

건설

Overweight (신규)

고르디우스의 매듭

Part 1 성장에 목마른 건설

Part 2 기다렸던 해외 수주, 네옴과 같이 온다

Part 3 주택, 이익 개선에 집중할 때





건설

Overweight (신규)

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
현대건설 (000720)	Buy (신규)	59,000원
삼성엔지니어링 (028050)	Buy (신규)	32,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
DL이앤씨 (375500)	Buy (신규)	53,000원
GS건설 (006360)	Buy (신규)	34,000원
대우건설 (047040)	Buy (신규)	6,500원

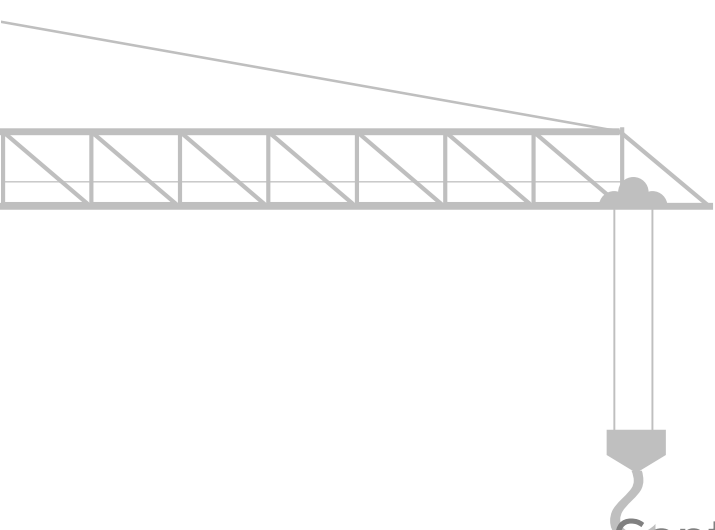


유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr



고르디우스의 매듭

Contents

Summary	4
Key Chart	5
Part 1	성장에 목마른 건설 8
지난 7년 간 해외 사업의 축소는 멀티플 De-rating으로 연결	8
당장 실적에는 주택이 중요하지만, 결국 해외 수주가 큰 흐름을 결정	10
Part 2	기다렸던 해외 수주, 네옴과 같이 온다 12
2022년 유가 상승 대비 제한적이었던 해외 수주 개선	12
공급망 차질 완화와 함께 2023년 본격화될 해외 수주	14
향후 10년 수주 레벨을 바꿔줄 네옴시티	19
네옴시티 진행의 리스크 요인은?	25
네옴시티 투자는 현대건설로 귀결	26
원전을 비롯한 그 밖의 수주 동력에도 주목	27
Part 3	주택, 이익 개선에 집중할 때 31
금리 앞에 장사없다	31
미분양, 아직 우려할 때 아니다	36
분양 상황과 별개로 원가율 개선에 힘입어 실적은 견조	38
분양 상황보다는 결국 이익에 주목	43
기업분석	현대건설(000720)_살만 합니다 45
삼성엔지니어링(028050)_나올 수주는 산적, 리스크는 제한적	50
DL이앤씨(375500)_힘들었던 만큼	55
GS건설(006360)_사업 구조 다변화와 밸류에이션 매력	60
대우건설(047040)_이제는 고개를 들 때	65

Summary

인플레이션은 건설 업종에 있어 아주 복잡한 문제다. 유가 상승과 중동 국가들의 재무 구조 개선이 해외 수주 기대감을 키운 반면, 공급망 차질과 높은 공사비 변동성은 해외 수주 시점을 지연시켰다. 한편, 금리 인상에 따라 최근 원자재 가격이 하락 안정화되면서 주택 원가율 반등에 대한 기대가 생기고 있다. 반면에 주택 수요가 냉각되면서 분양 물량이 하락하고 미분양 물량이 증가하는 점은 부정적이다.

근본적 원인인 물가 및 금리 상승이 아직 멈추지 않았기 때문에, 건설 업종을 둘러싼 복잡한 매듭이 풀렸다고 보기는 어렵다. 이러한 상황에서 건설 업종 주가 상승을 위해서는 알렉산더 대왕이 '고르디우스의 매듭'을 한 칼에 끊었듯¹, 한 방이 있는 모멘텀이 필요하다.

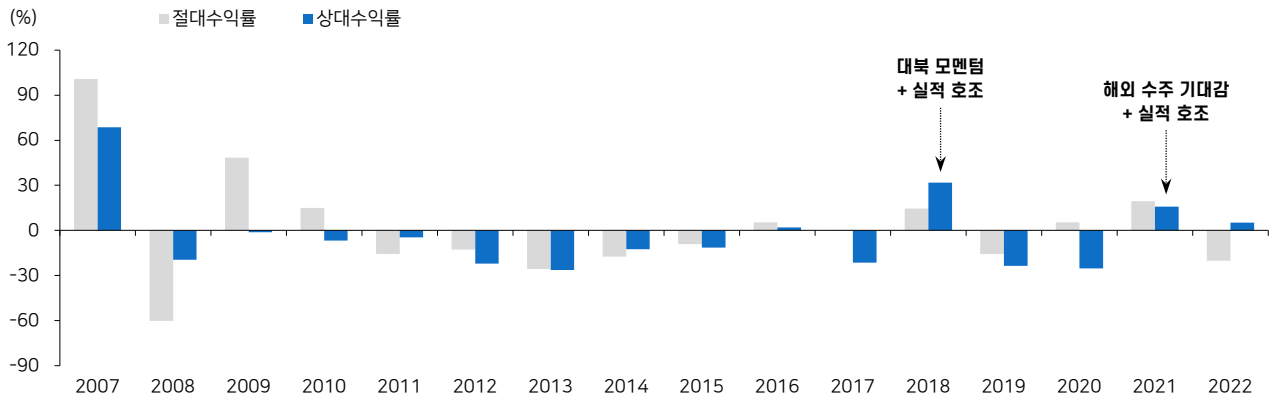
'네옴시티'를 비롯한 해외 수주가 그 역할을 수행할 것으로 기대한다. 네옴시티는 총 1조 달러의 예산이 투자될 것으로 보이는 사우디아라비아의 거대 신도시 계획이다. 11월 빈 살만 왕세자의 방한이 예상되며, 2023년부터 본격적인 발주가 전망된다. 네옴시티 이외에도 공급망 차질의 완화로 인한 화공 수주의 확대, 원전 수출, 인도네시아 수도 이전 등이 해외 수주 풀을 넓힐 것이다.

전반적으로 주택 업황이 어려운 가운데 개별 모멘텀이 부각되는 시점이니만큼, 업종 내에서도 선별적인 투자 전략이 중요하다. 네옴시티를 비롯한 해외 토목 사업에 가장 적극적이며, 원전을 중장기 성장 동력으로 삼고 있는 현대건설을 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 또한 삼성엔지니어링은 주택 사업에 노출이 없고 4Q22부터 기대할 수 있는 수주 파이프라인이 풍부하다.

¹ 고르디우스의 매듭은 '풀기 어려운 문제'를 뜻하며, 고르디우스 매듭을 푸는 행위는 '난해한 문제를 해결하다'는 뜻으로 사용된다. 프리기아의 왕 고르디우스는 신전 기둥에 복잡한 매듭을 묶고 이를 푸는 사람이 아시아의 왕이 되리라는 신탁을 남긴다. 매듭을 풀기 위해 수많은 영웅들이 도전했으나 모두 실패하고 말았다. 알렉산더 대왕은 수많은 시도에도 매듭이 풀리지 않자, 칼로 매듭을 잘라 버렸고 이후 실제로 아시아를 정복하게 된다.

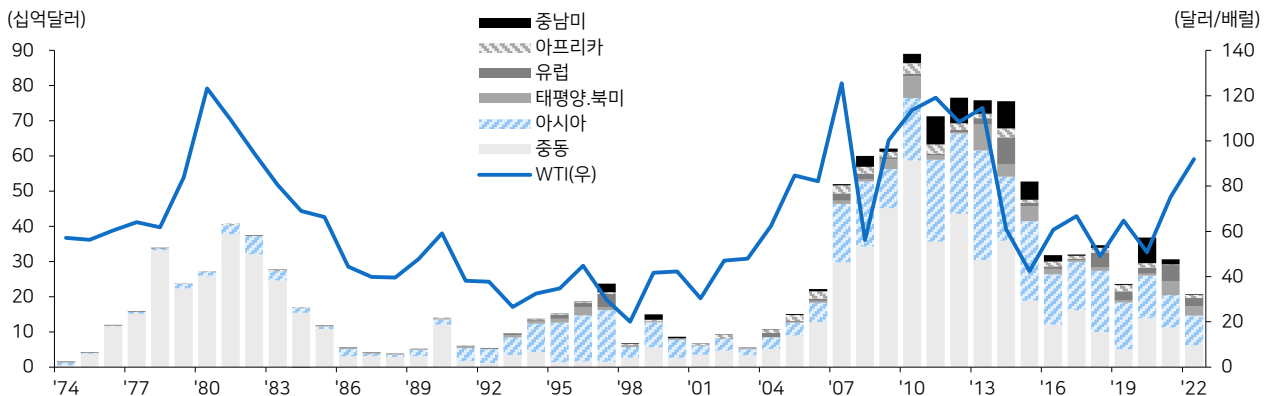
Key Chart

그림1 건설 지수 연간 수익률: 2008년 이후 코스피 대비 Outperform한 해는 단 두 해



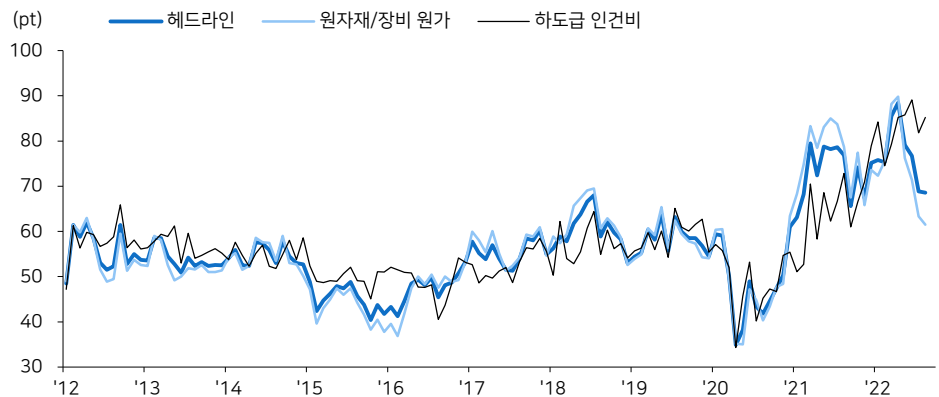
주: 2022년 수익률은 9월 26일 종가 기준. 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국 건설사들의 해외 수주 추이 vs 유가



주: 1) 2021년 통화 가치 기준으로 조정. 2) 2022년 수주는 보고서 작성 시점까지의 누적액
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 IHS 건설 공사 지수 추이(~2022년 8월): 급상승한 공사 원가가 발주를 제한



주: EPC 업체를 대상으로 전월 대비 공사 원가 등락폭을 설문 조사. 50포인트 이상은 상승, 50포인트 미만은 하락을 의미
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

표1 건설사별 해외 수주 파이프라인

회사	프로젝트	수주 예상 시기	예상 규모	회사	프로젝트	수주 예상 시기	예상 규모
DL이앤씨	필리핀 통근철도	3Q22~4Q22	4,000억원	현대건설	필리핀 통근철도	3Q22~4Q22	15억달러
	사우디 Maaden	4Q22	7,000억원		사우디 NEOM 항만	3Q22~4Q22	7천억원 내외 추정
	카타르 Ras Laffan	4Q22	7,000억원		사우디 석유화학	4Q22	15~20억달러
	미국 CP Chem	3Q22~4Q22	6,000~7,000억원		카타르 Ras Laffan	4Q22	10억달러 이상
	S-Oil 사힌	4Q22~1Q23	2조원		사우디 사토프아미랄	4Q22~1Q23	15~17억달러 패키지×2
삼성 엔지니어링	베트남 PDH/PP	3Q22~4Q22	10억달러	GS건설	오만 담수화	4Q22	9천억원 내외
	알제리 PDH/PP	3Q22~4Q22	14~15억달러		필리핀 통근철도	4Q22	
	카타르 Ras Laffan	4Q22	15억달러	대우건설	이라크 알포 추가	4Q22	6,000억원
	S-Oil 사힌	4Q22	20억달러		리비아 발전 PJ	4Q22	2,000억원
	요르단 정유	1Q23	10억달러		S-Oil Shaheen	4Q22	8,000억원
	인도 Five PD	1Q23	7~10억달러				
	사우디 사토프아미랄	1Q23	15~17억달러 패키지×2				

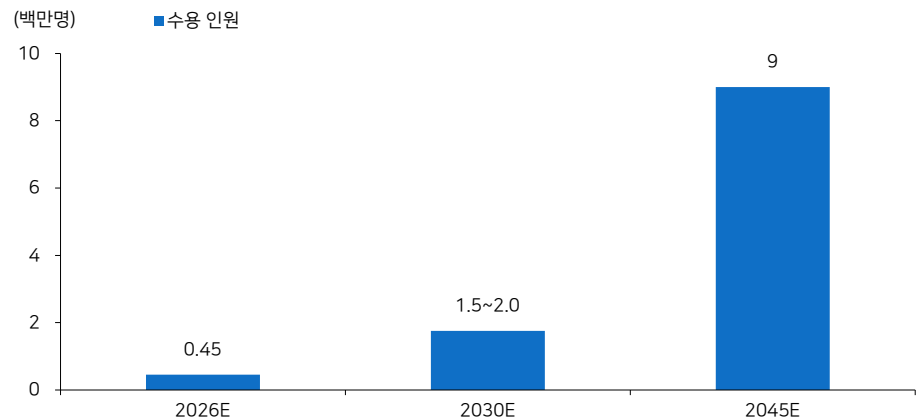
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 NEOM 시티 개발 주요 마일스톤

시기	주요 마일스톤
2022년	▪ NEOM 공항 첫번째 상용 운항 개시(두바이-네옴)
2023년	▪ NEOM 시티 내 적용될 독립 사법 체계 발표 ▪ OneWeb, 저궤도위성(LEO) 기반 통신 시스템 NEOM 시티 내에서 상용화
2024년	▪ NEOM 상장. The Line 1단계 투자 금액 1.2조 리알(약 3,200억달러) 중 6,000억 리알은 사우디 국부펀드(PIF)로부터, 나머지 절반은 상장 등을 통해 민간 자금 유치(2022년 7월 발표 내용) ▪ NEOM 호텔 영업, 관광객 수용 시작(2022년 5월 발표 내용) ▪ 재생에너지 전력 공급 시작
2025년	▪ The Line 입주 시작(2024~2025년) ▪ 수소 생산 시작
2026년	▪ The Line 약 45만명 입주(2022년 7월 발표 내용) ▪ Trojena 첫번째 관광시설 오픈
2030년	▪ The Line 프로젝트 1단계 건설 완료

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 NEOM 'The Line' 수용인원 전망



자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림5 인허가 대비 분양 비율은 금리의 함수: 금리가 잡히기 전까지 분양 시장 반등 어려움

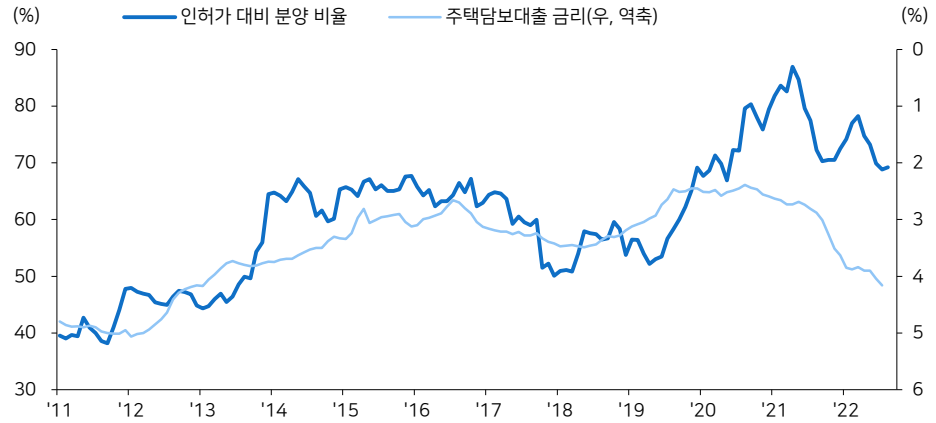


그림6 대형 건설사 주택 매출은 분양 시장 규모에 약 1~2년 후행

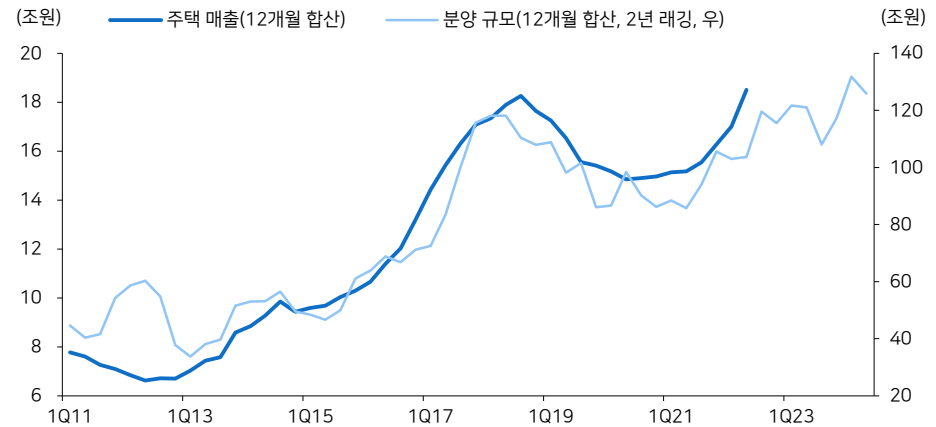
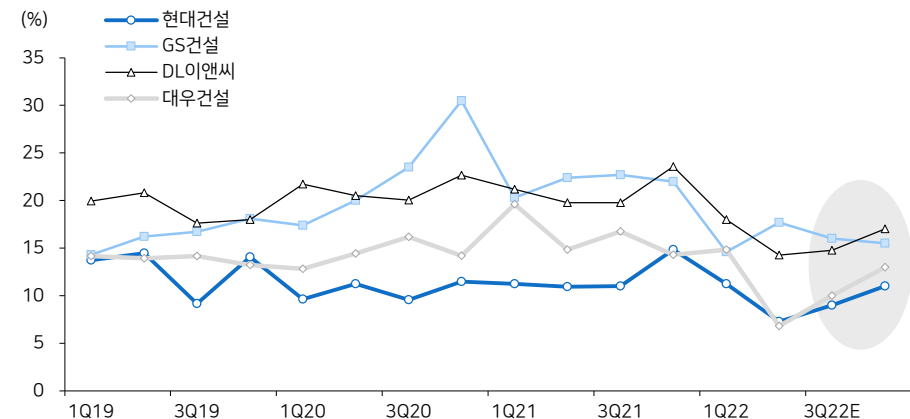
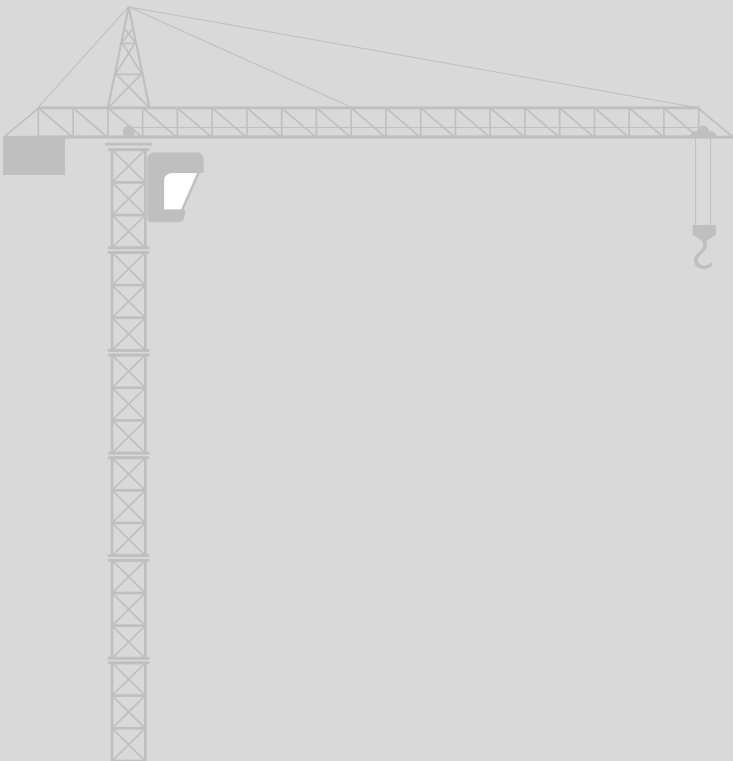


그림7 주택/건축 부문 매출총이익률 추이



기업분석

종목	투자판단	적정주가
현대건설 (000720)	Buy (신규)	59,000원
삼성엔지니어링 (028050)	Buy (신규)	32,000원
DL이앤씨 (375500)	Buy (신규)	53,000원
GS건설 (006360)	Buy (신규)	34,000원
대우건설 (047040)	Buy (신규)	6,500원



Industry Indepth
2022. 9. 27

현대건설 000720

살만 합니다

▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 국내 건설사 중 네움에 가장 적극적. 중장기 성장 동력인 원전도 긍정적
- ✓ 하반기 주택원가율 개선으로 영업이익 QoQ 완만한 개선세 전망
- ✓ 네움 관련 프로젝트 입찰 4Q22부터 본격화. 2023년 관련 수주 확대
- ✓ 과거 해외 수주 확장 시 PBR은 1.0배 이상. 지금은 0.6배
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 59,000원을 제시하며 커버리지를 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **59,000 원**

현재주가 (9.26) **39,050 원**

상승여력 **51.1%**

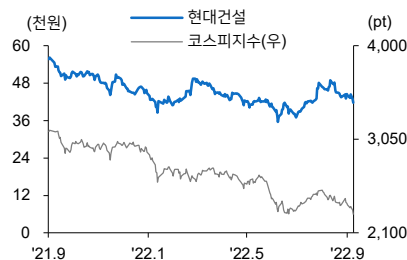
KOSPI	2,220.94pt
시가총액	43,484억원
발행주식수	11,136만주
유동주식비율	65.08%
외국인비중	23.11%
52주 최고/최저가	53,300원/35,600원
평균거래대금	306.2억원

주요주주(%)

현대자동차 외 5 인	34.92
국민연금공단	9.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.1	-18.3	-26.6
상대주가	-10.8	0.4	3.3

주가그래프



네움과 원전에 투자하고 싶다면

현대건설과 자회사 현대엔지니어링은 국내 주택 사업과 해외 EPC 사업 전반에 걸쳐 건설 사업을 영위하고 있다. 해외 사업의 경우 화공 플랜트에도 참여하지만, 토목, 원전, 전력 등 공종이 다양한 것이 강점이다. 최근 SMR 설계 기술에 투자하는 등 원전 사업을 중장기 성장 동력으로 삼고 있으며, 자회사 현대스틸을 통해 해상풍력 사업으로도 확장 중이다. 국내 건설사 중 삼성물산과 함께 네움시티 프로젝트에 가장 적극적이다.

하반기 주택 원가율 개선, 2023년 해외 수주 본격화

연결 영업이익은 3Q22 2,144억원(-2.7% YoY), 4Q22 2,356억원(+23.2% YoY)으로 완만히 성장할 전망이다. 하반기 주택원가율이 평균 90.0%로 2Q22 대비 2.7%p 개선되기 때문이다. 연결 수주는 2022년 33.02조원(+9.1% YoY)을 기록하며 가이던스 28.37조원을 상회할 전망이다. 2022년 별도 해외 수주 5.7조원 중 네움시티 관련 수주는 약 1.4조원 내외를 차지하는데, 4Q22부터 본격적으로 입찰 프로젝트가 늘어나 2023년에는 2~3조원 수주를 기대한다.

과거 해외 수주 확장 시 PBR은 1.0배 이상, 지금은 0.6배

투자 의견 Buy, 적정주가 59,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현 PBR 0.60배는 과거 10년 평균 0.83배를 28% 하회하는 반면 12개월 선행 ROE 7.3%는 10년 평균 6.4%를 상회하고 있다. 원가율 불확실성과, 해외 수주 지연이 저평가 원인이다. 3Q22 원가율 개선이 확인되고, 네움시티를 포함한 해외 수주가 본격화되면서 저평가가 해소될 전망이다. 참고로, 2013년 이전 해외 수주 전성 시기와 2018년 대북 시기 PBR은 1.0배 이상이었다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	16,970.9	549.0	122.3	1,098	-60.3	59,453	33.2	0.6	4.1	1.8	104.6
2021	18,065.5	753.5	407.5	3,653	143.2	64,200	12.2	0.7	3.7	5.9	108.3
2022E	20,204.3	796.9	575.5	5,162	32.0	69,902	7.6	0.6	2.3	7.6	99.0
2023E	22,258.0	1,025.6	575.7	5,164	1.9	74,423	7.6	0.5	1.5	7.1	103.1
2024E	24,024.5	1,266.7	766.8	6,880	32.1	80,644	5.7	0.5	0.8	8.8	98.6

Valuation

투자의견 Buy, 적정주가 59,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 순자산에 0.84배의 적정 멀티플을 곱한 뒤 주식 수로 나누어 계산했다. 0.84배는 선행 ROE에 기반한 이론적 PBR 0.67배에 25%의 할증을 적용한 값이며, 과거 10년 평균 값인 0.83배와 비슷한 수준이다. 참고로, 할증률 25%는 2013년 이후 이론 PBR - 실제 PBR 간 평균적 괴리율이다.

2021년 이후 해외 수주 부진과 원가율 불확실성, 주택 정책에 대한 실망감으로 이론 PBR 대비 낮은 수준에서의 PBR을 적용 받아왔다. 그러나 내음시티 관련 수주 기대가 본격화될 것으로 기대되고, 원전 및 해상풍력 등 신사업이 부각받는 현 시점에서 과거의 밸류에이션 프리미엄을 회복할 명분은 충분하다.

표15 현대건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	7,886.1	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.84	이론 PBR 0.67배에 25% 할증 적용. 25%는 2013년 이후 적정 PBR 대비 평균 할증율 (아웃라이어 제외)
적정 시가총액(십억원)	6,600.7	
발행 주식수(백만주)	112,410	기말 주식수
적정주가(원)	59,000	
현재주가(원)	39,050	
상승여력(%)	51.1	

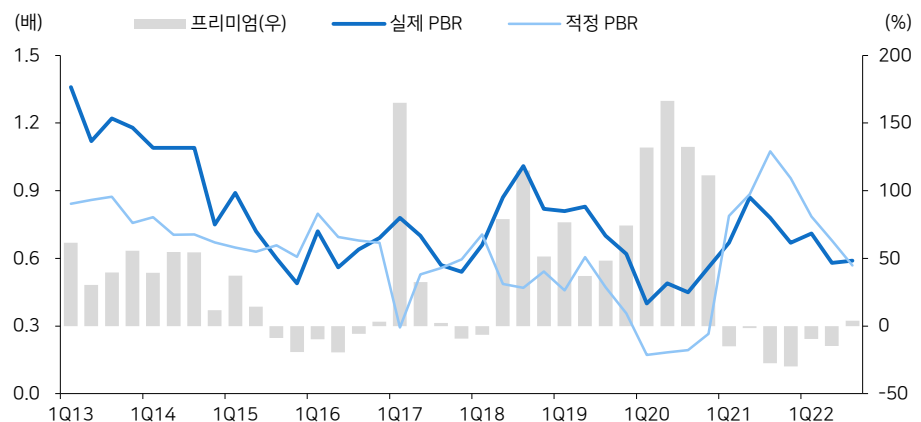
자료: 메리츠증권 리서치센터

표16 적정 PBR 산출(할인을 적용 전)

적정 P/B	0.67배
COE	10.9%
Risk Free	4.19%
MRP	6.0%
52주 베타	1.12pt
12개월 선행 ROE	7.3%
2022E	7.6%
2023E	7.1%
2024E	8.8%
영구성장률	-

자료: 메리츠증권 리서치센터

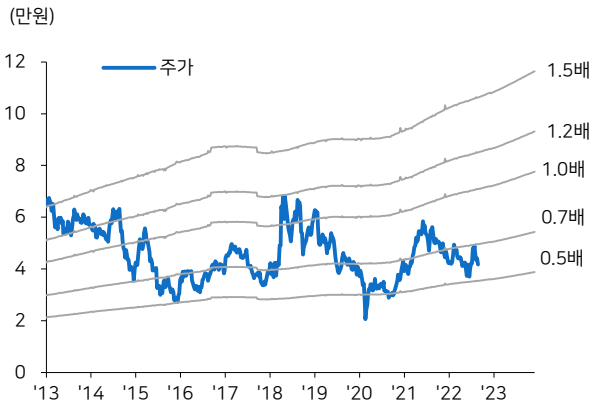
그림83 이론적 PBR과 실제 PBR 간의 역사적 괴리



주: 이론 PBR은 CAPM 모형과 $(ROE-g)/(COE-g)$ 공식을 통해 계산. Market Risk Premium을 6%로 고정하고, 각 시점의 12개월 선행 ROE, 52주 베타 및 무위험 수익률(국고채 3년)을 고려

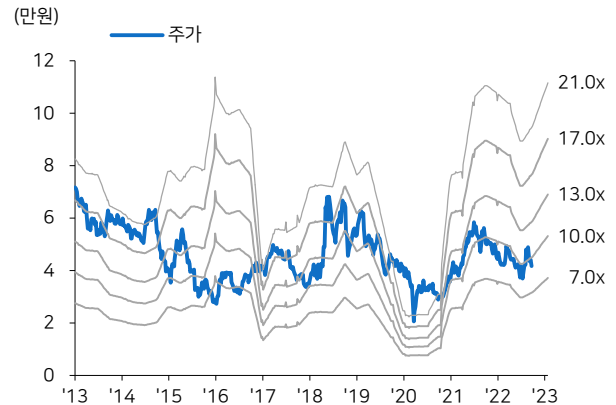
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림84 현대건설 12개월 선행 PBR 밴드



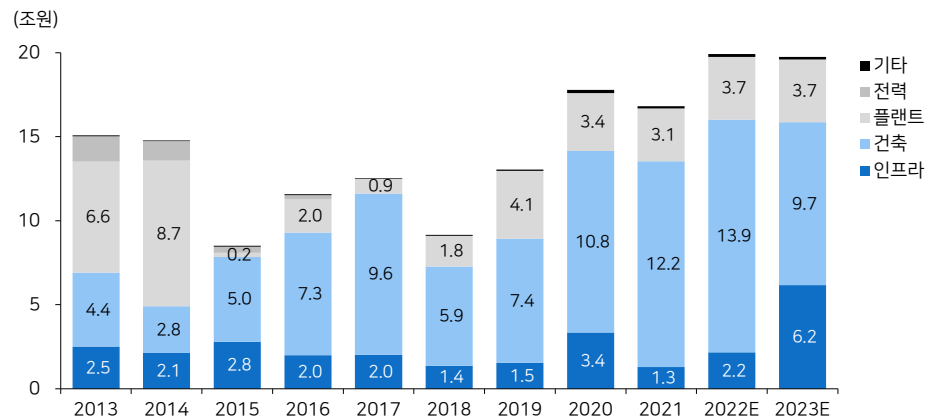
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림85 현대건설 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림86 현대건설 수주 추이 및 전망



주: 별도 기준

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망

연결 영업이익은 3Q22 2,144억원(-2.7% YoY), 4Q22 2,356억원(+23.2% YoY)을 기록하며 하반기 실적은 완만한 성장세를 보여줄 전망이다. 주요 개선 요인은 1) 2Q22 정산이익 지연으로 원가율이 일시적으로 올라왔던 부분이 정상화되고, 2) 에스컬레이션 조항 등을 통해 건자재 상승분을 계약 금액에 전이시키면서 하반기 주택원가율이 평균 90.0%로 2Q22 대비 2.7%p 개선되기 때문이다. 연결 수주 가이던스 27.37조원은 3Q22 이미 달성했을 것으로 추정된다.

표17 현대건설 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요지표												
수주	6,856.1	11,534.3	5,246.7	6,631.9	8,943.0	12,073.3	7,232.0	4,773.0	27,159.1	30,269.0	33,021.3	31,224.3
수주잔고	68,549.7	75,652.1	77,231.1	78,760.7	83,077.9	90,698.5	92,756.2	91,886.1	66,675.6	78,760.7	91,886.1	100,065.3
실적 전망												
연결 매출	4,149.6	4,383.5	4,351.9	5,180.5	4,145.3	5,579.4	5,174.2	5,305.3	16,970.9	18,065.5	20,204.3	22,258.0
매출액 증가율(% YoY)	2.2	-3.5	7.7	19.8	-0.1	27.3	18.9	2.4	-1.8	6.5	11.8	10.2
인프라	288.6	286.0	279.9	428.9	304.5	537.4	393.5	381.7	1,577.4	1,283.4	1,617.1	2,098.4
건축	1,506.3	1,600.4	1,635.1	1,952.7	1,611.3	1,938.0	1,912.4	1,828.4	5,700.0	6,694.5	7,290.1	7,581.6
플랜트	469.7	515.5	520.2	586.7	458.5	462.9	588.3	605.9	1,981.9	2,092.1	2,115.5	2,689.8
현대ENG	1,752.4	1,827.1	1,811.1	1,981.6	1,641.5	2,481.3	2,167.8	2,302.1	7,188.4	7,372.2	8,592.7	9,251.8
기타	132.6	154.5	105.6	230.6	129.5	159.9	112.4	187.1	523.2	623.3	589.0	636.4
매출원가	3,750	3,966	3,930	4,622	3,774	5,138	4,745	4,817	15,574	16,268	18,474	20,244
매출원가율(%)	90.4	90.5	90.3	89.2	91.0	92.1	91.7	90.8	91.8	90.1	91.4	91.0
인프라(%)	100.6	102.6	101.8	99.9	98.4	99.0	99.2	99.2	102.5	109.2	97.4	97.6
건축(%)	88.7	89.1	89.0	85.2	88.8	92.7	91.0	89.0	86.7	86.7	89.9	88.0
플랜트(%)	86.0	96.3	45.6	87.9	99.0	82.8	95.0	95.0	99.8	96.0	95.6	95.0
현대ENG(%)	89.8	86.5	89.3	92.4	91.7	94.2	90.9	90.8	92.4	89.6	92.0	92.0
매출총이익	399.8	418.0	421.5	558.0	371.2	441.7	429.5	488.1	1,396.9	1,797.2	1,730.5	2,013.7
판관비	198.9	277.0	201.1	366.7	199.8	266.3	215.1	252.4	847.9	1,043.7	933.6	988.1
영업이익	200.9	141.0	220.4	191.3	171.5	175.4	214.4	235.6	549.0	753.5	796.9	1,025.6
영업이익률(%)	4.8	3.2	5.1	3.7	4.1	3.1	4.1	4.4	3.2	4.2	3.9	4.6
영업이익 성장률(% YoY)	21.5	-8.4	57.6	112.7	-14.6	24.4	-2.7	23.2	-36.1	37.3	5.8	28.7
금융손익	48.2	4.7	43.9	2.0	84.5	83.2	41.5	-14.4	-8.6	98.9	194.8	66.0
기타손익	28.1	-12.1	-50.5	46.7	-21.1	62.4	-12.4	-15.0	-141.6	12.2	13.9	-56.1
종속,관계기업 관련 손익	-2.9	-1.4	-0.8	-5.5	-1.5	0.7	-1.7	-1.8	-3.3	-10.6	-4.2	-7.2
세전이익	274.4	132.2	213.0	234.5	233.3	321.7	241.9	204.5	395.6	854.1	1,001.4	1,028.3
법인세	80.0	47.3	64.6	107.8	50.2	96.8	66.5	56.2	167.9	299.7	269.7	282.8
법인세율(%)	29.2	35.8	30.3	46.0	21.5	30.1	27.5	27.5	42.4	35.1	26.9	27.5
당기순이익	194.4	84.9	148.4	126.6	183.1	224.9	175.4	148.3	227.7	554.4	731.7	745.5
당기순이익률(%)	4.7	1.9	3.4	2.4	4.4	4.0	3.4	2.8	1.3	3.1	3.6	3.3
순이익 성장률(% YoY)	-1.1	22.3	77.0	흑전	-5.8	164.8	18.2	17.1	-60.3	143.5	32.0	1.9
지배주주 순이익	134.9	46.4	100.0	126.3	143.8	197.1	126.0	108.7	122.3	407.5	575.5	575.7

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

현대건설 (000720)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,970.9	18,065.5	20,204.3	22,258.0	24,024.5
매출액증가율 (%)	-1.8	6.5	11.8	10.2	7.9
매출원가	15,574.0	16,268.3	18,473.8	20,244.4	21,749.0
매출총이익	1,396.9	1,797.2	1,730.5	2,013.7	2,275.5
판매관리비	847.9	1,043.7	933.6	988.1	1,008.9
영업이익	549.0	753.5	796.9	1,025.6	1,266.7
영업이익률	3.2	4.2	3.9	4.6	5.3
금융손익	-8.6	99.0	194.9	66.0	110.2
총속/관계기업손익	-3.3	-10.6	-4.2	-7.2	-6.2
기타영업외손익	-141.6	12.2	13.9	-56.1	-12.7
세전계속사업이익	395.6	854.1	1,001.4	1,028.3	1,358.0
법인세비용	167.9	299.7	269.8	282.8	373.5
당기순이익	227.7	554.4	731.7	745.5	984.6
지배주주지분 순이익	122.3	407.5	575.5	575.7	766.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,398.9	14,526.4	15,129.3	16,895.2	18,246.0
현금및현금성자산	3,186.8	2,926.9	3,236.8	3,342.4	4,079.2
매출채권	14.1	22.8	23.3	26.6	27.8
재고자산	1,125.5	718.3	735.6	838.7	876.8
비유동자산	4,540.3	5,110.9	5,120.8	5,157.8	5,140.0
유형자산	967.5	1,012.1	989.5	908.5	852.7
무형자산	703.4	718.3	710.7	701.6	692.6
투자자산	1,018.4	1,378.0	1,433.5	1,560.6	1,607.6
자산총계	17,939.3	19,637.3	20,250.1	22,053.0	23,386.0
유동부채	6,467.7	7,613.2	7,546.3	8,549.6	8,920.7
매입채무	1,674.6	2,166.8	2,219.0	2,530.0	2,645.1
단기차입금	276.7	108.8	95.7	95.7	95.7
유동성장기부채	495.0	515.1	254.5	254.5	254.5
비유동부채	2,705.2	2,594.8	2,525.7	2,647.2	2,692.1
사채	1,536.0	1,446.2	1,266.9	1,266.9	1,266.9
장기차입금	266.2	163.9	245.0	245.0	245.0
부채총계	9,172.9	10,208.0	10,072.0	11,196.8	11,612.8
자본금	557.3	562.1	562.1	562.1	562.1
자본잉여금	1,019.2	1,098.2	1,098.2	1,098.2	1,098.2
기타포괄이익누계액	-239.8	-77.7	55.2	55.2	55.2
이익잉여금	5,300.8	5,640.0	6,148.0	6,656.3	7,355.6
비지배주주지분	2,134.6	2,212.6	2,320.4	2,490.2	2,708.0
자본총계	8,766.4	9,429.3	10,178.2	10,856.1	11,773.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,729.7	1,009.4	763.6	850.0	1,124.7
당기순이익(손실)	227.7	554.4	731.7	745.5	984.6
유형자산상각비	163.2	162.0	172.9	170.7	159.0
무형자산상각비	8.5	9.5	9.4	9.1	9.0
운전자본의 증감	1,010.8	-162.5	-19.3	-75.3	-27.9
투자활동 현금흐름	-1,219.2	-798.3	-19.8	-681.9	-322.2
유형자산의증가(CAPEX)	-73.4	-97.6	-78.0	-89.7	-103.2
투자자산의감소(증가)	-350.5	-370.2	-56.3	-127.1	-47.0
재무활동 현금흐름	95.5	-492.6	-486.3	-62.6	-65.7
차입금의 증감	-70.7	-323.7	-323.9	4.9	1.8
자본의 증가	-0.3	83.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	600.8	-260.0	310.0	105.5	736.8
기초현금	2,586.0	3,186.8	2,926.9	3,236.8	3,342.4
기말현금	3,186.8	2,926.9	3,236.8	3,342.4	4,079.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	152,402	162,233	181,439	199,882	215,745
EPS(지배주주)	1,098	3,653	5,162	5,164	6,880
CFPS	7,757	11,504	9,459	10,112	12,714
EBITDAPS	6,471	8,307	8,794	10,825	12,883
BPS	59,453	64,200	69,902	74,423	80,644
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.6	1.3	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	33.2	12.2	7.6	7.6	5.7
PCR	4.7	3.9	4.1	3.9	3.1
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
EBITDA	720.6	925.0	979.2	1,205.5	1,434.6
EV/EBITDA	4.1	3.7	2.3	1.5	0.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	5.9	7.6	7.1	8.8
EBITDA 이익률	4.2	5.1	4.8	5.4	6.0
부채비율	104.6	108.3	99.0	103.1	98.6
금융비용부담률	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	7.0	13.0	16.8	15.4	16.9
매출채권회전율(x)	879.4	979.3	877.1	892.3	883.8
재고자산회전율(x)	11.9	19.6	27.8	28.3	28.0

Industry Indepth
2022. 9. 27

▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

삼성엔지니어링 028050

나올 수주는 산적, 리스크는 제한적

- ✓ 안정적인 비화공 바탕, ESG 신사업과 FEED to EPC로 수평적, 수직적 확장
- ✓ 2Q22 원가율 악화에서 벗어나 3Q22, 4Q22부터는 전년 동기 대비 실적 성장
- ✓ 4Q22 유의미한 화공 수주 기대. 연간 수주 가이드스(8조원) 상회 가능성 높음
- ✓ 주택 사업이 없는 점이 리스크를 제한. ROE 대비 밸류에이션 저평가
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 32,000원을 제시하며 커버리지를 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 32,000 원

현재주가 (9.26) 21,800 원

상승여력 46.8%

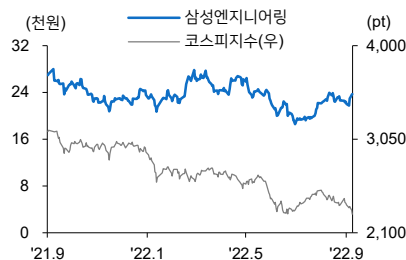
KOSPI	2,220.94pt
시가총액	42,728억원
발행주식수	19,600만주
유동주식비율	79.00%
외국인비중	40.17%
52주 최고/최저가	27,850원/18,600원
평균거래대금	259.5억원

주요주주(%)

삼성SDI 외 7 인	20.69
국민연금공단	9.22
에버딘 아시아 리미티드 외 5 인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	-17.7	-16.3
상대주가	1.7	1.1	17.8

주가그래프



수평적, 수직적으로 사업 영역 확장 중

국내 대표 EPC 업체인 삼성엔지니어링은 국내 계열사로부터 안정적인 수주가 가능한 비화공 사업과 해외 정유, 화학, 가스 프로젝트 등을 중점으로 하는 화공 사업을 영위하고 있다. 2000년대 중반 이후 중동 지역의 화공 프로젝트를 주요 타겟으로 성장했으나, 최근 수소 등 ESG 신사업을 개발하는 등 사업 포트폴리오를 다각화하고 있다. 또한 EPC에서 사업 영역을 확장, FEED to EPC 수주 비중을 확대하면서 수익성 개선을 꾀하고 있다.

2023년부터는 기대감이 실제 수주로

연결 영업이익은 3Q22 1,438억원(+3.5% YoY), 4Q22 1,585억원(+48.5% YoY)을 기록하며 전년 동기 대비 성장을 이어나갈 전망이다. 2Q22 일부 사업장에서 원가율 가정을 보수적으로 진행하며 원가율이 악화되었으나, 3Q22에 비슷한 상황이 반복될 가능성은 낮다. 수주는 2022년9.3조원(+32.0% YoY)을 기록하며 가이드스(8조원)를 상회할 전망이다. 상반기 유의미한 화공 수주가 없었으나, 4Q22에는 S-Oil 사인 프로젝트(20억불), 카타르 라스라판(15억불) 등 대형 프로젝트 수주가 기대된다. 2024년부터는 6대 플래그십을 비롯한 수소, 폐플라스틱 관련 ESG 신사업이 본격적인 EPC 수주로 이어질 전망이다.

주택 사업이 없어 오히려 편안

투자 의견 Buy, 적정주가 32,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. ROE 대비 PBR 관점에서는 여전히 이론 PBR 대비 저평가 받고 있는데, 고유가와 재무 구조 개선을 감안하면 저평가 해소가 필요하다. 또한 주택 사업에 대한 리스크가 없는 부분, 향후 공유될 주주 환원 정책 역시 매력 포인트이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	6,749.2	361.2	252.5	1,288	-22.1	8,167	10.3	1.6	4.9	17.3	200.7
2021	7,486.7	503.3	372.4	1,900	39.2	10,216	12.1	2.2	5.7	20.7	209.0
2022E	8,873.3	630.2	493.5	2,518	40.2	13,061	8.7	1.7	3.6	21.6	145.9
2023E	9,217.2	667.4	529.7	2,702	7.7	15,763	8.1	1.4	2.6	18.8	128.3
2024E	9,609.8	731.5	584.1	2,980	10.3	18,743	7.3	1.2	1.6	17.3	110.9

Valuation

투자의견 Buy, 적정주가 32,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 순자산에 2.14배의 적정 멀티플을 곱한 뒤 주식 수로 나누어 계산했다. 2.14배는 24개월 선행 ROE에 기반한 이론적 PBR을 그대로 적용한 값이며, 2016년 이후 평균 값인 2.16배와 비슷한 수준이다.

2017년 이후 동사의 실제 PBR-이론 PBR 간의 괴리는 유가 등 원자재 가격 상황에 따라 달라져왔다. 인플레이션이 지속되는 현 매크로 환경을 고려해보았을 때, 이론 PBR 대비 오히려 저평가 받고 있는 현 밸류에이션은 과도한 저평가라는 판단이다.

표18 삼성엔지니어링 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	2,931.8	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	2.14	적정 PBR 2.14배 적용
적정 시가총액(십억원)	6,362.0	
발행 주식수(백만주)	196,000	기말 주식수
적정주가(원)	32,000	
현재주가(원)	21,800	
상승여력(%)	46.8	

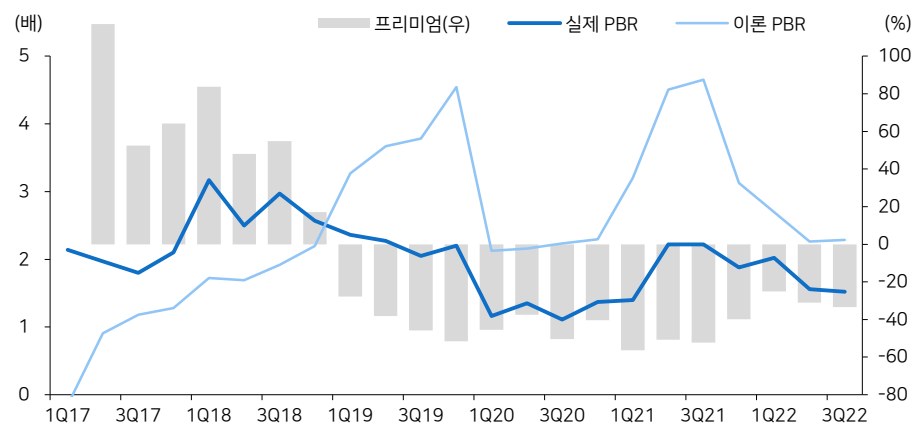
자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 적정 PBR 산출(할인을 적용 전)

적정 P/B	2.14배
COE	9.8%
Risk Free	4.19%
MRP	6.0%
52주 베타	0.94pt
24개월 선행 평균 ROE	19.9%
2022E	21.6%
2023E	18.8%
2024E	17.3%
영구성장률	1.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

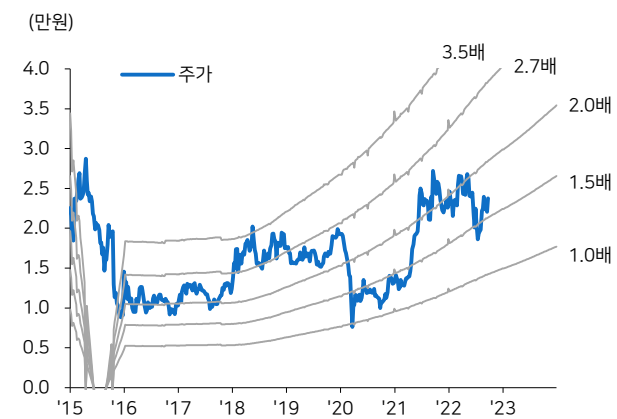
그림87 이론적 PBR과 실제 PBR 간의 역사적 괴리



주: 이론 PBR은 CAPM 모형과 $(ROE-g)/(COE-g)$ 공식을 통해 계산. Market Risk Premium을 6%로 고정하고, 각 시점의 24개월 선행 ROE, 52주 베타 및 무위험 수익률(국고채 3년)을 고려

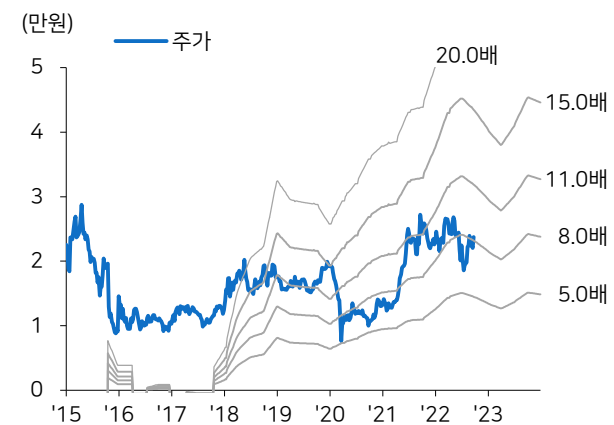
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림88 삼성엔지니어링 12개월 선행 PBR 밴드



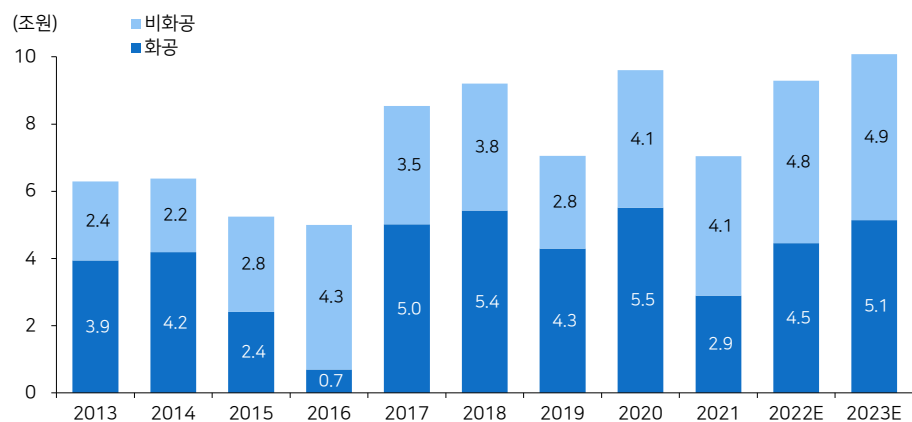
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림89 삼성엔지니어링 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림90 삼성엔지니어링 수주 추이 및 전망



자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망

연결 영업이익은 3Q22 1,438억원(+3.5% YoY), 4Q22 1,585억원(+48.5% YoY)을 기록하며 전년 동기 대비 성장을 이어나갈 전망이다. 2Q22 일부 사업장에서 Long-lead 아이템에 대한 미래 발주 원가를 보수적으로 가정하는 등 보수적인 회계 조치로 원가율이 악화되었으나, 오히려 이러한 조치가 하반기 원가율에 대한 안정성을 높여주고 있다.

수주는 2022년 9.3조원(+32.0% YoY)을 기록하며 가이드스(8조원)을 상회할 전망이다. 주요 고객사의 투자 확대로 비화공 수주가 상반기 호조를 보인 가운데, 4Q22부터 화공 수주가 본격 인식되기 시작할 전망이다.

표20 삼성엔지니어링 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 지표												
수주	1,533.5	1,593.5	1,250.0	2,666.7	2,808.6	1,470.6	1,315.8	3,700.0	9,600.9	7,043.7	9,295.0	10,077.3
수주 잔고	16,609.1	16,417.9	16,422.9	16,385.4	17,204.5	16,729.6	16,021.2	17,528.9	16,430.3	16,385.4	17,528.9	18,389.0
실적 전망												
연결 매출	1,530.8	1,695.8	1,746.6	2,513.5	2,163.4	2,493.4	2,024.2	2,192.3	6,749.2	7,486.7	8,873.3	9,217.2
매출액 증가율(% YoY)	-3.9	1.3	8.9	33.8	41.3	47.0	15.9	-12.8	5.6	10.9	18.5	3.9
화공	799.7	920.6	986.6	1,192.6	1,064.2	1,219.7	1,095.2	1,214.6	3,347.6	3,899.5	4,593.7	4,827.4
비화공	731.1	775.2	760.0	1,320.9	1,099.2	1,273.7	929.0	977.8	3,377.5	3,587.2	4,279.6	4,389.8
매출원가	1,345.5	1,459.8	1,521.9	2,298.2	1,903.1	2,244.7	1,793.7	1,936.4	6,076.9	6,625.4	7,877.9	8,115.9
매출원가율(%)	87.9	86.1	87.1	91.4	88.0	90.0	88.6	88.3	90.0	88.5	88.8	88.1
화공(%)	88.9	89.8	86.6	83.5	87.8	93.2	89.3	88.1	91.7	86.9	89.7	88.3
비화공(%)	86.8	81.7	87.8	98.6	88.1	86.9	87.8	88.6	88.6	90.2	87.8	87.7
매출총이익	185.3	236.0	224.7	215.3	260.2	248.7	230.5	255.9	672.3	861.3	995.4	1,101.4
판관비	78.0	85.7	85.7	108.6	85.8	95.3	86.7	97.4	311.1	358.0	365.2	433.9
영업이익	107.3	150.3	139.0	106.7	174.4	153.5	143.8	158.5	361.2	503.3	630.2	667.4
영업이익률(%)	7.0	8.9	8.0	4.2	8.1	6.2	7.1	7.2	5.4	6.7	7.1	7.2
영업이익 성장률(% YoY)	25.5	75.1	38.9	18.8	62.6	2.1	3.5	48.5	-14.6	39.3	25.2	5.9
금융손익	3.8	-20.5	16.6	7.7	-7.0	24.2	10.6	11.9	-7.9	7.6	39.7	56.4
기타손익	32.7	5.7	-8.4	-0.2	-13.1	7.4	-0.4	0.0	-15.3	29.8	-6.2	4.3
중속,관계기업 관련 손익	-1.4	5.6	-16.8	1.5	1.9	0.7	2.4	2.5	13.9	-11.1	7.5	3.2
세전이익	142.3	141.1	130.4	115.7	156.1	185.7	156.5	172.9	351.8	529.5	671.2	731.3
법인세	40.8	47.3	32.5	57.9	42.4	46.1	43.0	47.5	99.7	178.5	179.1	201.1
법인세율(%)	28.7	33.5	24.9	50.0	27.2	24.8	27.5	27.5	28.3	33.7	26.7	27.5
당기순이익	101.5	93.8	97.9	57.9	113.7	139.6	113.4	125.3	252.1	351.1	492.1	530.2
당기순이익률(%)	6.6	5.5	5.6	2.3	5.3	5.6	5.6	5.7	3.7	4.7	5.5	5.8
순이익 성장률(% YoY)	46.1	39.0	64.2	4.0	12.0	48.9	15.8	116.6	-22.1	39.2	40.2	7.7
지배주주 순이익	108.1	93.2	108.0	63.0	114.5	140.5	113.3	125.2	252.5	372.4	493.5	529.6

자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

삼성엔지니어링 (028050)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	6,749.2	7,486.7	8,873.3	9,217.2	9,609.8
매출액증가율 (%)	5.6	10.9	18.5	3.9	4.3
매출원가	6,076.9	6,625.4	7,877.9	8,115.9	8,458.7
매출총이익	672.3	861.3	995.4	1,101.4	1,151.1
판매관리비	311.1	358.0	365.2	434.0	419.6
영업이익	361.2	503.3	630.2	667.4	731.5
영업이익률	5.4	6.7	7.1	7.2	7.6
금융손익	-7.9	7.6	39.7	56.4	72.9
중속/관계기업손익	13.9	-11.1	7.5	3.2	0.6
기타영업외손익	-15.3	29.8	-6.2	4.3	1.4
세전계속사업이익	351.9	529.5	671.2	731.3	806.4
법인세비용	99.7	178.5	179.1	201.1	221.8
당기순이익	252.1	351.1	492.1	530.2	584.7
지배주주지분 순이익	252.5	372.4	493.5	529.7	584.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	44.4	739.8	395.2	641.5	665.6
당기순이익(손실)	252.1	351.1	492.1	530.2	584.7
유형자산상각비	35.0	34.9	41.3	42.3	42.8
무형자산상각비	14.6	11.2	14.7	12.8	10.0
운전자본의 증감	-372.8	165.8	-232.6	56.2	28.2
투자활동 현금흐름	73.4	-201.3	72.7	-64.1	-60.6
유형자산의증가(CAPEX)	-23.4	-29.8	-38.1	-43.8	-50.4
투자자산의감소(증가)	14.0	-7.6	-8.5	-5.5	-2.7
재무활동 현금흐름	70.4	-208.2	56.2	1.5	0.8
차입금의 증감	43.7	-178.1	80.6	1.5	0.8
자본의 증가	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	158.5	390.3	572.5	578.9	605.8
기초현금	589.5	748.0	1,138.3	1,710.8	2,289.7
기말현금	748.0	1,138.3	1,710.8	2,289.7	2,895.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	3,135.9	4,442.5	4,592.8	5,367.3	6,071.2
현금및현금성자산	748.0	1,138.3	1,710.8	2,289.7	2,895.5
매출채권	1,126.1	1,798.9	1,569.0	1,675.5	1,728.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,619.7	1,616.2	1,588.2	1,582.4	1,582.8
유형자산	438.3	446.8	443.0	444.6	452.3
무형자산	35.3	56.5	58.2	45.4	35.4
투자자산	135.9	132.3	143.4	148.9	151.6
자산총계	4,755.6	6,058.7	6,181.0	6,949.8	7,654.0
유동부채	2,961.1	3,852.7	3,453.3	3,678.9	3,792.0
매입채무	610.9	798.8	696.8	744.0	767.7
단기차입금	232.6	40.9	128.5	128.5	128.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	212.8	245.5	213.8	226.7	233.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,173.8	4,098.2	3,667.1	3,905.7	4,025.2
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9
기타포괄이익누계액	3.3	32.6	96.7	96.7	96.7
이익잉여금	688.9	1,011.6	1,505.1	2,034.8	2,618.8
비지배주주지분	-19.0	-41.8	-46.0	-45.5	-44.9
자본총계	1,581.7	1,960.5	2,513.9	3,044.1	3,628.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	34,435	38,197	45,272	47,027	49,029
EPS(지배주주)	1,288	1,900	2,518	2,702	2,980
CFPS	2,350	3,266	3,989	3,724	4,012
EBITDAPS	2,096	2,803	3,501	3,686	4,001
BPS	8,167	10,216	13,061	15,763	18,743
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.3	12.1	8.7	8.1	7.3
PCR	5.6	7.0	5.5	5.9	5.4
PSR	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	1.6	2.2	1.7	1.4	1.2
EBITDA	410.8	549.5	686.2	722.5	784.3
EV/EBITDA	4.9	5.7	3.6	2.6	1.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.3	20.7	21.6	18.8	17.3
EBITDA 이익률	6.1	7.3	7.7	7.8	8.2
부채비율	200.7	209.0	145.9	128.3	110.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	38.6	98.5	70.7	90.5	98.4
매출채권회전율(x)	5.8	5.1	5.3	5.7	5.6
재고자산회전율(x)					

Industry Indepth
2022. 9. 27

DL 이앤씨 375500

힘들었던 만큼

▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 안정적인 리스크 관리가 강점. 탄소포집, SMR 등 중장기 성장 동력에도 주목
- ✓ 이른 시점에 주택 원가율 조정. 하반기에는 주택 원가율 1.6%p HoH 개선
- ✓ 그간 보수적 리스크 관리를 통해 미분양 리스크에서 상대적으로 자유로움
- ✓ 4Q22 해외 플랜트 수주 기대감도 존재. 이란 핵협상 타결 시 수혜에도 주목
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 53,000원을 제시하며 커버리지를 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **53,000 원**

현재주가 (9.26) **36,450 원**

상승여력 **45.4%**

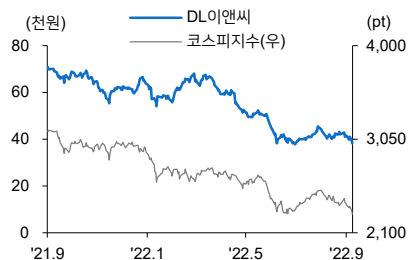
KOSPI	2,220.94pt
시가총액	14,104억원
발행주식수	3,869만주
유동주식비율	73.99%
외국인비중	21.75%
52주 최고/최저가	69,357원/36,450원
평균거래대금	97.2억원

주요주주(%)

DL 외 5 인	24.59
국민연금공단	10.09
The Capital Group Companies, Inc. 외	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.3	-45.7	-47.3
상대주가	-3.2	-33.2	-25.8

주가그래프



기지개를 켜는 중

DL이앤씨는 'e편한세상'과 하이엔드 '아크로' 브랜드, 자회사 DL건설을 내세워 주택 사업을 영위하고 있다. 그간 보수적인 리스크 관리를 통해 높은 신용등급(AA-) 및 안정적 재무구조를 유지해왔다. DL이앤씨로 분할된 이후 플랜트 비중은 낮아졌으나, 최근에는 화공 플랜트 수주에 적극적으로 나서고 있다. 중장기적으로는 탄소포집(CCUS) 시설 및 소형모듈형원전(SMR) 사업을 성장 동력으로 삼고 있다.

일찍 고통받은 만큼 일찍 회복

연결 영업이익은 3Q22 1,650억원(-36.3% YoY), 4Q22 2,032억원(-24.6% YoY)을 기록하며 상반기 대비 증익할 전망이다. 하반기 주택 원가율이 84.1%로 2Q22 대비 1.6%p 개선되기 때문이다. 경쟁사보다 이른 시기부터 주택 원가 상승분을 실적에 반영시켜왔기 때문에 원가율 회복에 대한 가시성도 높다. 분양 시장이 냉각되며 연간 착공 가이드선스(1.5만 세대)에 대한 불확실성은 다소 존재하나, 보수적인 리스크 관리로 인해 미분양 세대가 없다는 점이 돋보인다. 4Q22 미국 CP Chem를 비롯한 플랜트 수주도 본격화 될 전망이다.

이익 대비 저평가 매력

투자 의견 Buy, 적정주가 53,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현 선행 PBR은 0.35배로 커버리지 회사 중 가장 낮다. 보수적인 리스크 관리에 따른 착공 실적 부진이 그간 저평가 원인이었으나, 현 분양 시장 상황에서는 오히려 투자 매력이 될 수 있다. 이란을 수주 중점 지역으로 삼아왔던 만큼, 이란 핵협상 타결 시 수혜에도 주목해볼 필요가 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020							0.0	0.0	0.0		
2021	7,631.7	957.3	577.0	14,885		97,111	4.0	0.6	1.5	13.8	93.5
2022E	7,888.5	628.6	471.6	12,188	-22.4	107,386	3.0	0.3	0.5	10.7	96.3
2023E	8,789.1	772.8	550.4	14,225	17.6	119,010	2.6	0.3	-0.2	11.3	90.3
2024E	10,673.3	985.5	702.8	18,162	27.7	134,183	2.0	0.3	-0.6	12.9	88.8

Valuation

투자의견 Buy, 적정주가 53,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 순자산에 0.49배의 적정 멀티플을 곱한 뒤 주식 수로 나누어 계산했다. 적정 PBR 0.49배는 동종 기업인 현대건설, GS건설, 대우건설 3개사의 12개월 선행 PBR을 평균하여 구했으며, 분할 상장 이후 평균 PBR인 0.59배보다 -17% 낮은 값이다.

동사가 타 건설사 대비 낮은 멀티플에 거래되었던 원인은 1)보수적인 리스크 관리에 따른 저조한 착공 실적, 2)해외 수주의 부재이다. 그러나 최근 불안한 분양 시장 환경 속에서는 그동안의 보수적인 리스크 관리가 오히려 강점으로 작용할 수 있으며, 4Q22부터 해외 수주도 본격화될 전망이다. 이란 핵협상 타결 시 기대할 수 있는 '플러스 알파'도 존재한다.

표21 DL이앤씨 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	4,638.9	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.49	Peer(현대, GS, 대우건설) 12개월 선행 PBR 평균
적정 시가총액(십억원)	2,273.1	
발행 주식수(백만주)	42,919	기말 주식수
적정주가(원)	53,000	
현재주가(원)	36,450	
상승여력(%)	45.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표22 국내 대형 건설사 Peer Valuation

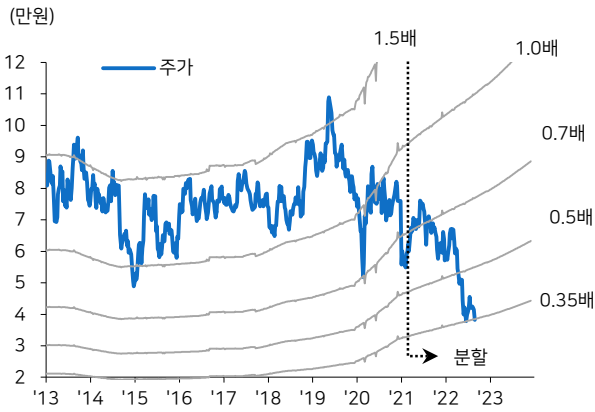
	매출액 (십억원)		영업이익률 (%)		ROE (%)		P/B (배)		P/E (배)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
삼성엔지니어링	9,127	9,105	7.0	7.2	21.4	17.5	1.86	1.57	9.7	9.7
현대건설	20,060	21,591	3.9	4.5	7.3	6.7	0.61	0.57	8.6	8.8
GS건설	11,017	11,665	6.5	7.8	10.8	10.6	0.43	0.39	4.2	3.9
대우건설	9,895	10,532	6.8	7.3	13.1	13.5	0.51	0.44	4.2	3.5
DL이앤씨	7,570	8,426	8.5	9.5	10.5	11.5	0.36	0.32	3.6	3.0
평균	13,657	14,596	5.7	6.5	10.4	10.3	0.52	0.47	5.7	5.4

주: 1) 컨센서스 기준,

2) 평균은 삼성엔지니어링, DL이앤씨 제외하여 계산

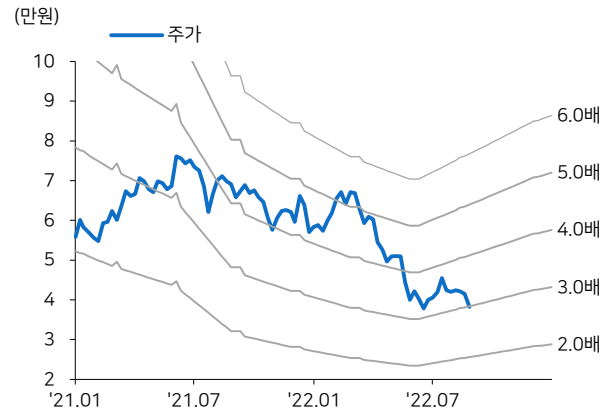
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림91 DL이앤씨 12개월 선행 PBR 밴드



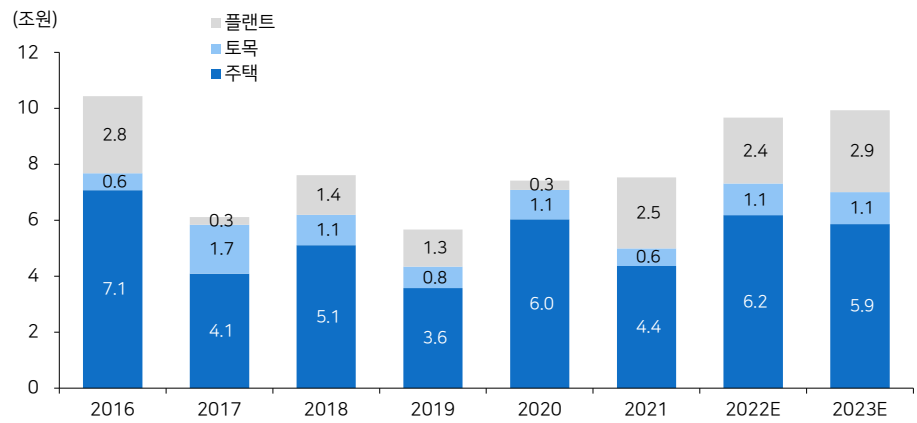
주: 분할 이전은 대림산업의 주가, BPS 변동을 참고하여 작성
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림92 DL이앤씨 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림93 DL이앤씨 수주 추이 및 전망



자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망

연결 영업이익은 3Q22 1,650억원(-36.3% YoY), 4Q22 2,032억원(-24.6% YoY)을 기록하며 상반기 대비 증익할 전망이다. 하반기 주택 원가율이 84.1%로 2Q22 대비 1.6%p 개선되기 때문이다. 경쟁사보다 이른 시기부터 주택 원가 상승분을 실적에 반영시켜왔기 때문에 원가율 회복에 대한 가시성도 높다.

최근 분양 시장 냉각에도 불구하고, 동사는 보수적 리스크 관리로 미분양 물량이 없어 마진 쇼크에 대한 우려가 상대적으로 낮다는 점이 장점이다. 해외 수주 측면에서, 4Q22 미국 CP Chem 수주 가능성은 높으며 이외에도 사우디 Maaden, 카타르 Ras Laffan 등 파이프라인이 풍부하다.

표23 DL이앤씨 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 지표												
수주	1,469.8	1,805.4	2,213.5	5,054.6	1,089.2	3,392.6	2,961.4	5,400.0	10,121.0	10,543.3	12,843.2	13,113.1
수주 잔고	20,385.3	19,879.0	19,190.5	24,316.1	23,380.5	25,177.5	26,279.9	29,115.9	21,192.3	24,316.1	29,115.9	33,522.1
실적 전망												
연결 매출	1,699.6	1,922.3	1,806.8	2,202.9	1,514.7	1,877.0	1,890.1	2,606.7	8,720.7	7,631.7	7,888.5	8,789.1
매출액 증가율(% YoY)	-18.4	-12.7	-1.1	-15.6	-10.9	-2.4	4.6	18.3	0.0	-12.5	3.4	11.4
주택	743.7	899.1	826.0	1,076.4	767.6	1,019.0	876.8	1,257.3	4,051.6	3,545.2	3,920.7	4,076.7
토목	179.5	207.9	187.2	245.3	214.2	229.7	245.1	338.7	896.4	819.9	1,027.7	821.8
플랜트	271.5	223.1	219.5	162.5	127.9	140.0	274.7	345.9	1,303.8	876.6	888.5	1,565.5
DL건설	417.5	493.9	464.7	634.2	333.3	465.9	354.6	495.4	1,734.6	2,010.3	1,649.2	1,851.5
기타 및 조정	87.4	98.3	109.4	84.5	71.7	22.4	138.8	169.5	734.3	379.7	402.4	473.6
매출원가	1,379	1,598	1,474	1,794	1,281	1,637	1,648	2,257	7,164	6,245	6,823	7,562
매출원가율(%)	81.1	83.1	81.6	81.4	84.6	87.2	87.2	86.6	82.2	81.8	86.5	86.0
주택(%)	78.8	80.2	80.2	76.4	82.0	85.7	85.2	83.0	78.2	78.8	84.0	81.9
토목(%)	87.4	86.7	92.5	85.9	85.6	81.1	92.0	86.7	90.2	87.9	86.5	86.7
플랜트(%)	84.5	85.7	74.2	76.2	81.8	71.5	88.6	88.6	84.1	80.7	84.9	85.4
DL건설(%)	80.5	86.5	84.4	86.7	91.7	92.6	92.0	89.0	84.8	84.8	91.2	88.0
매출총이익	320.6	324.3	332.5	409.0	233.1	240.1	242.2	349.6	1,556.5	1,386.4	1,065.1	1,227.3
판관비	120.8	95.3	73.5	139.4	107.4	105.5	77.2	146.4	0.0	429.1	436.5	454.5
영업이익	199.8	229.0	259.0	269.5	125.7	134.6	165.0	203.2	1,028.7	957.3	628.6	772.8
영업이익률(%)	11.8	11.9	14.3	12.2	8.3	7.2	8.7	7.8	11.8	12.5	8.0	8.8
영업이익 성장률(% YoY)	-21.6	-15.9	33.5	-12.4	-37.1	-41.2	-36.3	-24.6		-6.9	-34.3	22.9
금융손익	16.1	0.7	19.7	11.4	13.3	27.2	4.4	5.6		47.8	50.4	26.7
기타손익	13.4	-31.7	-1.6	-59.3	0.3	1.5	0.0	0.0		-79.3	1.7	0.0
종속관계기업 관련 손익	1.8	-6.1	4.0	-16.3	6.5	6.5	0.0	0.0		-16.6	13.0	0.0
세전이익	231.1	191.8	281.0	205.3	145.8	169.7	169.4	208.8		909.3	693.7	799.6
법인세	56.5	76.1	74.8	65.9	43.0	53.7	46.6	57.4		273.4	200.7	219.9
법인세율(%)	24.5	39.7	26.6	32.1	29.5	31.6	27.5	27.5		30.1	28.9	27.5
당기순이익	174.6	115.7	206.2	139.4	102.8	116.0	122.8	151.4		635.8	493.0	579.7
당기순이익률(%)	10.3	6.0	11.4	6.3	6.8	6.2	6.5	5.8		8.3	6.2	6.6
순이익 성장률(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-41.1	0.3	-40.4	8.6		N/A	-22.5	17.6
지배주주 순이익	159.6	105.9	195.3	116.3	101.1	110.2	116.6	143.8		577.0	471.6	550.4

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	0.0	7,631.7	7,888.5	8,789.1	10,673.3
매출액증가율 (%)			3.4	11.4	21.4
매출원가	0.0	6,245.3	6,823.4	7,561.8	9,153.2
매출총이익	0.0	1,386.4	1,065.1	1,227.3	1,520.1
판매관리비	0.0	429.1	436.5	454.5	534.6
영업이익	0.0	957.3	628.6	772.8	985.5
영업이익률	0.0	12.5	8.0	8.8	9.2
금융손익	0.0	47.9	50.4	26.7	35.3
종속/관계기업손익	0.0	-16.6	13.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-79.3	1.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	0.0	909.3	693.7	799.6	1,020.8
법인세비용	0.0	273.4	200.7	219.9	280.7
당기순이익	0.0	635.8	493.0	579.7	740.1
지배주주지분 순이익	0.0	577.0	471.6	550.4	702.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	0.0	580.4	606.0	629.8	773.0
당기순이익(손실)	0.0	635.8	493.0	579.7	740.1
유형자산상각비	0.0	66.7	68.8	37.7	17.6
무형자산상각비	0.0	12.9	12.8	9.4	6.5
운전자본의 증감	0.0	-509.3	13.4	3.1	8.8
투자활동 현금흐름	0.0	-338.0	-231.5	-88.5	-227.7
유형자산의 증가(CAPEX)	0.0	-14.3	-13.0	-15.0	-17.2
투자자산의 감소(증가)	0.0	-1,071.1	-165.8	-53.9	-154.2
재무활동 현금흐름	0.0	113.6	-80.9	-47.4	-39.6
차입금의 증감	0.0	1,180.2	8.9	4.2	11.9
자본의 증가	0.0	3,717.5	-2.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.0	362.6	286.3	494.0	505.7
기초현금	0.0	1,682.1	2,044.8	2,331.0	2,825.0
기말현금	0.0	2,044.8	2,331.0	2,825.0	3,330.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	0.0	5,354.4	6,244.4	6,935.0	8,003.3
현금및현금성자산	0.0	2,044.8	2,331.0	2,825.0	3,330.7
매출채권	0.0	485.6	574.6	603.5	686.2
재고자산	0.0	939.6	1,111.8	1,167.7	1,327.7
비유동자산	0.0	3,347.3	3,476.9	3,498.6	3,645.9
유형자산	0.0	132.1	103.6	80.9	80.5
무형자산	0.0	39.3	30.5	21.1	14.6
투자자산	0.0	1,065.5	1,231.9	1,285.7	1,439.9
자산총계	0.0	8,701.7	9,721.3	10,433.6	11,649.2
유동부채	0.0	3,136.7	3,635.7	3,810.7	4,311.5
매입채무	0.0	908.0	1,074.5	1,128.5	1,283.2
단기차입금	0.0	156.3	156.3	156.3	156.3
유동성장기부채	0.0	40.3	0.3	0.3	0.3
비유동부채	0.0	1,067.8	1,132.1	1,141.3	1,167.5
사채	0.0	446.7	447.0	447.0	447.0
장기차입금	0.0	363.7	413.1	413.1	413.1
부채총계	0.0	4,204.5	4,767.8	4,952.0	5,479.0
자본금	0.0	107.4	214.6	214.6	214.6
자본잉여금	0.0	3,610.1	3,500.5	3,500.5	3,500.5
기타포괄이익누계액	0.0	-126.6	-88.5	-88.5	-88.5
이익잉여금	0.0	580.3	993.9	1,492.8	2,144.0
비지배주주지분	0.0	329.2	344.5	373.8	411.2
자본총계	0.0	4,497.2	4,953.5	5,481.6	6,170.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS		198,867	203,871	227,145	275,841
EPS(지배주주)		14,885	12,188	14,225	18,162
CFPS		30,051	20,429	21,189	26,091
EBITDAPS		27,019	18,355	21,189	26,091
BPS		97,111	107,386	119,010	134,183
DPS		1,351	1,351	1,351	1,351
배당수익률(%)	0.0	2.3	3.7	3.7	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	4.0	3.0	2.6	2.0
PCR	0.0	2.0	1.8	1.7	1.4
PSR	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
PBR	0.0	0.6	0.3	0.3	0.3
EBITDA	0.0	1,036.9	710.2	819.9	1,009.6
EV/EBITDA	0.0	1.5	0.5	-0.2	-0.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		13.8	10.7	11.3	12.9
EBITDA 이익률		13.6	9.0	9.3	9.5
부채비율		93.5	96.3	90.3	88.8
금융비용부담률		0.5	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)		26.5	17.2	20.7	26.0
매출채권회전율(x)		15.7	14.9	14.9	16.6
재고자산회전율(x)		8.1	7.7	7.7	8.6

Industry Indepth
2022. 9. 27

▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

GS건설 006360

사업 구조 다변화와 밸류에이션 매력

- ✓ 정비 사업의 강자. GS이니마를 통한 수처리 사업, 모듈러 주택에도 주목
- ✓ 주택 원가율은 하반기 소폭 악화되나 자이씨앤에이 편입 효과로 이익 성장
- ✓ 서울 및 광역시 위주의 분양 전략으로 시장 대비 덜한 미분양 리스크
- ✓ 2023년 원가율 반등 효과에 주목. 밸류에이션은 역사적 하단 수준
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 34,000원을 제시하며 커버리지를 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **34,000 원**

현재주가 (9.26) **24,550 원**

상승여력 **38.5%**

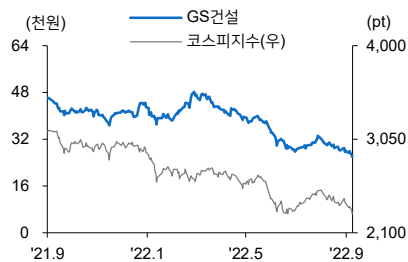
KOSPI	2,220.94pt
시가총액	21,010억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	74.90%
외국인비중	32.43%
52주 최고/최저가	48,200원/24,550원
평균거래대금	210.8억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	11.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.6	-47.8	-44.7
상대주가	-11.2	-35.8	-22.2

주가그래프



정비 사업의 강자

GS건설은 '자이'를 대표 브랜드로 주택 사업에서의 강자로 자리매김하고 있다. 특히 정비사업에 강점이 있어, 재건축 관련 규제를 완화하는 현 정부의 공급 확대 정책에 부합하는 사업 구조를 가지고 있다. 플랜트 사업은 수익성에 중점을 두되 외형은 점차 축소하고 있으며, 대신 GS이니마를 통한 수처리 사업, 모듈러 주택, PC(Precast Concrete) 사업 등을 신성장 동력으로 삼고 있다.

눈높이는 충분히 낮아졌다

연결 영업이익은 3Q22 1,969억원(+29.3% YoY), 4Q22 2,079억원(+7.9% YoY)을 기록하며 개선될 전망이다. 자이씨앤에이 연결 편입 효과 덕이다. 자이씨앤에이는 LG그룹사의 투자 확대와 동행하여 안정적인 수주 성장이 예상된다. 주택 원가율은 노무비 및 자재비 상승으로 상반기 대비 하반기 소폭(0.4%p) 악화될 것으로 보인다. 해외 플랜트 비용 반영 관련 불확실성은 아직 남아 있으나, 3Q22 추가 비용이 반영되지 않을 가능성에 더 무게를 둔다. 현재 미분양 프로젝트는 1개뿐으로, 그간 서울 및 광역시 위주의 분양 전략으로 인해 미분양 리스크는 전체 시장 대비 덜하다.

힘든 시절만 지나가면 저평가 매력 돋보일 것

투자 의견 Buy, 적정주가 34,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현 선행 PBR 0.43배는 역사적 하단 수준이다. 2022년에는 원가 상승 영향을 상대적으로 강하게 받았으나 2023년부터는 그만큼 가파른 반등이 예상된다. 분양 시장의 개선 신호가 나타났을 때 가장 빠르게 반등이 가능한 종목이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	10,122.9	750.4	311.7	3,890	-26.6	51,311	9.7	0.7	5.1	7.7	219.3
2021	9,036.6	646.5	408.5	4,793	22.3	54,046	8.3	0.7	5.5	9.3	211.6
2022E	10,725.2	722.4	505.3	5,904	37.8	59,140	4.2	0.4	3.6	10.4	204.9
2023E	10,951.5	918.9	549.1	6,416	6.6	64,266	3.8	0.4	2.6	10.4	190.3
2024E	11,989.6	1,004.4	655.3	7,657	17.7	70,633	3.2	0.3	2.0	11.4	181.2

Valuation

투자의견 Buy, 적정주가 34,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 순자산에 0.56배의 적정 멀티플을 곱한 뒤 주식 수로 나누어 계산했다. 0.56배는 선행 ROE에 기반한 이론적 PBR 0.93배에 40%의 할인을 적용한 값이며, 과거 10년 평균 값인 0.67배보다 -16% 낮다. 참고로, 할인을 40%는 2018년 이후 이론 PBR - 실제 PBR 간 평균 할인율이다.

단기적인 원가율 증가로 인한 실적 둔화 우려, 미분양 리스크 등이 최근 저평가 요인이다. 그러나 원가율은 2023년 이후 안정화가 예상되며, 수도권 및 광역시 위주의 분양 전략으로 인해 미분양 리스크 역시 크지 않다. 향후 GS이니마의 수처리 사업, 모듈형 주택 사업 등 신사업 수주 성장이 가시화될 시 이론적인 PBR 대비 만성적인 할인율도 해소될 것으로 전망한다.

표24 GS건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	5,115.7	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.56	적정 PBR 0.93배에 할인율 40% 적용 (2018년 이후의 평균 할인율)
적정 시가총액(십억원)	2,869.9	
발행 주식수(백만주)	85,581	기말 주식수
적정주가(원)	34,000	
현재주가(원)	24,550	
상승여력(%)	38.5	

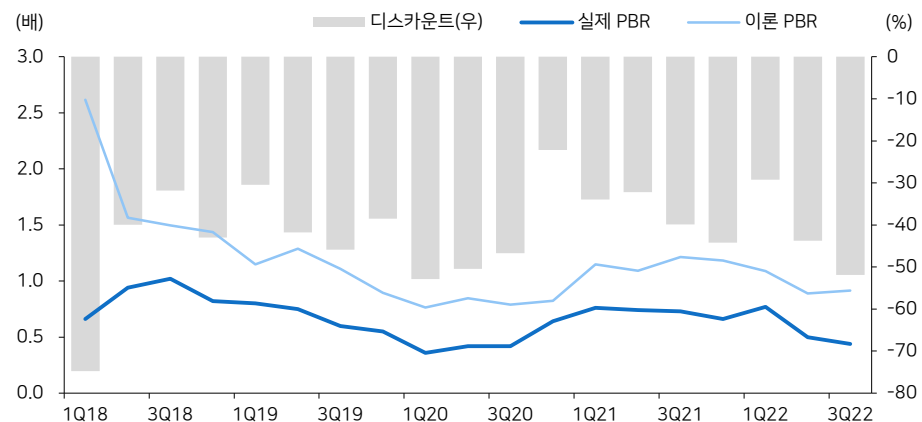
자료: 메리츠증권 리서치센터

표25 적정 PBR 산출(할인율 적용 전)

적정 P/B	0.93배
COE	11.0%
Risk Free	4.19%
MRP	6.0%
52주 베타	1.14pt
12개월 선행 ROE	10.3%
2022E	10.4%
2023E	10.4%
2024E	11.4%
영구성장률	-

자료: 메리츠증권 리서치센터

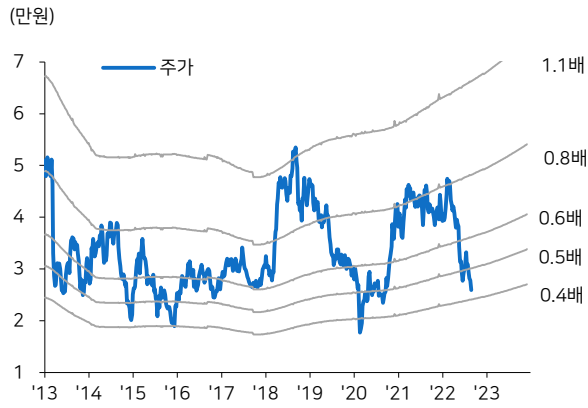
그림94 이론적 PBR과 실제 PBR 간의 역사적 괴리



주: 이론 PBR은 CAPM 모형과 $(ROE-g)/(COE-g)$ 공식을 통해 계산. Market Risk Premium을 6%로 고정하고, 각 시점의 12개월 선행 ROE, 52주 베타 및 무위험 수익률(국고채 3년)을 고려

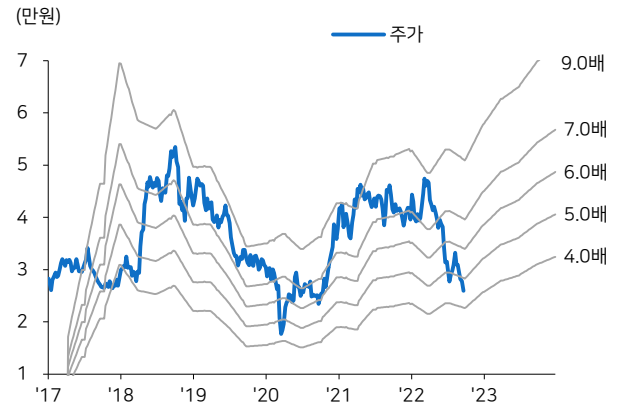
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림95 GS건설 12개월 선행 PBR 밴드



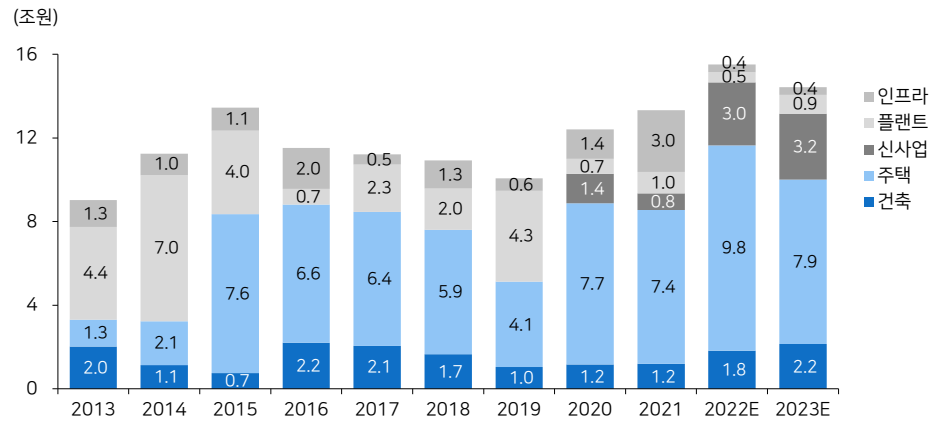
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림96 GS건설 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림97 GS건설 수주 추이 및 전망



주: 전력, 분산에너지, Eco부문은 플랜트 수주에 포함

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망

연결 영업이익은 3Q22 1,969억원(+29.3% YoY), 4Q22 2,079억원(+7.9% YoY)을 기록하며 개선될 전망이다. 자이씨엔에이 연결 편입 효과(분기별 5천억원 내외의 매출액) 덕이다. 자이씨엔에이는 LG그룹사의 투자 확대와 동행하여 안정적인 수주 성장이 예상된다.

주택 원가율은 노무비 및 자재비 상승으로 상반기 대비 하반기 소폭(0.4%p) 악화될 것으로 보인다. 3Q22보다는 4Q22에 주택 원가율 부담이 더 클 전망이다. 해외 플랜트 비용 관력 불확실성 역시 아직 남아 있으나, 3Q22 추가 비용이 반영되지 않을 가능성에 더 무게를 둔다.

표26 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 지표												
수주	1,811.0	2,987.0	2,630.0	5,902.0	3,391.0	4,378.0	4,606.2	3,149.5	12,411.0	13,330.0	15,524.7	16,982.1
수주 잔고	44,269.0	45,793.0	46,050.0	48,623.0	52,677.0	54,309.0	56,348.6	56,805.0	43,689.0	48,623.0	56,805.0	62,929.1
실적 전망												
연결 매출	2,014.1	2,231.7	2,171.7	2,619.1	2,375.9	3,047.9	2,586.7	2,714.7	10,122.9	9,036.6	10,725.2	10,951.5
매출액 증가율(% YoY)	-17.5	-12.4	-6.3	-7.0	18.0	36.6	19.1	3.6	-2.8	-10.7	18.7	2.1
인프라	189.0	210.0	177.0	204.0	227.0	266.0	272.3	189.7	883.0	780.0	955.0	883.5
플랜트	412.0	360.0	180.0	349.0	209.0	82.0	112.0	105.9	2,753.0	1,301.0	509.0	601.0
신사업	171.0	186.0	189.0	230.0	192.0	259.0	270.7	303.5	611.0	776.0	1,025.2	1,224.4
주택건축	1,225.0	1,451.0	1,604.0	1,812.0	1,723.0	2,412.0	1,911.6	2,093.9	5,805.0	6,092.0	8,140.4	8,149.1
기타	17.1	24.7	21.7	24.1	24.9	28.9	20.1	21.6	70.9	87.6	95.5	93.4
매출원가	1,698	1,844	1,874	2,270	2,074	2,709	2,232	2,331	8,588	7,686	9,345	9,349
매출원가율(%)	84.3	82.6	86.3	86.7	87.3	88.9	86.3	85.9	84.8	85.1	87.1	85.4
인프라(%)	89.6	93.6	117.2	116.4	99.4	93.1	97.0	97.0	93.7	103.9	96.5	97.0
플랜트(%)	97.4	96.9	136.2	116.7	89.3	412.2	98.0	97.0	101.9	108.2	124.5	92.0
신사업(%)	81.4	81.1	86.1	83.6	84.0	88.4	86.1	83.6	78.8	83.1	85.5	85.5
주택건축(%)	79.7	77.6	77.3	78.0	85.4	82.3	84.0	84.5	76.8	78.1	83.9	83.4
매출총이익	316.5	387.6	297.5	349.1	302.4	339.0	355.0	384.0	1,535.1	1,350.8	1,380.4	1,602.6
판관비	139.9	262.7	145.2	156.4	149.1	174.7	158.2	176.1	784.7	704.3	658.0	683.7
영업이익	176.6	124.9	152.3	192.7	153.3	164.4	196.9	207.9	750.4	646.5	722.4	918.9
영업이익률(%)	8.8	5.6	7.0	7.4	6.5	5.4	7.6	7.7	7.4	7.2	6.7	8.4
영업이익 성장률(% YoY)	3.3	-24.4	-27.3	-6.0	-13.2	31.6	29.3	7.9	-2.2	-13.8	11.7	27.2
금융손익	-32.1	-10.0	-17.1	4.4	-19.0	-72.2	29.7	-58.2	-12.5	-54.7	-119.6	-77.2
기타손익	80.1	-13.5	55.6	-61.1	68.0	154.4	4.8	-0.1	-213.4	61.1	227.1	64.5
종속,관계기업 관련 손익	-0.9	0.8	2.8	2.5	5.9	-1.6	0.2	0.3	-6.1	5.1	4.7	1.1
세전이익	223.7	102.2	193.6	138.4	208.2	245.0	231.6	149.9	518.4	657.9	834.7	907.3
법인세	65.8	40.1	60.3	62.8	52.8	65.4	63.7	41.2	188.8	229.1	223.1	249.5
법인세율(%)	29.4	39.3	31.2	45.4	25.4	26.7	27.5	27.5	36.4	34.8	26.7	27.5
당기순이익	157.9	62.1	133.3	75.6	155.4	179.6	157.1	101.3	329.7	428.8	593.4	632.7
당기순이익률(%)	7.8	2.8	6.1	2.9	6.5	5.9	6.1	3.7	3.3	4.7	5.5	5.8
순이익 성장률(% YoY)	20.0	-27.1	29.7	642.2	-1.6	189.3	17.9	34.1	-26.3	30.1	38.4	6.6
지배주주 순이익	154.1	55.5	128.6	70.2	143.5	142.2	136.2	83.3	311.7	408.5	505.3	549.1

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	10,122.9	9,036.6	10,725.2	10,951.5	11,989.6
매출액증가율 (%)	-2.8	-10.7	18.7	2.1	9.5
매출원가	8,587.8	7,685.8	9,344.7	9,348.9	10,180.3
매출총이익	1,535.1	1,350.8	1,380.4	1,602.6	1,809.4
판매관리비	784.7	704.3	658.0	683.7	805.0
영업이익	750.4	646.5	722.4	918.9	1,004.4
영업이익률	7.4	7.2	6.7	8.4	8.4
금융손익	-12.5	-54.7	-119.6	-77.2	-43.7
중속/관계기업손익	-6.1	5.1	4.7	1.1	0.7
기타영업외손익	-213.4	61.1	227.1	64.5	109.1
세전계속사업이익	518.4	657.9	834.7	907.4	1,070.4
법인세비용	188.8	229.1	241.2	274.7	325.9
당기순이익	329.7	428.8	593.4	632.7	744.5
지배주주지분 순이익	311.7	408.5	505.3	549.1	655.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	553.9	1,107.5	1,046.7	867.9	1,086.1
당기순이익(손실)	329.7	428.8	593.4	632.7	744.5
유형자산상각비	121.7	121.5	142.1	169.2	194.0
무형자산상각비	38.2	32.4	39.8	28.1	26.1
운전자본의 증감	-356.6	521.0	402.4	37.8	121.6
투자활동 현금흐름	-269.0	-531.2	-549.9	-333.4	-507.4
유형자산의증가(CAPEX)	-127.7	-134.9	-237.7	-273.3	-314.3
투자자산의감소(증가)	-157.2	-167.6	-63.6	-46.7	-150.0
재무활동 현금흐름	50.9	-4.9	506.6	-107.3	-100.5
차입금의 증감	482.2	38.2	863.8	3.1	9.8
자본의 증가	16.4	160.0	6.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	326.0	599.5	1,037.3	427.2	478.2
기초현금	1,793.0	2,118.9	2,718.4	3,755.6	4,182.8
기말현금	2,118.9	2,718.4	3,755.6	4,182.8	4,661.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,251.9	8,195.1	9,432.2	10,016.2	10,998.5
현금및현금성자산	2,118.9	2,718.4	3,755.6	4,182.8	4,661.0
매출채권	135.7	42.9	44.4	45.6	49.6
재고자산	1,430.1	1,477.1	1,531.0	1,573.3	1,709.3
비유동자산	6,518.8	6,988.6	7,540.9	7,663.6	7,907.8
유형자산	1,426.8	1,543.4	1,749.6	1,853.7	1,974.0
무형자산	744.3	680.4	899.4	871.3	845.2
투자자산	1,721.6	1,889.2	1,957.2	2,003.8	2,153.8
자산총계	13,770.7	15,183.7	16,973.1	17,679.8	18,906.2
유동부채	5,728.9	6,769.3	7,407.4	7,573.5	8,107.1
매입채무	1,124.8	1,226.8	1,271.6	1,306.7	1,419.6
단기차입금	391.7	269.3	667.5	667.5	667.5
유동성장기부채	602.2	701.1	729.4	729.4	729.4
비유동부채	3,729.7	3,541.7	3,998.4	4,016.7	4,075.3
사채	785.4	672.5	614.9	614.9	614.9
장기차입금	1,459.5	1,722.1	2,233.8	2,233.8	2,233.8
부채총계	9,458.6	10,311.0	11,405.8	11,590.1	12,182.4
자본금	403.5	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	815.7	951.3	958.0	958.0	958.0
기타포괄이익누계액	-117.4	-122.8	-111.5	-111.5	-111.5
이익잉여금	3,076.1	3,405.7	3,823.7	4,262.4	4,807.3
비지배주주지분	170.9	247.4	506.1	589.7	678.9
자본총계	4,312.1	4,872.7	5,567.4	6,089.7	6,723.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	126,342	106,037	125,321	127,966	140,096
EPS(지배주주)	3,890	4,793	5,904	6,416	7,657
CFPS	16,098	10,848	11,296	13,529	15,590
EBITDAPS	11,362	9,391	10,568	13,043	14,307
BPS	51,311	54,046	59,140	64,266	70,633
DPS	1,200	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.2	3.3	5.3	5.3	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	8.3	4.2	3.8	3.2
PCR	2.3	3.7	2.2	1.8	1.6
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.3
EBITDA	910.3	800.3	904.4	1,116.2	1,224.5
EV/EBITDA	5.1	5.5	3.6	2.6	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	9.3	10.4	10.4	11.4
EBITDA 이익률	9.0	8.9	8.4	10.2	10.2
부채비율	219.3	211.6	204.9	190.3	181.2
금융비용부담률	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3
이자보상배율(x)	6.5	7.0	6.0	6.3	6.4
매출채권회전율(x)	87.1	101.2	245.8	243.2	251.8
재고자산회전율(x)	8.8	6.2	7.1	7.1	7.3

Industry Indepth
2022. 9. 27

대우건설 047040

이제는 고개를 들 때

▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 주택 사업에 강점. 해외 사업은 잘하는 공중(원전, LNG)에 집중하는 전략
- ✓ LNG 사업에서의 진입 장벽에 주목. 폴란드, 체코 원전 사업에 시공사로 참여
- ✓ 하반기 주택 원가율 개선으로 4Q22까지 QoQ 증익. 미분양도 감소 추세
- ✓ 10년 내 두 번째로 높은 ROE와 역사적 저점 수준인 PBR이 대비되는 시점
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 6,500원을 제시하며 커버리지를 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 6,500 원

현재주가 (9.26) 4,270 원

상승여력 52.2%

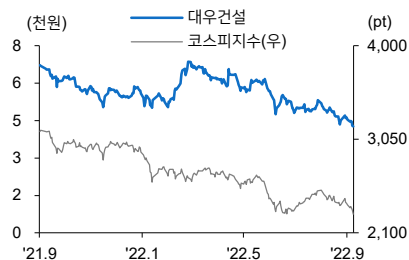
KOSPI	2,220.94pt
시가총액	17,747억원
발행주식수	41,562만주
유동주식비율	47.51%
외국인비중	10.38%
52주 최고/최저가	7,320원/4,270원
평균거래대금	88.9억원

주요주주(%)

중흥토건 외 2 인	50.75
국민연금공단	6.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.3	-39.6	-38.8
상대주가	-11.0	-25.8	-13.9

주가그래프



잘할 수 있는 것(원전, LNG)에 집중

대우건설은 '푸르지오' 대표 브랜드를 위주로 안정적인 주택 사업을 영위하고 있다. 연간 2만 세대 후반의 분양을 지속하면서 대표적인 주택 사업자로 자리 매김 했다. 해외 사업에서는 수익성에 중점을 두어, 잘하는 공중(원전, LNG) 및 국가(나이지리아, 이라크, 리비아)에 집중하는 전략을 내세우고 있다. 전세계 LNG 수출 터미널의 약 10%를 시공하였으며, 현재 폴란드, 체코 원전 수출 컨소시엄에도 시공사로 참여 중이다(각각 2023년, 2024년 수주 기대).

실적 개선과 함께 리스크에서 벗어나기 시작

연결 영업이익은 3Q22 1,483억원(+32.1% YoY), 4Q22 1,949억원(-4.6% YoY)을 기록하며 견조할 전망이다. 주택 원가율은 2Q22 쇼크(93.2%)에서 벗어나 하반기 평균 88.5%를 기록할 것으로 예상된다. 한편, 미분양 세대 수는 2천~2천 5백 세대 수준이며, 대구 지역이 상당 수를 차지하고 있다. 최근 규제 지역이 해제되면서 기존 미분양 물량이 감소하고 있는 추세다. 분양 가이드스는 27,300세대(-3.7% YoY)로 연초 계획 대비 1,500세대 정도가 2023년으로 이연 되었으나 전체 시장 대비 안정적인 흐름이 예상된다.

이제는 위를 바라볼 때

투자의견 Buy, 적정주가 6,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 현 선행 PBR 0.49배는 CoVID-19 발발 시점을 제외하면 역사적 저점 수준인데, 선행 ROE는 2021년을 제외하면 10년 내 가장 높다. 원전, LNG 해외 수주가 본격화 되기까진 시간이 다소 필요하지만, 하반기 원가율 개선을 통한 실적 개선을 포 인트로 주가 반등을 기대해볼 수 있는 시점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	8,136.7	558.3	283.8	683	40.4	6,435	7.3	0.8	4.8	11.1	247.6
2021	8,685.2	738.3	484.7	1,166	71.6	7,728	4.9	0.7	2.4	16.5	225.1
2022E	9,873.7	650.9	439.2	1,057	-9.8	8,893	4.0	0.5	1.1	12.7	210.9
2023E	10,309.7	819.8	521.6	1,255	18.4	10,148	3.4	0.4	0.3	13.2	181.7
2024E	10,776.2	869.4	577.0	1,388	10.6	11,536	3.1	0.4	-0.3	12.8	163.3

Valuation

투자의견 Buy, 적정주가 6,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 순자산에 0.70배의 적정 멀티플을 곱한 뒤 주식 수로 나누어 계산했다. 0.70배는 선행 ROE에 기반한 이론적 PBR 1.17배에 40%의 할인을 적용한 값이며, 과거 10년 평균 값인 0.96배보다 약 -27% 낮다. 참고로, 할인을 40%는 2018년 이후 이론 PBR - 실제 PBR 간 평균 할인율이다.

현재 원가율 상승, 미분양 리스크 등 주택 사업에 대한 우려가 저평가 원인이나, 하반기부터 리스크 완화가 관찰되면서 이론 PBR과의 괴리가 축소될 것으로 보인다. 2023년 ROE의 소폭 개선 역시 밸류에이션에 도움이 될 수 있는 점이다. 원전 및 LNG 해외 수주가 본격화될 경우 추가적인 밸류에이션 상승이 가능하다.

표27 대우건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	3,861.0	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.70	적정 PBR 1.17배에 2018년 이후 평균 할인율 40% 적용
적정 시가총액(십억원)	2,699.5	
발행 주식수(백만주)	415,623	기말 주식수
적정주가(원)	6,500	
현재주가(원)	4,270	
상승여력(%)	52.2	

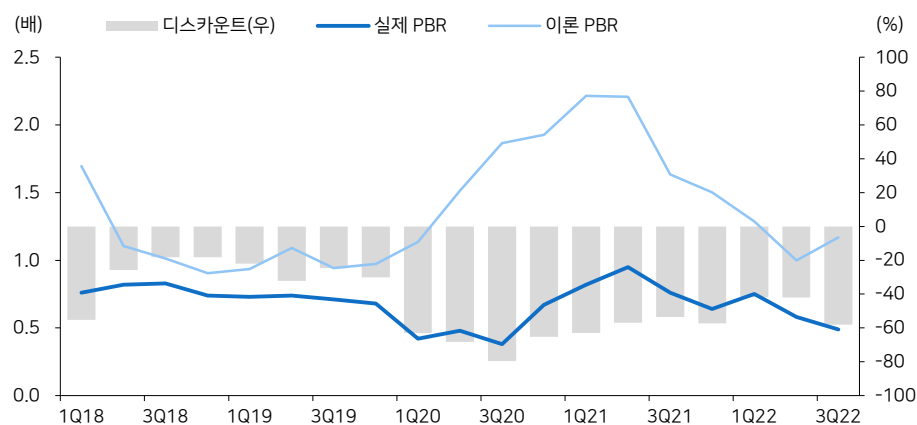
자료: 메리츠증권 리서치센터

표28 적정PBR 산출(할인율 적용 전)

적정 P/B	1.17배
COE	10.9%
Risk Free	4.19%
MRP	6.0%
52주 베타	1.12pt
12개월 선행 ROE	12.7%
2022E	12.7%
2023E	13.2%
2024E	12.8%
영구성장률	-

자료: 메리츠증권 리서치센터

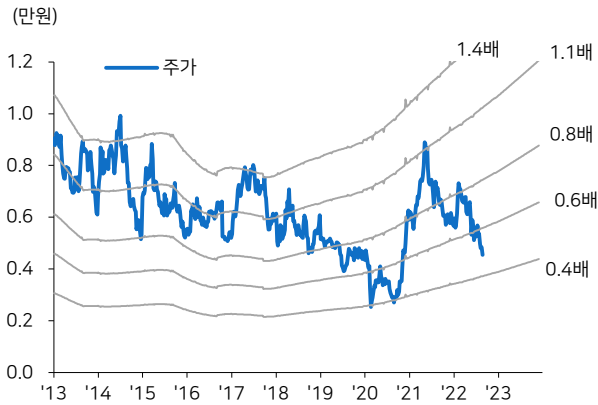
그림98 이론적 PBR과 실제 PBR 간의 역사적 괴리



주: 이론 PBR은 CAPM 모형과 $(ROE - g) / (COE - g)$ 공식을 통해 계산. Market Risk Premium을 6%로 고정하고, 각 시점의 12개월 선행 ROE, 52주 베타 및 무위험 수익률(국고채 3년)을 고려

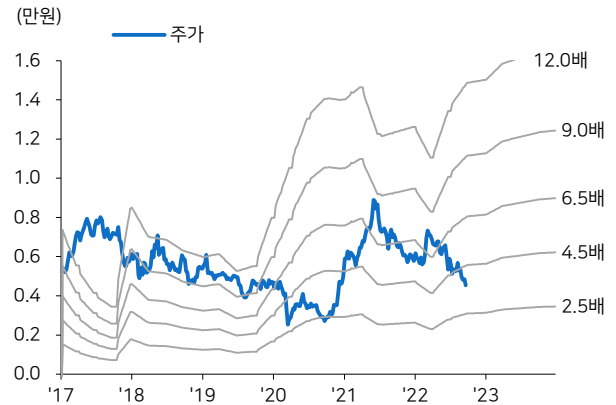
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림99 대우건설 12개월 선행 PBR 밴드



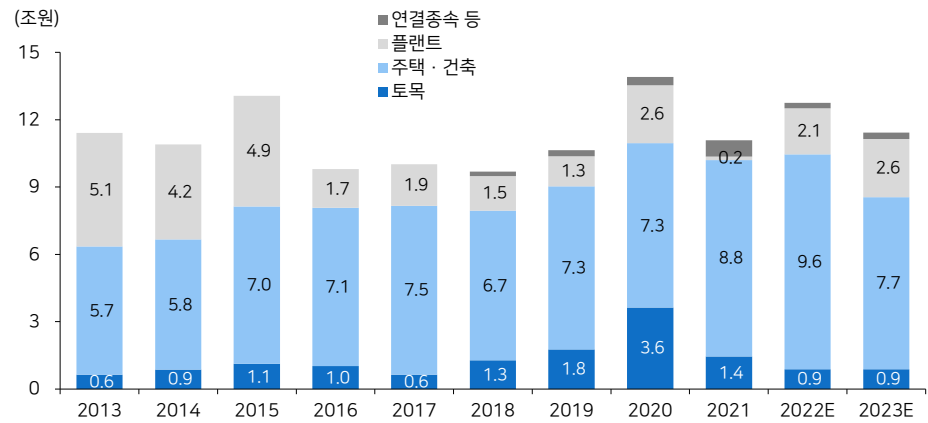
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림100 대우건설 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림101 대우건설 수주 추이 및 전망



자료: 대우건설, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망

연결 영업이익은 3Q22 1,483억원(+32.1% YoY), 4Q22 1,949억원(-4.6% YoY)을 기록하며 견조한 실적을 이어갈 전망이다. 주택 원가율은 2Q22 쇼크(93.2%)에서 벗어나 하반기 평균 88.5%를 기록할 것으로 예상된다. 한편, 미분양 세대 수는 2,000~2,500세대 수준이며, 대구 지역이 상당 수를 차지하고 있다. 최근 규제 지역이 해제되면서 기존 물량이 감소하고 있는 추세다.

해외 프로젝트는 나이지리아, 모잠비크 등 기존 지역에서의 프로젝트의 안정적인 진행에 중점을 두고 있고, 신규 수주에 성급하게 나서고 있지는 않다. 2024년부터 원전, LNG 등 주요 공종에서의 본격적인 수주가 기대된다.

표29 대우건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 지표												
수주	2,136.2	2,783.3	2,712.1	3,451.4	2,658.5	5,113.4	2,605.0	2,370.0	13,912.6	11,083.0	12,746.9	11,426.8
수주 잔고	38,968.5	39,435.6	40,534.0	41,600.0	42,088.2	45,068.6	45,304.5	45,117.8	38,113.2	41,600.0	45,117.8	46,672.9
실적 전망												
연결 매출	1,939.0	2,207.4	2,100.1	2,438.7	2,249.5	2,440.9	2,493.0	2,690.3	8,136.7	8,685.2	9,873.7	10,309.7
매출액 증가율(% YoY)	-2.4	12.4	10.8	6.4	16.0	10.6	18.7	10.3	-6.0	6.7	13.7	4.4
토목	289.8	339.3	325.5	469.2	382.5	470.4	448.8	633.0	1,482.7	1,423.8	1,934.7	1,530.0
주택건축	1,409.8	1,409.1	1,432.4	1,650.3	1,514.3	1,592.0	1,627.2	1,586.8	5,083.1	5,901.6	6,320.3	6,934.0
플랜트	173.2	253.6	212.2	234.2	271.9	311.3	293.0	337.0	1,092.8	873.2	1,213.2	1,407.7
연결중속 등	66.2	205.4	130.0	85.0	80.8	67.2	123.9	133.6	478.1	486.6	405.6	438.0
매출원가	1,599.0	1,898.3	1,860.5	2,088.7	1,914.7	2,232.5	2,222.2	2,350.3	7,136.4	7,446.3	8,719.7	8,937.9
매출원가율(%)	82.5	86.0	88.6	85.6	85.1	91.5	89.1	87.4	87.7	85.7	88.3	86.7
토목(%)	93.2	104.0	111.3	85.3	90.4	88.3	90.0	90.0	97.6	97.3	89.7	90.0
주택건축(%)	80.4	85.2	83.3	85.7	85.2	93.2	90.0	87.0	85.6	83.7	88.9	86.2
플랜트(%)	82.5	85.0	100.1	88.3	80.0	88.1	89.0	89.0	96.3	89.1	86.8	89.0
연결중속 등(%)	79.2	63.2	71.8	78.8	76.4	88.1	75.0	75.0	60.2	70.4	77.4	75.0
매출총이익	340.0	309.1	239.7	350.1	334.7	208.4	270.8	340.1	1,000.3	1,238.9	1,154.0	1,371.8
판관비	110.6	116.8	127.4	145.7	113.5	122.0	122.5	145.2	442.0	500.6	503.1	552.0
영업이익	229.4	192.3	112.3	204.4	221.3	86.5	148.3	194.9	558.3	738.3	650.9	819.8
영업이익률(%)	11.8	8.7	5.3	8.4	9.8	3.5	5.9	7.2	6.9	8.5	6.6	8.0
영업이익 성장률(% YoY)	89.6	137.1	9.1	-19.3	-3.5	-55.0	32.1	-4.6	53.3	32.3	-11.8	26.0
금융손익	-6.9	-4.0	-1.9	1.7	1.0	0.0	0.6	2.6	-59.5	-11.1	4.2	17.2
기타손익	-6.2	1.1	-18.4	-87.0	0.8	-21.8	-12.5	-35.5	-112.3	-110.5	-69.0	-118.8
종속,관계기업 관련 손익	-19.0	-2.7	31.2	-27.9	11.4	3.5	-0.8	-0.7	-9.1	-18.3	13.4	-4.3
세전이익	197.3	186.7	123.2	91.2	234.5	68.2	135.6	161.3	377.4	598.4	599.5	714.0
법인세	49.4	47.7	33.8	-17.5	60.8	19.7	37.3	44.4	94.8	113.5	162.2	196.3
법인세율(%)	25.1	25.6	27.4	-19.2	25.9	29.0	27.5	27.5	25.1	19.0	27.1	27.5
당기순이익	147.9	139.0	89.4	108.6	173.6	48.4	98.3	116.9	282.6	484.9	437.3	517.6
당기순이익률(%)	7.6	6.3	4.3	4.5	7.7	2.0	3.9	4.3	3.5	5.6	4.4	5.0
순이익 성장률(% YoY)	138.7	165.4	59.7	-3.3	17.4	-65.2	9.9	7.7	40.4	71.6	-9.8	18.4
지배주주 순이익	147.9	139.1	89.2	108.5	173.5	48.8	99.1	117.8	283.8	484.7	439.2	521.6

자료: 대우건설, 메리츠증권 리서치센터

대우건설 (047040)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	8,136.7	8,685.2	9,873.7	10,309.7	10,776.2
매출액증가율 (%)	-6.0	6.7	13.7	4.4	4.5
매출원가	7,136.4	7,446.3	8,719.7	8,937.9	9,326.5
매출총이익	1,000.3	1,238.9	1,154.0	1,371.8	1,449.7
판매관리비	442.0	500.6	503.1	552.0	580.3
영업이익	558.3	738.3	650.9	819.8	869.4
영업이익률	6.9	8.5	6.6	8.0	8.1
금융손익	-59.5	-11.1	4.2	17.3	32.4
중속/관계기업손익	-9.1	-18.3	13.4	-4.3	-0.5
기타영업외손익	-112.3	-110.5	-69.0	-118.8	-111.5
세전계속사업이익	377.4	598.4	599.5	714.0	789.8
법인세비용	94.8	113.5	162.2	196.3	217.2
당기순이익	282.6	484.9	437.3	517.6	572.6
지배주주지분 순이익	283.8	484.7	439.2	521.6	577.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	408.4	1,746.8	881.2	627.8	709.1
당기순이익(손실)	282.6	484.9	437.3	517.6	572.6
유형자산상각비	118.3	103.8	110.2	114.8	115.5
무형자산상각비	8.5	8.6	8.6	7.8	7.2
운전자본의 증감	-214.8	844.5	240.0	-12.5	13.8
투자활동 현금흐름	47.1	-916.5	472.9	-77.7	-155.7
유형자산의증가(CAPEX)	-11.7	-49.6	-93.1	-107.1	-123.1
투자자산의감소(증가)	45.4	-69.5	-71.4	14.7	-16.3
재무활동 현금흐름	-419.0	-581.5	-57.3	-2.3	2.5
차입금의 증감	-390.4	-519.6	24.8	-2.3	2.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	49.7	254.6	1,298.7	547.9	555.9
기초현금	756.8	806.5	1,061.0	2,359.7	2,907.6
기말현금	806.5	1,061.0	2,359.7	2,907.6	3,463.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,973.1	7,148.9	8,236.5	8,642.1	9,355.5
현금및현금성자산	806.5	1,061.0	2,359.7	2,907.6	3,463.5
매출채권	1,000.9	737.1	813.2	793.5	815.3
재고자산	1,479.4	1,603.8	1,769.2	1,726.4	1,773.8
비유동자산	3,332.8	3,309.1	3,272.0	3,241.7	3,258.4
유형자산	350.6	364.0	366.4	358.6	366.3
무형자산	97.2	93.4	92.2	84.4	77.2
투자자산	742.5	768.0	841.6	826.9	843.2
자산총계	9,305.9	10,458.0	11,508.5	11,883.8	12,613.9
유동부채	4,936.4	5,049.0	5,622.5	5,503.7	5,635.2
매입채무	119.4	247.0	272.5	265.9	273.2
단기차입금	399.8	360.4	450.4	450.4	450.4
유동성장기부채	892.7	237.9	262.3	262.3	262.3
비유동부채	1,692.5	2,192.6	2,184.9	2,161.4	2,187.4
사채	261.7	465.8	329.9	329.9	329.9
장기차입금	436.0	440.6	477.2	477.2	477.2
부채총계	6,628.9	7,241.6	7,807.4	7,665.1	7,822.6
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	549.5	549.5	549.5	549.5	549.5
기타포괄이익누계액	-361.9	-291.3	-242.0	-242.0	-242.0
이익잉여금	507.8	974.7	1,409.6	1,931.2	2,508.3
비지배주주지분	2.6	4.5	5.0	1.0	-3.4
자본총계	2,677.0	3,216.4	3,701.1	4,218.7	4,791.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	19,577	20,897	23,756	24,806	25,928
EPS(지배주주)	683	1,166	1,057	1,255	1,388
CFPS	1,719	2,361	1,781	1,971	2,117
EBITDAPS	1,648	2,047	1,852	2,268	2,387
BPS	6,435	7,728	8,893	10,148	11,536
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	7.3	4.9	4.0	3.4	3.1
PCR	2.9	2.4	2.4	2.2	2.0
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
EBITDA	685.1	850.7	769.7	942.5	992.0
EV/EBITDA	4.8	2.4	1.1	0.3	-0.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.1	16.5	12.7	13.2	12.8
EBITDA 이익률	8.4	9.8	7.8	9.1	9.2
부채비율	247.6	225.1	210.9	181.7	163.3
금융비용부담률	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
이자보상배율(x)	5.3	12.0	11.0	12.6	13.4
매출채권회전율(x)	6.9	10.0	12.7	12.8	13.4
재고자산회전율(x)	6.9	5.6	5.9	5.9	6.2

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 간섭 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.29	산업분석	Buy	42,811	박형렬	-16.5	13.2	
2021.04.26	기업브리프	Buy	55,459	박형렬	-6.8	0.7	
2021.06.02	산업분석	Buy	65,189	박형렬	-18.3	-10.1	
2021.10.25	기업브리프	Buy	67,000	박형렬	-30.8	-22.7	
2022.03.31				Univ Out			
2022.09.27	산업분석	Buy	59,000	문경원	-	-	

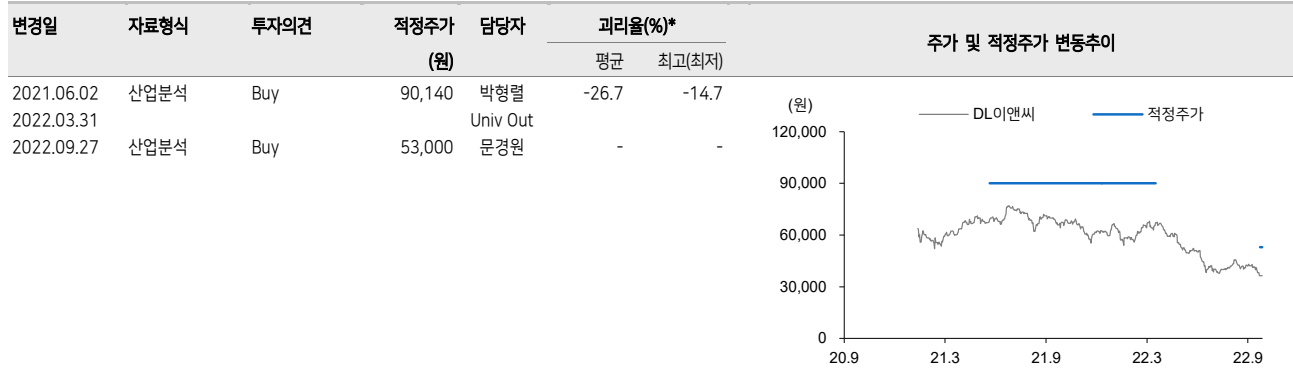
삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.07.29	기업브리프	Buy	15,000	박형렬	-18.9	-5.0	
2021.01.22	기업브리프	Buy	16,000	박형렬	-6.6	23.4	
2021.06.02	산업분석	Buy	24,000	박형렬	-4.0	14.0	
2021.07.30	기업브리프	Buy	27,000	박형렬	-10.9	3.7	
2021.11.16	산업분석	Buy	30,000	박형렬	-21.8	-7.2	
2022.03.25	기업브리프	Buy	31,000	박형렬	-13.3	-10.5	
2022.03.31				Univ Out			
2022.09.27	산업분석	Buy	32,000	문경원	-	-	

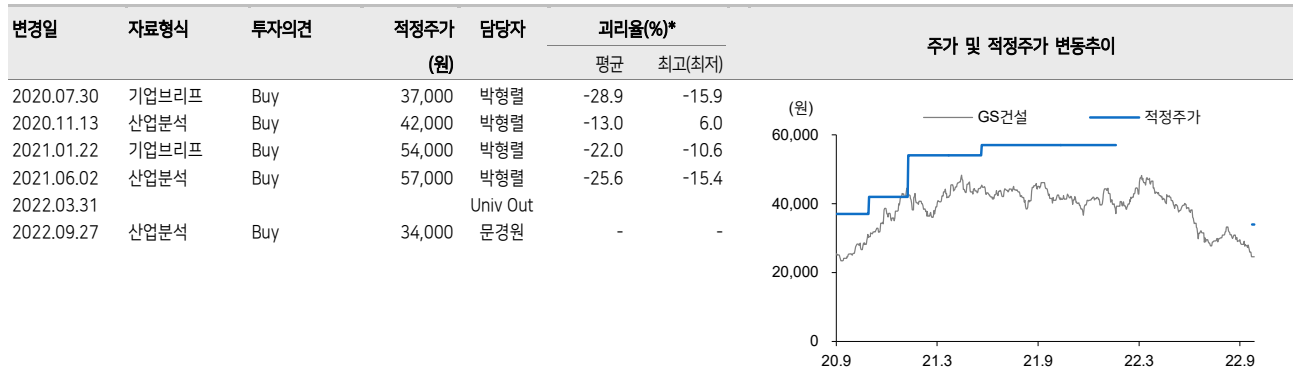
DL 이앤씨 (375500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



대우건설 (047040) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

