

# 현대건설 (000720)

## 건설업종에 밸류에이션 프리미엄 요청합니다.

### 남북경협 기대감 넘어 실제 사업화까지

남북경제협력이 기대감을 넘어 사업화를 위한 단계로 한걸음씩 가고 있다. 대한상의는 사상 최초로 민간연구조직을 신설(지속성장 이니셔티브)하였는데, 연구분야가 남북경제협력이 중심이라는 점은 상당한 시사점이 있다. 대북관련 사업을 하겠다는 국내 기업들의 관심이 높다는 것을 실제 증명하는 것이기 때문이다. 남북회담(4/27) 이후 북미회담(6/12) 이전까지 긍정적 뉴스플로가 계속해서 나오는 가운데, 5/16 역시 남북고위공직자 회담이 예정되어 있다. 교통-체육-산림 분야 협력할 것이 기대되는 가운데, 건설은 이러한 경제협력 분위기의 정중앙에 있고 단언컨데 최수혜 섹터다. 철도든 산림녹화든 주택이든 계약은 결국 건설이 하기 때문이다. 이에 하나금융투자는 5/8일 경협관련 대장주라 할 현대건설에 대해 Target Multiple 20배를 제시하였다. 이는 과거 통일독일의 사례(Hochtief 89~94년 평균 PER 40배, Bilfinger 평균 20배)를 참고한 것이기도 하고, 현대건설 별도기업의 실적개선이 2019년부터 본격화 되는 것에 대한 Bottom up 이슈를 모두 고려한 제안이었다.

### 남북경수로 사업 주간사 현대, 현대아산 지분도 보유

1994년 북미제네바 합의 이후 북한에 2조원 규모의 경수로 사업이 진행된 바 있다. 한반도 에너지발전기구인 KEDO가 주도한 사업이고, 현대건설이 35%, 동아건설 25%, 대우건설이 20%, 두산중공업이 20%를 수주하여 진행하였다. 2004년 중단된 이후 이렇다 할 진행은 없으나, 이 4개사가 실질적으로 북한 내 외자유치공사를 대규모로 수행한 바 있다는 시사점은 크다. 현대건설은 개성공단 개발권을 갖는 현대아산 지분도 7.46% 보유하고 있다.

### Top down 현대건설, Bottom up GS건설

건설업종 아웃퍼폼 속, 현대건설에 대한 기관투자자의 고심이 있을 수 밖에 없다. 건설업종은 2000년 이후 2번의 밸류에이션 프리미엄과 2번의 디스카운트 기간을 보냈고, 지금은 세번째 프리미엄으로 다시 진입하는 구간이라는 판단이다. 하나금융투자는 그래서 탐다운 측면에서는 현대건설을, 바텀업 측면에서 GS건설을 Top picks로 제시하겠다.

Update

**BUY**

TP(12M): 90,000원 | CP(5월 15일): 74,000원

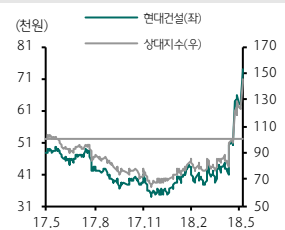
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,458.54
52주 최고/최저(원)	74,000/34,250
시가총액(십억원)	8,240.3
시가총액비중(%)	0.68
발행주식수(천주)	111,355.8
60일 평균 거래량(천주)	2,295.6
60일 평균 거래대금(십억원)	131.1
18년 배당금(예상, 원)	500
18년 배당수익률(예상, %)	0.68
외국인지분율(%)	20.19
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 3인	34.92
국민연금	12.22
주가상승률	1M 6M 12M
절대	71.7 94.9 50.2
상대	70.2 98.9 38.7

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	17,260.6	18,299.9
영업이익(십억원)	1,100.4	1,210.5
순이익(십억원)	715.3	806.4
EPS(원)	4,663	5,371
BPS(원)	62,173	67,130

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	18,825.0	16,887.1	16,893.7	17,021.5	18,276.1
영업이익	십억원	1,159.0	986.1	979.5	1,172.0	1,201.3
세전이익	십억원	981.5	554.8	942.8	1,121.0	1,150.3
순이익	십억원	572.1	201.7	447.4	617.7	637.7
EPS	원	5,133	1,810	4,015	5,542	5,722
증감률	%	35.9	(64.7)	121.8	38.0	3.2
PER	배	8.34	20.06	18.43	13.35	12.93
PBR	배	0.75	0.63	1.20	1.11	1.03
EV/EBITDA	배	3.87	4.05	7.79	6.62	6.50
ROE	%	9.50	3.15	6.71	8.65	8.27
BPS	원	56,786	58,029	61,544	66,586	71,808
DPS	원	500	500	500	500	500



건설/건자재 Analyst 채상욱  
02-3771-7269  
swchae@hanfn.com

RA 윤승현  
02-3771-8121  
shyon92@hanafn.com

통일 독일 전후, 독일 1위 기업과 2위 기업의 주가 흐름 시사점

- 1) 양 사 모두 시가총액 상승
- 2) 두 기업간 밸류에이션 격차
- 3) 94년 이후 건설업 침체와 시총 하락

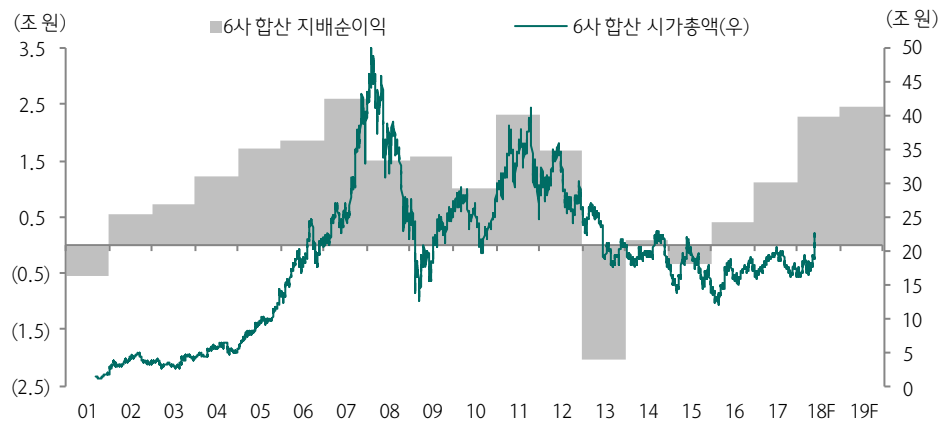
### 1990년 통일 후 1994년까지, 시가총액 상승

통일 독일의 경우가 북한 건설시장 개방에 대비하는 한국 건설회사들의 벤치마크가 될 수 있을 것이다. 독일을 대표하는 건설회사인 호호티프(Hochtief)社와 빌핑어(Bilfinger)社가 이 시기에 시장에서 어떤 성과를 보였고 어떤 평가를 받았는지의 사례를 통해 한국의 건설회사 주가에 대한 미래를 조망할 수 있기 때문이다.

독일 통일은 1990년 10월이지만 이미 1989년부터 동독 주민들의 서독 망명 등이 일어났고, 동독의 컨트롤 범위를 벗어났다. 1년간 지속적으로 동독이 통제력을 상실하며 1년여 후 공식적으로 통일 독일을 발표한 것이어서, 당시 기대감을 고려할 때 1989년과 통일 이후의 약 3년인 1993년의 5년간의 주가 변화가 실제로 가장 중요한 기간의 주가 변화다.

독일을 대표하는 건설회사인 호호티프와 빌핑어의 경우, 통일전후 기간(1989~1993)에 빌핑어는 시가총액이 두배 증가했고, 호호티프도 89년말에서 93년말까지 40%이상 상승한다. 이 기간에 호호티프와 빌핑어가 받았던 밸류에이션은 PER 기준 호호티프 약 40~60배, 빌핑어는 20~30배로 독일 시장 13~15배 대비해서 호호티프는 2~4배, 빌핑어는 1.5배~2배 정도의 밸류에이션 프리미엄을 받았던 시점이었다.

그림 1. 연도별 순이익과 건설업 시가총액 추이



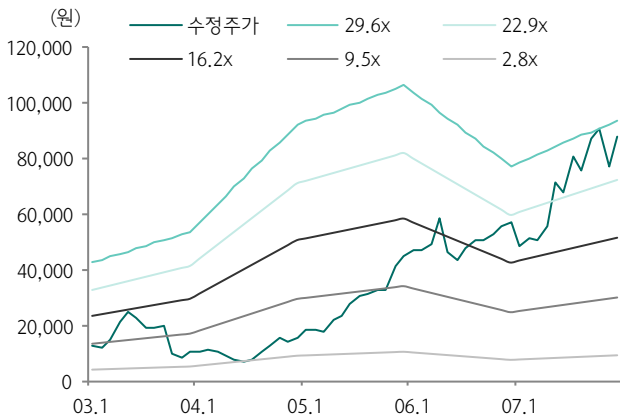
자료: Quantwise, 하나금융투자

현 건설업종 시가총액은 이익창출력 대비 저평가 상태, Multiple의 이슈로 시장은 건설산업을 역성장산업으로 분류하고 있는 상태

**Top down 현대건설, Bottom up GS건설**

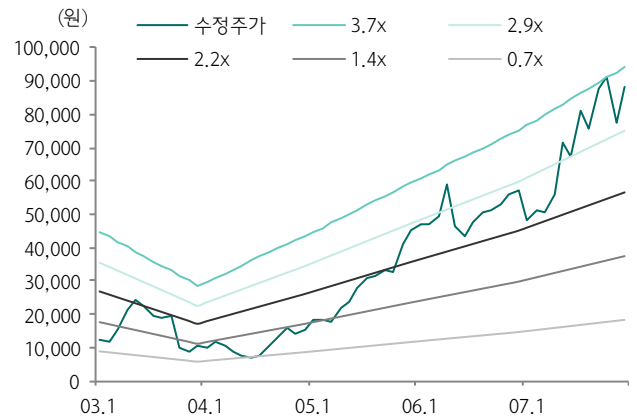
건설업종은 2000년 이후 2번의 밸류에이션 프리미엄과 2번의 디스카운트 기간을 보냈고, 지금은 세번째 프리미엄으로 다시 진입하는 구간이라는 판단이다. 현대건설의 경우 2007년 PER 22~30배의 프리미엄 구간을 지냈었고 이후 디스카운트 기간을 걸쳐 다시 프리미엄 구간으로 진입하고 있다. 하나금융투자는 탐다운 측면에서는 현대건설을, 바텀업 측면에서 GS건설을 Top picks로 제시하겠다.

그림 2. 현대건설 2003~2007 PER Band



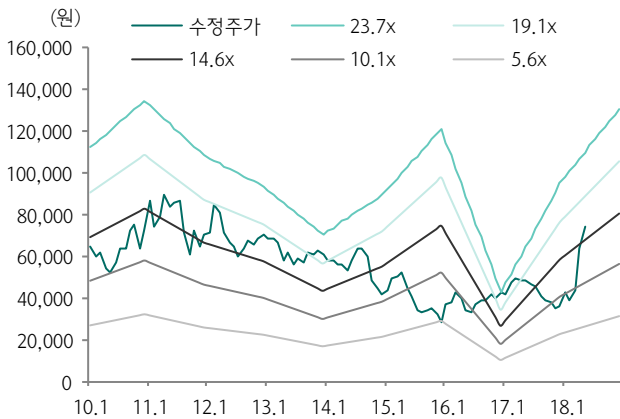
자료: 하나금융투자

그림 3. 현대건설 2003~2007 PBR Band



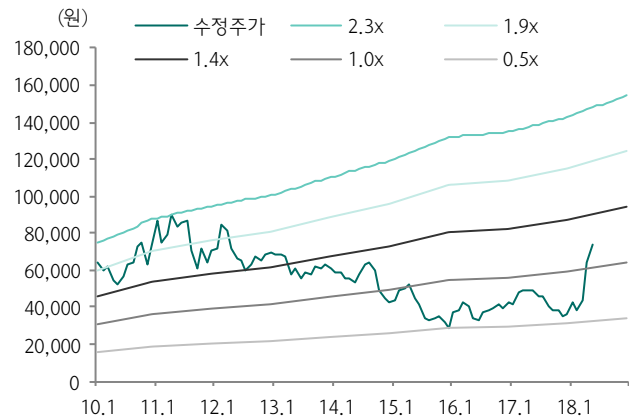
자료: 하나금융투자

그림 4. 현대건설 2010~2018 PER Band



자료: 하나금융투자

그림 5. 현대건설 2010~2018 PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>18,825.0</b>	<b>16,887.1</b>	<b>16,893.7</b>	<b>17,021.5</b>	<b>18,276.1</b>
매출원가	16,895.3	15,108.1	15,035.7	14,998.4	16,161.0
매출총이익	1,929.7	1,779.0	1,858.0	2,023.1	2,115.1
판매비	770.8	792.9	878.5	851.1	913.8
<b>영업이익</b>	<b>1,159.0</b>	<b>986.1</b>	<b>979.5</b>	<b>1,172.0</b>	<b>1,201.3</b>
금융손익	(29.8)	(145.1)	(22.0)	(22.0)	(22.0)
중속/관계기업손익	(5.9)	(14.9)	(3.7)	(4.0)	(4.0)
기타영업외손익	(141.7)	(271.3)	(11.0)	(25.0)	(25.0)
<b>세전이익</b>	<b>981.5</b>	<b>554.8</b>	<b>942.8</b>	<b>1,121.0</b>	<b>1,150.3</b>
법인세	249.8	183.3	250.0	273.5	280.7
계속사업이익	731.7	371.6	692.9	847.5	869.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>731.7</b>	<b>371.6</b>	<b>692.9</b>	<b>847.5</b>	<b>869.6</b>
비자배주주지분 순이익	159.6	169.9	245.4	229.8	231.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>572.1</b>	<b>201.7</b>	<b>447.4</b>	<b>617.7</b>	<b>637.7</b>
지배주주지분포괄이익	664.5	201.6	314.5	384.7	394.8
NOPAT	864.0	660.4	719.8	886.0	908.2
EBITDA	1,349.4	1,179.5	1,151.5	1,328.2	1,345.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(2.1)	(10.3)	0.0	0.8	7.4
NOPAT증가율	7.3	(23.6)	9.0	23.1	2.5
EBITDA증가율	5.0	(12.6)	(2.4)	15.3	1.3
영업이익증가율	6.4	(14.9)	(0.7)	19.7	2.5
(지배주주)순이익증가율	35.9	(64.7)	121.8	38.1	3.2
EPS증가율	35.9	(64.7)	121.8	38.0	3.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	10.3	10.5	11.0	11.9	11.6
EBITDA이익률	7.2	7.0	6.8	7.8	7.4
영업이익률	6.2	5.8	5.8	6.9	6.6
계속사업이익률	3.9	2.2	4.1	5.0	4.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,133	1,810	4,015	5,542	5,722
BPS	56,786	58,029	61,544	66,586	71,808
CFPS	14,294	12,754	9,036	10,611	10,704
EBITDAPS	12,107	10,582	10,332	11,917	12,074
SPS	168,903	151,515	151,574	152,721	163,978
DPS	500	500	500	500	500
<b>주기지표(배)</b>					
PER	8.3	20.1	18.4	13.4	12.9
PBR	0.8	0.6	1.2	1.1	1.0
PCR	3.0	2.8	8.2	7.0	6.9
EV/EBITDA	3.9	4.1	7.8	6.6	6.5
PSR	0.3	0.2	0.5	0.5	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.5	3.2	6.7	8.7	8.3
ROA	2.9	1.1	2.4	3.3	3.3
ROIC	12.9	10.1	10.7	12.5	12.1
부채비율	144.6	117.5	106.9	96.4	88.8
순부채비율	(16.6)	(15.0)	(16.5)	(18.8)	(19.6)
이자보상배율(배)	13.3	12.8	13.5	16.3	16.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>14,937.9</b>	<b>13,249.8</b>	<b>13,572.3</b>	<b>14,057.4</b>	<b>14,650.8</b>
금융자산	4,004.1	3,664.2	3,861.7	4,195.1	4,407.1
현금성자산	2,150.0	2,107.2	2,304.2	2,625.7	2,722.0
매출채권 등	7,804.6	6,178.5	6,302.1	6,428.1	6,556.7
재고자산	1,199.4	2,105.5	2,106.3	2,122.3	2,278.7
기타유동자산	1,929.8	1,301.6	1,302.2	1,311.9	1,408.3
<b>비유동자산</b>	<b>4,935.5</b>	<b>5,182.1</b>	<b>5,170.5</b>	<b>5,182.8</b>	<b>5,281.9</b>
투자자산	810.3	1,123.5	1,123.9	1,132.4	1,215.9
금융자산	682.1	1,044.1	1,044.6	1,052.5	1,130.0
유형자산	1,498.1	1,398.8	1,428.4	1,461.6	1,497.9
무형자산	<b>810.3</b>	<b>760.2</b>	<b>718.6</b>	<b>689.3</b>	<b>668.5</b>
기타비유동자산	<b>1,816.8</b>	<b>1,899.6</b>	<b>1,899.6</b>	<b>1,899.5</b>	<b>1,899.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>19,873.4</b>	<b>18,431.9</b>	<b>18,742.8</b>	<b>19,240.2</b>	<b>19,932.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,749.6</b>	<b>7,219.0</b>	<b>6,945.3</b>	<b>6,696.7</b>	<b>6,558.0</b>
금융부채	604.1	597.3	575.0	554.9	537.6
매입채무 등	5,986.7	5,039.1	4,787.2	4,547.8	4,320.4
기타유동부채	2,158.8	1,582.6	1,583.1	1,594.0	1,700.0
<b>비유동부채</b>	<b>2,999.2</b>	<b>2,739.9</b>	<b>2,740.3</b>	<b>2,747.4</b>	<b>2,817.6</b>
금융부채	<b>2,051.4</b>	<b>1,795.7</b>	<b>1,795.7</b>	<b>1,795.7</b>	<b>1,795.7</b>
기타비유동부채	947.8	944.2	944.6	951.7	1,021.9
<b>부채총계</b>	<b>11,748.8</b>	<b>9,959.0</b>	<b>9,685.6</b>	<b>9,444.1</b>	<b>9,375.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>6,329.0</b>	<b>6,467.6</b>	<b>6,859.4</b>	<b>7,421.3</b>	<b>8,003.3</b>
자본금	<b>557.3</b>	<b>557.3</b>	<b>557.3</b>	<b>557.3</b>	<b>557.3</b>
자본잉여금	1,039.7	1,032.4	1,032.4	1,032.4	1,032.4
자본조정	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
기타포괄이익누계액	114.5	69.0	69.0	69.0	69.0
이익잉여금	4,621.8	4,813.2	5,205.0	5,766.9	6,348.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,795.6</b>	<b>2,005.3</b>	<b>2,197.8</b>	<b>2,374.8</b>	<b>2,553.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,124.6</b>	<b>8,472.9</b>	<b>9,057.2</b>	<b>9,796.1</b>	<b>10,557.1</b>
손금유부채	(1,348.5)	(1,271.2)	(1,491.1)	(1,844.5)	(2,073.8)

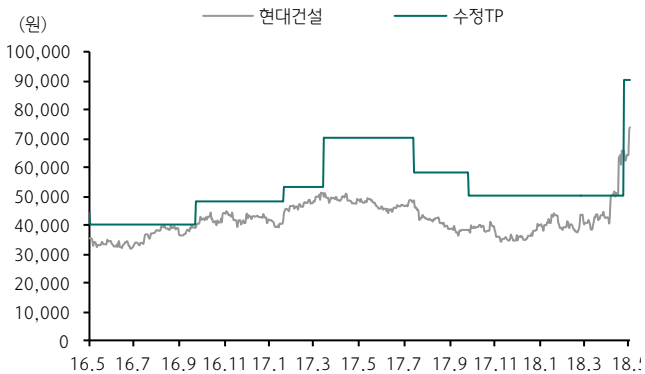
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,086.5</b>	<b>514.4</b>	<b>412.6</b>	<b>574.5</b>	<b>525.4</b>
당기순이익	731.7	371.6	692.9	847.5	869.6
조정	647.0	773.5	95.6	100.2	88.4
감가상각비	190.5	193.4	172.0	156.2	144.4
외환거래손익	(33.9)	256.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.2	2.3	3.7	4.0	4.0
기타	484.2	321.8	(80.1)	(60.0)	(60.0)
영업활동 자산부채 변동	(292.2)	(630.7)	(375.9)	(373.2)	(432.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(775.2)</b>	<b>(16.3)</b>	<b>(217.6)</b>	<b>(237.2)</b>	<b>(416.0)</b>
투자자산감소(증가)	77.4	(295.8)	(57.0)	(65.4)	(140.3)
유형자산감소(증가)	(174.5)	(38.4)	(160.0)	(160.0)	(160.0)
기타	(678.1)	317.9	(0.6)	(11.8)	(115.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(176.9)</b>	<b>(380.9)</b>	<b>(78.1)</b>	<b>(75.8)</b>	<b>(73.0)</b>
금융부채증가(감소)	(64.0)	(262.6)	(22.4)	(20.0)	(17.3)
자본증가(감소)	0.0	(7.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.5)	(2.4)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(108.4)	(108.6)	(55.7)	(55.7)	(55.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>152.6</b>	<b>(42.7)</b>	<b>196.9</b>	<b>321.5</b>	<b>96.4</b>
Unlevered CFO	1,593.1	1,421.5	1,007.1	1,182.7	1,193.0
Free Cash Flow	907.9	464.6	252.6	414.5	365.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.8	BUY	90,000		
17.10.10	BUY	50,000	-19.11%	31.80%
17.7.28	BUY	58,000	-29.45%	-20.43%
17.3.28	BUY	70,000	-31.71%	-27.00%
17.2.2	BUY	53,000	-10.26%	-3.21%
16.10.6	BUY	48,000	-12.35%	-6.56%
16.5.16	Neutral	40,000	-11.00%	0.13%
16.4.28	Neutral	44,000	-15.38%	-8.64%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.