

건설

Divergence



건설

Divergence

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
GS건설(006360)	Buy	66,000원
대림산업(000210)	Buy	130,000원
현대건설(000720)	Buy	73,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
삼성엔지니어링(028050)	Buy	20,000원
HDC현대산업개발(294870)	Buy	65,000원
대우건설(047040)	Buy	7,000원
HDC(012630)	Buy	25,000원



건설 전자재/부동산

Analyst 박형렬

02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Contents

Part I	관성이 깨지고, 가속이 시작되다	9
Part II	Divergence - 가속이 멈추다	21
Part III	주택시장 - 희소성이 지배	69
기업분석	GS건설(006360) Start Global 'Xi'	82
	대림산업(000210) 기업의 변화와 주주환원 정책의 변화	84
	현대건설(000720) 숫자는 변곡점을 지났다	86
	삼성엔지니어링(028050) 가시적인 수익성 개선과 19년 발주 시장 확대	88
	HDC현대산업개발(294870) 19년 하반기 이후 자체사업 착공 모멘텀	90
	대우건설(047040) 수익성은 안정적인 흐름을 보여 줄 것	92
	HDC(012630) 지주회사 전환 이후 약재는 대부분 반영	94

I 관성의 장(2015~2017)

- 2015~2017년의 기간 동안 건설주의 주가는 박스권에서 움직임
- 2017년 사상 최대 실적 달성에도 박스권이 나타난 원인은 1) 주택 둔화 우려, 2) 해외 수주 부진, 3) 해외 프로젝트의 손실 지속
- 주택 매출은 2017년이 고점으로 판단되며, 토지 공급 감소로 인해 신규 분양과 매출은 구조적으로 증가하기 어려울 전망
- 토지 공급이 필요 없는 재건축/재개발 시장 중심으로 시장이 확대되었으나, 규제 영향으로 2020년 이후의 재건축은 감소할 전망
- 의미 있는 외형 성장을 위해서는 400억달러 이상의 수주가 필요하나, 지난 3년간 유가 상승에도 불구하고 해외수주는 부진
- 예상보다 오래 지속되고 있는 해외 손실이 전체 실적의 불확실성을 높이는 요인으로 작용

II 가속의 장(2018) - 관성이 깨지다

- 지난 3년간 관성적으로 나타난 주가 패턴이 2018년 상반기 깨졌으며, Valuation Band 상단을 돌파
- 2018년 주가 상승은 1) 실적 서프라이즈, 2) 해외 발주 재개, 3) 통일 및 이와 관련한 인프라 발주 기대감이며 새로운 기준이 필요해짐
- $F(\text{Fair price}) = k(\text{Valuation}) \cdot M(\text{Earning}) \cdot a(\text{Momentum})$ 을 적용
- $k(\text{Valuation})$: 변동성이 확대되는 환경에서 오히려 투자 판단의 기준이 되는 Valuation이 중요,
2018년 대형건설업체 평균 ROE 11.7%를 고려하여 1.3x 가 할증 요인을 반영하지 않은 적정 multiple
- $M(\text{Earning})$: 주택 매출은 정체되고 수익성도 소폭 둔화될 것으로 전망했으나, 입주 정산에 따른 서프라이즈 발생
해외 매출은 역성장 국면이 마무리, 수익성은 일회성 손실 감소와 더불어 환입이 발생하면서 서프라이즈 기록
- $a(\text{Momentum})$: 이익 추정치 상향, 해외수주 성장, 대북 사업 관련 기대감

III 가속이 멈추고, 고민이 시작되다

- 2018년 10월 Macro Risk (무역분쟁, 미국 금리인상, 중국 유동성 등) 가 부각되면서 건설주 동반 하락
- 실적은 현대건설을 제외하면 대부분의 업체가 컨센서스를 상회 또는 부합
- 주택 부문의 수익성이 여전히 시장 예상치를 상회하고 있고, 해외부문의 추가 손실 감소와 환입 발생 지속
- 아직까지 수주는 부진하지만, 4분기 국내 정유 및 석유화학 업체들의 발주 시작, 중동의 석유화학 및 Gas 플랜트 발주 가능성 확대
- 결국 외부적인 요인 때문에 하락한 주가, Valuation 은 PER 기준으로 3x~7x 수준까지 하락
- 시장의 변동성이 여전히 큰 상황에서 건설업종에 대한 투자 판단 역시 어려워지고 있음

IV Divergence (2019E)

- 2019년 전체 주식시장 환경에서 가장 크게 걱정되는 것은 Global 경기 모멘텀 정점 및 성장률 하락에 대한 우려
 - 건설업종은 2014년 이후 이미 장기 저성장 국면, 2019년은 해외를 중심으로 성장률이 높아지는 첫 해가 될 것
- 2019년 KOSPI 실적 추정치 하향 우려
 - 건설업종의 실적 추정치 상향 지속, 주택 부문의 고수익성 유지 및 해외 부문 환입, 해외 수주 증가 전망
- 외국인 매도 확대에 따른 수급적인 부담
 - 2018년 2월 이후 외국인이 KOSPI 매도의 주체로 작용 중이지만, 한국시장에 대한 비중 축소에도 불구하고 건설업종 투자 확대
- 당사 전략은 2019년 상반기를 Value Stock 중심의 시장으로 판단
 - 2019년 건설업체의 평균 PER 은 4x~5x 에 불과, 현금흐름 개선까지 급격하게 진행되고 있는 점을 감안하면 Value Stock 역할을 할 것

Part I

관성이 깨지고, 가속이 시작되다

2015년~2017년 관성의장과 3가지 규칙

PBR valuation 기준 $-1\sigma \sim +1\sigma$ 사이를 반복하는 패턴

- 2015년~2017년 건설업종의 주가는 상단과 하단 모두 막혀있는 Box 를 형성
- 시기적으로 상승과 하락 모두 유사한 시점에서 발생
- **3가지 투자원칙**
 - 1) 투자 시점에 대한 기준: 12월~1월에 저점/ 5월~6월에 고점
 - 2) Valuation Band(PBR)에 대한 기준: -1σ 에서 매수, $+1 \sigma$ 에서 매도 (2016년 이후 Band 축소)
 - 3) 실적 시즌 이전에 상승, 실적 이후 하락이 일반적

대형사 평균[시가총액 가중] PBR 추이



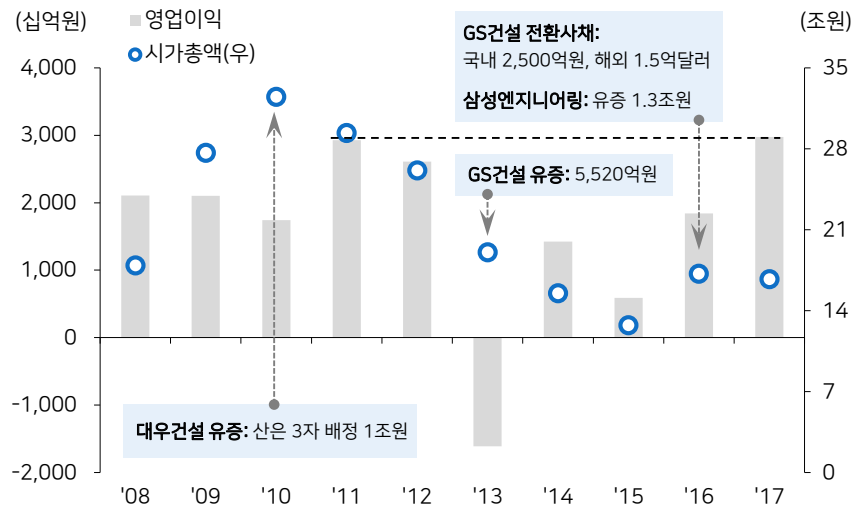
자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

사상최대 영업이익 but 주가는 Box

영업이익은 2017년 사상 최대 수준에 근접하였으나, 주가는 제자리

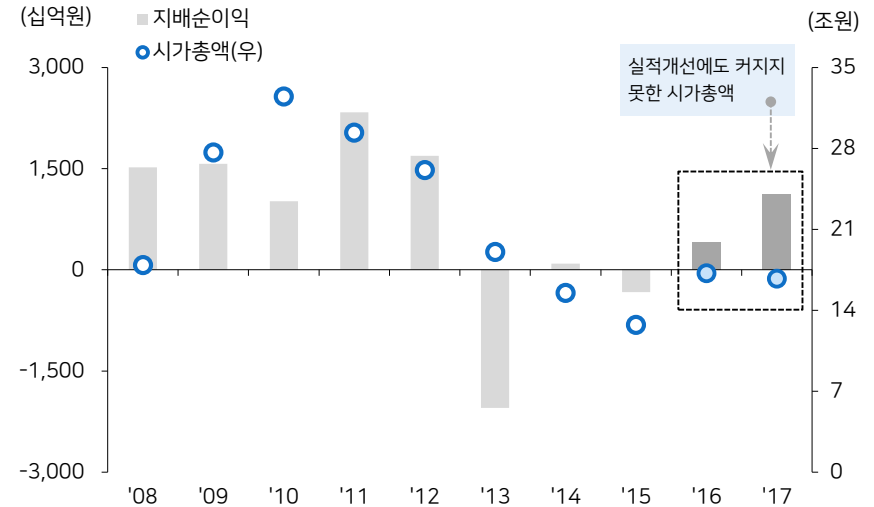
- 대형건설업체 합산 영업이익의 고점은 2011년의 2.9조원 (주택 손실이 2013년까지 지속되었음에도 불구하고, 해외 부문 성장으로 최대 영업이익 달성)
- 2014년~2017년 해외 손실반영, 그러나 주택 부문을 중심으로 점진적인 실적 개선
- 2017년 대형건설업체 합산 영업이익은 3.0 조원 기록하면서 사상최대를 기록
- 순이익은 환관련 손실 영향으로 영업이익 대비 회복이 더뎠으나, 1.1조원으로 증가
- 그럼에도 불구하고 2017년 주가 부진

대형건설업체 합산 영업이익 추이 (2008년 ~2017년까지)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 합산 지배순이익 추이 (2008년~2017년까지)



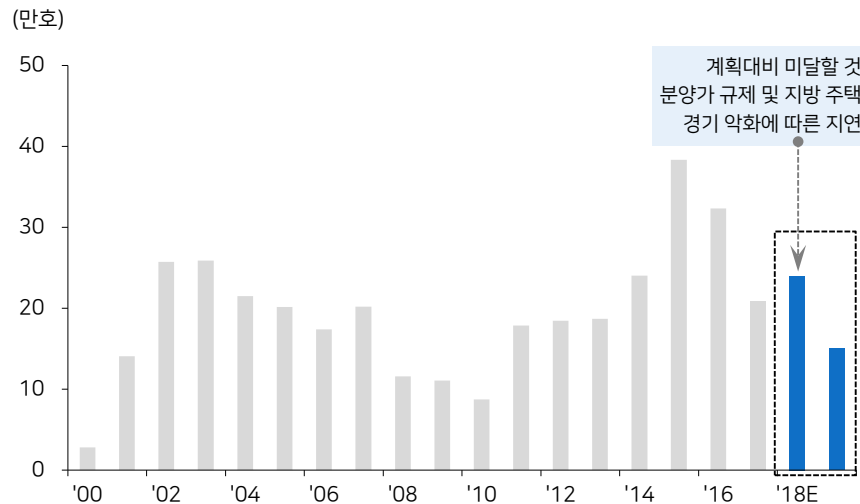
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

1) 주택 실적 고점(정점에 대한 우려)

직전 2개년의 평균 분양물량이
다음해 매출로 반영, 2018년
부터 매출 감소 본격화 전망

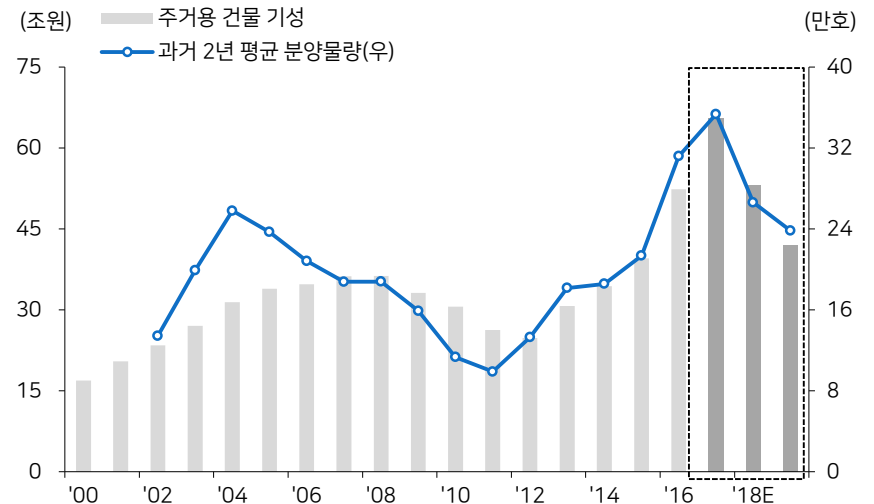
- 재건축, 재개발의 조합원 분양과 임대주택 등을 제외한 일반분양은 2015년 고점 38.3만호를 기록
- 2017년 주거용 건축 기성액은 전년 대비 25% 이상 증가한 65.6조원 기록
- 그러나 2017년 일반 분양물량은 21만세대로 고점대비 -46% 감소
- 착공 이후 2년~3년 동안 매출이 반영된다는 점을 감안하면 주택 매출은 2017년이 정점
- 2018년 주거용 건설 기성은 -19% 역성장, 2019년은 -21% 감소할 것으로 추정
- 장기적으로 신규 일반 분양물량 감소는 지속될 것으로 전망

연간 전국 APT 일반분양물량 급감



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 주거용 건축부문 기성액은 2018년 감소 국면에 진입



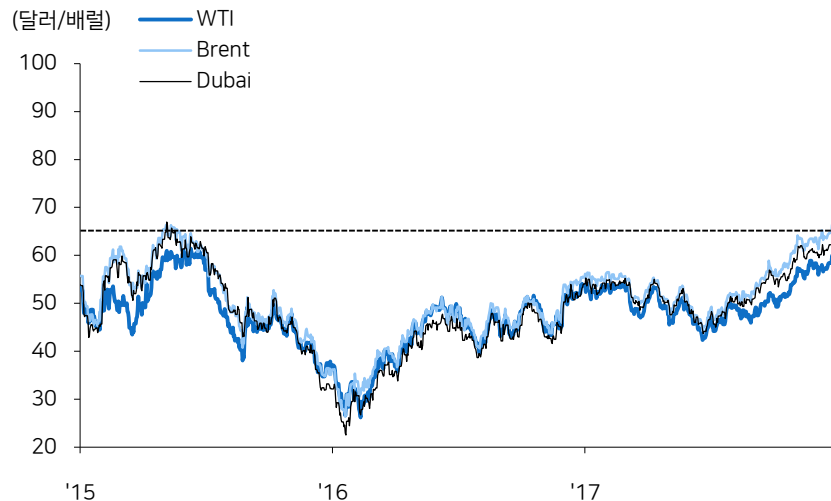
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 해외 수주 부진(성장 우려)

2015년을 저점으로 유가 회복, 중동을 중심으로 발주시장 회복을 기대하였으나 해외수주는 2017년까지 부진

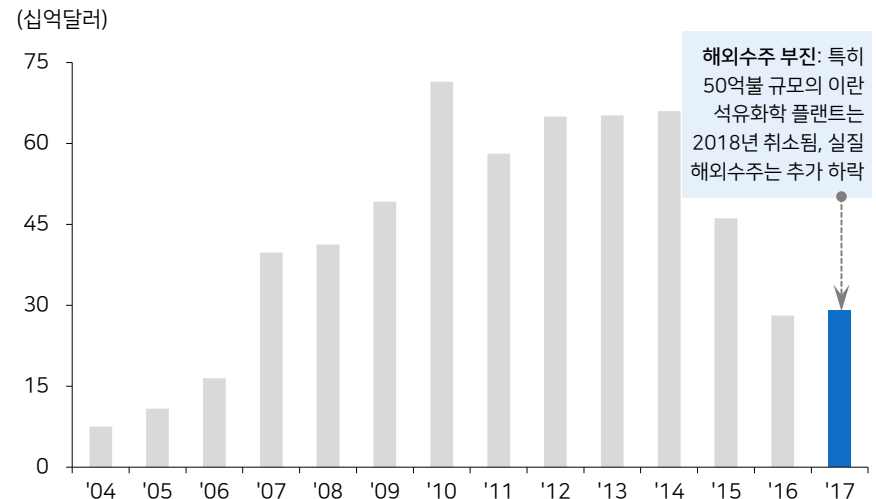
- 2015년 이후 지속적인 유가 상승 흐름, 중동의 재정여력 확대에 따른 발주 증가를 기대
- 실제로 2018년 사우디 예산은 사상최대를 기록(평균 유가 60불 가정)
- 그러나 군사, 보건, 교육 등에 집중, 건설관련 예산은 비석유(제조, 주택, 교통, 통신 등)에 초점
- 유가 상승에도 불구하고, 2017년 해외수주는 하락 추세를 멈추는 수준
- 특히 50억불 규모의 이란 프로젝트는 2018년 취소, 실질 해외수주는 감소가 지속된 상황
- 중동 국가들의 재정 여력 확대에도 불구하고 석유부문 증설에 대한 의지가 나타나지 않음

국제 유가 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

돌아오지 않는 해외 수주



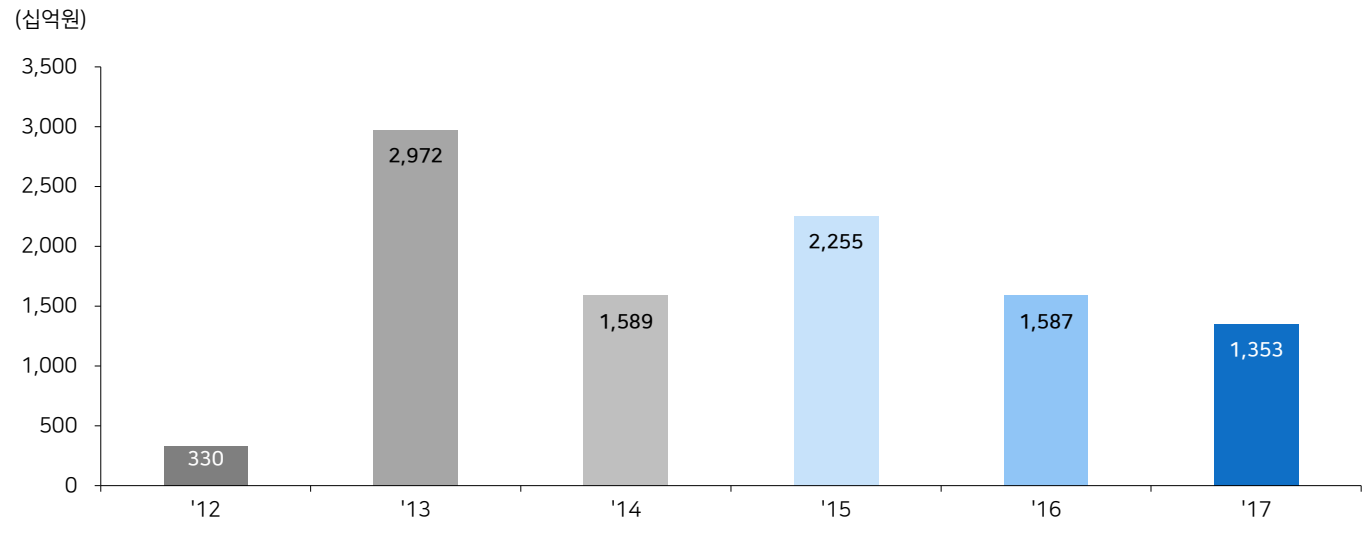
자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

3) 해외 손실 반영 (실적 변동성 우려)

지속되는 해외 손실과 실적 변동성에 대한 우려

- 해외 손실이 감소하고 있으나, 예상보다 오래 지속되면서 실적 불확실성에 지속
- 2017년 해외 부문의 총 손실은 1조 3,530억원을 반영
- 기존 악성 프로젝트의 공기 지연이 직접적인 사유(신규 악성 프로젝트 일부)
- 2017년 악성 해외 프로젝트는 25개 내외로 준공 시점에서의 추가 손실을 가장 크게 우려
- **전체 이익이 증가하는 국면이라도, 해외 부실이 실적에 대한 신뢰를 낮추는 요인으로 작용**

대형건설업체 연간 해외 손실처리 금액 추이 (12년~17년)



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

Band가 깨지다

- 관성적으로 이루어졌던 주가 패턴에서 벗어나면서 상반기 급등
- 과거 PBR Valuation Band 상단 0.9x 를 돌파
- 대형건설업체 시가총액 가중평균 PBR valuation은 $+2\sigma(1.1x)$ 를 벗어나기 시작
- 대북 관련 이슈로 급등한 이후 하락한 현대건설을 제외하면, 3분기까지 양호한 주가 흐름 지속
- **관성이 깨진 이후 가속화된 주가흐름**

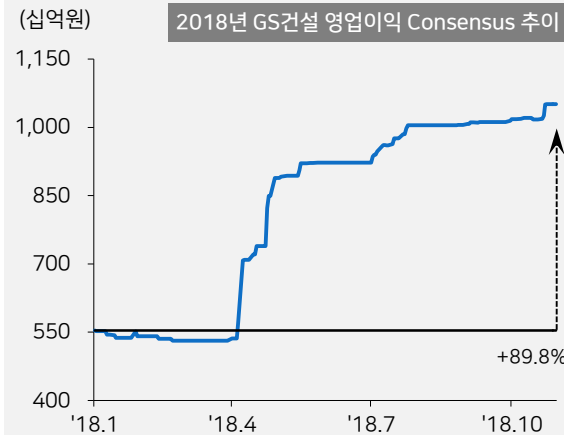
대형사 평균[시가총액 가중 PBR 추이 - 관성을 깨다!



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

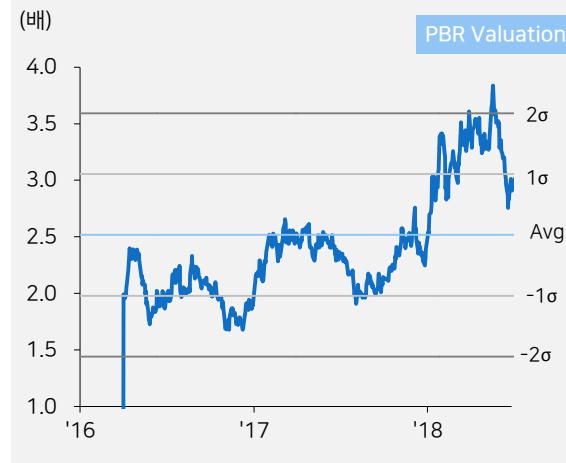
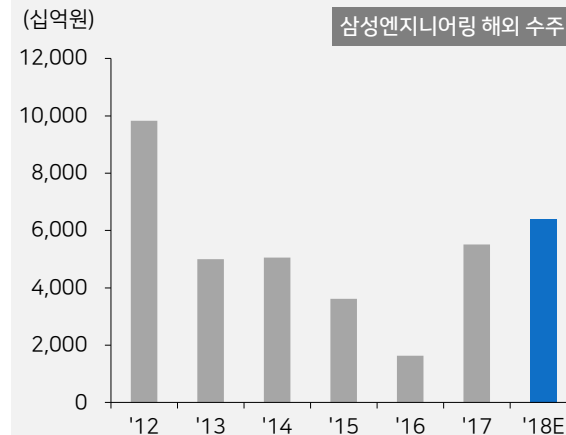
관성을 깬 세가지 변수

GS건설



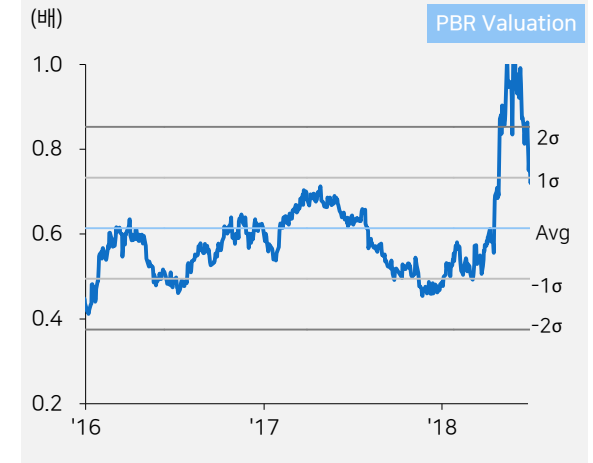
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성엔지니어링



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

현대건설



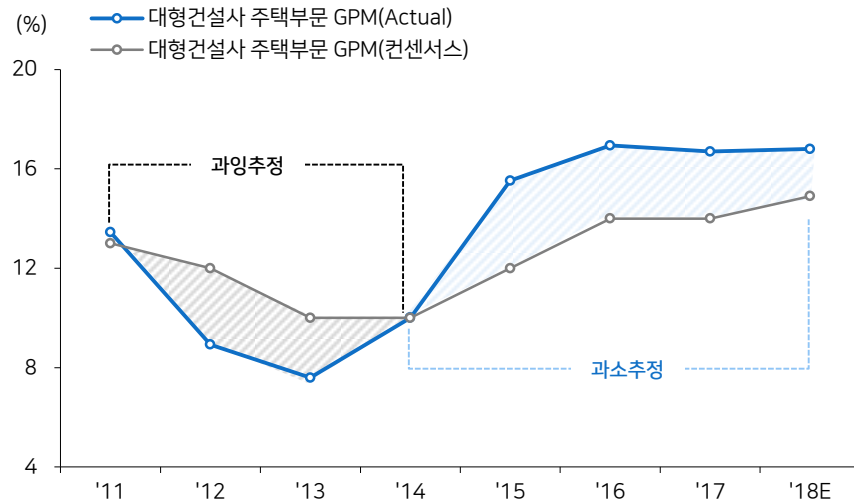
자료: WiseFn, 연합뉴스, 메리츠증권증권 리서치센터

1) 실적 서프라이즈의 원인은 수익성 개선

실적 서프라이즈를 주도한 것은 주택과 해외 부문의 수익성 개선

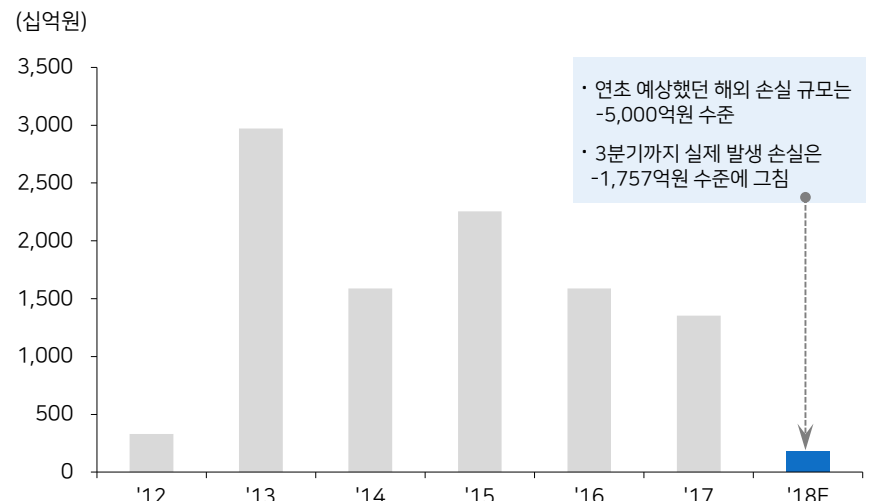
- 현재 대형건설업체의 영업이익을 구성하는 것은 주택부문 이익과 해외부문의 손실의 합
- 판관비 부문의 변동은 크지 않음, 환관련 손익 역시 큰 영향을 주지 않고 있으며, 영업외 변동성 감소
- 결국 영업이익이 그대로 순이익과 ROE에 반영되는 환경
- 주택 부문의 수익성은 과소추정 중: 2018년 Consensus GPM 15% 수준이나 실제로는 17% 기록할 전망
- 해외 부문은 악성프로젝트 관련 손실을 -5,000억원 가정, 실제로는 3분기까지 -1,757억원 반영에 그침

대형사 주택 GP margin 추이 및 전망 vs Consensus



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 부문 손실 : 예상보다 크게 감소



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2) 환입이 나타나기 시작

해외부문 수익성 개선은 손실
반영 감소와 더불어 환입 발생

- 실적 서프라이즈 국면이 확대된 이유는 해외부문의 환입 요소 때문
- 1분기 GS건설의 클레임 타결: 라빅 및 기타 현장에서 1,450억원 환입
- 2분기 대림산업의 베트남 발전 및 S-oil 프로젝트에서 150억원 환입
- 3분기 대림산업 필리핀 발전 기자재 관련 원가 절감 비용 350억원 및 삼성엔지 클레임 타결 425억
- **준공 이후 클레임의 처리기간에 보통 1~2년이 필요(2016~2018년 대부분 준공)**
- 향후에도 환입 이슈는 지속

해외부문 환입 : 2018년 해외 손실처리 금액보다 환입 규모가 더 커짐



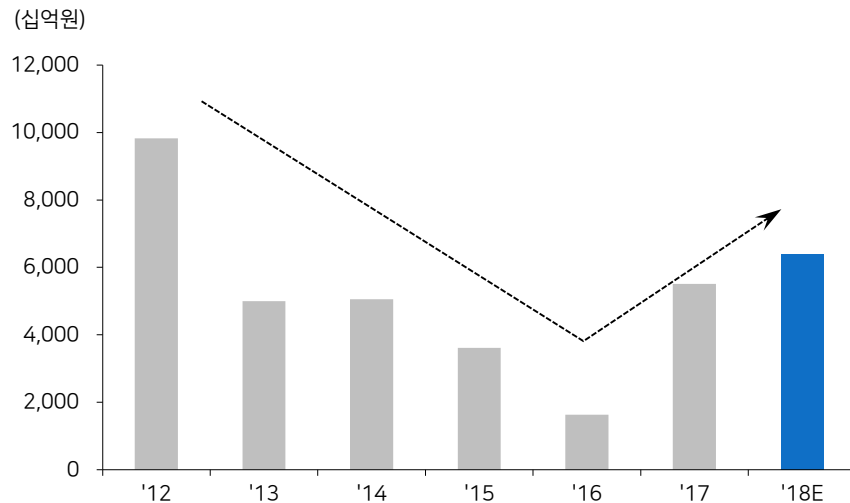
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3) 해외 수주 - 삼성엔지니어링만의 M/S 확장기

삼성엔지니어링의 해외 수주 확장기

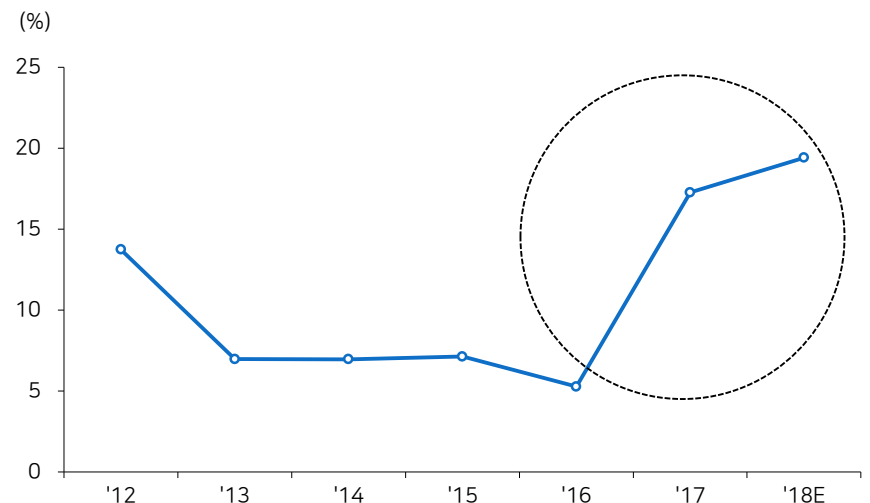
- 2017년 하반기 오만 정유와 바레인 정유를 삼성엔지니어링이 수주하면서 잔고 확보
- 2018년 UAE POC(ADNOC 발주 3.4조원의 원유처리 시설, 네델란드 CB&I와 컨소, 삼엔은 2.8조원)
- 루와이스 지역 17.7만 배럴의 상압잔사유 탈황설비 및 기존 상압증류시설 리모델링 (원유 정제 이후 나오는 잔사유의 황성분 제거 - 가솔린, 납사, 등유 등 추출)
- 3분기에는 태국 타이오일과 1.2조원 규모의 정유 플랜트 계약
- 2~3년간 협상해 왔던 프로젝트의 결과가 집중되면서 삼성엔지니어링의 M/S 확장기
- 발주 시장 자체가 급증한 상황은 아님(삼성엔지를 제외한 전체 해외 수주 금액은 소폭 증가)

삼성엔지니어링 해외 수주 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 업체 중 삼성엔지니어링 해외 수주 M/S



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

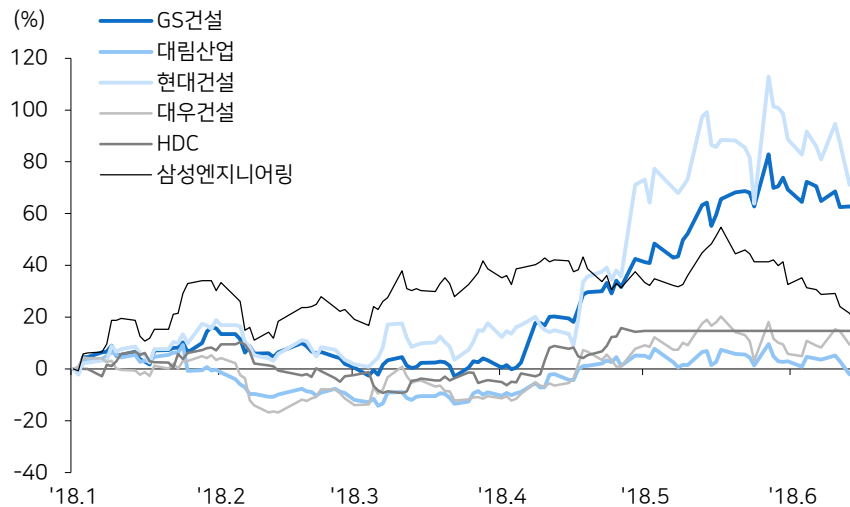
4) 대북관련 기대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

경협관련 기대감은 상반기가 고점, 향후 실무 협상이 진전되더라도 속도와 규모의 문제가 발생

- 상반기 대북 관련 경협에 대한 기대감은 주가 변동성 확대 국면에서 과잉 기대를 유발
- 이는 속도와 규모 측면에서 시장의 기대가 과도하다는 판단
- 향후 UN 제재 완화, 북미 협상, 실무자 협의 등이 진행되는 과정에서 단기 변동 지속
- 그러나 실무 측면에서는 속도와 규모의 문제가 시장의 기대치를 충족하기 어려울 가능성 높음
- 다자간의 협의가 필요한 상황이기 때문에 속도가 빠르게 나타나기 어려움
- 정치적 불확실성이 완화되더라도 의심의 영역이 남아 있다면 초기 경협 규모는 시장의 기대치 미달

상반기 업체별 시장 대비 상대 수익률 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

상반기 대북 관련 News

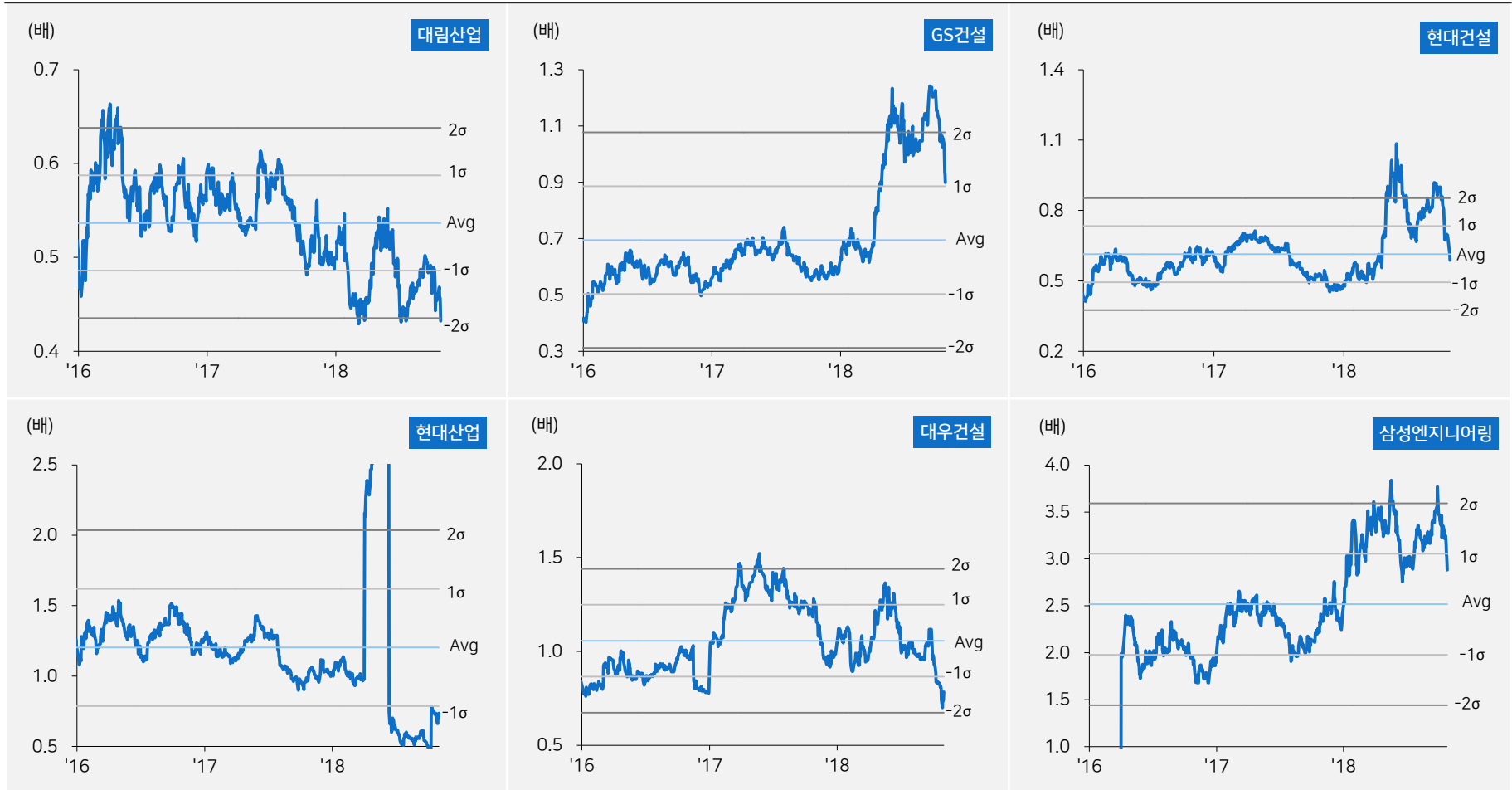
일시	내용
2018.1.1	북한의 평창 동계올림픽 참가 의사 피력
2018.3.5	남한 특사단의 북한 방문
2018.3.9	트럼프 대통령이 김정은 위원장과 만남 요청 수락
2018.3.25	북·중 정상회담
2018.4.27	남·북 정상회담
2018.5.16	북한의 남북 고위급 회담 취소
2018.5.22	한·미 정상회담
2018.5.24	북한의 풍계리 핵실험장 폐기
2018.6.12	북·미 정상회담
2018.7	북·미·남 정상회담 언급

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

Divergence - 가속이 멈추다

가속이 멈추고, 고민이 시작되다



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 전망 및 전략

- 1Q18: 변동성 확대 국면. 무역분쟁 심화 속 금리 정책 기조, 경기 불확실성 최고조. 달러화 강세 환경
- 2Q18: 주가 변곡점 형성 시기. 2019년 경제 및 기업 실적의 윤곽 확인(안도감), 달러화 강세 압력 완화
- 3Q18: 미국 금리 변동에서 시작해 무역분쟁, 실적 하향으로 연결되면서 공포
- 4Q18 : 주가 복원 과정 후 박스권 형성 국면. 2020년 연준의 정책 기조가 관건
- **상반기 약세장에도 불구하고 건설업종 지수는 상승했으나, 10월 급락**
- **외부 변수에 따른 심리적 변동성 확대는 피하기 어려운 상황**

2019년 KOSPI 전망



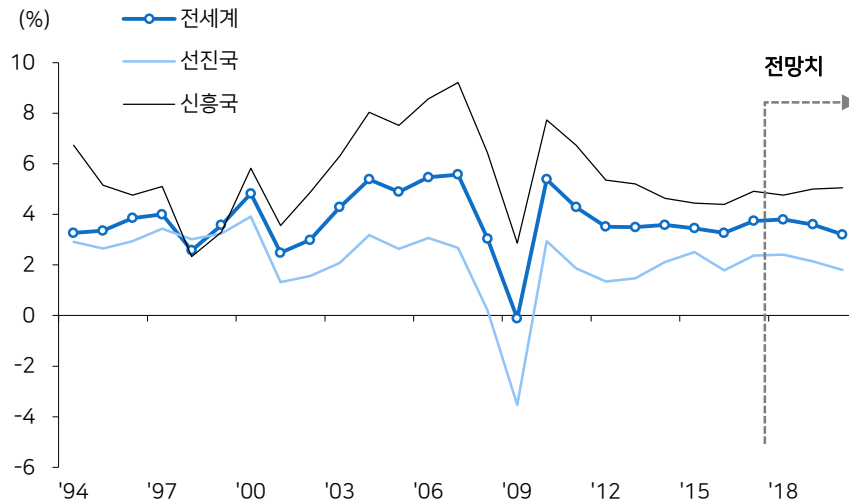
자료: 메리츠증권리서치센터

1. 가장 큰 문제는 성장률 둔화 - 금리상승, 무역분쟁 등

Global 성장률 둔화

- 세계 경제 연평균 성장률 '00~'07년 +4.5%에서 '11~'18년 +3.6%로 둔화 및 잠재성장률 약화
- 2019년 성장률 둔화는 신흥국 보다 선진국 중심
- 신흥국도 성장률이 높아지기는 어려운 상황
- 한국 GDP 성장률 2.6% -> 2.4% (건설투자 감소폭 확대)

전세계 GDP 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 경제전망 요약: New and Old

(% YoY)	Actual		Forecast		Old	
	2016	2017	2018E	2019E	2018E	2019E
GDP	2.9	3.1	2.6	2.4	2.7	2.5
민간소비	2.5	2.6	2.8	2.3	2.8	2.3
정부지출	4.5	3.4	4.9	5.5	4.7	5.2
건설투자	10.3	7.6	-4.7	-6.7	-0.8	-2.4
설비투자	-1.0	14.6	-1.4	1.2	0.6	2.3
내수기여도(%P)*	3.3	4.4	1.3	1.2	2.1	2.0
순수출기여도(%P)	-0.7	-1.7	1.4	1.4	0.8	0.6
경상수지(십억달러)	99.2	78.5	76.3	73.6	76.2	71.8
(% of GDP)	7.0	5.1	4.7	4.4	4.6	4.1
수출금액(BoP)	-5.7	12.8	8.1	4.5	8.3	5.5
수입금액(BoP)	-6.6	16.4	9.7	6.1	10.0	7.7
소비자물가	1.0	1.9	1.6	1.7	1.6	1.7
기준금리(연말)	1.25	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75
원/달러(연말)	1,208	1,071	1,125	1,075	1,075	1,050

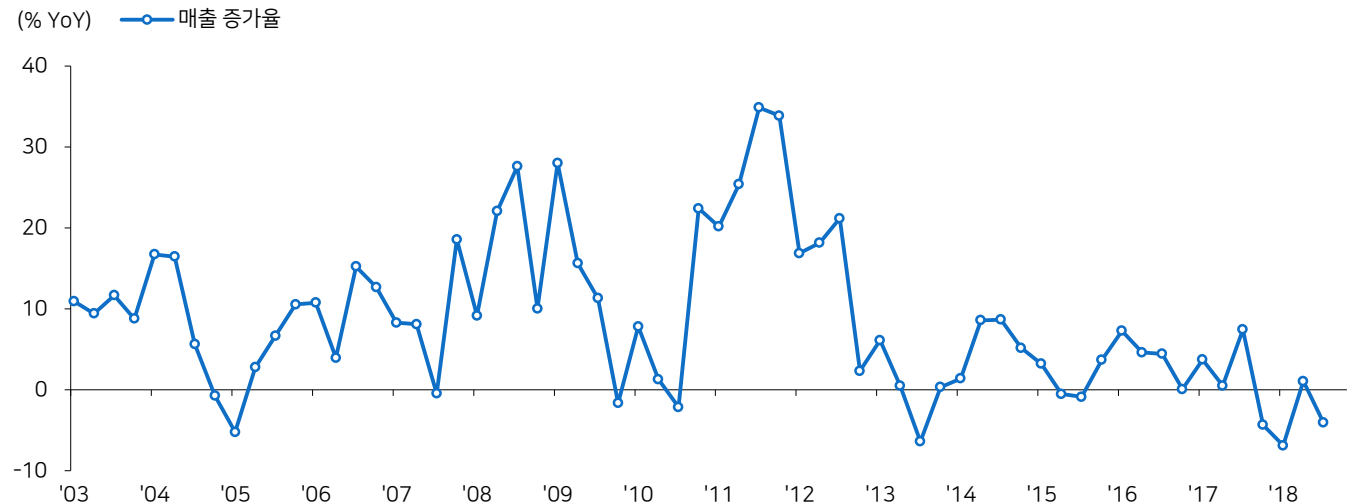
주: * 재고변동 제외
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

건설업체 성장률 둔화는 이미 2013년부터 진행

실적은 수익성 개선으로
급증하고 있으나, 외형은 둔화

- 2010년 ~ 2012년: 15% 이상의 외형 성장률을 기록하면서 Valuation 할증 시기
- 2013년 ~ 2018년: 본격적으로 나타난 장기 외형성장률 둔화
- **2013~2016년까지 기업의 영속성을 걱정하는 상황에서 성장 전략을 포기, 안정화에만 초점**
- **Global 경기가 성장을 이야기 할 때, 건설은 이미 장기 저성장 Cycle 에 진입**
- 최소한 10%~15%의 외형 성장이 예측 가능할 때 Valuation 할증

2003년 이후 분기별 건설업체 합산 매출 YoY 증가율 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

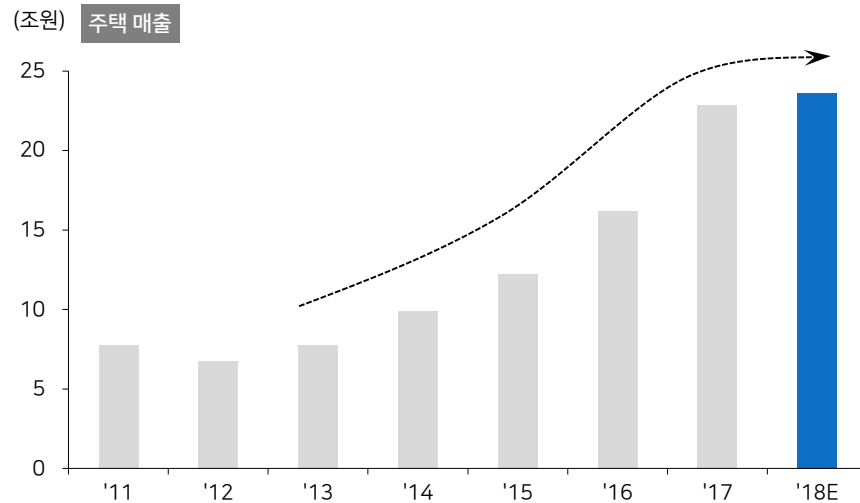
마이너스 사업부가 전체 성장률을 결정

2013년~2018년

주택 매출은 8조원에서 24조원
해외는 25조에서 13조로 감소

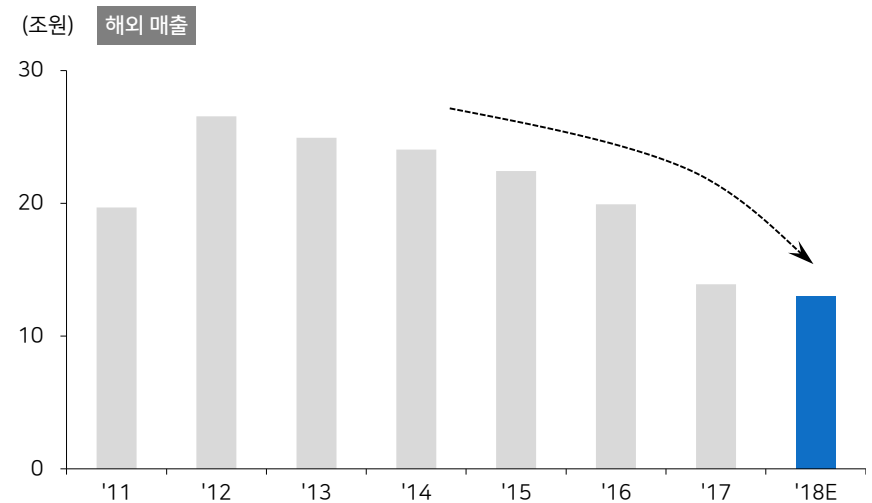
- 2013~2018년 대형사 합산 주택매출은 8조원에서 24조원으로 3배 증가
- 그럼에도 불구하고 전체 외형 성장이 더디게 나타난 것은 해외 부문의 마이너스 성장 때문
- 2013~2018년 대형사 합산 해외매출은 25조원에서 13조원으로 감소
- 결국 6년간 주택과 해외 합산 매출은 4조 증가하였으며, 이는 연평균 1.5% 수준에 불과
- 의미 있는 성장을 위해서는 현재 해외 매출의 30%를 넘어서는 신규 수주가 지속적으로 필요

주택 부문의 외형은 3배 규모로 성장



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 역성장, 연간 20조원 이상의 신규수주가 필요



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Divergence - 성장하기 위해서는 해외가 필요, 400억달러 이상

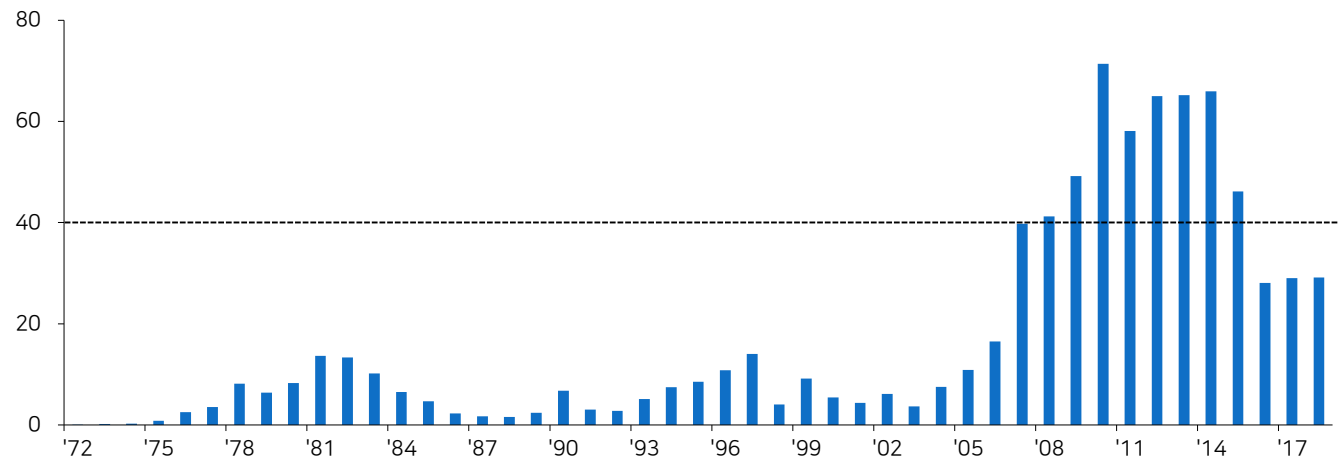
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

유가 회복에도 불구하고 해외
발주 증가는 나타나지 않음

- 2017년 해외수주는 290억 달러를 기록하였으나, 이란 관련 수주가 취소되면서 실제로는 240억불
- 2018년 해외 수주는 매출의 역성장을 탈피할 수 있는 수준까지는 회복될 것(280억 달러~300억 달러)
- **전체 매출 성장률을 10% 이상으로 높이기 위한 조건- 주택 성장률이 5% 수준으로 둔화**
- **해외부문에서 전체 400억불, 대형사 기준으로 200억불 이상의 수주가 지속적으로 필요**
- 업체별로 현재 해외 수주와 매출액의 편차가 크게 나타나고 있어 개별 업체의 입찰 확인 필요
- 2013~2018년과 다른 점은 마이너스 효과가 없다는 점

해외 수주 추이

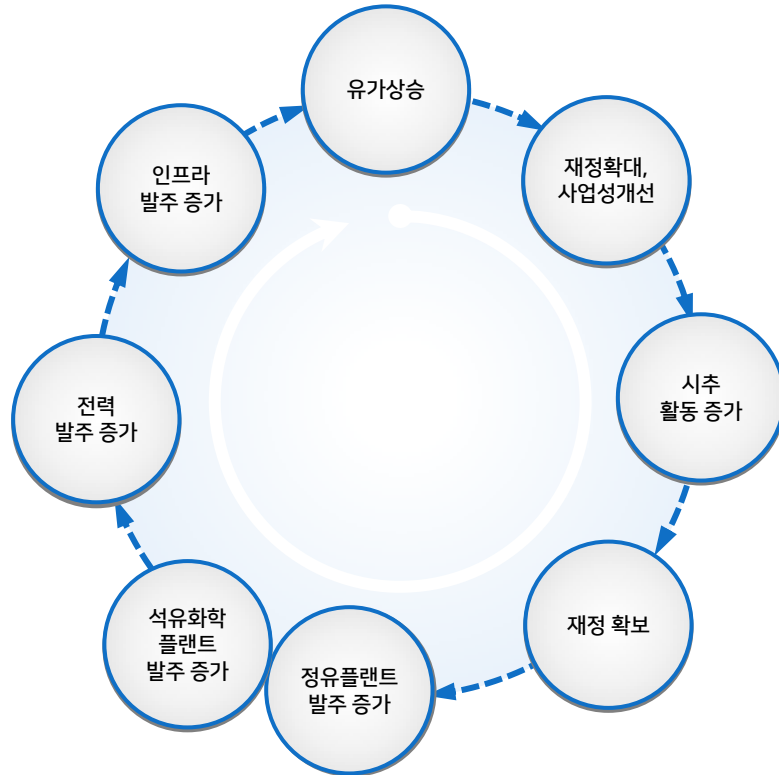
(십억달러)



자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

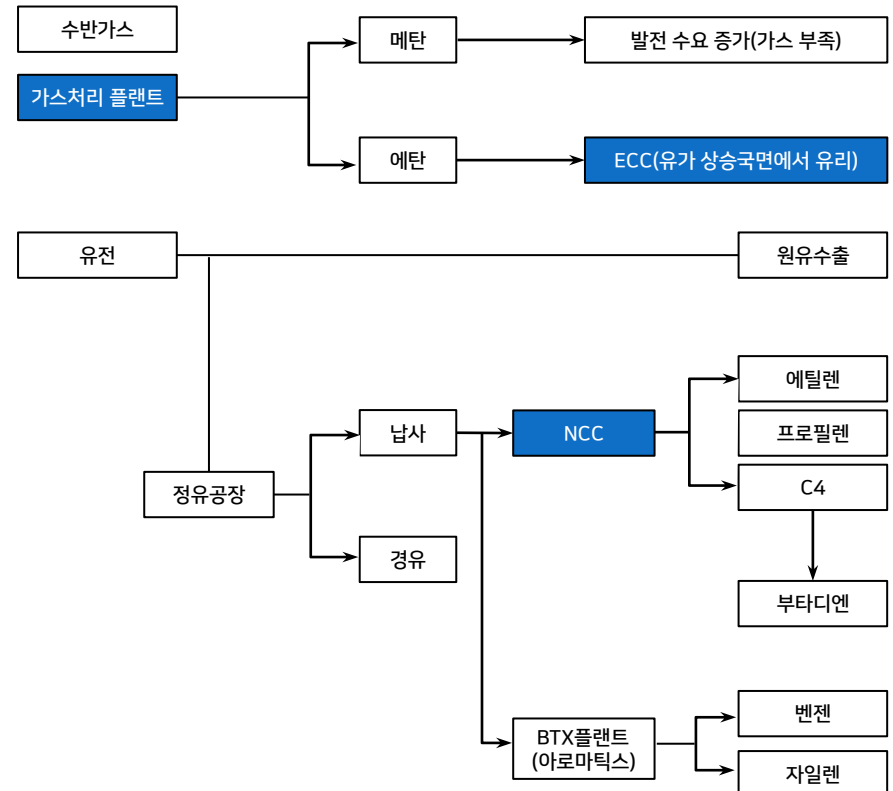
Divergence - Price가 지배하는 Cycle vs 필요해서 발주하는 Cycle

유가가 지배하는 Cycle



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

FEED 에서 시작되는 Cycle [석유화학 계통도]



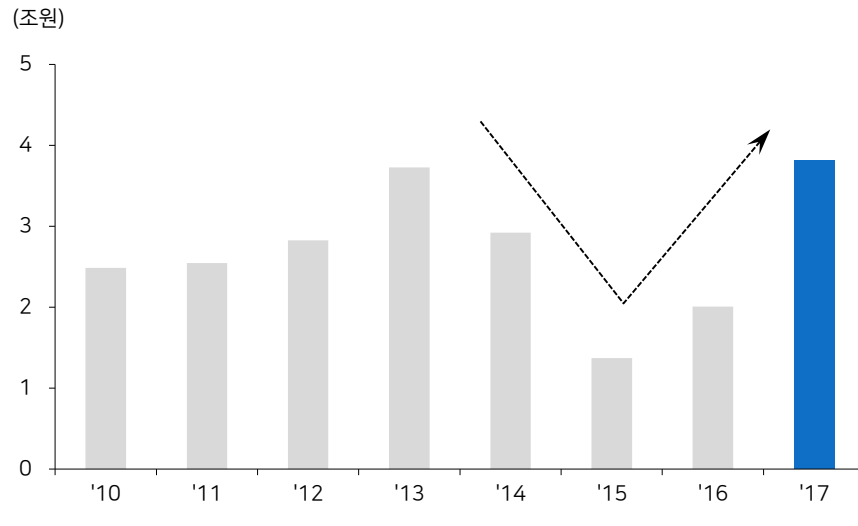
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

1) 국내 정유업체들의 CAPEX - 생존 전략

정유/화학 업계의 투자를 바탕으로 국내 플랜트 수주의 증가 전망

- 정유 업체의 고도화 투자 한계 : 전기차 시대, 고도화 비율
- 지난 몇 년간 지속된 호황으로 국내 정유업체들은 설비투자 여력이 높아진 상황
- 신규 투자를 지속적으로 발표, 과거와 달리 5년만의 설비투자 계획은 석유화학 부문에 집중
- 전기차 시대 확산에 따라 휘발유에 대한 장기 수요를 낙관하기 어려움
- 고도화에 집중했던 과거 설비투자 Cycle 의 결과로 현재 고도화 비율을 더 높이기 어려움
- 확보하고 있는 FEED 를 기반으로 수직계열화 추진: 2018년 CAPEX 규모는 향후 6조원 상회 전망

정유 3사 설비투자 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 정유업체 향후 CAPEX 계획

기업	업종	설비	(억원)	비고	발주시점
GS칼텍스	정유	석유화학 크래커	30,000	에틸렌 70만톤, PE 50만톤 등을 생산하는 올레핀 계열 발주	2018년
현대오일뱅크	정유	석유화학 크래커	27,000	롯데케미칼 JV로 진행, 오일뱅크 부지 내 Heavy Feed 크래커	2019년
S-Oil	정유	고도화설비	50,000	RUC&ODC	2019년

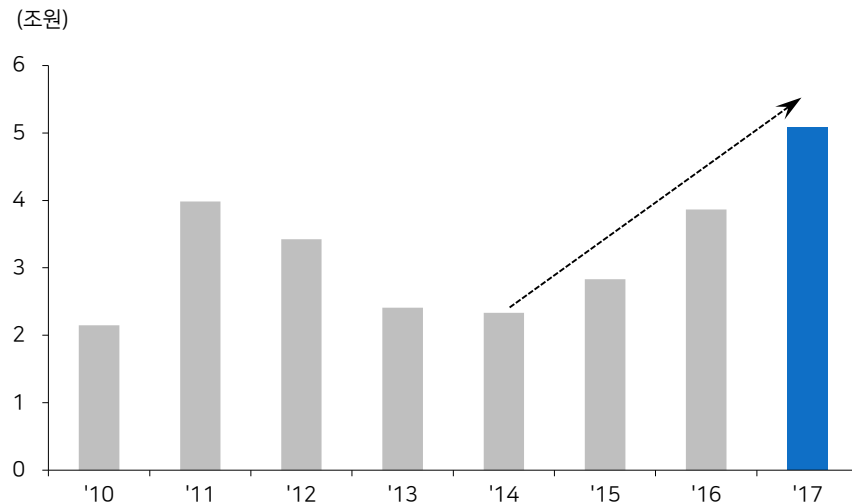
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 석유화학 업체들의 CAPEX - 대응전략

석유화학 업체의 설비투자 증가

- 순수 석유화학 업체들의 FEED 확보 또는 정유업체 대비 원가 경쟁력
- 장기적으로 정유업체의 수직계열화가 진행될 경우 FEED 가격 상승 또는 부족 / 원가 경쟁력 열위
- 롯데케미칼의 경우 석유화학 제품의 수요지역에 직접 공장 설립 계획: 인도네시아 타이탄 프로젝트
- LG화학의 경우 규모의 경제 확대 계획: 여수 NCC 증설 계획
- 헤게모니를 확보하기 위해서는 압도적으로 커지거나, 원가 경쟁력(수요) 확보가 필요

NCC 4사 설비투자 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 석유화학 업체 향후 CAPEX 계획

기업	업종	설비	(억원)	비고	발주시점
롯데케미칼 Titan	화학	NCC	45,000	인도네시아	2019년
LG화학	화학	석유화학 크래커	26,000	여수 NCC/PO	2018년

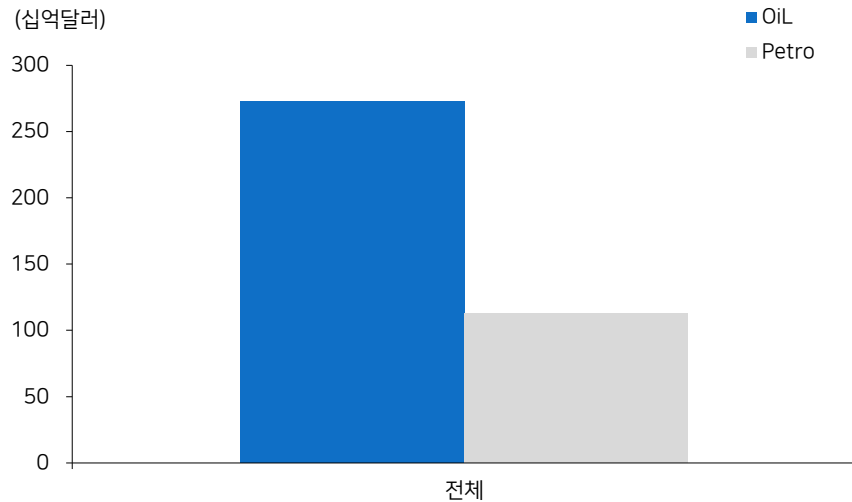
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

3) 중동 정유는 12년~15년 발주 이후 중단, 석유화학은 12년 이후 중단

2008년 이후 정유플랜트는 발주, 석유화학 플랜트는 스탑

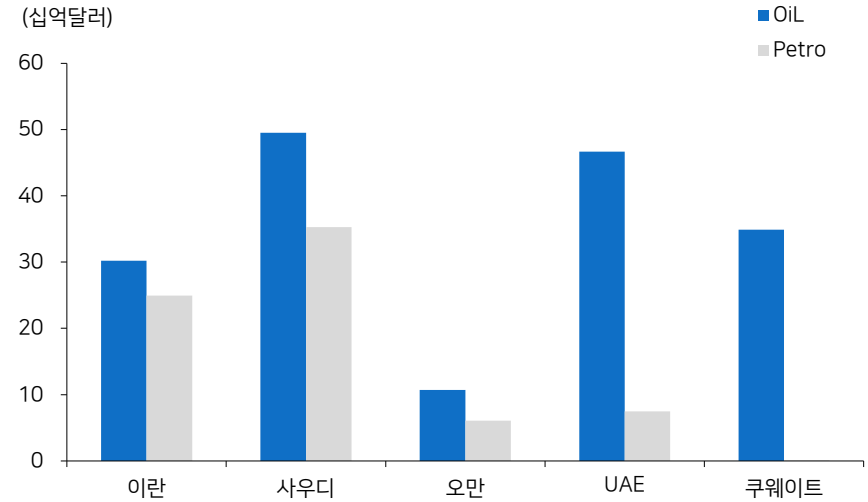
- 정유플랜트는 유가 상승이 본격적으로 가속화되었던 2012~2015년 발주 집중 이후 중단
 - 2008년 이후 중동 지역의 Refinery 발주 규모는 2,726억불
 - 사우디, UAE, 쿠웨이트 등의 지역에서 사상 최대 규모의 정유플랜트 또는 고도화 정유 플랜트 발주
- 석유화학 플랜트는 이란과 사우디를 제외하면 금융위기 이후 발주가 거의 없는 상황
 - 2008년 이후 석유화학 플랜트 발주는 1,128억불 수준
 - 이마저도 이란의 경우 실제 집행되지 않음

2008년 이후 Oil vs Petrochem 발주



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

중동 국가별 : UAE, 쿠웨이트, 사우디 공종별 발주 금액



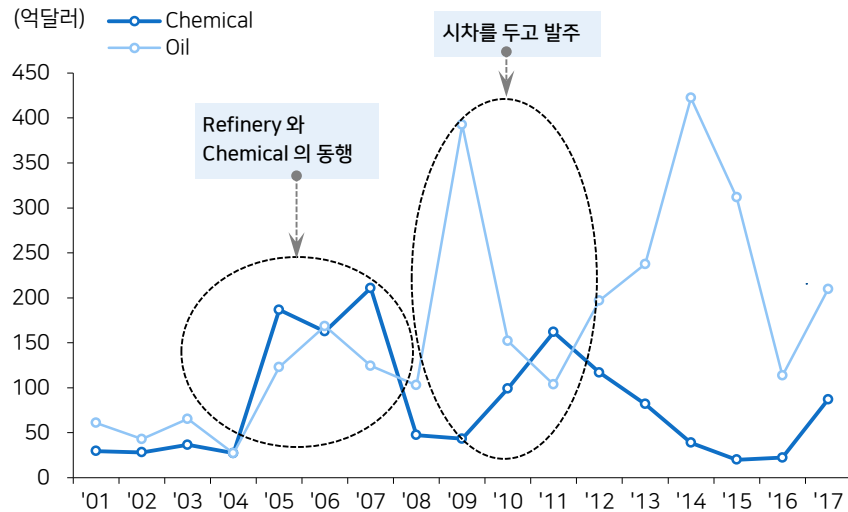
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

중동의 Refinery & Petrochem의 특징

돈을 더 벌기 위한 발주는 유가가 올라서 재정이 늘어야 하지만 선택의 문제, 생존을 위한 발주(FEED 연동)는 의무

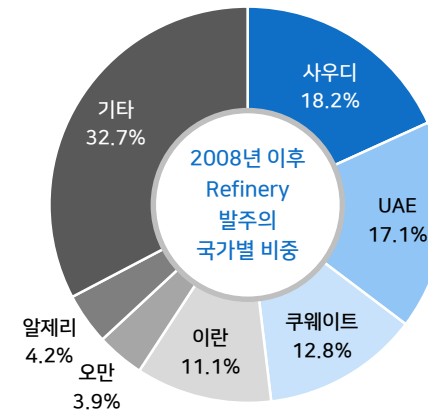
- 과거 Refinery 와 Chemical 플랜트의 발주는 동행 또는 시차를 두고 꾸준히 발주
- 석유화학은 ECC base - 유가 상승에 따라 재정이 늘면 ECC 원가 경쟁력이 강화되면서 발주
- 정유플랜트 발주 대비 석유화학 플랜트 발주는 미미
 - 1) 전기차 시대가 빨라지면서 중동 국가들 역시 장기 원유 수요에 대한 불확실성을 언급
 - 2) 최근 유가 상승국면에서 ECC의 원가 경쟁력 강화, 그러나 가스플랜트 증설이 없어 FEED 부족
 - 3) 2019년 가동되는 정유 플랜트의 FEED 사용에 대한 고민

중동 공종별 발주 금액



자료: MEED, 메리츠증권리서치센터

2008년 이후 Refinery 발주의 국가별 비중 : 사우디, UAE, 쿠웨이트



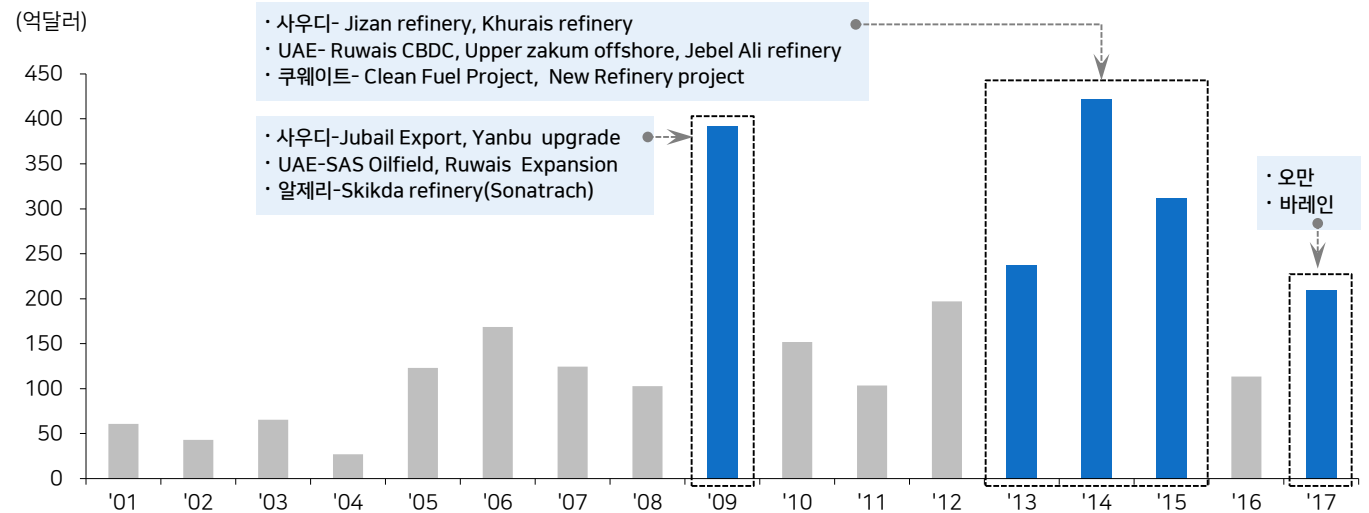
자료: MEED, 메리츠증권리서치센터

2013~2015년 발주된 Refinery의 상업가동 시점

정유 플랜트 상업 생산

- 사우디: Jazan Refinery 2018년 12월 준공 계획
- UAE : Ruwais Refinery 2019년 2월 준공 계획
- 쿠웨이트: New Refinery 2019년 7월 준공 계획, CFP 2019년 준공
- 2013~2015년 발주된 사상최대 정유 플랜트의 상업가동 시점 임박
- 실제로 2009년 발주된 사우디 정유 플랜트의 후속으로 페트로라빅, 라빅2 등의 석유화학 플랜트 발주
- **대형 Refinery 상업생산의 의미는 FEED 의 다변화를 의미**

2008년 이후 에 플랜트 발주 급증



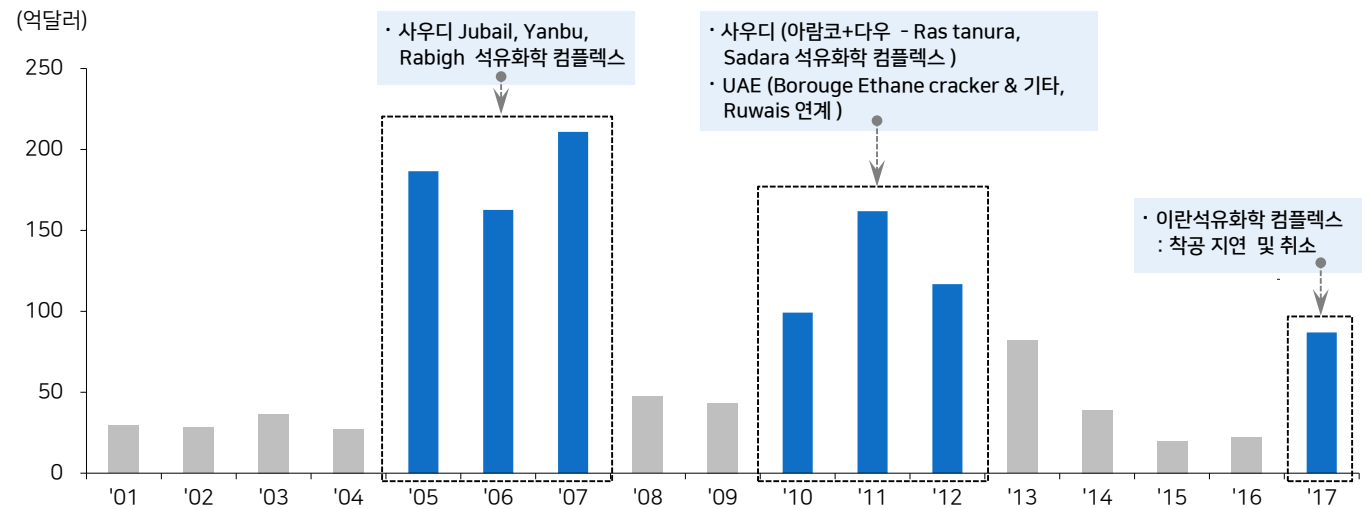
자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

FEED 생산, NCC 석유화학 플랜트 필요?

Chemical Plant?

- 2013년 이후 석유화학 플랜트 공백기(17년 이란 석유화학 플랜트 발주가 나왔으나 규제로 취소)
- 사우디는 중동 석유화학 플랜트의 66%를 생산, UAE는 9% 수준
- 중동 석유화학 플랜트 전체의 75%는 ECC, 10%~15% 가 NCC 기반
- 천연가스를 기반으로 ECC 플랜트 확장(유가하락 국면에서 NCC 경쟁력이 부각, 중동 ECC 기반 약화)
- 중동의 석유화학 플랜트는 필요한가? Refinery 의 상업생산 시작, 의사 결정을 해야 할 시점
- 2019년 FEED 확보 이후 NCC 기반 석유화학 플랜트 발주 확대 전망

2010~2012년까지 석유화학 플랜트 발주, 이후 5년간의 공백



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

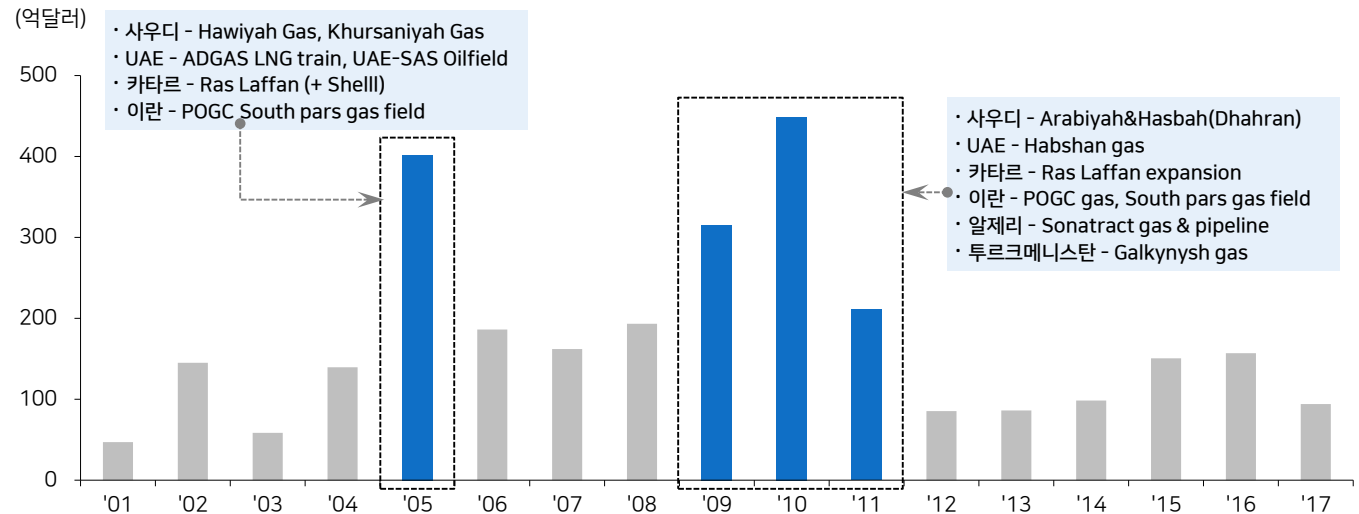
Gas 플랜트 시장 - 가스 부족, ECC를 위해서는 가스 플랜트 선행 필요

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

가스 수입국 중동? 발전 및 난방 관련 수요 증가 지속

- 사우디 - 매장 천연가스의 황 함량이 높아 정제 비용이 큼, 전력 수요가 계속 증가하는 상황
사우디 발전 에너지원의 50%는 원유, 50%는 가스로 충당, 2030 비전에서 원유->가스 발전을 확대
가스 플랜트 계획 및 러시아 천연가스 수입, 러시아 북극 LNG2 투자 MOU, 셰일가스 지분 참여 고려 중
- UAE - 2017년 6월 카타르와 단교(일간20억 m2 의 가스 수입은 지속, 전체 에너지 소비의 30%), 담수화 시설과 난방 등을 위한 전력 소비 증가 지속, Gas 플랜트 발주 계획 확대 / 2018년 4월 아드녹 발주의 IGD(가스통합개발) 2단계 확장 프로젝트 PQ
- 발전용 원유를 수출로 돌리고, 가스 발전 플랜트로 대체하려는 움직임 확대(기타 태양광, 원전 등)
- ECC 원가 경쟁력 강화 - FEED 부족에 따라 가스 플랜트가 먼저 지어져야 ECC 플랜트 발주 가능할 것

2011년 이후 Gas 플랜트 발주는 거의 없는 상황: 카타르와 이란의 정치적 문제, UAE는 재개 계획



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

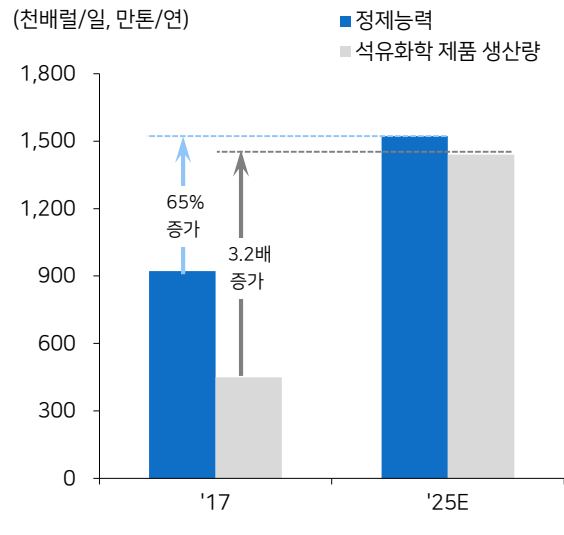
2018년 UAE발주 시장 - 석유화학과 GAS

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

2030장기계획에 따라 석유와 가스 부문의 투자는 향후 5년간 1,090억달러에 달할 전망

- UAE는 2016년 Al Jaber 장관이 국영에너지회사 ADNOC에 취임한 이후 1) 업스트림 수익성 극대화, 2) 다운스트림 확장, 3) 경제적이고 지속가능한 가스 공급을 장기 목표로 삼고 있음
- ADNOC은 향후 5년 간 1,090억달러를 석유와 가스 부문에 투자하기로 밝혔으며 지난 5월에는 이를 구체화하여 5년 간 450억달러를 60만b/d규모의 신규 정유공장과 석유화학 플랜트에 투자하겠다고 선포
- UAE 루와이스 정유의 후속 프로젝트로 가솔린&아로마틱스 EPC 상업입찰 4분기 예정(40억불), 보르주 4 복합단지 EPC 입찰 2019년 예정 (80억불)

UAE의 다운스트림 설비 증설 계획



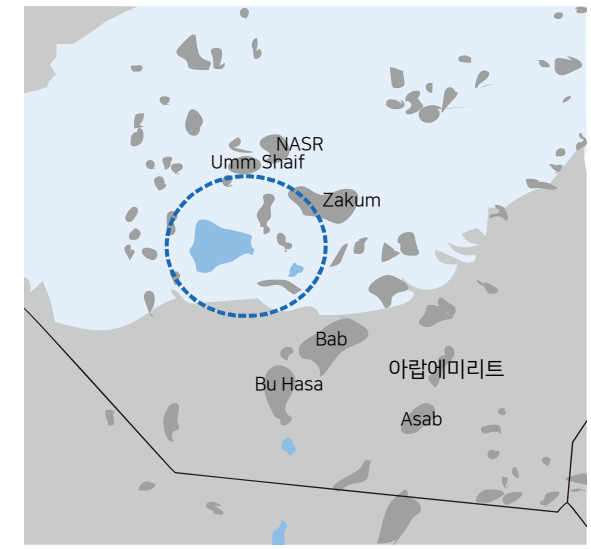
자료: ADNOC, 메리츠중금증권 리서치센터

Ruwais & Borouge 지역 플랜트



자료: 메리츠중금증권 리서치센터

UAE 사상 최대 규모의 Hail & Ghasha 가스전



자료: 한국석유공사, 메리츠중금증권 리서치센터

2018년 사우디 발주 시장 - 아람코 +사빅 통합 여부 및 COC

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

정치적 갈등, 아람코의 상장 지연, 사빅 지분 인수설 등 불확실성 확대

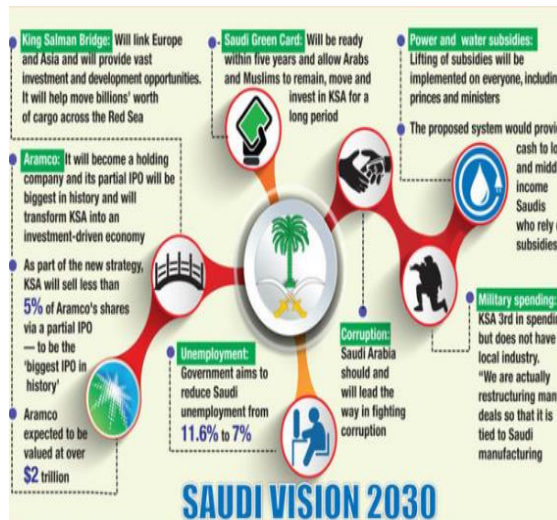
- 사우디는 중기적으로 2020년까지 균형예산을 달성하는 것을 목표
- 2030 비전 계획에 따라 아람코 상장을 추진하였으나 지연되고 있는 상황, 특히 최근 PIF(사우디투자청)로 부터 사빅 지분 70%를 인수할 것이라는 뉴스
- **관건은 아람코의 사빅 인수 이후 통합 Complex 발주 여부 : Crude oil to Chemical**
- Yanbu Refinery 를 기반으로 Chemical 확장 프로젝트 관련 FEED 진행(200~250억불)
- 지잔 정유 또는 쿠라이스 정유플랜트 역시 동일한 확장 과정이 나타날 전망

사우디 주요 플랜트 지역



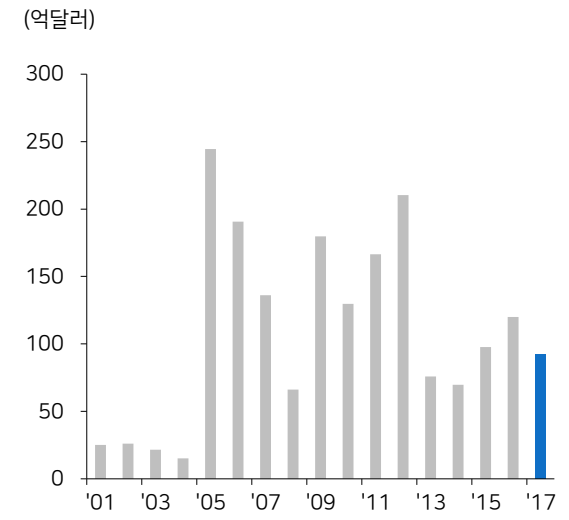
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2030 비전 : Aramco, 실업률, 부패방지, 제조업



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

사우디 Oil & Chemical & Gas 발주 추이



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

쿠웨이트는 왜 석화플랜트를 짓지 않을까?

2013년 이후 초대형 정유플랜트 발주

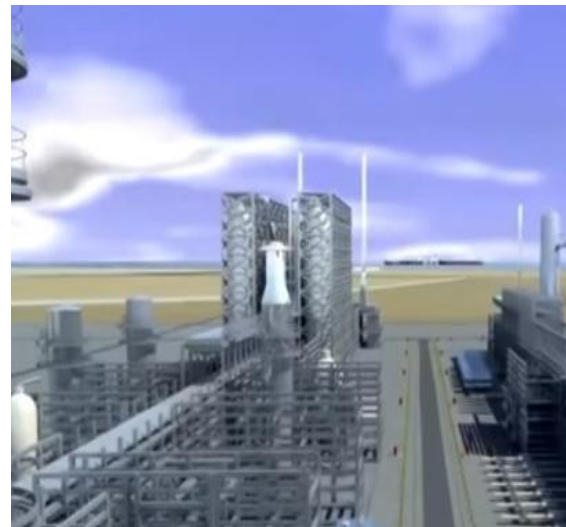
- 2013년 이후 New Refinery Project 및 Clean Fuel Project 진행 중
- **2018년 7월 KIPIC 발주 3개 팩키지 중 2개 PQ 마감**
- 15억불 규모의 올레핀, 50억불 규모의 아로마틱 2 플랜트 , 13억불 가솔린 프로젝트 등
- 고도화 시설인 CFP 와 달리 NRP 의 경우 연계되는 Chemical 플랜트가 필요
- 일산 5만 배럴의 RFCC, 2.4만 배럴의 가솔린 탈황, 6.6만배럴의 CCR, 7.4만배럴의 납사처리 / 연산 140만톤의 아로마틱스 등의 콤플렉스 (영국 Wood 그룹 및 UOP 가 FEED)

쿠웨이트 New Refinery Project



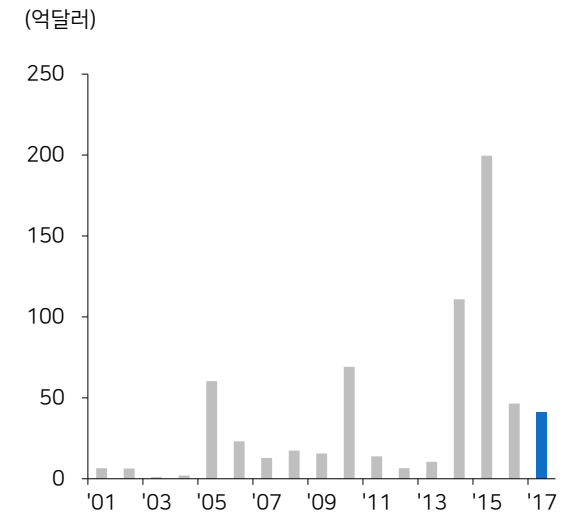
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NRP 연계 알주르 올레핀 등 PQ 발급(18년 3분기)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

쿠웨이트 Oil & Chemical & Gas 플랜트 발주



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 이후 주요 프로젝트 개요

UAE 루와이스 보루지 4 복합단지

프로젝트	루와이스 Borouge 4 complex
국가	UAE
개요	보루지 1~3 플랜트는 연간 총 450만톤의 석유화학 제품을 생산(2018년까지 발주 완료, ECC 기반) 보루지 4 프로젝트를 통해 생산량 2배 이상 확대, 생산제품의 다양화 목표 (NCC 기반) UAE내 천연가스 부족(난방 및 발전용 가스, 수처리 관련 시설 전력 수요 증가 영향) Borouge (UAE ADNOC과 호주 Borealis 합작법인)
발주처	80억달러
규모	PRE-FEED 중(PRE-FEED업체 미공개, 상반기 내의 종료 예정)
진행상황	FEED 부문 업체선정과 계약체결이 2018년 말경 추진 예정
계획	EPC업체 선정은 2019년에 실시할 것 계획 2023년 3분기 준공

UAE 루와이스 가솔린&아로마틱스

프로젝트	UAE 루와이스(Luwais) 가솔린 & 아로마틱스
국가	UAE
개요	연산 420만 톤의 가솔린과 160만 톤의 아로마틱스 플랜트를 루와이스에 건설하는 프로젝트 영국의 에이맥포스터힐러가 FEED를, 미국의 제이콥스가 PMC
발주처	타크리어(Takreer)
규모	35억달러
진행상황	EPC입찰서가 18년 6월 12일에 발급. 기술제안서 제출 마감일 9월 12일. 상업제안서는 11월 6일
계획	2022-2023년 준공목표



2019년 이후 주요 프로젝트 개요

안부 COTC 개요

프로젝트	안부 COTC(Crude Oil-To-Chemicals Complex)
국가	사우디
개요	2025년경 동 프로젝트가 완료되면 세계 최대이자 사우디 최초의 석유-화학단지 23.5만 bpd 원유 생산 Yanbu refinery를 정유/화학 통합 플랜트로 변화 원유를 바로 화학제품으로 전환 2025년경 동 프로젝트가 완료되면 세계 최대이자 사우디 최초의 석유-화학단지가 될 예정
발주처	아람코, SABIC
규모	250억달러
진행상황	FEED, PMC 중(영국 Wood Group과 KBR)
계획	2019년 말 FID 목표 2020년 6월 EPC 입찰서 발급 목표 (상업입찰서는 2020년 9월)

주베일 MFC 복합단지

프로젝트	Jubail mixed-feed cracker and derivatives complex
국가	사우디 주베일
개요	에틸렌 연산 150만톤 등 270만 톤 화학제품 생산 MFC SATORP refinery 주변에 위치
발주처	사우디 아람코, 토탈
규모	90억달러 (50억달러 사우디 아람코, 토탈 / 나머지 40억달러는 제3자 예정)
진행상황	사우디 아람코와 프랑스 토탈은 프로젝트 시작에 합의한 상태
계획	FEED 2018년 3분기 예정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 이후 주요 프로젝트 개요

쿠웨이트 아주르 올레핀, 아로마틱 플랜트

프로젝트	아주르 Olefins 3 and Aromatics 2 plants
국가	쿠웨이트
개요	Olefins 3 and Aromatics 2는 2019년 완공을 목표로 시공중인 신규 정유공장(New Refinery Project: NRP, 약 170억달러)과 통합될 예정 아주르 정유공장의 납사와 프로판올 이용 Olefins 3는 폴리프로필렌(polypropylene, 94만 t/y), 파라자일렌(paraxylene, 140만 t/y), 가솔린(42만 t/y) 생산시설 등을 포함 Aromatics 2는 isobutane과 MTBE가 포함된 Clean-Fuel blending을 생산
발주처	가솔린 플랜트는 연료유 20만톤 생산
규모	총 78억달러. Olefins 3(15억달러), Aromatics 2(50억달러), 가솔린플랜트(13억달러)
진행상황	FEED완료(영국 Wood Group-아멕 포스터 휠러) 현재 PQ발급상태(18년 9월 20일 마감) 계획 2023년 3분기 준공



오만 두قم 정유 화학 복합단지

프로젝트	Oman Duqm Refinery & Petrochemical Complex
국가	오만 Duqm(두قم)
개요	오만 두قم 정유화학 단지 주변 7-8 화학 플랜트 건립 계획 Ethylene Glycols, HDPE, Oxo chemicals, PP, 부타디엔, MTBE and Aromatics 생산 계획 발주처 DPRI(오만석유공사-OCC와 쿠웨이트 KPI합작법인)
규모	90억달러
진행상황	Refinery 부분 삼성엔지니어링과 대우건설 수주
계획	미정



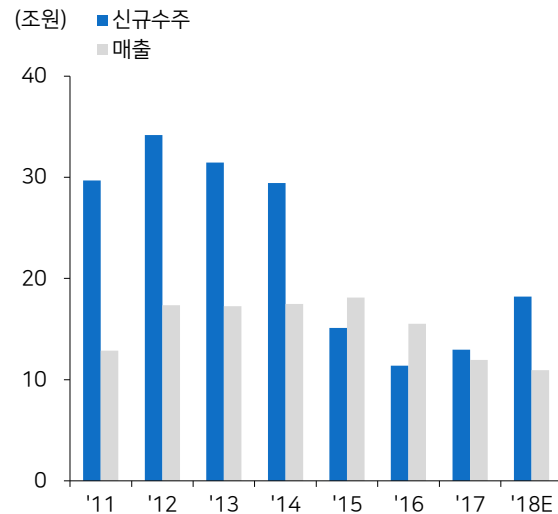
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업체별 해외 수주

대형사 2018년 해외 수주는
2015년 이후 처음으로 해외
매출을 상회할 전망

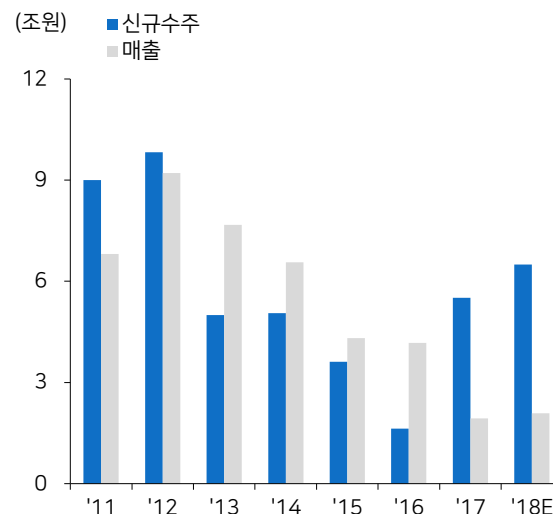
- 2015년 이후 대형사 합산 해외 매출 감소 지속, 수주 감소 영향이 점진적으로 반영
- 4분기 예정된 수주를 실제 달성할 경우, 4년 만에 해외 수주가 해외 매출을 넘어서면서 역성장 탈피
- 삼성엔지니어링: 사우디 EO/EG 0.4조, 태국 PTTGC PO 0.5조, UAE Bourouge 3 상압잔사유 탈황설비 등 2.9조원(CFP), UAE 폐열회수 0.5조원, 태국 타이오일 1.2조원 등 수주
- 현대건설: 싱가포르 항만 1조원, 향후 알제리 발전 6억불, 이라크 유정 물공급 25억불 수주 필요

대형사 합산 해외수주 vs 해외매출



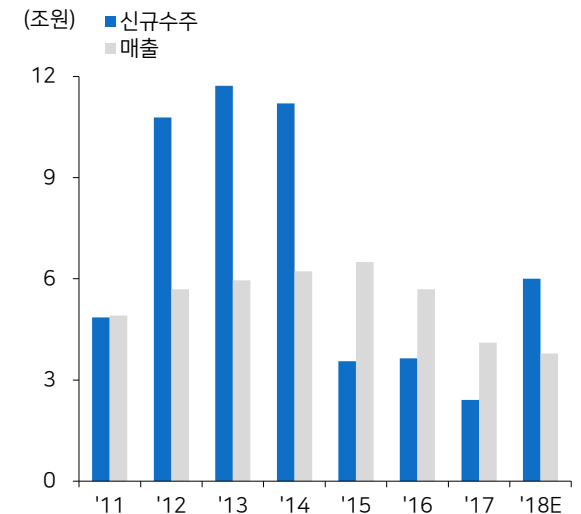
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성엔지니어링 해외수주 vs 해외매출



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대건설 해외수주 vs 해외 매출



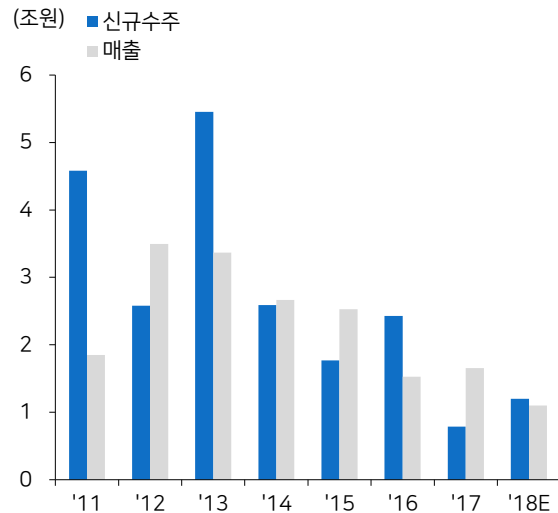
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업체별 해외 수주

대형사 2018년 해외 수주는
2015년 이후 처음으로 해외
매출을 상회할 전망

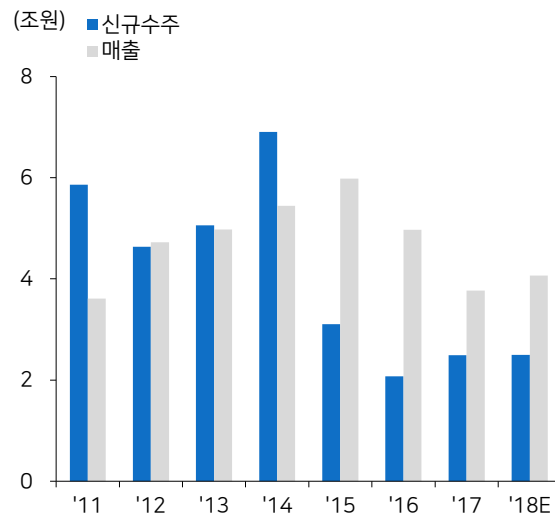
- 대림산업: 사우디 마덴 암모니아 1조원 수주(가이던스 달성), 2019년 입찰 확대 계획
- GS건설: 해외 수주보다는 국내 정유 및 석유화학 업체의 발주물량에 초점, GS칼텍스, LG화학, 롯데케미칼 등의 수주 가시성 높으며, 2019년 UAE 루와이스 후속 석화플랜트 수주 기대
- 대우건설: 나이지리아와 LNG 관련 프로젝트 중심으로 연간 2조원 수준의 해외 수주 계획

대림산업 해외수주 vs 해외매출



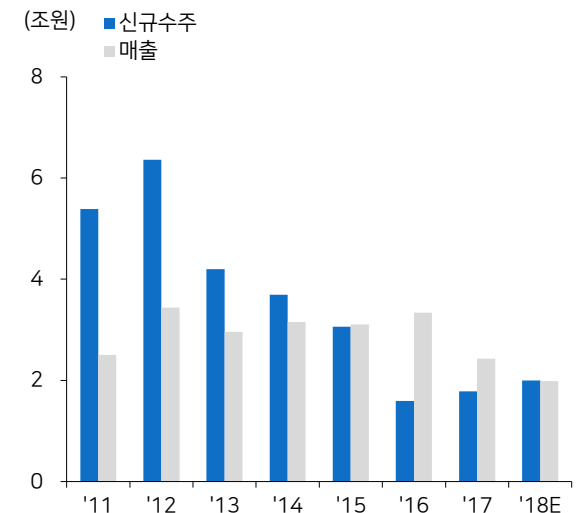
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

GS건설 해외수주 vs 해외매출



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대우건설 해외수주 vs 해외매출



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외수주 - 수주 및 입찰 프로젝트 현황(1)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

대림산업

(억달러)

1Q		2Q		3Q		4Q		2019년 이후	
프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액
				<ul style="list-style-type: none"> 마덴 암모니아 3단계 (수주) 	8.9/8.9			<ul style="list-style-type: none"> 롯데케미칼 타이탄 NCC /40.0 쉐브론 필립스 USGC 5.0/11.0 러시아 Refinery /3.0 현대오일뱅크 /27.0 S-oil /45.0 	

현대건설

1Q		2Q		3Q		4Q		2019년 이후	
프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액
<ul style="list-style-type: none"> Navoi 복합화력발전소 3단계 (수주) 5.0/5.0 싱가폴 투아스터미널 2단계 매립(수주) 4.0/11.0 Petronas 멜라카정유공장 고도화(수주,현대엔지) 3.5/3.5 		<ul style="list-style-type: none"> 태국 방착 정유공장 (수주, 현대엔지니어링) 0.3 태국 농팝 LNG터미널 (입찰, 수주실패) 0/10 		<ul style="list-style-type: none"> 루와이스 PP-5 (입찰, 수주실패) /6.0 		<ul style="list-style-type: none"> 알제리 복합화력발전소(입찰) 7.0/7.0 베트남 지하저장고(입찰) /2.0 이라크 유정물 공급시설(입찰) /20.0 인도네시아 수련발전소(입찰) /7.5 사우디 킹살만 조선소(입찰) 15.0/30.0 	<ul style="list-style-type: none"> 알제리 HMD LPG 플랜트 /25.0 - 현대엔지, 대우건설 컨소 인도네시아 발릭파판 정유 -SK건설, 현대엔지, 레카야사 /30.0 UAE GAP(현대엔지) /35.0 현대오일뱅크 /27.0 		

GS건설

1Q		2Q		3Q		4Q		2019년 이후	
프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액
						<ul style="list-style-type: none"> UAE 알호스 가스(입찰) /23.0 LG화학 NCC /25.0 GS칼텍스 올레핀 /27.0 보츠와나 발전 /6.0 Rabigh turnaround /2.5 		<ul style="list-style-type: none"> 롯데케미칼 타이탄 NCC /40.0 인도네시아 발릭파판 정유 (싸이팜 등 컨소) /30.0 알제리 HMD 정유(페트로팩) /25.0 UAE GAP(단독) /35.0 	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외수주 - 수주 및 입찰 프로젝트 현황(2)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

대우건설

(억달러)

1Q		2Q		3Q		4Q		2019년 이후	
프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액
▪ 필리핀 할라우강 다목적 공사 2단계(수주)	2.0/2.0	▪ 나이지리아 인도라마 비료공장	3.0/3.0					▪ 알제리 HMD	/25.0
								▪ 나이지리아 석화플랜트	/5.0
								▪ 나이지리아 NLNG LNG (싸이팜, 치요다 컨소)	/43.0
								▪ UAE GAP (Fluor, CPECC)	/35.0

삼성엔지니어링

1Q		2Q		3Q		4Q		2019년 이후	
프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액	프로젝트	금액/총금액
▪ UAE 루와이스 CFP(수주)	26.0/31.0	▪ 베트남흥순 HDPE/PP	0.6/0.6	▪ 루와이스 PP-5 (입찰, 수주실패)	/6.0	▪ 타이오일 스리라차 CFP(수주)	11.0/40.0	▪ 롯데케미칼 타이탄 NCC	/40.0
▪ ADNOC 폐열발전 및 담수프로젝트(수주)	5.0/5.0	▪ 태국 농팜 LNG터미널(입찰, 수주실패)	0/10.0			▪ UAE 알호슨가스(입찰)	/23.0	▪ 알제리 HMD정유(입찰)	/25.0
▪ 사우디 SABIC ASU(수주)	4.0/4.0							▪ 오하이오 ECC&석유화학 플랜트	/60.0
▪ 사우디 SABIC EO/EG(수주)	7.0/7.0							▪ UAE GAP(CB&I 컨소)	/20.0
▪ 태국 PTTGC 올레핀 확장프로젝트(수주)	6.0/8.0							▪ 인도네시아 발리파판 -Fluor, 치요다 등	/40.0
▪ 쿠웨이트 Desalter(입찰)	3.0/3.0								

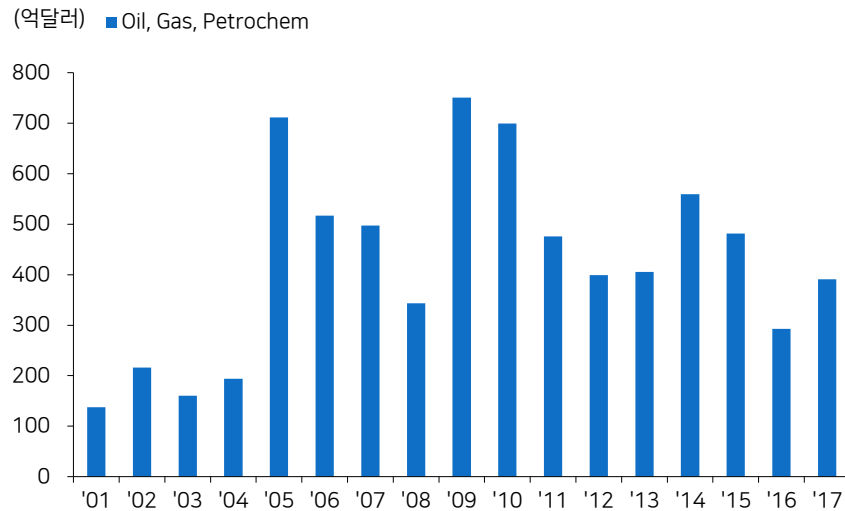
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2. M/S와 Player 에 관한 이야기

2013년 해외 부실 발생 이후
M/S 하락, 2015~2018년 15%
내외의 M/S 유지

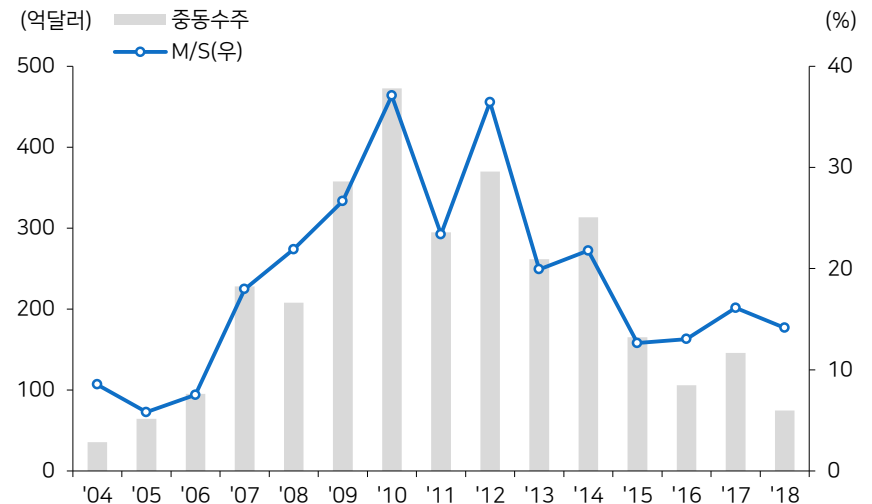
- 2013년 해외 손실발생 이후로 중동 플랜트 시장에서 한국업체의 M/S 급락
- 생존이 우선이었던 시기- 2016년까지 악성 프로젝트의 준공, 손실 감소 등에 초점
- 2017년 이후에서야 본격적으로 유휴 CAPA, 수주잔고 확보, 신규수주 확대 전략 등이 언급되기 시작
- 현재 입찰 시장의 특징은 선택과 집중 - 경험이 많은 공종과 시장에만 집중(시공 Risk 관리)
- 대부분의 프로젝트가 준공 Cycle 에 진입한 2016년 이후에는 한국 건설업체의 M/S 유지
- Cash flow 개선 및 악성 프로젝트 준공에 따라 수주 여력 높아짐- M/S 확대 전망

중동 발주 금액 추이



자료: MEED, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 업체의 중동 수주 금액과 M/S 추이



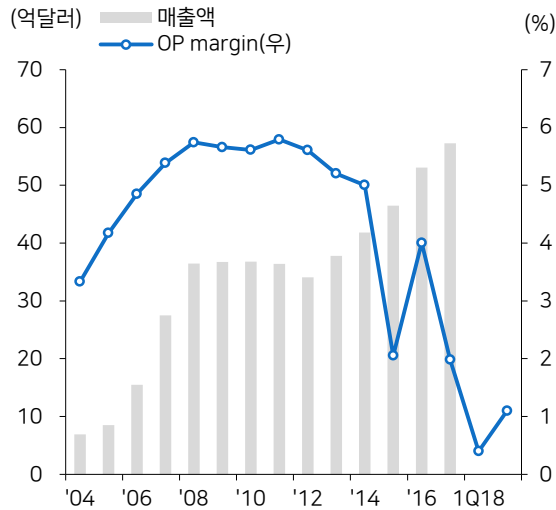
자료: MEED, Construction 제외, 메리츠증권증권 리서치센터

살아남은 경쟁업체 - 상황이 좋지 않다

Peer 중 주요 프로젝트의 경쟁입찰에 참여하고 있는 업체는 6개 내외

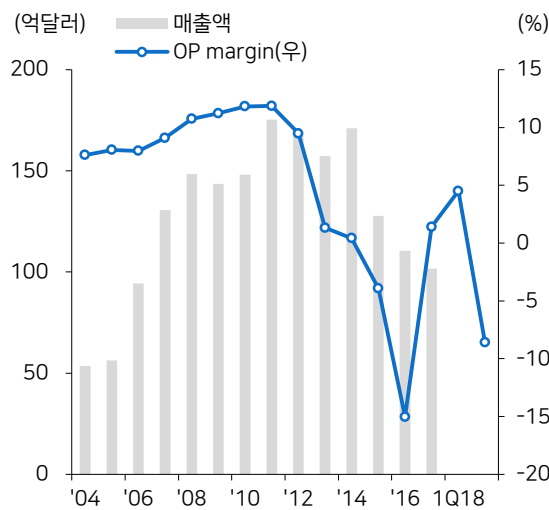
- 2013년 이후 나타난 해외 부문의 부실은 국내 업체들만의 문제는 아님
- EPC peer 중 TR, 테크니몽, 테크닙, 싸이펍, 페트로팩, JGC 정도만 경쟁 입찰에 참여 중
- TR -2014년 이후 수주 시장에서 가장 독보적인 활동을 보여준 TR의 수익성 악화 본격화
- 싸이펍 - 매출 감소 및 순이익 적자 지속, 분기 영업이익률 변동성 높음
- JGC - 외형은 상대적으로 안정적이지만, 수익성 악화는 동일하게 진행
- 테크닙은 평균 10% 영업이익률이 2%~4% 둔화/ 테크니몽의 경우만 안정적으로 4%~5% 유지

TR(Tecnicas Reunidas) 수익성 악화



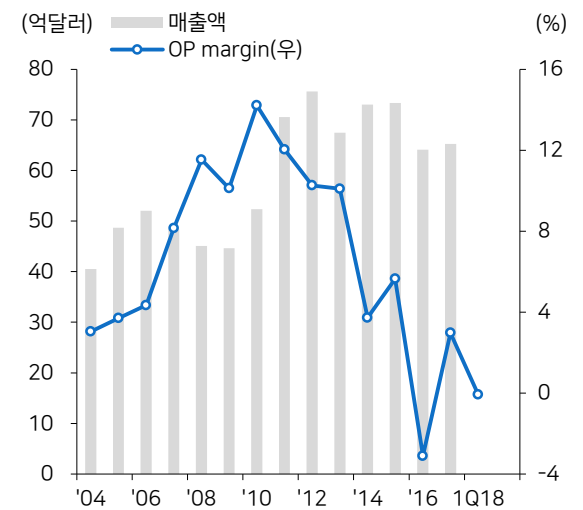
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Saipem 매출 감소 및 수익성 악화



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

JGC 수익성 악화



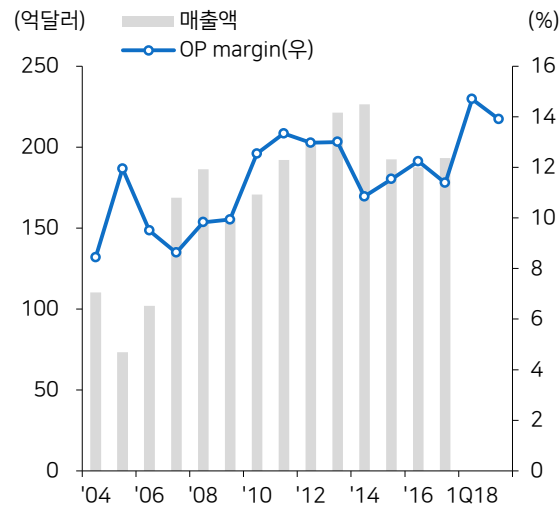
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

전략을 바꾼 경쟁업체 - 외형은 줄어도 고수익성 유지

상위 설계와 FEED 중심의 업체 수익성 개선

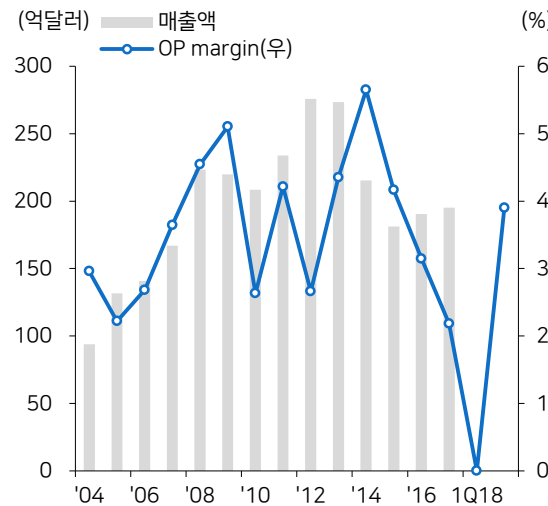
- EPC 경쟁이 심화되고, 관련 손실이 확대, 손실이 발생하는 가장 큰 이유는 EPC 중 Construction 때문
- 기술적으로 우위에 있는 선도 업체는 상위 설계 또는 FEED 중심으로 선회 (EPC 입찰에서 빠짐)
- 외형 감소를 감내하고, Risk 관리와 수익성에 초점
- Key Point 는 현재 EPC 경쟁 업체가 과거의 절반 수준에 불과
- 특히 JV 를 통한 공동 수주가 늘면서 개별 프로젝트 입찰 경쟁이 2~4개 컨소시엄에 불과

LINDE 외형 감소 vs 수익성 개선



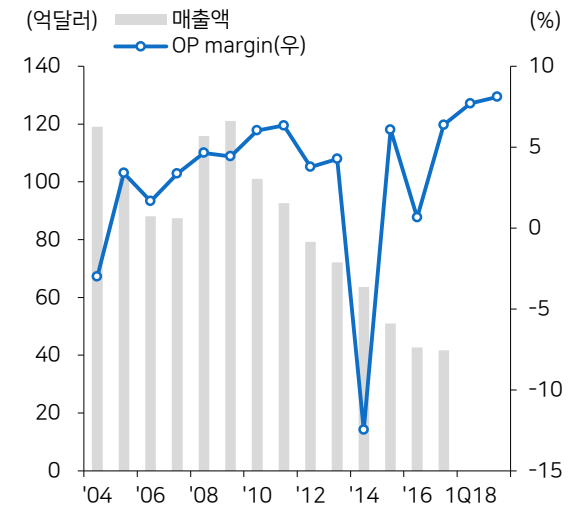
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Fluor 외형 감소 vs 이익률 회복 국면 진입



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

KBR 외형 감소 vs 수익성 급격히 개선



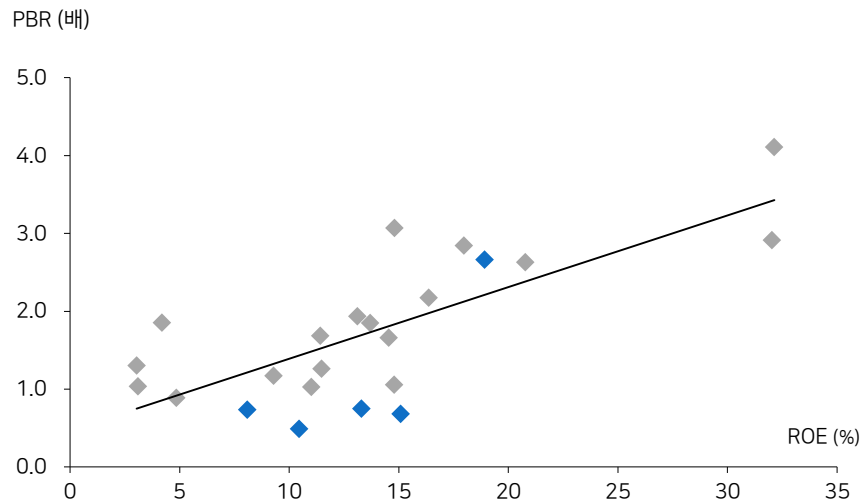
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

EPC 업체를 사야 할 때가 오면... Korea EPC가 가장 매력적

EPC 시장이 돌아설 때, Global Player 중 누가 매력 있는가?

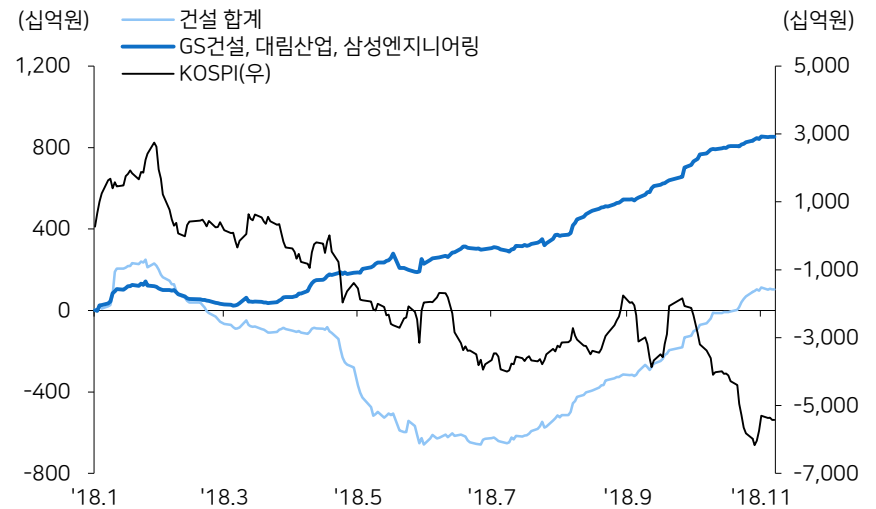
- 2018년 시장의 화두 중 하나가 KOSPI 전체적으로 나타난 외국인 매도
- 2월 이후 외국인은 KOSPI 에서 누적 기준 -8조원을 매도
- 2분기 대북관련 이슈 발생 시점에 현대건설 매도, 현대산업 지주회사 전환 시점에 매도
- 삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설은 2월 이후 꾸준히 매수
- 8월 이후에는 업종 전체적으로 매수 확대

Peer vs 한국 건설업체 ROE PBR [2019년]



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 KOSPI 외국인 순매수 vs 건설업체 순매수 추이



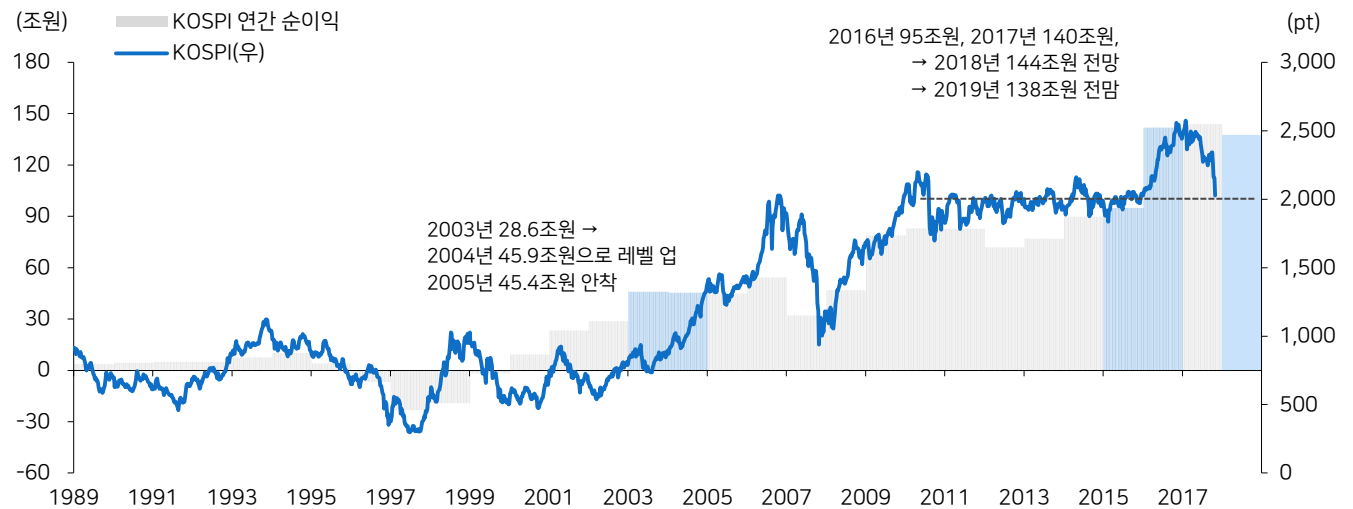
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3. KOSPI순이익 감소 전망

KOSPI 순이익 소폭 감익

- 2019년 KOSPI 순이익은 138조원(-4.4%) 안착 전망
- IT H/W 실적 역성장 가능성이 높고 전반적인 여타 업종의 실적 성장이 둔화되기 때문
- 실적 역성장은 2012년 이후 처음. 하지만 130조원대 이상의 순이익은 유지될 것
- '12~'15년(KOSPI 장기 박스권)과 같이 연간 순이익 70~80조원대 수준으로의 실적회귀 가능성은 낮아
- 2019년은 KOSPI 실적 모멘텀은 약하지만 지수 하방 경직성 확보되는 시기
- 가장 큰 Risk 는 수익추정치의 하향 조정

KOSPI의 장기 궤적은 실적의 레벨에 수렴되었던 경험. 눈높이를 낮춰봐도 2012~2016년 수준으로 회귀할 가능성 낮음



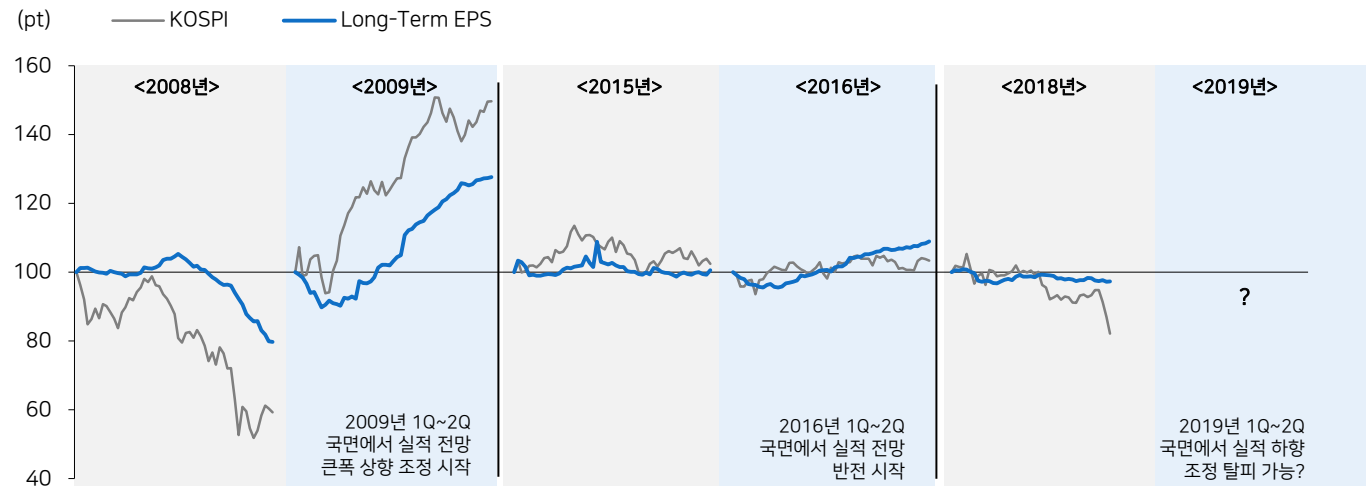
자료: DataGuide, 메리츠증권리서치센터

YoY 보다 추가적인 하향이 문제

수익추정치의 하향 또는 실적 쇼크가 문제

- 2008~2009년, 2015~2016년은 실적 비관 후 실적 안도에 따른 주가 복원 과정이 빨랐던 사례
- 2008년, 2015년의 경우 경기 불확실성으로 실적 전망이 하향 조정이 하반기 이후 가파르게 전개
- 실적 감익 추세는 2009년, 2016년 1분기까지 지속됐지만 1Q실적 발표가 시작된 2Q부터 실적 서프라이즈로 연결. 실적 비관에 따른 서프라이즈의 시작이었음
- 올해도 하반기 이후 실적 전망 하향 조정이 심화.. 대외 불확실성이 증폭되고 있다는 점을 본다면 내년초까지 실적 전망 하향은 진행될 가능성 높음. 내년 2Q가 실적 전망의 변곡점으로 판단

KOSPI 장기 실적 전망(18개월) 과 KOSPI: 실적 비관이 실적 서프라이즈를 만들었던 경험(2008~2009년, 2015~2016년)



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

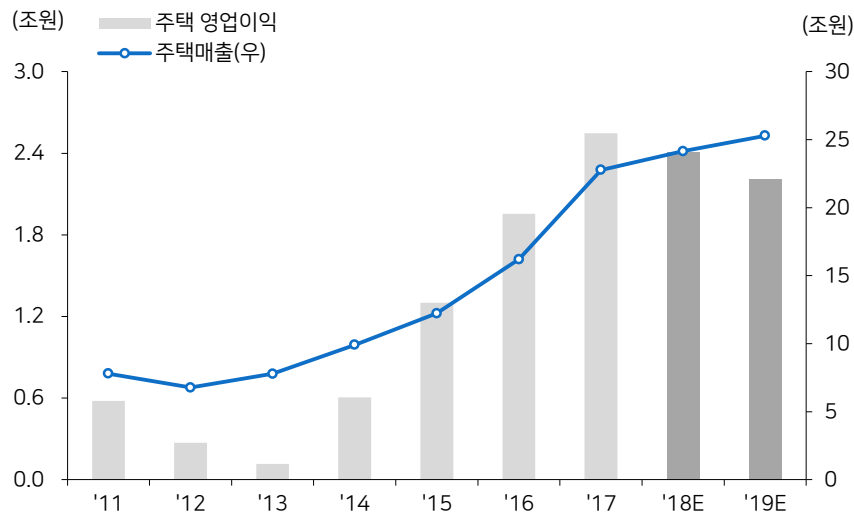
Divergence - 2019년 건설업종 실적상향 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

Earning의 구성은 주택과 해외 부문으로 단순화

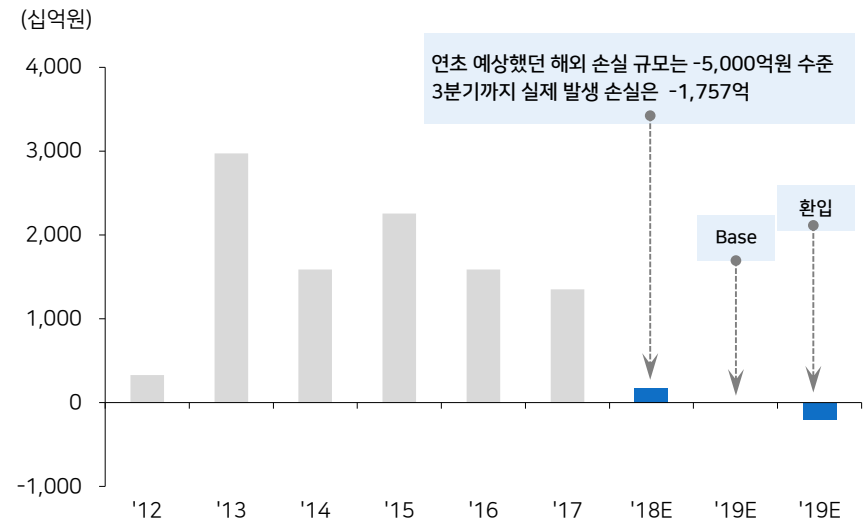
- 판관비 부문의 변동은 크지 않음, 환관련 손익 역시 큰 영향을 주지 않을 것
 - 금융비용 등이 감소하면서, 본업의 영업 실적이 그대로 순이익과 ROE에 반영되는 환경
 - 대형건설업체의 영업이익을 구성하는 것은 대부분 주택부문 이익과 해외부문의 손실의 합산
 - **2019년 실적에 대한 눈높이가 관건**
- 1) 주택 부문의 이익은 향후 감익인가?
 - 2) 해외 부문은 악성프로젝트 준공 이후 정상화 Level을 어떤 수준으로 보고 있는가?

주택부문 영업이익 추이 : 감익 추정 ?



자료: 메리츠증권리서치센터

해외 손실처리 완료 이후 정상 마진 ?



자료: 메리츠증권리서치센터

Divergence - 주택 매출은 변동성이 크지 않을 것

주택 매출은 정체

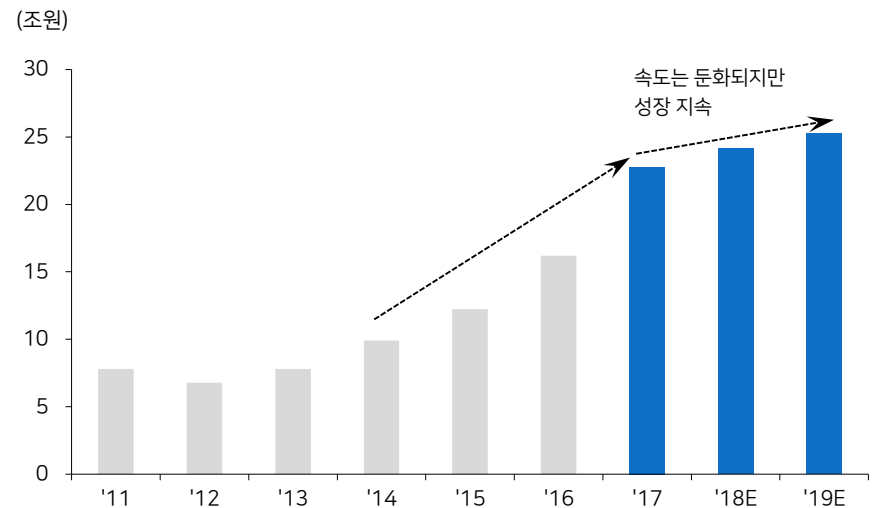
- 대형건설업체 주택 매출은 직전 2개년 평균 분양물량이 대부분 결정
- 직전 2개년 분양물량은 2017년 고점 이후 10만호 수준에서 정체
- 다만 2016년 이후 서울, 수도권 분양 프로젝트 비중이 증가한 효과 반영
- 대형건설업체의 주택 매출은 소폭의 증가 국면 또는 정체 상태에서 변동성이 크지 않을 것
- 업체별로는 재건축, 재개발 관련 M/S 와 자체 분양 보유 여부에 따라 차이

대형건설업체 주택 분양물량

(호)	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E
GS건설	6,300	4,747	4,200	14,000	30,992	27,791	24,000	25,000	30,000
대림산업	6,719	4,683	8,746	12,800	27,000	23,000	16,000	20,000	25,000
대우건설	16,348	13,730	17,000	14,356	34,528	30,040	20,000	24,785	22,000
현대산업	6,569	11,500	8,700	12,900	25,000	18,064	22,891	21,000	20,000
현대건설	11,946	7,737	2,489	10,700	20,454	16,000	10,000	16,461	12,000
총합계	47,882	42,397	41,135	64,756	137,974	114,831	92,891	105,000	109,000
직전 2개년 평균 분양		34,402	45,140	41,766	52,946	101,365	126,435	103,893	98,946

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대형건설업체 합산 주택 매출 및 성장률 추이



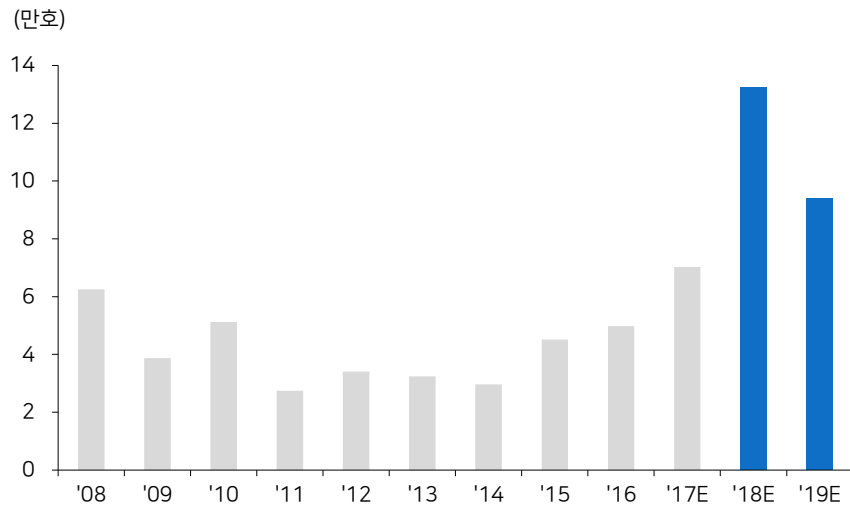
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Divergence - 주택 수익성 서프라이즈는 지속될 것

주택부문의 고수익성 지속

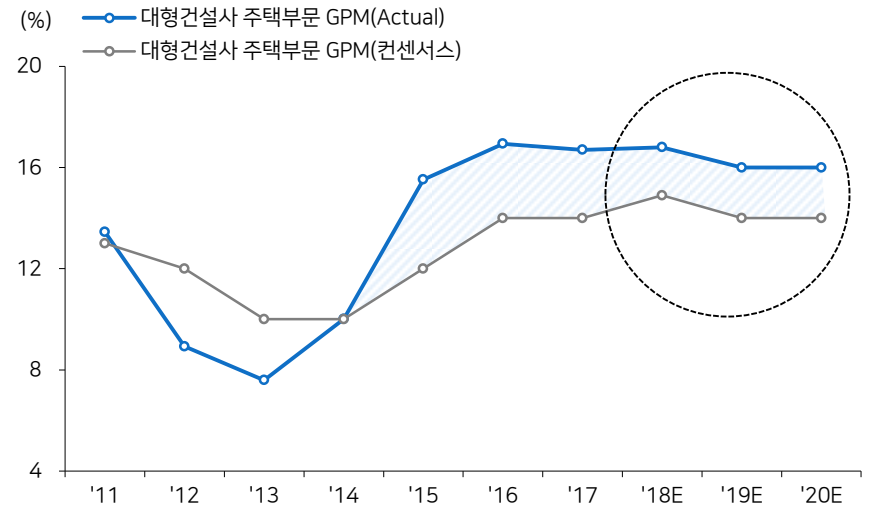
- 분양 시장이 재건축, 재개발 또는 지역주택 조합과 같은 안정적인 분야로 이동
- 일반적으로 PF 도급사업부문의 마진이 상대적으로 높다는 점을 감안해 수익성 둔화를 전망
- 그러나 실제 나타난 주택 부문 수익성은 대부분의 업체가 시장 기대치를 초과
 - 1) Base margin 상승 : 재건축 재개발 프로젝트의 수익성 개선 (15% 수준) - 브랜딩 효과
 - 2) 호황기에 착공한 프로젝트의 준공 시점에 환입 효과 확대 (+a) - 준공 정산 지속

대형건설업체 입주물량 추이 및 2018년 계획



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

주택 부문 마진 추이 : 2019년에도 과소 추정 가능성



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

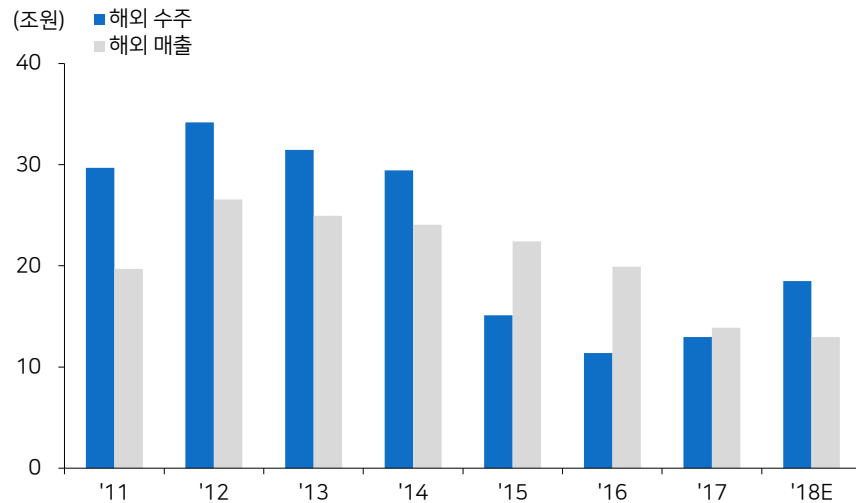
Divergence - 해외 매출의 역성장 국면은 마무리, 얼마나 성장할 것인가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

해외 매출 역성장 마무리, 신규 수주에 따라 성장률 결정

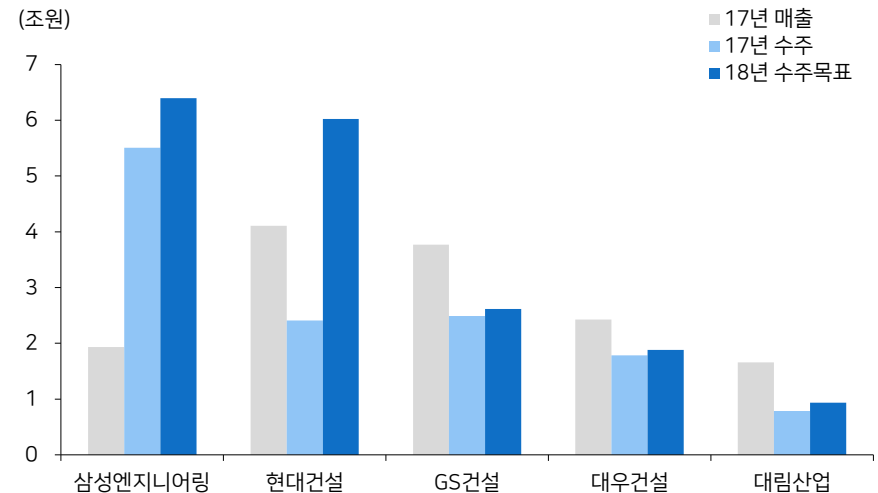
- 2018년 해외수주가 4년만에 매출 규모를 넘어서면서 역성장은 마무리 국면
- 2018~2019년 해외 신규수주 규모가 향후 성장률을 결정
- 의미있는 성장률(10%~15%)을 위해서는 대형사 합산 기준으로 20조원 이상의 해외 수주가 필요
- 2019년 석유화학 플랜트 발주가 이루어질 경우 해외수주는 시장 예상치를 크게 상회할 것

대형건설업체 합산 해외수주와 해외 매출 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업체별 2017년 해외수주, 해외매출 vs 2018년 해외 수주 목표



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

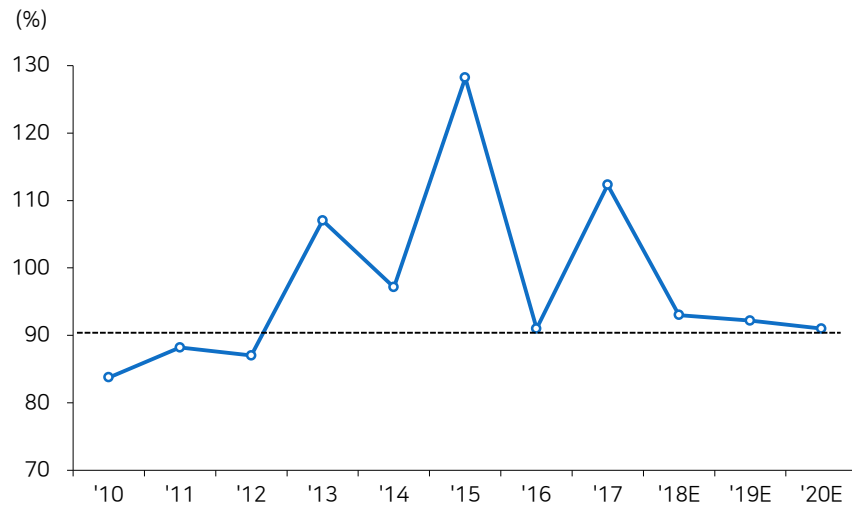
Divergence - 해외 수익성 안정화, 원가율 92%, 영업이익률 3%~4%

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

해외 수익성은 점진적 개선 or
급격한 개선, 관건은 환입
여부에 따라

- 2018년 1분기 일회성 해외 손실 반영은 삼성엔지니어링의 카본블랙 관련 310억원 수준에 불과
- 2018년 2분기 삼성엔지니어링 카본블랙 357억과 현대건설 우르과이 및 인도네시아 발전 500억
- 2018년 3분기 대우건설의 알제리 발전 100억 및 현대건설의 UAE 사브 원유처리 500억
- 반면 GS건설의 라빅, 대림산업의 베트남 발전, 필리핀 발전, 삼성엔지니어링 등에서 환입
- 2018년 3분기 누적 환입규모는 2,400억원으로 일회성 손실 규모를 넘어섬
- 2019년 환입을 가정하지 않은 해외 원가율은 92%와 해외 영업이익률은 3%~4%

삼성엔지니어링 화공부문 원가율 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 환입

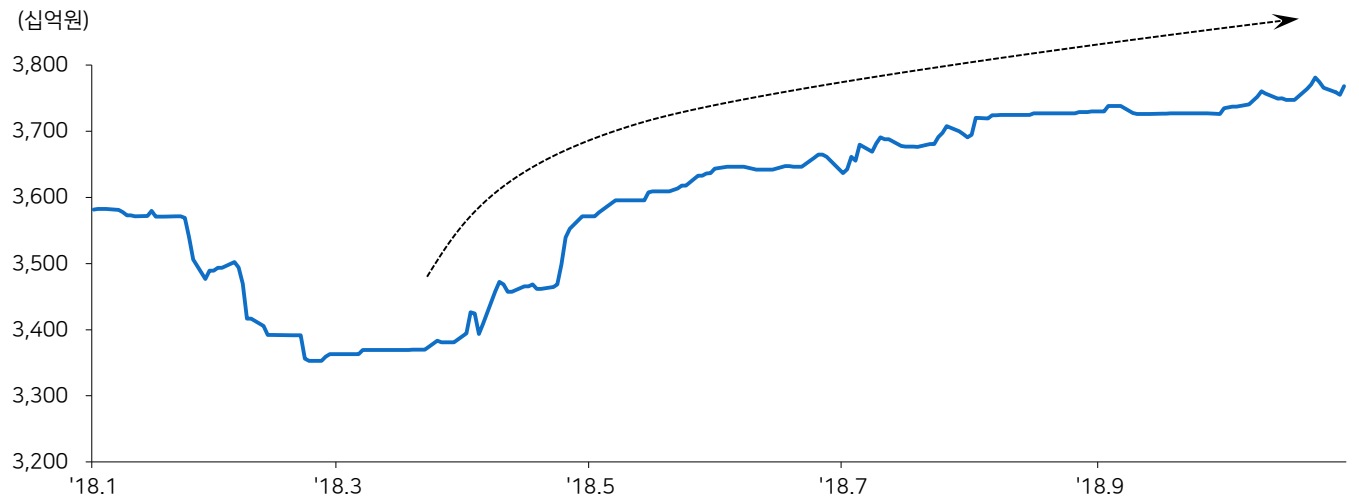


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 상향

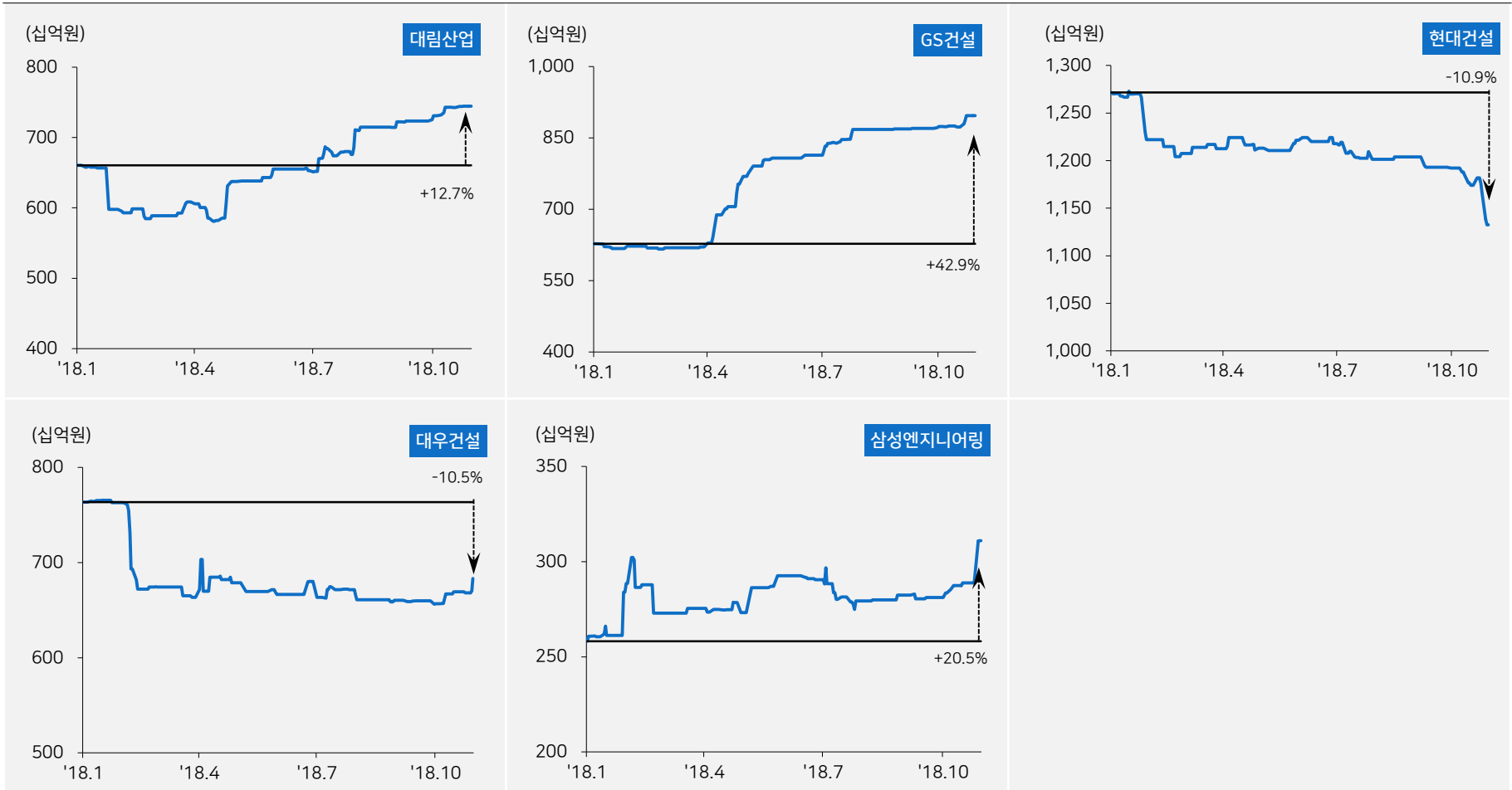
- 하향 조정 중인 KOSPI 실적 추정치 흐름과는 달리 건설업종 수익추정은 상향 지속
- HDC 그룹을 제외한 2019년 합산 영업이익은 3.8조원이 컨센서스(2018년 4.1조원)
- YoY 모멘텀 보다는 눈높이 대비 실제 실적이 중요해지는 환경
- 주택 부문의 수익성 개선과 해외 수익성 안정화, 수주 확대 등이 향후 추가적인 상향으로 연결
- 해외 부문의 환입 또는 주택 부문의 준공 정산 시점에 서프라이즈 강도가 높아질 수 있음

2019년 대형사 합산 영업이익 추정치 흐름(HDC 제외)



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

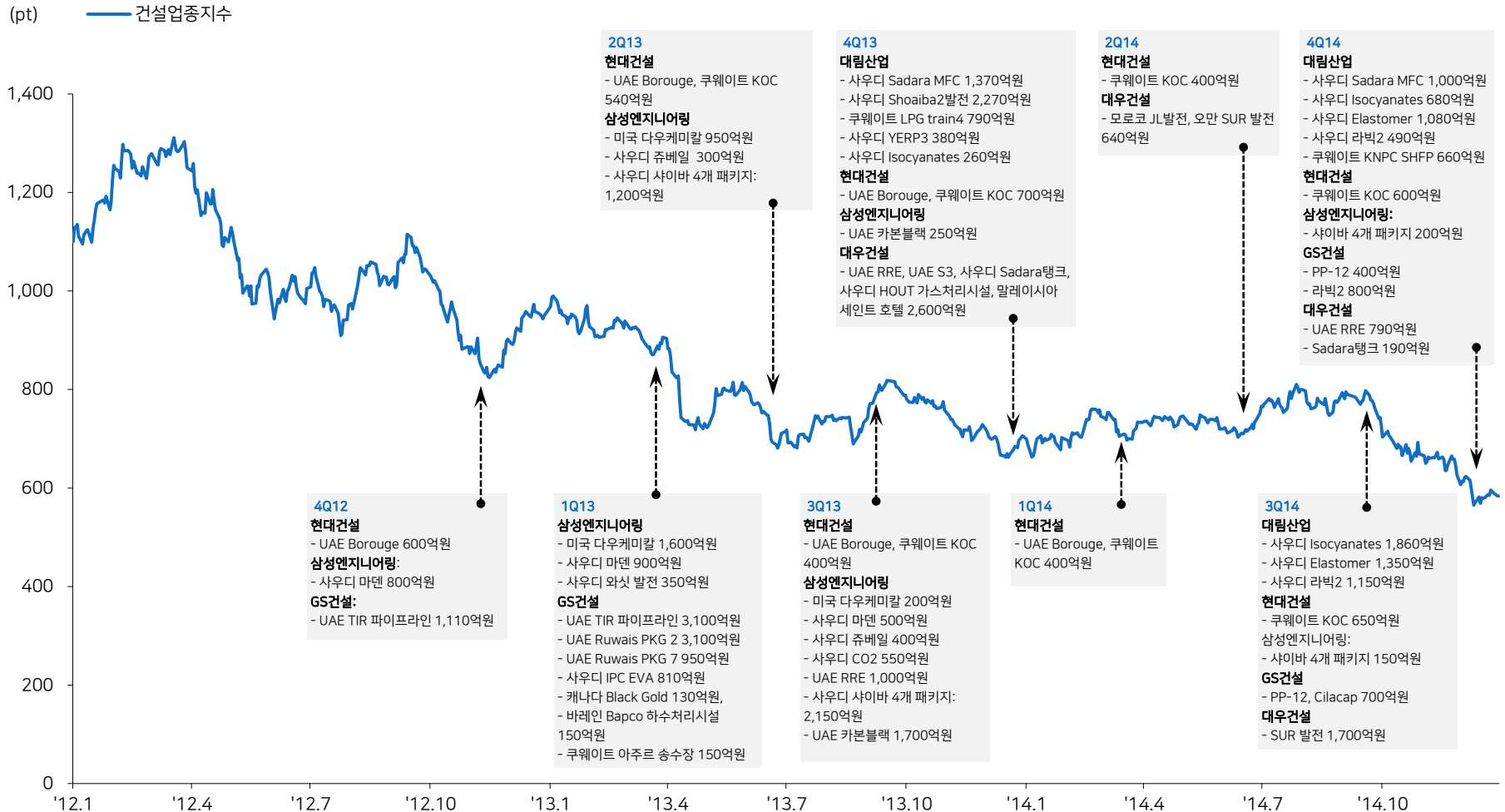
2019년 업체별 영업이익 추정치 흐름



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2013년 이후 해외 손실 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

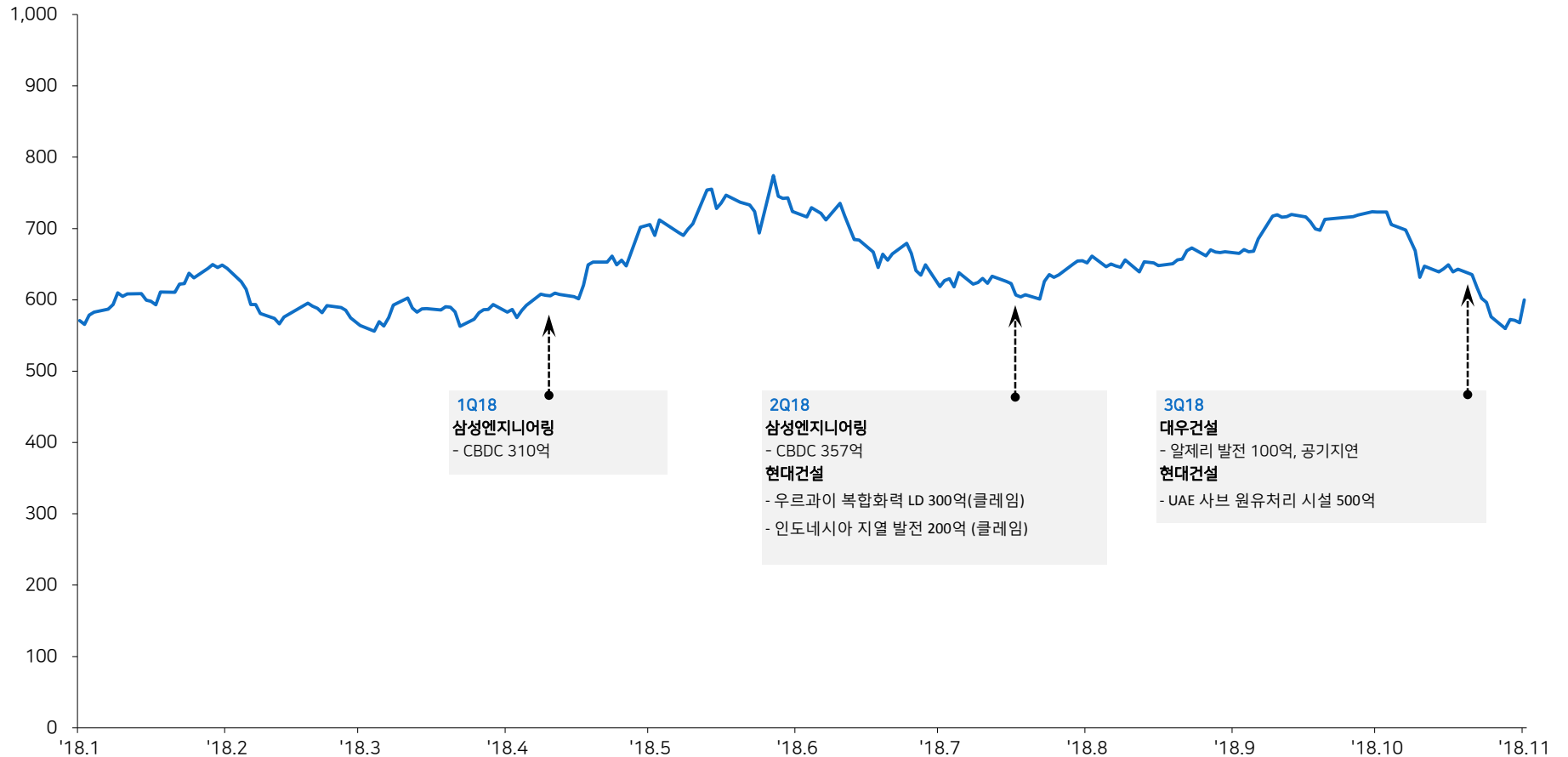
2013년 이후 해외 손실 내역



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2013년 이후 해외 손실 내역

(pt) — 건설업종지수



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

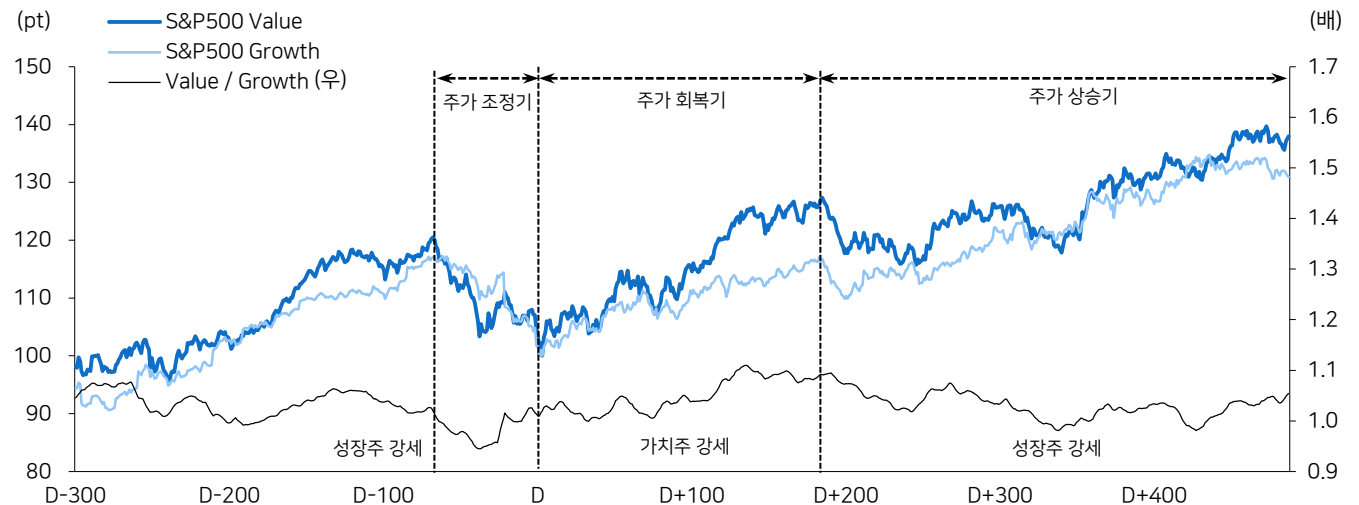
4. Style Matters - 상반기는 Value, 하반기는 Growth

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

KOSPI 전망 및 전략

- 스타일 관점에서는 2018년 연말 ~ 2019년 상반기는 Value 기업에 초점을 맞춰야 할 것
- 1980년 이후 경기침체를 수반하지 않았던 베어마켓 사례를 보면(미국 기준),
- 주가 저점 전후로 Value Stock이 Growth Stock 대비 우위 흐름이 뚜렷. 이후 주가 회복기에는 성장주의 부분적 강세 흐름으로 전환
- 주가 급락 이후 Deep Value 기업이 선전한다는 것과 같은 맥락

1980년 이후 경기침체가 없었던 Bear Market 주가 조정 이후 스타일 동선(미국): 초기에는 Value 가 핵심



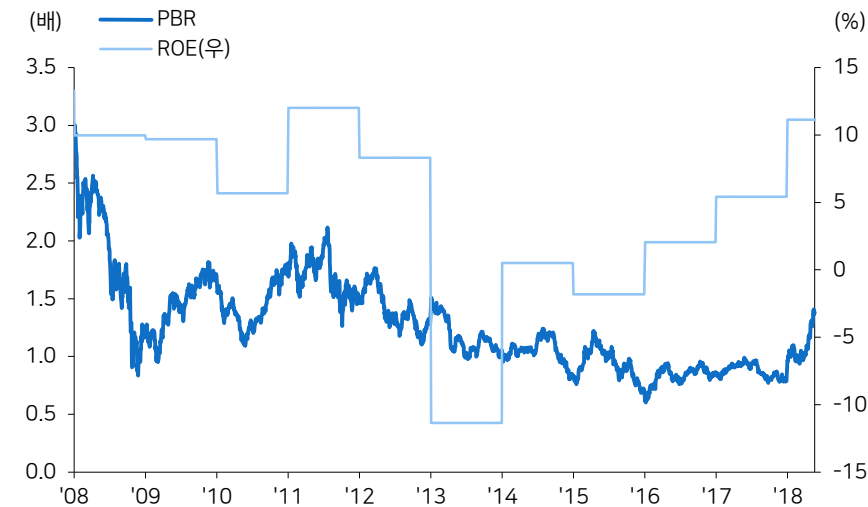
주: 1980년 이후 경기침체가 없었던 주가 조정 케이스(S&P500)
자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

Value Stock - PER 평균 4x~7x

보수적인 실적 추정을
기반으로 하는 적정가치가
투자판단의 기준이 될 것

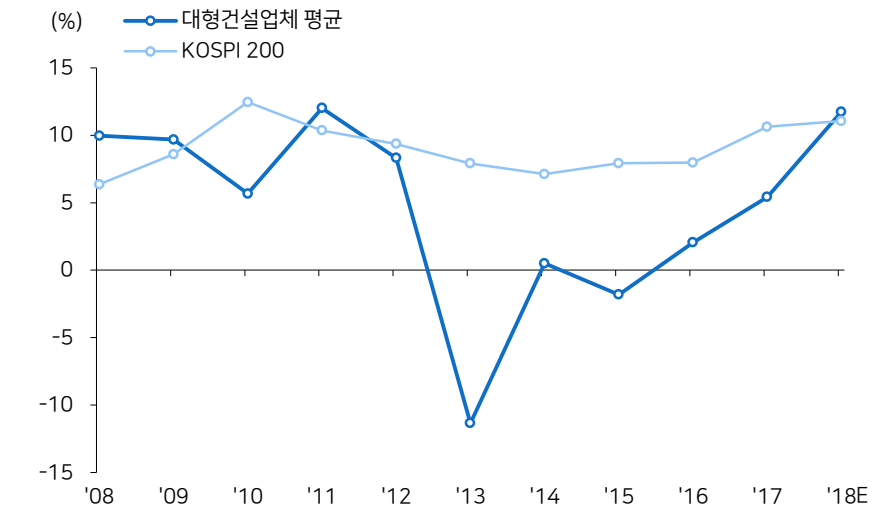
- 2019년 상반기를 Value Stock 중심의 시장으로 보더라도 건설업종은 매력적
- 2018년 대형건설업체의 평균 ROE는 11.7%, 2019년은 11.2% 수준이 될 전망
- Target PBR multiple 의 기준은 1.3x 적용 (a 와 b의 평균 적용)
(시장 대비 할증 요인 충분, 다만 2009~2012년과 같은 확고한 성장에 대한 기대감은 아직 낮음)
- a)과거 10% 이상의 ROE 가 나타난 시점(2009~2012년) 평균 PBR은 1.47x
- b)2018년 KOSPI 200 평균 ROE 11.1% 와 PBR 1.06x 로 단순 비교할 경우 1.1x

2008년 이후 건설업체 ROE vs PBR



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 200 ROE vs 대형건설업체 평균 ROE 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

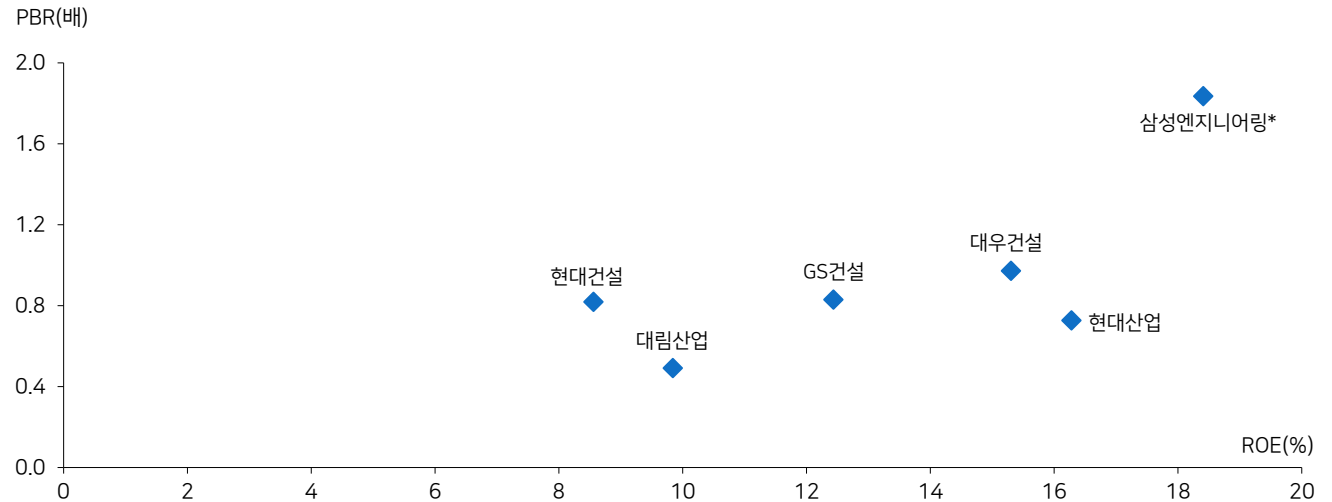
Valuation 2019년

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

▶ Fair price

	ROE(19E)	PBR Target	BPS(18E)	Fair Price
GS건설	12.4	1.3	49,846	64,800
현대건설	8.6	1.2	62,254	74,705
대림산업	9.8	0.8	159,865	127,892
현대산업	15.3	1.5	42,848	64,272
대우건설	16.3	1.1	6,488	7,136
삼성엔지니어링*	18.4	1.9	9,896	18,802

▶ PBR vs ROE



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터
*삼성엔지니어링: 2020년 BPS(E) 적용

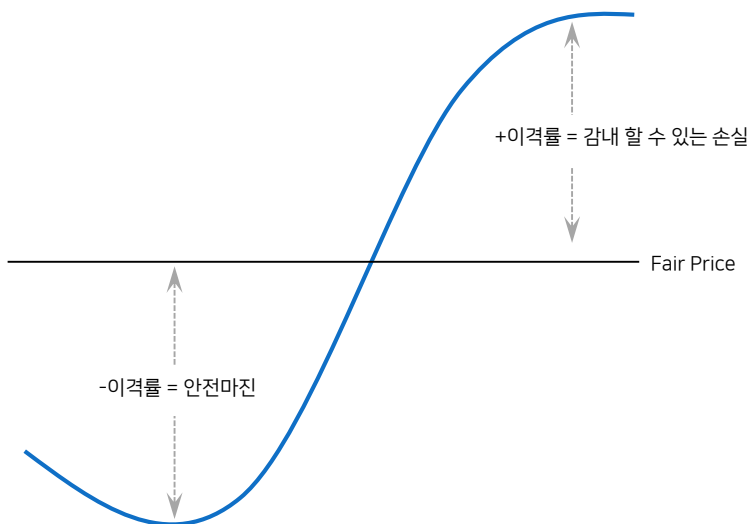
5. 대북 협력 관련 프리미엄은 일단 배제

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

통일 기대감은 Valuation
매력이 있을 때만 Take

- 통일 기대감과 이와 관련한 인프라 발주를 어떻게 평가할 것인가?
- 현재 시점에서 통일 기대감을 합리적으로 수치화하기 어려움 (모르는 것은 모른다고 인정하고 접근)
- 그럼에도 불구하고 주가에 통일 기대감이 반영되고 있는 상황, 투자 판단의 기준이 필요
- 업체별 Fair value 를 기준으로 나타나는 이격률은 감내할 수 있는 Risk 의 크기
- 즉, 실적 개선과 수주성장 등을 반영한 적정주가에서 20% 또는 30% 이상의 이격률이 나타날 경우 이는 향후 통일 관련 기대감이 사라질 경우 당연히 반영 또는 감내해야 할 손실의 크기로 판단

Fair Price와 이격률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북한 관련 이벤트

일시	내용
2018.1.1	북한의 평창 동계올림픽 참가 의사 피력
2018.3.5	남한 특사단의 북한 방문
2018.3.9	트럼프 미국 대통령이 김정은 위원장과의 만남 요청 수락
2018.3.25	북·중 정상회담
2018.4.27	남·북 정상회담
2018.5.16	북한의 남북 고위급 회담 취소
2018.5.22	한·미 정상회담
2018.5.24	북한의 풍계리 핵실험장 폐기
2018.6.12	북·미 정상회담
2018.7	북·미·남 정상회담 언급

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

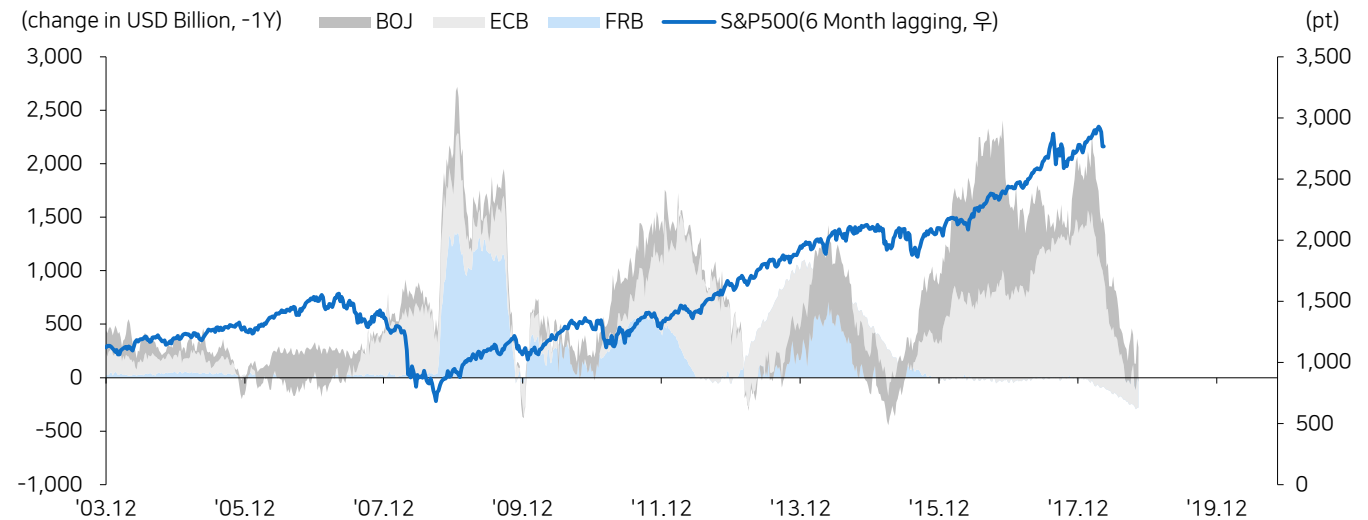
6. 유동성(liquidity) 유감 - 건설업종에 가장 큰 Risk

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

The Trauma(트라우마)

- 2019년 유동성 환경은 (+) 보다는 중립에 가까울 것
- FRB, ECB, BOJ의 유동성 공급은 올해를 전후로 정체 양상. 경기정상화에 따른 예견된 수준이지만 금융위기 이후 첫 시험대라는 점에서 의미
- FED를 제외하고 ECB, BOJ 자산총액은 확대 중(중앙은행 동반 자산축소 국면은 아님)이나 금융위기 이후 유동성 확대 기대감은 장기 강세장의 배경 중 하나였다는 점을 고려해야
- 중국을 중심으로 유동성이 악화될 경우 건설업종이 시장을 아웃퍼폼 할 수 없음 - 역사적으로 유동성 Risk에 가장 민감하게 반응하는 업종

FRB, ECB, BOJ 자산총계 증감(1년전 대비) 과 S&P500: 중앙은행發 유동성 정체가 주식시장에 어떤 영향을 미칠까?



자료: CEIC, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

7. Event - 스튜어드십코드 도입의 원년, 대림산업 등에 주목

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

- 국민연금기금운용위원회 '국민연금 수탁자책임에 관한 원칙(스튜어드십코드) 도입 방안'을 심의, 의결
- 기금 적립금 규모 '18.7월 말 기준 643조원. 국내 주식 123조원 중 45% 위탁운용으로 운용 중
- 연금은 자산 소유자의 지위로 스튜어드십코드 참여. 위탁운용사의 활동을 관리함으로써 책임 이행
- 위탁운용사에 의결권 행사를 위임하고 스튜어드십 코드 이행 여부에 가산점 부과하는 첫 해임

국민연금 스튜어드십 코드 도입 내용

분류	내용
주주권 행사 범위	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 수탁자 책임에 관한 원칙 도입 초기에는 자본시장법상 경영 참여에 해당하지 않는 주주권 부터 우선 도입 * 경영 참여에 해당하지 않는 주주권 : 기업명 공개, 공개서한 발송, 주주제안 및 기업에서 상정하는 관련 안건에 대한 의결권 행사와 연계, 의결권 행사 사전공시 ▪ 경영참여에 해당하는 주주권은 제반여건이 구비된 이후 이행사항 마련해 시행. 기금운용위원회 결의사항은 예외. 법령 개정 등 제반여건 구비되면 경영감시 역할 충실 * 경영 참여에 해당하는 주주권: 임원 선임, 해임 관련 주주제안 등 회사에 사실상 영향력을 행사하는 주주권
위탁운용사 의결권 행사 위임, 코드 도입 및 이행여부 가점 부여	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자본시장법 시행령 개정 후, 위탁운용사에 의결권 행사 위임을 추진(* 투자일임업자의 의결권 위임 행사 허용하는 자본시장 시행령 개정 필요) ▪ 위탁운용사의 영업상 이해상충 문제를 해소하고 수탁자 책임의 충실한 이행 차원에서 코드 도입 및 이행여부에 대해 가점을 부여 ▪ 의결권 행사 위임시에는 '의결권행사 위임 가이드라인'등을 수립하여 시행하고, 위탁운용사의 의결권 행사가 국민연금 수익 제고에 반할 경우 의결권 회수 ▪ 개별운용사의 코드 내용, 의결권 행사 세부 기준 등에대해서는 자율성 보장, 중소 자산운용사의 여건 고려(유예기간 적용 검토)해 시행할 계획
투명하고 독립적인 주주활동 이행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 국민연금의 주주권 행사 등 수탁자 책임 활동은 기금운용위원회가 정한 기준, 방법 및 절차 등에 따라 기금운용본부가 이행 ▪ 가입자 대표 추천 전문가 중심으로 구성된 <수탁자책임 전문위원회>를 설치, 의결권 주주권행사, 책임투자 관련 주요 사항에 대해 검토 또는 결정하게 하고 기금운용본부의 수탁자 책임활동도 검토하게끔 함 ▪ 동 전문위는 정부인사 배제, 각계 대표 추천 전문가로 균형있게 구성하며 대표성과 전문성을 갖추고 이해상충 방지와 독립성을 강화할 수 있음
연차별, 단계별 주주활동 이행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 18년 하반기 배당정책 수립요구 강화: 비공개 대화 대상 기업 확대, 직접 주주제안권 행사 ▪ 19년에는 횡령, 배임 등을 중점관리사안으로 정하고 해당기업과 비공개 대화를 추진: 통상 1년간 비공개 대화를 진행(원칙), 개선여지가 없을 경우 수탁자책임전문위 의결을 거쳐 즉각 기업명 공개, 공개서한 발송, 의결권 행사 연계 등 조치. 위탁운용사 의결권 행사 위임 및 코드도입, 이행여부 평가, 이사회 구성과 운영 등 일반 원칙 마련 ▪ 20년 비공개대화에도 미개선된 기업, 기업명 공개와 공개 주주활동으로 전환, 관련 의결권 안건에도 반대

자료: 보건복지부, 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

주택시장-희소성이 지배

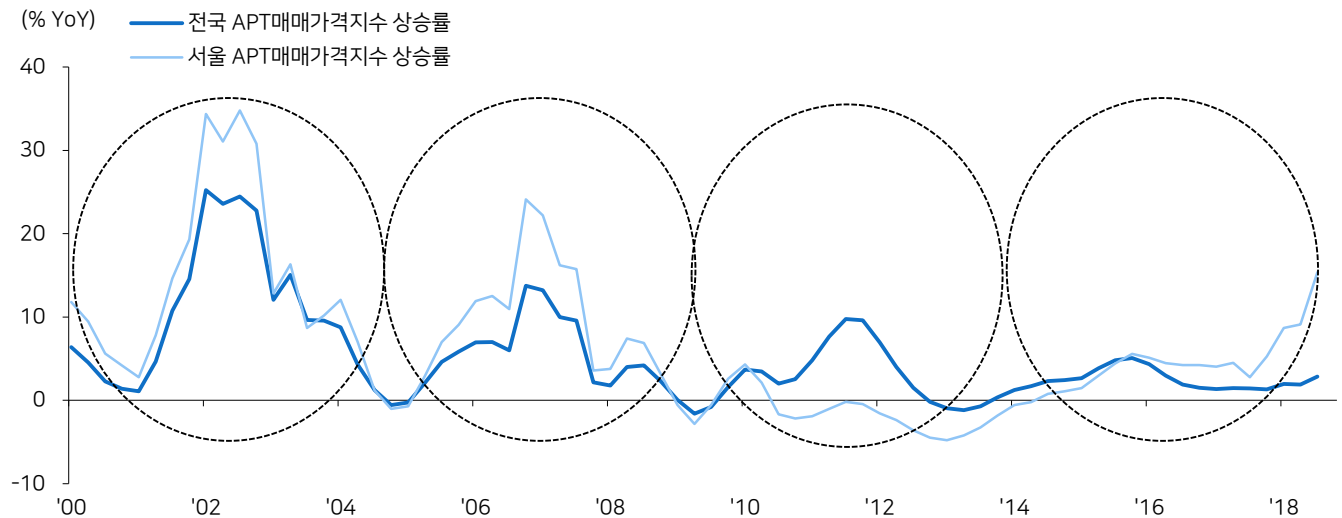
5th 순환주기 진입

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

4~5년 순환주기로 진행되고
있는 부동산 시장

- 2018년은 2000년대 이후 5번째 부동산 순환 주기의 진입
- 1st 순환주기(2001~2004): 전국 가격 상승, 공급은 크게 증가하지 않음, 재건축 논의 본격화
- 2nd 순환주기(2005~2008): 서울 수도권 가격 상승, 공급 증가, 신도시 개발 본격화
- 3rd 순환주기(2009~2012): 지방 가격 상승, 공급은 지방을 중심으로 후행적인 증가
- 4th 순환주기(2013~2017): 서울, 수도권 가격 상승, 서울 재건축 및 수도권 개발 확대
- 5th 순환주기는 2018~2023년으로 진행될 것 : 희소성을 중심으로 압축

전국 및 서울 APT 가격 YoY 상승률

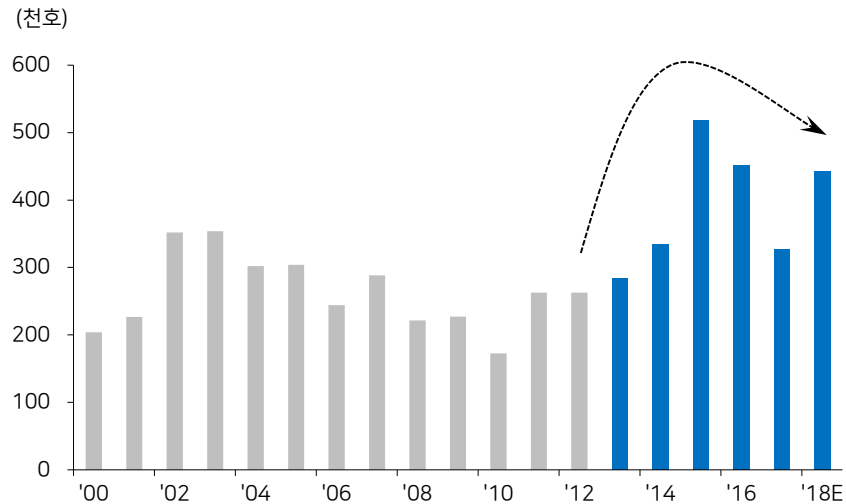


자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

입주물량 정점 기록, 추세적 하락

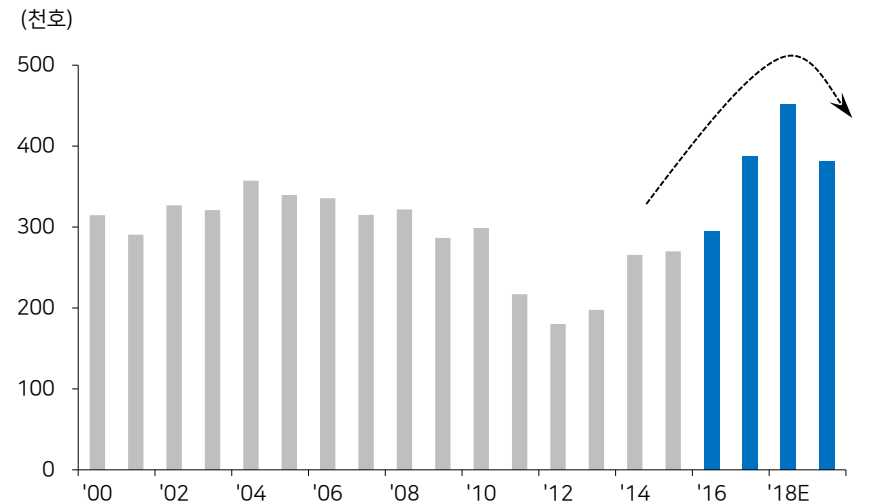
- 2017년 입주물량은 37만호, 2018년 입주 예정 물량은 42만호로 2000년 이후 최대 입주
- 연평균 APT 입주물량이 30만호라는 점을 감안하면, 2017~2018년 합산 20만호 정도의 초과 공급
- 경기 모멘텀이 좋지 않은 지방을 중심으로 입주 부담 확대되면서 가격 하락
- 수도권외의 경우 서울 주택 가격 상승의 영향으로 입주 부담을 극복
- 2018년 분양 계획 물량은 분양가 규제 및 지방 프로젝트 지연에 따라 예상치를 하회 할 것
- 향후에도 분양 물량이 회복되기는 어려울 전망

전국 APT 분양물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

전국 APT 입주물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

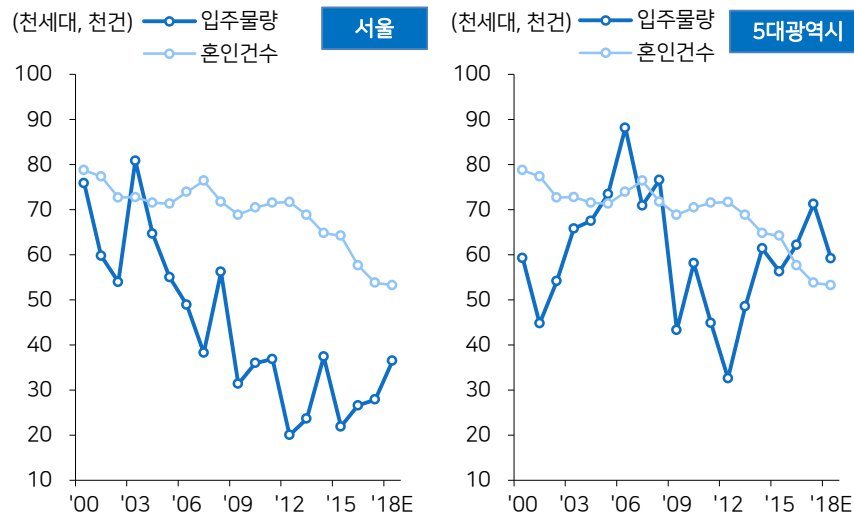
지방 약세 지속, 수도권 약세 전환, 서울 보합

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

신규 수요 대비 입주 과잉

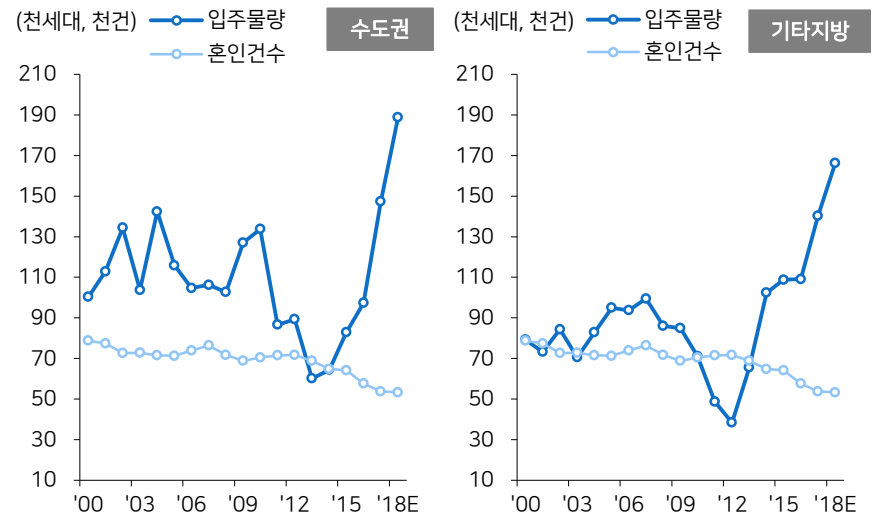
- 2017~2018년 입주물량 증가의 특징은 지역별 양극화
- **입주 물량 증가가 중요한 변수가 되는 지역은 수도권과 기타 지방에 한정**
- 재건축, 재개발을 중심으로 진행되는 서울의 경우 애초에 공급 과잉이 나타난 적이 없음
- 수도권 주택가격의 경우 입주 부담에도 불구하고 양호 - 서울 주택 가격 상승의 풍선효과
- 그러나 2018년 4분기 이후 서울 주택 시장이 보합 수준으로 둔화, 향후 수도권 가격 하락 전망
- 기타 지방의 경우 경기 악화와 더불어 입주 부담에 따른 영향이 2019년까지 이어질 전망

서울, 지방광역시 상대적으로 입주부담 낮음



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

수도권, 기타지방 입주부담 높음



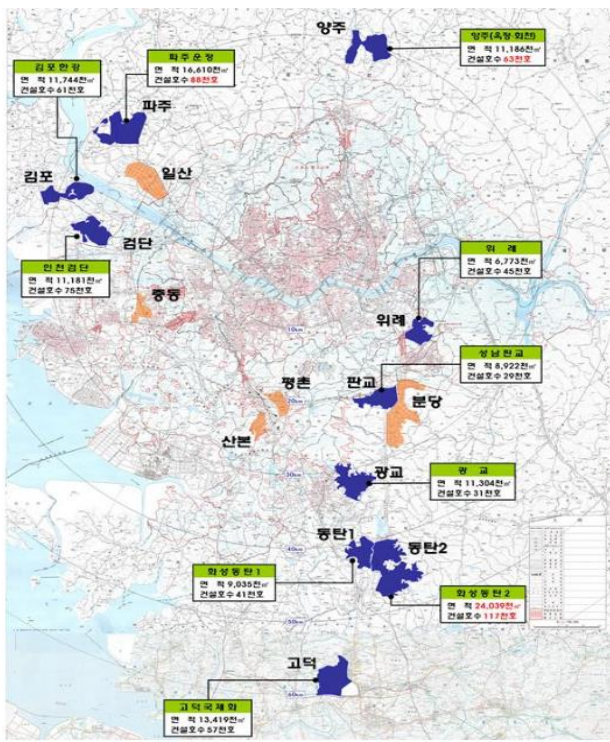
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

장기 공급은 감소 전망

장기공급 감소

- 신도시 개발 Cycle 의 종료, 도시의 확장으로 진행되는 개발 전략의 종료
- 신도시 개발 흐름은 1기와 2기 교통 인프라 확장과 구도심 재생 중심으로 전환
- LH공사는 2013년을 기점으로 대규모 택지 개발 중단 선언

신도시 개발 현황



자료: LH공사, 메리츠증권리서치센터

2기 신도시 개발 현황

구분	성남 판교	화성 동탄1	화성 동탄2	김포 한강	파주 운정	광교	양주	위례	고덕 국제화	인천 검단
면적(km2)	8.9	9.0	24.0	11.7	16.6	11.3	11.2	6.8	13.4	11.2
수용인구(천명)	88.0	41.5	116.5	61.3	88.2	31.1	63.4	44.8	57.2	74.7
인구밀도(인/ha) (총인구/총면적)	98	139	119	146	130	69	146	163	104	164
주택건설(천호)	29.3	41.5	116.5	61.3	88.2	31.1	63.4	44.8	57.2	74.7
최초분양	'06.3	'04.6	'12.8	'08.8	'06.9	'08.9	'12.10	'11.11	'17.상	'17.상
최초입주	'08.12	'07.1	'15.1	'11.6	'09.6	'11.7	'14.11	'13.12	'19.하	'19.하
사업기간	'03~'16	'01~'18	'08~'21	'02~'17	'03~'17	'05~'16	'07~'18	'08~'17	'08~'20	'09~'23
총사업비(억원)	87,043	42,353	161,144	87,872	135,352	93,968	71,540	111,009	81,603	83,868
사업진행자	성남시 LH공사	LH공사 SH공사	LH공사 경기공사	LH공사	파주시 LH공사	수원시 용인시 경기공사	LH공사	LH공사	경기도 LH공사 경기공사 평택공사	인천시 인천공사 LH공사

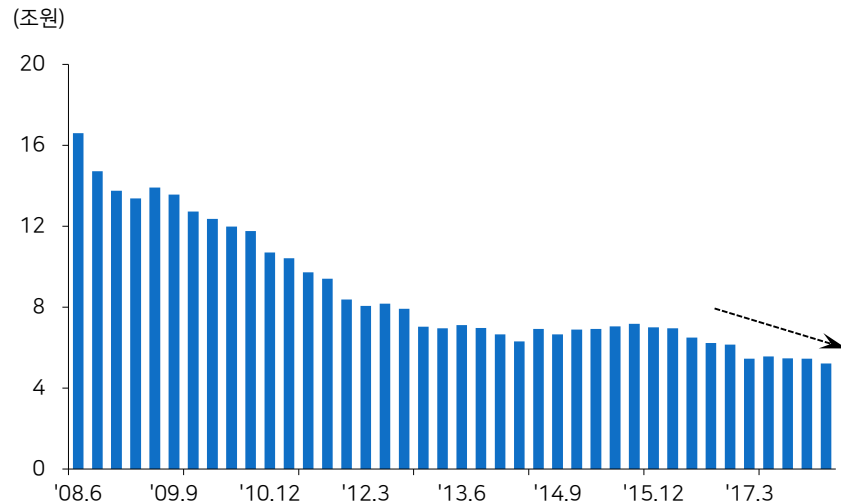
자료: LH공사, 국토교통부, 메리츠증권리서치센터

수요의 문제가 아니라 원재료(토지) 부족

민간의 주거용 토지는 대부분 PF를 통해서 사업이 이루어지며 감소 지속, LH공사의 택지개발 감소

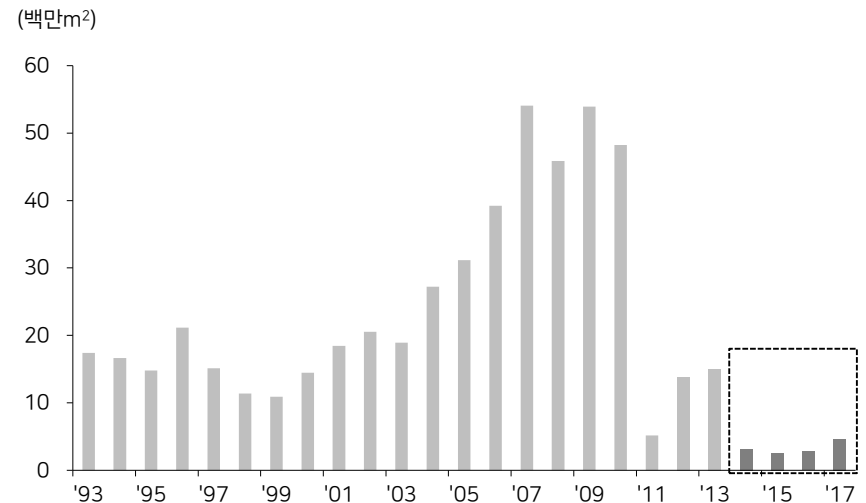
- 일반적인 주택 분양사업을 위해서는 기초 원재료인 토지 확보가 선행 조건
- 민간에서 이루어지는 토지 확보는 시행사와 PF 대출을 중심으로 이루어지는 민간토지 시장과 LH공사의 택지 분양이 대부분을 차지
- 대형건설업체의 PF 잔액은 지속적으로 감소하고 있으며, 특히 2017년 3분기 기준으로 미착공 PF는 전체 PF잔액의 20%를 하회하는 것으로 파악됨, 향후 착공 전환 PF 프로젝트 감소 지속
- LH공사의 택지 개발, 분양, 보유잔고 역시 급감
- 신규택지 중심의 분양시장은 구조적으로 감소할 전망

대형건설업체 PF 잔액 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

LH 공사 택지 개발 면적 급감



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

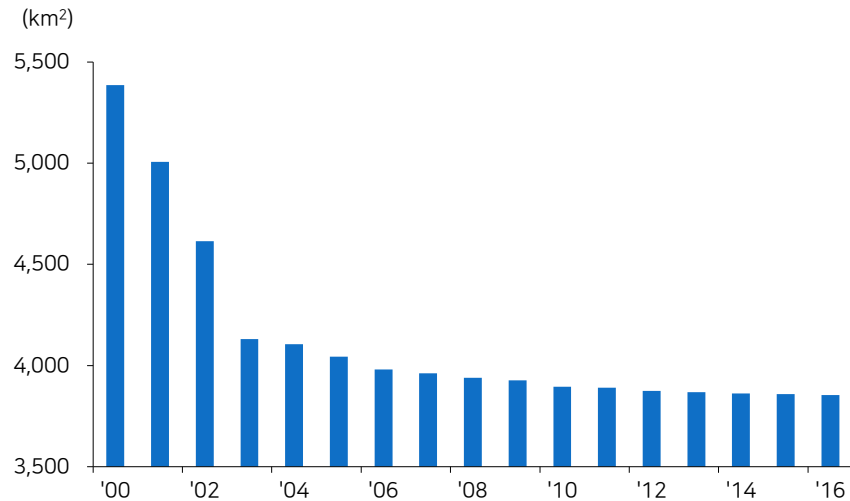
그린벨트 해제를 통해 주택 공급 확대를 계획

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

2004년 이후 그린벨트 면적은 정체, 그린벨트 해제 면적은 크게 없는 상황

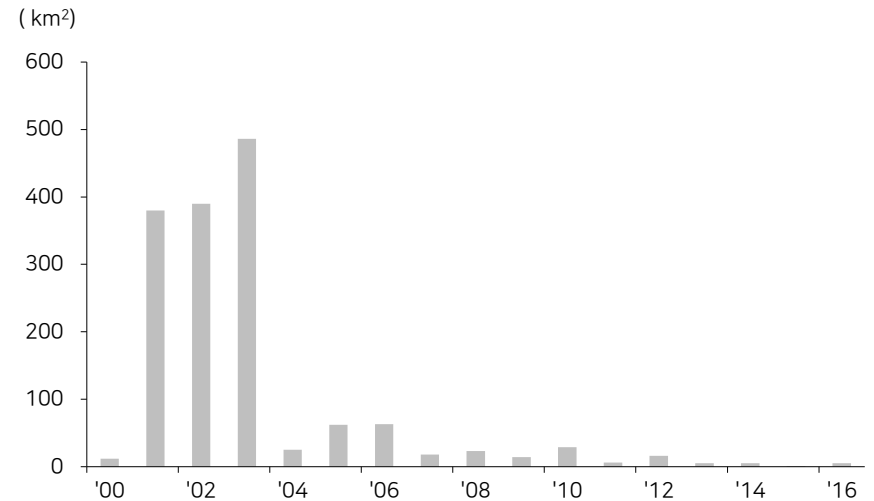
- 향후 택지 공급감소가 신규 분양 감소에 직접적으로 영향을 줄 것
- 2018년 12월 그린벨트 해제를 통해 30만호의 주택 공급계획을 발표
- 그린벨트를 해제하는 것은 2004년 이후 15년만의 Cycle
- 다만 토지 보상에 따른 협의기간 2년, 토지 조성 공사 기간 등을 감안하면 실제 공급은 2022년 이후
- 또한 민간에서 주택 공급 감소는 지속적으로 나타날 것이기 때문에 공공 부문의 확대를 감안하더라도 분양물량이 늘어나기는 어려울 것

그린벨트 면적 추이



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

그린벨트 해제 면적 추이



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

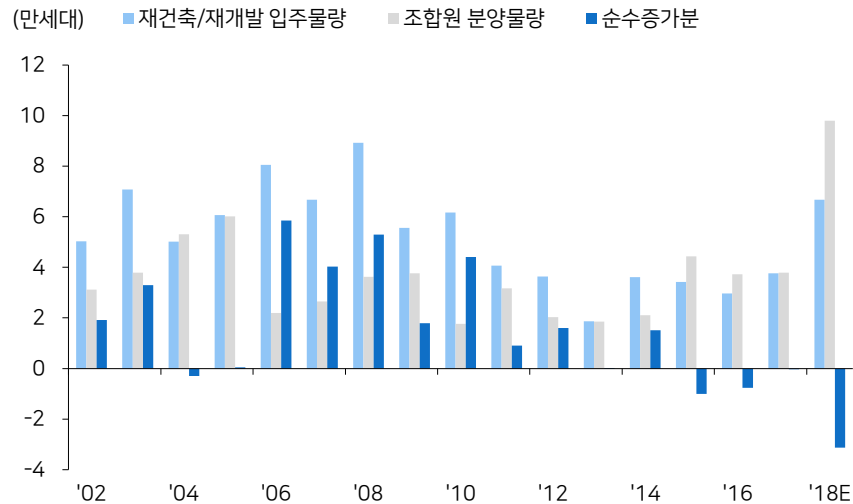
5th 순환에서 핵심은 희소성 - 펜트하우스 시대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 5
건설_Divergence

향후 부동산 시장에서 대표적인 희소재는 거주 중심지역의 신규 APT

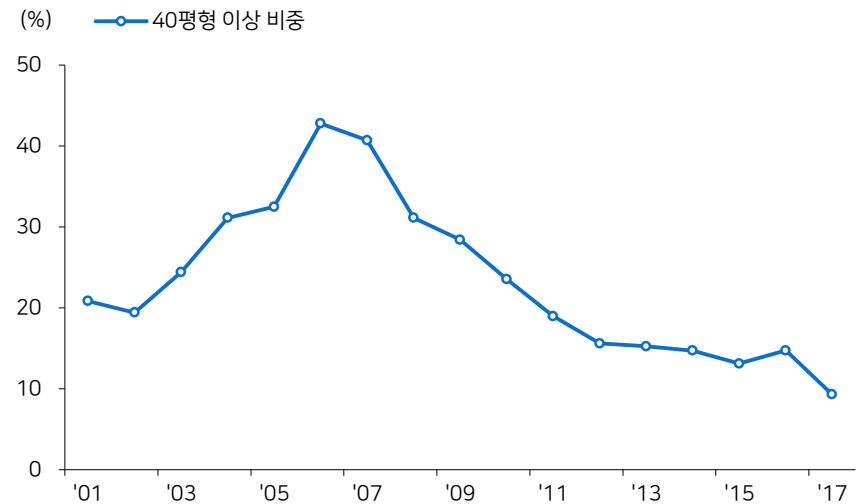
- 서울 지역에서 재건축, 재개발을 중심으로 조합원 분양이 증가하고 있으나, 분양 시점을 전후로 3년의 기간 동안 멸실 주택이 발생함에 따라 주거 공간의 순수 증가분은 마이너스 상태 지속
- 따라서 거주 중심지역의 신규 아파트의 희소성이 부각되면서 프리미엄이 확대되는 현상은 지속
- 2008년 금융위기 이후 40평형 이상의 대형평형 분양 비중이 급감하면서, 대형 평형에 대한 신규 대형 평형의 프리미엄이 높아질 것으로 전망
- 특히 0.5%의 최상위 계층의 소득증가가 오히려 빨라지고 있어, 펜트하우스와 같은 극단적인 희소성을 가진 주택에 대한 프리미엄 상승 전망

신규 APT 분양, 입주, 멸실



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

서울 APT 대형평형 비중 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

광역 교통망의 변화에 따른 계획은 많으나, 환경문제 등으로 계획대비 지연

교통 개발에 따라 직주
근접성이 개선되는 지역의
경우 부동산 Re-valuation이
나타날 전망

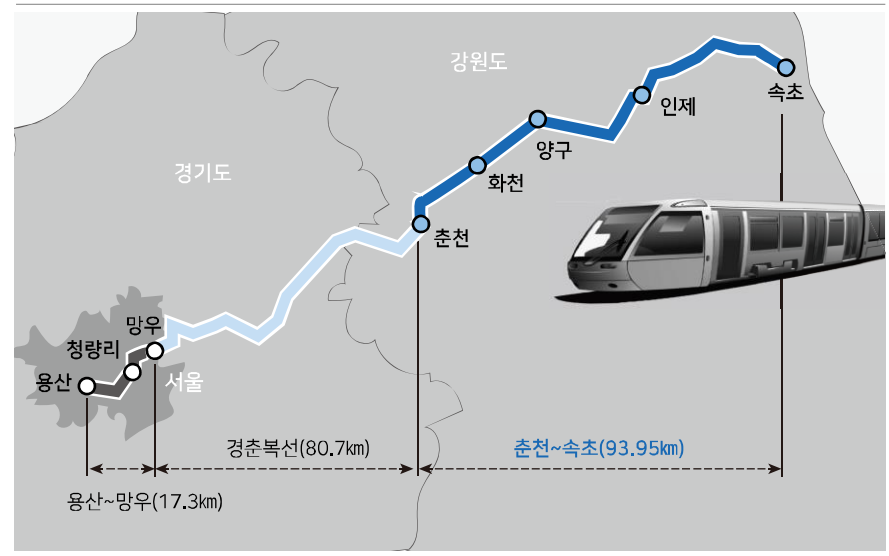
- 광역 교통망 확대에 따라 지역별로 직주 근접과 환경이 개선되는 지역이 나타날 전망
- 수도권 GTX 사업, 강남의 고속도로 지하화 사업, 동서고속화철도 등 진행
- GTX A 노선은 확정되어 2019년 착공 계획이나, 환경 문제로 지연 중
- 영동대로 지하화와 동서고속철도 역시 사업 확정, 착공 시기 확인 필요
- 교통 변화 지역 중 착공이 확정된 지역의 경우 부동산에 대한 Re-valuation 나타날 전망

GTX A~C 노선 개발 계획



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 착공 예정인 동서고속화철도



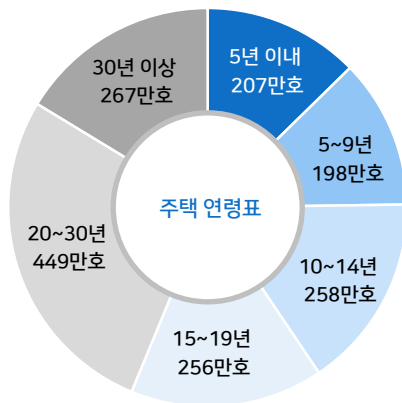
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

재건축,재개발 - 관리처분 인가를 받은 단지의 희소성

신규 택지 중심의 주택 공급 감소 국면에서 토지가 이미 존재하는 구도심 아파트 중심으로 공급구조 변화

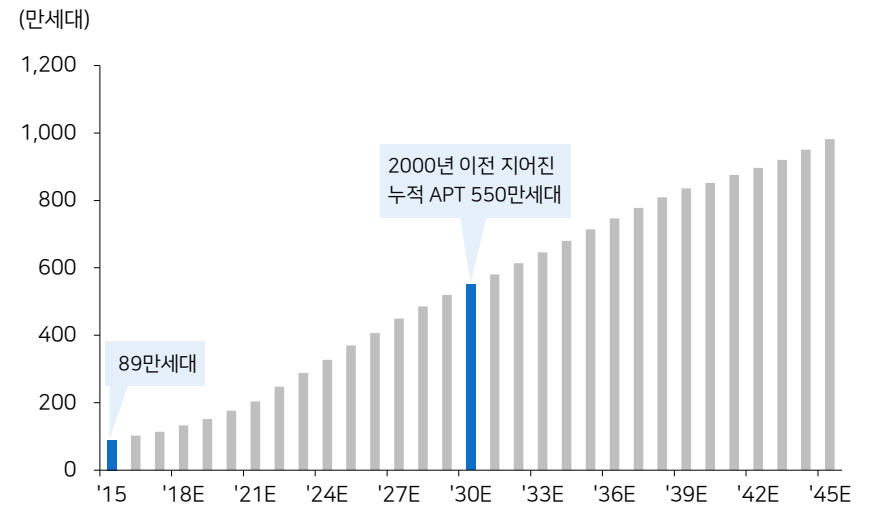
- 전체 주택의 50% 이상이 20년 이상의 노후 주택
- 재건축 연한을 30년으로 가정할 경우 현재 100만호 수준의 APT가 재건축이 가능
- **2030년까지 재건축 연한이 도래하는 APT 수는 5.5배 증가한 550만호로 증가 전망**
- 특히 2017년 신규 재건축 관련 규제를 피하기 위해 사업 속도를 앞당긴 프로젝트 급증
- 문제는 정부 규제로 2018년 이후 신규 재건축, 재개발 감소
- **결국 기존에 허가를 받고 착공에 들어간 도심의 새아파트 희소성이 향후 증가**

주택 연령표 (2015)



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

재건축 연한이 도래한 APT 추이 및 전망



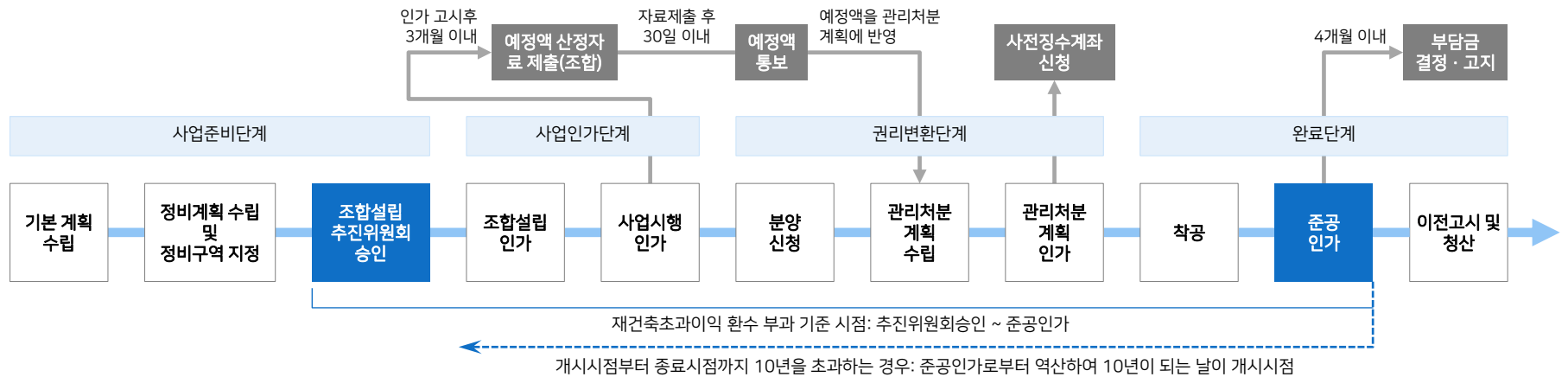
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

초과이익 환수제가 부활한 상태에서 재건축 진행

재건축 초과이익 환수제에 대한 현재 판결이 중요

- 주택 공급이 기존 택지개발을 중심에서 재건축, 재개발로 이동
- 결국 재건축, 재개발 관련 사업성에 영향을 줄 수 있는 정책이 가장 중요

재건축사업 추진 절차와 재건축초과이익 환수제도



*초과이익: 종료시점 주택가격(감정가) - 개시시점 주택가격(공시지가) - 정상주택가격 상승분 - 개발비용

정상주택가격 상승분

- ▶ 개시시점부터 종료시점까지의 정기예금이자율과 해당 시·군·구 평균주택가격 상승률 중 높은 비율을 곱하여 산정
- ▶ 1월 미만인 월에 대하여는 적정비율을 일단위로 안분하여 적용

개발비용

- ▶ 공사비, 감리비, 부대비용 및 그 밖의 경비
- ▶ 제세공과금
- ▶ 공공시설 또는 토지 기부 (용적을 완화를 위한 기부채납 제외)
- ▶ 부과개시시점 이후의 주택 양도에 따른 양도소득세

Point

1. 감정가와 공시지가 기준의 문제
2. 정상주택가격 상승분은 정기예금이자율과 재건축 사업장이 소재하는 시·군·구의 평균 주택가격 중 높은 비율을 곱하여 산정, 아파트 가격이 아닌 주택 평균가격 기준
3. 부과기준은 준공시점의 소유자 (관리처분인가 시점에 부담금 예정액 산정)
4. 2017년 12월까지 관리처분인가 신청시 예외

규제 강화 지속 - 가격이 움직이면 추가 강화 기조

규제는 가격 변동이 있을 경우 시장 예상을 상회하는 강도

- DTI 보다 강화된 DSR 적용
- 2017년 8월 일몰이후 LTV 하향 조정
- 2018년 재건축 초과이익 환수제 부활
- 2019년 양도세, 보유세, 종부세 등 강화

세금

- **양도소득세**
 - 일반세율은 과세 표준 기준으로 6~40% 적용 (5억원 초과 구간 신설)
 - 2014년 중과세 폐지
 - 2018년 4월 다주택자에 대한 양도소득세 증가
- **종부세**
 - 주택 6억원(1세대 1주택 9억원), 종합합산 토지 5억원, 별도합산 토지 80억원 미만 시 비과세
 - 과세 대상일 경우 주택 0.5~2%, 종합합산 토지 0.75~2%, 별도합산 토지 0.5~0.7% 과세
 - 연령별 보유기간별 세액공제 적용
 - 2018년 하반기 개편 예정
- **취등록세**
 - 매매: 6억원 이하 1%, 9억 이하 2%, 9억 초과 3%
 - 신축: 2.8%
 - 상속: 무주택 0.8%, 유주택 2.8%
 - 증여: 3.5%

대출 및 지역 규제

- **대출**
 - LTV: 40~70% 한도, 주택담보대출이 있을 경우 10% p하향 조정 (투기과열지구 및 투기지구 40%, 조정대상지역 60%, 그 외 70%)
 - DTI: 40~60% 한도 (투기과열지구 및 투기지구 40%, 조정대상지역 50%, 그 외 60%)
 - 신DTI와 DSR: 기존 대출 보유자 규제
- **지역규제**
 - 투기지역: 월별 집값 상승률이 전국 소비자 물가보다 30%이상 높은 지역 중 2개월 집값 상승률이 전국평균보다 높거나 1년간 상승률이 직전 3년간 평균 상승률보다 높은 지역
 - 지정 시: 양도세 실거래 과세, 중도금 대출비율 축소
 - 투기과열지역: 집값 상승률이 물가상승률보다 높은 지역 중 최근 2개월 청약경쟁률이 5대 1을 초과했거나 주택건설 사업승인이 최근 수년간 급격히 감소해 주택 공급 위축 우려가 있거나 분양 계획이 전월대비 30% 이상 감소한 경우, 혹은 주택 전매행위 등 투기나 주거 불안의 우려가 있는 경우 분양권
 - 지정 시: 전매제한, 청약 1순위 자격 제한

도시재생

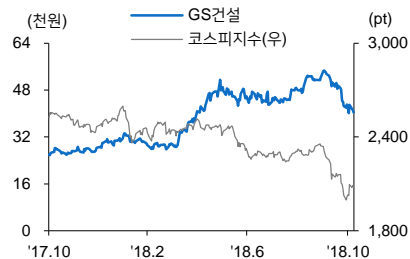
- **분양가 상한제**
 - 2015년 민간택지 분양에 대한 분양가 상한제 폐지
- **용적률**
 - 국토의 계획 및 이용에 관한 법률: 3종 일반주거지역 200~300%, 준주거지역 200~500%
 - 서울시 도시계획 조례: 3종 일반주거지역 ~250%, 준주거지역 ~400%
- **재건축/재개발**
 - 임대주택의무비율: 재개발의 경우 전체 세대 수의 15%
 - 층고제한: 서울 3종 일반주거지역 35층 제한
 - 소형평형의무비율: 2014년 폐지
 - 조합원지위양도: 허용
 - 조건부재건축 검증 강화, 평가항목 가중치 조정
 - 재건축 초과이익환수제: 2018년 본격 시행

기업분석

종목	투자판단	적정주가
GS건설(006360)	Buy	66,000원
대림산업(000210)	Buy	130,000원
현대건설(000720)	Buy	73,000원
삼성엔지니어링(028050)	Buy	20,000원
HDC현대산업개발(294870)	Buy	65,000원
대우건설(047040)	Buy	7,000원
HDC(012630)	Buy	25,000원

Buy

적정주가 (12개월)	66,000원	
현재주가 (11.9)	41,350원	
상승여력	59.6%	
KOSPI	2,086.09pt	
시가총액	32,619억원	
발행주식수	7,888만주	
유동주식비율	70.91%	
외국인비중	24.11%	
52주 최고/최저가	54,700원/25,950원	
평균거래대금	323.7억원	
주요주주(%)		
허창수 외 18인	25.92	
국민연금	10.98	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-22.0	-15.7
6개월	0.6	17.9
12개월	49.0	82.2
주가그래프		



2018년의 실적 서프라이즈 국면이 2019년으로 확장

- 2017년은 해외 손실 반영에도 불구하고, 주택 부문의 이익이 급증하면서 영업이익의 레벨 상승
- 2018년 주택 부문 서프라이즈 지속 - 준공 정산 및 Base margin 상승(입주물량 18년 2.4만, 19년 2.3만)
- 2018년 해외 정상화 - 해외 악성 현상이 종료된 이후 오히려 환입 발생, 향후에도 환입 이슈 지속
- 2019년 국내 정유 및 석유화학 업체들의 CAPEX 확장 및 UAE 석화 플랜트 수주 확대 전망
- 주택부문의 대규모 현금흐름 증가 및 차입금 감소에 따른 금융수지 개선

Global 자이(Xi) 로 진출하는 2019년

- 2005년 베트남 직접 매입 및 BT Project(공항 연결도로 시공 이후 대토) 등에 따라 용지 확보
- 2019년 나베 106만평에 대한 개발사업 착공, 2020년 BT 프로젝트(27만평) 착공- 총 사업비 10조
- 2018년 12월 첫 분양 이후 사업 진행 속도가 가속화 될 것
- 2019년 1)실적 서프라이즈 지속 2) 장기 성장모델 확보 3) Valuation 매력 4) CB 전환물량 부담 감소
- 투자의견 매수, 적정주가 66,000 원 제시**

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	11,035.6	143.0	-25.8	-363	-169.3	46,180	-73.0	0.6	12.7	-0.8	298.9
2017	11,679.5	318.7	-168.4	-2,359	696.7	44,190	-12.0	0.6	9.0	-5.2	322.8
2018E	12,632.9	1,033.7	591.8	7,851	-445.9	43,720	6.3	1.1	4.2	17.9	247.1
2019E	12,912.6	960.0	595.2	7,545	-3.8	50,275	6.6	1.0	3.9	16.1	204.9
2020E	13,337.5	997.3	656.7	8,324	10.3	57,412	6.0	0.9	3.2	15.5	175.4

GS건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,035.6	11,679.5	12,632.9	12,912.6	13,337.5
매출액증가율(%)	4.4	5.8	8.2	2.2	3.3
매출원가	10,547.4	10,876.1	11,133.4	11,489.2	11,873.5
매출총이익	488.2	803.3	1,499.4	1,423.4	1,464.0
판매비와관리비	345.3	484.7	465.7	463.4	466.7
영업이익	143.0	318.7	1,033.7	960.0	997.3
영업이익률(%)	1.3	2.7	8.2	7.4	7.5
금융손익	-96.2	-16.0	-169.6	-76.3	-50.2
종속/관계기업관련손익	3.0	-6.1	3.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-28.5	-457.3	-45.6	-92.2	-73.8
세전계속사업이익	21.4	-160.7	821.6	791.5	873.3
법인세비용	41.8	2.9	223.9	190.0	209.6
당기순이익	-20.4	-163.7	597.8	601.5	663.7
지배주주지분 손이익	-25.8	-168.4	591.8	595.2	656.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,736.5	9,582.3	7,983.8	7,968.8	8,344.5
현금및현금성자산	2,356.3	2,442.3	1,612.3	1,729.9	2,104.5
매출채권	9.3	89.9	85.7	98.5	98.9
재고자산	825.3	1,090.7	1,014.4	963.6	867.3
비유동자산	3,640.1	4,114.3	4,252.7	4,379.0	4,377.7
유형자산	978.1	897.5	858.5	844.2	828.2
무형자산	193.7	209.5	210.5	202.7	195.3
투자자산	958.2	991.7	991.8	1,140.3	1,162.4
자산총계	13,376.6	13,696.6	12,236.6	12,347.9	12,722.3
유동부채	7,225.0	8,581.3	7,206.9	6,902.3	6,752.8
매입채무	2,234.0	2,333.0	2,216.4	2,105.6	2,042.4
단기차입금	1,027.1	1,683.5	1,156.4	1,056.4	1,006.4
유동성장기부채	670.6	1,142.0	627.0	427.0	377.0
비유동부채	2,798.4	1,875.7	1,503.9	1,396.3	1,350.2
사채	534.0	265.1	49.9	19.9	19.9
장기차입금	1,201.8	666.9	310.5	110.5	60.5
부채총계	10,023.4	10,456.9	8,710.8	8,298.6	8,103.0
자본금	355.0	358.4	385.9	385.9	385.9
자본잉여금	610.9	627.2	759.4	759.4	759.4
기타포괄이익누계액	-104.1	-65.4	-70.9	-70.9	-70.9
이익잉여금	2,504.2	2,334.4	2,453.2	2,970.3	3,533.3
비지배주주지분	74.4	72.4	76.9	83.3	90.3
자본총계	3,353.2	3,239.7	3,525.8	4,049.3	4,619.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	81.2	-205.5	1,036.8	861.1	647.3
당기순이익(손실)	-20.4	-163.7	597.8	601.5	663.7
유형자산감가상각비	57.9	47.0	40.9	37.3	35.9
무형자산상각비	9.9	10.1	9.8	7.8	7.4
운전자본의 증감	-171.9	-572.6	201.2	212.7	-61.1
투자활동 현금흐름	-248.7	13.5	-149.5	-224.3	-43.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-79.1	-20.8	-28.3	-23.0	-20.0
투자자산의 감소(증가)	-87.8	-39.6	-6.1	-148.5	-22.0
재무활동 현금흐름	78.2	300.0	-1,733.9	-519.2	-229.1
차입금증감	-62.0	436.0	-1,525.8	-517.5	-149.6
자본의증가	0.2	19.7	159.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-72.3	86.0	-830.0	117.6	374.6
기초현금	2,428.6	2,356.3	2,442.3	1,612.3	1,729.9
기말현금	2,356.3	2,442.3	1,612.3	1,729.9	2,104.5

Key Financial Data

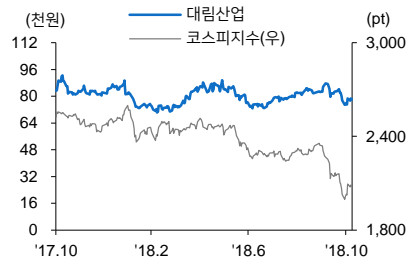
(원,%,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	155,431	163,602	167,607	163,689	169,076
EPS(지배주주)	-363	-2,359	7,851	7,545	8,324
CFPS	4,875	7,303	14,778	11,573	12,257
EBITDAPS	2,968	5,264	14,388	12,742	13,192
BPS	46,180	44,190	43,720	50,275	57,412
DPS	0	300	700	1,000	1,200
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.4	2.0	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	-73.0	-12.0	6.3	6.6	6.0
PCR	5.4	3.9	3.4	4.3	4.0
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.6	1.1	1.0	0.9
EBITDA	210.8	375.8	1,084.4	1,005.2	1,040.7
EV/EBITDA	12.7	9.0	4.2	3.9	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.8	-5.2	17.9	16.1	15.5
EBITDA이익률	1.9	3.2	8.6	7.8	7.8
부채비율	298.9	322.8	247.1	204.9	175.4
금융비용부담률	1.1	1.6	1.1	1.0	0.8
이자보상배율(x)	1.1	1.7	7.5	7.5	9.5
매출채권회전율(x)	1,106.3	235.5	143.9	140.2	135.1
재고자산회전율(x)	13.6	12.2	12.0	13.1	14.6

대림산업(000210) 기업의 변화와 주주환원 정책의 변화

Analyst 박형렬 02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	130,000원	
현재주가 (11.9)	78,500원	
상승여력	65.6%	
KOSPI	2,086.09pt	
시가총액	27,318억원	
발행주식수	3,480만주	
유동주식비율	76.88%	
외국인비중	39.67%	
52주 최고/최저가	89,700원/70,200원	
평균거래대금	124.5억원	
주요주주(%)		
대림코퍼레이션 외 6인	23.12	
국민연금	14.13	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-10.2	-3.0
6개월	-4.6	11.7
12개월	-12.0	7.6
주가그래프		



PER 4x 기준으로 어떤 부정적인 논리도 반영되기 어려운 수준까지 Valuation 하락

- 성장동력 부재, 유화부문의 감익, 신규수주 부진 등 부정적인 Valuation 할인 요인은 대부분 반영
- 평균 PER 4x 수준에 불과, 할인율을 감안하더라도 Valuation 매력 가장 높음
- 1) 건축부문: 매출은 2018년 5조원 중반 수준에서 정체, OP margin 10%까지 개선
- 2) 해외 부문은 흑자 전환, 상반기 대비 현재 수주 전략이 변함에 따라 해외 입찰 확대 계획
- 3) 사내 유화: 에틸렌과 PB 제품 중심인 사내 유화부문의 영업이익은 감소되나 감소폭 줄어들 예정
- 4) 각 사업부 실적에서 변수가 많지 않아 예상 수준의 실적은 충분히 가능할 것

해외 수주확대와 배당 확대 전망

- PER 4x, PBR 0.6x, ROE 12%는 현금흐름과 자산가치 등을 감안할 때 지나치게 저평가
- 순환출자 완료, 대림코퍼레이션의 상속 완료, 사상최대 이익 갱신에 따른 배당 증가 전망
- 투자의견 매수와 적정주가 130,000원 제시

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,853.8	419.4	265.3	7,585	35.3	119,454	11.5	0.7	8.5	5.9	140.8
2017	12,335.5	545.9	490.5	13,980	72.7	131,198	5.9	0.6	6.6	10.1	135.4
2018E	11,030.8	886.5	795.6	22,682	62.6	142,827	3.3	0.5	3.7	15.0	118.7
2019E	9,918.7	790.3	647.4	18,381	-19.0	157,595	4.1	0.5	3.7	11.2	105.1
2020E	10,238.8	824.7	674.0	19,123	4.0	172,852	3.9	0.4	3.2	10.6	93.6

대림산업 (000210)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,853.8	12,335.5	11,030.8	9,918.7	10,238.8
매출액증가율(%)	3.6	25.2	-10.6	-10.1	3.2
매출원가	8,877.9	11,139.5	9,510.5	8,535.5	8,797.1
매출총이익	975.9	1,196.1	1,520.4	1,383.2	1,441.7
판매비와관리비	556.5	650.2	633.9	592.9	617.0
영업이익	419.4	545.9	886.5	790.3	824.7
영업이익률(%)	4.3	4.4	8.0	8.0	8.1
금융손익	-27.2	-126.2	-45.0	-58.6	-47.9
중속/관계기업관련손익	256.6	436.8	300.0	271.9	251.6
기타영업외손익	-212.4	-181.2	-53.5	-102.3	-89.1
세전계속사업이익	436.4	675.3	1,088.1	901.4	939.3
법인세비용	143.2	167.3	262.3	229.7	240.1
당기순이익	293.2	508.0	825.8	671.6	699.2
지배주주지분 손익	265.3	490.5	795.6	647.4	674.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,495.9	6,727.7	6,611.8	6,752.3	6,867.1
현금및현금성자산	1,577.2	1,931.8	2,139.4	2,160.6	2,184.4
매출채권	315.6	349.0	294.2	308.9	314.9
재고자산	902.0	718.1	605.3	623.5	635.6
비유동자산	5,895.6	6,674.8	6,869.0	7,112.2	7,405.9
유형자산	1,964.3	2,071.0	2,294.9	2,449.5	2,685.3
무형자산	61.4	70.2	59.9	53.1	47.3
투자자산	2,101.2	2,466.4	2,418.9	2,514.2	2,578.1
자산총계	12,391.5	13,402.5	13,480.8	13,864.5	14,273.1
유동부채	4,787.5	4,903.2	4,675.2	4,552.0	4,487.8
매입채무	1,622.0	1,617.3	1,568.8	1,537.4	1,567.4
단기차입금	305.3	164.7	148.0	108.0	68.0
유동성장기부채	593.4	793.3	647.1	547.1	447.1
비유동부채	2,458.7	2,805.0	2,640.7	2,553.5	2,412.1
사채	850.0	939.3	933.1	883.1	783.1
장기차입금	1,079.0	1,257.2	1,194.4	1,144.4	1,094.4
부채총계	7,246.1	7,708.2	7,316.0	7,105.4	6,899.9
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	538.8	539.2	539.2	539.2	539.2
기타포괄이익누계액	-64.9	-92.1	-116.2	-116.2	-116.2
이익잉여금	3,918.5	4,398.7	4,871.6	5,441.7	6,030.6
비지배주주지분	534.4	630.1	651.7	675.9	701.1
자본총계	5,145.4	5,694.3	6,164.8	6,759.1	7,373.1

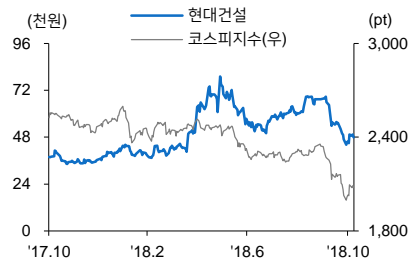
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	147.0	437.6	737.8	743.1	865.1
당기순이익(손실)	293.2	508.0	825.8	671.6	699.2
유형자산감가상각비	101.6	110.9	123.1	145.4	164.3
무형자산상각비	6.9	8.4	8.8	6.8	5.8
운전자본의 증감	-545.8	-465.5	-358.2	-80.6	-4.2
투자활동 현금흐름	-699.4	-237.4	-259.1	-420.4	-474.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-254.1	-236.0	-379.9	-300.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	-442.3	-365.2	7.6	-95.3	-63.9
재무활동 현금흐름	-46.3	153.9	-278.1	-301.6	-367.2
차입금증감	-155.2	354.6	-248.2	-239.7	-289.8
자본의증가	34.0	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-590.7	354.6	207.7	21.1	23.8
기초현금	2,167.9	1,577.2	1,931.8	2,139.4	2,160.6
기말현금	1,577.2	1,931.8	2,139.4	2,160.6	2,184.4
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	283,154	354,469	316,978	285,020	294,218
EPS(지배주주)	7,585	13,980	22,682	18,381	19,123
CFPS	20,464	27,718	36,477	31,955	33,255
EBITDAPS	15,166	19,116	29,263	27,081	28,585
BPS	119,454	131,198	142,827	157,595	172,852
DPS	300	1,000	1,600	2,000	2,200
배당수익률(%)	0.3	1.2	2.1	2.7	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	5.9	3.3	4.1	3.9
PCR	4.3	3.0	2.1	2.3	2.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA	527.8	665.2	1,018.4	942.4	994.8
EV/EBITDA	8.5	6.6	3.7	3.7	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	15.0	11.2	10.6
EBITDA이익률	5.4	5.4	9.2	9.5	9.7
부채비용	140.8	135.4	118.7	105.1	93.6
금융비용부담률	1.0	0.8	1.1	1.1	1.0
이자보상배율(x)	4.4	5.2	7.5	7.3	8.3
매출채권회전율(x)	31.8	37.1	34.3	32.9	32.8
재고자산회전율(x)	11.4	15.2	16.7	16.1	16.3

현대건설(000720) 숫자는 변곡점을 지났다

Analyst 박형렬 02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	73,000원	
현재주가 (11.9)	50,900원	
상승여력	43.4%	
KOSPI	2,086.09pt	
시가총액	56,680억원	
발행주식수	11,136만주	
유동주식비율	65.08%	
외국인비중	24.04%	
52주 최고/최저가	79,100원/34,250원	
평균거래대금	734.3억원	
주요주주(%)		
현대자동차 외 3인	34.92	
국민연금	11.23	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-21.1	-14.7
6개월	-18.4	-4.4
12개월	26.9	55.2
주가그래프		



2019년 지배 순이익의 증가 가속화될 것

- 2017년~2018년 해외 부문 수익성 악화 때문에 시장의 눈높이를 맞추지 못함
- 5개 분기 연속으로 분기 실적은 컨센서스 대비 하회
- 2018년 4분기 카타르 도로, UAE 원유처리, 쿠웨이트 교량 등의 저수익 프로젝트 준공
2018년 해외 원가율은 101% 수준, 2019년의 경우 95% 수준까지는 개선 가능할 것
- 2018년 상반기 총 4.2조원의 자체 주택 사업 착공에 따라 주택 매출 및 수익성 개선 전망
- 지배 순이익의 성장이 가속화되면서 Valuation 매력 부각될 것

4분기 이후 해외 수주 성장 전망

- 통일 관련 기대감으로 상반기 주가 상승이 나타났으나, 기본적으로 기업의 실적 개선 여부가 중요
- 4분기 알제리 발전, 이라크 유정 관련 수처리 시설 등 해외 수주 확대가 가시화될 것
- 불확실한 기대감을 배제하더라도 충분히 Valuation premium 을 받을 수 있는 환경
- 투자 의견 매수 및 적정주가 73,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	18,825.0	1,159.0	572.1	5,137	10.2	56,786	8.3	0.8	3.9	9.5	144.6
2017	16,887.1	986.1	201.7	1,811	-49.2	58,029	20.0	0.6	4.1	3.2	117.5
2018E	16,828.3	981.6	517.8	4,649	89.8	58,937	11.9	0.9	5.7	7.9	112.7
2019E	18,589.9	1,369.9	759.3	6,817	43.6	64,849	8.1	0.9	4.1	11.0	97.8
2020E	19,296.6	1,439.6	839.6	7,539	9.1	71,382	7.3	0.8	3.5	11.1	86.2

현대건설 (000720)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,825.0	16,887.1	16,828.3	18,589.9	19,296.6
매출액증가율(%)	-2.1	-10.3	-0.3	10.5	3.8
매출원가	16,895.3	15,108.1	15,069.2	16,408.7	17,062.3
매출총이익	1,929.7	1,779.0	1,759.2	2,181.2	2,234.4
판매비와관리비	770.8	792.9	777.6	811.4	794.7
영업이익	1,159.0	986.1	981.6	1,369.9	1,439.6
영업이익률(%)	6.2	5.8	5.8	7.4	7.5
금융손익	-29.9	-145.1	48.0	23.5	50.6
중속/관계기업관련손익	-5.9	-14.9	-7.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-141.7	-271.3	19.9	-6.6	2.8
세전계속사업이익	981.5	554.8	1,041.9	1,386.8	1,493.0
법인세비용	249.8	183.3	336.7	374.4	388.2
당기순이익	731.7	371.6	705.1	1,012.3	1,104.8
지배주주지분 순이익	572.1	201.7	517.8	759.3	839.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,937.9	13,249.8	12,950.5	13,489.7	14,238.3
현금및현금성자산	2,150.0	2,107.2	2,105.1	2,494.2	2,969.7
매출채권	19.1	25.0	25.5	26.9	28.7
재고자산	1,199.4	2,105.5	2,000.2	1,900.2	1,843.2
비유동자산	4,935.5	5,182.1	5,421.2	5,400.5	5,394.6
유형자산	1,498.1	1,398.8	1,419.0	1,381.1	1,341.6
무형자산	810.3	760.2	710.8	662.6	617.6
투자자산	810.3	1,123.5	1,148.1	1,213.4	1,292.0
자산총계	19,873.4	18,431.9	18,371.7	18,890.2	19,632.9
유동부채	8,749.6	7,219.0	7,000.4	6,697.6	6,525.8
매입채무	2,667.0	2,347.8	2,394.7	2,275.0	2,161.2
단기차입금	163.4	362.6	231.3	181.3	131.3
유동성장기부채	428.4	223.6	173.6	123.6	73.6
비유동부채	2,999.2	2,739.9	2,734.2	2,643.5	2,564.7
사채	1,536.4	1,347.5	1,346.8	1,246.8	1,146.8
장기차입금	431.7	348.1	236.6	186.6	136.6
부채총계	11,748.8	9,959.0	9,734.6	9,341.1	9,090.5
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,039.7	1,032.4	1,032.4	1,032.4	1,032.4
기타포괄이익누계액	114.5	69.0	-173.8	-173.8	-173.8
이익잉여금	4,621.8	4,813.3	5,158.6	5,817.5	6,545.7
비지배주주지분	1,795.6	2,005.3	2,068.3	2,321.4	2,586.6
자본총계	8,124.7	8,472.9	8,637.1	9,549.1	10,542.4

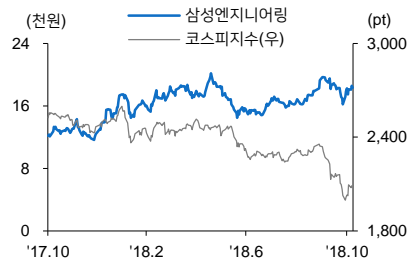
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,086.5	514.4	641.1	898.5	1,088.5
당기순이익(손실)	731.7	371.6	705.1	1,012.3	1,104.8
유형자산감가상각비	136.2	134.5	124.6	122.9	119.5
무형자산상각비	54.3	58.9	54.9	48.2	45.0
운전자본의 증감	-292.2	-630.7	-291.1	-284.9	-180.8
투자활동 현금흐름	-775.2	-16.3	-241.9	-182.1	-263.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-178.7	-49.8	-131.4	-85.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	54.2	-328.1	-32.2	-65.4	-78.6
재무활동 현금흐름	-176.9	-380.9	-409.0	-327.3	-349.5
차입금증감	-64.0	-262.6	-282.2	-249.3	-249.2
자본의증가	0.0	-7.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	152.6	-42.7	-2.1	389.1	475.5
기초현금	1,997.4	2,150.0	2,107.2	2,105.1	2,494.2
기말현금	2,150.0	2,107.2	2,105.1	2,494.2	2,969.7
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	169,053	151,650	151,122	166,942	173,288
EPS(지배주주)	5,137	1,811	4,649	6,817	7,539
CFPS	14,307	12,766	11,457	13,779	14,430
EBITDAPS	12,118	10,592	10,426	13,838	14,405
BPS	56,786	58,029	58,937	64,849	71,382
DPS	500	500	700	900	1,000
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.3	1.6	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	20.0	11.9	8.1	7.3
PCR	3.0	2.8	4.8	4.0	3.8
PSR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
PBR	0.8	0.6	0.9	0.9	0.8
EBITDA	1,349.4	1,179.5	1,161.0	1,540.9	1,604.1
EV/EBITDA	3.9	4.1	5.7	4.1	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	3.2	7.9	11.0	11.1
EBITDA이익률	7.2	7.0	6.9	8.3	8.3
부채비율	144.6	117.5	112.7	97.8	86.2
금융비용부담률	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	13.3	12.8	10.1	16.1	19.3
매출채권회전율(x)	760.7	765.3	666.8	709.2	693.8
재고자산회전율(x)	14.9	10.2	8.2	9.5	10.3

삼성엔지니어링 (028050) 가시적인 수익성 개선과 19년 발주 시장 확대

Analyst 박형렬 02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	20,000원	
현재주가 (11.9)	18,150원	
상승여력	10.2%	
KOSPI	2,086.09pt	
시가총액	35,574억원	
발행주식수	19,600만주	
유동주식비율	77.28%	
외국인비중	29.80%	
52주 최고/최저가	20,200원/11,650원	
평균거래대금	251.0억원	
주요주주(%)		
삼성SDI 외 6인	20.57	
국민연금	9.26	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-4.5	3.2
6개월	5.5	23.6
12개월	36.0	66.2
주가그래프		



해외 악성프로젝트 CBDC 준공 마무리

- 마지막 악성 프로젝트인 카본블랙 프로젝트 2018년 11월 준공 예정
- 수주 잔고가 급격히 감소함에 따라 매출의 역성장이 지속되어 왔으나, 2018년 상반기 이후 잔고 증가
- 그룹공사는 연간 3-4조원 수준이 진행되고 있으며, 2019년 역시 유사한 수준으로 전망

2017년 하반기 이후 해외수주에서 독보적인 성과, 2019년 석유화학 플랜트 발주 환경에서 수혜

- 오만 정유, 바레인 정유, UAE 정유 플랜트 등에서 2017년 하반기 이후 8조원을 상회하는 해외수주
- 2016년 2조원 수준에 불과했던 해외수주가 본격적으로 턴어라운드하면서 주가 상승
- 신규 수주의 매출 반영이 본격화되는 것은 2019년 2분기 이후로 전망, 실적 개선으로 연결
- 특히 3분기 일회성 환입에도 불구하고, 추가 해외 손실처리가 없었다는 점은 수익성 개선에 대한 가시성
- 당사는 2019년 중동 및 국내 업체들의 석유화학 플랜트 발주 증가 국면을 예상하고 있으며, 경쟁이 완화된 국면에서 신규 수주의 수익성은 추가적으로 개선될 것
- 투자의견 Buy, 적정주가 20,000원을 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	7,009.4	70.1	25.8	190	-100.3	5,158	54.3	2.0	16.6	7.4	454.1
2017	5,536.2	46.9	-45.4	-231	-483.3	5,236	-53.6	2.4	25.0	-4.5	406.0
2018E	5,399.8	235.4	166.9	851	-367.9	5,937	19.0	2.7	12.0	15.2	347.5
2019E	6,703.6	383.3	323.3	1,649	89.6	7,586	9.8	2.1	7.4	24.4	292.8
2020E	7,521.1	500.2	452.9	2,311	40.1	9,896	7.0	1.6	5.0	26.4	230.3

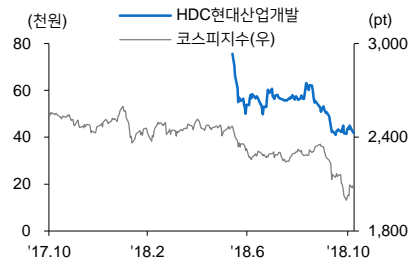
삼성엔지니어링 (028050)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,009.4	5,536.2	5,399.8	6,703.6	7,521.1
매출액증가율(%)	8.8	-21.0	-2.5	24.1	12.2
매출원가	6,527.5	5,174.8	4,859.3	6,011.6	6,702.1
매출총이익	481.9	361.4	540.5	692.0	819.0
판매비와관리비	411.9	314.5	305.1	308.6	318.8
영업이익	70.1	46.9	235.4	383.3	500.2
영업이익률(%)	1.0	0.8	4.4	5.7	6.7
금융손익	-5.2	-34.8	-52.2	-49.4	-37.2
중속/관계기업관련손익	4.8	4.5	3.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.2	-46.3	-1.1	-2.8	1.0
세전계속사업이익	56.4	-29.7	185.2	331.2	464.0
법인세비용	47.0	22.5	45.5	66.2	92.8
당기순이익	9.4	-52.2	139.7	265.0	371.2
지배주주지분 순이익	25.8	-45.4	166.9	323.3	452.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,658.2	3,303.1	3,258.8	3,780.5	4,207.5
현금및현금성자산	882.2	745.1	574.3	752.6	1,080.8
매출채권	942.1	1,311.6	1,180.5	1,192.3	1,251.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,862.0	1,780.7	1,726.2	1,636.5	1,573.4
유형자산	656.8	426.8	399.9	371.6	345.2
무형자산	95.7	71.1	49.0	30.9	19.5
투자자산	86.4	89.3	102.6	133.1	138.0
자산총계	5,520.1	5,083.8	4,985.0	5,417.0	5,780.9
유동부채	4,313.9	3,678.0	3,597.8	3,707.8	3,701.2
매입채무	826.1	478.1	482.9	487.7	492.6
단기차입금	720.8	928.9	711.4	681.4	651.4
유동성장기부채	730.8	248.0	277.0	257.0	207.0
비유동부채	210.0	401.1	273.3	330.3	329.7
사채	0.0	80.0	10.0	10.0	10.0
장기차입금	0.0	188.0	88.0	78.0	70.0
부채총계	4,523.9	4,079.2	3,871.0	4,038.1	4,030.8
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	454.4	-19.4	-19.4	-19.4	-19.4
기타포괄이익누계액	-32.8	27.8	4.3	4.3	4.3
이익잉여금	-197.8	169.6	330.5	653.8	1,106.7
비지배주주지분	-14.7	-21.5	-49.6	-107.9	-189.6
자본총계	996.2	1,004.7	1,114.0	1,378.9	1,750.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	187.9	-134.0	190.6	246.4	396.5
당기순이익(손실)	9.4	-52.2	139.7	265.0	371.2
유형자산감가상각비	48.2	41.3	31.3	28.4	26.4
무형자산상각비	30.4	31.2	27.2	18.1	11.4
운전자본의 증감	257.9	-83.9	-30.3	-65.0	-12.4
투자활동 현금흐름	94.4	-15.2	-2.5	-15.6	18.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-24.2	-13.8	-6.2	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	101.2	1.6	-31.5	-30.4	-4.9
재무활동 현금흐름	-101.9	38.1	-374.7	-52.4	-87.2
차입금증감	-1,389.1	-25.6	-340.6	-52.4	-87.2
자본의증가	1,185.3	-473.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	186.4	-137.1	-170.9	178.3	328.2
기초현금	695.7	882.2	745.1	574.3	752.6
기말현금	882.2	745.1	574.3	752.6	1,080.8
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	51,622	28,246	27,550	34,202	38,373
EPS(지배주주)	190	-231	851	1,649	2,311
CFPS	273	365	1,761	2,178	2,750
EBITDAPS	1,094	609	1,499	2,193	2,745
BPS	5,158	5,236	5,937	7,586	9,896
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	54.3	-53.6	19.0	9.8	7.0
PCR	37.8	34.0	9.2	7.4	5.9
PSR	0.2	0.4	0.6	0.5	0.4
PBR	2.0	2.4	2.7	2.1	1.6
EBITDA	148.6	119.4	293.8	429.8	538.0
EV/EBITDA	16.6	25.0	12.0	7.4	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	-4.5	15.2	24.4	26.4
EBITDA이익률	2.1	2.2	5.4	6.4	7.2
부채비율	454.1	406.0	347.5	292.8	230.3
금융비용부담률	0.4	0.4	1.1	1.0	0.8
이자보상배율(x)	2.6	1.9	4.0	5.7	8.0
매출채권회전율(x)	8.4	4.9	4.3	5.7	6.2
재고자산회전율(x)					

Buy

적정주가 (12개월)	65,000원	
현재주가 (11.9)	41,600원	
상승여력	56.3%	
KOSPI	2,086.09pt	
시가총액	18,278억원	
발행주식수	4,394만주	
유동주식비율	61.52%	
외국인비중	31.41%	
52주 최고/최저가	75,600원/41,000원	
평균거래대금	151.1억원	
주요주주(%)		
정몽규(외8인)	38.46	
국민연금	11.77	
KB자산운용	5.06	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-15.1	-8.3
6개월		
12개월		
주가그래프		



사업 회사의 성장은 지속되나 속도와 시점의 문제

- 택지 개발 중심의 주택 시장이 축소됨에 따라 Biz model 변화를 추진하고 있으나 속도는 빠르지 않음
- 2018년 자체사업 매출인식에 대한 기준이 준공으로 변화되면서 분기 실적 변동성 확대
- 2019년 상반기 자체사업 입주 영향으로 실적 개선, 하반기 실적 둔화 패턴
- 다만 일반 도급 주택 중심으로 나타난 실적만 가지고도, Valuation 은 충분히 저평가 상황
- 특히 현재 계획하고 있는 자체 주택사업 착공이 대부분 2019년 하반기 이후에 집중
- 현재 동사가 진행하고 있는 자체사업은 의정부, 파주, 광운대 등에서 총 4.5조원 규모
- 실제 착공이 이루어질 경우 2019~2022년까지의 자체 매출 증가(향후 진행 기준으로 인식 계획)

극단적으로 낮아진 Valuation

- 주택시장에 대한 규제와 부동산 시황 둔화, 단기 자체사업 감소 등을 모두 반영하더라도 저평가
- 단기적으로는 극단적으로 낮아진 Valuation level에서 반등이 가능할 것
- 다만 개발사업을 확대하기 위한 추가적인 토지 확보가 있어야 Valuation 할인율이 감소할 것
- **투자의견 매수, 적정주가 65,000원 제시**

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017											
2018E	2,804.1	337.9	246.4	8,436		41,636	5.3	1.1	4.2	13.5	171.3
2019E	4,418.1	529.0	391.9	8,919	5.7	49,355	5.1	0.9	2.1	19.6	132.5
2020E	4,133.2	467.0	348.9	7,940	-11.0	55,795	5.7	0.8	2.1	15.1	118.4

HDC현대산업 (294870)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액			2,804.1	4,418.1	4,133.2
매출액증가율(%)				57.6	-6.4
매출원가			2,354.9	3,745.3	3,511.4
매출총이익			449.2	672.8	621.8
판매비와관리비			111.2	143.8	154.9
영업이익			337.9	529.0	467.0
영업이익률(%)			12.1	12.0	11.3
금융손익			6.9	10.1	15.9
중속/관계기업관련손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			-16.3	-20.0	-20.0
세전계속사업이익			328.5	519.0	462.9
법인세비용			82.1	127.1	114.0
당기순이익			246.4	391.9	348.9
지배주주지분 순이익			246.4	391.9	348.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산			3,619.3	4,104.9	4,423.7
현금및현금성자산			948.2	1,138.3	1,051.4
매출채권			6.6	7.2	7.7
재고자산			818.8	1,042.7	1,217.2
비유동자산			1,343.3	936.3	929.7
유형자산			795.2	383.5	372.3
무형자산			6.3	6.3	6.3
투자자산			56.9	61.5	66.1
자산총계			4,962.7	5,041.2	5,353.5
유동부채			2,534.0	2,351.4	2,396.3
매입채무			178.0	181.5	188.9
단기차입금			207.3	187.3	167.3
유동성장기부채			100.4	50.4	50.4
비유동부채			599.3	521.3	505.6
사채			304.0	254.0	224.0
장기차입금			5.1	5.1	5.1
부채총계			3,133.3	2,872.7	2,901.9
자본금			219.7	219.7	219.7
자본잉여금			1,396.2	1,396.2	1,396.2
기타포괄이익누계액			3.0	3.0	3.0
이익잉여금			211.3	550.4	833.4
비지배주주지분			0.0	0.0	0.0
자본총계			1,829.4	2,168.6	2,451.5

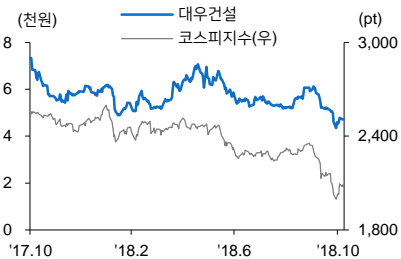
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름			481.4	-46.4	181.1
당기순이익(손실)			246.4	391.9	348.9
유형자산감가상각비			8.1	11.7	11.2
무형자산상각비			0.1	0.0	0.0
운전자본의 증감			190.7	-450.0	-179.0
투자활동 현금흐름			-501.1	390.0	-166.8
유형자산의 증가(CAPEX)			-404.7	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)			-56.9	-4.7	-4.6
재무활동 현금흐름			-76.7	-153.6	-101.2
차입금증감			635.9	-118.4	-48.5
자본의증가			1,615.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)			-96.4	190.0	-86.9
기초현금			0.0	948.2	1,138.3
기말현금			948.2	1,138.3	1,051.4
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS			95,992	100,552	94,069
EPS(지배주주)			8,436	8,919	7,940
CFPS			10,851	11,849	10,427
EBITDAPS			11,847	12,304	10,883
BPS			41,636	49,355	55,795
DPS				1,200	1,500
배당수익률(%)				2.7	3.3
Valuation(Multiple)					
PER			5.3	5.1	5.7
PCR			4.2	3.8	4.3
PSR			0.5	0.4	0.5
PBR			1.1	0.9	0.8
EBITDA			346.1	540.6	478.2
EV/EBITDA			4.2	2.1	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			13.5	19.6	15.1
EBITDA이익률			12.3	12.2	11.6
부채비율			171.3	132.5	118.4
금융비용부담률			0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)			21.9	25.0	26.2
매출채권회전율(x)			423.8	641.5	556.7
재고자산회전율(x)			3.4	4.7	3.7

대우건설(047040) 수익성은 안정적인 흐름을 보여 줄 것

Analyst 박형렬 02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	7,000원	
현재주가 (11.9)	4,710원	
상승여력	48.6%	
KOSPI	2,086.09pt	
시가총액	19,576억원	
발행주식수	41,562만주	
유동주식비율	47.45%	
외국인비중	12.09%	
52주 최고/최저가	7,080원/4,355원	
평균거래대금	76.1억원	
주요주주(%)		
한국산업은행 외 1인	50.75	
국민연금	6.23	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-18.5	-12.0
6개월	-25.6	-12.8
12개월	-29.4	-13.7
주가그래프		



2017년 4분기 대규모 손실 반영 이후 2018년 1분기 상회, 2분기 부합, 3분기 상회

- 2017년 4분기 모로코 사피 발전소 관련 대규모 손실처리
- 이후 M&A 무산, 대주주인 산업은행은 기업 정상화 이후 재매각 추진
- 재매각 시점까지 안정적인 주택사업을 중심으로 수익성 개선에 주력할 전망
- 주택 매출은 연간 5조원 수준이며, 현재 수익성이 하락할 여지는 크지 않음
- 해외 부문의 수익성이 안정화 단계에 진입하면서 분기 실적은 시장 기대치를 상회 또는 부합
- 입주 물량 증가에 따라 영업활동 현금흐름 개선과 이익잉여금 확대

연평균 6,500억원 수준의 안정적인 영업이익 달성 가능

- 투자의견을 매수, 적정주가는 7,000원으로 유지
- M&A 재개되는 시점까지 안정적인 실적과 낮은 Valuation, 배당 매력 증가를 중심으로 접근
- 특별한 해외 수주 또는 성장 없이, 지속 가능한 영업이익 규모는 6,500억원 수준
- 2019년 Valuation 은 PER 4x 수준에 불과해 저평가

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	11,105.9	-467.2	-735.9	-1,771	-821.4	4,888	-2.9	1.0	-10.4	-30.9	381.7
2017	11,766.8	429.0	258.9	623	-134.2	5,396	9.5	1.1	7.3	12.1	285.3
2018E	11,206.3	709.9	376.3	905	44.8	5,773	5.1	0.8	3.5	16.2	278.6
2019E	10,467.0	626.2	411.4	990	9.0	6,763	4.6	0.7	3.3	15.8	233.6
2020E	10,348.8	678.5	458.1	1,102	11.4	7,865	4.2	0.6	2.5	15.1	196.9

대우건설 (047040)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,105.9	11,766.8	11,206.3	10,467.0	10,348.8
매출액증가율(%)	12.3	6.0	-4.8	-6.6	-1.1
매출원가	11,010.9	10,935.1	10,015.0	9,351.7	9,153.4
매출총이익	95.1	831.7	1,191.3	1,115.3	1,195.3
판매비와관리비	562.3	402.7	481.4	489.1	516.8
영업이익	-467.2	429.0	709.9	626.2	678.5
영업이익률(%)	-4.2	3.6	6.3	6.0	6.6
금융손익	-68.2	-59.5	-69.2	-50.2	-32.5
중속/관계기업관련손익	-5.9	-27.0	-5.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-469.8	-28.9	-94.8	-36.7	-41.6
세전계속사업이익	-1,011.1	313.6	540.7	539.3	604.5
법인세비용	-256.2	55.8	167.4	132.2	151.1
당기순이익	-754.9	257.9	373.4	407.1	453.4
지배주주지분 순이익	-735.9	258.9	376.3	411.4	458.1
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,359.0	5,277.2	5,652.1	5,963.9	6,289.2
현금및현금성자산	816.8	517.1	1,032.0	1,406.8	1,663.9
매출채권	1,191.1	1,077.9	1,058.1	1,034.7	1,055.4
재고자산	1,239.3	726.5	748.3	770.8	793.9
비유동자산	3,611.3	3,499.2	3,562.2	3,515.3	3,493.8
유형자산	731.3	629.7	643.5	622.6	604.4
무형자산	86.7	80.7	70.0	63.5	57.5
투자자산	906.0	899.3	882.8	863.3	866.0
자산총계	9,970.3	8,776.3	9,214.4	9,479.1	9,783.0
유동부채	6,608.5	5,269.7	5,333.5	5,289.4	5,231.8
매입채무	528.7	435.1	427.1	417.7	426.1
단기차입금	1,435.3	1,038.6	1,186.1	1,186.1	1,136.1
유동성장기부채	1,168.2	575.6	276.4	276.4	226.4
비유동부채	1,291.9	1,228.5	1,446.8	1,348.6	1,256.6
사채	100.0	80.0	115.0	85.0	35.0
장기차입금	46.4	276.3	476.6	426.6	376.6
부채총계	7,900.3	6,498.3	6,780.3	6,637.9	6,488.4
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	549.5	549.5	549.5	549.5	549.5
기타포괄이익누계액	-134.0	-193.7	-200.2	-200.2	-200.2
이익잉여금	-362.8	-92.2	71.1	482.5	940.6
비지배주주지분	38.3	35.5	34.7	30.5	25.7
자본총계	2,069.9	2,278.1	2,434.1	2,841.2	3,294.6

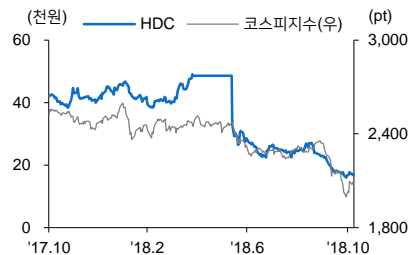
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	358.8	337.4	536.6	496.7	523.3
당기순이익(손실)	-754.9	257.9	373.4	407.1	453.4
유형자산감가상각비	87.9	85.3	87.6	85.9	83.2
무형자산상각비	8.7	7.3	7.1	6.6	6.0
운전자본의 증감	596.8	-217.4	-33.0	-2.9	-19.3
투자활동 현금흐름	-261.8	84.9	-87.1	-41.5	-66.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-273.6	-68.0	-96.5	-65.0	-65.0
투자자산의 감소(증가)	-17.6	6.7	16.5	19.5	-2.7
재무활동 현금흐름	174.5	-721.1	65.7	-80.5	-199.8
차입금증감	188.6	-785.5	81.6	-80.5	-199.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	277.7	-299.7	514.9	374.7	257.2
기초현금	539.1	816.8	517.1	1,032.0	1,406.8
기말현금	816.8	517.1	1,032.0	1,406.8	1,663.9
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	26,721	28,311	26,963	25,184	24,899
EPS(지배주주)	-1,771	623	905	990	1,102
CFPS	-386	1,444	1,793	1,641	1,747
EBITDAPS	-892	1,255	1,936	1,729	1,847
BPS	4,888	5,396	5,773	6,763	7,865
DPS					
배당수익률(%)					
Valuation(Multiple)					
PER	-2.9	9.5	5.1	4.6	4.2
PCR	-13.2	4.1	2.6	2.8	2.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.0	1.1	0.8	0.7	0.6
EBITDA	-370.7	521.6	804.6	718.7	767.7
EV/EBITDA	-10.4	7.3	3.5	3.3	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-30.9	12.1	16.2	15.8	15.1
EBITDA이익률	-3.3	4.4	7.2	6.9	7.4
부채비율	381.7	285.3	278.6	233.6	196.9
금융비용부담률	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	-5.0	4.7	6.7	6.4	7.7
매출채권회전율(x)	9.9	10.4	10.5	10.0	9.9
재고자산회전율(x)	8.8	12.0	15.2	13.8	13.2

HDC(012630) 지주회사 전환 이후 악재는 대부분 반영

Analyst 박형렬 02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	25,000원	
현재주가 (11.9)	16,650원	
상승여력	50.2%	
KOSPI	2,086.09pt	
시가총액	9,947억원	
발행주식수	5,974만주	
유동주식비율	62.00%	
외국인비중	30.18%	
52주 최고/최저가	49,122원/16,000원	
평균거래대금	146.9억원	
주요주주(%)		
정몽규(외8인)	34.29	
국민연금	6.63	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-17.6	-10.9
6개월	-65.8	-59.9
12개월	-59.9	-51.0
주가그래프		



지주회사의 가치 중 사업회사 관련 지분가치를 없다고 보더라도 저평가

- 지주회사는 현금성자산 1,700억원과 삼양식품 지분 17%, 현대오일뱅크 지분 1.4%를 보유
- 이연법인세를 제외한 부채 계정이 거의 없으며, 무차입 상태
- 로열티 수입과 직접 임대 수입 규모는 연평균 300억원 수준이며, 아이파크몰의 임대수입 증가 전망
- 아이파크몰은 2019년 이후 증축 효과, 면세 관련 임대료, 유동인구 증가 효과 등이 반영
- 2018년 주가 하락은
 - 1) 2018년 HDC현대산업개발(사업회사)와 지분 스왑 과정에서 발생한 공매도 영향
 - 2) 신주 발행 규모가 시장의 예상을 상회하면서 나타난 희석 효과
 - 3) 사업회사 실적 변동성 확대 우려
 - 4) 배당 감소 우려
- 대부분의 자산에 대한 할인율을 극단적으로 반영하더라도 Valuation 매력 높음
- 임대수입은 꾸준히 성장할 것이며, 부채 Risk 도 없는 상황
- 장기적인 관점에서 비중확대 필요, 투자 의견 매수, 적정주가 25,000원 제시

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,749.9	517.2	306.7	4,069	38.7	34,781	11.6	1.4	6.1	12.3	110.0
2017	5,358.7	646.1	389.6	5,169	25.0	37,188	7.8	1.1	4.2	14.4	120.7
2018E	1,703.1	139.9	946.4	20,497	279.5	39,667	1.2	0.6	6.3	46.7	90.8
2019E	1,892.2	163.6	135.8	4,317	-79.1	43,334	5.8	0.6	5.1	10.4	81.0
2020E	1,947.1	173.0	149.2	4,744	9.9	47,149	5.3	0.5	4.3	10.5	72.9

Valuation

1) 영업가치

(십억원)	18E	19E	20E
로열티 수입	6.8	13.4	11.7
적용 Multiple (x)	9.0	9.0	9.0
투자부동산 관련 임대수익	44.8	47.0	49.4
투자부동산 관련 운영비용	28.0	29.4	30.9
투자부동산 관련 수익	16.8	17.6	18.5
세후 영업이익의 적용 Multiple (x)	9.0	9.0	9.0
영업가치	174.1	239.5	229.8

2) 핵심자산 가치

(십억원)	18E	19E	20E
현대아이파크몰(지분 87.09%)			
영업이익	43.7	56.4	67.1
세후 영업이익의 적용 Multiple (x)	15.0	15.0	15.0
HDC신라면세점(지분 50%)	40.3	40.3	
평가액	468.1	593.3	698.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3) 보유 자산

(십억원)	평가액	장부가
현금 및 현금성자산	161.7	161.7
삼양식품(지분 17%)	78.8	36.1
현대오일뱅크(지분1.4%)	0.0	
현대산업(지분 32.7%)	258.5	861.7
합계	414.3	1071.0
기타 장기투자증권	0.0	467.2

(십억원)	18E	19E	20E
1) 영업가치	174.1	239.5	229.8
2) 자산가치	1,122.9	1,248.1	1,352.9
3) 순기업가치	1,297.0	1,487.6	1,582.8
주당 순기업가치(원)	21,830	25,037	26,639

HDC (012630)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,749.9	5,358.7	1,703.1	1,892.2	1,947.1
매출액증가율(%)	3.2	12.8	-68.2	11.1	2.9
매출원가	3,854.7	4,372.3	1,400.7	1,556.6	1,595.5
매출총이익	895.2	986.4	302.4	335.6	351.6
판매비와관리비	378.0	340.3	162.6	172.0	178.6
영업이익	517.2	646.1	139.9	163.6	173.0
영업이익률(%)	10.9	12.1	8.2	8.6	8.9
금융손익	-19.7	-12.5	-21.6	-19.3	-15.9
중속/관계기업관련손익	-5.8	10.3	30.7	36.0	41.0
기타영업외손익	-32.2	-38.5	11.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	459.5	605.4	160.2	180.2	198.0
법인세비용	128.6	191.7	38.6	43.3	47.5
당기순이익	331.0	413.7	961.6	137.0	150.5
지배주주지분 순이익	306.7	389.6	946.4	135.8	149.2
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645.2	4,186.2	1,228.4	1,291.5	1,383.8
현금및현금성자산	1,152.2	1,278.7	539.0	585.8	658.5
매출채권	282.1	298.2	283.3	289.9	298.0
재고자산	768.0	574.3	192.4	196.9	202.4
비유동자산	2,139.4	2,353.3	1,525.1	1,532.3	1,522.9
유형자산	851.0	1,035.2	675.4	672.9	651.4
무형자산	15.9	16.1	27.7	26.4	25.3
투자자산	555.2	529.5	464.9	475.8	489.1
자산총계	5,784.6	6,539.5	2,753.5	2,823.7	2,906.8
유동부채	2,264.0	2,414.8	843.4	813.6	791.2
매입채무	313.7	357.2	214.3	219.3	225.4
단기차입금	544.9	433.0	319.1	299.1	284.1
유동성장기부채	325.5	160.7	86.0	66.0	46.0
비유동부채	765.7	1,162.2	467.0	450.4	434.6
사채	264.0	353.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	64.3	369.4	319.9	299.9	279.9
부채총계	3,029.7	3,577.0	1,310.3	1,264.1	1,225.8
자본금	376.9	376.9	157.2	157.2	157.2
자본잉여금	178.9	178.9	110.6	110.6	110.6
기타포괄이익누계액	22.3	30.2	-15.4	-15.4	-15.4
이익잉여금	2,185.6	2,524.4	3,161.0	3,276.3	3,396.2
비지배주주지분	133.0	159.1	195.8	197.0	198.3
자본총계	2,754.9	2,962.5	1,443.1	1,559.7	1,681.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	839.8	453.2	160.2	131.9	136.1
당기순이익(손실)	331.0	413.7	961.6	137.0	150.5
유형자산감가상각비	40.2	38.7	40.2	37.5	36.5
무형자산상각비	1.4	1.3	1.4	1.2	1.2
운전자본의 증감	316.4	-139.5	-54.7	-7.7	-11.0
투자활동 현금흐름	-89.0	-229.0	103.0	-10.6	11.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-49.8	-211.2	-93.9	-35.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	-12.7	36.0	96.9	25.1	27.7
재무활동 현금흐름	-145.8	-97.6	-1,004.0	-74.5	-75.3
차입금증감	-102.7	117.9	-603.8	-59.9	-54.8
자본의증가	0.0	0.0	-287.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	604.5	126.5	-739.7	46.9	72.7
기초현금	547.7	1,152.2	0.5	539.0	585.8
기말현금	1,152.2	1,278.7	539.0	585.8	658.5
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	63,009	71,085	36,886	60,173	61,920
EPS(지배주주)	4,069	5,169	20,497	4,317	4,744
CFPS	6,647	7,504	8,654	6,431	6,698
EBITDAPS	7,413	9,102	3,930	6,431	6,698
BPS	34,781	37,188	39,667	43,334	47,149
DPS	700	1,000	500	700	1,000
배당수익률(%)	1.5	2.5	2.0	2.8	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.6	7.8	1.2	5.8	5.3
PCR	7.1	5.4	2.9	3.9	3.7
PSR	0.7	0.6	0.7	0.4	0.4
PBR	1.4	1.1	0.6	0.6	0.5
EBITDA	558.8	686.1	181.4	202.2	210.6
EV/EBITDA	6.1	4.2	6.3	5.1	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	14.4	46.7	10.4	10.5
EBITDA이익률	11.8	12.8	10.7	10.7	10.8
부채비율	110.0	120.7	90.8	81.0	72.9
금융비용부담률	1.0	0.8	1.7	1.5	1.3
이자보상배율(x)	11.0	14.9	4.9	5.8	6.7
매출채권회전율(x)	17.1	18.5	5.9	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	5.4	8.0	4.4	9.7	9.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박형렬)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-31.1	-20.6	
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.6	-20.6	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-28.7	-15.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-29.3	-15.6	
2017.10.27	1년 경과				-34.0	-34.0	
2017.10.30	기업브리프	Buy	38,000	박형렬	-29.4	-25.7	
2017.11.22	산업분석	Buy	38,000	박형렬	-24.0	-12.5	
2018.04.09	기업브리프	Buy	48,000	박형렬	-16.2	-0.8	
2018.05.28	산업분석	Buy	61,000	박형렬	-23.7	-15.4	
2018.07.06	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-24.2	-15.4	
2018.07.26	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-22.0	-10.3	
2018.10.22	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-34.6	-26.1	
2018.11.12	산업분석	Buy	66,000	박형렬	-	-	

대림산업 (000210) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.28	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-30.7	-26.2	
2017.01.25	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.1	-26.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.3	-26.2	
2017.05.23	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.5	-22.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.8	-22.1	
2017.10.26	1년 경과				-29.5	-27.5	
2017.11.03	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-28.5	-22.9	
2017.11.22	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-33.2	-22.9	
2018.04.27	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-32.7	-22.9	
2018.05.28	산업분석	Buy	130,000	박형렬	-36.8	-31.0	
2018.06.29	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-39.6	-31.0	
2018.08.03	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.3	-31.0	
2018.10.22	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.4	-31.0	
2018.11.02	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.5	-31.0	
2018.11.12	산업분석	Buy	130,000	박형렬	-	-	

현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.28	산업분석	Buy	52,000	박형렬	-12.8	-1.3	
2017.05.23	산업분석	Buy	59,000	박형렬	-23.0	-16.4	
2017.09.04	산업분석	Buy	59,000	박형렬	-26.5	-16.4	
2017.10.30	기업브리프	Buy	55,000	박형렬	-31.2	-25.3	
2017.11.22	산업분석	Buy	55,000	박형렬	-21.7	34.5	
2018.05.28	산업분석	Buy	73,000	박형렬	-12.5	8.4	
2018.07.09	기업브리프	Buy	73,000	박형렬	-17.6	8.4	
2018.07.30	기업브리프	Buy	73,000	박형렬	-16.4	8.4	
2018.10.22	기업브리프	Buy	73,000	박형렬	-18.5	8.4	
2018.11.12	산업분석	Buy	73,000	박형렬	-	-	

삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용

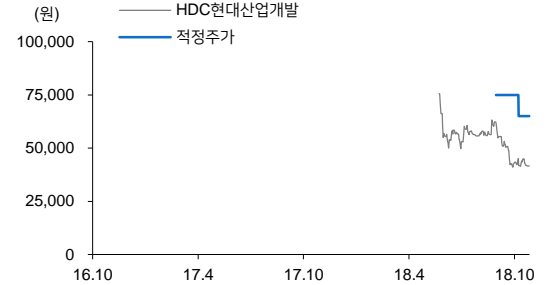
* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.28	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-6.4	12.5	
2017.05.23	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-5.7	12.5	
2017.06.14		1년 경과			-7.1	6.3	
2017.09.04	산업분석	Hold	12,000	박형렬	-5.3	11.3	
2017.11.22	산업분석	Hold	12,000	박형렬	15.3	68.3	
2018.05.28	산업분석	Hold	16,000	박형렬	-0.5	15.9	
2018.07.27	기업브리프	Hold	16,000	박형렬	4.5	23.1	
2018.10.29	기업브리프	Buy	20,000	박형렬	-10.0	-7.0	
2018.11.12	산업분석	Buy	20,000	박형렬	-	-	

HDC현대산업개발 (294870) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

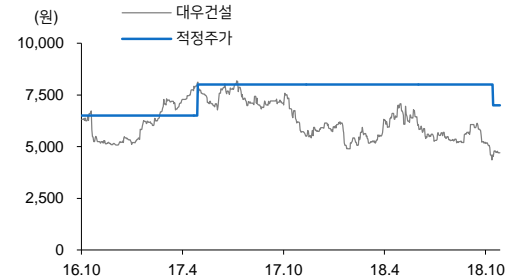
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.17	기업분석	Buy	75,000	박형렬	-35.4	-17.2	
2018.10.26	기업브리프	Buy	65,000	박형렬	-34.0	-30.8	
2018.11.12	산업분석	Buy	65,000	박형렬	-	-	



대우건설 (047040) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.28	산업분석	Hold	6,500	박형렬	-5.8	24.2	
2017.05.23	산업분석	Hold	8,000	박형렬	-6.6	2.4	
2017.09.04	산업분석	Hold	8,000	박형렬	-9.3	2.4	
2017.11.22	산업분석	Buy	8,000	박형렬	-18.6	2.4	
2018.05.23		1년 경과			-19.8	-16.8	
2018.05.28	산업분석	Buy	8,000	박형렬	-29.6	-13.0	
2018.10.31	기업브리프	Buy	7,000	박형렬	-33.2	-31.6	
2018.11.12	산업분석	Buy	7,000	박형렬	-	-	



HDC (012630) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.28	산업분석	Buy	65,000	박형렬	-32.6	-20.8	
2017.04.26	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-24.5	-22.7	
2017.05.23	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-14.3	
2017.09.04	산업분석	Buy	53,000	박형렬	-31.7	-25.2	
2017.10.27	기업브리프	Buy	53,000	박형렬	-29.8	-23.2	
2017.11.22	산업분석	Buy	53,000	박형렬	-24.0	-11.6	
2018.05.28	산업분석	Buy	54,000	박형렬	-49.2	-14.1	
2018.09.17	기업분석	Buy	34,000	박형렬	-41.9	-20.3	
2018.11.12	산업분석	Buy	25,000	박형렬	-	-	

