

2019-10-15



INDUSTRY ANALYSIS

건설(비중확대)

역사에서 찾은 해답(解答) : '디벨로퍼' 마켓

불가피한 해외수주 감소세와 국내수주 성장 정체
이에 대한 역사 속의 해답은 디벨로퍼 마켓뿐
Top-Pick으로 SK디앤디 제시

건설. 신서정, 3773-9978

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

신서정

sejeong@sks.co.kr
02-3773-9978

건설

역사에서 찾은 해답(解答): '디벨로퍼'

건설업종의 성장성 우려가 현실화되고 있음. 수주의 함수인 건설업종이 1) 해외수주의 감소에 2) 국내수주의 성장 정체에 직면하고 있기 때문. 실제로 일본, 미국, 유럽 등의 선진국들은 우리나라보다 선행적으로 건설업종 성장 둔화 이슈에 직면했고 이에 대한 해답(解答)으로 디벨로퍼 마켓 부상. 약 20 년 선행하는 일본 부동산 시장 분석을 통해서도 디벨로퍼 우위 시장으로 재편 가능성 농후. Top-Pick 으로 국내 대표 디벨로퍼이자, 실적 성장세 까지 기대되는 SK 디앤디를 추천함

'건설업'은 역시 '수주의 함수'

시장에서 알려진대로 건설업은 수주의 함수가 맞음. 이는 데이터로도 입증되는 사실. 실제로 수주와 건설업 PBR 의 Correlation 을 그려보면, 대체로 0.7 이상의 높은 상관관계를 보여줌. 따라서 건설업종의 향후 성장성을 가늠하기 위해서는 해외와 국내의 수주 전망이 필연적. 다만 아쉽게도 과거와 같은 수주 성장세를 기대하기엔 무리

수주의 큰 두 축: 해외와 국내

건설사 수주는 해외와 국내라는 큰 두 축으로 나뉨. 2015 년까지 국내 건설사들의 성장성을 견인해왔던 해외수주의 급감에도 불구하고 꾸준히 매출 방어, 이익 방어가 나타났던 데에는 국내 수주의 성장세 영향이 컸음. 다만, 향후에도 국내 부동산 시장이 지속 성장할 수 있을지에 대해서는 의문. 실제로 부동산 공급 Cycle 을 이해하면, 택지공급 감소에서 비롯되는 향후 착공물량 감소는 필연적인 상황. 건설업종 내 새로운 Market 에 대한 관심이 필연적으로 요구되는 시점

역사에서 찾은 해답(解答): '디벨로퍼' 마켓

약 20 년 선행한다는 일본의 부동산 시장을 연구하며 많은 함의 도출. 실제로 일본 뿐 아니라 미국, 유럽 등 선진국들은 우리나라보다 선행적으로 건설업종 성장 둔화 이슈에 직면했고 그 후 밸류체인 확장의 일환으로 디벨로퍼 마켓 부상. 재미있는 사실은 디벨로퍼가 '매출 성장성 / 영업이익률 / 시가총액' 등 어떤 지표로 보나 제네콘 대비 아웃퍼폼한다는 점. 결국 성장성이 정체된 제네콘 대비 '디벨로퍼' 마켓 우위 시장으로 업계 재편 가능성 농후

건설업종 Overweight / Top-Pick 은 SK 디앤디

중장기 건설업종 Down-Turn 에 대한 의견 변화는 없음. 다만, 크고 작은 Cycle 이 반복되는 건설업종에 대한 View 는 Long Cycle 뿐만 아니라 Short Cycle 관점에서도 분석 필요성 존재. 결론적으로 2020 년 건설업종은 大 Cycle 내 하향기이자, 小 Cycle 내 소폭 상향기로 판단. 국내 건설사 강점 공종인 다운스트림 발주가 2020 년 소폭 증대될 것이기 때문. 더불어 2019 년은 수주 공백 및 부동산 관련 불확실성 증대로 주가 낙폭이 과도했다는 판단. 따라서 업종 의견은 Overweight/ Top-Pick 으로 국내 대표 디벨로퍼이자, 실적 성장세까지 기대되는 SK 디앤디를 추천함

Contents

1. Summary	3
2. 아쉬웠던 건설업 2019 년	14
3. '건설업'은 역시 '수주의 함수'	17
4. 수주의 첫번째 큰 축: 해외	21
- 샌드위치 신세에서 언제쯤 탈출할까	
5. 수주의 두번째 큰 축: 국내 - 불확실한 미래	34
6. 역사에서 찾은 해답(解答): '디벨로퍼' 마켓	40
7. 건설업종 Overweight / Top-Pick 은 SK 디앤디	59
8. 기업분석	61
1) SK 디앤디 - Top Pick	
2) HDC 현대산업개발	
3) 현대건설	
4) 삼성엔지니어링	
5) 대림산업	
6) GS 건설	
7) 대우건설	

Compliance Notice

- 작성자(신서정)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 14 일 기준)

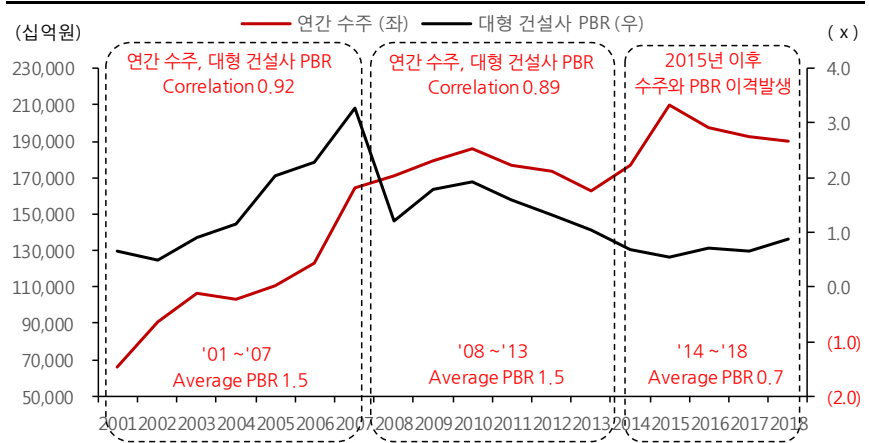
매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. Key Chart

건설업은 수주의 함수다

건설업이 수주의 함수라는 것은 데이터로도 증명이 됩니다. 실제로 수주 총계와 건설업종 사이 PBR 을 함께 그려보면, 사실상 동행한다고 말해도 무방할 정도로 Correlation 이 높게 형성되어 있습니다. 즉, 향후 건설업종의 주가 추이를 알기 위해서는 수주에 대한 전망이 필수적이란 뜻이죠

[그림1] 건설업종의 향후 주가추이를 알기 위해서는 수주에 대한 전망이 필수적



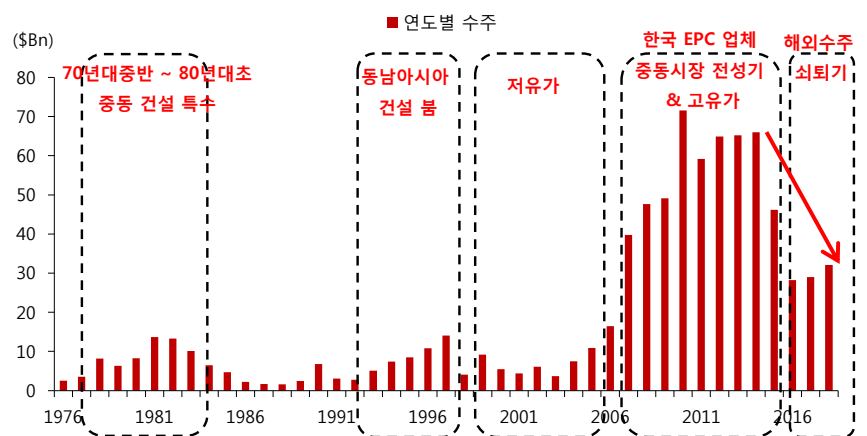
자료: DataGuide, SK 증권

아쉽게도 해외부문에서는 2015 년 이래로 수주가 추세적 우하향 형태를 띄고있네요.

해외 발주량 자체가 줄었을 개연성도 충분히 있습니다. 건설투자는 원래 사회가 성숙할수록 감소하는 전형적인 역U 자형 산업이니까요.

만약 발주량은 그대로인데, 국내 EPC 업체들의 MS 가 감소해 발생한 이슈라면 국내 건설사들의 경쟁력에 대해 고민해 볼 시점이라는 판단입니다

[그림2] 해외수주 추이를 그려보면, 아쉽게도 2015 년 이후 추세적 하향세



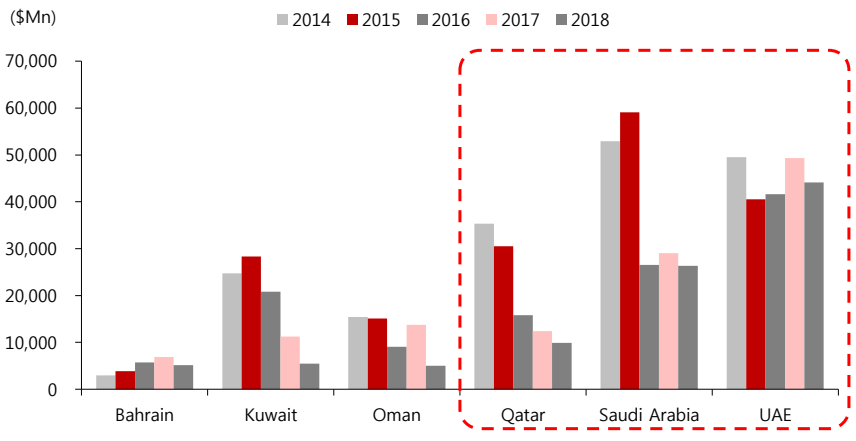
자료: 해외건설협회 SK 증권

수주의 첫번째 큰 축: 해외 - 샌드위치 신세에서 언제쯤 벗어날까?

2014년 이래로 사우디, UAE, 카타르 등에서 Contract Value 가 지속 감소하는 모습입니다. UAE 등지에서 상대적 선방을 하고 있지만, 특히 최대 마켓 중 하나로 꼽히는 사우디의 급감세에 주목이 되네요.

그런데 국내 건설사의 해외수주 부진이 발주량 감소에서 비롯된 것이라면 유럽, 아시아 등의 건설사에게도 마찬가지로 적용되어야 하는 이슈일 것입니다.

[그림3] 중동지역의 발주량 자체가 감소하고 있음

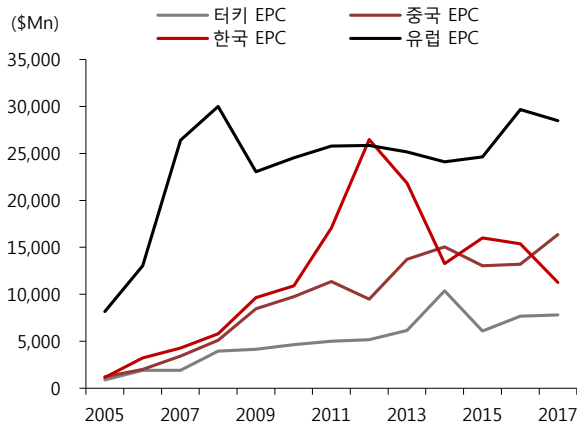


자료: MEED, SK 증권

글로벌 주요 건설사 중동 지역 매출 추이를 비교해보면, 국내 EPC 업체들만 MS가 급감하고 있습니다. 중국, 유럽, 터키 건설사들은 중동 발주량 감소에도 불구하고 나름대로 선방하고 있는데요. 아니, 오히려 최근에는 MS가 올라오는 모습까지 볼 수 있습니다.

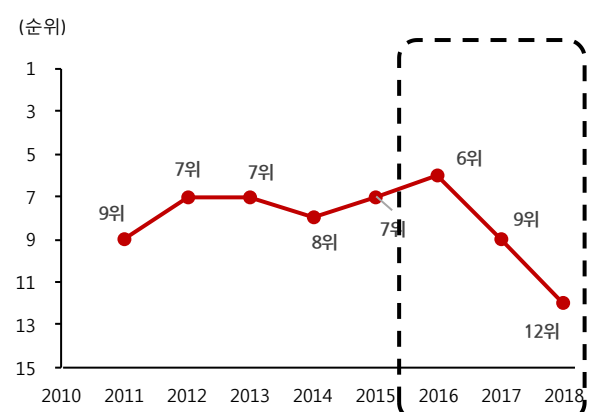
가격 경쟁력에서는 후발업체에게, 기술경쟁력에서는 선진업체에게 밀리는 국내 EPC의 샌드위치 신세를 단편적으로 보여주는 그림입니다.

[그림4] 국내 EPC 부진대비 유럽, 터키, 중국 EPC 업체들은 선방



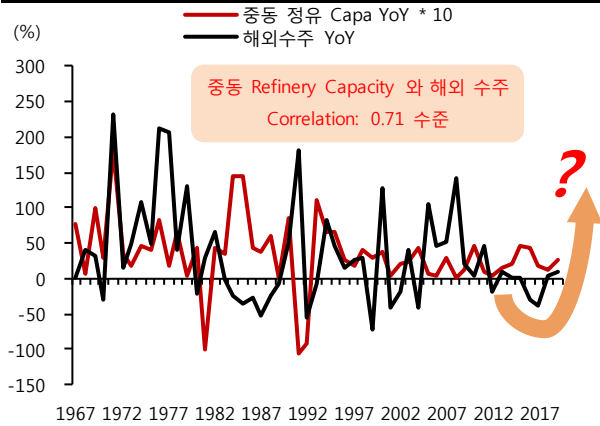
자료: ENR, SK 증권

[그림5] 한국 건설사 글로벌 종합평가 순위 하락세 지속



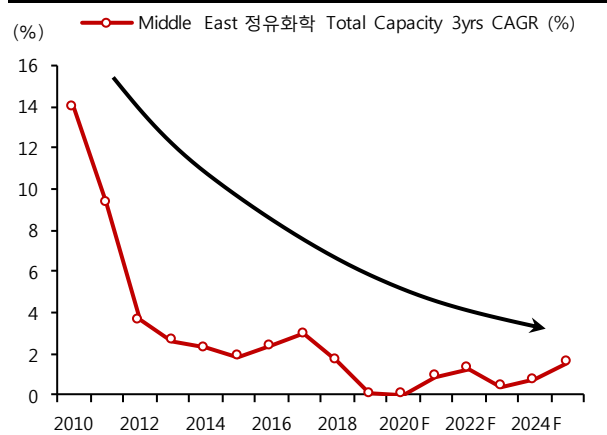
자료: 한국건설기술연구원, SK 증권

[그림6] 중동 Refinery 와 해외수주 상관관계 높음



자료: EIA, 해외건설협회, SK 증권

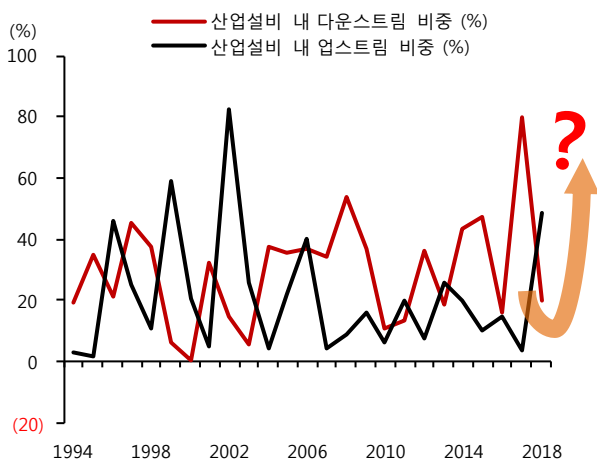
[그림7] 중동 Refinery Capacity 는 중장기 우하향세



자료: EIA, SK 증권

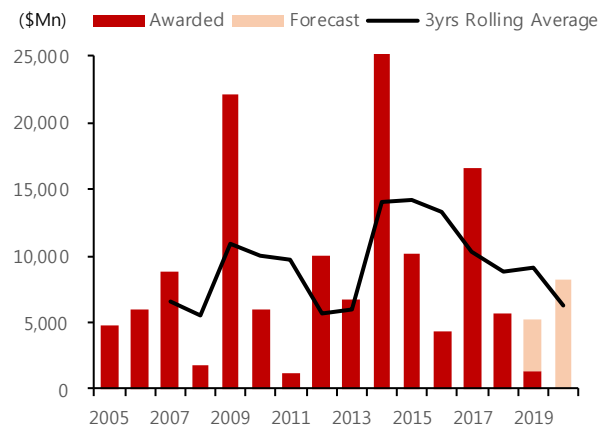
실제로 중동 Refinery Capacity 와 해외수주는 높은 상관관계를 보입니다. 즉, 중동 Refinery Capacity 전망을 통해서 해외수주 전망도 해 볼 수 있겠네요. 다만 아쉽게도 [그림 7]에서 보듯이, 중동 Refinery Total Capacity 는 추세적 우하향을 지속하고 있습니다. 즉, 중장기적으로 과거와 같은 해외 수주 증가세를 기대하는 것은 무리입니다.

[그림8] 업스트림 발주 후, 다운스트림 발주증가는 자연스러운 현상



자료: ENR, SK 증권

[그림9] 2020 년, 단기적으로 다운스트림 공종 발주 증가 전망



자료: MEED, SK 증권

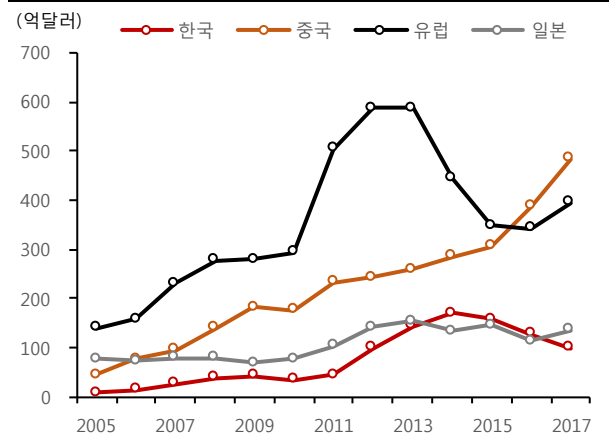
중장기 건설업종 Down-Turn 의견에는 변함이 없으나, 단기적으로 2020 년은, 수주 공백이었던 2019 년을 지나 소폭의 해외 수주 증가세를 누리는 한 해가 될 것입니다. 국내 건설사 강점 공종인 다운스트림 발주가 2020 년에 소폭 증대될 것이기 때문입니다. 실제로 MEED 자료에 의하면, 2020 년은 2019 년 대비 다운스트림 발주가 소폭 증가할 예정입니다.

[그림10] 중국은 Captive Market의 성격이 강함

기업	프로젝트	수주금액(십억원)
현대건설	HN 니 C1 B 300mm Renovation Project	2.7
GS 건설	LGCN #3 Battery Factory	2.1
	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 환경공사	154.2
	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 건축공사	331.4
	LG 화학 남경 전지 4 공장 신축공사	23.2
대림산업	Meth lene Diphenyl Isocyanate Plant	46.1
...	그 외 다수 계열사 공장 건설 물량	

자료: ENR, SK 증권

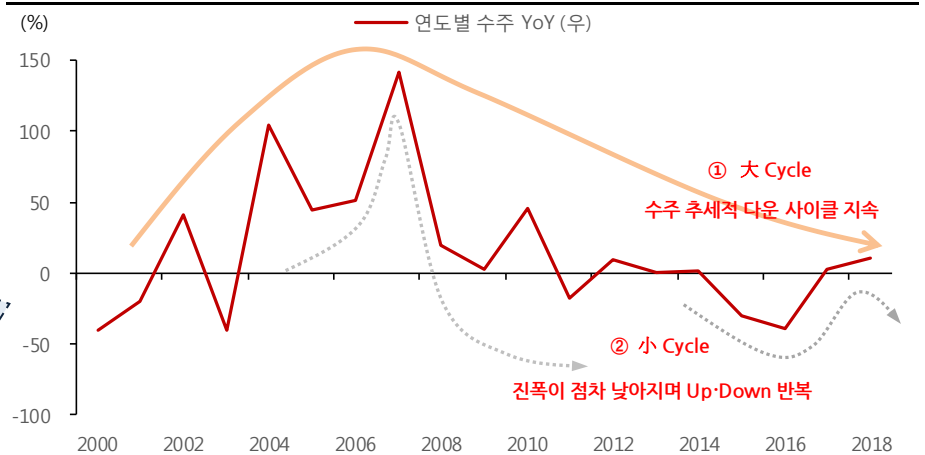
[그림11] 아시아 시장에서도 국내 EPC 부진 눈에 띈



자료: ENR, SK 증권

아시아 시장은 중동의 대체 시장으로 떠오르고 있습니다. 아마 아시아 건설시장의 성장성 자체에 의문을 품는 사람은 없을 것입니다. 다만 시장의 성장성과 무관하게 국내 EPC 업체들이 커지는 파이를 전혀 빼앗아 먹지 못하고 있다는 점이 문제입니다. 원인은 중동에서도 언급하였듯, 기술경쟁력/ 가격경쟁력 모두에서 글로벌 PEER 대비 뚜렷한 강점이 없다는 점이겠지요

[그림12] 2020 년은 大 Cycle 내 하향기이자, 小 Cycle 내 소폭 상향기로 정의하겠습니다



자료: 해외건설협회, SK 증권

건설업종은 크고 작은 Cycle 이 반복되는 산업이지만, Long-Cycle 뿐만 아니라 Short-Cycle 관점에서도 분석이 필요합니다.

결론적으로 2020 년은 '大 Cycle 내 하향기이자, 小 Cycle 내 소폭 상향기'로 정의하겠습니다.

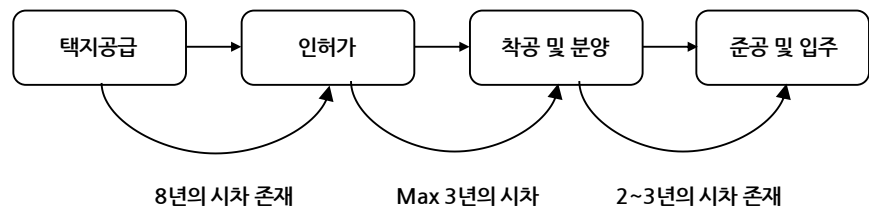
주택 공급은 일반적으로 그림 15 와 같은 Cycle 을 따릅니다.

즉, 2011 년부터 급증했던 택지공급은 2019 년부터 인허가 물량의 감소로 이어질 개연성이 높습니다. 이는 또 주택 준공 실적의 감소로 이어질 것입니다.

2015 년 Peak-Out 한 분양물량이 2018 년 입주물량의 Peak 로 이어져, 추가적인 주택 매출의 급격한 증가도 기대하기 어렵겠네요

수주의 두번째 큰 축: 국내 - 불확실한 미래

[그림13] 주택 공급 Cycle

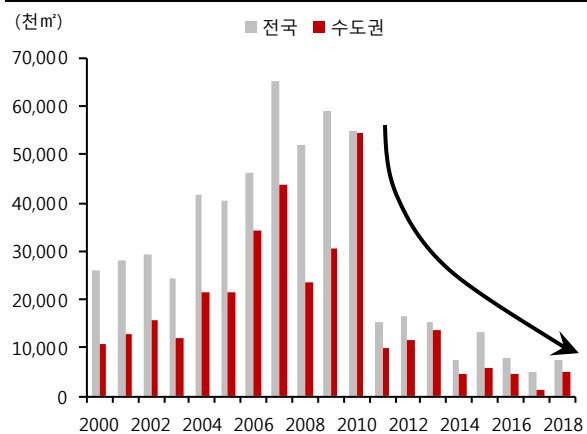


자료: KDI, SK 증권

주1: 경제상황에 따라 시차 차이 존재할 수 있으며 프로젝트별로도 시차 Cycle 상이함

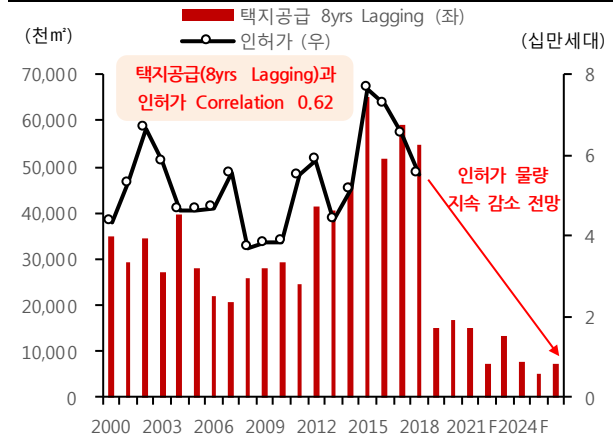
주2: 건축법 8 조에 의해 건축허가를 받은 날로부터 2 년 이내에 착공해야 하며, 정당한 사유 있을 시 1 년 연장 가능

[그림14] 택지공급 2011 년부터 급감세



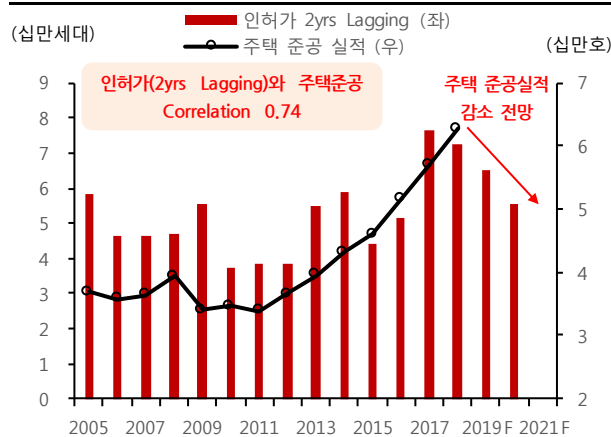
자료: REPS, SK 증권

[그림15] 8 년 Lagging 시킨 택지공급과 인허가는 높은 상관관계



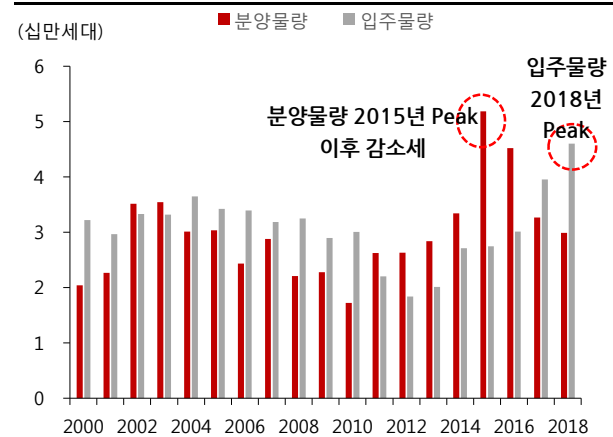
자료: REPS, SK 증권

[그림16] 2 년 Lagging 인허가 실적은 주택 준공 실적과 높은 상관관계



자료: REPS, SK 증권

[그림17] '15 년 분양물량 Peak 와 더불어 '18 년 입주물량 Peak 우려



자료: REPS, SK 증권

역사에서 찾은 해답(解答): '디벨로퍼' 마켓

[그림 20] 부동산 개발업과 종합건설업의 비교

구분	부동산 개발업 (디벨로퍼)	건설업 (종합건설사)
개발대상	토지 및 건물	토지 및 건물
개발방식	일반적으로 건설공사 제외 - 토지개발의 경우 직접 개발 포함	직접 건설 또는 도급 포함
공급대상	타인	본인
개발 및 공급범위	개발, 분양, 판매, 재판매	시공
예시	건물 위탁 대발 분양 부동산 매매 토지개발 분양판매	자영 건축물의 건설 주거용 비주거용 건물 건설 부지조성공사 등

자료 : 통계청, 국토교통부, SK 증권

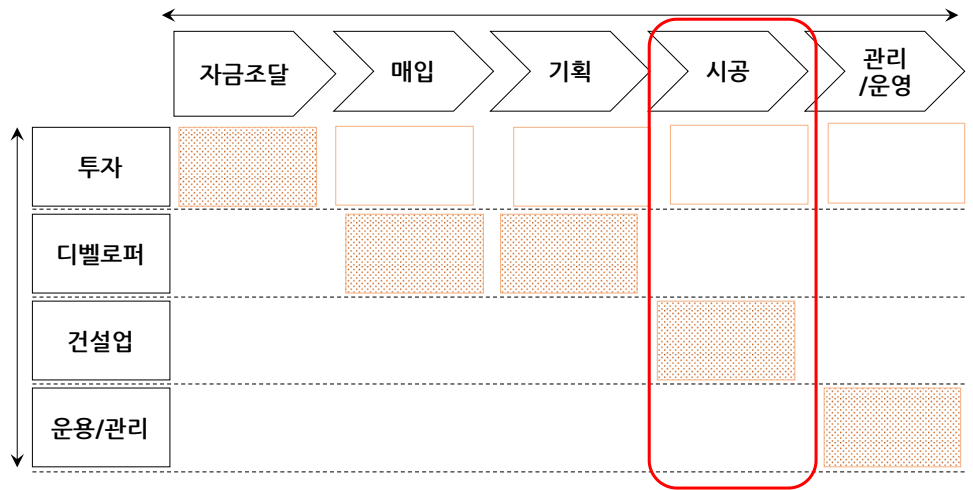
주: 부동산 개발업자가 직접 시공을 담당하는 경우도 있음

[그림 21] 기존의 밸류체인상 사업자 구분: 국내 건설업체들은 시공 위주 양적 성장세에만 집중해옴

수주의 함수인 건설업종에 대한 성장성 우려가 제기되고 있습니다. 해외수주의 감소세와 국내 수주의 성장 정체에 직면하기 때문입니다.

결론적으로 밸류체인의 다변화가 적극적으로 요구되는 시점입니다.

이러한 관점에서 디벨로퍼 마켓에 대한 관심이 요구됩니다.



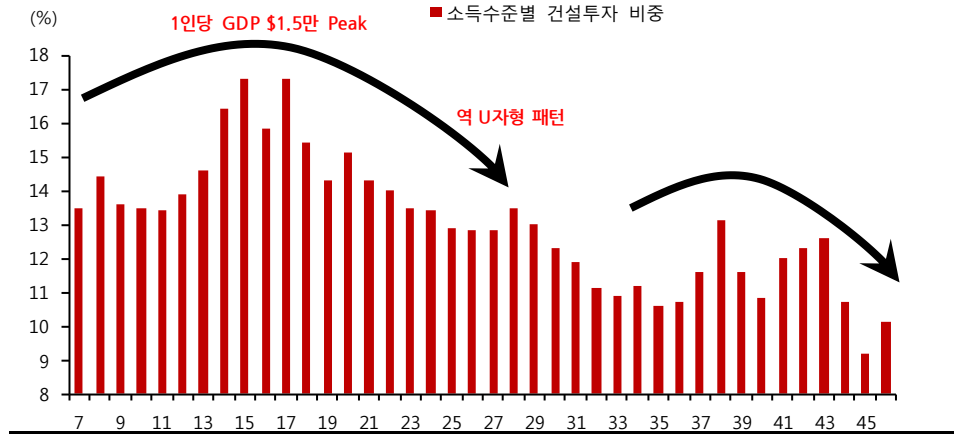
자료 : 한국건설산업연구원, SK 증권



대표적으로 SK 디앤디, HDC 현대산업개발, MDM 그룹, 신영그룹, 피데스 개발 등을 예로 들 수 있겠네요.

자료 : 한국의 디벨로퍼들 책 참고, 국토교통부, SK 증권

[그림 24] 건설업은 국가가 성숙기에 접어들수록 비중 축소가 당연한 산업 새로운 먹거리 지속 탐구 필요성

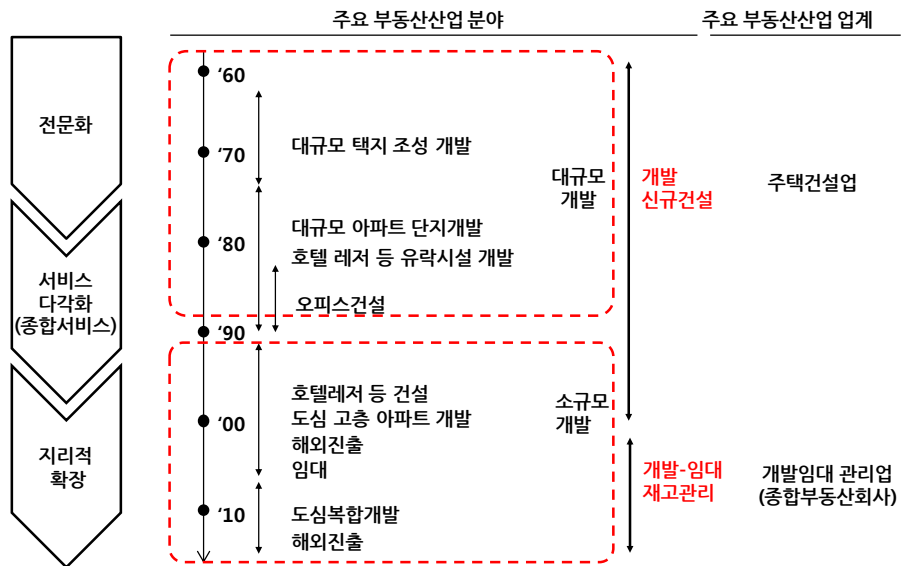


자료 : Bloomberg, OECD SK 증권

[그림 25] 일본의 주요 부동산산업 분야의 변천 과정

앞 서 여러 번 언급하였듯, 국가가 성숙기에 접어들수록 건설업종의 비중 축소는 너무나도 당연한 방향성 입니다.

실제로 일본 등 선진국은 **전문화** → **서비스 다각화** → **지리적 확장**의 방법을 통해 지속적으로 새로운 먹거리를 창출하고 있습니다.



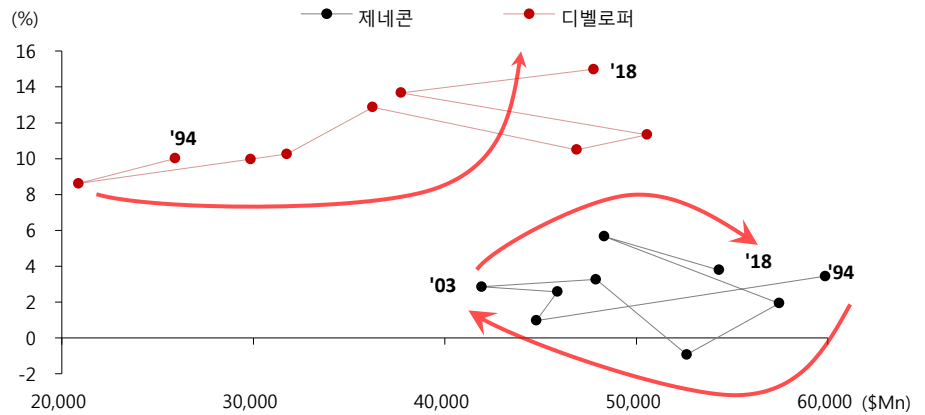
자료 : 주택산업연구원 SK 증권

이 자료에서 Key Chart 하나만 뽑으려면 [그림 26]을 고를 것 같습니다.

그림 26은 x 축을 매출액으로, y 축을 영업이익률로 두고 일본 대표 4대 디벨로퍼와 제네콘의 Historical 추이를 그려본 것인데,

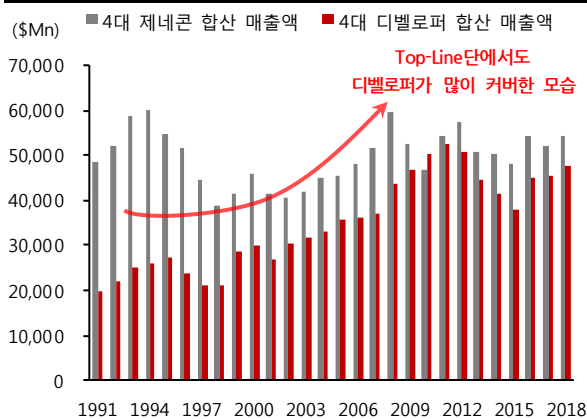
가히 매출액 성장성 면에서나 영업이익률 면에서나 디벨로퍼가 압도적 Outperform 을 시험하고 있네요.

[그림 26] 일본 대표 디벨로퍼와 제네콘의 매출성장세 및 영업이익률 추이 비교



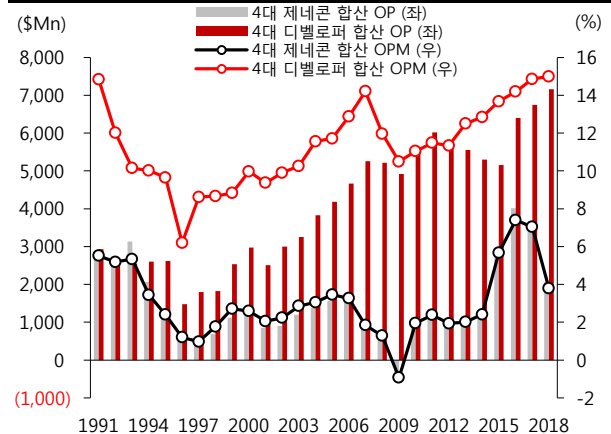
자료 : Bloomberg, OECD SK 증권

[그림 27] 매출액으로 보는 제네콘 vs 디벨로퍼



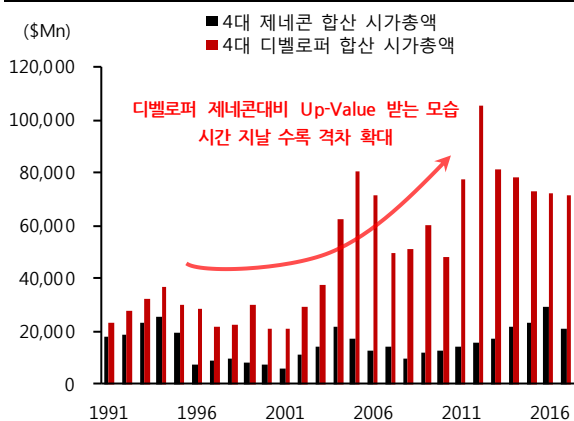
자료 : Bloomberg, SK 증권

[그림 28] 영업이익으로 보는 제네콘 vs 디벨로퍼



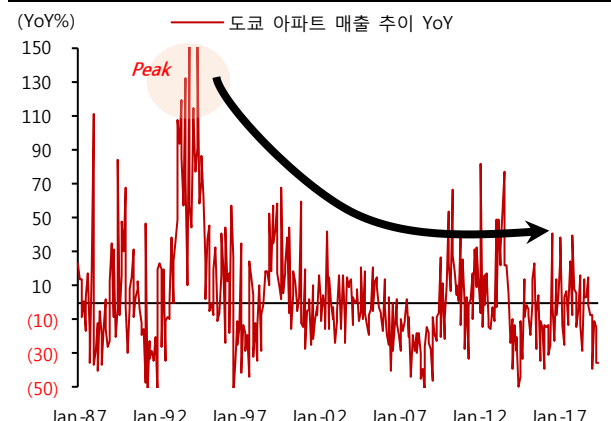
자료 : Bloomberg, SK 증권

[그림 29] 시가총액으로 보는 제네콘 vs 디벨로퍼



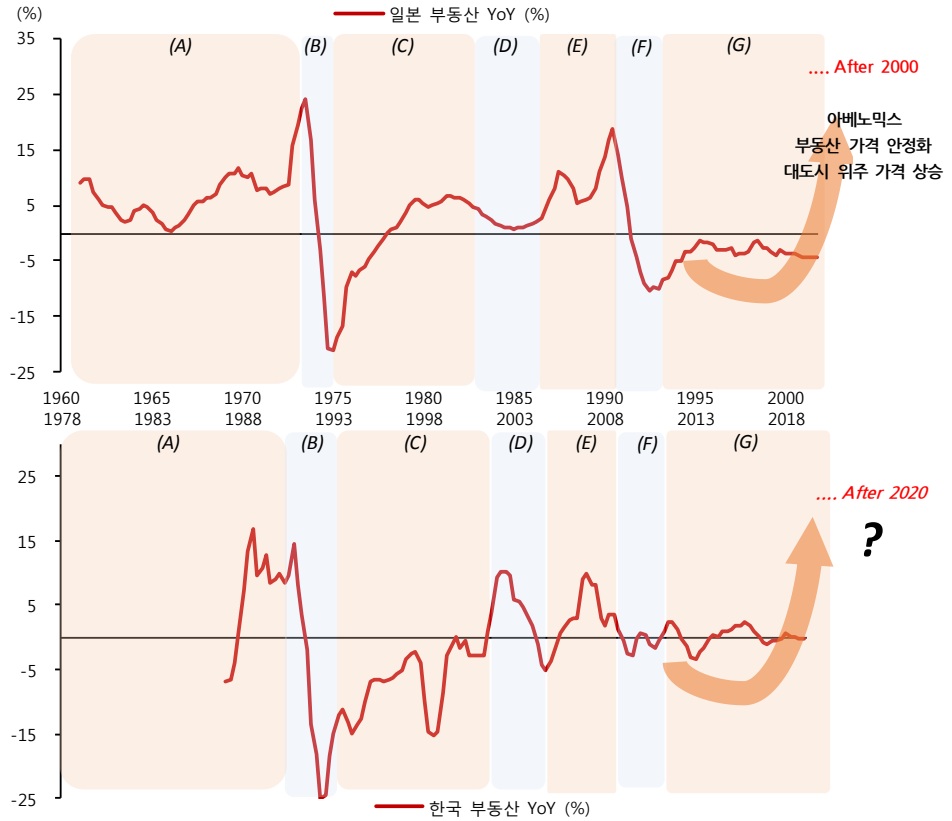
자료 : Bloomberg, SK 증권

[그림 30] 언론보도와는 달리 도쿄 아파트가격도 중장기 정체



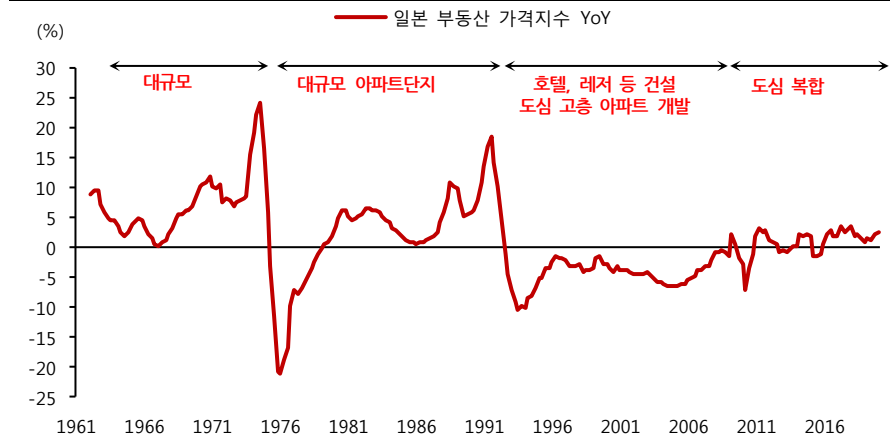
자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 74. 일본과 한국의 부동산 비교 : 20 년 Lagging 되어 비슷하게 흘러가는 모습



자료 : Bloomberg, SK 증권

[그림 26] 건설업은 국가가 성숙기에 접어들수록 비중 축소가 당연한 산업 새로운 먹거리 지속 탐구 필요성



자료 : Bloomberg, OECD SK 증권

건설업종 Overweight/ Top-Pick 은 SK 디앤디

[Coverage Summary]

종목	투자의견	목표주가	Upside-Potential	비고
1. SK 디앤디 (A210980)	Buy	39,000	41.6%	Top-Pick
<p>[2020 년은 SK 디앤디의 해가 될 것]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 제네콘 보다 디벨로퍼 마켓에 주목 필요성 - 추구하는 사업방향성 뿐만 아니라 실적면에서도 가치를 입증중 - 2020 년은 SK V1, W 등 영향으로 매출 1 조원대 기록 전망 				
2. HDC 현대산업개발 (A294870)	Buy	43,000	40.3%	차선후주
<p>[큰 그림을 봐야 진가가 드러난다]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 제네콘 대비 디벨로퍼 마켓의 향후 성장성에 주목 필요성 - 복합개발업체를 지향하는 동사의 중장기적 사업 방향성에 동의 - 단기실적은 아쉽지만 오히려 매수 기회가 될 수 있다는 판단 				
3. 현대건설 (A000720)	Buy	57,000	28.1%	
<p>[풍부한 해외 파이프라인, 역시 현대건설]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2019 년 해외 대장주, 4 분기 모멘텀 기대됨 - 국내외 해외 안정적 포트폴리오 구성, 공중 포트폴리오도 다양 - 목표주가 57,000 원 / 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시 				
4. 삼성엔지니어링 (A028050)	Buy	20,000	17.3%	
<p>[연말로 갈수록 기대되는 수주 모멘텀]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 국내 부동산 관련 불확실성 지속 상황에서 순수 EPC 업체라는 점이 강점 - 3 분기 수주 실적은 부진은 아쉽지만, 연말로 갈수록 가시화되는 해외수주 - 목표주가 20,000 원/ 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시 				
5. 대림산업 (A000210)	Buy	110,000	16.8%	
<p>[주택이 견인하는 실적 호조세]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 연결자회사 상호 및 주택 부문의 호실적세가 실적을 견인할 것으로 전망 - '18 년 주택매출 Peak 우려에도 불구하고, 내후년까지 주택매출 지속 증대 전망 - 최근 KCGI 의 대림코퍼레이션 지분인수 이벤트로 대림산업 배당확대 개연성 				
6. GS 건설 (A006360)	Buy	41,000	32.9%	
<p>[밸류에이션 매력 부각 중목]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 상반기 부진했던 해외수주가, 연말로 갈수록 모멘텀 받을 것으로 전망 - 10 월, 11 월 물려있는 분양 계획 결과가 연간 분양 목표 달성의 향방 결정할 것 - 주가 낙폭 확대로 밸류에이션 매력도 부각 중목 				
7. 대우건설 (A047040)	Hold	5,200	14.4%	
<p>[잠재력 대비 아쉬운 실적]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 주택 중심 건설사임에도 불구하고, 주택 부문의 외형축소가 아쉬운 실적의 주 요인 - 여전히 국내 주택부문의 규제이슈가 동사의 주가에 불확실성 요소 - 다만 9 월 발표한 나이지리아 LNG Train7 낙찰의향서 접수 공시는 큰 함의 해외수주 실적 증가가 가시화되는 시점에 동사에 대한 재평가 요구됨 				

2. 아쉬웠던 건설업 2019 년

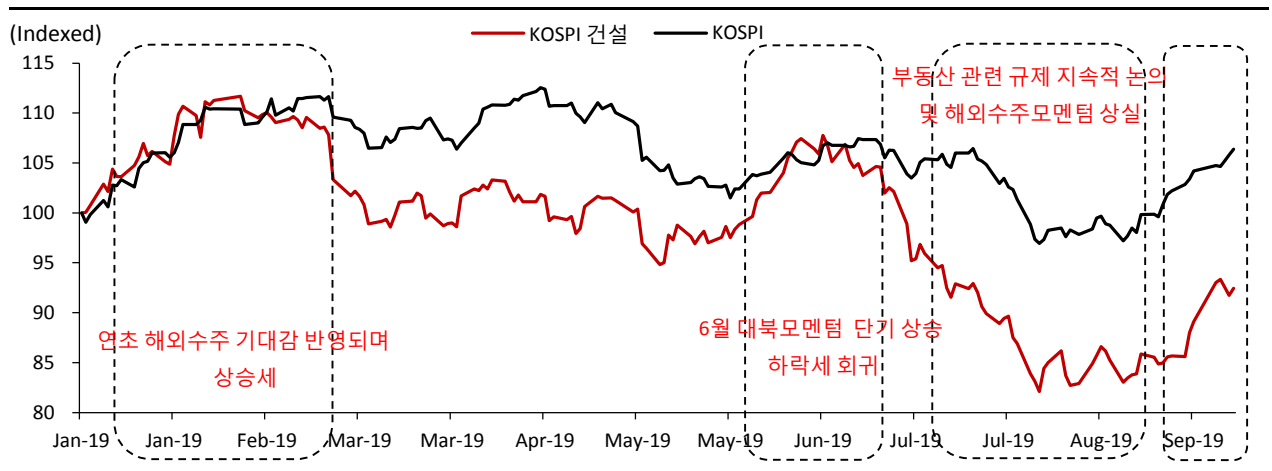
(1) 2019 년은 건설업종 Down-Turn 이 여실히 드러난 한 해

2019 년은 건설업종 Down-Turn 이 여실히 드러난 한 해였다고 할 수 있다. 그림 1 은 2019 년 연초부터 9 월까지의 주가 추이를 그려놓은 것인데, 연초 해외수주 기대감이 반영되며 상승세를 시현한 것과는 달리, 이후 수주 부진 및 규제 이슈 등으로 6 월 대 북 모멘텀 발생 이전까지 주가가 지속 하락하는 모습을 보였다.

단기적 호재로 작용했던 대북모멘텀 (6 월 11 일 트럼프 대통령이 김정은으로부터 친서를 받은 사실을 공개하며 3 차 북미회담에 대한 기대감 불러일으킨 일)은 업종지수에 훈풍을 불러 일으켰고, 단기적인センチ멘트의 개선으로 이어졌다. 하지만 펀더멘탈의 개선 없이 발생한 단순センチ멘트의 개선이었기 때문에 자극히 당연하게도 상승세가 지속될 수는 없었다. 이와 더불어 7 월 초부터 정부의 민간택지 분양가 상한제 적용 확대 예고 등 부동산을 옥죄는 정책들이 쏟아져 나오며 그동안 건설업의 이익을 방어해 주었던 국내 수주에 대한センチ멘트까지 급격히 냉각되었다.

현재 건설업은 대북 모멘텀이라는 이슈 메이킹을 제외하면 업종 자체에 대한 시장의 관심이 크지 않은 상황이다. 성장성 지표인 1) '해외 수주' 모멘텀의 상실 2) '국내 수주' 상승세 둔화로 새로운 패러다임이 등장하지 않는 한 실적 및 주가 모두의 측면에서 과거와 같은 성장성을 기대하기는 어려울 것이란 판단이다.

그림 1. 2019 년 9 월, 코스피대비 건설업 주가지수 상대수익률 -13.9%p



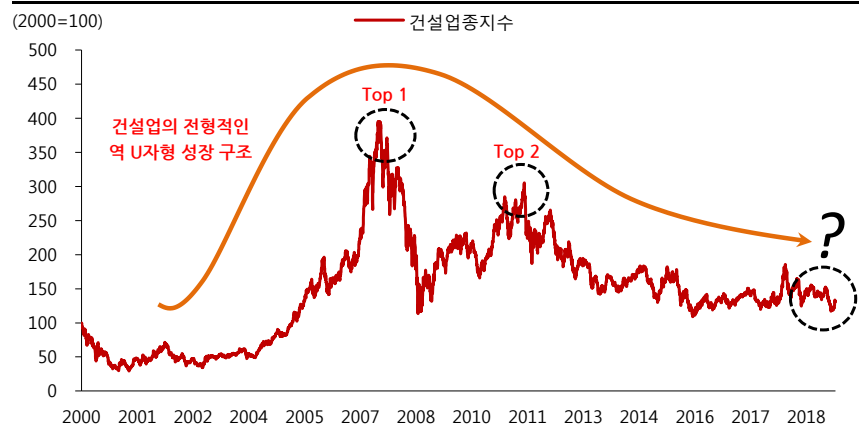
자료 : DataGuide, SK 증권

(2) 건설업은 전형적인 역 U자형 구조

건설업은 산업 특성상 소득 수준이 증가하면 건설투자가 축소될 수 밖에 없는 전형적인 역 U자형의 성장구조를 가지고 있다. 즉 경제가 성숙해질수록 건설투자의 성장성은 둔화될 수 밖에 없는데, 이러한 ‘역 U자 형태’가 국내 건설업의 주가 추이에도 여실히 드러나고 있다. 그림 2는 2000년부터 현재까지의 건설업종 지수의 추이를 그린 것인데 주식시장 대세 상승기이자, 건설업종지수도 역사적 Peak를 찍었던 2007년 말의 경우에는 밸류에이션이 PBR 2.3x에 달하는 수준이었다. 이를 첫번째 탑이라고 명명하겠다. KOSPI 버블 붕괴 이후에도 ‘해외 수주 상승’이라는 모멘텀을 타고 한번 더 건설업종의 상승 Cycle을 만들어 냈는데, 이로 인해 형성된 두번째 탑이 바로 2011년 7월이고, 더불어 이때는 해외수주가 최대치였던 시점이기도 하였다. 아쉽게도 건설업종은 이 두번째 탑(2011-07)을 기점으로 지속적인 성장정체가 나타났는데, 당연하게도 시장 내 평가받는 밸류에이션도 지속 하락하였다. 실제로 2019년 업종 PBR은 0.8x 수준까지 떨어진 모습으로 2007년 말 PBR이었던 2.3x 대비 약 1/3 수준이다.

향후 자세히 설명을 하겠지만, 건설업종은 양 날개(해외수주, 국내주주)로 구성된 총 수주가 업종 주가에 가장 큰 설명력을 지니는데, 다행이었던 것은 그동안 한쪽 날개가 부진한 동안 다른 쪽 날개가 선방을 해오는 모습을 보이며 그나마 매출 및 이익을 꾸준히 방어해 올 수 있었다. 일례로 16년 이후 부진했던 해외 수주를 그나마 국내수주의 호황이 방어해주는 모습을 보여주었고, 특히 국내 수주의 경우 주택 부문의 이익률이 꾸준히 개선되며 영업이익 상승에 지대한 영향을 미쳤다.

그림 2. 건설업은 경제성장과 함께 전형적인 역 U자 성장구조를 가짐



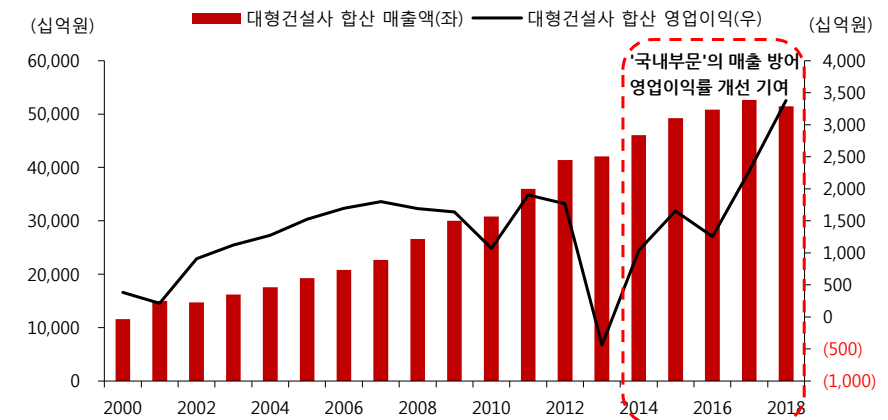
자료 : DataGuide, SK 증권

그러나 결론적으로, 그동안 성장을 견인해 왔던 국내 수주마저 향후 추가적인 성장을 기대하기 어렵다는 판단이다. 즉 객관적으로 건설업의 현재의 위치를 정의해보면, ‘꼬리가 긴 역 U자 형태’의 Long Tail에 놓여있다고 정리할 수 있겠다.

시장에서는, 2019년 연초 이후 시작된 부진 행보를 단지 단기적 수주 공백으로 인한 단기 부진으로 해석하고 있지만, SK증권은 중장기적으로 건설업종의 성장 정체 및 장기 부진 터널의 서막이 열렸다고 판단한다.

이에 대한 명확한 근거를 들기 위해, 아주 근본적인 의문점부터 제기하고 이에 답변을 제시하는 것으로 레포트를 시작하고자 한다. ① 과연 건설업의 증가에 가장 큰 영향을 미치는 요소는 무엇일까? ② 시장에서 통용되는 대로 건설업은 정말로 수주의 함수일까? ③ 만약 그렇다면 앞으로 총 수주(해외수주+국내수주)에 대한 전망은 어떠한 것인가?

그림 3. 국내 대형 건설사 합산 매출액, 영업이익 추이



자료 : DataGuide, SK 증권

주1: 대형건설사에는 현대건설, GS 건설, 대우건설, 대림산업 포함

주2: 해외사업만 영위하는 삼성엔지니어링 및 국내 사업만 영위하는 HDC 현대산업개발 제외

3. '건설업'은 역시 '수주의 함수'

(1) 수주를 봐야 주가가 보인다

일반적으로 전통 수주 산업 중 하나인 건설업의 경우, 주가가 '수주의 함수'라는 것은 공공연한 사실이다. 그렇다면 과연 정말로 수주는 주가를 움직이는 가장 큰 Factor 일까? 만약 그렇다면 앞으로 국내와 해외의 수주에 있어 추가적인 성장성을 기대해 볼 수 있을까?

결론부터 말하자면, '건설업은 수주의 함수'가 맞다.

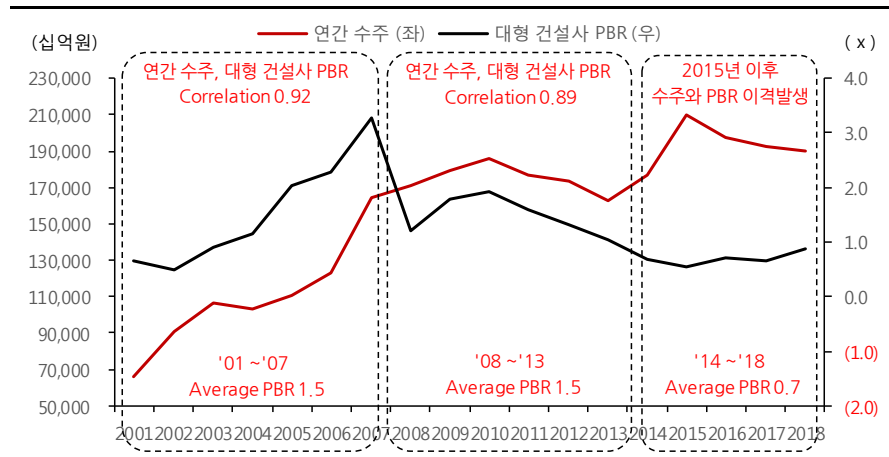
그림 4는 대형건설사 '연간 총 수주' 추이와 'PBR'을 지수화하여 그린 것인데, 상당히 높은 Correlation을 형성하는 것을 볼 수 있다. 특히 2014년 이전까지는, 거의 동행한다고 봐도 무방할 정도로 높은 Correlation이 나타나고 있다.

구간을 3개로 구분하여 조금 더 자세히 살펴보면,

1. 2001년~2007년 대형건설사 '연간 총 수주'와 'PBR' Correlation 0.92
2. 2008년~2013년 Correlation 0.89
3. 2014년~2018년 Correlation 0.7

로 요약할 수 있을 것이다. 즉 구간별 차이는 존재하지만 모두 0.7 이상의 높은 상관관계를 보이고 있다.

그림 4. 수주총계와 PBR 추이 비교 : 양 Factor 간 높은 Correlation 형성

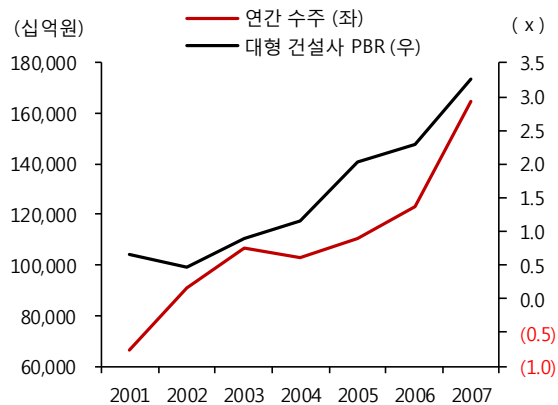


자료 : DataGuide, SK 증권

특히 2014 년 이후로 ‘연간 수주’와 ‘대형건설사 PBR’ 사이의 관계에 이격이 발생하기 시작하였는데 이때에도 1) Correlation 0.7 수준의 높은 설명력을 보이고 있는데다가, 2) 2015 년 이후 ‘총수주 - PBR’ 스프레드가 점차 축소 추세에 있다는 점에 주목해 볼 필요성이 있다.

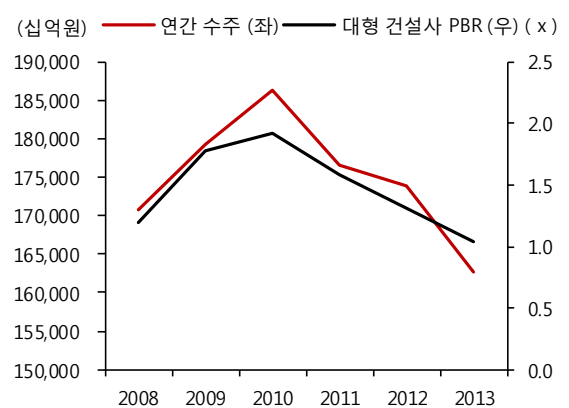
즉 2015 년 이후, 설명력이 줄어드는 것처럼 보였던 ‘총 수주’라는 factor 가 다시금 건설업 밸류에이션(PBR)에 미치는 영향력이 증대될 것으로 예상하는 것이 자연스럽다.

그림 5. 2001~2007 년 연간수주와 대형건설사 PBR Correlation 0.92



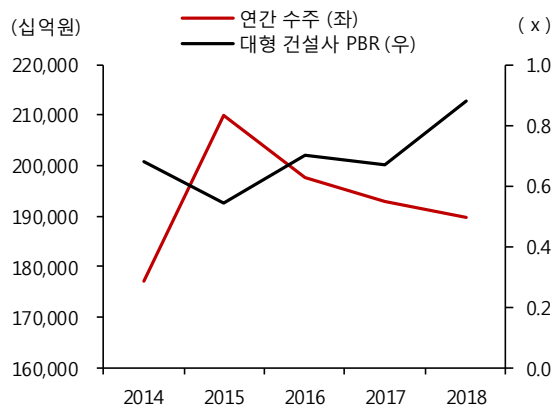
자료 : DataGuide, SK 증권

그림 6. 2008~2013 년 연간수주와 대형건설사 PBR Correlation 0.89



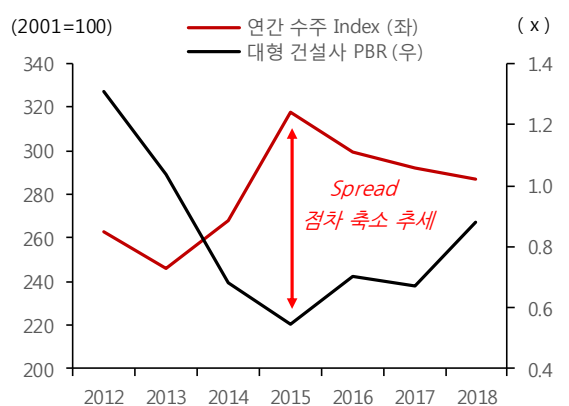
자료 : DataGuide, SK 증권

그림 7. 14 년 이래 연간수주와 대형건설사 PBR 관계 이격 발생



자료 : DataGuide, SK 증권

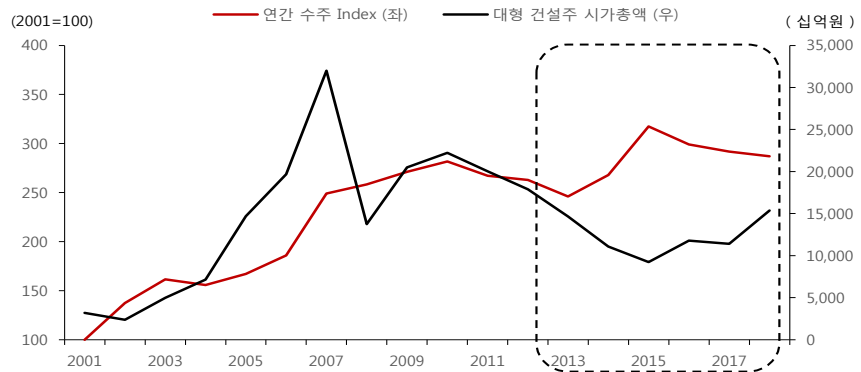
그림 8. 그러나 2015 년 이후 총수주 - PBR 스프레드 축소추이에 주목



자료 : DataGuide, SK 증권

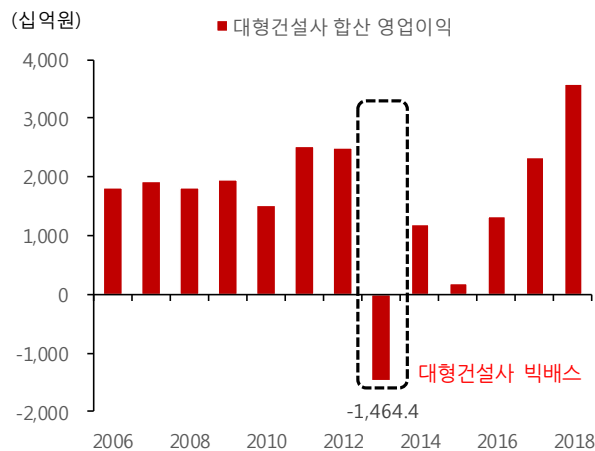
참고로, ‘수주 총계’와 ‘시가총액’을 지수화하여 그려보면, 2013년부터 괴리가 발생하는 모습을 볼 수 있는데, 이는 국내 건설업의 특성에 기인한다. 실제로 국내 건설업은 ‘Book’ 변동성이 적은 타 산업과 달리 ‘Book’ 자체에 변동성을 일으킬만한 이벤트들이 굉장히 많았는데, 일례로 대형 건설사들의 대규모 빅배스가 단행되었던 2013년을 들 수 있겠다. 그림 9은 대형건설사 합산 자본총계 추이를 그려 놓은 것인데, 2013년 급격하게 훼손된 모습을 볼 수 있다. 더불어 2015년에도 삼성엔지니어링을 필두로 대규모 적자 기록 및 유상증자가 진행되었는데, 당시 2013년의 상황이 재현될지도 모른다는 두려움이 건설업종 전반에 확산되었고, 실제로 대형건설사 합산 자본총계도 2013년과 마찬가지로 하락하는 모습을 보였다.

그림 9. 수주총계와 시가총액 추이 비교: 2013년부터 괴리 발생



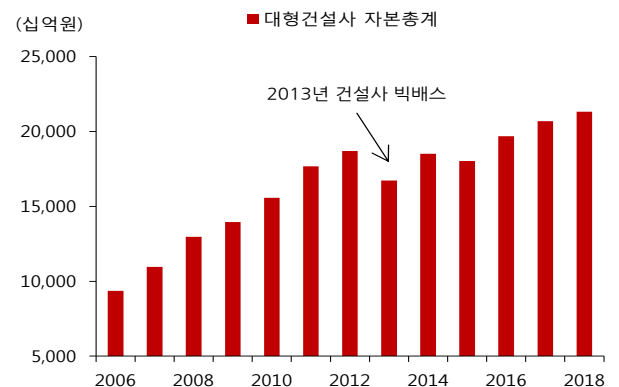
자료 : DataGuide, SK 증권

그림 10. 건설사, 암울했던 빅배스 시기



자료 : DataGuide, SK 증권

그림 11. 2013년 대형건설사 빅배스, 자본총계 급감



자료 : DataGuide, SK 증권

이처럼 건설업종은 타 산업과는 달리 시가총액의 팩터 중 하나인 'Book'의 변동성이 심한 업종이다 보니, '시가총액'과 '수주 총계'를 비교하기 보다는 '대형 건설사 PBR'과 '연간 수주 총계'를 비교하는 것이 설명력이 높아 보인다. 결론적으로 건설업종 주가 전망은 다음과 같은 기준 하에 진행되어야 한다.

- 1) '건설업'은 시장에 알려진대로, '수주의 함수'이다.
- 2) 고로 건설업 주가향방을 예측하기 위해서 연간 총 수주에 대한 전망은 필수적이다.

한편 건설업에 있어, 총 수주라는 개념은 크게 1) 해외수주 와 2) 국내수주로 구분된다. 각각 부문별로 다뤄야 할 내용이 워낙 크고 방대하다 보니, 각 부문별로 Chapter 를 나누어 향후 수주 전망을 해 보겠다.

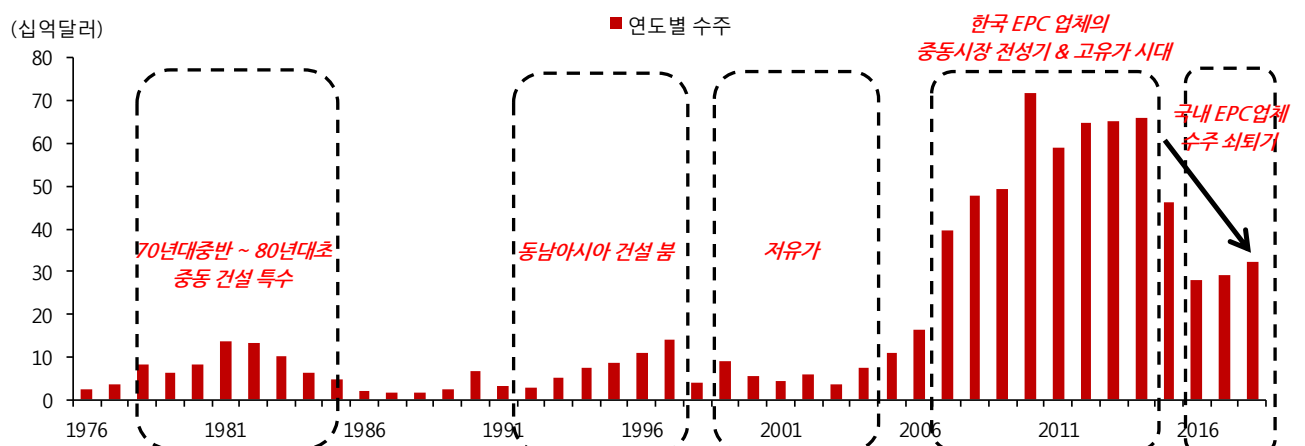
4. 수주의 첫번째 큰 축: 해외 - 샌드위치 신세에서 언제쯤 벗어날까?

(1) 해외수주: 단기적 소폭 증가, 중장기적 우하향세 전망

2000년대 중반을 기점으로 불어온 해외 플랜트 열풍은 국내 EPC 업체들의 매출 비중을 변화시킬 만큼 큰 영향을 끼쳤다. 실제로 국내 EPC 업체들의 합산 해외 수주액을 살펴보면 2007년을 기점으로 폭발적 성장세를 보였다. 특히 2007년 연간 해외수주액은 \$ 397.8억 (YoY+141.6%)에 달하는 수준이었다. 그리고 이후 추세적 하향세로 돌입한 2015년 전까지 소위 해외수주 전성기라고 불리는 시기를 누렸다. 2008년 \$476.4억, 2009년 \$491.4억, 2010년 \$715.7억, 2011년 \$591.4억을 기록하며 2007년부터 2014년까지 연평균 해외 수주금액은 \$579억에 달하는 수준이었다. 이후 2015년 ~ 2018년의 연평균 해외 수주금액이 \$338억, 2000년 ~ 2006년 연평균 해외 수주금액이 \$77.7억였음을 감안한다면 2007~2014년은 가히 한국 EPC 업체의 해외수주 영향력이 가장 높았던 '해외 수주 전성기'라 불릴만한 시기였다. 이는 고유가 시대와 맞물려 국내 EPC 업체들의 공격적인 수주 확장세에 기인한 결과였다.

2014년 이후 해외수주('15~'18)는 전성기('07~'14) 연평균 수주 금액 대비 58%에 불과한 해외 수주 쇠퇴기를 경험하고 있다. 그림 12에서 보여주는 것처럼 YTD를 기준으로 해외 수주 추이를 살펴보다도, 이러한 중기 하향 추세는 2019년까지 이어지고 있음을 확인할 수 있다. 2019년 YTD(2019년 1월 ~ 2019년 8월) 누적 해외 수주액은 \$170억으로, 단순히 시장에서 해석하는 것과 같이 발주 공종이 국내 EPC 업체들

그림 12. 해외수주 추이 History: 2000년대 중반부터 이어진 약 10년간의 중동시장 전성기 이후 해외수주 침체 시기를 겪고 있음



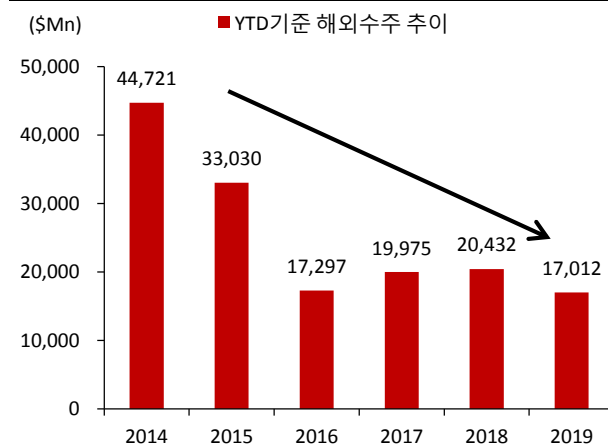
자료: 해외건설협회, SK 증권

에게 비 우호적인 환경이었다고 판단하기에는 장기간(5 년째) 침체가 지속되고 있다는 점에 주목해 볼 필요성이 있다. 결론부터 말하자면, SK 증권은 수주 Cycle 을 분석할 때 大 Cycle 과 小 Cycle 을 구분하여 분석해야 한다는 입장이고, 크고 작은 Cycle 이 반복되는 수주의 환경 내에서 ‘2019 년’을 ‘大 Cycle 내 하향기’이자, ‘小 Cycle 내 하향기’로 판단하고 있다. 물론 2020 년은 다운스트림 발주의 증대 및 2019 년 기저효과 등으로 해외수주가 소폭 개선될 수는 있다. 하지만 여전히 大 Cycle 내에서 ‘해외수주’가 국내 EPC 업체들에게 성장동력이 되지 못하고 있다는 큰 전제에 있어서는 변함이 없다는 점이 중요하다.

그렇다면 잘나가던 국내 EPC 업체들의 해외수주가 불황기에 접어들게 된 원인은 무엇이며, 해외수주의 주요 Market 인 ‘중동과 아시아’에서 추가적인 성장 동력을 얻을 수 있는 포인트는 없는 것인가?

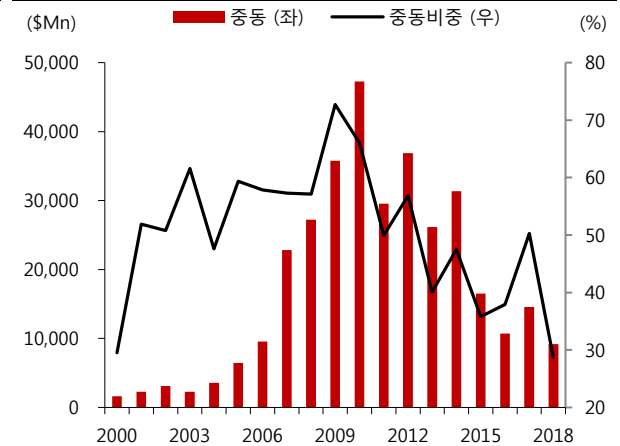
국내 EPC 업체들의 해외수주는 특정 지역에 과편중되어 있는 모습을 보이고 있다. 그림 15 에서 볼 수 있듯이 해외수주 내 중동과 아시아 비중을 합하면 역사적으로 꾸준히 80%가 넘는 수준이다. 따라서 위 질문에 답을 내리기 위해 1) 중동 2) 아시아 시장을 순차적으로 살펴보고, 각 시장의 동향, 수주 부진의 원인 그리고 앞으로 각 시장에 대한 전망을 제시해보겠다.

그림 13. YTD 로 비교를 해 보아도, 2019 년 해외수주 약세 지속



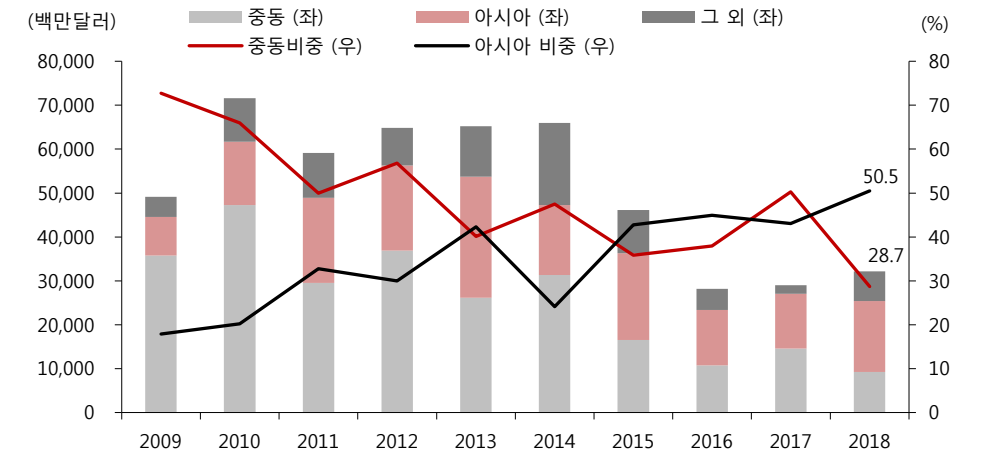
자료 : 해외건설협회, SK 증권

그림 14. 수주뒤편이라 불렀던 중동, 절대금액과 비중 모두 하향추세



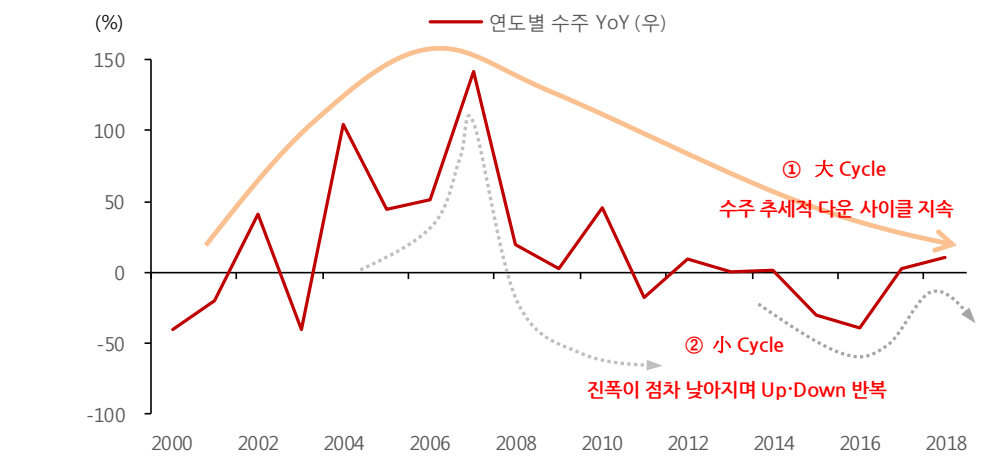
자료 : 해외건설협회, SK 증권

그림 15. 지역별 해외수주: 해외수주 중동과 아시아 비중만 합쳐도 80% 수준



자료 : 해외건설협회, SK 증권

그림 16. 해외수주 YoY 추이: 2019 년의 경우 1) 大 Cycle 내 하향기 2) 小 Cycle 내 하향기로 판단



자료 : 해외건설협회, SK 증권

(2) 전통적인 수주 텃밭 '중동' 시장

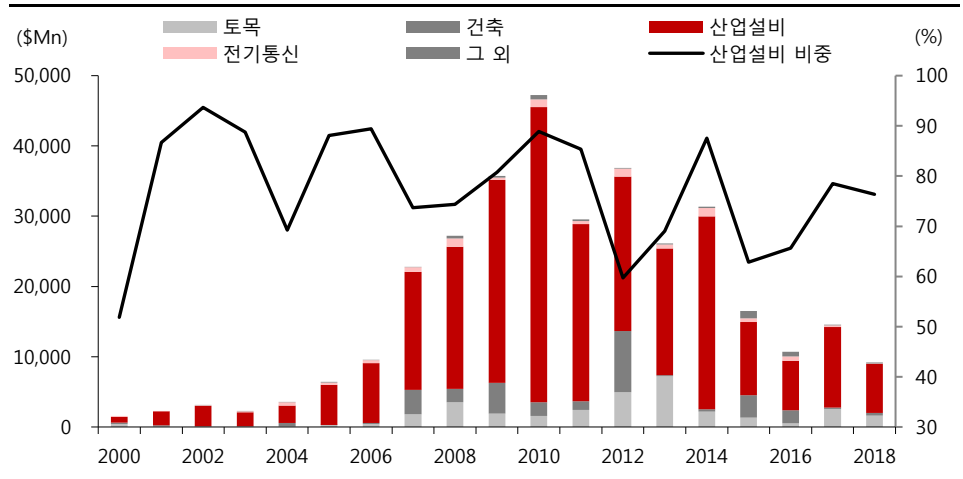
해외 EPC 수주라고 하면 단순히 '중동 수주'라고 생각을 해도 무방한 시절이 있었다. 실제로 2009 년도에는 해외수주 중 중동 비중이 70%에 육박하는 수준이었다. 그러나 이러한 추세는 지속되지 못했고, 앞서 그림 12 에서 볼 수 있듯이 2009 년을 Peak 로 중동 비중은 추세적 하락세의 모습을 보이고 있다. 전통적인 수주 텃밭이었던 중동 수주는 지속적인 감소세를 보였고, 실제로 2018 년도에는 2000 년래 최저치인 28.7%를 기록하였다.

비중이 아닌 절대적인 금액을 기준으로 보더라도, 2010 년을 Peak(\$ 472 억)로 추세적 하락세가 지속되는 모습인데, 재미있는 것은 연도별 연간 수주와 중동 수주의 모양이 매우 비슷하게 흘러간다는 점이다. 즉, 해외 수주와 중동 수주 모두 1) 2010 년 Peak 2) 2014 년을 기점으로 역 U 자의 형태 3) 2015 년 이후 추세적 하락세 지속의 모습을 보이고 있는데, 이를 통해서 유추할 수 있는 점은 '중동발 수주의 약세가 전체 해외 수주의 약세를 이끌었다는 점'과, '중동 외 지역의 경우 전체 수주의 부진을 Make-Up 할 만큼 충분히 성장하지는 못했다는 점' 이다. 따라서 아시아로 대표되는 중동 외 지역의 폭발적 수주 성장세가 있지 않은 한, 지금과 같은 해외수주 중장기 Down-Turn 은 지속될 수 밖에 없을 것이다.

국내 EPC 업체들의 중동 수주는 대부분 산업설비(플랜트)로 구성되어 있다. 실제로 중동 내 약 10 년간 (2009 년 ~ 2018 년) 누적 공종 수주 추이를 비교해보면 전체 공종 중 약 77%가 산업설비(플랜트) 수주임을 알 수 있다.

그렇다면, 과연 중동 수주의 부진의 원인은 무엇일까?

그림 17. 중동 수주의 급감, 국내 EPC 업체들은 여전히 플랜트 위주 수주



자료 : 해외건설협회, SK 증권

중동 수주 부진의 원인을 찾기 위해, 아래와 같은 2 가지 질문을 해 보았다

1. (Demand) 중동 내 전체 발주 규모가 감소하였는가?
2. (Supply) 선진 및 후발업체와 비교 시, 국내 EPC 의 MS 가 감소했는가?

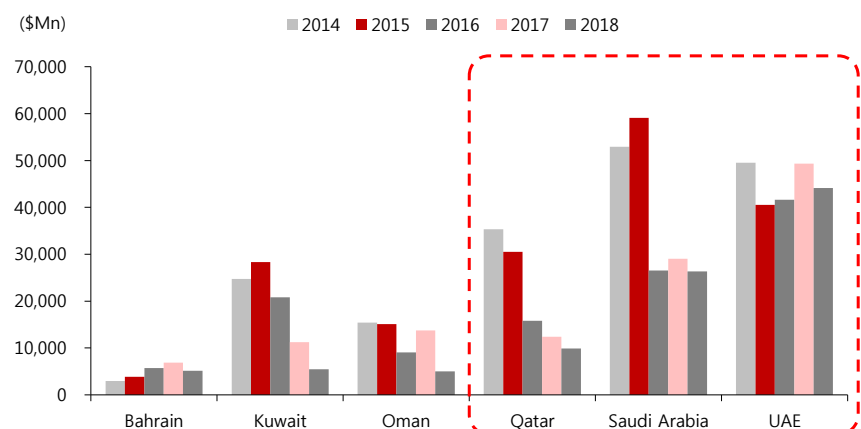
우선 첫번째, ‘중동 내 발주량 자체가 감소하였는가?’의 질문에 대한 대답은 결론적으로 ‘그렇다’ 이다.

그림 18은 국내 EPC 업체들의 중동 내 주요 시장인 사우디, UAE, 카타르 등지에서의 2014년 이후 Contract Value 추이를 그린 것이다. UAE 의 경우, 상대적으로 타 국가 대비 방어를 하고 있는 모습이지만, 특히 국내 EPC 업체의 최대 수주 시장인 ‘사우디’에서 2015년 이후 급격한 감소세를 보이고 있고, 더불어 카타르, 쿠웨이트, 오만 등지에서도 마찬가지로 감소 추세가 확연히 나타나고 있다.

특히 2010 년도부터 현재까지 누적 수주 총계 1 위에 달하는 최대시장 ‘사우디’에서 발주량 자체가 지속적으로 감소하고 있는데, 더 큰 문제는 중동 최대 발주시장인 사우디에 중국, 터키 등 후발 주자들의 진입이 가속화되고 있다는 점이다. 즉, Pie 자체가 작아지고 있는 상황에서 그 Pie를 먹고 싶어하는 입이 점점 더 늘어나다보니, 수주 경쟁이 더욱 악화되고 있다.

더욱이 공종측면에서도 2018년과 2019년의 수주 약세는 어찌보면 예견된 일이었는지도 모른다. 국내 EPC 업체들의 경우 앞서 언급한 바와 같이, 중동 내 수주가 대다수 플랜트 공종에 한정되어 있고, 특히 다운스트림에 Record가 많은 편이다.

그림 18. 국내 EPC 업체 주요 시장인 사우디, UAE 등 Contract Value 감소



자료 : MEED, SK 증권

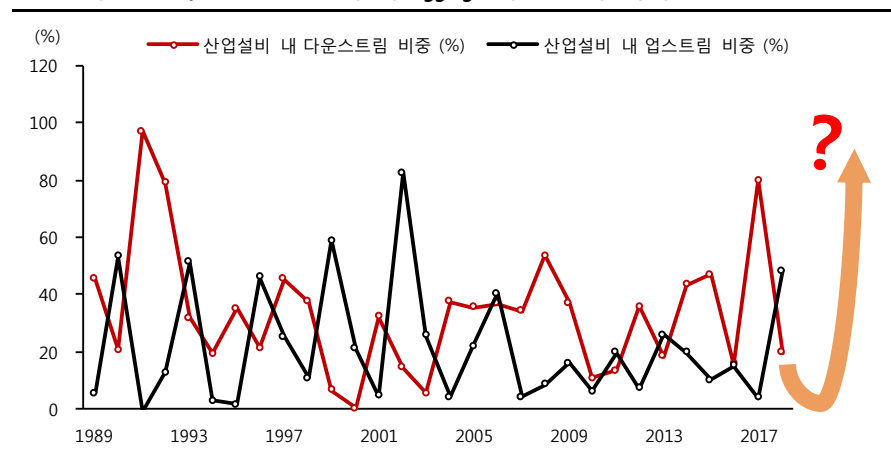
하지만 2018 년 그리고 2019 년은, 업스트림 발주가 증대되는 시기였기 때문에 국내 EPC 업체들에게는 불리한 발주 환경이었던 것이다.

너무나 당연하게도 업스트림 발주 이후에는 다운스트림의 발주가 필연적으로 뒤따를 수 밖에 없기 때문에, 그림 19 에서 볼 수 있는 것 과 같이 일정 기간의 Lagging 을 두고 발주 주도권을 다운스트림과 업스트림이 번갈아 쥐는 형태를 보인다.

이렇게 보면, 2018 년과 2019 년은 상대적으로 업스트림 발주가 증대되었던 시기였기 때문에 2020 년 이후 1~2 년의 기간 동안에는 다운스트림의 발주가 증대될 개연성이 높다. 따라서 국내 EPC 의 입장에서 2020 년도는 2019 년 대비 중동 내에서 수주가 증가 하는 한 해가 될 수 있다.

다만 이를 추세적 상승전환으로 해석하려면 한가지 검증이 필요하다. 일반적으로 해외 수주추이는 중동 Refinery Capacity 와 Correlation 0.71 의 높은 상관관계를 가지는데, 따라서 향후 해외수주의 전체 추이를 살펴보기 위해서는 중동 Refinery Capacity 에 대한 전망을 해봐야 하는 것이다.

그림 19. 다운스트림과 업스트림은 일정 기간의 Lagging 을 두고, 번갈아 발주 주도권을 쥔

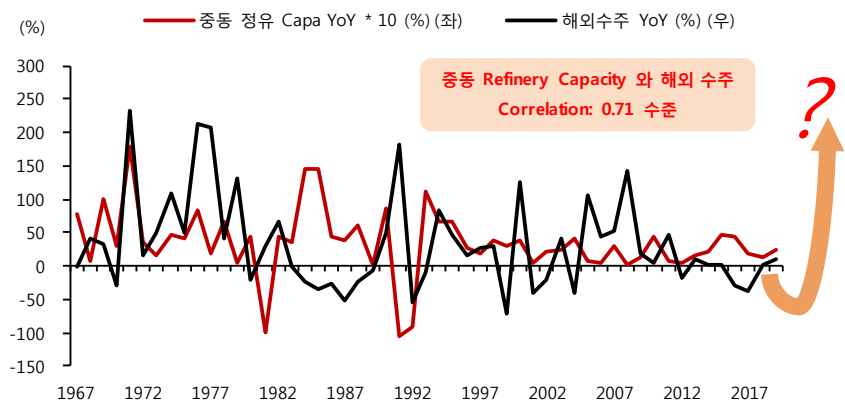


자료 : 해외건설협회, SK 증권

EIA의 전망을 바탕으로 중동 정유화학 Total Capacity의 3yrs CAGR 추이를 그려보면, 2010년 이래로 지속적인 하향세이고 특히 2019년부터 2023년까지는 3yrs CAGR이 0%에 가깝다. 즉, 2020년은 2019년 대비 기저효과, 그리고 발주 공종의 불리한 환경 해소 등의 이슈로 소폭의 YoY 증가가 가능하지만, 이를 중장기적인 상승 추세 전환으로 해석해서는 안된다는 얘기다.

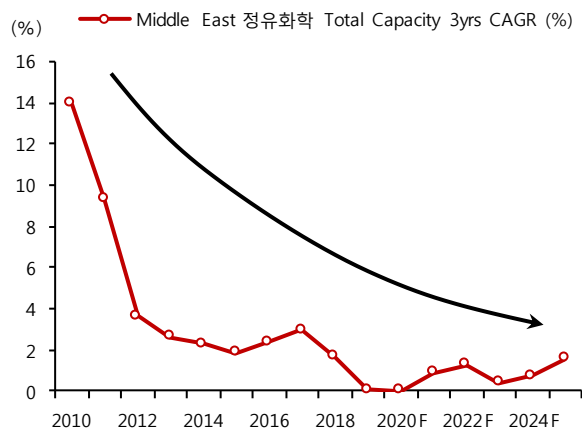
중동의 발주량 자체가 줄어들고 있고, 더불어 향후에도 중동의 발주 증대를 기대하기 어려운 상황에서, 상대적으로 국내 EPC 업체들이 중동 내 MS를 공격적으로 확장해 나가면, 기존의 해외수주금액 수준을 유지할 수 있지 않느냐는 질문을 할 수도 있다.

그림 20. 중동 정유 Capacity와 해외수주 추이의 Correlation은 0.71로 상당한 높은 상관관계 존재



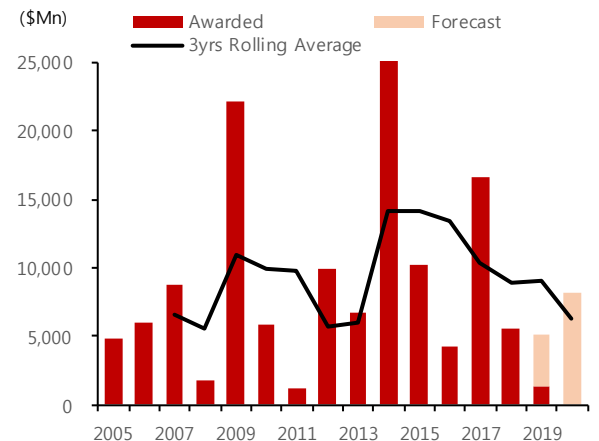
자료: EIA, SK증권

그림 21. 중동 정유화학 Total Capacity 3yrs CAGR 장기적 우하향세



자료: EIA, SK증권

그림 22. 중동 다운스트림발주전망: 20년 소폭상향하지만 여전히 낮은수준

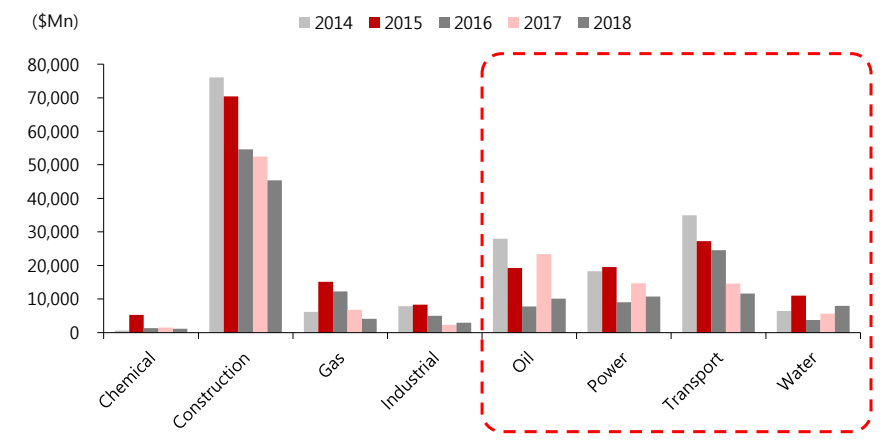


자료: MEED, SK증권

하지만 이에 대한 답은 그림 25 로 확인할 수 있다. 그림 25 는 글로벌 건설사의 중동 내 매출 추이를 보여준 것인데, 가장 눈에 띄는 국가가 바로 한국이다. 2011 년 이후 한국은 중동 내 매출에서 급격한 부진을 면치 못했던 반면, 선진업체인 ‘유럽 EPC’ 및 후발주자인 ‘중국 EPC 와 터키 EPC’의 매출은 중동 발주환경 둔화와는 무관하게 상대적으로 선방을 하고 있는 모습이다. 아니, 오히려 최근에는 증가세임을 볼 수 있다.

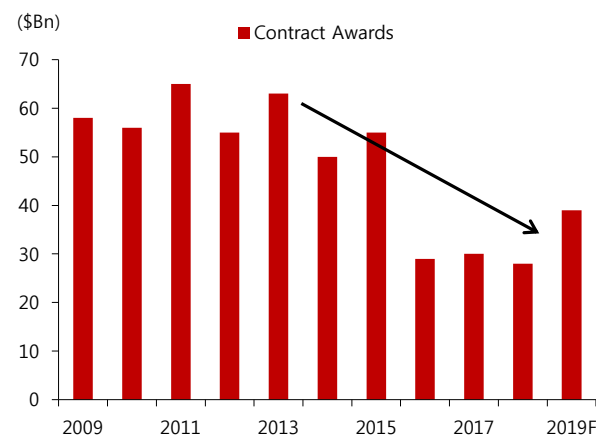
국내 EPC 업체들은 그동안 선진 EPC 대비 가격경쟁력을 우위로 해외수주시장에서 모멘텀을 받아왔는데, 이후 중국 EPC 그리고 터키 EPC 로 대표되는 후발주자들의 가세로 가격경쟁력을 잃은 것은 물론이거니와, 실제로 기술경쟁력에 있어서도 크게 차별화를 가지지 못하는 모습이다. 그림 26 은 선진업체, 국내업체, 후발업체가 진출한 플랜트 밸류체인을 시각적으로 나타낸 것인데 국내 EPC 업체들은 여전히 밸류체인상 시공사업에만 집중을 하는 모습이고 그 외에 전방과 후방으로 밸류체인을 확장하지 못하였다.

그림 23. 대다수 공종에서 Contract Value 하락 가운데, 국내 EPC의 주력공종인 Oil, Gas에서도 하락세



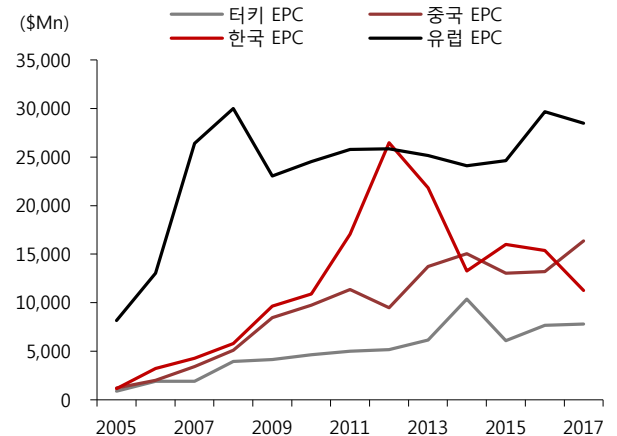
자료 : MEED, SK 증권

그림 24. 사우디 발주량 추이 : 중장기적 하향세



자료 : MEED, SK 증권

그림 25. 글로벌 주요 건설사, 중동 지역 매출 추이



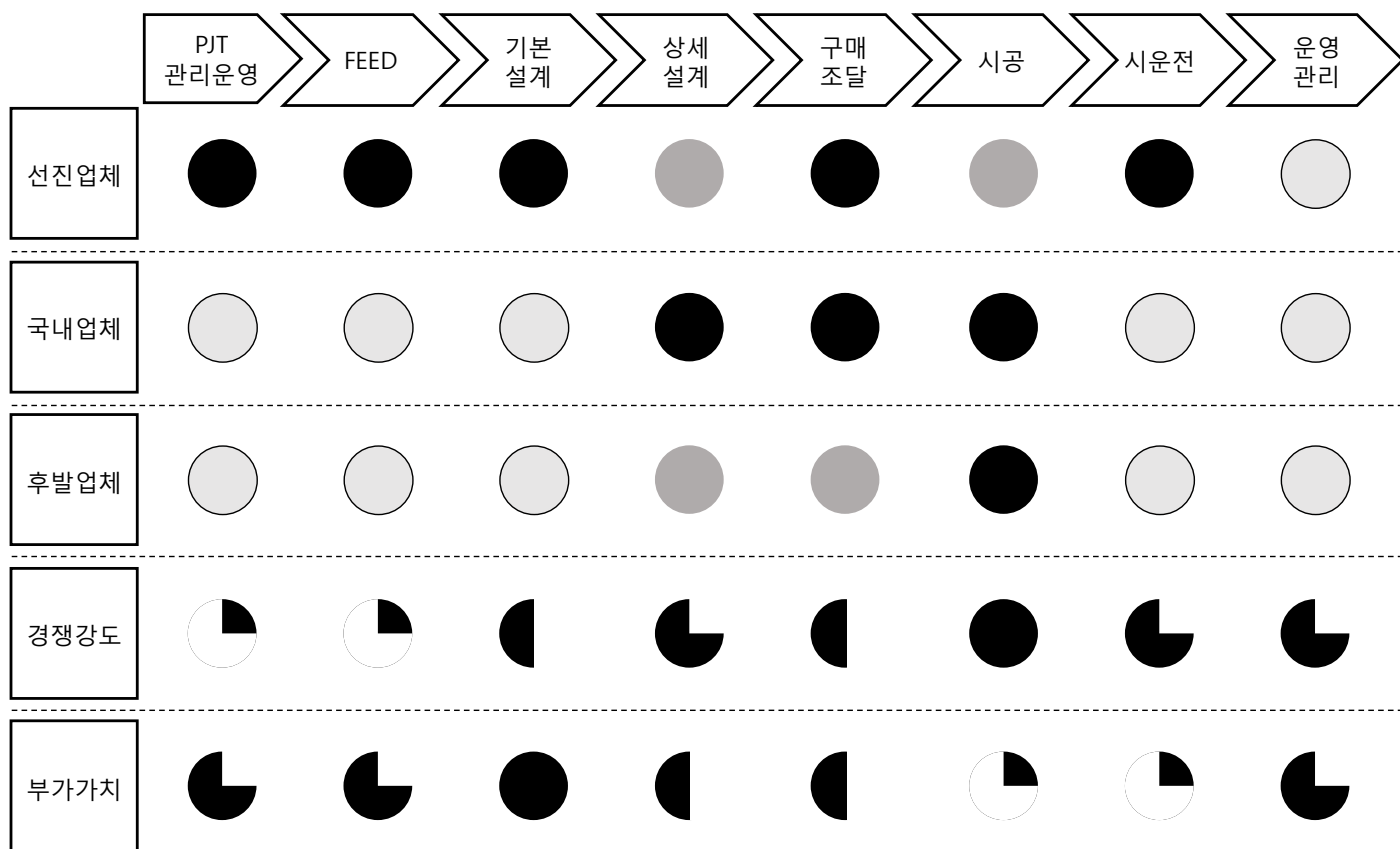
자료 : ENR, SK 증권

아쉽게도 그림 26 에서도 볼 수 있듯이 시공의 경우 경쟁은 심한데 반해 부가가치가 낮고 상대적으로 진출이 용이해 경쟁이 심할 수 밖에 없는 영역이다.

결국 국내 EPC 업체들은 향후 적극적인 ‘공종다변화’ 노력 그리고 ‘지역 다변화’ 노력을 병행해야 하고, 이러한 부분에서 성과가 나타나기 전까지는 당분간 해외수주의 추세적 감소세를 면하기 쉽지 않을 것이란 판단이다.

결론적으로 발주량 자체가 줄어드는 것도 사실이지만, 수주 부진에 있어 더욱 더 눈에 띄는 요인은 ‘한국 EPC 업체의 경쟁력 부진’이라고 요약할 수 있을 것이고, 이로서 앞서 언급한 질문 2, 즉 ‘한국 EPC 업체의 MS 가 경쟁자 대비 급격하게 줄었는가’에 대한 대답도 ‘그렇다’로 마무리할 수 있다.

그림 26. 플랜트 밸류체인별 경쟁력 현황: 국내 EPC 업체들의 국제적 입지 좁아질 수 밖에 없음



자료 : 한국수출입은행, SK 증권

주: 원의 색깔이 진할수록 高 연할수록 低 를 의미함/ 원의 검은 부분이 많을수록 高, 적을수록 低 를 의미함

(3) 신흥시장인 아시아가 중동 부진을 Make-Up 할 수 있을까?

최근에 급격한 성장을 보이는 시장이 바로 아시아이다. 실제로 비율로 보더라도 전체 수주에서 아시아가 차지하는 비중은 2014 년도의 24.1%에서 2018 년도의 50.5%로 급격하게 높아졌음을 알 수 있다. 여기서 유념해야 할 점은 아시아 시장의 수주 성장세로 인해 중동 수주의 비중이 낮아졌다고 해석해서는 안된다는 점이다. 앞서 언급한 바와 같이, 아시아 시장의 수주 증가세에도 불구하고 전체 해외 수주 총량 자체가 감소하고 있기 때문이다. 이는 아시아 시장이 중동 시장의 부진을 Make-Up 하기에는 아직 역부족이라는 것을 의미한다.

먼저, 2009 년을 기점으로 미국을 제치고 글로벌 최대 건설시장으로 부상한 중국의 경우 국내 EPC 업체의 주요 마켓이 아니다. 2018 년 수주 금액 기준, 중국이 급격한 성장을 보이며 (YoY+436%) 큰 관심을 받았던 시장인 것은 사실이지만, 2011 년부터 2018 년 초까지 국내 대형 EPC 업체들이 중국 내에서 수주해온 프로젝트들을 분석해보면 중국은 국내 EPC 업체의 먹거리가 아님을 명확히 알 수 있다. 그림 27 은 국내 대형 EPC 업체가 중국 내에서 수주해온 프로젝트들을 모두 나열한 것인데, 대다수가 계열사 공장 건설 물량으로 Captive Market 이라고 이해하는 것이 적절하며, 따라서 중국은 시장의 성장성에도 불구하고 국내 EPC 업체의 새로운 성장동력국가가 될 수 없다는 판단이다.

실제로 중국 건설시장은 외국업체에 대한 배타적인 성향이 강하여 외국업체의 진출이 활발하지 못한 수준이고, 더불어 중국기업의 시공 수준이 국내 EPC 업체와 큰 차이가 나지 않기 때문에 국내 EPC 업체의 신규진입은 매우 어려울 것이라고 판단한다.

그림 27. 2011~2018 년 초까지 국내 5 대 EPC 업체 중국 수주 내역 대부분 Captive 마켓

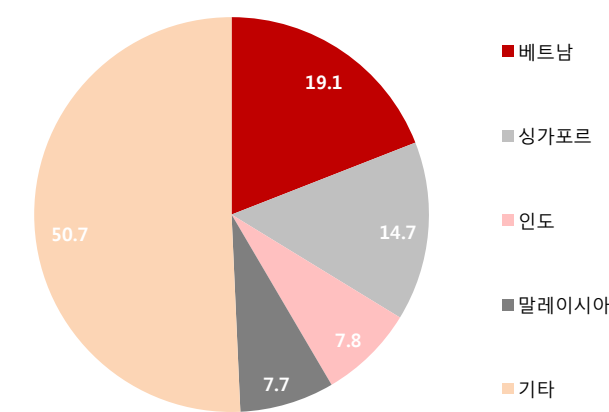
기업	설비구분	프로젝트명	수주금액 (십억원)	수주시기
현대건설	산업시설	HN 니 C1 B 300mm Renovation Project	2.7	2012-02-01
GS 건설	산업시설	LGCN #3 BatteryFactory Proj ct	2.1	2011-03-01
GS 건설	산업시설	LG 화학 남경 전지 4 공장 신축공사	23.2	2011- -01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 경공사	154.2	2015-03-01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 전기사	39.3	2015-03-01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 건축공사	331.4	2015-03-0
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 환경공사	15.0	2015-04-01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 건축공사	100.2	2015-04-01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 환경공사	3.1	2015-07-01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 전기공사	10.8	2015-07-01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 건축공사	107.4	2015-07-01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 전기공사	27.0	2017-1 -01
GS 건설	산업시설	광저우 LG 디스플레이 1 단계 공장 전기공사	7	2017-12-01
대산업	석유화학	et lene Diphenyl Isocyanate Plant	46.1	2011-06-01

자료 : Industry Data

실제로 2008 년~2018 년 합산 수주액 기준 아시아 내 주요 수주 국가의 비중별 추이를 살펴보면 1 위가 베트남(19.1%), 2 위가 싱가포르(14.7%) 3 위가 인도(7.8%) 4 위가 말레이시아(7.7%)로 나타난다. 10 년 누적 수주액을 기준으로 보았을 때, 중국은 5.4% 비중으로 약 8 위에 머무르고 있다.

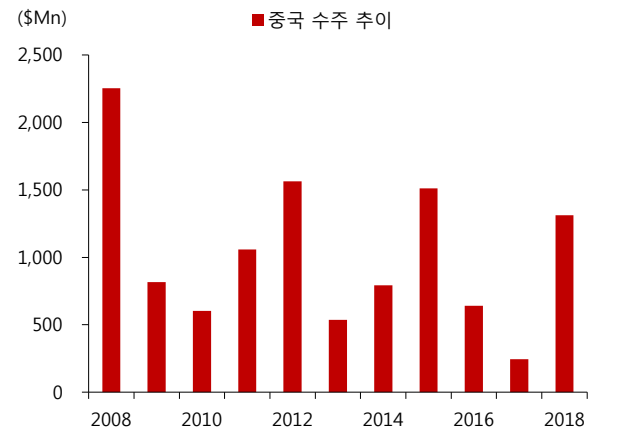
게다가 아시아 시장 역시 수주 추이를 살펴보면 2013 년 (\$194 억)을 Peak 로 점차 하락세를 보이고 있는데, 이 또한 후발주자였던 동남아 그리고 중국 건설사들의 진입으로 발생한 경쟁심화를 주요인으로 볼 수 있다. 주 수주 공종은 중동 뿐만 아니라 아시아 지역에서도 '플랜트'에 과다중된 모습이다

그림 28. 아시아 내 주요 수주 국가 비중



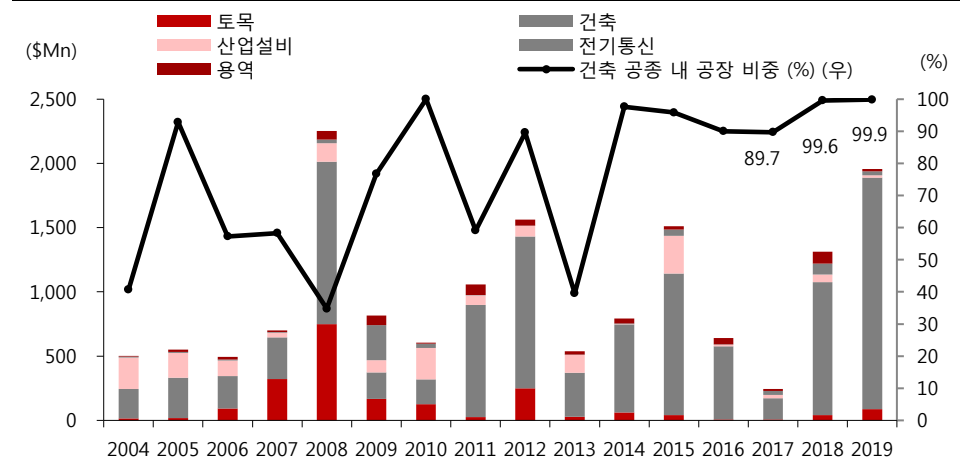
자료 : 해외건설협회
주: 2008~2018 년의 합산 수주액 기준

그림 29. 중국 수주 추이: 계열사 발주 물량 따라 수주 Fluctuation 심함



자료 : 해외건설협회

그림 30. 실제로 중국 내 주 수주 공종은 건축이며, 건축 공종내에서는 공장 건설 비중이 압도적으로 높음

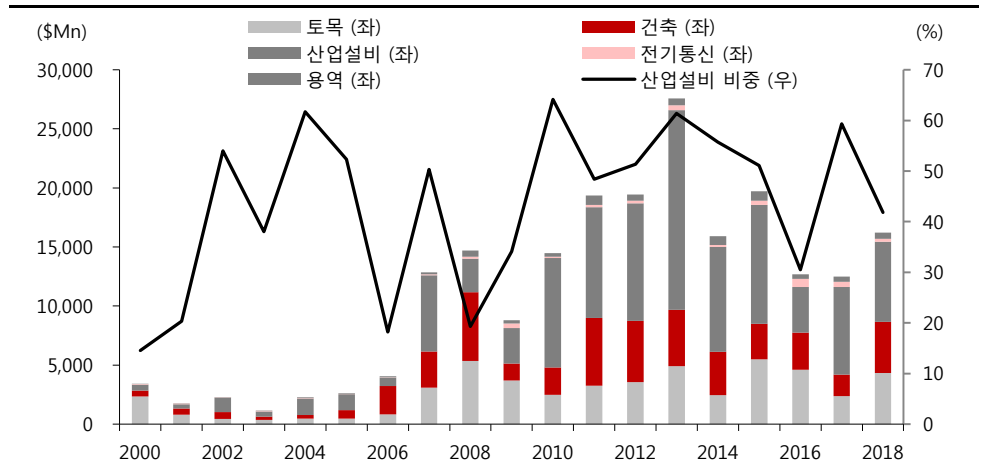


자료 : 해외건설협회, SK 증권

아시아 시장의 경우, 경제성장과 더불어 건설 시장도 함께 증가할 수 있지만, 국내 EPC 업체들이 중동 수주의 부진을 만회할 정도의 아시아 건설시장 수주물량 확보 그리고 아시아 내 MS 증가 등을 이루기엔 기술경쟁력, 가격경쟁력 모두의 측면에서 희망적이지 않다고 판단한다.

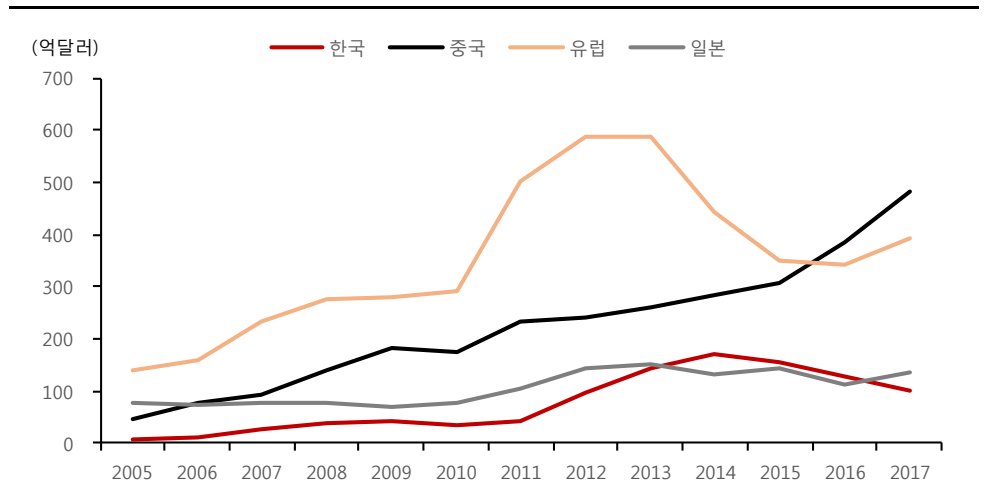
실제로 그림 32의 글로벌 주요 건설사 아시아 매출 추이를 보면 국내 건설사들의 매출 감소세를 확연히 확인해 볼 수 있다. 특히 중국의 경우 한국 건설사 대비 설계 경쟁력, 시공 경쟁력, 가격 경쟁력 모두에서 Outperform 하고 있으며 이를 기반으로 아시아, 중동 등지에서 무섭게 성장하는 모습이다.

그림 31. 아시아 수주도 감소세, 주력공종은 플랜트



자료 : 해외건설협회, SK 증권

그림 32. 글로벌 주요 건설사의 아시아 매출 추이: 특히 국내 EPC 업체의 부진 눈에 띈



자료 : ENR, SK 증권

주: ENR에서 집계한 자국 외 건설 매출 상위 250대 건설사의 실적을 국적으로 합산한 결과

즉, 해외수주의 대다수를 차지하는 중동과 아시아 시장의 수주 상황을 살펴봄으로써, 건설업의 양 날개 중 하나로 불리는 '해외수주'에서 더 이상 국내 EPC 기업들의 과거와 같은 성장세를 기대하기엔 무리라는 판단을 도출하였다.

그렇다면 이처럼 해외수주가 급감하는 모습을 보였음에도 불구하고 왜 국내 EPC 업체들의 실적은 지난 몇 년간에도 성장세를 유지하고 있었는가? 즉, 그 동안 해외 수주의 부진을 만회 해 주었던 요소는 무엇이었을까?

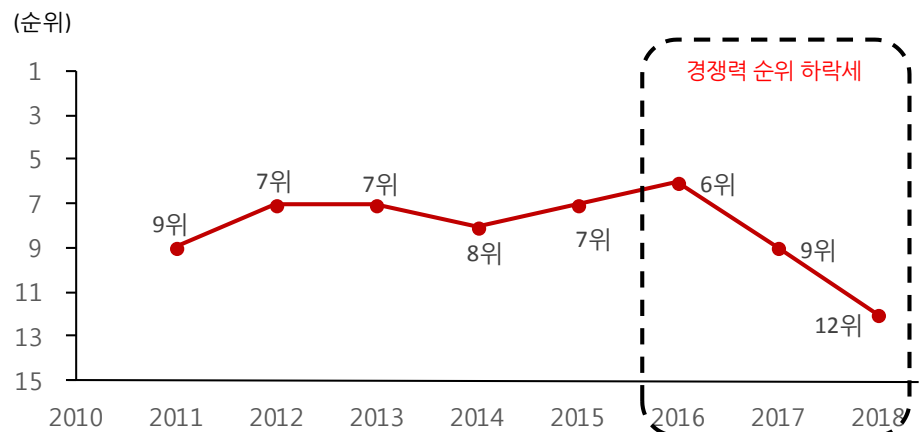
그림 33. 국가별 건설기업 역량평가 지표 평가결과

	시공경쟁력				설계경쟁력				가격경쟁력			
	2017년		2016년		2017년		2016년		2017년		2016년	
순위	국가명	점수	국가명	점수	국가명	점수	국가명	점	국가명	점수	국가명	점수
1	중국	0	중국	10	미국	10	미국	10	인도	10	인도	10
2	스페인	8.1	스페인	8.1	캐나다	5.0	캐나다	5.6	이집트	9.8	이집트	9.8
3	미국	8.1	미국	7.6	네덜란드	4.9	네덜란드	5.1	중국	9.1	중국	9.1
4	이태리	7.0	한국	6.9	스페인	4.7	호주	5.0	터키	8.4	터키	8.5
5	터키	6.6	프랑스	6.5	영국	4.5	스페인	4.6	그리스	8.3	그리스	8.3
6	프랑스	6.5	이태리	6.4	중국	4.4	이집트	4.4	포르투갈	7.9	포르투갈	8.0
7	한국	6.3	독일	5.8	호주	4.3	영국	4.1	한국	7.3	한국	7.4
8	독일	6.1	터키	5.0	프랑스	4.1	한국	3.9	스페인	7.1	스페인	7.2
9	오스트리아	5.7	일본	5.0	이태리	4.0	인도	3.7	이태리	6.2	이태리	7.2
10	일본	5.	오스트리아	4.8	덴마크	3.4	독일	3.6	네덜란드	5.6	네덜란드	5.9

자료 : 한국건설기술연구원 SK 증권

주: 2017년 설계경쟁력에서 한국은 13위로 하락한 모습

그림 34. 한국 건설산업 글로벌 종합평가 순위



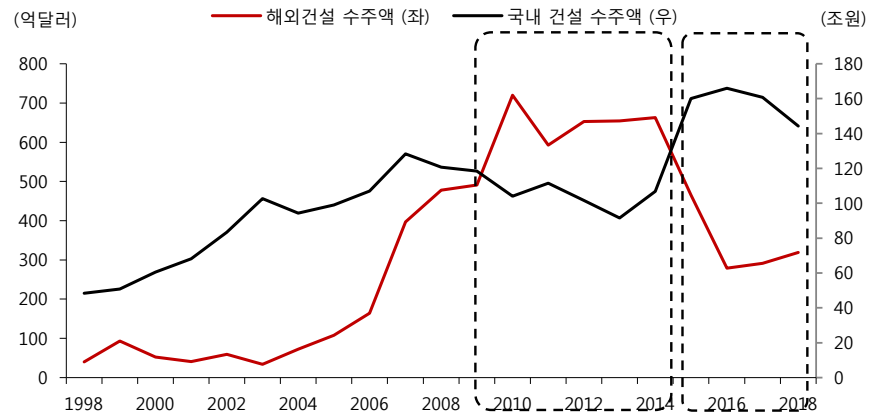
자료 : 한국건설기술연구원 SK 증권

5. 수주의 두번째 큰 축: 국내 - 불확실한 미래

(1) 국내수주의 주 역할은 이익 방어

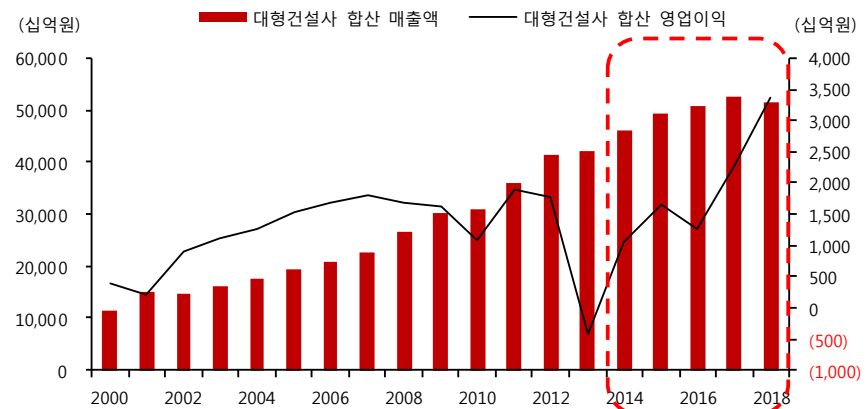
해외수주의 부진에도 불구하고 국내 EPC 건설업체의 매출이 급감했던 것은 아니다. 실제로 2015 년 이후 대형 건설사 합산 매출액과 영업이익은 해외수주의 부진에도 불구하고 견조한 성장세, 그리고 특히 영업이익의 측면에서는 오히려 급격한 성장을 나타냈다. 이에는 건설업의 양 날개 중 다른 하나인 '국내'의 수주 증가 및 국내의 이익 기여도 상승이 긍정적인 영향을 미쳤다.

그림 35. 15 년 이후 부진했던 해외수주를 국내수주가 견인해옴



자료 : 해외건설협회, 대한건설협회, SK 증권

그림 36. 실제로 2015 년 부진에도 불구하고 매출 방어가 가능한 데에는 국내의 역할이 컸음



자료 : DataGuide, SK 증권

주: 대형건설사에는 국내와 해외 사업을 모두 영위하는 현대건설, GS 건설, 대우건설, 대림산업 등을 포함함

(2) 국내수주의 호황기가 지속될수 있을까?

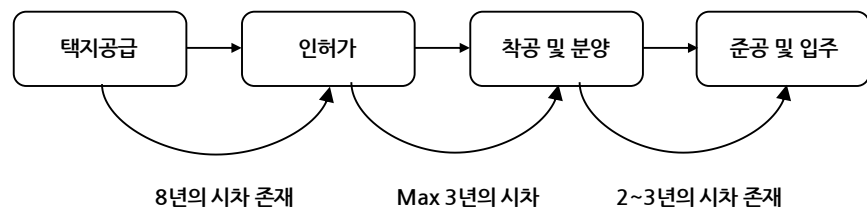
결론부터 말하면, 그동안 이익방어역할을 충분히 해왔던 국내수주 마저 앞으로 추가성장을 기대하기 어렵다는 판단이다.

국내 건설산업은 정부가 미치는 영향이 매우 크다. 특히 주택사업에 있어서는 단순히 수요 공급의 논리 뿐만 아니라 ‘정부의 정책’이 주택 분양 및 입주물량에, 그리고 부동산 가격에까지 매우 큰 결정력을 행사하는데, 이는 택지공급 → 인허가 → 착공 및 분양 → 준공 및 입주의 Cycle 을 이해하면 쉽게 이해할 수 있다.

일반적으로 주택 공급은 앞서 언급한 택지공급 → 인허가 → 착공 및 분양 → 준공 및 입주의 Cycle 로 이루어진다. 이 말인즉슨, 택지공급의 감소가 인허가의 감소, 그리고 분양 및 입주의 감소로 까지 연계된다는 것을 의미한다. 따라서 향후 건설업체들의 국내 수주 물량을 예측하기 위해서는 택지공급 및 인허가 추이를 분석하는 것이 필수적이다.

실제로 그림 38 의 택지공급 추이를 보면 2010 년도를 Peak 로 급감하는 모습을 볼 수 있는데 택지공급과 인허가 사이에 8 년 가량의 시차가 존재함을 감안하면 2011 년부터 나타난 택지공급 물량의 급감은 필연적으로 2019 년 이후 인허가 감소로 이어질 수 밖에 없어 보인다.

그림 37. 택지공급~입주 Cycle



자료 : KDI, SK 증권

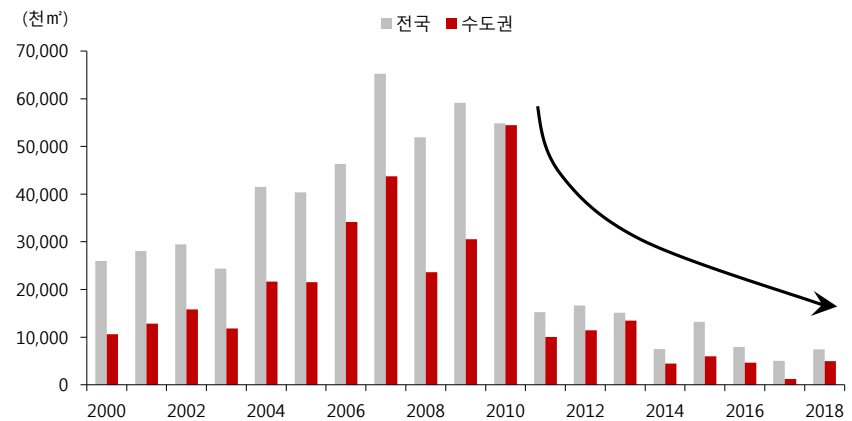
주1: 경제상황에 따라 시차 차이 존재할 수 있으며 프로젝트별로도 시차 Cycle 상이함

주2: 건축법 8 조에 의해 건축허가를 받은 날로부터 2 년 이내에 착공해야 하며, 정당한 사유 있을 시 1 년 연장 가능

8 년의 Lagging 을 두고 그린 택지공급의 추이와 인허가 물량 사이의 Correlation 은 0.62 수준으로 매우 높다. 따라서 2010 년 이후 이어진 약 8 년간의 택지 공급 감소는, 적어도 2019 년에서부터 2026 년까지 인허가 물량의 감소로 이어질 것이다.

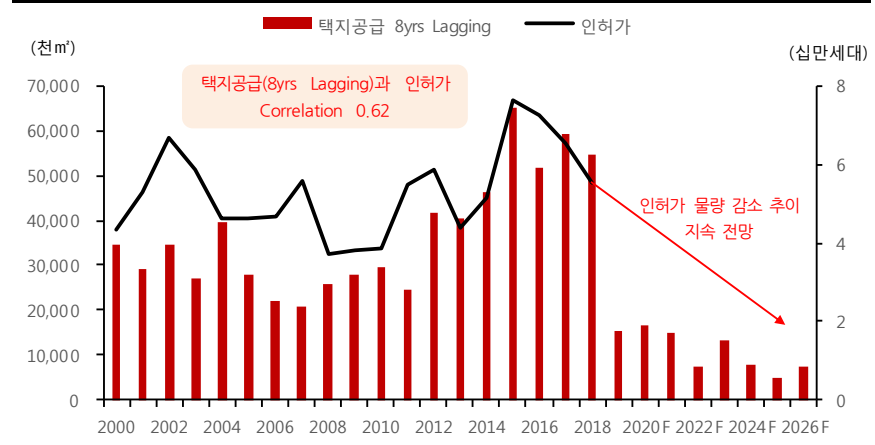
한편 그림 40 의 인허가 물량과 착공 실적 사이의 Correlation 그리고 그림 41 의 2 년 의 기간을 Lagging 시킨 인허가 물량과 준공물량 사이의 Correlation 을 봐도 재미있는 관계를 알 수 있는데, 이 3 가지 지표 사이에도 각각 0.95, 0.74 의 높은 상관관계가 나타난다. 이는 주택 공급까지의 Cycle 을 감안할 때, 너무나도 당연하다.

그림 38. 국내 택지공급 2010 년 이후 지속적 우하향세



자료 : 국토교통부, SK 증권

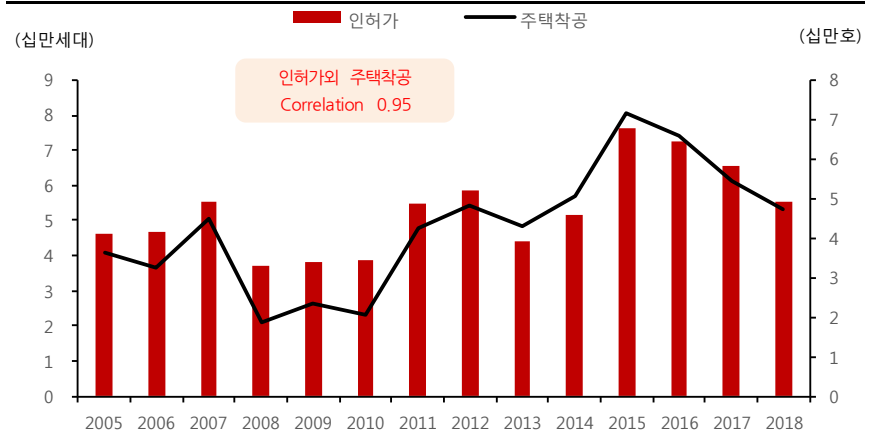
그림 39. 택지공급은 8 년의 시차 두고 인허가 물량과 높은 상관관계



자료 : 국토교통부, SK 증권

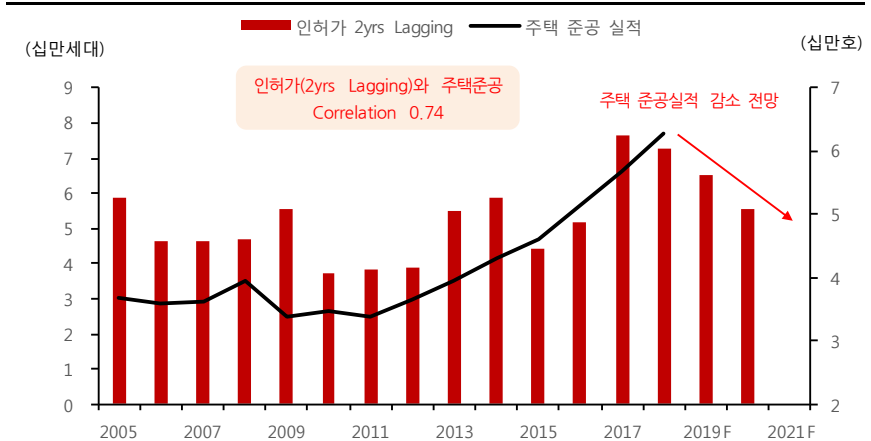
즉 택지공급이 제한적인 상황에서 그나마 기대를 해 볼 수 있었던 재료인 재건축/재개발에도 현 정부의 압박이 지속되고 있어 주택 공급 및 가격의 추가적인 상승을 기대하기는 어렵다. 현정부의 기초 상, 향후 주택 시장 안정화를 명목으로 유관 부동산 규제책들이 지속적으로 나올 것으로 판단되고, 물론 핀셋 규제를 피한 일부 지역에 한해서는 상승 반전 가능성이 존재하기는 하지만, 일반적으로 사업 규모가 커 업황 전체의 영향을 직접 받는 대형건설사의 경우에는 국내에서도 추가 모멘텀을 받기는 힘들 것이다.

그림 40. 인허가와 주택 착공실적 사이의 Correlation 0.95 수준



자료 : 국토교통부, SK 증권

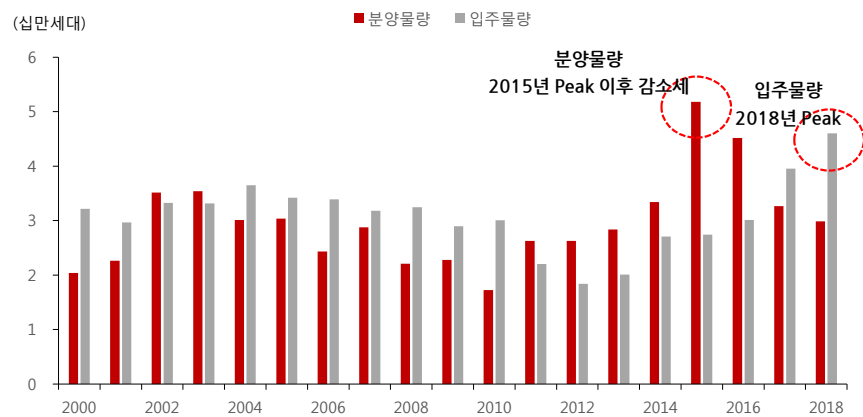
그림 41. 인허가는 약 2년의 시차를 두고 준공물량과 높은 상관관계



자료 : 국토교통부, SK 증권

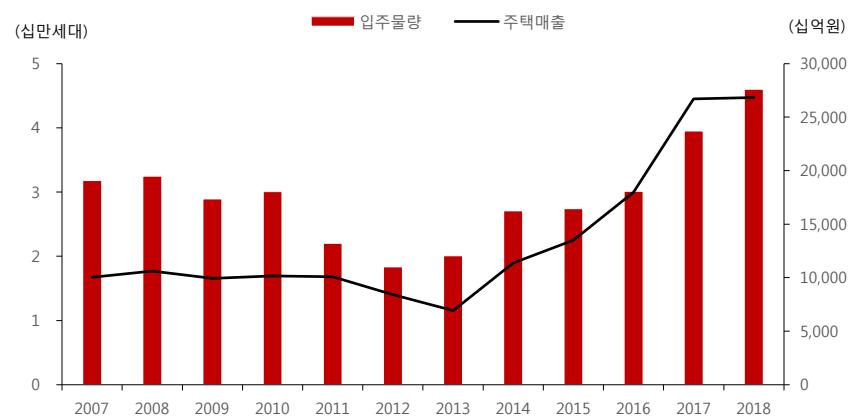
실적 면에서도 2015 년도 Peak-Out 을 한 부동산 분양물량은 자연스럽게 2018 년 입주물량의 Peak 로 이어졌고, 이는 건설사 주택 매출 인식 방법(S 커브 매출 인식) 을 반영해, 당연하게도 2018 년 국내 대형건설사들의 주택 매출 Peak 로 까지 이어졌다. 즉, 2018 년 까지 매출을 방어해 주었던 부동산 마저 Peak-Out 한 상황이기 때문에, 2019 년부터는 이에 기반한 추가적인 매출 상승세를 기대하기 어려워 보인다.

그림 42. 분양물량 Peak Out, 입주물량도 앞으로 3 년 이상 하락 전망



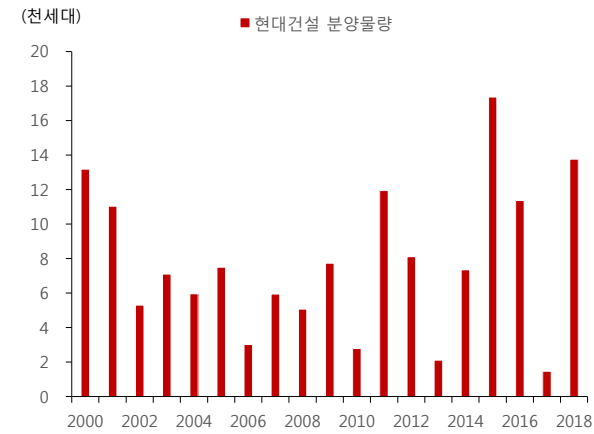
자료 : Reps, SK 증권

그림 43. 입주물량과 주택매출은 궤를 같이함



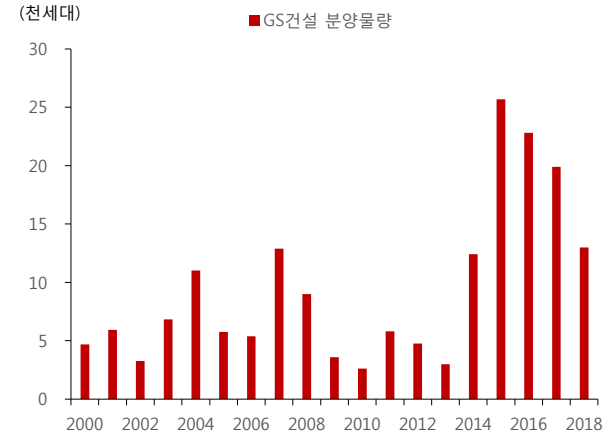
자료 : Reps, SK 증권

그림 44. 현대건설 분양물량 추이



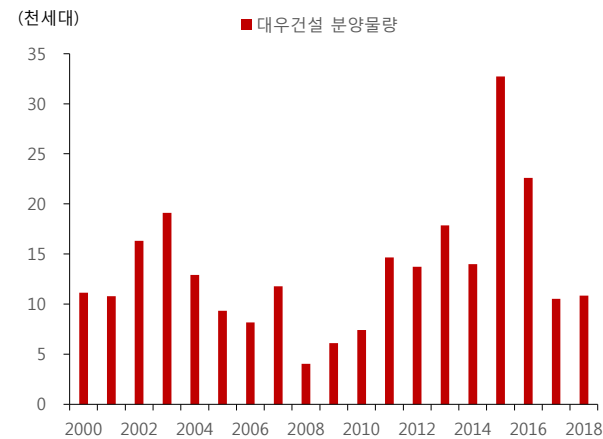
자료 : REPS, SK 증권

그림 45. GS건설 분양물량 추이



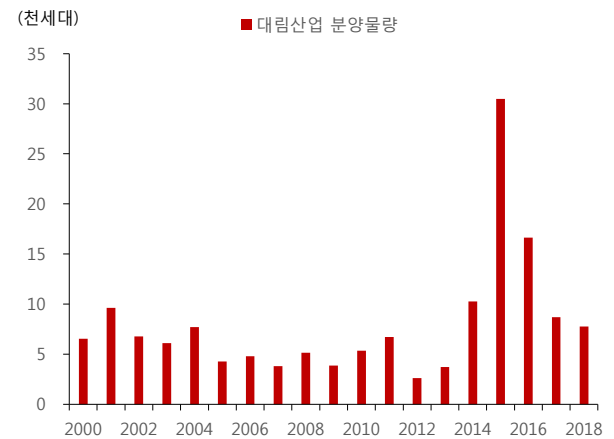
자료 : REPS, SK 증권

그림 46. 대우건설 분양물량 추이



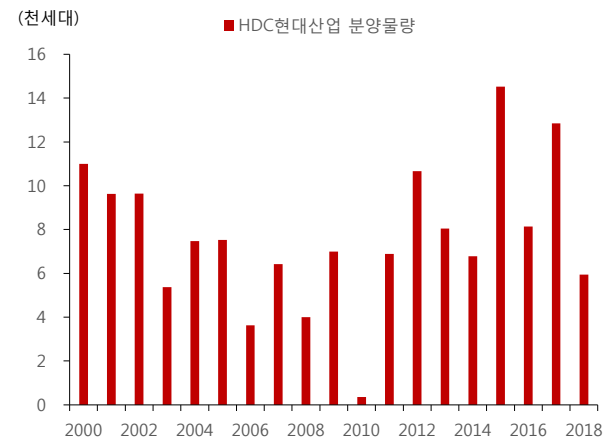
자료 : REPS, SK 증권

그림 47. 대림산업 분양물량 추이



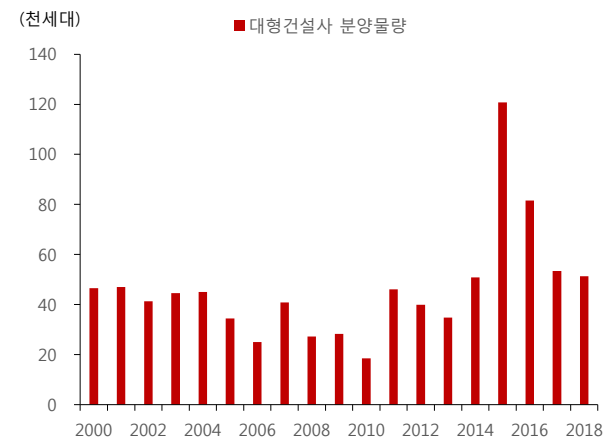
자료 : REPS, SK 증권

그림 48. HDC현대산업개발 분양물량 추이



자료 : REPS, SK 증권

그림 49. 대형건설사 분양물량 추이



자료 : REPS, SK 증권

6. 역사에서 찾은 해답(解答): ‘디벨로퍼’ 마켓

(1) 디벨로퍼 마켓의 개념

SK 증권은 제네콘의 성장여력 제한과 함께 향후 건설업종 내에서 기대를 해 볼 수 있는 마켓으로 디벨로퍼를 제시한다. 국내에서는 디벨로퍼 마켓이라고 하면 개념부터 생소할 수 있겠지만 실제로 외국에서는 디벨로퍼 마켓에 대한 이해도가 매우 높은 편이다. Developer 라는 단어를 굳이 한국말로 번역하자면 ‘부동산 개발업자’로 통칭될 수 있고, 이를 이해하기 위해서는 부동산 개발업에 대한 정의가 선행되어야 한다.

‘부동산 개발업’이란 토지나 건물을 개발하는 일체의 행위를 뜻하며 토지와 건축물 등의 잠재력을 발견하고 이를 극대화시키는 일련의 과정을 일컫는다. 일반적으로 부동산 개발의 경우 토지매입에서부터 건축 설계, 개발사업 인가 및 허가, 건축 시공, 분양, 관리 등 다양한 범위를 포함하는 개념이다.

결국 디벨로퍼란 부동산을 대상으로 잠재력을 최대화 시키기 위해 자금조달 - 설계-시공 - 운영 및 관리의 전방위적인 업무를 대행해주는 부동산 개발업자를 뜻한다.

일반적으로 시공을 담당하는 종합건설사(Genecon: General Contractor)와 디벨로퍼의 역할을 구분해 이해할 필요성이 있는데, 이는 아래의 그림 50 으로 요약이 될 수 있다.

그림 50. 부동산 개발업과 종합건설업의 비교

구분	부동산 개발업 (디벨로퍼)	건설업 (종합건설사)
개발대상	토지 및 건물	토지 및 건물
개발방식	일반적으로 건설공사 제외 - 토지개발의 경우 직접 개발 포함	직접 건설 또는 도급 포함
공급대상	타인	본인
개발 공급범위	개발, 분양, 판매, 재판매	시공
예시	건물 위탁 대발 분양 부동산 매매 토지개발 및 분양판매	자영 건축물의 건설 주거용 비주거용 건물 건설 부지조성공사 등

자료 : 통계청, 국토교통부, SK 증권

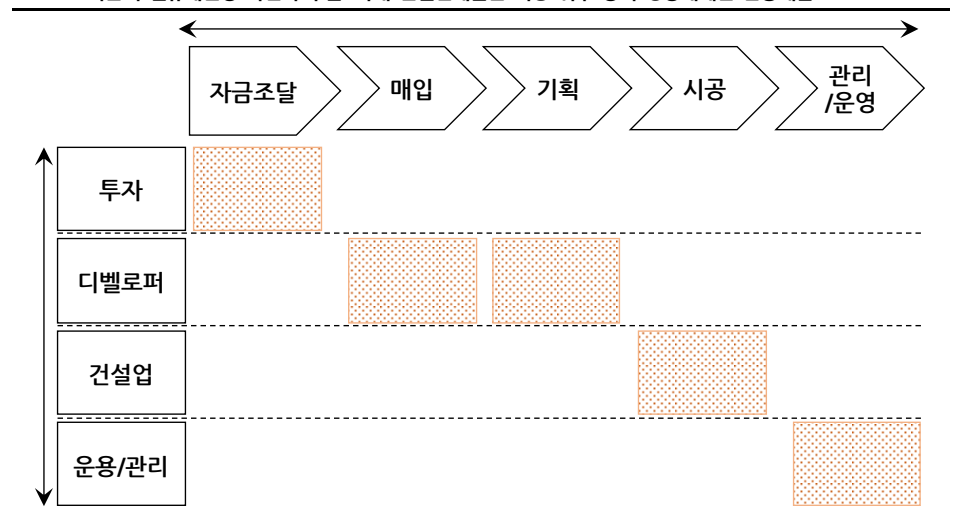
주: 부동산 개발업자가 직접 시공을 담당하는 경우도 있음

그동안 국내 주택사업은 대규모 아파트 분양사업을 중심으로 발전해왔다. 실제로 국내 주택 경기는 2014 년 이래로 가격 상승뿐 아니라 이에 발맞추어 공급 물량 증가도 함께 진행이 되었는데, 사실 이러한 부동산 강세장에서는 종합건설업자들은 대규모 아파트 분양사업에만 집중을 해도 성장에 대한 우려를 할 필요가 없었다. 따라서 당연하게도, 대형건설사들은 밸류체인 확장 필요성을 느끼지 못하고 단순 시공위주의 한정된 성장만을 해왔다.

사실 이미 1990 년대부터 건설업의 미래 사업 방향성으로 선진국에서 진행중인 ‘디벨로퍼화’가 화두로 제시되곤 하였지만, 국내 건설사들의 직접적인 변모 노력은 사실상 미흡했다. 이에 반해 선진 해외 건설업체들은 국내 주택 시장 성숙기를 한국보다 먼저 경험하였고, 새로운 먹거리에 대한 고민을 한 발 일찍 시작한 결과, 현재 시공대비 상대적으로 고부가가치 영역인 개발, 운영관리, 서비스 등의 부문까지 성공적으로 밸류체인을 확장해나간 모습이 인상적이다. 이를 통해 시공 전(Up-Stream) · 후방(Down-Stream) 단계인 ‘자금 조달에서 운영관리 역량’까지 모두 기업 내부에 성공적으로 안착시킬 수 있었다.

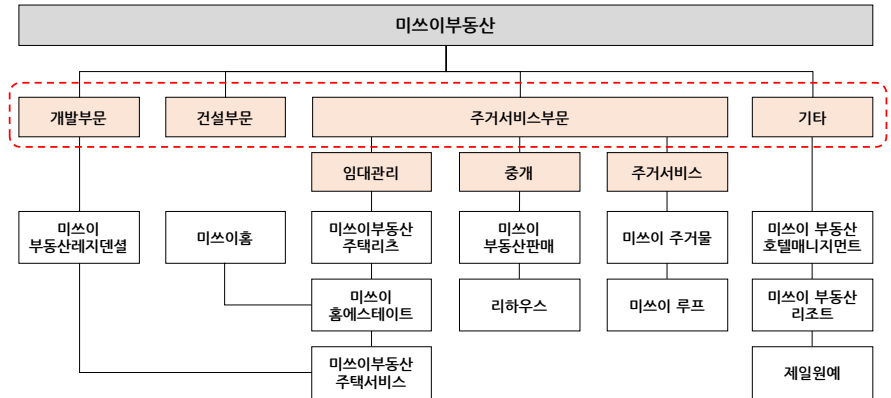
국내 부동산 시장이 과거와 같은 급격한 성장세를 기대하기 어려운 상황임에는 모두가 동의할 것이다. 즉 현재와 같은 대규모 공급 위주의 양적 성장은 점차 한계에 도달할 것으로 예상되고, 필연적으로 선진국의 모델처럼 밸류체인 확장이 요구되는 상황이다.

도표 51. 기존의 밸류체인상 사업자 구분: 국내 건설업체들은 시공 위주 양적 성장세에만 집중해옴



자료 : 한국건설산업연구원, SK 증권

도표 52. 일본 내 대표적 디벨로퍼 미쓰이부동산: 국내외 달리 전후방의 밸류체인 모두 진출한 모습



자료 : 주택산업연구원, KB 경영연구소, SK 증권

(2) 국내 디벨로퍼 시장의 역사

국내에서 디벨로퍼라는 개념이 도입되기 시작한 것은 1970년대이다. 그 후 1980년대를 기점으로 다양한 유형의 시행사가 본격적으로 등장하기 시작했는데, 실질적으로 이 시기는 디벨로퍼가 소위 ‘돈 되는 시장’이라 불리며 너도나도 사업자를 등록했던 난립의 시기였다. 다행인지 불행인지 외환위기를 계기로 난립했던 개발사들이 일부 도산 및 부도로 사라졌고 이 1차 검증기라고 불리는 외환위기에도 불구하고 살아남은 업체들 위주로 시행사의 개념이 더욱 명확하게 성립되며 국내 디벨로퍼 시장이 확장되기 시작하였다.

사실 외환위기 이전에는, 건설회사가 직접 대출을 받아 토지 매입을 하고 시공 및 자체 분양까지 스스로 담당하였었다. 그러나 외환 위기 이후, 부동산 시장이 냉각되기 시작했고, 냉각된 업황에 직접적으로 노출되는 리스크를 헛지하기 위해 건설사들은 시행사로서의 역할은 점차 줄여나갔다. 그리고 ‘단순 도급 시공’ 위주의 역할만 담당하기 시작하였다. 이러한 노력의 일환으로 과거와 달리 시행사와 시공사의 역할이 명확히 구분되기 시작하였고, 국내에 전문적인 시행사가 본격적으로 등장하기 시작한 시점도 이 때이다. 소위 1세대 한국형 디벨로퍼라고 불리는 기업들이 탄생한 것이다.

1990년대 말부터 2008년까지는 ‘디벨로퍼 춘추전국시대’라고 불리며 부동산 가격 상승 수혜를 톡톡히 누렸다. 특히 2001년부터 아파트 값이 폭등하자, 또 너도나도 할 것 없이 돈 되는 시장으로 다양한 기업들이 몰렸고, ‘디벨로퍼’ 명목의 다양한 업체들이 또 다시 난립하기 시작하였다. 당연히 이렇게 형성된 디벨로퍼 부흥기는 오래 지속되지 못하였고, 결국 2008년 금융위기라는 2차 검증의 시기를 거쳐 두번째 물갈이가 시작되었다.

도표 53. 부동산 개발업체의 연혁

연도	주요 내용
1970년대	디벨로퍼 개념 도입 및 업체 등장 (명성 그룹)
1980~1990년대	다양한 유형의 시행사 등장(상가, 호텔, 콘도 등) 아파트 값 파동을 계기로 민간 주도의 부동산 개발 사업 시작
1997년 외환위기 전후	개발업체의 도산 및 몰락 외환위기 전 건설사가 부동산 개발 주도, 상품기획부터 사후관리까지 업무처리 외환위기 후 대형 건설사들은 위험부담을 줄이기 위해 땅을 직접 매입하지 않고 시행사의 프로젝트를 단순 시공하는 사업구조 선택
1990년대 말 ~2008년	디벨로퍼 춘추전국시대 2001년부터 아파트 값이 폭등하자 건설사 직원, 분양대행사, 중개업자 등 부동산 개발 관련 종사자들이 대거 디벨로퍼로 진출
2008년 금융위기 이후	2차 업체 도산 및 몰락
최근	두 차례의 검증 거친 업체 생존

자료 : 한국의 디벨로퍼들 책 참고, 국토교통부, SK 증권

호재인지 악재인지는 모르겠으나, 국내 디벨로퍼들은 1) 1997 년 외환 위기 그리고 2) 2008 년 금융위기라는 두번의 검증과정을 거치게 되었고, 전문적인 역량 없이 문어발 식으로 사업을 확장해 나갔던 Low Quality 디벨로퍼들이 도산하고, 상대적으로 탄탄하게 성장해온 업체들 위주로 생존하여 업계 분위기를 긍정적으로 조성하였다.

그림 54. 70년대부터 성장했던 전통적 디벨로퍼들 도산 및 부도, 두 차례 검증을 거친 업체들 위주로 생존 구조

회사명	1795	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	현재	성장배경	운영여부
명성그룹	1966 ~ 1983										- 66 년 운수업체로 시작 - 79 년 레저사업으로 확장	도산
거평그룹		1979 ~ 1998									- 79 년 소규모 주택사업으로 시작 - 이후 사업다각화	부도
나산그룹		1980 ~ 1998									- 80 년 의류업체로 시작 - 유통과 건설로 사업확장	부도
프라임개발		1984 ~ 2011									- 84 년 호프주택건설로 시작 - 강변 테크노마크성공, 종합건설업체변모	부도
이데아건설		1987 ~ 2013									- 87 년 분양대행, 컨설팅업무로 시작, 종합디벨로퍼 그룹으로 성장	부도
넥서스건설					1988 ~ 2012						- 98 년 대우건설 출신으로 조합원 방식으로 분양가 낮춰 성공	부도
영조건설						2002 ~ 2013					- 2001 년 PF 시도하여 분양 성공	부도
신영그룹		1984 ~									- 84 년 분양대행업으로 시작 이후 종합 부동산회사로 성장	현재 운영중
MDM					1998 ~						- 98 년 분양대행업으로 시작 이후 종합부동산금융그룹으로 성장	현재 운영중
네오밸류							2005 ~				- 05 년 부동산 개발회사(시행사)로 시작, 사업초기 임대유치서비스까지 제공	현재 운영중
정우건설산업								2012 ~			- 12 년 부동산 개발업 시작, 비주거 부문만 사업 수행	현재 운영중
청원건설				1996 ~							- 96 년 중개업의 경험을 바탕으로 부동산업 시작, 현재 일산지역 내 소핑몰 및 테마파크 개발 성공	현재 운영중
코옵파머스				1996 ~							- 96 년 부동산 컨설팅 경험을 바탕으로 개발사업 시작, 서비스드 레지던스 분양	현재 운영중
솔렉스플래닝						1999 ~					- 99 년 분양대행업으로 시작하여 현재 선진국형 PM 회사로 준비중	현재 운영중
건우 PM						2001 ~					- 01 년 해외 현장과 개발사업의 경험을 바탕으로 설립	현재 운영중
소린								2013 ~			- 13 년 중개업 경험을 바탕으로 설립	현재 운영중

자료 : 한국건설산업연구원, 한국의 디벨로퍼들 책 참고, SK 증권

그림 55. 생존한 업체들의 구분: 전통 디벨로퍼 그룹의 경우 상장사 찾아보기 힘든 상황

유형		업체명	주요 업역 및 특성
다벨로퍼 계열	그룹	MDM 그룹	· 개발·금융·자산운용 분야 계열화 · 개발(MDM), 신탁(한국자산신탁), 금융·자금(한국자산캐피탈), 자산운용(한국자산에셋운용) · 개발·금융·자산운용 분야 계열화 · 개발(MDM), 신탁(한국자산신탁), 금융·자금(한국자산캐피탈), 자산운용(한국자산에셋운용)
		신영그룹	· 개발·시공·자산관리 분야 계열화 · 개발(신영), 시공(신영건설), 자산관리(신영에셋)
		피데스개발	· 개발·건설·자산관리·신사업 분야 계열화 · 건설·운영·자산관리(피데스 PMC), 주거관리(피데스하우징), 도시형·식물공장(피데스팜)
	단독	네오밸류	· 개발, 임대·관리 영역까지 업역 확대 · 개발 후 자체 보유 및 관리, 임대·대행 서비스 등 제공
		정우건설 산업	· 네오밸류 : 주상복합, 아파트 전문 · 정우건설산업 : 상가, 타운하우스, 자식산업센터 등 전문(아파트 제외)
건설사 계열		HDC 현대산업개발	· 계열화사를 통한 부동산 개발 및 운영 · 계열사 : 자산관리(아이서비스), 쇼핑물 개발·운영(아이파크몰), 자산운용(HDC 투자운용) 등
대기업 계열		롯데자산개발	· 개발·운영(쇼핑물·복합리조트) 및 자산관리 · 롯데그룹 계열사들이 지분 100% 소유
		SK 다앤디	· 개발·운영 · SK 가스의 자회사로 부동산개발 및 신재생에너지 개발사업 추진 · 주거, 업무, 쇼핑물, 오피스텔 등 개발 및 운영
		KT 에스테이트	· 개발, 투자(리츠, 펀드 등), CM, 자산관리 등 · 계열사 : 자산운용(KT AMC), 임대·시설관리(KT 리빙) · (주)KT에서 지분 100% 소유
금융사(신탁사)계열		한국토지신탁, 한국자산신탁 등 11 개	· 신탁(개발, 관리 등), 투자(리츠, 펀드 등), PM, CM, 자금관리 등

자료: 한국건설산업연구원, 한국의 디벨로퍼들 책 참고, SK 증권

주: 주황색 박스 색깔 표기만이 상장사

(3) Why 디벨로퍼? 시대의 변화 반영

디벨로퍼의 역할이 주목을 받게 된 데에는 다양한 시장 환경들의 변화가 있었다.

1) 일단 난립했던 디벨로퍼의 2 차례 검증과정으로 상대적으로 경쟁력 높은 디벨로퍼만 생존을 한 것이 호재였고 2) 인구 구조 및 경제 상황의 변화 3) 부동산 관련 소비자들의 니즈 변화 등이 계기가 되었다.

실제로 부동산 관련하여 수요자들의 니즈가 급격하게 변화하고 있고 단순히 많이 만들어 내면 누구나 사고자 하는 시대가 지나다 보니 공급자의 입장에서 이러한 수요자의 니즈를 민감하게 캐치해야 하는 상황에 직면하였다.

그림 56 에서 보여주듯이 부동산 패러다임은 다음과 같이 변화하였는데, 첫째 개발 방식에 있어 기존의 하향식에서 → 수요자의 니즈를 적극 반영시키는 상향식으로, 둘째 관점도 공급자 중심에서 수요자 중심으로, 셋째, 산업의 특성 또한 대량 시공 위주에서 다품종 소량 생산, 고부가 지식 산업 위주로 트렌드가 재편되게 되었다.

따라서 개연적으로 양적 성장 보다는 질적 성장에, 그리고 시공에만 집중을 하던 것에서 운영시장과의 협력발전에, 또 신축 보다는 도심위주로 재건축 재개발에 건설사들도 사업을 집중시키기 시작하였다.

이러한 변화 흐름은 일본 건설시장에서도 명확히 나타나는데, 먼저 일본 부동산 시장을 이해하기 위해서 일본 내 부동산 Player 들의 역할 구분을 알아야 한다. 일본 부동산 시장은 Player 가 크게 1) 종합 부동산 회사(디벨로퍼)와 2) 주택생산 전문회사(하우스메이커), 3) 종합 건설사(제네콘) 로 구분되어 있고 각각의 역할이 명확히 구분된 형태이다. 또 각 사업자마다 집중하고자 하는 영역의 방향성도 구분이 된다.

그림 56. 부동산 패러다임의 변화

구분	기존	현재
개발전략	하향식	상향식
관점	공급자 중심	수요자 중심
의사결정	일방향 의사결정, 속도 중시	쌍방향 다차원 의사결정, 과정 중시
산업 특성	시공 위주	고부가 지식산업
생산형태	대량 생산	다품종 소량 생산
접근 방법	정량적 접근 방법	정성적 접근 방법

자료 : 언론종합, SK 증권

일례로, 일본 내 종합 부동산 회사(디벨로퍼)의 경우 주택 / 오피스 / 상업 등 전분야에 걸친 ‘개발사업’에 집중하며 도심재개발 운영사업 혹은 도심 복합 개발 부문과 관련된 관리, 중개 등의 서비스에 집중하였고, 종합 건설회사(제네콘)은 단순 도급 사업에 집중을 하며 개발 부문을 축소해 나가는 대신, 신성장 동력으로 해외 건설 시장에 대한 진출을 모색하였다. 이에 대한 결과로 특히 건설시장 호황기에 국한해서는 수주의 증대, 실적의 성장, 그리고 이뿐 아니라 주가 측면에서도 수혜를 볼 수 있었다.

이 같은 일본 내 Player 들의 역할 구분에 따르면 국내 건설사들은 3 번째 부류인 종합 건설사(제네콘)의 성격에 가장 가깝다고 볼 수 있으며, 그림 58 즉 일본의 종합 부동산 회사와 일대일로 비교를 하면 추구하는 방향성이나 사업구조, 그리고 핵심역량 등 모든 측면에서 확연한 차이를 느낄 수 있다. 특히 일본도 경제성장의 둔화, 버블 붕괴, 업황 부진 등의 상황에서 제네콘들이 밸류체인의 확장이 아닌, 오히려 리스크 헷지 명목의 단순 도급 사업에 집중하거나, 해외 건설시장 진출에 집중했다는 점에서도 유사점을 많이 찾아볼 수 있다.

그림 57. 주택시장 전환기 일본 건설 및 부동산 관련 기업 사업 전략 및 결과

구분	사업 특징	버블 붕괴 이후 사업전략 방향
종합 부동산회사 (디벨로퍼)	주택, 오피스, 상업 등 부동산 전분야 걸친 개발사업	도심 재개발 운영사업 역량 강화, 도심 복합 개발 부문 확대 관리, 중개 등 주변 서비스 사업 부문 강화
주택생산전문회사 (하우스메이커: 서비스 중심)	단독주택, 맨션분양 등 주택 생산 부문에 특화된 기업	주택생산 원가 절감, 생산방식 다양화 임대, 관리, 중개 등 수수료 사업, 주거서비스 사업 강화 (위탁, 지주공동)
종합 건설회사 (제네콘: 시공중심)	토목, 건축, 엔지니어링 등 종합 건설업	기술 역량 강화, 단순 도급 사업 집중, 해외건설시장 진출 확대, 개발 부문 축소

자료 : 주택산업연구원 SK 증권

그림 58. 국내 대형건설사 대비 일본 종합 부동산 회사의 특징 요약

구분	(일본) 종합부동산회사	(한국) 대형건설사
핵심역량	자본력과 개발역량을 바탕으로 부동산 투자/개발을 통한 부가가치 창출	토목 플랜트 등 건축 기술 고층빌딩 등 건축기술
사업구조	개발, 분양, 임대, 중개, 관리, 주거서비스 등 부동산 산업 관련 전영역	도급사업 중심 시행사 지급보증을 통한 간접적 개발시장 참여
선호사업방식	보유(임대)를 통한 안정적 수익 모델 추구 다품종 소량생산과 부가가치 창출을 통한 매각 및 유통화	소품종 대량생산 분양을 통한 단기수익 추구(소규모 사업장의 경우 높은 간접비용 발생으로 수익성 저하)
금융 및 리스크부담	자체 자본력과 다양한 금융방식 활용 부동산 개발 및 보유에 대한 리스크 부담 (부채비율 500~1000%)	부동산 개발 및 보유에 대한 리스크 부담 한계 (부채비율 200% 이상시 공공건설 수주 제한)
버블 이후 사업 전략	도심 개발 역량 강화, 복합 개발 부문 확대 관리, 중개 등 주변 사업 부문 강화	기술역량 강화, 도급 사업 치중 해외 건설시장 확대, 개발 부문 축소

자료 : 주택산업연구원 KB 경영연구소 SK 증권

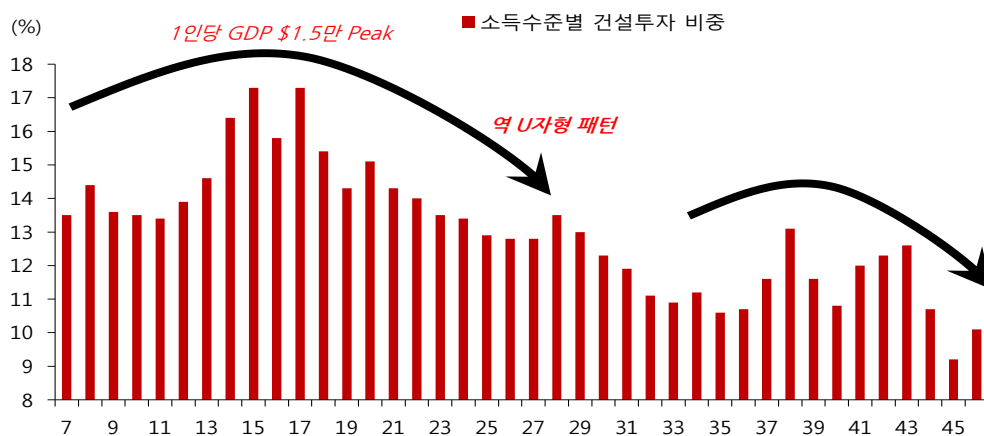
(3) 선진국들의 디벨로퍼 진출 배경

앞서 여러 번 언급하였듯 건설업은 전형적인 역 U 자 형태를 보유했던 산업이다. 따라서 시장의 성숙과 더불어 건설업의 성장 정체 및 향후 성장 방향성에 대한 의구심을 선행적으로 경험했던 선진국들의 경우 건설업의 새로운 성장동력으로 밸류체인의 확대 및 디벨로퍼의 탄생을 도모한 바 있다.

이 부분을 재언급하면서 굳이 강조하는 것은 디벨로퍼의 탄생이 특정 계기로 인해 갑자기 나타난 변화가 아니라, 건설업종의 성숙과 시장의 흐름에 맞추어 자연스럽게 나타난 수요의 변화 및 주택시장의 변화 방향성이라는 점이다. 즉 미국, 유럽, 일본 등 주요 선진국 내에서 디벨로퍼 마켓은 새로운 성장 동력이자, 건설업종의 New 먹거리로 등장한 것은 결국 자연스러운 변화인 것이다.

부동산이라는 것의 가장 큰 특징은 부동성과 부증성이다. 즉, 부동산은 신축된 자리에서 움직이지 못하며, 부동산의 제공을 위해서는 택지 공급이 전제되어야 하기 때문에 무한정으로 늘어날 수 없다는 한계가 있다. 즉 신축이 적극적으로 공급되던 일정 시기가 지나면, 무한정으로 새로운 건축물을 새롭게 지어서 파는 구조가 아니라 일정 시기의 침체기(Long Tail) 이후 건축물과 도심지의 노후화 과정이 진행되면 유지 보수 혹은 재축 재건 관련 니즈로 수요자 니즈가 옮겨갈 수 밖에 없다. 따라서 긴 꼬리의 역U자형 건설업종 구조에 꼬리 탈피를 위해서는 시장의 니즈를 읽고 이 변화에 민첩하게 대응을 하여야 새로운 성장의 모멘텀을 만들 수 있을 것이다.

그림 59. 건설업은 국가가 성숙기에 접어들수록 비중 축소가 당연한 산업: 건설업 입장에서는 새로운 먹거리 지속 탐구 필요성

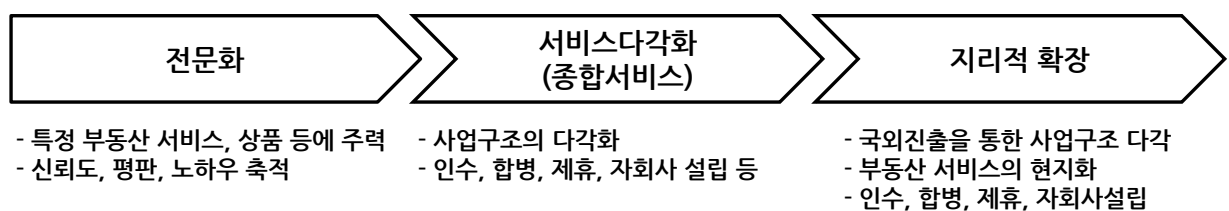


자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 60은 주요 선진국들의 부동산 종합 서비스업체로의 성장과정을 나타내는데 일반적으로 1) 전문화 2) 서비스 다각화(종합 서비스) 3) 지리적 확장의 과정을 거친다. 먼저 전문화를 통해 특정 부동산 서비스, 상품 등에 주력을 하여 기업별 특화 서비스를 만들어 시장에서 신뢰도, 평판, 노하우의 축적 과정을 거친다. 이후 사업 구조의 다각화를 통해 특화 서비스의 확장에 나서는데 이를 위해 대표적으로 수행하는 과정이 인수, 합병, 제휴, 자회사 설립 등이다. 그리고 마지막 세 번째 과정이 지리적 확장이다. 즉 전문화된 역량과 높아진 평판을 기반으로 국내뿐만 아니라 해외까지 진출을 하여 Market Share를 확장하는 방식이라고 이해하면 되겠다.

현재 국내 디벨로퍼의 경우, 이 세 단계 중 첫 번째 단계인 ‘전문화’의 과정 중에 있다고 판단되며, 각 디벨로퍼 기업마다 각각의 특화된 역량 및 역할 개발에 집중하고 있는 모습이다. 대표적인 예로 대표적 대기업 계열사 디벨로퍼이자 상장사인 SK 디앤디를 들 수 있을 것 같은데, SK 디앤디의 경우 사업 영역을 일반 부동산 건물 개발 뿐만 아니라 신재생 에너지, 지식산업 센터, ESS 등 다방면으로 레코드를 쌓아가는 중으로 이해된다.

그림 60. 주요 선진국의 부동산 종합서비스로의 성장 과정

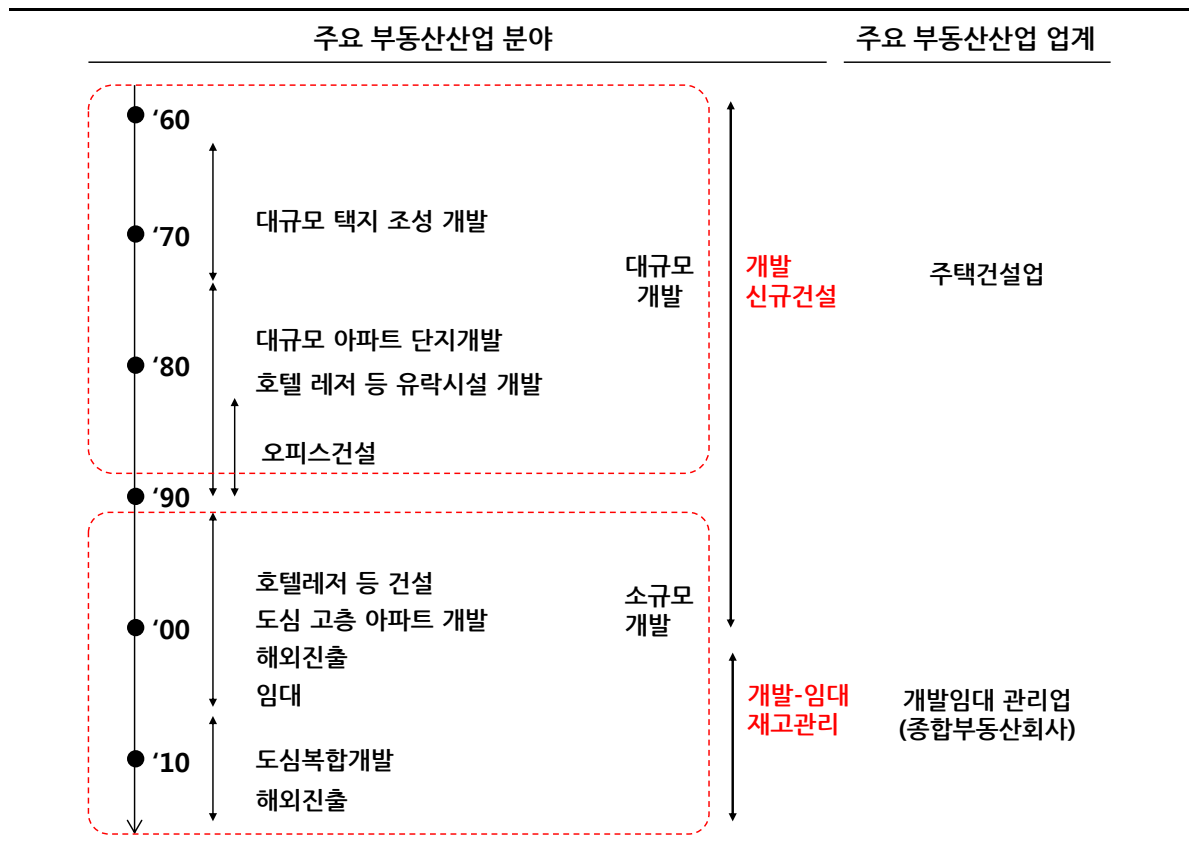


자료 : 주택산업연구원, SK 증권

그림 61 이 일본 부동산 시장의 변화에 따른 일본 기업들의 전략 변화를 명확하게 보여 주는 표인데, 주요 부동산 산업 분야의 변천 과정을 자세히 살펴보면 재미있게도 위에 위에 언급한 3 가지 루트에 순차적으로 따라가며 지속적으로 건설업종 및 기업의 성장을 도모하고 있는 모습이다.

즉, 1970년대 후반까지는 부동산 유관 업체들이 대규모 택지 조성 개발사업 및 대량 분양 사업에만 집중을 하는 모습이었던데 반해 점차 소비자의 니즈 변화 및 업황 변화를 반영시켜 도심 고급화 아파트 및 호텔 레저 공급으로, 이후 부동산 저성장기에는 도심 복합 개발 및 해외 진출 등의 방식으로 지속 성장을 추구하는 모습을 보여주고 있다. 특히 2010년대 후반부터는 도심 복합 개발 사업에 집중을 하며 신규건설 산업보다는 개발~임대로 연결되는 시공 외 단의 밸류체인 및 소규모 특화 개발 사업에 집중하는 모습이다.

그림 61. 일본의 주요 부동산산업 분야의 변천 과정



자료 : 주택산업연구원, SK 증권

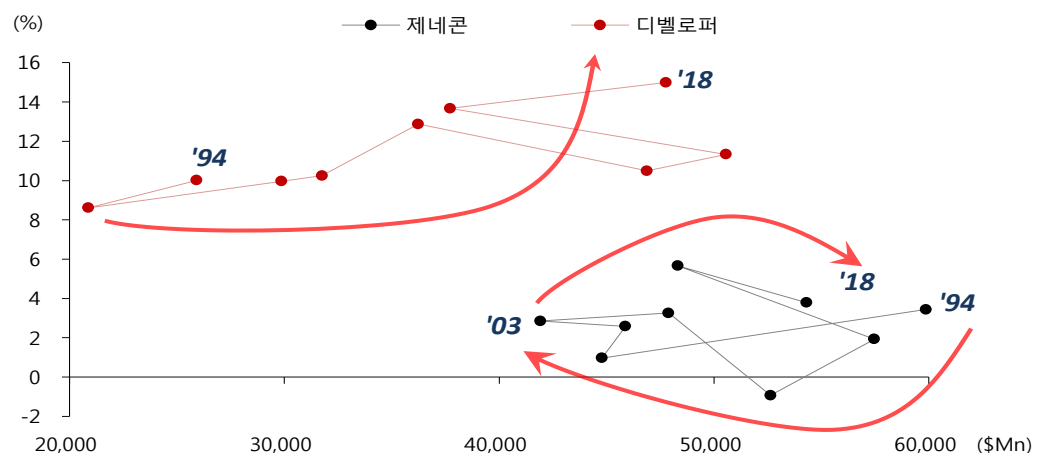
(4) 일본 디벨로퍼의 성장에서 보는 국내 디벨로퍼의 성장 여력

그림 62는 이번 자료를 쓰면서 가장 강조하고 싶었던 그래프이자 왜 제네콘 기업이 아닌 디벨로퍼 업체에 관심을 가져야 할 패인지를 명시적으로 보여주기도 하는 표이다. 앞서 여러 번 언급하였듯, 부동산 개발업으로의 밸류체인 확장 필요성은 이미 시장에 서도 인지하고 있는 부분일 것이다. 그러나 정말로 디벨로퍼 사업자의 경우 부동산 업 황과 무관하게 매출의 지속적 성장, 수입원 확대, 영업이익의 증가가 발생할 것인가? 이 를 데이터로 입증할 수 있을까?

이 질문에 대한 대답이 그림 62이다. 그림 62은 X 축을 매출액으로, Y 축을 영업이익 른로 두고 1994년부터 2018년까지 일본의 4대 대표 제네콘과 일본의 4대 대표 디벨 로퍼의 실적 추이를 역사적으로 그린 그림이다. 이를 보면 재미있는 시사점 2 가지가 도출된다. 첫째 일본 4대 대표 제네콘(향후 일본 대표 제네콘으로 통칭예정) 대비 일본 4대 대표 디벨로퍼(향후 일본 대표 디벨로퍼로 통칭예정)의 매출액 성장률이 훨씬 가 파르다. 둘째, 영업이익률 면에서는 역사적으로 압도적 아웃퍼폼을 시현하고 있다.

시대의 변화에 따라 제네콘은 매출액 감소 → 영업이익률 감소 → 매출개선 → 영업이익 른 개선의 흐름을 보였다. 이에 반해 일본 대표 디벨로퍼의 경우 시대의 흐름에 따라 특별한 이변없이 매출액의 증대, 영업이익률의 증대가 꾸준히 나타나는 모습이다. 즉 일본 경제 및 부동산 시장의 굴곡에도 불구하고 제네콘 대비 상대적으로 안정적인 성 장을 지속하는 모습이다. 매출면에 있어서도 격차를 제네콘 대비 많이 따라 잡을 모습 을 보았을 때 상대적으로 건설업종 내 경쟁력이 더욱 부각될 수 밖에 없는 섹터라는 판단이다.

그림 62. 일본 대표 4대 제네콘과 디벨로퍼 실적 비교

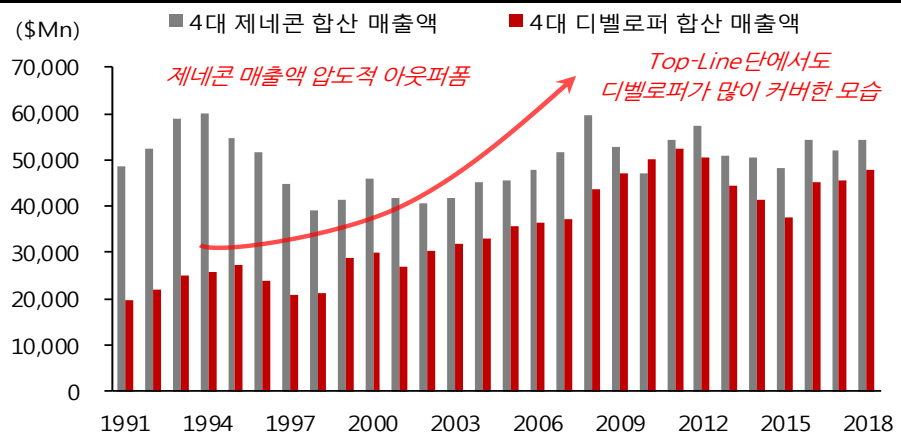


자료 : Bloomberg, SK 증권

매출액, 영업이익, 시가총액을 기준으로 각각 일본의 제네콘과 디벨로퍼의 실적을 비교해보면, 매출액은 앞서 언급하였듯 기초 사업 규모가 큰 제네콘이 디벨로퍼 보다 높은 수준이지만, 주목해야 할 점은 디벨로퍼가 제네콘의 실적을 빠르게 따라잡고 있다는 점이다. 실제로 2018년 기준 디벨로퍼는 제네콘의 Top Line 단의 실적에서도 상당히 근접하는 모습을 보이고 있다.

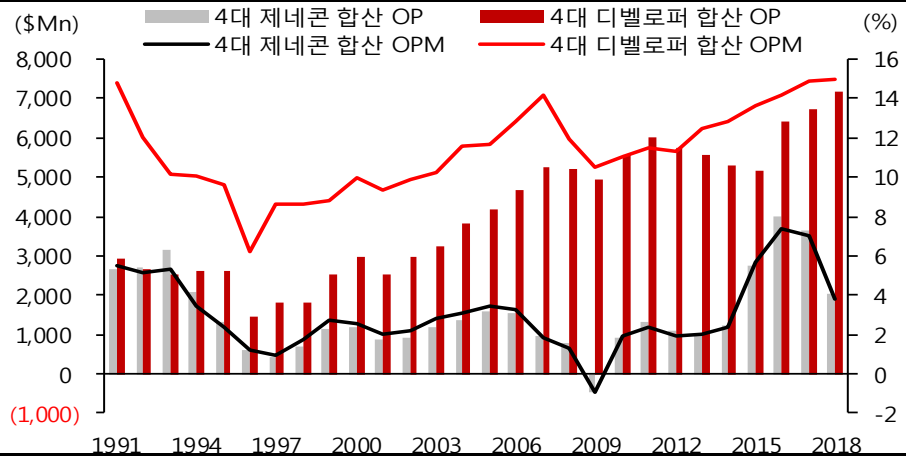
더욱 관심을 가지고 비교해야 할 Factor 가 영업이익인데, 영업이익률을 기준으로 비교를 하면 사실 제네콘과 디벨로퍼를 비교를 하는 것이 무색할 정도로 디벨로퍼의 영업이익률이 압도적으로 높은 수준이다.

그림 63. 매출액 단에서는 일반적으로 사업 규모가 큰 제네콘이 디벨로퍼 대비 아웃퍼폼하는 모습, 다만 격차 점차



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 64. 수익성 측면에서는 디벨로퍼와 제네콘 비교 불가 수준.



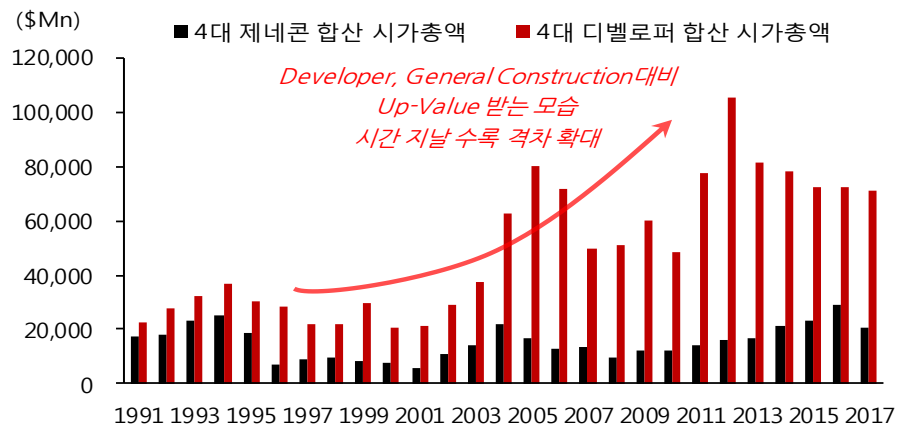
자료 : Bloomberg, SK 증권

더욱이 최근들어 제네콘의 영업이익률은 꺾이는데 반해 디벨로퍼는 OPM 면에서 상당히 방어를 잘 하고 있다는 점이 중요하다.

재미있는 포인트는 제네콘이 디벨로퍼 대비 매출액 규모가 크에도 불구하고 영업이익 단에서는 디벨로퍼가 제네콘 대비 큰 모습을 보이고 있다는 점이다. 이점을 통해서 양 업체간 OPM 격차가 얼마나 크게 벌어져 있는지를 간접적으로 체감할 수 있다,

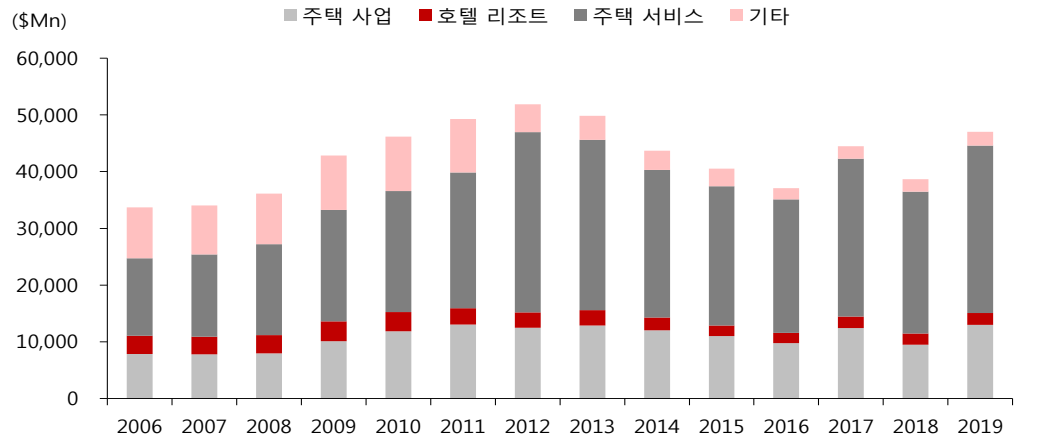
그림 65은 일본 대표 4대 제네콘의 합산 시가총액과 4대 대표 디벨로퍼의 합산 시가총액을 비교한 것인데 둘 사이의 가치 격차가 추세적으로 점차 커지고 있는데 주목해야한다. 즉 이미 일본에서는 두 업체간의 가치 차이를 명확히 인지하고 이를 시장에서 반영시키고 있는 모습이다. 결론적으로 매출액 성장률, 영업이익, 시가총액 등 어느 지표로 보나 현재 시점에서 디벨로퍼 업체에 대한 관심이 필연적으로 요구되는 시점이다.

그림 65. 디벨로퍼, 일반 시공사 대비 고부가가치 인정 받는 모습, 시간 지날수록 격차 확대



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 66. 일본 디벨로퍼 부문별 실적: 단순 주택 시공 및 판매 비중은 낮은편

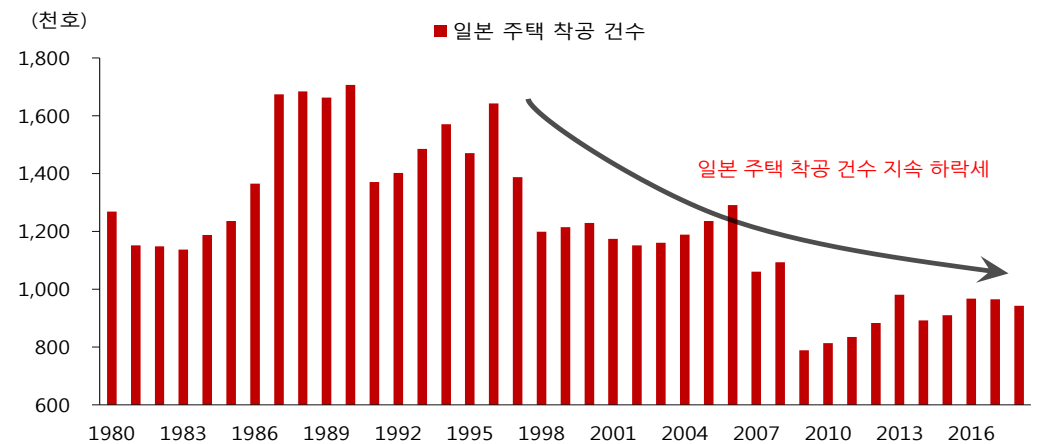


자료 : Bloomberg, SK 증권

(5) 일본 부동산시장과 국내 부동산시장 비교

왜 일본의 디벨로퍼 사례를 계속해서 드는가에 대한 의문이 있을 것이다. 실제로 일본의 부동산 시장과 국내 부동산 시장은 약 20 년이라는 기간의 Lagging 을 두고 상당히 역사적으로 유사하게 흘러갔음을 볼 수 있다. 물론 이러한 점이 앞으로 국내 부동산 시장도 일본과 같이 장기 침체기에 접어들게 될 것이라는 것을 의미하는 것은 아니다. 먼저 일본 부동산 시장의 폭락에 있어 가장 큰 시사점은 공급량을 선제적으로 관리하지 못했다는 점에 있다. 그림 67 에서 볼 수 있는 것과 같이 일본의 경우 부동산 하락기에도 주택 착공건수가 줄지 않고 오히려 공급이 늘어나는 형태를 보였는데, 사실상 일본 정부의 부동산 공급 정책 실패라고 해석을 해도 될 것 같다. 부동산 폭락으로 항상 비슷하게 드는 예가 미국인데, 미국의 경우 일본과 유사하게 부동산 불황을 겪었음에도 불구하고 장기 불황에 접어들지 않았던 이유는 바로 미국정부의 주택 공급 정책 덕분이었다. 즉 일본과 달리 상대적으로 빠른 시일 내 주택 공급을 줄이며, 부동산 불황에서 단기간내 회복하는 모습을 보였는데 이 사례를 통해서 부동산 가격에 있어 주택 공급이라는 것이 얼마나 중요한 요소인지 체감할 수 있다.

그림 67. 일본 주택 착공 건수

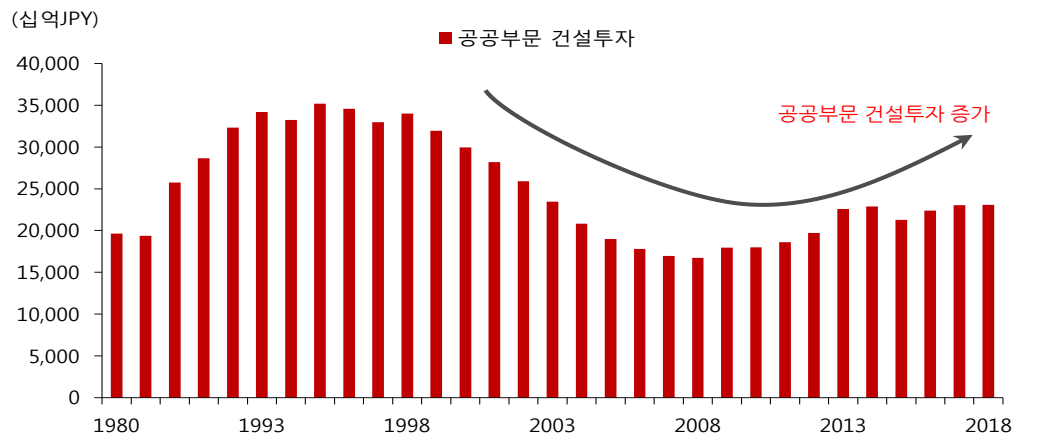


자료 : Bloomberg, SK 증권

일본 정부가 부동산 폭락기에도 오히려 주택 공급 확대 정책을 펴며 경기 부양을 모색했던 것과는 상당히 다른 모습입니다. 이러한 차이가 일본의 부동산 가격의 하락을 지속시키는 강력한 힘으로 작용을 하였다.

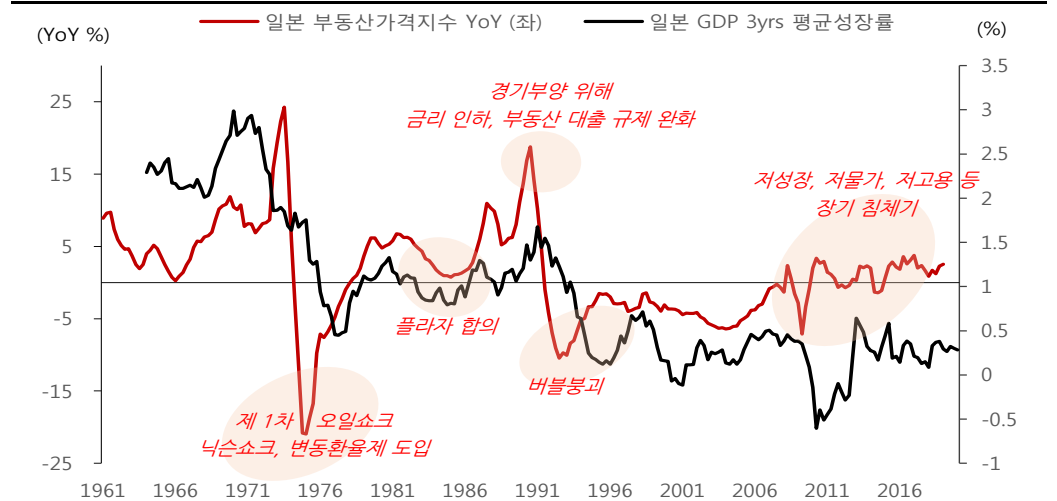
국내에는 현재 택지 감소로 말미암아 발생하는 자연적 공급 감소로 인해, 사실상 일본과 같은 부동산 폭락사태는 발생하기는 어렵다는 판단이다.

그림 68. 일본 공공 부문 건설 투자



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 69. 일본 부동산 가격 추이

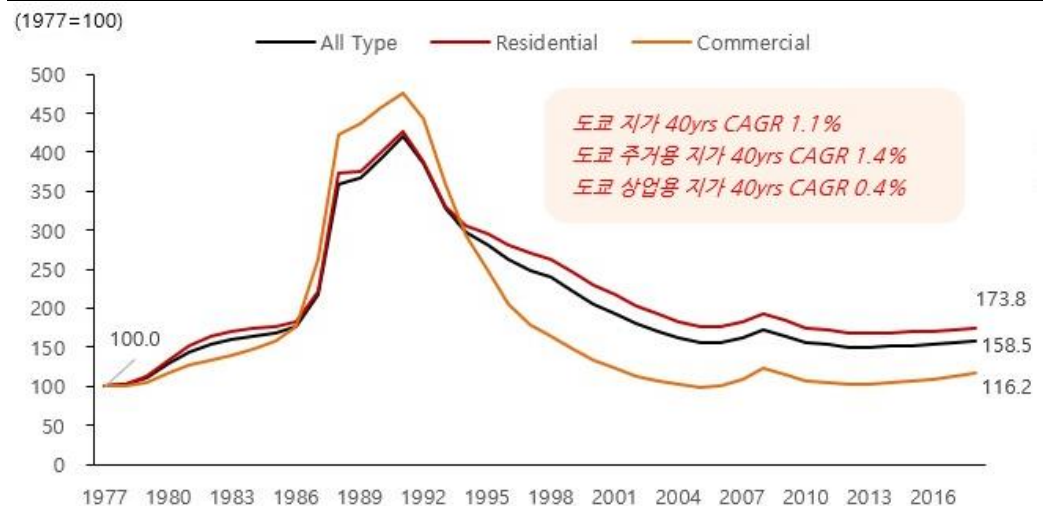


자료 : Bloomberg, SK 증권

이러한 상황이기 때문에 일본의 경우 아베노믹스에 힘입어 최근 부동산이 플러스 전환을 하였지만 장기적으로는 과거와 같은 추세적 상승세를 기대하기엔 무리라고 판단된다.

일부 언론에서는 도쿄의 경우 일본의 부동산 불황에서 벗어나 재성장기에 돌입하였는지 혹은 부동산 지가 상승률이 역대 최고치를 찍었다는 기사도 자극적으로 기사를 써내고 있지만, 실제로 데이터를 분석해 본 결과 도쿄 종합 지가는 1977년을 100으로 보았을 때 현재 158.5 수준 즉 CAGR 1.4%에 불과한 수치를 보여주고 있다.

그림 70. 일본 도쿄 내 부문별 부동산 가격 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 71. 일본 도쿄 아파트 매출 추이

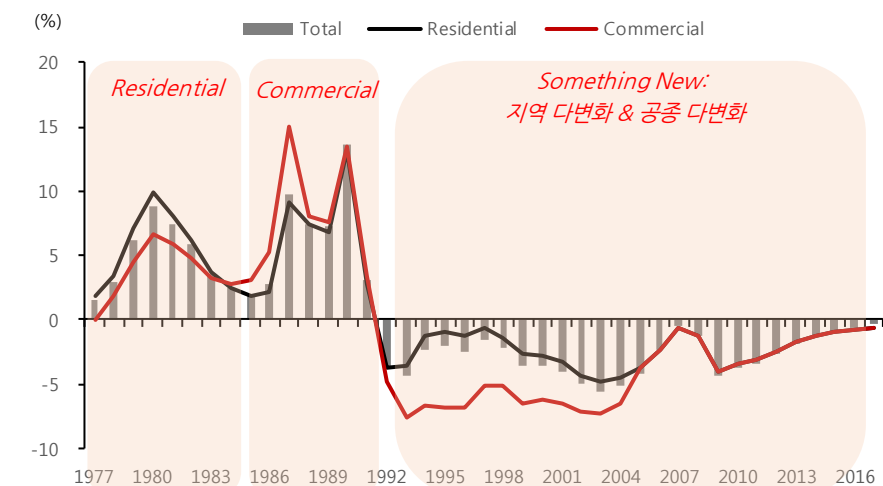


자료 : Bloomberg, SK 증권

물가상승률 등을 감안하고 본다면 회복세가 자극히 더딘 모습이며 도쿄 아파트 매출 추이 YoY 를 그려보더라도 90년대 초반 호황기를 Peak 로 추세적 우하향세를 보이고 있다.

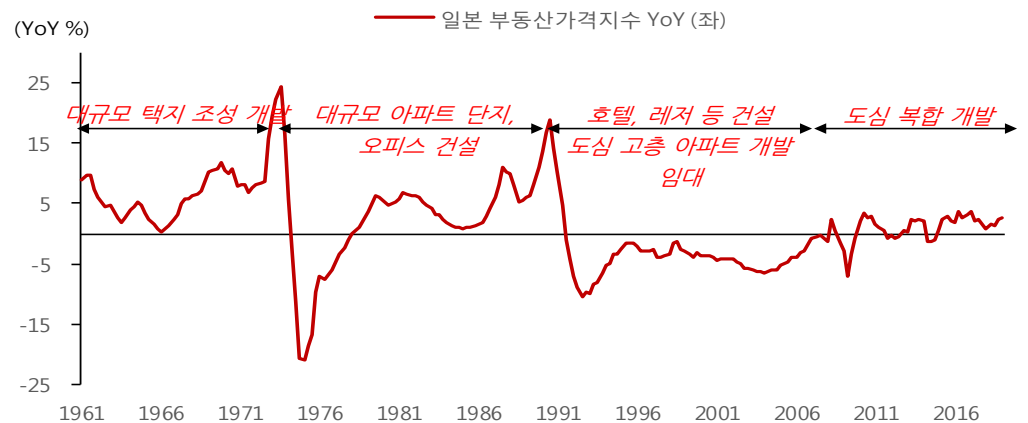
그나마 일본 건설 기업들은 부동산 분위기의 변화에 맞게 다양한 먹거리들을 잘 개발해 내었고 이에 대한 업종 적응력도 높은 편이었다.

그림 72. 일본 건설업체: 부동산 시장 업황 변화에 맞게 빠르게 Trend 를 따르는 모습



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 73. 일본 건설업체 시대에 따른 방향성 변경 추이

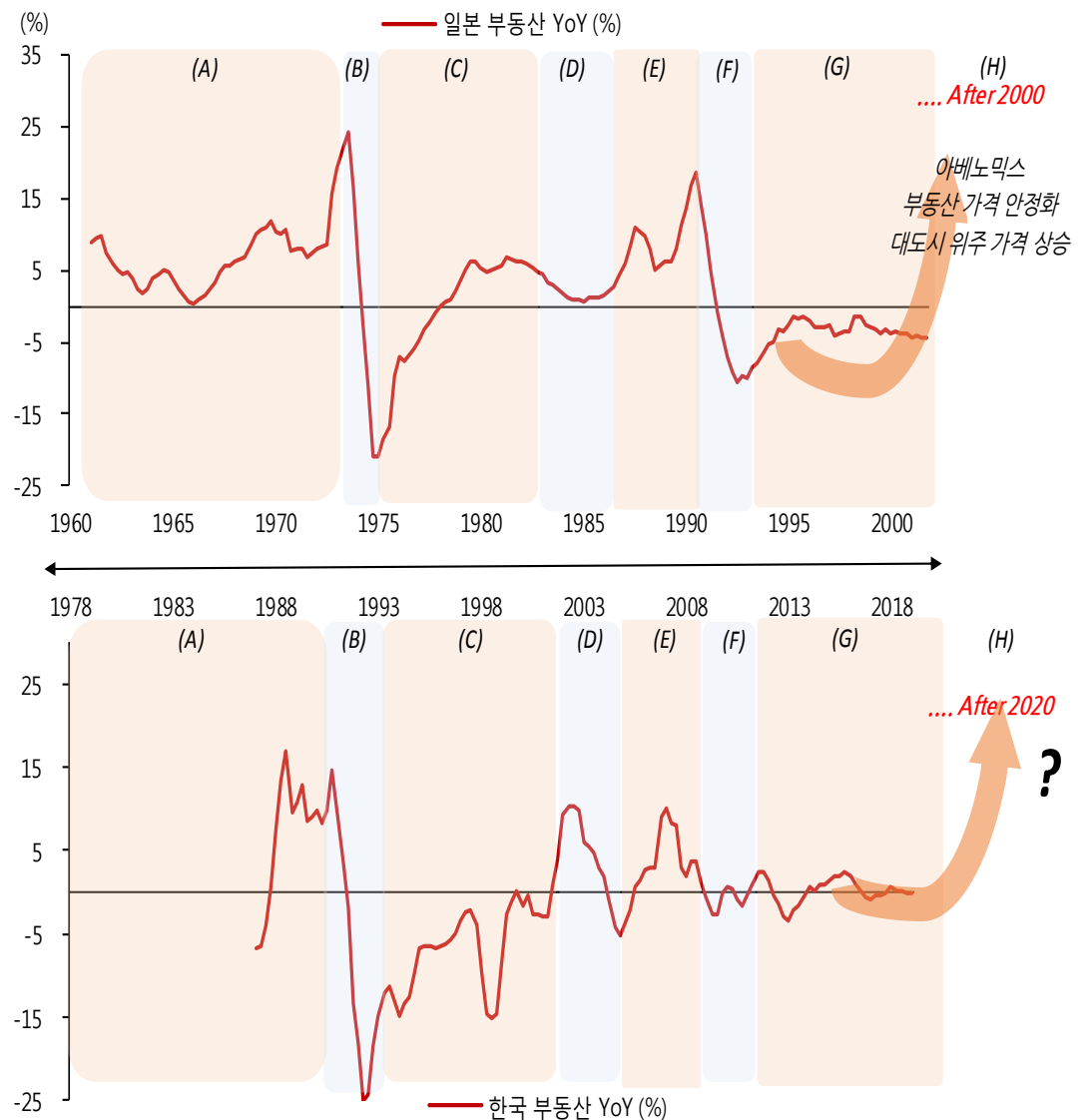


자료 : Bloomberg, SK 증권

물론 코스피 밴드의 제시와 무관하게 지속적으로 모멘텀을 받는 종목이 존재하듯이, 부동산의 밴드 제시와 무관하게 입지에 따라 특정 지역 혹은 특정 건물의 가격 상승여력은 천차만별로 달라질 수 있다는 데에는 동의한다.

그러나 궁극적으로 부동산뿐만 아니라 모든 자산의 가격은 국가의 잠재성장률 수준에 장기적으로 수렴하고 이를 감안한다면 향후 국내 부동산의 과거와 같은 가격 성장세를 기대하기는 어렵다. 즉, 한국도 일본과 마찬가지로 새로운 먹거리에 대한 고민을 해야 할 시점이며, 결론적으로 사회의 변화상, 디벨로퍼의 매출액/영업이익 성장률, 그리고 부동산 환경의 상승 둔화 상황을 전반적으로 고려하였을 때 저평가되고 있는 국내의 디벨로퍼 기업들에 충분히 관심을 가져 볼 만 한 시점이라고 판단한다.

그림 74. 일본과 한국의 부동산 비교 : 20년 Lagging 되어 비슷하게 흘러가는 모습



자료 : Bloomberg, SK 증권

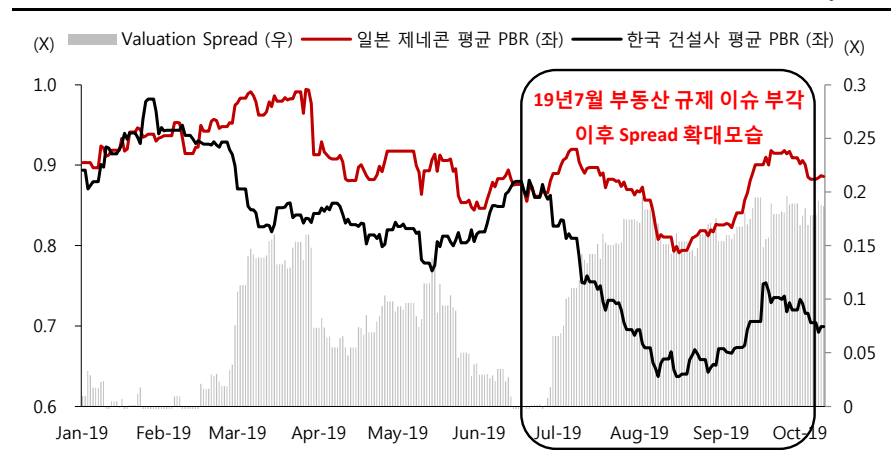
7. 건설업종 Overweight / Top-Pick 은 SK 디앤디

앞 서 네 챕터에 나누어, 국내 대형건설사들에 대해서 1) 해외수주 중장기 우하향세 전망 2) 국내 수주 성장 정체 전망을 제시하였다. 이를 바탕으로 기존 건설업종 내 주력 업체였던 제네콘 대비 디벨로퍼 시장의 가능성에 주목할 필요가 있다는 결론과 함께 Top-Pick 으로 SK 디앤디를 제시한다. 더불어 국내 대형 건설사중 유일하게 디벨로퍼 사업 모델을 지향하는 HDC 현대산업에 대해서도 중장기적인 업황 기대감을 근거로 세컨픽으로 제시한다.

한편 기존 제네콘에 대해서는 중장기적인 Negative View 를 제시하지만, 2019 년 부동산 규제 이슈가 유독 부각되었고, 해외에서도 발주 공중 환경 자체가 국내 업체들에게 특히 불리했기 때문에 현재의 주가 낙폭 수준은 과도하다는 판단이다. 더불어 일본 제네콘(PBR 0.9x 수준)과 비교를 하더라도 국내 EPC 업체들의 밸류에이션 저평가 매력은 분명해 보인다. 국내 EPC 업체들의 Historical Valuation 을 감안하더라도 현재 PBR 수준은 낙폭 과대 평가를 내릴만하다. 따라서 건설업종 기계적 Overweight Call 을 제시한다.

국내 대형 건설사들에 대해서는 업체별 보유 파이프라인에 따라 의견이 상이할 수 있겠는데, 먼저 파나마 메트로(13 억달러), 이라크 발전소 (14 억 달러) 등 수주 모멘텀이 임박한 현대건설 및 이집트 PDH/PP(8 억 달러), 아제르바이잔 SOCAR (8 억 달러) 등 수주 파이프라인이 여전히 견조한 삼성엔지니어링에 대해서는 매수 의견을 제시하나, 해외수주 부진 및 주택 분양 감소로 매출 감소세가 지속되고 있는 대우건설에 대해서는 투자의견을 중립으로 제시한다.

그림 75. 특히 19 년 7 월 들어 부동산 규제 이슈 부각되며 일본 제네콘과 국내 건설사 Valuation Gap 커짐

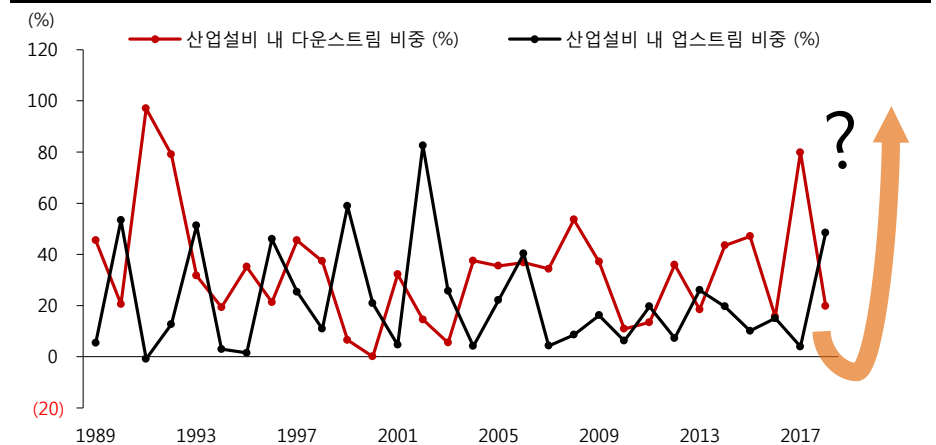


자료 : Bloomberg, SK 증권

대림산업의 경우 해외부문에서 부진을 면치 못하고 있지만, 국내, 특히 주택 부문에서 실적 증대가 예상되고 자회사 삼호의 실적 성장세도 지속되고 있어 긍정적이다. 또한 대산 HPC(6,000 억)과 오만 PTA(6,000 억), 롯데케미칼 라인(6,000 억원) 등 국내 위주의 플랜트 수주 호조세로 수주 가이드스 2 조원은 무난히 달성할 것으로 전망하는 바, 매수 의견을 제시한다. 마지막으로 GS 건설의 경우 2019 년 수주 공백으로 인해 주가 낙폭이 과도했다는 점과 이익률 지속 개선, 태국 HMC PP(2.3 억달러) 수주 완료 및 라빅 턴어라운드(1.3 억달러) 수주가 임박했다는 점을 근거로 연말부터 수주 공백기가 깨질 것으로 전망되어 매수 의견을 제시한다.

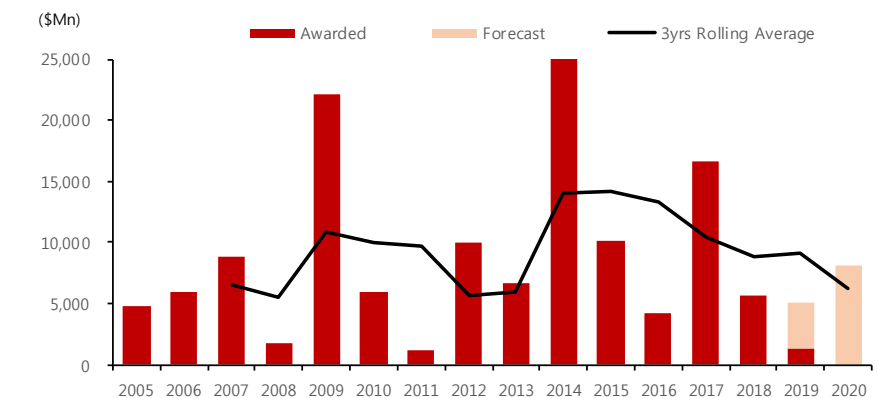
2020 년은 2019 년 기저효과 및 Time Line 상 국내 EPC 업종의 주력공종인 다운스트림 발주 증대로 2019 년 대비 상대적 수주 모멘텀을 받을 수 있을 것으로 판단한다.

그림 76. 다운스트림과 업스트림은 번갈아 발주 주도권을 줌: 향후 다운스트림 발주 증대 전망



자료 : 해외건설협회, SK 증권

그림 77. 2020 년 중동 다운스트림 발주 19 년 대비 소폭 증대 전망



자료 : 해외건설협회, SK 증권

8. 기업분석

(1) 기업분석 Summary

종목	투자의견	목표주가	Upside-Potential	비고
1. SK 디앤디 (A210980)	Buy	39,000	41.6%	Top-Pick
<p>[2020 년은 SK 디앤디의 해가 될 것]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 제네콘 보다 디벨로퍼 마켓에 주목 필요성 - 추구하는 사업방향성 뿐만 아니라 실적면에서도 가치를 입증중 - 2020 년은 SK V1, W 등 영향으로 매출 1 조원대 기록 전망 				
2. HDC 현대산업개발 (A294870)	Buy	43,000	40.3%	차선후주
<p>[큰 그림을 봐야 진가가 드러난다]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 제네콘 대비 디벨로퍼 마켓의 향후 성장성에 주목 필요성 - 복합개발업체를 지향하는 동사의 중장기적 사업 방향성에 동의 - 단기실적은 아쉽지만 오히려 매수 기회가 될 수 있다는 판단 				
3. 현대건설 (A000720)	Buy	57,000	28.1%	
<p>[풍부한 해외 파이프라인, 역시 현대건설]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2019 년 해외 대장주, 4 분기 모멘텀 기대됨 - 국내외 해외 안정적 포트폴리오 구성, 공중 포트폴리오도 다양 - 목표주가 57,000 원 / 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시 				
4. 삼성엔지니어링 (A028050)	Buy	20,000	17.3%	
<p>[연말로 갈수록 기대되는 수주 모멘텀]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 국내 부동산 관련 불확실성 지속 상황에서 순수 EPC 업체라는 점이 강점 - 3 분기 수주 실적은 부진은 아쉽지만, 연말로 갈수록 가시화되는 해외수주 - 목표주가 20,000 원/ 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시 				
5. 대림산업 (A000210)	Buy	110,000	16.8%	
<p>[주택이 견인하는 실적 호조세]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 연결자회사 상호 및 주택 부문의 호실적세가 실적을 견인할 것으로 전망 - '18 년 주택매출 Peak 우려에도 불구하고, 내후년까지 주택매출 지속 증대 전망 - 최근 KCGI 의 대림코퍼레이션 지분인수 이벤트로 대림산업 배당확대 개연성 				
6. GS 건설 (A006360)	Buy	41,000	32.9%	
<p>[밸류에이션 매력 부각 중목]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 상반기 부진했던 해외수주가, 연말로 갈수록 모멘텀 받을 것으로 전망 - 10 월, 11 월 물려있는 분양 계획 결과가 연간 분양 목표 달성의 향방 결정할 것 - 주가 낙폭 확대로 밸류에이션 매력도 부각 중목 				
7. 대우건설 (A047040)	Hold	5,200	14.4%	
<p>[잠재력 대비 아쉬운 실적]</p> <ul style="list-style-type: none"> - 주택 중심 건설사임에도 불구하고, 주택 부문의 외형축소가 아쉬운 실적의 주 요인 - 여전히 국내 주택부문의 규제이슈가 동사의 주가에 불확실성 요소 - 다만 9 월 발표한 나이지리아 LNG Train7 낙찰의향서 접수 공시는 큰 함의 해외수주 실적 증가가 가시화되는 시점에 동사에 대한 재평가 요구됨 				

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

신서정

seojeong@sk.co.kr

02-3773-9978

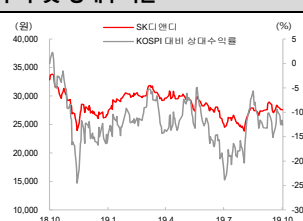
Company Data

자본금	19 십억원
발행주식수	1,899 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	523 십억원
주요주주	
SK가스(외2)	58.67%
국민연금공단	8.34%
외국인지분율	4.50%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(19/10/11)	27,550 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	33,850 원
52주 최저가	23,850 원
60일 평균 거래대금	0 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.4%	0.6%
6개월	-6.9%	1.3%
12개월	-16.1%	-12.6%

SK 디앤디 (210980/KS | 매수(신규편입) | T.P 39,000 원(신규편입))

2020 년은 SK 디앤디의 해가 될 것

SK 디앤디의 3Q19 매출액은 1,010 억원 (YoY-12%), 영업이익은 151 억원 (YoY+55.6%)을 기록하며 시장컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 특히 동사의 실적은 2019 년 보다 2020 년이 훨씬 기대가 되는데 인도기준으로 인식되는 성수 SK V1,W 센터의 매출이 2Q20-3Q20 에 걸쳐 한꺼번에 반영될 예정이기 때문이다. 사업의 방향성 뿐만 아니라 입증하고 있는 실적면에서도 가치 업종내 Top-Pick 으로 추천할 만하다. 목표주가 39,000 원, 투자 의견 Buy 를 제시하며 신규 커버리지 개시한다.

기대되는 2020 년 실적 점프업

SK 디앤디의 3Q19 매출액은 1,010 억원 (YoY-12%), 영업이익은 151 억원 (YoY+55.6%)을 기록하며 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 동사의 실적은 2019 년보다 2020 년이 훨씬 기대가 되는데, 이는 인도기준으로 인식되는 성수 SK V1, W 센터의 매출이 2Q20-3Q20 에 걸쳐 한꺼번에 인식될 예정이기 때문이다. 더불어 ESS 부문에서도 2020 년까지 보조금이 반영되며 실적 호조에 기여할 전망이다.

제네콘 보다는 디벨로퍼 마켓

산업 설명에서 자세히 언급을 하였던 건설업종이 성숙기에 돌입한 현재시점에서는, 제네콘 보단 디벨로퍼 마켓에 대해 더욱 주목을 해야 할 때이다. SK 디앤디는 국내 디벨로퍼 대표기업으로서, 부동산의 개발 관점에서 ESS, 신재생 등 다양한 사업부문을 성공적으로 안착시키고 있다. 연간 수주 6 천억원 가량의 파이프라인이 꾸준히 유지될 것으로 전망되는 바 안정성과 성장성 모두 갖춘 종목이라는 판단이다.

투자 의견 매수, 목표주가 39,000 원으로 신규 커버리지 개시

4 분기부터 매출 증가세가 본격적으로 반영될 것으로 전망한다. 더불어 2020 년은 기존 매출 수준의 두 배에 달하는 1 조원대의 매출을 기록할 것으로 기대된다. 특히 부동산 개발 부문에서 인도기준으로 인식되는 성수 SK V1,W 센터 등으로 이익증대가 나타날 것으로 기대되며, Target PBR 은 일본 대표 디벨로퍼 미쓰이의 PBR 1.1 배와 SK 디앤디 20-21 년 평균 ROE 25%를 감안한 target PBR 2.8 배의 평균값(1.8x)을 적용하였다. 목표주가 39,000 원으로 현주가 대비 Upside-Potential 41.6% 기대되며 커버리지 내 탑픽으로 제안한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	276	331	563	339	1,018	757
yoy	%	19.5	19.7	70.1	-39.7	200.2	-25.6
영업이익	십억원	40	24	85	51	183	138
yoy	%	50.2	-41.4	259.7	-40.0	257.9	-24.3
EBITDA	십억원	46	29	98	111	247	192
세전이익	십억원	34	89	69	33	171	132
순이익(지배주주)	십억원	27	54	52	26	130	100
영업이익률%	%	14.6	7.2	15.1	15.1	18.0	18.3
EBITDA%	%	16.7	8.9	17.3	32.7	24.2	25.4
순이익률	%	9.5	19.7	9.3	7.6	12.8	13.2
EPS(계속사업)	원	1,686	3,362	3,237	1,364	6,838	5,259
PER	배	17.5	10.0	8.3	20.2	4.0	5.2
PBR	배	2.3	2.1	1.5	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	20.7	33.4	13.3	12.9	5.4	7.4
ROE	%	14.0	23.1	17.3	7.4	31.3	19.3
순차입금	십억원	403	441	789	910	798	892
부채비율	%	257.7	264.0	328.4	334.4	287.4	259.5

2020 년 실적 점프업

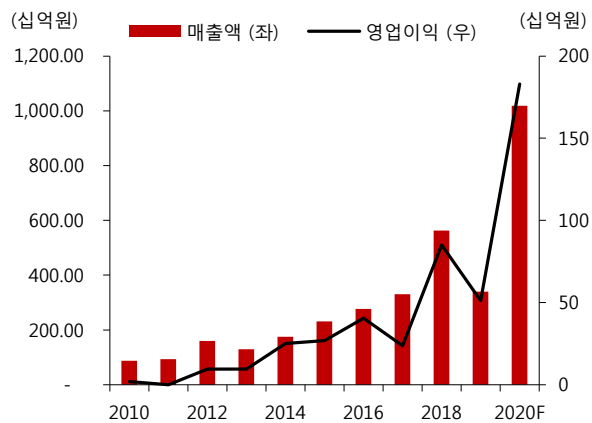
2020 년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1 조 18 억원, 1,830 억원으로 추정된다. 해당 수치는 2019 년 339 억원, 51 억원 대비 각각 YoY +200%, YoY +257% 성장하는 것으로서, 올 해 대비 매우 큰 폭의 이익 성장이 기대되고 있다. 이를 기반으로 한 동사의 주가 및 valuation 의 재평가가 충분히 기대되고 있다.

세부적으로 봤을 때, 2020 년 실적 점프업은 부동산 개발 부문, 그 중에서도 성수 SK V1 센터, 성수 W 센터의 기여도가 클 것으로 보인다. 인도기준으로 인식되는 두 사업장이 2~3 분기에 걸쳐 한꺼번에 인식이 될 것이기 때문이다. 각각 연간 기준으로 이익 기여도는 1,613 억원, 1,285 억원에 해당할 것으로 보이는데, 이를 통해서 부동산 부문의 이익 성장은 전년대비 279% 성장으로서 회사 전반의 이익 성장세를 견인할 것이다.

신재생에너지는 이익 기여뿐만 아니라, 2020 년 이후 전체적인 회사의 성장세를 이끌어갈 수 있는 성장요소로서 기대된다. 일단 단기적으로는 군위 풍력 발전의 개발이익 및 EPC 매출이 인식될 예정이다. 이미 발전소 하기는 마무리된 상황일 뿐만 아니라 2 단계 인허가를 진행중인 의성(80MW), 포항(70MW) 등의 파이프라인 역시 대기 중이다. 이를 통한 이익 기여도는 2020 년 3 퍼센트에서 2021 년 24 퍼센트까지 올라갈 것으로 예상된다. 사업부 목표상 풍력 프로젝트도 매년 1 개 이상씩 진행할 것으로 기대되어 성장요인으로서의 역할을 해낼 것으로 기대된다.

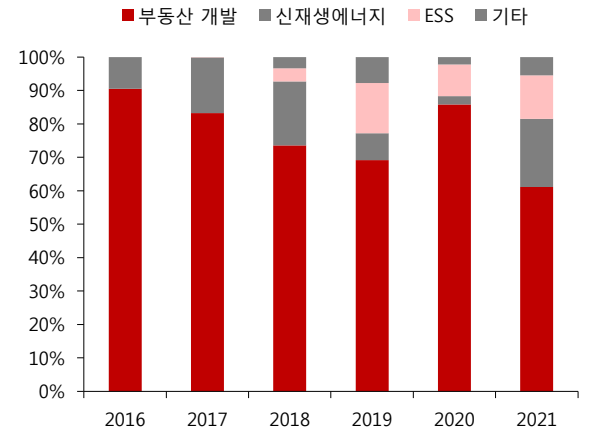
ESS 부문의 경우도 2020 년까지는 정부보조금이 유지된다는 점을 감안하면 부동산 개발과 마찬가지로 2020 년 최대 매출, 이익을 볼 것으로 기대된다.

SK 디앤디 이익 추이 및 전망치



자료: Dataguide, SK 증권

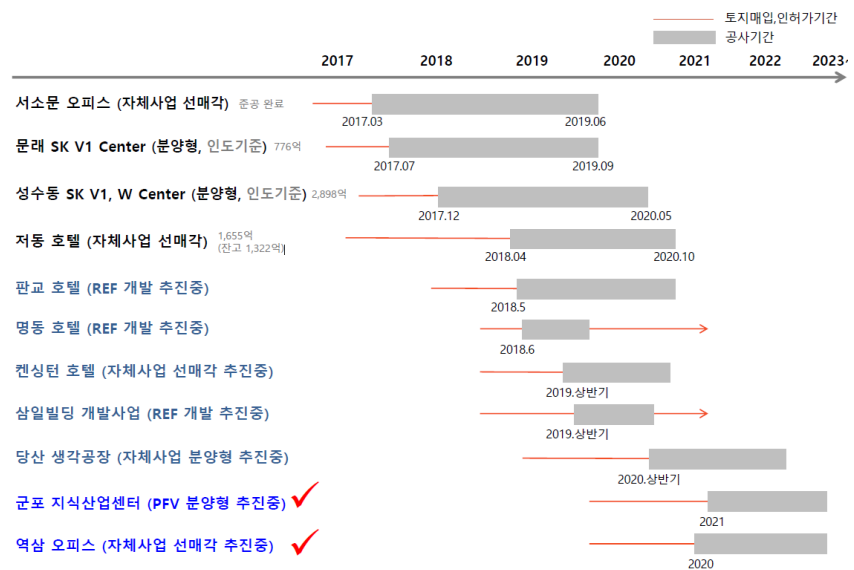
SK 디앤디 사업부별 이익비중 추이



자료: DataGuide, SK 증권

물론 2020 년의 높은 이익 창출 대비 부동산 개발 부문의 기저 탓에 2021 년의 이익 가시성은 떨어지는 것이 불가피한 사실이다. 다만 본문에서 분석한 바와 같이 디벨로퍼 시장이 성장할 수밖에 없는 한국 부동산 시장의 거시환경과, 신재생에너지 등 다양한 성장사업부를 갖춘 동사의 영업력을 감안할 때 2020 년과 크게 다르지 않은 매출액 수준을 유지할 수 있을 것으로 기대된다.

부동산 개발 주요 PJT 예상 일정



자료 : SK 디앤디, SK 증권

신재생에너지 발전 Deal pipeline

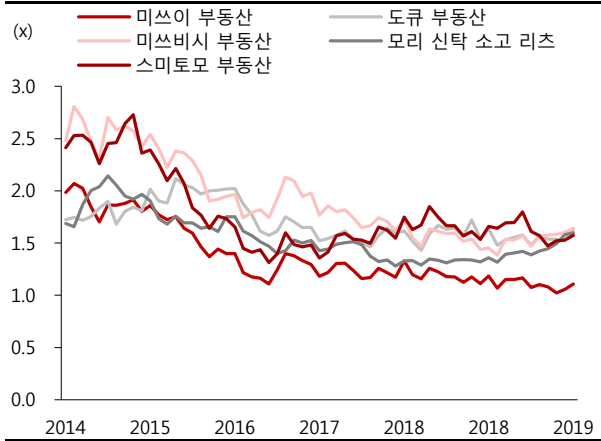
(단위: 억원)

	개발형태	예상용량	수주일자	준공예정	수주총액(E)
의성 풍력발전	SPC	80MW	'20년	'22년	2,000
포항 풍력발전	SPC	70MW	'21년	'23년	1,750
전남1 풍력발전	SPC	60MW	'22년	'24년	1,350
경북1 풍력발전	SPC	60MW	'23년	'25년	1,350
전북1 풍력발전	SPC	60MW	'22년	'24년	1,350
전북2 풍력발전	SPC	60MW	'23년	'25년	1,350
전남2 풍력발전	SPC	60MW	'22년	-	1,350
해상풍력(1개)	SPC	100MW	'22년	-	8,000
Deal-Pipeline (550MW)					18,500

※ 풍력발전개발 사업의 수주총액은 인허가중인 PJT별 예상용량에 대한 EPC 기준으로 설정

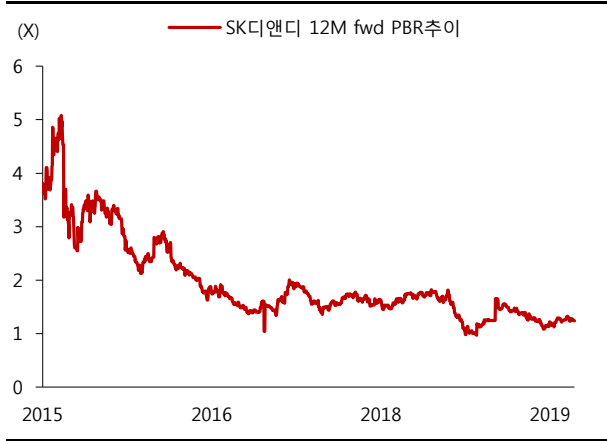
자료 : SK 디앤디, SK 증권

일본 5 대 디벨로퍼 PBR 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

SK 디앤디 12M fwd PBR 추이



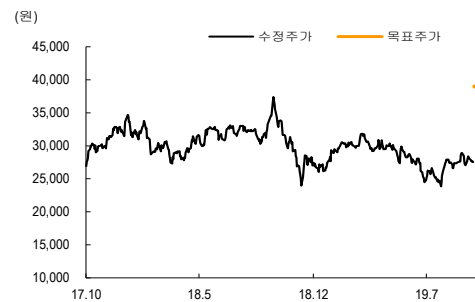
자료: DataGuide, SK 증권

PBR Valuation Table

항목	비고
예상 BPS (원)	21,869.7 19~20 년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	1.8 일본 미쓰이 디벨로퍼 PBR 1.1 배와 SK 디앤디 20-21 년 평균 ROE 25% 감안한 target PBR 2.8 의 평균값 적용
적정주가 (원)	39,365.6
목표주가 (원)	39,000
현재주가 (원)	27,550 2019-10-11 기준
Upside (%)	41.6

자료 :SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	39,000원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 14일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	702	914	827	1,109	1,276
현금및현금성자산	65	107	128	140	65
매출채권및기타채권	145	104	133	164	195
재고자산	321	470	424	407	545
비유동자산	239	576	721	728	745
장기금융자산	82	102	103	103	103
유형자산	103	304	420	407	414
무형자산	6	9	12	15	18
자산총계	941	1,490	1,548	1,838	2,021
유동부채	308	733	545	754	840
단기금융부채	175	518	416	366	379
매입채무 및 기타채무	98	80	48	145	173
단기충당부채	1	2	1	3	4
비유동부채	375	410	647	609	619
장기금융부채	365	399	638	588	594
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	2	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	683	1,142	1,192	1,363	1,459
지배주주지분	259	348	356	474	562
자본금	16	19	19	19	19
자본잉여금	85	163	163	163	163
기타자본구성요소	4	6	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	154	160	169	287	376
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	259	348	356	474	562
부채외자본총계	941	1,490	1,548	1,838	2,021

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-142	-117	142	196	-8
당기순이익(손실)	65	52	26	130	100
비현금성항목등	-27	52	92	117	92
유형자산감가상각비	6	12	59	63	53
무형자산감가상각비	0	0	0	0	1
기타	-59	5	5	-9	-9
운전자본감소(증가)	-156	-212	32	-9	-168
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-63	-62	-12	-31	-31
재고자산감소(증가)	-90	5	46	17	-138
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	36	31	-43	97	28
기타	-39	-185	41	-92	-26
법인세납부	-25	-10	-8	-41	-32
투자활동현금흐름	196	-266	-183	-52	-59
금융자산감소(증가)	14	-7	19	0	0
유형자산감소(증가)	-25	-209	-180	-50	-60
무형자산감소(증가)	-1	-3	-3	-3	-3
기타	207	-46	-18	2	5
재무활동현금흐름	33	424	63	-132	-8
단기금융부채증가(감소)	-137	-66	-150	-50	13
장기금융부채증가(감소)	196	437	242	-50	6
자본의증가(감소)	0	81	0	0	0
배당금의 지급	-6	-10	-11	-11	-11
기타	-20	-18	-18	-21	-16
현금의 증가(감소)	24	41	21	12	-74
기초현금	41	65	107	128	140
기말현금	65	107	128	140	65
FCF	-141	-237	-68	139	-73

자료 : SK디앤디, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	331	563	339	1,018	757
매출원가	251	421	241	703	520
매출총이익	80	141	98	315	237
매출총이익률 (%)	24.2	25.1	29.0	31.0	31.3
판매비와관리비	56	56	47	132	98
영업이익	24	85	51	183	138
영업이익률 (%)	7.2	15.1	15.1	18.0	18.3
비영업손익	65	-16	-18	-12	-7
순금융비용	6	13	16	19	14
외환관련손익	0	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	-4	-1	-1	-1
세전계속사업이익	89	69	33	171	132
세전계속사업이익률 (%)	26.8	12.3	9.6	16.8	17.4
계속사업법인세	24	17	7	41	32
계속사업이익	65	52	26	130	100
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	65	52	26	130	100
순이익률 (%)	19.7	9.3	7.6	12.8	13.2
지배주주	54	52	26	130	100
지배주주귀속 순이익률(%)	16.42	9.31	7.64	12.75	13.19
비지배주주	11	0	0	0	0
총포괄이익	61	53	25	129	99
지배주주	50	53	25	129	99
비지배주주	11	0	0	0	0
EBITDA	29	98	111	247	192

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	19.7	70.1	-39.7	200.2	-25.6
영업이익	-41.4	259.7	-40.0	257.9	-24.3
세전계속사업이익	157.6	-22.1	-52.7	424.1	-23.1
EBITDA	-36.0	230.9	13.7	122.4	-22.1
EPS(계속사업)	99.4	-3.7	-57.8	401.2	-23.1
수익성 (%)					
ROE	23.1	17.3	7.4	31.3	19.3
ROA	6.6	4.3	1.7	7.7	5.2
EBITDA마진	8.9	17.3	32.7	24.2	25.4
안정성 (%)					
유동비율	228.1	124.8	151.8	147.2	151.9
부채비율	264.0	328.4	334.4	287.4	259.5
순차입금/자기자본	170.4	226.8	255.5	168.3	158.6
EBITDA/이자비용(배)	3.5	6.5	5.9	11.4	9.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,362	3,237	1,364	6,838	5,259
BPS	16,007	18,315	18,764	24,976	29,608
CFPS	3,721	4,002	4,512	10,189	8,085
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.7	11.6	23.3	4.7	6.1
PER(최저)	7.6	7.4	17.5	3.5	4.5
PBR(최고)	2.3	2.0	1.7	1.3	1.1
PBR(최저)	1.6	1.3	1.3	1.0	0.8
PCR	9.0	6.7	6.1	2.7	3.4
EV/EBITDA(최고)	34.7	14.3	13.7	5.7	7.8
EV/EBITDA(최저)	28.9	12.6	12.3	5.1	7.0

SK COMPANY Analysis



Analyst
신서정
seojeong@sk.com.kr
02-3773-9978

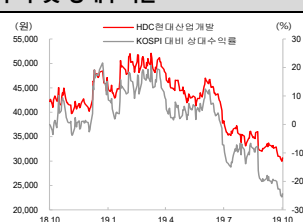
Company Data

자본금	220 십억원
발행주식수	4,394 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,347 십억원
주요주주	
HDC(외7)	38.46%
국민연금공단	11.67%
외국인지분율	34.10%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(19/10/11)	30,650 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	52,100 원
52주 최저가	29,950 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-5.5%
6개월	-36.1%	-30.5%
12개월	-27.4%	-24.4%

HDC 현대산업개발 (294870/KS | 매수(신규편입) | T.P 43,000 원(신규편입))

큰 그림을 봐야 진가가 드러난다

HDC 현대산업개발의 3Q19 매출액은 9,019 억원 (YoY-3.5%), 영업이익은 916 억원 (YoY-22%)을 기록하며 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 수주와 공급이 예상보다 딜레이 되고 있다는 점이 아쉬운 요소이다. 단기 성장 모멘텀은 아쉽지만, 복합개발업체를 지향한다는 동사의 큰 그림을 읽어야, 진가가 보이는 종목이다. 중장기적 방향성에서 커버리지 업종내 세컨픽으로 추천하며, 투자 의견 매수, 목표주가 43,000 원으로 신규 커버리지 개시한다.

기대치 하회의 3 분기 실적 전망

HDC 현대산업개발의 3Q19 매출액은 9,019 억원(YoY-3.5%), 영업이익은 916 억원 (YoY-22%)을 기록하며 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 수주와 공급이 예상보다 딜레이 되고 있다는 점도 아쉬운 요소이다. 동사에서 제시했던 분양가이턴스 12,000 세대는 둔촌 주공 등 4 분기 예정되어 있는 사업장들이 계획대로 진행되었을 때 달성 가능한 물량이지만, 현재로서는 약 1 만세대 정도의 분양에 그칠 것으로 전망한다.

제네콘 보다는 디벨로퍼 마켓

산업분석을 통해 제네콘 대비 디벨로퍼 마켓의 향후 성장성을 설명하였다. 동사는 부동산 디벨로퍼를 표방하며, 다양한 개발 운영사업을 진행중이며, 풍부한 현금흐름을 기반으로 부동산 개발업과 시너지를 낼 수 있는 다양한 산업에 진출 노력중이다. 중장기적으로 이러한 활동을 긍정적으로 평가하는 바이나, 최근 대규모 자체사업 인도 매출의 감소, 외주 주택의 성장둔화 이슈, 주택 신규 분양 둔화 등 동사에 대한 불확실성 요소가 존재하는 것도 사실이다. 이러한 우려를 불식시키는 데에는 시간이 필요할 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 43,000 원으로 신규 커버리지 개시

단기 성장 모멘텀은 아쉽지만, 복합개발업체를 지향하는 동사의 큰 그림은 높게 산다. 중장기적 방향성에서 커버리지 업종 내 세컨픽으로 추천하는 바이다. 목표주가 43,000 원의 산출 근거는, 2020 년 수주 증대 기대감을 감안하여 2018 년 부여 받았던 연평균 PBR 에 10% 할인 적용(target PBR 0.8x)하였다. 소폭 할인의 이유는 아시아나 항공 인수 risk 등 외부변수를 반영한 결과물이다. 투자의견 매수로 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

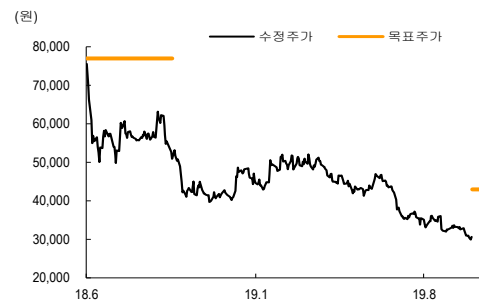
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	0	0	2,793	4,194	4,284	4,509
yoy	%			0.0	50.2	2.2	5.2
영업이익	십억원	0	0	318	485	430	455
yoy	%			0.0	52.4	-11.4	5.9
EBITDA	십억원	0	0	327	504	448	472
세전이익	십억원	0	0	325	509	465	500
순이익(지배주주)	십억원	0	0	230	383	352	379
영업이익률%	%			11.4	11.6	10.0	10.1
EBITDA%	%			11.7	12.0	10.5	10.5
순이익률	%			8.2	9.1	8.2	8.4
EPS(계속사업)	원			5,231	8,713	8,016	8,622
PER	배			9.2	3.5	3.8	3.6
PBR	배			1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배			3.9	0.2	-0.5	-1.2
ROE	%			12.5	18.9	14.8	13.9
순차입금	십억원	0	0	-843	-1,258	-1,569	-1,936
부채비율	%			163.7	131.8	134.4	123.3

PBR Valuation Table

항목		비고
예상 BPS (원)	54,017.6	19~20 년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	0.8	밸류에이션 히스토리가 적은 상황 2020 년 수주 증대 기대 감안하여 2018 년 부여받았던 historical PBR 에 10% 할인적용 10% 할인 적용 근거는 아시아나 항공 인수 risk 등 외부변수 반영
적정주가 (원)	43,214.1	
목표주가 (원)	43,000	
현재주가 (원)	30,650	
Upside (%)	40.3	

자료 :SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	43,000원	6개월		
2019.10.10	담당자 변경				
2019.01.07	Not Rated				
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%



Compliance Notice

- 작성자(신서정)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 10월 14일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	0	3,840	4,122	4,942	5,446
현금및현금성자산	0	1,353	1,540	1,852	2,218
매출채권및기타채권	0	1,019	954	1,183	1,245
재고자산	0	775	726	900	947
비유동자산	0	1,024	977	1,028	1,077
장기금융자산	0	121	112	112	112
유형자산	0	396	384	367	350
무형자산	0	6	6	6	6
자산총계	0	4,863	5,099	5,969	6,523
유동부채	0	2,445	2,322	2,786	2,912
단기금융부채	0	381	391	391	391
매입채무 및 기타채무	0	1,609	1,506	1,868	1,966
단기충당부채	0	117	110	136	143
비유동부채	0	574	576	636	691
장기금융부채	0	354	357	357	357
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	197	184	228	268
부채총계	0	3,019	2,899	3,422	3,602
지배주주지분	0	1,844	2,200	2,547	2,920
자본금	0	220	220	220	220
자본잉여금	0	1,396	1,396	1,396	1,396
기타자본구성요소	0	-1	-1	-1	-1
자기주식	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	0	229	590	942	1,321
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	1,844	2,200	2,547	2,920
부채외자본총계	0	4,863	5,099	5,969	6,523

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	0	443	420	269	315
당기순이익(손실)	0	325	462	352	379
비현금성항목등	0	83	125	96	93
유형자산감가상각비	0	8	19	18	16
무형자산감가상각비	0	0	1	1	1
기타	0	86	88	7	7
운전자본감소(증가)	0	60	-58	-72	-36
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	150	24	-229	-62
재고자산감소(증가)	0	0	52	-174	-47
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-173	-83	362	98
기타	0	83	-51	-30	-25
법인세납부	0	-24	-108	-107	-121
투자활동현금흐름	0	-149	-184	62	72
금융자산감소(증가)	0	-169	-231	0	0
유형자산감소(증가)	0	-6	-2	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
기타	0	26	50	62	72
재무활동현금흐름	0	14	-48	-20	-20
단기금융부채증가(감소)	0	-130	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	159	-4	0	0
자본의증가(감소)	0	-1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-22	0	0
기타	0	-15	-22	-20	-20
현금의 증가(감소)	0	308	188	311	367
기초현금	0	1,045	1,353	1,540	1,852
기말현금	0	1,353	1,540	1,852	2,218
FCF	0	-75	404	272	325

자료 : HDC현대산업개발, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	0	2,793	4,194	4,284	4,509
매출원가	0	2,344	3,485	3,646	3,837
매출총이익	0	449	710	638	672
매출총이익률 (%)		16.1	16.9	14.9	14.9
판매비와관리비	0	131	225	209	217
영업이익	0	318	485	430	455
영업이익률 (%)		11.4	11.6	10.0	10.1
비영업손익	0	7	24	35	45
순금융비용	0	-14	-31	-43	-52
외환관련손익	0	1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	0	325	509	465	500
세전계속사업이익률 (%)		11.6	12.1	10.8	11.1
계속사업법인세	0	95	126	112	121
계속사업이익	0	230	383	352	379
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	230	383	352	379
순이익률 (%)		8.2	9.1	8.2	8.4
지배주주	0	230	383	352	379
지배주주귀속 순이익률(%)		8.23	9.13	8.22	8.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	228	378	347	374
지배주주	0	228	378	347	374
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	0	327	504	448	472

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액		0.0	50.2	2.2	5.2
영업이익		0.0	52.4	-11.4	5.9
세전계속사업이익		0.0	56.6	-8.6	7.6
EBITDA		0.0	54.3	-11.1	5.4
EPS(계속사업)		0.0	66.6	-8.0	7.6
수익성 (%)					
ROE		12.5	18.9	14.8	13.9
ROA		4.7	7.7	6.4	6.1
EBITDA마진		11.7	12.0	10.5	10.5
안정성 (%)					
유동비율		157.1	177.5	177.4	187.0
부채비율		163.7	131.8	134.4	123.3
순차입금/자기자본		-45.7	-57.2	-61.6	-66.3
EBITDA/이자비용(배)		24.3	25.5	22.6	23.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)		5,231	8,713	8,016	8,622
BPS		41,976	50,070	57,966	66,468
CFPS		5,427	9,149	8,429	9,011
주당 현금배당금	0	500	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		14.5	6.0	6.5	6.0
PER(최저)		7.6	3.4	3.7	3.5
PBR(최고)		1.8	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)		1.0	0.6	0.5	0.5
PCR		8.9	3.4	3.6	3.4
EV/EBITDA(최고)		7.6	2.1	1.6	0.8
EV/EBITDA(최저)		2.8	0.1	-0.5	-1.3

SK COMPANY Analysis



Analyst

신서정

seojeong@sk.co.kr

02-3773-9978

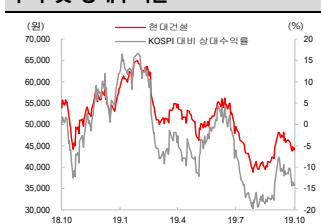
Company Data

자본금	557 십억원
발행주식수	11,145 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,955 십억원
주요주주	
현대자동차(외3)	34.92%
국민연금공단	11.79%
외국인지분률	22.50%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(19/10/11)	44,500 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	1.52
52주 최고가	65,000 원
52주 최저가	38,800 원
60일 평균 거래대금	27 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-1.2%
6개월	-18.8%	-11.7%
12개월	-17.4%	-14.0%

현대건설 (000720/KS | 매수(신규편입) | T.P 57,000 원(신규편입))

풍부한 해외 파이프라인, 역시 현대건설

현대건설의 3Q19 매출액은 4.4 조원 (YoY-0.6%), 영업이익은 2,557 억원 (YoY+7.5%)을 기록하며 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 주택 부문을 중심으로 탄탄한 매출 증가세가 전망되며, 4 분기로 갈수록 가시권내 해외 파이프라인의 수주 결과가 나올 것으로 기대된다. 동사는 해외 국내 모두 강점을 가지고 있는 건설사이자, 해외시장에서도 지역 및 공종 포트폴리오가 다양하게 구성되어 있어 앞으로 안정적 수주 전망, 실적 개선을 기대케 하는 종목이다. 목표주가 57,000 원 제시한다.

컨센서스에 부합하는 실적 전망

현대건설의 3Q19 매출액은 4.4 조원(YoY-0.6%), 영업이익은 2,557 억원 (YoY+7.5%)을 기록하며 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 주택의 경우, 작년 분양한 자체사업 현장들이 본격적인 매출 인식 예정이며, 특히 주택 부문을 중심으로 수익성 개선이 전망된다. 분양의 경우, 분양 가이던스 1 만 8 천세대 중 3 분기까지 약 7 천세대를 분양한 것으로 보인다.

2019 해외 대장주

현대엔지니어링의 경우, 인도네시아 발릭파판, 마르잔 개발 프로젝트를 수주하며 수주 모멘텀에 뚝탄배를 달았다. 현대건설의 경우 3 분기 수주 실적은 아쉽지만, 이라크 CSSP 및 알제리 발전소, 카타르 종합병원의 연내 수주가 가시화되고 있으며, 파나마 메트로, 우나이자 가스 저장시설 등의 결과를 기다리고 있다. 연내 해외수주 가이던스는 충분히 충족할 것으로 기대되며, 지역 및 공종 다양화로 포트폴리오 측면에서 가장 안정적으로 수주를 지속할 것으로 기대되는 회사이며 연말이 갈수록 수주 모멘텀이 더욱 부각될 것으로 기대된다.

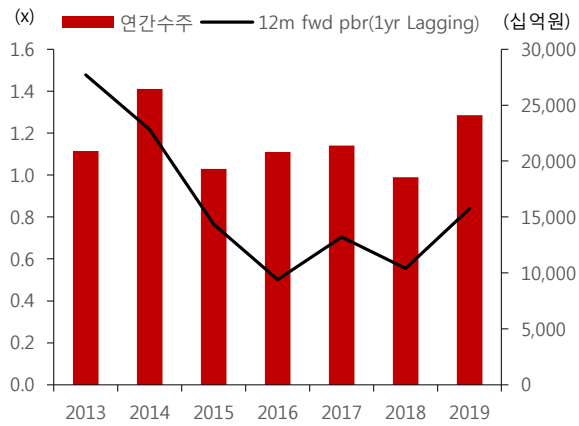
투자의견 매수, 목표주가 57,000 원으로 신규 커버리지 개시

건설업은 '주가가 수주의 함수'임을 고려했을 때, 4 분기부터 다시금 질어질 수주 모멘텀에 주목할 필요가 있다. 목표주가 57,000 원은 2020 년 예상 수주금액과 유사한 수준인 2014 년~2016 년 당시의 평균 PBR 0.8 배를 target PBR 로 산정해 산출했으며, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

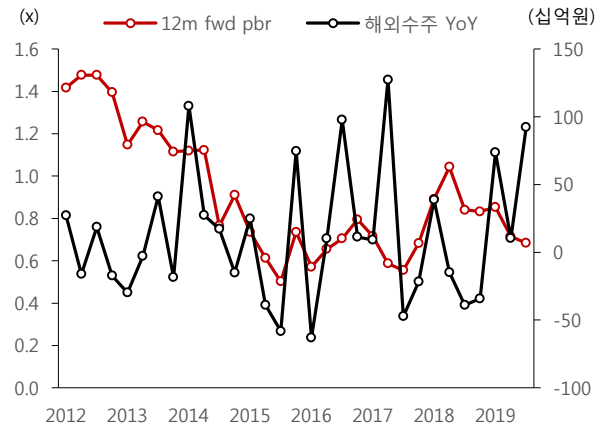
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	18,825	16,887	16,731	17,547	18,130	18,809
yoy	%	-2.1	-10.3	-0.9	4.9	3.3	3.8
영업이익	십억원	1,159	986	840	957	1,037	1,095
yoy	%	6.4	-14.9	-14.8	14.0	8.3	5.6
EBITDA	십억원	1,349	1,179	1,012	1,128	1,286	1,308
세전이익	십억원	981	555	898	937	1,037	1,122
순이익(지배주주)	십억원	572	202	382	549	627	692
영업이익률%	%	6.2	5.8	5.0	5.5	5.7	5.8
EBITDA%	%	7.2	7.0	6.1	6.4	7.1	7.0
순이익률	%	3.9	2.2	3.2	4.0	4.3	4.5
EPS(계속사업)	원	5,133	1,810	3,424	4,924	5,629	6,212
PER	배	8.3	20.1	16.0	9.0	7.9	7.2
PBR	배	0.8	0.6	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	3.9	4.2	6.4	4.0	2.8	2.2
ROE	%	9.5	3.2	6.0	8.4	8.9	9.1
순차입금	십억원	-1,349	-1,271	-1,766	-2,616	-3,607	-4,528
부채비율	%	144.6	117.5	117.7	116.9	111.6	107.4

현대건설의 연간수주와 12M fwd PBR



자료: DataGuide, SK 증권

해외수주 YoY 와 12M fwd PBR



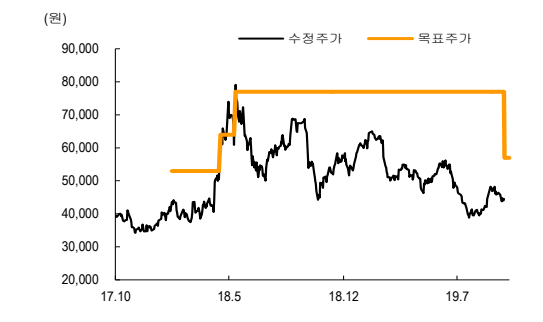
자료: DataGuide, SK 증권

PBR Valuation Table

항목	비고
예상 BPS (원)	68,655.6 20~21 년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	0.83 2020 년 14~16 년 수주와 유사, Target PBR 당시 3 개년 평균 PBR 적용
적정주가 (원)	56,984.1
목표주가 (원)	57,000
현재주가 (원)	44,500 2019-10-11 기준
Upside (%)	28.1

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	57,000원	6개월		
2019.04.02	매수	77,000원	6개월	-29.59%	2.73%
2019.01.28	매수	77,000원	6개월	-24.58%	2.73%
2019.01.07	매수	77,000원	6개월	-24.25%	2.73%
2018.11.27	매수	77,000원	6개월	-24.46%	2.73%
2018.10.29	매수	77,000원	6개월	-23.74%	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	-24.85%	-2.45%
2018.01.29	매수	53,000원	6개월	-26.92%	-16.70%



Compliance Notice

- 작성자(신서정)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 10월 14일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	13,250	13,337	14,664	15,978	17,258
현금및현금성자산	2,107	2,241	3,766	4,680	5,601
매출채권및기타채권	5,398	5,373	5,446	5,684	5,897
재고자산	2,106	1,947	1,973	2,060	2,137
비유동자산	5,182	4,718	4,524	4,204	4,099
장기금융자산	1,044	513	493	493	493
유형자산	1,399	1,437	1,413	1,271	1,144
무형자산	760	711	665	558	474
자산총계	18,432	18,055	19,188	20,182	21,357
유동부채	7,219	6,861	7,354	7,554	7,801
단기금융부채	597	615	1,024	947	947
매입채무 및 기타채무	4,561	4,392	4,451	4,646	4,820
단기충당부채	1	34	35	36	37
비유동부채	2,740	2,902	2,987	3,089	3,259
장기금융부채	1,796	1,919	1,866	1,866	1,866
장기매입채무 및 기타채무	139	66	51	61	71
장기충당부채	424	472	479	500	540
부채총계	9,959	9,763	10,341	10,643	11,060
지배주주지분	6,468	6,274	6,774	7,338	7,966
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,032	1,004	1,018	1,018	1,018
기타자본구성요소	-4	-6	-6	-6	-6
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,813	4,986	5,494	6,065	6,702
비지배주주지분	2,005	2,018	2,074	2,202	2,330
자본총계	8,473	8,292	8,848	9,540	10,297
부채외자본총계	18,432	18,055	19,188	20,182	21,357

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	508	236	1,006	956	883
당기순이익(손실)	372	535	707	786	851
비현금성항목등	1,050	640	505	500	457
유형자산감가상각비	134	116	131	142	128
무형자산감가상각비	59	56	40	107	85
기타	439	172	147	57	57
운전자본감소(증가)	-631	-490	-176	-172	-153
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,280	-380	-198	-238	-213
재고자산감소(증가)	-186	280	62	-86	-77
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-594	-313	112	194	174
기타	-1,131	-77	-153	-43	-37
법인세납부	-283	-450	-30	-158	-272
투자활동현금흐름	87	15	433	175	176
금융자산감소(증가)	-13	125	311	0	0
유형자산감소(증가)	-38	-179	-52	0	0
무형자산감소(증가)	-3	1	-1	-1	-1
기타	141	68	176	176	177
재무활동현금흐름	-477	-124	82	-217	-137
단기금융부채증가(감소)	-272	-313	-1	-77	0
장기금융부채증가(감소)	0	437	283	0	0
자본의증가(감소)	0	4	0	0	0
배당금의 지급	-109	-107	-56	-56	-56
기타	-96	-144	-92	-85	-81
현금의 증가(감소)	-43	134	1,525	914	922
기초현금	2,150	2,107	2,241	3,766	4,680
기말현금	2,107	2,241	3,766	4,680	5,601
FCF	687	770	798	889	888

자료 : 현대건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,887	16,731	17,547	18,130	18,809
매출원가	15,108	15,070	15,853	16,279	16,962
매출총이익	1,779	1,661	1,694	1,851	1,847
매출총이익률 (%)	10.5	9.9	9.7	10.2	9.8
판매비와관리비	793	821	737	814	752
영업이익	986	840	957	1,037	1,095
영업이익률 (%)	5.8	5.0	5.5	5.7	5.8
비영업손익	-431	58	-21	0	27
순금융비용	-16	-19	-36	-58	-86
외환관련손익	-201	85	12	12	12
관계기업투자등 관련손익	-2	-28	-13	-13	-13
세전계속사업이익	555	898	937	1,037	1,122
세전계속사업이익률 (%)	3.3	5.4	5.3	5.7	6.0
계속사업법인세	183	363	229	251	272
계속사업이익	372	535	707	786	851
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	372	535	707	786	851
순이익률 (%)	2.2	3.2	4.0	4.3	4.5
지배주주	202	382	549	627	692
지배주주귀속 순이익률(%)	1.19	2.28	3.13	3.46	3.68
비지배주주	170	154	158	158	158
총포괄이익	444	328	669	748	813
지배주주	202	225	541	619	684
비지배주주	243	103	128	128	128
EBITDA	1,179	1,012	1,128	1,286	1,308

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-10.3	-0.9	4.9	3.3	3.8
영업이익	-14.9	-14.8	14.0	8.3	5.6
세전계속사업이익	-43.5	61.8	4.3	10.7	8.3
EBITDA	-12.6	-14.2	11.5	14.0	1.7
EPS(계속사업)	-64.8	89.2	43.8	14.3	10.4
수익성 (%)					
ROE	3.2	6.0	8.4	8.9	9.1
ROA	1.9	2.9	3.8	4.0	4.1
EBITDA마진	7.0	6.1	6.4	7.1	7.0
안정성 (%)					
유동비율	183.5	194.4	199.4	211.5	221.2
부채비율	117.5	117.7	116.9	111.6	107.4
순차입금/자기자본	-15.0	-21.3	-29.6	-37.8	-44.0
EBITDA/이자비용(배)	15.4	11.1	12.9	13.7	14.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,810	3,424	4,924	5,629	6,212
BPS	58,029	56,293	60,778	65,835	71,476
CFPS	3,545	4,968	6,456	7,865	8,119
주당 현금배당금	500	500	500	500	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.4	23.1	13.2	11.6	10.5
PER(최저)	18.9	10.6	7.9	6.9	6.3
PBR(최고)	0.9	1.4	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	10.2	11.0	6.9	5.7	5.5
EV/EBITDA(최고)	5.6	9.1	6.0	4.6	3.9
EV/EBITDA(최저)	4.0	4.3	3.4	2.3	1.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

신서정

seojeong@sk.com.kr

02-3773-9978

Company Data

자본금	980 십억원
발행주식수	19,600 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,342 십억원
주요주주	
삼성SDI(외7)	20.60%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	32.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	17,050 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	19,450 원
52주 최저가	15,000 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.7%	3.9%
6개월	2.7%	11.7%
12개월	-6.3%	-2.4%

삼성엔지니어링 (028050/KS | 매수(신규편입) | T.P 20,000 원(신규편입))

연말로 갈수록 기대되는 수주 모멘텀

삼성엔지니어링의 3Q19 매출액은 1.5 조원 (YoY +20%), 영업이익은 837 억원 (YoY-0.9%)을 기록 전망이다. 대형 화공 프로젝트의 매출이 본격적으로 인식되기 시작하면서 실적 성장세가 향후 지속 될 것으로 기대된다. 주력시장의 불확실성이 가중되고 있는 상황 속에서 순수 EPC 업체라는 점도 동사의 강점이다. 연말로 갈수록 진행되는 파이프라인 기대감으로 목표주가 20,000 원 투자의견 Buy 를 제시하겠다.

양호한 실적 전망

삼성엔지니어링의 3Q19 매출액은 1.5 조원(YoY+20%), 영업이익은 837 억원 (YoY-0.9%)을 기록할 것으로 전망한다. 대형 화공 프로젝트의 매출이 본격적으로 인식되기 시작하면서 실적 성장세가 향후 지속될 것으로 기대된다. 동사는 순수 EPC 업체로서, 불확실성이 가중되고 있는 부동산 시장에 대한 노출도가 없다는 점도 긍정적으로 평가 할만한 요소이다.

하반기로 갈수록 기대되는 수주 모멘텀

아제르바이잔 SOCAR, 이집트 PDH/PP 가 10 월 중으로 결과가 나올 것으로 기대되며, 미국 오하이오 에탄크래커, 말레이시아 메탄올 프로젝트 등의 결과를 대기중이다. 연말로 갈수록 수주모멘텀을 더욱 기대해 볼 수 있겠다. 현 수주 파이프라인 고려 시 올해 수주 가이드선으로 제시되었던 6.6 조원을 상회할 것으로 전망한다.

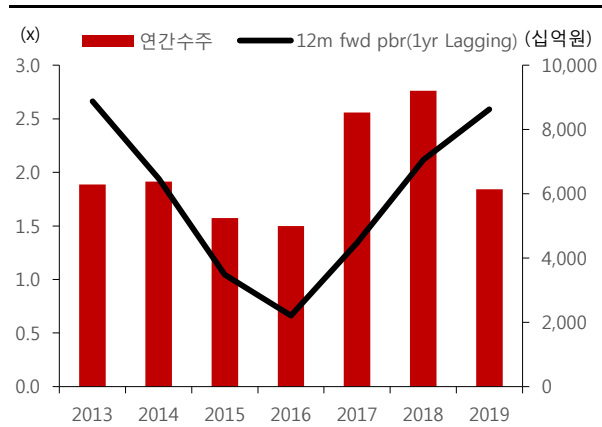
투자의견 매수, 목표주가 20,000 원으로 신규 커버리지 개시

삼성엔지니어링의 3분기 수주 실적은 부진했지만, 여전히 연 내 가시화되고 있는 수주 파이프라인에 주목하는 바이다. 전반적으로 건설업종이 시장의 관심에서 소외되어 있는 상황에서 탄탄한 파이프라인을 보유한 동사의 수주 소식이 주가에 모멘텀이 될 것으로 기대한다. 목표주가 20,000 원의 산출 근거는, 2020 년 수주와 유사했던 과거 3 개년의 평균 PBR 인 2.5x 를 기준으로 하였다. 투자의견 Buy 제시하며 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

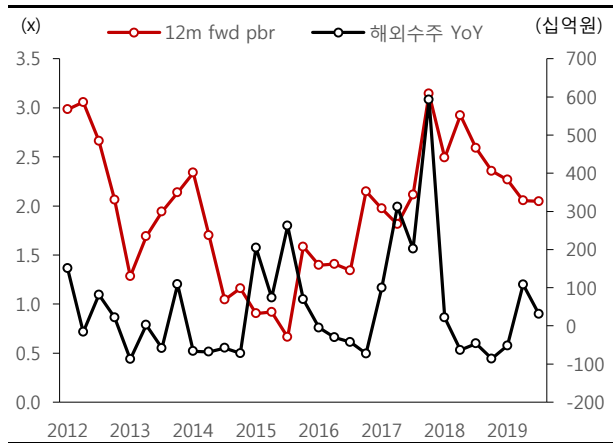
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	7,009	5,536	5,480	6,264	6,891	7,351
yoy	%	8.8	-21.0	-1.0	14.3	10.0	6.7
영업이익	십억원	70	47	206	393	482	489
yoy	%	흑전	-33.1	339.5	90.9	22.6	1.3
EBITDA	십억원	149	119	266	450	535	533
세전이익	십억원	56	-30	170	401	497	515
순이익(지배주주)	십억원	26	-45	69	300	367	381
영업이익률%	%	1.0	0.9	3.8	6.3	7.0	6.7
EBITDA%	%	2.1	2.2	4.9	7.2	7.8	7.3
순이익률	%	0.1	-0.9	1.3	5.0	5.5	5.3
EPS(계속사업)	원	146	-231	350	1,533	1,874	1,943
PER	배	70.7	N/A	50.2	11.1	9.1	8.8
PBR	배	2.0	2.4	3.3	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	배	16.9	25.4	13.6	7.0	4.9	4.1
ROE	%	전기잠식	-4.5	6.6	25.1	24.3	20.4
순차입금	십억원	459	577	147	-258	-785	-1,226
부채비율	%	454.1	406.0	347.7	267.6	238.9	209.7

연간수주와 12M fwd PBR



자료: DataGuide, SK 증권

해외수주 YoY 와 12M fwd PBR



자료: DataGuide, SK 증권

PBR Valuation Table

항목	비고	
예상 BPS (원)	7,700.4	19~20년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	2.5	2020년 12,13,19년 수주와 유사 Target PBR 당시 3개년 평균 PBR 적용
적정주가 (원)	19,251.0	
목표주가 (원)	20,000	
현재주가 (원)	17,050.0	
Upside (%)	17.3	

자료 :SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	20,000원	6개월		
2019.10.10	담당자 변경				
2019.04.02	매수	20,000원	6개월	-16.12%	-1.50%
2019.02.01	매수	20,000원	6개월	-14.65%	-1.50%
2019.01.07	매수	20,000원	6개월	-12.91%	-1.50%
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	20.72%	55.38%
2018.02.08	중립	13,000원	6개월	12.97%	42.31%
2017.10.30	중립	13,000원	6개월	6.08%	34.62%



Compliance Notice

- 작성자(신서정)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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 14 일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,303	2,973	3,283	4,199	4,847
현금및현금성자산	745	369	519	1,045	1,486
매출채권및기타채권	1,393	1,493	1,597	1,828	1,950
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,781	1,656	1,582	1,496	1,503
장기금융자산	57	57	45	45	45
유형자산	427	398	410	375	343
무형자산	71	55	39	30	26
자산총계	5,084	4,629	4,865	5,695	6,350
유동부채	3,678	3,351	3,274	3,702	3,929
단기금융부채	1,192	577	306	306	306
매입채무 및 기타채무	769	824	881	1,009	1,076
단기충당부채	39	89	95	109	116
비유동부채	401	244	267	313	371
장기금융부채	268	16	16	16	16
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	31	33	38	47
부채총계	4,079	3,595	3,542	4,015	4,300
지배주주지분	1,026	1,055	1,336	1,683	2,044
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-19	-19	-19	-19	-19
기타자본구성요소	-132	-132	-132	-132	-132
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	170	234	534	901	1,282
비지배주주지분	-22	-21	-12	-3	7
자본총계	1,005	1,034	1,324	1,680	2,051
부채외자본총계	5,084	4,629	4,865	5,695	6,350

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-94	478	436	531	438
당기순이익(손실)	-52	70	310	377	391
비현금성항목등	124	248	149	158	143
유형자산감가상각비	41	32	33	35	32
무형자산감가상각비	31	28	24	18	13
기타	-13	65	2	-3	-3
운전자본감소(증가)	-84	234	-10	44	29
매출채권및기타채권의 감소(증가)	187	-77	504	-230	-122
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-264	456	-1,528	127	67
기타	-7	-145	1,013	147	84
법인세납부	-82	-73	-13	-48	-125
투자활동현금흐름	-3	34	25	7	16
금융자산감소(증가)	-8	28	30	0	0
유형자산감소(증가)	-8	-2	-7	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-9	-9	-9	-9
기타	19	17	10	16	25
재무활동현금흐름	-13	-894	-321	-12	-12
단기금융부채증가(감소)	-313	-583	-301	0	0
장기금융부채증가(감소)	351	-270	-3	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-41	-16	-12	-12
현금의 증가(감소)	-137	-376	149	526	442
기초현금	882	745	369	519	1,045
기말현금	745	369	519	1,045	1,486
FCF	-53	534	359	453	435

자료 : 삼성엔지니어링, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,536	5,480	6,264	6,891	7,351
매출원가	5,175	4,932	5,525	6,050	6,491
매출총이익	361	548	739	841	860
매출총이익률 (%)	6.5	10.0	11.8	12.2	11.7
판매비와관리비	315	342	346	358	371
영업이익	47	206	393	482	489
영업이익률 (%)	0.9	3.8	6.3	7.0	6.7
비영업손익	-77	-36	8	15	27
순금융비용	17	30	9	-1	-13
외환관련손익	-47	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5	5	10	10	10
세전계속사업이익	-30	170	401	497	515
세전계속사업이익률 (%)	-0.5	3.1	6.4	7.2	7.0
계속사업법인세	23	100	91	120	125
계속사업이익	-52	70	310	377	391
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-52	70	310	377	391
순이익률 (%)	-0.9	1.3	5.0	5.5	5.3
지배주주	-45	69	300	367	381
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.82	1.25	4.8	5.33	5.18
비지배주주	-7	2	10	10	10
총포괄이익	8	35	290	357	370
지배주주	15	35	281	347	361
비지배주주	-7	0	9	9	9
EBITDA	119	266	450	535	533

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-21.0	-1.0	14.3	10.0	6.7
영업이익	-33.1	339.5	90.9	22.6	1.3
세전계속사업이익	적전	흑전	135.8	23.9	3.6
EBITDA	-19.7	123.2	68.8	19.0	-0.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	337.5	22.2	3.7
수익성 (%)					
ROE	-4.5	6.6	25.1	24.3	20.4
ROA	-1.0	1.5	6.5	7.1	6.5
EBITDA마진	2.2	4.9	7.2	7.8	7.3
안정성 (%)					
유동비율	89.8	88.7	100.3	113.4	123.4
부채비율	406.0	347.7	267.6	238.9	209.7
순차입금/자기자본	57.4	14.2	-19.5	-46.7	-59.8
EBITDA/이자비용(배)	4.8	6.4	27.8	44.5	44.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-231	350	1,533	1,874	1,943
BPS	5,236	5,383	6,814	8,587	10,428
CFPS	138	658	1,820	2,142	2,172
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	57.6	11.7	9.6	9.3
PER(최저)	N/A	37.0	9.8	8.0	7.7
PBR(최고)	2.7	3.8	2.6	2.1	1.7
PBR(최저)	1.9	2.4	2.2	1.8	1.4
PCR	89.6	26.7	9.4	8.0	7.9
EV/EBITDA(최고)	28.5	15.5	7.4	5.2	4.4
EV/EBITDA(최저)	21.1	10.2	6.1	4.1	3.3

SK COMPANY Analysis



Analyst

신서정

seojeong@sk.com.kr

02-3773-9978

Company Data

자본금	219 십억원
발행주식수	3,860 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,278 십억원
주요주주	
대림코퍼레이션(외6)	23.12%
국민연금공단	12.24%
외국인지분율	50.50%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(19/10/11)	94,200 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	121,500 원
52주 최저가	74,900 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.9%	-4.7%
6개월	-3.1%	5.4%
12개월	18.3%	23.3%

대림산업 (000210/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

주택이 견인하는 실적 호조세

대림산업의 3Q19 매출액은 2.3 조원(YoY-5.3%), 영업이익은 2,029 억원(YoY-1.3%)을 전망한다. 특히 연결자회사 삼호 및 주택부문의 호실적세가 실적을 견인하는 모습이다. 주택매출은 내후년까지 지속성장을 전망한다. 9월 KCGI의 대림코퍼레이션 지분 취득으로 배당확대 기대감까지 있는 종목이다. 주가 110,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시하겠다.

주택부문의 호실적 지속 전망

대림산업의 3Q19 매출액 2.3 조원(YoY-5.3%), 영업이익 2,029 억원 (YoY-1.3%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 해외부문의 상대적 부진에도 불구하고, 주택부문의 호실적이 금년의 실적을 견인하는 모습이다. 연결기업으로 잡히는 건설사 삼호가 재작년 워크아웃 졸업 이후 실적이 빠르게 성장하고 있다는 점도 긍정적이다. 삼호의 매출이 올해 1.2 조~1.3 조 가량 전망되며 이러한 성장세는 내년에도 지속될 것으로 기대된다.

해외수주 목표 달성 및 배당 확대 개연성

해외수주의 경우, 현대케미칼 HPC, 미국 USGC HDPE 등의 프로젝트들을 연내 수주할 것으로 전망한다. 따라서 2019년 연간 플랜트 수주 목표로 제시했던 2 조원은 충분히 달성 가능할 것으로 보인다. 더불어 9월 KCGI가 대림산업의 모회사인 대림코퍼레이션의 지분을 32.4% 취득함과 동시에 대림산업의 배당 확대 개연성이 기대된다는 점도 긍정적 요인이다.

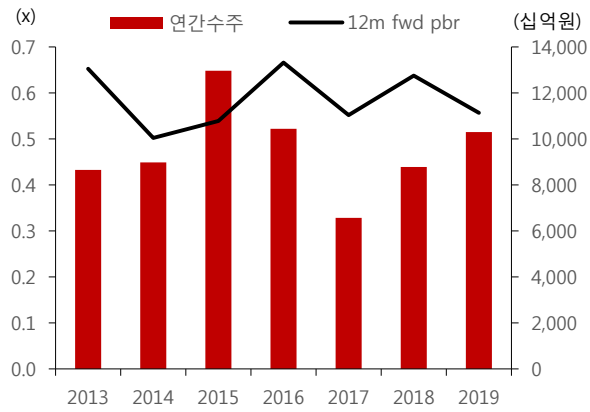
투자의견 매수, 목표주가 110,000 원으로 신규 커버리지 개시

동사의 해외부문에 대한 실적이 아쉬운 것이 사실이다. 다만 주택 매출 Peak와 관련한 시장의 우려에도 불구하고, 내후년까지 지속적으로 주택 매출이 증대될 것으로 기대된다는 점은 매우 긍정적이다. 주택실적 호조세에 따라 당분간 호실적을 지속할 것으로 전망한다. 목표주가 110,000 원 산출근거는 20년 연간수주가 13,14년 수주추이와 유사할 것으로 전망되는 바 당시 2개년 평균 PBR(0.7x)을 적용하였다. 투자의견 매수, 목표주가 110,000 원으로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

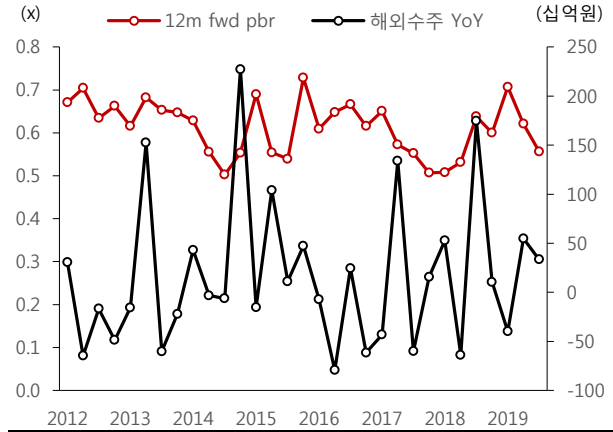
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	9,854	12,336	10,984	9,539	10,256	10,836
yoy	%	3.6	25.2	-11.0	-13.2	7.5	5.7
영업이익	십억원	419	546	845	1,003	936	1,136
yoy	%	54.3	30.2	54.9	18.7	-6.7	21.4
EBITDA	십억원	528	665	976	1,146	1,064	1,249
세전이익	십억원	436	675	894	887	830	1,047
순이익(지배주주)	십억원	265	490	646	627	590	754
영업이익률%	%	4.3	4.4	7.7	10.5	9.1	10.5
EBITDA%	%	5.4	5.4	8.9	12.0	10.4	11.5
순이익률	%	3.0	4.1	6.2	7.0	6.1	7.3
EPS(계속사업)	원	6,873	12,707	16,746	16,242	15,273	19,530
PER	배	12.7	6.5	6.1	5.8	6.2	4.8
PBR	배	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	8.7	6.7	4.3	3.2	2.9	1.8
ROE	%	5.9	10.1	12.4	11.1	9.6	11.3
순차입금	십억원	792	735	-200	-556	-1,194	-2,072
부채비율	%	140.8	135.4	112.1	98.4	98.2	97.0

연간수주와 12M fwd PBR



자료: DataGuide, SK 증권

해외수주 YoY 와 12M fwd PBR



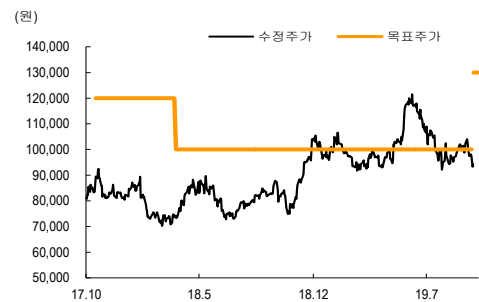
자료: DataGuide, SK 증권

PBR Valuation Table

항목	비고	
예상 BPS (원)	158,775.4	19~20년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	0.7	20년 연간수주 13,14 수주와 유사 전망 당시 2개년 평균 PBR 적용
적정주가 (원)	111,142.8	
목표주가 (원)	110,000	
현재주가 (원)	94,200	
Upside (%)	16.8	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	130,000원	6개월		
2019.10.10	담당자 변경				
2019.04.02	중립	100,000원	6개월	-7.70%	21.50%
2019.02.01	중립	100,000원	6개월	-13.34%	6.50%
2019.01.07	중립	100,000원	6개월	-15.05%	6.50%
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	-33.20%	-22.92%
2017.11.27	매수	120,000원	6개월	-29.78%	-22.92%
2017.11.03	매수	120,000원	6개월	-28.80%	-22.92%



Compliance Notice

- 작성자(신서정)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 10월 14일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,728	6,367	6,290	7,040	8,111
현금및현금성자산	1,932	2,135	2,624	3,028	3,906
매출채권및기타채권	3,130	1,385	1,231	1,370	1,447
재고자산	718	999	888	988	1,044
비유동자산	6,675	6,467	6,805	7,038	7,193
장기금융자산	1,181	1,010	1,125	1,125	1,125
유형자산	2,071	2,070	2,030	1,911	1,806
무형자산	70	52	44	39	35
자산총계	13,402	12,834	13,095	14,078	15,304
유동부채	4,903	4,530	4,096	4,453	4,659
단기금융부채	971	841	817	803	803
매입채무 및 기타채무	3,094	1,571	1,396	1,554	1,641
단기충당부채	227	394	351	390	412
비유동부채	2,805	2,253	2,399	2,523	2,878
장기금융부채	2,291	1,849	1,823	1,603	1,603
장기매입채무 및 기타채무	62	2	14	29	19
장기충당부채	188	190	168	186	207
부채총계	7,708	6,783	6,496	6,975	7,537
지배주주지분	5,064	5,390	5,893	6,364	6,996
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	4,399	4,793	5,356	5,886	6,577
비지배주주지분	630	660	706	738	771
자본총계	5,694	6,050	6,599	7,102	7,767
부채외자본총계	13,402	12,834	13,095	14,078	15,304

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	239	705	1,061	810	970
당기순이익(손실)	508	678	666	629	793
비현금성항목등	457	596	631	435	455
유형자산감가상각비	111	120	133	119	105
무형자산감가상각비	8	10	10	9	8
기타	560	489	438	288	288
운전자본감소(증가)	-465	-333	-3	-3	-25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,107	-219	24	-139	-77
재고자산감소(증가)	135	-92	111	-100	-56
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	944	271	-39	158	88
기타	-438	-293	-99	79	21
법인세납부	-260	-236	-233	-252	-253
투자활동현금흐름	74	140	-195	-31	68
금융자산감소(증가)	-106	-197	-15	0	0
유형자산감소(증가)	-234	-143	-99	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-1	-4	-4	-4
기타	417	482	-77	-27	72
재무활동현금흐름	41	-647	-375	-375	-161
단기금융부채증가(감소)	-599	-997	-396	-14	0
장기금융부채증가(감소)	774	503	158	-220	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	-48	-66	-59	-63
기타	-109	-105	-66	-82	-98
현금의 증가(감소)	355	203	490	404	878
기초현금	1,577	1,932	2,135	2,624	3,028
기말현금	1,932	2,135	2,624	3,028	3,906
FCF	730	1,107	812	823	945

자료 : 대림산업, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,336	10,984	9,539	10,256	10,836
매출원가	11,139	9,564	7,971	8,633	9,034
매출총이익	1,196	1,420	1,568	1,623	1,802
매출총이익률 (%)	9.7	12.9	16.4	15.8	16.6
판매비와관리비	650	575	565	687	666
영업이익	546	845	1,003	936	1,136
영업이익률 (%)	4.4	7.7	10.5	9.1	10.5
비영업손익	129	49	-116	-106	-90
순금융비용	65	62	43	32	16
외환관련손익	-65	15	17	17	17
관계기업투자등 관련손익	437	260	197	197	197
세전계속사업이익	675	894	887	830	1,047
세전계속사업이익률 (%)	5.5	8.1	9.3	8.1	9.7
계속사업법인세	167	216	220	201	253
계속사업이익	508	678	666	629	793
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	508	678	666	629	793
순이익률 (%)	4.1	6.2	7.0	6.1	7.3
지배주주	490	646	627	590	754
지배주주귀속 순이익률(%)	3.98	5.88	6.57	5.75	6.96
비지배주주	18	32	39	39	39
총포괄이익	484	611	600	563	727
지배주주	465	585	567	530	694
비지배주주	20	27	33	33	33
EBITDA	665	976	1,146	1,064	1,249

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	25.2	-11.0	-13.2	7.5	5.7
영업이익	30.2	54.9	18.7	-6.7	21.4
세전계속사업이익	54.8	32.5	-0.9	-6.4	26.1
EBITDA	26.0	46.7	17.4	-7.1	17.3
EPS(계속사업)	84.9	31.8	-3.0	-6.0	27.9
수익성 (%)					
ROE	10.1	12.4	11.1	9.6	11.3
ROA	3.9	5.2	5.1	4.6	5.4
EBITDA마진	5.4	8.9	12.0	10.4	11.5
안정성 (%)					
유동비율	137.2	140.5	153.6	158.1	174.1
부채비율	135.4	112.1	98.4	98.2	97.0
순차입금/자기자본	12.9	-3.3	-8.4	-16.8	-26.7
EBITDA/이자비용(배)	6.4	8.6	11.8	11.0	14.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,707	16,746	16,242	15,273	19,530
BPS	131,198	139,638	152,676	164,875	181,241
CFPS	15,799	20,129	19,943	18,592	22,441
주당 현금배당금	1,000	1,700	1,700	1,800	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.4	6.3	7.5	8.0	6.2
PER(최저)	6.1	4.2	5.7	6.0	4.7
PBR(최고)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
PCR	5.2	5.1	4.7	5.1	4.2
EV/EBITDA(최고)	7.3	4.4	4.0	3.8	2.5
EV/EBITDA(최저)	6.4	3.1	3.1	2.8	1.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

신서정

seojeong@sk.com

02-3773-9978

Company Data

자본금	400 십억원
발행주식수	7,989 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,466 십억원
주요주주	
허창수(외17)	25.59%
국민연금공단	13.27%
외국인지분율	31.00%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(19/10/11)	30,850 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	50,700 원
52주 최저가	30,600 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.7%	-8.5%
6개월	-23.2%	-16.4%
12개월	-37.5%	-34.9%

GS 건설 (006360/KS | 매수(신규편입) | T.P 41,000 원(신규편입))

밸류에이션 매력 부각 종목

GS 건설의 3Q19 매출액은 2.5 조원 (YoY-19.8%), 영업이익은 2,002 억원 (YoY-14.2%)을 기록하며 컨센서스를 소폭 하회하는 실적을 전망한다. 외형 축소는 아쉽지만, 하반기부터 모멘텀을 받을 수 있을 것으로 기대되는 해외 파이프라인 및 현재 계획되어 있는 분양 물량 감안 시 현 주가는 지나치게 낙폭이 확대되었다. 밸류에이션 매력도 감안시 오히려 지금이 매수의 적기라고 판단한다. 목표 주가 41,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

컨센서스 하회의 실적 전망

GS 건설의 3Q19 매출액은 2.5 조원(YoY-19.8%), 영업이익은 2,002 억원 (YoY-14.2%)을 기록하며 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 상대적으로 분양가 상한제 이슈에 노출도가 컸던 종목이라는 점을 감안하면 시행령 시행 유예기간 확보가 긍정적인 모멘텀을 줄 수 있을 것으로 전망이 된다. 10 월, 11 월 물려있는 분양 계획의 결과가 연간 분양 목표 달성의 향방을 결정할 것이다. 현재 계획된 물량만으로 전년도 분양 수준은 유지할 수 있을 것으로 보인다

부진했던 상반기 해외수주, 하반기를 기대하자

해외수주의 부진으로 외형 축소는 불가피할 전망이다. 상반기 해외수주 목표로 제시했던 3.5 조에 훨씬 못 미치는 4,560 억원을 기록하였다. 상반기 부진했던 해외수주가 3 분기 태국 HMC PP 수주를 시발점으로 점차 모멘텀을 받을 것으로 전망한다. 해외 수주 실적이 부진한 것은 아쉽지만, 하반기에 예정되어 있는 카타르 암 모니아, 오만 PTA, 사우디 Jafurah 등을 기대해 보는 바이다.

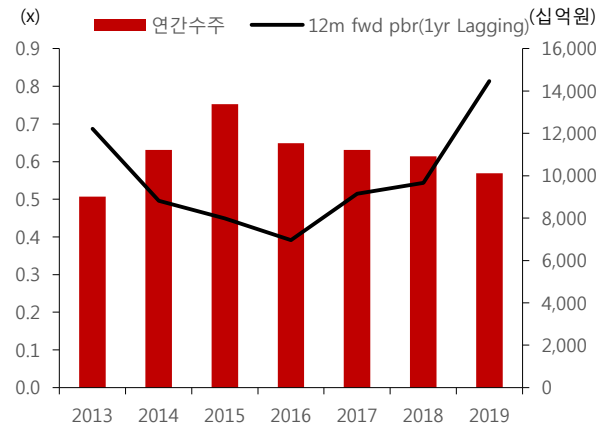
투자의견 매수, 목표주가 41,000 원으로 신규 커버리지 개시

외형 축소는 아쉽지만 주가 낙폭 확대로 밸류에이션 매력도는 확대되었다. 오히려 지금이 매수 적기라는 판단이다. 목표주가 41,000 원의 산출근거는 향후 2020 년 수주가 12,15 년 수주와 유사한 수준으로 기대되는바 당시 2 개년 평균 PBR(0.8x)을 적용하였다. 투자의견 Buy 로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

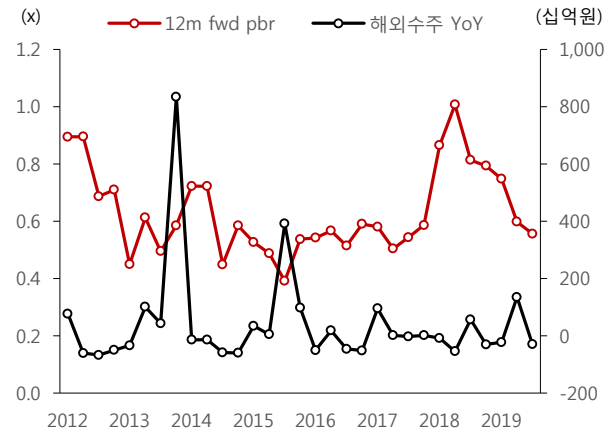
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,036	11,679	13,139	10,517	10,946	10,193
yoy	%	4.4	5.8	12.5	-20.0	4.1	-6.9
영업이익	십억원	143	319	1,064	811	853	855
yoy	%	17.1	122.9	234.0	-23.8	5.2	0.3
EBITDA	십억원	211	376	1,118	898	934	923
세전이익	십억원	21	-161	835	619	666	679
순이익(지배주주)	십억원	-26	-168	582	441	499	509
영업이익률%	%	1.3	2.7	8.1	7.7	7.8	8.4
EBITDA%	%	1.9	3.2	8.5	8.5	8.5	9.1
순이익률	%	-0.2	-1.4	4.5	4.3	4.6	5.1
EPS(계속사업)	원	-363	-2,349	7,328	5,524	6,242	6,368
PER	배	N/A	N/A	6.0	5.6	4.9	4.8
PBR	배	0.6	0.6	1.0	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	13.3	9.1	3.4	3.0	2.3	1.8
ROE	%	-0.8	-5.2	17.3	11.8	12.1	11.2
순차입금	십억원	728	1,267	231	59	-464	-1,015
부채비율	%	298.9	322.8	232.0	206.8	168.8	147.7

연간수주와 12M fwd PBR



자료: DataGuide, SK 증권

해외수주 YoY 와 12M fwd PBR



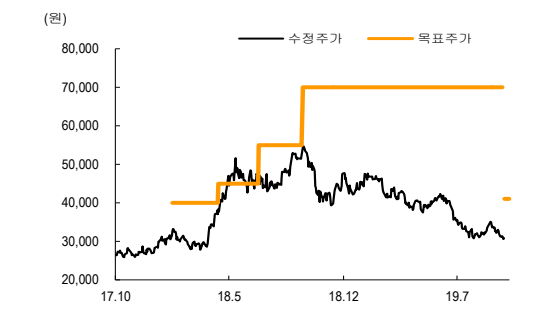
자료: DataGuide, SK 증권

PBR Valuation Table

항목	비고
예상 BPS (원)	51,687.7 19~20 년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	0.8 2020 년 12,15 년 수주와 유사, Target PBR 당시 2 개년 평균 PBR 적용
적정주가 (원)	41,350.1
목표주가 (원)	41,000
현재주가 (원)	30,850 2019-10-11 기준
Upside (%)	32.9

자료 :SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	41,000원	6개월		
2019.10.10	담당자 변경				
2019.04.02	매수	70,000원	6개월	-42.16%	-21.86%
2019.01.30	매수	70,000원	6개월	-36.26%	-21.86%
2019.01.07	매수	70,000원	6개월	-35.79%	-21.86%
2018.11.27	매수	70,000원	6개월	-35.82%	-21.86%
2018.10.24	매수	70,000원	6개월	-35.26%	-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%



Compliance Notice

- 작성자(신서정)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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 14 일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	9,582	7,828	7,855	7,530	7,797
현금및현금성자산	2,442	1,593	2,468	2,991	3,541
매출채권및기타채권	4,668	4,130	3,547	2,943	2,741
재고자산	1,091	1,034	888	737	686
비유동자산	4,114	4,205	4,531	4,467	4,342
장기금융자산	947	904	1,176	1,176	1,176
유형자산	898	841	896	828	772
무형자산	209	216	220	220	219
자산총계	13,697	12,033	12,386	11,997	12,139
유동부채	8,581	6,360	5,660	4,893	4,636
단기금융부채	3,061	1,118	1,158	1,158	1,158
매입채무 및 기타채무	4,288	3,955	3,397	2,818	2,625
단기충당부채	0	118	102	84	79
비유동부채	1,876	2,049	2,689	2,641	2,603
장기금융부채	1,018	1,147	1,779	1,779	1,779
장기매입채무 및 기타채무	9	0	0	0	0
장기충당부채	441	534	459	381	298
부채총계	10,457	8,409	8,349	7,534	7,239
지배주주지분	3,167	3,549	3,918	4,344	4,780
자본금	358	397	400	400	400
자본잉여금	627	812	821	821	821
기타자본구성요소	-143	-104	-104	-104	-104
자기주식	-76	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	2,334	2,487	2,839	3,260	3,690
비지배주주지분	72	76	119	119	120
자본총계	3,240	3,625	4,037	4,463	4,900
부채외자본총계	13,697	12,033	12,386	11,997	12,139

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-92	1,140	1,319	818	731
당기순이익(손실)	-164	587	448	505	515
비현금성항목등	685	799	508	429	408
유형자산감가상각비	47	42	75	69	56
무형자산감가상각비	10	12	12	12	12
기타	355	453	126	62	62
운전자본감소(증가)	-573	-104	566	21	-28
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-615	186	604	604	202
재고자산감소(증가)	30	140	168	151	51
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	158	-475	-456	-578	-194
기타	-146	45	251	-156	-87
법인세납부	-41	-142	-202	-137	-164
투자활동현금흐름	76	-192	-235	-55	60
금융자산감소(증가)	-51	-62	40	0	0
유형자산감소(증가)	-5	15	-100	0	0
무형자산감소(증가)	-5	-19	-12	-12	-12
기타	137	-125	-164	-44	72
재무활동현금흐름	124	-1,806	-204	-241	-241
단기금융부채증가(감소)	345	-1,601	84	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-50	0	0
자본의증가(감소)	-5	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-21	-79	-78	-78
기타	-214	-184	-156	-162	-162
현금의 증가(감소)	86	-850	876	522	551
기초현금	2,356	2,442	1,593	2,468	2,991
기말현금	2,442	1,593	2,468	2,991	3,541
FCF	360	1,609	619	745	677

자료 : GS건설 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,679	13,139	10,517	10,946	10,193
매출원가	10,876	11,512	9,195	9,819	8,932
매출총이익	803	1,628	1,322	1,127	1,260
매출총이익률 (%)	6.9	12.4	12.6	10.3	12.4
판매비와관리비	485	563	511	274	405
영업이익	319	1,064	811	853	855
영업이익률 (%)	2.7	8.1	7.7	7.8	8.4
비영업손익	-479	-229	-192	-187	-176
순금융비용	147	84	106	101	90
외환관련손익	-159	-1	-27	-27	-27
관계기업투자등 관련손익	-6	8	1	3	3
세전계속사업이익	-161	835	619	666	679
세전계속사업이익률 (%)	-1.4	6.4	5.9	6.1	6.7
계속사업법인세	3	248	171	161	164
계속사업이익	-164	587	448	505	515
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-164	587	448	505	515
순이익률 (%)	-1.4	4.5	4.3	4.6	5.1
지배주주	-168	582	441	499	509
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.44	4.43	4.2	4.56	4.99
비지배주주	5	5	6	6	6
총포괄이익	-125	566	447	505	515
지배주주	-124	565	447	504	514
비지배주주	-1	1	1	1	1
EBITDA	376	1,118	898	934	923

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	5.8	12.5	-20.0	4.1	-6.9
영업이익	122.9	234.0	-23.8	5.2	0.3
세전계속사업이익	적전	흑전	-25.9	7.7	2.0
EBITDA	78.3	197.5	-19.7	4.0	-1.1
EPS(계속사업)	적지	흑전	-24.6	13.0	2.0
수익성 (%)					
ROE	-5.2	17.3	11.8	12.1	11.2
ROA	-1.2	4.6	3.7	4.1	4.3
EBITDA마진	3.2	8.5	8.5	8.5	9.1
안정성 (%)					
유동비율	111.7	123.1	138.8	153.9	168.2
부채비율	322.8	232.0	206.8	168.8	147.7
순차입금/자기자본	39.1	6.4	1.5	-10.4	-20.7
EBITDA/이자비용(배)	2.0	8.3	5.8	5.8	5.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,349	7,328	5,524	6,242	6,368
BPS	44,190	44,671	49,024	54,352	59,805
CFPS	-1,552	8,002	6,615	7,254	7,220
주당 현금배당금	300	1,000	1,000	1,000	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	7.5	8.6	7.6	7.5
PER(최저)	N/A	3.8	5.5	4.9	4.8
PBR(최고)	0.8	1.2	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	-18.2	5.5	4.7	4.3	4.3
EV/EBITDA(최고)	10.3	4.2	4.5	3.7	3.2
EV/EBITDA(최저)	8.6	2.1	3.0	2.3	1.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

신서정

seojeong@sk.com.kr

02-3773-9978

Company Data

자본금	2,078 십억원
발행주식수	41,562 만주
자사주	474 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,889 십억원
주요주주	
케이디비인베스트먼트	50.76%
트제일호유한회사(외5)	
국민연금공단	6.23%
외국인지분률	13.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	4,545 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	6,080 원
52주 최저가	3,865 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.8%	4.0%
6개월	-10.2%	-2.3%
12개월	-12.8%	-9.1%

대우건설 (047040/KS | 중립(신규편입) | T.P 5,200 원(신규편입))

잠재력 대비 아쉬운 실적

대우건설의 3Q19 매출액은 2.1 조원(YoY-13.7%), 영업이익은 1,247 억원(YoY-30.2%)을 기록할 것으로 전망한다. 주택 중심 건설사업에도 불구하고 주택부문의 외형 축소가 아쉬운 실적의 주 요인으로 작용하였다. 여전히 주택부문의 규제 이슈가 동사의 주가에 불확실성 요소이다. 해외수주 실적 증가가 가시화되는 시점에 동사에 대한 재평가 가 요구되겠다. 목표주가 5,200 원, 투자의견 Hold로 신규 커버리지 개시한다.

잠재력 대비 아쉬운 실적 전망

대우건설의 3Q19 매출액은 2.1 조원(YoY-13.7%), 영업이익은 1,247 억원 (YoY-30.2%) 을 기록할 것으로 전망한다. 주택 중심 건설사업에도 불구하고, 주택부문의 외형 축소가 아쉽다. 이번 분기까지 주택부문의 실적 부진은 이어질 것이다. 다만 4분기 부터는 올 상반기부터 진행된 주택 분양이 점차 실적으로 반영되며 실적의 개선세를 기대해 볼 수 있겠다.

LNG 카르텔 입성이 주는 의미

동사는 9 월 16 일 나이지리아 LNG Train7 낙찰의향서 접수 공시를 하며 잠재력을 보여 주었다. 카르텔이 형성되어 있는 LNG 액화플랜트 시장에 국내 건설사 최초로 성공 사례를 만들어 냈다는 것에서 동사의 잠재력을 입증시켰다는 판단이다. 이를 계기로 플랜트 부문의 점진적 실적 개선세가 기대되는 바이다.

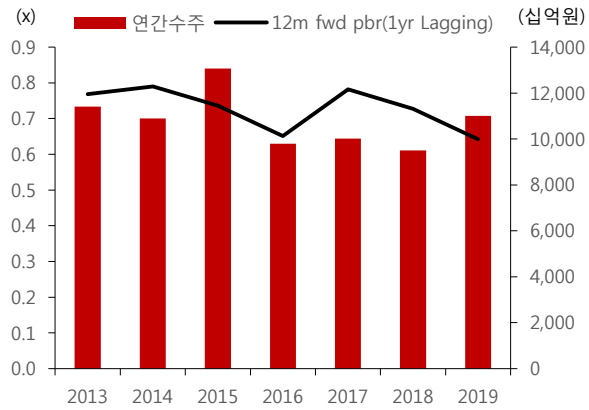
투자의견 HOLD, 목표주가 5,200 원으로 신규 커버리지 개시

주택시장 둔화 우려 및 부동산 관련 규제 이슈가 여전히 동사의 주가에 불확실성을 가중시킬 수 있는 요소다. 향후 해외수주 실적 증가가 가시화 되는 시점에서야 동사에 대한 재평가가 가능할 것으로 판단한다. 목표주가 5,200 원의 산출 근거는, 2020 년의 수주가 14~16 년 수주와 유사한 수준으로 전망되는바, 당시 3 개년 평균 PBR(0.8x)을 적용하였다. 투자의견 Hold로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

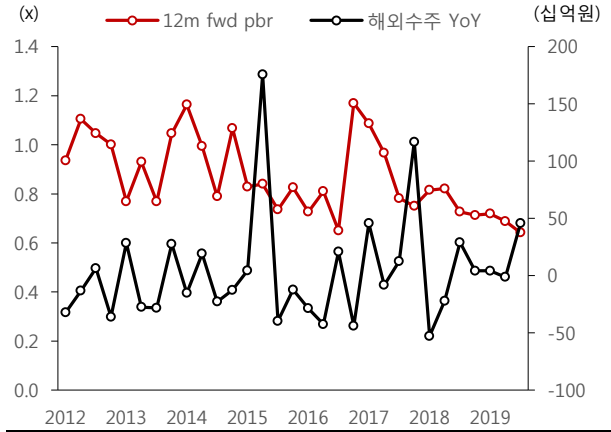
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	11,106	11,767	10,605	8,680	9,335	9,109
yoy	%	12.3	6.0	-9.9	-18.2	7.5	-2.4
영업이익	십억원	-467	429	629	451	547	563
yoy	%	적전	흑전	46.6	-28.2	21.1	3.0
EBITDA	십억원	-371	522	720	560	663	656
세전이익	십억원	-1,011	314	432	336	438	472
순이익(지배주주)	십억원	-736	259	299	249	340	365
영업이익률%	%	-4.2	3.7	5.9	5.2	5.9	6.2
EBITDA%	%	-3.3	4.4	6.8	6.5	7.1	7.2
순이익률	%	-6.8	2.2	2.8	2.8	3.6	3.9
EPS(계속사업)	원	-1,770	623	719	598	818	879
PER	배	N/A	9.5	7.5	7.6	5.6	5.2
PBR	배	1.0	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	-10.8	7.6	5.1	5.2	3.8	3.0
ROE	%	-30.9	12.1	13.2	10.4	12.7	12.2
순차입금	십억원	1,701	1,323	1,185	757	347	-177
부채비율	%	일부잠식	285.3	276.8	288.4	279.0	249.1

연간주주와 12M fwd PBR



자료: DataGuide, SK 증권

해외주주 YoY 와 12M fwd PBR



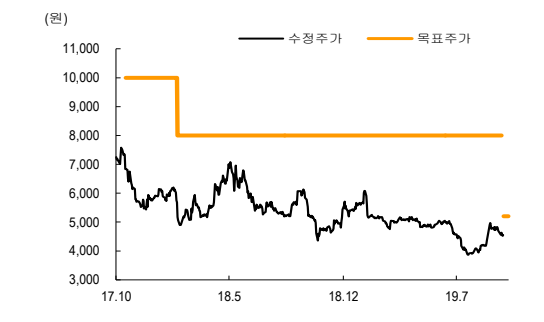
자료: DataGuide, SK 증권

PBR Valuation Table

항목		비고
예상 BPS (원)	6,425.9	19~20년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	0.8	2020년, 14~16수주와 유사 Target PBR 당시 3개년 평균 PBR 적용
적정주가 (원)	5,140.7	
목표주가 (원)	5,200	
현재주가 (원)	4,545	2019-10-11 일 기준
Upside (%)	14.4	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	중립	5,200원	6개월		
2019.10.10	담당자 변경				
2019.04.02	매수	8,000원	6개월	-34.84%	-11.50%
2019.01.30	매수	8,000원	6개월	-31.63%	-11.50%
2019.01.07	매수	8,000원	6개월	-30.76%	-11.50%
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%



Compliance Notice

- 작성자(신서정)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 10월 14일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	5,277	5,197	6,397	7,336	7,756
현금및현금성자산	517	706	1,772	2,445	2,969
매출채권및기타채권	1,601	1,526	1,512	1,612	1,573
재고자산	727	875	867	924	902
비유동자산	3,499	3,536	3,466	3,476	3,386
장기금융자산	807	775	690	690	690
유형자산	630	574	518	409	322
무형자산	81	71	69	67	64
자산총계	8,776	8,734	9,864	10,812	11,142
유동부채	5,270	4,845	4,946	5,210	5,125
단기금융부채	1,637	1,534	1,666	1,713	1,713
매입채무 및 기타채무	2,507	2,115	2,096	2,234	2,180
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,229	1,572	2,377	2,750	2,825
장기금융부채	388	642	1,309	1,525	1,525
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	223	490	486	518	517
부채총계	6,498	6,416	7,324	7,959	7,951
지배주주지분	2,243	2,282	2,511	2,831	3,176
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	-92	-14	235	574	940
비지배주주지분	35	36	29	22	15
자본총계	2,278	2,318	2,540	2,853	3,192
부채외자본총계	8,776	8,734	9,864	10,812	11,142

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	293	233	907	580	562
당기순이익(손실)	258	297	241	332	358
비현금성항목등	342	288	372	331	298
유형자산감가상각비	85	84	101	110	86
무형자산감가상각비	7	7	7	7	6
기타	121	-14	109	53	53
운전자본감소(증가)	-318	-312	290	-31	20
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	55	-204	-100	39
재고자산감소(증가)	554	579	202	-57	22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-246	-140	182	138	-54
기타	-675	-805	110	-12	13
법인세납부	11	-40	3	-52	-114
투자활동현금흐름	225	-98	75	-21	126
금융자산감소(증가)	29	-108	-150	0	0
유형자산감소(증가)	-63	-20	-21	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-3	-4	-4	-4
기타	261	33	251	-17	130
재무활동현금흐름	-818	56	87	113	-163
단기금융부채증가(감소)	-722	166	563	47	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-337	216	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-96	-111	-139	-150	-163
현금의 증가(감소)	-300	189	1,067	672	524
기초현금	817	517	706	1,772	2,445
기말현금	517	706	1,772	2,445	2,969
FCF	63	459	434	464	535

자료 : 대우건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,767	10,605	8,680	9,335	9,109
매출원가	10,935	9,575	7,761	8,355	8,098
매출총이익	832	1,030	919	980	1,011
매출총이익률 (%)	7.1	9.7	10.6	10.5	11.1
판매비와관리비	403	401	468	433	448
영업이익	429	629	451	547	563
영업이익률 (%)	3.7	5.9	5.2	5.9	6.2
비영업손익	-115	-197	-116	-108	-91
순금융비용	60	71	69	50	33
외환관련손익	19	-5	-5	-5	-5
관계기업투자등 관련손익	-27	-3	25	0	0
세전계속사업이익	314	432	336	438	472
세전계속사업이익률 (%)	2.7	4.1	3.9	4.7	5.2
계속사업법인세	56	134	94	106	114
계속사업이익	258	297	241	332	358
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	258	297	241	332	358
순이익률 (%)	2.2	2.8	2.8	3.6	3.9
지배주주	259	299	249	340	365
지배주주귀속 순이익률(%)	2.2	2.82	2.86	3.64	4.01
비지배주주	-1	-1	-8	-8	-8
총포괄이익	208	271	222	313	339
지배주주	211	272	229	320	345
비지배주주	-3	-1	-7	-7	-7
EBITDA	522	720	560	663	656

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	6.0	-9.9	-18.2	7.5	-2.4
영업이익	흑전	46.6	-28.2	21.1	3.0
세전계속사업이익	흑전	37.7	-22.3	30.7	7.7
EBITDA	흑전	38.0	-22.2	18.4	-1.0
EPS(계속사업)	흑전	15.4	-16.8	36.7	7.5
수익성 (%)					
ROE	12.1	13.2	10.4	12.7	12.2
ROA	2.8	3.4	2.6	3.2	3.3
EBITDA마진	4.4	6.8	6.5	7.1	7.2
안정성 (%)					
유동비율	100.1	107.3	129.3	140.8	151.3
부채비율	285.3	276.8	288.4	279.0	249.1
순차입금/자기자본	58.1	51.1	29.8	12.2	-5.6
EBITDA/이자비용(배)	5.7	6.5	3.9	4.4	4.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	623	719	598	818	879
BPS	5,396	5,490	6,041	6,811	7,642
CFPS	846	938	859	1,098	1,102
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.2	9.9	10.2	7.4	6.9
PER(최저)	8.2	6.1	6.5	4.7	4.4
PBR(최고)	1.5	1.3	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
PCR	7.0	5.8	5.3	4.1	4.1
EV/EBITDA(최고)	9.5	6.0	6.3	4.7	4.0
EV/EBITDA(최저)	7.0	4.5	4.7	3.4	2.6

memo
