

건설 Overweight(Maintain)

찾잔 속 태풍, 방향성은 정해졌다!

건설업종이 다른 산업과 가장 다른 특징은 '수주산업'이라는 점이다. 수주 없이 실적이 좋다면 그 실적이 피크로 인식될 가능성이 높고, 실적은 좋지 않더라도 수주가 많다면 향후 좋은 실적을 기대하게 되면서 모멘텀을 갖추게 되는 신기한 업종이다. 그 수주가 본격적으로 시작될 전망이다.

최근 주식시장이 급락하면서 건설업종 역시 그동안의 상승분을 대부분 반납한 상황이다. 이는 찾잔 속 태풍과 같다는 판단이다. 겁 먹을 필요가 없다. 건설업종은 수주산업이고, 그 중에서도 가장 큰 모멘텀인 해외수주가 다시금 시작되고 있다. 수주 증가 → 수주잔고 증가 → 매출 증가 → 수익성 개선이라는 건설업종 턴어라운드를 즐기면 된다. 방향성은 정해졌다. 최근 주가 급락을 좋은 매수 기회로 삼아야 한다.



Contents

I. 건설업 3분기 실적 전망
및 밸류에이션

3

- > 안정적인 주택부문과 정상화 국면인 해외부문 3
- > Coverage 대형건설사 현황 Summary 3
- > Coverage 대형건설사 실적 전망 3

II. 해외 건설시장 분석

5

- > 발주 여건 개선 중 5
- > 꼬리표처럼 따라다니는 수익성 9

III. 국내 주택시장 분석

11

- > 당분간 대형사에게 유리한 주택시장 상황
지속 전망 11
- > 국내 주택시장 리뷰 13

IV. 남북경협 update

20

- > 남북경협 모멘텀은
2차 북미정상회담까지 ongoing 20
- > 당장의 실적개선보다 중요한 것들 20
- > 준비 완료 23

기업분석

25

- > GS건설 (006360)
BUY(Maintain)/ TP 65,000원 (상향)
우려에서 기대주로 탈바꿈 25
- > 현대건설 (000720)
BUY(Maintain)/ TP 75,000원
아쉽지만, 버릴 수 없는 카드 31
- > HDC현대산업개발 (294870)
BUY(Maintain)/ TP 60,000원(하향)
정밀한 진단이 필요하다 40
- > 대우건설 (047040)
BUY(Maintain)/ TP 7,000원
긍정적 변화들이 보인다 48
- > 대림산업 (000210)
BUY(Maintain)/ TP 110,000원(상향)
대림산업이 달라졌어요 56
- > 삼성엔지니어링 (028050)
BUY(Maintain)/ TP 23,000원(상향)
곳간에서 시세난다 61

Compliance Notice

- 당사는 10월 16일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제 공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자 료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보 유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

찾잔 속 태풍, 방향성은 정해졌다!

>>> 안정적인 주택, 정상화 국면인 해외

5개 대형건설사의 3분기 매출액은 14.3조원(YoY -4.1%), 영업이익은 8,240조원(YoY +21.5%), 세전이익은 7,183억 원(YoY +12.3%), 영업이익률은 5.5%(YoY +0.9%p)로 전년 대비 이익의 개선세가 뚜렷할 것으로 전망된다. 실적 개선은 아직까지 높은 주택부문 이익 기여도에 기인하며, 해외부문은 현안 프로젝트 준공으로 개선되고 있는 국면이다. 해외부문 추가 손실 여부는 건설업종 핵심 체크 포인트에서 점차 멀어지는 중이다. 종목별 특이사항으로는 1) HDC현대산업개발의 자체사업 매출이 IFRS15에 따라 인도 기준으로 인식되면서 하반기 부진할 실적을 기록할 것으로 전망되며, 2) 실적개선이 기대됐던 현대건설은 해외 준공 현장 3개에서 정산손실이 발생하면서 내년을 기약해야 할 것으로 판단된다. GS건설과 대우건설은 시장기대치에 부합하는 실적이 예상되며, 대림산업과 삼성엔지니어링은 시장기대치를 소폭 상회할 것으로 전망된다..

>>> 패러다임 변화가 필요한 수주

올해 하반기를 시작으로 내년까지 이어지는 해외 수주 모멘텀은 상당히 강력하다. 가장 중요하고 밀접한 지표인 유가는 안정적인 상승세를 유지하고 있고, 최근 중동에서 다운스트림 분야에 대한 투자가 검토 중이며, 내년부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 더불어 최근 2년여간 슈퍼 사이클을 누렸던 정유/화학 업체들이 CAPEX 투자에 나서기 시작했다. 특히 국내 정유/화학 업체들이 발주에 나서고 있다는 점은 국내 건설사들에게는 대단히 긍정적이다. 이제 수주를 국내와 해외로 구분할 것이 아니라 플랜트, 주택 등 공종으로 구분해야 하는 시기가 다가오는 듯하다.

>>> 찾잔 속 태풍, 방향성은 정해졌다!

최근 주식시장이 급락하면서 건설업종 역시 그동안의 상승분을 대부분 반납한 상황이다. 이는 찾잔 속 태풍과 같다는 판단이다. 겁 먹을 필요가 없다. 건설업종은 수주산업이고, 그 중에서도 가장 큰 모멘텀인 해외수주가 다시금 시작되고 있다. 수주 증가 → 수주잔고 증가 → 매출 증가 → 수익성 개선이라는 건설업종 턴어라운드를 즐기면 된다. 방향성은 정해졌다. 최근 주가 급락을 좋은 매수 기회로 삼아야 한다. 당사가 제안하는 건설업종 최선호주는 GS건설이며, 차선호주는 대림산업과 삼성엔지니어링이다. 모두 해외 및 플랜트 수주에 강점을 보유한 건설사라는 점이 공통점이다.

I. 건설업 3분기 실적 전망 및 밸류에이션

>>> 안정적인 주택부문과 정상화 국면인 해외부문

3분기 합산 매출액 14.3조원(YoY -4.1%), 영업이익 8,240억원(YoY +21.5%)

5개 대형건설사(GS건설, 대림산업, 대우건설, 삼성엔지니어링, 현대건설)의 3분기 매출액은 14.3조원(YoY -4.1%), 영업이익은 8,240억원(YoY +21.5%), 세전이익은 7,183억원(YoY +12.3%), 영업이익률은 5.5%(YoY +0.9%p)로 전년 대비 이익의 개선세가 뚜렷할 것으로 전망된다. 실적 개선은 아직까지 높은 주택부문 이익 기여도에 기인하며, 해외부문은 현안 프로젝트 준공으로 개선되고 있는 국면이다. 해외부문 추가 손실 여부는 건설업종 핵심 체크 포인트에서 점차 멀어지는 중이다. 종목별 특이사항으로는 1) HDC현대산업개발의 자체사업 매출이 IFRS15에 따라 인도 기준으로 인식되면서 하반기 부진할 실적을 기록할 것으로 전망되며, 2) 실적개선이 기대됐던 현대건설은 해외 준공 현장 3개에서 정산 손실이 발생하면서 내년을 기약해야 할 것으로 판단된다. GS건설과 대우건설은 시장기대치에 부합하는 실적이 예상되며, 대림산업과 삼성엔지니어링은 시장기대치를 소폭 상회할 것으로 전망된다.

Coverage 대형건설사 3Q18 Preview (단위: 억 원)

업체	구분	3Q17	2Q18	3Q18E			컨센서스	
				당사 추정치	YoY	QoQ	컨센서스	차이
GS 건설 (IFRS 연결)	매출액	28,203	35,819	30,494	8.1%	-14.9%	30,813	-1.0%
	GPM	8.7%	9.3%	10.7%	2%p	1.5%p	10.4%	0.4%p
	영업이익	711	2,192	2,031	185.5%	-7.4%	1,990	2.1%
	OPM	2.5%	6.1%	6.7%	4.1%p	0.5%p	6.5%	0.2%p
	세전이익	-36	1,897	1,710	-4803.7%	-9.8%	1,111	53.9%
HDC 현대산업개발 (IFRS 연결)	매출액		13,080	8,132	N/A	-37.8%	7,801	4.2%
	GPM		16.0%	13.2%	N/A	-2.8%p	16.7%	-3.5%p
	영업이익		1,580	568	N/A	-64.0%	998	-43.1%
	OPM		12.1%	7.0%	N/A	-5.1%p	12.8%	-5.8%p
	세전이익		1,600	571	N/A	-64.3%	963	-40.7%
대림산업 (IFRS 연결)	매출액	34,272	29,570	26,510	-22.6%	-10.3%	28,797	-7.9%
	GPM	10.2%	12.5%	12.8%	2.6%p	0.3%p	12.2%	0.6%p
	영업이익	1,973	2,250	1,923	-2.5%	-14.5%	1,845	4.3%
	OPM	5.8%	7.6%	7.3%	1.5%p	-0.4%p	6.4%	0.8%p
	세전이익	3,509	3,007	2,206	-37.2%	-26.7%	2,194	0.5%
대우건설 (IFRS 연결)	매출액	30,980	29,639	27,009	-12.8%	-8.9%	28,284	-4.5%
	GPM	6.9%	9.4%	9.9%	3%p	0.5%p	9.4%	0.6%p
	영업이익	1,136	1,617	1,493	31.4%	-7.6%	1,773	-15.8%
	OPM	3.7%	5.5%	5.5%	1.9%p	0.1%p	6.3%	-0.7%p
	세전이익	1,155	1,057	1,240	7.3%	17.3%	1,338	-7.4%
삼성엔지니어링 (IFRS 연결)	매출액	12,942	13,486	13,154	1.6%	-2.5%	13,491	-2.5%
	GPM	7.5%	9.3%	9.0%	1.6%p	-0.3%p	8.6%	0.5%p
	영업이익	153	439	347	126.6%	-20.9%	291	19.2%
	OPM	6.3%	6.1%	6.4%	0.1%p	0.3%p	6.4%	0%p
	세전이익	48	223	408	750.1%	82.7%	337	21.2%
현대건설 (IFRS 연결)	매출액	42,431	42,401	45,494	7.2%	7.3%	39,985	13.8%
	GPM	10.3%	10.3%	9.2%	-1.1%p	-1.1%p	11.2%	-2%p
	영업이익	2,811	2,209	2,446	-13.0%	10.8%	2,318	5.5%
	OPM	6.6%	5.2%	5.4%	-1.2%p	0.2%p	5.8%	-0.4%p
	세전이익	1,721	3,110	1,619	-5.9%	-48.0%	2,142	-24.4%

자료: 각 사, 키움증권

>>> Coverage 대형건설사 현황 Summary

Coverage 대형건설사 선호도, 투자의견, 목표가 현황

구분	Top pick	차선호		현대건설	대우건설	HDC 현대산업개발
	GS 건설	대림산업	삼성엔지니어링			
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	65,000 원(상향)	110,000 원(상향)	23,000 원(상향)	75,000 원	7,000 원	60,000 원(하향)
기존 목표주가	60,000 원	100,000 원	20,000 원	-	-	95,000 원
Target P/E	10 배	7.5 배	17.1 배	15.5 배	8 배	8.5 배
할인율	20%	40%	10%	20%	50%	50%
2018 P/E	6.4 배	4.4 배	31.1 배	14.5 배	5.8 배	5.9 배
2019 P/E	7.6 배	5.2 배	16.3 배	11.3 배	5.8 배	5.8 배
2018 P/B	1.2 배	0.6 배	3.3 배	0.9 배	0.9 배	1.0 배
2019 P/B	1.1 배	0.5 배	2.7 배	0.9 배	0.8 배	0.9 배

자료: 키움증권

>>> Coverage 대형건설사 실적 전망

Coverage 대형건설사 실적 전망 (단위: 억원, GS건설은 십억원)

업체	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
GS 건설 (IFRS, 연결)	매출액	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	3,049	3,148	11,679	12,907
	GPM	5.8	6.3	8.7	6.7	16.1	9.3	10.7	10.7	6.9	11.6
	영업이익	59	86	71	103	390	219	203	211	319	1,023
	OPM	2.2	2.9	2.5	3.2	12.5	6.1	6.7	6.7	2.7	7.9
	세전이익	-78	18	-4	-97	311	190	171	168	-161	839
HDC 현대 산업개발 (IFRS, 연결)	매출액					10,790	13,080	8,132	8,844		40,846
	GPM					15.2	16.0	13.2	12.7		14.5
	영업이익					1,240	1,580	568	613		4,001
	OPM					11.5	12.1	7.0	6.9		9.8
	세전이익					1,390	1,600	571	622		4,183
대림산업 (IFRS, 연결)	매출액	25,114	31,063	34,272	32,907	28,361	29,570	26,510	24,931	123,355	109,371
	GPM	10.7	10.2	10.2	7.9	14.6	12.5	12.8	13.2	9.7	13.3
	영업이익	1,140	1,430	1,973	916	2,482	2,250	1,923	1,605	5,459	8,260
	OPM	4.5	4.6	5.8	2.8	8.8	7.6	7.3	6.4	4.4	7.6
	세전이익	1,927	2,204	3,509	-886	3,115	3,007	2,206	1,681	6,753	10,009
대우건설 (IFRS, 연결)	매출액	26,401	31,141	30,980	29,146	26,528	29,639	27,009	26,953	117,668	110,129
	GPM	11.7	10.3	6.9	-0.4	10.5	9.4	9.9	9.7	7.1	9.9
	영업이익	2,211	2,458	1,136	-1,515	1,820	1,617	1,493	1,427	4,290	6,357
	OPM	8.4	7.9	3.7	-5.2	6.9	5.5	5.5	5.3	3.6	5.8
	세전이익	2,227	1,775	1,155	-2,021	1,484	1,057	1,240	1,043	3,136	4,824
삼성 엔지니어링 (IFRS, 연결)	매출액	16,189	13,560	12,942	12,671	12,175	13,486	13,154	14,826	55,362	53,641
	GPM	6.1	7.2	7.5	5.4	8.5	9.3	9.0	9.2	6.5	9.0
	영업이익	124	124	153	68	212	439	347	636	469	1,634
	OPM	5.3	6.3	6.3	4.9	6.7	6.1	6.4	4.9	0.8	3.0
	세전이익	-393	318	48	-270	170	223	408	675	-296	1,477
현대건설 (IFRS, 연결)	매출액	41,395	42,081	42,431	42,965	35,382	42,401	45,494	47,664	168,871	170,941
	GPM	11.2	10.8	10.3	9.8	11.8	10.3	9.2	8.9	10.5	9.9
	영업이익	2,440	2,664	2,811	1,946	2,185	2,209	2,446	2,016	9,861	8,857
	OPM	5.9	6.3	6.6	4.5	6.2	5.2	5.4	4.2	5.8	5.2
	세전이익	624	3,062	1,721	141	2,118	3,110	1,619	1,732	5,548	8,579

자료: 각 사, 키움증권

II. 해외 건설시장 분석

>>> 발주 여건 개선 중

동트기 시작한 해외 발주시장

중동을 비롯한 글로벌 발주 물량은 지역과 공종 모두 작년 대비 크게 증가하고 있는 상황이며, 올해보다 내년엔 더욱 큰 성장세를 보일 전망이다. 발표되는 자료들을 보면 내년 중동에서는 UAE, 쿠웨이트, 이라크, 오만, 사우디 등을 중심으로, 아시아에서도 인도네시아, 말레이시아, 인도, 베트남 등 다양한 국가에서 발주가 시작될 전망이다. 시기별로 국가별로 공종별로 어떤 프로젝트들이 라인업이 되어 있는지 확인하는 것도 중요하지만, 1) 예정된 시점에 발주가 나온다는 보장도 없고, 2) 나온다고 하더라도 유럽과 미국, 중국과 인도 등 주요국가의 건설사들과 경쟁이 심해 국내 건설사들이 반드시 수주하리라는 보장도 없다. 그럼에도 불구하고 당사가 해외 발주시장을 긍정적으로 보는 이유는 굳이 발주 예정 프로젝트를 일일이 나열하지 않더라도 발주시장이 확대될 것이라는 건 쉽게 유추할 수 있기 때문이다. 또한 이미 PQ를 통과하고 기술 및 상업입찰을 진행 중인 프로젝트와 국내 정유/화학 업체들의 CAPEX 투자 프로젝트만 갖고도 충분히 수주 모멘텀을 기대해 볼 수 있기 때문이다.

2018년 입찰 진행 중인 대형 프로젝트 현황

국가	프로젝트	규모	컨소시엄	진행현황
태국	Thai Oil CFP	40억불	삼성엔지니어링-페트로팩-사이팜 GS 건설-JGC-TR	삼성엔지니어링 컨소시엄 유력
알제리	HMD 가스	25 억불	GS 건설-페트로팩 삼성엔지니어링-TR 현대건설-현대엔지니어링-대우건설 테크니용-페트로팩 사이노팩-CTI 엔지니어링 차이나 HQC 화루엔지니어링	GS 건설 컨소시엄 수주 기대
이라크	유정물 공급시설	25 억불	현대건설	수주 유력

자료: 각 사, 키움증권

2019년 입찰 진행 중인 대형 프로젝트 현황

국가	프로젝트	규모	컨소시엄	진행현황
인도네시아	Balikpapan Refinery	40억불	플루어-치오다-삼성 ENG-트리파트라 GS 건설-사이팜-아드히 카리야 JGC-테크넵 FMC-CTCI-위자야 카리야 SK 건설-현대엔지니어링-레카야사	
	롯데케미칼 Titan NCC	40억불	GS 건설 삼성엔지니어링 대림산업	
UAE	가솔린&아로마틱스(GAP)	35억불	GS 건설 삼성엔지니어링-CB&I SK 건설 현대건설-현대엔지니어링 Flour-대우건설-CPECC TR	기술입찰 18년 9월, 상업입찰 18년 11월 예정
	아드녹 루와이스 Linear Alkyl Benzene 플랜트	6억불 (FEED)	GS 건설 삼성엔지니어링 TR 윌리파슨스 우드 벡텔	
이라크	유정물공급시설 연결 파이프라인	30억불	현대건설	
나이지리아	NLNG LNG 액화플랜트 7호기(FEED+EPC)	43억불	대우건설-Saipem-Chiyoda KBR -JGC-테크넵	국내 최초 LNG 액화플랜트 원청 수주 기대
코소보	석탄화력발전소	15억불	CMEC 엔카-MHPS-TR GE 컨소시엄 현대건설 컨소시엄	
사우디	원전 프로젝트 (1,400MW X 2기)	200억불	한국 미국 프랑스 중국 러시아	사업환경이 유사한 UAE 바라키 원전사업 건설 경험이 있는 한국 유리 '18년말 ~ '19년초 최종 낙찰자 선정
영국	Moorside 원전 프로젝트	180억불	Team Korea TFT 참여 (한전, 두중, 한기, 시공사)	한전, 우선협상대상자 선정('17.12) → 우선협상권 상실('18.07)
체코/폴란드	신규원전사업		팀 코리아의 시공사 (대우건설-두산중공업 컨소시엄)	내년 우선협상자 선정
한국	GS 칼텍스 Mixed Feed Cracker	2.6조원	GS 건설, 대림산업	올레핀 생산시설(혼합유분크래커)
	LG화학	2.8조원	GS 건설, 대림산업	NCC 증설 및 고부가 PO 증설 2.6조원 당진 미래유망소재 단지 2,000억원
	현대케미칼 Heavy Feed Petrochemical Complex	2.7조원	현대건설, 대림산업	(현대오일뱅크/롯데케미칼) 올레핀 생산시설(중질유 석유화학 설비)
	S-OIL 온산 스팀크래커 및 올레핀 다운스트림	45억불	GS 건설, 대림산업, 현대건설	타당성조사 진행 중

자료: 각 사, 키움증권

해외 발주 규모 확대를 예상하는 세 가지 이유

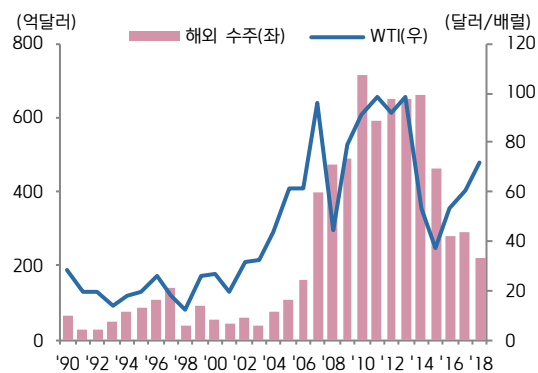
해외 발주 물량이 증가할 것으로 예상하는데는 크게 세 가지 이유가 있다. 첫째, 유가가 상승추세에 있다는 점이다. 유가가 중요한 이유는 플랜트 발주에 있어서 가장 중요함과 동시에 선행지표이기 때문이다. 유가 상승은 한동안 급격한 저유가로 진입하면서 이슈가 됐었던 재정균형유가를 비롯해 중동 국가의 재정 여력이 개선되는데 큰 역할을 하며, 이는 곧 발주로 이어진다.

건설업종은 유가의 움직임에 밀접하게 연동



자료: Bloomberg, Dataguide, 기움증권

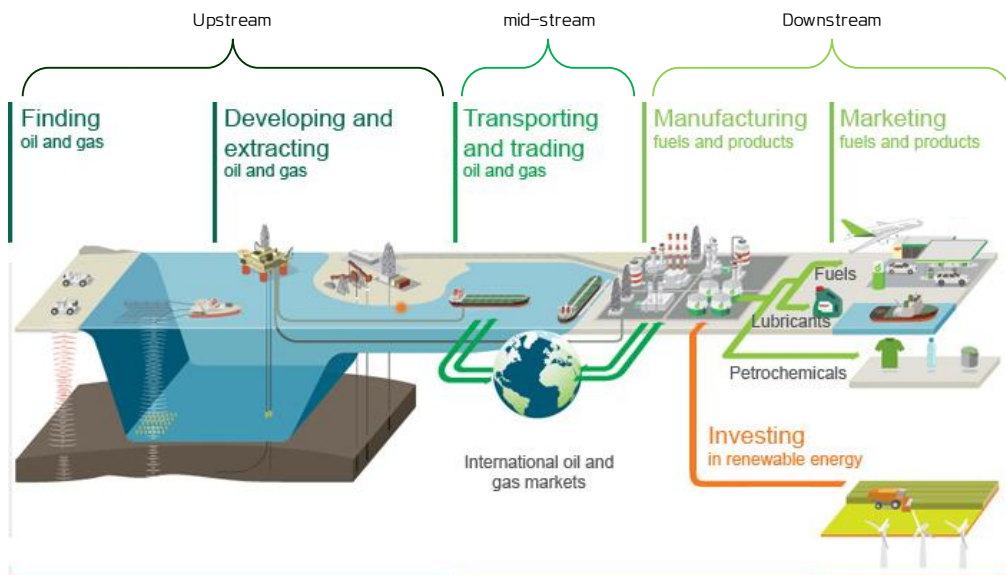
해외 수주는 유가의 움직임에 밀접하게 연동



자료: Bloomberg, 해외건설협회, 기움증권

둘째, 최근 중동에서 다운스트림 분야에 대한 투자가 검토 중이며, 내년부터 본격적인 발주가 시작될 전망이다. 주로 업스트림 위주의 산업에 집중했던 중동이 다운스트림에 관심을 갖는 이유는 장기적인 저유가 시대를 대비해 탈석유화를 준비하기 시작했기 때문이다. 기존 업스트림의 경우 유가의 변동에 따라 수요/공급과 수익성이 불안정하기 때문에, 다운스트림으로 확장하면서 수직계열화를 통해 고부가가치 제품 생산을 확대하고, 수익성도 지키는 전략을 구사하기 시작한 것이다. 이는 비단 중동뿐만 아니라 전 세계 정유업체들에게도 화학생산시설에 투자하는 일이 유행처럼 번지고 있다. 국내에서도 GS칼텍스, S-oil, 현대오일뱅크 등 석유기업들이 화학사업 투자 계획을 발표하고 있다.

석유 산업의 흐름도



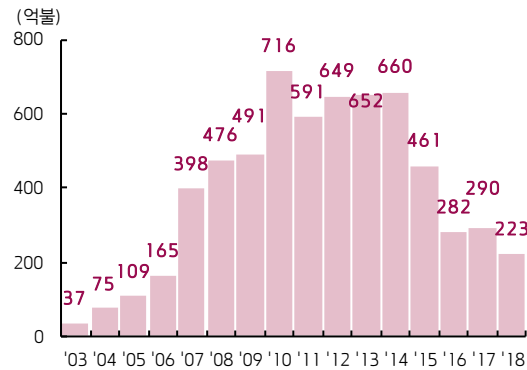
자료: BP, 기움증권

셋째, 최근 2년여간 슈퍼 사이클을 누렸던 정유/화학 업체들이 CAPEX 투자에 나서기 시작했다. 특히 국내 정유/화학 업체들이 발주에 나서고 있다는 점은 국내 건설사들에게는 대단히 긍정적이다. 대체적으로 cost+fee 방식으로 발주가 진행돼 양호한 수익성이 기대되며, 글로벌 대형 EPC와의 경쟁강도도 한층 낮기 때문이다. 이러한 요인들을 종합해보면 올해는 물론 내년 이후에도 행 발주 시장의 전망은 밝다.

턴어라운드를 시작한 해외 수주: 9월 누적 기준으로 전년 대비 4.3% 증가

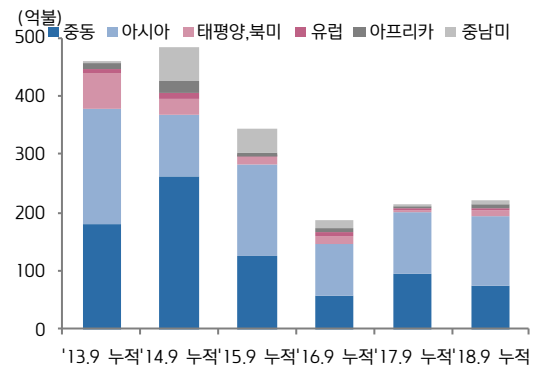
9월 누적 기준으로 해외 수주는 222억 달러로 전년 대비 4.3% 증가했다. 시장 기대보다 해외 수주 모멘텀은 약했지만, 2016년을 저점으로 해외 수주 실적은 개선되고 있다. 중동을 비롯한 글로벌 발주 물량은 지역과 공종 모두 작년 대비 증가하고 있다. 비록 현재까지는 삼성엔지니어링을 제외하면 건설사들이 부진한 해외 신규 수주 실적을 기록하고 있지만 실망할 필요는 없다. 4분기에는 태국 Thai Oil CFP, 이라크 유정물공급시설, 알제리 HMD 가스 등 메가 프로젝트들의 입찰 결과가 발표될 전망이다.

해외 신규수주 추이



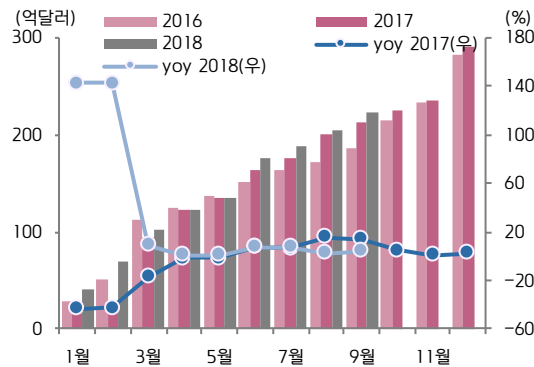
자료: 해외건설협회, 키움증권

해외 신규수주 추이: 전년 대비 4.3% 증가



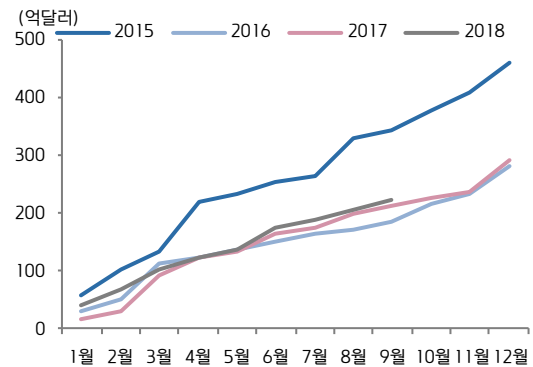
자료: 해외건설협회, 키움증권

월별 누적 해외 신규 수주 추이



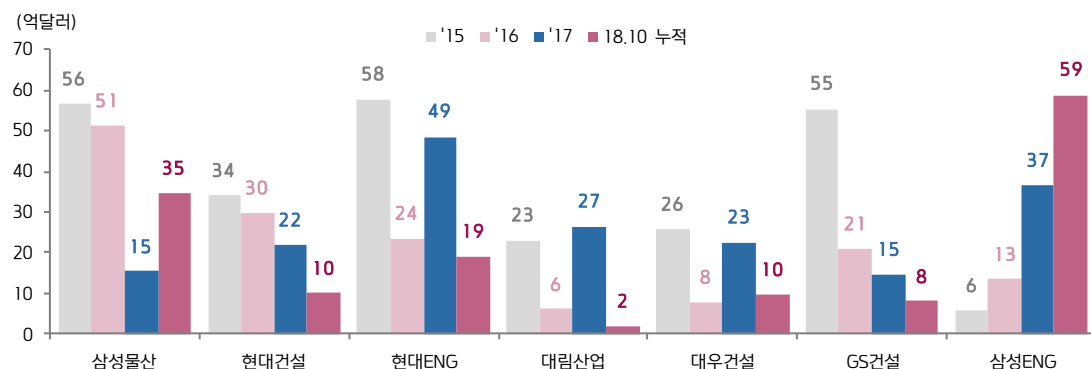
자료: 해외건설협회, 키움증권

월별 누적 해외 신규 수주 추이



자료: 해외건설협회, 키움증권

주요 건설사별 해외 수주 연도별 현황



자료: 해외건설협회, 기움증권

>>> 꼬리표처럼 따라다니는 수익성

과거 화려한 해외 수주 성장기에는 아픈 기억도 있다!

국내 건설사들의 해외 수주는 2005년부터 본격화 됐다. 이후 2010년까지 빠른 속도로 수주 규모를 늘려왔으나, 이는 결국 저가수주에 따른 대규모 손실이라는 상처를 남기고 끝났다. 이후 2014년부터는 해외 수주가 감소추세에 접어들었다. 당사는 올해부터 해외수주 업사이클에 진입하기 시작했다고 판단하고 있다. 그렇다면 과거 업사이클과 이번 업사이클에서 수익성에 대한 부분은 개선되었다고 볼 수 있을까?

확언할 수는 없지만, 다른 점은 찾을 수 있다!

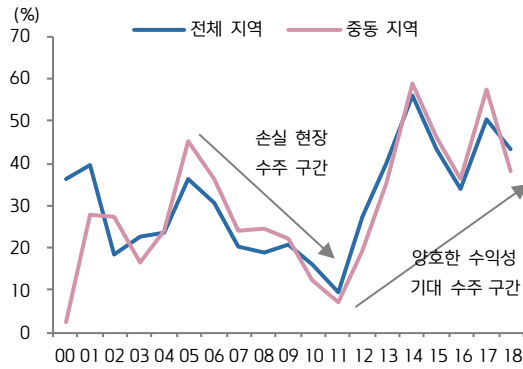
해외 현장들은 컨트롤하기 어려운 다양한 변수들이 있기 때문에 공사가 끝나기 전까지는 수익성에 대해서 항상 리스크를 안고 있다고 봐도 무방하며, 실제 이슈가 발생하기 전까지는 손실 가능성에 대해 파악하기 어렵다. 다만, 최근 수주하는 해외 공사들이 손실이 나지 않을 것이라고 확언할 수는 없지만, 과거와 다른 점은 분명히 찾을 수 있다.

첫째, 경험을 통한 관리 능력 향상이다. 눈으로 검증이 안되는 막연한 이야기 같지만, 과거 손실 경험을 통해 입찰 능력, 설계 능력, 계약/협상 능력, 현장 관리 능력 등이 체계적으로 향상되었다.

둘째, 저가수주에 대한 유혹에서 자유롭다는 점이다. 행운처럼 찾아온 주택시장 호황으로 저가 수주에 대한 필요성을 크게 느끼지 못했다. 더욱 다행스럽게도 내년부터 있을 국내 정유/화학 업체들의 CAPEX 투자 결정은 최근 2~3년간 부진했던 해외 수주에도 불구하고 저가 수주의 유혹에서 벗어날 수 있는 좋은 소식이다. 이는 해외 수주와 달리 경쟁도 제한적이며, 대부분 cost + fee 방식인데다 국내 현장인 만큼 관리도 상대적으로 수월해 수익성이 양호할 것으로 기대된다.

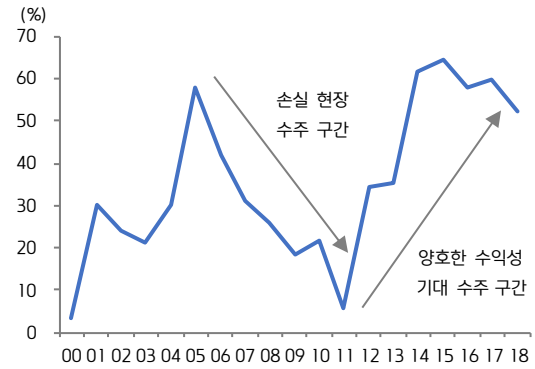
셋째, 컨소시엄 형태로 입찰참가자격 사전심사(PQ)를 강화해 입찰을 제한하는 방식이 보편적인 방식이 되었다. 과거에는 단독으로 수주 경쟁에 임하면서 경쟁강도 심화로 어쩔 수 없이 저가로 수주해야 하는 상황이 다분했다. 하지만 최근에는 대규모 프로젝트 발주를 중심으로 컨소시엄 형태의 수주가 대부분을 차지하고 있다. 컨소시엄 수주가 긍정적인 점은 강점을 가진 스킴에만 집중적으로 참여할 수 있으며, 경쟁강도가 단독일 때보다는 완화됐으며, 서로 검증을 통해 저가 수주를 방지할 수 있다.

합작 수주형태 비중 현황(지역별)



자료: 해외건설협회, 키움증권

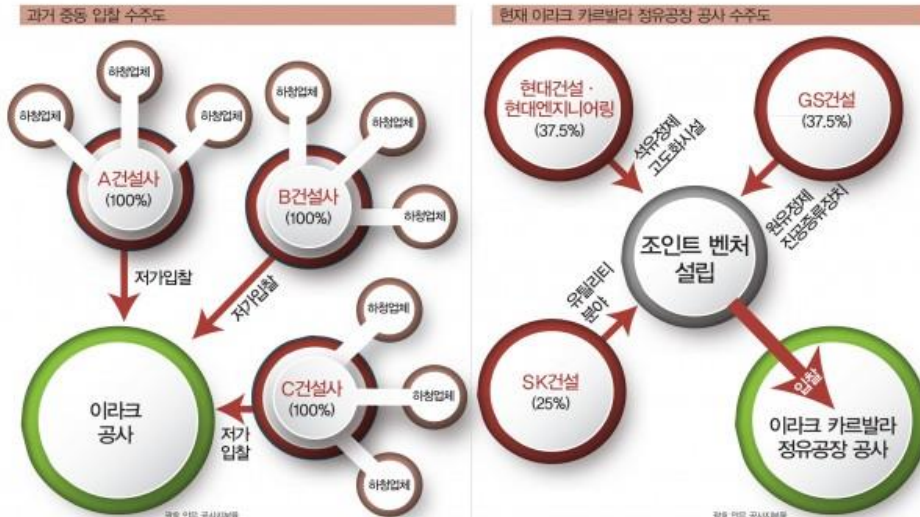
중동 지역 합작 수주형태 현황(주요 건설사 합산)



주: 주요 건설사는 GS건설, 대우건설, 대림산업, 삼성물산, 삼성엔지니어링, 현대건설, 현대엔지니어링

자료: 해외건설협회, 키움증권

국내 건설사들의 해외 수주 전략의 변화



자료: 업계 자료, 키움증권

넷째, 발주처도 저가 수주가 좋은 것만은 아니라는 것을 깨달았다. 발주처 입장에서 보면 가장 낮은 가격으로 공사를 진행하고자 하는게 당연하다. 하지만 저가 입찰 현장의 대부분이 공기 연장, 성능 불량, 시공사의 무책임 등으로 프로젝트의 가동이 늦어지면서, 오히려 발주처에게도 손실을 가져다 주는 경우가 많았다. 따라서 최근에는 건설사가 우위에서 발주처와 협상을 하는 경우가 점차 증가하고 있으며, 발생 가능한 리스크들에 대해 사전에 건설단가에 전가하는 경우가 늘고 있다.

다섯째, 단순 EPC에서 FEED, LNG 액화플랜트 등 고부가가치 산업으로 진출하기 시작했다. 삼성엔지니어링은 최근 UAE LAB 프로젝트의 FEED 기술입찰에 초대됐다. 대우건설은 나이지리아 LNG 액화 플랜트(43억불)에 숏리스트로 선정됐다. 이는 굉장히 의미있는 일인데, 알려진대로 LNG 액화플랜트는 라이선서와 EPC 모두 카르텔이 형성되어 있다. 이번 나이지리아 LNG 액화플랜트를 수주하면 국내 건설사 중 최초로 원청계약에 성공하게 된다. 이처럼 단순 EPC, 특히 C 전문이라는 한국 건설사들의 새로운 도전은 향후 새로운 먹거리를 창출하는데 큰 도움이 될 전망이다.

III. 국내 주택시장 분석

>>> 당분간 대형사에게 유리한 주택시장 상황 지속 전망

정부의 부동산 정책이 건설사에 미치는 영향

정부는 올해 들어서만 5개의 부동산 정책을 발표했다. 가장 최근에는 주택시장 불안이 지속되고 있다고 판단해 '9.13 주택시장 안정대책'과 '9.21 수도권 주택공급 확대 방안'을 연달아 발표했다. 정부의 주택시장 불안이 지속되고 있다는 판단은 1) 서울과 일부 수도권 중심으로 단기간에 시장이 과열되고 있고, 2) 매물 부족 상황에서 투기수요 등이 가세하며 시장불안이 가중되고 있다는 시각에 기인한다. 기본적으로 공급보다는 투기수요에 문제가 있다는 것이다. 그럼에도 불구하고 지난달 21일 주택공급에 대한 대책을 발표하는 이유는 1) 지속적인 주택공급으로 주택보급률은 꾸준히 개선되고 있으나, 수도권은 전국('16년 기준 102.6%) 대비 여전히 낮은 수준이고, 2) 최근 집값의 국지적 상승은 내집 마련 불안감도 일부 작용하고 있다고 봤기 때문이다. 또한 정부는 장기적인 관점에서 양질의 주택 공급을 위한 택지 확보, 도심내 주택 공급을 위한 제도 개선 등을 통해 2022년 이후에도 안정적인 주택공급 플랜을 제시할 필요가 있다고 판단했다.

이와 같은 정부의 부동산 시각은 '대출 규제'와 '세금 강화'를 통해 투기수요를 억제하고 실수요자 중심으로 재편하기 위한 정책을 발표하게 만들었다. LTV/DTI 강화로 대출을 통해 집을 사기 어려워졌고, 양도세 강화로 집을 팔기도 어려운 상황에 직면하게 됐다. 기존 수요 억제 위주의 정책에서 공급 확대 정책으로의 선회는 주택시장 안정화에 긍정적이라는 판단이다. 다만, 여전히 수요 억제 우위의 정책 기조에서 수도권 공공택지 개발 만으로 정부의 목표 달성이 가능 할지는 의문이다. 재건축 규제도 강화된 상황에서 신규 공급이 가장 필요한 서울 지역에는 여전히 공급 부족 현상이 지속될 가능성이 높다. 이런 상황에서는 쏠림현상이 더욱 가속화 될 가능성이 높고, 임대주택에 대한 과세 강화는 세입자에게 세금을 전가하는 부작용을 가져올 수도 있다. 쏠림현상이 지속되는 상황에서 공공주택이 좋은 브랜드, 좋은 입지에 안착할 수 있을지가 관건이다. 특히 서울은 재정비 외 마땅한 공급확대 방법이 없다는 것도 딜레마다. 좀 더 과감한 공급확대 정책이 필요하다는 판단이다.

쏠림현상의 심화, 양호한 분양실적과 M/S 확대 전망

현재까지 분양된 주요 건설사들의 청약률을 보면 2015~2016년에 버금가는 호황기 수준까지는 아니더라도 양호한 흐름을 보여주고 있다. 이미 청약제도 강화로 청약 통장을 보다 신중하게 사용하면서 인기 지역, 인기 브랜드 아파트로 쏠림현상이 나타나고 있었다. 여기에 최근 계속된 정부의 부동산 규제로 인해 브랜드 및 입지에 강점을 가진 곳만 청약자가 몰리는 양극화 현상이 심화되고 있는 것으로 파악된다. 결론적으로 1) 브랜드 선호도를 구축하고 있으며, 2) 재건축/재개발에 우위가 있고, 3) 토지경쟁력을 갖고 있으며, 4) 집단대출 규제로 현금 보유력이 우수하고, 5) 신용등급이 높은 건설사에 유리하다. '뚝뚝한 한채'에 대한 선호 현상 유지로 대형사는 양호한 분양실적과 M/S 확대라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있을 것으로 판단된다.

주요 건설사 주택 공급 M/S 추이 (단위: 세대)

건설사	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
전국 분양물량	172,475	262,727	262,715	283,385	334,091	518,758	452,115	326,821	240,245
GS건설	5,712	6,524	4,747	5,155	13,132	27,066	25,628	22,401	10,317
HDC현대산업개발	351	7,231	10,664	10,228	7,569	17,791	9,298	16,517	7,973
대우건설	8,324	14,654	17,375	19,228	14,776	34,099	25,687	12,932	10,013
대림산업	6,768	6,949	3,073	5,847	13,287	32,414	19,043	14,336	10,590
현대건설	2,911	13,131	10,205	2,119	9,746	22,833	14,441	5,220	14,331
현대엔지니어링	0	0	0	1,897	4,052	5,654	5,967	4,646	4,123
6개 건설사 합산 M/S	14.0%	18.5%	17.5%	15.7%	18.7%	27.0%	22.1%	23.3%	23.9%
GS건설 M/S	3.3%	2.5%	1.8%	1.8%	3.9%	5.2%	5.7%	6.9%	4.3%
HDC현대산업개발 M/S	0.2%	2.8%	4.1%	3.6%	2.3%	3.4%	2.1%	5.1%	3.3%
대우건설 M/S	4.8%	5.6%	6.6%	6.8%	4.4%	6.6%	5.7%	4.0%	4.2%
대림산업 M/S	3.9%	2.6%	1.2%	2.1%	4.0%	6.2%	4.2%	4.4%	4.4%
현대건설 M/S	1.7%	5.0%	3.9%	0.7%	2.9%	4.4%	3.2%	1.6%	6.0%
현대엔지니어링 M/S	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.2%	1.1%	1.3%	1.4%	1.7%

주: 2018년도는 실제 분양된 물량 기준(분양 예정 물량 제외)
자료: Reps, 키움증권

정부 규제 강화로 연간 목표 공급 달성은 힘들 전망

정부의 지속된 규제로 분양 시기가 조금씩 지연되면서 대부분의 대형사들의 주택공급 계획이 연초 대비 감소하는 추세다. 특히 정부가 최근 건설사들에게 입법 예고한 '주택공급에 관한 규칙' 개정안이 시행되는 11월 말 이후에 분양해 달라는 요청을 하게 되면서 추가적으로 더 지연될 가능성이 높아졌다. 개정안에는 1주택자가 아파트 청약에 신청하기 위해서는 새로 분양받은 집에 입주한 날로부터 6개월 내에 기존 주택을 팔아야 한다는 조항이 담겼다. 따라서 수정된 공급계획도 달성하기 힘들 전망이다. 다만, 대형사 기준 2만 세대 전후로 당분간 분양이 가능할 것으로 전망돼 안정적인 주택 실적을 견인할 수 있을 것으로 판단된다.

건설사별 주택공급 계획 (단위: 세대)

건설사	연초 공급 계획	현재 공급 계획	3분기 누적 실적	4분기 분양 예정	목표대비 달성률
GS건설	30,000	25,000	10,317	14,683	41.3%
HDC현대산업개발	25,000	21,398	6,046	15,352	28.3%
대우건설	25,000	22,500	10,013	12,487	44.5%
대림산업	29,000	19,800	10,590	9,210	53.5%
현대건설	17,800	20,361	14,331	6,030	70.4%
현대엔지니어링	9,250	9,250	4,123	5,127	44.6%

자료: 각 사, Reps, 키움증권

마진 훼손 시그널은 아직 찾기 힘들지만, 주택조정요인 증가는 대비해야

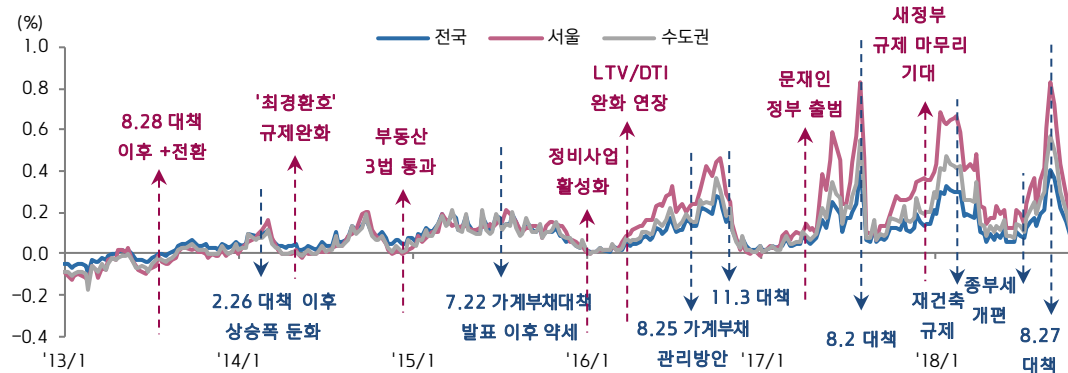
부동산 시장은 복잡해서 정부 정책대로만 움직이지 않지만 정책의 지속성으로 시차를 두고서라도 반영되는 경향이 크다. 현재 1세대1주택 양도세 비과세 요건강화, 新DTI 시행, 다주택자 양도세 중과, 재건축 규제 강화 등이 시행 중이고, 국내외 금리인상, 공급물량 축소, 입주물량 증가, 후분양제 도입, 보유세 강화에 내년 부터는 2천만 원 이하의 소액 임대소득에도 과세가 강화돼 정책효과가 최고치에 달하는 내년부터는 부동산 시장의 불확실성이 더욱 확대될 전망이다. 특히 서울의 경우 올해 하반기부터 본격적인 입주가 시작된다. 투자처를 찾지 못한 풍부한 유동성의 흐름도 주목해야 한다. 여기에 수도권 내 공공택지 개발에 따른 토지보상금 증가는 시중 유동자금의 서울 부동산 유입을 부추길 수도 있다. 이미 풀려져 있는 풍부한 유동성, 도시재생과 지역개발을 통해 풀릴 유동성 등 money flow의 방향성은 의외로 중요한 부분이다. 이처럼 내년 주택 시장은 불확실성이 커질 전망이다. 결국 부동산 시장 흐름에 따라 재정비, 자체개발, 일반도급 등 주택 공급 유형의 선택지가 다양한 대형 건설사에게 유리한 국면은 지속될 것으로 판단된다.

>>> 국내 주택시장 리뷰

KEY 지표 분석 1) 가격: 공급 대책이 없다면 안정적인 흐름 지속 전망

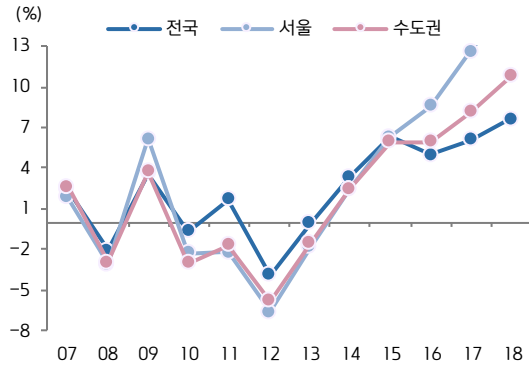
아파트 가격은 기본적으로 정부 정책에 가장 큰 영향을 받는다. 최근 지속되는 정부 정책의 해석에 따라 변동성이 심화됐으며, 8.27 대책 이후 상승세는 주춤한 모습이다. 상승세가 주춤하고 정책 효과에 대한 눈치보기가 심화되면서 서울 지역의 전세가율은 하향 추세에서 상승 추세로 전환됐다. 서울 지역은 12월부터 내년까지 입주물량 증가가 본격화 될 예정으로 눈여겨 볼 필요가 있다.

아파트 주간 매매가격지수 증가율 추이: 부동산 정책에 민감한 주택시장



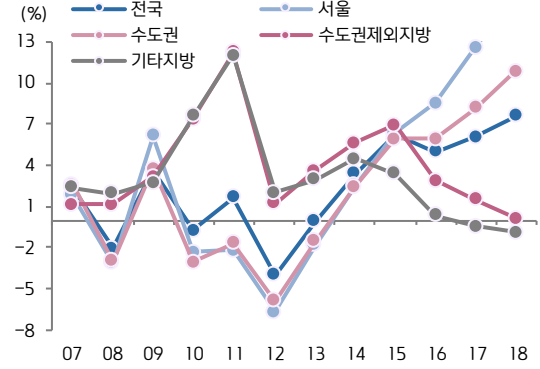
자료: Reps, 키움증권

아파트 연간 매매가격지수 증가율 추이



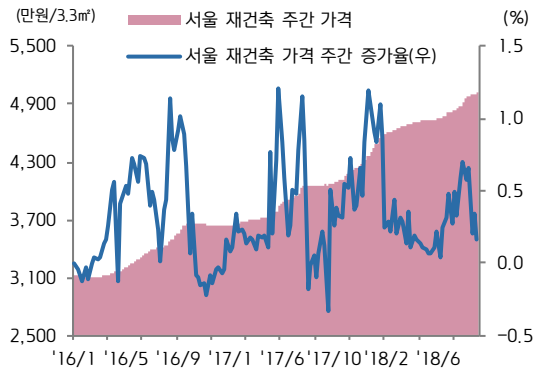
자료: Reps, 키움증권

서울/수도권을 제외한 지역은 가격 하락 시작



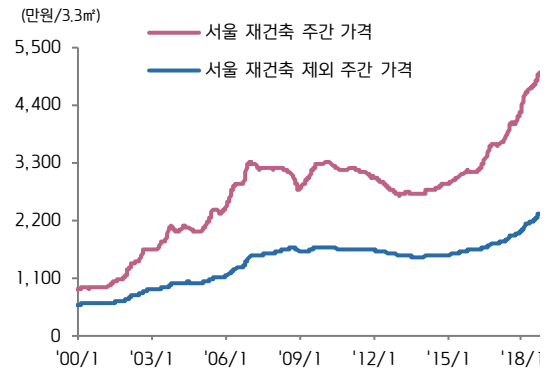
자료: Reps, 키움증권

9.13 대책 이후 서울 재건축 가격 상승 속도 둔화



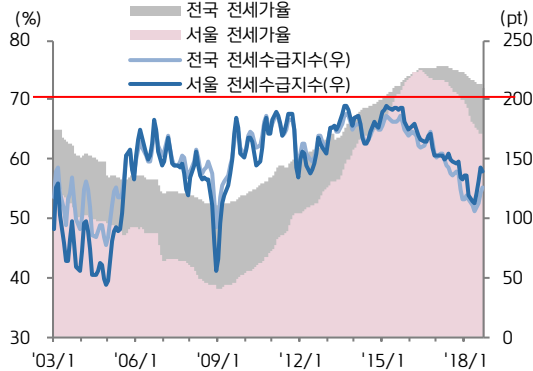
자료: Reps, 키움증권

재건축이 이끌고 있는 서울 아파트 가격 상승



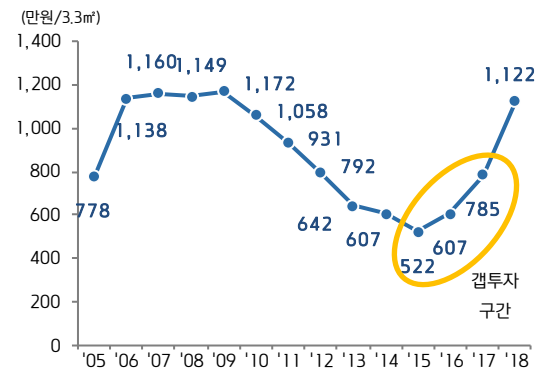
자료: Reps, 키움증권

9.13 대책 이후 서울 재건축 가격 상승 속도 둔화



자료: KB시세, 키움증권

서울 평균매매가와 전세가 격차 추이

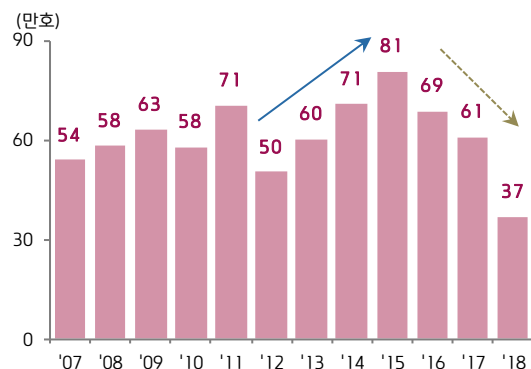


자료: Reps, 키움증권

KEY 지표 분석 2) 거래량: 규제 이후 뚝뚝한 한 채 수요 증가

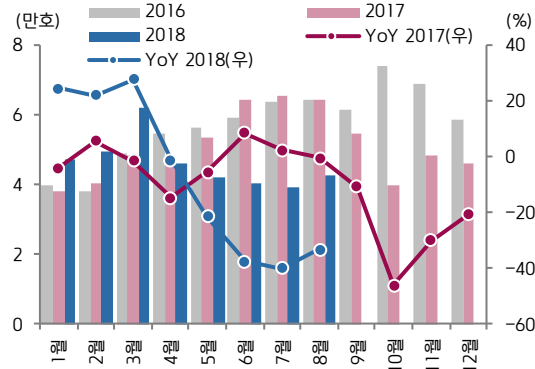
전국 아파트 매매 거래량은 4월 양도세 강화 규제가 적용된 이후 부진한 상황이 지속되다가 8.27 대책 이후 뚝뚝한 한 채에 대한 수요가 급증하면서 일시적으로 거래량이 늘고 있는 것으로 파악된다.

전국 아파트 매매거래량 추이: 올해도 감소 전망



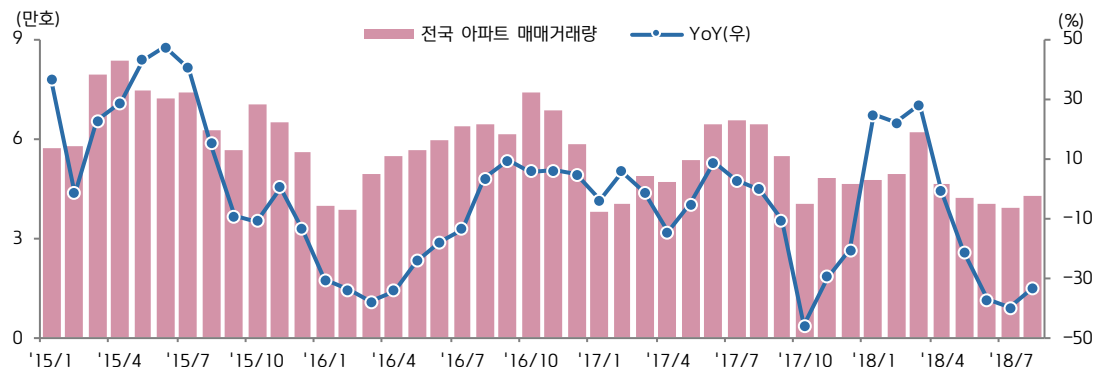
자료: Reps, 키움증권

전국 아파트 월별 매매거래량 추이



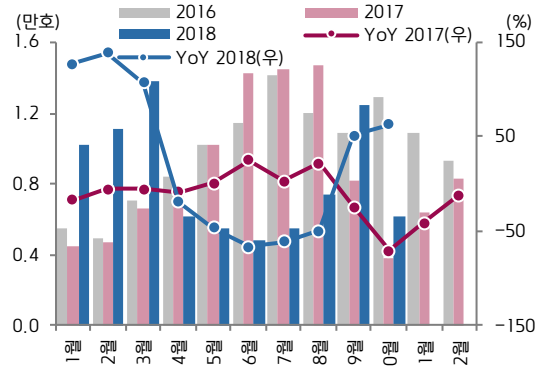
자료: Reps, 키움증권

전국 아파트 월별 매매거래량 추이



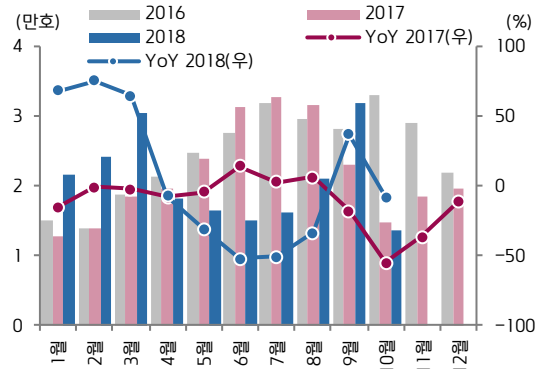
자료: Reps, 키움증권

서울 아파트 실거래량 추이: 뚝뚝한 한 채 선호



자료: 서울부동산정보광장, 키움증권

서울+경기도 아파트 월별 실거래량 추이

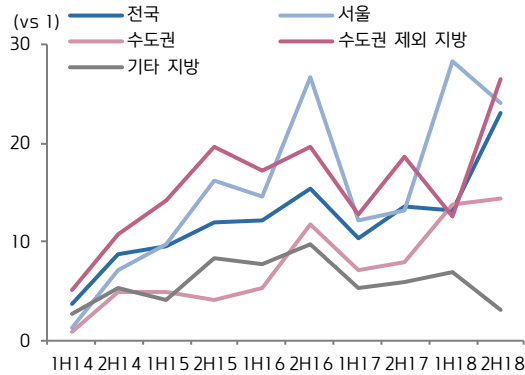


자료: 서울부동산정보광장, 경기도부동산포털, 키움증권

KEY 지표 분석 3) 분양: 신규분양은 굳건

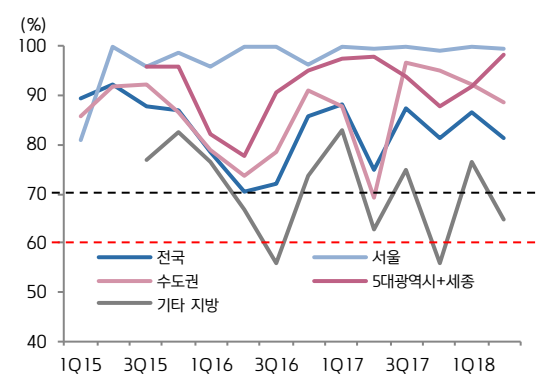
초기분양률이 중요한 이유는 1) 실제 수요의 움직임을 가장 정확히 파악할 수 있는 지표이며, 2) 중도금대출 심사에 중요(최근에는 70% 이상 요구)하게 작용하고, 3) 저조한 초기계약률은 미분양으로 이어질 확률이 높기 때문이다. 특히 60% 밑으로 내려오면 초기 공사비 충당 등 현금흐름에 문제가 발생할 수 있다. 서울 지역은 문제가 지방은 위험 신호를 보내고 있다. 서울을 제외한 지역은 초기분양률 하락에서 자유로울 수 없다는 판단이다. 이러한 상황에서는 1) 서울/수도권 지역에 분양물량이 많고, 2) 초기분양률 하락 시 버틸 수 있는 현금 보유력을 가진 건설사가 유리하다. 이 두 요소를 모두 충족하는 대형사에게 유리한 국면이다. 대형사보다 중소형 건설사의 사업이 어려움을 겪을 수 있다는 시그널이다.

1순위 청약 경쟁률 추이: 안정적인 신규 분양시장



자료: Reps, 키움증권

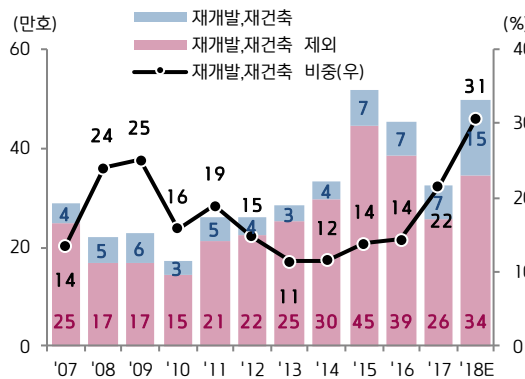
초기분양률 추이: 지방 모니터링 강화 필요



자료: 주택도시보증공사, 키움증권

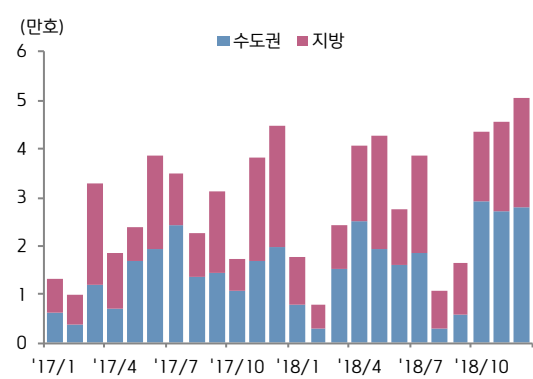
올해 전체 분양예정 물량은 50만세대에 이른다. 하지만, 정부의 지속적인 규제 50만호를 분양하기는 힘들어 보인다. 현재 월별 일정이 확정된 물량은 36.6만호이며, 이중 23.9만호가 분양됐다. 올해 남은 3달 안에 13만호 이상을 분양하기에는 시장 상황이 좋지 않다. 당사는 33~37만호 사이에서 분양이 될 것으로 예상하며 이 경우 작년과 올해 모두 30만호 초중반대로 시장에 공급되면서 내년 분양시장에서 물량에 대한 부담은 적을 전망이다. 대형사의 경우 2만 세대 전후로 분양이 가능할 전망이다.

전국 아파트 분양 및 분양계획 물량 추이



자료: Reps, 키움증권

준공 후 미분양 월간 추이

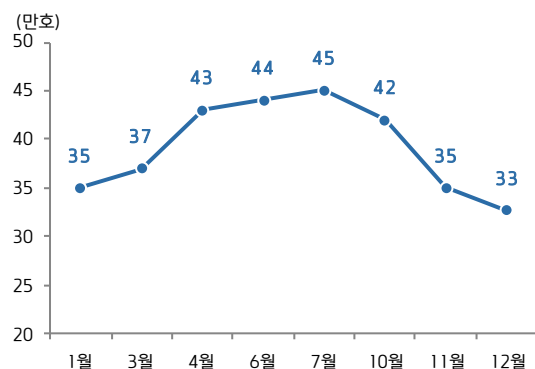


주: '18년 분양계획 49.7만호, 월별 일정 정해진 물량 36.6만호

'18년 분양 확정 물량 23.9만호

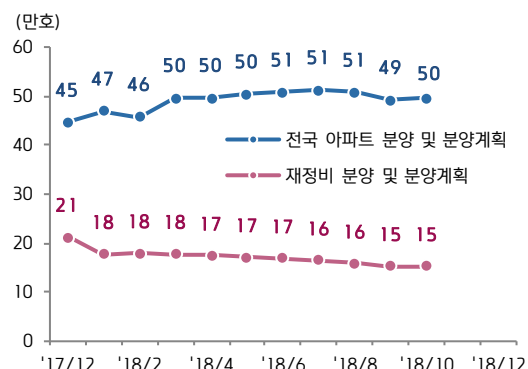
자료: Reps, 키움증권

2017년 전국 아파트 분양+분양계획 월별 추이



자료: Repts, 키움증권

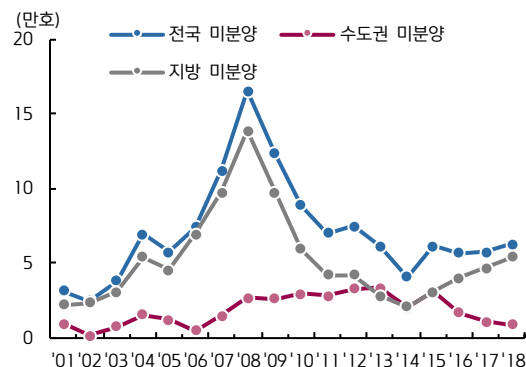
2018년 전국 아파트 분양+분양계획 월별 추이



자료: Repts, 키움증권

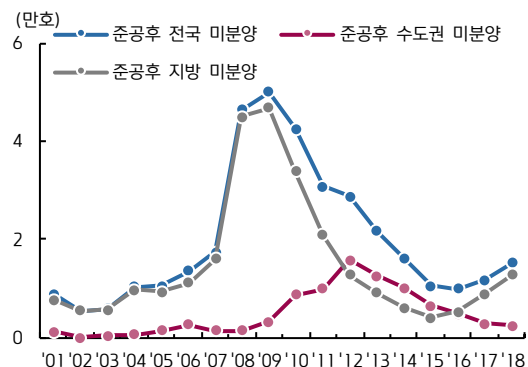
서울과 수도권 지역의 미분양은 감소 추세를 유지하고 있지만, 지방의 증가세가 지속되고 있다. 지방의 경우 악성 미분양인 준공 후 미분양도 증가 추세에 있다. 다만 장기 시계열 상 아직 미분양 주택수는 하단에 위치해 있고, 2년간 97만호를 분양했다는 점을 감안하면 아직은 우려할 수준은 아닌 것으로 판단된다.

전체 미분양 추이: 지방 미분양 증가 추세



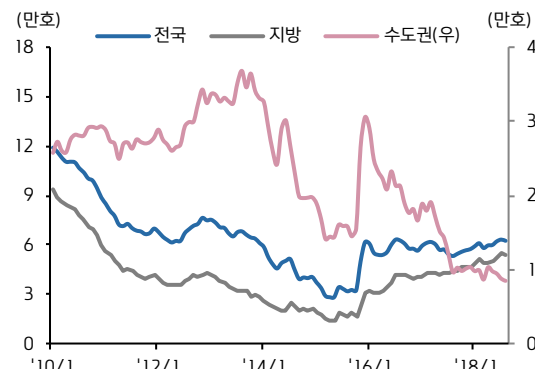
자료: 국토교통부, 키움증권

준공 후 미분양 추이: 지방 미분양 증가 추세



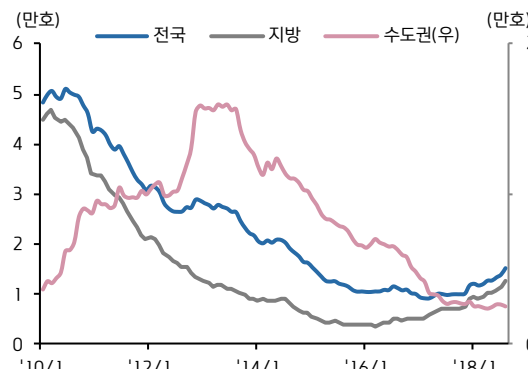
자료: 국토교통부, 키움증권

전체 미분양 월간 추이



자료: 국토교통부, 키움증권

준공 후 미분양 월간 추이

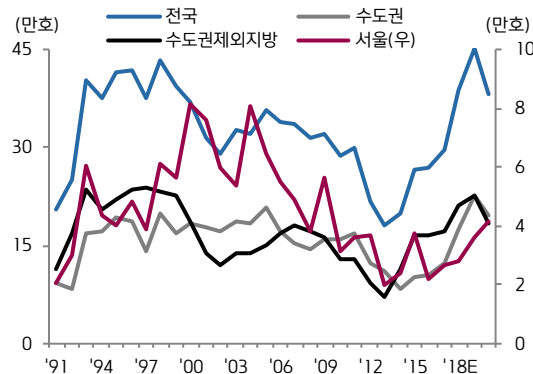


자료: 국토교통부, 키움증권

KEY 지표 분석 4) 입주리스크: 우려 과도

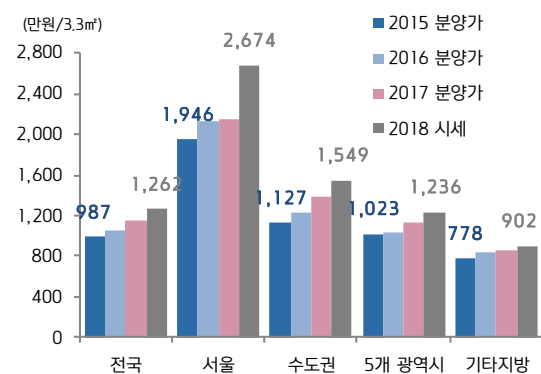
올해부터 부동산 시장이 침체기에 접어들 수 있다는 전망에 대한 핵심 근거로 많이 거론되는 지표는 입주물량이다. 입주물량 급증에 따른 공급과잉 우려는 구체적인 숫자가 뒷받침돼 강력하게 작용하고 있다. 실제로 올해 전국 아파트 입주물량은 45.1만호로 1990년 이래 최대다. 내년에도 38만호가 입주를 기다리고 있다. 올해 입주되는 대부분의 물량은 2015년도에 분양한 물량들이다. 그 당시 분양가와 현재 주변 아파트 시세를 비교해보면 입주리스크에 대한 분석이 가능하다. 결론적으로 새 아파트 가격이 현재 주변 재고 아파트 대비 싸다. 특히 분양 호황기인 2006~2007년 계약자들이 금융위기 뒤 집값 폭락으로 입주를 포기했던 2010년 전후의 입주대란 시기와는 상황이 다르다. 그리고 그 당시와는 달리 현재 아파트 계약금은 총 분양대금의 10%다. 계약금 10%를 포기하기에는 매물비용이 너무 크다. 따라서 올해는 입주대란은 없다는 판단이다. 다만, 내년에는 1) 여전히 많은 입주물량과 2) 본격화되는 정부의 부동산 규제 효과, 3) 금리인상, 4) 최근 중도금 및 잔금 대출 규제 강화로 대출이 거절되거나 금리가 높아져 계약 포기 가능성 증가 등 불확실성이 확대될 것으로 전망된다. 특히, 지방의 경우 가격의 스프레드를 비교해보면 위험한 수준은 아니지만 모니터링이 필요한 레벨까지 올라왔다는 판단이다. 앞에서도 언급했지만 이러한 요인들로 인해 결국에는 인기 지역, 인기 브랜드 아파트로 쏠림 현상이 나타나고, 현금 여력이 상대적으로 견고한 대형사에게 유리한 측면이 지속될 전망이다.

아파트 재고+입주예정 물량 추이



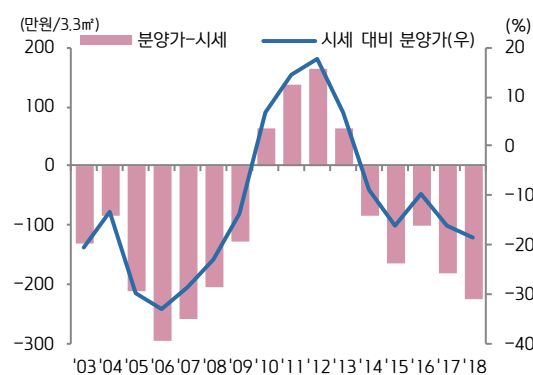
자료: Reps, 키움증권

아파트 분양가와 현재 아파트 시세 비교



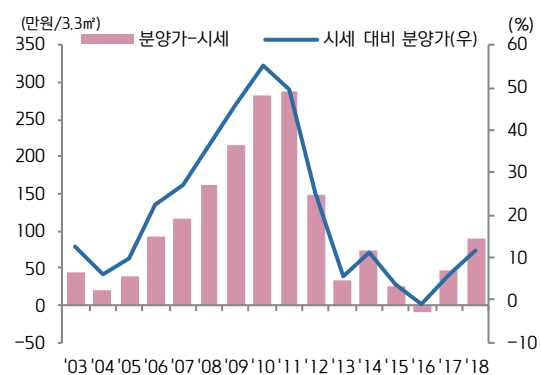
자료: Reps, 키움증권

전국 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이



자료: Reps, 키움증권

수도권제외지방 아파트 분양가와 시세 스프레드 추이

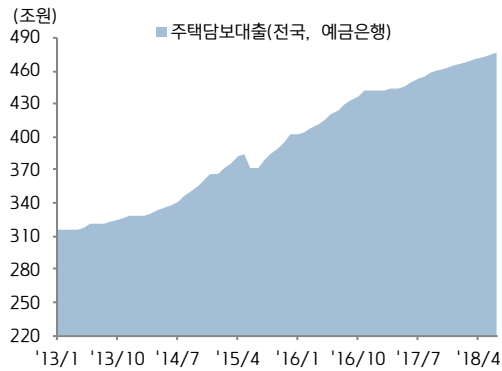


자료: Reps, 키움증권

KEY 지표 분석 5) 저금리 시대의 종말

최근 시중은행의 주택담보대출 금리가 5%를 돌파하면서 사실상 저금리 시대는 저물어 가고 있다. 이론적으로 금리 상승기에는 신규 아파트 청약은 물론 기존 주택 보유자의 '갈아타기' 수요도 줄어들 가능성이 높다. 대출 자체가 어려워지긴 했지만 집값 상승 폭이 둔화한 상황에서 추가 대출 이자를 부담하면서까지 집을 살 이유가 없어지기 때문이다. 하지만 금리 상승기라 하더라도 집값이 오를 것으로 전망된다면 반대의 상황이 연출될 수 있다. 최근 이어지는 정부 정책이 공급에 대한 대책 없이 수요 규제 일변도로 접근하면서 오히려 공급물량이 감소하게 될 경우 집값 하락에 대한 하방경직성을 강화시켜 줄 수도 있다.

예금은행 기준 전국 주택담보대출 금액 추이



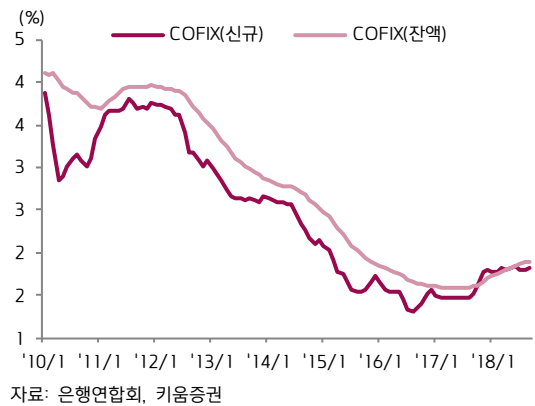
주택담보대출 금리 추이



집단대출 금리 추이



COFIX 추이



IV. 남북경협 update

>>> 남북경협 모멘텀은 2차 북미정상회담까지 ongoing

단기적으로 실적에 미치는 영향은 낮을 전망

최근 건설업종 주가에는 남북경협에 대한 기대감이 반영되고 있다. 다만, 북한이나 우리 정부 및 기업이 기대하는 수준의 경제교류가 이루어지기 위해서는 유엔 안전보장이사회의 대북제재와 미국의 대북 제재가 상당부분 완화되거나 해제되어야 한다. 대북제재의 완전한 해제까지는 시간이 걸릴 것으로 예상되며, 자금조달의 이슈도 있어 남북경협은 단계적으로 진행될 가능성이 높다. 따라서 빠른 속도로 진행되거나 단기간에 대규모 발주가 나오기 어렵다는 판단이다. 국내 대형 건설사의 연간 매출이 대부분 10조원을 기록하고 있는 상황에서 당장의 실적 개선에는 큰 영향이 없을 전망이다.

2차 북미정상회담이 중요한 분기점

단기간 실적 개선에 큰 영향이 없음에도 불구하고 건설업종이 남북경협의 수혜주로 부각되는 이유는, 경제협력 초기 통일비용을 줄이고 기업의 거래비용을 낮추기 위해 도로, 철도 등 기반시설 확충과 통신 협정 체결 등 기초 인프라 구축이 필수적이기 때문이다. 사회간접자본시설은 국가 경제활동의 기반을 이루며, 국가 경쟁력을 좌우하는 매우 중요한 요소이다. 사회간접자본시설에 대한 투자는 그 자체로서 고용의 증대, 소득 증가, 지역개발, 기술진보 등에 기여할 뿐만 아니라 생산활동을 간접적으로 지원한다. 따라서 열악한 인프라 환경에 놓인 북한의 경우 기초 인프라 구축은 상당히 중요하다. 인프라 사업의 경우 미국·UN 등 국제사회의 대북제재 예외사항으로 공공 인프라 시설 확충을 적시하고 있어 가장 빠르게 진행될 수 있는 장점도 갖추고 있다. 다만, 북한의 본격적인 인프라 구축 사업 지원을 위해서는 UN 및 미국 등의 까다로운 승인절차가 필요하고, 모든 사업비용과 건설을 지원국이 부담해야 한다는 조건도 있어 쉽지만은 않다. 결국 핵심은 2차 북미정상회담에서 종전선언 및 제재해제와 관련된 논의가 어디까지 진척되는지가 중요하다.

>>> 당장의 실적개선보다 중요한 것들

성장둔화 국면에 진입한 건설사들에게 신성장동력이 될 전망

최근 건설업종은 해외 신규수주 부진과 국내 주택사업의 피크 아웃 우려 등으로 향후 성장성에 대한 의구심이 제기되는 시점이다. 이러한 국면에서 남북경협은 1) 기대에 없던 신규 시장 창출이라는 점에서 상당히 유의미적 사건이며, 2) 안정적인 해외시장이 중장기적으로 열린다는 점에서 긍정적인 투자 포인트가 될 수 있다. 단기간에 대규모 수주가 일어날 가능성은 제한적이고, 경쟁심화, 정치적 이슈에 따른 타절, 다양한 원가 상승요인 등 리스크도 존재하지만, 1) 다른 해외시장 대비 변수 컨트롤이 수월하고, 2) 낮은 인건비에 언어도 통하는 등 사업 수행력은 훨씬 높은 상황이며, 3) 중장기로 갈수록 수주 가능 물량은 증가할 전망이다. 4) 패키지 딜과 인프라 펀드 참여 등에 대한 사전 경험과 노하우 보유도 강점이다.

진출 가능한 해외시장 확장, 그 시작은 남북철도 복원사업

성공적인 남북경협은 국내 건설업이 진출할 해외시장의 확장을 의미한다. 남북관계 개선에 있어 초기에는 경협사업 차원에서 접근을, 중장기적으로는 북방정책의 거점인 러시아 개발과 교역 확대의 가능성에 주목할 필요가 있다. 이는 남북철도 복원사업으로부터 시작될 전망이다. 일반적으로 러시아, 중국 등은 물류와 사람의 이동시 주로 철도로 이동하는 경향이 있다. 이는 사회주의 국가의 특징으로 자동차는 통제와 관리가 어려운 반면, 철도는 궤도시스템으로 구성되어 관리가 가능해 자동차보다는 철도를 선호하기 때문이다. 특히, 남북경협 초기에 자원 및 저임금을 기반으로 생산되는 생산물의 원활한 운송이 이루어질 수 있도록 철도 개선 사업에 우선적인 지원 및 진출이 불가피하다. 따라서 초기에는 1) 상징적 의미도 보유하고 있고, 2) 개성공단 물자 및 생산품의 수송과, 3) 금강산 관광열차 재개 등의 의미를 갖는 남북연결 구간의 개보수가 시작될 전망이다. 이후 물류의 원활한 운송이 가능하도록 북한 내륙의 철도, 도로, 항만, 공항 등 주요 인프라의 개보수 및 신설 등 현대화가 진행될 것으로 예상된다. 더 나아가서는 주변국과의 인프라 연결을 통해 동북아를 통합하는 국제 승객철도망과 유라시아 대륙을 연결하는 국제 화물 철도망으로 발전할 전망이다. 이 시기가 도래하면 북한, 중국, 러시아를 넘어 유럽까지도 기대해 볼 수 있다.

남북철도 연결구간 사업 현황

구분	연결구간	사업비	시공사
경의선	문산~군사분계선(12.0km) 연결완료('00.9~'02.12)	838억원	현대건설, 삼성물산, 대우건설, 한동건설, 세양건설, 구산건설
동해선	제진~군사분계선(7.0km) 연결완료('02.9~'05.12)	1,063억원	현대건설, 삼성물산, 대우건설, 현대아산
경원선	백마고지~월정리(9.3km) 공사재개 타진(공정률 10% 미만)	1,291억원	현대건설, 삼성물산, 대우건설, 대림산업, 포스코건설, 현대아산

자료: 업계자료, 키움증권

남북 도로 및 철도 연내 착공 비용(2018.9) (5X7)



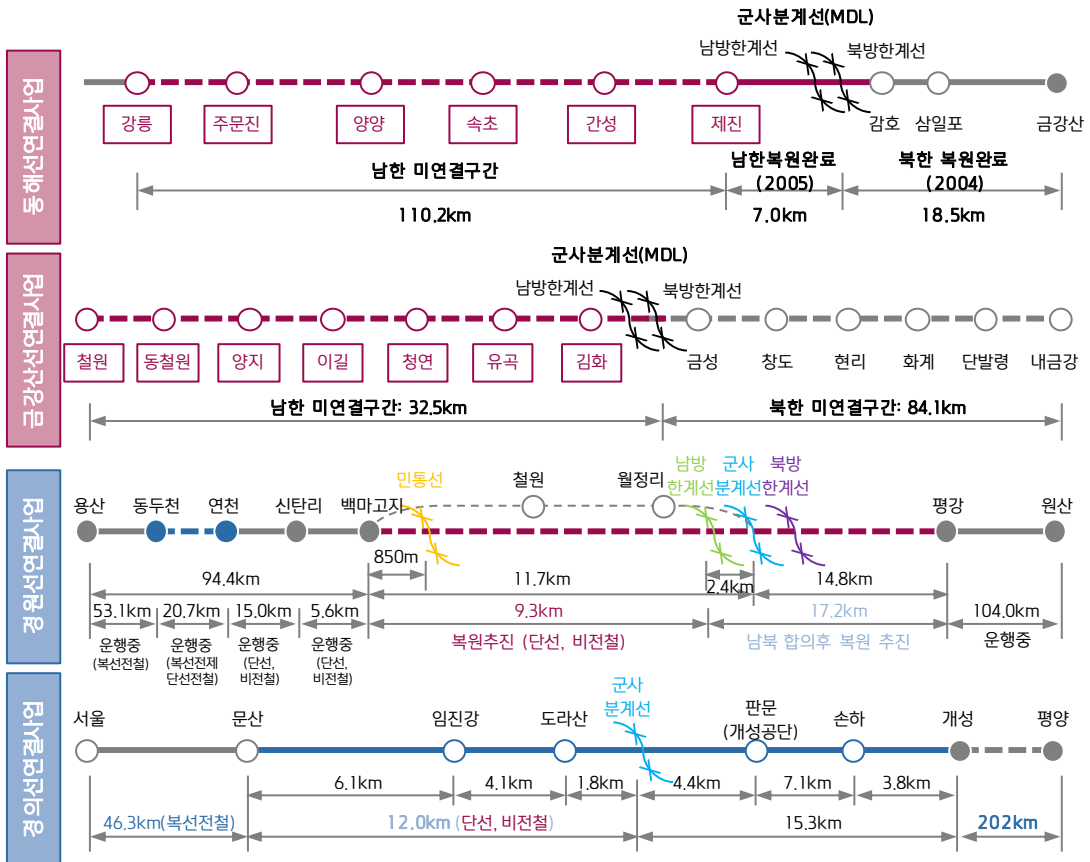
자료: 국토교통부, 한국교통연구원, 연합뉴스, 키움증권

한반도 통합철도망 비용(2015.7~2017.1 수행)



자료: 더불어민주당 전현희 의원실, 국토교통부, 키움증권

남북철도 연결 현황



자료: 한국철도시설공단, 키움증권

항만 시설 확충 정도가 남북경협 속도 결정

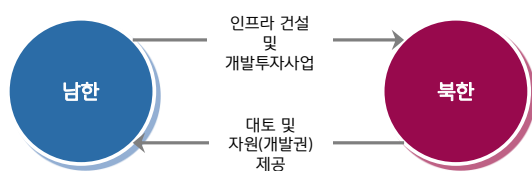
북한과의 경제협력이 재개될 경우 항만분야의 투자가 빠르게 시작될 가능성이 높다. 오랫동안 황폐해진 북한의 육상인프라를 복원하기까지 상당히 오랜 시간이 걸릴 것으로 보이기 때문이다. 북한의 항만 역시 열악한 상황인 건 육상인프라와 동일하다. 북한의 항만 하역 능력은 남한의 0.04배에 불과하고, 해운수송부담률은 3% 수준이다. 다만, 도로·철도 대비 건설기간이 짧아 남북교역 화물의 원활한 수송이 가능하고, 낙후된 도로·철도 사정으로 개발사업을 위한 원자재 수송 역시 초기에는 해상 운송을 통해 이뤄질 것이기 때문이다. 결국 초기에는 항만도시를 중심으로 거점형 개발과 항만을 통한 지역경제 협력이 초기 방식으로 타당할 것으로 보인다. 특히 항만 개발은 북한 주민과의 차단이 쉬워 급격한 개방에 따른 부담이 감소하기 때문에 우선적으로 진행될 가능성이 높다. 항만 시설 확충 정도가 남북경협 속도를 결정할 것으로 전망된다.

>>> 준비 완료

탄탄한 펀더멘털, 시작만 남았다

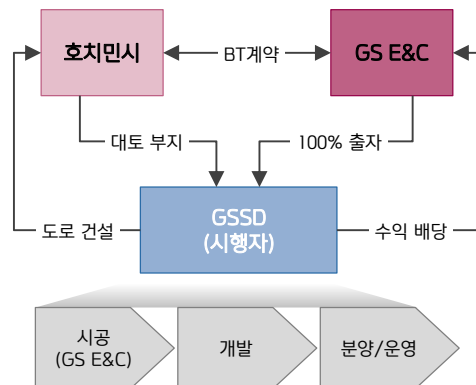
한 번도 접해보지 못했던 이와 같은 환경변화에 적절히 대응하기 위해서는 건설사들의 펀더멘털이 탄탄해야 한다. 다행스럽게도 국내 건설사들은 최근 4년간의 주택시장 호황과 해외 현안프로젝트의 마무리로 이익의 레벨 업이 진행 중이다. 주택시장의 호황은 현금흐름 개선을 가져와 재무건전성마저 높이고 있다. 남북경협이 본격화 될 경우 국내 건설사들이 주요 프로젝트에 투자할 수 있는 여건이 마련되고 있다는 판단이다. 패키지 딜과 인프라 펀드 참여 등에 대한 사전 경험과 노하우 보유도 경쟁심화 국면에 접어들수록 강점으로 부각될 전망이다.

‘패키지 딜’ 구조 (5X7)



자료: 키움증권

과거 GS건설 ‘패키지 딜’ 사례: BT 사업 구조



자료: GS건설, 키움증권

독일과는 다른 길을 걷게 될 한국의 건설업

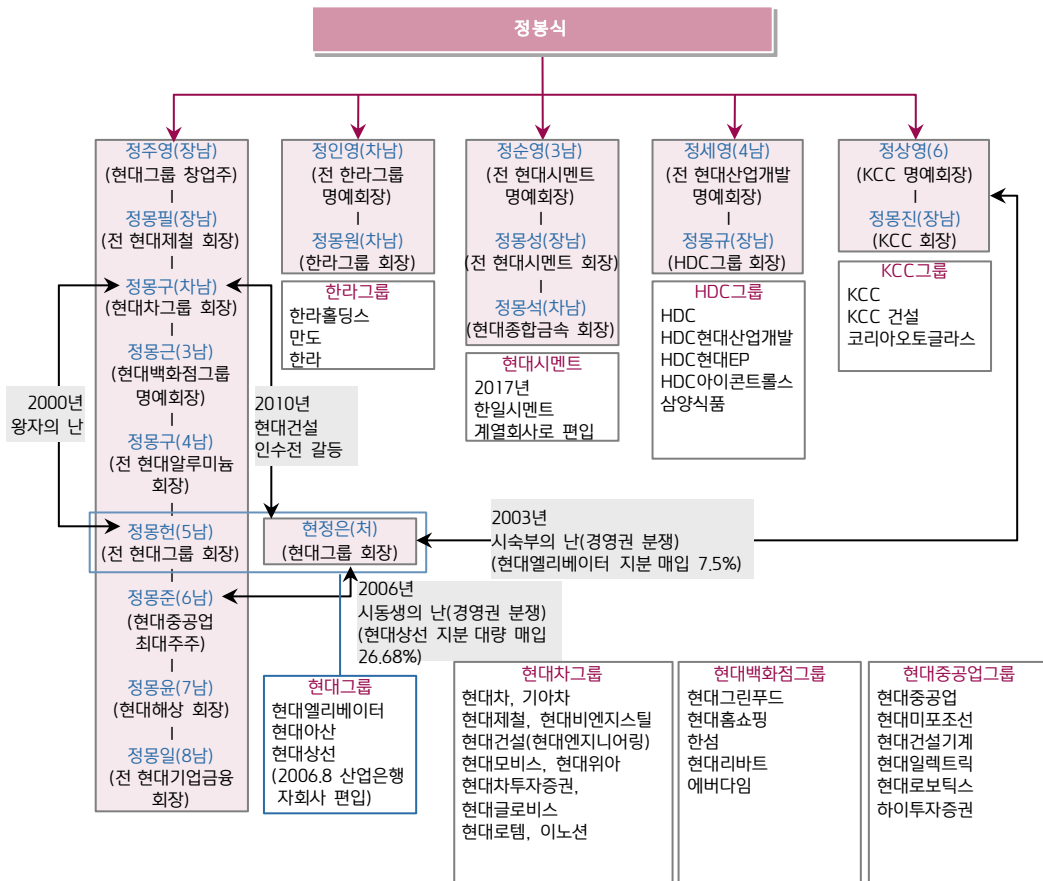
남북경협은 단계적으로 일어나고, 시간이 필요하다. 총 수주 규모는 상당할 수 있으나, 초기 건설업 관련 수주는 기대보다 크지 않을 전망이다. 독일 통일의 부작용 사례에서 보듯이 빠르다고 좋은 것만은 아니다(2018.7.23 ‘경협을 위한 건설, 건설을 위한 경협’ 참고). 독일의 경우 경제성장에 대한 기대감과 대규모 투자로 통일 초기 독일 경제와 건설시장은 짧은 기간동안 활황세를 보였다. 하지만, 자료 부실과 정책 실수 등으로 독일 경제는 15년의 장기 침체에 들어서게 되고, 건설업은 중복·과잉 투자, 부동산 투기 등으로 1990년대 중반 이후부터는 침체기에 진입하게 된다. 1999년에는 독일 2위의 건설그룹이었던 홀츠만건설이 막대한 적자를 견디기 못하고 파산하는 등 건설업체들의 시련이 이어진다. 독일은 통일 전 18년이나 긴밀한 경협을 지속했음에도 다양한 부작용이 발생했다. 통일 당시(1991년 기준) 동독 대비 서독의 GDP와 1인당 GDP는 각각 13.7배와 3.1배 정도였음에도 엄청난 부동산 투기와 중복·과잉 투자가 발생했다. 통일 후 독일 건설업체의 시련은 2000년 중반 이후 무분별한 해외 진출로 대규모 적자의 아픔을 겪었던 한국 건설업체의 모습을 떠올리게 한다. 남한 대비 북한의 인프라 수준은 매우 열악하기 때문에 남북경협을 통해 인프라, 북한 지역내 주택 및 산업단지 등 대규모 개발사업이 추진될 전망이다. 남북한의 경우에도 통일 이후 독일 건설시장이 겪었던 혼란이 재연될 수 있다는 점을 감안해 단계적 남북경협을 바탕으로 통일 이후를 대비해야 할 필요성이 있다. 우리는 독일과 달리 1) 일방적인 사업 중단과 같은 정치적 이벤트 발생에 대비하는 위험관리방안이 필요하고, 2) 주변 이해관계국과의 치열한 경쟁이 예상돼 독일 통일과는 다른 양상의 남북경협이 이뤄질 가능성이 높다. 하지만 분명한 것은 남북경협을 주도권은 남북이 되어야 하고, 이를 위해 경제 사회 문화 등 모든 분야의 통합을 위한 마스터플랜 수립 및 적극적인 남한 정부의 참여가 중요하다. 특히, 대북제재가 풀린 이후 미국, 중국, 러시아 자본이 북한으로 밀려들어갈 상황에 우리 기업과 정부가 미리 대비해야 한다.

남북경협 관련 건설업종 주요 종목 점검

종목명	남북경협 투자포인트
현대건설	<ul style="list-style-type: none"> 국내 건설사 중 가장 많은 북한 현지 시공경험 보유 건전한 재무구조로 투자개발사업 참여 가능, 인프라 시공 경쟁력 우수 범현대가지만 현대아산과의 역학구도에 따르면 과도한 멀티플 상향은 부담
HDC현대산업개발	<ul style="list-style-type: none"> 남북관계 개선으로 경기 북부 개발 호재(파주, 의정부 등) 건전한 재무구조로 투자개발사업 참여 가능 범현대가로 현대아산과의 역학구도에 따르면 상대적으로 수혜 기대
HDC아이콘트롤스	<ul style="list-style-type: none"> 범현대가로 현대아산과의 역학구도에 따르면 상대적으로 수혜 기대 범현대가의 유일한 IT인프라 기업
GS건설	<ul style="list-style-type: none"> GS그룹, LS그룹과의 에너지 및 전력 인프라 투자사업 참여 유리 베트남 BT 사업 등 패키지 딜 경험 및 노하우 보유
대우건설	<ul style="list-style-type: none"> 대주주 산업은행의 지원을 기반으로 PPP, IPP 등 투자개발형 사업 진출 유리 북한 현지 시공경험 보유
대림산업	<ul style="list-style-type: none"> 대림에너지 등 발전소 역량 기반으로 전력 인프라 사업 참여 유리 러시아로 플랜트 사업확장 시도, 향후 신북방정책 본격화 시 수혜
금호산업	<ul style="list-style-type: none"> 개성공단 종합지원센터 시공사, 북한 현지 시공경험 보유
한라	<ul style="list-style-type: none"> 범현대가로 현대아산과의 역학구도에 따르면 상대적으로 수혜 기대 램버트 미 국무부 동아태 부차관보 대행과 남북경협 기업 관계자 간담회 초대 항만 시공 경쟁력 우수

자료: 키움증권

현대가 주요 가계도 및 역학 관계: HDC그룹, 한라그룹, 현대백화점 그룹 수혜 전망



주: 보다 자세한 범현대가 프리미엄 점검에 대한 내용은 <2018.7.23 '경협을 위한 건설, 건설을 위한 경협'> 참고
 자료: 키움증권

GS건설 (006360)



BUY(Maintain)

주가(10/16) 50,100원

목표주가 65,000원 (상향)

첫 질문이 해외 현안프로젝트의 진행 상황이었던 시절을 뒤로 하고, 이제는 높아진 시장의 눈높이가 부담스러울 정도다. 해외손실 마무리와 순항 중인 신규분양, 새롭게 시작할 베트남 사업 등 중장기적인 실적 모멘텀이 기대된다. 미운 오리에서 백조로 변모 중이다. 목표주가는 '19년 EPS 6556원에 수주 성장기 '05~'10년의 평균 P/E를 20% 할인한 10배를 적용해 65,000원으로 상향했다. 투자의견 BUY, 최선호주를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (10/16)		2,145.12pt
시가총액		39,184 억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	54,700 원	25,850원
최고/최저가 대비 등락	-8.41%	93.81%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.9% 2.7%
	6M	46.3% 67.6%
	1Y	89.1% 118.6%

Company Data

발행주식수	78,211 천주
일평균 거래량(3M)	690천주
외국인 지분율	23.63%
배당수익률(18E)	0.70%
BP (18E)	41,197원
주요 주주	허창수 외 17 인
	국민연금공단

Price Trend



우려에서 기대주로 탈바꿈

>>> 어느덧 우려보다는 기대에 찬 시선

올해 초반 하더라도 동사에 대한 질문은 해외 추가 손실, 현안 프로젝트 상황 등 리스크에 대한 부분이 주를 이루었다. 하지만 현안 프로젝트가 마무리 되고 있고, 환입이 이뤄지고 있으며, 베트남 사업이 가시화되면서 어느덧 건설업종의 기대주로 탈바꿈하고 있다. 높아진 시장 눈높이가 부담스러울 정도다. 현안 프로젝트의 현황은 1) 사우디 PP-12의 경우 시운전 중이고, 2) 쿠웨이트 KOC Wara는 정산작업이 진행 중이며, 3) 쿠웨이트 KNPC NLTF는 곧 정산이 끝날 예정이다. 길었던 레이스의 결승점이 보이고 있다.

>>> 부담이 줄어드는 해외 신규수주

동사의 약점을 찾아본다면, 최근 2~3년간 부진한 해외수주라고 볼 수 있다. 하지만 올해 하반기부터 내년 상반기까지 이어지는 파이프라인을 보면 해외수주 모멘텀을 기대해 볼 만하다. 이보다 더 기대되는 부분은 내년 발주 예정인 GS칼텍스와 LG화학의 투자다. 약 4조원 규모로 해외 공사보다 경쟁강도와 수익성이 양호할 것으로 예상돼 진행중인 해외 수주에서 가격 경쟁에 동참할 부담이 상당히 줄어들었다. 더불어 베트남, 인도네시아, 미국 등 해외 신도시 개발 사업도 눈여겨 볼 필요가 있다. 베트남 나베와 뚜띠엠은 올해 4분기부터 개발사업이 본격화 될 예정이다.

>>> 강력한 실적 및 남북경협 모멘텀 주목

해외손실 마무리와 순항 중인 신규분양, 새롭게 시작할 베트남 사업 등 중장기적인 실적 모멘텀이 기대된다. 소폭이나마 해외 현장에서의 환입도 지속되고 있다. 현금흐름 개선, 순차입금 감소 등 재무 리스크도 완화되고 있다. 대형사 중에서 가장 강력한 실적 모멘텀(1조 클럽 눈앞)과 내년까지 이어질 해외 수주 모멘텀, 여기에 남북경협 이슈까지 더해지면서 추세적으로 양호한 주가흐름이 기대된다. 당사는 전력 인프라 구축이 가장 필요하고 빠르게 진행될 남북경협 사업으로 판단한다. 동사는 GS 및 LS그룹과 함께 전력 인프라 사업에 참여해 유리한 위치를 점할 전망이다. 결론적으로 해외 및 국내 플랜트 수주, 레벨업 된 실적 개선, 베트남 사업 본격화, 남북경협 등 투자 모멘텀이 살아있다. 미운 오리에서 백조로 변모 중이다. 목표주가는 '19년 EPS 6556원에 수주 성장기 '05~'10년의 평균 P/E를 20% 할인한 10배를 적용해 65,000원으로 상향했다. 투자의견 BUY, 최선호주를 유지한다.

GS건설 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	3,049	3,148	11,679	12,907	12,029
(국내)	1,870	2,079	1,990	2,082	1,839	2,101	1,974	2,084	8,021	7,998	8,032
(해외)	831	915	830	1,082	1,288	1,481	1,076	1,063	3,658	4,908	3,997
인프라(토목)	292	344	290	372	270	317	297	348	1,298	1,232	1,216
플랜트	684	759	679	805	991	1,126	842	814	2,927	3,773	3,197
전력	155	185	241	148	129	136	127	150	729	541	537
건축/주택	1,550	1,685	1,591	1,819	1,716	1,984	1,765	1,817	6,645	7,282	7,003
매출원가율	94.2	93.7	91.3	93.3	83.9	90.7	89.3	89.3	93.1	88.4	88.8
(국내)	82.9	86.8	85.7	83.3	85.0	87.3	86.2	86.4	84.7	86.3	86.0
(해외)	119.5	109.3	104.5	112.5	82.3	95.6	95.0	94.9	111.5	91.8	94.3
인프라(토목)	93.5	92.9	98.3	100.8	92.4	89.6	89.6	89.7	96.5	90.2	90.4
플랜트	123.2	112.3	104.1	106.9	79.7	94.9	94.7	94.5	111.5	90.8	93.8
전력	105.6	111.2	85.1	122.9	94.2	95.5	96.1	96.4	103.8	95.6	94.0
건축/주택	80.4	83.4	85.4	83.3	84.1	88.0	86.1	86.2	83.2	86.2	85.7
매출총이익률(%)	5.8	6.3	8.7	6.7	16.1	9.3	10.7	10.7	6.9	11.6	11.2
영업이익	59	86	71	103	390	219	203	211	319	1,023	872
영업이익률(%)	2.2	2.9	2.5	3.2	12.5	6.1	6.7	6.7	2.7	7.9	7.2
세전이익	-78	18	-4	-97	311	190	171	168	-161	839	683
순이익	-67	10	-8	-98	209	145	129	127	-164	611	506

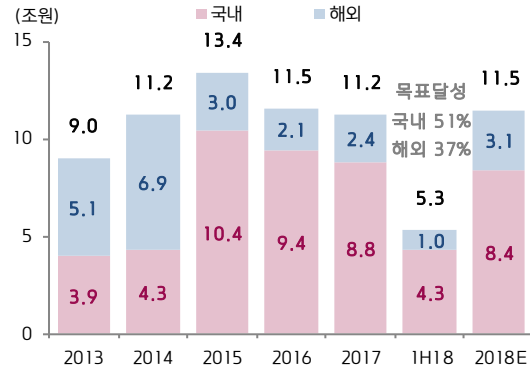
자료: GS건설, 키움증권

GS건설 주요 해외 수주 및 국내 플랜트 파이프라인

2H18	2019년
7.24 수주 Tanzania New Selander Bridge Project(1.1 억불)	인도네시아 Balikpapan Refinery(40 억불) 플루어-치요다-삼성엔지니어링-트리파트라
투르크메니스탄 정유 디확성(3 억불)	GS 건설-사이펄-아드히 카리야
사우디 Rabigh Turnaround (3 억불)	JGC-테크닉 FMC-CTCI-위자야 카리야
보츠와나 Morupule 전력 IPP 잔고인식(6.5 억불)	SK 건설-현대엔지니어링-레카야사
알제리 HMD 가스(25억불) 기술입찰 18년 6월, 상업입찰 18년 9월 GS 건설-페트로팩 삼성엔지니어링-TR 현대건설-현대엔지니어링-대우건설 테크니움-페트로팩 사이노팩-CTI 엔지니어링 차이나 HQC 화루엔지니어링	UAE 가솔린&아로마틱스(GAP)(35억불) 기술입찰 18년 9월, 상업입찰 18년 11월 GS 건설 삼성엔지니어링-CB&I SK 건설 현대건설-현대엔지니어링 Fluor-대우건설-CPECC TR
태국 Thai Oil CFP(40억불) GS 건설-JGC-TR 삼성엔지니어링-페트로팩-사이펄	인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40억불), 피드 진행 중 GS 건설 vs 삼성엔지니어링 vs 대림산업 UAE 아드녹 루와이스 Linear Alkyl Benzene 플랜트 FEED(6억불) GS 건설 vs 삼성 ENG vs TR vs 윌리파슨스 vs 우드 vs 벡텔
	GS 칼텍스 Mixed Feed Cracker(2.6조원) - 올레핀 생산시설(혼합유분크래커) LG 화학(2.8조원) 1) NCC 증설 및 고부가 PO 증설(2.6조원) 2) 당진 미래유망소재 단지(2000억원) 현대케미칼(현대오일뱅크/롯데케미칼) Heavy Feed Petrochemical Complex (2.7조원) - 올레핀 생산시설(중질유 석유화학 설비) S-OIL 온산 스팀크래커 및 올레핀 다운스트림(45억불) - 타당성조사 진행 중

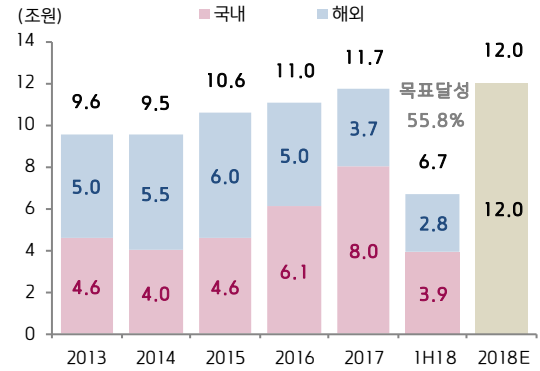
자료: GS건설, 키움증권

GS건설 수주 추이 및 경영계획



자료: GS건설, 키움증권

GS건설 매출 추이 및 경영계획



자료: GS건설, 키움증권

GS건설 2분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 현황 (단위: 백만원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약잔액	공정률
Karbala Refinery Project	2014-04-22	2018-11-27	2,531,958	1,282,088	49.4%
ERC Refinery Project	2007-08-29	2019-06-30	2,476,196	207,733	91.6%
Clean Fuels Project(MAA)	2014-04-13	2018-12-31	1,594,366	239,967	84.9%
Thomson-East Coast Line Contract T301	2016-03-18	2024-02-28	1,527,339	1,114,314	27.0%
NSRP Project	2013-07-22	2018-12-31	1,441,779	15,003	99.0%
RRW Restoration	2017-06-29	2019-01-10	1,435,122	542,640	62.2%
STAR Project(C)	2013-05-20	2018-12-31	824,804	70,395	91.5%
STAR Project(EP)	2013-05-20	2018-12-31	801,319	36,957	95.4%
Rumaitha/Shanayel Facilities Phase III	2014-04-14	2018-12-31	797,282	30,437	96.2%
LPIC Project PKG 3	2015-12-17	2019-12-03	783,451	429,728	45.1%
Bahrain LNGIT Project	2015-12-02	2019-02-15	779,614	227,883	70.8%
Doha Link project	2014-12-30	2018-12-31	620,709	110,905	82.1%
KOC Wara Pressure Maintenance Project	2011-09-15	2018-12-31	570,601	6,566	98.8%
카타르도하메트로	2013-06-13	2018-12-31	550,885	55,908	89.9%
광동 CA-Project GP3	2017-07-01	2018-10-31	532,309	247,821	53.4%
합계			17,267,734	4,618,345	73.3%

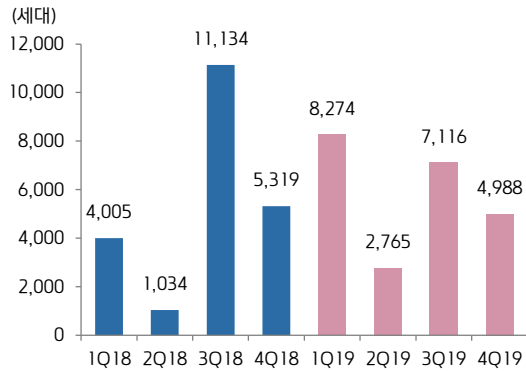
자료: GS건설, 키움증권

GS건설 주택 관련 지표

분양물량 및 분양계획물량(세대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	
										분양완료	분양예정
전국	5,712	6,524	4,747	5,155	13,132	27,066	25,628	22,401	28,112	10,317	17,795
서울	497	2,400	1,239	3,396	5,325	3,830	4,052	3,165	11,760	4,824	6,936
수도권(서울 제외)	4,156	802	1,409	679	6,802	13,851	15,353	11,064	19,049	1,967	10,551
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	1,059	2,921	1,147	1,080	1,005	813	2,772	2,589	902	594	308
기타 지방	0	401	952	0	0	8,572	3,451	5,583	4,253	2,932	0
전국 분양가(만원/3.3㎡)	1,200	1,113	909	1,554	1,368	1,045	1,241	1,232	2,054		
서울 분양가(만원/3.3㎡)	1,873	1,959	1,685	1,660	2,144	2,118	2,175	2,431	3,528		
재고 + 입주예정물량	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
전국	13,733	3,699	4,271	4,625	2,540	8,663	4,368	21,648	21,492	23,143	
서울	1,039	708	1,517	790	1,738	3,396	2,035	5,159	2,921	4,492	
수도권(서울 제외)	9,447	1,980	2,208	0	802	2,088	985	11,327	11,677	9,631	
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	2,542	1,011	546	3,434	0	2,227	0	1,005	1,691	2,996	
기타 지방	705	0	0	401	0	952	1,348	4,157	5,203	6,024	

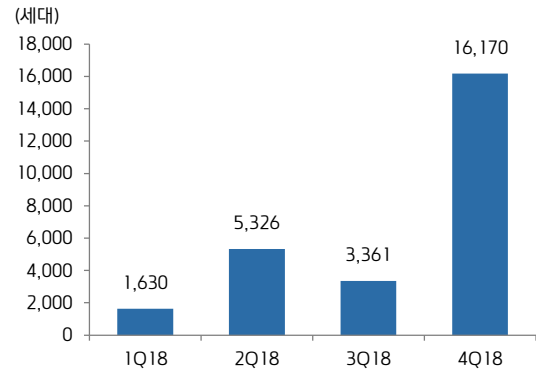
자료: Reps, GS건설, 키움증권

GS건설 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: Repts, GS건설, 키움증권

GS건설 분기별 신규 아파트 공급 추이



자료: Repts, GS건설, 키움증권

GS건설 아파트 자체현장 현황

년도	사업장명	착공일자	준공일자	세대수	기본 도급금액	계약잔액	회계기준
2014	미사강변센트럴자이	2014.10	2017.02	1,222	6,143		진행 기준
2015	미사강변리버뷰자이	2015.04	2017.08	555	2,918		
	부천옥길자이	2015.06	2018.01	710	2,478		
	동탄자이 파밀리에	2015.12	2018.03	672	1,064		
2016	은행스카이뷰자이	2016.03	2019.01	361	2,489	1,107	
	킨텍스 원시티	2016.04	2019.08	736	4,478	1,815	
	김해올하 원메이저	2016.05	2018.12	717	2,599	988	
	울하자이힐스테이트	2016.11	2018.11	1,245	1,344	571	
	평촌자이엘라	2016.11	2019.07	414	1,230	681	
2017	일산자이2차	2017.12	2020.12	802	676	625	
2018	개포 8단지	2018.03	2021.07	665	8,642	8,495	

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS 건설	1	춘천파크자이	지방	965	770	17.31:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS 건설	3	디에이치 자이 개포	서울	1,690	1,246	25.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	마포프레스티지자이	서울	1,694	300	49.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	3	북현자이	광역시	594	251	171.41:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	4	청주홍덕파크자이	지방		450	0.01:1	청약 미달(순위내 0.01:1)
GS건설	6	고덕자이	서울	1,824	495	31:01:00	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	6	신길파크자이	서울	641	150	79.63:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	7	안양시엘포레자이	수도권	1,394	493	24.67:1	전 타입 1순위 청약 마감
GS건설	7	가경자이	지방	992	210	1.61:1	청약 미달(순위내 1.81:1)
GS건설	9	문성레이크자이	지방	975	887	2.80:1	청약 미달(순위내 2.97:1)
GS건설	10	탑석센트럴자이	수도권				
GS건설	11	다산진건B3	수도권				
GS건설	11	안양임곡3	수도권				
GS건설	11	수원 고등	수도권				
GS건설	12	중산2	서울				
GS건설	12	식사2(2BL)	수도권				
GS건설	12	성남고등	수도권				
GS건설	12	위례포레자이	수도권				
GS건설	12	과천치식S-9	수도권				
GS건설	12	대구남산4-4구역	광역시				

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

GS건설 전환사채 현황 (단위: 백만원, 원, %, 주)

구분	발행일자	권면총액	행사가	전환 비율	권리행사기간	표면이자율 (단기보장수익률)	사채금액	총발행 가능주식	발행주식	미발행주식
원화	2016-04-12	250,000	28,829	100	2017.04.12~2021.03.12	2.9%(2.9%)	230,100	7,981,546	4,619,150	3,362,396
외화	2016-07-21	173,634	33,779	100	2017.07.21~2021.07.14	4.5%(4.5%)	173,634	5,140,294	2,591,674	2,548,620
합계		423,634					403,734	13,121,840	7,210,824	5,911,016

자료: GS건설, 키움증권

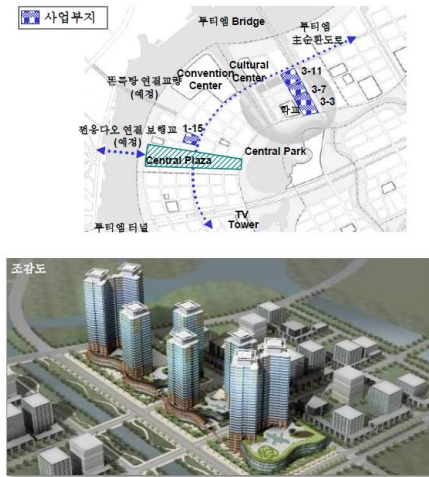
베트남 냐베 신도시



<주요 내용>

- * 사업 내용: 냐베 신도시 1단계 사업
 - * 사업 규모: 1단계 1.5억불(총 70억불), 타운하우스/빌라 359세대
 - * 사업 기간: 완공까지 총 1년(올해 4분기 free-bookings 시작)
- 주: 향후 세부 내용은 달라질 수 있음
자료: 언론정리, GS건설, 키움증권

베트남 투티엠 신도시



<주요 내용>

- * 사업 내용: 투티엠 신도시 1단계
 - * 사업 규모: 1단계 1.6억불(총 9억불), 아파트 318세대
 - * 사업 기간: 완공까지 총 3년(올해 4분기 분양 시작)
- 주: 향후 세부 내용은 달라질 수 있음
자료: 언론정리, GS건설, 키움증권

인도네시아 자카르타 '시티 게이트 88' 조감도



<주요 내용>

- * 사업 내용: 인도네시아 아파트 개발 사업
(서부 자카르타 '시티 게이트 88' 프로젝트)
서부 자카르타 다안 마곳(Daan Magot) 지역에
25~30층 아파트
5개 동 규모, 전용면적 21~59㎡, 1445가구와 부대 상
업시설 공사
 - * 사업 방식: 인도네시아 유력 디벨로퍼인 바산타 그룹(Vasanta Group)과
함께 50:50 지분 구조
바산타 그룹은 보유 토지를 현물로 출자하고,
지예스건설은 사업비(약 2천만 달러)를 출자
 - * 사업 규모: 분양 매출 1.5억불
 - * 사업 기간: 완공까지 총 6년
- 주: 향후 세부 내용은 달라질 수 있음
자료: 언론정리, GS건설, 키움증권

미국 'Village Lake Apartment' 앞 간판



<주요 내용>

- * 사업 내용: 미국 캘리포니아주 실리콘밸리 고급 주거지역 내
노후 아파트 재건축 사업
'Village Lake Apartment'(빌리지레이크 아파트) 208
가구를
매입해 600가구 규모 아파트로 재건축
 - * 사업방식: 현지 합작법인에 지분 참여(40%) 방식
 - * 단지명: 'Silicon Valley Xi'(실리콘밸리 자이)
- 주: 향후 세부 내용은 달라질 수 있음
자료: 언론정리, GS건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	110,356	116,795	129,066	120,292	122,038
매출원가	105,474	108,761	114,064	106,763	108,123
매출총이익	4,882	8,033	15,002	13,528	13,915
판매비및일반관리비	3,453	4,847	4,772	4,812	5,004
영업이익(보고)	1,430	3,187	10,230	8,716	8,911
영업이익(핵심)	1,430	3,187	10,230	8,716	8,911
영업외손익	-1,216	-4,794	-1,837	-1,886	-1,674
이자수익	449	442	547	699	821
배당금수익	46	16	34	25	29
외환이익	2,737	1,996	2,638	2,031	2,155
이자비용	1,265	1,914	1,178	1,379	1,379
외환손실	2,511	3,584	2,425	2,201	1,836
관계기업지분법손익	30	-61	14	-23	-4
투자및기타자산처분손익	-123	-70	-313	-192	-253
금융상품평가및기타금융이익	-218	493	-800	-104	-402
기타	-363	-2,112	-354	-742	-805
법인세차감이익	213	-1,607	8,394	6,831	7,238
법인세비용	418	29	2,288	1,767	1,812
유효법인세율 (%)	195.7%	-1.8%	27.3%	25.9%	25.0%
당기순이익	-204	-1,637	6,105	5,064	5,426
지배주주지분순이익(억원)	-258	-1,684	6,138	5,127	5,497
EBITDA	2,108	3,758	10,816	9,326	9,497
현금순이익(Cash Earnings)	473	-1,066	6,691	5,674	6,011
수정당기순이익	-530	-2,067	6,931	5,310	5,928
증감율(%, YoY)					
매출액	4.4	5.8	10.5	-6.8	1.5
영업이익(보고)	17.1	122.9	221.0	-14.8	2.2
영업이익(핵심)	17.1	122.9	221.0	-14.8	2.2
EBITDA	2.5	78.3	187.8	-13.8	1.8
지배주주지분 당기순이익	적전	적지	흑전	-16.5	7.2
EPS	적전	적지	흑전	-16.5	7.2
수정순이익	적전	적지	흑전	-23.4	11.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	812	-2,055	9,248	3,871	5,627
당기순이익	-204	-1,637	6,105	5,064	5,426
감가상각비	579	470	499	516	495
무형자산상각비	99	101	87	94	90
외환손익	-633	1,183	-539	170	-319
자산처분손익	83	-866	346	192	253
지분법손익	-30	61	-14	23	4
영업활동자산부채 증감	-1,719	-5,726	1,814	715	1,703
기타	2,638	4,360	950	-2,902	-2,026
투자활동현금흐름	-2,487	135	-2,290	279	-727
투자자산의 처분	-1,214	-489	-1,300	-479	-640
유형자산의 처분	45	155	257	206	232
유형자산의 취득	-791	-208	-161	-185	-173
무형자산의 처분	-150	-100	53	-24	15
기타	-391	726	-1,083	776	-165
재무활동현금흐름	782	3,000	-11,690	-334	-376
단기차입금의 증가	-1,063	3,445	-10,970	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-8	-7	-503	-334	-376
기타	1,853	-439	-217	0	0
현금및현금성자산의순증가	-723	860	-4,567	3,815	4,523
기초현금및현금성자산	24,286	23,563	24,423	19,856	23,671
기말현금및현금성자산	23,563	24,423	19,856	23,671	28,194
Gross Cash Flow	3,461	5,214	12,149	10,372	10,533
Op Free Cash Flow	-3,351	-2,218	9,732	7,578	8,811

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	97,365	95,823	85,670	87,089	89,878
현금및현금성자산	23,563	24,423	19,856	23,671	28,194
유동금융자산	5,591	3,701	4,078	4,862	5,791
매출채권및유동채권	47,770	46,683	42,146	39,851	38,779
재고자산	8,253	10,907	12,189	11,566	10,500
기타유동비금융자산	12,188	10,109	7,400	7,139	6,614
비유동자산	36,401	41,143	43,027	41,750	41,317
장기매출채권및비유동채권	750	768	753	702	712
투자자산	14,564	18,716	19,637	19,331	19,041
유형자산	9,781	8,975	8,637	8,454	8,155
무형자산	1,936	2,095	2,016	2,055	2,035
기타비유동자산	9,369	10,588	11,984	11,208	11,373
자산총계	133,766	136,966	128,697	128,839	131,196
유동부채	72,250	85,813	77,386	75,704	75,674
매입채무및기타유동채무	38,684	42,883	43,881	43,678	43,927
단기차입금	10,271	16,835	12,564	12,564	12,564
유동성장기차입금	4,586	10,705	5,673	5,673	5,673
기타유동부채	18,709	15,390	15,268	13,789	13,511
비유동부채	27,984	18,756	15,992	13,086	10,423
장기매입채무및비유동채무	345	86	249	160	199
사채및장기차입금	17,803	9,356	7,261	7,261	7,261
기타비유동부채	9,836	9,314	8,481	5,665	2,963
부채총계	100,234	104,569	93,377	88,790	86,098
자본금	3,550	3,584	3,859	3,859	3,859
주식발행초과금	5,581	5,745	7,135	7,135	7,135
이익잉여금	25,042	23,343	25,012	29,810	34,935
기타자본	-1,385	-1,000	-1,358	-1,358	-1,358
지배주주지분자본총계	32,788	31,673	34,648	39,446	44,572
비지배주주지분자본총계	744	724	671	602	526
자본총계	33,532	32,397	35,320	40,049	45,098
순차입금	11,219	13,273	7,282	3,467	-1,056
총차입금	34,782	37,696	27,138	27,138	27,138

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)	-363	-2,349	7,848	6,556	7,028
EPS	47,247	45,246	41,197	46,832	52,851
BPS	2,968	5,243	13,829	11,925	12,142
주당EBITDA	1,144	-2,867	11,824	4,949	7,194
CFPS	0	300	350	400	450
DPS					
주가배수(배)	-73.0	-12.0	6.4	7.6	7.1
PER	0.6	0.6	1.2	1.1	0.9
PBR	14.6	9.1	4.4	4.6	4.1
EV/EBITDA	39.7	-19.0	5.9	6.9	6.5
PCFR					
수익성(%)	1.3	2.7	7.9	7.2	7.3
영업이익률(보고)	1.3	2.7	7.9	7.2	7.3
영업이익률(핵심)	1.9	3.2	8.4	7.8	7.8
EBITDA margin	-0.2	-1.4	4.7	4.2	4.4
순이익률	-0.8	-5.2	18.5	13.8	13.1
자기자본이익률(ROE)	-5.4	14.1	41.0	46.0	56.9
투자자본이익률(ROIC)					
안정성(%)	298.9	322.8	264.4	221.7	190.9
부채비율	33.5	41.0	20.6	8.7	-2.3
순차입금비율	1.1	1.7	8.7	6.3	6.5
이자보상배율(배)					
활동성(배)	2.4	2.5	2.9	2.9	3.1
매출채권회전율	13.6	12.2	11.2	10.1	11.1
재고자산회전율	3.1	2.9	3.0	2.7	2.8
매입채무회전율	-363	-2,349	7,848	6,556	7,028

현대건설 (000720)



BUY(Maintain)

주가(10/16) 54,600원

목표주가 75,000원

하반기 실적에 대해 해외매출 정상화에 따른 실적 개선을 기대했지만, 아쉽게도 쿠웨이트 자베르 교량, UAE 사브, 카타르 루사일 도로 등에서 준공정산 손실이 발생할 것으로 예상돼 수익성 개선은 어려울 전망이다. 다만 내년에는 양호한 수익성을 기록중인 해외 현장들의 공정률이 본격화되면서 실적개선을 기대해 볼 만하다. 자체사업의 비중이 증가하고 공급물량 역시 크게 증가한 주택부문은 내년부터 히든카드가 될 수 있을 전망이다.

Stock Data

KOSPI (10/16)		2,145.12pt
시가총액		60,800억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	79,100 원	34,250원
최고/최저가 대비 등락	-30.97%	59.42%
주가수익률	절대	상대
	1M	-20.4%
	6M	29.4%
	1Y	38.1%
		-14.0%
		48.2%
		59.6%

Company Data

발행주식수	111,356천주
일평균 거래량(3M)	1,272천주
외국인 지분율	23.04%
배당수익률(18E)	0.92%
BP (18E)	58,740원
주요 주주	현대자동차 외3인 34.92%
	국민연금공단 11.23%

Price Trend



아쉽지만, 버릴 수 없는 카드

>>> 아쉬운 타이밍에 발생한 해외 손실

우리는 동사의 하반기 실적에 대해 해외매출 정상화에 따른 실적 개선을 기대했다. 하반기 매출은 해외 7개 현장(이라크 카르발라 정유, 쿠웨이트 알주르 LNG터미널, 사우디 예탄 회수처리, 쿠웨이트 KNPC/NRP PKG 5, 우즈벡 GTL, 방글라데시 마타하리 항만, 카타르 알부스탄 도로)에서만 1.2조원의 매출이 발생하면서 반등에 성공할 전망이다. 다만, 쿠웨이트 자베르 교량, UAE 사브, 카타르 루사일 도로 등에서 준공정산 손실이 발생할 것으로 예상돼 수익성 개선은 어려울 전망이다.

>>> 조금씩 지연되는 해외 수주

하반기 기대했던 사우디 킹살만 조선소(15억불)는 3개 패키지 모두 중국 업체가 최저가 입찰한 것으로 파악돼 수주가 어려울 전망이다. 수익성이 기대되는 인도네시아 투자개발 사업도 파인낸싱이 어려워 당분간 추진되기 어려워 보인다. 다만, 결과는 지연되고 있지만 이라크 유정물공급시설(25억불, 단독)은 연내 수주 가능성이 높은 것으로 파악된다. 더불어 연결 파이프라인 공사(30억불, 단독)가 내년 입찰이 진행될 것으로 보여 수주 모멘텀을 이어갈 전망이다. 이외에도 알제리 오마셰 복합화력발전(7억불, 수의계약), 사우디 송변전(2억불) 등의 프로젝트가 대기 중이다.

>>> 힐스테이는 죽지 않았다!

예상보다 올해 실적은 기대치에 미치지 못하겠지만, 문제 현장들이 올해 준공되면서 내년 실적은 원가율이 확연히 개선될 전망이다. 주택공급은 3분기 기준 목표 대비 70% 이상 달성하면서 안정적인 주택매출 증가를 이어갈 수 있게 됐다. 전반적으로 주택공급이 계획대비 지연되고 있는 점을 감안하면, 향후 안정적인 주택실적이라는 강점을 보유하게 될 전망이다. 특히 자체사업의 공급과 계약고는 2015년부터 올해까지 비교해보면 가장 많은 수준을 기록하고 있다. 내년부터는 주택 매출과 수익성에 대한 걱정은 접어두자. 남북경협에 있어서는 현대아산과의 역학구도에 따라 경쟁사 대비 과도한 프리미엄은 경계해야 한다. 하지만 과거 북한 현지 공사수행경험과 노하우, 높은 이해도 등에 따른 남북경협에 대한 실질적인 수혜는 인정할 수밖에 없다. '범현대가' 대장으로서의 힘을 지켜보자.

현대건설 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	41,395	42,081	42,431	42,965	35,382	42,401	45,494	47,664	168,871	170,941	179,714
현대건설	24,715	25,427	25,942	25,596	21,272	25,096	28,513	29,222	101,680	104,103	107,736
현대엔지니어링	15,295	15,593	15,398	16,397	12,559	16,482	16,058	17,459	62,683	62,558	65,584
매출원가율	89.0	89.2	89.7	90.0	88.2	89.7	90.8	91.1	89.5	90.1	89.3
현대건설	91.3	92.5	91.7	91.8	90.9	91.6	93.2	93.8	91.8	92.5	91.4
현대엔지니어링	85.6	84.1	86.5	87.3	84.1	87.0	86.7	86.9	85.9	86.3	86.0
매출총이익률(%)	11.2	10.8	10.3	9.8	11.8	10.3	9.2	8.9	10.5	9.9	10.7
영업이익	2,440	2,664	2,811	1,946	2,185	2,209	2,446	2,016	9,861	8,857	10,908
영업이익률(%)	5.9	6.3	6.6	4.5	6.2	5.2	5.4	4.2	5.8	5.2	6.1
세전이익	624	3,062	1,721	141	2,118	3,110	1,619	1,732	5,548	8,579	10,397
순이익	547	2,047	1,111	11	1,402	2,017	1,102	1,205	3,716	5,726	7,347

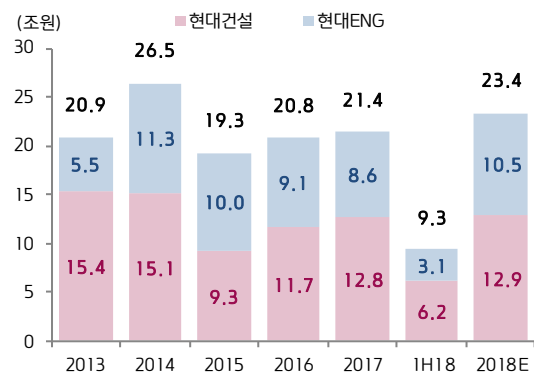
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 해외 수주 및 국내 플랜트 파이프라인

1H18	2H18	2019년
2.22 수주 싱가포르 Tuas Terminal(4 억불)	이라크 유정물공급시설(25억불, 단독)	이라크 유정물공급시설 연결 파이프라인(30억불, 단독)
	이라크 정유(6억불)	英 Moorside 원전 프로젝트
4.2 수주 우즈벡 Navoi 복합화력(5.4 억불) LOA	사우디 드라이 도크 4,5,6 (35억불) 3개 pkg - 조선소, 수리조선소, 조선소제반시설 모두 입찰 - 중국 업체와 컨소시엄 50:50 - 발주처: 아람코(현대중공업 10% 출자) - 피드 설계 참여 - 현대중공업 울산조선소 설계 및 시공 경력	UAE 가솔린&아로마틱스(GAP)(35억불) - 기술입찰 18.9, 상업입찰 18.11 예정 현대건설-현대엔지니어링 GS 건설 삼성엔지니어링-CB&I SK 건설 Fluor-대우건설-CPECC TR
	알제리 HMD 가스(25억불) 기술입찰 18년 6월, 상업입찰 18년 9월 GS 건설-페트로팩 삼성엔지니어링-TR 현대건설-현대엔지니어링-대우건설 테크니움-페트로팩 사이노팩-CTI 엔지니어링 차이나 HQC 화루엔지니어링	코소보 석탄화력발전소(15억불) CMEC 엔카-MHPS-TR GE 컨소시엄 현대건설 컨소시엄
	알제리 오마세 복합화력발전(7억불, 수의계약)	인도네시아 Balikpapan Refinery(40 억불) 플루어-치요다-삼성엔지니어링-트리파트라 GS 건설-사이팜-아드히 카리아 JGC-테크닉 FMC-CTCI-위자야 카리아 SK 건설-현대엔지니어링-레카야사
	쿠웨이트 항만(3.5억불)	GS 칼텍스 Mixed Feed Cracker(2.6조원) - 올레핀 생산시설(혼합유분크래커)
	인도네시아 복합화력발전(3억불)	LG 화학(2.8조원) 1) NCC 증설 및 고부가 PO 증설(2.6조원) 2) 당진 미래유망소재 단지(2000억원)
	우즈벡 송전(1억불)	현대케미칼(현대오일뱅크/롯데케미칼) Heavy Feed Petrochemical Complex (2.7조원) - 올레핀 생산시설(중질유 석유화학 설비)
	미얀마 송전(1억불)	S-OIL 온산 스팀크래커 및 올레핀
	사우디 송변전(2억불)	다운스트림(45억불)
	베트남 지하저장고(1.5억불)	- 타당성조사 진행 중

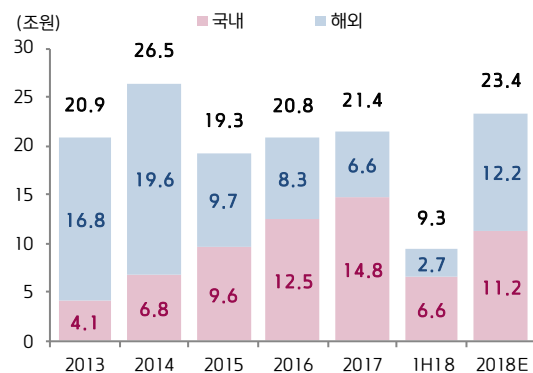
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 연결기준 수주 추이 및 경영계획



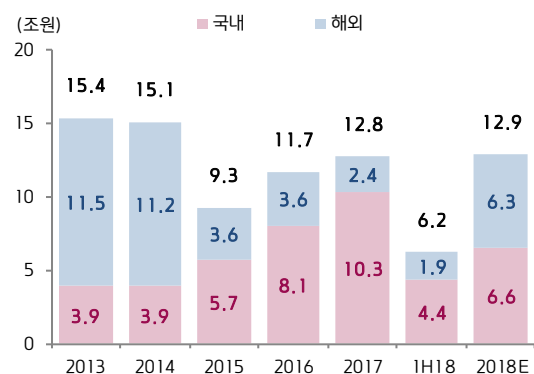
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 연결기준 수주 추이 및 경영계획



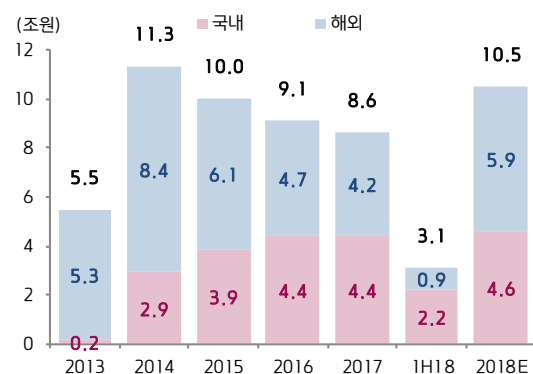
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 별도기준 수주 추이 및 경영계획



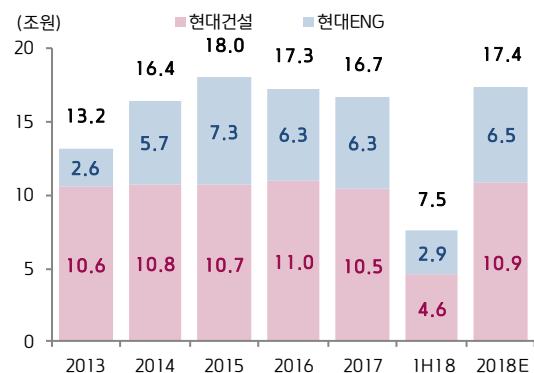
자료: 현대건설, 키움증권

현대엔지니어링 수주 추이 및 경영계획



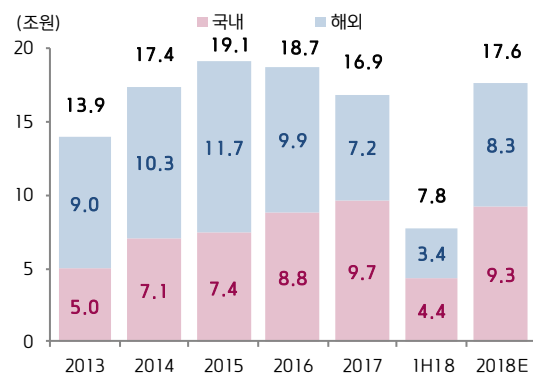
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 연결기준 매출 추이 및 경영계획



자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 연결기준 매출 추이 및 경영계획



자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 2분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 현황 (단위: 백만원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약잔액	공정률
U.A.E 원전 건설공사	2010-03-26	2020-12-31	3,824,199	415,030	89.1%
U.A.E 사브 해상원유 및 가스처리시설공사	2013-03-18	2018-11-30	2,273,048	12,613	99.4%
쿠웨이트 셰이크 자베르 코즈웨이 건설공사	2012-11-14	2018-11-03	2,184,763	11,121	99.5%
베네수엘라 푸에르토리크루스 정유공장	2012-06-27	2018-12-31	2,104,593	202,477	90.4%
이라크 카르발라 정유공장	2014-04-15	2018-11-27	1,805,773	896,290	50.4%
쿠웨이트 알주르 엘엔지 수입항 건설공사	2016-05-15	2021-02-12	1,699,270	1,091,911	35.7%
리비아 트리폴리 웨스트 화력발전소 공사	2010-07-19	2018-12-31	1,410,901	696,701	50.6%
카타르 루사일 고속도로 건설공사	2012-05-21	2018-09-30	1,399,466	42,807	96.9%
사우디 우쓰마니아 에탄 화수처리시설	2016-10-27	2019-11-26	824,979	582,748	29.4%
싱가폴 Marina South 복합개발 공사	2013-06-19	2018-07-31	824,613	19,282	97.7%
리비아 알칼리즈 화력발전소 공사	2007-12-17	2018-12-31	737,201	23,850	96.8%
쿠웨이트 KNPC, NRP PKG 5 공사	2015-10-13	2019-07-07	675,195	298,964	55.7%
BANGLADESH MATABARI CFPP PORT OFFSHORE	2017-08-21	2024-01-21	661,188	619,153	6.4%
인도네시아 필레본 II 석탄화력발전소 공사	2016-03-31	2020-06-29	603,071	545,136	9.6%
우즈베키스탄 천연가스 액화 정제 시설 공사	2016-12-01	2020-04-30	556,029	322,531	42.0%
싱가폴 테공섬 매립공사 2단계 공사	2015-08-25	2023-03-24	494,527	300,304	39.3%
카타르 AL BUSTAN ST. 도로 확장 및 신설 공사	2017-10-15	2020-10-28	485,703	458,868	5.5%
싱가폴 투아스 터미널 Phase 2 (Finger 3)	2018-03-07	2027-03-06	418,180	416,298	0.5%
합계			22,982,699	6,956,084	69.7%

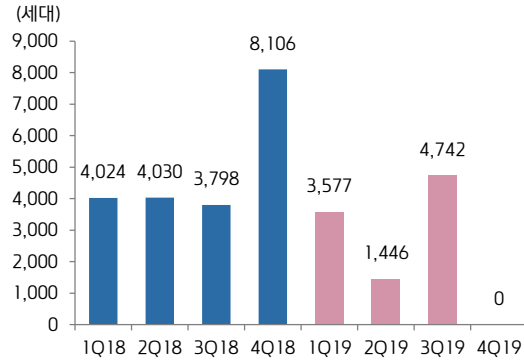
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설 주택 관련 지표

분양물량 및 분양계획물량(세대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	
										분양완료	분양예정
전국	2,911	13,131	10,205	2,119	9,746	22,833	14,441	5,220	23,711	14,331	9,380
서울	516	6,504	2,221	490	3,228	6,029	3,916	3,509	3,803	1,892	1,911
수도권(서울 제외)	2,395	1,530	1,536	1,629	3,092	11,247	6,246	0	9,700	7,307	2,393
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	0	2,573	5,818	0	846	1,761	371	684	6,456	3,768	2,688
기타 지방	0	2,524	630	0	2,580	3,796	3,908	1,027	3,752	1,364	2,388
전국 분양가(만원/3.3㎡)	1,210	1,160	945	1,676	1,156	1,220	1,353	1,755	1,716		
서울 분양가(만원/3.3㎡)	3,116	1,974	1,344	1,785	1,925	2,096	2,335	2,308	4,003		
재고 + 입주예정물량	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
전국	7,367	7,496	9,038	6,015	6,267	4,756	8,007	11,442	19,958	9,765	
서울	1,451	5,918	453	680	2,603	1,942	2,414	2,507	5,175	2,964	
수도권(서울 제외)	4,962	1,121	6,482	2,677	1,076	1,629	952	5,286	7,973	5,485	
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	954	457	1,388	1,216	876	1,185	3,726	846	1,761	371	
기타 지방	0	0	715	1,442	1,712	0	915	2,803	5,049	945	

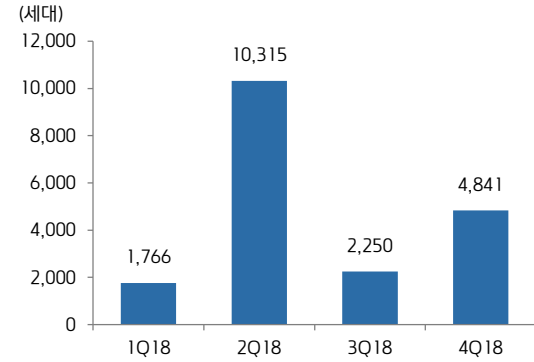
자료: Reps, 현대건설, 키움증권

현대건설 분기별 아파트 입주 물량 추이 (5X7)



자료: Reps, 현대건설, 키움증권

현대건설 분기별 신규 아파트 공급 추이 (5X7)



자료: Reps, 현대건설, 키움증권

현대건설 아파트 자체현장 현황

년도	사업장명	착공일자	준공일자	세대수	기본 도금액	계약잔액	회계기준
2015	김해울하2지구공공민간공동	2015.01	2019.04		693	199	진행 기준
	창원 감계 힐스테이트 2차	2015.04	2017.10	836	2,489		
	힐스테이트 세종 2차	2015.08	2018.03	979	3,134		
2016	힐스테이트 레이크송도	2015.10	2019.06	886	2,385	930	
	하남감일 공공주택지구	2016.02	2020.05		1177	881	
	킨텍스 원시티(한류월드)	2016.04	2019.08	735	415,3	1374	
	원메이저(김해울하 2지구)	2016.07	2018.12	957	3414	1096	
	힐스테이트 레이크송도 2차	2016.10	2020.02	889	2,235	1275	
2017	힐스테이트 자이 논산	2017.01	2019.01	346	598	242	
	울하 자이 힐스테이트	2017.01	2019.01	560	1,116	484	
	디에이치자이 개포(개포8단지)	2018.04	2021.07	676	10,025	9727	
2018	힐스테이트 리버시티	2018.04	2020.07	3,510	14,639	14,203	
	세종 마스터힐즈	2018.03	2020.09	1,240	4,208	4074	
	하남 포웰시티(하남 감일지구)	2018.05	2021.02	937	5,541	5317	
합계	총 12개 사업장						

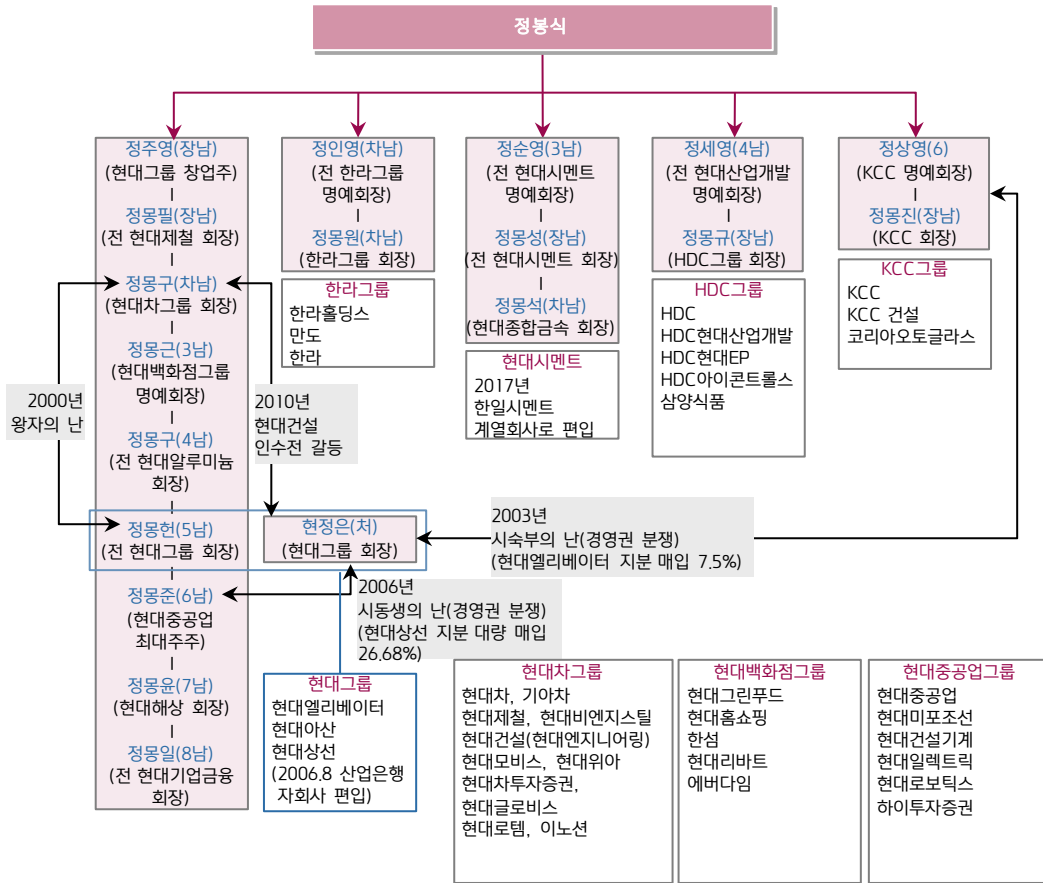
자료: 현대건설, 키움증권

현대건설, 현대엔지니어링 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대건설	1	힐스테이트 동탄 2차	수도권	679	432	1.54:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.96:1)
현대ENG	1	힐스테이트 송정	지방	526	504	6.31:1	전 타입 순위내 청약 마감(6.74:1)
현대건설	3	디에이치 자이 개포	서울	1,690	1,246	25.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	3	힐스테이트 리버시티	수도권	3,510	3,292	3.99:1	전 타입 순위내 청약 마감(4.63:1)
현대건설	4	세종 마스터힐스	세종	3,100	439	22.34:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	4	힐스테이트 천안	지방	451	443	0.31:1	청약 미달(순위내 0.40:1)
현대건설	5	힐스테이트 금정역	수도권	1,482	506	15.43:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	5	힐스테이트 범어	광역시	414	116	85.32:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	5	하남 포웰시티	수도권	2,603	633	18.71:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	6	힐스테이트 학익	수도권	616	490	3.98:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	7	힐스테이트 지제	수도권	1,519	210	2.22:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	7	힐스테이트 신촌	서울	1,226	200	48.02:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대ENG	7	부천 힐스테이트 중동	수도권	999	615	18.86:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	7	힐스테이트 속초 센트럴	지방	394	234	8.83:1	전 타입 순위내 청약 마감(9.17:1)
현대건설	8	힐스테이트 연산	광역시	1,651	710	6.24:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	9	힐스테이트 범어 센트럴	광역시	343	208	29.94:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대건설	10	힐스테이트 펜타힐즈	지방	657			
현대건설	10	힐스테이트 판교 엘포레	수도권	121			
현대건설	11	일원대우 재건축	서울	173			
현대건설	11	삼호가든 3차 재건축	서울	848			
현대건설	11	힐스테이트 녹번역	서울	879			
현대건설	12	대구 봉덕새길 재건축	광역시	338			
현대ENG	12	힐스테이트 북위례	수도권	1,078			
현대 ENG	4Q	부산 명륜 2차 공동주택	광역시	874			
현대ENG	4Q	판교 알파돔 시티 복합개발	수도권	586			

자료: APT2you, 현대건설, 현대엔지니어링, 키움증권

현대가 주요 가계도 및 역학 관계: HDC그룹, 한라그룹, 현대백화점 그룹 수혜 전망



주: 보다 자세한 범현대가 프리미엄 점검에 대한 내용은 <2018.7.23 '경협을 위한 건설, 건설을 위한 경협'> 참고
 자료: 키움증권

현대아산 주요 주주 현황

주주명	주식수	지분율(%)
현대엘리베이터(주)	16,175,504	67.58
현대건설(주)	1,785,484	7.46
KB증권(주)	1,190,952	4.98
현대자동차(주)	450,000	1.88
현대유엔아이(주)	500,411	2.09
(주)현대백화점	261,290	1.09
기타	3,012,255	12.58
자기주식	560,142	2.34
합계	23,936,038	100

자료: 현대아산, 키움증권

현대건설 북한 수행공사 현황

사업부	현장명	계약고	공기
토목	개성공단 폐수종말처리시설 건설공사	131	2005.04.29~2007.06.28
	금강산 여객선 부두시설공사	940	1998.07.01~2000.06.30
건축	금강산 면회소 건립공사	517	2005.08.31~2008.07.12
	개성공업지구 직업훈련센터 신축공사	106	2006.07.19~2007.12.10
	남북경제협력협회사무소 숙소	32	2006.12.29~2007.10.30
	남북경제협력사무소 청사	75	2006~2007
	금강산 관광지구 소방서 신축공사	15	2007.09.12~2008.07.08
	금강산 편의시설 온천장 신축공사	254	1999.02.01~2000.10.31
	금강산 관광편의시설 2차 공사	32	2000.09.21~2001.04.30
	평양 아산 종합체육관	503	2000.07.01~2003.10.06
	평양 아산 종합체육관	46	2000.07.01~2001.12.31
플랜트	대북경수로 원전주설비공사	1,517	1999~2002
	KEDO 원전 부대공사	603	1999~2002
	KEDO 원전 도,방수로 및 사택공사	439	1999~2002
	KEDO 원전 기반시설공사	1,135	1999.10.16~2002.05.20
	LWR 공사	696	1997.08.16~1999.10.15
전력(에너지)	개성공단 전력공급	7	2006.08.03~2007.07.13
	개성변전소 조경공사	1	2006.11.13~2007.06.30
	지붕 재생산설비 기자재 공급공사	22	1999.07.03~2000.10.31
	154KV 개성변전소 토건공사	16	2006.04.19~2007.04.23
	154KV 개성변전소 건설공사	9	2006.04.19~2007.07.31
합계		7,096	

자료: 현대건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	188,250	168,871	170,941	179,714	187,051
매출원가	168,953	151,081	153,955	160,426	166,762
매출총이익	19,297	17,790	16,985	19,288	20,289
판매비및일반관리비	7,708	7,929	8,129	8,380	8,562
영업이익(보고)	11,590	9,861	8,857	10,908	11,728
영업이익(핵심)	11,590	9,861	8,857	10,908	11,728
영업외손익	-1,775	-4,313	-277	-512	53
이자수익	788	929	1,036	1,092	1,340
배당금수익	14	80	32	56	44
외환이익	3,247	2,965	3,036	2,695	2,602
이자비용	871	768	1,002	1,050	1,050
외환손실	2,473	4,972	2,636	2,737	2,148
관계기업지분법손익	-62	-23	-16	-20	-18
투자및기타자산처분손익	-115	30	-39	-4	-22
금융상품평가및기타금융이익	1	0	136	68	102
기타	-2,303	-2,554	-825	-612	-797
법인세차감이익	9,815	5,548	8,579	10,397	11,780
법인세비용	2,498	1,833	2,854	3,050	3,404
유효법인세율 (%)	25.4%	33.0%	33.3%	29.3%	28.9%
당기순이익	7,317	3,716	5,726	7,347	8,376
지배주주지분순이익(억원)	5,721	2,017	4,186	5,376	6,174
EBITDA	13,494	11,795	10,641	12,649	13,469
현금순이익(Cash Earnings)	9,222	5,649	7,510	9,088	10,117
수정당기순이익	7,402	3,696	5,664	7,303	8,320
증감율(% YoY)					
매출액	-2.1	-10.3	1.2	5.1	4.1
영업이익(보고)	6.4	-14.9	-10.2	23.2	7.5
영업이익(핵심)	6.4	-14.9	-10.2	23.2	7.5
EBITDA	5.0	-12.6	-9.8	18.9	6.5
지배주주지분 당기순이익	35.9	-64.7	107.5	28.4	14.8
EPS	35.9	-64.7	107.5	28.4	14.8
수정순이익	16.2	-50.1	53.3	28.9	13.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	10,865	5,144	2,214	6,485	8,453
당기순이익	7,317	3,716	5,726	7,347	8,376
감가상각비	1,362	1,345	1,230	1,221	1,221
무형자산상각비	543	589	554	520	520
외환손익	-339	2,560	-320	41	-454
자산처분손익	115	-30	39	4	22
지분법손익	62	23	16	20	18
영업활동자산부채 증감	-2,922	-6,307	-6,975	-2,986	-1,579
기타	4,727	3,247	1,945	318	331
투자활동현금흐름	-7,752	-163	-95	-3,463	-4,213
투자자산의 처분	-6,337	604	1,485	-2,082	-2,960
유형자산의 처분	42	113	76	77	89
유형자산의 취득	-1,787	-498	-786	-761	-759
무형자산의 처분	-86	-37	-52	-58	-49
기타	384	-355	-860	-697	-583
재무활동현금흐름	-1,769	-3,809	-60	-1,086	-1,086
단기차입금의 증가	-2,726	-2,723	-1,928	0	0
장기차입금의 증가	2,042	0	2,987	-0	-0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,084	-1,086	-1,086	-1,086	-1,086
기타	-0	-0	-33	0	0
현금및현금성자산의순증가	1,526	-427	2,284	2,234	3,452
기초현금및현금성자산	19,974	21,500	21,072	23,357	25,591
기말현금및현금성자산	21,500	21,072	23,357	25,591	29,042
Gross Cash Flow	15,931	14,215	12,635	13,812	14,649
Op Free Cash Flow	5,751	1,696	-118	5,644	7,692

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	149,379	132,498	137,712	144,562	154,315
현금및현금성자산	21,500	21,072	23,358	25,592	29,044
유동금융자산	18,541	15,570	18,051	19,777	22,445
매출채권및유동채권	71,220	53,978	52,559	56,900	60,645
재고자산	11,994	21,055	22,379	19,105	18,656
기타유동비금융자산	26,125	20,823	21,365	23,187	23,526
비유동자산	49,355	51,821	49,986	50,701	51,196
장기매출채권및비유동채권	4,136	3,643	3,790	3,985	4,148
투자자산	12,012	15,177	11,614	11,974	12,275
유형자산	14,981	13,988	13,639	13,101	12,550
무형자산	8,103	7,602	7,362	7,362	7,362
기타비유동자산	10,123	11,411	13,581	14,278	14,861
자산총계	198,734	184,319	187,698	195,262	205,511
유동부채	87,496	72,190	71,367	72,997	77,720
매입채무및기타유동채무	51,611	45,610	44,793	44,914	48,711
단기차입금	1,634	3,626	2,813	2,813	2,813
유동성장기차입금	287	337	337	337	337
기타유동부채	33,964	22,618	23,425	24,933	25,859
비유동부채	29,992	27,399	30,515	30,188	28,425
장기매입채무및비유동채무	434	1,385	1,465	1,540	1,603
사채및장기차입금	19,717	16,981	17,866	17,866	17,866
기타비유동부채	9,841	9,033	11,184	10,782	8,956
부채총계	117,488	99,590	101,882	103,186	106,145
자본금	5,573	5,573	5,573	5,573	5,573
주식발행초과금	2,875	2,875	2,875	2,875	2,875
이익잉여금	46,218	48,132	51,367	55,915	61,264
기타자본	8,625	8,096	5,654	5,654	5,654
지배주주지분자본총계	63,290	64,676	65,468	70,017	75,365
비지배주주지분자본총계	17,956	20,053	20,348	22,060	24,001
자본총계	81,246	84,729	85,816	92,077	99,367
순차입금	4,138	1,771	558	-1,676	-5,128
총차입금	25,638	22,844	23,916	23,916	23,916

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,133	1,810	3,756	4,824	5,539
BPS	56,786	58,029	58,740	62,821	67,620
주당EBITDA	12,107	10,582	9,547	11,349	12,084
CFPS	9,749	4,615	1,987	5,819	7,585
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	8.3	20.1	14.5	11.3	9.9
PBR	0.8	0.6	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	5.3	7.7	6.4	5.9
PCFR	5.2	7.2	8.1	6.7	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.2	5.8	5.2	6.1	6.3
영업이익률(핵심)	6.2	5.8	5.2	6.1	6.3
EBITDA margin	7.2	7.0	6.2	7.0	7.2
순이익률	3.9	2.2	3.3	4.1	4.5
자기자본이익률(ROE)	9.5	3.2	6.4	7.9	8.5
투자자본이익률(ROIC)	17.2	13.8	11.7	14.1	15.3
안정성(%)					
부채비율	144.6	117.5	118.7	112.1	106.8
순차입금비율	5.1	2.1	0.6	-1.8	-5.2
이자보상배율(배)	13.3	12.8	8.8	10.4	11.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.7	3.2	3.3	3.2
재고자산회전율	14.9	10.2	7.9	8.7	9.9
매입채무회전율	3.7	3.5	3.8	4.0	4.0

HDC현대산업개발 (294870)



BUY(Maintain)

주가(10/16) 41,000원

목표주가 60,000원(하향)

IFRS15 도입에 따 자체 현장 3곳이 인도 기준으로 인식되면서 하반기 자체사업 매출액은 크게 부진할 전망이다. 다만, 보유 중인 개발 파이프라인 탄탄해 긴 호흡으로 주목해야 한다. 단기적으로 저평가를 탈피할 만한 모멘텀이 부재하다. 하지만 중장기적으로 디벨로퍼로 가고자 하는 길은 높게 평가하기에, 투자 의견은 BUY를 유지한다. 목표주가는 '19년 EPS 7,089원에 선진디벨로퍼의 P/E를 50% 할인한 8.5배를 적용해 60,000원으로 하향한다.

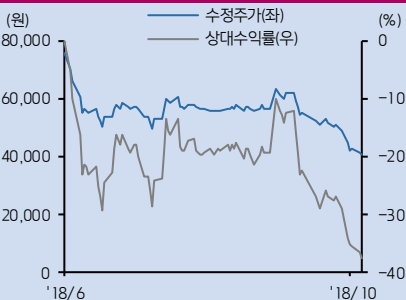
Stock Data

KOSPI (10/16)		2,145.12pt	
시가총액		18,015억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		75,600 원	41,000원
최고/최저가 대비 등락		-45.77%	0.00%
주가수익률		절대	상대
	1M	-34.2%	-28.9%
	6M	N/A	N/A
	1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	43,938천주
일평균 거래량(3M)	301천주
외국인 지분율	31.02%
배당수익률(18E)	7.32%
BP (18E)	40,546원
주요 주주	HDC 외9인 38.46%
	국민연금공단 11.77%

Price Trend



정밀한 진단이 필요하다

>>> 실적 변동성 확대 구간

당초 IFRS 15 도입에 따른 영향이 거의 없을 것으로 예상된 것과 달리 매출액으로 인식되어야 할 자체 현장 3곳(청주가경1차, 영통아이파크캐슬, 청주가경2차)이 인도 기준으로 인식되면서 하반기 자체사업 매출액은 크게 부진할 전망이다. 3분기 자체 매출에는 김포한강, 김포사우, 팽택비전의 일부 잔여 입주세대(약 80여 세대)에 대한 매출만 인식될 예정이다. 다만 청주가경1차와 영통아이파크캐슬은 내년 상반기 준공으로 내년 상반기에는 양호한 자체 매출을 기록할 것으로 예상된다. 이후 실적은 하반기 분양할 자체현장의 회계기준에 따라 변동성이 일시적일지 확대될 지 결정된다.

>>> 메가 디벨로퍼, 험난하지만 가야하는 길

현물출자에 따라 HDC는 사업회사 지분을 32.99% 보유하게 되면서 1) 시장에서 매입해야 하는 부담을 덜었고, 2) 사업회사의 배당성향이 분할 시점에 예상됐던 30~ 40%에 못 미칠 수 있는 요인이 됐다. 이는 랜드뱅크 등 투자재원으로 활용돼 디벨로퍼의 가치를 높이는 방향으로 쓰인다면 멀티플 상향 요인이 될 수 있다. 하지만 토지 확보가 어려워지는 국면이며, 실제 올해 용지투자 가이던스도 기존 4,279억 원에서 2,000억 원으로 하향됐다. 다만, 보유 개발사업이 탄탄해 서두르기 보다는 양질의 랜드뱅크를 할 수 있는 시간적 여유가 있다는 점은 긍정적이다. 2020년에는 광운대 개발사업과 파주 서패동 개발사업이 예정돼 있어 주택실적 피크 논란에도 안정적인 성장을 이어갈 수 있을 전망이다.

>>> 긴 호흡으로 보면 지나친 과매도 국면

분할 이슈로 과도하게 할인되어 거래되어 왔고, 실적은 회계이슈라는 점을 감안하면 저평가 국면이다. 남북경협 관련 해서도 당장 사업 가능한 자산을 보유한 유일한 건설사다. 우수한 인프라 시공능력과 항만 강자로 남북경협이 본격화될 경우 수혜는 분명하며, 탄탄한 재무구조를 기반으로 투자개발사업에 언제든 참여 가능하다. 범현대가의 일원으로 현대아산과의 역학구도를 감안하면 실질적인 수혜가 기대된다. 다만, 분할 당시 기대와 달리 HDC그룹의 투자 매력도가 크게 감소했다. 단기적으로 저평가를 탈피할 만한 모멘텀이 부재하다. 하지만 중장기적으로 디벨로퍼로 가고자 하는 길은 높게 평가하기에, 투자 의견은 BUY를 유지한다. 목표주가는 '19년 EPS 7,089원에 선진 디벨로퍼의 P/E를 50% 할인한 8.5배를 적용해 60,000원으로 하향한다.

HDC현대산업개발 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액					10,790	13,080	8,132	8,844		40,846	39,495
주택(자체)					3,140	4,460	249	200		8,049	6,951
주택(외주)					5,950	6,730	5,818	6,465		24,963	24,129
토목					640	630	606	694		2,570	2,622
건축					710	860	1,000	932		3,501	3,950
기타					350	390	459	553		1,752	1,843
매출원가율					84.8	84.0	86.8	87.3		85.5	84.9
별도					84.8	84.0	86.8	87.3		85.5	84.9
주택(자체)					80.3	73.6	71.8	72.2		76.1	73.9
주택(외주)					82.7	86.1	83.7	85.0		84.4	84.1
토목					95.0	94.4	94.2	95.0		94.7	93.9
건축					104.8	104.7	101.5	99.3		102.4	98.1
기타					101.6	106.4	93.5	90.0		96.9	94.6
매출총이익률(%)					15.2	16.0	13.2	12.7		14.5	15.1
영업이익					1,240	1,580	568	613		4,001	4,085
영업이익률(%)					11.5	12.1	7.0	6.9		9.8	10.3
세전이익					1,390	1,600	571	622		4,183	4,178
순이익					1,040	1,170	426	442		3,079	3,115

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 아파트 자체현장 현황 (단위: 억원)

년도	사업장명	착공일자	준공일자	세대수	계약 도급금액	계약잔고	회계기준
2015	속초 아이파크	2015.11	2018.01	687	1,680		
	김포 한강 아이파크	2015.11	2018.02	1,230	4,164	162	잔여 입주세대
	김포 사우 아이파크	2015.11	2018.04	1,300	4,531	262	(약 80여 세대)
2016	평택 비전 아이파크	2016.03	2018.02	585	1,858	25	매출 3Q 인식예정
	청주 가경1차 아이파크	2016.12	2019.04	905	2,528	2,528	인도기준
	영통 아이파크 캐슬	2016.12	2019.03	1,070	4,424	4,424	인도기준
2017	청주 가경2차 아이파크	2017.12	2020.05	664	2,024	2,024	인도기준
합계	총 7개 사업장						

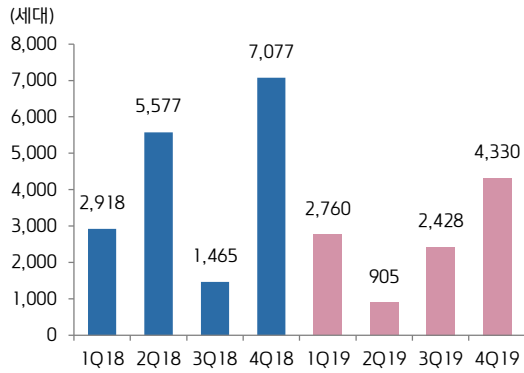
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 주택 관련 지표

분양물량 및 분양계획물량(세대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	
										분양완료	분양예정
전국	351	7,231	10,664	10,228	7,569	17,791	9,298	16,517	16,284	7,973	8,311
서울	0	1,058	0	3,244	507	4,371	4,676	6,802	5,936	2,513	3,423
수도권(서울 제외)	351	1,613	441	3,301	1,885	9,690	2,583	6,415	4,520	1,063	3,457
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	0	3,453	4,615	2,823	2,657	419	0	2,144	4,150	2,719	1,431
기타 지방	0	1,107	5,608	860	2,520	3,311	2,039	1,156	1,678	1,678	0
전국 분양가(만원/3.3㎡)	1,327	1,064	829	1,185	935	1,317	1,354	1,460	1,314		
서울 분양가(만원/3.3㎡)	-	2,016	-	1,662	1,869	2,760	1,933	1,911	1,954		
재고 + 입주예정물량	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
전국	3,724	2,967	5,222	5,399	4,642	14,458	5,557	9,868	17,037	10,423	
서울	159	0	0	195	1,101	2,511	495	1,255	6,036	5,567	
수도권(서울 제외)	1,965	1,336	3,738	441	1,613	3,301	2,473	2,616	7,901	3,459	
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	820	1,631	991	3,547	0	4,219	2,589	2,621	0	0	
기타 지방	780	0	493	1,216	1,928	4,427	0	3,376	3,100	1,397	

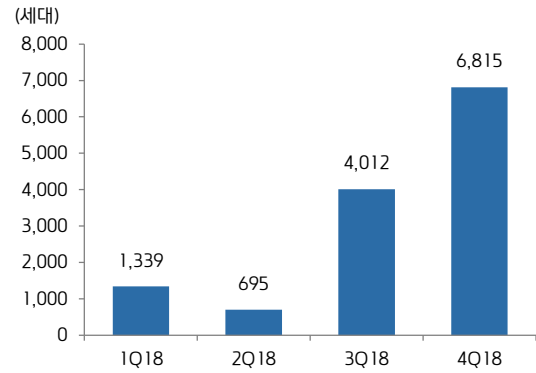
자료: Reps, HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: Reps, HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 분기별 신규 아파트 공급 추이



주: 연간 계획 중 월별 계획이 확정된 공급 물량 집계

자료: Reps, HDC현대산업개발, 키움증권

HDC그룹 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대산업	1	수지 광교산 IPARK	수도권	537	537	10.00:1	분양 5일만에 완판
현대산업	3	당산 센트럴 IPARK	서울	802	108	79.90:1	전 타입 1순위 청약 마감
아이앤콘스	3	논현 IPARK	서울	99	76	18.32:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	4	서신 아이파크 e편한세상	지방	1,390	647	63.41:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	여주 IPARK	수도권	526	507	0.99:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.28:1)
현대산업	7	꿈의숲 IPARK	서울	1,711	485	14.97:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	7	대구 연경 IPARK	광역시	792	586	24.23:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	7	청주 가경 IPARK 3단지	지방	983	906	5.30:1	전 타입 순위내 청약 마감(5.50:1)
현대산업	10	병점역 아이파크 캐슬	수도권	2,666			

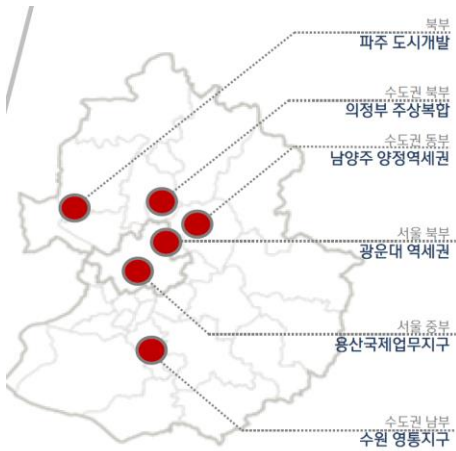
자료: APT2you, HDC그룹, 키움증권

HDC현대산업개발 투자계획

구분	2016	2017	2018(변경 전)	2018(변경 후)
경상 Cash Flow	6,982	662	1,781	1,781
보유 현금	12,276	12,898	14,524	14,524
투자 CAPEX	4,430	5,758	6,030	4,000
용지투자	2,488	1,738	4,279	2,000
용지투자 비중	56.2%	30.2%	71.0%	50.0%

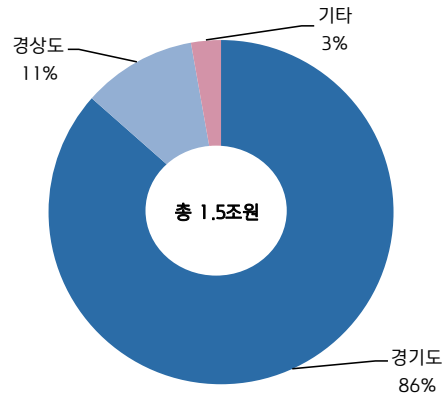
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 주요 개발 사업 용지 현황



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 용지 보유 잔고



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 주요 개발사업 현황 1

구분	의정부 주상복합	용산역 전면 공원 지하 개발	광운대 역세권 개발	파주 서해동 도시개발 사업
사업시기	2018년 하반기	2019년 1월	2020년 4월	2020년 상반기
토지소유	현대산업	코레일	현대산업	현대산업
지분출자	X	O	X	X
용지매입	O(미군기지 이전 부지)	X	O	O
대지면적	6,437평	4,000평	45,092평	147,549평
연면적	60,571평	6,898평	130,681평	151,762평
세대수	APT 938 세대/OT 774실	-	3,053세대	3,272세대(1차분)
사업비	4,217억원	970억원	1조 6,306억원	1조 3,414억원(1차분)
기타	판매시설 2,686평 임대주택공급+상업시설 자체 소유로 임대운영	판매시설 2,602평 30년 운영권(+30년) 부지조성 완료	상업용지 5,702평	평당 100만원 매입 상업시설 자체운영 검토 총 4조원 규모

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 주요 개발사업 현황 2

구분	용산 ① 국제빌딩 5구역 / ② 중대 용산병원 부지	파주 회암프로젝트	직동 물류센터	수영만
사업시기	검토 중	검토 중	검토 중	연내 계획
토지소유	코레일	LH	현대산업	부산시
지분출자	O	X	X	X
용지매입	X	검토 중(일부 매입 가능)	O	X
대지면적	① 1,076평 ② 3,292평	15.2만평	19.3만평	70,941평(육상 43,038평, 해상 27,903평)
연면적	① 16,471평 ② 30,000평		14.5만평	18,687평
사업비	① 3,000억원 ② 5,000억원	1,900억	1조 1,849억	2,245억원
기타	주택분양(80%) +상업시설 운영	공사수행 주거+물류+상업시설	창고 7개 등 위탁운영에 따른 임대수익 물리적인 관리: 아이서비스	BTO 방식 건축물 공동 소유 동사는 리조트 운영

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 광운대 역세권 개발

- * 사업 추진 일정: 2019년 10월 실시계획인가 → 2020년 03월 사업계획승인 → 2020년 04월 착공 및 분양
- * 코레일의 철도시설 이전에 따른 공도 매각에 당사가 사업 신청서 제출하여 사업협약 및 토지매매계약 체결
- * 향후 교통여건 개선(GTX C노선 등)을 통해 서울 동북권 거점 지역으로 발전 예상
- * 사업부지 내 상업용지 활용하여 '프리미엄 오피스' 및 '복합상업시설' 개발하여 운영 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 파주 서패동 도시개발 사업

- * 사업 추진 일정: 2003년~ 105,460평 토지매매계약 → 2019년 잔여 사유지 매입 → 2019년 하반기 사업계획 승인 → 2020년 상반기 분양 → 2022년 준공 예정
- * 도시개발사업을 위해 Land Banking한 부지로 파주시 도시기본계획 수립 시 주거용지로 지정
- * 대북경제협력 등 남북화해 분위기 조성에 따른 개발호재로 조기 공급 (2020년 상반기)



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 용산역 전면 공원 지하 개발

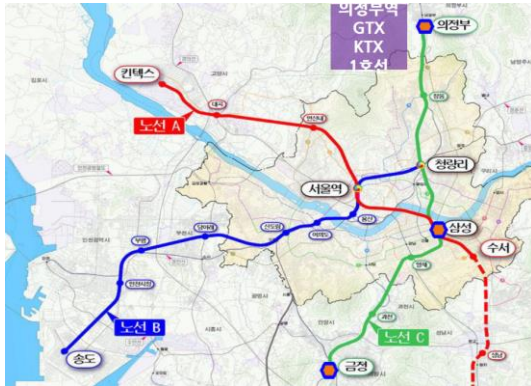
- * 지상은 문화공원이 조성되어 용산파크웨이와 연결, 지하로는 지하철역과(신분당선, 4호선) 용산역 주변 건물 연결
- * I PARK Mall 상권 확장 및 용산을 HDC 거점타운 개발하기 위한 사업으로 2019년 1월 착공 예정
- * 2018년 4월 HDC현대산업개발 우선협상 대상자 선정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

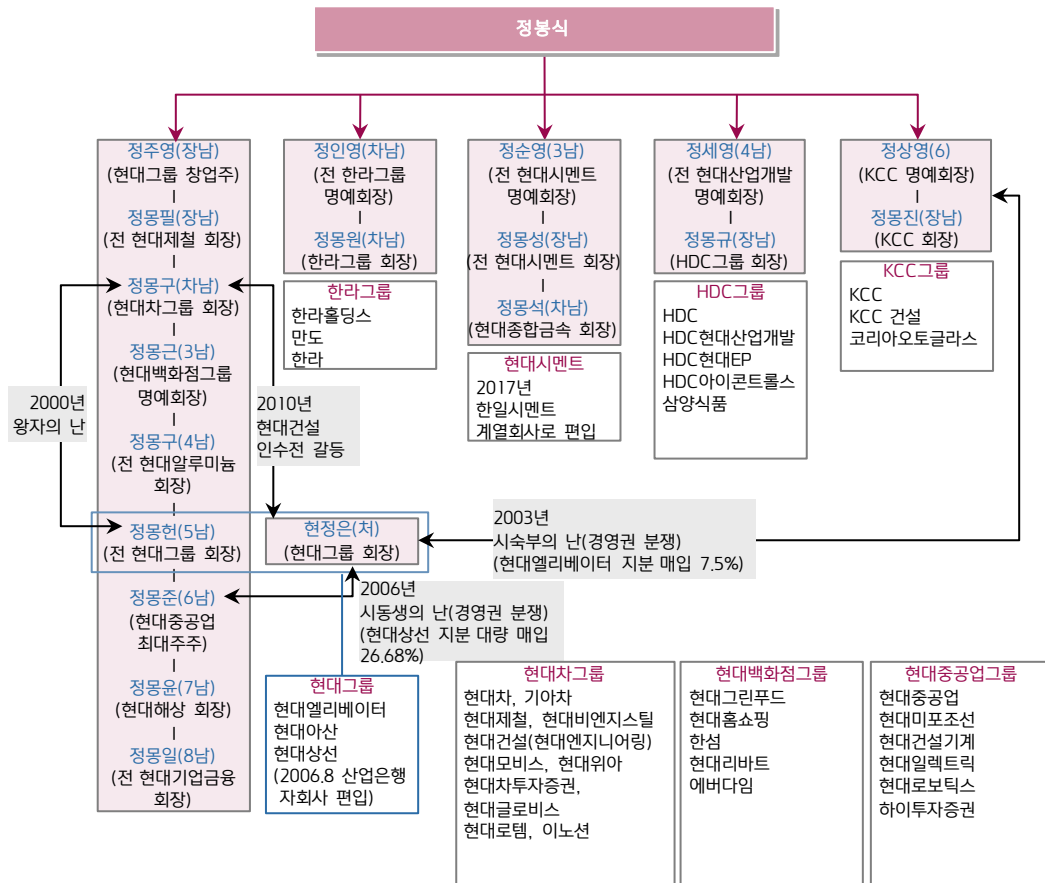
HDC현대산업개발 의정부 주상복합 개발

- * GTX 개발에 따른 개발가치가 극대화될 수 있는 지역에 Developer 관점에서 선제적인 부지 확보
- * 쇼핑,문화,여가를 한번에 즐길 수 있는 One Stop Life 시설 개발
- * 사업부지 주거와 상업시설을 적절하게 Mix하여 Capital Gain 뿐만 아니라 Income Gain까지 기대



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

현대가 주요 가계도 및 역학 관계: HDC그룹, 한라그룹, 현대백화점 그룹 수해 전망



주: 보다 자세한 범현대가 프리미엄 점검에 대한 내용은 <2018.7.23 '경협을 위한 건설, 건설을 위한 경협'> 참고
자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액			40,846	39,495	36,219
매출원가			34,925	33,514	31,317
매출총이익			5,921	5,981	4,902
판매비및일반관리비			1,920	1,896	1,811
영업이익(보고)			4,001	4,085	3,091
영업이익(핵심)			4,001	4,085	3,091
영업외손익			182	93	157
이자수익			154	251	294
배당금수익			0	0	0
외환이익			86	142	141
이자비용			-31	-126	-126
외환손실			80	175	173
관계기업지분법손익			0	0	0
투자및기타자산처분손익			0	0	0
금융상품평가및기타금융이익			0	0	0
기타			-10	-251	-231
법인세차감이익			4,183	4,178	3,248
법인세비용			1,104	1,063	816
유효법인세율 (%)			26.4%	25.5%	25.1%
당기순이익			3,079	3,115	2,432
지배주주지분순이익(억원)			3,079	3,115	2,432
EBITDA			4,065	4,172	3,179
현금순이익(Cash Earnings)			3,142	3,201	2,520
수정당기순이익			3,079	3,115	2,432
증감율(% YoY)					
매출액			N/A	-3.3	-8.3
영업이익(보고)			N/A	2.1	-24.3
영업이익(핵심)			N/A	2.1	-24.3
EBITDA			N/A	2.6	-23.8
지배주주지분 당기순이익			N/A	1.2	-21.9
EPS			N/A	1.2	-21.9
수정순이익			N/A	1.2	-21.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름			3,567	3,339	3,358
당기순이익			3,079	3,115	2,432
감가상각비			62	83	85
무형자산상각비			2	3	3
외환손익			-11	33	31
자산처분손익			0	0	0
지분법손익			0	0	0
영업활동자산부채 증감			1,041	-1,196	-198
기타			590	1,301	1,005
투자활동현금흐름			-1,203	222	-348
투자자산의 처분			-983	557	9
유형자산의 처분			0	0	0
유형자산의 취득			-121	-157	-156
무형자산의 처분			-1	-0	-1
기타			-98	-177	-200
재무활동현금흐름			-7	0	0
단기차입금의 증가			0	0	0
장기차입금의 증가			0	0	0
자본의 증가			0	0	0
배당금지급			0	0	0
기타			-7	0	0
현금및현금성자산의순증가			1,349	3,561	3,010
기초현금및현금성자산			11,367	12,716	16,277
기말현금및현금성자산			12,716	16,277	19,287
Gross Cash Flow			2,526	4,535	3,556
Op Free Cash Flow			3,928	1,779	2,047

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산			36,864	42,296	46,322
현금및현금성자산			12,716	16,277	19,287
유동금융자산			1,726	1,795	1,714
매출채권및유동채권			4,713	4,944	5,192
재고자산			6,805	7,236	7,571
기타유동비금융자산			10,904	12,045	12,558
비유동자산			10,225	9,806	10,162
장기매출채권및비유동채권			82	37	49
투자자산			1,114	488	560
유형자산			4,044	4,118	4,189
무형자산			63	63	63
기타비유동자산			4,922	5,099	5,300
자산총계			47,089	52,102	56,484
유동부채			22,205	22,881	23,697
매입채무및기타유동채무			4,427	4,644	4,877
단기차입금			2,373	2,373	2,373
유동성장기차입금			4	4	4
기타유동부채			15,400	15,859	16,443
비유동부채			7,069	8,292	9,425
장기매입채무및비유동채무			0	0	0
사채및장기차입금			3,663	3,663	3,663
기타비유동부채			3,406	4,629	5,762
부채총계			29,274	31,172	33,122
자본금			2,197	2,197	2,197
주식발행초과금			0	0	0
이익잉여금			1,634	4,749	7,180
기타자본			13,985	13,985	13,985
지배주주지분자본총계			17,815	20,930	23,362
비지배주주지분자본총계			0	0	0
자본총계			17,815	20,930	23,362
순차입금			-5,676	-9,237	-12,247
총차입금			7,040	7,040	7,040

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS			7,007	7,089	5,534
BPS			40,546	47,635	53,169
주당EBITDA			9,252	9,495	7,235
CFPS			8,119	7,600	7,643
DPS			3,000	3,300	3,500
주가배수(배)					
PER			5.9	5.8	7.4
PBR			1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA			3.0	2.1	1.8
PCFR			5.7	5.6	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)			9.8	10.3	8.5
영업이익률(핵심)			9.8	10.3	8.5
EBITDA margin			10.0	10.6	8.8
순이익률			7.5	7.9	6.7
자기자본이익률(ROE)			17.3	16.1	11.0
투자자본이익률(ROIC)			37.8	36.4	25.4
안정성(%)					
부채비율			164.3	148.9	141.8
순차입금비율			-31.9	-44.1	-52.4
이자보상배율(배)			-127.1	-32.4	-24.5
활동성(배)					
매출채권회전율			8.7	8.2	7.1
재고자산회전율			6.0	5.6	4.9
매입채무회전율			9.2	8.7	7.6

대우건설 (047040)



BUY(Maintain)

주가(10/16) 5,180원

목표주가 7,000원

LNG 카르텔에 국내 건설사가 들어갈 수 있을까? 기분 좋은 상상이다. 어쩌면 이 상상이 현실이 될지도 모르겠다. 대우건설은 NLNG LNG 액화플랜트 7호기 FEED+EPC 프로젝트에 숏리스트로 선정됐다. 수주하면 국내 건설사 중 최초로 원청 계약에 성공하게 된다. 과거 하청으로 진행한 LNG 플랜트 공사의 경우 수익성도 양호했다. 향후 LNG 액화플랜트 발주 대기 물량도 상당히 많은 것으로 파악돼 해외 수주 회복을 기대해 볼 직하다.

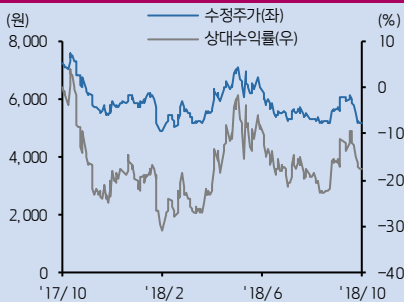
Stock Data

KOSPI (10/16)		2,145.12pt
시가총액		21,529억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	7,580 원	4,900원
최고/최저가 대비 등락	-31.66%	5.71%
주가수익률	절대	상대
	1M	-9.0% -1.6%
	6M	-7.0% 6.5%
	1Y	-28.6% -17.4%

Company Data

발행주식수	415,623천주	
일평균 거래량(3M)	1,338천주	
외국인 지분율	11.99%	
배당수익률(18E)	0.00%	
BP (18E)	6,010원	
주요 주주	산업은행 외1인	50.75%
	국민연금공단	6.23%

Price Trend



긍정적 변화들이 보인다

>>> 국내 최초 LNG EPC 카르텔 진입 기대

최근 해외 수주가 부진하면서 해외 매출액이 감소 국면에 들어섰다. 이는 플랜트 사업본부 1,200여명을 대상으로 1년간 유급휴직이라는 결과로 이어졌다. 하지만 내년부터는 다른 이야기를 할 수 있을 것 같다. 나이지리아 LNG 액화 플랜트(43억불)에 숏리스트로 선정됐기 때문이다. 알려진대로 LNG 액화플랜트는 라이선서와 EPC 모두 카르텔이 형성되어 있다. 이번 나이지리아 LNG 액화플랜트를 수주하면 국내 건설사 중 최초로 원청 계약에 성공하게 된다. 과거 하청으로 진행한 LNG 플랜트 공사의 경우 수익성도 상당히 양호했던 것으로 파악된다. 향후 LNG 액화플랜트 발주 대기 물량도 상당히 많은 것으로 파악돼 그동안 부진했던 해외 수주가 회복될 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 여전히 좋은 모습을 보여주는 베트남

베트남 사업은 빌라 4차(66세대)와 아파트(603세대) 분양이 진행 중이다. 상업용 토지 매각에 대한 수익도 반영되고 있으며, 매각된 토지에 대한 시공권 수주가 기대된다. Phase 1보다 Phase 2의 입지가 좋아 19년 이후에도 꾸준한 실적을 기록할 전망이다. 해외수주는 동사가 강점을 보유한 나이지리아에서 가스 및 석유화학 플랜트 2~3건이 기대되며, 보츠와나 발전소, 필리핀 발전소 등의 파이프라인을 보유 중이다. 늦어도 내년 중으로는 리비아 공사가 재개되고 추가적으로 재건사업 관련 수주도 가능할 전망이다.

>>> 실적 변동성은 점차 안정될 전망

동사는 2016년 4분기 빅배스, 2017년 상반기 어닝서프라이즈, 2017년 4분기 대규모 해외 손실 등 실적의 변동성을 줄이고 이익의 지속성에 대한 신뢰 회복이 필요하다. 상반기 6.2%의 영업이익률을 기록했고, 하반기에도 5% 이상의 영업이익률을 기록해 실적의 지속성을 보여줄 수 있을 것으로 기대된다. 신뢰성 회복에 대한 숙제가 남아있지만, 새로운 CEO 체제 하에서 현 수준의 수익성과 양호한 신규수주를 유지한다면 내년부터는 기대해 볼 만 하다. 추가적인 손실반영을 일부 감안한다 하더라도 현재 동사의 이익레벨을 감안하면 극도로 저평가되어 있는 국면(19년 P/E 5.8배)인 점은 분명하다. 한동안 주인없는 회사의 설움을 받았지만, 남북경협만 놓고 보면 대주주 산업은행의 지원을 기반으로 PPP, IPP 등 투자개발형 사업 진출에 있어서 유리한 위치를 점할 수 있을 전망이다.

대우건설 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	26,401	31,141	30,980	29,146	26,528	29,639	27,009	26,953	117,668	110,129	109,028
토목	4,848	5,224	4,107	4,307	4,037	4,301	3,825	3,973	18,486	16,136	15,802
주택건축	14,800	18,246	17,330	18,119	15,251	19,127	17,466	17,774	68,495	69,618	66,265
플랜트	6,318	7,184	6,959	5,736	6,226	5,057	4,921	4,769	26,197	20,973	23,598
기타	34	35	38	36	31	30	42	35	143	139	164
연결중속	401	452	2,547	947	983	1,124	755	402	4,347	3,264	3,199
매출원가율	88.3	89.7	93.1	100.4	89.5	90.6	90.1	90.3	92.9	90.1	90.0
토목	92.6	98.9	132.7	117.6	97.3	92.6	93.9	96.3	109.1	95.0	94.7
주택건축	84.0	85.1	84.3	85.0	85.7	86.4	86.1	86.5	84.6	86.2	86.8
플랜트	95.2	94.5	99.1	140.0	95.3	108.0	103.0	100.0	105.9	101.2	97.5
기타	76.5	105.7	118.4	113.9	100.0	116.7	126.6	118.7	104.2	116.5	115.3
연결중속	85.0	90.9	72.6	77.5	80.0	74.3	76.2	78.4	76.7	76.9	77.1
매출총이익률(%)	11.7	10.3	6.9	-0.4	10.5	9.4	9.9	9.7	7.1	9.9	10.0
영업이익	2,211	2,458	1,136	-1,515	1,820	1,617	1,493	1,427	4,290	6,357	6,322
영업이익률(%)	8.4	7.9	3.7	-5.2	6.9	5.5	5.5	5.3	3.6	5.8	5.8
세전이익	2,227	1,775	1,155	-2,021	1,484	1,057	1,240	1,043	3,136	4,824	4,884
순이익	1,919	1,306	892	-1,539	1,114	867	945	791	2,579	3,717	3,731

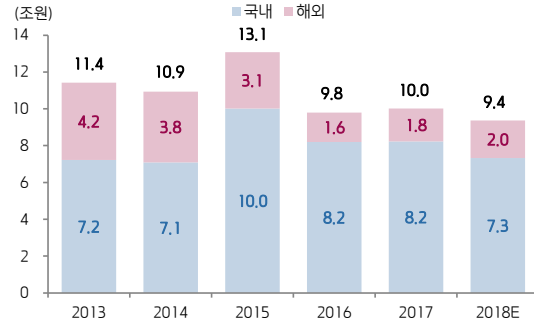
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 해외 수주 파이프라인

상반기	하반기 / 내년
1.5 LOA 필리핀 할루어강 댐(2억불)	7.12 수주 나이지리아 가스공사(NLNG) LNG 액화플랜트 7호기 FEED 대우건설-Saipem-Chiyoda 컨소시엄
2.15 수주 오만 Duqm Refinery(9.8억불) 수주	나이지리아 석유화학플랜트 (2~3건)
4.30 수주 싱가폴 Woodlands 병원(3억불) 대우건설+쌍용건설+현지업체 컨소시엄	알제리 HMD 가스(25 억불) - 기술입찰 18.6, 상업입찰 18.9 현대건설-현대엔지니어링-대우건설 GS 건설-페트로팩 삼성엔지니어링-TR 테크니몽-페트로젯 사이노팩-CTI 엔지니어링 차이나 HQC 화루 엔지니어링
5.3 수주 나이지리아 Indorama Fertilizer 2nd Train(2.9억불)	UAE 가솔린&아로마틱스(GAP)(35억불) - 기술입찰 18.9, 상업입찰 18.11 예정 현대건설-현대엔지니어링 GS 건설 삼성엔지니어링-CB&I SK 건설 Fluor-대우건설-CPECC TR
	보츠와나 발전플랜트(5억불) 나이지리아 가스공사(NLNG) LNG 액화플랜트 7호기(FEED+EPC)(43억불) 대우건설-Saipem-Chiyoda vs KBR-JGC-테크닉 필리핀 발전소(5억불) 오만 마라픽의 두쿰 발전소 및 담수공장 (하이플렉스 컨소)(7억불) 리비아 재건사업 베트남 발전플랜트 사우디 신도시

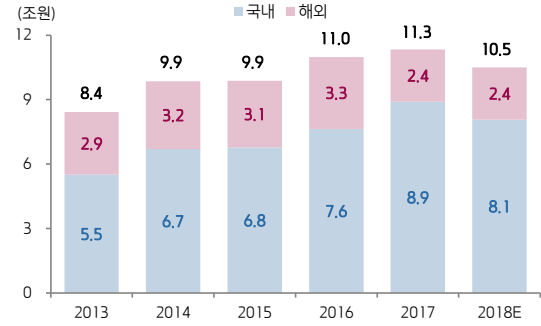
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 수주 추이 및 목표 현황



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 매출 추이 및 목표 현황



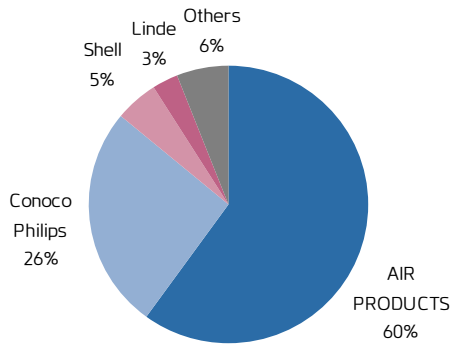
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 LNG 액화플랜트 레퍼런스 및 파이프라인

시기	구분	내용
1996~	하청	NLNG Train 1·2·3호기(1,2호기 7734만달러)
2001		(3호기 8759만달러)
2002		NLNG 보니섬 LNG 액화플랜트 5호기(1억2010만달러)
2004		NLNG 보니섬 LNG 액화플랜트 6호기 1억 1700만달러
2004		러시아 사할린 LNG 프로젝트(Sakhalin II LNG Plant) (1억4662달러)
2009		알제리 아르주(Arzew) LNG 플랜트(2억4000만달러)
2010		파푸아뉴기니 액화천연가스 생산시설(LNG Train) (2억4000만달러)
2018	원청	NLNG사가 발주하는 LNG플랜트 7호기 FEED B7 JV컨소시엄 및 SCD JV컨소시엄의 두 곳과 지난 7월 12일에 체결
2019E	원청	나이지리아 가스공사(NLNG) 보니섬 LNG 액화플랜트 7호기(FEED+EPC) 대우건설-Saipem-Chiyoda vs KBR-JGC-테크닉

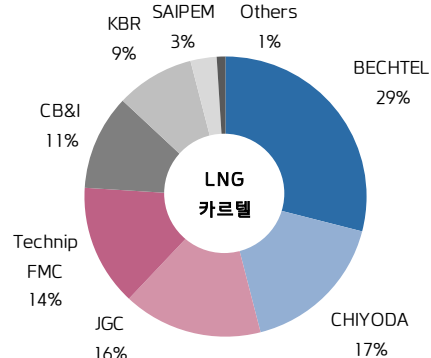
자료: 대우건설, 키움증권

LNG 액화플랜트 라이선서



주: ConocoPhilips 기술의 LNG 플랜트는 벡텔이 독점
자료: 업계자료, 키움증권

LNG 액화플랜트 EPC 카르텔



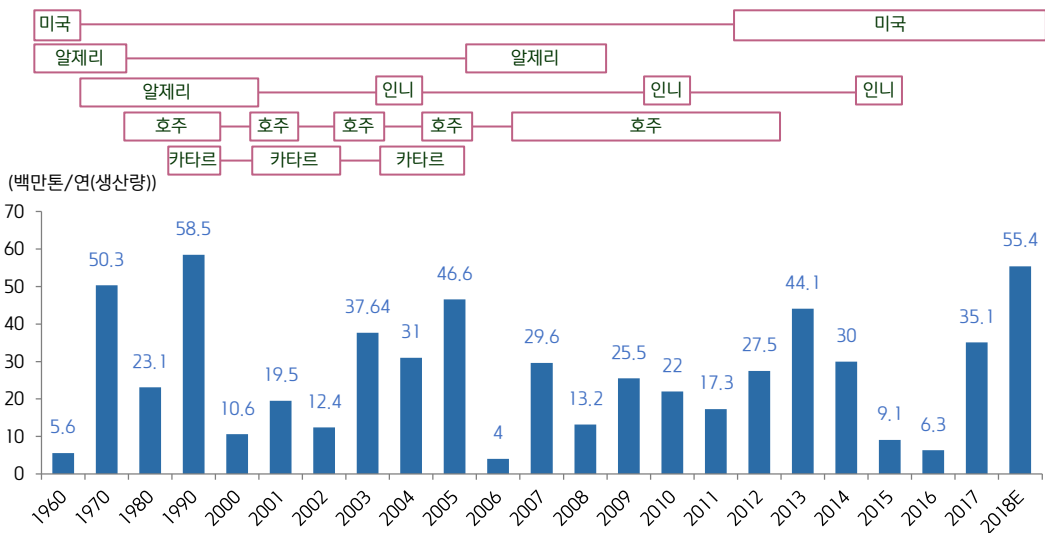
자료: 업계자료, 키움증권

해외 공종별 발주 전망

구분	2016년 (계약)	2017년 (계약)	2018년 (발주)	2019-2020 (계획)	평균
Hydrocarbon	137	210	350	830	390
-LNG	17	43	105	290	130
-O&G (Upstream)	17	28	23	30	20
-Refinery	26	45	75	260	110
-Petrochemicals	43	38	88	178	80
-Pipeline	21	22	22	30	20
-Offshore	13	34	38	42	30
Power Plant	68	70	73	107	60
-Gas Power	29	36	38	54	30
-Coal Power	39	34	35	53	30
-Wind	-	-	-	-	-
-Solar PV	-	-	-	-	-
Total	205	280	423	937	450

자료: 업계자료, 키움증권

LNG 액화플랜트 연도별 발주 규모 (1961~2018년)



자료: 업계자료, 키움증권

대우건설 2분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 현황 (단위: 백만원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약잔액	공정률
Al-Zour Refinery PJ	2015년 10월	2019년 07월	2,125,953	1,164,043	45.2%
SAFI IPP(*2)	2014년 09월	2018년 07월	1,996,214	441,290	77.9%
CFP PJ(*3)	2014년 04월	2018년 01월	1,167,022	81,245	93.0%
카타르고속도로 PJ(*5)	2014년 06월	2018년 05월	1,013,414	59,608	94.1%
알제리 RDPP PJ	2012년 10월	2019년 01월	971,618	91,503	90.6%
알제리 BOUGHZOUL NEW TOWN PJ	2008년 09월	2021년 04월	672,078	249,844	62.8%
카타르 E-RING PJ	2017년 02월	2020년 08월	664,149	495,739	25.4%
Al Faw Grand Port PJ(*3)	2013년 11월	2017년 08월	653,789	108,243	83.4%
JAZAN REFINERY PJ(*3)	2012년 12월	2018년 04월	600,241	96,577	83.9%
합계			9,864,476	2,788,093	71.7%

(*2) 발주자와 공사기한 연장 협의 중이며, 공사기한 연장에 대한 변경 계약 체결 예정임이다.

(*3) 발주처와 공사기한 연장 협의 중임이다.

(*5) 공사는 실질적으로 완료 되었으며 발주자와 준공 정산 협의 중임이다.

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업개요

구분	내용
위치	베트남 하노이시 서호 서쪽 일원 (고급주거지역)
사업금액	1단계: USD 1,175백만 (전체PJ: USD 2,131백만)
사업기간	1단계: 2010년 6월 ~ 2019년 12월 (전체PJ: 2010년6월 ~ 2023년12월)
개발규모	- 114.8 ha 규모의 신도시 개발 - 상업 및 업무용지 조성/판매 (31.3 ha, 총연면적1,425,593㎡) - 주택건설/분양: 빌라(364세대), APT(603세대)
현재	부지 조성 공사 진행 중 (공정율79.1%), 잔여 토지 보상 진행 중 (114.7ha, 99.9% 완료), 빌라/용지분양/판매 진행 중

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업 빌라 분양 실적 및 계획

구분	세대수	예상매출(백만원)	착공	분양	준공
1차	182	203,134	15년9월	16년6월	17년6월
2차	67	82,552	16년7월	16년12월	17년9월
3차	49	43,870	17년4월	17년4월	18년11월
4차	66	66,965	18년3월	18년3월	19년6월
합계	364	396,521	-	-	-

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 연결종속기업 매출 추이



자료: Reps, 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 연결종속기업 당기손익 추이



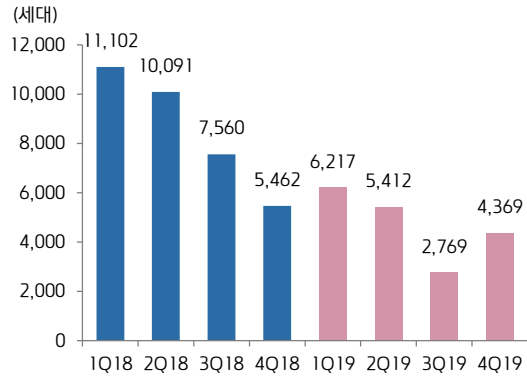
자료: Reps, 대우건설, 키움증권

대우건설 주택 관련 지표

분양물량 및 분양계획물량(세대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	
										분양완료	분양예정
전국	8,324	14,654	17,375	19,228	14,776	34,099	25,687	12,932	20,495	10,013	10,482
서울	2,768	912	4,424	3,188	1,369	1,691	2,040	1,466	1,326	0	1,326
수도권(서울 제외)	3,235	5,254	6,846	11,455	8,653	20,130	17,318	4,435	13,207	6,627	6,580
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	2,321	6,867	4,509	638	1,754	1,422	1,676	1,750	3,087	1,434	1,653
기타 지방	0	1,621	1,596	3,947	3,000	10,856	4,653	5,281	2,875	1,952	923
전국 대우건설 분양가(만원/3.3㎡)	1,252	807	1,141	1,127	1,044	1,022	1,223	1,112	1,592		
서울 대우건설 분양가(만원/3.3㎡)	1,734	985	1,878	1,703	2,464	2,791	2,252	2,181			
재고 + 입주예정물량(세대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
전국	14,949	8,716	8,523	8,888	13,974	14,804	18,911	14,094	34,215	18,767	
서울	2,638	842	2,482	488	3,283	3,165	1,197	1,369	1,147	1,644	
수도권(서울 제외)	4,107	3,127	2,440	4,964	4,840	5,701	14,273	8,581	20,422	11,614	
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	3,577	3,849	3,601	2,730	4,299	2,468	0	795	2,381	2,096	
기타 지방	4,627	898	0	706	1,552	3,470	3,441	3,349	10,265	3,413	

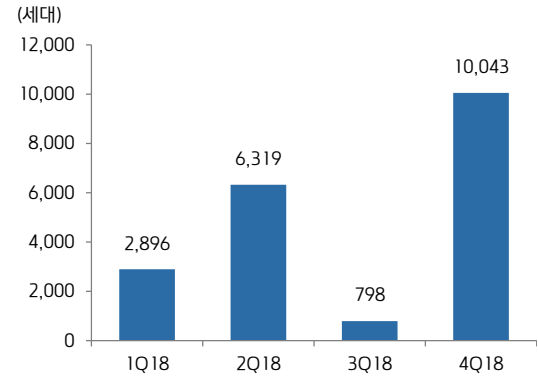
자료: Reps, 대우건설, 키움증권

대우건설 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: Reps, 대우건설, 키움증권

대우건설 분기별 신규 아파트 공급 추이



자료: Reps, 대우건설, 키움증권

대우건설 아파트 자체현장 현황

년도	사업장명	수주일자	납기	세대수	기본 도급액	계약잔액	회계기준
2015	동탄2신도시 2차 푸르지오	2015.12	2018.01	832	1,594		
	성남 센트럴 푸르지오 시티	2015.06	2017.12	1255			
	우남역 푸르지오	2015.09	2018.04	620	954		
	운정 신도시 센트럴 푸르지오	2015.09	2018.06	1956	5,115		
	삼송 원흥역 푸르지오	2015.11	2018.07	450	2,535		
	천안 불당 파크 푸르지오	2015.12	2018.04	510	1,790		
2016	천안 불당 파크 푸르지오	2015.12	2018.04	656	2,050		
	청주테크노폴리스푸르지오	2016.06	2018.11	1034	2,384	785	
	김해울하2지구 원메이저	2016.06	2018.12	717	2,494	905	
2018	춘천센트럴타워	2018.02	2021.09	1175	4,323	4,118	
	하남포웰시티	2018.05	2020.10	703	4,024	3,995	

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 2017년, 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대우건설	1	하남 힐즈파크 푸르지오(1BL)	수도권	404	285	34.26:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	1	과천 센트럴파크 푸르지오 써밋	수도권	1,317	434	14.88:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	3	춘천 센트럴타워 푸르지오	지방	1,176	870	27.03:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	4	해운대 센트럴 푸르지오	광역시	548	495	5.65:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	5	청주 힐즈파크 푸르지오	지방	777	732	2.53:1	청약 미달(순위내 2.73:1)
대우건설	5	화명 센트럴 푸르지오	광역시	886	399	71.44:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	5	화서역 파크 푸르지오	수도권	2,355	1,663	11.66:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	5	하남 포웰시티	수도권	2,603	692	28.35:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	7	철산 센트럴 푸르지오	수도권	798	201	18.48:1	전 타입 1순위 청약 마감
대우건설	10	부산 오션시티 푸르지오	광역시	846			
대우건설	10	안양 비산2	수도권	1,199			
대우건설	11	수원역 푸르지오 자이	수도권	4,086			
대우건설	11	사당3구역	서울	507			
대우건설	11	창원 교방	지방	1,538			
대우건설	11	춘천 온의	지방	1,556			
대우건설	11	인천검단AB16블럭	수도권	1,550			
대우건설	11	서판교 퍼스트힐 푸르지오	수도권	974			

자료: APT2you, 대우건설, 키움증권

대우건설 매각 일지

일자	내용
1973년	대우건설 창립
1999~2000년	대우그룹 해체로 그룹에서 분리
2003년	워크아웃 종료
2006년	금호아시아나그룹에 매각
2008년	금호아시아나그룹 유동성 위기로 대우건설 독립
2011년	산업은행에 재매각
2017년 10월	산업은행, 대우건설 주식 매각 티저레터 발송
2017년 11월	인수 적격대상자 선정
2018년 1월 19일	본입찰(호반건설 단독참여)
2018년 1월 31일	우선협상대상자에 호반건설 선정
2018년 2월 7일	매각 결렬

자료: 매일경제, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	111,059	117,668	110,129	109,028	110,640
매출원가	110,109	109,351	99,240	98,139	99,282
매출총이익	951	8,317	10,889	10,889	11,359
판매비및일반관리비	5,623	4,027	4,531	4,567	4,576
영업이익(보고)	-4,672	4,290	6,358	6,322	6,782
영업이익(핵심)	-4,672	4,290	6,358	6,322	6,782
영업외손익	-5,439	-1,154	-1,534	-1,438	-924
이자수익	249	323	330	551	743
배당금수익	7	48	44	33	42
외환이익	1,153	1,380	1,016	952	933
이자비용	931	918	1,051	1,067	1,067
외환손실	1,281	1,192	1,058	990	903
관계기업지분법손익	-64	-270	-115	-150	-131
투자및기타자산처분손익	104	114	86	101	100
금융상품평가및기타금융이익	480	-381	252	117	120
기타	-5,155	-258	-1,037	-986	-760
법인세차감이익	-10,111	3,136	4,824	4,884	5,859
법인세비용	-2,562	557	1,107	1,152	1,374
유효법인세율 (%)	25.3%	17.8%	22.9%	23.6%	23.5%
당기순이익	-7,549	2,579	3,717	3,731	4,485
지배주주지분순이익(억원)	-7,358	2,589	3,731	3,717	4,486
EBITDA	-3,707	5,216	7,288	7,244	7,704
현금순이익(Cash Earnings)	-6,584	3,505	4,648	4,653	5,406
수정당기순이익	-7,985	2,798	3,443	3,563	4,316
증감율(% YoY)					
매출액	12.3	6.0	-6.4	-1.0	1.5
영업이익(보고)	적전	흑전	48.2	-0.6	7.3
영업이익(핵심)	적전	흑전	48.2	-0.6	7.3
EBITDA	적전	흑전	39.7	-0.6	6.4
지배주주지분 당기순이익	적전	흑전	44.1	-0.4	20.7
EPS	적전	흑전	44.1	-0.4	20.7
수정순이익	적지	흑전	23.1	3.5	21.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,588	2,370	2,286	5,173	7,231
당기순이익	-7,549	2,579	3,717	3,731	4,485
감가상각비	879	853	860	851	851
무형자산상각비	87	73	71	71	71
외환손익	1,373	-85	50	38	-30
자산처분손익	-238	14	-93	-101	-100
지분법손익	64	270	115	150	131
영업활동자산부채 증감	5,968	-3,178	-4,589	-2,315	-877
기타	3,004	1,843	2,155	2,748	2,700
투자활동현금흐름	-2,618	1,853	274	-1,232	-1,338
투자자산의 처분	-520	266	-584	-469	-641
유형자산의 처분	64	53	60	56	58
유형자산의 취득	-2,736	-680	-741	-710	-725
무형자산의 처분	-41	-44	-34	-39	-37
기타	614	2,238	1,543	-137	-57
재무활동현금흐름	1,745	-7,211	3,140	0	0
단기차입금의 증가	1,739	-7,216	3,129	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	5	4	11	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,777	-2,997	5,697	3,941	5,893
기초현금및현금성자산	5,390	8,168	5,171	10,868	14,809
기말현금및현금성자산	8,168	5,171	10,868	14,809	20,702
Gross Cash Flow	-1,602	6,001	7,393	7,715	8,176
Op Free Cash Flow	668	552	466	2,688	4,474

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	63,590	52,772	63,676	69,551	76,879
현금및현금성자산	8,168	5,171	10,868	14,809	20,702
유동금융자산	2,926	1,853	2,575	3,020	3,589
매출채권및유동채권	29,376	29,540	20,023	21,806	22,128
재고자산	12,393	7,265	11,013	11,477	12,293
기타유동비금융자산	10,727	8,941	19,196	18,440	18,166
비유동자산	36,112	34,992	33,224	33,212	33,152
장기매출채권및비유동채권	4,174	4,375	4,097	4,149	4,170
투자자산	11,899	11,805	11,379	11,403	11,475
유형자산	7,313	6,297	6,195	5,999	5,816
무형자산	867	807	727	698	671
기타비유동자산	11,860	11,708	10,826	10,963	11,020
자산총계	99,702	87,763	96,900	102,763	110,031
유동부채	66,085	52,697	54,187	53,806	54,363
매입채무및기타유동채무	26,653	25,065	12,237	12,114	12,293
단기차입금	14,353	10,386	12,861	12,861	12,861
유동성장기차입금	8,201	4,756	3,264	3,264	3,264
기타유동부채	16,879	12,490	25,825	25,566	25,945
비유동부채	12,919	12,285	18,389	20,902	23,127
장기매입채무및비유동채무	0	0	2	2	2
사채및장기차입금	1,464	3,581	6,916	6,916	6,916
기타비유동부채	11,454	8,704	11,472	13,984	16,210
부채총계	79,003	64,983	72,576	74,708	77,491
자본금	20,781	20,781	20,781	20,781	20,781
주식발행초과금	5,495	5,495	5,495	5,495	5,495
이익잉여금	-3,628	-922	679	4,396	8,881
기타자본	-2,332	-2,929	-2,994	-2,994	-2,994
지배주주지분자본총계	20,316	22,426	23,962	27,678	32,164
비지배주주지분자본총계	383	355	363	377	376
자본총계	20,699	22,781	24,324	28,056	32,540
순차입금	19,350	14,552	12,173	8,232	2,339
총차입금	27,517	19,723	23,041	23,041	23,041

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)	-1,770	623	898	894	1,079
EPS	5,133	5,640	6,010	6,904	7,984
BPS	-892	1,255	1,754	1,743	1,854
주당EBITDA	863	570	550	1,245	1,740
CFPS	0	0	0	0	0
DPS					
주가배수(배)	-2.9	9.5	5.8	5.8	4.8
PER	1.0	1.0	0.9	0.8	0.6
PBR	-11.0	7.6	4.7	4.2	3.1
EV/EBITDA	-3.2	7.0	4.6	4.6	4.0
PCFR					
수익성(%)	-4.2	3.6	5.8	5.8	6.1
영업이익률(보고)	-4.2	3.6	5.8	5.8	6.1
영업이익률(핵심)	-3.3	4.4	6.6	6.6	7.0
EBITDA margin	-6.8	2.2	3.4	3.4	4.1
순이익률	-30.9	12.1	16.1	14.4	15.0
자기자본이익률(ROE)	-10.4	15.5	22.3	20.1	20.8
투자자본이익률(ROIC)					
안정성(%)	381.7	285.3	298.4	266.3	238.1
부채비율	93.5	63.9	50.0	29.3	7.2
순차입금비율	N/A	4.7	6.1	5.9	6.4
이자보상배율(배)					
활동성(배)	3.6	4.0	4.4	5.2	5.0
매출채권회전율	8.8	12.0	12.1	9.7	9.3
재고자산회전율	4.9	4.6	5.9	9.0	9.1
매입채무회전율	-1,770	623	898	894	1,079

대림산업 (000210)



BUY(Maintain)

주가(10/16) 288,000원

목표주가 110,000원(상향)

레벨업 된 이익 시현에도 주가는 역성장 우려 및 수주 부진과 이를 해소할 수 있는 모멘텀 부재로 저평가되어 왔다. 점차 수주 전략이 정립되고 있고, 플랜트 발주 환경도 개선되고 있다. 이익레벨과 사업 환경을 감안하면 너무 싸다. 싼 이유들이 하나씩 사라지고 있다. 목표주가를 '19년 EPS 15,803원에 수주 성장기 '05~'10년의 평균 P/E를 20% 할인한 7.5배를 적용해 110,000원으로 상향한다. 투자의견 BUY를 유지하고, 차선호주로 제시한다.

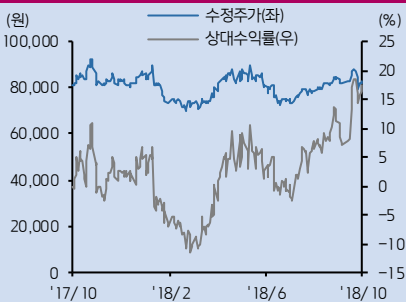
Stock Data

KOSPI (10/16)		2,145.12pt
시가총액		28,710억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	92,500 원	70,200원
최고/최저가 대비 등락	-10.81%	17.52%
주가수익률	절대	상대
	1M	-2.0% 5.9%
	6M	5.2% 20.6%
	1Y	1.7% 17.6%

Company Data

발행주식수	34,800천주	
일평균 거래량(3M)	183천주	
외국인 지분율	39.12%	
배당수익률(18E)	1.21%	
BP (18E)	142,540원	
주요 주주	대림corp. 외6인	23.12%
	국민연금공단	14.13%

Price Trend



대림산업이 달라졌어요

>>> 국내외 플랜트 수주가 시작된다

연초 해외 수주 1조원의 가이드언스를 제시하면서 사우디 대규모 손실, 이란 시장 진출 실패 이후 해외 수주 전략을 정립하지 못하는 모습이였다. 하반기로 들어서면서 어느 정도 수주 전략에 대한 방향성이 잡힌 듯 보인다. 사우디 마덴(9억불)의 결과가 곧 나올 것으로 예상되며, 국내 관계사 및 말레이시아 정유 공사 수주가 확실히 되고 있다. 내년에는 동남아에서 1조원, 미국 화공플랜트 0.6조원, 러시아 리파이너리 0.3조원, 국내 정유/화학 업체들의 CAPEX 투자 등 달라진 모습을 기대할 수 있다. 전략적 실패를 가다듬는데 시간이 필요했고, 잘 극복해 낸 것으로 판단된다.

>>> 대형사 중 가장 안정적인 실적 흐름

플랜트 수주 부진과 하반기 주택매출 감소로 올해 역성장은 불가피해 보인다. 다만, 건축 및 토목부문의 원가율이 안정적으로 유지되고, 삼호 등 연결종속법인의 실적도 개선세가 지속될 것으로 예상된다. 하반기에는 'Cost Plus Fee' 방식인 S-oil RUC 현장의 추가원가가 환입 될 예정으로 플랜트 부문 수익성도 개선될 전망이다. 4분기에는 오만 현장에서 LD 관련 손실이 발생할 수 있지만, 수익성을 크게 훼손할 수준은 아닌 것으로 파악된다. 화학시황 둔화 우려로 유화 사업 실적이 감소하겠지만, 차별화된 제품과 프리미엄 제품군으로 어느정도 방어가 가능할 전망이다.

>>> 싸야 할 이유가 사라지고 있다!

레벨업 된 이익 시현에도 주가는 역성장 우려 및 수주 부진과 이를 해소할 수 있는 모멘텀 부재로 저평가되어 왔다. 점차 수주 전략이 정립되고 있고, 플랜트 발주 환경도 개선되고 있다. 실적도 매 분기 안정적인 흐름을 유지할 수 있을 전망이다. 남북경협 본격시에는 강점인 전력 인프라 사업과 신북방정책에 따른 러시아 시장 확대 수혜가 기대된다. 주택공급 목표는 연초 3만세대에서 2만세대로 감소했고, 달성하는 것도 어려워 보인다. 다만 내년 상반기에만 공급계획이 2.2만세대로 우려할 사항은 아니다. 추세적인 주가 방향은 플랜트 수주 결과에서 오겠지만, 이익레벨과 사업환경을 감안하면 P/E 5배는 너무 싸다. 과거에는 싼 이유가 있었지만, 그 이유들이 하나씩 사라지고 있다. 목표주가를 '19년 EPS 15,803원에 수주 성장기 '05~'10년의 평균 P/E를 20% 할인한 7.5배를 적용해 110,000원으로 상향한다. 투자의견 BUY를 유지하고, 차선호주로 제시한다.

대림산업 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	25,114	31,063	34,272	32,907	28,361	29,570	26,510	24,931	123,355	109,371	105,836
토목	2,776	2,997	3,434	2,864	2,954	3,199	3,535	3,033	12,071	12,721	13,508
플랜트	5,118	6,403	5,925	6,067	4,276	2,684	1,868	1,933	23,513	10,761	9,243
건축	12,112	16,698	18,329	17,549	14,536	16,050	13,891	13,217	64,688	57,694	55,837
유화	3,041	2,867	2,902	2,809	2,975	3,144	2,860	2,814	11,619	11,793	11,675
연결종속법인	1,978	2,011	3,588	3,499	3,531	4,486	4,261	3,814	11,076	16,091	15,258
매출원가율	89.3	89.8	89.8	92.1	85.4	87.5	87.2	86.8	90.3	86.7	87.0
별도	91.0	90.8	90.8	93.4	87.4	88.8	88.5	88.7	91.5	88.3	88.4
연결종속법인	69.9	74.8	81.2	81.0	71.5	80.1	80.4	76.1	78.0	77.3	78.6
토목	104.5	119.1	104.9	135.9	91.3	92.9	93.0	93.3	115.7	92.7	93.0
플랜트	92.8	89.8	92.8	98.3	93.8	104.0	95.5	96.0	93.4	97.0	94.7
건축	89.8	88.1	89.4	86.4	84.9	86.2	86.8	86.9	88.3	86.2	86.5
유화	79.8	78.6	78.4	82.9	85.8	84.0	85.1	85.7	79.9	85.1	86.5
매출총이익률(%)	10.7	10.2	10.2	7.9	14.6	12.5	12.8	13.2	9.7	13.3	13.0
영업이익	1,140	1,430	1,973	916	2,482	2,250	1,923	1,605	5,459	8,260	7,510
영업이익률(%)	4.5	4.6	5.8	2.8	8.8	7.6	7.3	6.4	4.4	7.6	7.1
세전이익	1,927	2,204	3,509	-886	3,115	3,007	2,206	1,681	6,753	10,009	8,417
순이익	1,493	1,045	2,959	-418	2,505	2,258	1,711	1,221	5,080	7,696	6,418

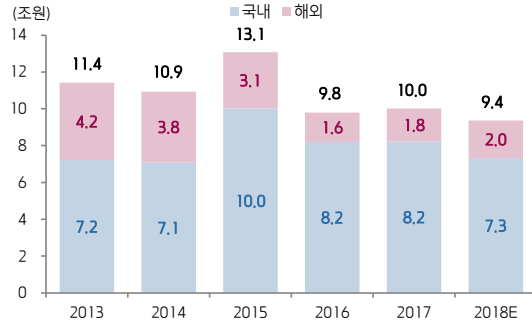
자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 해외 수주 및 국내 플랜트 파이프라인

하반기	내년
국내 화학업체(3,000억원)	동남아 발전, 화공, 정유(10억원)
국내 관계사 3건(4,500억원) - 동사 분량(YNCC 2건 3,100억원, 폴리미래 1건 1,400억원)	인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40억원) 대림산업 vs 삼성엔지니어링 vs GS 건설
여천 NCC Expansion (5.42억원) 여천 NCC New Butadiene 플랜트(1.26억원)	
말레이시아 정유(1,200억원)	미국 화공플랜트(6억원)
해외 4건(7,000억원)	
사우디 Maaden Ammonia 3공장(9억원)	러시아 움스크 정유(0.5~1억원)
6월 말 결과 예상, 2015~2016년 #2 수행	기존 프로젝트 추가 work
베트남 토목(6,000억원)	러시아 리파이너리(3억원)
	GS 칼텍스 Mixed Feed Cracker(2.6조원) - 올레핀 생산시설(혼합유분크래커)
	LG 화학(2.8조원) 1) NCC 증설 및 고부가 PO 증설(2.6조원) 2) 당진 미래유망소재 단지(2000억원)
	현대케미칼(현대오일뱅크/롯데케미칼) Heavy Feed Petrochemical Complex (2.7조원) - 올레핀 생산시설(중질유 석유화학 설비)
	S-OIL 온산 스타크래커 및 올레핀 다운스트림(45억원) - 타당성조사 진행 중

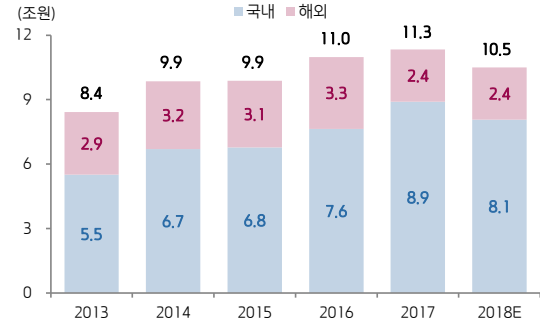
자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 수주 추이 및 목표 달성 현황



자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 매출 추이 및 목표 달성 현황



자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 2분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 및 DSA 공사현장 현황 (단위: 백만원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약잔액	공정률
오만 SRIP 사업팀	2013-11-25	2018-12-31	1,229,474	75,289	93.9%
베트남 Thai Binh2 PP 사업팀	2012-05-22	2020-04-08	781,468	152,040	80.5%
쿠웨이트 KNPC SHFP 현장	2013-05-28	2018-12-31	513,292	52,762	89.7%
필리핀 SBPL 500MW CFPP 사업팀	2014-10-08	2019-06-07	507,736	125,561	75.3%
브루나이 Temburong CC2 현장	2015-02-04	2019-05-26	497,590	126,556	74.6%
싱가폴 TTP1 현장	2015-03-01	2020-12-27	467,591	85,112	81.8%
알제리 Kais CCPP 사업팀	2014-02-19	2020-05-18	325,381	157,118	51.7%
합계			4,322,532	774,438	82.1%
사우디 DSA ELASTOMER PROJECT 현장	2012-09-30	2018-09-30	447,144	2,703	99.4%
사우디 DSA RabighII CP1/CP2 현장	2012-07-18	2018-09-30	249,336	647	99.7%
사우디 DSA SEP sSBR Project 현장	2016-05-08	2018-09-08	65,990	17,600	73.3%
합계			762,470	20,950	97.3%

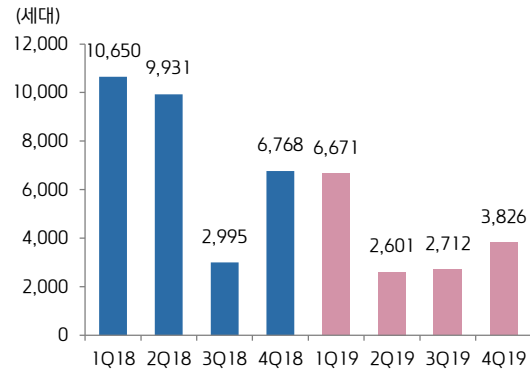
자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 주택 관련 지표

분양물량 및 분양계획물량(세대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	
										분양완료	분양예정
전국	6,768	6,949	3,073	5,847	13,287	32,414	19,043	14,336	29,097	10,590	18,507
서울	569	230	987	1,952	1,589	5,935	4,524	5,659	1,814	991	823
수도권(서울 제외)	5,486	2,422	0	1,514	6,877	20,830	5,995	5,225	13,962	3,389	10,573
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	713	1,475	1,449	400	1,266	1,795	3,142	2,029	5,413	2,125	3,288
기타 지방	0	2,822	637	1,981	3,555	3,854	4,805	1,423	7,908	4,085	3,823
전국 분양가(만원/3.3㎡)	1,158	1,083	661	1,535	996	934	1,097	1,408	1,037		
서울 분양가(만원/3.3㎡)	2,913	1,964	1,691	3,003	1,984	1,932	1,970	2,654	2,129		
재고 + 입주예정물량	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
전국	11,427	4,403	6,993	7,524	2,205	2,431	12,914	13,138	30,344	15,810	
서울	1,857	1,762	1,646	440	598	887	5,498	1,940	3,891	2,462	
수도권(서울 제외)	4,954	1,729	5,347	1,167	112	632	3,559	6,219	21,998	5,782	
광역시(세종시 포함, 인천 제외)	1,747	713	0	2,458	466	400	1,266	946	849	3,142	
기타 지방	2869	199	0	3459	1029	512	2591	4033	3029	4424	

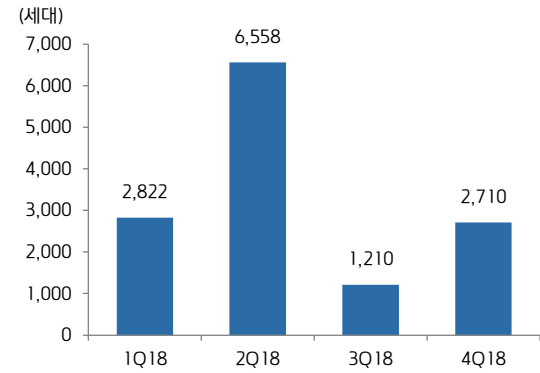
자료: Repts, 대림산업, 키움증권

대림산업 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: Reps, 대림산업, 키움증권

대림산업 분기별 신규 아파트 공급 추이



자료: Reps, 대림산업, 키움증권

대림산업 아파트 자체현장 현황

년도	사업장명	착공일자	준공일자	세대수	기본도금액	계약잔액	회계기준
2015	e편한세상 동탄	2015-10-30	2018-01-31	1,526	5,628		
	e편한세상 서창 2차	2015-12-15	2018-01-31		1,081		
2016	e편한세상 미사	2016-03-23	2018-06-30	652	1,330		인도기준 매출인식 완료
	평택소사벌 공공주택	2016-12-13	2019-03-31		312	312	인도기준
2017	e편한세상 춘천 한숲시티 2구역	2017-01-10	2019-12-31		5,582	4,486	진행기준
	e편한세상 세종2차	2017-01-16	2019-05-31		1,374	1,374	인도기준
	아크로 서울포레스트 주거동	2017-08-16	2020-12-22	280	8,025	6,623	진행기준
2018	e편한세상 금정산	2018-03-26	2021-04-01	1969	2,218	2,179	진행기준
합계	총 12개 사업장						

자료: 대림산업, 키움증권

대림그룹 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
삼호	1	e편한세상 온수역	수도권	921	156	31.54:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼호	1	e편한세상 금오파크	지방	1,210	1,152	1.84:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.17:1)
고려개발	1	e편한세상 동해	지방	644	637	0.25:1	청약 미달(순위내 0.39:1)
고려개발	1	e편한세상 둔산	광역시	776	166	274.93:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼호	1	e편한세상 남산	광역시	348	191	346.51:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	2	e편한세상 보라매 2차	서울	804	500	9.50:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 창원 파크 센트럴	지방	1,253	849	0.35:1	청약 미달(순위내 0.43:1)
대림산업	3	e편한세상 선부광장	수도권	719	219	2.53:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.97:1)
대림산업	4	e편한세상 순천	지방	605	486	15.55:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	4	e편한세상 금정산	광역시	1,969	1,101	2.05:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.41:1)
대림산업	4	e편한세상 양주신도시4차	수도권	2,038	1,979	0.62:1	청약 미달(순위내 1.03:1)
삼호	4	e편한세상 대전법동	광역시	1,503	346	13.67:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼호	4	e편한세상 문래	서울	263	134	31.61:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	4	e편한세상 인창 어반포레	수도권	632	247	27.14:1	전 타입 1순위 청약 마감
대림산업	5	e편한세상 오산세교	수도권	49	49	0.45:1	청약 미달(순위내 0.76:1)
대림산업	8	e편한세상 영천	지방	1,210	1,169	1.25:1	청약 미달(순위내 1.53:1)
삼호	8	e편한세상 서울대입구2차	서울	519			
대림산업	10	e편한세상 연산 더퍼스트	광역시	455			
대림산업	10	e편한세상 청계 센트럴포레	서울	823			

자료: APT2you, 대림산업, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	98,538	123,355	109,371	105,836	107,588
매출원가	88,779	111,395	94,848	92,077	93,413
매출총이익	9,759	11,961	14,523	13,758	14,175
판매비및일반관리비	5,565	6,502	6,263	6,248	6,265
영업이익(보고)	4,194	5,459	8,260	7,510	7,910
영업이익(핵심)	4,194	5,459	8,260	7,510	7,910
영업외손익	170	1,294	1,749	907	1,207
이자수익	400	391	491	574	597
배당금수익	31	14	41	29	28
외환이익	1,056	1,205	922	1,113	1,032
이자비용	944	1,042	1,196	1,234	1,234
외환손실	864	1,854	751	1,262	1,026
관계기업지분법손익	2,566	4,368	3,532	3,259	3,436
투자및기타자산처분손익	-11	1,169	343	75	41
금융상품평가및기타금융이익	-29	-71	32	-20	6
기타	-2,034	-2,885	-1,666	-1,626	-1,672
법인세차감이익	4,364	6,753	10,009	8,417	9,117
법인세비용	1,432	1,673	2,313	1,998	2,095
유효법인세율 (%)	32.8%	24.8%	23.1%	23.7%	23.0%
당기순이익	2,932	5,080	7,696	6,418	7,022
지배주주지분순이익(억원)	2,653	4,905	7,269	6,100	6,619
EBITDA	5,278	6,652	9,526	8,803	9,203
현금순이익(Cash Earnings)	4,016	6,273	8,962	7,712	8,315
수정당기순이익	2,959	4,254	7,407	6,376	6,983
증감율(% YoY)					
매출액	3.6	25.2	-11.3	-3.2	1.7
영업이익(보고)	54.3	30.2	51.3	-9.1	5.3
영업이익(핵심)	54.3	30.2	51.3	-9.1	5.3
EBITDA	47.1	26.0	43.2	-7.6	4.5
지배주주지분 당기순이익	28.3	84.9	48.2	-16.1	8.5
EPS	28.3	84.9	48.2	-16.1	8.5
수정순이익	29.7	43.8	74.1	-13.9	9.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,470	4,376	5,024	4,829	3,374
당기순이익	2,932	5,080	7,696	6,418	7,022
감가상각비	1,015	1,109	1,167	1,193	1,193
무형자산상각비	68	84	100	100	100
외환손익	-180	142	-106	150	-5
자산처분손익	11	-1,169	-343	-75	-41
지분법손익	-2,566	-4,368	-3,532	-3,259	-3,436
영업활동자산부채 증감	-5,458	-4,655	-4,121	-2,182	-3,730
기타	5,646	8,152	4,164	2,483	2,272
투자활동현금흐름	-6,994	-2,374	-2,121	-1,633	-2,064
투자자산의 처분	-4,400	-1,585	-672	-237	-372
유형자산의 처분	59	23	87	98	98
유형자산의 취득	-2,541	-2,360	-1,687	-1,776	-1,776
무형자산의 처분	-115	-38	0	0	0
기타	-16	1,578	137	283	-14
재무활동현금흐름	-463	1,539	1,544	-490	-490
단기차입금의 증가	-9,674	-5,988	-2,788	0	0
장기차입금의 증가	8,292	7,736	4,833	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-281	-253	-490	-490	-490
기타	1,200	44	-10	0	0
현금및현금성자산의순증가	-5,907	3,546	4,517	2,706	820
기초현금및현금성자산	21,679	15,772	19,318	23,835	26,541
기말현금및현금성자산	15,772	19,318	23,835	26,541	27,361
Gross Cash Flow	7,121	9,646	11,312	9,353	9,779
Op Free Cash Flow	-4,212	-1,753	1,809	3,062	1,879

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	64,959	67,277	71,379	78,058	84,244
현금및현금성자산	15,772	19,318	23,835	26,541	27,361
유동금융자산	5,371	5,941	5,350	5,957	6,141
매출채권및유동채권	29,132	31,300	21,459	22,897	25,270
재고자산	9,019	7,181	8,775	10,262	12,353
기타유동비금융자산	5,665	3,537	11,960	12,401	13,118
비유동자산	58,956	66,748	68,107	67,806	68,552
장기매출채권및비유동채권	5,020	3,949	3,897	3,768	3,830
투자자산	29,279	35,041	35,658	35,285	35,470
유형자산	19,642	20,710	20,852	21,337	21,821
무형자산	614	702	636	636	636
기타비유동자산	4,401	6,346	7,063	6,780	6,794
자산총계	123,915	134,025	139,485	145,864	152,795
유동부채	47,874	49,032	49,802	51,593	53,228
매입채무및기타유동채무	31,263	30,945	17,921	18,814	18,955
단기차입금	3,053	1,647	1,880	1,880	1,880
유동성장기차입금	1,439	2,888	2,374	2,374	2,374
기타유동부채	12,119	13,553	27,626	28,526	30,019
비유동부채	24,587	28,049	28,027	26,686	25,450
장기매입채무및비유동채무	928	618	248	194	194
사채및장기차입금	19,310	21,984	23,299	23,299	23,299
기타비유동부채	4,349	5,448	4,480	3,193	1,956
부채총계	72,461	77,081	77,828	78,279	78,678
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
주식발행초과금	2,960	2,960	2,960	2,960	2,960
이익잉여금	39,185	43,987	48,605	54,267	60,446
기타자본	1,779	1,510	1,270	1,270	1,270
지배주주지분자본총계	46,109	50,643	55,020	60,682	66,861
비지배주주지분자본총계	5,344	6,301	6,637	6,903	7,256
자본총계	51,454	56,943	61,657	67,585	74,117
순차입금	12,531	12,250	9,818	7,112	6,292
총차입금	28,303	31,568	33,653	33,653	33,653

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,873	12,707	18,832	15,803	17,149
BPS	119,454	131,198	142,540	157,208	173,215
주당EBITDA	13,673	17,234	24,680	22,806	23,843
CFPS	3,808	11,338	13,014	12,509	8,741
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	12.7	6.5	4.4	5.2	4.8
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.4	7.3	4.9	5.0	4.7
PCFR	8.4	5.1	3.6	4.1	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	4.4	7.6	7.1	7.4
영업이익률(핵심)	4.3	4.4	7.6	7.1	7.4
EBITDA margin	5.4	5.4	8.7	8.3	8.6
순이익률	3.0	4.1	7.0	6.1	6.5
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	13.8	10.5	10.4
투자자본이익률(ROIC)	10.0	14.7	23.2	19.9	19.2
안정성(%)					
부채비율	140.8	135.4	126.2	115.8	106.2
순차입금비율	24.4	21.5	15.9	10.5	8.5
이자보상배율(배)	4.4	5.2	6.9	6.1	6.4
활동성(배)					
매출채권회전율	3.3	4.1	4.1	4.8	4.5
재고자산회전율	11.4	15.2	13.7	11.1	9.5
매입채무회전율	3.3	4.0	4.5	5.8	5.7

삼성엔지니어링 (028050)



BUY(Maintain)

주가(10/16) 18,700원

목표주가 23,000원(상향)

수주잔고에서 매출이 본격화되는 내년부터는 level up 된 실적 개선이 기대된다. 따라서 수주증가-수주잔고 증가-매출 증가-수익성 개선이라는 건설업종 턴어라운드 정석을 지켜볼 수 있겠다. 가득 쌓인 잔고와 급격한 이익성장을 반영해 목표주가를 '19~'20년 평균 EPS에 수주 성장기 '05~'10년의 historical high P/E를 10% 할인한 17.1배를 적용해 23,000원으로 상향한다. 투자의견 BUY를 유지하고, 차선호주로 제시한다.

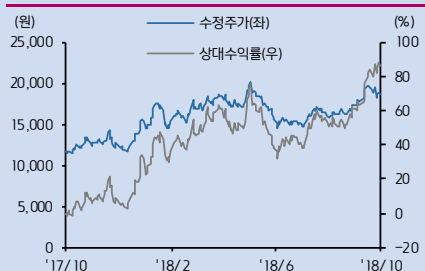
Stock Data

KOSPI (10/16)	2,145.12pt	
시가총액	36,652억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	20,200 원	11,400원
최고/최저가 대비 등락	-7.4%	64.0%
주가수익률	절대	상대
1M	7.2%	15.8%
6M	1.1%	15.8%
1Y	61.2%	86.4%

Company Data

발행주식수	196,000 천주
일평균 거래량(3M)	1,287천주
외국인 지분율	29.5%
배당수익률(18E)	0.0%
BP (18E)	5,686원
주요 주주	삼성 SDI 외 7인
	국민연금공단
	9.3%

Price Trend



곳간에서 시세난다

>>> 대형사 중 가장 강력한 수주 모멘텀

동사는 작년 하반기와 올해 1분기 풍부한 수주로 2015년 이후 4년 만에 최대 수주잔고를 기록 중이다. 연내 발표될 예정인 태국 Thai Oil(12억불) 수주도 거의 확실히 되고 있다. 그룹의 투자확대로 안정적인 관계사 수주에 더해, 하반기 알제리 HMD(10억불), 미국 PTTGC ECC(11억불), 인도네시아 Balikpapan(총 40억불) 등 수주 파이프라인도 풍부하다. 최근 UAE LAB 프로젝트의 FEED(5억불) 기술입찰에 초청되는 등 고부가가치 영역으로의 진출도 차근차근 진행 중이다. 내년에는 중동발 석유화학플랜트 발주가 확장 사이클에 재진입할 것으로 전망돼 올해보다 좋은 해외수주 모멘텀이 기대된다. 더불어 풍부히 쌓인 수주잔고는 하반기부터 내년까지 이어질 수주경쟁에서 수익성 위주의 승부가 가능해 진다는 점이 무엇보다 파워풀 하다.

>>> 올해는 수주, 내년에는 실적 모멘텀

수주잔고의 급격한 증가와는 달리 신규수주 프로젝트들의 대부분은 설계 단계로 본격적인 매출 성장은 내년부터 시작될 전망이다. 따라서 내년부터는 현안 프로젝트 종료와 함께 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다. 주요 현안 프로젝트인 CBDC 현장은 이달 내로 마무리 예정이며, 이에 따른 추가 손실 가능성은 존재하나 드디어 끝난다는 점에서 의미가 있다. 수주 급증에 따른 인력 수급 문제도 아직까지는 설계-시공으로 이어지는 타임라인에 맞춰서 적절히 컨트롤이 가능한 수준인 것으로 파악된다.

>>> 턴어라운드의 정석을 보여줄게

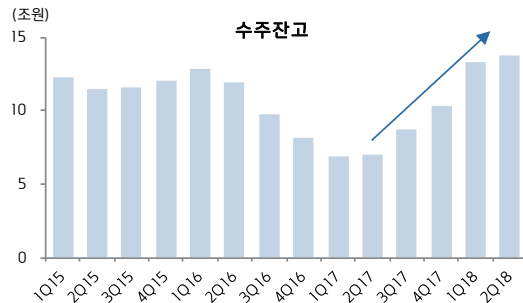
안정적인 유가 흐름, 해외 발주 환경 개선 시그널 등 동사에게 유리한 국면이 지속되고 있다. 이미 일감도 충분히 확보했고, 추가 수주도 기대되는 상황이다. 특히, 3분기 실적에서 전년대비 감소하던 분기 매출액이 6분기 만에 증가세로 전환될 수 있다는 점은 의미가 있다. 수주잔고에서 매출이 본격화되는 내년부터는 level up 된 실적 개선이 기대된다. 따라서 수주 증가 - 수주잔고 증가 - 매출 증가 - 수익성 개선이라는 건설업종 턴어라운드의 정석을 지켜볼 수 있을 것으로 기대된다. 가득 쌓인 잔고와 급격한 이익성장을 반영해 목표주가를 '19~'20년 평균 EPS에 수주 성장기 '05~'10년의 historical high P/E를 10% 할인한 17.1배를 적용해 23,000원으로 상향한다. 투자의견 BUY를 유지하고, 차선호주로 제시한다.

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	16,189	13,560	12,942	12,671	12,175	13,486	13,154	14,826	55,362	53,641	65,978
화공	7,068	5,174	5,154	3,666	4,756	5,217	5,585	7,377	21,062	22,935	33,259
비화공	9,121	8,386	7,788	9,005	7,419	8,269	7,569	7,449	34,300	30,706	32,719
매출원가율	93.9	92.8	92.5	94.6	91.5	90.7	91.0	90.8	93.5	91.0	90.7
화공	105.5	103.3	105.6	149.4	99.5	94.1	96.3	95.2	112.6	96.1	94.9
비화공	84.9	86.3	83.9	72.3	86.4	88.5	87.0	86.5	81.7	87.1	86.4
매출총이익률(%)	6.1	7.2	7.5	5.4	8.5	9.3	9.0	9.2	6.5	9.0	9.3
영업이익	124	124	153	68	212	439	347	636	469	1,634	2,719
영업이익률(%)	5.3	6.3	6.3	4.9	6.7	6.1	6.4	4.9	0.8	3.0	4.1
세전이익	-393	318	48	-270	170	223	408	675	-296	1,477	2,668
순이익	-469	315	70	-437	118	175	327	535	-521	1,156	2,174

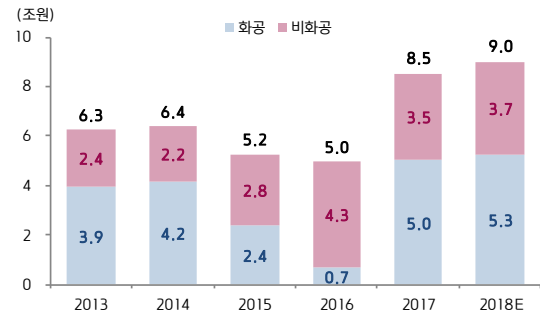
자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

삼성엔지니어링 수주잔고 추이



자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

삼성엔지니어링 신규수주 추이



자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

삼성엔지니어링 해외 수주 파이프라인

상반기	하반기	내년
태국 Olefins Reconfiguration(6.3 억불) 수주	베트남 하수처리 시설(2 억불)	인도네시아 Balikpapan Refinery(40 억불) 플루어-치요다-삼성엔지니어링-트리파트라 vs GS 건설-사이팜-아드히 카리야 vs JGC-테크닉 FMC-CTCI-위자야 카리야 vs SK 건설-현대엔지니어링-레카야사
UAE POC(26 억불) 수주 삼성엔지니어링-CB&I 컨소시엄	태국 Thai Oil CFP(40 억불) GS 건설-JGC-TR vs 삼성엔지니어링-페트로팩-사이팜	인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40 억불) - 피드 진행 중 GS 건설 vs 삼성엔지니어링 vs 대림산업
오만 Duqm Refinery(10.3 억불) 수주 삼성엔지니어링-페트로팩 컨소시엄	알제리 HMD 가스(25 억불) - 기술입찰 18년 6월, 상업입찰 18년 9월 예정 현대건설-현대엔지니어링-대우건설 vs GS 건설-페트로팩 vs 삼성엔지니어링-TR vs 테크니움-페트로젯 vs 사이노팩-CTI 엔지니어링 vs 차이나 HQC vs 화루 엔지니어링	UAE 가솔린&아로마틱스(GAP)(35 억불) - 기술입찰 18년 9월, 상업입찰 18년 11월 예정 현대건설-현대엔지니어링 vs GS 건설 vs 삼성엔지니어링-CB&I vs SK 건설 vs Fluor-대우건설-CPECC vs TR

자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

삼성엔지니어링 해외 수주 파이프라인(계속)

상반기	하반기	내년
UAE Waste Heat Recovery(5 억불) LOA	사우디 SABIC ASU(4 억불)	UAE 아드녹 루와이스 Linear Alkyl Benzene 플랜트 FEED (6억불) 18.8.6 기술입찰, 18.9.15 상업입찰 GS 건설 vs 삼성 ENG vs TR vs 윌리파슨스 vs 우드 vs 벡텔
베트남 PACKAGE C PP PLANT(1.9 억불) 수주	미국 PTTGC ECC (7 억불)	
베트남 PACKAGE B HDPE PLANT(2.3 억불) 수주		PTTGC 에틸렌 (20억불) 삼성엔지니어링-벡텔-JGC Flour-테크넬 FMC-SK 건설

자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

삼성엔지니어링 2분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 현황 (단위: 백만원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약잔액	공정률
TAKREER Carbon Black & Delayed Coker	201207	201812	30,392	1,802	94.1%
UAE ADNOC Refining CFP	201802	202208	29,072	28,927	0.5%
KNPC CFP MAB#1	201404	201807	16,557	2,865	82.7%
Eni Zubair DGS North Package	201404	201809	10,510	1,059	89.9%
Luberef Yanbu Refinery Expantion	201010	201712	10,428	221	97.9%
Gazprom Badra Project	201302	201809	10,049	299	97.0%
YPFB Ammonia/Urea	201209	201902	9,779	569	94.2%
Timimoun (TFD) Project	201404	201906	9,475	345	96.4%
Saudi SABIC EO/EG	201801	202010	7,665	7,321	4.5%
SOCAR Ammonia and Urea Complex	201402	201811	7,347	434	94.1%
Thai PTTGC ORP Ethylene	201706	202011	6,912	5,974	13.6%
RAPID PKG. 11 EO/EG	201512	201904	6,853	2,116	69.1%
PEMEX SALAMANCA ULSD Phase2	201601	201810	5,911	5,756	2.6%
Thai GC Oxirane PO	201708	202007	5,145	4,540	11.8%
UAE ADNOC Refining WHRP	201803	202306	5,136	5,113	0.4%
SEHC법인 건설공사	201501	201808	5,134	66	98.7%
합계			176,365	67,407	61.8%

자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	70,094	55,362	53,641	65,978	75,910
매출원가	65,275	51,748	48,800	59,820	68,676
매출총이익	4,819	3,614	4,841	6,159	7,234
매출총이익률(%)	6.9	6.5	9.0	9.3	9.5
판매비및일반관리비	4,119	3,145	3,208	3,440	3,657
영업이익	701	469	1,634	2,719	3,577
영업이익률(%)	1.0	0.8	3.0	4.1	4.7
영업외손익	-137	-765	-157	-51	60
금융수익	708	923	434	548	494
금융원가	760	1,270	695	673	527
기타수익	4,505	1,841	2,108	2,563	2,171
기타비용	4,638	2,305	2,052	2,538	2,127
종속및관계기업관련손익	48	45	49	47	47
법인세차감전이익	564	-296	1,477	2,668	3,637
법인세비용	469	225	321	493	729
유효법인세율	83.3	-75.9	21.7	18.5	20.0
당기순이익	94	-521	1,156	2,174	2,908
순이익률(%)	0.1	-0.9	2.2	3.3	3.8
지배주주지분순이익	258	-454	1,178	2,253	3,046
EBITDA	1,486	1,194	2,233	3,303	4,161
EBITDA margin (%)	2.1	2.2	4.2	5.0	5.5
증감율(% YoY)					
매출액	8.8	-21.0	-3.1	23.0	15.1
영업이익	흑전	-33.1	248.4	66.4	31.6
법인세차감전이익	흑전	적전	흑전	80.6	36.3
당기순이익	흑전	적전	흑전	88.0	33.7
지배주주지분당기순이익	흑전	적전	흑전	91.2	35.2
EBITDA	흑전	-19.7	87.1	47.9	26.0
EPS	흑전	적전	흑전	91.2	35.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,879	-1,340	1,913	4,759	4,706
당기순이익	94	-521	1,156	2,174	2,908
감가상각비	482	413	315	304	304
무형자산상각비	303	311	285	280	280
GrossCashFlow	370	715	2,858	3,615	4,438
운전자본변동	2,579	-839	113	1,935	1,005
매출채권및기타채권의감소(증가)	-550	2,218	1,152	-2,385	-2,638
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,645	-2,633	132	5,178	4,183
영업에서창출된현금흐름	2,949	-123	2,971	5,550	5,444
투자활동현금흐름	944	-152	-852	-2,285	-1,970
투자자산의감소(증가)	-8	3	-96	-89	-81
유형자산의감소	54	62	187	101	116
유형자산의증가(CAPEX)	-241	-138	-169	-183	-163
무형자산의감소(증가)	-136	-67	-175	-126	-122
기타	1,275	-12	-598	-1,988	-1,720
FreeCashFlow	2,626	-267	2,813	5,342	5,274
재무활동현금흐름	-1,019	381	-3,052	4	5
차입금의증가(감소)	-13,858	377	-3,055	0	0
자본증가(감소)	12,538	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	302	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	4	3	4	5
현금및현금성자산의순증가	1,864	-1,371	-1,768	2,433	2,662
기초현금및현금성자산	6,957	8,822	7,451	5,683	8,116
기말현금및현금성자산	8,822	7,451	5,683	8,116	10,778

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	36,582	33,031	30,538	36,404	42,492
현금및현금성자산	8,822	7,451	5,683	8,116	10,778
매출채권및기타유동채권	23,598	21,669	20,270	22,655	25,293
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	4,162	3,911	4,585	5,633	6,422
비유동자산	18,620	17,807	17,914	20,998	23,410
장기매출채권및기타비유동채권	7	6	1,788	3,299	4,465
유형자산	6,568	4,268	3,959	3,737	3,480
무형자산	957	711	601	447	290
투자자산	864	2,826	2,771	2,861	2,942
기타비유동자산	10,223	9,996	8,794	10,654	12,233
자산총계	55,201	50,838	48,452	57,402	65,902
유동부채	43,139	36,780	33,964	39,242	43,563
매입채무및기타유동채무	26,970	23,419	22,724	27,902	32,085
유동성이자발생차입금	14,516	11,769	10,384	10,384	10,609
기타유동부채	1,653	1,593	856	957	870
비유동부채	2,100	4,011	3,590	5,087	6,358
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,680	1,180	1,180	1,180
기타비유동부채	2,100	1,331	2,410	3,907	5,178
부채총계	45,239	40,792	37,554	44,329	49,921
자본금	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
자본잉여금	4,544	-194	-194	-194	-194
이익잉여금	-1,978	1,696	2,815	5,068	8,115
기타자본	-2,257	-1,040	-1,276	-1,276	-1,276
지배주주지분자본총계	10,109	10,262	11,145	13,399	16,445
자본총계	9,962	10,047	10,899	13,073	15,981
총차입금	14,516	14,449	11,564	11,564	11,789
순차입금	5,694	6,998	5,880	3,447	-662

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	146	-231	601	1,150	1,554
BPS	5,158	5,236	5,686	6,836	8,390
주당EBITDA	846	609	1,139	1,685	2,123
SPS	39,622	28,246	27,368	33,662	38,730
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	70.7	-53.6	31.1	16.3	12.0
PBR	2.0	2.4	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	17.3	26.0	18.9	12.0	8.5
PSR	0.3	0.4	0.7	0.6	0.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	-4.5	11.0	18.4	20.4
총자산이익률(ROA)	0.2	-1.0	2.3	4.1	4.7
투자자본이익률(ROIC)	0.8	6.2	9.9	17.6	23.1
안정성(%)					
부채비율	454.1	406.0	344.6	339.1	312.4
순차입금비율	57.2	69.7	54.0	26.4	-4.1
유동비율	84.8	89.8	89.9	92.8	97.5
이자보상배율(배)	2.6	1.9	4.0	7.6	11.8
활동성(회)					
매출채권회전율	3.0	2.4	2.6	3.1	3.2
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	2.6	2.2	2.3	2.6	2.5

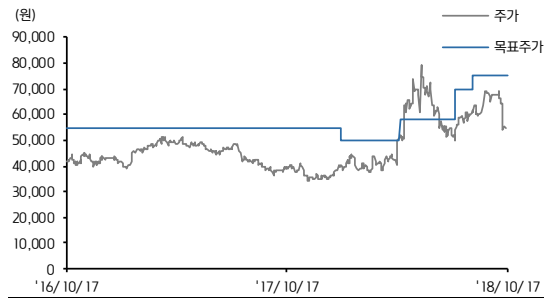
투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 사점	평균 주가대비	최고 주가대비
현대건설 (000720)	2016/10/12	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-22.63	-19.27
	2016/10/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.01	-18.45
	2017/01/18	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.23	-18.45
	2017/01/23	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.51	-18.45
	2017/01/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-21.71	-12.73
	2017/03/06	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-19.38	-6.73
	2017/04/17	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-9.68	-7.27
	2017/04/28	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-12.72	-7.27
	2017/06/20	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.79	-7.27
	2017/07/19	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-13.65	-7.27
	2017/07/28	Upform(Dowgrade)	55,000원	6개월	-19.26	-7.27
	2017/10/17	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월	-28.24	-27.18
	2017/10/25	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월	-28.10	-27.18
	2017/10/30	Outperform(Maintain)	55,000원	6개월	-32.53	-25.27
	2018/01/15	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-19.53	-15.70
	2018/01/29	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-18.00	-10.70
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	50,000원	6개월	-17.18	0.80
	2018/04/23	Outperform(Maintain)	58,000원	6개월	-12.05	-10.86
	2018/04/30	Outperform(Maintain)	58,000원	6개월	6.66	36.38
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	70,000원	6개월	-21.73	-19.43
HCC현대건설 (294870)	2018/06/12	Buy(Initiate)	95,000원	6개월	-39.45	-20.42
	2018/07/23	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-39.58	-20.42
	2018/07/25	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-39.65	-20.42
	2018/08/22	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-41.06	-20.42
	2018/10/17	Buy(Maintain)	60,000원	6개월		
GS건설 (006360)	2016/10/12	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-25.74	-23.63
	2016/10/27	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.19	-23.63
	2017/01/18	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.28	-23.63
	2017/01/26	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-31.81	-23.63
	2017/03/06	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.83	-19.63
	2017/04/17	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-20.51	-18.63
	2017/04/27	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-23.13	-18.63
	2017/06/20	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-23.21	-18.63
	2017/07/19	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-22.57	-13.50
	2017/07/27	Upform(Dowgrade)	40,000원	6개월	-25.20	-13.50
	2017/10/17	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월	-32.36	-31.00
	2017/10/25	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월	-32.37	-31.00
	2017/10/30	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월	-31.10	-21.88
	2018/01/15	Outperform(Maintain)	37,000원	6개월	-17.42	-14.59
	2018/01/30	Outperform(Maintain)	37,000원	6개월	-17.80	-6.89
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	37,000원	6개월	-16.39	3.11
	2018/04/26	Outperform(Maintain)	43,000원	6개월	5.37	20.00
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	60,000원	6개월	-23.28	-20.83
	2018/07/26	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-25.53	-20.83
	2018/08/22	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-18.87	-8.83
	2018/10/17	Buy(Maintain)	65,000원	6개월		
대우건설 (047040)	2016/10/12	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-32.32	-30.73
	2016/10/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-41.05	-29.90
	2017/01/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-41.74	-29.90
	2017/02/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.35	-23.75
	2017/04/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-26.37	-24.17
	2017/04/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-22.50	-15.42
	2017/06/20	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-22.87	-15.42
	2017/06/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-22.38	-15.42
	2017/07/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-22.11	-15.42
	2017/07/27	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-21.57	-14.69
	2017/08/08	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-23.09	-14.69
	2017/10/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.60	-23.85
	2017/10/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-24.27	-21.04
	2017/11/03	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.81	-21.04
	2017/11/09	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.30	-21.04
	2018/01/15	Buy(Maintain)	8,300원	6개월	-27.91	-25.30
	2018/02/08	Buy(Maintain)	8,300원	6개월	-29.84	-25.30
	2018/02/13	Upform(Dowgrade)	6,000원	6개월	-10.98	-1.00
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	6,000원	6개월	-9.29	5.33
	2018/04/27	Outperform(Maintain)	7,000원	6개월	-12.03	1.14
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	7,000원	6개월	-12.89	1.14
삼성전자-구형 (028050)	2018/07/23	Buy(Initiate)	18,000원	6개월	-8.09	-4.44
	2018/08/09	Buy(Maintain)	20,000원	6개월	-12.87	-1.50
	2018/10/17	Buy(Maintain)	23,000원	6개월		
대림산업 (000210)	2016/10/12	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-20.47	-18.64
	2016/10/26	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.93	-18.64
	2017/01/18	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.88	-18.64
	2017/01/25	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-24.30	-18.64
	2017/04/17	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-27.29	-26.09
	2017/04/28	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-26.57	-24.91
	2017/05/22	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-22.96	-15.91
	2017/06/20	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.89	-15.91
	2017/07/19	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.35	-15.00
	2017/07/28	Upform(Dowgrade)	110,000원	6개월	-22.31	-15.00
	2017/10/17	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월	-23.67	-21.55
	2017/10/25	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월	-23.28	-20.91
	2017/11/03	Outperform(Maintain)	110,000원	6개월	-23.68	-15.91
	2018/01/15	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-14.09	-10.60
	2018/01/26	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-23.63	-10.60
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-23.01	-10.60
	2018/04/27	Outperform(Maintain)	100,000원	6개월	-20.83	-10.30
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	100,000원	6개월	-22.56	-20.50
	2018/08/07	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-21.96	-20.20
	2018/08/22	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-18.80	-12.20
	2018/10/17	Buy(Maintain)	110,000원	6개월		

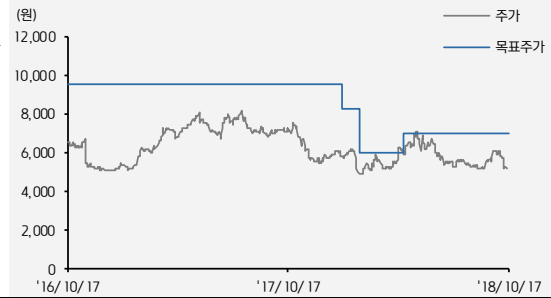
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)

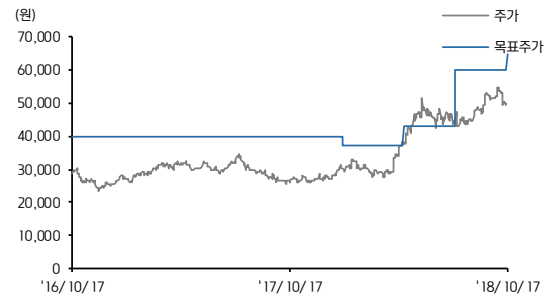
현대건설(000720)



대우건설(047040)



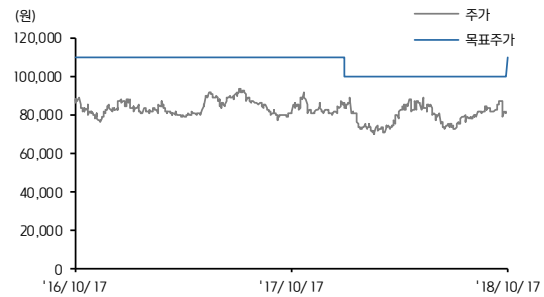
GS건설(006360)



HDC현대산업개발(294870)



대림산업(000210)



삼성엔지니어링(028050)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%