

## 건설 (비중확대/Maintain)

### 지금, 무엇이 중요한가?

- 주택분양 감소에 따라 국내 주택수주량 축소 예상
- 중동을 중심으로 해외발주 회복 가능성
- 해외 수주 불확실성은 존재하는 상황. 막연한 기대보다 합리적 투자 판단이 필요

#### 주택시장 보다 해외수주 회복에 대한 기대감이 큰 상황

2018년 주택사업 매출과 이익 증가 전망에도 최근 건설업 주가를 결정하는 요소는 해외수주다. 해외수주에 대한 기대감에 따라서 건설업종 기업가치 변동이 커지고 있다. 3월 12일 기준 **2018년 대형건설회사 주가 상승률을 보면 삼성엔지니어링이 45%로 월등한 수익률을 기록** 중이다. 반면, 양호한 이익 전망에도 국내 주택비중이 높은 현대산업 0.4%에 그치고 있다.

#### 주택분양 감소, 해외수주 증가 전망

최근 시장 반응은 국내 주택사업을 통해 안정적인 이익이 예상되는 회사들에겐 아쉬운 면이 있다. 확실한 국내사업보다 불확실한 해외사업에 투자자들의 기대가 크기 때문이다. 그러나, 시장은 이미 변화하고 있다. 가장 큰 변화는 주택수주 감소다. 2017년 전국기준 아파트 분양물량은 32만 6천 가구를 기록하여 2016년 45만 1천가구 대비 -27.8% 감소했다. 2018년 예상 분양물량도 29만 2천가구에 그쳐 감소세는 이어질 전망이다. 양호한 실적에도 주택수주 감소가 불가피할 전망이다.

반면, **해외수주 기대감이 커지고 있다. 해외수주에서 비중이 큰 MENA (Middle East North Africa) 건설 발주시장 회복이 예상된다.** 2018년 예상되는 건설 발주는 2,708억달러로 2017년 대비 18% 증가하는 규모다. 결국, 주택수주 감소와 해외수주 회복은 건설업 변화의 방향성이 될 수 있다는 판단이다.

#### 해외수주 지속 성장 가능한가?

관건은 해외수주 성장이 지속될 수 있느냐의 문제다. 이러한 점에서 최근 MENA 지역을 중심으로 한 플랜트 발주예산 증가는 의미가 있다. **2018년 3월 현재 MENA지역 발주예산은 4,688억 달러로 조사되어 역대 최고치다.** 특히, 사우디와 석유화학 플랜트 중심의 계획 증가는 계획이 실제 수주로 이어질 가능성을 높이고 있다. 2005년 이후 평균 예산대비 실제 발주 비율 55.4%를 적용하면 2018년 플랜트 수주량은 2,597억달러를 기록하여 2017년 대비 29% 증가가 예상된다.

#### 불확실성은 존재. 해외수주와 안정적 이익 실현 가능한 회사 선호

해외수주 기대감에도 불구하고 불확실성은 존재한다. 설비투자는 동물적 감각(Animal Spirit)에 좌우될 수 있는 영역이기 때문이다. 대규모 투자는 경제, 정치상황에 따라 변동이 크다. 따라서, **해외 시장 수주가 가능하고 주택사업을 통해 안정적인 이익이 가능한 현대건설과 GS건설을 업종 내 선호종목으로 제시한다.** 불확실성을 감안하여 '양수검장'의 투자전략이 필요하다는 판단이다.

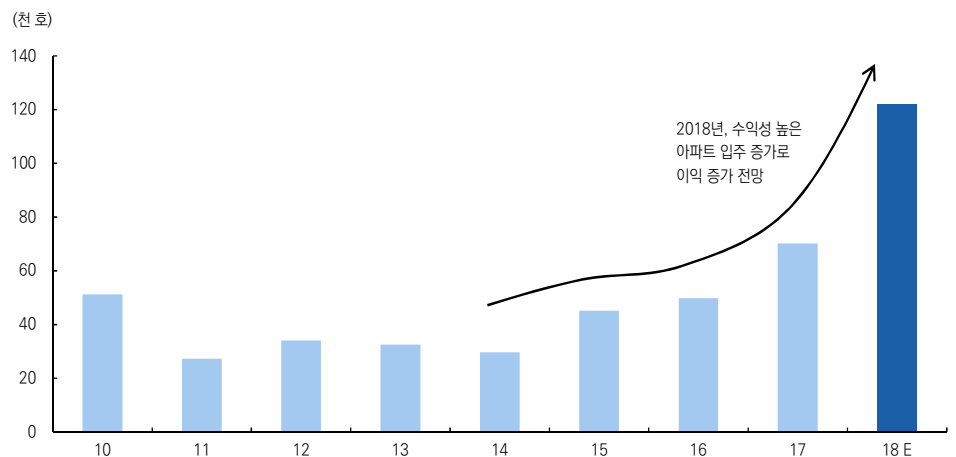
## 1. 2018년 이익 증가, 주가 상승 가능한가?

일반적으로 기업가치는 ‘이익 X 배수’로 결정된다. 이익이 증가하면 주가는 오르고 배수(Multiple)가 상승하면 기업가치는 증가한다. 반면, 이익이 증가하더라도 배수가 하락하면 주가는 떨어질 수 있다. 기업가치 증대 차원에서 가장 좋은 경우는 이익과 배수가 동시에 상승하는 경우다.

건설업종도 마찬가지다. 이익과 배수에 의해 주가는 결정된다. 국내 대형건설회사(현대건설, GS건설, 대림산업, 대우건설, 삼성엔지니어링, 현대산업, 이하 6개 대형 건설회사)의 경우 이익은 대부분 주택과 해외사업에서 이루어진다. 따라서, 이익 증감을 판단하기 위해서는 주택과 해외사업 전망이 필요하다.

2017년 3분기 사업보고서 기준 6개 대형건설회사의 주택 수주잔고는 35조 3천억원이다. 주택잔고가 해외잔고 28조 6천억원과 비교하여 6조 7천억원이 많은 상황이다. 또한 주택 매출을 추정할 수 있는 아파트 입주 물량의 경우 2018년 12만 2천가구로 2017년 대비 74% 증가가 예상된다. 주택사업은 해외보다 수익성이 높기 때문에 주택사업 매출이 증가한다면 2017년 대비 2018년 이익 증가 가능성은 높은 상황이다. (2017년 기준 6개 대형 건설회사 평균 매출이익률 주택사업 17%, 해외사업 -6%)

그림 1. 아파트 입주 물량 추이 (6개 대형건설회사 합산)



자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

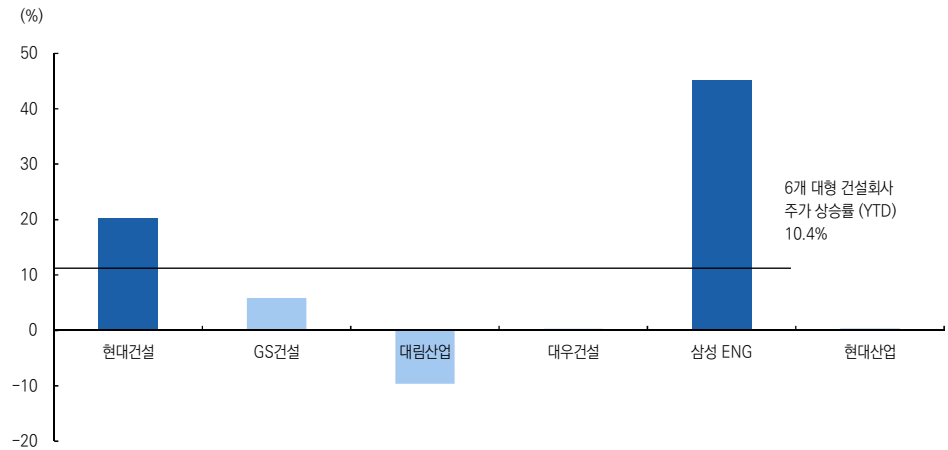
이익 증가 전망에 따라 2018년 대형건설회사의 기업가치 증대 가능성은 높다는 판단이다. 2018년 3월 12일 기준 건설회사의 연초 대비 주가 상승률은 평균 10.4%로 KOSPI 상승률 0.7% 대비 높은 수준이다. 그러나, 향후 주가 상승 지속과 상승폭 확대를 위해서는 이익 증가보다 배수(Multiple) 상승이 더 필요하다는 판단이다.

건설업종 배수를 결정하는 가장 중요한 요소는 수주증가다. 수주 증가는 주택사업에서는 아파트 분양 증가, 해외수주 확대를 의미한다. 결국, 분양이 증가하느냐? 해외수주가 회복할 수 있는냐가 건설업종 기업가치 상승을 판단하는데 중요한 결정요소가 될 전망이다.

## 2. 주택 분양 증가 보다 해외수주 회복에 대한 기대감이 큰 상황

건설업종 배수(Multiple)을 결정하는 주택 분양과 해외수주 중 투자자들은 해외수주 회복에 대한 기대감이 큰 상황이다. 2018년 3월 12일 기준 대형 건설회사별 주가 상승률을 보면 삼성 ENG이 45.2%로 가장 높고 대림산업 -9.6%, 현대산업 0.4%를 기록했다. 해외사업 비중이 큰 삼성 ENG 상승률이 주택사업 비중이 큰 현대산업, 대림산업보다 높다. 해외수주에 대한 기대감이 주가 상승률에 대한 차이로 나타나고 있다.

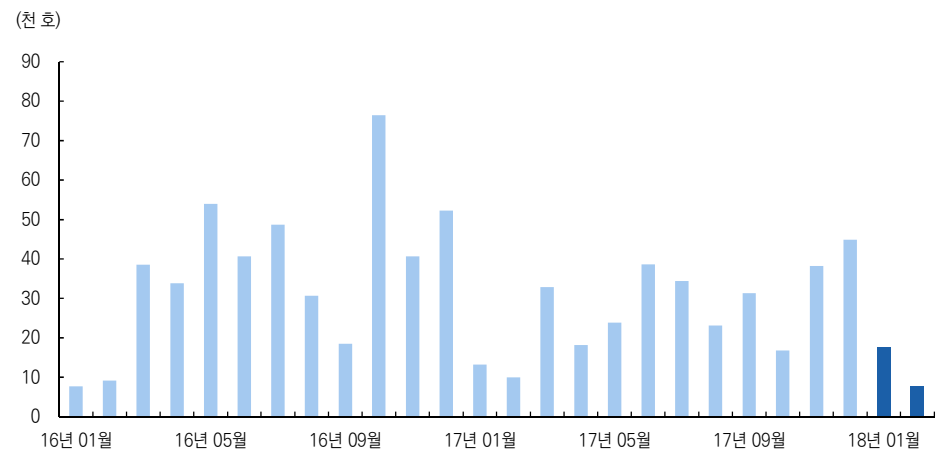
그림 2. 대형 건설회사 2018년 주가 상승률



자료: 미래에셋대우 리서치센터

반면, 수주 시장도 투자자들의 기대와 다르지 않게 변화하고 있다. 우선 아파트 분양이 감소하고 있다. 2018년 2월 전국 아파트 분양물량은 7,820호를 기록하여 2016년 1월 7,696호 이후 최저치를 기록했다. 2017년 분양물량은 32만 6천가구로 2016년 45만 1천가구 대비 -27.8% 감소했다. 아파트 분양물량 감소는 매출로 이어지는 주택수주 감소를 의미한다. 따라서, 주택비중이 높은 회사의 기업가치를 낮추는 요인으로 작용하고 있다.

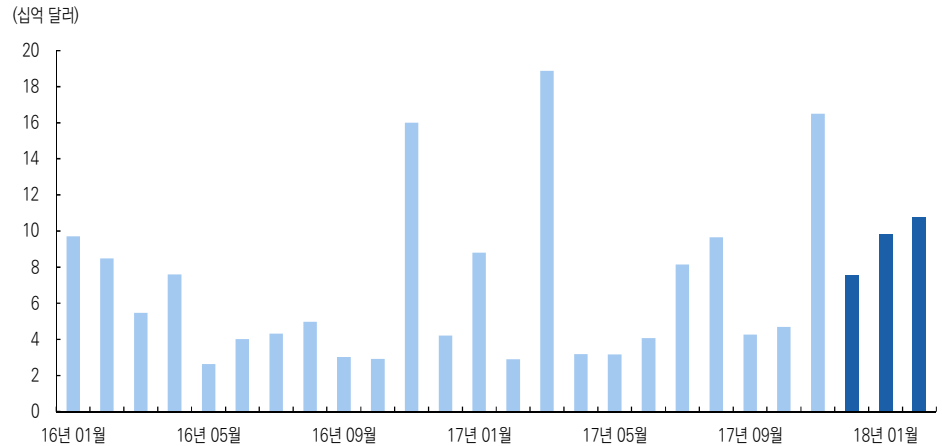
그림 3. 아파트 분양 물량 추이



자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

주택사업과 다르게 해외시장은 회복되는 모습이다. 특히, MENA (Middle East North Africa) 발주가 증가되고 있다. 2018년 2월 MENA 지역 화학, 가스, 오일 플랜트 수주 계약이 108억 달러를 기록하여 1월 98억달러에 이어 발주가 회복되고 있다. 2017년 MENA 플랜트 발주량은 1월 88억 달러, 2월 29억 달러였다.

그림 4. MENA 화학, 가스, 오일 플랜트 월별 수주 계약

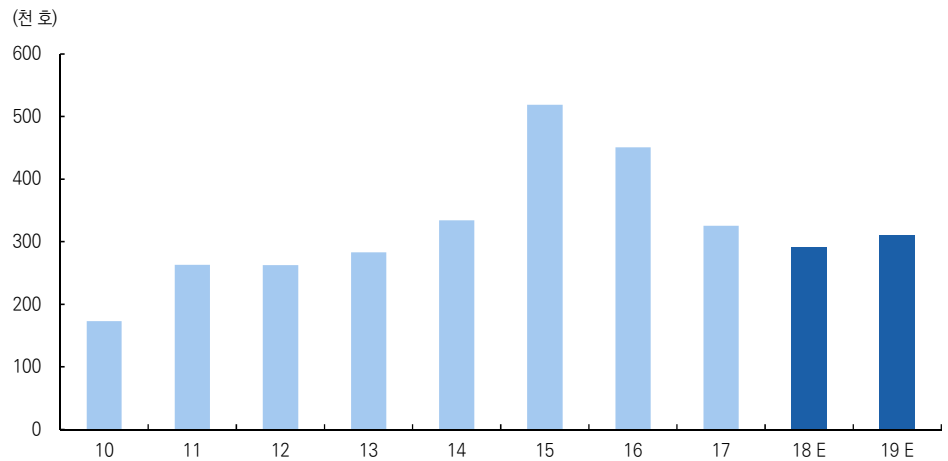


자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

### 3. 주택 사업 성장 둔화, 해외수주 회복 전망

주택수주 감소는 불가피할 전망이다. 2018년 아파트 예상 물량은 29만 2천가구로 최대 분양을 기록했던 2015년 51만 9천가구 대비 43.7% 감소할 전망이다. 아파트 분양이 줄어들면서 주택 수주 감소가 예상된다. 부동산 정부 규제, 지방 미분양 증가, 분양가 상한제, 재건축 규제 등으로 불가피한 감소다.

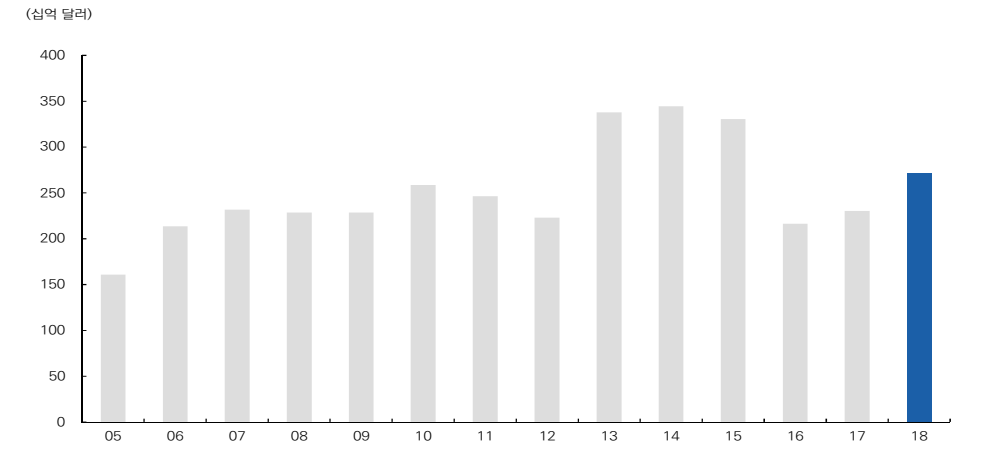
그림 5. 아파트 분양물량 전망



자료: 부동산 114, 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

반면, 해외사업은 수주 증가가 전망된다. 한국 건설회사가 수주를 집중하고 있는 중동 및 아시아 발주 증가가 전망되기 때문이다. 2018년 2월 기준 MENA (Middle East North Africa)에서 발주가 진행 중인 프로젝트는 2,708억달러로 조사된다. 발주 진행 프로젝트는 계획 프로젝트 8,157억 달러 중 Main Contract Bidding 351억 달러, Main Contract PQ 832억 달러, Bid Evaluation 1,525억 달러를 합산하여 계산했다. 2018년 진행중인 발주량은 2017년 발주량 2,300억달러 대비 18% 증가하는 규모다.

그림 6. 2018년 MENA 건설 발주 예상

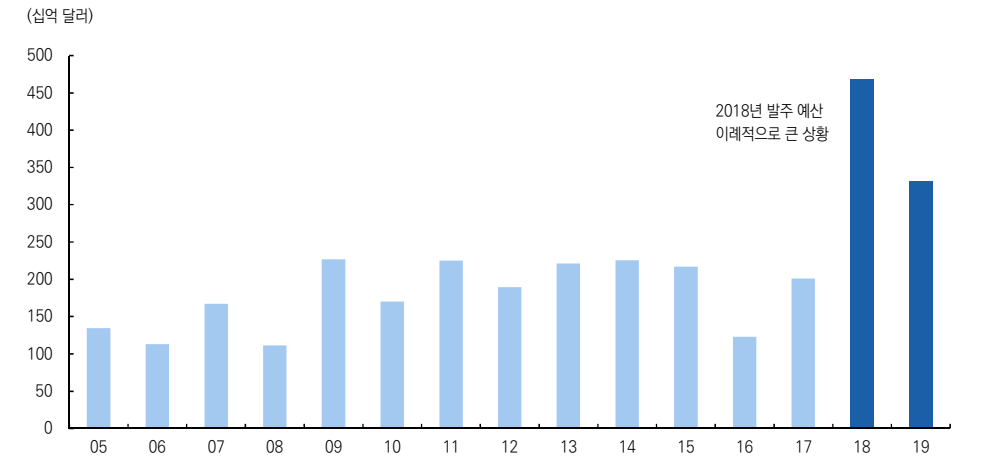


자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

4. 해외 플랜트 발주 시장, 지속 성장 가능한가?

한국 건설회사가 현재 시점에서 수주 가능한 시장 중 가장 큰 지역은 MENA이다. 따라서, 향후 MENA 지역의 발주 전망이 한국 건설회사의 해외수주를 전망하는데 매우 중요하다. 2018년 3월 기준으로 MENA 지역 플랜트 발주 예산은 4,688억 달러다. 주목할 사항은 과거 대비 2018년 플랜트 발주 예산이 이례적으로 크다는 점이다.

그림 7. 연도별 MENA 플랜트 발주 예산 상황

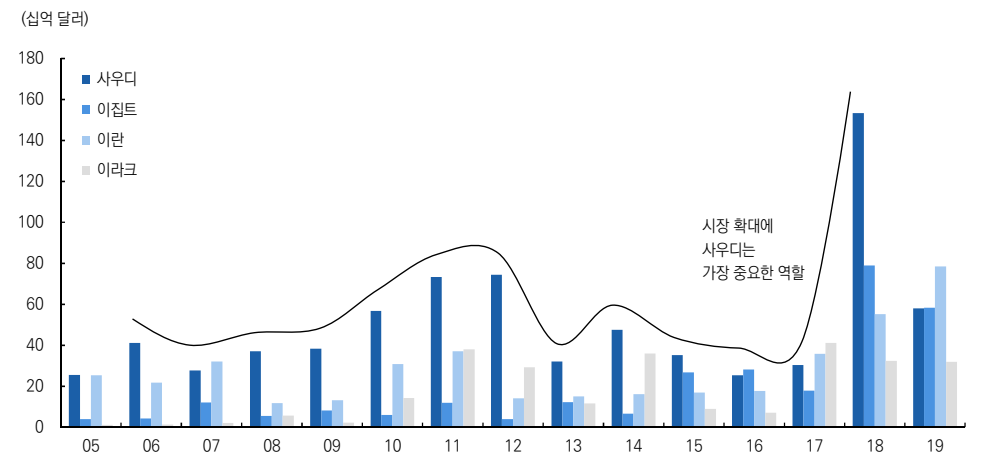


자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

2018년과 2019년 MENA 발주 예산을 국가별로 살펴보면 시장 확대에 가장 크게 기여하는 국가는 사우디 아라비아다. 사우디 다음으로 이집트, 이란, 이라크 순으로 발주 예산이 증가하고 있다. 과거 시장 성장기에도 사우디는 MENA 시장에서 가장 중요한 역할을 했다. 따라서, 2013년 이후 부진했던 사우디 아라비아 플랜트 발주 예산이 2018년에 증가한다는 점은 시장 확대에 중요한 의미를 가진다.

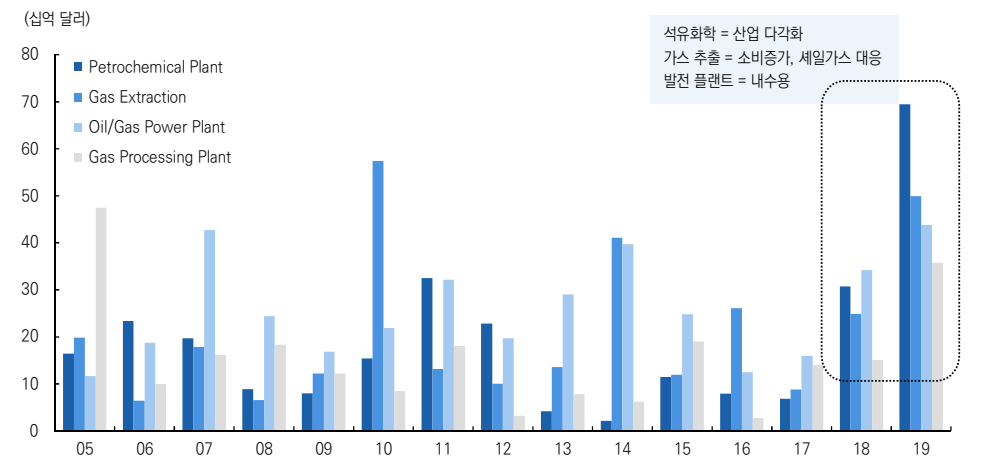
분야별로 살펴보면 석유화학 플랜트가 2018년과 2019년에 투자 예산이 1,000억 달러로 역대 최고치로 조사된다. 다음으로 가스 추출 750억 달러, 발전 플랜트 780억 달러로 계획되어 있다. 산업다각화로 대표되는 석유화학 플랜트, 천연가스 글로벌 소비증가에 따른 가스 부문 투자 증대, 내수용을 위한 발전 플랜트 투자가 증가하는 상황이다.

그림 8. 국가별 플랜트 투자 예산 현황



자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 분야별 플랜트 투자 예산 현황



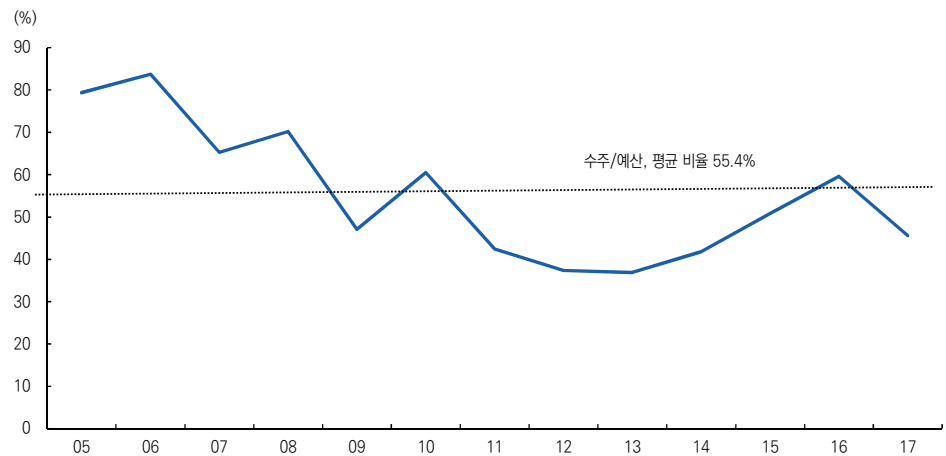
자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

투자 예산을 보면 시장 확대는 향후 한국 건설회사의 해외수주에 긍정적인 상황이다. 그러나, 문제는 예산이 실제 투자로 이어질 지 여부다. 계획과 실행은 엄연히 다르기 때문이다. 이러한 점에서 실행의지, 경제, 정치적 상황 등 여러 가지 변화가 영향을 줄 것으로 예상된다. 결국 투자는 케인즈가 이야기 한 동물적 감각 (animal spirit) 영역이기 때문에 예측하기 힘든 상황이다.

그럼에도 불구하고 과거 추정을 통한 시장 예측이 필요하다. 가장 직관적인 방법은 과거 발주 예산 대비 실제 수주된 비율을 통해 시장 전망을 하는 방법이다.

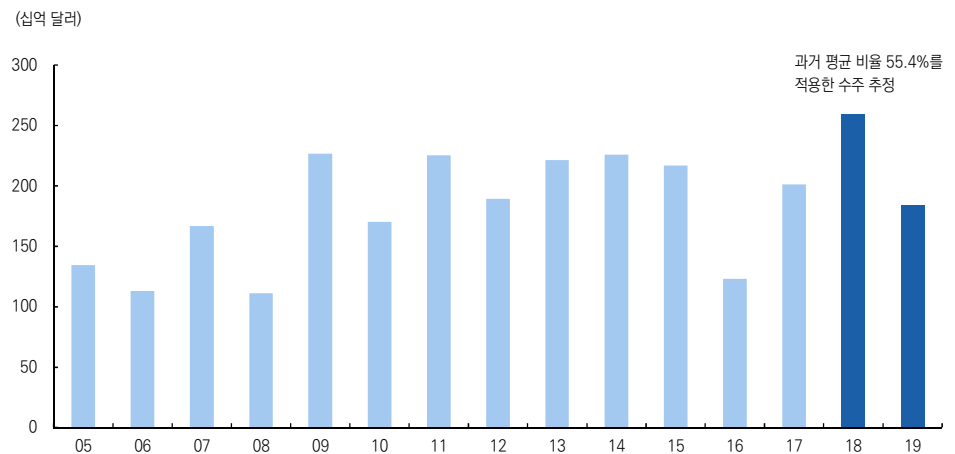
2005년 이후 2017년까지 발주예산이 실제수주로 이어진 비율은 평균 55.4%이다. 비율이 가장 낮았던 해는 2013년도로 37%를 기록했고 2006년은 84%를 기록하여 최고치를 기록했다. 평균 비율 55.4%를 단순히 향후 예산에 적용하면 수주 예상 금액은 2018년 2,597억달러, 2019년 1,835억달러로 계산된다.

그림 10. 예산대비 실제 수주 비율



자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 평균 비율을 통한 수주 금액 추정



자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

평균 비율을 적용하면 2018년 MENA 지역에서 수주 가능한 금액은 2,597억달러로 2017년 2,012억달러 대비 29% 증가하는 규모다. 시장 회복이 예상되는 이유다. 그럼에도 불구하고 문제는 수주/발주 비율에 있다. 따라서, 시장 변동성을 관심 있게 볼 필요가 있다는 판단이다.

## 건설

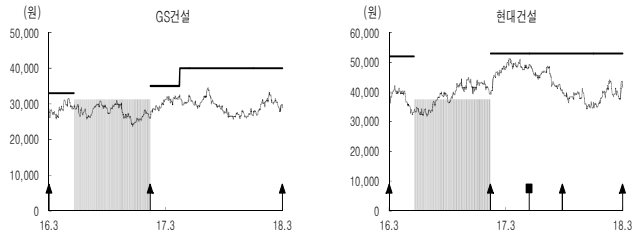
지금, 무엇이 중요한가?

### 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
GS건설(006360)					2017.09.06	매수	53,000	-	-
2017.04.26	매수	40,000	-	-	2017.05.25	Trading Buy	53,000	-11.99	-3.21
2017.01.24	매수	35,000	-13.58	-7.86	2017.01.24	매수	53,000	-9.50	-3.21
2016.05.31	분석 대상 제외		-	-	2016.05.31	분석 대상 제외		-	-
2015.07.30	매수	33,000	-24.77	-4.55	2016.01.14	매수	52,000	-27.79	-18.94

현대건설(000720)

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



### 투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

### 투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

\* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대건설(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.