

건설업

낮아진 기대치에도 못미치는 실적, Valuation에 대한 부담이 커진다



조윤희
769.3079
uhno@daishin.com

투자 의견

Neutral

중립, 유지

건설업종 투자의견 중립 유지

- 1~2분기 실적 부진으로 대형건설사 컨센서스 하향 조정 예상
- 실적 컨센서스 하향 조정 가능성은 Valuation에 대한 부담을 의미
- 중동지역 발주 감소 가시화, 수주 목표 달성 적신호

현대건설을 제외한 대형건설사 2분기 실적은 시장기대치 하회 전망

- 매출액은 컨센서스 부합하겠으나, 대형 7개사 합산 영업이익은 yoy 39.3% 감소 예상
- 현대건설 2분기 실적은 매출액 3,389십억원(yoy +6.5%), 영업이익 215십억원(yoy +36.6%)으로 시장기대치 상회 예상
- : 시장 컨센서스 하향 조정 리스크도 낮은 것으로 판단
- 삼성엔지니어링과 대림산업의 2분기 실적 발표는 주가 흐름에 중요한 이벤트
- : Valuation 적정성 평가의 기회

해외 신규수주, 비중동/비화공이 핵심

- 상반기 해외 신규수주 목표달성률은 삼성물산(79.3%) > 현대건설(별도기준 41.2%) > GS건설(32.0%) > 대림산업(27.6%) 순
- 연간 목표치 달성이 가능한 건설사는 제한적 (삼성물산 대림산업)
- 비중동지역의 수주 확보가 향후 성장성을 좌우

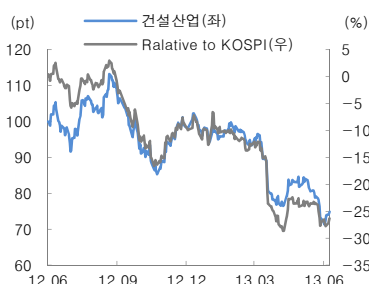
최선호종목: 현대건설, 차선호종목: 삼성물산 현대산업

- 차별화된 실적 시현으로 Valuation에 대한 부담이 낮은 현대건설을 최선호종목으로 유지
- 단기적으로 실적 부담은 있으나 중장기적 성장 스타스 유지할 수 있는 삼성물산, 부동산(주택)시장 회복 국면에서 수혜 가능한 현대산업을 차선호종목으로 제시

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
대림산업	Buy	105,000원
현대건설	Buy	77,000원
삼성물산	Buy	76,000원
GS건설	Marketperform	29,000원
현대산업	Buy	34,000원
삼성엔지니어링	Marketperform	95,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.9	-20.3	-25.6	-26.6
상대수익률	-3.9	-14.6	-18.6	-26.7



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	69,938	80,021	86,381	92,341	100,658
영업이익	3,250	3,061	1,936	3,970	4,876
세전순이익	3,778	2,978	1,725	4,079	5,077
총당기순이익	2,869	2,232	1,308	3,092	3,849
지배지분순이익	76	85	76	152	173
EPS	3,155	2,422	1,388	3,319	4,151
PER	14.3	16.8	21.8	9.1	7.3
BPS	32,799	36,484	37,600	40,064	43,671
PBR	1.4	1.1	0.8	0.8	0.7
ROE	10.0	7.0	3.8	8.6	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대림산업, 현대건설, 삼성물산, GS건설, 현대산업, 삼성엔지니어링, 대우건설, 합산, 대신증권 리서치센터

2013년 2분기 실적 Preview

낮아진 기대치도 충족치 못하는 실적 전망, 시장 컨센서스 하향 조정 예상

2분기 실적 Preview

- 대형 7개 건설사(현대건설 삼성물산 대우건설 GS건설 대림산업 삼성엔지니어링 현대산업)의 2분기 매출액은 컨센서스 부합 예상
 - ✓ 삼성엔지니어링 현대산업의 매출액은 기대치 하회 (컨센서스가 높게 형성되어있는 것으로 보임)
 - ✓ 삼성엔지니어링은 원가가 추가로 반영되면서 도급감액효과 발생 예상
- 대형 7개 건설사 합산 영업이익은 전분기대비 증가하지만, 전년동기대비 39.3% 감소 예상
 - ✓ 컨센서스 상회 : 현대건설
 - ✓ 컨센서스 부합 : 삼성물산 (컨센서스에 지분매각차익이 반영되어있다고 가정할 때) 대우건설
 - ✓ 컨센서스 하회 : GS건설 삼성엔지니어링 현대산업 대림산업
 - ✓ 대우건설은 광고회 타결로 인한 지분평가손이 추가로 반영되면서 세전이익은 시장기대치 하회 예상
- 해외 신규수주 목표치 달성률은 삼성물산(79.3%) > 현대건설(별도기준 41.2%) > GS건설(32.0%) > 대림산업(27.6%) 순
 - ✓ 목표치 달성이 가능한 건설사는 삼성물산 대림산업
 - ✓ 현대건설 GS건설은 대형 프로젝트 수주 여부에 따라 목표 달성 좌우

하반기 실적 전망

- 1~2분기 연 이은 실적 부진으로 연간 가이드스 및 컨센서스 하향 조정 예상
 - ✓ 건설업종 Valuation에 대한 신뢰도 하락
 - ✓ 현재 하반기 컨센서스는 수익성 개선을 담보로 형성되어 있음
 - ✓ 수익성 개선의 걸림돌 : ① 미착공PF의 착공 전환, ② 해외원가율 개선 속도 지연
 - ✓ 기저효과로 전년동기대비 증가율은 높을 것으로 예상

하반기 해외 신규수주

- 해외 신규수주 무게중심의 이동 : 비중동, 비화공이 핵심
 - ✓ 상반기보다 낮다고 보기 어려운 해외 수주 환경
 - ✓ 중동지역 화공 플랜트 발주 감소, 대형 프로젝트(쿠웨이트 CFP 등) 낙찰자 선정 지연
 - ✓ 수주의 무게중심은 비중동, 비화공으로 이미 이전되어 있음

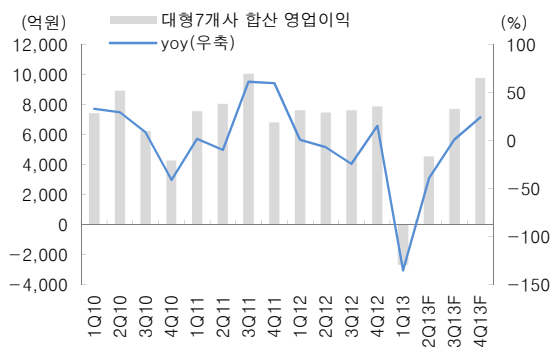
하반기 부동산 시장

- 일시적으로 주택 거래량 감소하겠지만, 부동산 시장은 회복세에 진입했다고 판단
 - ✓ 주택 가격의 상승보다는 하방경직성으로 인해 거래량 증가 예상
 - ✓ 높아진 전세가로 인해 실수요의 이전 가능성 확대
 - ✓ 주택 시장 참여자의 감소 → 분양시장 회복의 수혜는 일부 건설사에게만 집중
- 6월 취득세 감면 종료로 인해 3분기 거래량 감소 예상 (단기 이슈)

Sector Summary

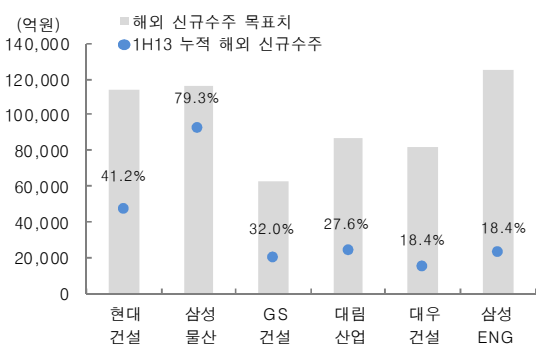
Positive	- 대규모 공사 손실충당금 및 대손상각비용의 감소 - 기저효과로 인한 하반기 실적 개선 - 부동산(주택) 시장 저점국면 탈피
Negative	- 중동지역 화공 플랜트 발주 감소 가시화 - 자금시장 불안정성이 대형건설사까지 확대 - 실적 가이드런스 하향 조정 가능성 - Valuation 부담
Investment Strategy	■ 상반기 실적 부진으로 인한 컨센서스의 하향 조정 - 하향 조정에 대한 부담이 없는, 즉 Valuation 부담이 낮은 현대건설을 최선호종목으로 유지 - 차선호종목은 현대산업과 삼성물산 ① 단기적으로 실적 부담은 있으나, 중장기적으로 성장 스텐스를 유지할 수 있는 삼성물산 ② 부동산(주택)시장의 회복 국면에서 수혜가 가능한 현대산업 ■ 2분기 실적 발표 삼성엔지니어링과 대림산업에 중요한 이벤트 - Valuation 적정성을 평가할 수 있는 기회

대형 7개사 분기별 영업이익 합산 및 yoy 증가율



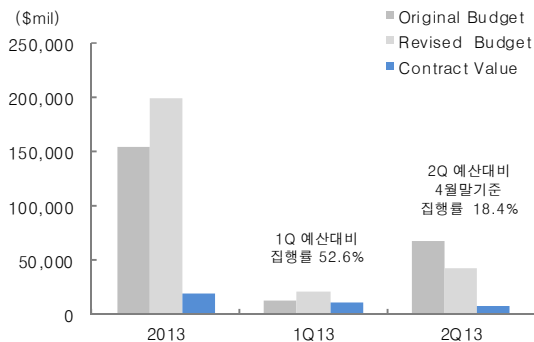
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

대형 6개사 상반기 해외 신규수주 및 목표치 달성률



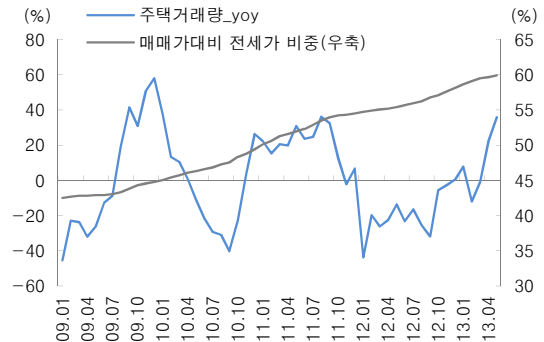
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

중동 GCC 8개국 화공+발전 발주 추이



자료: MEED, 대신증권 리서치센터

주택 거래량과 매매가대비 전세가 비중 추이



자료: 온나라 부동산통계, 부동산114, 대신증권 리서치센터

대형건설사 2013년 2분기 실적 Preview Summary

현대건설

IFRS 연결	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	22,855	28,700	29,617	38,029	27,056	31,813	33,193	41,186	28,612
영업이익	1,509	1,906	2,548	1,394	1,466	1,575	2,197	2,366	1,786
세전이익	1,491	2,477	2,984	1,555	1,615	1,637	2,192	1,926	1,904
신규수주	20,905	39,647	47,536	59,270	52,418	49,768	40,405	69,465	39,830
해외	14,603	12,539	34,159	25,978	40,620	36,752	20,033	56,406	35,933
IFRS 별도									
매출액	20,181	24,660	25,077	31,128	22,145	24,684	25,284	32,221	24,411
영업이익	1,171	1,482	1,660	854	1,045	753	1,344	1,014	1,284
세전이익	1,156	2,274	1,973	713	1,182	1,131	1,532	661	1,317

삼성물산

IFRS 연결	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	46,961	51,864	53,921	62,709	59,435	64,961	60,451	68,413	67,015
영업이익	1,180	1,170	1,159	1	937	1,394	520	2,052	675
세전이익	1,983	1,056	2,024	1,037	1,797	2,809	664	287	833
신규수주	13,393	22,943	51,494	34,905	23,072	44,114	24,869	450,170	84,193
해외	3,025	6,157	40,048	2,968	5,299	17,974	9,403	29,680	73,573

대림산업

IFRS 연결	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	16,458	19,541	20,312	23,571	20,513	24,687	27,268	30,065	25,161
영업이익	611	874	2,002	888	947	1,250	1,367	1,296	1,240
세전이익	1,456	1,993	1,712	34	1,869	539	1,757	1,435	1,583
IFRS 별도									
매출액	14,348	17,631	18,298	21,597	18,074	21,503	24,266	26,576	21,444
영업이익	500	557	1,829	1,091	887	1,078	1,368	1,331	1,043
세전이익	2,264	1,607	1,423	303	2,385	507	2,047	1,402	1,757
신규수주	8,126	16,811	29,810	39,651	15,204	21,971	10,527	25,248	7,806
해외	4,468	1,792	19,647	19,794	3,607	13,398	2,725	6,077	316

GS 건설

IFRS 연결	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	20,245	21,823	21,372	27,083	21,084	23,549	24,013	24,250	17,085
영업이익	1,156	918	1,134	1,102	933	708	489	-526	- 5,443
세전이익	1,058	2,565	1,239	774	1,025	1,103	577	-1,007	- 5,329
신규수주	17,567	27,898	33,859	53,203	10,738	49,407	13,398	17,526	5,393
해외	6,304	9,758	17,013	25,605	121	36,806	7,578	1,812	933

삼성엔지니어링

IFRS 연결	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	18,205	21,218	22,249	31,309	26,616	31,081	28,619	28,085	25,159
영업이익	1,510	1,585	1,650	1,519	1,764	2,022	1,837	1,700	- 2,198
세전이익	1,636	1,581	1,738	1,916	1,842	1,974	1,771	1,420	- 1,842
신규수주	54,770	24,199	20,807	18,113	19,580	60,650	17,472	32,862	23,865
해외	52,522	6,370	15,871	15,285	1,652	52,754	14,971	28,859	21,613

대우건설

IFRS 별도	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	15,836	17,341	15,701	21,440	16,145	21,901	22,246	21,511	20,315
영업이익	814	1,026	713	557	1,109	997	1,130	417	1,093
세전이익	660	1,456	389	97	476	979	692	9	384
신규수주	13,040	45,740	26,467	47,461	33,698	30,950	22,959	50,517	21,531
해외	5,890	19,440	1,047	27,464	6,353	6,723	8,392	42,144	5,720

현대산업개발

IFRS 별도	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	5,651	8,271	7,181	9,913	5,078	5,564	5,102	6,329	4,886
영업이익	784	563	852	1,372	468	-456	80	572	156
세전이익	678	337	738	1,118	382	157	106	-257	110
신규수주	3,962	3,455	6,308	8,448	8,456	6,669	7,385	9,058	2,271
주택(자세)	44	1,495	3,647	1,129	1,592	4,163	885	1,812	283

대형건설사 2013년 2분기 실적 Preview Summary

현대건설

FRS 연결	2Q13F (대신)	2Q13F (컨센)	YoY	QoQ	컨센대비	하반기 수주 기대되는 Project	예산규모
매출액	33,896	33,321	6.5%	18.5%	1.7%	태국 수처리 사업	10억불 상회
영업이익	2,151	2,063	36.6%	20.4%	4.3%	싱가폴 건축공사	
세전이익	2,170	2,072	32.6%	14.0%	4.7%	카타르 항만 공사 (Lowest)	3억불
신규수주	21,170		-57.5%	-46.8%		인도네시아 석탄화력발전 (수익계약)	5억불
해외	11,067		-69.9%	-69.2%		알제리 발전 프로젝트	7~8억불
FRS 별도							
매출액	26,699		8.2%	9.4%			
영업이익	1,228		63.1%	-4.4%			
세전이익	1,260		11.4%	-4.3%			

삼성물산

FRS 연결	2Q13F (대신)	2Q13F (컨센)	YoY	QoQ	컨센대비	하반기 수주 기대되는 Project	예산규모
매출액	72,728	71,677	12.0%	8.5%	1.5%	영국 Mersey 교량	2.6억불
영업이익	989	1,460	-29.1%	46.5%	-32.3%	사우디 리아드 메트로	EPC규모 미정
세전이익	1,290	1,506	-54.1%	54.9%	-14.3%	터키 키르칼레 발전	6억불
신규수주	29,807		-32.4%	-64.6%			
해외	18,427		2.5%	-75.0%			

대림산업

FRS 연결	2Q13F (대신)	2Q13F (컨센)	YoY	QoQ	컨센대비	하반기 수주 기대되는 Project	예산규모
매출액	25,584	26,666	3.6%	1.7%	-4.1%	태국 수처리 사업	5~10억불
영업이익	1,248	1,364	-0.2%	0.6%	-8.5%	카자흐스탄 에탄크래커 및 PC플랜트	20억불
세전이익	1,209	1,489	124.3%	-23.6%	-18.8%	베트남 남딘 발전	15억불
FRS 별도						베트남 롱푸 발전	12억불
매출액	22,356		4.0%	4.3%		말레이시아 IPP (Lowest)	12억불
영업이익	1,294		20.0%	24.1%			
세전이익	1,290		154.4%	-26.6%			
신규수주	36,194		64.7%	363.7%			
해외	23,684		76.8%	7394.9%			

GS 건설

FRS 연결	2Q13F (대신)	2Q13F (컨센)	YoY	QoQ	컨센대비	하반기 수주 기대되는 Project	예산규모
매출액	26,448	24,187	12.3%	54.8%	9.3%	태국 수처리 사업	5~10억불
영업이익	- 1,678	- 997	적전	적지	68.3%	인도네시아 석유화학 플랜트	5억불
세전이익	- 2,599	- 1,301	적전	적지	99.8%	카자흐스탄 에탄크래커 및 PC 플랜트	20억불
신규수주	29,607		-40.1%	449.0%		모잠비크 발전	4억불
해외	19,067		-48.2%	1943.6%			

삼성엔지니어링

FRS 연결	2Q13F (대신)	2Q13F (컨센)	YoY	QoQ	컨센대비	하반기 수주 기대되는 Project	예산규모
매출액	25,253	28,965	-18.8%	0.4%	-12.8%	오만 소하르 정유공장	10억불 상회
영업이익	502	1,324	-75.2%	흑전	-62.1%	멕시코 Baja 발전 (최저가제출, but 8월 재입찰)	3억불
세전이익	541	1,389	-72.6%	흑전	-61.1%	멕시코 Norte3 발전	5억불
신규수주	6,135		-89.9%	-74.3%		사우디 아람코 CCPP IPP	5억불
해외	1,387		-97.4%	-93.6%			

대우건설

FRS 별도	2Q13F (대신)	2Q13F (컨센)	YoY	QoQ	컨센대비	하반기 수주 기대되는 Project	예산규모
매출액	22,984	23,219	4.9%	13.1%	-1.0%	나이지리아 아싸노스 GOSP	10억불
영업이익	1,125	1,029	12.8%	2.9%	9.3%	알제리 발전 프로젝트 (3개 입찰 예정)	각 5억불
세전이익	668	905	-31.8%	74.0%	-26.2%	알제리 Sonatrach 업스트림 프로젝트	7억불
신규수주	26,469		-14.5%	22.9%			
해외	9,280		38.0%	62.2%			

현대산업개발

FRS 별도	2Q13F (대신)	2Q13F (컨센)	YoY	QoQ	컨센대비	하반기 분양 예정 물량	
매출액	6,649	9,629	19.5%	36.1%	-30.9%	7월 고양 삼송 (지체)	1035세대
영업이익	207	449	흑전	32.7%	-53.9%	8월 왕십리 뉴타운 (재개발)	181세대
세전이익	194	289	23.6%	76.4%	-32.9%	9월 대구 월배 2차 (지체)	2074세대
신규수주	4,729		-29.1%	108.2%		9월 / 11월 위례신도시 (2개 프로젝트) (일반도급)	900세대
주택(지체)	3,717		-10.7%	1213.4%		10월 광주 학동 (일반도급) / 수원 권선 3차 (지체)	2382/1124세대

Earnings Preview

현대건설 (000720)

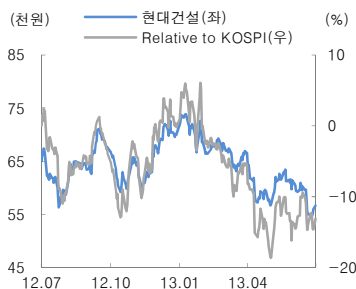
조운호
769,3079
uhno@daishin.com

투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	77,000 하향
현재주가 (13.07.01)	56,600

건설업종

KOSPI	1,855.73
시가총액	6,303십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	557십억원
52주 최고/최저	73,800원 / 54,500원
120일 평균거래대금	296억원
외국인지분율	25.02%
주요주주	현대자동차 외 6인 34.92% 국민연금공단 9.90%

주가수익률(%)	1W	3W	6W	12W
절대수익률	-7.8	-14.9	-19.1	-12.9
상대수익률	-0.6	-8.5	-13.0	-13.0



실적이 발표될 때마다 매력도 상승!

투자 의견 매수, 목표주가 77,000원

- 투자 의견 매수 유지
- 분기 실적이 발표될 때마다 Forward 기준 Valuation 매력이 부각될 것으로 예상
- 목표주가 77,000원으로 기존 목표주가(85,000원)대비 9.4% 하향 조정
- 목표주가 77,000원은 지난 3개년 평균 Avg. PBR 1.7배를 적용 (연결기준 2013년 ROE 13%를 고려한 목표 PBR 1.3배에 수익성 개선에 따른 이익 증가의 프리미엄 30%를 부여한 PBR 1.7배)
- 건설업종 최선호종목 유지

2분기 실적은 시장기대치 소폭 상회할 전망

- 연결기준 현대건설 매출액은 3,390십억원(yoy +6.5%), 영업이익 215십억원(yoy +36.6%), 세전이익 217십억원(yoy +32.6%)로 예상
- 영업이익 yoy 증가율이 높은 것은 기저효과
: 2012년 2분기 실적에 1) 쿠웨이트 KOC 파이프라인 공사 총당금, 2) 4대강 과징금, 3) 건축부문 총당금 등이 반영
- 공사원가율은 1분기대비 소폭 상승 예상
- 일회성 이익과 비용은 미드코 배당금 수익과 은평상업지구 타절에 따른 지분 손실
: 이익과 비용의 규모가 비슷하기 때문에 실적에는 큰 영향 없을 전망

상반기 현대건설(연결기준) 해외 신규수주는 56~67억불로 예상됨

- 상반기 현대건설(별도기준) 해외 신규수주 목표달성률은 41.2% 수준
- 상반기 수주 실적은 양호하나, 대형 프로젝트의 발주 지연으로 하반기 목표치 달성 여부는 불확실

하반기 해외원가율 개선되면서 영업이익 증가 예상

- 해외 저수익공사의 준공시점이 다가오면서 해외원가율 개선 예상
- 3분기, 4분기 영업이익은 yoy +3.7%, +35.2%로 전망
- 영업이익이 대폭 증가하면서 주택부문 미착공PF에 대한 평가손을 인식할 가능성이 높음

(단위: 십억원, %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	3,181	2,861	3,390	6.5	18.5	3,335	1.6
영업이익	157	179	215	36.6	20.4	206	4.1
순이익	105	137	148	41.0	8.0	143	3.5

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	11,920	13,325	13,855	11.8	4.0	14,084	-1.7
영업이익	736	760	941	3.4	23.8	871	7.5
순이익	635	510	625	-19.8	22.5	609	2.6

자료: 현대건설, WISEn, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

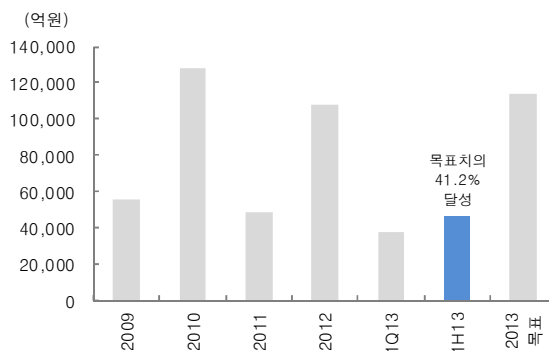
	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	13,855	15,423	13,855	15,423	0.0	0.0
판매비와 관리비	461	503	468	514	1.5	2.2
영업이익	923	1,147	941	1,168	2.0	1.8
영업이익률	6.7	7.4	6.8	7.6	0.1	0.2
영업외손익	15	13	-41	13	-373.3	0.0
세전순이익	949	1,160	900	1,181	-5.2	1.8
지배지분순이익	615	760	625	774	1.6	1.8
순이익률	5.2	5.7	4.5	5.0	-0.7	-0.7
EPS(지배지분순이익)	5,519	6,821	5,611	6,949	1.7	1.9

자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

2분기 실적은 시장기대치를 소폭 상회할 것으로 예상

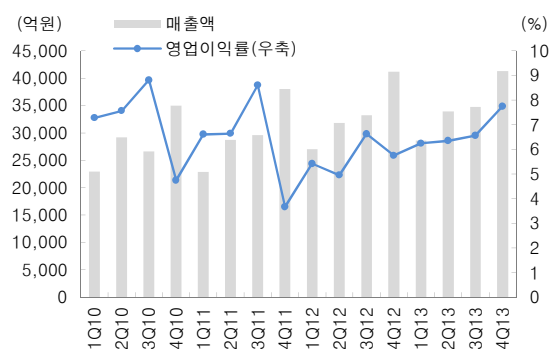
- 현대건설의 연결기준 2분기 실적은 매출액 3,390십억원(yoy +6.5%), 영업이익 215십억원(yoy +36.6%), 세전이익 217십억원(yoy +32.6%)로 예상
- 현대건설의 별도기준 2분기 실적은 매출액 2,670십억원(yoy +8.2%), 영업이익 123십억원(yoy +63.1%), 세전이익 126십억원(yoy +11.4%)로 예상
- 상반기 해외 신규수주는 현대건설 47억불, 현대엔지니어링 10억불로 추정되며, 계약시점에 따라 최대 52억불(UAE Mirfa 발전 LOA 접수할 경우), 15억불로 증가 가능
- 상반기 국내 신규수주는 1.4조원
- 2분기 현대건설(별도기준)의 공사원가율은 91.5%로 추정되며, 1분기(91.1%)대비 소폭 상승할 전망
: 기존 저수익공사(쿠웨이트 KOC 파이프라인)에서 원가가 추가로 반영될 가능성이 높기 때문, 하지만 사우디 마덴 철강 플랜트의 실행원가율이 개선되기 때문에 원가율 상승은 제한적
- 현대엔지니어링의 매출액은 590십억원, 영업이익은 63십억원으로 추정
은평상업지구 공사가 타절되면서 지분(16십억원)에 대한 손실 처리 예상, 반면 미드코 법인의 누적된 배당금을 수익으로 인식하면서 영업외수지는 EVEN 전망됨

그림 1. 현대건설 해외 신규수주 추이



자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

그림 2. 현대건설 매출 및 영업이익률 추이



자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

하반기 실적은 양호, 신규수주는 대형 프로젝트 발주 지연으로 상반기 대비 부진

하반기 영업이익 대폭
증가 기대,
반면 일회성 손실은
하반기에 집중될 전망

- 저수익공사의 준공시점이 다가오면서 해외부문 수익성 개선 예상
- 4분기에 매출 증가 및 원가율 개선으로 영업이익이 대폭 증가할 것으로 예상, 따라서 1) 저수익 공사의 원가 추가 반영, 2) 미착공PF의 직접 인수 및 평가손 인식은 4분기로 예상됨
- 하반기 기대할 수 있는 해외 프로젝트는 1) 태국 수처리사업(10억불+알파), 2) 싱가포르 건축공사, 3) 카타르 항만공사(3억불, Lowest 선정), 4) 인도네시아 석탄화력발전(5억불, 수익계약), 5) 알제리 발전 프로젝트(7~8억불) 등
- 베네수엘라 정유시설 및 이라크 주바이르 GOSP 등 대형 프로젝트의 낙찰자 선정이 지연되면서 114억불 목표치 달성은 불확실 : 90억불 내외의 해외 신규수주 예상

분기 실적이 발표될 때마다 Forward 기준 Valuation 매력이 부각될 전망

하반기 건설업종
최선호 종목 유지

- 현재 현대건설의 PER은 10배, PBR은 1.2배
- 1) 해외부문 수익성의 개선, 2) 현대엔지니어링의 외형 성장 등을 감안할 때 2014~2015년 실적의 가시성이 가장 높은 건설사
- 분기 실적이 발표될 때마다 낮은 Forward PER에 대한 매력이 커질 것으로 예상
- 중동 지역 발주 감소(특히 쿠웨이트 CFP와 같은 대형 프로젝트의 발주 지연)가 현대건설의 신규수주에도 영향을 미치는 것은 사실이지만, 비중동 위주의 포트폴리오에는 여전히 현대건설의 최대 강점
- 건설업종의 Valuation 하락으로 목표주가에 대한 기대치는 낮춰야하겠지만, 1) 안정적인 실적 개선세 시현, 2) 비중동 위주의 해외 신규수주 확대 등으로 업종 내 최선호 종목 유지함

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	11,920	13,325	13,855	15,423	17,532
매출원가	10,752	12,076	12,446	13,741	15,530
매출총이익	1,168	1,249	1,409	1,682	2,002
판매비와관리비	433	488	468	514	539
영업이익	736	760	941	1,168	1,463
영업이익률	6.2	5.7	6.8	7.6	8.3
EBITDA	812	846	1,022	1,250	1,546
영업외손익	115	-23	-41	13	17
관계기업손익	-17	-11	-5	0	0
금융수익	250	172	108	84	84
외환관련이익	91	53	49	49	49
금융비용	-137	-141	-95	-72	-67
외환관련손실	73	69	0	0	0
기타	18	-43	-50	0	0
법인세비용차감전순이익	851	737	900	1,181	1,480
법인세비용	-166	-170	-218	-286	-358
계속사업순이익	685	567	682	895	1,122
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	685	567	682	895	1,122
당기순이익률	5.7	4.3	4.9	5.8	6.4
비배지분순이익	50	57	57	121	137
자배지분순이익	635	510	625	774	985
매도가능금융자산평가	-160	-12	-12	-12	-12
기타포괄이익	-24	-102	-102	-102	-102
포괄순이익	502	453	568	780	1,007
비배지분포괄이익	48	53	83	105	123
자배지분포괄이익	453	399	485	675	885

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	5,705	4,578	5,611	6,949	8,848
PER	12.3	15.3	10.1	8.1	6.4
BPS	37,711	40,811	45,592	51,848	60,080
PBR	1.9	1.7	1.2	1.1	0.9
EBITDAPS	7,292	7,599	9,178	11,226	13,887
EV/EBITDA	9.1	8.8	5.3	4.0	2.9
SPS	106,951	119,554	124,312	138,381	157,305
PSR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
OPPS	10,226	9,031	10,127	12,612	15,310
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	48	11.8	4.0	11.3	13.7
영업이익 증가율	-6.7	3.4	23.8	24.1	25.3
순이익 증가율	25.2	-17.2	20.3	31.2	25.4
수익성					
ROIC	-111.2	-124.6	-153.0	-150.2	-136.5
ROA	6.4	6.2	7.3	8.5	9.6
ROE	15.8	11.7	13.0	14.3	15.8
안정성					
부채비율	172.1	168.0	145.6	137.2	129.0
순차입금비율	-13.8	-11.3	-20.4	-25.3	-29.4
이자보상배율	17.2	12.5	0.0	0.0	0.0

자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	8,711	9,611	10,014	11,327	13,022
현금및현금성자산	1,862	1,855	1,964	2,409	2,936
매출채권 및 기타채권	4,423	5,128	5,332	5,936	6,747
재고자산	1,283	1,128	1,173	1,306	1,485
기타유동자산	1,144	1,499	1,544	1,676	1,854
비유동자산	3,161	3,136	3,037	3,005	3,012
유형자산	1,120	1,144	1,154	1,163	1,171
관계기업투자금	85	99	125	156	188
기타비유동자산	1,956	1,893	1,758	1,686	1,653
자산총계	11,872	12,747	13,051	14,332	16,034
유동부채	5,773	6,150	5,867	6,330	6,954
매출채권 및 기타채권	3,588	3,774	3,862	4,122	4,470
차입금	170	186	186	186	186
유동성채무	177	439	0	0	0
기타유동부채	1,838	1,750	1,819	2,023	2,297
비유동부채	1,736	1,841	1,871	1,960	2,079
차입금	1,079	1,071	1,071	1,071	1,071
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	657	770	800	889	1,008
부채총계	7,508	7,991	7,738	8,290	9,032
자배지분	4,203	4,549	5,081	5,779	6,696
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	828	830	830	830	830
이익잉여금	2,675	3,079	3,648	4,366	5,296
기타자본변동	143	82	46	25	13
비배지분	160	207	232	263	305
자본총계	4,363	4,756	5,313	6,042	7,002
순차입금	-600	-535	-1,084	-1,528	-2,066

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-156	28	972	1,263	1,534
당기순이익	685	567	682	895	1,122
비현금항목의 가감	455	440	447	511	584
감가상각비	76	86	81	82	83
외환손익	-10	38	-7	-7	-7
지분법평가손익	17	11	5	0	0
기타	372	305	368	436	509
자산부채의 증감	-1,110	-813	56	137	180
기타현금흐름	-185	-165	-212	-280	-353
투자활동 현금흐름	-69	-208	-46	-71	-87
투자자산	-46	-122	109	84	67
유형자산	-65	-88	-89	-89	-66
기타	42	2	-66	-66	-66
재무활동 현금흐름	345	186	-495	-56	-56
단기차입금	-94	-16	0	0	0
사채	448	299	0	0	0
장기차입금	174	228	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-80	-60	-56	-56	-56
기타	-103	-265	-439	0	0
현금의 증감	121	-7	110	444	527
기초 현금	1,741	1,862	1,855	1,964	2,409
기말 현금	1,862	1,855	1,964	2,409	2,936
NOPLAT	592	585	714	885	1,109
FCF	593	567	697	870	1,095

삼성물산 (000830)

조윤호

769,3079

yhno@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

목표주가

76,000

유지

현재주가

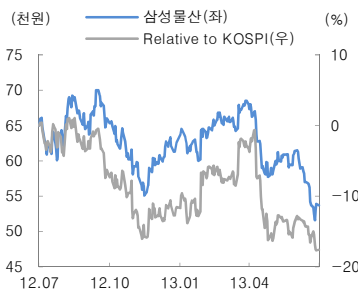
53,700

(13.07.01)

건설업종

KOSPI	1,855.73
시가총액	8,389십억원
시가총액비중	0.78%
자본금(보통주)	781십억원
52주 최고/최저	70,000원 / 51,600원
120일 평균거래대금	364억원
외국인지분율	24.73%
주요주주	삼성SDI 외 7인 14.19%
	국민연금공단 9.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.5	-20.9	-14.2	-17.9
상대수익률	-5.7	-14.9	-7.7	-18.0



건설부문 가치 상승은 현재진행형

투자의견 매수, 목표주가 76,000원

- 투자의견 매수, 목표주가 76,000원 유지

- 목표주가 76,000원은 PBR 1.0배 적용

- 수익성 하락에 대한 우려가 있으나, Product Mix 변화에 따른 자연스러운 과정 이라고 판단

- 호주 로이힐 공사의 수익성은 3분기부터 확인 가능 예상

- 중장기적으로 확고한 자기만의 길을 가진 건설사, 단기 실적에 따라 주가 변동 성은 크겠으나, 중장기적으로 여전히 매력적인 회사

컨센서스 영업이익에 지분매각이익이 포함되어있다는 가정 하에 2분기 실 적은 시장기대치 부합

- 삼성물산의 연결기준 2분기 실적은 매출액 7,273십억원(yoy +12.0%), 영업이익 99십억원(yoy -29.1%), 세전이익 129십억원(yoy -54.1%)으로 예상

- 건설부문 원가율은 1분기대비 개선될 전망이다, 2012년 수준과 비교하면 높은 수준

- 온타리오 태양광사업 지분 매각 차익이 영업이익에 반영될 경우 2분기 영업이익은 140십억원

당연한 수주 목표치 달성, 얼마나 상회할 수 있을 지에 관심

- 상반기 해외 신규수주는 9.2조원으로 추정되며, 목표달성률은 79.3%

- 목표치 달성은 이미 가시권에 들어섰으며, 얼마나 상회할 지가 관심

- 하반기 신규수주 공사의 수익성은 양호할 것으로 예상 (목표치 달성에 여유로워 지면서 선별적 접근 가능)

(단위: 십억원, %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	6,496	6,702	7,273	12.0	8.5	7,270	0.0
영업이익	139	68	99	-29.1	46.5	142	-43.3
순이익	263	57	92	-64.9	62.4	105	-13.7

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	21,546	25,326	29,336	17.5	15.8	29,108	0.8
영업이익	351	490	441	39.7	-10.0	575	-30.1
순이익	402	451	364	12.1	-19.1	428	-17.6

자료: 삼성물산, WISEn, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	21,546	25,326	29,336	31,038	33,282
영업이익	351	490	441	527	577
세전순이익	610	556	497	609	659
총당기순이익	409	465	376	461	499
지배지분순이익	402	451	364	447	483
EPS	2,559	2,870	2,318	2,845	3,079
PER	26.6	21.8	23.3	18.9	17.5
BPS	58,340	72,035	73,829	76,134	78,667
PBR	1.2	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE	4.5	4.3	3.1	3.7	3.9

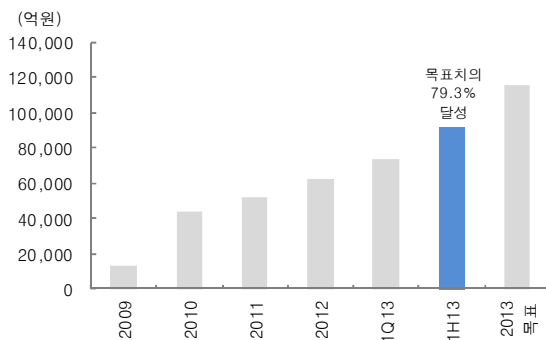
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 삼성물산, 대신증권 리서치센터

컨센서스 영업이익에 태양광사업 지분 매각이익이 포함되어 있다면 시장기대치 부합

1분기대비 공사원가
율은 소폭 개선 예상

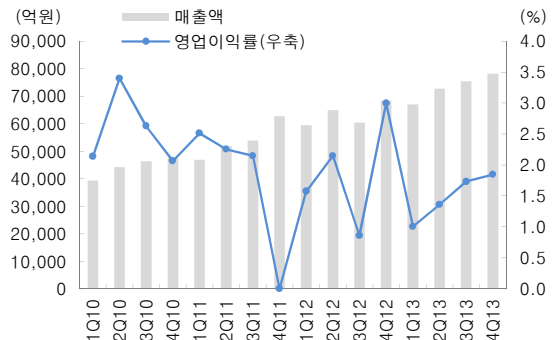
- 삼성물산의 연결기준 2분기 실적은 매출액 7,273십억원(yoy +12.0%), 영업이익 99십억원(yoy -29.1%), 세전이익 129십억원(yoy -54.1%)으로 예상
- 전년동기대비 영업이익과 세전이익이 감소하는 것은 1) 건설과 상사부문 공사원가율이 상승하고, 2) 2012년 2분기 일본 삼성 매각차익 발생에 따른 역기저효과 발생 때문
- 2분기까지 호주 로이힐 공사의 매출 인식은 미미한 수준, 하반기 약 800십억원 규모의 매출 예상
- 건설부문 원가율은 국내 그룹공사 매출 확대로 1분기대비 개선 예상
- 하지만 11~13% 수준이었던 2012년과 비교해 보면 수익성 하락 불가피 (해외 발전공사 매출 확대의 영향)
- 상사부문은 상품 상황이 여전히 좋지 않기 때문에 매출 확대 및 수익성 개선을 기대하기 어려울 것으로 전망
- 온타리오 태양광사업 지분 매각으로 인한 차익은 40십억원 발생 (영업이익에 반영될 경우 2분기 영업이익은 140십억원, 세전이익에는 변동 없음, 대신증권 리서치센터는 영업외수익에 반영)
- 일회성 비용에 영주 다목적댐 설계 담합 과징금 7십억원 반영
- 상반기 누적 신규수주 11.4조원 중 해외 신규수주 9.2조원, 그룹공사 신규수주 0.6조원으로 예상
- 해외 신규수주 목표치(11.6조원)대비 달성률은 79.3%

그림 1. 삼성물산 해외 신규수주 추이



자료: 삼성물산, 대신증권 리서치센터

그림 2. 삼성물산 매출 및 영업이익률 추이



자료: 삼성물산, 대신증권 리서치센터

수익성 개선은 제한적이나, 매출 증가의 효과로 실적 개선 기대

외형 성장으로
수익성 하락 상쇄

- 해외 수주잔고 증가로 외형 성장이 필연적인 상황에서 호주 로이힐 공사가 본격적으로 기성 인식되면서 하반기 건설부문 매출액 yoy 36.5% 예상
- 수익성 개선 폭은 크지 않을 전망, 외형 성장을 이끄는 해외 발전플랜트와 호주 로이힐 공사의 GPM이 8~9% 수준으로 추정되기 때문
- 수익성은 전년대비 하락하겠지만, 매출액이 급증하면서 하반기 영업이익은 7% 증가 예상
- 하반기 기대할 수 있는 프로젝트는 1) 영국 Mersey 교량(2.6억불), 2) 사우디 리야드 메트로(EPC 규모 미확정), 3) 터키 키르칼레 발전(6억불)
- 사우디 라빅2 발전플랜트는 발주처의 발전 연료 변경으로 인해 불확실성이 높아졌으며, EPC 규모도 축소
- 해외수주 목표 초과 달성은 확실시 → 하반기에는 수익성 위주로 선별적 접근 예상

Product Mix 변화에 따른 수익성 하락은 거쳐야하는 과정

연간 영업이익 기대치가
낮아지면서 단기
투자매력 감소

하지만 중장기적으로
여전히 매력적인 회사

- 현재 삼성물산의 PER은 23.3배, PBR 0.7배
- 2분기 삼성물산 주가 약세 배경에는 삼성전자의 주가 하락도 있는 것으로 판단
- 특히 주가 약세 국면에서 삼성전자와 삼성물산의 주가가 연동
- 건설부문 가치가 부각되어야 삼성물산 주가 상승 전망
- 해외 선진국 시장에서의 수익성 우려가 부각되면서 로이힐 공사에 대한 부정적 시각 발생
- 2분기부터 로이힐 공사의 매출화가 시작되었기 때문에 수익성에 대한 확인이 가능해질 것으로 전망
- 투자포인트는 삼성물산만의 중장기 성장 스케줄을 가지고 있다는 점
 - 1) 사업성 조사, 설계, EPC 수행, 운영을 아우르는 초대형 패키지 사업
 - 2) IPP사업 등의 지분 투자 사업
 - ✓ 중장기적으로 여전히 가장 매력적인 건설사 중 하나로 판단됨
 - ✓ Product Mix 변화로 인한 수익성의 하락은 거쳐가야하는 과정에 불과하다고 판단

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	21,546	25,326	29,336	31,038	33,282
매출원가	19,843	23,317	27,298	28,821	30,901
매출총이익	1,702	2,009	2,037	2,218	2,382
판매비와관리비	1,351	1,518	1,596	1,690	1,805
영업이익	351	490	441	527	577
영업이익률	1.6	1.9	1.5	1.7	1.7
EBITDA	473	651	558	635	684
영업외손익	259	65	55	82	82
관계기업손익	118	30	40	40	40
금융수익	95	129	73	49	49
외환관련이익	405	397	277	277	277
금융비용	-200	-236	-178	-128	-128
외환관련손실	53	77	37	0	0
기타	246	142	120	120	120
법인세비용차감전순이익	610	556	497	609	659
법인세비용	-201	-90	-120	-147	-159
계속사업순이익	409	465	376	461	499
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	409	465	376	461	499
당기순이익률	1.9	1.8	1.3	1.5	1.5
비자배지분순이익	7	15	12	15	16
자배지분순이익	402	451	364	447	483
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	497	1,792	1,792	1,792	1,792
포괄순이익	906	2,257	2,168	2,253	2,291
비자배지분포괄이익	11	-1	69	72	73
자배지분포괄이익	895	2,258	2,099	2,182	2,218

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,559	2,870	2,318	2,845	3,079
PER	26.6	21.8	23.2	18.9	17.4
BPS	58,340	72,035	73,829	76,134	78,667
PBR	1.2	0.9	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	3,028	4,168	3,572	4,065	4,378
EV/EBITDA	29.0	20.2	19.6	17.1	15.7
SPS	133,934	157,435	182,360	192,944	206,895
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	3,755	4,509	5,011	5,570	5,875
DFS	500	500	500	500	500

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	21.3	17.5	15.8	5.8	7.2
영업이익 증가율	-22.8	39.7	-10.0	19.4	9.5
순이익 증가율	-17.7	13.8	-19.1	22.6	8.2
수익성					
ROIC	8.5	13.1	10.7	13.4	15.1
ROA	1.8	2.1	1.7	2.0	2.1
ROE	4.5	4.3	3.1	3.7	3.9
안정성					
부채비율	120.6	122.1	119.0	118.8	119.2
순차입금비율	30.5	27.1	19.7	18.3	16.8
이자보상배율	2.4	3.3	3.5	4.1	4.5

자료: 삼성물산, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	8,146	9,701	10,538	11,085	11,783
현금및현금성자산	1,002	1,378	1,242	1,317	1,397
매출채권 및 기타채권	4,830	5,299	6,020	6,369	6,830
재고자산	727	1,420	1,645	1,740	1,866
기타유동자산	1,587	1,604	1,631	1,660	1,691
비유동자산	12,776	16,263	15,696	15,948	16,202
유형자산	1,009	1,250	1,206	1,171	1,137
관계기업투자금	1,164	1,057	1,094	1,132	1,169
기타비유동자산	10,602	13,956	13,396	13,646	13,896
자산총계	20,922	25,964	26,233	27,034	27,985
유동부채	7,448	8,727	8,934	9,272	9,722
매출채권 및 기타채권	2,959	3,528	3,871	4,017	4,210
차입금	1,991	1,614	1,614	1,614	1,614
유동성채무	208	596	0	0	0
기타유동부채	2,290	2,989	3,449	3,641	3,898
비유동부채	3,989	5,548	5,319	5,407	5,498
차입금	2,032	2,695	2,381	2,381	2,381
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,957	2,853	2,938	3,026	3,117
부채총계	11,437	14,275	14,253	14,679	15,220
자배지분	9,385	11,588	11,877	12,247	12,655
자본금	804	804	804	804	804
자본잉여금	1,022	1,057	1,057	1,057	1,057
이익잉여금	2,102	2,468	2,756	3,127	3,534
기타자본변동	5,456	7,260	7,260	7,260	7,260
비자배지분	100	101	104	107	111
자본총계	9,485	11,689	11,980	12,354	12,765
순차입금	2,894	3,167	2,365	2,262	2,151

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-312	633	435	611	597
당기순이익	409	465	376	461	499
비현금항목의 가감	195	260	430	435	446
감가상각비	122	161	117	108	107
외환손익	40	0	19	5	5
지분법평가손익	-118	-30	-40	-40	-40
기타	150	130	334	361	374
자산부채의 증감	-776	-267	-428	-315	-365
기타현금흐름	-141	174	57	30	18
투자활동 현금흐름	-763	-574	-522	-494	-496
투자자산	-682	-71	-317	-287	-287
유형자산	-127	-353	-73	-127	-127
기타	46	-150	-132	-134	-136
재무활동 현금흐름	1,232	342	-990	-80	-80
단기차입금	1,083	-265	0	0	0
사채	697	797	0	0	0
장기차입금	203	91	-314	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-77	-79	-76	-76	-76
기타	-675	-201	-600	-4	-4
현금의 증감	144	376	-136	74	80
기초 현금	858	1,002	1,378	1,242	1,317
기말 현금	1,002	1,378	1,242	1,317	1,397
NOPLAT	235	411	335	400	437
FCF	168	60	351	407	444

대우건설 (047040)

조운호

769,3079

uhno@dashin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 하향

목표주가

9,200

유지

현재주가

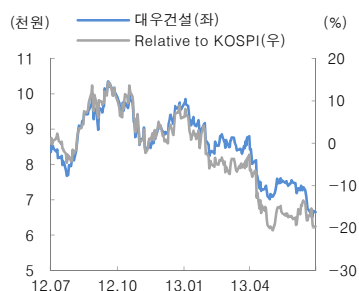
7,050

(13.07.01)

건설업종

KOSPI	1,855.73
시가총액	2,930십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	2,078십억원
52주 최고/최저	10,750원 / 6,900원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	6.07%
주요주주	케이디비밸류제육호유한회사 외 4인 51.54%
	에스이비티투자유한회사 12.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.6	-23.4	-29.1	-19.5
상대수익률	-3.6	-17.6	-23.8	-19.6



시장대비 프리미엄 받아야할 근거 희박

투자 의견 시장수익률, 목표주가 9,200원

- 투자 의견 시장수익률로 하향 조정, 목표주가는 9,200원 유지
- 시장대비 프리미엄을 주어야할 근거가 희박해짐에 따라 투자 의견 하향 조정
- 목표주가 9,200원은 2013년 BPS에 PBR 1.0배 적용

2분기 실적은 시장기대치를 상회할 전망

- 별도기준 대우건설의 2분기 실적은 매출액 2,298십억원(yoy +4.9%), 영업이익 112십억원(yoy +12.8%), 세전이익 67십억원(yoy -31.8%)으로 예상
- 1분기와 비교했을 때 공사원가율은 큰 변화가 없을 것으로 예상됨
- 2010~2011년 주택 분양 증가와 해외 수주잔고의 영향으로 외형 성장세 지속 전망
- 김포 풍무지구(예정 분양가 및 예상 계약률을 기준으로 약 80십억원의 손실 총당금 전망)가 6월에 분양됨에 따라 원가 및 영업외비용에 손실 총당금이 반영, 대신 리서치센터는 영업외비용에 전액 반영

상반기 대우건설의 해외 신규수주는 15억달러로 부진

- 상반기 대우건설 해외 신규수주는 목표치대비 20% 수준
- 주력 시장인 나이지리아, 알제리 등 북아프리카 지역의 특성 상 발주시점을 예측하기 어려우며, 하반기 목표치 달성은 불확실

해외수주 성장세 둔화와 세전이익의 불확실성

- 대우건설 주가의 리스크 요인은 1) 해외수주 성장세 둔화와 2) 세전이익의 불확실성
- 하반기 기대하고 있는 프로젝트의 개수 및 규모가 목표치대비 불충분
- 미착공PF의 착공전환, 2010~2011년 분양한 오피스텔 준공에 따른 입주 리스크로 인해 영업외비용 증가 가능성 있음

(단위: 십억원, %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	2,190	2,031	2,298	4.9	13.1	2,298	0.0
영업이익	100	109	112	12.8	2.8	82	27.1
순이익	76	29	51	-33.7	74.9	48	5.3

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	7,032	8,180	9,193	16.3	12.4	9,235	-0.5
영업이익	311	365	480	17.4	31.3	446	7.1
순이익	227	159	288	-29.7	80.8	295	-2.4

자료: 대우건설, WSEF, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	9,193	10,293	9,193	10,293	0.0	0.0
판매비와 관리비	431	431	385	413	-10.7	-4.2
영업이익	434	577	480	595	10.6	3.1
영업이익률	4.7	5.6	5.2	5.8	0.5	0.2
영업외손익	-100	-82	-100	-82	0.0	0.0
세전순이익	379	510	380	514	0.3	0.8
지배지분순이익	287	386	288	389	0.3	0.8
순이익률	3.1	3.8	3.1	3.8	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	691	930	693	937	0.3	0.8

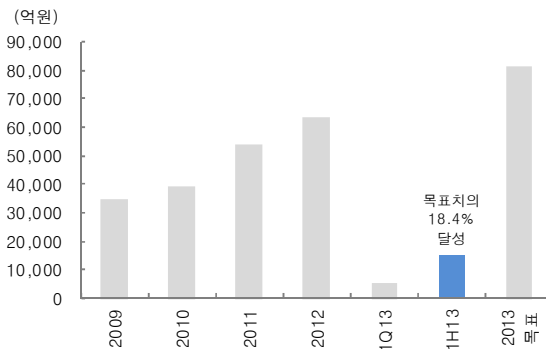
자료: 대우건설, 대신증권 리서치센터

낮아진 기대치를 상회하는 2분기 실적 예상

영업부문에서는
변동성이 크지 않은
2분기 실적 예상

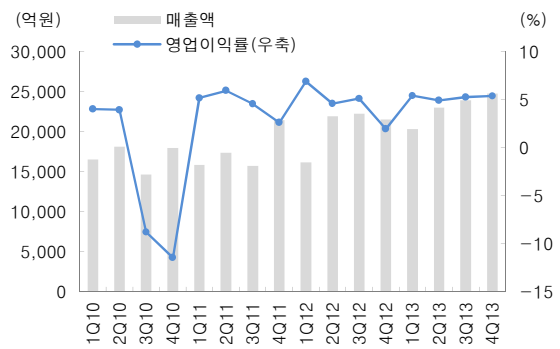
- 대우건설의 별도기준 2분기 실적은 매출액 2,298십억원(yoy +4.9%), 영업이익 112십억원(yoy +12.8%), 세전이익 67십억원(yoy -31.8%)으로 예상
- 2011~2012년 주택 분양 증가와 해외 수주잔고로 인해 매출액 증가세 유지
- 공사원가율은 1분기와 비교할 때 큰 변동이 없을 것으로 예상
원가율의 변동 요인은 6월말 분양 예정인 김포 풍무지구 프로젝트에서 착공 이전에 추가 원가를 반영할 경우임. 이 경우 예상 영업이익은 하락하지만 세전이익은 유지(원가와 영업외비용에 나누어 반영되기 때문, 대신증권 리서치는 영업외비용에 전액 반영)
- 해외 프로젝트에서는 손실 발생 가능성이 낮음
- 영업외수지는 -26십억원으로 예상되는데, 영업외수익에는 본사 매각 차익 103십억원, 영업외비용에는 1) 레이포드CC 손실충당금 20십억원, 2) 김포 풍무지구 PF 평가손 80십억원, 3) 광고힐 타절에 따른 투자지분 손실액 29십억원이 반영되기 때문
- 양호한 영업실적에도 불구하고 일회성 비용(특히 광고힐 타절의 영향)으로 인해 세전이익은 전년동기대비 역성장 예상됨
- 상반기 해외 신규수주는 15억불, 국내 신규수주는 3.3조원으로 예상됨, 2분기 해외 신규수주는 1) 아카스 유전개발 (7억불), 2) 싱가포르 파시르리스 콘도 (2.25억불)

그림 1. 대우건설 해외 신규수주 추이



자료: 대우건설, 대신증권 리서치센터

그림 2. 대우건설 매출 및 영업이익률 추이



자료: 대우건설, 대신증권 리서치센터

하반기 매출 증가에 따른 이익 성장 예상, 부진한 해외수주가 관건

하반기 영업이익
대폭 증가 기대, 반면
일회성 손실은 하반기
기에 집중될 전망

- 3~4분기 영업이익은 전년동기대비 10.9%, 218.2% 증가할 것으로 예상
- 공사원가율은 90~91%대에서 안정화될 것으로 전망되는 가운데, 2012년 대규모 대손충당금(76십억원)의 영향으로 4분기 영업이익증가율이 매우 높을 것으로 전망
- 2011~2012년 성공적인 주택 분양의 영향으로 판매관리비 내의 대손충당금 규모 축소 전망
- 영업외수지도 하반기에는 (+)가 예상되는데 GK해상도로, 경수산업도로 등 SOC 지분 매각이 기대되기 때문, 반면 영업외비용은 미착공PF의 착공 전환에 따른 손실 규모를 40십억원 정도로 추정하고 있음
- 하반기 관심사항은 대우건설의 해외수주 플로우, 상반기 해외 신규수주는 15억불로 목표치(75억불)대비 20% 달성률 기록
- 하반기 기대할 수 있는 해외 프로젝트는 1) 나이지리아 아싸노스 GOSP(10억불), 2) 알제리 발전 프로젝트(3개 입찰 예정, 각 5억불), 3) 알제리 Sonatrach Upstream 프로젝트(7억불) 등으로 북아프리카 지역에 집중
- 비중동 지역의 특성 상 발주시기를 예측하기 힘들다는 점에서 2013년 목표치 달성은 불확실한 것으로 판단

시장대비 프리미엄을 받아야할 근거가 희박해짐

주가 상승의 트리거
부족

- 현재 대우건설의 PER은 10.2배, PBR은 0.8배
- 시장대비 건설업종에 대해서 프리미엄을 주기 어려운 상황에서 대우건설 또한 프리미엄을 주어야할 근거가 희박해지고 있음
 - 1) 턴어라운드 스토리는 이미 2011~2012년에 종료
 - 2) 대주주인 산업은행과의 협업을 통한 IPP사업에서의 시너지 발생은 가시화되지 않고 있음
 - 3) 영업적으로는 수익성이 유지되는 가운데 외형이 성장하면서 이익 증가를 기대할 수 있으나, 대손충당금에 대한 부담이 있음 (미착공PF의 착공 전환, 2011~2012년 분양한 오피스텔의 입주시점 도래)
- PBR 1.0배(9,200원)이 현실적인 목표주가라고 판단됨
- 주력 시장인 나이지리아, 알제리에서의 수주 기대감은 유효하지만, 2012년 수준의 해외 신규수주 달성은 불확실함. 2012년에 수주로 인식한 모로코 사피 발전의 계약이 지연되는 점도 리스크 요인

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	7,032	8,180	9,193	10,293	11,758
매출원가	6,363	7,375	8,329	9,284	10,551
매출총이익	669	806	865	1,009	1,208
판매비와관리비	358	440	385	413	451
영업이익	311	365	480	595	757
영업이익률	4.4	4.5	5.2	5.8	6.4
EBITDA	353	404	516	632	793
영업외손익	-51	-150	-100	-82	-48
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	63	42	34	34	34
외환관련이익	54	65	34	34	34
금융비용	-177	-119	-116	-116	-83
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	63	-73	-18	0	0
법인세비용차감전순이익	260	216	380	514	708
법인세비용	-33	-56	-92	-124	-171
계속사업순이익	227	159	288	389	537
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	227	159	288	389	537
당기순이익률	3.2	1.9	3.1	3.8	4.6
비배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	227	159	288	389	537
매도가능금융자산평가	-80	21	0	0	0
기타포괄이익	-42	-145	0	0	0
포괄순이익	105	35	288	389	537
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	105	35	0	0	0

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	546	384	693	937	1,292
PER	19.2	25.9	10.2	7.5	5.5
BPS	8,085	8,170	9,189	9,393	10,923
PBR	1.3	1.2	0.8	0.8	0.6
EBITDAPS	850	973	1,242	1,521	1,909
EV/EBITDA	14.8	15.2	8.3	6.5	4.4
SPS	16,919	19,682	22,120	24,766	28,291
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
OPPS	1,041	1,274	1,865	2,186	2,574
DPS	0	0	300	350	400

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	4.7	16.3	12.4	12.0	14.2
영업이익 증가율	흑전	17.4	31.3	24.1	27.1
순이익 증가율	흑전	-29.7	80.8	35.1	37.9
수익성					
ROIC	8.1	8.2	9.9	12.4	15.6
ROA	3.4	4.0	5.0	6.0	7.4
ROE	6.9	4.7	8.0	10.1	12.7
안정성					
부채비율	167.4	175.6	157.6	159.7	128.8
순차입금비율	26.1	59.8	35.6	31.0	12.1
이자보상배율	1.8	3.1	4.1	5.1	9.2

자료: 대우건설, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	5,813	6,316	6,922	7,327	7,669
현금및현금성자산	645	324	856	1,005	996
매출채권 및 기타채권	3,240	3,517	3,746	3,892	4,097
재고자산	713	1,076	919	1,029	1,176
기타유동자산	1,215	1,400	1,400	1,400	1,400
비유동자산	3,172	3,041	2,917	2,811	2,721
유형자산	180	175	177	178	179
관계기업투자금	472	458	445	432	420
기타비유동자산	2,519	2,408	2,294	2,200	2,122
자산총계	8,985	9,358	9,838	10,138	10,390
유동부채	3,577	3,996	4,053	4,268	4,184
매출채권 및 기타채권	1,580	1,502	1,560	1,622	1,705
차입금	0	570	570	570	200
유동성채무	673	440	300	300	300
기타유동부채	1,325	1,484	1,624	1,776	1,978
비유동부채	2,047	1,966	1,966	1,966	1,666
차입금	741	1,161	1,161	1,161	861
전환증권	269	0	0	0	0
기타비유동부채	1,037	804	804	804	804
부채총계	5,624	5,962	6,019	6,234	5,850
자배지분	3,360	3,396	3,819	3,904	4,540
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	548	548	548	548	548
이익잉여금	790	926	1,215	1,481	1,874
기타자본변동	-56	-157	-22	-203	40
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,360	3,396	3,819	3,904	4,540
순차입금	876	2,032	1,358	1,210	548

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-62	-1,210	2	-75	-68
당기순이익	227	159	288	389	537
비현금항목의 가감	206	370	487	519	533
감가상각비	42	39	37	37	37
외환손익	6	-10	4	4	4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	157	341	446	478	492
자산부채의 증감	-439	-1,657	-831	-1,010	-1,084
기타현금흐름	-55	-82	58	26	-55
투자활동 현금흐름	947	115	258	241	227
투자자산	0	-28	114	97	83
유형자산	-82	-35	-34	-34	-81
기타	1,029	178	178	178	178
재무활동 현금흐름	-701	774	634	651	-40
단기차입금	0	0	0	0	-370
사채	0	0	0	0	-300
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-123	-144
기타	-701	774	634	774	774
현금의 증감	185	-322	533	149	-9
기초 현금	460	645	324	856	1,005
기말 현금	645	324	856	1,005	996
NOPLAT	271	270	364	451	573
FCF	221	261	365	453	575

GS건설 (006360)

조운호

769,3079

uhmo@dashin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

목표주가

29,000

하향

현재주가

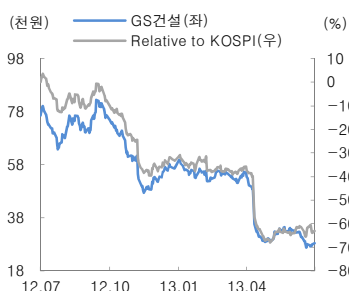
(13,07.01)

28,400

건설업종

KOSPI	1,855.73
시가총액	1,448십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	255십억원
52주 최고/최저	82,500원 / 26,750원
120일 평균거래대금	287억원
외국인지분율	22.60%
주요주주	허창수 외 15인 30.40%
	Templeton Asset Management Ltd
	외 2인 7.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.5	-48.5	-50.4	-62.8
상대수익률	-8.9	-44.6	-46.7	-62.8



급할 필요 없다

투자의견 시장수익률, 목표주가 29,000원

- 투자의견 시장수익률 유지, 목표주가는 29,000원으로 23.6% 하향 조정
- 하반기 수익성은 개선 추세로 진입하겠으나, 정상적인 OPM으로 회귀하려면 시간 필요
- 2014년 예상 실적 기준으로 KOSPI대비 PER은 매력적인 수준이나, ROE(6.4%)를 고려하면 상승여력은 높지 않다고 판단
- 목표주가 29,000원은 2013년 예상 BPS에 영업이익 흑자전환이 예상되는 2013년 4분기 이후 1년의 Forward ROE(4.8%)를 감안한 목표 PBR 0.5배 적용

2분기 실적은 시장기대치를 하회할 것으로 예상되나, 컨센서스가 다소 높은 것으로 판단

- 연결기준 GS건설의 2분기 실적은 매출액 2,645십억원(yoy +12.3%), 영업이익 -168십억원(적자전환), 세전이익 -260십억원(적자전환)으로 예상
- 2분기 공사원가율은 100.2%로 추정, 해외원가율은 110%를 상회할 것으로 예상
- 시장기대치를 하회하지만, 컨센서스가 높은 것으로 판단되며, 주가에 미치는 영향도 크지 않을 것으로 판단됨

상반기 해외 신규수주 목표달성률은 35.2%

- 상반기 누적 해외 신규수주는 22조원으로 비교적 높은 해외 신규수주 달성률 기록
- GS건설의 2013년 해외 신규수주 목표는 6.3조원으로 카자흐스탄 에탄크래커, PE 플랜트 수주 여부에 따라 목표치 달성 여부가 좌우, GS건설의 수주 가능성이 높은 것으로 전망되지만, 발주처가 LG화학 단독이 아니라는 점에서 변수는 있음
- 실적이 악화되어있는 상황에서 수주 목표를 달성하는 것은 긍정적으로 볼 수 있음, 일정 수준 이상의 수익성이 확보된 프로젝트를 수주했을 것이라고 판단되기 때문

(단위: 십억원, %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	2,355	1,709	2,645	12.3	54.8	2,360	10.8
영업이익	71	-544	-168	적전	적지	-134	19.9
순이익	72	-415	-198	적전	적지	-153	22.8

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	9,052	9,290	9,924	2.6	6.8	9,677	2.5
영업이익	431	160	-771	-62.8	적전	-721	6.4
순이익	424	102	-697	-75.9	적전	-569	18.3

자료: GS건설, WISEN, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	9,924	10,448	9,924	10,448	0.0	0.0
판매비와 관리비	577	559	576	559	-0.2	0.0
영업이익	-772	327	-771	327	-0.1	0.0
영업이익률	-7.8	3.1	-7.8	3.1	0.0	0.0
영업외손익	-158	-71	-158	-71	0.0	0.0
세전순이익	-925	256	-929	256	0.4	0.0
지배지분순이익	-694	192	-697	192	0.4	0.0
순이익률	-7.1	1.9	-7.0	1.8	0.1	-0.1
EPS(지배지분순이익)	-13,605	3,775	-13,666	3,772	0.4	-0.1

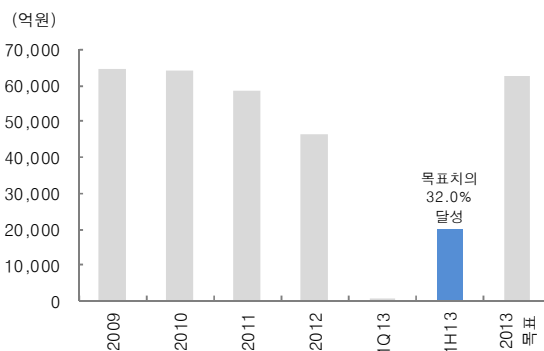
자료: GS건설, 대신증권 리서치센터

2분기 영업이익 적자 지속

GS건설에 실적에
대해서는 기대감도
실망감도 가질 필요
없다고 판단

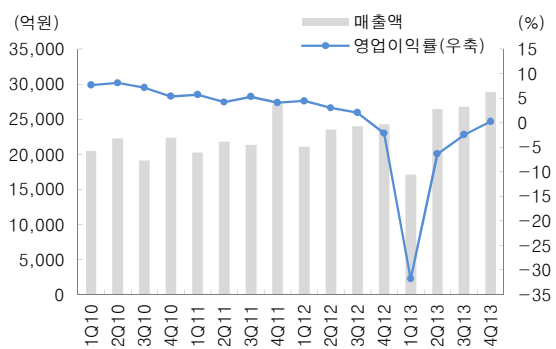
- GS건설의 연결기준 2분기 실적은 매출액 2,645십억원(yoy +12.3%), 영업이익 -168십억원(적자전환), 세전이익 -260십억원(적자전환)으로 예상
- 2분기 공사원가율은 100%를 소폭 상회할 것으로 추정
해외원가율은 110%대로 추정됨
- 시장기대치를 하회하는 실적이지만, 컨센서스가 다소 높은 것으로 보임
- 영업외비용에서 주택 관련 대손충당금은 연간 100십억원으로 추정되는데, 반영 시점은 미지수임, 2013년 어느 분기에 반영되든 큰 의미는 없겠으나, 흑자 전환이 예상되는 4분기보다는 그 이전에 반영될 가능성이 높다고 판단됨
- 상반기 누적 신규수주는 3.5조원으로 이 중 해외 신규수주는 20억불로 추정
- 2분기 신규수주 프로젝트는 1) 터키 스타 정유공장(1,160십억원), 2) 카타르 도하 메트로(580십억원), 3) 싱가포르 마리나 사우스 복합개발(529십억원)
- 해외 신규수주 목표치(6.3조원)대비 상반기 달성률은 32.0%

그림 1. GS 건설 해외 신규수주 추이



자료: GS건설, 대신증권 리서치센터

그림 2. GS 건설 매출 및 영업이익률 추이



자료: GS건설, 대신증권 리서치센터

현 시점에서 하반기 실적 개선 기대감은 시기상조

하반기 기대해볼 수 있는 것은 실적이 아닌 수주

- 대신증권 리서치센터는 GS건설의 3~4분기 영업이익을 각각 -66십억원(적자전환), 7십억원(흑자전환)으로 예상
- 상반기 100%가 넘었던 공사원가율과 비교하면 하반기 원가율은 94~97%대로 진입 전망
- 1분기 문제가 되었던 저수익공사의 준공일이 2013년 4분기에서 2014년 1분기에 집중되어있는 점을 고려할 때 정상적인 원가율로 회귀하는 시점은 2014년 2분기 이후로 전망됨 (준공 지연을 감안하면 2014년 하반기)
- 비정상적인 상반기 수익성으로 인해 하반기에 기저효과를 기대할 수는 있겠으나, 정상 범위 내의 영업이익률을 기대하기에는 시기상조로 판단됨
- 특히 경쟁사와 달리 저수익공사의 프로젝트 수가 많다는 점에서 추가적인 원가 반영 리스크는 여전히 큰 것으로 판단
- 하반기 기대할 수 있는 프로젝트는 1) 태국 수처리사업(5~10억불), 2) 인도네시아 석유화학 플랜트(5억불), 3) 카자흐스탄 에탄크래커 및 PE 플랜트(20억불), 4) 모잠비크 발전(4억불)
- 수주 목표 달성은 카자흐스탄 에탄크래커 및 PE 플랜트의 수주 성공 여부에 달려있음, 실적이 악화된 상황임에도 불구하고 수주 목표를 달성할 경우 2014~2015년 수익성 개선에 대한 기대감은 빨라질 수 있을 것으로 판단 (상대적으로 높은 수익성의 신규수주 확보)

급할 필요는 없다

2014년 기준으로 Valuation은 매력적이거나, 급하게 접근할 필요는 없다고 판단

- 현재 GS건설의 2013년 PBR은 0.5배
- 2014년 기준 PER 7.4배, PBR 0.5배(ROE 6.4%)
- 2014년 예상 실적 기준으로 KOSPI대비 PER은 매력적인 수준이나, ROE를 고려하면 상승 여력은 높지 않음
- 저수익 공사의 준공시점이 2013년 하반기부터 2014년 상반기까지 펼쳐져있기 때문에 추가적인 손실에 대한 리스크는 여전히 높은 상황
- 2년 이상을 보유할 수 있는 장기 투자자라면 2015년 이후 정상적인 OPM(4%대)으로 회귀할 것이라 믿고 매수할 수 있겠으나, 해외 공사원가율의 변동성을 고려하면 투자시점은 2014년 이후로 판단하고 있음
- 영업이익이 흑자로 전환될 것으로 예상되는 4분기 이후의 1년 Forward ROE는 4.8%로 추정되는데, 이를 기준으로 PBR 0.5배를 적용하더라도 목표주가는 29,000원 수준으로 평가됨

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	9,052	9,290	9,924	10,448	11,360
매출원가	8,013	8,573	10,119	9,562	10,195
매출총이익	1,039	716	-195	886	1,165
판매비와관리비	608	556	576	559	586
영업이익	431	160	-771	327	579
영업이익률	4.8	1.7	-7.8	3.1	5.1
EBITDA	493	234	-708	383	628
영업외손익	133	9	-158	-71	-51
관계기업손익	15	-3	-1	0	0
금융수익	208	228	75	52	52
외환관련이익	55	47	44	44	44
금융비용	-257	-153	-161	-82	-82
외환관련손실	133	51	63	0	0
기타	167	-62	-70	-40	-20
법인세비용차감전순이익	564	170	-929	256	529
법인세비용	-136	-61	225	-62	-128
계속사업순이익	427	108	-704	194	401
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	427	108	-704	194	401
당기순이익률	4.7	1.2	-7.1	1.9	3.5
비배지분순이익	4	6	-7	2	4
자배지분순이익	424	102	-697	192	397
매도가능금융자산평가	-162	-18	-18	-18	-18
기타포괄이익	-32	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	233	89	-723	175	382
비배지분포괄이익	3	4	-7	2	4
자배지분포괄이익	230	86	-716	173	378

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	8,307	2,002	-13,666	3,772	7,780
PER	11.1	28.6	NA	7.5	3.7
BPS	73,237	72,576	57,765	59,308	62,473
PBR	1.3	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	9,675	4,586	-13,876	7,500	12,311
EV/EBITDA	9.4	16.1	NA	7.3	4.2
SPS	177,495	182,148	194,594	204,870	222,750
PSR	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1
OPPS	13,941	8,165	-11,305	10,451	15,655
DPS	1,000	250	250	250	250

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	7.5	2.6	6.8	5.3	8.7
영업이익 증가율	-27.4	-62.8	적전	흑전	77.2
순이익 증가율	5.4	-74.6	적전	흑전	106.2
수익성					
ROIC	37.5	10.4	-56.3	25.9	50.9
ROA	3.9	1.4	-6.9	3.0	5.3
ROE	11.6	2.7	-21.0	6.4	12.8
안정성					
부채비율	184.6	186.9	240.9	230.2	226.6
순차입금비율	-6.7	13.7	45.1	33.5	27.2
이자보상배율	10.5	2.3	-7.8	4.0	7.1

자료: GS 건설 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	7,782	7,555	6,932	6,867	7,302
현금및현금성자산	1,488	1,418	533	574	730
매출채권 및 기타채권	4,366	4,328	4,499	4,319	4,469
재고자산	495	536	572	603	655
기타유동자산	1,433	1,274	1,328	1,372	1,448
비유동자산	3,481	3,914	3,913	3,921	3,936
유형자산	2,195	2,254	2,263	2,278	2,300
관계기업투자금	64	78	76	76	76
기타비유동자산	1,222	1,583	1,574	1,566	1,559
자산총계	11,264	11,470	10,845	10,788	11,237
유동부채	5,346	5,081	4,721	4,579	4,854
매출채권 및 기타채권	3,005	2,382	2,472	2,547	2,678
차입금	549	501	501	201	201
유동성채무	249	552	0	0	0
기타유동부채	1,543	1,646	1,747	1,830	1,975
비유동부채	1,960	2,391	2,943	2,943	2,943
차입금	978	1,408	1,959	1,959	1,959
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	982	983	983	983	983
부채총계	7,306	7,472	7,663	7,521	7,796
자배지분	3,735	3,701	2,946	3,025	3,186
자본금	255	255	255	255	255
자본잉여금	160	159	159	159	159
이익잉여금	3,420	3,471	2,762	2,942	3,326
기타자본변동	-99	-184	-230	-331	-554
비배지분	223	296	236	242	255
자본총계	3,958	3,998	3,182	3,267	3,441
순차입금	-265	549	1,434	1,083	937

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-482	-328	-200	599	826
당기순이익	427	108	-704	194	401
비현금항목의 가감	284	308	127	339	398
감가상각비	62	73	63	56	49
외환손익	41	-37	48	-2	-2
지분법평가손익	0	0	1	0	0
기타	180	272	14	285	351
자산부채의 증감	-977	-533	2	-6	22
기타현금흐름	-216	-211	375	72	6
투자활동 현금흐름	108	-295	-393	-394	-394
투자자산	3	-27	1	0	0
유형자산	-40	-63	-63	-63	-40
기타	145	-205	-331	-331	-331
재무활동 현금흐름	364	541	573	273	573
단기차입금	0	0	0	-300	0
사채	0	0	552	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-51	-50	-12	-12	-12
기타	414	591	34	586	586
현금의 증감	-6	-70	-885	41	156
기초 현금	1,494	1,488	1,418	533	574
기말 현금	1,488	1,418	533	574	730
NOPLAT	327	102	-584	248	439
FCF	335	106	-585	239	424

Earnings Preview

대림산업 (000210)

조운호

769,3079

uhmo@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

목표주가

105,000

상향

현재주가

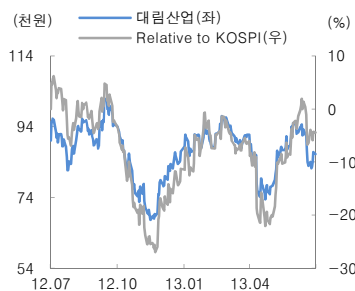
86,300

(13.07.01)

건설업종

KOSPI	1,855.73
시가총액	3,003십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	198십억원
52주 최고/최저	102,000원 / 67,600원
120일 평균거래대금	250억원
외국인지분율	40.66%
주요주주	대림코퍼레이션 외 9인 24.00%
	국민연금기금 8.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.2	-5.9	-0.8	-4.3
상대수익률	-2.0	1.2	6.7	-4.4



수주 호조로 저성장 대한 우려 감소

투자의견 매수, 목표주가 105,000원

- 투자의견 매수, 목표주가 105,000원으로 5% 상향 조정
- 목표주가 105,000원은 PBR 0.8배 적용(13년 예상 ROE 7.9% 감안)
- 예상보다 신규수주 달성률이 높아지면서 저 성장에 대한 우려는 감소하고 있다고 판단됨. 하반기에 시장기대치보다 양호한 원가율을 실현할 경우 주가 상승 여력은 높아질 것으로 전망
- 대림산업 사업계획 상의 실적으로 평가한다면 현재 Valuation은 매우 매력적, 하지만 하반기에 해외 플랜트 원가율이 개선될 가능성은 여전히 미지수라고 판단. 따라서 현 시점에서는 Trading 관점으로 접근

2분기 실적은 기대치 소폭 하회 전망

- 대림산업의 연결기준 2분기 실적은 매출액 2,558십억원(yoy +3.6%), 영업이익 125십억원(yoy -0.2%), 세전이익 121십억원(yoy +124.3%)으로 예상
- 별도기준 2분기 실적은 매출액 2,236십억원(yoy +4.0%), 영업이익 129십억원(yoy +20.0%), 세전이익 129십억원(yoy +154.4%)으로 추정
- 대림산업의 공사원가율은 1분기대비 상승 전망
- YNCC 적자전환으로 지분법손실 예상

확보물량기준 해외 신규수주 목표달성률은 59.7% 수준

- 중동 이외에 동남아 지역에서의 활발한 영업활동으로 높은 신규수주 달성률 기록
- 2011년 이후 대림산업의 전반적인 수익성이 악화되었으나, 대규모 손실이 동반되지 않음에 따라 기본적인 영업활동에는 문제가 없음을 반증하고 있음
- 쿠웨이트 CFP와 LPG Train No.5 등의 낙찰자 선정이 2014년으로 이월되면서 수주 목표(8.7조원) 달성을 장담할 수는 없으나, 동남아 지역 등 발전 프로젝트 수주 등을 통해 80~90% 수준의 목표치 달성 기대

(단위: 십억원, %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	2,469	2,516	2,558	3.6	1.7	2,660	-4.0
영업이익	125	124	125	-0.2	0.7	135	-7.8
순이익	35	117	89	155.2	-24.5	103	-15.7

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	7,988	10,253	10,697	28.4	4.3	10,899	-1.9
영업이익	437	486	468	11.1	-3.6	543	-15.9
순이익	366	391	391	7.0	-0.1	446	-14.0

자료: 대림산업, WSEn, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	10,697	11,555	10,697	11,555	0.0	0.0
판매비와 관리비	541	560	592	575	9.4	2.7
영업이익	582	730	468	619	- 19.6	- 15.2
영업이익률	5.4	6.3	4.4	5.4	- 18.5	- 14.3
영업외손익	65	120	65	120	0.0	0.0
세전순이익	694	849	533	738	- 23.2	- 13.1
지배지분순이익	509	628	391	546	- 23.2	- 13.1
순이익률	4.9	5.6	3.7	4.7	- 24.5	- 16.1
EPS(지배지분순이익)	14,561	17,981	11,173	15,619	- 23.3	- 13.1

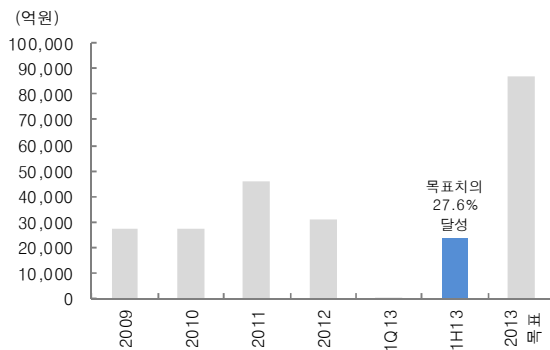
자료: 대림산업, 대신증권 리서치센터

2분기 실적, 기대치 소폭 하회

국내 주택부문 원가율
정상화로 인해 1분기
대비 원가율 상승 예상

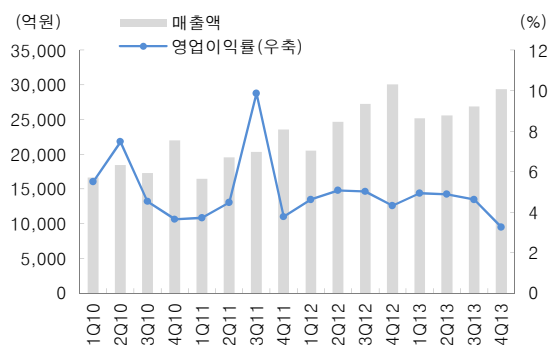
- 대림산업의 연결기준 2분기 실적은 매출액 2,558십억원(yoy +3.6%), 영업이익 125십억원(yoy -0.2%), 세전이익 121십억원(yoy +124.3%)으로 예상
- 별도기준 2분기 실적은 매출액 2,236십억원(yoy +4.0%), 영업이익 129십억원(yoy +20.0%), 세전이익 129십억원(yoy +154.4%)으로 추정
- 대림산업 별도기준 원가율은 1분기대비 상승할 것으로 전망됨
: 1분기 손실충당금 환입이 발생하면서 원가율이 하락했던 국내 건축(주택)현장의 원가율이 정상화되기 때문
: 반면 해외 플랜트 원가율은 1분기 93%에서 소폭 개선될 것으로 추정 (대신증권 리서치센터는 91.5%로 추정)
- 세전이익 증가율이 높은 것은 2012년 2분기에 환관련 손실이 발생한 것에 따른 기저효과
- 자회사(대림자동차, 대림C&S) 영업 호조로 인해 연결 영업이익은 별도대비 18십억원 증가
- YNCC 2분기 실적 악화로 지분법손실 발생 예상
- 상반기 누적 해외 신규수주는 2.4조원, 국내 신규수주는 2조원 추정
- 2분기 신규수주 프로젝트는 1) 쿠웨이트 클린퓨얼 FCC시설(2억불), 2) 쿠웨이트 KNPC 유헥처리시설(5.2억불), 3) 브루나이 순가이 대교(1.1억불) 등과 Change Order 2억불

그림 1. 대림산업 해외 신규수주 추이



자료: 대림산업, 대신증권 리서치센터

그림 2. 대림산업 매출 및 영업이익률 추이



자료: 대림산업, 대신증권 리서치센터

해외원가율 개선 지연과 주택 대손 발생으로 하반기 영업이익률 하락 예상

하반기 실적의 긍정적
요인은
“자회사 실적 개선”

부정적 요인은
“해외원가율 개선 지연
과 주택 대손 발생”

- 하반기 영업이익 증가율은 둔화될 것으로 예상
- 그 이유는 1) 2011년 신규수주 공사의 매출이 본격화되는 시점에서 원가율 개선을 기대하기 어렵다고 판단되고, 2) 판매관리비 내 대손상각비(연초 계획 판매관리비에 93십억원 반영 예정)가 하반기에 반영되면서 영업이익률을 훼손할 것으로 판단되기 때문
- 연결 자회사의 영업이익은 분기당 20십억원 수준으로 예상
- 대림산업의 사업계획과 대신증권 리서치센터의 추정치 간에는 약 2%p의 원가율 차이가 있음, 원가율이 대림산업 사업계획대로 반영될 경우 영업이익은 대신증권 추정치 대비 100십억원 상승
- 상반기 해외 신규수주는 2.4조원 수준이나, 확보된 공사물량은 1) 말레이시아 IPP(12억불), 2) 사우디 Butanol Syngas 프로젝트(2.3억불), 3) 사우디 라빅2 나일론패키지(2.3억불), 4) 사우디 마덴 프로젝트(7.3억불) 등으로 총 23.9억불 규모
- 기타 하반기에 기대할 수 있는 프로젝트는 1) 태국 수처리사업(5~10억불), 2) 카자흐스탄 에탄크래커 및 PE 플랜트(20억불), 3) 동남아 발전 프로젝트 다수
- 중동 이외에 동남아 지역에서의 신규수주 활동으로 신규수주는 양호, 확보된 물량 기준으로 목표치(8.7조원)대비 59.7% 달성률 기록

Trading Buy 관점으로 접근

낮아진 시장의 눈높이
를 높일 수 있을 때 적
극적 매수 가능

- 현재 대림산업의 PER은 7.8배, PBR은 0.7배
- 대신증권 리서치센터의 추정치 기준으로 2013년 ROE는 7.9%이며, 이를 기준으로 0.8배를 적용할 경우 목표주가는 100,000원 수준
- 대림산업 가이던스 기준으로 2013년 ROE는 10%로 추정되며, PBR 1.0배 적용 시 130,000원의 목표주가 산출 가능
- 대림산업과 주식시장의 기대치 간에 간극이 있음
- Trading Buy 관점에서 접근
- 상반기 대림산업의 실적에서 가장 긍정적인 것은 예상보다 높은 신규수주 목표달성률, 저성장에 대한 우려는 감소되고 있다고 판단되며, 하반기에 추정치보다 양호한 원가율을 실현할 경우 주가 상승 여력이 높아질 것으로 판단됨

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	7,988	10,253	10,697	11,555	12,340
매출원가	7,058	9,219	9,637	10,361	11,057
매출총이익	930	1,034	1,060	1,194	1,283
판매비와관리비	492	548	592	575	596
영업이익	437	486	468	619	688
영업이익률	5.5	4.7	4.4	5.4	5.6
EBITDA	492	548	539	698	774
영업외손익	82	74	65	120	150
관계기업손익	38	45	39	107	130
금융수익	95	96	32	12	20
외환관련이익	54	67	62	62	62
금융비용	-129	-102	0	0	0
외환관련손실	17	23	0	0	0
기타	78	36	-5	0	0
법인세비용차감전순이익	519	560	533	738	838
법인세비용	-140	-159	-129	-179	-203
계속사업순이익	380	401	404	560	635
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	380	401	404	560	635
당기순이익률	4.8	3.9	3.8	4.8	5.1
비배지분순이익	14	10	13	14	16
자배지분순이익	366	391	391	546	619
매도가능금융자산평가	-4	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	-91	-17	-17	-17	-17
포괄순이익	285	381	385	540	615
비배지분포괄이익	17	10	13	13	15
자배지분포괄이익	268	372	372	526	600

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	10,492	11,179	11,173	15,619	17,731
PER	8.6	7.8	7.7	5.5	4.9
BPS	114,427	123,800	133,146	146,561	161,928
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	14,150	15,759	15,493	20,053	22,250
EV/EBITDA	7.3	5.0	4.9	3.5	2.8
SPS	206,947	265,631	277,126	299,360	319,693
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
OPPS	17,252	19,058	17,739	23,264	26,034
DPS	100	500	500	500	500

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	7.4	28.4	4.3	8.0	6.8
영업이익 증가율	12.9	11.1	-3.6	32.1	11.2
순이익 증가율	6.1	5.5	0.9	38.4	13.5
수익성					
ROIC	26.2	34.7	44.7	60.1	71.1
ROA	4.3	4.5	4.2	5.4	5.6
ROE	8.5	8.5	7.9	10.1	10.4
안정성					
부채비율	132.1	123.8	110.7	104.3	97.5
순차입금비율	3.1	-9.8	-12.0	-14.1	-16.9
이자보상배율	4.2	6.1	0.0	0.0	0.0

자료: 대림산업, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	7,159	7,292	7,313	7,887	8,506
현금및현금성자산	1,325	1,477	1,293	1,479	1,743
매출채권 및 기타채권	3,313	3,481	3,632	3,924	4,190
재고자산	1,378	1,155	1,209	1,306	1,394
기타유동자산	1,143	1,179	1,179	1,179	1,179
비유동자산	3,606	3,714	3,832	4,009	4,202
유형자산	1,635	1,517	1,605	1,684	1,755
관계기업투자금	665	644	684	792	923
기타비유동자산	1,306	1,553	1,543	1,533	1,524
자산총계	10,765	11,006	11,144	11,897	12,709
유동부채	4,650	4,779	4,545	4,764	4,966
매출채권 및 기타채권	2,572	2,961	3,027	3,153	3,269
차입금	469	336	336	336	336
유동성채무	468	341	0	0	0
기타유동부채	1,140	1,140	1,182	1,275	1,361
비유동부채	1,478	1,309	1,309	1,309	1,309
차입금	1,045	827	827	827	827
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	432	483	483	483	483
부채총계	6,127	6,088	5,855	6,074	6,275
자배지분	4,417	4,779	5,139	5,657	6,250
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	513	507	507	507	507
이익잉여금	3,623	4,005	4,376	4,902	5,502
기타자본변동	62	49	38	30	23
비배지분	221	140	150	166	183
자본총계	4,637	4,919	5,290	5,823	6,433
순차입금	144	-480	-637	-823	-1,087

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	501	780	477	659	740
당기순이익	380	401	404	560	635
비현금항목의 가감	286	335	280	338	370
감가상각비	55	62	71	79	87
외환손익	-1	11	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	233	261	213	263	287
자산부채의 증감	-128	99	-78	-60	-63
기타현금흐름	-37	-55	-129	-179	-203
투자활동 현금흐름	-647	-296	-148	-217	-240
투자자산	-182	-170	-34	-103	-125
유형자산	-300	-155	-154	-154	-299
기타	-165	29	40	40	40
재무활동 현금흐름	190	-331	-383	-42	-42
단기차입금	-296	-108	0	0	0
사채	296	348	0	0	0
장기차입금	646	-29	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-20	-19	-19	-19	-19
기타	-436	-524	-363	-23	-23
현금의 증감	44	152	-184	186	264
기초 현금	1,281	1,325	1,477	1,293	1,479
기말 현금	1,325	1,477	1,293	1,479	1,743
NOPLAT	320	348	355	469	521
FCF	70	245	270	392	452

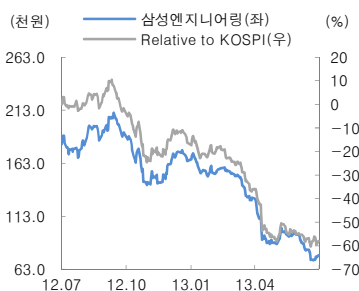
삼성 엔지니어링 (028050)

조윤호
769,3079
uhno@dashin.com

투자의견	Marketperform
	시장수익률, 유지
목표주가	95,000
	하향
현재주가	76,400
(13.07.01)	
	건설업종

KOSPI	1,855.73
시가총액	3,056십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	210,500원 / 71,500원
120일	350억원
평균거래대금	
외국인지분율	28.69%
주요주주	제일모직 외 8인 19.38%
	국민연금공단 9.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.2	-41.2	-53.8	-57.4
상대수익률	-13.9	-36.8	-50.3	-57.5



Earnings Preview

터닝포인트가 될 2분기 실적

투자의견 시장수익률, 목표주가 95,000원

- 투자의견 시장수익률 유지, 목표주가는 95,000원으로 15.2% 하향 조정
- Forward 기준으로 Valuation이 매력적일 수 있으나, 실적 불확실성이 높은 것으로 판단
- 목표주가 95,000원은 2013년 BPS에 2014년 예상 ROE(20.6%)를 고려한 PBR 2.1배 적용

2분기 실적은 시장기대치를 하회할 것으로 예상

- 연결기준 삼성엔지니어링의 2분기 실적은 매출액 2,525십억원(yoy -18.8%), 영업이익 50십억원(yoy -75.2%), 세전이익 54십억원(yoy -72.6%)으로 예상
- 1분기 실적 발표 시 2분기에 적용된 공사원가율은 90%였으나, 경영진단 마무리 이후 보수적 원가 적용으로 인해 92% 대의 공사원가율을 기록할 것으로 예상
- 매출액이 감소하는 것으로 추정하는 이유는 공사 손실충당금이 반영되면서 과거 조기인식된 매출액이 도급감액 형태로 나타나기 때문

보수적인 수주 영업으로 상반기 해외 신규수주 부진

- 상반기 삼성엔지니어링 신규수주는 3조원으로 목표치대비 20% 수준에 불과
- 수익성이 악화되면서 수주 영업활동도 보수적
- 2013년 목표치 달성은 거의 불가능한 것으로 판단됨
- 신규사업(오프쇼어 플랜트, LNG 액화시설) 진출에도 시간이 필요할 전망

2분기 실적 발표는 주가 방향성을 좌우할 중요한 이벤트

- KOSPI 수준의 Valuation을 적용받기 위해서는 향후 실적에 대한 가시성이 필요
- 기존 저수익공사에서만 추가적인 손실이 반영될 경우 경영진단 마무리 효과로 인해 향후 실적에 대한 가시성이 높아지면서 Valuation 매력 부각 전망
- 하지만 현 시점에서 하반기 실적 개선 기대감은 시기상조로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	3,108	2,516	2,525	-18.8	0.4	2,883	-14.2
영업이익	202	-220	50	-75.2	흑전	129	-157.0
순이익	143	-180	41	-71.5	흑전	97	-137.9

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	9,298	11,440	10,522	23.0	-8.0	11,310	-7.5
영업이익	626	732	229	16.9	-68.8	256	-12.1
순이익	513	524	209	2.1	-60.1	198	5.3

자료: 삼성엔지니어링, WSEF, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	11,292	11,858	10,522	10,526	-6.8	-11.2
판매비와 관리비	561	572	550	557	-2.0	-2.6
영업이익	328	678	229	495	-30.2	-27.0
영업이익률	2.9	5.7	2.2	4.7	-0.7	-1.0
영업외손익	47	41	47	41	0.0	0.0
세전순이익	319	675	276	536	-13.5	-20.6
지배지분순이익	241	511	209	405	-13.3	-20.7
순이익률	2.1	4.3	2.0	3.9	-0.1	-0.4
EPS(지배지분순이익)	6,038	12,768	5,220	10,135	-13.5	-20.6

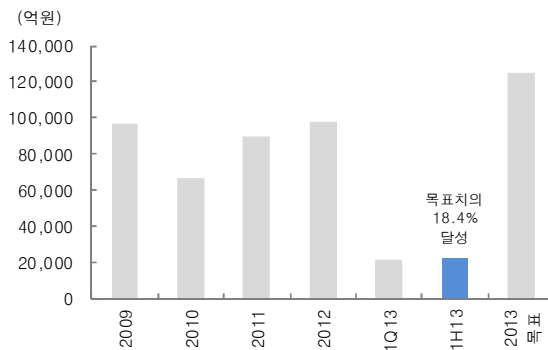
자료: 삼성엔지니어링, 대신증권 리서치센터

손실충당금의 추가 발생 가능성이 높아짐에 따라 2분기 실적은 기대치 하회 전망

경영진단 마무리 이후
보수적 원가 책정으로
실적은 기대치 하회할
전망

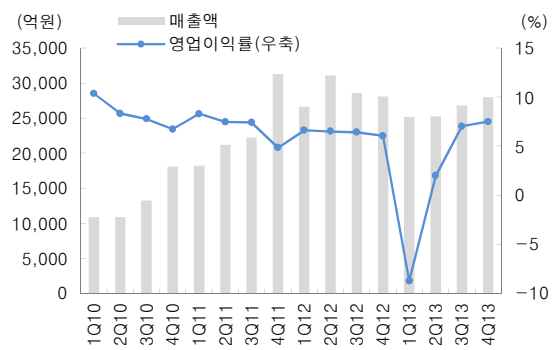
- 삼성엔지니어링의 연결기준 2분기 실적은 매출액 2,525십억원(yoy -18.8%), 영업이익 50십억원(yoy -75.2%), 세전이익 54십억원(yoy -72.6%)으로 예상
- 2분기 삼성엔지니어링에 대한 삼성그룹의 경영진단이 마무리 됨에 따라 보수적인 공사원가율이 적용될 것으로 예상
- 따라서 100십억원대로 예상되었던 2분기 영업이익의 대폭 축소 예상됨
- 공사 손실충당금 반영되면서 매출액 또한 전년동기대비 감소할 가능성 있음
- 대신증권 리서치센터의 삼성엔지니어링 2분기 공사원가율 추정치는 92.6%로 기존 추정치에서 2%p 상향 조정했음
- 2012년, 그리고 1분기 실적 악화의 요인이었던 미국 다우 펄콘 프로젝트와 사우디 마덴 철강 프로젝트의 준공일은 각각 2013년 8월, 2013년 12월로 예상되지만, 준공이 지연되면서 추가 원가가 발생할 가능성 있는 것으로 판단
- 상반기 누적 신규수주는 3조원으로 예상되며, 이중 해외 신규수주는 2.3조원 수준
- 2분기 해외 신규수주는 사우디 리야드 정유 프로젝트(2억불)로 마감될 전망, 수익성에 대한 불확실성이 커지면서 수주 영업활동에도 지장을 받고 있는 것으로 보임

그림 1. 삼성엔지니어링 해외 신규수주 추이



자료: 삼성엔지니어링, 대신증권 리서치센터

그림 2. 삼성엔지니어링 매출 및 영업이익률 추이



자료: 삼성엔지니어링, 대신증권 리서치센터

현 시점에서 하반기 실적 개선 기대감은 시기상조

추가적인 손실 가능성에 대한 우려는 기우에 그치지 않을 수 있다

- 대신증권 리서치센터는 삼성엔지니어링의 3~4분기 공사원가율 및 영업이익을 87.9%, 87.5%, 189십억원, 209십억원으로 추정하고 있으나, 2분기 해외원가율의 변동사항에 따라 하향 조정될 가능성이 있다고 판단하고 있음
- 대신증권 리서치센터는 삼성엔지니어링의 실적에 대해 2가지 시나리오를 가지고 있음, 1) 2분기 실적에서 기존의 저수익공사(미국 다우 펠콘 프로젝트와 사우디 마덴 철강 프로젝트)에서 손실이 추가로 발생할 경우, 2) 기존 저수익 공사 이외에 기타 중동 프로젝트에서 손실이 발생할 경우
- <시나리오 1>
삼성그룹의 경영진단이 마무리 된 상황에서 기존 저수익 공사에서만 추가 원가가 발생할 경우 향후 실적 개선에 대한 가시성이 높아질 수 있을 것으로 판단
- <시나리오 2>
기타 프로젝트에서 손실이 발생할 경우 삼성엔지니어링의 공사 수행능력에 대해 다시 한번 의심을 품어야할 것으로 판단되며, 하반기 실적 개선은 기대하기 어렵다고 판단
- 하반기 기대할 수 있는 해외 프로젝트는 1) 오만 소하르 정유공장(10억불 상회), 2) 멕시코 Baja 발전(3억불, 최저가 제출했으나 8월 재입찰), 3) 멕시코 Norte3 발전(5억불), 4) 사우디 아람코 CCPP IPP(5억불) 등
- 2013년 수주 목표치(14.3조원) 달성은 현실성이 떨어지는 것으로 판단되며, 2013년 연매출 수준의 신규수주 예상

실적 불확실성에 감춰진 Valuation

2분기 실적 발표는 삼성엔지니어링 주가 방향성을 좌우할 수 있는이벤트

- 현재 삼성엔지니어링의 2013년 PER은 14.2배, PBR은 1.6배(ROE 11.7%)
- 2014년 기준 PER 7.3배, PBR 1.4배(ROE 20.6%)
- 2013년 상반기에 해외 프로젝트에서 손실이 모두 반영되었다고 가정해본다면 삼성엔지니어링의 Valuation 매력은 매우 크다고 판단
- 삼성엔지니어링의 2분기 실적 발표는 향후 주가 방향성을 좌우할 이벤트로 판단
- <시나리오 1>의 실적이 발표된다면, KOSPI대비 지나치게 저평가되어있는 것으로 판단되며, 적극적 매수 필요
- <시나리오 2>의 실적이 발표된다면, 실적 개선에 대한 징후를 확인하기 이전까지는 주가 매력 제한적
- 현 시점에서 대신증권 리서치센터는 <시나리오 2>의 가능성이 더 높은 것으로 판단하고 있음

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	9,298	11,440	10,522	10,526	11,194
매출원가	8,219	10,153	9,744	9,473	10,075
매출총이익	1,079	1,288	778	1,053	1,119
판매비와관리비	452	555	550	557	557
영업이익	626	732	229	495	562
영업이익률	6.7	6.4	2.2	4.7	5.0
EBITDA	665	792	284	548	613
영업외손익	61	-32	47	41	41
관계기업손익	0	11	8	8	8
금융수익	64	36	35	14	14
외환관련이익	213	176	139	139	139
금융비용	-94	-66	-18	-4	-4
외환관련손실	90	46	9	0	0
기타	91	-13	23	23	23
법인세비용차감전순이익	687	701	276	536	603
법인세비용	-172	-180	-67	-130	-146
계속사업순이익	515	521	209	406	457
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	515	521	209	406	457
당기순이익률	5.5	4.6	2.0	3.9	4.1
비배지분순이익	1	-3	0	1	1
자배지분순이익	513	524	209	405	456
매도가능금융자산평가	-54	7	7	7	7
기타포괄이익	-11	-11	-11	-11	-11
포괄순이익	449	517	205	402	452
비배지분포괄이익	3	-2	0	1	1
자배지분포괄이익	447	519	204	401	451

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	12,832	13,095	5,220	10,135	11,400
PER	15.7	12.6	14.6	7.5	6.7
BPS	33,766	43,487	45,934	52,373	59,614
PBR	6.0	3.8	1.7	1.5	1.3
EBITDAPS	16,620	19,808	7,093	13,699	15,320
EV/EBITDA	10.9	8.2	9.1	4.2	3.5
SPS	232,455	286,004	263,048	263,141	279,862
PSR	0.9	0.6	0.3	0.3	0.3
CFPS	18,116	21,408	9,330	15,936	17,557
DPS	3,000	3,000	4,000	4,500	5,000

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	75.0	23.0	-8.0	0.0	6.4
영업이익 증가율	46.1	16.9	-68.8	116.5	13.5
순이익 증가율	52.8	1.3	-59.8	94.2	12.5
수익성					
ROIC	104.6	98.8	28.1	63.3	74.9
ROA	14.4	13.5	4.1	8.9	9.6
ROE	43.7	33.9	11.7	20.6	20.4
안정성					
부채비율	295.1	226.1	197.2	169.2	153.4
순차입금비율	-56.9	-7.5	-25.5	-36.2	-39.1
이자보상배율	144.5	37.0	24.9	126.5	143.5

자료: 삼성엔지니어링, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	4,157	4,188	4,029	4,222	4,611
현금및현금성자산	560	436	574	765	939
매출채권 및 기타채권	2,723	3,108	2,859	2,860	3,042
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	873	643	597	597	630
비유동자산	1,032	1,486	1,433	1,419	1,433
유형자산	700	733	712	693	674
관계기업투자금	0	1	11	20	29
기타비유동자산	331	751	711	706	729
자산총계	5,189	5,674	5,463	5,640	6,044
유동부채	3,645	3,554	3,226	3,127	3,220
매출채권 및 기타채권	3,482	3,078	2,950	2,950	3,043
차입금	4	374	174	74	74
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	159	102	102	102	102
비유동부채	230	379	398	418	439
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	230	379	398	418	439
부채총계	3,875	3,934	3,625	3,545	3,659
자배지분	1,351	1,739	1,837	2,095	2,385
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	68	49	49	49	49
이익잉여금	1,358	1,771	1,869	2,127	2,416
기타자본변동	-276	-281	-281	-281	-281
비배지분	-37	1	1	1	1
자본총계	1,313	1,740	1,838	2,096	2,385
순차입금	-747	-131	-468	-759	-934

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	38	-193	213	459	544
당기순이익	515	521	209	406	457
비현금항목의 가감	210	335	164	231	245
감가상각비	38	60	55	53	51
외환손익	0	29	-5	7	7
지분법평가손익	0	-11	-8	-8	-8
기타	171	257	122	179	196
자산부채의 증감	-620	-864	-117	-67	-30
기타현금흐름	-66	-185	-44	-112	-128
투자활동 현금흐름	228	-180	-48	-48	-48
투자자산	38	-55	-9	-9	-9
유형자산	-265	-214	-29	-29	-265
기타	455	89	-10	-10	-10
재무활동 현금흐름	-108	259	-311	-248	-166
단기차입금	0	0	-200	-100	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-16	370	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-92	-111	-111	-148	-166
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	151	-124	137	191	174
기초 현금	409	560	436	574	765
기말 현금	560	436	574	765	939
NOPLAT	469	545	173	375	426
FCF	230	376	198	398	447

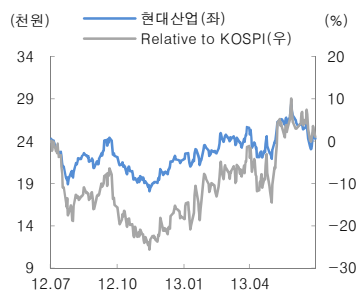
현대산업 (012630)

조윤호
769,3079
uhno@dashin.com

투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	34,000 상향
현재주가 (13.07.01)	24,300
건설업종	

KOSPI	1,855.73
시가총액	1,832십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	377십억원
52주 최고/최저	28,350원 / 18,100원
120일 평균거래대금	97억원
외국인지분율	51.23%
주요주주	Templeton Asset Management Ltd 외 12인 20.05%
	정몽규 외 7인 18.83%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.0	-5.1	12.2	0.6
상대수익률	-3.0	2.1	20.8	0.5



2013년 실적보다 BV 신뢰도 상승에 주목

투자 의견 매수, 목표주가 34,000원

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 34,000원으로 21.4% 상향 조정
- 2013년 실적보다는 BV 신뢰도 상승에 주목
- 목표주가 34,000원은 PBR 1.0배 적용

2분기 실적 컨센서스 하회 예상

- 별도기준 현대산업의 2분기 실적은 매출액 665십억원(yoy +19.5%), 영업이익 21십억원(흑자전환), 세전이익 19십억원(yoy +23.6%)으로 예상
- 2012년 2분기 이후 분양된 자체사업의 매출 비중이 아직 낮기 때문에 수익성 개선 속도는 빠르지 않은 것으로 추정
- 상반기 누적 신규수주는 700십억원으로 전망되며, 이 중 주택(자체) 신규수주는 400십억원

하반기 주택 분양 본격화

- 하반기 예정된 신규분양 아파트는 7월 고양 삼송(자체 1,035세대), 8월 왕십리 뉴타운(재개발 181세대), 9월 대구 월배 2차(자체 2,074세대), 9월, 11월 위례신도시(2개 프로젝트 일반도급 900세대), 10월 광주 학동(일반도급, 2,382세대), 10월 수원 권선3차 및 주상복합(자체 1,124세대, 493세대) 등
- 하반기 자체 4,726세대, 기타 3,463세대 분양 예정
- 상반기까지 포함할 경우 최대 11,400세대 분양 계획

실적보다는 BV의 신뢰도 상승에 주목

- 실적 기준으로 현대산업 주가는 매력적이지 못함
- 대신증권 리서치센터는 현대산업의 BV에 대한 신뢰도 상승에 주목, PBR 1.0배 가능,
(단위: 십억원, %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	556	489	665	19.5	36.1	724	-8.8
영업이익	-46	16	21	흑전	32.8	25	-20.2
순이익	10	8	15	45.3	83.8	15	-5.1

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	3,102	2,207	2,853	-28.8	29.3	2,895	-1.4
영업이익	357	66	147	-81.4	121.7	162	-10.1
순이익	226	10	52	-95.7	429.8	109	-110.3

자료: 현대산업, WISEn, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	2,710	3,057	2,853	3,057	5.3	0.0
판매비와 관리비	183	197	183	197	0.0	0.0
영업이익	114	246	147	239	28.9	-2.8
영업이익률	4.2	8.0	5.2	7.8	1.0	-0.2
영업외손익	-79	7	-79	7	0.0	0.0
세전순이익	95	240	68	246	-28.4	2.5
지배지분순이익	72	182	52	186	-27.8	2.2
순이익률	2.7	5.9	1.8	6.1	-0.9	0.2
EPS(지배지분순이익)	960	2,413	686	2,471	-28.5	2.4

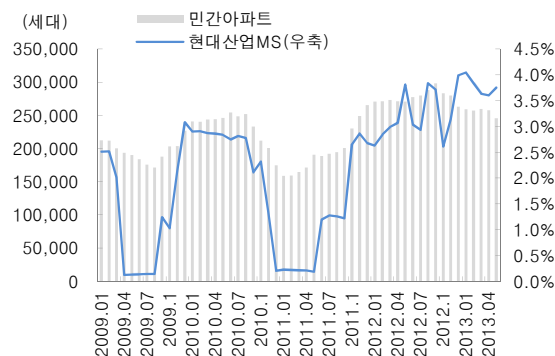
자료: 현대산업, 대신증권 리서치센터

2분기 실적은 컨센서스 하회할 전망

2분기까지 자체사업 확대 효과는 반영되지 않을 전망

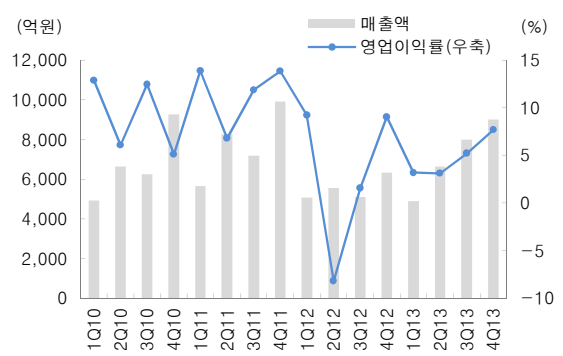
- 현대산업의 별도기준 2분기 실적은 매출액 665십억원(yoy +19.5%), 영업이익 21십억원(흑자전환), 세전이익 19십억원(yoy +23.6%)으로 예상
- 2분기 영업이익 흑자전환의 이유 : 2012년 2분기 울산 약사동 대손충당금이 환입된 부분을 도급주택 원가에 반영하면서 일시적으로 원가율 상승했던 것에 따른 기저효과
- 공사원가율은 89.2%로 추정되며, 2012년 2분기 이후 분양된 자체사업(울산 문수로 2차, 대구 월배 1차, 군산 미장 등)의 매출 비중이 아직 낮기 때문에 수익성 개선 속도는 빠르지 않은 것으로 판단
- 향후 주택 관련 대손충당금으로 반영되어야 하는 금액은 80십억원으로 추정됨 (부천 약대, 용산 공모형 PF, 대구 월배). 이 중 용산의 경우 청산절차 등이 완료되어야 손실로 반영될 전망이며, 나머지는 3~4분기에 반영될 것으로 예상
- 상반기 누적 신규수주(5월말 기준)는 700십억원으로 이중 주택 신규수주는 400십억원

그림 1. 현대산업 주택분양 MS 추이



자료: 현대산업, 대신증권 리서치센터

그림 2. 현대산업 매출 및 영업이익률 추이



자료: 현대산업, 대신증권 리서치센터

주택 관련 부실 처리로 인해 하반기 실적에 대한 기대수준을 낮춰야할 것으로 판단

하반기 주택 관련 부실 처리 예정

- 3~4분기 영업이익은 각각 42십억원, 69십억원으로 전년동기대비 423.0%, 21.0% 증가할 것으로 예상
- 2012년 신규 분양 증가와 자체 매출 확대에 따른 수익성 개선 기대
- 하지만 세전이익은 20십억원, 17십억원으로 영업이익에 비해 낮은 증가율 기록 전망
- 영업외비용에서 대구 월배 2차(9월 분양 예정)와 부천 약대(일반 분양률 18%, 하반기 준공 예정)에서 약 70십억원의 손실이 발생할 것으로 예상되기 때문
- 2013년 ROE는 2% 수준에 그칠 것으로 전망되며, 전년대비 이익 개선은 기대치보다 낮을 것으로 예상

실적보다는 부동산 시장과 PBR 1.0 배에 대한 신뢰도 증가에 주목

하반기 실적 부진, 3분기 주택 거래량 감소 등으로 인해 단기 주가 모멘텀은 약화

하지만 BV에 대한 신뢰도가 높아질 것으로 전망되며, 조정 시 매수 전략 유효

- 현재 현대산업의 PER은 36.4배, PBR은 0.7배
- 2013년 실적 기준으로 현대산업의 Valuation은 전혀 매력적이지 못함
- 하지만 대신증권 리서치센터는 현대산업의 Book Value에 대한 신뢰도가 높아질 수 있음을 고려하여 PBR 1.0배인 34,000원으로 목표주가 상향 조정
- PBR 1.0배에 대한 근거는
 - ✓ 현대산업의 경우 다른 건설사와 달리 Book Value에 대한 신뢰도 상승이 기대됨
 - 1) 2012년 이후 신규분양된 프로젝트 중 부천 약대를 제외하면 분양률이 80%를 상회. 따라서 미수금 및 매출채권의 할인 요인이 하락
 - 2) 2013년에 부천 약대, 대구 월배 등에 대한 대손처리를 마무리하면서 향후 세전이익의 변동성이 낮아짐
 - 3) 재건축 사업 관련 대여금 등이 손실 처리 가능성이 남아있으나, 자체 용지의 가치가 증가하면서 충분히 상쇄 가능
 - ✓ 부동산 시장의 흐름은 현대산업에 유리
 - 1) 대형건설사의 경우 해외 시장에 집중, 중견건설사는 리먼 사태 이후 유동성 위기에서 벗어나지 못하고 있음. 주택 시장 규모는 축소되더라도, 현대산업의 시장 MS는 확대 예상
 - 2) 부동산 정책 효과, 전세가격 상승 추세 유지 등으로 실수요자는 가격의 하방경직성만 확보된다면 주택 매매에 나설 가능성이 높아짐.
- 취득세 감면이 6월로 종료된다면 3분기 주택 거래량은 감소할 전망 → 단기적으로 현대산업에 부정적

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,102	2,207	2,853	3,057	3,190
매출원가	2,488	2,057	2,523	2,622	2,733
매출총이익	613	150	330	435	457
판매비와관리비	256	84	183	197	207
영업이익	357	66	147	239	250
영업이익률	11.5	3.0	5.2	7.8	7.8
EBITDA	366	77	159	250	262
영업외손익	-70	-28	-79	7	11
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	31	29	31	29	29
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-106	-68	-55	-42	-38
외환관련손실	2	3	0	0	0
기타	5	11	-55	20	20
법인세비용차감전순이익	287	39	68	246	261
법인세비용	-61	-29	-17	-59	-63
계속사업순이익	226	10	52	186	198
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	226	10	52	186	198
당기순이익률	7.3	0.4	1.8	6.1	6.2
비배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	226	10	52	186	198
매도가능금융자산평가	-20	1	1	1	1
기타포괄이익	2	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	208	10	52	187	198
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	208	10	0	0	0

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,004	129	686	2,471	2,624
PER	5.6	167.2	35.4	9.8	9.3
BPS	33,898	33,351	33,857	36,148	38,593
PBR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	4,849	1,027	2,105	3,323	3,479
EV/EBITDA	7.3	41.4	20.2	10.9	10.0
SPS	41,143	29,280	37,853	40,556	42,317
PSR	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
CFPS	8,439	1,929	1,591	3,804	3,960
DPS	700	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	14.5	-28.8	29.3	7.1	4.3
영업이익 증가율	55.9	-81.4	121.7	62.0	4.7
순이익 증가율	94.5	-95.7	429.8	260.3	6.2
수익성					
ROIC	14.1	0.7	4.6	7.7	8.3
ROA	6.3	1.1	2.6	4.2	4.4
ROE	9.2	0.4	2.0	7.1	7.0
안정성					
부채비율	131.8	124.7	125.8	104.8	95.3
순차입금비율	54.6	62.6	53.5	33.0	27.1
이자보상배율	3.4	1.0	2.7	5.7	6.6

자료: 현대산업, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	4,497	4,138	4,298	4,141	4,259
현금및현금성자산	456	304	358	394	375
매출채권 및 기타채권	1,445	1,239	1,168	1,132	1,181
재고자산	2,046	2,019	2,195	2,038	2,127
기타유동자산	551	576	577	577	577
비유동자산	1,426	1,511	1,467	1,438	1,422
유형자산	309	347	361	375	388
관계기업투자금	157	161	166	171	175
기타비유동자산	960	1,002	939	893	859
자산총계	5,923	5,649	5,764	5,580	5,681
유동부채	2,009	2,062	2,268	1,888	1,791
매출채권 및 기타채권	761	658	744	771	788
차입금	686	631	631	631	631
유동성채무	162	513	560	130	0
기타유동부채	400	260	333	357	372
비유동부채	1,359	1,073	944	966	981
차입금	1,071	830	630	630	630
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	288	243	314	336	351
부채총계	3,368	3,135	3,212	2,854	2,772
자배지분	2,555	2,514	2,552	2,725	2,909
자본금	377	377	377	377	377
자본잉여금	179	179	179	179	179
이익잉여금	2,031	1,989	2,026	2,197	2,380
기타자본변동	-31	-30	-29	-28	-27
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,555	2,514	2,552	2,725	2,909
순차입금	1,395	1,573	1,366	899	789

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-78	48	-115	285	36
당기순이익	226	10	52	186	198
비현금항목의 가감	410	136	68	100	101
감가상각비	8	11	11	12	12
외환손익	-1	3	-2	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	402	122	58	88	88
자산부채의 증감	-566	73	-302	-13	-266
기타현금흐름	-149	-170	67	11	4
투자활동 현금흐름	118	-202	-27	-28	-28
투자자산	7	-40	-3	-4	-4
유형자산	-26	-107	-25	-25	-27
기타	137	-55	1	1	1
재무활동 현금흐름	5	2	-168	-445	-145
단기차입금	206	-55	0	0	0
사채	588	248	-200	0	0
장기차입금	-21	-12	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-37	-52	-15	-15	-15
기타	-731	-128	47	-430	-130
현금의 증감	44	-152	54	36	-20
기초 현금	412	456	304	358	394
기말 현금	456	304	358	394	375
NOPLAT	282	17	112	181	189
FCF	262	-81	98	168	177

Valuation Table

		2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	2012	2013E	2014E	컨센서스	컨센서스대비	QoQ	YoY
현대건설	매출액	31,813	33,193	41,186	28,612	33,896	34,745	133,248	138,551	154,232	33,358	1.6%	18.5%	6.5%
투자의견 : BUY	영업이익	1,575	2,197	2,366	1,786	2,151	2,278	7,604	9,413	11,680	2,075	3.6%	20.4%	36.6%
목표주가 : 77,000원	지배주주순이익	1,049	1,565	1,328	1,371	1,480	1,573	5,099	6,248	7,739	1,438	2.9%	8.0%	41.0%
	PER							15.3	10.0	8.0				
	PBR							1.7	1.2	1.1				
삼성물산	매출액	64,961	60,451	68,413	67,015	72,728	75,416	253,259	293,356	310,381	71,580	1.6%	8.5%	12.0%
투자의견 : BUY	영업이익	1,394	520	2,052	675	989	1,307	4,903	4,415	5,272	1,412	-30.0%	46.5%	-29.1%
목표주가 : 76,000원	지배주주순이익	2,631	256	343	569	924	1,094	4,506	3,645	4,467	1,051	-12.1%	62.4%	-64.9%
	PER							20.5	21.9	17.8				
	PBR							0.9	0.7	0.7				
대우건설	매출액	21,901	22,246	21,511	20,315	22,984	23,903	81,803	91,935	102,933	23,469	-2.1%	13.1%	4.9%
투자의견 :	영업이익	997	1,130	417	1,093	1,125	1,253	3,652	4,797	5,954	1,010	11.3%	2.8%	12.8%
MARKETPERFORM	지배주주순이익	765	495	-29	290	507	652	1,594	2,882	3,894	694	-27.0%	74.9%	-33.7%
목표주가 : 9,200원	PER							25.6	10.1	7.5				
	PBR							1.2	0.8	0.8				
GS건설	매출액	23,549	24,013	24,250	17,085	26,448	26,796	92,886	99,243	104,484	23,657	11.8%	54.8%	12.3%
투자의견 :	영업이익	708	489	-526	-5,443	-1,678	-657	1,604	-7,708	3,269	- 1,402	19.7%	적지	적전
MARKETPERFORM	지배주주순이익	721	367	-799	-4,148	-1,983	-1,204	1,021	-6,969	1,924	- 1,182	67.8%	적지	적전
목표주가 : 29,000원	PER							27.8	NA	7.2				
	PBR							0.8	0.5	0.5				
대림산업	매출액	24,687	27,268	30,065	25,161	25,584	26,889	102,533	106,971	115,553	26,419	-3.2%	1.7%	3.6%
투자의견 : BUY	영업이익	1,250	1,367	1,296	1,240	1,248	1,241	4,861	4,684	6,187	1,327	-6.0%	0.6%	-0.2%
목표주가 : 105,000원	지배주주순이익	347	1,179	1,114	1,174	886	1,036	3,911	3,909	5,456	1,015	-12.7%	-24.5%	155.3%
	PER							7.8	7.8	5.6				
	PBR							0.7	0.7	0.6				
삼성엔지니어링	매출액	31,081	28,619	28,085	25,159	25,253	26,831	114,402	105,219	105,256	28,821	-12.4%	0.4%	-18.8%
투자의견 :	영업이익	2,022	1,837	1,700	-2,198	502	1,886	7,323	2,287	4,952	1,106	-54.6%	흑전	-75.2%
MARKETPERFORM	지배주주순이익	1,434	1,244	1,123	-1,797	408	1,452	5,238	2,088	4,054	1,006	-59.4%	흑전	-71.5%
목표주가 : 95,000원	PER							11.7	13.1	6.8				
	PBR							3.8	1.6	1.4				
현대산업	매출액	5,564	5,102	6,329	4,886	6,649	7,990	22,073	28,535	30,573	9,685	-31.4%	36.1%	19.5%
투자의견 : BUY	영업이익	-456	80	572	156	207	417	664	1,472	2,385	447	-53.7%	32.8%	흑전
목표주가 : 34,000원	지배주주순이익	101	75	-365	80	147	154	98	517	1,863	198	-25.9%	83.8%	45.3%
	PER							163.2	35.6	9.9				
	PBR							0.6	0.7	0.7				

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 조윤희)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

본 자료는 7월 3일자로 발간된 “Quarterly Industrial&Materials Strategy : 메마른 땅에 새싹이 돋는다”에 기발표된 자료입니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견

Overweight(비중확대):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자 의견

Buy(매수):

향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상