000원	6개월	-29.55%	-22.75%
2017.10.09	매수	120,000원	6개월	-29.74%	-22.75%
2017.07.28	매수	120,000원	6개월	-29.32%	-22.75%
2017.07.13	매수	110,000원	6개월	-22.17%	-15.00%
2017.03.27	매수	110,000원	6개월	-23.03%	-15.91%
2016.04.22	매수	120,000원	6개월	-31.25%	-24.42%

대림산업 주가 및 목표주가 추이



### Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 2일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----