

# 건설산업

## 돌다리도 두들겨 보라. 해외잔재 확인!

하반기부터 주택매출 증가에 따른 이익증가 등 실적개선을 바탕으로 건설사 경영 정상화 국면 진입 기대. 다만 하반기 비중확대 여부는 2분기 반기보고서 확인 이후 판단해야 할 것. 건설업종 최선호주 현대산업, 차 선호주 대림산업 및 GS건설 제시

### 1분기 KAM(핵심감사제) 조기 적용 후 2분기 추가 보완될 것

해외 '저가수주' 현장들의 완공 또는 공사지연으로 3분기까지 추가손실 영향 있을 수 있는 가운데 2분기 확정실적으로 의무공시되는, KAM(핵심감사제)적용된 반기보고서 통해 해외 Projects 진행상황 반드시 확인 필요

### 해외 신규수주 급감과 하반기 국내 부동산 시장 둔화

1) 해외 건설시장: 저유가 지속 및 브렉시트(영국의 EU 탈퇴)에 따른 글로벌 경기 불확실성 확대로 중동지역 공사발주 축소되고 자금조달 해외 Projects 투자 위축. 이에 해외 신규수주는 2014년 약 30조원에서 2015년 17조원, 2016년 상반기 7조원으로 급감

2) 국내 부동산 시장: 한국은행 기준금리 인하(1.25%), LTV(주택담보대출 비율) 70% 및 DTI(총부채상환비율) 60% 규제 연장('17년 7월까지 유지)에 2016년 7월부터 주택도시보증공사(HUG) 중도금 대출(집단대출) 규제 더해짐에 따라 시장 혼조세. 주택담보대출에 의한 가계부채 증가로 정부의 대출규제는 지속 강화되어 주택구매 심리 저하. 이에 수도권 및 지방 신규 주택분양 시장 둔화될 전망. 향후 고가주택 중도금 대출 규제 실시되면서 강남지역 재건축 사업도 위축될 것

### '저가수주' 현장 손실 반영에도 하반기 이익개선 시작될 전망

최근 2년 6개월 동안의 주택 신규분양 호조로 주택매출 증가. 이에 따라 이익 급증해 하반기 해외 '저가수주' 현장의 일부 손실반영에도 영업이익 개선되기 시작할 것

### 건설업종 투자 의견/투자지표

	코드	투자 의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		배당률	
					2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F
현대산업	012630.KS	Buy(유지)	65,000(유지)	39,450	10.8	8.8	1.1	1.0	11.2	12.3	1.3	1.3
대림산업	000210.KS	Buy(유지)	102,000(유지)	79,200	10.0	7.3	0.7	0.6	6.2	8.0	0.4	0.4
GS건설	006360.KS	Buy(유지)	33,000(유지)	28,200	24.4	14.3	0.6	0.6	2.5	4.1	-	-
현대건설	000720.KS	Hold(유지)	38,000(하향)	33,850	11.1	10.2	0.6	0.6	5.7	5.9	1.5	1.5
대우건설	047040.KS	Hold(유지)	6,500(유지)	5,740	15.9	10.9	0.8	0.8	5.3	7.2	-	-
삼성엔지니어링	028050.KS	Hold(유지)	10,700(유지)	10,550	19.1	37.0	2.0	1.9	21.1	5.3	-	-

주: 7월 5일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

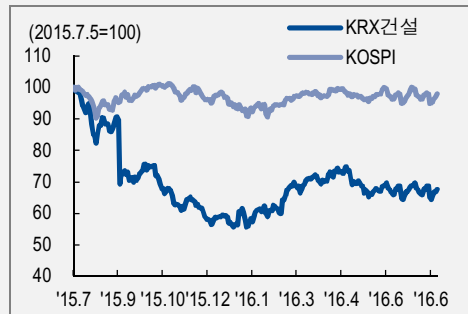
Industry Note | 2016. 7. 6

## Neutral (유지)

### Top Pick

현대산업	Buy (유지)	65,000원 (유지)
	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	12.4	1.1
Sector	-	0.7

### Sector Index



업종 시가총액 24,987십억원 (Market 비중 4.1%)  
주: KRX업종 분류 기준

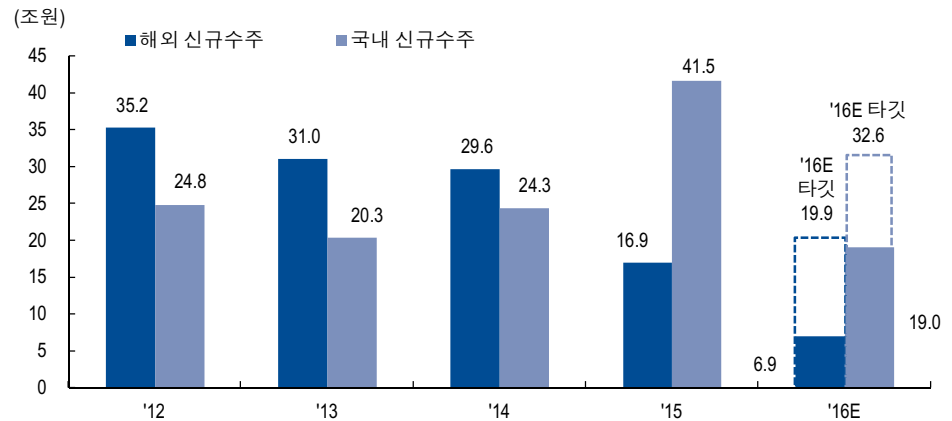


Analyst 김형근  
02)2229-6363, gunny.kim@nhqv.com

(단위: 원, 배, %)

[그림 1] Big6 해외 및 주택 신규수주

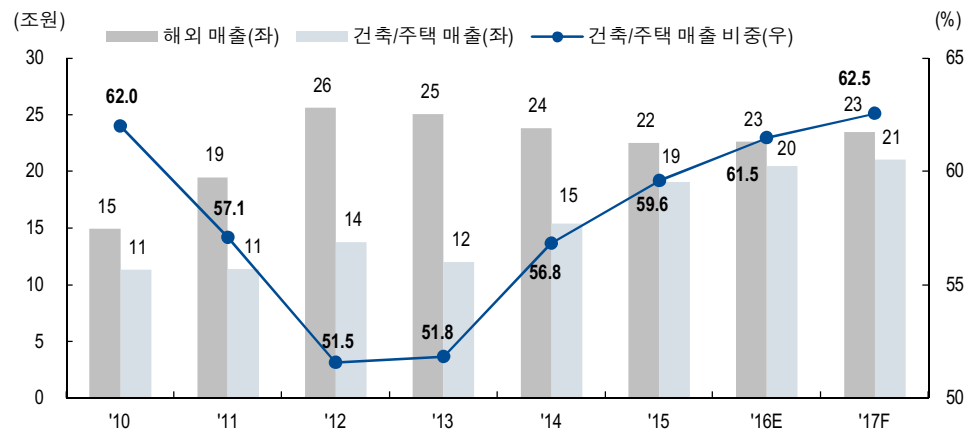
해외 신규수주 감소  
국내(주택) 신규수주 증가



자료: 각 사, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 2] Big6 해외 및 주택매출

주택매출 증가  
해외매출 감소



자료: 각 사, NH 투자증권 리서치센터 전망

주: 해외 부문 현대산업 제외 및 건축/주택 부문 삼성엔지니어링 제외

[그림 3] 건설 섹터 PBR 추이

현재 건설섹터 PBR  
저점 국면



자료: Quantwise, NH 투자증권 리서치센터

## Big 6 건설사 2015~ 2017년 실적 Table

[표 1] Big 6 건설사 2015~ 2017년 실적 Table

(단위: 십억원, %)

		2015				2016				2015	2016E	2017F
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QF	4QF			
현대산업	매출액	998.2	1,240.4	1,145.4	1,218.6	980.0	1,230.0	1,300.0	1,620.0	4,602.6	5,130.0	6,400.0
	영업이익	54.4	100.7	86.6	147.9	85.8	117.6	120.0	156.0	389.5	479.4	576.6
	영업이익률	5.5%	8.1%	7.6%	12.1%	8.8%	9.6%	9.2%	9.6%	8.5%	9.3%	9.0%
	지배지분순이익	28.1	50.3	74.8	63.6	41.5	69.2	80.1	85.7	216.8	276.6	338.6
	순이익률	2.8%	4.1%	6.5%	5.2%	4.2%	5.6%	6.2%	5.3%	4.7%	5.4%	5.3%
대림산업	매출액	2,018.2	2,397.7	2,399.2	2,698.6	2,253.7	2,650.0	2,550.0	2,970.0	9,513.7	10,423.7	11,000.0
	영업이익	68.7	63.1	68.0	72.0	90.8	92.7	98.5	99.8	271.8	381.9	471.4
	영업이익률	3.4%	2.6%	2.8%	2.7%	4.0%	3.5%	3.9%	3.4%	2.9%	3.7%	4.3%
	지배지분순이익	51.1	71.1	70.0	14.6	22.6	75.9	89.3	65.7	206.8	277.4	381.2
	순이익률	2.5%	3.0%	2.9%	0.5%	1.0%	2.9%	3.5%	2.2%	2.2%	2.7%	3.5%
GS 건설	매출액	2,315.8	2,491.1	2,788.9	2,976.9	2,639.1	2,800.0	2,900.0	2,960.9	10,572.6	11,300.0	13,000.0
	영업이익	20.0	38.2	10.9	53.0	29.1	40.2	37.1	65.7	122.1	172.2	243.5
	영업이익률	0.9%	1.5%	0.4%	1.8%	1.1%	1.4%	1.3%	2.2%	1.2%	1.5%	1.9%
	지배지분순이익	-0.0	3.1	52.9	-29.8	6.7	20.5	16.0	38.8	26.1	82.0	139.9
	순이익률	0.0%	0.1%	1.9%	-1.0%	0.3%	0.7%	0.6%	1.3%	0.2%	0.7%	1.1%
현대건설	매출액	3,943.2	4,815.5	4,711.4	5,651.9	4,287.9	4,900.0	4,800.0	5,650.0	19,122.1	19,637.9	21,000.0
	영업이익	200.7	254.3	264.4	267.2	207.2	265.1	260.5	282.1	986.6	1,014.9	1,029.0
	영업이익률	5.1%	5.3%	5.6%	4.7%	4.8%	5.4%	5.4%	5.0%	5.2%	5.2%	4.9%
	지배지분순이익	87.7	104.6	105.2	70.3	60.4	94.7	92.5	92.2	367.9	339.8	368.4
	순이익률	2.2%	2.2%	2.2%	1.2%	1.4%	1.9%	1.9%	1.6%	1.9%	1.7%	1.8%
대우건설	매출액	2,193.8	2,577.6	2,565.3	2,599.0	2,569.9	2,830.0	2,690.0	2,980.4	9,936	11,070	12,000
	영업이익	58.2	104.3	120.0	60.9	60.5	91.0	110.0	110.5	343	372	429
	영업이익률	2.7%	4.0%	4.7%	2.3%	2.4%	3.2%	4.1%	3.7%	3.5%	3.4%	3.6%
	지배지분순이익	20.7	79.5	20.9	22.2	-18.7	47.2	40.9	80.9	143	150	218
	순이익률	0.9%	3.1%	0.8%	0.9%	-0.7%	1.7%	1.5%	2.7%	1.4%	1.4%	1.8%
삼성엔지니어링	매출액	1,772.8	1,842.4	856.9	1,969.1	1,474.1	1,800.0	1,500.0	1,800.0	6,441.3	6,574.1	6,500.0
	영업이익	21.6	14.9	-1,512.7	21.9	26.6	42.0	34.4	29.5	-1,454.3	132.5	99.5
	영업이익률	1.2%	0.8%	-176.5%	1.1%	1.8%	2.3%	2.3%	1.6%	-22.6%	2.0%	1.5%
	지배지분순이익	12.4	1.0	-1,331.8	13.1	8.3	27.6	21.9	17.2	-1,305.3	75.0	55.9
	순이익률	0.7%	0.1%	-155.4%	0.7%	0.6%	1.5%	1.5%	1.0%	-20.3%	1.1%	0.9%

자료: 각 사, NH 투자증권 리서치센터 전망

## 현대산업 (012630.KS/Buy유지/TP:65,000원유지/CP:39,450원)

### 컨센서스 영업이익 소폭 상회할 것

실적: 2016년 2분기 실적은 매출액 1.2조원(-0.8% y-y), 영업이익 1,176억원(+16.8% y-y)으로 컨센서스 매출액 1.3조원은 하회하겠지만, 컨센서스 영업이익 1,148억원은 소폭 상회할 것으로 추정된다.

매출: 일시적으로 주택 준공현장이 많고 일부 현장 착공 늦어지면서 2분기 매출은 크게 증가하지 못하겠지만, 3분기에는 매출액 1.3조원(+5.7% y-y) 기록하는 등 하반기 이후 매출 성장 시작될 것으로 전망된다. 이는 2015년 하반기부터 주택공급 현장이 늘어났기 때문이다. 매출액은 16년 5.1조원(+11.5%, y-y), 17년 6.4조원(+24.8%, y-y)으로 대폭 증가할 것이다.

### 고마진 주택사업 착공 HDC신라면세점 흑자전환은 순이익 개선에 기여할 것

이익: 장기 미착공 PF현장은 시행사 부도에 따른 PF인수 사업지로 2013년 울산 문수로, 2014년 아산 용화 및 대구월배 1차, 2015년 4월 대구월배 2차 모두 완공되었다. 이에 따라 주택 자체사업 마진은 14년 2분기 12.5%에서 15년 2분기 19.2%, 16년 2분기 약 21%로 개선될 것이다. 뿐만 아니라, 6개 지역에서 고마진 주택자체사업 본공사가 진행됨에 따라 하반기로 갈수록 이익성장세가 강화되고, HDC신라면세점이 3분기에 흑자전환하면서 지분법 이익이 개선되어 순이익도 향상될 것으로 예상된다.

주택: 2016년 약 1.9만세대 주택 공급할 계획으로 이중 4,800세대 분양(7월까지 7,000세대 분양 목표)하였으며, 준공 후 미분양은 10세대에 불과하다. 분기별 약 3,000억원의 주택분양대금(계약금, 중도금, 잔금) 지속 유입되어 현금 유동성은 풍부한 편이다. 또한 A2+ (A/Positive)로 신용등급 상향됨에 따라 자금조달 용이해지고, 연대보증을 통한 재건축 사업 더욱 많이 추진할 수 있을 것이다.

### 현대산업, 종합부동산 인프라그룹으로 도약 전망

방향: 소규모 주거용 부동산 개발은 아이엔콘스가, 부동산 자산관리는 아이서비스가, 부동산 운영은 아이파크몰(복합쇼핑몰)이, 호텔운영은 호텔아이파크가, 보세 유통업은 HDC신라면세점이 담당하는 등 현대산업은 종합부동산 인프라그룹으로 도약 중이다. 올해 하반기 AMC(Asset Management Company)설립으로 자산관리 및 개발사업(상가개발)이 더욱 확대될 것이다.

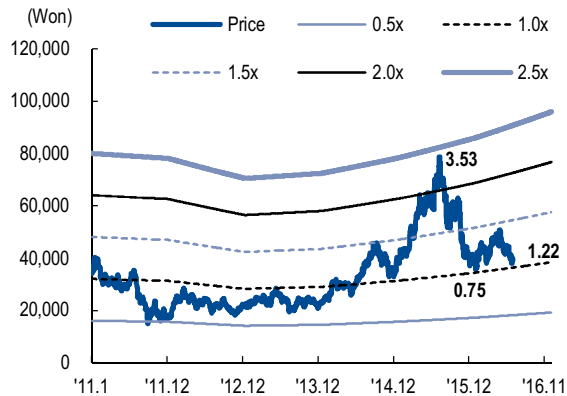
[표2] 현대산업 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E					3Q16F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전	컨센서스	
매출액	1,240	1,145	1,219	980	1,230	-0.8	25.5	1,390	1,326	1,300
영업이익	101	87	148	86	118	16.8	37.1	118	115	120
영업이익률	8.1	7.6	12.1	8.8	9.6			8.5	8.7	9.2
세전이익	106	102	71	68	92	-13.3	35.4	106	105	107
(지배)순이익	50	75	64	42	69	37.4	66.5	72	73	80
부채비율	148.2	142.9	123.0	127.8	118.0			117.1		108.3
매출채권	285.0	286.9	275.0	269.0	254.5			252.6		239.1
순차입금	898.5	886.3	556.8	132.2	107.0			109.2		80.4

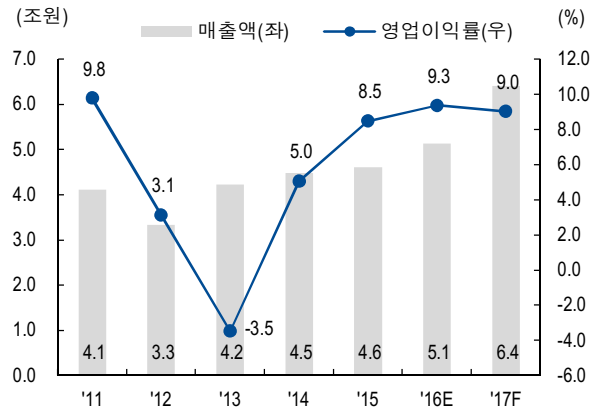
주: IFRS 연결기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 4] 현대산업 Forward PBR Band



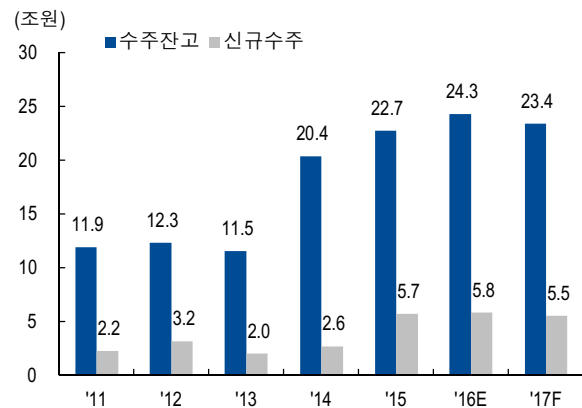
자료: 현대산업, NH 투자증권 리서치센터

[그림 5] 현대산업 매출액 및 영업이익



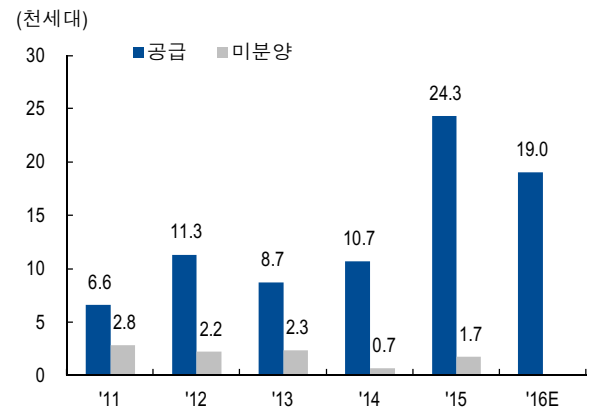
자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 6] 현대산업 신규주주 및 수주잔고



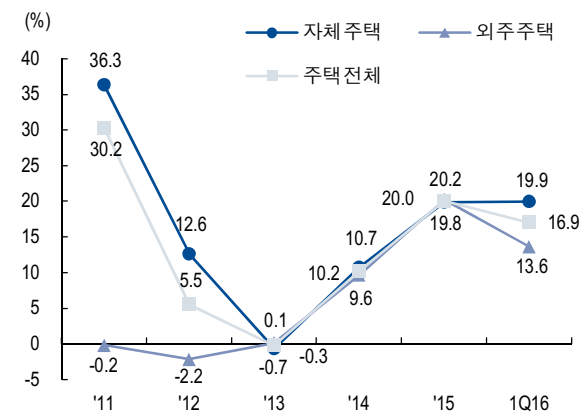
자료: 현대산업, NH 투자증권 리서치센터

[그림 7] 현대산업 공급 및 미분양 세대수



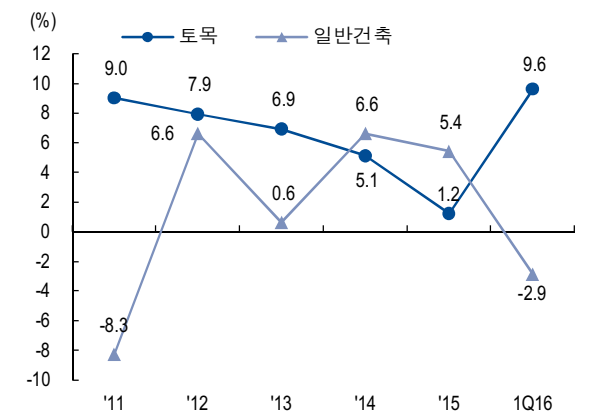
자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 8] 현대산업 주택 매출총이익률



자료: 현대산업, NH 투자증권 리서치센터

[그림 9] 현대산업 토목 및 건축 매출총이익률



자료: 현대산업, NH 투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	4,603	5,130	6,400	6,300
증감률 (%)	2.8	11.5	24.8	-1.6
매출원가	3,806	4,278	5,356	5,300
매출총이익	796	852	1,044	1,000
Gross 마진 (%)	17.3	16.6	16.3	15.9
판매비와 일반관리비	407	373	467	441
영업이익	390	479	577	559
증감률 (%)	72.9	23.1	20.3	-3.0
OP 마진 (%)	8.5	9.3	9.0	8.9
EBITDA	432	520	615	595
영업외손익	-65	-100	-76	-4
금융수익(비용)	-38	-53	-46	-49
기타영업외손익	-29	-45	-50	20
종속, 관계기업관련손익	2	-2	20	25
세전계속사업이익	324	380	501	555
법인세비용	86	75	128	141
계속사업이익	239	304	373	413
당기순이익	239	304	373	413
증감률 (%)	186.3	27.6	22.6	10.7
Net 마진 (%)	5.2	5.9	5.8	6.6
지배주주지분 순이익	217	277	339	376
비지배주주지분 순이익	22	28	34	38
기타포괄이익	-18	0	0	0
총포괄이익	220	304	373	413

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	13.5	10.8	8.8	7.9
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR(배)	6.3	6.9	5.8	5.4
PSR(배)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.3	6.1	4.6	4.7
EV/EBIT(배)	9.2	6.6	4.9	5.0
EPS(원)	2,876	3,669	4,499	4,982
BPS(원)	31,274	34,455	38,466	42,960
SPS(원)	61,055	68,051	84,898	83,572
자기자본이익률(ROE, %)	9.6	11.2	12.3	12.2
총자산이익률(ROA, %)	4.2	5.6	6.8	7.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	10.0	15.3	18.8	18.8
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.3	1.3
배당성장(%)	17.0	13.3	10.8	9.8
총현금배당금(십억원)	37	37	37	37
보통주 주당배당금(원)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	22.5	1.7	-11.4	-12.0
총부채/ 자기자본(%)	123.0	97.0	81.9	69.7
이자발생부채	1,320	1,035	907	801
유동비율(%)	168.8	189.2	212.5	229.6
총발행주식수(백만)	75	75	75	75
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	38,800	39,450	39,450	39,450
시가총액(십억원)	2,925	2,974	2,974	2,974

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	548	767	1,031	981
매출채권	275	220	187	192
유동자산	3,409	3,219	3,316	3,330
유형자산	844	855	898	933
투자자산	548	596	656	872
비유동자산	2,101	2,176	2,277	2,527
자산총계	5,510	5,395	5,593	5,857
단기성부채	838	633	517	430
매입채무	353	363	373	384
유동부채	2,020	1,701	1,560	1,450
장기성부채	482	402	390	371
장기충당부채	260	267	275	282
비유동부채	1,020	955	958	955
부채총계	3,039	2,656	2,518	2,406
자본금	377	377	377	377
자본잉여금	179	179	179	179
이익잉여금	1,917	2,157	2,459	2,798
비지배주주지분	113	141	175	213
자본총계	2,471	2,739	3,075	3,452

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	1,028	663	554	359
당기순이익	239	304	373	413
+ 유/무형자산상각비	43	40	38	36
+ 종속, 관계기업관련손익	-2	2	-20	-25
+ 외화환산손실(이익)	-4	0	0	0
Gross Cash Flow	466	433	515	554
- 운전자본의증가(감소)	540	317	163	-65
투자활동 현금흐름	-64	-123	-125	-267
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-24	-50	-80	-70
+ 투자자산의매각(취득)	-70	-50	-39	-191
Free Cash Flow	1,004	613	474	289
Net Cash Flow	964	540	430	92
재무활동현금흐름	-665	-321	-165	-143
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-665	-321	-165	-143
현금의증가	300	219	264	-50
기말현금 및 현금성자산	548	767	1,031	981
기말 순부채(순현금)	557	47	-352	-414

## 대림산업 (000210.KS/Buy유지/TP:102,000원유지/CP:79,200원)

컨센서스 영업이익  
하회할 것

실적: 2016년 2분기 실적은 매출액 2.7조원(+10.5%, y-y), 영업이익 927억원(+47.1%, y-y)으로 컨센서스 매출액 2.6조원은 상회하겠지만, 컨센서스 영업이익 1,040억원에 하회할 것으로 추정된다.

매출: 해외 '저가수주' 현장 마무리에 따른 추가 원가반영으로 해외매출 소폭 감소하겠지만 주택현장 착공으로 주택매출 지속적으로 증가할 것이다. 주택공급 2014년 1.45만세대에서 2015년 3.3만세대로 +127.6% 대폭 증가했기 때문에 해외수주 잔고 감소에 따라 전체매출이 감소하는 시점은 2018년 이후가 될 것으로 전망된다. 또한 하반기 이란지역 약 3~5개 Projects 검토하고 있어 해외수주 가뭄도 점진적으로 해결될 전망이다.

유화부문 영업이익  
820억원으로 강세

이익: 유화계열사 실적 1분기 수준으로, 2분기 자체유화사업 약 500억원 영업이익 반영되고 지분법 손익으로 여천NCC 약 200억원 및 PMC 약 120억원을 기록할 것이다. 쿠웨이트 SHFP, 사우디 이소시네이트, 암모니아, 라빅 CP 1&2 등 5개 해외 '저가수주' 현장 공사 마무리로 추가 원가반영은 이뤄질 것이다. 다만 하반기 사우디 시공법인(DSA) 흑자전환 되며 실적개선의 주요인이 될 전망이다.

양호한 주택 마진 및  
임대사업 확대

주택: 2016년 약 2.1만세대 주택 공급할 계획으로 이중 6,900세대 분양(흑석동 포함 시 약 7,100세대)하였으며, 준공 후 미분양은 30세대에 불과하다. 건축/주택사업 원가율은 15년 2분기 92.5%에서 16년 2분기 약 87%로 개선되었으며 일반 도급사업과 재건축 사업에 집중하고 있다. 장기 미착공 PF인 오산 세마, 포항 장성, 평택 3개(약 0.6조원) 사업지도 인허가 후 2017년 진행될 예정이다. 뿐만 아니라 정부 주도의 임대사업 '뉴스테이' 확대를 통한 장기 주택 비즈니스도 추진 중이다.

건설 및 유화부문의  
균형잡힌 포트폴리오

방향: 지분법 자회사 여천NCC, PMC, KRCC와 함께 자체 유화사업은 국내 1위 폴리프로필렌(BOPP) 생산능력 및 세계 2위 폴리부텐(PB) 생산능력을 바탕으로 특화된 필름 및 윤활유를 생산/판매하고 있다. 건설부문과 유화사업이라는 양축의 포트폴리오를 갖춘 유일한 회사로 리스크를 안정적으로 관리하고 있다.

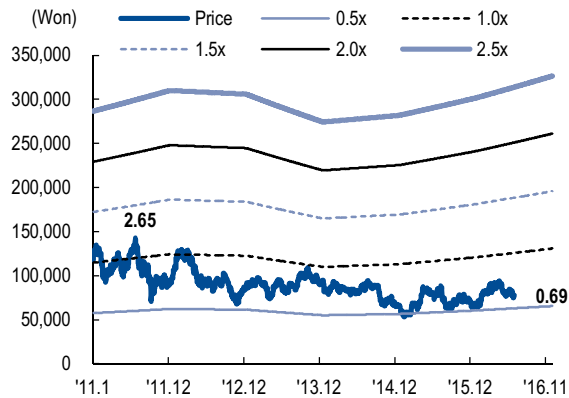
[표3] 대림산업 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E				컨센서스	3Q16F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전		
매출액	2,398	2,399	2,699	2,254	2,650	10.5	17.6	2,650	2,584	2,550
영업이익	63	68	72	91	93	47.1	2.2	93	104	98
영업이익률	2.6	2.8	2.7	4.0	3.5			3.5	4.0	3.9
세전이익	106	215	33	70	106	-0.1	51.5	106	125	125
(지배)순이익	71	70	15	23	76	6.8	235.6	76	94	89
부채비율	139.9	142.0	151.1	149.5	146.7			146.7		144.1
매출채권	302.4	339.1	304.6	330.1	324.2			324.2		318.5
순차입금	30.3	227.5	237.9	27.8	83.0			83.0		136.2

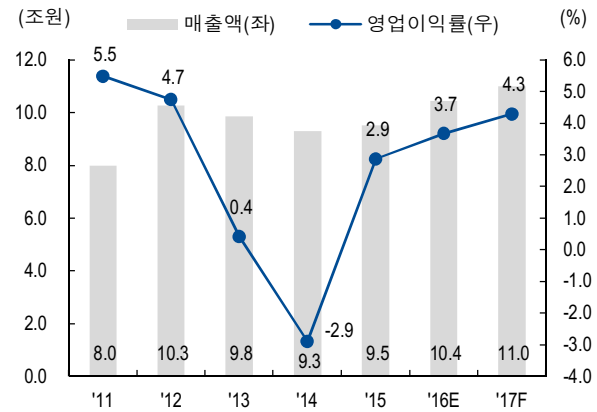
주: IFRS 연결기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 10] 대림산업 Forward PBR Band



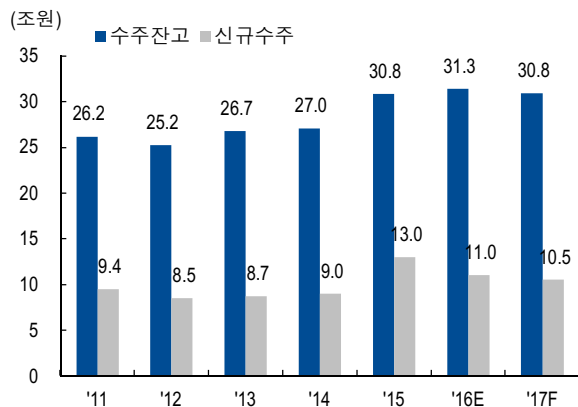
자료: Wisefn, NH 투자증권 리서치센터

[그림 11] 대림산업 매출액 및 영업이익



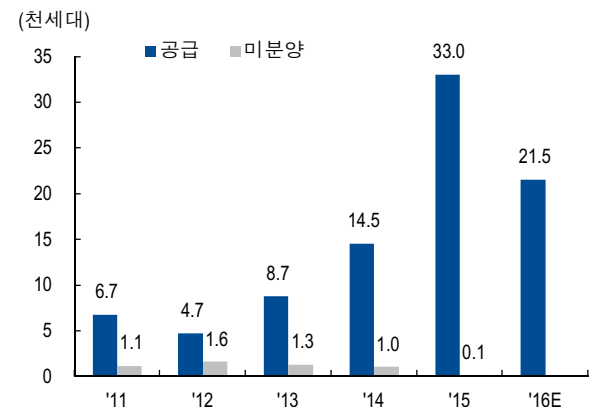
자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 12] 대림산업 신규수주 및 수주잔고



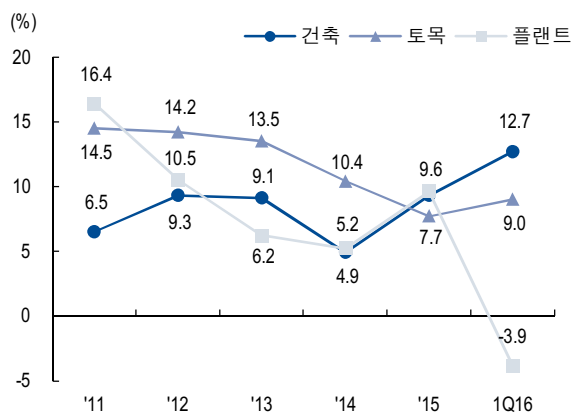
자료: 대림산업, NH 투자증권 리서치센터

[그림 13] 대림산업 공급 및 미분양 세대수



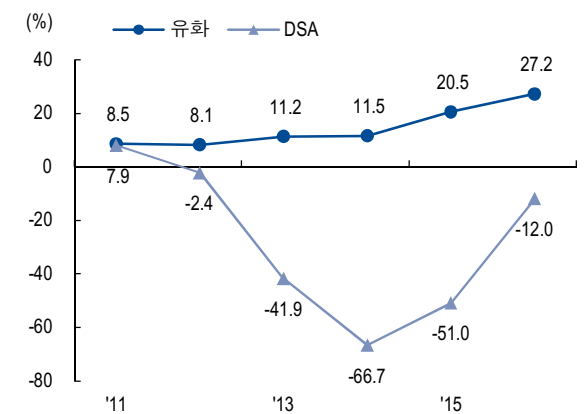
자료: 대림산업, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 14] 대림산업 건설부문 매출총이익률



자료: 대림산업, NH 투자증권 리서치센터

[그림 15] 대림산업 유화부문 매출총이익률



자료: 대림산업, NH 투자증권 리서치센터



STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	9,514	10,424	11,000	10,800
증감률 (%)	2.4	9.6	5.5	-1.8
매출원가	8,737	9,527	10,043	9,819
매출총이익	777	897	957	981
Gross 마진 (%)	8.2	8.6	8.7	9.1
판매비와 일반관리비	505	515	486	477
영업이익	272	382	471	504
증감률 (%)	흑전	40.5	23.4	6.9
OP 마진 (%)	2.9	3.7	4.3	4.7
EBITDA	359	472	552	576
영업외손익	164	28	62	16
금융수익(비용)	99	8	16	21
기타영업외손익	-117	-57	-84	-108
종속, 관계기업관련손익	183	77	130	103
세전계속사업이익	436	410	533	520
법인세비용	219	102	133	130
계속사업이익	217	307	400	390
당기순이익	217	277	400	390
증감률 (%)	흑전	27.8	44.2	-2.5
Net 마진 (%)	2.3	2.7	3.6	3.6
지배주주지분 순이익	207	277	381	372
비지배주주지분 순이익	10	13	19	18
기타포괄이익	-88	0	0	0
총포괄이익	129	277	400	390

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	11.4	10.0	7.3	7.4
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.6
PCR(배)	5.4	7.8	5.6	6.0
PSR(배)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	8.7	7.5	6.1	5.6
EV/EBIT(배)	11.5	9.2	7.1	6.4
EPS(원)	5,903	7,932	10,917	10,644
BPS(원)	112,559	119,102	128,673	137,999
SPS(원)	273,381	299,532	316,092	310,345
자기자본이익률(ROE, %)	4.8	6.2	8.0	7.2
총자산이익률(ROA, %)	1.9	2.3	3.2	3.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	7.2	9.1	11.6	12.0
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성장(%)	5.0	3.8	2.7	2.8
총현금배당금(십억원)	12	12	12	12
보통주 주당배당금(원)	300	300	300	300
순부채(현금)/자기자본(%)	5.0	3.7	0.1	-3.0
총부채/ 자기자본(%)	151.1	141.1	129.1	119.3
이자발생부채	3,062	3,020	2,971	2,940
유동비율(%)	140.5	146.3	154.7	162.9
총발행주식수(백만)	39	39	39	39
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	67,100	79,200	79,200	79,200
시가총액(십억원)	2,428	2,864	2,864	2,864

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	2,168	2,166	2,287	2,422
매출채권	305	312	319	327
유동자산	7,177	7,293	7,536	7,793
유형자산	1,832	1,845	1,848	1,849
투자자산	1,659	1,698	1,738	1,779
비유동자산	4,888	4,940	4,979	5,018
자산총계	12,065	12,233	12,515	12,811
단기성부채	1,300	1,249	1,199	1,169
매입채무	1,576	1,613	1,651	1,690
유동부채	5,107	4,985	4,872	4,783
장기성부채	1,762	1,771	1,771	1,771
장기충당부채	153	154	155	156
비유동부채	2,152	2,168	2,175	2,181
부채총계	7,259	7,153	7,047	6,965
자본금	219	219	219	219
자본잉여금	505	505	505	505
이익잉여금	3,673	3,925	4,295	4,655
비지배주주지분	461	474	493	511
자본총계	4,806	5,071	5,460	5,838

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	385	199	316	301
당기순이익	217	277	400	390
+ 유/무형자산상각비	87	90	81	72
+ 종속, 관계기업관련손익	-183	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	3	0	0	0
Gross Cash Flow	430	351	491	461
- 운전자본의증가(감소)	-79	-169	-165	-161
투자활동 현금흐름	-102	-156	-133	-124
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-195	-100	-80	-70
+ 투자자산의매각(취득)	104	-39	-40	-41
Free Cash Flow	189	99	236	231
Net Cash Flow	283	43	183	177
재무활동현금흐름	511	-54	-61	-42
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	511	-54	-61	-42
현금의증가	795	-11	122	134
기말현금 및 현금성자산	2,168	2,157	2,279	2,413
기말 순부채(순현금)	238	189	4	-175

## GS건설 (006360.KS/Buy유지/TP:33,000원유지/CP:28,200원)

**컨센서스 매출액에  
부합  
컨센서스 영업이익  
하회**

실적: 2016년 2분기 실적은 매출액 2.8조원(+12.4%, y-y), 영업이익 402억원(+5.3%, y-y)으로 컨센서스 매출액 2.8조원에는 부합하겠지만, 컨센서스 영업이익 466억원은 하회할 것으로 추정된다.

매출: 주택현장 착공에도 불구하고 해외 저가수주 현장 추가 원가반영으로 매출 증가세는 제한적이다. 2013년 4,200세대에서 2014년 1.3만세대, 2015년 2.9만세대로 주택공급 +210%, +123% y-y 급증해 매출 성장세 이어갈 것으로 전망된다. 2019년 이후에는 베트남 나베 신도시 개발사업이 다양한 방식으로 진행되면서 매출 성장으로 이어질 것으로 예상된다.

**주택 공사 실적개선에 주  
도적 역할 할 것**

이익: 2016년 주택매출 약 3.3조원 마진 약 16.5% 이상으로 유지되겠지만, 사우디아라비아 CP 3&4 및 PP12, 쿠웨이트 Wara, 태국 UHV, UAE IRP2 등 6개 해외 저가수주 현장 공사 마무리되면서 3분기까지 추가 원가반영 진행될 것이다. 반면 2015년 평균 분양률 약 91% 기록했던 현장들이 본공사 개시하면서 하반기 실적 개선에 주도적인 역할을 할 전망이다.

주택: 2016년 주택공급 계획을 약 2.2만세대에서 2.5만세대로 상향한 가운데, 상반기 1.2만세대 분양하였다. 이 중 미분양 약 600세대로 상반기 분양률 95% 기록하며 주요 건설사 중 가장 양호한 모습 보이고 있다. 주택 자체사업 마진 1분기 19.1%를 기록했으며 고급 브랜드 '자이'를 내세워 재건축/재개발 시장을 지속 확대하고 있다. 장기 미착공 PF 용인 동백 및 신봉, 일산 식사2지구, 양주 백서, 서울 동교동 등 5개(약 0.9조원) 사업지도 2016년 하반기부터 공사 진행될 예정이다.

**선택과 집중 = 주택 및 플  
랜트 정유사업**

방향: 베트남 나베 신도시 총면적 약 200ha(약 60만평) 개발사업과 스페인 이니마 수처리 사업을 지속 추진하여 성장을 이어갈 전망이다. 뿐만 아니라 선택과 집중을 통해 주택사업과 정유 플랜트사업에서 우위를 다져나갈 것이다.

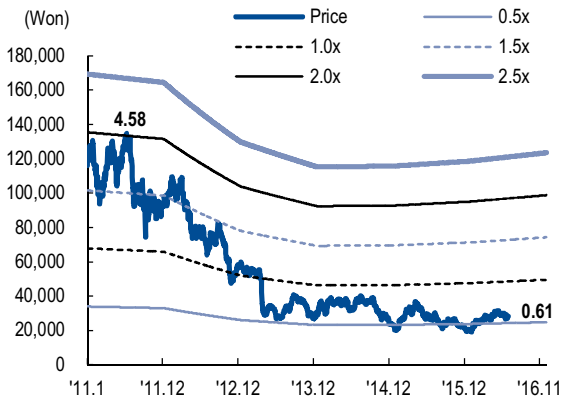
[표4] GS건설 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E				컨센서스	3Q16F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전		
매출액	2,491	2,789	2,977	2,639	2,800	12.4	6.1	2,800	2,780	2,900
영업이익	38	11	53	29	40	5.3	38.0	45	47	37
영업이익률	1.5	0.4	1.8	1.1	1.4			1.6	1.7	1.3
세전이익	2	20	-13	8	29	1,097.3	253.0	39	25	24
(지배)순이익	3	53	-30	7	21	572.1	204.1	26	25	16
부채비율	284.9	288.3	288.5	274.8	290.3			373.8		301.4
매출채권	4,797.1	5,040.8	4,485.9	4,310.4	3,486.0			3,486.0		4,379.6
순차입금	1,591.0	824.3	401.7	692.3	2,364.4			595.2		1,330.4

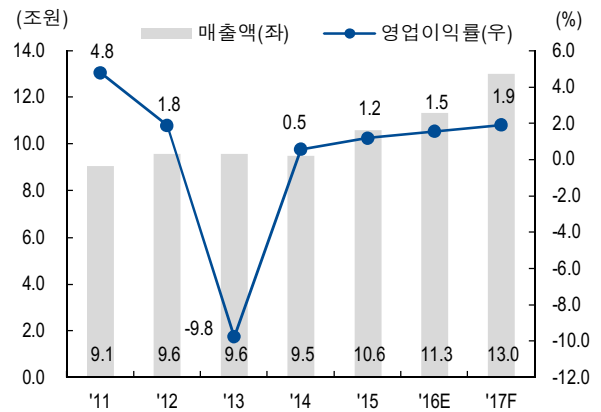
주: IFRS 연결기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 16] GS 건설 Forward PBR Band



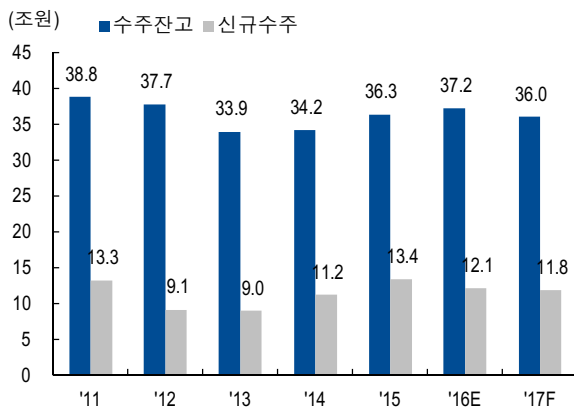
자료: GS 건설, NH 투자증권 리서치센터

[그림 17] GS 건설 매출액 및 영업이익



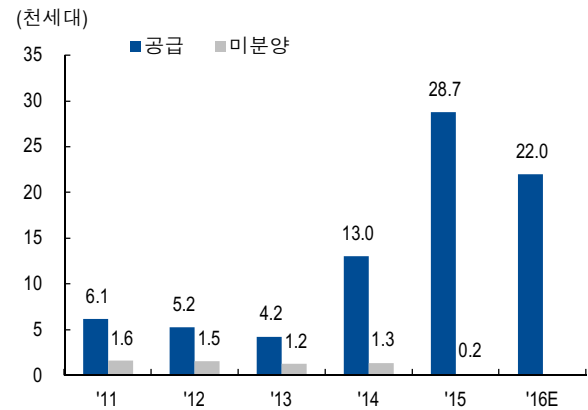
자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 18] GS 건설 신규수주 및 수주잔고



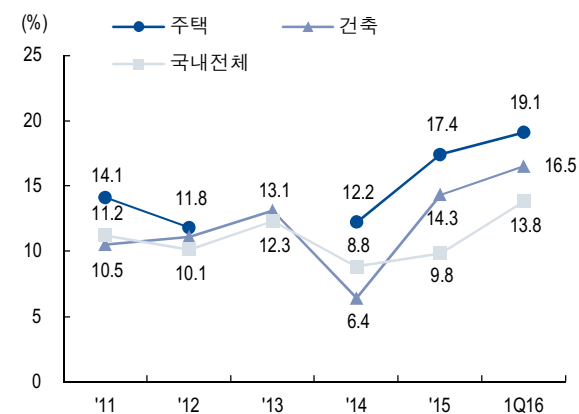
자료: GS 건설, NH 투자증권 리서치센터

[그림 19] GS 건설 공급 및 미분양 세대수



자료: GS 건설, NH 투자증권 리서치센터 전망

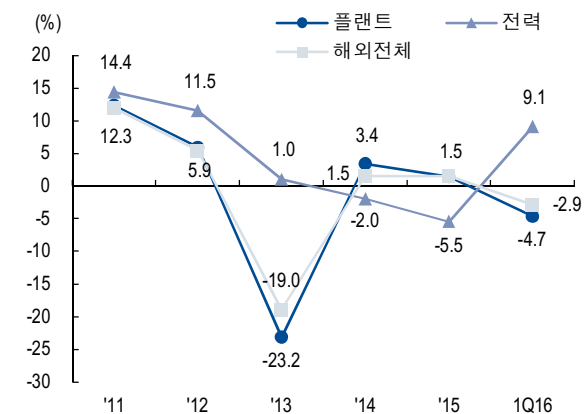
[그림 20] GS 건설 국내부문 매출총이익률



주: 주택 및 건축(주택 부문 포함) 대부분 국내에 포함됨

자료: GS 건설, NH 투자증권 리서치센터

[그림 21] GS 건설 해외부문 매출총이익률



주: 플랜트 및 전력 대부분 해외에 포함됨

자료: GS 건설, NH 투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	10,573	11,300	13,000	12,800
증감률 (%)	11.4	6.9	15.0	-1.5
매출원가	10,025	10,722	12,276	12,015
매출총이익	548	578	724	785
Gross 마진 (%)	5.2	5.1	5.6	6.1
판매비와 일반관리비	426	406	481	474
영업이익	122	172	243	312
증감률 (%)	138.6	41.0	41.4	28.0
OP 마진 (%)	1.2	1.5	1.9	2.4
EBITDA	206	228	294	358
영업외손익	-91	-48	-33	-35
금융수익(비용)	17	10	14	12
기타영업외손익	-111	-63	-50	-50
종속, 관계기업관련손익	3	4	4	3
세전계속사업이익	31	124	211	277
법인세비용	2	31	53	69
계속사업이익	29	93	158	207
당기순이익	29	93	158	207
증감률 (%)	흑전	214.8	70.5	31.2
Net 마진 (%)	0.3	0.8	1.2	1.6
지배주주지분 순이익	26	82	140	183
비지배주주지분 순이익	3	11	18	24
기타포괄이익	-74	0	0	0
총포괄이익	-44	93	158	207

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	53.8	24.4	14.3	10.9
PBR(배)	0.4	0.6	0.6	0.5
PCR(배)	5.3	12.2	8.2	6.5
PSR(배)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	9.1	10.3	8.2	6.9
EV/EBIT(배)	15.3	13.7	10.0	7.9
EPS(원)	367	1,155	1,970	2,584
BPS(원)	46,258	47,413	49,383	51,967
SPS(원)	148,910	159,155	183,099	180,282
자기자본이익률(ROE, %)	0.8	2.5	4.1	5.1
총자산이익률(ROA, %)	0.2	0.7	1.1	1.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	-3.3	4.8	6.5	7.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	12.0	8.0	9.1	9.1
총부채/ 자기자본(%)	288.5	312.5	323.8	332.5
이자발생부채	3,705	4,120	4,261	4,419
유동비율(%)	133.8	135.9	133.9	132.6
총발행주식수(백만)	71	71	71	71
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	19,750	28,200	28,200	28,200
시가총액(십억원)	1,402	2,002	2,002	2,002

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	2,429	2,878	2,864	2,893
매출채권	4,749	5,292	5,897	6,572
유동자산	9,549	10,813	11,706	12,747
유형자산	1,339	1,435	1,496	1,549
투자자산	867	967	1,077	1,200
비유동자산	3,456	3,380	3,545	3,715
자산총계	13,005	14,193	15,252	16,462
단기성부채	2,085	2,323	2,465	2,622
매입채무	1,876	2,090	2,329	2,596
유동부채	7,139	7,955	8,741	9,616
장기성부채	1,620	1,796	1,796	1,796
장기충당부채	527	587	654	729
비유동부채	2,518	2,797	2,912	3,039
부채총계	9,657	10,753	11,653	12,656
자본금	355	355	355	355
자본잉여금	611	611	611	611
이익잉여금	2,537	2,619	2,759	2,943
비지배주주지분	64	74	93	117
자본총계	3,348	3,441	3,599	3,806

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	-8	4	50	87
당기순이익	29	93	158	207
+ 유/무형자산상각비	83	56	51	46
+ 종속, 관계기업관련손익	-293	-4	-4	-3
+ 외화환산손실(이익)	-13	0	0	0
Gross Cash Flow	263	164	243	307
- 운전자본의증가(감소)	-137	-61	-68	-76
투자활동 현금흐름	508	31	-206	-215
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-227	-145	-105	-93
+ 투자자산의매각(취득)	17	-95	-107	-120
Free Cash Flow	-235	-141	-55	-6
Net Cash Flow	500	35	-156	-129
재무활동현금흐름	-228	414	141	158
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-228	414	141	158
현금의증가	277	449	-14	29
기말현금 및 현금성자산	2,429	2,878	2,864	2,893
기말 순부채(순현금)	402	275	329	345

## 현대건설 (000720.KS/Hold유지/TP:38,000원 하향/CP:33,850원)

### 컨센서스 매출 하회 컨센서스 영업이익 소폭 상회

실적: 2016년 2분기 실적은 매출액 4.9조원(+1.8%, y-y), 영업이익 2,651억원(+4.3%, y-y)으로 컨센서스 매출액 5.0조원은 하회하겠지만, 컨센서스 영업이익 2,636억원은 소폭 상회할 것으로 추정된다.

### 목표주가 하향 42,800원 → 38,000원

최근 2년간 신규수주는 목표대비 저조했고 수주잔고 중 자금조달이 지연된 현상이 나타나고 있으며 베네수엘라 국가 디폴트(Default) 위기마저 부각되고 있다. 이에 할인율 30% 적용하여 목표 PBR 0.7배(BPS 54,901원) 산정하고 목표주가 38,000원(기존 42,800원)으로 하향 조정한다.

### 최근 2년간 신규수주 감소

수주: 2016년 신규수주 가이드스 27.3조원(현대건설 16.1조원, 현대엔지니어링 11.2조원) 중 상반기 약 8조원 수주해 목표대비 약 29% 달성되었다. 현대건설 약 4조원(해외 2조원, 국내 2조원) 및 현대엔지니어링 약 3조원(해외 1.8조원, 국내 1.2조원) 등으로 해외신규수주 저조한 편이다. 2015년 신규수주는 19.8조원(목표 달성률 71%)으로 최근 2년간 신규수주는 감소하고 있다.

### 미착공 해외 프로젝트로 매출성장 제한적

매출: 해외 '저가수주' 현상 추가 원가반영 가능성 제한적이나 해외매출 비중 약 61%(2015년 연결기준)로 높아 주택공급에 따른 매출증가에도 불구하고 매출성장은 제한적일 것으로 예상된다. 수익계약 고수익 프로젝트들이 16조원의 자금조달을 마치고 착공되어야 매출 성장이 가능할 전망이다. 수주잔고 67조원 중 29%인 약 19.4조원 우즈베키스탄 GTL 3.0조원, 유럽 비료공장 5.5조원, 베네수엘라 정유 8.4조원, 이라크 카라발라 정유 2.5조원 등 현재 미착공 또는 일시중지된 상태이다.

이익: 주택사업 확대 및 장기 미착공 PF 착공전환으로 2016년 현대건설 영업이익률 0.1%p 현대엔지니어링 영업이익률 0.3%p 개선될 것으로 전망된다.

### PF 리스크 최소화

주택: 2016년 1.9만세대 주택 공급할 계획으로 이중 6,200세대 분양하였으며, 준공 후 미분양은 750세대로 양호한 편이다. 주택 미착공 PF 2015년 0.9조원에서 현재 약 0.2조원으로 축소시키고, 경기도 태전, 세교, 파주지역 등을 분양하면서 0.7조원 착공 전환하였다. 현재 해당 지역 분양률 약 90%로 리스크(Risk) 최소화 시켰다.

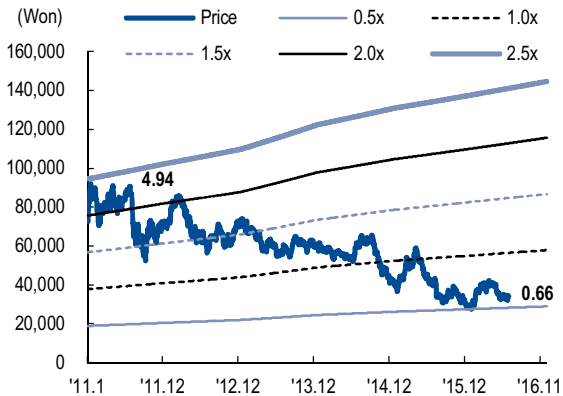
[표5] 현대건설 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E					3Q16F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전	컨센서스	
매출액	4,816	4,711	5,652	4,288	4,900	1.8	14.3	4,900	4,967	4,800
영업이익	254	264	267	207	265	4.3	28.0	265	264	261
영업이익률	5.3	5.6	4.7	4.8	5.4			5.4	5.3	5.4
세전이익	216	223	202	121	200	-7.3	66.1	200	216	196
(지배)순이익	105	105	70	60	95	-9.5	56.8	95	117	92
부채비율	170.8	171.3	159.7	155.3	157.3			157.3		159.2
매출채권	22.0	26.6	30.4	19.5	23.9			23.9		28.3
순차입금	90.8	-131	-605.8	-528.4	-645.5			-645.5		-760.2

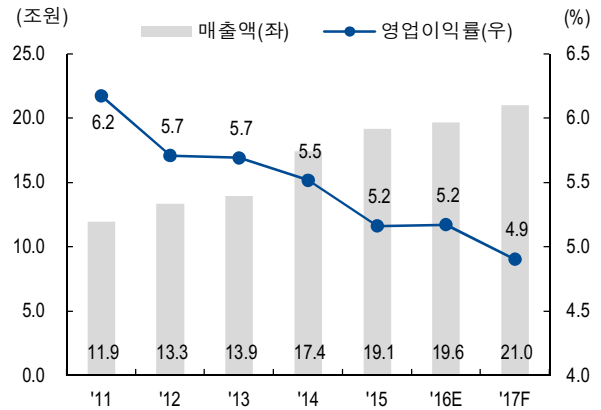
주: IFRS 연결기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 22] 현대건설 Forward PBR Band



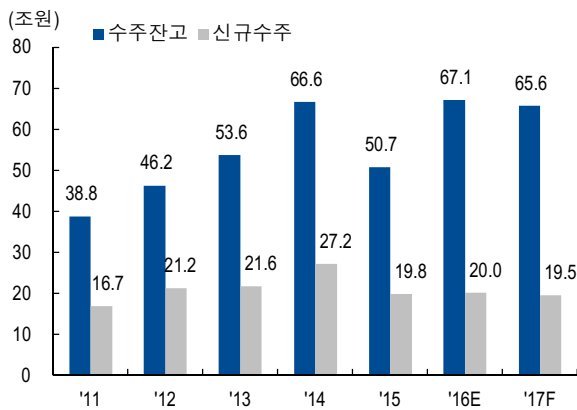
자료: Wisefn, NH 투자증권 리서치센터

[그림 23] 현대건설 매출액 및 영업이익



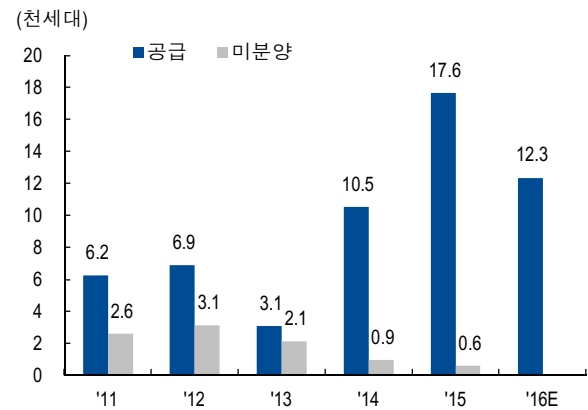
자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 24] 현대건설 신규수주 및 수주잔고



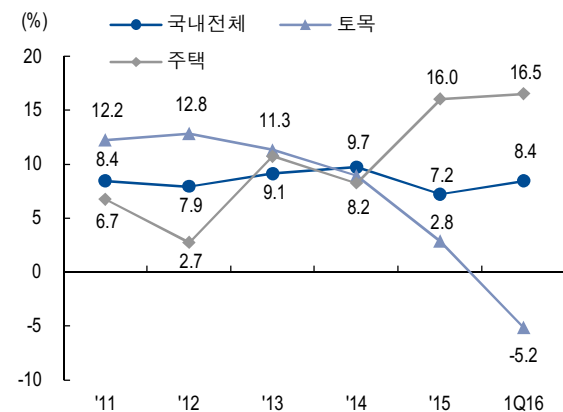
자료: 현대건설, NH 투자증권 리서치센터

[그림 25] 현대건설 공급 및 미분양 세대수



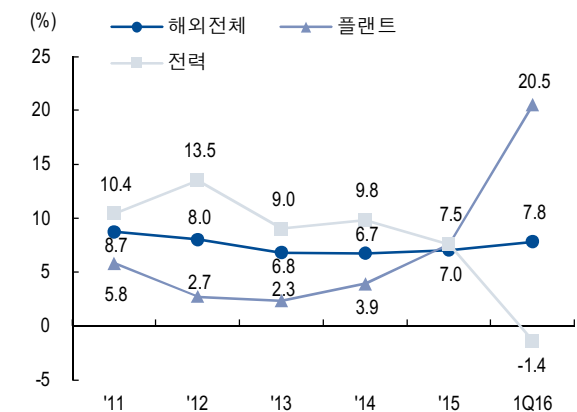
자료: 현대건설, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 26] 현대건설 국내부문 매출총이익률



자료: 현대건설, NH 투자증권 리서치센터

[그림 27] 현대건설 해외부문 매출총이익률



자료: 현대건설, NH 투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	19,122	19,638	21,000	22,000
증감률 (%)	10.0	2.7	6.9	4.8
매출원가	17,513	17,911	19,320	20,130
매출총이익	1,609	1,727	1,680	1,870
Gross 마진 (%)	8.4	8.8	8.0	8.5
판매비와 일반관리비	623	712	651	880
영업이익	987	1,015	1,029	990
증감률 (%)	2.9	2.9	1.4	-3.8
OP 마진 (%)	5.2	5.2	4.9	4.5
EBITDA	1,182	1,158	1,165	1,122
영업외손익	-188	-296	-249	-273
금융수익(비용)	-45	-67	-67	-67
기타영업외손익	-143	-227	-180	-204
종속, 관계기업관련손익	1	-2	-2	-2
세전계속사업이익	798	719	780	717
법인세비용	214	180	195	179
계속사업이익	584	539	585	538
당기순이익	584	539	585	538
증감률 (%)	-0.5	-7.6	8.4	-8.0
Net 마진 (%)	3.1	2.7	2.8	2.4
지배주주지분 순이익	368	340	368	339
비지배주주지분 순이익	216	200	216	199
기타포괄이익	39	0	0	0
총포괄이익	623	539	585	538

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	8.6	11.1	10.2	11.1
PBR(배)	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR(배)	2.4	4.3	4.1	4.4
PSR(배)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	3.6	4.1	4.0	4.2
EV/EBIT(배)	4.3	4.7	4.5	4.7
EPS(원)	3,303	3,051	3,307	3,043
BPS(원)	52,227	54,775	57,580	60,121
SPS(원)	171,720	176,353	188,585	197,565
자기자본이익률(ROE, %)	6.5	5.7	5.9	5.2
총자산이익률(ROA, %)	3.1	2.7	2.7	2.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	11.3	10.6	10.8	10.0
배당수익률(%)	1.8	1.5	1.5	1.5
배당성장률(%)	15.1	16.4	15.1	16.4
총현금배당금(십억원)	56	56	56	56
보통주 주당배당금(원)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	-8.1	-11.4	-14.2	-15.5
총부채/ 자기자본(%)	159.7	161.4	162.9	166.3
이자발생부채	2,720	2,697	2,667	2,639
유동비율(%)	167.1	168.1	168.7	168.0
총발행주식수(백만)	111	111	111	111
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	28,550	33,850	33,850	33,850
시가총액(십억원)	3,183	3,774	3,774	3,774

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	1,997	2,160	2,288	2,296
매출채권	30	33	37	40
유동자산	14,344	15,738	17,222	18,720
유형자산	1,754	1,681	1,633	1,618
투자자산	870	957	1,053	1,158
비유동자산	5,115	5,121	5,151	5,224
자산총계	19,459	20,859	22,373	23,944
단기성부채	453	419	377	326
매입채무	2,858	3,143	3,457	3,802
유동부채	8,583	9,361	10,211	11,140
장기성부채	2,267	2,278	2,289	2,314
장기충당부채	566	622	685	753
비유동부채	3,384	3,507	3,641	3,801
부채총계	11,967	12,868	13,852	14,941
자본금	557	557	557	557
자본잉여금	1,040	1,040	1,040	1,040
이익잉여금	4,185	4,469	4,782	5,065
비지배주주지분	1,670	1,870	2,086	2,285
자본총계	7,491	7,975	8,504	8,986

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	596	497	516	446
당기순이익	584	539	585	538
+ 유/무형자산상각비	196	143	136	132
+ 종속, 관계기업관련손익	-23	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-51	0	0	0
Gross Cash Flow	1,326	882	927	856
- 운전자본의증가(감소)	-564	-185	-204	-224
투자활동 현금흐름	-1,174	-273	-302	-355
+ 유형자산 감소	15	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-187	-50	-70	-100
+ 투자자산의매각(취득)	-139	-87	-96	-105
Free Cash Flow	409	447	446	346
Net Cash Flow	-578	224	215	91
재무활동현금흐름	31	-78	-86	-83
자기자본 증가	11	0	0	0
부채증감	20	-78	-86	-83
현금의증가	-545	146	129	8
기말현금 및 현금성자산	1,997	2,143	2,272	2,280
기말 순부채(순현금)	-606	-912	-1,209	-1,396



## 대우건설 (047040.KS/Hold유지/TP:6,500원유지/CP:5,740원)

컨센서스 매출 상회  
컨센서스 영업이익  
하회

실적: 2016년 2분기 실적은 매출액 2.8조원(+9.8%, y-y), 영업이익 910억원(-12.7%, y-y)으로 컨센서스 매출액 2.7조원은 상회하겠지만, 컨센서스 영업이익 1,031억원은 하회할 것으로 추정된다.

수주: 2016년 신규수주 가이드스 11조원(해외 4조원, 국내 7조원) 중 상반기 약 3.8조원 수주해 목표대비 35% 달성하였다. 2015년 신규수주 13.1조원 목표대비 +7% 초과달성 하였지만 해외 신규수주는 약 3.1조원으로 저조했다. 반면 주택 신규분양 약 4.2만세대로 사상최대 공급하며 국내 신규수주 10조원을 달성하였다. 2016년 주택 공급물량 2.5만세대로 전년대비 약 38% 축소할 것으로 보이는 가운데, 해외 신규수주는 계속 감소하고 있다.

해외현장 원가율  
100% 수준으로 개선  
목표

이익: 주택사업 및 토목사업 마진 각각 16%, 6% 이상으로 이익에 기여하고 있다. 그러나 동남아 3개 지역, 아프리카 모로코, 오만 SUR, 알제리 RDPP 등 해외 저가 수주 현장 추가원가 2분기 실적에 반영될 예정이다. 1분기 107%였던 해외 원가율을 하반기 100%까지 낮춘다는 목표로 해외현장 원가율 개선은 이익개선으로 이어질 수 있을 전망이다.

주택: 2016년 약 2.5만세대 주택 공급할 계획으로 이중 8,300세대 분양하였으며, 미분양은 약 3,000세대로 분양률 80% 기록 중이다. 2015년 주택 미착공 PF 0.6조원으로 충청 천안, 서울 세운6-3, 수도권 3개 지역 등 지속적으로 착공 전환 중이다.

베트남 개발사업 및  
사우디 신도시  
개발사업 진행 예정

방향: 베트남 스타레이크 신도시 총면적 약 186.3ha(약 56만평) 개발사업을 2016년 7월부터 진행할 예정이다. 하노이에서 북서쪽으로 5km 떨어진 지역으로, 고급 빌라 1차 180세대(분양가 약 10억원), 2차 60세대, 3차 120세대 등 입지조건이 좋은 곳부터 점진적으로 분양할 예정이다. 60만명, 10만 세대가 거주하게 될 사우디 신도시 개발사업도 향후 10년간 추진될 주택개발사업이다.

[표6] 대우건설 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

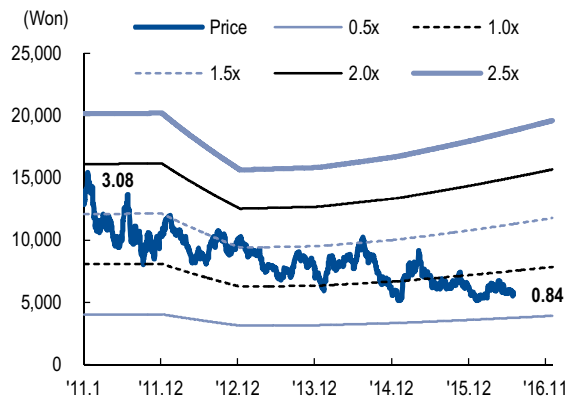
(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E					3Q16F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전	컨센서스	
매출액	2,578	2,565	2,599	2,570	2,830	9.8	10.1	2,830	2,731	2,690
영업이익	104	120	61	61	91	-12.7	50.3	108	103	110
영업이익률	4.0	4.7	2.3	2.4	3.2			3.8	3.8	4.1
세전이익	77	29	32	-19	63	-17.8	흑전	82	71	55
(지배)순이익	80	21	22	-19	47	-40.7	흑전	61	57	41
부채비율	282.6	263.8	258.6	274.2	263.3			273.4		253.4
매출채권	3,257.7	3,084.5	2,822.6	3,018.6	2,947.8			2,947.8		2,880.4
순차입금	1,945.0	1,926.6	1,708.9	999.6	1,216.3			929.0		1,422.3

주: IFRS 연결기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

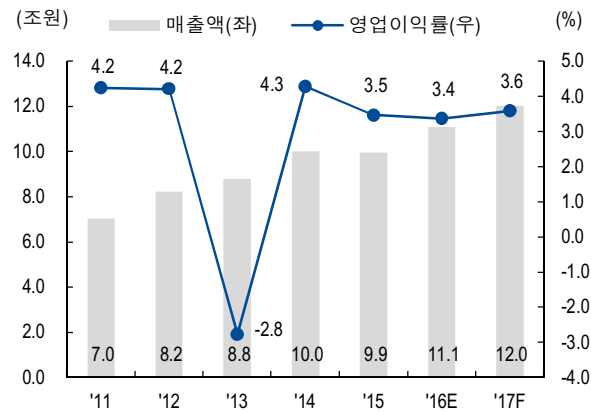


[그림 28] 대우건설 Forward PBR Band



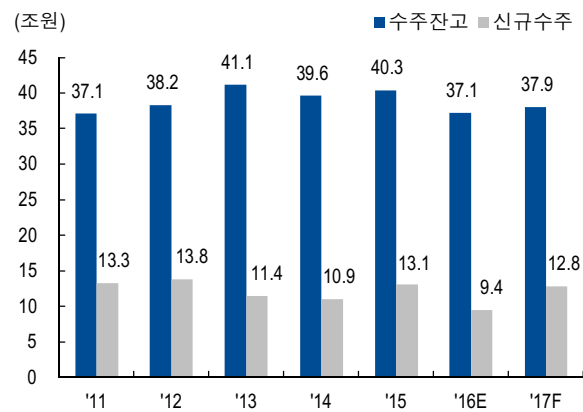
자료: Wisefn, NH 투자증권 리서치센터

[그림 29] 대우건설 매출액 및 영업이익



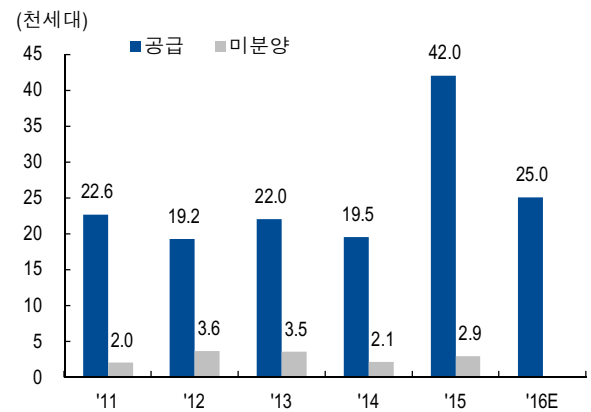
자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 30] 대우건설 신규수주 및 수주잔고



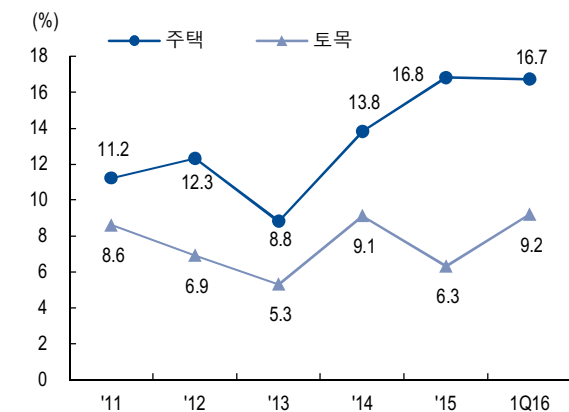
자료: 대우건설, NH 투자증권 리서치센터

[그림 31] 대우건설 공급 및 미분양 세대수



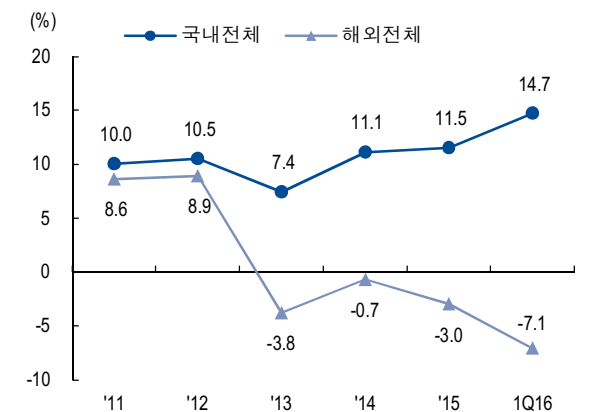
자료: 대우건설, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 32] 대우건설 주택, 토목, 플랜트 매출총이익률



자료: 대우건설, NH 투자증권 리서치센터

[그림 33] 대우건설 국내 및 해외 매출총이익률



자료: 대우건설, NH 투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	9,936	11,070	12,000	11,800
증감률 (%)	-0.6	11.4	8.4	-1.7
매출원가	9,208	10,257	11,099	10,807
매출총이익	728	814	901	993
Gross 마진 (%)	7.3	7.3	7.5	8.4
판매비와 일반관리비	385	441	472	531
영업이익	343	372	429	462
증감률 (%)	-19.6	8.3	15.4	7.6
OP 마진 (%)	3.5	3.4	3.6	3.9
EBITDA	415	449	496	519
영업외손익	-175	-157	-117	-128
금융수익(비용)	-76	-79	-77	-78
기타영업외손익	-80	-93	-60	-65
종속, 관계기업관련손익	-19	15	20	15
세전계속사업이익	169	215	312	334
법인세비용	27	65	94	101
계속사업이익	142	150	218	233
당기순이익	142	150	218	233
증감률 (%)	9.5	5.7	45.2	7.0
Net 마진 (%)	1.4	1.4	1.8	2.0
지배주주지분 순이익	143	150	218	233
비지배주주지분 순이익	-1	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	142	150	218	233

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	16.2	15.9	10.9	10.2
PBR(배)	0.8	0.8	0.8	0.7
PCR(배)	4.5	6.8	5.5	5.4
PSR(배)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	9.9	9.1	7.9	7.2
EV/EBIT(배)	11.9	11.0	9.1	8.1
EPS(원)	345	361	525	561
BPS(원)	6,672	7,033	7,558	8,119
SPS(원)	23,906	26,636	28,872	28,391
자기자본이익률(ROE, %)	5.3	5.3	7.2	7.2
총자산이익률(ROA, %)	1.4	1.5	2.1	2.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	6.7	6.2	7.3	8.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	60.4	55.4	46.2	37.4
총부채/ 자기자본(%)	258.6	271.8	250.9	232.1
이자발생부채	2,665	3,472	3,424	3,391
유동비율(%)	143.4	145.9	151.2	155.8
총발행주식수(백만)	416	416	416	416
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	5,600	5,740	5,740	5,740
시가총액(십억원)	2,327	2,386	2,386	2,386

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	539	522	649	812
매출채권	2,823	2,806	2,789	2,773
유동자산	6,700	6,646	6,737	6,864
유형자산	936	1,019	1,086	1,146
투자자산	897	891	886	881
비유동자산	3,452	3,572	3,624	3,670
자산총계	10,152	10,219	10,361	10,534
단기성부채	1,648	1,551	1,467	1,435
매입채무	459	457	454	451
유동부채	4,672	4,556	4,455	4,404
장기성부채	1,017	1,922	1,956	1,956
장기충당부채	528	524	521	518
비유동부채	2,650	3,545	3,570	3,561
부채총계	7,321	8,101	8,025	7,965
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550
이익잉여금	395	546	764	997
비지배주주지분	58	58	58	58
자본총계	2,831	2,981	3,199	3,432

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	685	235	291	297
당기순이익	142	150	218	233
+ 유/무형자산상각비	72	77	66	57
+ 종속, 관계기업관련손익	19	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	8	0	0	0
Gross Cash Flow	516	350	432	440
- 운전자본의증가(감소)	222	7	7	7
투자활동 현금흐름	-541	-196	-116	-101
+ 유형자산 감소	6	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-441	-150	-123	-108
+ 투자자산의매각(취득)	-10	5	5	5
Free Cash Flow	244	85	168	189
Net Cash Flow	144	39	175	196
재무활동현금흐름	69	807	-49	-33
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	68	807	-49	-33
현금의증가	213	846	127	164
기말현금 및 현금성자산	539	1,385	1,512	1,675
기말 순부채(순현금)	1,709	1,651	1,477	1,283

## 삼성엔지니어링 (028050.KS/Hold유지/TP:10,700원유지/CP:10,550원)

### 컨센서스 영업이익 소폭 하회

실적: 2016년 2분기 실적은 매출액 1.8조원(-2.3%, y-y), 영업이익 420억원(+182.6%, y-y)으로 컨센서스 매출액 1.8조원에는 부합하겠지만, 컨센서스 영업이익 429억원에 소폭 하회할 것으로 추정된다.

### 삼성그룹공사 물량 확대

수주: 2016년 신규수주 가이드스 6조원 중 상반기 약 2.5조원 수주해 목표대비 42% 달성하였으며 삼성그룹공사(Captive) 물량 현재 1.8조원에서 하반기 약 3조원까지 확대될 전망이다. 저유가 장기화되면서 중동발주가 급감하고 있지만 3분기 이후 베트남 정유 약 7억달러 및 UAE 화공 약 6억달러 등 신규수주도 가시화될 것이다.

### 2017년 = 현안 프로젝트 이익정상화 시점

이익: 해외 '저가수주' 현장 사우디 샤이바, 이라크 West Qurna 등 추가원가 지속적으로 발생하고 있지만 삼성디스플레이 공장 등 그룹공사(Captive) 착공되면서 영업이익은 개선될 것으로 전망된다. 단, 완전하게 이익이 정상화되려면 2017년 안부 3 발전 및 UAE CBDC 공사가 마무리되어야 할 것으로 판단된다.

방향: 신규수주 13조원에서 6조원으로 약 53% 감소한 가운데 그룹공사물량을 통한 성장이 아닌 이익정상화에 집중하고 있다.

[표7] 삼성엔지니어링 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E					3Q16F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전	컨센서스	
매출액	1,842	857	1,969	1,474	1,800	-2.3	22.1	1,800	1,788	1,500
영업이익	15	-1,513	22	27	42	182.6	58.1	42	43	34
영업이익률	0.8	-176.5	1.1	1.8	2.3			2.3	2.4	2.3
세전이익	2	-1,494	25	10	37	1,927.7	274.9	37	36	29
(지배)순이익	1	-1,332	13	8	28	2,582.3	231.1	28	30	22
부채비율	491.9	자본잠식	자본잠식	442.4	446.3			446.3		449.5
매출채권	719.9	663.8	736.2	701.8	641.9			641.9		592.0
순차입금	1,173.2	1,759.9	1,940.0	876.2	787.6			787.6		713.8

주: IFRS 연결기준.

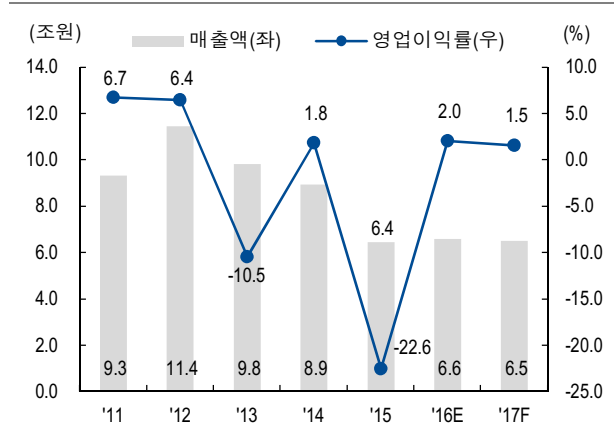
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 34] 삼성엔지니어링 Forward PBR Band



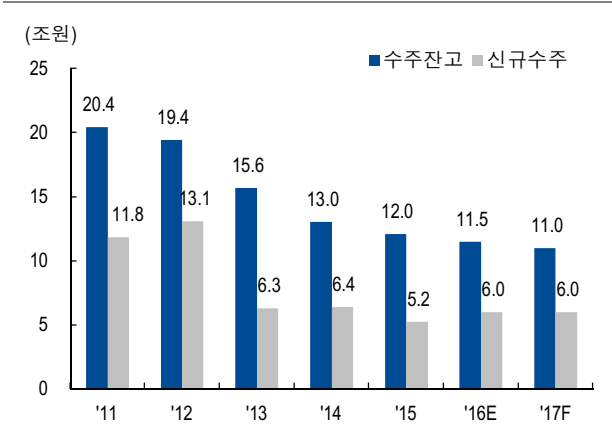
자료: Wisefn, NH 투자증권 리서치센터

[그림 35] 삼성엔지니어링 매출액 및 영업이익



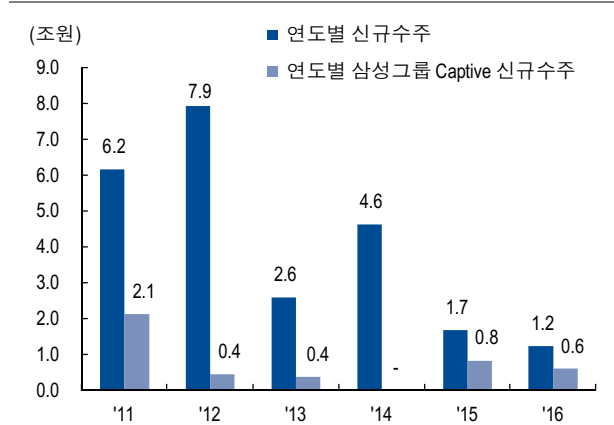
자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

[그림 36] 삼성엔지니어링 신규수주 및 수주잔고



자료: 삼성엔지니어링, NH 투자증권 리서치센터

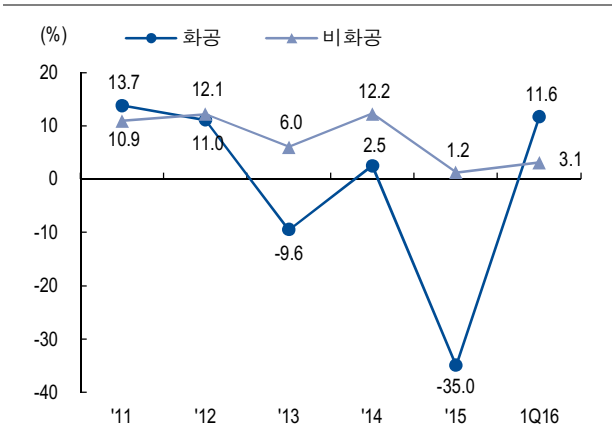
[그림 37] 삼성엔지니어링 연도별 전체 대비 Captive 신규수주



주: 신규수주 금액은 공시된 사업보고서 '수주 상황' 기준

자료: 전자공시시스템 사업보고서, NH 투자증권 리서치센터 전망

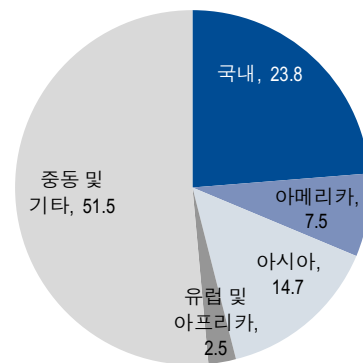
[그림 38] 삼성엔지니어링 화공 및 비화공 매출총이익률



자료: 삼성엔지니어링, NH 투자증권 리서치센터

[그림 39] 삼성엔지니어링 매출비중

(단위: %)



자료: 삼성엔지니어링, NH 투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	6,441	6,574	6,500	6,000
증감률 (%)	-27.7	2.1	-1.1	-7.7
매출원가	7,530	6,186	6,153	5,646
매출총이익	-1,089	388	347	354
Gross 마진 (%)	-16.9	5.9	5.3	5.9
판매비와 일반관리비	365	256	247	210
영업이익	-1,454	133	100	144
증감률 (%)	적전	흑전	-24.9	44.6
OP 마진 (%)	-22.6	2.0	1.5	2.4
EBITDA	-1,370	204	160	195
영업외손익	4	-33	-25	-21
금융수익(비용)	-24	-14	-20	-16
기타영업외손익	25	-21	-8	-8
종속, 관계기업관련손익	4	3	3	3
세전계속사업이익	-1,450	100	74	123
법인세비용	-146	25	19	31
계속사업이익	-1,304	75	56	92
당기순이익	-1,304	75	56	92
증감률 (%)	적전	흑전	-25.5	64.9
Net 마진 (%)	-20.2	1.1	0.9	1.5
지배주주지분 순이익	-1,305	75	56	92
비지배주주지분 순이익	1	0	0	0
기타포괄이익	38	0	0	0
총포괄이익	-1,266	75	56	92

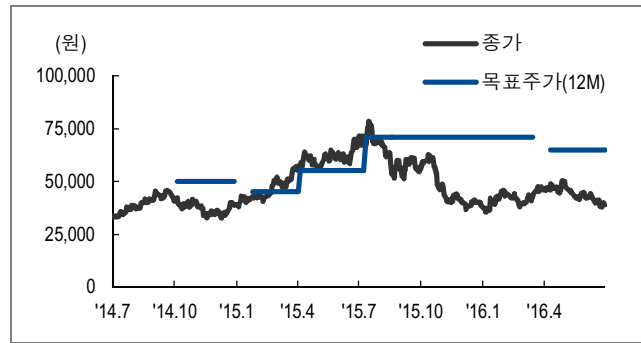
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	N/A	19.1	37.0	22.4
PBR(배)	-3.0	2.0	1.9	1.8
PCR(배)	-0.9	7.6	14.6	11.5
PSR(배)	0.1	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	N/A	12.9	15.9	12.4
EV/EBIT(배)	N/A	19.9	25.5	16.8
EPS(원)	-20,337	553	285	470
BPS(원)	-4,900	5,233	5,518	5,989
SPS(원)	100,360	48,416	33,163	30,612
자기자본이익률(ROE, %)	-409.0	21.1	5.3	8.2
총자산이익률(ROA, %)	-22.1	1.3	1.1	2.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	-110.2	3.6	6.7	10.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-619.9	54.9	43.7	29.6
총부채/ 자기자본(%)	-1,899.3	453.4	344.4	260.3
이자발생부채	2,875	2,440	2,127	1,900
유동비율(%)	78.9	109.7	115.6	125.7
총발행주식수(백만)	64	196	196	196
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	14,550	10,550	10,550	10,550
시가총액(십억원)	582	2,068	2,068	2,068

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	696	1,704	1,529	1,462
매출채권	736	532	385	278
유동자산	3,775	3,930	3,138	2,624
유형자산	687	630	580	536
투자자산	99	71	52	37
비유동자산	1,856	1,817	1,737	1,671
자산총계	5,631	5,747	4,874	4,296
단기성부채	2,014	1,581	1,268	1,041
매입채무	1,463	1,057	764	552
유동부채	4,784	3,583	2,715	2,087
장기성부채	861	859	859	859
장기충당부채	81	59	42	31
비유동부채	1,160	1,075	1,015	972
부채총계	5,944	4,658	3,730	3,059
자본금	200	980	980	980
자본잉여금	49	534	534	534
이익잉여금	-292	-217	-161	-69
비지배주주지분	2	2	1	1
자본총계	-313	1,027	1,083	1,175

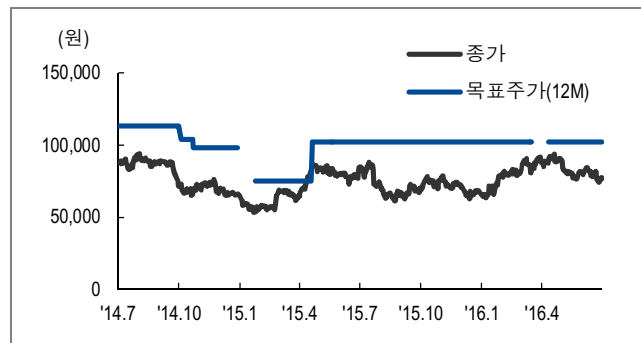
CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	-833	97	81	118
당기순이익	-1,304	75	56	92
+ 유/무형자산상각비	84	71	60	51
+ 종속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-13	0	0	0
Gross Cash Flow	-1,037	188	141	179
- 운전자본의증가(감소)	370	-49	-35	-25
투자활동 현금흐름	20	19	57	41
+ 유형자산 감소	39	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-20	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	10	27	20	14
Free Cash Flow	-854	97	81	118
Net Cash Flow	-813	117	138	159
재무활동현금흐름	1,072	830	-313	-226
자기자본 증가	0	1,265	0	0
부채증감	1,072	-435	-313	-226
현금의증가	308	947	-175	-67
기말현금 및 현금성자산	696	1,643	1,467	1,400
기말 순부채(순현금)	1,940	564	473	348

투자이전 및 목표주가 변경내역

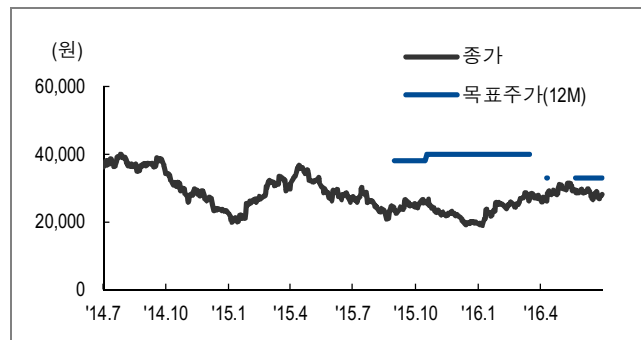
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
현대산업	012630.KS	2016-04-12	Buy	65,000원(12개월)
		2015-03-17	담당 Analyst 변경	
		2015-07-13	Hold	71,000원(12개월)
		2015-04-06	Hold	55,000원(12개월)
		2015-01-26	Hold	45,000원(12개월)
		2015.01.01	담당 Analyst 변경	
		2014-10-06	Buy	50,000원(12개월)



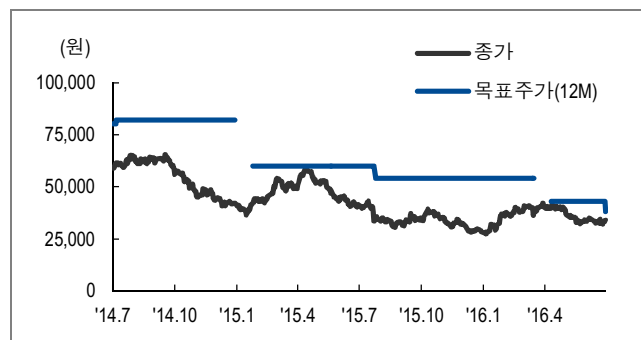
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
대림산업	000210.KS	2016-04-12	Buy	102,000원(12개월)
		2015-03-17	담당 Analyst 변경	
		2015.04.21	Buy	102,000원(12개월)
		2015.01.26	Buy	75,000원(12개월)
		2015.01.01	담당 Analyst 변경	
		2014.10.24	Buy	98,000원(12개월)
		2014.10.06	Buy	104,000원(12개월)
		2014.04.22	Buy	113,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
GS건설	006360.KS	(2016.4.12~2016.5.22 동안 당사 조사분석제한중목)		
		2016-04-12	Buy	33,000원(12개월)
		2015-03-17	담당 Analyst 변경	
		2015.10.19	Buy	40,000원(12개월)
		2015.01.01	담당 Analyst 변경	
		(2014.3.3~2015.9.1 동안 당사 조사분석제한중목)		

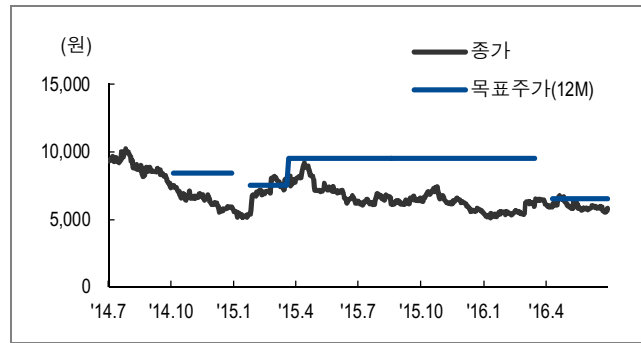


종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
현대건설	000720.KS	2016-07-06	Hold	38,000원(12개월)
		2016-04-12	Hold	42,800원(12개월)
		2015-03-17	담당 Analyst 변경	
		2015.07.27	Buy	54,000원(12개월)
		2015.01.26	Buy	60,000원(12개월)
		2015.01.01	담당 Analyst 변경	
		2014.07.08	Buy	82,000원(12개월)
		2014.04.22	Buy	80,000원(12개월)

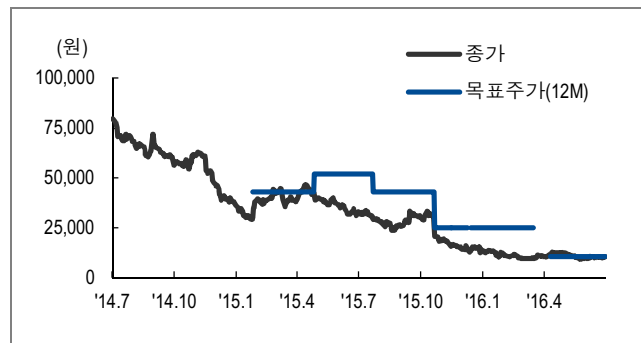


투자이전 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
대우건설	047040.KS	2016.04.12	Hold	6,500원(12개월)
		2015.03.17	담당 Analyst 변경	
		2015.03.23	Buy	9,500원(12개월)
		2015.01.26	Buy	7,500원(12개월)
		2015.01.01	담당 Analyst 변경	
		2014.10.06	Hold	8,400원(12개월)
		2013.12.27	담당 Analyst 변경	



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
삼성엔지니어링	028050.KS	2016-04-12	Hold	10,700원(12개월)
		2015-03-17	담당 Analyst 변경	
		(2015.12.11 ~ 12.16 동안 당사 조사분석제한종목)		
		2015-10-23	Hold	25,000원(12개월)
		2015-07-24	Buy	43,000원(12개월)
		2015-04-28	Buy	52,000원(12개월)
		2015-01-27	Buy	43,000원(12개월)
		2015-01-01	담당 Analyst 변경	
		2013-12-27	담당 Analyst 변경	
		2013-10-21	Hold	75,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이전 분포는 다음과 같습니다. (2016년 7월 1일 기준)

- 투자이전 분포

Buy	Hold	Sell
77.0%	23.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이전은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이전 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상에 언급된 기업들' 의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 당사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.