

Industry Comment

Korea / Construction & Engineering

9 November 2012

UNDERWEIGHT



Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
삼성엔지니어링 (028050 KS)	BUY	149,500	200,000
삼성물산 (000830 KS)	HOLD	57,800	72,000
현대건설 (000720 KS)	HOLD	62,400	69,000
대림산업 (000210 KS)	HOLD	73,000	100,000
GS 건설 (006360 KS)	HOLD	54,500	81,000
현대산업 (012630 KS)	HOLD	19,050	24,000

(주 11월 8일 종가 기준)

변성진, Analyst

3774 1457 sjbyun@miraeasset.com

김정환

3774 1782 jeffkim@miraeasset.com

건설업

건설업종, 어려운 시기에 진입

대형 건설사들의 3사분기 실적은 기대에 미치지 못한 것으로 평가. 문제는 2.8년에 이르는 건설업종의 backlog/revenue 비율 감안시 이러한 수익성 하락 추세가 당분간은 이어질 것이라는 점. 또한 건설업종의 분기별 실적에 대한 기대치는 지속적으로 낮춰져야 할 것으로 판단하는데, 이는 분기 영업이익률이 2006년 이후 사상 최저치를 기록함에도 불구하고 지속적인 cost overrun 발생으로 인해 마진 회복이 이루어지지 않고 있기 때문임. 이에 따라 기대치에 미치지 못하는 실적 및 수주 전망치 하향으로 건설업종 주가 하락하고 있으나, 뚜렷한 반등 모멘텀을 기대할 수 없는 상황임을 감안할 때, 당분간 보수적인 접근 추천. Underweight 의견 유지.

3사분기 실적 기대치 미달

대형 건설사들의 3사분기 실적은 기대에 미치지 못한 것으로 평가. 영업이익은 컨센서스 대비 23.0% 미달하였고, 순이익은 컨센서스 대비 31.4% 미달함. 이에 따라 전년동기 대비로도 영업이익은 20.6% 감소하였으며, 순이익 역시 28.5% 감소함. 예상치에 미치지 못하는 실적은 주로 해외부문의 원가율 상승에 기인함. 지난 2009년 이후 수주한 저마진 프로젝트의 기성이 본격화되면서 수익성이 악화되고 있는데, 문제는 이러한 수익성 하락 추세가 당분간은 이어질 것이라는 점. 우리는 2013년까지 건설사들의 해외부문 마진 하락 추이는 계속될 것으로 예상.

수익성 우려는 2013년까지 이어질 것으로 예상

결국 2014년 건설사들의 해외부문 수익성에 대한 우려는 최소한 2013년까지는 지속될 것으로 예상하는데, 이는 2011년 해외 수주잔고가 해소되기에는 약 2.8년이 소요될 것으로 전망되기 때문임 (2011년 해외 backlog / 2012년 해외 매출액). 하반기부터 건설업종 전반적으로 해외부문 마진 안정화가 예상된다는 판단. 하지만 삼성엔지니어링의 경우 backlog/revenue 비율이 1.8년에 불과해 2014년부터는 건설사 중 가장 빨리 수익성에 대한 불확실성에서 탈피할 수 있을 것으로 예상. 반면 GS 건설의 경우 미착공 프로젝트들이 상대적으로 많아 backlog/revenue 비율이 4.7년에 이르러 수익성 불확실성이 상대적으로 오래 지속될 리스크가 있다는 판단.

분기 실적에 대한 기대치 역시 낮춰져야 할 것

특히 건설업종의 분기별 실적에 대한 기대치는 지속적으로 낮춰져야 할 것으로 판단. 왜냐하면 2사분기 및 3사분기 영업이익률이 2006년 이후 사상 최저치를 기록함에도 불구하고 지속적인 cost overrun 발생으로 인해 마진 회복이 이루어지지 않고 있기 때문. 이는 수주 당시 생각하던 마진대비 실제 마진이 떨어지기 때문인데, 2009년 이후 수주된 저마진 프로젝트의 매출 반영이 지속적으로 증대될 것임을 감안할 때 2013년 수익성은 2012년 대비 악화될 것으로 예상. 건설업종은 2005년~2006년까지 수익성 peak를 형성하고 2007년부터는 수익성이 하락하기 시작함. 특히 2010년부터는 연말에 주택관련 대규모 손실을 반영하면서 영업이익률이 급격히 떨어졌으나, 2011년 들어서부터는 해외부문의 마진 하락이 기중 손익마저 떨어뜨리고 있는 상황.

Underweight 의견 유지

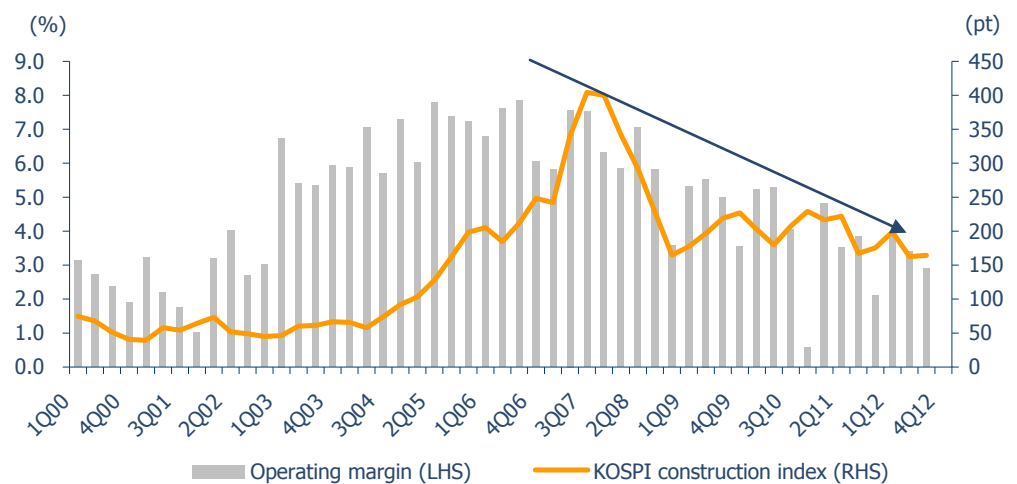
기대치에 미치지 못하는 실적 및 수주 전망치 하향으로 건설업종 주가 하락하고 있으나, 1) 2013년 중동 발주 물량이 올해보다 감소할 가능성이 있을 뿐만 아니라, 2) 2013년부터 국내 부동산 가격이 재차 하락할 것으로 예상되는 등 뚜렷한 반등 모멘텀을 기대할 수 없는 상황임을 감안할 때, 당분간 보수적인 접근 추천. Underweight 의견 유지. 리스크가 주가에 선반영되었을 뿐만 아니라 offshore 시장 진출 기대감이 높아지고 있는 삼성엔지니어링은 BUY 유지.

Figure 1 Korea major construction companies 3Q earnings result – lower than expected

(KRW bn, %)	3Q11	2Q12	3Q12(P)	QoQ	YoY	Mirae	diff.	Consensus	diff.
Revenue	15,709.1	18,456.8	18,161.6	(1.6)	15.6	18,499.1	(1.8)	18,750.0	(3.1)
Gross profit	1,855.6	1,694.1	1,693.6	(0.0)	(8.7)	1,827.1	(7.3)		
Operating profit	1,132.1	912.8	709.6	(22.3)	(37.3)	894.2	(20.6)	921.6	(23.0)
Pre-tax profit	1,052.9	811.4	711.3	(12.3)	(32.4)	902.7	(21.2)		
Net profit	717.2	618.6	469.2	(24.2)	(34.6)	656.5	(28.5)	684.3	(31.4)
Gross margin	11.8	9.2	9.3	0.1ppt	-2.5ppt	9.9	-0.6ppt		
Operating margin	7.2	4.9	3.9	-1ppt	-3.3ppt	4.8	-0.9ppt	4.9	-1ppt
Pre-tax margin	6.7	4.4	3.9	-0.5ppt	-2.8ppt	4.9	-1ppt		
Net margin	4.6	3.4	2.6	-0.8ppt	-2ppt	3.5	-1ppt	3.6	-1.1ppt

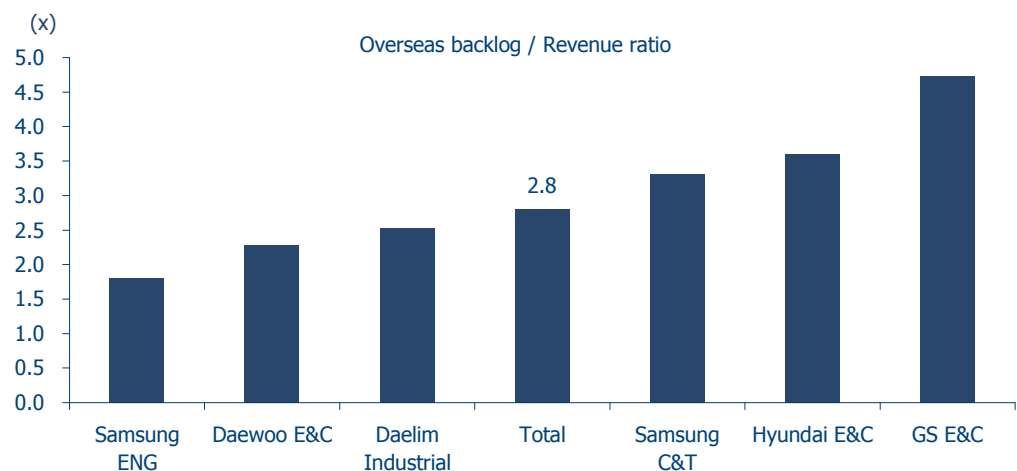
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 margin downtrend on Korea construction sector



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

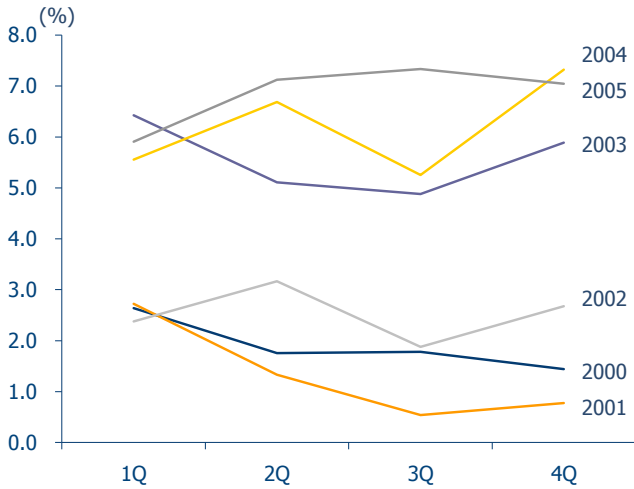
Figure 3 It should takes 2.8 years to get rid of margin risk



주: 해외 수주잔고는 2011년, 매출액은 2012년 해외 매출액 기준

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 Operating margin trends (2000~2005)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 Operating margin trends (2006~2012)

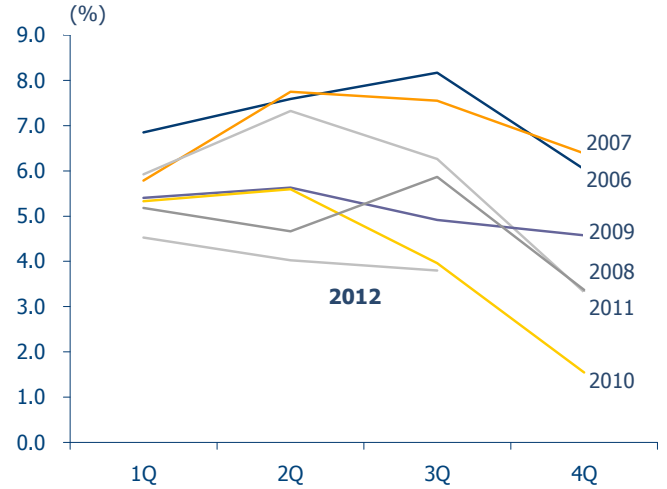
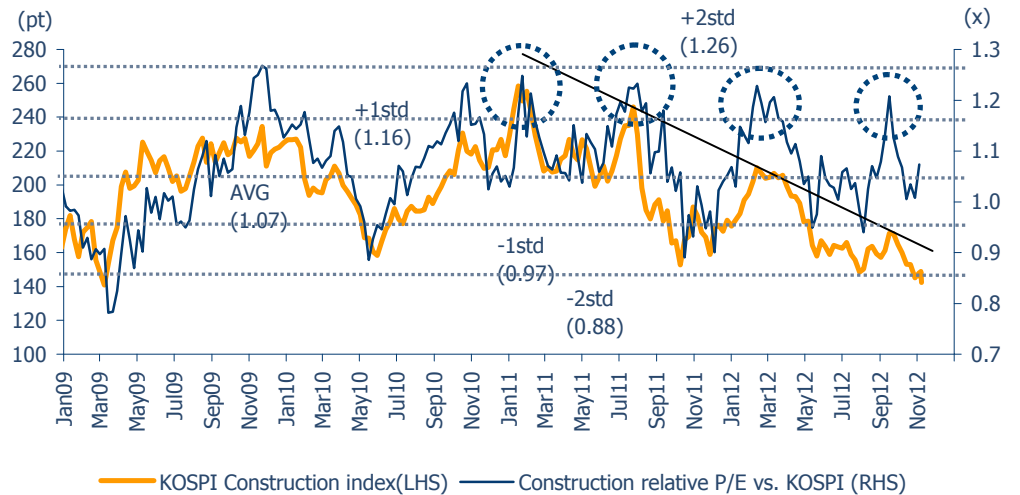
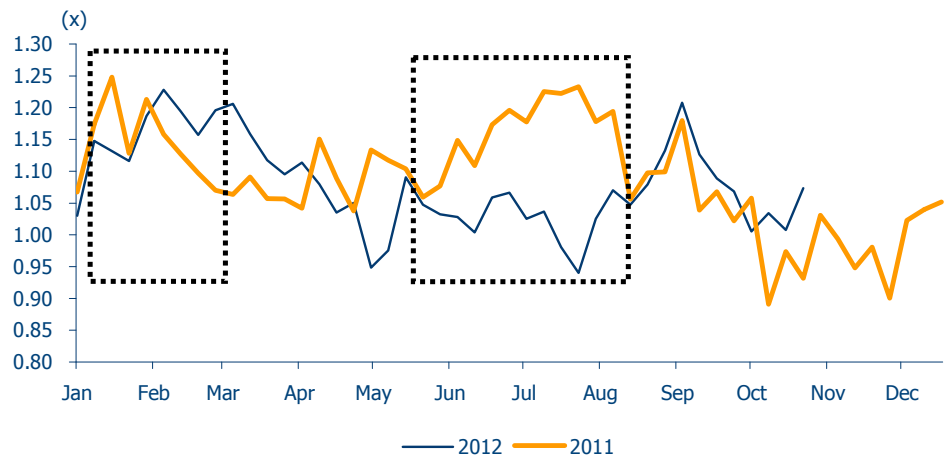


Figure 6 Relative P/E trend



자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 Korea construction index relative P/E (vs. KOSPI)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 Valuation table for Korean E&C companies

Company		Samsung ENG	Samsung C&T	Hyundai E&C	Daelim Industrial	GS E&C	Hyundai Develop	Daewoo E&C	Doosan Heavy
Code		028050	000830	000720	000210	006360	012630	047040	034020
Rating		BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	Not rated	Not rated
Target price (KRW)		200,000	72,000	69,000	100,000	81,000	24,000	N/A	N/A
Share price (KRW)		149,000	57,800	62,400	73,000	54,500	19,050	8,960	45,750
Upside(%)		34.2	24.6	10.6	37.0	48.6	26.0	N/A	N/A
Market cap (KRWbn)		5,880	8,998	6,904	2,540	2,790	1,425	3,728	4,832
Market cap (US\$ m)		5,396	8,258	6,336	2,331	2,560	1,308	3,421	4,435
Foreign ownership (%)		38.7	25.1	20.9	36.9	32.4	49.3	7.3	14.3
Sales (KRW bn)	2010	5,219	22,846	11,217	7,691	8,324	3,590	6,990	6,584
	2011	9,298	21,546	11,920	7,988	9,052	4,108	7,099	8,720
	2012E	11,316	25,815	13,333	9,814	9,455	3,588	8,293	9,757
	2013E	13,381	28,963	14,641	11,307	10,668	3,939	9,536	10,528
Op. profit (KRW bn)	2010	433	857	755	430	594	244	32	424
	2011	717	597	754	516	598	403	385	633
	2012E	756	763	726	541	409	317	393	613
	2013E	873	787	893	608	558	371	543	738
Net income (KRW bn)	2010	355	728	543	352	411	97	(257)	238
	2011	515	409	685	380	427	225	242	351
	2012E	578	582	584	403	364	176	245	416
	2013E	688	560	725	483	422	210	369	542
ROE (%)	2010	36.0	5.4	14.8	8.6	11.2	4.3	(8.0)	6.9
	2011	38.0	4.3	15.1	8.3	11.3	9.2	7.0	8.2
	2012E	32.2	5.5	11.4	8.1	9.0	6.7	7.1	8.4
	2013E	29.0	5.0	12.5	8.7	9.7	7.6	10.0	10.2
P/E (x)	2010	21.6	26.3	15.5	11.6	14.7	26.4	(10.2)	19.8
	2011	15.7	26.5	12.3	8.5	11.1	5.7	15.7	12.8
	2012E	12.1	16.1	13.6	7.0	8.7	8.7	15.4	11.3
	2013E	10.6	16.9	10.9	5.8	7.5	7.3	10.2	8.7
P/B (x)	2010	7.8	1.5	2.3	1.1	1.7	1.1	1.1	1.4
	2011	6.0	1.2	1.9	0.8	1.3	0.5	1.1	1.0
	2012E	3.6	0.9	1.6	0.6	0.8	0.6	1.0	1.0
	2013E	2.8	0.9	1.4	0.6	0.7	0.6	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	2010	14.9	12.1	8.6	9.3	8.4	14.7	48.2	12.7
	2011	9.7	19.2	8.8	6.1	7.4	7.0	10.6	8.2
	2012E	7.7	14.3	9.0	5.1	7.6	9.4	10.9	9.8
	2013E	6.9	14.1	7.4	4.6	5.8	8.2	8.2	8.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Recommendations

종목별 투자 의견 (2개월 기준)

Buy : 한주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 한주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 한주가 대비 목표주가 -10% 초과
단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것 이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제 공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함
작성 자 변 성 진 김 정 환

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.