

2021

연간전망

건설



(Positive)

주택은 파워풀, 실적은 원더풀

| 2020년 11월 3일 |

분석종목 GS건설 | 대우건설 | 현대건설 | 대림산업 | 삼성엔지니어링 | HDC현대산업개발 | 코오롱글로벌
자이에스앤디 | 아이에스동서 | 한라

| Contents |

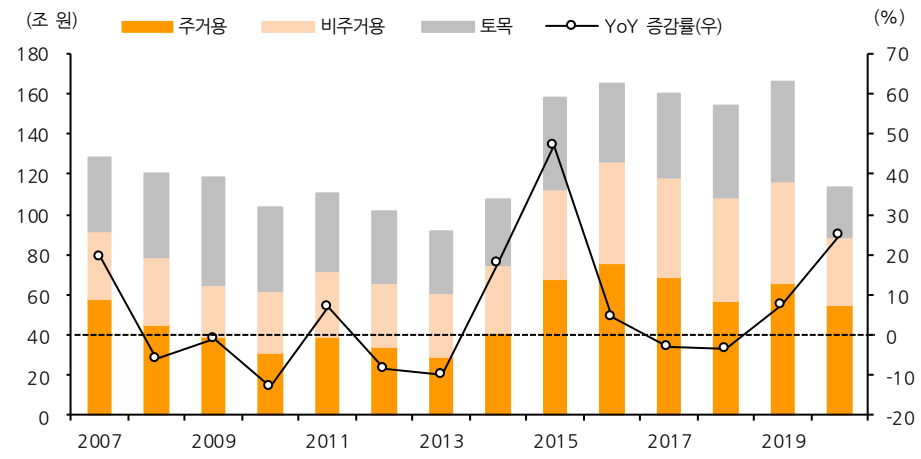
I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 지표.....	04
III. 국내건설: 주택의 힘	07
1. 건설업 지표 개선.....	07
2. 2021년 주택공급 전망	09
3. 대형 건설사: 시장 장악력 강화.....	11
4. 중견 건설사: 편안한 실적 지속	19
IV. 해외건설: 살아날 수 있을까?	21
1. 발주 및 수주 현황.....	21
2. 유가와 코로나 19의 영향 지속	25
3. 건설사 실적에 미치는 영향.....	30
V. 결론: 2021년 실적은 원더풀	33
1. 주가 및 밸류에이션.....	33
2. 투자전략.....	36
VI. 기업분석	41
1. GS건설 (Buy/유지, TP 41,500/상향)	42
2. 대우건설 (Buy/유지, TP 5,000/상향)	46
3. 현대건설 (Buy/유지, TP 45,000/유지).....	50
4. 대림산업 (Buy/유지, TP 113,000/유지)	53
5. 삼성엔지니어링 (Buy/유지, TP 15,000/유지)	56
6. HDC현대산업개발 (Buy/신규, TP 26,000/신규)	59
7. 코오롱글로벌 (Buy/유지, TP 24,000/유지).....	62
8. 자이에스앤디 (Buy/유지, TP 11,000/유지).....	65
9. 아이에스동서 (Not Rated)	68
10. 한라 (Not Rated)	71
VII. 붙임	75
1. 국내 동종 업체 비교 [대형 건설사].....	76
2. 해외 동종 업체 비교 [대형 건설사].....	77
3. 국내 동종 업체 비교 [중견 건설사].....	78

I. 핵심 요약

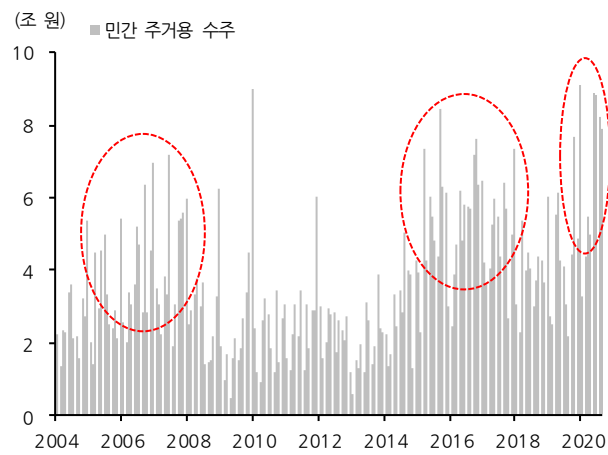
2020년 건설업 추가 : 대형사 vs. 중견사	올해 들어 대형 건설사와 중견 건설사의 추가 괴리가 크게 벌어졌다. 대형 건설사 추가는 KOSPI 및 건설업 지수 대비 부진했던 반면, 중견 건설사는 이를 모두 크게 아웃퍼폼했다. 대형 건설사의 경우 해외 코로나 19 확산의 여파로 수주 모멘텀 및 실적에 부정적 영향을 받았으나 중견 건설사는 국내 주택 중심으로 실적이 안정적인 성장세를 보이는 가운데 품력, 폐기물 등 신사업 확장에 따른 멀티플 개선까지 더해졌기 때문이다.
달랐던 주택 사이클	해외나 신사업을 제외하고 보면, 대형 건설사와 중견 건설사가 가장 달랐던 부분은 주택 부문의 실적이었다. 중견 건설사는 2016년 이후 꾸준히 늘어난 분양 물량을 바탕으로 주택 중심의 실적 성장이 이어지며 매 분기 기대 이상의 실적을 시현해왔다. 반대로 대형 건설사는 2016년 이후 분양 공급이 계속해서 줄어온 탓에 주택 부문의 매출 감소가 이어지고 있었고, 이는 흔들리는 해외 실적에 더 불안감을 주는 요인이었다.
4년 만에 이뤄낸 분양 증가	그러나 2020년 대형 건설사의 분양공급이 무려 4년 만에 처음 증가한데 이어, 그 폭도 YoY +40%로 클 전망이다. 주요 5개 건설사(GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발)의 별도기준 합산 주택 분양은 2015년 14.7만 세대를 기록한 이후 매년 감소가 이어져 2019년에는 7.9만 세대 공급에 그쳤는데, 올해와 내년에는 각각 11.2만 세대, 11.6만 세대의 공급이 이루어질 것으로 예상된다.
실적 턴어라운드의 시작	이를 바탕으로 대형 건설사의 실적 턴어라운드가 내년부터 본격적으로 시작될 전망이다. 주택 부문 매출이 성장으로 방향성을 잡게 되면 향후 실적에 대해서는 마음이 한결 편해진다. 그 이유는 주택 부문의 이익 기여가 가장 높기 때문인데, 마진이 타 공종대비 월등히 높을 뿐만 아니라 실적 안정성이 높고, 최근과 같이 분양 시장이 호조를 보이는 시기에는 준공정산이익 발생 등 기대 이상의 이익률을 보여주기도 한다. 한편, 중견 건설사도 최근 2년 간의 분양 증가가 가팔랐던 만큼 2022년까지는 편만한 실적 성장이 이어질 전망이다.
건설 업종 투자 의견 'Positive(긍정적)'로 제시	이에 따라 건설 업종에 대한 투자 의견을 'Positive(긍정적)'로 유지한다. 1) 주거용 건축(주택)을 중심으로 한 국내 건설 수주의 회복이 강하게 나타나는 가운데 2) 기 수주 및 분양 성과를 바탕으로 대형 건설사의 본격적인 실적 개선이 나타날 전망이다. 3) 2020~21년 건설업 ROE는 각각 9.5%, 10.7%로 KOSPI의 6.0%, 8.2%를 크게 넘어서는 반면, 건설 업종의 12개월 선행 기준 P/B는 0.5배로 KOSPI 0.9배와의 괴리가 여전히 크다.
최선희주 GS건설, 차선희주 대우건설, 관심주 현대건설 제시	GS건설을 업종 내 최선희주로 제시한다. 2021년 주택 중심의 실적 턴어라운드가 기대되며, 중장기적으로는 이니마(수처리), 모듈러, 베트남 개발, 데이터센터 운영 등 신사업 부문의 성장이 기대된다. 차선희주로는 대우건설을 제시한다. 최근 2년 간 분양 공급이 가장 가파르게 증가했고, 2021년 3.7조 원 규모의 자체사업 분양을 계획하고 있어 대형 건설사 중 주택 실적 성장이 가장 두드러질 전망이다. 현대건설은 관심주로 제시하는데, 주택을 포함한 전체적인 수주 성과가 압도적으로 양호했던 만큼 향후 외형 성장의 방향성이 가장 탄탄하다.

II. 주요 도표

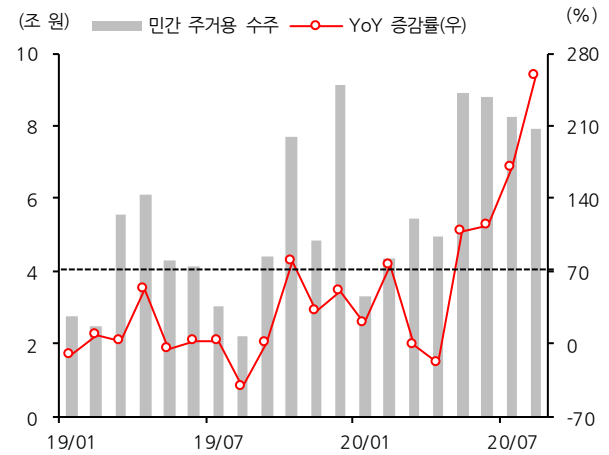
[그림1] 국내 건설 수주액: 2020년 8월 누계 기준 YoY +24.6% 기록



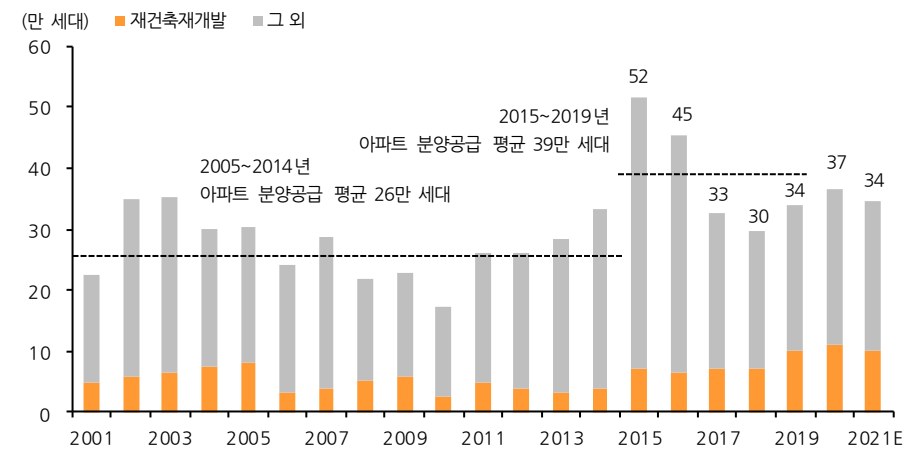
[그림2] 민간 주거용 월별 수주액 장기 추이



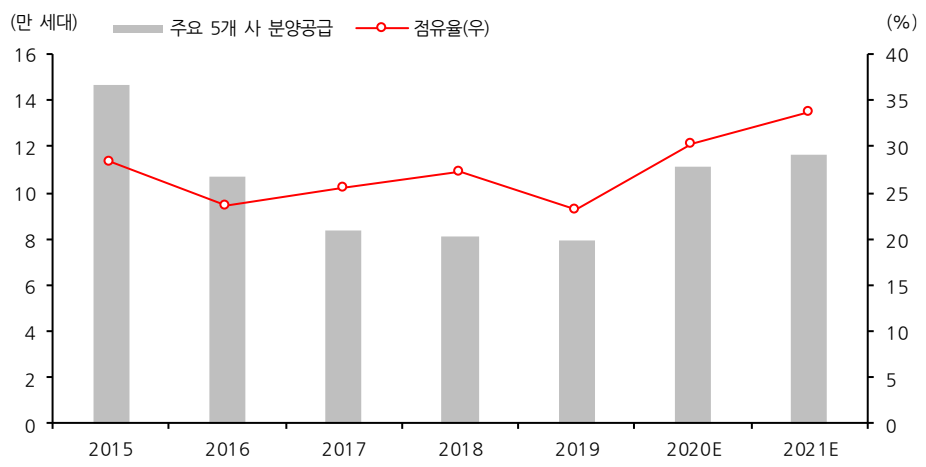
[그림3] 민간 주거용 월별 수주액 추이(2019.1~2020.8)



[그림4] 국내 아파트 분양공급 추이 및 전망



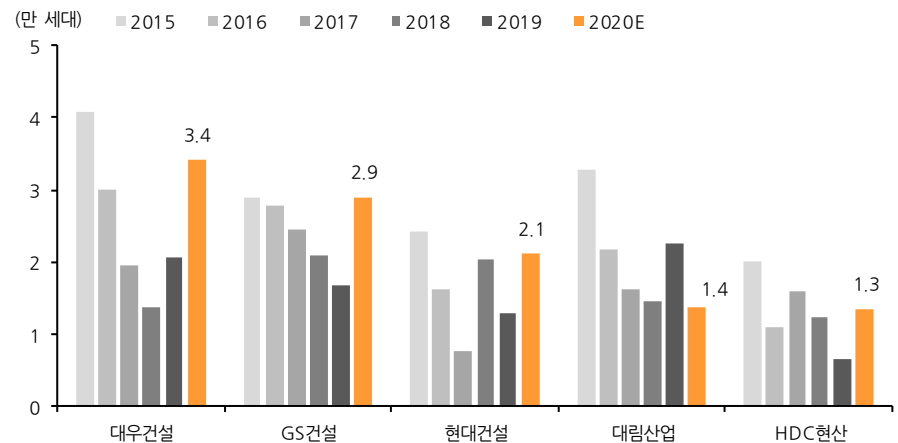
[그림5] 주요 5개 대형 건설사 분양공급 추이 및 전망



주1: 2020~21년 전국 및 각 사(별도) 분양 세대수는 당사 추정치

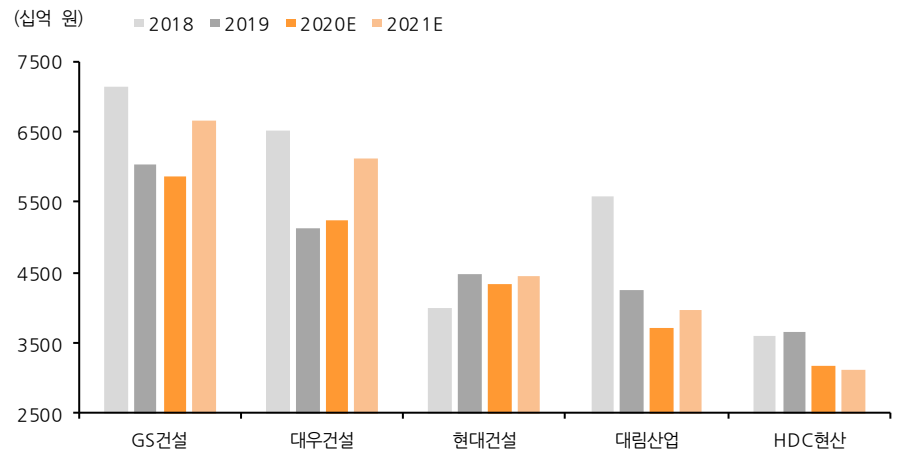
주2: 주요 5개사는 대우건설, GS건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발 / 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주요 5개 건설사 주택 분양공급 추이



주: 각 사 별도 기준 / 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 주요 5개 건설사 주택 매출 추이 및 전망

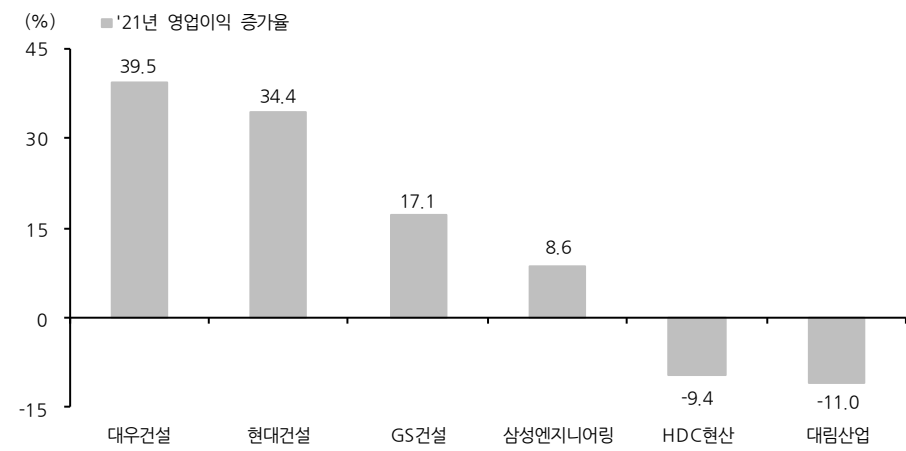


주1: GS건설, 대우건설, 대림산업은 주택건축 매출, 현대건설은 별도 주택 매출

주2: 대림산업 2020년 4분기 성수동 오피스 매각 금액 제외

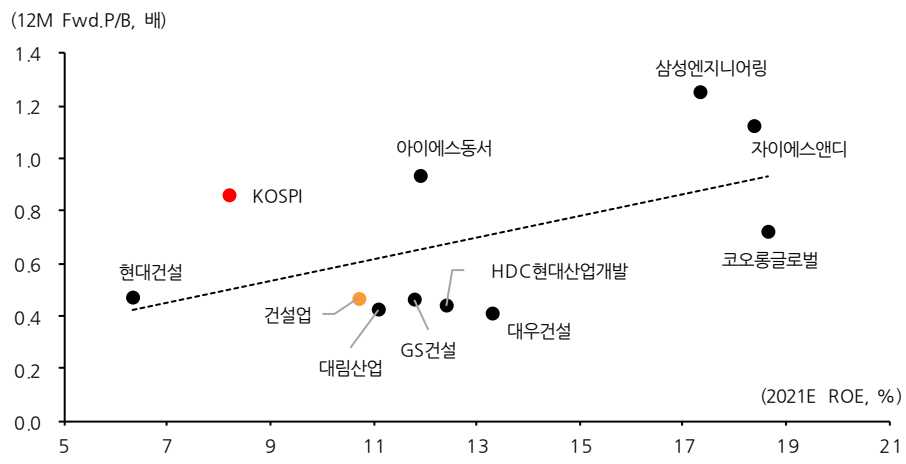
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림8] 2021년 시장 컨센서스 기준 영업이익 증감률



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 주요 건설사 ROE-P/B 차트



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 당사 커버리지 6개 건설사의 2021년 예상 매출 및 영업이익

(단위: 십억 원)

기업		2019	2020E	2021E	YoY (%, %p)	기업		2019	2020E	2021E	YoY (%, %p)
GS건설	매출액	10,417	10,033	10,548	5.1	대림산업	매출액	9,700	10,514	10,501	-0.1
	영업이익	767	741	868	17.1		영업이익	1,130	1,202	1,070	-11.0
	영업이익률(%)	7.4	7.4	8.2	0.8		영업이익률(%)	11.7	11.4	10.2	-1.2
대우건설	매출액	8,652	8,171	9,560	17.0	삼성엔지니어링	매출액	6,368	6,525	6,736	3.2
	영업이익	364	427	595	39.5		영업이익	385	349	379	8.6
	영업이익률(%)	4.2	5.2	6.2	1.0		영업이익률(%)	6.1	5.3	5.6	0.3
현대건설	매출액	17,279	17,085	18,051	5.7	HDC현대산업개발	매출액	4,216	3,739	3,892	4.1
	영업이익	860	645	867	34.4		영업이익	551	518	469	-9.4
	영업이익률(%)		3.8	4.8	1.0		영업이익률(%)	13.1	13.9	12.1	-1.8

주: 시장 컨센서스 기준

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 국내건설: 주택의 힘

1. 건설업 지표 개선

주택 중심의
건설 수주 증가

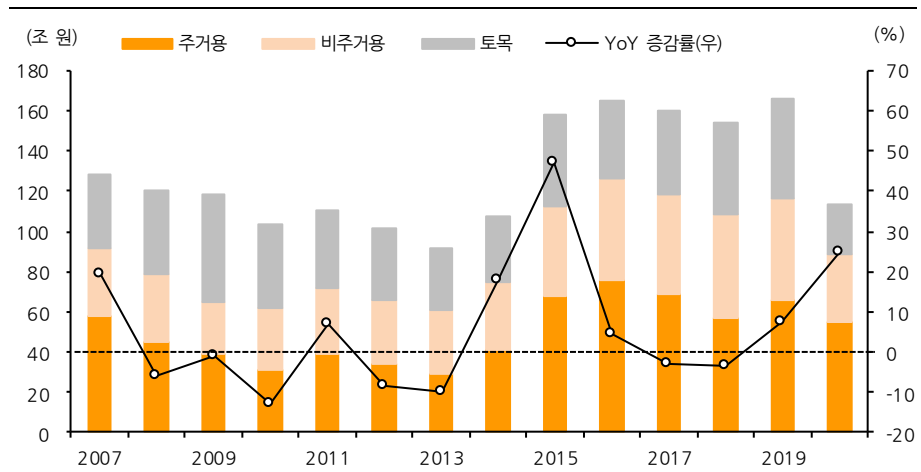
올해들어 건설업 지표들이 주택을 중심으로 개선세를 나타내기 시작했다. 2020년 8월 누계로 국내 건설 수주액은 전년동기 대비 24.6% 증가했는데, 수주 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 주거용 건축 수주가 전년동기 대비 59.9%나 늘어났기 때문이다. 주거용 건축 수주의 반등은 지난해 4분기부터 이어져왔는데, 특히 민간 부문의 주거용 건축 수주는 최근 3개월(6~8월) 간 각각 114.2%, 169.7%, 258.3%의 높은 증가율을 기록했다. 이에 2020년 민간 주거용 건축 수주액은 2000년 이후 최고치를 기록할 전망이다.

건축 수주 성장에 힘입어 건축 착공면적 또한 2016년 이후 처음으로 증가세로 돌아섰다. 건축 착공면적은 2015년 정점을 기록한 이후 감소세가 지속되어 왔는데 이는 주거용 건축면적이 지속적으로 감소해온 탓이 컸다. 그러나 지난 6~7월에는 주거용 착공면적이 전년동기 대비 각각 +31.0%, +44.8%를 기록하며 월별로는 2015년 말 이후 최대 증가율을 나타냈다. 최근 주거용 건축을 중심으로 수주가 지속적으로 늘어난 점을 감안하면 건축 착공면적의 증가세도 당분간 지속될 전망이다.

수주와
인허가의 괴리

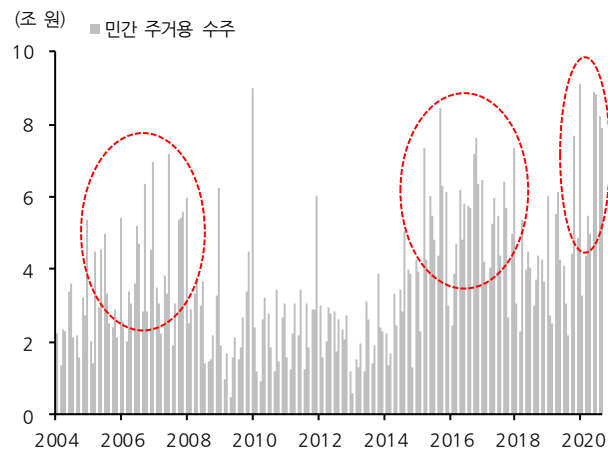
한편, 주택 인허가 추이가 여전히 감소세를 지속하고 있어 주택 수주의 증가 사이클을 예단하기는 어려운 상황이다. 이에 주택 수주의 강한 성장이 계속되기 보다는 지난 2년 동안의 수주 감소가 그치고 회복으로 돌아섰다는 점에 무게를 두는 것이 바람직하겠다. 다만, 최근 민간 주거용 수주가 늘어난 데는 이미 승인된 인허가 물량뿐만 아니라 인허가에 앞서 수주 인식이 먼저 이루어진 현장들도 다수 있어 인허가 지표가 수주를 후행해 개선될 여지도 있다. 실제 최근 3개월(7~9월) 간 주택 인허가 물량은 각각 +45.7%, -1.8%, +14.1%를 기록하는 등 민간 부문을 중심으로 조금씩 회복의 기미를 보였다.

[그림10] 국내 건설 수주액: 2020년 8월 누계 기준 YoY +24.6% 기록



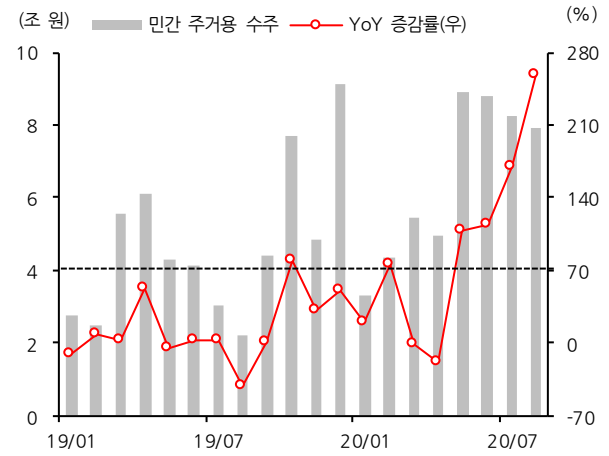
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 민간 주거용 월별 수주액 장기 추이



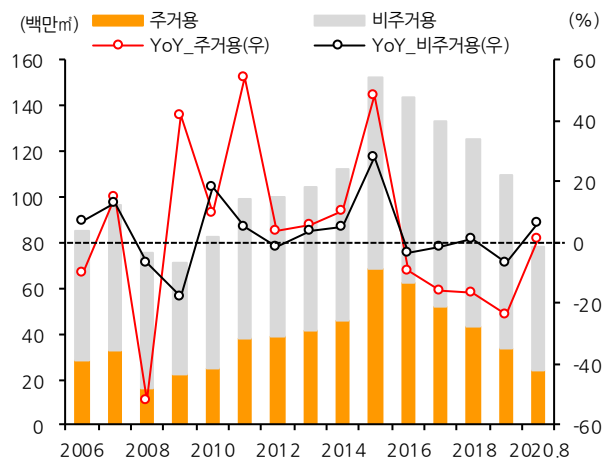
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 민간 주거용 월별 수주액 추이(2019.1~2020.8)



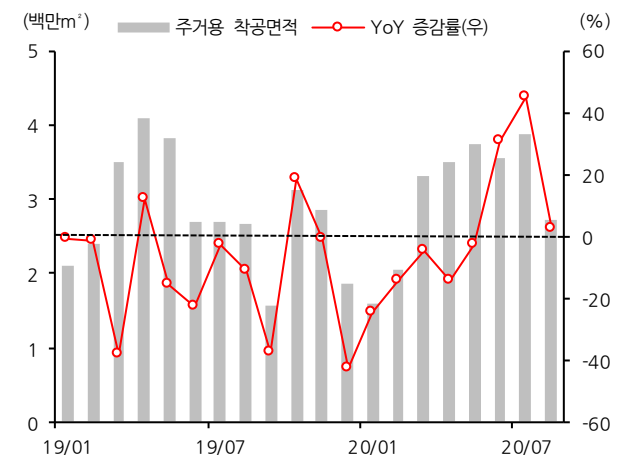
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 건축 착공면적: '20년 8월 누적 기준 YoY +4.9%



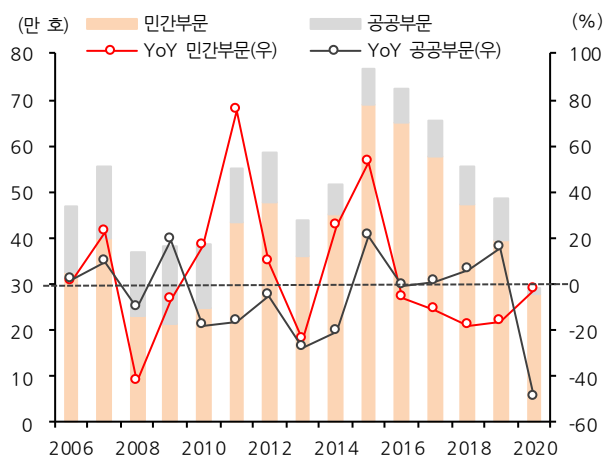
주: 2020년은 8월 누계 기준/ 자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 건축 착공면적 월별 추이(2019.1~2020.8)



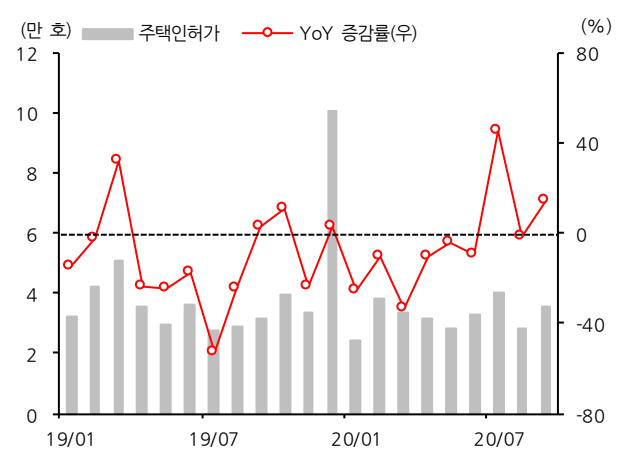
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주택 건설 인허가 추이: 5년 연속 감소 지속



주: 2020년은 9월 누계 기준/ 자료: 국토교통부 통계누리, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 주택 건설 인허가 월별 추이(2019.1~2020.9)



자료: 국토교통부 통계누리, 한화투자증권 리서치센터

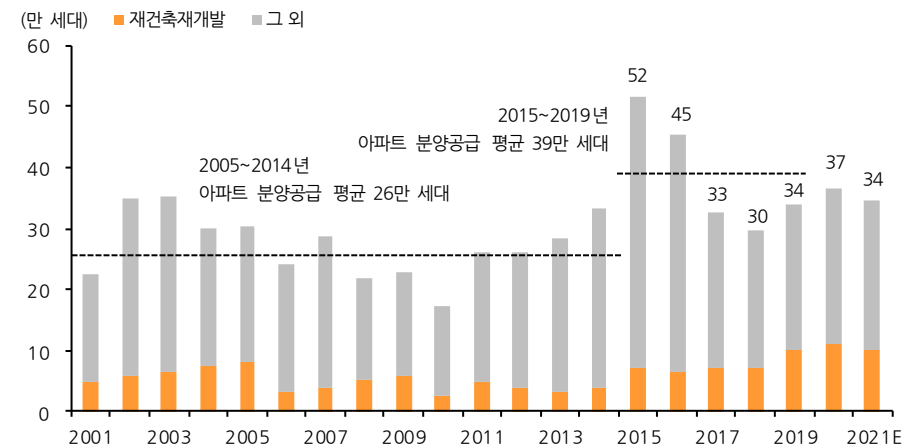
2. 2021년 주택공급 전망

2021년 분양공급
약 34만 세대 전망

2021년 분양공급은 아파트 기준 34만 세대 수준이 이루어질 것으로 전망한다. 최근 주택 수주 및 인허가 실적 추이와 2020년 이연 물량, 재건축재개발 사업진행 현황 등을 감안해 추정했다.

최근 분양 시장의 특징은 재건축재개발 비중이 높아졌다는 점이다. 2000~18년 분양 물량 중 재건축재개발 비중은 평균 20% 정도였는데, 2019년에는 그 비중이 30%로 올라왔고 2020년에는 현재 계획된 물량 기준으로 31.4% 수준이다. 전국에 20년 이상된 노후주택 비중이 절반을 넘어서는 상황인 만큼 재건축재개발 사업은 장기적으로 늘어날 수 밖에 없는 추세다. 다만, 부동산 규제 내용 및 강도에 따라 사업 속도는 달라질 수 있는데 그러한 측면에서 2020년에는 분양가 상한제, 이익초과환수제 등을 피하기 위한 밀어내기 물량이 있었던 만큼 2021년 공급은 소폭 줄어들 것으로 보인다.

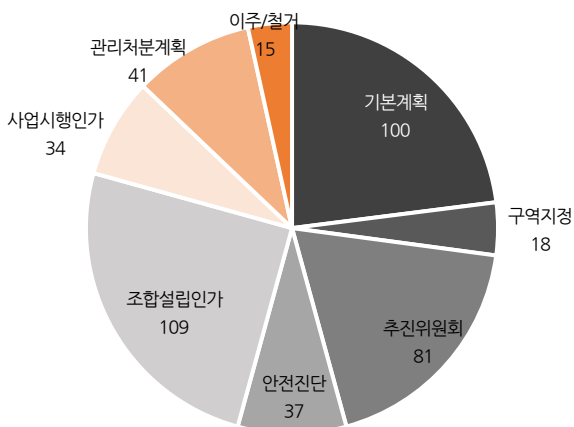
[그림17] 국내 아파트 분양공급 추이 및 전망



주: 2020~21년 분양예정 세대수는 당사 전망치

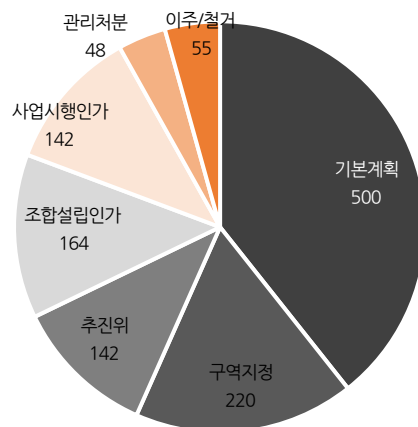
자료: 부동산 114, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 재건축 사업진행 단계별 단지 수(총 435 단지)



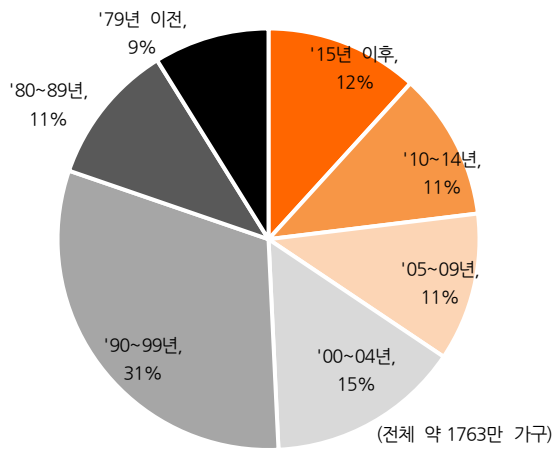
자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 재개발 사업진행 단계별 단지 수(총 1271 단지)



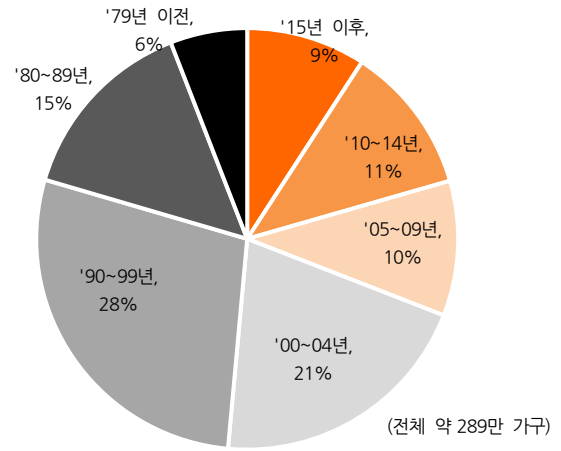
자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 전국 건축연도별 주택 비중



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 서울특별시 건축연도별 주택 비중



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

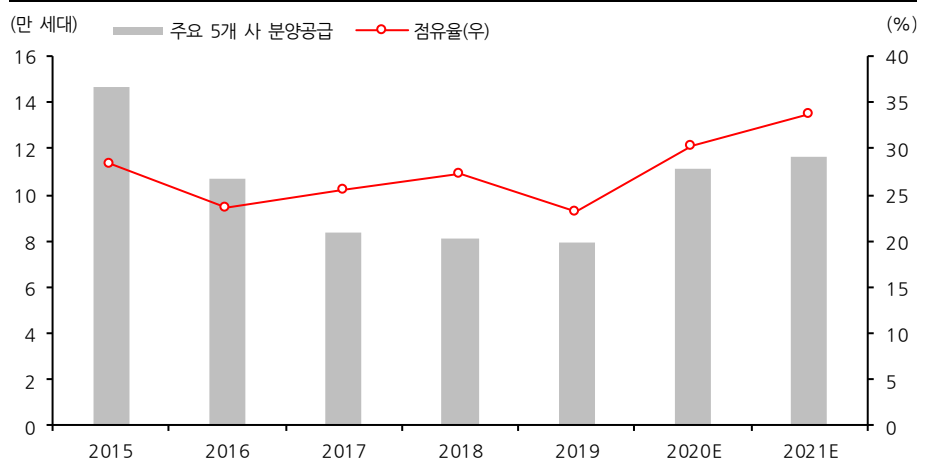
3. 대형 건설사: 시장 장악력 강화

>> 시장 점유율 확대 예상

대형건설사
시장점유율 확대 전망

2021년 전국 아파트 분양세대수는 2020년 대비 6% 가량 줄어들 것으로 예상하지만 대형 건설사는 시장 점유율 확대에 양호한 분양 성과를 지속할 것으로 전망한다. 1) 브랜드 파워, 우량한 재무 현황 등을 기반으로 한 수주 경쟁력이 더욱 강화되고 있고, 2) 자체개발 사업이 재개되고 있으며, 3) 자회사를 통한 중소규모 시장 진입도 함께 이루어지고 있기 때문이다. 주요 5개 대형건설사(GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발) 합산 분양공급은 2019년 약 8만 세대에서 올해 11.1만 세대로 증가할 전망이다, 2021년에도 약 11.6만 세대로 올해와 비슷한 수준을 유지할 전망이다.

[그림22] 주요 5개 대형 건설사 분양공급 추이 및 전망



주1: 2020~21년 전국 및 각 사(별도) 분양 세대수는 당사 추정치

주2: 주요 5개사는 대우건설, GS건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

1) 수주 경쟁력 강화

대형 건설사들의 수주 경쟁력은 점차 강화되고 있는 것으로 보인다. 강력한 브랜드력과 우량한 재무구조 덕분에 조합원과 시행사의 수요가 대형 건설사로 몰리는 것으로 파악된다. 분양가상한제, 재건축 초과이익환수제 실시 등으로 수도권 중심의 도시정비 사업이 다소 위축될 것으로 예상되는 반면, 최근 지방으로의 수주 확대가 두드러지게 나타나고 있다. 주요 5개 사의 올해 도시정비 사업 수주 내역을 보더라도 수도권보다 지방의 비중이 더 큰 상황이다. 민간 도급사업도 늘어나고 있는 추세인데, 대형 건설사는 상대적으로 브랜드력이 강할 뿐만 아니라 높은 신용도를 바탕으로 PF조달 금리를 낮춰줄 수 있다는 점에서 시장 우위를 점하고 있다.

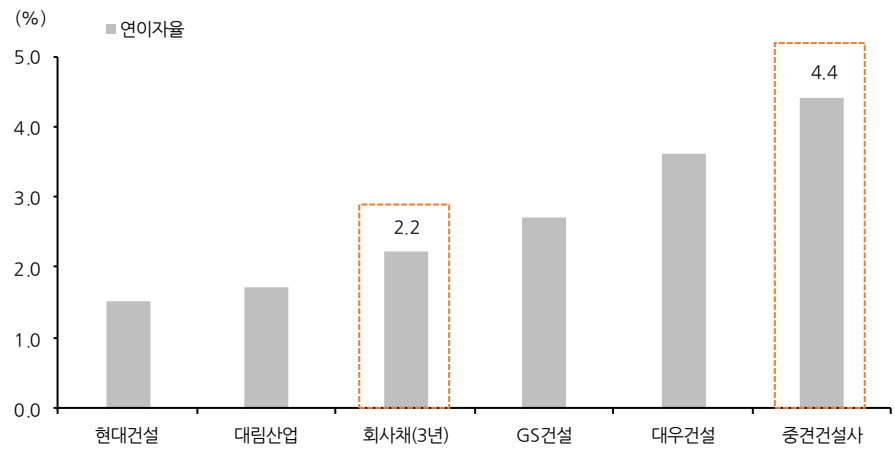
[표2] 주요 건설사 도시정비사업 수주 내역: 전국 36개 사업지 중 20개가 지방

회사	수주 시기	사업명	구분	세대수	수주규모
현대건설	2020.03	부산 범천 1-1구역	재개발	1323세대	4160억 원
	2020.03	신용산북측2구역	재개발	340세대	3037억 원
	2020.04	대전 대흥동 1구역	재개발	1095세대	853억 원
	2020.04	서울 장위 11-2	가로주택정비	178세대	402억 원
	2020.04	강원도 원주 원동나래구역	재개발	1005세대	2080억 원
	2020.05	제기 제4구역	재개발	909세대	1590억 원
	2020.05	대구 도원아파트	가로주택정비	246세대	824억 원
	2020.05	부산 해운대구 반여 3-1구역	재개발	916세대	2441억 원
	2020.06	한남 3구역	재개발	5816세대	17378억 원
	2020.06	홍제3구역	재건축	634세대	1687억 원
	2020.07	대전 대동4-8구역	재개발	2357세대	2667억 원
	2020.08	제주 이도주공2,3단지	재건축	871세대	2930억 원
	2020.09	노량진4구역	재개발	844세대	1988억 원
	2020.09	경남 진주 이현1-5구역	재건축	1035세대	1004억 원
GS건설	2020.01	한남하이츠	재건축	790세대	3287억 원
	2020.06	대구시 내당동 주상복합	지역주택조합	1300세대	3286억 원
	2020.07	인천 십정5구역	재개발	2217세대	1251억 원
	2020.09	구미시 원평2동	재개발	2200세대	4332억 원
	2020.09	대전 가양동 5구역	재건축	1082세대	2368억 원
	2020.10	부산 수안1구역	재건축	720세대	1960억 원
	2020.10	부산 문현1구역	재개발	3299세대	10100억 원
대림산업	2020.03	제주 탐라삼덕	재건축	201세대	553억 원
	2020.03	청주 사직1구역	재개발	2482세대	2520억 원
	2020.05	병배 삼익아파트	재건축	721세대	2314억 원
	2020.07	인천 십전5구역	재개발	2217세대	1667억 원
	2020.07	대전 삼성1구역	재개발	1612세대	2173억 원
	2020.07	부산 당리1구역	재건축	446세대	903억 원
HDC현대산업개발	2020.02	제기 제1구역	재개발	357세대	693억 원
	2020.02	홍은 제13구역	재개발	827세대	1894억 원
	2020.02	대구 수성2차 우방타운	재건축	705세대	2486억 원
	2020.04	광주 운암3단지	재건축	3214세대	2510억 원
	2020.06	방화6 재정비촉진구역	재건축	555세대	1410억 원
	2020.08	서울숲 아이파크 리버포레2차	지역주택조합	528세대	1319억 원
대우건설	2020.02	안산 원곡연립1단지	재건축	1714세대	2927억 원
	2020.07	경기도 성남 산성구역	재개발	3372세대	2433억 원
	2020.08	부산 남구 감만1구역	재개발	9092세대	11096억 원

주: 수주 공시 및 시공사 선정 모두 포함

자료: Dart, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

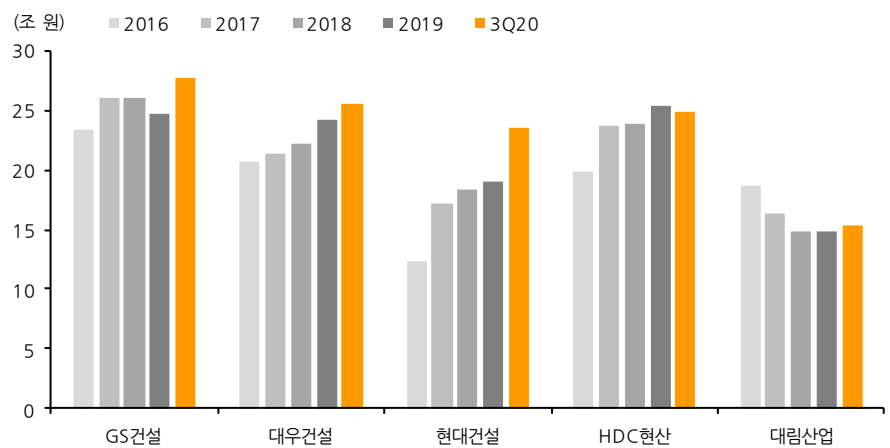
[그림23] 주요 건설사 사채 연이자율



주: 최근 사채 발생 기준

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 주요 건설사 주택부문 수주잔고



주: 현대건설 별도 기준, 그 외 연결 기준

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

2) 자체사업 재개 자체개발 사업이 재개되고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. 대형 건설사들의 자체사업 분량이 크게 늘었던 시기는 2015~16년이다. 2014년 말부터 부동산 시장이 회복세로 돌아서자 각 회사가 그동안 물려있던 땅들을 부지런히 소화시키는 과정에서 분량 물량이 늘어났다. 이 후 자체사업 분량은 잠시 소강상태였으나 분량 시장 호조가 지속되고 건설사들의 재무 여력이 커지면서 토지 매입이 다시 재개된 것이다.

업체별로는 대우건설과 현대건설이 가장 적극적인 행보를 나타내고 있다. 대우건설은 최근 2년 동안 확보한 자체 사업지를 바탕으로 내년 중 약 3.7조 원(6개 사업지, 약 8200세대) 규모의 자체사업 분량을 계획하고 있다. 현대건설은 송도 자체사업 분량이 꾸준히 이루어지는 가운데 서울 가양동 CJ제일제당 부지와 구로동 쌍용차서비스센터 부지를 차례로 매입하면서 자체개발 사업 확대를 알렸다.

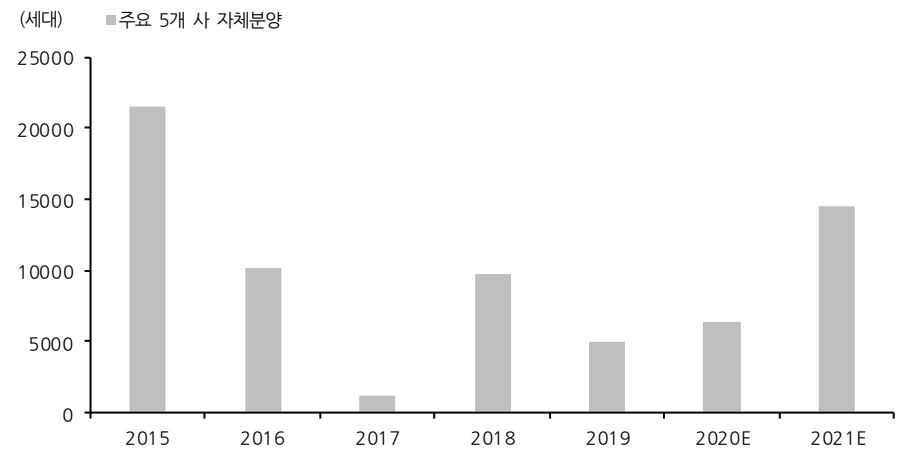
자체개발 사업의 재개로 주택 부문의 마진 위축도 제한적이라고 판단한다. 최근 주요 대형 건설사의 주택 마진 개선은 자체사업 매출 일시 반영, 준공정산이익 등 일회성 요인의 영향이 존재하는데, 이의 정상화 과정에서 2021년 마진은 소폭 줄어들 수 있겠지만 자체사업 매출이 본격적으로 늘어나는 2021~22년에는 마진이 다시 회복세를 나타낼 전망이다.

[표3] 주요 건설사 자체사업 추진 현황

회사	위치	분양 시기	세대수	내용
대우건설	하남 감일	4Q20	496	19년 6월, 2600억 원에 매입
	과천 지식정보타운	2020	1000	4개 블록
	인천 루원	2021	-	2021년 분양 예정 자체사업 총 7개 사업지, 3.7조 원 규모, 8200세대 예상
	아산 탕정	2021	-	
	경기 양주	2021	-	
	김포 풍무	2021	-	
	수원 망포	2021	-	
	부산 범일동	2021	-	
현대건설	송도 B2 블록	1Q20	1525	송도 더 스카이(준자체)
	송도 6·8공구	2Q20	1110	레이크 송도 3차(6차까지 진행)
	서울 가양동	2021	미정	CJ제일제당 부지(1조 원, 컨소시엄)
	서울 구로동	2023	미정	쌍용차서비스센터 부지(1800억 원, 컨소시엄)
GS건설	인천 송도	4Q20	1524	19년 7월, 5100억 원에 매입
	세종 6-3(L1)	2021	미정	GS건설/태영건설/한신공영 컨소시엄
HDC현대산업개발	의정부 주상복합	2021	1092	2016년 토지매입, 분양 지연 중
	용산 철도병원 부지	2021	401	아파트 233세대, 오피스텔 168세대
	광운대 역세권	2021	3086	아파트 2526세대, 오피스텔 560세대
	공릉 역세권 개발	2021	375	아파트 375세대, 상가 4222평
대림산업	평택 용죽	3Q20	583	미착공 PF 사업지(3개)
	거제 고현(2블록)	2021	1098	
	포항 강성	2021	3000	
	인천 검단	2021	3000	
	오산 세마	미정	5650	

자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 주요 5개 건설사 합산 자체분양 추이

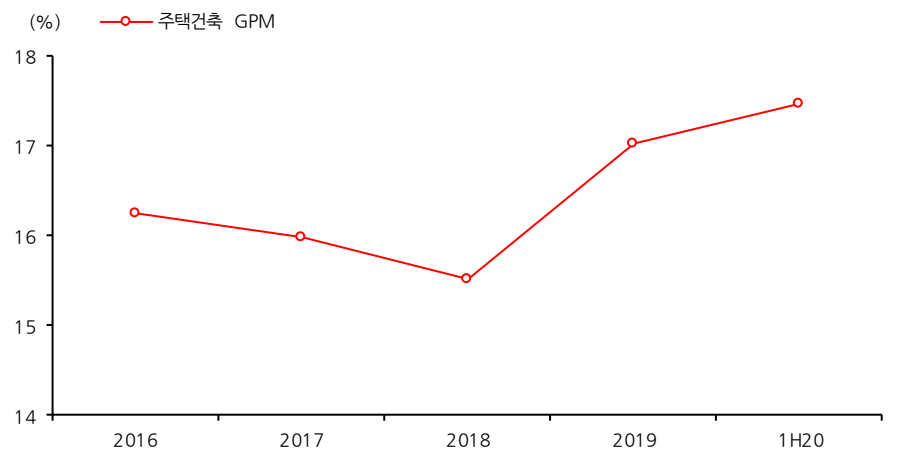


주1: 주요 5개 건설사는 GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발

주2: 2021년 자체분양 물량은 2020년 지연물량 및 계획 발표한 세대수만 합산

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 주요 5개 건설사 주택관련 부문 마진 추이



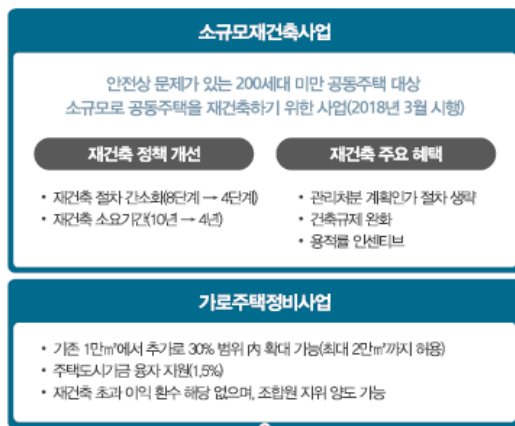
주: 주요 5개 건설사는 GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

3) 중소규모 시장 진입

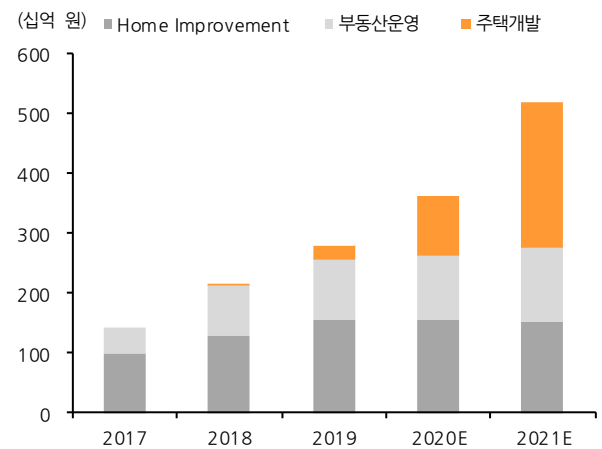
대형 건설사의 시장 장악은 중소규모 시장에서도 이루어지고 있다. GS건설의 자이에스앤디, 현대건설의 현대엔지니어링, 대림산업의 대림건설 등 연결 자회사를 통해 소규모 주택사업으로 본격적인 영역 확장에 나섰다. 소규모 도시정비 사업은 정책적인 측면에서 상대적으로 우호적인 환경임에도 불구하고 사업 규모가 작아 대형 건설사의 진입이 어려웠는데, 자회사를 통해 이러한 한계를 벗어던지기 시작한 것이다. 동시에 이들 자회사의 경우에도 모회사의 브랜드를 활용할 수 있어 중소규모 시장에서의 입지를 다지는데 유리한 점이 있다.

[그림27] 소규모 도시정비 사업에 우호적인 정책



자료: 자이에스앤디, 한화투자증권 리서치센터

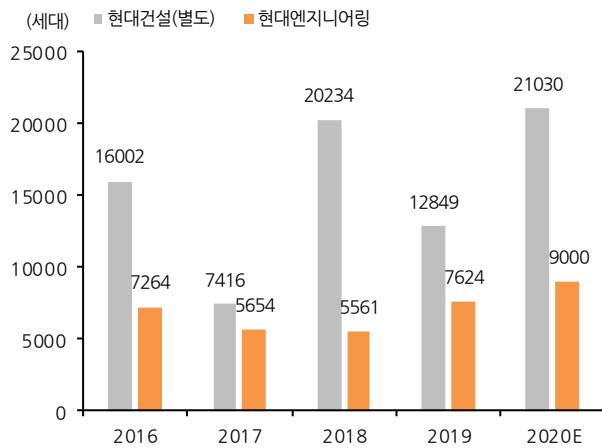
[그림28] 자이에스앤디 부문별 매출 추이 및 전망



주: 2020~21년 매출은 당사 추정치

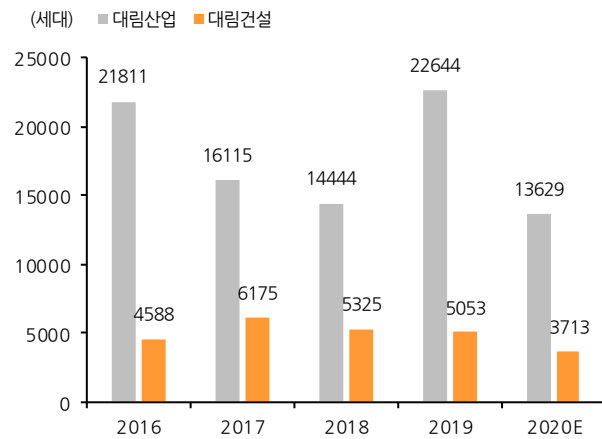
자료: 자이에스앤디, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 현대건설과 현대엔지니어링의 분양 추이 및 계획



자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 대림산업과 대림건설의 분양 추이 및 계획



자료: 대림산업, 대림건설, 한화투자증권 리서치센터

>> 실적 턴어라운드의 시작

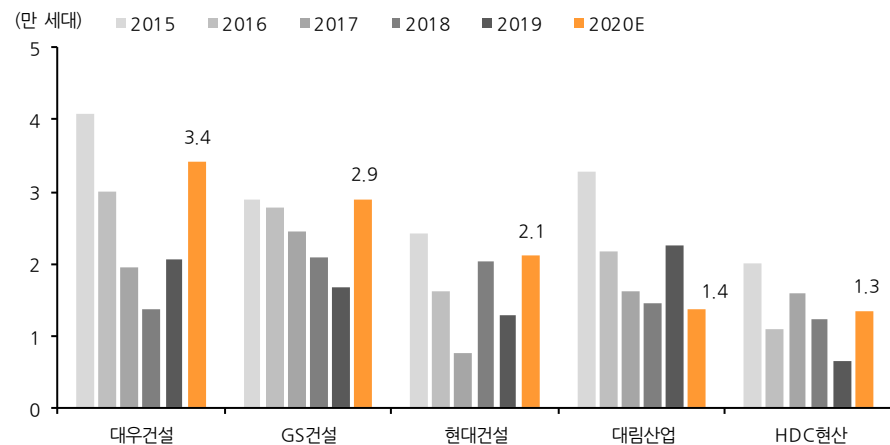
주택 분양공급 증가

대형 건설사의 분양공급 증가는 무려 4년 만의 일이다. 주요 5개 건설사(GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발)의 별도기준 합산 주택 분양은 2015년 14.7만 세대를 기록한 이후 매년 감소가 이어져 2019년에는 7.9만 세대 공급에 그쳤다. 이에 주택 부문 매출 또한 2018년 이후 급격히 줄어들기 시작했는데, 이는 주택 부문의 이익 기여도가 높은 만큼 실적에 대한 우려를 키우는 주범으로 작용하기도 했다.

주택 매출 반등 시작

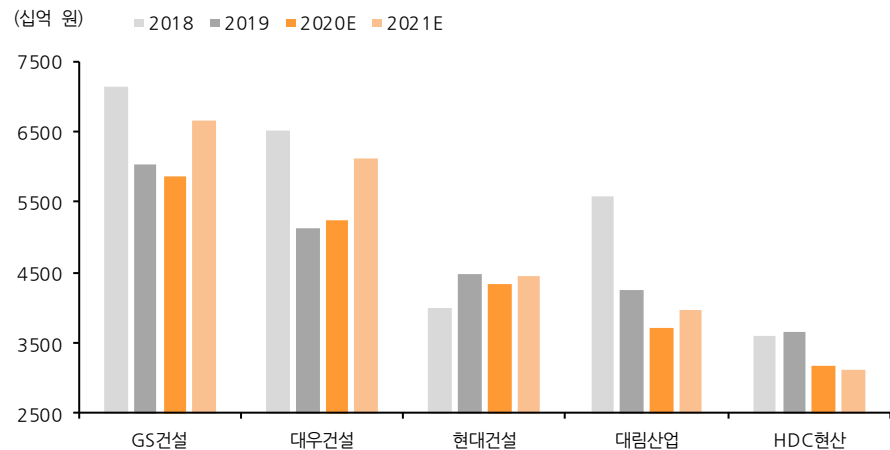
올해와 내년의 분양 물량을 바탕으로 대형 건설사의 주택 매출 반등이 내년부터 본격적으로 시작될 전망이다. 작년부터 분양공급 증가를 일으킨 회사는 올해 3분기부터 이미 주택 매출 회복이 나타나기 시작했으며, 이러한 기조는 내년을 넘어서 그 후년까지도 이어지겠다. 다만, 업체별로 주택 매출의 회복 여부나 그 강도는 다를 수 있는데, 이는 지난 1~2년 동안의 분양 공급 추이를 보면 대략 가늠이 가능하다.

[그림31] 주요 5개 건설사 주택 분양공급 추이



주: 각 사 별도 기준 / 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 주요 5개 건설사 주택 매출 추이 및 전망



주1: GS건설, 대우건설, 대림산업은 주택건축 매출, 현대건설은 별도 주택 매출

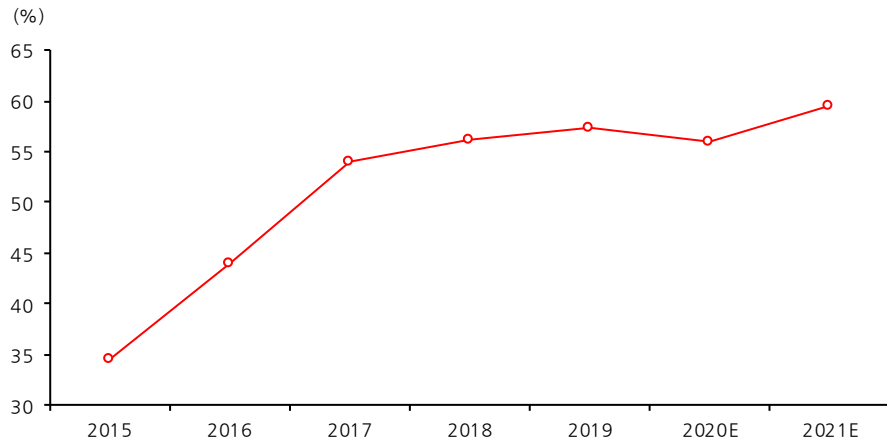
주2: 대림산업 2020년 4분기 성수동 오피스 매각 금액 제외

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

주택의 힘이란

주택 부문 매출이 성장으로 방향성을 잡게 되면 향후 실적에 대해서는 마음이 한결 편해진다. 그 이유는 주택 부문의 이익 기여가 가장 높기 때문인데, 매출총이익률(GPM) 기준 주택 부문의 적정 마진은 15~18% 수준으로 타 공종대비 월등히 높을 뿐만 아니라 수시로 추가 원가가 반영되는 해외부문과 비교했을 때 실적 안정성이 높고, 최근과 같이 분양 시장이 호조를 보이는 시기에는 준공정산이익 등 원가 절감에 따른 추가 이익이 발생하기도 한다. 대형 건설사의 분양 증가가 반가운 이유는 바로 여기에 있다.

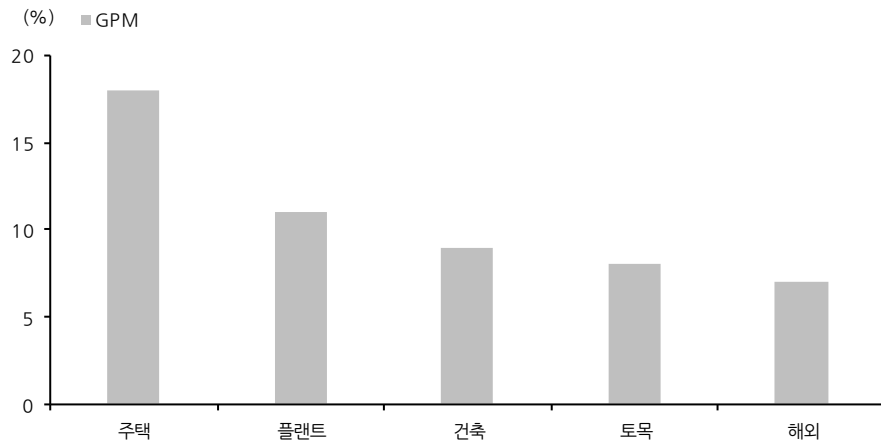
[그림33] 주요 4개 건설사 주택매출 비중 추이 및 전망



주: 주요 4개사는 GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 공종별 적정 마진 수준



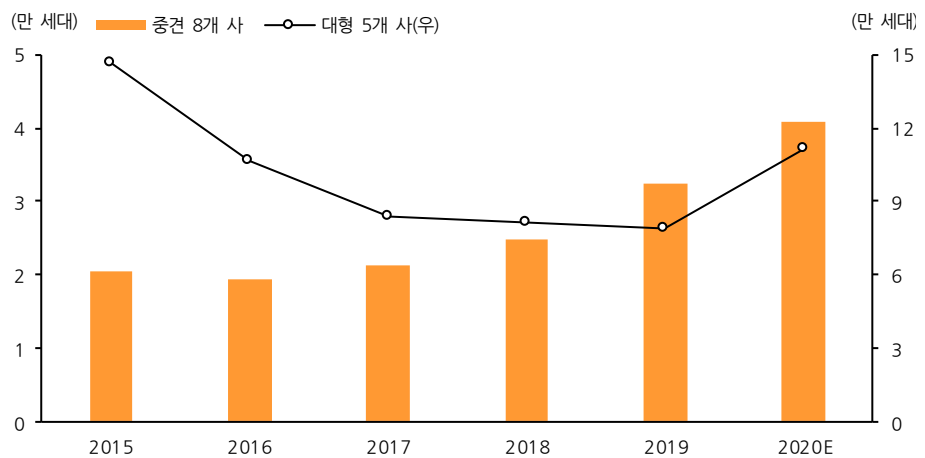
자료: 한화투자증권 리서치센터

4. 중견 건설사: 편안한 실적 지속

2022년까지
편안한 실적 성장

대형 건설사와는 달리 중견 건설사의 분양 공급은 2017년 이후 4년 연속 증가 추세를 이어왔다. 상장사 기준 중견 8개 사 합산 분양 물량은 2016년 1.9만 세대에 불과했으나 2019년에는 3.3만 세대로 늘어났으며, 올해는 약 4만 세대의 공급을 추진 중이다. 이에 주택 부문을 중심으로 한 실적 호조가 수 년간 지속되어 왔는데, 최근 2년 간의 분양 증가가 가팔랐던 만큼 2022년까지도 편안한 실적 성장이 이어질 전망이다.

[그림35] 주요 8개 중견 건설사의 아파트 분양물량 추이

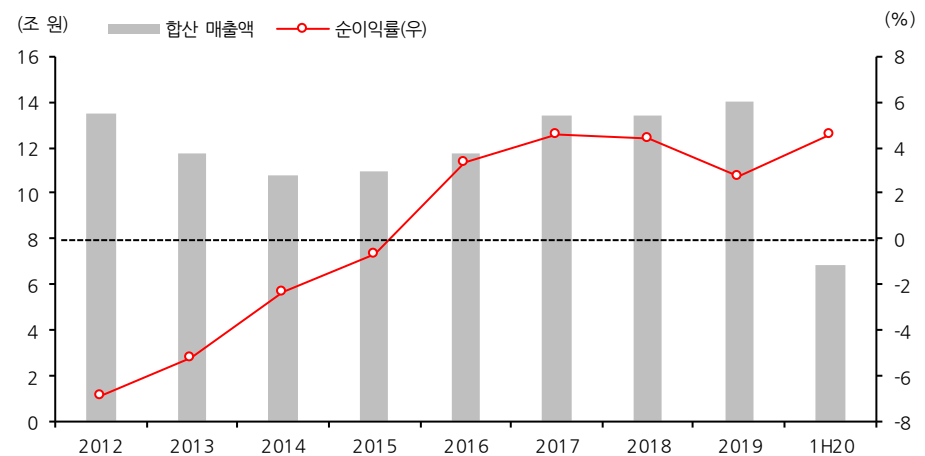


주1: 중견 8개사는 태영건설, 아이에스동서, 대림건설, 코오롱글로벌, 자이에스앤디, 동부건설, 금호산업, 한라

주2: 대형 5개사는 GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, HDC현대산업개발

자료: 각 사, 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 주요 8개 중견 건설사의 실적 추이



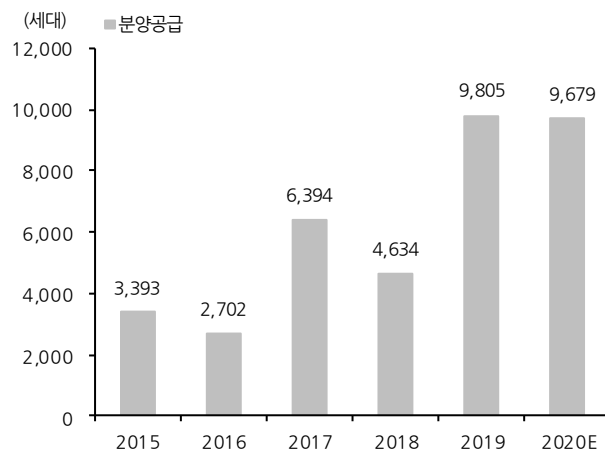
주: 중견 8개사는 태영건설, 아이에스동서, 대림건설, 코오롱글로벌, 자이에스앤디, 동부건설, 금호산업, 한라

자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

선별적인 접근 필요

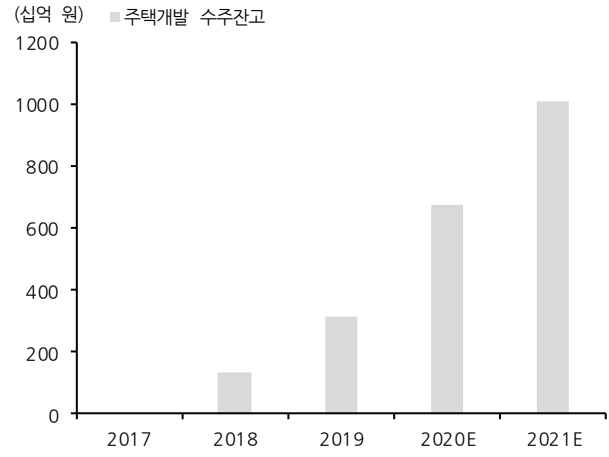
다만, 전국 분양 세대수가 소폭 줄어들 것으로 보는 가운데 대형 건설사의 시장 점유율 확대가 예상되는 만큼 업체별로 선별적인 접근이 필요하다고 판단한다. 최근의 분양 성과를 바탕으로 실적 고성장이 이미 담보되어 있거나 남다른 수주 경쟁력이 있는 업체, 또는 자체개발 사업 확대로 시장과 무관하게 성장을 일으킬 수 있는 업체를 가려볼 필요가 있겠다. 이와 같은 회사로는 코오롱글로벌, 자이에스앤디, 아이에스동서, 한라 등이 있다.

[그림37] 코오롱글로벌 주택 공급 추이



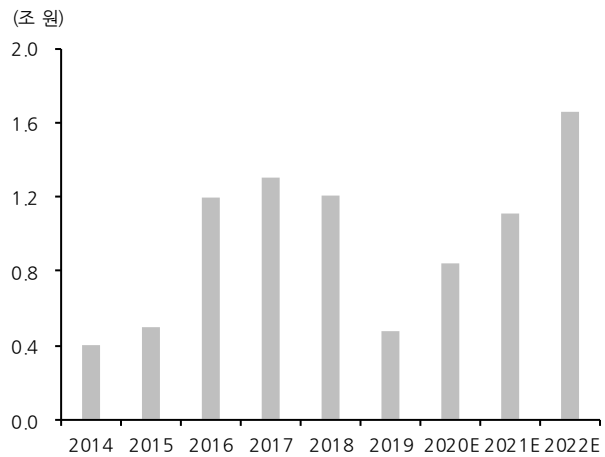
자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 자이에스앤디 주택개발 부문 수주잔고 추이 및 전망



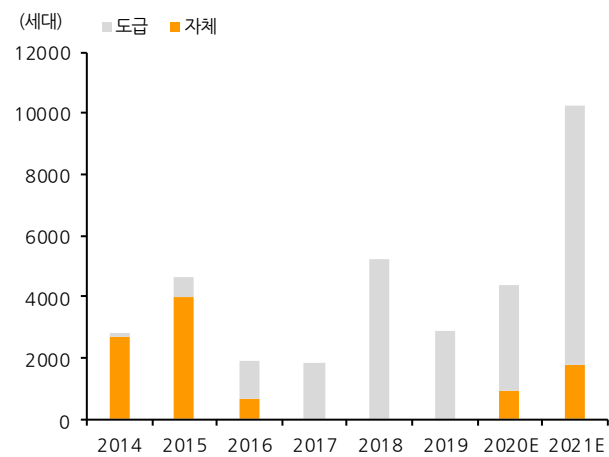
자료: 자이에스앤디, 대림건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 아이에스동서 건설 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 아이에스동서, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 한라 주택 공급 추이 및 계획



자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

IV. 해외건설: 살아날 수 있을까?

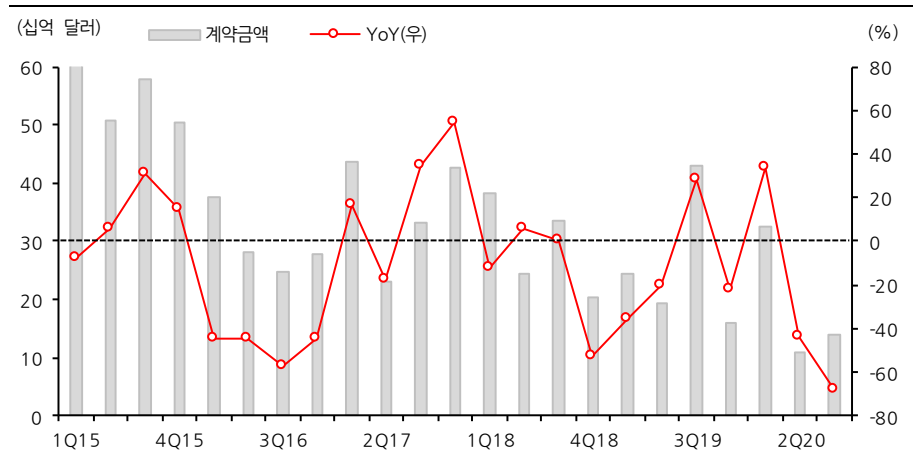
1. 발주 및 수주 현황

2020년 중동 발주금액
큰 폭으로 감소

유가 급락과 코로나 19 확산이 시작된 3월 이후 중동 발주시장의 분위기는 크게 위축됐다. MENA 지역의 발주금액은 2020년 3분기 누적 기준 574억 달러로 전년 동기대비 33.9% 감소했는데, 1분기 발주금액은 전년 동기대비 33% 늘어났던 것에 반해 2, 3분기 발주금액 증감률은 각각 -43%, -68%를 기록하며 분기별로는 2014년 이후 최저 수준을 나타냈다.

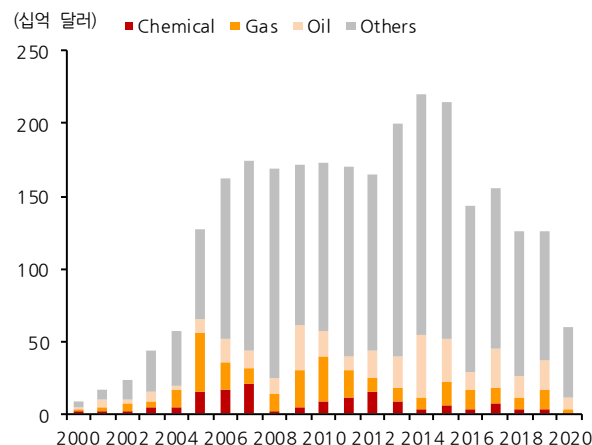
이 중 Construction과 Transport가 각각 25.8%, 18.6%로 전체 발주량의 44.4%로 가장 큰 비중을 차지했으며, Gas/Oil/Chemical의 비중은 각각 7.5%, 16.7%, 10%로 상대적으로 작았다. 2020년은 다수의 대형 가스 프로젝트 발주가 예정되어 있었던 만큼 이를 중심으로 한 수주 회복에 대한 기대감이 높았던 해다. 대표적으로 사우디 자프라(30억 불), UAE 하일엔가사(45억 불), 카타르 LNG(200억 불) 등이 그 예인데, 이들 모두 입찰 일정이 지연되면서 연내 수주결과를 아직 기다리고 있는 상황이다.

[그림41] MENA 지역 분기별 발주금액 추이: 3월 이후 발주금액 급감



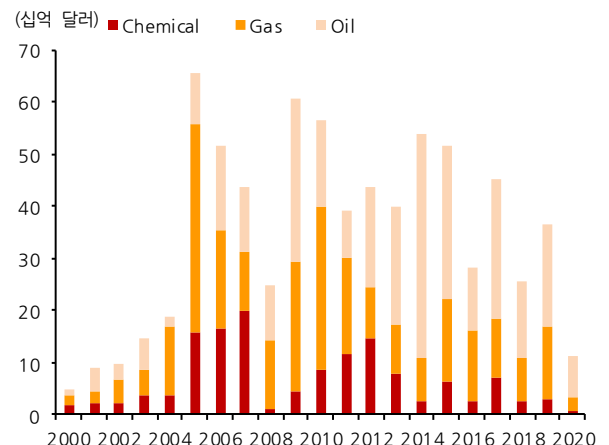
자료: MEED, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] MENA 주요 8개국 발주금액 추이(전 공종)



자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] MENA 주요 8개국 발주금액 추이(석유가스)



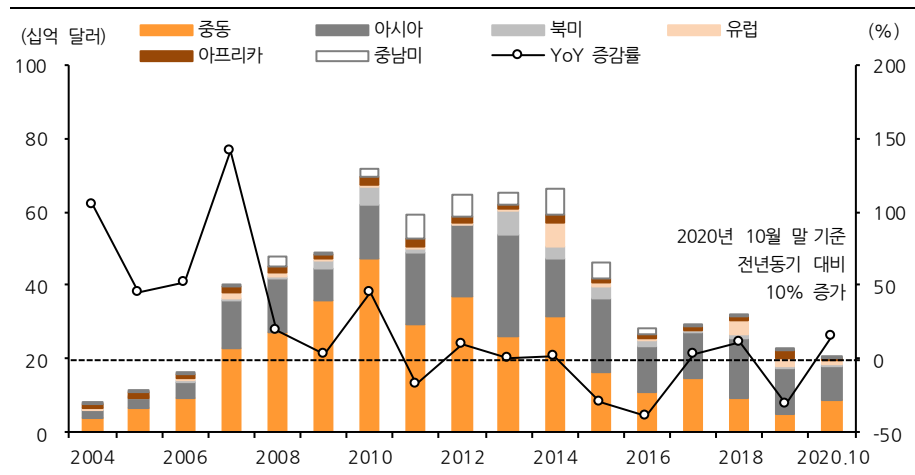
자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

국내 건설사
해외수주 현황

10월 말 기준 해외 수주액은 204억 달러로 전년 동기대비 15% 증가하며 전년 수주액 223억 달러의 약 91.4%를 달성했다. 아시아 지역에서의 수주가 작년 연간 대비 76%에 그치며 다소 부진한 반면, 중동 지역에서의 수주는 전년대비 179%를 기록하며 성과가 두드러졌다. 공종별로는 작년 연간 수주액 대비 대체로 고른 성과를 나타내고 있는데 플랜트 부문이 98.2%로 가장 높고, 건축과 토목이 각각 87.5%, 88.7% 수준이다.

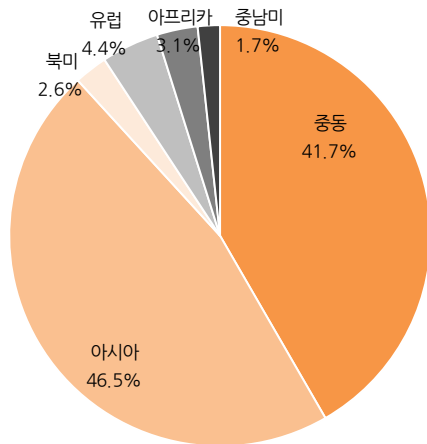
중동 지역에서의 수주는 3월 이전의 성과가 85억 달러 중 67억 달러로 대부분이다. 올해 연초 현대건설의 카타르 빌딩(1.2조 원), 알제리 복합화력발전소(0.7조 원), 삼성물산의 UAE 복합발전(1.2조 원), 삼성엔지니어링의 알제리 HMD 정유(1.9조 원) 등 대규모 수주가 몰리면서 수주 성과가 양호하게 나타났다.

[그림44] 2020년 10월 말 기준, 해외수주액 204억 달러로 YoY +15% 기록



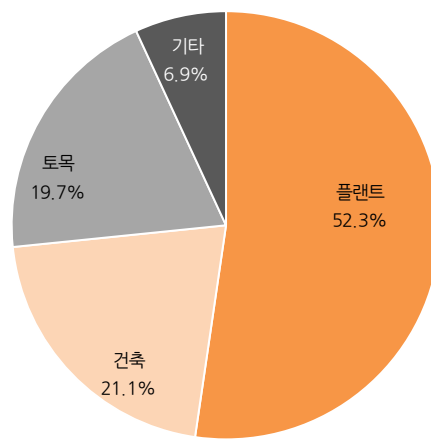
자료: 해외건설종합정보서비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 2020년 10월 누적 수주금액의 지역별 비중



자료: 해외건설협회, 한화투자증권 리서치센터

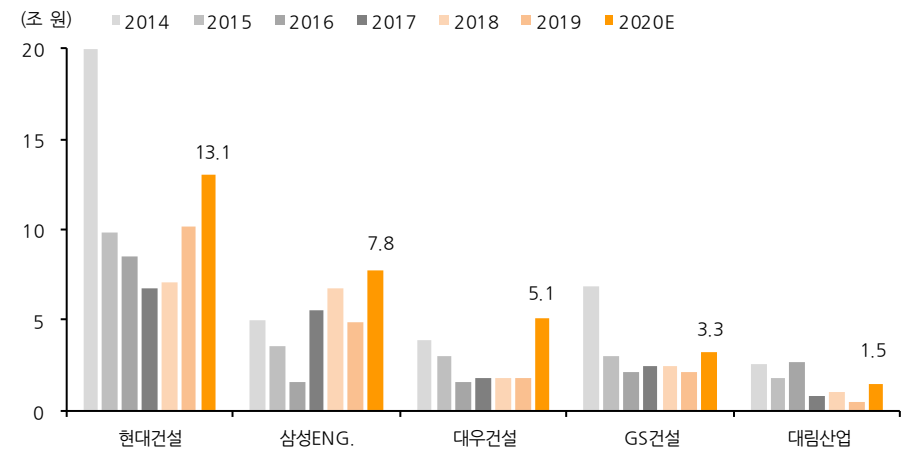
[그림46] 2020년 10월 누적 수주금액의 공종별 비중



자료: 해외건설협회, 한화투자증권 리서치센터

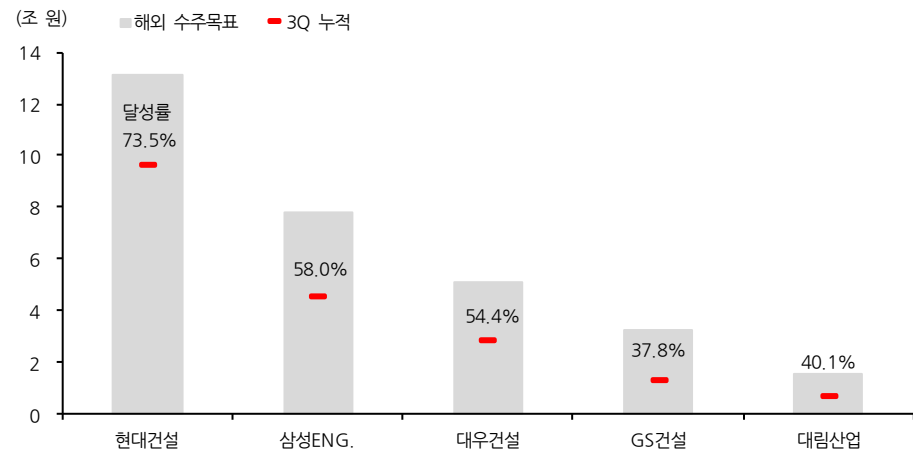
주요 5개 건설사(현대건설, 삼성엔지니어링, 대우건설, GS건설, 대림산업)의 3분기 누적 해외 수주 성과는 18.8조 원(10월 공시 내역 포함)으로 목표 대비 61% 수준이다. 절대 금액으로는 현대건설이 연결기준 9.6조 원으로 가장 크고, 삼성엔지니어링과 대우건설이 각각 4.5조 원, 2.8조 원으로 크다. 목표달성률 기준으로도 현대건설이 73.5%로 가장 양호했고, 삼성엔지니어링과 대우건설이 58%, 54%를 기록했다.

[그림47] 주요 건설사 해외수주 추이 및 목표



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 주요 건설사 해외수주 3Q20 누적 목표 달성률



주: 삼성엔지니어링과 현대건설의 10월 수주공시 내역 포함

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 2020년 해외수주 목표 및 수주 파이프라인

건설사	프로젝트명	규모	수주시기	비고
현대건설 [목표 13.1조 원]	3분기 누적 수주성과	7.6조 원		목표 달성률 58.2%
	이라크 정유공장	2.0조 원	10월	기 수주(10/30)
	이라크 바그다드 트레인	25억 달러	4분기	MOI 체결, 우리분 50%
	홍콩 병원	3억 달러	4분기	
	카타르 병원	5억 달러	4분기	
	사우디 자프라 가스	13억 달러	4분기	현대엔지니어+현대건설, 1개 패키지
	카타르 LNG 플랜트	200억 달러	4분기	입찰 완료, 연내 수주 기대
삼성엔지니어링 [목표 7.5~8조 원]	3분기 누적 수주성과	1.2조 원		목표 달성률 16.0%
	멕시코 도스보카스	3.3조 원	10월	기 수주(10/30)
	말레이시아 사라왁	10억 달러	4Q20	FEED 완료, Early Work 진행 중
	FEED 다수	-	-	현재 1개 수주, 8개 입찰 참여 중
	사우디 자프라 가스	13억 달러	4Q20	1개 PKG 수주 유력, 연내 수주 기대
	롯데케미칼 인도네시아 라인	40억 달러	4Q20	3개 PKG 분할 발주, 4분기 중 투자결정
	UAE 하일앤가사	45억 달러	4Q20	3개 패키지, 11월 초 상입찰 예상
대우건설 [목표 5.1조 원]	3분기 누적 수주성과	2.8조 원		목표 달성률 54.4%
	나이지리아 PHC Refinery	4억 달러	4Q20	원청계약 1Q 체결, 4Q 당사 하청 계약체결 예상
	이라크 토목 다수	-	4Q20	수의 계약 협의 중
GS건설 [목표 3.3조 원]	3분기 누적 수주성과	1.23조 원		목표 달성률 37.8%
	턴어라운드 다수	각 1억 달러	-	UAE, 사우디, 인도네시아 등
	호주 인프라 NEL	20억 달러	4Q20	6/24 입찰 완료, 2개 컨소시엄 경쟁, 협상 지연 중
	터키 PDHPP	10억 달러	4Q20	FEED 수행 완료, EPC 전환 프로젝트, 발주처와 협상 중
	롯데케미칼 인도네시아 라인	40억 달러	4Q20	3개 PKG 분할 발주, 4분기 중 투자결정
	인도네시아 올레핀 FEED	-	4Q20	총 규모 30~40억 달러, '21년 EPC 전환
대림산업 [목표제시X]	3분기 누적 수주성과	0.6조 원		-
	말레이시아 라텍스	1억 달러	4Q20	
	롯데케미칼 인도네시아 라인	40억 달러	4Q20	3개 PKG 분할 발주, 4분기 중 투자결정

주: 음영 표시는 기 수주 프로젝트

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

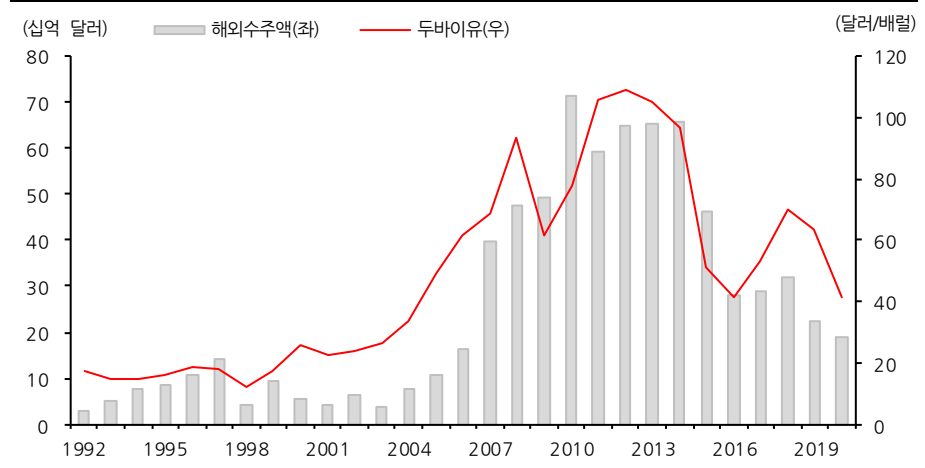
2. 유가와 코로나 19의 영향 지속

비우호적 환경 지속

1) 유가

아쉽게도 해외 발주시장이 단기간 내 개선되기는 쉽지 않을 전망이다. 첫째는 유가 영향 때문이다. 중동 주요 산유국의 재정 상황 악화로 대형 프로젝트의 발주가 어려운 실정이기 때문이다. 중동 주요 국가들의 재정균형 유가는 평균 70달러 대 수준인데 현재 40달러가 채 안되는 유가 수준에서는 재정 여건이 녹록치 않다. 대표적으로 중동 최대 발주국인 사우디아라비아의 경우 유가 급락과 함께 올해 2분기 들어 재정적자가 크게 확대되기도 했다. 국내 건설사가 의미있는 점유율을 확보하고 있는 중동 지역의 발주 전망이 밝지 않다면 쉽사리 국내 건설사의 해외수주 회복을 이야기하기 어렵다.

[그림49] 유가와 해외수주 추이



주: 두바이유는 연평균 가격, 2020년 해외수주는 10월 말 기준

자료: 해외건설협회, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

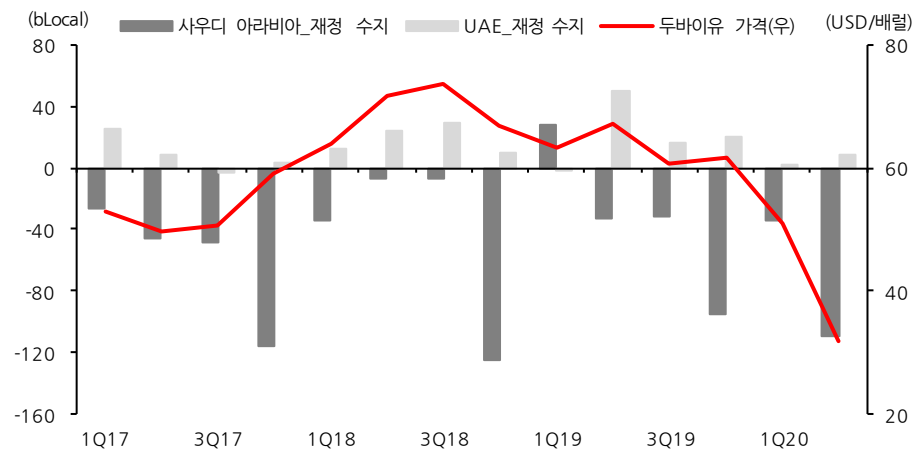
[표5] 중동 주요국의 재정균형유가

(단위: 달러/배럴)

국가	2000~16년	2017년	2018년	2019년	2020년 예상	2021년 예상
UAE	52.5	28.7	28.3	26.3	29.7	17.6
카타르	44.3	46.9	48.7	46.6	42.0	38.1
이라크	82.5	42.3	45.4	52.3	63.6	64.0
쿠웨이트	43.7	45.7	53.6	53.0	64.5	65.7
사우디아라비아	80.0	83.7	88.6	82.6	78.2	67.9
바레인	76.0	112.6	118.4	106.3	93.2	83.4
오만	65.3	96.9	96.7	92.9	104.5	109.5
알제리	102.6	91.4	101.4	106.3	118.2	135.2
평균	68.4	68.5	72.6	70.8	74.2	72.7

자료: IMF(2020.4) Regional Economic Outlook, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 사우디와 UAE의 재정적자 추이

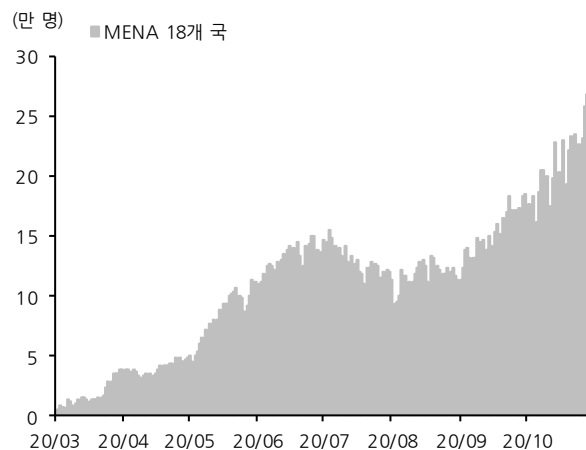


자료: 각 국 재무부, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

- 2) 코로나 19 둘째는 코로나 19의 영향 때문이다. 중동 지역에서의 코로나 19 확산은 여전히 현재 진행형이다. MENA지역 주요 18개 국가의 코로나19 신규 확진자 수는 9월 이후 다시 증가 추세로 접어들어 10월 28일 기준 누적 확진자 수는 260만 명을 넘어섰다. 국내 건설사들이 현재 공사를 진행하고 있는 주요 8개 국가의 신규 확진자 추이는 상대적으로 완만한 상황이지만 하나 이 중에서도 UAE를 비롯해 이라크, 쿠웨이트, 오만 등 일부 국가는 여전히 확진자 수가 늘고 있어 긴장을 늦추기 어렵다.

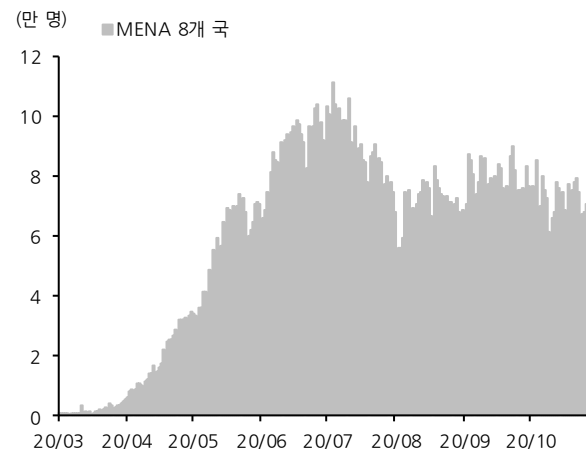
코로나 19는 단기적으로 건설사의 실적이나 주가에 유가보다 더 부정적으로 작용하고 있는 요인이다. 수주 성과를 논하기에 앞서 공사 진행 중인 현장에서 공기 지연이나 공사 중단 등의 사유로 매출 둔화 및 추가원가 반영이 나타나고 있기 때문이다. 더 큰 문제는 이를 단순히 일회성 요인에 따른 단기 실적 부진으로 받아들이지 않는 데 있다. 어렵사리 수주를 받아오더라도 착공은 제 때 할 수 있는지, 착공을 하더라도 공사 진행은 제대로 이루어질 수 있는지의 문제로 불거질 수 있어 해외 익스포저 자체가 리스크의 영역으로 변모할 수 있다. 유가보다 코로나 19가 더 무섭게 느껴지는 이유다.

[그림51] MENA 18개국 코로나 19 신규 확진자 수 추이



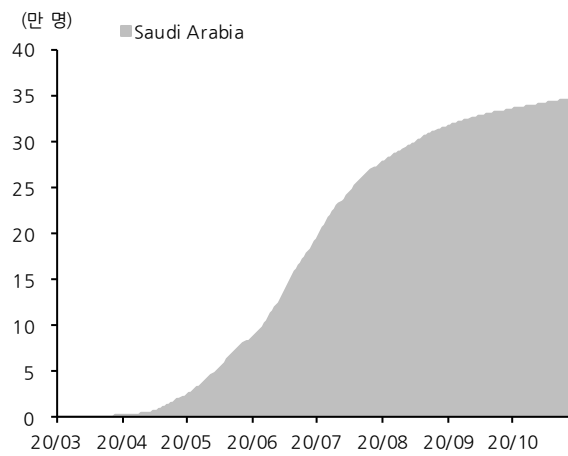
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] MENA 8개국 코로나 19 신규 확진자 수 추이



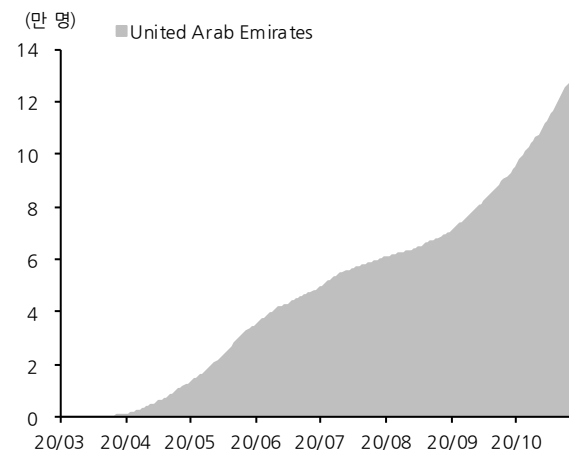
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(사우디아라비아)



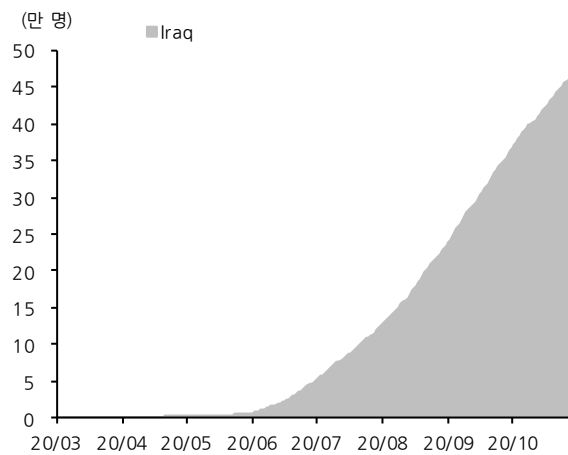
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(UAE)



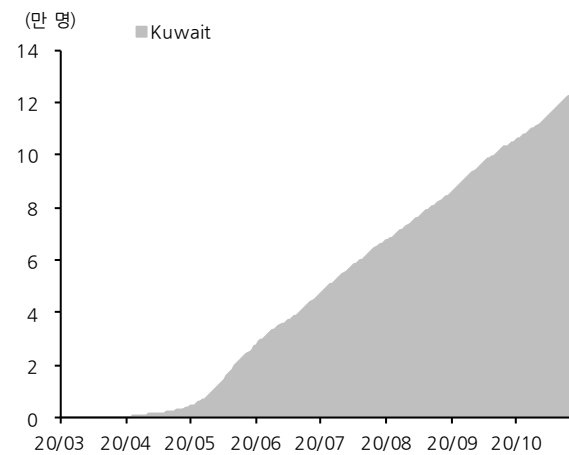
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(이라크)



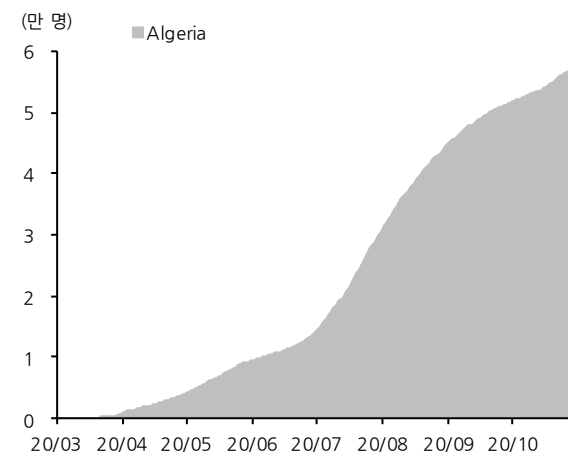
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(쿠웨이트)



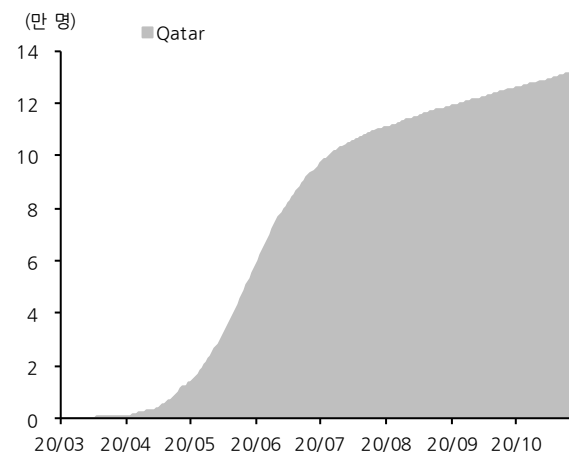
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(알제리)



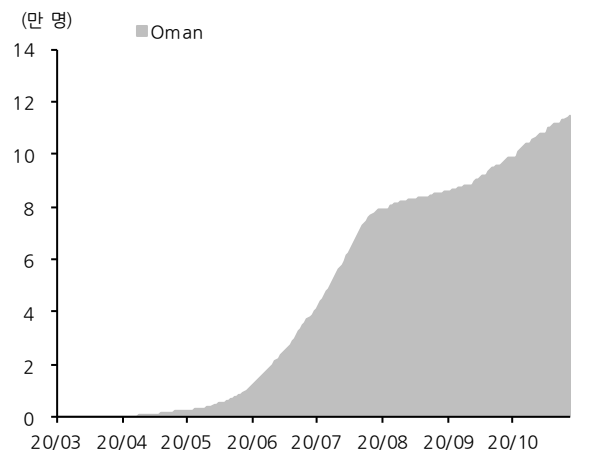
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(카타르)



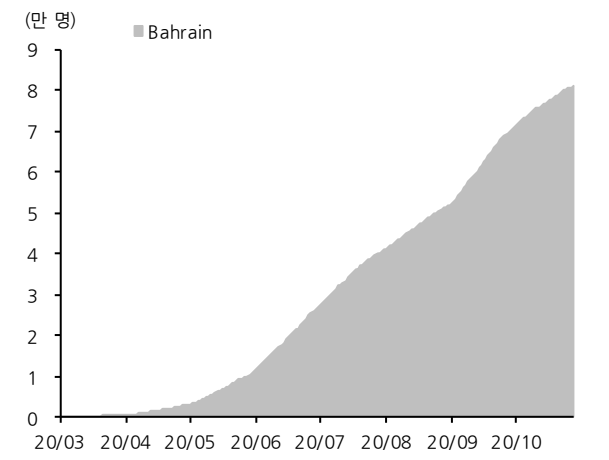
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(오만)



자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 코로나 19 누적 확진자 수 추이(바레인)



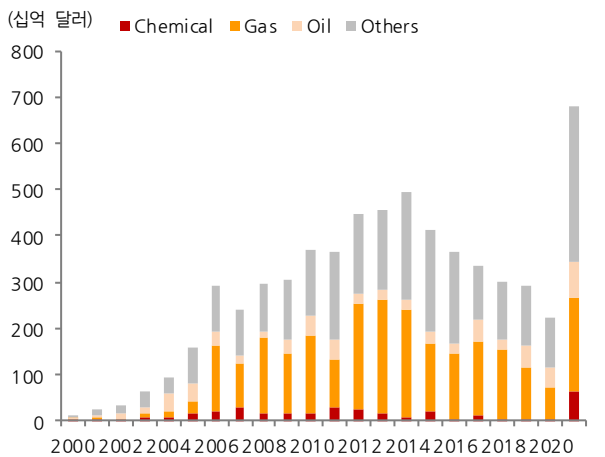
자료: Johns Hopkins CSSE, 한화투자증권 리서치센터

어려운 환경 속에서도

단기간 내 발주시장 환경이 개선되기 어려운 만큼 2021년에도 해외 수주의 양적인 성장을 기대하기는 어려울 전망이다. 하지만 상대적으로 발주가 시급한 대형 가스 프로젝트나 유가 영향이 적은 아시아 지역 및 건축/토목 부문에서의 수주 소식은 계속해서 이어질 것으로 보인다. MENA 지역 주요 8개국의 프로젝트 예산액 추이를 보면 대형 석유가스 공사가 취소 또는 중단되기 보다는 대부분 내년 이후로 지연된 가운데, 올해에도 중동 외 지역이나 토목/건축 부문에서의 수주는 꾸준히 이어져왔다.

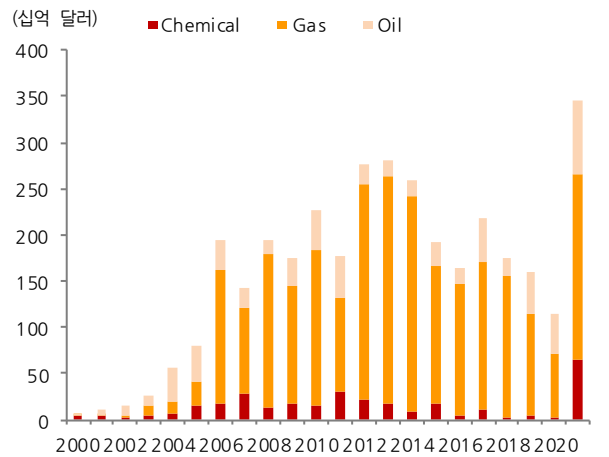
다만, 비우호적 여건이 지속되는 지금과 같은 상황에서는 수주를 받는다 하더라도 착공 및 매출화 지연에 대한 우려가 존재하는 만큼 추세적인 주가 상승을 이끌기 어려울 것으로 예상된다. 지금의 성과에 그치지 않고 그 다음을 기대할 수 있는 분위기가 마련된다면 조금 더 기다림의 시간이 필요하다는 판단이다.

[그림61] MENA 주요 8개국 예산액 추이(전 공종)



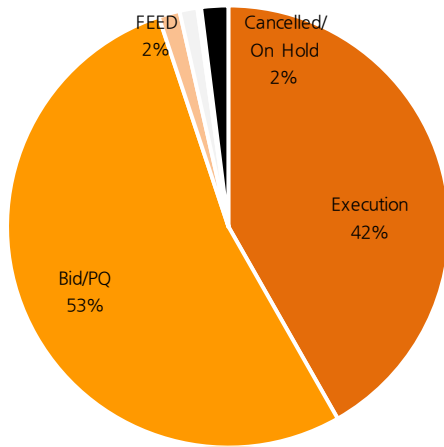
자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] MENA 주요 8개국 예산액 추이(석유가스)



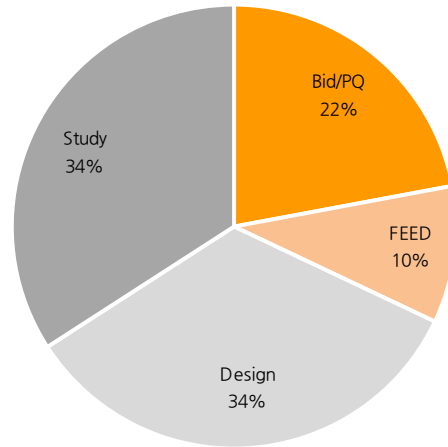
자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] MENA 주요 8개국 '20년 예산액 진행현황 비중



자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] MENA 주요 8개국 '21년 예산액 진행현황 비중



자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 2020년 주요 해외 수주 목록

날짜	건설사	프로젝트	프로젝트 규모	프로젝트 기간
01/02	현대건설	카타르 Lusail Plaza Towers(Plot3, 4)	약 1조 2,223억 원(QAR 3,860백만)	2020.01.12~ 2022.10.29.
01/07	현대건설	싱가포르 퐁골 스포츠센터	약 2700억 원(당사 지분 1900억 원)	착공 후 36개월
01/08	삼성엔지	알제리 Hassi Messaoud 정유	1조 9,372억 원 (전체 4.3조 원, TR 공동 수행)	계약발효일로부터 52개월
01/14	현대건설	알제리 Oumache III 복합화력발전소	약 6,741억 원(지분 79.99%)	실착공일로부터 60개월
01/15	삼성물산	방글라데시 Hazrat Shahjalal 국제공항 확장	약 1조 9197억 원	착공일로부터 48개월
02/05	현대건설/엔지	파나마 메트로 3호선 LOA 접수	약 2조 3,870억 원	착공일로부터 54개월
02/18	삼성물산	UAE Fujairah F3 복합발전	약 1조 1,554억 원	착공일로부터 38개월
02/18	대우건설	싱가포르 주룽 이스트 환승역	약 1,680억 원(SGD 1.97억)	약 84개월
04/19	현대엔지	캄보디아 이온물 3호점	2,000억 원	착공 후 약 27개월
04/20	GS 건설	싱가포르 ITTC(Integrated Train Testing Centre)	5,514억 원	2020. 05.11~2024.12.30.
04/22	현대엔지	대만 다탄 복합화력발전소	4,200억 원	2020.05.13~2025.11.13
05/13	대우건설	나이지리아 LNG 액화플랜트 7기	약 2.1조 원	
07/20	대우건설	싱가포르 주룽 Line J109	약 2,770억 원(당사 지분 60%)	계약 서명일로부터 46.5개월
07/27	현대건설	홍콩 유나이티드 크리스천 병원공사	약 4,259억 원	
08/04	대우건설	홍콩 판링 우회도로 공사	약 2,600억 원(당사 지분 48%)	착공 후 59개월
09/13	현대엔지	인도네시아 발릭파판 정유공장 프로젝트(추가)	2,017억 원	착공일로부터 48개월
09/18	현대건설	필리핀 남북철도 제 1 공구 공사	약 6,700억 원(지분 57.5%)	
10/08	대림산업	필리핀 남북철도 제 2 공구 공사	3,626억 원	실착공일로부터 48개월
10/30	삼성엔지니어링	멕시코 도스보카스	약 3.3조 원	39개월
10/30	현대건설	이라크 바스라 정유공장 고도화설비	2.0조 원	2021. 01.10~2025.07.09.

주: 중동 외 지역 수주는 음영처리

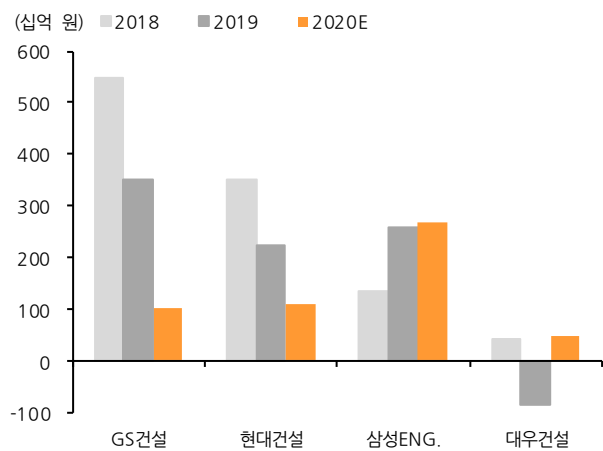
자료: 각 사, 산업 자료, 한화투자증권 리서치센터

3. 건설사 실적에 미치는 영향

2020년 해외부문 실적

코로나 19의 영향은 당장 올해 대형 건설사들의 해외부문 실적에도 부정적 영향을 미쳤다. 코로나 19로 인해 해외 현장의 공사 중단이나 지연 등이 발생하면서 이에 대한 추가 원가분을 매 분기 선반영했기 때문이다. 이에 따라 해외 부문의 원가율도 대체로 전년대비 높아졌는데, 이는 올해 대형 건설사에 대한 실적 기대감을 낮추는 가장 큰 요인으로 작용하기도 했다.

[그림65] 주요 건설사 해외관련 부문 매출총이익

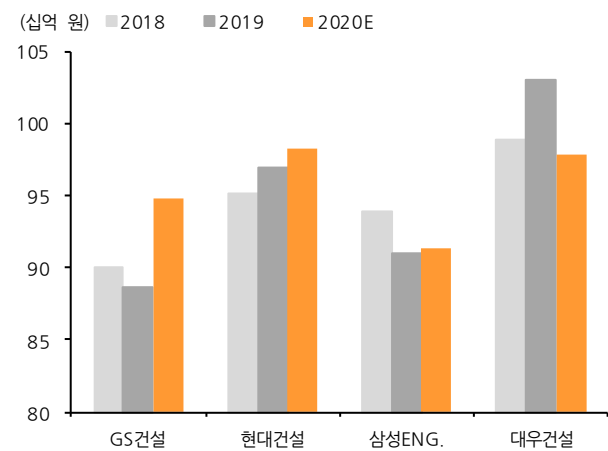


주1: 2020년 수치는 당사 추정치

주2: 삼성엔지니어링은 화공부문, 대우건설은 플랜트/토목부문으로 해외 대체

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 주요 건설사 해외관련 부문 매출원가율



주1: 2020년 수치는 당사 추정치

주2: 삼성엔지니어링은 화공부문, 대우건설은 플랜트/토목부문으로 해외 대체

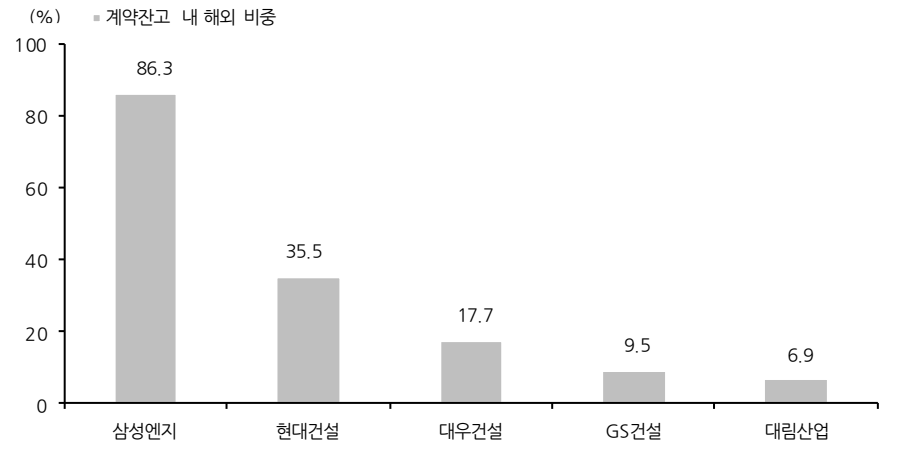
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

향후 해외부문 실적은?

대형 건설사의 2021년 실적이 주택을 중심으로 개선될 것으로 전망되는 가운데 한 가지 변수로 작용할 수 있는 요인은 해외부문 실적이다. 내년에도 코로나 19가 지속된다면 전제 하에 수주잔고 내 해외 익스포저가 큰 경우 실적 변동성을 고려해 접근할 필요가 있다고 판단한다. 2020년 3분기 말 기준, 수주잔고 내 해외 익스포저는 삼성엔지니어링 86.3% > 현대건설 35.5% > 대우건설 17.7% > GS건설 9.5% > 대림산업 6.9% 순으로 크다.

다만, 이라크 사업장 철수처럼 공사 중단을 유발하는 이벤트가 없다면 코로나 19에 따른 대규모 추가 원가 반영은 제한적이라고 판단하며, 더군다나 올해 초부터 해외 현장에 대한 추가 원가가 반영됐던 만큼 기저가 깔려있다는 점도 고려할 필요가 있겠다. 무엇보다 코로나 19에 따른 추가 원가 반영은 건설사의 귀책 사유가 아닌 천재지변에 따른 것이고, 손실이 아닌 비용의 선반영 개념이기에 환입의 가능성도 완전히 배제할 수 없는 상황이다.

[그림67] 주요 건설사 해외 익스포저 현황



주: 2020년 3분기 말 수주잔고 기준, 현대건설 연결 기준, GS건설 이니마 제외
 자료: 각 사, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 현대건설 주요 해외 공사 리스트 및 계약잔액

공사명	발주처	공사착공일	완공예정일	계약잔액(백만 원)
인도네시아 RDMP Balikpapan(현대엔지니어링)	PT. Pertamina(Persero)	2018-12-10	2023-07-26	2,615,156
사우디 마잔 오일처리 시설 신설 및 확장(현대건설)	Saudi Aramco	2019-05-27	2022-10-30	1,629,359
사우디 마잔 가스처리 공장 부대시설(현대건설)	Saudi Aramco	2019-05-27	2022-10-30	1,405,939
카타르 루사일 플라자 타워(현대건설)	Lusail Real Estate Development Co	2020-01-12	2022-10-29	1,208,456
폴란드 Polimery Police PDH/PP Project(현대엔지니어링)	PDH Polska S.A. (Grupa Azoty)	2019-05-11	2022-11-30	1,172,428
리비아 트리폴리 웨스트 화력발전소(현대건설)	GECOL	2010-07-19	2020-12-31	721,057
Datan Add on CCPP-7 Expansion Project(현대엔지니어링)	Mitsubishi Corporation	2020-03-30	2024-01-01	411,204
싱가폴 투아스 터미널 2 단계(현대건설)	Maritime And Port Authority Of Singapore	2018-03-07	2027-03-07	365,677
베트남 Long Son Petrochemicals-Utility Plant(현대엔지니어링)	Long Son Petrochemicals Co., Ltd.	2018-07-13	2023-02-13	291,975
방글라데시 마타바리 석탄화력발전소 항만(현대건설)	CPGCBL	2017-08-21	2024-01-21	270,624

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 삼성엔지니어링 주요 해외 공사 리스트 및 계약잔액

품목	발주처	수주일자	계약상 완성기한	수주잔고(백만 원)
Saudi Aramco HUGRS Project	Aramco Asia Japan	2019년 12월	2023년 04월	2,102,900
UAE ADNOC Refining CFP	ABU DHABI OIL REFINING COMPANY	2018년 02월	2022년 08월	1,645,200
Oman Duqm Refinery Project Pkg.2	Duqm Refinery&Petrochemical	2018년 06월	2022년 04월	715,500
Vietnam LSP HDPE/PP Project	Long Son Petrochemicals Co.,Ltd.	2018년 09월	2022년 12월	457,700
TOP UJV	TOP	2018년 11월	2023년 08월	420,500

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표9] GS 건설 주요 해외 공사 리스트 및 계약잔액

공사명	발주처	계약일	완공예정일	계약잔액(백만 원)
싱가포르 ITC Project	Land Transport Authority	2020-05-11	2024-12-30	549,204
싱가포르 Contract N101	Land Transport Authority	2018-12-26	2026-11-30	514,820
싱가포르 Thomson-East Coast Line Contract T301	Land Transport Authority	2016-03-18	2024-02-28	471,749
이라크 Karbala Refinery Project	State Company for Oil Projects	2014-04-22	2022-02-16	404,881
태국 HMC PP Line 4 Project	HMC Polymers Co., Ltd.	2019-09-10	2022-09-30	238,860

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 대림산업 주요 해외 공사 리스트 및 계약잔액

공사명	발주처	계약일	완공예정일	계약잔액(백만 원)
사우디 DSA Maaden Ammonia III 현장(사우디 법인)	Saudi Arabian Mining Company	2018-10-22	2022-03-31	408,301
터키 DIG Canakkale 교량 현장	Canakkale Highway And Bridge Construction Investment And Operation	2018-03-16	2021-12-31	400,398
싱가폴 JurongLineJ110 현장	LAND TRANSPORT AUTHORITY	2020-02-13	2026-12-31	148,641
알제리 Kais CCPP 사업팀	Sonelgaz	2014-02-19	2022-12-31	126,020
베트남 Thai Binh2 PP 사업팀	PVC	2012-05-22	2022-05-19	88,126

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 대우건설 주요 해외 공사 리스트 및 계약잔액

공사명	계약일	완공예정일	계약잔액(백만 원)
오만 DUQM REFINERY PJ	2018년 06월	2022년 05월	504,454
나이지리아 NLNG T7 OFFSHORE PJ (MILANO)	2020년 05월	2025년 11월	475,333
인도 MUMBAI TRANS-HARBOR LINK PJ	2018년 03월	2022년 09월	387,733
싱가포르 Woodlands PJ	2018년 04월	2021년 01월	225,452
이라크컨테이너터미널 PJ	2019년 10월	2021년 10월	191,228

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

V. 결론: 2021 년 실적은 원더풀

1. 주가 및 밸류에이션

2020년 건설업
주가 리뷰

2020년 10월 말 기준 연초 이후 주가상승률은 건설 업종이 -8.1%로 KOSPI의 +4.2%보다 12.3%p 낮았다. 코로나 19로 인한 주가 하락 전까지 건설업과 KOSPI와의 주가 성과 차이는 크지 않았으나 이후 주가 회복 시기에 들어서면서 건설업은 상대적으로 소외됐다.

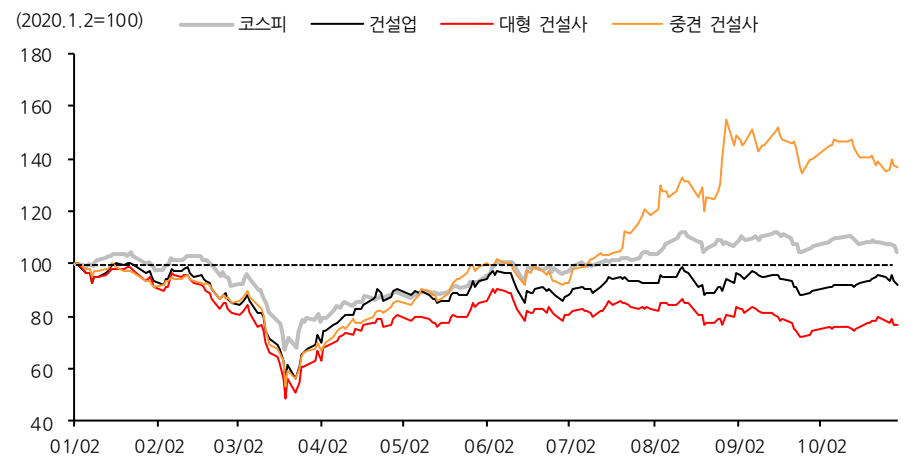
중견 건설사 > 대형 건설사

특이점은 대형 건설사와 중견 건설사의 주가 괴리가 크게 벌어졌다는 점이다. 당사 조사분석 대상 종목 위주로 살펴보면, 대형 건설사는 KOSPI 및 건설업 지수 대비 주가가 부진했던 반면, 중견 건설사는 이를 모두 크게 아웃퍼폼했다. 대형 건설사의 경우 해외 코로나 19 확산의 여파로 실적에 부정적 영향을 받았으나 중견 건설사는 국내 주택 중심으로 실적이 안정적인 성장세를 보이는 가운데 폭력, 폐기물 등 신사업 확장에 따른 멀티플 개선까지 더해졌기 때문이다.

국내 > 해외

종목별로는 코오롱글로벌의 주가 상승률이 +81.4%로 가장 돋보였고, 자이에스앤디 +35.6%, 아이에스동서 +16.5%, 한라 +11.8% 순이었다. 이번 자료에 포함되어 있진 않지만 이 밖에 태영건설 +69.7%, 동부건설 +32.5%, 대림건설 17.2% 등도 주가 성과가 뛰어났다. 한편, 대형 건설사 6개 사(GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, HDC현대산업개발)는 모두 마이너스 수익률을 기록했으며, 그 중에서도 해외 익스포저가 큰 업체들의 주가가 상대적으로 더 부진한 모습을 나타냈다.

[그림68] KOSPI 및 건설업의 연초 이후 주가수익률

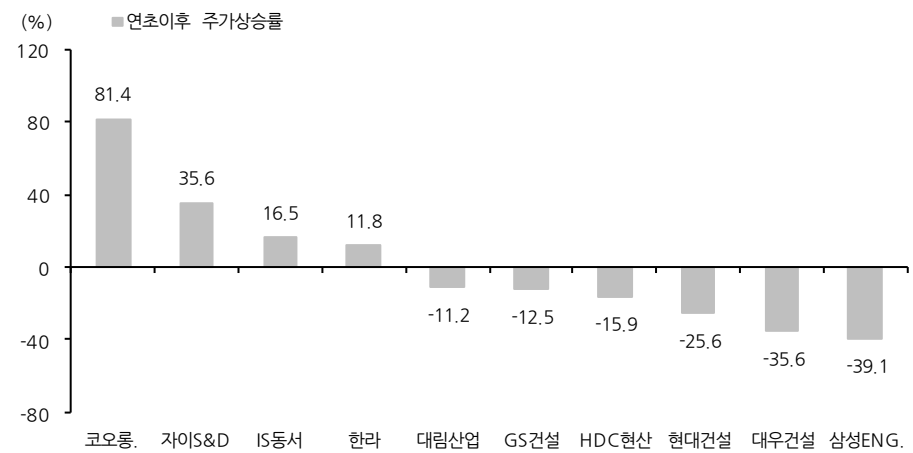


주1: 대형 건설사는 GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, HDC현대산업개발

주2: 중견 건설사는 코오롱글로벌, 자이에스앤디, 아이에스동서, 한라

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 주요 건설사별 연초 이후 추가수익률

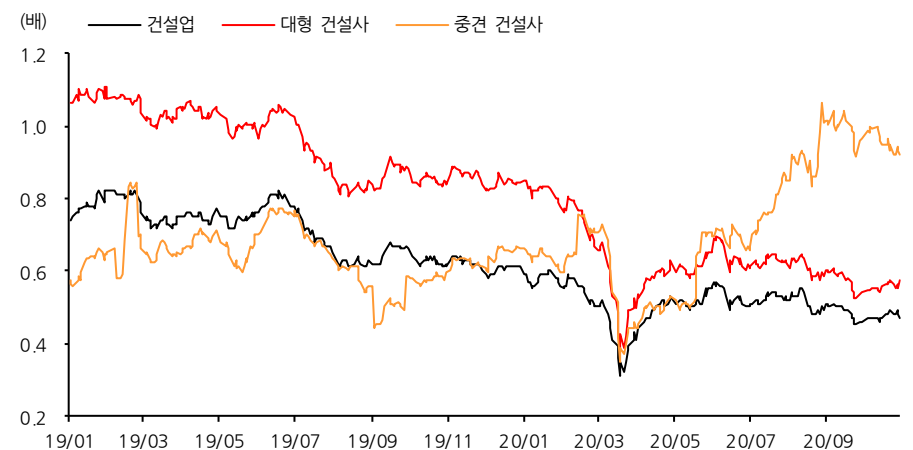


자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

뒤바뀐 밸류에이션 레벨

이로 인해 대형 건설사와 중견 건설사의 밸류에이션 레벨도 뒤집혔다. 중견 건설사의 멀티플이 크게 개선된 데는 풍력과 폐기물 등 신사업에 대한 긍정적 평가가 이루어진 영향도 있었지만 그 외에 실적이 확연하게 성장하는 구간이었다는 점도 한 몫 했다. 중견 건설사는 2017년 이후 꾸준히 늘어난 분양 물량을 바탕으로 주택 중심의 실적 성장이 이어지며 매 분기 기대 이상의 실적을 시현해왔기 때문이다. 반면, 대형 건설사는 그 전까지 밸류에이션 할증 요인으로 작용했던 해외 수주에 대한 기대감이 사라진 가운데 주택 매출 감소와 해외 추가원가 반영으로 시장 컨센서스를 대부분 하회했다.

[그림70] 건설업 12M Fwd. P/B 밸류에이션 추이

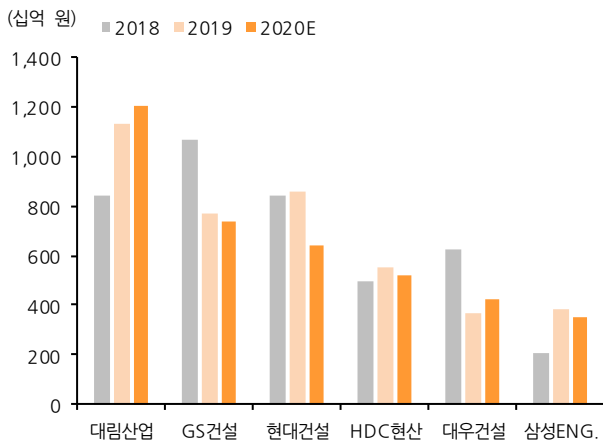


주1: 대형 건설사는 GS건설, 대우건설, 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, HDC현대산업개발

주2: 중견 건설사는 코오롱글로벌, 자이에스앤디, 아이에스동서, 한라

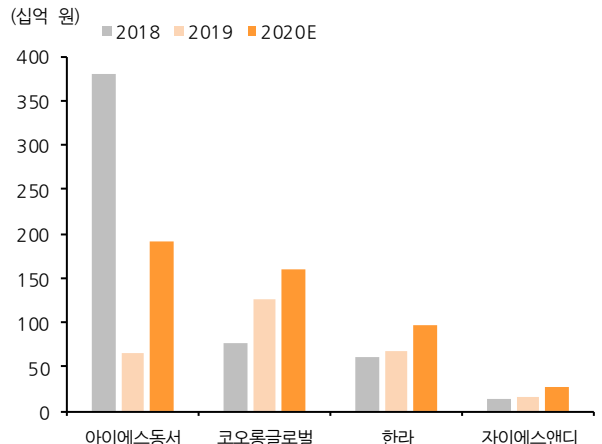
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 2018~20년 대형 건설사 영업이익 추이



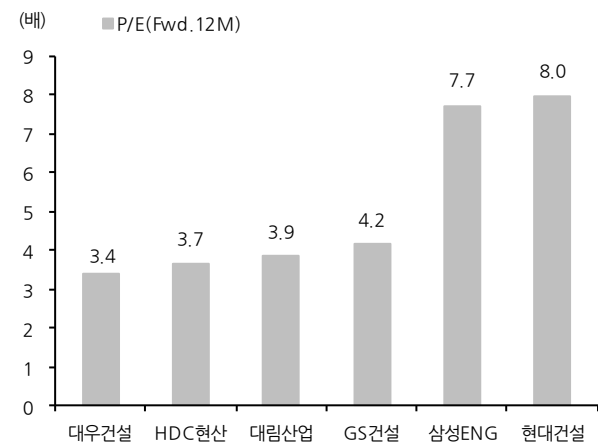
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 2018~20년 중견 건설사 영업이익 추이



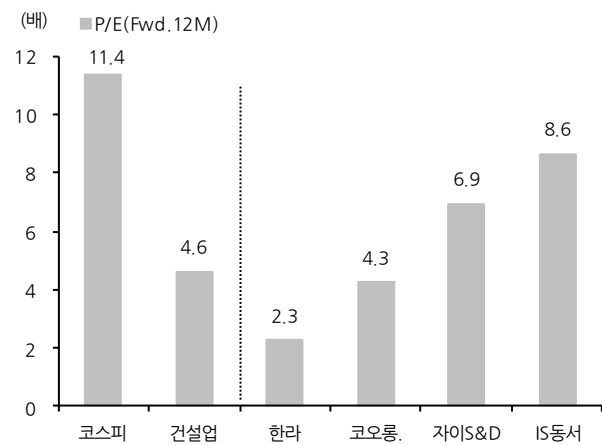
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 대형 건설사 12M Fwd. P/E



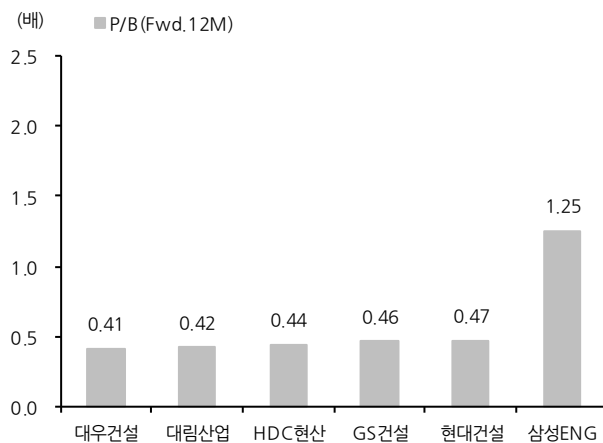
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 중견 건설사 12M Fwd. P/E



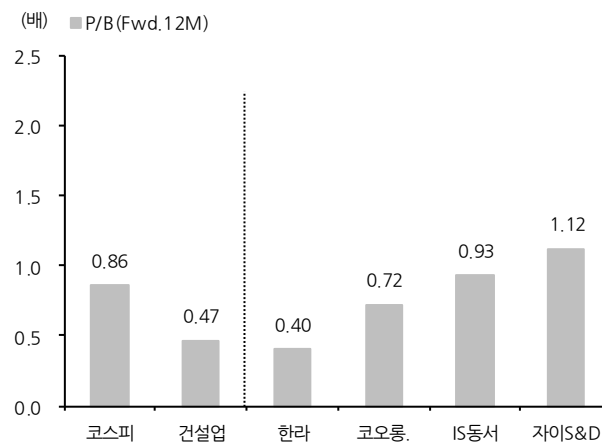
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 대형 건설사 12M Fwd. P/B



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 중견 건설사 12M Fwd. P/B



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

2. 투자전략

주택은 파워풀

2019~20년 분양 성과를 바탕으로 2021년 건설사의 실적 개선이 두드러질 것으로 예상된다. 특히, 중견 건설사의 실적 호조가 지속되는 가운데 대형 건설사의 실적 턴어라운드가 이제 시작된다는 점에서 더욱 긍정적이다. 주요 5개 대형 건설사의 2020년 주택 분양은 전년대비 40% 늘어나 무려 4년 만의 증가가 예상된다. 주택 부문은 다른 공종에 비해 압도적으로 이익 기여가 높기 때문에 주택 매출이 성장으로 방향성을 잡게 되면 향후 실적은 마음 편히 맞이할 수 있다.

업종 투자의견 'Positive'

이에 따라 건설 업종에 대한 투자의견을 'Positive(긍정적)'로 유지한다. 1) 주거용 건축(주택)을 중심으로 한 국내 건설 수주의 회복이 강하게 나타나는 가운데 2) 기 수주 및 분양 성과를 바탕으로 대형 건설사의 본격적인 실적 개선이 나타날 전망이다. 3) 2020~21년 건설업 ROE는 각각 9.5%, 10.7%로 KOSPI의 6.0%, 8.2%를 크게 넘어서는 반면, 건설업종의 12개월 선행 기준 P/B는 0.5배로 KOSPI 0.9배와의 괴리가 여전히 크다.

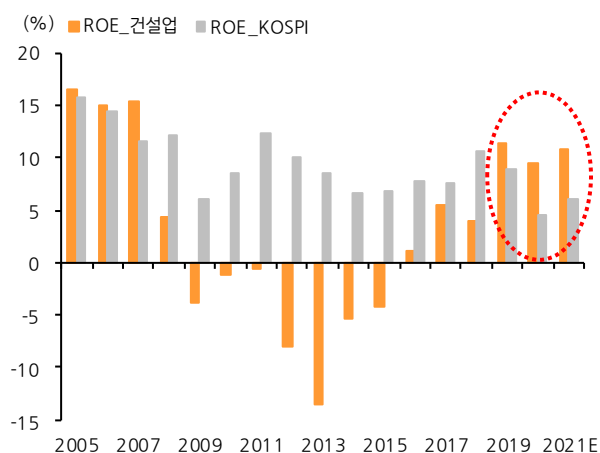
대형건설사 > 중견건설사

주가 측면에서 봤을 때, 중견 건설사보다는 대형 건설사에 더 많은 기회가 있을 것으로 보인다. 중견 건설사의 편만한 실적은 내년에도 이어지겠지만 분양 시장 내 대형 건설사의 점유율 확대가 예상되는 만큼 업체별로 선별적인 접근이 필요하다는 판단이다. 반면, 주택을 중심으로 한 대형 건설사의 실적 턴어라운드는 내년부터가 시작인데, 양호한 실적을 시현하는 과정에서 극도로 낮아진 밸류에이션의 회복도 기대할 수 있겠다.

종목 선호도

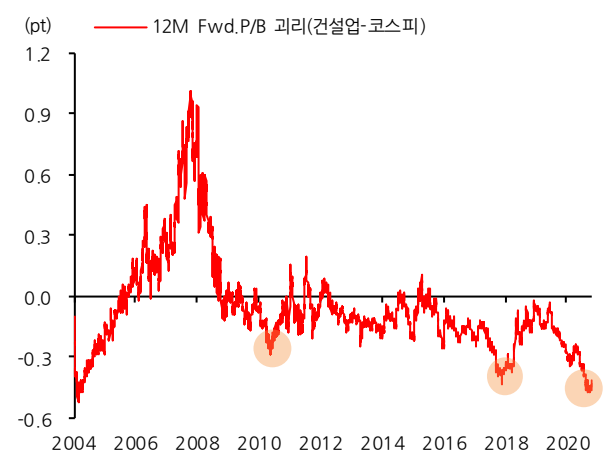
GS건설을 업종 내 최선호주로 제시한다. 2021년 주택 중심의 실적 턴어라운드가 기대되며, 중장기적으로는 이니마(수처리), 모듈러, 베트남 개발, 데이터센터 운영 등 신사업 부문의 성장이 기대된다. 차선호주로는 대우건설을 제시한다. 최근 2년 간 분양 공급이 가장 가파르게 증가했고, 2021년 3.7조 원 규모의 자체사업 분양을 계획하고 있어 대형 건설사 중 주택 실적 성장이 가장 두드러질 전망이다. 현대건설은 관심주로 제시하는데, 주택을 포함한 전체적인 수주 성과가 압도적으로 양호했던 만큼 향후 외형 성장의 방향성은 가장 탄탄하다.

[그림77] 2020~21년 건설업 ROE, KOSPI ROE 상회 전망



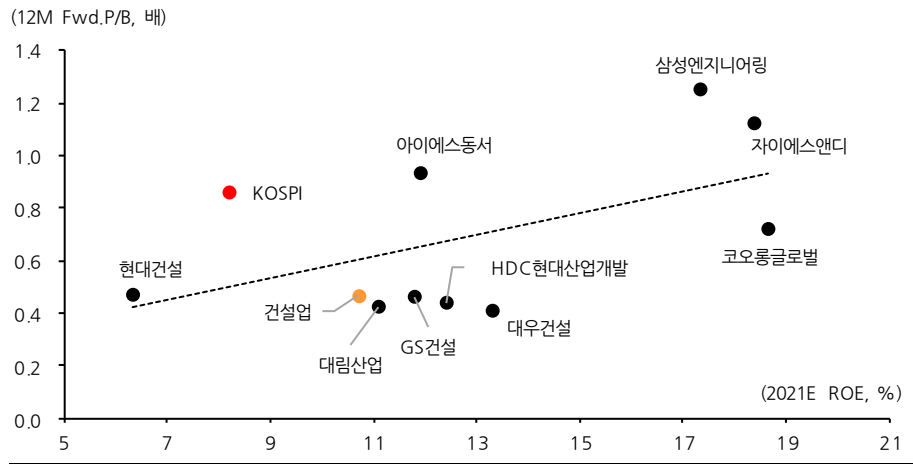
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] KOSPI와 건설업의 12개월 선행 P/B 괴리



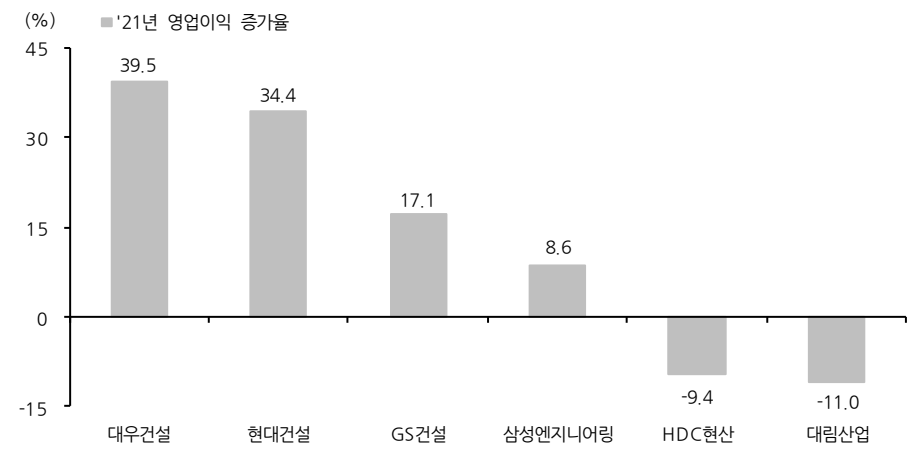
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 주요 건설사 ROE-P/B 차트



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 2021년 시장 컨센서스 기준 영업이익 증감률



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 당사 커버리지 6개 건설사의 2021년 예상 매출 및 영업이익

(단위: 십억 원)

기업		2019	2020E	2021E	YoY (%, %p)	기업		2019	2020E	2021E	YoY (%, %p)
GS건설	매출액	10,417	10,033	10,548	5.1	대림산업	매출액	9,700	10,514	10,501	-0.1
	영업이익	767	741	868	17.1		영업이익	1,130	1,202	1,070	-11.0
	영업이익률(%)	7.4	7.4	8.2	0.8		영업이익률(%)	11.7	11.4	10.2	-1.2
대우건설	매출액	8,652	8,171	9,560	17.0	삼성엔지니어링	매출액	6,368	6,525	6,736	3.2
	영업이익	364	427	595	39.5		영업이익	385	349	379	8.6
	영업이익률(%)	4.2	5.2	6.2	1.0		영업이익률(%)	6.1	5.3	5.6	0.3
현대건설	매출액	17,279	17,085	18,051	5.7	HDC현대산업개발	매출액	4,216	3,739	3,892	4.1
	영업이익	860	645	867	34.4		영업이익	551	518	469	-9.4
	영업이익률(%)		3.8	4.8	1.0		영업이익률(%)	13.1	13.9	12.1	-1.8

주: 시장 컨센서스 기준

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 분석대상 건설업체 요약 - 대형 건설사

구분		GS건설 (006360)	대우건설 (047040)	현대건설 (000720)	대림산업 (000210)	삼성엔지니어링 (028050)	HDC현대산업개발 (294870)
투자의견		Buy (유지)	Buy (유지)	Buy (유지)	Buy (유지)	Buy (유지)	Buy (신규)
목표주가(원)		41,500	5,000	45,000	113,000	15,000	26,000
현재주가(원)		26,700	3,000	30,650	78,000	11,750	19,800
상승여력(%)		55.4	66.7	46.8	44.9	27.7	31.3
절대수익률(%)	1M	10.6	7.7	0.7	0.8	11.4	-6.8
	3M	0.0	-15.4	-9.9	-6.8	-2.1	-12.0
	6M	5.5	-15.7	-12.6	-11.5	2.2	5.0
	12M	-13.5	-32.4	-28.7	-15.9	-33.8	-30.9
KOSPI 대비 상대수익률(%)	1M	13.2	10.3	3.3	3.4	14.0	-4.2
	3M	0.0	-15.4	-9.9	-6.8	-2.1	-12.0
	6M	-10.9	-32.1	-29.0	-27.9	-14.2	-11.4
	12M	-22.4	-41.4	-37.7	-24.8	-42.8	-39.9
매출액증가율(%)	2019A	-20.7	-18.4	3.3	-11.7	16.2	51.0
	2020E	-4.1	-5.2	-0.8	8.6	3.5	-12.5
	2021E	3.8	16.2	8.3	-3.9	0.6	-0.6
영업이익증가율(%)	2019A	-27.9	-42.1	2.3	33.7	87.1	73.5
	2020E	-3.1	20.3	-29.1	10.6	-8.6	-3.2
	2021E	22.0	46.1	44.0	-15.5	1.1	-11.3
순이익증가율(%)	2019A	-23.8	-32.3	7.1	4.8	321.1	80.0
	2020E	-5.4	14.3	-25.6	21.6	-8.3	-50.8
	2021E	39.0	74.6	47.9	-11.9	4.7	68.9
P/E(배)	2019A	5.6	9.4	11.6	4.7	12.9	2.7
	2020E	5.3	5.4	11.9	3.5	8.5	6.4
	2021E	3.8	3.1	8.1	3.8	8.3	3.8
P/B(배)	2019A	0.6	0.8	0.7	0.6	2.8	0.5
	2020E	0.5	0.5	0.5	0.5	1.4	0.5
	2021E	0.5	0.4	0.5	0.4	1.2	0.4
ROE(%)	2019A	11.8	8.8	6.3	11.7	24.6	n/a
	2020E	9.8	9.0	4.3	12.5	18.7	8.2
	2021E	12.4	13.9	6.0	10.3	15.9	11.9
BPS(원)	2019A	49,623	5,916	59,778	153,815	6,749	47,095
	2020E	53,311	6,471	61,058	172,942	8,139	41,446
	2021E	59,291	7,440	64,220	190,358	9,548	46,160
배당수익률(%)	2019A	3.2	n/a	1.4	1.4	n/a	2.1
	2020E	3.7	n/a	2.0	1.7	n/a	2.5
	2021E	3.7	n/a	2.0	1.7	n/a	2.5
목표 P/B	2021E.	0.7	0.7	0.7	0.6	1.6	0.6

주: 2020년 10월 30일 종가 기준

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 분석대상 건설업체 요약 - 중견 건설사

구분		코오롱글로벌 (003070)	자이에스앤디 (317400)	아이에스동서 (010780)	한라(014790)
투자의견		Buy (유지)	Buy (유지)	Not Rated -	Not Rated -
목표주가(원)		24,000	11,000	-	-
현재주가(원)		17,600	8,000	38,200	3,355
상승여력(%)		36.4	37.5	-	-
절대수익률(%)	1M	-3.8	-1.2	-6.5	1.8
	3M	61.5	23.8	-17.3	-4.1
	6M	124.2	70.2	49.8	6.7
	12M	84.9	n/a	20.9	12.2
KOSPI 대비	1M	-1.2	1.4	-3.9	4.4
상대수익률(%)	3M	61.5	23.8	-17.3	-4.1
	6M	107.8	53.8	33.4	-9.7
	12M	75.9	n/a	11.9	3.2
매출액증가율(%)	2019A	3.7	30.7	-39.6	0.4
	2020E	2.8	26.1	26.1	14.8
	2021E	5.6	42.1	24.1	4.7
영업이익증가율(%)	2019A	63.6	13.6	-82.6	13.1
	2020E	21.7	63.1	188.5	44.5
	2021E	11.9	54.6	32.8	4.9
순이익증가율(%)	2019A	220.9	16.0	-69.6	122.6
	2020E	58.0	70.3	56.5	1495.2
	2021E	26.7	51.0	49.2	13.9
P/E(배)	2019A	5.0	12.3	15.4	58.9
	2020E	5.8	10.1	12.1	2.5
	2021E	4.6	6.7	8.2	2.2
P/B(배)	2019A	0.5	1.1	0.9	0.6
	2020E	0.8	1.3	1.0	n/a
	2021E	0.7	1.1	0.9	n/a
ROE(%)	2019A	10.7	13.6	6.1	1.0
	2020E	15.1	13.7	8.6	n/a
	2021E	16.5	17.9	11.9	n/a
BPS(원)	2019A	18,259	5,419	43,536	5,937
	2020E	21,103	6,110	43,802	6,760
	2021E	24,469	7,204	48,393	8,301
배당수익률(%)	2019A	3.6	1.8	3.6	1.7
	2020E	2.3	1.3	3.0	1.7
	2021E	2.3	1.3	3.6	1.7
목표 P/B	2021E	1.0	1.5	-	-

주1: 2020년 10월 30일 종가 기준

주2: 아이에스동서, 한라는 시장 컨센서스

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다



VI.

기업분석

1. GS건설 (006360)
2. 대우건설 (047040)
3. 현대건설 (000720)
4. 대림산업 (000210)
5. 삼성엔지니어링 (028050)
6. HDC현대산업개발 (294870)
7. 코오롱글로벌 (003070)
8. 자이에스앤디 (317400)
9. 아이에스동서 (010780)
10. 한라 (014790)

GS건설 (006360)

다시 돌아온 주택 성장기



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(상향): 41,500원

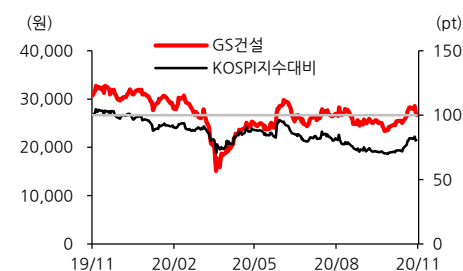
현재 주가(10/30)	26,700원
상승여력	▲55.4%
시가총액	21,386억원
발행주식수	80,098천주
52 주 최고가 / 최저가	32,750 / 15,050원
90 일 일평균 거래대금	154.23억원
외국인 지분율	27.8%
주주 구성	
허창수 (외 17 인)	25.7%
국민연금공단 (외 1 인)	12.6%
GS 건설우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.6	0.0	5.5	-13.5
상대수익률(KOSPI)	13.2	0.0	-10.9	-22.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	13,139	10,417	9,988	10,365
영업이익	1,064	767	744	908
EBITDA	1,118	902	917	1,098
지배주주순이익	582	443	403	559
EPS	7,753	5,555	5,033	6,980
순차입금	231	1,146	2,337	2,108
PER	5.6	5.6	5.3	3.8
PBR	1.0	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.3	4.0	4.9	3.9
배당수익률	2.3	3.2	3.7	3.7
ROE	17.3	11.8	9.8	12.4

주가 추이



4년 만의 확실한 분양 증가로 주택 중심의 실적 턴어라운드 기반을 마련했습니다. 해외 실적의 불확실성이 크지 않은 가운데 신사업 실적 기여는 점차 커질 전망이다. 더욱 긍정적입니다. 목표주가를 41,500 원으로 상향하며, 투자의견 Buy와 업종 내 최선호주 의견을 제시합니다.

3Q20 Review: 압도적인 주택 실적

GS건설의 3분기 연결기준 매출액은 2.3조 원, 영업이익은 2103억 원으로 전년동기 대비 각각 -5.0%, +12.1%의 성장률을 기록했다. 총 매출액은 해외 코로나 19와 국내 기상악화 영향으로 전반적으로 부진했다. 그러나 영업이익은 코로나 19에 따른 해외 추가 원가 반영(GPM 플랜트 -5.4%, 인프라 +4.0%)에도 불구하고 주택건축 부문 매출총이익률이 23.5%까지 개선(YoY +6.8%p, QoQ +3.5%p)되면서 시장 추정치를 14.2% 상회했다. 한편, 영업외로는 환율 하락의 영향으로 환평가 손실이 500억 원 이상 반영됐다.

주택매출 비중 극대화

지난 3분기 실적발표를 통해 올해와 내년의 분양 계획을 각각 2.9만 세대, 2.7만 세대를 제시하며 또 한번의 주택 매출 성장기를 예고했다. 참고로 2019년 분양 세대수는 16616세대에 불과했다. 이를 기반으로 2020년 4분기부터 주택 매출 성장이 나타나기 시작해 내후년까지 지 이러한 추세가 지속될 것으로 예상된다. 주택 매출이 8개 분기만에 성장 구간에 진입함에 따라 2021년 주택건축 부문 매출 비중이 60%를 넘어서 이익 안정성을 더할 전망이다. 해외 매출 감소는 실적 불확실성이 줄어든다는 점에서, 신사업 매출 성장은 중장기 성장 기반을 마련한다는 점에서 긍정적이라는 판단이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 41,500원으로 상향

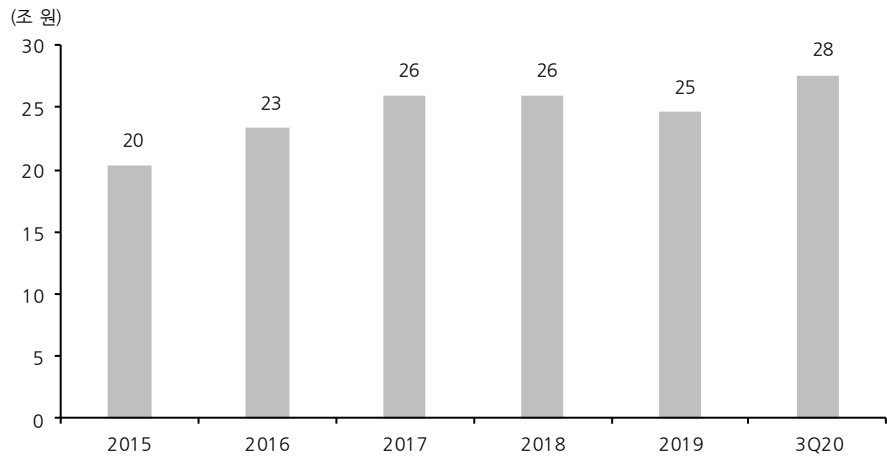
GS건설에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 40,000원에서 41,500원으로 소폭 상향한다. 목표주가는 2021년 예상 BPS 59,342원에 목표배수 0.7배를 그대로 적용해 산출했다. 2021년은 주택을 중심으로 대형 건설사의 실적 개선이 두드러지는 해가 될 전망이다. 이에 가장 많은 주택 수주잔고를 확보하고 있고, 강력한 아파트 브랜드를 보유하고 있는 GS건설을 업종 내 최선호주로 제시한다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.46배, P/E 4.2배 수준이다.

[표15] GS 건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	59,291	2021 년 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.7	2021 년 예상 ROE 12.4%, COE 8.7%, 영구성장률 1% 가정 시 산출된 목표배수를 할인
적정 주가(원)	41,503	기준 40,000 원에서 상향
목표 주가(원)	41,500	
현재 주가(원)	26,700	
상승 여력	55%	

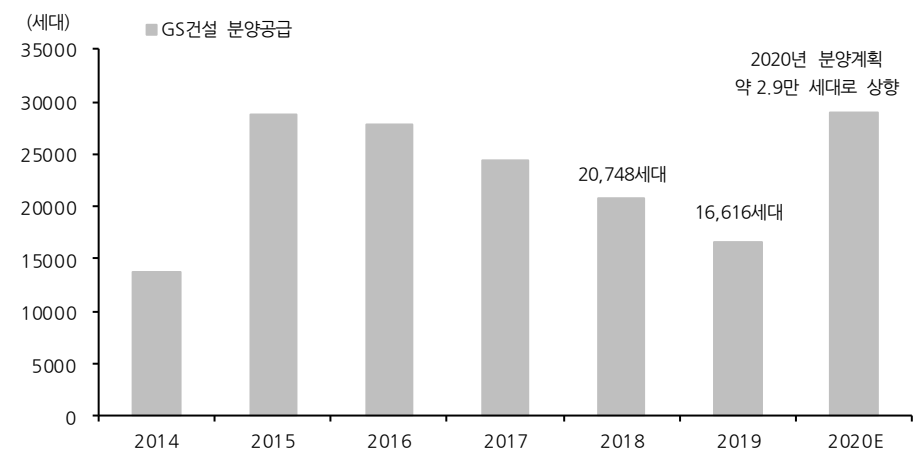
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림81] GS 건설의 주택건축 부문 수주잔고 추이



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] GS 건설의 분양성과 및 목표: 3Q 누적 22221 세대 공급(연간 계획 2.9만 세대로 상향)



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[표16] GS 건설의 분기 및 연간 실적 추이

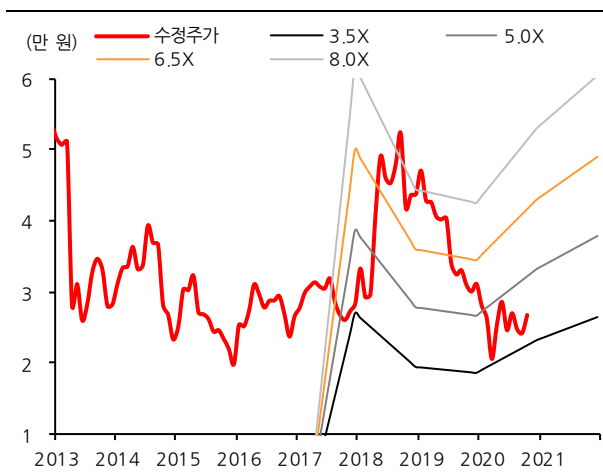
(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,602	2,575	2,442	2,798	2,441	2,547	2,320	2,679	13,139	10,417	9,988	10,365
YoY(%)	-16.8	-28.1	-23.6	-13.4	-6.2	-1.1	-5.0	-4.2	12.5	-20.7	-4.1	3.8
토목	230	215	208	218	206	209	177	194	1,116	870	786	893
플랜트	664	556	653	1,019	711	576	498	470	4,804	3,437	2,255	1,557
분산형에너지	112	138	101		99	98	76	98			371	328
신사업	62	65	70		90	144	189	227			650	864
건축/주택	1,513	1,579	1,392	1,542	1,318	1,503	1,362	1,669	7,138	6,029	5,852	6,648
매출원가	2,248	2,233	2,113	2,425	2,151	2,241	1,966	2,292	11,513	9,019	8,651	8,841
매출원가율(%)	86.4	86.7	86.6	86.7	88.1	88.0	84.7	85.5	87.6	86.6	86.6	85.3
토목	91.9	96.3	88.6	95.3	92.7	86.3	96.0	97.0	93.3	93.1	92.8	95.0
플랜트	86.1	90.0	94.1	91.9	97.7	112.4	105.4	99.4	89.4	89.9	103.5	98.0
분산형에너지	92.6	94.9	91.1		96.8	82.6	78.5	95.7			89.0	92.0
신사업	75.2	71.8	66.5		70.5	76.7	81.2	83.4			79.5	82.0
건축/주택	85.7	83.8	83.2	82.1	82.6	80.0	76.5	80.1	85.4	83.7	79.8	81.0
판매비	163	136	141	191	119	141	143	190	563	631	594	617
판매비율(%)	6.3	5.3	5.8	6.8	4.9	5.5	6.2	7.1	4.3	6.1	6.0	6.0
영업이익	191	206	188	182	171	165	210	197	1,064	767	743	908
YoY(%)	-50.9	-6.1	-19.6	-17.8	-10.6	-19.8	12.1	8.1	234.0	-27.9	-3.1	22.1
영업이익률(%)	7.4	8.0	7.7	6.5	7.0	6.5	9.1	7.4	8.1	7.4	7.4	8.8
영업외손익	-14	7	50	-137	14	-38	-74	-45	-229	-94	-144	-90
세전이익	178	213	238	45	185	127	136	152	835	674	600	817
순이익	129	145	173	0	132	85	97	110	588	447	423	588
YoY(%)	-38.1	0.1	25.9	-100.1	1.7	-41.4	-44.1	흑전	흑전	-23.9	-5.5	39.2
순이익률(%)	5.0	5.6	7.1	0.0	5.4	3.3	4.2	4.1	4.5	4.3	4.2	5.7
지배주주순이익	127	143	172	0	128	80	90	104	582	443	403	559

주: 2019년 4분기 분산형에너지 및 신사업 매출은 플랜트 매출에 포함

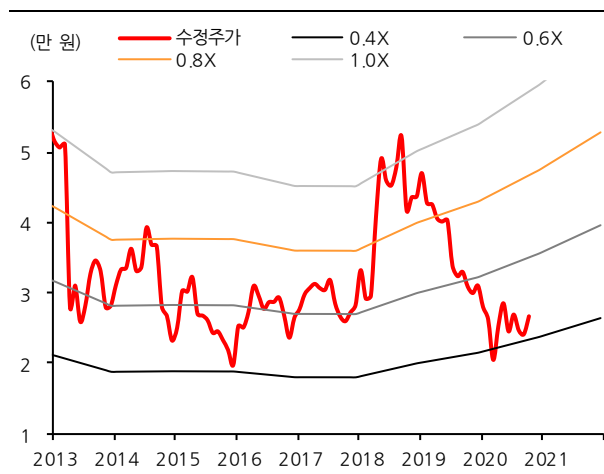
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,679	13,139	10,417	9,988	10,365
매출총이익	803	1,628	1,398	1,338	1,524
영업이익	319	1,064	767	744	908
EBITDA	376	1,118	902	917	1,098
순이자수익	-146	-83	-97	-77	-75
외화관련손익	-159	-1	28	-9	0
지분법손익	-6	8	-5	-3	-1
세전계속사업손익	-161	835	674	600	817
당기순이익	-164	587	447	423	588
지배주주순이익	-168	582	443	403	559
증가율(%)					
매출액	5.8	12.5	-20.7	-4.1	3.8
영업이익	122.9	234.0	-27.9	-3.1	22.0
EBITDA	78.3	197.5	-19.3	1.6	19.8
순이익률	적지	흑전	-23.8	-5.4	39.0
이익률(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	13.4	13.4	14.7
영업이익률	2.7	8.1	7.4	7.4	8.8
EBITDA 마진	3.2	8.5	8.7	9.2	10.6
세전이익률	-1.4	6.4	6.5	6.0	7.9
순이익률	-1.4	4.5	4.3	4.2	5.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-205	1,033	759	-280	619
당기순이익	-164	587	447	423	588
자산상각비	57	54	134	173	191
운전자본증감	-573	-104	105	-18	-164
매출채권감소(증가)	-615	186	817	-488	-414
재고자산감소(증가)	30	140	192	-10	-142
매입채무증가(감소)	158	-475	-448	978	394
투자현금흐름	14	-235	-748	-333	-327
유형자산처분(취득)	-5	15	-136	-116	-142
무형자산 감소(증가)	-5	-19	-16	11	6
투자자산 감소(증가)	-2	-64	52	22	-17
재무현금흐름	300	-1,656	184	221	43
차입금증가	345	-1,601	313	328	123
자본증가	-1	-21	-83	-79	-80
배당금지급	-1	-21	-83	-79	-80
총현금흐름	521	1,386	1,056	-31	783
(-) 운전자본증가(감소)	-170	-697	-224	806	164
(-) 설비투자	21	14	143	144	142
(+) 자산매각	11	9	-9	38	6
Free Cash Flow	681	2,079	1,128	-943	484
(-) 기타투자	716	967	767	-539	174
잉여현금	-35	1,112	362	-404	310
NOPLAT	231	749	510	524	653
(+) Dep	57	54	134	173	191
(-) 운전자본투자	-170	-697	-224	806	164
(-) Capex	21	14	143	144	142
OpFCF	437	1,486	725	-252	538

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	9,582	7,828	7,329	6,550	7,497
현금성자산	2,812	2,034	2,191	1,852	2,204
매출채권	4,668	4,130	3,358	2,805	3,220
재고자산	1,091	1,034	875	962	1,104
비유동자산	4,114	4,205	5,842	6,433	6,551
투자자산	3,007	3,148	4,176	4,253	4,426
유형자산	898	841	1,176	1,385	1,362
무형자산	209	216	490	795	763
자산총계	13,697	12,033	13,171	12,983	14,047
유동부채	8,581	6,360	5,801	4,900	5,454
매입채무	4,288	3,955	3,378	2,668	3,062
유동성이자부채	3,061	1,118	992	1,337	1,460
비유동부채	1,876	2,049	3,227	3,638	3,670
비유동이자부채	1,018	1,147	2,345	2,852	2,852
부채총계	10,457	8,409	9,028	8,539	9,124
자본금	358	397	400	400	400
자본잉여금	627	812	802	802	802
이익잉여금	2,334	2,487	2,827	3,150	3,629
자본조정	-209	-175	-82	-82	-82
자기주식	-76	-36	-36	-36	-36
자본총계	3,240	3,625	4,143	4,444	4,923

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-2,360	7,753	5,555	5,033	6,980
BPS	44,190	44,750	49,623	53,311	59,291
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	7,308	18,462	13,236	-393	9,778
ROA(%)	-1.2	4.5	3.5	3.1	4.1
ROE(%)	-5.2	17.3	11.8	9.8	12.4
ROIC(%)	5.8	18.7	11.3	8.8	9.6
Multiples(x, %)					
PER	-12.0	5.6	5.6	5.3	3.8
PBR	0.6	1.0	0.6	0.5	0.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.9	2.4	2.3	-67.9	2.7
EV/EBITDA	8.8	3.3	4.0	4.9	3.9
배당수익률	1.1	2.3	3.2	3.7	3.7
안정성(%)					
부채비율	322.8	232.0	217.9	192.1	185.3
Net debt/Equity	39.1	6.4	27.7	52.6	42.8
Net debt/EBITDA	337.1	20.7	127.1	255.0	191.9
유동비율	111.7	123.1	126.3	133.7	137.5
이자보상배율	1.7	7.9	5.2	5.7	6.8
자산구조(%)					
투하자본	42.0	42.2	45.1	52.4	51.2
현금+투자자산	58.0	57.8	54.9	47.6	48.8
자본구조(%)					
차입금	55.7	38.5	44.6	48.5	46.7
자본금	44.3	61.5	55.4	51.5	53.3

대우건설 (047040)

의심의 여지없는 성장



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-76781

Buy (유지)

목표주가(상향): 5,000원

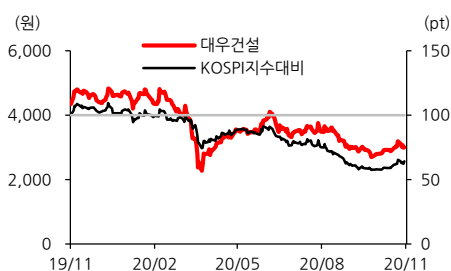
현재 주가(10/30)	3,000원
상승여력	▲66.7%
시가총액	12,469억원
발행주식수	415,623천주
52 주 최고가 / 최저가	4,830 / 2,275원
90 일 일평균 거래대금	76.61억원
외국인 지분율	9.0%
주주 구성	
케이디비인베스트먼트제일호유	50.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%
자사주 (외 1인)	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.7	-15.4	-15.7	-32.4
상대수익률(KOSPI)	10.3	-15.4	-32.1	-41.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	10,605	8,652	8,203	9,535
영업이익	629	364	438	640
EBITDA	720	495	559	742
지배주주순이익	299	209	231	403
EPS	719	502	555	970
순차입금	1,138	1,637	1,505	1,328
PER	7.5	9.4	5.4	3.1
PBR	1.0	0.8	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.7	7.3	4.9	3.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	13.2	8.8	9.0	13.9

주가 추이



강력한 주택 부문의 실적 성장으로 해외 부문의 실적 불안감이 사그라들 전망입니다. 이에 밸류에이션 할인 요인도 점차 해소될 것으로 예상합니다. 동사에 대해 투자의견 Buy와 업종 내 차선후주 의견을 제시하며, 목표주가를 5,000 원으로 상향합니다.

3Q20 Review: 영업이익, 시장 컨센서스 부합

대우건설의 3분기 연결기준 매출액은 1.9조 원, 영업이익은 1029억 원으로 전년동기 대비 각각 -8.9%, -13.5%의 성장률을 기록했다. 3분기 실적 부진은 코로나 19 영향이 컸다. 전반적으로 해외 현장의 매출화가 더딘 가운데 공기지연에 따른 추가 원가가 토목에서 약 250억 원, 플랜트에서 약 180억 원 반영됐기 때문이다. 이에 따라 3분기 토목과 플랜트 부문의 원가율은 각각 101.9%, 99.8%로 전년동기 대비 8.0%p 상승, 4.3%p 하락했다.

강력한 주택 실적 성장

동사의 분양 물량은 2018년 1.4만 세대에서 2019년 2.1만 세대, 2020년 3.4만 세대 계획으로 가파르게 늘어났으며, 올해 10월 누적으로 약 2.9만 세대의 분양을 소화시키면서 연간 계획 달성 가능성이 높아졌다. 내년에도 3만 세대 이상의 분양 공급을 계획하고 있는데, 여기에는 약 3.7조 원 규모(총 6건, 8200세대)의 자체사업 분양이 포함되어 있어 향후 3년 간 주택부문 실적은 매출 성장에 마진 개선까지 더해져 대형건설사 중 가장 두드러질 것으로 기대된다. 해외 부문의 실적이 변수라 하더라도 이를 모두 덮어버릴 정도로 강력한 성장이다. 주택 외 베트남 사업의 실적 기여와 해외 부문의 손익 리스크 감소 등도 이익 성장에 힘을 보태는 요인이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 5,000원으로 상향

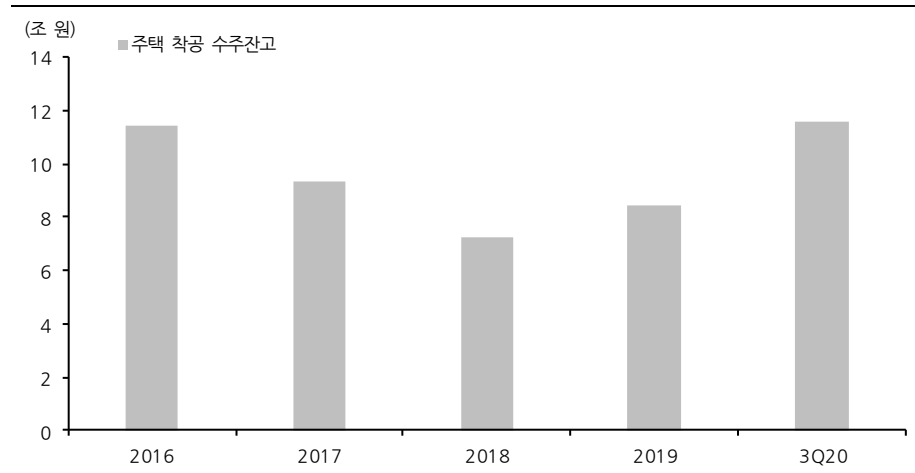
대우건설에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 4,200원에서 5,000원으로 상향한다. 목표주가는 2021년 예상 BPS 7,440원에 목표배수 약 0.7배를 적용해 산출했다. 해외 실적에 대한 불안함보다는 주택 실적의 가파른 성장에 집중할 필요가 있다고 판단하며, 실적이 안정적으로 성장하는 구간에 들어선다면 밸류에이션 할인 요인도 점차 해소될 것으로 예상한다. 현재 동사의 주가는 12M Fwd. P/E 3.4배, P/B 0.41배로 역사적으로도, 피어 대비로도 낮은 수준이다.

[표17] 대우건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	7,440	2021 년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.7	2021 년 예상 ROE 13.9%, COE 8.7%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	5,002	기준 4,200 원에서 상향
목표 주가(원)	5,000	
현재 주가(원)	3,000	
상승 여력	67%	

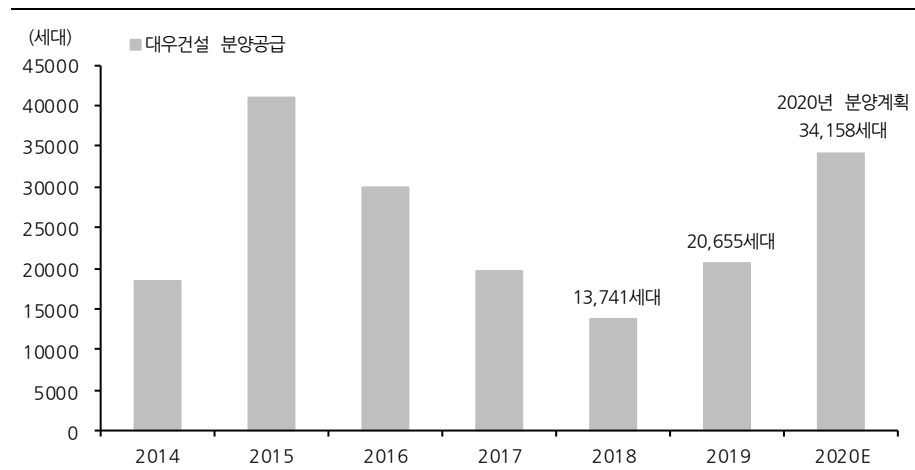
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 대우건설의 주택 착공 수주잔고 추이



자료: 대우건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 대우건설의 주택 분양성과 및 목표: 10 말 기준 29346 세대 분양(달성률 86%)



자료: 대우건설, 한화투자증권 리서치센터

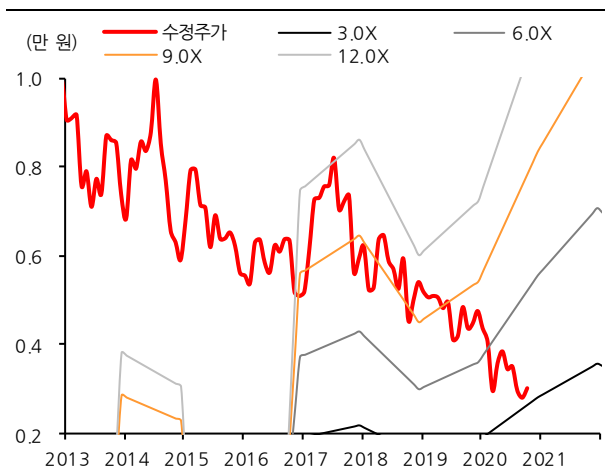
[표18] 대우건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,031	2,231	2,081	2,309	1,986	1,963	1,896	2,357	10,606	8,652	8,203	9,535
YoY(%)	-23.4	-24.7	-23.7	2.2	-2.2	-12.0	-8.9	2.1	-9.9	-18.4	-5.2	16.2
매출액(별도)	1,933	2,136	1,946	2,077	1,932	1,884	1,855	2,113	10,205	8,092	7,783	9,005
토목	351	323	300	399	396	352	337	405	1,731	1,372	1,490	1,604
주택건축	1,263	1,364	1,218	1,276	1,184	1,271	1,310	1,466	6,516	5,121	5,230	6,116
플랜트	316	446	425	396	348	258	203	237	1,945	1,582	1,046	1,268
매출원가	1,818	1,989	1,870	2,121	1,769	1,773	1,687	2,089	9,575	7,797	7,318	8,428
매출원가율(%)	89.5	89.2	89.8	91.8	89.1	90.3	89.0	88.6	90.3	90.1	89.2	88.4
토목	91.8	111.8	93.9	116.8	92.8	103.4	101.9	100.7	98.2	104.2	99.5	97.5
주택건축	85.8	86.1	85.8	86.8	87.2	85.6	83.8	85.6	86.0	86.1	85.5	85.3
플랜트	104.4	87.0	104.1	113.8	91.8	96.4	99.8	99.3	99.4	101.8	96.2	95.7
판관비	115	140	92	144	96	109	106	136	401	491	447	467
판관비율(%)	5.6	6.3	4.4	6.2	4.8	5.6	5.6	5.8	3.8	5.7	5.5	4.9
영업이익	99	102	119	45	121	81	103	133	629	364	438	640
YoY(%)	-45.9	-37.1	-37.8	-52.1	22.7	-20.3	-13.5	196.7	46.6	-42.1	20.2	46.1
영업이익률(%)	4.9	4.6	5.7	1.9	6.1	4.1	5.4	5.6	5.9	4.2	5.3	6.7
영업외손익	-21	13	-46	-2	-47	-8	-41	-52	-197	-57	-149	-97
세전이익	77	115	73	43	74	73	61	81	432	307	289	543
순이익	49	83	48	22	62	52	56	60	297	201	230	402
YoY(%)	-55.6	-4.8	-29.8	-31.1	25.2	-36.6	17.9	175.1	15.3	-32.3	14.3	74.7
순이익률(%)	2.4	3.7	2.3	0.9	3.1	2.7	3.0	2.5	2.8	2.3	2.8	4.2
지배주주순이익	56	83	48	22	62	53	56	60	299	209	231	403

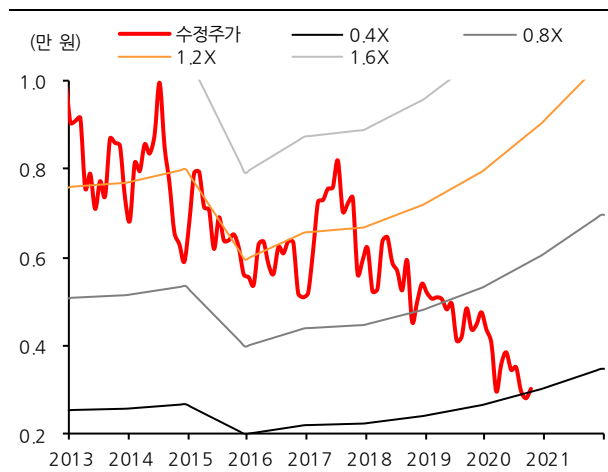
자료: 대우건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,767	10,605	8,652	8,203	9,535
매출총이익	832	1,030	855	885	1,107
영업이익	429	629	364	438	640
EBITDA	522	720	495	559	742
순이자손익	-55	-68	-69	-48	-34
외화관련손익	19	-5	-10	5	0
지분법손익	-27	-3	29	-6	-6
세전계속사업손익	314	432	307	289	543
당기순이익	258	297	201	230	402
지배주주순이익	259	299	209	231	403
증가율(%)					
매출액	6.0	-9.9	-18.4	-5.2	16.2
영업이익	흑전	46.5	-42.1	20.3	46.1
EBITDA	흑전	38.0	-31.2	13.0	32.6
순이익	흑전	15.3	-32.3	14.3	74.6
이익률(%)					
매출총이익률	7.1	9.7	9.9	10.8	11.6
영업이익률	3.6	5.9	4.2	5.3	6.7
EBITDA 이익률	4.4	6.8	5.7	6.8	7.8
세전이익률	2.7	4.1	3.6	3.5	5.7
순이익률	2.2	2.8	2.3	2.8	4.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	337	176	-310	147	344
당기순이익	258	297	201	230	402
자산상각비	93	91	131	122	102
운전자본증감	-217	-302	-803	-253	-197
매출채권 감소(증가)	96	15	-571	-60	-355
재고자산 감소(증가)	554	579	276	-87	-162
매입채무 증가(감소)	-93	-161	40	407	310
투자현금흐름	85	-153	254	-9	-188
유형자산처분(취득)	-63	-20	-15	-15	-26
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-4	-12	-13
투자자산 감소(증가)	44	-107	-194	-14	-22
재무현금흐름	-721	167	108	-254	31
차입금의 증가(감소)	-722	166	108	-254	31
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	600	585	601	449	541
(-)운전자본증가(감소)	-333	-159	397	253	197
(-)설비투자	68	27	24	17	26
(+)자산매각	3	4	5	-10	-13
Free Cash Flow	868	721	185	168	305
(-)기타투자	444	484	-61	-32	128
잉여현금	423	237	246	200	177
NOPLAT	353	433	238	348	473
(+) Dep	93	91	131	122	102
(-)운전자본투자	-333	-159	397	253	197
(-)Capex	68	27	24	17	26
OpFCF	710	656	-51	199	352

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	5,277	5,280	6,049	6,337	7,102
현금성자산	702	1,038	1,270	1,180	1,388
매출채권	1,601	2,500	2,800	2,858	3,212
재고자산	727	874	873	1,307	1,469
비유동자산	3,499	3,454	3,648	3,528	3,586
투자자산	2,789	3,038	3,061	3,006	3,128
유형자산	630	574	512	418	353
무형자산	81	71	69	104	105
자산총계	8,776	8,734	9,698	9,865	10,689
유동부채	5,270	4,993	5,085	5,383	5,774
매입채무	2,507	2,115	2,209	2,499	2,809
유동성이자부채	1,637	1,534	1,486	1,660	1,691
비유동부채	1,229	1,423	2,125	1,762	1,792
비유동이자부채	388	642	1,422	1,025	1,025
부채총계	6,498	6,416	7,209	7,145	7,566
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
이익잉여금	-92	-14	189	419	822
자본조정	-293	-332	-358	-358	-358
자기주식	-102	-102	-102	-102	-102
자본총계	2,278	2,318	2,488	2,720	3,123

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	623	719	502	555	970
BPS	5,396	5,490	5,916	6,471	7,440
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,444	1,407	1,446	1,079	1,302
ROA(%)	2.8	3.4	2.3	2.4	3.9
ROE(%)	12.1	13.2	8.8	9.0	13.9
ROIC(%)	10.7	13.1	6.5	8.6	11.3
Multiples(x, %)					
PER	9.5	7.5	9.4	5.4	3.1
PBR	1.1	1.0	0.8	0.5	0.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
PCR	4.1	3.8	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	7.3	4.7	7.3	4.9	3.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	285.3	276.8	289.7	262.7	242.3
Net debt/Equity	58.1	49.1	65.8	55.3	42.5
Net debt/EBITDA	253.6	158.1	330.6	269.1	179.0
유동비율	100.1	105.7	119.0	117.7	123.0
이자보상배율(배)	4.7	5.7	2.8	4.1	6.5
자산구조(%)					
투자자본	48.2	45.1	48.0	49.4	48.8
현금+투자자산	51.8	54.9	52.0	50.6	51.2
자본구조(%)					
차입금	47.1	48.4	53.9	49.7	46.5
자기자본	52.9	51.6	46.1	50.3	53.5

현대건설 (000720)

실적은 어제, 수주는 내일



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 45,000원

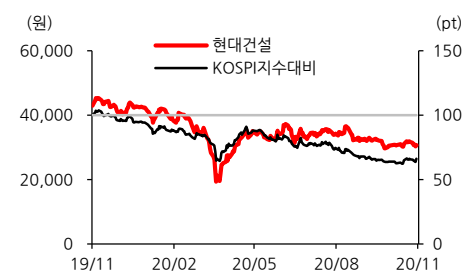
현재 주가(10/30)	30,650원
상승여력	▲46.8%
시가총액	34,131억원
발행주식수	111,356천주
52 주 최고가 / 최저가	45,350 / 19,300원
90 일 일평균 거래대금	256.21억원
외국인 지분율	19.8%
주주 구성	
현대자동차 (외 8 인)	34.9%
국민연금공단 (외 1 인)	10.3%
현대건설우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.7	-9.9	-12.6	-28.7
상대수익률(KOSPI)	3.3	-9.9	-29.0	-37.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	16,731	17,279	17,148	18,567
영업이익	840	860	609	877
EBITDA	1,012	1,044	772	1,015
지배주주순이익	382	407	287	419
EPS	3,427	3,659	2,574	3,765
순차입금	-1,766	-1,753	-3,221	-3,404
PER	15.9	11.6	11.9	8.1
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.3	2.8	0.3	0.0
배당수익률	0.9	1.4	2.0	2.0
ROE	6.0	6.3	4.3	6.0

주가 추이



단기 실적 부진은 지속되고 있으나 양호한 수주 성과에 대해서는 긍정적인 평가가 필요하다고 판단합니다. 배당성향 기준의 배당정책을 바탕으로 향후 이익 개선 폭에 따라 배당 증가에 대한 기대감도 함께 높아질 전망입니다. 동시에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 45,000 원을 유지합니다.

3Q20 Review: 해외부문 실적은 변수

현대건설의 3분기 연결기준 매출액 4.0조 원, 영업이익 1398억 원으로 전년동기 대비 각각 -1.1%, -41.5%의 성장률을 기록했다. 영업이익 부진은 해외 부문의 비용 반영에 기인하는데, 1) 별도로 UAE 미르파 발전 관련 대손충당금 499억 원이 일반관리비에 반영됐고, 2) 현대엔지니어링도 코로나 19의 영향으로 해외 현장에 추가 원가가 약 600억 원 반영됐다. 이에 연결기준 해외부문 원가율은 작년 3분기 93.3%에서 올해 3분기 98.4%로 높아졌으며, 특히 현대엔지니어링은 해외 원가율 103.0%를 기록하면서 전년동기 대비 12%p 악화됐다. 한편, 영업외로는 환율 하락에 따른 환관련 평가손실 약 269억 원이 발생했다.

압도적인 수주 성과

단기 실적 부진은 지속되는 반면, 국내외 수주 성과는 압도적으로 양호하다. 3분기 누적 신규수주는 연결기준 21.9조 원으로 연간 목표대비 87.2%(국내 116.2%, 해외 58.2%) 달성했다. 주택 분양도 둔촌주공 제외 시 별도로 2.1만 세대가 가능할 전망이며, 내년에도 도시 정비 물량만 약 1.5만 세대가 확보돼 있어 올해와 유사한 수준의 분양 공급 예상된다. 더불어 향후 3년간(2020~22년) 별도 조정 당기순이익(비경상적 요인 제거) 기준 20~30%의 배당성향(영업이익 기준 15~20%)을 유지한다는 내용의 배당정책도 발표됐는데, 올해 예상 DPS는 작년 수준(600원)에 그치겠지만 향후 이익 개선 폭에 따라 배당 증가에 대한 기대감을 함께 높여갈 수 있다는 점은 긍정적이라고 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지

현대건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 45,000원을 유지한다. 목표 주가는 12개월 예상 BPS 64,220원에 목표배수 0.7배를 적용해 산출했다. 유가 급락 및 코로나 19가 해외 부문 실적에 계속해서 변수로 작용할 전망이나 압도적인 국내외 수주 성과에 대해서는 긍정적인 평가가 필요하다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.47배, P/E 8.0배 수준이다.

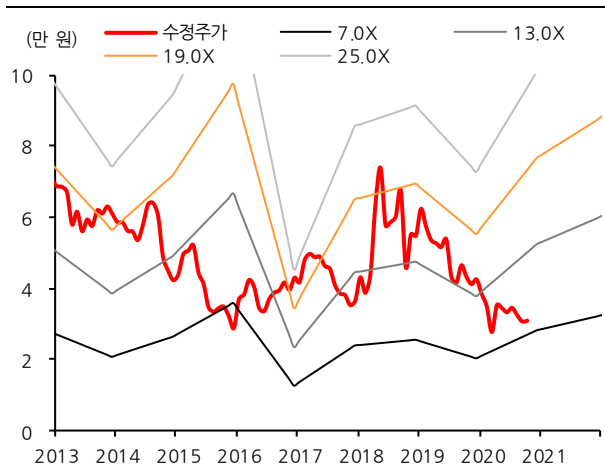
[표19] 현대건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,878	4,682	4,088	4,631	4,059	4,544	4,042	4,502	16,731	17,279	17,148	18,567
YoY(%)	9.6	10.4	-8.9	3.7	4.7	-2.9	-1.1	-2.8	-0.9	3.3	-0.8	8.3
현대건설	2,245	2,674	2,382	2,714	2,274	2,512	2,248	2,524	10,016	10,015	9,557	10,513
토목	612	654	639	659	571	353	398	420	2,302	2,564	1,741	2,012
건축	234	252	218	213	298	432	385	362	1,149	917	1,478	1,671
주택	884	1,251	1,037	1,295	923	1,091	1,038	1,278	3,999	4,467	4,329	4,447
플랜트/전력	505	501	478	527	468	619	416	446	2,508	2,010	1,949	2,323
해외	935	957	874	829	755	636	573	690	3,638	3,595	2,653	3,335
국내	1,310	1,717	1,508	1,885	1,519	1,877	1,675	1,834	6,378	6,419	6,904	7,178
현대엔지니어링	1,548	1,836	1,616	1,801	1,638	1,921	1,697	1,854	6,286	6,801	7,110	7,554
매출원가	3,488	4,217	3,672	4,176	3,624	4,230	3,694	4,131	15,070	15,553	15,679	16,855
매출원가율(%)	90.0	90.1	89.8	90.2	89.3	93.1	91.4	91.8	90.1	90.0	91.4	90.8
현대건설	91.3	91.5	90.9	91.1	89.9	93.3	89.6	91.5	92.5	91.2	91.1	90.7
해외	99.5	100.0	95.0	104.8	91.2	108.9	95.5	101.3	101.4	99.8	99.0	97.0
국내	85.5	86.0	88.0	85.4	89.3	87.9	87.6	87.8	87.4	86.2	88.1	87.8
현대엔지니어링	88.2	90.0	89.0	88.7	89.6	93.3	93.9	92.2	87.5	89.0	92.3	91.3
판관비	184	220	177	285	270	160	209	221	821	866	859	834
판관비율(%)	4.8	4.7	4.3	6.2	6.6	3.5	5.2	4.9	4.9	5.0	5.0	4.5
영업이익	205	245	239	170	165	154	140	150	840	860	609	877
YoY(%)	-6.1	11.0	0.5	4.6	-19.4	-37.2	-41.5	-11.6	-14.8	2.3	-29.1	44.0
영업이익률(%)	5.3	5.2	5.9	3.7	4.1	3.4	3.5	3.3	5.0	5.0	3.6	4.7
영업외손익	4	8	50	-123	122	-46	-24	-47	58	-61	5	-25
세전이익	209	253	289	47	287	108	116	104	898	799	615	852
순이익	156	192	218	7	197	69	84	77	535	573	426	631
YoY(%)	11.3	-4.7	72.3	-89.7	26.0	-63.9	-61.6	1,009.4	44.1	7.1	-25.6	47.9
순이익률(%)	4.0	4.1	5.3	0.1	4.8	1.5	2.1	1.7	3.2	3.3	2.5	3.4
지배기업순이익	106	145	164	-7	134	46	56	51	382	407	287	419

자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisedfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisedfn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	16,887	16,731	17,279	17,148	18,567
매출총이익	1,779	1,661	1,726	1,469	1,712
영업이익	986	840	860	609	877
EBITDA	1,179	1,012	1,044	772	1,015
순이자수익	24	22	26	26	43
외화관련손익	-201	85	48	52	0
지분법손익	-2	-27	-6	-1	1
세전계속사업손익	555	898	799	615	852
당기순이익	372	535	573	426	631
지배주주순이익	202	382	407	287	419
증가율(%)					
매출액	-10.3	-0.9	3.3	-0.8	8.3
영업이익	-14.9	-14.8	2.3	-29.1	44.0
EBITDA	-12.6	-14.2	3.1	-26.0	31.4
순이익률	-49.2	44.1	7.1	-25.6	47.9
이익률(%)					
매출총이익률	10.5	9.9	10.0	8.6	9.2
영업이익률	5.8	5.0	5.0	3.6	4.7
EBITDA 마진	7.0	6.0	6.0	4.5	5.5
세전이익률	3.3	5.4	4.6	3.6	4.6
순이익률	2.2	3.2	3.3	2.5	3.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	514	250	479	1,361	496
당기순이익	372	535	573	426	631
자산상각비	193	172	184	163	138
운전자본증감	-631	-490	-652	773	-93
매출채권감소(증가)	502	-367	-76	503	-228
재고자산감소(증가)	-186	280	298	206	-69
매입채무증가(감소)	-447	-89	-532	461	211
투자현금흐름	-16	-92	-151	-312	-335
유형자산처분(취득)	-38	-179	-106	-97	-119
무형자산 감소(증가)	-3	1	-14	-16	-16
투자자산 감소(증가)	435	652	129	-286	-89
재무현금흐름	-381	-37	15	-294	151
차입금증가	-272	125	134	-160	218
자본증가	-109	-103	-108	-67	-67
배당금지급	-109	-107	-108	-67	-67
총현금흐름	1,422	1,169	1,259	657	590
(-) 운전자본증가(감소)	176	-174	-5	-748	93
(-) 설비투자	50	192	111	99	119
(+) 자산매각	9	14	-9	-14	-16
Free Cash Flow	1,205	1,165	1,145	1,293	361
(-) 기타투자	865	1,230	817	-111	111
잉여현금	340	-65	327	1,405	251
NOPLAT	660	501	617	423	649
(+) Dep	193	172	184	163	138
(-) 운전자본투자	176	-174	-5	-748	93
(-) Capex	50	192	111	99	119
OpFCF	628	655	695	1,236	575

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	13,250	13,337	13,172	14,393	15,191
현금성자산	3,664	4,301	4,554	5,508	5,909
매출채권	5,398	5,373	4,934	4,941	5,169
재고자산	2,106	1,947	1,723	1,503	1,573
비유동자산	5,182	4,718	5,055	4,448	4,557
투자자산	3,023	2,607	2,937	2,754	2,866
유형자산	1,399	1,437	1,420	996	997
무형자산	760	711	698	698	694
자산총계	18,432	18,055	18,227	18,842	19,749
유동부채	7,219	6,861	6,771	7,372	7,766
매입채무	4,561	4,392	4,209	4,568	4,778
유동성이자부채	597	615	939	523	614
비유동부채	2,740	2,902	2,741	2,609	2,769
비유동이자부채	1,796	1,919	1,862	1,764	1,891
부채총계	9,959	9,763	9,512	9,981	10,536
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,032	1,004	1,019	1,019	1,019
이익잉여금	4,813	4,986	5,325	5,468	5,821
자본조정	65	-273	-239	-239	-239
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	8,473	8,292	8,715	8,861	9,213

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,811	3,427	3,659	2,574	3,765
BPS	58,029	56,293	59,778	61,058	64,220
DPS	500	500	600	600	600
CFPS	12,754	10,487	11,300	5,898	5,289
ROA(%)	1.1	2.1	2.2	1.5	2.2
ROE(%)	3.2	6.0	6.3	4.3	6.0
ROIC(%)	10.0	7.6	9.4	6.9	11.7
Multiples(x, %)					
PER	20.0	15.9	11.6	11.9	8.1
PBR	0.6	1.0	0.7	0.5	0.5
PSR	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2
PCR	2.8	5.2	3.7	5.2	5.8
EV/EBITDA	2.4	4.3	2.8	0.3	0.0
배당수익률	1.4	0.9	1.4	2.0	2.0
안정성(%)					
부채비율	117.5	117.7	109.1	112.6	114.4
Net debt/Equity	-15.0	-21.3	-20.1	-36.3	-37.0
Net debt/EBITDA	-107.8	-174.5	-168.0	-417.0	-335.3
유동비율	183.5	194.4	194.5	195.2	195.6
이자보상배율	12.8	9.2	10.1	7.3	11.8
자산구조(%)					
투하자본	50.5	47.9	47.6	39.9	39.2
현금+투자자산	49.5	52.1	52.4	60.1	60.8
자본구조(%)					
차입금	22.0	23.4	24.3	20.5	21.4
자본금	78.0	76.6	75.7	79.5	78.6

대림산업 (000210)

2021년 분양증가 기대



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 113,000원

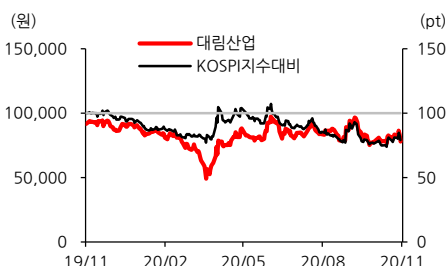
현재 주가(10/30)	78,000원
상승여력	▲44.9%
시가총액	27,144억원
발행주식수	34,800천주
52 주 최고가 / 최저가	97,400 / 49,000원
90 일 일평균 거래대금	333.25억원
외국인 지분율	38.0%
주주 구성	
대림코퍼레이션 (외 7 인)	23.1%
국민연금공단 (외 1 인)	13.5%
BlackRockFundAdvisors (외 13 인)	5.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.8	-6.8	-11.5	-15.9
상대수익률(KOSPI)	3.4	-6.8	-27.9	-24.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	10,984	9,700	10,535	10,120
영업이익	845	1,130	1,250	1,057
EBITDA	976	1,282	1,469	1,308
지배주주순이익	646	665	789	723
EPS	18,574	19,109	22,525	20,618
순차입금	-200	-93	350	-453
PER	5.5	4.7	3.5	3.8
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.6	2.5	2.2	1.9
배당수익률	1.7	1.4	1.7	1.7
ROE	12.4	11.7	12.5	10.3

주가 추이



2020년 3분기 영업이익은 시장 기대치에 부합하며 양호한 이익 시현을 이어갔습니다. 올해 주택 분양공급 계획은 다소 아쉬우나 자연물량을 감안하면 내년 분양 공급은 늘어날 전망이다. 대림산업에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 113,000 원을 유지합니다.

3Q20 Review: 영업이익, 시장 기대치 부합

대림산업의 3분기 연결기준 매출액은 2.2조 원, 영업이익은 2496억 원으로 전년동기 대비 각각 +2.7%, +11.9%의 성장률을 기록했다. 별도 건설 부문 매출액은 소폭 감소했으나 주요 해외 법인(터키 및 DSA)의 매출 성장과 연결 자회사 신규 편입효과(고려개발, Cariflex 등) 등으로 총 매출액은 플러스 성장을 이어갔다. 이익률도 양호한 수준이 지속됐다. 3분기 매출총이익률은 18%를 기록했는데, 주택 부문의 양호한 마진 유지(GPM 20%)와 유화부문의 수익성 개선(GPM 18.1%, YoY +3.8%p) 등의 영향이 컸다. 4분기에는 성수동 오피스 매각(매출액 5716억 원, 영업이익 1271억 원)이 실적에 일시 반영되면서 분기 사상 최대 실적을 기록할 전망이다.

내년 주택 분양공급 증가 기대

동사는 2018년 2분기 이후 지속적인 주택 매출 감소를 겪고 있는데, 이는 분양공급이 2015년 3.3만 세대를 정점으로 2018년(1.4만 세대)까지 줄어온 영향이다. 다만, 2019년에는 2.3만 세대로 공급이 다시 증가함에 따라 내년 하반기부터 주택 매출이 회복세(성수동 오피스 매각 제외)를 나타낼 전망이다. 그러한 측면에서 올해 분양 계획은 다소 아쉬운데, 동사는 올해 분양 계획을 연초 1.8만 세대에서 3분기 실적발표 이후 1.4만 세대(후분양 포함)로 하향 조정했다. 내년 이후 디벨로퍼의 실적 성장을 위해서는 내년 분양공급 증가가 필요하다.

투자의견 Buy, 목표주가 113,000원 유지

대림산업에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 113,000원을 유지한다. 회사 분할을 앞두고 자사주 매입이나 배당 확대 등에 대한 기대감으로 주가 상승이 나타나기도 했는데, 이번 실적발표를 통해 그 가능성에 대해서는 선을 그었다. 다만, 분할 이후 디벨로퍼의 성장 전략이나 주주 환원정책에 대한 기대감은 유효하다는 판단이다. 현재 동사의 주가는 12M Fwd. P/E 3.9배, P/B 0.42배 수준이다.

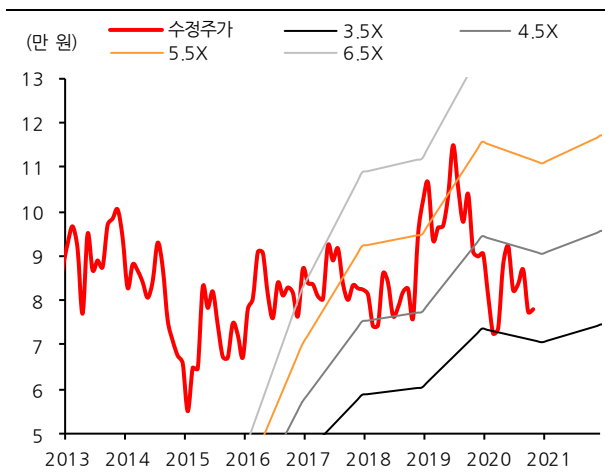
[표20] 대림산업의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,322	2,414	2,164	2,800	2,509	2,548	2,222	3,256	10,984	9,700	10,535	10,120
YoY(%)	-18.1	-18.4	-12.2	2.7	8.1	5.5	2.7	16.3	-11.0	-11.7	8.6	-3.9
본사	1,802	1,898	1,589	2,058	1,716	1,744	1,469	2,396	9,252	7,348	7,324	6,802
건설	1,521	1,609	1,303	1,794	1,463	1,568	1,267	2,167	8,049	6,226	6,465	5,857
토목	264	265	274	281	216	213	212	238	1,235	1,085	878	880
건축	1,072	1,186	831	1,147	942	954	768	1,582	5,579	4,235	4,244	3,884
플랜트	176	151	189	357	299	396	282	334	1,201	874	1,310	1,060
유화	282	289	286	258	253	176	202	228	1,203	1,115	859	944
연결법인	520	516	575	742	793	804	753	860	1,733	2,352	3,211	3,318
매출원가	1,924	2,008	1,801	2,310	2,042	2,097	1,822	2,710	9,564	8,043	8,671	8,460
매출원가율(%)	82.9	83.2	83.2	82.5	81.4	82.3	82.0	83.2	87.1	82.9	82.3	83.6
본사	83.2	82.7	84.4	82.0	81.8	81.9	83.0	82.7	88.5	83.0	82.3	84.2
건설	82.6	82.1	84.1	81.3	80.6	82.0	83.2	82.1	88.8	82.4	81.9	83.8
유화	86.7	85.8	85.7	88.8	88.6	81.1	81.9	88.3	86.4	86.7	85.4	86.5
영업이익	241	296	223	371	290	307	250	403	845	1,130	1,250	1,057
YoY(%)	-3.0	31.4	8.5	122.4	20.5	3.9	11.9	8.8	54.9	33.7	10.6	-15.5
영업이익률(%)	10.4	12.2	10.3	13.2	11.6	12.1	11.2	12.4	7.7	11.7	11.9	10.4
영업외손익	73	-100	4	-150	11	42	46	-102	49	-172	-3	-29
세전이익	314	196	227	221	301	349	295	301	894	958	1,247	1,028
순이익	236	145	178	151	223	271	229	223	678	710	946	761
YoY(%)	-5.6	-35.9	-4.8	944.4	-5.6	87.4	28.5	47.6	33.5	4.8	33.2	-19.6
순이익률(%)	10.2	6.0	8.2	5.4	8.9	10.6	10.3	6.8	6.2	7.3	9.0	7.5
지배주주순이익	221	136	160	148	199	179	204	207	646	665	789	723

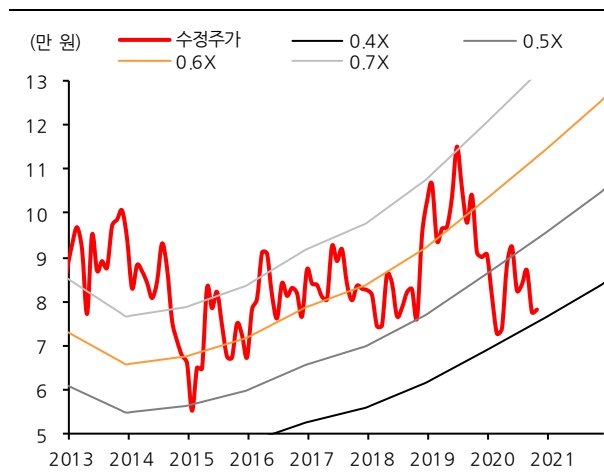
자료: 대림산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	12,336	10,984	9,700	10,535	10,120
매출총이익	1,196	1,420	1,658	1,864	1,660
영업이익	546	845	1,130	1,250	1,057
EBITDA	665	976	1,282	1,469	1,308
순이자수익	-64	-59	-45	-47	-40
외화관련손익	-65	15	32	42	0
지분법손익	437	260	214	157	160
세전계속사업손익	675	894	958	1,247	1,028
당기순이익	508	678	710	864	761
지배주주순이익	490	646	665	789	723
증가율(%)					
매출액	25.2	-11.0	-11.7	8.6	-3.9
영업이익	30.2	54.9	33.7	10.6	-15.5
EBITDA	26.0	46.7	31.4	14.6	-10.9
순이익률	73.3	33.5	4.8	21.6	-11.9
이익률(%)					
매출총이익률	9.7	12.9	17.1	17.7	16.4
영업이익률	4.4	7.7	11.7	11.9	10.4
EBITDA 마진	5.4	8.9	13.2	13.9	12.9
세전이익률	5.5	8.1	9.9	11.8	10.2
순이익률	4.1	6.2	7.3	8.2	7.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	438	1,105	952	777	961
당기순이익	508	678	710	864	761
자산상각비	119	131	152	219	251
운전자본증감	-465	-333	-437	-446	129
매출채권감소(증가)	-244	205	97	-138	325
재고자산감소(증가)	135	-92	234	-67	302
매입채무증가(감소)	574	44	176	-5	-451
투자현금흐름	-237	-381	-137	-1,008	-116
유형자산처분(취득)	-234	-143	-158	-685	-142
무형자산 감소(증가)	-3	-1	-1	-4	-4
투자자산 감소(증가)	23	-155	217	107	-9
재무현금흐름	154	-526	-387	184	-150
차입금증가	175	-494	-337	248	-100
자본증가	-25	-48	-75	-50	-50
배당금지급	-25	-48	-75	-50	-50
총현금흐름	965	1,274	1,530	1,175	831
(-) 운전자본증가(감소)	-237	-482	566	437	-129
(-) 설비투자	236	149	168	686	142
(+) 자산매각	-1	4	9	-3	-4
Free Cash Flow	965	1,611	805	49	815
(-) 기타투자	727	896	67	434	-38
잉여현금	238	715	739	-385	853
NOPLAT	411	641	838	949	782
(+) Dep	119	131	152	219	251
(-) 운전자본투자	-237	-482	566	437	-129
(-) Capex	236	149	168	686	142
OpFCF	531	1,105	256	45	1,021

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	6,728	6,367	6,740	5,641	5,744
현금성자산	2,526	2,890	2,887	2,636	3,338
매출채권	3,130	1,385	1,188	1,142	817
재고자산	718	999	1,120	1,178	876
비유동자산	6,675	6,467	6,706	7,573	7,590
투자자산	4,534	4,345	4,622	4,633	4,755
유형자산	2,071	2,070	2,017	2,412	2,386
무형자산	70	52	66	528	448
자산총계	13,402	12,834	13,445	13,214	13,334
유동부채	4,903	4,530	4,271	3,050	2,481
매입채무	3,094	1,571	1,593	1,356	905
유동성이자부채	971	841	772	835	735
비유동부채	2,805	2,253	2,437	2,656	2,673
비유동이자부채	2,291	1,849	2,022	2,150	2,150
부채총계	7,708	6,783	6,709	5,706	5,153
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	538	538	538
이익잉여금	4,399	4,793	5,330	6,068	6,740
자본조정	-92	-160	-150	-150	-150
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	5,694	6,050	6,737	7,508	8,181

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	14,095	18,574	19,109	22,525	20,618
BPS	131,198	139,638	153,815	172,942	190,358
DPS	1,000	1,700	1,300	1,300	1,300
CFPS	24,989	33,000	39,648	30,445	21,530
ROA(%)	3.8	4.9	5.1	5.9	5.4
ROE(%)	10.1	12.4	11.7	12.5	10.3
ROIC(%)	9.0	13.6	16.9	16.3	12.4
Multiples(x, %)					
PER	5.8	5.5	4.7	3.5	3.8
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	3.3	3.1	2.3	2.6	3.6
EV/EBITDA	5.6	3.6	2.5	2.2	1.9
배당수익률	1.2	1.7	1.4	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	135.4	112.1	99.6	76.0	63.0
Net debt/Equity	12.9	-3.3	-1.4	4.7	-5.5
Net debt/EBITDA	110.5	-20.4	-7.3	23.8	-34.6
유동비율	137.2	140.5	157.8	184.9	231.6
이자보상배율	5.2	7.4	11.3	13.1	11.7
자산구조(%)					
투하자본	40.4	39.1	41.1	46.9	43.5
현금+투자자산	59.6	60.9	58.9	53.1	56.5
자본구조(%)					
차입금	36.4	30.8	29.3	28.5	26.1
자본금	63.6	69.2	70.7	71.5	73.9

삼성엔지니어링 (028050)

비우호적 환경 지속



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 15,000원

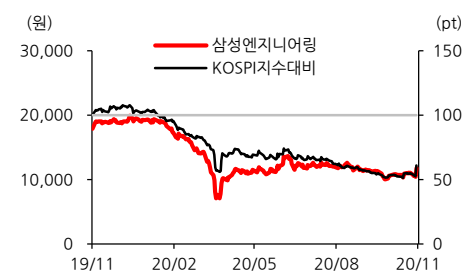
현재 주가(10/30)	11,750원
상승여력	▲27.7%
시가총액	23,030억원
발행주식수	196,000천주
52 주 최고가 / 최저가	19,900 / 7,070원
90 일 일평균 거래대금	181.12억원
외국인 지분율	28.6%
주주 구성	
삼성 SDI (외 8 인)	20.6%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.4	-2.1	2.2	-33.8
상대수익률(KOSPI)	14.0	-2.1	-14.2	-42.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,480	6,368	6,589	6,629
영업이익	206	385	352	356
EBITDA	266	447	410	410
지배주주순이익	69	293	272	276
EPS	350	1,493	1,390	1,409
순차입금	147	-605	-846	-1,031
PER	50.2	12.9	8.5	8.3
PBR	3.3	2.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	13.5	7.1	3.6	3.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.6	24.6	18.7	15.9

주가 추이



동사의 연초 이후 주가 수익률은 경쟁사 대비 부진했습니다. 저유가 지속과 코로나 19 확산 등 비우호적인 시장 환경 때문입니다. 추세적인 주가 상승을 위해서는 무엇보다 해외 시장환경 개선이 필요하다는 판단입니다. 동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 15,000 원을 유지합니다.

3Q20 Review: 영역이입, 시장 기대치 상회

삼성엔지니어링의 3분기 매출액은 1.6조 원, 영업이익은 1001억 원으로 전년동기 대비 각각 -2.0%, +0.3%의 성장률을 기록했다. 화공 부문의 원가율이 87.6%를 기록하면서 영업이익이 시장 기대치를 상회했다. 일회성으로 준공정산이익이 약 150억 원 반영됐는데, 이를 제외하더라도 89.6%를 기록해 상반기 93.1% 대비 양호한 이익률을 시현했다. 다만, 지분법 대상 해외 현장에서 공기 지연에 따른 추가 원가가 370억 원 가량 발생해 코로나 19의 영향을 피해갔다고 보기는 어려우며, 화공 부문의 매출이 2018년 2분기 이후 처음으로 감소한 만큼 해외 수주에 대한 갈증은 더욱 커질 전망이다.

비우호적 환경 지속

3분기 누적 신규수주는 3조 원으로 연간 목표 10.5조 원 대비 28.3%를 달성(국내 63.9%, 해외 16.0%)하며 다소 부진한 성과를 기록했다. 10월 수주 소식을 알린 멕시코 도스보카스(30억 불)를 포함하면 해외 수주 목표달성률은 58% 수준이며 이 외에 말레이시아 사라왁(10억 불), 사우디 자프라(13억 불) 등 수주 가시성이 높은 대형 프로젝트가 존재하는 만큼 수주 성과에 대한 기대감은 유효하다. 다만, 저유가 및 코로나 19 확산이 지속되고 있는 점을 고려할 때 해외 비중이 큰 동사의 수주나 실적에 대한 우려는 당분간 지속될 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 15,000원 유지

삼성엔지니어링에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 15,000원을 유지한다. 목표주가는 2021년 예상 BPS 9,548원에 목표배수 약 1.6배를 적용했다. 연초 이후 주가가 경쟁사 대비 부진했던 만큼 대규모 공사 수주 시 주가 회복이 나타날 수 있겠으나 추세적인 상승을 위해서는 해외 수주 및 실적에 걸림돌로 작용하고 있는 저유가와 코로나 19로부터의 해방이 필요하다는 판단이다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 1.25배, P/E 7.7배 수준이다.

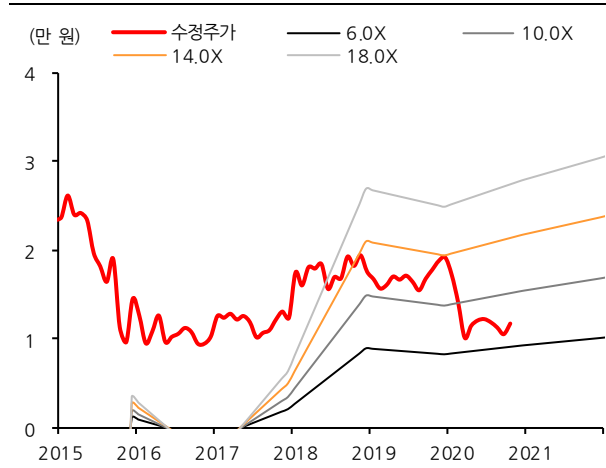
[표21] 삼성엔지니어링의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,352	1,625	1,636	1,755	1,593	1,674	1,603	1,719	5,480	6,368	6,589	6,629
YoY(%)	11.0	20.5	25.3	9.2	17.8	3.0	-2.0	-2.0	-1.0	16.2	3.5	0.6
화공	572	686	772	849	781	832	741	779	2,165	2,878	3,132	3,141
비화공	780	940	864	906	811	843	863	941	3,315	3,490	3,457	3,487
매출원가	1,144	1,436	1,445	1,581	1,425	1,516	1,424	1,540	4,932	5,606	5,905	5,940
매출원가율(%)	84.6	88.4	88.4	90.0	89.5	90.5	88.8	89.6	90.0	88.0	89.6	89.6
화공	87.6	92.2	89.4	93.7	93.9	92.3	87.6	91.5	93.9	91.0	91.4	92.3
비화공	82.4	85.6	87.4	86.6	85.3	88.8	89.9	88.0	87.5	85.6	88.0	87.2
판매비	89	89	91	108	82	73	79	98	342	377	332	332
판매비율(%)	6.6	5.5	5.5	6.2	5.1	4.4	5.0	5.7	6.2	5.9	5.0	5.0
영업이익	119	100	100	67	85	86	100	81	206	385	352	356
YoY(%)	460.3	128.0	18.1	18.1	-28.2	-14.2	0.3	21.4	338.6	87.4	-8.6	1.1
영업이익률(%)	8.8	6.2	6.1	3.8	5.4	5.1	6.2	4.7	3.8	6.1	5.3	5.4
영업외손익	1	7	1	7	16	5	-25	6	-36	15	2	13
세전이익	120	107	101	73	102	91	75	87	170	401	355	369
순이익	104	73	71	47	69	67	60	65	70	296	261	273
YoY(%)	778.3	319.5	28.2	흑전	-33.2	-8.2	-15.9	36.7	흑전	321.1	-11.7	4.7
순이익률(%)	7.7	4.5	4.3	2.7	4.4	4.0	3.7	3.8	1.3	4.6	4.0	4.1
지배기업순이익	100	72	73	48	70	68	70	65	69	293	272	276

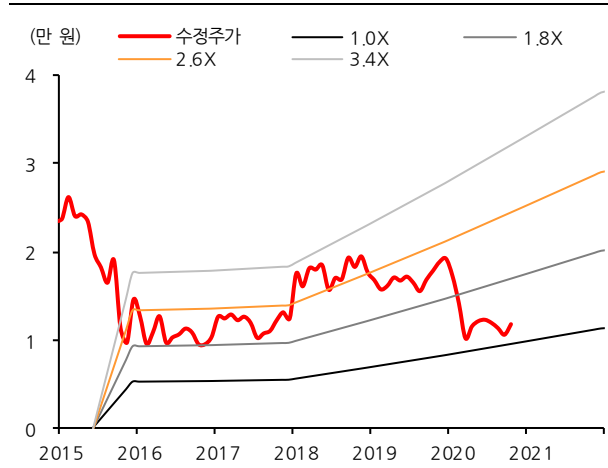
자료: 삼성엔지니어링, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,536	5,480	6,368	6,589	6,629
매출총이익	361	548	762	685	688
영업이익	47	206	385	352	356
EBITDA	119	266	447	410	410
순이자수익	-11	-28	-2	12	10
외화관련손익	-47	1	-9	-2	0
지분법손익	5	5	32	43	16
세전계속사업손익	-30	170	401	355	369
당기순이익	-52	70	296	261	273
지배주주순이익	-45	69	293	272	276
증가율(%)					
매출액	-21.0	-1.0	16.2	3.5	0.6
영업이익	-33.1	339.4	87.1	-8.6	1.1
EBITDA	-19.7	123.2	67.9	-8.3	0.1
순이익률	적전	흑전	321.1	-11.7	4.7
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	10.0	12.0	10.4	10.4
영업이익률	0.8	3.8	6.1	5.3	5.4
EBITDA 마진	2.2	4.9	7.0	6.2	6.2
세전이익률	-0.5	3.1	6.3	5.4	5.6
순이익률	-0.9	1.3	4.6	4.0	4.1

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-134	446	784	281	253
당기순이익	-52	70	296	261	273
자산상각비	72	60	62	58	54
운전자본증감	-84	234	398	-31	-73
매출채권감소(증가)	-440	-199	155	801	43
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	-431	34	-97	17	-109
투자현금흐름	-15	21	-147	24	-74
유형자산처분(취득)	-8	-2	-16	-22	-20
무형자산 감소(증가)	-7	-9	-11	-12	-13
투자자산 감소(증가)	-8	28	-107	54	-7
재무현금흐름	38	-849	-422	-81	-21
차입금증가	38	-853	-424	-80	-21
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	72	318	442	345	326
(-) 운전자본증가(감소)	140	-182	-432	29	73
(-) 설비투자	14	15	20	23	20
(+) 자산매각	-1	3	-7	-11	-13
Free Cash Flow	-83	488	847	282	219
(-) 기타투자	-63	-56	47	-2	34
잉여현금	-20	544	800	284	186
NOPLAT	34	85	284	259	264
(+) Dep	72	60	62	58	54
(-) 운전자본투자	140	-182	-432	29	73
(-) Capex	14	15	20	23	20
OpFCF	-47	312	759	265	224

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	3,303	2,973	2,884	2,982	3,127
현금성자산	883	446	796	985	1,150
매출채권	2,167	2,089	1,586	1,413	1,370
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,781	1,656	1,661	1,661	1,690
투자자산	1,283	1,203	1,198	1,218	1,267
유형자산	427	398	428	418	405
무형자산	71	55	36	25	18
자산총계	5,084	4,629	4,545	4,643	4,817
유동부채	3,678	3,351	2,949	2,752	2,638
매입채무	2,153	2,401	2,354	2,261	2,153
유동성이자부채	1,192	577	181	105	84
비유동부채	401	244	293	318	329
비유동이자부채	268	16	10	35	35
부채총계	4,079	3,595	3,242	3,070	2,967
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-19	-19	-18	-18	-18
이익잉여금	170	234	526	717	993
자본조정	-104	-139	-166	-83	-83
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,005	1,034	1,303	1,573	1,850

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-231	350	1,493	1,390	1,409
BPS	5,236	5,383	6,749	8,139	9,548
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	365	1,621	2,254	1,761	1,665
ROA(%)	-0.9	1.4	6.4	5.9	5.8
ROE(%)	-4.5	6.6	24.6	18.7	15.9
ROIC(%)	2.3	6.5	33.6	43.1	40.1
Multiples(x, %)					
PER	-53.6	50.2	12.9	8.5	8.3
PBR	2.4	3.3	2.8	1.4	1.2
PSR	0.4	0.6	0.6	0.3	0.3
PCR	34.0	10.9	8.5	6.7	7.1
EV/EBITDA	25.2	13.5	7.1	3.6	3.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	406.0	347.7	248.9	195.1	160.4
Net debt/Equity	57.4	14.2	-46.4	-53.7	-55.8
Net debt/EBITDA	483.3	55.2	-135.2	-206.1	-251.2
유동비율	89.8	88.7	97.8	108.3	118.5
이자보상배율	1.9	4.9	24.4	51.4	76.7
자산구조(%)					
투하자본	41.1	40.1	22.8	21.8	22.4
현금+투자자산	58.9	59.9	77.2	78.2	77.6
자본구조(%)					
차입금	59.2	36.5	12.8	8.2	6.0
자본금	40.8	63.5	87.2	91.8	94.0



HDC현대산업개발 (294870)

다시 보여주세요

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (신규)

목표주가(신규): 26,000원

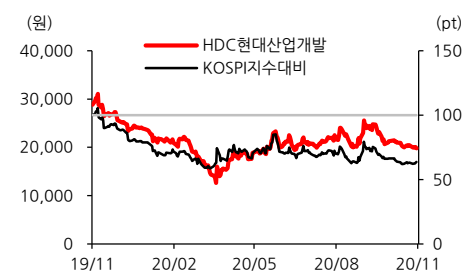
현재 주가(10/30)	19,800원
상승여력	▲31.3%
시가총액	13,050억원
발행주식수	65,907천주
52 주 최고가 / 최저가	31,061 / 12,600원
90 일 일평균 거래대금	233.73억원
외국인 지분율	8.1%
주주 구성	
HDC (외 8 인)	41.5%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.8	-12.0	5.0	-30.9
상대수익률(KOSPI)	-4.2	-12.0	-11.4	-39.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,793	4,216	3,689	3,667
영업이익	318	551	534	473
EBITDA	327	577	566	499
지배주주순이익	230	414	203	344
EPS	4,850	8,729	3,087	5,214
순차입금	-843	-395	-840	-1,054
PER	9.2	2.7	6.4	3.8
PBR	1.1	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.9	1.3	0.8	0.5
배당수익률	1.1	2.1	2.5	2.5
ROE	n/a	20.3	8.2	11.9

주가 추이



아시아나항공 인수가 무산으로 마무리된 만큼 이후 주택 수주 및 분양 성과 회복, 자체 개발사업 활성화 등 주택 사업자로서의 재확약이 기대됩니다. HDC 현대산업개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 26,000원으로 신규 커버리지를 개시합니다.

3Q20 Review: 영업이익, 시장 기대치 상회

HDC현대산업개발의 3분기 매출액은 8125억 원, 영업이익은 1326억 원으로 전년동기 대비 각각 -6.8%, +41.4%의 성장률을 기록하며, 시장 컨센서스를 상회했다. 옵션 매출 등으로 자체주택 매출이 기대보다 컸고, 원가율도 대체로 양호했다. 다만, 외주주택 매출은 지난 분기에 이어 3분기에도 감소세를 지속했는데 이는 작년 분양성과가 6400세대로 크게 부진했던 영향이다. 이 여파는 당분간 지속되겠으나 올해 분양 공급이 12월 사업장의 지연을 감안하더라도 1.3만 세대 수준으로 늘어나고 내년에도 1.8만 세대 수준의 분양을 계획하고 있어 내년 하반기 이후 점진적인 매출 회복이 기대된다.

자체개발 사업 활성화 기대

동사에 가장 기대가 큰 부분은 자체개발 사업의 활성화다. 내년 중 착공 및 분양이 예정되어 있는 대규모 자체 사업지는 의정부 주상복합(1092세대), 광운대 역세권(3086세대), 용산 철도병원 부지 개발(401세대), 공릉 역세권 개발(375세대) 등이 있다. 자체 사업이 빈번히 지연됐던 만큼 실제 사업의 착수가 이루어진다면 실적뿐만 아니라 주가 측면에서도 긍정적인 움직임을 기대할 수 있다는 판단이며, 이를 포함해 분양 공급 증가와 주택 수주 성장이 동반된다면 다시금 디벨로퍼로서의 역량을 재평가받을 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 26,000원으로 신규 커버리지 개시

우리는 HDC현대산업개발에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 26,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021년 예상 BPS 46,160원에 목표배수 약 0.6배를 적용해 산출했다. 아시아나항공 인수가 무산으로 마무리된 만큼 향후에는 주택 수주 및 분양 성과 회복, 자체 개발사업의 활성화 등 주택 사업자로서의 재확약을 기대해본다. 현재 주가는 12M Fwd. P/B 0.44배, P/E 3.7배 수준이다.

[표22] HDC 현대산업개발의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	46,160	2021 년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.6	2021 년 예상 ROE 11.9%, COE 8.7%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 추가(원)	26,147	신규 커버리지 개시
목표 추가(원)	26,000	
현재 추가(원)	19,800	
상승 여력	31%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표23] HDC 현대산업개발의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	881	1,449	871	1,015	1,007	957	812	913	4,355	4,216	3,689	3,667
YoY(%)	-18.4	10.8	-7.2	-1.3	14.3	-34.0	-6.8	-10.0	5.6	-3.2	-12.5	-0.6
자체사업	183	586	55	95	237	192	149	157	820	919	735	607
도급주택	576	727	684	748	647	644	529	611	2,783	2,735	2,431	2,493
토목	41	38	60	97	45	54	55	64	252	236	218	241
건축	42	50	21	14	38	19	28	25	355	127	110	130
기타	39	47	51	62	40	48	51	56	145	199	195	195
매출원가	729	1,201	732	800	822	757	635	738	3,680	3,463	2,953	2,988
매출원가율(%)	82.8	82.9	84.0	78.9	81.7	79.1	78.2	80.8	84.5	82.1	80.0	81.5
자체사업	68.6	71.3	83.6	58.7	78.7	67.9	66.6	67.4	75.3	70.2	71.0	71.0
도급주택	84.0	90.7	81.9	78.7	83.7	79.7	79.4	80.1	82.3	83.8	80.8	81.0
토목	92.5	127.7	81.5	81.3	97.2	83.0	80.3	92.3	94.3	90.8	88.0	91.0
건축	109.9	59.5	156.0	173.6	29.1	100.4	87.0	92.5	109.5	104.7	70.5	93.0
기타	92.2	95.5	85.1	86.8	99.1	104.1	100.0	107.4	100.5	89.5	101.0	101.0
판관비	49	53	42	60	47	52	44	59	177	204	203	205
판관비율(%)	5.5	3.7	4.2	5.9	4.7	5.5	5.5	6.5	4.1	4.8	5.5	5.6
영업이익	102	196	94	160	137	147	133	116	498	551	534	473
YoY(%)	-17.2	23.7	-21.1	61.5	35.3	-24.8	41.4	-27.4	0.0	10.7	-3.2	-11.3
영업이익률(%)	11.5	13.5	10.8	15.8	13.6	15.4	16.3	12.8	11.4	13.1	14.5	12.9
영업외손익	11	7	8	-19	7	-5	-223	-19	22	8	-240	-9
세전이익	113	203	102	142	145	142	-91	98	520	559	294	464
순이익	86	151	76	102	105	101	-75	72	373	414	203	344
YoY(%)	-17.7	28.8	-11.6	50.1	22.5	-32.9	적자전환	-28.9		10.8	-50.8	68.9
순이익률(%)	9.7	10.4	8.7	10.0	10.4	10.6	-9.2	7.9	8.6	9.8	5.5	9.4
지배주주순이익	86	151	76	102	105	101	-75	72	373	414	203	344

자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)				
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,793	4,216	3,689	3,667
매출총이익	449	754	737	679
영업이익	318	551	534	473
EBITDA	327	577	566	499
순이자수익	14	36	40	49
외화관련손익	1	1	0	0
지분법손익	0	-14	-24	-24
세전계속사업손익	325	559	294	464
당기순이익	230	414	203	344
지배주주순이익	230	414	203	344
증가율(%)				
매출액	n/a	51.0	-12.5	-0.6
영업이익	n/a	73.5	-3.2	-11.3
EBITDA	n/a	76.8	-1.9	-11.9
순이익률	n/a	80.0	-50.8	68.9
이익률(%)				
매출총이익률	16.1	17.9	20.0	18.5
영업이익률	11.4	13.1	14.5	12.9
EBITDA 마진	11.7	13.7	15.3	13.6
세전이익률	11.6	13.3	8.0	12.7
순이익률	8.2	9.8	5.5	9.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)				
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	455	-120	195	312
당기순이익	325	559	284	344
자산상각비	9	26	33	25
운전자본증감	60	-717	-101	-93
매출채권감소(증가)	-34	95	340	-134
재고자산감소(증가)	0	375	157	-45
매입채무증가(감소)	11	19	-3	99
투자현금흐름	-175	-238	-1,014	-132
유형자산처분(취득)	-6	-5	-3	-4
무형자산 감소(증가)	0	-2	-6	-6
투자자산 감소(증가)	-158	30	-975	-67
재무현금흐름	28	-176	1,293	-33
차입금증가	29	-154	997	0
자본증가	0	-22	296	-33
배당금지급	0	-22	-22	-33
총현금흐름	407	671	376	405
(-) 운전자본증가(감소)	198	711	125	93
(-) 설비투자	6	5	3	4
(+) 자산매각	0	-2	-6	-6
Free Cash Flow	203	-48	242	302
(-) 기타투자	-247	265	6	55
잉여현금	450	-313	236	246
NOPLAT	225	408	369	350
(+) Dep	9	26	33	25
(-) 운전자본투자	198	711	125	93
(-) Capex	6	5	3	4
OpFCF	30	-282	274	279

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)				
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	3,840	3,235	4,680	5,097
현금성자산	1,578	1,024	2,474	2,687
매출채권	1,019	1,148	1,198	1,331
재고자산	775	502	403	448
비유동자산	1,024	1,174	1,151	1,167
투자자산	679	778	765	796
유형자산	396	388	373	354
무형자산	6	8	13	17
자산총계	4,863	4,410	5,831	6,264
유동부채	2,445	1,726	2,168	2,279
매입채무	1,609	951	886	985
유동성이자부채	381	425	996	996
비유동부채	574	451	931	943
비유동이자부채	354	204	638	638
부채총계	3,019	2,178	3,100	3,222
자본금	220	220	330	330
자본잉여금	1,396	1,396	1,605	1,605
이익잉여금	229	618	800	1,110
자본조정	-1	-2	-2	-2
자기주식	-1	-1	-1	-1
자본총계	1,844	2,232	2,732	3,042

주요지표 (단위: 원, 배)				
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
주당지표				
EPS	4,850	8,729	3,087	5,214
BPS	38,920	47,095	41,446	46,160
DPS	500	500	500	500
CFPS	8,598	14,157	5,707	6,143
ROA(%)	n/a	8.9	4.0	5.7
ROE(%)	n/a	20.3	8.2	11.9
ROIC(%)		30.4	20.8	18.9
Multiples(x, %)				
PER	9.2	2.7	6.4	3.8
PBR	1.1	0.5	0.5	0.4
PSR	0.8	0.3	0.4	0.4
PCR	5.2	1.7	3.5	3.2
EV/EBITDA	3.9	1.3	0.8	0.5
배당수익률	1.1	2.1	2.5	2.5
안정성(%)				
부채비율	163.7	97.6	113.5	105.9
Net debt/Equity	-45.7	-17.7	-30.8	-34.6
Net debt/EBITDA	-258.1	-68.4	-148.4	-211.3
유동비율	157.0	187.4	215.8	223.7
이자보상배율	23.6	32.1	14.4	9.8
자산구조(%)				
투하자본	29.5	49.2	35.8	35.3
현금+투자자산	70.5	50.8	64.2	64.7
자본구조(%)				
차입금	28.5	22.0	37.4	34.9
자본금	71.5	78.0	62.6	65.1

코오롱글로벌 (003070)

심 없는 질주



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 24,000원

현재 주가(10/30)	17,600원
상승여력	▲36.4%
시가총액	4,437억원
발행주식수	25,210천주
52 주 최고가 / 최저가	23,450 / 5,380원
90 일 일평균 거래대금	132.54억원
외국인 지분율	2.4%

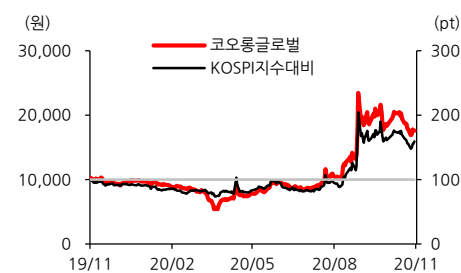
주주 구성	
코오롱 (외 21 인)	76.6%
자사주 (외 1 인)	0.3%
노성훈 (외 1 인)	0.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.8	61.5	124.2	84.9
상대수익률(KOSPI)	-1.2	61.5	107.8	75.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,358	3,484	3,582	3,783
영업이익	77	126	153	171
EBITDA	96	182	210	225
지배주주순이익	16	49	76	96
EPS	647	1,935	3,012	3,819
순차입금	585	693	432	336
PER	11.0	5.0	5.8	4.6
PBR	0.4	0.5	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.0	5.2	4.2	3.5
배당수익률	1.4	3.6	2.3	2.3
ROE	3.6	10.7	15.1	16.5

주가 추이



코오롱글로벌의 2020 년 3 분기 실적은 견조할 것으로 예상합니다. 주택
부문의 흔들림 없는 성장이 이어지는 가운데 풍력, 모듈러 등 신사업이
동사 주가에 모멘텀으로 작용하고 있는 구간입니다. 동사에 대해 투자의
견 Buy 와 목표주가 24,000 원을 유지합니다.

3분기 실적도 맑음

코오롱글로벌의 연결기준 3분기 매출액은 전년 동기대비 3.1% 증가한
9026억 원으로, 영업이익은 전년 동기대비 27.3% 증가한 361억 원으
로 추정된다. 시장 컨센서스인 영업이익 372억 원과 유사한 수준이다.
건설 부문의 주택 매출 성장이 계속되는 가운데 전반적으로 견조한 이
익률을 기록한 것으로 파악된다. 한편, 3분기 누적 신규수주는 연간 수
주 목표 3조 원의 60% 이상을 달성하며 양호한 분위기를 지속하고 있
으며, 주택 분양 계획은 대부분 4분기에 몰려있으나 분양 가시성이 높
아 연초 계획 달성에는 큰 무리가 없는 상황이다.

심 없는 질주

주택 부문의 탄탄한 매출 성장은 영업이익 증가뿐만 아니라 순차입금
('18년 4400억 원, '19년 3700억 원, '20년 2200억 원) 및 이자비용
감소(전년 상반기 대비 -78억 원)로 이어지며 더욱 가파른 순이익 개
선을 이끌어냈다. 이러한 흐름은 기 분양 물량을 바탕으로 향후 2년 간
이어질 것으로 예상되는 가운데 1) 풍력 발전사업 확대(2025년 연간
약 100억 원 배당수익 목표), 2) 모듈러 사업 진출(2025년 연 매출
3000억 원 달성 목표), 3) 연결 자회사 적자 축소(네이처브리지, 리베
토), 4) 서초동 코오롱 스포렉스 부지(장부가 591억 원, 약 2700평) 개
발 가시화 등은 중장기적 이익 성장의 발판이 될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 24,000원을 유지한다. 2021년
예상 BPS에 목표배수 P/B 약 1.0배를 적용했다. 목표배수는 기존 사업
가치에 풍력 및 모듈러 사업가치 등을 반영한 값이다. 동사의 연초 이
후 주가 수익률은 81.4%로 높은데, 그럼에도 불구하고 현 주가는
12M Fwd. P/E 4.3배, P/B 0.72배 수준으로 밸류에이션 부담이 크지 않
다. 참고로 올해 예상 배당수익률은 DPS 400원(배당성향 13.9%) 가정
시 2.3%다.

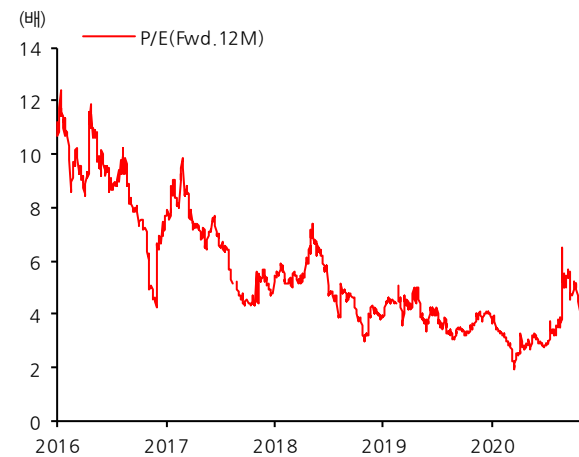
[표24] 코오롱글로벌의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	784	881	876	944	782	931	903	966	3,358	3,484	3,582	3,783
YoY(%)	-12.5	2.6	17.8	9.6	-0.3	5.8	3.1	2.4	-8.1	3.7	2.8	5.6
건설부문	410	463	419	496	395	487	472	531	1,620	1,789	1,885	2,100
토목	60	72	59	87	62	75	67	87	253	278	292	310
환경	48	55	54	51	38	33	38	38	240	208	147	161
주택	225	263	257	317	253	332	319	354	668	1,063	1,257	1,437
건축	55	60	37	34	35	39	40	41	263	185	155	163
플랜트	22	14	12	6	6	9	8	10	196	54	33	28
유통부문	238	271	315	336	266	335	318	320	1,106	1,161	1,239	1,247
자동차판매	153	187	234	252	191	255	235	239	806	826	920	930
자동차 AS	66	56	56	57	51	49	52	51	230	235	202	190
상사부문	125	135	125	99	114	101	103	105	532	485	422	401
철강	72	87	72	62	68	54	57	61	294	293	240	228
일반무역	53	48	53	37	46	47	46	44	237	192	182	173
연결조정	11	11	16	12	7	9	10	10	101	50	35	35
매출원가	696	790	785	841	692	827	807	865	3,049	3,112	3,191	3,368
매출원가율(%)	88.7	89.7	89.6	89.2	88.5	88.8	89.5	89.5	90.8	89.3	89.1	89.0
건설부문	89.4	89.3	89.8	88.7	85.6	86.7	88.2	88.8	91.3	89.3	87.5	87.6
유통부문	85.5	89.3	88.9	89.4	90.4	90.8	90.5	90.5	89.7	88.4	90.6	90.4
상사부문	95.7	95.4	95.1	96.1	95.7	95.0	94.9	94.8	95.5	95.5	95.1	95.1
판매비	60	63	62	61	59	57	59	63	233	246	238	244
판매비율(%)	7.7	7.1	7.1	6.5	7.6	6.1	6.6	6.5	6.9	7.1	6.7	6.5
영업이익	28	28	28	41	31	48	36	38	77	126	153	171
YoY(%)	127.2	86.0	167.5	6.2	9.2	71.5	27.3	-7.4	5.9	63.6	21.7	11.9
영업이익률(%)	3.6	3.2	3.2	4.4	3.9	5.1	4.0	4.0	2.3	3.6	4.3	4.5
영업외손익	-9	-15	-12	-25	-10	-14	-11	-19	-44	-61	-54	-46
세전이익	19	13	16	16	21	34	25	19	32	64	99	125
순이익	11	9	12	14	15	25	19	14	14	46	73	93
YoY(%)	727.1	흑전	201.7	-10.1	33.4	174.1	57.7	2.1	-5.2	220.8	58.0	26.7
순이익률(%)	1.4	1.0	1.4	1.5	1.9	2.7	2.1	1.5	0.4	1.3	2.0	2.5
지배주주순이익	12	10	12	15	16	26	19	15	16	49	76	96

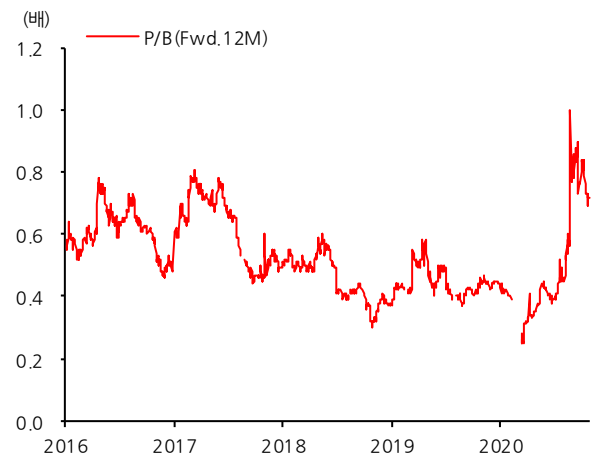
자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,654	3,358	3,484	3,582	3,783
매출총이익	331	309	372	391	415
영업이익	73	77	126	153	171
EBITDA	89	96	182	210	225
순이자수익	-25	-23	-35	-32	-15
외화관련손익	6	3	-6	-1	0
지분법손익	-10	-2	-2	0	0
세전계속사업손익	16	32	64	99	125
당기순이익	15	14	46	73	93
지배주주순이익	15	16	49	76	96
증가율(%)					
매출액	14.7	-8.1	3.7	2.8	5.6
영업이익	19.5	5.9	63.6	21.7	11.9
EBITDA	19.2	7.6	89.6	15.4	6.7
순이익률	148.5	-5.2	220.9	58.0	26.7
이익률(%)					
매출총이익률	9.1	9.2	10.7	10.9	11.0
영업이익률	2.0	2.3	3.6	4.3	4.5
EBITDA 마진	2.4	2.9	5.2	5.9	5.9
세전이익률	0.5	1.0	1.8	2.8	3.3
순이익률	0.4	0.4	1.3	2.0	2.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	39	9	148	311	158
당기순이익	15	14	46	73	93
자산상각비	17	19	57	58	54
운전자본증감	-33	-76	-30	138	3
매출채권감소(증가)	-130	21	111	19	-26
재고자산감소(증가)	-28	75	-40	23	-7
매입채무증가(감소)	89	-137	-87	59	29
투자현금흐름	-53	-27	-21	-53	-55
유형자산처분(취득)	-38	-38	-17	-23	-20
무형자산 감소(증가)	-6	6	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-3	14	3	-2	-3
재무현금흐름	43	5	-110	-179	-59
차입금증가	46	-1	-102	-178	-49
자본증가	-2	6	-8	-8	-10
배당금지급	-3	-4	-8	-9	-10
총현금흐름	99	111	202	186	155
(-) 운전자본증가(감소)	52	75	-58	-160	-3
(-) 설비투자	45	39	19	24	20
(+) 자산매각	1	7	-1	1	-1
Free Cash Flow	3	4	241	323	137
(-) 기타투자	-14	11	92	50	31
잉여현금	17	-7	149	273	106
NOPLAT	67	34	90	113	127
(+) Dep	17	19	57	58	54
(-) 운전자본투자	52	75	-58	-160	-3
(-) Capex	45	39	19	24	20
OpFCF	-13	-60	187	307	163

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,139	948	994	1,067	1,151
현금성자산	149	150	165	248	295
매출채권	697	586	588	577	603
재고자산	206	132	172	148	155
비유동자산	1,124	1,085	1,224	1,190	1,188
투자자산	600	608	749	751	782
유형자산	416	376	369	357	328
무형자산	99	89	84	82	79
자산총계	2,263	2,033	2,218	2,257	2,339
유동부채	1,490	1,258	1,286	1,412	1,426
매입채무	750	512	535	631	660
유동성이자부채	554	589	528	503	477
비유동부채	308	329	465	304	286
비유동이자부채	130	147	331	177	154
부채총계	1,798	1,587	1,750	1,716	1,712
자본금	128	128	128	128	128
자본잉여금	120	124	124	124	124
이익잉여금	195	190	226	298	384
자본조정	23	1	-11	-11	-11
자기주식	-2	-2	-2	-1	-1
자본총계	465	447	468	542	628

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	758	647	1,935	3,012	3,819
BPS	18,236	17,342	18,259	21,103	24,469
DPS	150	100	350	400	400
CFPS	4,838	4,358	7,930	7,284	6,071
ROA(%)	0.7	0.8	2.3	3.4	4.2
ROE(%)	3.4	3.6	10.7	15.1	16.5
ROIC(%)	8.1	3.7	8.7	11.2	13.8
Multiples(x, %)					
PER	12.9	11.0	5.0	5.8	4.6
PBR	0.5	0.4	0.5	0.8	0.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	2.0	1.6	1.2	2.4	2.9
EV/EBITDA	8.8	8.0	5.2	4.2	3.5
배당수익률	1.5	1.4	3.6	2.3	2.3
안정성(%)					
부채비율	386.3	355.2	374.2	316.8	272.8
Net debt/Equity	115.1	131.0	148.2	79.8	53.6
Net debt/EBITDA	599.0	608.4	380.1	205.5	149.8
유동비율	76.5	75.4	77.3	75.6	80.7
이자보상배율	2.2	2.2	2.8	4.0	6.7
자산구조(%)					
투하자본	53.6	56.0	54.7	48.0	45.8
현금+투자자산	46.4	44.0	45.3	52.0	54.2
자본구조(%)					
차입금	59.5	62.2	64.7	55.7	50.2
자본금	40.5	37.8	35.3	44.3	49.8



자이에스앤디 (317400)

이렇게 편안할 수가

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(유지): 11,000원

현재 주가(10/30)	8,000원
상승여력	▲37.5%
시가총액	2,143억원
발행주식수	26,783천주
52 주 최고가 / 최저가	8,840 / 2,865원
90 일 일평균 거래대금	30.52억원
외국인 지분율	0.9%
주주 구성	
LG (외 2 인)	61.2%
국민연금공단 (외 1 인)	6.6%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.2	23.8	70.2	n/a
상대수익률(KOSPI)	1.4	23.8	53.8	n/a

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	213	278	351	498
영업이익	14	16	27	42
EBITDA	15	19	30	45
지배주주순이익	11	12	21	32
EPS	n/a	464	791	1,194
순차입금	-58	-96	-30	-51
PER	n/a	12.3	10.1	6.7
PBR	0.0	1.1	1.3	1.1
EV/EBITDA	-3.8	3.0	6.1	3.7
배당수익률	n/a	1.8	1.3	1.3
ROE	32.3	13.6	13.7	17.9

주가 추이



자이에스앤디의 3 분기 영업이익은 시장 기대치를 상회했습니다. 주택개발 부문의 이익 기여가 본격적으로 시작됐기 때문입니다. 2021 년 실적도 편안한 고성장이 지속될 전망입니다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 11,000 원을 유지합니다.

3Q20 Review: 주택 부문의 이익 기여 시작

자이에스앤디의 3분기 매출액은 775억 원, 영업이익은 58억 원으로 전년동기 대비 각각 +21.0%, +81.6%의 성장률을 기록했다. 기상 악화 등의 영향으로 착공이 지연된 탓에 주택개발 부문 매출이 올라오는 속도가 기대보다 더뎠다. 다만, 대부분 현장이 착공 초기 단계인 만큼 당장의 분기 매출이 가지는 의미는 크지 않다. 이보다는 주택개발 부문의 영업이익이 처음으로 흑자전환(OPM 2Q -0.6% → 3Q +8.0%) 하며 본격적인 이익 기여가 시작됐다는 점에 더욱 주목할 필요가 있겠다. 다소 부진한 매출에도 불구하고 이번 3분기 영업이익이 시장 컨센서스를 상회한 이유이기도 하다.

편안한 성장을 누리자

2021년 매출액과 영업이익은 각각 4982억 원, 415억 원으로 전년동기 대비 42.1%, 54.6% 성장할 것으로 예상된다. 공격적인 수주 및 사업초기 효과(주택개발 사업 2018년 개시) 등으로 향후 2~3년 간 실적 고성장이 담보되어 있다고 봐도 무방하다. 양질의 수주 지속 여부가 추가 모멘텀으로 작용할 전망이다. 안양 박달동(667억 원, 4Q20 분양)을 시작으로 서초동 공동주택(2070억 원, 8년 임대 후 분양, 3Q21 착공 예정), SK네트웍스 주유소 부지(5개 부지, 2000평, 지식산업센터(1)+청년 임대주택(4)) 확보 등 긍정적 행보를 이어나가는 중이다.

투자의견 BUY, 목표주가 11,000원 유지

자이에스앤디에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 11,000원을 유지한다. 목표주가는 2021년 예상 BPS 7,204원에 목표배수 1.5배(예상 ROE 17.9%)를 적용해 산출했다. 주택개발 사업을 중심으로 향후 2~3년 간 매우 안정적이면서도 가파른 이익 성장(2021~22년 연평균 EPS 증가율 34.3%)이 예상되는 업체인 만큼 지속적으로 관심을 가질 필요가 있겠다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 1.1배, P/E 6.9배 수준이다.

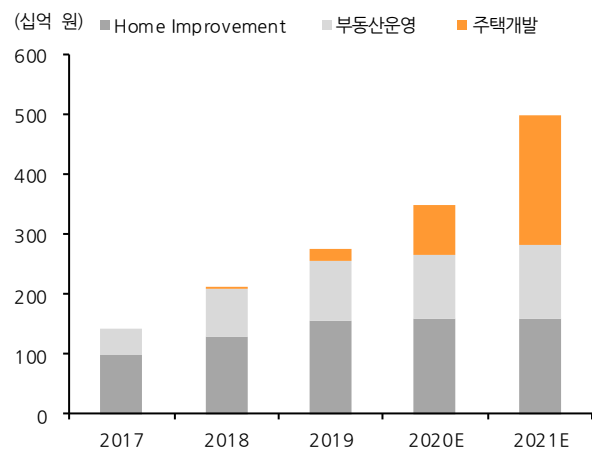
[표25] 자이에스앤디의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	60.5	72.8	64.0	80.6	67.0	90.3	77.5	115.9	212.7	277.9	350.6	498.2
YoY(%)					10.8	24.0	21.0	43.7	49.4	30.7	26.1	42.1
Home Improvement	35.4	43.4	32.7	45.5	29.4	51.3	32.1	46.4	128.8	157.0	159.3	159.3
부동산운영	23.4	24.4	26.3	26.5	26.4	26.0	26.5	27.0	82.6	100.7	105.9	123.3
주택개발	1.7	5.0	5.0	8.6	11.2	13.0	18.8	42.5	1.3	20.3	85.5	215.7
매출원가	54.8	64.0	58.3	72.0	61.2	79.2	69.0	102.4	188.6	249.1	311.8	441.7
매출원가율(%)	90.5	87.9	91.0	89.3	91.3	87.7	89.1	88.4	88.7	89.6	88.9	88.7
Home Improvement	88.7	83.3	87.6	85.8	90.6	83.3	87.5	85.7	86.1	86.1	86.2	86.2
부동산운영	91.6	95.9	93.1	94.9	91.5	93.7	92.8	93.9	92.5	93.9	93.0	93.0
주택개발	116.5	88.4	102.8	90.8	92.7	93.3	86.7	87.7	100.0	95.3	89.0	88.0
판매비	3.0	3.8	2.5	3.1	3.0	2.8	2.7	3.5	9.6	12.4	11.9	14.9
판매비율(%)	4.9	5.2	4.0	3.8	4.5	3.1	3.4	3.0	4.5	4.5	3.4	3.0
영업이익	2.7	5.0	3.2	5.5	2.8	8.3	5.8	10.0	14.5	16.5	26.9	41.5
YoY(%)					2.6	65.5	81.6	80.4	35.2	13.6	63.1	54.6
영업이익률(%)	4.5	6.9	5.0	6.8	4.2	9.2	7.5	8.6	6.8	5.9	7.7	8.3
Home Improvement	2.5	5.0	2.7	5.0	1.6	7.3	3.1	5.2	14.7	15.3	17.2	17.3
부동산운영	0.8	0.2	1.1	0.4	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3	2.5	4.9	4.9
주택개발	-0.6	-0.1	-0.7	0.0	0.0	-0.1	1.5	3.4	-1.5	-1.3	4.8	19.4
영업외손익	0.0	-0.1	0.3	0.0	0.2	0.6	-0.1	-0.1	-0.8	-0.4	0.6	0.5
세전이익	2.8	4.9	3.5	4.8	3.1	8.9	5.7	9.9	13.7	16.1	27.5	42.1
순이익	2.0	3.8	3.0	3.7	2.4	6.9	4.4	7.5	10.7	12.4	21.2	32.0
YoY(%)					21.6	81.6	47.1	103.9	32.7	16.0	70.3	51.0
순이익률(%)	3.3	5.2	4.7	4.6	3.6	7.6	5.7	6.5	5.0	4.5	6.0	6.4

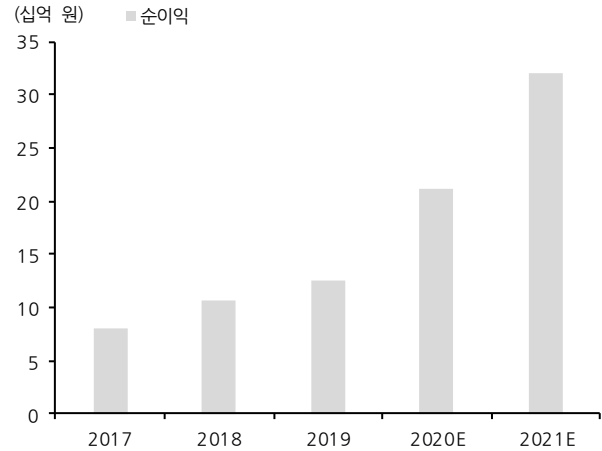
자료: 자이에스앤디, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 자이에스앤디 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 자이에스앤디, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림98] 자이에스앤디 순이익 추이 및 전망



자료: 자이에스앤디, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	142	213	278	351	498
매출총이익	16	24	29	39	56
영업이익	11	14	16	27	42
EBITDA	11	15	19	30	45
순이자수익	0	0	0	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	11	14	16	27	42
당기순이익	8	11	12	21	32
지배주주순이익	8	11	12	21	32
증가율(%)					
매출액	53.3	49.4	30.7	26.1	42.1
영업이익	99.9	35.2	13.6	63.1	54.6
EBITDA	89.5	34.9	25.5	56.6	47.7
순이익률	61.3	32.7	16.0	70.3	51.0
이익률(%)					
매출총이익률	10.9	11.3	10.4	11.1	11.3
영업이익률	7.5	6.8	5.9	7.7	8.3
EBITDA 마진	8.0	7.2	6.9	8.6	9.0
세전이익률	7.5	6.4	5.8	7.8	8.4
순이익률	5.7	5.0	4.5	6.0	6.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	14	33	25	7	33
당기순이익	8	11	12	21	32
자산상각비	1	1	3	3	3
운전자본증감	1	16	4	-26	-4
매출채권감소(증가)	-5	7	-5	-9	-7
재고자산감소(증가)	0	0	0	-23	-3
매입채무증가(감소)	-2	9	6	12	6
투자현금흐름	-9	-25	-83	-51	-11
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-1	-2
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-7	-20	-8	17	-1
재무현금흐름	-6	2	92	60	-3
차입금증가	0	2	-3	61	0
자본증가	-5	0	95	-3	-3
배당금지급	-5	0	0	-3	-3
총현금흐름	14	20	25	34	37
(-) 운전자본증가(감소)	16	-10	-16	25	4
(-) 설비투자	1	1	1	1	2
(+) 자산매각	-1	-1	-1	0	0
Free Cash Flow	-3	29	39	8	30
(-) 기타투자	-17	-2	85	68	7
잉여현금	14	31	-46	-60	24
NOPLAT	8	11	13	21	32
(+) Dep	1	1	3	3	3
(-) 운전자본투자	16	-10	-16	25	4
(-) Capex	1	1	1	1	2
OpFCF	-8	22	30	-2	28

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	83	119	177	206	239
현금성자산	30	60	99	95	116
매출채권	40	34	39	48	55
재고자산	1	1	1	23	27
비유동자산	9	18	101	168	174
투자자산	6	12	91	162	168
유형자산	1	1	2	2	1
무형자산	2	4	5	5	5
자산총계	92	138	278	374	413
유동부채	39	56	91	112	120
매입채무	12	24	27	40	46
유동성이자부채	0	1	2	13	13
비유동부채	25	44	42	99	101
비유동이자부채	0	1	2	52	52
부채총계	64	100	133	210	220
자본금	11	11	27	27	27
자본잉여금	1	1	80	80	80
이익잉여금	16	26	38	56	86
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	28	38	145	164	193

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	n/a	n/a	464	791	1,194
BPS	12,660	17,186	5,419	6,110	7,204
DPS	0	0	100	100	100
CFPS	n/a	n/a	950	1,280	1,382
ROA(%)	9.6	9.3	6.0	6.5	8.1
ROE(%)	31.0	32.3	13.6	13.7	17.9
ROIC(%)	n/a	n/a	n/a	23.0	22.9
Multiples(x, %)					
PER	n/a	n/a	12.3	10.1	6.7
PBR	0.0	0.0	1.1	1.3	1.1
PSR	n/a	n/a	0.6	0.6	0.4
PCR	n/a	n/a	6.0	6.3	5.8
EV/EBITDA	-2.6	-3.8	3.0	6.1	3.7
배당수익률	n/a	n/a	1.8	1.3	1.3
안정성(%)					
부채비율	227.7	260.4	91.9	128.6	114.3
Net debt/Equity	-104.5	-151.8	-66.0	-18.3	-26.5
Net debt/EBITDA	-257.8	-377.1	-496.1	-99.1	-114.3
유동비율	212.9	213.4	193.7	184.5	199.6
이자보상배율	18.2	14.0	11.6	17.8	23.3
자산구조(%)					
투하자본	-9.8	-38.8	19.6	34.2	33.3
현금+투자자산	109.8	138.8	80.4	65.8	66.7
자본구조(%)					
차입금	1.0	5.1	2.4	28.5	25.2
자본금	99.0	94.9	97.6	71.5	74.8

아이에스동서 (010780)

건설과 비건설의 환상적인 조합



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Not Rated

현재 주가(10/30)	38,200원
상승여력	-
시가총액	11,801억원
발행주식수	30,893천주
52 주 최고가 / 최저가	48,400 / 16,250원
90 일 일평균 거래대금	42.3억원
외국인 지분율	5.2%
주주 구성	
아이에스지주 (외 6 인)	54.7%
권혁운 (외 1 인)	7.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.2%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.5	-17.3	49.8	20.9
상대수익률(KOSPI)	-3.9	-17.3	33.4	11.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	1,724	1,833	1,597	964
영업이익	305	325	380	66
EBITDA	367	391	449	107
지배주주순이익	212	195	245	66
EPS	7,381	6,345	7,952	2,139
순차입금	517	585	526	765
PER	6.0	5.5	3.9	15.4
PBR	1.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.1	4.2	3.3	16.7
배당수익률	2.2	3.2	3.9	2.1
ROE	29.1	19.9	23.0	6.1

주가 추이



아이에스동서는 과거 용호동 W 프로젝트의 성공을 바탕으로 자체개발 사업에 뛰어난 역량을 보유한 회사입니다. 건설 부문에서는 자체개발 사업의 재개가, 비건설부문에서는 환경사업의 진출이 긍정적으로 평가됩니다.

건설 부문: 사상 최대 매출을 향해

2020~22년까지 건설 부문의 가파른 매출 성장이 예상된다. 과거 용호동 W 프로젝트(2014~18년, 총 분양액 1.5조 원)의 성공적인 완수 이후 잠시 주춤했던 건설부문 매출이 다시 고성장 구간에 진입한다. 현재 진행 중이거나 계획된 프로젝트 규모만 감안하더라도 2022년에는 사상 최대 매출 기록이 가능하며, 진행 예정인 경주 용항('20년, 874세대), 울산 덕하('21년, 1954세대), 고양 덕은(미정, 약 15000평), 경산 중산(미정, 약 32160평) 등 자체 사업의 가시화는 건설부문 매출의 추가 업사이드 요인으로 작용하는 부분이다.

비건설 부문: 환경 사업 확대

최근 2년 동안 비건설 부문에서의 변화도 컸다. 렌탈 및 요업 부문의 매각을 진행함과 동시에 건설 폐기물 처리를 주로 하는 인선이엔터 인수를 통해 환경 사업 진출에 성공했다. 이에 따라 비건설 부문의 영업이익이 2018년 적자에서 2019년 흑자전환에 성공했으며, 2020년에는 수익성이 더욱 강화됐다. 추가적으로 지난 3분기에는 폐기물 소각 및 매립 업체인 코엔텍의 인수를 완료했는데, 향후에도 폐기물 사업 확대를 지속적으로 추진함과 동시에 비주력 사업의 축소가 예상되는 만큼 추가적인 이익 성장도 기대해볼 수 있겠다.

확실히 드러날 나만의 경쟁력

동사의 연초 이후 주가 수익률은 +16.5%로 KOSPI +4.2%와 KOSPI 건설업 -8.1%를 크게 상회했다. 2019년을 저점으로 이익 턴어라운드 가 시작됨과 동시에 환경사업 진출에 대한 긍정적인 평가가 더해지며 12M Fwd. P/B 0.8배 수준에 머물렀던 밸류에이션이 1.2배까지 치솟았다가 현재는 0.9배 수준이다. 향후 2~3년 간 건설 부문의 담보된 성장과 환경 부문의 안정적 이익 기여를 감안해줄 필요가 있다고 판단하며, 대규모 자체사업의 진행 현황과 비건설 부문의 변화 등이 주가에 긍정적인 변수로 작용할 전망이다.

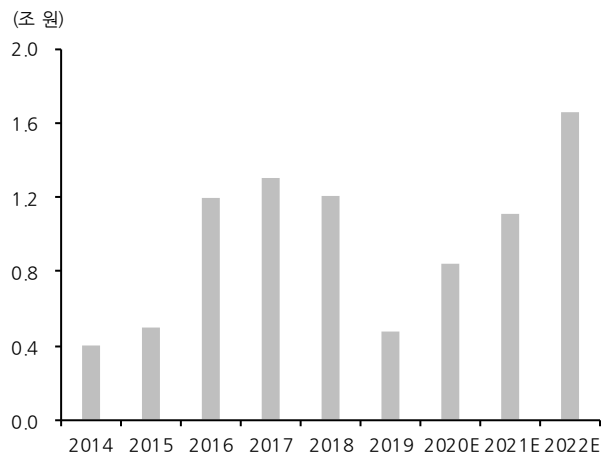
[표26] 아이에스동서의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2018	2019	1H20
매출액	258.5	771.0	253.8	313.5	259.6	230.7	276.0	197.8	215.7	314.2	1,596.9	964.1	529.9
YoY(%)	-39.7	51.3	-46.6	-25.3	0.4	-70.1	8.7	-36.9	-16.9	36.2	-12.9	-39.6	8.1
건설	143.2	650.0	125.1	289.9	148.8	94.2	89.2	141.3	121.4	220.5	1,208.3	473.5	341.9
환경	-	-	-	-	-	-	46.3	49.1	51.5	50.0	-	95.4	101.5
콘크리트	30.2	36.8	35.2	54.1	30.5	50.1	53.9	46.4	39.5	38.8	156.3	180.9	78.3
해운	2.5	2.9	4.4	3.2	1.7	2.3	6.3	4.5	1.1	1.8	12.9	14.8	2.9
기타	4.1	4.2	5.4	4.9	6.2	5.2	6.5	5.1	4.1	3.6	18.5	23.0	7.7
요업	48.1	51.7	53.8	53.7	44.9	49.2	48.6	48.0	-	-	207.4	190.7	-
렌탈	33.7	28.0	33.2	28.4	-	-	-	-	-	-	123.3	-	-
영업이익	27.8	224.7	15.5	112.3	14.5	7.4	29.6	14.7	27.0	56.1	380.2	66.2	83.1
YoY(%)	-63.9	141.4	-83.0	76.4	-47.7	-96.7	91.8	-86.9	86.1	658.4	17.1	-82.6	279.4
건설	25.5	220.7	14.1	117.9	17.3	1.4	11.1	19.6	19.5	51.3	378.2	49.4	70.8
환경	-	-	-	-	-	-	9.4	10.8	12.4	13.1	-	20.3	25.4
콘크리트	-3.2	-0.2	-1.1	-0.3	-2.4	1.0	1.8	-0.6	0.4	-3.9	-4.8	-0.2	-3.6
해운	0.2	0.7	2.1	0.8	-0.7	-0.1	3.8	2.1	-1.4	-0.7	3.7	5.0	-2.1
기타	-0.8	-1.3	-0.5	-1.4	-0.3	-1.0	0.1	-0.8	-1.9	-1.9	-3.9	-1.9	-3.8
요업	1.0	2.6	-0.6	2.6	-1.9	1.5	-1.7	0.5	-	-	5.7	-1.6	-
렌탈	4.4	1.4	1.0	-0.2	-	-	-	-	-	-	6.7	-	-
영업이익률(%)	10.7	29.1	6.1	35.8	5.6	3.2	10.7	7.4	12.5	17.9	23.8	6.9	15.7
건설	17.8	34.0	11.3	40.7	11.6	1.5	12.5	13.9	16.1	23.2	31.3	10.4	20.7
환경	-	-	-	-	-	-	20.3	22.1	24.0	26.1	-	21.2	25.0
콘크리트	-10.5	-0.5	-3.3	-0.6	-8.0	2.0	3.4	-1.3	0.9	-10.2	-3.1	-0.1	-4.6
해운	9.0	23.4	46.9	23.8	-41.6	-6.2	60.3	45.7	-130.6	-38.7	28.8	33.7	-72.9
기타	-18.8	-30.8	-9.1	-27.8	-4.0	-18.3	1.2	-14.9	-47.2	-52.9	-21.0	-8.2	-49.9
요업	2.2	5.1	-1.1	4.9	-4.3	3.0	-3.4	1.1	-	-	2.8	-0.8	-
렌탈	13.1	5.1	3.1	-0.8	-	-	-	-	-	-	5.4	-	-
순이익	16.9	171.4	7.6	48.0	18.7	17.7	19.8	18.0	13.3	23.9	243.8	74.3	37.2
YoY(%)	-54.7	149.1	-87.8	76.5	11.0	-89.7	162.6	-62.4	-28.9	35.4	25.1	-69.5	2.3
순이익률(%)	6.5	22.2	3.0	15.3	7.2	7.7	7.2	9.1	6.2	7.6	15.3	7.7	7.0
지배주주순이익	16.3	171.2	8.2	49.5	18.6	16.7	13.9	16.9	8.4	19.2	245.2	66.1	27.6

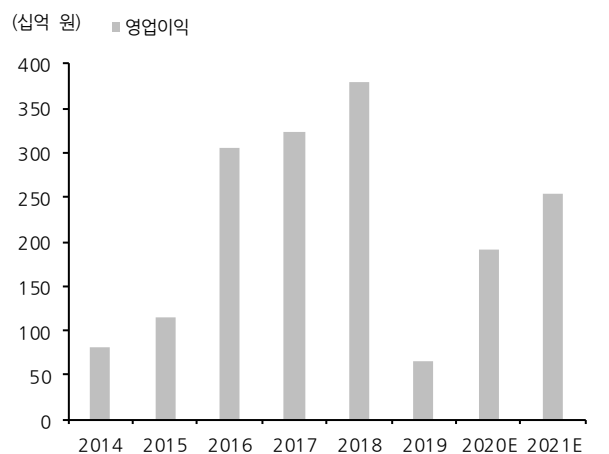
자료: 아이에스동서, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 아이에스동서 건설부문 매출액 추이 및 전망



자료: 아이에스동서, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 아이에스동서 영업이익 추이 및 전망(시장 컨센서스)



자료: 아이에스동서, Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	946	1,724	1,833	1,597	964
매출총이익	263	467	486	527	229
영업이익	115	305	325	380	66
EBITDA	179	367	391	449	107
순이자수익	-14	-12	-20	-33	-28
외화관련손익	7	2	-12	3	3
지분법손익	0	0	-5	-3	13
세전계속사업손익	129	287	275	335	65
당기순이익	101	214	195	244	74
지배주주순이익	102	212	195	245	66
증가율(%)					
매출액	18.0	82.3	6.3	-12.9	-39.6
영업이익	42.6	166.2	6.5	17.1	-82.6
EBITDA	27.6	105.0	6.5	14.8	-76.2
순이익률	100.8	111.3	-8.9	25.1	-69.5
이익률(%)					
매출총이익률	27.8	27.1	26.5	33.0	23.7
영업이익률	12.1	17.7	17.7	23.8	6.9
EBITDA 마진	18.9	21.3	21.3	28.1	11.1
세전이익률	13.7	16.6	15.0	21.0	6.8
순이익률	10.7	12.4	10.6	15.3	7.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	-181	106	111	256	-117
당기순이익	101	214	195	244	74
자산상각비	65	63	67	69	41
운전자본증감	-339	-217	-184	-106	-190
매출채권감소(증가)	81	-248	-155	89	11
재고자산감소(증가)	-429	249	107	163	-116
매입채무증가(감소)	19	62	-22	-105	84
투자현금흐름	-64	-148	-138	-191	-39
유형자산처분(취득)	-44	-137	-82	-78	-24
무형자산 감소(증가)	-2	-1	0	-1	0
투자자산 감소(증가)	-19	-6	-3	-22	16
재무현금흐름	349	65	51	-106	258
차입금증가	363	72	75	-100	294
자본증가	-10	-14	-31	-34	-37
배당금지급	-10	-14	-31	-34	-37
총현금흐름	203	390	423	478	123
(-) 운전자본증가(감소)	323	183	203	-225	165
(-) 설비투자	68	147	83	79	24
(+) 자산매각	22	9	1	-1	0
Free Cash Flow	-166	69	138	623	-67
(-) 기타투자	15	39	34	420	55
잉여현금	-181	30	104	203	-122
NOPLAT	90	228	230	276	49
(+) Dep	65	63	67	69	41
(-) 운전자본투자	323	183	203	-225	165
(-) Capex	68	147	83	79	24
OpFCF	-237	-39	11	491	-100

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	1,241	1,382	1,537	1,271	1,702
현금성자산	213	230	254	239	328
매출채권	214	506	654	170	311
재고자산	762	537	449	640	705
비유동자산	604	692	735	912	1,182
투자자산	61	101	144	306	349
유형자산	534	583	579	579	718
무형자산	9	8	12	26	115
자산총계	1,845	2,074	2,272	2,183	2,884
유동부채	720	681	924	811	853
매입채무	124	184	171	77	151
유동성이자부채	328	348	662	575	441
비유동부채	528	453	242	264	758
비유동이자부채	470	399	176	190	652
부채총계	1,248	1,135	1,166	1,075	1,610
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	254	392	397	398	399
이익잉여금	292	490	653	649	676
자본조정	0	2	-1	4	8
자기주식	0	0	-1	-1	-1
자본총계	597	940	1,106	1,108	1,274

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	3,833	7,381	6,345	7,952	2,139
BPS	20,488	29,295	34,538	34,573	35,551
DPS	500	1,000	1,100	1,200	700
CFPS	7,645	13,540	13,751	15,487	3,983
ROA(%)	6.6	10.8	9.0	11.0	2.6
ROE(%)	20.7	29.1	19.9	23.0	6.1
ROIC(%)	9.1	17.4	14.9	17.1	2.7
Multiples(x, %)					
PER	11.6	6.0	5.5	3.9	15.4
PBR	2.2	1.5	1.0	0.9	0.9
PSR	1.2	0.7	0.6	0.6	1.1
PCR	5.8	3.3	2.5	2.0	8.3
EV/EBITDA	10.0	5.1	4.2	3.3	16.7
배당수익률	1.1	2.2	3.2	3.9	2.1
안정성(%)					
부채비율	209.1	120.8	105.4	97.0	126.4
Net debt/Equity	98.1	55.0	52.8	47.5	60.1
Net debt/EBITDA	326.5	140.6	149.4	117.1	714.7
유동비율	172.2	202.9	166.4	156.8	199.6
이자보상배율	7.2	21.3	13.8	10.7	1.9
자산구조(%)					
투하자본	81.1	81.3	80.5	74.3	74.8
현금+투자자산	18.9	18.7	19.5	25.7	25.2
자본구조(%)					
차입금	57.2	44.3	43.1	40.8	46.2
자본금	42.8	55.7	56.9	59.2	53.8

한라 (014790)

분명 달라질 회사



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Not Rated

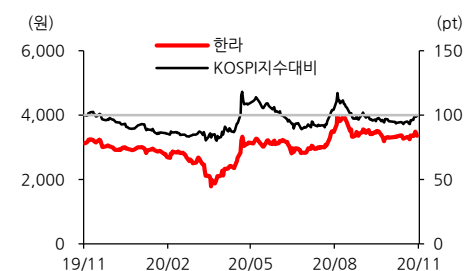
현재 주가(10/30)	3,355원
상승여력	-
시가총액	1,304억원
발행주식수	38,875천주
52 주 최고가 / 최저가	3,965 / 1,785원
90 일 일평균 거래대금	6.39억원
외국인 지분율	2.5%
주주 구성	
정몽원 (외 10 인)	45.2%
자사주 (외 1 인)	2.6%
한라우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.8	-4.1	6.7	12.2
상대수익률(KOSPI)	4.4	-4.1	-9.7	3.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	1,832	1,641	1,300	1,305
영업이익	96	149	60	68
EBITDA	106	160	67	91
지배주주순이익	10	46	-12	3
EPS	299	1,271	-324	64
순차입금	552	758	280	494
PER	14.3	3.2	-13.3	46.6
PBR	0.6	0.5	0.8	0.6
EV/EBITDA	6.7	5.7	6.7	6.7
배당수익률	n/a	2.5	n/a	n/a
ROE	3.2	12.8	-3.8	1.0

주가 추이



한라는 과거 1.4 조 원 규모의 배곧신도시 자체개발 사업을 성공적으로 수행한 바 있습니다. 4년 만에 자체 사업을 재개한다는 점에 주목할 필요가 있으며 주택 부문의 성장이 만들어낼 동사의 변화를 기대합니다.

건설 부문: 자체개발 사업 재개

한라의 자체개발 사업이 4년 만에 재개된다. 동사는 지난 2014~15년 자체 사업자인 배곧신도시 1~3단지(6700세대, 1.4조 원 규모) 분양을 완료한 이후 2016~17년 가파른 이익 성장을 나타냈다. 이후 자체개발 사업이 주춤했으나 올해 하반기부터 내년까지 약 1조 원 규모의 자체 개발 사업의 분양 일정이 잡혀있다. 자체 사업을 포함한 전체 주택 분양공급도 올해와 내년 각각 4362세대, 10268세대로 계획되어 있는데, 2014년 이후 평균 3천 세대 대비 크게 늘어나는 만큼 향후 주택부문의 실적 성장이 뒤따를 전망이다.

비건설 부문: 다양한 신사업 추진 중

최근 주요 자회사들의 이익도 개선 추세를 나타내고 있다. 목포신항만에서의 안정적인 매출과 높은 이익률(3Q20누적 매출 200억 원, 영업 이익 30억 원, 순이익 24억 원)이 지속되는 가운데, 세라지오 퍼블릭 전환으로 이익이 큰 폭으로 개선됐다(2019년 순적자 → 3Q20누적 순 이익 62억 원). 현재 화성 동탄물류단지 사업도 진행 중인데, A/B블록(56,740평)은 준공 후 매각 완료했으며, 3분기에 공사 완료한 C블록(12,076평)은 매각잔금 회수 후 펀드 재투자 예정이다. 나머지 D1블록(10,671평)은 자체개발 예정으로 향후 운영 수익 발생이 기대된다.

EPS 희석 요인을 감안해도

주가 측면에서 동사의 가장 큰 약점은 EPS 희석 요인이 있다는 점이다. 한라홀딩스가 100% 보유한 우선주 1017만 주에 대해 2022년 4월 17일부터 1년 이내 보통주 5087만 주로 전환하는 내용의 전환주식이 발행돼 있다. 현재 발행주식 수 감안 시 약 51.1%의 EPS 희석이 발생하며, 대주주 보유주식인 만큼 수급적인 측면에서 추가 악재로 작용할 가능성은 낮아보인다. 오히려 주가 상의 약점이 사라지고 한라홀딩스의 연결자회사로서 보통주 배당 실시가 가능한 상황이기엔 긍정적인 이벤트라는 판단이다. 주택 부문의 성장과 연결 자회사의 실적 개선, 그리고 악재의 소멸, 2년 후 분명 달라져 있을 동사의 모습이 기대된다.

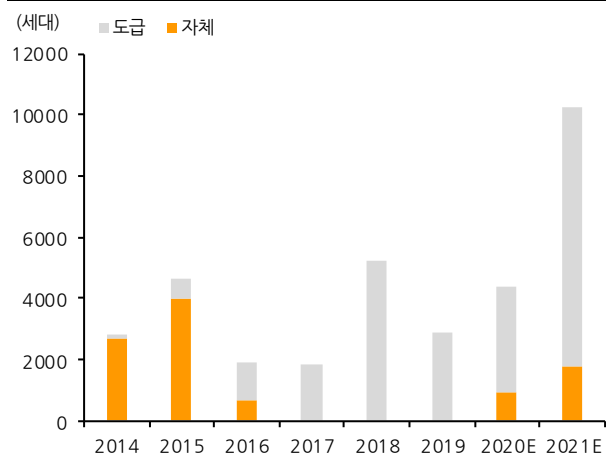
[표27] 한라의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	2018	2019	3Q20누적
매출액	315	324	312	348	257	321	372	354	345	410	392	1,300	1,305	1,147
YoY(%)	-25.0	-36.3	-25.6	19.1	-18.4	-0.9	19.2	1.7	33.9	27.8	6.7	-20.8	0.4	22.0
별도 매출액	266	290	278	330	222	279	327	371	315	385	365	1,165	1,198	1,066
토목	60	63	66	86	49	76	84	85	63	87	67	276	295	217
건축	55	79	82	104	73	89	100	107	108	129	118	321	369	356
주택	127	110	104	114	85	101	132	168	132	161	167	455	485	461
해외/기타	24	38	26	26	15	13	11	12	12	8	13	114	50	33
매출원가	272	279	274	308	222	289	324	297	303	360	340	1,133	1,132	1,003
매출원가율(%)	86.3	86.1	87.8	88.5	86.2	90.1	87.1	84.0	87.8	87.7	93.1	87.2	86.8	87.4
토목	93.2	93.8	88.5	92.7	92.2	94.1	91.6	91.1	91.0	86.9	87.0	92.0	92.2	88.1
건축	96.7	92.9	90.5	81.6	92.0	92.5	94.4	93.4	88.0	90.7	92.0	89.3	93.2	90.3
주택	78.9	81.0	84.5	89.1	83.2	87.5	78.7	84.6	85.0	90.8	85.0	83.2	83.4	87.0
해외/기타	111.0	101.3	108.6	106.8	88.4	110.6	110.8	94.7	144.3	84.4	133.1	106.2	100.4	125.5
영업이익	20	19	14	7	12	-2	24	34	21	29	32	60	68	82
YoY(%)	-27.6	-53.2	-67.7	-82.3	-42.0	적전	74.8	407.5	81.3	흑전	32.6	-59.9	13.1	146.2
영업이익률(%)	6.4	5.9	4.5	1.9	4.5	-0.7	6.6	9.5	6.1	7.1	8.2	4.6	5.2	7.2
별도회사	12	13	11	10	8	-4	23	21	16	24	26	47	48	66
연결자회사	8	6	3	-3	4	1	1	13	5	5	6	13	20	16
순이익	14	3	11	-40	5	-13	1	9	13	17	35	-12	3	65
YoY(%)	63.2	-77.2	-48.5	적전	-63.6	적전	-88.8	흑전	169.0	흑전	2674.4	적전	흑전	흑전
순이익률(%)	4.3	1.0	3.6	-11.6	1.9	-4.0	0.3	2.6	3.9	4.2	8.9	-0.9	0.2	5.7
지배주주순이익	13	3	11	-40	5	-13	1	9	13	17	35	-12	3	65

자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 한라 주택공급 추이 및 계획



자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[표28] 화성 동탄 물류센터 사업개요

구분(면적)	토지 면적	진행 현황	비고
A/B 블록 (창고)	56,740 평	• 준공 및 매매 완료 - 2018.10.25 준공 - 2018.12.21 매매 완료	• 공사기간 2016.03~2018.10
C 블록 (창고)	12,076 평	• ADF 투자 및 도급계약(9/30) 완료 • 공사 진행중 • 준공 후 ADF에 재투자 예정	• 공사기간 2018.09~2020.09
D1 블록 (지원·제조)	10,671 평	• 개발계획 수립 중 • 용도변경(지원→창고) 진행 중	• A/B 블록 등 운영에 따른 개발가치 상승 기대
D2 블록 (지원·근생)	1,743 평	• 구내식당 등 임차인 모집 • 2018.11부터 1 단계 운영 개시	• 공사기간 2018.03~2018.10
계	81,230 평		

자료: 한라, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	1,855	1,832	1,641	1,300	1,305
매출총이익	216	250	240	166	172
영업이익	31	96	149	60	68
EBITDA	45	106	160	67	91
순이자수익	-83	-44	0	-17	-21
외화관련손익	1	-2	0	0	1
지분법손익	-6	-11	1	-2	-2
세전계속사업손익	-100	26	75	9	2
당기순이익	-114	10	47	-12	3
지배주주순이익	-114	10	46	-12	3
증가율(%)					
매출액	-2.5	-1.3	-10.4	-20.8	0.4
영업이익	-16.9	208.5	56.5	-59.9	13.1
EBITDA	-11.2	136.1	50.4	-58.0	35.2
순이익률	적지	흑전	358.5	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	11.6	13.6	14.6	12.8	13.2
영업이익률	1.7	5.2	9.1	4.6	5.2
EBITDA 마진	2.4	5.8	9.7	5.2	7.0
세전이익률	-5.4	1.4	4.6	0.7	0.1
순이익률	-6.2	0.6	2.8	-0.9	0.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	94	208	77	134	-130
당기순이익	-114	10	47	-21	1
자산상각비	14	11	10	7	23
운전자본증감	128	135	-31	109	-154
매출채권감소(증가)	30	100	-20	-101	-5
재고자산감소(증가)	-5	-24	96	93	62
매입채무증가(감소)	80	-49	13	-50	-11
투자현금흐름	-230	57	-271	343	121
유형자산처분(취득)	-1	-33	-183	403	-1
무형자산 감소(증가)	-1	1	1	0	0
투자자산 감소(증가)	-105	-98	-118	-73	200
재무현금흐름	126	-305	154	-422	-8
차입금증가	125	-326	167	-382	71
자본증가	-9	15	-3	-39	0
배당금지급	-9	0	-3	-39	0
총현금흐름	50	120	164	79	93
(-) 운전자본증가(감소)	-206	58	110	-165	39
(-) 설비투자	14	45	186	243	1
(+) 자산매각	12	14	4	646	1
Free Cash Flow	255	31	-129	647	53
(-) 기타투자	202	-380	-108	43	193
잉여현금	53	411	-20	604	-140
NOPLAT	22	38	101	-150	40
(+) Dep	14	11	10	7	23
(-) 운전자본투자	-206	58	110	-165	39
(-) Capex	14	45	186	243	1
OpFCF	228	-55	-185	-221	22

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	1,037	903	907	1,029	687
현금성자산	325	82	42	96	79
매출채권	420	528	586	765	490
재고자산	132	160	225	138	76
비유동자산	1,249	1,171	1,307	764	901
투자자산	577	474	465	473	672
유형자산	642	670	818	280	228
무형자산	30	26	25	11	2
자산총계	2,285	2,074	2,214	1,794	1,588
유동부채	1,792	1,162	1,186	1,272	986
매입채무	557	493	446	360	369
유동성이자부채	966	286	376	227	307
비유동부채	171	560	636	256	341
비유동이자부채	15	348	424	149	266
부채총계	1,962	1,722	1,821	1,528	1,327
자본금	218	233	233	245	245
자본잉여금	149	149	149	149	149
이익잉여금	-65	-51	-2	-137	-130
자본조정	11	10	2	-1	-3
자기주식	0	0	-5	-5	-5
자본총계	323	352	393	266	261

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-3,449	299	1,271	-324	64
BPS	7,173	7,329	8,199	5,206	5,322
DPS	0	0	100	0	0
CFPS	1,512	3,432	4,484	2,115	2,399
ROA(%)	-5.2	0.5	2.2	-0.6	0.1
ROE(%)	-30.4	3.2	12.8	-3.8	1.0
ROIC(%)	3.1	5.5	13.5	-23.1	7.6
Multiples(x, %)					
PER	-1.2	14.3	3.2	-13.3	46.6
PBR	0.6	0.6	0.5	0.8	0.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	2.8	1.2	0.9	2.0	1.3
EV/EBITDA	17.8	6.7	5.7	6.7	6.7
배당수익률	n/a	n/a	2.5	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	607.0	489.5	463.9	575.2	508.3
Net debt/Equity	203.0	156.8	193.0	105.5	189.4
Net debt/EBITDA	1,459.3	519.3	474.5	417.8	544.9
유동비율	57.9	77.7	76.5	81.0	69.7
이자보상배율	0.3	1.9	n/a	2.1	2.2
자산구조(%)					
투하자본	45.7	53.1	63.2	43.0	45.1
현금+투자자산	54.3	46.9	36.8	57.0	54.9
자본구조(%)					
차입금	75.2	64.3	67.1	58.6	68.7
자본금	24.8	35.7	32.9	41.4	31.3

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.



VII.

붙임

1. 국내 동종 업체 비교 [대형건설사]
2. 해외 동종 업체 비교 [대형건설사]
3. 국내 동종 업체 비교 [중견건설사]

붙임 1. 국내 동종 업체 비교 [대형건설사]

구분		GS건설	대우건설	현대건설	대림산업	삼성엔지니어링	HDC현대산업개발	업계평균
현재주가(원)		26,700	3,000	30,650	78,000	11,750	19,800	
시가총액(십억원)		2,139	1,247	3,413	2,714	2,303	1,305	
주가상승률(%)	1M	14.5	9.2	1.3	0.5	12.3	-6.1	2.0
	3M	2.6	-12.9	-10.1	-7.0	-0.4	-8.1	-6.4
	6M	9.3	-14.6	-12.0	-11.7	3.0	5.8	-3.7
	12M	-9.9	-30.0	-28.2	-15.0	-33.8	-30.5	-26.9
P/E(배)	2018A	5.6	7.4	15.9	6.1	50.3	N/A	24.1
	2019A	5.6	9.3	11.6	5.3	12.9	2.7	8.1
	2020E	5.3	5.0	10.0	3.6	8.4	5.8	7.0
	2021E	4.6	3.5	7.7	3.9	7.3	3.8	5.7
P/B(배)	2018A	1.0	1.0	1.0	0.7	3.3	1.1	1.5
	2019A	0.6	0.8	0.7	0.5	2.8	0.5	1.1
	2020E	0.5	0.5	0.5	0.5	1.5	0.5	0.7
	2021E	0.5	0.4	0.5	0.4	1.2	0.5	0.6
EV/EBITDA(배)	2018A	3.3	4.8	6.2	4.5	13.4	N/A	8.0
	2019A	4.2	7.4	4.9	3.0	7.2	1.2	4.1
	2020E	4.9	5.1	3.1	3.1	3.9	1.4	2.9
	2021E	4.5	4.1	2.5	3.3	3.5	1.5	2.7
매출액성장률(%)	2018A	12.5	-9.9	-0.9	-11.0	-1.0	N/A	-4.3
	2019A	-20.7	-18.4	3.3	-11.7	16.2	N/A	2.6
	2020E	-2.5	-4.3	-0.9	8.2	1.8	-11.0	-0.5
	2021E	3.6	14.5	5.4	0.5	4.2	0.0	2.5
영업이익성장률(%)	2018A	201.5	적전	-14.6	54.9	흑전	N/A	20.1
	2019A	-26.7	흑전	0.3	33.7	87.0	N/A	40.3
	2020E	-7.2	16.3	-21.5	4.1	-11.0	-10.7	-9.8
	2021E	12.8	33.3	29.5	-9.6	11.0	-10.8	5.0
영업이익률(%)	2018A	8.3	5.9	5.2	7.7	3.8	N/A	5.5
	2019A	7.7	4.2	5.0	11.7	6.1	13.1	8.9
	2020E	7.3	5.1	4.0	11.2	5.3	13.1	8.4
	2021E	7.9	6.0	4.9	10.1	5.6	11.7	8.1
순이익률(%)	2018A	4.4	2.8	2.3	5.9	1.3	N/A	3.1
	2019A	4.3	2.4	2.4	6.9	4.6	9.8	5.9
	2020E	4.2	3.0	2.0	7.5	4.2	5.8	4.9
	2021E	4.7	3.8	2.5	7.1	4.7	9.2	5.9
ROE(%)	2018A	19.0	15.1	5.3	12.3	8.5	N/A	8.7
	2019A	12.6	10.2	6.6	11.8	24.7	20.6	15.9
	2020E	10.5	9.7	5.2	12.6	18.9	8.6	11.3
	2021E	11.0	12.5	6.3	10.9	18.3	12.2	11.9
순부채비율(%)	2018A	5.9	51.1	-20.2	2.3	13.0	-46.2	-12.8
	2019A	29.5	65.8	-18.8	-1.3	-42.8	-18.2	-20.3
	2020E	31.2	53.3	-23.8	-3.1	-46.4	-24.1	-24.4
	2021E	22.9	35.2	-25.4	-8.9	-52.8	-30.2	-29.3
〈컨센서스 변화〉								
순이익 (2020C)	현재(M\$)	376	222	310	695	242	192	340
	변화(%)	-1M	-0.7	-1.8	6.1	1.6	-12.3	-2.7
		-3M	-0.8	-0.6	7.9	3.3	-30.6	-5.2
		-6M	1.3	-10.1	22.9	6.6	-24.6	-4.0
순이익 (2021C)	현재(M\$)	436	319	404	661	319	305	407
	변화(%)	-1M	1.7	9.8	3.6	9.8	9.5	5.3
		-3M	4.8	12.3	5.6	12.3	19.9	9.1
		-6M	16.6	12.3	-1.5	6.8	33.5	14.3

주: 2020년 10월 30일 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

붙임 2. 해외 동종 업체 비교 [대형건설사]

구분		Petrofac	Tecnica	TechnipFMC	JGC Corp	Fluor Corp	Larsen&Toubro	China Const.	업계평균
현재주가(달러)		4.5	23.6	17.0	14.2	18.4	18.0	0.8	
시가총액(십억달러)		0.5	0.4	2.5	3.5	1.6	17.5	3.5	
주가상승률(%)	1M	6.2	-25.3	-13.3	-16.7	20.7	3.1	7.9	-2.5
	3M	-15.2	-35.2	-31.1	-18.2	11.4	1.9	19.0	-9.6
	6M	-41.4	-51.0	-33.1	-14.5	11.3	3.7	-9.2	-19.2
	12M	-69.3	-69.9	-73.0	-44.6	-38.9	-35.8	-24.9	-50.9
P/E(배)	2018A	32.2	95.7	23.9	35.2	53.0	N/A	7.0	41.2
	2019A	23.4	N/A	29.1	15.5	N/A	N/A	6.6	18.6
	2020E	10.7	9.1	N/A	22.3	9.2	13.6	4.5	11.6
	2021E	5.2	4.8	8.1	22.8	8.0	18.2	3.9	10.2
P/B(배)	2018A	2.9	3.5	0.9	1.3	1.6	N/A	0.8	1.8
	2019A	2.7	4.2	1.3	1.5	1.8	N/A	0.8	2.0
	2020E	0.9	1.1	0.5	0.5	1.1	1.9	0.6	0.9
	2021E	0.7	0.9	0.5	0.5	1.0	1.8	0.5	0.8
EV/EBITDA(배)	2018A	7.5	15.4	N/A	N/A	9.8	20.6	8.4	12.3
	2019A	6.8	9.1	N/A	15.9	N/A	19.6	8.5	12.0
	2020E	3.6	2.1	2.1	0.7	3.6	13.8	7.3	4.7
	2021E	3.3	1.6	2.1	0.8	3.5	16.9	6.5	5.0
매출액성장률(%)	2018A	-8.9	-13.3	-16.6	-21.2	2.5	9.5	10.9	-5.3
	2019A	-5.1	6.9	6.8	4.3	-5.4	13.1	10.9	4.5
	2020E	-26.1	-9.7	-3.7	-14.3	11.9	3.2	8.6	-4.3
	2021E	-8.2	9.2	0.2	-22.4	-3.7	-6.2	13.4	-2.5
영업이익성장률(%)	2018A	63.9	-58.0	N/A	N/A	143.9	33.7	-1.1	36.5
	2019A	38.4	61.7	-66.4	N/A	N/A	15.2	16.5	13.1
	2020E	-42.5	-8.1	140.6	8.2	120.9	3.4	12.7	33.6
	2021E	38.0	78.1	1.0	-13.0	11.9	-11.0	12.4	16.8
영업이익률(%)	2018A	2.7	1.0	-7.3	-3.1	1.5	9.9	11.9	2.4
	2019A	4.0	1.5	-11.4	3.0	-8.8	10.1	12.5	1.5
	2020E	3.1	1.5	4.8	3.5	1.6	10.2	13.0	5.4
	2021E	4.6	2.4	4.8	4.0	1.9	9.0	12.9	5.7
순이익률(%)	2018A	1.1	0.3	-15.3	-3.2	1.1	6.3	8.1	-0.2
	2019A	1.3	-0.2	-18.0	2.3	-10.6	6.7	9.2	-1.3
	2020E	1.2	1.0	-0.5	2.7	1.0	6.4	9.0	2.9
	2021E	2.7	1.6	2.3	2.0	1.3	5.0	9.2	3.4
ROE(%)	2018A	43.6	3.0	3.2	-5.2	2.3	16.8	15.4	11.3
	2019A	39.0	-6.9	3.7	2.2	-33.8	14.1	13.4	4.5
	2020E	7.3	9.6	2.7	4.4	-5.0	14.4	13.6	6.7
	2021E	16.7	14.2	5.1	2.4	13.3	9.6	13.9	10.8
순부채비율(%)	2018A	-8.9	-74.8	-8.9	-40.8	-9.8	149.9	53.6	8.6
	2019A	46.3	-102.8	5.5	-31.9	-1.8	144.5	49.8	15.6
	2020E	-1.8	N/A	-9.6	-35.9	-7.7	174.9	61.3	30.2
	2021E	-16.4	N/A	-11.7	-43.8	-16.9	153.5	65.8	21.7
<컨센서스 변화>									
순이익 (2020C)	현재(M\$)	47	48	-66	92	154	917	774	281
	변화(%)	-1M	-13.4	-130.4	1.7	-3.2	-2.1	-21.1	1.0
		-3M	-30.0	-131.3	-29.2	-11.9	-7.2	-37.7	1.4
		-6M	-51.6	-127.8	-57.4	-12.7	-23.6	-49.0	0.8
순이익 (2021C)	현재(M\$)	100	86	303	225	195	1,315	901	446.4
	변화(%)	-1M	-20.2	-3.8	1.7	-8.9	-0.1	-4.9	0.9
		-3M	-17.1	5.3	-2.0	-4.1	-0.2	-3.5	0.3
		-6M	-22.2	-4.2	-28.4	-4.1	-1.2	-14.0	1.0

주: 2020년 10월 30일 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

붙임 3. 국내 동종 업체 비교 [중견건설사]

구분		코오롱글로벌	자이에스앤디	아이에스동서	한라	업계평균
현재주가(원)		17,600	8,000	38,200	3,355	
시가총액(십억원)		443.7	214.3	1,180.1	130.4	
주가상승률(%)	1M	-3.8	-1.2	-6.5	1.8	-2.4
	3M	61.5	23.8	-17.3	-4.1	16.0
	6M	124.2	70.2	49.8	6.7	62.7
	12M	84.9	0.0	20.9	12.2	29.5
P/E(배)	2018A	11.15	n/a	3.85	-16.63	-0.5
	2019A	5.07	8.47	15.4	58.86	22.0
	2020E	5.3	10.44	12.14	2.46	7.6
	2021E	4.09	6.48	8.17	2.22	5.2
P/B(배)	2018A	0.41	n/a	0.89	0.81	0.7
	2019A	0.53	1.05	0.93	0.55	0.8
	2020E	0.83	1.31	1.01	n/a	1.1
	2021E	0.7	1.09	0.91	n/a	0.9
EV/EBITDA(배)	2018A	10.37	n/a	3.38	13.04	8.9
	2019A	6.07	3.07	13.3	13.03	8.9
	2020E	4.34	6.42	8.17	5.73	6.2
	2021E	3.5	3.29	5.9	5.16	4.5
매출액성장률(%)	2018A	-8.08	50.08	-12.88	-20.82	2.1
	2019A	3.75	30.68	-39.62	0.4	-1.2
	2020E	3.4	26.73	26.11	14.83	17.8
	2021E	6.47	50.53	24.1	4.7	21.5
영업이익성장률(%)	2018A	5.87	41.2	17.14	-59.95	1.1
	2019A	2.29	13.63	-82.58	13.06	-13.4
	2020E	27.56	62.23	188.52	44.47	80.7
	2021E	16.25	59.68	32.8	4.86	28.4
영업이익률(%)	2018A	2.29	6.82	23.81	4.61	9.4
	2019A	3.6	5.93	6.87	5.19	5.4
	2020E	4.45	7.59	15.72	6.53	8.6
	2021E	4.85	8.05	16.82	6.54	9.1
순이익률(%)	2018A	0.43	5.04	15.27	-0.93	5.0
	2019A	1.33	4.47	7.7	0.21	3.4
	2020E	2.29	5.92	9.56	2.9	5.2
	2021E	2.81	6.35	11.49	3.16	6.0
ROE(%)	2018A	3.59	32.67	23.01	-3.82	13.9
	2019A	10.74	13.56	6.1	0.97	7.8
	2020E	16.87	13.27	8.62	n/a	12.9
	2021E	18.66	18.37	11.89	n/a	16.3
순부채비율(%)	2018A	135.78	-46.2	47.86	103.88	60.3
	2019A	150.11	-65.56	60.96	188.25	83.4
	2020E	86.28	-17.65	53.99	173.42	74.0
	2021E	54.73	-34.89	37.07	130.8	46.9
〈컨센서스 변화〉						
순이익 (2020C)	현재(백만 원)	84725.0	20525.0	97216.7	66900.0	67341.7
	변화(%)					
	-1M	5.6	-3.4	2.8	10.2	3.8
	-3M	13.8	4.9	-16.1	63.8	16.6
	-6M	29.4	13.1	-18.0	66.6	22.8
순이익 (2021C)	현재(백만 원)	109850.0	33050.0	144450.0	74000.0	90337.5
	변화(%)					
	-1M	4.5	-6.4	3.6	21.9	5.9
	-3M	30.0	6.8	-5.4	21.9	13.3
	-6M	40.8	8.4	-13.6	43.1	19.7

주: 2020년 10월 30일 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

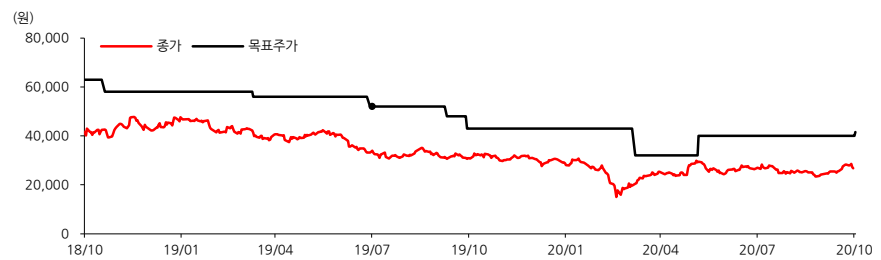
(공표일: 2020년 11월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이재연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[GS건설 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

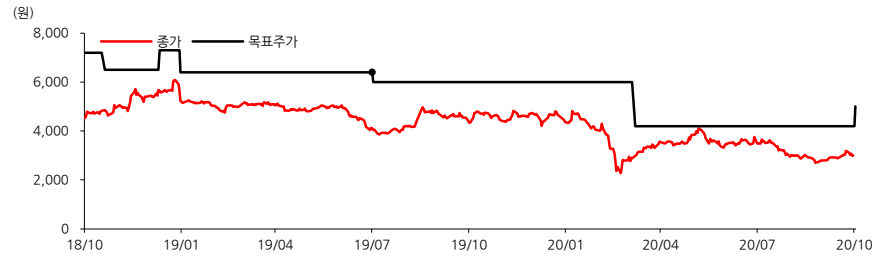
일 시	2016.08.12	2018.11.19	2019.01.07	2019.01.30	2019.02.07	2019.04.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		58,000	58,000	58,000	58,000	56,000
일 시	2019.04.29	2019.05.20	2019.07.02	2019.07.29	2019.08.13	2019.08.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	56,000	56,000	56,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2019.10.10	2019.10.29	2019.11.21	2020.01.21	2020.02.03	2020.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	48,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2020.03.10	2020.04.06	2020.04.16	2020.04.20	2020.05.04	2020.05.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000
일 시	2020.06.05	2020.07.02	2020.07.30	2020.08.10	2020.08.11	2020.09.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
일 시	2020.10.06	2020.10.20	2020.11.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	40,000	40,000	41,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.20	Buy	58,000	-24.14	-17.67
2019.04.09	Buy	56,000	-30.32	-24.46
2019.07.29	Buy	52,000	-37.57	-32.50
2019.10.10	Buy	48,000	-34.12	-31.67
2019.10.29	Buy	43,000	-34.52	-23.84
2020.04.06	Buy	32,000	-22.43	-6.88
2020.06.05	Buy	40,000	-34.62	-26.38
2020.11.02	Buy	41,500		

[대우건설 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

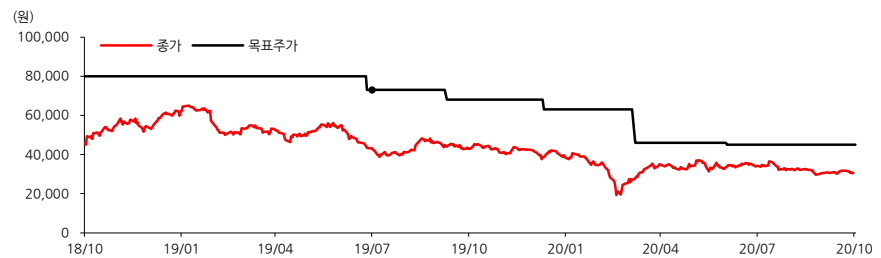
일 시	2016.08.12	2018.11.19	2019.01.10	2019.01.30	2019.02.07	2019.04.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		6,500	7,300	6,400	6,400	6,400
일 시	2019.05.02	2019.05.20	2019.07.02	2019.08.01	2019.08.22	2019.09.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,400	6,400	6,400	6,000	6,000	6,000
일 시	2019.10.10	2019.11.01	2019.11.21	2020.01.07	2020.01.21	2020.02.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
일 시	2020.02.04	2020.03.10	2020.04.06	2020.04.16	2020.04.20	2020.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,000	6,000	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2020.05.26	2020.07.14	2020.07.31	2020.08.10	2020.08.11	2020.09.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2020.10.07	2020.10.29	2020.11.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	4,200	4,200	5,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.20	Buy	6,500	-20.49	-12.15
2019.01.10	Buy	7,300	-21.19	-16.71
2019.01.29	Buy	6,400	-22.89	-12.19
2019.08.01	Buy	6,000	-28.55	-17.17
2020.04.06	Buy	4,200	-20.52	-2.38
2020.11.02	Buy	5,000		

[현대건설 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

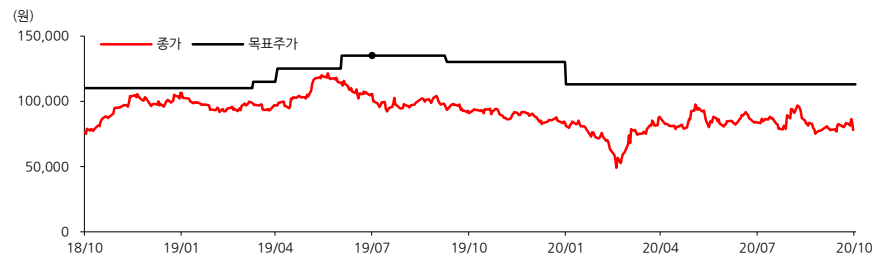
일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2018.11.05 Buy 80,000	2018.11.19 Buy 80,000	2019.01.04 Buy 80,000	2019.01.28 Buy 80,000	2019.02.07 Buy 80,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.04.09 Buy 80,000	2019.04.26 Buy 80,000	2019.05.17 Buy 80,000	2019.05.20 Buy 80,000	2019.06.03 Buy 80,000	2019.07.02 Buy 80,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.07.26 Buy 73,000	2019.08.13 Buy 73,000	2019.08.22 Buy 73,000	2019.10.10 Buy 68,000	2019.10.28 Buy 68,000	2019.11.21 Buy 68,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.01.10 Buy 63,000	2020.01.21 Buy 63,000	2020.01.23 Buy 63,000	2020.02.04 Buy 63,000	2020.02.06 Buy 63,000	2020.03.10 Buy 63,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.04.06 Buy 46,000	2020.04.16 Buy 46,000	2020.04.20 Buy 46,000	2020.04.27 Buy 46,000	2020.05.26 Buy 46,000	2020.07.02 Buy 45,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.07.27 Buy 45,000	2020.08.10 Buy 45,000	2020.08.11 Buy 45,000	2020.09.21 Buy 45,000	2020.10.12 Buy 45,000	2020.10.26 Buy 45,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.11.02 Buy 45,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.07.26	Buy	73,000	-41.08	-33.97
2019.10.10	Buy	68,000	-36.98	-33.09
2020.01.10	Buy	63,000	-45.52	-33.25
2020.04.06	Buy	46,000	-26.99	-19.13
2020.07.02	Buy	45,000		

[대림산업 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

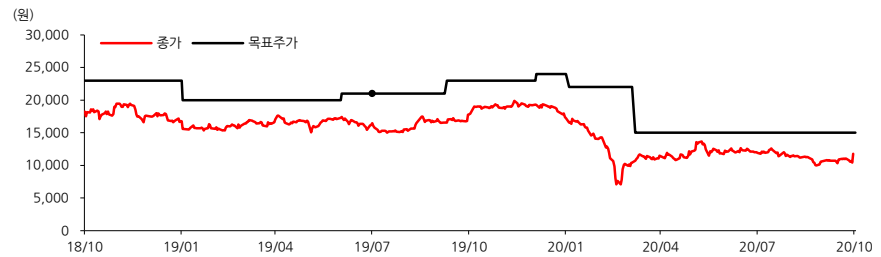
일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2018.11.19 Buy 110,000	2019.01.23 Buy 110,000	2019.02.07 Buy 110,000	2019.04.09 Buy 115,000	2019.05.02 Buy 125,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.05.20 Buy 125,000	2019.07.02 Buy 135,000	2019.08.01 Buy 135,000	2019.08.22 Buy 135,000	2019.10.10 Buy 130,000	2019.11.11 Buy 130,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.11.21 Buy 130,000	2020.01.21 Buy 130,000	2020.01.31 Buy 113,000	2020.02.04 Buy 113,000	2020.03.10 Buy 113,000	2020.04.06 Buy 113,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.04.16 Buy 113,000	2020.04.20 Buy 113,000	2020.05.04 Buy 113,000	2020.05.26 Buy 113,000	2020.07.16 Buy 113,000	2020.07.31 Buy 113,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.08.10 Buy 113,000	2020.08.11 Buy 113,000	2020.09.11 Buy 113,000	2020.11.02 Buy 113,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.09	Buy	115,000	-16.84	-14.87
2019.05.02	Buy	125,000	-13.05	-2.80
2019.07.02	Buy	135,000	-24.86	-14.44
2019.10.10	Buy	130,000	-30.48	-24.69
2020.01.31	Buy	113,000		

[삼성엔지니어링 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

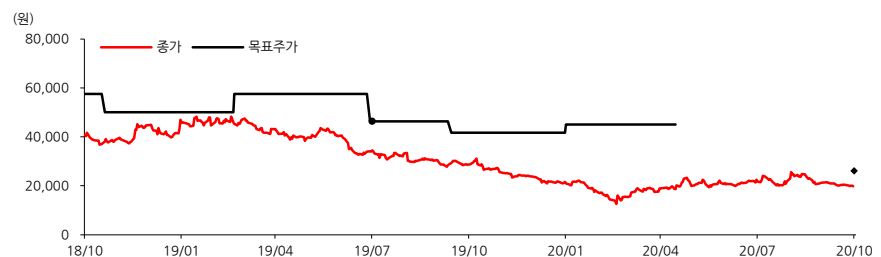
일 시	2016.08.12	2018.11.19	2019.02.01	2019.02.07	2019.04.09	2019.04.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		23,000	20,000	20,000	20,000	20,000
일 시	2019.05.20	2019.07.02	2019.07.29	2019.08.22	2019.10.10	2019.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	20,000	21,000	21,000	21,000	23,000	23,000
일 시	2019.11.21	2020.01.03	2020.01.21	2020.02.03	2020.02.04	2020.03.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	23,000	24,000	24,000	22,000	22,000	22,000
일 시	2020.04.06	2020.04.17	2020.04.20	2020.04.29	2020.05.26	2020.07.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
일 시	2020.07.29	2020.08.10	2020.08.11	2020.10.13	2020.10.30	2020.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.01.31	Buy	20,000	-18.32	-12.00
2019.07.02	Buy	21,000	-23.29	-16.90
2019.10.10	Buy	23,000	-19.74	-13.48
2020.01.03	Buy	24,000	-22.22	-19.38
2020.02.03	Buy	22,000	-40.53	-22.05
2020.04.06	Buy	15,000		

[HDC현대산업개발 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

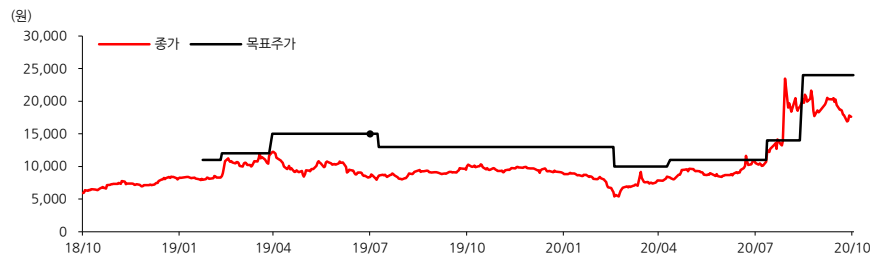
일 시	2018.11.19	2019.01.08	2019.02.07	2019.03.22	2019.05.10	2019.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	62,000	62,000	62,000
일 시	2019.07.02	2019.07.29	2019.08.13	2019.10.10	2019.10.14	2020.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	62,000	50,000	50,000	50,000	45,000	45,000
일 시	2020.03.10	2020.11.02	2020.11.02			
투자의견	Buy	담당자변경	Buy			
목표가격	45,000	송유림	26,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.20	Buy	50,069	-13.98	-3.52
2019.03.22	Buy	57,486	-29.17	-17.42
2019.07.29	Buy	46,360	-32.34	-25.50
2019.10.14	Buy	41,724	-47.76	-25.56
2020.11.02	Buy	26,000		

[코오롱글로벌 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

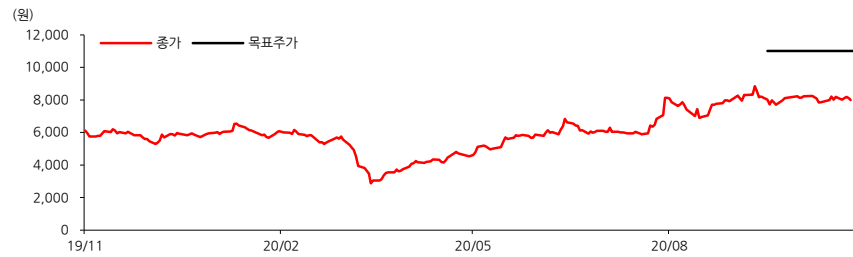
일 시	2016.08.12	2019.02.22	2019.02.22	2019.03.12	2019.03.15	2019.04.29
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	11,000	12,000	12,000	15,000
일 시	2019.05.17	2019.05.20	2019.08.08	2019.09.06	2019.10.22	2019.11.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	15,000	15,000	13,000	13,000	13,000	13,000
일 시	2020.03.19	2020.05.11	2020.05.26	2020.06.24	2020.08.11	2020.09.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	10,000	11,000	11,000	11,000	14,000	24,000
일 시	2020.09.21	2020.11.02				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	24,000	24,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.02.22	Buy	11,000	-24.99	-22.36
2019.03.12	Buy	12,000	-11.97	-0.42
2019.04.29	Buy	15,000	-35.35	-18.33
2019.08.08	Buy	13,000	-30.45	-20.77
2020.03.19	Buy	10,000	-28.15	-8.40
2020.05.11	Buy	11,000	-15.71	5.45
2020.08.11	Buy	14,000	16.79	67.50
2020.09.14	Buy	24,000		

[자이에스앤디 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.09.21	2020.09.21	2020.11.02			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	송유림	11,000	11,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.09.21	Buy	11,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%