

산업분석

건설

2018. 11. 6

Overweight

부동산 시장 위축에도 지치지 않는

나는 유노운호다

- Part I 건축학개론
- Part II 부동산은 정부 하기 나름이에요
- Part III 해외에서 전하는 한국 건설사의 경쟁력



eBEST^o
이베스트투자증권

이베스트투자증권 **정하늘**입니다.

나는 유노유포다는 최근 소셜미디어와 온라인 커뮤니티를 중심으로 쓰이는 유행어입니다.

스스로를 '**열정**'의 대명사인 유노유포라고 주문을 외우며

지칠 수 있는 상황에서도 의지와 열정을 불러 일으킨다는 의미입니다.

즉, 자기 자신을 다독이는 일종의 이미지 트레이닝으로 사용하는 주문법입니다.

지금 건설업에 필요한 것이 나는 유노유포다라는 이미지 트레이닝이 아닐까요?

규제 일변도의 부동산 정책으로 국내 건축/주택은 위축되고 있습니다.

이와 동시에 해외 수주는 여전히 저가 수주에 대한 영향 하에서 벗어나지 못한 채 기대만큼 신규 수주 입찰 소식은 전해지지 않고 있는 상황입니다.

이번 자료는 지칠 수 밖에 없는 환경에서 의지와 열정으로 문제를 타계해 나가는 건설업의 '유노유포'를 찾아보고자 하는 자료입니다.

건축/주택 수주의 비중이 점차 낮아지고 있으나,

해외 수주가 기대보다 점진적으로 증가하는 구간입니다.

이에 따라 두 분야에서 모두 높은 경쟁력을 갖춘 **현대건설을 건설업종 내 Top Pick**으로 제시합니다.

이번 자료가 투자자 여러분들로 하여금

건설업종에 대한 궁금증을 해소할 수 있는 기회가 되었으면 합니다.

그리고 나아가 산업의 변화, 그리고 그 속에서 기업의 기회에 민감하게 반응하며 투자 판단에 도움을 드릴 수 있는 애널리스트가 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

철강/비철/건설

Analyst **정하늘**

02 3779 8987

haneulj@ebestsec.co.kr



자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 건축학개론]

건설업은 수주를 기반으로 성장하는 산업입니다.

경기변동에 따라 달라지는 발주자의 수요의 영향으로 건설업은 거시경제와 유사한 순환주기를 나타냅니다. 건설업의 가장 큰 리스크는 건설기간 중 계약 조건의 변화 혹은 중도해지입니다.

이에 따라 국내외 발주자의 현황을 살펴봄으로써 현재 건설업의 환경을 살펴보았습니다.

[Part II. 부동산은 정부 하기 나름이에요]

건축/주택 부문은 수요와 공급만으로 결정되지 않습니다.

정책에 따른 원재료(택지) 공급 영향을 배제할 수 없기 때문입니다.

이와 동시에 규제 일변도의 부동산 정책 스탠스가 함께 반영되면서 향후 건축/주택 분야에서는 가파른 성장세를 기대하기 어려울 것으로 판단됩니다.

택지공급 감소에 따른 인허가 물량 감소는 재개발/재건축을 통해 완화할 수 있을 것으로 판단됩니다.

이에 따라 지역별 택지공급량과 재개발/재건축 계획을 토대로 건설사 간의 경쟁력을 확인해보았습니다.

[Part III. 해외에서 전하는 한국 건설사의 경쟁력]

국제유가 상승에 따른 중동 국가의 재정 여력 확대는 정유 및 석유화학 플랜트의 발주 증가, 그리고 이는 국내 건설사의 해외 플랜트 수주 확대 기대감으로 반영되었습니다.

그러나 국내 기업들의 수주 부진으로

사실상 건축/주택 부문의 하락 영향을 완벽히 상쇄하지 못하고 있는 상황입니다.

이에 따라 중동과 아시아, 그리고 개별 국가의 환경을 살펴봄으로써 상대적인 경쟁력을 비교해보았습니다.

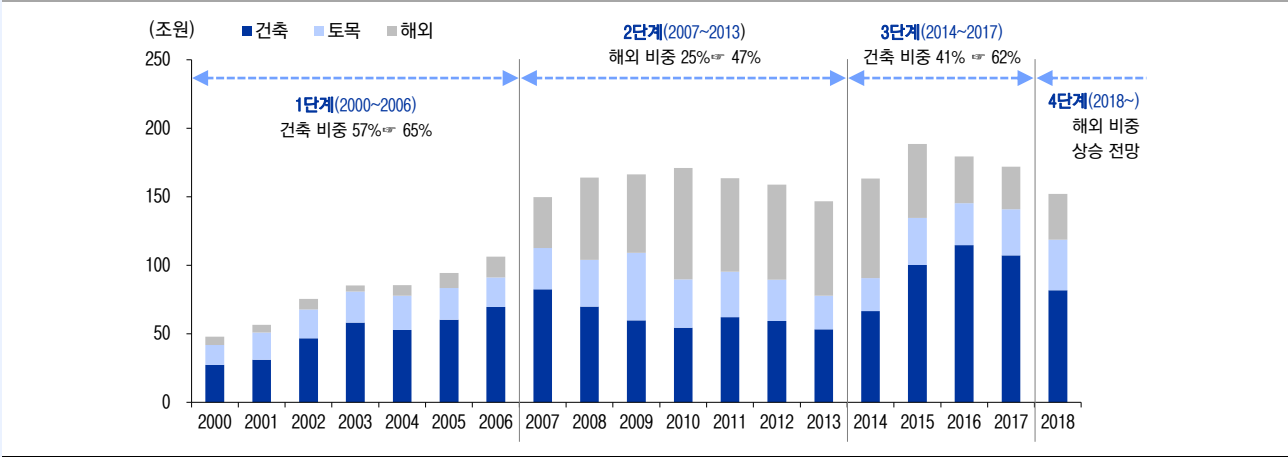
결론적으로 건축/주택 부문에서는 현대건설과 GS 건설,

석유화학 플랜트 등 해외에서는 현대건설과 삼성엔지니어링의 경쟁력이 돋보입니다.

이에 따라 우리는 **건설업 내 유노윤호** 즉, **Top Pick** 을 **현대건설로 제시**합니다.

Key Charts

건설사 건축/주택 신규수주, 2016 년 115 조 원 ⇨ 2018 년 82 조 원(연간화)

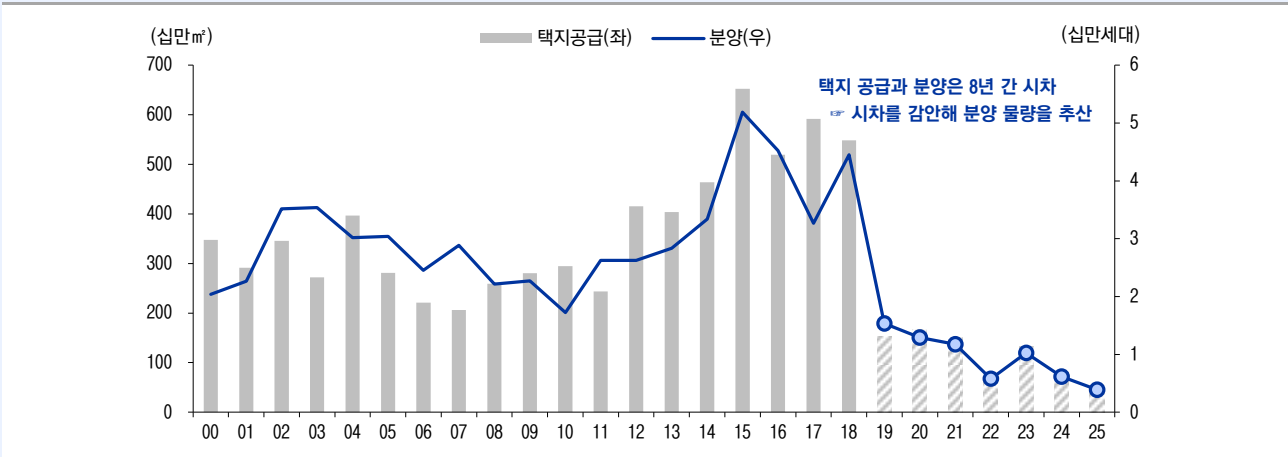


주: 2018년 데이터는 8개월 누적 데이터의 연간화하여 적용

자료: 통계청, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

- 2000년부터 2006년까지는 건축 수주 비중의 가파른 상승 구간
- 2007년부터 2013년은 중동의 해외 수주가 전체 수주 규모의 증가를 주도한 시점

택지공급과 인허가/분양 간의 시차는 약 8년 ⇨ 2025년까지 신규 분양 감소할 전망

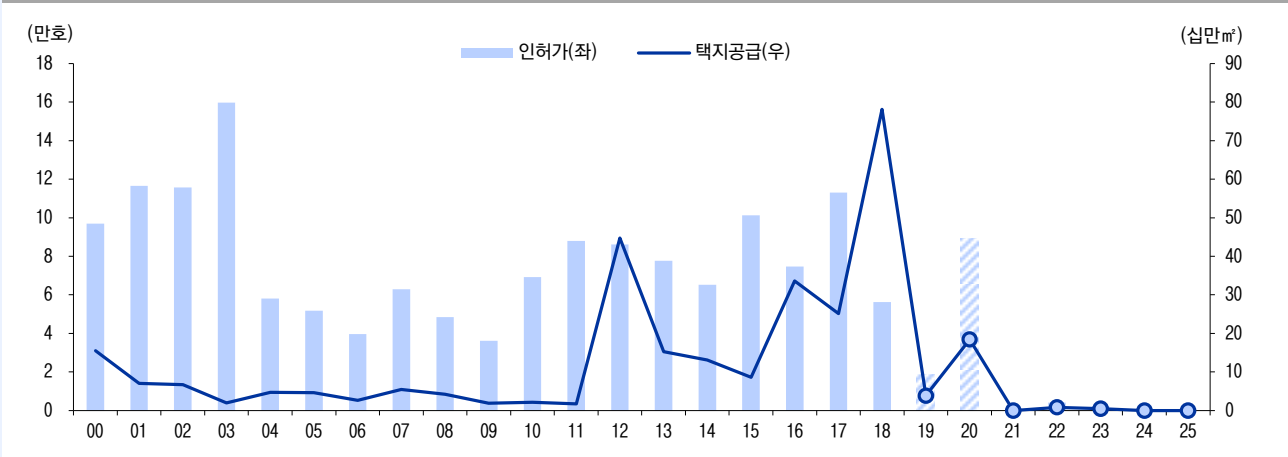


자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

- 건축/주택은 수급만으로 결정되지 않음. 정책에 따른 원재료(택지) 공급 영향을 배제할 수 없기 때문
- 2011년을 기점으로 감소하기 시작한 택지 공급은 2019년부터 인허가와 수주 감소로 반영될 것

Key Charts

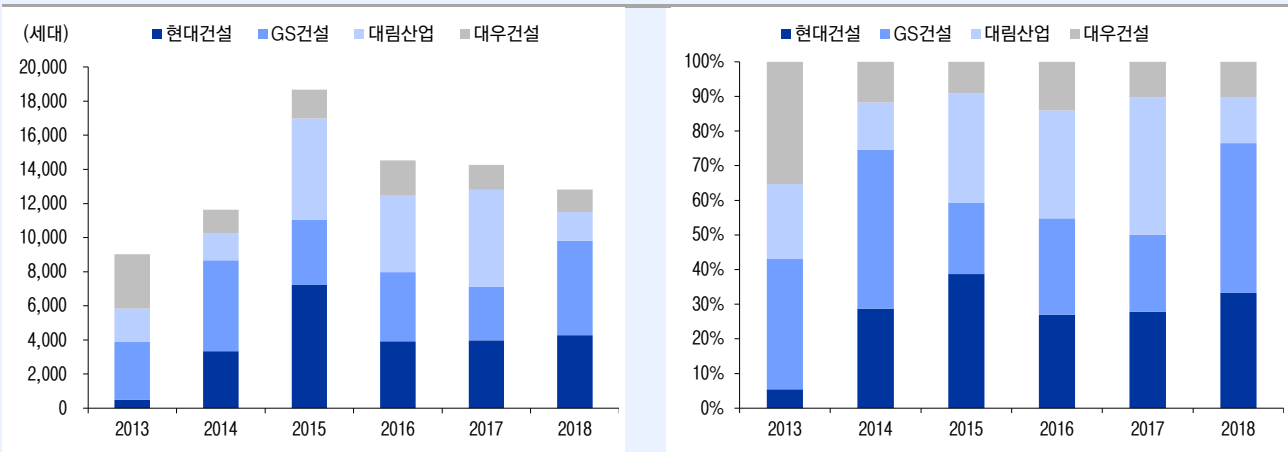
택지공급과 인허가 간의 시차는 약 8년 → 2020년까지는 인허가 물량 견조 예상



자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

- 전국기준과 달리 서울은 2019년 18,500호, 2020년 89,100호 가량의 인허가 예상
- 지난 5년간 서울의 연평균 인허가 규모가 82,000호로 2020년까지의 서울의 물량 감소는 점진적일 것

4개 건설사의 서울 내 분양 물량 비중: 2018년은 현대건설과 GS건설의 이파전

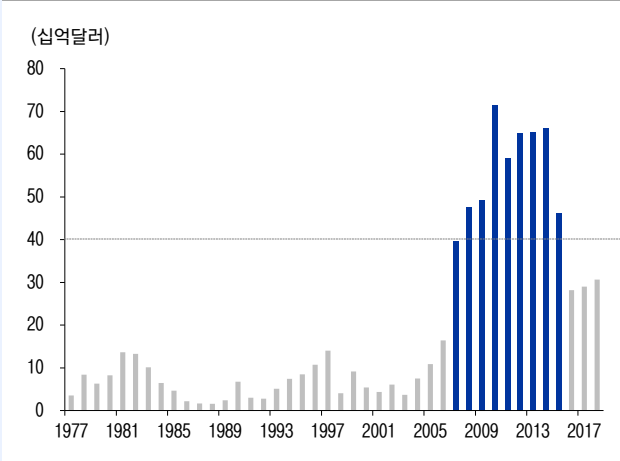


자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

- 2018년까지 건설사별 분양물량 중 현대건설(연평균 4,500세대)이 가장 많은 규모를 분양
- 서울 내 아파트 분양은 현대건설과 GS건설의 이파전이 벌어지고 있어 이들의 경쟁력 강화에 우호적

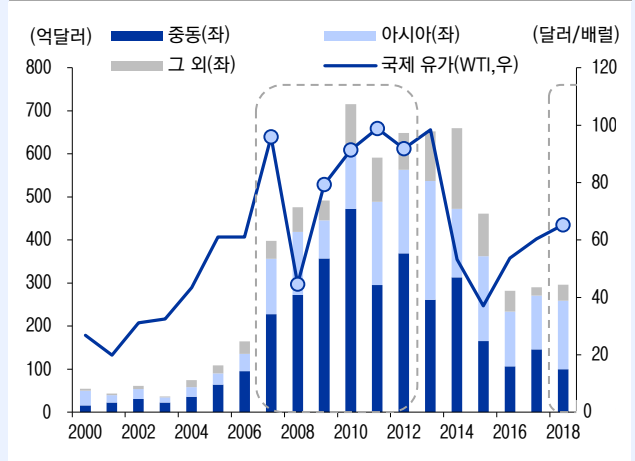
Key Charts

의미 있는 외형 성장의 규모는 400억 달러 수준



자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

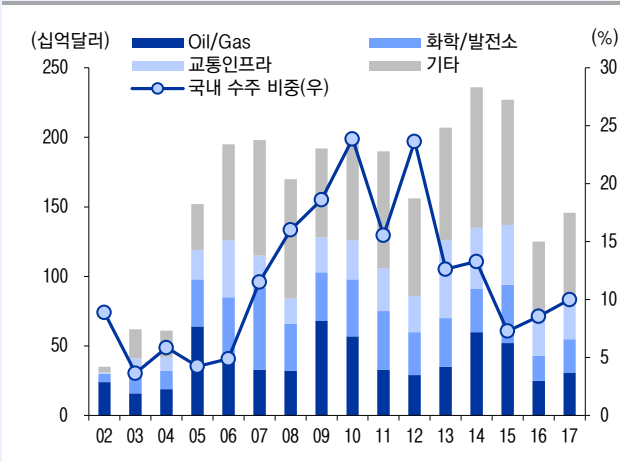
국제유가의 상승은 해외 플랜트 발주 증가로 반영



주: 2018년 데이터 중 수주는 10개월 누적의 연간화. 국제유가는 10월말 기준
자료: Bloomberg, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

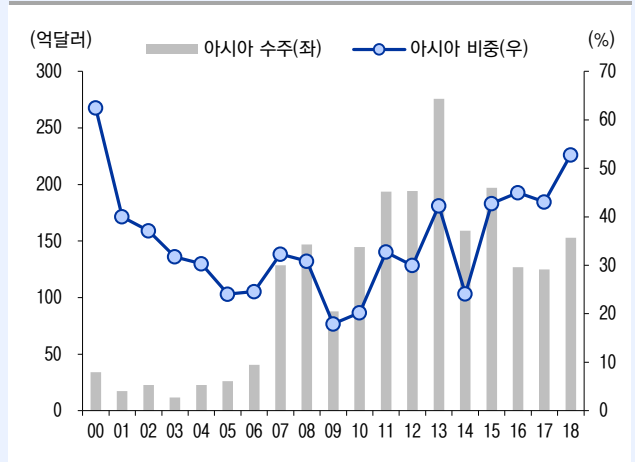
- 2007년의 해외수주는 의미 있는 외형 성장이라고 판단되는 400억 달러 선을 처음 상회하는 시기
- 국제유가 상승에 따른 중동 국가의 재정 여력 확대로 국내 건설사의 해외 수주 확대 기대감 상승

중동의 발주시장 규모, 2016년을 기점으로 증가



자료: 업계자료, 이베스트투자증권 리서치센터

아시아의 비중은 2014년을 기점으로 상승

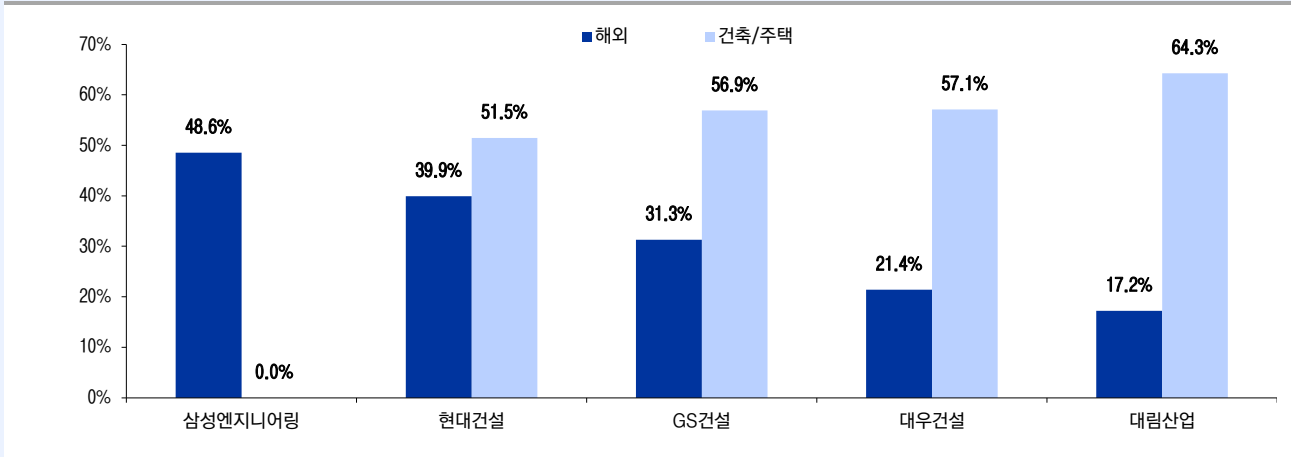


주: 2018년은 10개월 누적 데이터의 연간화를 적용
자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

- 유가 상승에 따른 재정 여력 확대된 중동 국가의 수주가 증가하기 시작
- 아시아 국가의 경제발전에 따른 신도시 건설이 증가하면서 플랜트, 토목, 건축이 고르게 증가

Key Charts

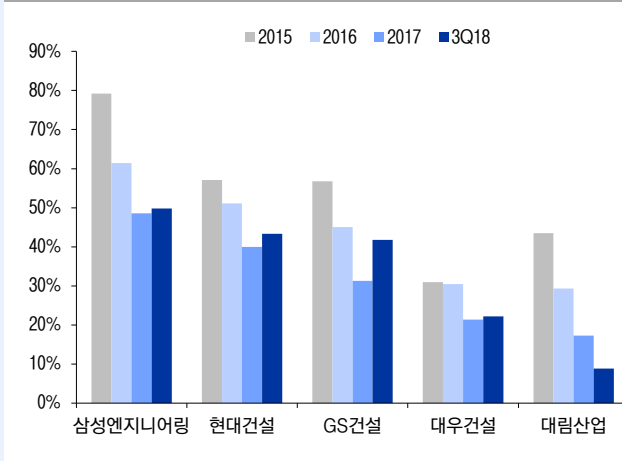
당사 커버리지 기업의 해외와 건축/주택 부문의 매출 비중



자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

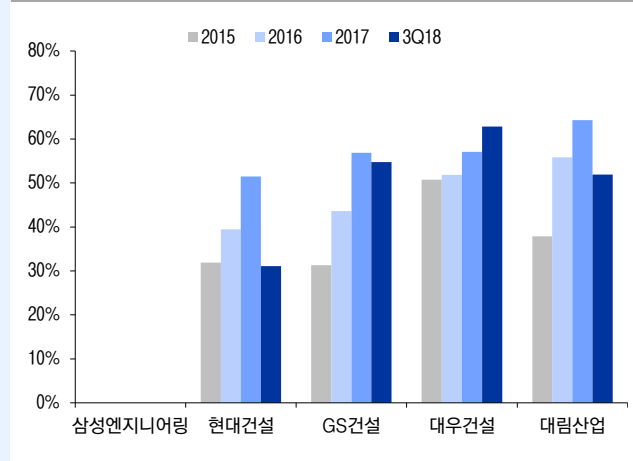
- 2017년 기준 해외와 건축/주택 부문의 매출 비중을 살펴보면, 기업별로 확연히 다른 모습
- 삼성엔지니어링은 해외 수주에만 집중하고 있어 중동 수주 증가 구간에서는 가장 돋보일 수 있음

당사 커버리지 기업의 해외 매출 비중 증가



주: 삼성엔지니어링, 대우건설, 대림산업의 3Q18 데이터는 1H18 데이터 적용
 자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

당사 커버리지 기업의 건축/주택 매출 비중



자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

- 건축/주택 수주는 점차 비중이 낮아지기 시작하는 반면, 해외 수주가 본격적으로 증가하는 구간
- 두 분야에서 모두 높은 경쟁력을 갖춘 현대건설을 건설업종 내 Top Pick 으로 제시

건설 Overweight

부동산 시장 위축에도 지치지 않는
나는 유노윤호다

Content

Part I	건축학개론	9
Part II	부동산은 정부 하기 나름이에요	20
Part III	해외에서 전하는 한국 건설사의 경쟁력	32

기업분석

현대건설 (000720)	48
GS 건설 (006360)	55
삼성엔지니어링 (028050)	61
대림산업 (000210)	66
대우건설 (047040)	72

Part I

건축학개론

건설업은 수주를 기반으로 성장하는 산업입니다.

경기변동에 따라 달라지는 발주자의 수요(수주)의 영향으로 건설업은 거시경제와 매우 유사한 순환주기를 나타냅니다.

건설업의 가장 큰 리스크는 건설기간 중 계약 조건 변화 혹은 중도해지입니다.

이에 따라 국내와 해외의 발주자의 현황을 살펴봄으로써 현재 건설업의 환경을 살펴보았습니다.

건축학개론

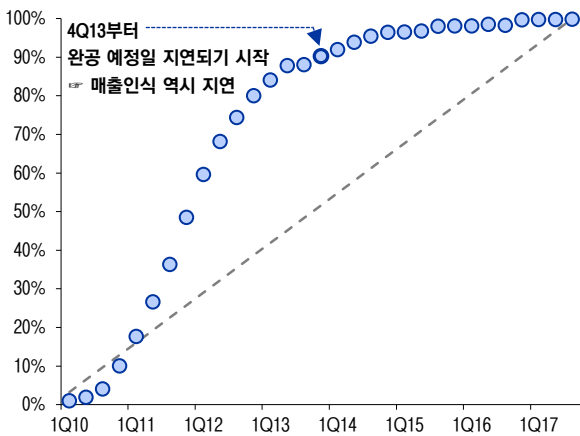
건설업의 가장 큰 특징은 수주 산업

건축업, 건설업은 ①항만, 철도, 도로 및 교량 공사 등 국가 경제발전의 근간이 되는 인프라 건설, ②주거, 의료, 교육시설에서 공공기관시설까지 다양한 종류의 건축물을 건설하는 건축사업, ③석유화학 플랜트(가스처리, 정유, 석유화학, 해양설비 등)와 각종 산업설비 분야(제철/제련소 및 LNG 터미널 등), 원자력 사업 등을 건설하는 플랜트 산업, ④전기발전, 송변전 및 산업전기 설비 등 전력사업 등 매우 광범위한 사업을 영위하고 있다. 이에 따라 주로 **토목, 건축, 플랜트 세 가지 분야**로 나누는 것이 일반적이다.

한편 건설업의 가장 큰 특징은 바로 先 수요 后 공급 형태라는 것이다. 즉, **건설업은 수주를 기반으로 성장하는 산업**이다. 경기변동에 따라 달라지는 발주자의 수요(수주)의 영향으로 거시경제와 매우 유사한 순환주기를 나타낸다. 이와 동시에 입찰과정의 경쟁 과정은 건설사 실적의 불확실성으로 반영된다. 즉, 많은 경험이 수주 가능성을 높이는 요인이기는 하나, 절대적인 요소는 아니라는 것이다.

건설업의 가장 큰 리스크는 짧게는 18개월, 길게는 100개월이 넘는 건설기간 중 계약 조건의 변화 혹은 중도해지 등이다. **건설업의 매출 인식**은 해당 프로젝트의 수주 규모와 공사 진행률에 따라 반영되는 것으로 일반적으로 **S커브 형태**로 나타난다. 즉, 공사 초기에는 매출인식이 상대적으로 느리게 반영되나, 공사 후반부에 좀 더 가파르게 반영되는 것이다. 현재 건설 중인 프로젝트(동사 커버리지 기업) 중 최대 규모인 현대건설의 U.A.E 원전 건설공사 진행률을 살펴보면, S커브의 매출 인식을 확인할 수 있다.

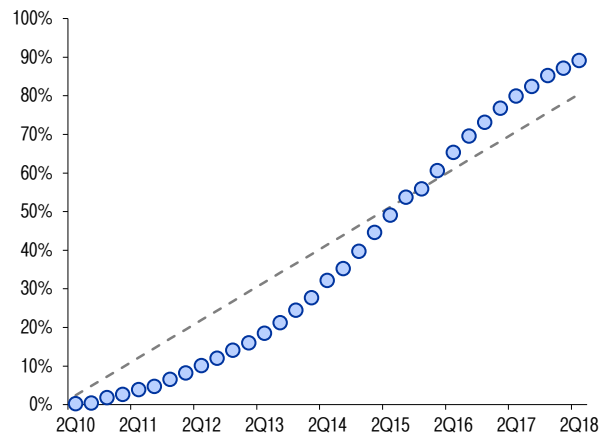
그림1 최근 완공 프로젝트 중 최대 규모인 UAE Takreer RRE Utilities & Offsite의 매출인식 추이



현장명	계약일	완공일	도급총액 (억원)
UAE Takreer RRE Utilities&Offsite	2009년 12월	2016년 7월	32,836

자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 현재 진행 프로젝트 중 최대 규모의 U.A.E 원전 건설공사 매출인식 추이: 확연한 S커브



현장명	계약일	완공일	도급총액 (억원)
U.A.E 원전	2010년 3월	2020년 5월	38,242

자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

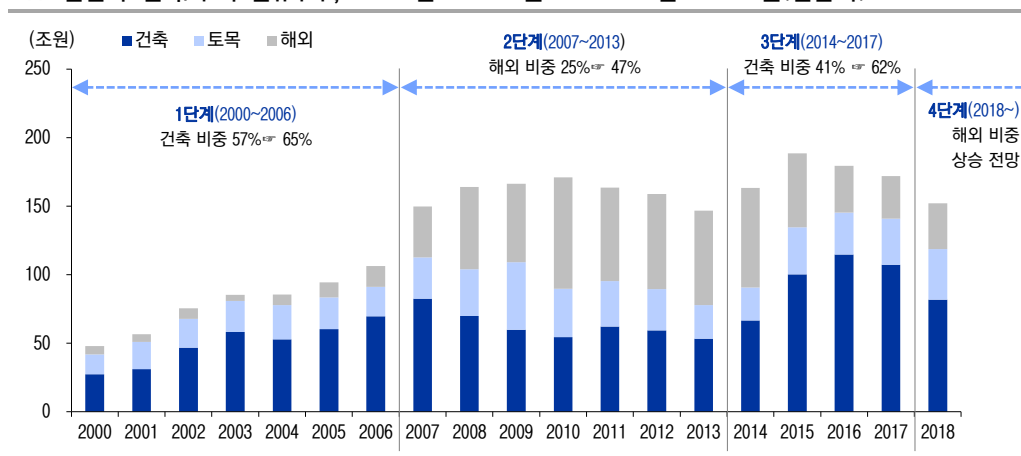
2000년 이후의 건설업을 바라보다

2000년 이후 건설업의 성장과 변화를 통한 미래를 생각해보자

2000년부터 2017년까지의 건설업 수주를 살펴보면, 크게 세 단계로 나누어볼 수 있다. 먼저, 2000년부터 2006년까지는 건축 수주 비중이 가파르게 높아진 시점으로 57%에서 65%까지 상승했다. 이는 1997년을 기점으로 감소한 국토부의 택지공급의 영향(택지공급과 인허가는 약 8년 시차)에 기인한다. 결국 국내 건설사의 건축/주택의 신규수주는 원재료인 토지 공급 규모에 따라 결정되므로 정부의 정책의 방향성에 민감하다.

2007년부터 2013년은 해외 수주 비중이 가파르게 증가하는 구간으로 그 비중은 25%에서 47%까지 상승했다. 7년 간의 해외 수주 중 지역별 비중은 중동 57.1%, 아시아 29.5%에 달해 사실상 중동의 해외 수주가 전체 수주 규모의 증가를 주도했다. 실제로 해당 시기의 국제유가는 평균 85.8달러/배럴(2008년 제외 시, 92.6달러/배럴)에 달한 바 있다. 즉, 국제유가 상승에 따른 중동 국가의 재정 여력 확대는 정유 및 석유화학 플랜트의 발주 증가로 반영되며, 이는 국내 건설사의 해외 플랜트 수주 확대에 반영된다. 물론 유가 상승이 해외 수주 증가의 충분 조건이 아니라는 점에 동의한다. 그러나 분명 필요 조건이라는 데는 부족함이 없다.

그림3 건설사 건축/주택 신규수주, 2016년 115 조 원 ⇄ 2018년 82 조 원(연간화)



주: 2018년 데이터는 8개월 누적 데이터의 연간화하여 적용

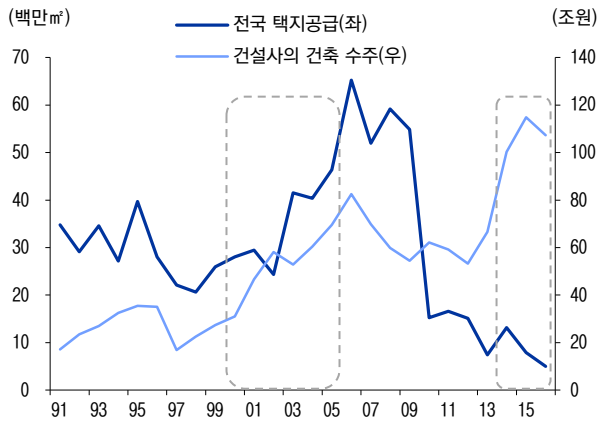
자료: 통계청, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

2014년부터 2017년은 다시 국내 건축의 신규수주가 돋보이는 구간이었다. 택지공급과 인허가 간의 시차를 고려할 때, 2004년부터 4천만 m²을 상회하는 등 가파르게 급증하기 시작한 택지공급은 2012년 전후의 건축 수주 증가로 반영되었다. 이와 동시에 2014년 8월부터 시작된 부동산 부양책, 재건축 규제 완화, 분양시장 규제 완화가 맞물림에 따라 부동산 경기는 호황을 이어가게 되었고 건설사는 적극적으로 건축/주택 건설을 이어갔다.

한편 정부는 건축/주택의 원재료인 택지 공급량 조절을 통해 주택 공급물량을 관리한다. 2011년부터 급격하게 감소한 택지 공급은 2019년부터 인허가 감소, 그리고 수주 감소로 반영될 것이다. 택지공급과 인허가의 시차(약 8년)를 고려할 때, 적어도 2026년까지의 인허가와 수주는 지속적으로 감소하게 될 것으로 전망된다. 이에 따라 건설사의 건축/주택 수주의 비중 증가 구간은 2017년까지였음을 알 수 있다.

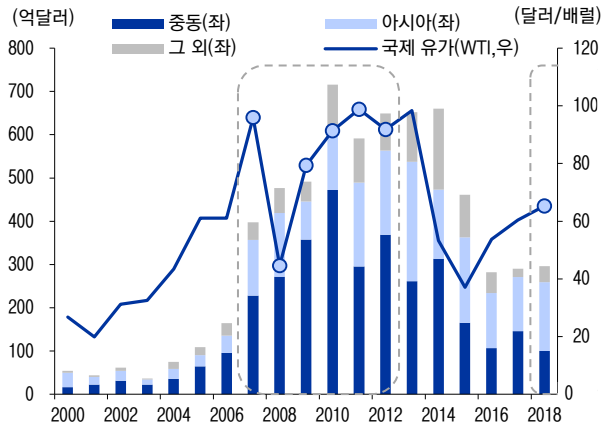
한편 2015년을 저점으로 국제유가가 반등했음에도 해외 수주의 개선세는 다소 미미했다. 그러나 2017년 이후 건설사의 해외수주 소식이 전해지면서 기대감이 높아지기 시작했다. 건축 부문의 위축을 해외수주를 통해 상쇄할 수 있을 것으로 판단된다.

그림4 택지공급은 인허가와 약 8년의 시차가 있음



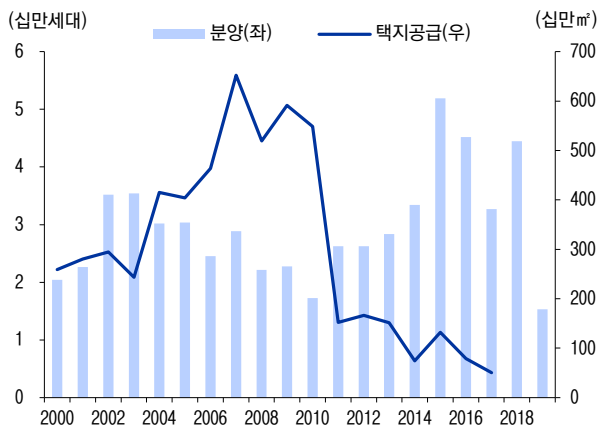
주: 2018년 데이터는 8개월 누적 데이터의 연간화하여 적용
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국제유가의 상승은 해외 플랜트 발주 증가로 반영



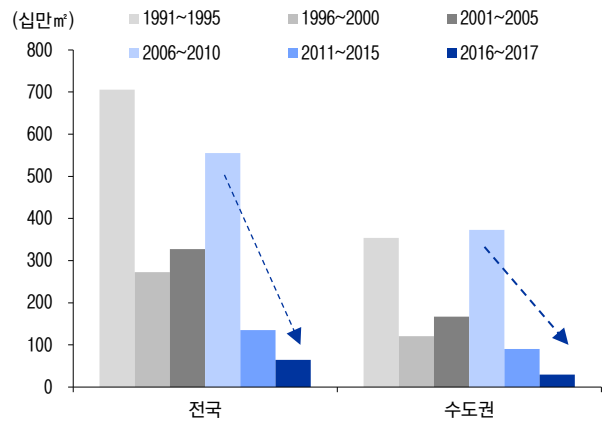
주: 2018년 데이터 중 수주는 8개월 누적의 연간화. 국제유가는 10월말 기준
자료: Bloomberg, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 2010년 이후 급격하게 감소하기 시작한 택지공급



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 정부의 주택 공급물량 관리 수단인 택지 공급량 감소세



주: 수도권은 서울, 경기, 인천 지역의 합산 택지공급을 의미
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

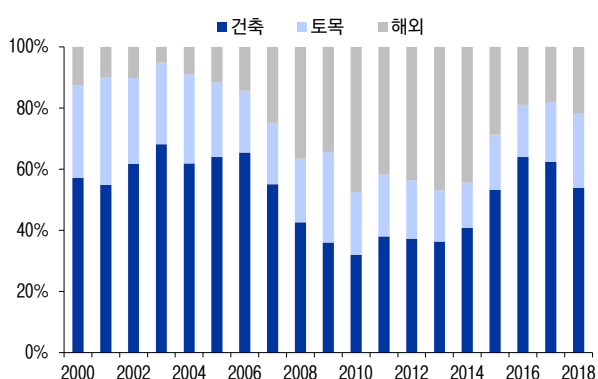
표1 공종별 수주총액 및 수주비중(2000~2018년)

항목	공사종류	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
수주 총액 (조원)	계	47.9	56.6	75.5	85.3	85.5	94.5	106.3	149.7	163.9	166.3	171.0	163.5	158.9	146.7	163.2	188.6	179.4	171.9	156.5
	건축	27.4	31.0	46.6	58.1	52.9	60.4	69.6	82.4	69.8	59.8	54.5	62.2	59.2	53.2	66.6	100.3	114.8	107.3	81.9
	주택	20.1	21.6	31.0	42.7	35.2	42.5	52.8	58.4	44.7	39.8	31.4	37.9	34.3	30.5	42.1	67.0	73.6	66.4	49.8
	신규주택	14.1	13.9	21.5	25.6	26.6	28.9	33.7	41.8	27.9	22.1	13.3	22.8	23.2	23.9	33.9	51.6	55.7	45.2	35.8
	재건축	3.6	5.3	7.7	12.0	7.0	7.8	4.5	3.3	3.2	4.1	6.3	6.1	4.6	3.4	4.9	7.7	6.8	10.7	5.2
	재개발	2.3	2.4	1.8	5.1	1.6	5.7	14.5	13.4	13.5	13.7	11.7	9.1	6.5	3.2	3.2	7.7	11.1	10.5	10.6
	사무실/점포	3.5	4.6	8.9	7.8	6.7	7.4	7.1	10.6	12.3	9.2	8.7	9.4	9.9	9.3	12.6	19.6	24.1	19.3	17.2
	공장/창고	1.0	1.0	2.2	3.4	6.2	4.5	6.0	7.1	61.9	3.5	6.1	6.6	6.6	5.3	5.2	4.9	8.6	13.5	13.4
	토목	14.4	20.0	21.2	22.8	24.9	23.1	21.4	30.1	34.1	49.2	35.3	33.2	30.2	24.7	24.0	34.2	30.6	33.6	36.9
	도로/교량	6.8	9.7	9.1	7.7	8.8	7.4	7.8	9.6	8.2	14.1	7.1	6.1	5.1	3.9	5.4	4.3	8.2	9.5	6.8
	항만/공항	0.8	1.3	1.4	2.0	2.0	1.5	0.9	1.7	0.9	1.2	1.4	1.5	1.2	1.9	1.2	1.8	2.0	1.9	1.6
	철도/궤도	1.1	3.0	3.4	3.3	3.9	3.3	0.9	1.8	2.3	10.3	3.2	4.1	2.0	3.2	4.7	5.8	3.9	1.7	2.5
	상하수도	1.1	1.2	1.0	1.6	1.6	1.7	2.6	2.2	2.1	1.6	1.4	1.1	0.9	1.0	0.7	1.2	1.3	1.5	1.2
	발전/송전	0.8	0.3	1.3	3.1	1.8	1.9	1.0	4.2	3.0	2.3	6.3	5.3	8.1	4.0	3.7	6.2	2.4	5.5	12.1
	토지조성	1.4	1.4	1.3	1.8	2.5	3.0	4.1	5.6	6.2	4.8	2.8	3.5	3.1	2.7	2.6	3.0	4.5	3.4	4.6
	기계설치	1.5	2.1	1.9	1.2	2.3	2.8	3.1	3.8	10.1	6.9	9.2	9.4	7.9	5.5	3.1	9.5	5.7	6.9	6.0
해외	6.1	5.6	7.7	4.4	7.8	11.0	15.3	37.2	60.0	57.2	81.2	68.1	69.5	68.8	72.6	54.1	34.0	31.1	33.3	
항목	공사종류	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
수주 비중 (%)	계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	건축	57.2	54.8	61.7	68.1	61.9	63.9	65.4	55.1	42.6	36.0	31.9	38.0	37.3	36.3	40.8	53.2	64.0	62.4	52.3
	주택	73.3	69.5	66.5	73.4	66.4	70.3	75.8	70.8	64.0	66.6	57.5	61.0	57.8	57.3	63.1	66.8	64.1	61.9	60.8
	신규주택	70.4	64.4	69.3	60.0	75.8	68.1	63.9	71.5	62.5	55.4	42.5	60.0	67.7	78.4	80.7	77.0	75.7	68.0	72.0
	재건축	18.0	24.5	24.8	28.2	19.8	18.5	8.6%	5.6%	7.2%	10.3	20.2	16.0	13.4	11.1	11.7	11.5	9.3	16.1	10.4
	재개발	11.6	11.0	5.9%	11.9	4.4	13.4	27.4	22.9	30.3	34.4	37.3	24.0	18.9	10.5	7.6	11.5	15.0	15.8	21.3
	사무실/점포	12.7	14.9	19.0	13.5	12.6	12.2	10.2	12.8	17.6	15.4	15.9	15.1	16.8	17.4	19.0	19.5	21.0	18.0	21.0
	공장/창고	3.8	3.3	4.7	5.9	11.7	7.5	8.6	8.7	8.9	5.9	11.2	10.6	11.1	10.0	7.8	4.8	7.5	12.6	16.4
	토목	30.1	35.3	28.1	26.7	29.1	24.5	20.2	20.1	20.8	29.6	20.6	20.3	19.0	16.8	14.7	18.1	17.0	19.5	23.6
	도로/교량	47.2	48.6	43.1	33.7	35.2	32.1	36.3	32.0	24.0	28.6	20.0	18.5	17.0	15.8	22.6	12.5	26.9	28.3	18.4
	항만/공항	5.7	6.4	6.8	8.7	8.2	6.6	4.4	5.6	2.7	2.5	4.1	4.6	4.1	7.5	5.0	5.2	6.6	5.7	4.5
	철도/궤도	7.6	15.1	16.0	14.4	15.8	14.5	4.1	6.0	6.8	20.8	9.0	12.2	6.6	13.0	19.5	16.9	12.7	5.0	6.7
	상하수도	7.8	6.2	4.9	6.9	6.2	7.5	12.2	7.2	6.2	3.3	4.0	3.4	2.9	4.0	3.1	3.5	4.2	4.4	3.1
	발전/송전	5.3	1.6	6.1	13.7	7.3	8.4	4.6	13.9	8.7	4.7	17.7	16.0	26.7	16.4	15.6	18.1	7.7	16.3	32.9
	토지조성	9.9	6.8	6.3	8.1	10.3	12.8	19.3	18.6	18.0	9.7	7.9	10.6	10.3	11.1	10.7	8.8	14.8	10.2	12.5
	기계설치	10.2	10.5	8.9	5.2	9.3	12.1	14.6	12.5	29.7	13.9	26.1	28.3	26.3	22.1	12.9	27.7	18.8	20.5	16.4
해외	12.7	9.9	10.2	5.2	9.1	11.6	14.4	24.9	36.6	34.4	47.5	41.7	43.7	46.9	44.5	28.7	19.0	18.1	21.3	

주: 2018년 데이터는 8개월 누적 데이터의 연간화하여 적용. 신규주택/재건축/재개발은 6개월 누적 데이터의 연간화를 적용

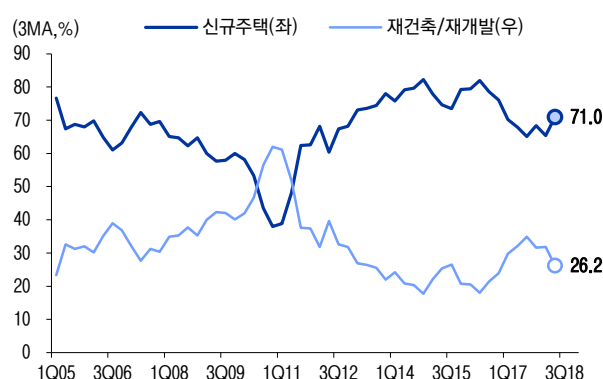
자료: 통계청, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 2016년 이후 건축 수주 감소



자료: 통계청, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 분기별 신규주택, 재건축/재개발 비중



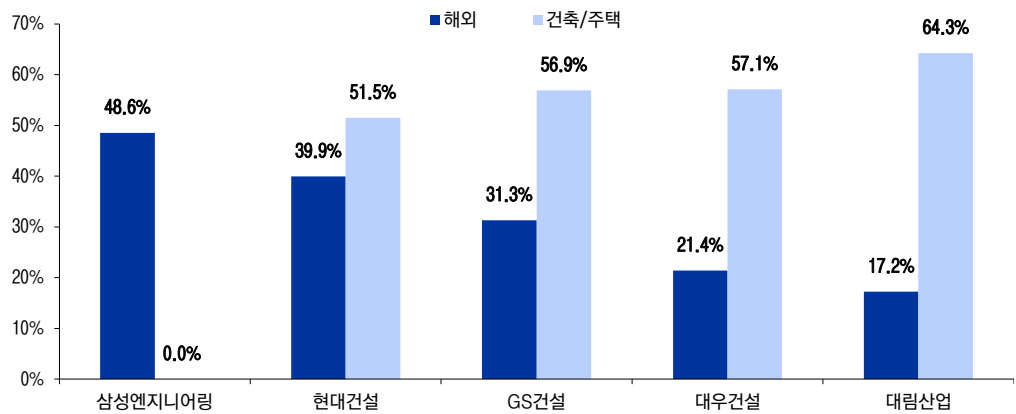
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

확연히 다른 건설사 간의 전략

현대건설, 그리고 삼성엔지니어링과 GS건설

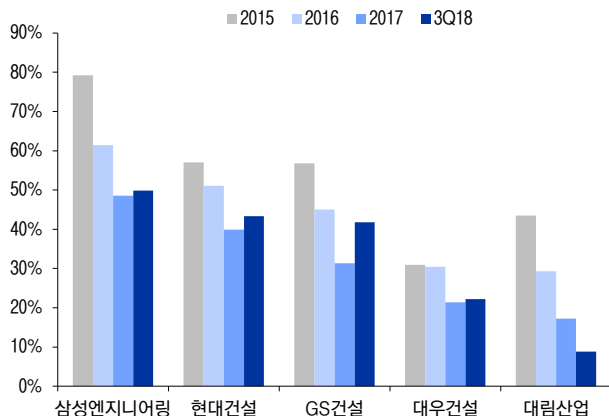
2017년 기준 해외와 건축/주택 부문의 매출 비중을 살펴보면, 기업별로 확연히 다른 모습을 확인할 수 있다. 삼성엔지니어링은 해외 수주에만 집중하고 있다. 반면, 대림산업은 해외 매출 비중이 17.2%에 불과하나, 건축/주택 매출 비중은 64.3%로 가장 높다. 즉, 삼성엔지니어링과 대림산업은 가장 다른 방향성의 사업구조를 가지고 있다. 현시점은 건축/주택 수주는 점차 비중이 낮아지기 시작하는 반면, 해외 수주가 본격적으로 증가하는 구간이라는 점을 고려할 때, **두 분야에서 모두 높은 경쟁력을 갖춘 현대건설을 건설업종 내 Top Pick으로 제시한다.**

그림10 당사 커버리지 기업의 해외와 건축/주택 부문의 매출 비중



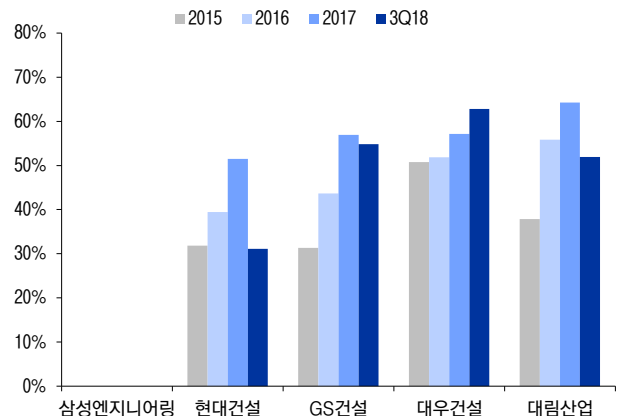
자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 당사 커버리지 기업의 해외 매출 비중



주: 삼성엔지니어링, 대우건설, 대림산업의 3Q18 데이터는 1H18 데이터 적용
 자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 당사 커버리지 기업의 건축/주택 매출 비중



자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 현대건설 부문별 매출비중과 원가율

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017
지역별 매출비중	국내	46.0%	44.4%	42.9%	48.9%	60.1%
	해외	54.0%	55.6%	57.1%	51.1%	39.9%
공종별 매출비중	토목	22.9%	23.5%	22.6%	21.0%	23.4%
	건축/주택	30.5%	33.0%	31.9%	39.4%	51.5%
	플랜트	42.4%	39.1%	38.8%	33.6%	22.9%
지역별 원가율	국내	82.7%	82.7%	74.8%	79.4%	83.3%
	해외	93.2%	93.3%	94.6%	93.3%	101.4%
공종별 원가율	토목	89.0%	91.2%	97.2%	99.5%	97.5%
	건축/주택	90.2%	91.1%	88.1%	88.9%	86.5%
	플랜트	95.5%	93.7%	92.3%	91.9%	95.8%

자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 GS건설 부문별 매출비중과 원가율

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017
지역별 매출비중	국내	48.0%	41.8%	43.2%	55.0%	68.7%
	해외	52.0%	58.2%	56.8%	45.0%	31.3%
공종별 매출비중	토목	12.0%	11.4%	12.0%	12.5%	11.1%
	건축/주택	34.9%	29.6%	31.3%	43.6%	56.9%
	플랜트	45.8%	40.8%	39.9%	49.6%	63.1%
지역별 원가율	국내	87.7%	91.2%	90.2%	88.0%	84.7%
	해외	119.0%	98.5%	98.4%	104.9%	111.5%
공종별 원가율	토목	97.4%	93.8%	95.4%	95.5%	96.5%
	건축/주택	86.9%	93.6%	85.7%	84.7%	83.1%
	플랜트	118.0%	97.6%	99.7%	106.5%	110.0%

자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 삼성 ENG 부문별 매출비중과 원가율

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017
지역별 매출비중	국내	23.2%	26.3%	20.8%	38.5%	51.4%
	해외	76.8%	73.7%	79.2%	61.5%	48.6%
공종별 매출비중	토목					
	건축/주택					
	플랜트	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
지역별 원가율	국내					
	해외					
공종별 원가율	토목					
	건축/주택					
	플랜트	105.6%	93.9%	116.9%	93.1%	93.5%

자료: 삼성ENG, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 대림산업 부문별 매출비중과 원가율

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017
지역별 매출비중	국내	65.8%	53.9%	56.5%	70.7%	82.8%
	해외	34.2%	46.1%	43.5%	29.3%	17.2%
공종별 매출비중	토목	15.4%	17.4%	19.8%	18.0%	12.0%
	건축/주택	21.9%	30.8%	37.8%	55.8%	64.3%
	플랜트	62.5%	51.5%	42.1%	25.8%	23.4%
지역별 원가율	국내	95.4%	100.5%	89.4%	88.1%	89.3%
	해외	93.8%	94.8%	95.0%	95.0%	95.0%
공종별 원가율	토목	86.5%	89.6%	92.3%	94.9%	115.7%
	건축/주택	90.9%	95.1%	90.7%	88.3%	88.3%
	플랜트	93.8%	94.8%	90.4%	100.0%	93.4%

자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 대우건설 부문별 매출비중과 원가율

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017
지역별 매출비중	국내	65.4%	68.0%	69.1%	69.5%	78.6%
	해외	34.6%	32.0%	30.9%	30.5%	21.4%
공종별 매출비중	토목	13.7%	12.3%	12.2%	10.9%	9.2%
	건축/주택	44.4%	51.9%	50.7%	51.8%	57.1%
	플랜트	5.2%	2.9%	5.6%	6.0%	10.0%
지역별 원가율	국내	98.0%	99.7%	95.9%	86.0%	95.3%
	해외	103.8%	100.7%	109.1%	132.0%	117.4%
공종별 원가율	토목	94.7%	90.9%	93.6%	96.2%	98.0%
	건축/주택	89.0%	89.9%	84.2%	90.1%	93.2%
	플랜트	92.3%	88.3%	87.4%	82.1%	84.3%

자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 현대건설 부문별 신규 수주와 수주 잔고

단위:십억원

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017	항목	구분	1H17	1H18	YoY	3Q17	3Q18	YoY
지역별 신규수주	국내	4,499	7,192	9,909	12,743	14,960	지역별 신규수주	국내	5,263	6,864	30%	10,573	9,331	-12%
	해외	17,118	19,975	9,906	8,487	6,753		해외	4,077	2,802	-31%	6,156	6,659	8%
공종별 신규수주	토목	2,503	2,137	2,803	2,004	2,018	공종별 신규수주	토목	507	949	87%	1,898	1,050	-45%
	건축/주택	4,410	2,777	5,043	7,279	9,596		건축/주택	2,775	3,728	34%	7,431	4,761	-36%
	플랜트	8,478	10,165	1,394	2,370	1,102		플랜트	911	1,565	72%	875	1,754	100%
지역별 수주잔고	국내	16,064	20,233	22,692	39,324	30,825	지역별 수주잔고	국내	30,825	33,313	8%	30,825	33,186	8%
	해외	37,579	46,332	44,325	26,558	35,933		해외	35,933	35,253	-2%	35,933	37,200	4%
공종별 수주잔고	토목	9,570	9,062	9,364	7,787	7,449	공종별 수주잔고	토목	6,866	6,830	-1%	6,866	6,433	-6%
	건축/주택	13,081	12,160	14,019	16,665	20,950		건축/주택	20,485	21,765	6%	20,485	21,428	5%
	플랜트	18,079	23,329	19,170	15,764	14,274		플랜트	12,746	13,010	2%	12,746	12,477	-2%

자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 GS건설 부문별 신규 수주와 수주 잔고

단위:십억원

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017	항목	구분	1H17	1H18	YoY	3Q17	3Q18	YoY
지역별 신규수주	국내	3,946	4,314	10,390	9,442	8,768	지역별 신규수주	국내	4,168	4,306	3%	6,573	5,184	-21%
	해외	5,063	6,902	2,994	2,088	2,455		해외	1,411	1,020	-28%	1,925	1,467	-24%
공종별 신규수주	토목	1,276	1,027	1,100	1,955	491	공종별 신규수주	토목	212	345	63%	372	504	35%
	건축/주택	3,294	3,238	8,187	8,825	8,465		건축/주택	3,908	3,765	-4%	6,560	4,736	-28%
	플랜트	4,439	6,951	4,097	750	2,267		플랜트	1,459	1,216	-17%	1,566	1,411	-10%
지역별 수주잔고	국내	21,019	19,685	25,457	27,982	29,688	지역별 수주잔고	국내	29,284	59,610	104%	29,283	28,402	-3%
	해외	16,149	17,732	14,126	11,962	7,280		해외	11,326	21,216	87%	11,204	10,160	-9%
공종별 수주잔고	토목	4,042	4,172	4,136	4,830	3,923	공종별 수주잔고	토목	4,353	7,710	77%	4,263	3,668	-14%
	건축/주택	16,104	17,587	15,059	11,782	7,061		건축/주택	24,908	51,798	108%	25,703	9,471	-63%
	플랜트	17,022	15,657	20,388	23,332	25,984		플랜트	11,349	21,318	88%	10,521	25,442	142%

주: 2018년 3/4분기의 수주잔고는 추정 데이터로 실제치와 다를 수 있음

자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 삼성엔지니어링 부문별 신규 수주와 수주 잔고

단위:십억원

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017	항목	구분	1H17	1H18	YoY	3Q17	3Q18	YoY
지역별 신규수주	국내						지역별 신규수주	국내						
	해외	5,002	5,053	3,617	1,630	5,508		해외	1,007	4,869	384%	2,783	5,314	91%
공종별 신규수주	화공	3,935	4,187	2,409	689	5,015	공종별 신규수주	화공	823	4,206	411%	2,554	4,261	67%
	비화공	2,353	2,189	2,834	4,306	3,519		비화공	1,295	2,056	59%	2,400	3,031	26%
지역별 수주잔고	국내						지역별 수주잔고	국내						
	해외	13,256	11,406	10,471	5,896	8,011		해외	6,963	13,755	98%	8,701	11,031	27%
공종별 수주잔고	화공	8,368	7,579	6,771	4,802	7,164	공종별 수주잔고	화공	4,130	10,167	146%	5,388	9,710	80%
	비화공	7,268	5,225	5,272	3,356	3,158		비화공	2,832	3,588	27%	3,314	3,899	18%

자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 대림산업 부문별 신규 수주와 수주 잔고

단위:십억원

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017	항목	구분	1H17	1H18	YoY	3Q17	3Q18	YoY
지역별 신규수주	국내	3,199	6,369	11,199	7,767	5,290	지역별 신규수주	국내	2,272	3,089	36%	4,015		
	해외	5,454	2,602	1,769	2,671	822		해외	35	35	-1%	809		
공종별 신규수주	토목	1,139	1,658	2,226	608	984	공종별 신규수주	토목	399	290	-27%	1,723	309	-82%
	건축/주택	1,684	5,261	8,025	7,075	4,059		건축/주택	1,645	2,668	62%	3,754	3,485	-7%
	플랜트	376	2,051	2,717	2,755	247		플랜트	263	165	-37%	226	428	90%
지역별 수주잔고	국내	15,294	15,832	23,722	23,696	20,792	지역별 수주잔고	국내	21,185	19,859	-6%	21,632		
	해외	9,260	7,598	7,080	6,930	4,939		해외	5,580	2,305	-59%	5,906		
공종별 수주잔고	토목	4,588	4,321	6,027	4,855	5,368	공종별 수주잔고	토목	4,272	4,982	17%	5,408	4,576	-15%
	건축/주택	9,965	11,949	17,593	18,736	16,402		건축/주택	17,245	15,975	-7%	17,450	14,770	-15%
	플랜트	10,001	7,160	7,183	7,035	3,960		플랜트	5,248	1,207	-77%	4,680	1,025	-78%

자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

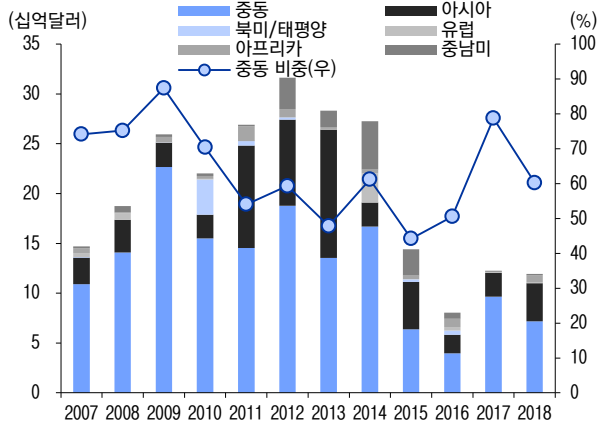
표11 대우건설 부문별 신규 수주와 수주 잔고

단위:십억원

항목	구분	2013	2014	2015	2016	2017	항목	구분	1H17	1H18	YoY	3Q17	3Q18	YoY
지역별 신규수주	국내	7,217	7,093	10,017	8,203	8,233	지역별 신규수주	국내	4,651	3,628	-22%	12,130	5,039	-58%
	해외	4,197	3,843	3,057	1,595	1,782		해외	191	661	246%	432	1,494	246%
공종별 신규수주	토목	640	802	1,115	1,027	631	공종별 신규수주	토목	473	231	-51%	1,050	500	-52%
	건축/주택	5,707	5,749	7,020	7,054	7,530		건축/주택	4,250	3,534	-17%	11,084	4,841	-56%
	플랜트	870	542	1,882	123	73		플랜트	118	524	343%	237	1,192	402%
지역별 수주잔고	국내	31,050	27,930	29,742	26,680	25,230	지역별 수주잔고	국내	26,339	25,298	-4%	26,943	24,423	-9%
	해외	10,660	11,671	10,501	8,223	5,145		해외	6,537	4,843	-26%	6,068	4,717	-22%
공종별 수주잔고	토목	5,433	4,689	4,665	3,632	3,350	공종별 수주잔고	토목	3,454	5,134	49%	3,442	4,920	43%
	건축/주택	24,547	21,959	22,470	21,479	21,270		건축/주택	21,731	22,092	2%	22,610	21,437	-5%
	플랜트	1,069	1,282	2,607	1,570	610		플랜트	1,204	2,915	142%	890	2,783	213%

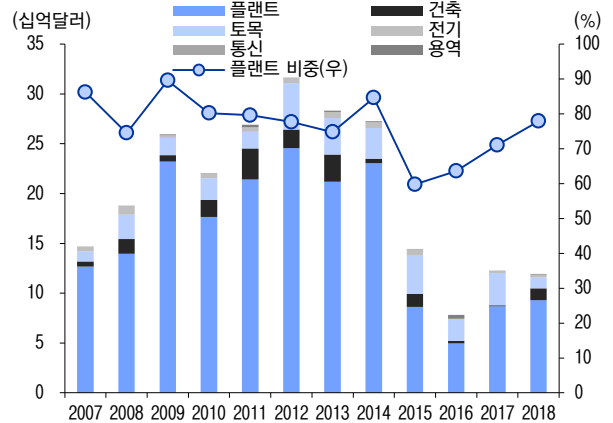
자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 해외부문 지역별 수주



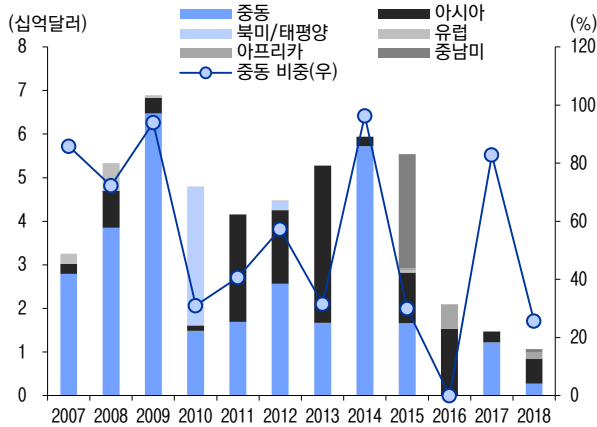
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 5대 건설사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 해외부문 공정별 수주



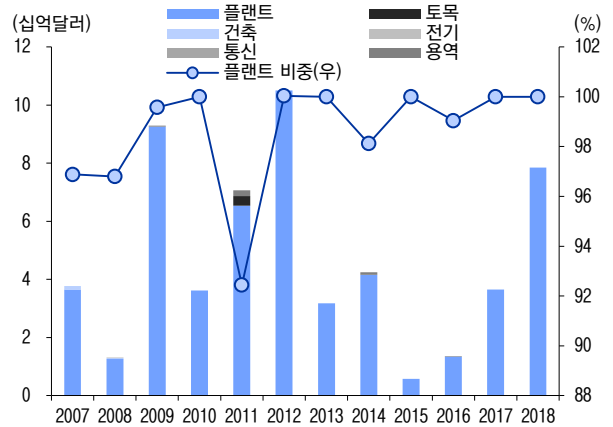
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 5대 건설사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 삼성 ENG 중동 비중: '16년 0%' '18년 26%



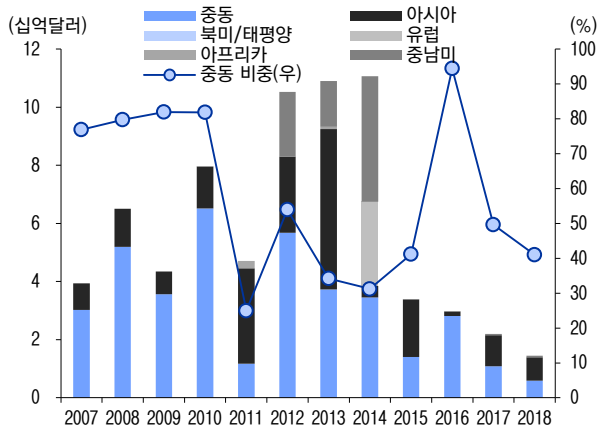
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 삼성ENG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 삼성 ENG 플랜트 비중: '16년 99%' '18년 100%



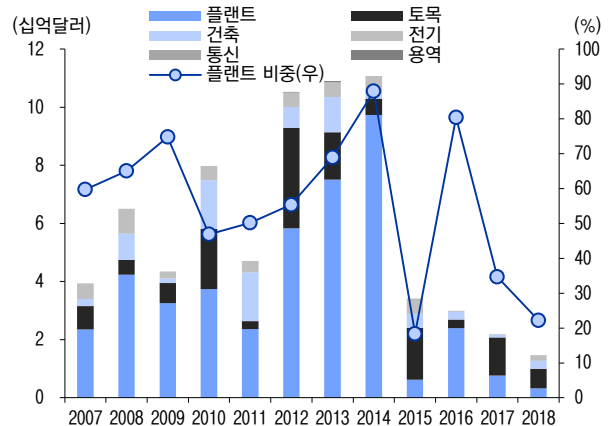
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 삼성ENG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 현대건설 중동 비중: '16년 94%' '18년 41%



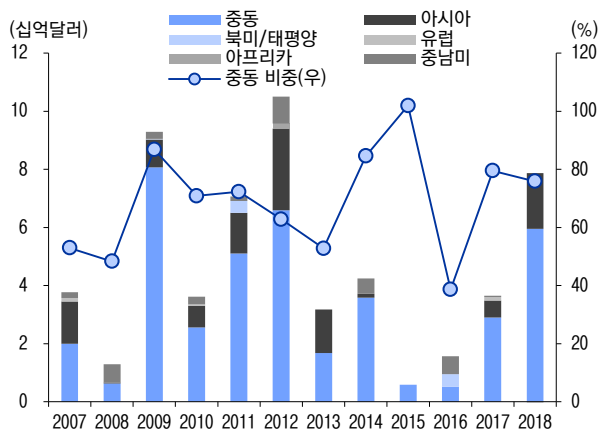
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 현대건설 플랜트 비중: '16년 80%' '18년 22%



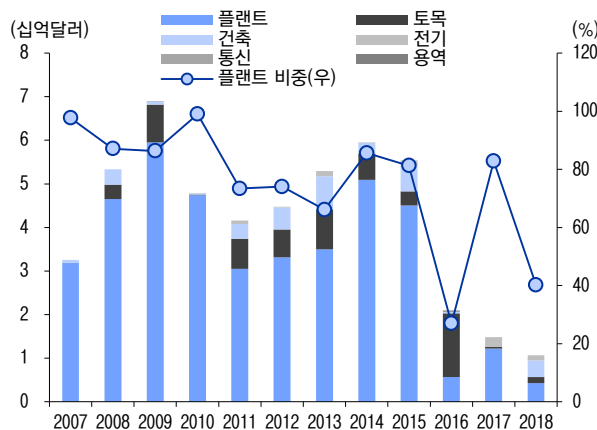
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 GS 건설 중동 비중: '16년 100%' '18년 76%



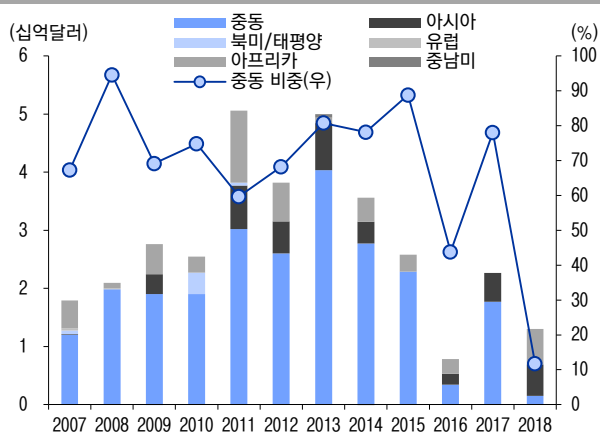
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 GS 건설 플랜트 비중: '16년 27%' '18년 40%



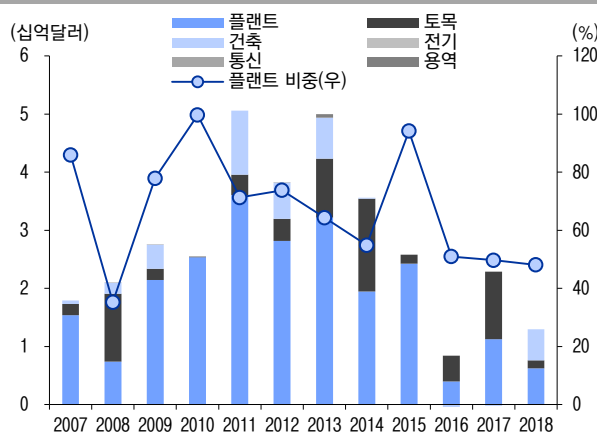
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 대우건설 중동 비중: '16년 44%' '18년 12%



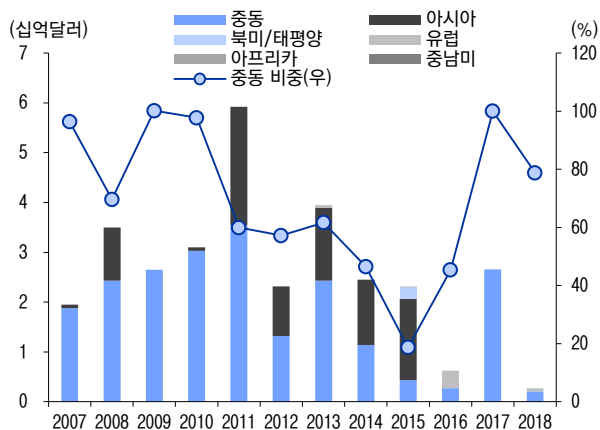
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 대우건설 플랜트 비중: '16년 51%' '18년 48%



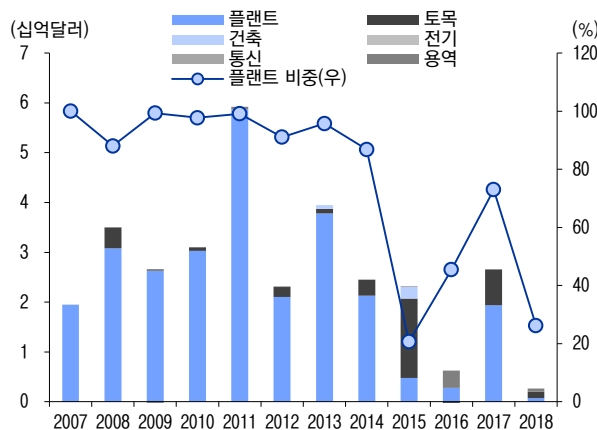
주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 대림산업 중동 비중: '16년 45%' '18년 79%



주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 대림산업 플랜트 비중: '16년 45%' '18년 26%



주: 2018년은 9개월 누적 데이터를 연간화
 자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

부동산은 정부 하기 나름이에요

건축/주택 부문은 수요와 공급만으로 결정되지 않습니다.
정책에 따른 원재료(택지) 공급 영향을 배제할 수 없기 때문입니다.

이와 동시에 규제 일변도의 부동산 정책 스탠스가 함께 반영되면서
향후 건축/주택 분야는 가파른 성장세를 기대하기 어려울 것으로 판단됩니다.

택지공급 감소에 따른 인허가 물량 감소는
재개발/재건축을 통해 완화할 수 있을 것으로 판단됩니다.

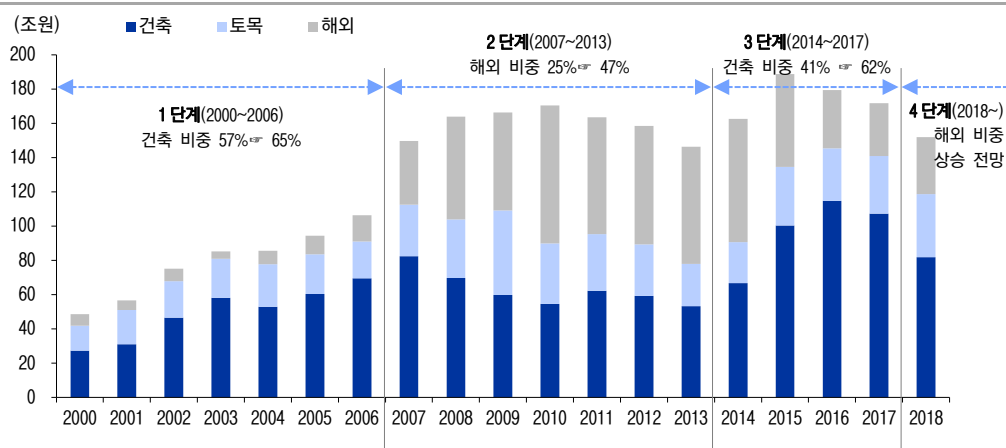
이에 따라 지역별 택지공급량과 재개발/재건축 계획을 토대로
건설사 간의 경쟁력을 확인해보았습니다.

부동산은 정부 하기 나름이에요

국내 건설사는 2014년부터 2017년까지 건축/주택의 수주 비중이 41%에서 62%까지 높아지는 등 상승세가 돋보였다. 물론 2018년(8개월 누적 데이터의 연간화) 역시 52%에 달하는 등 여전히 토목과 해외 부문을 크게 상회한다. 그러나 2016년 이후 비중이 낮아지기 시작함과 동시에 해외 수주 비중이 2017년부터 반등하고 있는 등의 변화와 규제 일변도의 부동산 정책 스탠스가 함께 반영되면서 향후 건축/주택 분야에서는 가파른 성장세를 기대하기 어려울 것이라는 컨센서스가 형성되어 있다.

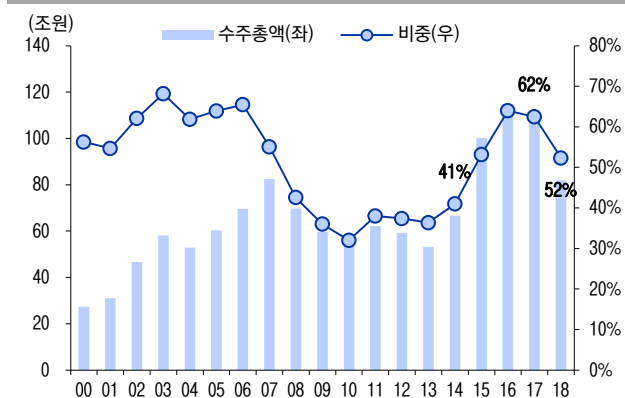
건축/주택 부문은 수요와 공급만으로 결정되지 않는다. 정책에 따른 원재료(택지) 공급 영향을 배제할 수 없기 때문이다. 일반적으로 택지 공급과 인허가 간의 시차가 약 8년 임을 고려할 때, 2011년을 기점으로 감소하기 시작한 택지 공급은 2019년부터 인허가와 수주 감소로 반영될 것이다. 그리고 이는 2025년까지 이어질 것이다. 이와 동시에 부동산 규제 정책 등의 영향은 시장의 우려대로 향후 건축/주택 분야의 가파른 성장세를 기대하기 어렵게 하는 요인이다.

그림25 건설사 건축/주택 신규수주, 2016년 115조 원 ⇄ 2018년 82조 원(연간화)



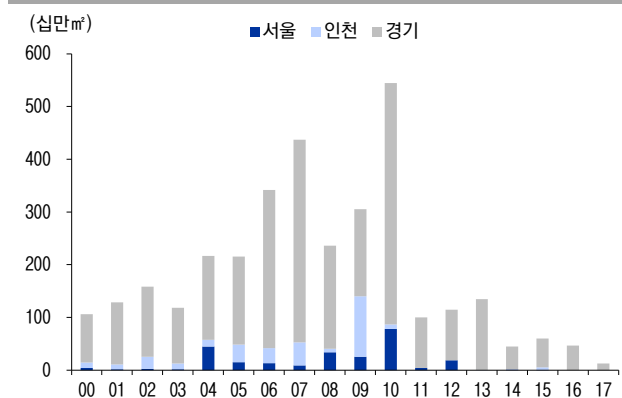
주: 2018년 데이터는 8개월 누적 데이터의 연간화하여 적용
 자료: 통계청, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 2016년 이후 건축/주택 수주 비중 감소



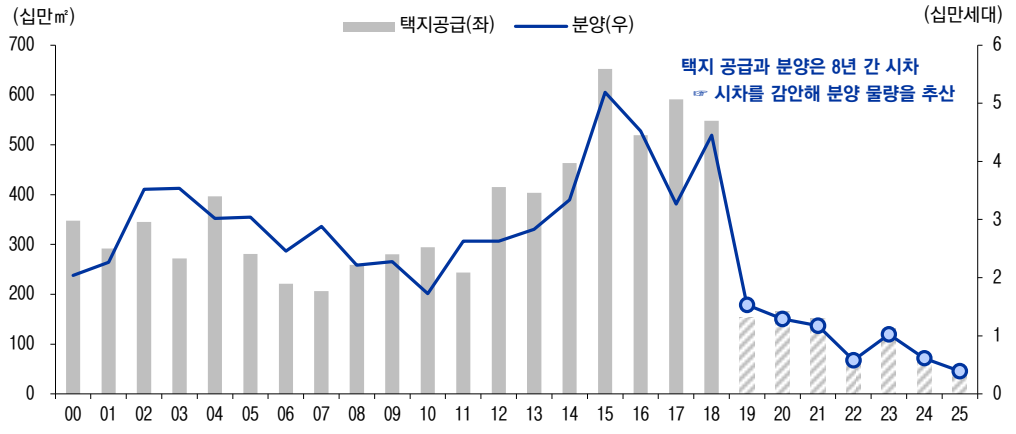
주: 2018년 데이터는 8개월 누적 데이터의 연간화하여 적용
 자료: 통계청, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 택지공급, 2010년 이후 급감하기 시작



자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 택지공급과 인허가/분양 간의 시차는 약 8년 ☞ 2025년까지 신규 분양 감소할 전망



자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 아파트 분양진행/계획 현황(2018년 10월말 기준)

구분	2018년			2019년		
	총 세대 수	해당기업 세대 수	비중(%)	총 세대 수	해당기업 세대 수	비중(%)
현대건설	15,481	13,496	20.0%	3,446	3,446	11.7%
현대건설	8,549	6,749	10.0%	2,048	2,048	6.9%
현대엔지니어링	6,932	6,747	10.0%	1,418	1,418	4.8%
GS건설	15,495	12,353	18.3%	19,285	15,921	53.9%
대림산업	19,832	16,852	24.9%	4,864	2,432	8.2%
대우건설	16,811	11,064	16.4%	1,948	1,948	6.6%
소계	67,619			29,563		

주: 2019년은 분양이 결정된 내용만 포함되어 있으므로 실제치와 다를 수 있음
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

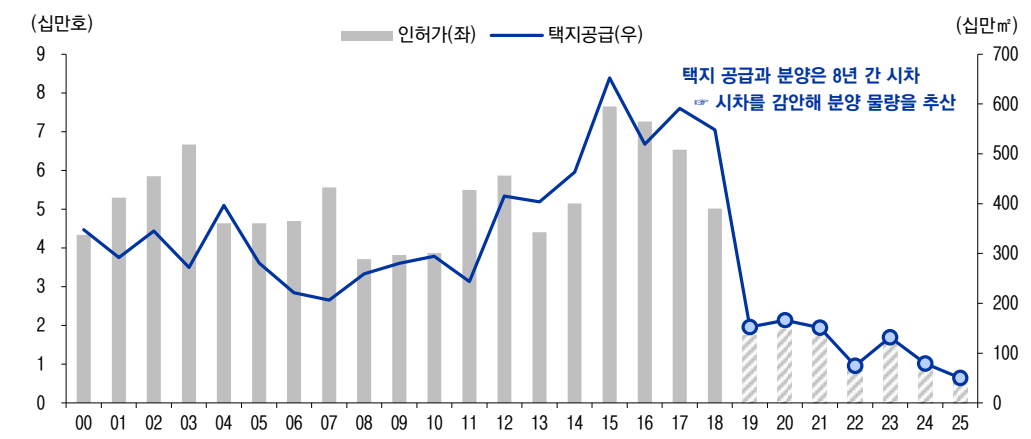
지방과 수도권: 냉정과 열정 사이

2019년부터 전국적으로 줄어드는 인허가 물량

앞서 언급한 바와 같이 2011년을 기점으로 감소하기 시작한 택지 공급은 2019년부터 인허가와 수주 감소로 반영될 것이고, 이는 2025년까지(현재 기준) 이어질 것이다. 이에 따라 건축/주택 분야의 가파른 성장세는 기대하기 어렵다는 판단은 전국 기준의 데이터를 기반으로 한 결론이다. 지역 간의 세부 데이터를 통해 좀 더 자세히 살펴보자.

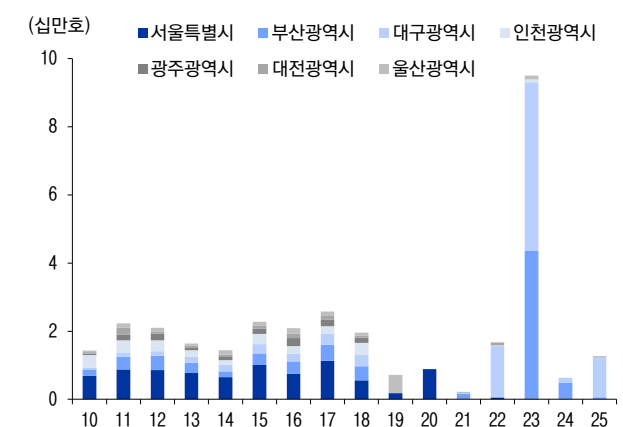
택지공급을 기준으로 개별 지역의 인허가 물량은 살펴볼 때, 지역별로 상이한 모습을 보인다. 서울은 2020년, 경기도는 2021년, 부산과 대구는 2023년, 세종시가 포함된 충남은 2025년에 인허가 물량이 집중될 것으로 예상된다. 물론 택지공급을 기준으로 예상한 수치이므로 건설사의 인허가 신청에 따라 실질적인 규모는 달라질 수 있다.

그림29 택지공급과 인허가 간의 시차는 약 8년 ☞ 2025년까지 전국의 인허가 물량 감소 예상



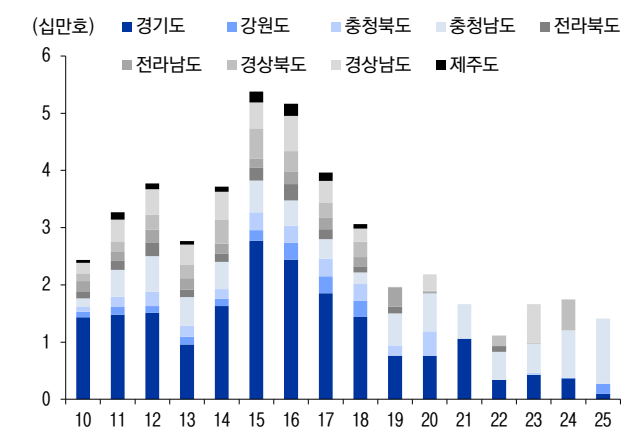
자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 특별시와 광역시의 인허가 물량 전망



자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 전국 9개 도(道)의 인허가 물량 전망



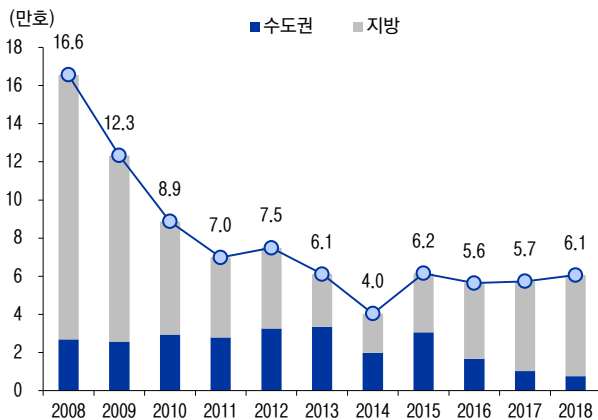
자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

점차 늘어나고 있는 미분양 아파트, 악몽이 시작되나

미분양 아파트는 1988년 노태우 정부의 200만 호 주택 건설 추진 시기, IMF 직후인 1998년, 그리고 2008년 금융위기 등 총 세 차례에 걸쳐 10만 호를 넘는 시기를 겪은 바 있다. 미분양은 공급과잉과 국내 경기 침체 등으로 인한 주택경기 부진에 기인한다. 미분양은 분명 건설사에게 부담요인이다. 미분양에 따른 분양시기 지연은 공사비 회수가 늦어지는 등 채무부담이 가중되고 조달금리 상승으로 반영된다.

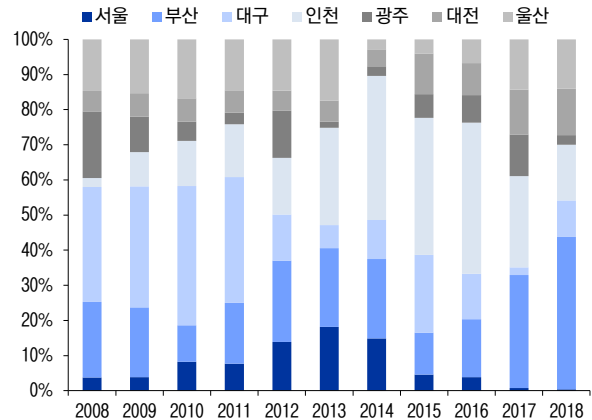
데이터를 살펴보면, 2008년 금융위기 이후 전국 미분양 아파트는 16.6만 호를 기록했다. 아파트 분양 물량이 최고치를 기록했던 지난 2015년 미분양 아파트는 전년 대비 약 2.2만 호 증가하는 등 우려감이 제기된 바 있으나, 그 이후 5~6만 호 수준에서 등락을 반복하고 있어 위험하다고 보기는 어렵다. 인허가 대비 미분양 비중은 광역시 중 대전과 울산, 전국 9개 도(道) 중 충남과 경남 지역이 상대적으로 높다. 이에 따라 **서울과 수도권 분양 비중이 높은 건설사가 안정적인 것으로 판단된다.**

그림32 전국 미분양 세대, 5~6 만 호 수준을 유지하고 있음



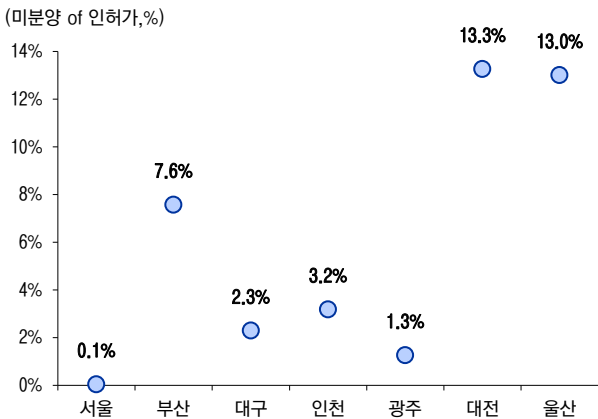
주: 2018년 데이터는 9개월 간의 누적 데이터
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 부산의 미분양 물량, 62% 증가



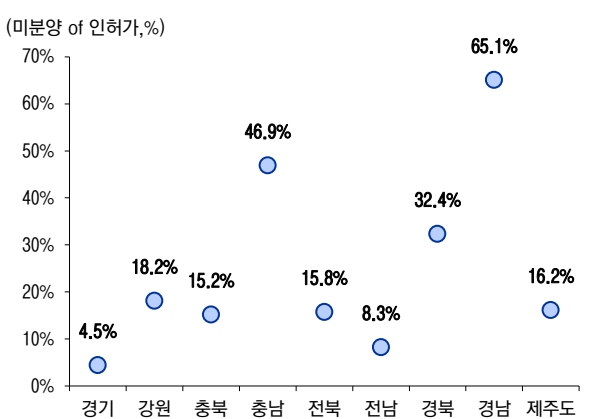
주: 2018년 데이터는 9개월 간의 누적 데이터
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 2018년 인허가 규모 대비 미분양



주: 2018년 데이터는 9월 누적 데이터의 연간화를 적용
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 2018년 인허가 규모 대비 미분양



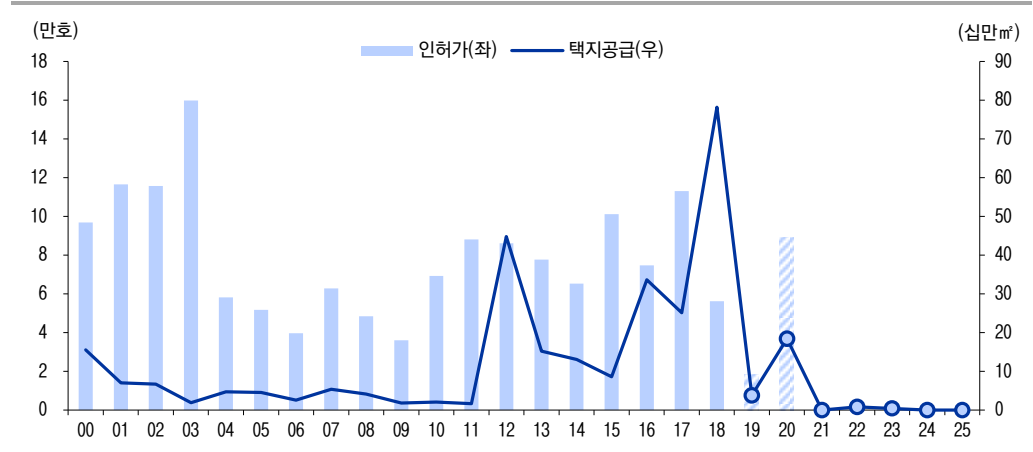
주: 2018년 데이터는 9월 누적 데이터의 연간화를 적용
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

서울의 인허가 물량, 2020년까지는 안정적인 것

2019년부터 전국의 인허가 물량이 급감할 것으로 예상되는 것과는 달리 서울은 2019년 18,500호, 2020년 89,100호 가량의 인허가가 예상된다. 지난 5년간(2014~2018년)의 연평균 인허가 규모가 82,000호였음을 고려할 때, 2020년까지의 서울의 인허가 물량은 전국 기준의 급격한 물량 감소와는 다소 다른 그림이 예상된다.

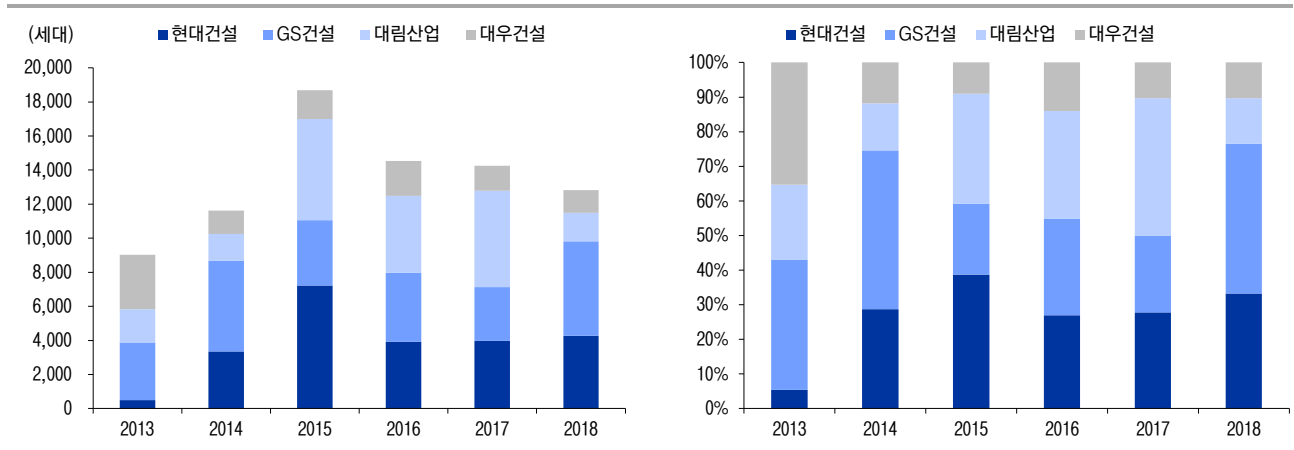
2018년까지의 건설사별 분양물량을 살펴보면, 현대건설의 지난 5년간 분양물량은 연평균 4,500세대로 4개 건설사 중 가장 많은 규모를 분양했다. 한편 GS 건설은 2017년을 기점으로 분양물량이 증가함에 따라 5년 연평균 4,400세대를 기록하는 등 서울 내 아파트 분양은 현대건설과 GS건설의 이파전이 벌어지고 있음을 알 수 있다.

그림36 택지공급과 인허가 간의 시차는 약 8년 2020년까지는 인허가 물량 견조 예상



자료: 온나라 부동산정보 통합포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 4개 건설사의 서울 내 분양 물량 비중: 2018년은 현대건설과 GS건설의 이파전



자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

건설사의 분양물량을 전국 범위로 확대하면 기업 간의 특징이 더욱 명확히 드러난다. 4개 건설사 중 전국의 아파트 분양물량은 GS건설과 대우건설이 가장 많다. 물론 4개 건설사 모두 대형사라는 점을 고려할 때, 그 규모의 차이는 크지 않다(5년 평균 GS건설 2.2만 세대, 대우건설 2.1만 세대, 대림산업 2만 세대, 현대건설 2만 세대).

이를 수도권(서울/경기/인천)과 지방으로 나누어보면, 수도권 비중이 가장 높은 건설사는 GS 건설, 가장 낮은 건설사는 현대건설이다. 앞서 언급한 현대건설과 GS건설이 서울 내 아파트 분양 규모가 많다는 것과 상이하게 이해된다. 4개 건설사 아파트 분양을 서울과 그 외 지역으로 나누어보면, GS건설의 서울 비중(29.6%)이 가장 높고, 현대건설(22.8%), 대림산업(21.5%), 대우건설(9.5%)순이다. 즉, 현대건설의 수도권 내 분양은 서울에 집중되어 있기 때문에 상대적으로 수도권 집중도는 낮게 나타나는 것이다.

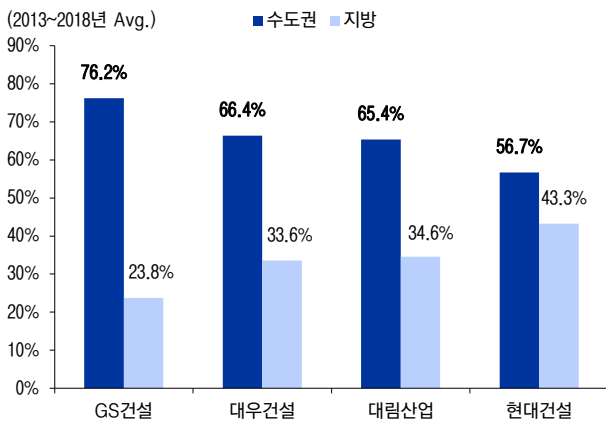
결론적으로 향후의 분양 물량의 규모와 지방도시의 미분양 우려감 등을 고려할 때, **건축/주택 부문에서 가장 뛰어난 건설사는 현대건설과 GS건설이라 판단**한다.

표13 4개 건설사의 수도권과 지방의 아파트 분양 비중 추이

시기	현대건설		GS건설		대림산업		대우건설	
	수도권	지방	수도권	지방	수도권	지방	수도권	지방
2013	52.8%	47.2%	79.0%	21.0%	50.2%	49.8%	76.2%	23.8%
2014	60.6%	39.4%	92.3%	7.7%	63.7%	36.3%	67.8%	32.2%
2015	68.3%	31.7%	65.3%	34.7%	82.6%	17.4%	64.0%	36.0%
2016	60.2%	39.8%	75.7%	24.3%	57.0%	43.0%	75.4%	24.6%
2017	43.3%	56.7%	63.5%	36.5%	75.9%	24.1%	45.6%	54.4%
2018	55.4%	44.6%	81.5%	18.5%	63.0%	37.0%	69.5%	30.5%
Avg.	56.7%	43.3%	76.2%	23.8%	65.4%	34.6%	66.4%	33.6%

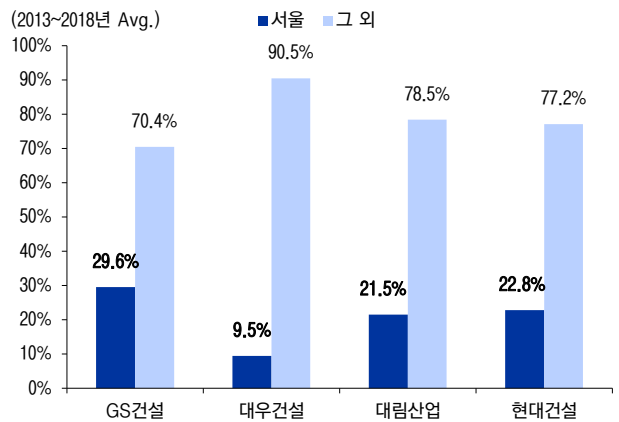
주: 2018년은 기 분양물량과 계획물량을 모두 포함하는 데이터
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 수도권 비중은 GS 건설, 대우건설 순



주: 2018년은 기 분양물량과 계획물량을 모두 포함하는 데이터
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 서울 비중은 GS 건설과 현대건설 순



주: 2018년은 기 분양물량과 계획물량을 모두 포함하는 데이터
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

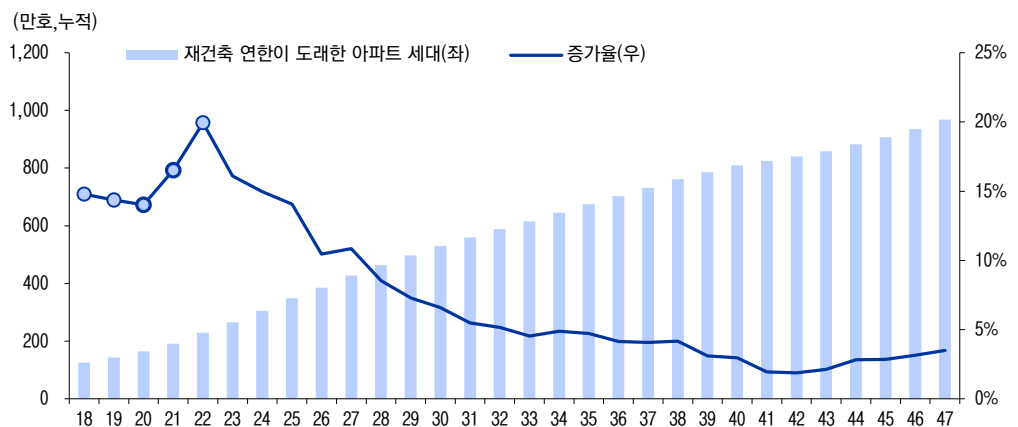
인허가 물량 감소? 재개발/재건축을 보자!

재개발/재건축이 택지공급 감소를 상쇄할 수 있을까

2011년부터 감소하기 시작한 택지 공급은 2025년까지(현재 기준) 인허가와 수주 감소로 반영될 것이다. 향후 5년(2019~2023년)간 인허가 물량이 연평균 약 7만 호씩 줄어든다는 점을 고려할 때, 이를 상쇄할만한 원재료인 재개발/재건축 등 도시정비 승인 속도의 가속화가 필요하다. 그러나 현재 사업계획승인 물량은 4만 호에 못 미치는 수준이다. 즉, 주택 공급은 연평균 3만 호 가량이 줄어들 것으로 예상된다.

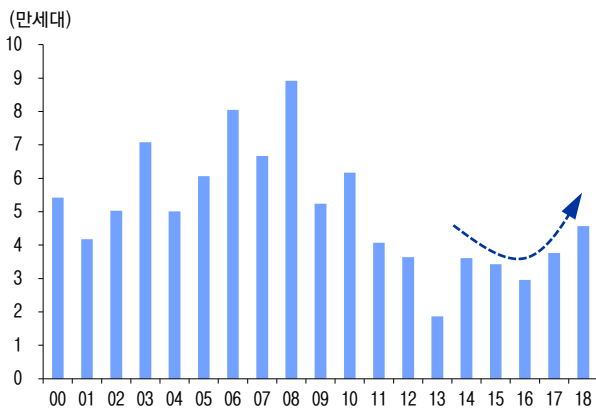
한편 재건축 연한을 30년으로 가정하면, 약 100만 세대의 아파트가 재건축이 가능하다고 판단된다. 또한 택지공급이 시급한 2023년 내에 재건축 연한이 도래한 아파트 물량 역시 급증한다. 그럼에도 불구하고 도시정비 사업시행인가에서 완공까지 4년 이상 소요된다는 점을 고려할 때, 현 정책 기조에서는 단기적인 원재료 감소는 불가피하다.

그림40 재건축 연한이 도래한 아파트, 지금부터 2022년까지 급격하게 증가



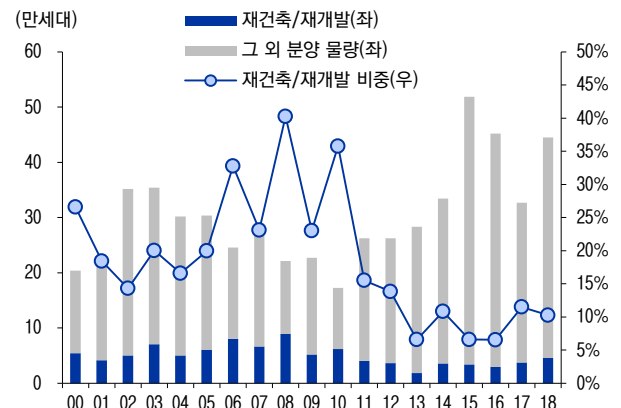
주: 2015년 재건축 연한이 도래한 아파트 89만 호를 기준으로 재건축 연한(30년)이 도래한 아파트의 누적 데이터
 자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 재건축/재개발 분양물량 공급



자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 재건축/재개발만으로는 역부족



자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

재개발/재건축 경쟁력은 결국 아파트 브랜드

재개발/재건축이 줄어드는 택지 공급에 따른 인허가 공백을 완벽히 채울 수는 없다. 그러나 적어도 급격한 물량 감소에 따른 개별 건설사의 실적 공백은 해소할 수 있을 것으로 판단한다. 재개발/재건축 진행 과정에서 조합설립인가가 결정되고 난 후 건설사를 상대로 경쟁입찰을 통해 시공사를 선정한다. 시공사 선정과정은 경쟁입찰이므로 가장 중요한 요소는 비용과 해당 시공사의 브랜드라고 판단된다.

전국의 재개발/재건축 분양 물량의 건설사별 비중을 살펴보면, 대림산업과 현대건설, 그리고 서울에서는 GS건설과 현대건설의 비중이 높다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 당사 커버리지 내의 4개 건설사는 모두 대형 건설사라는 점에서 건설사 간의 차이가 크게 두드러지지 않는다. 결국 동일한 환경에서 좀 더 적극적으로 사업을 추진하는 건설사가 누구냐에 따라 단기적인 실적이 달라지게 된다고 판단한다.

표14 재개발/재건축 진행 과정

기간	단계	주요 내용
약 3년	기본 계획 수립	도시의 수장이 대략적인 도시 계획을 수립
	구역지정	구역 주민이 조례에 따라 집/토지 소유주의 동의를 얻어 재개발구역 지정을 제안 혹은 도시의 수장이 직접 지정
	추진위원회 구성	조합 설립 전까지 재개발 준비 단계. 집/토지 소유주 1/20이상의 동의 필요
	조합설립인가	집/토지 소유주의 3/4 이상 및 토지면적의 1/2 이상의 동의 필요. 도시의 수장에게 조합신청/인가
	시공사 선정 사업시행인가	건설사를 상대로 경쟁입찰을 실시해 시공사 선정 조합원의 동의를 얻어 재개발사업 계획서 인가 승인
약 4년	조합원 분양신청	집/토지 소유주에게 분양신청 기관과 그 외 사항을 공지하고 신청 받는 단계
	관리처분계획인가	아파트 분양과정에서 조합원의 조건과 분양 세대 결정
	이주/철거	본격적인 공사를 위한 주민의 이주 → 이주 완료 후 철거공사 시작
	착공/일반분양	조합원 분양 종료 이후 남은 세대를 일반인에게 분양
	준공/입주	
	이전고시	조합원과 일반 분양 세대의 소유권 이전
	청산	관리처분계획 인가에서 설정한 분담금/환급금 청산

자료: 언론자료 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 2018년 시공능력 평가 결과

시공능력평가액		기술능력평가액		신인도평가액		아파트		
순위	건설사	순위	건설사	순위	건설사	순위	건설사	브랜드
1	삼성물산	1	현대건설	1	삼성물산	1	GS건설	자이
2	현대건설	2	대우건설	2	현대건설	2	대우건설	푸르지오
3	대림산업	3	GS건설	3	대우건설	3	대림산업	e편한세상
4	대우건설	4	대림산업	4	대림산업	4	롯데건설	롯데캐슬
5	GS건설	5	포스코건설	5	GS건설	5	현대건설	힐스테이트
6	현대엔지니어링	6	삼성물산	6	포스코건설	6	포스코건설	더샵
7	포스코건설	7	롯데건설	7	롯데건설	7	HDC현대산업개발	아이파크
8	롯데건설	8	SK건설	8	SK건설	8	삼성물산	래미안
9	SK건설	9	현대엔지니어링	9	현대엔지니어링	9	부영주택	사랑으로
10	HDC현대산업개발	10	한화건설	10	한화건설	10	한화건설	꿈에그린

자료: 국토교통부(2018.07.26), 이베스트투자증권 리서치센터

표16 전국의 재개발/재건축/조합 분양 물량: 전국에서는 현대건설과 대림산업

분양세대	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
현대건설	1,008	4,690	9,646	6,293	4,898	14,276	911
현대건설	1,008	3,228	8,265	4,674	3,509	8,307	911
현대엔지니어링	0	1,462	1,381	1,619	1,389	5,969	0
GS건설	3,677	5,325	4,643	5,849	6,290	14,222	12,124
대림산업	2,864	3,975	8,643	6,963	6,951	17,374	2,432
대우건설	2,988	2,017	6,207	6,070	5,110	6,194	0
소계	10,537	16,007	29,139	25,175	23,249	52,066	15,467
비중,%	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
현대건설	9.6%	29.3%	33.1%	25.0%	21.1%	27.4%	5.9%
현대건설	9.6%	20.2%	28.4%	18.6%	15.1%	16.0%	5.9%
현대엔지니어링	0.0%	9.1%	4.7%	6.4%	6.0%	11.5%	0.0%
GS건설	34.9%	33.3%	15.9%	23.2%	27.1%	27.3%	78.4%
대림산업	27.2%	24.8%	29.7%	27.7%	29.9%	33.4%	15.7%
대우건설	28.4%	12.6%	21.3%	24.1%	22.0%	11.9%	0.0%

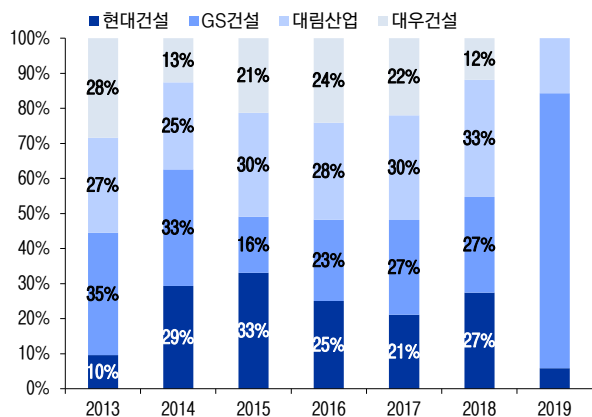
주: 2018년은 기 분양과 분양예정 물량의 합산, 2019년은 고시된 계획물량으로 실제와 다를 수 있음
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 서울의 재개발/재건축/조합 분양 물량: 서울에서는 현대건설과 GS 건설

분양세대	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
현대건설		3,228	6,029	3,916	3,509	4,721	911
현대건설		3,228	6,029	3,916	3,509	2,913	911
현대엔지니어링						1,808	
GS건설	2,885	5,325	3,830	3,335	3,165	6,210	2,706
대림산업	1,952	1,589	5,935	4,092	5,379	1,682	
대우건설	1,989	1,058	1,691	2,040	810	1,326	
소계	6,826	14,428	23,514	17,299	16,372	18,660	4,528
비중,%	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
현대건설	0.0%	22.4%	25.6%	22.6%	21.4%	25.3%	20.1%
현대건설		22.4%	25.6%	22.6%	21.4%	15.6%	20.1%
현대엔지니어링						9.7%	
GS건설	42.3%	36.9%	16.3%	19.3%	19.3%	33.3%	59.8%
대림산업	28.6%	11.0%	25.2%	23.7%	32.9%	9.0%	
대우건설	29.1%	7.3%	7.2%	11.8%	4.9%	7.1%	

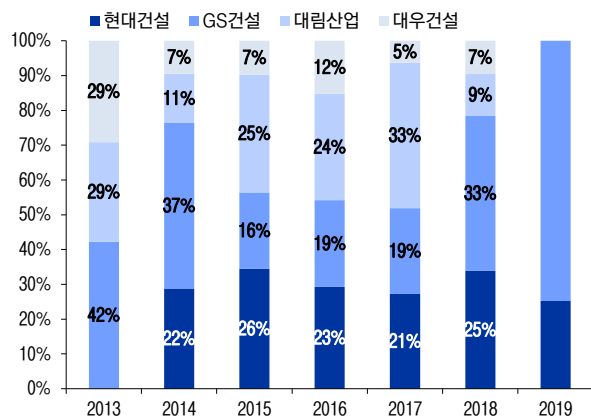
주: 2018년은 기 분양과 분양예정 물량의 합산, 2019년은 고시된 계획물량으로 실제와 다를 수 있음
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 전국의 재건축/재개발/조합 분양 물량 추이



주1: 2018년은 기 분양과 분양예정 물량의 합산
 주2: 2019년은 고시된 계획물량으로 실제와 다를 수 있음
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 서울의 재건축/재개발/조합 분양 물량 추이



주1: 2018년은 기 분양과 분양예정 물량의 합산
 주2: 2019년은 고시된 계획물량으로 실제와 다를 수 있음
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 4 개 건설사의 재개발/재건축/조합 분양 계획

분양시기	유형	건설사	지역	아파트	총 세대 수	해당기업 세대 수
2018년11월	재개발	대림산업	부산광역시	래미안(부산거제2)	4,470	1,490
	재개발	GS건설	경기도	탐석센트럴자이	2,573	2,573
	재개발	GS건설	경기도	안양임곡3지구	1,582	791
	재건축	현대건설	서울특별시	삼호가든3차재건축(디에이치반포)	848	848
	재개발	대림산업	서울특별시	e편한세상청계센트럴포레	823	823
	재건축	대우건설	서울특별시	사당3구역푸르지오	507	507
	조합	현대엔지니어링	전라북도	군산현대엠코타운2차(공공분양)	449	449
재건축	현대건설	서울특별시	디에이치포레센트(일원대우)	173	173	
2018년12월	재개발	GS건설	서울특별시	중산2구역	1,386	1,386
	재건축	대우건설	경기도	래미안(안양비산2)	1,199	600
	재건축	대우건설	서울특별시	홍제1주택푸르지오	819	819
	재개발	GS건설	대구광역시	대구남산4-4구역	616	616
재건축	현대건설	대구광역시	대구봉덕새길재건축	338	338	
2018년 (미정)	재개발	GS건설	경기도	안양예술공원주변지구	1,052	1,052
	재개발	대림산업	경기도	성남금광1구역재개발	5,087	5,087
	재개발	대림산업	부산광역시	부산전포1-1e편한세상	1,401	1,401
	재개발	대림산업	경기도	안양냉천지구주택재개발(공공분양)	1,274	1,274
	재개발	대림산업	경기도	안양냉천지구주택재개발(공공임대)	355	355
	재건축	대림산업	경기도	안산원곡e편한세상	1,322	661
	조합	현대건설	광주광역시	신용동힐스테이트	1,544	1,544
	조합	현대건설	경기도	오산갈곶동지역조합	972	972
	조합	현대건설	경기도	힐스테이트판교엘포레(A6)	464	232
	재건축	현대엔지니어링	서울특별시	신림강남재건축	1,143	1,143
	조합	현대엔지니어링	경기도	힐스테이트판교엘포레(A6)	464	232
	조합	현대엔지니어링	전라남도	힐스테이트죽림	989	989
	조합	현대엔지니어링	광주광역시	광주월산힐스테이트	558	558
2019년 (미정)	재개발	GS건설	경기도	수원센트럴아이파크자이(팔달10구역)	3,432	1,716
	재건축	GS건설	경기도	과천주공6단지자이	3,343	3,343
	재개발	대림산업	경기도	안양덕현지구재개발	2,761	1,380
	재개발	GS건설	경기도	의정부중앙2구역	2,473	825
	재개발	GS건설	경기도	성남신흥2자이	2,213	2,213
	재개발	대림산업	경상남도	회원2구역두산위브(가칭)	2,103	1,052
	재건축	GS건설	서울특별시	서초무지개	1,446	1,446
	재개발	GS건설	충청남도	천안백석5	1,321	1,321
	조합	현대건설	서울특별시	이수역힐스테이트	911	911
	재건축	GS건설	서울특별시	방배경남	761	761
	재건축	GS건설	서울특별시	개포주공4단지(그랑자이)	499	499

주1: 2018년 중 분양 시기가 아직까지 결정되지 않은 분양계획은 2019년으로 지연될 가능성이 높다고 판단
 주2: 당사의 커버리지는 삼성엔지니어링을 포함한 5개사이나, 삼성엔지니어링은 국내 건축/주택을 하지 않으므로 제외
 주3: 현대엔지니어링은 현대건설에 연결로 포함
 자료: REPS, 이베스트투자증권 리서치센터

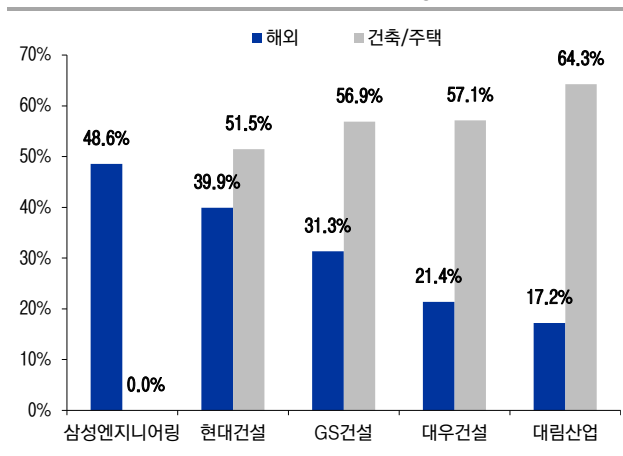
부동산 위축에도 지치지 않는 나는 유노윤호다

2011년부터 감소하기 시작한 택지 공급으로 2019년부터 2025년까지(현재 기준) 인허가와 수주 감소가 예상된다. 이와 동시에 이를 일정부분 상쇄할 수 있을 것으로 기대되는 재개발/재건축 역시 초과이익 환수제에 따른 분담금 부담, 재건축 안전진단 기준 강화 등의 영향으로 도시정비 수요 확대를 크게 기대하기 어려운 상황이다.

결국 건설사의 수주에서 국내 건축/주택에 대한 기대감은 점차 낮아질 수 밖에 없다고 판단한다. 이에 따라 우리는 건축/주택의 경우, 전국의 변화 관점보다는 개별 지역에 대한 세부적인 접근이 필요하다고 판단한다. 앞서 언급한 바와 같이 서울의 경우, 2020년까지 인허가 및 분양 물량의 증가가 예상된다. 즉, 건축/주택 비중이 높은 건설사에 대한 선호도는 서울 내 비중에 따라 결정하는 것이 가장 안정적인 선택이라고 판단한다.

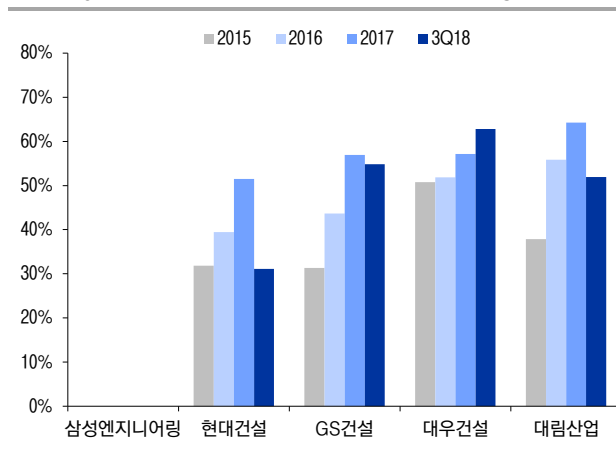
서울/수도권에서 경쟁력을 가진 건설사는 현대건설과 GS건설이다. 전국기준의 재개발/재건축은 현대건설과 대림산업, 서울의 재개발/재건축은 현대건설과 GS건설이 상대적인 경쟁력이 뛰어나다. 결론적으로 **건축/주택 분야에서 가장 뛰어난 경쟁력을 가진 건설사는 현대건설이라고 판단한다.**

그림45 해외와 건축/주택 부문의 매출 비중



자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 당사 커버리지 기업의 건축/주택 매출 비중



자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

해외에서 전하는 한국 건설사의 경쟁력

국제유가 상승에 따른 중동 국가의 재정 여력 확대는
정유 및 석유화학 플랜트의 발주 증가,
그리고 이는 국내 건설사 해외 플랜트 수주 확대 기대감으로 반영되었습니다.

그러나 국내 기업들의 수주 부진으로
사실상 건축/주택 부문 하락 영향을 완벽히 상쇄하지 못하고 있는 상황입니다.

이에 따라 중동과 아시아, 그리고 개별 국가의 환경을 살펴봄으로써
상대적인 경쟁력을 비교해보았습니다.

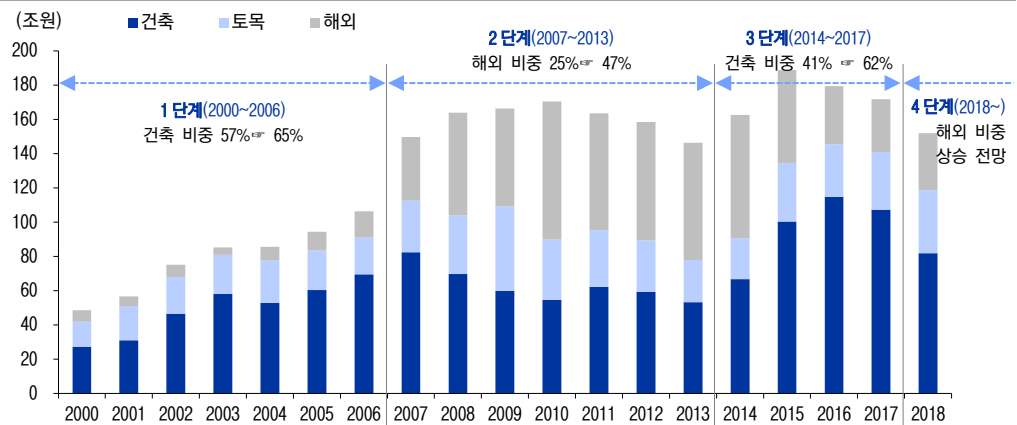
결론적으로 건축/주택 부문에서는 현대건설과 GS건설,
해외에서는 현대건설과 삼성엔지니어링의 경쟁력이 돋보인다는 점을 고려해
우리는 건설업 내 유노윤호 즉, **Top Pick**을 **현대건설로 제시**합니다.

해외에서 전하는 한국 건설사의 경쟁력

2007년부터 2013년은 해외 수주 비중이 가파르게 증가한 구간으로 그 비중은 25%에서 47%까지 상승했다. 2007년의 해외 수주는 전년동기대비 142% 증가한 398억 달러로 의미 있는 외형 성장이라고 판단되는 400억 달러 선을 처음 상회하는 시기였다. 그리고 이러한 호조세는 2015년(461억 달러)까지 이어졌다.

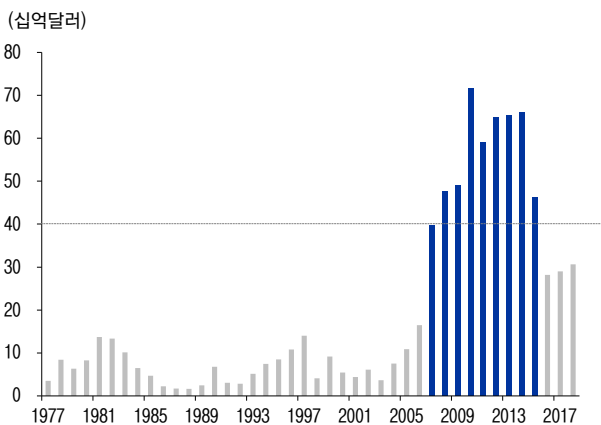
7년 간의 해외 수주를 지역별로 살펴보면, 중동 57.1%, 아시아 29.5%로 사실상 중동이 전체 해외 수주를 주도했다. 평균 85.8달러/배럴(2008년 제외 시, 92.6달러/배럴)에 달하는 등 국제유가 상승에 따른 중동 국가의 재정 여력 확대는 정유 및 석유화학 플랜트의 발주 증가, 그리고 국내 건설사의 해외 플랜트 수주 확대에 반영되었다. 물론 유가 상승이 해외 수주 증가의 충분 조건은 아니나 필요 조건이라고 판단한다.

그림47 건설사 건축/주택 신규수주, 2016년 115조 원 vs 2018년 82조 원(연간화)



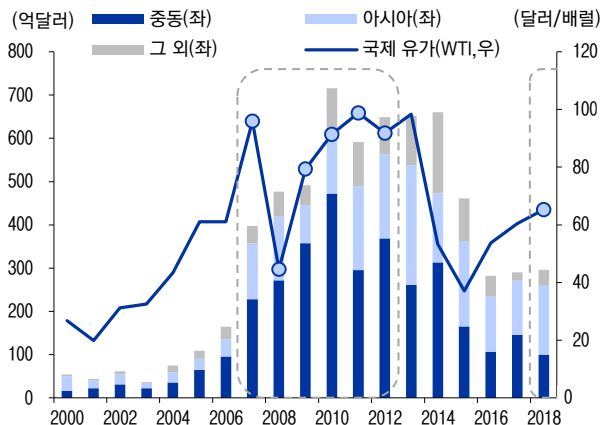
주: 2018년 데이터는 8개월 누적 데이터의 연간화하여 적용
 자료: 통계청, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 의미 있는 외형 성장의 규모는 400억 달러 수준



자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 국제유가의 상승은 해외 플랜트 발주 증가로 반영



주: 2018년 데이터 중 수주는 10개월 누적인 연간화. 국제유가는 10월말 기준
 자료: Bloomberg, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

2000년 이후 지역별 해외수주 현황을 살펴보면, 중동과 아시아의 비중이 대부분을 차지한다. 지난 10년(2009~2018)간으로 기간을 나누어 살펴보면, 중동 49.3%, 아시아 35.1%로 84.3%에 달한다. 결국 국내 건설사의 **해외 수주는 중동과 아시아 국가들의 건설 프로젝트 물량이 증가하고, 그 중 국내 건설사의 수주가 많아져야 함을 의미한다.** 그렇다면, 중동과 아시아 지역으로 수주 환경을 나누어 좀 더 자세히 살펴보도록 하자.

표19 지역별 해외수주 현황: 지난 10년(2009~2018)간 중동 비중은 49.3%, 아시아는 35.1%

순위	2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
	지역	수주총액 (억달러)	비중 (%)	지역	수주총액 (억달러)	비중 (%)	지역	수주총액 (억달러)	비중 (%)	지역	수주총액 (억달러)	비중 (%)
1	중동	128.02	47.3%	중동	1,017.26	62.1%	중동	1,711.57	52.4%	아시아	576.40	45.2%
2	아시아	108.46	40.1%	아시아	429.85	26.2%	아시아	967.42	29.6%	중동	503.73	39.5%
3	아프리카	19.24	7.1%	아프리카	72.29	4.4%	중남미	249.82	7.6%	중남미	72.24	5.7%
4	유럽	9.71	3.6%	중남미	41.67	2.5%	태평양/북미	156.01	4.8%	태평양/북미	66.15	5.2%
5	중남미	3.16	1.2%	태평양/북미	40.42	2.5%	아프리카	95.49	2.9%	아프리카	33.76	2.6%
6	태평양/북미	2.20	0.8%	유럽	37.54	2.3%	유럽	87.94	2.7%	유럽	22.81	1.8%
	소계	270.80	100.0%	소계	1,639.03	100.0%	소계	3,268.25	100.0%	소계	1,275.09	100.0%

주: 2018년 데이터는 10개월 누적 데이터를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 국가별 해외수주 현황: 여전히 대규모 해외수주는 중동 국가가 대다수

순위	2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)
1	이란	36.00	13.3%	UAE	276.58	16.9%	사우디	562.14	17.2%	베트남	116.45	9.1%
2	UAE	21.61	8.0%	사우디	212.43	13.0%	UAE	362.53	11.1%	사우디	107.61	8.4%
3	쿠웨이트	19.41	7.2%	쿠웨이트	152.14	9.3%	이라크	244.21	7.5%	UAE	90.15	7.1%
4	인도	19.22	7.1%	리비아	102.35	6.2%	쿠웨이트	190.15	5.8%	쿠웨이트	86.47	6.8%
5	리비아	18.19	6.7%	싱가포르	85.65	5.2%	베트남	176.05	5.4%	싱가포르	81.77	6.4%
6	나이지리아	17.68	6.5%	카타르	80.01	4.9%	싱가포르	135.45	4.1%	이란	52.38	4.1%
7	싱가포르	15.94	5.9%	베트남	68.96	4.2%	베네수엘라	95.29	2.9%	투르크메니스탄	49.52	3.9%
8	대만	13.48	5.0%	태국	61.03	3.7%	우즈베키스탄	92.59	2.8%	인도	45.74	3.6%
9	사우디	11.92	4.4%	알제리	54.19	3.3%	알제리	91.42	2.8%	말레이시아	43.23	3.4%
10	중국	11.42	4.2%	중국	48.13	2.9%	호주	91.02	2.8%	카타르	42.74	3.4%
소계	Top10	184.86	68.3%	Top10	1,141.47	69.6%	Top10	2,040.84	62.4%	Top10	716.06	56.2%
전체	95개국	270.80	100.0%	127개국	1,639.03	100.0%	147개국	3,268.25	100.0%	156개국	1,275.09	100.0%

주: 2018년 데이터는 10개월 누적 데이터를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

중동: 뜨거운 태양 아래 쏟아지는 수주

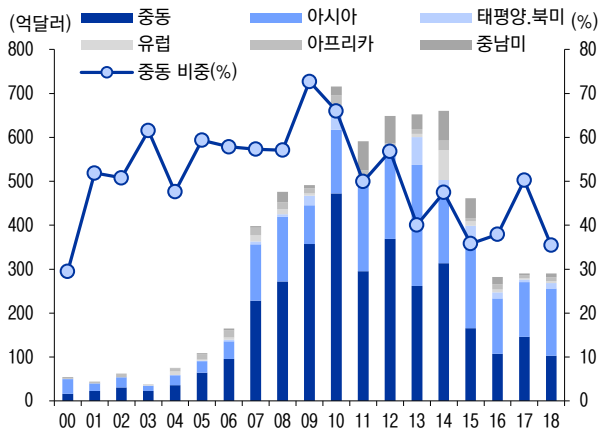
해외수주는 곧 중동에서의 수주를 의미

중동에서의 해외수주는 2007년 전년동기비 139% 증가한 228억 달러를 기록하면서 가파르게 증가하기 시작했다. 그리고 2014년(313억 달러)까지 200억 달러를 상회하는 수주를 유지했다. 중동의 수주는 대부분 플랜트를 의미한다. 실제로 최근 10년(2009~2018년)간의 공정 중 플랜트의 비중은 75.5%에 달한다. 플랜트는 가스, 원유, 정유, 석유화학, 담수 및 발전 프로젝트를 의미한다.

중동 국가에 매장된 풍부한 원유, 천연가스에서 비롯된 정유, 가스 관련 플랜트 투자는 최근 석유 분야로 확대되고 있다. 이는 일반적으로 유가 상승에 따른 플랜트 투자가 증가하고 난 후 토목/건축 분야의 발주가 이어지는 것과 일맥상통한다. 즉, 경제발전을 통한 신도시 건설 등 새로운 분야에 대한 투자와 발주가 증가하고 있는 것이다.

중동 지역의 국가별로 살펴보면, 중동 수주는 대부분 사우디아라비아와 아랍에미리트가 주도하고 있다. 실제로 사우디와 UAE에서의 수주는 지난 10년(2009~2018)간 중동 수주 중 50.4%, 전체 해외 수주 중 25.5%에 달한다. 결국 **해외 수주는 곧 중동에서의 수주를 의미하고, 이는 곧 사우디와 UAE에서의 수주를 의미한다** 해도 과언이 아니다. 그렇기 때문에 국제유가에 따라 국내 건설사 해외 수주에 대한 기대감이 달라지게 되는 것이다. 즉, **국제유가가 상승하면 중동 국가들로부터의 수주 증가를 기대하는 것이다.**

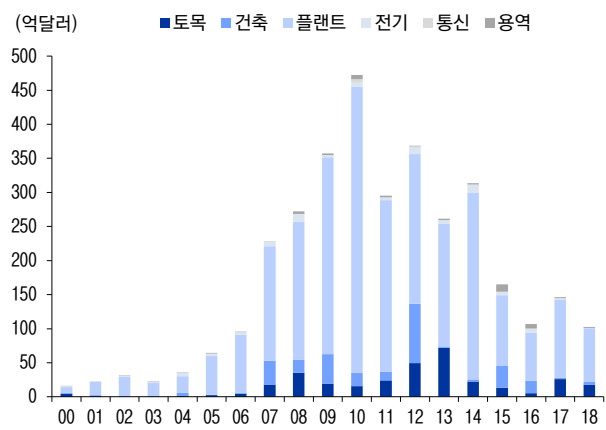
그림50 해외 수주는 곧 중동에서의 수주를 의미



주: 2018년은 10개월 누적 데이터의 연간화를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

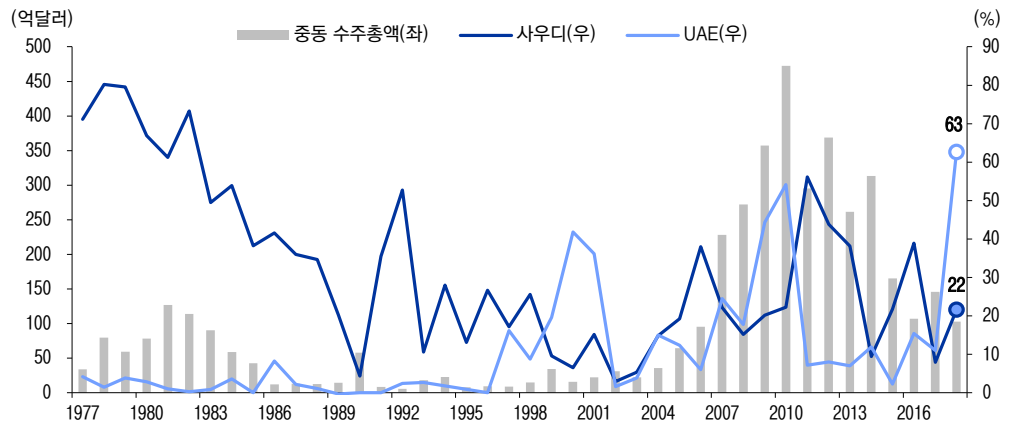
그림51 공정별 수주 현황: 최근 10년간 플랜트 비중 75.5%



주: 2018년은 10개월 누적 데이터의 연간화를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 중등 수주 중 사우디와 UAE 의 비중은 평균 47%에 달함



주: 2018년은 10개월 누적 데이터의 연간화를 적용
 자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 국가별 해외수주 현황: 여전히 대규모 해외수주는 중등 국가가 대다수

순위	2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)
1	이란	36.00	13.3%	UAE	276.58	16.9%	사우디	562.14	17.2%	베트남	116.45	9.1%
2	UAE	21.61	8.0%	사우디	212.43	13.0%	UAE	362.53	11.1%	사우디	107.61	8.4%
3	쿠웨이트	19.41	7.2%	쿠웨이트	152.14	9.3%	이라크	244.21	7.5%	UAE	90.15	7.1%
4	인도	19.22	7.1%	리비아	102.35	6.2%	쿠웨이트	190.15	5.8%	쿠웨이트	86.47	6.8%
5	리비아	18.19	6.7%	싱가포르	85.65	5.2%	베트남	176.05	5.4%	싱가포르	81.77	6.4%
6	나이지리아	17.68	6.5%	카타르	80.01	4.9%	싱가포르	135.45	4.1%	이란	52.38	4.1%
7	싱가포르	15.94	5.9%	베트남	68.96	4.2%	베네수엘라	95.29	2.9%	투르크메니스탄	49.52	3.9%
8	대만	13.48	5.0%	태국	61.03	3.7%	우즈베키스탄	92.59	2.8%	인도	45.74	3.6%
9	사우디	11.92	4.4%	알제리	54.19	3.3%	알제리	91.42	2.8%	말레이시아	43.23	3.4%
10	중국	11.42	4.2%	중국	48.13	2.9%	호주	91.02	2.8%	카타르	42.74	3.4%
소계	Top10	184.86	68.3%	Top10	1,141.47	69.6%	Top10	2,040.84	62.4%	Top10	716.06	56.2%
전체	95개국	270.80	100.0%	127개국	1,639.03	100.0%	147개국	3,268.25	100.0%	156개국	1,275.09	100.0%

주: 2018년 데이터는 10개월 누적 데이터를 적용
 자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 중등 국가로부터의 해외수주 규모: 사우디와 UAE 의 비중, 지난 10년(2009~2018) 평균 50.4% 수준

순위	2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)
1	이란	36.00	28.1%	UAE	276.58	27.2%	사우디	562.14	32.8%	사우디	107.61	21.4%
2	UAE	21.61	16.9%	사우디	212.43	20.9%	UAE	362.53	21.2%	UAE	90.15	17.9%
3	쿠웨이트	19.41	15.2%	쿠웨이트	152.14	15.0%	이라크	244.21	14.3%	쿠웨이트	86.47	17.2%
4	리비아	18.19	14.2%	리비아	102.35	10.1%	쿠웨이트	190.15	11.1%	이란	52.38	10.4%
5	사우디	11.92	9.3%	카타르	80.01	7.9%	알제리	91.42	5.3%	카타르	42.74	8.5%
6	오만	6.29	4.9%	알제리	54.19	5.3%	카타르	89.30	5.2%	이라크	38.40	7.6%
7	카타르	5.06	4.0%	이란	40.16	3.9%	오만	43.84	2.6%	오만	28.19	5.6%
8	이라크	2.59	2.0%	오만	32.80	3.2%	리비아	22.92	1.3%	알제리	6.29	1.2%
	기타	6.82	5.3%	기타	66.59	6.5%	기타	105.05	6.1%	기타	33.98	6.7%
전체	14개국	128.02	100.0%	18개국	1,017.26	100.0%	20개국	1,711.57	100.0%	18개국	503.73	100.0%

주: 2018년 데이터는 10개월 누적 데이터를 적용
 자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

유가가 오르면 중동 수주가 증가할까

일반적으로 우리가 이해하고 있는 유가 상승과 중동 국가에서의 발주 매커니즘은 **유가 상승 ⇨ 재정 여력 확대 ⇨ 정유/석유화학/발전 등 분야에서의 발주 증가 ⇨ 전력/인프라 발주 증가**이다. 즉, 유가 상승은 건설사의 해외수주 증가에 대한 기대감으로 반영된다. 그렇다면, 유가상승과 중동 수주는 실질적인 연관성이 있을까?

중동의 발주는 재정발주와 민자(PF)발주로 크게 양분된다. 그 중 우리나라 건설사들이 높은 경쟁력을 보이는 플랜트 시장은 민자 발주와 경쟁입찰 방식이 보편적이다. 즉, 민자 발주가 증가하는 구간에서는 유가의 영향을 전혀 안받는다고 볼 수는 없으나, 직접적인 관계는 없다고 판단한다. 그렇다면 현재의 상황은 어떠할까?

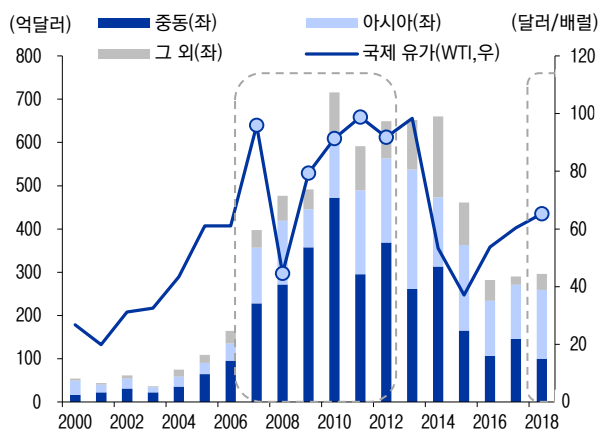
현재 국내 건설사에서 공사 중인 중동 프로젝트 중 27%는 민자(PF)발주, 73%는 재정발주(국영기업 포함)로 나뉜다. 즉, 유가 상승에 따른 재정 여력 확대가 직접적인 영향을 미치는 구간이라고 볼 수 있다. 유가 상승에도 국내의 중동 수주가 부진한 것은 중동의 발주가 없었다기 보다는 국내 기업의 수주가 부진한 것이었다. 한편 중동 국가들이 에너지 투자를 중심으로 하는 적극적인 경제발전 계획을 추진하고 있어 향후 지속적인 중동 발주 증가가 예상된다는 점에서 수주 확대에 대한 기대감은 유효하다.

표23 중동국가의 경제발전 계획

국가	경제발전계획	중점 육성분야
사우디	사우디 비전 2030	관광, 광업, 신재생에너지, 방위산업, 소매업, 석유화학
UAE	아부다비 경제비전 2030 두바이 전략계획 2030	석유화학 , 금속, 의료, 관광, 금융, 정보통신, 신재생에너지 관광, 건설, 의료, SOC , 문화, 교육
카타르	카타르 국가비전 2030	에너지 , 교육, 금융, 관광, 정보통신
오만	오만 비전 2020	SOC , 산업단지건설
쿠웨이트	쿠웨이트 국가비전 2035	SOC , 석유화학 , 금융, 보건, 교육
요르단	경제개발 10개년(2015~2025)	인재양성, 사회개발, 경제개발, 지역개발
이란	이란 경제개발 20년(2005~2025)	석유화학 , 제조업, 정보통신

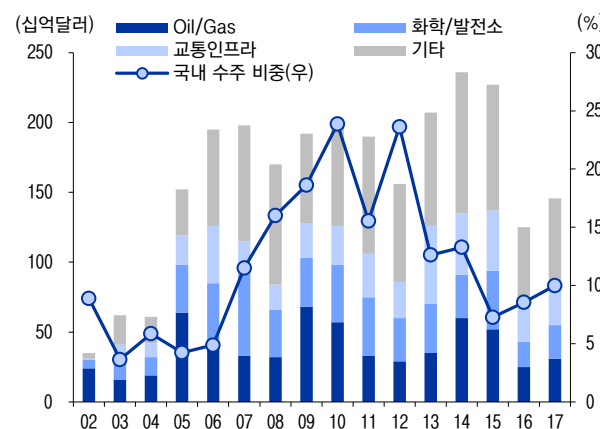
자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 국제유가의 상승은 해외 플랜트 발주 증가로 반영



주: 2018년 데이터 중 수주는 10개월 누적의 연간화. 국제유가는 10월말 기준
자료: Bloomberg, 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 중동의 발주시장 규모, 2016년을 기점으로 다시 증가



자료: 업계자료, 이베스트투자증권 리서치센터

사우디아라비아: 원자력 발전소 수주를 기대

사우디아라비아는 글로벌 최대의 석유 부존 및 수출국으로 석유부문이 정부 세입의 약 80%에 달하는 석유 의존형 산업구조를 가지고 있는 나라이다. 고유가에 기인한 막대한 재정수입의 상당 부분을 사회 인프라 및 석유화학, 전력, 담수시설, ICT 등 기간산업 분야에 투자하고, 제조업의 활성화를 통해 非석유부문 비중을 점차 늘려나가는 산업 다변화 정책을 추진하고 있다.

사우디아라비아 비전 2030은 국방부 장관이며 부황세자인 모하메드 빈 살만(현 살만 국왕의 아들) 주도의 국가발전 계획으로 2016년 4월에 발표했다. 이는 2030년까지 포스트 석유시대 사우디와 사우디 국민 미래의 청사진을 제시한 내용이다.

그 중 국내 건설사의 해외 수주와 관련 있는 부분은 국산화를 통한 경제성장과 공공자산의 확대를 언급한 부분이다. 에너지 산업에 대해 석유/가스 부문의 현지화 비율을 높일겠다는 계획 하에 **2030년까지 원전 16기를 건설(800억 달러 규모)**하겠다는 것이다. 실제로 이와 관련된 우선협상대상자의 윤곽이 2019년 말에 드러날 것으로 판단된다.

최근 우리나라의 脫원전 정책과 맞물려 한국전력이 해외 원자력발전소 수주에 적극적으로 나서고 있다는 점을 고려할 때, 국내 건설사의 수주 가능성 역시 간과할 수 없다. 실제로 현대건설은 지난 2010년 입찰에 성공한 UAE의 원자력발전소(3.8조 원 규모)를 건설 중이다. 이 역시 우선협상대상자로 한국전력이 선정되면서 국내 건설사가 수주를 받게 된 사례로 사우디 역시 유사한 사례를 기대해볼 수 있다.

표24 공종별 수주 현황: 플랜트가 약 80% 이상을 차지

2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)
플랜트	8.65	72.6%	플랜트	183.50	86.4%	플랜트	477.77	85.0%	플랜트	88.88	82.6%
발전소	4.21	35.3%	발전소	71.66	33.7%	발전소	212.42	37.8%	발전소	11.05	10.3%
석유화학	3.65	30.7%	석유화학	24.62	11.6%	석유화학	79.40	14.1%	석유화학	18.92	17.6%
가스처리			가스처리	21.57	10.2%	가스처리	49.89	8.9%	가스처리	16.73	15.5%
정유공장			정유공장	15.73	7.4%	정유공장	44.42	7.9%	정유공장	13.50	12.5%
건축	0.00	0.0%	건축	1.81	0.9%	건축	14.41	2.6%	건축	11.05	10.3%
전기통신	3.18	26.7%	전기통신	17.14	8.1%	전기통신	22.49	4.0%	전기통신	6.69	6.2%
토목	0.08	0.6%	토목	9.50	4.5%	토목	40.37	7.2%	토목	0.79	0.7%
용역	0.01	0.1%	용역	0.48	0.2%	용역	7.14	1.3%	용역	0.20	0.2%
소계	11.92	100.0%	소계	212.43	100.0%	소계	562.19	100.0%	소계	107.61	100.0%

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

아랍에미리트(UAE): 석유화학 분야의 수주 가속화 기대

아랍에미리트는 정치적인 안정성, 親기업적인 시장 환경, 양질의 인프라, 주변국 시장으로의 접근 용이성 등 매력적인 투자 환경을 보유함에 따라 2017년 세계경제포럼(WEF)의 국가경쟁력 순위에서 17위를 차지하며 아랍 국가들 중에서 가장 높은 순위에 올랐다. 사우디와 마찬가지로 아랍에미리트 역시 주요 석유 공급국으로 거시경제지표는 유가 움직임과 글로벌 석유 수요 변동에 밀접한 영향을 받는다.

아부다비는 석유 부문 의존도를 줄이기 위해 2008년 **아부다비 경제비전 2030**을 수립하고 경제다변화 정책(중점 육성분야는 항공, 반도체, 1차 금속, 석유화학, 관광, 의료)을 적극적으로 추진하고 있다. 두바이는 아부다비와는 달리 석유가스 자원이 거의 없어 무역과 서비스를 중심으로 경제를 발전시켜 왔으며 외자 유치로 부동산 개발을 진행했다. 이에 따라 아랍에미리트의 수주 중 토목/건축 분야 비중이 약 23% 수준에 달한다.

한편 **아부다비 국영 석유회사인 ADNOC**는 지난 5월 UAE 다운스트림 투자포럼에서 다운스트림 분야 사업을 확대하기 위해 루와이스 정유/석유화학 단지를 세계에서 가장 큰 규모로 확장시키기 위해 **향후 5년간 450억 달러 규모의 투자 계획**을 발표했다. 2025년까지 신규 원유 정제시설 용량을 하루 60만 배럴 규모로 증가, 석유화학제품 생산능력을 2016년 연산 450만 톤에서 2025년 1,440만 톤으로 늘릴 예정이다.

최근 아랍에미리트에서 발표되는 경제개발 정책과 주요 산업정책을 고려할 때, 석유화학 분야의 수주가 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 실제로 삼성엔지니어링은 올해 2월과 3월에 각각 UAE ADNOC Refining CFP(2.9조 원), UAE ADNOC Refining WHRP(5,136억 원) 프로젝트 입찰에 성공해 현재 건설 중에 있다.

표25 공종별 수주 현황: 플랜트가 약 70% 이상을 차지. 그 중에서도 석유화학 분야가 단연 돋보임

2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)
플랜트	13.13	72.1%	플랜트	81.03	54.2%	플랜트	321.05	93.9%	플랜트	62.01	68.8%
발전소			발전소	33.33	22.3%	발전소	205.84	60.2%	발전소	10.16	11.3%
석유화학			석유화학	14.43	9.7%	석유화학	44.17	12.9%	석유화학	3.53	3.9%
가스처리			가스처리	53.18	35.6%	가스처리	15.94	4.7%	가스처리		
정유공장			정유공장			정유공장	31.01	9.1%	정유공장	46.09	51.1%
건축	2.75	15.1%	건축	43.93	29.4%	건축	10.56	3.1%	건축	8.63	9.6%
전기통신	2.32	12.7%	전기통신	3.59	2.4%	전기통신	1.20	0.4%	전기통신	0.00	0.0%
토목	0.01	0.0%	토목	20.29	13.6%	토목	8.28	2.4%	토목	13.30	14.7%
용역	0.00	0.0%	용역	0.53	0.4%	용역	0.97	0.3%	용역	6.22	6.9%
소계	18.22	100.0%	소계	149.38	100.0%	소계	342.05	100.0%	소계	90.14	100.0%

주: 2018년은 10월말 누적 데이터

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

아시아: 한국의 신도시 DNA를 이식

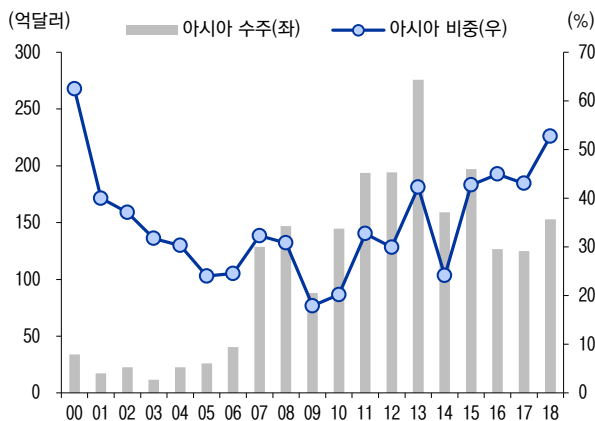
중동의 빈자리는 아시아에서 채우겠습니다

건설사 수주를 해외수주가 주도하던 2007~2013년, 7년 간 아시아에서의 해외 수주는 중동의 56%에 불과했다. 그러나 유가 하락과 저가 수주 등에 따른 우려감이 확산되면서 위축된 중동 수주는 심지어 2015년, 아시아 수주 규모를 하회했다. 최근 5년간(2014~2018)의 아시아 수주는 중동의 91%에 달하는 등 해외 수주에서 의미 있는 비중을 차지하기 시작했다. 아시아는 지리적인 위치나 국가 재정의 구성이 중동 국가와는 차이점이 많아 해외 수주의 공종 구성에서 매우 다르다.

최근 10년 간 중동의 해외 수주 중 플랜트의 비중이 76%에 달했던 것과 달리 아시아에서는 플랜트 49%, 토목 23%, 건축 21%로 상대적으로 다양하다. 이는 **아시아 국가의 경제발전**에 따른 신도시 건설이 증가하면서 나타나는 현상이다. 우리나라는 1990년대 분당, 일산 등 1기 신도시와 2000년대 판교, 동탄 등 2기 신도시를 건설한 경험이 있어 관련 발주 입찰에 유리한 위치에 있다고 판단된다.

아시아 지역의 수주는 베트남과 싱가포르가 주도하고 있다. 지난 10년(2009~2018)간 아시아 수주 중 34%, 전체 해외 수주 중 12% 수준이다. 1999~2008년에 아시아에서 22%, 전체 해외 수주 중 8%였음을 고려할 때, 최근 급격하게 수주 규모가 증가하고 있음을 알 수 있다. 아시아 국가의 경기는 글로벌 경기에 따라 좌우된다. 결국 글로벌 수요 증가에 따른 경기 호조는 아시아 국가의 경기 개선으로 이어지고 이는 신도시 건설 등 국가적인 프로젝트 진행에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

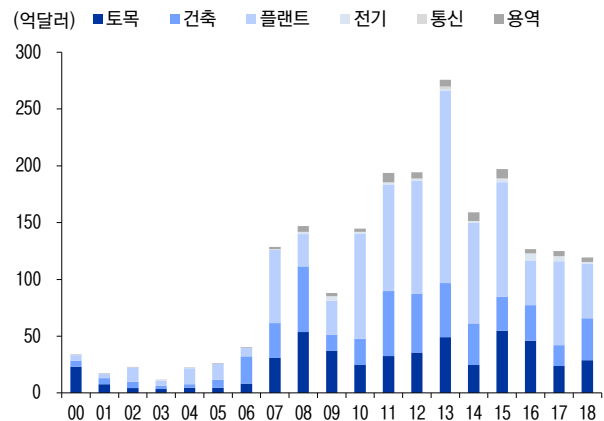
그림55 아시아의 비중은 2014년을 기점으로 상승



주: 2018년은 10개월 누적 데이터의 연간화를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 공종별 비중: 플랜트 49%, 토목 23%, 건축 21%



주: 2018년은 10개월 누적 데이터의 연간화를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

표26 국가별 해외수주 현황: 최근 들어 급격히 증가하고 있는 아시아 국가로부터의 수주

순위	2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)
1	이란	36.00	13.3%	UAE	276.58	16.9%	사우디	562.14	17.2%	베트남	116.45	9.1%
2	UAE	21.61	8.0%	사우디	212.43	13.0%	UAE	362.53	11.1%	사우디	107.61	8.4%
3	쿠웨이트	19.41	7.2%	쿠웨이트	152.14	9.3%	이라크	244.21	7.5%	UAE	90.15	7.1%
4	인도	19.22	7.1%	리비아	102.35	6.2%	쿠웨이트	190.15	5.8%	쿠웨이트	86.47	6.8%
5	리비아	18.19	6.7%	싱가포르	85.65	5.2%	베트남	176.05	5.4%	싱가포르	81.77	6.4%
6	나이지리아	17.68	6.5%	카타르	80.01	4.9%	싱가포르	135.45	4.1%	이란	52.38	4.1%
7	싱가포르	15.94	5.9%	베트남	68.96	4.2%	베네수엘라	95.29	2.9%	투르크메니스탄	49.52	3.9%
8	대만	13.48	5.0%	태국	61.03	3.7%	우즈베키스탄	92.59	2.8%	인도	45.74	3.6%
9	사우디	11.92	4.4%	알제리	54.19	3.3%	알제리	91.42	2.8%	말레이시아	43.23	3.4%
10	중국	11.42	4.2%	중국	48.13	2.9%	호주	91.02	2.8%	카타르	42.74	3.4%
소계	Top10	184.86	68.3%	Top10	1,141.47	69.6%	Top10	2,040.84	62.4%	Top10	716.06	56.2%
전체	95개국	270.80	100.0%	127개국	1,639.03	100.0%	147개국	3,268.25	100.0%	156개국	1,275.09	100.0%

주: 2018년 데이터는 10개월 누적 데이터를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

표27 아시아 국가로부터의 해외수주 규모: 베트남과 싱가포르 비중, 지난 10년(2009~2018) 평균 34.2% 수준

순위	2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)	국가	수주총액 (억달러)	비중 (%)
1	인도	19.22	17.7%	싱가포르	85.65	19.9%	베트남	176.05	18.2%	베트남	116.45	20.2%
2	싱가포르	15.94	14.7%	베트남	68.96	16.0%	싱가포르	135.45	14.0%	싱가포르	81.77	14.2%
3	대만	13.48	12.4%	태국	61.03	14.2%	우즈베키스탄	92.59	9.6%	인도	45.74	7.9%
4	중국	11.42	10.5%	중국	48.13	11.2%	말레이시아	82.95	8.6%	말레이시아	43.23	7.5%
5	홍콩	10.45	9.6%	인도	38.84	9.0%	인도	70.78	7.3%	필리핀	35.44	6.1%
6	태국	7.74	7.1%	필리핀	34.75	8.1%	카자흐스탄	65.64	6.8%	중국	35.02	6.1%
7	필리핀	5.88	5.4%	카자흐스탄	34.04	7.9%	인도네시아	60.36	6.2%	인도네시아	34.39	6.0%
8	베트남	5.51	5.1%	인도네시아	14.42	3.4%	필리핀	54.88	5.7%	태국	21.03	3.6%
	기타	18.84	17.4%	기타	44.03	10.2%	기타	228.74	23.6%	기타	163.34	28.3%
전체	20개국	108.46	100.0%	26개국	429.85	100.0%	28개국	967.42	100.0%	29개국	576.40	100.0%

주: 2018년 데이터는 10개월 누적 데이터를 적용

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

베트남: 정유 플랜트와 신도시 건설에 집중

베트남의 2017년 경제성장률은 정부 목표인 6.7%을 상회하는 6.8%를 달성했다. 이는 수출 및 제조업 경기 활성화에 기인한다. 베트남의 수출액은 2017년 처음으로 2천억 달러를 상회했으며, 2012년 이래 가장 높은 증가율을 기록한 바 있다. 제조업 또한 2011년 이래 최고치인 14.4% 성장하는 등 가파른 경제성장을 보이고 있다. 이들의 무역구조는 중국, 한국에서 중간재를 수입/가공해 선진국에 수출하는 구조이므로 미국, 유럽, 일본 등 주요 선진국의 경기 회복에 민감하게 반응한다.

EIA에 따르면, 2014년 기준 베트남의 원유 확인매장량은 글로벌 원유 매장량의 0.27%에 달하는 44억 배럴로 글로벌 26위, 아시아 3위(동남아시아 1위) 산유국으로 원유 순수출국의 입지를 유지하고 있다. 최근에는 국내 산업화와 생활수준 향상으로 인한 석유 제품 소비 증대로 정유시설 확충에 대한 요구가 늘어나면서 정유 플랜트 건설 프로젝트가 급증하고 있다. 이에 따라 최근 국내 건설사가 베트남에서의 수주한 프로젝트 중 발전소 비중이 가파르게 증가하고 있는 것도 동일선상에서 이해할 수 있다.

표28 공종별 수주 현황: 발전소와 도시 조성을 위한 투자의 비중이 높은 편

2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)
플랜트	3.47	63.0%	플랜트	6.47	9.4%	플랜트	89.53	50.9%	플랜트	67.34	57.8%
발전소	-0.04	-0.7%	발전소			발전소	52.24	29.7%	발전소	36.54	31.4%
화학공장			화학공장	3.21	4.7%	화학공장			화학공장	20.14	17.3%
정유공장			정유공장			정유공장	10.50	6.0%	정유공장	3.82	3.3%
건축	0.42	7.7%	건축	43.23	62.7%	건축	39.28	22.3%	건축	32.43	27.8%
공장	0.36	6.6%	공장	3.35	4.9%	공장	18.93	10.8%	공장	29.38	25.2%
주택			주택	19.13	27.7%	주택	8.77	5.0%	주택	0.74	0.6%
토목	1.44	26.0%	토목	15.67	22.7%	토목	43.81	24.9%	토목	14.36	12.3%
도로	1.02	18.6%	도로	9.90	14.4%	도로	19.09	10.8%	도로	5.80	5.0%
철도			철도			철도	8.96	5.1%	철도	2.21	1.9%
용역	0.03	0.6%	용역	2.78	4.0%	용역	2.49	1.4%	용역	1.79	1.5%
전기통신	0.15	2.7%	전기통신	0.80	1.2%	전기통신	0.95	0.5%	전기통신	0.53	0.5%
소계	5.51	100.0%	소계	68.96	100.0%	소계	176.05	100.0%	소계	116.45	100.0%

주: 2018년은 10월말 누적 데이터

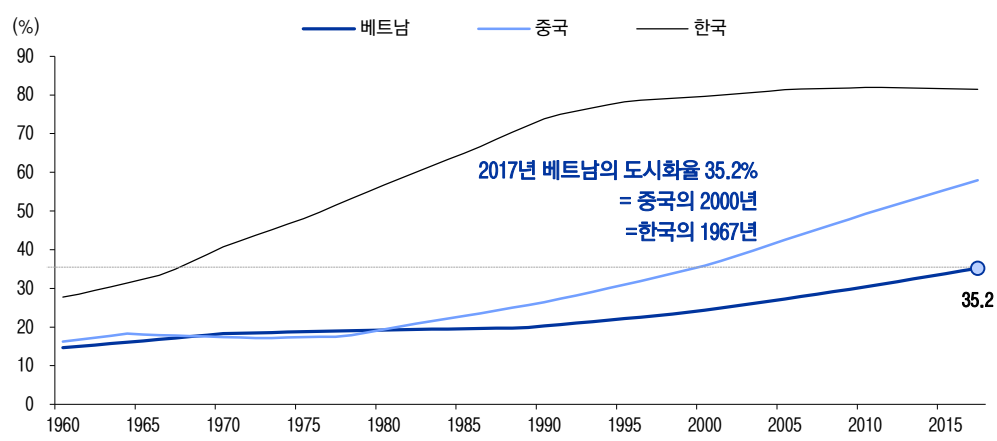
자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

최근 국내 건설사가 베트남에서 수주 규모가 증가하는 프로젝트 중 하나는 바로 **신도시 건설**이다. 호치민에서 GS건설, 하노이에서 대우건설이 신도시를 건설하고 있다. 사실상 최근 3~4년 전부터 베트남의 부동산 관련 개정안이 발표되기 시작했다. 베트남 개인들의 부동산 소유를 공식화하고, 외국인 부동산 투자에 대한 규제를 완화하는 등의 움직임으로 부동산 호황기를 맞이했다. 이는 또다시 토목/건축 발주 증가로 이어지고 있다.

2017년 기준, 베트남의 도시화율은 35.2%에 불과하다. 2000년대 들어 도시화가 의미 있게 진행되기 시작했다. 현 수준은 중국의 2000년, 한국의 1960년대 후반 수준으로 향후 도시 건설에 대한 수요가 지속적으로 증가하게 될 것으로 예상된다.

한편 베트남 주거형태의 가장 큰 특징은 아파트보다 빌라 혹은 타운하우스를 선호한다는 것이다. 이는 부동산 소유를 공식적으로 인정한지 4년 밖에 되지 않아 주택보다는 토지 투자에 관심이 많기 때문이다. 이와 동시에 외국인 투자를 허용하면서 분양가가 상승하는 등 호황기를 맞이했다는 점은 국내 건설사의 신도시 건설에 대한 높은 수익성을 의미하는 것으로 국내 건설사 해외 수주에서 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

그림57 베트남 도시화율 = 중국의 2000년 = 한국의 1967년



자료: World Bank, 이베스트투자증권 리서치센터

표29 2015년 7월 1일 주택법 개정: 외국인의 부동산 투자 허용

구분	개정 전	개정 후
매수 주체	베트남에서 1년 이상 근무한 외국인 그 외 다수 조건 충족	베트남에 입국 허가된 외국인
구매 제한	아파트 1채 아파트 세대수의 30% 이하 단독주택 세대수의 10% 이하(프로젝트 별)	아파트 세대수의 30% 이하 단독주택 세대수의 10% 이하(프로젝트 별)
보유 기간	50년 계약 만료 후 연장 가능 베트남 국민과 혼인 시, 영구 보유	50년 이상: 관련법에 의거 연장 가능. 베트남 국민과 혼인 시, 영구 보유
기타	재임대 불가 거주 목적만 가능	재임대, 용자, 양도, 출자 등 제한적으로 가능

자료: Asianpropertyreview.com, 이베스트투자증권 리서치센터

싱가포르: 좁은 국토를 효율적으로 활용하기 위한 토목 수주

싱가포르는 자본 및 외환 자유화 정책과 적극적인 외국기업 유치정책으로 금융업과 기업 서비스업을 기반으로 발전해왔다. 1인당 GDP는 6만 1,230달러로 글로벌 8위 수준이다. 아시아 이머징 국가와는 다소 차이를 보이는 싱가포르에서 국내 건설사의 수주가 가파르게 증가하는 것은 바로 토목 분야이다.

한편 1891년 오일 무역을 시작한 이래 현재 세계 3대 오일 허브 중 하나로 발전했다. 1961년부터 원유정제 회사를 적극적으로 유치하기 시작해 1970년에는 기존 석유화학 산업을 원유정제 산업으로 통합 확장해 석유화학복합단지 설립을 추진한 바 있다. 그리고 2000년 주룽섬(Jurong Island) 플랜트 투자를 통한 석유화학 복합 허브 조성을 완료했다. 이에 따라 국내 건설사 역시 2000년대 플랜트 관련 수주가 집중된 바 있다.

싱가포르는 국토면적이 좁아 인프라 투자에 매우 많은 공을 들이고 있다. 실제로 지난 2017년 11월 삼성물산은 싱가포르 육상교통청(LTA)가 발주한 복층형 지하철도로 공사를 수주(6,848억 원)한 바 있다. 이 역시 싱가포르의 특징에 따라 발주된 프로젝트로 기존 도로 아래로 지하 고속도로를 시공하는 프로젝트이다. 이처럼 싱가포르를 위한 프로젝트의 비중이 높다.

이와 동시에 포화상태에 이른 서비스업을 탈피해 새로운 성장동력으로 싱가포르가 선택한 관광 서비스업을 활성화하고자 2010년 카지노를 포함한 복합 리조트에 관심을 보인 바 있다. 이에 따라 해외 발주 중 호텔/콘도미니엄 건설 역시 지속되고 있다. 이에 따라 국내 건설사의 수주 중 건축 관련 수주의 비중은 지속적으로 유지되고 있다고 판단된다.

표30 공종별 수주 현황: 인프라 건설에 대한 니즈(Needs)가 돋보임

2000~2004			2005~2009			2010~2014			2015~2018		
공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)	공종	수주총액 (억달러)	비중 (%)
토목	9.91	62.2%	토목	48.16	57.6%	토목	48.49	36.1%	토목	68.95	84.3%
철도	0.05	0.3%	철도	12.72	15.2%	철도	19.97	14.9%	철도	33.86	41.4%
도로	2.64	16.6%	도로	19.93	23.8%	도로	16.15	12.0%	도로	10.11	12.4%
건축	4.84	30.4%	건축	21.67	25.9%	건축	70.46	52.4%	건축	12.48	15.3%
사무실	3.35	21.0%	사무실	4.76	5.7%	사무실	16.86	12.5%	사무실	2.11	2.6%
주택			주택			주택	16.10	12.0%	주택		
플랜트	1.19	7.4%	플랜트	13.85	16.5%	플랜트	14.65	10.9%	플랜트	0.06	0.1%
가스시설			가스시설			가스시설	7.74	5.8%	가스시설		
발전소	0.57	3.6%	발전소	4.85	5.8%	발전소	0.04	0.0%	발전소	0.01	0.0%
전기통신			전기통신			전기통신	0.82	0.6%	전기통신	0.04	0.0%
용역			용역			용역	0.01	0.0%	용역	0.24	0.3%
소계	15.94	100.0%	소계	83.68	100.0%	소계	134.43	100.0%	소계	81.77	100.0%

주: 2018년은 10월말 누적 데이터

자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

나는 유노운하다

해외 수주의 주력 시장인 중동과 아시아에서의 그간의 수주현황을 통해 건설사 간의 경쟁력을 살펴보았다. 그 결과, 중동은 현대건설과 삼성엔지니어링, 아시아는 현대건설과 GS건설의 경쟁력이 돋보였다. 결론적으로 해외 수주에서 가장 뛰어난 경쟁력을 가진 건설사는 현대건설이라고 판단한다. 앞서 살펴본 바와 같이 건축/주택 분야에서 가장 뛰어난 경쟁력을 가진 건설사 역시 현대건설이라고 판단한다.

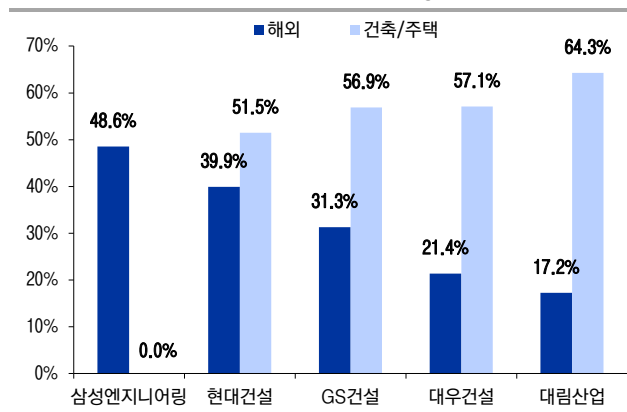
현시점은 건축/주택 수주는 점차 비중이 낮아지기 시작하는 반면, 해외 수주가 본격적으로 증가하기 시작하는 구간이다. 이에 따라 우리는 **두 분야에서 모두 높은 경쟁력을 갖춘 현대건설을 건설업종 내 Top Pick으로 제시한다.**

표31 중동은 현대건설과 삼성엔지니어링, 아시아는 현대건설과 GS 건설

항목	구분	현대건설	GS건설	삼성엔지니어링	대림산업	대우건설
중동	2013	38.09	16.67	16.74	24.34	40.36
	2014	53.06	57.27	35.87	11.39	27.72
	2015	14.40	16.62	5.94	4.32	22.90
	2016	42.30	0.00	5.21	2.76	3.45
	2017	39.35	12.19	29.06	26.56	17.69
	2018	4.42	2.05	44.64	10.51	1.15
아시아	2013	97.34	36.05	14.98	14.60	8.08
	2014	43.39	2.14	1.34	13.11	3.76
	2015	72.71	11.65	0.00	16.35	0.00
	2016	9.30	15.30	-2.25	-0.20	1.86
	2017	26.08	2.51	5.75	0.00	4.98
	2018	22.44	4.23	14.36	-0.04	9.49
전체	2013	161.72	52.89	31.73	39.49	49.99
	2014	207.15	59.46	42.42	24.49	35.49
	2015	91.70	55.43	5.83	23.15	25.79
	2016	53.32	20.95	13.49	6.08	7.87
	2017	70.54	14.72	36.54	26.56	22.66
	2018	29.99	8.00	58.84	10.96	15.20

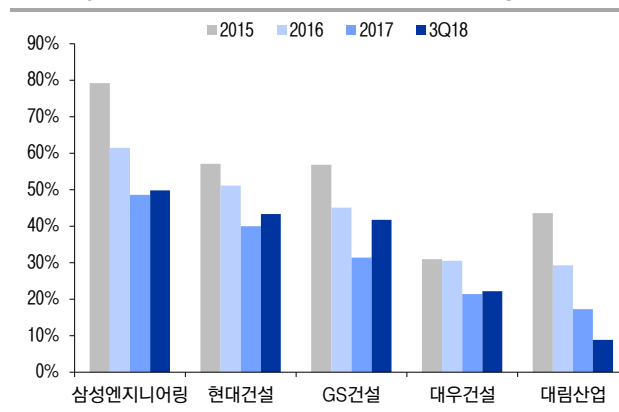
자료: 해외건설종합정보서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 해외와 건축/주택 부문의 매출 비중



자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 당사 커버리지 기업의 건축/주택 매출 비중



주: 삼성엔지니어링, 대우건설, 대림산업의 3Q18 데이터는 1H18 데이터 적용
 자료: 5개 건설사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

현대건설 (000720)	48
GS 건설 (006360)	55
삼성엔지니어링 (028050)	61
대림산업 (000210)	66
대우건설 (047040)	72

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
현대건설	Buy (신규)	66,000 원(신규)
GS 건설	Buy (신규)	55,000 원(신규)
삼성엔지니어링	Buy (신규)	22,400 원(신규)
대림산업	Buy (신규)	98,000 원(신규)
대우건설	Buy (신규)	5,900 원(신규)

현대건설(000720)

2018. 11. 6

건설

주택과 해외에서 모두 경쟁력을 갖춘 건설사

Analyst 정하늘

02. 3779-8987

haneulj@ebestsec.co.kr

목표주가 66,000원으로 커버리지 개시. 상승여력 34%

현대건설에 대한 투자 의견 BUY, 2018년 예상 BPS 60,000원에 목표 P/B 1.1배를 적용해 목표주가 66,000원으로 커버리지를 개시한다. 2018년 예상 매출액과 영업이익은 각각 17.1조 원과 1.2조 원(OPM 7.3%)으로 전망한다.

Buy(initiate)

목표주가 **66,000 원**

현재주가 **49,400 원**

안정적인 주택에 정상화된 해외수주가 더해진다면

현대건설은 4/4분기 중 UAE 사브 해상원유 프로젝트, 쿠웨이트 자베르 코즈웨이, 카타르 루사일 고속도로 등 대형 현장이 완공 예정이다. 마무리 과정에서 일정 수준의 추가 원가 발생이 예상되는 등 2012~2013년 해외수주 10조 원 시대의 후유증이 마무리되어 간다는 점에서 일시적인 실적 부진은 크게 우려할 만한 이벤트는 아니라 판단한다.

이와 동시에 4/4분기 중 이라크, 알제리, 인도네시아, 우즈베키스탄 등 대형 해외 프로젝트의 입찰 결과가 예정되어 있어 3/4분기 기준 2.2조 원(별도)로 연간 목표치를 크게 하회한 해외 수주의 승패가 결정될 것이다. 한편 안정적으로 증가하고 있는 주택/건축 부문의 수주잔고는 실적 안정성으로 반영될 것이다. 즉, 해외수주의 정상화 과정은 안정적인 주택부문에 더해 동사의 매력도를 높이는 요인이 될 것으로 기대하는 바이다.

여전히 마음 한편에 남아있는 북한에 대한 기대감

남북 정상회담, 북미 정상회담 등의 이벤트는 북한의 비핵화에 따른 인프라 투자 가능성을 높이는 요인이었다. 그러나 이는 트럼프 미국 대통령과 김정은 위원장 간의 만남이 지연되면서 관련 기대감이 사그라든 바 있다. 북한 비핵화에 따른 한반도 철도 프로젝트, 러시아와의 PNG 파이프라인 연계 등 프로젝트는 건설사의 역할을 더욱 돋보이게 하는 요인이라고 판단한다. 북한관련 이벤트의 가시적인 진전은 당사의 실적 추정치 혹은 밸류에이션 조정 요인으로 반영될 것이다.

그러나 앞서 언급한 바와 같이 대외변수에 따라 기대감과 우려감이 제기되는 이벤트라는 점에서 미국과 북한 간의 접촉과 의사교환 추이에 따라 시장의 기대감 역시 달라질 것이다. 이와 동시에 미국의 세컨더리 보이콧 등 對北규제 사항 등을 고려할 때, 우리의 인프라 건설 시점은 미국에서의 제재 완화가 선제되어야 할 것이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(11/2)	2,096. pt
시가총액	55,010 억원
발행주식수	111,356 천주
52 주 최고가 / 최저가	79,100 / 34,250 원
90 일 일평균거래대금	724.43 억원
외국인 지분율	24.2%
배당수익률(18.12E)	1.0%
BPS(18.12E)	60,773 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -17.9%
	6개월 -6.8%
	12개월 48.2%
주주구성	현대자동차(주)와 3인 34.9%
	국민연금공단 11.2%
	정수현 0.0%

Stock Price

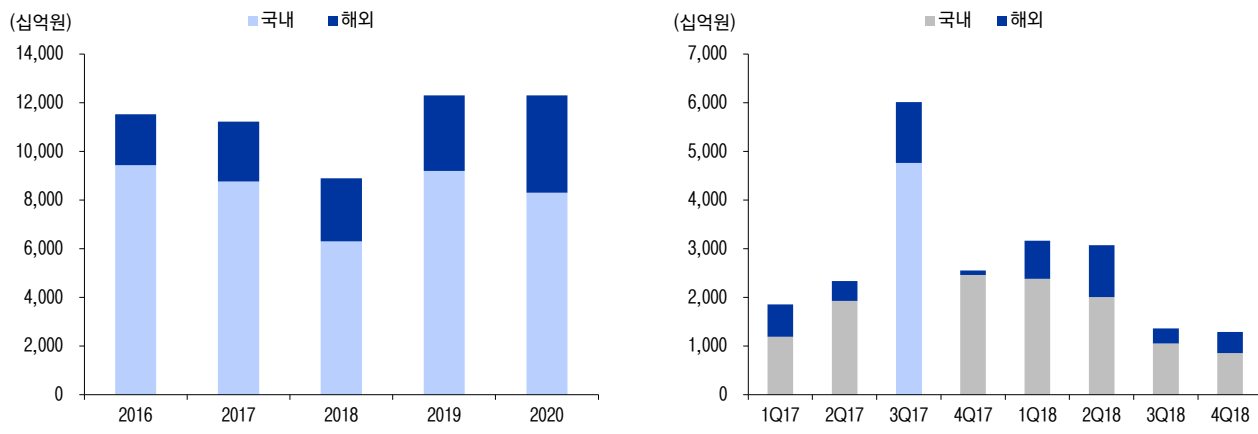


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	18,825	1,159	981	732	5,137	35.9	1,349	8.3	2.5	0.8	9.5
2017	16,887	986	555	372	1,811	-64.8	1,179	20.0	2.4	0.6	3.2
2018E	17,072	1,245	1,223	849	5,269	191.0	1,429	9.4	2.5	0.8	8.9
2019E	18,205	1,309	1,148	849	5,338	1.3	1,486	9.3	2.4	0.8	8.4
2020E	18,866	1,420	1,253	927	5,827	9.2	1,588	8.5	1.9	0.7	8.5

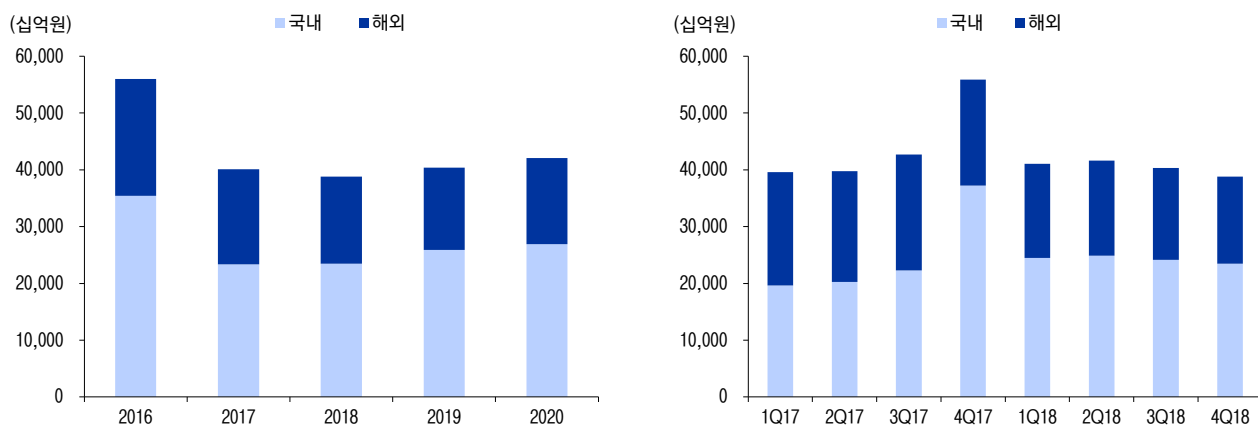
자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림60 신규 수주 현황 및 전망



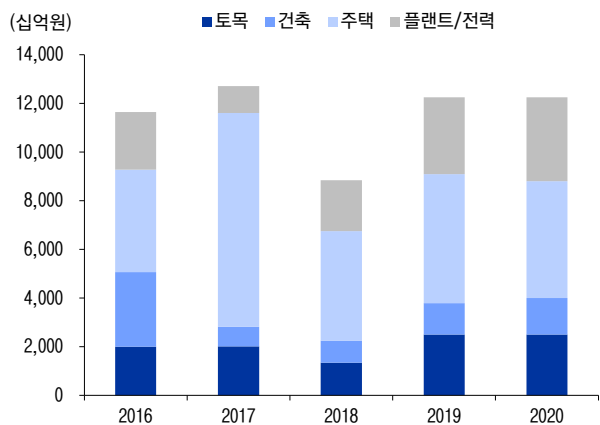
자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 수주 잔고 현황 및 전망



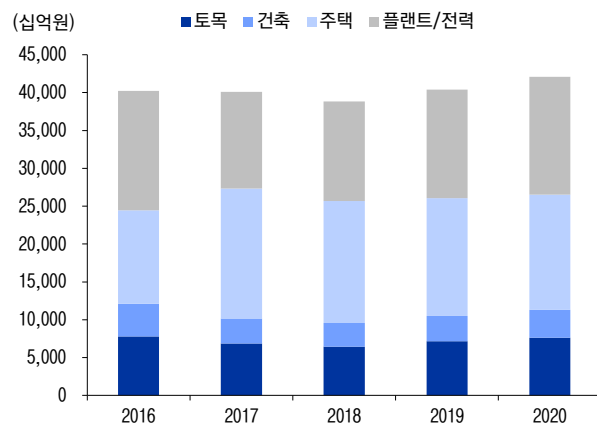
자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 공종별 신규 수주 현황 및 전망



자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 공종별 수주 잔고 현황 및 전망



자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표32 현대건설(별도) 주요 공사 진행 현황

완공 예정일	구분	현장명	수주총액 (백만원)	4Q17 공정률(%)	1Q18 공정률(%)	2Q18 공정률(%)
1Q19	해외	싱가폴 투아스 핑거 원 매립공사	414,885	67.0%	0.0%	
	국내	힐스테이트 동탄	262,295	49.6%	60.4%	71.6%
	국내	가톨릭대학교 은평성모병원 신축공사	273,875	32.6%	46.4%	64.1%
2Q19	해외	스리랑카 콜롬보 킬시티 프로젝트	381,749	26.3%	29.6%	33.7%
	국내	북아현1-1구역주택재개발	254,496	7.5%	9.4%	13.1%
3Q19	해외	쿠웨이트 KNPC, NRP PKG 5 공사	675,195	44.3%	50.1%	55.7%
	국내	킨텍스 원시티	415,317	51.7%	56.1%	66.9%
	국내	디에이치 아너힐즈	345,829	21.0%	27.6%	39.7%
	국내	고덕 그라시움	326,772	24.2%	31.7%	43.3%
4Q19	해외	사우디 우쓰마니아 에탄 회수처리시설	824,979	14.3%	20.7%	29.4%
1Q20	국내	고덕주공3단지	456,122	10.9%	16.8%	23.6%
2Q20	해외	우즈베키스탄 천연가스 액화 정제 시설 공사	556,029	28.8%	34.0%	42.0%
	국내	힐스테이트 아티움시티	305,269	9.1%	13.5%	18.3%
	해외	U.A.E 원전 건설공사	3,824,199	85.2%	87.2%	89.1%
3Q20	해외	인도네시아 필레본 II 석탄화력발전소 공사	603,071	6.9%	8.0%	9.6%
	국내	힐스테이트 리버시티	1,463,937			3.0%
	국내	세종마스터힐즈	420,794			3.2%
4Q20	국내	힐스테이트 송도 더테라스	644,266	4.8%	8.3%	10.7%
	국내	힐스테이트 클래식안	281,566	1.5%	3.6%	6.1%
1Q21	해외	카타르 AL BUSTAN ST. 도로 확장 및 신설공사	485,703		2.9%	5.5%
	국내	현대지식산업센터 한강미사 2차 신축공사	269,776			0.0%
	해외	쿠웨이트 알주르 엘엔지 수입항 건설공사	1,699,270	21.1%	28.5%	35.7%
2Q21	국내	하남포월시티	554,128			4.0%
	국내	부산 연산3구역 주택재개발 정비사업	323,811			1.8%
3Q21	국내	개포8단지 개발사업	1,002,472			3.0%
1Q22	국내	힐스테이트 금정역	344,255			0.2%
2Q22	국내	힐스테이트 이진 베이시티	582,063			3.2%
	국내	부산 송도 주상복합 신축공사	582,063	0.1%	1.3%	
1Q23	해외	싱가폴 테공섬 매립공사 2단계 공사	494,527	35.2%	37.4%	39.3%
1Q24	해외	BANGLADESH MATABARI CFPP PORT OFFSHORE	661,188	1.0%	2.7%	6.4%
1Q27	해외	싱가폴 투아스 터미널 Phase 2(Finger 3)	417,180			0.5%

주1: 수주총액 2,500억 이상의 주요 현장만을 정리

주2: 현장별 공정률은 사업보고서 기준을 적용

주3: 음영은 수주총액 기준 상위 5개 프로젝트

자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표33 현대엔지니어링(연결) 주요 공사 진행 현황

완공 예정일	구분	현장명	수주총액 (백만원)	4Q17 공정률(%)	1Q18 공정률(%)	2Q18 공정률(%)
1Q19	해외	우즈베키스탄 UKAN Project	2,305,351	75.9%	81.2%	93.4%
	해외	인도 기아차 30만대 생산공장 신축공사	313,068		28.6%	56.6%
	해외	KALSEL-1 Project Coal Fired Poser Plant	372,490		80.2%	80.8%
2Q19	해외	Ain Arnat 1200MW CCGT Project	712,089	83.1%	86.0%	86.2%
	국내	진주 초장지구1BL 공동주택 신축공사	335,282	49.6%	56.5%	64.4%
	국내	남양주 진건지구 B9블럭 공동주택	254,936	54.7%	64.3%	75.9%
4Q19	해외	Jimah East Power 2x1000MW Coal Fired Power	643,207	59.9%	65.6%	
2Q20	해외	우즈베키스탄 GTL Project	1,328,768	19.1%	21.9%	30.4%
	국내	용인 삼가2지구 뉴스테이 사업	333,798	0.0%	1.5%	3.2%
3Q20	국내	하남 미사지구 중심상업지역 오피스텔 신축공사	284,719	5.4%	7.2%	10.5%
	해외	Takhiatash Power Plant Efficiency Improvement	418,404	3.1%	10.3%	19.0%
	해외	태국(3E) Improvement Project Phase II	294,928			1.2%
	해외	Melaka Refinery Diesel Euro 5 Project	397,676		2.3%	7.6%
1Q21	해외	쿠웨이트 Al-Zour LNG Import Project	1,487,394	17.6%	21.3%	27.4%
2Q21	해외	Melaka 1,800MW-2,400MW CCGT Power Plant	918,516	0.5%	3.4%	7.2%
3Q21	국내	개포 공무원아파트8단지 공동주택 개발사업	692,855			3.2%

주1: 수주총액 2,500억 이상의 주요 현장만을 정리

주2: 현장별 공정률은 사업보고서 기준을 적용

주3: 음영은 수주총액 기준 상위 3개 프로젝트

자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

미청구공사에 대한 우려를 확인해보자

미청구공사는 공사를 진행했으나, 발주처로부터 대금을 청구하지 않은 것을 의미한다. 물론 공사진행과 자금 회수간 시차 발생에 의한 것을 무시할 수는 없다. 발주처는 일정 시점마다 공사비를 지불하는 반면, 시공사인 건설사는 분기별로 수익을 인식하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 미청구공사 혹은 공사미수금은 잠재적인 부실 요소로 볼 수 있으므로 개별 현장의 공사진행률 추이를 바탕으로 손실 가능성을 판단할 수 있다.

한편 미청구공사와 공사미수금을 기준으로 해당 현장의 부실을 판단할 수 있는 기준은 없다. 그러나 미청구공사액이 많은 준공 임박 현장에서 추가비용이 발생할 가능성이 높음과 동시에 과거에 손실을 기록한 건설사 프로젝트들이 대부분 준공 시점이 임박했을 때, 미청구공사액이 많았던 바 있다. 이에 따라 공사진행률(공정률)이 95% 이상이나, 미청구공사와 미수금 총액이 수주총액의 20%가 넘으면 추가 손실 혹은 향후 손실 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

2018년 상반기 사업보고서 기준, 건설 중인 프로젝트 중 우려감이 제기될 수 있는 현장은 UAE의 미르파 담수복합화력발전(9,435억 원)이다. 향후 사업보고서 등을 통해 추가적인 진행 상황을 살펴볼 필요가 있겠다.

표34 현대건설 미청구공사, 공사미수금 현황

구분	수주총액 (백만원)	공정률 (%)	미청구공사 (백만원)	공사미수금 (백만원)	합계 (백만원)	수주총액 대비(%)
U.A.E. 원전	3,824,199	89	131,712	1,070	132,782	3%
우즈베키스탄 UKAN Project	2,305,351	93				0%
U.A.E. 사브 해상원유 및 가스 처리시설	2,273,048	99	206,306		206,306	9%
쿠웨이트 셰이크 자베르 코즈웨이	2,184,763	99	65,941	1,854	67,795	3%
베네수엘라 푸에르토리크루스 정유공장	2,104,593	91	3,615	27,511	31,126	1%
Turkmenistan Ethane Cracker and PE PP PI	2,053,829	96	14,589	40,067	54,656	3%
이라크 카르발라 정유공장	1,805,773	50		10,080	10,080	1%
쿠웨이트 알주르 엔엘지 공사	1,699,270	32		58	58	0%
힐스테이트 리버시티	1,463,937	3		2,787	2,787	0%
리비아 트리폴리 웨스트 화력발전소	1,410,901	49				0%
카타르 루사일 고속도로	1,399,466	97	123,418	9,099	132,517	9%
개포8단지 개발사업	1,002,472	3		183	183	0%
U.A.E. 미르파 담수복합화력발전	943,484	99	107,846	119,182	227,028	24%
Melaka 1,800MW~2,400MW CCGT Power Plant	918,516	10	211	14,311	14,522	2%
싱가폴 주룽 지하암반 유류비축기지 1단계	879,069	99	16,545	670	17,215	2%
Ain Arnat 1,200MW CCGT Project	712,089	89	780	12,400	13,180	2%
우즈베키스탄 천연가스 액화정제시설	556,029	34	64,804	37,029	101,833	18%

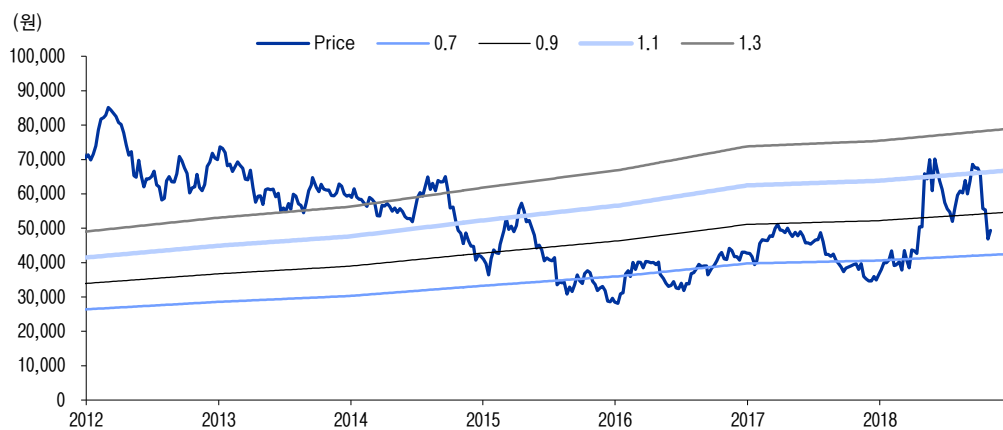
자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표35 현대건설 목표주가 산정

P/B Valuation	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
EPS	3,960	2,975	3,780	5,668	4,066	5,269
BPS	43,270	47,477	51,324	55,855	59,418	60,773
ROE	9.4%	6.6%	7.6%	10.6%	7.0%	8.9%
PBR(High)	1.80	1.42	1.18	0.79	0.90	
PBR(Low)	1.28	0.86	0.56	0.55	0.60	
Cost of Equity(High)	5.2%	4.6%	6.5%	13.4%	7.8%	
Cost of Equity(Low)	7.4%	7.6%	13.7%	19.2%	11.7%	
Target Multiple						1.10
적용 BPS						60,000
Target Price						66,000
종가(18.11.02)						49,400
상승여력						33.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 현대건설 P/B 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표36 현대건설 연결 기준, 실적 전망

		2017	2018E	2019E	2020E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액 (십억원)	현대건설	16,887	17,072	18,205	18,866	4,139	4,208	4,243	4,296	3,538	4,240	4,486	4,807
	국내	10,316	10,189	10,743	10,624	2,481	2,533	2,594	2,560	2,127	2,510	2,606	2,946
	해외	6,196	6,177	6,794	7,306	1,320	1,521	1,623	1,597	1,239	1,643	1,761	1,533
	토목	4,120	4,013	3,948	3,319	1,161	1,012	971	963	888	867	845	1,413
	건축	2,411	1,769	1,797	2,037	508	556	625	722	543	526	552	148
	주택	1,618	1,074	1,071	1,160	430	492	411	285	304	316	271	183
	플랜트/전력	3,693	5,557	5,849	5,151	797	912	948	1,036	811	1,016	1,095	2,635
	현대ENG	2,366	1,718	1,956	2,207	738	561	599	468	460	629	675	-45
영업이익 (십억원)	986	1,245	1,309	1,420	244	266	281	195	218	221	238	568	
(OPM,%)	5.8%	7.3%	7.2%	7.5%	5.9%	6.3%	6.6%	4.5%	6.2%	5.2%	5.3%	11.8%	
(YoY,%)	-14.9%	26.2%	5.1%	8.5%	-34.9%	9.2%	5.5%	-30.8%	12.25%	1.1%	7.7%	138.6%	
지배주주순이익 (십억원)	202	587	594	649	26	140	57	-22	100	148	71	267	
(지배주주,%)	54.3%	69.1%	70.0%	70.0%	48.4%	68.5%	51.4%		71.7%	73.6%	56.3%	70.0%	

자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

현대건설(000720)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,938	13,250	14,401	15,988	16,854
현금 및 현금성자산	2,150	2,107	2,582	2,520	2,966
매출채권 및 기타채권	7,122	5,398	5,596	6,631	6,813
재고자산	1,199	2,106	2,512	2,976	3,058
기타유동자산	4,467	3,639	3,710	3,861	4,018
비유동자산	4,936	5,182	5,021	5,020	5,036
관계기업투자등	428	371	158	165	172
유형자산	1,498	1,399	1,354	1,284	1,221
무형자산	810	760	710	660	613
자산총계	19,873	18,432	19,422	21,008	21,891
유동부채	8,750	7,219	7,761	8,773	9,025
매입채무 및 기타채무	5,161	4,561	5,006	5,932	6,094
단기금융부채	604	597	621	621	621
기타유동부채	2,984	2,061	2,134	2,220	2,310
비유동부채	2,999	2,740	2,914	2,949	2,986
장기금융부채	2,051	1,796	1,894	1,894	1,894
기타비유동부채	948	944	1,020	1,055	1,092
부채총계	11,749	9,959	10,674	11,722	12,011
지배주주지분	6,329	6,468	6,773	7,312	7,905
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,040	1,032	1,032	1,032	1,032
이익잉여금	4,622	4,813	5,306	5,844	6,438
비지배주주지분(연결)	1,796	2,005	1,974	1,974	1,974
자본총계	8,125	8,473	8,747	9,286	9,879

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,087	514	571	254	774
당기순이익(손실)	732	372	849	849	927
비현금수익비용가감	861	1,050	334	-32	-64
유형자산감가상각비	136	134	127	124	118
무형자산상각비	54	59	58	54	50
기타현금수익비용	42	278	149	-210	-232
영업활동 자산부채변동	-292	-631	-421	-563	-90
매출채권 감소(증가)	581	1,280	-488	-1,035	-181
재고자산 감소(증가)	283	-186	-277	-464	-81
매입채무 증가(감소)	211	-594	470	926	162
기타자산, 부채변동	-1,367	-1,131	-125	10	11
투자활동 현금	-775	-16	-98	-261	-271
유형자산처분(취득)	-174	-38	-65	-54	-56
무형자산 감소(증가)	-5	-3	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-515	677	465	-90	-94
기타투자활동	-80	-652	-495	-114	-118
재무활동 현금	-177	-381	-5	-56	-56
차입금의 증가(감소)	-68	-272	106	0	0
자본의 증가(감소)	-108	-109	-56	-56	-56
배당금의 지급	108	109	56	56	56
기타재무활동	0	0	-55	0	0
현금의 증가	153	-43	475	-63	447
기초현금	1,997	2,150	2,107	2,582	2,520
기말현금	2,150	2,107	2,582	2,520	2,966

자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,825	16,887	17,072	18,205	18,866
매출원가	16,895	15,108	15,045	16,090	16,627
매출총이익	1,930	1,779	2,027	2,114	2,240
판매비 및 관리비	771	793	782	806	819
영업이익	1,159	986	1,245	1,309	1,420
(EBITDA)	1,349	1,179	1,429	1,486	1,588
금융손익	70	-177	52	-164	-176
이자비용	87	77	99	103	103
관계기업등 투자손익	-6	-2	-12	-9	-9
기타영업외손익	-242	-252	-63	13	18
세전계속사업이익	981	555	1,223	1,148	1,253
계속사업법인세비용	250	183	374	298	326
계속사업이익	732	372	849	849	927
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	732	372	849	849	927
지배주주	572	202	587	594	649
총포괄이익	806	326	664	849	927
매출총이익률 (%)	10.3	10.5	11.9	11.6	11.9
영업이익률 (%)	6.2	5.8	7.3	7.2	7.5
EBITDA 마진률 (%)	7.2	7.0	8.4	8.2	8.4
당기순이익률 (%)	3.9	2.2	5.0	4.7	4.9
ROA (%)	2.9	1.1	3.1	2.9	3.0
ROE (%)	9.5	3.2	8.9	8.4	8.5
ROIC (%)	13.7	10.0	12.8	13.9	14.5

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	8.3	20.0	9.4	9.3	8.5
P/B	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	2.5	2.4	2.5	2.4	1.9
P/CF	3.0	2.8	4.7	6.7	6.4
배당수익률 (%)	1.2	1.4	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	-2.1	-10.3	1.1	6.6	3.6
영업이익	6.4	-14.9	26.2	5.1	8.5
세전이익	9.3	-43.5	120.4	-6.2	9.2
당기순이익	10.2	-49.2	128.6	0.0	9.2
EPS	35.9	-64.8	191.0	1.3	9.2
안정성 (%)					
부채비율	144.6	117.5	122.0	126.2	121.6
유동비율	170.7	183.5	185.6	182.2	186.7
순차입금/자기자본(x)	-16.6	-15.0	-21.8	-20.6	-24.7
영업이익/금융비용(x)	13.3	12.8	12.6	12.8	13.8
총차입금 (십억원)	2,656	2,393	2,515	2,515	2,515
순차입금 (십억원)	-1,349	-1,271	-1,903	-1,915	-2,439
주당지표(원)					
EPS	5,137	1,811	5,269	5,338	5,827
BPS	56,786	58,029	60,773	65,606	70,929
CFPS	14,294	12,754	10,616	7,331	7,745
DPS	500	500	500	500	500

GS건설(006360)

2018. 11. 6

건설

새로운 미래는 'Xi'에서 시작되었다

Analyst 정하늘

02. 3779-8987

haneulj@ebestsec.co.kr

목표주가 55,000원으로 커버리지 개시. 상승여력 28%

GS건설에 대한 투자 의견 BUY, 2018년 예상 BPS 47,500원에 목표 P/B 1.15배를 적용해 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 2018년 예상 매출액과 영업이익은 각각 12.8조 원과 1.0조 원(OPM 8.0%)으로 전망한다.

Buy(initiate)

목표주가 55,000 원

현재주가 43,000 원

드디어 벗어나는 저가수주의 굴레

GS건설의 3/4분기 실적 호조는 주택부문의 완공물량 증가에 따른 이익 정산 효과로 매출총이익률이 개선된 것에 기인한다. 사우디 PP-12 등 저가공사 부담에서 벗어나 더 이상의 실적감액은 없었다. 2018년은 GS건설이 저가공사 후유증에서 벗어나는 원년이 될 것이다. 물론 언제든지 저가 수주에 대한 우려가 제기될 수 있으나, 국내 주택 등의 안정적인 수익원을 기반으로 무리한 해외 수주의 가능성은 낮아졌다고 판단한다.

주택부문은 자체공사는 줄어드는 반면, 재건축/재개발 물량 증가로 이익률 하락에 대한 우려가 제기될 수 있다. 그러나 개포주공 8단지 등 대규모 자체 사업의 진행을 개선에 따라 이 같은 우려는 기우에 불과할 것으로 판단한다. 한편 신규 아파트 분양 역시 올해 23,000세대, 2019년 30,000세대로 안정적인 수익 창출이 가능할 것으로 예상된다.

베트남 신도시 매출인식과 국내 화학업체의 Capex 투자 기대

2004년부터 호치민 지역에 부지를 매입하기 시작해 외국인 디벨로퍼 기준 최대 규모인 135만 평 부지를 보유하고 있다. GS건설이 100% 사업비를 투자한 106만 평의 나베 신도시 개발이 본격적으로 추진되기 시작할 예정이다. 이에 따라 해외 수주로 인식되기 시작하는 등 동사의 해외 수주에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

이와 동시에 2019년에 입찰 가능성이 높다고 판단되는 인도네시아의 Balikpapan 프로젝트(32억 달러)와 UAE의 GAP(35억 달러)가 집중되어 있어 향후 해외 수주 모멘텀이 결정될 것이다. 한편 LG화학, GS칼텍스 등 국내 석유화학 기업의 Capex 투자 사이클 도래로 국내 플랜트 수주 역시 기대된다. 계열사인 GS칼텍스 플랜트 건설 경험으로 높은 역량을 갖추고 있음을 고려할 때, 2019년 국내외 수주 모멘텀을 기대해볼 만하다.

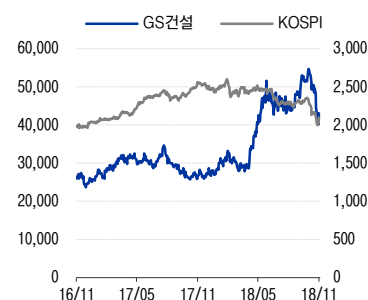
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(11/2)	2,096. pt
시가총액	33,920 억원
발행주식수	78,885 천주
52 주 최고가 / 최저가	54,700 / 25,950 원
90 일 일평균거래대금	317.67 억원
외국인 지분율	24.0%
배당수익률(18.12E)	0.7%
BPS(18.12E)	47,553 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -12.1%
	6 개월 22.7%
	12 개월 79.6%
주주구성	허창수외 17인 25.9%
	국민연금공단 11.0%
	GS 건설 자사주 1.9%

Stock Price

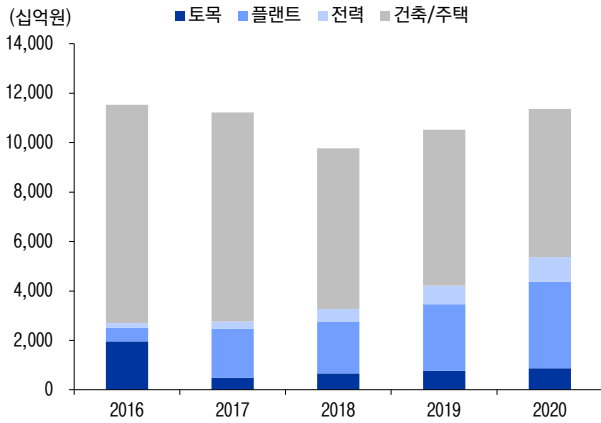


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	11,036	143	21	-20	-371	적전	211	-71.5	12.4	0.6	-0.8
2017	11,679	319	-161	-164	-2,412	적지	376	-11.7	8.8	0.6	-5.2
2018E	12,822	1,031	837	616	8,608	흑전	1,085	5.0	3.6	0.9	18.2
2019E	12,127	874	819	573	7,809	-9.3	927	5.5	4.1	0.8	14.9
2020E	12,458	900	848	594	8,089	3.6	952	5.3	3.7	0.7	13.5

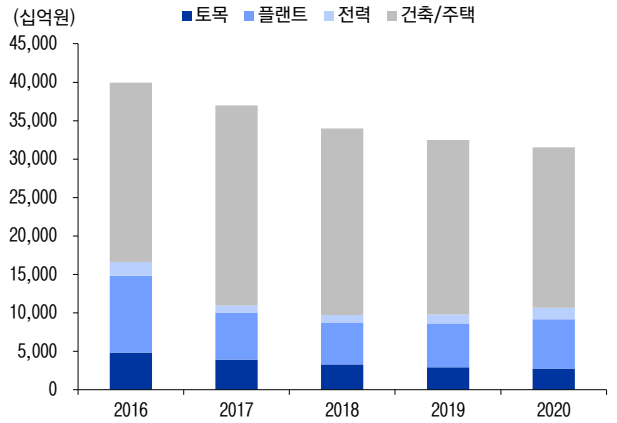
자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림65 신규수주 현황 및 전망(연간)



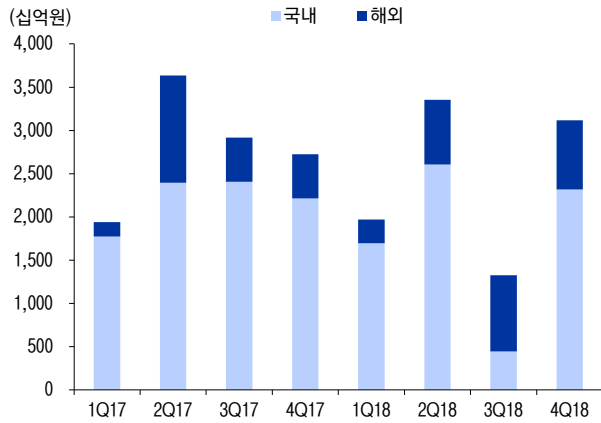
자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 수주잔고 현황 및 전망(연간)



자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 신규수주 현황 및 전망



자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

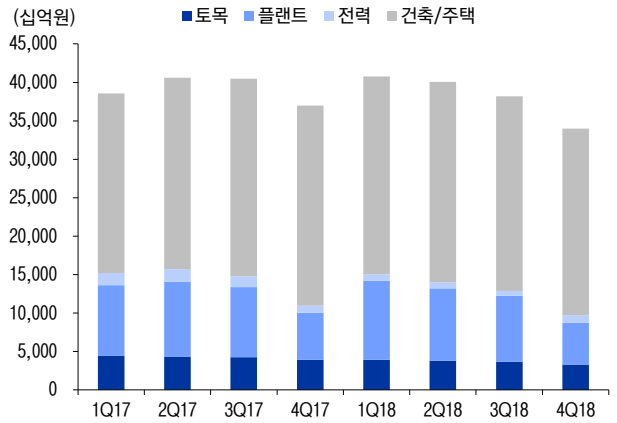
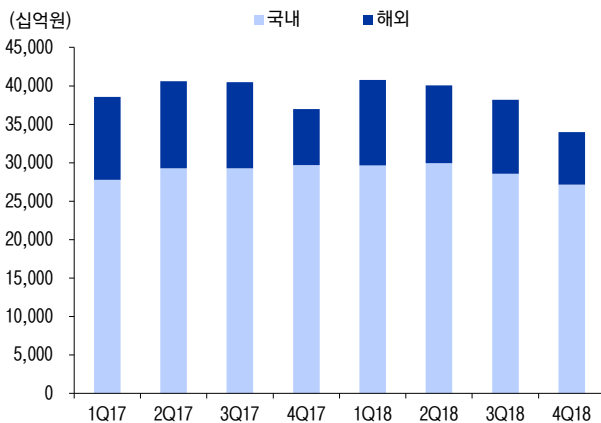


그림68 수주잔고 현황 및 전망



자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

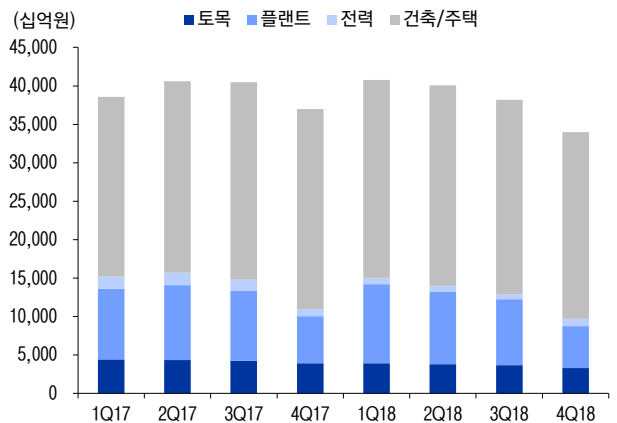


표37 GS 건설 주요 공사 진행 현황

완공 예정일	구분	현장명	수주총액 (백만원)	4Q17 공정률(%)	1Q18 공정률(%)	2Q18 공정률(%)
1Q19	관급	신한올원자력1.2호기주설비공사	405,914	95%	98%	99%
	민간	자이더익스프레스 3차 3BL	369,169	39%	48%	62%
	해외	RRW Restoration	1,435,122	13%	29%	62%
	해외	Bahrain LNGIT Project	779,614	38%	55%	71%
2Q19	민간	안양씨엘포레자이(안양소곡지구주택재개발)	271,994	0%	0%	2%
	민간	장위4구역재개발	577,237	0%	0%	0%
	해외	ERC Refinery Project	2,476,196	89%	93%	92%
3Q19	민간	킨텍스원시티	447,810	44%	53%	59%
	민간	서청주파크자이	271,431	16%	24%	37%
	민간	보령 LNG Terminal Project	498,011	91%	92%	93%
	해외	툼슨라인 T203	241,437	77%	84%	87%
4Q19	민간	서초무지개아파트재건축	377,942	0%	0%	0%
	민간	신촌그랑자이	256,091	10%	14%	23%
	민간	흑석3구역주택재개발	403,572	0%	0%	0%
	민간	염리3구역주택재개발	371,724	0%	2%	3%
	민간	다산자이아이비플레이스	280,584	2%	3%	9%
	해외	LPIC Project PKG 3	783,451	25%	34%	45%
1Q20	민간	그랑시티자이	883,244	23%	31%	41%
	민간	과천주공6단지주택재건축	478,947	0%	0%	0%
	해외	Kais CCPP Project	322,986	51%	56%	61%
2Q20	관급	부산시내부순환(만덕~센텀)도시고속화도로	257,144	0%	1%	1%
	민간	개포주공4단지재건축	908,928	0%	0%	0%
	민간	대명3동주택재개발	370,910	0%	0%	0%
	민간	팔달115-9구역주택재개발	291,946	0%	0%	0%
	민간	장안 111-1구역주택재개발	469,156	0%	0%	0%
	민간	이문3구역주택재개발	449,655	0%	0%	0%
	민간	한강메트로자이2단지	454,291	3%	10%	18%
3Q20	민간	증산2구역재개발	273,234	0%	0%	0%
4Q20	민간	성남신흥2구역 주택재개발	274,824	0%	0%	0%
	민간	그랑시티자이2차	697,881	5%	8%	13%
	민간	고덕자이(고덕주공6단지재건축)	408,983	0%	0%	3%

주1: 수주총액 2,500억 이상의 주요 현장만을 정리

주2: 현장별 공정률은 사업보고서 기준을 적용

주3: 음영은 수주총액 기준 상위 5개 프로젝트

자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

미청구공사에 대한 우려를 확인해보자

미청구공사액이 많은 준공 임박 현장에서 추가비용이 발생할 가능성이 높음과 동시에 과거에 손실을 기록한 건설사 프로젝트들이 대부분 준공 시점이 임박했을 때, 미청구공사액이 많았던 바 있다. 이에 따라 공사진행률(공정률)이 95% 이상이나, 미청구공사와 미수금 총액이 수주총액의 20%가 넘으면 추가 손실 혹은 향후 손실 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

U.A.E.의 Ruwais Refinery West(RRW) Units Restoration는 2019년 1월 10일 완공 예정인 1.4조 원 규모의 대규모 프로젝트이다. 2018년 상반기 사업보고서 기준, 공사미수금이 수주총액 대비 33%에 달하나, 아직까지 공사진행률이 62.3% 수준이라는 점에서 향후 손실 가능성이 높다고 단정짓기는 어렵다. 그러나 공사진행률에 비해 공사미수금의 규모가 높다는 점에서 향후 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

한편 사우디 PP-12 복합화력발전소건설공사 프로젝트는 기 완공(하단의 미청구공사와 공사미수금 현황은 2018년 상반기 사업보고서 기준)되어 향후 추가적인 부담요인으로 작용하지 않을 것이다.

표38 GS 건설 미청구공사, 공사미수금 현황

구분	수주총액 (백만원)	공정률 (%)	미청구공사 (백만원)	공사미수금 (백만원)	합계 (백만원)	수주총액 대비(%)
Karbala Refinery Project	2,531,958	49.36		97,446	97,446	4%
ERC Refinery Project	2,476,196	91.61	104,231	5,268	109,499	4%
Clean Fuels Project(MAA)	1,594,366	84.95		26,482	26,482	2%
Thomson-East Coast line Contract T301	1,527,339	25.37	67,406	34,220	101,626	7%
NSRP Project	1,441,779	98.96		19	19	0%
RRW Unit Restoration	1,435,122	62.19		467,086	467,086	33%
P10-Project	928,403	80.54		69,564	69,564	7%
그랑시티자이	883,244	40.75	5,788	4	5,792	1%
개포8단지	844,919	1.76				0%
Star Project(C)	824,804	91.28	36,606	4,482	41,088	5%
Rumaitha/Shanayel Facilities PhaseⅢ	797,282	96.18	22,758		22,758	3%
LPIC Project PKG 3	783,451	45.15		40,617	40,617	5%
Bahrain LNGIT Project	779,614	70.77		23,491	23,491	3%
그랑시티자이2차	697,881	12.85		23	23	0%
PP-12 복합화력발전소건설공사	686,534	98.4	106,956		106,956	16%
Doha Link project	620,709	81.95	3,026	63,872	66,898	11%
안양열병합발전소2호기건설공사	595,632	57.48		8,299	8,299	1%
KOC Wara Pressure Maintenance Project	570,601	98.85	65,564	1,519	67,083	12%
Marina South Parcel	551,102	87.72	9,207	13,023	22,230	4%

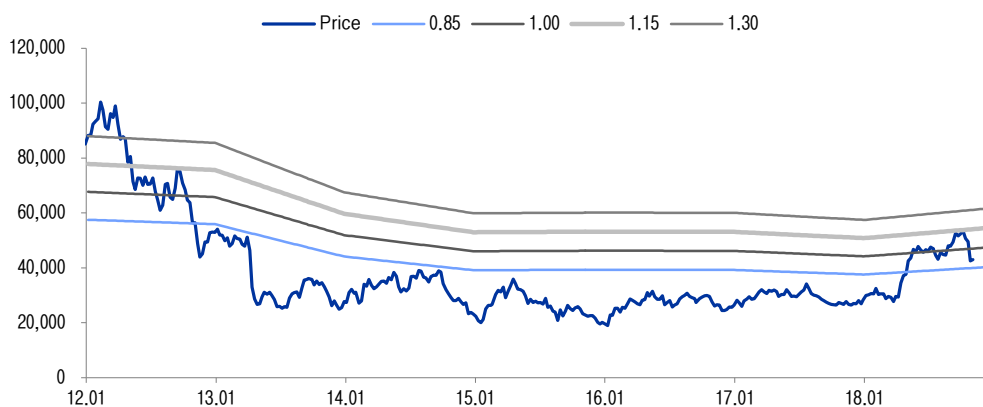
자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표39 GS 건설 목표주가 산정

P/B Valuation	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
EPS	-15,419	-590	375	9,509	-2,412	8,608
BPS	51,928	46,070	45,467	57,030	44,190	47,553
ROE	-25.5%	-1.3%	0.8%	18.2%	-5.2%	18.2%
PBR(High)	0.83	0.82	0.78	0.68	0.76	
PBR(Low)	0.43	0.50	0.42	0.41	0.57	
Cost of Equity(High)	-30.7%	-1.6%	1.0%	26.8%	-6.8%	
Cost of Equity(Low)	-59.3%	-2.6%	1.9%	44.4%	-9.1%	
Target Multiple						1.15
적용 BPS						47,500
Target Price						55,000
종가(18.11.02)						43,000
상승여력						27.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 GS 건설 P/B 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 GS 건설 연결 기준, 실적 전망

	2017	2018E	2019E	2020E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액 (십억원)	11,679	12,822	12,127	12,458	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	3,197	2,916
국내	8,021	9,613	9,428	9,082	1,870	2,079	1,990	2,082	1,839	2,101	1,832	3,841
해외	3,658	3,208	2,699	3,376	831	915	830	1,082	1,288	1,481	1,365	-926
토목	1,298	1,283	1,136	1,058	292	344	290	372	270	317	281	415
플랜트	2,927	2,782	2,447	2,770	684	759	679	805	991	1,126	1,005	-340
전력	728	481	525	667	155	185	241	147	129	136	165	51
건축/주택	6,646	8,185	7,920	7,857	1,550	1,685	1,591	1,820	1,716	1,984	1,728	2,757
영업이익	319	1,031	874	900	59	86	71	103	390	219	234	145
(십억원)												
(OPM,%)	2.7%	8.0%	7.2%	7.2%	2.2%	2.9%	2.5%	3.2%	12.5%	6.1%	7.3%	4.9%
(YoY,%)	122.9%	223.4%	-15.2%	3.0%	11.6%	45.8%	-17.2%	44.2%	279.9%	-43.8%	6.9%	-38.4%
지배주주순이익	-168	610	567	588	-68	9	-10	-99	207	144	135	125
(십억원)												
(지배주주,%)	102.9%	74.8%	99.0%	99.0%	101.0%	83.5%	118.6%	100.8%	99.1%	98.9%	99.0%	99.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

GS건설(006360)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,737	9,582	7,768	9,804	11,191
현금 및 현금성자산	2,356	2,442	2,308	2,355	2,598
매출채권 및 기타채권	4,777	4,668	3,455	5,007	5,883
재고자산	825	1,091	872	1,264	1,485
기타유동자산	1,778	1,381	1,132	1,178	1,226
비유동자산	3,640	4,114	4,346	4,462	4,586
관계기업투자등	284	296	63	66	68
유형자산	978	898	844	824	805
무형자산	194	209	217	220	224
자산총계	13,377	13,697	12,114	14,266	15,777
유동부채	7,225	8,581	6,804	8,383	9,300
매입채무 및 기타채무	3,868	4,288	3,401	4,928	5,790
단기금융부채	1,824	3,061	2,110	2,110	2,110
기타유동부채	1,533	1,232	1,292	1,345	1,400
비유동부채	2,798	1,876	1,708	1,735	1,764
장기금융부채	1,820	1,018	1,036	1,036	1,036
기타비유동부채	979	858	672	699	727
부채총계	10,023	10,457	8,512	10,118	11,064
지배주주지분	3,279	3,167	3,528	4,073	4,639
자본금	355	358	386	386	386
자본잉여금	611	627	759	759	759
이익잉여금	2,504	2,334	2,526	3,072	3,638
비지배주주지분(연결)	74	72	74	74	74
자본총계	3,353	3,240	3,602	4,148	4,713

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	81	-205	1,245	245	448
당기순이익(손실)	-20	-164	616	573	594
비현금수익비용가감	367	685	401	67	67
유형자산감가상각비	58	47	43	42	41
무형자산상각비	10	10	11	11	11
기타현금수익비용	-60	125	347	14	15
영업활동 자산부채변동	-172	-573	376	-395	-213
매출채권 감소(증가)	-198	-615	771	-1,551	-876
재고자산 감소(증가)	-65	30	252	-392	-221
매입채무 증가(감소)	156	158	-991	1,527	862
기타자산, 부채변동	-65	-146	343	21	22
투자활동 현금	-249	14	-256	-177	-183
유형자산처분(취득)	-75	-5	6	-22	-22
무형자산 감소(증가)	-14	-5	-21	-14	-14
투자자산 감소(증가)	-29	-2	-19	-10	-11
기타투자활동	-131	26	-222	-131	-136
재무활동 현금	78	300	-1,140	-22	-22
차입금의 증가(감소)	-106	345	-1,097	0	0
자본의 증가(감소)	-1	-1	-21	-22	-22
배당금의 지급	1	1	21	22	22
기타재무활동	185	-44	-22	0	0
현금의 증가	-72	86	-134	47	243
기초현금	2,429	2,356	2,442	2,308	2,355
기말현금	2,356	2,442	2,308	2,355	2,598

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,036	11,679	12,822	12,127	12,458
매출원가	10,547	10,876	11,278	10,792	11,085
매출총이익	488	803	1,544	1,335	1,374
판매비 및 관리비	345	485	513	461	473
영업이익	143	319	1,031	874	900
(EBITDA)	211	376	1,085	927	952
금융손익	-54	-304	28	63	70
이자비용	127	191	79	41	41
관계기업등 투자손익	3	-6	7	8	8
기타영업외손익	-70	-169	-229	-126	-130
세전계속사업이익	21	-161	837	819	848
계속사업법인세비용	42	3	221	246	254
계속사업이익	-20	-164	616	573	594
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-164	616	573	594
지배주주	-26	-168	610	567	588
총포괄이익	7	-125	616	573	594
매출총이익률 (%)	4.4	6.9	12.0	11.0	11.0
영업이익률 (%)	1.3	2.7	8.0	7.2	7.2
EBITDA 마진률 (%)	1.9	3.2	8.5	7.6	7.6
당기순이익률 (%)	-0.2	-1.4	4.8	4.7	4.8
ROA (%)	-0.2	-1.2	4.7	4.3	3.9
ROE (%)	-0.8	-5.2	18.2	14.9	13.5
ROIC (%)	-3.6	5.8	18.5	14.4	13.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-71.5	-11.7	5.0	5.5	5.3
P/B	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.4	8.8	3.6	4.1	3.7
P/CF	5.4	3.9	3.1	5.0	4.8
배당수익률 (%)	n/a	1.1	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	4.4	5.8	9.8	-5.4	2.7
영업이익	17.1	122.9	223.5	-15.2	3.0
세전이익	-31.8	적전	흑전	-2.2	3.6
당기순이익	적전	적지	흑전	-7.0	3.6
EPS	적전	적지	흑전	-9.3	3.6
안정성 (%)					
부채비율	298.9	322.8	236.3	244.0	234.7
유동비율	134.8	111.7	114.2	116.9	120.3
순차입금/자기자본(x)	21.7	39.1	13.1	9.9	3.2
영업이익/금융비용(x)	1.1	1.7	13.1	21.1	21.7
총차입금 (십억원)	3,643	4,079	3,146	3,146	3,146
순차입금 (십억원)	728	1,267	472	410	152
주당지표(원)					
EPS	-371	-2,412	8,608	7,809	8,089
BPS	46,180	44,190	47,553	54,907	62,535
CFPS	4,875	7,308	14,046	8,626	8,903
DPS	n/a	300	300	300	300

자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

삼성엔지니어링(028050)

2018. 11. 6

건설

이제 해외 수주를 기대해볼 만한 시점이 도래했다!

Analyst 정하늘

02. 3779-8987

haneulj@ebestsec.co.kr

목표주가 22,400원으로 커버리지 개시. 상승여력 23%

삼성엔지니어링에 대한 투자자의 BUY, 2018년 예상 BPS 5,600원에 목표 P/B 4.0배를 적용해 목표주가 22,400원으로 커버리지를 개시한다. 2018년 예상 매출액과 영업이익은 각각 5.3조 원과 1,657억 원(OPM 3.1%)으로 전망한다.

Buy(initiate)

목표주가 22,400 원

현재주가 18,150 원

이제 더 이상 슬퍼하지마, NO NO NO

2017년 3/4분기부터 올해 3/4분기까지의 분기평균 신규수주 규모는 2.7조 원에 달한다. 이처럼 2017년 하반기 이후 급증하기 시작한 수주잔고가 이제 매출인식이 되기 시작하면서 실적 개선이 나타나기 시작했다. 이와 동시에 해외 프로젝트에서 추가 원가가 발생하지 않는 등 저가 수주의 악몽에서 벗어나기 시작했다는 점 역시 우호적이다.

한편 3/4분기 신규수주가 부진했으나, 이는 상반기 6.2조 원(3분기 누적 7.3조 원)을 확보했으므로 크게 우려할만한 요인은 아니다. 이와 동시에 올해 연말 UAE의 Takreer Carbon Black(3조 원) 프로젝트가 종료되면 수주여력이 상승해 추가적인 대형 프로젝트의 수주 역시 가능할 것이다.

해외 수주를 기대해볼 만한 시점이 도래했다!

지난 10월 19일, 동사는 태국에서 1.2조 원 규모의 정유 플랜트를 수주했다. 이는 태국 정유 플랜트 프로젝트 역사상 최대 규모로 총 계약금액은 4.5조 원(삼성엔지니어링 27.5%)에 달한다. 영국과 이탈리아의 대표 EPC업체인 페트로팩, 사이펄과 수주를 한 것으로 리스크를 줄이겠다는 계획이다. 해당 프로젝트는 2022년 10월 완공 예정이다.

이와 동시에 인도네시아(10억 달러), 터키(10억 달러) 등의 대형 프로젝트의 수주 역시 기대감을 높이는 요인이다. 중동의 플랜트 발주 재개가 지속되는 환경은 동사의 해외 수주 확보와 동시에 안정적인 매출을 이어가는데 매우 긍정적인 요인으로 판단된다. 또한 동사는 당사 커버리지 기업 중 중동 수주에 있어 가장 큰 모멘텀을 가지고 있는 기업으로 향후의 플랜트 수주 이벤트는 동사의 밸류에이션 조정 요인으로 충분히 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(11/2)	2,096. pt
시가총액	35,574 억원
발행주식수	196,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	20,200 / 11,650 원
90 일 일평균거래대금	247.41 억원
외국인 지분율	29.6%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	5,627 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 1.4%
	6 개월 20.7%
	12 개월 67.7%
주주구성	삼성에스디아이(주)외 20.6%
	국민연금공단 9.3%
	강성영 0.1%

Stock Price

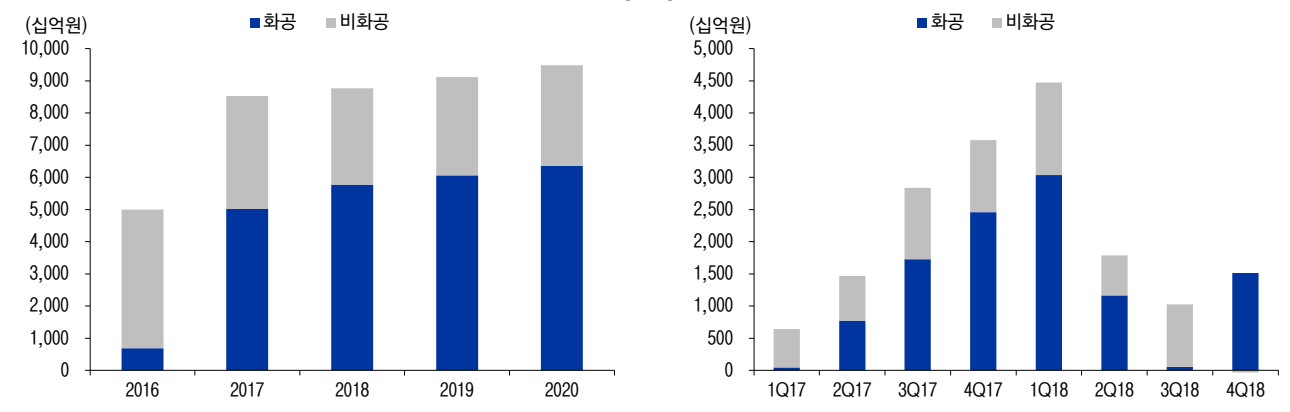


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	7,009	70	56	9	131	흑전	149	78.4	16.7	2.0	n/a
2017	5,536	47	-30	-52	-231	적전	119	-53.6	25.2	2.4	-4.5
2018E	5,302	166	111	81	424	흑전	226	42.8	18.2	3.2	7.8
2019E	6,305	325	276	204	1,043	146.0	381	17.4	10.3	2.7	17.0
2020E	7,678	369	480	355	1,811	73.6	421	10.0	8.5	2.1	23.9

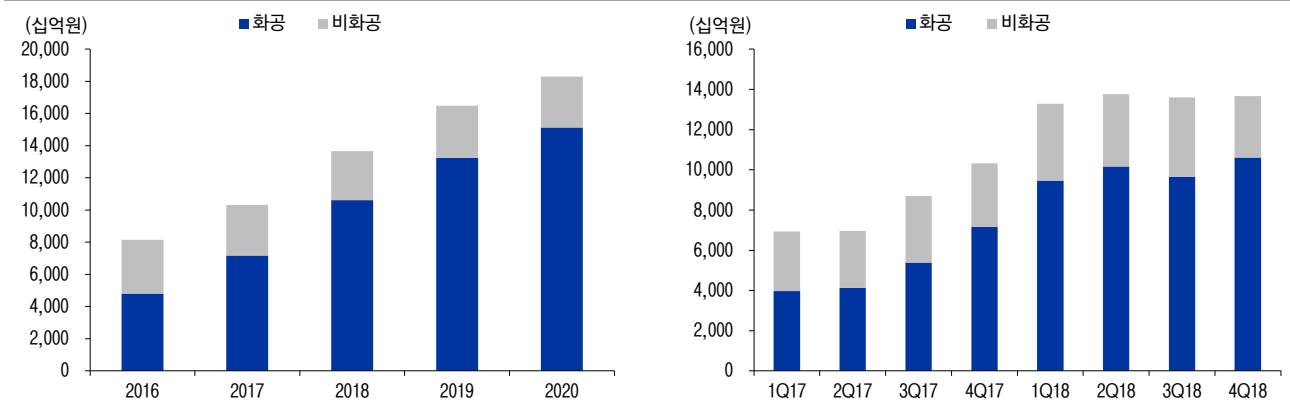
자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림70 신규수주 현황 및 전망



자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 수주잔고 현황 및 전망



자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

표41 삼성엔지니어링 주요 공사 진행 현황

완공 예정일	구분	현장명	수주총액 (억원)	4Q17 공정률(%)	1Q18 공정률(%)	2Q18 공정률(%)
1Q19	해외	Bolivia YPFB Ammonia/Urea	9,779	90.6%	91.3%	94.2%
	해외	USA Lotte MEG	4,644	84.2%	86.5%	90.2%
2Q19	국내 민간	K-PJT 마감공사	42,447		97.3%	98.8%
	해외	Timimoun (TFD) Project	9,475			96.4%
	해외	Malaysia PRPC RAPID #11 EO/EG	6,853	54.4%	62.7%	69.1%
	해외	Malaysia PRPC RAPID #6A LLDPE	3,471	55.3%	63.9%	75.3%
	해외	넥센타이어 체코공장 신축공사	2,116	18.7%	33.1%	58.0%
4Q19	국내 민간	전자 P-PJT 건설공사	22,429		82.3%	90.8%
	국내 민간	탕정 SDC 신공장 건설공사	7,020	17.4%	30.1%	39.5%
	국내 민간	S3 라인 신축공사(Ph-1)	6,501	76.6%	95.6%	97.4%
	국내 민간	평택 전자 P2-PJT	3,048			24.0%
	해외	중국 전자 반도체 X2 Project	2,123	3.7%	15.3%	41.2%
3Q20	해외	Thai GC Oxirane PO	5,145	2.1%	6.0%	11.8%
4Q20	해외	Saudi SABIC EO/EG	7,665	0.4%	1.6%	4.5%
	해외	Thai PTTGC ORP Ethylene	6,912	4.1%	9.4%	13.6%
3Q22	해외	UAE ADNOC Refining CFP	29,072		0.2%	0.5%
2Q23	해외	UAE ADNOC Refining WHRP	5,136			0.4%
1Q30	국내 민간	용인민자하수 운영	2,396	41.9%	43.3%	44.7%

주1: 수주총액 2,000억 이상의 주요 현장만을 정리

주2: 현장별 공정률은 사업보고서 기준을 적용. 음영은 수주총액 기준 상위 3개 프로젝트

자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

미청구공사에 대한 우려를 확인해보자

미청구공사액이 많은 준공 임박 현장에서 추가비용이 발생할 가능성이 높음과 동시에 과거에 손실을 기록한 건설사 프로젝트들이 대부분 준공 시점이 임박했을 때, 미청구공사액이 많았던 바 있다. 이에 따라 공사진행률(공정률)이 95% 이상이나, 미청구공사와 미수금 총액이 수주총액의 20%가 넘으면 추가 손실 혹은 향후 손실 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

충남 아산시 탕정면의 삼성디스플레이 OLED 신공장 건설공사는 2019년 12월 31일 완공 예정으로 약 7천억 규모의 프로젝트이다. 2018년 상반기 사업보고서 기준, 공사 미수금이 수주총액 대비 18.7%에 달하나, 아직까지 공사진행률이 39.5% 수준이라는 점에서 향후 손실 가능성이 높다고 단정짓기는 어렵다. 그러나 공사진행률에 비해 공사 미수금의 규모가 높다는 점에서 향후 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

표42 삼성엔지니어링(연결) 미청구공사, 공사미수금 현황

구분	수주총액 (백만원)	공정률 (%)	미청구공사 (백만원)	공사미수금 (백만원)	합계 (백만원)	수주총액 대비(%)
삼성디스플레이 K-PJT 마감공사	4,244,658	98.77%		60,926	60,926	1.44%
Takreer Carbon Black & Delayed Coker	3,039,181	94.18%	39,234	6,248	45,482	1.50%
UAE ADNOC Refining CFP	2,907,188	0.52%		1,605	1,605	0.06%
삼성전자 P-PJT 건설공사	2,242,917	90.83%		154,941	154,941	6.91%
KNPC CFP MAB#1	1,655,724	82.03%		14,653	14,653	0.88%
Eni Zubair DGS North Package	1,050,985	89.94%	52,857	648	53,506	5.09%
Luberef Yanbu Refinery Expantion	1,042,819	97.98%	22,324	39,133	61,457	5.89%
Gazprom Badra Project	1,004,941	97.02%	7,846	5,152	12,997	1.29%
YPFB Ammonia/Urea	977,860	94.03%		17,864	17,864	1.83%
Timimoun (TFD) Project	947,493	91.71%	106,486	30,688	137,174	14.48%
UNITED EOEG III PJT	766,458	4.32%		26,814	26,814	3.50%
SOCAR Ammonia and Urea Complex	734,708	94.01%	86,872	2,493	89,365	12.16%
탕정 SDC 신공장 건설공사	702,000	39.51%	131,292		131,292	18.70%
태국 PTTGC ORP Ethylene	691,160	13.54%		13,634	13,634	1.97%
RAPID PKG. 11 EO/EG	685,315	68.92%		1,427	1,427	0.21%
삼성전자 S3라인 신축공사(Ph-1)	650,074	97.44%		4,008	4,008	0.62%
삼성바이오로직스 EDISON III PJT	525,382	99.03%	38,999	18,001	57,000	10.85%
태국 PTTGC Oxirane PO	514,532	11.26%		9,139	9,139	1.78%
SEHC법인 건설공사	513,442	98.52%		2,123	2,123	0.41%
RAPID #64 LLDPE	347,114	75.16%		7,635	7,635	2.20%
삼성전자 평택 전자 P2-PJT	304,790	24.01%		25,850	25,850	8.48%
수도권매립지(3공구) 매립작업 및 부대공사	292,574	96.77%	5,545		5,545	1.90%

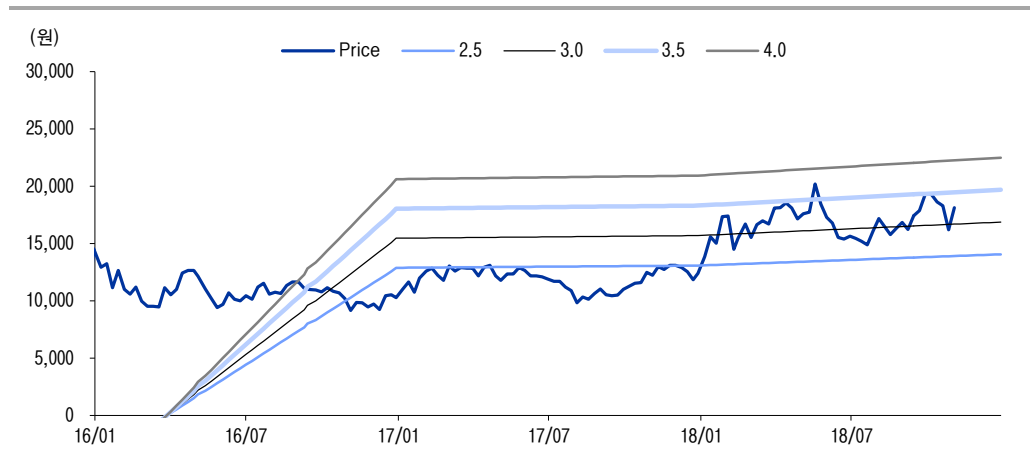
자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

표43 삼성엔지니어링 목표주가 산정

P/B Valuation	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
EPS	-11,565	899	-19,980	2,390	-231	424
BPS	14,127	14,847	-1,605	690	5,236	5,627
ROE	-54.5%	5.9%	0.0%	0.0%	-4.5%	7.8%
PBR(High)	4.12	3.71	35.97	n/a	2.53	
PBR(Low)	2.21	1.63	n/a	n/a	1.89	
Cost of Equity(High)	-13.2%	1.6%	n/a	n/a	-1.8%	
Cost of Equity(Low)	-24.7%	3.6%	n/a	n/a	-2.4%	
Target Multiple						4.00
적용 BPS						5,600
Target Price						22,400
종가(18.06.04)						18,150
상승여력						23.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 삼성엔지니어링 P/B 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표44 GS건설 연결 기준, 실적 전망

		2017	2018E	2019E	2020E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액 (십억원)		5,536	5,302	6,305	7,678	1,619	1,356	1,294	1,267	1,218	1,349	1,306	1,430
	화공	2,110	2,124	3,422	4,482	707	517	515	371	476	522	567	560
	비화공	3,426	3,177	2,883	3,196	912	839	779	896	742	827	739	870
영업이익 (십억원)		47	166	325	369	12	12	15	7	21	44	85	16
	(OPM,%)	0.8%	3.1%	5.2%	4.8%	0.8%	0.9%	1.2%	0.5%	1.7%	3.3%	6.5%	1.1%
	(YoY,%)	-33.1%	253.3%	96.1%	13.5%	-53.4%	248.3%	-71.2%	-151%	71.4%	254.4%	451.7%	136.3%
	화공	-375	-62	19	11	38	-204	97	-306	-44	-16	43	-45
	비화공	422	228	306	358	-26	216	-82	313	66	60	41	61
지배주주순이익 (십억원)		-45	80	204	355	-44	32	7	-40	11	21	55	-7
	(지배주주,%)	87.0%	72.1%	84.4%	131.1%	93.9%	101.2%	99.0%	91.7%	91.6%	122.0%	98.8%	100.0%

자료: GS건설, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성엔지니어링(028050)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,658	3,303	3,162	3,880	4,554
현금 및 현금성자산	882	745	565	781	1,121
매출채권 및 기타채권	2,360	2,167	2,108	2,589	2,903
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	416	391	489	509	530
비유동자산	1,862	1,781	1,809	1,841	1,882
관계기업투자등	68	69	70	73	76
유형자산	657	427	406	391	380
무형자산	96	71	56	48	43
자산총계	5,520	5,084	4,971	5,720	6,436
유동부채	4,314	3,678	3,503	4,038	4,388
매입채무 및 기타채무	2,582	2,153	2,316	2,845	3,189
단기금융부채	1,476	1,192	1,056	1,056	1,056
기타유동부채	256	334	132	137	143
비유동부채	210	401	390	401	411
장기금융부채	10	268	133	133	133
기타비유동부채	200	133	257	268	278
부채총계	4,524	4,079	3,893	4,438	4,799
지배주주지분	1,011	1,026	1,103	1,307	1,662
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	454	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	-198	170	247	451	806
비지배주주지분(연결)	-15	-22	-25	-25	-25
자본총계	996	1,005	1,078	1,282	1,637

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	188	-134	105	302	423
당기순이익(손실)	9	-52	81	204	355
비현금수익비용가감	28	124	169	63	50
유형자산감가상각비	48	41	32	31	30
무형자산상각비	30	31	29	25	22
기타현금수익비용	1	5	108	7	-1
영업활동 자산부채변동	258	-84	-85	35	18
매출채권 감소(증가)	-84	187	73	-482	-314
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	166	-264	152	529	345
기타자산, 부채변동	175	-7	-310	-12	-13
투자활동 현금	94	-15	4	-86	-83
유형자산처분(취득)	-19	-8	-9	-16	-19
무형자산 감소(증가)	-14	-7	-14	-17	-17
투자자산 감소(증가)	43	-8	50	-2	7
기타투자활동	83	7	-23	-52	-54
재무활동 현금	-102	38	-306	0	0
차입금의 증가(감소)	-1,386	38	-306	0	0
자본의 증가(감소)	1,284	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	186	-137	-180	216	340
기초현금	696	882	745	565	781
기말현금	882	745	565	781	1,121

자료: 삼성엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,009	5,536	5,302	6,305	7,678
매출원가	6,527	5,175	4,799	5,614	6,903
매출총이익	482	361	502	691	775
판매비 및 관리비	412	315	337	366	406
영업이익	70	47	166	325	369
(EBITDA)	149	119	226	381	421
금융손익	-9	-58	-75	-132	96
이자비용	27	25	62	76	76
관계기업등 투자손익	5	5	5	3	12
기타영업외손익	-9	-23	16	80	2
세전계속사업이익	56	-30	111	276	480
계속사업법인세비용	47	22	30	72	125
계속사업이익	9	-52	81	204	355
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	-52	81	204	355
지배주주	26	-45	83	204	355
총포괄이익	-36	8	80	204	355
매출총이익률 (%)	6.9	6.5	9.5	11.0	10.1
영업이익률 (%)	1.0	0.8	3.1	5.2	4.8
EBITDA 마진률 (%)	2.1	2.2	4.3	6.0	5.5
당기순이익률 (%)	0.1	-0.9	1.5	3.2	4.6
ROA (%)	0.5	-0.9	1.7	3.8	5.8
ROE (%)	n/a	-4.5	7.8	17.0	23.9
ROIC (%)	0.8	2.3	7.8	15.3	17.4

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	78.4	-53.6	42.8	17.4	10.0
P/B	2.0	2.4	3.2	2.7	2.1
EV/EBITDA	16.7	25.2	18.2	10.3	8.5
P/CF	54.5	34.0	14.3	13.3	8.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	8.8	-21.0	-4.2	18.9	21.8
영업이익	흑전	-33.1	253.3	96.1	13.5
세전이익	흑전	적전	흑전	148.1	73.6
당기순이익	흑전	적전	흑전	152.7	73.6
EPS	흑전	적전	흑전	146.0	73.6
안정성 (%)					
부채비율	454.1	406.0	361.3	346.2	293.2
유동비율	84.8	89.8	90.3	96.1	103.8
순차입금/자기자본(x)	46.1	57.4	53.2	27.7	0.8
영업이익/금융비용(x)	2.6	1.9	2.7	4.3	4.8
총차입금 (십억원)	1,486	1,460	1,189	1,189	1,189
순차입금 (십억원)	459	577	574	355	13
주당지표(원)					
EPS	131	-231	424	1,043	1,811
BPS	5,158	5,236	5,627	6,670	8,481
CFPS	189	365	1,274	1,364	2,068
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대림산업(000210)

2018. 11. 6

건설

적극적인 해외 수주가 필요한 때

Analyst 정하늘

02. 3779-8987

haneulj@ebestsec.co.kr

목표주가 98,000원으로 커버리지 개시. 상승여력 24%

대림산업에 대한 투자 의견 BUY, 2018년 예상 BPS 140,000원에 목표 P/B 0.7배를 적용해 목표주가 98,000원으로 커버리지를 개시한다. 2018년 예상 매출액과 영업이익은 각각 10.5조 원과 8,241억 원(OPM 7.8%)으로 전망한다.

Buy(initiate)

목표주가 **98,000 원**

현재주가 **78,800 원**

주택분야의 실적 약화는 재개발/재건축으로 완화

2018년 3/4분기 실적은 주택부문의 수익성 개선이 중요한 영향을 미쳤다. 저수익 현장의 시공이 상반기 중 마무리됨에 따라 남은 주택 수주잔고의 질적인 개선이 나타난 것으로 판단한다. 올해 분양계획 물량 중 포항과 성남의 분양이 내년으로 지연되면서 상대적으로 주택 분양 규모가 줄어드나, 크게 우려할만한 사항은 아니라고 판단한다.

2018년에 재개발/재건축 분양이 1,700세대로 예상되는 등 2016년 이후 이어진 건설사 내 가장 많은 분양물량이 유지될 것으로 판단된다. 물론 자체사업보다 수익성은 다소 떨어지나 풍부한 재개발/재건축 물량은 주택분야의 실적 약화 국면에서 속도를 조절할 수 있는 요인으로 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

수익계약 중심의 해외 수주를 기대

그간 소극적인 해외 수주의 영향으로 타사대비 해외에서의 실적 개선은 느리게 나타나고 있다. 최근 FEED 후 EPC로 전환하는 수익계약 중심의 적극적인 입찰로 스탠스가 전환되었다. 이는 일반 공개입찰에 비해 수주 퀄리티가 더 높아 동사 실적에 긍정적일 것으로 판단된다. 2019년에는 약 7조 원 가량의 해외 플랜트 프로젝트에 입찰할 예정이라는 점을 고려할 때, 향후 약 2조 원 이상의 해외 수주 모멘텀을 기대해볼 수 있다.

한편 10월 22일, 사우디 국영광물회사 마덴(Ma'aden)과 약 1조원 규모의 라스알카이르(Ras Al-Khair) 암모니아 플랜트 프로젝트를 계약했다. 올해 말 착공을 시작으로 약 38개월 간 공사가 진행될 예정이다. 이는 2016년 이후 2년 만에 동사가 사우디아라비아에서 수주한 프로젝트로 이를 기점으로 해외 수주 소식이 활발해지기를 기대한다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(11/2)	2,096. pt	
시가총액	27,422 억원	
발행주식수	34,800 천주	
52 주 최고가 / 최저가	92,500 / 70,200 원	
90 일 일평균거래대금	156.06 억원	
외국인 지분율	39.7%	
배당수익률(18.12E)	1.3%	
BPS(18.12E)	143,131 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.2%
	6 개월	8.1%
	12 개월	8.3%
주주구성	(주)대림코퍼레이션외	23.1%
	국민연금공단	14.1%
	이종태	0.0%

Stock Price

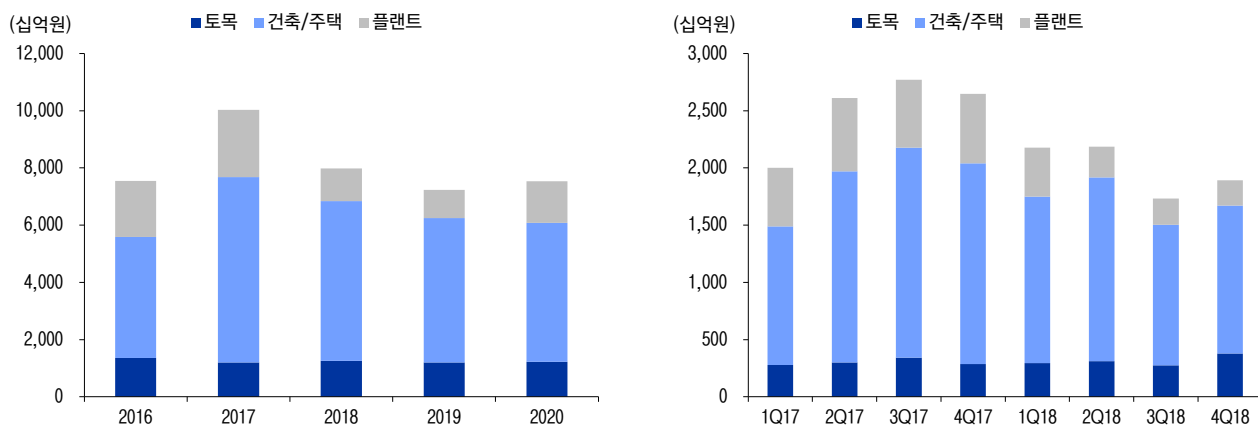


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	9,854	419	436	293	7,585	28.5	528	11.5	7.5	0.7	5.9
2017	12,336	546	675	508	13,980	84.3	665	5.9	5.6	0.6	10.1
2018E	10,522	824	1,034	779	21,439	53.4	948	3.7	3.0	0.6	14.2
2019E	9,750	734	858	635	17,407	-18.8	862	4.5	2.9	0.5	10.5
2020E	10,125	703	808	598	16,387	-5.9	835	4.8	2.5	0.5	9.0

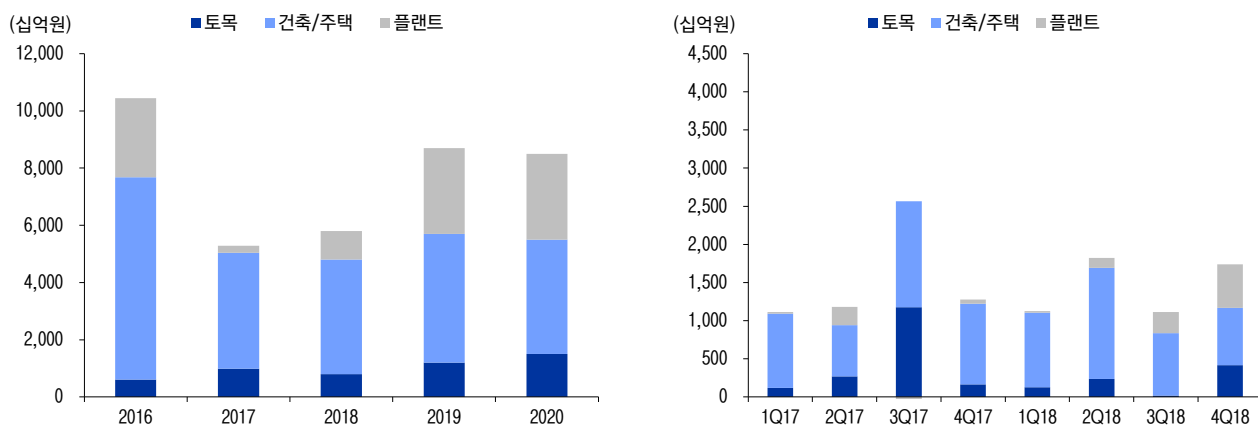
자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림73 매출현황 및 전망



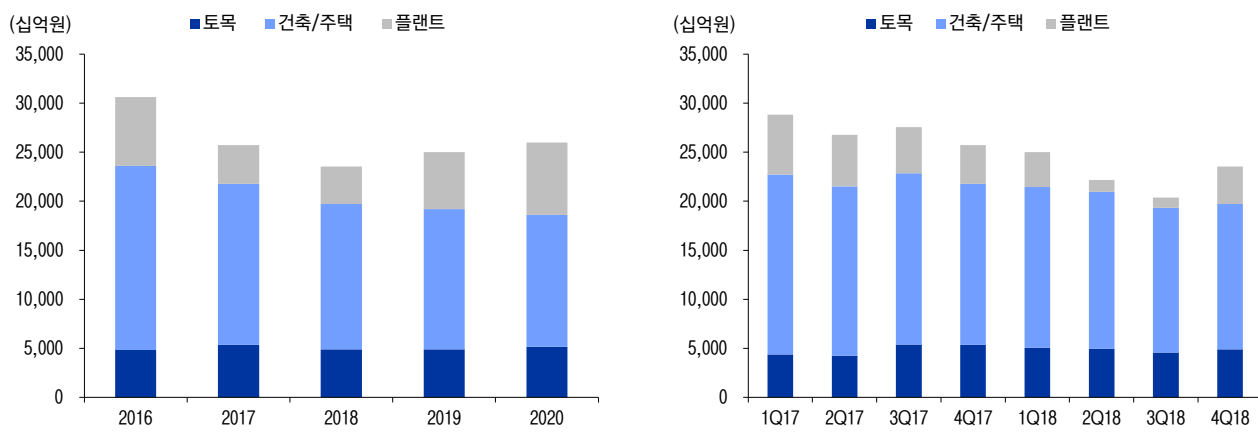
자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 신규수주 현황 및 전망



자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 수주잔고 현황 및 전망



자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

표45 대림산업(별도) 주요 공사 진행 현황

완공 예정일	구분	현장명	수주총액 (백만원)	4Q17 공정률(%)	1Q18 공정률(%)	2Q18 공정률(%)
1Q19	국내	이대마곡병원 현장	370,880	40.4%	51.9%	68.6%
2Q19	국내	e편한세상 용인 한숲시티 현장	966,453	65.4%	80.8%	96.2%
	해외	필리핀 SBPL 500MW CFPP 사업팀	507,736	67.3%	73.6%	75.3%
	해외	브루나이 Temburong CC2 현장	497,590	62.3%	69.0%	74.6%
	국내	e편한세상 서울대입구 현장	300,380	24.8%	35.9%	50.3%
3Q19	국내	e편한세상 동래명장 현장	276,508	25.9%	33.4%	47.1%
4Q19	국내	e편한세상 춘천 한숲시티 2구역 현장	558,192	20.2%	13.0%	19.6%
1Q20	국내	고덕대림아파트 현장	453,415	9.5%	14.9%	22.6%
	국내	녹번역 e편한세상 현장	277,189	15.7%	12.5%	20.7%
2Q20	해외	베트남 Thai Binh2 PP 사업팀	781,468	78.2%	78.6%	80.5%
	국내	e편한세상 양주신도시 4차 현장	340,949		0.4%	4.4%
	해외	알제리 Kais CCPP 사업팀	325,381	43.7%	48.2%	51.7%
4Q20	국내	아크로 서울포레스트 주거동 현장	802,485	12.2%	14.9%	17.5%
	해외	싱가폴 TTP1 현장	467,591	58.5%	68.7%	81.8%
	해외	싱가폴 ThomsonLineT222 현장	252,446	62.0%	67.5%	73.5%
3Q21	국내	e편한세상 전포 현장	254,270			
4Q21	국내	청천e-편한세상 현장	752,832			
	국내	아크로 파크 브릿지 현장	273,290			
	국내	e편한세상 원성 현장	253,252			
2Q22	해외	이란 ERUP 사업팀	2,197,098	0.3%	0.6%	
	국내	성남금광1구역 주택재개발 현장	768,881			
	국내	거제e-편한세상 현장	273,897			
3Q22	국내	e편한세상 우암 현장	527,546			
3Q23	국내	e편한세상 망미 현장	366,400			
4Q23	국내	안양 병천지구 주거환경개선사업	311,430			

주1: 수주총액 2,500억 이상의 주요 현장만을 정리
 주2: 현장별 공정률은 사업보고서 기준을 적용
 주3: 음영은 수주총액 기준 상위 5개 프로젝트
 자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

표46 (주)삼호(연결) 주요 공사 진행 현황

완공 예정일	구분	현장명	수주총액 (백만원)	4Q17 공정률(%)	1Q18 공정률(%)	2Q18 공정률(%)
3Q19	관급	다산신도시 e편한세상3차	108,027	27.0%	35.9%	
4Q19	관급	서해 HVDC 지중송전선로	115,795	41.7%	42.0%	48.1%
1Q20	민간	e편한세상 오션테라스	218,215	9.6%	11.8%	19.9%
	민간	효성1구역주택재개발정비사업	124,284			
2Q20	민간	수원 고색 도이치 오토월드	182,502		3.3%	6.5%
	민간	e편한세상 온수역	167,913	8.5%	12.7%	20.1%
	민간	e편한세상 시티 인하대역	111,161	12.0%	16.8%	22.9%
3Q20	민간	e편한세상 대전법동	172,656			5.3%
4Q20	민간	e편한세상 금오파크	198,235		1.8%	8.1%
	관급	청주모충2 주거환경개선사업 아파트 1공구	129,073	0.0%	0.4%	1.7%
1Q21	민간	e편한세상 평내	165,080			
3Q23	관급	(NHF제14호)충북혁신 B3-1BL 아파트 7공구	121,229	0.0%	1.4%	10.9%

주1: 수주총액 1,000억 이상의 주요 현장만을 정리
 주2: 현장별 공정률은 사업보고서 기준을 적용
 주3: 음영은 수주총액 기준 상위 5개 프로젝트
 자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

미청구공사에 대한 우려를 확인해보자

미청구공사액이 많은 준공 임박 현장에서 추가비용이 발생할 가능성이 높음과 동시에 과거에 손실을 기록한 건설사 프로젝트들이 대부분 준공 시점이 임박했을 때, 미청구공사액이 많았던 바 있다. 이에 따라 공사진행률(공정률)이 95% 이상이나, 미청구공사와 미수금 총액이 수주총액의 20%가 넘으면 추가 손실 혹은 향후 손실 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

e편한세상 용인 한숲시티는 2019년 4월 30일 완공 예정으로 약 1조 원 규모의 프로젝트이다. 이는 대림산업의 자체사업으로 2018년 상반기 사업보고서 기준, 공사미수금이 수주총액 대비 54%에 달한다. 해당 프로젝트는 공사진행률이 96.2% 수준이라는 점에서 향후 손실 가능성이 높아지고 있다.

이와 동시에 e편한세상 송도는 2018년 10월 완공 예정으로 4,500억 원의 프로젝트이다. 이는 2018년 상반기 사업보고서 기준, 공사미수금이 수주총액 대비 21%에 달한다. 공사진행률이 78.2% 수준이라는 점에서 향후 손실 가능성이 높아 보인다. 이에 따라 향후 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

표47 대림산업 공사미수금 현황

구분	수주총액 (백만원)	공정률 (%)	공사미수금 (백만원)	수주총액 대비 (%)
S-OIL RUC Project	2,166,634	97.48%		
오만 SRIP	1,229,474	93.89%	74,784	6.08%
e편한세상 용인 한숲시티	966,453	96.18%	525,762	54.40%
아크로 서울포레스트	802,485	13.14%		
베트남 Thai Binh2 PP	781,468	80.52%	69,701	8.92%
e편한세상 동탄	562,823	100.00%	3,485	0.62%
사우디아라비아 Elastomers	544,265	99.12%		
쿠웨이트 KNPC SHFP	513,292	89.75%	42,665	8.31%
북평화력발전	512,293	95.77%		
필리핀 SBPL 500MW CFPP	507,736	75.33%	42,160	8.30%
브루나이 Temburong CC2	497,590	74.57%	55,883	11.23%
싱가포르 TTP1	467,591	81.79%	18,591	3.98%
e편한세상 송도	453,943	78.24%	93,967	20.70%
고덕대림아파트	453,415	22.57%		

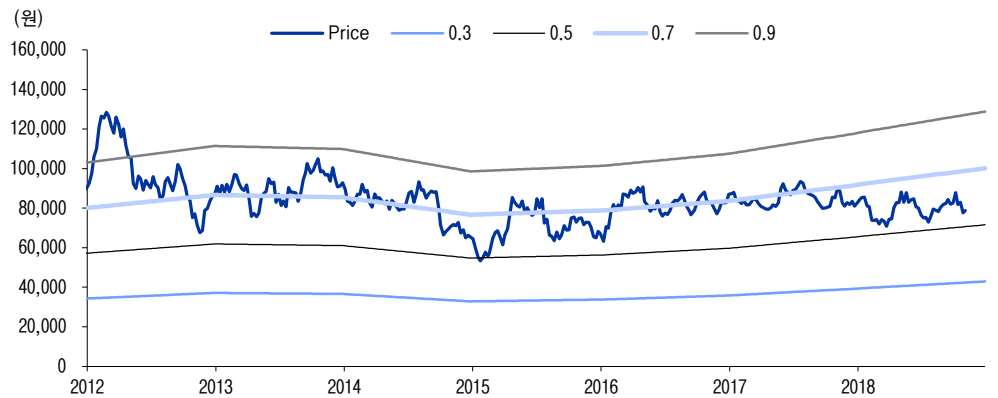
자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

표48 대림산업 목표주가 산정

P/B Valuation	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
EPS	-730	-13,062	5,925	12,953	13,980	21,744
BPS	122,126	109,537	112,559	125,966	131,198	143,406
ROE	-0.5%	-10.2%	4.8%	9.8%	10.1%	14.4%
PBR(High)	0.86	0.81	0.77	0.79	0.74	
PBR(Low)	0.61	0.59	0.49	0.56	0.62	
Cost of Equity(High)	-0.6%	-12.6%	6.2%	12.4%	13.6%	
Cost of Equity(Low)	-0.8%	-17.3%	9.8%	17.5%	16.3%	
Target Multiple						0.70
적용 BPS						140,000
Target Price						98,000
종가(18.11.02)						78,800
상승여력						24.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 대림산업 P/B 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표49 대림산업 연결 기준, 실적 전망

		2017	2018E	2019E	2020E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액 (십억원)	대림산업(별도)	12,336	10,522	9,750	10,125	2,511	3,106	3,427	3,291	2,836	2,957	2,464	2,265
	E&C	11,228	9,160	8,407	8,712	2,314	2,905	3,068	2,941	2,486	2,508	2,063	2,103
	Civil	1,207	1,262	1,202	1,226	278	300	343	286	295	312	276	379
	Building	6,469	5,577	5,041	4,857	1,211	1,670	1,833	1,755	1,454	1,605	1,227	1,291
	Plant	2,351	1,148	991	1,455	512	640	593	607	428	268	231	222
	Other	39	35	35	35	9	9	9	12	9	9	8	9
	P-chem	1,162	1,139	1,139	1,139	304	287	290	281	300	314	321	203
	영업이익 (십억원)	546	824	734	703	114	143	197	92	248	225	206	145
(OPM,%)	4.4%	7.8%	7.5%	6.9%	4.5%	4.6%	5.8%	2.8%	8.8%	7.6%	8.3%	6.4%	
(YoY,%)	30.2%	51.0%	-10.9%	-4.2%	84.5%	25.5%	37.9%	-53.6%	171.0%	-9.4%	-8.7%	-29.2%	
대림산업(별도)		356	625	557	536	76	134	160	-14	182	159	177	107
	(OPM,%)	3.2%	6.8%	6.6%	6.2%	3.3%	4.6%	5.2%	-0.5%	7.3%	6.3%	8.6%	5.1%
	E&C	217	482	449	462	36	95	122	-36	155	126	127	75
	(OPM,%)	2.2%	6.0%	6.2%	6.1%	1.8%	3.6%	4.4%	-1.3%	7.1%	5.7%	7.3%	3.9%
	P-chem	139	142	108	74	40	38	38	22	27	33	34	48
	(OPM,%)	11.9%	12.5%	9.5%	6.5%	13.2%	13.3%	13.2%	7.7%	8.9%	10.6%	10.7%	23.8%
	지배주주순이익 (십억원)	490	750	610	574	139	102	289	-39	244	215	181	111
	(지배주주,%)	96.6%	96.3%	96.0%	96.0%	93.1%	97.7%	97.5%	93.8%	97.4%	95.1%	96.5%	96.0%

자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

대림산업(000210)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,496	6,728	7,309	7,808	8,166
현금 및 현금성자산	1,577	1,932	2,956	3,271	3,585
매출채권 및 기타채권	2,913	3,130	1,936	2,020	1,997
재고자산	902	718	660	689	681
기타유동자산	1,104	948	1,757	1,828	1,903
비유동자산	5,896	6,675	6,868	7,131	7,404
관계기업투자등	1,597	1,641	1,440	1,499	1,559
유형자산	1,964	2,071	2,093	2,161	2,231
무형자산	61	70	66	70	73
자산총계	12,392	13,402	14,177	14,939	15,570
유동부채	4,787	4,903	5,106	5,276	5,351
매입채무 및 기타채무	3,126	3,094	1,798	1,876	1,854
단기금융부채	912	971	1,043	1,043	1,043
기타유동부채	749	838	2,265	2,357	2,453
비유동부채	2,459	2,805	2,907	2,927	2,948
장기금융부채	1,994	2,291	2,407	2,407	2,407
기타비유동부채	464	514	500	520	541
부채총계	7,246	7,708	8,013	8,204	8,299
지배주주지분	4,611	5,064	5,525	6,096	6,631
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	539	539	539
이익잉여금	3,918	4,399	4,888	5,459	5,994
비지배주주지분(연결)	534	630	639	639	639
자본총계	5,145	5,694	6,164	6,735	7,270

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	147	438	1,129	486	501
당기순이익(손실)	293	508	779	635	598
비현금수익비용가감	419	457	235	-158	-151
유형자산감가상각비	102	111	115	119	123
무형자산상각비	7	8	9	8	9
기타현금수익비용	-279	-455	111	-285	-283
영업활동 자산부채변동	-546	-465	126	8	54
매출채권 감소(증가)	-473	-1,134	-133	-84	23
재고자산 감소(증가)	0	135	237	-29	8
매입채무 증가(감소)	589	835	2	78	-21
기타자산, 부채변동	-662	-302	20	43	45
투자활동 현금	-699	-237	-271	-133	-148
유형자산처분(취득)	-248	-234	-167	-187	-194
무형자산 감소(증가)	-10	-3	-5	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-400	163	10	199	196
기타투자활동	-41	-164	-110	-133	-138
재무활동 현금	-46	154	159	-39	-39
차입금의 증가(감소)	-138	175	204	0	0
자본의 증가(감소)	-28	-25	-39	-39	-39
배당금의 지급	28	25	39	39	39
기타재무활동	120	4	-6	0	0
현금의 증가	-591	355	1,024	315	314
기초현금	2,168	1,577	1,932	2,956	3,271
기말현금	1,577	1,932	2,956	3,271	3,585

자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,854	12,336	10,522	9,750	10,125
매출원가	8,878	11,139	9,116	8,479	8,868
매출총이익	976	1,196	1,406	1,271	1,256
판매비 및 관리비	557	650	582	536	553
영업이익	419	546	824	734	703
(EBITDA)	528	665	948	862	835
금융손익	-32	-129	5	-225	-259
이자비용	94	104	121	126	126
관계기업등 투자손익	257	437	201	280	280
기타영업외손익	-207	-179	4	69	84
세전계속사업이익	436	675	1,034	858	808
계속사업법인세비용	143	167	255	223	210
계속사업이익	293	508	779	635	598
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	293	508	779	635	598
지배주주	265	490	750	610	574
총포괄이익	279	481	750	635	598
매출총이익률 (%)	9.9	9.7	13.4	13.0	12.4
영업이익률 (%)	4.3	4.4	7.8	7.5	6.9
EBITDA 마진률 (%)	5.4	5.4	9.0	8.8	8.2
당기순이익률 (%)	3.0	4.1	7.4	6.5	5.9
ROA (%)	2.2	3.8	5.4	4.2	3.8
ROE (%)	5.9	10.1	14.2	10.5	9.0
ROIC (%)	6.8	9.0	13.1	11.4	10.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	11.5	5.9	3.7	4.5	4.8
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.5	5.6	3.0	2.9	2.5
P/CF	4.7	3.3	3.0	6.4	6.8
배당수익률 (%)	0.3	1.2	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	3.6	25.2	-14.7	-7.3	3.8
영업이익	54.3	30.2	51.0	-10.9	-4.2
세전이익	0.0	54.7	53.2	-17.0	-5.8
당기순이익	35.1	73.3	53.3	-18.5	-5.8
EPS	28.5	84.3	53.4	-18.8	-5.9
안정성 (%)					
부채비율	140.8	135.4	130.0	121.8	114.1
유동비율	135.7	137.2	143.1	148.0	152.6
순차입금/자기자본(x)	15.4	12.9	-1.0	-5.9	-10.1
영업이익/금융비용(x)	4.4	5.2	6.8	5.8	5.6
총차입금 (십억원)	2,907	3,261	3,450	3,450	3,450
순차입금 (십억원)	792	735	-59	-397	-734
주당지표(원)					
EPS	7,585	13,980	21,439	17,407	16,387
BPS	119,454	131,198	143,131	157,923	171,795
CFPS	18,449	24,989	26,261	12,370	11,585
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000

대우건설(047040)

2018. 11. 6

건설

우려되는 해외 프로젝트는 이제 막바지

Analyst 정하늘

02. 3779-8987

haneulj@ebestsec.co.kr

목표주가 5,900원으로 커버리지 개시. 상승여력 23%

대우건설에 대한 투자 의견 BUY, 2018년 예상 BPS 5,900원에 목표 P/B 1.0배를 적용해 목표주가 5,900원으로 커버리지를 개시한다. 2018년 예상 매출액과 영업이익은 각각 11.1조 원과 6,889억 원(OPM 6.2%)으로 전망한다.

Buy(initiate)

목표주가 **5,900 원**

현재주가 **4,790 원**

주택분야 실적 둔화는 점진적으로 진행될 것

2018년 3/4분기 중 입주에 따른 정산이익과 자체 사업의 매출 호조의 영향으로 실적은 나쁘지 않았다. 그러나 2018년 4/4분기부터 주택 성장세 둔화는 불가피할 것으로 판단된다. 물론 2015년 전후 부동산 호황기에 수주한 물량으로 계약 조건이 좋다는 점을 고려할 때, 둔화되는 속도는 점진적일 것으로 판단된다.

우려되는 해외 프로젝트는 막바지, 이제 신규수주가 필요한 때

대형 플랜트 프로젝트 준공의 영향으로 해외 플랜트 매출은 부진했다. 그러나 부실 부담이 제기되어 온 알제리 RDPP, 모로코 사피 발전소가 완공 예정이라는 점을 감안할 때, 이들의 영향력은 점차 낮아질 것이다. 즉, 우려되는 해외 프로젝트 역시 이제 막바지라는 점에서 예상치 못한 추가 원가 발생 가능성은 낮아질 것으로 판단된다.

한편 알제리 RDPP는 완공 지연으로 추가 원가 약 100억 원 가량이 발생했다. 그리고 모로코 사피 발전소는 현재 2호기 상업운전 승인을 받은 상태이며, 1호기의 12월 승인이 예정되어 있다. 약 2조 원에 달하는 프로젝트로 우려감이 지속적으로 제기되어 온 프로젝트라는 점에서 부실에 대한 부담감이 완화될 수 있다는 점은 긍정적이다.

그러나 신규수주의 부진은 대형 프로젝트의 종료에 따른 실적 변동성을 더욱 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 향후 수주 가능성이 높은 프로젝트로는 나이지리아와 알제리에서의 오일과 가스 플랜트 등 해외 수주 이벤트는 실적 공백에 있어 대비 같은 소식이 될 것이다. 물론 베트남 하노이 신도시 개발의 추가적인 프로젝트로 단기적인 실적 부진을 완화할 수 있을 것이나, 우려감은 지속적으로 제기될 것이라는 점에서 4/4분기 이후 신규수주의 방향성이 중요하게 작용할 것으로 판단된다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(11/2)	2,096.00 pt
시가총액	19,908 억원
발행주식수	415,623 천주
52 주 최고가 / 최저가	7,080 / 4,355 원
90 일 일평균거래대금	77.89 억원
외국인 지분율	12.0%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	7,134 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -12.6%
	6개월 -9.2%
	12개월 -12.3%
주주구성	한국산업은행외 1인 50.8%
	국민연금공단 6.2%
	대우건설 자사주 펀드 1.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	11,106	-467	-1,011	-755	-1,770	적전	-371	-2.9	-10.3	1.0	-30.9
2017	11,049	785	623	465	1,119	흑전	885	6.5	5.8	1.2	20.5
2018E	10,375	788	627	468	1,126	0.7	906	4.3	4.1	0.7	17.1
2019E	10,561	750	589	440	1,058	-6.1	882	4.5	4.0	0.6	13.8
2020E	10,847	770	609	455	1,095	3.5	916	4.4	3.6	0.5	12.5

자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표50 대우건설 주요 공사 진행 현황

완공 예정일	구분	현장명	수주총액 (백만원)	4Q17 공정률(%)	1Q18 공정률(%)	2Q18 공정률(%)
1Q19	해외	알제리 RDPP PJ	971,618	86.4%	88.5%	90.6%
	해외	알제리 EL HARRACH PJ	295,103	62.2%	64.3%	0.0%
	국내	경주현곡B1블록공동주택사업	265,486	37.1%	48.4%	60.1%
2Q19	국내	초지역메이저타운푸르지오-메트로단지사업	257,391	30.6%	39.6%	54.9%
	국내	세운6-3오피스빌딩사업	257,267	23.0%	29.9%	42.8%
	국내	하남지역현안1지구지식산업센터사업	223,890	16.7%	26.7%	41.1%
	국내	원곡연립3단지	210,896	31.9%	40.1%	54.7%
3Q19	해외	AI-Zour Refinery PJ	2,125,953	28.2%	36.3%	45.2%
	국내	고덕그라시움사업	430,942	24.3%	32.1%	43.3%
	국내	과천주공7단지1구역주택재건축정비사업	338,468	3.9%	7.6%	10.3%
4Q19	국내	포일센트럴푸르지오사업	303,300	23.7%	32.8%	46.2%
	국내	장성푸르지오사업	253,113	6.1%	10.4%	18.4%
1Q20	국내	중동센트럴파크푸르지오사업	226,204	13.8%	19.2%	24.9%
2Q20	국내	과천주공1단지주택재건축정비사업	414,554	5.5%	5.6%	11.9%
	국내	시흥센트럴푸르지오사업	396,631	18.1%	25.4%	36.1%
	국내	남약신도시오룡지구A34,A35블록공동주택사업	273,519	1.2%	4.3%	10.0%
3Q20	해외	카타르E-RING PJ	664,149	11.8%	17.7%	25.4%
4Q20	국내	하남포웰시티현장(진행기준)	402,363			0.7%
	해외	싱가포르 지하철 216 공구 PJ	381,598	57.6%	65.1%	72.0%
	국내	오창현장	206,932	21.1%	29.2%	48.6%
1Q21	해외	INDORAMA FERTILIZER TRAIN II	323,541			1.0%
	해외	싱가포르 Woodlands PJ	314,785			0.1%
	해외	Bihar New Ganga Bridge PJ	254,650	5.8%	8.4%	12.1%
	국내	삼송원흥역푸르지오시티사업	237,320	3.8%	7.2%	11.7%
	국내	송도C1BL복합건물사업	201,238		5.9%	11.2%
2Q21	해외	알제리 BOUGHZOUL NEW TOWN PJ	672,078	59.9%	61.3%	62.8%
	국내	KT&G수원복합개발A구역사업	508,636			2.2%
	국내	대곡소사간복선전철 민투사업	328,549	11.4%	14.4%	18.4%
3Q21	국내	춘천센트럴타워푸르지오사업(진행)	432,264			4.7%
3Q22	해외	MUMBAI TRANS-HARBOR LINK PJ	463,418		0.5%	0.7%

주1: 수주총액 2,000억 이상의 주요 현장만을 정리

주2: 현장별 공정률은 사업보고서 기준을 적용

주3: 음영은 수주총액 기준 상위 5개 프로젝트

자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터

미청구공사에 대한 우려를 확인해보자

건설현장의 부실우려는 지속되고 있으나, 사실상 정확하게 부실여부를 확인하기는 어렵다. 이에 따라 우리는 과거 미청구공사액이 많은 준공 임박 현장에서 추가비용이 발생할 가능성이 높음과 동시에 과거에 손실을 기록한 건설사 프로젝트들이 대부분 준공 시점이 임박했을 때, 미청구공사액이 많았다는 점을 고려해 동사의 상황을 살펴보고자 한다. 공사진행률(공정률)이 95% 이상임에도 불구하고 미청구공사와 미수금 총액이 수주총액의 20%가 넘으면 추가 손실 혹은 향후 손실 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

동사가 건설 중인 현장 중 미청구공사와 미수금 총액이 수주총액의 20%를 상회하는 프로젝트는 없다(2018년 상반기 사업보고서 기준). 미청구공사와 미수금 총액 비중이 가장 높은 프로젝트는 카타르고속도로와 이라크 방파제 공사(Al Faw Grand Port)이다.

카타르고속도로는 2018년 5월 공사완료 예정으로 2018년 2분기까지 94% 진행되어 정상적인 공사현장으로 간주할 수 있다. 한편 Al Faw Grand Port 건설현장은 2013년 공사가 시작되어 2016년 6월 완공일로 하였으나, 2017년 8월로 1차 완공일자를 변경하였고, 최근에는 2019년 6월로 2차 완공일자를 변경하여 여전히 공사가 진행되고 있다.

한편 알제리 RDPP 프로젝트는 완공 지연으로 추가 원가 100억 원 가량이 발생했다. 또한 모로코 SAFI IPP 현재 2호기 상업운전 승인을 받은 상태이며, 1호기의 12월 승인이 예정되어 있다. 이들 프로젝트는 공사미수금의 규모는 크지 않으나, 완공일자가 지연되는 등에 대한 우려감이 제기된 바 있다. 이에 따라 향후 추가적인 진행상황을 면밀하게 확인해야 할 것이다.

표51 대우건설 미청구공사, 공사미수금 현황

구분	수주총액 (백만원)	공정률 (%)	미청구공사 (백만원)	공사미수금 (백만원)	합계 (백만원)	수주총액 대비(%)
AL ZOUR REFINERY	2,125,952	45.4%	0	132,968	132,968	6.3%
SAFI IPP	1,996,214	78.1%	0	23,106	23,106	1.2%
울산 S-OIL RUC	1,820,719	94.3%	121,845	2,849	124,694	6.8%
CFP	1,167,021	92.9%	0	115,903	115,903	9.9%
카타르고속도로	1,013,414	94.0%	0	116,358	116,358	11.5%
RDPP	971,617	88.4%	0	92,159	92,159	9.5%
Fertilizer	864,697	준공	46,137	33,407	79,544	9.2%
BOUGHZOUL NEW TOWN	672,077	55.6%	17,107	0	17,107	2.5%
카타르 E-RING 도로	664,148	25.9%	0	31,162	31,162	4.7%
Al Faw Grand Port	653,788	83.4%	318	75,755	76,073	11.6%
JAZAN REFINERY&TERMINAL	600,240	84.2%	6,546	13,069	19,615	3.3%
운정신도시센트럴푸르지오	511,495	82.9%	0	719	719	0.1%
Akkas CPF	229,266	86.5%	0	0	0	0.0%

주1: 카타르고속도로와 Fertilizer 공사는 실질적으로 완료되었으며 발주자와 준공 정산 협의 중

주2: 운정신도시센트럴푸르지오는 2018년 7월중 공사 완료됨

주3: 울산 S-OIL RUC는 공사 완료 후 계약에 따라 발주자의 시운전에 대한 지원 역무를 수행하고 있으며 준공 정산 협의 중

주4: JAZAN REFINERY&TERMINAL, SAFI IPP, CFP는 발주자와 공사기한 연장 협의 중이며, 공사기한 연장에 대한 변경 계약 체결 예정

주5: Akkas CPF는 현장 안전문제로 인해 공사중단이 장기화됨에 따라 당사가 발주자에게 계약해지를 통보하였으며, 발주자와 최종 정산 협의 중

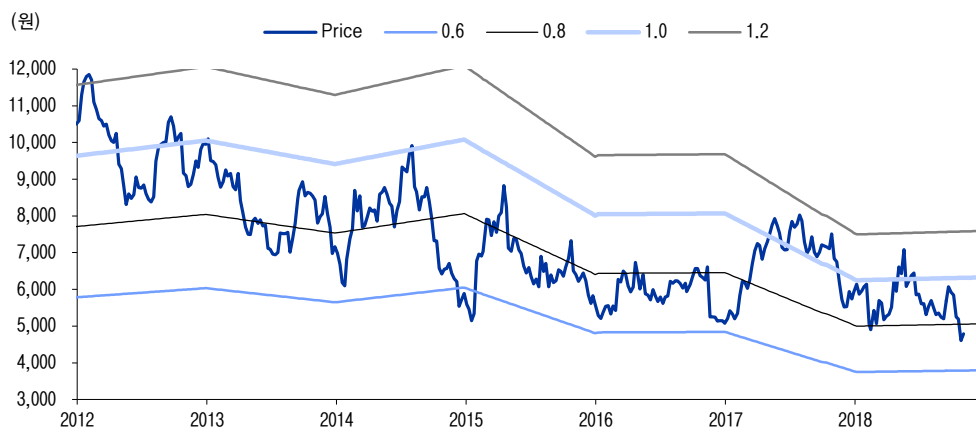
자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표52 대우건설 목표주가 산정

P/B Valuation	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
EPS	-1,747	322	258	1,305	630	1,041
BPS	6,247	6,327	6,582	7,940	5,396	5,860
ROE	-24.1%	5.1%	3.9%	17.8%	12.1%	18.3%
PBR(High)	1.34	1.58	1.38	1.29	1.56	
PBR(Low)	0.98	0.88	0.81	0.80	1.03	
Cost of Equity(High)	-18.0%	3.2%	2.9%	13.8%	7.8%	
Cost of Equity(Low)	-24.6%	5.8%	4.9%	22.2%	11.8%	
Target Multiple						1.00
적용 BPS						5,900
Target Price						5,900
종가(18.11.02)						4,790
상승여력						23.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 대우건설 P/B 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대우건설(047040)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,359	6,136	6,312	6,638	7,005
현금 및 현금성자산	817	387	769	961	1,154
매출채권 및 기타채권	2,938	3,105	2,916	2,969	3,049
재고자산	1,239	1,223	1,148	1,169	1,201
기타유동자산	1,365	1,421	1,478	1,538	1,601
비유동자산	3,611	3,903	4,165	4,422	4,677
관계기업투자등	411	428	445	463	482
유형자산	731	912	1,059	1,195	1,324
무형자산	87	84	82	80	78
자산총계	9,970	10,039	10,477	11,060	11,682
유동부채	6,608	6,167	6,090	6,184	6,300
매입채무 및 기타채무	2,665	2,170	2,038	2,074	2,131
단기금융부채	2,634	2,634	2,634	2,634	2,634
기타유동부채	1,310	1,363	1,418	1,476	1,536
비유동부채	1,292	1,337	1,384	1,433	1,484
장기금융부채	177	177	177	177	177
기타비유동부채	1,115	1,160	1,207	1,256	1,307
부채총계	7,900	7,504	7,474	7,617	7,784
지배주주지분	2,032	2,497	2,965	3,405	3,860
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
이익잉여금	-363	102	570	1,010	1,465
비지배주주지분(연결)	38	38	38	38	38
자본총계	2,070	2,535	3,003	3,443	3,898

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	359	-19	782	603	615
당기순이익(손실)	-755	465	468	440	455
비현금수익비용가감	595	153	172	189	205
유형자산감가상각비	88	92	109	124	138
무형자산상각비	9	9	9	8	8
기타현금수익비용	141	53	55	57	59
영업활동 자산부채변동	597	-637	142	-26	-45
매출채권 감소(증가)	-41	-168	189	-52	-80
재고자산 감소(증가)	513	16	75	-21	-32
매입채무 증가(감소)	677	-495	-132	37	56
기타자산, 부채변동	-553	10	10	10	11
투자활동 현금	-262	-412	-400	-410	-422
유형자산처분(취득)	-267	-272	-256	-260	-267
무형자산 감소(증가)	-4	-6	-6	-6	-6
투자자산 감소(증가)	-23	-36	-38	-39	-40
기타투자활동	33	-97	-101	-105	-109
재무활동 현금	174	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	174	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	1	0	0	0	0
현금의 증가	278	-430	382	193	193
기초현금	539	817	387	769	961
기말현금	817	387	769	961	1,154

자료: 대우건설, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,106	11,049	10,375	10,561	10,847
매출원가	11,011	9,822	9,171	9,389	9,643
매출총이익	95	1,226	1,203	1,172	1,204
판매비 및 관리비	562	442	415	422	434
영업이익	-467	785	788	750	770
(EBITDA)	-371	885	906	882	916
금융손익	-80	-65	-64	-63	-61
이자비용	93	93	93	93	93
관계기업등 투자손익	-6	-8	-8	-8	-8
기타영업외손익	-457	-89	-90	-91	-92
세전계속사업이익	-1,011	623	627	589	609
계속사업법인세비용	-256	158	159	149	154
계속사업이익	-755	465	468	440	455
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-755	465	468	440	455
지배주주	-736	465	468	440	455
총포괄이익	-738	465	468	440	455
매출총이익률 (%)	0.9	11.1	11.6	11.1	11.1
영업이익률 (%)	-4.2	7.1	7.6	7.1	7.1
EBITDA 마진률 (%)	-3.3	8.0	8.7	8.4	8.4
당기순이익률 (%)	-6.8	4.2	4.5	4.2	4.2
ROA (%)	-7.3	4.6	4.6	4.1	4.0
ROE (%)	-30.9	20.5	17.1	13.8	12.5
ROIC (%)	-9.0	15.4	13.8	12.7	12.5

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-2.9	6.5	4.3	4.5	4.4
P/B	1.0	1.2	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	-10.3	5.8	4.1	4.0	3.6
P/CF	n/a	4.9	3.1	3.2	3.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	12.3	-0.5	-6.1	1.8	2.7
영업이익	적전	흑전	0.5	-4.9	2.7
세전이익	적전	흑전	0.7	-6.1	3.5
당기순이익	적전	흑전	0.7	-6.1	3.5
EPS	적전	흑전	0.7	-6.1	3.5
안정성 (%)					
부채비율	381.7	296.0	248.9	221.2	199.7
유동비율	96.2	99.5	103.6	107.3	111.2
순차입금/자기자본(x)	82.2	83.6	57.4	44.1	33.7
영업이익/금융비용(x)	-5.0	8.4	8.4	8.0	8.2
총차입금 (십억원)	2,811	2,811	2,811	2,811	2,811
순차입금 (십억원)	1,701	2,120	1,725	1,520	1,313
주당지표(원)					
EPS	-1,770	1,119	1,126	1,058	1,095
BPS	4,888	6,007	7,134	8,192	9,286
CFPS	n/a	1,488	1,541	1,513	1,588
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현대건설 목표주가 추이		투자의견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2017.01.11	Buy	55,000	-6.7		-14.7						
2017.04.28	Buy	62,000	-16.6		-32.6						
2017.10.28		커버리지제외									
2018.11.06	변경	정하늘									
2018.11.06	Buy	66,000									

GS 건설 목표주가 추이		투자의견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2017.01.26	Buy	36,000	-10.7		-17.0						
2017.04.04	Buy	44,000	-21.4		-33.0						
2017.09.20		커버리지제외									
2018.11.06	변경	정하늘									
2018.11.06	Buy	55,000									

삼성엔지니어링 목표주가 추이		투자의견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2016.12.06	Hold	12,500	-6.8		-15.3						
2017.01.26	Buy	12,500	8.0		0.7						
2017.04.04	Buy	15,500	19.4		-16.4						
2017.07.26		커버리지제외									
2018.11.06	변경	정하늘									
2018.11.06	Buy	22,400									

대림산업 목표주가 추이		투자의견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2017.01.04	Buy	122,000	-23.4		-30.7						
2017.07.24		커버리지제외									
2018.11.06	변경	정하늘									
2018.11.06	Buy	98,000									

