

2011년 4월 29일

현대건설 (000720)

BUY

현대건설, 작살난다.

V 중동에서 건설은 오직 플랜트? 이젠 인프라도 늘어난다.

- 국내 건설사들의 1분기 해외공사 수주액은 126억 달러로 사상 최대 규모이다. 2003년 이후 국내 건설사들의 해외 수주액은 지속적으로 사상 최고치를 갱신하고 있다. 중동의 플랜트 건설은 계속될 예정이다. 중동의 각국은 턱 없이 부족한 전력량을 메꾸기 위한 발전소 건설과 열악한 수자원 상황을 극복하기 위한 담수 및 수처리 플랜트에 투자를 아끼지 않고 있다. 이 뿐 아니라 중동의 인프라에 대한 투자도 늘어난다. 민주화 시위를 기점으로 중동의 인프라 투자는 점점 가시화 되고 있다. 이러한 상황에서 플랜트 뿐 아니라 인프라를 구축하는 토목과 건축에도 강점을 가지고 있는 국내 1위 건설사 현대 건설은 가장 많은 수혜를 보게 될 것이다.

V 자회사 이상의 자회사

- 현대엔지니어링은 현대건설이 72.6% 지분을 보유하고 있는 현대건설의 자회사이다. 2006년 종합 EPC업체로 전환한 후 현대엔지니어링은 급격한 성장세를 보이고 있다. 이러한 현대엔지니어링의 성장이 현대건설의 지분법이익 증가에 크게 기여하고 있음은 물론이다. 앞으로도 현대엔지니어링이 견조한 성장세를 이어갈 것으로 전망되고 있어 현대엔지니어링에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

V 드디어 주인을 찾았다.

- 2001년 경영악화로 인한 워크아웃 이후 10여년간 현대건설은 채권단의 경영 아래 보수적인 경영 기조를 유지해왔다. 하지만 올 4월부터 현대차그룹으로의 편입이 확정됨에 따라 다양한 시너지가 발현될 전망이다. 재계 2위 그룹인 현대차와의 합병은 포괄적, 사업적 측면으로 시너지가 나타날 것이며 동사에 대한 잠재적인 성장요인이 될 것이다.



적정주가:
127,000원
현재주가:
89,900원 (4/29 기준)
상승여력 : 41%

시가총액	100,109억 원
ROE	16.12%
ROA	6.21%
영업이익률	5.84%
배당수익률	0.80%
P/E Ratio	18.89
P/B Ratio	2.82

주요주주:
현대자동차(주)(34.91%)
국민연금관리공단 (6.95%)



리서치 1팀
팀장 : 조창현
팀원 : 김용안
원소정
최유경
황인선

I. Industry : 건설산업

1. 건설업이란?

수주산업인 건설업

건설업은 일반 제조업과 달리 수주산업으로 이루어 지기 때문에 그 특성에서 일반 제조업과 큰 차이를 보인다. 일반 제조업의 경우 선 생산 후 판매의 방식을 취하는 반면 1)건설업은 선 판매 후 생산의 형태를 취한다. 수주산업이라는 특성상 건설산업은 발주자의 입찰을 통해 다수의 업체간 경쟁이 이루어진 후 공사계약이 이루어지는 발주자 중심의 시장특성을 가지고 있다.

국가경제의 기간산업

2)건설산업은 국가경제의 기간산업으로써 국민 생활의 근간이 되는 주택공급부터 타 산업의 생산활동에 기반이 되는 건물이나 공장 등을 비롯하여 도로, 철도, 항만과 같은 사회 인프라 시설의 건설 등을 담당하고 있다. 이러한 건설산업은 타 산업에 비하여 국가 경제에 미치는 영향력이 크고 고용창출 등 부가가치의 유발효과가 크기 때문에 정부 차원에서 경기조절용으로 활용하는 정책적 산업이라고 할 수 있다.

각종 규제와 정부정책의 영향을 받는 건설 산업

건설산업은 법률, 규범 등의 각종 규제와 3)국가정책에 크게 영향을 받는 사업이다. 시설물에 따라 다양하고 상이한 법에 의하여 규제를 받고 있으며, 법에 의한 규제는 물론 정부의 경기부양정책, 산업기반시설의 확충, 부동산 소득에 대한 세제정책 등 정부의 정책에 크게 영향을 받는다. 해외건설수주의 경우에도 해당국가의 정책과 규제 등에서 영향을 받게 됨으로 해당국가의 정책과 규제에 대한 고려가 반드시 필요한 산업이다.

건설업의 구조

건설업은 통상 기획, 설계, 시공, 감리, 사후관리의 단계로 이루어 진다. 각 단계 별로 설계업체, 건설업체, 감리업체, 건설사업관리업체가 참여하고 있으며 건설생산방식은 건설공사 수행 주체들간의 결합방식으로 입찰 계약방식과 하도급방식 등을 통해서 이루어진다.

그림 1. 건설업의 단계



출처: 건설업협회, SMIC Research Team 1

막대한 자금이 필요한 건설산업

건설산업은 기본적인 주거환경 조성에서부터 국가 기간 산업인 도로, 항만, 플랜트 건설까지 광대한 영역에 자리잡고 있는 산업으로써 공사규모가 크고 공사 수행에 장기간이 소요된다. 이러한 대규모의 공사에는 막대한 자금이 필요하기 때문에

건설업의 수급여건은 다른 산업에 비하여 금리나 자본의 가용성 등 금융부분에 큰 영향을 받게 된다. 자금조달을 위한 중요한 금융기법 중 하나로 PF(Project financing)이 있는데 PF는 차입금의 상환을 해당 프로젝트 자체에서 발생하는 미래 현금흐름에 의존하는 조달방식을 의미한다. 우리나라의 건설업계는 자금조달의 상당부분을 PF에 의존하고 있는데 현재 PF 시장은 주택경기침체로 인한 현금흐름둔화로 위축되어 있는 상태이다.

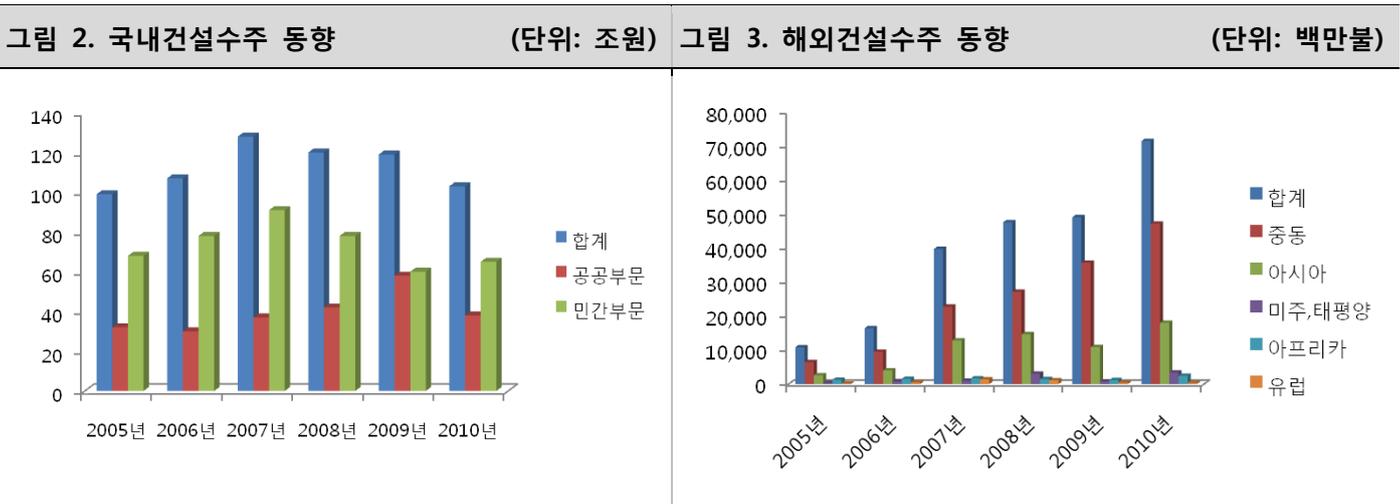
2. 건설업 현황

국내수주는 여전히 위축

국내건설수주는 여전히 위축되어 있는 것으로 보인다. 공공부문에서는 경기부양정책과 4대강 사업으로 인해 2009년에 비정상적으로 증가한 공공수주를 기록했기 때문에 2010년에 상대적으로 급감하였으나 이점을 고려한다면 09년 이전 수준 보다 소폭 증가한 추세를 보이고 있다. 민간부문에서는 미분양주택문제가 주택공급축소와 정부의 정책, 그리고 건설사의 할인분양으로 개선되는 모습을 보이고 있다. 또한 경기회복에 따른 설비투자증가와 서울시 공공관리제 시행을 앞두고 늘어난 재건축, 재개발 수주로 인해 토목과 주택부문 양쪽 모두 2010년에 전년 대비 증가하였으나 이는 2008년 대비 10.9%로 감소한 수치로 여전히 위축되어 있는 것으로 보여진다.

상승추세의 해외수주

건설산업의 해외수주는 꾸준히 상승 추세에 있다. 중동지역 플랜트 수주사업을 중심으로 이루어지고 있는 해외수주는 유가상승에 따른 중동국가들의 자금조달력 개선으로 향후 지속적으로 증가할 것으로 전망된다. 또한 최근에는 아시아를 중심으로 해외수주 물량이 증가하고 있는 추세이며 향후 중남미, 아프리카 등에서도 수주기회가 확대 될 것으로 보인다. 그러나 이러한 해외수주는 몇몇 대형 건설사를 중심으로 이루어지고 있어 해외수주의 증가가 건설업 전반에 걸친 호재라고 볼 수는 없다.



출처: 대한건설협회

출처: 대한건설협회

2. 기업소개- (주)현대건설

1. 기업개요

국내 최고(最古), 최대의 종합건설업체

1971년 콘크리트(주)를 합병하고, 1984년 주식을 상장하였다. 올해 3월 발표된 M&A로 최대주주는 정책금융공사에서 현대차그룹(34.91%)으로 변동되었다. 2010년 미국의 'ENR(Engineering News Record)'로부터 세계 23위, 국토해양부 선정 종합시공능력 1위 건설업체로 선정되기도 하였다. **2011년 현재 시가총액은 약 10조 109억원으로 국내 코스피 상장사 중 33위이다.**

2. 현대건설 BM

단순 시공업체에서 종합 EPC 사업으로

앞서 Industry에서 기획-설계-시공-감리-운영 단계로 나뉘는 건설업의 BM에 대해 살펴본 바 있다. 현대건설은 건설의 전 단계를 아우르는 사업부를 가지며, 그 중 **EPC(Engineering, Procurement, Construction), 즉 설계와 자재조달과 시공을 일괄처리하는 부문에 특화**되어 있다. 또한 마진률이 높은 설계부문과 복합개발사업부문의 경쟁력을 육성하여, 2015년 ENR기준 해외수주액 기준 전 세계 20위 달성을 목표로 하고 있다.

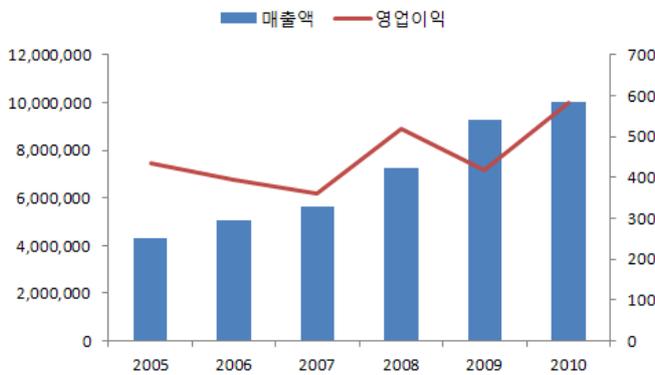
3. 현대건설 사업부 별 매출액 및 사업부 소개

09년 이후의 매출액 증가는 해외부문의 매출액 증가 때문

그림 1로부터 지난 05년부터 동사의 매출액은 지속적으로 늘어난 것을 확인할 수 있다. 특히 09년 및 10년의 영업이익 증가는 원가율이 낮은 해외플랜트/전력 사업의 수주량 증가로 인한 것이다. 10년도 동사는 총 110억불의 기록적인 해외수주를 기록하였고, 이는 지난해 46억불에 두 배 이상 증가한 수치이다. 통상 건설업은 사업에 따른 수주액을 공사기간에 따라 상각하여 매출액을 인식하기 때문에, 비약적으로 증가한 수주잔고는 추후 공사기간에 따라 반영이 될 것이다. 따라서 증가한 수주잔고는 11년 및 12년도 매출액 또한 10년도 매출액을 outperform 시킬 것이라 예상된다. 이에 대한 자세한 예측과 그 근거는 Valuation 부문에서 살펴볼 것이다.

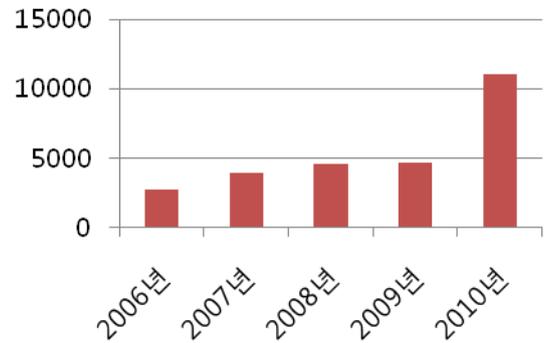
그림 4. 영업이익 및 매출액추이

(단위: 억 원)



출처 : 사업보고서

그림 5. 연도별 해외수주 (단위: 백만 달러)



출처 : 현대건설 IR

사업부 구성

1) 국내 2) 해외

- 토목, 주택, 플랜트

현대건설의 사업부는 크게 국내와 국외로, 다시 건설과 토목/ 주택/ 플랜트 나눌 수 있다. 1) 토목 사업부는 도로와 교량, 고속철도 등 국가기간사업(SOC)건설에 필요한 용역과 설계시공을 담당한다. 규모가 큰 대형공사이고 수익이 안정적이라는 특성이 있으나 정부의 토목사업 전개에 따라 좌우된다.

2) 주택 외 건축사업부는 정부가 발주한 공공건물, 공장건물 및 상업용 업무용 건물을 담당한다. 국내의 민간수주, 관급(조달청)이 주요 고객사이며 해외 발 매출액도 상당하다(건축 전체 매출액 대비 23%). 작년 싱가포르 아시아스퀘어타워(3900억원), 카타르의 '하마드 메디컬 시티'(6133억원)를 수주한 바 있다.

3) 주택사업은 신규분양 및 재개발 재건축 리모델링 사업을 전개한다. 따라서 국내 주택경기, 정부의 부채비율규제, 재건축 규제에 의해 좌우된다. 동사는 아파트는 프리미엄브랜드인 '힐스테이트', 주상복합은 '하이퍼리온'이라는 브랜드를 사용한다.

4) 플랜트 사업은 에너지 석유화학, 정유, 가스/ 발전과 원자력사업/ 기타 정보통신과 담수관련 사업으로 나뉜다. 국가 기간산업의 설비를 만드는 플랜트 건설은 규모가 매우 크고, 해당 산업에 대한 설계 기술력이 필요하며 Turn-Key(일관입찰방식)을 따르기 때문에 대형건설사만이 참여할 수 있다. 동사는 독자로 입찰에 참여하거나, 타사와 컨소시엄을 구성하여 부분 참여하는 방식으로 참여하고 있다.

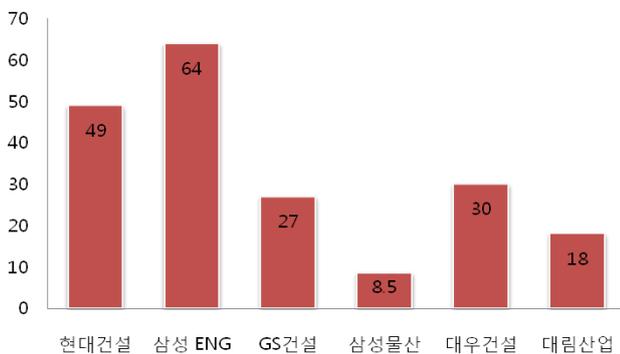
4. 경쟁사 현황

국내에는 수 건설사가 난무하고 있다. 그러나 매출액 및 사업규모로 좁혀보자면 삼성물산, 삼성엔지니어링, GS건설, 대우건설, 대림산업 정도를 경쟁사라 할 수 있다. 현대건설과 경쟁사는 어느 정도 유사한 사업 포트폴리오를 가지고 있다. 그러나 각 사업부가 매출액에 기여하는 정도, 특히 해외 사업부문에서의 포트폴리오는 회사간 차이를 보인다. 삼성물산은 플랜트 부문 해외 매출이 없으며, GS 건설과 대우건설 모두 해외 건축과 플랜트 토목사업에 고르게 진출하고 있으나 수주와 매출규모에서 현대건설과의 큰 차이가 있다.

국내 건설사 중

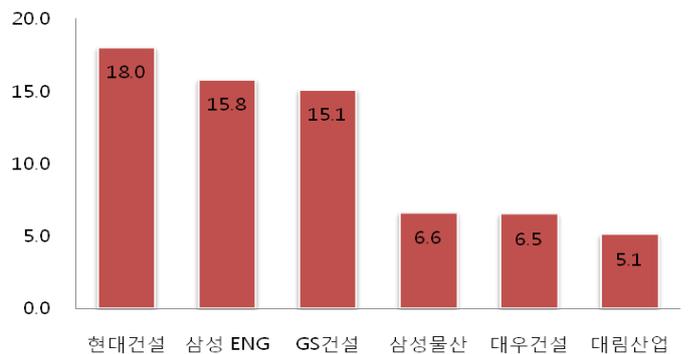
압도적인 해외 수주액

그림 6. 국내 주요 건설사 해외 매출 비중 (단위 : %)



출처 : 각 사, SMIC Research Team 1

그림 7. 주요 건설사 수주잔고 추이 (단위: 조 원)



출처: 각 사, SMIC Research Team 1

5. 현대건설 현대차그룹으로 경영권 이전

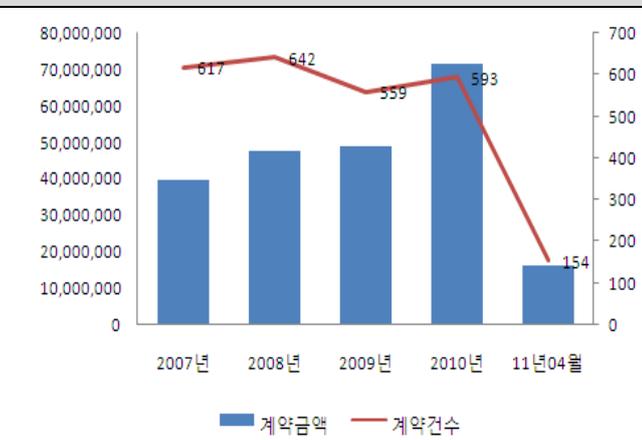
지난 3월 현대자동차그룹이 현대건설 채권단과 인수를 위한 본계약을 체결, 현재 현대차그룹의 계열사가 되기 까지 여러 우여곡절을 겪었다. IMF 이후 누적된 적자가 2000년까지 약 3조 억 원에 이르러, 법정관리에 들어갔다. 2006년 워크아웃을 졸업하였고 이후 현대차에 인수된 올해 3월까지 채권단 관리를 받았다. 워크아웃 기간 동안 부채비율과 재무 안정성 비율이 눈에 띄게 회복하였는데 이는 지속적인 차입금상환과 출자전환을 하였기 때문이다. 그러나 채권단의 경영방침이 부채 회수 및 비용절감에 초점을 맞추었기 때문에 현대건설의 독자적인 영향은 제한될 수 밖에 없었다. **오너 교체 및 인수합병에 따른 파장 및 시너지 효과는 투자포인트 3에서 자세히 언급할 것이다.**

3. 투자포인트 1: 지속적인 해외수주 증가

3.1. 앞으로 해외 시장 발주는 꾸준히 늘어날 것

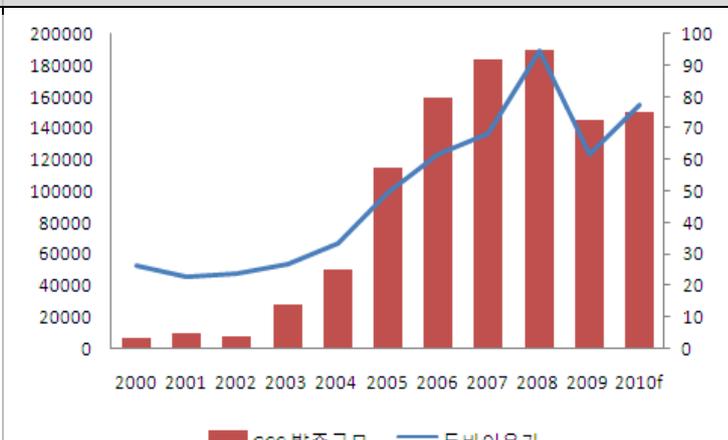
작년 우리나라 건설사들의 해외 수주가 700억 달러를 넘어서면서 연간 수주 사상 최대 금액을 경신했다. 이는 단기적인 현상이 아니며 2003년 이후로 국내 건설사들의 해외건설 계약금액은 계속하여 높은 성장세를 보이고 있다. 국내 건설사들의 주된 시장은 아시아와 중동이다. 현재까지 국내 건설사들의 성장을 견인해 온 요인은 아시아개발도상국의 인프라 개발 붐과 중동 산유국들의 플랜트 건설이다. 이러한 성장은 올해 중동의 인프라 개발이 가시화 됨에 따라서 더욱 확대될 것으로 보인다.

그림 8. 해외 계약 금액과 계약 건수
(단위: 억 달러, 건)



출처: 해외건설협회

그림 9. 두바이유가와 GCC 발주규모
(단위: 백만달러, 달러)



출처: 해외건설협회

고유가 기조와 함께 해외 플랜트 수주는 꾸준히 증가하고 있음

발전소와 담수 및 수처리 플랜트 중심으로 증가 중

3.2.1. 중동에서의 플랜트 건설 증가

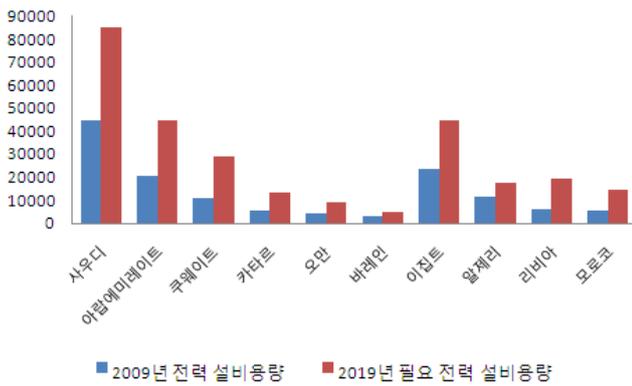
현재까지 중동의 산유국에서는 고유가와 플랜트 발주의 상관관계는 95%에 이를 정도로 중동의 많은 국가들은 oil money를 플랜트를 건설하는데 투자해 왔다. 이러한 고유가 기조가 유지되는 가운데 중동의 각 국 정부들은 기간산업인 발전소와 담수 및 수처리 플랜트를 더 많이 건설하고 있다.

중동지역은 수전력 수요가 급증함에 따라 정부주도로 약 2,410억불 규모의 발전 및 송전 프로젝트가 시공 및 계획 중에 있다. 또한 담수 및 수처리 프로젝트 규모가 약 600억불, 대체에너지 프로젝트가 약 560억불에 달하는 것으로 추정되고 있다. **이렇게 중동에서는 1)턱 없이 부족한 전력량을 메꾸기 위한 발전소 건설과 2)열악한 수자원 상황을 극복하기 위한 담수 및 수처리 플랜트에 투자를 아끼지 않고 있다.** 전세계 전력 공급량 중에 4.1%만 MENA 지역에 공급되고 있다. 중동의 전력수요량은 매년 5~8%씩 늘어나고 있어, 현재의 각 국의 전력 공급량은 2019년 예상 전력 수요량에 절반에도 미치지 못한다. 국내 건설사들의 플랜트 부문 프로젝트 수주 중 발전소가 차지하는 비율은 57%인데, 이렇게 큰 비중을 차지하는 발전소의 건설이 향후 10년간은 이어질 것

으로 보인다.

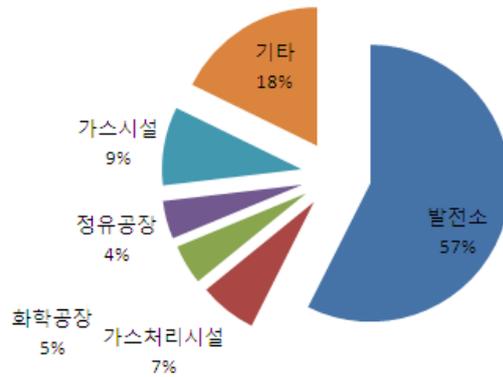
담수 플랜트도 마찬가지이다. MENA(Middle East and North Africa) 지역 인구의 절반 정도는 깨끗한 물을 사용하지 못하고 있는 것으로 알려져 있고 1인당 수자원 사용 가능용량도 전 세계 평균의 1/5에 지나지 않으며 향후 15년 동안 이러한 수자원 사용 현황이 더욱 악화될 전망이다. 인구 증가율이 평균 2.1% 정도인 중동에서 경제가 발달함에 따라 전력과 수자원의 수요가 늘어가는 속도 또한 매우 빨라 이를 따라 잡기 위해 중동의 각국 정부들은 수자원에 대해 지속적으로 투자를 확대하고 있다.

그림10.중동 전력설비현황과 미래현황 (단위: MW)



출처: MEED, 해외건설협회

그림 11. 국내 건설회사 해외 플랜트 수주 종류별 비중



출처: 해외건설협회

3.2.2. 인프라가 늘어나요

인프라도 함께
증가할 것

현재 중동 국가들의 실질GDP 성장률은 평균 4%를 웃돌고, 인구성장률은 2.1%로 다른 나라 국가들에 비해 상대적으로 높다. 그러나 이러한 경제성장률과 관계 없이 oil money로 인한 부의 축적은 소수 엘리트들과 집권층에게만 해당되는 것이었고, 국민들의 생활 수준은 열악했다. 이제까지의 중동에서의 건설업은 주로 천연자원과 관련된 플랜트를 만드는데 치중되어 있었고, 국민들의 복지를 위한 인프라나 지속적인 국가의 발전을 위한 도로교통 관련 인프라 등은 취약하기 그지 없었다. **고유가가 지속됨에 따라 중동의 각국 정부는 5~6년 가량의 인프라 투자계획을 추진하기 시작했다.**

민주화 시위로 인한
인프라 투자 확대

이러한 투자계획의 불씨에 중동의 민주화 시위는 기름을 붓고 있다. 중동에서 리비아 사태 등 민주화 운동이 일어남에 따라 중동의 집권층들은 자국으로 시위가 퍼지지 않게 하기 위해 유화책을 쓰는 전략을 사용, 이는 국민 생활 수준 향상을 위한 주목할만한 규모의 인프라의 건설로 이어지고 있다. 특히 GCC 국가들(사우디아라비아, 쿠웨이트, 아랍에미리트, 카타르, 오만, 바레인)에서 가시적인 움직임이 나타나고 있다. 올해 사우디, 오만, 바레인은 고용 창출, 공공 의료 서비스, 공영 주택 등의 복지 계획을 발표하였다. 2011년 3월, 사우디는 주택, 병원 등의 건설을 비롯한 복지 계획에 약 150조 원의 전례가 없는 금액을 투자하기로 했으며, GCC 연합은 바레인과 오만에 각각 100억씩 총 200억 달러 규모의 원조계획을 발표하였다.

2022 카타르 월드컵

이 뿐 아니라 2022년 월드컵을 개최하는 GDP 세계 1위 부자 나라 카타르의 영향 또한 대단하다. 이들은 110조원 규모의 인프라 구축을 진행하고 있는데, 축구장 뿐만 아니라 공항, 도로, 호텔 등의 건설이 잇따르고 있다. 카타르는 국내 건설업체들이 큰 비중을 차지하고 있는 국가는 아니지만, 카타르가 월드컵 개최지로 확정됨에 따라 국내 업체들의 수주가 늘어날 전망이다.

3.3 최고 수혜는 현대건설

i. 토목, 건축 현대건설이 제일 잘 해

인프라에 있어서는 경쟁사와 비교 불허

해외 수주 규모가 늘어날 것이라고 생각되는 상황에서 가장 수혜를 받을 국내 건설사는 현대 건설이다. 현재 해외에 진출에 있는 대부분의 건설사들은 플랜트에 집중하고 있다. 플랜트, 토목, 건축 이 세 분야의 해외 수주에서 토목과 건축 쪽은 현대건설이 각각 54.6%, 22.84%의 점유율을 가지고 있다. 특히 현대건설은 병원, 항만, 도로공사 등에 있어서 특화되어 있다. 현대건설은 싱가포르에서 최저가입찰이 아닌데도 병원 건설 수주를 받아내고 있으며, 실제로 이와 같은 경쟁력을 증명이라도 하듯 현대건설이 지은 싱가포르의 쿠탕푸아르 병원이 지난 27 일에 디자인 어워드 최고등급을 수상하기도 했다. 또한 한 때 큰 이슈가 되었던 브라질의 고속철 건설에 있어서도 수익성 문제로 현대건설이 입찰에 참여하지 않자 현지의 영향력 있는 업체 5 곳이 현대건설의 참여를 요구하고 있다고 한다. 현대건설의 브라질 고속철 사업 참가여부를 떠나 이는 토목/건축 부분에서의 동사의 경쟁력을 보여주는 하나의 예이다.

ii. 토목/건축이 플랜트보다 시장이 크다

시장규모는 건축 > 토목 > 플랜트

현대건설이 해외에서 토목, 건축 분야에 포트폴리오를 가지고 있는 것은 기대 이상으로 긍정적이다. 국내 기업들이 플랜트 중심에 사업을 전개해 나가고 있지만, 실로 중동에서 가장 큰 프로젝트 규모를 차지 하는 것은 건축과 토목 등의 인프라 관련 발주이다. 2010 년 현대 건설의 해외 매출액 증가는 플랜트 부문 2 배, 토목은 3 배, 건축은 약 9 배 이상 증가하였다. 아직까지 그 절대액에 있어서는 플랜트가 66%로 가장 크지만 이러한 토목과 건축에서의 프로젝트 수주 증가가 보여주는 것은 플랜트보다 더 규모가 큰 시장에서 동사가 더욱 그 M/S 를 높일 수 있음을 시사한다.

그림 12. 국내 건설사 해외 수주 중 현대 건설 비중

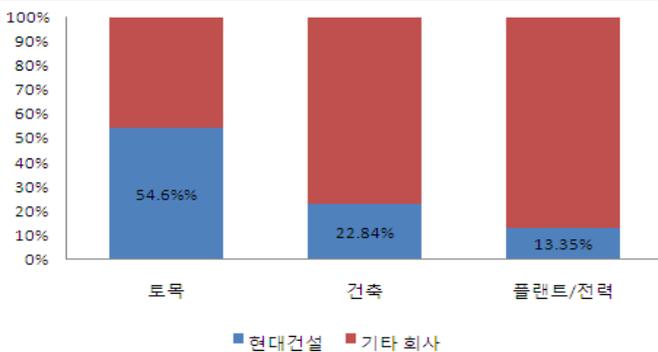
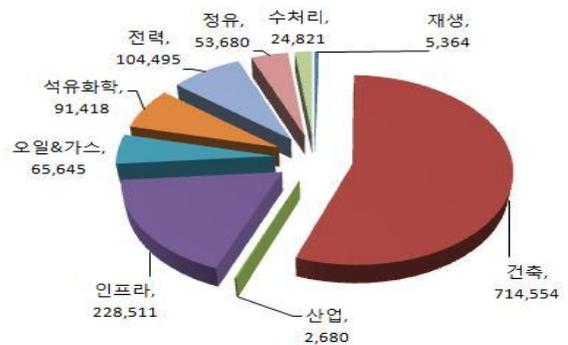


그림13. GCC 공종별 계획중 프로젝트 규모(단위:백만불)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC Research Team 1

출처: 해외건설협회

유의미한 카타르에서의 동사의 점유율

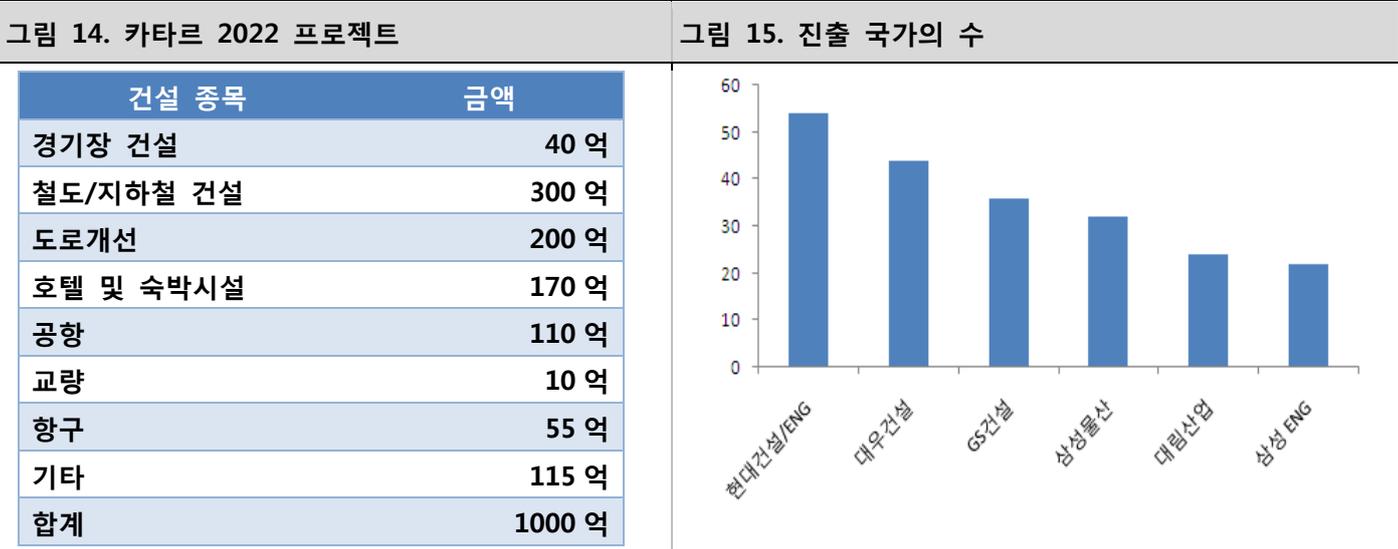
iii. 카타르량도 친해요

또한 우리는 카타르에 주목할 필요가 있다. 작년에 현대건설은 카타르에서 9 억 달러를 수주 했는데 비록 금액이 크지는 않지만 이 금액은 총 카타르 건설시장에서 8.8%의 점유율에 해당한다고 한다. 또한 2010 년에 수주한 프로젝트는 카타르의 5 단계로 이루어진 'Qatar Heart of Doha'의 1 단계에 해당되는데, 이는 현대 건설이 계속해서 카타르에서 수주를 따내는데 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것이라 판단된다.

3.3.2. 지역다각화

국내 건설사 중 현대건설의 진출 국가 수가 48 개로 가장 많아, 지역다각화가 상대적으로는 잘 되어 있다. 또한 자회사인 현대엔지니어링과의 협업 관계를 통한 새로운 시장 진출의 효과를 기대할 수 있다. 현대엔지니어링이 진출한 나라까지 합하면 총 54 개 국가로 국내 건설사중 가장 많다.

2010년 현대건설의 해외 수주 중 중동에서의 프로젝트가 73%로, 다른 국내 건설사들과 비슷하게 중동에 그 매출이 치우친 경향을 보였다. 그러나 현대건설은 올해 초 베트남과 인도네시아 등지에서 수주를 따냈다. 이는 베트남과 인도네시아에 시장에 4년 만에 재 진입한 것으로, 줄어들었던 아시아에서의 비중을 늘릴 수 있는 발판을 만들고 있다. 또한 현대건설은 또한 건설사들의 각축장이라고 일컬어지는 싱가포르의 국토 면적의 5%에 건물을 지을 만큼 싱가포르에서도 그 위상이 높아 향후 지속적으로 아시아 시장에서 점유율을 높일 수 있을 것으로 보인다.



출처: 카타르 금융센터

출처: 해외건설협회

IV.투자포인트2:자회사 이상의 자회사 현대엔지니어링

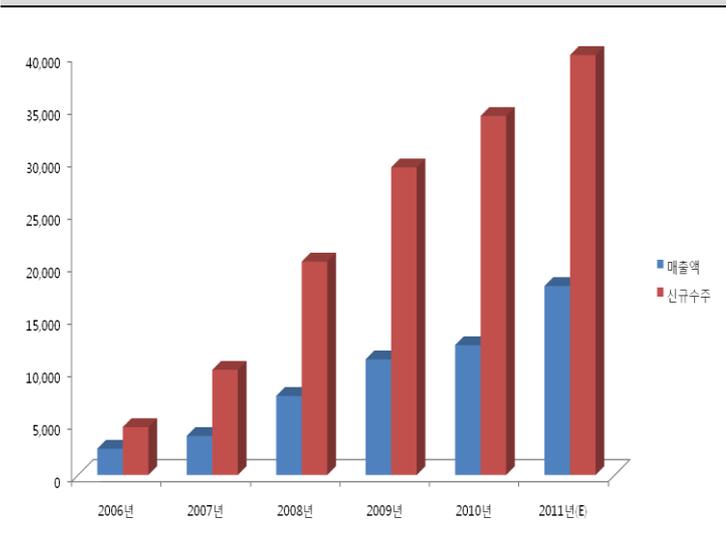
해외플랜트 위주의 EPC 업체

현대엔지니어링은 화공플랜트, 전력플랜트, 인프라/환경플랜트, 신사업플랜트로 구성된 4개의 플랜트 사업부를 영위하고 있는 종합플랜트 업체이다. 현대엔지니어링은 본래 설계와 감리용역을 담당하였으나 **현재는 그 간의 공사경험과 축적된 기술력을 바탕으로 EPC(Engineering- Procurement- construction)일괄수행 업체로 전환하여 설계, 자재조달, 시공에 이르는 플랜트 전반에 걸친 사업을 영위하고 있다.** 플랜트 사업의 특성상 국내보다는 해외에서 매출의 대부분이 발생하는데 현대엔지니어링 역시 대부분의 매출이 해외 플랜트수주에서 발생한다. 발주처는 중동을 비롯하여 아시아, 아프리카, 남미로 이루어져있다

끊임없는 성장세, 현대엔지니어링!

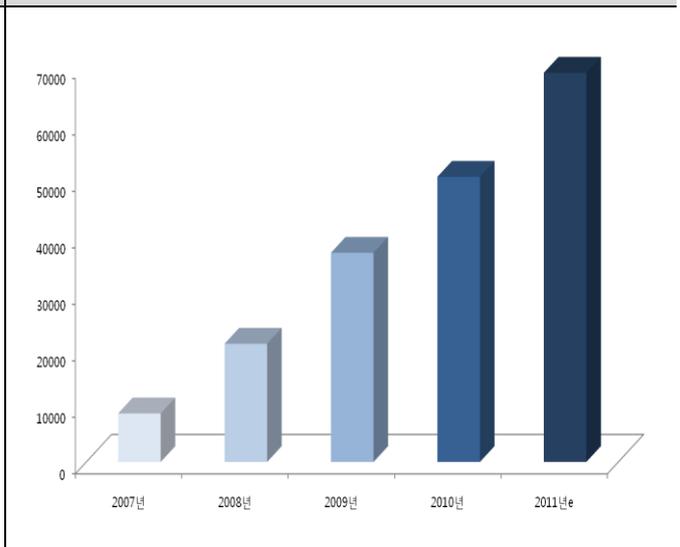
현대엔지니어링은 2006년 EPC일괄수행 업체로 전환한 이후 성장을 거듭하고 있다. **2010년 기준 2006년 대비 신규수주액 8.0배, 매출액은 5.2배, 영업이익 9.7배, 순이익 9.8배 증가라는 폭발적인 성장세를 보여주고 있다.** 영업이익률 또한 2006년 7.7%에서 **2010년 14.6%로 증가하였는데** 이는 양적 성장과 더불어 질적 성장도 함께 이루어졌다는 점을 보여준다. **매출액에 3.4배에 달하는 수주잔고** 또한 현대엔지니어링의 긍정적인 점이다. 동종업계 1위인 삼성엔지니어링의 수주잔고(매출액의 2.1배)와 비교해 볼 때 그 양이 상당함을 알 수 있다. 수주잔고의 매출화가 빠른 플랜트산업에서 매출액의 3.4배에 달하는 수주잔고는 향후 현대엔지니어링의 매출액이 가파르게 상승 할 것임을 보여준다. 실제로 현대엔지니어링의 2011년 매출은 1조 8천억원으로 추산되고 있으며 이는 2010년 대비 50% 성장한 추세이다. 투자포인트1에서 언급한 바와 같이 해외수주가 늘어날 것으로 전망되고 있어 신규수주 또한 지속적으로 늘어날 것으로 전망된다.

그림 16. 현대엔지니어링 매출 및 신규수주동향 (단위: 억원)



출처: 현대엔지니어링, SMIC research team1

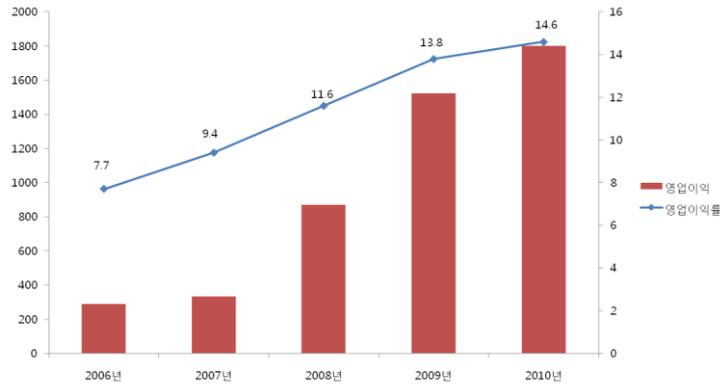
그림 17. 현대엔지니어링 수주잔고 추이 (단위: 억원)



출처: 현대엔지니어링, SMIC research team1

그림 18. 현대엔지니어링 영업이익 및 영업이익률

(단위: 억원,%)



출처: 현대엔지니어링, SMIC research team1

**우수한 기술력의
현대엔지니어링**

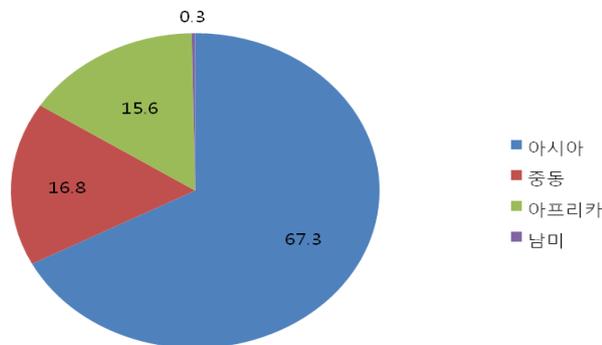
현대엔지니어링은 FEED(front-end Engineering Design)와 PMC(Project Management Consultant) 등의 고부가가치 엔지니어링 분야를 수행했다. FEED는 기본설계부분으로써 서구업체들이 독점적으로 수행하고 있고 국내업체는 미약한 것이 사실이다. PMC는 발주처를 대신해 라이선스를 선정하고 주요 기자재를 구매하는 등 전체 프로젝트를 종합 관리하는 것으로서 이 또한 국내업체가 미약한 분야이다. 현대엔지니어링은 이 부분에 대한 연구와 투자를 지속해왔으며 이를 바탕으로 쿠웨이트 율탈유 플랜트, 태국 시프코사 발주 복합화력발전소, 현대정유 제2 고도화 설비 등의 프로젝트에서 FEED와 PMC를 수행함으로써 기술력을 입증했다.

다변화된 해외 매출처

현대엔지니어링은 중동 중심의 다른 업체와는 달리 아시아를 중심으로 아프리카, 남미 등으로 해외 발주처가 다변화 되어있다. 최근 5년간 지역별 수주 현황은 아시아 67.3%, 중동 16.8% 아프리카 15.6%, 남미 0.3%로 구성되어 있다. 현대엔지니어링은 다른 업체에 비하여 MENA(중동과 북부아프리카 산유국)에 대한 의존도가 상대적으로 낮는데 이는 이번 중동 민주화 사태와 같은 정치적으로 불안정한 MENA 지역의 risk상황에서 다른 업체에 비하여 상대적으로 안정적인 수주와 매출을 가능하게 하는 점이다.

그림 19. 현대엔지니어링 지역별 수주 동향 (2006~2010년)

(단위 : %)



출처: 현대엔지니어링, SMIC research team1

지분법이익의
대부분을 책임지는
현대엔지니어링

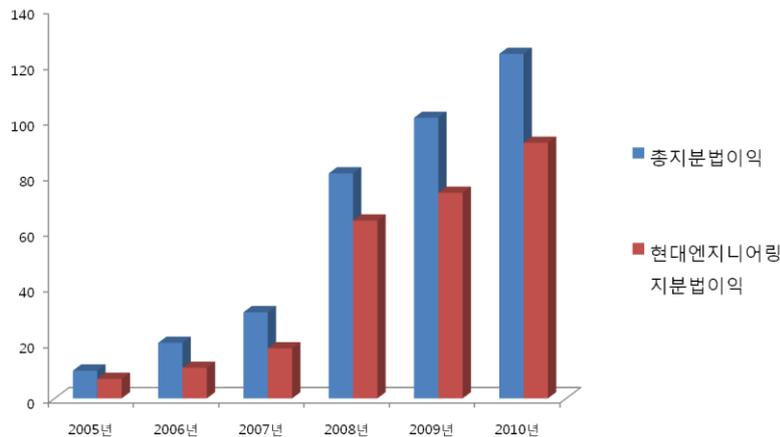
현대엔지니어링은 현대건설이 지분의 72.6%를 보유하고 있는 현대건설의 자회사다. 모회사인 현대건설의 지분법이익은 현대엔지니어링의 지속적인 성장으로 인하여 매년 가파르게 상승해왔다. 현대건설의 2010년 지분법이익 1240억 중 약 75%인 920억이 현대엔지니어링에 의한 것이며 현대엔지니어링의 성장세에 따라 향후 지분법이익도 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

적절한 가치 평가가
필요

현대건설의 가치를 올바르게 평가하기 위해서는 현대엔지니어링의 적정 가치가 반영되어야 한다. 현대엔지니어링의 총 가치는 현대건설의 장부가치를 근거로 추정, 2010년 말 4,000억원에 불과하다. 이는 현대엔지니어링의 2010년 당기순이익이 1283억원임을 고려할 때 PER 3.11배 수준이다. 따라서 이후의 Valuation에서는 삼성엔지니어링과의 비교를 통하여 현대엔지니어링의 적정가치를 추정하여 반영할 것이다.

그림 20. 현대건설의 지분법 이익의 동향

(단위: 십억원)



출처: 현대엔지니어링, SMIC research team1

V. 투자포인트3. 현대차의 품으로

1. 현대차그룹의 인수

현대차그룹에의 편입

2011년 4월 1일부로 현대차그룹의 현대건설 인수절차가 마무리되었다. 현대건설은 2000년 하반기 이후 경영실적 악화로 이어져 2001년 워크아웃 상태가 되었고, 2006년 워크아웃을 졸업하면서 이후 누가 인수하게 될 것이냐가 시장의 관심사였다. 2010년 하반기부터 진행된 현대그룹과 현대차그룹 사이의 인수 전쟁을 거쳐 마침내 현대차그룹으로의 인수작업이 완료되었다.

현대차그룹으로의 인수는 긍정적

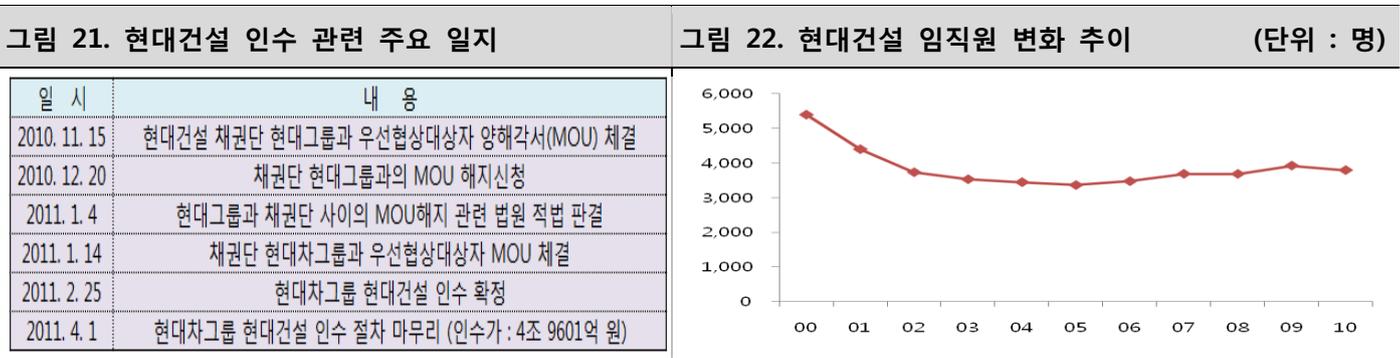
현대그룹이 아닌 현대차그룹으로 피인수된 점이 현대건설에 긍정적이라는 점에 대해서는 논란의 여지가 없다. 현대그룹의 경우 인수 여력이 여의치 않은 상황에서 사실상 현대그룹의 지주회사 역할을 하고 있는 현대상선의 경영권 문제로 인해 무리하게 자금을 조달하려 했고, 이 과정에서 문제가 발생했다. 반면 현대차그룹은 국내 재계 서열 2위로 규모가 다를 뿐 아니라 자금여력이나 향후의 성장성 등을 감안하더라도 비교가 불가능하다.

따라서 Research Team 1에서는 현대차그룹으로의 편입이 다양한 시너지로 연결될 것이고, 이를 현대건설에 대한 잠재적인 성장 요인으로 판단하며 시너지에 대한 부분을 포괄적 측면과 사업적 측면으로 나누어 제시하고자 한다.

2. 현대차그룹 시너지 - 포괄적 측면

강력한 오너십 경영으로 탈바꿈

현대건설은 2001년 워크아웃 이후 10여년간 채권단의 경영 아래 보수적인 경영 기조를 유지해왔고, 이 때문에 기업 내외부적으로 역량을 제대로 발휘하지 못했다. 내부적으로는 2001년 대대적인 인력 감축을 감행하였고, 워크아웃 졸업 이후에도 커져가는 기업 규모에 비해 인력 충원은 무척이나 더디게 진행되어 2010년 기준으로 10년 전 인력수준의 70% 수준이다. 또한 재무적 안정성에 집중한 상태로 외부적으로도 수주입찰에 있어 본래의 역량을 다 발휘하지 못한 측면이 있었다. 하지만 현대차그룹으로의 편입으로 인해 1)강력한 오너십 경영으로 탈바꿈할 것이고, 이후 공격적인 경영으로 현대건설의 내외부적 경쟁력을 제고하는 계기가 될 것으로 보인다.



출처 : 언론자료 취합

출처 : 사업보고서

그룹사 차원에서
집중 육성될 것

실제로 현대차그룹의 정몽구 회장은 2)“현대건설을 자동차, 철강과 함께 그룹의 3대 핵심 성장동력으로 집중 육성할 계획”이라고 언급하며, 향후 10년간 10조원을 투자하여 글로벌 상위 건설사로 만들겠다고 밝혔다. 기업규모에 비해 더디게 진행되어 온 인력충원 측면에서도 공격적인 충원을 통해 향후 10년간 직간접 고용인력을 현재의 4~5배 가량 증원한다고 밝혔다. 이와 함께 현대차그룹은 향후의 사업전망에 대해서도 그림 1과 같이 구체적인 가이드라인을 제시한 상황이다.

향후 성장도
탄력을 받을 것

이러한 공격적인 투자는 모그룹의 현상황을 고려할 때 실현가능한 것으로 판단된다. 현대차그룹은 탄탄한 자금력을 바탕으로 건설한 재무구조를 유지하고 있고, 자동차와 철강 등 주요 사업부분이 가파른 성장추세에 있기 때문이다. 따라서 **그룹 차원에서의 강력한 육성 의지와 함께 현대건설의 향후 성장도 탄력을 받을 것으로 보인다.**

수주경쟁력도
Upgrade 될 것

3)수주경쟁력 측면에서도 한 단계 업그레이드 될 것이다. 대기업 그룹집단으로의 편입을 통해 현대건설의 신인도는 국내외적으로 한 단계 향상될 것이고, 전 세계로 이어진 그룹 차원의 해외 네트워크는 현대건설의 수주경쟁력을 한 단계 끌어올릴 수 있을 것으로 보인다. 특히 해외 정보력과 네트워크가 가장 중요한 Developing 부분에 진출하는데 도움이 될 것이다. 또한 모회사의 튼튼한 재무구조를 바탕으로 Financing이 필요한 사업에도 충분한 수주경쟁력을 갖출 수 있을 것이며, 범현대사 계열사 물량도 어느정도 확보 가능할 것으로 보인다.

3. 현대차그룹 시너지 - 사업적 측면

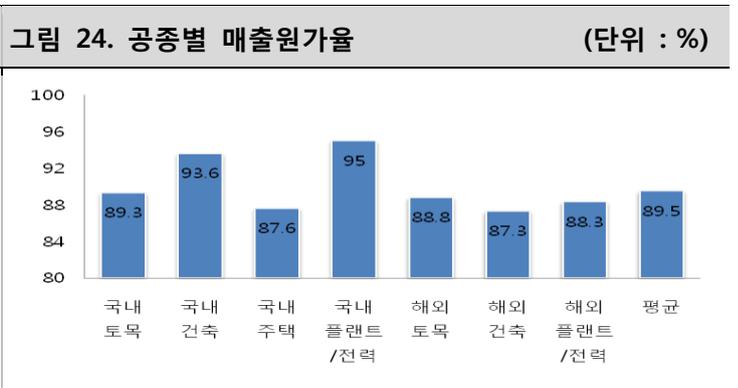
그룹내 계열사를
통한 원료 수급

사업 자체와 관련해서도 직접적인 시너지가 예상된다. 첫째로 생각해볼 수 있는 부분은 원재료 수급 측면에서의 시너지이다. **매출원가율이 90%에 달하는 건설업종의 경우, 원재료에 수급을 통한 원가경쟁력이 수주경쟁력에 직접적인 영향을 미친다.** 현대제철은 인프라 및 플랜트 건설에 필요한 다양한 제품에 대한 생산라인을 갖추고 있으며 정확한 비중은 알 수 없지만, 현재에도 현대건설은 현대제철로부터 일부 원재료를 공급받고 있는 상황이다. 향후 현대제철의 일관제철소가 완공됨에 따라 추가적인 공급 여력도 충분할 것으로 보인다. **1)그룹내 계열사를 통한 원료 수급**은 각 공정별로 수주경쟁이 치열해지고 있는 해외 시장에서 현대건설의 수주경쟁력을 강화시켜 줄 것이다.

그림 23. 현대건설 육성 가이드라인

3대 핵심 사업	4대 지속 사업	5대 녹색 사업	6대 육성 사업
항공플랜트 발전 및 담수 플랜트 해양공간 (항만/준설/조장교대량)	주택 건축 도로 국내 부동산 개발	철도(고속철도) 전기차 해외원전 신재생에너지 플랜트 (풍력/연료전지) 환경플랜트	스마트그리드 스마트시티 철강플랜트 해양플랜트 해외 SOC 해외부동산개발

출처 : 현대차



출처: 현대건설 IR

**현대로템과의
시너지 효과**

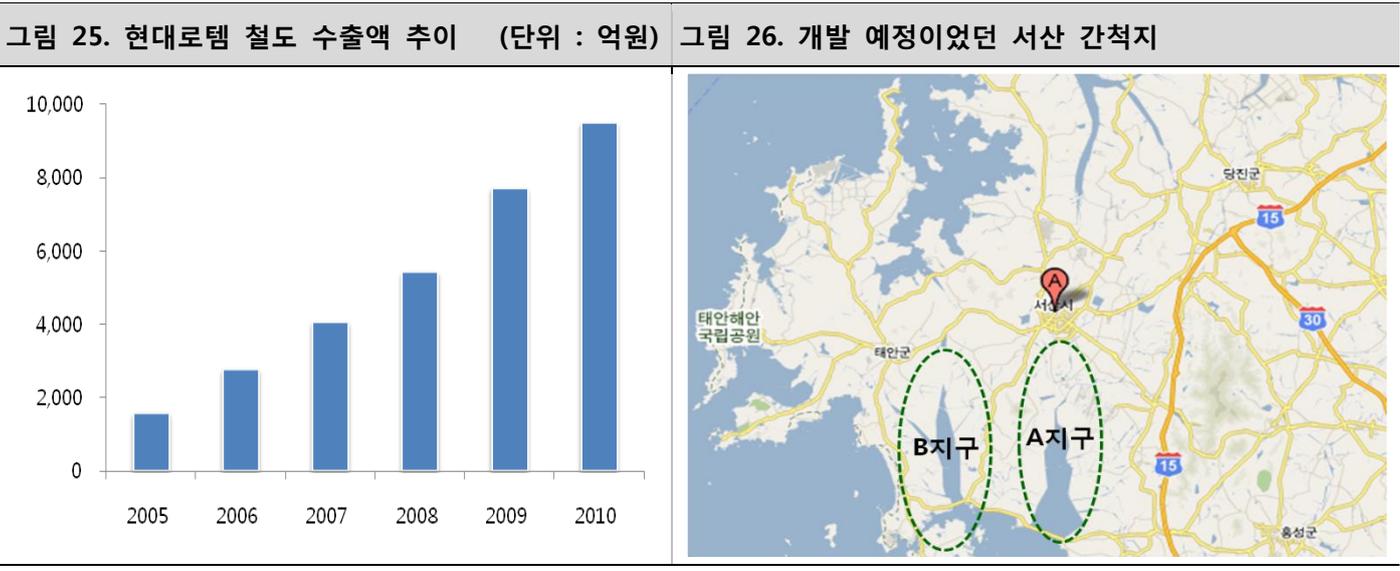
현대차그룹 계열사인 현대로템과의 시너지도 예측 가능하다. 현대로템은 철도사업을 영위하고 있으며 국내에서 약 85%의 점유율을 보이고 있다. 세계시장에서의 점유율은 현재 2%에 불과하지만 지속적으로 가파른 성장을 보이고 있으며 최근 브라질 등 국가 철도 시설 수출에 매우 적극적인 모습을 보이고 있다. **중요한 점은 전체 철도사업에서 주변 토목 및 건축 시설 등의 인프라 비중이 30% 가량이라는 점이다.** 따라서 09년 기준 2,000억불의 시장규모로 향후 꾸준히 성장할 것으로 예측되는 **2)철도시장에서 현대로템과의 시너지를 통해 추가적인 수주가 가능할 것이다.**

**독섬부지 개발도
수혜로 작용할 것**

3)그룹사에서 보유하고 있는 토지개발에 대한 수혜도 예상된다. 현대제철은 2008년부터 보유하고 있는 독섬부지 1만 여 평에 글로벌비즈니스센터(GBC)를 설립하는 사업을 추진해 왔다. 독섬부지 개발은 건설기간 4년에 약 2조원의 투자금이 들어가는 대규모 프로젝트이다. 당초 용도 변경 과정에서 개발이익의 60% 가량을 공공에 기여해야 한다는 지침에 따라 지연되었지만, 현재 비율을 48% 수준으로 맞추면서 공공시설 등을 제공하는 방안으로 협의가 진행되고 있는 상황이다. 이 프로젝트는 현대차그룹의 기존 건설 관련 계열사인 현대엠코가 적극적으로 추진하고 있으나 그룹차원의 육성 계획이나 건설사의 역량을 감안했을 때, 현대건설에 다수 수혜가 돌아올 것으로 보인다.

**서산 용지 개발도
탄력을 받을 것**

4)현대건설이 보유하고 있는 서산 용지의 개발도 장기적으로 탄력을 받을 것으로 보인다. 현대건설이 970만평을 보유하고 있는 서산 용지는 08년부터 약 9.2조원 규모의 사업비를 투자해 관광레저도시로 개발을 추진하였으나, 사업비의 금융 주선 등에 어려움을 겪으면서 사실상 중단된 상황이다. 물론 당장의 구체적인 계획이 설립된 상황이 아니며, 구체적인 개발용도나 인허가 면적 등 예측하기 어려운 요소들을 감안했을 때, 현 시점에서 수혜를 논하기는 어렵다. 하지만 모그룹의 탄탄한 재정 상황을 감안했을 때, 해당 사업의 추진이 장기적으로 탄력을 받을 수 있을 것은 분명해 보인다.



출처 : 사업보고서

출처: 현대차

4. 결론

인수 시너지는

잠재적 성장 요인

투자포인트 3에서 제시한 현대차그룹으로의 편입 시너지는 분명 수치적인 측면으로 보여지기 어려운 측면이 있으며, 당장 가시적인 성과로 나타날 수 있는 부분은 많지 않다. 따라서 인수 관련 시너지는 잠재적인 성장 요인으로 판단해야 하는 것으로 판단, 이후의 Valuation에는 반영하지 않았다.

하지만 Research Team 1에서는 기업의 펀더멘탈과 장기적인 성장성 측면을 고려해 볼 때, 결코 무시할 수 없는 변화임에는 분명하며 향후 현대건설의 Re-rating을 이끌어 낼 수 있는 동사에 대한 투자포인트로 제시한다.

VI. Risk & Issue

6.1 국내 부동산 전망

현대건설의 국내실적은 국내 건설경기에 달려있다

현대건설을 포함한 국내 건설사의 국내 실적은 건설경기 자체에 영향을 많이 받는다. 따라서 2011년 건설경기가 어떠한 것인지가 곧 현대건설의 국내실적을 말해주는 지표가 될 수 있다.

공공부문 수주는 감소할 것

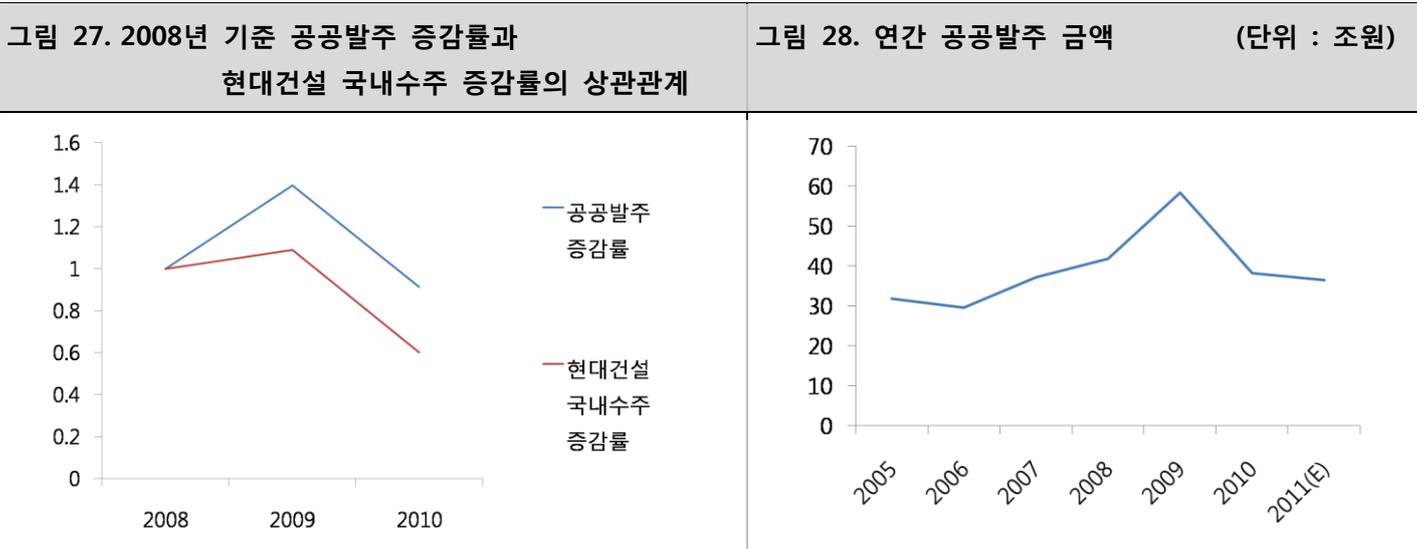
2011년 수주에 있어 쟁점이 되는 사안을 살펴보자. 정부가 2011년 공공부문 사회간접자본 예산을 삭감하였고, 지자체의 재정자립도가 최근 10년 내 최악이며 향후 지방세 수입도 크게 증가하지 않을 것으로 보인다는 점으로 미루어 볼 때 공공토목 수주는 급감할 것으로 예상된다. 반면 공공 건설부문에서는 지방 이전 공공기관 청사에 대한 발주가 본격적으로 시작될 것으로 보이고, 지자체 및 공기업 공사 발주가 2011년으로 일부 이월됨에 따라 공공 건설수주는 증가할 것으로 보인다. 공공부문을 종합하면 2011년 공공수주는 2010년 대비 소폭 하락할 것으로 전망된다.

주택부문 역시 좋지 않은 상황

주택건설에 대한 수주도 부진을 면치 못할 것으로 전망된다. 미분양 주택이 적체되어 있는 상황이며 보금자리주택 공급 확대 등으로 건설업체들의 택지 확보 기피현상이 여전히 지속될 것으로 보이기 때문에 주택수주와 투자는 2011년에 본격적으로 회복되기 어려울 전망이다. 주택수주 증가요인이 다소 있기는 하나, 전반적인 시장상황에 영향을 주기는 어려운 수준이다.

전년대비 소폭 하락할 것으로 전망

위의 사항을 종합하면, 2011년 국내 건설수주는 전년도인 2010년 대비 소폭 하락할 것이라고 전망된다. 대한건설협회에 따르면, 그 하락폭은 약 4.5%가 될 것이라고 한다. 현대건설의 경우, 국내실적 변화가 정부와 지자체의 공공발주금액의 변화와 비슷한 양상을 보인다. 이는 현대건설의 발주 현황이 민간보다는 공공에 치우쳐 있기 때문이다. 따라서 현대건설의 국내 수주는 다소 부진하거나 예년과 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망된다.



출처: SMIC RESEARCH TEAM 1

출처: 대한건설협회, SMIC RESEARCH TEAM 1

6.2. 리비아 사태

**내전으로 인한
공사 중단**

현재 리비아의 민주화 시위로 인한 내전으로 인해서 리비아에서 거주하던 현대 건설 인력 중 1574 명은 한국으로 철수하고, 유지 인력만 남아 있는 상태이다. 리비아의 민주화 사태로 인해 국내 건설회사들의 공사가 중단되면서, 기업들이 진행하던 프로젝트들이 연기되거나 중단되지 않을지에 대한 우려가 커지고 있다.

**공사 중단 등의
가능성은 미미**

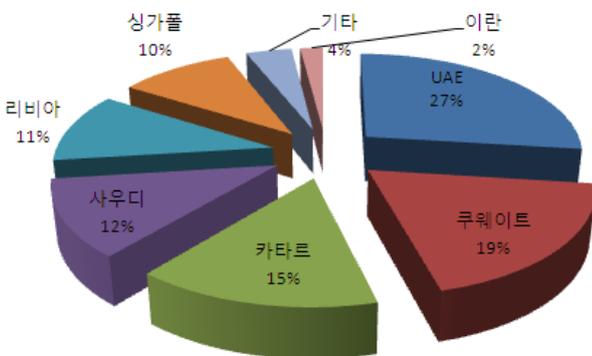
그런 우려와 달리 공사가 중단되더라도 미수금 발생 등의 실질적인 손해는 미미할 것으로 보인다. 석유화학 플랜트나 인프라 건설 같은 경우, 그 발주처가 국가기관인 경우가 많기 때문에 이미 선수금을 받아가며 공사를 진행하였기 때문이다. 또한 그 공사의 성격상 정권이 바뀌더라도 계속 공사를 할 수 밖에 없다는 특성이 있어 공사가 취소될 확률은 낮다.

**리비아항
매출 감소는 불가피**

하지만 어떤 경우에서든지 **공사 중단으로 인한 올해 예상 매출액의 감소는 피할 수 없다.** 2011 년 현재, 현대건설이 리비아에서 진행하고 있던 프로젝트는 5 개이다. 이들이 올해 안에 공사를 재개하지 못할 경우 약 6 억 2 천 달러의 매출액 감소가 있을 것으로 추정된다. 이는 현대 건설의 해외 매출액의 10.5%를 차지한다. 그나마 다행인 점은 5 개 프로젝트 중 2 개는 올해 공사가 끝나고, 매출액 감소 중 3 분의 1 을 차지하는 가장 큰 프로젝트(트리폴리 웨스트 1,400MW Steam 발전소)가 선수금 2 억 달러만 받고 공사가 진행 되지 않은 상태라는 점이다.

그러나 이런 리비아 사태가 장기화되고, 이 민주화 시위가 리비아 주변의 국가로 퍼져나갈 경우의 문제는 심각하다. 일단 리비아는 현대 건설의 지역 포트폴리오 중 11% 를 차지할 정도로 그 비중이 크다. 또한 중동은 국내 건설사들의 주 시장이기 때문에 시위가 확산될 경우, 그 피해는 막대하다.

그림 29. 현대 건설 진출 국가 비중



출처: 카타르 금융센터

그림 30. 리비아 관련 매출액

(단위: 백 만원)

공사명	진행률	11년 예상 매출 반영액
리비아 트리폴리 웨스트 화력발전소 공사	8%	203,453
리비아 사리르 3 X 250MW 발전소 공사	81%	55,383
리비아 400KV 송전선 공사	74%	44,247
리비아 사리르-아즈다비아 구간 400KV 송전선 공사	14%	111,747
리비아 알칼리즈 화력발전소 공사	73%	204,469

출처: 사업보고서, SMIC Research Team 1

하지만 주변 국가로의 확산 가능성은 제한적으로 판단된다. 민주화 시위는 정치적인 상황보다는 오히려 경제적인 상황과 깊게 연관되어 있는데, 현대건설이 수주를 따내고 있는 국가들은 상대적으로 부유한 국가로 민주화 시위의 확산 위험이 적다. 또한 투자포인트 1 에서 언급했듯이 국가적 차원에서 회유책을 쓰며 인프라 건설을 늘리고 있는 상황이다. 하지만, 중동 상황은 현대건설의 향후 실적에 직접적이고 중대한 영향을 미칠 수 있으므로 중동 상황에 계속하여 주시할 필요가 있다.

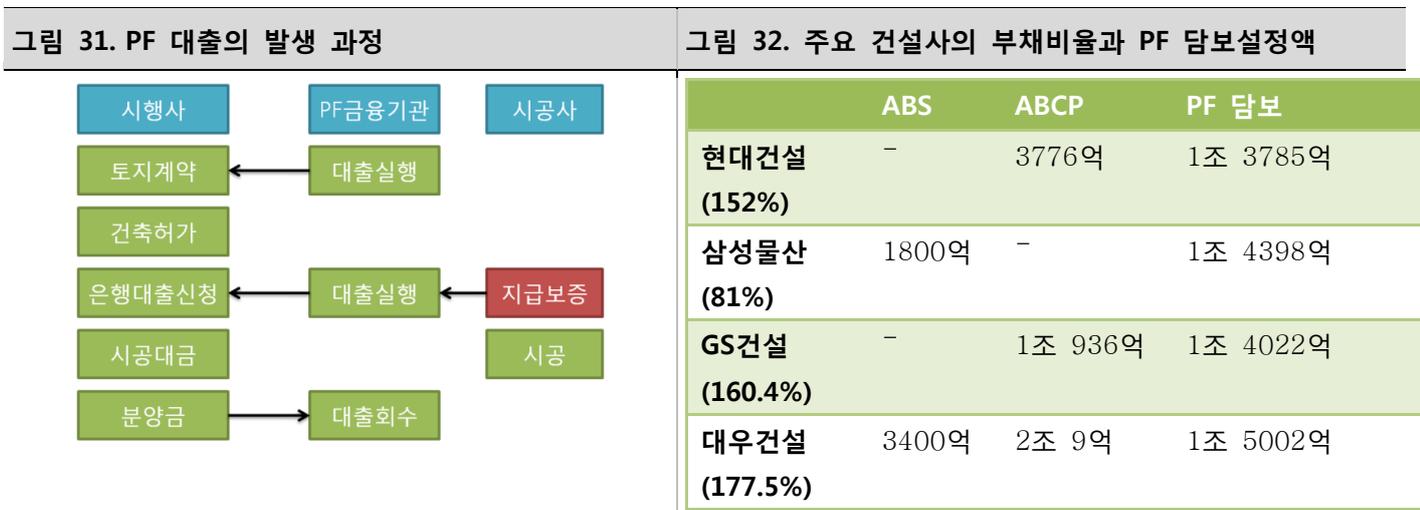
6.3 PF 대출, 현대건설에 미칠 영향은?

<p>PF 대출은 개발대금을 조달하는 통상적인 방식</p>	<p>PF(Project Financing)이란 부동산 개발 프로젝트의 수익성을 평가해 앞으로 발생할 수익으로부터 대출금을 갚아나가는 방식이다. '선시공 후분양'이라는 건설업 특성상 PF는 불가피하다. 건물 발주자가 자신의 토지와 대금으로 공사를 진행하지 않는 한 거의 모든 부동산 개발에는 대규모의 차입이 필요하게 되고, PF는 차입금을 조달하는 방식으로 있어온 것이다.</p>
<p>건설사는 PF 대출의 보증자</p>	<p>그렇다면 시행사의 부채인 PF 대출이 건설사에게 왜 문제가 되는 것일까? 부동산 개발의 통상적인 단계를 살펴보자. 시행사는 사업을 전적으로 책임지고 추진하는 업체로 통상의 부동산 개발업자 혹은 각종 재건축 조합들이다. PF 금융기관은 시행사에게 대출을 지급, 토지대금과 각종 계약금 및 시공대금 일체를 납부해준다. 부동산사업의 수익성을 판단하며 대출을 결정하고, 리스크가 높은 만큼 고율의 대출금리를 책정한다. 우량 프로젝트를 제외하고 시행사의 자본 규모는 영세한 편이다. 때문에 PF 금융기관은 시행사의 지급불능시에도 대출금을 회수할 수 있도록, 시행사에 비해 자본규모가 탄탄한 시공 건설업체에게 보증을 요구하는 것이다.</p>
<p>PF로 인한 건설사들의 도산</p>	<p>현재 PF문제는 건설사 및 금융기관의 부실을 초래할 뇌관이 되고 있다. 작년 6월 금융위원회가 저축은행의 PF 대출 감독강화 규정 및 세칙을 발표했고, 감독규정을 맞추지 못한 저축은행 자산 1위 규모인 부산 저축은행등 여러 저축은행이 줄도산했다. 이에 불뚱은 최종 변제자인 건설사에게로 넘어갔다. 저축은행은 시행사 및 시공사에게 조기상환을 요구했고, 이에 변제 의무를 지게 된 건설사가 유동성 위기에 빠져 올해만 6개의 건설사가 워크아웃에 들어갔거나 신청한 상태이다. 올해 5월 25조 원 규모의 PF 대출이 만기를 맞게 돼, 건설사의 추가 도산이 우려되고 있다.</p>
<p>PF 부실 위험은 소형사에 직접적 타격</p>	<p>그러나 현대건설의 PF로 인한 리스크 노출은 경쟁사 대비 제한적이라 판단된다. 첫째, 현대건설의 PF 담보 설정액은 1조 7천억 원, 올해 만기가 도래한 ABCP와 담보 규모는 3000억 정도이다, 상위 10개 건설사 중 6위로 낮은 편이다. 둘째, 현대건설의 신인도로 PF 대출의 만기연장 및 리파이낸싱을 수월하게 할 수 있기 때문이다. 실제로 수원 이문동 PF의 경우 분양일이 늦어져 7%의 이자비용이 문제가 되고 시공대금을 회수하기 어려워지자 현대건설은 시공사에게 조기상환을 알선, 7% 이하의 낮은 금리로 시</p>

중은행에서 재대출하도록 주선한 바 있다. 이는 중소 건설업체가 보증하는 PF 대출의 연장금리가 10-16%인 점에 비하면 상당히 저리로, 이를 통해 PF시장에서 인정받는 현대건설의 신인도를 확인할 수 있다. 또한 PF 이슈에도 불구하고 현대건설의 신용도는 지속적으로 상승, 09년 이후로 AA- 등급을 유지하고 있다.

**정부 차원에서의
대책 모색중**

또한 시공대금을 받지 못할 위험과 채무보증의 부담 모두를 시공사가 떠맡고 있으며, 수익성 있는 사업임에도 만기 연장을 거부하고 연장 수수료를 부과하는 저축은행의 불공정 관행에 대해 건설업체와 정부의 컨센서스가 모아지고 있다. 실제로 만기연장에 실패한 시행사로 인해 17년 연속 흑자기업이었던 시공사 동양건설이 도산한 바 있다. 이에 대한 정책으로는 은행권이 저축은행의 PF를 인수하여 만기를 연장하는 방식, 배드뱅크를 설립하여 PF 관련채권을 인수하는 방안이 논의되고 있다.



출처 : Research Team 1

출처: 각 사 사업보고서

6.4 IFRS 도입에 따른 영향

**IFRS 도입은
부채비율의 악화를
가져올 수 있음**

2011년 IFRS를 도입함으로써 인해 현대건설이 받게 되는 영향은 두 가지로 나뉘는데, 그것은 바로 PF 문제와 수익인식기준 변화 문제이다. 이 두 가지 문제는 결국 부채비율의 변화로 귀결되는데, 두 가지 문제로 인해 현대건설의 부채비율이 높아지게 된다. 먼저 PF문제부터 살펴보자.

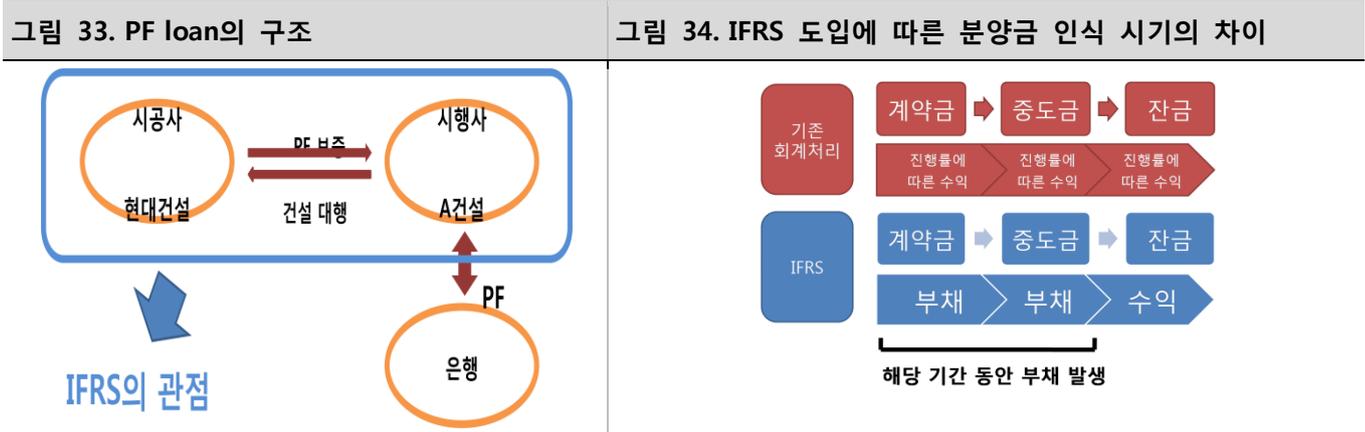
예를 들어, 시공사인 현대건설 그리고 시행사인 A건설이 있다고 하자. 시행사 A건설은 사업의 규모에 비해 회사의 규모가 작아 그 자체로 담보능력이 떨어지기 때문에, PF 과정에서 은행은 시공사인 현대건설의 연대보증을 요구한다. 이 때 실질적으로 채무의 담보위험을 현대건설이 지게 되므로 IFRS에 의하면 현대건설과 A건설이 하나의 회사인 것처럼 회계처리를 해야 한다. 이렇게 되면 현대건설의 부채비율은 올라가게 된다. 현대건설의 부채비율이 A건설의 부채비율보다 낮기 때문이다.

수익인식 기준
또한 협의중

수익인식기준 변화 문제는 건물 분양시 분양받은 사람이 건설사에 납입하게 되는 분양대금을 건설사가 어떻게 회계처리하느냐의 문제이다. 건설사가 아파트 건설 또는 빌딩 건설을 계획하고 분양을 하면 입주 희망자는 청약을 하고, 입주할 때까지 보통 3차례에 걸쳐 대금을 지불한다. 통상적으로 계약시에 계약금, 중간기간에 중도금, 입주시에 잔금을 치르게 된다. 지금까지 건설사는 계약금과 중도금 그리고 잔금을 공사가 진행됨에 따라서 수익으로 인식해 왔다. 그러나 IFRS에 따르면 이러한 금액들을 인도시기, 즉 건물이 인도될 때 인식해야 하며 그동안 받은 금액은 부채인 선수금으로 회계처리해야 한다. 결과적으로 부채비율이 상승하게 되는 것이다.

실질적으로 미치는
영향은 미미

부채비율이 올라가게 되면 현대건설은 아무래도 불리한 입장에 놓일 수 밖에 없다. 특히나 전 세계를 대상으로 사업을 벌이는 글로벌 플레이어로서 재무비율의 악화는 수주 경쟁에서 불리한 요소로 작용할 수 있을 것이다. 그러나 현재 정부가 나서서 건설기기를 분양하려는 움직임을 보이고 있기 때문에 건설사에 심각하게 불리한 회계처리를 수용하지 않을 것이라는 점, 그리고 회계처리의 변경은 기업 자체의 펀더멘털이 변화하는 사항이 아니며 단지 겉으로 어떻게 드러나느냐의 문제라는 점을 생각해 보면 회계기준의 변화가 현대건설에 미치는 영향은 제한적이라고 볼 수 있을 것이다.



VII. Valuation

본 리서치 팀에서는 현대건설의 기업 가치를 평가하는 데 SOTP(Some of the parts) 방식을 사용하여 영업자산 가치와 투자자산 가치를 나누어 평가하였다.

<영업자산 가치 추정>

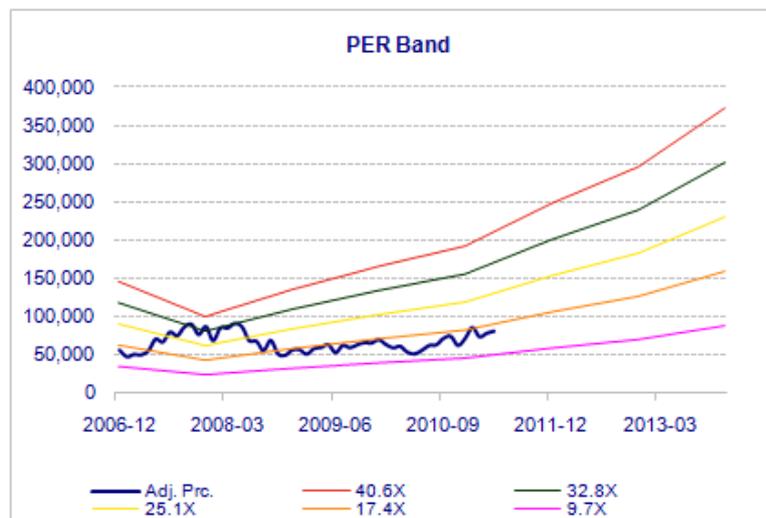
영업자산 가치 산정은 2011년과 2012년의 NOPLAT을 추정, 가중평균하여 적정 Multiple을 반영하여 추정하였다.

> 적정 Multiple 산정

영업자산의 가치에 대한 적정 Multiple은 국내 주요 건설사들과의 비교를 통해 추정하였다. 이 때 Multiple 배수는 건설업종의 경우 영업자산을 통해 발생하는 이익이 대부분이기 때문에 PER배수를 사용하였다.

기업	PER(2010년 말 기준)
삼성엔지니어링	20.3
삼성물산	24.9
대림산업	14.8
GS건설	14.1

2010년말 기준으로 국내 주요 대형 건설사의 PER은 위와 같다. 현대건설은 매출 및 수주잔고 등으로 판단할 때, 명실상부한 국내 1위 건설사이며 보고서의 논지를 고려할 때 일정 Premium을 부여받을 수 있다고 판단한다. 다만, 본 Multiple 배수가 영업자산 가치만을 반영하는 수준에서 반영되어야 하기 때문에 적정 Multiple을 13배로 산정한다. 추정 Multiple 배수는 동사에 대한 역사적인 PER 변화 추이를 고려하더라도 무리 없는 수치로 판단된다.



1) 매출액 / 매출총이익 추정

2010년까지의 수주잔고에 대해 각 수주별로 1)공사기간, 2)수주액, 3)기성률을 감안하여 추정하였다. 기본적으로 수주에 대한 매출인식은 기성률을 기준으로 한다. 공사기간의 경우 공사 종류, 발주처나 공사의 특성 및 규모에 따라 판이하기 때문에 일괄적으로 단정짓기 어렵지만 일반적으로 토목 분야의 경우 평균 5년, 건축 분야의 경우 평균 3년, 플랜트 분야의 경우 2~4년 정도이다. 또한 공사기간에 따라 일괄적으로 매출이 반영되지 않으며 기성률에 따라 매출이 차등 반영된다. 본 리서치 팀에서는 1)공사 기간에 따라 일괄적으로 매출을 추정한 후, 2)각 수주별 평균인 4년을 기준으로 하여 가중치를 두어 추정하였다. (기성률 0~25%의 경우 매출 10%, 25~50%의 경우 20%, 50~75%의 경우 30%, 75~100%의 경우 40%를 각각 차등 반영) 또한, Risk에서 언급한 리비아항 매출의 경우 2011년에는 전량 반영하지 않았으며 2012년에는 정상적으로 반영될 것으로 예측하였다.

2011년 이후 예상되는 신규수주에 대해서는 해당년도에 수주액의 7%를 반영하였고, 다음 년도의 경우 수주액의 20%를 반영하였다. 매출총이익의 경우 2010년의 해외/국내 매출원가율을 반영하였다.

1) 매출액 / 매출총이익 추정	국내		해외		합계	
	2011(F)	2012(F)	2011(F)	2012(F)	2011(F)	2012(F)
10년말 수주잔고분 매출(A)	44,896	25,346	52,250	38,910	·	·
11년 예상 신규수주	53,359	53,359	140,000	140,000	·	·
11년 예상 신규수주분(B)	3,735	14,941	9,800	28,000	·	·
12년 예상 신규수주	50,958	50,958	168,000	168,000	·	·
12년 예상 신규수주분(C)	·	3,567	·	11,760	·	·
예상 매출액(A+B+C)	48,631	43,854	62,050	78,670	110,681	122,524
예상 매출원가율	90.8%	90.8%	88.2%	88.2%	·	·
예상 매출총이익	4,474	4,035	7,322	9,283	11,796	13,318

2) 영업이익 추정

과거 5년간의 판관비/매출액 비율을 평균 적용하여 영업이익을 추정하였다.

2) 영업이익 추정	2006	2007	2008	2009	2010	5년 평균	2011(F)	2012(F)
매출액	50,849	56,491	72,711	92,786	100,046	·	110,681	122,524
매출총이익	6,083	5,816	7,475	7,248	10,461	·	11,796	13,318
판관비	2,138	2,195	2,673	3,060	4,619	·	4,297	4,756
판관비/매출액 비율	4.2%	3.9%	3.7%	3.3%	4.6%	3.9%	3.9%	3.9%
영업이익	3,945	3,621	4,802	4,188	5,842	·	7,499	8,562

3) NOPLAT / 영업자산 가치 추정

NOPLAT의 경우 전체 법인세차감전순이익에서 영업이익의 비중을 적용하여 법인세를 산정, NOPLAT을 추정하였다. 이후 평균 NOPLAT에 적정 Multiple을 적용하여 현대건설의 영업자산 가치를 산정하였다.

3) NOPLAT 추정				(단위 : 억 원)
	2009	2010	2011(F)	2012(F)
영업이익(A)	4,188	5,842	7,499	8,562
영업외손익	1,686	1,225	1,323	1,511
법인세차감전순이익(B)	5,874	7,067	8,822	10,073
총 법인세	1,308	1,763	2,250	2,569
전체 법인세비율	22.4%	30.2%	30.0%	30.0%
영업이익 비중(A/B)	71.3%	82.7%	85.0%	85.0%
추정 법인세(EBITDA분)	933	1,458	1,912	2,183
추정 NOPLAT	3,255	4,384	5,587	6,379
11~12년 평균 NOPLAT	.	.	.	5,983
적용 Multiple	.	.	.	13.0
추정 영업자산가치	.	.	.	77,776

<투자자산 가치 추정>

현대건설 투자자산의 가치는 1)현대엔지니어링, 2)기타 지분증권, 3)서산토지 가치로 나누어 추정하였다.

1) 현대엔지니어링 가치 추정

현대엔지니어링은 비상장 기업으로 현재 장부가치만 반영되어 있다. 투자포인트2에서 언급한 바와 같이 실질적인 기업 가치에 비해 현격하게 저평가 되어 있는 상황이다. 이에 본 리서치 팀에서는 현대건설의 가치평가에 있어 회사의 적정 가치를 반영해야 된다고 판단하였다.

① 매출액 / 영업이익 추정

현대엔지니어링의 경우 현대건설과 달리 비상장 기업이기에 때문에 각 수주별로 개별적인 매출 추정이 힘들다. 따라서 과거의 성장성과 수익성을 고려하여 매출액을 추정하였다. 과거의 통계치를 근거로 하여 1)전년도 수주잔고의 30%, 2)해당년도 신규수주의 7%를 매출로 인식하였다. 영업이익률의 경우 2010년까지 꾸준히 상승하는 모습을 보였으나, 과거 3개년 평균인 13%를 반영하였다.

① 매출액 추정	(단위 : 억 원)	
	2011(F)	2012(F)
전년 수주잔고	50,493	72,545
신규수주	40,000	46,000
전년도 수주잔고분(A)	15,148	21,764
해당년도 신규수주분(B)	2,800	3,220
매출액(A+B)	17,948	24,984
영업이익률(3개년 평균)	13.0%	13.0%
영업이익	2,333	3,248

② 당기순이익 추정

당기순이익도 마찬가지로 과거의 통계치에 근거하여 추정하였다.

③ 적정 Multiple 추정

현대엔지니어링의 적정 가치를 판단하기 위해 국내에서 유사한 BM을 가진 삼성엔지니어링과의 비교를 통해 Multiple을 추정하였다.

③ 적정 Multiple 산정		(단위 : 억 원)						
		2007년	2008년	전년대비	2009년	전년대비	2010년	전년대비
현대엔지니어링	매출액	3,719	7,527	102.3%	11,017	46.3%	12,372	12.2%
	신규수주액	10,014	20,327	103.0%	29,300	44.1%	34,203	16.7%
	수주잔고	8,600	20,935	143.3%	37,046	76.9%	50,493	36.2%
	영업이익률	9.4%	11.6%	·	13.8%	·	14.6%	·
삼성엔지니어링	매출액	23,000	32,000	39.1%	40,000	25.0%	53,000	32.5%
	신규수주액	48,000	53,000	10.4%	101,000	90.5%	90,000	-10.9%
	수주잔고	56,000	83,000	48.2%	140,000	68.6%	172,000	22.8%
	영업이익률	6.7%	4.9%	·	9.1%	·	9.0%	·

위의 표에서 볼 수 있듯이 현대엔지니어링은 성장성과 수익성 측면에서 삼성엔지니어링에 결코 뒤지지 않는 실적을 거두고 있다. 또한 투자포인트2에서 언급한 바와 같이 단순히 현대건설의 자회사로만 치부하기에는 높은 자체 경쟁력을 지니고 있다.

본 리서치 팀에서는 적정 Multiple 배수를 13배로 산정한다. 이는 삼성엔지니어링의 10년 기준 PER 20배에 대해 30% 가량 할인한 수치이다. 30% 가량의 할인 요인은 1) 비상장 회사라는 점, 2) 절대적인 규모를 감안한 수치이다.

따라서 추정한 당기순이익에 적정 Multiple을 적용하여 자산가치를 산정하였다.

② 당기순이익 추정				(단위 : 억 원)
	2009	2010	2011(F)	2012(F)
영업이익	1,524	1,801	2,333	3,248
영업외손익	-179	-173	-179	-179
법인세차감전순이익	1,345	1,628	2,154	3,069
법인세	311	345	495	706
법인세비율	23.1%	21.2%	23.0%	23.0%
당기순이익	1,034	1,283	1,659	2,363
11~12년 평균 순이익	.	.	.	2,011
적용 Multiple	.	.	.	13.0
추정 자산가치	.	.	.	26,141

2) 기타 지분증권

현대엔지니어링을 제외한 보유 투자증권의 적정가치 추정에 있어서는 1)시장성 있는 증권의 경우 과거 3개월간 평균 주가를 반영하였으며, 2)시장성 없는 증권 및 지분법적용 투자증권의 경우 장부가에 30% 할인한 수치를 반영하였다.

1) 시장성 있는 지분증권 가치				(단위 : 억 원)
	보유주식수	지분율	장부가치	추정가치
현대상선	11,877,570	7.75%	4,412	4,133
신한금융지주	351,530	0.07%	186	172
합 계	.	.	.	4,305

2) 시장성 없는 지분증권 가치				(단위 : 억 원)
	지분율	장부가치	추정가치	
서울고속도로	8.00%	1,070	749	
서울춘천고속도로	10.00%	324	227	
제3경인고속도로	16.05%	247	173	
부산신항만	7.95%	459	321	
기타	.	1,637	1,146	
합계	.	.	2,616	

3) 지분법적용 투자증권 가치 (현대엔지니어링 제외)				(단위 : 억 원)
	지분율	장부가치	추정가치	
현대스틸산업	99.92%	3,525	2,468	
현대도시개발	100.00%	1,635	1,145	
현대에너지	53.84%	261	183	
벅스코	21.70%	143	100	
송도랜드마크시티	40.38%	173	121	
기타	.	1,578	1,105	
합계	.	7,315	5,121	

3) 서산토지 가치

현대건설은 약 960만평의 서산용지를 보유하고 있다. 투자포인트3에서 언급한 바와 같이 서산토지는 본래 개발을 위한 목적이었으나 현재는 중단된 상황이다. 다만, 장부가치가 적정 가치를 온전히 반영하지 못하고 있다고 판단하여 추정 시가를 적용하여 적정 가치를 판단하였다. 이 때 추정시가는 인근 토지의 시가 및 보상가격을 반영하였고(출처 : 부동산114, 한국투자증권), 다소 보수적인 추정치로 추후 개발이 진행될 경우 토지의 가치는 추정 가치에 더해 급격하게 상승할 것으로 예상된다. 또한 현대건설은 올 4월 22일부로 서산토지를 포함한 자산가치 재평가를 공시한 바 있고, IR에 따르면 5월 내 자산재평가가 마무리될 것이라고 한다. 따라서 현 시점에서 적정 시가를 반영하는 것이 옳다고 판단된다.

3) 서산토지가치					(단위 : 억 원)
지구	소유주	면적(만평)	추정 시가 (만원 / 평)	장부가치	적정 가치
A지구	현대건설	280	6	·	1,680
B지구	현대건설	390	8	·	3,120
	현대도시개발	244	8	·	1,952
	현대도시개발 (주거용)	46	150	·	6,900
합계		960	·	2,010	13,652

<목표주가 산출>

위와 같은 과정을 통해 12개월 적정주가 127,000원을 산출하였고, 현재주가 대비 41%의 상승여력으로 SMIC Research Team 1에서는 Buy를 제시하는 바이다.

<적정주가 산출>	(단위 : 억 원)
영업자산 가치	77,776
투자자산 가치	51,835
순차입금	(11,939)
적정 시가총액	141,550
발행주식수(우선주 포함)	111,454,621
적정주가	127,002
현재주가(4/29 기준)	89,900
상승여력	41%

VIII. Appendix

Financial Reports - Summarized				
Income Statement	Annual			
	200712	200812	200912	201012
매출액	56,491	72,711	92,786	100,046
매출원가	50,675	65,235	85,537	89,584
매출총이익	5,816	7,475	7,249	10,462
판매비와 일반관리비	2,195	2,673	3,060	4,619
인건비	1,135	1,324	1,444	1,814
감가상각비	39	42	44	52
연구개발관련비용	373	481	649	1,871
영업이익	3,621	4,802	4,189	5,843
EBITDA	3,869	5,159	4,900	6,239
영업외손익	259	678	1,686	1,225
순금융비용	337	199	7	-136
유가증권관련손익	31	147	1,172	-144
외화관련이익	-11	659	-153	-116
지분법평가손익	307	-768	1,007	1,235
사전계속사업손익	3,879	5,480	5,875	7,067
법인세비용	1,106	1,745	1,309	1,763
계속사업손익	2,774	3,735	4,566	5,304
중단사업손익				
*법인세효과				
당기순이익(순손실)	2,774	3,735	4,566	5,304

Balance Sheet	200712	200812	200912	201012
유동자산	40,309	52,816	50,101	55,994
현금 및 당기예금	4,183	6,984	10,475	14,380
유가증권	146	5,692	1,318	1,258
채권채권	18,919	15,373	15,829	17,243
재고자산	3,706	7,219	7,344	6,734
일대주력자산				
비유동자산	26,403	28,622	30,812	33,931
부자자산	15,642	16,839	17,580	24,694
유형자산	6,141	6,968	6,761	4,079
값가상라자산	1,986	3,349	3,899	1,242
무형자산				
자산총계	66,712	81,438	80,913	89,925
유동부채	32,623	43,722	43,112	41,850
채권채무	10,878	11,792	12,658	18,434
단기차입금	1,877	5,082	3,776	2,613
유동성필기부채	4,649	4,120	3,493	1,040
비유동부채	11,223	8,785	7,544	12,517
사채	7,803	3,383	1,995	5,482
장기차입금	580	464	463	420
미연부채				
부채총계	43,846	52,507	50,656	54,367
자본금	5,548	5,555	5,573	5,573
자본잉여금	7,930	8,075	8,282	8,282
자본조정	-4	-28	-40	-51
자기주식				
기타포괄손익누계액	1,981	4,460	1,563	2,240
이익잉여금	7,412	10,869	14,880	19,515
자본총계	22,867	28,931	30,257	35,559
순이익잉여금	9,884	5,619	2,465	2,159
순차입금	10,580	372	-2,067	-6,083
무한지분	17,805	12,871	10,684	4,858

Cash Flow Statement	200712	200812	200912	201012
영업활동현금흐름	2,050	7,757	8,559	5,956
당기손익(손실)	2,774	3,735	4,566	5,304
비현금수익·비용차감	-137	74	-357	1,688
유무형자산감가상각비	249	357	712	397
유가증권관련손익	-31	-147	-1,172	144
손이자비용	-223	5	-246	-232
외화환산손익	-32	-1,062	239	-49
지분법손익	-307	768	-1,007	-1,235
기타	208	152	1,117	2,664
현금자산증감	-587	3,948	4,351	-1,036
대출채권증감	2	0	1	-0
재고자산증감	-32	-3,750	736	368
채권채무증감	-1,674	914	866	5,776
기타	1,117	6,784	2,747	-7,180
투자활동현금흐름	-929	-2,310	-1,464	-1,565
유형자산취득	-387	-1,751	-1,565	-360
유형자산처분	265	176	243	181
무형자산증감				
무기자산증감	-1,280	-1,280	-1,474	-1,426
기타	473	545	1,332	40
재무활동현금흐름	-1,305	-2,644	-3,604	-733
차입금증감	-742	2,955	-1,140	-1,089
사채증감	394	-792	2,000	4,500
자본증감		-277	-556	-669
배당금지급		-277	-556	-669
기타	-1,055	-4,612	-4,055	-3,476
기타현금흐름				
순현금흐름	-184	2,803	3,492	3,657
기초현금	4,364	4,180	6,983	10,475
기말현금	4,180	6,983	10,475	14,133

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.