

2016년 전망 **건설**

이제 실적으로 말한다!

- Analyst 이선일 sunillee@daishin.com



Summary

이제 실적으로 말한다!

1. 해외 저가공사 마무리 + 분양시장 호황의 과실 향유 → 2016년은 진정한 의미의 실적 개선 원년

- 국내 및 해외 사업을 모두 영위하고 있는 4대 건설사 합산 기준 2016년 영업이익은 2.3조원으로 전년대비 35.3% 증가
- 해외 발 어닝쇼크 이후 지난 2년간 영업이익은 크게 증가. 그러나 해외 불확실성이 큰 상황이라 신뢰를 주기에는 미흡
- 2016년은 해외 저가공사가 마무리되는 국면에서 주택부문 호황의 성과가 더해지는 진정한 의미의 실적 개선을 이루는 한 해

2. 해외: 저가 프로젝트 마무리로 신뢰 회복은 물론 수익성도 반등

- 저가 해외 프로젝트 이슈는 완공시기가 집중되는 2015년 4분기가 최대 분수령. 2016년 상반기까지는 대부분 마무리될 전망
- 주요 현안 프로젝트 평균 공사진행률은 96%→ 시운전 단계로 원가투입이 현저히 줄어 추가부실 가능성도 크게 감소
- 주요 4사 합산 해외부문 매출총이익률은 2015년 0.9%에서 2016년과 2017년에 각각 4.1%, 6.3%로 반등

3. 주택: 유례없는 분양시장 호황으로 단번에 2017년까지 실적 확보

- 2015년 신규 분양시장은 이전에 볼 수 없었던 수준의 초 호황. 5대 건설사 2015년 분양물량은 지난 10년 평균의 4배 규모
- 분양시장 호황은 건설사 실적과 직결. 공급과잉의 우려가 있긴 하지만 상당 기간 동안 그 과실(실적)을 누린다는 점이 중요
- 2016년 주택경기: 전체적으로 2015년 대비 상승세 둔화. 입주물량 부담이 다가오는 하반기로 갈수록 약세

4. Top Pick 및 투자유망업체

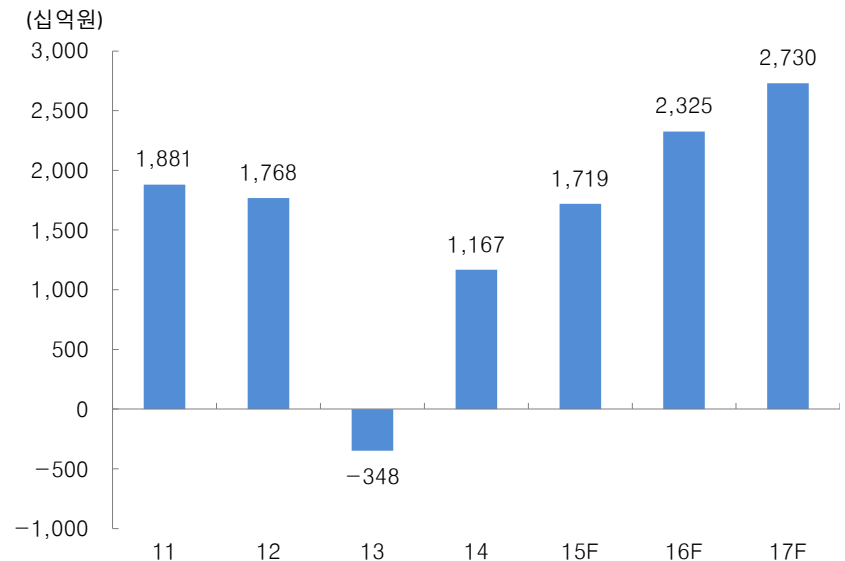
- 대림산업(000210): TP 108,000원, 해외, 주택, 유화 그리고 자회사까지 동시 다발적 턴어라운드 국면
- 대우건설(047040): TP 9,200원, 국내부문이 이끄는 성장과 수익성 개선
- GS건설(006360): TP 32,000원, 2016년 이익증가 모멘텀 업계 최고
- 현대건설(000720): TP 50,000원, 모멘텀 부재와 지배구조 관련 오해로 가장 저평가된 주식

주제: 이제 실적으로 말한다!

해외 저가공사 마무리 + 분양시장 호황의 과실 향유 → 2016년은 진정한 의미의 실적 개선 원년

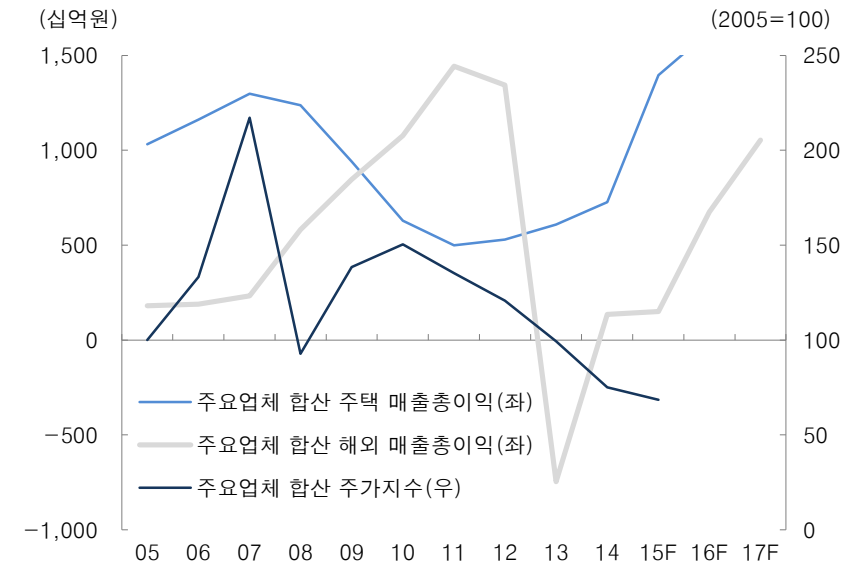
- 국내 및 해외에서 모두 건설사업을 영위하고 있는 4대 상장 건설사 합산 기준 2016년 영업이익은 2.3조원으로 전년대비 35.3% 증가
- 4대 건설사 합산 2016년 영업이익(2.3조원)은 IFRS 연결이 도입된 2011년 이후 최대 규모
- 2013년 해외 발 어닝쇼크 이후 지난 2년간 영업이익은 크게 증가. 그러나 해외 불확실성이 큰 상황이라 신뢰를 주기에는 미흡
- 2016년은 해외 저가공사가 마무리되는 국면에서 주택부문 호황의 성과가 더해지는 진정한 의미의 실적 개선을 이루는 한 해
- 그럼에도 불구하고 4대 건설사 주가수준은 10년 이래 최저 상태. 10년 전인 2005년의 70%, 최고점인 2007년의 30%, 해외 어닝총격이 덮쳤던 2013년의 70% 수준에 불과

주요 건설사 합산 영업이익 추이와 전망(연결 기준)



주: 국내와 해외 사업을 모두 영위하는 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설 등 4사 합산 기준
자료: 대신증권 리서치센터

주요 건설사 주택 및 해외 부문 합산 매출총이익(별도 기준)



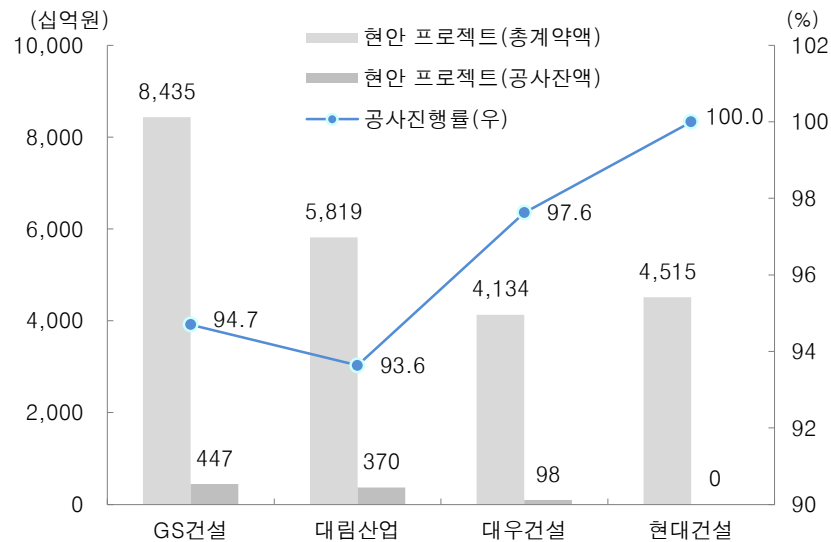
주: 국내와 해외 사업을 모두 영위하는 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설 등 4사 합산 기준
자료: 대신증권 리서치센터

요약 1. 해외: 저가 프로젝트 마무리로 신뢰 회복은 물론 수익성도 반등

주요 해외 현안 프로젝트 평균 공사진행률 96%→ 해외부실 마무리로 수익성 개선

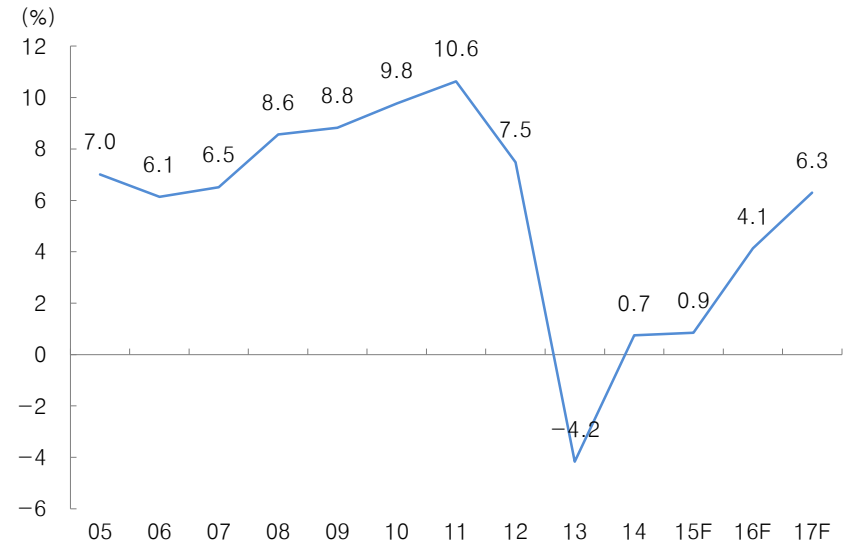
- 저가 수주 해외프로젝트로 촉발된 이익의 불확실성은 여전히 진행형. 해외 현장에 대해서는 끝날 때까지 끝난 게 아니다?
- 그럼에도 불구하고 주요 건설사 해외부실은 이제 마무리 국면에 접어들었고 이에 따라 해외부문 수익성도 반등할 것으로 예상
- 1) 현안 프로젝트가 많이 진행돼(2015년 3분기 기준 평균 공사진행률 96%) 완공이 임박했기 때문. 즉 공기가 얼마 남지 않아 프로젝트 전체에 대한 윤곽이 잡힌 상황이므로 원가를 상당히 정확하게 예측할 수 있게 된 상황.
- 2) 공사진행률이 90% 중반대면 대부분 물리적 완공 후 시운전에 접어든 상태를 의미. 시운전 단계에서는 원가투입이 현저히 줄어들기 때문에 추가부실 가능성도 그만큼 낮아짐

주요 건설사 해외 현안 프로젝트 진행 상황



주: 주요 건설사는 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설
자료: 대신증권 리서치센터

주요 건설사 해외부문 합산 매출총이익률 추이 및 전망



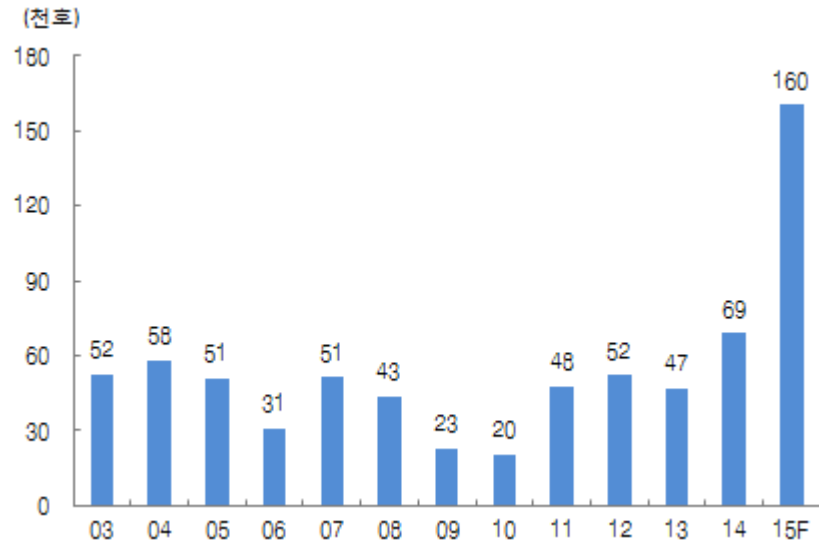
주: 주요 건설사는 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설
자료: 대신증권 리서치센터

요약 2. 주택: 분양시장 호황의 과실 계속 향유

유례없는 호황으로 단번에 2017년까지 실적 확보

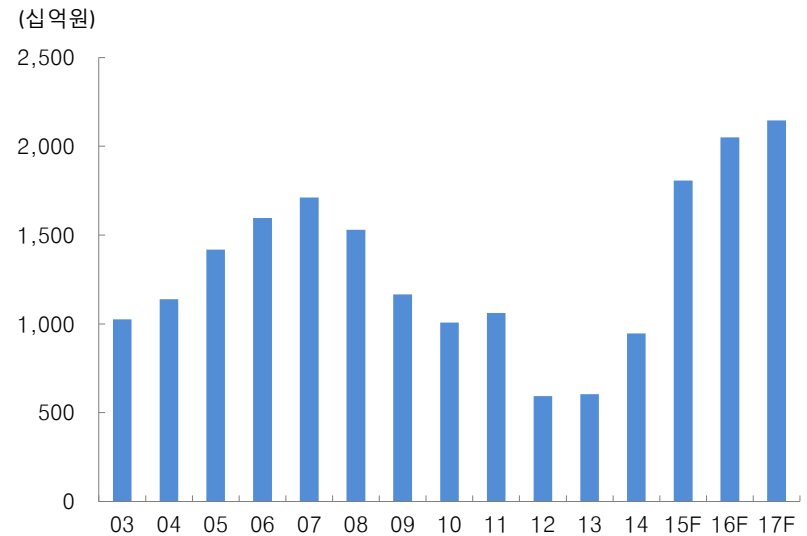
- 2015년 신규 분양시장은 이전에 볼 수 없었던 수준의 초 호황. 5대 건설사 2015년 분양물량은 지난 10년 평균의 4배 규모
- 분양시장 호황은 건설사 실적과 직결. 공급과잉의 우려가 있긴 하지만 상당 기간 동안 그 과실(실적)을 누린다는 점이 중요
- 분양시장 호황이 가져 다 준 효과: 1)아파트 공사 기간 3년 동안 실적 개선(이익 증가는 물론 해외수주 감소로 인한 외형 감소도 상쇄) 2)기존 미분양 물량 해소로 수익성 개선 및 미수금 회수 3)애물단지인 미착공 PF 속속 사업화⇒ 실적도 좋아지고 현금도 들어오고 잠재 부실도 해소하는 말 그대로 일석삼조
- 5사 합산 주택 매출총이익 : 15년F 1.8조원(YoY +91.0%), 16년F 2.05조원(YoY +13.4%), 2017년F 2.15조원(YoY +4.7%)

주요 5대 건설사 합산 분양물량 추이



주: 5사는 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설, 현대산업개발
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

주요 5대 건설사 주택부문 합산 매출총이익 추이 및 전망



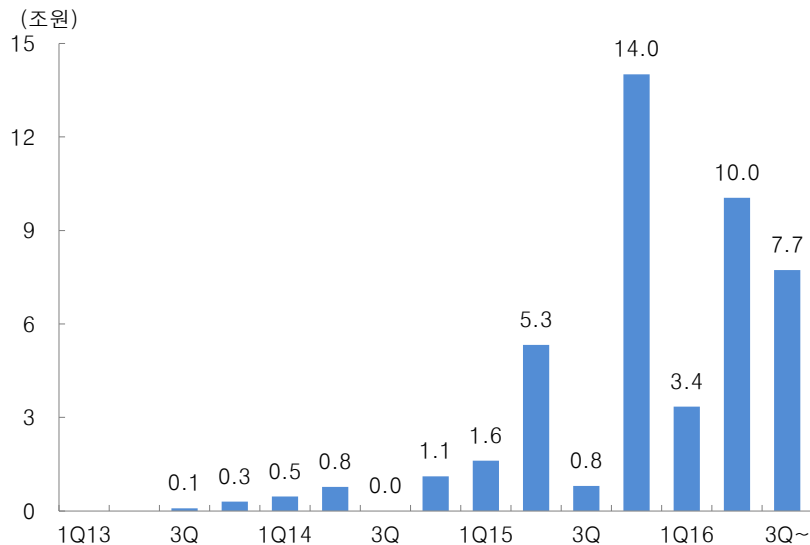
주: 5사는 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설, 현대산업개발
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

I. 해외건설

아직 끝나지 않은 화두, 해외 발 불확실성...하지만 이제 그 끝이 보이기 시작

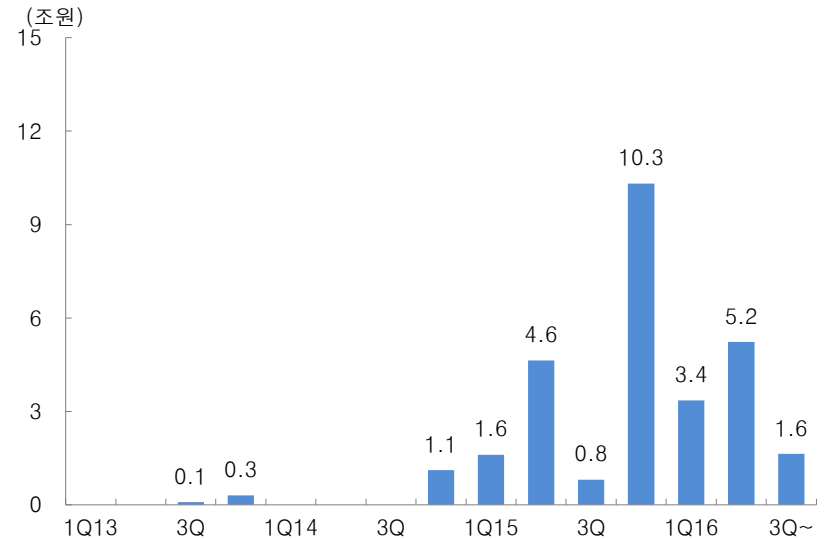
- 완공될 때까지 긴장의 끈을 놓을 수 없는 저가 해외 프로젝트
- 아래 오른쪽 그림처럼 저가 해외 프로젝트 이슈는 완공시기가 집중되는 2015년 4분기가 최대 분수령.
- 추가 공기지연 가능성을 감안해도 2016년 상반기까지는 대부분 마무리될 전망
- 다만 삼성엔지니어링을 포함할 경우에는 왼쪽 그림처럼 저가 해외 프로젝트 이슈가 좀 더 길어질 가능성 있음

저가 해외공사 완공시기별 규모(계약액 기준)_주요 5사 합산



주: 주요 5사: 삼성엔지니어링, GS건설, 대림산업, 대우건설, 현대건설
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

저가 해외공사 완공시기별 규모(계약액 기준)_주요 4사 합산



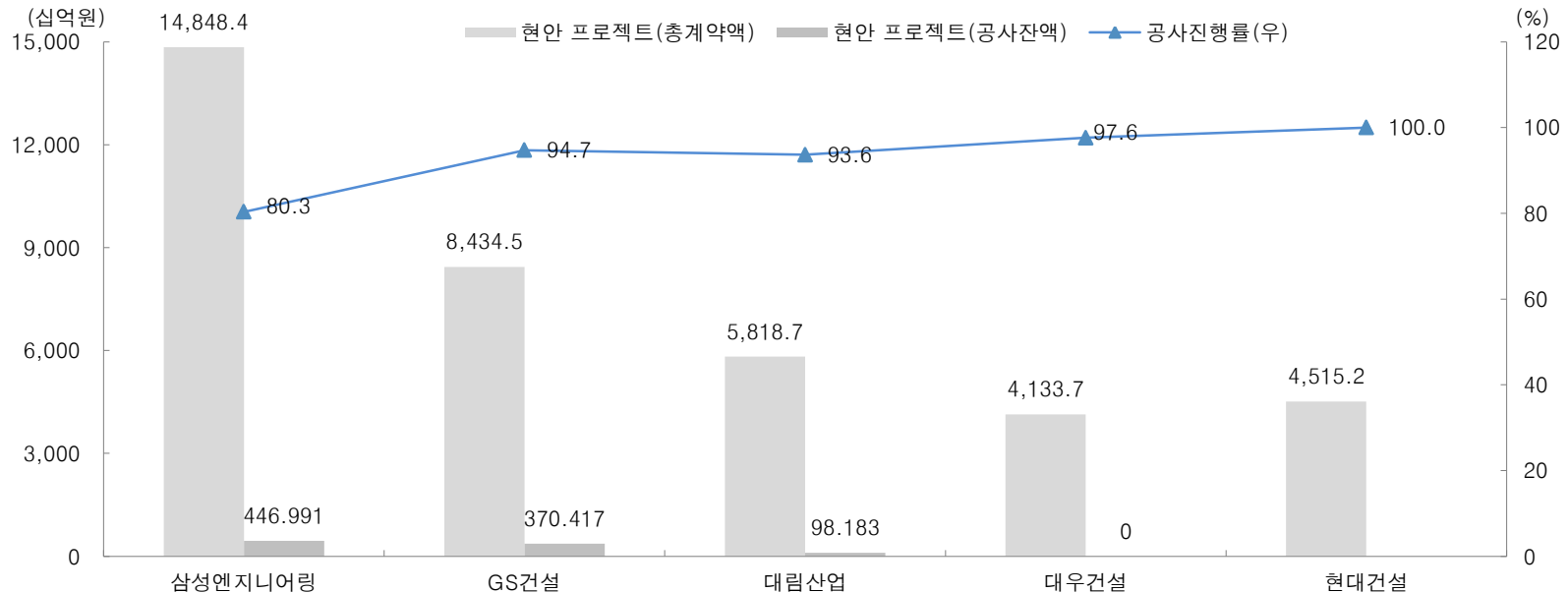
주: 주요 4사: GS건설, 대림산업, 대우건설, 현대건설
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

I. 해외건설

주요 현안 프로젝트 평균 공사진행률은 96%(삼성엔지니어링 제외 4사 기준)로 막바지 단계

- 2009~2012 수주 저가 의혹 해외공사 중 추가원가가 2회 이상 발생한 프로젝트는 38조원 규모
- 이들 문제 현장을 중점 관리 대상이라는 의미에서 ‘현안 프로젝트’ 로 지칭.
- 현안 프로젝트 숫자는 총 27개이며 2015년 3분기 말 기준 평균 공사진행률은 89.8%
- 여기서 삼성엔지니어링을 제외한 4개사 기준으로 계산하면 평균 공사진행률은 96.0%
- 공사진행률이 90% 중반대면 대부분 물리적 완공 후 시운전 상태→ 원가투입이 현저히 줄어 추가부실 발생 가능성도 크게 감소

주요 건설사 해외 현안 프로젝트 계약액 및 공사잔액



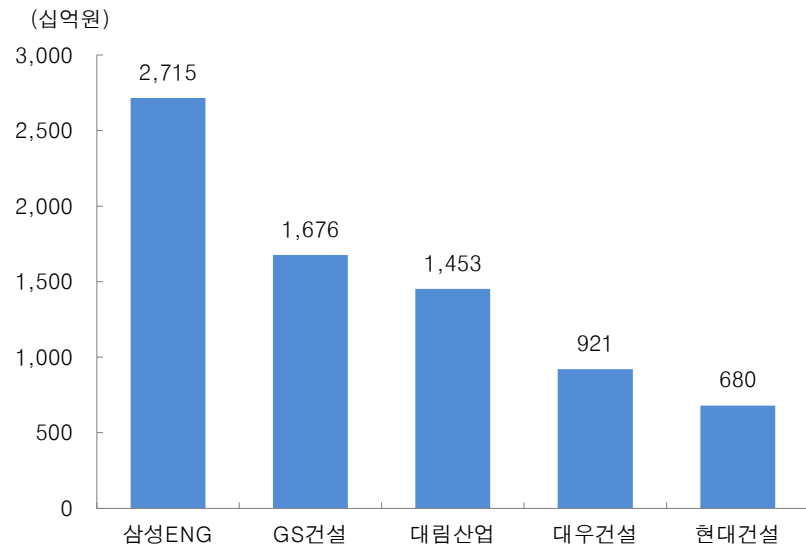
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

I. 해외건설

규모와 빈도를 감안할 때 보수적 기준으로 추가원가 선 반영

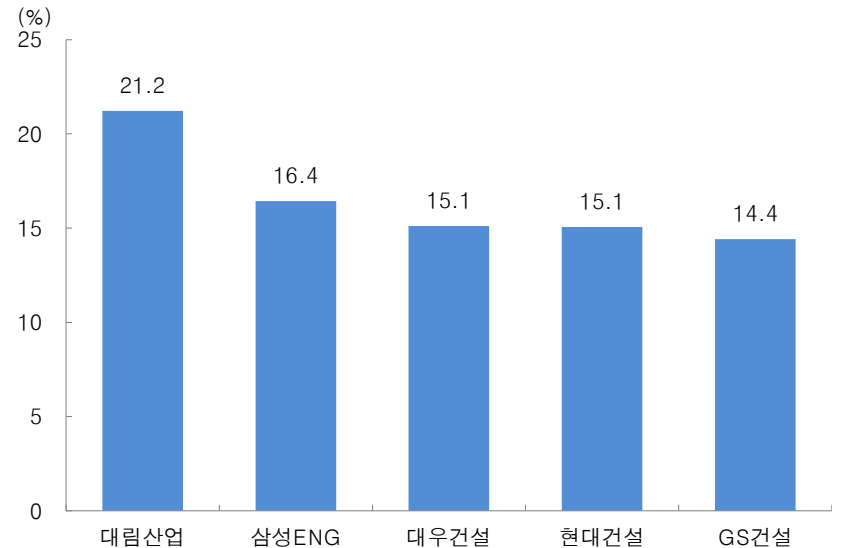
- 추가원가를 상당부분 선 반영. 5대 건설사 추가원가 총액(11~15.3Q)은 저가 프로젝트 계약액의 16.3%에 해당하는 7.4조원 규모.
- 저가 프로젝트에 대한 추가원가 반영 횟수도 대부분 2차례 이상이며 많게는 7~8번에 달할 정도로 철저하게 인식
- 추가원가를 인식할 때마다 발주처에 계약금액 증액을 요청(클레임)하고 그 결과를 기다리고 있지만 이에 대한 회계처리는 없었음.
- 완공 시점이 도래하는 2016년에는 클레임 관련 뜻밖의 이익이 발생할 수 있음.
- 다만 위의 모든 낙관적인 전망은 발주처가 지체보상금을 부과하지 않는다는 전제하에 유효

주요 건설사 해외 현안 프로젝트 추가원가 반영액



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

주요 건설사 해외 현안 프로젝트 추가원가 반영 비율



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

I. 해외건설

〈참고〉 저가 해외 프로젝트 추가원가 반영 시기 및 규모

(십억원)	GS건설	삼성엔지니어링	대림산업	대우건설	현대건설	합계
11					110	110
12	198	80			140	418
13.1Q	554	285			30	869
2Q	161	265		28	30	484
3Q	62	705			30	797
4Q	259		536	370	70	1,235
14.1Q	11				40	51
2Q				65	40	105
3Q	70		314	170	30	584
4Q	120		391	122	60	693
15.1Q		20	40	52	40	152
2Q	41	100	50	74	20	285
3Q	200	1,260	123	40	40	1,663
합계	1,676	2,715	1,453	921	680	7,444

자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

I. 해외건설

〈참고〉 주요 현안 해외 프로젝트 상세 내역(2015년 9월 말 기준)

(십억원, %)		국가	완공예정일	수주금액	완성공사액	수주잔액	공사진행률
삼성엔지니어링	Ma'aden Alumina Rolling Mill	사우디	2016.2Q	951	916	35	96.4
	Wasit Cogen. & Steam	사우디	2015.2Q	693	685	8	98.8
	Shaybah Gas Project	사우디	2016.2Q	3,864	3,613	251	93.5
	Yanbu Power&Desalination Plant Ph.3	사우디	2018.3Q	2,124	700	1,424	33.0
	Gazprom Badra 프로젝트	이라크	2017.2Q	1,014	618	396	61.0
	TAKREER RRE Utilities & Offsite	UAE	2015.4Q	3,248	3,218	31	99.1
	Takreer Carbon Black & Delayed Coker	UAE	2017.2Q	2,954	2,180	775	73.8
	삼성엔지니어링 합계			14,848	11,930	2,918	80.3
GS건설	Ruwais Refinery Expansion PKG 2	UAE	2015.4Q	3,713	3,709	4	99.9
	Takreer Inter Refinery Pipeline-2	UAE	2015.3Q	808	792	16	98.0
	KNPC NLTF Project	쿠웨이트	2016.4Q	605	562	43	92.9
	KOC Wara Pressure Maintenance Project	쿠웨이트	2016.1Q	525	505	19	96.3
	PP-12 복합화력발전소건설공사	사우디	2015.4Q	695	659	36	94.8
	Rabigh UO1	사우디	2016.2Q	674	552	122	81.9
	Rabigh CP 3&4	사우디	2016.2Q	1,414	1,208	206	85.4
	GS건설 합계			8,435	7,988	447	94.7
대림산업	LPG TRAIN 4 현장	쿠웨이트	2016.1Q	1,032	1,017	15	98.5
	Shoaiba II 발전 현장	사우디	2016.2Q	1,366	1,300	66	95.1
	SADARA MFC 현장	사우디	2015.4Q	1,107	1,066	42	96.2
	SADARA Isocyanates	사우디	2016.2Q	1,424	1,244	180	87.4
	사우디 Elastomers	사우디	2015.4Q	889	821	67	92.4
	대림산업 합계			5,819	5,448	370	93.6
대우건설	Ruwais Refinery Expansion Tank	UAE	2016.1Q	1,450	1,416	34	97.6
	S3 복합화력발전소	UAE	2015.4Q	719	701	18	97.5
	SADARA TANK	사우디	2015.4Q	409	404	6	98.7
	HOUT(KRL) Onshore Gas Facilities	사우디	2016.1Q	178	156	22	87.5
	SUR IPP	오만	2015.4Q	1,376	1,358	18	98.7
	대우건설 합계			4,134	4,035	98	97.6
현대건설	Oil Company NO.1 공사	쿠웨이트	2015.1Q	1,610	1,610	0	100.0
	보로지 3 동력 및 간접시설 공사	UAE	2014.4Q	1,116	1,116	0	100.0
	마덴 알루미늄 제련소 건설공사	사우디	2015.2Q	1,789	1,789	0	100.0
	현대건설 합계			4,515	4,515	0	100.0
합계				37,750	33,917	3,834	89.8

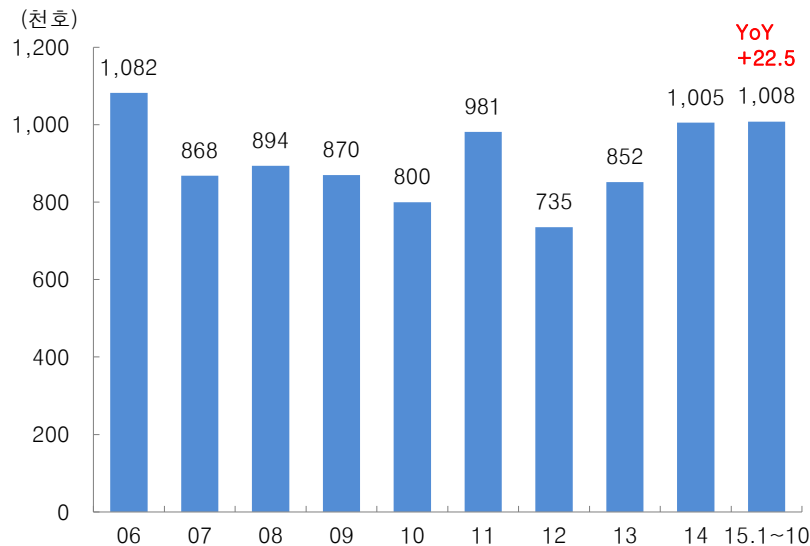
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

II. 국내 주택 및 분양시장

2015년 재고주택시장 동향: 거래 활성화로 주택가격 상승세 확대

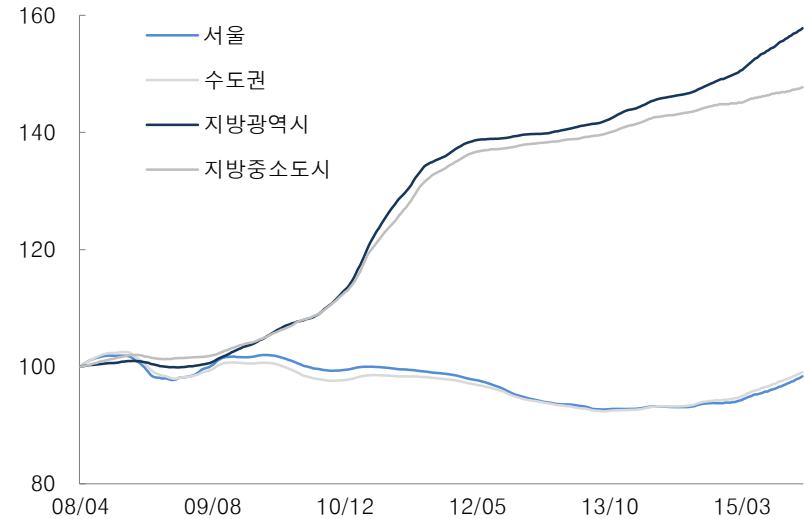
- 주택경기를 나타내는 대표적 지표인 매매거래량 급증. 2014년에 2006년 이후 처음으로 100만 건 상회
- 2015년 들어 10월까지 주택매매거래량은 101만건으로 2006년 조사 이래 동일기간 기준 최대치(이전 최고는 14년 82만건) 기록
- 매매거래량 급증 요인: 1)전세수요의 매매수요 이전 2)교체수요 3)저금리 4)정부 규제완화(취득세 영구감면, LTV · DTI 상향 등)
- 주택매매가격도 상승세. 금년 들어 10월 말까지 전국평균 4.5% 상승(수도권 +5.0%, 지방광역시 +5.7%, 지방중소도시 +2.0%)
- 특히 수도권(2014년 한해 상승률 1.8%, 이전 6년간은 하락세 지속)의 상승세 확대 기조에 주목
- 하지만 예전처럼 주택가격 상승률이 두 자릿수 이상으로 상승하지는 않을 전망. 매매거래의 상당 부분이 실수요에 기반하기 때문

주택매매거래량(전국)



자료: 국토교통부, 대신증권 리서치센터

주간 아파트매매가격지수



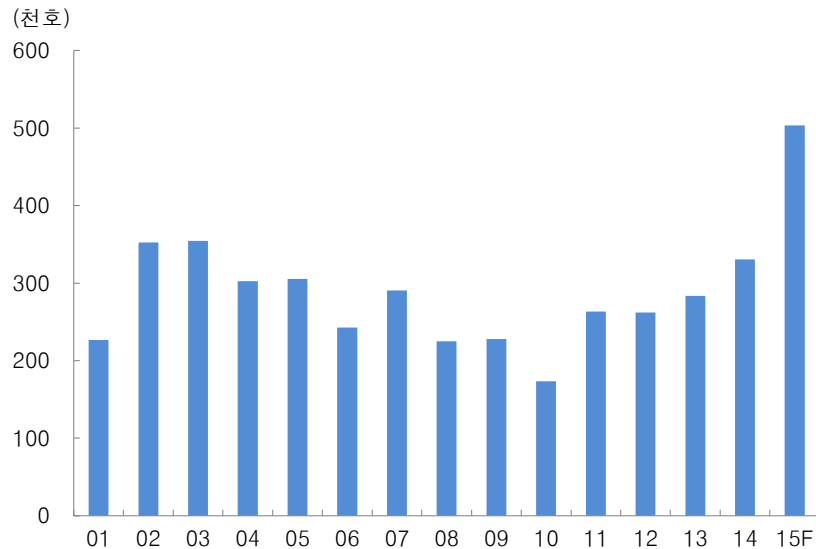
자료: 국민은행, 대신증권 리서치센터

II. 국내 주택 및 분양시장

2015년 분양시장 동향: 초 호황 국면

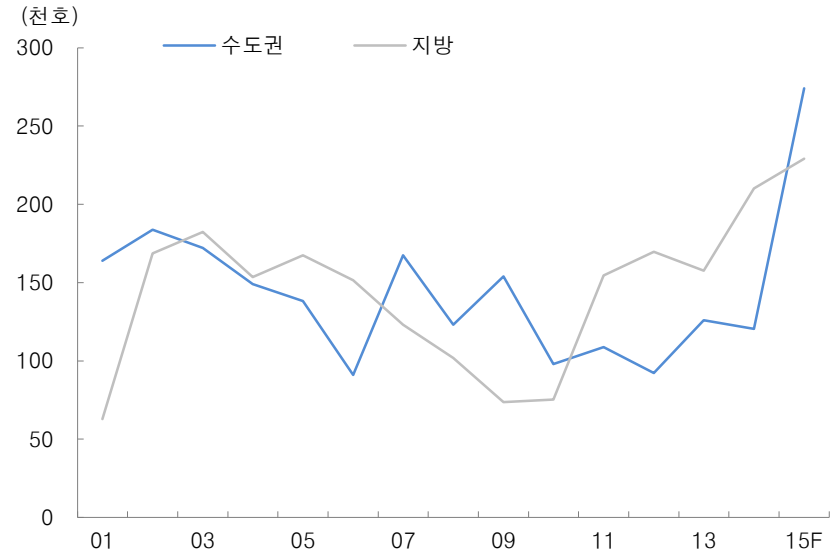
- 부동산114에 따르면 2014년 신규 아파트 분양물량은 2003년 이후 최대인 33만호
- 2015년에는 조사 이래 최대 물량인 50만호가 신규 분양될 예정
- 일단 분양시장이 살아나게 된 계기는 공급 감소
- 지방은 2006년부터 5년간 공급이 급감한 후 2011년부터 분양시장 호조. 수도권은 2010년 이후 4년간 침체 후 작년에 반전
- 즉 수도권이나 지방 모두 4~5년간 공급이 크게 줄어들었고 작년과 올해, 특히 금년에 부족 분이 집중적으로 메워지고 있는 상황

전국 아파트 분양물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 대신증권 리서치센터

지역별 아파트 분양물량 추이 및 전망



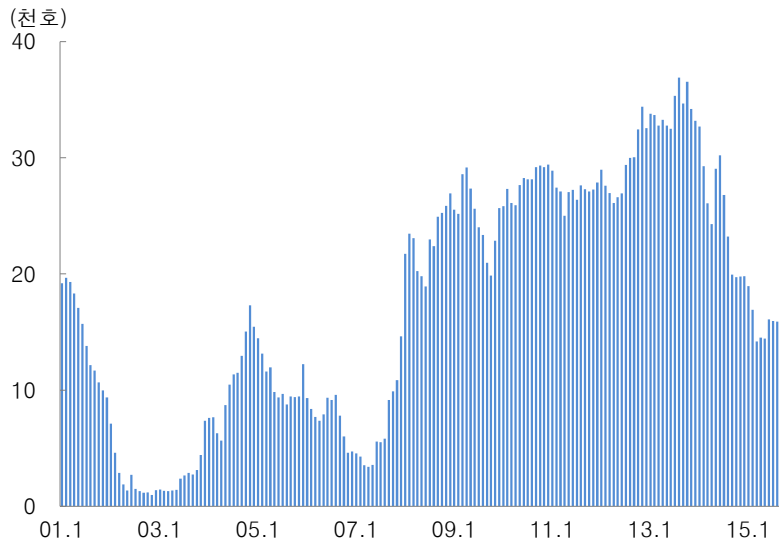
자료: 부동산114, 대신증권 리서치센터

II. 국내 주택 및 분양시장

분양시장이 더 좋은 이유 4가지→ 2016년에도 대체로 유효

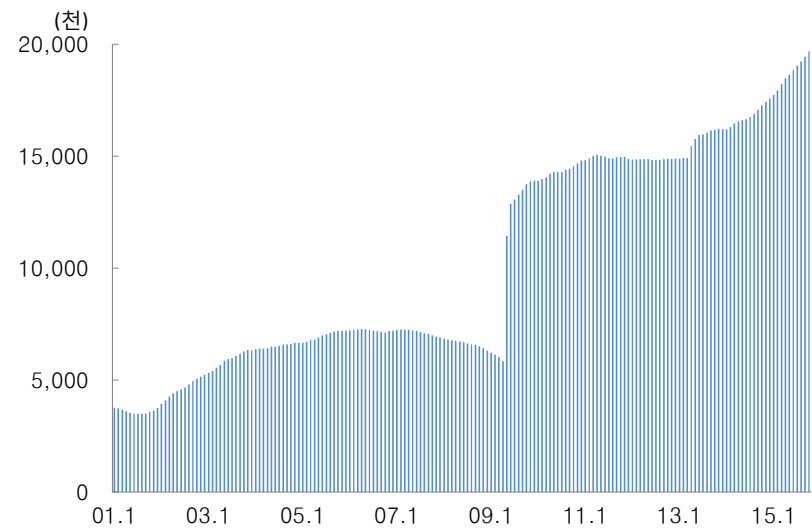
- 전세난 심화에 따른 매매전환 수요가 저렴하고 대금납입 조건이 좋은 분양시장으로 유입
→ 수도권 미분양(특히 완공 후 미분양)이 갑자기 급감한 주 요인
- 분양가상한제 폐지에 따른 분양가 상승 우려, 청약 1순위 자격 완화 및 가입기간 축소 등 규제 완화 효과
- 획기적인 평면 구조 등 나날이 발전하는 아파트 시공기술로 인한 새 집 선호도 상승
- 재고주택에 비해 저렴하고 초기 자금 부담이 적은 분양시장은 레버리지 효과가 크기 때문에 투기수요도 가세

수도권 미분양주택 추이



자료: 국토교통부, 대신증권 리서치센터

청약통장 가입자수 추이



자료: 금융결제원, 대신증권 리서치센터

II. 국내 주택 및 분양시장

2016년 전망: 전체적으로 2015년 대비 상승세 둔화. 입주물량 부담이 다가오는 하반기로 갈수록 약세

- 거시경제, 금리, 정부정책, 수요, 공급, 금융 등 6가지 핵심 변수로 2016년 주택시장 전망
- 핵심 변수들 모두 주택시장에 양면적인 측면이 있으나 대체로 올해보다는 부정적인 방향
- 하지만 가장 중요한 수급과 금리 여건이 양호하기 때문에 주택경기가 급격하게 위축되지는 않을 전망
- 주택가격 기준으로 주택시장을 전망하면: 2015년 주택가격이 5% 상승한다면 2016년에는 이보다 다소 낮은 2~3% 상승하는 수준
- 올해 분양물량이 집중적으로 완공되는 2017년 중반 이후 입주물량 부담이 현실화 될 가능성이 높다는 점은 유념해야 할 듯

6가지 핵심 변수로 바라 본 2016년 주택시장

변수	방향성	내용
경제	↘	2016년 한국의 경제성장률 2% 후반~3% 초반 예상. 저성장 기조 지속
금리	→	미국 금리인상은 부정적. 그러나 내수 부진으로 한국 금리는 오히려 인하 가능성 상존
정책	→	내년 4월 총선이 변수. 총선 이후 부동산 경기 부양 기조 다소 약화될 가능성
금융	↘	가계부채종합관리 방안 시행되면 주택수요 위축. 중도금 대출 관행은 신규분양 축소로 자연스럽게 회귀
수요	→	전세수요의 매매수요 이전과 청약가입자수 증가세 지속. 교체수요(은퇴세대의 평형 갈아타기)는 감소
공급	↗	신규분양 크게 감소. 4~5년간 지연된 물량이 한꺼번에 소진됐기 때문에 공급물량은 평년 수준으로 복귀
종합 결론	상승세 둔화	가장 중요한 변수인 수급 양호. 절대적 저금리도 유효. 2016년 주택경기는 상승세가 둔화되는 정도로 예상

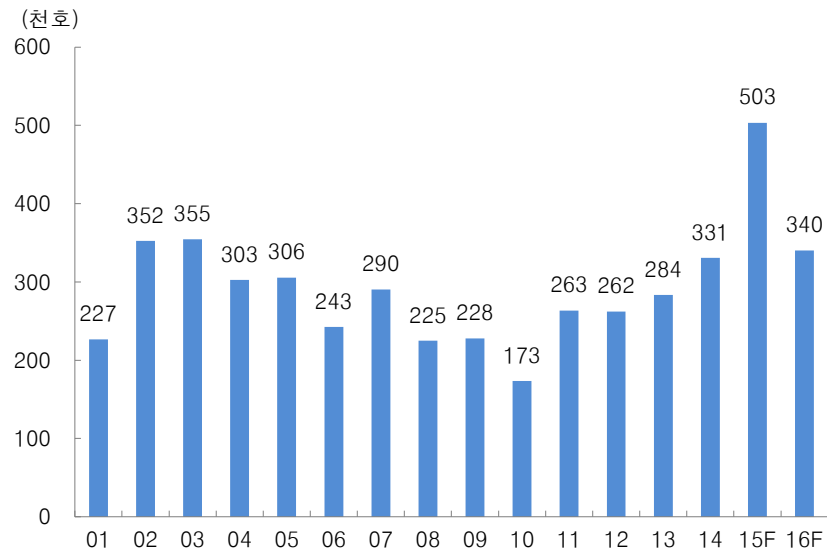
자료: 대신증권 리서치센터

II. 국내 주택 및 분양시장

공급 측면에서 바라본 2016년 이후 전망

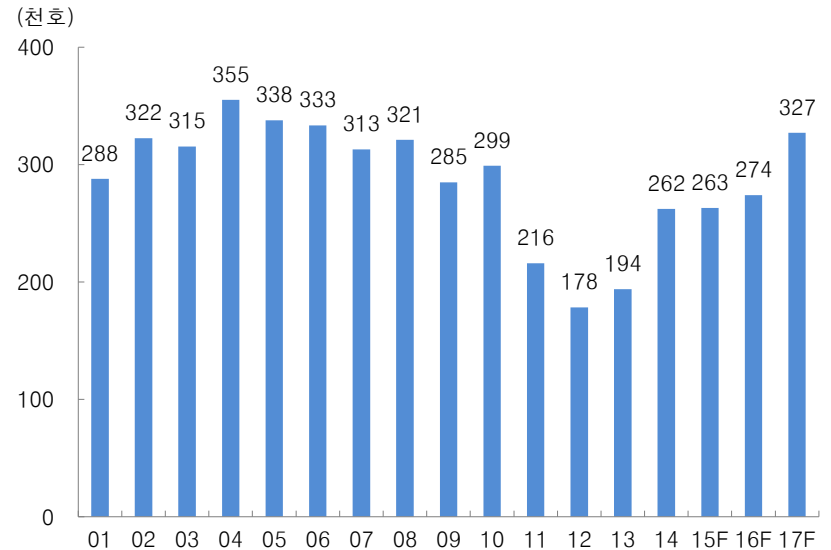
- 2015년 신규 아파트 공급물량은 50만호로 역대 최대(이전 최고 대비 거의 50% 급증)
- 시장에서는 과잉공급 후유증을 우려하고 있지만 기본적으로 지난 몇 년간 공급 부족분을 일시에 메웠다고 보는 것이 타당
- 만일 내년에도 이 정도의 공급이 지속된다면 문제(미분양 급증 등)가 발생
- 업체들 상황을 보면 올해에 내년 물량까지 미리 앞당겨 공급한 경향이 크기 때문에 내년에는 원래 수준으로 회귀할 전망
- 신규 공급물량이 내년에 바로 정상적인 수준으로 복귀한다면 공급과잉 우려는 더 이상 확대되지 않을 전망
- 다만 올해 급증한 물량이 일제히 완공되는 2017년~2018년에는 입주물량 집중으로 집값이 하락할 가능성 높음

전국 아파트 분양물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 대신증권 리서치센터

전국 아파트 입주물량 추이 및 전망



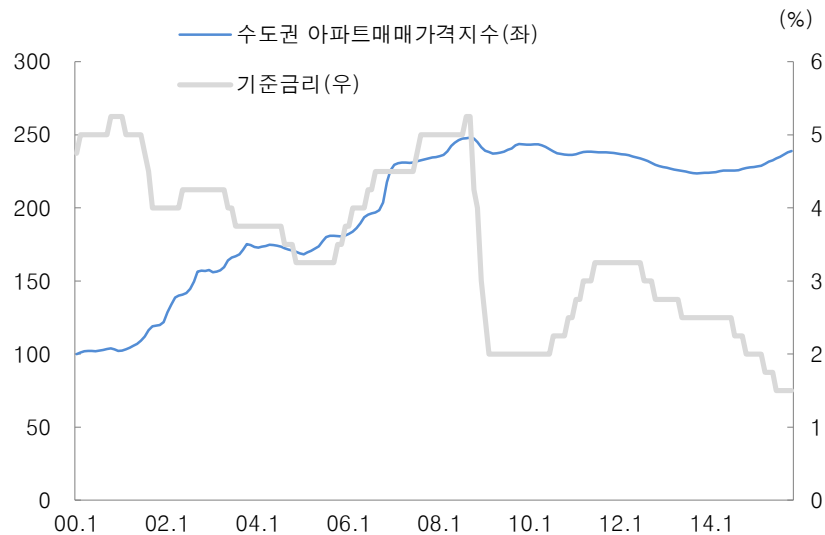
자료: 부동산114, 대신증권 리서치센터

II. 국내 주택 및 분양시장

2016년에도 초 저금리 지속→ 전세의 매매전환에 따른 주택수요 견재

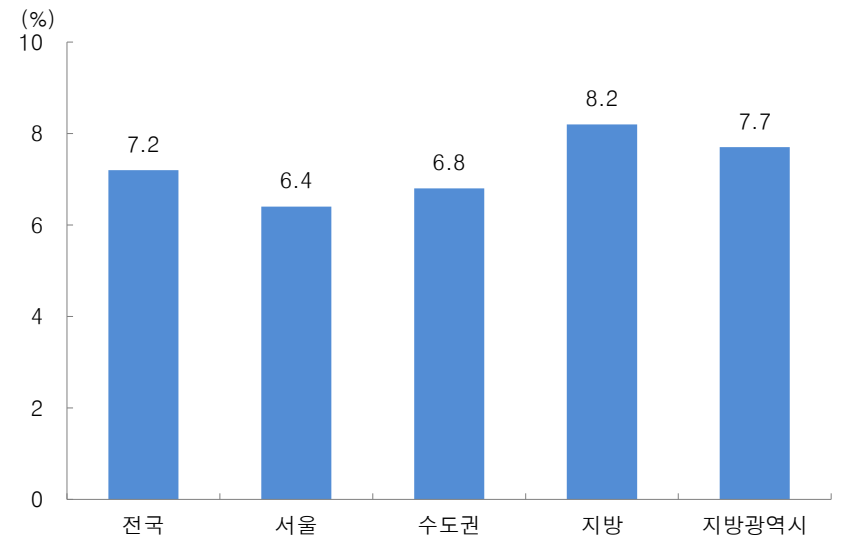
- 저금리가 반드시 집값 상승으로 이어지지는 않음.
- 주택시장을 움직이는 변수가 금리만 있는 것이 아니기 때문. 경기, 소득 및 고용, 인구구조, 수급 등 더 본질적인 변수들 다수 존재
- 저금리로 월세 전환 가속화 → 전세가격 상승세 지속, 매매전환에 따른 주택수요도 견재
- 수익형 부동산(토지보다는 상가, 오피스) 선호. 주택 유형별로는 아파트보다 서민형 주거(다세대, 다가구 등) 강세

주택가격 vs 금리



자료: 국민은행, 대신증권 리서치센터

지역별 전월세 전환율(2015년 9월 기준)



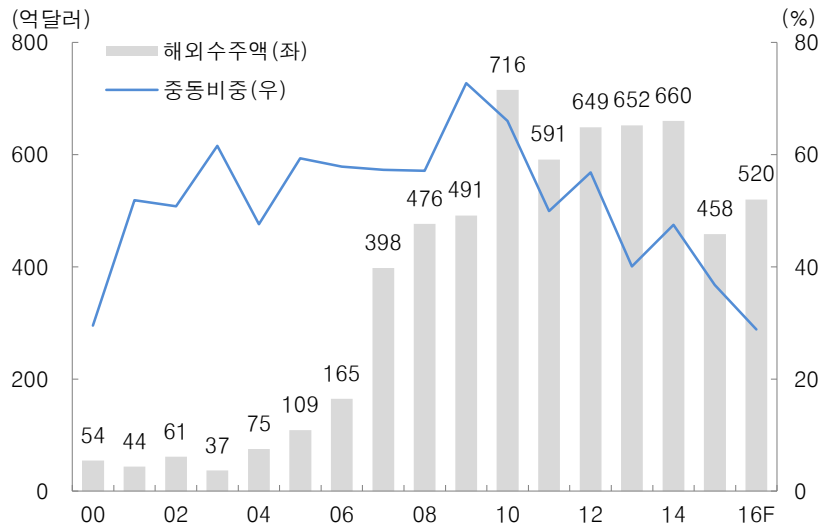
자료: 한국감정원, 대신증권 리서치센터

III. 해외수주

2016년 해외수주: 저유가로 중동시장 위축 지속. 하지만 지역 다변화로 전체 수주물량은 13% 증가

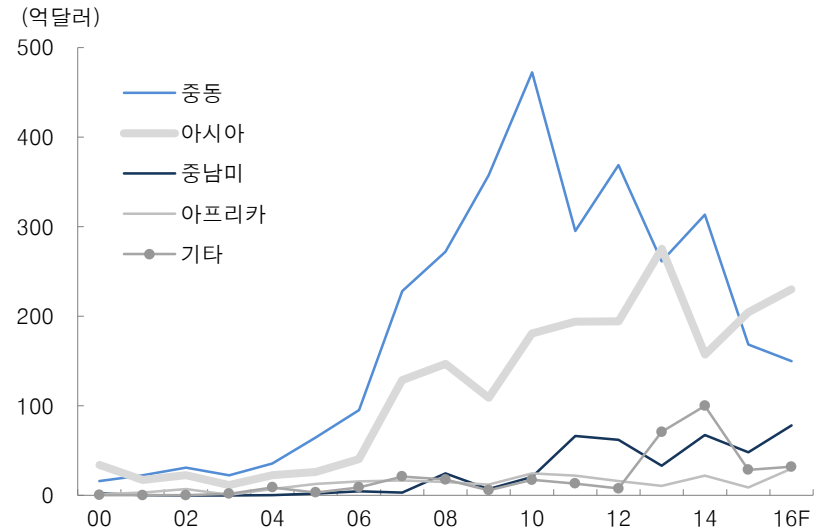
- 2016년 해외수주: 2015년과 마찬가지로 비중동지역이 중동지역 부진을 만회하는 양상
- 저유가에 재정적자까지 겹쳐 중동시장 부진은 지속. 이란 시장이 열리는 하반기에는 미약하지만 반등 예상
- AIB(아시아인프라투자은행) 발족으로 아시아 시장은 성장세 확대. 중남미, 아프리카, 미주, 러시아 등에서 다변화 노력의 성과 가시화
- 2016년 한국의 연간 해외수주액은 전년대비 13.4% 증가한 520억달러로 예상. 지역별로는 중동 150억달러(-10.9%), 아시아 230억달러(+12.5%), 기타 지역 140억달러(+63.7%)
- 2016년 중동지역 수주 비중은 2000년 이후 최저수준인 28.8%로 예상. 중동 비중 급락에도 수주액이 증가한다는 점에서 긍정적

연도별 해외수주 추이 및 전망



자료: 해외건설협회, 대신증권 리서치센터

지역별 해외수주 추이 및 전망



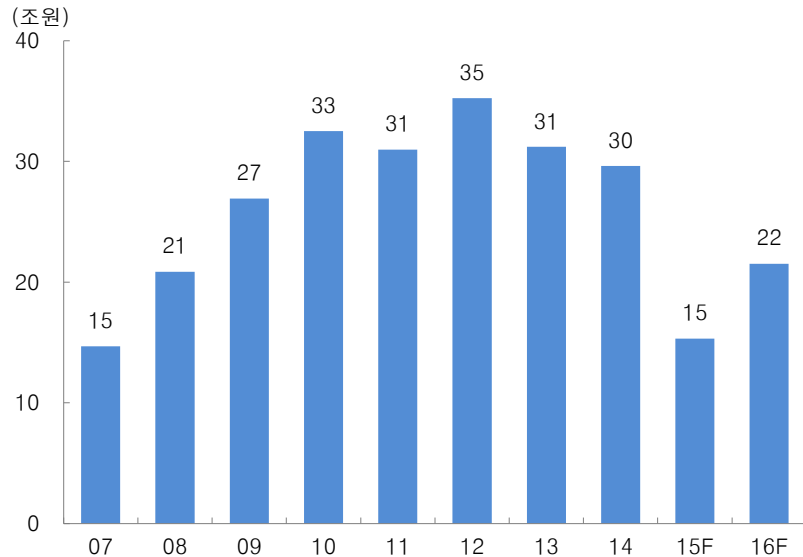
자료: 해외건설협회, 대신증권 리서치센터

III. 해외수주

2016년 해외수주: 대형 상장 건설업체 합산 해외수주액은 40% 증가

- 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설, 삼성엔지니어링 등 5대 상장건설사 합산 2015년 해외수주액은 전년대비 반토막(-48.3)
- 이처럼 저조한 성과에는 기본적으로 저유가 영향이 크지만 금년 한해 동안 이들 한국업체들의 유난히 보수적인 입찰 참여도 한 몫
- 그리고 한국업체들의 수주가 유력했던 대형 프로젝트들의 입찰 결과가 일제히 지연된 것도 크게 작용
- 기저 효과와 사실상 확보된 대형 프로젝트에 힘입어 2016년 상장 주요 건설사 해외수주액(22조원)은 전년대비 40.6% 증가할 전망

상장 5대 건설사 연도별 해외수주 추이 및 전망



주: 상장 5대 건설사: 현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설, 삼성엔지니어링
자료: 해외건설협회, 대신증권 리서치센터

2016년 한국업체 수주 유력 프로젝트

지역	프로젝트	금액(억달러)
중동	쿠웨이트 알주르 LNG 터미널	40
	사우디 라스타누라 클린퓨얼	20
	UAE 타크리어 정제시설	20
	UAE 타카몰 아로마틱스	20
	바레인 LNG 터미널	7
비중동	에콰도르 정유공장	38
	모잠비크 LNG	30
	가봉 정유공장	15
	미국 텍사스 LNG	12
	러시아 아무르 가스플랜트	?

자료: 대신증권 리서치센터

III. 투자의견 및 Top Pick

건설업 비중확대. Top Pick 대림산업(000210)

(십억원, %)	대림산업 (000210)	대우건설 (047040)	GS건설 (006360)	현대건설 (000720)	현대산업개발 (012630)	삼성엔지니어링 (028050)
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	시장수익률하회
목표주가(원)	108,000	9,200	32,000	50,000	63,000	17,000
주가(원)	70,000	6,380	22,550	32,300	43,200	16,350
시가총액	2,702	2,652	1,601	3,600	3,257	654

	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
실적												
매출액	9,464	9,637	10,210	10,671	10,484	10,675	18,702	19,642	4,726	5,110	6,280	6,582
영업이익	278	390	378	550	93	330	969	1,056	363	433	-1,473	64
순이익	262	346	182	324	63	185	417	505	223	266	-1,302	28
EPS (원)	7,513	9,915	438	779	890	2,600	3,747	4,538	2,961	3,533	-32,556	333
BPS (원)	116,038	124,790	6,624	7,211	46,959	49,560	51,906	56,046	31,528	34,660	-9,066	8,458
EBITDA	355	466	428	601	165	397	1,123	1,213	403	473	-1,401	132
% YoY												
매출액	1.8	1.8	2.2	4.5	10.5	1.8	7.6	5.0	5.5	8.1	-29.5	4.8
영업이익	흑전	40.1	-11.5	45.4	82.2	253.8	1.1	9.0	61.2	19.3	적전	흑전
순이익	흑전	31.9	73.5	78.2	흑전	192.1	-0.6	21.1	224.4	19.3	적전	흑전
EPS	흑전	32.0	73.8	77.9	흑전	192.1	-0.6	21.1	224.3	19.3	적전	흑전
BPS	5.9	7.5	4.7	8.9	1.9	5.5	6.3	8.0	9.0	9.9	-	-
EBITDA	흑전	31.3	-11.8	40.5	28.6	141.3	0.9	8.1	50.8	17.3	적전	흑전
수익성												
영업이익률	2.9	4.0	3.7	5.2	0.9	3.1	5.2	5.4	7.7	8.5	-23.5	1.0
EBITDA 이익률	3.8	4.8	4.2	5.6	1.6	3.7	6.0	6.2	8.5	9.2	-22.3	2.0
ROE	6.0	7.4	6.8	11.3	1.9	5.4	7.4	8.4	9.8	10.7	-441.4	11.7
Valuation (배)												
PER	9.3	7.1	14.6	8.2	25.3	8.7	8.6	7.1	14.6	12.2	-0.5	49.1
PBR	0.6	0.6	1.0	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6	1.4	1.2	-1.8	1.9
EV/EBITDA	7.1	5.2	10.3	7.0	17.7	7.0	4.5	4.5	16.8	10.2	-1.9	11.0

주: 순이익, EPS, BPS, ROE, PER, PBR은 지배주주기준

자료: 대신증권 리서치센터

대림산업(000210)

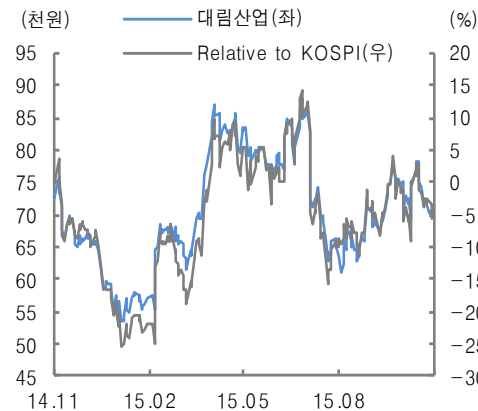
투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	108,000원 유지
현재주가 (15.11.19 현재)	70,000원

KOSPI	1,988.91
시가총액	2,537십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	198십억원
52주 최고/최저	88,000원 / 53,400원
120일 평균거래대금	184억원
외국인지분율	34.88%
주요주주	대림코퍼레이션 외 9 인 24.00% 국민연금 11.18%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-6.5	7.5	-12.4	-2.8
상대수익률	-4.6	4.8	-6.6	-3.9

해외, 주택, 유화 그리고 자회사까지 동시 다발적 턴어라운드 국면

- 2015년 현재까지 주요 건설사 중 해외 저가공사 관련 부실을 가장 보수적으로 인식. 지난 2년간 1.5조원의 추가원가(계약금액 대비 21.2%) 인식으로 잠재부실 가능성에 가장 철저하게 대비한 상황. 향후 해외 저가 프로젝트 마무리 국면에서 이에 따른 기저 효과 역시 가장 클 듯
- 2014년에 14,500세대(이전 5년 평균 5,241세대)를 성공적으로 분양해 주택부문 도약의 토대 마련. 2015년 분양물량은 현 추세면 35,000세대에 달할 전망. 2015, 2016 2개년 동안 주택(건축포함)부문 매출총이익은 2014년 대비 212.0% 급증할 전망
- 유화부문은 스프레드 확대로 본사는 물론 자회사(여천NCC 외 3사)까지 고수익 기조 지속
- 자타 공인 이란 건설시장 부활의 최대 수혜업체. 러시아 등 수주 지역 다변화도 결실 임박



(십억원, 원, %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	9,847	9,295	9,464	9,637	10,685
영업이익	40	-270	278	390	499
세전순이익	-14	-399	496	467	580
총당기순이익	-10	-441	273	354	440
지배지분순이익	-25	-454	262	346	429
EPS	-730	-13,062	7,513	9,915	12,315
PER	NA	NA	9.3	7.1	5.7
BPS	122,126	109,537	116,038	124,790	135,751
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	-0.5	-10.2	6.0	7.4	8.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2015년 11월 19일 종가 기준
자료: 대림산업, 대신증권 리서치센터

대우건설(047040)

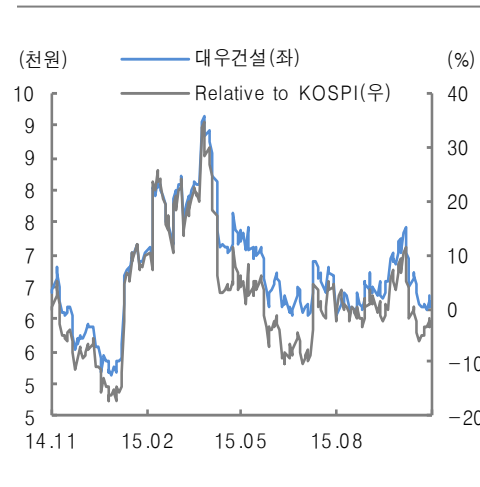
투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	9,200원 유지
현재주가 (15.11.19 현재)	6,380원

KOSPI	1,988.91
시가총액	2,652십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	2,078십억원
52주 최고/최저	9,160원 / 5,150원
120일 평균거래대금	70억원
외국인지분율	6.29%
주요주주	케이디비밸류제육호유한회사 외 2인 50.76%
	에스이비티투자유한회사 12.28%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-9.5	-2.6	-10.9	-2.0
상대수익률	-7.6	-5.0	-5.0	-3.1

국내부문이 이끄는 성장과 수익성 개선

- 대우건설은 주택 뿐만 아니라 토목 등 국내건설시장의 다른 부문에서도 1위 업체. 해외수주가 쉽지 않은 상황에서도 동사가 성장성을 확보해 나가고 있는 이유. 2016년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 4.5%, 45.4% 증가할 전망
- 금년에도 업계 최대인 4만여 세대 공급 예정. 2015년 주택 매출액(3.2조원)은 업계 최초로 3조원을 넘어설 전망. 주택 매출총이익률도 최상위권인 15.6% 예상. 2016년 주택부문은 매출액과 매출총이익률 각각 3.7조원, 15.1%를 달성해 고성장 고마진을 지속할 전망
- 대우건설의 해외 현안 프로젝트 평균 공사진행률은 2015년 3분기 말 기준으로 평균 97.6%. 현대건설을 제외하고 저가 해외공사 진척도가 가장 높은 상황



(십억원, 원, %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	8,782	9,995	10,210	10,671	11,076
영업이익	-245	427	378	550	618
세전순이익	-840	156	214	422	508
총당기순이익	-718	102	179	320	385
지배지분순이익	-718	105	182	324	390
EPS	-1,727	252	438	779	939
PER	NA	23.4	14.6	8.2	6.8
BPS	6,247	6,327	6,624	7,211	7,884
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE	-24.1	4.0	6.8	11.3	12.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2015년 11월 19일 종가 기준
자료: 대우건설, 대신증권 리서치센터

GS건설(006360)

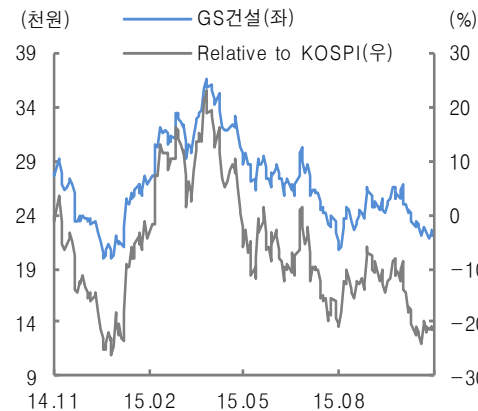
투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	32,000원 하향
현재주가 (15.11.19 현재)	22,550원

KOSPI	1,988.91
시가총액	1,601십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	355십억원
52주 최고/최저	36,650원 / 19,900원
120일 평균거래대금	159억원
외국인지분율	14.38%
주요주주	허창수 외 19 인 29.22%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-11.7	1.3	-25.6	-19.6
상대수익률	-9.9	-1.2	-20.6	-20.5

2016년 이익증가 모멘텀 업계 최고

- 2016년 이익증가 모멘텀은 업계 최고. 주택부문 매출총이익은 전년대비 30% 증가. 해외 매출 총이익은 23억원에서 1,678억원으로 급증. 이에 따라 연결기준 영업이익은 2015년 933억원에서 2016년에는 3,301억원으로 크게 늘어날 전망.
- 해외 현안 프로젝트의 평균 공사진행률은 2015년 3분기 말 사업보고서 기준으로 평균 94.7%. 잔여 물량이 원도금액의 5.3%에 불과한 만큼 추가 부실 가능성은 크게 축소. 다만 계약액 2조 원 규모의 사우디 라빅 프로젝트의 진행률(84%)이 아직 높지 않은 점이 걸림돌. 진행률이 90%대로 올라서는 2016년 1분기가 저가 해외공사 관련 마지막 고비가 될 전망
- 주택부문은 부활을 넘어 곧장 전성기 진입. 올해 분양물량은 지난 5년 평균의 6배가 넘는 4만 세대 예상. 10월까지 재개발재건축 수주물량은 7조원 내외로 10대 건설사 전체의 44% 차지



(십억원, 원, %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	9,566	9,488	10,483	10,675	10,620
영업이익	-935	51	93	330	451
세전순이익	-993	-30	55	246	378
총당기순이익	-827	-22	67	186	287
지배지분순이익	-828	-41	63	185	284
EPS	-16,239	-649	890	2,600	4,002
PER	NA	NA	25.3	8.7	5.6
BPS	56,156	46,070	46,959	49,560	53,312
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	-25.5	-1.3	1.9	5.4	7.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2015년 11월 19일 종가 기준
자료: GS건설, 대신증권 리서치센터

현대건설(000720)

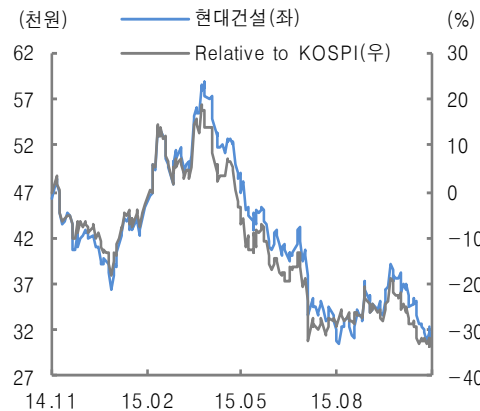
투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	50,000원 하향
현재주가 (15.11.19 현재)	32,300원

KOSPI	1,988.91
시가총액	3,602십억원
시가총액비중	0.29%
자본금(보통주)	557십억원
52주 최고/최저	58,900원 / 30,450원
120일 평균거래대금	289억원
외국인지분율	26.50%
주요주주	현대자동차 외 3 인 34.92%
	국민연금 9.05%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-14.2	-2.3	-33.5	-29.9
상대수익률	-12.4	-4.7	-29.1	-30.7

모멘텀 부재와 지배구조 관련 오해로 가장 저평가된 주식

- 현대건설 주가는 업계 1위의 프리미엄과 압도적인 해외실적으로 항상 높은 Valuation에 거래. 하지만 올해 들어서는 완전히 다른 양상이 벌어지고 있는 상황. 최근 10년 이래 최저 Valuation도 모자라 경쟁 대형건설사와 비교해도 가장 낮은 Valuation 수준.
- 이는 꾸준하지만 매년 2% 모자란 실적과 강점인 해외수주 부진 그리고 결정적으로 지배구조 상 자회사 현대엔지니어링의 들러리일 수 밖에 없다는 시장의 오해가 한꺼번에 작용한 결과
- 하지만 2016년에는 연초부터 해외수주에서 반전의 계기가 마련될 전망. 40억달러로 추정되는 중남미 지역 정유공장 등 대규모 해외수주 모멘텀이 임박했기 때문. 그리고 저가 해외공사 종료 효과가 본격화되는 내년 상반기 중에는 클레임 수령 등으로 어닝 서프라이즈도 기대 해 볼 만. 마지막으로 지배구조 문제는 현대건설이 주주를 많이 하면 자연스럽게 해결



(십억원, 원, %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,938	17,387	18,702	19,642	21,446
영업이익	793	959	969	1,056	1,161
세전순이익	762	803	817	938	1,088
총당기순이익	570	587	587	711	825
지배지분순이익	504	420	417	505	586
EPS	4,522	3,768	3,747	4,538	5,260
PER	13.4	11.2	8.6	7.1	6.1
BPS	43,818	48,844	51,906	56,046	60,741
PBR	1.4	0.9	0.6	0.6	0.5
ROE	10.7	8.1	7.4	8.4	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2015년 11월 19일 종가 기준
자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

현대산업개발(012630)

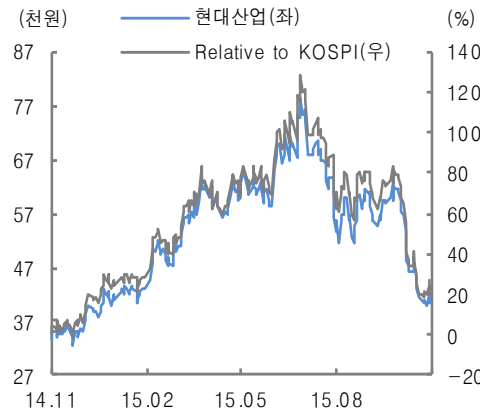
투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	63,000원 하향
현재주가 (15.11.19 현재)	43,200원

KOSPI	1,988.91
시가총액	3,257십억원
시가총액비중	0.26%
자본금(보통주)	377십억원
52주 최고/최저	78,600원 / 32,650원
120일 평균거래대금	297억원
외국인지분율	44.29%
주요주주	정몽규 외 8인 18.57% 국민연금 12.59%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-29.6	-23.1	-27.6	32.3
상대수익률	-28.2	-25.0	-22.8	30.8

고정 수익 기반을 갖춘 선진국형 디벨로퍼 추구

- 민간택지 개발사업에서 독보적인 역량을 보유한 국내 최고의 디벨로퍼(개발사업자). 시내 면세점 사업 진출을 계기로 고정 수익 기반을 갖춘 선진국형 디벨로퍼로 진화 중
- 고마진의 민간택지 자체사업(수원 3차·4차, 용인서천 등)과 외주주택의 매출 급증으로 2016년 연결기준 영업이익(4,333억원)은 전년대비 19.3% 증가할 전망
- 현대산업개발의 자체사업 전체 매출액은 올해를 고점으로 조금씩 줄어들 전망. 자체사업 매출액은 올해부터 2017년까지 각각 1조 3,682억원, 1조 1,021억원, 1조 387억원으로 예상. 이에 따라 내년 이후에는 이익 증가율이 다소 둔화될 전망. 이는 여전히 호황이지만 정점을 찍은 분양경기와 함께 최근 1년간 누렸던 현대산업개발의 높은 Valuation 프리미엄을 낮추는 요인



(십억원, 원, %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	4,217	4,477	4,726	5,110	5,515
영업이익	-148	225	363	433	466
세전순이익	-242	122	365	404	443
총당기순이익	-201	83	272	306	336
지배지분순이익	-209	69	223	266	292
EPS	-2,768	913	2,961	3,533	3,873
PER	NA	42.4	14.6	12.2	11.2
BPS	28,145	28,927	31,528	34,660	38,091
PBR	0.8	1.3	1.4	1.2	1.1
ROE	-9.3	3.2	9.8	10.7	10.6

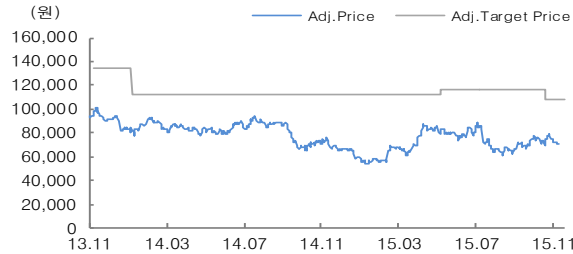
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2015년 11월 19일 종가 기준
자료: 현대산업개발, 대신증권 리서치센터

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 리서치센터)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

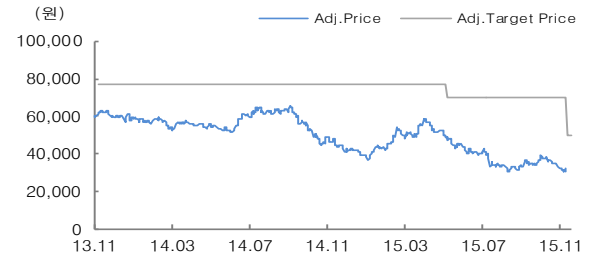
[건설업]

대림산업(000210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.11.23	15.10.29	15.10.12	15.09.30	15.09.17	15.09.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	108,000	108,000	117,000	117,000	117,000	117,000
제시일자	15.08.12	15.07.24	15.06.30	15.06.22	15.05.19	14.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	117,000	117,000	117,000	117,000	117,000	112,000
제시일자	14.01.14	13.11.25				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	134,000	134,000				
제시일자						
투자의견						
목표주가						

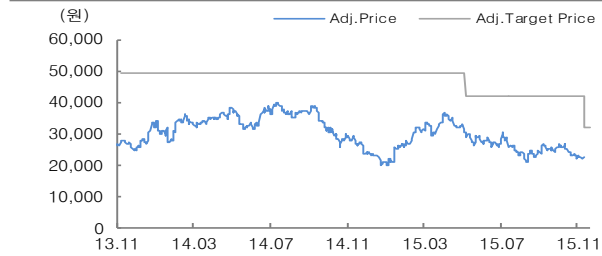
현대건설(000720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.11.23	15.10.12	15.09.30	15.09.17	15.09.01	15.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000
제시일자	15.07.27	15.06.24	15.05.19	14.01.26	14.01.19	14.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	70,000	70,000	70,000	77,000	77,000	77,000
제시일자	13.11.25					
투자의견	Buy					
목표주가	77,000					
제시일자						
투자의견						
목표주가						

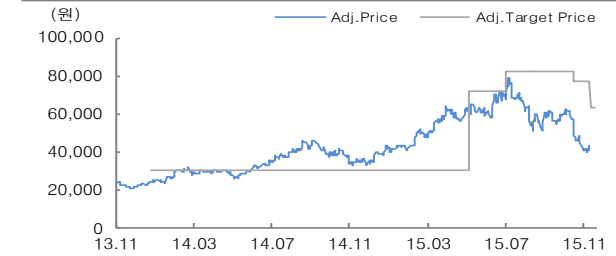
[건설업]

GS건설(006360) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



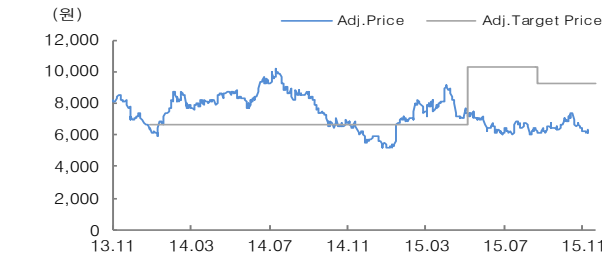
제시일자	15.11.23	15.10.12	15.09.30	15.09.17	15.09.01	15.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000
제시일자	15.07.31	15.06.05	15.05.19	14.01.14	13.11.25	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	42,000	42,000	42,000	49,000	49,000	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

현대산업(012630) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



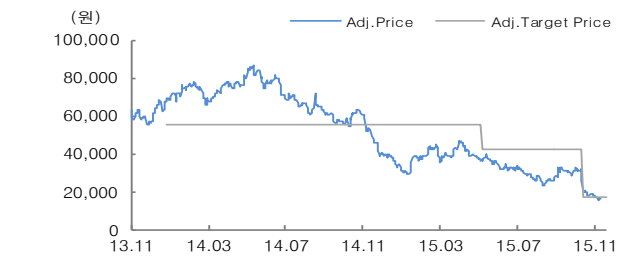
제시일자	15.11.23	15.10.27	15.10.12	15.09.30	15.09.24	15.09.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	63,000	77,000	82,000	82,000	82,000	82,000
제시일자	15.09.01	15.08.12	15.07.13	15.06.05	15.05.19	14.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	82,000	82,000	82,000	72,000	72,000	30,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

대우건설(047040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.11.23	15.10.28	15.10.12	15.09.30	15.09.17	15.09.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	9,200	9,200	9,200	9,200	9,200	9,200
제시일자	15.09.01	15.08.12	15.06.05	15.05.19	14.01.14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform	
목표주가	10,300	10,300	10,300	10,300	6,700	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

삼성엔지니어링(028050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.11.23	15.10.23	15.10.12	15.09.30	15.09.17	15.09.01
투자의견	Underperform	Underperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	17,000	17,000	42,000	42,000	42,000	42,000
제시일자	15.08.12	15.05.19	14.01.14			
투자의견	Marketperform	Marketperform	Underperform			
목표주가	42,000	42,000	55,000			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						