

건설 (Overweight)

3Q19 Preview: 실적은 무난, 10월 분양이 중요

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
현대건설	BUY	6.2만원	●
GS건설	BUY	5만원	
대림산업	BUY	13만원	
삼성엔지니어링	BUY	2.1만원	
대우건설	BUY	6,500원	
HDC현대산업개발	BUY	5만원	
태영건설	BUY	1.9만원	
코오롱글로벌	BUY	1.3만원	●
한국토지신탁	BUY	2,800원	
한샘	BUY	9만원	

▶ Issue

건설업종 3Q19 Preview 및 투자판단 점검

▶ Pitch

- 건설업종 3Q19는 전반적으로 컨센서스에 부합하거나 소폭 하회 예상. 주택 신규분양 및 해외수주 지연으로 매출은 둔화되고 있으나 높은 수익성 유지되고 있기 때문
- 2Q19 실적에서 확인됐듯이 현재 건설업종 de-rating의 원인은 증장기 실적 불확실성. 이에 3Q19 실적보다는 건설사들의 10월 분양 실적이 업종 주가 향방을 결정할 전망
- 양호한 수주 기반으로 2020년 이후 실적 성장 확보해 나가는 업체인 현대건설(해외수주 확대), 코오롱글로벌(연간 분양계획 100% 공급)을 업종 Top picks로 제시

▶ Rationale

- 3Q19 건설업종 실적은 i) 국내외 매출액 둔화, ii) 부문별 고수익성 유지로 요약
- 3Q 기준 컨센서스 하회할 업체는 현대건설, HDC현대산업, 한샘. 나머지는 부합. 현대건설, 대규모 주택분양 지연 및 현대ENG 고수익 해외PJT 준공으로 3Q 실적 둔화. 해외수주 증가하고 있어 2020년 이후 전망은 양호. HDC현산, 사측 실적 기대치는 높으나 YTD 분양 3,600세대 불과하며 자체 인도매출 적어 컨센서스 하회 예상. 한샘, 리하우스 대리점 출점 확대에도 점당 효율 하락하며 실적 턴어라운드 시기 지연. 2020년에나 실적 개선 전망
- 한편, 전반적으로 3Q 신규분양물량 저조. 실적보다는 신규분양 회복 여부가 중요한 상황

(단위: 원, 십억원)

	회사명	현대건설	GS건설	대림산업	삼성엔지니어링	대우건설	HDC현대산업개발	태영건설	코오롱글로벌	한국토지신탁	한샘
	코드	(000720)	(006360)	(000210)	(028050)	(047040)	(294870)	(009410)	(003070)	(034830)	(009240)
	투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
		유지	하향	유지	유지	유지	유지	유지	유지	유지	유지
	목표주가	62,000	50,000	130,000	21,000	6,500	50,000	19,000	13,000	2,800	90,000
		유지	하향	유지	유지	유지	하향	유지	유지	하향	하향
	상승여력(%)	33.9	51.5	25.0	25.0	34.6	52.2	42.9	43.0	34.0	50.0
변경 후 (3Q19)	매출액	4,366.7	2,622.2	2,272.3	1,598.0	2,155.5	895.7	987.6	847.7	66.7	400.1
	영업이익	241.4	210.6	226.0	84.9	122.9	79.7	142.0	30.4	42.3	9.0
	순이익	158.3	121.1	237.3	70.9	76.8	60.1	98.7	12.4	37.1	1.6
변경 전	매출액	4,466.4	2,660.1	2,210.6	1,591.1	2,201.7	856.0	969.4	832.2	67.3	408.7
	영업이익	284.5	237.3	206.6	85.6	131.7	62.4	136.6	31.3	44.5	11.2
	순이익	174.3	147.1	191.9	68.6	76.7	47.1	96.6	14.1	37.5	5.0
컨센서스	매출액	4,509.6	2,703.1	2,341.0	1,554.0	2,220.9	915.3	1,007.9	891.2	59.7	410.9
	영업이익	272.4	211.0	219.2	82.5	129.0	95.0	136.6	29.5	38.1	14.6
	순이익	182.6	134.0	196.4	65.1	74.0	78.2	96.6	14.8	34.0	13.0
변경전·후 변화율(%)	매출액	(2.2)	(1.4)	2.8	0.4	(2.1)	4.6	1.9	1.9	(0.8)	(2.1)
	영업이익	(15.2)	(11.2)	9.4	(0.8)	(6.6)	27.7	4.0	(3.0)	(4.9)	(19.1)
	순이익	(9.2)	(17.7)	23.7	3.2	0.1	27.6	2.2	(12.0)	(1.1)	(68.6)
전년동기 대비 (yoy, %)	매출액	(2.7)	(18.0)	(7.8)	22.4	(21.0)	(4.7)	5.8	14.1	0.1	(10.4)
	영업이익	1.4	(9.7)	10.0	0.5	(35.8)	(33.0)	21.8	186.7	(4.1)	(11.8)
	순이익	25.0	(11.8)	26.7	28.2	13.5	(29.7)	23.5	215.5	5.2	(84.0)
전분기 대비 (qoq, %)	매출액	(6.7)	1.8	(7.9)	(1.7)	(3.4)	(38.2)	(11.2)	(3.7)	(0.4)	(2.6)
	영업이익	(1.5)	2.3	(24.1)	(15.1)	20.8	(59.3)	8.1	9.3	62.1	6.9
	순이익	(17.7)	(16.7)	62.6	(3.6)	(7.0)	(60.1)	26.8	34.6	5.3	(66.1)

현대건설 (000720)

3Q19 Preview: 실적과 수주, 기대보다는 slow하게 진행

Investment Point

- 컨센서스 하회하는 3Q19 실적 전망. 기대보다 약한 본사 주택부문 매출과 현대엔지니어링 실적 둔화 때문
- 본사 주택부문, 2018년 초 공급한 대규모 자체사업 공정을 본격 확대되며 매출 확대 기대했으나 2016년 분양한 대형 현장 준공하며 1조원 수준의 매출 기록 예상(YoY -1.1%). 2Q 주택매출이 1.3조원까지 확대됐었던 것은 일부 자체사업 공정을 정상화 과정이 있었던 것으로 파악. 둔촌 주공, 방배5구역, 반포주공1 등의 대형 현장 분양을 비롯, 올해 신규분양이 전반적으로 지연되면서 동사 주택 매출 성장세는 다소 완화될 것으로 추정(ktb, 2018년 4.0조원, 2019년 4.3조원, 2020년 4.6조원 추정).
- 단, 자체사업 매출 비중 확대되며 수익성은 양호, 분기 영업이익 2천억원의 기반 마련
- 현대엔지니어링, 수익성 높은 CIS 국가 프로젝트 준공되며 수익성 둔화 예상. 3Q 영업 이익률 5.7%로 YoY -2.3%p, QoQ +0.3%p 예상
- 한편, 신규수주 모멘텀은 여전히 유효. 대형 현장인 만큼 계약 시점 지연 중. 연내 수주 기대하는 물량은 이라크 유정 물공급, 이라크 발전소(\$14억). 카타르 종합병원(\$5억) 등

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	62,000		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	15.9	10.1	7.9
PBR(배)	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	4.3	3.1	2.5
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.1

Fig. 01: 현대건설 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	4,366.7	4,466.4	(2.2)	4,486.3	(2.7)	4,681.9	(6.7)	4,509.6	(3.2)	
영업이익	241.4	284.5	(15.2)	237.9	1.4	245.1	(1.5)	272.4	(11.4)	
순이익	158.3	174.3	(9.2)	126.7	25.0	192.2	(17.7)	182.6	(13.3)	
이익률(%)										
영업이익	5.5	6.4		5.3		5.2		6.0		
순이익	3.6	3.9		2.8		4.1		4.0		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.8)		0.2		0.3		(0.5)		
순이익		(0.3)		0.8		(0.5)		(0.4)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 현대건설, KTB투자증권

Fig. 02: 현대건설 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	4,466.4	4,534.5	4,297.7	4,737.5	4,366.7	4,504.3	4,305.9	4,746.8	(2.2)	(0.7)	0.2	0.2
영업이익	284.5	277.1	274.8	302.6	241.4	269.0	270.6	298.1	(15.2)	(2.9)	(1.5)	(1.5)
영업이익률(%)	6.4	6.1	6.4	6.4	5.5	6.0	6.3	6.3	(0.8)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	325.3	318.1	315.8	343.8	282.5	310.3	311.9	339.6	(13.2)	(2.4)	(1.2)	(1.2)
EBITDA이익률(%)	7.3	7.0	7.3	7.3	6.5	6.9	7.2	7.2	(0.8)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
순이익	174.3	202.7	205.3	229.2	158.3	198.0	203.6	227.1	(9.2)	(2.3)	(0.9)	(0.9)

Note: K-IFRS 연결

Source: 현대건설, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	13,249.8	13,336.8	13,392.1	14,047.7	14,581.1
현금성자산	3,664.2	4,301.0	4,390.1	4,410.8	4,981.3
매출채권	5,397.8	5,373.1	5,676.6	5,960.0	5,931.1
재고자산	2,105.5	1,947.1	1,480.9	1,813.9	1,787.1
비유동자산	5,182.1	4,717.8	4,712.5	4,836.0	4,963.4
투자자산	3,023.0	2,570.1	2,539.4	2,636.3	2,737.2
유형자산	1,398.8	1,436.6	1,501.3	1,565.1	1,626.2
무형자산	760.2	711.2	671.8	634.6	600.0
자산총계	18,431.9	18,054.6	18,104.6	18,883.7	19,544.5
유동부채	7,219.0	6,860.9	6,266.1	6,367.8	6,416.1
매입채무	4,561.0	4,391.7	3,702.1	3,886.9	3,868.1
유동성이자부채	597.3	615.3	873.9	773.9	823.9
비유동부채	2,739.9	2,901.9	2,872.5	2,760.9	2,600.7
비유동이자부채	1,795.7	1,919.2	1,866.1	1,716.1	1,516.1
부채총계	9,959.0	9,762.8	9,138.6	9,128.6	9,016.8
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,032.4	1,003.6	1,018.4	1,018.4	1,018.4
이익잉여금	4,813.2	4,986.4	5,551.6	6,340.6	7,113.3
자본조정	64.7	(273.3)	(190.6)	(190.6)	(190.6)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,472.9	8,291.9	8,966.0	9,755.0	10,527.7
투하자본	6,830.4	6,358.8	7,164.0	7,682.3	7,734.5
순차입금	(1,271.2)	(1,766.4)	(1,650.2)	(1,920.8)	(2,641.3)
ROA	1.9	2.9	3.9	4.6	4.3
ROE	5.8	8.4	10.7	11.5	10.2
ROIC	10.0	7.6	10.7	11.5	10.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	514.4	249.5	269.0	643.7	1,100.9
당기순이익	371.6	535.3	704.4	844.7	828.4
자산상각비	193.4	172.1	171.3	166.4	168.7
운전자본증감	(630.7)	(489.8)	(817.9)	(433.1)	35.3
매출채권감소(증가)	1,280.1	(379.5)	(428.1)	(283.4)	28.8
재고자산감소(증가)	(186.1)	279.9	554.4	(333.0)	26.8
매입채무증가(감소)	(594.1)	(313.0)	(637.0)	184.8	(18.8)
투자현금	(16.3)	(92.0)	79.0	(389.3)	(399.7)
단기투자자산감소	435.1	651.8	263.6	(72.1)	(75.0)
장기투자증권감소	241.9	0.0	(24.5)	(27.3)	(28.7)
설비투자	(49.8)	(191.9)	(143.0)	(182.8)	(184.9)
유무형자산감소	8.7	14.4	(6.4)	(10.2)	(10.2)
재무현금	(380.9)	(37.3)	22.6	(305.7)	(205.7)
차입금증가	(272.3)	123.5	131.2	(250.0)	(150.0)
자본증가	(108.6)	(103.3)	(161.9)	(55.7)	(55.7)
배당금지급	108.6	106.9	161.9	55.7	55.7
현금 증감	(42.7)	133.9	374.1	(51.4)	495.5
총현금흐름(Gross CF)	1,421.5	1,168.8	1,102.4	1,076.8	1,065.7
(-) 운전자본증가(감소)	175.5	(173.6)	819.5	433.1	(35.3)
(-) 설비투자	49.8	191.9	143.0	182.8	184.9
(+) 자산매각	8.7	14.4	(6.4)	(10.2)	(10.2)
Free Cash Flow	1,405.3	1,076.7	363.5	254.3	701.2
(-) 기타투자	(241.9)	0.0	24.5	27.3	28.7
잉여현금	1,647.2	1,076.7	339.0	227.0	672.5

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,887.1	16,730.9	17,430.5	18,275.4	18,492.6
증가율 (Y-Y,%)	(10.3)	(0.9)	4.2	4.8	1.2
영업이익	986.1	840.0	960.7	1,130.4	1,099.4
증가율 (Y-Y,%)	(14.9)	(14.8)	14.4	17.7	(2.7)
EBITDA	1,179.5	1,012.1	1,132.0	1,296.9	1,268.1
영업외손익	(431.3)	57.9	(27.8)	(16.0)	(6.5)
순이자소득	24.1	21.5	14.7	78.9	90.6
외화관련손익	(200.7)	84.8	41.5	0.0	0.0
지분법손익	(2.3)	(27.5)	(26.0)	(27.3)	(28.7)
세전계속사업손익	554.8	897.9	932.9	1,114.4	1,092.9
당기순이익	371.6	535.3	704.4	844.7	828.4
지배기업당기순이익	201.7	381.6	510.2	652.0	641.2
증가율 (Y-Y,%)	(49.2)	44.1	31.6	19.9	(1.9)
NOPLAT	660.4	500.8	725.4	856.9	833.3
(+) Dep	193.4	172.1	171.3	166.4	168.7
(-) 운전자본투자	175.5	(173.6)	819.5	433.1	(35.3)
(-) Capex	49.8	191.9	143.0	182.8	184.9
OpFCF	628.5	654.6	(65.8)	407.4	852.4
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(0.8)	(4.5)	(2.5)	2.7	3.4
영업이익증가율(3Yr)	5.9	(8.3)	(6.1)	4.7	9.4
EBITDA증가율(3Yr)	6.3	(7.7)	(5.7)	3.2	7.8
순이익증가율(3Yr)	(8.1)	(6.9)	(1.3)	31.5	15.7
영업이익률(%)	5.8	5.0	5.5	6.2	5.9
EBITDA마진(%)	7.0	6.0	6.5	7.1	6.9
순이익률(%)	2.2	3.2	4.0	4.6	4.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	1,811	3,427	4,582	5,855	5,758
BPS	51,208	49,912	56,209	63,622	70,866
DPS	500	500	500	500	600
Multiples(x,%)					
PER	20.0	15.9	10.1	7.9	8.0
PBR	0.7	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	2.4	4.3	3.1	2.5	2.0
배당수익률	1.4	0.9	1.1	1.1	1.3
PCR	2.8	5.2	4.7	4.8	4.8
PSR	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	117.5	117.7	101.9	93.6	85.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	183.5	194.4	213.7	220.6	227.3
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
자산구조					
투하자본(%)	50.5	48.1	50.8	52.2	50.1
현금+투자자산(%)	49.5	51.9	49.2	47.8	49.9
자본구조					
차입금(%)	22.0	23.4	23.4	20.3	18.2
자기자본(%)	78.0	76.6	76.6	79.7	81.8

GS건설 (006360)

3Q19 Preview: 주택분양 실적이 주가를 결정 예상

Investment Point

- 컨센서스 부합하는 3Q19 실적 예상
- 국내외 양호한 수익성 이어가는 가운데 전반적으로 매출액이 둔화되며 실적을 낮춤. 특히 주택부문의 경우 9월말 기준 신규분양 10,046세대에 불과. 일부 대형 재건축/재개발 분양 시기가 지연되고 있기 때문. 사측은 10월~11월 분양 계획 중인 현장이 많아 연내 2만세대 이상 분양 가능하다고 설명하고 있으나, 주택부문 매출은 다소 하향할 필요
- 당초 2019년 주택부문 매출액 7조원 내외 예상했으나, 현재 6.5조원 수준으로 하향. 그러나 연말 분양 고려 시 2020년, 2021년에도 6조원 이상의 주택 매출 기록 가능 예상
- 해외부문, 3Q에도 GPM 10%내외의 양호한 수익성 지켜가고 있으나 매출액 규모가 작아진 만큼 전사 이익 기여는 제한적(3Q 플랜트 매출액 6,682억원, YoY -33.5% 추정). 국내 플랜트 물량 확대되더라도 해외 프로젝트 건당 규모가 작아진 점 고려하면 2020년에도 분기당 7천억원 수준의 매출 규모 유지될 것
- 실적 하향과 함께 Target multiple 하향 반영하여 동사 목표주가를 기존 5.8만원에서 5.0만원으로 하향하며, 투자 의견도 Strong Buy에서 BUY로 하향
- valuation 매력 높으나, 10~11월 주택분양 회복 확인되어야 주가 반등 가능할 것

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	Strong Buy	하향
목표주가	50,000	58,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	5.6	4.9	6.2
PBR(배)	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	3.3	3.4	4.0
배당수익률(%)	2.3	3.0	3.0

Fig. 03: GS건설 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	2,622.2	2,660.1	(1.4)	3,197.3	(18.0)	2,575.0	1.8	2,703.1	(3.0)	
영업이익	210.6	237.3	(11.2)	233.3	(9.7)	205.9	2.3	211.0	(0.2)	
순이익	121.1	147.1	(17.7)	137.3	(11.8)	145.4	(16.7)	134.0	(9.6)	
이익률(%)										
영업이익	8.0	8.9		7.3		8.0		7.8		
순이익	4.6	5.5		4.3		5.6		5.0		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.9)		0.7		0.0		0.2		
순이익		(0.9)		0.3		(1.0)		(0.3)		

Note: K-IFRS 연결

Source: GS건설, KTB투자증권

Fig. 04: GS건설 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	2,660.1	2,894.9	2,504.3	2,629.9	2,622.2	2,859.8	2,509.5	2,633.9	(1.4)	(1.2)	0.2	0.2
영업이익	237.3	254.0	171.9	193.6	210.6	234.4	160.0	181.7	(11.2)	(7.7)	(6.9)	(6.2)
영업이익률(%)	8.9	8.8	6.9	7.4	8.0	8.2	6.4	6.9	(0.9)	(0.6)	(0.5)	(0.5)
EBITDA	253.2	270.0	187.9	209.6	227.7	251.6	177.2	198.9	(10.1)	(6.8)	(5.7)	(5.1)
EBITDA이익률(%)	9.5	9.3	7.5	8.0	8.7	8.8	7.1	7.6	(0.8)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
순이익	147.1	159.5	104.3	120.2	121.1	143.5	93.8	109.6	(17.7)	(10.0)	(10.1)	(8.8)

Note: K-IFRS 연결

Source: GS건설, KTB투자증권

Fig. 05: GS건설 Sum-of-the-parts Valuation

SOTP				
A. 영업가치		36,653		
Fw12M NOPLAT	6,109	NOPLAT 기준, 국내외 PER배수 가중평균 적용		
적용 multiple	6.0	(해외 6배, 국내 6배 적용)		
B. 비영업가치		10,959		
항목	지분율	장부가	적정가치	비고
매도가능금융자산		2,160	1,512	2019.03월 장부가 기준, 30% 할인
관계기업 투자증권		6,046	4,232	2019.03월 장부가 기준, 30% 할인
투자부동산		8,691	5,214	2019.03월 장부가 기준, 30% 할인
C. 순차입금		5,210		2019년말
D. 주당 기업가치		50,000		

Source: KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	9,582.3	7,828.2	7,351.1	7,142.1	6,832.7
현금성자산	2,812.4	2,033.9	2,416.1	2,431.5	1,940.9
매출채권	4,668.3	4,129.9	3,290.7	3,111.8	3,248.3
재고자산	1,090.7	1,034.2	940.2	889.1	928.1
비유동자산	4,114.3	4,205.1	5,373.6	5,906.5	6,502.4
투자자산	3,007.3	3,148.4	4,219.4	4,743.9	5,333.9
유형자산	897.5	841.0	934.9	945.9	954.1
무형자산	209.5	215.7	219.3	216.7	214.4
자산총계	13,696.6	12,033.3	12,724.8	13,048.6	13,335.1
유동부채	8,581.3	6,359.7	6,132.0	6,479.7	6,669.9
매입채무	4,288.3	3,954.9	3,604.1	3,408.1	3,557.7
유동성이자부채	3,061.2	1,118.2	1,209.2	1,742.3	1,772.3
비유동부채	1,875.6	2,048.9	2,597.9	2,100.0	1,836.8
비유동이자부채	1,018.0	1,147.2	1,727.9	1,194.7	894.7
부채총계	10,456.9	8,408.6	8,729.9	8,579.7	8,506.7
자본금	358.4	397.2	399.6	399.6	399.6
자본잉여금	627.2	811.8	821.1	821.1	821.1
이익잉여금	2,334.3	2,487.1	2,932.9	3,287.1	3,646.6
자본조정	(208.7)	(174.5)	(158.7)	(158.7)	(158.7)
자기주식	(75.7)	(36.4)	(36.4)	(36.4)	(36.4)
자본총계	3,239.7	3,624.7	3,994.9	4,468.9	4,828.4
투하자본	4,210.3	3,782.6	4,455.7	4,911.8	5,489.4
순차입금	1,266.7	231.4	521.0	505.5	726.2
ROA	(1.2)	4.6	4.4	3.4	3.3
ROE	(5.1)	17.5	14.5	10.5	9.7
ROIC	5.8	18.7	14.9	11.6	10.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(205.5)	1,032.9	931.3	692.4	519.2
당기순이익	(163.7)	587.4	539.2	432.5	437.9
자산상각비	57.1	53.6	95.3	69.0	69.3
운전자본증감	(572.6)	(103.6)	468.2	39.0	(21.0)
매출채권감소(증가)	(614.6)	186.2	860.0	179.0	(136.6)
재고자산감소(증가)	29.9	139.8	116.2	51.1	(39.0)
매입채무증가(감소)	157.6	(474.9)	(249.0)	(196.0)	149.6
투자현금	13.5	(234.8)	(455.7)	(615.6)	(679.1)
단기투자자산감소	(2.5)	(64.3)	51.3	(17.0)	(17.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.3	0.9	1.2
설비투자	(20.8)	(13.7)	(150.6)	(62.3)	(59.9)
유무형자산감소	10.7	9.2	(6.2)	(15.2)	(15.2)
재무현금	300.0	(1,655.6)	(65.8)	(78.4)	(348.4)
차입금증가	344.5	(1,600.8)	34.3	0.0	(270.0)
자본증가	(0.7)	(21.1)	(131.9)	(78.4)	(78.4)
배당금지급	0.7	21.1	131.9	78.4	78.4
현금 증감	86.0	(849.7)	405.1	(1.6)	(508.3)
총현금흐름(Gross CF)	521.4	1,386.1	683.1	653.4	540.2
(-) 운전자본증가(감소)	(169.9)	(697.1)	(540.4)	(39.0)	21.0
(-) 설비투자	20.8	13.7	150.6	62.3	59.9
(+) 자산매각	10.7	9.2	(6.2)	(15.2)	(15.2)
Free Cash Flow	534.9	1,151.3	695.5	76.8	(159.9)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.3)	(0.9)	(1.2)
잉여현금	534.9	1,151.3	695.8	77.7	(158.7)

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,679.5	13,139.4	10,658.9	10,383.1	10,456.8
증가율 (Y-Y,%)	5.8	12.5	(18.9)	(2.6)	0.7
영업이익	318.7	1,064.5	842.3	715.4	696.2
증가율 (Y-Y,%)	122.9	234.0	(20.9)	(15.1)	(2.7)
EBITDA	375.8	1,118.1	937.6	784.4	765.6
영업외손익	(479.4)	(229.4)	(102.7)	(144.8)	(118.6)
순이자수익	(145.6)	(83.1)	(92.4)	(96.2)	(91.0)
외환관련손익	(158.8)	(0.7)	24.1	0.0	0.0
지분법손익	(6.1)	7.9	(0.6)	3.4	3.8
세전계속사업손익	(160.7)	835.0	739.6	570.6	577.7
당기순이익	(163.7)	587.4	539.2	432.5	437.9
지배기업당기순이익	(168.4)	582.1	532.5	428.2	433.5
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	(8.2)	(19.8)	1.2
NOPLAT	231.0	748.8	614.1	542.3	527.8
(+) Dep	57.1	53.6	95.3	69.0	69.3
(-) 운전자본투자	(169.9)	(697.1)	(540.4)	(39.0)	21.0
(-) Capex	20.8	13.7	150.6	62.3	59.9
OpFCF	437.3	1,485.8	1,099.2	588.0	516.1
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	7.2	7.5	(1.2)	(3.8)	(7.3)
영업이익증가율(3Yr)	84.0	105.8	80.6	30.9	(13.2)
EBITDA증가율(3Yr)	43.1	75.9	64.5	27.8	(11.9)
순이익증가율(3Yr)	n/a	171.1	n/a	n/a	(9.3)
영업이익률(%)	2.7	8.1	7.9	6.9	6.7
EBITDA마진(%)	3.2	8.5	8.8	7.6	7.3
순이익률(%)	(1.4)	4.5	5.1	4.2	4.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	(2,360)	7,753	6,668	5,360	5,426
BPS	41,267	42,030	45,760	51,726	56,255
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	5.6	4.9	6.2	6.1
PBR	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	8.8	3.3	3.4	4.0	4.4
배당수익률	1.1	2.3	3.0	3.0	3.0
PCR	3.9	2.4	3.9	4.0	4.9
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	322.8	232.0	218.5	192.0	176.2
Net debt/Equity	39.1	6.4	13.0	11.3	15.0
Net debt/EBITDA	337.1	20.7	55.6	64.4	94.8
유동비율	111.7	123.1	119.9	110.2	102.4
이자보상배율	2.2	12.8	9.1	7.4	7.7
이자비용/매출액	1.6	1.0	1.4	1.5	1.3
자산구조					
투하자본(%)	42.0	42.2	40.2	40.6	43.0
현금+투자자산(%)	58.0	57.8	59.8	59.4	57.0
자본구조					
차입금(%)	55.7	38.5	42.4	39.7	35.6
자기자본(%)	44.3	61.5	57.6	60.3	64.4

대림산업 (000210)

3Q19 Preview: 주택과 삼호가 이끄는 호실적 지속

Investment Point

- 컨센서스 부합하는 양호한 3Q19 실적 예상.i) 본사 주택부문 호실적 지속, ii) 기대보다 높은 삼호 실적 성장 때문
- 본사 주택부문, 세종 자체사업 인도매출 축소하며 매출액은 QoQ 감소하겠으나 여전히 1.0조원 이상의 매출 기록 가능할 전망. 2Q 대비 준공정산이익 규모 축소하나 진행 중인 현장 수익성이 높아 3Q에도 건축부문 GPM은 +17% 기대
- 삼호, 연초 이래로 꾸준히 실적 가이던스 상향하며 호실적 지속. 3Q 현재 신규수주 1.0조원으로 연간 목표 1.2조원의 80% 이상을 기 달성. 주택매출 확대되며 mix 개선, 3Q에도 400억원 내외의 양호한 영업이익 기록 전망
- 화학부문, 본사 유화는 2Q와 유사한 수준, YNCC는 정기보수 영향 축소되며 QoQ 개선 예상. 예상에 부합하는 수준
- 한편 YTD 신규분양은 1.4만세대(공동사업지 총세대수 기준). 10월 4,500세대 분양 예정에 있어 연간 2.0만대 이상의 신규분양 가능하다는 설명. 현재 철거 진행/진행 예정인 도시정비 현장 많아 연간 2.0만세대 내외 분양 가능하다는 기존 입장 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	130,000		유지
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	5.5	4.5	4.5
PBR(배)	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	3.6	3.4	3.5
배당수익률(%)	0.1	1.6	1.6

Fig. 06: 대림산업 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	2,272.3	2,210.6	2.8	2,463.8	(7.8)	2,467.6	(7.9)	2,341.0	(2.9)	
영업이익	226.0	206.6	9.4	205.5	10.0	297.7	(24.1)	219.2	3.1	
순이익	237.3	191.9	23.7	187.3	26.7	146.0	62.6	196.4	20.9	
이익률(%)										
영업이익	9.9	9.3		8.3		12.1		9.4		
순이익	10.4	8.7		7.6		5.9		8.4		
이익률 차이(%P)										
영업이익		0.6		1.6		(2.1)		0.6		
순이익		1.8		2.8		4.5		2.1		

Note: K-IFRS 연결

Source: 대림산업, KTB투자증권

Fig. 07: 대림산업 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	2,210.6	2,481.2	2,426.4	2,556.2	2,272.3	2,547.4	2,455.9	2,591.1	2.8	2.7	1.2	1.4
영업이익	206.6	246.5	216.6	258.0	226.0	259.5	221.1	263.3	9.4	5.3	2.1	2.0
영업이익률(%)	9.3	9.9	8.9	10.1	9.9	10.2	9.0	10.2	0.6	0.3	0.1	0.1
EBITDA	238.4	278.3	249.7	292.6	257.8	291.3	254.3	297.9	8.1	4.7	1.8	1.8
EBITDA이익률(%)	10.8	11.2	10.3	11.4	11.3	11.4	10.4	11.5	0.6	0.2	0.1	0.1
순이익	191.9	222.6	198.0	230.7	237.3	231.2	200.3	233.5	23.7	3.9	1.1	1.2

Note: K-IFRS 연결

Source: 대림산업, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,727.7	6,366.6	5,264.1	5,323.4	5,442.8
현금성자산	2,525.9	2,890.0	2,066.8	2,075.2	2,098.9
매출채권	3,130.0	1,385.2	1,870.5	1,902.2	1,964.9
재고자산	718.1	998.9	837.5	851.7	879.8
비유동자산	6,674.8	6,467.1	6,953.9	7,509.6	8,053.4
투자자산	4,533.6	4,345.2	4,807.6	5,002.8	5,205.9
유형자산	2,071.0	2,070.2	2,100.1	2,460.1	2,800.3
무형자산	70.2	51.7	46.2	46.7	47.2
자산총계	13,402.5	12,833.7	12,218.0	12,833.0	13,496.2
유동부채	4,903.2	4,530.0	3,190.9	3,181.1	3,126.2
매입채무	3,094.5	1,570.9	1,954.2	1,987.4	2,052.9
유동성이자부채	970.7	841.1	530.5	480.5	353.0
비유동부채	2,804.9	2,253.4	2,176.5	2,021.0	1,993.7
비유동이자부채	2,290.5	1,849.4	1,731.6	1,558.1	1,512.1
부채총계	7,708.1	6,783.5	5,367.3	5,202.0	5,119.9
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	539.2	538.9	538.9	538.9	538.9
이익잉여금	4,398.7	4,793.0	5,554.3	6,334.6	7,080.0
자본조정	(92.1)	(160.3)	(159.7)	(159.7)	(159.7)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,694.3	6,050.2	6,850.7	7,631.0	8,376.4
투하자본	4,788.4	4,650.4	5,669.9	6,162.3	6,652.3
순차입금	735.3	(199.6)	195.4	(36.6)	(233.9)
ROA	3.9	5.2	6.8	6.7	6.1
ROE	10.5	13.0	14.7	12.8	11.0
ROIC	9.0	13.6	14.9	11.9	10.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	437.6	1,104.5	221.6	730.9	705.8
당기순이익	508.0	678.1	850.9	840.5	805.5
자산상각비	119.3	130.6	140.0	140.7	161.0
운전자본증감	(465.5)	(332.8)	(472.9)	(10.6)	(23.1)
매출채권감소(증가)	(1,107.1)	(219.4)	(615.8)	(31.8)	(62.7)
재고자산감소(증가)	135.3	(91.9)	161.3	(14.2)	(28.1)
매입채무증가(감소)	944.2	271.1	518.6	33.2	65.5
투자현금	(237.4)	(380.8)	(202.8)	(462.5)	(473.1)
단기투자자산감소	23.4	(155.3)	42.8	(23.7)	(24.7)
장기투자증권감소	139.8	0.0	96.1	201.8	198.2
설비투자	(236.0)	(148.5)	(169.9)	(497.2)	(497.5)
유무형자산감소	(0.7)	4.1	(2.4)	(4.1)	(4.1)
재무현금	153.9	(525.6)	(670.2)	(283.7)	(233.7)
차입금증가	174.8	(494.3)	(616.8)	(223.6)	(173.5)
자본증가	(25.3)	(48.0)	(70.7)	(60.1)	(60.1)
배당금지급	25.3	48.0	70.7	60.1	60.1
현금 증감	354.6	202.7	(652.2)	(15.3)	(1.0)
총현금흐름(Gross CF)	964.6	1,273.8	743.5	741.5	728.9
(-) 운전자본증가(감소)	(237.0)	(481.7)	749.4	10.6	23.1
(-) 설비투자	236.0	148.5	169.9	497.2	497.5
(+) 자산매각	(0.7)	4.1	(2.4)	(4.1)	(4.1)
Free Cash Flow	727.1	893.0	67.8	268.4	232.7
(-) 기타투자	(139.8)	0.0	(96.1)	(201.8)	(198.2)
잉여현금	867.0	893.0	163.9	470.2	430.9

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,335.5	10,984.5	9,609.4	9,943.2	9,950.8
증가율 (Y-Y,%)	25.2	(11.0)	(12.5)	3.5	0.1
영업이익	545.9	845.4	1,024.1	931.0	874.9
증가율 (Y-Y,%)	30.2	54.9	21.1	(9.1)	(6.0)
EBITDA	665.2	976.0	1,164.1	1,071.7	1,035.9
영업외손익	129.4	49.1	106.0	177.8	187.8
순이자수익	(63.8)	(59.1)	(30.9)	(20.3)	(8.9)
외화관련손익	(64.8)	15.2	67.6	0.0	0.0
지분법손익	436.8	260.2	229.1	257.7	256.4
세전계속사업손익	675.3	894.4	1,130.1	1,108.8	1,062.7
당기순이익	508.0	678.1	850.9	840.5	805.5
지배기업당기순이익	490.5	646.4	802.1	798.4	765.2
증가율 (Y-Y,%)	73.3	33.5	25.5	(1.2)	(4.2)
NOPLAT	410.6	640.9	771.1	705.7	663.2
(+) Dep	119.3	130.6	140.0	140.7	161.0
(-) 운전자본투자	(237.0)	(481.7)	749.4	10.6	23.1
(-) Capex	236.0	148.5	169.9	497.2	497.5
OpFCF	531.0	1,104.6	(8.2)	338.6	303.5
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	9.9	4.9	(0.8)	(6.9)	(3.2)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	46.0	34.7	19.5	1.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	39.6	30.2	17.2	2.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	46.2	42.6	18.3	5.9
영업이익률(%)	4.4	7.7	10.7	9.4	8.8
EBITDA마진(%)	5.4	8.9	12.1	10.8	10.4
순이익률(%)	4.1	6.2	8.9	8.5	8.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	14,095	18,574	23,021	22,916	21,961
BPS	129,380	138,299	158,180	178,383	197,681
DPS	1,000	100	1,700	1,700	1,700
Multiples(x,%)					
PER	5.8	5.5	4.5	4.5	4.7
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	5.6	3.6	3.4	3.5	3.4
배당수익률	1.2	0.1	1.6	1.6	1.6
PCR	3.3	3.1	5.4	5.4	5.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	135.4	112.1	78.3	68.2	61.1
Net debt/Equity	12.9	n/a	2.9	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	110.5	n/a	16.8	n/a	n/a
유동비율	137.2	140.5	165.0	167.3	174.1
이자보상배율	8.6	14.3	33.1	46.0	98.2
이자비용/매출액	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7
자산구조					
투하자본(%)	40.4	39.1	45.2	46.5	47.7
현금+투자자산(%)	59.6	60.9	54.8	53.5	52.3
자본구조					
차입금(%)	36.4	30.8	24.8	21.1	18.2
자기자본(%)	63.6	69.2	75.2	78.9	81.8

삼성엔지니어링 (028050)

3Q19 Preview: 예상 부합하는 양호한 3Q19 실적 기대

Investment Point

- 컨센서스 부합하는 양호한 3Q19 실적 예상
- 2017년 이후 증가한 대형 화공 프로젝트 공정을 본격적으로 확대되며 매출 QoQ 성장 지속 예상. 그러나 일부 현장 지분법으로 인식되면서 본사 화공부문 매출액이 분기당 0.9~1조원대를 기록하기는 어려울 전망(ktb, 3Q 화공부문 매출액 7,653억원, YoY 35% 추정). 2Q 마지막 현안 프로젝트였던 UAE CBDC가 준공, 3Q부터는 2017년 이후 수주한 정상 프로젝트들로 구성된 실적 확인 가능. 3Q 화공부문 수익성이 중요
- 비화공부문, 3Q 매출액 8,327억원으로 2Q대비 축소 예상. 2017.3Q~2018.2Q까지 이어졌던 분기당 1조원 이상의 신규수주 물량이 상당부문 매출화됐을 것으로 추정하기 때문. 이에 따라 수익성도 다시 안정화(GPM13%내외) 예상
- 한편, 신규수주의 경우 여전히 기대감 유효. 현재 아제르바이잔 소카르(\$10억), 이집트 PDH/PP(\$8억) 입찰 결과 대기 중. 10월 중 결과 가시화 기대. 사우디 우나이자, 자푸라의 경우 4Q 입찰 예정이나 사업 규모 고려 시 일부 지연 가능. 이 외 말레이시아, 우즈벡 FEED 프로젝트의 EPC전환도 기대. 수주 확인되며 주가 회복 가능할 전망

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	21,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	50.2	10.1	10.5
PBR(배)	3.4	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	13.5	7.3	7.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 08: 삼성엔지니어링 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	1,598.0	1,591.1	0.4	1,305.8	22.4	1,625.2	(1.7)	1,554.0	2.8	
영업이익	84.9	85.6	(0.8)	84.5	0.5	100.0	(15.1)	82.5	2.9	
순이익	70.9	68.6	3.2	55.3	28.2	73.5	(3.6)	65.1	8.9	
이익률(%)										
영업이익	5.3	5.4		6.5		6.2		5.3		
순이익	4.4	4.3		4.2		4.5		4.2		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.1)		(1.2)		(0.8)		0.0		
순이익		0.1		0.2		(0.1)		0.2		

Note: K-IFRS 연결

Source: 삼성엔지니어링, KTB투자증권

Fig. 09: 삼성엔지니어링 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	1,591.1	1,723.3	1,392.3	1,801.7	1,598.0	1,721.2	1,391.1	1,800.6	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)
영업이익	85.6	98.0	55.9	99.7	84.9	97.7	55.7	99.5	(0.8)	(0.3)	(0.3)	(0.1)
영업이익률(%)	5.4	5.7	4.0	5.5	5.3	5.7	4.0	5.5	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EBITDA	99.2	111.2	68.7	112.2	98.0	110.3	67.7	111.1	(1.1)	(0.8)	(1.4)	(1.0)
EBITDA이익률(%)	6.2	6.5	4.9	6.2	6.1	6.4	4.9	6.2	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
순이익	68.6	82.5	50.5	83.7	70.9	82.8	52.0	85.2	3.2	0.4	3.0	1.8

Note: K-IFRS 연결

Source: 삼성엔지니어링, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,303.1	2,972.6	3,042.1	3,489.8	3,926.1
현금성자산	883.2	446.1	260.9	486.3	793.1
매출채권	1,392.6	1,493.0	2,263.5	2,480.6	2,604.9
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,780.7	1,655.9	1,508.5	1,527.8	1,555.6
투자자산	1,282.8	1,203.2	1,052.6	1,095.4	1,139.8
유형자산	426.8	397.9	419.8	407.6	397.7
무형자산	71.1	54.8	36.1	24.8	18.1
자산총계	5,083.8	4,628.5	4,550.6	5,017.6	5,481.7
유동부채	3,678.0	3,351.2	2,878.0	3,018.2	3,145.6
매입채무	769.3	823.8	2,263.5	2,480.6	2,604.9
유동성이자부채	1,191.9	576.9	305.7	225.7	225.7
비유동부채	401.1	243.6	317.2	329.5	342.2
비유동이자부채	268.3	16.3	15.6	15.6	15.6
부채총계	4,079.2	3,594.7	3,195.3	3,347.7	3,487.9
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	(19.4)	(19.4)	(19.4)	(19.4)	(19.4)
이익잉여금	169.6	233.7	559.5	874.0	1,198.0
자본조정	(104.0)	(139.3)	(148.8)	(148.8)	(148.8)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,004.7	1,033.8	1,355.3	1,669.9	1,993.8
투하자본	1,512.8	1,105.3	1,334.5	1,340.3	1,354.1
순차입금	577.0	147.1	60.4	(245.0)	(551.8)
ROA	(1.0)	1.4	7.2	6.6	6.2
ROE	(5.1)	6.7	27.3	20.6	17.5
ROIC	2.3	6.5	25.4	20.4	21.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(134.0)	446.2	(41.5)	310.3	314.8
당기순이익	(52.1)	70.2	331.2	314.6	323.9
자산상각비	72.5	60.3	55.9	45.5	40.2
운전자본증감	(83.9)	233.8	(430.9)	(2.1)	(2.1)
매출채권감소(증가)	186.9	(77.3)	(161.8)	(217.1)	(124.3)
채고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	(263.6)	455.9	(145.9)	217.1	124.3
투자현금	(15.2)	20.7	166.4	(7.4)	(10.7)
단기투자자산감소	(7.9)	28.0	28.9	(2.5)	(2.6)
장기투자증권감소	(0.1)	0.0	22.4	56.7	56.6
설비투자	(13.8)	(14.6)	(16.9)	(17.8)	(19.3)
유무형자산감소	(0.5)	3.1	(4.9)	(4.3)	(4.3)
재무현금	38.1	(849.2)	(304.7)	(80.0)	0.0
차입금증가	37.7	(853.1)	(304.6)	(80.0)	0.0
자본증가	0.0	0.0	(110.9)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	110.9	0.0	0.0
현금 증감	(137.1)	(375.8)	(171.0)	222.9	304.1
총현금흐름(Gross CF)	71.5	317.8	420.3	312.3	316.9
(-) 운전자본증가(감소)	140.2	(181.6)	456.7	2.1	2.1
(-) 설비투자	13.8	14.6	16.9	17.8	19.3
(+) 자산매각	(0.5)	3.1	(4.9)	(4.3)	(4.3)
Free Cash Flow	56.3	338.5	155.8	302.9	304.1
(-) 기타투자	0.1	0.0	(22.4)	(56.7)	(56.6)
잉여현금	56.2	338.5	178.2	359.6	360.7

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,536.2	5,479.8	6,296.3	6,874.2	7,441.7
증가율 (Y-Y,%)	(21.0)	(1.0)	14.9	9.2	8.3
영업이익	46.9	206.1	401.7	360.7	372.5
증가율 (Y-Y,%)	(33.1)	339.4	94.9	(10.2)	3.3
EBITDA	119.4	266.4	457.5	406.2	412.7
영업외손익	(76.5)	(35.9)	27.3	54.3	54.9
순이자수익	(11.3)	(27.9)	(3.0)	1.2	2.3
외회관련손익	(47.2)	1.4	4.6	0.0	0.0
지분법손익	4.5	5.0	32.5	60.0	60.0
세전계속사업손익	(29.6)	170.2	429.0	415.0	427.4
당기순이익	(52.1)	70.2	331.2	314.6	323.9
지배기업당기순이익	(45.4)	68.7	325.8	314.6	323.9
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	371.8	(5.0)	3.0
NOPLAT	34.0	85.0	310.1	273.4	282.3
(+) Dep	72.5	60.3	55.9	45.5	40.2
(-) 운전자본투자	140.2	(181.6)	456.7	2.1	2.1
(-) Capex	13.8	14.6	16.9	17.8	19.3
OpFCF	(47.5)	312.3	(107.7)	299.0	301.2
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(14.7)	(5.2)	(3.5)	7.5	10.7
영업이익증가율(3Yr)	(33.8)	n/a	79.0	97.4	21.8
EBITDA증가율(3Yr)	(21.0)	n/a	45.5	50.4	15.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	227.5	n/a	66.5
영업이익률(%)	0.8	3.8	6.4	5.2	5.0
EBITDA마진(%)	2.2	4.9	7.3	5.9	5.5
순이익률(%)	(0.9)	1.3	5.3	4.6	4.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	(231)	350	1,662	1,605	1,653
BPS	4,873	5,103	6,812	8,475	10,162
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	50.2	10.1	10.5	10.2
PBR	2.5	3.4	2.5	2.0	1.7
EV/ EBITDA	25.2	13.5	7.3	7.5	6.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	34.0	10.9	7.8	10.5	10.4
PSR	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	406.0	347.7	235.8	200.5	174.9
Net debt/Equity	57.4	14.2	4.5	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	483.3	55.2	13.2	n/a	n/a
유동비율	89.8	88.7	105.7	115.6	124.8
이자보상배율	4.2	7.4	133.5	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.8	0.2	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	41.1	40.1	50.4	45.9	41.2
현금+투자자산(%)	58.9	59.9	49.6	54.1	58.8
자본구조					
차입금(%)	59.2	36.5	19.2	12.6	10.8
자기자본(%)	40.8	63.5	80.8	87.4	89.2

대우건설 (047040)

3Q19 Preview: 실적은 4Q19부터 YoY 개선 가능

Investment Point

- 컨센서스 소폭 하회하는 3Q19 실적 전망. YTD 신규분양 1.5만세대, 특히 연초 분양 비중 높았으나 실질적으로 2019년 매출에 기여하는 바는 아직 미미하기 때문. 3Q까지는 주택매출 YoY 축소 예상(3Q YoY -27%, 4Q +6%, 2020E +5%)
- 3Q 주택부문 수익성도 GPM 13.5%로 YoY, QoQ 축소 예상. 특히 3Q18의 경우 대형 자체사업 인도매출이 인식되며 기저가 높은 상황. 올해는 자체사업 매출 비중 적고, 준공 정산이익 규모도 축소되고 있어 14% 내외의 GPM 유지될 것으로 예상
- 해외부문, 1,2분기 있었던 일회성 손실은 확인되고 있지 않은 상황. 진행 중인 현장 중에서 원가 부진한 현장의 경우 이미 여러 차례 손실 반영한 바 있어 추가 손실 발생 가능성 제한적. 1,2분기 선반영한 총당금의 환입은 2020년 이후에 가능할 것으로 예상됨에 따라 3Q 플랜트 부문 GPM 4%로 추정
- 9월 나이지리아 LNG EPC 원청 수주에 성공하며 플랜트부문 실적은 점진적으로 개선 예상. 실질적인 착공 시점은 2020년 이후라 실적 반영까지는 시간이 필요
- 실적보다는 연말 추가 LNG 입찰 결과 확인에 따른 동사 valuation 개선을 기대

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	6,500		유지
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	7.5	6.7	6.3
PBR(배)	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	4.8	6.1	6.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 010: 대우건설 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	2,155.5	2,201.7	(2.1)	2,728.5	(21.0)	2,230.8	(3.4)	2,220.9	(2.9)	
영업이익	122.9	131.7	(6.6)	191.5	(35.8)	101.7	20.8	129.0	(4.7)	
순이익	76.8	76.7	0.1	67.7	13.5	82.6	(7.0)	74.0	3.8	
이익률(%)										
영업이익	5.7	6.0		7.0		4.6		5.8		
순이익	3.6	3.5		2.5		3.7		3.3		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.3)		(1.3)		1.1		(0.1)		
순이익		0.1		1.1		(0.1)		0.2		

Note: K-IFRS 연결

Source: 대우건설, KTB투자증권

Fig. 011: 대우건설 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	2,201.7	2,360.4	2,347.0	2,369.6	2,155.5	2,292.7	2,354.2	2,376.2	(2.1)	(2.9)	0.3	0.3
영업이익	131.7	143.0	119.8	100.6	122.9	130.1	117.7	98.0	(6.6)	(9.1)	(1.7)	(2.7)
영업이익률(%)	6.0	6.1	5.1	4.2	5.7	5.7	5.0	4.1	(0.3)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	142.9	154.2	131.1	111.9	134.2	141.3	129.0	109.3	(6.1)	(8.4)	(1.5)	(2.3)
EBITDA이익률(%)	6.5	6.5	5.6	4.7	6.2	6.2	5.5	4.6	(0.3)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
순이익	76.7	78.7	69.6	55.0	76.8	83.7	78.6	63.5	0.1	6.4	12.9	15.3

Note: K-IFRS 연결

Source: 대우건설, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	5,277.2	5,197.4	5,598.8	5,705.2	5,833.9
현금성자산	702.4	991.6	1,454.0	1,336.2	1,315.1
매출채권	1,601.0	1,525.8	2,261.3	2,437.5	2,540.2
재고자산	726.5	874.5	829.1	866.7	903.2
비유동자산	3,499.2	3,536.5	3,945.9	4,090.8	4,241.6
투자자산	2,788.8	2,891.8	3,315.4	3,450.0	3,590.1
유형자산	629.7	573.5	556.9	563.2	570.1
무형자산	80.7	71.1	73.6	77.6	81.4
자산총계	8,776.3	8,733.8	9,544.7	9,796.0	10,075.5
유동부채	5,269.7	4,844.6	4,131.4	4,002.4	3,928.0
매입채무	2,506.5	2,114.7	1,834.2	1,977.1	2,060.4
유동성이자부채	1,637.0	1,534.5	987.1	702.1	531.2
비유동부채	1,228.5	1,571.5	2,781.8	2,846.3	2,883.3
비유동이자부채	388.3	642.1	1,777.4	1,801.0	1,795.6
부채총계	6,498.3	6,416.1	6,913.2	6,848.7	6,811.3
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
이익잉여금	(92.2)	(13.8)	285.7	601.5	918.4
자본조정	(292.9)	(332.0)	(311.6)	(311.6)	(311.6)
자기주식	(101.7)	(101.7)	(101.7)	(101.7)	(101.7)
자본총계	2,278.1	2,317.7	2,631.5	2,947.3	3,264.2
투하자본	3,246.9	3,172.0	3,813.8	3,981.0	4,137.3
순차입금	1,322.8	1,185.0	1,310.4	1,167.0	1,011.8
ROA	2.8	3.4	3.2	3.3	3.2
ROE	12.1	13.1	12.0	11.4	10.3
ROIC	10.7	13.5	9.4	9.4	8.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	237.0	166.9	371.8	261.5	279.8
당기순이익	257.9	297.3	292.5	315.8	316.9
자산상각비	92.6	91.1	90.5	45.5	46.2
운전자본증감	(317.8)	(311.6)	(1,005.4)	(68.2)	(53.3)
매출채권감소(증가)	49.7	55.0	(952.9)	(176.2)	(102.7)
재고자산감소(증가)	554.2	579.0	240.0	(37.5)	(36.5)
매입채무증가(감소)	(246.3)	(140.3)	(80.1)	142.9	83.3
투자현금	185.3	(143.6)	(92.1)	(136.5)	(143.8)
단기투자자산감소	44.3	(107.3)	(162.5)	(18.4)	(19.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	43.1	67.2	67.0
설비투자	(68.0)	(27.0)	(45.6)	(47.8)	(49.0)
유무형자산감소	2.8	4.2	(5.1)	(8.0)	(8.0)
재무현금	(721.1)	167.5	17.0	(261.3)	(176.3)
차입금증가	(721.6)	166.3	17.0	(261.3)	(176.3)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(299.7)	188.9	293.8	(136.3)	(40.3)
총현금흐름(Gross CF)	600.1	584.9	1,404.5	329.7	333.2
(-) 운전자본증가(감소)	(332.7)	(46.3)	104.9	68.2	53.3
(-) 설비투자	68.0	27.0	45.6	47.8	49.0
(+) 자산매각	2.8	4.2	(5.1)	(8.0)	(8.0)
Free Cash Flow	785.4	441.4	307.0	125.0	136.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	(43.1)	(67.2)	(67.0)
잉여현금	785.4	441.4	350.1	192.2	203.0

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,766.8	10,605.5	8,710.0	9,562.9	9,793.9
증가율 (Y-Y,%)	6.0	(9.9)	(17.9)	9.8	2.4
영업이익	429.0	628.7	453.3	483.4	478.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	46.5	(27.9)	6.7	(1.0)
EBITDA	521.6	719.9	543.8	529.0	524.9
영업외손익	(115.4)	(196.9)	(49.9)	(66.8)	(60.5)
순이자수익	(54.7)	(67.9)	(72.7)	(71.9)	(63.9)
외화관련손익	18.7	(5.3)	(15.5)	0.0	0.0
지분법손익	(27.0)	(2.9)	70.3	72.4	72.4
세전계속사업손익	313.6	431.8	403.4	416.7	418.1
당기순이익	257.9	297.3	292.5	315.8	316.9
지배기업당기순이익	258.9	298.7	301.4	319.0	320.1
증가율 (Y-Y,%)	흑전	15.3	(1.6)	8.0	0.3
NOPLAT	352.8	432.9	328.7	366.4	362.8
(+) Dep	92.6	91.1	90.5	45.5	46.2
(-) 운전자본투자	(332.7)	(46.3)	104.9	68.2	53.3
(-) Capex	68.0	27.0	45.6	47.8	49.0
OpFCF	710.1	543.4	268.7	295.9	306.7
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	5.6	2.4	(7.8)	(6.7)	(2.6)
영업이익증가율(3Yr)	0.2	55.0	n/a	4.1	(8.7)
EBITDA증가율(3Yr)	2.5	44.1	n/a	0.5	(10.0)
순이익증가율(3Yr)	25.7	41.6	n/a	7.0	2.1
영업이익률(%)	3.6	5.9	5.2	5.1	4.9
EBITDA마진(%)	4.4	6.8	6.2	5.5	5.4
순이익률(%)	2.2	2.8	3.4	3.3	3.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	623	719	725	767	770
BPS	5,202	5,319	6,083	6,833	7,586
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	9.5	7.5	6.7	6.3	6.3
PBR	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/ EBITDA	7.3	4.8	6.1	6.0	5.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	4.1	3.8	1.4	6.1	6.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	285.3	276.8	262.7	232.4	208.7
Net debt/Equity	58.1	51.1	49.8	39.6	31.0
Net debt/EBITDA	253.6	164.6	241.0	220.6	192.8
유동비율	100.1	107.3	135.5	142.5	148.5
이자보상배율	7.8	9.3	6.2	6.7	7.5
이자비용/매출액	0.8	1.0	1.5	1.2	1.1
자산구조					
투하자본(%)	48.2	45.0	44.4	45.4	45.8
현금+투자자산(%)	51.8	55.0	55.6	54.6	54.2
자본구조					
차입금(%)	47.1	48.4	51.2	45.9	41.6
자기자본(%)	52.9	51.6	48.8	54.1	58.4

HDC현대산업개발 (294870)

3Q19 Preview: 실적은 건조하나 불확실성 확대

Investment Point

- 3Q19 컨센서스 하회하는 실적 기대
- 대규모 자체사업 인도매출이 축소 및 외주주택 매출 성장 둔화되며 동사 3Q 매출액은 YoY -33%, QoQ -59% 하락 예상.
- 당사가 추정하는 3Q 영업이익 797억원은 사측이 기대하는 실적보다 다소 보수적인데, 2018년 이래로 주택 신규분양 둔화된 점 고려했을 때 동사 3Q 매출액이 9천억원을 초과 하기는 어려울 것으로 추정함
- 매출 축소되며 판관비를 상승, 3Q 영업이익률은 8.9%로 YoY -3.8%p, QoQ -4.6% 하락 예상
- 동사의 남은 자체사업 인도매출인 수원망포, 청주가경2, 울산 태화강은 각각 2020년 1Q, 2Q, 4Q에 인식될 예정. 이에 올 4Q까지 실적 둔화 후 동사 실적 다시 회복 예상
- YTD 신규분양은 3,621세대에 불과. 대형 현장 분양 지연된 영향. 사측은 연내 1만세대 이상 분양 가능할 것이라 설명
- 분양가 상한제 및 아시아나항공 인수 앞두고 동사에 대한 불확실성 확대. 이를 반영하여 Target multiple을 하향 동사에 대한 목표주가를 기존 5.5만원에서 5.0만원으로 하향

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	50,000	55,000	하향
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	9.2	4.1	3.6
PBR(배)	1.2	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	3.9	1.2	0.9
배당수익률(%)	1.0	1.5	2.1

Fig. 012: HDC현대산업개발 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기준 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	895.7	856.0	4.6	939.5	(4.7)	1,449.2	(38.2)	915.3	(2.1)	
영업이익	79.7	62.4	27.7	118.9	(33.0)	195.8	(59.3)	95.0	(16.1)	
순이익	60.1	47.1	27.6	85.5	(29.7)	150.7	(60.1)	78.2	(23.1)	
이익률(%)										
영업이익	8.9	7.3		12.7		13.5		10.4		
순이익	6.7	5.5		9.1		10.4		8.5		
이익률 차이(%P)										
영업이익		1.6		(3.8)		(4.6)		(1.5)		
순이익		1.2		(2.4)		(3.7)		(1.8)		

Note: K-IFRS 연결

Source: HDC현대산업개발, KTB투자증권

Fig. 013: HDC현대산업개발 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	856.0	858.6	1,081.6	1,236.8	895.7	886.0	1,079.8	1,234.4	4.6	3.2	(0.2)	(0.2)
영업이익	62.4	66.0	135.8	162.1	79.7	71.4	146.5	172.5	27.7	8.2	7.9	6.4
영업이익률(%)	7.3	7.7	12.6	13.1	8.9	8.1	13.6	14.0	1.6	0.4	1.0	0.9
EBITDA	64.6	68.2	138.0	164.3	81.9	73.6	148.6	174.6	26.7	7.9	7.7	6.3
EBITDA이익률(%)	7.5	7.9	12.8	13.3	9.1	8.3	13.8	14.1	1.6	0.4	1.0	0.9
순이익	47.1	48.2	101.0	121.7	60.1	52.4	109.1	129.5	27.6	8.6	8.0	6.4

Note: K-IFRS 연결

Source: HDC현대산업개발, KTB투자증권

Fig. 014: HDC현대산업개발 Valuation Table

SOTP		(단위: 억 원)	
A. 영업가치	13,537		
20E-22E 평균 NOPLAT	2,763		국내 주택시장 Target multiple 6배
적용 multiple	4.9		'임대주택' 중심의 developer 역량 확인되기까지 시간 소요 예상되어, valuation premium 제거
B. 비영업가치	865		
항목	장부가	적정가치	비고
장단기 투자증권	1,231	862	2019.03월 장부가 기준, 30% 할인
종속기업 투자자산	5	4	2019.03월 장부가 기준, 30% 할인
C. 순차입금	(7,935)		Fw12M 추정
D. 주당 기업가치	50,000		

Source: KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,586.7	3,839.5	3,752.5	3,929.5	3,604.7
현금성자산	1,327.9	1,577.8	1,629.0	1,577.4	1,452.8
매출채권	1,254.7	1,019.0	873.9	985.0	872.8
재고자산	430.2	775.2	708.8	820.8	727.4
비유동자산	1,765.5	1,023.8	1,009.4	1,133.6	1,282.4
투자자산	1,242.3	621.6	611.0	733.9	883.0
유형자산	387.9	396.1	391.8	392.5	391.5
무형자산	6.9	6.1	6.7	7.3	7.8
자산총계	5,352.2	4,863.4	4,761.9	5,063.1	4,887.0
유동부채	1,896.3	2,444.8	1,971.9	1,946.1	1,595.8
매입채무	473.2	1,609.1	1,262.3	1,313.3	969.8
유동성이자부채	369.7	381.2	390.6	310.6	300.6
비유동부채	635.4	574.2	620.5	571.2	532.4
비유동이자부채	360.5	353.9	356.7	296.7	246.7
부채총계	2,531.7	3,019.0	2,592.4	2,517.3	2,128.2
자본금	376.9	219.7	219.7	219.7	219.7
자본잉여금	178.9	1,396.2	1,396.2	1,396.2	1,396.2
이익잉여금	2,476.6	229.3	555.9	932.1	1,145.2
자본조정	(211.9)	(0.8)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
자기주식	(237.8)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	2,820.4	1,844.4	2,169.5	2,545.8	2,758.8
투하자본	1,650.2	944.1	1,237.9	1,523.7	1,799.3
순차입금	(597.7)	(842.7)	(881.7)	(970.2)	(905.5)
ROA	6.7	4.5	7.2	8.1	4.9
ROE	12.3	9.9	17.4	16.9	9.2
ROIC	22.3	17.3	30.9	29.2	14.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	330.5	454.6	88.0	243.3	123.5
당기순이익	517.3	324.8	427.8	398.2	243.8
자산상각비	15.0	8.6	15.1	8.7	8.7
운전자본증감	(166.3)	59.8	(379.2)	(174.3)	(140.1)
매출채권감소(증가)	(413.8)	150.3	103.7	(111.1)	112.1
재고자산감소(증가)	236.1	(0.5)	69.2	(112.0)	93.5
매입채무증가(감소)	33.2	(173.0)	(327.0)	51.1	(343.5)
투자현금	(79.1)	(175.0)	(251.6)	(136.7)	(161.2)
단기투자자산감소	0.0	(84.0)	(231.5)	(3.7)	(3.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.0)	(2.0)	(2.1)
설비투자	(64.4)	(5.9)	(6.1)	(9.0)	(7.4)
유무형자산감소	(1.3)	(0.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
재무현금	(181.8)	28.3	(26.2)	(162.0)	(90.8)
차입금증가	23.7	29.0	(4.2)	(140.0)	(60.0)
자본증가	(51.5)	0.0	(22.0)	(22.0)	(30.8)
배당금지급	51.5	0.0	22.0	22.0	30.8
현금 증감	69.6	308.0	(189.8)	(55.3)	(128.5)
총현금흐름(Gross CF)	628.3	407.4	513.2	417.6	263.7
(-) 운전자본증가(감소)	32.9	(534.1)	344.1	174.3	140.1
(-) 설비투자	64.4	5.9	6.1	9.0	7.4
(+) 자산매각	(1.3)	(0.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
Free Cash Flow	382.9	292.2	(117.6)	106.7	(37.7)
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.0	2.0	2.1
잉여현금	382.9	292.2	(118.6)	104.6	(39.8)

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,125.9	2,792.7	4,111.8	4,306.8	3,539.3
증가율 (Y-Y,%)	17.6	(32.3)	47.2	4.7	(17.8)
영업이익	543.3	317.9	448.4	531.1	326.7
증가율 (Y-Y,%)	33.5	(41.5)	41.0	18.4	(38.5)
EBITDA	558.3	326.5	463.5	539.8	335.4
증가율 (Y-Y,%)	(26.1)	6.9	15.3	(5.7)	(5.0)
영업외손익	26.7	14.1	21.8	13.6	10.9
순이자수익	(4.5)	1.0	0.4	0.0	0.0
외화관련손익	(2.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	517.3	324.8	463.7	525.3	321.6
당기순이익	339.0	229.9	348.8	398.2	243.8
지배기업당기순이익	0.0	229.9	348.8	398.2	243.8
증가율 (Y-Y,%)	22.3	(32.2)	51.7	14.2	(38.8)
NOPLAT	356.1	225.0	337.3	402.6	247.6
(+) Dep	15.0	8.6	15.1	8.7	8.7
(-) 운전자본투자	32.9	(534.1)	344.1	174.3	140.1
(-) Capex	64.4	5.9	6.1	9.0	7.4
OpFCF	273.8	761.9	2.1	228.0	108.8
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	9.4	(5.9)	5.4	1.4	8.2
영업이익증가율(3Yr)	51.8	2.8	3.3	(0.8)	0.9
EBITDA증가율(3Yr)	47.0	1.4	2.9	(1.1)	0.9
순이익증가율(3Yr)	103.2	10.4	7.9	5.5	2.0
영업이익률(%)	13.2	11.4	10.9	12.3	9.2
EBITDA마진(%)	13.5	11.7	11.3	12.5	9.5
순이익률(%)	8.2	8.2	8.5	9.2	6.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	0	5,231	7,938	9,063	5,549
BPS	27,751	41,837	49,225	57,774	62,610
DPS	1,000	500	500	700	1,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	9.2	4.1	3.6	5.9
PBR	1.0	1.2	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	4.1	3.9	1.2	0.9	1.6
배당수익률	3.5	1.0	1.5	2.1	3.0
PCR	4.6	5.2	2.8	3.5	5.5
PSR	0.7	0.8	0.4	0.3	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	89.8	163.7	119.5	98.9	77.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	189.1	157.0	190.3	201.9	225.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
자산구조					
투하자본(%)	39.1	30.0	35.6	39.7	43.5
현금+투자자산(%)	60.9	70.0	64.4	60.3	56.5
자본구조					
차입금(%)	20.6	28.5	25.6	19.3	16.6
자기자본(%)	79.4	71.5	74.4	80.7	83.4

태영건설 (009410)

3Q19 Preview: 본사, 자회사 양호한 실적 지속 기대

Investment Point

- 컨센서스 부합하는 양호한 3Q19 실적 예상
- 전주 에코시티 준공에도 불구하고 창원 유니시티, 광명 데시앙 공정을 확대되며 주택매출 견조 예상. 과천 지식정보센터 분양 지연되고 있으나, 2019년까지 매출 반영분 미미했으며, 기분양한 수원, 대구, 양산 현장 매출은 계획대로 반영 추정
- 창원 유니시티의 경우 기대보다 수익성도 높아 3Q에도 별도OPM 12.5%, 연결OPM 14.4% 기록 가능할 전망
- 2Q 실적 부진을 견인했던 환경부문 실적의 경우 3Q 정상화 예상. 2Q 실적 부진이 하수처리 운영 실적 축소나 지정폐기물 매출/수익성 하락 때문이 아닌, 일부 자산 손상차손에 의한 것으로 파악되기 때문. 영업실적은 양호. 3Q에도 지속 예상
- 한편, YTD 신규수주 2조원 초과하며 호조세 지속(연간목표 2.5조원). 자체사업 수주 인식 지연에도 불구하고 비주택사업 수주 확대되고 있기 때문. 2020년 이후 실적 안정성 높이는 요인
- SOTP valuation으로 산정한 목표주가 1.9만원, 투자 의견 BUY 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	19,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	4.6	3.4	3.7
PBR(배)	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	3.8	3.4	3.7
배당수익률(%)	1.1	1.0	1.0

Fig. 015: 태영건설 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	987.6	969.4	1.9	933.8	5.8	1,112.1	(11.2)	1,007.9	(2.0)	
영업이익	142.0	136.6	4.0	116.5	21.8	131.3	8.1	136.6	3.9	
순이익	98.7	96.6	2.2	79.9	23.5	77.8	26.8	96.6	2.1	
이익률(%)										
영업이익	14.4	14.1		12.5		11.8		13.6		
순이익	10.0	10.0		8.6		7.0		9.6		
이익률 차이(%P)										
영업이익		0.3		1.9		2.6		0.8		
순이익		0.0		1.4		3.0		0.4		

Note: K-IFRS 연결

Source: 태영건설, KTB투자증권

Fig. 016: 태영건설 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	969.4	1,103.7	871.0	960.0	987.6	1,039.0	796.7	936.2	1.9	(5.9)	(8.5)	(2.5)
영업이익	136.6	136.9	106.2	100.8	142.0	133.6	100.6	104.3	4.0	(2.4)	(5.3)	3.5
영업이익률(%)	14.1	12.4	12.2	10.5	14.4	12.9	12.6	11.1	0.3	0.5	0.4	0.6
EBITDA	155.1	155.3	124.5	119.0	160.6	152.1	118.9	122.6	3.5	(2.1)	(4.5)	3.0
EBITDA이익률(%)	16.0	14.1	14.3	12.4	16.3	14.6	14.9	13.1	0.3	0.6	0.6	0.7
순이익	96.6	96.7	74.4	70.4	98.7	92.2	68.1	71.2	2.2	(4.7)	(8.4)	1.2

Note: K-IFRS 연결

Source: 태영건설, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,637.6	2,790.8	3,388.2	3,053.3	3,361.2
현금성자산	628.2	631.1	1,133.5	867.8	681.1
매출채권	629.4	905.4	762.9	710.6	907.4
재고자산	1,151.2	943.9	1,081.7	1,060.6	1,354.3
비유동자산	2,114.5	2,167.8	2,301.4	2,345.0	2,401.3
투자자산	821.0	1,010.9	1,066.2	1,109.5	1,154.6
유형자산	1,125.3	1,034.9	1,071.7	1,090.8	1,118.6
무형자산	168.1	122.0	163.5	144.6	128.2
자산총계	4,752.0	4,958.6	5,689.6	5,398.2	5,762.5
유동부채	2,060.3	1,886.5	2,339.2	1,864.4	1,923.4
매입채무	446.9	589.6	517.4	481.9	615.4
유동성이자부채	696.5	546.7	1,049.1	602.1	519.7
비유동부채	1,256.4	1,589.8	1,530.7	1,452.1	1,456.5
비유동이자부채	853.3	1,197.5	1,059.1	962.2	947.8
부채총계	3,316.7	3,476.3	3,869.9	3,316.5	3,379.9
자본금	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
자본잉여금	143.7	71.7	123.4	123.4	123.4
이익잉여금	730.5	919.3	1,204.7	1,466.7	1,767.5
자본조정	43.2	(16.1)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
자기주식	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
자본총계	1,435.4	1,482.3	1,819.8	2,081.7	2,382.6
투하자본	1,785.8	2,199.0	2,386.2	2,353.5	2,727.1
순차입금	921.6	1,113.1	974.7	696.5	786.4
ROA	3.0	5.0	5.6	5.0	5.6
ROE	13.8	24.8	25.2	18.4	17.7
ROIC	11.4	15.1	15.9	12.8	13.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	39.3	103.3	169.2	297.5	23.6
당기순이익	123.3	244.1	299.4	274.6	314.3
자산상각비	66.9	67.5	71.6	72.9	71.5
운전자본증감	(374.2)	(381.2)	(77.3)	41.6	(353.4)
매출채권감소(증가)	(148.2)	(360.4)	227.8	52.3	(196.8)
재고자산감소(증가)	318.7	146.7	(179.0)	21.1	(293.7)
매입채무증가(감소)	(17.4)	165.5	5.9	(35.5)	133.5
투자현금	124.2	(138.5)	(268.9)	(121.5)	(133.6)
단기투자자산감소	(15.8)	25.6	(39.3)	(15.2)	(15.8)
장기투자증권감소	(42.8)	0.0	(3.0)	(6.5)	(7.1)
설비투자	(125.9)	(40.1)	(78.9)	(71.0)	(80.7)
유무형자산감소	(0.7)	2.6	3.7	(2.1)	(2.1)
재무현금	(125.6)	(9.6)	526.8	(456.9)	(92.6)
차입금증가	(63.1)	196.5	574.9	(447.0)	(82.3)
자본증가	(2.1)	(6.7)	(8.9)	(9.9)	(10.3)
배당금지급	2.1	6.7	8.9	9.9	10.3
현금 증감	37.0	(44.6)	427.3	(280.9)	(202.6)
총현금흐름(Gross CF)	444.4	586.7	348.3	256.0	377.0
(-) 운전자본증가(감소)	393.2	174.2	144.8	(41.6)	353.4
(-) 설비투자	125.9	40.1	78.9	71.0	80.7
(+) 자산매각	(0.7)	2.6	3.7	(2.1)	(2.1)
Free Cash Flow	194.4	67.0	2.1	176.0	(109.9)
(-) 기타투자	42.8	0.0	3.0	6.5	7.1
잉여현금	151.7	67.0	(0.9)	169.5	(117.1)

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,266.4	3,850.5	3,984.0	3,551.3	4,035.5
증가율 (Y-Y,%)	58.6	17.9	3.5	(10.9)	13.6
영업이익	311.1	463.5	517.6	401.1	445.5
증가율 (Y-Y,%)	220.5	49.0	11.7	(22.5)	11.0
EBITDA	378.0	531.0	589.2	474.0	517.0
영업외손익	(93.2)	(86.4)	(39.2)	(38.9)	(30.8)
순이자수익	(23.5)	(20.3)	(34.3)	(34.8)	(24.8)
외화관련손익	(0.3)	0.4	0.4	0.0	0.0
지분법손익	28.8	8.5	7.2	10.1	10.1
세전계속사업손익	217.9	377.1	478.4	362.3	414.7
당기순이익	123.3	244.1	299.4	274.6	314.3
영업이익당기순이익	90.3	189.4	296.8	271.9	311.2
증가율 (Y-Y,%)	6,698.2	98.0	22.7	(8.3)	14.5
NOPLAT	176.0	300.1	365.0	304.1	337.7
(+) Dep	66.9	67.5	71.6	72.9	71.5
(-) 운전자본투자	393.2	174.2	144.8	(41.6)	353.4
(-) Capex	125.9	40.1	78.9	71.0	80.7
OpFCF	(276.3)	153.3	212.9	347.4	(24.9)
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	20.3	26.9	24.6	2.8	1.6
영업이익증가율(3Yr)	157.3	101.3	74.7	8.8	(1.3)
EBITDA증가율(3Yr)	71.9	67.3	52.6	7.8	(0.9)
순이익증가율(3Yr)	n/a	145.2	448.6	30.6	8.8
영업이익률(%)	9.5	12.0	13.0	11.3	11.0
EBITDA마진(%)	11.6	13.8	14.8	13.3	12.8
순이익률(%)	3.8	6.3	7.5	7.7	7.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	1,181	2,479	3,880	3,554	4,068
BPS	9,991	11,302	15,194	18,751	22,771
DPS	90	125	130	130	130
Multiples(x,%)					
PER	8.7	4.6	3.4	3.7	3.3
PBR	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/ EBITDA	4.6	3.8	3.4	3.7	3.5
배당수익률	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
PCR	1.8	1.5	3.0	4.1	2.8
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	231.1	234.5	212.7	159.3	141.9
Net debt/Equity	64.2	75.1	53.6	33.5	33.0
Net debt/EBITDA	243.8	209.6	165.4	146.9	152.1
유동비율	128.0	147.9	144.8	163.8	174.8
이자보상배율	13.2	22.9	15.1	11.5	18.0
이자비용/매출액	1.1	1.0	1.3	1.4	1.0
자산구조					
투하자본(%)	55.2	57.3	52.0	54.3	59.8
현금+투자자산(%)	44.8	42.7	48.0	45.7	40.2
자본구조					
차입금(%)	51.9	54.1	53.7	42.9	38.1
자기자본(%)	48.1	45.9	46.3	57.1	61.9

코오롱글로벌 (003070)

3Q19 Preview: 실적, 수주, 분양 모두 호조

Investment Point

- 컨센서스 부합하는 양호한 3Q19 실적 예상
- 건설부문, 3Q에도 주택매출 고성장세 지속(YoY+68%)하며 실적 호조 예상. 9월말 현재 신규분양 10,300세대로 연간 계획 물량 모두 공급에 성공. 올해도 분양/착공 물량 YoY 증가하며 2021년까지의 건설 실적 성장은 확보한 상황
- 유통부문, 신차판매 및 A/S 모두 예상보다 양호한 실적 기록. BMW 신차판매 증가하며 매출액은 YoY+30% 성장 추정(18,3Q, 화재사건으로 인해 신차판매 급감). 2019년 들어 시행하고 있는 프로모션 축소 정책으로 인해, BMW 판매 비중 증가에도 불구하고 90% 이하의 매출원가율 유지, 이익 개선에도 기여
- A/S 부문의 경우 리콜 영향 축소에도 500억원대의 양호한 매출 실현
- 상사부문, 저수익 품목 축소로 매출, 이익 흐름 안정화 예상
- 현 주가 기준 동사 2020E PER 3.9배에 불과. 분양가상한제 시행으로 건설업종 de-rating 이어지고 있으나, 동사는 착공물량 확대하며 향후 3년간 실적은 기확보. 과도한 valuation 할인은 불필요하다고 판단. 투자 의견 BUY 추천

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	13,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	11.0	4.5	3.9
PBR(배)	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	8.0	5.7	5.9
배당수익률(%)	1.4	1.7	1.7

Fig. 017: 코오롱글로벌 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	847.7	832.2	1.9	743.1	14.1	880.6	(3.7)	891.2	(4.9)	
영업이익	30.4	31.3	(3.0)	10.6	186.7	27.8	9.3	29.5	3.0	
순이익	12.4	14.1	(12.0)	3.9	215.5	9.2	34.6	14.8	(16.3)	
이익률(%)										
영업이익	3.6	3.8		1.4		3.2		3.3		
순이익	1.5	1.7		0.5		1.0		1.7		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.2)		2.2		0.4		0.3		
순이익		(0.2)		0.9		0.4		(0.2)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 코오롱글로벌, KTB투자증권

Fig. 018: 코오롱글로벌 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	832.2	862.1	795.1	908.2	847.7	874.6	795.1	908.2	1.9	1.5	0.0	0.0
영업이익	31.3	35.4	27.3	33.6	30.4	34.7	26.3	32.3	(3.0)	(1.8)	(3.7)	(3.7)
영업이익률(%)	3.8	4.1	3.4	3.7	3.6	4.0	3.3	3.6	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	36.2	40.3	32.3	38.6	35.1	39.5	31.1	37.2	(3.1)	(2.0)	(3.7)	(3.7)
EBITDA이익률(%)	4.3	4.7	4.1	4.3	4.1	4.5	3.9	4.1	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
순이익	14.1	17.0	11.9	16.2	12.4	15.5	10.2	14.3	(12.0)	(8.5)	(14.2)	(11.5)

Note: K-IFRS 연결

Source: 코오롱글로벌, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,139.1	948.5	1,120.2	1,141.9	1,169.4
현금성자산	148.8	150.0	270.3	293.8	302.0
매출채권	696.8	585.7	575.1	595.8	614.1
재고자산	206.2	131.5	172.5	148.9	148.9
비유동자산	1,124.3	1,084.9	1,234.4	1,294.3	1,356.4
투자자산	600.3	607.8	765.0	796.0	828.4
유형자산	415.9	376.4	385.3	418.3	452.1
무형자산	99.1	89.2	84.1	79.9	75.9
자산총계	2,263.4	2,033.4	2,354.6	2,436.1	2,525.8
유동부채	1,489.7	1,257.9	1,286.4	1,310.2	1,328.8
매입채무	750.0	511.6	575.1	595.8	614.1
유동성이자부채	553.9	588.6	541.1	542.4	541.0
비유동부채	308.3	328.8	581.4	584.5	589.2
비유동이자부채	130.5	146.7	389.9	388.5	388.5
부채총계	1,798.0	1,586.7	1,867.8	1,894.7	1,918.0
자본금	127.7	127.7	127.7	127.7	127.7
자본잉여금	120.2	123.8	123.8	123.8	123.8
이익잉여금	194.6	189.8	240.2	294.9	361.2
자본조정	22.9	1.4	(7.9)	(7.9)	(7.9)
자기주식	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
자본총계	465.4	446.7	486.8	541.5	607.8
투하자본	867.0	965.7	1,106.9	1,136.4	1,191.4
순차입금	535.6	585.4	660.7	637.1	627.5
ROA	0.7	0.7	2.2	2.3	2.7
ROE	3.4	3.2	10.5	11.0	11.9
ROIC	8.1	3.7	8.2	8.6	9.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	38.5	9.0	126.1	106.3	93.2
당기순이익	15.2	14.5	48.4	56.2	68.0
자산상각비	16.9	19.5	36.4	19.7	20.8
운전자본증감	(32.8)	(76.4)	(2.9)	24.3	0.7
매출채권감소(증가)	(130.2)	21.3	16.9	(20.7)	(18.4)
재고자산감소(증가)	(27.8)	74.7	(40.9)	23.6	0.0
매입채무증가(감소)	89.3	(136.8)	5.3	20.7	18.4
투자현금	(52.5)	(27.0)	(55.7)	(85.0)	(84.6)
단기투자자산감소	(3.0)	14.3	(0.2)	(4.7)	(4.9)
장기투자증권감소	(5.3)	0.0	(3.2)	(2.5)	1.5
설비투자	(45.1)	(38.7)	(36.6)	(48.9)	(51.0)
유무형자산감소	1.2	6.7	0.4	0.4	0.4
재무현금	43.2	4.8	1.3	(2.5)	(5.3)
차입금증가	45.8	(0.8)	3.9	1.3	(1.4)
자본증가	(2.5)	5.8	(2.6)	(3.8)	(3.8)
배당금지급	2.6	3.8	2.6	3.8	3.8
현금 증감	29.2	(13.2)	71.6	18.8	3.3
총현금흐름(Gross CF)	98.9	111.2	147.5	82.1	92.5
(-) 운전자본증가(감소)	52.0	74.7	(24.7)	(24.3)	(0.7)
(-) 설비투자	45.1	38.7	36.6	48.9	51.0
(+) 자산매각	1.2	6.7	0.4	0.4	0.4
Free Cash Flow	13.6	7.8	88.9	21.3	8.6
(-) 기타투자	5.3	0.0	3.2	2.5	(1.5)
잉여현금	8.3	7.8	85.7	18.8	10.0

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,653.6	3,358.3	3,387.2	3,490.3	3,643.3
증가율 (Y-Y,%)	14.7	(8.1)	0.9	3.0	4.4
영업이익	72.5	76.8	121.1	126.8	138.8
증가율 (Y-Y,%)	19.5	5.9	57.7	4.7	9.4
EBITDA	89.4	96.2	157.4	146.5	159.6
영업외손익	(56.0)	(44.4)	(52.3)	(52.7)	(49.0)
순이자수익	(24.7)	(22.9)	(23.3)	(31.0)	(30.4)
외화관련손익	5.7	2.6	(4.3)	0.0	0.0
지분법손익	(9.9)	(1.8)	(3.1)	(0.8)	3.2
세전계속사업손익	16.5	32.4	68.7	74.1	89.8
당기순이익	15.2	14.5	48.4	56.2	68.0
영업이익당기순이익	15.2	16.3	50.9	58.5	70.2
증가율 (Y-Y,%)	148.5	(5.2)	235.0	16.0	21.1
NOPLAT	67.1	34.2	85.3	96.1	105.2
(+) Dep	16.9	19.5	36.4	19.7	20.8
(-) 운전자본투자	52.0	74.7	(24.7)	(24.3)	(0.7)
(-) Capex	45.1	38.7	36.6	48.9	51.0
OpFCF	(13.1)	(59.7)	109.7	91.2	75.7
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	9.0	3.5	2.1	(1.5)	2.8
영업이익증가율(3Yr)	110.3	22.2	25.9	20.5	21.8
EBITDA증가율(3Yr)	63.7	20.6	28.0	17.9	18.4
순이익증가율(3Yr)	(10.6)	n/a	99.1	54.4	67.6
영업이익률(%)	2.0	2.3	3.6	3.6	3.8
EBITDA마진(%)	2.4	2.9	4.6	4.2	4.4
순이익률(%)	0.4	0.4	1.4	1.6	1.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	758	647	2,017	2,319	2,781
BPS	14,353	13,846	15,661	17,967	20,722
DPS	150	100	150	150	150
Multiples(x,%)					
PER	12.9	11.0	4.5	3.9	3.3
PBR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/ EBITDA	8.8	8.0	5.7	5.9	5.4
배당수익률	1.5	1.4	1.7	1.7	1.7
PCR	2.0	1.6	1.6	2.8	2.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	386.3	355.2	383.7	349.9	315.6
Net debt/Equity	115.1	131.0	135.7	117.7	103.2
Net debt/EBITDA	599.0	608.4	419.6	434.9	393.2
유동비율	76.5	75.4	87.1	87.2	88.0
이자보상배율	2.9	3.4	5.2	4.1	4.6
이자비용/매출액	0.9	1.0	1.0	1.2	1.2
자산구조					
투하자본(%)	53.6	56.0	51.7	51.0	51.3
현금+투자자산(%)	46.4	44.0	48.3	49.0	48.7
자본구조					
차입금(%)	59.5	62.2	65.7	63.2	60.5
자기자본(%)	40.5	37.8	34.3	36.8	39.5

한국토지신탁 (034830)

3Q19 Preview: 영업수익 둔화를 이자수익이 방어

Investment Point

- 컨센서스 부합하는 3Q19 실적 예상
- YTD 신규수주 1,200억원으로 견조하나, 차입형 신탁 축소되고 착공 시점이 늦은 도시 정비수주가 증가하고 있는 상황이라 영업수익 둔화세는 지속 예상(3Q 수수료수익, YoY -3.5% 추정)
- 준공 현장 및 미분양 현장 증가하면서 신탁계정대가 상승. 3Q에도 9천억원 이상의 신탁 계정대 이어지며 이자수익 증가 발생 예상
- 상반기 준공후 미분양에서 일부 대손 발생. 건설사와 달리 신탁사의 경우 무리한 할인판매를 진행하기 어려운 구조. 이에 하반기에도 일부 대손충당금 발생을 가정함. 2020년까지 분기당 25억원 내외의 대손충당금을 반영, 동사 영업이익률은 62~63%로 하락 예상
- 신규수주 축소 및 대손 발생에 따른 실적 하향(ROE, 2018년 20% → 2020년 14.6%) 지방 주택경기 부진에 따른 불확실성 등을 반영하여 동사에 대한 목표주가를 큰 폭 하향. Target PBR 0.8배 적용한 2,800원 제시. 현 주가에서 상승여력 36%로 높아 투자 의견 BUY 유지. 현 주가 기준 기대 배당수익률 5%. 주가의 하방 경직성은 확보했다고 판단

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	2,800	3,600	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	3.9	3.9	4.7
PBR(배)	0.9	0.8	0.7
배당수익률(%)	3.9	3.9	3.9

Fig. 019: 한국토지신탁 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	66.7	67.3	(0.8)	66.7	0.1	67.0	(0.4)	59.7	11.8	
영업이익	42.3	44.5	(4.9)	44.2	(4.1)	26.1	62.1	38.1	11.1	
순이익	37.1	37.5	(1.1)	35.3	5.2	35.3	5.3	34.0	9.2	
이익률(%)										
영업이익	63.4	66.2		66.2		39.0		63.8		
순이익	55.6	55.8		53.0		52.7		57.0		
이익률 차이(%P)										
영업이익		2.7		2.8		(24.4)		0.4		
순이익		0.1		(2.7)		(3.0)		1.3		

Note: K-IFRS 연결

Source: 한국토지신탁, KTB투자증권

Fig. 020: 한국토지신탁 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	67.3	65.4	64.6	70.3	66.7	65.0	63.2	67.1	(0.8)	(0.6)	(2.2)	(4.6)
영업이익	44.5	42.1	40.3	46.6	42.3	40.3	37.8	42.5	(4.9)	(4.2)	(6.3)	(8.9)
영업이익률(%)	66.2	64.3	62.4	66.4	63.4	62.0	59.8	63.3	(2.7)	(2.3)	(2.6)	(3.0)
순이익	37.5	31.1	41.3	44.4	37.1	35.0	37.8	42.3	(1.1)	12.8	(8.5)	(4.6)

Note: K-IFRS 연결

Source: 한국토지신탁, KTB투자증권

Fig. 021: 한국토지신탁 부문별 실적 내역

(단위: 억원)

Income Statement		2017	2018	2019E	1Q18	2Q18P	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
신규수주	Total	1,631.0	1,853.0	1,667.5	367.0	505.0	558.0	429.0	397.5	410.0	430.0	430.0
	차입형	1,165.0	1,185.0	627.5	125.0	437.0	403.0	220.0	137.5	150.0	170.0	170.0
	비차입형	120.0	234.0	240.0	53.0	68.0	32.0	81.0	60.0	60.0	60.0	60.0
영업수익	Total	2,499.7	2,693.2	2,615.7	727.8	675.3	664.5	625.5	628.3	669.8	667.4	650.3
	YoY chg (%)	40.4%	7.7%	-2.9%	33.8%	0.7%	4.5%	-3.7%	-13.7%	-0.8%	0.4%	4.0%
	수수료수익	1,897.9	1,827.5	1,594.9	431.3	494.9	452.0	496.5	407.5	433.6	436.0	423.9
	차입형(토지신탁)	1,517.9	1,531.5	1,304.9	370.7	368.8	394.6	397.3	338.5	305.9	319.7	340.8
	YoY chg (%)	40.0%	0.9%	-14.8%	22.2%	-6.4%	0.6%	-7.2%	-8.7%	-17.1%	-19.0%	-14.2%
	비차입형	380.0	296.0	290.0	60.6	126.1	57.4	99.2	69.0	127.7	66.4	26.9
	이자수익	534.7	761.6	740.1	184.9	163.9	201.6	211.3	193.6	187.0	182.2	177.3
	YoY chg (%)	62.1%	42.4%	-2.8%	56.7%	29.1%	58.6%	29.9%	4.7%	14.1%	-9.6%	-16.1%
	기타수익	88.2	26.3	174.6	108.9	5.5	(5.8)	(82.3)	27.2	49.2	49.2	49.2
영업비용	Total	793.2	844.5	994.3	187.3	225.0	196.1	236.0	242.3	260.6	244.1	247.3
	영업비용률(%)	31.7%	31.4%	38.0%	25.7%	33.3%	29.5%	37.7%	38.6%	38.9%	36.6%	38.0%
	증권평가 및 처분손실	1.9	9.4	6.2	0.1	1.0	0.4	7.9	0.3	0.4	1.8	3.7
	이자비용	139.0	157.1	169.5	47.3	35.8	29.6	44.3	39.6	39.9	45.0	45.0
	대출평가 및 처분손실	0.0	0.0	122.5	0.0	0.0	0.0	0.0	27.6	43.5	26.5	24.9
	판매관리비	584.0	602.5	642.0	131.7	169.5	143.1	158.3	166.8	161.7	154.8	158.8
	% of 영업수익	23.4%	22.4%	24.5%	18.1%	25.1%	21.5%	25.3%	26.5%	24.1%	23.2%	24.4%
	기타의 영업비용	63.6	75.6	54.1	8.0	19.0	23.0	25.6	8.1	15.0	16.0	15.0
영업이익		1,711.4	1,845.7	1,620.4	540.5	441.6	451.1	412.5	385.6	408.6	423.3	403.0
	YoY chg (%)	50.1%	7.8%	-12.2%	45.5%	-4.4%	5.9%	-8.8%	-28.7%	-7.5%	-6.2%	-2.3%
	OP Margin(%)	68.5%	68.5%	61.9%	74.3%	65.4%	67.9%	65.9%	61.4%	61.0%	63.4%	62.0%
영업외손익		498.2	383.4	218.1	156.1	31.2	128.5	67.7	32.0	60.2	66.7	59.2
	% of 영업수익	0.0%	0.0%	0.0%	21.4%	4.6%	19.3%	10.8%	5.1%	9.0%	10.0%	9.1%
세전이익		2,209.5	2,229.0	1,838.4	696.5	472.7	579.6	480.2	417.5	468.8	490.0	462.2
	RP Margin(%)	88.4%	82.8%	70.3%	95.7%	70.0%	87.2%	76.8%	66.5%	70.0%	73.4%	71.1%
	법인세	531.4	559.2	463.7	165.3	119.7	137.9	136.3	117.3	116.0	118.6	111.8
	유효법인세율(%)	24.1%	25.1%	25.2%	23.7%	25.3%	23.8%	28.4%	28.1%	24.7%	24.2%	24.2%
당기순이익		1,678.1	1,669.8	1,374.8	531.2	353.0	441.7	343.9	300.2	352.8	371.4	350.3
	YoY chg (%)	38.2%	-0.5%	-17.7%	79.6%	-50.5%	28.4%	5.6%	-43.5%	-0.1%	-15.9%	1.9%
	NI Margin(%)	67.1%	62.0%	52.6%	73.0%	52.3%	66.5%	55.0%	47.8%	52.7%	55.7%	53.9%
	지배주주 순이익	1,671.7	1,671.3	1,373.8	531.4	352.9	441.4	345.6	300.8	351.2	371.4	350.3
	지배주주 순이익%	99.6%	100.1%	99.9%	100.0%	100.0%	99.9%	100.5%	100.2%	99.5%	100.0%	100.0%

Source: 한국토지신탁, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금 및 예치금	586.3	2,034.1	3,491.8	3,445.4	3,773.6
유가증권	1,410.4	1,577.0	1,790.3	1,790.3	1,790.3
대출채권	9,192.5	9,150.8	9,815.5	10,486.8	11,034.7
신축계정대	8,674.6	8,986.6	8,600.2	9,271.6	9,819.5
대여금	705.1	403.7	382.8	382.8	382.8
기타대출채권	2.4	(92.6)	832.5	832.5	832.5
유형자산	11.1	9.8	336.4	612.8	889.3
무형자산	117.5	67.1	68.6	71.1	73.7
자산총계	12,107.1	13,758.6	15,502.6	16,406.4	17,561.4
유동부채	855.0	755.0	1,089.5	1,289.5	1,689.5
단기차입금	0.0	0.0	400.0	0.0	0.0
유동성이자부채	0.0	0.0	0.0	600.0	1,000.0
기타유동부채	855.0	755.0	689.5	689.5	689.5
비유동이자부채	3,793.7	4,494.4	4,718.3	4,118.3	3,118.3
기타비유동부채	266.1	263.4	424.2	424.2	424.2
부채총계	4,914.8	5,512.8	6,232.0	5,832.0	5,232.0
자본금	2,524.9	2,524.9	2,524.9	2,524.9	2,524.9
자본잉여금	48.1	48.1	48.1	48.1	48.1
이익잉여금	4,960.8	6,178.9	7,285.4	8,589.3	10,344.3
기타	(378.5)	(541.6)	(624.4)	(624.4)	(624.4)
자본총계	7,192.3	8,245.8	9,270.5	10,574.4	12,329.4

손익계산서

(단위: 억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	2,499.7	2,693.2	2,615.7	2,481.5	2,624.8
증가율 (Y-Y,%)	40.4	7.7	(2.9)	(5.1)	5.8
수수료수익	1,897.9	1,827.5	1,594.9	1,323.9	1,034.8
이자수익	534.7	761.6	740.1	747.4	798.2
영업비용	793.2	844.5	994.3	966.8	919.6
판매관리비	584.0	602.5	642.0	642.0	683.9
영업이익	1,711.4	1,845.7	1,620.4	1,514.8	1,705.2
증가율 (Y-Y,%)	50.1	7.8	(12.2)	(6.5)	12.6
영업외손익	498.2	383.4	218.1	528.9	610.1
영업외수익	537.6	462.7	262.7	571.2	667.3
영업외비용	39.4	79.3	44.6	42.3	57.2
세전계속사업손익	2,209.5	2,229.0	1,838.4	2,043.7	2,315.3
당기순이익	1,678.1	1,669.8	1,374.8	1,549.1	1,755.0
지배기업당기순이익	1,671.7	1,671.3	1,373.8	1,549.1	1,755.0
증가율 (Y-Y,%)	37.8	(0.0)	(17.8)	12.8	13.3
3 Yr CAGR &					
영업수익증가율(3Yr)	20.4	24.8	13.7	-0.2	-0.9
영업이익증가율(3Yr)	28.4	27.5	12.4	(4.0)	(2.6)
순이익증가율(3Yr)	41.0	34.8	4.2	(2.6)	1.7
영업이익률(%)	68.5	68.5	61.9	61.0	65.0
순이익률(%)	67.1	62.0	52.6	62.4	66.9

현금흐름표

(단위: 억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(965.6)	661.3	1,892.1	1,270.8	1,600.2
당기순이익	1,678.1	1,669.8	1,374.8	1,549.1	1,755.0
자산상각비	7.9	7.2	45.2	42.5	42.5
운전자본증감	23.5	65.6	(208.7)	715.2	78.8
기타	(2,239.6)	(647.0)	827.2	(993.5)	(233.6)
투자현금	370.9	308.1	(1,083.7)	(357.1)	(357.1)
유형자산변동	(3.0)	(4.8)	(317.5)	(317.1)	(317.1)
매도금융자산변동	(18.2)	156.3	0.0	0.0	0.0
기타	392.1	156.6	(766.2)	(40.0)	(40.0)
재무현금	894.3	433.9	209.5	(860.0)	(814.7)
차입금증가	999.2	698.7	621.5	(400.0)	(600.0)
배당금지급	(184.0)	(245.3)	(267.3)	(245.3)	0.0
현금 증감	199.5	1,303.1	917.7	(46.5)	328.2

자료: KTB투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	481	665	661	544	614
BPS	2,338	2,849	3,266	3,672	4,188
DPS	75	100	100	100	100
Multiples(x,%)					
PER	7.0	3.9	3.9	4.7	4.2
PBR	1.4	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE	20.6	23.3	20.3	14.8	14.6
배당수익률	2.2	3.9	3.9	3.9	3.9
재무건전성 (%)					
순차입금	2,585.2	3,382.8	2,780.3	2,486.6	2,133.0
부채비율	61.7	68.3	66.9	67.2	55.2
Net debt/Equity	43.8	47.0	33.7	26.8	20.2

한샘 (009240)

3Q19 Preview: 늦어지는 실적 턴어라운드

Investment Point

- 컨센서스 하회하는 부진한 3Q 실적 예상. i) 리하우스 대리점 점당 매출 둔화 ii) 중국 연 결자회사 구조조정 손실 반영 때문
- 3Q에도 주택거래량 급감 이어지고 있으나 이미 낮아진 실적 기저로 인해 동사 인테리어 부문 실적은 YoY -1.4%, QoQ -3.2% 수준에 그칠 것으로 예상
- 부엌/유통부문, 예상보다 대리점 출점 속도는 빠르나(ktb 예상, 3Q 대리점 수 300개 vs. 현재 예상 약 400개), 점당 매출이 낮아지며 실적이 기대치를 하회. 일정 수준의 점당 매출이 확보되지 않는 한 출점을 제한할 것으로 예상했으나, 업황 부진할 때 점포를 선점하겠다는 경영진의 전략에 따라 출점 속도 가속화하는 것으로 파악. 특히 점당 매출이 작은 지방 점포 비중 확대되면서 점포당 매출이 빠르게 하락. 이에 3Q 점포당 분기 패키지 판매건 수 및 ASP를 각각 15건, 1,411만원에서 10건, 1,300만원으로 하향 조정함
- 8/28 보고서에서 제시했던 실적대비 추가로 하향된 부문은 주로 중국 자회사 실적에 기인. 3Q에도 매장 구조조정 손실 이어지며 영업적자 -50억원 내외로 확대 추정되기 때문
- 늦어지는 실적 턴어라운드를 반영해 동사 목표주가를 기존 10만원에서 9만원으로 하향

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	90,000	100,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	17.6	36.4	13.3
PBR(배)	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	17.8	11.0	6.9
배당수익률(%)	1.3	1.8	1.8

Fig. 022: 한샘 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)	
매출액	400.1	408.7	(2.1)	446.3	(10.4)	410.9	(2.6)	410.9	(2.6)	
영업이익	9.0	11.2	(19.1)	10.2	(11.8)	8.4	6.9	14.6	(38.1)	
순이익	1.6	5.0	(68.6)	9.8	(84.0)	4.6	(66.1)	13.0	(87.9)	
이익률(%)										
영업이익	2.3	2.7		2.3		2.1		3.6		
순이익	0.4	1.2		2.2		1.1		3.2		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(0.5)		(0.0)		0.2		(1.3)		
순이익		(0.8)		(1.8)		(0.7)		(2.8)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 한샘, KTB투자증권

Fig. 023: 한샘 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	408.7	511.4	524.2	512.7	400.1	488.8	534.5	527.7	(2.1)	(4.4)	2.0	2.9
영업이익	11.2	30.2	29.8	30.7	9.0	25.8	32.2	33.8	(19.1)	(14.5)	8.1	10.1
영업이익률(%)	2.7	5.9	5.7	6.0	2.3	5.3	6.0	6.4	(0.5)	(0.6)	0.3	0.4
EBITDA	18.8	37.9	37.4	38.3	16.4	33.2	39.6	41.2	(12.6)	(12.3)	5.8	7.4
EBITDA이익률(%)	4.6	7.4	7.1	7.5	4.1	6.8	7.4	7.8	(0.5)	(0.6)	0.3	0.3
순이익	5.0	25.4	23.9	24.6	1.6	21.1	24.7	25.9	(68.6)	(17.2)	3.5	5.5

Note: K-IFRS 연결

Source: 한샘, KTB투자증권

Fig. 024: 한샘 Sum-of-the-parts Valuation

한샘		(단위: 억원)
A. 영업가치	13,692	
Fw12M NOPLAT	931	
Target multiple	15	Global peer 평균 multiple 21배, 30% 할인
B. 비영업가치	4,486	
종속기업 및 관계기업	919	2019.03월 장부가 25% 할인
자기주식	2,657	min(3개월 평균주가, 현재가) 기준, 25% 할인
투자부동산	909	2019.03월 장부가 25% 할인
C. 순차입금	(2,247)	2019년말 추정치
Equity Value(A+B-C)	20,425	
발행주식	23,533,928	자기주식 포함
적정주가(원)	90,000	
현재주가(원)	60,000	9/30 종가 기준
상승여력	50.0%	

Source: KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	414.1	439.8	500.1	607.2	728.1
현금성자산	186.5	242.9	304.3	383.7	486.2
매출채권	132.5	111.1	112.5	136.3	148.5
재고자산	73.1	66.7	64.3	68.1	74.2
비유동자산	561.7	500.4	617.2	628.8	643.8
투자자산	231.1	218.7	220.3	229.2	238.5
유형자산	314.7	259.9	377.1	381.9	389.4
무형자산	15.8	21.7	19.8	17.7	15.8
자산총계	975.7	940.1	1,117.3	1,236.0	1,371.9
유동부채	406.5	299.9	407.7	441.8	461.3
매입채무	215.5	198.4	257.1	291.1	310.5
유동성이자부채	107.7	23.9	72.7	72.7	72.7
비유동부채	61.6	65.8	115.4	119.8	124.4
비유동이자부채	43.0	40.0	6.8	6.8	6.8
부채총계	468.1	365.7	523.1	561.7	585.8
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	38.1	38.1	38.1	38.1	38.1
이익잉여금	601.7	667.9	685.4	765.4	877.2
자본조정	(155.8)	(155.1)	(152.8)	(152.8)	(152.8)
자기주식	(151.4)	(151.4)	(151.4)	(151.4)	(151.4)
자본총계	507.6	574.5	594.2	674.3	786.1
투자자본	443.1	365.5	339.7	339.2	347.2
순차입금	(35.9)	(179.0)	(224.7)	(304.1)	(406.6)
ROA	10.2	9.4	3.8	9.0	10.6
ROE	18.3	16.6	6.6	16.7	18.9
ROIC	30.9	10.0	10.1	29.5	38.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	66.2	63.7	114.8	146.8	173.6
당기순이익	95.9	90.0	38.8	105.9	137.7
자산상각비	17.9	23.0	45.9	29.6	29.8
운전자본증감	(78.8)	(21.7)	24.5	6.5	1.1
매출채권감소(증가)	(13.7)	25.5	(8.9)	(23.8)	(12.2)
재고자산감소(증가)	(9.5)	7.2	1.4	(3.9)	(6.1)
매입채무증가(감소)	(15.2)	(8.5)	19.8	34.0	19.3
투자현금	(154.3)	50.1	(20.5)	(47.9)	(51.8)
단기투자자산감소	80.3	(48.0)	7.7	(6.3)	(6.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.8)	(1.6)	(1.6)
설비투자	(116.6)	(11.9)	(21.0)	(31.8)	(35.1)
유무형자산감소	(4.1)	82.1	(0.1)	(0.4)	(0.4)
재무현금	17.2	(107.9)	(28.1)	(25.9)	(25.9)
차입금증가	136.8	(86.7)	(7.0)	0.0	0.0
자본증가	(19.9)	(21.2)	(21.2)	(25.9)	(25.9)
배당금지급	19.9	21.2	21.2	25.9	25.9
현금 증감	(74.7)	6.4	67.1	73.1	96.0
총현금흐름(Gross CF)	188.6	120.6	114.3	140.3	172.5
(-) 운전자본증가(감소)	36.3	(7.9)	(59.9)	(6.5)	(1.1)
(-) 설비투자	116.6	11.9	21.0	31.8	35.1
(+) 자산매각	(4.1)	82.1	(0.1)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	34.3	170.7	118.3	99.0	121.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.8	1.6	1.6
잉여현금	34.3	170.7	117.6	97.4	120.2

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,062.5	1,928.5	1,742.3	2,120.8	2,338.7
증가율 (Y-Y,%)	6.6	(6.5)	(9.7)	21.7	10.3
영업이익	140.5	56.0	61.8	132.1	172.9
증가율 (Y-Y,%)	(11.9)	(60.1)	10.4	113.5	31.0
EBITDA	158.4	79.1	107.8	161.7	202.8
영업외손익	(2.3)	68.7	5.7	7.7	8.7
순이자수익	1.0	0.2	3.1	5.9	6.8
외화관련손익	(1.4)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.4	2.6	0.9	(0.4)	(0.4)
세전계속사업손익	138.2	124.7	67.5	139.7	181.7
당기순이익	95.9	90.0	38.8	105.9	137.7
지배기업당기순이익	96.0	90.0	38.8	105.9	137.7
증가율 (Y-Y,%)	(24.8)	(6.2)	(56.8)	172.7	30.0
NOPLAT	97.5	40.4	35.6	100.1	131.1
(+) Dep	17.9	23.0	45.9	29.6	29.8
(-) 운전자본투자	36.3	(7.9)	(59.9)	(6.5)	(1.1)
(-) Capex	116.6	11.9	21.0	31.8	35.1
OpFCF	(37.5)	59.4	120.4	104.4	127.0
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	15.9	4.1	(3.4)	0.9	6.6
영업이익증가율(3Yr)	8.4	(27.4)	(27.1)	(2.1)	45.6
EBITDA증가율(3Yr)	9.9	(20.5)	(14.7)	0.7	36.9
순이익증가율(3Yr)	3.4	(7.8)	(32.7)	3.4	15.2
영업이익률(%)	6.8	2.9	3.5	6.2	7.4
EBITDA마진(%)	7.7	4.1	6.2	7.6	8.7
순이익률(%)	4.7	4.7	2.2	5.0	5.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	4,077	3,823	1,651	4,500	5,851
BPS	20,895	23,483	24,405	27,897	32,728
DPS	1,200	850	1,100	1,100	1,100
Multiples(x,%)					
PER	44.1	17.6	36.4	13.3	10.3
PBR	8.6	2.9	2.5	2.2	1.8
EV/ EBITDA	26.5	17.8	11.0	6.9	5.0
배당수익률	0.7	1.3	1.8	1.8	1.8
PCR	22.5	13.2	12.3	10.1	8.2
PSR	2.1	0.8	0.8	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	92.2	63.7	88.0	83.3	74.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	101.9	146.6	122.7	137.4	157.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.2	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	51.5	44.2	39.3	35.6	32.4
현금+투자자산(%)	48.5	55.8	60.7	64.4	67.6
자본구조					
차입금(%)	22.9	10.0	11.8	10.6	9.2
자기자본(%)	77.1	90.0	88.2	89.4	90.8

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% **HOLD :** 11.3% **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자 의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.
 • Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 • Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 • Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내용

현대건설 (000720)



일자	2017.10.10	2017.10.30	2018.04.09	2018.04.30	2018.06.15	2019.03.26
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	52,000원	49,000원	57,000원	61,000원	76,000원	71,000원
일자	2019.07.02	2019.07.26				
투자 의견	BUY	BUY				
목표주가	68,000원	62,000원				

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2017.10.10	52,000원	39,250원	40,050원	-24.52	-22.98
	2017.10.30	49,000원	38,913원	44,150원	-20.59	-9.9
	2018.04.09	57,000원	46,497원	51,700원	-18.43	-9.3
	2018.04.30	61,000원	68,417원	79,100원	12.16	29.67
	2018.06.15	76,000원	57,413원	68,900원	-24.46	-9.34
	2019.03.26	71,000원	52,165원	56,200원	-26.53	-20.85
	2019.07.02	68,000원	48,776원	54,900원	-28.27	-19.26
	2019.07.26	62,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

GS건설 (006360)



일자	2017.10.10	2017.10.30	2018.01.30	2018.04.26	2018.06.15	2019.01.30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	40,000원	38,000원	42,000원	51,000원	64,000원	70,000원
일자	2019.04.29	2019.07.02	2019.07.29	2019.10.01		
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY		
목표주가	72,000원	65,000원	58,000원	50,000원		

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2017.10.10	40,000원	26,700원	27,600원	-33.25	-31
괴리율	2017.10.30	38,000원	28,110원	31,600원	-26.03	-16.84
	2018.01.30	42,000원	31,122원	38,150원	-25.9	-9.17
	2018.04.26	51,000원	45,197원	51,600원	-11.38	1.18
	2018.06.15	64,000원	45,841원	54,700원	-28.37	-14.53
	2019.01.30	70,000원	42,772원	47,600원	-38.9	-32
	2019.04.29	72,000원	40,215원	42,300원	-44.15	-41.25
	2019.07.02	65,000원	35,997원	40,050원	-44.62	-38.38
	2019.07.29	58,000원	32,540원	35,100원	-43.9	-39.48
	2019.10.01	50,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

대림산업 (000210)



일자	2017.10.10	2018.01.26	2018.04.27	2018.08.03	2019.02.01	2019.05.02
투자의견	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
목표주가	100,000원	90,000원	100,000원	110,000원	125,000원	130,000원
일자	2019.07.02	2019.07.31				
투자의견	HOLD	BUY				
목표주가	130,000원	130,000원				

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2017.10.10	100,000원	83,972원	92,500원	-16.03	-7.5
괴리율	2018.01.26	90,000원	76,032원	85,500원	-15.52	-5
	2018.04.27	100,000원	80,325원	89,700원	-19.68	-10.3
	2018.08.03	110,000원	88,379원	106,500원	-19.66	-3.18
	2019.02.01	125,000원	95,978원	102,500원	-23.22	-18
	2019.05.02	130,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

삼성엔지니어링 (028050)



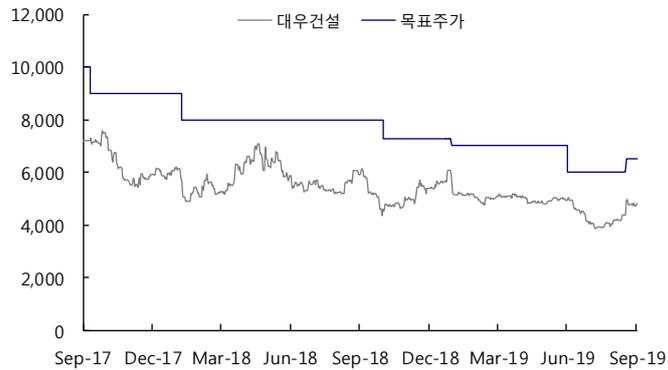
일자	2018.02.08	2018.04.25	2018.07.27	2018.10.29	2019.02.01
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY
목표주가	14,000원	16,000원	17,000원	19,000원	21,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.02.08	14,000원	17,056원	18,700원	21.83	33.57
실제주가 괴리율	2018.04.25	16,000원	16,649원	20,200원	4.06	26.25
	2018.07.27	17,000원	17,288원	19,700원	1.69	15.88
	2018.10.29	19,000원	17,943원	19,450원	-5.56	2.37
	2019.02.01	21,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

대우건설 (047040)



일자	2017.10.10	2018.02.08	2018.10.31	2019.01.30	2019.07.02	2019.09.17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	9,000원	8,000원	7,300원	7,000원	6,000원	6,500원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2017.10.10	9,000원	6,227원	7,580원	-30.81	-15.78
실제주가 괴리율	2018.02.08	8,000원	5,659원	7,080원	-29.26	-11.5
	2018.10.31	7,300원	5,200원	6,080원	-28.77	-16.71
	2019.01.30	7,000원	5,016원	5,250원	-28.34	-25
	2019.07.02	6,000원	4,271원	5,040원	-28.82	-16
	2019.09.17	6,500원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

HDC현대산업개발 (294870)



일자	2018.06.12	2018.10.10	2019.01.30	2019.07.02	2019.07.29	2019.10.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	100,000원	75,000원	65,000원	61,000원	55,000원	50,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.06.12	100,000원	56,832원	75,600원	-43.17	-24.4
실제주가	2018.10.10	75,000원	43,340원	48,650원	-42.21	-35.13
괴리율	2019.01.30	65,000원	47,051원	52,100원	-27.61	-19.85
	2019.07.02	61,000원	37,942원	43,750원	-37.8	-32.27
	2019.07.29	55,000원	34,301원	37,250원	-37.63	-32.27
	2019.10.01	50,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

태영건설 (009410)



일자	커버리지 개시	2018.04.09	2018.05.16	2018.05.31	2018.11.15	2019.05.16
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		14,000원	16,000원	21,000원	15,000원	16,000원

일자	2019.05.31
투자의견	BUY
목표주가	19,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.04.09	14,000원	11,216원	12,700원	-19.89	-9.29
실제주가	2018.05.16	16,000원	15,090원	17,050원	-5.69	6.56
괴리율	2018.05.31	21,000원	12,984원	17,150원	-38.17	-18.33
	2018.11.15	15,000원	11,871원	13,300원	-20.86	-11.33
	2019.05.16	16,000원	13,325원	14,950원	-16.72	-6.56
	2019.05.31	19,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

코오롱글로벌 (003070)



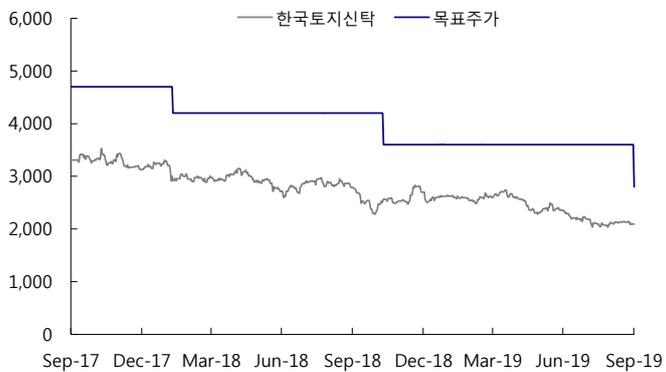
일자	커버리지 개시	2018.04.09	2018.05.04	2018.08.16	2018.11.15	2019.04.29
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		13,000원	14,000원	11,000원	10,000원	14,000원
일자	2019.08.08					
투자의견	BUY					
목표주가	13,000원					

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.04.09	13,000원	10,569원	12,150원	-18.7	-6.54
실제주가	2018.05.04	14,000원	9,672원	12,050원	-30.91	-13.93
괴리율	2018.08.16	11,000원	7,481원	8,510원	-31.99	-22.64
	2018.11.15	10,000원	8,582원	11,950원	-14.18	19.5
	2019.04.29	14,000원	9,718원	12,250원	-30.59	-12.5
	2019.08.08	13,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

한국토지신탁 (034830)



일자	2018.02.09	2018.11.12	2019.10.01
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	4,200원	3,600원	2,800원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.02.09	4,200원	2,842원	3,145원	-32.33	-25.12
실제주가	2018.11.12	3,600원	2,437원	2,830원	-32.31	-21.39
괴리율	2019.10.01	2,800원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

한샘 (009240)



일자	2017.10.10	2018.02.06	2018.04.17	2018.07.23	2018.10.16	2019.01.21
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	220,000원	200,000원	170,000원	120,000원	70,000원	86,000원
일자	2019.02.11	2019.03.05	2019.04.29	2019.06.11	2019.07.29	2019.10.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	93,000원	114,000원	130,000원	120,000원	100,000원	90,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2017.10.10	220,000원	172,896원	185,500원	-21.41	-15.68
실제주가	2018.02.06	200,000원	151,543원	162,000원	-24.23	-19
괴리율	2018.04.17	170,000원	111,277원	124,500원	-34.54	-26.76
	2018.07.23	120,000원	86,805원	101,500원	-27.66	-15.42
	2018.10.16	70,000원	58,758원	73,100원	-16.06	4.43
	2019.01.21	86,000원	72,408원	74,000원	-15.8	-13.95
	2019.02.11	93,000원	85,100원	90,900원	-8.49	-2.26
	2019.03.05	114,000원	95,000원	108,000원	-16.67	-5.26
	2019.04.29	130,000원	89,111원	103,000원	-31.45	-20.77
	2019.06.11	120,000원	70,956원	76,400원	-40.87	-36.33
	2019.07.29	100,000원	62,212원	67,200원	-37.79	-32.8
	2019.10.01	90,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륭서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.