

건설/지주

커버리지 4개사 실적 Review

2016. 04. 28

Analyst

조윤호

02 369 3367

uhno@dongbuhappy.com

Investment Points

현대건설 삼성물산 GS건설 현대산업개발 실적 발표: 전일(4/27) 주요 건설/지주 4개사의 실적 발표가 있었다. 현대건설, GS건설, 현대산업개발의 실적은 시장기대치를 소폭 하회했지만 큰 의미를 둘 정도는 아닌 반면 삼성물산의 실적은 어닝쇼크였다.

예상보다 더 좋은 주택, 반면 불안정한 해외 플랜트: 예상보다 주택부문 수익성은 더 좋아지고 있다. 준공차익이 발생하는 등 일회성 요인이 발생하고 있지만, 이 또한 기존에 보수적인 실행 원가율로 공사를 진행한 결과물이기 때문에 17년까지 이러한 추세는 유지될 가능성이 높다. 반면 해외 쪽은 여전히 불안정하다. 현대건설, GS건설, 삼성물산 모두 해외 부문에서 손실이 발생했다. 현대건설의 경우 1분기에 900억원, GS건설의 경우 1,340억원의 해외 공사 손실이 발생했다. 현대건설과 GS건설의 차이점은 주요 저수의 공사 현장이 마무리 여부와 본사 기준으로 분기당 1,000억원 대 이상의 영업이익을 실현할 수 있는 기초체력에 있다.

현대건설, 현대산업개발 Buy 투자의견 유지: 현대건설과 현대산업개발에 대한 투자의견 Buy를 유지한다. 현대건설은 해외 플랜트 부문 수익성이 정상화되면서, 주택부문 매출 증가에 따른 이익 개선 효과가 가능할 것으로 판단된다. 이란, 에콰도르 등 신흥시장에서의 신규수주 증가 가능성도 높기 때문에 저평가 국면(PB 0.7배) 해소가 가능하다고 판단된다. 현대산업개발의 1분기 실적이 기대치에 미치지 못한 이유는 주택 매출이 예상만큼 빠르게 올라오지 않았기 때문이다. 하지만 기반양된 주택의 가성 인식은 두드러오기 마련이다. 향후 주택 매출액이 증가하면서 15년 이후 보여준 바와 같이 영업현금흐름 또한 급격히 개선될 것이다. 풍부한 현금 유동성은 디벨로퍼 역량 강화로 이어질 전망이다.

Action

삼성물산 실적 발표 후폭풍: 삼성물산의 1분기 어닝쇼크는 건설주 투자심리에도 악영향을 미칠 전망이다. 수주산업 회계투명성 제고방안에 따라 회계 지침이 강화되었지만 다른 건설사의 1분기 실적에는 거의 영향이 없었다. (최소한 현재까지 발표된 건설사의 실적에서는 영향이 없었다) 하지만 삼성물산이 다양한 근거를 가지고 손실(공사비용)을 선반영함에 따라 나머지 건설사 회계 처리에 대한 의구심이 커질 수 밖에 없다고 판단된다. 1분기 대규모 손실 처리가 삼성물산의 개별적 문제(견적의 부정확성 또는 공사 수행 능력 부족)인지, 아니면 보수적 회계 처리로 인해 발생한 것인지 명확하지 않다. 하지만 후폭풍을 우려할 수 밖에 없다.

현대건설 : 플랜트 원가율 개선 추세 유지

매출액, 영업이익은 시장 기대치
부합

현대건설의 1분기 실적은 매출액 42,879억원(+8.7% YoY), 영업이익 2,072억원(+3.2% YoY), 세전이익 1,207억원(-23.5% YoY)으로 집계되었다. 매출액과 영업이익은 컨센서스에 근접했지만 세전이익은 컨센서스에 크게 못 미쳤다. 세전이익이 시장 기대치에 미치지 못한 것은 컨센서스에 LNG터미널 관련 과징금(619억원)이 반영되지 않았기 때문이다.

플랜트 원가율 개선 추세 유지

플랜트 부문 원가율은 확실히 정상화된 것으로 판단된다. 15년 3분기 이후 87~88%였던 플랜트 원가율이 16년 1분기에는 79.5%를 기록했다. UAE 보르주에서 약 500억원의 클레임을 받은 것을 감안하면 84.6% 수준의 플랜트 원가율을 기록했다. 원가율이 상승한 것은 해외 인프라와 건축이었는데, 싱가포르 유류비축기지과 사우스비치 복합개발 공사에서 추가 공사비가 각각 400억원, 500억원 반영되었다.

상반기 수주의 핵심은 에콰도르
정유공장

실적 컨퍼런스콜에서 현대건설은 상반기까지 본사 기준 수주 목표 9조원 중 70% 이상 달성이 가능하다고 밝혔다. 핵심은 에콰도르 정유공장의 수주 여부이다. 이란 병원 공사(공사비 3억불 내외로 추정)에 대한 수주 기대감도 있지만 수주 규모 상 비교가 되지 않는다. 에콰도르 정유공장 수주에 성공할 경우 외형 성장에 대한 기대감이 커질 것으로 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 47,000원
유지

현대건설에 대한 투자의견 매수와 목표주가 47,000원을 유지한다. 플랜트 부문의 수익성이 정상화되면서 주택 매출 증가에 따른 이익 개선 효과가 가능할 것으로 판단된다. 그리고 이란, 에콰도르 등 신흥시장에서의 신규수주 증가 가능성도 높은 것으로 판단된다. 신규수주 증가와 수익성 회복으로 자평가 국면(P/B 0.7배) 해소를 기대한다.

도표 1. 현대건설 분기실적 Summary

(단위: 억원 %)

	1Q16P	1Q15	%YoY	4Q15	%QoQ	동부추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	42,879	39,432	8.7	56,519	-24.1	40,547	5.8	41,056	4.4
영업이익	2,072	2,007	3.2	2,672	-22.5	2,059	0.6	2,148	-3.5
세전이익	1,207	1,577	-23.5	2,017	-40.2	1,488	-18.9	1,719	-29.8
신규수주	52,025	28,939	79.8	47,977	8.4	50,000	4.1		

자료: 현대건설, 동부 리서치

현대산업 : 2분기 이후 매출 성장 기대

기대치에 부합하지 못한 1분기 실적

현대산업개발의 1분기 실적은 매출액 9,800억원(-1.8% YoY), 영업이익 858억원(+57.7% YoY), 세전이익 677억원(+48.5% YoY)으로 집계되었다. 매출액이 시장 기대치를 하회하면서 영업이익과 세전이익도 기대치에 미치지 못했다. 결국 매출액이 문제였다.

2분기부터 주택부문 매출 성장 기대

주택부문 매출액이 기대치에 미치지 못한 것은 1) 15년 분양한 주택의 공정률이 1분기에 올라오지 못했고, 2) 수원권선2차 미분양 판매분의 매출액이 전분기 대비 300억원 줄었기 때문이다. 주택부문 원가율이 정상적이었던 것을 감안하면 결국 현대산업개발 실적의 핵심은 매출액이다. 15년 신규분양한 25,000세대는 결국 매출화될 것이기 때문에 공사진행률이 정상화되는 2분기부터 주택부문의 매출 성장을 기대한다.

긍정적 투자포인트 2가지

전반적으로 실적이 기대치에 미치지 못했으나, 긍정적 투자포인트 2가지를 발견할 수 있다. 하나는 순현금 구조로의 전환이다. 주택부문 영업현금흐름이 가져온 긍정적 결과물이다. 별도기준으로 15년말 순차입금 1,490억원이었으나, 16년 1분기 말에는 순현금 2,710억원이 되었다. 다른 하나는 토목부문 원가율의 개선이다. 아직 매출 비중이 낮기는 하지만 부산 신항만 공사 착공으로 인해 1분기 토목 원가율은 전분기 대비 3.9%p 개선된 90.4%를 기록했다.

투자의견 Buy, 목표주가 61,000원 유지

현대산업개발에 대한 투자의견 매수와 목표주가 61,000원을 유지한다. 1분기 실적이 기대치에 미치지 못한 이유는 주택 매출이 예상만큼 빠르게 올라오지 않았기 때문이다. 하지만 기반양된 주택의 기성 인식은 뒤따라오기 마련이다. 향후 주택 매출액이 증가하면서 15년 이후 보여준 바와 같이 영업현금흐름 또한 급격히 개선될 것이다. 풍부한 현금 유동성은 디벨로퍼 역량 강화로 이어질 전망이다.

도표 2. 현대산업개발 분기실적 Summary

(단위: 억원, %)

	1Q16P	1Q15	%YoY	4Q15	%QoQ	동부추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	9,800	9,982	-1.8	12,186	-19.6	11,161	-12.2	11,489	-14.7
영업이익	858	544	57.7	1,479	-42.0	926	-7.3	909	-5.6
세전이익	677	456	48.5	709	-4.5	773	-12.4	840	-19.4
신규수주	2,270	19,304	-88.2	14,130	-83.9	11,600	-80.4		

자료: 현대산업개발, 동부 리서치

GS건설 : 발목 잡는 해외 플랜트

실적 자체는 큰 의미 없다고 판단

GS건설의 1분기 실적은 매출액 26,391억원(+14.0% YoY), 영업이익 291억원(+45.5% YoY), 세전이익 133억원(-39.5% YoY)으로 집계되었다. 시장 기대치에 미치지 못하는 실적이지만 유의미한 수치는 아니라고 판단된다. 전체 원가율은 95.2%로 15년 대비 소폭 상승했다. 아직 무언가 바뀌었다고 보기는 어렵다.

예상보다 더 좋은 주택 반면 플랜트부문 적자는 지속

GS건설의 1분기 주택 원가율은 80.9%이었다. 반면 플랜트 원가율은 104.7%였다. 주택부문의 경우 준공 차익이 발생한 현장이 있었다고 하더라도, 원가가 현실화되면서 수익성이 개선되고 있다. 반면 반대로 플랜트 부문은 준공 시점이 다가오고 있음에도 불구하고 사우디 Rabigh 현장과 쿠웨이트 Wara 현장에서 각각 744억과 599억원의 손실이 반영되면서 다시 원가율이 100%를 상회했다. 공사가 준공되기 이전까지 손실 가능성을 배제할 수 없음을 다시 증명했다. 주택부문의 놀라운 이익 창출력에도 불구하고 중동 저수익 현장의 준공 이전까지는 실적 불안정성이 지속될 전망이다.

투자의견 Hold, 목표주가 25,000원 유지

GS건설에 대한 투자의견 Hold와 목표주가 25,000원을 유지한다. 주택부문의 양호한 실적, 추가 공사비가 없을 경우 해외 플랜트와 전력부문의 수익성 개선 등으로 향후 전체 실적이 개선될 가능성은 있다. 하지만 이 모든 것은 해외 저수익 현장의 준공이 선행되어야 한다. 아직까지 실적 변동성이 크다고 판단되어 투자의견 Hold를 유지한다.

도표 3. GS건설 실적 Summary

(단위: 억원 %)

	1Q16P	1Q15	%YoY	4Q15	%QoQ	동부추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	26,391	23,158	14.0	29,769	-11.3	25,172	4.8	24,263	8.8
영업이익	291	200	45.5	530	-45.1	266	9.4	355	-18.0
세전이익	133	220	-39.5	-133	흑전	-160		198	-32.8
신규수주	39,970	20,176	98.1	51,618	-22.6	23,000	73.8		

자료: GS건설, 동부 리서치

삼성물산 : 어닝쇼크

건설 손실 선반영으로 영업적자 실현

3분기 연속 건설부문이 대형 사고를 쳤다. 삼성물산의 1분기 실적은 매출액 64,870억원 (-12.1% YoY), 영업이익 -4,348억원(적전 YoY), 세전이익 -5,534억원(적전 YoY)으로 집계되었다. 총 25개 프로젝트에서 3,600억원의 손실(공사비용)을 선반영했다. 영업외비용에서도 호주 로이힐 예치 보증금을 손실(1,300억원) 처리하고, 상사 보유 유전 가치 하락에 따른 손상차손 900억원을 반영하며 세전이익도 적자를 기록했다.

건설주 투자심리에도 악영향

1분기 삼성물산의 회계 처리는 건설주 투자심리에도 악영향을 미칠 전망이다. 수주산업 회계투명성 제고방안에 따라 회계 지침이 강화되었지만 다른 건설사의 1분기 실적에는 거의 영향이 없었다. (최소한 현재까지 발표된 건설사의 실적에서는 영향이 없었다) 하지만 삼성물산이 다양한 근거를 가지고 손실(공사비용)을 선반영함에 따라 나머지 건설사 회계 처리에 대한 의구심이 커질 수 밖에 없다고 판단된다. 1분기 대규모 손실 처리가 삼성물산의 개별적 문제(견적의 부정확성 또는 공사 수행 능력 부족)인지, 아니면 보수적 회계 처리로 인해 발생한 것인지 명확하지는 않다. 하지만 후폭풍을 우려할 수 밖에 없다.

투자의견 Hold, 목표주가 156,000원 유지

삼성물산에 대한 투자의견 Hold를 유지한다. 어닝쇼크가 발생했지만, 건설부문 영업가치 하락이 삼성물산 가치에 미치는 영향이 제한적이라고 판단되기 때문이다. 삼성물산의 기업 가치는 지분가치와 바이오키, 그리고 지주사로서의 프리미엄이 절대적이라고 판단되며, 영업가치 하락으로 인한 영향은 크지 않다고 판단하고 있다.

도표 4. 삼성물산 실적 Summary

(단위: 억원 %)

	1Q16P	1Q15	%YoY	4Q15	%QoQ	동부추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	64,870	73,804	-12.1	72,211	-10.2	75,608	-14.2	72,369	-10.4
영업이익	-4,348	548	적전	-760	적지	327		794	
세전이익	-5,534	1,700	적전	-1,308	적지	-313		1,398	
산규수주	26,080	14,000	86.3	59,500	-56.2	29,200	-10.7		

자료: 삼성물산 동부 리서치

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (2016-03-31 기준) - 매수(76.2%) 중립(4.0%) 매도(10.0%)

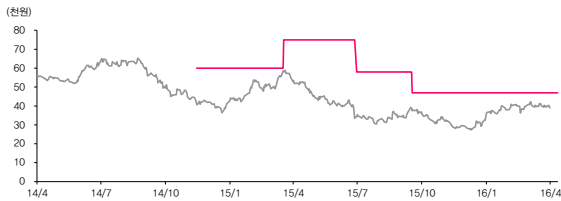
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

현대건설 현주가 및 목표주가 차트

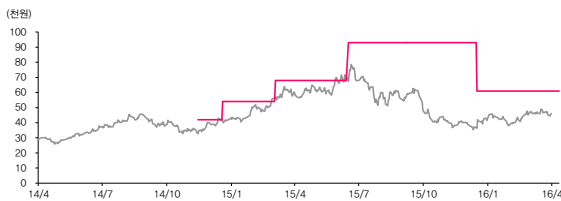


최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
*14/12/11	BUY	60,000			
15/04/14	BUY	75,000			
15/07/27	BUY	58,000			
15/10/14	BUY	47,000			

주: *표는 담당자 변경

현대산업 현주가 및 목표주가 차트

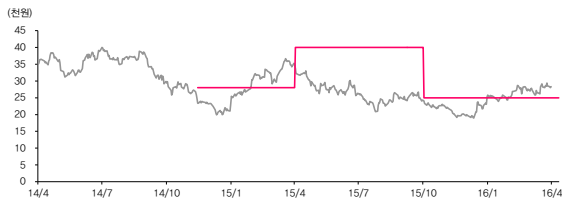


최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
*14/12/11	BUY	42,000			
15/01/15	BUY	54,000			
15/03/31	BUY	68,000			
15/07/13	BUY	93,000			
16/01/12	BUY	61,000			

주: *표는 담당자 변경

GS건설 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
*14/12/11	HOLD	28,000			
15/04/29	BUY	40,000			
15/10/29	HOLD	25,000			

주: *표는 담당자 변경

삼성물산 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
15/11/30	HOLD	156,000			

주: *표는 담당자 변경