

건설

1Q preview: 매출 둔화되나 추가원가는 확연히 줄어

조용한 실적시즌, 일회성 요인 줄어

건설사들은 이번 1분기 이슈 없이 조용한 실적시즌을 맞이할 것이다. 대형사의 합산 매출은 전년대비 7% 감소하며 성장성은 둔화되기 시작하나 해외 추가원가가 줄며 수익성은 전분기 대비 크게 개선된다. 컨센서스를 상회할 업체는 대림산업이다. 컨센서스에 부합할 업체는 GS건설이며 이익 개선폭이 가장 큰 업체기도 하다. 그 외 업체는 대체로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다.

전년 1분기에 원달러 환율이 3개월간 92.4원이 하락하는 급격한 환변동이 발생했다. 따라서 해외 수익성 악화는 물론 환손실이 컸고, 과징금까지 반영돼 순이익이 크게 훼손됐던 분기다[표 2]. 올해는 이 같은 일회성 요인이 확연히 줄어들어 영업이익보다 순이익의 개선폭이 더 클 것이다.

재건축 비중 상승, 외형 성장 둔화로 주택 수익성은 소폭 하락

2017년 주택 매출 고성장이 건설사의 실적을 견인했다. 올해부터 해외 원가율이 안정화되며 전사 수익성은 개선되겠으나, 주택만 놓고 보면 대체로 원가율은 상승할 전망이다. 도급사업보다 원가율이 높은 재건축 비중 상승, 원재료비 상승 등의 영향이다. 주택매출은 2018년 하반기부터 정체돼 2019년 감소가 예상된다. 건설사의 주요 성장동력이던 재건축 사업이 정부 규제로 지연되고 있기 때문이다.

삼성엔지니어링 top pick 유지

연이은 부동산 규제, 2019년의 뚜렷한 매출원 부재 등 건설업종의 투자포인트가 불분명해지고 있다. 반면 실적은 무난한 편인데다, 크게 하락한 밸류에이션이 단기 상승 요인이 될 것이다. 따라서 업종 전체를 사기보다 나름의 투자포인트를 보유한 개별 기업 위주의 접근이 필요하다. Top-down 차원에서도 우호적 시황변화를 맞이할 삼성엔지니어링을 top pick으로 추천한다. 나머지 건설사들은 EPC 발주 회복의 수혜를 입기에는 시간이 소요될 전망이다.

대림산업, 지배구조 개선으로 상승여력 높아

대림산업은 실적이 예상보다 양호하고 최근 보여준 순환출자 해소, 내부거래 근절 등 지배구조 개선의 변화를 감안 시 그간의 약점만큼 주가 상승여력이 높아 차선호주를 유지한다. 현대차그룹 지배구조 변화 과정에서 현대엔지니어링과 현대건설의 합병론이 제기되나, 상당한 증여세 부담을 감수하기로 한 대주주가 논란이 될 수 있는 현대엔지니어링과 현대건설의 합병을 추진할 가능성은 낮다고 판단된다.

종립

종목	투자 의견	목표주가
삼성엔지니어링	매수	25,000원
대림산업	매수	130,000원
현대건설	매수	52,000원
GS건설	중립	-
대우건설	중립	-

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

업체별 투자포인트

- ▶ **대림산업:** 올해 건축/주택매출은 전년대비 1조원 감소하나 상반기는 7월 준공할 ‘용인 남사’ 현장(7천세대)의 기성이 최대 인식돼 전년대비 매출 변화는 크지 않음. 전년동기 토목 현장에 약 200억원, 연간 2천억원에 달하는 추가원가가 반영돼 2018년 토목 원가율 정상화에 따른 이익 개선폭 클 것. 또한 작년 하반기부터 자회사 ‘삼호’가 연결로 인식되기 시작해 올 상반기 분기당 150~200억원의 영업이익 기여 예상. 따라서 본사 유화 영업이익은 전년대비 38% 감소한 250억원에 그칠 전망임에도 전사 이익은 컨센서스 상회 예상
- ▶ **현대건설:** 2017년 상반기까지는 분기당 1조원의 해외매출을 시현했으나 2017년 3분기부터 해외 매출 감소 가속화, 이는 2018년 상반기까지 이어질 전망. 전년 1분기가 해외매출의 정점이었고 2018년 상반기는 해외매출의 저점. 이에 따라 1분기 실적은 컨센서스 하회 불가피하나, 전년동기의 추가원가(싱가폴 소각로 현장 500억)와 과징금 270억원 등 일회성 요인이 없어 수익성은 개선
- ▶ **현대산업:** 도급주택 매출 중 재건축 비중 상승(2017년 평균 41%, 2018년 52% 예상)로 주택원가율은 소폭 상승하며 전년과 유사한 이익 예상. HDC신라 지분법이익은 4분기 대비 2배 이상 늘어난 10억원에 달할 전망. 참고로 현대산업은 5월, 지주사 체제 출범으로 따로 실적발표 계획이 없음
- ▶ **GS건설:** 전년동기 총 1,470억원의 해외 추가원가를 반영했기에 가장 큰 폭의 실적 개선을 보여줄 것. 2018년은 전년 1분기 수준(80.4%)의 주택/건축 원가율을 재현하기는 어렵지만 80% 초중반을 유지할 전망
- ▶ **삼성엔지니어링:** 1분기까지 매출 감소기가 지속되나 외형 역성장은 이번 분기가 마지막. 2분기부터는 매출 증가 반전. 전년동기 화공플랜트에서 496억원의 추가 비용과 원화강세에 따른 398억원의 원가 상승요인이 있었기에 매출 감소에도 불구하고, 수익성은 전년대비 개선될 것

〈표 1〉 원달러 환율

(단위: 원/달러)

	2016년 말	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
원달러 환율	1,208.5	1,116.1	1,139.6	1,146.7	1,074.2	1,066.5
전분기 대비 하락폭	-	(92.4)	23.5	7.1	(72.5)	(7.7)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 1Q17 업체별 일회성 비용/추가 원가

(단위: 십억원)

	해외/토목 추가원가	영업외비용	환관련 비용	합계
삼성엔지니어링	50	-	40	89
현대건설	50	27	130	207
GS 건설	147	-	91	238
대림산업	20	-	51	71

자료: 각 사, 한국투자증권

<표 3> 1Q18 preview

(단위: 십억원)

		1Q17	4Q17	1Q18F	YoY(%)	1Q18F	Diff. (%)	2018F	2018F	Diff. (%)
		1)		2)	2)/1)	Consensus 3)	2)/3)	KIS	Consensus	2018
대림산업	매출	2,511	3,288	2,382	(5.2)	2,497	(4.6)	10,327	10,879	(5.1)
	영업이익	114	93	144	27.0	132	10.0	574	576	(0.3)
	영업이익률	4.5%	2.8%	6.1%	1.5pt	5.3%	0.8pt	5.6%	5.3%	0.3%
	세전이익	193	(68)	179	(7.2)	176	1.5	716	741	(3.4)
	지배주주순이익	139	(34)	132	(5.0)	119	11.1	511	519	(1.5)
현대산업	매출	1,133	1,512	1,178	4.0	1,281	(8.0)	5,471	5,752	(4.9)
	영업이익	141	192	141	0.2	154	(8.2)	638	673	(5.3)
	영업이익률	12.4%	12.7%	12.0%	(0.5pt)	12.0%	0pt	11.7%	11.7%	0.0%
	세전이익	138	150	141	2.7	155	(8.9)	657	669	(1.9)
	지배주주순이익	99	64	101	1.7	107	(5.3)	435	466	(6.8)
현대건설	매출	4,139	4,264	3,707	(10.4)	4,118	(10.0)	17,556	17,555	0.0
	영업이익	229	220	205	(12.1)	238	(15.7)	1,114	1,109	0.4
	영업이익률	5.5%	5.2%	5.4%	(0.1pt)	5.8%	(0.4pt)	6.3%	6.3%	0.0%
	세전이익	47	22	186	297.1	169	9.9	1,063	928	14.6
	지배주주순이익	16	(23)	105	568.0	96	9.4	582	522	11.4
대우건설	매출	2,640	2,915	2,234	(15.4)	2,463	(9.3)	10,082	10,604	(4.9)
	영업이익	221	(152)	89	(59.8)	142	(37.4)	365	639	(42.9)
	영업이익률	8.4%	(5.2%)	4.0%	(4.4pt)	5.8%	(1.8pt)	3.6%	6.0%	(2.4%)
	세전이익	223	(202)	49	(78.0)	147	(66.7)	220	541	(59.4)
	지배주주순이익	192	(154)	37	(80.9)	91	(59.7)	166	401	(58.6)
GS 건설	매출	2,701	3,164	2,745	1.6	2,752	(0.3)	11,777	11,998	(1.8)
	영업이익	59	103	112	90.2	105	6.9	427	531	(19.6)
	영업이익률	2.2%	3.2%	4.1%	1.9pt	3.8%	0.3pt	3.6%	4.4%	-0.8%
	세전이익	(78)	(97)	62	NM	64	(3.3)	249	375	(33.6)
	지배주주순이익	(68)	(99)	16	NM	34	(54.8)	189	285	(33.9)
삼성엔지니어링	매출	1,619	1,267	1,514	(6.5)	1,300	16.5	6,177	5,927	4.2
	영업이익	12	7	23	82.2	27	(15.0)	158	159	(0.4)
	영업이익률	0.8%	0.5%	1.5%	0.7pt	2.0%	(0.6pt)	2.6%	2.7%	(0.1%)
	세전이익	(39)	(27)	19	NM	15	22.5	143	146	(2.0)
	지배주주순이익	(44)	(40)	(40)	NM	14	NM	109	99	9.6
Total	매출	14,744	16,409	13,760	(6.7)	14,410	(4.5)	61,391	62,715	(2.1)
	영업이익	776	463	711	(8.4)	797	(10.9)	3,275	3,686	(11.2)
	영업이익률	5.3%	2.8%	5.2%	(0.1pt)	5.5%	(0.4pt)	5.3%	5.9%	(0.5%)
	세전이익	482	(223)	636	31.8	727	(12.6)	3,047	3,400	(10.4)
	지배주주순이익	334	(286)	350	4.9	460	(23.9)	1,557	1,826	(14.8)

자료: 한국투자증권

<표 4> 대형사 분양 세대수

(단위: 세대)

Pre-sales	현대건설	대림산업	GS E&C	대우건설	현대산업	Total	전국	MS
2007	6,400	9,000	17,000	14,000	7,469	53,869	307,501	18%
2008	9,057	7,356	9,532	7,498	6,729	40,172	233,212	17%
2009	4,004	8,768	1,600	7,676	6,999	29,047	227,139	13%
2010	2,044	3,559	3,500	7,565	351	17,019	174,574	10%
2011	6,323	6,800	6,100	16,800	6,500	42,523	265,368	16%
2012	6,886	4,700	5,100	17,000	10,900	44,586	263,812	17%
2013	3,060	8,746	4,200	17,000	8,700	41,706	282,693	15%
2014	10,114	14,500	14,000	17,873	10,800	67,287	331,513	20%
2015	24,055	26,800	28,778	40,864	25,127	145,624	518,925	28%
2016	15,988	23,200	27,800	30,042	17,484	114,514	451,268	25%
2017	7,416	19,100	24,335	19,583	23,004	93,438	330,000	28%
2018F	17,000	26,000	30,000	22,000	16,000	111,000	300,000	37%
2018YTD	4,900	3,000	5,000	4,000	1,542	18,442	49,226	37%

자료: 각 사, r114, 한국투자증권

국내외 화학플랜트 발주 늘어

2018년은 해외는 물론 국내에서도 화학플랜트 투자가 이례적 강세를 보일 전망이다. 올해부터 중기적으로 글로벌 화학플랜트 투자의 중심은 NCC 등 chemical 발주가 될 것이다. 베트남, 말레이시아 등 아시아에서 중소 규모의 화학플랜트 발주가 예상되고 사우디 SABIC은 올해 일부 증설에 이어 2019년에는 200억달러 규모의 화학플랜트 투자를 시작한다.

국내 정유사들이 NCC 진출을 선언함에 따라 국내 혹은 말레이시아 등에서 한국 기업의 발주가 예상된다. 현대오일뱅크가 NCC 진출을 검토하고 있고, GS칼텍스는 MFC(Mixed Feed Cracker) 투자를 선언했다. 현대엔지니어링, 삼성엔지니어링, 대림산업이 적극 참여할 전망이다. 이제 건설사 실적과 주가의 방향성은 화학플랜트 수주에 달려 있다. 수행 경험과 강점 고려 시 삼성엔지니어링, 대림산업, 현대엔지니어링에게 우호적 환경으로 판단한다.

〈표 5〉 2018년 해외수주 입찰현황

(단위: 십억달러)

계약 시기	Country/발주처	Project	금액	Bidder
1Q	UAE	POC	2.6	삼성엔지니어링+CB&I 확정
1Q	UAE	폐열회수시설	0.5	삼성엔지니어링 확정
1Q	싱가폴	Tuas finger3 항만	0.4	현대건설 컨소시엄확정
1Q	싱가폴	싱가폴 우드랜즈 병원	0.4	대우건설+쌍용건설 컨소시엄 확정
1Q	사우디 SABIC	ASU	0.4	삼성엔지니어링 유력
1Q	베트남	롱손 HDPE	0.6	삼성엔지니어링 유력
2Q	사우디	마덴암모니아 #3	0.9	대림산업과 드라가도스만 입찰, #2는 대림산업이 수행
2Q	싱가폴	태공섬 매립	0.5	현대건설 등
2Q	사우디	Shedgum 가스	0.5	시노펙, 편지로이드, JGC, 셉코, 현대건설 등
2Q	카타르	지크릿 가스	0.5	현대건설 등
2H	UAE	IGD #2	1.0	페트로팩, 테크닉, KBR, 사이렘, NPCC, TR, JGC, 치요다, GS 건설, 현대건설
2H	사우디	킹살만 조선소 pkg 1~3	3.0	현대건설, L&T, OHL 등
2H	태국 타이오일	스리라차 CFP 정유	5.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	인도네시아	Balikpapan 정유	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	말레이시아/Petronas	Elastomer	1.2	GS 건설 등(2015년 로이스트였으나 프로젝트 취소)
2H	알제리	HMD 가스	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	알제리	Ain Tsila gas condensate	2.0	도찰, 대우건설, Bonatti, TR, JGC, GS 건설

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 2018년 국내 주요 프로젝트

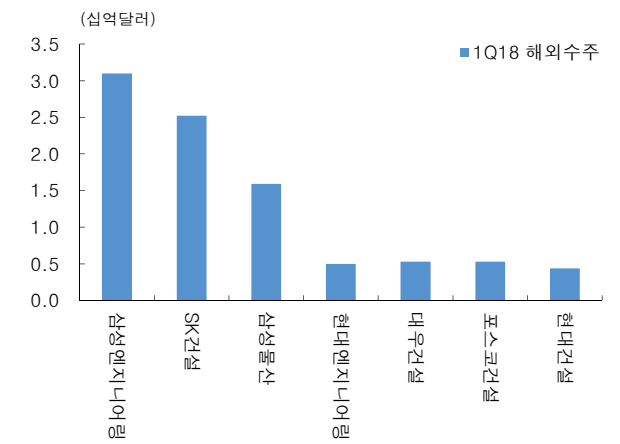
(단위: 조원)

발주처	프로젝트	공사비	입찰업체
국토부	GTX-A 수도권 광역급행철도	2.4	현대건설+현대산업+KB 금융(건설사가 주관사), 신한은행+대림산업+SK 건설(신한은행이 주관사)
현대오일뱅크	NCC	2.0	현대엔지니어링+현대건설, 삼성엔지니어링, GS 건설, 대림산업 등
GS칼텍스	MFC(mixed feed cracker)	2.0	공개입찰 예정
롯데케미칼	타이탄 NCC	4.0	패키지 발주 예상

자료: 한국투자증권

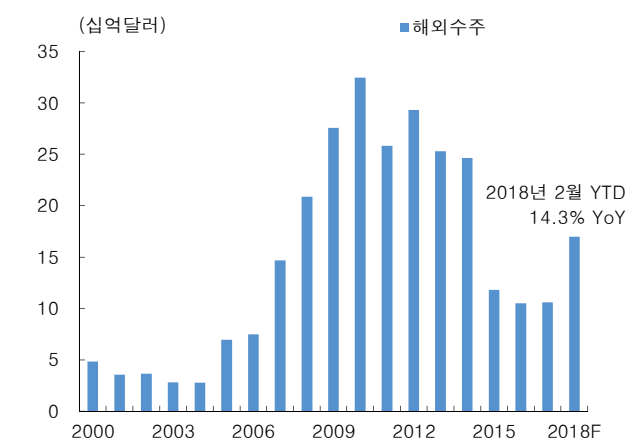
1분기 해외 시장에서 삼성엔지니어링과 SK건설의 성과가 뚜렷했다. 삼성엔지니어링은 아직 해외건설협회에 신고하지 못한 UAE의 폐열회수처리시설(5억달러)까지 포함 시 31억달러로 업계 1위를 기록했다. SK건설은 베트남 에틸렌, 카자흐스탄과 홍콩의 인프라 공사를 수주하며 25억달러를 넘겼다. 2018년 한국업체의 해외수주는 558억달러로 전년대비 93% 증가하고 2015년 수준을 넘어설 전망이다.

[그림 1] 업체별 1분기 해외수주



자료: 해외건설협회, 한국투자증권

[그림 2] 해외수주 현황



자료: 해외건설협회, 한국투자증권

<표 7> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
현대건설 (000720)	투자의견	매수	2015A	19,233	1,089	421	3,777	51,324	7.6	0.6	7.6	3.4	1.8
	목표주가(원)	52,000	2016A	18,825	1,159	572	5,133	56,786	8.3	0.8	9.5	3.9	1.2
	현재가 (3/30, 원)	43,700	2017F	16,854	1,012	200	1,797	58,079	24.3	0.8	3.1	3.7	1.1
	시가총액(십억원)	4,866	2018F	17,556	1,114	582	5,222	62,801	8.4	0.7	8.6	3.3	1.1
				2019F	18,018	1,206	648	5,813	68,114	7.5	0.6	8.9	3.1
삼성엔지니어링 (028050)	투자의견	매수	2015A	6,441	(1,454)	(1,305)	(35,301)	(746)	NM	(19.5)	(409.0)	(1.7)	0.0
	목표주가(원)	25,000	2016A	7,009	70	26	150	5,158	68.7	2.0	7.4	16.6	0.0
	현재가 (3/30, 원)	18,100	2017F	5,536	47	(40)	(203)	4,935	(89.4)	3.7	(4.0)	24.3	0.0
	시가총액(십억원)	3,547	2018F	6,177	158	109	554	5,489	32.7	3.3	10.6	12.4	0.0
				2019F	7,585	421	309	1,577	7,066	11.5	2.6	25.1	5.1
대림산업 (000210)	투자의견	매수	2015A	9,514	272	207	5,352	112,559	12.5	0.6	4.8	9.0	0.4
	목표주가(원)	130,000	2016A	9,854	419	265	6,868	119,454	12.7	0.7	5.9	8.5	0.3
	현재가 (3/30, 원)	74,400	2017F	12,333	547	496	12,884	131,308	5.8	0.6	10.3	6.1	1.3
	시가총액(십억원)	2,589	2018F	10,327	574	581	15,094	145,366	4.9	0.5	10.9	5.7	1.3
				2019F	10,524	655	664	17,236	161,560	4.3	0.5	11.2	4.9
대우건설 (047040)	투자의견	중립	2015A	9,890	169	106	258	6,827	21.7	0.8	3.9	17.1	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	11,106	(467)	(736)	(1,791)	5,133	NM	1.0	(30.9)	(10.1)	0.0
	현재가 (3/30, 원)	5,270	2017F	12,324	682	452	1,100	6,221	4.8	0.8	20.0	5.5	0.0
	시가총액(십억원)	2,190	2018F	10,709	431	216	526	6,741	10.0	0.8	8.3	8.3	0.0
				2019F	9,882	292	149	363	7,100	14.5	0.7	5.4	11.6
GS건설 (006360)	투자의견	중립	2015A	10,573	122	26	363	47,324	54.4	0.4	0.8	9.9	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	11,036	143	(26)	(394)	47,247	NM	0.6	(0.8)	12.4	0.0
	현재가 (3/30, 원)	29,600	2017F	11,680	319	(153)	(2,187)	42,749	(13.5)	0.7	(4.5)	6.9	0.0
	시가총액(십억원)	2,122	2018F	11,777	427	189	2,264	44,975	13.1	0.7	5.2	4.9	0.0
				2019F	11,390	482	237	2,844	47,771	10.4	0.6	6.1	4.4

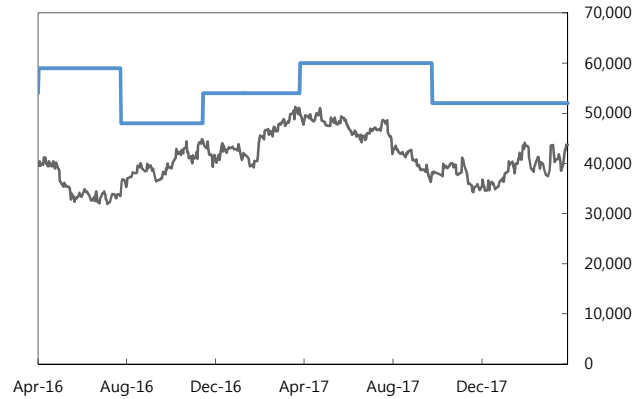
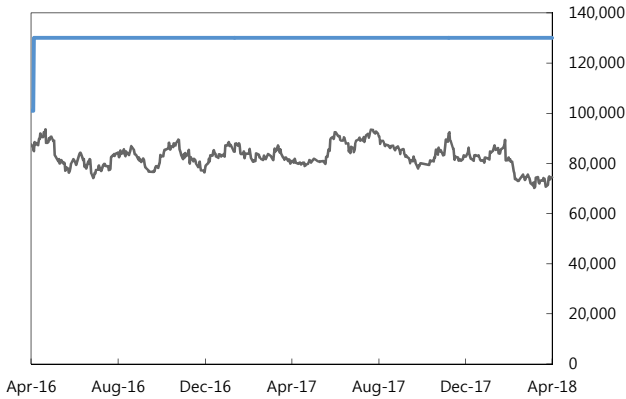
자료: 각 사, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
대림산업(000210)	2016.03.30	매수	101,000원	-12.7	-10.0	대우건설(047040)	2016.04.05	매수	38,000원	-26.4	-17.1
	2016.04.05	매수	130,000원	-36.3	-28.0		2017.01.30	매수	34,000원	-9.9	1.8
	2017.04.05	1년경과	-	-	2017.07.26		매수	40,000원	-25.7	-17.5	
현대건설(000720)	2016.03.06	매수	54,000원	-26.1	-21.9	2017.09.14	중립	-	-	-	-
	2016.04.05	매수	59,000원	-40.2	-30.2	삼성엔지니어링(028050)	2016.03.06	중립	-	-	-
	2016.07.27	매수	48,000원	-17.2	-6.6		2016.08.21	매수	15,000원	-27.7	-14.3
	2016.11.17	매수	54,000원	-17.6	-5.0	2017.02.28	매수	17,000원	-27.5	2.9	
	2017.03.30	매수	60,000원	-24.3	-15.0	2018.02.04	매수	25,000원	-	-	-
	2017.09.27	매수	52,000원	-	-	GS건설(006360)	2016.03.06	중립	-	-	-
GS건설(006360)	2016.03.06	중립	-	-	2017.03.06		1년경과	-	-	-	

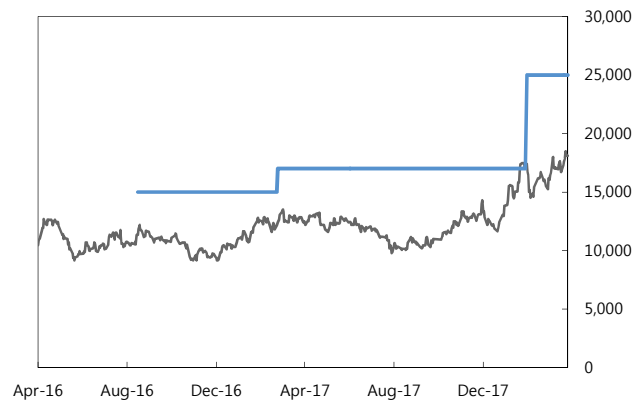
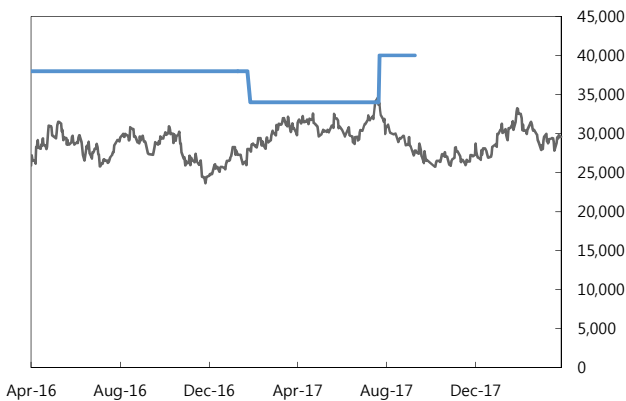
대림산업(000210)

현대건설(000720)

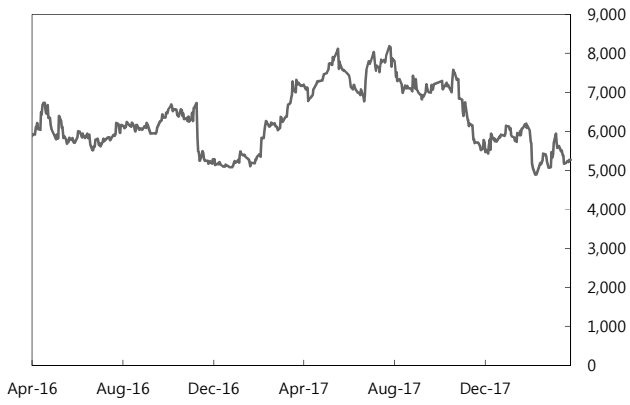


GS건설(006360)

삼성엔지니어링(028050)



대우건설(047040)



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 1일 현재 대림산업,현대건설,GS건설,삼성엔지니어링,대우건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성엔지니어링 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.