

현대건설 (000720)

이선일
769,3345
sunilee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

목표주가 **70,000**
유지

현재주가 **42,500**
(15.06.23)

건설업종

모멘텀이 살아나기 시작하는 지금이 저가매수 적기

탄탄한 펀더멘털에도 모멘텀 부재와 지배구조 관련 오해로 주가는 최저 수준

- 현대건설의 현 주가는 52주 최저가 수준이며 지난 10년을 통틀어도 바닥권
- 업계 전반의 어닝쇼크 국면에서도 홀로 꾸준한 실적을 유지하고 있다는 사실이 무색
- 해외수주 부진과 무난하지만 2% 부족할 것으로 예상되는 2분기 실적 그리고 삼성물산 합병 발표로 불거진 지배구조 이슈가 한꺼번에 주가에 악재로 작용한 결과

모멘텀 부재는 곧 해소될 전망. 수주는 당장 7월부터, 실적개선은 3분기부터 본격화

- 6월 누계 해외수주액은 55억달러로 연간 목표의 30% 수준. 7월부터 동남아시아 인프라 및 전력 공사 그리고 중앙아시아 화공플랜트 등 50억달러 규모를 순차적으로 수주해 모멘텀 회복. 하반기에는 상반기의 2배(106억달러)에 달하는 해외수주 실적을 올릴 전망.
- 금년 2분기 영업이익은 2,438억원으로 컨센서스(2,659억원)에 다소 미달할 전망. 신규 수주 부진과 현대엔지니어링의 일시적 수익성 하락(일부 저가공사의 영향)이 주 요인.
- 저가 현장의 영향이 사라지고 주택 매출도 급증하는 3분기부터 실적개선 본격화. 3분기 및 4분기 영업이익은 각각 2,680억원(YoY +16.2%), 3,022억원(YoY +15.8%)으로 예상

수주잔고, 실적, 자산가치 등 모든 면에서 가장 저평가된 주식

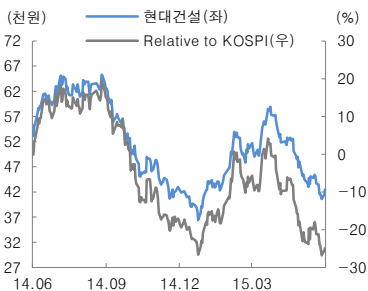
- 해외수주잔고로 평가하면 사실상 세계에서 가장 저평가. 현대건설의 해외수주잔고 대비 시가총액 배수는 0.14배로 해외 EPC업체들(0.3~0.6배)은 물론 국내 업체들보다도 낮은 수준. 해외 프로젝트의 품질(수익성)이 뛰어나다는 점까지 감안하면 더욱 억울한 상황
- PER, PBR Valuation도 매력적. 특히 PBR(15F 0.8배)은 최근 10년 이래 가장 낮은 수준.

삼성물산 합병 발표로 불거진 지배구조 이슈. 현대건설이 들러리라는 논리는 비약

- 연결자회사 현대엔지니어링(현대건설 지분 38.6%)의 현재 장외시장 시가총액은 9조원 내외(현대건설의 2배). 제일모직과 마찬가지로 대주주(정익선 부회장, 11.7%)가 상당한 지분을 보유하고 있다는 점이 현대엔지니어링 주식가치에 큰 영향을 주고 있다고 판단.
- 현대차 그룹의 주력 건설사는 현대엔지니어링이며 현대건설은 조력자에 불과하다는 인식 존재. 그룹 및 해외 공사물량을 현대엔지니어링에 몰아준다는 논리도 같은 맥락
- 그러나 이는 두 회사의 사업구조와 경쟁력을 감안할 때 지나친 비약. 현대건설은 원래 그룹공사를 거의 수행하지 않았기 때문에 이를 누구에게 몰아준다는 논리는 애초 성립 자체가 불가. 두 회사가 컨소시엄으로 수주한 해외 프로젝트도 각자의 역량에 따라 배분. 현재까지 평균적으로 총 수주액의 70%가 현대건설 몫(표 2 참조)

KOSPI	2081.2
시가총액	4,738십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	557십억원
52주 최고/최저	65,300원 / 36,400원
120일 평균거래대금	319억원
외국인지분율	23.89%
주요주주	현대자동차 외 3인 34.92% 국민연금 12.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.5	-17.2	-0.2	-18.9
상대수익률	-8.7	-18.9	-7.1	-23.0



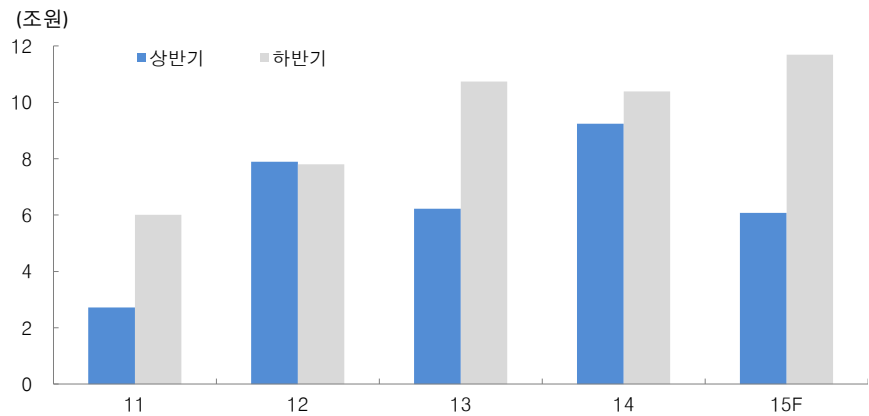
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,938	17,387	18,337	19,900	22,252
영업이익	793	959	1,015	1,162	1,322
세전순이익	762	803	878	1,075	1,288
총당기순이익	570	587	665	815	977
지배지분순이익	504	420	446	546	654
EPS	4,522	3,768	4,002	4,901	5,876
PER	13.4	11.2	10.6	8.7	7.2
BPS	43,818	48,844	52,162	56,664	61,974
PBR	1.4	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	10.7	8.1	7.9	9.0	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

그림 1. 현대건설 해외수주 추이와 전망(상·하반기 구분)



주: 현대건설과 자회사 현대엔지니어링을 실적을 합한 연결 기준
자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

표 1. 현대건설 분기별 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	분기별								연간		
	1Q14	2Q14	3Q14P	4Q14F	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F
매출액	3,291	4,703	4,259	5,134	3,943	4,582	4,433	5,378	17,387	18,337	19,900
영업이익	188	280	231	261	201	243.8	268.0	302.2	959	1,015	1,162
세전이익	165	207	199	232	158	213	237	270	803	878	1,075
순이익	119	157	135	176	112	162	180	212	587	665	815
지배주주순이익	106	111	89	113	88	108	121	129	420	446	546
증감률(YoY)											
매출액	15.0	35.5	20.5	26.1	19.8	-2.6	4.1	4.8	24.7	5.5	8.5
영업이익	5.0	39.3	12.0	25.8	6.9	-12.8	16.2	15.8	20.9	5.8	14.5
세전이익	-13.4	15.7	-17.4	52.6	-4.3	3.0	19.5	16.0	5.3	9.3	22.4
순이익	-20.6	20.8	-20.1	45.5	-6.1	2.9	33.1	20.8	3.0	13.4	22.5
지배주주순이익	-22.3	-2.8	-41.7	13.7	-17.7	-2.3	35.0	14.3	-16.7	6.2	22.4
영업이익률	5.7	5.9	5.4	5.1	5.1	5.3	6.0	5.6	5.5	5.5	5.8
세전이익률	5.0	4.4	4.7	4.5	4.0	4.6	5.4	5.0	4.6	4.8	5.4

자료: 대신증권 리서치센터

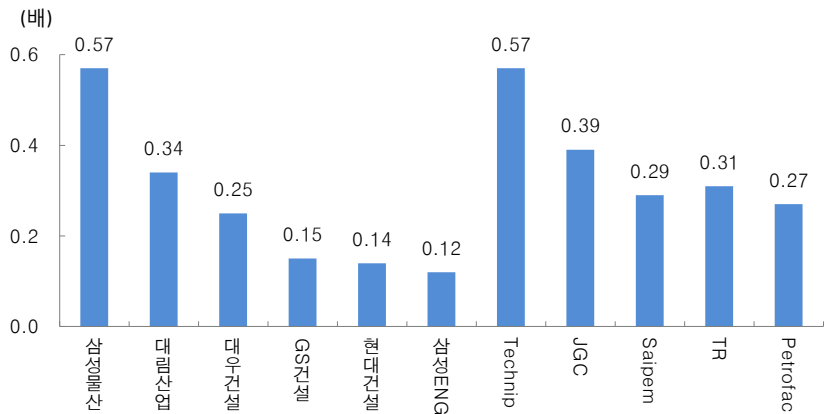
표 2. 현대건설과 현대엔지니어링 컨소시엄 수주 주요 프로젝트

(단위: 억달러)

프로젝트명	수주 금액			수주 비중		
	현대건설	현대엔지니어링	합계	현대건설	현대엔지니어링	합계
베네수엘라 산타이네스 정유공장	14.0	6.0	20.0	70.0	30.0	100.0
베네수엘라 PLC 정유공장	34.7	8.7	43.4	80.0	20.0	100.0
우즈베키스탄 GTL 프로젝트	23.3	7.8	31.1	74.9	25.1	100.0
이라크 카르발라 정유공장	16.0	6.7	22.7	70.5	29.5	100.0
유럽 비료공장	28.9	23.4	52.3	55.3	44.7	100.0
합계	116.9	52.6	169.5	69.0	31.0	100.0

자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 국내외 주요 EPC 업체 시가총액/해외수주잔고 배수 비교



주1: 현대건설 해외수주잔고= 현대건설(별도) 해외수주잔고+ 현대엔지니어링 해외수주잔고X 지분율(38.6%)을 곱한 금액
주2: 표면적으로는 삼성ENG이 0.12배로 더 낮지만 수주잔고의 Quality(수익성)를 감안하면 현대건설이 가장 저평가됐다고 판단
자료: 현대건설 외, 대신증권 리서치센터

표 3. 연결대상 회사 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

		10	11	12	13	14	15F	16F	17F
매출액	현대건설	10,045	10,105	10,433	10,591	10,756	10,616	11,531	12,729
	현대엔지니어링	1,237	1,663	2,271	2,616	5,283	6,460	7,081	8,192
	기타	96	153	620	731	1,348	1,261	1,289	1,331
	합계	11,378	11,920	13,325	13,938	17,387	18,337	19,900	22,252
매출원가율	현대건설	89.5	91.5	92.1	92.2	92.0	91.5	90.8	90.6
	현대엔지니어링	80.1	84.8	87.2	87.8	89.5	90.7	90.9	91.1
	기타	68.1	65.3	78.9	91.5	90.5	90.5	90.5	90.5
	합계	88.3	90.2	90.6	91.3	91.1	91.1	90.8	90.8
매출총이익	현대건설	1,050	862	829	828	859	905	1,058	1,193
	현대엔지니어링	246	253	290	318	554	603	642	732
	기타	31	53	131	62	128	120	122	126
	합계	1,327	1,168	1,249	1,208	1,541	1,627	1,823	2,052
판매비율	현대건설	4.7	3.6	4.0	3.3	3.5	3.5	3.5	3.4
	현대엔지니어링	4.8	3.6	2.5	2.0	3.3	3.4	3.3	3.3
	기타	11.4	5.3	3.2	1.4	1.9	1.9	1.9	1.9
	합계	4.7	3.6	3.7	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3
영업이익	현대건설	582	497	416	476	478	533	659	755
	현대엔지니어링	186	194	234	265	379	386	406	466
	기타	20	45	111	52	102	95	98	101
	합계	789	736	760	793	959	1,015	1,162	1,322
영업이익률	현대건설	5.8	4.9	4.0	4.5	4.4	5.0	5.7	5.9
	현대엔지니어링	15.1	11.6	10.3	10.1	7.2	6.0	5.7	5.7
	기타	20.5	29.4	17.8	7.1	7.6	7.6	7.6	7.6
	합계	6.9	6.2	5.7	5.7	5.5	5.5	5.8	5.9
세전이익		750	851	737	762	803	878	1,075	1,289
순이익		547	685	567	570	587	665	815	977
지배주주순이익		513	635	510	504	420	446	546	654

자료: 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,938	17,387	18,337	19,900	22,252
매출원가	12,730	15,846	16,709	18,078	20,200
매출총이익	1,208	1,541	1,627	1,823	2,052
판매비와관리비	416	582	613	660	730
영업이익	793	959	1,015	1,162	1,322
영업이익률	5.7	5.5	5.5	5.8	5.9
EBITDA	886	1,113	1,168	1,319	1,479
영업외손익	-31	-156	-137	-88	-33
관계기업손익	-13	-14	-8	-2	2
금융수익	155	149	162	173	189
외환관련이익	93	112	119	126	131
금융비용	-147	-174	-175	-172	-167
외환관련손실	54	59	62	66	66
기타	-26	-117	-116	-86	-58
법인세비용차감전순손익	762	803	878	1,075	1,288
법인세비용	-192	-216	-212	-260	-312
계속사업순손익	570	587	665	815	977
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	570	587	665	815	977
당기순이익률	4.1	3.4	3.6	4.1	4.4
비재배지분순이익	66	167	220	269	322
지배지분순이익	504	420	446	546	654
매도가능금융자산평가	-10	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-2	-4	-2	-2
포괄순이익	467	564	620	789	958
비재배지분포괄이익	77	146	204	260	316
지배지분포괄이익	391	417	415	529	642

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	4,522	3,768	4,002	4,901	5,876
PER	13.4	11.2	10.6	8.7	7.2
BPS	43,818	48,844	52,162	56,664	61,974
PBR	1.4	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	7,958	9,995	10,491	11,849	13,286
EV/EBITDA	7.9	5.1	5.3	5.0	4.5
SPS	125,058	156,000	164,521	178,552	199,649
PSR	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
CFPS	8,692	11,172	9,856	11,502	13,162
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	46	247	5.5	8.5	11.8
영업이익 증가율	4.3	20.9	5.8	14.5	13.7
순이익 증가율	0.5	3.0	13.4	22.4	19.9
수익성					
ROIC	-171.9	-309.6	944.2	143.6	99.5
ROA	5.8	5.8	5.5	6.3	7.0
ROE	10.7	8.1	7.9	9.0	9.9
안정성					
부채비율	183.2	164.7	146.9	130.1	117.9
순차입금비율	-1.5	-7.1	-2.0	0.7	0.0
이자보상배율	11.3	9.1	9.9	12.0	14.4

자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	11,109	13,642	13,431	13,445	13,897
현금및현금성자산	1,884	2,542	2,075	1,710	1,605
매출채권 및 기타채권	6,472	7,994	8,212	8,561	8,955
재고자산	1,286	1,337	1,285	1,226	1,291
기타유동자산	1,468	1,769	1,859	1,947	2,046
비유동자산	3,624	4,798	4,937	5,148	5,360
유형자산	1,638	1,711	1,742	1,793	1,808
관계기업투자금	129	124	151	190	218
기타비유동자산	1,857	2,963	3,044	3,165	3,334
자산총계	14,733	18,440	18,368	18,592	19,257
유동부채	6,906	8,257	7,752	7,622	7,546
매입채무 및 기타채무	4,378	5,160	4,904	4,785	4,823
차입금	239	276	281	293	306
유동성채무	414	361	362	563	510
기타유동부채	1,875	2,460	2,205	1,981	1,907
비유동부채	2,624	3,217	3,177	2,888	2,872
차입금	1,649	1,961	1,899	1,559	1,485
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	976	1,256	1,278	1,330	1,387
부채총계	9,530	11,473	10,929	10,511	10,418
자배지분	4,884	5,444	5,814	6,316	6,907
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	831	1,029	1,029	1,029	1,029
이익잉여금	3,522	3,849	4,239	4,729	5,328
기타지분변동	-26	8	-12	0	-7
비자배지분	319	1,522	1,626	1,766	1,932
자본총계	5,203	6,966	7,440	8,082	8,839
순차입금	-76	-494	-150	53	4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	117	426	149	286	711
당기순이익	570	587	665	815	977
비현금항목의 가감	399	658	433	467	490
감가상각비	93	154	153	157	158
외환손익	3	16	33	34	27
지분법평가손익	13	14	8	2	-2
기타	290	474	238	274	308
자산부채의 증감	-617	-514	-717	-727	-453
기타현금흐름	-234	-305	-233	-269	-303
투자활동 현금흐름	-221	325	-333	-363	-345
투자자산	-70	78	-62	-99	-130
유형자산	-84	-149	-140	-163	-126
기타	-68	396	-131	-101	-88
재무활동 현금흐름	135	-80	-112	-183	-170
단기차입금	53	105	5	12	13
사채	399	548	-10	-300	-90
장기차입금	381	261	-52	-40	16
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-60	-104	-56	-56	-56
기타	-638	-891	1	201	-53
현금의 증감	29	659	-467	-365	-105
기초 현금	1,855	1,884	2,542	2,075	1,710
기말 현금	1,884	2,542	2,075	1,710	1,605
NOPLAT	593	701	769	881	1,002
FCF	516	658	694	780	952

[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:이선일)

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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

현대건설(000720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150621)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.0%	14.0%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상