

20180710

SK INDUSTRY ANALYSIS

건설

2Q18 Preview: 밸류에이션 하방을 잡아주는 2분기

건설. 김세련, 3773-8919



SK INDUSTRY Analysis



Analyst

김세련

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

Recommendations

종목	투자의견	목표주가 (원)
GS건설	매수 / 유지	55,000 / 상향
현대건설	매수 / 유지	77,000 / 유지
HDC현대산업개발	매수 / 유지	77,000 / 유지
삼성엔지니어링	매수 / 상향	20,000 / 상향
대우건설	매수 / 유지	8,000 / 유지
대림산업	매수 / 유지	100,000 / 유지

건설

밸류에이션 하방을 잡아주는 2 분기

[2Q18 Preview]: 대형 6 개사 합산 2 분기 매출액은 주택 실적 호조에도 불구하고, 해외 잔고 감소 여파에 따라 전년동기대비 4.3% 감소할 것으로 보인다. 그러나, 해외 문제 현장의 순차적 준공과 주택 이익 확대에 의해 영업이익의 경우는 전년동기대비 10.7% 증가할 것으로 예상된다. 실적 안정성 확보로 주가 하방은 다진 것으로 판단, 하반기 해외 수주를 앞두고 대형 건설주에 대한 OVERWEIGHT 의견을 유지한다

2Q18 실적 Preview: 둔화된 성장성, 달라지는 체질

주택 공사 성수기에 따라 2 분기 대형 건설사의 국내 매출액은 전년동기대비 크게 증가하겠으나, 2015~2016 년 해외 수주 둔화 여파로 인해 합산 매출액은 전년동기 대비 4.3% 감소한 15.4 조원으로 예상된다. 영업이익의 경우는 해외 문제 현장들의 순차적 준공에 따른 이익 낙폭 감소와 더불어, 국내 주택이 만들어주는 안정적 이익 증가로 인해 전년동기대비 10.7% 증가한 9,909 억원 수준으로 예상된다. 국내 주택 이익은 2018 년 사상 최고치를 달성할 것으로 보이며, 대형 건설사는 기존 주택시장의 위축에도 불구하고 재건축 물량을 필두로 한 주택 분양을 이어갈 것으로 기대된다. 기준금리 인상 기조 속에 레버리지 산업인 건설이 주택 입주 잔금으로 인해 유례 없이 많은 현금을 쥐게 된 것 역시 밸류에이션 하방을 지지하는 요소라는 판단이다. 긍정적으로 돌아서는 중동 발주 환경을 앞두고 일부 업체들은 기존 해외 현장의 클레임 부분에 대한 환입까지 기대되는 상황으로, 실적 업사이드가 열려있다는 점 역시 긍정적이다.

밸류에이션 매력도 확대, 모멘텀은 해외 수주로부터

대형 건설주 주가는 일부 업체를 제외하고는 남북 경협 모멘텀으로 슈팅한 부분을 북미 정상회담 이후 하락 반납했다. 경험으로 슈팅한 당시 대형 건설주 12M Forward PBR 은 0.93X 까지 상승했으며 현 주가는 0.77X 수준까지 하락한 상황이다. 그러나 2015~2016 년 부동산 호조기 당시 섹터 멀티플이 1.2X 이상, 2009~2012 년 해외 수주 호조기 당시 섹터 멀티플이 1.4X 이상, 최대 1.6X 까지 받았음을 감안하면, 현 주가에서는 밸류에이션 매력도가 확대되어 있다는 판단이다. 저유가 국면을 지난 중동의 석유화학 플랜트 설비 증설에 대한 의지, 아시아 지역 정유 설비 발주 확대 속에 하반기는 대형 건설사의 해외 수주 소식을 기대해볼만 하다는 판단이다. 대부분의 해외 수주 낙찰 결과가 10 월 이후에 몰려있어 다소 수급 공백이 우려되나, 하반기 경험 모멘텀으로 주가가 한 번 더 슈팅할 가능성을 감안하면 현 주가는 추가 매수의 기회로 판단된다.

Top-picks: GS 건설, 현대건설 / 차선후주: HDC 현대산업개발

대형주 내 Top-picks 로 해외+국내 두 가지 바퀴가 함께 굴러가는 회사 중 밸류에이션 매력도와 해외 수주 포텐셜이 있는 GS 건설, 현대건설을 추천한다. 차선후주는 낙폭 과대에 따라 HDC 현대산업개발을 Trading BUY 로 추천한다. 해외 호조에 따른 삼성엔지니어링의 멀티플 프리미엄을 고려, 투자의견을 매수로 상향한다

Contents

1. 규제 속 멀티플 상방이 닫힌 부동산 시장	3
2. 하반기 해외 수주 기대감 유효	6
3. 남북 경험 모멘텀이 가지는 의미	9
4. 2Q18 Preview Summary	9
5. 종목별 Snapshot	10
GS 건설	10
현대건설	13
HDC 현대산업개발	15
삼성엔지니어링	17
대우건설	20
대림산업	22

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 7 월 10 일 기준)

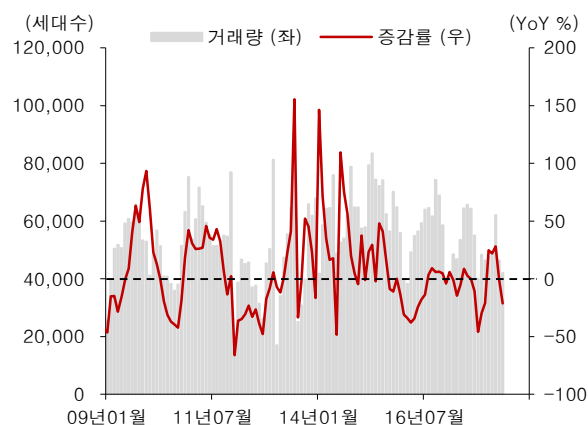
매수	91.6%	중립	8.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

1. 규제 속 멀티플 상방이 닫힌 부동산 시장

사실상 용단폭격과 같은 규제라고 비유되는 지난해 8/2 부동산 대책 이후로 주택 시장의 냉각이 나타나고 있는 상황이다. 주택 거래량은 연초 입주 물량의 증가로 이사 시즌이 몰리면서 반짝 회복했을 뿐, 사실상 하락세에 접어들었지 오래다. 어려운 부동산 환경에도 대형 건설사의 도시정비사업은 지속되고 있는 모습이지만, 강남 3구의 경우 강화된 규제로 인해 사업 진행이 녹록치 않은 듯 하다.

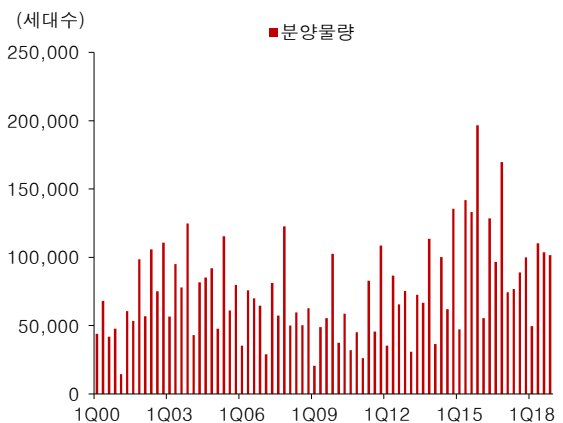
따라서 올 해는 사상 최대의 입주 물량을 앞두고 있지만, 이에 따라 공급의 감소 역시 불가피 할 것으로 보인다. 위축된 부동산 시장 앞에 이미 2 년전 주택 공급으로 돈을 번 건설사들 역시도 다소 보수적으로 분양 공급에 나서는 모습이다. 다만, 재건축과 자체 물량을 감안할 때 2018 년 분양 공급이 지난해 대비 증가하는 업체들도 일부 있을 것으로 보인다.

이미 하락세로 전환한지 오래인 매매거래량



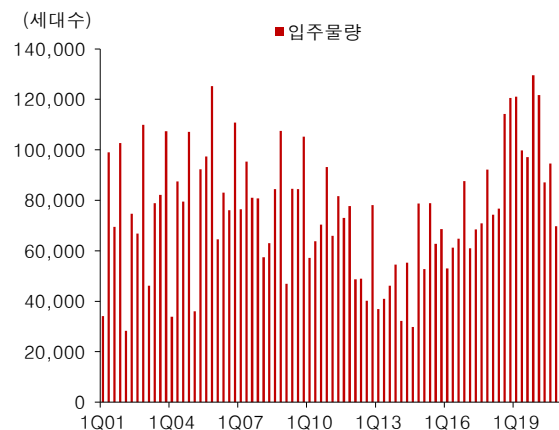
자료: 국토교통부, SK 증권

전체 분양 공급 감소 불가피



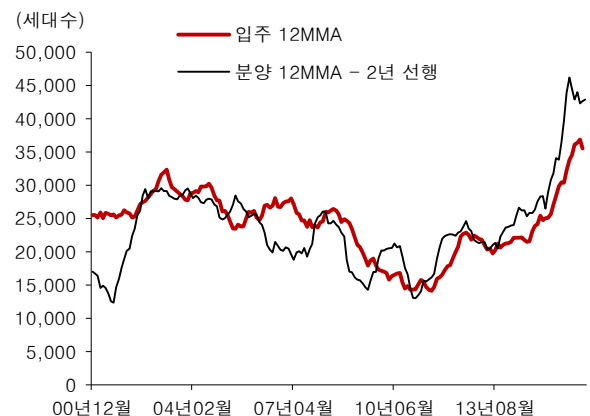
자료: REPS, SK 증권

입주 물량, 2018 년 사상 최대치



자료: REPS, SK 증권

분양~입주, 2 년 래깅을 감안하면 공급 감소 불가피

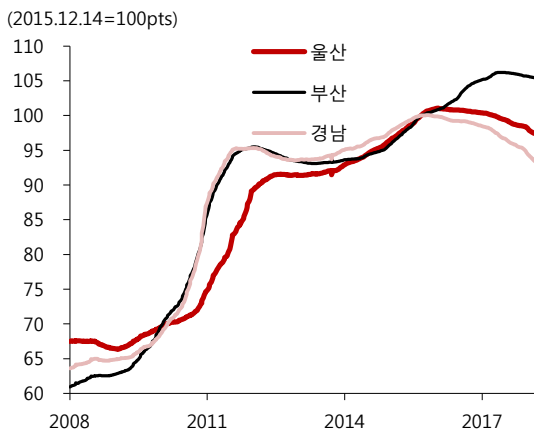


자료: REPS, SK 증권

전국 매매가격지수가 하락 전환을 한 것은 아직 아니다. 여러 규제 속에서도 강남 3구의 주택 가격이 견조하게 버텨주면서, 이미 한 풀 꺾인 지방 부동산 가격 하락분을 방어하고 있다. 부울경 지역의 가격은 하락 전환이 이미 나타난 상황이다. 매매 가격의 선행 지표로 해석되는 전세가격지수의 경우 결국 지난월에 전년 동기 대비 감소하는 워닝 시그널을 보여주고 있다.

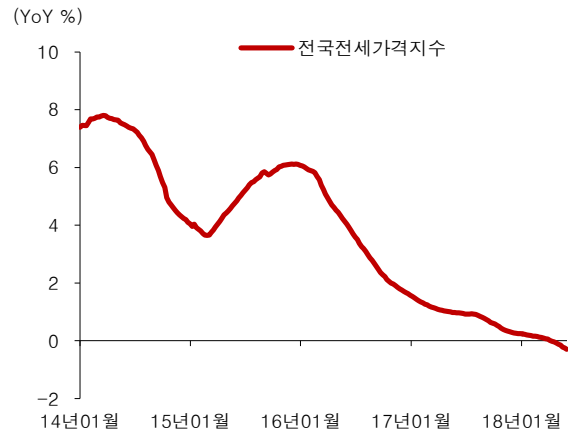
사실상 우리 나라는 선분양제로 집을 팔고 있기 때문에 단순히 분양 공급이 늘면 미분양이 늘기도 한다. 따라서 단순 미분양이 아닌 '준공 후 미분양'에 주목해야 할 필요가 있다. 전국 미분양 절대 규모는 2014년 수준인 6만세대에서 꾸준히 유지되고 있다. 그 중 서울 수도권의 준공 후 미분양은 낮은 레벨이 지속되고 있는 상황이다. 그런데, 전국 기준으로 확인해보면 상황이 좋지 않다. 전체 미분양에서 준공 후 미분양이 차지하는 비중이 5개월 연속적으로 증가하는 모습이다. 지방 경기 위축에 따라 전국적으로 미분양이 조금씩 증가하고 있는 것으로 추정된다.

일부 지방의 두드러지는 가격 하락세



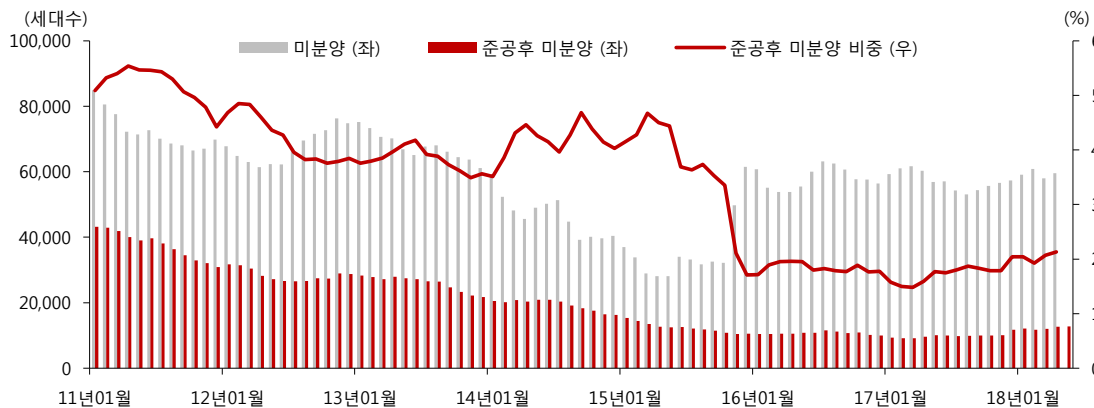
자료: KB 부동산, SK 증권

매매가격지수의 선행지표인 전세가격 상승률 하락 전환



자료: KB 부동산, SK 증권

미분양, 준공 후 미분양 추이: 준공 후 미분양의 5개월 연속적 증가



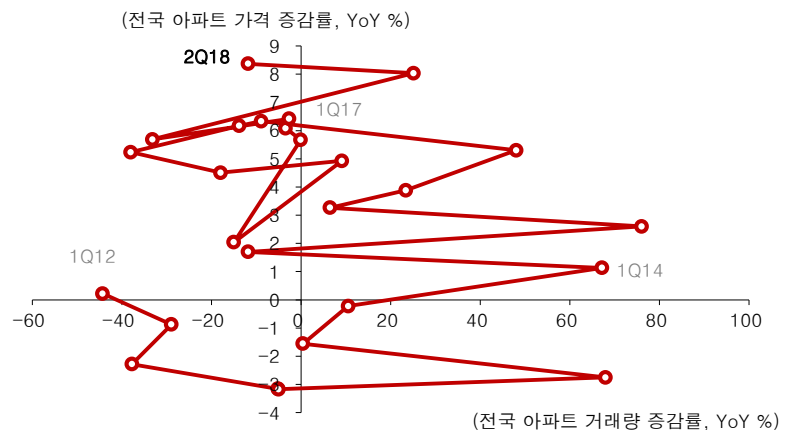
자료: 국토교통부, SK 증권

재고순환변동지표를 벤치마크하여 부동산 가격, 거래량의 증가율을 함께 그려보면 부동산의 사이클이 확연히 드러난다. 가격~거래량 Matrix 에서 좌우 증감은 거래량의 증감, 상하 증감은 가격의 증감이다. 거래량의 경우는 계절적 요인이나 정책 효과에 따라 변동이 크고, 가격은 부동산이 실물 자산이다보니 움직이는 폭이 크지는 않다. 아래 그림처럼 우리 나라 부동산 시장은 역사계 방향으로 순환하며 다소 사이클이 뚜렷한 시장이다. 2014 년부터 공격적인 정책 발표와 금리 인하, 대출 규제 완화로 2015~2016 년 부동산 호조기에는 가격의 상승, 거래량의 상승이 함께 나타나는 것을 알 수 있다.

그렇다면 최근은 어떨까? 거래량의 경우는 하락 전환한지 오래기 때문에 이미 왼쪽 방향으로 쏠려있는 모습이다. 이에 반해 가격은 문재인 정부가 들어서면서 상승률이 둔화되는 듯 하더니, 이제는 이상하리만큼 아예 사상 최고 증가율까지 도달한 상황이다.

앞서 설명했듯 지방 부동산 경기는 이미 다운 사이클에 접어들었고, 전국 가격 데이터를 지지하는 것은 투기 자금이 몰려있는 강남 3 구인 상황이다. 강남 3 구의 단기 가격 급등은 부동산 규제를 앞두고 가격 조정이 불가피할 것으로 예상됨에 따라, 전국 부동산 시장은 높은 확률로 거래량 증가율도 마이너스, 가격 증가율도 마이너스인 3 사분면에 조만간 진입할 것으로 보인다. 위축 국면이 임박한 것이다.

가격, 거래량 증가율 Matrix



자료: 국토교통부, REPS, SK 증권

주: 2Q18 거래량의 경우 4, 5 월 2 개월에 대해서만 반영

2. 하반기 해외 수주 기대감 유효

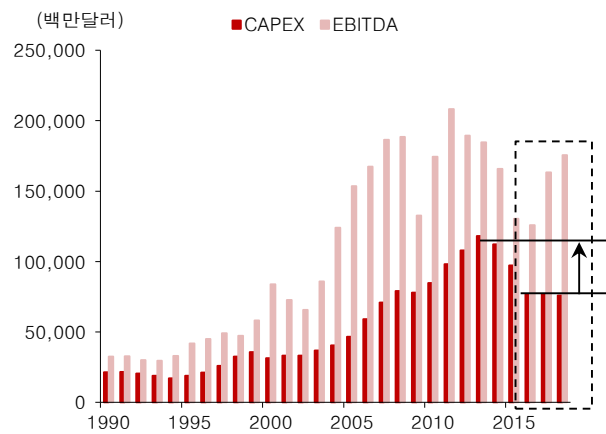
하반기 건설의 가장 Key-point는 해외 수주이다. 올 해부터는 중동을 중심으로 한 해외 발주가 활발할 것으로 기대된다. 주력 마켓인 사우디의 공격적인 건설 투자 기조와 더불어, 현재 발주시장을 강하게 이끌고 있는 UAE의 다양한 신규 프로젝트들을 감안했을 때 확실히 발주 분위기가 긍정적임을 알 수 있다. 발주가 활발한 가장 큰 이유는 전방산업인 글로벌 에너지 기업들의 커진 이익이 CAPEX 집행으로 이어질 개연성이 높아졌기 때문이다. 또한 탈 석유 아젠다를 가진 중동국들의 비플랜트 발주 (인프라, 도시개발 등)가 많아진 것 역시 발주 시장을 이끄는 주 요인이 될 수 있다. 저유가 국면을 거치며 고부가의 제품 생산에 대한 니즈가 높아진 것 역시 UAE의 석유화학 플랜트 발주 의지에서 확인할 수 있겠다. 더불어 아시아 지역 위주의 Refinery 증설까지 더해지면서, 우호적인 발주 여건이 나타나고 있다. 2018년은 대형 건설사의 해외 수주가 저점인 2016년 대비 43.8% 증가하며, 비로소 해외 수주 잔고를 채워나가는 한 해가 될 것으로 예상된다.

UAE 주요 신규 프로젝트

구분	프로젝트명	사업규모
탐사광구	UAE 신규 탐사 광구	투자자 모집중
석유가스	New Refinery Project	150억달러
	가솔린 및 아로마틱스	35억달러
	Shah 가스 패키지2	20억달러
	Bu Hasa 통합개발	9억달러
	통합가스개발확장-2	8억달러
석유화학	Borouge 석유화학4	100억달러
	루와이스 폴리프로필렌5	5억달러
석탄화력	연방수전력청 민자발전	12억달러
담수	타월라 민자 담수플랜트	10억달러
인프라	지하하수터널공사	20억달러
	하리&가샤 인공섬	20억달러
	칼리파 항만 공사	4억달러
	아즈만 항만 공사	2억달러
	후자이라 항만 공사	1억달러
	합계	약 400억달러

자료: 산업통상자원부, SK 증권

전방 에너지 기업들의 CAPEX 투자 확대 개연성



자료: Bloomberg, SK 증권

사우디 건설 투자 기조 확대

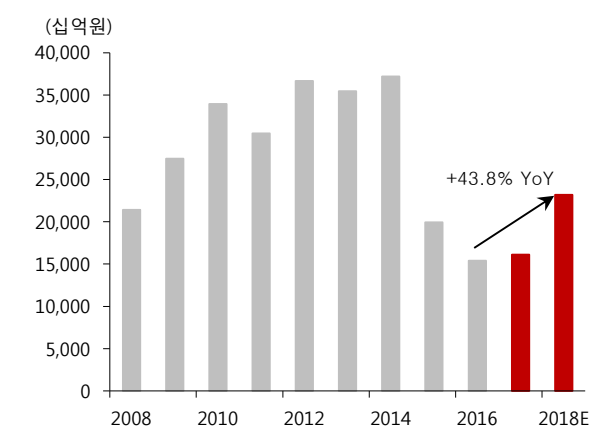
사우디 사막에 560 조원 미래도시 '네옴'선다

모하마드 빈살만(32) 왕세자는 24일 도 리아드에서 열린 미래 투자 콘퍼런스에 참석해 이런 내용의 미래형 주거사업용 신도시 네옴(NEOM) 건설 계획을 밝혔다. 미국 경제전문매체 퀴츠 등 외신과 현지 매체들이 보도했다. 사우디 왕위 계승 1순위인 빈살만은 현재 국방장관 겸 사우디 공공투자기금(PIF) 의장을 맡고 있다. (중략)

네옴 건설 예산 5000억 달러는 국제통화기금(IMF)이 집계한 올해 기준 사우디 연간 GDP(6785억 달러)의 약 74%다. PIF는 2025년까지 네옴 1단계 건설을 완료할 것으로 보고 있다. 미국 CNBC 방송은 사우디가 잠정적 투자자들과 이미 계약을 맺었다고 전했다.

자료: 국민일보, SK 증권

해외 수주, 저점 대비 40% 이상 성장할 것으로 기대



자료: 각 사, SK 증권

공교롭게도 대부분의 주요 프로젝트 낙찰이 하반기에 집중되어 있다. 가장 빠른 낙찰 소식은 현대건설의 사우디 조선소 (1.5 조원) 2~3 분기, 인도네시아 발전 프로젝트 (1 조원)는 3 분기, 그 밖에 현대건설, GS 건설, 삼성엔지니어링이 각자 컨소시엄을 꾸려 입찰 예정인 UAE Gasoline & Aromatics (3.5 조원)는 4 분기, GS 건설과 삼성엔지니어링이 각자 컨소시엄을 꾸려 입찰 예정인 태국 타이오일 Clean Fuel Project (5 조원) 역시 4 분기 또는 내년 초, GS 건설, 삼성엔지니어링이 각자 컨소시엄을 꾸려 입찰 예정인 인도네시아 Balikpapan Refinery (4 조원) 역시 4 분기... 따라서 굵직한 프로젝트의 낙찰이 대부분 10 월 이후 몰려있어, 3 분기는 건설이 수급적으로 다소 불리할 것으로 예상된다.

대형 건설사 주요 해외 수주 입찰 금액 및 시기

(단위: 십억원)	금액	시기
현대건설		
사우디 조선소	1,500	2~3Q
쿠웨이트 준설	330	2~3Q
사우디 송변전	200	2~3Q
인도네시아 발전	1,000	3Q
알제리 복합화력발전	700	3Q
UAE 가스처리 확장시설	500	3~4Q
쿠웨이트 항만	400	4Q
알제리 Hassi Refinery	1,000	4Q
UAE Gasoline & Aromatics	1,000	4Q
UAE Inter Refinery Pipeline	1,500	4Q
GS건설		
사우디 Rabigh Turnaround	300	3Q
알제리 Hassi Refinery	1,200	4Q
UAE Gasoline & Aromatics	3,500	4Q
인도네시아 Balikpapan Refinery	1,700	4Q
태국 타이오일 Clean Fuel Project	1,800	4Q
UAE Inter Refinery Pipeline	1,500	4Q
삼성엔지니어링		
UAE Polypropylene5	600	2~3Q
알제리 Hassi LPG	500	2~3Q
이집트 Polypropylene	500	3~4Q
알제리 Hassi Refinery	1,000	4Q
미국 PTTGC ECC	1,000	4Q
인도네시아 Balikpapan Refinery	900	4Q
태국 타이오일 Clean Fuel Project	1,500	4Q
UAE Gasoline & Aromatics	700	4Q

자료: MEED Project, 각종 언론, SK 증권

주: 컨소시엄 구성 또는 확정 여부에 따라 프로젝트 예상 입찰금액에 차이가 있음

3. 남북 경협 모멘텀이 가지는 의미

경협 슈팅 후 주가가 제자리로 돌아온 상황에서, 경협과 통일의 수혜는 구분할 필요가 있어 보인다. 확정된 경협 사업인 개성공단 확장, 경의선, 동해선의 사업 금액을 합치면 30 조원 규모로, 이는 국내 1 년치 토목 발주와 맞먹는 수준이다. 따라서 경협으로 인한 주가 수혜는 국내 부동산 매크로 둔화로 디스카운트 받던 건설 섹터의 멀티플을 1.0X 수준으로 정상화 시킨다고 보는 것이 합리적이라는 판단이다. 다만, 경협의 스케줄상 가을 문재인 대통령 방북 및 종전 선언 전후 직관적 기대로 다시금 주가는 모멘텀만으로 슈팅할 가능성이 높아 보인다. 독일의 사례에서 봤듯이, 단기 직관적 기대가 이끄는 주가 슈팅을 무시할 수 없다는 판단이다. 하반기 건설은 따라서 1) 하방이 막힌 실적, 2) 상방이 열린 모멘텀, 3) 해외 수주라는 펀더멘탈 삼박자가 맞아떨어질 것으로 보여, 대형 건설주 위주로의 OVERWEIGHT 을 유지한다.

북한 주요 인프라 과제별 개발 소요자금 추정

(단위: 십억원)	교통물류		에너지자원	환경관광	합계
	도로철도	공항항만			
지역 인프라개발	11,418	1,574	3,569	-	16,561
서해권	4,614	258	1,897	-	6,769
동해권	6,805	1,316	1,672	-	9,792
광역인프라개발	40,226	-	10,895	-	51,121
서해권	18,125	-	-	-	18,125
동해권	22,102	-	10,895	-	32,997
DMZ환경관광벨트	-	-	-	500	500
총계	51,645	14,464	500	500	68,183

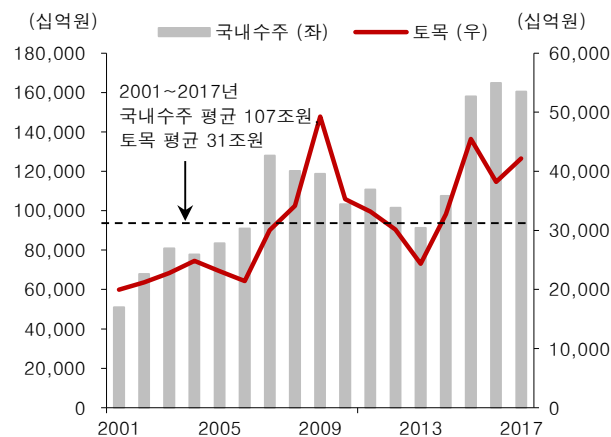
자료: 국토연구원, 문화체육관광부, SK 증권

경의선, 동해선 및 경원선 개발 소요자금



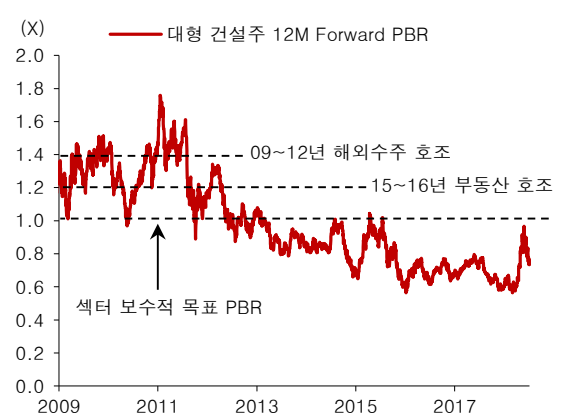
자료: 뉴시스, 연합뉴스 발췌, SK 증권 편집

경협으로 인한 사업비, 국내 1 년치 토목 발주 수준



자료: 국토교통부, SK 증권

열려있는 대형 건설주 멀티플 업사이드



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성엔지니어링을 제외한 대형 5 개사 기준

4. 2Q18 Preview Summary

주택 공사 성수기에 따라 2분기 대형 건설사의 국내 매출액은 전년동기대비 크게 증가하겠으나, 2015~2016 년 해외 수주 둔화 여파로 인해 합산 매출액은 전년동기대비 4.3% 감소한 15.4 조원으로 예상된다. 영업이익의 경우는 해외 문제 현장들의 순차적 준공에 따른 이익 낙폭 감소와 더불어, 국내 주택이 만들어주는 안정적 이익 증가로 인해 전년동기대비 10.7% 증가한 9,909 억원 수준으로 예상된다. 국내 주택 이익은 2018 년 사상 최고치를 달성할 것으로 보이며, 대형 건설사는 기존 주택시장의 위축에도 불구하고 재건축 물량을 필두로 한 주택 분양을 이어갈 것으로 기대된다. 기준금리 인상 기조 속에 레버리지 산업인 건설이 주택 입주 잔금으로 인해 유래없이 많은 현금을 쥐게 된 것 역시 밸류에이션 하방을 지지하는 요소라는 판단이다.

SK 증권 커버리지 대형 건설사 실적 Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	1Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
현대건설							
매출액	4,178.0	4,208.1	-0.7	3,538.2	18.1	4,109.4	1.7
영업이익	279.3	266.4	4.9	218.5	27.9	264.7	5.5
영업이익률 (%)	6.7	6.3	0.4	6.2	0.5	6.4	0.2
대림산업							
매출액	2,799.5	3,106.3	-9.9	2,836.1	-1.3	2,822.6	-0.8
영업이익	183.4	143.0	28.2	248.2	-26.1	168.7	8.7
영업이익률 (%)	6.6	4.6	1.9	8.8	-2.2	6.0	0.6
대우건설							
매출액	2,856.5	3,114.1	-8.3	2,652.8	7.7	2,793.8	2.2
영업이익	161.3	245.8	-34.4	182.0	-11.4	166.6	-3.2
영업이익률 (%)	5.6	7.9	-2.2	6.9	-1.2	6.0	-0.3
GS건설							
매출액	3,148.8	2,994.4	5.2	3,127.5	0.7	3,074.2	2.4
영업이익	197.7	86.0	129.9	389.8	-49.3	202.3	-2.3
영업이익률 (%)	6.3	2.9	3.4	12.5	-6.2	6.6	-0.3
삼성엔지니어링							
매출액	1,316.5	1,356.0	-2.9	1,217.5	8.1	1,402.8	-6.1
영업이익	31.3	12.4	152.7	21.2	47.2	33.0	-5.2
영업이익률 (%)	2.4	0.9	1.5	1.7	0.6	2.4	0.0
현대산업							
매출액	1,149.6	1,056.0	8.9	1,107.0	3.9	1,012.3	13.6
영업이익	137.9	117.7	17.2	131.0	5.3	121.0	14.0
영업이익률 (%)	12.0	11.1	0.9	11.8	0.2	12.0	0.0
대형건설사 합산							
매출액	15,448.9	16,143.0	-4.3	13,717.8	12.6	15,215.1	1.5
영업이익	990.9	894.8	10.7	1,085.6	-8.7	956.2	3.6
영업이익률 (%)	6.4	5.5	0.9	7.9	-1.5	6.3	0.1

자료: FnGuide, SK 증권

5. 종목별 Snapshot

(1) GS 건설 (A006360)

2018/07/10

투자의견 매수 (유지),

목표주가 55,000 원 (상향)

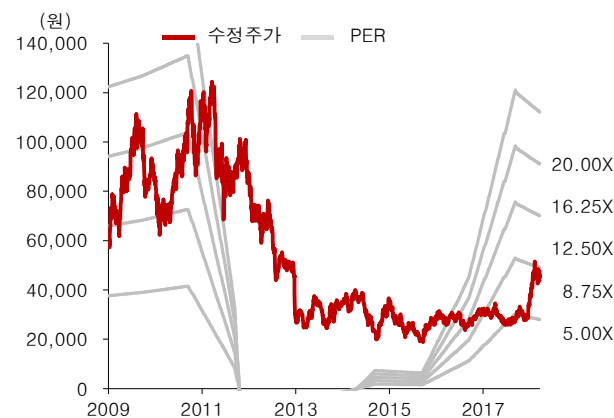
- 현안 프로젝트의 순차적 준공, 주택 부문 이익 확대에 따라 실적 개선 속도가 빠를 것으로 기대됨. 하반기 해외 수주 증가에 대한 기대감을 고려할 때, 목표 배수를 건설 평균인 기존 1.0X 에서 15% 할증하여 목표주가를 45,000 원에서 55,000 원으로 상향 조정함. 상반기에 이어 하반기 건설 내 Top-picks 종목으로 추천을 유지함
- PP-12 의 하반기 손실 가능성은 있겠으나, 이익 체력이 커 손실 방어 가능할 것으로 보임. 하반기 타이오일 (50 억불 / JGC, TR 컨소시엄), 알제리 정유 (25 억불 / Petrofac 컨소시엄), 발릭파판 정유 (40 억불 / Saipem, 현지업체 컨소시엄) 낙찰 소식 기대

GS 건설 목표주가 재산정

	2017	2018E	2019E	2020E
BPS (원)	41,267	41,966	47,984	54,292
BPS 증가율 (%)	-1.4	1.7	14.3	13.1
ROE (%)	-5.1	14.9	13.4	12.3
PBR (X)	0.64	1.07	0.94	0.84
적용BPS (원)	48,081	2018~2020년 평균 BPS		
Target Multiple (X)	1.15	대형 건설주 Target PBR 1.0X에서 15% 할증		
목표주가 (원)	55,000			
현재주가 (원, 07/09)	46,750			
Upside (%)	17.6			
기존 목표주가 (원)	45,000			
변동률 (%)	22.2			

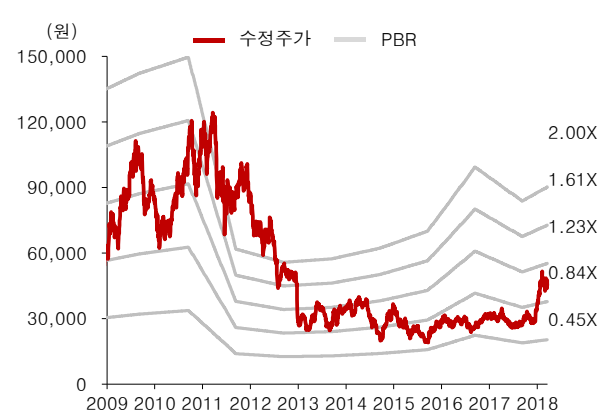
자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 실적 Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	1Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	3,148.8	2,994.4	5.2	3,127.5	0.7	3,074.2	2.4
영업이익	197.7	86.0	129.9	389.8	-49.3	202.3	-2.3
영업이익률 (%)	6.3	2.9	3.4	12.5	-6.2	6.6	-0.3

주: FnGuide, SK증권

GS 건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	11,680	12,264	12,190	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,149	3,056	2,933
토목	1,298	1,235	1,195	292	344	290	372	270	316	284	365
플랜트	2,927	3,024	3,128	684	759	679	805	991	785	706	542
전력	729	747	804	155	185	241	148	129	198	195	224
건축/주택	6,645	7,177	6,982	1,550	1,685	1,591	1,819	1,716	1,829	1,850	1,782
Sales Growth (YoY %)	5.8	5.0	-0.6	2.3	10.6	9.5	1.6	15.8	5.2	8.3	-7.3
토목	-6.1	-4.9	-3.2	-13.4	-5.5	-4.9	-1.3	-7.5	-8.1	-2.2	-1.9
플랜트	-28.7	3.3	3.4	-41.5	-23.1	-23.8	-24.1	44.9	3.4	4.0	-32.7
전력	10.1	2.5	7.6	-12.9	17.8	91.3	-26.4	-16.8	7.3	-18.9	51.6
건축/주택	38.0	8.0	-2.7	65.1	42.8	28.6	24.8	10.7	8.5	16.3	-2.1
매출총이익률 (%)	6.9	12.9	12.5	5.8	6.3	8.7	6.7	16.1	10.3	12.1	13.1
토목	3.5	8.3	8.4	6.5	7.1	1.7	-0.8	7.6	8.3	8.7	8.6
플랜트	-11.4	8.0	7.8	-23.1	-12.3	-4.1	-6.9	20.3	-2.7	5.6	4.1
전력	-4.2	4.0	3.0	-6.1	-11.4	14.9	-24.2	6.3	3.7	4.1	2.9
건축/주택	16.8	16.7	16.4	19.6	16.6	14.6	16.7	15.9	16.9	15.9	18.1
영업이익	319	1,091	1,049	59	86	71	103	390	198	247	255
영업이익률 (%)	2.7	8.9	8.6	2.2	2.9	2.5	3.3	12.5	6.3	8.1	8.7
지배주주순이익	-168	510	475	-68	9	-10	-99	207	98	112	92
순이익률 (%)	-1.4	4.2	3.9	-2.5	0.3	-0.4	-3.1	6.6	3.1	3.7	3.1

자료: GS 건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,737	9,582	10,813	11,653	12,672
현금및현금성자산	2,356	2,442	3,058	3,566	4,360
매출채권 및 기타채권	4,777	4,668	5,376	5,678	5,830
재고자산	825	1,091	944	977	1,018
비유동자산	3,640	4,114	3,956	3,843	3,717
장기금융자산	901	947	966	986	1,005
유형자산	978	898	858	823	791
무형자산	194	209	202	206	204
자산총계	13,377	13,697	14,770	15,496	16,390
유동부채	7,225	8,581	8,592	7,819	8,115
단기금융부채	1,486	2,754	2,687	1,751	1,747
매입채무 및 기타채무	3,868	4,288	4,212	4,205	4,320
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,798	1,876	2,344	3,330	3,395
장기금융부채 (사채+장차)	1,777	935	1,343	2,269	2,263
장기매입채무 및 기타채무	34	9	9	9	9
장기충당부채	464	441	485	509	535
부채총계	10,023	10,457	10,936	11,149	11,509
자배주지분	3,279	3,167	3,760	4,274	4,807
자본금	355	358	424	424	424
자본잉여금	611	627	627	627	627
기타자본구성요소	-143	-143	-76	-76	-76
자기주식	-76	-76	-76	-76	-76
이익잉여금	2,504	2,334	2,824	3,338	3,871
비지배주지분(연결)	74	72	73	73	73
자본총계	3,353	3,240	3,833	4,347	4,880
부채외자본총계	13,377	13,697	14,770	15,496	16,390

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	81	-205	241	563	843
당기순이익(손실)	-20	-164	515	540	559
비현금수익비용가감	273	531	510	509	509
유형자산감가상각비	58	47	45	41	37
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	251	272	272	272	272
운전자본감소(증가)	-172	-573	-783	-486	-224
매출채권의감소(증가)	-198	-615	-708	-302	-152
재고자산의감소(증가)	-65	30	146	-32	-41
매입채무의증가(감소)	156	158	-76	-7	114
기타	-65	-146	-146	-146	-146
법인세납부	-16	-41	-46	-34	-40
투자활동으로 인한 현금흐름	-249	14	54	42	48
금융자산감소(증가)	-114	-51	-23	-23	-23
유형자산처분(취득)	5	15	15	15	15
무형자산감소(증가)	-14	-5	8	-4	2
기타투자활동	-47	75	75	75	75
재무활동으로 인한 현금흐름	78	300	342	-75	-75
단기금융부채의 증가(감소)	-106	345	-67	-936	-4
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	408	926	-6
자본의 증가(감소)	0	-5	66	0	0
배당금지급	0	0	-25	-25	-25
기타재무활동	185	-39	-39	-39	-39
현금의 증가	-72	86	615	509	794
기초현금	2,429	2,356	2,442	3,058	3,566
기말현금	2,356	2,442	3,058	3,566	4,360
FCF	2	-226	220	542	822

자료: GS건설 SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,036	11,679	12,264	12,190	12,516
매출원가	10,547	10,876	10,683	10,666	10,955
매출총이익	488	803	1,582	1,525	1,561
매출총이익률(%)	4.4	6.9	12.9	12.5	12.5
판매비와관리비	345	485	491	475	488
영업이익	143	319	1,091	1,049	1,073
영업이익률(%)	1.3	2.7	8.9	8.6	8.6
조정영업이익	143	319	1,091	1,049	1,073
비영업손익	-122	-479	-356	-353	-352
순금융손익	-82	-147	-163	-160	-160
외환관련손익	23	-159	-139	-139	-139
관계기업등 투자손익	3	-6	-6	-6	-6
세전계속사업이익	21	-161	735	697	721
세전계속사업이익률(%)	0.2	-1.4	6.0	5.7	5.8
계속사업법인세	42	3	221	157	162
계속사업이익	-20	-164	515	540	559
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-164	515	540	559
순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.2	4.4	4.5
지배주주	-26	-168	510	475	492
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.2	3.9	3.9
비지배주주	5	5	5	65	67
총포괄이익	8	-125	476	501	519
지배주주	-3	-124	471	495	514
비지배주주	11	-1	5	5	5
EBITDA	149	325	1,098	1,057	1,081

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.4	5.8	5.0	-0.6	2.7
영업이익	17.1	122.9	242.4	-3.8	2.2
세전계속사업이익	-31.8	적전	흑전	-5.3	3.5
EBITDA	16.0	118.6	238.0	-3.7	2.3
EPS	적전	적지	흑전	-6.8	3.5
수익성(%)					
ROA(%)	-0.2	-1.2	3.6	3.6	3.5
ROE(%)	-0.6	-5.1	14.9	13.4	12.3
EBITDA마진(%)	1.3	2.8	9.0	8.7	8.6
안정성(%)					
유동비율(%)	134.8	111.7	125.9	149.0	156.2
부채비율(%)	298.9	322.8	285.3	256.5	235.8
순차입금/자기자본(%)	40.9	52.1	25.4	10.4	-7.2
EBITDA/이자비용(배)	1.2	1.7	5.5	5.4	5.5
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-363	-2,349	6,010	5,604	5,799
BPS	43,453	41,267	41,966	47,984	54,292
CFPS	667	-1,487	6,715	6,966	7,145
주당 현금배당금	0	0	300	300	300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	n/a	5.8	6.2	6.0
PER(최저)	n/a	n/a	4.2	4.5	4.4
PBR(최고)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
PCR	39.7	-19.0	7.1	6.8	6.7
EV/EBITDA(최고)	24.3	12.8	3.6	3.2	2.4
EV/EBITDA(최저)	18.3	10.9	2.9	2.5	1.7

(2) 현대건설 (A000720)

2018/07/10

투자이건 매수 (유지),

목표주가 77,000 원 (유지)

- 2분기 실적은 해외 미착공 계약 잔고인 베네수엘라 정유 메인 패키지 4.3 조원, 우즈베키스탄 GTL 4.4 조원 등의 매출화 속도가 더더 매출액 성장률이 전년동기대비 다소 감소할 것으로 보임. 유의미한 해외 매출액 성장은 하반기부터 나타날 것으로 보임. 컨센서스에 부합하는 무난한 수준의 이익 기초 지속될 것으로 예상
- GBC (현대차신사옥, 3 조원)의 경우 연내 착공이 가능할 것으로 보임. 사우디 조선소 (1.5 조원) 낙찰 결과 기대중이며, 하반기 활발한 수주로 연내 수주 가이던스 달성에 는 무리가 없을 것으로 판단. 내년 사우디 원전 수혜 역시 예상. 견고해지는 펀더멘탈 과 수주 기대감을 감안, 하반기 건설주 내 Top-picks 종목으로 추천함

현대건설 실적 Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	1Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	4,178.0	4,208.1	-0.7	3,538.2	18.1	4,109.4	1.7
영업이익	279.3	266.4	4.9	218.5	27.9	264.7	5.5
영업이익률 (%)	6.7	6.3	0.4	6.2	0.5	6.4	0.2

주: FnGuide, SK증권

현대건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	16,854	16,964	17,885	4,139	4,208	4,243	4,264	3,538	4,178	4,272	5,031
국내	9,638	9,467	9,800	2,213	2,414	2,534	2,476	1,958	2,397	2,413	2,739
현대건설	6,027	6,254	6,211	1,320	1,521	1,624	1,562	1,239	1,587	1,630	1,799
현대엔지니어링	3,363	2,958	3,327	825	831	850	856	624	746	722	866
기타	247	255	262	68	62	60	58	95	64	62	75
해외	7,217	7,497	8,085	1,919	1,801	1,710	1,788	1,580	1,781	1,858	2,292
현대건설	4,107	4,408	4,267	1,152	1,021	971	963	888	1,026	1,081	1,413
현대엔지니어링	2,905	2,878	3,600	704	728	689	784	632	703	724	819
기타	205	211	218	63	51	50	41	60	52	53	60
현대건설	10,134	10,662	10,478	2,472	2,543	2,594	2,525	2,127	2,613	2,711	3,212
현대엔지니어링	6,268	5,835	6,927	1,529	1,559	1,540	1,640	1,256	1,449	1,446	1,685
기타	453	466	480	138	106	109	99	155	116	115	135
매출총이익률 (%)	10.6	11.3	11.0	11.2	10.8	10.3	10.2	11.8	11.7	11.9	11.1
국내	14.8	13.0	13.7	13.3	13.8	16.1	16.0	12.5	13.8	14.3	13.0
해외	5.1	9.1	7.8	8.8	7.2	1.7	2.3	10.9	8.8	8.7	8.9
현대건설	8.3	9.3	9.1	9.3	7.2	8.3	8.6	9.1	9.0	9.2	9.8
현대엔지니어링	13.7	14.1	14.0	13.6	15.6	13.5	12.2	14.3	14.0	14.1	14.1
영업이익	1,010	1,052	1,080	244	266	281	219	218	279	296	313
영업이익률 (%)	6.0	6.2	6.0	5.9	6.3	6.6	5.1	6.2	6.7	6.9	6.2
지배주주순이익	202	508	524	16	140	57	-11	100	132	135	142
순이익률 (%)	1.2	3.0	2.9	0.4	3.3	1.3	-0.3	2.8	3.1	3.2	2.8

자료: 현대건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,938	13,250	13,019	13,421	14,029
현금및현금성자산	2,150	2,107	1,965	1,811	1,752
매출채권 및 기타채권	7,122	5,398	6,274	6,615	7,045
재고자산	1,199	2,106	1,115	1,201	1,279
비유동자산	4,936	5,182	5,639	6,153	6,560
장기금융자산	682	1,044	1,055	1,065	1,076
유형자산	1,498	1,399	1,311	1,235	1,168
무형자산	810	760	760	760	760
자산총계	19,873	18,432	18,658	19,574	20,588
유동부채	8,750	7,219	6,887	7,066	7,313
단기금융부채	192	396	361	359	357
매입채무 및 기타채무	5,161	4,561	4,287	4,490	4,761
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	2,999	2,740	2,732	2,725	2,717
장기금융부채 (사채+장차)	1,968	1,696	1,687	1,679	1,671
장기매입채무 및 기타채무	43	139	139	139	139
장기충당부채	448	424	424	425	425
부채총계	11,749	9,959	9,620	9,790	10,029
지배주주지분	6,329	6,468	7,138	7,830	8,632
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,040	1,032	1,032	1,032	1,032
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,622	4,813	5,484	6,176	6,978
비지배주주지분(연결)	1,796	2,005	1,900	1,953	1,927
자본총계	8,125	8,473	9,039	9,783	10,559
부채외자본총계	19,873	18,432	18,658	19,574	20,588

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,087	514	211	166	260
당기순이익(손실)	732	372	726	748	858
비현금수익비용가감	647	773	776	772	770
유형자산감가상각비	136	134	126	115	105
무형자산상각비	54	59	59	59	59
기타	450	316	316	316	316
운전자본감소(증가)	-292	-631	-1,291	-1,354	-1,368
매출채권의감소(증가)	581	1,280	-877	-341	-430
재고자산의감소(증가)	283	-186	990	-85	-78
매입채무의증가(감소)	211	-594	-274	203	271
기타	-1,367	-1,131	-1,131	-1,131	-1,131
법인세납부	-200	-283	-283	-283	-283
투자활동으로 인한 현금흐름	-775	-16	25	26	26
금융자산감소(증가)	-622	-13	26	26	27
유형자산처분(취득)	4	11	11	11	11
무형자산감소(증가)	-5	-3	0	0	0
기타투자활동	26	38	38	38	38
재무활동으로 인한 현금흐름	-177	-381	-219	-185	-185
단기금융부채의 증가(감소)	-273	-272	-103	-69	-68
장기금융부채의 증가(감소)	204	0	-8	-8	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-56	-56	-56	-56	-56
기타재무활동	-53	-53	-53	-53	-53
현금의 증가	153	-43	-142	-153	-59
기초현금	1,997	2,150	2,107	1,965	1,811
기말현금	2,150	2,107	1,965	1,811	1,752
FCF	908	465	162	117	210

자료: 현대건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,825	16,887	16,964	17,885	19,048
매출원가	16,895	15,108	15,047	15,911	16,870
매출총이익	1,930	1,779	1,917	1,974	2,177
매출총이익률(%)	10.3	10.5	11.3	11.0	11.4
판매비와관리비	771	793	865	894	952
영업이익	1,159	986	1,052	1,080	1,225
영업이익률(%)	6.2	5.8	6.2	6.0	6.4
조정영업이익	1,159	986	1,052	1,080	1,225
비영업손익	-177	-431	-84	-83	-82
순금융손익	-8	16	19	20	21
외환관련손익	77	-201	-204	-207	-209
관계기업등 투자손익	-6	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	981	555	968	997	1,144
세전계속사업이익률(%)	5.2	3.3	5.7	5.6	6.0
계속사업법인세	250	183	242	249	286
계속사업이익	732	372	726	748	858
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	732	372	726	748	858
순이익률(%)	3.9	2.2	4.3	4.2	4.5
지배주주	572	202	508	524	600
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.2	3.0	2.9	3.2
비지배주주	160	170	218	224	257
총포괄이익	842	444	799	821	930
지배주주	664	202	363	372	422
비지배주주	178	243	436	448	508
EBITDA	1,349	1,179	1,237	1,254	1,389

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	-2.1	-10.3	0.5	5.4	6.5
영업이익	6.4	-14.9	6.7	2.6	13.5
세전계속사업이익	9.3	-43.5	74.5	3.0	14.7
EBITDA	5.0	-12.6	4.9	1.4	10.8
EPS	35.9	-64.7	152.1	3.0	14.7
수익성(%)					
ROA(%)	3.7	1.9	3.9	3.9	4.3
ROE(%)	12.1	5.8	10.7	10.0	10.4
EBITDA마진(%)	7.2	7.0	7.3	7.0	7.3
안정성(%)					
유동비율(%)	170.7	183.5	189.0	189.9	191.8
부채비율(%)	144.6	117.5	106.4	100.1	95.0
순차입금/자기자본(%)	-0.2	-0.6	0.9	2.3	2.6
EBITDA/이자비용(배)	15.5	15.4	16.4	16.7	18.6
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	5,133	1,810	4,562	4,697	5,387
BPS	56,786	58,029	64,046	70,257	77,452
CFPS	8,274	5,069	8,175	8,271	9,169
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	8.8	28.5	16.2	15.8	13.7
PER(최저)	5.3	18.7	7.5	7.3	6.4
PBR(최고)	0.9	1.0	1.3	1.2	1.0
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	5.2	7.2	7.4	7.4	6.6
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.8	6.7	6.8	6.1
EV/EBITDA(최저)	2.2	3.2	3.2	3.2	2.9

(3) HDC 현대산업개발 (A294870)

2018/07/10

투자의견 매수 (유지)

목표주가 77,000 원 (유지)

- HDC 현대산업개발은 공사 성수기에 따라 1) 주택 볼륨 확대에 따른 이익 증가, 2) 자체주택 및 토목 부문 마진율 증가로 인해 실적 호조가 기대됨. 비록 부동산 규제 속 멀티플 상방은 제한적으로 판단되나, 현 주가는 HDC 현대산업개발이 보유하고 있는 1 조원 이상의 현금, 장부가 기준 1.5 조원의 Land Bank 를 감안할 때 지나치게 저평가 되어 있다는 판단. 따라서 대형 건설주 내 단기 차선후주로 추천함
- 2 분기 실적의 경우 컨센서스가 분할 전후가 혼재되어 있는 상황에서, 실적 역시 2 개 월분만 공표될 예정이므로 실적 쇼크로 오해할 여지가 있는 점은 우려. 연간 5 천억 원 이상의 영업이익 달성에는 무리가 없을 것으로 보임

HDC 현대산업개발 실적 Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	1Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	1,149.6	1,056.0	8.9	1,107.0	3.9	1,012.3	13.6
영업이익	137.9	117.7	17.2	131.0	5.3	121.0	14.0
영업이익률 (%)	12.0	11.1	0.9	11.8	0.2	12.0	0.0

주: FnGuide, SK증권

HDC 현대산업개발 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	4,127	4,533	4,833	839	1,056	1,049	1,183	1,107	1,150	1,105	1,171
자체주택	1,069	1,292	1,442	222	286	237	324	327	330	306	330
비중 (%)	25.9	28.5	29.8	26.5	27.1	22.6	27.4	29.5	28.7	27.7	28.2
외주주택	2,186	2,375	2,330	441	551	570	624	596	592	583	603
토목	302	325	424	64	73	74	91	64	81	84	96
건축	377	346	440	73	91	111	102	71	89	88	98
기타	193	195	197	39	55	57	42	50	59	43	44
Sales Growth (YoY %)	17.7	9.8	6.6	22.8	18.0	21.7	10.9	31.9	8.9	5.3	(1.0)
자체주택	-13.2	20.9	11.6	-18.1	-16.6	-24.0	5.9	47.1	15.2	29.1	2.0
외주주택	42.9	8.6	-1.9	83.0	53.5	46.9	15.1	35.1	7.4	2.3	-3.3
토목	-12.0	7.6	30.5	-22.9	-24.7	-7.5	9.6	0.0	10.9	13.8	5.3
건축	62.5	-8.3	27.4	35.2	44.4	131.3	52.2	-2.7	-2.6	-20.7	-3.9
매출총이익	532	671	733	156	112	125	138	111	99	89	372
매출총이익률 (%)	12.9	14.8	15.2	18.6	10.6	11.9	11.7	10.0	8.6	8.1	31.8
자체주택	30.1	21.4	22.5	31.1	28.7	29.0	31.4	20.3	21.3	21.5	22.7
외주주택	16.7	17.1	17.1	17.6	15.1	19.5	14.9	17.3	16.9	17.3	16.9
토목	5.9	6.1	6.5	12.9	3.6	6.2	2.7	5.0	6.3	6.3	6.4
건축	2.5	2.9	3.3	-0.1	1.9	3.3	4.1	-4.8	4.5	5.4	4.7
영업이익	543	552	591	118	118	143	164	131	138	135	148
영업이익률 (%)	13.2	12.2	12.2	14.1	11.1	13.7	13.9	11.8	12.0	12.2	12.7
순이익	390	406	441	99	104	123	64	124	93	96	94
순이익률 (%)	9.4	9.0	9.1	11.8	9.9	11.7	5.4	11.2	8.1	8.7	8.0

자료: HDC 현대산업개발, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645	3,770	4,412	5,064	5,702
현금및현금성자산	1,152	1,018	2,015	1,966	2,224
매출채권 및 기타채권	1,070	1,543	1,074	993	1,265
재고자산	768	574	622	1,324	1,406
비유동자산	2,139	2,065	1,883	1,717	1,603
장기금융자산	442	442	442	442	442
유형자산	851	860	869	877	885
무형자산	16	16	16	16	16
자산총계	5,785	5,835	6,295	6,781	7,305
유동부채	2,264	2,157	2,228	2,282	2,334
단기금융부채	745	535	526	529	531
매입채무 및 기타채무	592	700	781	832	881
단기충당부채	5	5	5	5	5
비유동부채	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
부채총계	3,030	2,929	3,012	3,085	3,157
지배주주지분	2,622	2,760	3,122	3,519	3,953
자본금	377	220	220	220	220
자본잉여금	179	179	179	179	179
기타자본구성요소	-142	-142	-142	-142	-142
자기주식	-84	-84	-84	-84	-84
이익잉여금	2,186	2,481	2,843	3,240	3,674
비지배주주지분(연결)	133	146	161	177	195
자본총계	2,755	2,906	3,283	3,696	4,148
부채와자본총계	5,785	5,835	6,295	6,781	7,305

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	840	317	1,093	29	337
당기순이익(손실)	331	339	406	441	478
비현금수익비용가감	192	171	204	177	180
유형자산감가상각비	40	40	40	41	41
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	123	123	123	123	123
운전자본감소(증가)	316	-193	482	-588	-321
매출채권의감소(증가)	39	-472	469	81	-272
재고자산의감소(증가)	344	194	-47	-702	-82
매입채무의증가(감소)	-41	108	81	51	49
기타	-25	-22	-20	-18	-16
법인세납부	-85	-77	-69	-62	-56
투자활동으로 인한 현금흐름	-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
재무활동으로 인한 현금흐름	-146	-417	-59	-39	-39
단기금융부채의 증가(감소)	-277	-210	-9	3	3
장기금융부채의 증가(감소)	174	-0	-0	7	7
자본의 증가(감소)	-3	-157	0	0	0
배당금지급	-37	-44	-44	-44	-44
기타재무활동	-3	-5	-5	-5	-5
현금의 증가	605	-135	997	-48	258
기초현금	548	1,152	1,018	2,015	1,966
기말현금	1,152	1,018	2,015	1,966	2,224
FCF	790	267	1,043	-21	287

자료: HDC현대산업개발, SK증권 추정 / 주: 분할전 현대산업 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,507	4,126	4,533	4,833	5,131
매출원가	2,873	3,397	3,790	4,039	4,277
매출총이익	634	729	743	794	855
매출총이익률(%)	18.1	17.7	16.4	16.4	16.7
판매비와관리비	227	186	190	203	210
영업이익	407	543	552	591	644
영업이익률(%)	11.6	13.2	12.2	12.2	12.6
조정영업이익	407	543	552	591	644
비영업손익	-31	-26	-3	4	2
순금융손익	-16	-11	-13	-16	-18
외환관련손익	-3	12	-18	12	12
관계기업등 투자손익	-6	4	4	4	4
세전계속사업이익	376	517	549	596	646
세전계속사업이익률(%)	10.7	12.5	12.1	12.3	12.6
계속사업법인세	99	178	143	155	168
계속사업이익	331	339	406	441	478
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	331	339	406	441	478
순이익률(%)	9.4	8.2	9.0	9.1	9.3
지배주주	307	390	406	441	478
지배주주귀속 순이익률(%)	8.7	9.4	9.0	9.1	9.3
비지배주주	24	-51	0	0	0
총포괄이익	326	348	416	451	487
지배주주	302	323	386	418	451
비지배주주	24	26	31	33	36
EBITDA	449	585	594	634	687

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.8	17.6	9.9	6.6	6.2
영업이익	38.8	33.5	1.6	7.0	9.0
세전계속사업이익	62.8	37.6	6.2	8.4	8.5
EBITDA	33.6	30.3	1.6	6.6	8.5
EPS	38.7	2.4	19.9	8.4	8.5
수익성(%)					
ROA(%)	5.9	5.8	6.7	6.7	6.8
ROE(%)	13.3	12.6	13.8	13.3	12.8
EBITDA마진(%)	12.8	14.2	13.1	13.1	13.4
안정성(%)					
유동비율(%)	161.0	174.8	198.0	221.9	244.3
부채비율(%)	110.0	100.8	91.7	83.5	76.1
순차입금/자기자본(%)	-9.9	-5.1	-35.2	-29.7	-32.4
EBITDA/이자비용(배)	9.5	14.8	15.2	16.2	17.4
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	7,532	7,716	9,250	10,031	10,880
BPS	59,313	62,450	70,701	79,732	89,612
CFPS	8,479	8,656	10,202	10,995	11,855
주당 현금배당금	500	700	1,000	2,000	2,500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	7.2	6.7	5.6	5.1	4.7
PER(최저)	4.6	4.3	3.6	3.3	3.0
PBR(최고)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	5.3	6.7	5.7	5.3	4.9
EV/EBITDA(최고)	8.3	3.6	1.9	1.8	1.3
EV/EBITDA(최저)	5.3	2.2	0.5	0.5	0.1

(4) 삼성엔지니어링 (A028050)

2018/07/10

투자의견 매수 (상향)

목표주가 20,000 원 (상향)

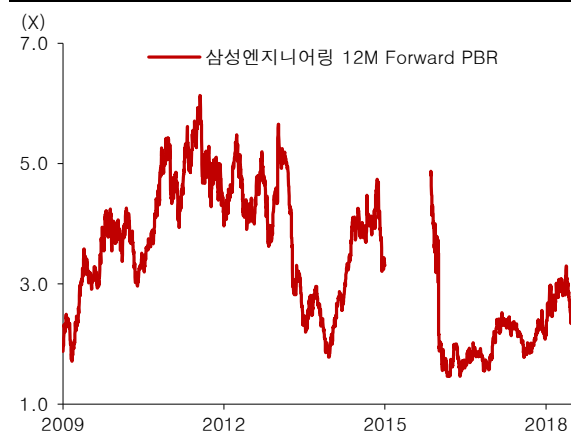
- 삼성엔지니어링의 잔여 현안 프로젝트의 추가 원가 반영 리스크 및 매출액 성장률 감소에 따른 낮은 수준의 이익률로 투자의견 중립을 유지했으나, 강력한 수주 기초의 지속과 현안 프로젝트 종료 및 기존 프로젝트 매출 성장으로 2020 년 큰 폭의 실적 개선이 가능한 점을 감안, 목표 배수를 1.75X 에서 2.5X 로 Jump-up 함. 이에 따라 목표주가를 기존 13,000 원에서 20,000 원으로 상향 조정하며, 투자의견 역시 매수로 상향함. (글로벌 EPC 평균 PBR 1.8X~2.5X)
- 매출액 성장과 함께 자연스러운 밸류에이션 할증 해소가 가능할 것으로 기대

삼성엔지니어링 목표주가 재산정

	2017	2018E	2019E	2020E
BPS (원)	4,873	5,696	7,188	9,767
BPS 증가율 (%)	4.4	16.9	26.2	35.9
BPR (X)	2.8	2.4	2.0	1.5
ROE (%)	-5.1	12.3	21.5	28.6
적용BPS (원)	7,551	2018~2020E 평균 BPS		
Target Multiple (X)	2.5	해외 수주 증흥기 멀티플에서 50% 할인		
목표주가 (원)	20,000			
현재주가 (원, 07/09)	15,400			
Upside (%)	29.8			
기존 목표주가 (원)	13,000			
변동률 (%)	53.8			

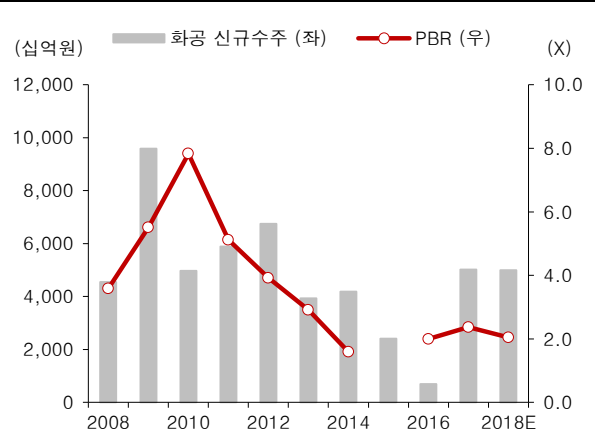
자료: FnGuide, SK 증권

삼성엔지니어링 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권
주: 2015 년은 자본잠식

삼성엔지니어링 화공 신규수주와 PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

삼성엔지니어링 실적 Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	1Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	1,316.5	1,356.0	-2.9	1,217.5	8.1	1,402.8	-6.1
영업이익	31.3	12.4	152.7	21.2	47.2	33.0	-5.2
영업이익률 (%)	2.4	0.9	1.5	1.7	0.6	2.4	0.0

주: FnGuide, SK증권

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	5,536	5,414	5,821	1,619	1,356	1,294	1,267	1,218	1,317	1,317	1,564
화공	2,110	2,471	2,685	707	517	515	371	476	534	622	840
비화공	3,426	2,943	3,136	912	839	779	896	742	783	694	724
Sales Growth (YoY %)	-21.0	-2.2	7.5	9.8	-27.9	-20.6	-37.4	-24.8	-2.9	1.7	23.4
화공	-35.9	17.1	8.7	-12.5	-36.3	-28.6	-60.9	-32.7	3.2	20.7	126.4
비화공	-7.9	-14.1	6.5	36.9	-21.4	-14.3	-16.7	-18.6	-6.7	-10.9	-19.2
매출총이익률 (%)	6.5	8.1	9.3	6.1	7.2	7.5	5.4	8.5	7.8	7.4	8.6
화공	-12.3	-4.0	0.0	-5.5	-3.3	-5.6	-47.2	0.5	-7.7	-4.6	-3.7
비화공	18.1	18.2	17.3	15.1	13.7	16.1	27.2	13.6	18.4	18.1	22.8
영업이익	47	139	222	12	12	15	7	21	31	37	50
영업이익률 (%)	0.8	2.6	3.8	0.8	0.9	1.2	0.5	1.7	2.4	2.8	3.2
지배주주순이익	-45	119	249	-44	32	7	-40	11	31	46	31
순이익률 (%)	-0.8	2.2	4.3	-2.7	2.3	0.5	-3.2	0.9	2.3	3.5	2.0

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,658	3,303	1,851	1,863	2,300
현금및현금성자산	882	745	-4	-123	7
매출채권 및 기타채권	2,360	2,167	1,469	1,579	1,841
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,862	1,781	3,306	3,378	3,558
장기금융자산	55	57	57	57	57
유형자산	657	427	401	379	359
무형자산	96	71	71	71	71
자산총계	5,520	5,084	5,157	5,241	5,859
유동부채	4,314	3,678	3,615	3,435	3,581
단기금융부채	1,452	1,056	959	642	433
매입채무 및 기타채무	2,582	2,153	2,182	2,314	2,664
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	210	401	379	357	334
장기금융부채 (사채+장차)	0	268	246	223	201
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	6	6	6	6
부채총계	4,524	4,079	3,994	3,792	3,915
지배주주지분	1,011	1,026	1,188	1,480	1,985
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	454	-19	-19	-19	-19
기타자본구성요소	-193	-132	-132	-132	-132
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-198	170	306	592	1,087
비지배주주지분(연결)	-15	-22	-25	-31	-42
자본총계	996	1,005	1,163	1,449	1,944
부채외자본총계	5,520	5,084	5,157	5,241	5,859

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	188	-134	-606	246	385
당기순이익(손실)	9	-52	136	286	495
비현금수익비용가감	-79	2	-7	-11	-15
유형자산감가상각비	48	41	33	30	28
무형자산상각비	30	31	31	31	31
기타	-217	-138	-138	-138	-138
운전자본감소(증가)	258	-84	-735	-29	-95
매출채권의감소(증가)	-84	187	-698	110	262
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	166	-264	-29	-132	-350
기타	175	-7	-7	-7	-7
법인세납부	-74	-82	-82	-82	-82
투자활동으로 인한 현금흐름	94	-15	1	1	1
금융자산감소(증가)	43	-8	1	1	1
유형자산처분(취득)	5	6	6	6	6
무형자산감소(증가)	-14	-7	0	0	0
기타투자활동	83	7	7	7	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-102	38	-119	-339	-231
단기금융부채의 증가(감소)	-1,327	-313	-97	-317	-209
장기금융부채의 증가(감소)	-59	351	-22	-22	-22
자본의 증가(감소)	1,284	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-0	0	0	0	0
현금의 증가	186	-137	-750	-118	129
기초현금	696	882	745	-4	-123
기말현금	882	745	-4	-123	7
FCF	164	-148	-620	232	372

자료: 삼성엔지니어링, SK증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,009	5,536	5,414	5,821	6,788
매출원가	6,527	5,175	4,977	5,280	6,077
매출총이익	482	361	437	542	711
매출총이익률(%)	6.9	6.5	8.1	9.3	10.5
판매비와관리비	412	315	298	320	373
영업이익	70	47	139	222	337
영업이익률(%)	1.0	0.8	2.6	3.8	5.0
조정영업이익	70	47	139	222	337
비영업손익	-14	-77	-62	-59	-56
순금융손익	-11	-17	-22	-19	-16
외환관련손익	-2	-47	-47	-47	-47
관계기업등 투자손익	5	5	5	5	5
세전계속사업이익	56	-30	78	163	281
세전계속사업이익률(%)	0.8	-0.5	1.4	2.8	4.1
계속사업법인세	47	22	-59	-124	-213
계속사업이익	9	-52	136	286	495
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9	-52	136	286	495
순이익률(%)	0.1	-0.9	2.5	4.9	7.3
지배주주	26	-45	119	249	430
지배주주귀속 순이익률(%)	0.4	-0.8	2.2	4.3	6.3
비지배주주	-16	-7	18	37	64
총포괄이익	-36	8	125	270	484
지배주주	-20	15	226	487	873
비지배주주	-16	-7	-101	-217	-389
EBITDA	149	119	203	283	396

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	8.8	-21.0	-2.2	7.5	16.6
영업이익	흑전	-33.1	196.6	59.3	52.3
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	109.8	72.8
EBITDA	흑전	-19.7	70.3	39.2	40.0
EPS	흑전	적전	흑전	109.8	72.8
수익성(%)					
ROA(%)	0.2	-1.0	2.7	5.5	8.9
ROE(%)	2.7	-5.1	12.3	21.5	28.6
EBITDA마진(%)	2.1	2.2	3.8	4.9	5.8
안정성(%)					
유동비율(%)	84.8	89.8	51.2	54.2	64.2
부채비율(%)	454.1	406.0	343.5	261.7	201.4
순차입금/자기자본(%)	-16.2	45.0	94.7	77.3	45.8
EBITDA/이자비용(배)	5.5	4.8	6.8	10.4	16.1
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	131	-231	606	1,270	2,196
BPS	4,669	4,873	5,696	7,188	9,767
CFPS	449	104	1,024	1,774	2,825
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	113.8	n/a	24.4	11.6	6.7
PER(최저)	67.9	n/a	16.0	7.6	4.4
PBR(최고)	2.9	2.8	2.4	2.0	1.5
PBR(최저)	1.7	1.9	1.6	1.3	1.0
PCR	23.0	119.5	12.1	7.0	4.4
EV/EBITDA(최고)	25.9	33.3	4.8	2.3	1.3
EV/EBITDA(최저)	20.0	25.9	3.1	1.5	0.9

(5) 대우건설 (A047040)

2018/07/10

투자 의견 매수 (유지)

목표주가 8,000 원 (유지)

- 대우건설은 주택 규모 확대에 따른 실적 성장이 기대됨. 특히, Big Bath 이후 보수적으로 설정한 총당금에 따라 매 분기 환입 가능성이 열려있어 실적 서프라이즈 가능성에 주목. 지난해로서 지정감사인제가 종료되었기 때문에, 과도하게 설정했을 것으로 예상되는 총당금 일부는 환입까지 기대해볼 수 있다는 판단임
- 이익이 나고 있는 해외부문에 보수적으로 적자를 가정하더라도, 연간 6 천억원을 상회하는 영업이익은 무난하게 달성할 것으로 판단

대우건설 실적 Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	1Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	2,856.5	3,114.1	-8.3	2,652.8	7.7	2,793.8	2.2
영업이익	161.3	245.8	-34.4	182.0	-11.4	166.6	-3.2
영업이익률 (%)	5.6	7.9	-2.2	6.9	-1.2	6.0	-0.3

주: FnGuide, SK증권

대우건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	12,201	10,863	10,820	2,640	3,114	3,098	2,915	2,653	2,856	2,644	2,710
주택건축	6,850	6,510	6,449	1,480	1,825	1,733	1,812	1,525	1,693	1,602	1,691
플랜트	2,620	2,387	2,389	632	718	696	574	623	630	585	550
토목	1,849	1,701	1,714	485	522	411	431	404	447	412	439
기타	14	14	17	3	4	4	4	3	4	4	4
연결	435	250	250	40	45	255	95	98	83	43	27
Sales Growth (YoY %)	9.9	-11.0	-0.4	3.2	2.8	10.4	7.5	0.5	-8.3	-14.6	-7.0
주택건축		-5.0	-0.9					3.0	-7.2	-7.6	-6.7
플랜트		-8.9	0.1					-1.5	-12.3	-16.0	-4.2
토목		-8.0	0.8					-16.7	-14.3	0.3	1.8
매출총이익률 (%)	6.8	9.4	10.7	11.7	10.3	6.9	-0.4	10.5	8.9	9.3	8.9
주택건축	15.1	15.0	15.6	16.0	14.9	15.7	15.0	14.3	14.5	15.1	16.5
플랜트	-0.9	2.4	2.8	4.8	5.5	0.9	-40.0	4.7	-0.9	-0.9	-7.2
토목	-0.1	4.4	5.2	7.4	1.1	-32.7	-17.6	2.7	-0.1	-0.1	-2.6
영업이익	429	639	781	221	246	114	-152	182	161	146	149
영업이익률 (%)	3.5	5.9	7.2	8.4	7.9	3.7	-5.2	6.9	5.6	5.5	5.5
지배주주순이익	259	434	544	192	131	89	-154	112	100	105	117
순이익률 (%)	2.1	4.0	5.0	7.3	4.2	2.9	-5.3	4.2	3.5	4.0	4.3

자료: 대우건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,359	5,277	5,371	6,198	7,069
현금및현금성자산	817	517	1,010	1,852	2,712
매출채권 및 기타채권	2,938	2,954	2,679	2,668	2,674
재고자산	1,239	727	670	667	668
비유동자산	3,611	3,499	3,707	3,405	3,136
장기금융자산	796	807	799	791	783
유형자산	731	630	624	620	617
무형자산	87	81	81	81	81
자산총계	9,970	8,776	9,078	9,603	10,205
유동부채	6,608	5,270	5,166	5,140	5,153
단기금융부채	2,255	1,514	1,533	1,551	1,570
매입채무 및 기타채무	2,665	2,507	2,384	2,339	2,334
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,292	1,229	1,236	1,244	1,251
장기금융부채 (사채+장차)	146	358	360	362	364
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	377	223	225	228	230
부채총계	7,900	6,498	6,402	6,383	6,404
지배주주지분	2,032	2,243	2,635	3,170	3,741
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	-363	-92	341	885	1,466
비지배주주지분(연결)	38	35	42	50	59
자본총계	2,070	2,278	2,676	3,220	3,800
부채외자본총계	9,970	8,776	9,078	9,603	10,205

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	359	237	320	670	687
당기순이익(손실)	-755	258	434	544	581
비현금수익비용가감	517	297	253	251	249
유형자산감가상각비	88	85	68	67	66
무형자산상각비	9	7	7	7	7
기타	357	181	145	145	145
운전자본감소(증가)	597	-318	-367	-125	-143
매출채권의감소(증가)	-41	50	-275	-11	6
재고자산의감소(증가)	513	554	-57	-3	2
매입채무의증가(감소)	677	-246	122	45	6
기타	-553	-675	-157	-157	-157
법인세납부	-22	11	4	1	5
투자활동으로 인한 현금흐름	-262	185	152	152	153
금융자산감소(증가)	-68	29	-6	-6	-6
유형자산처분(취득)	6	5	5	5	5
무형자산감소(증가)	-4	-2	0	0	0
기타투자활동	77	221	221	221	221
재무활동으로 인한 현금흐름	174	-721	21	21	21
단기금융부채의 증가(감소)	174	-722	19	19	19
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	2	2	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	1	0	0	0	0
현금의 증가	278	-300	493	842	860
기초현금	539	817	517	1,010	1,852
기말현금	817	517	1,010	1,852	2,712
FCF	85	169	252	602	619

자료: 대우건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,106	11,767	10,863	10,820	10,844
매출원가	11,011	10,935	9,844	9,660	9,635
매출총이익	95	832	1,019	1,160	1,209
매출총이익률(%)	0.9	7.1	9.4	10.7	11.1
판매비와관리비	562	403	380	379	380
영업이익	-467	429	639	781	829
영업이익률(%)	-4.2	3.6	5.9	7.2	7.6
조정영업이익	-467	429	639	781	829
비영업손익	-544	-115	-79	-80	-80
순금융손익	-68	-60	-55	-56	-56
외환관련손익	-13	19	19	19	19
관계기업등 투자손익	-6	-27	-27	-28	-28
세전계속사업이익	-1,011	314	560	702	749
세전계속사업이익률(%)	-9.1	2.7	5.2	6.5	6.9
계속사업법인세	-256	56	126	158	169
계속사업이익	-755	258	434	544	581
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-755	258	434	544	581
순이익률(%)	-6.8	2.2	4.0	5.0	5.4
지배주주	-736	259	434	544	581
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.6	2.2	4.0	5.0	5.4
비지배주주	-19	-1	0	0	0
총포괄이익	-724	208	484	594	631
지배주주	-704	211	491	603	641
비지배주주	-20	-3	-8	-9	-10
EBITDA	-371	522	714	855	903

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	12.3	6.0	-7.7	-0.4	0.2
영업이익	적전	흑전	48.9	22.3	6.1
세전계속사업이익	적전	흑전	78.4	25.4	6.8
EBITDA	적전	흑전	36.9	19.8	5.5
EPS	적전	흑전	67.5	25.4	6.8
수익성(%)					
ROA(%)	-7.5	2.8	4.9	5.8	5.9
ROE(%)	-31.7	12.1	17.8	18.7	16.8
EBITDA마진(%)	-3.3	4.4	6.6	7.9	8.3
안정성(%)					
유동비율(%)	96.2	100.1	104.0	120.6	137.2
부채비율(%)	381.7	285.3	239.2	198.3	168.5
순차입금/자기자본(%)	76.6	59.5	32.6	1.3	-21.3
EBITDA/이자비용(배)	-4.0	5.7	8.8	10.5	11.1
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-1,770	623	1,043	1,308	1,397
BPS	4,680	5,202	6,145	7,432	8,807
CFPS	-1,584	843	1,224	1,487	1,573
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	13.4	7.8	6.3	5.9
PER(최저)	n/a	8.2	4.7	3.7	3.5
PBR(최고)	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
PBR(최저)	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5
PCR	-3.2	7.0	5.0	4.1	3.9
EV/EBITDA(최고)	n/a	9.1	6.0	4.0	2.9
EV/EBITDA(최저)	n/a	6.7	4.1	2.4	1.4

(6) 대림산업 (A000210)

2018/07/10

투자의견 매수 (유지)

목표주가 100,000 원 (유지)

- 대림산업 2 분기 실적은 컨센서스 영업이익보다는 높은 수준을 달성할 것으로 보임. 대림산업은 1 분기 서프라이즈 요인을 제거하면 영업이익이 1,800 억원 수준이 되는 데, 2 분기 주택 공사 성수기를 감안할 때, 최소 1 분기와 유사한 수준의 영업이익 달성은 가능할 것으로 보임
- 다만, 호실적에도 불구하고 해외 수주 모멘텀에서 소외되어 있어, 현 시점에서 주가 탄력성은 매우 떨어진 상황임. 목표 주가 100,000 원은 PBR 0.7X 수준으로, 멀티플 디스카운트를 이미 적용함. 상방은 다소 제한적이나 현 주가 수준에서 밸류에이션 매력도는 높아 보임

대림산업 실적 Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	1Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	2,799.5	3,106.3	-9.9	2,836.1	-1.3	2,822.6	-0.8
영업이익	183.4	143.0	28.2	248.2	-26.1	168.7	8.7
영업이익률 (%)	6.6	4.6	1.9	8.8	-2.2	6.0	0.6

주: FnGuide, SK증권

대림산업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	12,336	10,858	10,677	2,511	3,106	3,427	3,291	2,833	2,799	2,635	2,590
건설	10,027	8,200	7,962	2,001	2,610	2,769	2,648	2,177	2,131	1,969	1,923
토목	1,207	1,166	1,171	278	300	343	286	295	293	303	275
플랜트	2,351	1,060	964	512	640	593	607	428	364	200	69
건축	6,469	5,974	5,828	1,211	1,670	1,833	1,755	1,454	1,475	1,466	1,579
유화	1,162	1,150	1,162	304	287	290	281	298	291	289	272
연결 및 기타	1,146	1,508	1,553	207	210	368	362	359	377	377	395
Sales Growth (YoY %)	25.2	-12.0	-1.7	11.4	21.2	39.5	27.6	12.8	-9.9	-23.1	-21.3
건설	32.8	-18.2	-2.9	21.4	35.7	46.3	27.0	8.8	-18.3	-28.9	-27.4
토목	-11.4	-3.4	0.5	-10.1	-13.2	7.4	-26.2	6.4	-2.4	-11.9	-4.0
플랜트	20.1	-54.9	-9.1	-3.2	28.8	34.3	23.7	-16.5	-43.2	-66.2	-88.7
건축	52.9	-7.6	-2.5	49.5	54.4	61.9	45.4	20.0	-11.7	-20.0	-10.0
유화	8.1	-1.0	1.0	11.2	2.6	6.7	12.6	-2.2	1.7	-0.3	-3.2
매출총이익률 (%)	9.7	12.6	8.8	10.7	10.2	10.2	7.9	14.5	12.0	12.2	11.7
토목	-15.7	8.7	8.4	-4.5	-19.1	-4.9	-35.9	8.7	8.8	8.6	8.7
플랜트	6.6	4.9	5.9	7.2	10.2	7.2	1.7	6.2	6.1	1.5	0.1
건축	11.7	12.6	12.1	10.2	11.9	10.6	13.6	15.1	11.5	12.0	11.8
유화	20.1	14.6	17.4	20.2	21.4	21.6	17.1	14.2	14.9	14.8	14.8
영업이익	546	776	786	114	143	197	92	245	183	182	165
건설	217	565	599	36	95	122	-36	155	138	121	151
유화	139	90	93	40	38	38	22	23	23	22	22
영업이익률 (%)	4.4	7.1	7.4	4.5	4.6	5.8	2.8	8.6	6.6	6.9	6.4
건설	2.2	6.9	7.5	1.8	3.7	4.4	-1.3	7.1	6.5	6.2	7.8
유화	12.0	7.9	8.0	13.3	13.3	13.2	7.9	7.8	7.8	7.7	8.1
지배주주순이익	490	636	633	139	102	289	-39	240	138	137	121
순이익률 (%)	4.0	5.9	5.9	5.5	3.3	8.4	-1.2	8.5	4.9	5.2	4.7

자료: 대림산업, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,496	6,728	7,014	6,673	6,852
현금및현금성자산	1,577	1,932	2,087	2,104	2,414
매출채권 및 기타채권	2,913	3,130	3,123	2,779	2,639
재고자산	902	718	892	878	880
비유동자산	5,896	6,675	6,808	7,854	8,333
장기금융자산	969	1,181	1,193	1,205	1,217
유형자산	1,964	2,071	2,204	2,325	2,433
무형자산	61	70	70	70	70
자산총계	12,392	13,402	13,822	14,527	15,185
유동부채	4,787	4,903	5,322	5,391	5,407
단기금융부채	449	453	457	462	467
매입채무 및 기타채무	3,126	3,094	3,508	3,569	3,578
단기충당부채	126	227	229	231	233
비유동부채	2,459	2,805	2,816	2,836	2,855
장기금융부채 (사채+장차)	1,929	2,197	2,205	2,221	2,238
장기매입채무 및 기타채무	93	62	62	63	64
장기충당부채	133	188	190	192	194
부채총계	7,246	7,708	8,139	8,226	8,263
지배주주지분	4,611	5,064	5,055	5,603	6,157
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	4,399	5,018	5,635	6,257
비지배주주지분(연결)	534	630	629	697	766
자본총계	5,145	5,694	5,684	6,300	6,923
부채외자본총계	12,392	13,402	13,822	14,527	15,185

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	147	438	476	328	620
당기순이익(손실)	293	508	658	655	661
비현금수익비용가감	400	395	366	395	408
유형자산감가상각비	102	111	105	114	126
무형자산상각비	7	8	8	8	8
기타	532	688	288	288	288
운전자본감소(증가)	-546	-465	-548	-722	-449
매출채권의감소(증가)	-473	-1,134	-7	-344	-140
재고자산의감소(증가)	-0	135	174	-15	2
매입채무의증가(감소)	589	835	-414	-61	-9
기타	-662	-302	-302	-302	-302
법인세납부	-168	-260	-179	-202	-214
투자활동으로 인한 현금흐름	-699	-237	-285	-285	-285
금융자산감소(증가)	-364	-106	18	18	18
유형자산처분(취득)	6	2	1	1	1
무형자산감소(증가)	-10	-3	0	0	0
기타투자활동	-78	105	-68	-68	-68
재무활동으로 인한 현금흐름	-46	154	-36	-26	-26
단기금융부채의 증가(감소)	-967	-599	3	5	5
장기금융부채의 증가(감소)	829	774	8	17	17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-12	-39	-39	-39
기타재무활동	104	-9	-9	-9	-9
현금의 증가	-591	355	155	17	309
기초현금	2,168	1,577	1,932	2,087	2,104
기말현금	1,577	1,932	2,087	2,104	2,414
FCF	-107	202	240	92	384

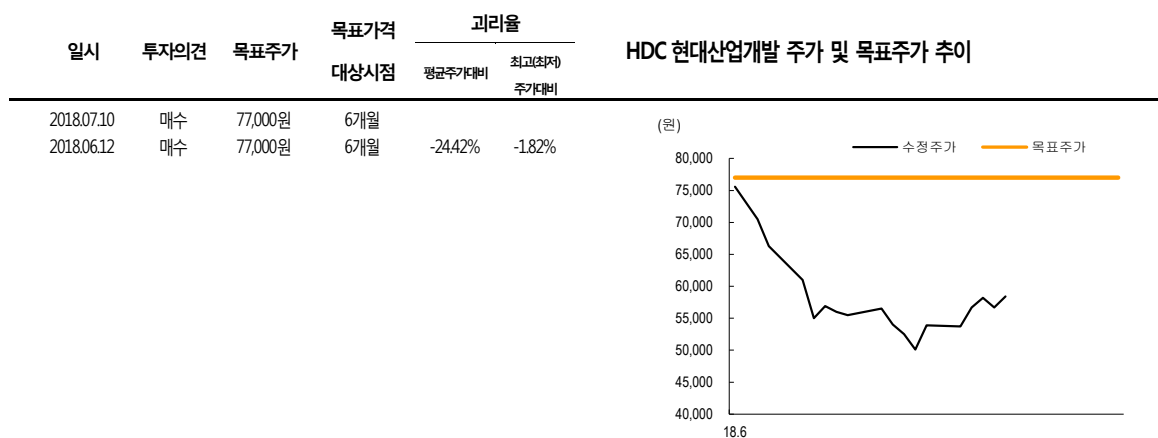
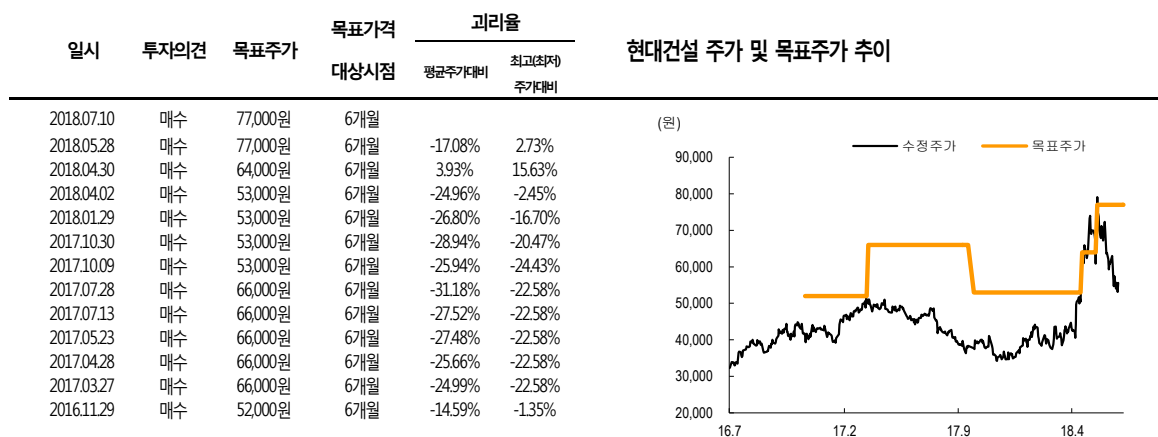
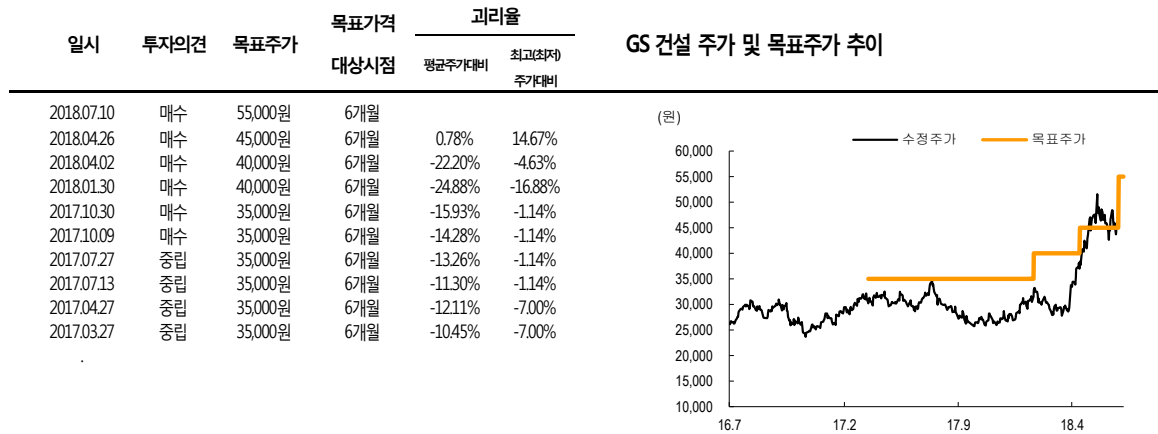
자료: 대림산업, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,854	12,336	10,858	10,677	10,704
매출원가	8,878	11,139	9,485	9,304	9,328
매출총이익	976	1,196	1,373	1,373	1,376
매출총이익률(%)	9.9	9.7	12.6	12.9	12.9
판매비와관리비	557	650	597	587	589
영업이익	419	546	776	786	787
영업이익률(%)	4.3	4.4	7.1	7.4	7.4
조정영업이익	419	546	776	786	787
비영업손익	17	129	102	88	94
순금융손익	-54	-65	-68	-69	-69
외환관련손익	19	-65	-49	-65	-59
관계기업등 투자손익	257	437	168	170	171
세전계속사업이익	436	675	878	874	881
세전계속사업이익률(%)	4.4	5.5	8.1	8.2	8.2
계속사업법인세	143	167	219	218	220
계속사업이익	293	508	658	655	661
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	293	508	658	655	661
순이익률(%)	3.0	4.1	6.1	6.1	6.2
지배주주	265	490	636	633	638
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	4.0	5.9	5.9	6.0
비지배주주	28	18	23	23	23
총포괄이익	267	484	682	679	685
지배주주	242	465	655	652	657
비지배주주	25	20	28	27	28
EBITDA	528	665	890	908	921

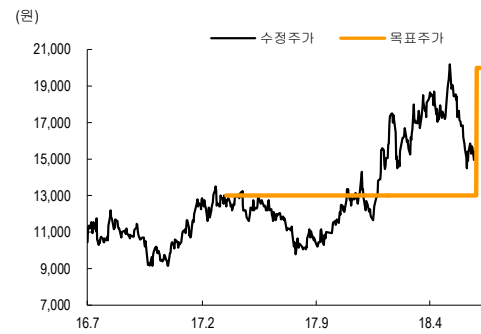
주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	3.6	25.2	-12.0	-1.7	0.2
영업이익	54.3	30.2	42.1	1.3	0.2
세전계속사업이익	0.0	54.7	30.0	-0.5	0.9
EBITDA	47.1	26.0	33.7	2.1	1.5
EPS	28.3	84.9	29.6	-0.5	0.9
수익성(%)					
ROA(%)	2.4	3.9	4.8	4.6	4.4
ROE(%)	6.5	10.5	13.0	12.3	11.2
EBITDA마진(%)	5.4	5.4	8.2	8.5	8.6
안정성(%)					
유동비율(%)	135.7	137.2	131.8	123.8	126.7
부채비율(%)	140.8	135.4	143.2	130.6	119.4
순차입금/자기자본(%)	15.6	12.6	10.1	9.1	4.1
EBITDA/이자비용(배)	5.6	6.4	8.1	8.2	8.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	6,873	12,707	16,469	16,392	16,534
BPS	119,454	131,198	130,957	145,162	159,497
CFPS	10,404	16,252	20,007	20,147	20,606
주당 현금배당금	300	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표(배)					
PER(최고)	13.7	7.4	5.7	5.7	5.7
PER(최저)	9.0	6.1	4.3	4.3	4.2
PBR(최고)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	8.4	5.1	4.3	4.2	4.1
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.0	4.7	4.6	4.2
EV/EBITDA(최저)	5.7	5.2	3.7	3.6	3.3



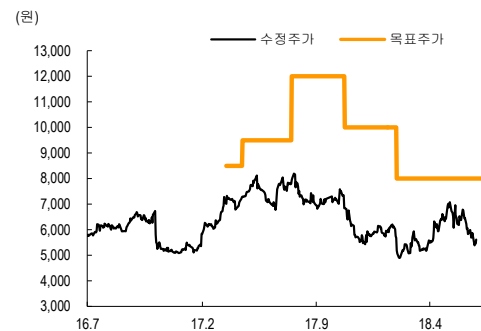
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.10	매수	20,000원	6개월		
2018.04.02	중립	13,000원	6개월	6.42%	55.38%
2018.02.08	중립	13,000원	6개월	-0.62%	42.31%
2017.10.30	중립	13,000원	6개월	-5.05%	34.62%
2017.10.09	중립	13,000원	6개월	-10.49%	1.92%
2017.07.13	중립	13,000원	6개월	-10.50%	1.92%
2017.04.27	중립	13,000원	6개월	-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	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.10	매수	8,000원	6개월		
2018.04.27	매수	8,000원	6개월	-26.99%	-11.50%
2018.04.02	매수	8,000원	6개월	-31.86%	-21.00%
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	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.10	매수	100,000원	6개월		
2018.04.27	매수	100,000원	6개월	-18.68%	-10.30%
2018.04.02	매수	100,000원	6개월	-21.04%	-14.50%
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%

대림산업 주가 및 목표주가 추이

