

2019-01-07



INDUSTRY ANALYSIS

건설(비중확대)

씩 관찰은 송구영신

- 1) 4Q18 Preview: 문제 현장이 드디어 사라진다
- 2) 해외 수주 턴어라운드 확인, 2019년 역시 수주 기대감 유효
- 3) Top-pick GS건설, 차선희주 현대건설

건설. 김세련, 3773-8919

SK INDUSTRY Analysis



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

Recommendations

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

건설

씩 관측은 송구영신

[4Q18 Preview]: 주택 매출 Peak-out 에 따라 4 분기 공사 성수기에도 불구하고 준공정산효과가 많았던 3 분기 대비 다소 약한 수준의 이익이 예상된다. 해외 문제 현상들의 준공을 앞두고 있기에 이익 하방도 열려있지만 동시에 리스크의 소멸도 눈앞에 두고 있다. 2019 년 해외 수주 모멘텀을 감안할 때, 건설 섹터에 대한 OVERWEIGHT 의견을 유지한다

4Q18 실적 Preview: 문제 현상이 드디어 사라진다

4 분기 국내 주택 공사 성수기임에도 불구하고, 주택 매출 Peak-out 에 따라 매출액은 전년동기대비 3.9% 감소할 것으로 보이며, 3 분기 송파 헬리오시티 등의 입주에 따른 역기지 효과로 전분기대비로는 1.2% 증가하는데 그칠 것으로 전망한다. 영업 이익의 경우는 지난해 대우건설의 모로코 SAFI 발전 손실 반영에 따른 기저효과 및 주택 부문 고마진세 지속으로 전년동기대비 218.7% 증가하며 체질 개선을 다시금 확인 시킬 것으로 보인다. 다만, 4 분기의 경우 현대건설의 해외 프로젝트 중 원가율이 높은 현장들에서 비용 반영이 나타날 가능성이 있고, 3 분기의 경우 입주물량 확대에 따른 준공정산효과가 있었기 때문에 전분기대비 이익 감소가 다소 불가피한 것으로 판단된다. 해외 현안 프로젝트들의 마무리를 하나씩 앞두고 있는 대우건설, 삼성엔지니어링, GS 건설의 경우 기 총당금 반영분 내에서 큰 손실 없이 마무리 될 것으로 기대되나, 손실 가능성을 보수적으로 열어 놓고 접근해도 무방하다. 다만, 리스크 요인 해소에 따른 주가 반등 역시 기대된다. 주택 매출이 이미 Peak-out 한 상황이나, 2019 년 재건축을 필두로 한 분양 공급 확대에 따라 2020 년 역시 2018 년 수준의 매출은 지속될 것으로 예상된다.

해외 수주 턴어라운드 확인, 2019 년 역시 수주 기대감 유효

건설 주가에 영향을 미치는 해외 수주, 유가, 주택 가격을 지수화 한 인디케이터의 경우 우호적인 흐름이 나타나고 있다. 해외 수주 누계는 전년대비 10.7% 증가하며 턴어라운드를 시연한 모습이다. 2017 년의 경우도 2% 내외로 소폭 턴어라운드가 나타났으나, 2018 년 시동이 걸린 해외 플랜트 발주 환경에 따라 각 사별 해외 수주는 가이던스에 부합하는 무난한 수준의 증가를 기록했다. GS 건설의 경우 삼성엔지니어링의 수주 확대에 의해 가이던스에 다소 못미치는 수준을 달성했으나, 2019 년 UAE GAP 등 굵직한 수주 파이프라인이 있기 때문에 더욱 높은 수주를 기록할 가능성이 높다. 2018 년 수주 확대에 의해 꾸준히 감소하던 해외 수주 잔고는 비로소 차오르며 마무리 될 것이라는 점에 주목한다. 향후 1) 에너지 업체들의 CAPEX 확대, 2) 중동의 Petrochemical 발주 증가, 3) 글로벌 Refinery 신증설 모멘텀 세 가지 근거로 해외 플랜트 발주 시장은 우호적인 환경이 지속될 것으로 전망한다.

Top-pick: GS 건설, 차선후주: 현대건설

대형주 내 Top-pick 으로 2019 년 밸류에이션 매력도와 해외 수주 포텐셜이 있는 GS 건설을 추천한다. 차선후주로는 타사와 달리 매출액 성장성이 나타나며 다져진 펀더멘탈을 보여줄 현대건설을 추천한다. 대림산업의 경우 2018 년 연말 주가 상승에 따른 목표주가 도달로 투자의견을 매수에서 중립으로 하향 조정한다.

Contents

1. 4Q18 Preview: 주택 Peak-out, 현안 프로젝트 마무리	3
2. 고개를 드는 해외 수주 모멘텀	6
3. 부동산 규제 속, 대형 건설사 안정적 공급 기조 지속	11
4. 종목별 Snapshot	13
GS 건설	13
현대건설	15
HDC 현대산업개발	17
삼성엔지니어링	20
대우건설	22
대림산업	24

Compliance Notice

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

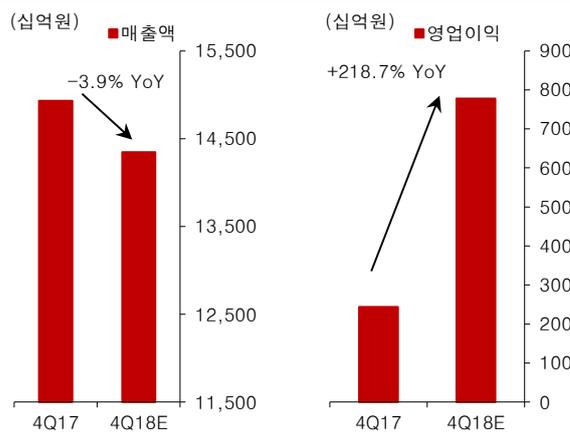
SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 1월 7일 기준)

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

1. 4Q18 Preview: 주택 Peak-out, 현안 프로젝트 마무리

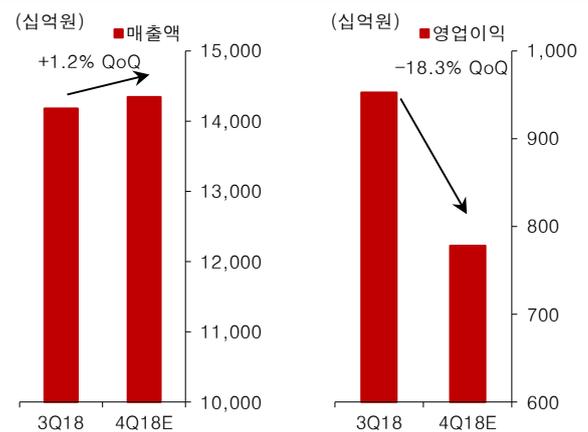
4분기 국내 주택 공사 성수기임에도 불구하고, 주택 매출 Peak-out에 따라 매출액은 전년동기대비 3.9% 감소할 것으로 보이며, 지난 3분기 송파 헬리오시티 등의 입주에 따른 매출 확대 효과로 매출액은 전분기대비 1.2% 증가하는데 그칠 것으로 전망한다. 영업이익의 경우는 지난해 대우건설의 모로코 SAFI 발전 손실 반영에 따른 기저효과 및 주택 부문 고마진세 지속으로 전년동기대비 218.7% 증가하며 체질 개선을 다시금 확인 시킬 것으로 보인다. 다만, 4분기의 경우 현대건설의 해외 프로젝트 중 원가율이 높은 현장들에서 비용 반영이 나타날 가능성이 있고, 3분기의 경우 입주물량 확대에 따른 준공정산효과가 있었기 때문에 전분기대비 이익 감소가 다소 불가피한 것으로 판단된다. 해외 현안 프로젝트들의 마무리를 하나씩 앞두고 있는 대우건설, 삼성엔지니어링, GS 건설의 경우 기 충당금 반영분 내에서 큰 손실 없이 마무리 될 것으로 기대되나, 손실 가능성을 보수적으로 열어 놓고 접근해도 좋을 것이다.

대형사 합산 기준 4Q18 Preview: YoY



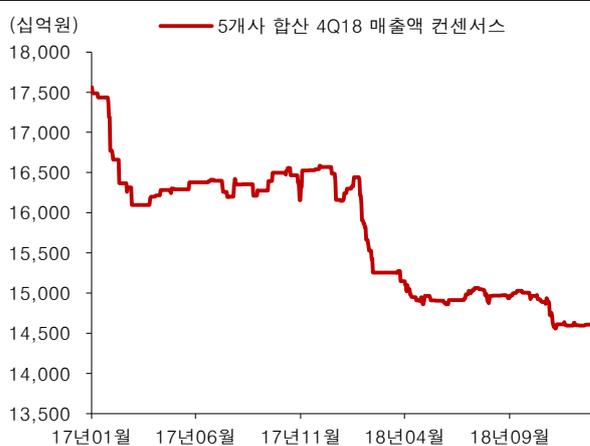
자료: FnGuide, SK 증권

대형사 합산 기준 4Q18 Preview: QoQ



자료: FnGuide, SK 증권

4Q18 매출액 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

4Q18 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

대형 건설주는 꽤 몇 년간 주가가 상고하저 하는 모습을 보여왔다. 주가의 상고하저는 주식시장의 연초 건설에 대한 기대감이 이익, 수주 그 어떤쪽이든 작용했다가 결국 실망하는 사태가 지속되었기 때문이다. 계획된 수주를 달성하지 못하거나, 예상치 못한 해외 현장에서 손실이 발생하는 상황이 반복되다 보니, 시장에서 건설 섹터에 대한 신뢰성이 떨어져 있었다고 해석할 수 있다. 그러나 2019 년은 모처럼 상저하고하는 주가 흐름을 보였다. 대북 모멘텀으로 슈팅한 때를 제거하더라도, 9 월 및 연말 외국인 수급이 강하게 들어오며 주가 상승을 견인한 상황이다. 건설의 이익과 수주에 대한 확신이 점점 시장에 들어오며, 하반기 집중된 수주 플로우를 따라 주가가 움직인 모습으로 판단된다. 해외 수주에 대한 기대감이 향후 점진적으로 밸류에이션 리레이팅의 근거로 작용할 것으로 보인다. 다만, 주택 매출 감소분을 해외 매출이 방어하지 못하는 상황이라 매출액 역성장이 나타날 것으로 예상되기 때문에, 밸류에이션 상방은 다소 제한적일 가능성이 높다. 2019 년 신규 수주가 볼륨 성장의 관건이 될 것이다.

건설 5 개사 Forward PBR 추이, 점진적 리레이팅 기대



자료: FnGuide, SK 증권 / 주: 삼성엔지니어링 제외

2018 년, 모처럼 상저하고를 보여준 한 해



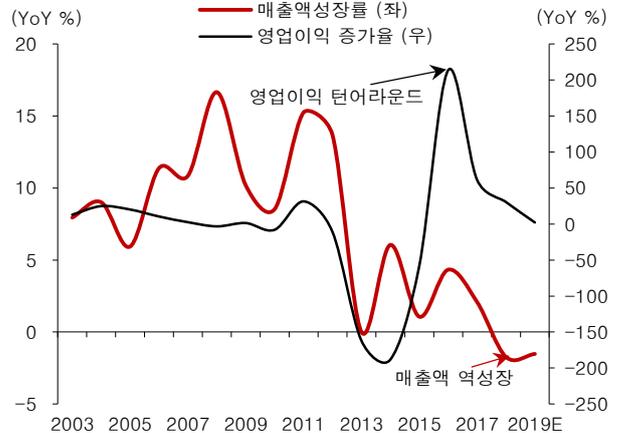
자료: FnGuide, SK 증권

대형 건설사 합산 시가총액 추이



자료: FnGuide, SK 증권

6 개사 합산 매출액, 영업이익 성장성 추이



자료: FnGuide, SK 증권

SK 증권 커버리지 기준 대형 건설사 합산 매출액은 14 조 3,450 억원으로 전년동기대비 3.9% 감소, 전분기대비 1.2% 증가할 것으로 예상된다. 합산 영업이익은 7,779 억원으로 전년동기대비 218.7% 증가, 전분기대비 18.3% 감소할 것으로 보인다. 전년동기 대우건설의 1 회성 Big Bath 를 제거하더라도 합산 영업이익은 55.3% 가량 증가한 모습이며, 이는 각 사별 해외 현안 프로젝트의 순차적 준공 및 주택 부문 호실적 지속에 따른 체질 개선이 나타났기 때문이다. 4 분기 주택 공사 성수기에 따라 여전히 견조한 이익이 지속될 것으로 보이나, 각 사별 현안 프로젝트의 마무리를 앞두고 비용 반영이 어느 정도 방어되는지는 지켜볼 필요가 있겠다. 대부분 총당금 설정 범위 안에서 큰 무리 없이 공사가 마무리 될 것으로 보여, 어닝 쇼크가 나타날 가능성은 제한적이라는 판단이다. 현대건설의 경우 별도 기준 해외 현장들의 비용 반영 가능성에 따라 컨센서스를 다소 하회하는 이익을 기록할 것으로 예상되나, 향후 해외 대형 현장 매출액 증가로 인해 2019 년은 안정적인 마진을 수준으로 회복 가능할 전망이다.

SK 증권 커버리지 대형 건설사 실적 Preview

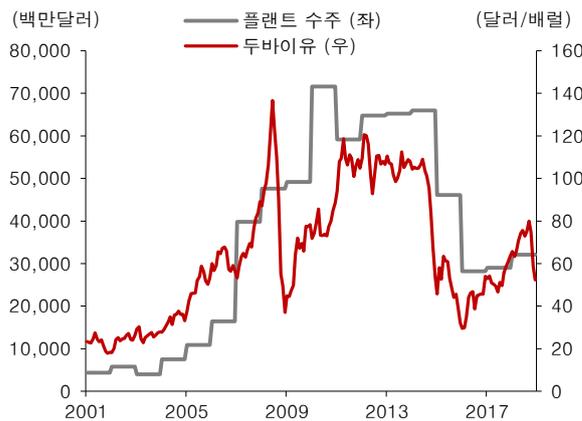
(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (%,%p)	3Q18	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)	2019E	2018E	YoY (%,%p)
현대건설										
매출액	4,577.9	4,296.5	6.6	4,486.3	2.0	4,676.2	-2.1	17,010	16,819	1.1
영업이익	202.8	194.6	4.2	237.9	-14.8	256.6	-21.0	990	856	15.6
영업이익률 (%)	4.4	4.5	-0.1	5.3	-0.9	5.5	-1.1	5.8	5.1	0.7
대림산업										
매출액	2,298.8	3,290.7	-30.1	2,463.8	-6.7	2,527.5	-9.0	10,040	10,553	-4.9
영업이익	162.2	91.6	77.1	205.5	-21.1	175.2	-7.4	800	838	-4.5
영업이익률 (%)	7.1	2.8	4.3	8.3	-1.3	6.9	0.1	8.0	7.9	0.0
대우건설										
매출액	2,716.5	2,914.6	-6.8	2,728.5	-0.4	2,738.5	-0.8	10,752	11,062	-2.8
영업이익	163.7	-151.5	후전	191.5	-14.5	160.5	2.0	751	700	7.3
영업이익률 (%)	6.0	-5.2	11.2	7.0	-1.0	5.9	0.2	7.0	6.3	0.7
GS건설										
매출액	3,265.6	3,163.8	3.2	3,197.3	2.1	3,198.5	2.1	12,212	13,172	-7.3
영업이익	217.3	102.6	111.8	233.3	-6.9	212.5	2.3	1,022	1,060	-3.6
영업이익률 (%)	6.7	3.2	3.4	7.3	-0.6	6.6	0.0	8.4	8.0	0.3
삼성엔지니어링										
매출액	1,486.1	1,267.1	17.3	1,305.8	13.8	1,467.2	1.3	5,968	5,358	11.4
영업이익	32.0	6.8	369.4	84.5	-62.2	49.7	-35.6	300	182	65.0
영업이익률 (%)	2.2	0.5	1.6	6.5	-4.3	3.4	-1.2	5.0	3.4	1.6
대형건설사 합산										
매출액	14,345.0	14,932.7	-3.9	14,181.7	1.2	14,607.9	-1.8	55,981.7	56,963.0	-1.7
영업이익	777.9	244.1	218.7	952.7	-18.3	854.4	-9.0	3,863.5	3,635.7	6.3
영업이익률 (%)	5.4	1.6	3.8	6.7	-1.3	5.8	-0.4	6.9	6.4	0.5

자료: FnGuide, SK 증권

2. 고개를 드는 해외 수주 모멘텀

건설 주가에 영향을 미치는 해외 수주, 유가, 주택 가격을 지수화 한 인디케이터의 경우 우호적인 흐름이 나타나고 있다. 해외 수주 누계는 전년대비 10.7% 증가하며 턴어라운드를 시연한 모습이다. 2017년의 경우도 2% 내외로 소폭 턴어라운드 가 나타났으나, 2018년 시동이 걸린 해외 플랜트 발주 환경에 따라 각 사별 해외 수주는 가이던스에 부합하는 무난한 수준의 증가를 기록했다. GS 건설의 경우 삼성엔지니어링의 수주 확대에 의해 가이던스에 다소 못미치는 수준을 달성했으나, 2019년 UAE GAP 등 굵직한 수주 파이프라인이 있기 때문에 더욱 높은 수주를 기록할 가능성이 높다. 2018년 수주 확대에 의해 꾸준히 감소하던 해외 수주 잔고는 비로소 차오르며 마무리 될 것이라는 점에 주목한다. 향후 1) 에너지 업체들의 CAPEX 확대, 2) 중동의 Petrochemical 발주 증가, 3) 글로벌 Refinery 신증설 모멘텀 세 가지 근거로 해외 플랜트 발주 시장은 우호적인 환경이 지속될 것으로 전망한다.

유가, 해외 수주 추이



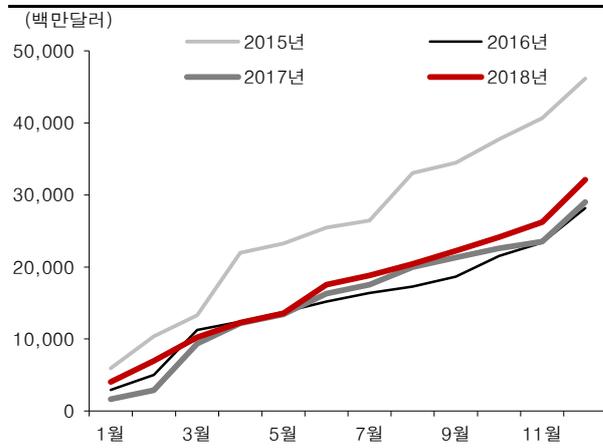
자료: 해외건설협회, Bloomberg, SK 증권

해외 수주, 유가, 주택가격으로 구성한 Indicator



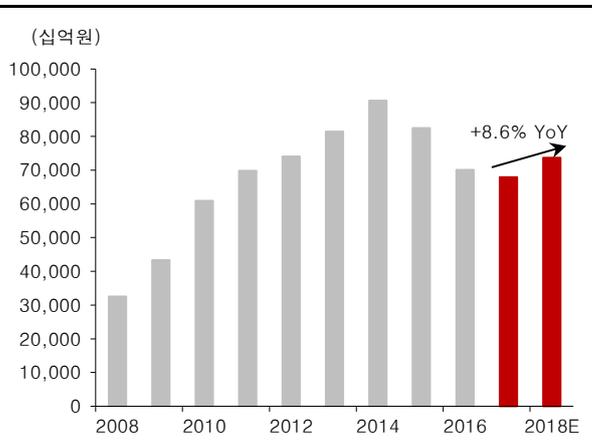
자료: FnGuide, Bloomberg, SK 증권

해외수주 누계, 전년대기대비 10.7% 증가한 상황



자료: 해외건설협회, SK 증권

2018년 합산 해외 수주잔고, 비로소 차오르며 마무리 될 것

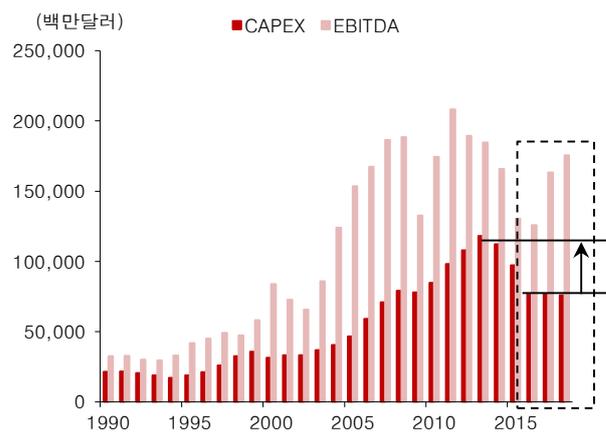


자료: 각 사, SK 증권

① EBITDA와 CAPEX의 Lagging이 결국 사이클을 만든다

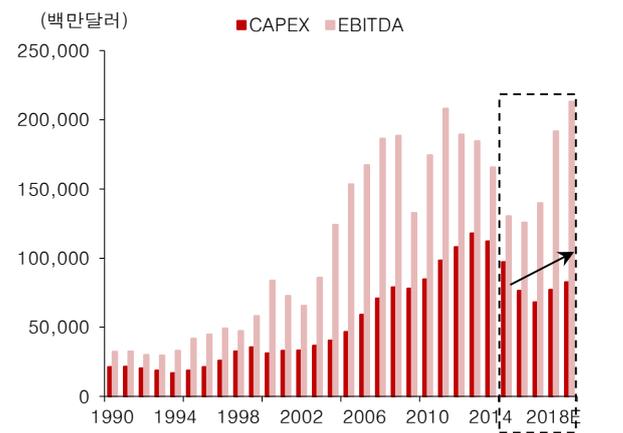
플랜트 발주는 결국 건설 전방 산업인 에너지 기업들의 설비 투자라고 할 때, 에너지 업체들이 커진 이익을 향유하고 난 후에는 CAPEX 집행이 있을 것으로 추정하는 것이 합리적인 것이다. 다만, 연초만 하더라도 CAPEX 추정치는 전년과 동일하게 올려 있었다. 기업이 선제적으로 투자 발표를 하지 않는 한 추정치 상향이 일어나기 어렵기 때문 일텐데, 따라서 CAPEX 추정치 상향 리비전이 일어나는 순간이 글로벌 및 국내 건설 주가의 밸류에이션 리레이팅의 시작일 것으로 분석했다. 그렇다면 최근은 어떨까? 국내 에너지 업체들의 CAPEX 소식에서도 힌트를 찾을 수 있듯이, 몇 년간의 호황을 누린 에너지 업체들이 CAPEX 집행 계획을 발표함에 따라, 글로벌 에너지 업체들의 CAPEX 추정치 역시 9월부터 상향 리비전이 나타났다. 9월 국내 대형 건설주 증가 슈팅 역시 이러한 플랜트 발주 턴어라운드 기대감으로 해석할 수 있겠다.

2018년초 전방 에너지 기업들의 CAPEX 추정치



자료: Bloomberg, SK 증권

2018년 9월부터 고개를 든 CAPEX 사이클



자료: Bloomberg, SK 증권

국내 에너지 업체들의 CAPEX 소식 - ①

국내 정유화학사 에틸렌 설비 투자 활발

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

- 울산제일일보 2018/08/23

자료: 울산제일일보, SK 증권

국내 에너지 업체들의 CAPEX 소식 - ②

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

자료: 각 사, SK 증권

② 주요 발주처인 중동의 Petrochemical 발주 기대

한국 건설사의 주요 발주처인 사우디, UAE 의 공격적인 플랜트 발주가 지속되는 가운데, 특히 Petrochemical 부문의 신규 발주 확대가 기대되는 상황이다. UAE GAP 의 경우 한국 EPC 들이 대거 입찰에 참여한 상황이라, 2019 년 역시 플랜트 수주 모멘텀은 긍정적인 것으로 보인다. 사우디 역시 2017 년말 2025 년 생산을 목표로 22 조원을 들여 세계 최대 규모의 석유화학 콤플렉스를 건설하겠다는 계획을 발표한 바, 향후 사우디의 Petrochemical 분야의 신규 수주 역시 기대된다.

이렇듯 산유국에서 공격적인 Petrochemical 발주가 나타나는 이유는, 과거 저유가 국면을 혹독하게 경험했기 때문으로 보인다. 유가가 배럴당 100 달러 수준에서는 단순히 원유만 생산하여 팔아도 풍요로웠으나, 유가가 20 달러 수준까지 고꾸라지면서 재정 적자라는 큰 리스크를 경험한 것이다. 유가 하락 국면에서 재정 위기를 겪은 중동은 향후 유가 하락에 따른 리스크 헷지 차원에서 Downstream 의 투자를 확대하며, 원유 뿐만이 아니라 제품 생산까지 직접 하기 위한 공격적 행보를 보이고 있는 것이다. 따라서, 중동 지역의 Petrochemical 발주 확대는 한국 건설사의 수주로 이어질 개연성이 높다.

UAE 의 다양한 플랜트 발주 계획

구분	프로젝트명	사업규모
탐사광구	UAE 신규 탐사 광구	투자자 모집중
석유가스	New Refinery Project	150억달러
	가솔린 및 아로마틱스	30억달러
	Shah 가스 패키지2	20억달러
	Bu Hasa 통합개발	9억달러
	통합가스개발확장-2	8억달러
석유화학	Borouge 석유화학4	100억달러
	루와이스 폴리프로필렌5	5억달러
석탄화력	연방수전력청 민자발전	12억달러
담수	타월라 민자 담수플랜트	10억달러
인프라	지하하수터널공사	20억달러
	하리&가샤 인공섬	20억달러
	칼리파 항만 공사	4억달러
	아즈만 항만 공사	2억달러
	후자이라 항만 공사	1억달러
	합계	약 400억달러

자료: 각종 언론, SK 증권

사우디, Petrochemical 분야 공격적 발주 기대

사우디아람코·사빅, 세계 최대 석화 콤비나트 건설...

亞석화기업 타격 불가피

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

사우디아라비아 국영 석유회사 사우디아람코와 국영 화학회사 사빅(SABIC)이 26 일(현지시간) 세계 최대 규모 석유화학 콤비나트 건설 양해각서를 체결했다. (중략) 로이터통신 등 외신에 따르면 양사는 석화 콤비나트를 통해 부가가치가 높은 화학제품을 증산하고 국가적 산업구조 개혁을 가속한다는 계획이다. 구체적으로는 일일 40 만배럴의 원유를 처리해 연간 900 만톤의 화학제품과 베이스오일을 생산해 중국 등 아시아 시장에 수출할 전망이다. 200 억달러(약 22 조원)가 투자되는 석화 콤비나트는 홍해 인근 산업도시 안부에 건설될 가능성이 높으며 2025 년 조업 개시를 목표로 한다 (후략)

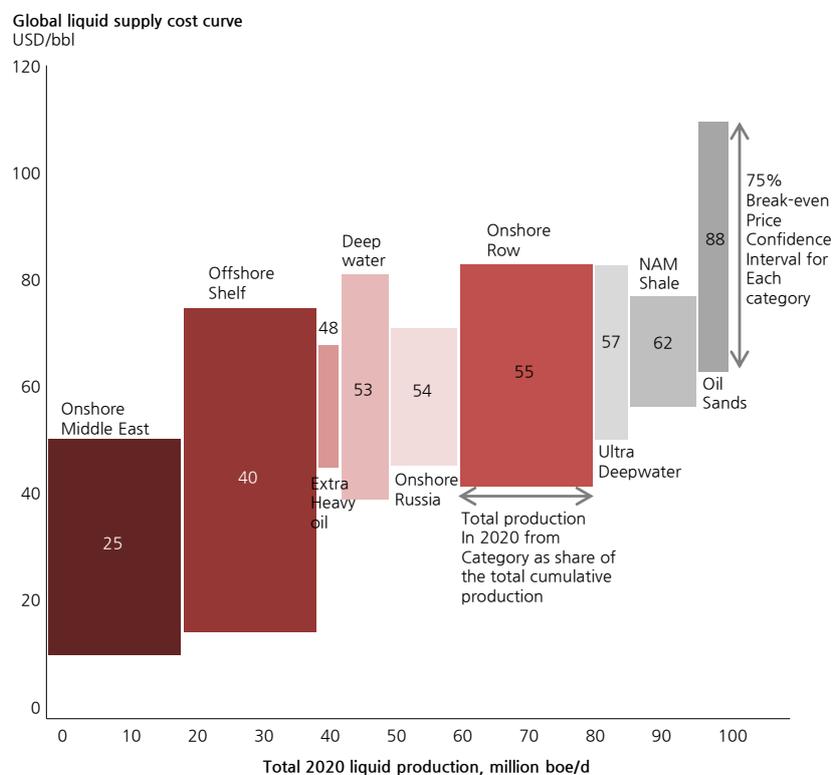
- 글로벌 이코노믹 2017/11/27

자료: 글로벌 이코노믹, SK 증권

만약 2019 년 유가가 하락한다면 건설주 주가는 어떻게 될까? 사실상 유가 하락기 당시 쿠웨이트, 카타르의 경우 착공이 확정된 프로젝트의 건설을 취소하는 사태까지 보여 주었기 때문에, 유가가 하락한다면 발주처인 중동의 재정 악화로 발주를 취소, 또는 이 연시킬 가능성에 대한 우려가 커지는 것은 자연스럽다. 다만, 어느 정도 수준까지 유가가 떨어져야 이와 같은 리스크가 부각될지에 대해서는 고민해볼 필요가 있다. 2017, 2018 년 두 해만 놓고 보더라도, 건설사의 해외 수주는 유가와 다소 무관한 레벨로 이루어지고 있는 상황이니 말이다.

원유 생산방식별로 손익분기점이 되는 배럴당 유가 레벨을 분석해보면, 한국 건설사의 주요 발주처인 중동의 육상 원유의 경우 배럴당 25 달러가 평균 손익분기점이다. 즉, 2019 년 유가가 배럴당 30 달러 아래로 떨어지지 않는 선에서는 중동 재정에 크게 문제가 없다는 뜻이다. SK 증권이 추정하는 2019 년 유가 밴드는 배럴당 40 달러에서 50 달러 사이 수준으로, 해당 구간에서만 유가가 지속되어준다고 하더라도 계획된 발주가 미뤄질 가능성은 상당히 제한적이라는 판단이다. 특히, 유가 하락이 감지되는 매크로적 이벤트가 발생한다고 할 경우 유가 핫지 측면에서 Petrochemical 공종의 투자를 확대하고 있는 중동의 경우 오히려 해당 분야 발주는 앞당겨질 가능성도 있다.

원유 생산방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨



자료: Rystad Energy, SK 증권

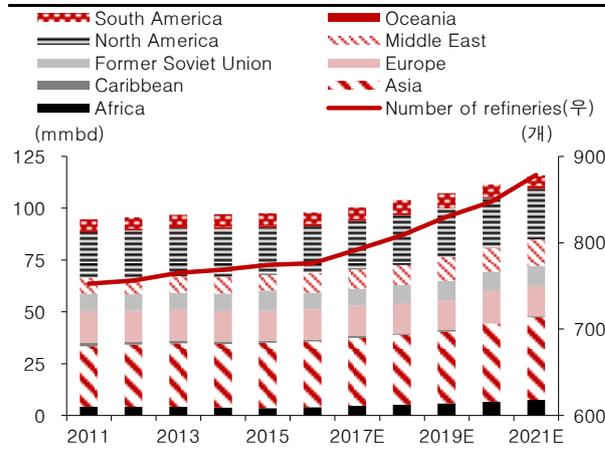
③ 글로벌 Refinery 신증설 모멘텀 역시 유효

Refinery 공종은 한국 건설사의 주력 공종이다. 모든 EPC 업체들이 공통적으로 Refinery 를 주력 공종으로 꼽는 이유 중 하나는 Petrochemical 대비 공사가 복잡하지 않으며, 발주 금액이 크기 때문에 마진의 완충도 어느 정도 가능하기 때문이다. 실제 한국 EPC 가 Refinery 로 손실을 본 케이스는 극히 드물다. 2017년 한국 건설사의 해외 수주 턴어라운드 가 나타났던 이유도 오만 두쿰 정유, 바레인 밥코 정유 프로젝트에 크게 기인한다.

원유 생산을 정유 생산 능력으로 나눈 비율을 살펴보면, 꽤 몇 년간 정유 설비가 부족했음을 알 수 있다. 정유 설비 신증설이 몇 년간 없었기 때문에, 정체 마진 확대로 큰 EBITDA 를 누리게 된 정유 업체의 CAPEX 가 나타날 것이라고 예상하는 것은 자연스럽다. 통상적으로 정유 설비가 부족한 시점에서 3 년간 신증설이 크게 확대되는 것을 감안, 향후 Refinery 신증설이 나타날 개연성이 높다는 판단이다.

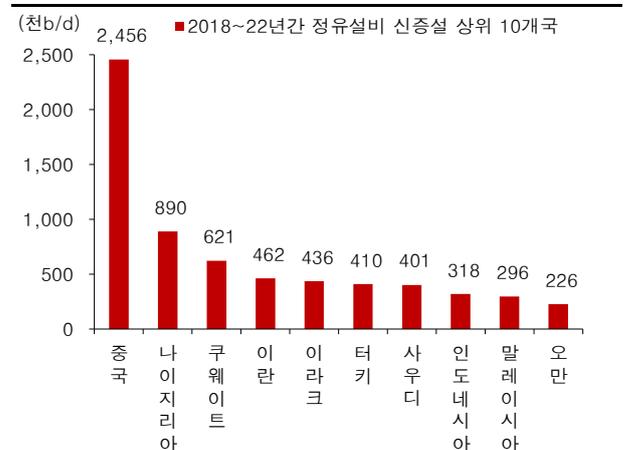
Global Data 리서치에 따르면, 2017~2021년 4년동안 정유 설비 신증설이 16%에 달할 것으로 분석된다. 지난 2006~2009년 정유 설비가 전세계적으로 349만 b/d 가 진입했던 점을 감안하면, 향후 4년간 500만 b/d 의 물량이 들어온다는 것은 아주 큰 폭의 증가라고 할 수 있다. 발주량이 높은 국가 1위부터 10위까지 순위를 살펴보면 중국이 1위로 가장 압도적이지만, 중국은 한국 건설사의 수주 대상국이 아니므로 제외한다. 중국을 제외하고 보더라도 2위부터 6위까지 더해보면 중국과 유사한 수준으로 의미가 있으며, 대부분 한국 건설사의 기존 수주 텃밭임에 주목한다. 글로벌 정유 설비 신증설은 한국 건설사에게 직접적 수혜가 나타날 것으로 보여 긍정적이다. 특히, 2위의 나이지리아가 눈에 띄는데, 이미 LNG 액화 플랜트와 같은 다양한 발주를 준비하고 있다는 점에서 나이지리아 특화 기업인 대우건설 역시 새로운 기회요인이 찾아올 것으로 전망한다.

글로벌 정유 설비 신증설 모멘텀



자료: Global Data, SK 증권

정유 설비 신증설 상위 10개국



자료: Global Data, SK 증권

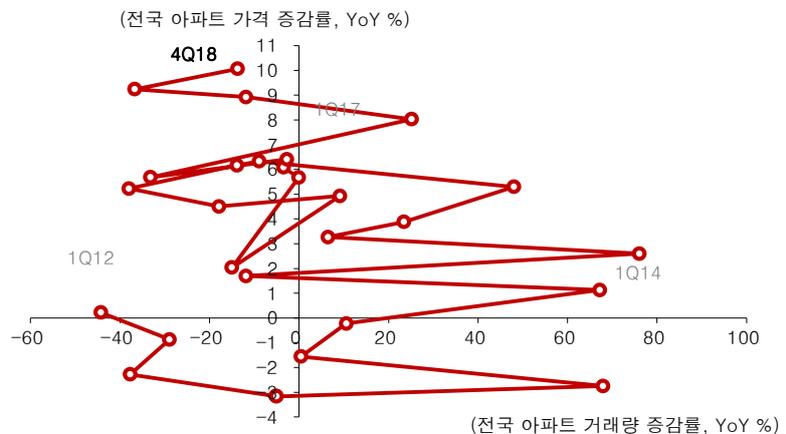
3. 부동산 규제 속, 대형 건설사 안정적 공급 기초 지속

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

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

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

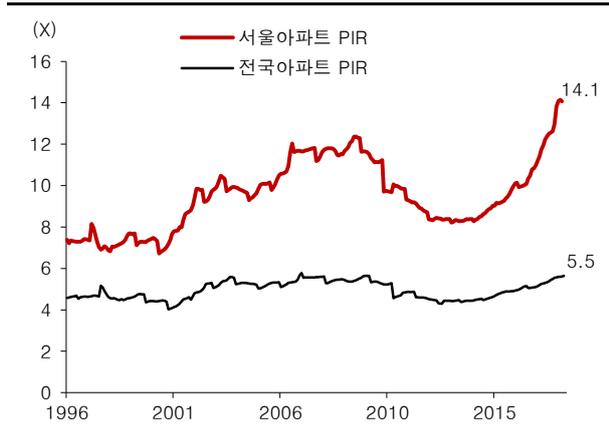
가격, 거래량 증가율 Matrix



자료: 국토교통부, REPS, SK 증권

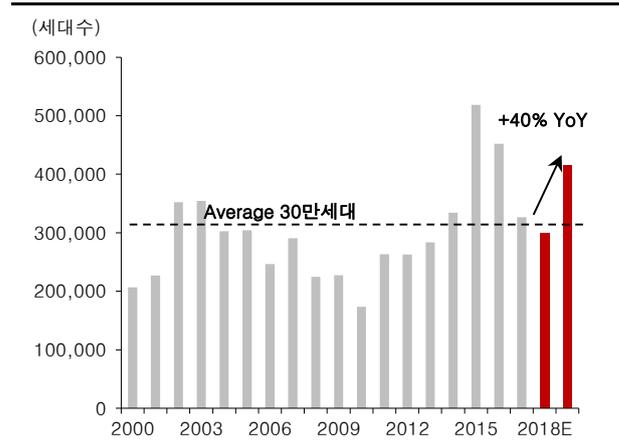
최근 금리 인상에 따라 부동산 가격 조정에 대한 추정이 확대되고 있으나, 가격 추세상 급등했던 서울 수도권 위주의 조정일 수는 있어도 이미 가격이 빠질대로 빠진 지방 부동산이 더 조정 받을 가능성은 제한적으로 보인다. 2018년 정부의 보유세 개편안 발표에도 건설주는 큰 변동을 보이고 있지 않는 모습이다. 이는 2017년 8/2 부동산 대책 당시 건설주 낙폭이 컸던 것과는 사뭇 다른 모습이다. 한 해 동안 부동산 시장에 정책 효과가 기대만큼 발휘되지 않다는 것을 학습한 것이다. 대형 건설사의 먹거리인 재건축 및 신규 주택에 대한 수요는 여전하기 때문에, 추가 규제가 주가 하락을 더 이상 이끄는 재료가 되지는 않을 것으로 예상된다. 대형 건설사의 경우 각종 부동산 규제 발표와 같은 정책 리스크로 인해 2018년 계획된 물량을 다 공급하지 못하고, 대부분 2019년으로 공급이 이연되었다. 따라서 2019년은 각 사별 2만세대 수준의 공급이 지속되면서 이익 하락을 방어할 것으로 전망한다.

서울 지역 PIR, 14.14X 달성 후 다소 조정세



자료: KB 부동산, 통계청, SK 증권

대형 건설사, 이연된 물량으로 2019년 공급 확대



자료: 부동산 114, SK 증권

2017년 8/2 부동산 대책 당시 대형 건설사 시가총액 추이



자료: FnGuide, SK 증권

2018년 보유세 개편안 발표 당시 대형 건설사 시가총액 추이



자료: FnGuide, SK 증권

4. 종목별 Snapshot

(1) GS 건설 (A006360)

2019/01/07

투자의견 매수 (유지),

목표주가 70,000 원 (유지)

- GS 건설의 4분기 매출액은 3 조 2,656 억원으로 전년동기대비 3.2% 증가, 영업이익은 2,173 억원으로 전년동기대비 111.8% 증가할 것으로 추정. 실적 호조의 주요 원인은 주택 부문 호실적 지속 및 해외 현안 프로젝트의 무난한 마무리에 따른 체질 개선에 기인
- 보수적으로 사우디 PP-12 의 손실 반영이 있다고 가정하더라도, 기존 이익 체력이 큰데다 기 충당금 설정 수준 안에서 충분히 방어 가능할 것으로 기대. 2018년 해외수주는 2.5 조원으로 소폭 턴어라운드에 그쳤기 때문에, 2019년은 수주 증가 폭이 더욱 확대될 것으로 기대. UAE GAP의 경우 30억달러 규모로 크며, GS 건설 단독 입찰한 상황이라 수주 기대감 유효. 그 밖에 알제리 정유, 터키 HDHPP, 투르크메니스탄 디악싱 및 타이탄 NCC 등의 다양한 입찰 풀을 감안할 때, 그 어느 때보다 강한 수주 모멘텀 지속될 것으로 판단, SK 증권 대형 건설주 내 Top-pick 종목으로 추천을 유지함

GS 건설 실적 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	3Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	3,265.6	3,163.8	3.2	3,197.3	2.1	3,198.5	2.1
영업이익	217.3	102.6	111.8	233.3	-6.9	212.5	2.3
영업이익률 (%)	6.7	3.2	3.4	7.3	-0.6	6.6	0.0

주: FnGuide, SK증권

GS 건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	11,680	13,172	12,212	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	3,197	3,266
토목	1,298	1,205	1,242	292	344	290	372	270	317	281	337
플랜트	2,927	4,114	3,139	684	759	679	805	991	1,126	1,005	992
전력	729	560	631	155	185	241	148	129	136	165	130
건축/주택	6,645	7,216	7,122	1,550	1,685	1,591	1,819	1,716	1,984	1,728	1,788
Sales Growth (YoY %)	5.8	12.8	-7.3	2.3	10.6	9.5	1.6	15.8	19.6	13.4	3.2
토목	-6.1	-7.2	3.1	-13.4	-5.5	-4.9	-1.3	-7.5	-7.8	-3.1	-9.5
플랜트	-28.7	40.6	-23.7	-41.5	-23.1	-23.8	-24.1	44.9	48.4	48.0	23.2
전력	10.1	-23.2	12.7	-12.9	17.8	91.3	-26.4	-16.8	-26.5	-31.5	-12.1
건축/주택	38.0	8.6	-1.3	65.1	42.8	28.6	24.8	10.7	17.7	8.6	-1.7
매출총이익률 (%)	6.9	11.6	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	7.5
플랜트	-11.4	9.0	7.0	-23.1	-12.3	-4.1	-6.9	20.3	5.1	5.9	5.3
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	1,060	1,022	59	86	71	103	390	219	234	217
영업이익률 (%)	2.7	8.0	8.4	2.2	2.9	2.5	3.3	12.5	6.1	7.3	6.7
지배주주순이익	-168	590	568	-68	9	-10	-99	207	144	135	105
순이익률 (%)	-1.4	4.5	4.7	-2.5	0.3	-0.4	-3.1	6.6	4.0	4.2	3.2

자료: GS 건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,737	9,582	11,230	11,572	12,523
현금및현금성자산	2,356	2,442	2,927	3,471	4,183
매출채권 및 기타채권	4,777	4,668	5,774	5,688	5,850
재고자산	825	1,091	1,014	978	1,021
비유동자산	3,640	4,114	3,998	4,081	4,073
장기금융자산	901	947	966	986	1,005
유형자산	978	898	858	823	791
무형자산	194	209	202	206	204
자산총계	13,377	13,697	15,227	15,652	16,597
유동부채	7,225	8,581	8,969	7,857	8,165
단기금융부채	1,486	2,754	2,687	1,751	1,747
매입채무 및 기타채무	3,868	4,288	4,588	4,244	4,370
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,798	1,876	2,344	3,330	3,395
장기금융부채 (사채+장차)	1,777	935	1,343	2,269	2,263
장기매입채무 및 기타채무	34	9	9	9	9
장기충당부채	464	441	485	509	535
부채총계	10,023	10,457	11,313	11,187	11,559
지배주주지분	3,279	3,167	3,841	4,392	4,964
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	2,905	3,457	4,029
비지배주주지분(연결)	74	72	73	73	73
자본총계	3,353	3,240	3,915	4,465	5,037
부채외자본총계	13,377	13,697	15,227	15,652	16,597

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	81	-205	111	598	761
당기순이익(손실)	-20	-164	596	577	598
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	-875	-368	-225
매출채권의감소(증가)	-198	-615	-1,106	86	-162
재고자산의감소(증가)	-65	30	76	36	-43
매입채무의증가(감소)	156	158	300	-345	126
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	485	543	712
기초현금	2,429	2,356	2,442	2,927	3,471
기말현금	2,356	2,442	2,927	3,471	4,183
FCF	2	-226	90	577	741

자료: GS건설 SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,036	11,679	13,172	12,212	12,560
매출원가	10,547	10,876	11,637	10,763	11,082
매출총이익	488	803	1,534	1,449	1,478
매출총이익률(%)	4.4	6.9	11.6	11.9	11.8
판매비외관리비	345	485	474	427	440
영업이익	143	319	1,060	1,022	1,039
영업이익률(%)	1.3	2.7	8.0	8.4	8.3
조정영업이익	143	319	1,060	1,022	1,039
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	795	769	797
세전계속사업이익률(%)	0.2	-1.4	6.0	6.3	6.3
계속사업법인세	42	3	199	192	199
계속사업이익	-20	-164	596	577	598
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-164	596	577	598
순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.5	4.7	4.8
지배주주	-26	-168	590	568	589
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	-1.4	4.5	4.7	4.7
비지배주주	5	5	6	9	9
총포괄이익	8	-125	557	538	558
지배주주	-3	-124	551	532	552
비지배주주	11	-1	6	5	6
EBITDA	149	325	1,067	1,029	1,047

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.4	5.8	12.8	-7.3	2.9
영업이익	17.1	122.9	232.7	-3.6	1.6
세전계속사업이익	-31.8	적전	흑전	-3.2	3.6
EBITDA	16.0	118.6	228.5	-3.5	1.7
EPS	적전	적지	흑전	-3.7	3.6
수익성(%)					
ROA(%)	-0.2	-1.2	4.1	3.7	3.7
ROE(%)	-0.6	-5.1	17.0	14.0	12.8
EBITDA마진(%)	1.3	2.8	8.1	8.4	8.3
안정성(%)					
유동비율(%)	134.8	111.7	125.2	147.3	153.4
부채비율(%)	298.9	322.8	289.0	250.5	229.5
순차입금/자기자본(%)	40.9	52.1	28.2	12.3	-3.4
EBITDA/이자비용(배)	1.2	1.7	5.4	5.2	5.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-363	-2,349	6,959	6,704	6,942
BPS	43,453	41,267	42,924	49,380	56,146
CFPS	667	-1,487	7,673	7,403	7,603
주당 현금배당금	0	0	300	300	300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	n/a	5.0	5.2	5.0
PER(최저)	n/a	n/a	3.7	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	6.3	6.5	6.3
EV/EBITDA(최고)	24.3	12.8	3.8	3.4	2.7
EV/EBITDA(최저)	18.3	10.9	3.1	2.6	1.9

(2) 현대건설 (A000720)

2019/01/07

투자이건 매수 (유지),

목표주가 77,000 원 (유지)

- 현대건설의 4분기 영업이익은 2,028 억원으로 전년동기대비 4.2% 증가할 것으로 예상되나, 컨센서스 영업이익인 2,566 억원에는 못미칠 것으로 보임. 별도 기준 해외 부문에서 원가를 높은 현장들의 일회성 비용 반영이 나타날 가능성이 있음
- 내년부터는 현장 믹스 개선에 따른 매출액 확대로 이익 턴어라운드 나타날 것으로 보임. 현대엔지니어링의 러시아 석유화학 플랜트 3 조원 수주 달성에 따라 합산 기준으로는 2018년 6 조원 이상의 해외 수주를 달성. 현재 이라크 유정 물공급시설 (2.5 조원) 낙찰 결과 기대중이며, 타 사와는 달리 2019년 매출액 성장이 나타날 것으로 보여, 견고해지는 펀더멘탈과 수주 기대감을 감안하여 대형 건설주 내 차선호주로 추천함

현대건설 실적 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	3Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	4,577.9	4,296.5	6.6	4,486.3	2.0	4,676.2	-2.1
영업이익	202.8	194.6	4.2	237.9	-14.8	256.6	-21.0
영업이익률 (%)	4.4	4.5	-0.1	5.3	-0.9	5.5	-1.1

주: FnGuide, SK증권

현대건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	16,854	16,819	17,010	4,139	4,208	4,243	4,264	3,538	4,240	4,486	4,578
국내	9,638	9,552	9,533	2,213	2,414	2,534	2,476	1,958	2,425	2,577	2,640
현대건설	6,027	6,450	6,513	1,320	1,521	1,624	1,562	1,239	1,643	1,761	1,807
현대엔지니어링	3,363	2,841	2,752	825	831	850	856	624	720	734	763
기타	247	260	268	68	62	60	58	95	61	82	70
해외	7,217	7,267	7,477	1,919	1,801	1,710	1,788	1,580	1,816	1,909	1,938
현대건설	4,107	3,429	3,604	1,152	1,021	971	963	888	867	845	829
현대엔지니어링	2,905	3,627	3,655	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	9,879	10,116	2,472	2,543	2,594	2,525	2,127	2,510	2,606	2,636
현대엔지니어링	6,268	6,468	6,408	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	10.1	10.7	11.2	10.8	10.3	10.2	11.8	10.3	9.8	9.3
국내	14.8	13.4	14.1	13.3	13.8	16.1	16.0	12.5	14.0	14.3	14.2
해외	5.1	5.8	6.4	8.8	7.2	1.7	2.3	10.9	5.5	3.8	2.5
현대건설	8.3	7.0	7.8	9.3	7.2	8.3	8.6	9.1	8.4	6.8	4.4
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	856	990	244	266	281	219	218	221	238	203
영업이익률 (%)	6.0	5.1	5.8	5.9	6.3	6.6	5.1	6.2	5.2	5.3	4.4
지배주주순이익	202	427	482	26	140	57	-22	100	148	71	107
순이익률 (%)	1.2	2.5	2.8	0.6	3.3	1.3	-0.5	2.8	3.5	1.6	2.3

자료: 현대건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,938	13,250	12,881	12,879	12,957
현금및현금성자산	2,150	2,107	1,908	1,761	1,739
매출채권 및 기타채권	7,122	5,398	6,221	6,291	6,347
재고자산	1,199	2,106	1,106	1,142	1,152
비유동자산	4,936	5,182	5,657	6,261	6,793
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	18,538	19,140	19,750
유동부채	8,750	7,219	6,909	6,861	6,869
단기금융부채	192	396	361	359	357
매입채무 및 기타채무	5,161	4,561	4,309	4,285	4,318
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	2,999	2,740	2,732	2,725	2,717
장기금융부채 (사채+장차)	1,968	1,696	1,687	1,679	1,671
장기매입채무 및 기타채무	43	139	139	139	139
장기충당부채	448	424	424	425	425
부채총계	11,749	9,959	9,641	9,586	9,586
지배주주지분	6,329	6,468	6,997	7,602	8,237
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	5,342	5,947	6,582
비지배주주지분(연결)	1,796	2,005	1,900	1,953	1,927
자본총계	8,125	8,473	8,897	9,555	10,164
부채와자본총계	19,873	18,432	18,538	19,140	19,750

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,087	514	154	172	297
당기순이익(손실)	732	372	585	661	691
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	-1,206	-1,260	-1,164
매출채권의감소(증가)	581	1,280	-823	-71	-55
재고자산의감소(증가)	283	-186	1,000	-36	-10
매입채무의증가(감소)	211	-594	-252	-23	32
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	-199	-147	-22
기초현금	1,997	2,150	2,107	1,908	1,761
기말현금	2,150	2,107	1,908	1,761	1,739
FCF	908	465	105	123	247

자료: 현대건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,825	16,887	16,819	17,010	17,159
매출원가	16,895	15,108	15,121	15,186	15,300
매출총이익	1,930	1,779	1,697	1,824	1,859
매출총이익률(%)	10.3	10.5	10.1	10.7	10.8
판매비와관리비	771	793	841	833	841
영업이익	1,159	986	856	990	1,018
영업이익률(%)	6.2	5.8	5.1	5.8	5.9
조정영업이익	1,159	986	856	990	1,018
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	873	958	987
세전계속사업이익률(%)	5.2	3.3	5.2	5.6	5.8
계속사업법인세	250	183	288	297	296
계속사업이익	732	372	585	661	691
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	732	372	585	661	691
순이익률(%)	3.9	2.2	3.5	3.9	4.0
지배주주	572	202	427	482	504
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.2	2.5	2.8	2.9
비지배주주	160	170	158	178	187
총포괄이익	842	444	657	733	763
지배주주	664	202	298	333	347
비지배주주	178	243	359	400	417
EBITDA	1,349	1,179	1,041	1,164	1,183

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	-2.1	-10.3	-0.4	1.1	0.9
영업이익	6.4	-14.9	-13.2	15.6	2.8
세전계속사업이익	9.3	-43.5	57.3	9.7	3.0
EBITDA	5.0	-12.6	-11.7	11.8	1.6
EPS	35.9	-64.7	111.6	13.0	4.5
수익성(%)					
ROA(%)	3.7	1.9	3.2	3.5	3.6
ROE(%)	12.1	5.8	8.7	9.1	8.7
EBITDA마진(%)	7.2	7.0	6.2	6.8	6.9
안정성(%)					
유동비율(%)	170.7	183.5	186.4	187.7	188.6
부채비율(%)	144.6	117.5	108.4	100.3	94.3
순차입금/자기자본(%)	-0.2	-0.6	1.6	2.9	2.8
EBITDA/이자비용(배)	15.5	15.4	13.8	15.5	15.9
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	5,133	1,810	3,830	4,328	4,525
BPS	56,786	58,029	62,776	68,205	73,903
CFPS	8,274	5,069	6,905	7,489	7,672
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	8.8	28.5	20.7	18.3	17.5
PER(최저)	5.3	18.7	8.9	7.9	7.6
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	6.8	6.3	6.1
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.8	8.6	7.8	7.7
EV/EBITDA(최저)	2.2	3.2	3.8	3.5	3.5

(3) HDC 현대산업개발 (A294870)

2019/01/07

Not Rated

목표주가 N/A

- 2018년 상반기 자체주택 인도 기준 적용에 따라 김포 한강 아이파크, 김포 사우 아이파크 합산 2,500 여세대의 입주 효과로 높은 이익 시현. 하반기 외주 주택에서 송파 헬리오시티 준공 효과로 인한 매출 확대로 3분기 호실적 달성. 4분기 역시 외주 주택에서 나쁘지 않은 실적 달성할 것으로 보임
- 2019년의 경우 매출, 이익 모두 2018년과 크게 다르지 않은 기조가 나타날 것으로 예상. 2019년 상반기 수원 영통 아이파크 1,070 세대, 청주 가경 1차 900 세대 입주가 예정되어 있어 자체주택 이익 인식에 따른 상고하지 실적이 예상됨. 준공 스케줄을 감안할 때, 2분기 입주 가능성이 높아 2분기 실적 서프라이즈 예상됨
- HDC 현대산업개발은 주택 매크로 둔화에 따라 주가 낙폭이 확대된 상황이나, PER 8.0X 기준 68,000 원의 주당 내재가치가 산출되어 현 시점에서 밸류에이션 메리트가 높음
- 정부의 GBC 투자에 대한 스탠스가 긍정적으로 선회되면서 향후 GTX C 노선 (의정부~강남) 사업 진행에 따른 자체 사이트 개발 계획 가시화가 기대되는 상황임. 라마단이 5월임을 감안할 때, 상반기 중에는 대형 건설사의 해외 수주 모멘텀이 다소 약하기 때문에 단기 Trading BUY로 접근해볼만 하다는 판단

HDC 현대산업개발 자체주택 입주 시기

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

자료: HDC 현대산업개발, SK 증권

멀티플 밸류에이션에 따른 주당 내재가치 산출

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS (원)	7,532	7,716	8,600	8,783	8,243
EPS 증가율 (%)	38.7	24	11.5	2.1	-6.1
PER (X)	6.0	6.0	5.3	5.2	5.6
적용EPS (원)	8,513	2019~2020년 예상 평균 EPS			
Target Multiple (X)	8.0	대형 건설주 12M Forward PER에서 20% 할인			
주당 내재가치 (원)	68,000				
현재주가 (원 01/04)	46,000				
Upside (%)	47.8				

자료: FnGuide, SK 증권

HDC 현대산업개발 실적 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	3Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	893	1,183	-24.5	939	-4.9	961	-7.1
영업이익	94	164	-42.6	119	-20.9	99	-5.2
영업이익률 (%)	10.5	13.9	-3.3	17.2	-6.7	23.8	-13.3

주: FnGuide, SK증권

HDC 현대산업개발 실적 추이 및 전망

(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
자체주택	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
자체주택	-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	589	622	156	112	125	138	100	209	156	131
매출총이익률 (%)	12.7	13.9	14.8	18.6	10.7	11.9	11.7	9.3	16.0	16.6	14.7
자체주택	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	-6.1	1.5	-0.1	1.9	3.3	4.1	-4.8	-4.7	-13.9	-0.7
영업이익	543	494	515	118	118	143	164	124	158	118	94
영업이익률 (%)	13.2	11.7	12.2	14.1	11.2	13.7	13.9	11.5	12.1	12.5	10.5
순이익	390	378	386	99	104	123	64	124	117	85	52
순이익률 (%)	9.5	9.0	9.2	11.8	9.9	11.7	5.4	11.5	8.9	9.0	5.8

자료: HDC 현대산업개발, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645	3,770	4,316	4,771	5,171
현금및현금성자산	1,152	1,018	1,919	2,053	2,363
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	6,219	6,593	6,937
유동부채	2,264	2,157	2,181	2,177	2,165
단기금융부채	745	535	526	529	531
매입채무 및 기타채무	592	700	733	727	713
단기충당부채	5	5	5	5	5
비유동부채	766	773	784	803	823
장기금융부채 (사채+장차)	335	335	334	341	349
장기매입채무 및 기타채무	3	3	4	4	4
장기충당부채	212	223	234	245	258
부채총계	3,030	2,929	2,965	2,980	2,988
지배주주지분	2,622	2,760	3,094	3,436	3,754
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	2,815	3,157	3,475
비지배주주지분(연결)	133	146	161	177	195
자본총계	2,755	2,906	3,255	3,613	3,949
부채와자본총계	5,785	5,835	6,219	6,593	6,937

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	840	317	997	212	389
당기순이익(손실)	331	339	378	386	362
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	435	-349	-148
매출채권의감소(증가)	39	-472	469	208	-147
재고자산의감소(증가)	344	194	-47	-533	30
매입채무의증가(감소)	-41	108	34	-6	-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	901	134	310
기초현금	548	1,152	1,018	1,919	2,053
기말현금	1,152	1,018	1,919	2,053	2,363
FCF	790	267	947	162	339

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

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,507	4,126	4,221	4,214	4,106
매출원가	2,873	3,397	3,560	3,531	3,459
매출총이익	634	729	660	684	647
매출총이익률(%)	18.1	17.7	15.6	16.2	15.8
판매비와관리비	227	186	167	169	164
영업이익	407	543	494	515	483
영업이익률(%)	11.6	13.2	11.7	12.2	11.8
조정영업이익	407	543	494	515	483
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	511	522	489
세전계속사업이익률(%)	10.7	12.5	12.1	12.4	11.9
계속사업법인세	99	178	133	136	127
계속사업이익	331	339	378	386	362
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	331	339	378	386	362
순이익률(%)	9.4	8.2	9.0	9.2	8.8
지배주주	307	390	378	386	362
지배주주귀속 순이익률(%)	8.7	9.4	9.0	9.2	8.8
비지배주주	24	-51	0	0	0
총포괄이익	326	348	388	396	371
지배주주	302	323	359	367	343
비지배주주	24	26	29	29	27
EBITDA	449	585	536	558	526

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.8	17.6	2.3	-0.2	-2.6
영업이익	38.8	33.5	-9.1	4.4	-6.3
세전계속사업이익	62.8	37.6	-1.3	2.1	-6.1
EBITDA	33.6	30.3	-8.4	4.1	-5.7
EPS	38.7	2.4	11.5	2.1	-6.1
수익성(%)					
ROA(%)	5.9	5.8	6.3	6.0	5.4
ROE(%)	13.3	12.6	12.9	11.8	10.1
EBITDA마진(%)	12.8	14.2	12.7	13.2	12.8
안정성(%)					
유동비율(%)	161.0	174.8	197.9	219.1	238.8
부채비율(%)	110.0	100.8	91.1	82.5	75.7
순차입금/자기자본(%)	-9.9	-5.1	-32.5	-32.7	-37.6
EBITDA/이자비용(배)	9.5	14.8	13.7	14.3	13.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	7,532	7,716	8,600	8,783	8,243
BPS	59,313	62,450	70,050	77,833	85,077
CFPS	8,479	8,656	9,552	9,747	9,218
주당 현금배당금	500	700	1,000	2,000	2,500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	7.2	9.8	8.8	8.6	9.2
PER(최저)	4.6	5.1	4.6	4.5	4.8
PBR(최고)	0.9	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	5.3	5.3	4.8	4.7	5.0
EV/EBITDA(최고)	8.3	5.4	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA(최저)	5.3	2.7	1.3	1.0	0.5

(4) 삼성엔지니어링 (A028050)

2019/01/07

투자이견 매수 (유지),

목표주가 20,000 원 (유지)

- 삼성엔지니어링의 강력한 수주 기조의 지속과 현안 프로젝트 종료 및 기존 프로젝트 매출 성장으로 2020 년 큰 폭의 실적 개선이 가능한 점은 분명한 메리트. 4분기 현안 프로젝트인 CBDC 의 마무리를 앞두고 있는 가운데, 기 총당금 버퍼 내에서 큰 손실 없이 무난히 마무리 될 것으로 기대
- 삼성엔지니어링의 Forward PBR 은 2.5X 수준으로 글로벌 EPC 의 최 상단 수준이나, 2017 년부터 이어져 온 공격적인 해외 수주 성과를 감안할 때 타 사 대비 충분한 프리미엄 부여가 가능함. 2019 년부터 풍부한 수주 잔고에서 나오는 매출액 성장과 함께 현안 프로젝트의 종료에 따른 이익 확대 기조가 나타나면서 자연스러운 밸류에이션 할증 해소가 가능할 것으로 보임
- 기 수주한 프로젝트 착공에 따라 경력직 인력을 크게 확대하지 않는 이상은 2019 년 신규 수주가 2018 년보다 큰 규모로 지속되기는 쉽지 않을 것으로 보이나, 향후 중동의 Petrochemical 분야 공격적인 발주 기조 감안 시 우호적 수주 플로우는 지속될 것으로 전망

삼성엔지니어링 실적 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	3Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	1,486.1	1,267.1	17.3	1,305.8	13.8	1,467.2	1.3
영업이익	32.0	6.8	369.4	84.5	-62.2	49.7	-35.6
영업이익률 (%)	2.2	0.5	1.6	6.5	-4.3	3.4	-1.2

주: FnGuide, SK증권

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	5,536	5,358	5,968	1,619	1,356	1,294	1,267	1,218	1,349	1,306	1,486
화공	2,110	2,243	2,749	707	517	515	371	476	522	567	678
비화공	3,426	3,115	3,219	912	839	779	896	742	827	739	808
Sales Growth (YoY %)	-21.0	-3.2	11.4	9.8	-27.9	-20.6	-37.4	-24.8	-0.5	0.9	17.3
화공	-35.9	6.3	22.6	-12.5	-36.3	-28.6	-60.9	-32.7	0.9	10.1	82.9
비화공	-7.9	-9.1	3.3	36.9	-21.4	-14.3	-16.7	-18.6	-1.4	-5.2	-9.9
매출총이익률 (%)	6.5	9.6	11.0	6.1	7.2	7.5	5.4	8.5	9.3	12.5	8.2
화공	-12.3	7.0	8.7	-5.5	-3.3	-5.6	-47.2	0.5	5.9	15.6	5.2
비화공	18.1	11.5	13.0	15.1	13.7	16.1	27.2	13.6	11.5	10.1	10.7
영업이익	47	182	300	12	12	15	7	21	44	85	32
영업이익률 (%)	0.8	3.4	5.0	0.8	0.9	1.2	0.5	1.7	3.3	6.5	2.2
지배주주순이익	-45	114	212	-44	32	7	-40	11	21	55	27
순이익률 (%)	-0.8	2.1	3.6	-2.7	2.3	0.5	-3.2	0.9	1.6	4.2	1.8

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,658	3,303	1,848	1,824	1,959
현금및현금성자산	882	745	11	-209	-282
매출채권 및 기타채권	2,360	2,167	1,453	1,619	1,796
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,862	1,781	3,222	3,318	3,463
장기금융자산	55	57	57	57	57
유형자산	657	427	401	379	359
무형자산	96	71	71	71	71
자산총계	5,520	5,084	5,070	5,142	5,422
유동부채	4,314	3,678	3,557	3,449	3,484
단기금융부채	1,452	1,056	959	642	433
매입채무 및 기타채무	2,582	2,153	2,124	2,328	2,567
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	210	401	379	357	334
장기금융부채 (사채+장차)	0	268	246	223	201
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	6	6	6	6
부채총계	4,524	4,079	3,936	3,805	3,818
지배주주지분	1,011	1,026	1,159	1,365	1,638
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	454	-19	-19	-19	-19
기타자본구성요소	-193	-132	-132	-132	-132
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-198	170	278	480	747
비지배주주지분(연결)	-15	-22	-24	-29	-34
자본총계	996	1,005	1,135	1,337	1,604
부채와자본총계	5,520	5,084	5,070	5,142	5,422

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	188	-134	-591	145	183
당기순이익(손실)	9	-52	109	202	267
비현금수익비용가감	-79	2	-7	-11	-15
유형자산감가상각비	48	41	33	30	28
무형자산상각비	30	31	31	31	31
기타	-217	-138	-138	-138	-138
운전자본감소(증가)	258	-84	-692	-46	-69
매출채권의감소(증가)	-84	187	-714	166	177
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	166	-264	29	-204	-239
기타	175	-7	-7	-7	-7
법인세납부	-74	-82	-82	-82	-82
투자활동으로 인한 현금흐름	94	-15	1	1	1
금융자산감소(증가)	43	-8	1	1	1
유형자산처분(취득)	5	6	6	6	6
무형자산감소(증가)	-14	-7	0	0	0
기타투자활동	83	7	7	7	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-102	38	-119	-339	-231
단기금융부채의 증가(감소)	-1,327	-313	-97	-317	-209
장기금융부채의 증가(감소)	-59	351	-22	-22	-22
자본의 증가(감소)	1,284	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-0	0	0	0	0
현금의 증가	186	-137	-734	-219	-73
기초현금	696	882	745	11	-209
기말현금	882	745	11	-209	-282
FCF	164	-148	-604	131	169

자료: 삼성엔지니어링, SK증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,009	5,536	5,358	5,968	6,621
매출원가	6,527	5,175	4,844	5,311	5,857
매출총이익	482	361	514	658	765
매출총이익률(%)	6.9	6.5	9.6	11.0	11.5
판매비와관리비	412	315	332	358	384
영업이익	70	47	182	300	381
영업이익률(%)	1.0	0.8	3.4	5.0	5.7
조정영업이익	70	47	182	300	381
비영업손익	-14	-77	-42	-39	-36
순금융손익	-11	-17	-22	-19	-16
외환관련손익	-2	-47	-47	-47	-47
관계기업등 투자손익	5	5	5	5	5
세전계속사업이익	56	-30	140	261	345
세전계속사업이익률(%)	0.8	-0.5	2.6	4.4	5.2
계속사업법인세	47	22	32	59	78
계속사업이익	9	-52	109	202	267
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9	-52	109	202	267
순이익률(%)	0.1	-0.9	2.0	3.4	4.0
지배주주	26	-45	114	212	280
지배주주귀속 순이익률(%)	0.4	-0.8	2.1	3.6	4.2
비지배주주	-16	-7	-5	-10	-13
총포괄이익	-36	8	97	186	257
지배주주	-20	15	176	336	463
비지배주주	-16	-7	-78	-149	-206
EBITDA	149	119	246	361	439

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	8.8	-21.0	-3.2	11.4	10.9
영업이익	흑전	-33.1	287.1	65.0	27.0
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	86.3	32.1
EBITDA	흑전	-19.7	105.9	46.9	21.7
EPS	흑전	적전	흑전	86.3	32.1
수익성(%)					
ROA(%)	0.2	-1.0	2.1	4.0	5.1
ROE(%)	2.7	-5.1	9.9	16.0	17.8
EBITDA마진(%)	2.1	2.2	4.6	6.0	6.6
안정성(%)					
유동비율(%)	84.8	89.8	52.0	52.9	56.2
부채비율(%)	454.1	406.0	346.9	284.7	238.1
순차입금/자기자본(%)	-16.2	45.0	95.7	90.2	73.5
EBITDA/이자비용(배)	5.5	4.8	8.3	13.3	17.9
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	131	-231	581	1,083	1,430
BPS	4,669	4,873	5,551	6,604	7,995
CFPS	449	104	881	1,344	1,663
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	113.8	n/a	25.4	13.6	10.3
PER(최저)	67.9	n/a	16.7	9.0	6.8
PBR(최고)	2.9	2.8	2.5	2.1	1.8
PBR(최저)	1.7	1.9	1.6	1.4	1.2
PCR	23.0	119.5	14.1	9.2	7.5
EV/EBITDA(최고)	25.9	33.3	5.0	2.7	2.0
EV/EBITDA(최저)	20.0	25.9	3.3	1.8	1.3

(5) 대우건설 (A047040)

2019/01/07

투자 의견 매수 (유지)

목표주가 8,000 원 (유지)

- 대우건설의 4분기 실적은 현안 프로젝트인 모로코 SAFI의 마무리를 앞두고 있어 보수적으로 하방이 열려있다고 할 수 있겠으나, 기 중당금 반영분을 감안할 때 큰 이슈 없이 무난한 실적 달성 가능할 것으로 기대
- 타 사 대비 보수적인 수주 기조에도 불구하고, 아프리카, 동남아 등의 수주로 연내 해외 수주 2조원 가량을 달성함. 2017년 역시 2조원 가까운 수주를 기록, GS 건설과 비교할 때 크게 차이 나지 않는 수준인 점에 주목. 2019년 나이지리아 LNG 액화 설비 시설 입찰에 원청으로 참여 (43억달러, w/Saipem, Chiyoda / 경쟁 컨소시엄 KBR, 테크넵, JGC). 선진 EPC 과점 시장인 LNG 액화시설에 원청으로 수주에 성공할 경우 주가 모멘텀으로 크게 작용할 것으로 기대

대우건설 실적 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	3Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	2,716.5	2,914.6	-6.8	2,728.5	-0.4	2,738.5	-0.8
영업이익	163.7	-151.5	흑전	191.5	-14.5	160.5	2.0
영업이익률 (%)	6.0	-5.2	11.2	7.0	-1.0	5.9	0.2

주: FnGuide, SK증권

대우건설 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	12,201	11,062	10,752	2,640	3,114	3,098	2,915	2,653	2,964	2,729	2,717
주택건축	6,850	7,044	6,815	1,480	1,825	1,733	1,812	1,525	1,913	1,804	1,803
플랜트	2,620	1,962	1,971	632	718	696	574	623	506	407	427
토목	1,849	1,701	1,649	485	522	411	431	404	430	413	455
기타	14	14	17	3	4	4	4	3	3	4	4
연결	435	340	300	40	45	255	95	98	112	102	27
Sales Growth (YoY %)	9.9	-9.3	-2.8	3.2	2.8	10.4	7.5	0.5	-4.8	-11.9	-6.8
주택건축		2.8	-3.3					3.0	4.8	4.1	-0.5
플랜트		-25.1	0.5					-1.5	-29.6	-41.6	-25.6
토목		-8.0	-3.1					-16.7	-17.7	0.5	5.6
매출총이익률 (%)	6.8	10.1	10.8	11.7	10.3	6.9	-0.4	10.5	9.4	10.5	9.9
주택건축	14.4	14.4	14.5	16.0	14.9	15.7	15.0	14.3	13.6	15.1	14.5
플랜트	-2.4	1.7	3.7	4.8	5.5	0.9	-40.0	4.7	-8.0	-3.5	-4.9
토목	4.4	4.7	5.5	7.4	1.1	-32.7	-17.6	2.7	7.4	2.5	4.8
영업이익	429	700	751	221	246	114	-152	182	162	192	164
영업이익률 (%)	3.5	6.3	7.0	8.4	7.9	3.7	-5.2	6.9	5.5	7.0	6.0
지배주주순이익	259	364	444	192	131	89	-154	112	88	68	97
순이익률 (%)	2.1	3.3	4.1	7.3	4.2	2.9	-5.3	4.2	3.0	2.5	3.6

자료: 대우건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,359	5,277	5,535	6,239	7,177
현금및현금성자산	817	517	1,098	1,919	2,818
매출채권 및 기타채권	2,938	2,954	2,728	2,651	2,675
재고자산	1,239	727	682	663	669
비유동자산	3,611	3,499	3,497	3,175	2,760
장기금융자산	796	807	799	791	783
유형자산	731	630	624	620	617
무형자산	87	81	81	81	81
자산총계	9,970	8,776	9,032	9,414	9,937
유동부채	6,608	5,270	5,191	5,124	5,150
단기금융부채	2,255	1,514	1,533	1,551	1,570
매입채무 및 기타채무	2,665	2,507	2,409	2,323	2,331
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,292	1,229	1,236	1,244	1,251
장기금융부채 (사채+장차)	146	358	360	362	364
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	377	223	225	228	230
부채총계	7,900	6,498	6,427	6,367	6,401
지배주주지분	2,032	2,243	2,565	2,999	3,481
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
기타자본구성요소	-99	-99	-99	-99	-99
자기주식	-102	-102	-102	-102	-102
이익잉여금	-363	-92	270	712	1,201
비지배주주지분(연결)	38	35	41	47	55
자본총계	2,070	2,278	2,605	3,047	3,536
부채와자본총계	9,970	8,776	9,032	9,414	9,937

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	359	237	408	649	726
당기순이익(손실)	-755	258	363	441	489
비현금수익비용가감	517	297	376	373	371
유형자산감가상각비	88	85	68	67	66
무형자산상각비	9	7	7	7	7
기타	357	181	145	145	145
운전자본감소(증가)	597	-318	-330	-166	-134
매출채권의감소(증가)	-41	50	-226	-76	24
재고자산의감소(증가)	513	554	-45	-19	6
매입채무의증가(감소)	677	-246	97	86	-8
기타	-553	-675	-157	-157	-157
법인세납부	-22	11	4	1	5
투자활동으로 인한 현금흐름	-262	185	152	152	153
금융자산감소(증가)	-68	29	-6	-6	-6
유형자산처분(취득)	6	5	5	5	5
무형자산감소(증가)	-4	-2	0	0	0
기타투자활동	77	221	221	221	221
재무활동으로 인한 현금흐름	174	-721	21	21	21
단기금융부채의 증가(감소)	174	-722	19	19	19
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	2	2	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	1	0	0	0	0
현금의 증가	278	-300	581	821	899
기초현금	539	817	517	1,098	1,919
기말현금	817	517	1,098	1,919	2,818
FCF	85	169	340	581	658

자료: 대우건설 SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,106	11,767	11,062	10,752	10,848
매출원가	11,011	10,935	9,947	9,592	9,623
매출총이익	95	832	1,115	1,160	1,225
매출총이익률(%)	0.9	7.1	10.1	10.8	11.3
판매비와관리비	562	403	415	409	412
영업이익	-467	429	700	751	813
영업이익률(%)	-4.2	3.6	6.3	7.0	7.5
조정영업이익	-467	429	700	751	813
비영업손익	-544	-115	-182	-182	-181
순금융손익	-68	-60	-55	-56	-56
외환관련손익	-13	19	-171	-171	-171
관계기업등 투자손익	-6	-27	40	40	41
세전계속사업이익	-1,011	314	518	570	632
세전계속사업이익률(%)	-9.1	2.7	4.7	5.3	5.8
계속사업법인세	-256	56	155	128	142
계속사업이익	-755	258	363	441	489
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-755	258	363	441	489
순이익률(%)	-6.8	2.2	3.3	4.1	4.5
지배주주	-736	259	364	444	492
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.6	2.2	3.3	4.1	4.5
비지배주주	-19	-1	-2	-2	-2
총포괄이익	-724	208	413	492	540
지배주주	-704	211	419	499	548
비지배주주	-20	-3	-7	-8	-8
EBITDA	-371	522	775	825	886

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	12.3	6.0	-6.0	-2.8	0.9
영업이익	적전	흑전	63.1	7.3	8.2
세전계속사업이익	적전	흑전	65.1	10.0	10.9
EBITDA	적전	흑전	48.6	6.5	7.4
EPS	적전	흑전	40.7	21.7	10.9
수익성(%)					
ROA(%)	-7.5	2.8	4.1	4.8	5.1
ROE(%)	-31.7	12.1	15.1	15.9	15.1
EBITDA마진(%)	-3.3	4.4	7.0	7.7	8.2
안정성(%)					
유동비율(%)	96.2	100.1	106.6	121.8	139.4
부채비율(%)	381.7	285.3	246.7	209.0	181.0
순차입금/자기자본(%)	76.6	59.5	30.1	-0.9	-25.9
EBITDA/이자비용(배)	-4.0	5.7	9.6	10.2	10.9
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-1,770	623	877	1,067	1,183
BPS	4,680	5,202	5,976	7,022	8,181
CFPS	-1,584	843	1,053	1,241	1,354
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	13.4	8.4	6.9	6.2
PER(최저)	n/a	8.2	5.0	4.1	3.7
PBR(최고)	1.6	1.5	1.2	1.0	0.9
PBR(최저)	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5
PCR	-3.2	7.0	4.4	3.7	3.4
EV/EBITDA(최고)	n/a	9.1	5.0	3.7	2.4
EV/EBITDA(최저)	n/a	6.7	3.3	2.2	1.0

(6) 대림산업 (A00210)

2019/01/07

투자의견 중립 (하향)

목표주가 100,000 원 (유지)

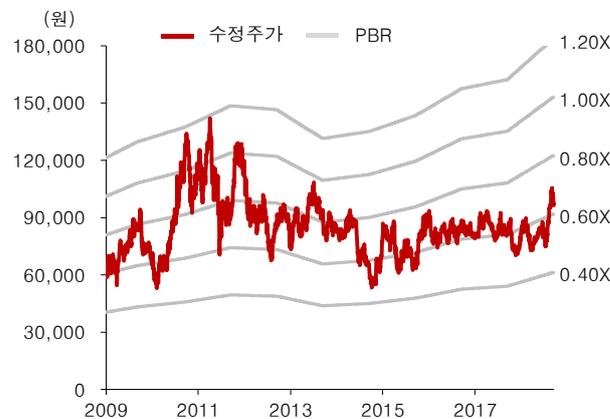
- 대림산업 4분기 실적은 플랜트 부문 매출 감소에 따라 QoQ 이익 역시 감소가 불가피할 것으로 전망됨. 주택 부문의 경우 준공정산효과를 제거하더라도 안정적 이익기조가 지속된다는 점에서 긍정적. 유화 부문 역시 PE, PP 스프레드 축소에 따라 이익 감소세 나타날 것으로 예상
- 플랜트 사업부 소극적인 수주 기조 지속에 따라, 해외 수주 모멘텀에서 소외되어 있는 상황으로, 따라서 현 시점에서 주가 탄력성은 매우 떨어진 것으로 판단됨. 대림산업에 대한 목표배수를 건설 타겟 PBR 1.0X 에서 30% 할인한 0.7X 를 유지하며 이에 따라 목표주가 역시 100,000 원을 유지함. 다만, 연말 배당 기대감 확대에 따른 주가 상승으로 인해 현 시점에서 주가 업사이드가 높지 않아 투자의견을 기존 매수에서 중립으로 하향 조정함
- 향후 플랜트 사업 부문의 수주 스텔스 의지 및 건설, 유화 분할 모멘텀에 따라 주가향방 결정될 것으로 보임

대림산업 목표주가 산정 기준

	2017	2018E	2019E	2020E
BPS (원)	131,198	135,160	152,782	170,504
BPS 증가율 (%)	9.8	3.0	13.0	11.6
PBR (X)	0.64	0.73	0.65	0.58
ROE (%)	10.5	16.4	14.5	12.9
적용BPS (원)	154,258	12M Forward BPS		
Target Multiple (X)	0.70	건설 목표배수 1.0X에서 30% 할인		
목표주가 (원)	100,000			
현재주가 (원, 01/04)	97,900			
Upside (%)	2.1			

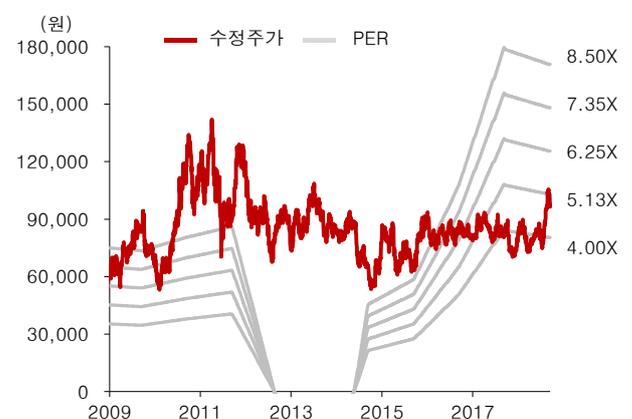
자료: FnGuide, SK 증권

대림산업 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

대림산업 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

대림산업 실적 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (% , %p)	3Q18	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	2,298.8	3,290.7	-30.1	2,463.8	-6.7	2,527.5	-9.0
영업이익	162.2	91.6	77.1	205.5	-21.1	175.2	-7.4
영업이익률 (%)	7.1	2.8	4.3	8.3	-1.3	6.9	0.1

주: FnGuide, SK증권

대림산업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	12,336	10,553	10,040	2,511	3,106	3,427	3,291	2,833	2,957	2,464	2,299
건설	10,027	7,733	7,185	2,001	2,610	2,769	2,648	2,177	2,185	1,733	1,638
토목	1,207	1,166	1,190	278	300	343	286	295	312	276	283
플랜트	2,351	1,119	847	512	640	593	607	428	268	231	192
주택	6,469	5,449	5,147	1,211	1,670	1,833	1,755	1,454	1,605	1,227	1,163
유화	1,162	1,232	1,219	304	287	290	281	298	314	321	299
연결 및 기타	1,146	1,588	1,636	207	210	368	362	359	457	409	362
Sales Growth (YoY %)	25.2	-14.5	-4.9	11.4	21.2	39.5	27.6	12.8	-4.8	-28.1	-30.1
건설	32.8	-22.9	-7.1	21.4	35.7	46.3	27.0	8.8	-16.3	-37.4	-38.2
토목	-11.4	-3.4	2.1	-10.1	-13.2	7.4	-26.2	6.4	4.1	-19.8	-1.3
플랜트	20.1	-52.4	-24.3	-3.2	28.8	34.3	23.7	-16.5	-58.1	-61.1	-68.3
주택	52.9	-15.8	-5.5	49.5	54.4	61.9	45.4	20.0	-3.9	-33.0	-33.7
유화	8.1	6.0	-1.0	11.2	2.6	6.7	12.6	-2.2	9.7	10.6	6.3
매출총이익률 (%)	9.7	13.1	8.8	10.7	10.2	10.2	7.9	14.5	12.5	13.2	12.0
토목	-15.7	6.4	7.6	-4.5	-19.1	-4.9	-35.9	8.7	7.1	4.0	5.7
플랜트	6.6	6.9	6.4	7.2	10.2	7.2	1.7	6.2	-4.0	20.5	7.2
주택	11.7	14.2	14.1	10.2	11.9	10.6	13.6	15.1	13.8	13.8	14.1
유화	20.1	14.4	14.2	20.2	21.4	21.6	17.1	14.2	16.0	14.0	13.3
영업이익	546	838	800	114	143	197	92	245	225	205	162
건설	217	532	526	36	95	122	-36	155	126	135	117
유화	139	117	111	40	38	38	22	23	33	33	28
영업이익률 (%)	4.4	7.9	8.0	4.5	4.6	5.8	2.8	8.6	7.6	8.3	7.1
건설	2.2	6.9	7.3	1.8	3.7	4.4	-1.3	7.1	5.7	7.8	7.1
유화	12.0	9.5	9.1	13.3	13.3	13.2	7.9	7.8	10.6	10.2	9.8
지배주주순이익	490	812	776	139	102	289	-39	244	215	181	172
순이익률 (%)	4.0	7.7	7.7	5.5	3.3	8.4	-1.2	8.6	7.3	7.3	7.5

자료: 대림산업, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,496	6,728	6,897	6,413	6,702
현금및현금성자산	1,577	1,932	2,091	2,081	2,346
매출채권 및 기타채권	2,913	3,130	3,036	2,613	2,583
재고자산	902	718	867	825	861
비유동자산	5,896	6,675	6,992	8,215	8,882
장기금융자산	969	1,181	1,193	1,205	1,217
유형자산	1,964	2,071	2,204	2,325	2,433
무형자산	61	70	70	70	70
자산총계	12,392	13,402	13,889	14,629	15,583
유동부채	4,787	4,903	5,207	5,162	5,328
단기금융부채	449	453	457	462	467
매입채무 및 기타채무	3,126	3,094	3,392	3,340	3,498
단기충당부채	126	227	229	231	233
비유동부채	2,459	2,805	2,816	2,836	2,855
장기금융부채 (사채+장차)	1,929	2,197	2,205	2,221	2,238
장기매입채무 및 기타채무	93	62	62	63	64
장기충당부채	133	188	190	192	194
부채총계	7,246	7,708	8,023	7,997	8,183
지배주주지분	4,611	5,064	5,217	5,897	6,581
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	539	539	539
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,918	4,399	5,201	5,965	6,735
비지배주주지분(연결)	534	630	649	734	819
자본총계	5,145	5,694	5,866	6,631	7,400
부채와자본총계	12,392	13,402	13,889	14,629	15,583

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	147	438	481	301	575
당기순이익(손실)	293	508	841	804	808
비현금수익비용가감	400	395	184	212	223
유형자산감가상각비	102	111	105	114	126
무형자산상각비	7	8	8	8	8
기타	532	688	288	288	288
운전자본감소(증가)	-546	-465	-545	-714	-455
매출채권의감소(증가)	-473	-1,134	-94	-423	-31
재고자산의감소(증가)	-0	135	149	-42	36
매입채무의증가(감소)	589	835	-298	52	-158
기타	-662	-302	-302	-302	-302
법인세납부	-168	-260	-179	-202	-214
투자활동으로 인한 현금흐름	-699	-237	-285	-285	-285
금융자산감소(증가)	-364	-106	18	18	18
유형자산처분(취득)	6	2	1	1	1
무형자산감소(증가)	-10	-3	0	0	0
기타투자활동	-78	105	-68	-68	-68
재무활동으로 인한 현금흐름	-46	154	-36	-26	-26
단기금융부채의 증가(감소)	-967	-599	3	5	5
장기금융부채의 증가(감소)	829	774	8	17	17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-12	-39	-39	-39
기타재무활동	104	-9	-9	-9	-9
현금의 증가	-591	355	159	-10	265
기초현금	2,168	1,577	1,932	2,091	2,081
기말현금	1,577	1,932	2,091	2,081	2,346
FCF	-107	202	245	65	340

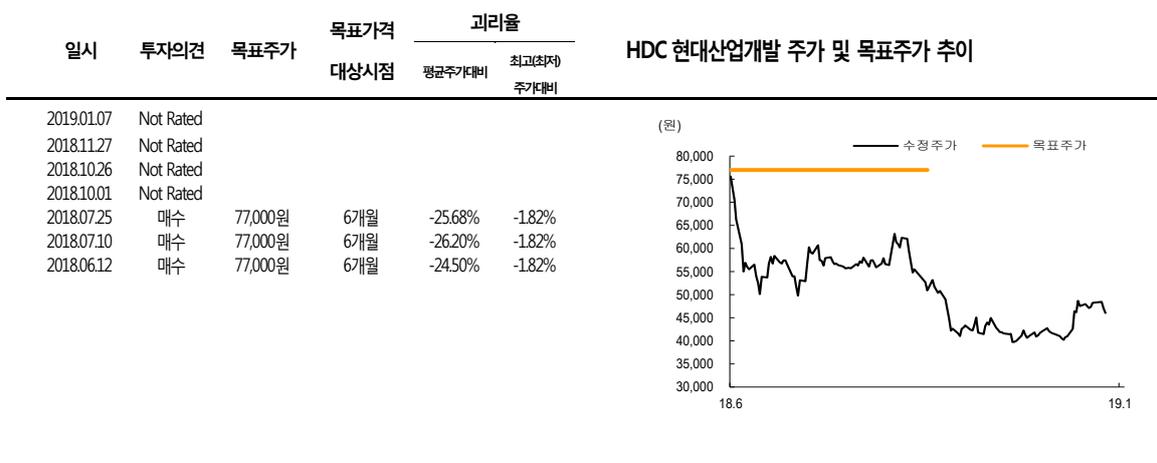
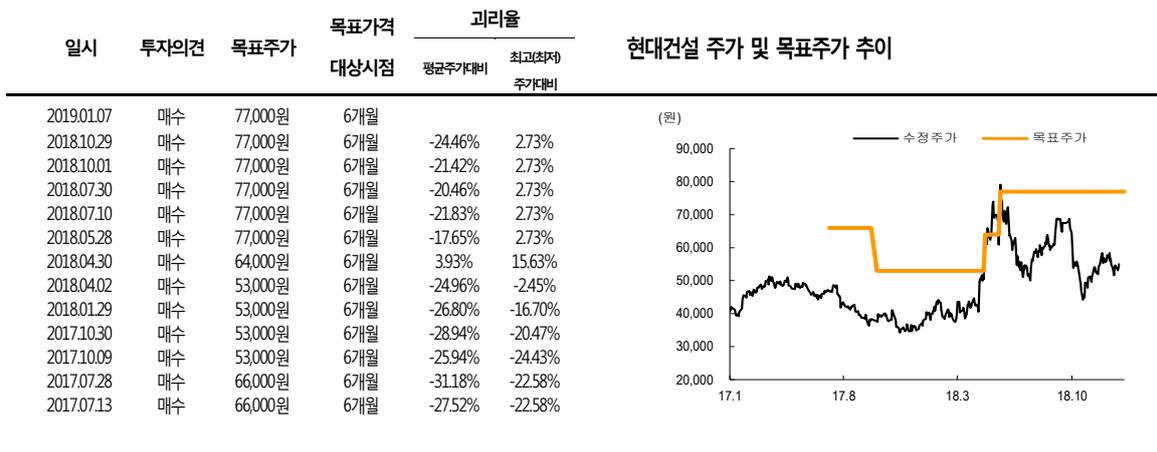
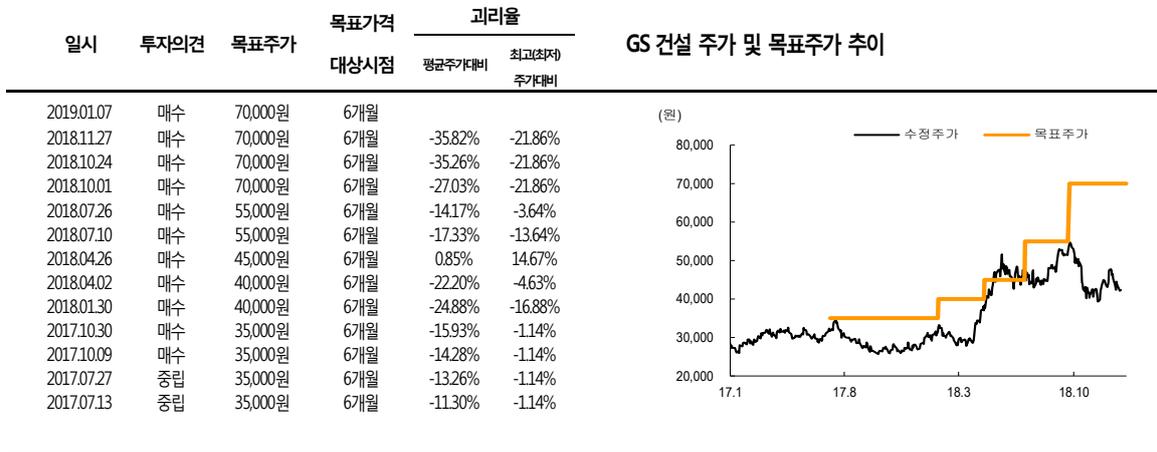
자료: 대림산업, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,854	12,336	10,553	10,040	10,474
매출원가	8,878	11,139	9,172	8,708	9,121
매출총이익	976	1,196	1,381	1,332	1,353
매출총이익률(%)	9.9	9.7	13.1	13.3	12.9
판매비와관리비	557	650	543	532	555
영업이익	419	546	838	800	798
영업이익률(%)	4.3	4.4	7.9	8.0	7.6
조정영업이익	419	546	838	800	798
비영업손익	17	129	283	271	279
순금융손익	-54	-65	-68	-69	-69
외환관련손익	19	-65	-49	-65	-59
관계기업등 투자손익	257	437	349	353	356
세전계속사업이익	436	675	1,121	1,071	1,077
세전계속사업이익률(%)	4.4	5.5	10.6	10.7	10.3
계속사업법인세	143	167	280	268	269
계속사업이익	293	508	841	804	808
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	293	508	841	804	808
순이익률(%)	3.0	4.1	8.0	8.0	7.7
지배주주	265	490	812	776	780
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	4.0	7.7	7.7	7.4
비지배주주	28	18	29	28	28
총포괄이익	267	484	865	827	832
지배주주	242	465	830	794	798
비지배주주	25	20	35	33	34
EBITDA	528	665	952	923	932

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	3.6	25.2	-14.5	-4.9	4.3
영업이익	54.3	30.2	53.5	-4.5	-0.3
세전계속사업이익	0.0	54.7	66.0	-4.4	0.5
EBITDA	47.1	26.0	43.0	-3.0	1.0
EPS	28.3	84.9	65.5	-4.4	0.5
수익성(%)					
ROA(%)	2.4	3.9	6.2	5.6	5.3
ROE(%)	6.5	10.5	16.4	14.5	12.9
EBITDA마진(%)	5.4	5.4	9.0	9.2	8.9
안정성(%)					
유동비율(%)	135.7	137.2	132.5	124.3	125.8
부채비율(%)	140.8	135.4	136.8	120.6	110.6
순차입금/자기자본(%)	15.6	12.6	9.7	9.0	4.8
EBITDA/이자비용(배)	5.6	6.4	8.6	8.3	8.4
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	6,873	12,707	21,032	20,101	20,211
BPS	119,454	131,198	135,160	152,782	170,504
CFPS	10,404	16,252	24,733	23,989	24,414
주당 현금배당금	300	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표(배)					
PER(최고)	13.7	7.4	4.4	4.6	4.6
PER(최저)	9.0	6.1	3.3	3.5	3.5
PBR(최고)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
PBR(최저)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	8.4	5.1	3.9	4.1	4.0
EV/EBITDA(최고)	7.7	6.0	4.4	4.5	4.2
EV/EBITDA(최저)	5.7	5.2	3.4	3.6	3.3



일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율		삼성엔지니어링 주가 및 목표주가 추이
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019.01.07	매수	20,000원	6개월			
2018.10.29	매수	20,000원	6개월	-12.78%	-1.50%	
2018.10.01	중립	20,000원	6개월	-15.29%	-1.50%	
2018.07.27	매수	20,000원	6개월	-17.83%	-3.50%	
2018.07.10	매수	20,000원	6개월	-23.23%	-18.50%	
2018.04.02	중립	13,000원	6개월	6.45%	55.38%	
2018.02.08	중립	13,000원	6개월	-0.62%	42.31%	
2017.10.30	중립	13,000원	6개월	-5.05%	34.62%	
2017.10.09	중립	13,000원	6개월	-10.49%	1.92%	
2017.07.13	중립	13,000원	6개월	-10.50%	1.92%	
2017.04.27	중립	13,000원	6개월	-4.69%	1.92%	
2017.03.27	중립	13,000원	6개월	-1.71%	1.92%	

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율		대우건설 주가 및 목표주가 추이
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019.01.07	매수	8,000원	6개월			
2018.10.31	매수	8,000원	6개월	-30.93%	-11.50%	
2018.10.01	매수	8,000원	6개월	-29.26%	-11.50%	
2018.07.10	매수	8,000원	6개월	-28.64%	-11.50%	
2018.04.27	매수	8,000원	6개월	-27.04%	-11.50%	
2018.04.02	매수	8,000원	6개월	-31.86%	-21.00%	
2018.02.08	매수	8,000원	6개월	-33.50%	-25.75%	
2017.11.27	매수	10,000원	6개월	-40.48%	-31.60%	
2017.11.03	매수	10,000원	6개월	-37.32%	-31.60%	
2017.10.09	매수	12,000원	6개월	-39.43%	-31.75%	
2017.07.27	매수	12,000원	6개월	-39.33%	-31.75%	
2017.07.13	매수	9,500원	6개월	-20.83%	-14.53%	
2017.06.26	매수	9,500원	6개월	-21.23%	-14.53%	

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율		대림산업 주가 및 목표주가 추이
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019.01.07	중립	100,000원	6개월			
2018.11.02	매수	100,000원	6개월	-16.64%	5.50%	
2018.10.01	매수	100,000원	6개월	-19.45%	-10.30%	
2018.07.10	매수	100,000원	6개월	-19.65%	-10.30%	
2018.04.27	매수	100,000원	6개월	-18.78%	-10.30%	
2018.04.02	매수	100,000원	6개월	-21.04%	-14.50%	
2018.01.26	매수	120,000원	6개월	-31.86%	-22.75%	
2017.11.27	매수	120,000원	6개월	-29.76%	-22.75%	
2017.11.03	매수	120,000원	6개월	-29.55%	-22.75%	
2017.10.09	매수	120,000원	6개월	-29.74%	-22.75%	
2017.07.28	매수	120,000원	6개월	-29.32%	-22.75%	
2017.07.13	매수	110,000원	6개월	-22.17%	-15.00%	
2017.03.27	매수	110,000원	6개월	-23.03%	-15.91%	