

SK INDUSTRY Analysis



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

Recommendations

종목	투자의견	목표주가 (원)
GS건설	매수 / 유지	70,000 / 상향
현대건설	매수 / 유지	77,000 / 유지
HDC현대산업개발	Not Rated	N/A
삼성엔지니어링	중립 / 하향	20,000 / 유지
대우건설	매수 / 유지	8,000 / 유지
대림산업	매수 / 유지	100,000 / 유지

건설

3Q18 Preview: 고민이 필요 없는 비중 확대 시점

[3Q18 Preview]: 대형사 합산 매출액은 주택 부문과 해외 부문의 고른 감소로 전년 동기 대비 다소 감소할 것으로 보인다. 그러나 3분기 공사 비수기에도 불구하고 이익의 경우는 공사 성수기인 2분기 수준과 유사할 것으로 보여, 또다시 어닝 파워를 확인하는 분기가 될 것으로 보인다. 연말까지 다양한 수주 소식을 앞둔 현 시점에서 건설 섹터에 대한 OVERWEIGHT 의견을 유지한다

3Q18 실적 Preview: 이익은 언제나 성수기

주택 공사 비수기에 따라 3분기 대형 건설사의 매출액은 전분기 대비 감소, 주택 매출 피크아웃 및 해외 잔고 감소에 따라 전년동기대비로도 감소할 것으로 보인다. 반면 영업이익의 경우는 전년동기대비 27.3% 증가, 성수기인 2분기 대비 0.8%에 감소하는 수준에 그칠 것으로 보여, 다시금 어닝 파워를 시장에 확인시킬 것으로 기대된다. 또한, 기존 주택시장의 거래량 축소에 따라 서울 지역 재건축 물량을 필두로 한 분양시장이 다시금 주목 받을 것으로 예상된다. 이에 따라 내년 역시 대형 건설사는 큰 폭의 분양 공급 감소가 나타날 가능성은 제한적으로 보인다. 기준금리 인상 기조 속 레버리지업인 건설이 입주대금으로 인해 유례없이 많은 현금을 쥐게 된 것 역시 밸류에이션 하방을 지지하는 요소이다. 긍정적으로 돌아서는 중동 발주 환경을 앞두고 해외 현장의 클레임에 대한 환입까지 기대되는 상황으로, 실적 업사이드가 열려있다는 점 역시 긍정적이다.

해외 수주 업사이클 초입, 시동이 걸린 밸류에이션 리레이팅

건설주는 연초만 해도 올해 사상 최대의 ROE를 버는데도 불구하고 PBR 0.60X라는 사상 최저의 밸류에이션을 받고 있었다. 이는 건설 주가가 이익의 함수가 아니라 수주의 함수라는 반증이다. 극 연말에 집중되어 있는 해외 수주 소식을 앞두고, 지난 달부터 주가는 조금씩 반등세를 보여 현재 PBR 0.88X까지 상승했다. SK 증권은 이미 2017년 3월 27일 '건설, 메가 사이클을 눈앞에 두다' 보고서를 통해 건설의 전방 산업인 글로벌 에너지 기업들의 CAPEX 추정치 상향 리비전이 일어나는 순간이 밸류에이션 리레이팅의 출발이라고 설명한 바 있다. 국내 에너지 기업의 설비 증설에서도 힌트를 찾을 수 있듯이, 글로벌 에너지 기업의 설비 증설 소식으로 CAPEX 추정치의 향상이 드디어 나타났다. 이에 따라 건설 섹터 목표 배수를 기존 보수적 기준인 1.0X에서 중립적 기준인 1.2X로 20% 상향 조정한다. 해외 수주 호조기 당시 섹터 멀티플이 1.4X 이상, 최대 1.6X까지 받았음을 고려하면, 1.2X 역시 업사이드가 열려 있는 밸류에이션으로 판단된다. 중동의 석유화학 플랜트 설비 증설에 대한 의지, 아시아 지역 정유설비 발주 확대 속에 연말까지 건설사의 해외 수주 소식을 기대해 볼만 하다는 판단이다.

Top-picks: GS 건설, 현대건설

대형주 내 Top-picks로 해외+국내 두 가지 바퀴가 함께 굴러가는 회사 중 밸류에이션 매력도와 해외 수주 포텐셜이 있는 GS 건설, 현대건설을 추천한다. GS 건설에 대해서는 높아진 섹터 목표 배수를 적용, 목표주가를 70,000 원으로 상향 조정하며, 삼성엔지니어링의 경우 밸류에이션 부담으로 투자의견을 중립으로 하향 조정한다.

Contents

1. 3Q18 Preview: 비수기에도 좋은 이익	3
2. 해외 수주, 건설 밸류에이션 리레이팅의 시작	5
3. 규제 속에도 견조한 부동산	9
4. 종목별 Snapshot	11
GS 건설	11
현대건설	14
HDC 현대산업개발	16
삼성엔지니어링	19
대우건설	22
대림산업	24

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

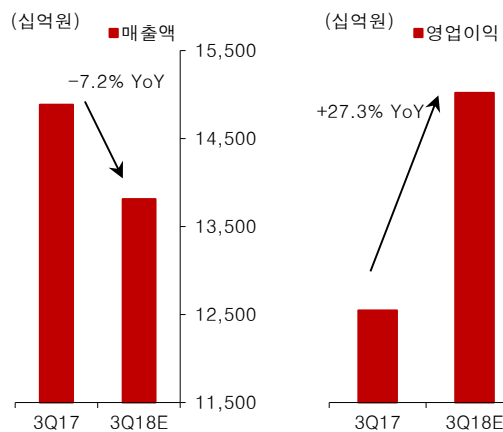
SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 1 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 3Q18 Preview: 비수기에도 좋은 이익

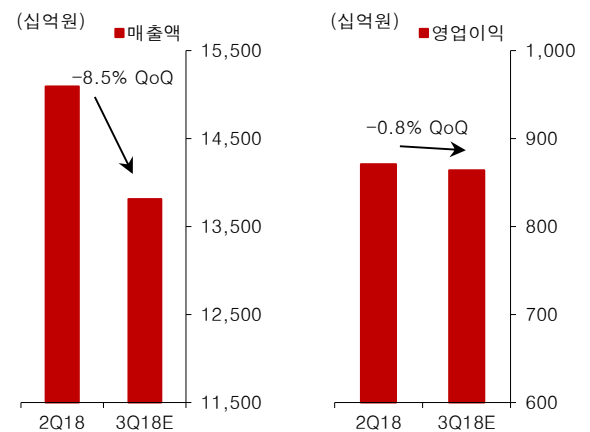
3분기는 건설사 공사 비수기이기 때문에, 매출액은 전분기대비 8.5% 감소하는 수준을 보일 것으로 예상된다. 또한 해외 잔고의 감소와 국내 매출 피크 아웃에 따라 매출액은 전년동기대비로도 7.2% 감소할 것으로 보인다. 그러나 영업이익의 경우는 전년동기대비 27.3% 증가하며 체질 개선을 다시금 확인 시킬 것으로 보인다. 이는 마진이 좋은 주택 현장의 준공정산효과 및 해외 저가 현장의 종료에 따른 실적 개선에 크게 기인한다. 이에 따라 영업이익은 비수기인 3 분기가 2 분기와 거의 유사한 수준을 달성할 것으로 보여, 계절성과 무관한 호실적을 달성할 것으로 기대된다.

대형사 합산 기준 3Q18 Preview: YoY



자료: FnGuide, SK 증권

대형사 합산 기준 3Q18 Preview: QoQ



자료: FnGuide, SK 증권

3Q18 매출액 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

3Q18 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

각 사별로 살펴보면 전반적으로 큰 이슈 없이 컨센서스에 부합하는 무난한 실적을 달성할 것으로 예상된다. 대림산업의 경우 플랜트 매출 감소 속도가 빨라 컨센서스 보다는 다소 적은 매출액을 기록할 것으로 보이나, 대신 주택 준공정산효과가 3 분기 역시 기대되기 때문에 기대보다 좋은 이익을 달성할 수 있을 것으로 추정한다. 대우건설, GS건설, 삼성엔지니어링의 경우 각각 남아있는 올해 종료 예정인 현안 프로젝트가 연말로 가면서 비용 발생 가능성이 높아진 상황으로, 실적 변동 가능성이 있어 보인다. 그러나 각 사별 현안 프로젝트가 한 개 또는 두 개 현상이 전부이고, 이미 과거 손실 인식 시점에 비용을 보수적으로 반영한 상황이다. 따라서 추가 비용 발생 가능성이 없다고 할 수는 없겠으나, 과거와 같이 천억원 이상의 분기 손실 가능성은 현 시점에서 제한적이라는 판단이다. 추가 측면에서는 오히려 분기 비용이 발생하더라도 현안 프로젝트가 완전히 종료되기만 한다면 리스크 요인의 해소로 반등할 가능성이 있어 보인다.

SK 증권 커버리지 대형 건설사 실적 Preview

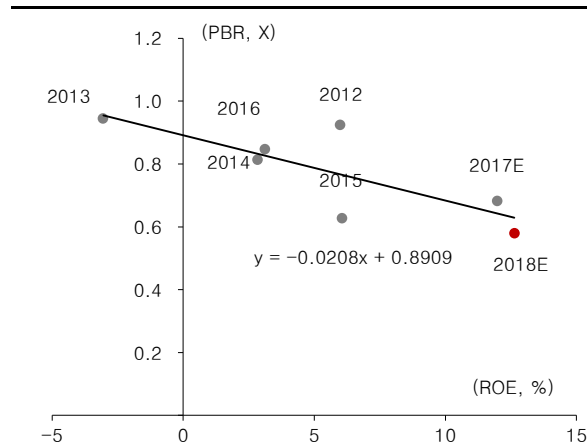
(십억원)	3Q18E	3Q17	YoY (%)	2Q18	QoQ (%)	컨센서스	Gap (%)	2018E	2017	YoY (%)
현대건설										
매출액	4,469.9	4,243.1	5.3	4,240.1	5.4	4,440.4	0.7	17,788	17,194	3.5
영업이익	287.6	281.1	2.3	220.9	30.2	283.3	1.5	1,149	1,077	6.6
영업이익률 (%)	6.4	6.6	-0.2	5.2	1.2	6.4	0.1	6.5	6.3	0.2
대림산업										
매출액	2,605.2	3,427.2	-24.0	2,957.0	-11.9	2,730.1	-4.6	10,953	12,333	-11.2
영업이익	195.6	197.3	-0.9	225.0	-13.1	181.9	7.5	665	621	7.1
영업이익률 (%)	7.5	5.8	1.8	7.6	-0.1	6.7	0.8	6.1	5.0	1.0
대우건설										
매출액	2,537.5	3,098.0	-18.1	2,963.9	-14.4	2,695.7	-5.9	12,682	12,195	4.0
영업이익	141.6	113.6	24.6	161.7	-12.4	153.4	-7.7	983	863	13.9
영업이익률 (%)	5.6	3.7	1.9	5.5	0.1	5.7	-0.1	7.7	7.1	0.7
GS건설										
매출액	2,881.8	2,820.3	2.2	3,581.9	-19.5	3,026.4	-4.8	12,047	11,577	4.1
영업이익	199.9	71.1	181.0	219.2	-8.8	200.5	-0.3	599	346	73.5
영업이익률 (%)	6.9	2.5	4.4	6.1	0.8	6.6	0.3	5.0	3.0	2.0
삼성엔지니어링										
매출액	1,316.5	1,294.2	1.7	1,348.6	-2.4	1,377.0	-4.4	5,014	5,536	-9.4
영업이익	39.1	15.3	155.4	43.9	-10.8	39.6	-1.2	51	47	8.8
영업이익률 (%)	3.0	1.2	1.8	3.3	-0.3	2.9	0.1	1.0	0.8	0.2
대형건설사 합산										
매출액	13,810.9	14,882.9	-7.2	15,091.5	-8.5	14,269.6	-3.2	58,485.4	58,835.4	-0.6
영업이익	863.9	678.4	27.3	870.6	-0.8	858.7	0.6	3,447.3	2,954.2	16.7
영업이익률 (%)	6.3	4.6	1.7	5.8	0.5	6.0	0.2	5.9	5.0	0.9

자료: FnGuide, SK 증권

2. 해외 수주, 건설 밸류에이션 리레이팅의 시작

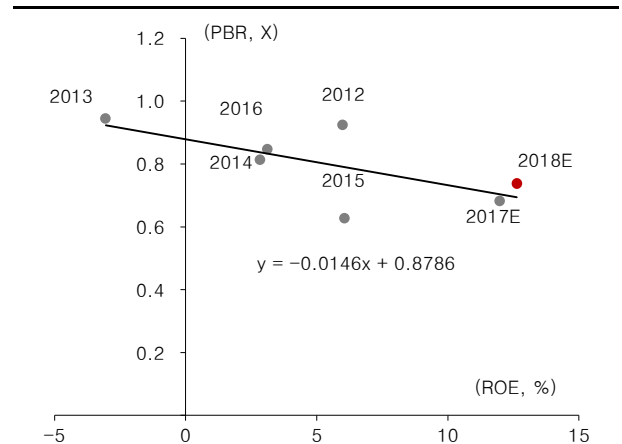
건설 섹터는 연초만 하더라도 사상 최대의 ROE 를 버는데 반면 사상 최저의 밸류에이션을 받고 있었다. ROE-PBR Matrix 가 우상향하는 것이 일반적일텐데, 건설은 우하향 기조를 보였던데는 그만큼 건설 실적에 대한 가시성 (Visibility), 수주의 공백 등이 주가를 누르는 요소로 작용했다고 분석한다. 즉, 건설 섹터의 멀티플을 결정하는 요소는 이익이 아니라 수주라는 반증이다. 다만, 현재의 경우는 PBR 이 조금씩 반등하여 0.88X 까지 상승한 상황이다. 이는 건설업을 둘러싼 환경이 우호적으로 바뀐데에 있다. 주택 규제에도 불구하고 서울 지역 가격 상승 확대와, 기존 주택 매매량의 급감에 따른 대형 건설주의 주요 먹거리인 재건축 수요가 증가하고 있다. 더불어 해외 수주의 선행 지표로 볼 수 있는 유가 레벨까지 연초 대비 크게 상승하면서, 우호적인 발주 여건 조성에 대한 기대감이 반영되면서 건설주 주가는 서서히 고개를 들고 있는 모습이다.

ROE-PBR Matrix: 연초



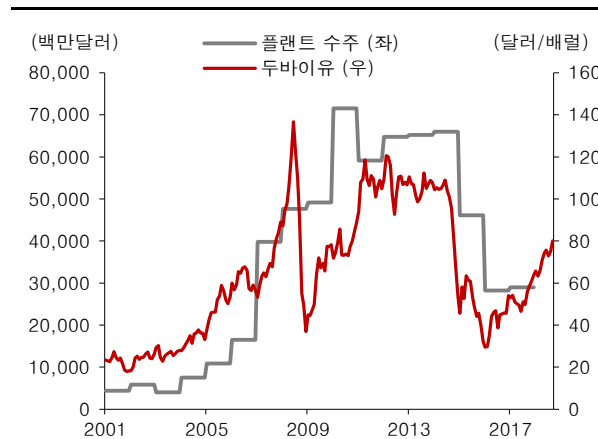
자료: FnGuide, SK 증권

ROE-PBR Matrix: 현재



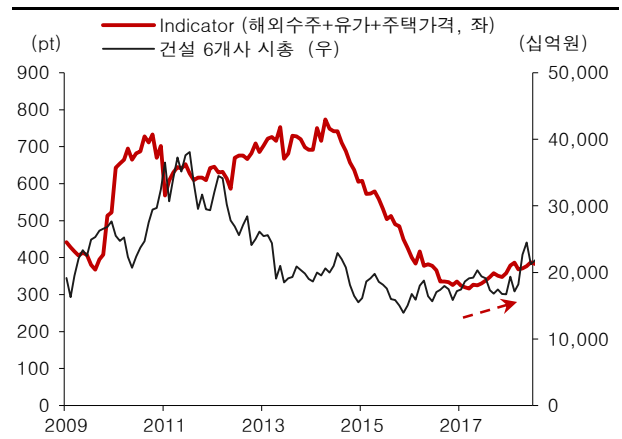
자료: FnGuide, SK 증권

유가, 해외 수주 추이



자료: 해외건설협회, Bloomberg, SK 증권

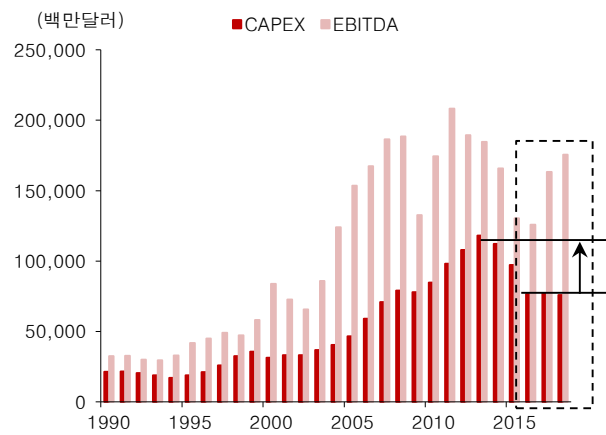
해외 수주, 유가, 주택가격으로 구성한 Indicator



자료: FnGuide, Bloomberg, SK 증권

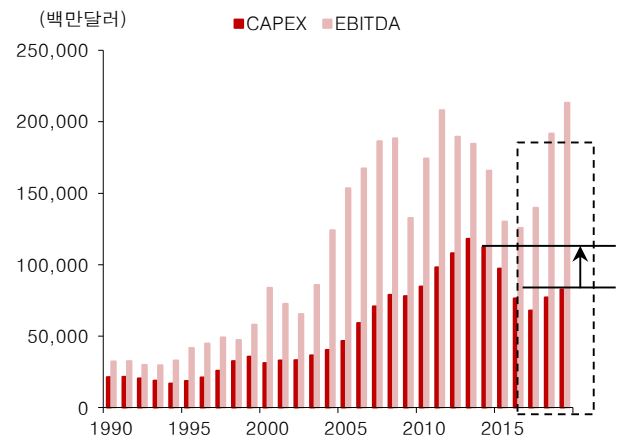
2017년 3월 27일 '건설, 메가 사이클을 눈앞에 두다' 보고서를 통해 글로벌 에너지 기업의 CAPEX 추세에 주목할 필요가 있음을 설명했다. 플랜트 발주는 결국 건설 전방 산업인 에너지 기업들의 설비투자라고 할 때, 에너지 업체들이 커진 이익을 향유하고 난 후에는 CAPEX 집행이 있을 것으로 추정하는 것이 합리적일 것이다. 다만, 연초만 하더라도 CAPEX 추정치는 전년과 동일하게 눌러 있었다. 기업이 선제적으로 투자 발표를 하지 않는 한 추정치 상향이 일어나기 어렵기 때문일텐데, 따라서 CAPEX 추정치 상향 리비전이 일어나는 순간이 글로벌 및 국내 건설 주가의 밸류에이션 리레이팅의 시작일 것으로 분석했다. 그렇다면 최근은 어떨까? 국내 에너지 업체들의 CAPEX 소식에서도 힌트를 찾을 수 있듯이, 몇 년간의 호황을 누린 에너지 업체들이 크고 작은 투자 계획을 발표하고 있다. 이에 따라 글로벌 에너지 기업들의 CAPEX 추정치 역시 드디어 상향 리비전이 나타나게 되었다.

연초: 전방 에너지 기업들의 CAPEX 추정치 상향 가능성



자료: Bloomberg, SK 증권

현재: 전방 에너지 기업들의 CAPEX 투자 확정



자료: 각 사, SK 증권

국내 에너지 업체들의 CAPEX 소식 - ①

국내 정유·화학사 에틸렌 설비 투자 활발

석유화학산업의 쌀로 불리면서 대다수 화학제품의 기초 원료로 쓰이는 에틸렌에 대한 정유사들의 투자가 앞 다퉈 이어지고 있다. 지난 2년간 이어진 석유화학산업의 호황으로 생긴 이익을 성장성이 큰 사업에 선제 투자해 사업 영역을 확대하려는 기업이 늘고 있는 것이다. S-OIL과 현대오일뱅크, GS칼텍스 등은 올 들어 에틸렌 생산능력을 확충하겠다고 밝힌 바 있다. S-OIL은 2023년까지 연간 150만 t 규모의 스팀 크래커와 올레핀 다운스트림 시설을 짓기 위한 타당성 검토를 수행 중이라고 지난 22일 밝혔다. 스팀 크래커는 나프타 분해시설인 NCC의 일종이다. (중략) 정유업체들은 그동안 원유를 구입해서 정제한 마진을 가져갔지만 이처럼 사업 범위를 석유화학으로 확장해 새로운 이익구조를 창출하려 하고 있다. (후략)

- 울산제일일보 2018/08/23

자료: 울산제일일보, SK 증권

국내 에너지 업체들의 CAPEX 소식 - ②

회사	투자내용	투자비
GS칼텍스	올레핀 생산시설 등	2.6조원
LG화학	올레핀 생산시설 등	2.6조원
현대오일뱅크, 롯데케미칼	올레핀 생산시설 등	2.7조원
S-Oil	올레핀 생산시설 등	5조원
롯데케미칼	인도네시아 NCC	3.7조원
대림제철	여수 산단 증설	7,500억원

자료: 각 사, SK 증권

잠시 올해로 국한된 이야기로 돌아오자면, 현재 누계기준 각 사별 해외 수주 달성율은 높은 수준이 아니다. 삼성엔지니어링의 경우 상반기 중 UAE POC 3조원 수주에 성공하면서 압도적으로 높은 실적을 보이고 있는데, 나머지 업체들은 제시한 가이드언스의 절반도 채우지 못하고 있는 상황이다. 그렇다면 수주 달성율이 높지 않은데도 주가는 왜 선제적으로 반응하고 있는 것일까? 이는 건설 섹터 특성상 수주 낙찰 결과가 극 연말에 집중되어 있기 때문이다. 누계 기준으로 월별로 살펴볼 때, 연말이 될수록 수주 기울기가 상승하는 모습을 쉽게 확인할 수 있다. 벌써 10 월이니, 각 사별로 다양한 수주 소식들이 들려올 시기가 임박한 것이다.

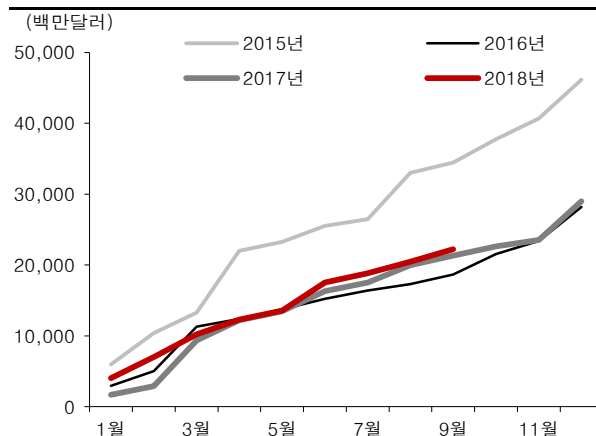
각 사별 연내 수주 파이프라인

프로젝트명	(십억원)	비고
현대건설		
이라크 유정 물공급시설	2,500	
사우디 송변전	300	
인도네시아 복합화력	300	
알제리 복합화력	700	지분투자, 수익계약
기타	500	
GS건설		
사우디 Rabigh Turnaround	300	수익계약
투르크메니스탄 디확싱	300	수익계약
우즈베키스탄 Methanol to Olefin	300	지분투자
싱가폴 토목	500	
태국 타이오일 CFP	1,800	w/JGC, TR
알제리 Hassi Refinery	1,200	w/Petrofac
인도네시아 Balikpapan Refinery	900	w/Saipem, 현지업체
삼성엔지니어링		
태국 타이오일 CFP	1,200	w/Saipem, Petrofac
알제리 Hassi Refinery	1,000	w/TR
인도네시아 Balikpapan Refinery	900	w/Fluor, Chiyoda, 현지업체

자료: 각 사, SK 증권

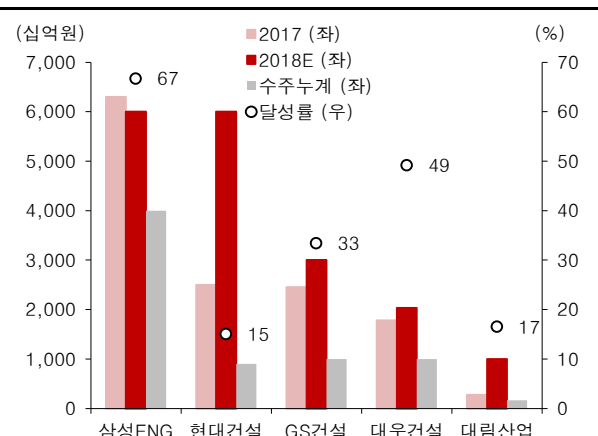
주: 인도네시아 Balikpapan Refinery의 경우 연내 Lowest 발표 가능성 (계약체결은 내년)

연간 해외 수주 누계 +4.3% YoY



자료: 해외건설협회, SK 증권

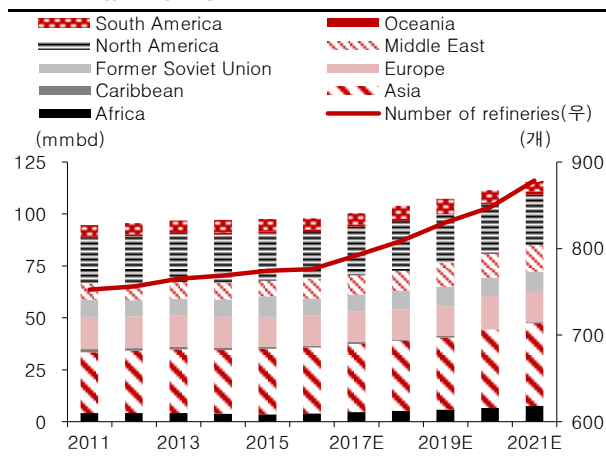
누계기준 각 사별 수주 달성율



자료: 각 사, SK 증권

이렇듯 수주가 임박한 시점에서 건설 섹터의 목표 배수에 대해 고민할 필요가 있다. 지난해부터 국내 건설사의 해외 수주가 소폭이지만 5 년만에 턴어라운드 나타났다. 해외 발주 환경이 좋아지는 첫 번째 이유는 산유국이 저유가 국면을 흑독히 치루면서 원유 시추 설비에서 정유, 화학 분야로 리스크를 헷지하기 위한 투자가 활발하게 나타나고 있기 때문이다. 두 번째로는 정제설비에 대해 이익이 커진 정유사들의 투자 확대 및 아시아 지역의 수요 확대에 의해 증설 계획이 크게 잡혀있기 때문이다. GlobalData 리서치에 따르면 아시아 지역 신증설이 많으며, 총 500 만 b/d 의 물량이 진입할 것으로 예상했다. 이는 지난 2006~2009 년 정유 설비가 전세계적으로 349 만 b/d 가 진입했던 점을 감안하면 아주 큰 규모라고 할 수 있다. 따라서 현 시점에서는 섹터 목표 배수를 보수적이 아닌 중립적으로 접근할 필요가 있다고 판단, 기존 목표배수에서 20% 할증한 1.2X 를 목표배수로 설정한다. 이는 부동산 호조기 당시의 멀티플이자, 해외 수주 확대기 당시인 1.4X 보다는 월등히 낮은 수준이다. 수주 업사이클이 확인되는 순간은 섹터 멀티플의 할증이 얼마든지 가능하다는 판단이다.

글로벌 정유 설비 신증설 모멘텀



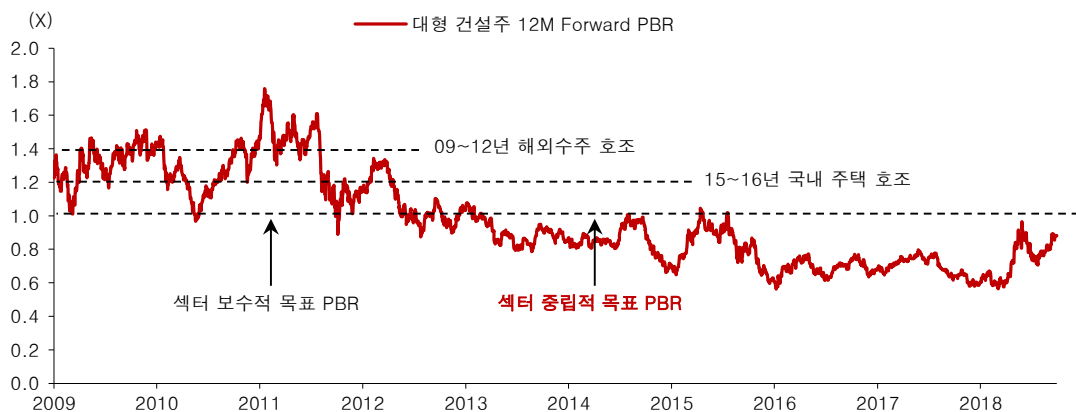
자료: Global Data, SK 증권

UAE 공격적인 건설 투자 계획 발표

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

건설 섹터 목표 배수, 기존 보수적 목표배수인 1.0X 에서 중립적 목표 배수인 1.2X 로 상향 조정



자료: FnGuide, SK 증권

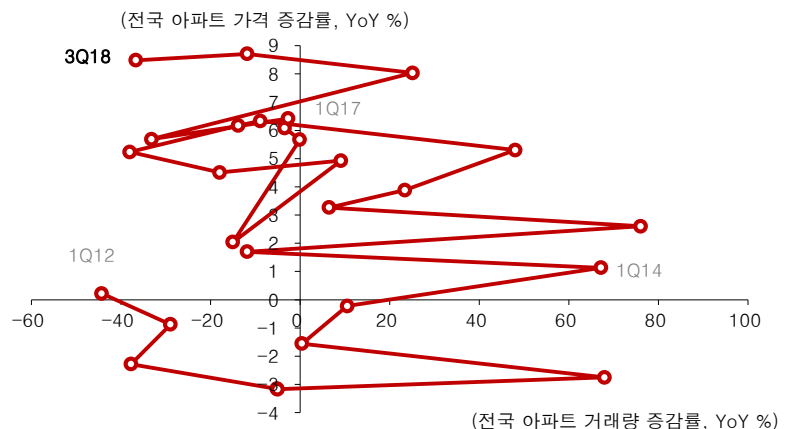
3. 규제 속에도 견조한 부동산

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 역시계 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 접어들었으나, 전국 가격 데이터를 지지하는 것은 서울 지역 부동산 가격이다. 최근 보유세 개편안 및 규제 추가 방안 발표에도 불구하고 서울 부동산 가격이 천정부지로 치솟는 이유는 결국 수요 대비 공급 축소에 기인한다. 재건축 및 신규 분양에 대한 규제로 인해 신규주택 공급이 어려워졌고, 양도세 증과 및 임대사업자 세제 혜택으로 인해 기존주택 매도가 자취를 감춘 상황이다. 따라서 집을 파는 사람도, 사는 사람도 없는 가운데 높아진 호가의 매물이 한 건만 체결되어도 가격은 상승하는 상황에 놓여있다고 볼 수 있다.

가격, 거래량 증가율 Matrix

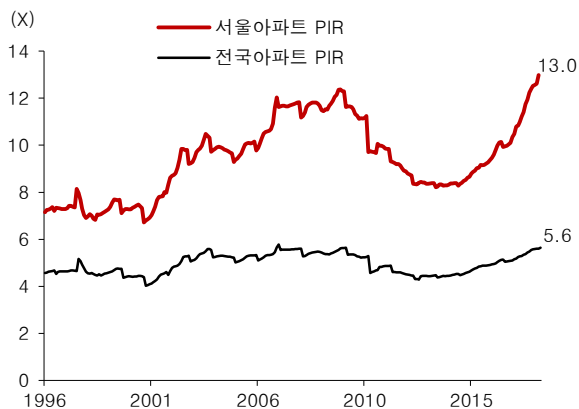


자료: 국토교통부, REPS, SK 증권

주: 3Q18 거래량의 경우 7, 8 월 2 개월에 대해서만 반영

물론, 서울 아파트 가격의 상승 폭이 합리적인 수준으로 보기는 어렵다. 도시근로자 소득 (가처분소득이 아닌 전체 소득 기준)을 기준으로 한 서울 아파트 중위 매매 가격은 7억원 중반, PIR 13.0X에 달한다. 전국의 경우 중위 매매가격이 3.5억원으로 PIR 기준 5.6X인데, 이마저도 서울 효과를 제거한다면 더욱 낮은 레벨이 될 것이다. 만약 금리 인상이 한차례 단행될 경우는 지금의 가격은 다소 조정이 나타날 가능성이 높으나, 이 역시 Macro Crash를 야기할 수준의 폭락은 아닐 것이다. 정부의 추가 부동산 대책 발표에도 건설주는 큰 변동을 보이고 있지 않는 모습이다. 오히려 추가 대책 발표 다음날 곧바로 반등이 나타났다. 이는 지난해와는 매우 다른 양상으로 지난해의 8/2 부동산 대책이 비교적 동시 다발적이고 강력한 대책이었기 때문에, 건설주의 낙폭이 매우 컸다. 그러나 올 해의 경우는, 규제 도입 이후 서울 수도권 및 지방의 가격 양극화, 서울 지역의 가격 상승세 지속에 따라 정책 효과가 기대만큼 발효되지 않다는 것을 학습한 것으로 판단된다. 대형 건설사의 먹거리인 재건축 및 신규 주택에 대한 수요는 여전하기 때문에, 추가 규제가 주가 하락을 더 이상 이끄는 재료가 되지는 않을 것으로 예상된다.

서울 지역 PIR, 13.0X에 육박



자료: 통계청, KB 부동산, SK 증권

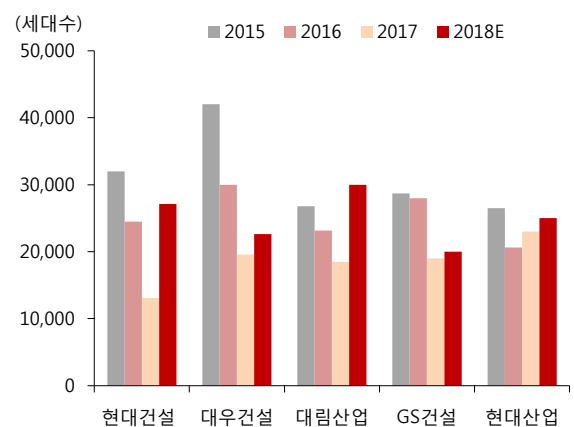
주: 도시근로자 소득 기준 Trailing, 가격은 중위매매 가격 기준

2017년 대형 건설주 합산 시가총액 추이



자료: FnGuide, SK 증권

대형 건설사 원활한 신규 주택 공급



자료: 각 사, SK 증권

2018년 YTD 대형 건설주 합산 시가총액 추이



자료: FnGuide, SK 증권

4. 종목별 Snapshot

(1) GS 건설 (A006360)

2018/10/01

투자의견 매수 (유지),

목표주가 70,000 원 (상향)

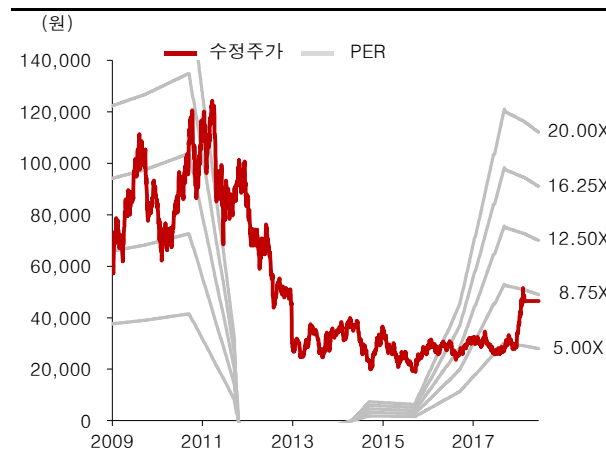
- 현안 프로젝트의 순차적 준공, 주택 부문 이익 확대에 따라 실적 개선 속도가 빠를 것으로 기대됨. 연내를 비롯해 내년까지 해외 수주 확대에 대한 기대감을 고려할 때, 목표 배수를 건설 평균 1.2X 에서 20% 할증하여 목표주가를 55,000 원에서 70,000 원으로 상향 조정함. 상반기에 이어 하반기 건설 내 Top-picks 종목 추천을 유지함
- 사우디 PP-12 의 연중 손실 반영 가능성은 있겠으나, 이익 체력이 커 손실 방어 가능할 것으로 보임. 오히려 PP-12 가 마무리되는 시점에 실적과 무관하게 현안 프로젝트의 완전한 종료로 인해 주가 반등성 있음. 연내 사우디 라빅 턴어라운드 3 억달러, 투르크메니스탄 디와싱 3 억달러, 우즈베키스탄 MTO 3 억달러 등 수의계약건으로 진행중인 수주 및 알제리 정유 (25 억불 / Petrofac 컨소시엄) 등으로 해외 수주 가이던스 3 조원 달성은 무난할 것으로 전망

GS 건설 목표주가 재산정

	2017	2018E	2019E	2020E
BPS (원)	41,267	42,226	47,892	53,989
BPS 증가율 (%)	-14	23	13.4	12.7
ROE (%)	-5.1	15.5	12.7	12.0
PBR (X)	0.64	1.17	1.04	0.93
적용BPS (원)	48,035	2018~2020년 평균 BPS		
Target Multiple (X)	1.44	대형 건설주 Target PBR 1.2X에서 20% 할증		
목표주가 (원)	70,000			
현재주가 (원 09/28)	52,300			
Upside (%)	33.8			
기존 목표주가 (원)	55,000			
변동률 (%)	27.3			

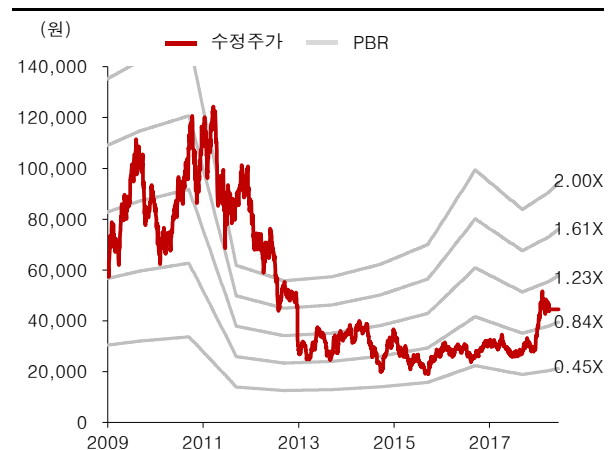
자료: FnGuide, SK 증권

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)	3Q18E	3Q17	YoY (% %p)	2Q18	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	2,881.8	2,820.3	2.2	3,581.9	-19.5	3,026.4	-4.8
영업이익	199.9	71.1	181.0	219.2	-8.8	200.5	-0.3
영업이익률 (%)	6.9	2.5	4.4	6.1	0.8	6.6	0.3

주: FnGuide, SK증권

GS 건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	11,680	12,636	12,238	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	2,882	3,046
토목	1,298	1,235	1,184	292	344	290	372	270	317	284	364
플랜트	2,927	3,516	3,100	684	759	679	805	991	1,126	821	578
전력	729	540	697	155	185	241	148	129	136	139	137
건축/주택	6,645	7,264	7,176	1,550	1,685	1,591	1,819	1,716	1,984	1,618	1,945
Sales Growth (YoY %)	5.8	8.2	-3.2	2.3	10.6	9.5	1.6	15.8	19.6	2.2	-3.7
토목	-6.1	-4.9	-4.1	-13.4	-5.5	-4.9	-1.3	-7.5	-7.8	-2.2	-2.1
플랜트	-28.7	20.1	-11.8	-41.5	-23.1	-23.8	-24.1	44.9	48.4	20.9	-28.2
전력	10.1	-25.9	28.9	-12.9	17.8	91.3	-26.4	-16.8	-26.5	-42.5	-7.6
건축/주택	38.0	9.3	-1.2	65.1	42.8	28.6	24.8	10.7	17.7	1.7	6.9
매출총이익률 (%)	6.9	11.8	11.7	5.8	6.3	8.7	6.7	16.1	9.3	10.6	11.4
토목	3.5	8.3	8.4	6.5	7.1	1.7	-0.8	7.6	10.4	7.7	7.5
플랜트	-11.4	9.0	6.0	-23.1	-12.3	-4.1	-6.9	20.3	5.1	4.7	3.3
전력	-4.2	3.0	6.0	-6.1	-11.4	14.9	-24.2	6.3	4.1	3.1	-1.3
건축/주택	16.8	14.4	15.2	19.6	16.6	14.6	16.7	15.9	12.0	14.8	15.3
영업이익	319	1,051	1,001	59	86	71	103	390	219	200	241
영업이익률 (%)	2.7	8.3	8.2	2.2	2.9	2.5	3.3	12.5	6.1	6.9	7.9
지배주주순이익	-168	531	502	-68	9	-10	-99	207	143	80	101
순이익률 (%)	-1.4	4.2	4.1	-2.5	0.3	-0.4	-3.1	6.6	4.0	2.8	3.3

자료: GS 건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,737	9,582	10,929	11,466	12,429
현금및현금성자산	2,356	2,442	2,949	3,349	3,971
매출채권 및 기타채권	4,777	4,668	5,539	5,700	5,937
재고자산	825	1,091	973	980	1,037
비유동자산	3,640	4,114	4,044	4,079	4,057
장기금융자산	901	947	966	986	1,005
유형자산	978	898	858	823	791
무형자산	194	209	202	206	204
자산총계	13,377	13,697	14,973	15,545	16,487
유동부채	7,225	8,581	8,774	7,875	8,238
단기금융부채	1,486	2,754	2,687	1,751	1,747
매입채무 및 기타채무	3,868	4,288	4,393	4,262	4,443
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	11,118	11,205	11,632
지배주주지분	3,279	3,167	3,782	4,266	4,781
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	2,846	3,330	3,846
비지배주주지분(연결)	74	72	73	73	73
자본총계	3,353	3,240	3,855	4,339	4,854
부채와자본총계	13,377	13,697	14,973	15,545	16,487

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	81	-205	133	454	672
당기순이익(손실)	-20	-164	537	510	541
비현금수익비용가감	273	531	390	389	389
유형자산감가상각비	58	47	45	41	37
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	251	272	272	272	272
운전자본감소(증가)	-172	-573	-794	-445	-258
매출채권의감소(증가)	-198	-615	-871	-161	-237
재고자산의감소(증가)	-65	30	118	-7	-56
매입채무의증가(감소)	156	158	105	-132	181
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	507	399	623
기초현금	2,429	2,356	2,442	2,949	3,349
기말현금	2,356	2,442	2,949	3,349	3,971
FCF	2	-226	112	433	651

자료: GS건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,036	11,679	12,636	12,238	12,746
매출원가	10,547	10,876	11,143	10,809	11,267
매출총이익	488	803	1,494	1,429	1,479
매출총이익률(%)	4.4	6.9	11.8	11.7	11.6
판매비와관리비	345	485	442	428	446
영업이익	143	319	1,051	1,001	1,033
영업이익률(%)	1.3	2.7	8.3	8.2	8.1
조정영업이익	143	319	1,051	1,001	1,033
비영업손익	-122	-479	-306	-293	-282
순금융손익	-82	-147	-163	-160	-160
외환관련손익	23	-159	-19	-19	-19
관계기업등 투자손익	3	-6	-6	-6	-6
세전계속사업이익	21	-161	746	708	751
세전계속사업이익률(%)	0.2	-1.4	5.9	5.8	5.9
계속사업법인세	42	3	209	198	210
계속사업이익	-20	-164	537	510	541
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-164	537	510	541
순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.2	4.2	4.2
지배주주	-26	-168	531	502	533
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.2	4.1	4.2
비지배주주	5	5	5	8	8
총포괄이익	8	-125	498	471	501
지배주주	-3	-124	493	466	496
비지배주주	11	-1	5	5	5
EBITDA	149	325	1,058	1,008	1,041

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.4	5.8	8.2	-3.2	4.2
영업이익	17.1	122.9	229.9	-4.8	3.2
세전계속사업이익	-31.8	적전	흑전	-5.0	6.0
EBITDA	16.0	118.6	225.7	-4.7	3.2
EPS	적전	적지	흑전	-5.5	6.0
수익성(%)					
ROA(%)	-0.2	-1.2	3.7	3.3	3.4
ROE(%)	-0.6	-5.1	15.5	12.7	12.0
EBITDA마진(%)	1.3	2.8	8.4	8.2	8.2
안정성(%)					
유동비율(%)	134.8	111.7	124.6	145.6	150.9
부채비율(%)	298.9	322.8	288.4	258.2	239.6
순차입금/자기자본(%)	40.9	52.1	28.0	15.5	0.8
EBITDA/이자비용(배)	1.2	1.7	5.3	5.1	5.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-363	-2,349	6,268	5,925	6,283
BPS	43,453	41,267	42,226	47,892	53,989
CFPS	667	-1,487	6,976	6,612	6,934
주당 현금배당금	0	0	300	300	300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	n/a	5.6	5.9	5.5
PER(최저)	n/a	n/a	4.1	4.3	4.1
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	39.7	-19.0	7.5	7.9	7.5
EV/EBITDA(최고)	24.3	12.8	3.8	3.6	2.9
EV/EBITDA(최저)	18.3	10.9	3.1	2.8	2.1

(2) 현대건설 (A000720)

2018/10/01

투자이전 매수 (유지),

목표주가 77,000 원 (유지)

- 3분기 실적은 해외 미착공 계약 잔고인 베네수엘라 정유 메인 패키지 4.3 조원, 우즈베키스탄 GTL 4.4 조원 등의 매출화 속도가 더해 매출액 성장률이 전년동기대비 다소 감소할 것으로 보임. 해외 현장의 경우 유의미한 해외 매출액 성장은 연말~내년부터 나타날 것으로 보임. 현대건설 별도 기준 해외 현장 원가율 상승으로 연간 영업이익은 1 조원에 못 미치는 수준을 보일 것으로 예상되나, 내년부터는 현장 믹스 개선에 따른 매출액 확대에 이익 턴어라운드 나타날 것으로 보임. 3분기는 전반적으로 컨센서스에 부합하는 무난한 수준의 이익 기대
- 이라크 유정 물공급시설 (2.5 조원) 낙찰 결과 기대중이며, 해당 프로젝트 수주 시 별도 기준 6 조원 수주 가이드를 충분히 달성할 수 있을 것으로 보임. 견고해지는 펀더멘탈과 수주 기대감을 감안, 건설주 내 Top-picks 종목으로 추천을 유지함

현대건설 실적 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	YoY (%) %p)	2Q18	QoQ (%) %p)	컨센서스	Gap (%) %p)
매출액	4,469.9	4,243.1	5.3	4,240.1	5.4	4,440.4	0.7
영업이익	287.6	281.1	2.3	220.9	30.2	283.3	1.5
영업이익률 (%)	6.4	6.6	-0.2	5.2	1.2	6.4	0.1

주: FnGuide, SK증권

현대건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	16,854	16,816	17,814	4,139	4,208	4,243	4,264	3,538	4,240	4,470	4,636
국내	9,638	9,467	9,800	2,213	2,414	2,534	2,476	1,958	2,425	2,501	2,624
현대건설	6,027	6,254	6,211	1,320	1,521	1,624	1,562	1,239	1,643	1,661	1,712
현대엔지니어링	3,363	2,958	3,327	825	831	850	856	624	720	773	840
기타	247	255	262	68	62	60	58	95	61	67	72
해외	7,217	7,349	8,014	1,919	1,801	1,710	1,788	1,580	1,816	1,969	2,013
현대건설	4,107	3,660	3,926	1,152	1,021	971	963	888	867	943	962
현대엔지니어링	2,905	3,477	3,870	704	728	689	784	632	928	927	990
기타	205	211	218	63	51	50	41	60	21	99	60
현대건설	10,134	9,915	10,137	2,472	2,543	2,594	2,525	2,127	2,510	2,604	2,674
현대엔지니어링	6,268	6,435	7,197	1,529	1,559	1,540	1,640	1,256	1,648	1,700	1,830
기타	453	466	480	138	106	109	99	155	82	165	133
매출총이익률 (%)	10.6	10.8	11.0	11.2	10.8	10.3	10.2	11.8	10.3	11.3	11.4
국내	14.8	13.3	13.5	13.3	13.8	16.1	16.0	12.5	14.0	14.1	13.9
해외	5.1	7.6	7.8	8.8	7.2	1.7	2.3	10.9	5.5	7.7	8.1
현대건설	8.3	8.8	8.8	9.3	7.2	8.3	8.6	9.1	8.4	9.2	8.6
현대엔지니어링	13.7	13.9	13.8	13.6	15.6	13.5	12.2	14.3	13.0	14.1	14.1
영업이익	1,010	976	1,074	244	266	281	219	218	221	288	318
영업이익률 (%)	6.0	5.8	6.0	5.9	6.3	6.6	5.1	6.2	5.2	6.4	6.9
지배주주순이익	202	486	525	26	140	57	-22	100	148	110	126
순이익률 (%)	1.2	2.9	2.9	0.6	3.3	1.3	-0.5	2.8	3.5	2.5	2.7

자료: 현대건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,938	13,250	12,926	13,306	13,933
현금및현금성자산	2,150	2,107	1,954	1,737	1,591
매출채권 및 기타채권	7,122	5,398	6,219	6,589	7,089
재고자산	1,199	2,106	1,106	1,196	1,286
비유동자산	4,936	5,182	5,658	6,162	6,545
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	18,583	19,468	20,479
유동부채	8,750	7,219	6,874	7,051	7,373
단기금융부채	192	396	361	359	357
매입채무 및 기타채무	5,161	4,561	4,274	4,475	4,821
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	9,606	9,775	10,089
지배주주지분	6,329	6,468	7,077	7,740	8,463
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	5,423	6,086	6,808
비지배주주지분(연결)	1,796	2,005	1,900	1,953	1,927
자본총계	8,125	8,473	8,977	9,693	10,389
부채외자본총계	19,873	18,432	18,583	19,468	20,479

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,087	514	201	102	173
당기순이익(손실)	732	372	665	719	778
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	-1,240	-1,388	-1,375
매출채권의감소(증가)	581	1,280	-822	-369	-500
재고자산의감소(증가)	283	-186	1,000	-90	-91
매입채무의증가(감소)	211	-594	-287	201	346
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	-153	-217	-146
기초현금	1,997	2,150	2,107	1,954	1,737
기말현금	2,150	2,107	1,954	1,737	1,591
FCF	908	465	151	53	123

자료: 현대건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,825	16,887	16,816	17,814	19,165
매출원가	16,895	15,108	14,999	15,858	17,083
매출총이익	1,930	1,779	1,817	1,956	2,082
매출총이익률(%)	10.3	10.5	10.8	11.0	10.9
판매비와관리비	771	793	841	882	939
영업이익	1,159	986	976	1,074	1,143
영업이익률(%)	6.2	5.8	5.8	6.0	6.0
조정영업이익	1,159	986	976	1,074	1,143
비영업손익	-177	-431	16	-33	-32
순금융손익	-8	16	19	20	21
외환관련손익	77	-201	-204	-207	-209
관계기업등 투자손익	-6	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	981	555	993	1,042	1,112
세전계속사업이익률(%)	5.2	3.3	5.9	5.8	5.8
계속사업법인세	250	183	328	323	334
계속사업이익	732	372	665	719	778
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	732	372	665	719	778
순이익률(%)	3.9	2.2	4.0	4.0	4.1
지배주주	572	202	486	525	568
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.2	2.9	2.9	3.0
비지배주주	160	170	180	194	210
총포괄이익	842	444	738	791	851
지배주주	664	202	335	359	386
비지배주주	178	243	403	432	465
EBITDA	1,349	1,179	1,161	1,248	1,307

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	-2.1	-10.3	-0.4	5.9	7.6
영업이익	6.4	-14.9	-1.0	10.1	6.4
세전계속사업이익	9.3	-43.5	78.9	5.0	6.7
EBITDA	5.0	-12.6	-1.5	7.5	4.7
EPS	35.9	-64.7	140.7	8.1	8.2
수익성(%)					
ROA(%)	3.7	1.9	3.6	3.8	3.9
ROE(%)	12.1	5.8	9.8	9.7	9.6
EBITDA마진(%)	7.2	7.0	6.9	7.0	6.8
안정성(%)					
유동비율(%)	170.7	183.5	188.0	188.7	189.0
부채비율(%)	144.6	117.5	107.0	100.8	97.1
순차입금/자기자본(%)	-0.2	-0.6	1.0	3.1	4.2
EBITDA/이자비용(배)	15.5	15.4	15.4	16.7	17.5
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	5,133	1,810	4,356	4,709	5,097
BPS	56,786	58,029	63,497	69,447	75,929
CFPS	8,274	5,069	7,626	8,010	8,456
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	8.8	28.5	18.2	16.8	15.5
PER(최저)	5.3	18.7	7.9	7.3	6.7
PBR(최고)	0.9	1.0	1.4	1.3	1.1
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	5.2	7.2	8.9	8.4	8.0
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.8	7.7	7.3	7.1
EV/EBITDA(최저)	2.2	3.2	3.4	3.3	3.3

(3) HDC 현대산업개발 (A294870) - 커버리지 제외

2018/10/01

커버리지 제외

목표주가 N/A

- SK 증권은 HDC 현대산업개발에 대해 커버리지를 중단함. 커버리지 제외의 주요 요인은 1) 자체주택 인도 기준 적용으로 분기 실적 추정의 어려움, 2) 이에 따른 연초 추정 대비 배당가능이익 축소, 3) 대주주 지분 스왑 이후 달라진 회사의 배당 기조, 4) 보유 Land Bank 개발 계획 지연 (파주 15 만평 부지 개발, 인허가 문제로 2020년 이후로 지연) 등 해당 종목의 불확실성 확대에 기인
- 상반기 자체주택 매출 역시 진행 기준이 아닌 인도 기준이 적용된 매출로서, 김포 한강 아이파크, 김포 사우 아이파크 합산 2,500 여세대의 입주 효과. 하반기는 잔여 세대 입주 외에는 신규 입주가 없기 때문에 자체 주택 매출 공백이 발생
- 2019년 자체주택은 상반기 영통 아이파크 1,070 세대, 청주 가경 1차 900 세대 입주 예정이므로 금년 상반기와 유사한 매출, 이익이 달성 가능할 것. 반면 하반기 역시 입주 공백으로 인해 올해와 같이 매출 공백이 발생. 2020년의 경우 청주 가경 2차, 울산 태화강 등 자체 입주가 적어 자체 매출액은 5천억원 수준에 그칠 것임
- 회계 이슈는 사실상 기업 본질가치와는 무관함. 그러나 인도기준에 따른 매출 인식의 지연 효과로 손익계산서상 표시되는 순이익의 감소, 이에 따른 배당가능이익의 감소를 고려할 필요가 있음
- 최근 주가 낙폭이 과대된 양상으로, 현재 시가총액 2.2조원은 HDC 현대산업개발이 보유하고 있는 시가 3조원의 부지 및 순현금 7천억원 수준을 감안할 때 저평가되어 있다는 판단. 인도기준을 적용한 EPS 기준 12M Forward PER 은 6.7X 수준에 그침
- 저평가에 따른 단기 Trading 은 충분히 가능하나, 내년 입주효과로 인한 자체 주택 실적 확인 또는 보유 현금으로 새로운 비즈니스 모델로의 사업 확장 등이 나타나기 전에는 주가가 강하게 상승할 트리거 포인트를 찾기는 어려울 것

HDC 현대산업개발 추정치 변동 내역

	변경전		변경후		변동률 (%)	
(십억원)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
영업이익	552	591	424	451	-23.2	-23.8
순이익	406	441	319	338	-21.5	-23.3

자료: SK 증권

HDC 현대산업개발 자체주택 입주 시기

입주	현장	세대수
1H19	영통아이파크	1,070
1H19	청주가경1차	900
1H20	청주가경2차	654
2H20	울산태화강	377

자료: HDC 현대산업개발, SK 증권

보유 부지 (Land Bank) 상세

(십억원)	취득원가	예상매출	예상GPM	착공시점	비고
광운대역세권	570	2,500	30%	2H19	-
파주시개발	150	1,300	40%이상	1H21	1H20에서 이연됨. 총 4조원 사업. 1.3조원은 1차 사업비 기준
의정부주상복합	-	422	-	1H19	2H18에서 이연됨. 1,462세대
용산국제빌딩5구역	-	500	-	-	하반기 중 사업계획 발표. 용지매입 진행 중
수원영통지구	-	-	30%이상	2H18	
남양주	-	-	-	2H20	

자료: HDC 현대산업개발, SK 증권

주: 취득원가 및 예상매출, 예상 GPM 은 SK 증권 추정 값임 / -는 정보값 없음

멀티플 밸류에이션에 따른 주당 내재가치 산출

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS (원)	7,532	7,716	7,258	7,695	7,348
EPS 증가율 (%)	38.7	2.4	-5.9	6.0	-4.5
PER (X)	6.0	6.6	7.0	6.6	6.9
적용EPS (원)	7,476	2018~2019년 예상 평균 EPS			
Target Multiple (X)	8.0	대형 건설주 12M Forward PER에서 20% 할인			
주당 내재가치 (원)	60,000				
현재주가 (원 09/28)	50,900				
Upside (%)	17.9				

자료: FnGuide, SK 증권

HDC 현대산업개발 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	4,119	4,011	4,316	839	1,048	1,049	1,183	1,080	1,308	779	844
자재주택	1,069	810	895	222	286	237	324	314	446	25	25
비중 (%)	26.0	20.2	20.7	26.5	27.3	22.6	27.4	29.1	34.1	3.2	3.0
외주주택	2,186	2,375	2,377	441	551	570	624	595	673	548	559
토목	302	300	414	64	73	74	91	64	63	78	95
건축	377	346	448	73	91	111	102	71	86	88	101
기타	185	181	183	39	47	57	42	36	40	41	65
Sales Growth (YoY %)	17.5	(2.6)	7.6	22.8	17.1	21.7	10.9	28.7	24.8	-25.7	-28.6
자재주택	-13.2	-24.2	10.5	-18.1	-16.6	-24.0	5.9	41.4	55.9	-89.5	-92.3
외주주택	42.9	8.6	0.1	83.0	53.5	46.9	15.1	34.9	22.1	-3.9	-10.4
토목	-12.0	-0.6	37.9	-22.9	-24.7	-7.5	9.6	0.0	-13.7	5.0	4.7
건축	62.5	-8.3	29.5	35.2	44.4	131.3	52.2	-2.7	-5.5	-20.7	-1.4
매출총이익	524	541	588	156	112	125	138	100	209	108	131
매출총이익률 (%)	12.7	13.5	13.6	18.6	10.7	11.9	11.7	9.3	16.0	13.9	15.5
자재주택	30.1	23.7	23.6	31.1	28.7	29.0	31.4	19.7	26.4	25.0	25.0
외주주택	16.7	15.4	15.5	17.6	15.1	19.5	14.9	17.3	13.9	15.4	15.1
토목	5.9	6.1	6.5	12.9	3.6	6.2	2.7	5.0	5.6	6.3	6.9
건축	2.5	2.9	3.3	-0.1	1.9	3.3	4.1	-4.8	-4.7	7.3	10.9
영업이익	543	424	451	118	118	143	164	124	158	65	77
영업이익률 (%)	13.2	10.6	10.4	14.1	11.2	13.7	13.9	11.5	12.1	8.3	9.1
순이익	390	319	338	99	104	123	64	124	134	34	27
순이익률 (%)	9.5	7.9	7.8	11.8	9.9	11.7	5.4	11.5	10.2	4.3	3.3

자료: HDC 현대산업개발, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645	3,770	4,233	4,716	5,134
현금및현금성자산	1,152	1,018	1,836	1,935	2,141
매출채권 및 기타채권	1,070	1,543	1,074	887	1,083
재고자산	768	574	622	1,183	1,203
비유동자산	2,139	2,065	1,893	1,798	1,719
장기금융자산	442	442	442	442	442
유형자산	851	860	869	877	885
무형자산	16	16	16	16	16
자산총계	5,785	5,835	6,127	6,515	6,853
유동부채	2,264	2,157	2,148	2,206	2,227
단기금융부채	745	535	526	529	531
매입채무 및 기타채무	592	700	700	755	774
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	2,931	3,009	3,050
지배주주지분	2,622	2,760	3,035	3,329	3,608
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	2,756	3,050	3,329
비지배주주지분(연결)	133	146	161	177	195
자본총계	2,755	2,906	3,196	3,506	3,803
부채외자본총계	5,785	5,835	6,127	6,515	6,853

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	840	317	914	176	285
당기순이익(손실)	331	339	319	338	323
비현금수익비용가감	192	171	194	175	175
유형자산감가상각비	40	40	40	41	41
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	123	123	123	123	123
운전자본감소(증가)	316	-193	402	-337	-213
매출채권의감소(증가)	39	-472	469	187	-196
재고자산의감소(증가)	344	194	-47	-561	-20
매입채무의증가(감소)	-41	108	0	55	19
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	819	99	206
기초현금	548	1,152	1,018	1,836	1,935
기말현금	1,152	1,018	1,836	1,935	2,141
FCF	790	267	865	126	235

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

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,507	4,126	4,011	4,316	4,390
매출원가	2,873	3,397	3,399	3,667	3,759
매출총이익	634	729	613	649	632
매출총이익률(%)	18.1	17.7	15.3	15.0	14.4
판매비와관리비	227	186	189	199	202
영업이익	407	543	424	451	430
영업이익률(%)	11.6	13.2	10.6	10.4	9.8
조정영업이익	407	543	424	451	430
비영업손익	-31	-26	7	6	7
순금융손익	-16	-11	-13	-16	-18
외환관련손익	-3	12	-8	14	17
관계기업등 투자손익	-6	4	4	4	4
세전계속사업이익	376	517	431	457	436
세전계속사업이익률(%)	10.7	12.5	10.7	10.6	9.9
계속사업법인세	99	178	112	119	113
계속사업이익	331	339	319	338	323
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	331	339	319	338	323
순이익률(%)	9.4	8.2	7.9	7.8	7.4
지배주주	307	390	319	338	323
지배주주귀속 순이익률(%)	8.7	9.4	7.9	7.8	7.4
비지배주주	24	-51	0	0	0
총포괄이익	326	348	329	349	331
지배주주	302	323	304	323	307
비지배주주	24	26	24	26	24
EBITDA	449	585	466	493	473

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.8	17.6	-2.8	7.6	1.7
영업이익	38.8	33.5	-22.0	6.3	-4.6
세전계속사업이익	62.8	37.6	-16.7	6.0	-4.5
EBITDA	33.6	30.3	-20.3	5.8	-4.1
EPS	38.7	2.4	-5.9	6.0	-4.5
수익성(%)					
ROA(%)	5.9	5.8	5.3	5.3	4.8
ROE(%)	13.3	12.6	11.0	10.6	9.3
EBITDA마진(%)	12.8	14.2	11.6	11.4	10.8
안정성(%)					
유동비율(%)	161.0	174.8	197.1	213.8	230.5
부채비율(%)	110.0	100.8	91.7	85.8	80.2
순차입금/자기자본(%)	-9.9	-5.1	-30.6	-30.4	-33.2
EBITDA/이자비용(배)	9.5	14.8	11.9	12.6	12.0
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	7,532	7,716	7,258	7,695	7,348
BPS	59,313	62,450	68,708	75,403	81,751
CFPS	8,479	8,656	8,210	8,659	8,323
주당 현금배당금	500	700	1,000	2,000	2,500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	7.2	9.8	10.4	9.8	10.3
PER(최저)	4.6	6.5	6.9	6.5	6.8
PBR(최고)	0.9	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	5.3	5.9	6.2	5.9	6.1
EV/EBITDA(최고)	8.3	5.4	5.0	4.6	4.4
EV/EBITDA(최저)	5.3	3.5	2.6	2.3	2.0

(4) 삼성엔지니어링 (A028050)

2018/10/01

투자의견 중립 (하향)

목표주가 20,000 원 (유지)

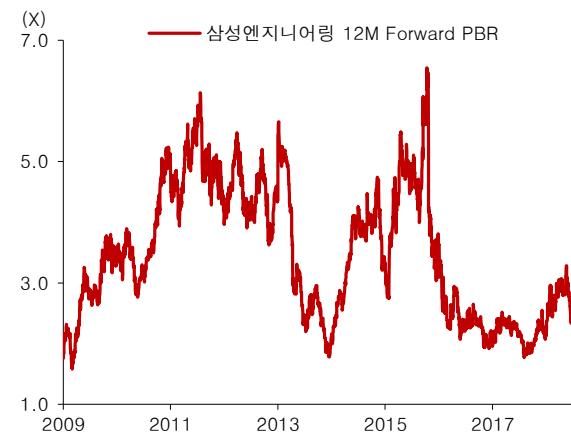
- 삼성엔지니어링의 강력한 수주 기조의 지속과 현안 프로젝트 종료 및 기존 프로젝트 매출 성장으로 2020 년 큰 폭의 실적 개선이 가능한 점을 감안, 목표 배수를 해외 중흥기 멀티플에서 50% 할인한 2.5X, 글로벌 EPC PBR 밴드 상단을 적용하여 목표주가를 산출했었음. 그러나 최근 알제리 정유, 태국 타이오일 CFP 12 억불의 연내 수주 가능성 확대 및 인도네시아 발릭파판 정유 9 억불의 연내 Lowest 확정에 따른 수주 기대감으로 주가 상승 폭 확대. 이에 따라 현 주가 수준에서 Upside 가 다소 제한적으로 판단, 투자의견을 매수에서 중립으로 하향 조정함. 3 분기는 무난한 실적 기조가 지속될 것으로 보이나, 현안 프로젝트인 UAE CBDC 가 연내 마무리 예정이라 실적 변동성은 여전히 남아있는 상태
- 2019 년부터 매출액 성장과 함께 현안 프로젝트의 마무리로 인한 이익 확대 기조가 나타나면서 자연스러운 밸류에이션 할증 해소가 가능할 것으로 기대

삼성엔지니어링 목표주가 산정 기준

	2017	2018E	2019E	2020E
BPS (원)	4,873	5,190	5,619	6,354
BPS 증가율 (%)	44	6.5	8.3	13.1
BPR (X)	2.8	2.7	2.5	2.2
ROE (%)	-5.1	3.7	7.3	11.3
적용BPS (원)	5,721	2018~2020E 평균 BPS		
Target Multiple (X)	2.5	해외 수주 중흥기 멀티플에서 50% 할인		
목표주가 (원)	20,000			
현재주가 (원 09/28)	19,300			
Upside (%)	3.6			

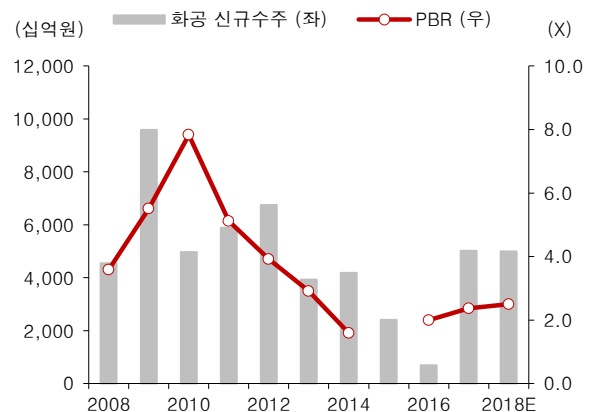
자료: FnGuide, SK 증권

삼성엔지니어링 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

삼성엔지니어링 화공 신규수주와 PBR 추이



자료: 삼성엔지니어링, FnGuide, SK 증권

삼성엔지니어링 실적 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	YoY (% %p)	2Q18	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	1,316.5	1,294.2	1.7	1,348.6	-2.4	1,377.0	-4.4
영업이익	39.1	15.3	155.4	43.9	-10.8	39.6	-1.2
영업이익률 (%)	3.0	1.2	1.8	3.3	-0.3	2.9	0.1

주: FnGuide, SK증권

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	5,536	5,414	5,821	1,619	1,356	1,294	1,267	1,218	1,349	1,317	1,532
화공	2,110	2,471	2,685	707	517	515	371	476	522	622	851
비화공	3,426	2,943	3,136	912	839	779	896	742	827	694	680
Sales Growth (YoY %)	-21.0	-2.2	7.5	9.8	-27.9	-20.6	-37.4	-24.8	-0.5	1.7	20.9
화공	-35.9	17.1	8.7	-12.5	-36.3	-28.6	-60.9	-32.7	0.9	20.7	129.6
비화공	-7.9	-14.1	6.5	36.9	-21.4	-14.3	-16.7	-18.6	-1.4	-10.9	-24.1
매출총이익률 (%)	6.5	7.9	8.7	6.1	7.2	7.5	5.4	8.5	9.3	9.1	5.1
화공	-12.3	1.0	1.0	-5.5	-3.3	-5.6	-47.2	0.5	5.9	2.4	-2.7
비화공	18.1	13.7	15.3	15.1	13.7	16.1	27.2	13.6	11.5	15.2	15.0
영업이익	47	92	145	12	12	15	7	21	44	39	-12
영업이익률 (%)	0.8	1.7	2.5	0.8	0.9	1.2	0.5	1.7	3.3	3.0	-0.8
지배주주순이익	-45	41	86	-44	32	7	-40	11	23	28	-21
순이익률 (%)	-0.8	0.8	1.5	-2.7	2.3	0.5	-3.2	0.9	1.7	2.2	-1.4

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,658	3,303	1,750	1,546	1,614
현금및현금성자산	882	745	-105	-440	-680
매출채권 및 기타채권	2,360	2,167	1,469	1,579	1,841
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,862	1,781	3,314	3,409	3,621
장기금융자산	55	57	57	57	57
유형자산	657	427	401	379	359
무형자산	96	71	71	71	71
자산총계	5,520	5,084	5,064	4,955	5,235
유동부채	4,314	3,678	3,619	3,451	3,612
단기금융부채	1,452	1,056	959	642	433
매입채무 및 기타채무	2,582	2,153	2,186	2,330	2,696
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	3,998	3,807	3,946
지배주주지분	1,011	1,026	1,088	1,172	1,316
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	209	291	432
비지배주주지분(연결)	-15	-22	-23	-25	-28
자본총계	996	1,005	1,066	1,148	1,289
부채외자본총계	5,520	5,084	5,064	4,955	5,235

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	188	-134	-707	30	16
당기순이익(손실)	9	-52	39	82	141
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	-739	-41	-110
매출채권의감소(증가)	-84	187	-698	110	262
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	166	-264	-33	-144	-365
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	-851	-334	-240
기초현금	696	882	745	-105	-440
기말현금	882	745	-105	-440	-680
FCF	164	-148	-721	16	2

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	4,986	5,315	6,149
매출총이익	482	361	428	506	639
매출총이익률(%)	6.9	6.5	7.9	8.7	9.4
판매비와관리비	412	315	336	361	421
영업이익	70	47	92	145	218
영업이익률(%)	1.0	0.8	1.7	2.5	3.2
조정영업이익	70	47	92	145	218
비영업손익	-14	-77	-42	-39	-36
순금융손익	-11	-17	-22	-19	-16
외환관련손익	-2	-47	-47	-47	-47
관계기업등 투자손익	5	5	5	5	5
세전계속사업이익	56	-30	51	106	182
세전계속사업이익률(%)	0.8	-0.5	0.9	1.8	2.7
계속사업법인세	47	22	11	24	41
계속사업이익	9	-52	39	82	141
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9	-52	39	82	141
순이익률(%)	0.1	-0.9	0.7	1.4	2.1
지배주주	26	-45	41	86	148
지배주주귀속 순이익률(%)	0.4	-0.8	0.8	1.5	2.2
비지배주주	-16	-7	-2	-4	-7
총포괄이익	-36	8	28	66	131
지배주주	-20	15	51	120	235
비지배주주	-16	-7	-23	-53	-105
EBITDA	149	119	157	206	277

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	8.8	-21.0	-2.2	7.5	16.6
영업이익	흑전	-33.1	96.8	57.0	50.4
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	109.0	71.4
EBITDA	흑전	-19.7	31.1	31.8	34.2
EPS	흑전	적전	흑전	109.0	71.4
수익성(%)					
ROA(%)	0.2	-1.0	0.8	1.6	2.8
ROE(%)	2.7	-5.1	3.7	7.3	11.3
EBITDA마진(%)	2.1	2.2	2.9	3.5	4.1
안정성(%)					
유동비율(%)	84.8	89.8	48.4	44.8	44.7
부채비율(%)	454.1	406.0	375.2	331.7	306.2
순차입금/자기자본(%)	-16.2	45.0	112.8	125.1	122.3
EBITDA/이자비용(배)	5.5	4.8	5.3	7.6	11.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	131	-231	211	441	756
BPS	4,669	4,873	5,190	5,619	6,354
CFPS	449	104	529	733	1,020
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	113.8	n/a	70.0	33.5	19.5
PER(최저)	67.9	n/a	46.0	22.0	12.8
PBR(최고)	2.9	2.8	2.7	2.5	2.2
PBR(최저)	1.7	1.9	1.7	1.6	1.4
PCR	23.0	119.5	23.5	16.9	12.2
EV/EBITDA(최고)	25.9	33.3	13.7	6.6	3.8
EV/EBITDA(최저)	20.0	25.9	9.0	4.3	2.5

(5) 대우건설 (A047040)

2018/10/01

투자 의견 매수 (유지)

목표주가 8,000 원 (유지)

- 대우건설은 이익이 나고 있는 해외부문에 보수적으로 적자를 가정하더라도, 연간 6천억원을 상회하는 영업이익은 무난하게 달성할 것으로 판단됨. 여전히 현안 프로젝트인 모로코 SAFI가 종료 전까지 실적 변동에 영향을 미칠 것은 불가피하나, 기 반영된 원가 상승분 및 충당금을 감안할 때 지난해 4분기와 같이 큰 폭의 적자가 나타날 가능성은 제한적이라는 판단
- 타사 대비 보수적인 수주 기조에도 불구하고, 아프리카, 동남아 등의 수주 기대로 연내 해외 수주 가이드스 2조원 달성에는 무리가 없어 보임. 향후 리비아 시장 발주 재개에 따른 수혜가 예상되며, 내년의 경우는 나이지리아 LNG 액화 설비 시설 입찰에 원청으로 참여 예정 (43억달러, w/Saipem, Chiyoda / 경쟁 컨소시엄 KBR, 테크넵, JGC). 선진 EPC 과점 시장인 LNG 액화시설에 원청으로 수주에 성공할 경우 주가 모멘텀으로 크게 작용할 것으로 기대
- 현 주가는 12M Forward PBR 0.91X로 건설섹터 타켓 멀티플 1.2X보다 낮은 수준이며, PER 역시 5.17X로 밸류에이션 매력도가 높다는 판단

대우건설 실적 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	YoY (% %p)	2Q18	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	2,537.5	3,098.0	-18.1	2,963.9	-14.4	2,695.7	-5.9
영업이익	141.6	113.6	24.6	161.7	-12.4	153.4	-7.7
영업이익률 (%)	5.6	3.7	1.9	5.5	0.1	5.7	-0.1

주: FnGuide, SK증권

대우건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	12,201	10,586	10,595	2,640	3,114	3,098	2,915	2,653	2,964	2,537	2,432
주택건축	6,850	6,510	6,505	1,480	1,825	1,733	1,812	1,525	1,913	1,562	1,510
플랜트	2,620	2,060	2,094	632	718	696	574	623	506	505	427
토목	1,849	1,701	1,730	485	522	411	431	404	430	412	456
기타	14	14	17	3	4	4	4	3	3	4	5
연결	435	300	250	40	45	255	95	98	112	55	34
Sales Growth (YoY %)	9.9	-13.2	0.1	3.2	2.8	10.4	7.5	0.5	-4.8	-18.1	-16.6
주택건축		-5.0	-0.1					3.0	4.8	-9.8	-16.7
플랜트		-21.4	1.6					-1.5	-29.6	-27.5	-25.6
토목		-8.0	1.6					-16.7	-17.7	0.3	5.9
매출총이익률 (%)	6.8	9.9	10.6	11.7	10.3	6.9	-0.4	10.5	9.4	9.9	10.0
주택건축	14.4	14.4	14.6	16.0	14.9	15.7	15.0	14.3	13.6	14.9	14.9
플랜트	-0.9	2.4	2.8	4.8	5.5	0.9	-40.0	4.7	-8.0	-0.9	-0.5
토목	3.9	4.4	5.2	7.4	1.1	-32.7	-17.6	2.7	7.4	2.9	2.6
영업이익	429	629	718	221	246	114	-152	182	162	142	144
영업이익률 (%)	3.5	5.9	6.8	8.4	7.9	3.7	-5.2	6.9	5.5	5.6	5.9
지배주주순이익	259	426	495	192	131	89	-154	112	88	101	126
순이익률 (%)	2.1	4.0	4.7	7.3	4.2	2.9	-5.3	4.2	3.0	4.0	5.2

자료: 대우건설, SK증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,359	5,277	5,247	6,032	6,878
현금및현금성자산	817	517	992	1,772	2,574
매출채권 및 기타채권	2,938	2,954	2,610	2,613	2,640
재고자산	1,239	727	653	653	660
비유동자산	3,611	3,499	3,749	3,471	3,189
장기금융자산	796	807	799	791	783
유형자산	731	630	624	620	617
무형자산	87	81	81	81	81
자산총계	9,970	8,776	8,995	9,502	10,067
유동부채	6,608	5,270	5,091	5,095	5,132
단기금융부채	2,255	1,514	1,533	1,551	1,570
매입채무 및 기타채무	2,665	2,507	2,309	2,295	2,312
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	6,327	6,339	6,383
지배주주지분	2,032	2,243	2,627	3,115	3,626
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	334	829	1,349
비지배주주지분(연결)	38	35	42	49	57
자본총계	2,070	2,278	2,669	3,164	3,684
부채와자본총계	9,970	8,776	8,995	9,502	10,067

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	359	237	303	607	629
당기순이익(손실)	-755	258	426	495	520
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	-377	-139	-140
매출채권의감소(증가)	-41	50	-344	2	27
재고자산의감소(증가)	513	554	-74	1	7
매입채무의증가(감소)	677	-246	198	14	-18
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	475	780	802
기초현금	539	817	517	992	1,772
기말현금	817	517	992	1,772	2,574
FCF	85	169	235	539	561

자료: 대우건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,106	11,767	10,586	10,595	10,705
매출원가	11,011	10,935	9,533	9,474	9,548
매출총이익	95	832	1,053	1,121	1,158
매출총이익률(%)	0.9	7.1	9.9	10.6	10.8
판매비와관리비	562	403	423	403	407
영업이익	-467	429	629	718	751
영업이익률(%)	-4.2	3.6	5.9	6.8	7.0
조정영업이익	-467	429	629	718	751
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	550	639	671
세전계속사업이익률(%)	-9.1	2.7	5.2	6.0	6.3
계속사업법인세	-256	56	124	144	151
계속사업이익	-755	258	426	495	520
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-755	258	426	495	520
순이익률(%)	-6.8	2.2	4.0	4.7	4.9
지배주주	-736	259	426	495	520
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.6	2.2	4.0	4.7	4.9
비지배주주	-19	-1	0	0	0
총포괄이익	-724	208	476	545	570
지배주주	-704	211	484	554	579
비지배주주	-20	-3	-8	-9	-9
EBITDA	-371	522	704	793	824

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	12.3	6.0	-10.0	0.1	1.0
영업이익	적전	흑전	46.6	14.2	4.5
세전계속사업이익	적전	흑전	75.3	16.2	5.0
EBITDA	적전	흑전	35.0	12.5	4.0
EPS	적전	흑전	64.6	16.2	5.0
수익성(%)					
ROA(%)	-7.5	2.8	4.8	5.4	5.3
ROE(%)	-31.7	12.1	17.5	17.2	15.4
EBITDA마진(%)	-3.3	4.4	6.7	7.5	7.7
안정성(%)					
유동비율(%)	96.2	100.1	103.1	118.4	134.0
부채비율(%)	381.7	285.3	237.1	200.3	173.3
순차입금/자기자본(%)	76.6	59.5	33.4	3.8	-18.2
EBITDA/이자비용(배)	-4.0	5.7	8.7	9.8	10.1
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-1,770	623	1,025	1,191	1,251
BPS	4,680	5,202	6,127	7,300	8,531
CFPS	-1,584	843	1,206	1,370	1,428
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	13.4	7.4	6.4	6.1
PER(최저)	n/a	8.2	4.8	4.1	3.9
PBR(최고)	1.6	1.5	1.2	1.0	0.9
PBR(최저)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
PCR	-3.2	7.0	4.9	4.3	4.1
EV/EBITDA(최고)	n/a	9.1	5.7	4.1	3.0
EV/EBITDA(최저)	n/a	6.7	4.2	2.7	1.7

(6) 대림산업 (A000210)

2018/10/01

투자의견 매수 (유지)

목표주가 100,000 원 (유지)

- 대림산업 3분기 실적은 준공 정산 효과에 따라 컨센서스 영업이익보다는 다소 높은 수준을 달성할 것으로 보임
- 호실적에도 불구하고 해외 수주 모멘텀에서 소외되어 있어, 현 시점에서 추가 탄력성은 매우 떨어진 상황임. 그러나 해외 수주 부족분을 국내 플랜트 수주에서 채워 나갈 것으로 기대. 대림산업 계열회사가 발주하는 3 개 프로젝트 4,500 억원 등의 수주가 연내 기대되며, 내년의 경우는 현대오일뱅크, 롯데케미칼, S-Oil 등 국내 업체들의 CAPEX 수주에 적극 참여할 것으로 기대. 연중 사우디 마덴 암모니아 3 단계 1 조원의 수주가 가능하다면, 가이던스 초과 달성도 가능할 것으로 보임

대림산업 실적 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	YoY (%) %p)	2Q18	QoQ (%) %p)	컨센서스	Gap (%) %p)
매출액	2,605.2	3,427.2	-24.0	2,957.0	-11.9	2,730.1	-4.6
영업이익	195.6	197.3	-0.9	225.0	-13.1	181.9	7.5
영업이익률 (%)	7.5	5.8	1.8	7.6	-0.1	6.7	0.8

주: FnGuide, SK증권

대림산업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	12,336	10,858	10,677	2,511	3,106	3,427	3,291	2,833	2,957	2,605	2,462
건설	10,027	8,200	7,962	2,001	2,610	2,769	2,648	2,177	2,185	1,969	1,869
토목	1,207	1,166	1,171	278	300	343	286	295	312	303	256
플랜트	2,351	1,060	964	512	640	593	607	428	268	200	164
건축	6,469	5,974	5,828	1,211	1,670	1,833	1,755	1,454	1,605	1,466	1,449
유화	1,162	1,150	1,162	304	287	290	281	298	314	289	249
연결 및 기타	1,146	1,508	1,553	207	210	368	362	359	457	347	345
Sales Growth (YoY %)	25.2	-12.0	-1.7	11.4	21.2	39.5	27.6	12.8	-4.8	-24.0	-25.2
건설	32.8	-18.2	-2.9	21.4	35.7	46.3	27.0	8.8	-16.3	-28.9	-29.4
토목	-11.4	-3.4	0.5	-10.1	-13.2	7.4	-26.2	6.4	4.1	-11.9	-10.7
플랜트	20.1	-54.9	-9.1	-3.2	28.8	34.3	23.7	-16.5	-58.1	-66.2	-73.0
건축	52.9	-7.6	-2.5	49.5	54.4	61.9	45.4	20.0	-3.9	-20.0	-17.4
유화	8.1	-1.0	1.0	11.2	2.6	6.7	12.6	-2.2	9.7	-0.3	-11.3
매출총이익률 (%)	9.7	13.1	8.8	10.7	10.2	10.2	7.9	14.5	12.5	12.8	12.6
토목	-15.7	8.2	8.2	-4.5	-19.1	-4.9	-35.9	8.7	7.1	8.6	8.4
플랜트	6.6	1.9	5.1	7.2	10.2	7.2	1.7	6.2	-4.0	2.0	0.1
건축	11.7	14.1	12.9	10.2	11.9	10.6	13.6	15.1	13.8	13.4	13.9
유화	20.1	14.6	17.4	20.2	21.4	21.6	17.1	14.2	16.0	14.8	13.3
영업이익	546	839	820	114	143	197	92	245	225	196	173
건설	217	554	528	36	95	122	-36	155	126	157	116
유화	139	104	107	40	38	38	22	23	33	25	23
영업이익률 (%)	4.4	7.7	7.7	4.5	4.6	5.8	2.8	8.6	7.6	7.5	7.0
건설	2.2	6.8	6.6	1.8	3.7	4.4	-1.3	7.1	5.7	8.0	6.2
유화	12.0	9.1	9.2	13.3	13.3	13.2	7.9	7.8	10.6	8.6	9.0
지배주주순이익	490	813	790	139	102	289	-39	244	215	180	174
순이익률 (%)	4.0	7.5	7.4	5.5	3.3	8.4	-1.2	8.6	7.3	6.9	7.0

자료: 대림산업, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,496	6,728	7,035	6,668	6,847
현금및현금성자산	1,577	1,932	2,108	2,099	2,409
매출채권 및 기타채권	2,913	3,130	3,123	2,779	2,639
재고자산	902	718	892	878	880
비유동자산	5,896	6,675	6,951	8,192	8,842
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	13,986	14,860	15,690
유동부채	4,787	4,903	5,303	5,377	5,387
단기금융부채	449	453	457	462	467
매입채무 및 기타채무	3,126	3,094	3,489	3,556	3,558
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	8,119	8,213	8,242
지배주주지분	4,611	5,064	5,218	5,911	6,623
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	5,201	5,981	6,782
비지배주주지분(연결)	534	630	649	735	824
자본총계	5,145	5,694	5,867	6,647	7,447
부채와자본총계	12,392	13,402	13,986	14,860	15,690

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	147	438	497	303	621
당기순이익(손실)	293	508	842	819	839
비현금수익비용가감	400	395	184	212	223
유형자산감가상각비	102	111	105	114	126
무형자산상각비	7	8	8	8	8
기타	532	688	288	288	288
운전자본감소(증가)	-546	-465	-529	-728	-442
매출채권의감소(증가)	-473	-1,134	-7	-344	-140
재고자산의감소(증가)	-0	135	174	-15	2
매입채무의증가(감소)	589	835	-394	-67	-2
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	176	-9	310
기초현금	2,168	1,577	1,932	2,108	2,099
기말현금	1,577	1,932	2,108	2,099	2,409
FCF	-107	202	262	67	385

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	9,433	9,270	9,276
매출총이익	976	1,196	1,425	1,408	1,429
매출총이익률(%)	9.9	9.7	13.1	13.2	13.3
판매비와관리비	557	650	586	587	589
영업이익	419	546	839	820	840
영업이익률(%)	4.3	4.4	7.7	7.7	7.8
조정영업이익	419	546	839	820	840
비영업손익	17	129	283	271	279
순금융손익	-54	-65	-68	-69	-69
외환관련손익	19	-65	-49	-65	-59
관계기업등 투자손익	257	437	349	353	356
세전계속사업이익	436	675	1,122	1,091	1,119
세전계속사업이익률(%)	4.4	5.5	10.3	10.2	10.5
계속사업법인세	143	167	281	273	280
계속사업이익	293	508	842	819	839
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	293	508	842	819	839
순이익률(%)	3.0	4.1	7.8	7.7	7.8
지배주주	265	490	813	790	810
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	4.0	7.5	7.4	7.6
비지배주주	28	18	29	28	29
총포괄이익	267	484	865	842	863
지배주주	242	465	830	808	828
비지배주주	25	20	35	34	35
EBITDA	528	665	953	943	974

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	3.6	25.2	-12.0	-1.7	0.2
영업이익	54.3	30.2	53.6	-2.2	2.4
세전계속사업이익	0.0	54.7	66.2	-2.7	2.5
EBITDA	47.1	26.0	43.2	-1.0	3.3
EPS	28.3	84.9	65.7	-2.7	2.5
수익성(%)					
ROA(%)	2.4	3.9	6.1	5.7	5.5
ROE(%)	6.5	10.5	16.4	14.7	13.4
EBITDA마진(%)	5.4	5.4	8.8	8.8	9.1
안정성(%)					
유동비율(%)	135.7	137.2	132.7	124.0	127.1
부채비율(%)	140.8	135.4	138.4	123.6	110.7
순차입금/자기자본(%)	15.6	12.6	9.4	8.7	3.9
EBITDA/이자비용(배)	5.6	6.4	8.7	8.5	8.7
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	6,873	12,707	21,051	20,476	20,995
BPS	119,454	131,198	135,178	153,144	171,589
CFPS	10,404	16,252	24,752	24,378	25,227
주당 현금배당금	300	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표(배)					
PER(최고)	13.7	7.4	4.4	4.5	4.4
PER(최저)	9.0	6.1	3.3	3.4	3.3
PBR(최고)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
PBR(최저)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	8.4	5.1	3.3	3.4	3.3
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.0	4.3	4.4	4.0
EV/EBITDA(최저)	5.7	5.2	3.4	3.5	3.1

