

현대건설 (000720)

정중동(靜中動) - 2분기 이후 장기 수익성 개선

건설

Company Update
2013. 6. 13

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	83,000
현재주가(13/06/12, 원)	60,500
상승여력	37%

영업이익(13F, 십억원)	896
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	874
EPS 성장률(13F, %)	15.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.9
P/E(13F, x)	11.5
MKT P/E(13F, x)	9.2
KOSPI	1,909.91
시가총액(십억원)	6,737
발행주식수(백만주)	111
유동주식비율(%)	65.1
외국인 보유비중(%)	25.0
베타(12M, 일간수익률)	1.29
52주 최저가(원)	53,000
52주 최고가(원)	74,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	-15.7	-4.1
상대주가	0.7	-12.4	-7.1



건설

박형렬

02-768-4165
hyungryul.park@dwsec.com

5월 이후 정체된 주가 흐름

양호한 1분기 영업 실적을 바탕으로 주가 회복이 나타났으나, 5월 이후부터는 정체되는 흐름이다. 약점으로 지적되는 것은 1) 전체 건설 업황의 부진, 2) 대표 건설업체의 Valuation premium 감소, 3) 2분기 쿠웨이트 KOC pipeline 준공에 따른 일시적 영업 이익률 둔화 정도로 판단된다.

2분기 실적 이후 장기 수익성 개선 전망

1분기 6.2%를 기록한 영업이익률은 2분기 일시적으로 하락할 전망이다. 이는 쿠웨이트 KOC pipeline 준공 정산에 따른 손실을 가정한 것이다. 대손 충당금을 반영하고 있는 현장 중 쿠웨이트 KOC 프로젝트는 2분기 준공 예정이며, UAE 보르주 프로젝트는 14년 1분기 준공 예정이다.

수익성이 낮은 프로젝트의 청산과 더불어, 향후 동남아 프로젝트를 중심으로 실행 원가율 개선이 나타날 것으로 예상된다. 이에 따라 2014년 영업이익률이 금융위기 이후 최대 수준으로 회복할 것으로 전망된다. 연간 조정 영업이익률은 12년 5.7%에서 13년 6.2%, 14년 6.6%로 전망된다.

Valuation premium 제거, 무난한 해외 수주

2004년 이후 동사의 KOSPI 대비 상대 PBR valuation은 평균 1.8x / 최저 1.3x / 최고 4.0x 이상을 보였다. 상대적으로 Premium을 받았던 것은 1) KOSPI 대비 높은 ROE를 보여왔고, 2) 실적 성장을 보이고 있는 현대엔지니어링의 가치가 재평가되어 있지 않으며, 3) M&A 프리미엄의 반영과 서산 간척지 가치 등의 요인으로 판단된다. 현재 KOSPI 대비 상대 PBR은 1.3배로 역사적 최저 수준이다.

현재까지 발표한 해외수주는 38억불 규모이며, 태국 물 관련 사업을 포함해 수주 가능성이 높은 프로젝트를 포함하면 연간 12조원의 해외수주 달성이 가능할 것으로 전망된다.

Premium 요소의 재부각 전망 1) 영업 이익률의 개선, 2) 이익 규모의 성장, 3) 성장의 안정성

하반기부터 Valuation premium 요소가 재부각 될 수 있을 것으로 전망된다. 하반기 영업이익률은 6.5%로 회복될 전망이며 이는 전 대형 건설업체 중 가장 높은 수준이다. 전체 영업이익 규모는 2014년 1조원을 상회할 것으로 예상되며, 적자 프로젝트의 준공에 따른 이익 성장의 가시성도 높은 것으로 판단된다.

투자의견 매수와 목표주가 83,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	11,378	11,920	13,325	14,384	15,915	17,352
영업이익 (십억원)	723	736	760	896	1,053	1,147
영업이익률 (%)	6.4	6.2	5.7	6.2	6.6	6.6
순이익 (십억원)	513	635	510	587	684	765
EPS (원)	4,604	5,701	4,575	5,265	6,138	6,861
ROE (%)	15.0	15.8	11.7	12.3	13.1	13.3
P/E (배)	15.7	12.4	15.3	11.5	9.9	8.8
P/B (배)	2.1	1.9	1.7	1.4	1.3	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대건설, KDB대우증권 리서치센터

One Point : 분기 영업이익률

표 1. 현대건설 분기실적 추정

(십억원)

	2Q13F	YoY	QoQ	전기	전년동기	컨센서스	Diff.	3Q13F	4Q13F
Sales	3,627.6	14.0%	26.8%	2,861.2	3,181.4	3,352.8	274.7	3,522.2	4,373.4
Costs	3,305.6	13.7%	27.6%	2,590.2	2,906.7			3,177.2	3,947.3
GPM	8.9%	0.2%p	-0.6%p	9.5%	8.6%			9.8%	9.7%
SG&A	119.0	1.5%	28.8%	92.4	117.2	115.7	3.3	124.9	132.0
Ratio	3.3%	-0.4%p	0.1%p	3.2%	3.7%	3.4%	-0.2%	3.5%	3.0%
OP	202.9	28.9%	13.6%	178.6	157.5	202.7	0.2	220.1	294.2
OPM	5.6%	0.6%p	-0.6%p	6.2%	4.9%	6.0%	-0.5%	6.2%	6.7%
RP	201.5	23.1%	6.8%	188.7	163.7	206.7	-5.2	206.1	249.9
RPM	5.6%	0.4%p	-1.0%p	6.6%	5.1%	6.2%	-0.6%	5.9%	5.7%
NP	138.6	32.0%	-0.1%	138.8	105.0	141.3	-2.7	144.2	165.3
NPM	3.8%	0.5%p	-1.0%p	4.8%	3.3%	4.2%	-0.4%	4.1%	3.8%

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, %p)

	2012				2013				1Q13 증가율		2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ				
매출액	2,706	3,181	3,319	4,119	2,861	3,628	3,522	4,373	5.8	-30.5	11,920	13,325	14,384	15,915
영업이익	147	157	220	237	179	203	220	294	21.9	-24.5	736	760	896	1,053
세전이익	161	164	219	193	190	202	206	250	17.9	-1.1	851	737	846	1,013
순이익	116	105	156	133	137	139	144	165	18.5	3.2	635	510	587	684
영업이익률	5.4	4.9	6.6	5.7	6.2	5.6	6.2	6.7	0.8	0.5	6.2	5.7	6.2	6.6
순이익률	4.3	3.3	4.7	3.2	4.8	3.8	4.1	3.8	0.5	1.6	5.3	3.8	4.1	4.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대건설, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. KOSPI대비 상대 PBR Valuation 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

현대건설

정중동(靜中動) - 2분기 이후 장기 수익성 개선

현대건설 (000720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	13,325	14,384	15,915	17,352
매출원가	12,076	13,020	14,347	15,634
매출총이익	1,249	1,364	1,567	1,718
판매비와관리비	489	468	515	572
조정영업이익	760	896	1,053	1,147
영업이익	760	896	1,053	1,147
비영업손익	-23	-50	-40	-15
순금융비용	-15	-14	-11	-26
관계기업등 투자손익	-17	-11	-11	-11
세전계속사업손익	737	846	1,013	1,131
계속사업법인세비용	170	200	239	267
계속사업이익	567	647	774	865
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	567	647	774	865
지배주주	510	587	684	765
비지배주주	57	60	90	100
총포괄이익	453	532	660	750
지배주주	399	476	573	654
비지배주주	54	56	86	96
EBITDA	846	935	1,089	1,181
FCF	-13	-38	455	522
EBITDA마진율 (%)	6.4	6.5	6.9	6.8
영업이익률 (%)	5.7	6.2	6.6	6.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.8	4.1	4.3	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	9,611	10,059	11,127	12,231
현금 및 현금성자산	1,855	1,686	1,984	2,296
매출채권 및 기타채권	4,730	4,987	5,518	6,016
재고자산	1,129	1,367	1,432	1,562
기타유동자산	1,521	1,642	1,817	1,981
비유동자산	3,136	3,365	3,419	3,489
관계기업투자등	99	88	77	66
유형자산	1,144	1,109	1,077	1,047
무형자산	77	75	74	73
자산총계	12,747	13,424	14,546	15,719
유동부채	6,150	6,003	6,324	6,619
매입채무 및 기타채무	3,572	3,591	3,814	3,985
단기금융부채	642	542	442	292
기타유동부채	1,936	1,870	2,069	2,343
비유동부채	1,841	2,188	2,407	2,625
장기금융부채	1,089	1,089	1,089	1,089
기타비유동부채	578	926	1,144	1,362
부채총계	7,991	8,191	8,732	9,244
지배주주지분	4,549	4,969	5,464	6,029
자본금	557	557	557	557
자본잉여금	830	830	830	830
이익잉여금	3,079	3,610	4,216	4,892
비지배주주지분	207	264	350	447
자본총계	4,756	5,233	5,814	6,475

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	22	-23	468	528
당기순이익	567	647	774	865
비현금수익비용가감	440	289	315	316
유형자산감가상각비	83	35	32	30
무형자산상각비	3	5	5	4
기타	-150	-52	-40	-30
영업활동으로인한자산및부채의변동	-813	-759	-383	-386
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-981	-257	-531	-498
재고자산 감소(증가)	223	-238	-66	-129
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-70	19	223	171
법인세납부	-172	-200	-239	-267
투자활동으로 인한 현금흐름	-144	76	70	81
유형자산처분(취득)	-89	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-15	0	0	0
기타투자활동	-37	79	73	84
재무활동으로 인한 현금흐름	128	-221	-240	-297
장단기금융부채의 증가(감소)	245	-100	-100	-150
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-60	-56	-78	-89
기타재무활동	-58	-66	-62	-58
현금의증가	-7	-169	298	312
기초현금	1,862	1,855	1,686	1,984
기말현금	1,855	1,686	1,984	2,296

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	15.3	11.5	9.9	8.8
P/CF (x)	13.1	10.8	9.4	8.4
P/B (x)	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	9.1	7.2	5.9	5.1
EPS (원)	4,575	5,265	6,138	6,861
CFPS (원)	5,344	5,619	6,468	7,170
BPS (원)	40,122	43,904	48,359	53,436
DPS (원)	500	700	800	900
배당성향 (%)	10.9	13.3	13.0	13.1
배당수익률 (%)	0.7	1.2	1.3	1.5
매출액증가율 (%)	11.8	8.0	10.6	9.0
EBITDA증가율 (%)	4.2	10.5	16.5	8.4
영업이익증가율 (%)	3.4	17.8	17.5	8.9
EPS증가율 (%)	-19.8	15.1	16.6	11.8
매출채권 회전을 (회)	3.5	3.3	3.4	3.4
재고자산 회전을 (회)	11.1	11.5	11.4	11.6
매입채무 회전을 (회)	4.5	5.0	5.4	5.7
ROA (%)	4.6	4.9	5.5	5.7
ROE (%)	11.7	12.3	13.1	13.3
ROIC (%)	19.0	18.2	18.7	18.9
부채비율 (%)	168.0	156.5	150.2	142.8
유동비율 (%)	156.3	167.6	175.9	184.8
순차입금/자기자본 (%)	-10.5	-8.3	-14.3	-19.9
영업이익/금융비용 (x)	12.5	13.6	17.0	19.7

자료: 현대건설, KDB대우증권 리서치센터

현대건설

정중동(靜中動) - 2분기 이후 장기 수익성 개선

Compliance Notice

- 현대건설: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 현대건설: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

