

건설

시작되는 반전의 조짐

건설
성정환

3787-2031
irrever@hmsec.com

Contents

〈서두〉 – 요약 3

〈본문〉

I. 시계 제로 상태의 해외수주 4

II. 부동산: 가격 조정 국면 속 트렌드 변화 7

III. 건설투자 예상 밖 호조. 저점에 대한 고민 16



건설업: Top-picks 및 섹터 전략

1. Top-pick: 현대건설[BUY/TP 42,000원]

- 근거 1. 20년 상반기 100% 수준으로 예상되는 해외 원가율 해외 저수익 현장 종료로 21년 95%까지 점진적 개선되며 전체 영업이익 개선세 지속 전망
- 근거 2. 2분기 분양계획 1.1만호 달성 시 연간 분양 가이드نس 60% 수준 달성. 연간 분양 가이드نس 달성한다면 21년까지 주택 매출 증가 가능
- 여전히 양호한 주택원가율에 힘입어 하반기 연결 영업이익은 5,320억원으로 전년 동기 대비, 상반기 대비 각각 30%, 34% 개선 예상

2. Top-pick: 대우건설[BUY/TP 4,500원]

- 근거 1. 2분기 나이지리아 LNG Train(약 2.1조) 수주 달성해 하반기 카타르 LNG 발주 여부는 제외하고도 19년 대비 해외수주 YoY 증가세 확실
- 근거 2. 19년 2.1만호에 이어 20년에도 2만호를 초과하는 양호한 분양 성과를 바탕으로 21년 주택 매출 증가세 대형 건설사 중 가장 돋보일 전망
- 하반기 연결 영업이익은 2,240억원으로 전년 동기 대비 37% 개선 예상, 차별적인 분양 모멘텀 기대되어 신규 Top picks 제시

3. 섹터 전략

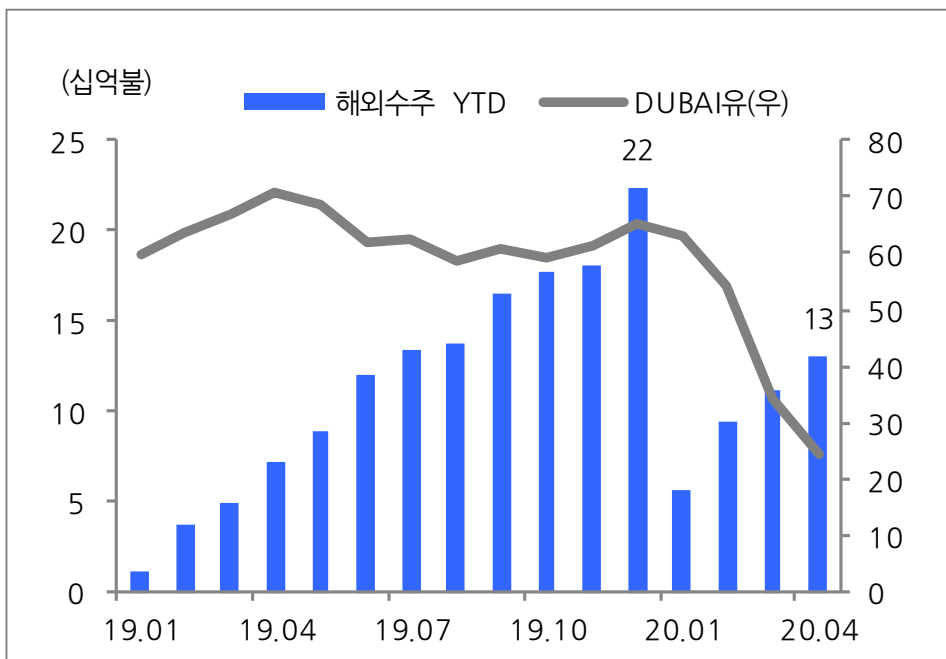
- 국내 주택가격 상승 주도 지역 변화 진행 중, 해당 추세 정부 규제에 의해 지속 될 것. 따라서 경기/인천, 지방에서 분양을 확대할 수 있는 건설사들이 차별적 수혜 받을 전망
- 20년 하반기를 넘어가며 본격적으로 토목 투자 성장세 시작, SOC예산의 증가로 토목 투자는 향후 수년 간 구조적 증가 예상
- 20년 이후에는 토목 뿐 아니라 주택, 비주거 건축 등 전 공종 동반 성장 잠재력 높아 지켜볼 필요.
- 따라서 Top picks 외 투자 선호도는 토목 > 시멘트 > 기타 B2B건자재 > 중견건설사 > B2C 건자재 순 제시



시계 제로 상태의 해외 수주

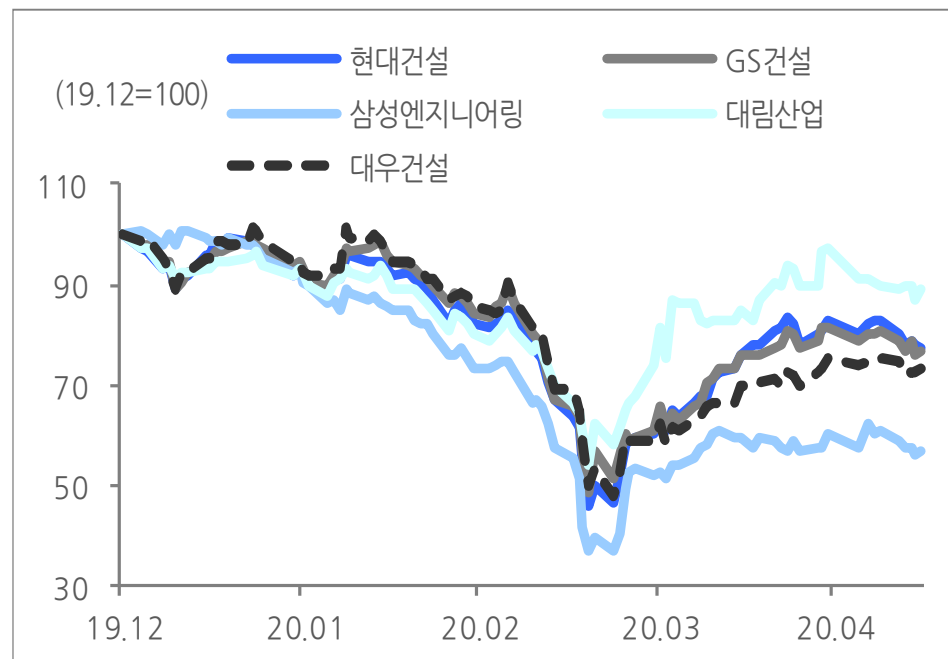
- 19년 말 이후 건설주는 코로나 19로 인한 시장 하락과 동행하여 주가 변동성을 보임
- 3월 중순 이후 대형 건설사 평균적으로 19년 말 대비 75% 수준까지 주가 회복
- 주가 회복의 강도는 대림산업>현대건설>GS건설>대우건설>삼성엔지니어링 순서
- 코로나 19, 산유국들의 가격 경쟁으로 유가 회복 미진하여 해외 수주 비중/기대감 높았던 업체일수록 주가 회복 더딘 모습을 보임
- 대림산업은 1) 지배구조 관련 기대감, 2) 견고한 영업실적, 3) 저유가 시기 유화사업부, NCC 자회사 실적 호조 기대감으로 주가 상대적 양호
- 4월 해외수주 18억불 YoY -20%, YTD 130억불 YoY +82%
- 5~6월 현대건설의 파나마 등 대형건설사들의 기 수주분이 통계로 잡힐 것으로 예정되어 상반기 해외수주 호조세 확실히
- 하지만 여전히 부진한 유가로 인해 20년 하반기 및 20년 이후 해외수주 증가 가능성에 대한 우려가 지속적으로 제기

월별 해외 수주 추이(유가하락 장기화 여부가 핵심)



자료: 해외건설협회, Bloomberg, 현대차증권

해외수주에 걸었던 기대감 클수록 더딘 주가 회복



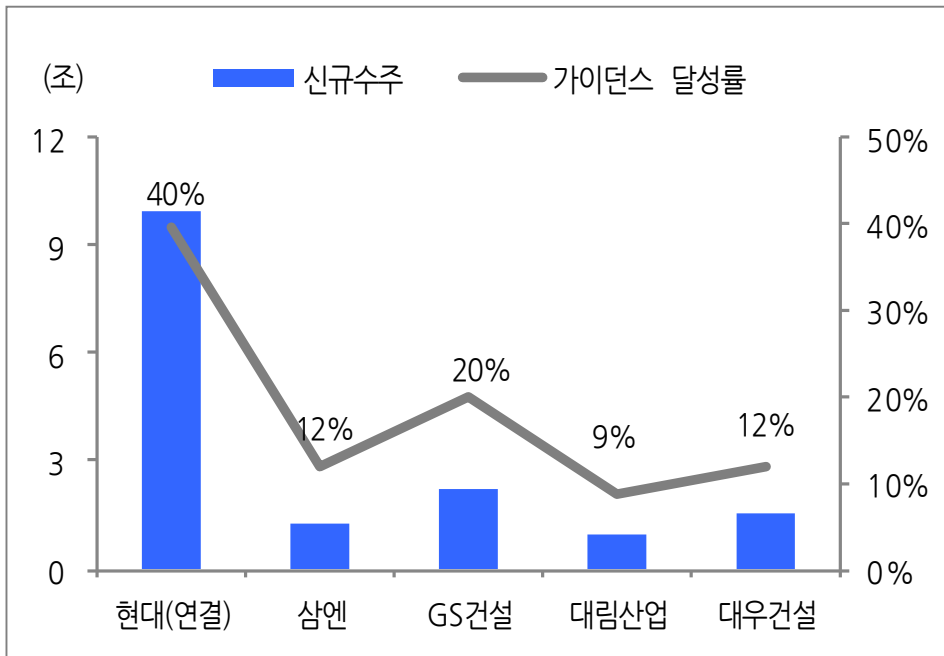
자료: 현대차증권



코로나19, 유가 진정이 수주 회복의 KEY

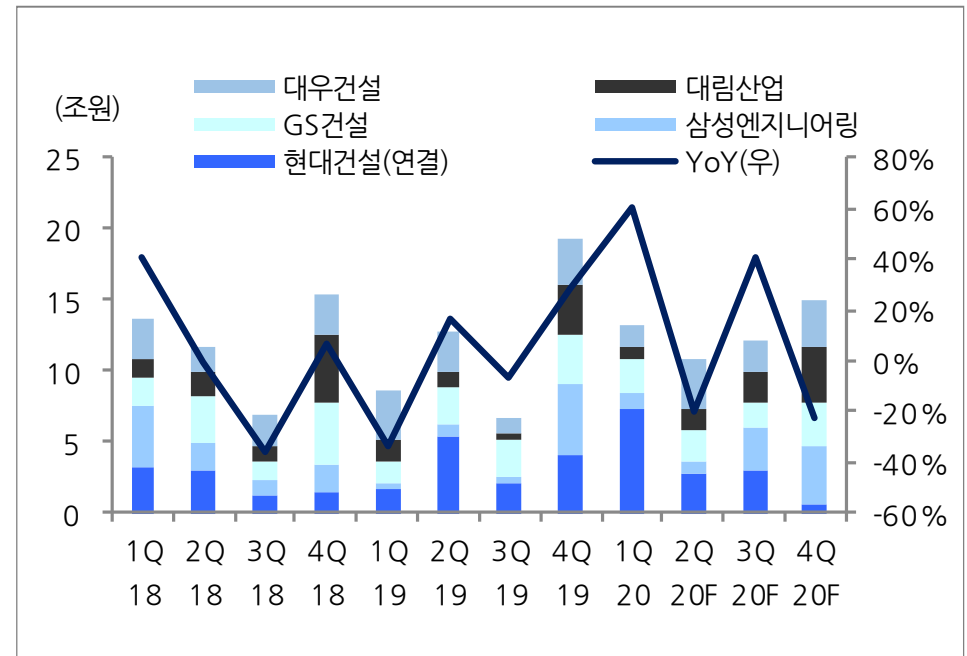
- 1분기 수주가이던스 달성률은 양호한 해외수주를 기록한 현대건설을 제외하면 전반적으로 부진
- 코로나 19로 인한 국내외 프로젝트들의 발주 지연이 가장 큰 원인, 발주 지연사태는 국내/해외 고루 발생
- 2분기는 글로벌 코로나19 확산이 본격화된 여파로 국내/해외 모두 QoQ, YoY 수주 감소세 전망
- 사우디 자프라 가스 등 당초 상반기 내에 나올 것으로 기대되었던 프로젝트 다수 발주 지연될 것
- 당사는 2분기 이후 점진적인 국내/해외 수주 회복 전망, 점진적 회복의 주요 전제는 코로나19의 완화, 유가 반등

1분기 5개 대형 건설사 수주 가이드스 달성률



자료: 각 사, 현대차증권

5개 대형 건설사 합산 신규수주 추이



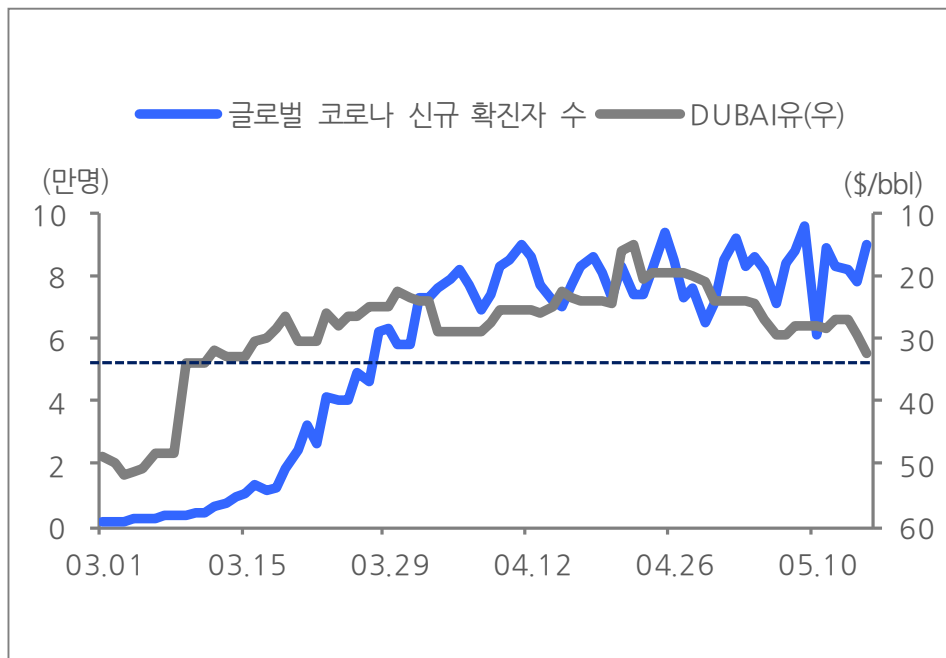
자료: 각 사, 현대차증권



코로나19 에도 해외 원가율 평균 회귀 기대감은 유효

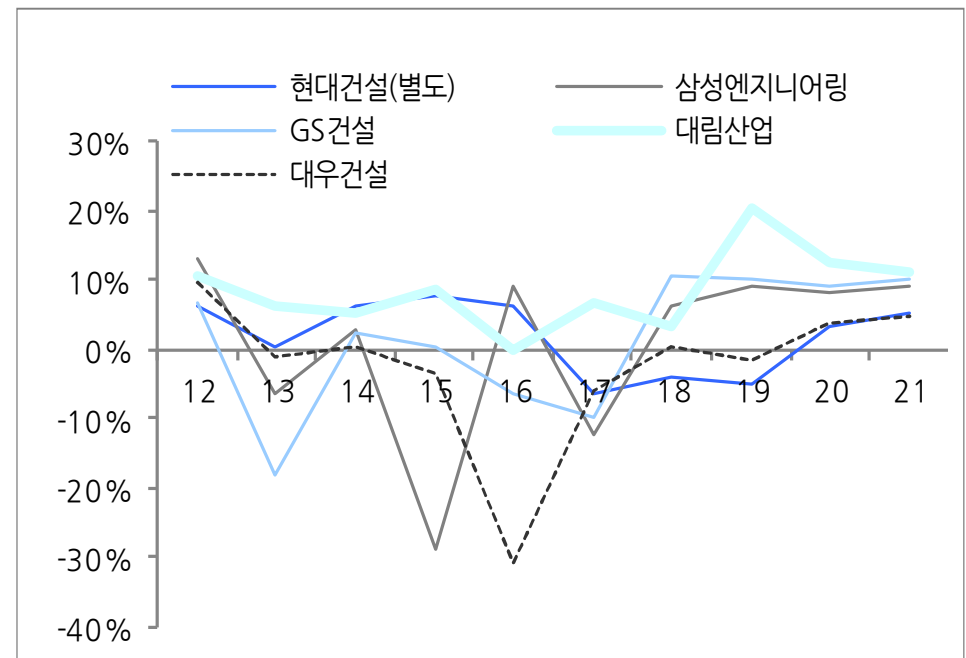
- 글로벌 코로나19 신규 확진자 수가 여전히 높은 수치를 유지하고 있음에도 불구하고 원유시장은 최악의 상황을 지나 두바이유는 3월 초 수준을 회복
- 그럼에도 불구하고 현재 두바이유 35불 밑의 저유가 수준, 코로나19 확진자 수가 유지되는 상황에서는 해외 주요 수주파이프라인의 분석과 전망 어려움 가중
- 현재 저유가 상황에서는 연내 발주 가능 여부, 발주가 나오더라도 착공 가능 여부에 대한 투자자들의 의구심이 해소되기 어려운 상태
- 코로나19에도 불구하고 해외 쪽에서 흔들리지 않는 투자 포인트는 결국 현대건설/대우건설의 해외 원가율 회복 기대감으로 판단
- 건설사들의 플랜트 설계 기술력, 기자재 구매 능력이 크게 차이가 나지 않는다면 결국 저수익 현장 종료 시기의 문제일 뿐 특정 건설사들의 낮은 수익성은 정상적인 수준으로 '평균 회귀' 할 것
- 2분기 해외 현장 내 코로나 확진자 증가로 인한 비용증가 우려 존재. 당사는 하반기 코로나 확진자 수가 감소하며 상반기 대비 플랜트 GPM 개선 추정
- 21년에는 20년 대비 현대/대우건설 해외 GPM 확연히 개선될 것으로 전망

글로벌 코로나 신규 확진자 수, 유가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

연도별 대형건설사 플랜트 GPM 추이



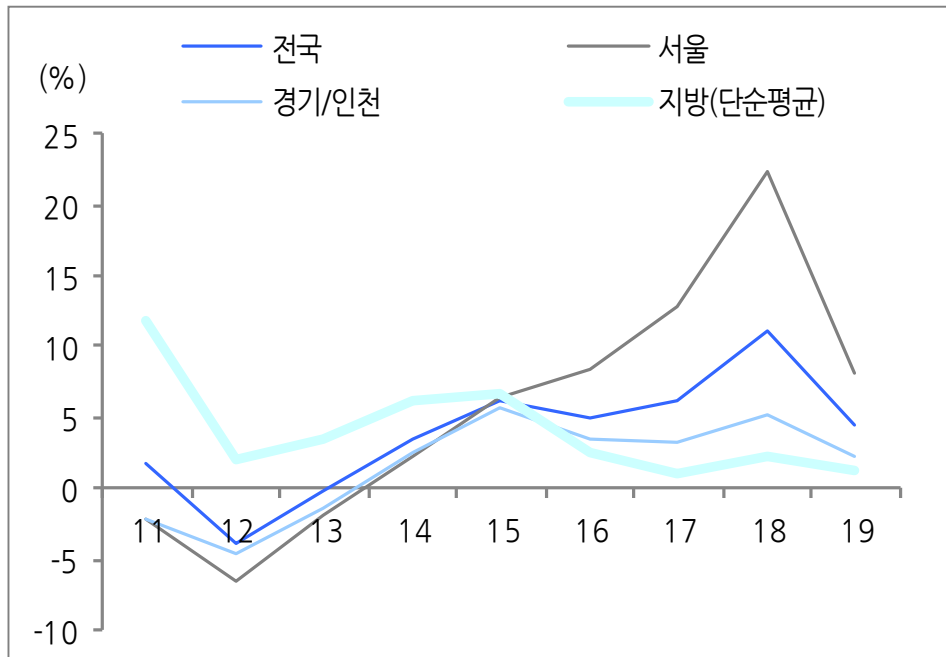
자료: 각 사, 현대차증권



부동산: 가격 조정 국면 속 트렌드 변화

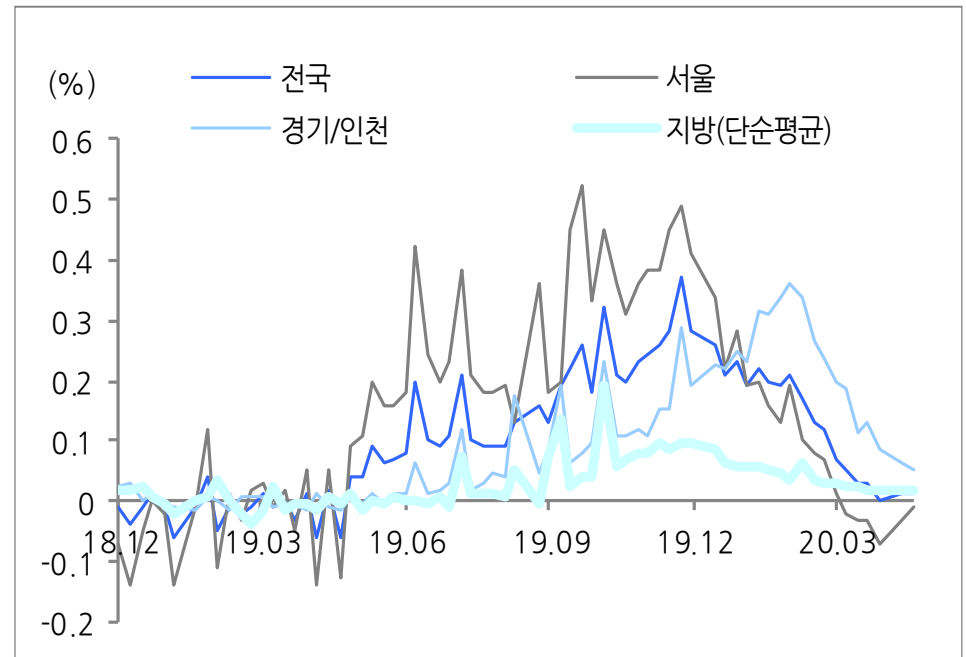
- 부동산 시장은 15년을 기점으로 지난 수년 간 서울 부동산 가격 상승률이 전국 평균 상승률을 지속 상회하는 서울 위주의 상승시장이었음
- 반면 지방 부동산은 15년까지의 장기 호황 국면을 마지막으로 19년까지 수년 째 지속 부진
- 하지만 20년 초 부터 경기/인천 지역의 가격 상승률이 서울 및 전국 부동산 가격 상승률을 지속 상회하는 모습
- 서울 부동산 가격 상승률은 20년 초부터 전국 가격 상승률을 하회. 최근 가격 하락 폭은 축소되고 있지만 정부의 흔들림 없는 중부세 강화 의지, 내수경기 침체 등을 고려할 때 당분간 서울 가격 조정 추세 지속될 가능성 높다는 판단
- 주목할만한 점은 4월 중순 이후 지방 부동산 가격 상승률조차도 전국 평균 상승률을 상회하기 시작했다는 점. 경기/인천지역과 지방 부동산 가격 상승률이 동시에 전국 평균 가격 상승률을 상회한 것은 지난 10년 동안 매우 이례적인 상황

연도별 아파트 가격 상승률 추이



자료: 부동산114, 현대차증권

주간 아파트 가격 상승률 추이



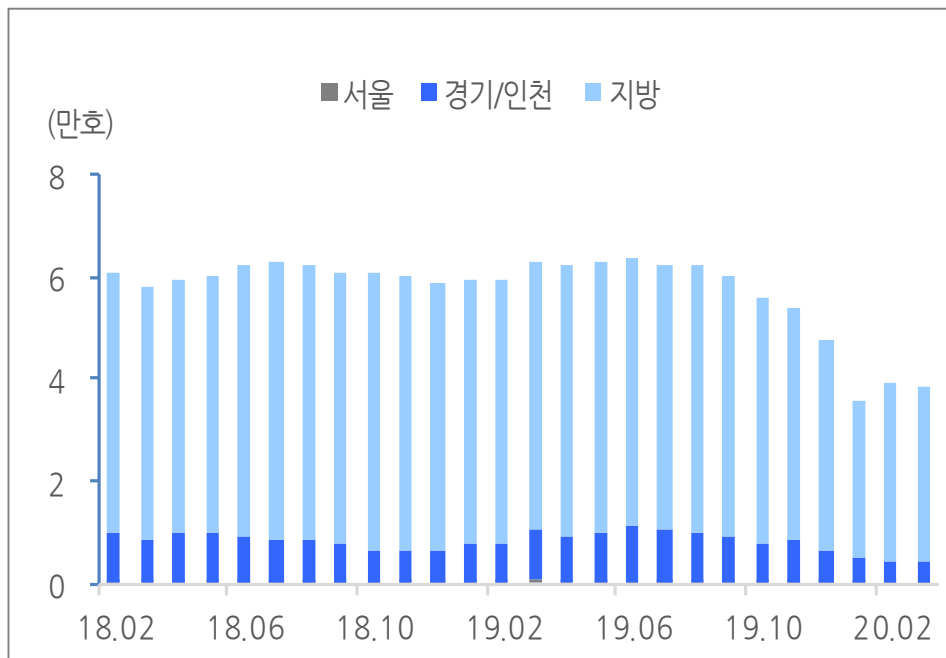
자료: 부동산114, 현대차증권



핵심은 정부의 규제에 따른 풍선효과

- 해당 변화 트렌드는 주택 미분양 추이에서도 확인
- 지난 수년 간 지속적인 부동산 가격 상승에도 전국 미분양 물량은 6만호 수준에서 큰 변화 없었음
- 가장 큰 이유는 미분양의 대부분을 차지하는 경기/인천, 지방 지역은 낮은 수준의 부동산 가격 상승률이 지속되었기 때문
- 부동산 가격 상승을 서울이 주도하는 상황에서 서울의 미분양 물량은 항상 극히 적은 수준을 유지하였기 때문에 전체 미분양 물량 변화 제한
- 19년 말~20년 초 경기/인천, 지방 부동산 가격 상승세가 시작됨에 따라 미분양 물량 소진 시작, 향후에도 지속적인 미분양 물량 감소세 전망
- 최근 변화의 가장 큰 원인은 12.16 주택시장 안정화 방안에서 나온 대출 규제 강화로 판단. 15억 초과분 주담대 금지, 9억원 초과분 LTV 20% 적용과 같은 강력한 대출 규제가 그동안 가격 상승률이 상대적으로 낮고 대출규제가 덜한 지역의 상승흐름을 초래
- 때문에 현재의 대출규제 스탠스가 바뀌지 않는다면, 향후에도 경기/인천, 지방 위주의 부동산 가격 상승 움직임 유지될 가능성 높을 전망
- 수도권 광역 교통망 개선 프로젝트, 국토균형 발전 프로젝트 등 경기/인천, 지방의 교통 인프라 개선도 21년부터 본격화될 예정

지역별 미분양 추이



자료: 국토교통부, 현대차증권

최근 부동산 대책 중 대출/전매제한 관련 내용 정리

대책	현행	개선	
12.16 주택시장 안정화 방안	투기지역, 투기과열 지구 LTV 40% 적용	9억원 이하분	LTV 40% 적용
		9억원 초과분	LTV 20% 적용
		15억 초과분	주담대 금지
05.11 전매 행위 제한기간 강화	비규제지역 민간택지 주택전매기한 6개월	수도권 과밀억제권역/성장관리권역, 지방광역시 민간택지 주택전매기한 소유권 이전 등기시로 강화	

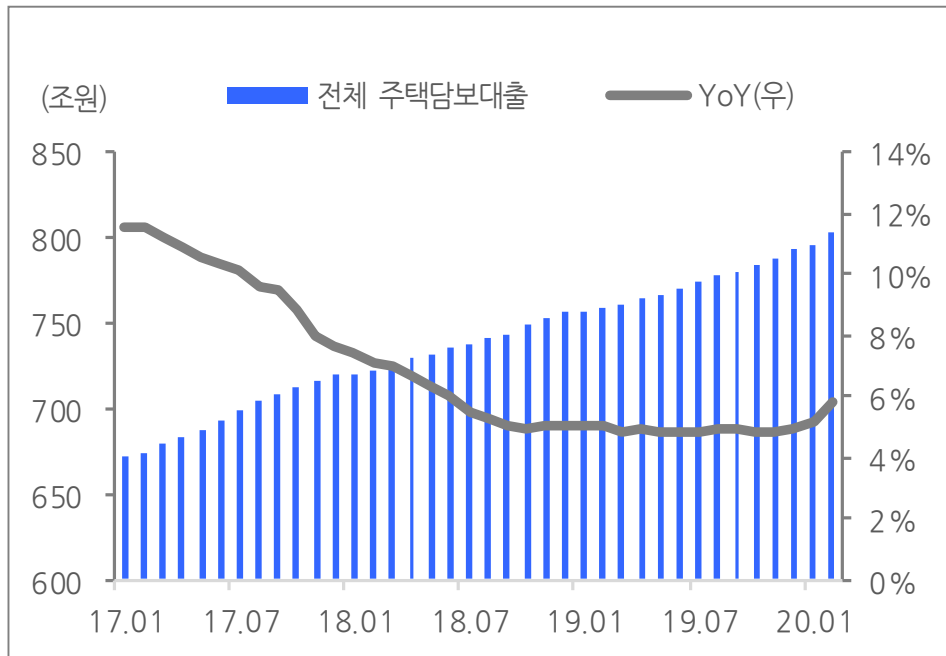
자료: 국토교통부, 현대차증권



풍부한 유동성이 지속된다면

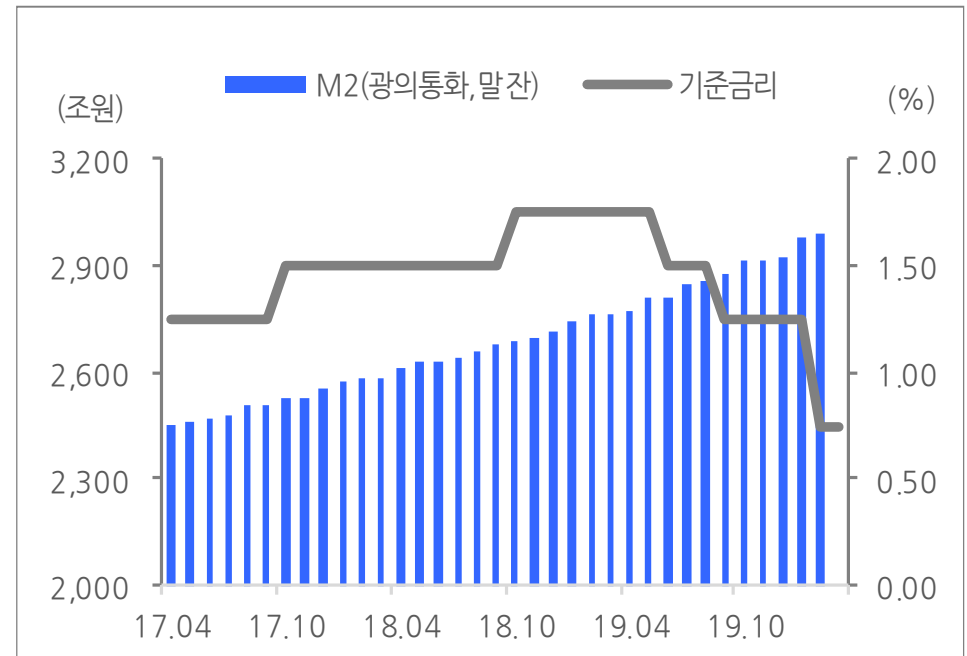
- 14년 이후 지속 증가했던 주택담보대출 증가율은 정부의 강력한 규제 기조 아래 수년 간 지속 감소세
- 하지만 최근 19년말까지 지속 낮아졌던 주택담보대출 증가율이 연초부터 다시 상승세로 반전
- 가장 큰 원인은 경기 침체에 따라 기준금리가 상승을 멈추고 하락하기 시작했기 때문으로 판단
- 코로나19에 따른 경기침체 영향으로 당분간 저금리 기조 유지될 가능성이 높아 유동성은 지속 증가할 것
- 20년 부동산 가격 하락이 당분간 지속된다고 가정 할지라도 21년 1) GDP 성장을 반등, 2) 풍부한 유동성 지속, 3) 예정된 아파트 입주물량 감소세 기대되어 부동산 가격 하방은 강력히 지지될 것으로 예상

주택담보대출 추이



자료: 한국은행, 현대차증권

한국 통화량, 기준금리 추이



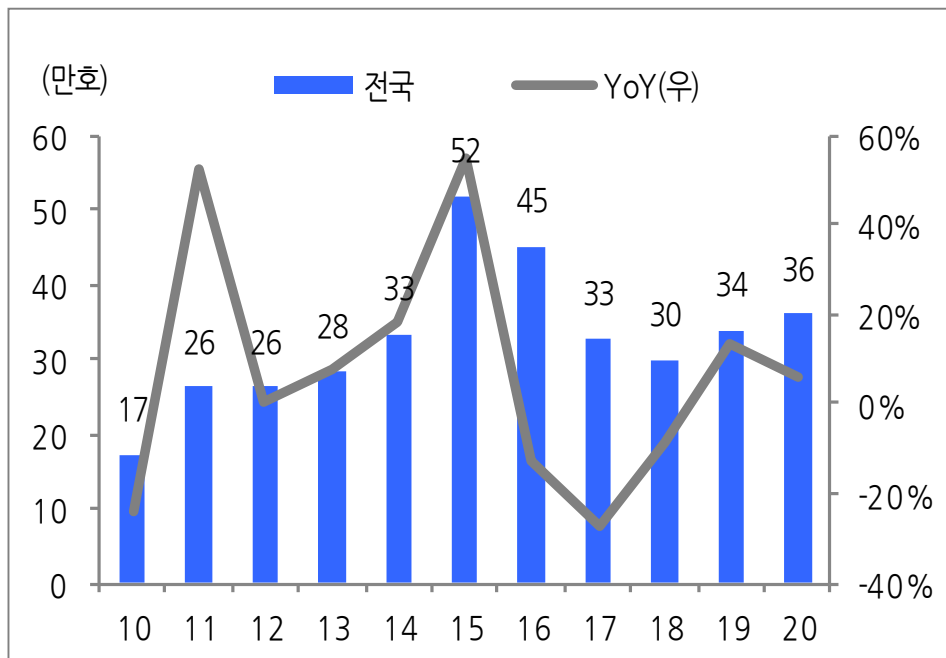
자료: 한국은행, 현대차증권



조금씩 높아지고 있는 아파트 분양물량 계획치

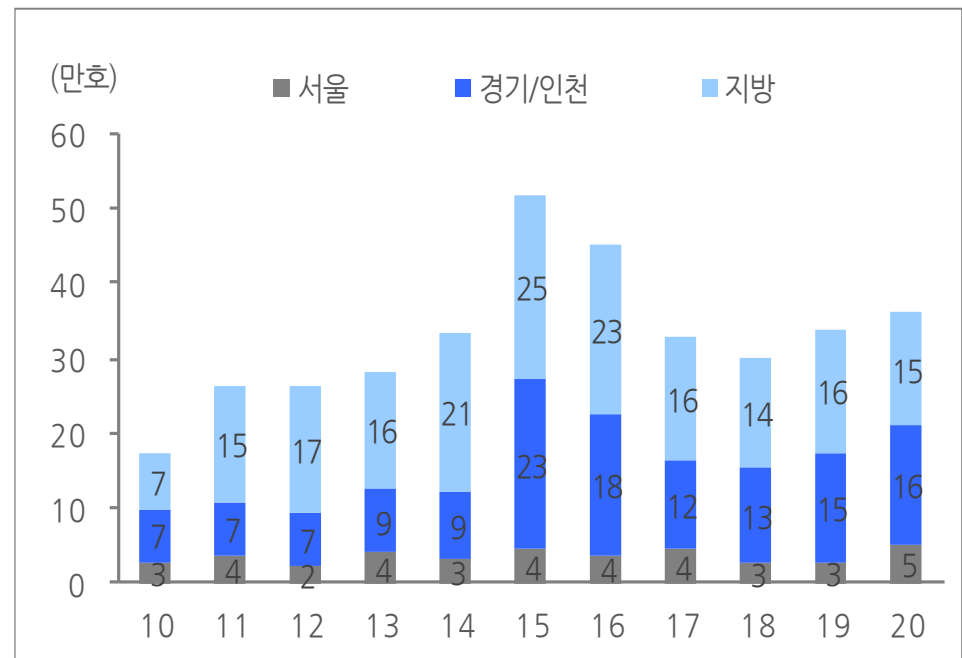
- 연초 34만호 수준이었던 건설사들의 20년 분양물량 계획 물량은 36만호까지 상승
- 전년 대비 분양물량(계획)이 2만호 증가한 것은 서울 지역 분양 예정 물량 증가가 원인
- 서울 지역 분양 예정 물량은 둔촌주공 등 정부 규제로 인해 그동안 지연되었던 도시정비 물량이 대부분으로 올해 내에는 정상 진행 예상
- 경기/인천, 지방 분양 예정 물량은 19년 대비 비슷한 수준. 19년 이후 본격적인 경기/인천, 지방의 가격 상승이 시작되고 있는 것 또한 긍정적
- 이는 19년 민간택지 분양가 상한제 예고 이후 큰 폭의 감소가 우려되었던 분양물량이 예상보다 호조를 보일 수 있는 가능성을 암시
- 올해 분양물량 최소 30만호는 유지될 것으로 예상하며 당사의 추정치는 34만호. 하지만 코로나19 이후 경제, 사회 활동 본격 적으로 재개되며 추정치 상향 가능성 존재
- 20년 기점 서울 분양물량 피크, 20년 이후 경기/인천, 지방 지역 분양물량 증가 가능성 점중 판단

전국 아파트 분양물량 추이



자료: 부동산114, 현대차증권
주: 20년 수치는 월별 건설사 계획 단순 합산 수치

지역별 아파트 분양물량 추이



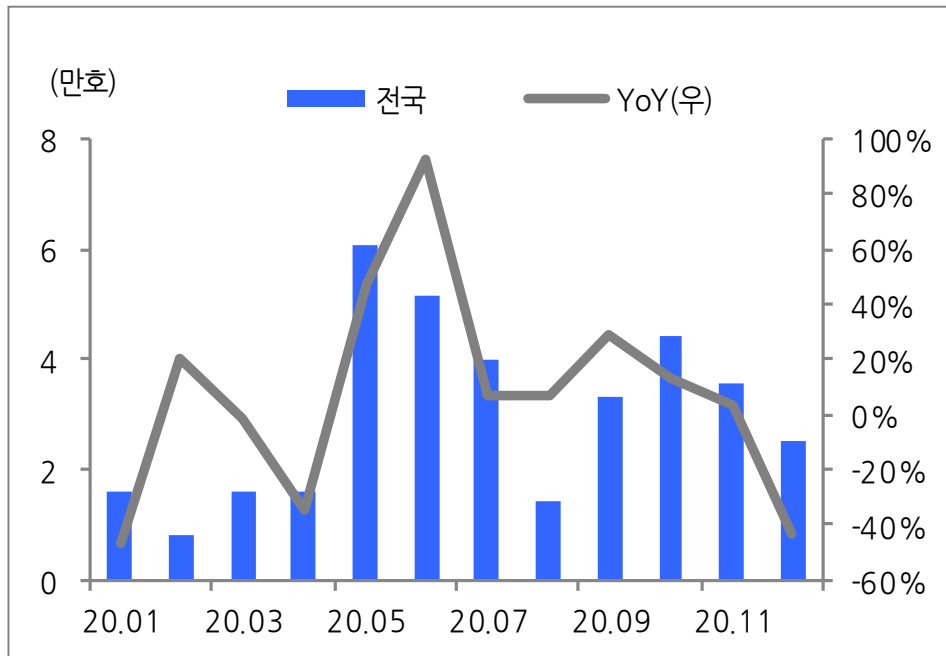
자료: 부동산114, 현대차증권
주: 20년 수치는 월별 건설사 계획 단순 합산 수치



월별 분양물량 추이

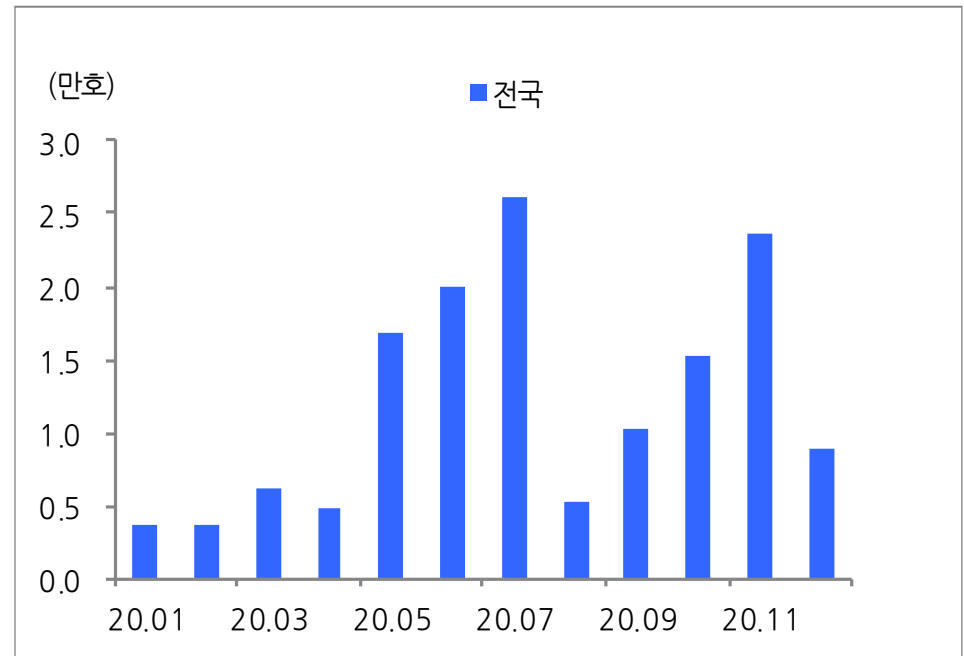
- 4월 국내 분양물량 1.6만호 YoY -33%, YTD 5.6만호 YoY -27%
- 5월 월초 분양 계획은 6.9만호이지만 실질적으로는 6만호 초반 예상
- 5~6월 아파트 분양물량의 실제 증가를 확인하며 국내 건설주 투자 심리 개선될 것
- 도시정비 분양 예정 물량은 분양가 상한제 유예 분양 기한이 7월로 연장되어 7월에 집중. 코로나19 혹은 기타 사정으로 설사 1~2달 추가 연기 되더라도 20년 연내에는 정상 진행 예상

월별 전체 아파트 분양 예정 물량



자료: 현대차증권
주: 월별 건설사 계획 단순 합산 수치

월별 재건축/재개발 아파트 분양 예정 물량



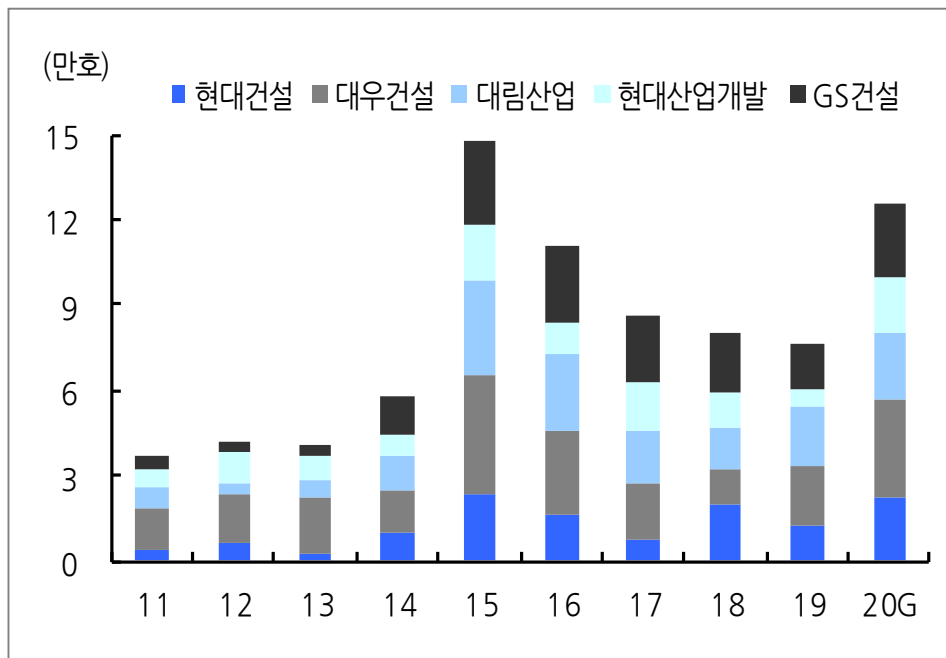
자료: 현대차증권
주: 월별 건설사 계획 단순 합산 수치



대형 건설사 분양, 올해는 다를까?

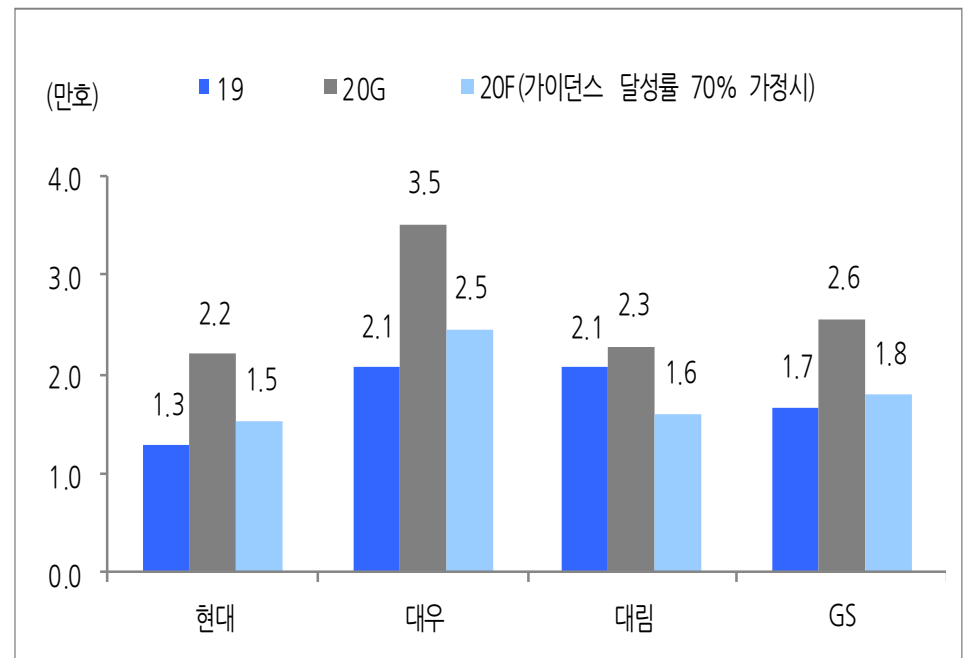
- 대형건설사들의 아파트 분양물량은 부동산 경기 상승으로 급증했던 15년 이후 지속 감소. 이후 연초 분양 가이드스를 대체적으로 30% 내외 미달하였음
- 19년 역시 정부의 강력한 부동산 규제로 분양물량은 전년 대비 감소, 20년 분양 가이드스는 공격적으로 제시
- 건설사들의 분양 가이드스도 중요하지만 더 중요한 것은 실제로 분양물량이 YoY 증가할 수 있는지의 여부
- 주택 매출의 선행지표인 분양물량이 증가해야 향후 주택 매출의 증가가 예상되어, 건설사들에게 가장 필요한 ‘돈 버는 사업부의 성장’이 가능하기 때문
- 올해 이연된 도시정비물량의 비중이 높아 건설사들의 분양 가이드스가 높고 평소처럼 가이드스를 30% 미달한다고 가정하더라도 대부분 대형 건설사들 분양 물량이 YoY증가하는 긍정적인 상황
- 대형건설사들 모두 가이드스를 70% 달성한다고 가정할 경우 분양물량의 YoY 증가율이 높은 것은 대우건설>현대건설>GS건설>대림산업 순서
- 그만큼 대우건설의 20년 분양 목표치가 타 건설사 대비 높긴 하지만 15,16년 3만호를 초과했던 분양 실적을 고려할 때 분양 호조 가능성을 염두할 필요

연도별 대형 건설사 분양물량 추이



자료: 각 사, 현대차증권

대형 건설사 20년 분양물량 가이드스



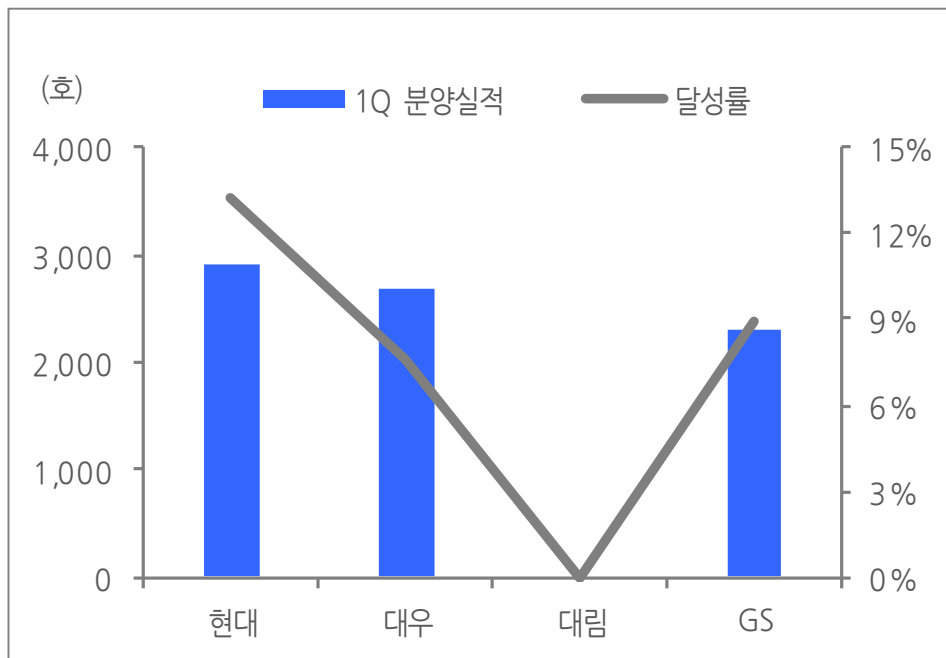
자료: 각 사, 현대차증권



대형 건설사 1분기 분양 실적, 향후 분기 예정 물량

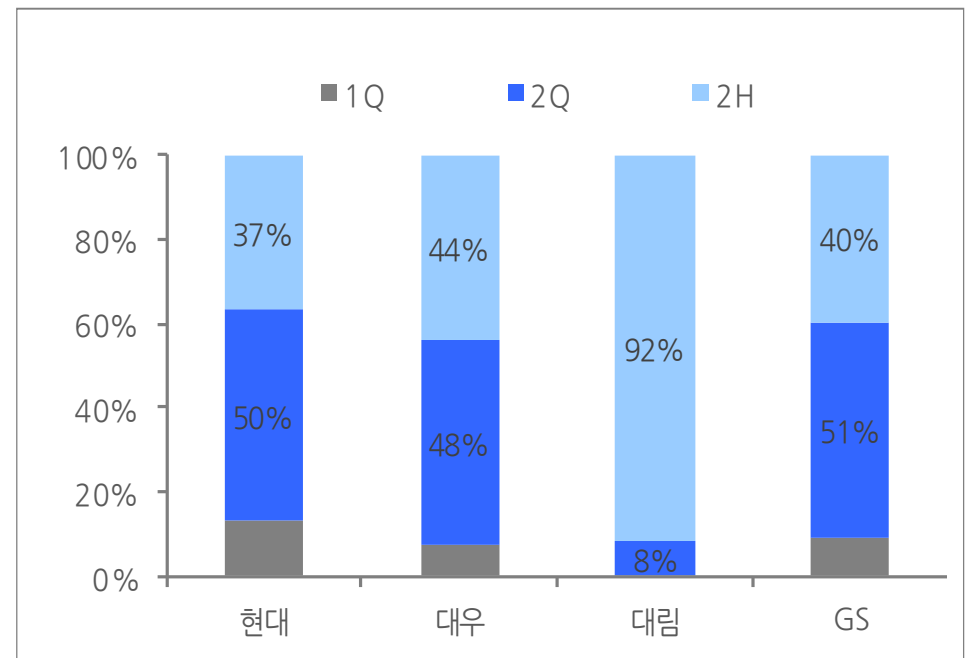
- 대형건설사들의 1분기 분양물량은 코로나19로 인한 모델하우스 오픈 연기로 인해 대부분 연초 가이드언스의 10% 내외 수준에 불과
- 2분기 현대, 대우, GS 등 1분기 지연되었던 건설사들의 분양 예정 물량이 집중되어 2분기 분양 성과가 전체 분양 성과에 매우 중요
- 대형건설사 상반기/하반기 분양물량 비중은 대체적으로 50: 50 수준으로 특정 반기에 편중되지 않음
- 현대건설 2분기 1.1만세대 분양이 예정되어 실제 진행 시 가이드언스 63%, 약 1.4만호에 달하는 분양 성공해 가이드언스 달성을 높을 것으로 예상
- GS건설과 대우건설 역시 2분기 분양 예정 물량이 많음.
- 대림산업은 상대적으로 하반기에 예정된 분양물량 비중이 매우 높음.

대형건설사 1분기 분양 실적



자료: 각 사, 현대차증권

대형건설사 분기별 예정 분양/연간 분양 가이드언스 비중



자료: 각 사, 현대차증권



대형 건설사 아파트 분양물량 추이

- 공기가 2년 반~3년인 아파트의 특성상 N년 주택매출에는 N-3, N-2, N-1년전 분양이 중요. 특히 1~2년 전 분양물량의 영향력이 높음
- 19년 대형건설사들 합산 분양물량은 감소했지만, 대우건설과 대림산업은 18년 대비 큰 폭의 분양물량 증가 달성
- 20년 19년 대비 분양성과 호조가 기대되기에 대림산업과 대우건설이 분양 가이드언스를 달성한다면 21년 주택 매출 큰 폭의 상승 예상
- 20년 대형건설사들이 분양가이드언스의 70%를 달성한다고 가정 시, 21년 대형건설사 합산 건축/주택 매출은 소폭의 증가세를 기록할 전망

연도별 대형 건설사 분양물량, 분양시장 점유율, 가중평균 분양물량 추이

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
현대건설	22,833	14,441	5,220	20,244	12,800	15,400	
GS건설	28,743	27,791	24,345	20,748	16,616	17,949	
대림산업	33,536	26,516	19,404	15,139	20,661	16,030	
대우건설	40,864	30,042	19,583	13,741	20,655	24,605	
합계	127,198	100,337	70,748	69,862	70,732	73,984	
4사 점유율	25%	22%	22%	23%	21%	21%	
N-3 20%, N-2 50%, N-1 30%.	42,321	72,813	104,648	96,833	76,400	70,300	71,534

자료: 현대차증권

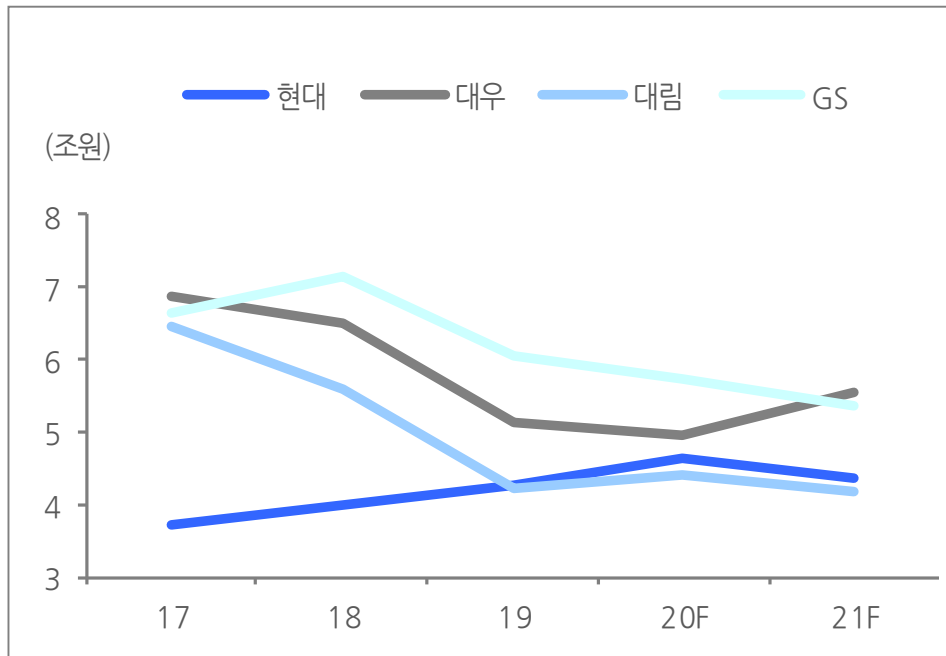
주: 20년 분양 수치는 각 사 가이드언스 달성을 일괄 70% 가정, 전체 분양물량 건설사 계획 36만호 가정하여 점유율 계산



20년 분양물량 시나리오 별 21년 주택 매출 상승 여력 분석

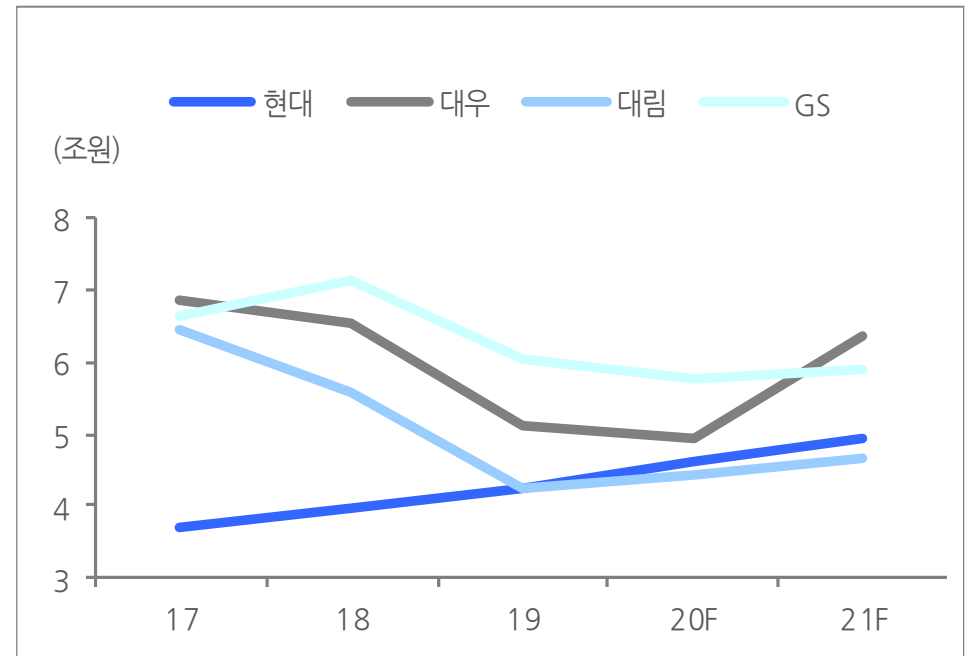
- 각 대형 건설사들이 20년 분양물량 가이드언스의 70%를 달성한다고 가정할 경우, 각 사의 21년 건축/주택 매출 YoY 증가율은
 - 대우건설 +12%, 현대건설 -6%, 대림산업 -5%, GS건설 -6% 수준
- 각 대형 건설사들이 20년 분양물량 가이드언스의 100%를 달성한다고 가정할 경우, 각 사의 21년 건축/주택 매출 YoY 증가율은
 - 대우건설 +29%, 현대건설 +7%, 대림산업 +5%, GS건설 +3% 수준

20년 분양 가이드언스 70% 달성 시 주택 매출 추이, 전망



자료: 각 사, 현대차증권
 주: 현대건설은 주택부문 매출, 나머지 3사는 건축/주택 매출

20년 분양 가이드언스 100% 달성 시 주택 매출 추이, 전망



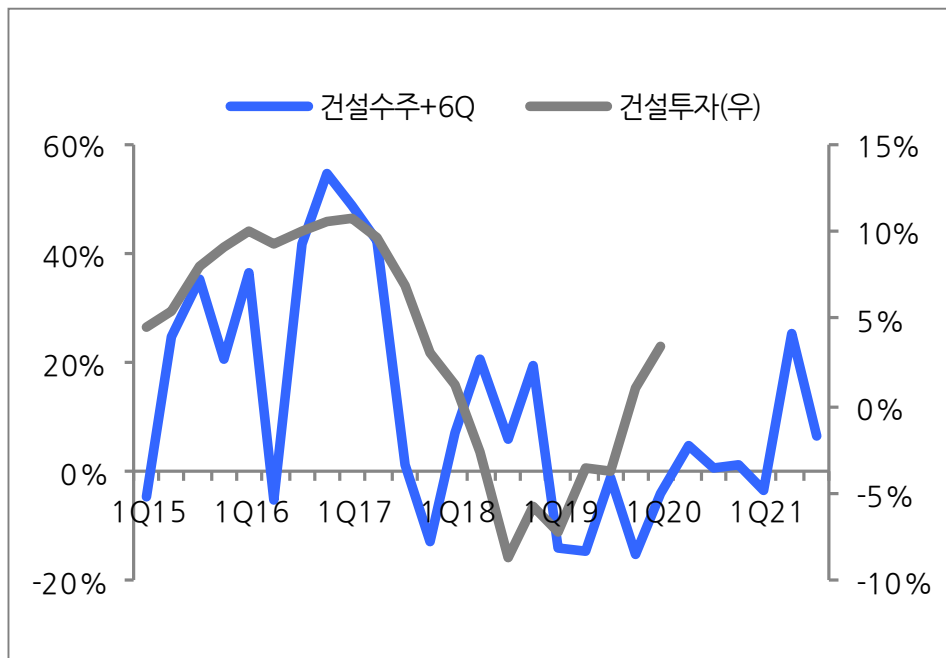
자료: 각 사, 현대차증권
 주: 현대건설은 주택부문 매출, 나머지 3사는 건축/주택 매출



건설투자 예상 밖 호조. 저점에 대한 고민

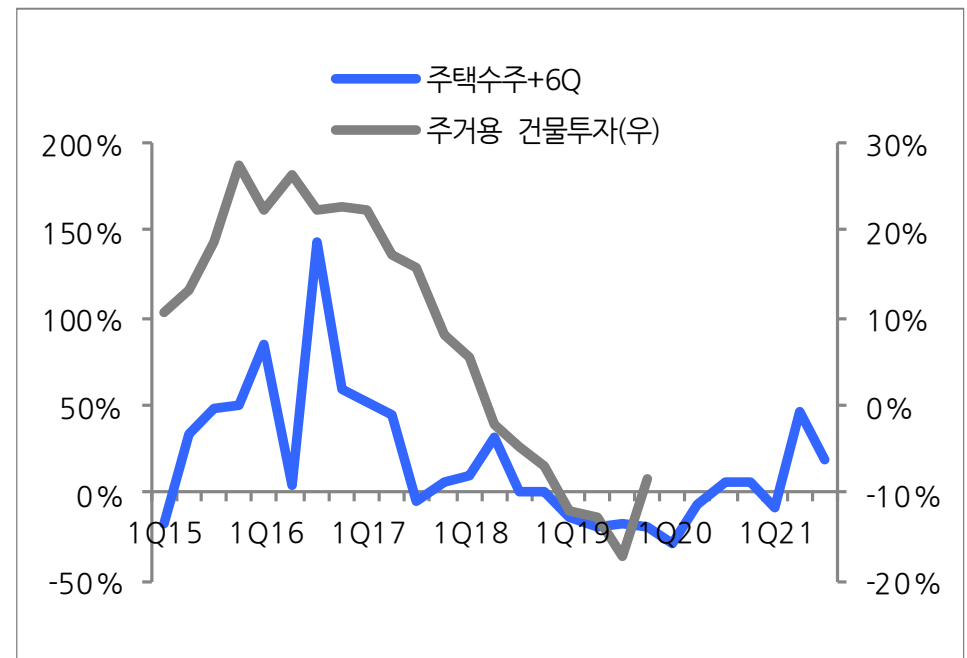
- 주택 물량 둔화에 따른 투자심리 악화로 주목받지 못했지만 건설투자 6개 분기 연속 감소세를 벗어나 3Q19 YoY +1%, 4Q19 YoY +3%로 반등세 시현
- 일반적으로 건설 수주/투자, 주택 수주/투자의 시차가 1.5년을 것을 고려했을 시 관련 투자는 21년 2분기는 되어야 본격 반등할 것으로 예상되었기에 예상보다 빠른 반등세
- 18년까지 이어진 주택 분양물량의 감소로 올해 하반기까지는 관련 건자재 출하량의 증가가 쉽사리 예측되지 않는 상황
- 그럼에도 불구하고 2분기 연속 반등한 건설투자가 확인된 시점에서는 건설업 전반, B2B 건자재 업종 주가 저점에 대한 고민이 필요

건설수주, 투자 추이(수주/투자 시차 1.5년)



자료: 대한건설협회, 한국은행, 현대차증권

주택 수주, 투자 추이(수주/투자 시차 5~6분기)



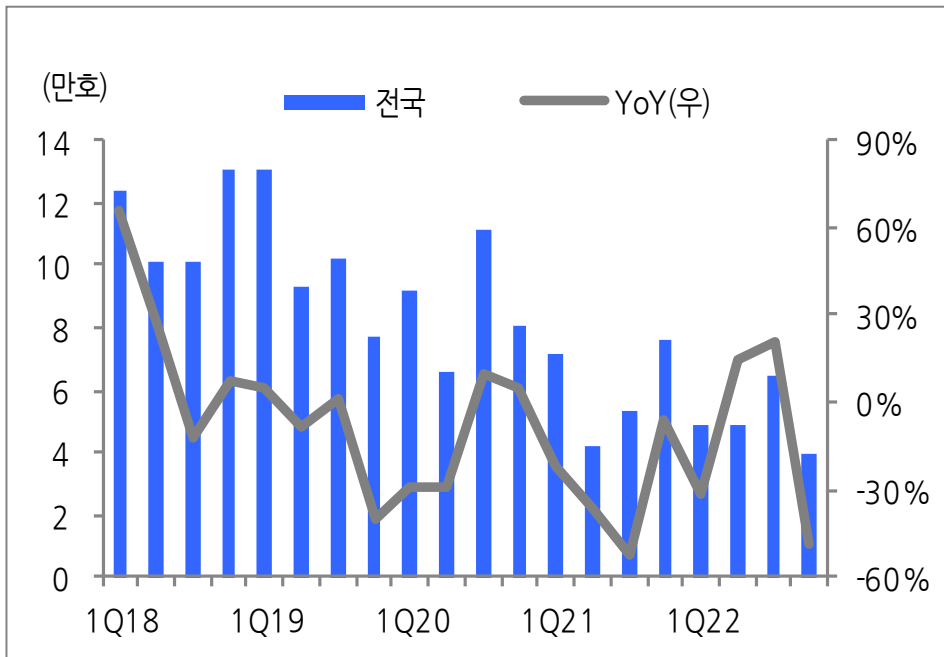
자료: 대한건설협회, 한국은행, 현대차증권



주택관련 전망은 아직까지는...

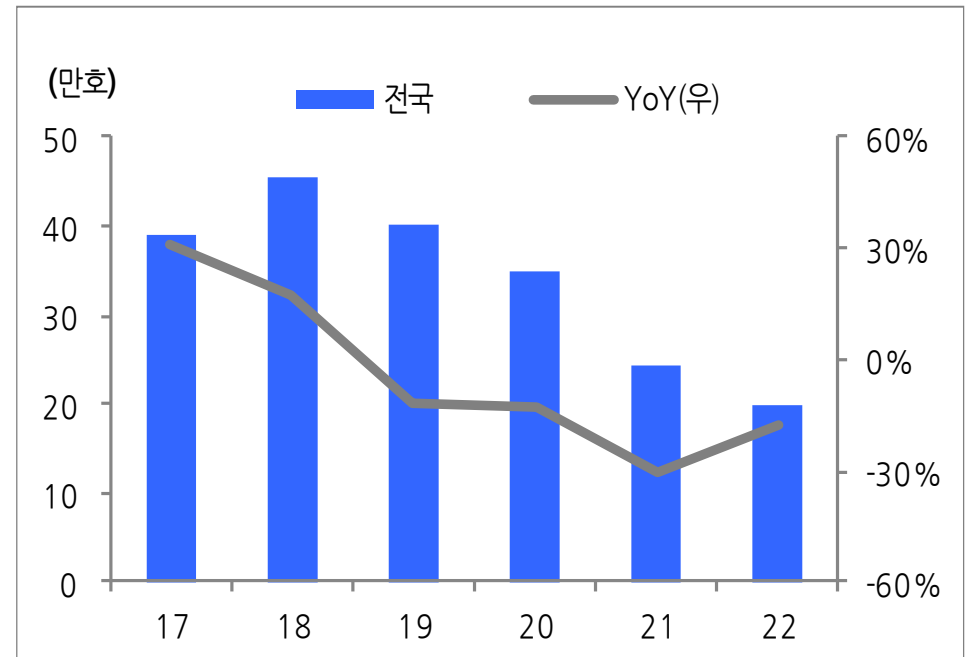
- 부동산114기준 아파트 입주물량은 최소 21년까지 YoY 감소세 지속
- 반면 20년 상반기 분양 물량 수치가 22년 입주 예정 물량 통계 충분히 반영되지 않았을 가능성이 높고(20년 상반기 분양예정물량 합산 17만호), 19년부터 분양물량이 증가세로 반전하여 22년 입주물량은 21년 대비 증가 가능성 높다는 판단
- 다만 21년 까지 감소가 확실시 되는 아파트 입주예정물량 수치만 본다면 B2B 건자재 및 관련 건설투자 증가세 유지에 긍정적인 판단을 내리기 쉽지 않은 상황
- 주택 관련 투자 및 투입 물량은 저점을 향해 가고 있지만 증가로 반전되기까지는 장기적 관점 소요

분기별 아파트 입주(예정)물량 추이



자료: 부동산114, 현대차증권

연도별 아파트 입주(예정)물량 추이



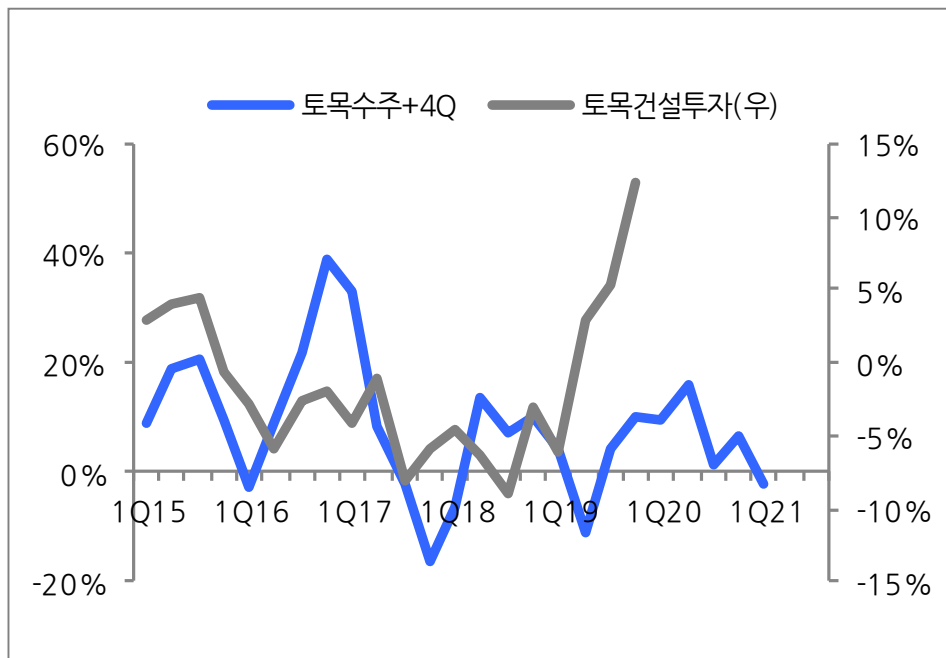
자료: 부동산114, 현대차증권



토목/비주거건축이 예상보다 빠른 건설투자 반등 주도

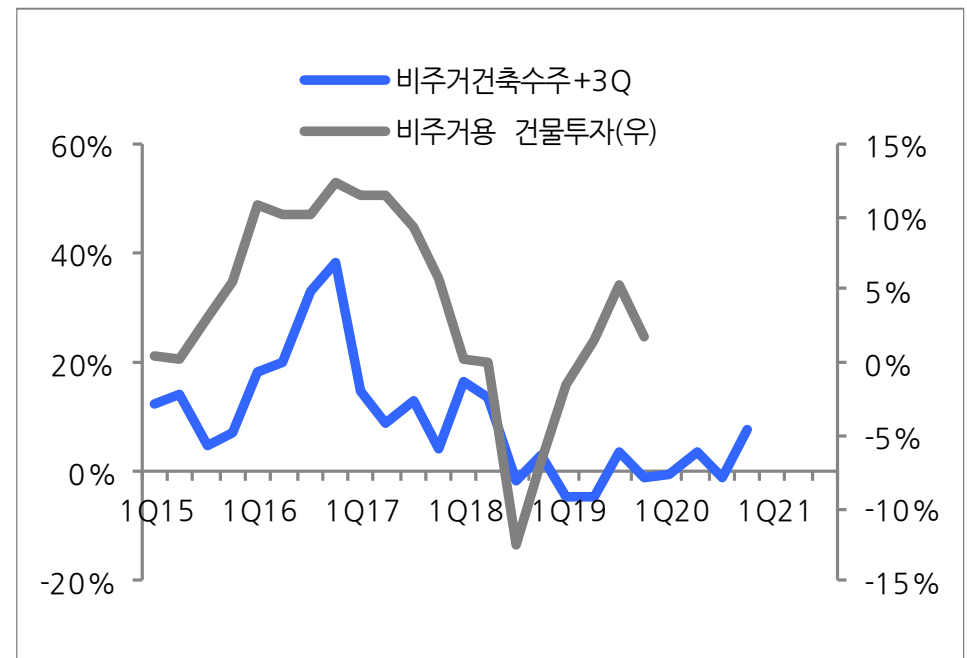
- 예상보다 빠른 건설투자 반등을 주도한 것은 결국 주택이 아닌, 토목/비주거건축의 반등
- 18년 4분기부터 토목/비주거건축 수주 반등 시작
- 토목 수주와 투자의 시차는 약 1년, 비주거건축의 시차는 약 9개월로 주택의 수주-투자보다 빠른 시차를 가지고 있어 예상보다 이른 건설투자의 반등 가능했음
- 토목과 비주거 건축투자는 20년에도 안정적인 증가세 혹은 보합세를 보일 것으로 예상되며, 특히 토목은 20년 이후에도 구조적인 발주 증가가 예상되어 관련 수혜주 투자 필요성 증가

토목수주, 투자 추이(수주/투자 시차 1년)



자료: 대한건설협회, 한국은행, 현대차증권
주: 수주는 12개월 합산 기준

비주거건축수주, 투자 추이(수주/투자 시차 9개월)



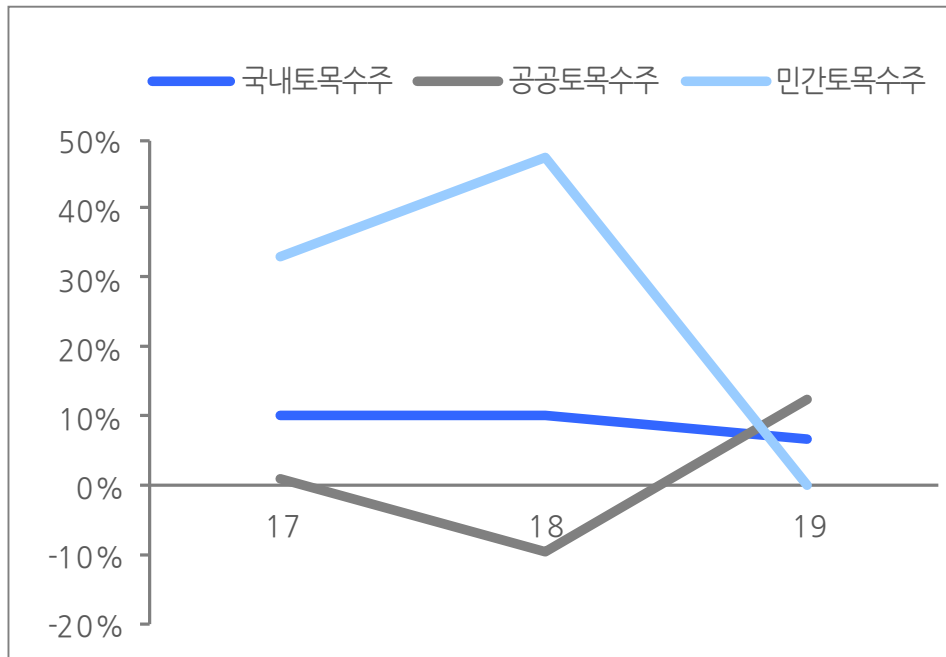
자료: 대한건설협회, 한국은행, 현대차증권
주: 수주는 12개월 합산 기준



결국 공공발주가 투자의 반등을 이끌었다.

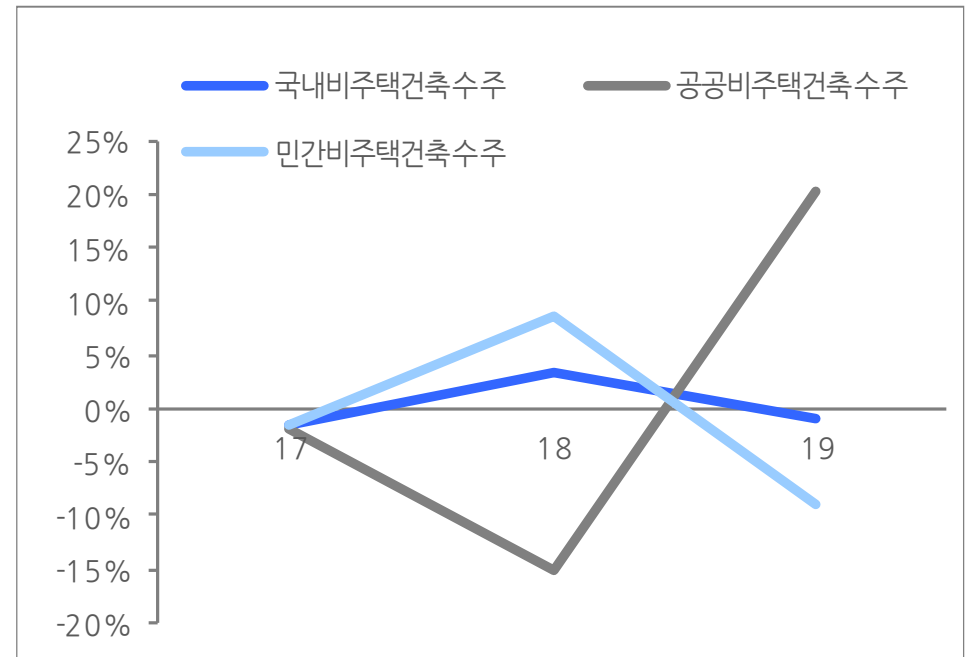
- 토목과 비주거건축의 발주자별 수주 추이를 분석 시 공통점 발견
- 18년까지는 상대적으로 견조한 경제 상황에 힘입어 민간 수주가 활발했지만 19년부터 GDP성장률 둔화와 동행해 수주세 약화
- 반면 공공 수주는 문재인 정부 출범 초기 SOC 예산 축소 기조에 따라 18년에 감소추세를 보였지만 GDP성장률 둔화에 따른 정부투자 증가의 필요성이 제기된 이후, 18년 말부터 공공 토목/비주거건축 수주의 반등이 시작되어 19년 큰 폭으로 증가
- 20년 SOC 예산 증가세와 코로나19에 따른 경기침체가 예상되어 경기 방어를 위한 공공 발주가 증가할 것으로 예상됨
- 공공발주가 증가하더라도 대형 건설사들은 민간 수주 비중이 압도적으로 높고, 공공 수주분의 수익성이 상대적으로 낮아 전사적으로 수혜 강도는 미미
- 시멘트, 토목 등 중소형주가 상대적 수혜 강도 우위에 있다는 판단

발주자별 토목수주 증가율 추이



자료: 대한건설협회, 현대차증권

발주자별 비주거건축수주 증가율 추이



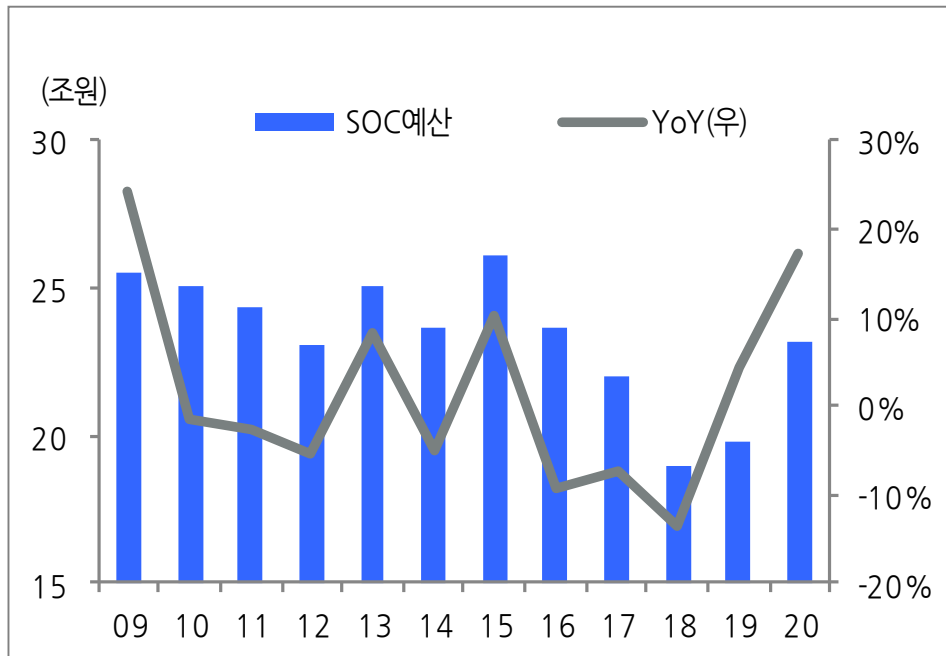
자료: 대한건설협회, 현대차증권



SOC예산의 증가추세는 계속 될 것

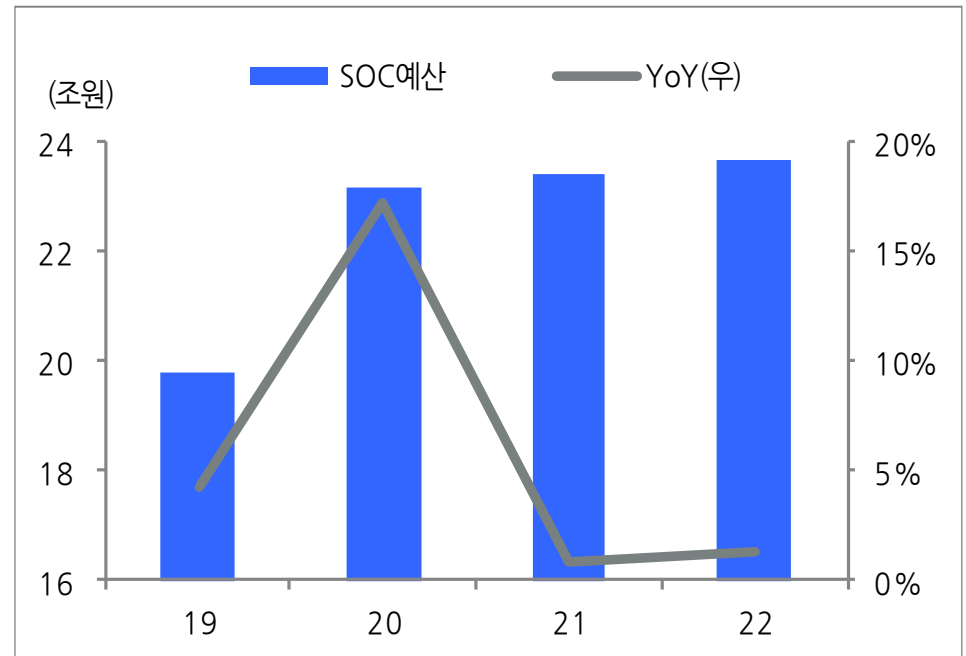
- 20년 SOC예산은 약 23조로 전년 대비 20%가까운 큰 폭의 증가세 확정
- 19년에 발표된 19~23 국가재정운용계획 상 SOC예산은 21년 약 24조 수준에서 증가세가 확연히 둔화될 예정
- 1) 하지만 당초 20년 SOC예산도 논의를 거치며 지속적으로 증액되었다는 사실(17년 당시 국가재정운용계획 상 20년 SOC예산 약 17조, 19년 당시 SOC예산 정부안 약 22조, 최종 확정안 약 23조)
- 2) 코로나19로 인한 내수경기 침체가 가시화되고 있어 정부의 투자 증가 요구가 늘어나고 있다는 사실을 고려하면
- 20년 하반기에 정부안을 통해 구체화될 21년 SOC 예산도 당초 예상보다 커질 가능성이 분명히 존재하는 사실을 염두할 필요
- 한국판 뉴딜 발표 때 SOC/건설 관련 내용이 존재하지 않아 실망감이 있는 것은 분명하지만, 그와 별개로 정부의 공공투자 필요성이 계속 늘어나고 있다는 것 또한 분명한 사실

SOC 예산 추이



자료: 기획재정부, 현대차증권

현재 국가재정운용계획 상 SOC예산 전망



자료: 기획재정부, 현대차증권



3기 신도시 의욕적으로 추진중

- 3기 신도시 정부의 적극적인 의지로 지속으로 진행 중
- 20년 3월 고양 창릉이 1년 만에 공공주택 지구 완료, 지구계획 수립에 돌입, 부천 대장 지구는 상반기 내 지구지정 완료 추정
- 19년 10월 지구지정이 완료되었던 남양주, 하남, 인천 등은 20년 하반기 지구계획 승인 예상
- 20년 5월 국토교통부는 수도권 주택 공급 강화방안을 통해 기존 수도권 공급계획을 조기화, 신속한 추진 할 것을 발표
- 5월 발표 때 지구계획 수립과 함께 토지보상을 병행하며, 연내 토지보상이 본격화 될 것으로 밝힘. 따라서 지구계획 수립이 속속 완료되는 하반기부터 관련 지역 주택 시장 호조세 보일 것으로 예상됨
- 3기 신도시 분양은 초기 일부 물량이 21년 말부터 분양에 들어가고 본격적인 분양은 22년부터 시작될 것이지만(약 7만호) 20년 하반기 부터 토지보상이 본격화됨에 따라 주택분양 증가 기대감은 20년 하반기 부터 커질 가능성 존재

3기 신도시 추진 현황

구분	3차 발표		2차 발표		
	고양 (창릉)	부천 (대장)	남양주(왕숙)	하남(교산)	인천(계양)
호수	3.8만호	2.0만호	6.6만호	3.2만호	1.7만호
지구발표	19.05.07		18.12.19		
공공주택 지구지정	20.03	지구지정중	19.10.13		
지구계획 승인	20년말 예상	21년 상반기 추정	20년 하반기 예상		
분양	22년 하반기 시작 추정		21년 말 시작 예상		
비고	20.05 수도권 공급계획 조기화 방안: 지구계획 승인, 토지보상 병행 계획을 통한 패스트트랙 적용 발표. 20년 지구계획 가능 지역은 연내 토지보상 본격화				

자료: 국토교통부, 현대차증권

3기 신도시 분양 계획 정리

구분	주택수(만호)	누적 주택수(만호)
계	30	
'22년까지	7.0	7.0
'23년	6.7	13.7
'24년	5.8	19.5
'25년	6.1	25.6
'26년 이후	4.4	30.0

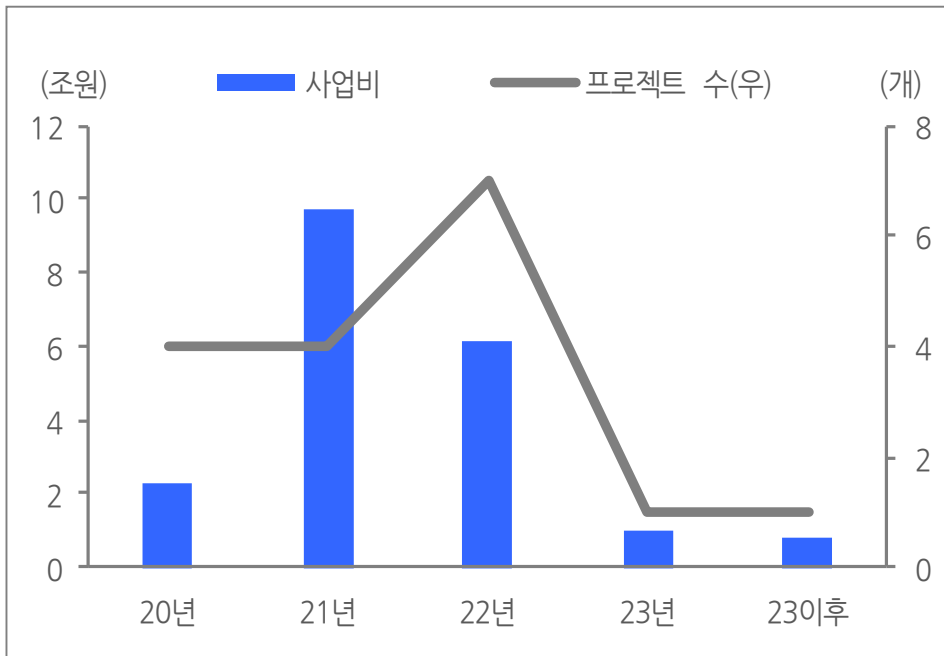
자료: 국토교통부, 현대차증권



교통인프라 프로젝트 현황

- 국가 균형 발전 프로젝트의 경우 20년 발주될 프로젝트는 약 4개 2조원 규모로 예상되어 규모는 크지 않음
- 국가 균형 발전 프로젝트의 본격적인 발주/업체들의 수주는 남부내륙철도(4.7조), 평택~오송 복복선화(3.1조) 등 대규모 프로젝트들이 진행되는 21년, 22년에 집중될 것으로 예상. 19년 초 예타면제 발표 이후 약 2~3년 후의 시차 소요
- 수도권 광역 교통망 프로젝트에서 가장 프로젝트가 빠른 GTX-C는 20년 말 입찰 공고가 나올 것으로 예상됨. 따라서 업체들의 정식 수주는 21년 상반기 가 예상되지만 20년 연말부터 입찰 관련 컨소시엄이 구성되고 수주전이 시작됨에 따라 관심도 증가 예상
- 20년 이후 GTX-B, GTX-D 등 프로젝트들이 추가적으로 구체화 되며 토목 관련 잠재 수주 가능 시장은 지속 증가 예상

국가균형발전 프로젝트 예상 발주 추이



자료: 언론보도, 기획재정부, 현대차증권

수도권 광역교통망 개선 프로젝트 진행 상황

프로젝트	사업비	예상발주/착공시기	진행단계	사업구간
GTX-A	3.0	23년 완공 목표	18년 12월 착공	운정-삼성(운영:운정~동탄), 43.6km
GTX-C	4.3	21년 수주/착공	19년 6월 기본계획 착수, 20년말 입찰 고시	양주(덕정)~수원, 74.2km
GTX-B	5.7	22년 말 착공	19년 8월 예타통과, 21년 상반기까지 기본계획 수립	인천 송도-남양주 마석, 80.1km
합계	16.3			

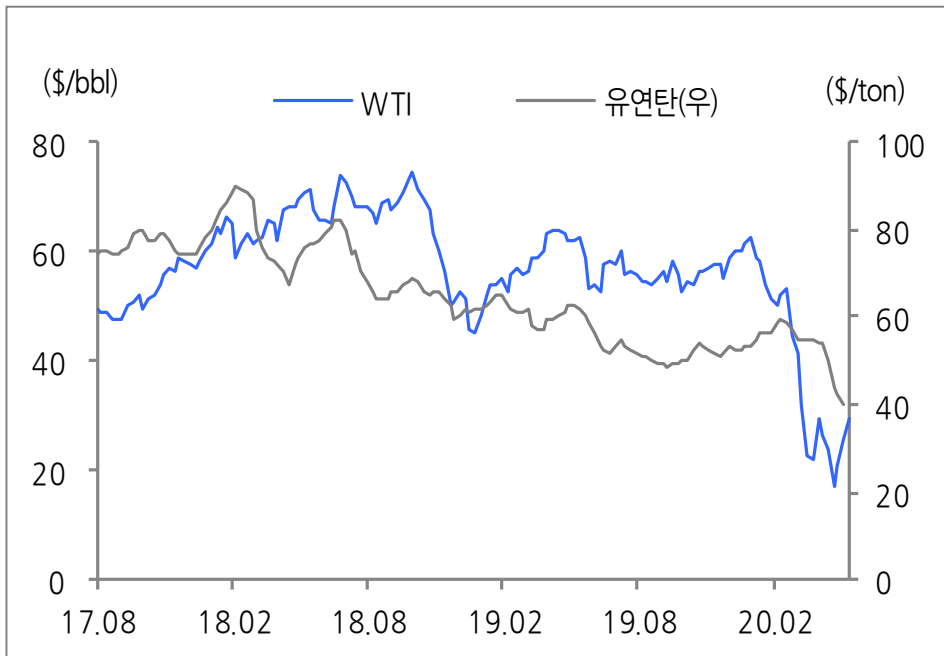
자료: 언론보도, 기획재정부, 현대차증권



이제는 원가 하락이 달리 보인다

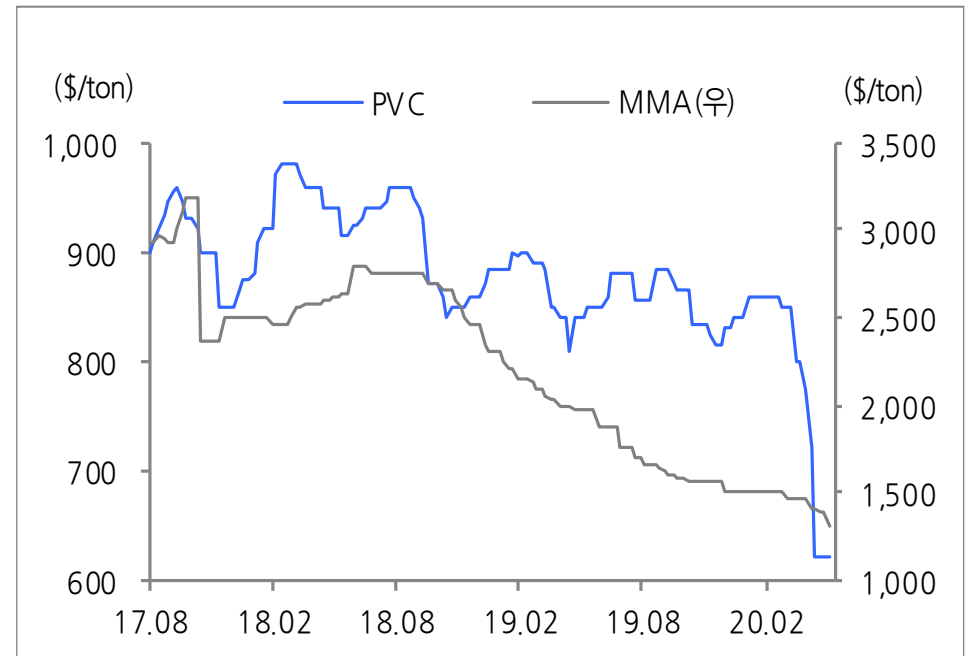
- 18년 중순 이후 B2B 전자재들의 주요 원재료 가격인 유가, 유연탄, PVC, MMA 가격이 하락하며 B2B 전자재 업체들의 이익 개선 기대감이 발생했는데 불구하고 실제 주가는 지속 부진하였음
- 왜냐하면 건설 수주와 투자의 하락으로 출하량 감소가 지속될 것으로 예상되는 상황에서는 원재료 가격 하락이 의미가 축소되거나 오히려 제품가격 후행 하락 우려가 발생하였기 때문
- 하지만 토목/비주거 건축 관련 수요증가로 20년 하반기는 B2B 전자재 출하량이 지속적인 감소에서 전년 대비 보합 ~ 감소 폭 축소를 기대할 수 있는 상황으로 변했고 21년 중반부터는 확실하게 출하량 반등이 기대되는 시점
- 때문에 20년 상반기를 저점으로 B2B 전자재 업종의 주가는 저점이 지속적으로 높아질 것으로 예상되며 기대감이 추가 상승 할 것으로 예상

유가, 유연탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 한국자원정보서비스, 현대차증권

PVC, MMA 가격 추이



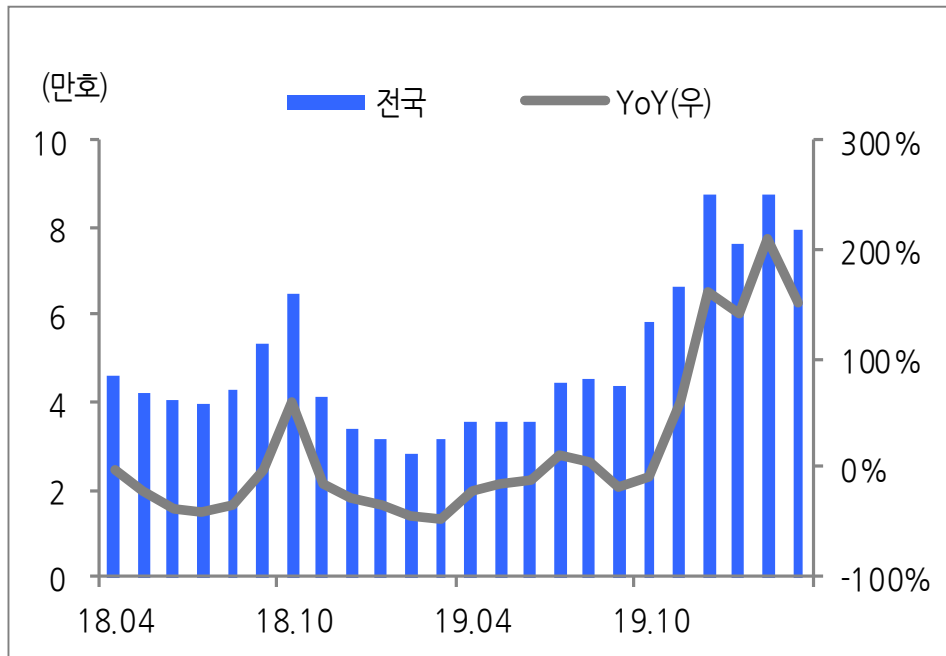
자료: Ciscem, 현대차증권



B2C 전자재 업종과 매매거래량

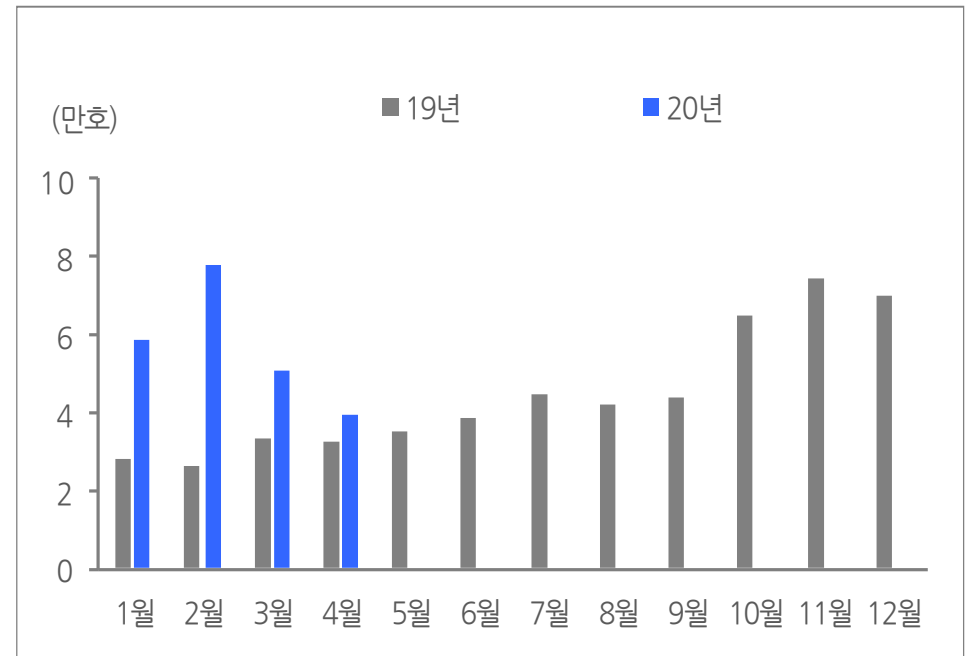
- 과거부터 주택 매매거래량은 정부의 규제강화 정책 발표 후 1~2개 분기 큰 폭으로 증가했다가 지속 감소하는 경향이 있었고 이번에도 12.16 대책 후 1H20년 상반기 매매거래량은 YoY 호조세를 보일 것으로 예상됨
- 1) 매매거래량 호조, 2) 경제 불확실성 증가 국면 속 내수주 상대적 안정성 부각, 3) 1H20 견고한 실적, 4) 구조적인 인테리어 수요 증가 기대감을 바탕으로 B2C 전자재업종 주가 호조
- 하지만 여전히 매매거래량(이사)이 인테리어 수요의 가장 기초라는 측면에서 MoM으로 감소할 것으로 예상되는 주택 매매거래량은 B2C 전자재업종 멀티플의 상방을 제한할 것이라는 관점 유지
- 현재 계약일 기준 매매거래량은 5월에도 4월 대비 추가 하락할 것으로 보여 현 추세 유지된다는 가정에서는 빠르면 6월 늦어도 8~9월 매매거래량은 YoY감소추세로 반전될 것으로 예상되며 이는 2H20 B2C 전자재 업종 매출 증가율 상방을 제한하는 요소

아파트 매매거래량 추이(신고일 기준)



자료: 국토교통부, 현대차증권

계약일 기준 월별 아파트 매매거래량



자료: 국토교통부, 현대차증권



Top Picks : 현대건설(000720)

BUY TP 42,000원

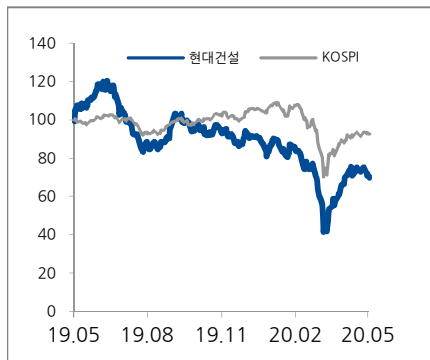
현재주가 (05/15)	32,600원
상승여력	28.8%
시가총액	3,630십억원
발행주식수	111,356천주
자본금/액면가	557십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	56,200원/19,300원
일평균 거래대금(60일)	33십억원
외국인지분율	19.3%
주요주주	현대차 외 7인 34.92%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	1.1 -16.3 -26.1
상대주가(%p)	-2.6 -2.6 -17.1

향후 2년의 증익을 믿는다

올해 상반기까지 해외 원가율은 부진할 것으로 예상되나 20년 주택 매출 증가와 21년 플랜트 GPM 개선을 통한 최소 21년까지 이익이 증가하는 구간 안에 있는 것이 투자포인트

- 1분기 해외수주를 가장 잘 해놓은 업체. 하반기 사우디 자프라 가스, 카타르 병원 등 수주파이프라인 감안 시 올해 전체로도 해외수주를 가장 잘 할 업체 중 하나. 카타르 LNG의 연내 발주 여부는 저유가의 지속시간이 결정할 것으로 예상되나 카타르 LNG를 제외하고도 양호한 해외수주는 회사 기초체력이 한층 탄탄해졌음을 상징
- 2분기 분양 계획이 1.1만호로 분양 진행 시 상반기 분양 약 1.4만호로 분양 가이드언스의 60% 수준 달성 가능할 것. 분양 가이드언스 달성시 21년까지 주택 매출이 증가하며 증익 폭이 한층 커질 가능성 존재
- 현재 해외원가율이 여전히 100% 수준에 머무르고 있는 것으로 파악되는데 상반기까지는 부진 지속될 것으로 예상. 하지만 결국 저수익 현상이 종료되며 타 대형건설사들 처럼 해외원가율이 90%초반까지 개선될 수 있을 것으로 판단. 21년 당사 이익 추정치의 해외 원가율 가정은 95%로 예상보다 빨리 원가율이 개선될 시 추가적인 이익 개선세 가능할 것
- 하반기 연결 영업이익은 약 5,320억원으로 전년 동기 대비, 상반기 대비 각각 30%, 34% 개선될 것으로 전망, 전망의 주요 근거는 여전히 양호할 것으로 보이는 주택원가율과 점진적인 해외 원가율 개선을 통한 이익률 개선

요약 실적 및 Valuation



구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	16,731	840	382	1,012	3,426	89.2	15.9	1.0	6.3	6.0	0.9
2019	17,279	860	407	1,044	3,658	6.8	11.6	0.7	4.8	6.3	1.4
2020F	17,399	929	491	1,068	4,409	20.5	7.4	0.5	3.1	7.1	1.8
2021F	17,843	1,016	479	1,156	4,301	-2.4	7.6	0.5	2.5	6.6	1.8
2022F	18,810	1,123	537	1,263	4,823	12.1	6.8	0.5	2.0	6.9	1.8



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	16,731	17,279	17,399	17,843	18,810
증가율 (%)	-0.9	3.3	0.7	2.6	5.4
매출원가	15,070	15,553	15,530	15,914	16,707
매출원가율 (%)	90.1	90.0	89.3	89.2	88.8
매출총이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출이익률 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
판매관리비	821	866	940	914	980
판매비율 (%)	4.9	5.0	5.4	5.1	5.2
EBITDA	1,012	1,044	1,068	1,156	1,263
EBITDA 이익률 (%)	6.0	6.0	6.1	6.5	6.7
증가율 (%)	-14.2	3.1	2.3	8.2	9.3
영업이익	840	860	929	1,016	1,123
영업이익률 (%)	5.0	5.0	5.3	5.7	6.0
증가율 (%)	-14.8	2.3	8.0	9.4	10.6
영업외손익	74	-53	40	-131	-125
금융수익	283	152	103	114	124
금융비용	173	148	90	90	90
기타영업외손익	-36	-56	28	-154	-159
중속/관계기업관련손익	-16	-8	-7	-7	-7
세전계속사업이익	898	799	962	878	991
세전계속사업이익률 (%)	5.4	4.6	5.5	4.9	5.3
증가율 (%)	61.8	-11.0	20.4	-8.7	12.9
법인세비용	363	226	259	220	248
계속사업이익	535	573	703	659	743
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	535	573	703	659	743
당기순이익률 (%)	3.2	3.3	4.0	3.7	4.0
증가율 (%)	44.1	7.1	22.6	-6.3	12.9
지배주주지분 순이익	382	407	491	479	537
비지배주주지분 순이익	154	166	212	180	206
기타포괄이익	-207	-33	0	0	0
총포괄이익	328	540	703	659	743

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	250	479	1,024	780	815
당기순이익	535	573	703	659	743
유형자산 상각비	116	165	139	139	139
무형자산 상각비	56	20	1	1	1
외환손익	-73	-43	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-490	-652	182	-18	-69
기타	105	417	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-92	-151	-39	-163	-227
투자자산의 감소(증가)	587	-98	13	-3	-11
유형자산의 감소	13	5	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-192	-110	-140	-140	-140
기타	-501	51	88	-20	-76
재무활동으로인한현금흐름	-37	15	-69	-66	-65
차입금의 증가(감소)	37	198	-2	0	2
사채의증가(감소)	0	-100	0	0	0
자본의 증가	-29	16	0	0	0
배당금	-107	-108	-67	-67	-67
기타	62	9	0	0	0
기타현금흐름	14	2	0	0	0
현금의증가(감소)	134	345	917	551	523
기초현금	2,107	2,241	2,586	3,503	4,054
기말현금	2,241	2,586	3,503	4,054	4,577

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,337	13,172	13,615	14,273	15,202
현금성자산	2,241	2,586	3,503	4,054	4,577
단기투자자산	2,045	1,965	1,877	1,897	1,972
매출채권	29	24	23	24	25
채고자산	1,947	1,723	1,646	1,664	1,730
기타유동자산	7,059	6,870	6,562	6,632	6,896
비유동자산	4,718	5,055	5,042	5,045	5,056
유형자산	1,437	1,420	1,421	1,422	1,423
무형자산	711	698	697	696	695
투자자산	559	671	658	661	672
기타비유동자산	2,011	2,266	2,266	2,266	2,266
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	18,055	18,227	18,657	19,318	20,259
유동부채	6,861	6,771	6,605	6,665	6,895
단기차입금	272	415	415	415	415
매입채무	2,257	1,697	1,718	1,736	1,805
유동성장기부채	329	481	481	481	481
기타유동부채	4,003	4,178	3,991	4,033	4,194
비유동부채	2,902	2,741	2,701	2,710	2,744
사채	1,347	1,247	1,247	1,247	1,247
장기차입금	458	503	503	503	503
장기금융부채 (리스포함)	113	96	96	96	96
기타비유동부채	983	894	854	863	897
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	9,763	9,512	9,306	9,376	9,640
지배주주지분	6,274	6,663	7,087	7,499	7,969
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,004	1,019	1,019	1,019	1,019
자본조정 등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	-268	-234	-234	-234	-234
이익잉여금	4,986	5,325	5,749	6,162	6,632
비지배주주지분	2,018	2,052	2,264	2,444	2,650
자본총계	8,292	8,715	9,351	9,943	10,619

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	4,807	5,148	6,311	5,915	6,676
EPS(지배순이익 기준)	3,426	3,658	4,409	4,301	4,823
BPS(자본총계 기준)	74,397	78,193	83,899	89,209	95,279
BPS(지배지분 기준)	56,293	59,778	63,584	67,282	71,501
DPS	500	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	11.4	8.2	5.2	5.5	4.9
P/E(지배순이익 기준)	15.9	11.6	7.4	7.6	6.8
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.3	4.8	3.1	2.5	2.0
배당수익률	0.9	1.4	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	44.1	7.1	22.6	-6.3	12.9
EPS(지배순이익 기준) 증가율	89.2	6.8	20.5	-2.4	12.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.4	6.7	7.8	6.8	7.2
ROE(지배순이익 기준)	6.0	6.3	7.1	6.6	6.9
ROA	2.9	3.2	3.8	3.5	3.8
안정성 (%)					
부채비율	117.7	109.1	99.5	94.3	90.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	9.2	10.1	10.3	11.2	12.4

Top Picks : 대우건설(047040)

BUY TP 4,500원

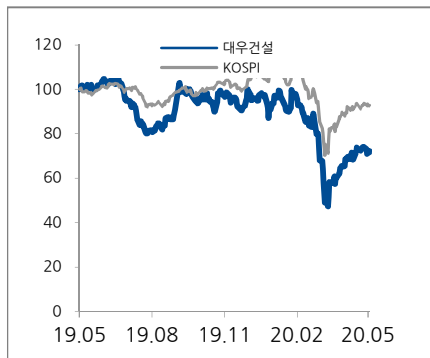
현재주가 (05/15)	3,480원		
상승여력	29.0%		
시가총액	1,446십억원		
발행주식수	415,623천주		
자본금/액면가	2,078십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	5,050원/2,275원		
일평균 거래대금(60일)	6십억원		
외국인지분율	12.85%		
주요주주	케이디비인베스트먼트 외 2인 50.76%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.0	-22.2	-26.8
상대주가(%p)	1.2	-9.5	-17.9

주택 분양을 통한 성장은 대우건설

대우 역시 상반기까지 해외 원가율은 부진할 것으로 예상되나 점진적 개선이 예상되고, 19~20년 양호한 분양성과를 바탕으로 20년 이후 주택매출 성장이 기대되어 신규로 Top Picks 제시

- 1분기 해외수주는 부진하였으나 2분기 나이지리아 LNG Train(약 2.1조) 수주를 통해 상반기 양호한 해외 수주 기록. 하반기 카타르 LNG 발주 여부는 제외하고도 YoY 해외수주 증가세 확실한 점이 고무적
- 2분기 분양 계획이 1.7만호로 분양 진행 시 상반기 분양 약 1.95만호로 분양 가이드언스의 56% 수준 달성 가능할 것. 분양 가이드언스의 70%만 달성하더라도 19년부터 2년 연속 2만호를 초과하는 분양을 달성하여 21년 주택 매출 성장세는 대형 건설사 중 독보적일 전망
- 코로나19 확진자 수 증가로 인한 공정 차질의 여파로 해외원가율이 2분기에는 부진할 것으로 예상. 하지만 20년 하반기 점진적으로 저수익 현상이 종료된다면 해외원가율이 90%초반까지 '평균 회귀'할 수 있을 것으로 판단. 주택 매출 증가와 해외원가율 개선이 21년에도 이익률이 개선될 수 있는 주요 포인트
- 하반기 연결 영업이익은 약 2,240억원으로 전년 동기 대비 각각 37% 개선될 것으로 전망, 전망의 주요 근거는 19년 하반기 매우 부진했던 해외 원가율의 반등을 통한 전사 이익률 개선

요약 실적 및 Valuation



구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	10,605	629	299	720	719	15.4	7.5	1.0	4.7	13.2	0.0
2019	8,652	364	209	495	502	-30.2	9.4	0.8	6.5	8.8	0.0
2020F	8,799	492	314	553	756	50.6	4.6	0.5	4.1	12.0	0.0
2021F	9,918	518	319	580	768	1.6	4.5	0.5	3.5	10.8	0.0
2022F	11,176	583	377	645	908	18.2	3.8	0.4	2.7	11.5	0.0



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	10,605	8,652	8,799	9,918	11,176
증가율 (%)	-9.9	-18.4	1.7	12.7	12.7
매출원가	9,575	7,797	7,850	8,874	9,996
매출원가율 (%)	90.3	90.1	89.2	89.5	89.4
매출총이익	1,030	855	949	1,044	1,180
매출이익률 (%)	9.7	9.9	10.8	10.5	10.6
증가율 (%)	23.9	-17.0	11.0	9.9	13.1
판매관리비	401	491	458	526	597
판매관리비율 (%)	3.8	5.7	5.2	5.3	5.3
EBITDA	720	495	553	580	645
EBITDA 이익률 (%)	6.8	5.7	6.3	5.8	5.8
증가율 (%)	38.0	-31.2	11.7	4.8	11.3
영업이익	629	364	492	518	583
영업이익률 (%)	5.9	4.2	5.6	5.2	5.2
증가율 (%)	46.5	-42.1	35.1	5.4	12.6
영업외손익	-194	-84	-107	-93	-80
금융수익	39	59	66	67	72
금융비용	111	131	121	107	98
기타영업외손익	-123	-12	-52	-52	-53
중속/관계기업관련손익	-3	27	25	0	0
세전계속사업이익	432	307	410	425	503
세전계속사업이익률 (%)	4.1	3.6	4.7	4.3	4.5
증가율 (%)	37.7	-28.8	33.4	3.8	18.2
법인세비용	134	106	96	106	126
계속사업이익	297	201	314	319	377
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	297	201	314	319	377
당기순이익률 (%)	2.8	2.3	3.6	3.2	3.4
증가율 (%)	15.3	-32.3	56.0	1.6	18.2
지배주주지분 순이익	299	209	314	319	377
비지배주주지분 순이익	-1	-7	0	0	0
기타포괄이익	-26	-31	10	0	0
총포괄이익	271	171	324	319	377

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	176	-310	490	388	453
당기순이익	297	201	314	319	377
유형자산 상각비	84	124	55	56	57
무형자산 상각비	7	7	7	6	5
외환손익	0	15	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-302	-803	104	7	14
기타	90	146	10	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-153	254	-143	-176	-287
투자자산의 감소(증가)	66	46	-43	-60	-117
유형자산의 감소	7	9	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-24	-60	-60	-60
기타	-199	223	-40	-56	-109
재무활동으로인한현금흐름	167	108	-294	-191	-83
차입금의 증가(감소)	344	-151	-294	-191	-83
사채의증가(감소)	-5	265	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-171	-6	0	0	0
기타현금흐름	-2	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	189	51	52	20	83
기초현금	517	706	757	809	830
기말현금	706	757	809	830	913

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,280	6,049	6,399	6,985	8,172
현금성자산	706	757	809	830	913
단기투자자산	332	514	554	610	719
매출채권	1,063	1,353	1,319	1,453	1,713
채고자산	874	873	964	1,062	1,252
기타유동자산	2,304	2,553	2,752	3,031	3,574
비유동자산	3,454	3,648	3,690	3,748	3,863
유형자산	574	512	517	521	525
무형자산	71	69	63	57	51
투자자산	831	784	827	887	1,004
기타비유동자산	1,978	2,283	2,283	2,283	2,283
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,734	9,698	10,089	10,733	12,035
유동부채	4,993	5,085	5,062	5,262	5,943
단기차입금	1,142	844	544	344	244
매입채무	274	314	328	361	426
유동성장기부채	388	563	563	563	563
기타유동부채	3,189	3,364	3,627	3,994	4,710
비유동부채	1,423	2,125	2,214	2,339	2,583
사채	75	340	340	340	340
장기차입금	542	605	605	605	605
장기금융부채 (리스포함)	25	34	34	34	34
기타비유동부채	781	1,145	1,235	1,360	1,604
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,416	7,209	7,277	7,602	8,526
지배주주지분	2,282	2,459	2,783	3,102	3,479
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
자본조정 등	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄이익누계액	-233	-258	-248	-248	-248
이익잉여금	-14	189	503	822	1,199
비지배주주지분	36	30	30	29	29
자본총계	2,318	2,488	2,812	3,131	3,509

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	715	484	756	768	908
EPS(지배순이익 기준)	719	502	756	768	908
BPS(자본총계 기준)	5,577	5,987	6,766	7,534	8,442
BPS(지배지분 기준)	5,490	5,916	6,695	7,463	8,371
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	7.5	9.8	4.6	4.5	3.8
P/E(지배순이익 기준)	7.5	9.4	4.6	4.5	3.8
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.7	6.5	4.1	3.5	2.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	15.3	-32.3	56.0	1.6	18.2
EPS(지배순이익 기준) 증가율	15.4	-30.2	50.6	1.6	18.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.9	8.4	11.8	10.7	11.4
ROE(지배순이익 기준)	13.2	8.8	12.0	10.8	11.5
ROA	3.4	2.2	3.2	3.1	3.3
안정성 (%)					
부채비율	276.8	289.7	258.7	242.8	243.0
순차입금비율	49.1	48.0	28.8	17.3	7.6
이자보상배율	5.7	2.8	4.1	4.8	5.9



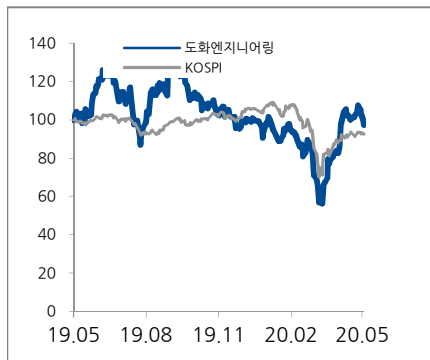
현재주가 (05/15)	8,740원		
상승여력	48.7%		
시가총액	295십억원		
발행주식수	33,720천주		
자본금/액면가	17십억원/500원		
52주 최고가/최저가	11,750원/5,050원		
일평균 거래대금(60일)	2십억원		
외국인지분율	1.32%		
주요주주	곽영필 외 17인 47.52%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	13.5	4.0	-7.8
상대주가(%p)	9.4	21.1	3.4

토목의 지속적인 성장에 주목

20년 이후에도 SOC 투자확대 요구는 지속적으로 강해질 것으로 예상되며 국내 토목투자 증가의 최수혜주로 판단하여 건설 중소형주 최선호주로 제시

- 1분기 실적은 양호한 수주잔고의 정상적인 매출 인식으로 호조세 기록 2분기에도 전년 대비 매출 증가세는 유지될 것으로 판단
- 국내 토목 엔지니어링 M/S 1위 업체로 향후 국내 토목 투자 증가의 수혜를 받을 업체. 1) 설계 부문은 발주 증가 시 가장 먼저 실적이 개선되는 분야라는 점, 2) 압도적인 1위 업체로 자본력, 인력 모두 경쟁사 대비 우수하여 향후 민투 발주 증가 시장 상황속에서도 가장 적극적으로 입찰을 참여하고 수혜를 볼 수 있는 업체라는 점 부각
- 코로나19 확진자 수 증가국면이 장기간 지속될 경우 해외 신재생 EPC 현장 매출 지연이 발생할 수 있는 리스크 존재. 장기화되지 않을 시에는 올해 매출 가이드스 무난히 달성할 것으로 예상
- 아직까지 분기별 실적 변동성이 큰 것은 아쉬운 요소지만 올해 하반기, 향후 3년간 연간 10% 중반 이상의 EPS 성장세가 예상되어 지속적인 실적 성장세가 확인되며 성장주로서 멀티플 상승 기대

요약 실적 및 Valuation



구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	402	17	14	21	409	17.8	21.1	1.2	11.7	5.7	2.5
2019	516	27	17	31	516	26.0	17.3	1.2	7.3	6.9	2.8
2020F	582	36	28	38	825	60.1	10.6	1.1	5.3	10.6	3.1
2021F	665	45	33	47	976	18.3	9.0	1.0	3.6	11.6	3.3
2022F	746	57	40	58	1,196	22.5	7.3	0.9	2.2	13.0	3.7



주요 재무제표

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	402	516	582	665	746
증가율 (%)	0.9	28.2	12.7	14.2	12.3
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	402	516	582	665	746
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	0.9	28.2	12.7	14.2	12.3
판매관리비	385	489	546	620	690
판매관리비율 (%)	95.7	94.8	93.7	93.2	92.4
EBITDA	21	31	38	47	58
EBITDA 이익률 (%)	5.1	6.0	6.5	7.0	7.8
증가율 (%)	3.9	50.5	21.2	23.5	24.6
영업이익	17	27	36	45	57
영업이익률 (%)	4.3	5.2	6.3	6.8	7.6
증가율 (%)	4.8	56.6	34.4	24.2	25.4
영업외손익	1	-4	0	-2	-4
금융수익	0	0	0	0	1
금융비용	0	0	0	0	4
기타영업외손익	1	-4	-1	-2	0
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	23	36	43	53
세전계속사업이익률 (%)	4.5	4.4	6.2	6.5	7.1
증가율 (%)	16.5	25.8	59.3	20.4	22.5
법인세비용	4	5	8	10	13
계속사업이익	14	17	28	33	40
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	14	17	28	33	40
당기순이익률 (%)	3.4	3.4	4.8	5.0	5.4
증가율 (%)	17.8	26.0	60.1	18.3	22.5
지배주주지분 순이익	14	17	28	33	40
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-6	0	0	0
총포괄이익	14	11	28	33	40

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	29	39	36	44	51
당기순이익	14	17	28	33	40
유형자산 상각비	3	4	1	1	1
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	8	8	6	9	9
기타	4	10	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-7	-11	-5	-6	-2
투자자산의 감소(증가)	-8	-12	0	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-4	-4	-4	0
기타	3	6	0	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-8	-9	-8	-9	-10
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-7	-8	-9	-10
기타	-1	-1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	14	20	22	29	40
기초현금	36	49	69	92	121
기말현금	49	69	92	121	160

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	156	176	203	249	305
현금성자산	49	69	92	121	160
단기투자자산	5	7	7	8	9
매출채권	30	15	13	15	17
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	71	83	89	103	116
비유동자산	220	233	237	240	240
유형자산	166	168	171	174	172
무형자산	4	4	4	4	4
투자자산	47	55	55	56	57
기타비유동자산	3	6	6	6	6
기타금융자산	0	0	0	0	0
자산총계	376	409	440	489	545
유동부채	123	144	155	178	202
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	123	144	155	178	202
비유동부채	4	12	13	14	16
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	4	4	4	4	4
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	9	9	11	12
기타금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	127	156	168	193	218
지배주주지분	249	253	272	296	327
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	34	34	34	34	34
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-3	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	203	210	230	254	284
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	249	253	272	296	327

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	409	516	825	976	1,196
EPS(지배순이익 기준)	409	516	825	976	1,196
BPS(자본총계 기준)	7,377	7,490	8,067	8,777	9,687
BPS(지배지분 기준)	7,377	7,490	8,067	8,777	9,687
DPS	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
P/E(당기순이익 기준)	21.1	17.3	10.6	9.0	7.3
P/E(지배순이익 기준)	21.1	17.3	10.6	9.0	7.3
P/B(자본총계 기준)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.7	7.3	5.3	3.6	2.2
배당수익률	2.5	2.8	3.1	3.3	3.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	17.8	26.0	60.1	18.3	22.5
EPS(지배순이익 기준) 증가율	17.8	26.0	60.1	18.3	22.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.7	6.9	10.6	11.6	13.0
ROE(지배순이익 기준)	5.7	6.9	10.6	11.6	13.0
ROA	3.9	4.4	6.6	7.1	7.8
안정성 (%)					
부채비율	51.1	61.9	61.6	65.1	66.7
순차입금비율	50.0	116.8	188.8	230.7	284.3
이자보상배율					

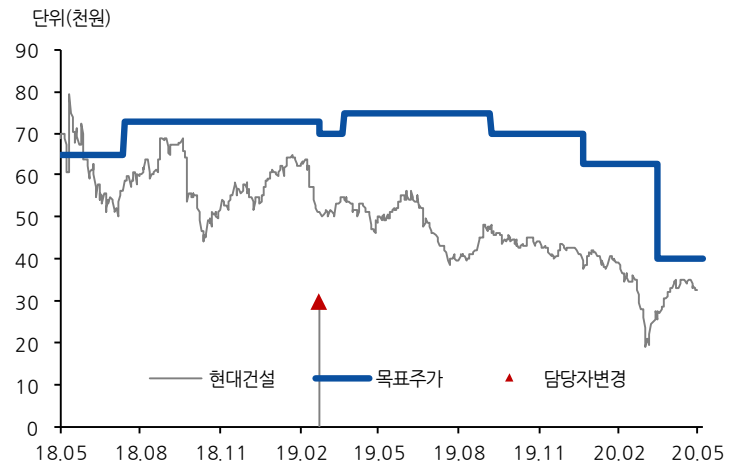


Compliance Note

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/04/30	BUY	65,000	-4.69	21.69
18/07/30	BUY	73,000	-20.27	-5.62
19/03/11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
19/03/11	BUY	70,000	-26.03	-21.57
19/04/08	BUY	75,000	-35.80	-25.07
19/09/24	BUY	70,000	-38.04	-33.14
20/01/08	BUY	63,000	-45.01	-33.25
20/04/02	BUY	40,000	-20.96	-11.75
20/04/27	BUY	40,000		
20/05/18	BUY	42,000		

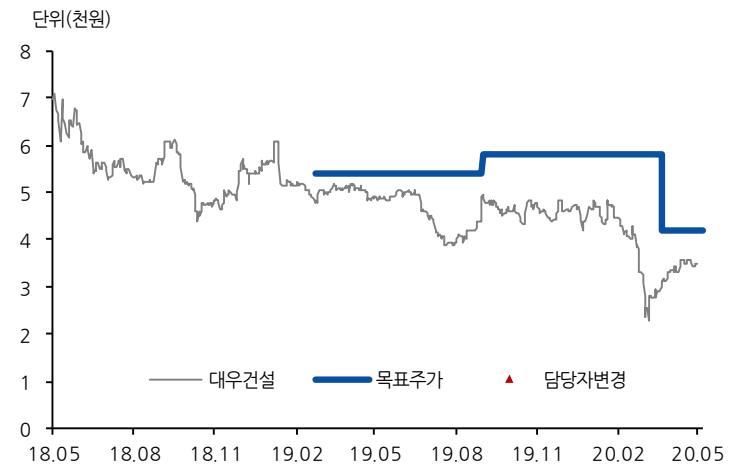
▶ 최근 2년간 현대건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
19/03/11	M.PERFORM	5,400	-9.54	-4.07
19/08/01	BUY	5,400	-24.36	-9.17
19/09/17	BUY	5,800	-22.23	-15.95
20/03.17	AFTER 6M	5,800	-52.72	-47.93
20/04/08	BUY	4,200	-20.96	-17.50
20/04/29	BUY	4,200		
20/05/18	BUY	4,500		

▶ 최근 2년간 대우건설 주가 및 목표주가

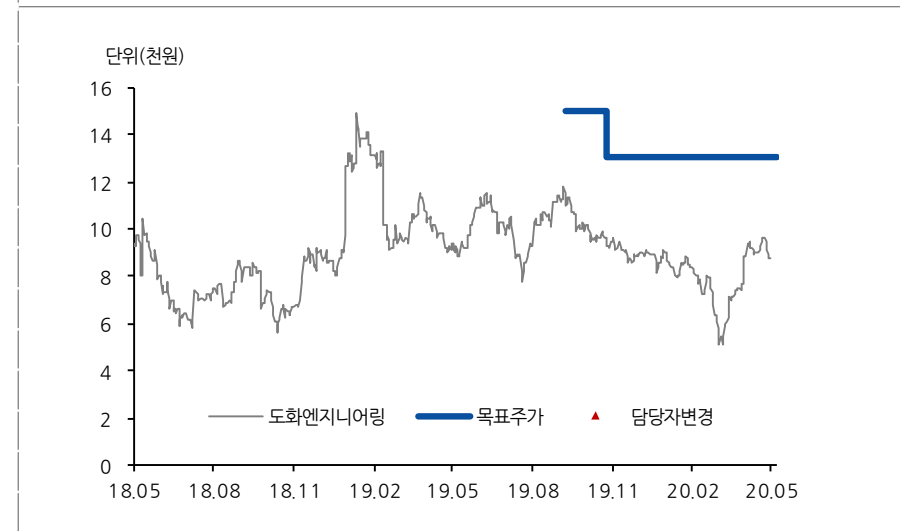


Compliance Note

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
19/09/24	BUY	15,000	-32.63	-24.67
19/11/11	BUY	13,000	-36.86	-26.15
20/04/29	BUY	13,000	-31.56	-23.59
20/05/18	BUY	13,000		

▶ 최근 2년간 도화엔지니어링 주가 및 목표주가



Compliance Note

▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 당사는 추천일 현재 현대건설과 관련하여 계열 회사의 관계에 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 성정환의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM: 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

