

2013

하반기 산업전망

철강/건설/자동차/운송/정유

철강/비철금속
박현욱

3787-2190
hwpark@hmcib.com

건설
이광수

3787-2320
koreain@hmcib.com

자동차
이명훈

3787-2639
mhlee@hmcib.com

운송
강동진

3787-2228
dongjin.kang@hmcib.com

정유/화학
김형욱

3787-2620
kimhu@hmcib.com





I. 철강 _ 하반기 철강가격 안정, PBR 매력은 높아진 상황 | 01

- 하반기 철강 업황 전망 | 02
- 국내 대형 철강업체 Valuation 점검 | 03
- 중국 철강산업 구조조정 가능성 점검 | 07
- POSCO(005490) | 10
- 현대제철(004020) | 13
- 현대하이스크(010520) | 16

II. 건설 _ 2013년 하반기, 성장의지 회복이 중요 | 21

- 하반기 건설 - 보수적 관점으로 접근 | 22
- 하반기 건설투자전략 - '차별 공략과 긴 호흡' | 26
- 회사별 하반기 주요 Check Point | 30
- 현대건설(000720) | 39
- 대림산업(000210) | 41

III. 자동차 - 마지막 고비를 넘는다 | 46

- 투자전략 및 Valuation | 47
- 지난 1분기를 저점으로 실적 모멘텀 완전한 회복 예상 | 54
- '양' 과 '질' 을 동시에 추구하는 Two-track 전략 | 57
- 2013년 글로벌 수요 전망 소폭 하향 | 67
- 현대차(005380) | 71
- 현대위아(011210) | 74

IV. 운송 - 저성장, 위기와 기회 | 78

- 운송업종 2013년 하반기 투자전략 | 79
- 물류업종 (Overweight) | 83
- 항공운송업종 (Neutral) | 84
- 해상운송업종 (Neutral) | 91
- 현대글로벌비스(086280) | 99
- CJ대한통운(000120) | 102

V. 정유 - 석유화학사업이 견인하는 안정적 수익 | 108

- 정유업 투자의견 Neutral | 109
- 정제마진의 상승에는 한계가 존재한다 | 112
- BTX의 높은 수익성은 지속될 것이다 | 116
- 유희기유 마진의 점진적 회복 예상 | 125
- SK이노베이션(096770) | 127
- S-Oil(010950) | 130



2013년 하반기, 성장의지 회복이 중요

성장 동력을 잃어버리고 있다.

최근 대형건설회사들의 실적 우려가 커지고 있다. 그러나, 더 큰 우려는 회사 스스로 비관적인 시장 판단으로 성장 의지가 위축되고 있는 점이다. 수주산업은 숫자로 표현되지 않는 회사의 의지가 매우 중요한 산업이다. 이러한 점에서 최근 대형건설회사의 보수적이고 부정적인 수주 의지는 향후 성장 동력을 잃게 만드는 부정적인 요인이 될 수 밖에 없다는 판단이다.

13년 하반기 발주시장 상황 우호적이지 않다.

중동지역의 건설 발주가 기대보다 부진한 모습이다. 상반기 한국 참여 분야 (오일 가스 석유화학 발전)의 발주가 지난해 발주의 30% (232억 달러)에 불과한 상황이다. 이러한 감소 추세는 하반기에도 이어질 전망이다. 뿐만 아니라 장기적인 국내주택시장 규모 축소도 우려 사항이다. 전반적으로 감소하고 있는 주택 분양물량(13년 21만 가구 분량으로 지난해 대비 19.5% 감소)이 그 근거이다.

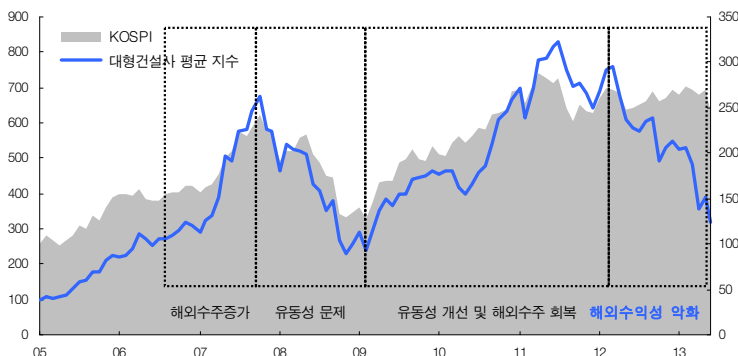
한국대형건설회사 - 본연의 모습(스타일)을 찾을 시기

올해 하반기 한국건설회사의 당면과제는 두 가지이다. 우선 실적 개선이다. 1분기 어닝쇼크를 뒤로 하고 개선된 실적을 보이는 것이 관건이다. 실제로 하반기에 저수익 해외프로젝트 매출 비중이 감소하면서 일부 실적 개선이 가능할 것으로 예상된다. 그러나, 본격적인 개선은 14년 2분기 이후로 전망한다. 두 번째는 유동성 개선이다. 그동안 주택과 해외 부실로 인해 공사자금 투입이 과도하였다. 매출채권 감소와 미분양아파트 해소로 현금흐름개선이 예상된다. 이러한 긍정적요인을 바탕으로 한국건설회사들의 적극적인 해외진출과 영업개선노력이 필요한 시점이다. 다시 성장을 위한 본 모습을 찾기를 기대한다.

큰 꿈을 가진다면, 작은 패배를 견딜 수 있다. - Top Picks 현대건설, 대림산업

실적 회복 가능성의 긍정적 관점에도 건설발주시장의 위축과 수주감소 우려를 반영하여 건설업종에 대해서 중립의견을 제시한다. 반면, 하반기 실적성장이 가능한 현대건설과 대림산업을 Top Pick으로 선정한다. 또한, 주택시장 개선을 통해 14년 실적 성장이 가능한 현대산업개발을 관심 종목으로 제시한다. 그리고, 하반기에는 삼성엔지니어링의 실적 턴어라운드 가능성을 가장 관심있게 지켜봐야 할 것이다. 회사 뿐 아니라 건설업종 전체에 긍정적 영향을 미칠 수 있다는 판단이다.

2013년 하반기 회복을 위한 확인기간 - 해외수익성 정상화가 관건



자료: HMC투자증권

하반기 건설 – 보수적 관점으로 접근

성장동력과 신뢰를 잃다.

하반기 건설업종에 대한 투자의견을 중립으로 하향한다. 가장 중요한 이유는 성장동력의 상실이다. 해외건설시장 회복과 성장에도 불구하고 한국 건설회사들은 과도한 (서로) 경쟁과 실적 우려로 인해 스스로 성장 의지를 상실해 가고 있다.

수주산업에 있어 비관적인 판단과 위축된 의지는 스스로 성장을 제한시키는 가장 부정적 요소이다.

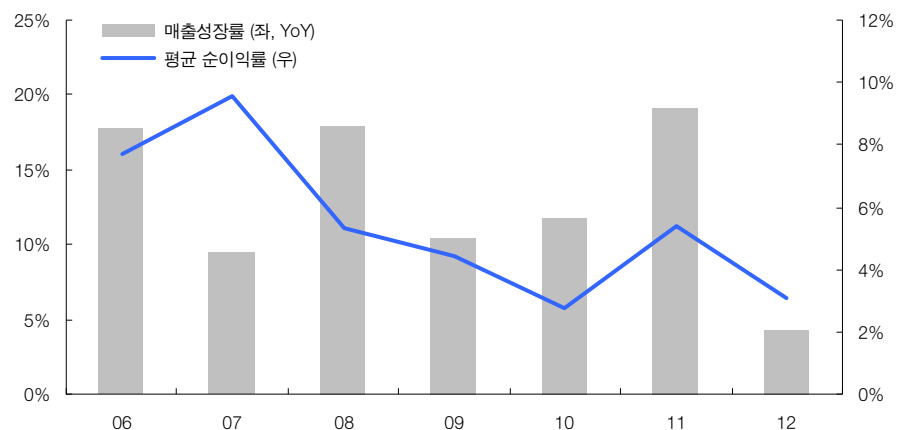
어떤 건설회사 직원을 만나더라도 즐겁게 일하는 직원이 없다는 사실은 건설업종에 대한 긍정적 전망을 제한하는 가장 중요한 이유가 될 것이다. 건설업종은 숫자로 표현되지 않는 구성원과 회사의 의지가 매우 중요한 산업이다. 그러한 점에서 최근 건설회사들의 모습은 실망스럽다.

건설회사 스스로 비관적인 판단에 빠져들고 있는 이유 중 가장 큰 것은 역시 실적 부진이다. 아무리 열심히 수주하고 공사해도 부진한 실적은 건설회사 스스로 무기력을 일으키는 가장 중요한 원인이 되고 있다.

추가적인 우려사항은 지난해부터 매출성장률이 급격하게 둔화되고 있는 점이다. 12년 6개 대형 건설회사의 매출성장률이 전년대비 4% 성장에 불과했고, 올해 상반기에도 이러한 부진한 상황은 이어지고 있다. 외형 성장 둔화가 본격화되고 있는 것이다. 게다가 지속되었던 수익성 부진 회복에는 시간이 필요할 것으로 예상된다. 심지어 13년 1분기 일부 회사의 어닝 쇼크로 인해 향후 실적 불안감이 가중되고 있는 상황이다.

매출이 성장할 때 수익성 하락은 투자관점에서 이해할 수 있다. 수익성이 개선될 때 매출성장이 둔화되는 것 또한 재성장을 위한 채 준비과정이라는 것에 동의할 수 있다. 그러나, 수익성과 성장률이 동시에 하락하고 있는 것은 구조적인 문제가 있다는 판단이다. 그러나, 더 문제인 것은 업황이다.

〈그림1〉 외형 성장률과 수익성이 동반하여 하락하고 있다.



자료: 회사별자료 (현대건설, 대림산업, 대우건설, 현대산업, 삼성ENG, GS건설, HMC투자증권)

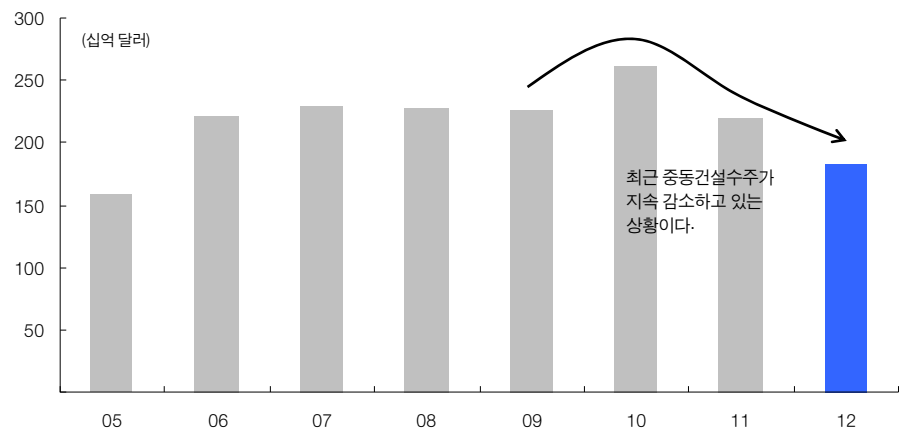
외형성장이 어려운 시장 환경 - 1) MENA지역의 발주 감소세

향후 대형건설회사의 성장의 가장 중요한 시장인 중동 건설 발주가 줄어드는 것은 향후 성장 전망을 어렵게 하는 결정적 원인이다. 여러가지 가능성에도 불구하고 **중동 건설 발주 시장은 지속 감소하고 있는 상황**이다. 특히, 한국이 주력하는 시장의 감소가 더 지속되고 있어 향후 중동 수주 성장에 대한 기대감이 낮아지고 있는 상황이다.

중동에서 한국주력분야는 대표적으로 석유화학, 오일, 가스, 발전분야이다. 이러한 한국이 경쟁력을 가지고 있는 분야의 수주 발주액은 2012년 774억 달러 수준이다. 이는 전년대비 약 11% 감소하는 규모였다. 이러한 감소 추세는 당분간 이어질 것으로 예상되는데, 이러한 상황은 결국 한국기업의 성장 할 수 있는 기반을 줄이는 역할을 할 것으로 판단된다.

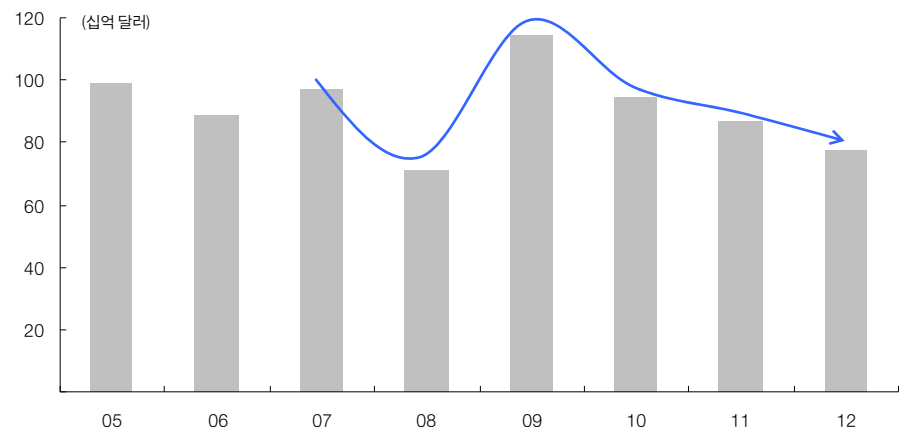
향후 다시 발주 증가세를 보이기 위해서는 특히 오일플랜트 분야를 통한 중동 지역의 산업다각화가 본격적으로 이루어져야 할 것이다. 그 시점은 쿠웨이트의 대형 정유 플랜트 발주가 시작되는 2014년 이후로 예상되고 있다.

〈그림2〉 MENA지역 건설 수주 금액 추이



자료: MEED Project, HMC투자증권

〈그림3〉 한국 주력분야 (오일, 가스, 석유화학, 발전) 투자 감소가 이어지고 있음.



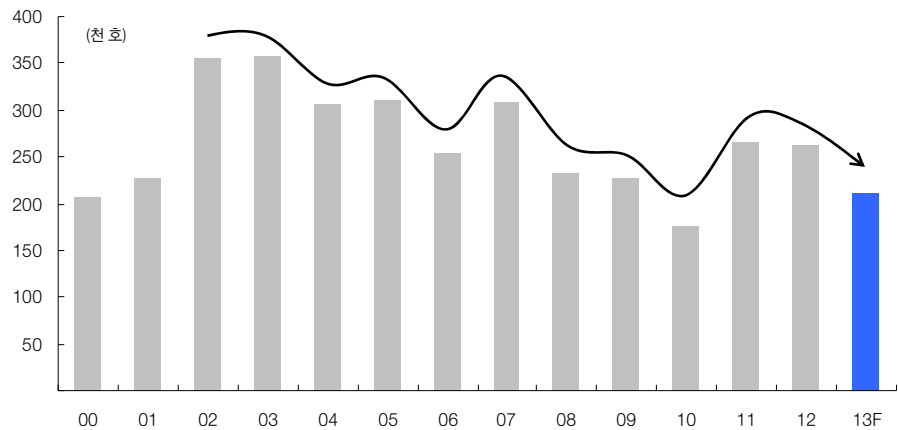
자료: MEED Project, HMC투자증권

외형성장이 어려운 시장 환경 - 2) 국내주택시장 규모 축소

국내주택시장 자체의 시장 축소도 향후 대형건설회사들의 외형 성장을 어렵게 하는 원인이 될 것으로 예상된다. 최근 주택시장의 가격과 거래량이 회복되는 추세이나, 주택 공급감소는 불가피할 것으로 예상된다. 주택공급을 위한 용지 감소뿐 아니라 부동산 PF의 추가적 확대도 어려운 상황이기 때문이다.

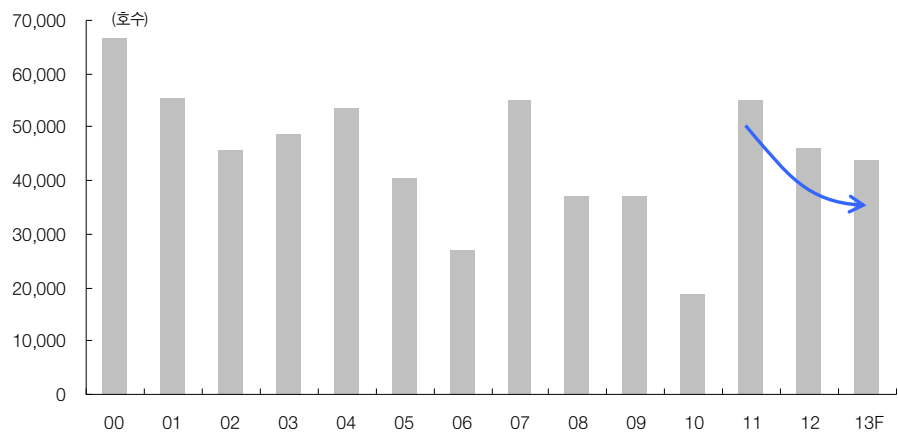
따라서, 주택 공급이 감소함에 따라서 장기적으로 주택시장의 안정화에 기여하겠지만 건설회사 입장에서는 주택사업의 규모 축소에 따라 외형 성장이 불가능한 상황이 지속될 것으로 예상된다. 다만, 한가지 재건축, 재개발 시장의 확대는 주목할 필요가 있다. 특히, 대형건설회사 별로 집중되어 있는 사업이기 때문에 관련 사업의 추진이 빨라진다면 단기간에 주택사업 확대 가능성이 있기 때문이다. 그러나, 현재 관련 사업의 불확실성과 장기적인 사업 기간을 고려할 때 단기적인 이슈는 아닌 것으로 판단된다. 결국, 주택사업의 축소 따른 외형 성장 둔화는 불가피한 국면이다.

〈그림4〉 전국 아파트 분양물량이 지속 감소 추세



자료: 부동산 114, HMC투자증권

〈그림5〉 대형건설회사 아파트 분양 물량 추이 (단독기준)



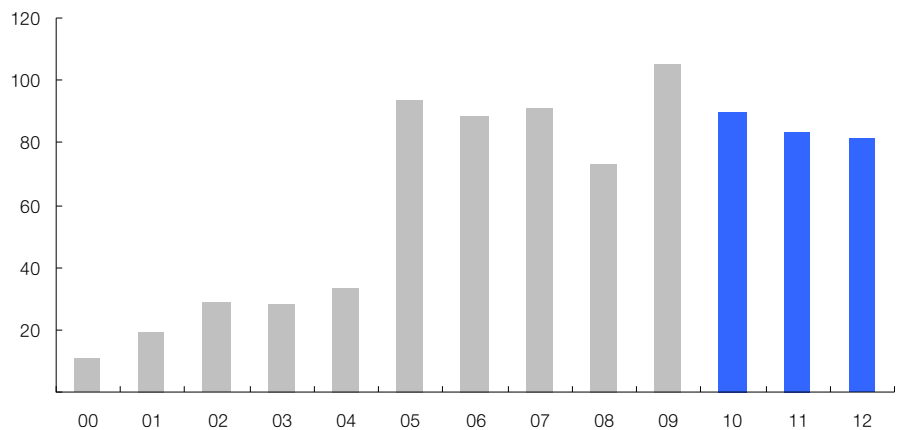
자료: 부동산 114, HMC투자증권

하반기 - 수익성 회복이 중요한 상황

외형 성장이 불가능하다면, 향후 관심사는 수익성이 될 것이다. 특히, 올해 1분기 삼성ENG과 GS건설의 실적쇼크로 불거진 건설회사들의 실적 불안감을 하반기에 얼마나 해소할 수 있는가가 하반기 건설업종 투자의 가장 중요한 판단요소이다. 그러나, 이 부문에 대한 판단이 쉽지 않은 상황이다. 건설업 회계의 특성상 불확실성이 존재하며 현재 건설회사들의 모습으로는 신뢰성도 확보하기 어렵기 때문이다. 따라서, 현재 시점에서 향후 수익성의 확실한(?) 개선은 결국 2010년 이후 수주한 중동 프로젝트의 매출이 절대적으로 감소하는 시기가 될 것이다. 이러한 점에서 보면 올해 하반기는 회사별로 차이점을 보이겠으나 여전히 불안한 수익성이 지속될 수 밖에 없다는 판단이다.

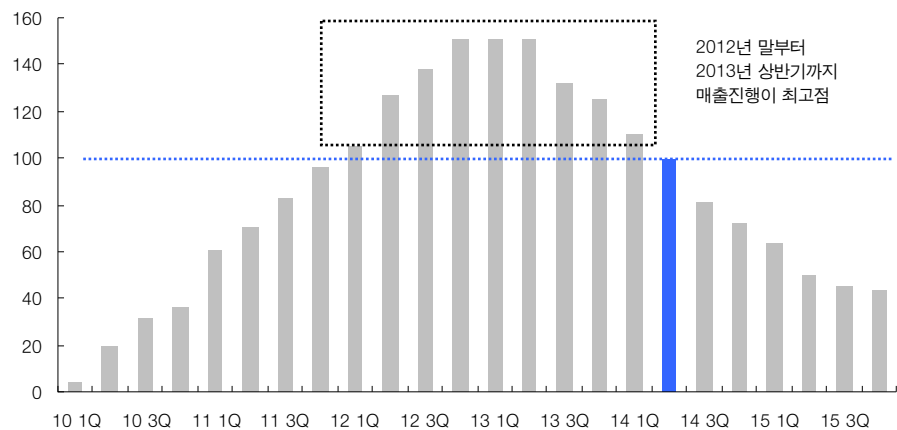
수주 프로젝트의 매출 진행상황을 고려한 수익성 개선 시점은 2014년 2분기 이후로 추정하고 있다. 근거는 2010년 수주한 중동 프로젝트 매출이 절대 기준으로 감소 추세를 보이기 시작하는 시기이기 때문이다. (각 프로젝트의 분기별 매출을 단순히 1로 계산하여 한국업체가 수주한 MENA지역의 매출을 추정하면 작년 하반기부터 100을 넘어가기 시작한다. 이 시기에 공교롭게도 회사별 해외 원가율이 점차 상승하는 모습을 보였다.) 이러한 점에서 2014년 2분기 이후가 해외사업 수익성의 신뢰가 확보되는 시점이 될 것으로 전망한다.

〈그림6〉 2010년부터 발주가 줄어들면서 수주경쟁이 심화되기 시작



자료: MEED Project, HMC투자증권

〈그림7〉 2010년 이후 중동수주공사의 매출 진행 추이 (정액으로 매출 인식 가정)



자료: MEED Project, HMC투자증권

하반기 건설투자전략 – ‘차별 공략과 긴 호흡’

2013년 하반기 – 회복을 위한 확인 기간

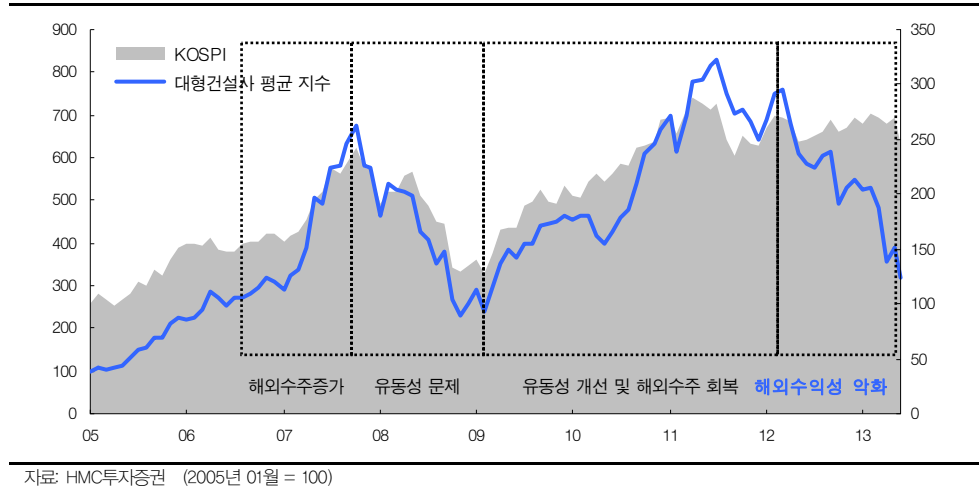
현재 대형건설회사 주가는 변곡점에 위치해 있다. 그러나, 흐름 상 추가적인 확인과정이 더 필요할 것으로 판단된다. 2012년부터 이어진 대형건설회사의 주가 조정은 실적대비 높은 밸류에이션의 조정기간이었다. 그러나, 조정 폭이 더 깊어졌던 이유는 일부 회사들의 해외부문 수익성이 급격히 악화되면서 시장의 신뢰를 잃어버렸기 때문이다.

과거 대형건설사의 평균 지수 흐름을 살펴보면 최근 주가 하락은 올해 하반기를 기점으로 회복할 가능성도 있다는 판단이다. 그러나, 흐름상 문제를 벗어나 진정한 주가 회복과 상승이 이루어지기 위해서는 기업의 실적 회복이 전제가 되어야 할 것이다. 이러한 점에서 올해 하반기의 가장 큰 화두는 역시 해외부문 수익성 회복과 신뢰 회복에 있을 것이다. 그러한 점에서 2분기부터 이어지는 건설회사들의 실적을 관심있게 지켜볼 필요가 있다. 하반기 건설업종 투자 전략은 결국 실적의 확인이며 해외수주, 부동산 시장 개선에 대한 막연한(?) 기대감으로 회복되기에는 한계가 있다는 판단이다.

이러한 관점에서 하반기 건설업종에 대해서 중립 의견을 제시한다. 또한, Top Pick도 그러한 관점에서 실적에 대한 신뢰성을 확보하고 있는 현대건설과 대림산업을 선정한다. 현대건설의 경우 현대자동차 그룹 편입 이후 안정적인 수익성을 기반으로 한 해외수주로 인해서 실적 신뢰성을 확보하였다. 대림산업의 경우 일부 중동 플랜트에 수익성 악화에 대한 우려가 있으나 양호한 아시아권 수주확보를 통해 안정적인 실적을 보일 것으로 예상된다.

또한, 두 회사는 공사 수행에 대한 안정성을 확보한 것으로 판단된다. 특히, 해외사업의 경우 오랫동안의 공사 수행 경험을 바탕으로 최근 문제가 되고 있는 공사 진행 중 돌발적으로 발생하는 원가상승의 문제가 발생될 가능성이 적다는 판단이다.

〈그림8〉 현재 대형건설회사 주가는 변곡점에 위치



향후 해외 수익성 회복이 관건

현재 대형건설회사의 실적 흐름을 살펴보면 매출성장률과 수익성이 동시에 둔화되고 있는 모습이다. 최근 신규 수주 부진을 반영하면 매출성장률 둔화는 추세적인 가능성이 높다. 따라서, 건설업종 투자에 있어서 수익성 회복 시점과 가능성을 지속 관심있게 살펴보아야 한다.

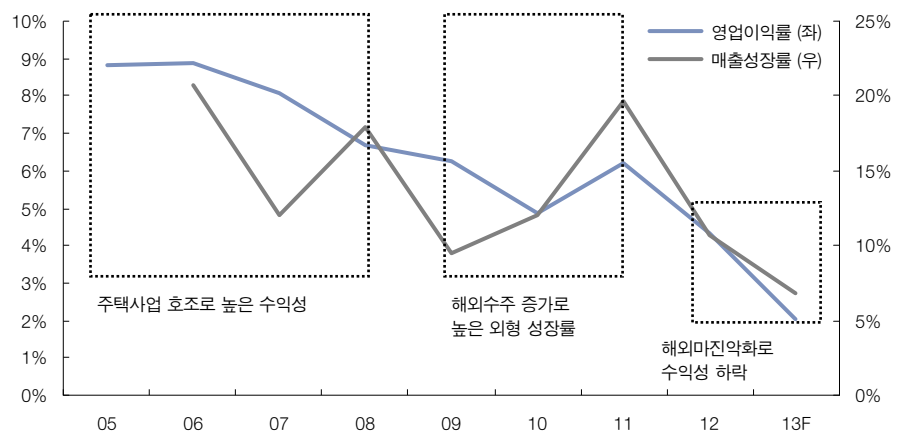
과거 대형건설회사의 매출과 수익성 방향성을 살펴보면 해외플랜트 사업은 성장성에 주택사업은 수익성에 영향을 주었다. 2005년부터 2007년까지 국내 부동산 시장 업황 호조에 따른 높은 수익성의 주택사업이 건설회사의 실적 개선에 기여하였다. 반면, 2012년까지 이어진 수익성 하락의 원인 또한 반대로 주택사업이었다. 2009년부터 2011년까지 외형 성장은 중동을 중심으로 한 해외수주 증가로 인한 매출 증가였다. 수주 급증시기는 06년부터 09년이였다.

그러나, 최근 실적흐름은 과거와 다른 양상을 보여준다. 주택사업 수익성 악화가 일단락된 반면, 해외 프로젝트 원가 상승이 발생하고 있으며, 해외매출 성장률도 둔화되고 있기 때문이다. 이 중에서 해외매출 성장 둔화는 추세적인 상황이고 내년까지 이어질 가능성이 크다. 왜냐하면 해외부문의 매출대비 수주잔고 비율이 하락하고 있기 때문이다.

따라서, 향후 건설회사 실적의 방향성은 과도하게 하락한 해외부문 수익성이 회복할 수 있는냐에 따라서 크게 달라질 것으로 예상된다. 반면, 해외 저수익 공사 마무리를 통해 해외프로젝트 수익성이 정상적으로 회귀한다면 평균 영업이익률 5%이상(일부 저수익공사 영향을 제외한 원가율 반영)은 가능할 전망이다. 그렇다면, 이익 성장률도 다시 빠르게 증가하는 모습을 보일 것으로 판단된다.

결론적으로 지금은 외형 성장의 기대보다, 수익성 회복의 가능성 관점에서 건설회사를 판단해볼 필요가 있다. 이러한 관점에서 현재 일시적인 수익성 하락에 따른 높은 밸류에이션은 큰 고려사항이 아닌 것으로 판단하고 있다.

〈그림9〉 대형건설회사 (6개 회사 평균) 실적 흐름



자료: HMC투자증권

수익성 회복을 통해 정상적인 실적 회귀 한다면 현재 기업가치는 저 평가 구간

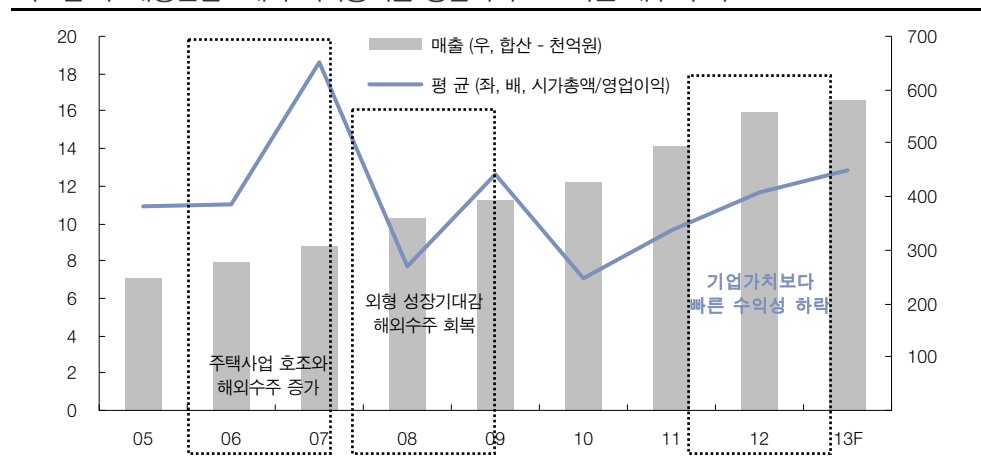
현재 대부분의 건설회사들이 시장대비 높은 밸류에이션을 받고 있다. 최근 상승 이유는 과거와 달리 기업들의 실적 부진에 따른 상대적인 밸류에이션 상승이다. 기업들의 수익성을 살펴보면 2012년부터 대형건설회사 평균 영업이익률이 전년 6%대에서 4%대로 급격하게 하락한다. 올해는 2%대로 추가적인 하락이 불가피할 전망이다. 기업가치보다 빠른 수익성 하락은 결국 밸류에이션 상승으로 이어지고 있는 것이다.

2012년 기준 대형건설회사 평균 시가총액 / 영업이익 비율은 11.6배이고 2013년은 12.8배가 예상된다. 시장 평균 EV/EVITDA 5.3배와 비교하여 높은 수준이다. 건설업의 특성인 설비투자가 없다는 측면을 고려하여도 일견 높은 밸류에이션이다. 그러나, 13년 일부 프로젝트의 급격한 수익성 악화가 고려된 영업이익률 2%를 고려한 것이라면 현재 밸류에이션에 크게 우려할 필요는 없다는 판단이다.

이러한 관점에서 주목하는 것이 지속적으로 증가하여 절대량으로 커진 매출규모이다. 대형건설사 6개사(현대건설, 대림산업, 현대산업, 대우건설, 삼성ENG, GS건설)의 13년 합산 매출액은 58조원이다. 2005년 이후 134%가 증가한 규모이다. 즉, 향후 수익성 개선이 가능하다면 커진 매출을 통해서 이익 절대량이 더욱 커지는 높은 레버리지 효과를 보일 것으로 판단된다.

따라서, 현재 밸류에이션 보다 향후 턴어라운드 되는 관점에서의 낮아질 수 있는 밸류에이션에 관심을 가져야 할 것이다. 따라서, 올해 하반기보다는 2014년 실적 개선 가능성을 장기적 관점에서 지켜 봐야 할 시점이라는 판단이다. 이러한 관점에서 회사별 목표주가를 산정할 때 현재보다 과거 정상적인 이익률을 보였던 시점의 밸류에이션을 적용시켰다. 그러나, 건설회사별로 충분한 리스크 반영을 해주어야 한다는 판단으로 보수적 관점에서 부외부채인 부동산 PF를 전액 자기 채무로 인식하였다.

〈그림10〉 대형건설 6개사 시가총액을 영업이익으로 나눈 배수 추이



자료: HMC투자증권

〈표 1〉 대형건설회사 실적과 밸류에이션 추이

(단위: 십억원)

		현대건설 A000720	대림산업 A000210	대우건설 A047040	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	GS건설 A006360
투자의견		BUY	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD
목표주가 (원)		78,000	105,000	7,500	29,000	84,900	35,000
현재주가 (06/25, 원)		54,500	82,300	7,070	23,050	72,500	27,200
시가총액 (십억원)		6,069	2,864	2,938	1,738	2,900	1,387
추정회계기준 (K-IFRS)		연결	연결	연결	연결	연결	연결
매출액	2011	11,920	7,988	7,020	4,108	9,298	9,052
	2012	13,325	10,253	8,223	3,334	11,440	9,290
	2013F	13,781	10,754	9,351	4,120	11,064	9,024
	2014F	15,650	11,730	10,307	4,509	11,447	10,403
영업이익	2011	736	438	298	401	626	431
	2012	760	486	346	104	732	160
	2013F	922	548	375	189	82	-823
	2014F	1,090	623	463	291	481	182
순이익	2011	685	380	174	225	515	427
	2012	567	401	173	6	521	108
	2013F	712	419	172	89	50	-784
	2014F	850	469	260	156	372	114
EPS (원)	2011	6,151	10,897	418	2,981	12,863	8,380
	2012	5,091	11,457	416	74	13,028	2,125
	2013F	6,396	11,980	414	1,181	1,248	-15,380
	2014F	7,632	13,408	626	2,067	9,295	2,233
BPS (원)	2011	38,753	118,153	7,957	32,613	31,980	76,555
	2012	41,982	125,370	7,934	31,901	42,505	74,653
	2013F	48,684	135,389	8,437	32,529	37,250	59,543
	2014F	55,914	147,047	9,052	34,352	43,928	62,269
EBITDA	2011	812	492	357	438	665	493
	2012	846	548	397	144	792	234
	2013F	1,009	604	427	244	161	-757
	2014F	1,165	672	509	347	562	242
PER (x)	2011	11.4	8.2	25.1	5.6	15.7	11
	2012	13.7	7.6	23.9	292.6	12.7	27
	2013F	8.6	7	17	19.8	57.3	-1.8
	2014F	7.2	6.3	11.2	11.3	7.7	12.4
PBR (x)	2011	1.8	0.8	1.3	0.5	6.3	1.2
	2012	1.7	0.7	1.3	0.7	3.9	0.8
	2013F	1.1	0.6	0.8	0.7	1.9	0.5
	2014F	1	0.6	0.8	0.7	1.6	0.4
EV/EBITDA (x)	2011	9.2	7.5	16.4	7.2	11	9.8
	2012	8.9	5.1	16.5	26.8	8.2	17.2
	2013F	6	5.3	11.5	15	16.7	-4
	2014F	5.1	4.6	9.2	9.5	4.8	11.1
ROE (%)	2011	17.1	8.6	5.1	9.3	44.7	11
	2012	12.4	8.4	5.1	0.2	34.1	2.7
	2013F	13.9	8.2	4.9	3.6	3.1	-21.8
	2014F	14.4	8.5	7	6.1	22.5	3.5

자료: HMC투자증권

회사별 하반기 주요 Check Point

1) 현대건설 – 해외사업 안정된 수익성 향상과 현대엔지니어링 성장성

하반기 현대건설의 가장 중요한 관심사는 해외사업의 수익성 향상 여부이다. 2012년 4분기에 그동안의 부실을 반영하면서 하락하였던 수익성의 향방이 동사의 실적을 가늠하는 중요한 요소가 될 것으로 예상된다. 또한, 현재 동사의 연결기준 외형 성장에 큰 기여를 하고 있는 현대엔지니어링의 실적도 중요한 변수가 될 것으로 예상된다.

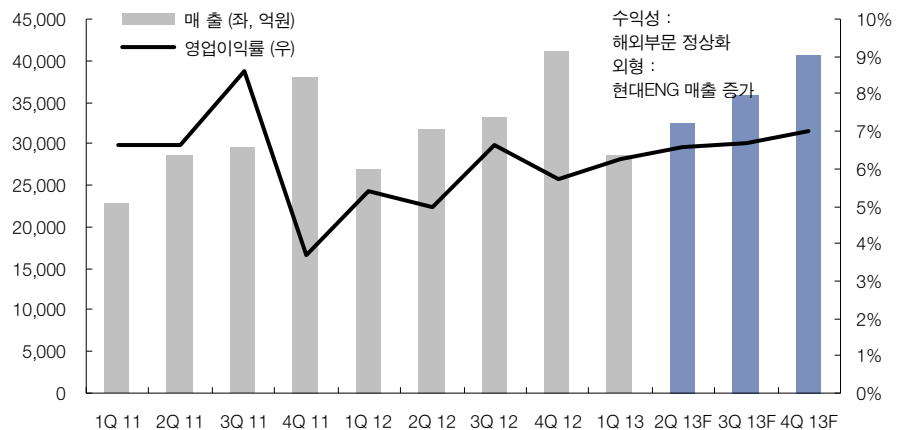
우선 해외부문 수익성의 경우 점진적인 개선이 가능할 것으로 예상된다. 가장 큰 이유는 2011년 현대차 인수 이후 개선된 해외수주 수익성 때문이다. 상대적으로 저가수주를 지양하면서 수익성이 양호한 해외수주를 이루어왔던 결실이 하반기부터 점차적으로 실적에 반영될 것으로 전망된다. 특히, 4분기에 해외원가율이 90.6%로 예상되어 과거 대비 높은 수익성이 가능할 것으로 예상된다.

해외수주 증가로 인해 매출이 커진 상황에서 수익성의 개선은 동사의 이익 증가에 크게 기여할 것이다. 따라서, 하반기뿐만 아니라 내년도에도 동사의 이익 증가 전망은 상대적으로 밝은 상황이다.

반면, 수익성 개선에 비해 현대건설 자체의 외형 성장률 둔화는 불가피한 상황이다. 매출 증가 속도 대비 수주 증가 속도가 더디기 때문이다. 따라서, 자체적인 외형성장률 둔화가 예상된다. 이러한 점에서 현대엔지니어링을 주목할 필요가 있다. 최근 연결기준 외형 성장의 대부분을 현대엔지니어링이 이루어내고 있기 때문이다. 이러한 추세는 당분간 이어질 것으로 전망된다. 올해 현대엔지니어링 예상매출은 2.6조원으로 지난해 대비 약 13% 증가할 것으로 예상된다.

그럼에도 불구하고 동사도 해외부문의 수익성에 대한 신뢰에 있어서 불안감이 있다. 그러나, 동사의 공사수행에 있어서의 원가관리 능력을 보면 향후 안정된 원가관리가 충분히 가능하리라는 판단이다.

〈그림11〉 현대건설 분기별 실적 추이



자료: 현대건설, HMC투자증권

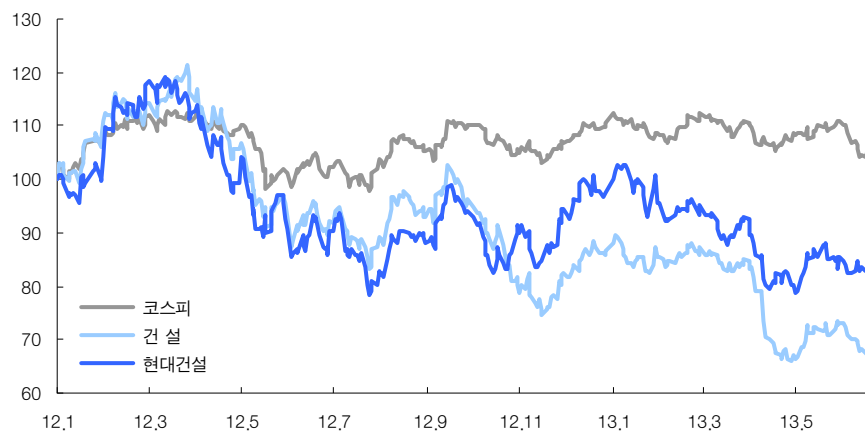
현대건설 주가 예상 - 실적개선으로 상승 가능하나, 높은 밸류에이션은 부담

안정적인 실적에도 불구하고 최근 동사의 주가상황은 부진하다. 가장 큰 이유는 역시 건설업종 전반에 걸친 우려감이다. 실적에 대한 불확실성과 유동성 리스크, 주택 시장의 불안 요소들이 작용하고 있다. 또한, 동사는 시장대비 프리미엄을 받고 있다는 사실도 주가 부진의 또 다른 이유이다. 안정적인 실적의 반영이기도 하나 다른 대형건설회사나 시장 대비 높은 밸류에이션은 부담으로 작용될 수 있다.

현재상황에서 하반기 동사의 주가는 양호한 상승세를 보일 것으로 전망된다. 수익성 개선을 통한 이익 증가가 예상되기 때문이다. 반면, 높은 밸류에이션에 대한 부담은 지속되면서 주식시장 전반의 위축상황에서는 주가 회복이 더딜 가능성이 높다. 현재 주가 수준으로도 PBR이 1.2배이기 때문이다. 따라서, 실적 개선세는 긍정적이나 주식시장 변동에 따른 영향을 받을 가능성이 높은 상황이다.

현대건설의 목표주가는 78,000원으로 제시한다. 2013년 영업이익에 동사의 과거 평균 Multiple 10.7배(05년 이후 상위 3개를 제외한 단순평균배수)를 고려하여 영업가치 9.9조원을 계산하였다. 그 후 부동산 PF 전체 1조 6,394억원과 순현금 4,196억원을 합산하여 기업가치 8조 8,799억원을 통한 목표 주가이다.

〈그림12〉 현대건설 주가 흐름 (2012.01 = 100)



자료: 현대건설, HMC투자증권

〈표2〉 목표주가 산정

	2013	2014	비고
영업가치	98,997	117,032	영업이익 x 10.7배
부동산 PF	16,394	16,394	현재 남아있는 PF는 부실가능성이 큼으로 전액 본 채무로 인식 (13년 1분기 기준)
순차입금	-4,196	-6,241	
기업가치	86,799	106,879	영업가치 - 부동산 PF - 순차입금
목표주가 (원)	77,947	95,980	

자료: 현대건설, HMC투자증권

2) 대림산업 – 안정적 실적, 해외수주 성장세 유지가 관건

동사의 하반기 가장 중요한 점검사항은 해외수주이다. 해외수주를 통해 향후 성장성 유지가 가장 중요한 투자 점검사항이기 때문이다. 현재 기준 동사는 3.2조원의 해외수주를 확보 중이다. 그러나, 그중에서 실제로 계약된 프로젝트는 1.3조원 내외이다. 7월 말레이시아 발전플랜트 (1.4조원) 수주 확보가 중요한 상황이다. 해외수주가 목표대비 미달한다면 내년 외형 성장이 시장 예상보다 빠르게 둔화될 가능성이 높다는 판단이다.

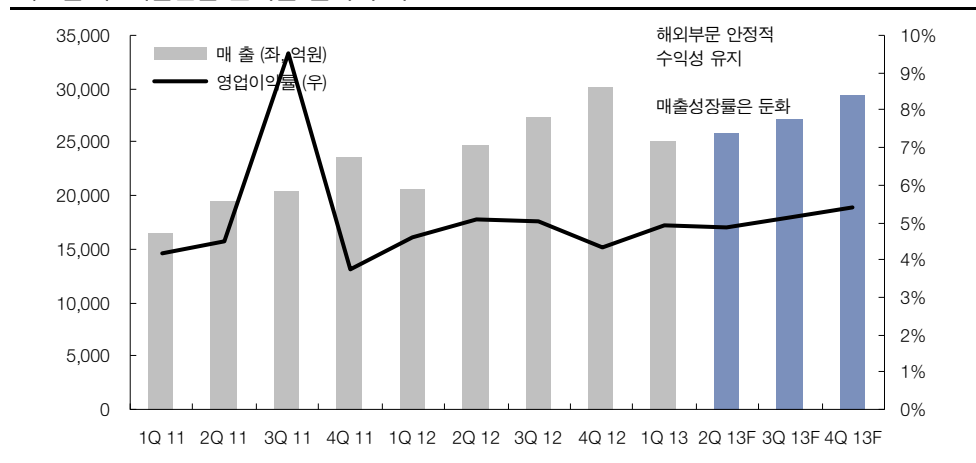
반면, 최근 대형건설회사의 실적 우려에도 불구하고 동사의 하반기 실적은 개선가능성이 높다는 판단이다. 수주 수익성이 양호한 해외프로젝트 (필리핀 페트론) 등의 매출 비중이 증가하고 있기 때문이다. 그러나, 일부 사우디 현장의 프로젝트 종료에 따른 수익 변동성은 존재한다.

최근 외형(매출) 증가에 따른 판관비율 감소는 매우 고무적이다. 올해 전반적으로 판관비 비율은 5.2%를 기록하여 전년대비 1% 포인트 개선될 것으로 기대된다.

2011년 해외 수주 증가에 따른 외형 성장, 중동외 지역의 매출 비중 증가에 따른 안정적인 수익성으로 올해 하반기 동사에 대한 실적 우려감은 크지 않다. 오히려 안정적인 실적을 통해서 시장의 신뢰를 얻게 될 것으로 전망된다. 반면, 하반기 올해 해외수주목표인 8.7조원에 얼마나 달성률을 기록할 수 있는지가 향후 동사의 기업가치를 결정하는 매우 중요한 결정요소가 될 전망이다. 현재 중동 발주 상황이나 동남아시아의 불확실성을 감안하면 다소 우려가 존재한다.

YNCC의 이익 감소, 건설자회사인 삼호와 고려개발의 리스크, 일부 주택사업의 리스크 반영 등이 일회성으로 실적 변동성을 일으키는 요인이 될 것으로 전망된다.

〈그림13〉 대림산업 분기별 실적 추이



자료: 대림산업, HMC투자증권

대림산업 주가 예상 – 안정적 실적으로 상승가능성 높음. 비교회사의 회복도 중요

하반기 안정적인 실적으로 주가의 회복도 충분히 가능할 것으로 예상된다. 특히, 시장의 우려인 해외부문의 수익성 개선이 가능하기 때문에 시장의 신뢰도 더 확고해질 것이다. 그럼에도 불구하고 몇 가지 주가 상승을 제약하는 리스크가 존재한다.

우선 해외수주 목표 달성 가능성이다. 실적이 좋은 상황이라도 지속 해외수주 부진이 이어진다면 내년 외형 성장을 둔화 가능성으로 주가 상승의 걸림돌이 될 수 있다는 전망이다. 또한, 건설자회사인 삼호와 고려개발과 관련된 리스크 부담 가능성도 우려가 될 수 있다.

대림산업의 목표주가는 105,000원으로 제시한다. 2014년 영업이익에 동사의 과거 평균 Multiple 7배(05년 이후 단순평균배수)를 고려하여 영업가치 3.8조원을 계산하였다. 그 후 부동산 PF 9,878억원을 제외하고 2014년 추정 순현금 2,938억원을 합산하여 기업가치 3조 6,656억원을 산출하였다. 그에 따른 목표주가는 10만 5,000원이다. 14년 이익을 적용한 이유는 비교 대형건설회사 대비 저 평가 부문을 고려한 결과이다.

〈그림14〉 대림산업 주가 흐름 (2012.01 = 100)



자료: 대림산업, HMC투자증권

〈표3〉 대림산업 목표주가 산정

	2013	2014	비고
영업가치	38,367	43,596	영업이익 x 7배
부동산 PF	9,878	9,878	현재 남아있는 PF는 부실가능성이 큼으로 전액 본 채무로 인식 (13년 1분기 기준)
순차입금	-1,737	-2,938	
기업가치	30,226	36,656	영업가치 - 부동산 PF - 순차입금
목표주가 (원)	86,856	105,333	

자료: 대림산업, HMC투자증권

3) 삼성엔지니어링 – 2분기부터 다시 흑자 전환

동사 올해 하반기 가장 중요한 이슈는 역시 실적 턴 어라운드 가능성이다. 1분기 예상외의 큰 손실을 발표한 이후 시장의 우려가 커져있는 상황이다. 회사의 전망치로는 2분기부터 빠른 회복이 가능할 것으로 예상하고 있으나, 본격적인 정상화가 이루어지기 위해서는 다소 시간이 필요할 것으로 판단된다. 그러나, 일단 2분기에는 흑자 전환이 가능할 것으로 예상된다.

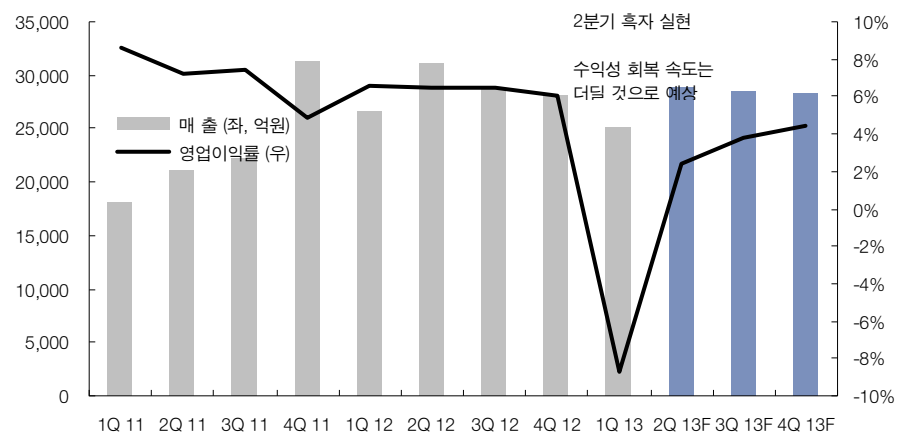
1분기 큰 폭의 적자를 발생시켰던 현장은 사우디 마덴 알루미늄과 미국의 다우 케미컬 석유화학 플랜트이다. 두 공사는 각각 올해 7월과 6월에 준공이 된다. 일단 현재 시점에서 1분기 관련 리스크의 반영으로 추가적으로 큰 규모의 원가 반영은 제한적인 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 공사 종료 시점에 정산과 납기일 준수 리스크가 존재한다. 따라서, 2분기에 관련 프로젝트에 대한 추가적인 리스크 여부에 대해서 유의깊게 고려해야 할 것이다.

올해 전반적인 리스크 해소로 수익성 회복이 예상되지만, 여전히 불안요인이 존재한다. 우려사항은 사우디 사이바 (도금액 3조원)와 UAE Takreer 정유플랜트 (도금액 2.7조원)의 추가적인 원가 악화 가능성이다. 사이바의 경우 사우디 현지의 공사 수행 여건 우려가 존재하며, UAE 정유플랜트는 공사 수주 당시 저가수주 가능성이 제기되었다. 따라서, 관련 프로젝트의 향후 원가율 방향성도 유의깊게 지켜 봐야 한다는 판단이다.

최근 원가율 상승과 그에 따른 실적 부진은 그동안 급성장의 후유증이다. 그러나, 이를 통해 향후 또 다른 성장의 발판이 될 수 있다면 삼성엔지니어링의 단기실적 부진은 큰 우려사항이 아닐 것이다. 이러한 점에서 올해 하반기 동사의 실적은 매우 중요한 의미를 가진다.

예상되는 2분기 실적은 영업이익 687억원이다. 추가적인 해외리스크를 반영하여도 흑자 전환이 가능할 것으로 전망된다. 매출 증가에 따른 판매비용 안정과 1분기 우려 현장의 원가 반영으로 점차적으로 안정세를 찾을 것이라는 예상이다.

〈그림15〉 삼성엔지니어링 분기별 실적 추이



자료: 삼성엔지니어링, HMC투자증권

삼성엔지니어링 주가 예상 – 실적 회복과 경영안정

최근 주가 하락이 가파르다. 1분기 적자를 감안하더라도 동사의 기본적인 역량과 가치에 비해 빠른 기업가치 하락은 또 다른 우려를 낳게 하고 있다. 현재 시점에서 가장 큰 주가 하락 요인은 경영진단 이후 발생하는 경영불안정과 추가적인 리스크 반영이다. 그러나, 이 부문은 예측될 수 있는 사항이 아니기 때문에 향후 추세를 지켜봐야 한다는 생각이다.

그럼에도 불구하고 향후 실적이 다시 회복되고 구조조정 등 경영안정이 이루어지면 주가 회복 속도는 빨라질 것으로 예상된다. 따라서, 현재는 2분기 실적 발표와 임박한 구조조정의 방향성이 중요한 판단 기준이 될 전망이다.

삼성엔지니어링의 목표주가는 84,900원을 제시한다. 13년과 14년 영업이익에 05년 이후 평균 multiple 11.06배를 적용하여 영업가치를 산정하였다. 각 해당연도의 순차입금을 고려하여 기업가치를 산정하였다. 13년 14년의 목표주가를 단순 평균한 주가를 목표가격으로 제시한다. 2014년 기업가치를 적용시킨 이유는 올해 하반기부터 실적 턴 어라운드를 가정했기 때문이다.

〈그림16〉 삼성엔지니어링 주가 흐름 (2012.01 = 100)



자료: 삼성ENG, HMC투자증권

〈표4〉 삼성엔지니어링 목표주가

	2013	2014	비고
영업가치	9,028	53,227	영업이익 x 11.06배
순차입금	-2,940	-2,730	
기업가치	11,968	55,957	영업가치 - 부동산 PF - 순차입금
목표주가 (원)	29,920	139,893	목표주가 84,900 = (13년+14년) / 2

자료: 삼성엔지니어링, HMC투자증권

4) 현대산업개발 – 기대보다 더딘 실적 개선, 그러나 외형성장 주목

최근 국내 주택시장 시장 개선으로 인해 동사 실적 개선에 대한 기대감이 높은 상황이다. 그러나, 올해 본격적이고 현실적인 개선을 내년부터 될 것으로 예상된다. 올해 하반기 실적은 기대보다 부진할 가능성이 높다.

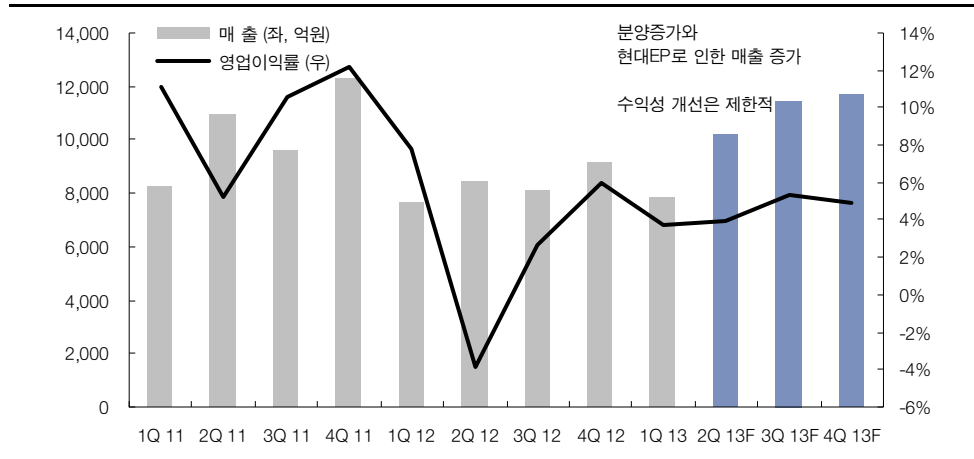
실적 부진의 원인은 우선 PF를 인수한 이후 자체사업이 된 대구월배의 수익성 악화이다. 또한, 부천 약대 재건축 현장 충당금 반영 (300억원 예상), 용산 역세권 개발 투자 지분 추가 충당금 반영 (100억원 예상)등으로 인해 일회성 충당금 효과도 실적 개선에 부정적이다.

그럼에도 불구하고 최근 빠르게 증가하고 있는 매출은 주목할 필요가 있다. 지난해부터 본격화된 아파트 분양 및 자회사인 현대 EP 성장이 추기되면서 외형 성장이 빠르게 일어나고 있는 것이다. 올해에도 아파트 분양을 1만 가구 이상이 가능할 것으로 전망되어 이러한 외형 성장은 향후 지속될 것으로 전망된다.

이러한 외형 성장 기반에서 향후 수익성 개선이 본격화된다면 동사 실적 개선이 빠르게 이루어질 것으로 예상된다. 따라서, 주목되는 시점이 2014년도이다. 13년 하반기 일회성 충당금 반영과 분양이 원활하게 이루어진다면 내년 수익성 개선이 충분히 가능하기 때문이다.

따라서, 올해 하반기 동사의 실적에서 가장 관심있게 지켜보아야 할 점은 충분한 충당금 반영여부와 신규 분양의 분양 성과이다. 예상치로는 2분기부터 점차적으로 충당금 반영에 나설 것으로 전망되나 한 분기에 전체 충당금을 반영할 가능성도 충분히 있다. 이러한 상황은 역설적으로 향후 수익성이 안정적으로 개선될 것을 의미함으로 오히려 그 이후를 관심있게 지켜봐야 한다는 판단이다.

〈그림17〉 현대산업개발 분기별 실적 추이



자료: 현대산업, HMC투자증권

현대산업 주가예상 - 주택시장 개선으로 회복세, 본격회복은 실적개선이 가능해야

현재까지 현대산업개발의 주가 흐름은 매우 양호하다. 시장뿐 만 아니라 대형건설회사를 크게 앞서고 있는 상황이다. 실질적인 실적 개선이 부진함에도 불구하고 주가 상승의 가장 큰 이유는 역시 국내부동산 시장의 회복이었다. 올해 상반기 주택거래가 증가하고 가격이 반등하면서 부동산 시장 회복 기대감이 동사의 주가 상승에 기여하였던 것이다.

그러나, 1분기에서와 같이 본격적인 실적 개선은 아직 더딘 상황이다. 건설업황 개선의 실적 상향으로 이어지기에는 시간이 필요한 이유이다. 그렇다면 동사의 주가 상승도 제한적인 가능성이 높다. 실적 개선 없이 기대감으로 주가가 상승하는 것은 한계가 존재하기 때문이다.

현대산업개발의 목표주가는 29,000원을 유지한다. 올해 실적보다 14년 실적 개선을 염두에 둔 목표주가 산정이다. 2014년 동사의 영업이익 2,905억원에 과거 평균 multiple 13.5배를 적용하여 영업가치 산정하였다. 올해 실적 부진을 감안해야 함으로 13년 기업가치 반영 비중을 20%, 14년 기업가치 반영 비중을 80%로 적용하였다.

〈그림18〉 현대산업개발 주가 흐름 (2012.01 = 100)



자료: 현대산업, HMC투자증권

〈표5〉 현대산업개발 목표주가 산정

	2013	2014	비고
영업가치	25,463	39,241	영업이익 x 13.51배
부동산 PF	206	206	현재 남아있는 PF는 부실가능성이 큼으로 전액 본 채무로 인식 (13년 1분기 기준)
순차입금	17,966	13,987	
기업가치	7,291	25,048	영업가치 - 부동산 PF - 순차입금
목표주가 (원)	9,672	33,227	목표주가 29,000원

자료: 현대산업, HMC투자증권

5) 대우건설 – 주택부문 수익성 개선 관건

현재 대우건설의 영업구조 상 향후 실적의 방향성은 국내 주택(건축)과 해외플랜트의 수익성이 결정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 국내 주택의 경우 오피스텔을 포함하여 그동안 크게 증가한 분양물량이 본격적으로 매출이 진행되면서 원가율 관리의 중요성이 커지고 있다. 뿐만 아니라 향후 관련된 충당금 반영 이슈도 중요한 사항이 될 것으로 예상된다.

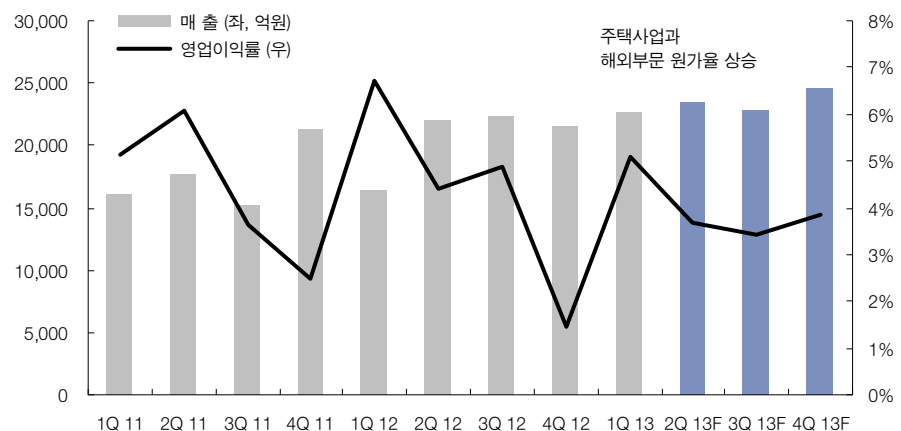
또한, 해외부문의 수익성도 중요한 사항이다. 주목할 점은 규모는 크지 않으나 현재 진행되고 있는 중동 지역의 공사들이다. 일부 중동 플랜트 현장들이 준공 시점을 앞두고 원가율 상승 가능성이 높다는 판단이다. 따라서 이를 반영하여 올해 하반기 동사의 원가율의 상승은 불가피할 전망이다. 하반기 해외사업의 원가율은 91% 수준이다.

올해 동사의 실적 목표는 수주 16조원, 매출 9.3조원, 매출 총이익률 9.3%, 영업이익은 4,230억원 내외이다. 1분기의 실적 수준을 하반기에도 지속 유지한다는 전망치인데, 검토한 바와 같이 주택과 해외부문의 원가율 상승으로 영업이익률 하락은 불가피할 전망이다.

주목할 점은 최근 부진한 해외수주이다. 그동안 상대적으로 양호한 해외수주를 통해서 외형 성장에 대한 기대감이 컸으나 최근 수주 흐름은 부진한 모습이다. 올해 해외수주 목표가 8조원이 넘으나 현재 기준 10억 달러 내외 수주 계약에 그쳐 올해 목표 달성이 어려울 것으로 전망된다. 해외수주가 부진하면 향후 매출 성장률 둔화는 불가피할 전망이다.

전반적으로 올해 하반기 대우건설의 실적은 시장 기대치보다 부진할 전망이다. 원가율 상승뿐 아니라 주택 부문의 대손충당금 반영도 또 다른 이슈가 될 것으로 예상된다. 또한, 최근 최고경영진 교체 따른 경영전략 및 실적 변화에 대해서도 관심있게 주시해야 할 것이다.

〈그림19〉 대우건설 분기별 실적



자료: 대우건설, HMC투자증권

하반기, 수익성 개선 가능

Analyst 이광수

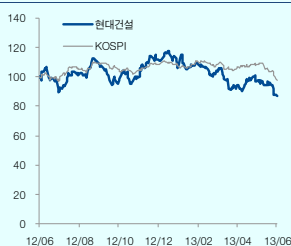
02) 3787-2320

koreain@hmcib.com

현재주가 (6/25)	54,500원
상승여력	43.1%
시가총액	6,069십억원
발행주식수	111,356천주
자본금/액면가	557십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	73,800원/54,500원
일평균 거래대금 (60일)	32십억원
	25.05%
외국인지분율	현대자동차 외 6인
주요주주	34.92%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-10.9 -17.2 -22.6
상대주가(%)	-1.3 -8.0 -13.8
당사추정 EPS	5,856원
컨센서스 EPS	5,452원
컨센서스 목표주가	84,276원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

해외부문 수익성 개선을 통해 실적 성장 가능할 전망

올해 하반기 현대건설에서 가장 주목해야 할 것은 역시 해외부문 수익성 개선이다. 2분기(원가율 91%)부터 해외원가율 하락이 가능할 것으로 전망되는데, 4분기에는 90.6%의 원가율을 기록하여 지속 개선된 모습을 보일 것으로 예상된다. 가장 큰 이유는 2012년부터 시작된 수익성 위주의 차별화된 수주 전략이다.

해외매출이 지속 증가하는 상황에서 수익성 개선은 이익의 절대량 증가에 기여할 것이다. 또한, 다른 비교회사들의 불안한 해외부문 실적과 다른 모습을 보임으로써 확실한 차별화가 가능할 수 있다는 판단이다.

안정적인 해외수주와 인프라 발주 증가를 통한 수혜

13년 동사의 해외수주 목표는 115억달러이다. 상반기 예정 수주는 63억 달러로 목표 대비 이미 55%를 달성하였다. 최근 해외건설 발주 지연이 계속되는 가운데 차별화된 모습을 보이고 있다. 가장 큰 이유는 동사가 집중하고 있는 인프라 건설발주상황이 안정적으로 이루어지고 있기 때문이다. 향후 동남아시아, 중동, 남미 등의 인프라 발주가 증가할 것으로 예상되어 관련된 성장성도 주목할 필요가 있다.

목표주가 78,000원과 건설업종 Top Pick으로 제시

하반기 실적 개선과 가시적인 수주 확보를 통해 안정적인 기업가치 상승이 전망된다. 최근 우려되고 있는 해외프로젝트 원가관리의 문제도 동사의 경우 제한적인 리스크라는 판단이다. 오랫동안의 해외공사 경험 뿐 아니라 지난해 이미 관련 리스크를 선반영하였기 때문이다. 비교 건설회사들의 실적 부진과 주가 하락으로 상대적인 밸류에이션에 대한 부담이 있으나 하반기 차별화된 실적과 모멘텀으로 시장의 우려를 불식시킬 것으로 판단된다. 매수 의견과 업종 Top Pick 종목으로 제시한다.

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	11,920	736	851	635	812	5,705	22.0	12.3	1.9	9.2	16.5
2012	13,325	760	737	510	846	4,578	-19.8	15.3	1.7	8.9	11.7
2013F	13,781	922	913	652	1,009	5,856	27.9	9.4	1.2	6.0	13.3
2014F	15,650	1,090	1,090	778	1,165	6,988	19.3	7.9	1.0	5.1	13.9
2015F	18,311	1,321	1,350	964	1,384	8,652	23.8	6.4	0.9	4.1	15.0

* K-IFRS 연결 기준

SECTOR OUTLOOK

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	11,920	13,325	13,781	15,650	18,311
증가율 (%)	6.3	11.8	3.4	13.6	17.0
매출원가	10,752	12,076	12,378	14,018	16,347
매출원가율 (%)	90.2	90.6	89.8	89.6	89.3
매출총이익	1,168	1,249	1,403	1,632	1,964
매출이익률 (%)	9.8	9.4	10.2	10.4	10.7
증가율 (%)	-10.7	6.9	12.3	16.3	20.3
판매관리비	433	489	481	543	643
판매비율(%)	3.6	3.7	3.5	3.5	3.5
EBITDA	812	846	1,009	1,165	1,384
EBITDA 이익률 (%)	6.8	6.4	7.3	7.4	7.6
증가율 (%)	-3.4	4.2	19.3	15.4	18.8
영업이익	736	760	922	1,090	1,321
영업이익률 (%)	6.2	5.7	6.7	7.0	7.2
증가율 (%)	-2.6	3.4	21.2	18.2	21.2
영업외손익	132	-12	6	10	39
금융수익	250	172	166	158	163
금융비용	137	141	125	117	113
기타영업외손익	18	-43	-36	-31	-11
중속/관계기업관련손익	-17	-11	-14	-10	-10
세전계속사업이익	851	737	913	1,090	1,350
세전계속사업이익률 (%)	7.1	5.5	6.6	7.0	7.4
증가율 (%)	12.1	-13.4	23.9	19.4	23.8
법인세비용	166	170	201	240	297
계속사업이익	685	567	712	850	1,052
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	685	567	712	850	1,052
당기순이익률 (%)	5.7	4.3	5.2	5.4	5.7
증가율 (%)	26.3	-17.2	25.6	19.3	23.8
지배주주지분 순이익	635	510	652	778	964
비지배주주지분 순이익	50	57	60	72	89
기타포괄이익	-183	-114	147	20	18
총포괄이익	502	453	860	870	1,070

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	-156	28	-136	292	515
당기순이익	685	567	712	850	1,052
유형자산 상각비	75	83	85	73	61
무형자산 상각비	2	3	3	2	2
외환손익	-4	38	-17	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1,110	-813	-954	-643	-611
기타	197	150	36	10	10
투자활동으로인한현금흐름	-69	-208	-302	-151	-192
투자자산의 감소(증가)	-229	133	418	-53	-145
유형자산의 감소	3	8	14	3	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-68	-97	-59	-5	0
기타	226	-252	-674	-96	-47
재무활동으로인한현금흐름	345	186	80	-241	-224
차입금의 증가(감소)	-9	30	234	-10	0
사채의증가(감소)	341	-50	10	-150	-150
자본의 증가	0	2	0	0	0
배당금	-80	-60	-56	-67	-67
기타	92	263	-109	-14	-7
기타현금흐름	1	-13	3	0	0
현금의증가(감소)	121	-7	-354	-100	99
기초현금	1,741	1,862	1,855	1,501	1,400
기말현금	1,862	1,855	1,501	1,400	1,499

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	8,711	9,611	10,169	10,530	11,280
현금성자산	1,862	1,855	1,501	1,400	1,499
단기투자자산	164	377	710	828	895
매출채권	85	28	19	22	25
채고자산	1,283	1,129	1,168	1,444	1,747
기타유동자산	5,318	6,223	6,771	6,837	7,114
비유동자산	3,161	3,136	3,189	3,157	3,228
유형자산	1,120	1,144	1,106	1,035	974
무형자산	44	77	77	75	73
투자자산	1,375	1,232	811	854	989
기타비유동자산	621	684	1,195	1,194	1,192
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,872	12,747	13,358	13,688	14,507
유동부채	5,773	6,150	5,671	5,346	5,176
단기차입금	170	186	108	98	98
매입채무	2,207	2,204	1,776	1,821	1,874
유동성장기부채	177	439	421	416	406
기타유동부채	3,220	3,320	3,366	3,011	2,798
비유동부채	1,736	1,841	2,184	2,035	2,021
사채	897	848	858	708	558
장기차입금	181	223	460	450	450
장기금융부채 (리스포함)	31	18	16	16	16
기타비유동부채	626	752	850	861	997
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,508	7,991	7,854	7,381	7,197
지배주주지분	4,203	4,549	5,230	5,962	6,876
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	828	830	830	830	830
자본조정 등	-5	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	148	86	226	247	264
이익잉여금	2,675	3,079	3,620	4,332	5,228
비지배주주지분	160	207	273	345	434
자본총계	4,364	4,756	5,503	6,307	7,310

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	6,151	5,091	6,396	7,632	9,450
EPS(지배순이익 기준)	5,705	4,578	5,856	6,988	8,652
BPS(자본총계 기준)	38,753	41,982	48,684	55,914	64,937
BPS(지배자본 기준)	37,314	40,121	46,231	52,818	61,043
DPS	500	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	11.4	13.7	8.6	7.2	5.8
PER(지배순이익 기준)	12.3	15.3	9.4	7.9	6.4
PBR(자본총계 기준)	1.8	1.7	1.1	1.0	0.8
PBR(지배자본 기준)	1.9	1.7	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	9.2	8.9	6.0	5.1	4.1
배당수익률	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	26.3	-17.3	25.6	19.3	23.8
EPS(지배순이익 기준)	22.0	-19.8	27.9	19.3	23.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.1	12.4	13.9	14.4	15.5
ROE(지배순이익 기준)	16.5	11.7	13.3	13.9	15.0
ROA	6.3	4.6	5.5	6.3	7.5
안정성 (%)					
부채비율	172.1	168.0	142.7	117.0	98.5
순차입금비율	-12.4	-10.5	-6.0	-8.3	-11.6
이자보상배율	17.2	12.5	15.5	19.1	26.0

* K-IFRS 연결 기준

안정적인 성장 지속

Analyst 이광수

02) 3787-2320

koreain@hmcib.com

현재주가 (6/25)	82,300원		
상승여력	27.6%		
시가총액	2,864십억원		
발행주식수	34,800천주		
자본금/액면가	219십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	102,000원/67,600원		
일평균 거래대금 (60일)	29십억원		
	41.26%		
외국인지분율	대림코퍼레이션 외 9인		
주요주주	24.00%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.9	-9.6	-1.4
상대주가(%p)	3.2	0.4	9.7
당사추정 EPS	11,589원		
컨센서스 EPS	11,664원		
컨센서스 목표주가	111,771원		

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

해외사업, 다양한 포트폴리오 구성으로 안정적인 성장 중

대림산업의 전체 해외프로젝트 수익성이 안정적인 모습을 보이고 있다. 일부 중동 프로젝트의 원가 상승에도 불구하고 동남아지역 프로젝트의 수익성이 개선되면서 상쇄하는 효과가 발생하고 있기 때문이다. 이는 동사의 차별화된 지역과 공정경쟁력을 대변해 주는 상황이다. 이러한 안정적 성장 구조는 올해 하반기에도 지속되면서 시장의 신뢰감을 높여줄 수 있다는 판단이다.

해외수주 목표 달성에 대한 우려는 존재, 그러나 지속 성장은 가능한 구조

실적 안정성에도 불구하고 올해 해외수주 목표 달성이 높지 않은 상황이다. 올해 해외수주 목표는 8.7조원인데, 현재 기준 달성액은 3.2조원이다. 해외수주가 지연된다면 향후 매출 성장률에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 판단이다. 그럼에도 불구하고 현재 동사의 해외부문 절대 수준이 크지 않은 것에 주목한다. 2012년 기준 해외전체 매출이 3.4조원으로 해외수주 목표에 미달하더라도 현재 수준의 수주로도 향후 성장은 충분히 가능할 것으로 예상된다.

견조한 실적 개선과 저평가로 인한 주가 하방경직성 보유

해외원가율의 안정성 유지로 인해 올해 하반기에도 대림산업의 실적은 견조할 것으로 예상된다. 또한, 상반기 부진했던 해외수주도 말레이시아 발전 (1.4조원) 수주 계약을 시작으로 다시 회복세를 보일 것으로 전망된다.

건설업종에 대한 우려에도 불구하고 실적 개선이 가능하다면 동사의 기업가치는 지속 상승할 가능성이 높다는 판단이다. 뿐만 아니라 현재 동사는 시가총액 / 영업이익 (13년 전망기준) 비율이 5.3배에 불과하여 시장 뿐 아니라 비교 건설회사 대비 가장 저평가 받고 있다. 이러한 저평가로 인해 향후 시장과 산업 리스크에도 주가의 하방 경직성을 확보할 수 있다는 판단이다. 목표주가 105,000원과 업종 Top Pick으로 제시한다.

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	7,988	438	520	366	492	10,491	3.5	8.6	0.8	7.5	8.6
2012	10,253	486	560	391	548	11,178	6.6	7.8	0.7	5.1	8.5
2013F	10,754	548	556	405	604	11,589	3.7	7.2	0.6	5.3	8.2
2014F	11,730	623	625	454	672	12,971	11.9	6.5	0.6	4.6	8.5
2015F	13,081	656	680	494	701	14,126	8.9	5.9	0.5	4.4	8.5

* K-IFRS 연결 기준

SECTOR OUTLOOK

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	7,988	10,253	10,754	11,730	13,081
증가율 (%)	3.9	28.4	4.9	9.1	11.5
매출원가	7,059	9,219	9,645	10,504	11,692
매출원가율 (%)	88.4	89.9	89.7	89.6	89.4
매출총이익	930	1,034	1,109	1,226	1,389
매출이익률 (%)	11.6	10.1	10.3	10.4	10.6
증가율 (%)	-3.1	11.2	7.3	10.5	13.3
판매관리비	492	548	561	603	733
판매비율(%)	6.2	5.3	5.2	5.1	5.6
EBITDA	492	548	604	672	701
EBITDA 이익률 (%)	6.2	5.3	5.6	5.7	5.4
증가율 (%)	-1.1	11.4	10.2	11.2	4.3
영업이익	438	486	548	623	656
영업이익률 (%)	5.5	4.7	5.1	5.3	5.0
증가율 (%)	1.8	11.1	12.8	13.6	5.4
영업외손익	44	29	13	-12	2
금융수익	95	96	146	116	120
금융비용	129	102	89	87	82
기타영업외손익	78	36	-44	-42	-37
총속/관계기업관련손익	38	45	-5	14	22
세전계속사업이익	520	560	556	625	680
세전계속사업이익률 (%)	6.5	5.5	5.2	5.3	5.2
증가율 (%)	19.1	7.8	-0.7	12.3	8.9
법인세비용	140	159	137	156	170
계속사업이익	380	401	419	469	510
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	380	401	419	469	510
당기순이익률 (%)	4.8	3.9	3.9	4.0	3.9
증가율 (%)	8.1	5.5	4.5	11.9	8.9
지배주주지분 순이익	366	391	405	454	494
비지배주주지분 순이익	14	10	14	15	17
기타포괄이익	-95	-20	4	0	0
총포괄이익	285	381	423	469	510

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	501	780	-77	266	360
당기순이익	380	401	419	469	510
유형자산 상각비	50	57	53	46	42
무형자산 상각비	5	5	4	3	3
외환손익	-2	11	-9	4	0
운전자본의 감소(증가)	-128	99	-637	-256	-195
기타	196	207	93	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-647	-296	-352	-153	-392
투자자산의 감소(증가)	-290	-92	-167	-124	-305
유형자산의 감소	3	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-302	-156	-25	0	0
기타	-57	-49	-160	-29	-87
재무활동으로인한현금흐름	190	-331	422	-116	-71
차입금의 증가(감소)	381	-253	453	-30	5
사채의증가(감소)	-152	-23	15	-50	-10
자본의 증가	-830	-6	0	0	0
배당금	-20	-19	-20	-21	-23
기타	810	-31	-26	-15	-43
기타현금흐름	0	-1	1	0	0
현금의증가(감소)	44	152	-6	-3	-103
기초현금	1,281	1,325	1,477	1,471	1,467
기말현금	1,325	1,477	1,471	1,467	1,364

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	7,159	7,292	7,541	7,805	8,003
현금성자산	1,325	1,477	1,471	1,467	1,364
단기투자자산	517	507	541	566	653
매출채권	0	0	0	0	0
채고자산	1,378	1,155	1,169	1,234	1,264
기타유동자산	3,938	4,153	4,361	4,538	4,722
비유동자산	3,606	3,714	3,883	3,958	4,219
유형자산	1,635	1,517	1,490	1,444	1,402
무형자산	77	79	76	74	71
투자자산	1,600	1,693	1,860	1,984	2,289
기타비유동자산	294	426	457	457	457
기타금융영업자산	0	0	0	0	0
자산총계	10,765	11,007	11,425	11,763	12,222
유동부채	4,650	4,779	4,392	4,338	4,252
단기차입금	469	336	414	394	359
매입채무	1,391	1,510	1,208	1,234	1,181
유동성장기부채	468	341	240	244	234
기타유동부채	2,322	2,591	2,530	2,466	2,478
비유동부채	1,478	1,309	1,730	1,675	1,733
사채	468	448	463	413	403
장기차입금	578	379	739	709	714
장기금융부채 (리스포함)	107	53	145	145	145
기타비유동부채	325	430	383	408	471
기타금융영업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,127	6,088	6,122	6,014	5,985
지배주주지분	4,417	4,779	5,149	5,581	6,051
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	513	507	507	507	507
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	62	49	53	53	53
이익잉여금	3,624	4,005	4,371	4,803	5,274
비지배주주지분	221	140	153	169	185
자본총계	4,637	4,919	5,302	5,750	6,237

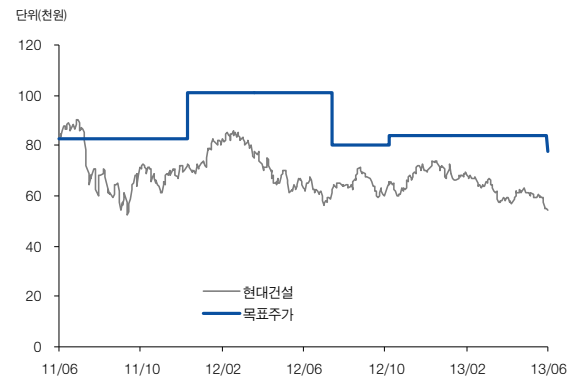
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	10,897	11,457	11,980	13,408	14,603
EPS(지배순이익 기준)	10,491	11,178	11,589	12,971	14,126
BPS(자본총계 기준)	118,153	125,370	135,389	147,047	159,725
BPS(지배자본 기준)	112,440	121,746	131,415	142,676	154,927
DPS	100	500	500	500	500
PER(당기순이익 기준)	8.2	7.6	7.0	6.3	5.8
PER(지배순이익 기준)	8.6	7.8	7.2	6.5	5.9
PBR(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(지배자본 기준)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reported)	7.5	5.1	5.3	4.6	4.4
배당수익률	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	8.1	5.1	4.6	11.9	8.9
EPS(지배순이익 기준)	3.5	6.6	3.7	11.9	8.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.6	8.4	8.2	8.5	8.5
ROE(지배순이익 기준)	8.6	8.5	8.2	8.5	8.5
ROA	3.7	3.7	3.7	4.0	4.3
안정성 (%)					
부채비율	132.1	123.8	115.5	104.6	96.0
순차입금비율	6.1	-8.5	0.1	-1.9	-2.3
이자보상배율	4.2	6.1	7.4	8.3	9.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
12/04/02	BUY	101,000	12/09/17	BUY	80,000
12/04/17	BUY	101,000	12/10/09	BUY	80,000
12/04/23	BUY	101,000	12/10/31	BUY	84,000
12/05/08	BUY	101,000	12/11/14	BUY	84,000
12/05/22	BUY	101,000	12/11/16	BUY	84,000
12/06/15	BUY	101,000	12/11/28	BUY	84,000
12/07/05	BUY	101,000	12/12/27	BUY	84,000
12/07/30	BUY	101,000	13/01/28	BUY	84,000
12/08/07	BUY	80,000	13/03/15	BUY	84,000
12/08/31	BUY	80,000	13/03/29	BUY	84,000
12/09/10	BUY	80,000	13/04/29	BUY	84,000
12/09/11	BUY	80,000	13/06/26	BUY	78,000

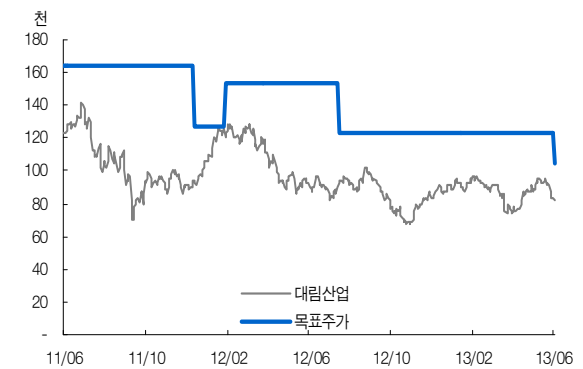
▶ 최근 2년간 현대건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
12/01/19	BUY	127,000	12/08/31	BUY	123,000
12/01/25	BUY	127,000	12/09/11	BUY	123,000
12/02/20	BUY	154,000	12/09/17	BUY	123,000
12/03/22	BUY	154,000	12/10/09	BUY	123,000
12/04/02	BUY	154,000	12/11/05	BUY	123,000
12/04/23	BUY	154,000	12/11/30	BUY	123,000
12/05/08	BUY	154,000	12/12/18	BUY	123,000
12/05/22	BUY	154,000	13/01/29	BUY	123,000
12/06/15	BUY	154,000	13/03/15	BUY	123,000
12/07/23	BUY	154,000	13/04/02	BUY	123,000
12/08/07	BUY	123,000	13/04/18	BUY	123,000
12/08/23	BUY	123,000	13/06/26	BUY	105,000

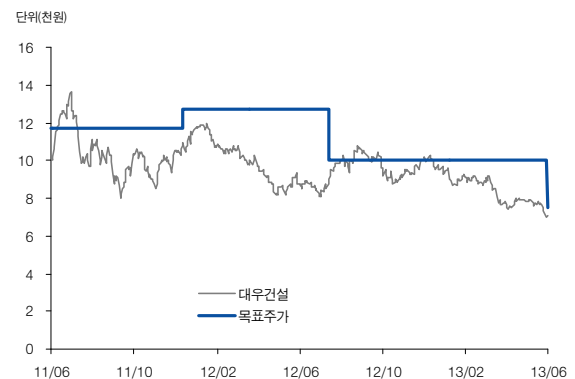
▶ 최근 2년간 대림산업 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
12/01/05	BUY	12,700			
12/08/07	HOLD	10,000			
13/01/31	HOLD	10,000			
13/04/25	HOLD	10,000			
13/06/26	HOLD	7,500			

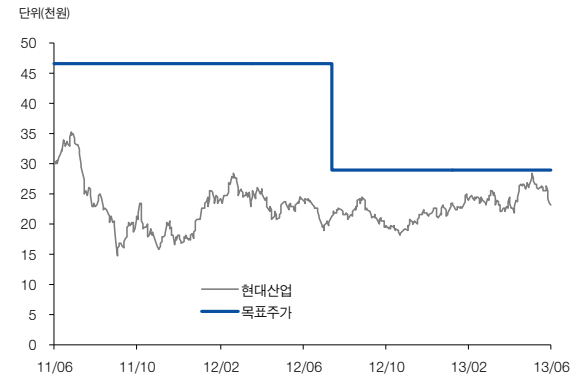
▶ 최근 2년간 대우건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
12/08/07	BUY	29,000	13/02/21	BUY	29,000
12/08/16	BUY	29,000	13/03/04	BUY	29,000
12/08/20	BUY	29,000	13/03/15	BUY	29,000
12/08/27	BUY	29,000	13/03/26	BUY	29,000
12/08/31	BUY	29,000	13/04/01	BUY	29,000
12/09/10	BUY	29,000	13/04/02	BUY	29,000
12/09/11	BUY	29,000	13/05/07	BUY	29,000
12/09/17	BUY	29,000	13/06/17	BUY	29,000
12/10/09	BUY	29,000	13/06/26	BUY	29,000
12/10/15	BUY	29,000			
13/01/08	BUY	29,000			
13/02/06	BUY	29,000			

▶ 최근 2년간 현대산업 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
12/01/25	BUY	252,000	12/06/26	BUY	271,000
12/02/01	BUY	252,000	12/07/12	BUY	271,000
12/02/29	BUY	271,000	12/08/07	BUY	232,000
12/03/05	BUY	271,000	12/10/15	BUY	215,000
12/03/22	BUY	271,000	13/03/20	BUY	185,000
12/04/02	BUY	271,000	13/04/17	HOLD	98,000
12/04/17	BUY	271,000	13/06/26	HOLD	84,900
12/04/25	BUY	271,000			
12/05/08	BUY	271,000			
12/05/22	BUY	271,000			
12/05/30	BUY	271,000			
12/06/15	BUY	271,000			

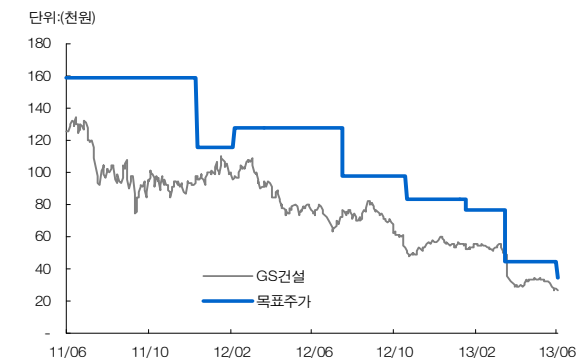
▶ 최근 2년간 삼성엔지니어링 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
12/04/23	BUY	128,000	12/10/17	BUY	98,000
12/05/08	BUY	128,000	12/11/12	BUY	83,000
12/05/22	BUY	128,000	12/12/21	BUY	83,000
12/06/15	BUY	128,000	13/01/08	BUY	83,000
12/07/23	BUY	128,000	13/02/06	BUY	83,000
12/07/25	BUY	128,000	13/02/08	BUY	77,000
12/08/07	BUY	98,000	13/02/21	BUY	77,000
12/08/31	BUY	98,000	13/03/15	BUY	77,000
12/09/10	BUY	98,000	13/04/01	BUY	159,000
12/09/11	BUY	98,000	13/04/02	BUY	77,000
12/09/17	BUY	98,000	13/04/11	HOLD	44,000
12/10/09	BUY	98,000	13/06/26	HOLD	35,000

▶ 최근 2년간 GS건설 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 현대건설과 계열사 관계에 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이광수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.