



△ 건설

Analyst 박형렬
02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

현대건설 000720

정상화 이후의 실적 변수

- ✓ 1분기 매출은 4.2조원(2.2% YoY), 영업이익은 2,009억원(21.5% YoY) 기록
- ✓ 2019년 2분기 이후 처음으로 영업이익 컨센서스 상회
- ✓ 일회성 비용 감소로 판관비를 정상화 (2020년 1분기 베네수엘라 손실 630억)
- ✓ 90% 수준의 원가율이 유지될 경우 21년 영업이익 9,679억원으로 정상화
- ✓ 21년 주택 분양 확대와 함께 실적 개선 이어질 전망

Buy

적정주가 (12개월)	57,000 원
현재주가 (4.23)	49,800 원
상승여력	14.5%
KOSPI	3,186.10pt
시가총액	55,455억원
발행주식수	11,136만주
유동주식비율	65.08%
외국인비중	20.40%
52주 최고/최저가	49,800원/29,650원
평균거래대금	432.4억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 5 인	34.92
국민연금공단	11.02
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	15.0 57.3 43.3
상대주가	8.5 16.6 -13.9

주가그래프



7개 분기만의 실적 개선

2019년 이후에도 해외 플랜트를 중심으로 손실을 반영이 지속되었던 현대건설은 이번 1분기 시장의 기대치를 상회하는 영업이익을 발표하였다. 이는 1) 지난 2년간 지속적인 해외 손실 반영으로 실적에 대한 시장의 기대치가 낮아져 있던 부분 2) 2020년 분양물량 및 해외수주 증가 효과 3) 2021년 1분기 특별한 일회성 손실이 반영되지 않았던 점 등 때문이다.

1분기 국내 부문 원가율은 86%, 해외 부문 원가율은 92%, 전사 원가율은 90.4%를 기록하였다. 90% 수준의 원가율이 향후 지속 가능한 수준의 수익성으로 판단되며, 2분기 이후 해외 매출에서 신규 수주한 프로젝트의 매출이 증가함에 따라, 이익 정상화 국면은 이어질 것으로 전망된다.

향후 판관비 부문의 변동요인이 크지 않아, 2021년 연간 매출 1.8조원, 영업이익 9,679억원으로 정상적인 영업이익 수준을 회복할 것으로 추정된다.

19년 1.3만호 분양, 20년 2.0만호, 분양, 21년 3.2만호 분양 계획

2015년 이전 수주한 수익성이 낮은 해외 플랜트 대부분이 준공되면서 비용이 감소하는 효과 외에, 이익 기여도가 높은 주택 부문의 분양물량 증가 및 시행이익을 공유하는 개발형 사업 확대가 정상화 이후 실적 성장에 기여할 것으로 판단된다. 현대엔지니어링의 상장은 자산 측면에서 자회사 가치의 재평가보다는 상장 과정에서 신규 사업 확대 여부에 초점을 맞춰야 하며, 성장 전략의 변화에 따라 현대건설 주가에 영향을 줄 것으로 판단된다. 투자의견 매수를 유지하며, 적정주가는 44,000원에서 57,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	17,278.8	859.7	407.4	3,658	7.1	59,778	11.6	0.7	4.8	6.3	109.1
2020	16,970.9	549.0	122.3	1,098	-60.3	59,502	34.1	0.6	4.1	1.8	104.6
2021E	17,976.3	967.9	525.1	4,715	230.3	63,213	10.6	0.8	3.9	7.7	97.7
2022E	19,880.3	1,130.7	663.9	5,961	14.7	67,969	8.4	0.7	3.0	9.1	92.6
2023E	21,326.9	1,274.3	758.0	6,806	14.2	73,970	7.3	0.7	2.1	9.6	85.3

표1 현대건설 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	4,149.6	4,058.9	2.2	4,325.4	-4.1	4,125.9	0.6	3,774.3	9.9
영업이익	200.9	165.3	21.5	89.9	123.5	171.3	17.3	165.9	21.1
순이익	194.4	196.5	-1.1	-113.4	-271.4	86.7	124.2	110.6	75.8
영업이익률(%)	4.8	4.1	18.9	2.1	132.9	4.2	16.6	4.4	10.1
순이익률(%)	4.7	4.8	-3.2	-2.6	-278.7	2.1	122.9	2.9	59.9

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 2020, 2021년 분기별 컨센서스

(십억원)	2020				2021E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	3,911.6	4,300.3	4,161.2	4,412.9	4,125.9	4,625.2	4,597.5	5,074.8
영업이익	194.2	208.0	172.2	146.2	171.3	211.2	224.0	256.9
세전계속사업이익	205.3	186.3	161.4	112.2	190.6	207.0	219.6	224.8
당기순이익	105.2	105.7	77.8	55.9	86.7	102.7	107.0	123.7

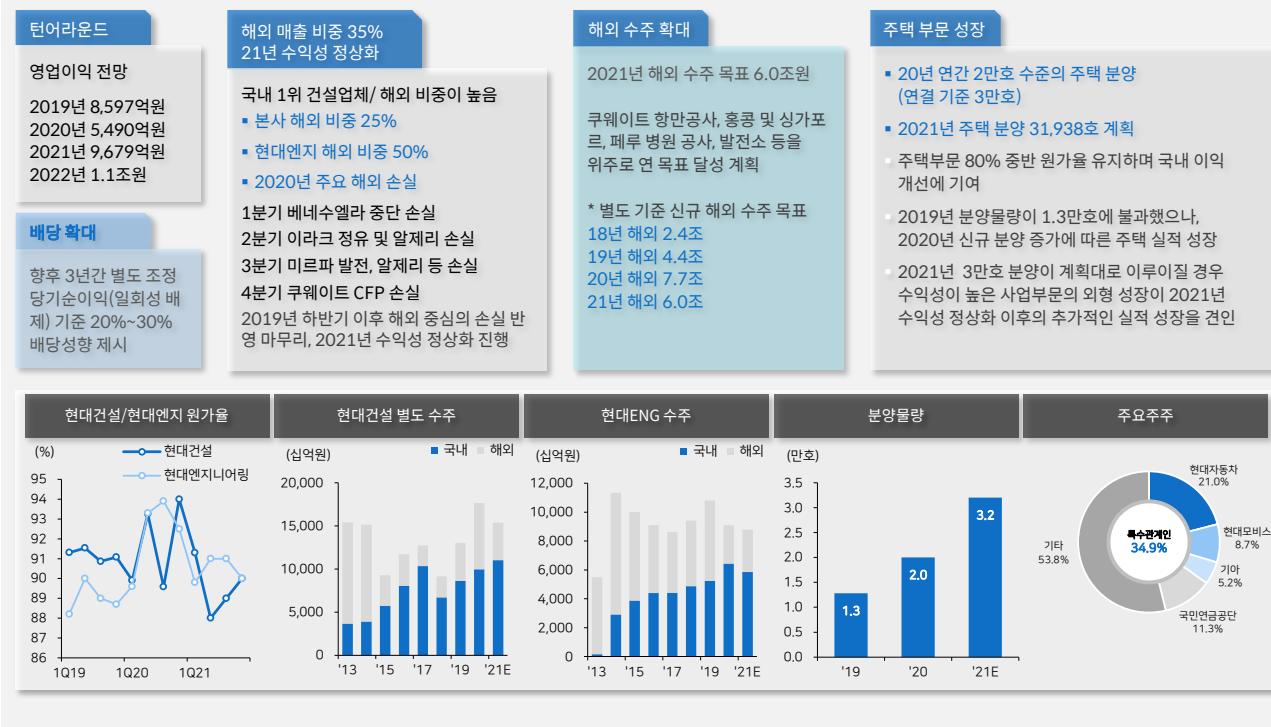
자료: Quantewise, 메리츠증권 리서치센터

표3 2014~2021년 연도별 컨센서스

(십억원)	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21E
매출액	17,276.5	19,233.2	18,825.0	16,887.1	16,730.9	17,278.8	17,054.4	18,385.5
영업이익	829.2	1,089.3	1,159.0	986.1	840.0	859.7	611.2	866.2
세전계속사업이익	673.0	898.1	981.5	554.8	897.9	798.9	620.0	829.5
당기순이익	331.3	421.0	572.1	201.7	381.6	407.4	293.0	434.5

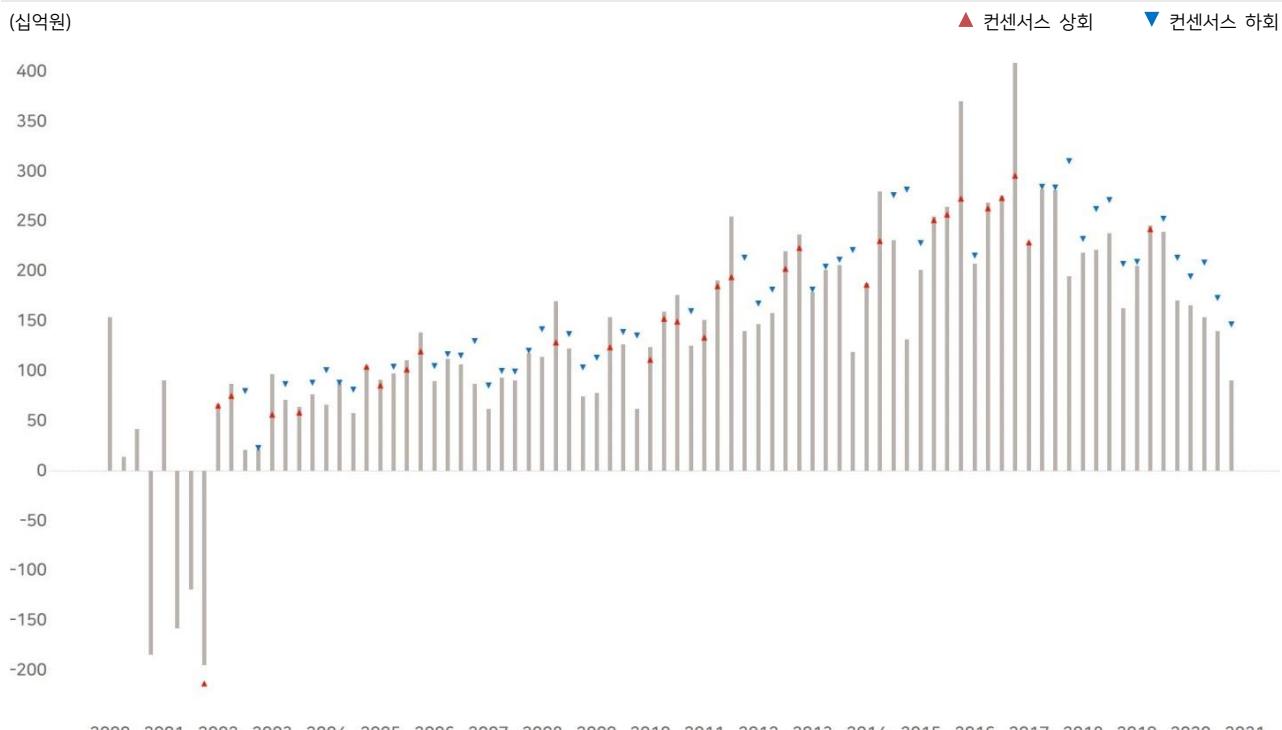
자료: Quantewise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요 투자포인트



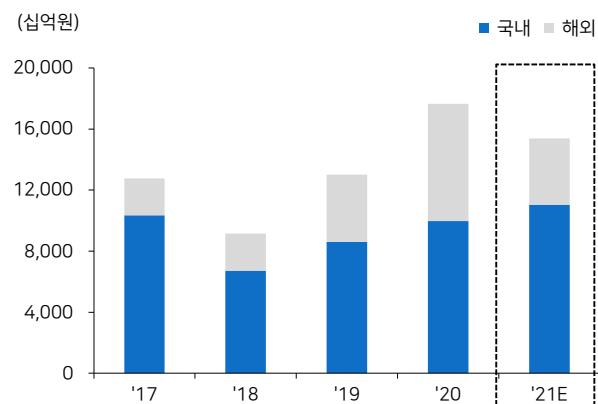
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영업이익 vs 컨센서스



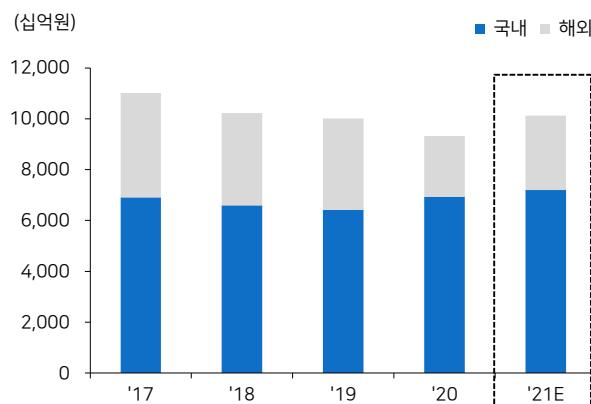
자료: Quantwise, Tableau, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신규수주



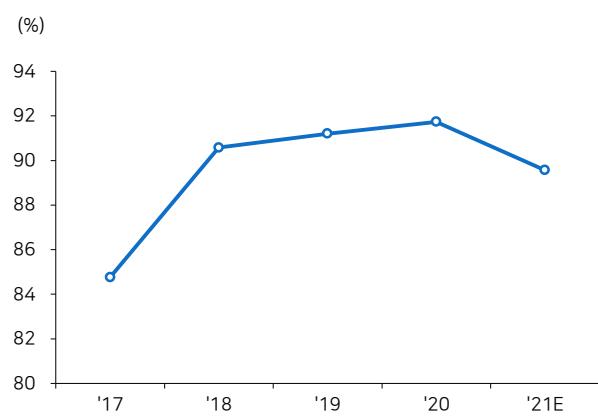
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출액



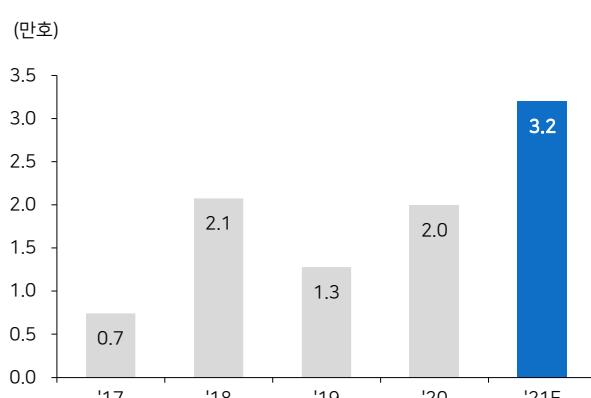
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림5 원가율



자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림6 분양 물량



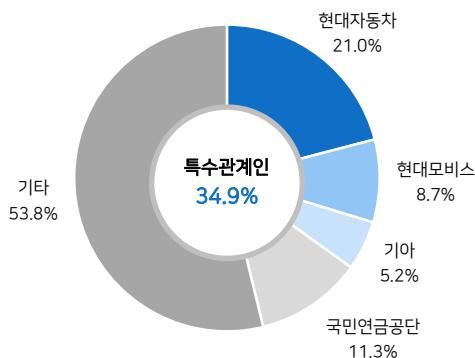
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PBR



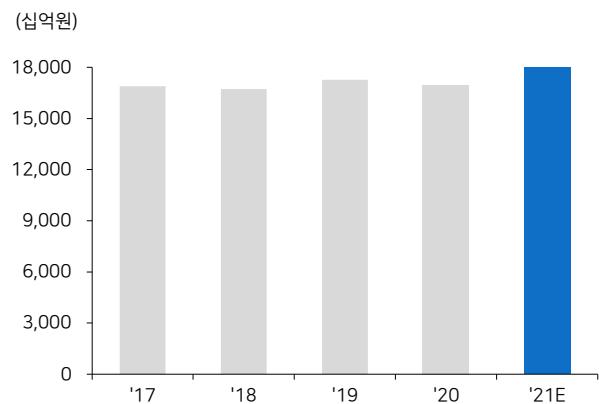
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주주 현황



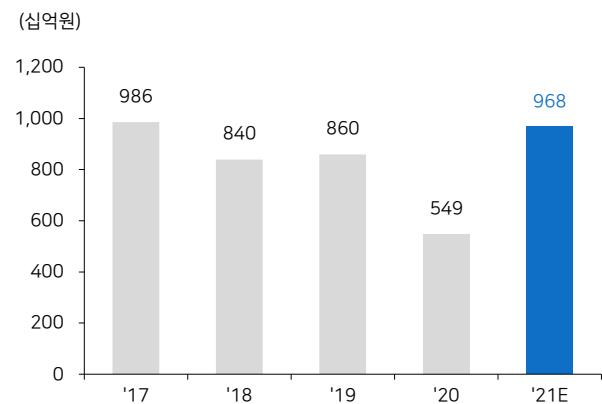
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림9 매출액



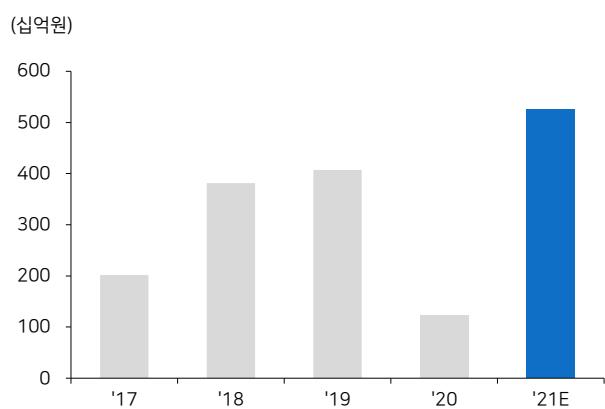
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림10 영업이익



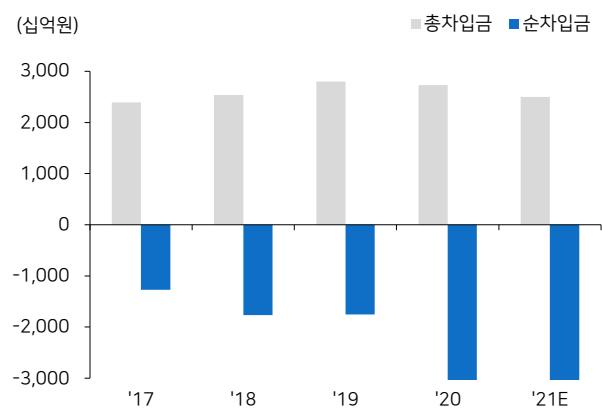
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림11 순이익



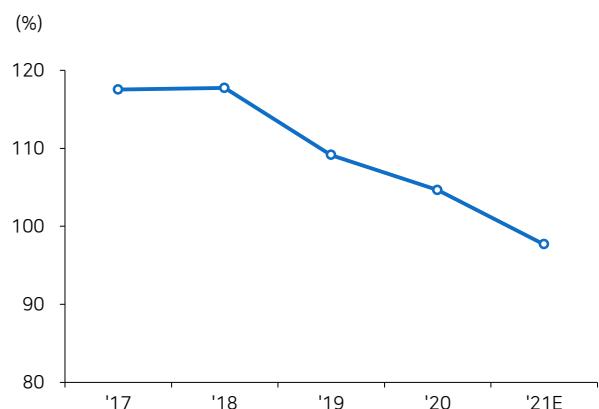
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림12 차입금



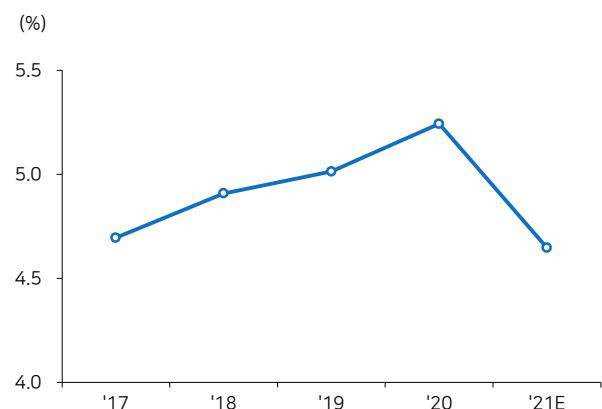
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림13 부채비율



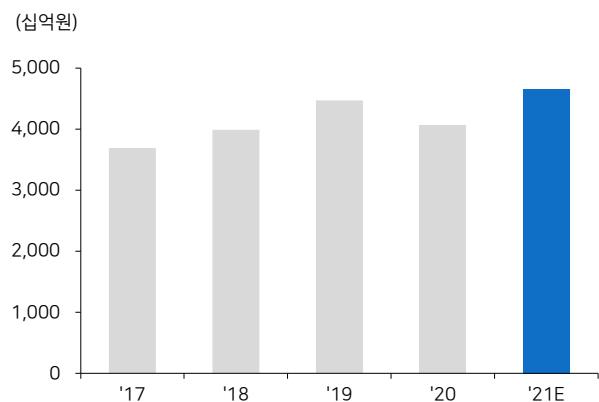
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림14 판관비율



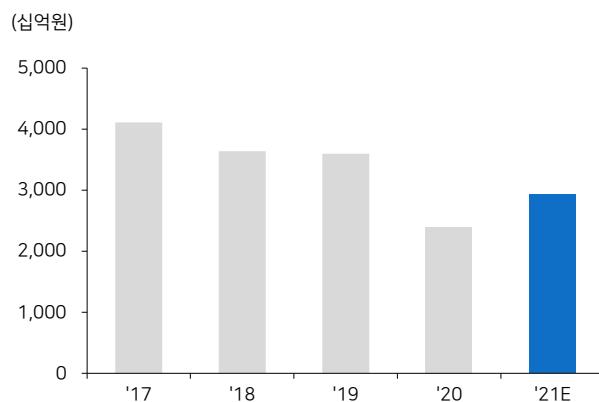
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 주택 매출액



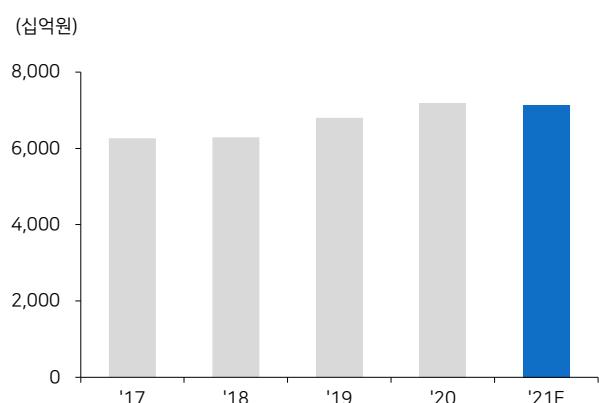
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 해외 매출액



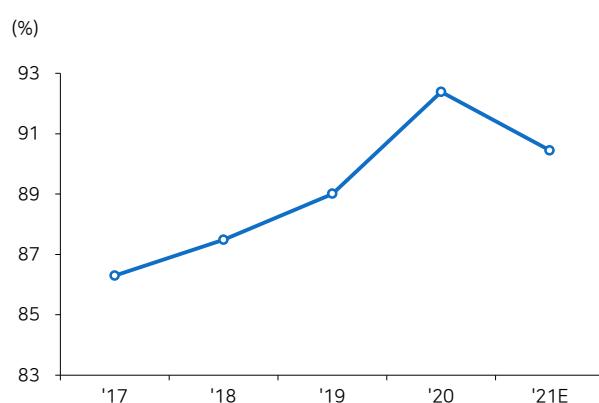
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림17 현대엔지니어링 매출액



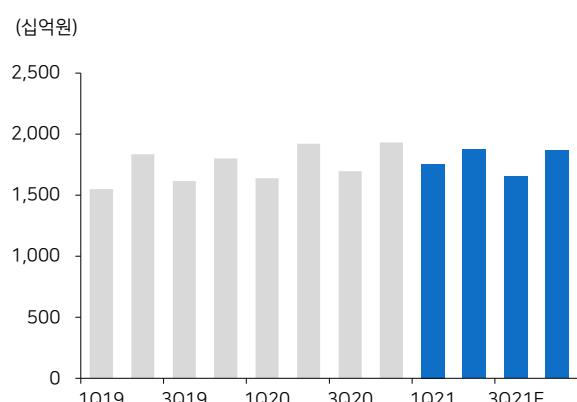
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림18 현대엔지니어링 원가율



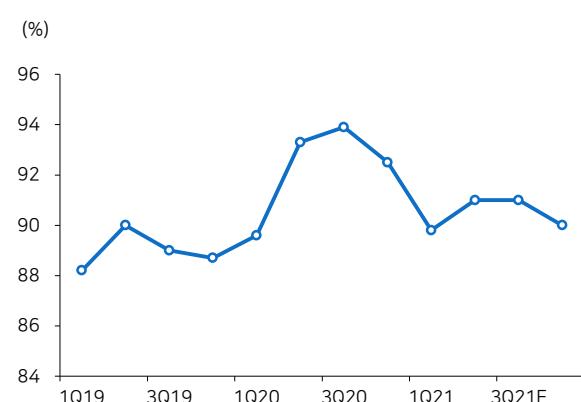
자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림19 분기별 현대엔지니어링 매출액



자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

그림20 분기별 현대엔지니어링 원가율



자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대건설 주요 해외 파이프라인

2021	1Q	<ul style="list-style-type: none"> ■ (별도 기준) 해외 수주 목표 6.0조원 ■ 싱가포르 변전소 공사 1,700억원 ■ 페루 친체로 신공항 1,582억원 ■ 사우디아라비아 라파 지역 변전소 공사 818억원 ■ 사우디아라비아 송전선 공사 1,264억원 ■ 1분기 해외 수주 7,157억원 달성
	2Q ~ 4Q	<ul style="list-style-type: none"> ■ 이라크 바그다드 트레인 ■ 쿠웨이트 항만공사 ■ 아시아 지역 발전소 공사 ■ 홍콩, 싱가포르, 페루 종합 병원 공사 ■ 이집트 원전 사업

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

현대건설 (000720)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,278.8	16,970.9	17,976.3	19,880.3	21,326.9
매출액증가율 (%)	3.3	-1.8	5.9	10.6	7.3
매출원가	15,552.9	15,574.0	16,173.0	17,925.4	19,208.3
매출총이익	1,725.9	1,396.9	1,803.3	1,954.9	2,118.6
판매관리비	866.2	847.9	835.4	824.2	844.3
영업이익	859.7	549.0	967.9	1,130.7	1,274.3
영업이익률	5.0	3.2	5.4	5.7	6.0
금융손익	3.5	-8.6	32.1	42.6	55.2
증속/관계기업손익	-7.7	-3.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-56.5	-141.6	-8.1	7.7	19.0
세전계속사업이익	798.9	395.6	991.9	1,181.0	1,348.5
법인세비용	225.6	167.9	240.1	318.9	364.1
당기순이익	573.3	227.7	751.8	862.1	984.4
지배주주지분 순이익	407.4	122.3	525.1	663.9	758.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	478.9	1,729.7	779.7	943.1	1,248.2
당기순이익(손실)	573.3	227.7	751.8	862.1	984.4
유형자산상각비	164.7	163.2	68.8	71.4	73.7
무형자산상각비	19.5	8.5	1.0	1.0	1.0
운전자본의 증감	-652.0	1,010.8	-42.0	8.6	189.1
투자활동 현금흐름	-151.2	-1,219.2	-323.3	-494.9	-332.0
유형자산의증가(CAPEX)	-109.9	-73.4	-90.0	-90.0	-90.0
투자자산의감소(증가)	-119.7	-350.5	-90.3	-71.3	-42.6
재무활동 현금흐름	15.3	95.5	-297.7	-267.5	-531.4
차입금의 증감	266.3	-70.7	-230.9	-156.1	-397.7
자본의 증가	15.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	344.8	600.8	158.7	180.8	384.9
기초현금	2,241.2	2,586.0	3,186.8	3,345.6	3,526.3
기말현금	2,586.0	3,186.8	3,345.6	3,526.3	3,911.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	13,172.0	13,398.9	13,944.9	14,783.7	15,644.5
현금및현금성자산	2,586.0	3,186.8	3,345.6	3,526.3	3,911.2
매출채권	24.5	14.1	16.5	18.3	19.4
재고자산	1,723.4	1,125.5	1,181.8	1,313.1	1,391.6
비유동자산	5,055.0	4,540.3	4,650.8	4,739.6	4,797.5
유형자산	1,419.8	967.5	988.6	1,007.2	1,023.5
무형자산	697.8	703.4	702.4	701.4	700.4
투자자산	671.2	1,018.4	1,108.7	1,180.1	1,222.7
자산총계	18,227.0	17,939.3	18,595.7	19,523.3	20,442.0
유동부채	6,770.9	6,467.7	6,522.2	6,721.0	6,884.4
매입채무	1,696.6	1,674.6	1,724.9	1,916.6	2,031.1
단기차입금	415.1	276.7	226.7	176.7	126.7
유동성장기부채	481.4	495.0	475.0	465.0	315.0
비유동부채	2,741.1	2,705.2	2,666.7	2,667.2	2,527.3
사채	1,247.4	1,536.0	1,436.0	1,386.0	1,286.0
장기차입금	503.4	266.2	236.2	186.2	86.2
부채총계	9,512.0	9,172.9	9,188.9	9,388.2	9,411.6
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,019.5	1,019.2	1,019.2	1,019.2	1,019.2
기타포괄이익누계액	-233.7	-239.8	-239.8	-239.8	-239.8
이익잉여금	5,325.2	5,300.8	5,714.5	6,244.6	6,913.4
비지배주주지분	2,052.4	2,134.6	2,361.4	2,559.6	2,786.1
자본총계	8,715.0	8,766.4	9,406.8	10,135.1	11,030.4

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	155,168	152,402	161,432	178,529	191,520
EPS(지배주주)	3,658	1,098	4,715	5,961	6,806
CFPS	11,311	7,757	9,247	10,874	12,285
EBITDAPS	9,375	6,471	9,320	10,805	12,115
BPS	59,778	59,502	63,213	67,969	73,970
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.4	1.6	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	11.6	34.1	10.6	8.4	7.3
PCR	3.7	4.8	5.4	4.6	4.1
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
EBITDA	1,043.9	720.6	1,037.8	1,203.2	1,349.0
EV/EBITDA	4.8	4.1	3.9	3.0	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	1.8	7.7	9.1	9.6
EBITDA 이익률	6.0	4.2	5.8	6.1	6.3
부채비율	109.1	104.6	97.7	92.6	85.3
금융비용부담률	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(X)	10.1	7.0	14.4	18.3	22.4
매출채권회전율(X)	642.0	879.4	1,175.8	1,145.1	1,133.1
재고자산회전율(X)	9.4	11.9	15.6	15.9	15.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.26	기업브리프	Buy	73,000	박형렬	-30.2	-23.0	
2019.07.26	기업브리프	Buy	63,000	박형렬	-37.6	-23.5	
2020.04.29	산업분석	Buy	44,000	박형렬	-16.5	13.2	
2021.04.26	기업브리프	Buy	57,000	박형렬	-	-	