

리부트

2021년 하반기 전망 시리즈 **14**
건설
(Overweight)

리포트



건설 건자재/부동산
Analyst 박형렬
02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가
GS건설 (006360)	Buy	57,000원
삼성엔지니어링 (028050)	Buy	24,000원
DL이앤씨 (375500)	Buy (신규)	180,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
현대건설 (000720)	Buy	67,000원
대우건설 (047040)	Hold	7,300원
HDC현대산업개발 (294870)	Hold	30,000원

Contents

산업분석

Part I	리부트 Cycle-Restart	09
Part II	Once upon a time Valuation 어디까지 볼 것인가?	57
Part III	2021 부동산	79

기업분석

GS건설 (006360) 실적 성장 지속	98
삼성엔지니어링 (028050) Gas 발주 및 Global EPC 경쟁우위 국면 진입	100
DL이앤씨 (375500) Valuation gap	102
현대건설 (000720) 턴어라운드	104
대우건설 (047040) 실적 성장과 M&A 기대감	106
HDC현대산업개발 (294870) Developer의 자체사업 확대는 22년 하반기	108

Summary

리부트

Overweight

리부트

Cycle-Restart

I

- Cycle (2016년, ‘가장 나쁠 때 산다’) – 해외 손실, 주택 PF 문제, 건설업체 부도 등에 대한 지표가 조금씩 개선되기 시작한 것은 2016년 이후, 여전히 잠재 부실에 대해 우려하지만 손실을 반영하더라도 2016년 실적 저점 확인
- Out of Cycle(2018년~2020년) – 금융위기와 유럽사태, 해외 플랜트 위기를 겪은 건설업체는 건설 경기 회복 국면에서 투자와 공급을 축소하면서 수익성 관리 전략으로 선회, 가격 상승 국면에 공급이 감소하면서 호황을 장기화 시킴
- Nextopia(2019년~2020년) – 최대 수준의 실적이 지속됨에도 불구하고, 경기 정점 또는 후퇴에 대한 우려와 성장 동력 부족으로 주가 부진 및 Valuation 하락 지속
- 리부트(2021년~2022년) – 주택 공급 감소의 가장 큰 문제였던 원재료 확보(토지) 관련 정책의 변화가 나타나고 있으며, 이미 발표한 3기 신도시와 공공 주도의 공급정책이 현실화되기 시작하면서 주택 분양물량 확대 전망, 해외 플랜트 역시 장기간 지연되었던 프로젝트 중 필수적인 분야(GAS)를 중심으로 발주 재개 전망
- Cycle- Restart – 건설 경기는 Q(물량) 증가를 중심으로 호황 국면에 진입할 것으로 전망되며, P(가격) 하락 또는 Cost(미분양) 증가에 대한 Risk 변수가 나타나는 시점까지 확장국면을 유지할 것으로 판단

Once upon a time

Valuation 어디까지 볼 것인가?

II

- 순환적 흐름으로 건설업종 Valuation 바라보기
- 2007년, 2011년 등 과거 Valuation 이 극단적으로 확대되었던 시기와는 다름
- 당시에는 신제품, 신시장 등 구조적인 성장 스토리가 존재
- 이번 건설경기 확장 국면은 P(가격)과 동행하지 않았던 Q(물량)의 회복과정으로 판단
- 향후 물량 증가가 가격의 하락 또는 미분양의 증가로 연결되는 시점부터 정상적인 Cycle 흐름인 침체 국면으로 전환
- Valuation 은 2017~2018년 순환적인 경기 확대 및 실적 개선에 대한 기대감이 반영되었던 시기를 적용
- 대형건설업체 평균 시가총액/영업이익 Multiple 6.0x target

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 주택 공급	<ul style="list-style-type: none"> 신도시 토지 공급 재건축/재개발 인허가 	<ul style="list-style-type: none"> 토지 보상 문제 및 LH 영향으로 지연 정부의 재건축/재개발 규제 강화 	<ul style="list-style-type: none"> 22년부터 토지 공급 본격화 서울시 재개발 규제 완화 수도권 및 지방 광역시 도시재생 	<ul style="list-style-type: none"> 신도시 추가 지정 및 공급 확대 서울 재건축 규제 완화 대형건설업체 사상 최대 분양
	2. COVID19	<ul style="list-style-type: none"> 백신 보급 및 집단면역 형성 	<ul style="list-style-type: none"> 신흥국 COVID19 재확산 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 하반기~22년 집단면역 형성 	<ul style="list-style-type: none"> 중동 플랜트 공사 재개
	3. 유가	<ul style="list-style-type: none"> 산유국 공급정책 Oil Major들의 투자 재개 	<ul style="list-style-type: none"> 산유국의 공급 증가 국면에서 유가 하락 플랜트 발주 지연 지속 하반기 예정된 Gas 플랜트 연기 	<ul style="list-style-type: none"> 산유국의 감산 축소과정에서 유가 상승 점진적인 원유 생산 증가 vs 수요 회복 Post COVID19의 운송용 수요 반등 	<ul style="list-style-type: none"> COVID19 이전 생산량 회복 유가 70\$ 이상 유지 재정 확대 및 지연된 발주 재개 한국 EPC 업체 재무적 안정성 부각
	4. 주택 가격	<ul style="list-style-type: none"> 분양가 거래가 청약경쟁률 	<ul style="list-style-type: none"> 공급 증가 국면에서 분양가 하락 청약 경쟁률 둔화 	<ul style="list-style-type: none"> 신규 분양가와 거래가격의 괴리는 여전 기존 주택 가격이 하락하더라도 청약시장의 수요는 유지 지역별, 입지에 따른 차별화 	<ul style="list-style-type: none"> 교통 인프라 변화 및 개발 확대로 분양가 상승 지속 주택 공급 증가에도 불구하고 최소 미분양 유지 주택 부문 수익성 추가 개선
	5. 미분양	<ul style="list-style-type: none"> 지역별 차별화 공급 증가와 재고 	<ul style="list-style-type: none"> 공급 증가 국면에서 미분양 확대 수도권의 신규 공급이 급증하는 과정에서 할인 분양, 주택 수익성 둔화 	<ul style="list-style-type: none"> 공급이 본격적으로 확대되는 시기는 22년 하반기 이후가 될 것 분양가와 거래가격의 차이를 감안하면 당장 미분양이 급증하기는 어려움 다만 점진적으로 기존 주택 거래가격이 하락하는 국면이 진행될 경우 미분양 관리 필요 	<ul style="list-style-type: none"> 공급 확대에도 불구하고 최저 수준의 미분양 유지 지역과 관계없이 분양 성과가 양호
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> 주택 공급 확대 시점은 비중확대, 다만 공급확대가 가격 하락으로 연결되는 시점으로 전환되면 비중 축소 	<ul style="list-style-type: none"> 주택 공급 확대와 가격 상승 효과가 유지되는 과정에서 실적 급증 해외 플랜트 발주 시장 개선과 경쟁강도 완화에 따른 수혜를 볼 업체 	<ul style="list-style-type: none"> 주택 관련 규제 완화 수혜 해외 플랜트 발주의 초기 Cycle 신규 수주 성장으로 Valuation 할증
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> 해당 없음 	<ul style="list-style-type: none"> GS건설, 삼성엔지니어링, DL이앤씨 	<ul style="list-style-type: none"> GS건설, 삼성엔지니어링, DL이앤씨

기업분석

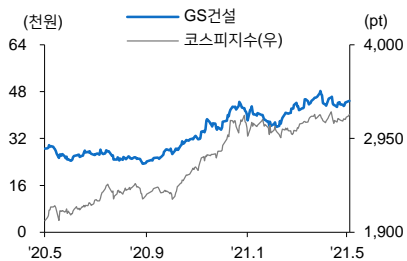
종목	투자판단	적정주가
GS건설(006360)	Buy	57,000원
삼성엔지니어링(028050)	Buy	24,000원
DL이앤씨(375500)	Buy (신규)	180,000원
현대건설(000720)	Buy	67,000원
대우건설(047040)	Hold	7,300원
HDC현대산업개발(294870)	Hold	30,000원

Buy

적정주가 (12개월)	57,000원
현재주가 (6. 1)	44,850원
상승여력	27.1%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	38,343억원
발행주식수	8,549만주
유동주식비율	73.60%
외국인비중	28.26%
52주 최고/최저가	48,300원/23,400원
평균거래대금	479.9억원
주요주주(%)	
허창수 외 16인	23.80
국민연금공단	13.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	41.0	56.3
상대주가	-0.7	15.3	0.2

주가그래프



2020년 분양물량 증가 효과와 2021년 분양 계획 추가 확대

- 2019년 1.7만호, 2020년 2.7만호, 2021년 3.2만호 분양계획으로 지속적 증가
- 계절적인 요인 등으로 상반기 분양물량은 부진했지만, 하반기 정상화에 따라 주택 부문 수익성 개선 전망
- 주택 부문 원가율은 19년 81.9%, 20년 76.8%, 21년 1분기 79.6%로 양호한 수준 유지
- 공기지연에 따라 발생한 해외 플랜트 부문 손실은 감소할 것으로 전망
- 터키 PDH/PP 프로젝트, 호주 NEL 프로젝트, 국내 GTX-C 프로젝트 등 플랜트, 인프라 부문 수주 확대 전망

GS이니마, 모듈러 사업 등 신기술 투자 확대

- 2020년 수주한 2.3조원 규모의 오만 대형 해수담수화 사업 본격화에 따라 매출 성장 전망
- 모듈러 사업과 GS이니마를 바탕으로 올해 신사업 부문에서 1조원 이상의 매출액 기록 전망
- 폴란드, 우크라이나 태양광 시장, 국내 및 베트남 엘리베이터 시장 진출 등 신사업 부문 투자 확대 지속
- 투자의견 매수와 적정주가 54,000원에서 57,000원으로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	10,416.6	767.3	443.4	5,552	-28.0	49,623	5.6	0.6	4.4	11.8	217.9
2020	10,122.9	750.4	311.7	3,890	-26.6	51,311	9.7	0.7	5.1	7.7	219.3
2021E	10,143.1	935.4	653.1	7,670	91.8	54,791	5.8	0.8	4.4	14.8	192.7
2022E	11,274.5	1,046.0	717.9	8,397	9.7	61,899	5.3	0.7	3.7	14.4	169.7
2023E	11,566.2	1,152.0	819.1	9,581	14.1	70,190	4.7	0.6	2.7	14.5	148.4

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	10,416.6	10,122.9	10,143.1	11,274.5	11,566.2
매출액증가율(%)	-20.7	-2.8	0.2	11.2	2.6
매출원가	9,018.7	8,587.8	8,556.8	9,552.5	9,711.1
매출총이익	1,397.9	1,535.1	1,586.3	1,722.0	1,855.1
판매비와관리비	630.6	784.7	650.9	676.0	703.1
영업이익	767.3	750.4	935.4	1,046.0	1,152.0
영업이익률(%)	7.4	7.4	9.2	9.3	10.0
금융손익	34.5	-12.5	-38.8	-27.6	-16.4
중속/관계기업관련손익	-2.9	-6.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-125.1	-213.4	30.4	9.5	7.6
세전계속사업이익	673.7	518.4	927.1	1,027.9	1,143.2
법인세비용	226.3	188.8	255.1	287.8	298.7
당기순이익	447.5	329.7	671.9	740.1	844.4
지배주주지분 순이익	443.4	311.7	653.1	717.9	819.1
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,328.9	7,251.9	7,774.3	8,381.4	9,052.5
현금및현금성자산	1,793.0	2,118.9	2,421.8	2,649.4	3,286.3
매출채권	96.7	135.7	144.0	150.0	155.7
재고자산	875.1	1,430.1	1,458.7	1,312.8	1,181.5
비유동자산	5,842.4	6,518.8	6,493.1	6,462.1	6,442.4
유형자산	1,176.0	1,426.8	1,330.7	1,253.1	1,190.4
무형자산	490.0	744.3	724.5	705.7	687.9
투자자산	1,564.4	1,721.6	1,811.7	1,877.1	1,938.1
자산총계	13,171.2	13,770.7	14,267.4	14,843.5	15,495.0
유동부채	5,800.9	5,728.9	5,906.1	5,970.1	6,148.8
매입채무	1,394.2	1,124.8	1,181.0	1,240.1	1,302.1
단기차입금	450.9	391.7	341.7	321.7	311.7
유동성장기부채	410.6	602.2	552.2	492.2	472.2
비유동부채	3,227.3	3,729.7	3,487.4	3,369.7	3,108.4
사채	657.6	785.4	585.4	535.4	535.4
장기차입금	1,187.8	1,459.5	1,359.5	1,259.5	959.5
부채총계	9,028.2	9,458.6	9,393.5	9,339.8	9,257.1
자본금	400.5	403.5	403.5	403.5	403.5
자본잉여금	802.3	815.7	815.7	815.7	815.7
기타포괄이익누계액	-46.0	-117.4	-117.4	-117.4	-117.4
이익잉여금	2,827.4	3,076.1	3,619.0	4,226.7	4,935.5
비지배주주지분	168.4	170.9	189.7	211.9	237.3
자본총계	4,143.0	4,312.1	4,873.8	5,503.7	6,237.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	759.3	553.9	925.0	665.6	1,169.9
당기순이익(손실)	447.5	329.7	671.9	740.1	844.4
유형자산감가상각비	118.4	121.7	119.0	100.6	85.7
무형자산상각비	16.0	38.2	19.8	18.8	17.9
운전자본의 증감	105.1	-356.6	114.3	-193.9	221.9
투자활동 현금흐름	-747.6	-269.0	-136.1	-105.1	-99.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-142.8	-127.7	-23.0	-23.0	-23.0
투자자산의 감소(증가)	-587.2	-157.2	-90.1	-65.4	-61.0
재무활동 현금흐름	183.5	50.9	-486.0	-333.0	-433.5
차입금증감	1,196.2	482.2	-390.0	-222.8	-323.3
자본의증가	-6.2	16.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	200.3	326.0	302.9	227.5	637.0
기초현금	1,592.6	1,793.0	2,118.9	2,421.8	2,649.4
기말현금	1,793.0	2,118.9	2,421.8	2,649.4	3,286.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	130,434	126,342	119,118	131,879	135,292
EPS(지배주주)	5,552	3,890	7,670	8,397	9,581
CFPS	13,228	16,098	12,973	13,743	14,776
EBITDAPS	11,291	11,362	12,616	13,632	14,687
BPS	49,623	51,311	54,791	61,899	70,190
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	3.2	3.2	2.7	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	9.7	5.8	5.3	4.7
PCR	2.3	2.3	3.5	3.3	3.0
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
EBITDA	901.7	910.3	1,074.3	1,165.4	1,255.6
EV/EBITDA	4.4	5.1	4.4	3.7	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.8	7.7	14.8	14.4	14.5
EBITDA이익률	8.7	9.0	10.6	10.3	10.9
부채비율	217.9	219.3	192.7	169.7	148.4
금융비용부담률	1.4	1.1	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	5.2	6.5	13.2	16.1	19.1
매출채권회전율(x)	190.6	87.1	72.5	76.7	75.7
재고자산회전율(x)	10.9	8.8	7.0	8.1	9.3

삼성엔지니어링 (028050) Gas 발주 및 Global EPC 경쟁우위 국면 진입

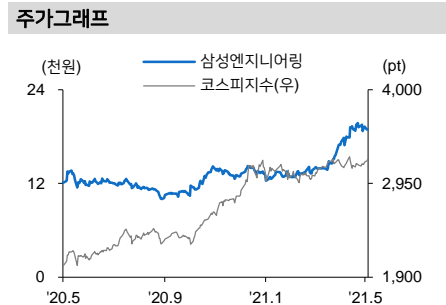
Analyst 박형렬 02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	24,000원
현재주가 (6. 1)	18,900원
상승여력	27.0%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	37,044억원
발행주식수	19,600만주
유동주식비율	77.37%
외국인비중	29.78%
52주 최고/최저가	19,750원/10,000원
평균거래대금	544.2억원

주요주주(%)	
삼성SDI 외 7인	20.59
국민연금공단	8.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.9	36.5	54.3
상대주가	6.4	11.6	-1.1



2021년 하반기 해외 수주 확대 기대

- 신규수주 및 2021년 목표는 2019년 7.0조원, 2020년 9.6조원, 2021년 6.0조원 제시
- OPEC+, 사우디 감산 완화에도 불구하고, 수요 회복으로 유가가 상승하면서 산유국 재정여력 확보 전망
- 내년으로 예정된 사우디 Zuluf GOSP 프로젝트 발주시기가 앞당겨지는 등 연기된 프로젝트 발주 기대
- 하반기 롯데케미칼, UAE Gas 프로젝트 등 입찰 결과
- 화공 부문에서 90%~91%, 비화공 부문에서 88~89%의 안정적인 원가율 유지

Global EPC 경쟁력 우위 국면에 진입

- 2013년 이후 발주시장 축소 및 해외 플랜트 관련 손실은 한국만이 아니라 Global EPC 업체 모두에게 적용
- 2017년 이후 실적 및 재무 상태의 회복 속도는 국내 EPC 건설업체 동사가 가장 빠르게 개선
- Global 경쟁업체들의 수익성, 재무 지표는 여전히 악화, 해외 발주시장의 개선 속도는 점진적으로 나타나겠지만, 과거 대비 급격하게 감소한 Player는 향후 수주 경쟁 완화와 수익성 개선으로 이어질 것
- 안정적인 수익성 유지, 순현금 확대와 하반기 신규 수주 확대 전망을 반영하여 투자의견 매수를 유지하며 적정주가는 기존 16,000원에서 24,000원으로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	6,368.0	385.5	292.7	1,493	321.1	6,749	12.9	2.8	7.0	24.6	248.9
2020	6,725.1	351.0	244.8	1,249	-17.3	8,167	10.6	1.6	4.9	16.7	200.7
2021E	7,000.5	460.5	420.5	2,145	73.3	10,393	8.8	1.8	5.2	23.1	148.8
2022E	7,487.9	466.3	399.3	2,038	-2.8	12,430	9.3	1.5	4.3	17.9	129.2
2023E	7,722.2	496.7	424.6	2,166	6.3	14,597	8.7	1.3	3.2	16.0	119.3

삼성엔지니어링 (028050)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,368.0	6,725.1	7,000.5	7,487.9	7,722.2
매출액증가율(%)	16.2	5.6	4.1	7.0	3.1
매출원가	5,605.8	6,063.0	6,213.9	6,664.5	6,851.0
매출총이익	762.2	662.1	786.6	823.4	871.2
판매비와관리비	376.8	311.1	326.2	357.1	374.5
영업이익	385.5	351.0	460.5	466.3	496.7
영업이익률(%)	6.1	5.2	6.6	6.2	6.4
금융손익	-4.7	-7.9	6.4	7.1	10.4
중속/관계기업관련손익	32.2	13.9	42.6	56.7	59.5
기타영업외손익	-12.4	-15.3	62.2	18.9	17.0
세전계속사업이익	400.5	341.7	571.7	548.9	583.6
법인세비용	105.0	97.3	148.1	137.2	145.9
당기순이익	295.6	244.5	423.6	411.7	437.7
지배주주지분 순이익	292.7	244.8	420.5	399.3	424.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,883.8	3,135.9	3,405.9	3,988.1	4,729.0
현금및현금성자산	589.5	748.0	955.8	1,408.2	1,900.5
매출채권	1,214.8	1,126.1	1,182.4	1,245.1	1,360.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,661.5	1,619.7	1,621.2	1,587.2	1,563.1
유형자산	428.0	438.3	418.1	387.4	360.0
무형자산	35.7	35.3	31.9	23.3	17.1
투자자산	137.6	135.9	136.8	142.0	151.5
자산총계	4,545.3	4,755.6	5,027.1	5,575.2	6,292.1
유동부채	2,949.3	2,961.1	2,791.1	2,916.2	3,174.5
매입채무	515.7	610.9	641.4	675.4	738.3
단기차입금	148.2	232.6	52.3	32.3	22.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	293.0	212.8	215.7	227.0	247.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,242.4	3,173.8	3,006.8	3,143.2	3,422.3
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	-17.8	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9
기타포괄이익누계액	-33.8	3.3	19.1	19.1	19.1
이익잉여금	526.3	688.9	1,059.8	1,459.1	1,883.7
비지배주주지분	-20.0	-19.0	-16.7	-4.3	8.8
자본총계	1,302.9	1,581.7	2,020.4	2,432.0	2,869.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	784.1	44.4	421.2	497.3	535.8
당기순이익(손실)	295.6	244.5	423.6	411.7	437.7
유형자산감가상각비	33.9	35.0	44.8	45.7	42.4
무형자산상각비	28.0	14.6	11.0	8.5	6.3
운전자본의 증감	398.2	-365.2	-66.7	31.4	49.4
투자활동 현금흐름	-147.2	73.4	-42.5	-25.3	-34.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.6	-23.4	-20.8	-15.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	-4.5	15.6	-2.3	-5.2	-9.6
재무활동 현금흐름	-422.3	70.4	-188.1	-19.6	-9.3
차입금증감	-402.4	49.4	-178.3	-19.6	-9.3
자본의증가	1.6	-4.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	220.2	158.5	207.8	452.4	492.4
기초현금	369.4	589.5	748.0	955.8	1,408.2
기말현금	589.5	748.0	955.8	1,408.2	1,900.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	32,490	34,312	35,717	38,203	39,399
EPS(지배주주)	1,493	1,249	2,145	2,038	2,166
CFPS	2,254	2,310	3,087	3,041	3,173
EBITDAPS	2,283	2,044	2,634	2,656	2,782
BPS	6,749	8,167	10,393	12,430	14,597
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	10.6	8.8	9.3	8.7
PCR	8.5	5.7	6.1	6.2	6.0
PSR	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	2.8	1.6	1.8	1.5	1.3
EBITDA	447.4	400.6	516.3	520.5	545.3
EV/EBITDA	7.0	4.9	5.2	4.3	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	24.6	16.7	23.1	17.9	16.0
EBITDA이익률	7.0	6.0	7.4	7.0	7.1
부채비율	248.9	200.7	148.8	129.2	119.3
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
이자상환배율(x)	24.4	37.5	107.5	169.6	245.9
매출채권회전율(x)	4.9	5.7	6.1	6.2	5.9
재고자산회전율(x)					

DL이앤씨(375500) Valuation gap

Analyst 박형렬 02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (6. 1)	135,000원
상승여력	33.3%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	26,134억원
발행주식수	1,936만주
유동주식비율	76.37%
외국인비중	26.29%
52주 최고/최저가	142,000원/104,000원
평균거래대금	360.4억원
주요주주(%)	
DL 외 5인	23.63
국민연금공단	13.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	0.0	0.0
상대주가	-0.8	0.0	0.0

주가그래프



주택 부문의 정체 국면 진입=전체 영업이익의 정체

- 신규 분양물량 정체 및 플랜트 수주 부진으로 2021년 성장 둔화
- 2020년 신규 분양은 1.7만호, 향후 신규 분양 물량은 2만호 수준에서 유지될 것
- 2021년 이후 영업이익은 0.9조원 수준으로 전망

분할 및 지분 스왑 일정 완료, 신생 기업으로 전략 변화에 주목

- 2022년 이후 배당성향 10% 및 자사주 매입 5%를 3년간 진행할 계획
- 현재 기업이 제시하고 있는 가이드스 대비 보수적인 영업이익 추정치의 상향 여부가 관건
- 기존 주택사업의 신규분양 물량이 정체되어 있어, 추가적인 이익 증가를 위해서는 공급량 확대 또는 수익성 개선이 필요
- 향후 개발사업 확대를 통해 추가적인 수익성 개선을 계획
- 보수적인 실적 전망을 기준으로도 대형건설업체 내 Valuation gap 극단적인 상태
- 2분기 이후 실적 개선 과정에서 기업가치 회복 전망
- 투자의견 매수, 적정주가 18만원(Target 시가총액/영업이익 4.0x 적용) 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019											
2020											
2021E	7,926.3	866.1	623.5	32,477		195,558	4.2	0.7	2.0	14.8	91.4
2022E	8,576.4	921.0	641.0	33,051	1.9	224,246	4.1	0.6	1.4	14.3	80.0
2023E	8,846.8	973.1	686.3	35,401	7.1	253,342	3.8	0.5	0.8	13.5	71.8

DL이앤씨 (375500)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액		7,926.3	8,576.4	8,846.8	
매출액증가율(%)			8.2	3.2	
매출원가	6,633.4	7,204.5	7,402.1		
매출총이익	1,292.9	1,371.8	1,444.6		
판매비와관리비	426.8	450.8	471.5		
영업이익		866.1	921.0	973.1	
영업이익률(%)		10.9	10.7	11.0	
금융손익	15.4	-1.7	12.4		
중속/관계기업관련손익	8.8	9.2	9.7		
기타영업외손익	17.4	5.6	5.0		
세전계속사업이익	907.8	934.1	1,000.2		
법인세비용	225.7	233.0	249.5		
당기순이익	682.1	701.1	750.7		
지배주주지분 순이익	623.5	641.0	686.3		
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,773.6	6,380.9	7,113.1		
현금및현금성자산	2,065.2	2,496.2	3,020.2		
매출채권	390.0	419.4	433.4		
재고자산	1,020.0	1,061.5	1,104.6		
비유동자산	2,894.9	2,917.0	2,938.1		
유형자산	107.9	81.4	64.0		
무형자산	44.6	44.6	44.6		
투자자산	1,105.9	1,154.5	1,193.0		
자산총계	8,668.5	9,297.9	10,051.2		
유동부채	3,359.8	3,352.9	3,432.8		
매입채무	871.9	804.3	831.2		
단기차입금	136.3	106.3	86.3		
유동성장기부채	310.3	300.3	290.3		
비유동부채	780.1	779.8	769.2		
사채	103.6	103.6	103.6		
장기차입금	294.1	274.1	254.1		
부채총계	4,139.9	4,132.7	4,202.0		
자본금	107.4	107.4	107.4		
자본잉여금	3,603.8	3,603.8	3,603.8		
기타포괄이익누계액	-132.4	-132.4	-132.4		
이익잉여금	623.5	1,200.0	1,819.6		
비지배주주지분	329.4	389.6	454.0		
자본총계	4,528.5	5,165.1	5,849.2		

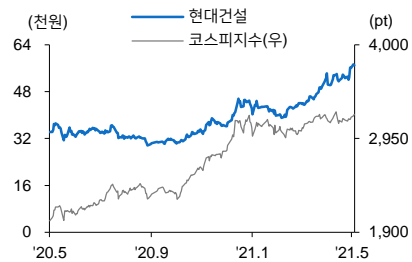
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름			672.8	621.1	742.3
당기순이익(손실)	682.1	701.1	750.7		
유형자산감가상각비	44.2	26.5	17.4		
무형자산상각비	3.2	0.0	0.0		
운전자본의 증감	-117.0	-106.5	-25.8		
투자활동 현금흐름	-315.1	-72.7	-105.0		
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.7	0.0	0.0		
투자자산의 감소(증가)	-1,106.2	-48.6	-38.5		
재무활동 현금흐름	23.1	-117.4	-113.3		
차입금증감	1,060.0	-52.9	-46.6		
자본의증가	3,711.2	0.0	0.0		
현금의증가(감소)	383.1	431.0	524.0		
기초현금	1,682.1	2,065.2	2,496.2		
기말현금	2,065.2	2,496.2	3,020.2		
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS			412,835	446,694	460,777
EPS(지배주주)			32,477	33,051	35,401
CFPS			50,000	50,122	52,357
EBITDAPS			47,582	49,351	51,590
BPS			195,558	224,246	253,342
DPS			0	3,000	3,100
배당수익률(%)			0.0	2.2	2.3
Valuation(Multiple)					
PER			4.2	4.1	3.8
PCR			2.7	2.7	2.6
PSR			0.3	0.3	0.3
PBR			0.7	0.6	0.5
EBITDA			913.6	947.5	990.5
EV/EBITDA			2.0	1.4	0.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			14.8	14.3	13.5
EBITDA이익률			11.5	11.0	11.2
부채비율			91.4	80.0	71.8
금융비용부담률			0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)			16.7	16.1	18.0
매출채권회전율(x)			20.3	21.2	20.7
재고자산회전율(x)			7.8	8.2	8.2

Buy

적정주가 (12개월)	67,000원
현재주가 (6. 1)	57,000원
상승여력	17.5%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	63,473억원
발행주식수	11,136만주
유동주식비율	65.08%
외국인비중	21.45%
52주 최고/최저가	57,400원/29,650원
평균거래대금	548.5억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 5인	34.92
국민연금공단	12.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.1	65.0	66.4
상대주가	10.5	34.9	6.7

주가그래프



해외 손실 반영 종료, 턴어라운드

- 쿠웨이트, 이라크 까르빌라, 알제리 발전소 등 프로젝트 종료 단계로 2019년 이후 지속되던 해외 손실 종료
- 연결 기준으로 35%의 해외 매출 비중, 해외부문의 공기 지연 영향을 가장 많이 받을 수 밖에 없는 구조

2021년 해외 수익성 개선과 주택 부문 확장으로 인한 영업이익의 성장

- 해외 손실 발생 및 COVID19에도 불구하고 해외수주는 '18년 2조원, '19년 4조원에서 '20년 8조원으로 증가
- 2020년 손실 반영과 2021년 신규 현장이 확대되면서 공기 지연에 대한 이슈는 감소할 것
- 1분기 실적 개선 및 현대엔지니어링 상장 기대감들을 반영해 주가 상승
- 2021년 하반기 이후 매출 확대가 본격화되면서 하반기 실적 개선 속도 가속화
- 주택 부문의 고수익성 유지 및 2020년~2021년 분양 물량 증가가 장기적인 이익 성장에 기여할 것
- 투자의견 매수 유지, 적정주가 57,000원에서 2018년 Target 7.7x multiple 반영한 67,000원으로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	17,278.8	859.7	407.4	3,658	7.1	59,778	11.6	0.7	4.8	6.3	109.1
2020	16,970.9	549.0	122.3	1,098	-60.3	59,502	34.1	0.6	4.1	1.8	104.6
2021E	17,976.3	967.9	525.1	4,715	230.3	63,213	12.1	0.9	4.7	7.7	97.7
2022E	19,880.3	1,130.7	663.9	5,961	14.7	67,969	9.6	0.8	3.6	9.1	92.6
2023E	21,326.9	1,274.3	758.0	6,806	14.2	73,970	8.4	0.8	2.7	9.6	85.3

현대건설 (000720)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,278.8	16,970.9	17,976.3	19,880.3	21,326.9
매출액증가율(%)	3.3	-1.8	5.9	10.6	7.3
매출원가	15,552.9	15,574.0	16,173.0	17,925.4	19,208.3
매출총이익	1,725.9	1,396.9	1,803.3	1,954.9	2,118.6
판매비와관리비	866.2	847.9	835.4	824.2	844.3
영업이익	859.7	549.0	967.9	1,130.7	1,274.3
영업이익률(%)	5.0	3.2	5.4	5.7	6.0
금융손익	3.5	-8.6	32.1	42.6	55.2
중속/관계기업관련손익	-7.7	-3.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-56.5	-141.6	-8.1	7.7	19.0
세전계속사업이익	798.9	395.6	991.9	1,181.0	1,348.5
법인세비용	225.6	167.9	240.1	318.9	364.1
당기순이익	573.3	227.7	751.8	862.1	984.4
지배주주지분 순이익	407.4	122.3	525.1	663.9	758.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	13,172.0	13,398.9	13,944.9	14,783.7	15,644.5
현금및현금성자산	2,586.0	3,186.8	3,345.6	3,526.3	3,911.2
매출채권	24.5	14.1	16.5	18.3	19.4
재고자산	1,723.4	1,125.5	1,181.8	1,313.1	1,391.6
비유동자산	5,055.0	4,540.3	4,650.8	4,739.6	4,797.5
유형자산	1,419.8	967.5	988.6	1,007.2	1,023.5
무형자산	697.8	703.4	702.4	701.4	700.4
투자자산	671.2	1,018.4	1,108.7	1,180.1	1,222.7
자산총계	18,227.0	17,939.3	18,595.7	19,523.3	20,442.0
유동부채	6,770.9	6,467.7	6,522.2	6,721.0	6,884.4
매입채무	1,696.6	1,674.6	1,724.9	1,916.6	2,031.1
단기차입금	415.1	276.7	226.7	176.7	126.7
유동성장기부채	481.4	495.0	475.0	465.0	315.0
비유동부채	2,741.1	2,705.2	2,666.7	2,667.2	2,527.3
사채	1,247.4	1,536.0	1,436.0	1,386.0	1,286.0
장기차입금	503.4	266.2	236.2	186.2	86.2
부채총계	9,512.0	9,172.9	9,188.9	9,388.2	9,411.6
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,019.5	1,019.2	1,019.2	1,019.2	1,019.2
기타포괄이익누계액	-233.7	-239.8	-239.8	-239.8	-239.8
이익잉여금	5,325.2	5,300.8	5,714.5	6,244.6	6,913.4
비지배주주지분	2,052.4	2,134.6	2,361.4	2,559.6	2,786.1
자본총계	8,715.0	8,766.4	9,406.8	10,135.1	11,030.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	478.9	1,729.7	779.7	943.1	1,248.2
당기순이익(손실)	573.3	227.7	751.8	862.1	984.4
유형자산감가상각비	164.7	163.2	68.8	71.4	73.7
무형자산상각비	19.5	8.5	1.0	1.0	1.0
운전자본의 증감	-652.0	1,010.8	-42.0	8.6	189.1
투자활동 현금흐름	-151.2	-1,219.2	-323.3	-494.9	-332.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-109.9	-73.4	-90.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-119.7	-350.5	-90.3	-71.3	-42.6
재무활동 현금흐름	15.3	95.5	-297.7	-267.5	-531.4
차입금증감	266.3	-70.7	-230.9	-156.1	-397.7
자본의증가	15.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	344.8	600.8	158.7	180.8	384.9
기초현금	2,241.2	2,586.0	3,186.8	3,345.6	3,526.3
기말현금	2,586.0	3,186.8	3,345.6	3,526.3	3,911.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	155,168	152,402	161,432	178,529	191,520
EPS(지배주주)	3,658	1,098	4,715	5,961	6,806
CFPS	11,311	7,757	9,247	10,874	12,285
EBITDAPS	9,375	6,471	9,320	10,805	12,115
BPS	59,778	59,502	63,213	67,969	73,970
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.4	1.6	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	11.6	34.1	12.1	9.6	8.4
PCR	3.7	4.8	6.2	5.2	4.6
PSR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.9	0.8	0.8
EBITDA	1,043.9	720.6	1,037.8	1,203.2	1,349.0
EV/EBITDA	4.8	4.1	4.7	3.6	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	1.8	7.7	9.1	9.6
EBITDA이익률	6.0	4.2	5.8	6.1	6.3
부채비율	109.1	104.6	97.7	92.6	85.3
금융비용부담률	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	10.1	7.0	14.4	18.3	22.4
매출채권회전율(x)	642.0	879.4	1,175.8	1,145.1	1,133.1
재고자산회전율(x)	9.4	11.9	15.6	15.9	15.8

대우건설(047040) 실적 성장과 M&A 기대감

Analyst 박형렬 02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

Hold

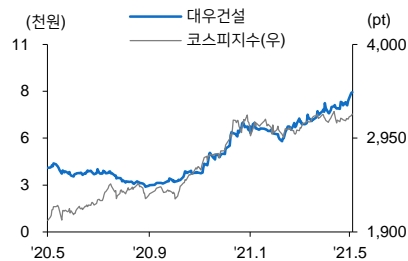
적정주가 (12개월)	7,300원
현재주가 (6. 1)	8,350원
상승여력	-12.6%

KOSPI	3,221.87pt
시가총액	34,704억원
발행주식수	41,562만주
유동주식비율	47.51%
외국인비중	9.53%
52주 최고/최저가	8,350원/2,700원
평균거래대금	495.2억원

주요주주(%)	
케이디비인베스트먼트제일호유한회사	50.76
국민연금공단	9.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.0	137.2	116.9
상대주가	10.4	94.0	39.0

주가그래프



독보적인 규모의 신규 분양물량

- 주택 신규 분양물량은 2018년 1.4만호, 2019년 2.1만호, 2020년 3.4만호, 2021년 3.0만호~3.5만호 계획
- 대형 건설업체 중 분양물량 증가 규모는 독보적인 수준
- 특히 2021년 자체사업 증가가 주택 부문 수익성 개선에도 영향을 줄 것
- 2020년 2.1조 규모로 수주한 나이지리아 GAS 플랜트가 과거 대비 높은 수익성을 보여줄 것으로 전망
- 해외 부문은 높은 수익성의 Covering PJ 매출로 인해 과거 대비해서는 원가율 안정화 전망

실적 서프라이즈와 M&A 기대감으로 주가 상승

- 전체 건설사업부문 중 수익성이 가장 높은 주택 부문에서 매출 증가 본격화
- 주택 부문을 중심으로 정산이익 발생하면서 1분기 실적 서프라이즈
- 2021년 하반기 M&A 진행 기대감
- 자체주택사업 비중 증가를 고려하면 주택부문의 수익성은 보수적으로도 현재 수준을 유지
- 다만 2018년을 상회하는 Valuation Level에 대한 부담, 투자의견 중립 및 적정주가 7,300원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	8,651.9	364.1	208.6	502	-32.3	5,916	9.4	0.8	7.3	8.8	289.7
2020	8,136.7	558.3	283.8	683	40.4	6,435	7.3	0.8	4.8	11.1	247.6
2021E	9,555.0	821.3	535.6	1,289	88.3	7,723	6.5	1.1	4.9	18.2	196.1
2022E	11,251.6	900.3	611.8	1,472	14.2	9,195	5.7	0.9	4.0	17.4	163.8
2023E	11,465.5	940.9	660.7	1,590	8.0	10,785	5.3	0.8	3.2	15.9	144.9

대우건설 (047040)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	8,651.9	8,136.7	9,555.0	11,251.6	11,465.5
매출액증가율(%)	-18.4	-6.0	17.4	17.8	1.9
매출원가	7,796.8	7,136.4	8,272.4	9,875.6	10,023.5
매출총이익	855.1	1,000.3	1,282.6	1,375.9	1,441.9
판매비와관리비	491.0	442.0	461.3	475.6	501.0
영업이익	364.1	558.3	821.3	900.3	940.9
영업이익률(%)	4.2	6.9	8.6	8.0	8.2
금융손익	-72.0	-59.5	-29.0	-3.6	18.6
중속/관계기업관련손익	27.3	-9.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-12.0	-112.3	-59.5	-53.6	-48.2
세전계속사업이익	307.3	377.4	732.8	843.2	911.3
법인세비용	106.0	94.8	200.6	235.3	254.8
당기순이익	201.2	282.6	532.2	607.9	656.5
지배주주지분 순이익	208.6	283.8	535.6	611.8	660.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,049.4	5,973.1	6,155.4	6,681.0	7,531.5
현금및현금성자산	756.8	806.5	834.8	1,102.0	1,694.5
매출채권	1,353.5	1,000.9	1,010.9	1,100.4	1,158.6
재고자산	872.9	1,479.4	1,553.3	1,631.0	1,679.9
비유동자산	3,648.3	3,332.8	3,346.1	3,388.2	3,425.0
유형자산	511.9	350.6	331.2	349.1	362.8
무형자산	69.5	97.2	88.7	80.9	73.9
투자자산	783.5	742.5	783.7	815.7	845.8
자산총계	9,697.7	9,305.9	9,501.5	10,069.2	10,956.5
유동부채	5,084.7	4,936.4	4,593.2	4,545.5	4,738.9
매입채무	314.1	119.4	142.9	157.2	165.5
단기차입금	843.6	399.8	299.8	249.8	249.8
유동성장기부채	563.2	892.7	742.7	642.7	642.7
비유동부채	2,124.7	1,692.5	1,699.1	1,706.6	1,744.0
사채	340.0	261.7	261.7	261.7	261.7
장기차입금	605.3	436.0	336.0	286.0	286.0
부채총계	7,209.5	6,628.9	6,292.3	6,252.1	6,482.9
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	549.5	549.5	549.5	549.5	549.5
기타포괄이익누계액	-258.4	-361.9	-361.9	-361.9	-361.9
이익잉여금	188.6	507.8	1,043.4	1,655.2	2,315.9
비지배주주지분	29.6	2.6	-0.8	-4.7	-8.9
자본총계	2,488.3	2,677.0	3,209.2	3,817.1	4,473.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-309.8	408.4	482.7	602.9	712.9
당기순이익(손실)	201.2	282.6	532.2	607.9	656.5
유형자산감가상각비	123.9	118.3	49.4	47.2	51.2
무형자산상각비	7.3	8.5	8.5	7.7	7.1
운전자본의 증감	-802.8	-214.8	-107.4	-59.9	-1.9
투자활동 현금흐름	254.2	47.1	-119.1	-143.7	-125.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.5	-11.7	-30.0	-65.0	-65.0
투자자산의 감소(증가)	36.1	45.4	-41.2	-32.0	-30.1
재무활동 현금흐름	107.6	-419.0	-335.3	-192.0	5.2
차입금증감	731.3	-390.4	-335.3	-192.0	5.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	50.8	49.7	28.3	267.2	592.6
기초현금	706.0	756.8	806.5	834.8	1,102.0
기말현금	756.8	806.5	834.8	1,102.0	1,694.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	20,817	19,577	22,990	27,072	27,586
EPS(지배주주)	502	683	1,289	1,472	1,590
CFPS	1,446	1,719	1,972	2,169	2,288
EBITDAPS	1,192	1,648	2,115	2,298	2,404
BPS	5,916	6,435	7,723	9,195	10,785
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.4	7.3	6.5	5.7	5.3
PCR	3.3	2.9	4.2	3.8	3.6
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.8	0.8	1.1	0.9	0.8
EBITDA	495.2	685.1	879.2	955.2	999.2
EV/EBITDA	7.3	4.8	4.9	4.0	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	11.1	18.2	17.4	15.9
EBITDA이익률	5.7	8.4	9.2	8.5	8.7
부채비율	289.7	247.6	196.1	163.8	144.9
금융비용부담률	1.5	1.3	0.8	0.6	0.6
이자보상배율(x)	2.8	5.3	10.9	12.6	14.0
매출채권회전율(x)	7.2	6.9	9.5	10.7	10.2
재고자산회전율(x)	9.9	6.9	6.3	7.1	6.9

HDC현대산업개발(294870) Developer의 자체사업 확대는 22년 하반기

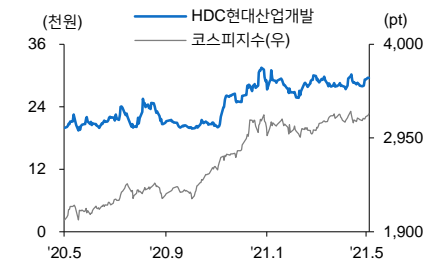
Analyst 박형렬 02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (6. 1)	29,550원
상승여력	1.5%
KOSPI	3,221.87pt
시가총액	19,476억원
발행주식수	6,591만주
유동주식비율	58.51%
외국인비중	10.77%
52주 최고/최저가	31,500원/19,450원
평균거래대금	170.5억원
주요주주(%)	
HDC 외 6인	41.48
국민연금공단	13.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	47.0	46.7
상대주가	3.1	20.2	-6.0

주가그래프



아시아나 관련 Issue 마무리(2020년 손실 반영 마무리)

- HDC현대산업개발은 가장 적극적으로 업종 변화를 추진했던 회사
- 지주사 전환 이후 AMC 설립 및 부동산 운영 사업 추진
- 2019년 아시아나 항공 인수를 통해 다변화를 모색하였으나, 2020년 3분기 철회

자체 주택사업 용지 확보 및 이익성장

- 사업의 20%를 차지하는 자체 주택 사업 진행과 관련된 용지의 착공 시점 이후 이익 성장
- 광운대 역세권 개발사업, 인천 용현 및 학익 도시개발, 용산 철도병원 부지 개발, 파주 서패동 도시개발 등의 다수의 개발사업을 보유
- 가장 큰 개발사업인 광운대 프로젝트의 착공이 필요
- 투자의견 중립 유지, 적정주가 30,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,216.5	551.5	413.7	8,239	20.3	44,448	2.9	0.5	1.3	20.3	97.6
2020	3,670.2	585.7	220.2	3,596	-56.4	41,620	7.3	0.6	2.4	8.9	123.0
2021E	3,559.2	523.9	366.2	5,556	54.5	46,526	5.3	0.6	3.0	12.6	108.0
2022E	4,041.9	558.8	393.7	5,974	7.5	51,800	4.9	0.6	2.4	12.2	96.3
2023E	4,353.5	605.7	434.9	6,599	10.5	57,649	4.5	0.5	1.8	12.1	88.9

HDC현대산업개발 (294870)

2021년 하반기 전망 시리즈 14

건설

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,216.5	3,670.2	3,559.2	4,041.9	4,353.5
매출액증가율(%)	51.0	-13.0	-3.0	13.6	7.7
매출원가	3,462.8	2,885.2	2,821.4	3,262.0	3,520.0
매출총이익	753.6	785.1	737.8	780.0	833.6
판매비와관리비	202.2	199.4	213.9	221.1	227.9
영업이익	551.5	585.7	523.9	558.8	605.7
영업이익률(%)	13.1	16.0	14.7	13.8	13.9
금융손익	36.9	16.5	14.4	17.6	26.3
중속/관계기업관련손익	-13.9	-21.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.7	-233.5	-30.4	-27.4	-24.6
세전계속사업이익	558.9	347.6	507.9	549.0	607.3
법인세비용	145.2	127.4	141.7	155.3	172.4
당기순이익	413.7	220.2	366.2	393.7	434.9
지배주주지분 순이익	413.7	220.2	366.2	393.7	434.9
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,235.3	4,760.6	5,033.3	5,368.1	5,848.0
현금및현금성자산	361.1	526.6	417.5	532.9	649.8
매출채권	0.9	2.3	2.5	2.7	3.0
재고자산	502.2	451.0	714.4	827.5	889.6
비유동자산	1,174.2	1,355.6	1,344.0	1,334.9	1,328.2
유형자산	388.4	362.4	328.3	298.7	272.9
무형자산	8.0	11.8	10.0	8.5	7.2
투자자산	152.3	302.5	326.8	348.9	369.2
자산총계	4,409.6	6,116.1	6,377.3	6,703.1	7,176.1
유동부채	1,726.5	2,474.0	2,545.6	2,569.0	2,672.9
매입채무	178.5	122.2	131.0	134.6	144.7
단기차입금	231.7	832.3	812.3	762.3	762.3
유동성장기부채	170.3	196.4	176.4	156.4	136.4
비유동부채	451.3	899.0	765.3	720.1	703.7
사채	179.5	588.0	538.0	488.0	458.0
장기차입금	4.8	138.7	38.7	28.7	28.7
부채총계	2,177.8	3,373.1	3,311.0	3,289.1	3,376.6
자본금	219.7	329.5	329.5	329.5	329.5
자본잉여금	1,396.2	1,604.7	1,604.7	1,604.7	1,604.7
기타포괄이익누계액	-1.5	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
이익잉여금	618.1	811.2	1,134.6	1,482.2	1,867.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,231.7	2,743.0	3,066.4	3,414.0	3,799.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-120.0	-258.9	95.5	346.4	342.0
당기순이익(손실)	413.7	220.2	366.2	393.7	434.9
유형자산감가상각비	24.9	34.8	34.0	29.6	25.8
무형자산상각비	1.0	1.7	1.8	1.5	1.3
운전자본의 증감	-716.8	-839.9	-306.5	-78.5	-120.0
투자활동 현금흐름	-237.8	-1,012.8	21.4	-61.5	-131.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-5.0	-4.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-45.4	-171.4	-24.3	-22.0	-20.3
재무활동 현금흐름	-175.9	1,442.3	-226.0	-169.6	-93.1
차입금증감	-106.1	1,181.4	-186.4	-126.8	-47.0
자본의증가	0.0	318.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-533.7	165.6	-109.1	115.3	117.0
기초현금	894.8	361.1	526.6	417.5	532.9
기말현금	361.1	526.6	417.5	532.9	649.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	83,977	59,928	54,003	61,327	66,056
EPS(지배주주)	8,239	3,596	5,556	5,974	6,599
CFPS	10,469	9,435	8,031	8,536	9,227
EBITDAPS	11,500	10,158	8,493	8,952	9,601
BPS	44,448	41,620	46,526	51,800	57,649
DPS	438	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.8	2.3	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	2.9	7.3	5.3	4.9	4.5
PCR	2.3	2.8	3.7	3.5	3.2
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	577.4	622.1	559.7	590.0	632.8
EV/EBITDA	1.3	2.4	3.0	2.4	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	8.9	12.6	12.2	12.1
EBITDA이익률	13.7	17.0	15.7	14.6	14.5
부채비율	97.6	123.0	108.0	96.3	88.9
금융비용부담률	0.4	0.9	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	32.1	17.1	13.3	15.3	17.8
매출채권회전율(x)	1,495.5	2,288.2	1,484.7	1,535.6	1,529.3
재고자산회전율(x)	6.6	7.7	6.1	5.2	5.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS건설 (006360) 투자등급변경 내용

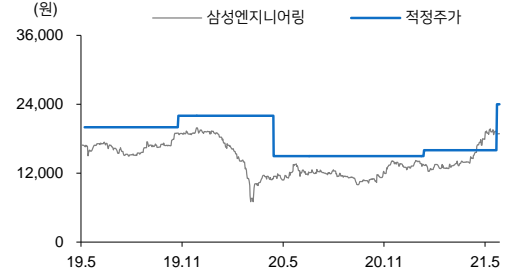
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.28	산업분석	Buy	66,000	박형렬	-41.3	-35.9	
2019.07.29	기업브리프	Buy	57,000	박형렬	-43.4	-38.4	
2019.10.29	기업브리프	Buy	49,000	박형렬	-37.2	-33.2	
2020.02.03	기업브리프	Buy	43,000	박형렬	-43.8	-28.6	
2020.04.29	산업분석	Buy	37,000	박형렬	-28.9	-15.9	
2020.11.13	산업분석	Buy	42,000	박형렬	-13.0	6.0	
2021.01.22	기업브리프	Buy	54,000	박형렬	-22.0	-10.6	
2021.06.02	산업분석	Buy	57,000	박형렬	-	-	

삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

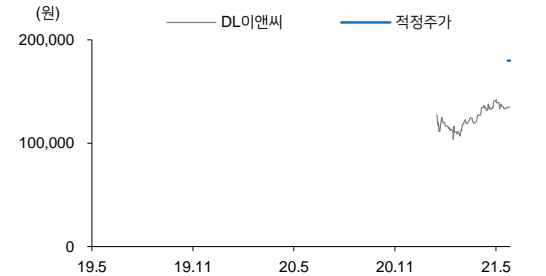
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.28	산업분석	Buy	20,000	박형렬	-17.5	-5.0	
2019.11.11	산업분석	Buy	22,000	박형렬	-29.1	-9.5	
2020.04.29	산업분석	Buy	15,000	박형렬	-19.1	-5.0	
2021.01.22	기업브리프	Buy	16,000	박형렬	-6.9	23.4	
2021.06.02	산업분석	Buy	24,000	박형렬	-	-	



DL이앤씨 (375500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

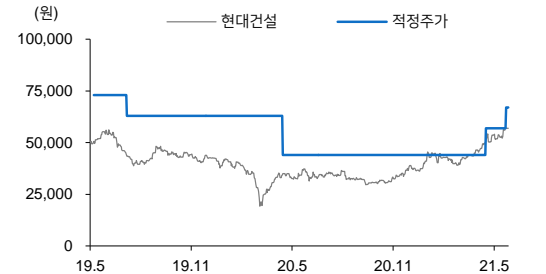
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.06.02	산업분석	Buy	180,000	박형렬	-	-	



현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

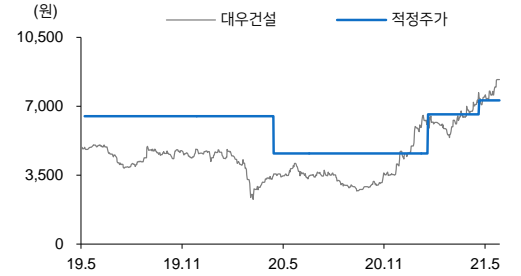
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.28	산업분석	Buy	73,000	박형렬	-29.6	-23.0	
2019.07.26	기업브리프	Buy	63,000	박형렬	-37.6	-23.5	
2020.04.29	산업분석	Buy	44,000	박형렬	-16.5	13.2	
2021.04.26	기업브리프	Buy	57,000	박형렬	-7.1	0.7	
2021.06.02	산업분석	Buy	67,000	박형렬	-	-	



대우건설 (047040) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.28	산업분석	Buy	6,500	박형렬	-33.7	-22.3	
2020.04.29	산업분석	Buy	4,600	박형렬	-18.6	42.2	
2021.01.29	기업브리프	Hold	6,600	박형렬	-3.5	16.5	
2021.04.30	기업브리프	Hold	7,300	박형렬	-	-	



HDC현대산업개발 (294870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.28	산업분석	Buy	60,268	박형렬	-44.0	-27.7	
2019.11.11	산업분석	Hold	34,306	박형렬	-39.3	-15.9	
2020.04.29	산업분석	Hold	20,000	박형렬	19.2	57.5	
2021.04.29	1년 경과				43.0	51.0	
2021.06.02	산업분석	Hold	30,000	박형렬	-	-	

