

## 건설 (Overweight)

Jul. 2016  
29

### 마무리되는 해외 손실과 기대 이상의 주택실적

건설/기자재 김선미  
smkim@ktb.co.kr

#### Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
현대건설	BUY	4.8만원	
삼성물산	HOLD	13만원	
현대산업	BUY	6.5만원	
대림산업	BUY	10만원	
삼성엔지니어링	HOLD	9천원	
GS건설	BUY	3.7만원	✓

#### ▶ Issue

건설업종 2Q16 실적 Review 및 투자의견 점검

#### ▶ Pitch

주택부문 중심으로 기대 이상의 실적 시현. i) 기대 보다 높은 주택부문 수익성(4개사 평균 GPM +17.9%), ii) 주택 분양물량 확대(GS건설, 연초 계획대비 YoY +31.8% 확대), iii) 해외 적자 프로젝트 손실 영향 축소(하반기 준공 예정, 예정원가율 상향 기반영) 등으로 2Q 실적 이후 커버리지 건설사 실적 추정치는 전반적으로 상향 조정됨. 최근 주가 상승에도 2017E PER 8.0배로 낮아 valuation 매력도 높다고 판단. 건설업종 Overweight 유지.

Top pick은 주택부문 중심으로 실적 성장 가파른 GS건설, 차선회주는 현대산업

#### ▶ Rationale

- 건설업종 2Q 실적은 '마무리되는 해외 손실, 기대 이상의 주택실적'으로 요약
- 해외부문, 일부 현장에서 원가 조정 있었으나 전반적으로 계획대로 진행 중. 추가 공기 지연 및 원가 악화 현상 없어 2Q 기점으로 해외 손실 큰 폭 축소 전망
- 주택부문, 기대보다 높은 수익성 유지되는 중. 초기 착공 현장의 원가 절감 효과인데 올해에도 신규분양 많아 당분간 높은 수익성 유지 가능 판단
- 이에 삼성물산 제외, 실적 발표한 5개사 합산 영업이익은 2Q 5,914억원 → 3Q 7,295억원 → 4Q 8,478억원 개선 전망. 실적 턴어라운드, valuation 모두 긍정적

회사명	현대건설	삼성물산	현대산업	대림산업	삼성엔지니어링	GS건설
코드	(000720)	(028260)	(012630)	(000210)	(028050)	(006360)
회계기준	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS연결)	(K-IFRS연결)	(K-IFRS연결)	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 연결)
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD	BUY
	유지	유지	유지	유지	유지	유지
목표주가	48,000	130,000	65,000	100,000	9,000	37,000
	유지	상향	상향	유지	유지	유지
상승여력	31.5%	-5.8%	51.9%	29.2%	-13.9%	31.9%
회사 잠정 (2Q16)	매출액 4,686.6	7,050.7	1,208.3	2,563.8	1,880.0	2,706.4
	영업이익 268.4	176.8	160.8	136.2	3.6	22.7
	순이익 167.8	134.6	120.0	119.8	2.3	8.1
당사 추정치 (2Q16)	매출액 4,808.1	7,216.8	1,243.1	2,546.5	1,670.2	2,732.6
	영업이익 269.3	2.0	121.7	117.2	38.7	75.6
	순이익 175.9	(55.5)	91.7	106.8	30.5	62.9
컨센서스 (2Q16)	매출액 4,938.0	7,280.0	1,306.1	2,566.0	1,834.5	2,729.0
	영업이익 261.8	119.0	118.0	105.7	40.5	36.6
	순이익 165.0	46.0	80.5	93.4	28.7	17.7
당사 추정치 대비 (%)	매출액 (2.5)	(2.3)	(2.8)	0.7	12.6	(1.0)
	영업이익 (0.4)	8,856.9	32.1	16.2	(90.7)	(70.0)
	순이익 (4.6)	n/a	30.8	12.2	(92.5)	(87.1)
전년동기 대비 (yoy,%)	매출액 (2.7)	437.6	(2.6)	6.9	2.0	8.6
	영업이익 5.5	352.5	59.6	116.0	(81.4)	(40.5)
	순이익 16.4	흑전	53.7	62.5	43.6	71.5
전분기 대비 (qoq,%)	매출액 9.3	8.7	23.3	13.8	27.5	2.5
	영업이익 29.5	흑전	87.3	50.0	(86.5)	(22.0)
	순이익 93.0	흑전	147.4	286.0	(72.4)	3.7



# 현대건설 (000720)

## 일회성 비용 증가에도 불구하고 양호한 2Q 실적 시현

### Highlight

- IFRS 연결 매출액 4조 6,866억원(YoY-2.7%, QoQ+9.3%), 영업이익 2,684억원 (YoY+5.5%, QoQ+29.5%), 순이익 1,678억원(YoY+16.4%, QoQ+93.0%) 기록
- 해외 플랜트부문 매출 축소로 해외 매출 YoY-3.3% 했으나 주택매출 확대 (YoY+26.6%) 전사 매출액은 YoY 소폭 감소에 그침
- 예상보다 큰 일회성 비용(삼척 그린파워 200억원, 카타르 신항만 150억원/준공후 미분양 대손 370억원)을 반영했음에도 해외 플랜트 및 주택 원가를 개선으로 이익 양호
- 하반기에도 1,2Q와 유사한 실적 흐름 예상. 미착공PF 현장 매출 확대되며 주택원가율은 QoQ로 상승하겠으나, 양호한 분양률 및 분양가를 기준으로 기대보다는 높은 수익성 가능할 전망. 이를 반영해 동사 영업이익 추정치를 상향조정함(16~17E +5.5%, +7.7%)
- 문제는 해외 신규프로젝트의 부족. 현재 진행 중인 4개의 대형 플랜트 프로젝트는 공사 진행률 및 수익성이 양호한 상황. 그러나 2018년 준공 예정이라 2017년까지 실적 기여도는 점차 축소될 전망. 이 후 이 프로젝트들을 이어갈 신규 해외 플랜트 공사가 필요한데, 베네수엘라/유럽 비료 등 주요 해외 미착공 프로젝트가 여전히 더디게 진행중
- 매출액 규모가 작아질수록 일회성 비용에 대한 민감도도 높아질 것. 해외 미착공 프로젝트의 매출 축소를 만회할 정도의 주택 신규분양 물량 증가가 필요한 상황
- 현 주가는 2017년 PER 6.2로 절대적인 저평가 상황이나, 2017년, 2018년 영업이익 증가율 +9.9%, -0.7%로 다소 낮아 valuation 매력은 경쟁사대비 낮은 편이라 판단

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	<b>BUY</b>		유지
목표주가	<b>48,000</b>		유지
Earnings			상향
Valuation Call			<b>Positive</b>
단기이익모멘텀			
장기성장성			

Fig. 01: 현대건설의 2Q16 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2016.06(P)	2016.06(E)	차이(%)	2015.06A	차이(%)	2016.03A	차이(%)	2016.06(E)	차이(%)	
매출액	4,686.6	4,808.1	(2.5)	4,815.5	(2.7)	4,287.9	9.3	4,938.0	(5.1)	
영업이익	268.4	269.3	(0.4)	254.3	5.5	207.2	29.5	261.8	2.5	
순이익	167.8	175.9	(4.6)	144.1	16.4	86.9	93.0	165.0	1.7	
이익률(%)										
영업이익	5.7	5.6		5.3		4.8		5.3		
순이익	3.6	3.7		3.0		2.0		3.3		
이익률 차이(%P)										
영업이익		0.1		0.4		0.9		0.4		
순이익		(0.1)		0.6		1.6		0.2		

Note: K-IFRS 연결

Source: 현대건설, KTB투자증권

Fig. 02: 현대건설의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06
매출액	5,045.4	5,546.2	4,251.1	4,986.3	4,847.9	5,608.7	4,207.7	5,075.2	(3.9)	1.1	(1.0)	1.8
영업이익	280.8	306.1	216.5	287.3	298.9	347.6	254.9	312.0	6.4	13.5	17.7	8.6
영업이익률(%)	5.6	5.5	5.1	5.8	6.2	6.2	6.1	6.1	0.6	0.7	1.0	0.4
EBITDA	342.5	367.1	276.7	346.8	360.5	408.6	315.1	371.5	5.3	11.3	13.9	7.1
EBITDA이익률(%)	6.8	6.6	6.5	7.0	7.4	7.3	7.5	7.3	0.6	0.7	1.0	0.4
순이익	177.1	201.9	139.4	192.5	192.1	232.9	168.8	210.8	8.5	15.3	21.1	9.5

Note: K-IFRS 연결

Source: KTB투자증권



## 재무제표 (현대건설 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	13,642.1	14,343.7	14,811.4	14,843.9	15,656.2
현금성자산	3,091.2	3,238.5	3,531.3	3,288.9	3,688.6
매출채권	7,572.3	7,605.7	7,375.8	7,573.2	7,884.9
재고자산	1,336.9	1,328.6	1,413.7	1,466.2	1,542.0
<b>비유동자산</b>	4,797.6	5,114.9	4,997.7	5,046.7	5,116.4
투자자산	2,212.7	2,503.4	2,413.9	2,490.9	2,571.1
유형자산	1,710.6	1,754.2	1,826.9	1,898.9	1,974.6
무형자산	874.3	857.3	756.8	656.8	570.7
<b>자산총계</b>	18,439.7	19,458.5	19,809.1	19,890.6	20,772.5
<b>유동부채</b>	8,256.6	8,582.8	8,599.9	8,066.0	8,337.8
매입채무	4,794.3	5,100.7	4,917.2	4,462.3	4,692.9
유동성이자부채	652.9	452.9	591.9	481.9	491.9
<b>비유동부채</b>	3,216.8	3,384.5	3,097.5	2,936.1	2,765.8
비유동이자부채	2,026.9	2,266.6	1,904.8	1,714.8	1,514.8
<b>부채총계</b>	11,473.4	11,967.3	11,697.5	11,002.1	11,103.6
자본금	557.3	557.3	557.3	557.3	557.3
자본잉여금	1,028.8	1,039.7	1,039.7	1,039.7	1,039.7
이익잉여금	3,849.3	4,185.0	4,782.5	5,559.3	6,339.8
자본조정	8.5	38.9	67.3	67.3	67.3
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	6,966.3	7,491.3	8,111.6	8,888.5	9,669.0
투하자본	5,907.9	6,389.4	6,559.2	7,278.4	7,469.2
순차입금	(411.4)	(518.9)	(1,034.6)	(1,092.2)	(1,681.9)
ROA	3.5	3.1	3.5	4.2	4.1
ROE	11.4	10.4	11.1	12.2	11.0
ROIC	13.4	11.7	12.7	13.5	12.6

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	17,387.0	19,122.1	19,431.1	20,337.8	21,220.2
증가율 (Y-Y,%)	24.7	10.0	1.6	4.7	4.3
<b>영업이익</b>	958.9	986.6	1,122.1	1,233.2	1,224.3
증가율 (Y-Y,%)	20.9	2.9	13.7	9.9	(0.7)
<b>EBITDA</b>	1,113.0	1,182.4	1,351.6	1,470.1	1,452.5
<b>영업외손익</b>	(156.2)	(188.3)	(191.8)	(134.8)	(121.2)
순이자수익	(32.0)	(29.4)	(10.9)	26.9	47.6
외화관련손익	(31.3)	20.5	3.1	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	23.4	0.9	1.0	1.0
<b>세전계속사업손익</b>	802.7	798.3	930.2	1,098.4	1,103.1
<b>당기순이익</b>	586.7	584.0	679.7	832.6	836.2
지배기업당기순이익	419.7	367.9	499.8	629.6	635.3
증가율 (Y-Y,%)	3.0	(0.5)	16.4	22.5	0.4
<b>NOPLAT</b>	700.8	721.8	819.9	934.8	928.0
(+) Dep	154.1	195.8	229.5	236.9	228.2
(-) 운전자본투자	450.3	28.1	296.8	698.8	150.8
(-) Capex	188.1	186.5	200.9	203.4	212.2
OpFCF	216.6	702.9	551.6	269.5	793.2
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	13.4	12.8	11.7	5.4	3.5
영업이익증가율(3Yr)	9.2	9.1	12.3	8.7	7.5
EBITDA증가율(3Yr)	11.1	11.8	15.1	9.7	7.1
순이익증가율(3Yr)	(5.0)	1.0	6.1	12.4	12.7
영업이익률(%)	5.5	5.2	5.8	6.1	5.8
EBITDA마진(%)	6.4	6.2	7.0	7.2	6.8
순이익률(%)	3.4	3.1	3.5	4.1	3.9

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업현금</b>	426.0	596.0	612.0	398.3	942.3
당기순이익	586.7	584.0	679.7	832.6	836.2
자산상각비	154.1	195.8	229.5	236.9	228.2
운전자본증감	(514.4)	(564.1)	(398.8)	(698.8)	(150.8)
매출채권감소(증가)	(853.0)	(206.8)	101.0	(197.4)	(311.7)
재고자산감소(증가)	148.4	124.1	(100.1)	(52.5)	(75.8)
매입채무증가(감소)	134.5	314.5	(182.0)	(454.9)	230.6
<b>투자현금</b>	324.6	(1,173.8)	(51.9)	(332.9)	(346.7)
단기투자자산감소	(53.0)	(612.6)	106.5	(47.9)	(49.9)
장기투자증권감소	12.6	(134.9)	87.9	1.0	1.0
설비투자	(188.1)	(186.5)	(200.9)	(203.4)	(212.2)
유무형자산감소	32.0	8.5	(0.9)	(5.5)	(5.5)
<b>재무현금</b>	(80.2)	30.7	(213.7)	(355.7)	(245.7)
차입금증가	154.1	137.3	(213.7)	(300.0)	(190.0)
자본증가	(103.6)	(106.6)	(55.7)	(55.7)	(55.7)
배당금지급	103.7	109.1	55.7	55.7	55.7
현금 증감	658.8	(545.0)	353.4	(290.3)	349.8
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	1,245.2	1,326.4	1,087.7	1,097.1	1,093.1
(-) 운전자본증가(감소)	450.3	28.1	296.8	698.8	150.8
(-) 설비투자	188.1	186.5	200.9	203.4	212.2
(+) 자산매각	32.0	8.5	(0.9)	(5.5)	(5.5)
<b>Free Cash Flow</b>	638.8	1,120.2	589.1	189.4	724.5
(-) 기타투자	(12.6)	134.9	(87.9)	(1.0)	(1.0)
잉여현금	651.4	985.4	676.9	190.3	725.5

### 주요투자지표

(단위:원, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Per share Data</b>					
EPS	3,769	3,304	4,488	5,653	5,705
BPS	41,000	44,535	51,051	58,919	66,694
DPS	500	500	500	500	600
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	11.2	8.6	7.8	6.2	6.1
PBR	1.0	0.6	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	3.8	2.3	2.1	1.9	1.5
배당수익률	1.2	1.8	1.4	1.4	1.7
PCR	3.8	2.4	3.6	3.6	3.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	164.7	159.7	144.2	123.8	114.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	165.2	167.1	172.2	184.0	187.8
이자보상배율	30.0	33.5	103.2	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	52.7	52.7	52.5	55.7	54.4
현금+투자자산(%)	47.3	47.3	47.5	44.3	45.6
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	27.8	26.6	23.5	19.8	17.2
자기자본(%)	72.2	73.4	76.5	80.2	82.8

Source: KTB투자증권



# 삼성물산 (028260)

전반적인 공사원가율 개선으로 2Q 실적 서프라이즈 기록

## Highlight

- IFRS 연결 매출액 7조 507억원(YoY+437.6%, QoQ+8.7%), 영업이익 1,768억원 (YoY+352.5%, QoQ 흑전), 순이익 1,346억원(YoY흑전, QoQ 흑전) 기록
- 영업이익 기준 컨센서스 49% 상회하는 양호한 실적 기록. 건설부문 원가율 개선, 바이오로직스 영업적자 축소(기동률 상승으로 단위당 고정비 축소) 등이 주요 원인
- 1Q 대규모 해외손실 반영(35개 현장, 3,600억원)한 영향으로 2Q에도 94% 수준의 높은 원가율이 지속될 것으로 예상하였으나, 저가 프로젝트들의 더딘 공사 진행에 따른 매출 축소, 주택/관계사 등 수익성 높은 프로젝트의 매출 증가로 2Q 원가율 90.7% 기록
- 계약 해지된 카타르 도하 메트로의 예치보증금 총당금은 원가가 아닌 영업외손실로 반영됐으나, 호주 로이힐 LD 1,300억원 환입되며 순이익률도 +1.9%로 대폭 개선됨
- 건설 외 패션/리조트/식음 등의 사업부문은 기대에 부합하는 수준으로 실적 시현 중
- 관계사 공사 매출 반영 증가 및 저가 프로젝트 매출 지연 등을 고려하여 2016년 영업이익 추정치는 기존 2,918억원 적자에서 621억원 흑자로 대폭 상향하였으나, 2017년 추정치는 8.2% 하향조정함. 목표가는 기준년도 변경으로 기존 12만원에서 13만원으로 상향하였으나 상승여력 제한적이라 투자 의견은 HOLD 유지
- 동사 실적에 대해 고무적인 점은 기대보다 높은 해외주주 규모 및 원가율 수준. 동사가 주력하고 있는 동남아 초고층 빌딩 등은 수익성이 낮을 것으로 예상했는데 현재 양호한 수준 기록 중. 하반기 관계사 공사 물량 비중 축소됨에도 현재의 높은 수익성 유지된다면 건설부문 실적 상향 및 multiple 상향도 가능할 것. 3Q이후 지켜볼 변수

**HOLD**

	현재	직전	변동
투자 의견	<b>HOLD</b>		<b>유지</b>
목표주가	<b>130,000</b>	120,000	<b>상향</b>
Earnings			
Valuation Call	<b>Negative</b>		
단기이익모멘텀			
장기성장성			

Fig. 03: 삼성물산의 2Q16 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정			당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2016.06(P)	2016.06(E)	차이(%)	2015.06A	차이(%)	2016.03A	차이(%)	2016.06(E)	차이(%)		
매출액	7,050.7	7,216.8	(2.3)	1,311.5	437.6	6,487.0	8.7	7,280.0	(3.1)		
영업이익	176.8	2.0	8,856.9	39.1	352.5	(434.8)	흑전	119.0	48.6		
순이익	134.6	(55.5)	n/a	(26.4)	흑전	(516.6)	흑전	46.0	192.6		
이익률(%)											
영업이익	2.5	0.0		3.0		(6.7)		1.6			
순이익	1.9	(0.8)		(2.0)		(8.0)		0.6			
이익률 차이(%P)											
영업이익		2.5		(0.5)		9.2		0.9			
순이익		2.7		3.9		9.9		1.3			

Note: K-IFRS 연결

Source: 삼성물산, KTB투자증권

Fig. 04: 삼성물산의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06
매출액	7,867.4	8,138.0	6,846.2	7,866.7	7,384.0	7,532.2	6,751.0	7,546.4	(6.1)	(7.4)	(1.4)	(4.1)
영업이익	11.5	129.6	92.3	187.4	144.9	175.2	75.6	168.4	1,162.6	35.2	(18.1)	(10.1)
영업이익률(%)	0.1	1.6	1.3	2.4	2.0	2.3	1.1	2.2	1.8	0.7	(0.2)	(0.2)
EBITDA	113.9	232.4	195.1	290.4	247.1	277.7	178.0	270.9	116.9	19.5	(8.8)	(6.7)
EBITDA이익률(%)	1.4	2.9	2.8	3.7	3.3	3.7	2.6	3.6	1.9	0.8	(0.2)	(0.1)
순이익	(47.5)	52.9	187.4	105.5	88.1	89.9	177.5	93.3	흑전	70.1	(5.3)	(11.6)

Note: K-IFRS 연결 / Source: KTB투자증권



## 재무제표 (삼성물산 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,980.1	12,541.1	12,042.8	11,610.3	11,868.8
현금성자산	375.4	2,254.9	2,399.7	1,638.3	1,502.3
매출채권	937.7	6,548.0	5,778.1	6,026.9	6,290.8
재고자산	535.5	1,386.0	1,485.8	1,542.0	1,648.6
<b>비유동자산</b>	7,531.3	29,820.3	30,051.6	31,117.5	32,244.4
투자자산	5,124.8	22,882.1	23,083.9	24,021.2	24,996.6
유형자산	2,131.8	5,098.0	5,170.2	5,201.1	5,255.1
무형자산	274.8	1,840.2	1,797.5	1,895.1	1,992.7
<b>자산총계</b>	9,511.4	42,361.4	42,094.4	42,727.7	44,113.1
<b>유동부채</b>	1,265.5	15,074.4	16,472.4	16,787.9	17,108.9
매입채무	470.0	5,004.3	4,952.7	5,165.9	5,828.3
유동성이자부채	374.8	4,111.7	5,221.9	5,261.2	4,856.2
<b>비유동부채</b>	2,960.6	8,973.1	7,986.6	7,908.2	8,342.6
비유동이자부채	1,385.1	3,943.0	3,115.9	2,842.7	3,074.5
<b>부채총계</b>	4,226.1	24,047.5	24,459.0	24,696.1	25,451.5
자본금	13.5	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금	575.3	10,039.7	10,039.7	10,039.7	10,039.7
이익잉여금	2,482.3	5,210.9	4,990.5	5,386.8	6,016.8
자본조정	2,212.0	1,232.0	843.7	843.7	843.7
자기주식	(692.8)	(1,455.9)	(1,476.8)	(1,476.8)	(1,476.8)
<b>자본총계</b>	5,285.3	18,313.9	17,635.4	18,031.7	18,661.7
투하자본	1,734.4	2,496.1	1,728.0	1,764.7	1,434.5
순차입금	1,384.6	5,799.8	5,938.1	6,465.6	6,428.4
ROA	5.0	10.4	(0.5)	1.2	1.7
ROE	9.9	24.7	(1.3)	3.1	4.4
ROIC	7.4	1.7	2.1	27.3	39.1

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업현금</b>	143.1	(62.3)	1,316.2	(197.8)	714.3
당기순이익	455.1	2,685.7	(203.0)	491.1	724.8
자산상각비	143.9	281.0	411.4	410.9	414.5
운전자본증감	(117.9)	(211.7)	1,104.9	(52.6)	331.4
매출채권감소(증가)	(47.3)	539.7	1,064.8	(248.8)	(263.9)
재고자산감소(증가)	(68.6)	(51.8)	(73.6)	(56.2)	(106.6)
매입채무증가(감소)	9.2	(944.0)	487.7	213.3	662.3
<b>투자현금</b>	54.4	2,368.6	(1,342.0)	(1,617.3)	(1,560.2)
단기투자자산감소	(63.1)	49.9	(39.0)	(9.3)	(9.7)
장기투자증권감소	(1.3)	(7.4)	(848.6)	(1,018.2)	(932.2)
설비투자	(185.6)	(259.5)	(431.1)	(441.9)	(468.4)
유무형자산감소	(11.7)	(11.3)	(90.7)	(97.6)	(97.6)
<b>재무현금</b>	(45.6)	(527.4)	125.9	1,044.4	700.2
차입금증가	(570.2)	(106.2)	801.3	1,139.3	795.1
자본증가	524.6	(3.6)	0.1	(94.8)	(94.8)
배당금지급	0.0	3.6	0.0	94.8	94.8
현금 증감	153.0	1,761.7	104.7	(770.7)	(145.7)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	398.2	435.0	252.9	(145.2)	382.9
(-) 운전자본증가(감소)	(66.3)	(1,390.5)	(930.9)	52.6	(331.4)
(-) 설비투자	185.6	259.5	431.1	441.9	468.4
(+) 자산매각	(11.7)	(11.3)	(90.7)	(97.6)	(97.6)
<b>Free Cash Flow</b>	267.1	1,554.6	661.9	(737.3)	148.3
(-) 기타투자	1.3	7.4	848.6	1,018.2	932.2
잉여현금	265.8	1,547.3	(186.7)	(1,755.5)	(783.9)

Source: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,129.6	13,344.7	28,454.0	30,062.1	32,517.3
증가율 (Y-Y,%)	59.0	160.2	113.2	5.7	8.2
<b>영업이익</b>	213.4	37.1	62.1	628.9	825.5
증가율 (Y-Y,%)	92.1	(82.6)	67.2	912.8	31.3
<b>EBITDA</b>	357.4	318.2	473.5	1,039.8	1,240.1
<b>영업외손익</b>	(66.5)	2,738.6	(220.5)	19.0	130.7
순이자수익	(18.8)	4.8	86.1	98.8	84.3
외화관련손익	0.0	(2.9)	(27.2)	(8.8)	(9.5)
지분법손익	(36.9)	(144.0)	(131.2)	(131.2)	(9.1)
<b>세전계속사업손익</b>	146.9	2,775.7	(158.4)	647.9	956.3
<b>당기순이익</b>	455.1	2,685.7	(203.0)	491.1	724.8
지배기업당기순이익	455.6	2,746.8	(118.1)	486.2	717.6
증가율 (Y-Y,%)	907.0	490.2	적전	흑전	47.6
<b>NOPLAT</b>	133.1	35.9	45.0	476.7	625.8
(+) Dep	143.9	281.0	411.4	410.9	414.5
(-) 운전자본투자	(66.3)	(1,390.5)	(930.9)	52.6	(331.4)
(-) Capex	185.6	259.5	431.1	441.9	468.4
<b>OpFCF</b>	157.7	1,448.0	956.2	393.1	903.3
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	24.0	70.3	106.6	80.3	34.6
영업이익증가율(3Yr)	(1.2)	(18.8)	(17.6)	43.4	181.2
EBITDA증가율(3Yr)	8.2	66.2	31.0	42.8	57.4
순이익증가율(3Yr)	15.4	167.3	n/a	2.6	(35.4)
영업이익률(%)	4.2	0.3	0.2	2.1	2.5
EBITDA마진(%)	7.0	2.4	1.7	3.5	3.8
순이익률(%)	8.9	20.1	(0.7)	1.6	2.2

### 주요투자지표

(단위:원, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Per share Data</b>					
EPS	3,375	18,179	(623)	2,563	3,783
BPS	37,099	77,292	74,308	75,883	78,689
DPS	0	500	500	500	500
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	46.8	7.7	n/a	53.6	36.3
PBR	4.3	1.8	1.9	1.8	1.7
EV/ EBITDA	63.6	101.7	68.0	31.5	26.3
배당수익률	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	53.6	48.6	103.1	n/a	68.1
PSR	4.2	1.6	0.9	0.9	0.8
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	80.0	131.3	138.7	137.0	136.4
Net debt/Equity	26.2	31.7	33.7	35.9	34.4
Net debt/EBITDA	387.5	1,822.8	1,254.2	621.8	518.4
유동비율	156.5	83.2	73.1	69.2	69.4
이자보상배율	11.3	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6
<b>자산구조</b>					
투자자본(%)	24.0	9.0	6.4	6.4	5.1
현금+투자자산(%)	76.0	91.0	93.6	93.6	94.9
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	25.0	30.5	32.1	31.0	29.8
자기자본(%)	75.0	69.5	67.9	69.0	70.2



## 현대산업 (012630)

### 2Q16 Review: 전반적으로 기대 이상의 수익성 기록

#### ■ Highlight

- IFRS 별도 매출액 8,950억원(YoY-4.5%, QoQ+30.8%), 영업이익 1,37억원 (YoY+74.7%, QoQ+127.2%) 기록. 컨센서스 대폭 상회하는 실적 서프라이즈 시현
- 2Q 실적 서프라이즈의 배경은 전반적인 수익성 개선. 2Q 본사 공사원가율은 78.7%로 YoY -6.7%p, QoQ -7.4%p 기록. 부문별 GPM은 주택자체 30.1%, 주택도급 16.8%, 토목 11.7%, 건축 22.9% 수준. 일회성 요인 없이 Product mix 개선의 영향이라는 것이 사측 설명. 기대보다 높은 주택분양율, 분양가 상승 등이 원가 개선의 배경
- 수익성 높은 수원 4.5차 현장은 4Q까지 매출 반영 클 것. 전년도 분양한 김포 2개 현장 매출 확대되며 자체부문 GPM은 2Q대비 낮아지겠으나 기존 예상보다 높은 25% 추정
- 토목부문도 부산 신항만 SOC 매출 비중 확대되며 높은 수익성 유지 가능할 것
- 이에 2016년, 2017년 영업이익 추정치를 기존대비 +19.9%, +3.6% 상향 조정함
- 동사 실적은 영업이익 개선보다 경상이익 개선의 폭이 더 빠를 것. 주택 잔금회수로 영업현금흐름 개선 지속됨에 따라 이자비용 축소, 면세점 이익 개선(지분법손실 2Q - 11억원 → 3Q 흑자전환 목표)이 예상되기 때문. NPM, 1H 7.7% → 2H +8.8% 기대
- 실적 상향 반영하여 목표주가 기존 5.5만원에서 6.5만원으로 상향. 2017E PER 8.1배
- 양호한 실적 반영하여 주가 반등 가능할 것으로 기대. 이제 하반기 주요 관전 포인트는 4Q 예정된 3~4개의 대형 자체사업현장 분양 성과. 2016년 실적 기저가 높아졌기 때문에 2017년 실적 성장 위해서는 4Q 자체현장 분양 성과(시기/분양가)가 중요함

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	<b>BUY</b>		<b>유지</b>
목표주가	<b>65,000</b>	55,000	<b>상향</b>
Earnings			<b>상향</b>
Valuation Call			<b>Positive</b>
단기이익모멘텀			<b>Positive</b>
장기성장성			<b>Positive</b>

Fig. 05: 현대산업의 2Q16 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2016.06(P)	2016.06(E)	차이(%)	2015.06A	차이(%)	2016.03A	차이(%)	2016.06(E)	차이(%)	
매출액	1,208.3	1,243.1	(2.8)	1,240.4	(2.6)	980.0	23.3	1,306.1	(7.5)	
영업이익	160.8	121.7	32.1	100.7	59.6	85.8	87.3	118.0	36.2	
순이익	120.0	91.7	30.8	78.1	53.7	48.5	147.4	80.5	49.1	
이익률(%)										
영업이익	13.3	9.8		8.1		8.8		9.0		
순이익	9.9	7.4		6.3		5.0		6.2		
이익률 차이(%P)										
영업이익		3.5		5.2		4.5		4.3		
순이익		2.6		3.6		5.0		3.8		

Note: K-IFRS 연결

Source: 현대산업, KTB투자증권

Fig. 06: 현대산업의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06
매출액	1,276.2	1,471.4	1,220.8	1,512.0	1,230.6	1,382.7	1,224.3	1,399.8	(3.6)	(6.0)	0.3	(7.4)
영업이익	114.7	143.4	112.3	151.0	145.1	166.5	125.4	154.4	26.6	16.1	11.7	2.2
영업이익률(%)	9.0	9.7	9.2	10.0	11.8	12.0	10.2	11.0	2.8	2.3	1.0	1.0
EBITDA	125.6	154.3	123.2	161.9	156.1	177.4	136.3	165.3	24.3	15.0	10.6	2.1
EBITDA이익률(%)	9.8	10.5	10.1	10.7	12.7	12.8	11.1	11.8	2.8	2.3	1.0	1.1
순이익	80.3	108.6	88.4	118.6	103.3	125.8	98.2	120.7	28.6	15.8	11.1	1.8

Note: K-IFRS 연결

Source: KTB투자증권





## 재무제표 (현대산업 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	3,981.4	3,409.4	3,792.8	4,184.7	4,634.3
현금성자산	470.6	742.1	858.3	829.7	1,062.7
매출채권	1,541.8	1,167.7	1,288.0	1,483.7	1,643.5
재고자산	1,458.7	997.7	1,096.5	1,315.7	1,367.1
<b>비유동자산</b>	1,955.1	2,100.7	2,136.0	2,185.3	2,241.7
투자자산	1,080.1	1,241.6	1,287.6	1,339.9	1,394.3
유형자산	855.6	844.5	833.7	829.8	830.7
무형자산	19.5	14.6	14.7	15.7	16.6
<b>자산총계</b>	5,936.5	5,510.1	5,928.8	6,370.0	6,876.0
<b>유동부채</b>	2,567.9	2,019.5	2,240.4	2,309.5	2,283.9
매입채무	620.1	583.8	530.4	610.9	676.7
유동성이자부채	1,399.7	837.8	856.3	836.3	736.3
<b>비유동부채</b>	1,095.6	1,019.6	861.9	782.9	804.8
비유동이자부채	577.2	481.8	340.7	240.7	240.7
<b>부채총계</b>	3,663.6	3,039.1	3,102.3	3,092.4	3,088.7
자본금	376.9	376.9	376.9	376.9	376.9
자본잉여금	178.9	178.9	178.9	178.9	178.9
이익잉여금	1,726.1	1,917.2	2,271.2	2,722.3	3,232.0
자본조정	(101.3)	(115.5)	(117.8)	(117.8)	(117.8)
자기주식	(83.8)	(83.8)	(83.8)	(83.8)	(83.8)
<b>자본총계</b>	2,272.9	2,471.0	2,826.6	3,277.6	3,787.3
투하자본	3,285.4	2,500.5	3,046.0	3,400.7	3,572.5
순차입금	1,506.2	577.6	338.7	247.3	(85.7)
ROA	1.3	4.2	7.0	7.8	8.1
ROE	3.9	10.5	15.7	16.4	15.8
ROIC	4.4	9.9	15.1	14.4	14.8

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업현금</b>	527.6	1,028.4	324.5	229.6	478.1
당기순이익	121.7	324.3	416.8	480.5	539.2
자산상각비	41.8	42.5	43.2	43.5	43.5
운전자본증감	364.7	540.4	(159.8)	(331.3)	(142.3)
매출채권감소(증가)	206.3	109.9	(170.8)	(195.7)	(159.8)
재고자산감소(증가)	583.9	575.1	(105.2)	(219.2)	(51.4)
매입채무증가(감소)	(81.2)	(15.0)	(35.6)	80.6	65.8
<b>투자현금</b>	(165.2)	(64.3)	(228.8)	(122.4)	(129.9)
단기투자자산감소	(139.6)	17.1	(137.1)	(13.6)	(14.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(15.5)	(20.8)	(21.0)
설비투자	(20.4)	(23.9)	(35.1)	(39.5)	(44.4)
유무형자산감소	(0.1)	(0.5)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
<b>재무현금</b>	(403.7)	(664.5)	(120.2)	(149.4)	(129.4)
차입금증가	(399.3)	(641.1)	(120.1)	(120.0)	(100.0)
자본증가	(5.9)	(24.6)	(51.5)	(29.4)	(29.4)
배당금지급	5.9	24.6	(51.5)	29.4	29.4
현금 증감	(41.3)	299.8	(25.1)	(42.2)	218.8
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	257.4	551.9	516.7	560.9	620.4
(-) 운전자본증가(감소)	(383.4)	(856.9)	64.9	331.3	142.3
(-) 설비투자	20.4	23.9	35.1	39.5	44.4
(+) 자산매각	(0.1)	(0.5)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
<b>Free Cash Flow</b>	620.2	1,384.4	416.0	189.1	432.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	15.5	20.8	21.0
잉여현금	620.2	1,384.4	400.5	168.3	411.8

Source: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	4,477.4	4,602.6	4,801.7	5,645.7	6,337.1
증가율 (Y-Y,%)	6.2	2.8	4.3	17.6	12.2
<b>영업이익</b>	225.3	389.5	558.2	611.7	679.8
증가율 (Y-Y,%)	흑전	72.9	43.3	9.6	11.1
<b>EBITDA</b>	267.2	432.1	601.4	655.2	723.2
<b>영업외손익</b>	(103.6)	(65.2)	(27.7)	22.2	31.5
순이자수익	(57.4)	(36.8)	(10.2)	18.6	25.5
외화관련손익	2.8	(0.5)	(1.6)	0.0	0.0
지분법손익	3.1	2.4	(15.9)	(15.9)	(15.9)
<b>세전계속사업손익</b>	121.7	324.3	530.5	633.9	711.3
<b>당기순이익</b>	83.3	238.6	397.6	480.5	539.2
지배기업당기순이익	68.8	216.8	338.3	408.4	458.3
증가율 (Y-Y,%)	흑전	186.3	66.7	20.8	12.2
<b>NOPLAT</b>	154.3	286.5	418.4	463.6	515.3
(+) Dep	41.8	42.5	43.2	43.5	43.5
(-) 운전자본투자	(383.4)	(856.9)	64.9	331.3	142.3
(-) Capex	20.4	23.9	35.1	39.5	44.4
OpFCF	559.1	1,162.1	361.6	136.3	372.1
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	2.9	11.3	4.4	8.0	11.2
영업이익증가율(3Yr)	(17.5)	55.6	n/a	39.5	20.4
EBITDA증가율(3Yr)	(15.2)	44.4	n/a	34.8	18.7
순이익증가율(3Yr)	(28.2)	255.5	n/a	79.3	31.2
영업이익률(%)	5.0	8.5	11.6	10.8	10.7
EBITDA미진(%)	6.0	9.4	12.5	11.6	11.4
순이익률(%)	1.9	5.2	8.3	8.5	8.5

### 주요투자지표

(단위:원,배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Per share Data</b>					
EPS	913	2,876	4,487	5,418	6,079
BPS	28,669	31,080	35,743	41,714	48,463
DPS	300	300	400	400	400
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	42.4	13.5	9.8	8.1	7.2
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1	0.9
EV/ EBITDA	16.6	8.1	6.1	5.4	4.5
배당수익률	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
PCR	11.3	5.3	6.4	5.9	5.3
PSR	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	161.2	123.0	109.8	94.3	81.6
Net debt/Equity	66.3	23.4	12.0	7.5	n/a
Net debt/EBITDA	563.7	133.7	56.3	37.7	n/a
유동비율	155.0	168.8	169.3	181.2	202.9
이자보상배율	3.9	10.6	54.9	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.9	1.4	0.8	0.7	0.6
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	67.9	55.8	58.7	61.1	59.2
현금+투자자산(%)	32.1	44.2	41.3	38.9	40.8
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	46.5	34.8	29.8	24.7	20.5
자기자본(%)	53.5	65.2	70.2	75.3	79.5



## 대림산업 (000210)

유화, 건설 고르게 실적 개선

### Highlight

- IFRS 연결 매출액 2조 5,638억원(YoY+6.9%, QoQ+13.8%), 영업이익 1,362억원 (YoY+115.9%, QoQ +50.0%), 순이익 1,198억원(YoY+62.5%, QoQ+286.0%)
- 영업이익 기준 컨센서스 29% 상회하는 호실적 기록. 2Q에도 고부가가치 매출비중 확대, 원가 절감 효과로 유화부문 실적 호조 이어지는 가운데, 본사 주택매출 증가 및 DSA 손실 축소로 건설부문 실적도 개선됐기 때문
- 동사 2Q 건축부문 GPM은 +10.6%로 경쟁사대비 다소 낮은 편. 이는 자체매출 비중 작고(5% 내외 추정) 상대적으로 수익성 낮은 신약물량이 많기 때문. 그러나 동사도 올해 신규 분양물량 많아(상반기 15개 현장 분양, 연간 35개 진행 예정) 초기 분양률 확대에 따른 원가 절감 효과는 기대할 수 있을 것
- 2Q 특별히 반영된 해외손실 없었음. 사우디 적자 프로젝트는 연내 무리없이 마무리될 예정이며, 쿠웨이트/오만 프로젝트도 1Q 기반영한 손실 내로 현재까지는 공사 진행 중
- 해외수주 부진 이어지고 있어 해외 매출 축소가 빠른 점이 아쉬움. 이란 프로젝트는 본계약 체결 및 금융조달이 남아있어 2017년에나 착공 가능. 동사는 화학부문 호실적으로 인해 영업현금흐름이 양호. 이에 개선된 현금흐름을 활용해 임대주택 등 신규사업에 투자 중. 신사업으로 해외매출 축소를 만회할 수 있는지 여부가 중요할 전망
- 실적 추정치 변경폭 크지 않아 동사에 대한 목표주가 10만원 및 투자의견 BUY 유지

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	<b>BUY</b>		유지
목표주가	<b>100,000</b>		유지
Earnings			하향
Valuation Call			<b>Positive</b>
단기이익모멘텀			<b>Positive</b>
장기성장성			

Fig. 07: 대림산업의 2Q16 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2016.06(P)	2016.06(E)	차이(%)	2015.06A	차이(%)	2016.03A	차이(%)	2016.06(E)	차이(%)	
매출액	2,563.8	2,546.5	0.7	2,397.7	6.9	2,253.7	13.8	2,566.0	(0.1)	
영업이익	136.2	117.2	16.2	63.1	115.9	90.8	50.0	105.7	28.9	
순이익	119.8	106.8	12.2	73.7	62.5	31.0	286.0	93.4	28.3	
이익률(%)										
영업이익	5.3	4.6		2.6		4.0		4.1		
순이익	4.7	4.2		3.1		1.4		3.6		
이익률 차이(%P)										
영업이익		0.7		2.7		1.3		1.2		
순이익		0.5		1.6		3.3		1.0		

Note: K-IFRS 연결

Source: 대림산업, KTB투자증권

Fig. 08: 대림산업의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06
매출액	2,577.3	2,807.0	2,466.8	2,834.0	2,612.4	2,755.7	2,397.3	2,675.5	1.4	(1.8)	(2.8)	(5.6)
영업이익	107.3	110.8	101.7	127.3	132.0	135.9	96.4	120.2	23.1	22.6	(5.2)	(5.6)
영업이익률(%)	4.2	3.9	4.1	4.5	5.1	4.9	4.0	4.5	0.9	1.0	(0.1)	(0.0)
EBITDA	132.3	136.0	127.0	152.9	157.0	161.0	121.8	145.7	18.7	18.4	(4.1)	(4.7)
EBITDA이익률(%)	5.1	4.8	5.1	5.4	6.0	5.8	5.1	5.4	0.9	1.0	(0.1)	0.1
순이익	90.0	92.4	87.0	104.1	108.6	111.8	83.7	100.0	20.7	21.0	(3.8)	(4.0)

Note: K-IFRS 연결

Source: KTB투자증권





## 재무제표 (대림산업 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	6,423.1	7,177.3	7,406.9	7,373.7	7,450.5
현금성자산	1,936.2	2,716.8	2,730.9	2,409.0	2,193.0
매출채권	2,940.6	3,023.6	2,868.9	3,067.9	3,269.7
재고자산	933.6	829.4	1,208.0	1,291.8	1,376.7
<b>비유동자산</b>	4,173.6	4,887.6	4,851.1	5,030.6	5,221.5
투자자산	2,754.1	2,990.2	2,900.0	3,017.7	3,140.3
유형자산	1,341.7	1,831.6	1,885.4	1,945.2	2,011.9
무형자산	77.8	65.8	65.8	67.7	69.4
<b>자산총계</b>	10,596.7	12,064.9	12,258.0	12,404.3	12,672.1
<b>유동부채</b>	4,300.5	5,107.3	5,030.5	5,135.6	5,140.9
매입채무	2,966.2	2,887.8	2,717.9	2,906.5	3,097.6
유동성이자부채	563.6	1,300.1	1,117.5	1,022.1	824.1
<b>비유동부채</b>	1,830.9	2,151.8	1,944.8	1,596.8	1,447.4
비유동이자부채	1,444.8	1,761.7	1,495.0	1,132.3	967.6
<b>부채총계</b>	6,131.5	7,259.1	6,975.4	6,732.4	6,588.3
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	505.1	504.9	548.1	548.1	548.1
이익잉여금	3,489.6	3,672.6	4,011.5	4,400.7	4,812.7
자본조정	15.0	(51.2)	(48.2)	(48.2)	(48.2)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	4,465.3	4,805.8	5,282.6	5,671.8	6,083.8
투하자본	3,409.5	3,894.7	3,877.2	4,078.0	4,288.8
순차입금	72.2	345.0	(118.4)	(254.6)	(401.3)
ROA	(4.1)	1.9	3.1	3.2	3.3
ROE	(9.9)	5.1	8.2	7.9	7.8
ROIC	(5.5)	3.7	8.9	8.9	9.0

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업현금</b>	31.7	384.9	411.5	277.2	302.6
당기순이익	(440.5)	217.0	371.3	389.2	416.0
자산상각비	79.2	87.1	100.9	102.6	106.0
운전자본증감	(41.8)	(78.8)	(112.1)	(88.3)	(89.6)
매출채권감소(증가)	75.5	(195.1)	194.4	(199.0)	(201.8)
재고자산감소(증가)	147.7	97.6	(217.3)	(83.8)	(85.0)
매입채무증가(감소)	56.6	197.8	(208.5)	188.5	191.2
<b>투자현금</b>	(348.6)	(102.0)	(144.9)	(164.9)	(176.8)
단기투자자산감소	(101.1)	5.5	(38.7)	(23.9)	(24.9)
장기투자증권감소	(25.4)	(56.3)	60.5	88.7	90.7
설비투자	(110.1)	(195.5)	(164.1)	(157.2)	(167.3)
유무형자산감소	5.1	0.1	(3.6)	(7.1)	(7.1)
<b>재무현금</b>	124.9	510.7	(291.4)	(458.1)	(366.8)
차입금증가	61.2	501.7	(425.2)	(458.1)	(362.7)
자본증가	63.7	9.3	64.3	0.0	(4.1)
배당금지급	4.1	5.7	13.2	0.0	4.1
현금 증감	(190.5)	795.5	(25.4)	(345.8)	(240.9)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	88.2	429.8	451.3	365.5	392.2
(-) 운전자본증가(감소)	(510.9)	(96.7)	109.6	88.3	89.6
(-) 설비투자	110.1	195.5	164.1	157.2	167.3
(+) 자산매각	5.1	0.1	(3.6)	(7.1)	(7.1)
<b>Free Cash Flow</b>	494.1	331.1	174.0	112.9	128.2
(-) 기타투자	25.4	56.3	(60.5)	(88.7)	(90.7)
잉여현금	468.7	274.7	234.5	201.7	218.9

Source: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	9,294.7	9,513.7	10,185.6	10,842.0	11,541.0
증가율 (Y-Y,%)	(5.6)	2.4	7.1	6.4	6.4
<b>영업이익</b>	(270.2)	271.8	494.8	466.8	494.0
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	82.1	(5.7)	5.8
<b>EBITDA</b>	(191.0)	358.9	595.7	569.4	600.0
<b>영업외손익</b>	(128.9)	164.5	39.2	46.7	54.8
순이자수익	(31.4)	32.9	(32.5)	(18.4)	(9.5)
외화관련손익	33.2	73.7	(6.9)	0.0	0.0
지분법손익	61.1	182.5	153.1	141.0	145.1
<b>세전계속사업손익</b>	(399.1)	436.2	534.0	513.5	548.8
<b>당기순이익</b>	(440.5)	217.0	371.3	389.2	416.0
지배기업당기순이익	(454.0)	206.8	348.6	373.4	399.1
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	71.1	4.8	6.9
<b>NOPLAT</b>	(195.9)	135.2	344.0	353.8	374.5
(+) Dep	79.2	87.1	100.9	102.6	106.0
(-) 운전자본투자	(510.9)	(96.7)	109.6	88.3	89.6
(-) Capex	110.1	195.5	164.1	157.2	167.3
OpFCF	284.1	123.6	171.2	210.9	223.5
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	5.2	(2.5)	1.1	5.3	6.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(17.6)	131.9	n/a	22.0
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(13.2)	74.7	n/a	18.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	(18.5)	n/a	n/a	24.2
영업이익률(%)	(2.9)	2.9	4.9	4.3	4.3
EBITDA마진(%)	(2.1)	3.8	5.8	5.3	5.2
순이익률(%)	(4.7)	2.3	3.6	3.6	3.6

### 주요투자지표

(단위:원,배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Per share Data</b>					
EPS	(13,046)	5,942	10,018	10,715	11,453
BPS	107,521	110,855	120,833	130,868	141,495
DPS	100	100	0	100	100
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	11.3	8.3	7.8	7.3
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	n/a	7.7	4.9	4.9	4.4
배당수익률	0.2	0.1	n/a	0.1	0.1
PCR	28.8	6.0	7.2	8.8	8.2
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	137.3	151.1	132.0	118.7	108.3
Net debt/Equity	1.6	7.2	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	96.1	n/a	n/a	n/a
유동비율	149.4	140.5	147.2	143.6	144.9
이자보상배율	n/a	n/a	15.2	25.4	52.1
이자비용/매출액	0.9	0.8	0.9	0.7	0.5
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	42.1	40.6	40.8	42.9	44.6
현금+투자자산(%)	57.9	59.4	59.2	57.1	55.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	31.0	38.9	33.1	27.5	22.8
자기자본(%)	69.0	61.1	66.9	72.5	77.2



# 삼성엔지니어링 (028050)

일회성 손실 반영으로 2Q 실적 부진

## Highlight

- IFRS 연결 매출액 1조 8,800억원(YoY+2.0%, QoQ +27.5%), 영업이익 355억원 (YoY-81.4%, QoQ-86.5%), 순이익 231억원(YoY+43.6%, QoQ-72.4%) 기록
- 2Q 약 802억원의 일회성 손실 반영되며 컨센서스 대폭 하회. SMP 폴리실리콘 업체 파산에 따른 총당금 502억원 및 UAE Luberef 정유공장 공기 지연으로 300억원 반영
- SMP 폴리실리콘 공장은 현재 매각 추진중이며 매각 완료시 총당금 일부 환입 기대
- Luberef 공장은 공사진행률 92%로 진행 중. 본 공사 손실 제거시 2Q 화공부문 원가율은 93% 수준으로 예상에 부합하는 수준. 기타 적자 프로젝트도 계획대로 진행중
- 그룹 공사 매출 비중 확대로 비화공 원가율은 88.6%까지 하락. 하반기에도 유지 기대
- 2Q 실적 반영해 연간 영업이익 가이던스는 기존 2,280억원에서 1,500억원으로 하향
- 상반기까지 관계사 공사 2.5조원 수주. 하반기에도 삼성전자, 삼성디스플레이 물량 기대되고 있어 연간 3.0~3.5조원 수주 가능할 것으로 기대
- 해외 수주는 현재 9건 정도 입찰 대기 중에 있으나 연간 3.0조원의 기존 목표 달성은 다소 무리일 전망. YTD 해외수주 622억원
- 2Q 이후 실적 추정치 변경 크지 않아 동시에 대한 목표주가 9천원 및 투자의견 HOLD 유지. 2017E PER 13.2배, PBR 1.8배 상황에서는 valuation 여력 크지 않다고 판단

**HOLD**

	현재	직전	변동
투자의견	<b>HOLD</b>		유지
목표주가	<b>9,000</b>		유지
Earnings			상향
Valuation Call			<b>Negative</b>
단기이익모멘텀			<b>Positive</b>
장기성장성			<b>Negative</b>

Fig. 09: 삼성엔지니어링의 2Q16 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2016.06(P)	2016.06(E)	차이(%)	2015.06A	차이(%)	2016.03A	차이(%)	2016.06(E)	차이(%)	
매출액	1,880.0	1,670.2	12.6	1,842.4	2.0	1,474.1	27.5	1,834.5	2.5	
영업이익	3.6	38.7	(90.7)	19.4	(81.4)	26.6	(86.5)	40.5	(91.1)	
순이익	2.3	30.5	(92.5)	1.6	43.6	8.3	(72.4)	28.7	(92.0)	
이익률(%)										
영업이익	0.2	2.3		1.1		1.8		2.2		
순이익	0.1	1.8		0.1		0.6		1.6		
이익률 차이(%P)										
영업이익		(2.1)		(0.9)		(1.6)		(2.0)		
순이익		(1.7)		0.0		(0.4)		(1.4)		

Note: K-IFRS 연결

Source: 삼성엔지니어링, KTB투자증권

Fig. 010: 삼성엔지니어링의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06
매출액	1,715.1	1,943.5	1,556.3	1,532.6	1,728.5	1,865.9	1,471.6	1,522.5	0.8	(4.0)	(5.4)	(0.7)
영업이익	45.6	67.4	46.5	46.5	49.5	67.7	49.0	46.5	8.5	0.4	5.2	(0.2)
영업이익률(%)	2.7	3.5	3.0	3.0	2.9	3.6	3.3	3.1	0.2	0.2	0.3	0.0
EBITDA	65.4	87.1	66.0	65.9	69.3	87.3	68.5	65.8	6.0	0.3	3.7	(0.1)
EBITDA이익률(%)	3.8	4.5	4.2	4.3	4.0	4.7	4.7	4.3	0.2	0.2	0.4	0.0
순이익	41.0	58.1	41.5	41.3	44.0	58.1	43.1	41.2	7.3	0.1	3.9	(0.3)

Note: K-IFRS 연결

Source: KTB투자증권



## 재무제표 (삼성엔지니어링 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	4,556.9	3,775.0	3,527.0	3,298.1	3,359.0
현금성자산	645.0	882.1	557.5	671.8	581.2
매출채권	3,364.7	2,374.3	2,453.8	2,105.4	2,251.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	1,595.0	1,855.7	1,889.4	1,915.7	1,947.1
투자자산	845.8	1,118.9	1,180.4	1,228.4	1,278.2
유형자산	689.9	686.5	663.9	644.9	628.5
무형자산	59.2	50.3	45.1	42.4	40.4
<b>자산총계</b>	6,151.9	5,630.8	5,416.4	5,213.8	5,306.1
<b>유동부채</b>	4,722.1	4,783.8	3,223.8	2,891.6	2,978.5
매입채무	3,180.9	2,633.7	2,351.5	2,017.7	2,157.8
유동성이자부채	1,373.0	2,014.2	708.3	708.3	653.4
<b>비유동부채</b>	476.4	1,159.9	1,043.1	998.2	1,008.6
비유동이자부채	226.4	860.7	797.0	742.0	742.0
<b>부채총계</b>	5,198.5	5,943.7	4,266.9	3,889.8	3,987.1
자본금	200.0	200.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	49.1	49.1	454.4	454.4	454.4
이익잉여금	1,013.3	(291.9)	(103.8)	70.7	65.7
자본조정	(309.7)	(271.6)	(182.7)	(182.7)	(182.7)
자기주식	(284.6)	(284.6)	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	953.3	(312.9)	1,149.5	1,324.0	1,319.0
투하자본	1,833.3	1,610.6	2,040.9	2,043.9	2,072.2
순차입금	954.4	1,992.8	947.8	778.6	814.2
ROA	0.9	(22.1)	2.2	3.3	3.6
ROE	6.1	na	na	14.1	14.2
ROIC	7.8	(61.2)	6.2	7.4	7.9

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	8,911.5	6,441.3	6,948.5	6,123.3	6,216.3
증가율 (Y-Y,%)	(9.1)	(27.7)	7.9	(11.9)	1.5
<b>영업이익</b>	161.8	(1,454.3)	147.3	198.2	215.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	흑전	34.6	8.8
<b>EBITDA</b>	242.6	(1,370.3)	225.3	275.2	290.2
<b>영업외손익</b>	(101.2)	4.2	9.5	32.0	32.3
순이자수익	(20.1)	(18.3)	11.8	12.5	12.5
외화관련손익	(15.5)	10.5	(10.8)	0.0	0.0
지분법손익	2.0	1.3	4.5	4.5	4.5
<b>세전계속사업손익</b>	60.6	(1,450.1)	156.8	230.2	248.0
<b>당기순이익</b>	56.4	(1,304.3)	119.7	174.5	187.9
지배기업당기순이익	55.0	(1,305.3)	119.7	174.5	187.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	흑전	45.8	7.7
<b>NOPLAT</b>	150.5	(1,054.4)	112.5	150.2	163.4
(+) Dep	80.8	84.0	78.1	77.0	74.6
(-) 운전자본투자	(221.0)	(439.5)	330.7	(11.0)	9.6
(-) Capex	67.9	20.2	43.2	46.6	47.3
OpFCF	384.4	(551.1)	(183.4)	191.6	181.1
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	(1.4)	(17.4)	(10.8)	(11.8)	(1.2)
영업이익증가율(3Yr)	(36.3)	n/a	n/a	7.0	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(28.5)	n/a	n/a	4.3	n/a
순이익증가율(3Yr)	(52.2)	n/a	n/a	45.8	n/a
영업이익률(%)	1.8	(22.6)	2.1	3.2	3.5
EBITDA미진(%)	2.7	(21.3)	3.2	4.5	4.7
순이익률(%)	0.6	(20.2)	1.7	2.9	3.0

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업현금</b>	277.7	(833.5)	(132.5)	268.0	258.8
당기순이익	56.4	(1,304.3)	119.7	174.5	187.9
자산상각비	80.8	84.0	78.1	77.0	74.6
운전자본증감	198.5	369.8	(137.8)	11.0	(9.6)
매출채권감소(증가)	(14.9)	1,059.9	(122.0)	348.4	(146.2)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	91.0	(754.7)	(221.9)	(333.9)	140.2
<b>투자현금</b>	(221.9)	20.4	(170.0)	(107.8)	(110.8)
단기투자자산감소	(92.1)	83.6	(46.3)	(9.0)	(9.3)
장기투자증권감소	2.1	(0.2)	1.7	2.2	2.1
설비투자	(67.9)	(20.2)	(43.2)	(46.6)	(47.3)
유무형자산감소	(37.3)	16.4	(7.8)	(8.8)	(8.8)
<b>재무현금</b>	49.8	1,072.4	(56.9)	(54.9)	(247.9)
차입금증가	49.8	1,072.4	(1,332.7)	(54.9)	(54.9)
자본증가	0.0	(110.9)	1,275.8	0.0	(193.0)
배당금지급	0.0	110.9	0.0	0.0	193.0
현금 증감	124.3	307.7	(359.4)	105.3	(99.9)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	199.0	(1,037.4)	5.3	257.0	268.4
(-) 운전자본증가(감소)	(221.0)	(439.5)	330.7	(11.0)	9.6
(-) 설비투자	67.9	20.2	43.2	46.6	47.3
(+) 자산매각	(37.3)	16.4	(7.8)	(8.8)	(8.8)
<b>Free Cash Flow</b>	314.8	(601.8)	(376.5)	212.6	202.7
(-) 기타투자	(2.1)	0.2	(1.7)	(2.2)	(2.1)
잉여현금	316.9	(601.9)	(374.8)	214.8	204.8

### 주요투자지표

(단위:원,배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Per share Data</b>					
EPS	857	(19,096)	611	890	959
BPS	13,924	(1,861)	5,627	6,531	6,516
DPS	0	0	0	1,000	2,000
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	27.6	n/a	19.2	13.2	12.3
PBR	1.7	n/a	2.1	1.8	1.8
EV/ EBITDA	10.2	n/a	14.4	11.2	10.7
배당수익률	0.0	0.0	n/a	8.5	17.0
PCR	7.6	n/a	435.4	9.0	8.6
PSR	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	545.3	(1,899.3)	371.2	293.8	302.3
Net debt/Equity	100.1	n/a	82.5	58.8	61.7
Net debt/EBITDA	393.4	n/a	420.6	282.9	280.6
유동비율	96.5	78.9	109.4	114.1	112.8
이자보상배율	8.1	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.5	0.1	0.1	0.1
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	55.2	44.6	54.0	51.8	52.7
현금+투자자산(%)	44.8	55.4	46.0	48.2	47.3
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	62.7	112.2	56.7	52.3	51.4
자기자본(%)	37.3	(12.2)	43.3	47.7	48.6

Source: KTB투자증권



## GS건설 (006360)

매 분기 놀라운 주택 실적. 2017년이 기대된다.

### ■ Highlight

- IFRS 연결 매출액 2조 7,064억원(YoY+8.6%, QoQ+2.6%), 영업이익 227억원 (YoY -40.6%, QoQ-22.2%), 순이익 81억원(YoY+71.8%, QoQ+3.9%) 기록
- 낮은 컨센서스 부합하는 2Q 실적. 2Q 사우디 라빅2에서 1,010억원의 추가 손실 반영됨. 일회성 손실 제거시 원가를 95.7%로 예상에 부합. 라빅2의 UO1은 3Q내 준공 예정이며 CP3,4는 하반기에도 진행 되겠으나 손실 발생 우려는 상당부분 기반영
- 우려 많았던 사우디 PP12현장에서의 추가 손실은 없었음. 현재 시운전 진행중이며, 발주처와 협의 잘 되고 있어 추가 손실 반영할 필요가 없었다는 설명
- 전반적으로 해외 손실은 2Q를 기점으로 마무리 단계라 판단 가능. 이제 해외 적자 프로젝트에서의 남은 손실을 예측하는 것은 무의미. 이제 중요한건, 해외 손실을 반영함에도 불구하고 일정수준 실적 가능케하는 주택실적
- 동사는 YTD 1.5만세대 분양에 성공. 최근 조기 착공 가능한 수주 물량 증가하고 있어 연간 분양은 당초 계획보다 31% 확대된 2.9만세대까지 가능할 전망
- 이에 2015년 2조원대였던 주택매출이 2016년 3.4조원, 2017년 5.0조원까지 확대 전망
- 2Q 동사 주택GPM은 17.7%로 여전히 높은 수준 유지. 향후 미착공PF 매출 확대되며 원가를 상승 있겠으나, 자체사업 매출 비중도 높아(상반기 15% 추정) 12% 이상의 GPM은 유지 가능해 보임. 주택부문 영업이익률은 8~9% 수준까지 확대
- 2017년에는 주택부문에서만 2016년 연간 실적 이상의 실적 시현 가능. 최선호주 유지

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	<b>BUY</b>		유지
목표주가	<b>37,000</b>		유지
Earnings			상향
Valuation Call			<b>Positive</b>
단기이익모멘텀			<b>Positive</b>
장기성장성			

Fig. 011: GS건설의 2Q16 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정			당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2016.06(P)	2016.06(E)	차이(%)	2015.06A	차이(%)	2016.03A	차이(%)	2016.06(E)	차이(%)		
매출액	2,706.4	2,732.6	(1.0)	2,491.1	8.6	2,639.1	2.6	2,729.0	(0.8)		
영업이익	22.7	75.6	(70.0)	38.2	(40.6)	29.1	(22.2)	36.6	(38.0)		
순이익	8.1	62.9	(87.1)	4.7	71.8	7.8	3.9	17.7	(54.2)		
이익률(%)											
영업이익	0.8	2.8		1.5		1.1		1.3			
순이익	0.3	2.3		0.2		0.3		0.6			
이익률 차이(%P)											
영업이익		(1.9)		(0.7)		(0.3)		(0.5)			
순이익		(2.0)		0.1		0.0		(0.3)			

Note: K-IFRS 연결

Source: GS건설, KTB투자증권

Fig. 012: GS건설의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06	2016.09	2016.12	2017.03	2017.06
매출액	3,038.2	3,331.3	2,783.3	3,100.3	2,774.3	2,957.1	2,495.6	2,782.9	(8.7)	(11.2)	(10.3)	(10.2)
영업이익	90.9	122.7	99.3	116.2	104.0	130.2	102.8	116.9	14.3	6.2	3.6	0.5
영업이익률(%)	3.0	3.7	3.6	3.7	3.7	4.4	4.1	4.2	0.8	0.7	0.6	0.5
EBITDA	108.9	140.7	117.3	134.3	121.9	148.2	120.8	134.8	11.9	5.3	2.9	0.4
EBITDA이익률(%)	3.6	4.2	4.2	4.3	4.4	5.0	4.8	4.8	0.8	0.8	0.6	0.5
순이익	109.2	89.3	65.1	77.7	123.7	99.3	69.4	79.8	13.3	11.2	6.6	2.8

Note: K-IFRS 연결

Source: KTB투자증권



## 재무제표 (GS건설 연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	8,652.9	9,549.5	9,002.8	9,511.3	9,713.4
현금성자산	2,743.4	3,060.4	2,480.7	2,211.3	1,993.8
매출채권	4,296.5	4,469.7	4,536.9	5,241.2	5,602.3
재고자산	613.2	795.5	583.3	642.9	687.2
<b>비유동자산</b>	4,441.8	3,456.0	3,619.4	3,709.2	3,803.1
투자자산	1,815.8	1,972.8	2,114.9	2,200.8	2,290.1
유형자산	2,456.0	1,338.5	1,365.8	1,376.6	1,387.6
무형자산	170.0	144.6	138.7	131.8	125.4
<b>자산총계</b>	13,094.7	13,005.5	12,622.2	13,220.4	13,516.5
<b>유동부채</b>	6,127.2	7,139.3	6,784.0	7,564.8	7,676.1
매입채무	2,518.2	3,345.5	2,916.6	3,403.4	3,637.9
유동성이자부채	1,710.0	2,085.4	2,109.2	2,385.6	2,244.6
<b>비유동부채</b>	3,385.9	2,518.1	2,270.8	1,741.8	1,555.1
비유동이자부채	2,487.2	1,619.8	1,485.5	925.5	706.5
<b>부채총계</b>	9,513.1	9,657.5	9,054.8	9,306.6	9,231.2
자본금	355.0	355.0	355.0	355.0	355.0
자본잉여금	610.6	610.6	610.6	610.6	610.6
이익잉여금	2,534.1	2,537.3	2,773.7	3,120.1	3,491.6
자본조정	(228.7)	(274.8)	(237.6)	(237.6)	(237.6)
자기주식	(75.7)	(75.7)	(75.7)	(75.7)	(75.7)
<b>자본총계</b>	3,581.6	3,348.0	3,567.4	3,913.8	4,285.3
투하자본	4,820.6	3,748.3	4,423.5	4,745.3	4,963.3
순차입금	1,453.8	644.8	1,114.0	1,099.8	957.3
ROA	(0.2)	0.2	1.9	2.7	2.8
ROE	(0.7)	0.9	7.0	9.4	9.2
ROIC	0.8	2.7	5.1	8.4	8.4

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업현금</b>	571.5	(7.8)	(355.1)	167.4	299.5
당기순이익	(22.5)	29.5	239.1	346.4	371.5
자산상각비	77.0	83.4	70.6	71.8	71.8
운전자본증감	449.4	(136.8)	(663.9)	(273.5)	(167.3)
매출채권감소(증가)	197.6	(188.0)	(87.9)	(704.3)	(361.1)
재고자산감소(증가)	(88.8)	0.9	131.4	(59.5)	(44.3)
매입채무증가(감소)	233.9	299.5	(397.8)	486.8	234.5
<b>투자현금</b>	(334.5)	507.9	(242.4)	(180.9)	(185.8)
단기투자자산감소	(40.1)	18.6	(55.3)	(27.7)	(28.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.6)	(2.1)	(2.1)
설비투자	(308.0)	(227.1)	(99.2)	(71.7)	(72.4)
유무형자산감소	70.6	1.7	(4.0)	(4.0)	(4.0)
<b>재무현금</b>	35.2	(228.2)	(34.9)	(283.6)	(360.0)
차입금증가	(526.0)	(298.0)	(35.7)	(283.6)	(360.0)
자본증가	546.9	(0.4)	(49.5)	0.0	0.0
배당금지급	1.5	1.1	49.5	0.0	0.0
현금 증감	285.7	277.4	(630.2)	(297.1)	(246.3)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	203.0	263.3	335.7	440.9	466.8
(-) 운전자본증가(감소)	(476.6)	(57.1)	412.1	273.5	167.3
(-) 설비투자	308.0	227.1	99.2	71.7	72.4
(+) 자산매각	70.6	1.7	(4.0)	(4.0)	(4.0)
<b>Free Cash Flow</b>	442.2	95.0	(179.5)	91.7	223.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.6	2.1	2.1
잉여현금	442.2	95.0	(181.1)	89.6	221.0

Source: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	9,487.6	10,572.6	11,076.9	11,949.8	12,680.2
증가율 (Y-Y,%)	(0.8)	11.4	4.8	7.9	6.1
<b>영업이익</b>	51.2	122.1	285.9	508.7	539.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	138.6	134.3	77.9	6.1
<b>EBITDA</b>	128.1	205.5	356.6	580.5	611.4
<b>영업외손익</b>	(80.8)	(90.8)	(59.6)	(51.7)	(49.5)
순이자수익	(56.0)	(75.8)	(33.5)	(24.3)	(20.3)
외화관련손익	24.0	(64.6)	(6.0)	0.0	0.0
지분법손익	4.0	292.9	7.6	8.4	8.8
<b>세전계속사업손익</b>	(29.6)	31.3	226.4	457.0	490.1
<b>당기순이익</b>	(22.5)	29.5	239.1	346.4	371.5
지배기업당기순이익	(41.1)	26.1	234.7	342.9	367.8
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	711.0	44.9	7.2
<b>NOPLAT</b>	37.1	114.9	207.3	385.6	409.0
(+) Dep	77.0	83.4	70.6	71.8	71.8
(-) 운전자본투자	(476.6)	(57.1)	412.1	273.5	167.3
(-) Capex	308.0	227.1	99.2	71.7	72.4
OpFCF	282.7	28.4	(233.3)	112.2	241.1
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	1.6	3.4	5.0	8.0	6.2
영업이익증가율(3Yr)	(50.9)	(11.5)	n/a	115.0	64.1
EBITDA증가율(3Yr)	(36.2)	(9.9)	n/a	65.5	43.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	(32.3)	n/a	n/a	132.7
영업이익률(%)	0.5	1.2	2.6	4.3	4.3
EBITDA마진(%)	1.4	1.9	3.2	4.9	4.8
순이익률(%)	(0.2)	0.3	2.2	2.9	2.9

### 주요투자지표

(단위:원,배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Per share Data</b>					
EPS	(622)	367	3,306	4,830	5,180
BPS	43,676	44,220	47,366	52,343	57,665
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	53.8	8.6	5.9	5.5
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	24.2	10.0	8.8	5.4	4.9
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	7.6	5.3	6.0	4.6	4.3
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	265.6	288.5	253.8	237.8	215.4
Net debt/Equity	40.6	19.3	31.2	28.1	22.3
Net debt/EBITDA	1,134.5	313.7	312.4	189.4	156.6
유동비율	141.2	133.8	132.7	125.7	126.5
이자보상배율	0.9	1.6	8.5	21.0	26.6
이자비용/매출액	1.2	1.1	0.8	0.7	0.6
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	51.4	42.7	49.0	51.8	53.7
현금+투자자산(%)	48.6	57.3	51.0	48.2	46.3
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	54.0	52.5	50.2	45.8	40.8
자기자본(%)	46.0	47.5	49.8	54.2	59.2



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.  
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.  
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.  
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	78%	HOLD :	21%	SELL :	1%
-------	-----	--------	-----	--------	----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

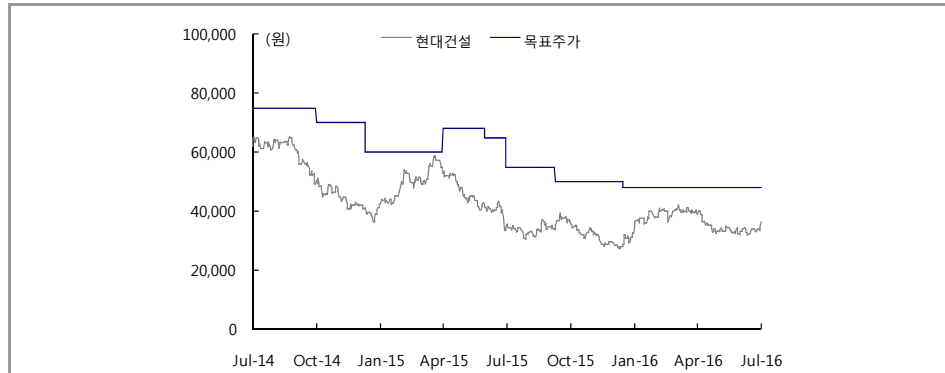
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

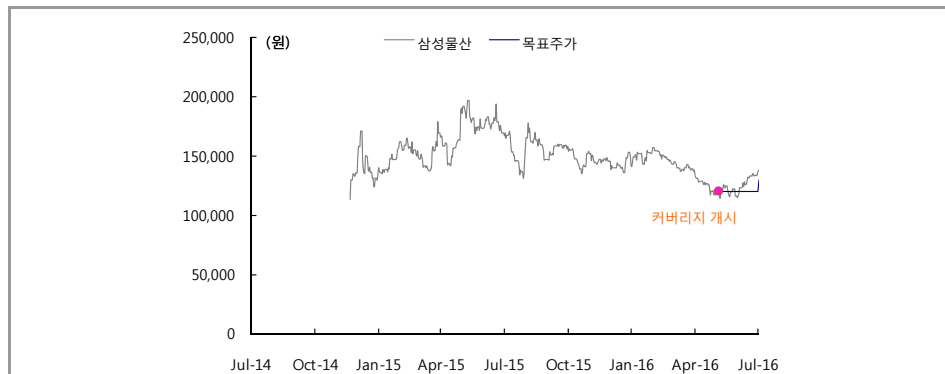
▶ 최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경내용

현대건설 (000720)



일자	2013.06.27	2014.04.28	2014.10.27	2015.01.05	2015.04.27	2015.06.26
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	80,000원	75,000원	70,000원	60,000원	68,000원	65,000원
일자	2015.07.27	2015.06.26	2015.07.27	2015.10.05	2016.01.11	
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	55,000원	65,000원	55,000원	50,000원	48,000원	

삼성물산 (028260)

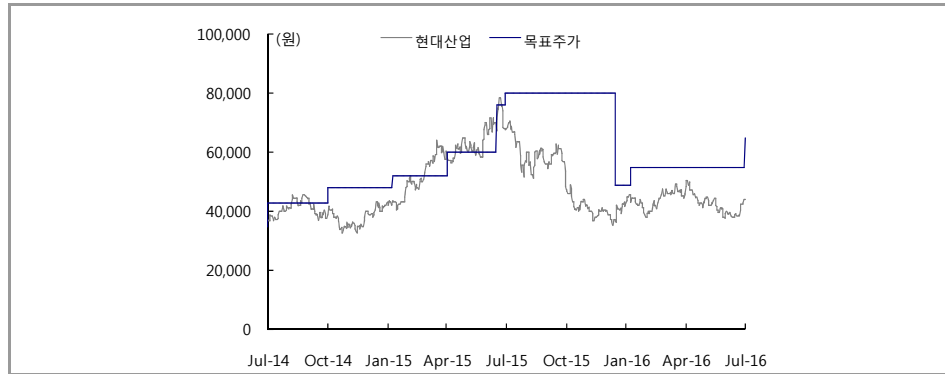


일자	2016.06.02	2016.07.29
투자이견	HOLD	HOLD
목표주가	120,000원	130,000원



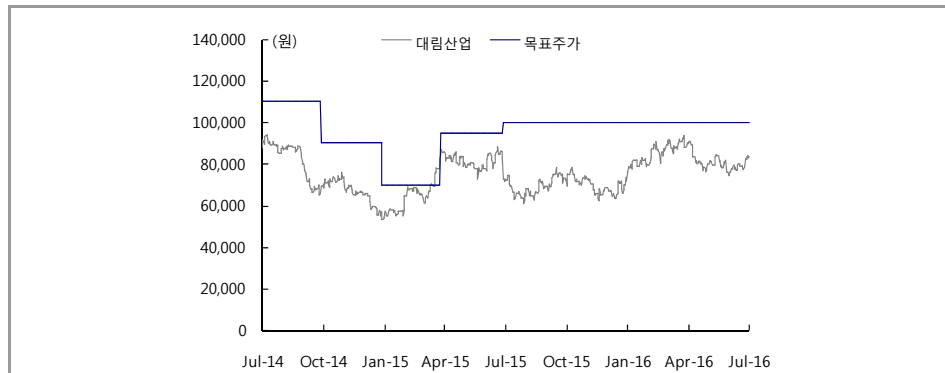


현대산업 (012630)



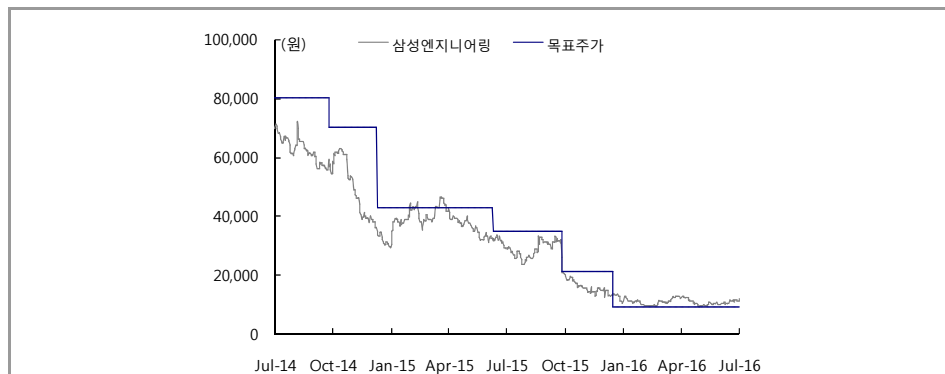
일자	2014.02.05	2014.03.10	2014.07.28	2014.10.28	2015.02.04	2015.04.29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가	29,000원	35,000원	43,000원	48,000원	52,000원	60,000원
일자	2015.07.13	2015.07.27	2015.09.07	2016.01.11	2016.02.04	2016.07.29
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	76,000원	80,000원	80,000원	49,000원	55,000원	65,000원

대림산업 (000210)



일자	2013.03.28	2013.09.26	2014.01.09	2014.01.23	2014.03.10	2014.10.24
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	110,000원	120,000원	110,000원	100,000원	110,000원	90,000원
일자	2015.01.23	2015.04.21	2015.07.24	2016.04.22	2016.07.04	
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	
목표주가	70,000원	95,000원	100,000원	100,000원	100,000원	

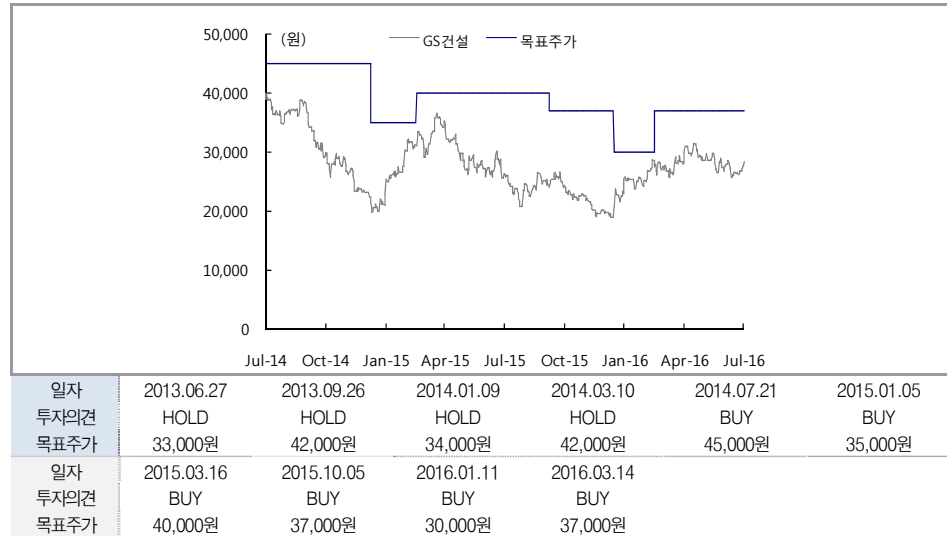
삼성엔지니어링 (028050)



일자	2013.09.26	2013.09.26	2014.01.09	2014.01.30	2014.04.23	2014.07.23
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	90,000원	59,000원	68,000원	71,000원	85,000원	80,000원
일자	2014.10.21	2015.01.05	2015.07.06	2015.10.23	2016.01.11	
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	
목표주가	70,000원	43,000원	35,000원	21,000원	9,000원	



## GS건설 (006360)



본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.