

Sector Update



윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843



최지호
Analyst
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

양지혜
Research Associate
jh29.yang@samsung.com
02 2020 7867

■ AT A GLANCE

대림산업 (000210 KS, 86,300원)

SELL HOLD **BUY** 113,000원(+31%)
목표주가

현대산업 (012630 KS, 33,000원)

SELL HOLD **BUY** 39,000원(+18%)
목표주가

삼성물산 (000830 KS, 74,700원)

SELL HOLD **BUY** 88,000원(+18%)
목표주가

한샘 (009240 KS, 81,900원)

SELL HOLD **BUY** 106,000원(+29%)
목표주가

건설 및 건축자재 (OVERWEIGHT)

건설주 사이클의 sweet spot에 진입 중. Overweight로 상향조정.

WHAT'S THE STORY?

Event: 6월 이후 국내 부동산 부양책에 대한 기대감과 상반기 견조했던 해외 신규수주 및 해외 적자현장 계약잔고의 감소를 근거로 건설업에 대한 시장의 risk appetite 상승 중. 반면 그 동안 PF충당 리스크 없이 볼륨성장 기대감으로 급등했던 건자재주는 최근 들어 주가가 조정을 받는 중. 이에 따라 건설과 건자재 주에 대한 포지셔닝 재점검.

Impact: 건설업종 주가 사이클의 sweet spot에 진입 중으로 판단됨. 건설업종은 건자재 대비 밸류에이션 격차(할인 폭)는 KOSPI 전후방 업종 중 최대인 반면, 주택거래의 수요층은 확대 중이고, 하반기 이후 재건축 이주수요로 인한 주택시장의 거래 유인 증가가 예상. 7,8월 중 나올 부양책이 주가의 촉매제가 될 전망.

Action: 건설업종 Overweight로 상향조정. 현대산업과 대림산업 BUY★★★로 상향조정, 건자재 업종 내에서는 한샘 선호. 삼성엔지니어링 중립으로 하향조정.

THE QUICK VIEW

건자재주 대비 건설업 밸류에이션 할인폭 - KOSPI 전후방 업종 중 최대: 최근 국내 부동산 시장의 변화는 건자재 업종 보다는 건설업종에 보다 더 유리할 것으로 판단됨. 그 이유는 1) 최근 월세 증가세와 개보수·리모델링 수요 또한 주춤하고; 2) 전국 아파트 입주 물량이 올해를 정점으로 하락세가 예상되어 B2B 시장 성장성에 대한 점검이 필요; 3) 반면 주택시장의 거래증가 유인은 늘고 있어 건설사들의 분양물량 증가가 예상.

건자재 업종의 주가 전망 - B2B 내외장재 업체보다는 B2C 가구/생활용품 업체 선호: 재건축, 리모델링 시장 및 아파트 입주물량의 증가를 통한 건자재 성장모멘텀은 예상보다 저조할 전망. 그러나 앞서 언급한 주택 거래량 회복 기대감이 높다는 점을 감안했을 때, 단기적으로 B2B 비중이 높은 내/외장재 업체 (KCC, LG하우시스)보다 B2C 매출을 통한 지속적인 실적 개선이 기대되는 가구/생활용품 업체 (한샘)를 선호.

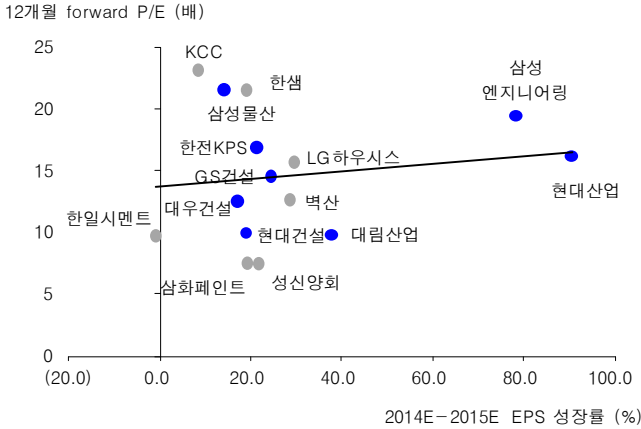
하반기 부동산 시장전망 - 주택시장의 거래유인 증가 중: 1) 올해 들어 대형평형의 주택거래가 늘고 주택대출 증가세가 주택금융공사의 공공대출은 줄고 민간 금융기관의 대출이 늘고 있어 주택 수요자층이 확대되고 있는 것으로 해석, 2) 올해와 내년 강남권 재건축이주 수요 급증으로 전세 과부족은 심화되어 매매전환 유인은 늘어날 전망. 이러한 트렌드는 향후 LTV, DTI 완화 등 7,8월 가시화될 차기 내각의 부양책과 더불어 주택 거래증가의 촉매제가 될 전망. 건설사별로는 상반기까지의 분양성적이 하반기 분양의 바로미터가 될 전망이어서 현대산업, 삼성물산, 대림산업의 호조세가 이어질 전망.

하반기 중동화공 시장 전망 - 지정학적 리스크 등으로 수주 지역의 믹스 변화 예상: 상반기 한국 건설사들의 중동지역 수주가 전년동기대비 131% 증가하여 전체의 해외수주의 66%를 차지. 하반기 중동화공의 발주 예산은 상반기와 비슷한 규모이나 지정학적 리스크와 통상적인 지연, 취소 등을 감안하면 하반기 수주 모멘텀은 다소 둔화될 전망. 2014-15년 중동화공발주 예산을 살펴보면 향후 이라크와 쿠웨이트는 모멘텀이 떨어지는 반면 이란 시장은 내년 이후 화공발주 급증이 예상. 이에 따라 이란 경제체제 완화 시, 역사적으로 이란 익스포저가 컸던 대림산업의 이란 수주증가를 기대해 볼 수 있을 전망.

건설업종 Overweight로 상향조정 - 현대산업, 삼성물산, 대림산업, 한샘 선호: 건설업종은 건자재 대비 밸류에이션 격차(할인 폭)는 KOSPI 전후방 업종 중 최대인 반면, 주택거래의 수요층은 확대 중이고, 하반기 이후 재건축 이주수요로 인한 주택시장의 거래 유인 증가가 예상. 7,8월 중 나올 부양책이 주가의 촉매제가 될 전망이어서 건설업종 주가 사이클의 sweet spot에 진입 중으로 판단됨. 업종내 현대산업, 삼성물산, 대림산업, 한샘 선호. 삼성엔지니어링은 최근 주가 상승으로 업사이드가 제한적인 바, 중립으로 하향조정.

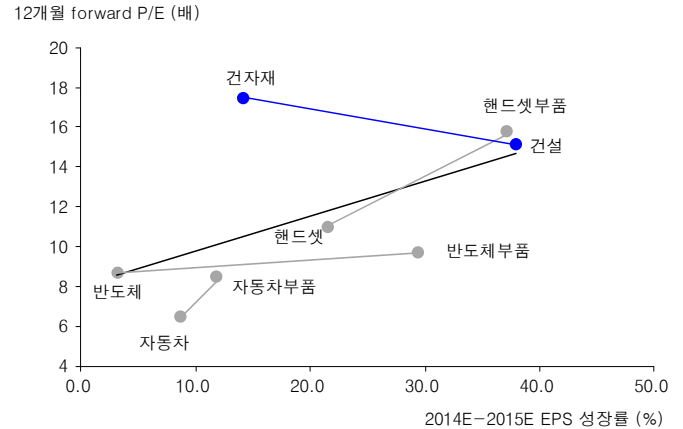
Key Charts

건설 및 건자재업: 12개월 forward P/E vs. EPS성장률



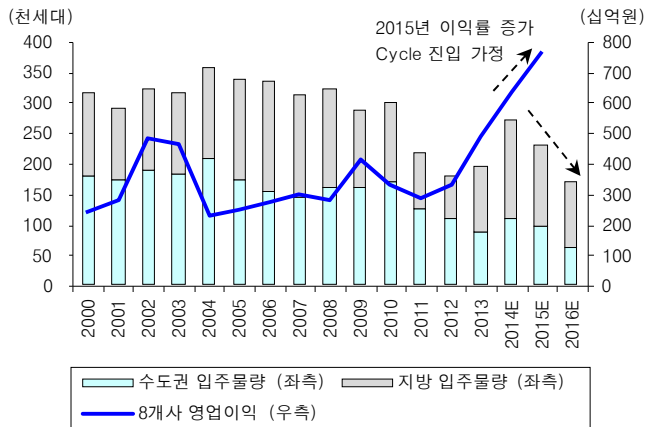
자료: WiseFn, 삼성증권

산업별 전방/후방산업 밸류에이션 gap: 12개월 forward P/E vs. EPS성장률



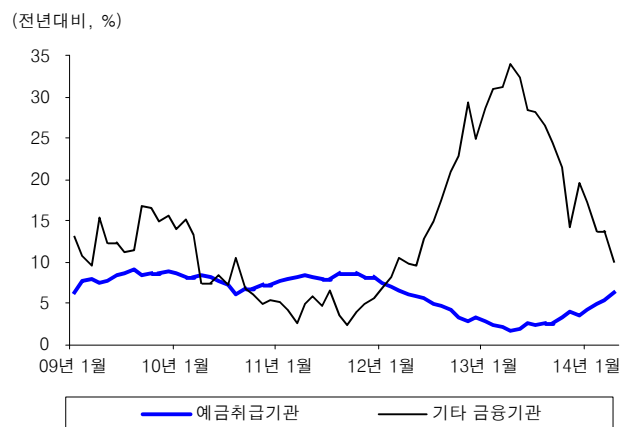
자료: WiseFn, 삼성증권

재고+입주물량 vs 8개 건축자재사 영업이익



참고: 8개 건축자재사 영업이익은 컨센서스 기준
자료: 부동산114, Quantwise, 삼성증권 추정

주택담보대출 잔액 증감률



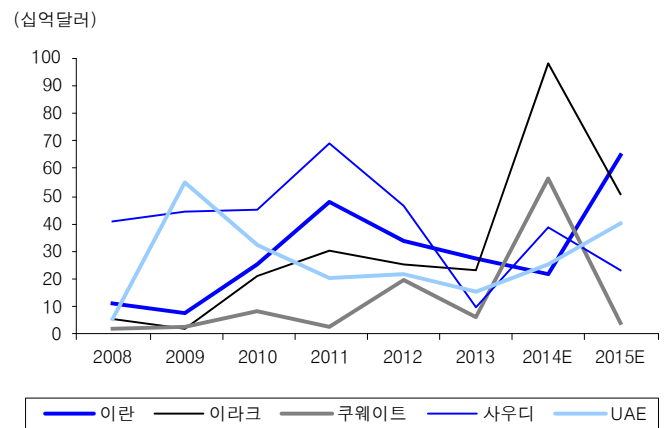
자료: 한국은행, 삼성증권

주요 건설사별 아파트 분양률

	분양가구 수	2014 계획 대비	분양률
삼성물산	122	nm	94.3%
현대건설	2,538	nm	86.4%
삼성물산, 현대건설 공동	1,097	-	100.0%
현대산업	1,979	15.2%	98.2%
대림산업	825	9.5%	100.0%
GS건설	3,565	28.6%	46.9%
대우건설	2,978	16.1%	86.8%

참고: 2014년 1월 1일 - 6월 15일 분양물량 기준
자료: 국토교통부, 삼성증권

올해는 이라크와 쿠웨이트, 내년에는 이란시장의 화공발주가 늘어날 전망



자료: MEED, 삼성증권

건설/건자재 valuation comparison

		삼성물산	현대건설	현대산업개발	대림산업	삼성엔지니어링	GS건설	대우건설	KCC	LG하우시스	한샘
Ticker		000830 KS	000720 KS	012630 KS	000210 KS	028050 KS	006360 KS	047040 KS	002380 KS	108670 KS	009240 KS
Rating		BUY★★★	BUY	BUY★★★	BUY★★★	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
Upside potential (%)		19.1	18.6	17.8	28.3	(9.3)	(11.6)	(10.9)	17.3	19.6	29.4
목표주가 (원)		88,000	70,000	39,000	113,000	72,000	32,000	8,300	705,000	235,000	106,000
증가 (원)		73,900	59,000	33,100	88,100	79,400	36,200	9,320	601,000	196,500	81,900
시가총액 (십억원)		11,544	6,570	2,495	3,066	3,176	2,570	3,874	6,323	1,820	1,857
매출액 (십억원)	2013A	28,433	13,938	4,217	9,847	9,806	9,566	8,782	3,233	2,677	1,007
	2014E	30,373	15,884	4,669	10,051	8,613	10,156	9,276	3,481	2,954	1,258
	2015E	32,673	17,772	4,875	10,764	8,393	10,992	9,681	3,744	3,123	1,399
영업이익 (십억원)	2013A	433	793	(148)	40	(1,028)	(935)	(245)	232	115	80
	2014E	697	913	226	393	153	160	491	291	163	100
	2015E	870	1,044	380	497	302	262	551	322	187	113
영업이익률 (%)	2013A	1.5	5.7	(3.5)	0.4	(10.5)	(9.8)	(2.8)	7.2	4.3	7.9
	2014E	2.3	5.7	4.8	3.9	1.8	1.6	5.3	8.4	5.5	8.0
	2015E	1.4	3.2	0.1	3.7	6.2	0.9	1.8	11.9	6.0	8.1
EPS (원)	2013A	1,024	4,366	(2,773)	(1,938)	(20,001)	(16,355)	(1,729)	11,973	9,183	3,383
	2014E	3,042	5,287	2,007	7,722	2,382	1,704	750	16,458	12,167	4,357
	2015E	3,813	6,169	3,952	9,632	5,557	3,382	877	18,874	14,423	5,169
BPS (원)	2013A	64,055	43,059	28,554	120,037	23,097	53,855	6,050	513,216	74,618	14,250
	2014E	66,465	47,726	30,400	128,712	24,599	56,116	6,817	526,447	83,750	17,777
	2015E	69,694	53,399	34,232	139,283	29,556	59,953	7,712	542,352	94,781	22,024
P/E (배)	2013A	72.2	13.5	(11.9)	(45.5)	(4.0)	(2.2)	(5.4)	50.2	21.1	23.3
	2014E	24.3	11.2	16.5	11.4	33.3	21.2	12.4	36.5	16.1	18.8
	2015E	19.4	9.6	8.4	9.1	14.3	10.7	10.6	31.8	13.6	15.8
P/B (배)	2013A	1.2	1.4	1.2	0.7	3.4	0.7	1.5	1.2	2.6	5.5
	2014E	1.1	1.2	1.1	0.7	3.2	0.6	1.4	1.1	2.3	4.6
	2015E	1.1	1.1	1.0	0.6	2.7	0.6	1.2	1.1	2.1	3.7
EV/EBITDA (배)	2013A	21.0	8.2	(34.7)	39.6	(5.3)	(6.3)	(9.2)	0.6	11.6	20.2
	2014E	13.0	7.3	9.5	7.0	15.3	18.4	8.8	0.6	8.3	16.0
	2015E	6.3	6.4	5.5	6.9	7.7	15.2	7.3	0.3	7.4	13.1
ROE (%)	2013A	2.3	11.4	(8.7)	(0.2)	(54.6)	(23.3)	(23.7)	5.0	9.6	25.6
	2014E	5.1	11.6	6.5	6.6	10.2	2.8	11.1	4.7	13.2	26.5
	2015E	6.0	12.4	11.7	7.6	21.1	5.3	11.6	5.1	13.9	25.2

참고: 7월 3일 종가 기준

자료: 각 사, 삼성증권 추정

■ 목차

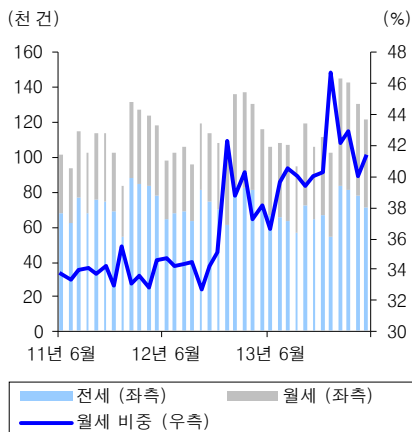
건설 vs. 건자재: 하반기 밸류에이션 격차 축소 전망	P4
건축자재 price driver: Who will be the winner?	p13
하반기 부동산 시장 전망 - 주택 거래 모멘텀 상승중	p16
하반기 중동발주시장 전망 - 수주 지역의 믹스 변화 예상	p21
Appendix: 국내 부동산 시장 주요 지표 추이	p28

하반기 부동산 시장의 변화는 건자재 업종 보다는 건설업종에 보다 더 유리할 것으로 예상

1. 건설 vs. 건자재: 하반기 밸류에이션 격차 축소 전망

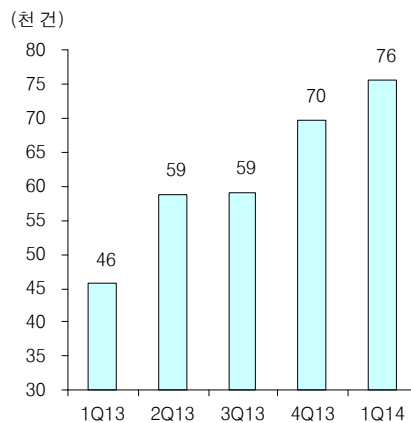
지난해부터 올해 상반기까지 건자재 업종 상승세의 동인은 월세 증가와 개보수·리모델링 수요 증가에 따른 B2C 시장의 성장 기대감이었음. 그러나 올해 들어 관찰되고 있는 현상은 전세에서 월세로의 전환은 주춤한 상황이며, 대신 모기지 대출 증가와 맞물려 재고주택 매매나 신규주택의 분양권 매수세가 확대되고 있음. 이런 상황에서 미분양 재고는 4월까지 8개월 연속 감소하는 모습을 보였음. 특히 지난해는 주택금융공사나 주택기금과 같은 (저소득층, 소형평형 대상) 공공대출 증가가 주를 이뤘다면 올해는 이와 달리 일반 금융기관 대출 증가가 의미 있는 수준으로 나타나고, 중대형 평형 주택의 거래가 늘고 있어 주택 수요층이 확대되고 있는 것으로 보임. 이러한 트렌드는 건설사 입장에서 재고 감소와 신규분양의 호조세로 이어질 수 있어 건자재 업종 보다는 건설업종에 보다 더 유리할 것으로 예상된다.

주택 전월세 거래비중 추이



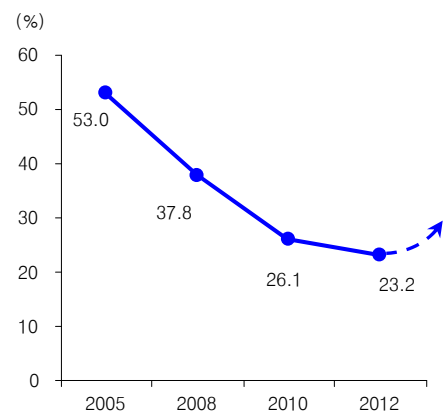
자료: 국토교통부, 삼성증권

아파트 분양권 거래량 추이



자료: 국토교통부, 삼성증권

전세→자가 전환 비율 추이

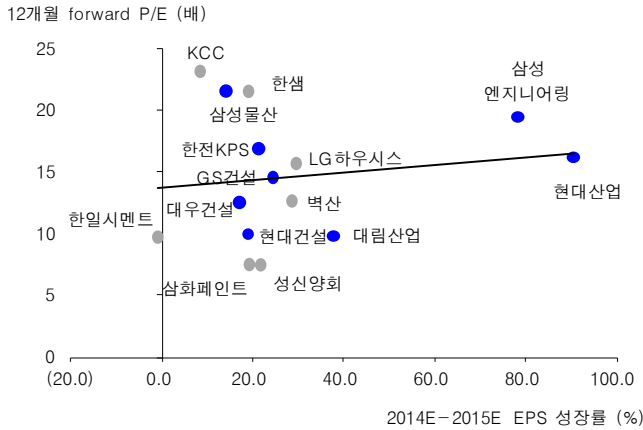


자료: 국토연구원, 삼성증권

건설 및 전자재업종 펀더멘탈 대비 밸류에이션 현황

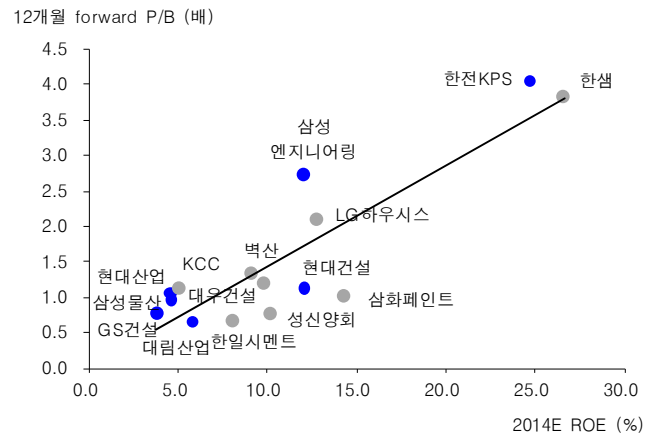
국내 주요 건설사들과 전자재업 밸류에이션 현황 분석. 업종간 밸류에이션 분포도에 뚜렷한 방향성은 없으나 대체적으로 전방산업인 전자재업 종목들이 낮은 성장률에도 밸류에이션 프리미엄을 받고 있는 것으로 보임.

건설 및 전자재업: 12개월 forward P/E vs. EPS성장률



자료: WiseFn, 삼성증권

건설 및 전자재업: 12개월 forward P/B vs. 2014E ROE

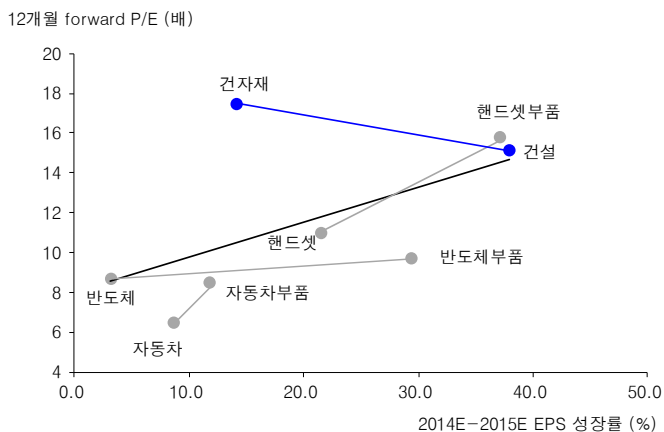


자료: WiseFn, 삼성증권

건설과 전자재업종의 밸류에이션 격차가 KOSPI 전후방 업종 중 최대

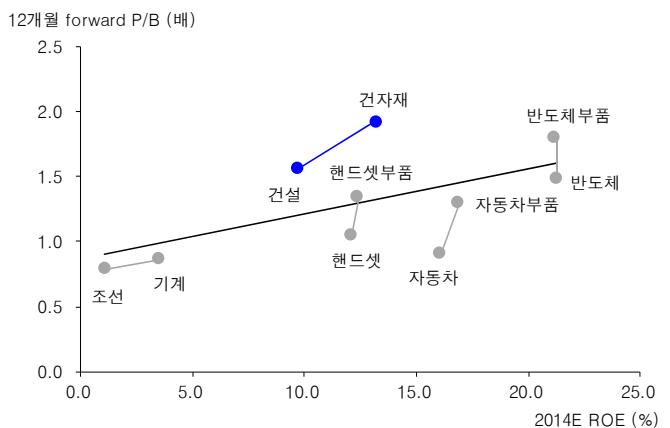
컨센서스 기준 건설업종 순이익 성장률 대비 P/E밸류에이션이 전자재업종 순이익 성장률 대비 P/E밸류에이션에 비해 현저히 낮은 수준. 즉 전자재업종의 실적 성장 기대 폭이 훨씬 작은데도 불구하고 밸류에이션 프리미엄 받고 있는 한 편, 건설업종 실적 성장에 대한 시장의 신뢰도가 지나치게 낮음. 다른 산업의 전방/후방 업종과 비교해서도 밸류에이션 갭이 많이 벌어져 있는 상태.

산업별 전방/후방산업 밸류에이션 gap:
12개월 forward P/E vs. EPS성장률



자료: WiseFn, 삼성증권

산업별 전방/후방산업 밸류에이션 gap:
12개월 forward P/B vs. 2014E ROE



자료: WiseFn, 삼성증권

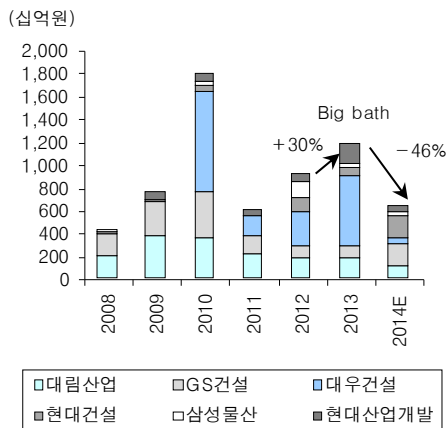
건자재 업종과 건설업종의 밸류에이션 격차 확대의 네가지 원인

건설업과 건자재업의 밸류에이션 격차 확대의 원인은 크게 아래와 같이 네 가지 이유를 들 수 있음.

① 건설사들의 국내 주택관련 총당손실의 불확실성이 여전한 상황

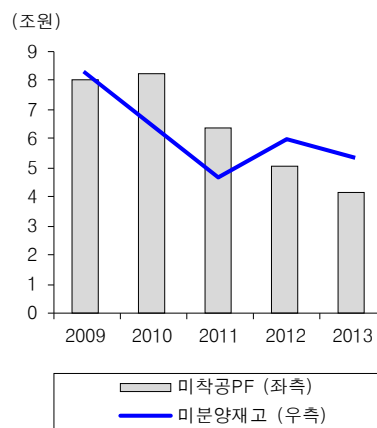
6개사 합산 기준 주택PF 총당비용은 2013년도에 전년동기대비 30% 가량 증가하였고 회사측 가이드를 바탕으로 한 2014년 총당비용은 46% 가량 감소하는 것으로 예상됨. 그럼에도 불구하고 2013년말 기준 6개사에 남아있는 미착공PF 금액이 4조원대에 육박하며 올해 들어 착공전환이나 분양계획을 공격적으로 잡고 있는 상황이어서 2014년 PF 총당비용은 예상보다 더 증가 할 수 있는 가능성도 배제할 수 없음.

6개 건설사* 연간 PF총당비용 추이



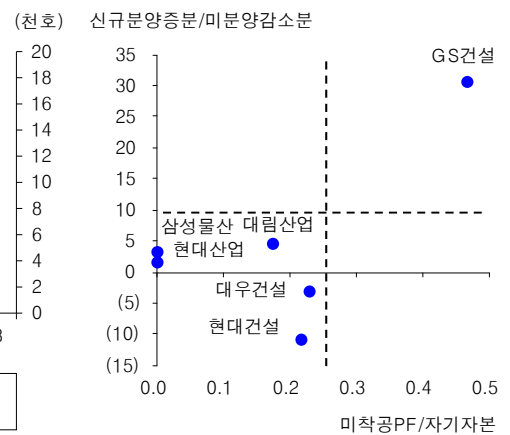
자료: 각 사, 삼성증권

6개 건설사* 미착공PF 및 미분양재고



참고: * 삼성물산, 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설
자료: 각 사, 삼성증권

미착공 PF 및 신규분양 증감

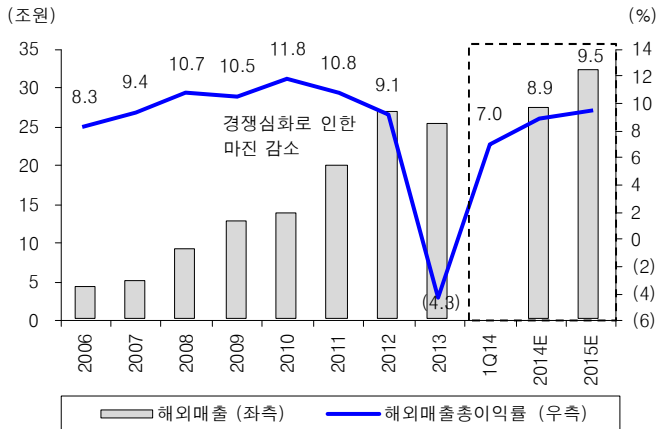


자료: 각 사, 삼성증권

② 건설사들의 해외 손실프로젝트의 개선세가 예상보다 더딘 상황

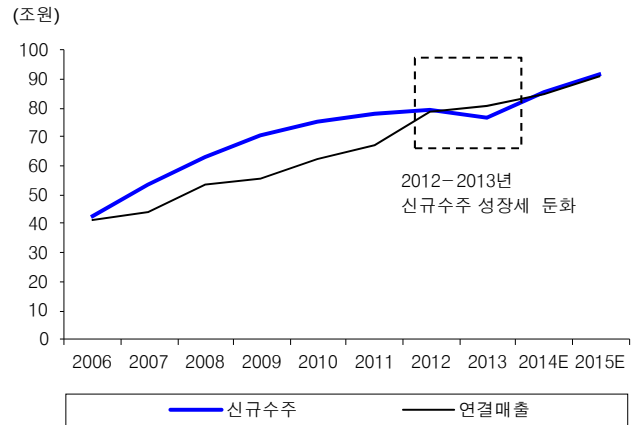
최근까지도 건설사별로 확인해본 결과, 일부 해외손실 프로젝트의 공기지연은 여전한 상황임. 이에 따라 1분기까지 해외수주 사업의 GP마진은 7% 수준에 그친 상황이며 2분기 마진의 개선세도 그리 주목할 만한 수준은 아닐 것으로 예상됨. 이에 따라 올해 5개 건설사 합산 해외 GP마진의 당사 가정치인 8.9%를 하회할 가능성이 커 보임. 무엇보다 중요한 것은 지난해 이래로 신규수주가 연결매출을 하회했던 삼성엔지니어링, 대림산업 등의 경우 수주 모멘텀 회복 없이는 판관비율이 올라갈 가능성이 크므로 GP마진의 개선이 상쇄되어 영업이익 개선세가 예상보다 더딘 가능성이 있음.

5개 건설사* 해외매출 및 GP마진 추이



참고: * 삼성물산, 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설
자료: 각 사, 삼성증권 추정

6개 건설사* 신규수주 vs 연결매출 추이

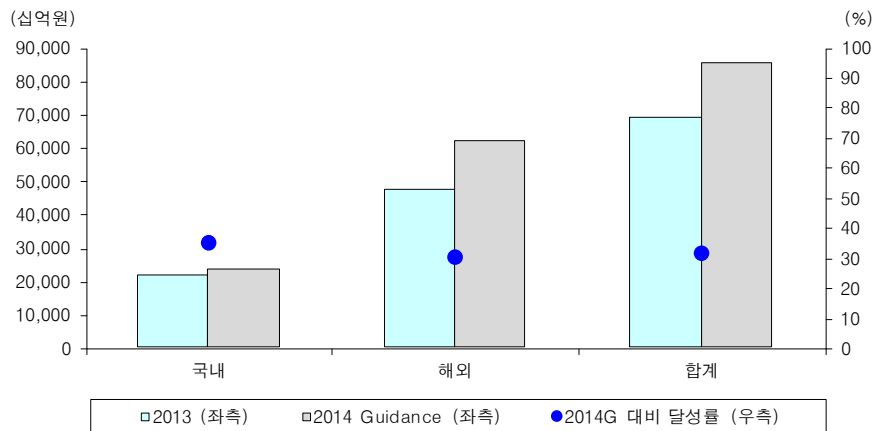


참고: * 삼성물산, 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설
자료: 각 사, 삼성증권 추정

③ 건설사들 2분기까지 저조한 신규수주 모멘텀

6개사 합산 기준 5월까지 신규수주 실적은 올해 연간 가이드스 대비 국내 35.2%, 해외 31.9%, 합계 32.8%를 달성하여 가이드스 대비 많이 저조한 상황. 전년동기 대비해서는 20.2% 가량 하락한 실적이며 특히, 해외 부문의 경우 전년동기 대비 14.7% 감소하였음. 특히 5월까지 해외에서 수주한 금액 19.8조원 중에서 삼성엔지니어링과 GS건설이 각각 5조원 가량씩을 수주한 점을 감안하면 나머지 회사들의 신규수주 실적은 상대적으로 더욱 저조한 상황임.

6개 건설사* 신규수주 YTD 달성률



참고: * 삼성물산, 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설
자료: 각 사, 삼성증권 추정

6개 건설사* 1-5월 신규수주

(십억원)	2014YTD	y-y chg (%)	2014 Guidance	2014G 대비 달성률 (%)
국내	8,203	(31.0)	23,277	35.2
해외	19,828	(14.7)	62,224	31.9
합계	28,031	(20.2)	85,500	32.8

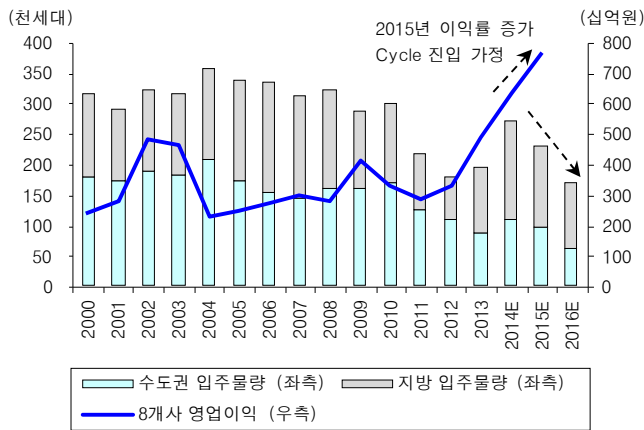
참고: * 삼성물산, 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설

자료: 각 사, 삼성증권

④ 반면 전자제업종은 주택착공 및 입주물량 등을 바탕으로 올해까지의 이익가시성이 높은 상황

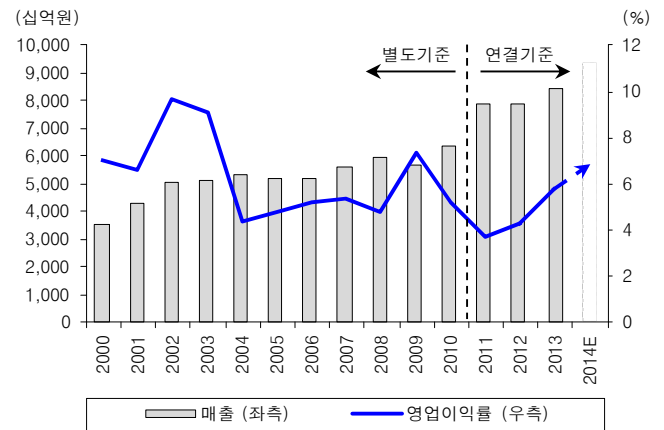
2014년 전국기준 입주예정물량은 267,942세대로 전년 193,488세대 대비 38.5% 증가한 수준임. 따라서 올해는 B2B시장의 확대를 통한 실적개선이 전망됨. 건축자재사별로 B2B 시장에 대한 노출도 70-80% 수준을 가정하면 관련 매출증가가 25-30% 수준이 예상됨. 2014년 컨센서스 기준 8개 건축자재사의 EPS 성장률이 23.2%로 이와 같은 전방산업의 개선을 반영하고 있는 것으로 보임.

재고+입주물량 vs 8개 건축자재사 영업이익



참고: 8개 건축자재사 영업이익은 컨센서스 기준
자료: 부동산114, Quantiwise, 삼성증권 추정

건축자재사 매출 vs 영업이익률



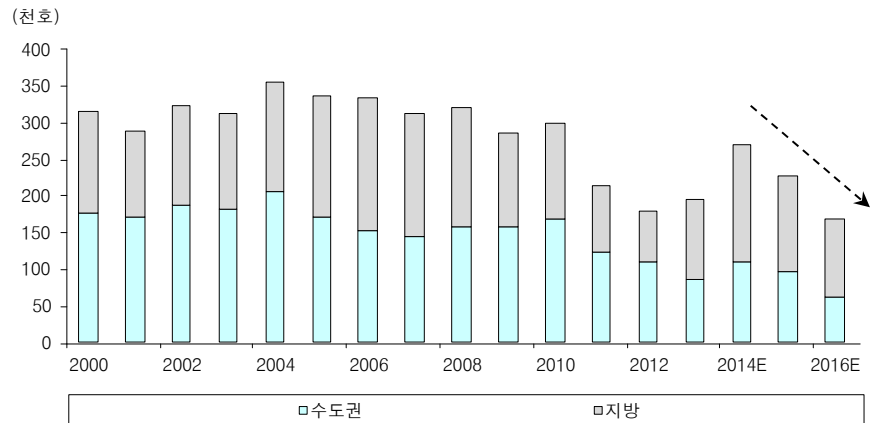
참고: KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산, 라이온캠텍; 라이온캠텍은 별도; 00-10년 별도, 11년- 연결
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

건설업과 전자재 업종의 밸류에이션 격차 축소 전망

① 입주예정물량은 14년을 정점으로 peak-out예상: 전자재 B2B 시장의 숨고르기 예상

2014년 전국 입주 예정물량은 26.9만호로 38% 가량 반등이 예상되지만 2015년 이후 입주 예정물량은 2016년까지 하락세로 반전될 것으로 예상됨. 이에 따라 전반적인 전자재와 가구 시장의 모멘텀은 내년 이후 다소 둔화될 것으로 전망됨.

아파트 입주 및 입주 예정물량 추이



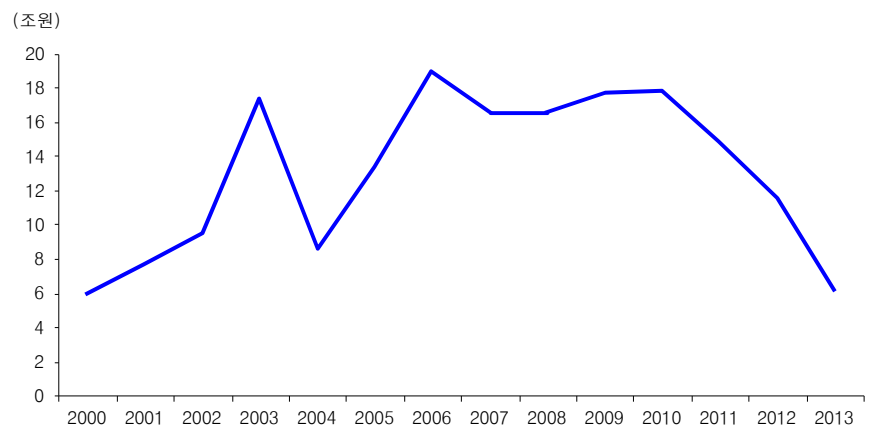
참고: 2014년, 2015년은 입주 예정물량

자료: 부동산114, 삼성증권

② 예상보다 저조한 재개발 재건축 및 리모델링 시장의 성장성: 전자재 B2B 시장의 숨고르기 예상

전자재 업체 입장에서 B2B 시장은 결국 입주물량과 재개발 재건축 그리고 리모델링 시장으로 구성됨. 그러나 앞서 언급한 주택 입주 물량의 감소세를 대체할 만한 재개발 재건축, 리모델링 시장의 확대는 좀더 지켜봐야 할 것으로 전망됨. 2013년 재개발, 재건축 수주는 전년 대비 46% 감소한 6.2조원을 기록. 올해 들어 재개발 재건축 수주는 1월과 2월 각각 288.5%, 18.8% 증가하여 회복세를 보였으나, 3월에 49.5% 감소하고 4월에도 63% 감소하여 1-4월 기준 전년 동기 대비 8% 증가를 기록. 하반기 재개발 재건축 수주는 기저효과와 수도권 주택경기의 소폭 회복 영향으로 전년 대비 소폭의 증가는 예상되지만 수주액 자체는 여전히 부진할 것으로 예상됨.

재개발 재건축 수주 추이



자료: 대한건설협회, 삼성증권

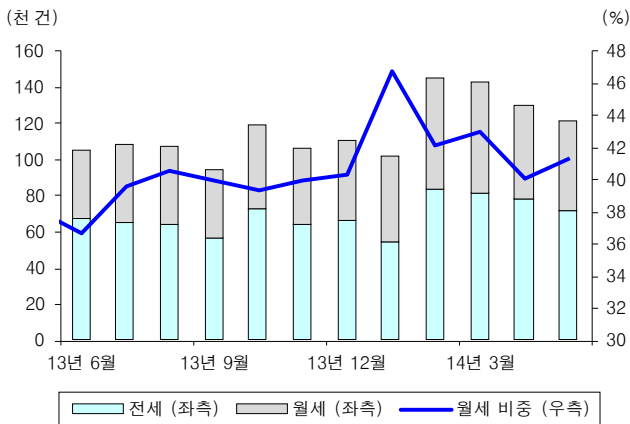
주택법 개정안이 지난 4월25일부터 시행됨에 따라 15년 이상 된 아파트 단지를 중심으로 수직증축 리모델링의 추진이 가능하게 되었음. 2013년 상반기 기준으로 수도권 리모델링 추진 아파트 단지는 36곳 (2만6,067가구)이고 추진위 결정단계 20곳, 조합설립 단계 14곳, 허가단계 2곳으로 리모델링 시장의 성장성은 아직까지 저조한 편임. 그 이유로는

첫째, 우선 지자체가 리모델링을 허가 하기 위해서는 사전에 리모델링 기본계획을 수립하여야 하므로 현실적으로 내년 이후에나 리모델링 사업의 성장성이 드러날 것으로 보임. 둘째는 수직증축 리모델링은 가구당 비용이 최소 8천만 원을 상회할 것으로 예상되는 바, 충분한 사업성을 확보하려면 평당 가격이 최소 1,300만원 이상인 아파트 단지로 제한될 것으로 예상됨. 따라서 서울 도심 내 아파트나 분당 아파트 등 일부 단지에 국한될 것으로 예상. 셋째는 안전에 대한 우려이다. 리모델링은 기존 골조를 제외하고 나머지를 모두 헐어낸 뒤 최대 3개 층의 수직증축을 하는 공정이므로 안전에 대한 우려가 제기되고 있음. 특히 최근 수직증축 사업이 활발한 지역이 과거 아파트 건설 당시 바다모래 논란이 일었던 분당 일산 등 1기 신도시 지역이라 안전감리 절차가 강화될 움직임을 보이고 있음.

③ 최근 전세에서 월세로의 전환이 주춤: B2C 시장 성장 전망에 영향

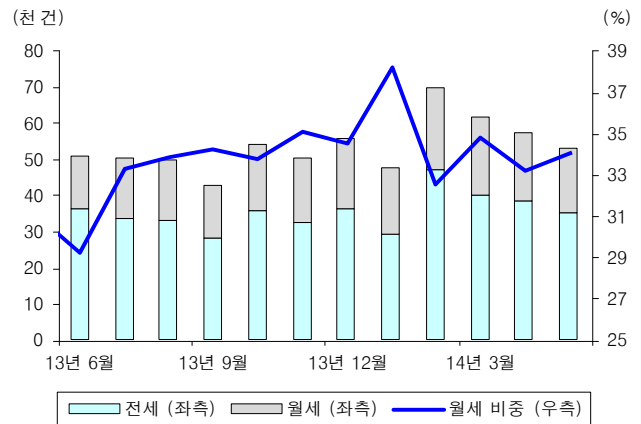
올해 들어 1-4월 동안 전국 전월세 거래량은 51만 8,289호로 전년 동기대비 2.0% 증가함. 2014년 월세 비중은 40-47% 수준으로 전년 37-43% 대비해서 높게 형성됨. 다만 연초이래로 주택과 아파트의 월세거래 비중은 조정을 받고 있는 상황. 월세 소득 과세방안 발표 이후 집주인 입장에서 월세전환을 일부 기피하는 현상과 세입자 입장에서 최근 더 낮아지고 있는 주택담보대출 금리로 인한 매매전환 증가 등에 기인한 것으로 추정됨. 최근 전월세 과세방안에 대한 정부의 완화움직임이 드러나고 있으나 여전히 정부의 방침이 매매전환을 유도하는 데에 초점이 맞춰져 있으므로 지난해와 같은 급격한 월세비중 상승세는 재연되기는 어려울 것으로 예상됨.

주택 전월세 거래비중 변화



자료: 국토교통부, 삼성증권

아파트 전월세 거래비중 변화



자료: 국토교통부, 삼성증권

④ IKEA의 진출에 따른 한국 가구/생활용품 시장의 부정적인 영향은 불가피

2013년 건축자재 업체들의 주가 상승의 원인은 부동산 시장의 구조적인 변화에 대한 기대감과 건축자재 업체들의 실적 개선. 하지만 2014년 말로 예정된 세계 최대 가구 및 생활용품 브랜드인 IKEA의 한국 진출 시점이 임박한 가운데, 부동산 시장의 구조적인 변화가 예상보다 지연되면서 가구/생활용품 업체들의 실적 개선 속도 둔화에 대한 우려가 제기되고 있는 상황.

IKEA 한국 진출 세부 일정

시기	내용
2011년 12월	IKEA 한국 법인설립
2011년 12월	한국 진출을 위해 광명시 부지 매입
2013년 8월	IKEA 광명점 착공
2013년 12월	2호점 개점을 위한 토지 매입 (경기도 고양시)
2014년 1월	서울시 강동구와 3호점 개설을 위한 양해각서 체결
2014년 1월	한국 웹사이트 공식 오픈
2014년 3월	Hej Home 개점(1호 popup store)
2014년 5월	Hej Home! Myhome 개점 (2호 popup store)
2014년 말	경기도 광명시 1호점 개점 (예정)
2015~2016년	경기도 고양시 2호점 개점 (예정)
2017년	서울시 고덕동 3호점 개점 (예정)

자료: 산업자료

이미 전쟁은 시작되었다: 할인 경쟁에 돌입한 가구 / 생활용품 업계

그 동안 베일에 가려져 있던 IKEA의 한국 가격 정책은 2014년 5월 팝업스토어 2호점 개점과 함께 제한적으로 공개되기 시작. 공개된 제품들이 대부분 가구보다는 소품 위주로 공개되었고, 가구 및 생활용품의 특성상 브랜드마다 판매하고 있는 제품의 품질 및 디자인이 상이하다는 점을 감안하더라도, 통상적으로 신규 진출 국가의 경쟁사 제품 대비 2~30% 이상 저렴한 가격대를 책정하는 것으로 알려진 IKEA의 가격 정책은 한국에서도 유사한 수준으로 책정된 것으로 판단.

IKEA vs. 한샘: 주요 제품 가격

(원)	IKEA	Hanssem	가격 차이 (%)
벤치	49,000	64,500	(24.0)
안락의자	30,000	55,000	(45.5)
수납테이블	29,900	44,900	(33.4)

자료: IKEA, 한샘

IKEA의 주요 제품 가격



스투바 벤치
49,000원



놀미라 이지 체어
30,000원



셀리아 베드사이드 테이블
29,900원



비트론 벤치의자
64,500원



DIY 인테리어의자
55,000원



크래커 원목 사이드 테이블
44,900원

자료: 산업 자료

한샘의 주요 제품 가격

자료: 산업 자료

최근 국내 대형 가구/생활용품 판매 업체들은 일제히 가격 인하에 돌입했는데 이는 2014년 말 IKEA의 국내 1호점 개장에 대응하기 위한 것으로 판단. 선제적인 가격 인하를 통한 수요자들의 구매를 자극해서 IKEA 개점 시기 이전에 교체를 발생시켜서 개점 이후 초기 쏠림 현상에 따른 매출 감소를 최소화하기 위한 것임. 한샘, 현대리바트 등 국내 가구 업체들은 정기 세일 등을 통해 가격을 30~70%까지 할인 판매하고 있으며, 생활용품 브랜드인 무인양품은 원가절감을 통해 가구 323개, 가정용품 104개 등 총 670개 품목의(총 취급 품목의 약 30%) 가격 인하를 개시함. 연쇄적인 가격 경쟁을 통해 중소형 업체들의 대형 가구/생활용품 판매 업체들의 빠른 구조조정이 이루어질 경우 이는 대형 가구/생활용품 판매 업체들에게 긍정적으로 작용할 수 있지만, 지속적인 가격 경쟁이 이어질 경우 ASP 감소에 따른 실적 개선 모멘텀의 감소가 불가피할 것으로 판단.

한샘: 지속적인 원가절감과 규모의 경제 달성을 통한 판매가격 인하

(천원/조)	2009	2011	2013	5년 평균 제품 가격 인하율 (%)
소파	1,168	1,026	918	21.4
옷장	180	157	125	30.7
부엌가구	1,910	1,677	1,438	24.7

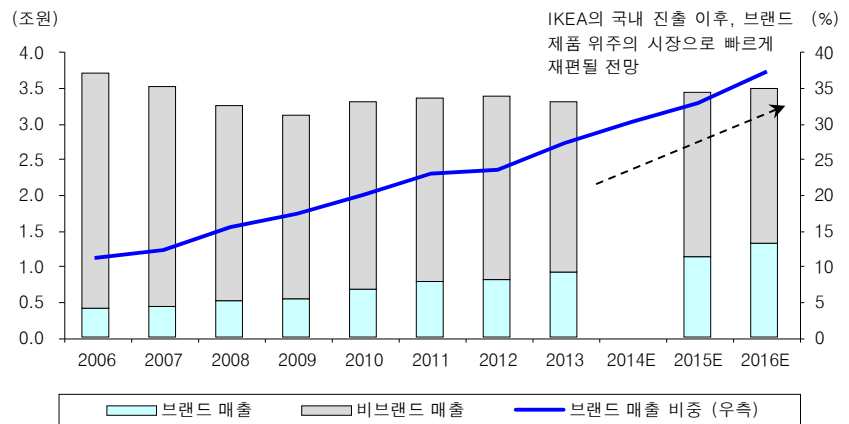
자료: 한샘

생활용품 브랜드 무인양품의 국내 판매 제품 가격 인하: 취급품목 30%를 최대 35% 인하

(천원)	종전	인하	인하 폭 (%)
떡갈나무 수납침대 (세미더블)	750	568	24.3
목제거울 L	165	119	27.9
체스트 4단 와이드	504	399	20.8
초음파 아로마 디퓨저 (소형)	83	69	16.9
행거 사각형 (M)	42	33.6	20.0

자료: 산업자료

IKEA 진출* 이후 국내 인테리어 가구 시장 전망: 브랜드 제품 비중 빠르게 성장할 것



참고: * 2014년 말 1호점, 2015년 말 2호점 개점 가정

자료: 산업자료, 삼성증권 추정

■ 목차

건설 vs. 건자재: 하반기 밸류에이션 격차 축소 전망	P4
건축자재 price driver: Who will be the winner?	p13
하반기 부동산 시장 전망 - 주택 거래 모멘텀 상승중	p16
하반기 중동발주시장 전망 - 수주 지역의 믹스 변화 예상	p21
Appendix: 국내 부동산 시장 주요 지표 추이	p28

건축자재 price driver: Who will be the winner?

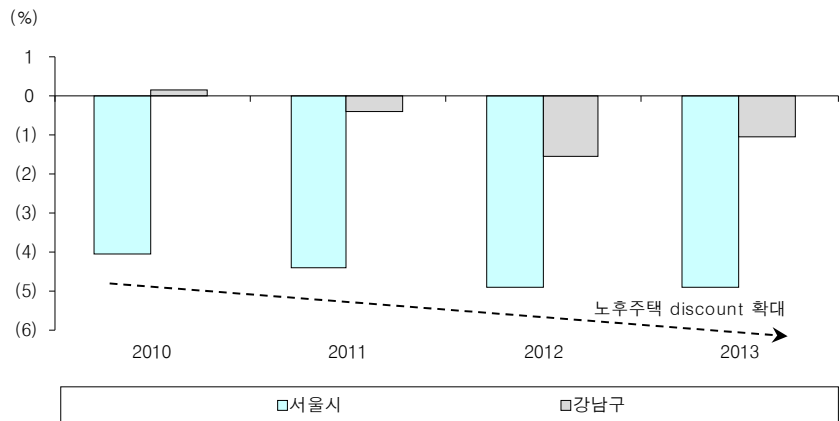
건축자재 섹터 내 선호도: 가구 (B2C)>내/외장재 (B2B)

재건축, 리모델링 시장 및 입주물량의 성장을 통한 모멘텀은 예상보다 저조하지만 규제 완화에 따른 주택 거래량 회복 기대감이 높다는 점을 감안했을 때, B2B 비중이 높은 내/외장재 업체 (KCC, LG하우시스)보다 B2C 매출을 통한 지속적인 실적 개선을 달성할 수 있는 가구/생활용품 업체 (한샘)를 선호.

재건축/리모델링 시장에 대한 낮은 기대감: B2C 선호

최근 국내 아파트 가격 추이에서 주목할 만한 점은 노후 아파트에 대한 할인 폭 증가. 이는 곧 신축 아파트가 보유한 주차/공동시설 등 주거 Infrastructure에 대한 프리미엄이 증가하고 있으며, 재건축 및 리모델링 시장의 활성화에 대한 낮은 기대감이 아파트 가격에 반영된 것으로 판단. 향후 신축 아파트에 대한 프리미엄은 점진적으로 확대될 것으로 예상하며 재건축 및 리모델링 시장의 활성화가 미진할 경우, 노후 주택 거주자들의 가구/생활용품 교체 수요가 증가할 것으로 전망. 때문에 B2B 비중이 높은 내/외장재 업체보다 높은 B2C 비중을 보유한 가구/생활용품 업체를 선호.

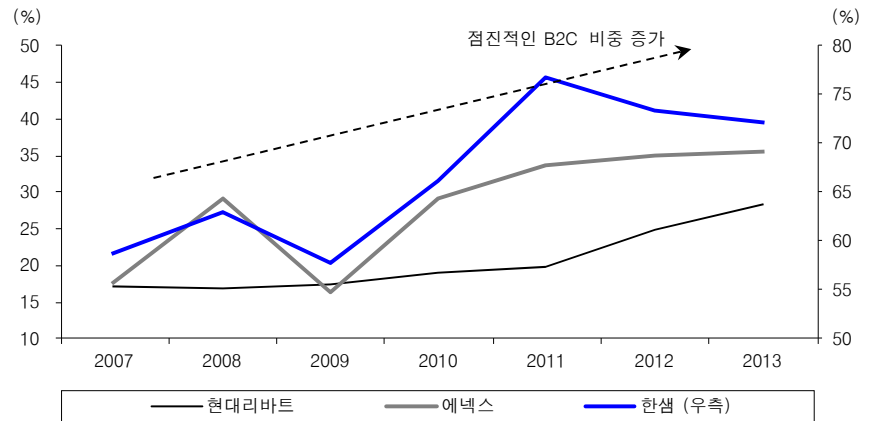
서울시/강남구 노후 아파트 면적 당 매매 가격 할인* 추이



참고: * 지역 평균 단위면적당 아파트 가격 대비 입주 10년 이상 아파트의 가격
자료: 부동산 114

당사가 예상하는 주택 거래 모멘텀의 개선이 이루어지고 있다고 하더라도 이러한 개선이 실제 분양 및 입주 물량의 증가로 이어지는 데는 시간이 소요될 것. 또한 저가 입찰이 일관적인 B2B 시장의 특성을 고려했을 때, 입주 물량 증가가 건축자재 업체들의 지속적인 실적 개선의 동인이 되기는 어려울 것으로 예상. 실제로 건축자재 업체들은 B2C 시장의 비중을 높이기 위한 노력을 지속하고 있는데, B2C 시장의 성장은 중소형 업체보다는 대형 건축자재 업체들에게 긍정적으로 작용할 것으로 전망. 이는 중소형 업체들은 1)B2C 유통 채널 구축과 2)규모의 경제 달성을 통한 원가경쟁력 보유가 사실상 불가능하기 때문.

국내 대형 가구/생활용품 판매 업체들의 B2C 판매 비율



자료: 한샘, 현대리바트, 에넥스

IKEA와 메기효과: 비브랜드 업체의 구조조정과 대형 업체의 성장 예상

시장의 우려와 달리 IKEA의 한국 진출은 대형 가구/생활용품 판매 업체들에게는 긍정적인 영향을 줄 것으로 전망. 이는 IKEA의 진출이 한국의 가구/생활용품 시장의 성장의 새로운 성장 동력이 될 수 있기 때문임. 한국의 인테리어 가구 시장은 성장이 거의 존재하지 않았는데 이는 1) 주택 거래량의 정체와, 2) 높은 비브랜드 업체 비중에 기인한 것으로 판단. 하지만 높은 가격경쟁력을 보유한 IKEA의 국내 진출은 가구/생활용품 제품의 회전율을 상승시킬 것으로 예상되는데, 이는 주택 거래량 의 증가와 함께 가구/생활용품 시장의 성장 동력으로 작용할 것.

당사는 IKEA와 국내 가구/생활용품 업체들의 공존이 가능할 것으로 판단함. 연간 3.3조원 규모의 국내 인테리어 가구 시장 규모를 감안했을 때, 약 1,250억 원으로 추정되는 IKEA의 인테리어 가구 부문 매출은 미미한 수준이기 때문. IKEA의 국내 진출은 저가형 인테리어 가구의 대부분을 차지하는 비브랜드 업체들의 구조조정을 촉발할 것으로 예상하며, 이는 대형 가구 업체들에게는 긍정적.

IKEA 2015년 한국 예상 매출 2,500억원, 인테리어 가구 매출은 약 1,200억원으로 예상

(십억원)	2010	2011	2012	2013
매출액 (십억유로)	23.8	26.0	27.5	29.2
매출액	36,484	40,077	39,826	42,444
매장 수 (점)	316	325	338	345
면적 (백만 m ²)	8.7	9.0	9.5	9.9
매장당 연간 매출	115.5	123.3	117.8	123.0
m ² 당 연간 매출 (백만원/년)	4.2	4.5	4.2	4.3
예상 매출 (점포 기준)				128.5
예상 매출 (면적 기준)				249.9
인테리어 가구 매출 비중 (%)				50.0
연간 인테리어 가구 매출				125.0

자료: IKEA, 삼성증권 추정

주요 건축자재 업체 update

(원)	Ticker	주요제품	P/E (x)*	P/B (x)*	EV/EBITDA (x)*	주요 투자 point
한샘	009240.KS	가구/생활용품	23.7	4.4	15.7	- 독보적인 시장 점유율을 통한 규모의 경제 달성 - 향후 건자재 산업 진출을 통한 성장 모색 중
LG하우시스	108670.KS	창호재	18.3	2.3	8.8	- 에너지 효율 관련 규제가 강제성을 갖게 될 경우, 동사가 보유하고 있는 창호재 부문에서의 높은 품질경쟁력을 통한 성장 가능 - 지속적인 투자를 통한 자동차, IT항 제품 매출 성장
현대리바트	079430.KS	가구/생활용품	15.3	1.9	8.1	- 모기업 네트워크를 활용한 빠른 B2C 비중 확대를 통한 이익률 개선 - 기업용가구 시장 진출에 따른 실적 개선에 대한 기대감
삼화페인트	000390.KS	페인트	7.8	1.1	6.2	- 높은 건축용 도료 비중 (35%) - 플라스틱 도료 수주에 따른 해외 법인의 실적 개선
한솔홈데코	025750.KS	바닥재	15.5	1.2	11.0	- 2014년 하반기부터 뉴질랜드 조림사업 시범벌채 개시 예정. 본격적인 이익기여는 2016년부터 이루어 질 전망 - 목재 부산물을 활용한 열병합 발전의 높은 수익성 - CB 전환에 따른 Dilution 가능성
에넥스	011090.KS	부엌가구	14.6	2.0	10.6	- 대리점, 홈쇼핑 등 다양한 유통 채널을 통한 B2C 비중 확대 진행 중 - 대규모 적자를 기록하던 해외 법인의 실적 개선
하츠	066130.KS	부엌가구	17.2	0.8	5.1	- 압도적인 시장점유율을 활용한 (50%) B2B 시장에서의 경쟁력 확보 - 렌탈 사업을 통한 B2C 시장의 성장 모색

참고: * 2014년 consensus 기준

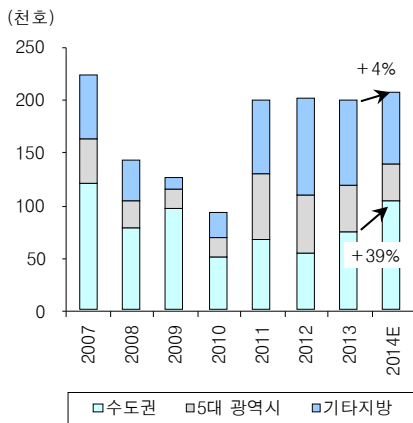
자료: Wisefn, 삼성증권

■ 목차

건설 vs. 건자재: 하반기 밸류에이션 격차 축소 전망	p4
건축자재 price driver: Who will be the winner?	p13
하반기 부동산 시장 전망 - 주택 거래 모멘텀 상승중	p16
하반기 중동발주시장 전망 - 수주 지역의 믹스 변화 예상	p21
Appendix: 국내 부동산 시장 주요 지표 추이	p28

**올해와 내년 강남 재건축 이주 수요
급증으로 주변의 전세 수요는 더 늘어날
전망 - 지난해와 같이 전세가 상승에 따른
매매 전환 모멘텀 강화예상**

분양실적 및 2014년 분양계획



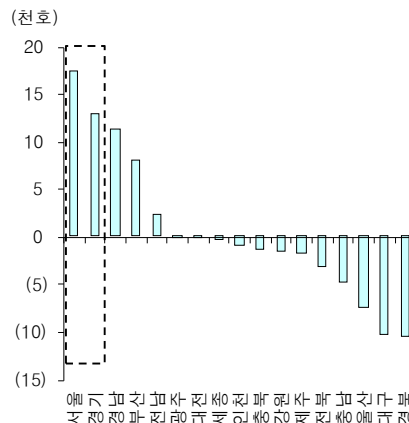
자료: 부동산114, 삼성증권

하반기 부동산 시장 전망 - 주택 거래 모멘텀 상승중

올해와 내년 강남권 재건축 이주수요 급증으로 전세와 매매수요 증가 예상

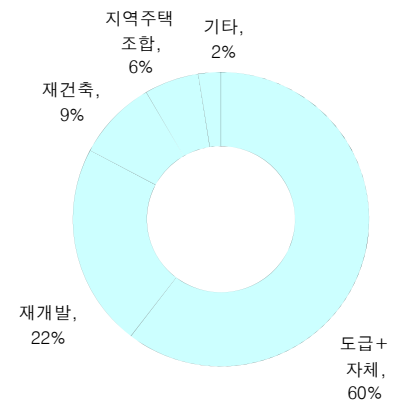
부동산 114의 2014년 분양계획 조사에 따르면 건설사들은 올해 지난해 실적대비 4% 증가한 205,372가구를 분양할 계획. 특히 수도권 물량은 39%가 증가한 103,461가구로 전체 물량의 반을 넘어설 전망. 유형별로는 재개발과 재건축이 합쳐 전체 분양물량의 31%가량을 차지하고 특히 서울은 재개발재건축이 88%를 차지. 따라서 올해 재개발재건축의 분양결과가 전체 거래시장의 심리를 좌우할 것으로 예상된다.

13년 분양실적 대비 14년 분양계획 증감



자료: 부동산114, 삼성증권

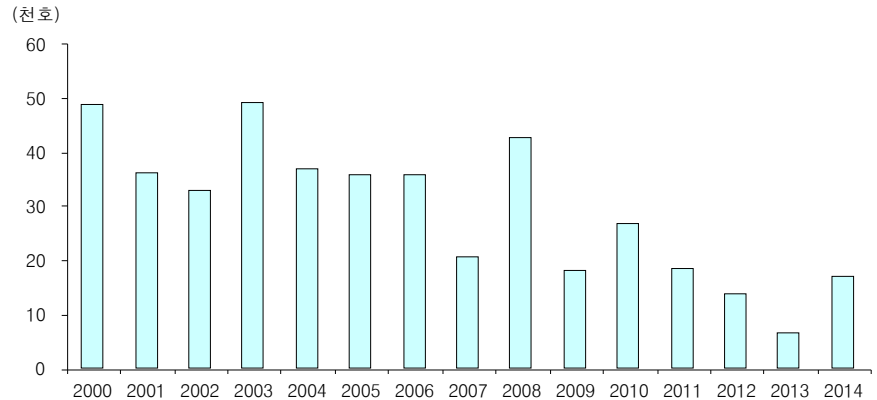
14년 분양계획 유형별 비중



자료: 부동산114, 삼성증권

서울 지역 재개발·재건축 정비사업 가운데 사업시행인가 단계에 놓인 사업은 111개 구역 96,659가구, 관리처분인가 단계는 28개 구역 27,980가구에 달함. 통상 정비사업은 관리처분인가 이후 1년 이내에 이주·분양에 돌입하는 것을 감안하면 올해 안으로 28,000가구가 신규분양 시장에 나올 가능성이 크고, 이에 따라 기존 임차인의 이주 수요도 급증할 것으로 예상.

연도별 서울지역 재개발 재건축 물량 추이



자료: 부동산114, 삼성증권

최근 5년간 강남 재건축의 경우 신규물량이 제한적이었던 상황에서 잠원동 신반포 청약결과가 성공적으로 나오면서 시장의 관심은 한껏 고조된 상황. 주공5단지가 조합설립인가가 되며 가격이 들쭉이고 있고, 신반포, 개포, 둔촌, 가락시영, 경복아파트가 올해 분양 예정으로 시장에 영향을 미치면서 가격을 소폭 올리고 있는 모습을 보이고 있음.

특히 강남권에서 예상되는 이주 가구수는 올해가 12,000세대, 내년은 25,000세대에 달함. 이에 따라 시장에 풀리게 될 총 이주비 대출은 강남권 평균 전세금 3.5억 원을 적용해보면 올해가 4.1조원 내년이 8.8조원으로 추정됨. 이주가 시작되면 이미 외부에 살고 있는 집주인들 (전체의 60% 가량으로 추정)은 이주비를 받아서 전세금을 내주고 일부는 대출을 갚는데 사용할 것으로 예상. 현재 거주하고 있는 집주인과 세입자들은 대부분 인근 아파트 전세나 반전세를 얻을 것으로 예상되며 이로 인해 주변지역의 전세난은 가중될 것으로 보임. 특히 올해 강남4구 예상 신규 입주물량은 총 9,860가구로 지난해 (1만726가구) 보다 적은 규모임. 내년 강남권 입주 물량 역시 4,382가구에 그치는 등 입주물량 감소세는 당분간 이어질 전망이다.

2014-15 재개발 관련 이주 수요

(가구, 십억원)		2014		2015	
		이주 예정가구	총 이주비 (추정)	이주 예정가구	총 이주비 (추정)
강동구	고덕주공 2단지	2,600			
	고덕주공 3단지			2,580	
	고덕주공 4단지			410	
	고덕주공 5단지			890	
	고덕주공 6단지			880	
	고덕주공 7단지			890	
	둔촌 주공 1-4단지			5,930	
	길동 신동아 1,2차			970	
	명일삼익그린			1,560	
송파구	가락시영	6,600			
	대치 국제	200			
	풍납 우성			495	
강남구	개포주공 2단지			1,400	
	개포주공 3단지			1,160	
	개포 시영			1,970	
	개포주공 1단지			5,040	
	상아3차			206	
서초구	삼호가든4차	414			
	한신 5차	555			
	한신 6차	560			
	한신 18차	440			
	반포 한양			456	
	우성2차	403			
	반포우성			408	
합계		11,772	4,120	25,245	8,836

자료: 매일경제, 한국일보, 부동산114, 삼성증권 정리

주택금융공사와 주택기금의 대출증가세는 둔화되고 일반 금융기관의 주택담보대출 증가세는 상승중

올해 들어 주택담보대출이 공공부분에서 민간금융기관으로 확대 - 거래 수요층 확대중

올해 4월말 기준 주택담보대출액은 예금취급기관의 425.6조원 (예금은행 333.4조원+비은행예금취급기관 92.2조원)과 기타금융기관 (주택금융공사와 국민주택기금)의 76.4조원으로 총 500조원을 상회하는 수준임. 전년 말 대비 예금취급기관의 주택담보대출은 7.5조원 증가하였고 기타금융기관은 1.2조원 증가에 그침. 특히 비은행예금취급기관의 대출증가가 두드러짐.

주택담보대출 증가액 (전년대비)

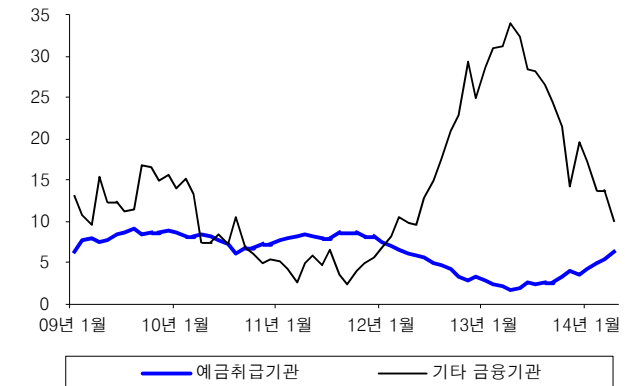
(조원)	예금취급기관			기타 금융기관
	예금은행	비은행 예금취급기관	합계	
2008	9.0	9.4	18.3	4.6
2009	19.0	8.4	27.3	6.1
2010	15.9	8.4	24.3	2.4
2011	19.3	9.9	29.2	2.6
2012	9.4	2.8	12.2	12.5
2013	10.7	3.2	13.9	12.3
2014*	4.5	3.0	7.5	1.2

참고: * 1~4월

자료: 한국은행, 삼성증권

주택담보대출 잔액 증감률

(전년대비, %)



자료: 한국은행, 삼성증권

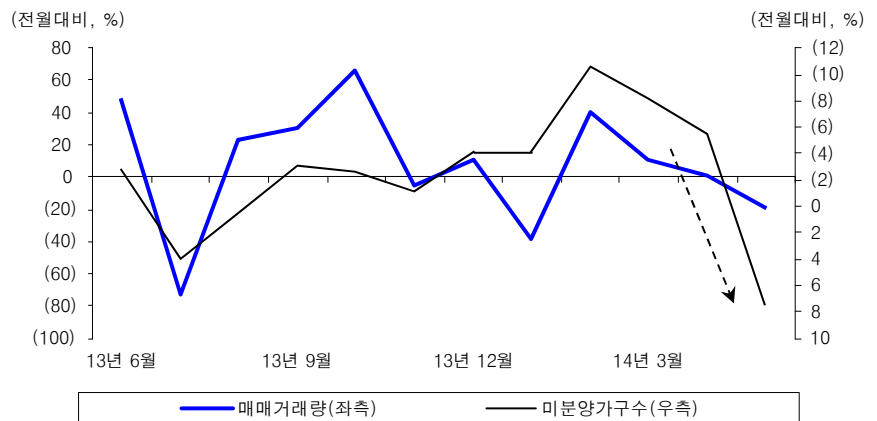
2014년 들어 공공부분의 주택담보대출의 전년동기 대비 증가세가 둔화되고 있으나, 예금취급기관 특히 은행의 주택담보대출은 증가 폭이 확대되는 모습을 보이고 있음. 올해 4월까지 공공의 주택담보대출은 전년동기 대비 10% 증가하여 증가세가 유지되고 있으나 증가 폭은 둔화되는 양상. 공공의 주택담보대출은 주택가격, 소득수준 측면에서 저소득층 위주라는 점을 고려하면 전년에 비해 주택시장의 참여수요자가 확대되는 양상으로 해석가능.

수도권 DTI 10% 완화시
주택거래량 3% 증가예상

전월세 과세방안 발표후 5월 들어 주택지표 급격히 악화 - 강도 높은 부양책 필요성 대두

국토교통부에 따르면 5월 전국 주택거래량은 전년대비 14% 감소한 7.8만 건으로 집계됨. 6월 셋째 주까지의 주간 아파트 거래량 감안 시, 6월 주택 거래량 또한 하락세 지속이 예상됨. 주택거래량이 감소한 것은 2014년 들어 처음이며, 2, 3월 임대소득 과세 방안의 영향을 받은 것으로 추정. 향후 1) 월 말 임시 국회에서의 과세 방안 철회 가능성, 2) 최경환 경제부총리 후보자의 LTV, DTI 규제 완화 가능성 시사 등에 따른 주택시장 회복 기대감 존재.

5월 들어 매매거래량 감소 및 미분양 급증



자료: 감정원, 부동산114, 삼성증권

한편 작년 9월부터 감소세를 지속해오던 미분양 가구수는 5월 들어 8개월 만에 전국 7.6%, 수도권 19.6% 큰 폭으로 증가하여 각 49,026세대, 29,046세대를 기록. 이는 김포, 시흥 등 경기도와 인천 중심의 미분양 가구와 기존 계약 해지 증가에 따른 것으로 추정. 미분양가구의 가파른 증가는 향후 부동산 규제 완화 추진에 촉매제가 될 수 있을 것으로 기대. 특히 수도권은 큰 폭 증가한 데에 비해 지방은 감소세가 지속되고 있어 수도권 차별적 규제 완화 필요성 증대. 국책연구기관에 따르면 수도권 DTI 규제를 현재보다 10%포인트 완화할 경우 주택가격은 연간 0.5% 상승효과가 있고 주택거래는 연간 2만5천 가구가 추가로 증가 (지난해 전체 거래량의 3% 수준)하는 것으로 전망.

수도권 중대형 아파트 거래량 변동폭 확대 - 향후 부양책의 가장 큰 영향을 받을 전망

1-5월 수도권 중대형 아파트 거래량 전년동기 대비 60.1% 상승

2013년부터 나타난 수도권 중대형 아파트 거래량 증가세가 2014년에도 이어지고 있음. 2014년 1-5월까지 중대형 (85-135m²) 아파트 거래량이 전년동기 대비 60.1% 증가하여 가장 높은 증가율을 기록. 또한 전체 매매거래량에서 중대형 이상의 비중 또한 점진적으로 증가중. 중대형 비중의 경우 과거 2007년의 경우 6.4%에 불과했으나 2014년 14.9%까지 상승.

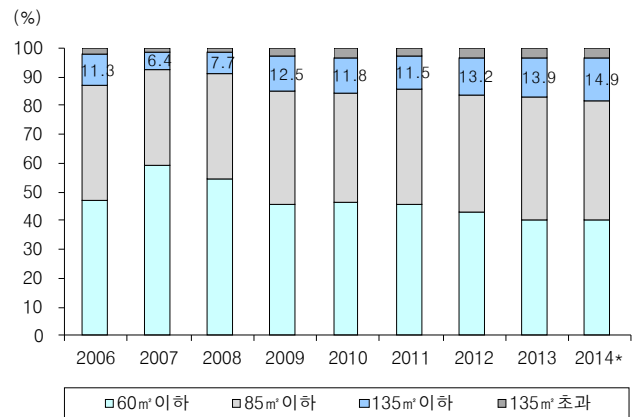
아파트 규모별 증감률 (전년대비)

(%)	60m ² 이하	85m ² 이하	135m ² 이하	135m ² 초과	전체
2007	(27.6)	(51.9)	(67.3)	(68.3)	(42.5)
2008	(13.2)	3.4	13.9	8.6	(5.7)
2009	(8.6)	16.0	75.6	147.4	8.8
2010	(32.2)	(33.2)	(36.8)	(13.3)	(31.5)
2011	40.8	47.7	40.1	8.7	39.9
2012	(33.8)	(28.8)	(19.5)	(14.2)	(29.6)
2013	38.3	55.1	55.9	47.9	47.8
2014*	47.7	46.6	60.1	37.7	48.6

참고: * 1~5월

자료: 온나라포털, 삼성증권

연도별 아파트 규모별 비중 추이



참고: * 1~5월

자료: 온나라포털, 삼성증권

그러나 최근 2.26 3.5 전월세 과세방안 발표 이후 4월부터 중대형 아파트 거래량의 상승세가 빠르게 둔화되었고 5월 들어 하락세도 비교적 크게 나타나는 등 높은 변동성을 보이고 있음. 135m² 이상 대형 아파트의 전년동월 대비 증감률은 1월 341.5%, 2월 110.5%, 3월 56.7%, 4월 13%, 5월 (-)36%를 기록.

상반기까지 분양결과가 하반기 분양성적의 바로미터가 될 전망 - 삼성물산, 현대산업, 대림산업 선호

하반기 분양물량은 2000년 이후 최다 -
성공적인 분양결과가 관건. 상반기까지
분양결과가 양호한 삼성물산, 현대산업,
대림산업 선호

올해 하반기 건설사들이 분양예정인 아파트는 14만556 가구로 전년 동기 대비 20% 가량 늘어난 규모임. 2000년 이후 하반기 분양이 가장 많았던 2003년 (13만2,494 가구)과 비교해도 6% 가량 증가한 수치임. 권역별로는 수도권이 7만4,219로 절반은 넘는 수치로 예년 대비 수도권 분양이 급증한 상황임. 이에 따라 일부 미분양재고가 쌓여있는 지역의 경우 분양에 실패할 가능성도 배제할 수 없음. 연초부터 6월 15일까지 주요 건설사들의 분양 실적은 대부분 80-90%의 분양률을 보이며 양호한 모습. 대림산업은 분양률 100%를 기록했으며, 현대산업 역시 분양률 99%에 가까운 실적. 다만, GS건설은 한강 김포 센트럴의 영향으로 47%의 미흡한 분양률 보임. 또한, 건설사들은 월 초 지방선거를 피해 분양을 미뤄왔던 가구들을 6월 말-7월 초에 대거 분양할 예정이어서 상반기 분양 실적이 향후 분양률에 바로미터가 될 것으로 전망.

주요 건설사별 아파트 분양률

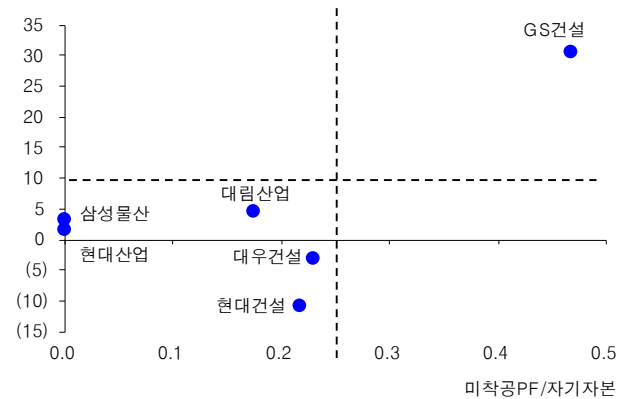
	분양가구 수	2014 계획 대비	분양률
삼성물산	122	nm	94.3%
현대건설	2,538	nm	86.4%
삼성물산, 현대건설 공동	1,097	-	100.0%
현대산업	1,979	15.2%	98.2%
대림산업	825	9.5%	100.0%
GS건설	3,565	28.6%	46.9%
대우건설	2,978	16.1%	86.8%

참고: 2014년 1월 1일 - 6월 15일 분양물량 기준

자료: 국토교통부, 삼성증권

미착공PF 및 신규분양 증분 상대비교

신규분양증분/미분양감소분



참고: 분양증감은 13년 실적대비 14년 계획, 미착공 PF와 자기자본은 13년말 기준. GS건설은 당사추정

자료: 각 사, 삼성증권

■ 목차

건설 vs. 건자재: 하반기 밸류에이션 격차 축소 전망	p4
건축자재 price driver: Who will be the winner?	p13
하반기 부동산 시장 전망 - 주택 거래 모멘텀 상승중	p16
하반기 중동발주시장 전망 - 수주 지역의 믹스 변화 예상	p21
Appendix: 국내 부동산 시장 주요 지표 추이	p28

하반기 중동발주시장 전망 - 수주지역의 믹스 변화 예상

상반기 해외수주 실적 요약 - 중동 플랜트 수주의 급증

상반기 한국 건설사들의 해외수주실적을 살펴보면 중동지역의 수주규모가 전년동기대비 131% 증가한 247억 달러를 기록하면서 전체의 66%를 차지하였음. 이는 전년 동기 중동 수주가 35%를 차지했던 것에 비해 급상승한 수치임. 쿠웨이트 CFP (71.5억 달러), 이라크 카르발라 (60.4억 달러) 등 중동지역의 대규모 플랜트 수주의 결과임. 아시아 지역은 대형 수주건 감소로 상반기 수주금액이 전년동기 대비 51% 감소를 기록. 그러나 시장 다변화 노력의 결과로 칠레, 베네수엘라 등 중남미 시장 수주가 전체의 15% 수준까지 상승하였음.

2014년 상반기 지역별 수주현황

(십억달러)	1965-01-01~2014-06-30		2013-01-01~2013-06-30		2014-01-01~2014-06-30		전년동기대비 증가율 (%)
	누계금액	비중 (%)	기간금액	비중 (%)	기간금액	비중 (%)	
6개 지역	648	100	31	100	38	100	21
중동	375	58	11	35	25	66	131
아시아	190	29	13	41	6	17	-51
북미 태평양	22	3	6	20	0	0	-98
유럽	11	2	0	2	0	1	-2
아프리카	19	3	1	2	0	1	-21
중남미	31	5	0	0	5	15	6000

자료: 국토교통부, 삼성증권

2014년 상반기 공종별 수주현황

(십억달러)	1965-01-01~2014-06-30		2013-01-01~2013-06-30		2014-01-01~2014-06-30		전년동기대비 증가율 (%)
	누계금액	비중 (%)	기간금액	비중 (%)	기간금액	비중 (%)	
6개 공종	648	100	31	100	38	100	21
토목	120	19	12	38	3	8	-74
건축	132	20	4	13	2	4	-59
플랜트	372	57	14	46	32	85	123
전기	12	2	0	1	0	1	42
통신	3	0	0	1	0	0	-29
용역	9	1	1	2	1	1	-8

자료: 국토교통부, 삼성증권

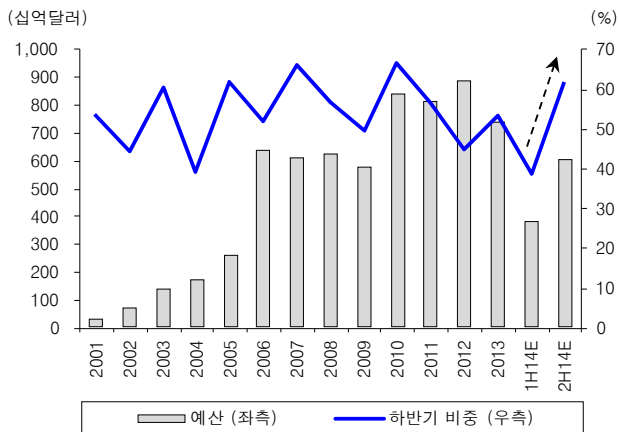
공종별로는 대형 정유공장 및 발전소 공사 등 플랜트 수주가 이어지며 플랜트 건설이 전체의 85%까지 급상승하였음. 앞서 언급한 쿠웨이트 CFP, 이라크 카르발라 정유공장 이외에도 베네수엘라 뿌에르토 라크루즈 정유공장 (43.4억 달러), 알제리 화력발전 (33.5억 달러) 등의 수주에 기인한 결과임. 상반기에 부진했던 토목, 건축 부문에서 하반기에는 매립 공사 및 LNG터미널, 고부가가치 건축공사 중심으로 수주 호조가 기대됨.

하반기 중동 화공 발주규모는 상반기와 비슷한 수준이나 지정학적 변수가 커지는 상황

하반기 중동화공 예상 발주규모는
상반기와 비슷한 수준이나 지정학적
변수로 인한 발주 불확실성은 증가 중

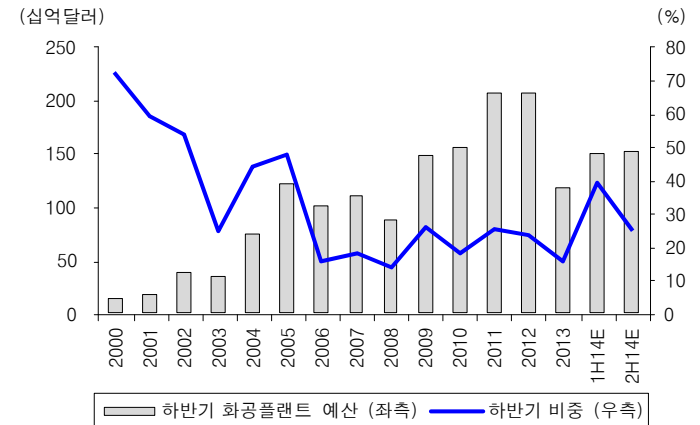
MEED에 따르면 2014년 하반기 MENA지역 발주 예산규모는 496억 달러로 상반기 256억 달러 대비 94%나 증가하는 것으로 예상하고 있으나 한국업체들의 주력 시장인 화공플랜트(화학, 가스, 오일) 발주는 하반기 예상치 151억 달러로 상반기 150억 달러와 유사한 수준으로 예상됨. 공중별로는 특히 건설과 오일 쪽의 성장세가 두드러지는 반면 발전, 가스, 산업설비 쪽의 발주는 하락하는 것으로 전망됨. 최근 이라크 내전 발발로 금융시장, 유가, 원자재가 등의 변동성이 늘어나고 있어 중동지역에서의 신규 발주 지연 및 취소 증가 우려가 가중되고 있는 상황임.

MENA 전체 발주



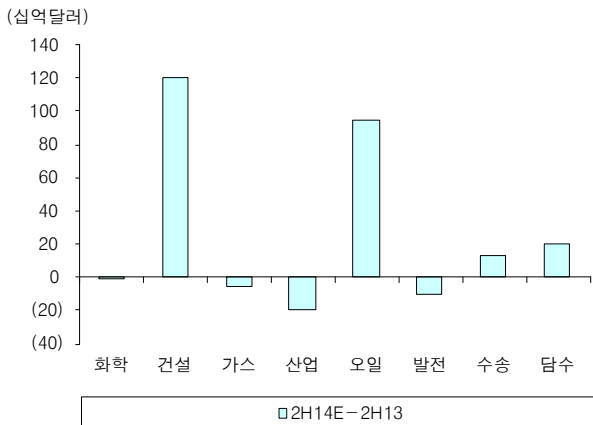
자료: MEED, 삼성증권

MENA 화공 발주



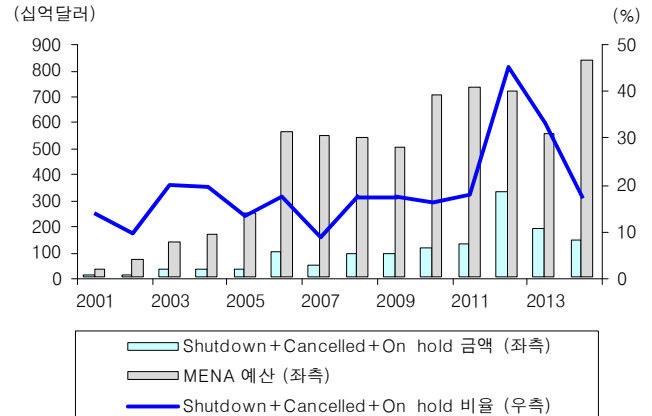
자료: MEED, 삼성증권

2014년 상반기 공정별 전년대비 증감금액



자료: MEED, 삼성증권

Shut down, cancellation, on-hold 금액



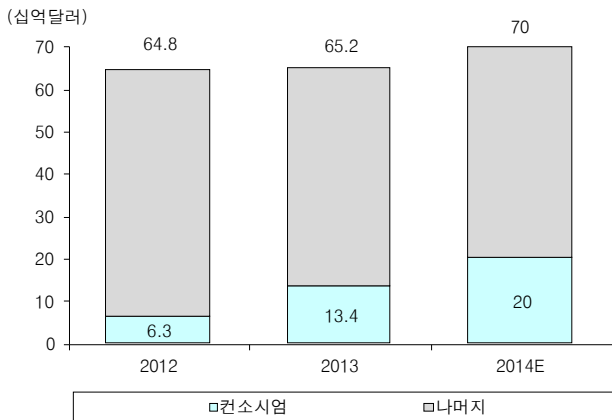
자료: MEED, 삼성증권

2015년 중동 화공 발주시장은 이라크, 쿠웨이트는 지고 이란은 뜰 전망

2014년은 중동화공발주시장은 이라크와 쿠웨이트가 주도하나 최근 지정학적 리스크 증가 등으로 불확실성은 커지고, 반면 2015년 이란시장은 급증 예상

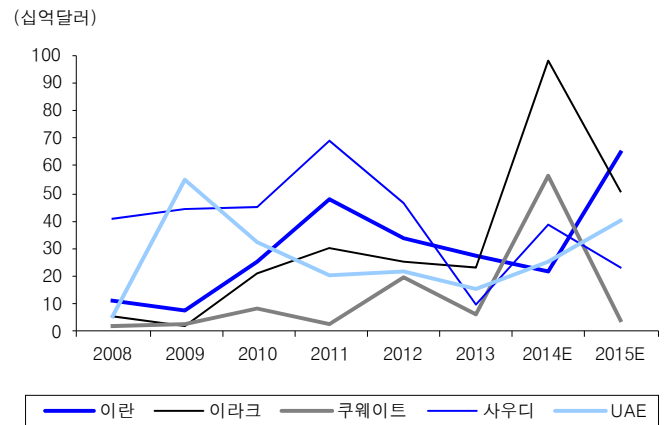
MEED에 따르면 2014년과 2015년 중동국가별 화공발주 규모를 보면 금년과 내년 중동 화공 Downstream 발주는 2009-2012년 발주를 주도했던 사우디와 UAE에서 이라크와 쿠웨이트로 이동. 이라크는 2017년까지 5년간 3,570억 달러를 에너지, 농업, 교육, 인프라에 투자하기로 결정하였으며, 특히 오일 생산능력은 일산 3.2백만 배럴에서 9.5백만 배럴까지 늘릴 계획. 한편 쿠웨이트는 총 300억 달러에 달하는 클린퓨얼과 뉴리파이너지 프로젝트가 지난해에서 올해로 지연된 이후 클린퓨얼은 올해 초 최종낙찰 결과가 확정되었고 뉴리파이너지는 금년하반기 낙찰결과가 확정될 예정임.

국내 건설사 해외 프로젝트 컨소시엄 증가 추이



자료: 해외건설협회, 삼성증권

올해는 이라크와 쿠웨이트, 내년에는 이란시장의 화공발주가 늘어날 전망



자료: MEED, 삼성증권

건설사들의 낮아진 risk appetite, 그리고 나눠먹기식 경쟁구도, 유럽 일본 등 경쟁사의 재기 가능성 등은 결국 국내 건설사들에게 과거와는 차별화된 성장전략을 요구하는 상황임. 과거 중동 화공시장에서의 가격우위 전략에서 지역별, 공종별 특화된 성장전략이 요구되고 이에 발 빠르게 움직이는 건설사들 중심으로 first mover advantage를 누릴 수 있을 것으로 예상.

올해 1분기 해외건설 수주액은 전년 동기 대비 31% 증가한 176억 달러로 집계. 지역별로는 중동이 139억 달러로 전체의 79%를 차지. 특히 한국 건설사들이 컨소시엄을 통해 수주하는 규모가 급증하고 있음. 2012년 63억 달러였던 컨소시엄 수주액은 지난해 134억 달러로 두 배 이상으로 증가. 전체 수주액에서 컨소시엄이 차지하는 비중이 1년 만에 9.7%에서 20.5%로 증가. 이는 과거 승자 독식의 시장에서 점점 컨소시엄을 통한 나눠먹기식 시장으로 변화되는 트렌드를 반영.

금년 하반기 이후 내년까지의 중동 국가별 발주규모를 보면 그 동안 높은 성장이 예상되었던 이라크 시장의 경우 내전 발발로 불확실성이 커지고 있으며 쿠웨이트의 경우 과열경쟁으로 인한 저가수주 우려가 높아지고 있는 상황임. 이에 따라 2015년 이후 예상발주가 급증할 것으로 예상되는 이란시장이 주목을 받을 전망.

이란 7월20일 핵 협상에서 경제재제 완화여부 결정될 전망 - 대림산업 수혜 전망

이란 핵협상 이행상황과 이라크 내전반발에 따른 지정학적 역학관계를 감안 시, 7월 20일 경제재제 조치 해제 가능성 높아

최근 BP의 발표에 따르면 이란에는 세계최대 규모인 33.8조m² 수준의 천연가스가 매장되어 있어, 중동 가스 부족사태의 해결책으로 부상. 문제는 이란이 이 광대한 천연가스를 개발, 추출할 수 있는가 하는 것. 천연가스 개발에는 많은 투자가 필요한데, 국제적 대이란 경제재제가 투자를 막아 이러한 자원개발 발전에 장애물이 되고 있음. (이란 가스 생산은 2003년부터 2012년까지는 두 배 이상 늘어났는데, 2012년 미국의 테헤란 경제재제에 따라 2013년에는 거의 변화가 없었음.) 경제재제가 풀리지 않는 한, 이란은 주변국가로부터의 가스 수요를 맞추기 힘들 것. 요약하면 이란 가스 수출의 장애물은 1) 투자 부족 2) 기술 부족 3) 계약상 문제. 이 중에 첫 번째 두 개는 경제재제 탓이 큼. 따라서, 7월 20일로 예정된 이란 핵 협상 마감일에서의 결과에 따른 경제재제 완화 여부가 중요 변수가 될 것.

국내 건설사 중에는 대림산업이 유일한 exposure 가 있으며 과거 경제재제 조치 이후 중단된 수주잔고 5,300억 원 가량이 남아있는 상황임. 과거 대림산업의 이란 매출비중은 2009년 10.5%에 육박할 정도로 이란 발주처와의 관계는 돈독한 상황이었던 점을 감안하면 향후 이란 발주시장에서의 선전을 기대해 볼 수 있는 상황.

대림산업: 연도별 이란 매출액

(십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
연도별 이란 매출액	187.4	71.7	93.3	372.2	801.1	87.7	219.9	269.0
총 연결매출액	5,717.9	5,856.3	6,755.3	7,808.5	7,622.5	7,690.9	7,988.1	10,253.3
비중 (%)	3.28	1.22	1.38	4.77	10.51	1.14	2.75	2.62

자료: 대림산업, 삼성증권

이라크 내전 발발로 3,570억 달러 발주시장에 차질 불가피 - 현대건설, 대우건설, GS건설, 삼성엔지니어링 등 영향 불가피

한국 건설사들의 이라크 사업 매출지연과 향후 신규수주 목표에 타격이 불가피

2012년 말 확산된 이라크 반정부 시위. 2014년 6월 초 이라크 정부는 미국에 공습 지원 요청. 반군은 바그다드로 진격. 내전에 따른 이라크 분단의 가능성도 존재. 이라크 내전이 장기화되면서 이라크 원유 공급 감소. 이에 따라 국제 유가 상승은 불가피할 것. 또한 이라크 현지 프로젝트들에 대한 불안감 증대. 현재 내전은 이라크 북부를 중심으로 일어나고 있어, 비교적 남부에 위치하고 있는 대부분의 프로젝트들에 있어 당장의 위험도는 높지 않음. 그러나 내전이 장기화될 경우, 이라크 전체로 퍼질 가능성 또한 높음과 동시에, 추가적인 투자 또한 어려워져 프로젝트 진행 둔화나 최악의 경우 중단까지도 이어질 수 있음. 실제로 엑손모빌은 남부 웨스트쿠르나 유전에서 해외 근로자를 철수시키는 등 글로벌 기업들도 이라크 사태가 장기화되는 것에 대비하고 있는 상황임.

국내 건설사들의 이라크 수주현황

프로젝트명	계약금액	건설사
카르발라 정유공장	6.04	현대건설, 현대엔지니어링, GS건설, SK건설 컨소시엄
루크오일 웨스트쿠르나 유전	1.21	삼성엔지니어링
바드라 필드	0.88	삼성엔지니어링
비스마아 신도시	7.75	한화건설
알포우 방파제공사	0.69	대우건설
주바이르 유전	1.39	대우건설, 삼성엔지니어링
아카스 천연가스 중앙처리시설	0.71	대우건설

자료: 각 사, 삼성증권

국내건설사들의 이라크 진출현황



자료: 매일경제신문

지난해 이라크 기획부는 제2차 국가개발계획의 일환으로 2017년까지 신규 인프라 프로젝트에 3,570억 달러를 투입하기로 계획을 세웠음. 이에 따라 대규모 신도시 건설과 발전소, 정유 플랜트 건설 등 다양한 사업을 발주할 예정이었음. 그러나 내전사태로 연초 발주한 프로젝트를 포함하여 향후 예상 발주계획에도 차질이 빚어질 전망. 국내사 수주액은 2010년 1억 달러에서 2011년 37억 달러, 2012년 96억 달러 규모로 성장했으며 올해 6월까지 80억 달러의 수주를 올렸음. 대표적으로 올해 2월에는 한국 건설사로 구성된 컨소시엄이 60억 달러 규모의 이라크 카르발라 정유공장 프로젝트를 수주하였음. 현대건설 현대엔지니어링 (석유정제고도화설비, 24억 달러), GS건설 (원유정제진공중류설비, 24억 달러), SK건설 (유틸리티 설비, 12억 달러)

그 외에도 삼성엔지니어링의 경우 올해 초 수주한 8억4천만 달러 규모의 주바이르 GOSP (가스 오일 분리 플랜트), 2013년 수주한 8.8억 달러 규모의 바드라 가스 플랜트와 2012년 수주한 12억 달러 규모의 루크오일 웨스트쿠르나 GOSP가 있음. 대우건설의 경우 총 3건으로 올해 초 수주한 5.5억 달러 규모의 주바이르 DGS (Degassing station), 지난해 11월 수주한 6.9억 달러 규모의 알포우 방파제공사, 그리고 같은 해 8월 수주한 7.1억 달러 규모의 아카스 가스전의 가스처리시설이 있었음.

쿠웨이트 NRP 하반기 발주예정 - 연초 CFP 입찰 때와 비슷한 저가수주 우려 재현 가능성에 주목

하반기 NRP 등의 대규모 발주 예상되나
연초 쿠웨이트 CFP 낙찰 이후 수익성에
대한 우려감 상존

연초 삼성엔지니어링, GS건설 등 다수의 한국 EPC 업체가 수주에 성공했던 120억 달러 규모의 쿠웨이트 CFP(Clean Fuel Project)와 같은 발주처인 KNPC(Kuwait National Petroleum Company)가 차기 프로젝트인 NRP(New refinery project) 프로젝트의 EPC 입찰서를 발급. 6월1일 산업동향자료에 따르면 쿠웨이트 국영석유기업인 KNPC가 NRP에 대한 EPC 입찰서를 발급했음. 이번 패키지들은 일일 65만 배럴규모 신규정유공장을 건설하는 것으로 3개의 패키지로 총 100억 달러 가량의 발주가 예상. 입찰에는 CFP 입찰에 참여했던 컨소시엄이 그대로 PQ 통과해 대기 중. 입찰 참여가 예상되는 컨소시엄은 ▼FLUOR + 대우건설 + 현대중공업, ▼JGC + GS건설 + SK건설, ▼KBR + HQCEC, ▼Petrofac + CB&I + 삼성엔지니어링, ▼Saipem + 현대건설 + 현대엔지니어링 + 대림산업, ▼Sinopec + Tecnicas Reunidas + 한화건설 등 총 6개.

이에 따라 국내업체가 포함되지 않은 ▼KBR + HQCEC 컨소시엄이 3개의 패키지를 모두 수주하지 않는 이상 지난번 CFP 입찰 결과 때와 비슷한 수준의 국내업체들의 수주 예상. 입찰 마감일은 10월 26일이며 입찰 후에 낙찰사들의 대략적인 윤곽이 드러날 전망. 그러나 지난번 CFP때의 경우 1,2위 간의 입찰가격의 격차가 커서 저가수주의 우려가 재현된 바 있어 입찰가격 결과에 주목할 필요.

쿠웨이트 CFP 수주현황

프로젝트	사업내용	수주액(백만달러)	참여업체
MAA	미나 알아마디 정유공장 개선	4,980	GS건설, SK건설
MAB2	미나 압둘라 설비개선 및 용량 증대	3,400	대우건설, 현대중공업
MAB1	미나 압둘라 정유공장 설비 증설	3,800	삼성엔지니어링

자료: 각 사, 삼성증권

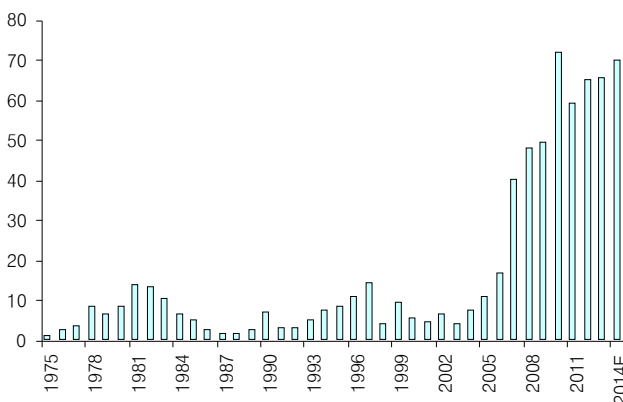
하반기 해외 마진은 소폭 반등 가능하나 기대감은 낮춰야...

지난해 cost overrun 프로젝트의
매출이익률 회복지연과 저조한 신규수주로
인한 매출하락과 그에 따른 판관비율
상승으로 해외 마진은 소폭 반등 가능하나
반등속도는 다소 더딜 전망

2011-2012년의 경우와 같이, 마진하락에도 불구하고 매출증가로 이를 상쇄할 수 있다면, 마진하락에 대한 논란은 결국 어느 정도 수그러들 수 있음. 수익성 논란에도 불구하고 급격한 해외매출 증가는 규모의 경제 달성을 통해 고정비를 줄여주는 효과가 큼. 결국, GP마진의 회복세는 예상보다 더디나, 이의 상당부분을 판관비율 하락으로 상쇄시킬 수 있다면 수익성 악화에 대한 우려는 일정부분 희석될 수 있음. 그러나 1분기에 보여줬던 해외 마진 회복은 예상보다 더딘 상황. 특히 해외 원가율 회복이 더딘 이유가 1) 하도업체 선정 및 관리 부족으로 인한 공기지연 지속, 2) Change order의 실패 등이 원인이라는 점에서 수주전략 내지는 원가관리 능력에 대한 우려는 쉽게 없어지기 어려운 상황. 더욱이 지난해 4분기 이후 1분기까지 대부분의 지연 프로젝트에서 추가 총당금이 없었고 그사이 공기 지연은 더 늘어나고 있는 점은 2분기 이후 실적에 대한 가시성을 떨어뜨리는 부분임.

국내 건설사 해외수주 금액 추이

(십억달러)

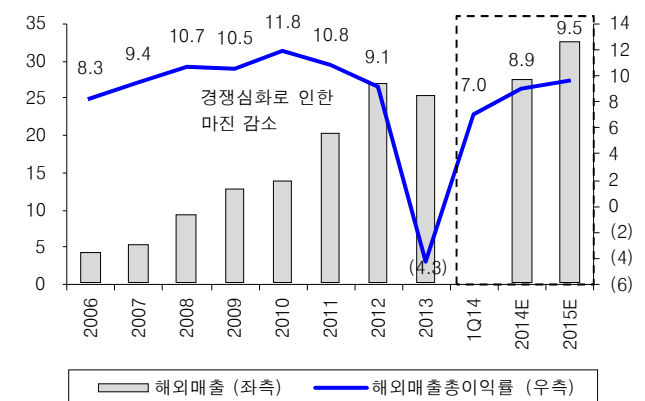


자료: 해외건설협회, 삼성증권

5개사 해외매출 및 매출총이익률 추이

(조원)

(%)



참고: 현대건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설

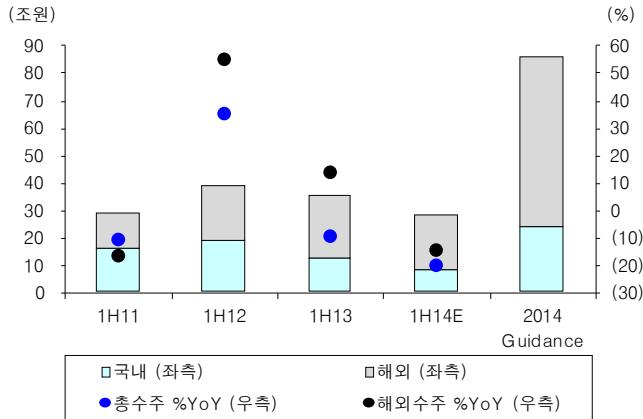
자료: 각 사, 삼성증권 추정

하반기 이후 대림산업의 마진과 불륜성장의 턴어라운드 가능성에 주목

대림산업의 보수적인 수주전략과
이란시장에서의 안정적인 포지셔닝이 빛을
발할 전망

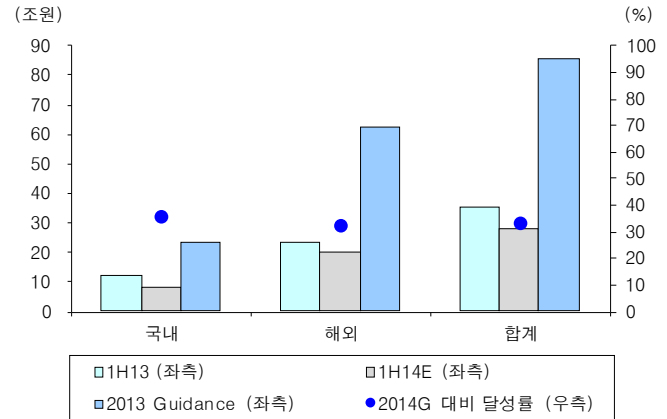
더욱이 상반기까지의 저조한 수주잔고로 인해 향후 매출 감소에 대한 우려도 커지고 있는 상황. 상반기 건설사들의 해외 수주가 연간 목표대비 32% 수준으로 저조했고 특히 대부분의 해외수주가 지난해 극도의 위험회피 성향으로 저조한 수주를 보였던 삼성엔지니어링과 GS건설로 쏠린 점을 감안한다면 하반기에는 이러한 극단적인 수주전략의 차별화는 다소 완화될 것으로 전망. 따라서 가장 최근까지 중등 쪽 손실을 반영했고 또한 극히 저조한 신규 수주실적을 기록했던 대림산업의 턴어라운드 가능성에 주목할 필요가 있다고 판단됨.

6개사 상반기 신규수주



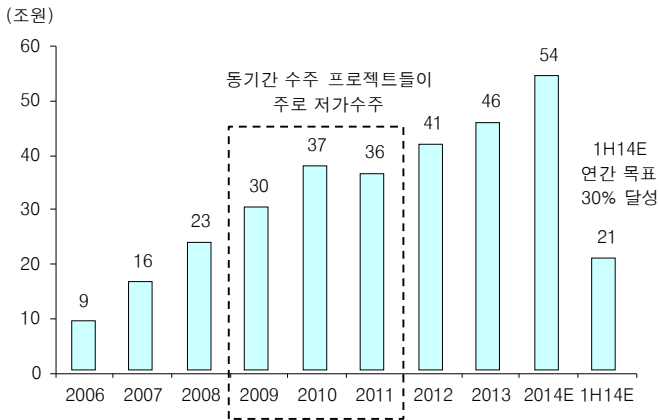
참고: 현대건설, 대림산업, 삼성물산, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설;
2014G는 연결기준, 1H14E에 현대엔지니어링 미포함
자료: 각 사, 삼성증권 추정

6개사 상반기 신규수주 달성률



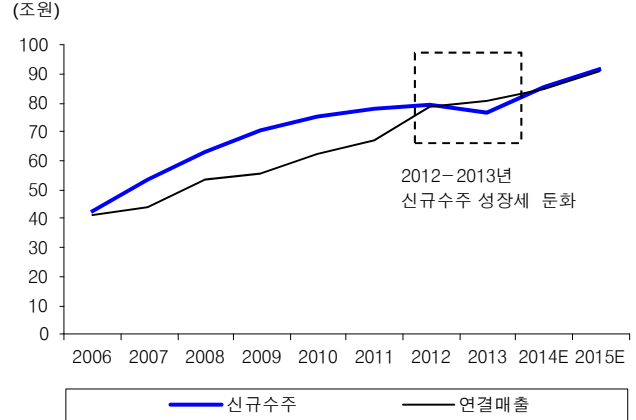
참고: 현대건설, 대림산업, 삼성물산, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설;
2014G는 연결기준, 1H14E에 현대엔지니어링 미포함
자료: 각 사, 삼성증권 추정

6개사 연간 해외수주 추이



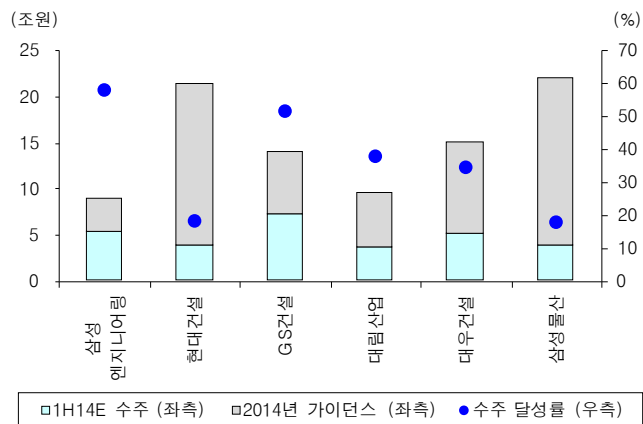
참고: 현대건설, 대림산업, 삼성물산, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설
2014G는 연결기준, 1H14E에 현대엔지니어링 미포함
자료: 각 사, 삼성증권 추정

6개사 신규수주 vs. 연결매출 추이



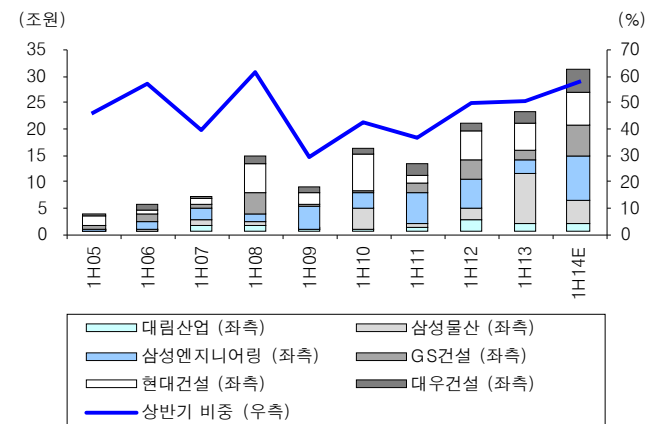
참고: 현대건설, 대림산업, 삼성물산, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설
2014G는 연결기준, 1H14E에 현대엔지니어링 미포함
자료: 각 사, 삼성증권 추정

업체별 2013년 상반기 수주금액 및 가이드스 대비



참고: 2014G는 연결기준, 1H14E에 현대엔지니어링 미포함
자료: 각 사, 삼성증권

업체별 상반기 해외수주 금액과 비중

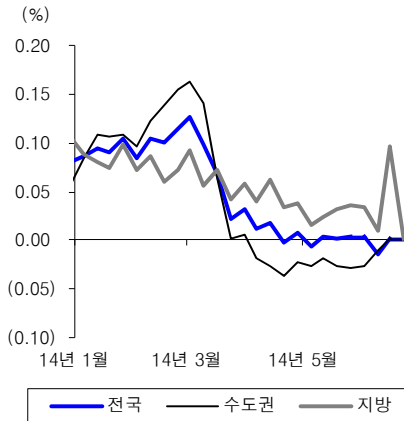


참고: 2014G는 연결기준, 1H14E에 현대엔지니어링 미포함
자료: 각 사, 삼성증권 추정

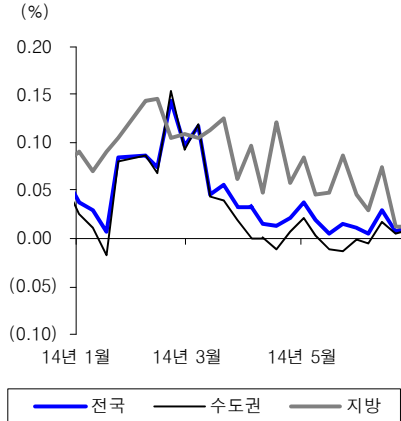
Appendix: 국내 부동산 시장 주요 지표 추이

매매가격

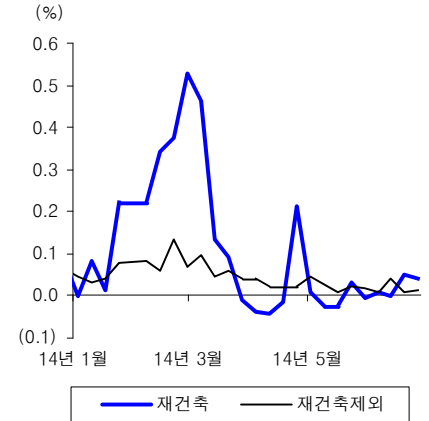
주간 아파트 매매가격지수 변동률*



주간 아파트 매매가격 변동률



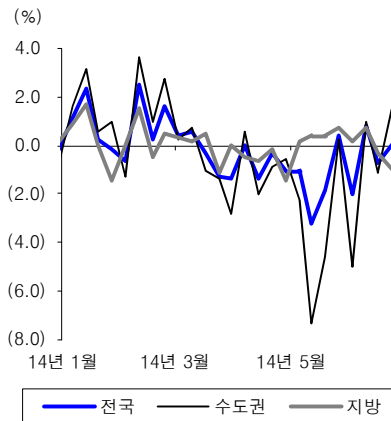
주간 매매가격 변동률: 재건축 vs. 재건축 제외



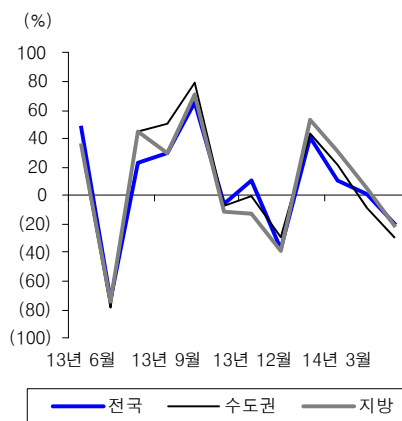
참고: 2014년 6월 27일 기준; * 2014년 6월 23일 기준
자료: 감정원, 부동산114, 삼성증권

매매거래

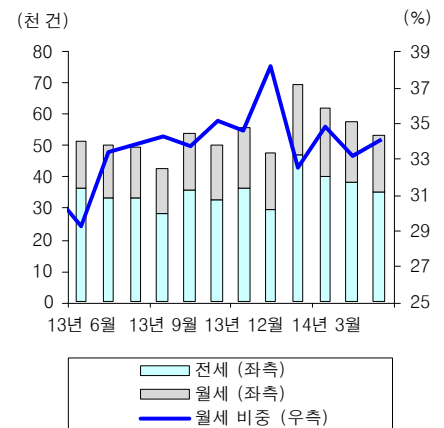
주간 아파트 매매거래지수 변동률*



월간 아파트 매매거래량 변동률



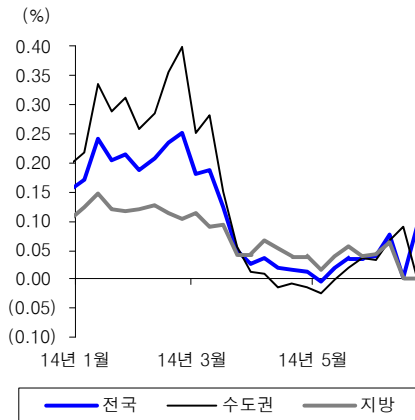
아파트 전/월세 거래건수 및 월세 거래비중



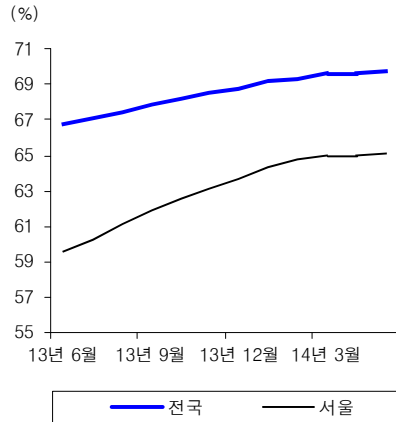
참고: * 2014년 6월 23일 기준
자료: 감정원, 온나라포털, 국토교통부, 삼성증권

전세시장

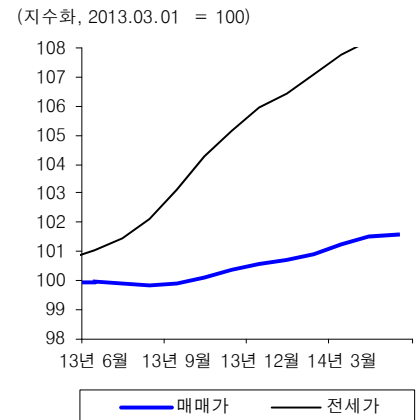
주간 아파트 전세가격지수 변동률*



아파트 전세/매매가 비율 추이



아파트 매매가격지수 vs. 전세가격지수

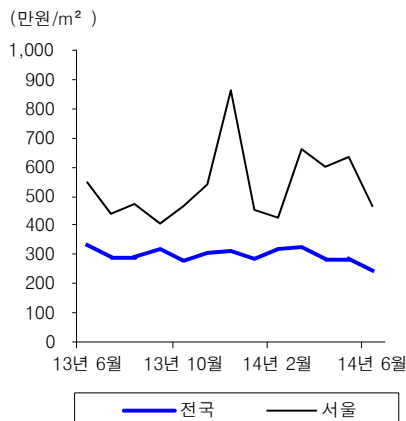


참고: * 2014년 6월 23일 기준

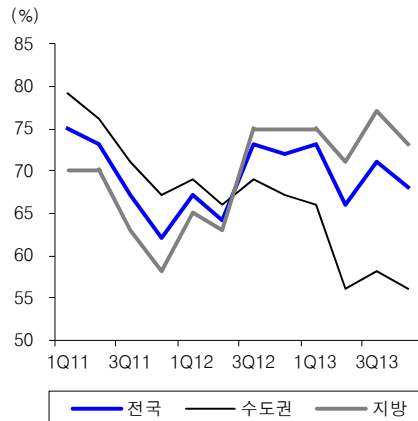
자료: 감정원, 통계청, 국민은행, 삼성증권

분양시장

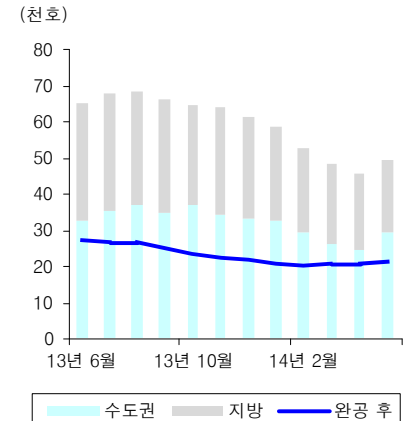
분양가격 추이



분양률 (분기별)

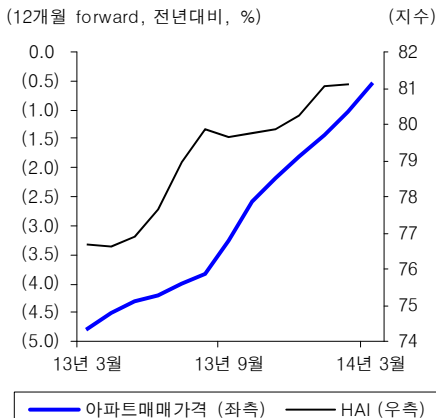


미분양재고

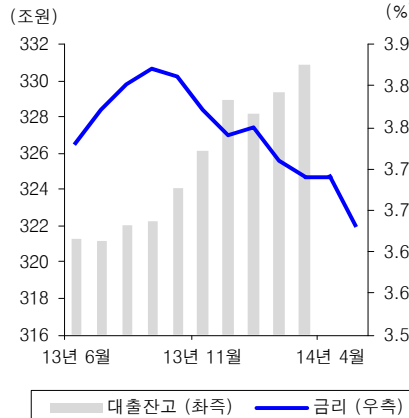


자료: 부동산114, 대한주택보증, 삼성증권

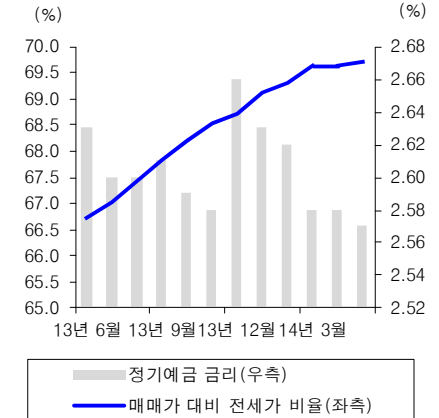
주택금융

주택구입능력지수
(Housing Affordability Index)

모기지 대출잔고 vs. 모기지 금리



매매가 대비 전세가비율 vs. 정기예금금리



자료: 한국은행, 국민은행, 삼성증권

Company Update



윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843

양지혜
Research Associate
jh29.yang@samsung.com
02 2020 7867

■ AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
★★★★		
목표주가	39,000원 (18%)	
현재주가	33,100원	
Bloomberg code	012630 KS	
시가총액	2.5조원	
Shares (float)	75,384,180주 (78.8%)	
52주 최저/최고	19,400원/33,000원	
60일-평균거래대금	104.0억원	
One-year performance	1M	6M 12M
현대산업 (%)	+15.1	+44.9 +40.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	+15.0	+41.5 +29.8

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자권	BUY★★★★	BUY	-
목표주가	39,000	39,000	-
2014E EPS	2,007	2,007	-
2015E EPS	3,952	3,952	-
2016E EPS	4,147	-	-

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of WiseFn estimates	11
Target price vs WiseFn mean	13.9%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs WiseFn mean	53.2%
Estimates up/down (4 weeks)	1/1
WiseFn recommendation	Buy

현대산업 (012630)

영업이익률 개선이 시장 예상치 보다 빠르게 진행 중

WHAT'S THE STORY?

Event: 2분기 분양결과, 미분양재고 소진상황 및 예상실적 등 점검.

Impact: 주택마진의 개선세가 빠르게 나타나고 있어 당사의 2분기 영업이익 예상치는 550억 원으로 컨센서스 영업이익 476억 원을 상회할 것으로 전망. 영업이익률 1분기 2.4%에서 2분기 4.9% 개선 예상.

Action: 영업이익률 개선이 시장 예상치보다 빠르게 진행 중. 목표주가 39,000원 유지 하며 투자권 BUY★★★★로 상향조정.

THE QUICK VIEW

현대산업 6월말까지 분양에서 98% 수준의 분양결과 기록: 일부 건설사의 경우 2분기 실망스런 분양 결과를 기록하였으나 현대산업의 경우 광주 무등산과 용인 서천 등 3천 가구의 분양에서 98% 수준의 분양률을 기록하였음. 올해 분양 예정인 자체용지 사업 중 가장 큰 프로젝트는 이르면 7월 중 분양 계획인 수원 아이파크 시티 4차(1,550세대)로 이 결과가 동사의 자체용지사업의 중요한 시금석이 될 전망이다.

미분양재고 감소에 따른 이익과 현금흐름의 선순환 모멘텀 지속 전망: 6월27일 국토교통부에 따르면, 작년 9월부터 감소세를 지속해오던 미분양 가구수는 5월 들어 8개월 만에 전국 7.6%, 수도권 19.6% 증가하여 각 49,026세대, 29,046세대를 기록. 반면 동사의 미분양재고는 6월말 기준 700여 세대 (준공 후 미분양 307세대 포함)로 꾸준히 감소하고 있음. 동사의 경영진은 현재 준공 후 미분양으로 남아있는 수원 아이파크 2차(2009년 분양) 300세대에 대해 7월부터 15~20% 할인 분양할 계획을 밝혔음. 이에 따라 1분기 2% 초반을 기록했던 추가적으로 더 개선될 수 있을 것으로 보이는데 그 이유는 1) 당초 분양가 기준 GP마진은 38% 수준으로, 할인 분양하더라도 20%의 GP마진은 달성 가능, 2) 이미 자체사업으로 완공된 프로젝트이므로 추가 비용 리스크는 없음. 이에 따라 당사의 올해 OP마진 전망치 4.8% (vs. 컨센서스 4.1%)는 가시성이 높은 상황.

2분기 실적 preview - 빠른 주택마진 개선으로 컨센서스 상회할 전망: 주택마진의 개선세가 빠르게 나타나고 있어 당사의 2분기 영업이익 예상치는 550억 원으로 컨센서스 영업이익 476억 원을 상회할 것으로 전망. 2분기 순이익은 컨센서스 266억 원을 상회하는 390억 원으로 예상. 당사가 예상하는 2분기 영업이익률은 4.9% 수준으로 1분기 2.4%에서 두 배 이상 개선되는 것을 의미. 향후 OP마진 예상치 2014년 4.8%, 2015년 7.8%는 2000년 이후 동사의 마진 사이클을 비교해 볼 때, mid-cycle 정도 수준임. 저마진의 PF 인수 사업장이 2014-15년 완료되고 13년과 14년 높은 분양률을 기록한 고마진의 자체용지 사업이 매출기성 됨에 따라 동사의 이익가시성은 높아질 것으로 판단되며 2분기 실적이 이러한 트렌드를 확인해줄 것으로 예상.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	4,216.9	4,668.5	4,874.6	4,960.1
순이익 (십억원)	(201.2)	146.3	287.7	301.9
EPS (adj) (원)	(2,772.9)	2,006.8	3,952.0	4,147
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	96.9	4.9
EBITDA margin (%)	(3.1)	6.0	8.8	8.4
ROE (%)	(8.7)	6.5	11.7	11.0
P/E (adj) (배)	(8.4)	14.2	8.4	8.0
P/B (배)	0.8	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	(28.5)	8.0	5.3	4.9
Dividend yield (%)	0.2	0.2	0.2	0.2

자료: 현대산업, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	3,334	4,217	4,669	4,875	4,960
매출원가	2,990	3,956	4,120	4,154	4,232
매출총이익	344	261	549	721	728
매출총이익률 (%)	10.3	6.2	11.8	14.8	14.7
판매 및 일반관리비	240	409	323	341	346
영업이익	103	(148)	226	380	382
영업이익률 (%)	3.1	(3.5)	4.8	7.8	7.7
순금융이익	(73)	(61)	(27)	14	24
순지분법이익	2	3	3	3	0
기타	8	(36)	1	1	(8)
세전이익	41	(242)	202	397	397
법인세	36	(41)	56	109	95
법인세율 (%)	87.1	16.8	27.5	27.5	23.9
순이익	5	(201)	146	288	302
순이익률 (%)	0.2	(4.8)	3.1	5.9	6.1
지배주주순이익	(0)	(209)	152	298	313
비지배주주순이익	6	7	(5)	(11)	(11)
영업순이익*	(0)	(209)	151	298	313
영업순이익률 (%)	(0.0)	(5.0)	3.2	6.1	6.3
EBIT	114	(181)	229	383	373
EBIT 이익률 (%)	3.4	(4.3)	4.9	7.9	7.5
EBITDA	154	(131)	279	430	416
EBITDA 이익률 (%)	4.6	(3.1)	6.0	8.8	8.4
EPS(지배주주, 원)	(5)	(2,768)	2,013	3,958	4,153
EPS(연결기준, 원)	70	(2,669)	1,941	3,817	4,005
수정 EPS (원)**	(4)	(2,773)	2,007	3,952	4,147
주당배당금 (보통, 원)	200	50	50	50	50
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	(4,080.7)	(1.8)	2.4	1.2	1.2

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	(47)	252	166	347	296
순이익	5	(201)	146	288	302
유·무형자산 상각비	40	50	50	46	43
지분법평가손실 (이익)	(2)	(3)	(3)	(3)	0
Gross cash flow	206	173	220	317	341
순운전자본감소 (증가)	(89)	240	(68)	17	(34)
기타	(81)	(47)	0	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	(302)	(35)	1,755	(50)	(57)
설비투자	(202)	(62)	0	0	0
Free cash flow	(248)	190	166	347	296
투자자산의 감소 (증가)	(33)	(20)	2	2	(1)
기타	(68)	47	1,753	(53)	(56)
재무활동에서의 현금흐름	195	(270)	(628)	(143)	1
차입금의 증가 (감소)	248	(252)	(474)	(130)	0
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(53)	(17)	(4)	(4)	(4)
기타	0	(0)	(150)	(10)	5
현금증감	(155)	(54)	1,293	154	240
기초현금	497	343	289	1,582	1,736
기말현금	343	289	1,582	1,736	1,976

참고: * 일회성 항목 제외

** 일회성 항목 제외, 완전 회석화 됨

자료: 현대산업개발, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	4,746	4,461	4,096	4,269	4,554
현금 및 현금등가물	343	289	1,582	1,736	1,976
매출채권	317	306	344	360	366
재고자산	2,223	1,982	2,081	2,081	2,117
기타	1,864	1,885	89	93	94
비유동자산	1,892	1,960	1,953	1,955	1,967
투자자산	531	492	492	492	492
지분법증권	54	56	56	56	56
유형자산	894	871	824	780	740
무형자산	23	21	18	16	14
기타	444	576	619	667	721
자산총계	6,638	6,421	6,049	6,224	6,520
유동부채	2,551	2,737	2,220	2,120	2,137
매입채무	424	448	496	517	526
단기차입금	853	630	630	630	630
기타 유동부채	1,274	1,659	1,094	972	980
비유동부채	1,660	1,482	1,499	1,505	1,501
사채 및 장기차입금	1,173	988	988	988	988
기타 장기부채	487	494	511	517	513
부채총계	4,211	4,218	3,719	3,625	3,638
지배주주지분	2,352	2,122	2,255	2,535	2,829
자본금	377	377	377	377	377
자본잉여금	179	179	179	179	179
이익잉여금	1,881	1,661	1,809	2,104	2,414
기타	(84)	(95)	(110)	(125)	(140)
비지배주주지분	76	81	75	65	53
자본총계	2,428	2,202	2,330	2,599	2,883
순부채	2,140	1,982	77	(211)	(453)
주당장부가치 (원)	31,655	28,554	30,400	34,232	38,258

재무비율

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	(18.8)	26.5	10.7	4.4	1.8
영업이익	(74.2)	적전	흑전	68.3	0.5
세전이익	(86.0)	적전	흑전	96.6	0.0
순이익	(97.6)	적전	흑전	96.6	4.9
영업순이익*	적전	적지	흑전	96.9	4.9
EBITDA	(65.0)	적전	흑전	53.9	(3.1)
수정 EPS**	적전	적지	흑전	96.9	4.9
비율 및 회전					
ROE (%)	0.2	(8.7)	6.5	11.7	11.0
ROA (%)	0.1	(3.1)	2.3	4.7	4.7
ROIC (%)	0.3	(2.9)	6.8	10.6	10.1
순부채비율 (%)	88.1	90.0	3.3	(8.1)	(15.7)
이자보상배율 (배)	1.1	(2.2)	3.4	7.0	7.1
매출채권 회수기간 (일)	32.7	26.9	25.4	26.4	26.7
매입채무 결제기간 (일)	46.5	37.7	36.9	37.9	38.4
재고자산 보유기간 (일)	243.7	182.0	158.8	155.8	154.5
Valuations (배)					
P/E**	(5,053.7)	(8.4)	14.2	8.4	8.0
P/B	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	24.8	(28.5)	8.0	5.3	4.9
EV/EBIT	33.5	(20.7)	9.7	6.0	5.5
배당수익률 (보통, %)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2

Company Update



윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843

양지혜
Research Associate
jh29.yang@samsung.com
02 2020 7867

■ AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	113,000원 (28%)	
현재주가	88,100원	
Bloomberg code	000210 KS	
시가총액	3.2조원	
Shares (float)	34,800,000주 (76.0%)	
52주 최저/최고	78,000원/108,500원	
60일-평균거래대금	170.0억원	
One-year performance	1M	6M 12M
대림산업 (%)	+8.9	-1.6 +9.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	+8.8	-4.9 -0.5

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY★★★	BUY	-
목표주가	113,000	102,000	10.8
2014E EPS	7,722	7,709	0.2
2015E EPS	9,632	8,789	9.6
2016E EPS	10,535	-	-

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of WiseFn estimates	20
Target price vs WiseFn mean	6.7%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs WiseFn mean	6.8%
Estimates up/down (4 weeks)	1/3
WiseFn recommendation	Buy

대림산업 (000210)

국내와 해외 시장회복의 수혜가 클 전망. 업종내 톱픽으로 추천

WHAT'S THE STORY?

Event: 해외수주, DSA 실적, 국내주택 상황 파악 차 기업방문.

Impact: 신규수주 모멘텀 회복 중. DSA 2분기 이후 안정적인 이익흐름 전망. 5월까지 국내주택 분양 결과 100%에 육박.

Action: 14년 15년 EPS 각각 0.2%, 9.6% 상향조정하고 목표주가 113,000원 (12개월 forward EPS에 11배 적용)으로 업종 내 톱픽으로 BUY★★★ 투자의견 권유.

THE QUICK VIEW

신규수주 모멘텀 회복 중 - 연간 가이던스 대비 절반가량은 확보한 상황: 1분기까지 저조했던 동사의 신규수주는 상반기말 기준 3조 원 (해외 1조원, 국내 2조 원)으로 연간 가이던스 (9.5조원) 대비 29% 수준을 달성한 것으로 추정됨. 현재 필리핀 발전 프로젝트 등 수주가 유력시 되는 프로젝트 1.6조 원까지 감안하면 연간목표 대비 절반 수준까지 상승. 이와는 별도로 7월20일 있을 이란 핵 협상 이행점검 결과에 따라 동사의 기존 이란 잔여수주잔고 5,300억 원의 매출화와 더 나아가 신규수주까지 기대해 볼 수 있을 것으로 전망.

DSA 2분기 이후 안정적인 이익흐름 전망: 지난해 4분기 때 충당손실이 컸던 쇼와이바와 사다라 MFC는 각각 9월과 10월 완공예정이고 ISO의 경우 내년3월 완공예정이어서 DSA 손실의 최종 마무리 여부는 올 3분기쯤 확인될 전망. 2분기는 마진이 없는 현장의 기성이 늘어나면서 DSA 2분기 이익이 1분기보다 하회할 수 있는 리스크가 있으나 전반적인 해외 원가율의 개선세는 큰 변화는 없을 것으로 예상됨.

1분기 있었던 국내 발전플랜트 손실과 관련하여 3분기 240~290억 원 가량의 환입 예상: 1분기 국내 발전플랜트 3개 현장에서 발생했던 560억 원의 일회성 원가율 상승과 관련하여 사업주와 보상 논의 중에 있어 3분기중 가시적인 수준의 환입 예상. 대략 9월경 포천 140억 원, 울산 100~150억 원 등 3분기에 총 290~340억 원 가량의 환입이 예상.

상반기 분양률은 경쟁사 대비 앞서는 100% 수준 기록 - 하반기 분양의 바로미터가 될 전망: 연초 주택공급계획은 12,400세대 분양을 계획하고 있으며 연초이래 1,500여 세대를 100% 분양하여 경쟁사들의 분양률 80~90% 수준을 앞서는 결과를 기록. 건설사들은 6월 초 지방선거를 피해 분양을 미뤄왔던 물량을 7월 이후 대거 분양할 예정이어서 상반기 분양 실적이 향후 분양률에 바로미터가 될 전망. 미분양재고는 지난해 말 1,260세대에서 1분기말 1,130세대, 5월말 990세대로 꾸준히 감소는 점도 긍정적임.

목표주가 113,000원으로 하반기 업종 내 톱픽으로 추천: 현 주가는 14년과 15년 EPS 대비 각각 11.4배, 9.1배로 경쟁사 평균 19.3배 대비 저평가된 상황. 앞서 언급한 국내와 해외 회복의 수혜가 클 것으로 예상되는바, 목표주가 113,000원 (12개월 forward EPS에 11배 적용)으로 업종 내 톱픽으로 매수추천.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	9,846.9	10,051.2	10,764.2	11,806.1
순이익 (십억원)	(10.3)	333.7	408.8	444.3
EPS (adj) (원)	(1,937.5)	7,721.8	9,632.3	10,534.8
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	24.7	9.4
EBITDA margin (%)	0.9	5.6	6.1	6.0
ROE (%)	(0.2)	6.6	7.6	7.6
P/E (adj) (배)	(46.8)	11.4	9.1	8.4
P/B (배)	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	39.9	7.0	6.9	7.5
Dividend yield (%)	0.1	0.1	0.1	0.1

자료: 대림산업, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	10,253	9,847	10,051	10,764	11,806
매출원가	9,219	9,338	9,179	9,758	10,693
매출총이익	1,034	509	872	1,006	1,113
매출총이익률 (%)	10.1	5.2	8.7	9.3	9.4
판매 및 일반관리비	548	469	479	509	558
영업이익	486	40	393	497	556
영업이익률 (%)	4.7	0.4	3.9	4.6	4.7
순금융이익	(15)	(29)	(41)	(46)	(58)
순지분법이익	45	57	48	48	48
기타	52	(48)	39	39	39
세전이익	560	(14)	439	538	585
법인세	159	(3)	106	129	141
법인세율 (%)	28.4	24.0	24.0	24.0	24.0
순이익	401	(10)	334	409	444
순이익률 (%)	3.9	(0.1)	3.3	3.8	3.8
지배주주순이익	391	(25)	327	401	436
비지배주주순이익	10	15	6	8	8
영업순이익*	386	(75)	298	372	407
영업순이익률 (%)	3.8	(0.8)	3.0	3.5	3.4
EBIT	575	15	480	584	643
EBIT 이익률 (%)	5.6	0.2	4.8	5.4	5.4
EBITDA	638	87	564	661	712
EBITDA 이익률 (%)	6.2	0.9	5.6	6.1	6.0
EPS(지배주주, 원)	10,133	(643)	8,482	10,393	11,295
EPS(연결기준, 원)	10,383	(268)	8,644	10,591	11,510
수정 EPS (원)**	9,995	(1,938)	7,722	9,632	10,535
주당배당금 (보통, 원)	500	100	100	100	100
주당배당금 (우선, 원)	550	150	150	150	150
배당성향 (%)	5.0	(16.3)	1.2	1.0	0.9

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	817	35	345	491	552
순이익	401	(10)	334	409	444
유·무형자산 상각비	62	72	84	77	69
지분법평가손실 (이익)	(45)	(57)	(48)	(48)	(48)
Gross cash flow	736	317	345	346	447
순운전자본감소 (증가)	136	(156)	(27)	46	68
기타	(189)	(161)	0	(0)	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(333)	(270)	(379)	(750)	(1,035)
설비투자	(155)	(134)	(134)	(132)	(113)
Free cash flow	662	(100)	211	359	440
투자자산의 감소 (증가)	(169)	(267)	11	(3)	(23)
기타	(9)	132	(257)	(615)	(899)
재무활동에서의 현금흐름	(331)	320	(461)	18	123
차입금의 증가 (감소)	(290)	339	(1)	372	403
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(19)	(4)	(4)	(4)	(4)
기타	(23)	(15)	(456)	(350)	(276)
현금증감	152	86	(496)	(240)	(359)
기초현금	1,325	1,477	1,563	1,067	827
기말현금	1,477	1,563	1,067	827	468

참고: * 일회성 항목 제외

** 일회성 항목 제외, 완전 회석화 됨

자료: 대림산업, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	7,292	6,933	6,493	6,633	6,832
현금 및 현금등가물	1,477	1,563	1,067	827	468
재고자산	1,155	1,036	1,047	1,121	1,230
기타	4,661	4,334	4,378	4,685	5,134
비유동자산	3,714	3,850	4,119	4,503	5,037
투자자산	1,693	1,682	1,689	1,710	1,751
지분법증권	644	728	815	905	1,004
유형자산	1,517	1,402	1,460	1,523	1,573
무형자산	79	81	77	74	72
기타	425	685	893	1,197	1,641
자산총계	11,006	10,783	10,611	11,136	11,869
유동부채	4,779	4,460	3,439	3,196	3,120
매입채무	1,510	1,612	1,594	1,707	1,872
단기차입금	336	327	327	327	359
기타 유동부채	2,932	2,521	1,518	1,162	890
비유동부채	1,309	1,452	1,964	2,319	2,679
사채 및 장기차입금	827	979	1,515	1,887	2,259
기타 장기부채	483	473	449	432	421
부채총계	6,088	5,913	5,403	5,515	5,800
지배주주지분	4,779	4,714	5,046	5,451	5,891
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	507	506	506	506	506
이익잉여금	4,005	3,961	4,285	4,682	5,114
기타	49	28	36	45	53
비지배주주지분	140	156	163	170	178
자본총계	4,919	4,870	5,208	5,621	6,069
순부채	(8)	235	728	1,339	2,097
주당장부가치 (원)	121,748	120,037	128,712	139,283	150,745

재무비율

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	28.4	(4.0)	2.1	7.1	9.7
영업이익	11.1	(91.8)	891.3	26.5	11.7
세전이익	7.8	적전	흑전	22.5	8.7
순이익	5.5	적전	흑전	22.5	8.7
영업순이익*	29.2	적전	흑전	24.7	9.4
EBITDA	5.0	(91.3)	546.4	17.2	7.7
수정 EPS**	29.2	적전	흑전	24.7	9.4
비율 및 회전					
ROE (%)	8.4	(0.2)	6.6	7.6	7.6
ROA (%)	3.7	(0.1)	3.1	3.8	3.9
ROIC (%)	7.1	0.6	5.0	5.4	5.2
순부채비율 (%)	(0.2)	4.8	14.0	23.8	34.5
이자보상배율 (배)	7.2	0.2	5.8	6.4	5.9
매입채무 결재기간 (일)	51.6	57.9	58.2	56.0	55.3
재고자산 보유기간 (일)	45.1	40.6	37.8	36.8	36.3
Valuations (배)					
P/E**	9.7	(46.8)	11.4	9.1	8.4
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.4	39.9	7.0	6.9	7.5
EV/EBIT	6.0	229.7	8.2	7.8	8.3
배당수익률 (보통, %)	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1

Company Update



윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843

양지혜
Research Associate
jh29.yang@samsung.com
02 2020 7867

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	88,000원 (19%)	
현재주가	73,900원	
Bloomberg code	000830 KS	
시가총액	11.8조원	
Shares (float)	156,217,764주 (79.7%)	
52주 최저/최고	51,700원/78,800원	
60일-평균거래대금	639.5억원	
One-year performance	1M	6M 12M
삼성물산 (%)	-3.3	+28.1 +36.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.4	+24.8 +26.6

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY★★★★	BUY★★★★	-
목표주가	88,000	88,000	-
2014E EPS	3,042	3,042	-
2015E EPS	3,813	3,813	-
2016E EPS	4,157	-	-

SAMSUNG vs THE STREET

No of WiseFn estimates	21
Target price vs WiseFn mean	6.9%
Estimates up/down (4 weeks)	2/0
1-year-fwd EPS vs WiseFn mean	-5.2%
Estimates up/down (4 weeks)	3/3
WiseFn recommendation	Buy

삼성물산 (000830)

2분기 이후 이익 모멘텀 상승 전망

WHAT'S THE STORY?

Event: 동사에 대해 지난해 말 이후 꾸준히 제기되었던 세가지 리스크 - (1) 호주 로이힐 수익성, (2) 쿠라야 발전의 공기지연에 대해 재점검.

Impact: 호주 로이힐은 2분기 이후 진행률 가속중이고 온타리오 신재생에너지 사업 또한 태양광 지분 매각의 등으로 2분기 이후 이익모멘텀 상승 전망.

Action: 매수 투자의견과 목표주가 88,000원 유지.

THE QUICK VIEW

동사에 대해 지난해 말 이후 꾸준히 제기되었던 세가지 리스크 - (1) 호주 로이힐 수익성, (2) 사우디 쿠라야 발전의 공기지연에 대한 점검 결과, 쿠라야 중 현재까지 큰 무리 없이 진행중인 것으로 파악.

호주 로이힐 6월말 기준 진행률 40% 초과 - 2분기 이후 이익모멘텀 강화 전망: 최근 호주 로이힐 관계자의 언급을 인용한 호주 언론보도에 따르면 2014년 6월 기준 진행률이 40%를 초과했고 특히 3월 PF펀딩 완료와 (하청업체 Forge사 파산이후) 하청업체 분리발주 이후, 전체적인 프로젝트가 무리 없이 진행되고 있는 것으로 파악. 이에 따라 분기별로 5천억원 가량 인식되었던 로이힐 관련 매출은 2분기 이후 분기당 8천억원 이상으로 늘어날 전망. 마진 또한 기존 높은 한자리수대에서 큰 변함 없을 것으로 보임.

온타리오 신재생에너지 사업 - 지난해와 비슷한 규모의 2단계 태양광 지분 매각의 기대: 위와 더불어 온타리오 신재생에너지 사업의 경우 지난해 2분기 때와 마찬가지로 2단계 태양광 지분 매각의 620억원 가량이 2분기에 반영될 전망. 이외에도 EPC 오거나이징 수수료 등 2분기 이후 수수료 수익이 본격화 될 전망 (온타리오 관련의 올해 860억 원 예상 vs. 지난해 650억 원)이므로 2분기 이후 이익 모멘텀 본격적으로 개선될 전망. 당사의 2분기 영업이익과 순이익 전망치는 각각 1,626억원, 1,124억원으로 컨센서스 1,566억원, 1,303억원 대비 영업이익은 상회할 것으로 예상. 순이익은 4대강과 인천지하철 관련 과징금 150억원이 반영될 것으로 예상되는 바 소폭 하회할 것으로 보이나 온타리오 태양광 매각의 반영에 따라 소폭 달라질 전망.

사우디 쿠라야 복합화력발전 - 공기연장 협의중이나 추가손실 가능성은 제한적: 7월1일 공시에 따르면 쿠라야 발전 프로젝트 (계약금액 2.4조원, 공정진행률 95% 수준, 삼성물산이 17.5% (=천억원) 지분보유)의 경우 현재 발주처와 당초 6월 종료 시점을 연말쯤으로 공기 연장하는 것에 대해 협의중인 상황. 그러나 이는 발주처와 보험사로부터 불가항력적인 사유 (연말 폭우)로 공기가 지연된 상황으로 인정받아 지체상금 (LD) 없이 연장될 전망. 현재 발전 6기중 3기는 상업운전에 들어가있고 나머지 3기만 시운전중인 상황. 따라서 지연되더라도 추가적인 비용발생 가능성은 제한적으로 판단됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	28,433.4	30,372.8	32,672.8	33,967.2
순이익 (십억원)	266.4	599.1	735.3	796.1
EPS (adj) (원)	1,024	3,042	3,813	4,157
EPS (adj) growth (%)	(45.8)	197.1	25.3	9.0
EBITDA margin (%)	2.5	3.5	3.8	3.9
ROE (%)	2.3	5.1	6.0	6.1
P/E (adj) (배)	59.3	24.3	19.4	17.8
P/B (배)	0.9	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	17.5	12.8	11.2	10.2
Dividend yield (%)	0.7	0.7	0.7	0.7

자료: 삼성물산, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	25,326	28,433	30,373	32,673	33,967
매출원가	23,317	26,462	28,159	30,271	31,463
매출총이익	2,009	1,971	2,214	2,402	2,504
매출총이익률 (%)	7.9	6.9	7.3	7.4	7.4
판매 및 일반관리비	1,518	1,538	1,517	1,532	1,542
영업이익	490	433	697	870	963
영업이익률 (%)	1.9	1.5	2.3	2.7	2.8
순금융이익	(96)	(72)	(54)	(50)	(54)
순지분법이익	30	38	39	43	35
기타	138	53	112	112	112
세전이익	556	449	795	975	1,056
법인세	90	182	195	240	260
법인세율 (%)	16.2	40.6	24.6	24.6	24.6
순이익	465	266	599	735	796
순이익률 (%)	1.8	0.9	2.0	2.3	2.3
지배주주순이익	451	242	545	669	725
비지배주주순이익	15	24	54	66	72
영업순이익*	304	165	489	613	669
영업순이익률 (%)	1.2	0.6	1.6	1.9	2.0
EBIT	652	520	849	1,025	1,110
EBIT 이익률 (%)	2.6	1.8	2.8	3.1	3.3
EBITDA	813	702	1,052	1,238	1,329
EBITDA 이익률 (%)	3.2	2.5	3.5	3.8	3.9
EPS(지배주주, 원)	2,801	1,507	3,390	4,160	4,504
EPS(연결기준, 원)	2,893	1,656	3,724	4,571	4,949
수정 EPS (원)**	1,890	1,024	3,042	3,813	4,157
주당배당금 (보통, 원)	500	500	500	500	500
주당배당금 (우선, 원)	550	550	550	550	550
배당성향 (%)	16.8	31.3	13.9	11.3	10.5

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	633	427	482	196	739
순이익	465	266	599	735	796
유·무형자산 상각비	161	182	203	212	219
지분법평가손실 (이익)	(54)	(56)	(123)	(127)	(119)
Gross cash flow	725	717	595	734	807
순운전자본감소 (증가)	(267)	(206)	(187)	(602)	(128)
기타	(155)	(145)	0	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	(574)	(168)	499	(771)	(614)
설비투자	(353)	(33)	(230)	(262)	(222)
Free cash flow	280	394	252	(66)	517
투자자산의 감소 (증가)	(8)	(78)	1,187	6	(3)
기타	(213)	(57)	(458)	(516)	(388)
재무활동에서의 현금흐름	342	(123)	(562)	(305)	(118)
차입금의 증가 (감소)	424	(353)	(107)	(90)	62
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(79)	(83)	(76)	(76)	(76)
기타	(2)	314	(379)	(139)	(104)
현금증감	376	90	419	(880)	7
기초현금	1,002	1,378	1,469	1,887	1,007
기말현금	1,378	1,469	1,887	1,007	1,014

참고: * 일회성 항목 제외

** 일회성 항목 제외, 완전 회석화 됨

자료: 삼성물산, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	9,701	10,061	11,076	11,283	11,697
현금 및 현금등가물	1,378	1,469	1,887	1,007	1,014
매출채권	3,229	3,189	3,428	4,084	4,246
재고자산	1,420	1,432	1,523	1,639	1,704
기타	3,674	3,971	4,238	4,554	4,733
비유동자산	16,263	15,405	14,478	14,767	15,019
투자자산	12,674	11,994	10,849	10,889	10,929
지분법증권	1,057	1,185	40	80	120
유형자산	1,250	1,159	1,186	1,235	1,238
무형자산	1,231	1,284	1,389	1,493	1,598
기타	1,108	968	1,055	1,150	1,254
자산총계	25,964	25,466	25,555	26,051	26,716
유동부채	8,727	8,919	9,190	9,516	9,935
매입채무	2,171	1,988	2,124	2,285	2,375
단기차입금	1,614	1,361	1,454	1,564	1,626
기타 유동부채	4,942	5,569	5,612	5,666	5,934
비유동부채	5,548	5,127	4,422	3,933	3,459
사채 및 장기차입금	2,695	2,469	1,947	1,626	1,304
기타 장기부채	2,853	2,658	2,474	2,307	2,154
부채총계	14,275	14,046	13,612	13,448	13,394
지배주주지분	11,588	10,982	11,451	12,045	12,693
자본금	804	804	804	804	804
자본잉여금	1,057	1,060	1,060	1,060	1,060
이익잉여금	2,468	2,630	3,100	3,693	4,342
기타	7,260	6,487	6,487	6,487	6,487
비지배주주지분	101	437	491	557	629
자본총계	11,689	11,420	11,943	12,602	13,322
순부채	3,289	2,736	1,667	2,112	1,829
주당장부가치 (원)	68,431	64,055	66,465	69,694	73,288

재무비율

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	17.5	12.3	6.8	7.6	4.0
영업이익	39.7	(11.6)	60.9	24.7	10.7
세전이익	(8.9)	(19.3)	77.1	22.7	8.3
순이익	13.8	(42.8)	124.9	22.7	8.3
영업순이익*	4.5	(45.8)	197.1	25.3	9.0
EBITDA	(2.8)	(37.4)	49.7	17.7	7.3
수정 EPS**	4.5	(45.8)	197.1	25.3	9.0
비율 및 회전					
ROE (%)	4.4	2.3	5.1	6.0	6.1
ROA (%)	2.0	1.0	2.3	2.8	3.0
ROIC (%)	2.7	1.8	3.9	4.5	4.8
순부채비율 (%)	28.1	24.0	14.0	16.8	13.7
이자보상배율 (배)	4.4	4.5	8.2	11.3	13.5
매출채권 회수기간 (일)	45.0	41.2	39.8	42.0	44.8
매입채무 결제기간 (일)	29.7	26.7	24.7	24.6	25.0
재고자산 보유기간 (일)	15.5	18.3	17.8	17.7	18.0
Valuations (배)					
P/E**	35.8	59.3	24.3	19.4	17.8
P/B	1.0	0.9	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	17.2	17.5	12.8	11.2	10.2
EV/EBIT	21.4	23.7	15.8	13.5	12.2
배당수익률 (보통, %)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

Company Update



최지호
Analyst
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	106,000원
현재주가	81,900원
Bloomberg code	009240 KS
시가총액	1.9조원
Shares (float)	23,533,928주 (41.9%)
52주 최저/최고	31,800원/91,200원
60일-평균거래대금	80.7억원
One-year performance	1M 6M 12M
한샘 (%)	-11.0 +56.9 +145.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-11.2 +57.5 +137.3

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	106,000	106,000	0.0%
2014E EPS	4,357	4,548	-4.2%
2015E EPS	5,169	5,586	-7.5%
2016E EPS	6,124	6,483	-5.5%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	13
Target price vs I/B/E/S mean	12.9%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	4.7%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	BUY (1.8)

한샘 (009240)

지속적인 B2C 채널 강화 긍정적

WHAT'S THE STORY?

Event: 2분기 실적 및 향후 전망을 위한 기업방문.

Impact: 2분기 세월호 여파로 소비심리가 악화되었으나, 이는 플래그십 스토어인 목동점의 개점효과와 기존 대리점의 대형 대리점 전환을 통해 대부분 상쇄된 것으로 판단. 동사의 2분기 매출 3,118억원, 영업이익 255억원 예상. 동사는 지속적인 플래그십 스토어 출점과 기존 대리점의 대형 대리점 전환을 통해 IKEA의 국내 진출에 대응할 전망이다.

Action: BUY투자의견과 목표주가 106,000원 유지. 2015년 건자재 산업 진출을 통한 수익기여와 동사의 주주환원정책을 긍정적으로 평가.

THE QUICK VIEW

컨센서스 수준의 2분기 실적 예상: 동사의 2분기 실적은 매출은 3,118억원, 영업이익 255억원으로 컨센서스 수준의 실적이 예상된다. 세월호 참사 이후 소비심리가 둔화되었지만 동사의 매출은 전년 동기 대비 26.6% 성장할 것으로 전망하는데 이는 위축된 소비심리가 2014년 3월 플래그십 스토어인 목동점 개점효과와 기존 대리점들의 대형 대리점 전환을 통해 대부분 상쇄됐기 때문인 것으로 판단된다. 상반기 중 20개에 불과했던 대형 대리점이 25개로 증가했는데 (총 대리점은 80개로 불변), 지속적인 기존 점포의 대형 대리점 전환에 따른 매장 면적 증가와 매출 성장이 기대된다.

부동산 규제완화에 대한 기대감: 2/26 주택 임대차시장 선진화 방안을 통한 전/월세 과세소득 부과 방침에 따라 투자 심리가 냉각되며 2/4분기 주택 거래량은 전년 동기 대비 39.7% 감소했다. 하지만 정부의 과세 방침이 주택시장의 불안감을 가중시킨다는 비판이 제기되며 이러한 규제가 완화 혹은 한시적으로 감면될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 한편 최근 동사의 마케팅 비용이 증가하고 있으나 이는 2014년말로 예정된 IKEA의 한국 진출에 대비한 것으로 선제적인 광고와 가격 인하를 통해 수요자들의 구매를 자극해서 출점 시기 이전에 교체를 발생시켜서 개점 이후 매출 감소를 최소화하기 위한 것으로 판단된다.

BUY투자의견과 목표주가 106,000원 유지: 동사에 대한 BUY투자의견과 목표주가 106,000원을 유지한다. 높은 B2C 비중을 바탕으로 한 동사의 높은 수익성은 여전히 유효하며, 지속적인 판매 면적 확장을 통한 동사의 B2C 부분의 성장을 긍정적으로 평가하기 때문이다. 향후 IKEA의 한국 진출에 대한 우려로 지속적인 주가 조정 받을 경우 지속적인 매집을 추천한다. 이는 1) 동사의 주주 친화적인 배당정책 (배당성향 20%, 23.2%의 높은 자사주 비율)이 주가 하락시 하방경직성을 보장할 것으로 전망하고; 2) 2016년부터 건자재 부분의 이익 기여가 본격적으로 시작될 것으로 판단하기 때문이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	1,006.9	1,257.6	1,399.2	1,530.4
순이익 (십억원)	61.4	78.7	93.4	110.7
EPS (adj) (원)	3,383	4,357	5,169	6,124
EPS (adj) growth (%)	54.4	28.8	18.6	18.5
EBITDA margin (%)	8.6	9.1	9.6	10.2
ROE (%)	25.6	26.5	25.2	24.3
P/E (adj) (배)	23.3	18.8	15.8	13.4
P/B (배)	5.5	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA (배)	20.2	16.0	13.1	10.6
Dividend yield (%)	0.9	1.0	1.3	1.4

자료: 한샘, 삼성증권 추정

연간실적 추정 변경내역

(십억원)	2014E			2015E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	1,274	1,258	(1.3)	1,406	1,399	(0.5)
영업이익	107	100	(6.0)	127	113	(10.9)
세전사업계속이익	109	103	(5.4)	134	123	(7.7)
지배주주순이익	82	79	(4.2)	101	93	(7.5)

자료: 삼성증권 추정

부문별 breakdown

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E
매출액	197.6	246.3	259.4	302.8	296.9	311.8	309.2	339.6	1,006.1	1,257.6
B2C	153.1	187.3	176.9	208.3	210.3	216.9	203.4	244.1	725.6	874.7
인테리어	85.8	92.8	85.5	106.0	112.5	113.7	104.6	131.5	370.1	462.4
Kitchen	67.3	94.5	91.4	102.3	97.8	103.2	98.7	112.6	355.5	412.3
기타	44.5	59.0	82.5	94.5	86.6	94.9	105.8	95.6	280.5	382.9
영업이익	16.8	20.5	17.1	36.0	22.4	25.5	23.4	29.1	90.5	100.5

자료: 한샘, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	783	1,007	1,258	1,399	1,530
매출원가	538	701	879	962	1,020
매출총이익	245	306	379	438	510
(매출총이익률, %)	31.3	30.4	30.1	31.3	33.3
판매 및 일반관리비	198	226	278	324	378
영업이익	47	80	100	113	132
(영업이익률, %)	6.0	7.9	8.0	8.1	8.6
순금융이익	1	2	3	7	10
순외환이익	(0)	(0)	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	4	(1)	(1)	2	4
세전이익	52	81	103	123	146
법인세	12	20	24	30	35
(법인세율, %)	23.8	24.4	23.5	24.2	24.2
순이익	39	61	79	93	111
(순이익률, %)	5.0	6.1	6.3	6.7	7.2
지배주주순이익	39	61	79	93	111
(순이익률, %)	5.0	6.1	6.3	6.7	7.2
EBITDA	58	87	114	134	157
(EBITDA 이익률, %)	7.4	8.6	9.1	9.6	10.2
EPS(지배주주) (원)	1,677	2,607	3,347	3,971	4,704
EPS(연결기준) (원)	1,677	2,608	3,344	3,967	4,704
수정 EPS (원)**	2,191	3,383	4,357	5,169	6,124
주당배당금 (보통, 원)	600	700	800	1,000	1,100
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	27.4	20.6	23.9	25.2	23.4

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	46	85	158	126	149
순이익	39	61	79	93	111
유·무형자산 상각비	8	8	14	19	21
순외환관련손실 (이익)	0	(0)	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	46	100	99	111	129
순운전자본감소 (증가)	(30)	(3)	59	15	20
기타	(15)	(12)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(22)	(86)	(79)	(65)	(63)
설비투자	7	(26)	(48)	(50)	(50)
Free cash flow	46	59	110	76	99
투자자산의 감소(증가)	(2)	(2)	(35)	(15)	(15)
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	(27)	(58)	4	0	2
재무활동에서의 현금흐름	(24)	(10)	3	(9)	(24)
차입금의 증가(감소)	2	1	(3)	0	(12)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(11)	(11)	(13)	(14)	(18)
기타	(15)	(1)	18	5	6
현금증감	(1)	(11)	82	52	62
기말현금	59	35	24	106	158
기말현금	35	24	106	158	220

참고: * 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: 한샘, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	170	287	400	496	597
현금 및 현금등가물	0	24	106	158	220
매출채권	69	103	115	127	137
재고자산	35	41	46	50	53
기타	66	119	133	161	187
비유동자산	519	219	259	294	327
투자자산	419	60	83	83	83
(지분법증권)	16	0	23	23	23
유형자산	91	132	167	199	229
무형자산	3	7	9	11	13
기타	5	20	1	1	1
자산총계	689	506	659	790	924
유동부채	223	222	300	344	377
매입채무	104	109	163	179	189
단기차입금	19	23	24	24	12
기타 유동부채	100	91	113	141	176
비유동부채	6	20	29	37	45
사채 및 장기차입금	0	4	1	1	1
기타 장기부채	6	16	28	36	44
부채총계	230	242	329	380	422
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	37	38	38	38	38
이익잉여금	209	256	322	401	493
기타	(39)	(53)	(53)	(53)	(53)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	231	264	330	409	502
순부채	(21)	(98)	(104)	(171)	(260)
주당장부가치 (원)	12,614	14,250	17,777	22,024	27,021

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	14.0	28.6	24.9	11.3	9.4
영업이익	11.9	68.9	25.9	12.9	16.6
세전이익	5.1	56.7	26.6	19.8	18.6
순이익	3.0	55.5	28.2	18.6	18.6
영업순이익*	4.5	54.8	28.8	18.6	18.5
EBITDA	9.7	67.6	31.0	18.0	16.6
수정 EPS**	4.5	54.4	28.8	18.6	18.5
비율 및 회전					
ROE (%)	18.0	25.6	26.5	25.2	24.3
ROA (%)	7.3	13.9	13.5	12.9	12.9
ROIC (%)	16.6	22.8	23.3	21.0	20.0
순부채비율 (%)	(9.2)	(37.3)	(31.6)	(41.8)	(51.9)
이자보상배율 (배)	88.4	120.4	211.7	205.6	297.6
매출채권 회수기간 (일)	30.7	31.3	31.6	31.6	31.5
매입채무 결제기간 (일)	46.1	32.2	39.5	44.7	43.9
재고자산 보유기간 (일)	15.3	12.0	12.6	12.5	12.3
Valuations (배)					
P/E	11.9	23.3	18.8	15.8	13.4
P/B	1.6	5.5	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA	7.5	20.2	16.0	13.1	10.6
EV/EBIT	8.6	22.3	18.3	15.2	12.3
배당수익률 (보통, %)	0.7	0.9	1.0	1.3	1.4

Company Update



윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843

양지혜
Research Associate
jh29.yang@samsung.com
02 2020 7867

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	705,000원 (17%)
현재주가	601,000원
Bloomberg code	002380 KS
시가총액	6.3조원
Shares (float)	10,520,000주 (54.6%)
52주 최저/최고	327,500원/660,000원
60일-평균거래대금	187.0억원
One-year performance	1M 6M 12M
KCC (%)	-8.9 +31.1 +77.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.1 +27.8 +67.1

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	705,000	703,000	13.0
2014E EPS	16,458	16,709	(1.5)
2015E EPS	18,874	17,698	6.6
2016E EPS	21,168	18,866	12.2

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of WiseFn estimates	6
Target price vs WiseFn mean	-2.2%
Estimates up/down (4 weeks)	2/0
1-year-fwd EPS vs WiseFn mean	-34.9%
Estimates up/down (4 weeks)	2/1
WiseFn recommendation	Buy

KCC (002380)

B2B와 B2C의 다변화된 사업구조로 안정적인 베타플레이.

WHAT'S THE STORY?

Event: 동사의 전자재 부문과 도료 부문의 성장모멘텀 체크.

Impact: 전자재 부문의 견조한 매출과 이익흐름은 지속될 것으로 보이나 도료부문 특히 조선과 자동차 등 전방산업의 수요회복이 향후 리레이팅의 관건이 될 전망. 하반기 동사의 투자자산의 가치가 더욱 부각 받을 전망.

Action: 일반 건축자재 등의 호조세를 반영하여 2015년 EPS를 6.6% 상향조정. 목표주가 SOTP 기준 705,000원으로 상향조정.

THE QUICK VIEW

전자재 부문의 견조한 매출과 이익흐름은 지속될 전망: 지난해 1분기가 건설 부동산 시장이 비수기였다가 하반기부터 회복세를 보인 상황임. 이러한 기저효과를 감안하면 하반기로 갈수록 전자재와 기타부문의 홈씨씨 인테리어 부문은 단기적으로 전년동기 대비 이익성장률이 둔화될 가능성이 있음. 특히, 전국 아파트 입주물량은 14년을 정점으로 15년 이후 하락할 것으로 예상되지만, 동사는 섹터내 기업들 중 전자재 사업 익스포저가 36% (도료매출 중 건설부문 감안해도 50%) 수준으로 LG하우시스 57%, 한샘 100% 대비 다변화되어 있음. 또한 동사의 전자재 사업구조는 B2B와 B2C가 6:4 정도로 다변화되어 있고 IKEA 진출에 직접적인 영향 없이 안정적인 매출성장이 기대됨.

도료부문 특히 조선과 자동차 등 전방산업의 수요회복이 향후 중요한 주가 드라이버: 매출의 45%를 차지하고 있는 도료 부문은 조선과 자동차 등 전방산업의 부진으로 아직까지 큰 변동성을 기대하기는 어려운 상황. 현재 가동률은 도료 60%, 유리 100%, 일반건축자재 80% 후반에서 90% 초반대 수준으로 하반기 도료쪽의 수요 개선시 더 많은 영업 레버리지 효과로 주가상승 모멘텀이 될 수 있을 전망.

하반기 이후 동사의 투자자산가치 부각 받을 전망: 에버랜드 등 투자자산과 수원 부지 등 유형자산에 대한 당사가 추정하는 적정가치가 2.96조원에 달함. 1) 최근 에버랜드 상장계획 발표에 따른 비상장주식 가치 상승가능성과 2) 수원 대지에 대한 연내 매각계획, 그리고 3) 수원 부지로부터 하반기부터 예상하는 임대료 수입 (연간 140억원+알파)을 감안하면 하반기 이후 동사의 투자자산의 가치가 더욱 부각 받을 전망.

내년 이익 전망치 6.6% 상향 조정하고 목표주가 705,000원 제시: 1분기 실적때 입증되었던 일반 건축자재, PVC 창호 등의 호조세를 반영하여 2015년 EPS를 6.6% 상향조정. 동사의 다변화된 중장기 성장 모멘텀을 긍정적으로 판단하여 매수 (BUY) 투자의견 유지. 목표주가는 동사의 영업가치 4.7조원 (target EV/EBITDA 9배)에 투자자산 및 유형자산 20% 할인한 2.96조원과 순부채 2,750억 원을 차감하여 산출한 705,000원을 제시.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	3,233.0	3,480.6	3,744.1	3,944.7
순이익 (십억원)	249.0	245.0	271.3	295.7
EPS (adj) (원)	11,973	16,458	18,874	21,168
EPS (adj) growth (%)	흑전	37.5	14.7	12.2
EBITDA margin (%)	15.9	14.7	13.9	13.5
ROE (%)	5.0	4.7	5.1	5.4
P/E (adj) (배)	39.1	37.2	32.5	29.0
P/B (배)	0.7	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (배)	8.0	12.8	12.3	11.6
Dividend yield (%)	1.3	1.3	1.3	1.3

자료: KCC, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	3,246	3,233	3,481	3,744	3,945
매출원가	2,557	2,521	2,706	2,904	3,049
매출총이익	689	712	775	840	896
매출총이익률 (%)	21.2	22.0	22.3	22.4	22.7
판매 및 일반관리비	490	480	484	518	544
영업이익	199	232	291	322	352
영업이익률 (%)	6.1	7.2	8.4	8.6	8.9
순금융이익	(12)	(13)	(11)	(9)	(5)
순지분법이익	(105)	(44)	(35)	(35)	(35)
기타	546	167	100	100	100
세전이익	627	342	346	379	412
법인세	180	93	101	108	117
법인세율 (%)	28.8	27.3	29.2	28.4	28.3
순이익	446	249	245	271	296
순이익률 (%)	13.7	7.7	7.0	7.2	7.5
지배주주순이익	445	248	244	270	294
비지배주주순이익	2	1	1	1	1
영업순이익*	(79)	126	173	199	223
영업순이익률 (%)	(2.4)	3.9	5.0	5.3	5.6
EBIT	639	355	357	388	417
EBIT 이익률 (%)	19.7	11.0	10.3	10.4	10.6
EBITDA	803	513	511	522	533
EBITDA 이익률 (%)	25	16	15	14	14
EPS(지배주주, 원)	42,265	23,558	23,179	25,669	27,974
EPS(연결기준, 원)	42,426	23,669	23,288	25,789	28,105
수정 EPS (원)**	(7,551)	11,973	16,458	18,874	21,168
주당배당금 (보통, 원)	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	17.6	31.6	32.1	29.0	26.6

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	106	319	263	262	285
순이익	446	249	245	271	296
유·무형자산 상각비	164	157	154	134	116
지분법평가손실 (이익)	105	44	0	0	0
Gross cash flow	354	533	345	348	351
순운전자본감소 (증가)	(6)	(62)	(81)	(87)	(66)
기타	(242)	(152)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(566)	104	(153)	(91)	(51)
설비투자	(411)	(100)	(220)	(155)	(113)
Free cash flow	(305)	219	44	107	171
투자자산의 감소 (증가)	(189)	148	72	69	66
기타	34	56	(5)	(5)	(4)
재무활동에서의 현금흐름	(122)	(92)	(73)	(15)	17
차입금의 증가 (감소)	(28)	6	(5)	11	9
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(79)	(78)	(78)	(78)	(78)
기타	(16)	(20)	11	53	87
현금증감	(583)	327	38	156	251
기초현금	945	362	689	727	883
기말현금	362	689	727	883	1,134

참고: * 일회성 항목 제외

** 일회성 항목 제외, 완전 회석화 됨

자료: KCC, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	1,700	2,016	2,156	2,420	2,753
현금 및 현금등가물	360	688	727	883	1,134
매출채권	772	791	852	916	965
재고자산	502	477	513	552	582
기타	66	59	64	69	72
비유동자산	5,124	5,036	5,030	4,983	4,914
투자자산	2,258	2,140	2,068	1,999	1,932
지분법증권	322	271	271	271	271
유형자산	2,709	2,627	2,694	2,716	2,714
무형자산	33	33	33	33	33
기타	124	236	236	235	235
자산총계	6,824	7,052	7,186	7,402	7,667
유동부채	1,200	584	512	485	471
매입채무	168	195	210	226	238
단기차입금	78	137	148	159	167
기타 유동부채	954	251	154	100	65
비유동부채	662	1,375	1,450	1,536	1,634
사채 및 장기차입금	148	811	811	811	811
기타 장기부채	515	563	639	725	823
부채총계	1,862	1,958	1,962	2,021	2,105
지배주주지분	4,930	5,061	5,191	5,346	5,526
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	446	446	446	446	446
이익잉여금	3,873	4,052	4,217	4,409	4,625
기타	554	507	471	435	399
비지배주주지분	32	32	33	35	36
자본총계	4,962	5,093	5,224	5,381	5,562
순부채	459	275	232	87	(156)
주당장부가치 (원)	499,803	513,216	526,447	542,352	560,731

재무비율

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	(3.7)	(0.4)	7.7	7.6	5.4
영업이익	62.0	16.5	25.7	10.7	9.1
세전이익	31.2	(45.4)	1.1	9.5	8.8
순이익	36.5	(44.2)	(1.6)	10.7	9.0
영업순이익*	적지	흑전	37.5	14.7	12.2
EBITDA	11.3	19.0	(0.3)	2.0	2.2
수정 EPS**	적지	흑전	37.5	14.7	12.2
비율 및 회전					
ROE (%)	8.9	5.0	4.7	5.1	5.4
ROA (%)	6.3	3.6	3.4	3.7	3.9
ROIC (%)	2.6	3.1	3.8	4.2	4.5
순부채비율 (%)	9.2	5.4	4.4	1.6	(2.8)
이자보상배율 (배)	24.5	14.6	13.6	14.8	15.7
매출채권 회수기간 (일)	90.5	88.2	86.2	86.2	87.1
매입채무 결제기간 (일)	22.2	20.5	21.3	21.3	21.5
재고자산 보유기간 (일)	61.3	55.3	51.9	51.9	52.4
Valuations (배)					
P/E	(39.3)	39.1	37.2	32.5	29.0
P/B	0.6	0.7	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.5	8.0	12.8	12.3	11.6
EV/EBIT	5.7	11.5	18.4	16.5	14.8
배당수익률 (보통, %)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3

Company Update



최지호
Analyst
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	235,000원(19.6%)		
현재주가	196,500원		
Bloomberg code	108670 KS		
시가총액	1.8조원		
Shares (float)	8,967,670주 (66.2%)		
52주 최저/최고	103,500원/207,000원		
60일-평균거래대금	87.9억원		
One-year performance	1M	6M	12M
LG하우시스 (%)	+1.0	+36.8	+82.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	+0.7	+37.2	+75.1

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY BUY★★★		
목표주가	235,000	235,000	0.0%
2014E EPS	12,167	10,697	+13.7%
2015E EPS	14,423	14,024	+2.8%
2016E EPS	15,760	18,772	-16.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	9
Target price vs I/B/E/S mean	5.4%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	1.1%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
I/B/E/S recommendation	BUY(1.6)

LG하우시스 (108670)

여전히 견조한 건축자재

WHAT'S THE STORY?

Event: 2분기 실적 점검을 위한 기업탐방.

Impact: 주택 입주 물량은 2014년 전년 대비 38% 증가하며 동사 건축자재 부분의 실적 개선을 견인할 것으로 전망하나, 핸드폰 출하량 성장세 둔화는 평가 인하로 이어지며 고기능성소재 부분의 수익성 둔화가 예상.

Action: 235,000원의 목표주가를 유지하지만, 최근의 주가 급등을 반영하여 투자의견을 기존의 BUY★★★에서 BUY로 하향. 높은 품질 경쟁력을 통한 동사의 차별적인 수혜와 국내/해외 공장 증설을 통한 성장 모멘텀을 긍정적으로 평가.

THE QUICK VIEW

2분기 영업이익은 컨센서스 소폭 하회하는 524억원 예상: 동사의 2분기 실적은 매출액 7,698억원, 영업이익 524억원(전년 동기 대비 +13.1%)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 주택 경기 회복에 따른 아파트 입주 물량의 증가가 건축자재 부분의 실적을 개선시키며 (전년 동기 대비 +44.2%) 실적 개선에 기여한 것으로 판단한다. 2014년 전국 입주 물량은 전년 대비 38% 반등하며, 동사 건설자재부분의 실적 정상화를 견인할 것으로 예상된다. 하지만 전방산업인 스마트폰 출하량 성장세의 둔화가 동사 고기능성소재 부분의 평가 인하로 이어지며 고기능성소재 부분의 마진은 소폭 하락한 것으로 판단된다.

지속적인 출점을 통한 B2C 판매 비중 증가를 위한 노력: 2015년부터 입주 예정물량의 감소가 예상되는 가운데, 예상보다 저조한 재건축, 재개발 및 리모델링 시장의 성장성은 동사 건축자재 부문 중 높은 비중을 차지하는 B2B 시장의 성장을 제한할 것으로 전망한다. 때문에 동사는 최근 건축자재 브랜드인 지인(Z-In)의 지속적인 출점(현재 14개 점포를 연말까지 20개로 확장 예정)을 통해 B2C 비중을 높이기 위한 노력을 지속하고 있다. 동사 건축자재 부문의 주력 상품인 창호재의 특성상 B2C 판매 비중이 빠른 속도로 증가하기는 어렵겠지만, 건축자재 관련 규제 강화 시 높은 품질경쟁력을 보유한 동사의 B2C 진출 전략이 결실을 맺을 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견을 BUY★★★→BUY로 하향, 목표주가 235,000원 유지: 최근의 주가 급등을 반영하여 투자의견을 기존의 BUY★★★에서 BUY로 하향하지만, 목표주가 235,000원(12개월 forward EPS 13,800원에 섹터 평균 P/E multiple 17.0x 적용)을 유지한다. 높은 품질 경쟁력을 통한 동사의 차별적인 수혜와 국내/해외 공장 증설을 통한 성장 모멘텀을 긍정적으로 평가한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	2,677.0	2,954.3	3,123.5	3,366.7
순이익 (십억원)	72.3	109.2	129.8	141.7
EPS (adj) (원)	9,183	12,167	14,423	15,760
EPS (adj) growth (%)	356.7	32.5	18.5	9.3
EBITDA margin (%)	7.4	9.1	9.5	9.4
ROE (%)	9.6	13.2	13.9	13.5
P/E (adj) (배)	21.1	16.1	13.6	12.5
P/B (배)	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA (배)	11.6	8.3	7.4	6.6
Dividend yield (%)	0.9	1.0	1.2	1.2

자료: LG하우시스, 삼성증권 추정

연간실적 추정 변경내역

(십억원)	2014E			2015E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	2,923	2,954	1.1	3,149	3,123	(0.8)
영업이익	153	163	6.6	194	187	(3.3)
세전사업계속이익	136	144	5.6	180	171	(4.9)
지배주주순이익	107	111	3.8	140	132	(6.2)

자료: 삼성증권 추정

부문별 breakdown

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E
매출액	589	699	693	696	686	770	736	762	2,677	2,954
건축자재	310	402	414	407	400	457	440	457	1,533	1,754
고기능성소재	272	286	268	278	280	304	287	295	1,104	1,165
기타	7	10	11	11	7	9	10	10	40	35
영업이익	24	46	35	9	36	52	50	24	115	163
건축자재	5	22	17	3	16	32	32	16	47	96
고기능성소재	22	27	21	10	22	21	19	8	80	69
기타	(3)	(3)	(3)	(3)	(2)	0	0	0	(12)	(2)

자료: LG하우시스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,451	2,677	2,954	3,123	3,367
매출원가	1,923	2,062	2,251	2,372	2,568
매출총이익	528	615	704	752	799
(매출총이익률, %)	21.5	23.0	23.8	24.1	23.7
판매 및 일반관리비	471	500	541	565	599
영업이익	57	115	163	187	200
(영업이익률, %)	2.3	4.3	5.5	6.0	5.9
순금융이익	(13)	(16)	(17)	(14)	(13)
순외환이익	(2)	(1)	1	0	0
순지분법이익	(1)	(0)	(0)	0	0
기타	12	(5)	(2)	(2)	0
세전이익	52	92	144	171	187
법인세	14	20	35	41	45
(법인세율, %)	25.8	21.1	24.0	24.2	24.2
순이익	29	72	109	130	142
(순이익률, %)	1.2	2.7	3.7	4.2	4.2
지배주주순이익	29	73	111	132	144
(순이익률, %)	0.8	3.1	3.8	4.2	4.3
EBITDA	149	199	268	297	317
(EBITDA 이익률, %)	6.1	7.4	9.1	9.5	9.4
EPS(지배주주) (원)	2,898	7,324	11,101	13,151	40,148
EPS(연결기준) (원)	2,852	7,230	10,924	12,983	14,175
수정 EPS (원)**	2,011	9,183	12,167	14,423	15,760
주당배당금 (보통, 원)	1,000	1,800	2,000	2,300	2,400
주당배당금 (우선, 원)	1,050	1,850	2,050	2,350	2,450
배당성향 (%)	34.6	24.6	18.0	17.5	16.7

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	95	146	212	211	266
순이익	29	72	109	130	142
유·무형자산 상각비	83	91	107	112	117
순외환관련손실 (이익)	1	2	1	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	145	190	232	248	263
순운전자본감소 (증가)	(43)	(38)	(20)	(37)	3
기타	7	10	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(169)	(151)	(200)	(147)	(157)
설비투자	(174)	(211)	(177)	(200)	(220)
Free cash flow	(80)	(65)	35	11	46
투자자산의 감소(증가)	(38)	64	(95)	(4)	(4)
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	44	(4)	71	57	67
재무활동에서의 현금흐름	(153)	20	42	(30)	(8)
차입금의 증가(감소)	(148)	30	42	(10)	15
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(10)	(10)	0	(20)	(23)
기타	5	0	(0)	0	0
현금증감	(229)	14	54	35	101
기말현금	329	100	113	167	202
기말현금	100	113	167	202	303

참고: * 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: LG하우시스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	905	995	1,239	1,342	1,483
현금 및 현금등가물	100	113	167	202	303
매출채권	418	458	502	533	571
재고자산	196	234	229	254	237
기타	191	190	341	354	371
비유동자산	874	957	973	1,071	1,183
투자자산	9	12	15	19	23
(지분법증권)	5	5	8	12	16
유형자산	775	870	917	1,009	1,116
무형자산	32	34	35	37	38
기타	58	42	6	6	6
자산총계	1,778	1,952	2,213	2,413	2,665
유동부채	674	820	922	953	995
매입채무	217	242	295	310	334
단기차입금	190	186	210	210	210
기타 유동부채	267	393	417	433	451
비유동부채	378	349	415	473	563
사채 및 장기차입금	352	325	342	332	347
기타 장기부채	26	24	73	141	216
부채총계	1,052	1,169	1,337	1,426	1,558
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	618	618	618	618	618
이익잉여금	80	137	230	341	462
기타	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)
비지배주주지분	6	5	4	4	4
자본총계	727	783	875	987	1,107
순부채	405	486	383	338	252
주당장부가치 (원)	68,994	74,618	83,750	94,781	106,715

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	0.2	9.2	10.4	5.7	7.8
영업이익	(20.4)	102.3	42.0	15.1	6.6
세전이익	(17.4)	76.0	56.0	19.1	9.2
순이익	(22.9)	87.0	50.3	18.8	9.2
영업순이익*	(61.6)	340.7	32.0	18.5	9.2
EBITDA	1.4	114.9	34.2	11.1	6.8
수정 EPS**	(63.0)	356.7	32.5	18.5	9.3
비율 및 회전					
ROE (%)	3.9	9.6	13.2	13.9	13.5
ROA (%)	1.5	3.9	5.2	5.6	5.6
ROIC (%)	3.7	7.1	9.8	10.7	11.1
순부채비율 (%)	55.7	62.1	43.8	34.3	22.8
이자보상배율 (배)	3.1	5.0	7.2	8.2	9.0
매출채권 회수기간 (일)	63.7	59.7	59.3	60.5	59.8
매입채무 결제기간 (일)	32.1	31.3	33.2	35.3	34.9
재고자산 보유기간 (일)	30.0	29.3	28.6	28.2	26.6
Valuations (배)					
P/E	36.5	21.1	16.1	13.6	12.5
P/B	1.1	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.3	11.6	8.3	7.4	6.6
EV/EBIT	16.6	21.3	13.9	11.8	10.5
배당수익률 (보통, %)	0.5	0.9	1.0	1.2	1.2

Company Update



윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843

양지혜
Research Associate
jh29.yang@samsung.com
02 2020 7867

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	72,000원 (-9%)
현재주가	79,400원
Bloomberg code	028050 KS
시가총액	3.2조원
Shares (float)	40,000,000주 (70.4%)
52주 최저/최고	55,500원/91,800원
60일-평균거래대금	220.8억원
One-year performance	1M 6M 12M
삼성엔지니어링 (%)	-5.5 +18.2 +8.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.6 +14.8 -1.3

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	HOLD	BUY	-
목표주가	72,000	76,000	(5.3)
2014E EPS	2,382	3,729	(36.1)
2015E EPS	5,557	6,870	(19.1)
2016E EPS	5,796	-	-

SAMSUNG vs THE STREET

No of WiseFn estimates	18
Target price vs WiseFn mean	-10.7%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs WiseFn mean	-14.0%
Estimates up/down (4 weeks)	0/1
WiseFn recommendation	Hold

삼성엔지니어링 (028050)

중립으로 하향조정. 단기적인 업사이드는 제한적.

WHAT'S THE STORY?

Event: 최근 주가 반등에 따른 주가 driver 점검.

Impact: 단기적으로 사이바 프로젝트의 안정적인 마무리가 관건. 매출채권 회전율과 순차입금 개선세는 예상보다 더딜 전망. 2014년과 15년 EPS 각각 36.1%, 19.1% 하향.

Action: 최근의 주가 상승으로 단기적으로 업사이드는 제한적으로 판단되어 투자의견 중립으로 하향하고 목표주가 72,000원 (2015년 EPS의 13배) 제시.

THE QUICK VIEW

상반기까지 신규수주 모멘텀은 강했으나 하반기는 불륜 보다는 수익성 회복에 치중할 전망: 올해 신규수주는 5월말까지 5.2조원을 수주하여 연간 신규수주 목표 8.5조원 대비 61% 달성률 기록. 당분간은 즉각적인 불륜 성장보다는 리스크 관리와 수익성제고에 주력할 전망. 1분기말 수주잔고 18.5조원 감안 시 내년 매출은 10%대 성장한 9조원대 전망. 당분간 매출성장보다도 FEED 수주 확대를 통해 향후 EPC 수주 확보를 꾀하고 리스크 관리와 수익성제고를 도모할 계획.

단기적으로는 사이바 프로젝트의 안정적인 마무리가 관건: 연초 3억 달러짜리 add-on 프로젝트를 수주하여 사이바 패키지4는 내년 3월까지 공기가 연장된 상황이나 나머지 패키지 1,2,3에 대해서는 공기안 (7월)에 끝내기 위해 노력중인 상황. 사업주가 물, 전기 등 유틸리티를 제때에 제공하지 않아 발생한 비용에 대해서는 향후 사업주에게 클레임을 제기할 계획. 이에 따라 2분기 사이바 프로젝트의 손실반영 가능성 또한 배제할 수 없는 상황. 지난해 3분기를 마지막으로 총당손실을 인식한 이후, 추가 총당 없이 공기는 지연되고 있어 2, 3분기중 추가손실 인식 가능성도 배제할 수 없어 보임.

매출채권 회전율과 순차입금 개선세는 예상보다 더딜 전망: 동사의 매출채권은 1분기에 약간 개선되었으나 2분기에 극적인 개선이 될지는 아직 미지수임. 동사의 순차입금은 UAE RRE 프로젝트와 알제리 스키타 프로젝트의 매출채권 회수지연으로 1분기말 기준 1.5조 원으로 전 분기 대비 3천억 원 가량 증가. 그러나 알제리 와 이라크 등에서 신규 수주한 프로젝트에서 3.2억불 가량의 선수금 유입을 2분기중에 기대했으나 다소 늦어지고 있어 2분기 현금흐름과 순차입금은 개선세는 예상보다 더딜 것으로 전망.

투자의견 중립 (Neutral)으로 하향조정 - 최근 주가 상승으로 단기적인 업사이드는 제한적: 중장기적으로 동사에 대한 긍정적인 시각 유지하나 해외부분의 마진 개선세 확인을 위해서는 좀더 시간이 필요할 전망. 2014년과 2015년 EPS 각각 36.1%, 19.1% 하향조정. 2분기 이후 원가율 개선세가 중요할 전망. 최근의 주가 상승으로 단기적으로 업사이드는 제한적으로 판단되어 투자의견 중립으로 하향하고 목표주가 72,000원 (2015년 EPS의 13배) 제시.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	9,806.3	8,613.2	8,392.9	8,567.1
순이익 (십억원)	(708.7)	95.6	222.8	232.4
EPS (adj) (원)	(20,001)	2,382	5,557	5,796
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	133.2	4.3
EBITDA margin (%)	(8.5)	2.6	4.4	4.3
ROE (%)	(54.6)	10.2	21.1	18.6
P/E (adj) (배)	(4.9)	33.3	14.3	13.7
P/B (배)	4.3	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA (배)	(6.2)	15.4	7.7	7.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	n/a

자료: 삼성엔지니어링, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	11,440	9,806	8,613	8,393	8,567
매출원가	10,150	10,353	7,976	7,620	7,776
매출총이익	1,291	(547)	637	773	791
매출총이익률 (%)	11.3	(5.6)	7.4	9.2	9.2
판매 및 일반관리비	554	481	484	471	477
영업이익	737	(1,028)	153	302	314
영업이익률 (%)	6.4	(10.5)	1.8	3.6	3.7
순금융이익	(6)	(16)	(21)	(3)	4
순지분법이익	11	8	9	9	0
기타	(16)	120	(16)	(19)	(18)
세전이익	705	(917)	124	288	301
법인세	181	(209)	28	66	68
법인세율 (%)	25.6	22.7	22.7	22.7	22.7
순이익	524	(709)	96	223	232
순이익률 (%)	4.6	(7.2)	1.1	2.7	2.7
지배주주순이익	527	(707)	95	222	232
비지배주주순이익	(3)	(2)	0	0	1
영업순이익*	539	(800)	95	222	232
영업순이익률 (%)	4.7	(8.2)	1.1	2.6	2.7
EBIT	711	(902)	145	291	297
EBIT 이익률 (%)	6.2	(9.2)	1.7	3.5	3.5
EBITDA	771	(829)	225	368	367
EBITDA 이익률 (%)	6.7	(8.5)	2.6	4.4	4.3
EPS(지배주주, 원)	13,180(17,677)	2,384	5,559	5,798	
EPS(연결기준, 원)	13,112(17,716)	2,390	5,571	5,810	
수정 EPS (원)**	13,486(20,001)	2,382	5,557	5,796	
주당배당금 (보통, 원)	3,000	0	0	0	0
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	(199)	(1,231)	322	294	331
순이익	524	(709)	96	223	232
유·무형자산 상각비	60	72	80	76	70
지분법평가손실 (이익)	29	17	0	0	0
Gross cash flow	885	(637)	195	325	318
순운전자본감소 (증가)	(899)	(370)	117	(19)	15
기타	(178)	(206)	0	(0)	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(174)	81	(162)	(140)	(149)
설비투자	(208)	(35)	(37)	0	0
Free cash flow	(406)	(1,266)	285	294	331
투자자산의 감소 (증가)	(55)	194	2	2	1
기타	89	(79)	(126)	(141)	(150)
재무활동에서의 현금흐름	259	990	120	473	(163)
차입금의 증가 (감소)	370	1,101	(665)	0	10
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(111)	(111)	0	0	0
기타	0	0	785	473	(173)
현금증감	(124)	(173)	280	627	20
기초현금	560	436	264	543	1,170
기말현금	436	264	543	1,170	1,190

참고: K-IFRS 연결기준; 2011년 이후는 변경된 K-IFRS 기준

* 일회성 항목 제외

** 일회성 항목 제외, 완전 희석화 됨

자료: 삼성엔지니어링, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	4,188	4,266	4,396	5,084	5,211
현금 및 현금등가물	436	264	543	1,170	1,190
매출채권	968	1,081	861	839	857
재고자산	0	0	0	0	0
기타	2,783	2,921	2,991	3,075	3,165
비유동자산	1,486	1,663	1,682	1,671	1,659
투자자산	148	118	125	132	131
지분법증권	1	20	28	37	37
유형자산	733	715	686	624	569
무형자산	40	52	56	59	61
기타	565	777	815	856	899
자산총계	5,674	5,929	6,078	6,755	6,871
유동부채	3,554	4,277	4,408	4,932	4,879
매입채무	1,935	1,697	1,595	1,554	1,586
단기차입금	374	1,017	500	500	510
기타 유동부채	1,245	1,564	2,314	2,878	2,783
비유동부채	431	746	705	671	644
사채 및 장기차입금	0	422	422	422	422
기타 장기부채	431	324	283	249	222
부채총계	3,985	5,023	5,113	5,604	5,523
지배주주지분	1,688	907	966	1,152	1,347
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	49	49	49	49	49
이익잉여금	1,776	958	1,054	1,276	1,508
기타	(337)	(301)	(338)	(374)	(410)
비지배주주지분	1	(1)	(1)	(0)	0
자본총계	1,689	906	965	1,151	1,347
순부채	(114)	1,215	284	(341)	(352)
주당장부가치 (원)	44,598	23,097	24,599	29,556	34,789

재무비율

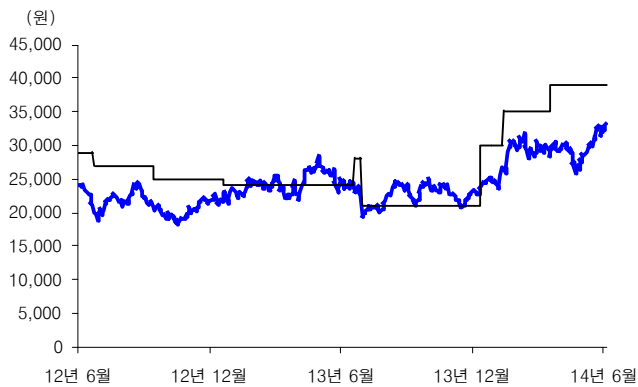
12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	23.0	(14.3)	(12.2)	(2.6)	2.1
영업이익	17.6	적전	흑전	97.8	4.1
세전이익	2.6	적전	흑전	133.1	4.3
순이익	1.9	적전	흑전	133.1	4.3
영업순이익*	6.1	적전	흑전	133.2	4.3
EBITDA	8.9	적전	흑전	63.1	(0.2)
수정 EPS**	6.1	적전	흑전	133.2	4.3
비율 및 회전					
ROE (%)	34.9	(54.6)	10.2	21.1	18.6
ROA (%)	9.7	(12.2)	1.6	3.5	3.4
ROIC (%)	32.4	(37.4)	9.4	20.3	18.0
순부채비율 (%)	(6.7)	134.2	29.4	(29.6)	(26.1)
이자보상배율 (배)	35.9	(35.3)	4.4	12.1	12.3
매출채권 회수기간 (일)	31.9	38.1	41.2	37.0	36.1
매입채무 결제기간 (일)	60.4	67.6	69.7	68.5	66.9
재고자산 보유기간 (일)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E**	14.4	(4.9)	33.3	14.3	13.7
P/B	4.4	4.3	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.9	(6.2)	15.4	7.7	7.7
EV/EBIT	10.8	(5.7)	23.9	9.7	9.5
배당수익률 (보통, %)	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0

■ Compliance Notice

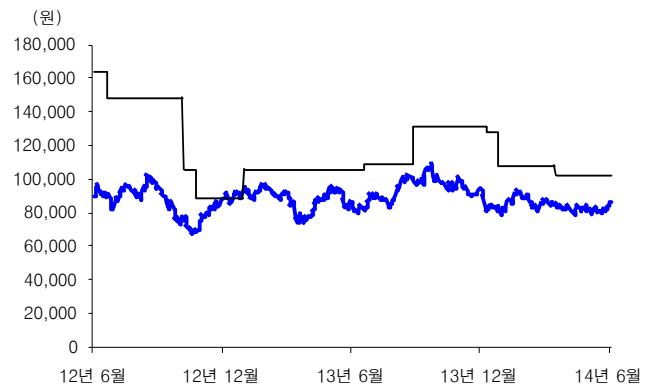
- 당사는 7월 2일 현재 삼성물산, 삼성엔지니어링과(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 7월 2일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 7월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이

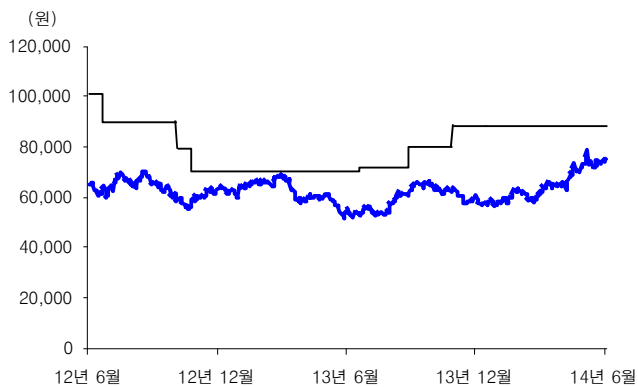
현대산업



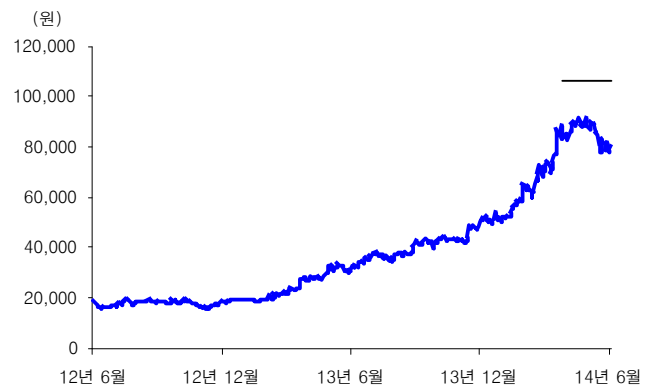
대림산업



삼성물산



한샘



■ 2년간 목표주가 변경 추이

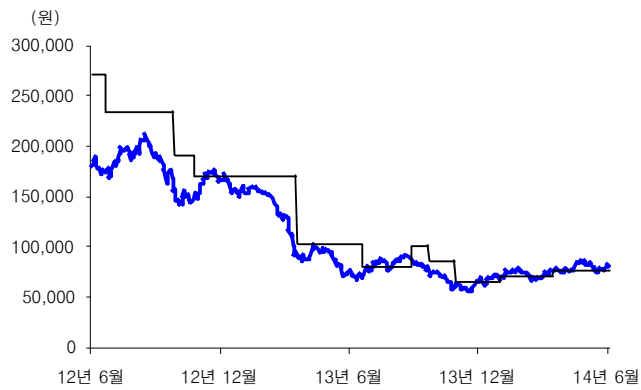
KCC



LG하우시스



삼성엔지니어링



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

현대산업										
일 자	2012/7/20	10/12	2013/1/16	7/18	7/28	2014/1/8	2/10	4/15	7/3	
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	
TP (원)	27,000	25,000	24,000	28,000	21,000	30,000	35,000	39,000	39,000	

대림산업										
일 자	2012/7/19	11/5	11/22	2013/1/29	7/18	9/25	2014/1/8	1/24	4/15	7/3
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★
TP (원)	148,000	106,000	89,000	105,000	109,000	131,000	128,000	108,000	102,000	113,000

삼성물산										
일 자	2012/7/19	11/2	11/22	2013/7/18	9/25	11/27				
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★				
TP (원)	90,000	79,000	70,000	72,000	80,000	88,000				

한샘										
일 자	2014/4/25									
투자 의견	BUY									
TP (원)	106,000									

KCC										
일 자	2014/4/25	7/3								
투자 의견	BUY	BUY								
TP (원)	624,000	705,000								

LG하우시스										
일 자	2014/4/25	7/3								
투자 의견	BUY★★★★	BUY								
TP (원)	235,000	235,000								

삼성엔지니어링											
일 자	2012/7/19	10/25	11/22	2013/4/16	7/18	9/25	10/20	11/27	2014/1/29	4/15	7/3
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	234,000	190,000	170,000	102,000	81,000	100,000	86,000	66,000	70,000	76,000	72,000

- 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★★ (매수★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
SELL★★★★ (매도★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상



create[▲] with you

삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 12층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900