

현대건설(000720)

정부 프로젝트(G2G) 활성화, 오랜만의 기회

원가율과 부채비율 모두 안정
매출 감소가 약점이지만 해외수주에 집중
Political project를 수행할 수 있는 유일한 건설사

Facts : 원가율과 부채비율 모두 안정

해외 매출이 잔고 부족으로 전년대비 24% 급감하며 전사 매출은 14.5% 감소했다. 그러나 영업이익은 컨센서스에 부합하며 10.5% 감소했다. 해외 원가율이 96%로 안정화됐고 국내 원가율도 소폭 상승했지만 87.2%로 양호했다. IFRS 15 도입에도 부채비율은 전년 말 대비 6.6%p 상승하는데 그치며 충격을 최소화했다. 환율 변동폭이 작아 영업외손익도 큰 변화가 없는 대체로 무난한 실적이었다.

Pros & cons : 매출 감소가 약점이지만 해외수주에 집중

2016년부터 매출 감소가 지속되고 있어 해외수주에 집중할 계획이다. 상반기 주력 프로젝트는 사우디 '킹살만' 조선소(30억달러, 차이나하버와 컨소시엄, 현대건설이 FEED)와 인도네시아 Jawa 석탄발전(20억달러, 금융주선형 프로젝트)다. 국내는 반포주공(2.6조원)의 착공 지연이 리스크지만 최근 환경영향평가가 끝난 GBC프로젝트와 연계된 환승센터 공사 등 인프라 사업에 주력할 계획이다. 상반기까지 매출 감소는 불가피하나 쿠웨이트 LNG터미널, 이라크 카르발라 정유, 사우디 에탄회수시설 등의 매출화가 빨라지며 하반기 매출은 증가 반전할 전망이다.

Action : Political project를 수행할 수 있는 유일한 건설사

최근 남북경협사업의 기대감으로 주가가 빠르게 상승했던 근본적 이유도 애초에 밸류에이션이 극단적으로 낮기 때문이다. 2017년 회계감리 이후 회계 투명성을 공식적으로 입증 받은데다, 해외 원가율도 안정화 궤도에 진입했다. 매출만 오르면 되는 상황에서 조선소와 석탄발전 등 강점을 지닌 프로젝트 위주의 입찰 pipeline으로 볼 때 성장 가능성은 높다. 따라서 목표주가를 17% 상향한다. 적용 PBR은 지속 가능한 ROE 8%를 감안해 0.9배를 적용한 것인데 기존에 적용하던 20%의 할인율을 제거했다. 만약 경협사업이 재개된다면 대북사업 경험이 있는 유일한 건설사로써 현대건설의 밸류에이션은 새로운 궤적을 그릴 것이다. 또한 정부가 추진하는 사우디와 영국 원전 등 G2G(government to government) 프로젝트에서 주관사 역할을 할 수 있는 건설사라는 점도 현대건설에 찾아온 오랜만의 기회다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 61,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(4/27)	2,492
주가(4/27)	50,400
시가총액(십억원)	5,612
발행주식수(백만)	111
52주 최고/최저(원)	51,700/34,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	39,585
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.1/24.9
주요주주(%)	현대자동차 외 3인 34.9
	국민연금 12.2

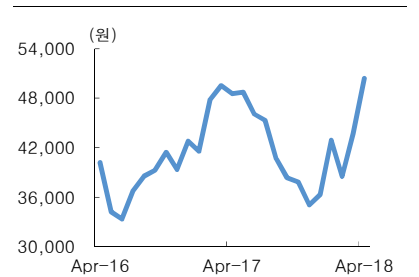
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	20.1	10.1	9.1
PBR(x)	0.6	0.8	0.7
ROE(%)	3.2	8.2	8.4
DY(%)	1.4	1.0	1.0
EV/EBITDA(x)	4.1	4.5	4.0
EPS(원)	1,810	4,989	5,522
BPS(원)	58,029	63,007	68,518

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	22.8	27.0	0.0
KOSPI 대비(%p)	21.1	27.1	(12.8)

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,139	4,218	4,243	4,296	3,538	(17.6)	(14.5)	3,959
영업이익	244	282	281	195	218	12.3	(10.5)	233
영업이익률(%)	5.9	6.7	6.6	4.5	6.2	1.6	0.3	5.9
세전이익	62	322	172	14	212	1,397.0	239.3	179
순이익	26	151	57	(22)	100	NM	279.5	99

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 주요 입찰 해외 프로젝트

(단위: 십억달러)

입찰 결과	Country	Project	금액	Bidder
1Q	싱가폴	Tuas finger 3 항만	1.0	현대건설 수주 (완료)
1Q	싱가폴	테콩섬 매립	0.5	실주
1Q	싱가폴	우즈랜즈 병원	0.8	실주
2Q	우즈벡	복합화력 발전	0.4	현대건설 수주 (완료)
2Q	사우디	킹살만 조선소	3.0	현대건설+차이나하버 컨소시움
2Q	인도네시아	Jawa 석탄발전	2.0	현대건설(금융주선 사업)
2H	사우디	Shedgum 가스	0.5	시노펙, 편지로이드, JGC, 셉코, 현대건설 등
2H	UAE	IGD Expansion 가스	1.0	현대건설+아키로톤+윌리파슨스, 플루어, 테크닙, TR, 페트로팩+NPCC, CB&I+L&T

자료: MEED Projects, 한국투자증권

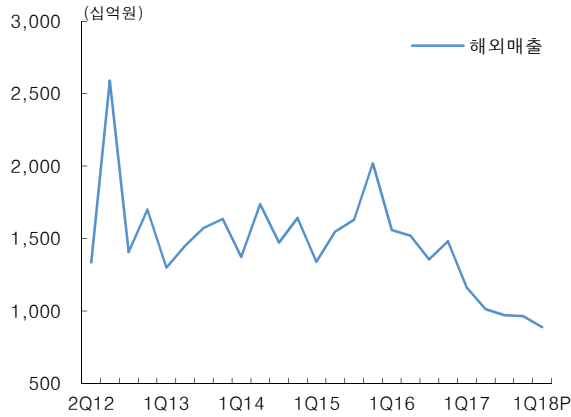
〈표 3〉 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	4,139	4,208	4,243	4,296	3,538	4,241	4,335	4,900	18,825	16,887	17,013	17,923
YoY(%)	(4.6)	(10.6)	(5.0)	(19.7)	(14.5)	0.8	2.2	14.0	(1.6)	(10.3)	0.9	5.3
별도	2,481	2,533	2,594	2,525	2,127	2,383	2,666	2,981	11,041	10,134	10,157	10,873
토목	508	556	625	723	543	395	754	793	2,470	2,411	2,484	2,608
건축	430	492	411	285	304	370	337	393	1,913	1,618	1,405	1,433
주택	797	912	948	1,036	811	1,001	987	1,172	2,685	3,693	3,972	4,048
플랜트	738	561	599	469	460	616	588	593	3,905	2,366	2,257	2,744
(해외)	1,161	1,012	971	963	888	911	1,201	1,292	5,913	4,107	4,292	4,633
(국내)	1,320	1,521	1,624	1,562	1,239	1,472	1,465	1,689	5,129	6,027	5,866	6,240
현대엔지니어링	1,530	1,559	1,540	1,640	1,256	1,808	1,614	1,779	6,941	6,268	6,456	6,650
매출원가율 %	88.8	89.2	89.7	89.8	88.2	89.2	89.2	88.2	90.5	89.4	88.7	88.7
별도	90.7	92.8	91.7	91.4	90.9	90.3	90.7	89.1	90.8	91.7	90.2	90.0
토목	100.0	101.0	98.5	83.8	90.0	96.0	97.0	96.0	98.0	95.0	95.0	93.0
건축	87.6	83.0	101.1	50.1	95.0	90.0	89.0	90.6	90.9	83.0	91.0	91.0
주택	80.0	81.0	84.5	85.7	84.7	82.5	85.0	84.0	82.0	83.0	84.0	85.0
플랜트	87.3	92.0	86.0	119.0	100.0	99.5	93.0	88.4	85.6	95.0	95.0	94.0
(해외)	98.1	100.2	98.5	110.7	96.0	96.0	95.0	93.6	93.5	101.7	95.0	93.0
(국내)	84.7	87.5	87.6	79.6	87.2	86.8	87.1	85.6	87.6	84.9	86.6	87.8
현대엔지니어링	86.4	84.4	86.5	87.8	85.7	87.5	87.0	87.4	88.5	86.3	87.0	87.0
영업이익	244	282	281	195	218	257	292	355	1,059	986	1,123	1,228
YoY(%)	(13.1)	(5.0)	0.1	(30.8)	(10.5)	(8.8)	3.9	82.6	7.3	(6.9)	11.0	9.3
영업이익률	5.5	6.7	6.6	5.2	6.2	6.1	6.7	7.3	5.6	5.8	6.6	6.9
본사+기타	125	119	141	113	114	121	152	237	566	491	624	703
영업이익률	4.8	4.5	5.2	4.3	5.0	5.0	5.6	7.6	4.8	4.6	5.9	6.2
현대엔지니어링	120	146	140	115	105	136	140	119	493	521	499	524
영업이익률	7.8%	9.4%	9.1%	7.0%	8.4%	7.5%	8.7%	6.7%	7.1%	8.3%	7.7%	7.9%
세전이익	62	322	172	14	212	237	272	337	982	555	1,058	1,171
지배주주순이익	26	151	57	(22)	100	128	147	181	572	202	556	615

자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출대비 미청구공사 비율



자료: 현대건설, 한국투자증권

[그림 2] 현대건설이 지은 북한 류경 정주영 체육관



자료: 현대건설, 한국투자증권

〈표 4〉 현대건설이 수행한 대북사업

(단위: 십억원)

사업부	현정명	계약고	공기
토목	개성공단 폐수종말처리시설건설공사	13.1	2005~2007
	금강산여객선 부두시설공사	94.0	1998~2000
건축	금강산면회소 건립공사	51.7	2005~2008
	개성공업지구 직업훈련센터 신축공사	10.6	2006~2007
	남북경제협력협회의사무소 숙소	3.2	2006~2007
	남북경제협력협회사무소청사	7.5	2006~2007
	금강산관광지구 소방서 신축공사	1.5	2007~2008
	금강산 편의시설 온천장 신축	25.4	1999~2000
	금강산관광 편의시설 2 차공사	3.2	2000~2001
	평양 아산 종합체육관	50.3	2000~2003
	평양 아산 종합체육관	4.6	2000~2001
플랜트	대북경수로 원전주 설비공사	151.7	1999~2002
	KEDO 원전 부대공사	60.3	1999~2002
	KEDO 원전 도, 방수로 및 사택공사	43.9	1999~2002
	KEDO 원전 기반시설공사	113.5	1999~2002
	LWR 공사	69.6	1997~1999
전력 (에너지)	개성공단 전력공급	0.7	2006~2007
	개성변전소 조정공사	0.1	2006~2007
	지붕 재생산설비 기자재 공급공사	2.2	1999~2000
	154KV 개성변전소 토건공사	1.6	2006~2007
	154KV 개성변전소 건설공사	0.9	2006~2007
합계		709.6	

자료: 현대건설, 한국투자증권

기업개요

현대자동차그룹의 계열사인 종합건설업체. 주요 사업은 플랜트 사업(오일/가스), 전력 사업(발전/담수플랜트, 전력/통신/신재생에너지), 토목환경 사업, 건축 사업, 주택 사업, 원자력 사업, 개발 사업(사회간접자본시설, 민관 합동 PF, 재개발·재건축) 등. 자회사로는 현대엔지니어링, 현대스틸산업, 현대에너지, 현대종합설계건축사사무소, 현대서산농장, 현대도시개발 등이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,938	13,250	14,503	15,278	15,204
현금성자산	2,150	2,107	2,227	2,346	2,335
매출채권및기타채권	7,805	6,179	7,089	7,468	7,432
재고자산	1,199	2,106	2,121	2,235	2,224
비유동자산	4,936	5,182	4,334	4,516	4,529
투자자산	810	1,123	783	824	820
유형자산	1,498	1,399	1,426	1,453	1,480
무형자산	810	760	681	717	713
자산총계	19,873	18,432	18,837	19,795	19,733
유동부채	8,750	7,219	7,160	7,421	6,736
매입채무및기타채무	5,987	5,039	4,861	5,121	5,096
단기차입금및단기사채	163	363	363	363	363
유동성장기부채	428	224	91	91	91
비유동부채	2,999	2,740	2,378	2,167	1,907
사채	1,536	1,347	1,159	970	781
장기차입금및금융부채	515	448	382	315	247
부채총계	11,749	9,959	9,538	9,588	8,643
지배주주지분	6,329	6,468	7,022	7,637	8,233
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,040	1,032	1,032	1,032	1,032
기타자본	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	4,622	4,813	5,314	5,873	6,415
비지배주주지분	1,796	2,005	2,276	2,570	2,857
자본총계	8,125	8,473	9,298	10,206	11,090

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,087	514	198	1,016	680
당기순이익	732	372	772	855	830
유형자산감가상각비	136	134	150	150	136
무형자산상각비	54	59	51	54	53
자산부채변동	(292)	(631)	(1,049)	(360)	(624)
기타	457	580	274	317	285
투자활동현금흐름	(775)	(16)	584	(345)	(146)
유형자산투자	(179)	(50)	(189)	(189)	(174)
유형자산매각	4	11	11	11	11
투자자산순증	(643)	37	395	13	58
무형자산순증	(5)	(3)	29	(90)	(50)
기타	48	(11)	338	(90)	9
재무활동현금흐름	(177)	(381)	(662)	(552)	(545)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(68)	(272)	(390)	(257)	(257)
배당금지급	(108)	(109)	(56)	(56)	(56)
기타	(1)	0	(216)	(239)	(232)
기타현금흐름	18	(160)	0	0	0
현금의증가	153	(43)	120	119	(11)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

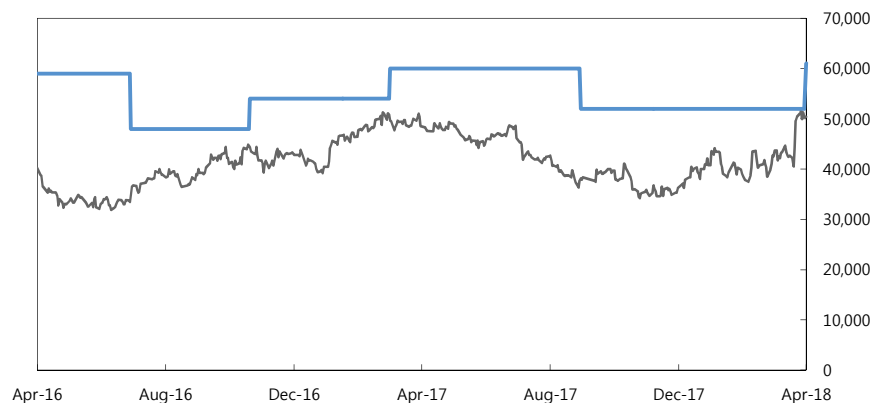
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	18,825	16,887	17,013	17,923	17,836
매출원가	16,895	15,108	15,095	15,895	15,838
매출총이익	1,930	1,779	1,918	2,028	1,998
판매관리비	771	793	795	800	810
영업이익	1,159	986	1,123	1,228	1,188
금융수익	171	155	171	180	186
이자수익	79	93	102	110	117
금융비용	200	300	86	87	87
이자비용	87	77	86	87	87
기타영업외손익	(142)	(271)	(150)	(150)	(150)
관계기업관련손익	(6)	(15)	0	0	0
세전계속사업이익	981	555	1,058	1,171	1,137
법인세비용	250	183	286	316	307
연결당기순이익	732	372	772	855	830
지배주주지분순이익	572	202	556	615	598
기타포괄이익	111	73	73	73	73
총포괄이익	842	444	845	927	903
지배주주지분포괄이익	664	202	634	696	677
EBITDA	1,349	1,179	1,324	1,432	1,377

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,133	1,810	4,989	5,522	5,363
BPS	56,786	58,029	63,007	68,518	73,869
DPS	500	500	500	500	500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(2.1)	(10.3)	0.7	5.3	(0.5)
영업이익증가율	6.4	(14.9)	13.9	9.3	(3.2)
순이익증가율	35.9	(64.7)	175.7	10.7	(2.9)
EPS증가율	35.9	(64.7)	175.6	10.7	(2.9)
EBITDA증가율	5.0	(12.6)	12.3	8.1	(3.8)
수익성(%)					
영업이익률	6.2	5.8	6.6	6.9	6.7
순이익률	3.0	1.2	3.3	3.4	3.4
EBITDA Margin	7.2	7.0	7.8	8.0	7.7
ROA	3.7	1.9	4.1	4.4	4.2
ROE	9.5	3.2	8.2	8.4	7.5
배당수익률	1.2	1.4	1.0	1.0	1.0
배당성향	9.7	27.6	10.0	9.1	9.3
안정성					
순차입금(십억원)	(1,349)	(1,271)	(1,919)	(2,395)	(2,648)
차입금/자본총계비율(%)	32.7	28.2	20.2	15.7	12.0
Valuation(X)					
PER	8.3	20.1	10.1	9.1	9.4
PBR	0.8	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.9	4.1	4.5	4.0	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대건설(000720)	2016.04.27	매수	59,000원	-42.2	-31.9
	2016.07.27	매수	48,000원	-17.2	-6.6
	2016.11.17	매수	54,000원	-17.6	-5.0
	2017.03.30	매수	60,000원	-24.3	-15.0
	2017.09.27	매수	52,000원	-23.6	-0.6
	2018.04.29	매수	61,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 29일 현재 현대건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.