

20181127

SK INDUSTRY ANALYSIS

건설

2019년, 외풍 없이 별드는 한 해

건설. 김세련, 3773-8919



Contents

Executive Summary	3
1. 밸류에이션, 리레이팅의 출발	4
2. 시동이 걸린 플랜트 발주	9
3. 양극화가 심화될 부동산	19
Recommendations	28

Compliance Notice

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

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 11월 27일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

김세련

(건설/전자재)

sally.kim@sk.com

02-3773-8919



건설 (OVERWEIGHT)

2018-11-27

2019년, 외풍 없이 별드는 해

[Executive Summary] 2019년 건설섹터는 펀더멘탈상 큰 걱정 없이 플랜트 수주 모멘텀으로 주가가 움직이는 한 해가 될 것으로 보인다. 해외 문제 현장의 종료, 미착공 PF의 착공 전환 등으로 손익계산서상 잠재부실 리스크가 그 어떤 때보다 낮은 상황이다. 다만, 주택 매출 Peak-out에 따른 매출액 역성장이 불가피한 점은 아쉬운 부분이다. 글로벌 정유 설비 신증설 증가, 중동 Petrochemical 투자 기조 확대 속 해외 수주는 2019년 역시 긍정적인 흐름을 보일 것으로 기대된다. 국내 기준금리 인상 압박에도 불구하고 대형 건설사의 보유 현금이 역대급으로 많아, 흔들리는 주식시장에서 밸류에이션 하방 역시 지지될 것으로 예상한다

● 주택 매출 Peak-out으로 매출액 감소, 보유 현금으로 밸류에이션 하방 방어

대형 건설주의 2019년 매출액은 주택 매출 감소분을 해외 플랜트가 방어하지 못하면서 역성장이 불가피할 전망이다. 이익의 경우는 전년 해외 현안 프로젝트 마무리에 따른 기저효과로 증가할 것으로 예상된다. 산업재 특성상 밸류에이션 상방은 매출액 턴어라운드나 나타나는 시점에 열린다고 판단하기 때문에, 현 시점에서 주가 탄력성은 다소 떨어져 있다는 판단이다. 다만, 국내 기준 금리가 꾸준히 인상 압박을 받고 있는 상황에서 레버리지업인 건설이 분양 대금으로 인해 현금을 역대급으로 보유하고 있다는 점은 밸류에이션 하방을 지지하는 요소가 될 것으로 보인다.

● 플랜트 발주 증가: 에너지 업체 CAPEX + 중동 화학 발주 + 글로벌 정유 발주

저유가 국면을 지나고 2017년부터 사실상 플랜트 발주 환경은 조금씩 개선되고 있다. 2017년 해외 수주 역시 5년만의 턴어라운드로 의미가 있었다. 2018년 현재 누계 기준 해외 수주는 전년동기대비 8% 이상 높은 상황으로, 몇년간 꾸준히 감소하던 해외 수주 잔고는 연말이 되며 비로소 차오를 것으로 기대된다. 2019년 역시 플랜트 발주 환경이 우호적으로 지속될 것으로 보인다. 그 근거는 1) 전방 산업인 에너지 업체들의 이익 증가에 따른 CAPEX 증가, 2) UAE, 사우디의 Downstream, 특히 Petrochemical 분야의 공격적인 투자 기조, 3) 몇년간 눌러있던 글로벌 정유 설비 신증설 모멘텀에 기인한다. 2019년 역시 국내 EPC 업체들의 활발한 해외 수주 소식이 기다려진다.

● 결국 주가는 수주의 함수, 2019년 상저하고 예상

건설 섹터의 주가는 결국 이익이 아니라 수주의 함수라고 볼 때, 상반기는 해외 수주 모멘텀이 다소 부재한 상황이다. 여름 라마단 이후 다양한 해외 수주 모멘텀이 예상되기 때문에, 상반기는 HDC현대산업개발과 같은 저평가 되어있고 실적 모멘텀이 센 종목으로의 단기 투자를 추천한다. 연간 Top-pick으로는 신규 수주 증가가 기대되는 GS건설, 차선호주로는 매출 및 이익 턴어라운드가 예상되는 현대건설을 추천한다.



Chapter 1.

밸류에이션, 리레이팅의 출발

입주 대금 유입에 따른 풍부한 현금, 밸류에이션 하방을 지지

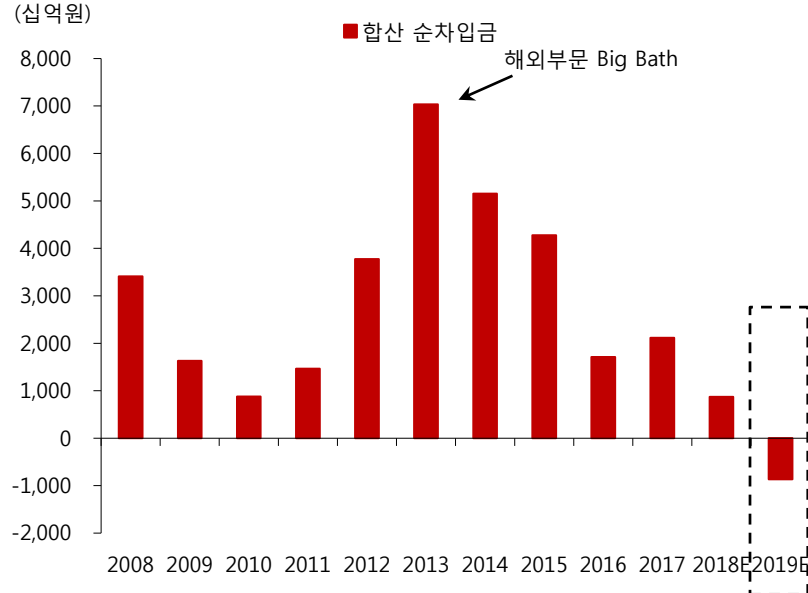
● 대형 건설사 합산 기준 2019년은 비로소 순차입에서 순현금으로 전환

- 분양 호조에 따른 입주 대금 유입으로 대형 건설사 합산 기준 2019년은 순현금으로 최초로 전환되는 시기. 기준금리 인상 시기에 건설 섹터 업황이 좋을 수는 없겠으나, 건설업 특성상 재무적 레버리지가 필요한 점을 고려할 때 현금 보유고 증가는 리스크 요인의 해소로 작용할 것으로 기대. 또한, 주택보증공사의 보증 제한 등 건설사 Credit이 중요시 되는 시장 환경 속 현금 보유의 필요성 역시 증대

● 평균 이자보상배율, Big Bath 이후 꾸준한 개선세

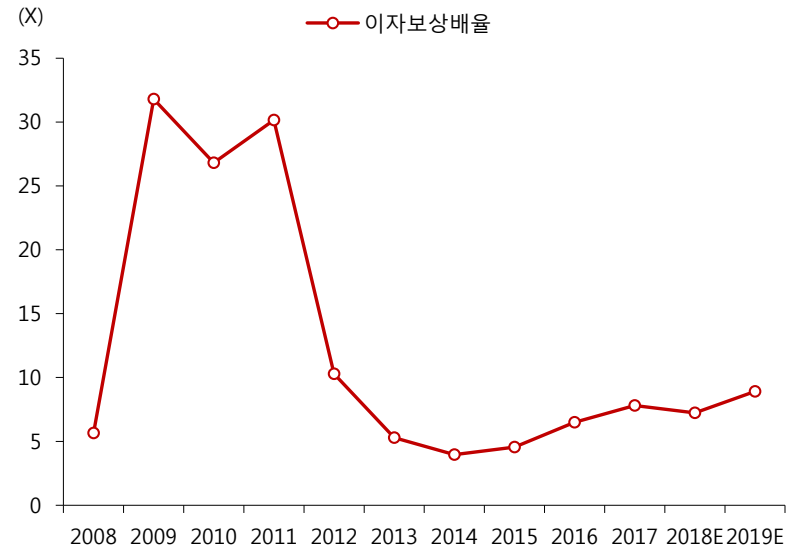
- 마찬가지로 이자보상배율 (ICR) 역시도 과거 해외 부문 Big Bath 이후 꾸준한 개선세를 나타내고 있다는 점 역시 긍정적

입주 대금으로 인해 2019년 순현금 전환



자료: FnGuide, SK증권
주: 대형 6개사 합산 기준

이자보상배율 역시 점점 개선되는 중



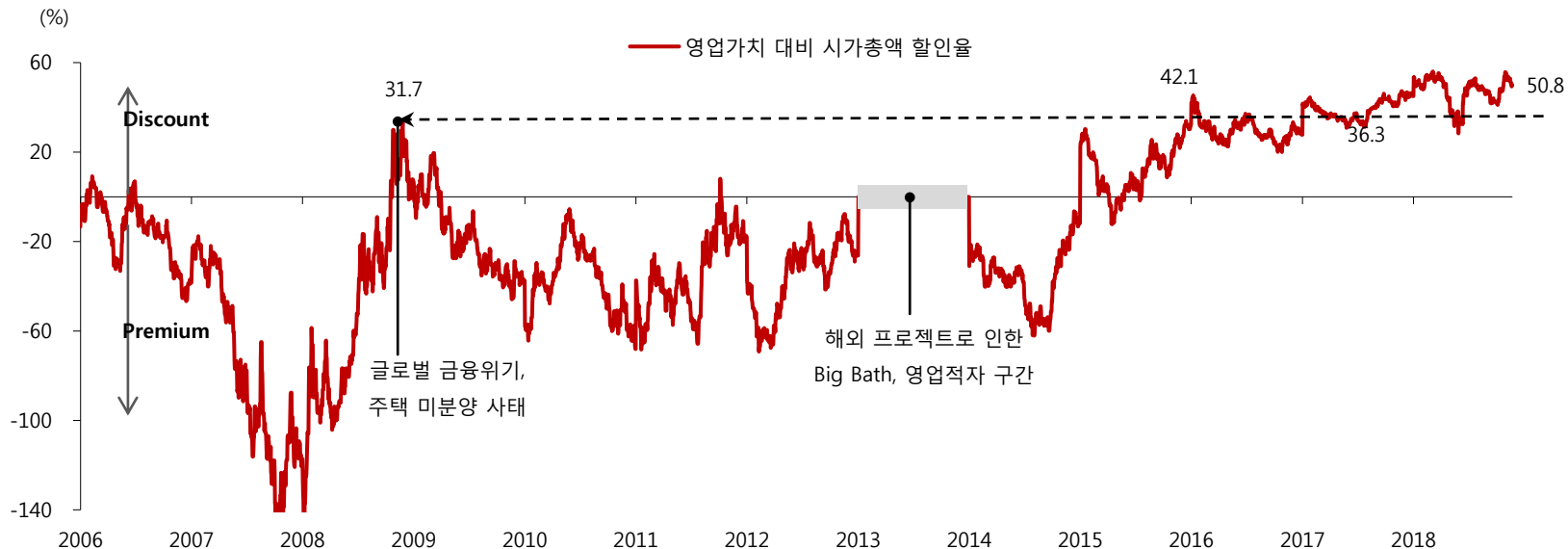
자료: FnGuide, SK증권
주: 대형 6개사 평균 기준

영업가치 대비 시가총액 할인율, 리먼 보다 높은 수준

● 영업가치 대비 과도하게 저평가된 시가총액, 리먼사태 당시보다 높은 할인율

- 건설사 영업가치 (EV/EBITDA Multiple 7X 적용) 대비 시가총액 할인율을 비교해보면, 2015년부터 건설주가 영업가치만큼의 시가총액도 받지 못한 채 3년의 시간이 지남. 최근 종가 기준 건설사 영업가치 대비 시가총액 할인율은 50.1%로 그 어느때보다 높은 상황으로, 이는 리먼 사태 때 보다 높은 폭의 괴리율임. 유가 하락에 따라 영업가치 대비 시가총액이 할인받기 시작, 주식 시장 하락으로 그 어느때보다 높은 할인율을 보이고 있는 상황
- 시총 할인이 지속되는 동안 건설사가 사상 최고의 이익을 실현하고 있다는 점을 감안할 때, 결국은 섹터 특성 상 주가는 이익의 함수가 아닌 수주의 함수임을 알 수 있음

영업가치 대비 시가총액 할인율: 리먼 대비 확대된 할인 폭



자료: FnGuide, SK증권

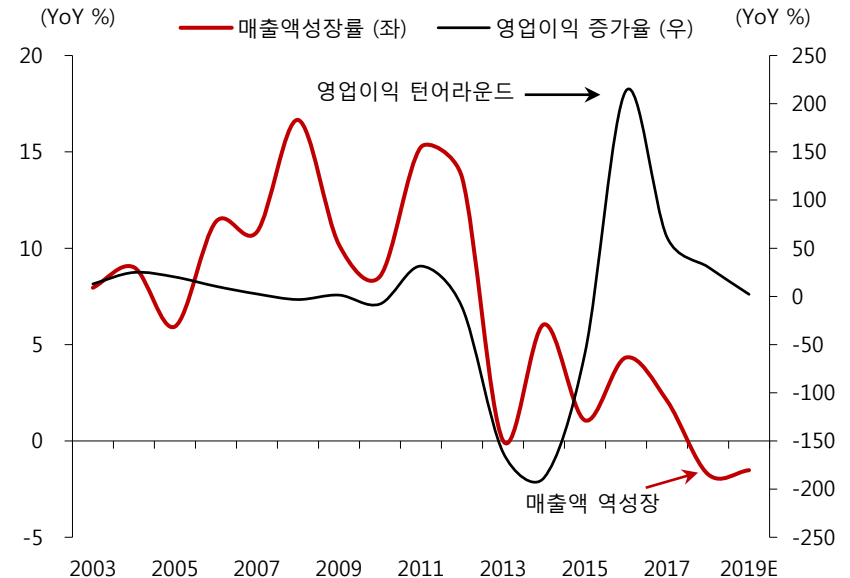
주: 영업가치는 삼성엔지니어링을 제외한 대형 5개사 합산 EBITDA에 EV/EBITDA Multiple 7X를 적용

주가 Boom-up은 향후 수주에 달려있다

● 건설주, 매출액 턴어라운드가 Key-point

- 건설주 주가가 상승했던 과거를 돌아보면, 이익 성장보다 매출액 성장이 중요한 것을 알 수 있음
- 특히, 2005~2009년 흐름을 살펴보면, 해외 수주 중흥기에 힘입어 중동에서 공격적인 수주가 지속되던 당시는 주가 상승 속도가 급격한 모습을 볼 수 있음. 리먼 사태 역시 인해 주택 부문 매출 감소가 확대되면서 주가 하락이 급격히 이루어졌음
- 과거 건설주 디스카운트 주요 요인은 1) 유가 하락에 따른 해외 신규 수주의 부진, 2) 해외 대규모 손실 처리 이후 이익의 가시성 (Visibility)에 대한 시장 신뢰도 감소, 3) 부동산 규제에 따른 성장성 제한 등에 있음. 2019년의 경우 기저효과로 이익은 좋아지나, 매출의 경우는 주택 매출 peak-out을 플랜트 부분이 방어하지 못하기 때문에 매출액 역성장이 불가피

합산 시가총액 추이: 건설 주가는 결국 수주의 함수. 따라서 매출액 성장이 이익 성장보다 중요

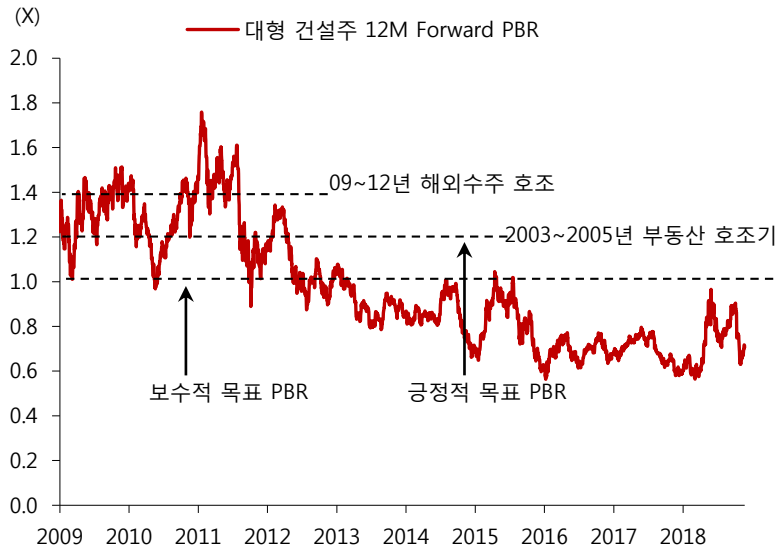


플랜트 수주에 따른 점진적 리레이팅 기대

● 상고하저 → 상저하고, 수주 증가에 따른 리레이팅 예상

- 대형 건설주는 몇년간 주가 흐름이 상고하저 하는 모습을 보였음. 상고하저의 가장 큰 이유는 연초 기대감만큼 부합하는 수주, 이익을 달성하지 못했기 때문으로 보임
- 2018년은 대북 모멘텀으로 단기 슈팅한 점을 제외하고 보더라도, 주식 시장 낙폭 과대 이전까지 외국인 순매수로 인해 주가 상승이 나타나는 모습을 보였음. 현재도 역시 외국인 순매수로 주가 회복세가 나타나는 상황. 몇 년간 보지 못했던 상저하고 흐름 확인
- 결국 하반기 반등 역시 각 사별 계획했던 플랜트 수주를 큰 이변 없이 달성하는 모습이 나타나고 있기 때문으로 판단
- 2019년 역시 라마단 이후 수주 플로우 확대되면서 주가 상저하고 흐름 이어질 것으로 전망. 수주 증가에 따른 점진적 리레이팅 기대

건설 5개사 Forward 기준 Historical PBR 추이, 점진적 리레이팅 기대



자료: FnGuide, SK증권

2018년, 모처럼 상저하고를 보여준 한 해



자료: FnGuide, SK증권



Chapter 2.

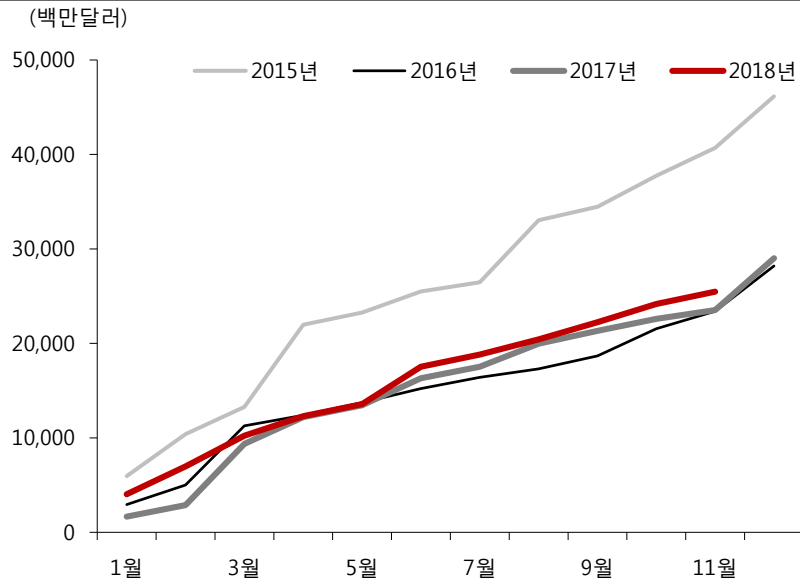
시동이 걸린 플랜트 발주

서서히 턴어라운드가 나타나는 해외 수주

● 2018년, 해외 수주의 기대감을 심어준 한 해

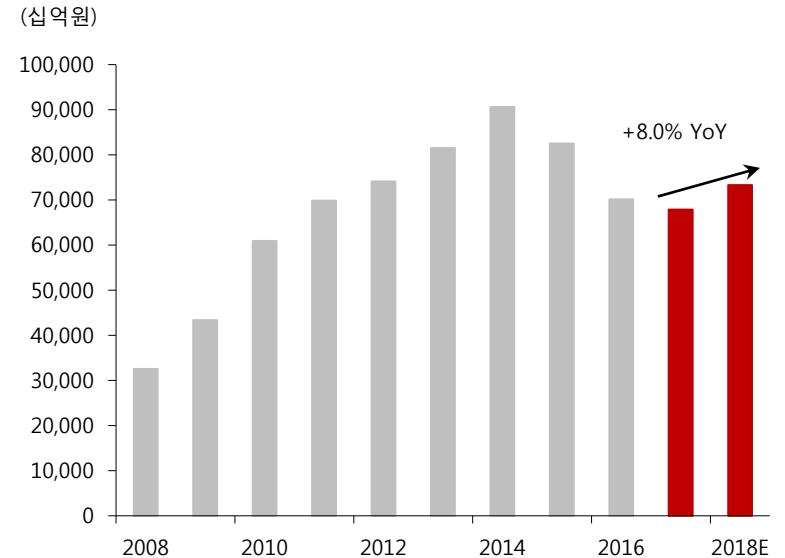
- 11월 25일 기준 해외수주 누계는 전년동기대비 8.3% 증가한 25.4조원을 기록하고 있으며, 연말까지 알제리 정유, 이라크 유정 물공급 시설, 인도네시아 발릭파판 정유 등과 같이 굵직한 프로젝트 및 기타 수의계약으로 진행중인 프로젝트들 수주로 인해 지난해보다 높은 수준으로 종료될 것으로 예상. 사실상 2017년도 전년동기대비 3% 증가한 수준으로 마무리 되며 5년 만에 턴어라운드를 보였음
- 이대로라면 꾸준히 빠지던 해외 수주 잔고는 2018년 말까지 계획된 수주를 바탕으로 비로소 차오르며 마무리 될 것으로 기대됨
- 수주 잔고의 턴어라운드는 결국 매출 턴어라운드와 이어지기 때문에 유의미하다는 판단. 밸류에이션 리레이팅의 근거
- 2019년 역시 UAE, 사우디와 같은 중동 시장의 Petrochemical 발주, 글로벌 Refinery 신증설 등의 수주 모멘텀 지속될 것으로 기대

해외수주 누계, 전년동기대비 8.3% 증가한 상황



자료: 해외건설협회, SK증권

2018년 합산 해외 수주잔고, 비로소 차오르며 마무리 될 것



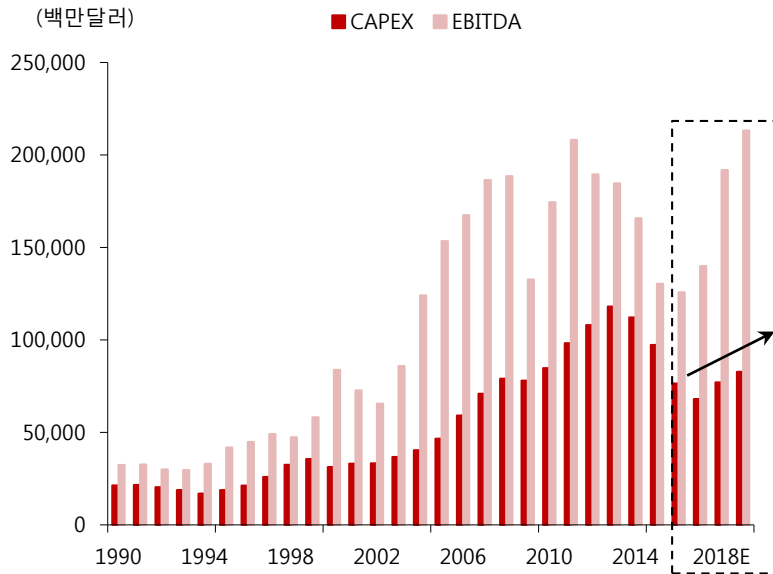
자료: 각 사, SK증권

① 에너지 업체의 이익 확대에 따른 CAPEX 증가

● EBITDA와 CAPEX의 Lagging이 결국 Cycle을 만든다

- 건설의 주요 발주처인 글로벌 에너지 기업 상위 10개사의 연도별 EBITDA, CAPEX 추이를 비교해 봤을 때, EBITDA와 CAPEX의 유사성을 확인할 수 있음. 이익이 커지면 CAPEX 집행이 늘게 되는데, 문제는 CAPEX 집행 시점은 반드시 '이익이 커진 후'가 됨. 즉, EBITDA와 CAPEX는 동행하지 않음. EBITDA 성장률이 정점을 이루는 시기와 CAPEX 지출이 증가하는 시점까지 2~3년 정도의 Lagging 발생
- 8월까지 CAPEX 추정치가 낮은 수준으로 눌러있었으나, 국내외 에너지 기업들의 이익 증가 기조 속에서 9월부터 CAPEX 추정치의 상향 리비전이 나타나기 시작. 9월부터 건설주의 외국인 순매수가 높아진 점에 맞물려, 점차 국내외 EPC들의 자연스러운 밸류에이션 리레이팅이 나타날 것으로 기대됨

글로벌 에너지 기업의 EBITDA, CAPEX 추이



자료: Bloomberg, SK증권

국내 에너지 기업 2019년 CAPEX 계획

회사	투자내용	투자비
GS 칼텍스	올레핀 생산시설 등	2.6 조원
LG 화학	올레핀 생산시설 등	2.6 조원
현대오일뱅크, 롯데케미칼	올레핀 생산시설 등	2.7 조원
S-Oil	올레핀 생산시설 등	5 조원
롯데케미칼	인도네시아 NCC	3.7 조원
대림 계열	여수 산단 증설	7,500 억원

자료: 각 사, SK증권

② 주요 발주처인 중동의 Petrochemical 발주 기대

● UAE, 사우디의 공격적인 화학 플랜트 발주 기조

- 한국 건설사의 주요 발주처인 사우디, UAE의 경우 공격적인 플랜트 발주 기조가 지속되고 있으며 그 중 특히 Petrochemical 분야의 발주 모멘텀이 확대될 것으로 보임. UAE의 발주 모멘텀이 활발한데, 그 중 UAE 가솔린 및 아로마틱스 프로젝트 (GAP)의 경우 한국 EPC들이 대거 입찰에 참여할 예정이므로 내년 역시 플랜트 수주 모멘텀은 긍정적일 것으로 보임. 사우디 역시 아람코, 사빅 합작 법인을 통해 2025년 생산을 목표로 22조원 규모의 석유화학 콤플렉스 설립을 발표한 상황
- 이렇듯 산유국에서 공격적인 Petrochemical 발주를 내는 이유는 과거 저유가 국면을 혹독하게 경험했기 때문으로 보임. 유가가 높을 때는 Crude Oil만 생산하면 그만이지만, 유가 하락 국면에서 재정위기를 겪은 후 리스크 헷지 차원에서 더욱 Downstream 투자에 대한 열망이 높아진 것으로 분석

UAE의 다양한 플랜트 발주 계획

구분	프로젝트명	사업규모
탐사광구	UAE 신규 탐사 광구	투자자 모집중
석유가스	New Refinery Project	150억달러
	가솔린 및 아로마틱스	50억달러
	Shah 가스 패키지2	20억달러
	Bu Hasa 통합개발	9억달러
	통합가스개발확장-2	8억달러
석유화학	Borouge 석유화학4	100억달러
	루와이스 폴리프로필렌5	5억달러
석탄화력	연방수전력청 민자발전	12억달러
담수	타윌라 민자 담수플랜트	10억달러
인프라	지하하수터널공사	20억달러
	하리&가샤 인공섬	20억달러
	칼리파 항만 공사	4억달러
	아즈만 항만 공사	2억달러
	후자이라 항만 공사	1억달러
	합계	약 400억달러

자료: 각종 언론, SK증권

사우디, Petrochemical 분야 공격적 발주 기대

사우디아람코·사빅, 세계 최대 석화 콤비나트 건설... 2025년 가동

200억달러 투자해 2025년 가동 목표... 아람코 저가 원유 공급으로 원가 경쟁력 높아

사우디아라비아 국영 석유회사 사우디아람코와 국영 화학회사 사빅(SABIC)이 26일(현지시간) 세계 최대 규모 석유화학 콤비나트 건설 양해각서를 체결했다. 석화 콤비나트 건설은 무함마드 빈 살만 왕세자가 주도하는 포괄적 경제개혁 '비전 2030'의 일환으로 원유 생산뿐만 아니라 다운스트림 산업에서 수익을 발생시키기 위한 것으로 풀이된다.

로이터통신 등 외신에 따르면 양사는 석화 콤비나트를 통해 부가가치가 높은 화학제품을 증산하고 국가적 산업구조 개혁을 가속한다는 계획이다. 구체적으로는 일일 40만배럴의 원유를 처리해 연간 900만톤의 화학제품과 베이스오일을 생산해 중국 등 아시아 시장에 수출할 전망이다. 200억달러(약 22조원)가 투자되는 석화 콤비나트는 홍해 인근 산업도시 안부에 건설될 가능성이 높으며 2025년 가동 개시를 목표로 한다. (후략)

- 글로벌 이코노믹, 2017-11-27

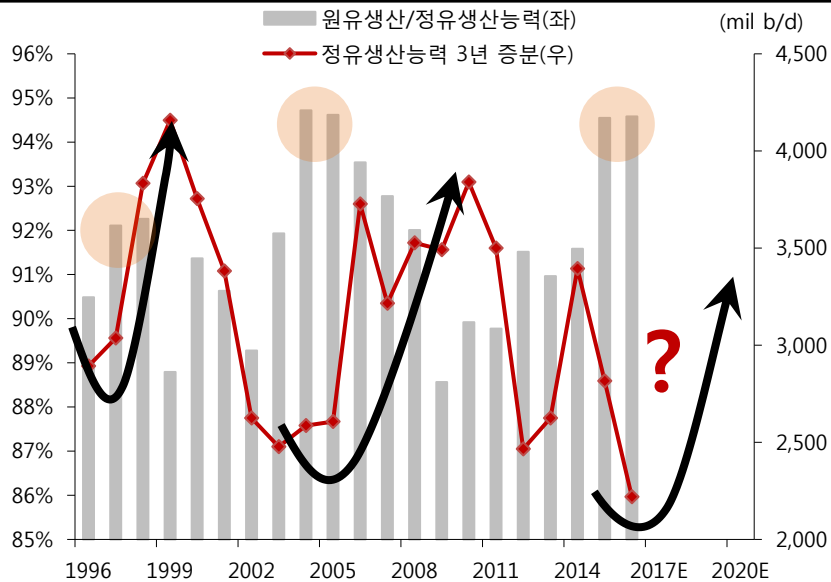
자료: 글로벌 이코노믹, SK증권

③ 글로벌 Refinery 신증설 모멘텀 역시 유효

● 정유사 사상 최대의 이익, Refinery 신증설 기대감 확대

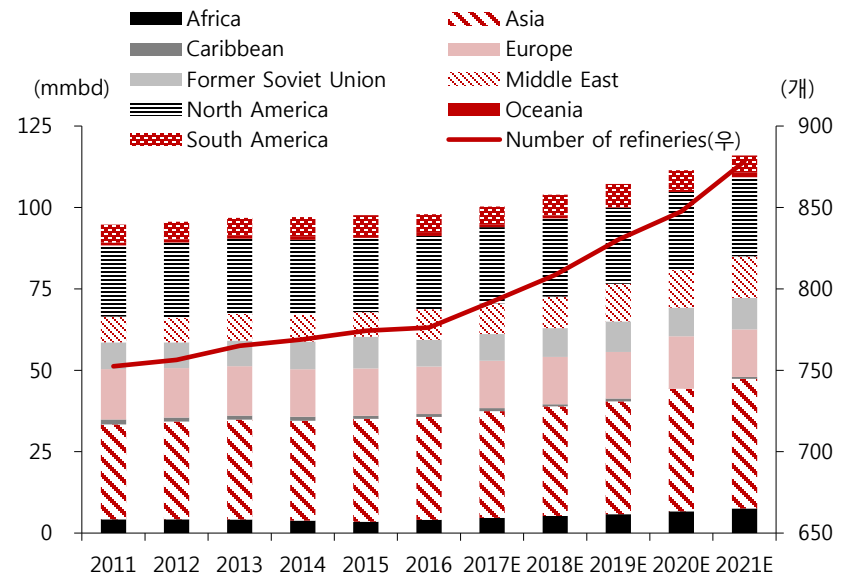
- 원유 생산을 정유 생산능력으로 나눈 Ratio를 살펴보면, 최근 몇 년간 정유 설비가 부족했음을 알 수 있음. 이에 따라 최근 정유사의 사상 최대 정제마진 흐름이 지속되고 있는 것. 그러나, 통상적으로 Ratio의 정점 이후부터는 정유 Capacity가 3년간 CAGR이 급증하는 양상을 보였었던 점을 감안할 때 향후 Refinery 신증설이 나타날 개연성이 높음
- GlobalData 리서치에 따르면, 2017~2021년 4년 동안 정유 설비 증설이 16%에 달할 것으로 분석했으며, 500만b/d의 물량이 진입할 것으로 예상함. 이는 지난 2006~2009년 정유 설비가 전세계적으로 349만b/d가 진입했던 점을 감안하면 아주 큰 규모임. 중국을 제외하고 가장 발주가 많은 국가는 나이지리아이며, 그 밖에 중동, 아시아 지역 고루 정유 설비 증설 모멘텀이 높을 것으로 기대

원유생산/정유생산능력 Ratio는 1996년래 최대 수준



자료: BP, SK증권

Refinery 신증설 모멘텀

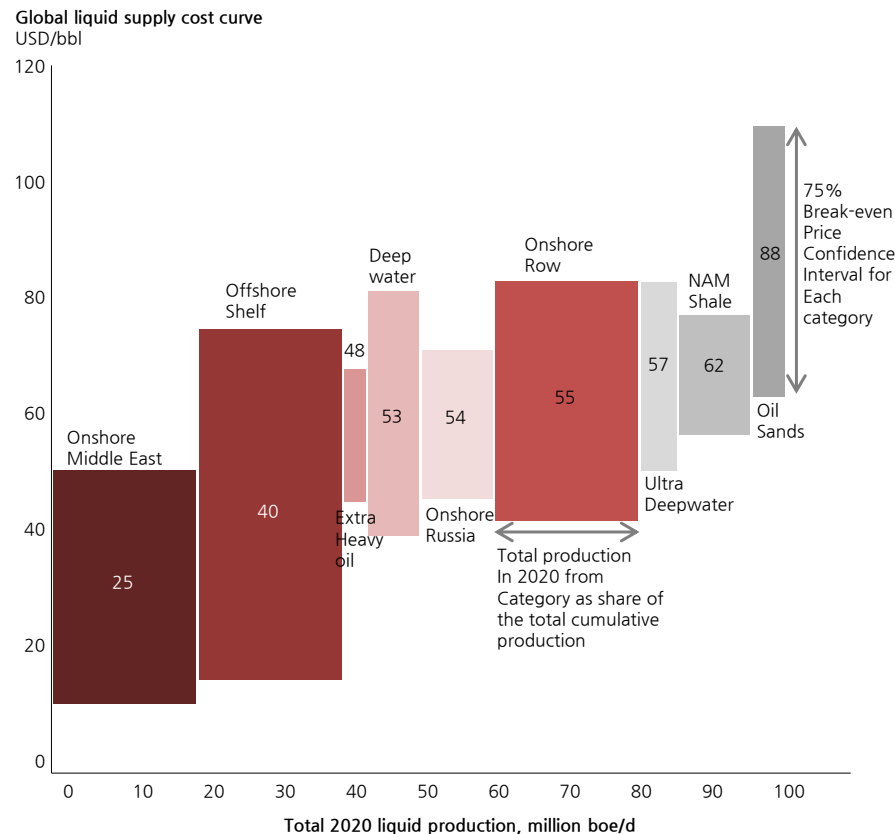


자료: GlobalData, SK증권

유가가 떨어진다면?

- 유가가 하락하면 중동 재정 리스크 확대로 인한 플랜트 발주 취소, 혹은 이연에 대한 우려가 확대될 가능성이 있음. 그러나 원유 생산방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨을 감안하면, 사실상 유가가 \$40 이하로 급락하지 않는 한은 중동 재정에 크게 영향은 없음. 또한, 현재 UAE, 사우디가 공격적으로 Petrochemical 발주를 내는 이유 역시 유가 \$20을 경험했기 때문에, Downstream 투자를 통한 저유가 국면 리스크 헷지를 위한 것임. 따라서 2019년 유가가 다소 레벨 다운 하더라도 중동발 플랜트 발주가 취소될 가능성은 적어 보임

원유 생산방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨



해외 수주 트렌드 변화 - 1) 컨소시엄

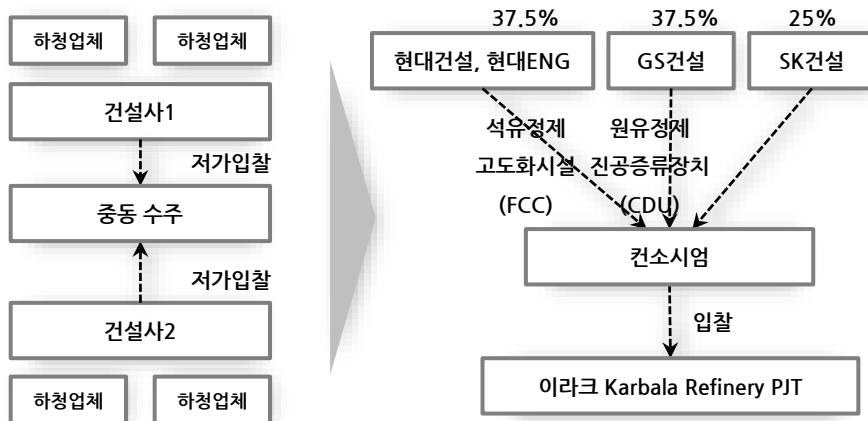
● 컨소시엄 입찰 트렌드, 마진 정상화에 기여

- 해외 수주 트렌드가 과거 단일 저가 입찰에서 메가 프로젝트 컨소시엄 입찰로 바뀌었음. 컨소시엄으로 입찰하게 되면 적어도 단일 입찰 당시의 턱없이 낮은 수준의 저가 경쟁은 발생하지 않을 것으로 예상

● Refinery는 여전히 강하다

- 한국 건설사의 강점 공종은 Refinery임. 이는 금년도 굵직한 프로젝트였던 오만 두쿰 정유, 바레인 밥코 정유의 입찰 리스트를 보아도 알 수 있는데, 대부분의 유럽, 일본 EPC사들이 한국 EPC와 컨소시엄을 맺었던 것은 상당히 고무적임. Petrochemical의 경우 공사가 어렵고 금액이 비교적 작아 손실 변동이 큰 반면, Refinery는 상대적으로 공사가 쉽고 금액이 커 한국 건설사의 Record가 풍부함

과거 단독 저가 경쟁에서 컨소시엄으로 트렌드 변화



자료: SK증권

Refinery에서는 강점을 보이는 한국 건설사

Oman Duqm Refinery		
	EPC1: Process Unit	EPC2: Utilities & Off-sites
Bidders	CB&I (Netherland-based)-CTCI (Taiwan) JGC (Japan)-GS건설-Saipem (Italy) Petrofac (UK)-삼성엔지니어링-Chiyoda (Japan) TR (Spain)-대우건설	CB&I-CTCI 대림산업-현대건설-현대엔지니어링 JGC-GS건설-Saipem Petrofac-삼성엔지니어링 TR-대우건설
Bahrain Bapco Refinery		
Bidders	JGC-GS건설 Fluor (US)-현대건설-대우건설 Technip (France)-TR-삼성엔지니어링 CB&I-Petrofac-Mitsui	

자료: MEED, SK증권

해외 수주 트렌드 변화 - 2) Not Only Price

● 최저가 (Lowest)만이 답은 아니었다

- 지난해 사우디 아람코가 발주한 우쓰마니야 지역 가스 플랜트 공사는 매우 의미있는 발주였음. Third Lowest인 현대건설이 1, 2위인 TR과 Petrofac을 제치고 수주를 낙찰 받아 화제가 됨. 이는 발주처 역시도 큰 금액을 들여 생산 설비를 짓는 과정에서, 지나친 저가 공사는 결국 설비의 하자, 추가 원가의 투입, 시공 능력의 부족 등에 따라 준공 시기를 늦출 뿐이라는 것을 인지하고 있다는 반증임
- 무리한 저가 수주 경쟁을 통해 조단위 손실을 겪은 한국 건설사의 lesson & learn이 있을 것으로 판단, 발주처의 발주 금액의 현실화와 더불어 한국 건설사의 질적 성장을 통해 해외 수주시장에서의 저변을 확보해나갈 것으로 기대

Third Lowest 가 낙찰을 받은 사례

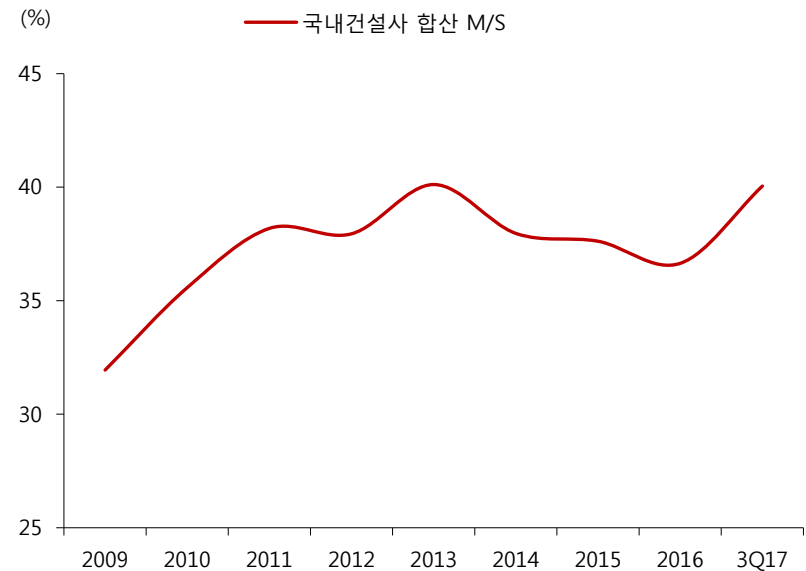
사우디 우쓰마니야 가스처리플랜트 건설공사 (발주처 아람코)

Lowest	TR	6억달러
Second Lowest	Petrofac	7억달러
Third Lowest	현대건설	8억달러



자료: 각종 보도, SK증권

경쟁사 대비 잔고 비중 확대 추이 지속



자료: 각 사, SK증권

주: Linde, Fluor, Technip, JGC, Saipem, KBR, Chiyoda, TR, 국내 5개사 합산 잔고 비교

해외 수주 트렌드 변화 - 3) 중동의 신도시 개발 욕구 확대

● 투자의 목적, '탈 석유 2030' 아젠다를 위해

- 사우디 모하마드 빈살만 왕세자는 최근 560조원을 들여 NEOM 신도시를 설립하겠다고 발표함. 이는 탈 석유 2030 아젠다와도 맞물려 있는 투자 계획으로서, NEOM은 서울의 약 44배 면적의 부지에 대체 에너지를 기반으로 한 신도시를 설립할 것으로 발표. 이러한 신도시 계획 발표는 2016년 사우디 주택청과 신도시 개발 프로젝트 수행에 대한 MOU를 맺은 대우건설, 한화건설에 긍정적 모멘텀으로 작용할 것으로 기대
- 또한, 아람코에서 초대형 건설사 설립을 추진할 계획임을 밝힘. 초대형 건설사 중 외국 건설사 지분은 25% 수준으로 계획되어 있으며, 외국 대형 건설사 중 6개 회사가 초대된 나라는 한국이 유일함. 따라서 향후 사우디 건설 투자 확대 기조에 따라 국내 건설사의 비 플랜트 부문 해외 수주 업황은 상당히 우호적으로 판단

사우디 NEOM 신도시 투자계획 발표

사우디 사막에 560조원 미래도시 '네옴'선다

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

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



자료: 국민일보, SK증권

초대형 건설사 설립을 추진중인 사우디

아람코, 초대형 건설사 설립 추진

사우디 아람코는 사우디 내 비석유 분야 인프라시설 건설을 위해 현지와 외국의 건설사들과 합작으로 새로운 초대형 건설회사를 설립할 계획이라고 최근 밝혔다.

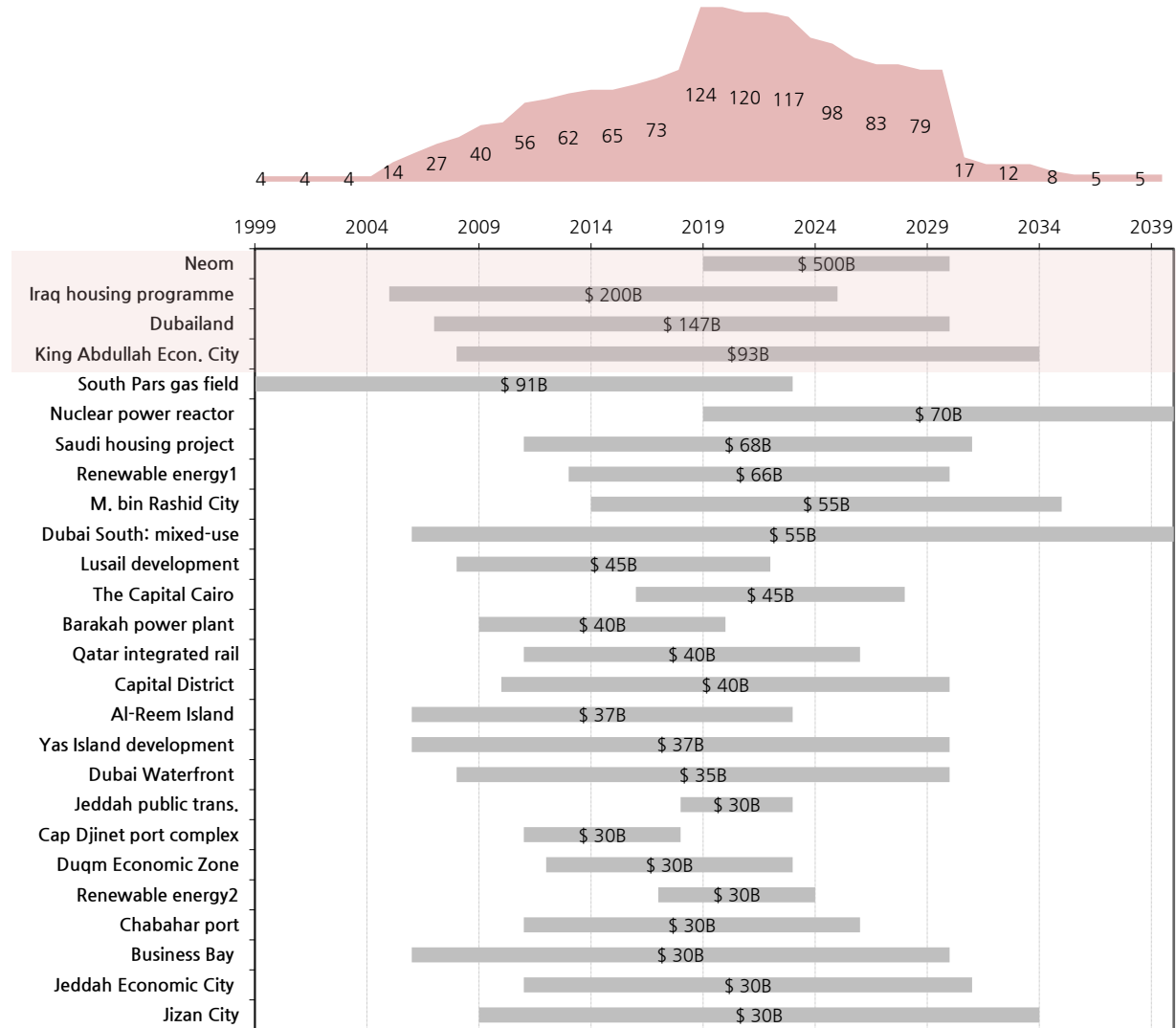
이 계획은 사우디 비전 2030을 달성하기 위해 아람코가 비석유 분야에도 깊숙이 관여하고 있음을 보여주고 있다. 새로 설립될 초대형 건설사의 지분은 아람코 25%, 퍼블릭 인베스트먼트 펀드(PIF) 25%, 현지건설사 25%, 외국건설사 25%로 구성될 예정이다.

아울러 아람코는 대형 외국건설사를 초청했으며, 현재까지 알려진 외국회사는 △한국 의 대림산업, 대우건설, GS건설, 현대건설, 삼성물산, 포스코건설 등 6개사 △터키의 MNG, 누롤(Nurol), TAV, 테크펜 등 4개사 △중국의 중국철도공정(China Railway) 과 시노하이드로(Sinohydro) 2개사 △벨기에의 비식스 △네덜란드의 로얄 밤(Royal Bam) △이탈리아의 살리니(Salini) △오스트리아의 스트라박(Strabag) △사이프러스의 J&P 등 17개사다.

자료: 가스신문, SK증권

해외 수주 트렌드 변화 - 3) 중동의 신도시 개발 욕구 확대

MEED Project 기준 MEGA Project Time Line





Chapter 3.

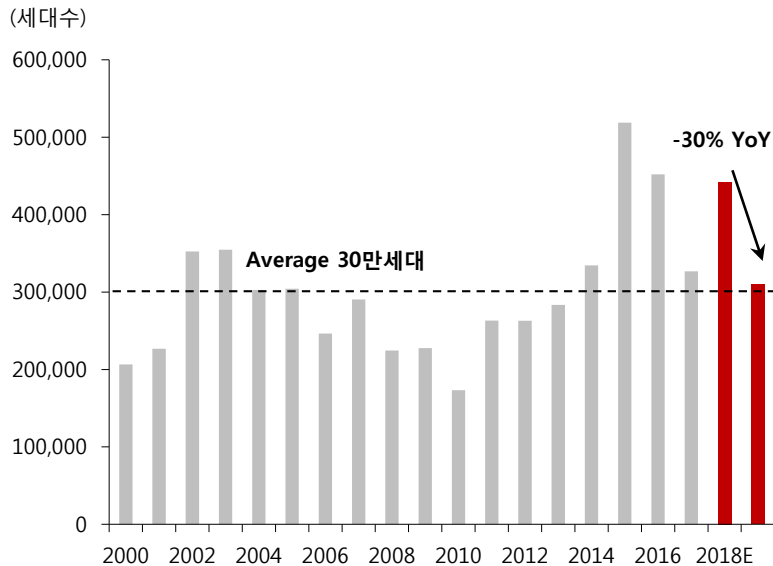
양극화가 심화될 부동산

대형사 기준, 주택은 밸류에이션 하방을 지지하는 요소

● 2019년, 서울 수도권 재건축 공급을 필두로 한 분양 공급 지속될 것

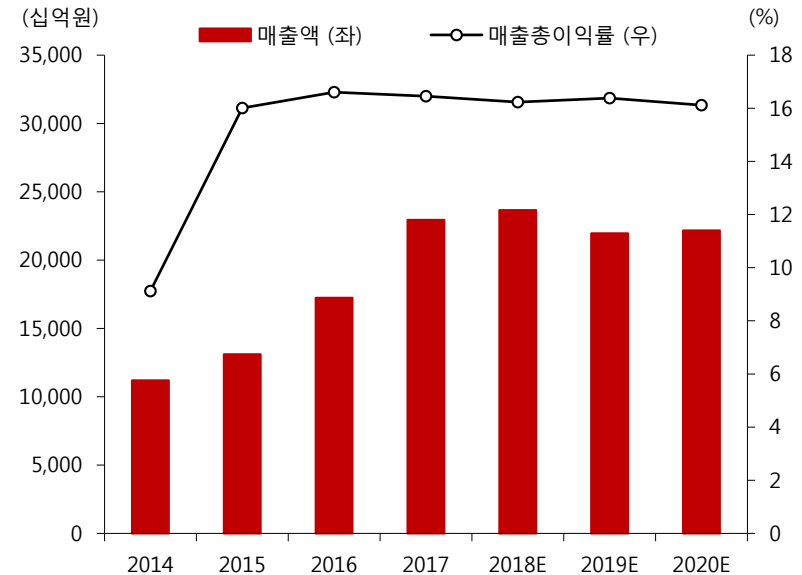
- 2019년 전국 분양 공급은 전년동기대비 30% 감소할 것으로 예상. 그럼에도 불구하고 15년 평균 30만 세대만큼 공급이 가능할 것으로 예상하는 이유는 대형 건설사의 서울 수도권 재건축 사업 열기가 아직 식지 않았기 때문. 현 정부 정책상 서울 지역 기존 주택 매매가 더욱 어려워진 상황이기 때문에, 정비 사업이 다시금 각광을 받게 됨. 이에 따라 아파트 브랜드를 보유한 대형 건설사는 연간 최소 2만 세대 수준의 분양 공급 지속할 수 있을 것으로 보임
- 주택 마진의 경우도 소폭 레벨 다운은 있겠으나 크게 꺾이지는 않을 것으로 보임. 다만, 2018년 이후 수주한 정비사업이 본격적 매출로 인식될 2021년 이후부터는 마진을 다소 감소할 가능성은 있음

분양 공급, 재건축을 필두로 15년 평균 수준 정도는 지속될 것



자료: 부동산114, SK증권

건설사 주택부문 이익률은 크게 떨어지지 않을 것으로 추정



자료: 각 사, SK증권

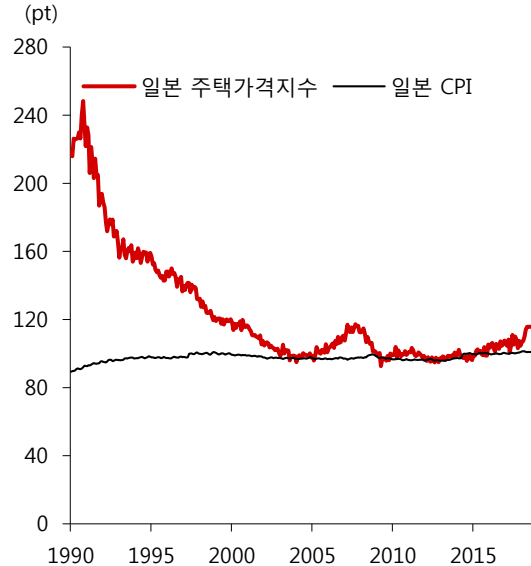
주: 별도 기준이며 대림산업, GS건설은 주택사업을 포함하는 건축 기준

버블일까? - ①

● 부동산 가격, CPI 추세적 비교

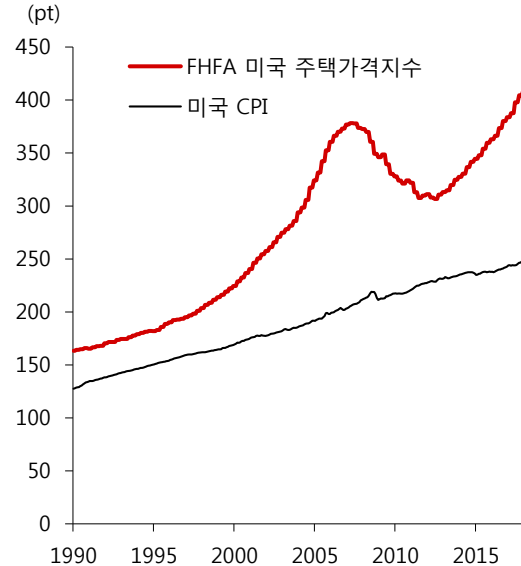
- 부동산 가격에 영향을 미치는 여러가지 요소 (금리, 수요, 레버리지 비율 등)가 있지만, 단순 CPI와 가격을 비교해봄. CPI와 부동산 가격이 반드시 같이 움직일 필요는 없지만, 대체적으로 CPI 추세 대비 부동산 가격이 급등하는 경우 장기적으로 CPI 상승 추세에 벗어나지 않는 수준으로 회귀하는 모습이 강함
- 일본: 1990년 부동산 버블 붕괴에 따라 주택가격지수가 CPI를 따라잡는데까지 15년의 시간이 걸림
- 미국: 2008년 리먼 사태 당시 부동산 버블이 나타났다가 곧바로 버블 붕괴가 나타나는 모습
- 우리나라의 경우 부동산 가격이 5~10년의 단기 상승 및 조정을 반복하면서 비교적 유사한 추세로 진행

일본 CPI vs 주택가격 Index



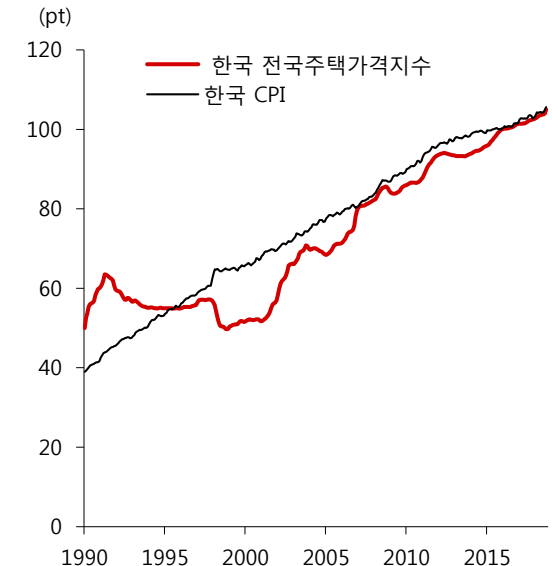
자료: Bloomberg, SK증권

미국 CPI vs 주택가격 Index



자료: Bloomberg, SK증권

한국 CPI vs 주택가격 Index



자료: Bloomberg, 한국은행, SK증권

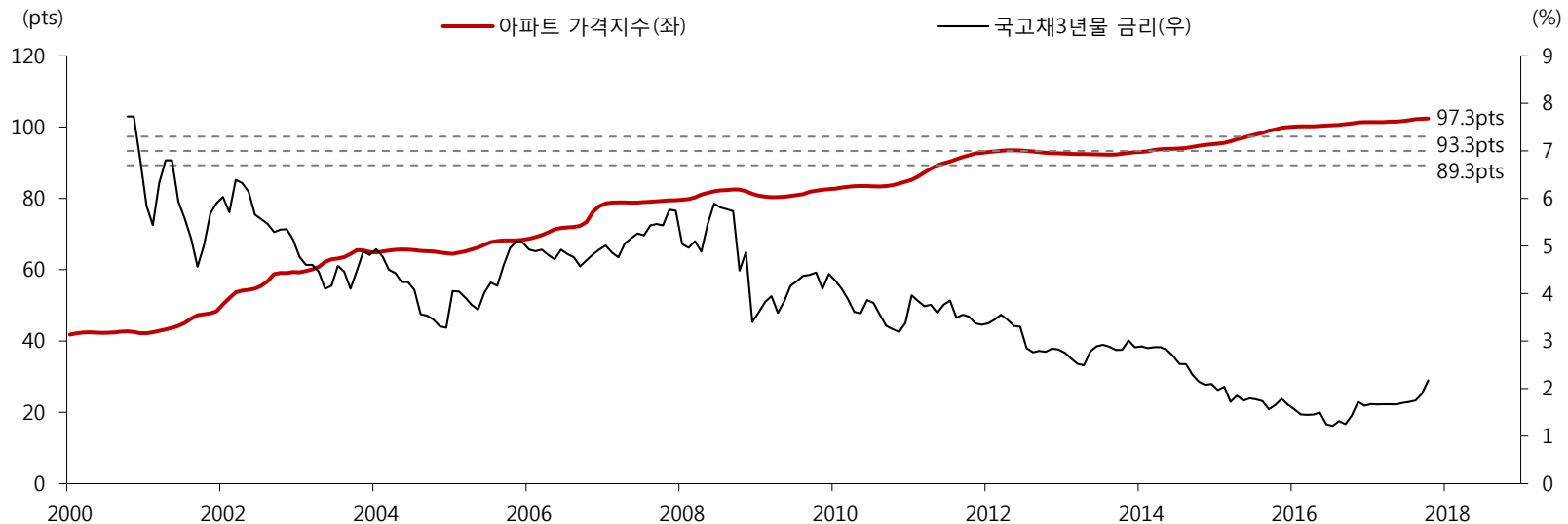
버블일까? - ②

● 부동산 가격과 기준금리 역의 상관관계, 기준금리 인상기에 조정 가능성

- 금리 상승에 따른 부동산 가격 하락 리스크에 대해서 점검할 필요성이 있음
- 국고채 3년물 금리를 독립변수로, 부동산 가격 인덱스를 종속변수로 놓고 회귀분석을 한 결과 유의미한 음의 상관관계가 나타남
- 현실적인 시장금리 상승 수준을 감안했을 때, 현 시점에서의 부동산 가격은 5~7% 수준의 다운사이드 리스크가 상존

→ 결론적으로, 가격 조정이 있을 수 있지만 *Macro Crash를 야기하는 수준의 가격 붕괴가 나타나기는 어렵다*고 판단

아파트 가격지수와 국고채 3년물 금리 추이 비교



자료: 한국은행, KB부동산, SK증권

주: 점선은 위에서부터 1.5%, 2.0%, 2.5%

규제의 실효성에 대한 고민

● 규제 이슈의 지속, 부동산 유관 종목 업사이드 포텐셜은 제한적

- 부동산 규제가 지속되는 시장 환경을 감안할 때, 냉정하게 부동산 유관 종목 멀티플 상방을 닫아놓고 보는 것이 합리적이라는 판단임. 그렇기에 현 시점에서 부동산은 1) 사상최대의 증익에 따른 밸류에이션 Bottom을 지지함과 동시에, 2) 섹터 멀티플 상방을 제한하는 양 날의 검으로 작용하고 있음
- 강력했던 8/2 대책 이후 남은 강한 규제는 보유세 증세 뿐이었으나, 오히려 8/2대책 이후 정책 실효성에 의문이 생기면서 규제에 대한 건설주 내성이 높아진 상황. 추가 규제 카드가 남지 않은 상황에서 오히려 서울 지역 재건축 수요가 다시금 각광받는 상황

강력했던 8/2 부동산 대책, 건설주 주가만 잡았다

조정대상지역, 투기과열지구, 투기지역

금융: 주택담보대출 제한 강화 (세대당 1건)

조정대상지역, 투기과열지구

금융: LTV, DTI 40% 적용 (+투기지역)

1세대 1건 이상 주담대 가구는 LTV, DTI 30% 적용

정비: 재개발 등 조합원 분양권 전매 제한

정비사업 분양분 (조합원+일반분양) 재당첨 제한

기타: 자금조달계획 선정 의무화

조정대상지역

세제: 다주택자 양도소득세 증과

장기보유 특별공제 배제

1세대 1주택 양도소득세 비과세 요건 강화

(2년 거주요건 추가)

청약: 1순위 자격요건 강화 (+투기과열지구)

가점제 적용 확대 (+투기과열지구)

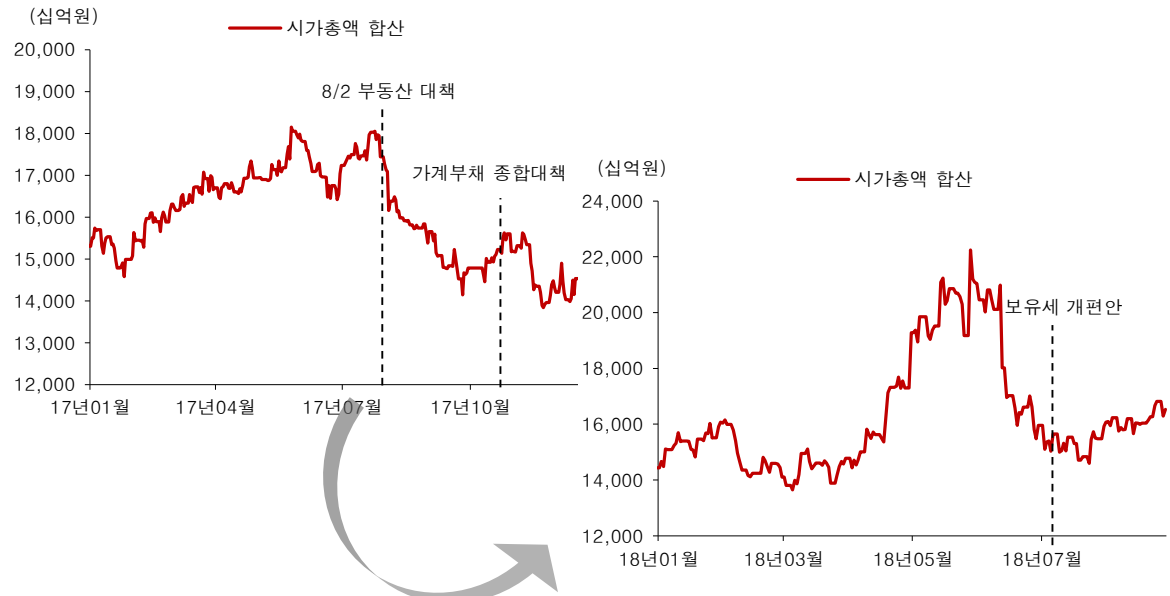
기타: 오피스텔 전매제한 (소유권 이전등시기) 및

지역 거주자 우선 분양 (+투기과열지구)

자료: 국토교통부, SK증권

주: 규제 강도는 투기지역>투기과열지구>조정대상지역

2017년 YTD 기준 5개사 합산 시가총액, 8/2대책 전후로 급락했으나 2018년은 오히려 반등세가 나타남



자료: FnGuide, SK증권

2019년 부동산 시장 총평: 거래량 (-), 가격 (-)

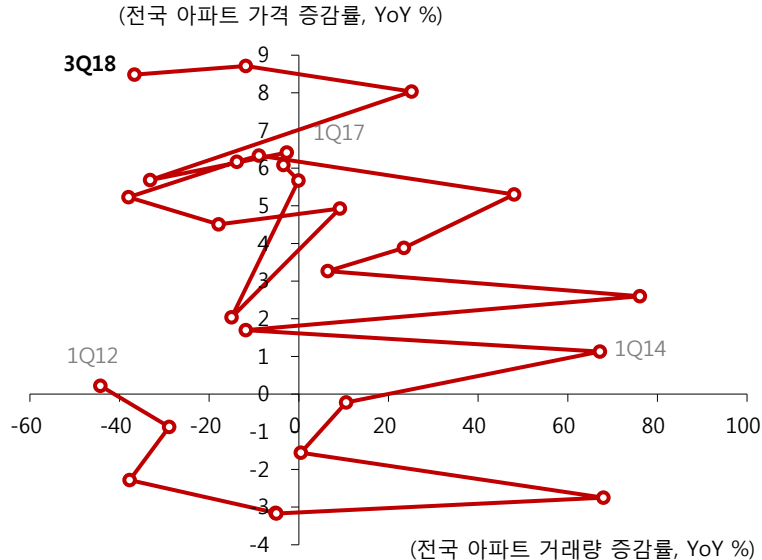
● 거래량 하락 폭은 축소, 가격 상승률 둔화 지속

- 재고순환변동지표를 벤치마크하여 아파트 가격, 거래량의 증감률을 하나의 매트릭스로 표현해보면, 현 정부의 부동산 규제 스탠스를 감안시 내년 중 아파트 가격은 거래량 감소를 동반하는 조정국면에 접어들 가능성이 있어 보임

● 리먼 수준까지 올라온 서울 PIR, 상대적으로 눌러있는 지방 PIR

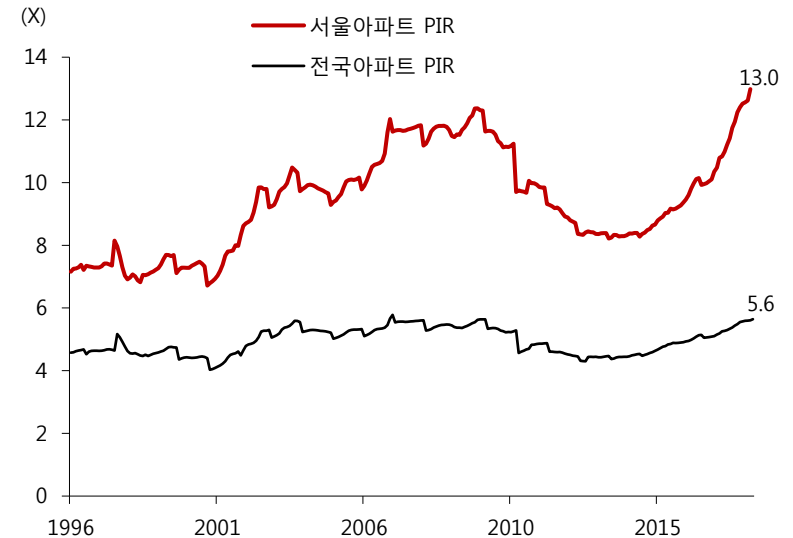
- 조선, 자동차 업황 부진 등으로 지방 부동산이 상대적으로 과도하게 위축되어있는 상황. 향후 지방 부동산 턴어라운드는 구조적 요인에 의한 개선이 필요할 것이기 때문에 상당한 시간이 소요될 것으로 보임. 서울의 경우는 단기 조정 가능성이 높아진 상황이나, Macro Crash를 야기할 수준은 아닌 것으로 예상

아파트 가격, 거래량 증감률 매트릭스



자료: 국토교통부, KB부동산, SK증권

지방과 서울 부동산 양극화 지속될 것



자료: 통계청, 부동산114, SK증권

주: 가격은 중위매매, 소득은 도시근로자 평균 소득 Trailing 기준

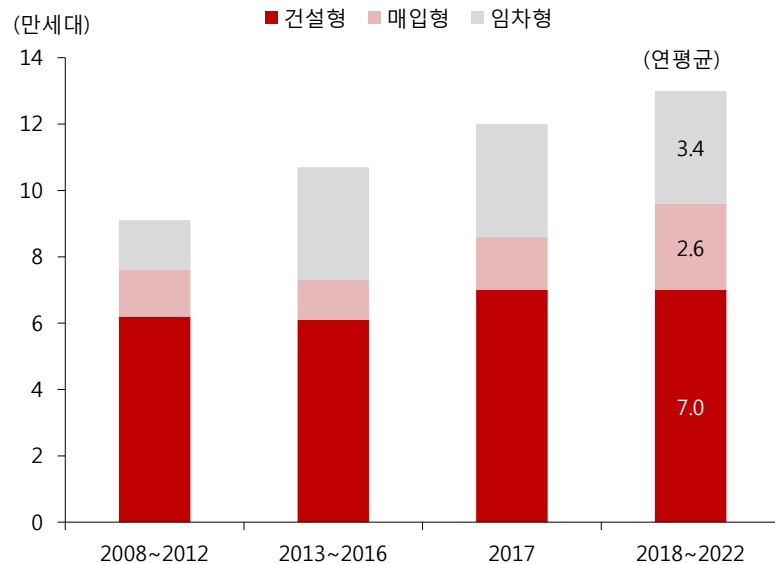
중소형 건설사의 기회요인 - ①

● 공공임대주택, 도시재생 뉴딜은 중소형사 핵심 시장

- 공공임대주택, 연간 12만호 공급 예정. 유형으로는 건설형 (공공주택 건설사업: LH 미매각토지, 시유지, 유수지, 공공시설 이전부지 등), 매입형 (재건축 소형주택 :재개발 임대, 역세권 장기전세주택, 다가구주택, 원룸 등), 임차형 (전세임대주택, 장기안심주택 등)이 있음
- 낙후된 도심 기능을 재활성화 하는 도시재생 뉴딜사업 역시 연간 10조원이 투입될 것으로 발표되어 있음. 주로 노후산단, 항만 등의 핵심 시설을 주변과 연계하여 개발하는 사례가 많음

→ 도급 규모가 작아 중소형 건설사에 좋은 먹거리가 될 것으로 기대

공공임대주택 공급 계획, 연간 12만호



자료: 국토교통부, SK증권

도시재생사업 성공사례: 일본 요코하마

일본 요코하마

선박 노동자 숙소를 게스트하우스로 바꾸고 버려진 공간을 아트거리로 재생하여 일본을 대표하는 항만도시가 된 사례.



자료: 빌라디그리움, 국토교통부, SK증권

중소형 건설사의 기회요인 - ②

● 지방선거 여당 압승, 지역 거점형 SOC 투자 확대될 것

- 문재인 정부의 SOC 예산 축소 기조는 최근 저성장국면을 지나며 중앙정부 SOC 재정 투자 확대로 계획 상향 조정
- 한국건설산업협회에 따르면 SOC 예산은 유지/개보수를 고려하지 않은 신규 SOC 증설에만 집중되어 있기 때문에, 현 축소 기조가 유지될 경우는 향후 10조원의 SOC 스톡이 부족할 것으로 예상
- 예산 증액이 없다고 하더라도 지역 활성화에 필요한 인프라 투자는 지속되는 바, 현 시점에서 가장 가시성 있는 공종은 '공항'으로 판단함. 지방 선거 이후 활발한 신공항 설립 및 군공항 이전에 대한 논의가 있을 것으로 예상

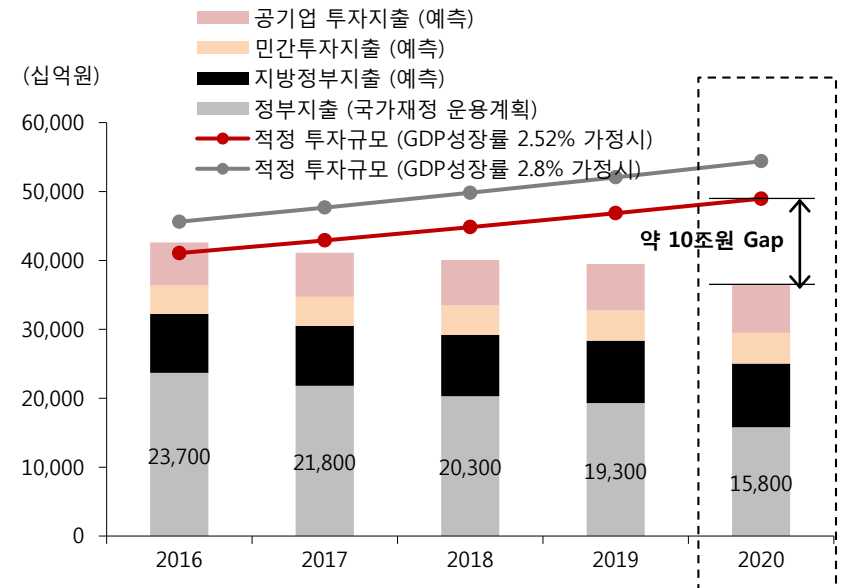
→ 공항 Record가 많은 금호산업, 한진중공업, 한라 등의 중소형 건설사 및 지역 거점 건설사에 기회요인이 될 것으로 기대

지방선거 더민주 압승, 향후 공항 발주 본격적으로 논의될 것

	예산 공사비	발주 예상	비고
흑산도공항	1,300억원	2017년 하반기	실시설계 중
울릉도공항	5,000억원	2018년 상반기	2017년 하반기 기본설계 완료
인천공항4단계	2조원 (사업비 4.2조원)	2018년 하반기	제4활주로, 여객터미널, 계류장 신설
김해신공항(확장)	3조원 (사업비 5.9조원)	2018년 하반기	예비타당성 검토 완료
제주신공항	3조원	2019년 상반기	제주 성산 신공항 건설
대구신공항	사업비 7.2조원	후보지 물색중	신공항 착공 이후 K2 이전
광주신공항	사업비 5.7조원	후보지 물색중	군공항 이전
수원신공항	사업비 7조원	부지 확정 (화성)	군공항 이전

자료: 국토교통부, 지자체, 금호산업, SK증권

SOC 적정 예산, 신규증설 외에 유지/개보수도 필요하다



자료: 한국건설산업연구원 '새로운 SOC 패러다임과 투자전략-박수진' 발제, SK증권

후분양제, 회계기준 변경에 대한 고찰

● 비합리적인 현행, 하지만 현실적으로 도입 가능할까

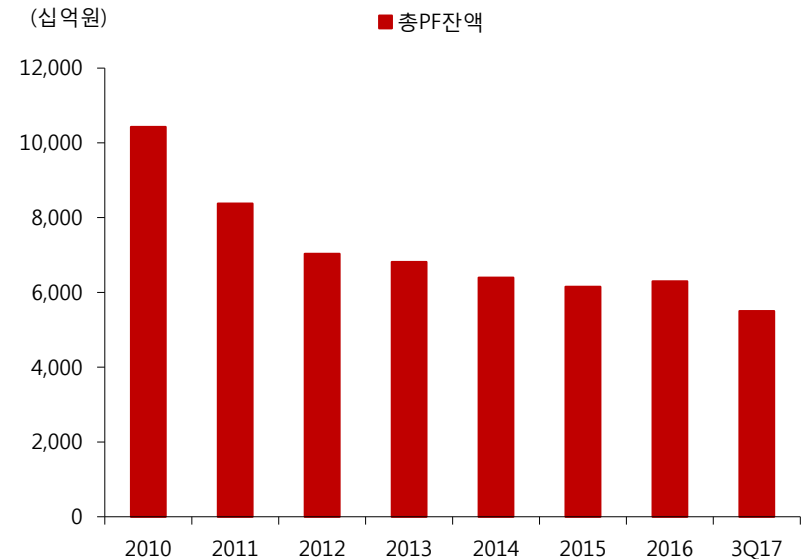
- 끊임없이 논의되고 있는 후분양제 도입에 대해서 갑론을박이 많으나, 현실적으로 도입 가능할지에 대해서는 의문
- 현행 선분양제도는 전매 등과 같이 투기수요를 야기하고, 건설비를 수분양자의 분양대금으로 충당하면서, 아파트가 지어지는 2~3년의 시간 동안 건설사 도산 리스크를 분양자들이 떠안게 되는 비합리적인 구조임은 분명함
- 그러나 후분양제를 강제적으로 도입할 경우 금융권의 부동산 PF 시장이 큰 폭으로 위축됨과 더불어, 중소형 건설사의 시장 탈락을 야기할 것으로 보임. Credit이 안정적인 건설사만이 분양 공급이 가능해진다고 하더라도, 미분양 리스크 헷지와 선투입에 따른 금융비용 충당을 위해 분양 가격이 상승할 것이기 때문에 현 시점에서 도입이 쉽지 않을 것으로 예상함

후분양제, 공급의 감소 vs 분양 가격의 상승 요인

구분	선분양제 (현행)	후분양제
시공사	건설사가 부도날 경우 공사기간이 늘어나며, 실제 건축물 80%이상 완료 후 분양 실시 이에 따른 수분양자 금융비용 증가	건설사 부도 및 파산 리스크 없음
분양가	건설사의 대부분을 수분양자의 분양대금으로 충당 분양가가 후분양보다 저렴	건설사가 직접 대출을 일으켜야함 건설사 금융비용 증가에 따른 분양가 상승
분양공급	-	자금력이 약한 중소 건설사 시장탈락 신규 공급 감소 가능성 높음
하자	하자 리스크 있음	아파트를 보고 나서 계약하므로, 하자에 대한 리스크 적음
시장리스크	국가 정책에 따른 공급 변동 리스크, 청약 경쟁률 상승	불확실성 없음
구입자금	초기 자금이 적고, 중도금 분납 가능	분양자가 자금을 한꺼번에 부담
투자	전매 시세차익 극대화 부동산 투기 활성화	투기보다는 투자자금 활성화 (시세차익 기대하기 곤란)

자료: SK증권

부동산 PF 감소, 건설사 직접 대출로 Credit이 안정적인 건설사만 살아남을 수 있다



자료: 각 사, SK증권



Recommendations

Top-pick: GS건설

차선회주: 현대건설

Not Rated: HDC현대산업개발



SK증권 Coverage 대형 건설주 2019년 실적 Snapshot

(단위: 십억원, %, %p)	4Q18E	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	컨센서스	Gap	2019E	2018E	YoY
현대건설										
매출액	4,533.4	4,296.5	5.5	4,486.3	1.0	4,694.0	-3.4	18,595	17,788	4.5
영업이익	236.2	194.6	21.4	237.9	-0.7	266.0	-11.2	1,190	1,149	3.6
영업이익률	5.2	4.5	0.7	5.3	-0.1	5.7	-0.5	6.4	6.5	-0.1
대림산업										
매출액	2,417.1	3,290.7	-26.5	2,463.8	-1.9	2,494.3	-3.1	9,312	10,953	-15.0
영업이익	159.9	91.6	74.6	205.5	-22.2	174.4	-8.3	617	665	-7.2
영업이익률	6.6	2.8	3.8	8.3	-1.7	7.0	-0.4	6.6	6.1	0.6
대우건설										
매출액	2,716.5	2,914.6	-6.8	2,728.5	-0.4	2,738.5	-0.8	12,332	12,682	-2.8
영업이익	163.7	-151.5	흑전	191.5	-14.5	160.5	2.0	1,095	983	11.5
영업이익률	6.0	-5.2	11.2	7.0	-1.0	5.9	0.2	8.9	7.7	1.1
GS건설										
매출액	3,418.4	3,163.8	8.0	3,197.3	6.9	3,203.3	6.7	12,383	12,047	2.8
영업이익	243.4	102.6	137.2	233.3	4.3	206.9	17.7	684	599	14.1
영업이익률	7.1	3.2	3.9	7.3	-0.2	6.5	0.7	5.5	5.0	0.5
삼성엔지니어링										
매출액	1,486.1	1,267.1	17.3	1,305.8	13.8	1,465.1	1.4	5,596	5,014	11.6
영업이익	-35.3	6.8	적전	84.5	적전	46.6	적전	188	51	268.1
영업이익률	-2.4	0.5	-2.9	6.5	-8.8	3.2	-5.6	3.4	1.0	2.3
대형건설사 합산										
매출액	14,571.6	14,932.7	-2.4	14,181.7	2.7	14,595.2	-0.2	58,217.3	58,485.4	-0.5
영업이익	767.8	244.1	214.5	952.7	-19.4	854.4	-10.1	3,774.6	3,447.3	9.5
영업이익률	5.3	1.6	3.6	6.7	-1.4	5.9	-0.6	6.5	5.9	0.6

자료: FnGuide, SK증권

GS건설 (006360/KS | 매수(유지) | T.P 70,000원(유지))

플랜트 수주로 한 방을 보여줄 한 해

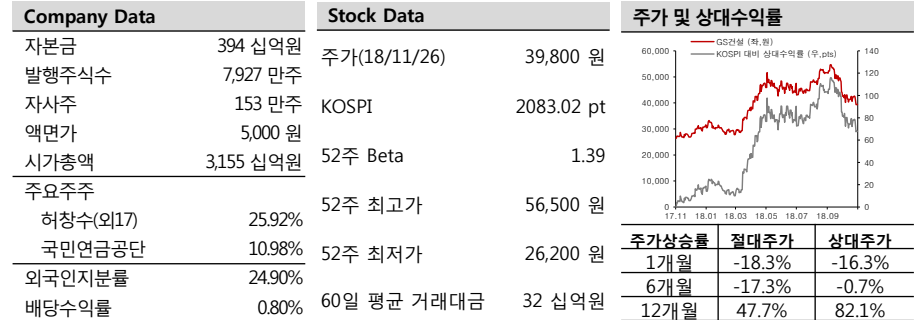
2018-11-27

● 국내외 플랜트 수주, 두드러진 증가세 기대

GS건설은 올 해 굵직한 프로젝트 몇 가지를 놓쳤음에도 불구하고 연간 3조원에 가까운 플랜트 수주를 기록했다. 2018년이 수주에 선방하는 해였다면, 2019년은 수주 증가세를 확대하는 해가 될 것으로 기대된다. GS건설은 LG화학, GS칼텍스를 비롯한 국내 에너지 업체들의 다양한 CAPEX에 최대 수혜주가 될 것으로 보인다. 더불어 중동 지역 Petrochemical, 글로벌 Refinery 신증설 모멘텀으로 해외 수주 모멘텀에 시동이 걸리는 한 해가 될 것으로 보인다. 2019년은 주택 매출 peak-out의 영향으로 매출 감소가 불가피할 것으로 보이나, 2018년 해외 현안 프로젝트의 마무리로 인해 체질 개선이 일어난 점은 긍정적이다. 플랜트 매출 성장으로 2020년에는 매출액 턴어라운드가 가능할 것으로 보인다.

● 주택으로 방어되는 밸류에이션 하방, 대형 건설주 내 Top-pick 추천

정부 정책 방향성이 다소 흐어지면서 서울 지역 기존주택 매매가 어려워지다보니, 다시금 재건축 수요가 각광을 받는 상황이다. 부동산 업황 자체는 이미 다운턴에 접어들었으나, 브랜드 파워가 있는 GS건설은 정비사업을 필두로 큰 폭의 감소 없이 연간 2만세대 수준의 분양 공급을 지속해나갈 수 있을 것으로 기대된다. 주식 시장 변동 폭이 높아지고, 국내 기준금리 인상 압박이 지속되는 상황에서 GS건설이 주택 덕분에 현금 보유고가 늘어난 부분은 밸류에이션 하방을 막는 긍정적 재료라는 판단이다. 또한 국내 에너지 업체들의 수주 마진이 중동 수주보다는 높은 수준일 것으로 기대되는 바, Captive 공사들이 GS건설 주가에 알파 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 타 사 대비 수주 증가세가 높을 것으로 기대되어, 2019년 GS건설을 대형 건설주 내 Top-pick으로 추천한다.



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	10,573	11,036	11,679	13,325	12,172	12,532
yoy	%	11.4	4.4	5.8	14.1	-8.6	3.0
영업이익	십억원	122	143	319	1,086	1,019	1,036
yoy	%	138.6	17.1	122.9	240.9	-6.2	1.7
EBITDA	십억원	128	149	325	1,093	1,026	1,044
세전이익	십억원	31	21	-161	821	766	794
순이익(지배주주)	십억원	26	-26	-168	609	566	587
영업이익률%	%	1.2	1.3	2.7	8.2	8.4	8.3
EBITDA%	%	1.2	1.3	2.8	8.2	8.4	8.3
순이익률	%	0.2	-0.2	-1.4	4.6	4.6	4.7
EPS	원	367	-363	-2,349	7,187	6,675	6,922
PER	배	53.8	n/a	n/a	6.7	7.2	7.0
PBR	배	0.4	0.6	0.6	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	19.3	21.9	11.4	4.7	4.5	3.7
ROE	%	0.9	-0.6	-5.1	17.5	13.9	12.7
순차입금	십억원	1,066	1,370	1,688	1,109	524	-194
부채비율	%	288.5	298.9	322.8	288.9	249.3	228.6

GS건설 (006360/KS | 매수(유지) | T.P 70,000원(유지))

실적 Summary

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	11,680	13,325	12,172	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	3,197	3,418
토목	1,298	1,212	1,238	292	344	290	372	270	317	281	344
플랜트	2,927	4,172	3,127	684	759	679	805	991	1,126	1,005	1,050
전력	729	560	629	155	185	241	148	129	136	165	130
건축/주택	6,645	7,299	7,096	1,550	1,685	1,591	1,819	1,716	1,984	1,728	1,871
Sales Growth (YoY %)	5.8	14.1	-8.6	2.3	10.6	9.5	1.6	15.8	19.6	13.4	8.0
토목	-6.1	-6.6	2.1	-13.4	-5.5	-4.9	-1.3	-7.5	-7.8	-3.1	-7.4
플랜트	-28.7	42.5	-25.0	-41.5	-23.1	-23.8	-24.1	44.9	48.4	48.0	30.5
전력	10.1	-23.2	12.3	-12.9	17.8	91.3	-26.4	-16.8	-26.5	-31.5	-12.1
건축/주택	38.0	9.8	-2.8	65.1	42.8	28.6	24.8	10.7	17.7	8.6	2.8
GPM (%)	6.9	11.7	11.9	5.8	6.3	8.7	6.7	16.1	9.3	11.1	10.6
토목	3.5	8.3	8.4	6.5	7.1	1.7	-0.8	7.6	10.4	7.6	7.6
플랜트	-11.4	9.0	7.0	-23.1	-12.3	-4.1	-6.9	20.3	5.1	5.9	5.5
전력	-4.2	3.0	8.0	-6.1	-11.4	14.9	-24.2	6.3	4.1	11.1	-11.7
건축/주택	16.8	14.4	15.0	19.6	16.6	14.6	16.7	15.9	12.0	14.8	15.2
영업이익	319	1,086	1,019	59	86	71	103	390	219	234	243
영업이익률 (%)	2.7	8.2	8.4	2.2	2.9	2.5	3.3	12.5	6.1	7.3	7.1
지배주주순이익	-168	609	566	-68	9	-10	-99	207	144	135	124
순이익률 (%)	-1.4	4.6	4.6	-2.5	0.3	-0.4	-3.1	6.6	4.0	4.2	3.6

자료: SK증권

재무제표

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,737	9,582	11,316	11,571	12,526
현금및현금성자산	2,356	2,442	2,921	3,496	4,204
매출채권 및 기타채권	4,777	4,668	5,841	5,669	5,837
재고자산	825	1,091	1,026	975	1,019
비유동자산	3,640	4,114	3,984	4,084	4,076
장기금융자산	901	947	966	986	1,005
유형자산	978	898	858	823	791
무형자산	194	209	202	206	204
자산총계	13,377	13,697	15,300	15,656	16,602
유동부채	7,225	8,581	9,022	7,843	8,155
단기금융부채	1,486	2,754	2,687	1,751	1,747
매입채무 및 기타채무	3,868	4,288	4,642	4,230	4,360
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,798	1,876	2,344	3,330	3,395
장기금융부채	1,777	935	1,343	2,269	2,263
장기매입채무 및 기타채무	34	9	9	9	9
장기충당부채	464	441	485	509	535
부채총계	10,023	10,457	11,366	11,173	11,549
지배주주지분	3,279	3,167	3,861	4,409	4,979
자본금	355	358	424	424	424
자본잉여금	611	627	627	627	627
기타자본구성요소	-143	-143	-76	-76	-76
자기주식	-76	-76	-76	-76	-76
이익잉여금	2,504	2,334	2,924	3,474	4,044
비지배주주지분(연결)	74	72	73	73	73
자본총계	3,353	3,240	3,934	4,482	5,053
부채와자본총계	13,377	13,697	15,300	15,656	16,602

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,036	11,679	13,325	12,172	12,532
매출원가	10,547	10,876	11,772	10,728	11,057
매출총이익	488	803	1,553	1,445	1,475
매출총이익률(%)	4.4	6.9	11.7	11.9	11.8
판매비와관리비	345	485	466	426	439
영업이익	143	319	1,086	1,019	1,036
영업이익률(%)	1.3	2.7	8.2	8.4	8.3
조정영업이익	143	319	1,086	1,019	1,036
비영업손익	-122	-479	-266	-253	-242
순금융손익	-82	-147	-163	-160	-160
외환관련손익	23	-159	-19	-19	-19
관계기업등 투자손익	3	-6	-6	-6	-6
세전계속사업이익	21	-161	821	766	794
세전계속사업이익률(%)	0.2	-1.4	6.2	6.3	6.3
계속사업법인세	42	3	205	192	199
계속사업이익	-20	-164	616	575	596
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-164	616	575	596
순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.6	4.7	4.8
지배주주	-26	-168	609	566	587
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.6	4.6	4.7
비지배주주	5	5	6	9	9
총포괄이익	8	-125	576	535	556
지배주주	-3	-124	571	530	550
비지배주주	11	-1	6	5	6
EBITDA	149	325	1,093	1,026	1,044

자료: SK증권

재무제표

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	81	-205	105	629	757
당기순이익(손실)	-20	-164	616	575	596
비현금수익비용가감	273	531	390	389	389
유형자산감가상각비	58	47	45	41	37
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	251	272	272	272	272
운전자본감소(증가)	-172	-573	-900	-335	-227
매출채권및기타채권의 감 소(증가)	-198	-615	-1,173	172	-167
재고자산의감소(증가)	-65	30	65	51	-44
매입채무및기타채무의 증 가(감소)	156	158	353	-412	130
기타	-65	-146	-146	-146	-146
법인세납부	-16	-41	-46	-34	-40
투자활동으로 인한 현금흐름	-249	14	54	42	48
금융자산감소(증가)	-114	-51	-23	-23	-23
유형자산처분(취득)	5	15	15	15	15
무형자산감소(증가)	-14	-5	8	-4	2
기타투자활동	-47	75	75	75	75
재무활동으로 인한 현금흐름	78	300	342	-75	-75
단기금융부채의 증가(감소)	-106	345	-67	-936	-4
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	408	926	-6
자본의 증가(감소)	0	-5	66	0	0
배당금지급	0	0	-25	-25	-25
기타재무활동	185	-39	-39	-39	-39
현금의 증가	-72	86	479	575	708
기초현금	2,429	2,356	2,442	2,921	3,496
기말현금	2,356	2,442	2,921	3,496	4,204
FCF	2	-226	84	608	737

주요투자지표

(단위: X, %, 원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.4	5.8	14.1	-8.6	3.0
영업이익	17.1	122.9	240.9	-6.2	1.7
세전계속사업이익	-31.8	적전	흑전	-6.7	3.7
EBITDA	16.0	118.6	236.5	-6.1	1.8
EPS	적전	적지	흑전	-7.1	3.7
수익성(%)					
ROA(%)	-0.2	-1.2	4.2	3.7	3.7
ROE(%)	-0.6	-5.1	17.5	13.9	12.7
EBITDA마진(%)	1.3	2.8	8.2	8.4	8.3
안정성(%)					
유동비율(%)	134.8	111.7	125.4	147.5	153.6
부채비율(%)	298.9	322.8	288.9	249.3	228.6
순차입금/자기자본(%)	40.9	52.1	28.2	11.7	-3.8
EBITDA/이자비용(배)	1.2	1.7	5.5	5.2	5.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-363	-2,349	7,187	6,675	6,922
BPS	43,453	41,267	43,154	49,581	56,326
CFPS	667	-1,487	7,904	7,374	7,582
주당 현금배당금	0	0	300	300	300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	n/a	4.8	5.2	5.0
PER(최저)	n/a	n/a	3.5	3.8	3.7
PBR(최고)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
PCR	39.7	-19.0	6.1	6.5	6.4
EV/EBITDA(최고)	24.3	12.8	3.7	3.4	2.6
EV/EBITDA(최저)	18.3	10.9	3.0	2.6	1.9

자료: SK증권

현대건설 (000720/KS | 매수(유지) | T.P 77,000원(유지))

턴어라운드를 보여줄 대장주

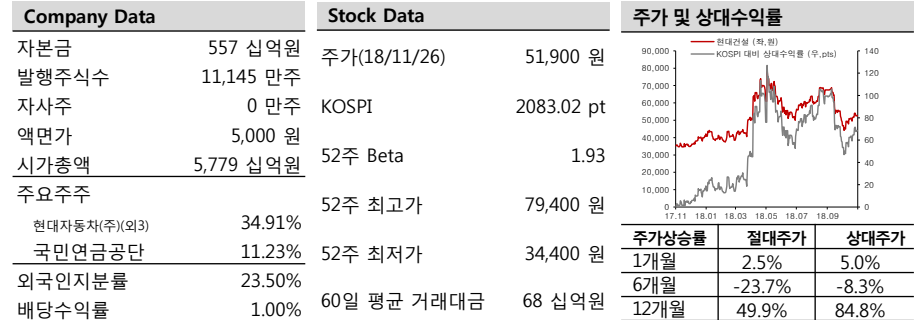
2018-11-27

● 매출액 성장이 기대되는 2019년

현대건설은 네분기 연속적으로 시장 기대치에 다소 하회하는 실적을 기록했으며, 이유는 1) 별도 부문 해외 마진을 악화, 2) 해외 수주 잔고의 더딘 매출화에 기인한다. 그러나 2019년은 매출액도, 마진율도 모두 개선되는 한 해가 될 것으로 기대된다. 이라크 카르발라 정유, 쿠웨이트 LNG터미널, 사우디 에탄회수처리시설 등과 같은 주요 매출 발생 프로젝트의 공사가 본격화 될 것이기 때문이다. 신규 프로젝트의 매출 성장에 따라 해외 마진율 역시 자연스럽게 개선될 것으로 기대된다. 섹터 특성상 멀티플 업사이드에는 이익 턴어라운드보다 매출 턴어라운드가 유의미하다는 판단이다. 타 사가 주택 매출 peak-out에 따른 매출액 역성장이 나타나는 것과는 대조적으로 현대건설은 매출액 성장세가 나타나는 점에 주목, 2019년 대형 건설주 내 차선후주로 추천한다.

● 주력 공종상 탄력도가 높지 않으나, 대장다운 수주 흐름 지속될 것

현대건설의 주력 공종인 가스, 전력, 복합화력 등은 유가와외의 상관관계, 혹은 발주 사이클을 정확히 체크할만한 인덱스가 적어 타 사 대비 주가 탄력도가 높지 않다. 이를테면 GS건설과 삼성엔지니어링처럼 직관적 분석이 가능한 Refinery, Petrochemical 대비해서는 단일 프로젝트별 금액이 적고 발주 사이클을 알기가 어려운 공종에서 수주가 많은 모습이다. 그러나 UAE, 사우디와 같이 중동에서 Downstream 분야 투자 확대와 더불어 전반적인 건설 투자에 대한 공격적 기조를 지속하고 있는 바, 현대건설 역시 2018년과 유사하게 높은 수준의 신규 수주를 확보해나갈 것으로 예상된다. PBR 0.8X 수준으로, 대북 경험 모멘텀으로 슈팅할 당시 주가가 1.2X까지 치솟은 점을 감안할 때 여전히 밸류에이션 메리트가 높다는 판단이다.



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	19,233	18,825	16,887	16,774	17,125	17,978
yoy	%	11.3	-2.1	-10.3	-0.7	2.1	5.0
영업이익	십억원	1,089	1,159	986	890	1,058	1,113
yoy	%	31.4	6.4	-14.9	-9.8	18.9	5.3
EBITDA	십억원	1,285	1,349	1,179	1,075	1,232	1,278
세전이익	십억원	898	981	555	906	1,025	1,082
순이익(지배주주)	십억원	421	572	202	443	516	553
영업이익률%	%	5.7	6.2	5.8	5.3	6.2	6.2
EBITDA%	%	6.7	7.2	7.0	6.4	7.2	7.1
순이익률	%	2.2	3.0	1.2	2.6	3.0	3.1
EPS	원	3,777	5,133	1,810	3,976	4,633	4,961
PER	배	7.6	8.3	20.1	11.8	10.1	9.5
PBR	배	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	2.8	3.5	3.4	5.0	4.4	4.3
ROE	%	12.1	12.1	5.8	9.0	9.6	9.4
순차입금	십억원	397	-18	-49	120	247	319
부채비율	%	161.8	144.6	117.5	107.8	99.7	95.0

현대건설 (000720/KS | 매수(유지) | T.P 77,000원(유지))

실적 Summary

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	16,854	16,774	17,125	4,139	4,208	4,243	4,264	3,538	4,240	4,486	4,533
국내	9,638	9,416	9,319	2,213	2,414	2,534	2,476	1,958	2,425	2,577	2,504
현대건설	6,027	6,314	6,229	1,320	1,521	1,624	1,562	1,239	1,643	1,761	1,671
현대엔지니어링	3,363	2,841	2,823	825	831	850	856	624	720	734	763
기타	247	260	268	68	62	60	58	95	61	82	70
해외	7,217	7,359	7,806	1,919	1,801	1,710	1,788	1,580	1,816	1,909	2,030
현대건설	4,107	3,520	3,765	1,152	1,021	971	963	888	867	845	921
현대엔지니어링	2,905	3,627	3,823	704	728	689	784	632	928	1,019	1,048
기타	205	211	218	63	51	50	41	60	21	45	61
현대건설	10,134	9,835	9,994	2,472	2,543	2,594	2,525	2,127	2,510	2,606	2,592
현대엔지니어링	6,268	6,468	6,646	1,529	1,559	1,540	1,640	1,256	1,648	1,753	1,811
기타	453	471	485	138	106	109	99	155	82	127	131
매출총이익률 (%)	10.6	10.3	11.1	11.2	10.8	10.3	10.2	11.8	10.3	9.8	10.1
국내	14.8	13.4	14.1	13.3	13.8	16.1	16.0	12.5	14.0	14.3	14.3
해외	5.1	6.3	7.5	8.8	7.2	1.7	2.3	10.9	5.5	3.8	4.8
현대건설	8.3	7.8	8.2	9.3	7.2	8.3	8.6	9.1	8.4	6.8	7.2
현대엔지니어링	13.7	13.6	13.7	13.6	15.6	13.5	12.2	14.3	13.0	13.5	13.8
영업이익	1,010	890	1,058	244	266	281	219	218	221	238	236
영업이익률 (%)	6.0	5.3	6.2	5.9	6.3	6.6	5.1	6.2	5.2	5.3	5.2
지배주주순이익	202	443	516	26	140	57	-22	100	148	71	123
순이익률 (%)	1.2	2.6	3.0	0.6	3.3	1.3	-0.5	2.8	3.5	1.6	2.7

자료: SK증권

재무제표

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,938	13,250	12,876	12,975	13,386
현금및현금성자산	2,150	2,107	1,928	1,791	1,709
매출채권 및 기타채권	7,122	5,398	6,204	6,334	6,649
재고자산	1,199	2,106	1,103	1,150	1,207
비유동자산	4,936	5,182	5,663	6,247	6,692
장기금융자산	682	1,044	1,055	1,065	1,076
유형자산	1,498	1,399	1,311	1,235	1,168
무형자산	810	760	760	760	760
자산총계	19,873	18,432	18,539	19,221	20,078
유동부채	8,750	7,219	6,887	6,873	7,062
단기금융부채	192	396	361	359	357
매입채무 및 기타채무	5,161	4,561	4,287	4,297	4,510
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	2,999	2,740	2,732	2,725	2,717
장기금융부채	1,968	1,696	1,687	1,679	1,671
장기매입채무 및 기타채무	43	139	139	139	139
장기충당부채	448	424	424	425	425
부채총계	11,749	9,959	9,619	9,598	9,779
지배주주지분	6,329	6,468	7,019	7,671	8,372
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,040	1,032	1,032	1,032	1,032
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,622	4,813	5,365	6,016	6,718
비지배주주지분(연결)	1,796	2,005	1,900	1,953	1,927
자본총계	8,125	8,473	8,919	9,624	10,299
부채와자본총계	19,873	18,432	18,539	19,221	20,078

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,825	16,887	16,774	17,125	17,978
매출원가	16,895	15,108	15,046	15,229	15,983
매출총이익	1,930	1,779	1,728	1,897	1,994
매출총이익률(%)	10.3	10.5	10.3	11.1	11.1
판매비와관리비	771	793	839	839	881
영업이익	1,159	986	890	1,058	1,113
영업이익률(%)	6.2	5.8	5.3	6.2	6.2
조정영업이익	1,159	986	890	1,058	1,113
비영업손익	-177	-431	16	-33	-32
순금융손익	-8	16	19	20	21
외환관련손익	77	-201	-204	-207	-209
관계기업등 투자손익	-6	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	981	555	906	1,025	1,082
세전계속사업이익률(%)	5.2	3.3	5.4	6.0	6.0
계속사업법인세	250	183	299	318	325
계속사업이익	732	372	607	707	757
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	732	372	607	707	757
순이익률(%)	3.9	2.2	3.6	4.1	4.2
지배주주	572	202	443	516	553
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.2	2.6	3.0	3.1
비지배주주	160	170	164	191	204
총포괄이익	842	444	680	780	830
지배주주	664	202	309	354	377
비지배주주	178	243	371	426	453
EBITDA	1,349	1,179	1,075	1,232	1,278

자료: SK증권

재무제표

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,087	514	175	183	237
당기순이익(손실)	732	372	607	707	757
비현금수익비용가감	647	773	776	772	770
유형자산감가상각비	136	134	126	115	105
무형자산상각비	54	59	59	59	59
기타	450	316	316	316	316
운전자본감소(증가)	-292	-631	-1,208	-1,297	-1,290
매출채권및기타채권의 감 소(증가)	581	1,280	-806	-130	-315
재고자산의감소(증가)	283	-186	1,003	-47	-57
매입채무및기타채무의 증 가(감소)	211	-594	-274	10	213
기타	-1,367	-1,131	-1,131	-1,131	-1,131
법인세납부	-200	-283	-283	-283	-283
투자활동으로 인한 현금흐름	-775	-16	25	26	26
금융자산감소(증가)	-622	-13	26	26	27
유형자산처분(취득)	4	11	11	11	11
무형자산감소(증가)	-5	-3	0	0	0
기타투자활동	26	38	38	38	38
재무활동으로 인한 현금흐름	-177	-381	-219	-185	-185
단기금융부채의 증가(감소)	-273	-272	-103	-69	-68
장기금융부채의 증가(감소)	204	0	-8	-8	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-56	-56	-56	-56	-56
기타재무활동	-53	-53	-53	-53	-53
현금의 증가	153	-43	-179	-137	-82
기초현금	1,997	2,150	2,107	1,928	1,791
기말현금	2,150	2,107	1,928	1,791	1,709
FCF	908	465	125	133	188

주요투자지표

(단위: X, %, 원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	-2.1	-10.3	-0.7	2.1	5.0
영업이익	6.4	-14.9	-9.8	18.9	5.3
세전계속사업이익	9.3	-43.5	63.3	13.1	5.5
EBITDA	5.0	-12.6	-8.9	14.6	3.7
EPS	35.9	-64.7	119.7	16.5	7.1
수익성(%)					
ROA(%)	3.7	1.9	3.3	3.7	3.9
ROE(%)	12.1	5.8	9.0	9.6	9.4
EBITDA마진(%)	7.2	7.0	6.4	7.2	7.1
안정성(%)					
유동비율(%)	170.7	183.5	187.0	188.8	189.5
부채비율(%)	144.6	117.5	107.8	99.7	95.0
순차입금/자기자본(%)	-0.2	-0.6	1.3	2.6	3.1
EBITDA/이자비용(배)	15.5	15.4	14.3	16.4	17.1
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	5,133	1,810	3,976	4,633	4,961
BPS	56,786	58,029	62,977	68,823	75,118
CFPS	8,274	5,069	7,106	7,906	8,269
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	8.8	28.5	19.9	17.1	15.9
PER(최저)	5.3	18.7	8.6	7.4	6.9
PBR(최고)	0.9	1.0	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	5.2	7.2	6.6	5.9	5.7
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.8	8.3	7.4	7.1
EV/EBITDA(최저)	2.2	3.2	3.7	3.3	3.2

자료: SK증권

HDC현대산업개발 (294870/KS | Not Rated | T.P N/A)

상반기 실적 모멘텀에 주목

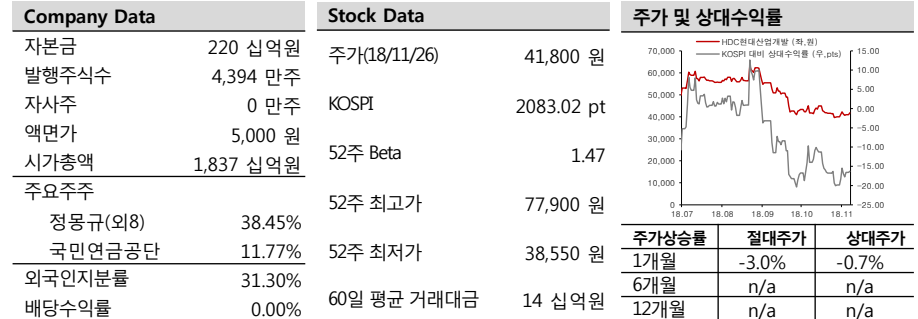
2018-11-27

● 상반기 자체주택 입주, 호실적 예상

HDC현대산업개발은 2019년 상반기 수원 영통, 청주 가경 1차와 같은 자체 사업지 입주가 몰려있어 자체주택을 필두로 한 어닝파워를 다시금 시장에 확인시킬 것으로 기대된다. HDC현대산업개발이 주택 익스포저가 높다보니, 부동산 규제가 지속되는 시장 환경 속에서 종목의 멀티플 상방은 냉정하게 닫혀있다는 판단이다. 그러나 8/2 부동산 대책 이후 보유세 증세를 제외하고는 모든 규제의 반영으로 주가センチ먼트를 누르는 악재는 모두 제거되었다는 판단이다. 더불어 자체주택 인식 기준 변경 따른 이익 인식 시점 지연으로 인한 주가 과매도 역시 소강상태로 접어든 것으로 보인다. 현 주가는 Forward PER 5X로 과도하게 저평가 되어 있다는 판단이며, 상반기 중 해외 수주 모멘텀이 부재한 점을 감안할 때 HDC현대산업개발의 어닝 파워가 다시금 주가를 끌어올리는 요소로 작용할 것으로 기대된다.

● 금리 인상 압박 속, 보유 현금에 대한 리레이팅이 필요한 시점

사실상 기준금리 인상 사이클이 건설사의 업황 호조기라고 볼 수 없으나, 이러한 시장 환경일수록 더욱 건설사 현금 보유고에 대한 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시점이라는 판단이다. 건설이 레버리지 사업임을 감안했을 때, 금리 상승 기조 속 보유 현금 1.3조원과 주택이 만들어주는 2년간의 확정적 증익은 HDC현대산업개발의 영업력을 더욱 돋보이게 한다. 우량한 펀더멘탈과 지나친 저평가로 인해 섹터 내 단기 Trading BUY로 접근하기 가장 용이한 종목으로 판단된다.



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,348	3,507	4,119	4,221	4,214	4,106
yoy	%	6.2	4.8	17.6	2.3	-0.2	-2.6
영업이익	십억원	293	407	543	502	517	485
yoy	%	88.6	38.8	33.5	-7.6	2.9	-6.1
EBITDA	십억원	336	449	585	544	559	528
세전이익	십억원	231	376	517	519	523	492
순이익(지배주주)	십억원	217	307	390	384	387	364
영업이익률%	%	8.8	11.6	13.2	11.9	12.3	11.8
EBITDA%	%	10.0	12.8	14.2	12.9	13.3	12.9
순이익률	%	6.5	8.7	9.4	9.1	9.2	8.9
EPS	원	5,430	7,532	7,716	8,745	8,816	8,285
PER	배	7.1	6.0	5.8	5.2	5.1	5.4
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	10.7	6.9	3.1	1.7	1.4	0.9
ROE	%	10.5	13.3	12.6	13.1	11.8	10.1
순차입금	십억원	666	-272	-148	-1,063	-1,190	-1,492
부채비율	%	123.0	110.0	100.8	90.9	82.3	75.5

HDC현대산업개발 (294870/KS | Not Rated | T.P N/A)

실적 Summary

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	4,119	4,221	4,214	839	1,048	1,049	1,183	1,080	1,308	939	893
자재주택	1,069	838	855	222	286	237	324	314	446	53	25
비중 (%)	26.0	19.9	20.3	26.5	27.3	22.6	27.4	29.1	34.1	5.6	2.8
외주주택	2,186	2,627	2,532	441	551	570	624	595	673	701	658
토목	302	244	268	64	73	74	91	64	63	54	63
건축	377	346	392	73	91	111	102	71	86	94	95
기타	185	167	168	39	47	57	42	36	40	37	53
Sales Growth (YoY %)	17.5	2.5	-0.2	22.8	17.1	21.7	10.9	28.7	24.8	-10.4	-24.5
자재주택	-13.2	-21.6	2.0	-18.1	-16.6	-24.0	5.9	41.4	55.9	-77.6	-92.3
외주주택	42.9	20.2	-3.6	83.0	53.5	46.9	15.1	34.9	22.1	23.0	5.4
토목	-12.0	-19.2	9.7	-22.9	-24.7	-7.5	9.6	0.0	-13.7	-27.0	-30.9
건축	62.5	-8.3	13.4	35.2	44.4	131.3	52.2	-2.7	-5.5	-15.3	-7.2
매출총이익	524	597	624	156	112	125	138	100	209	156	140
매출총이익률 (%)	12.7	14.2	14.8	18.6	10.7	11.9	11.7	9.3	16.0	16.6	15.6
자재주택	30.1	24.1	26.4	31.1	28.7	29.0	31.4	19.7	26.4	30.1	26.0
외주주택	16.7	17.4	16.2	17.6	15.1	19.5	14.9	17.3	13.9	20.8	17.3
토목	5.9	6.1	6.5	12.9	3.6	6.2	2.7	5.0	5.6	7.5	6.4
건축	2.5	-3.6	2.0	-0.1	1.9	3.3	4.1	-4.8	-4.7	-13.9	8.4
영업이익	543	502	517	118	118	143	164	124	158	118	103
영업이익률 (%)	13.2	11.9	12.3	14.1	11.2	13.7	13.9	11.5	12.1	12.5	11.5
당기순이익	390	384	387	99	104	123	64	124	117	85	59
순이익률 (%)	9.5	9.1	9.2	11.8	9.9	11.7	5.4	11.5	8.9	9.0	6.6

자료: SK증권

재무제표

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645	3,770	4,320	4,779	5,180
현금및현금성자산	1,152	1,018	1,923	2,060	2,372
매출채권 및 기타채권	1,070	1,543	1,074	866	1,013
재고자산	768	574	622	1,155	1,125
비유동자산	2,139	2,065	1,903	1,822	1,766
장기금융자산	442	442	442	442	442
유형자산	851	860	869	877	885
무형자산	16	16	16	16	16
자산총계	5,785	5,835	6,224	6,601	6,946
유동부채	2,264	2,157	2,179	2,177	2,165
단기금융부채	745	535	526	529	531
매입채무 및 기타채무	592	700	732	727	712
단기충당부채	5	5	5	5	5
비유동부채	766	773	784	803	823
장기금융부채	335	335	334	341	349
장기매입채무 및 기타채무	3	3	4	4	4
장기충당부채	212	223	234	245	258
부채총계	3,030	2,929	2,963	2,980	2,988
지배주주지분	2,622	2,760	3,100	3,444	3,764
자본금	377	220	220	220	220
자본잉여금	179	179	179	179	179
기타자본구성요소	-142	-142	-142	-142	-142
자기주식	-84	-84	-84	-84	-84
이익잉여금	2,186	2,481	2,821	3,164	3,484
비지배주주지분(연결)	133	146	161	177	195
자본총계	2,755	2,906	3,261	3,621	3,958
부채와자본총계	5,785	5,835	6,224	6,601	6,946

자료: SK증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,507	4,126	4,221	4,214	4,106
매출원가	2,873	3,397	3,552	3,529	3,457
매출총이익	634	729	669	686	650
매출총이익률(%)	18.1	17.7	15.9	16.3	15.8
판매비와관리비	227	186	167	169	164
영업이익	407	543	502	517	485
영업이익률(%)	11.6	13.2	11.9	12.3	11.8
조정영업이익	407	543	502	517	485
비영업손익	-31	-26	17	6	7
순금융손익	-16	-11	-13	-16	-18
외환관련손익	-3	12	2	14	17
관계기업등 투자손익	-6	4	4	4	4
세전계속사업이익	376	517	519	523	492
세전계속사업이익률(%)	10.7	12.5	12.3	12.4	12.0
계속사업법인세	99	178	135	136	128
계속사업이익	331	339	384	387	364
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	331	339	384	387	364
순이익률(%)	9.4	8.2	9.1	9.2	8.9
지배주주	307	390	384	387	364
지배주주귀속 순이익률(%)	8.7	9.4	9.1	9.2	8.9
비지배주주	24	-51	0	0	0
총포괄이익	326	348	394	398	373
지배주주	302	323	365	369	345
비지배주주	24	26	29	29	27
EBITDA	449	585	544	559	528

재무제표

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	840	317	1,001	214	391
당기순이익(손실)	331	339	384	387	364
비현금수익비용가감	192	171	184	175	175
유형자산감가상각비	40	40	40	41	41
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	123	123	123	123	123
운전자본감소(증가)	316	-193	433	-348	-148
매출채권및기타채권의 감소(증가)	39	-472	469	208	-147
재고자산의감소(증가)	344	194	-47	-533	30
매입채무및기타채무의 증가(감소)	-41	108	32	-5	-15
기타	-25	-22	-20	-18	-16
법인세납부	-85	-77	-69	-62	-56
투자활동으로 인한 현금흐름	-89	-34	-36	-38	-39
금융자산감소(증가)	-34	19	17	15	14
유형자산처분(취득)	1	1	1	1	1
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타투자활동	-4	-4	-4	-4	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-146	-417	-59	-39	-39
단기금융부채의 증가(감소)	-277	-210	-9	3	3
장기금융부채의 증가(감소)	174	-0	-0	7	7
자본의 증가(감소)	-3	-157	0	0	0
배당금지급	-37	-44	-44	-44	-44
기타재무활동	-3	-5	-5	-5	-5
현금의 증가	605	-135	906	137	312
기초현금	548	1,152	1,018	1,923	2,060
기말현금	1,152	1,018	1,923	2,060	2,372
FCF	790	267	951	165	341

자료: SK증권

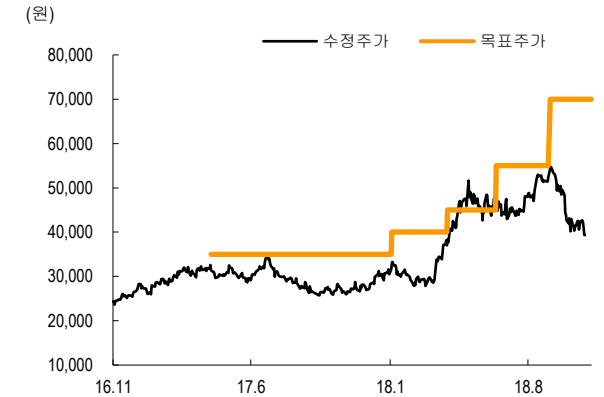
주요투자지표

(단위: X, %, 원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.8	17.6	2.3	-0.2	-2.6
영업이익	38.8	33.5	-7.6	2.9	-6.1
세전계속사업이익	62.8	37.6	0.4	0.8	-6.0
EBITDA	33.6	30.3	-6.9	2.8	-5.6
EPS	38.7	2.4	13.3	0.8	-6.0
수익성(%)					
ROA(%)	5.9	5.8	6.4	6.0	5.4
ROE(%)	13.3	12.6	13.1	11.8	10.1
EBITDA마진(%)	12.8	14.2	12.9	13.3	12.9
안정성(%)					
유동비율(%)	161.0	174.8	198.3	219.5	239.3
부채비율(%)	110.0	100.8	90.9	82.3	75.5
순차입금/자기자본(%)	-9.9	-5.1	-32.6	-32.9	-37.7
EBITDA/이자비용(배)	9.5	14.8	13.9	14.3	13.4
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	7,532	7,716	8,745	8,816	8,285
BPS	59,313	62,450	70,196	78,012	85,297
CFPS	8,479	8,656	9,697	9,780	9,260
주당 현금배당금	500	700	1,000	2,000	2,500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	7.2	10.1	8.9	8.8	9.4
PER(최저)	4.6	5.3	4.6	4.6	4.9
PBR(최고)	0.9	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	5.3	5.2	4.6	4.6	4.9
EV/EBITDA(최고)	8.3	5.6	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA(최저)	5.3	2.8	1.3	1.1	0.6

Compliance Notice

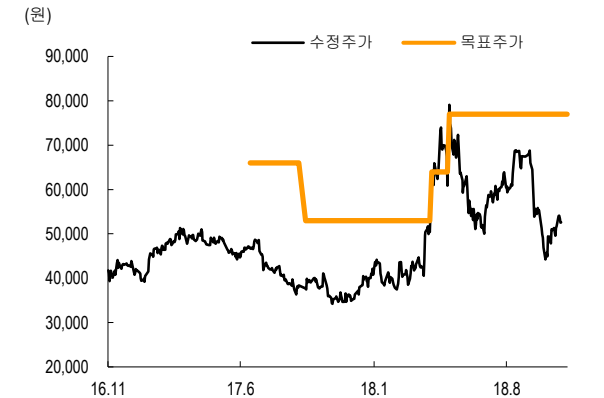
GS건설(006360KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.27	매수	70,000원	6개월		
2018.10.24	매수	70,000원	6개월	-35.05%	-21.86%
2018.10.01	매수	70,000원	6개월	-27.03%	-21.86%
2018.07.26	매수	55,000원	6개월	-14.17%	-3.64%
2018.07.10	매수	55,000원	6개월	-17.33%	-13.64%
2018.04.26	매수	45,000원	6개월	0.85%	14.67%
2018.04.02	매수	40,000원	6개월	-22.20%	-4.63%
2018.01.30	매수	40,000원	6개월	-24.88%	-16.88%
2017.10.30	매수	35,000원	6개월	-15.93%	-1.14%
2017.10.09	매수	35,000원	6개월	-14.28%	-1.14%
2017.07.27	중립	35,000원	6개월	-13.26%	-1.14%
2017.07.13	중립	35,000원	6개월	-11.30%	-1.14%
2017.04.27	중립	35,000원	6개월	-12.11%	-7.00%



현대건설(000720KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.27	매수	77,000원	6개월		
2018.10.29	매수	77,000원	6개월	-23.67%	2.73%
2018.10.01	매수	77,000원	6개월	-21.42%	2.73%
2018.07.30	매수	77,000원	6개월	-20.46%	2.73%
2018.07.10	매수	77,000원	6개월	-21.83%	2.73%
2018.05.28	매수	77,000원	6개월	-17.65%	2.73%
2018.04.30	매수	64,000원	6개월	3.93%	15.63%
2018.04.02	매수	53,000원	6개월	-24.96%	-2.45%
2018.01.29	매수	53,000원	6개월	-26.80%	-16.70%
2017.10.30	매수	53,000원	6개월	-28.94%	-20.47%
2017.10.09	매수	53,000원	6개월	-25.94%	-24.43%
2017.07.28	매수	66,000원	6개월	-31.18%	-22.58%
2017.07.13	매수	66,000원	6개월	-27.52%	-22.58%



Compliance Notice

HDC현대산업개발(294870KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.27	Not Rated				
2018.10.26	Not Rated				
2018.10.01	Not Rated				
2018.07.25	매수	77,000원	6개월	-25.68%	-1.82%
2018.07.10	매수	77,000원	6개월	-26.20%	-1.82%
2018.06.12	매수	77,000원	6개월	-24.50%	-1.82%

