

2023. 4. 24



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **53,000 원**

현재주가 (4.21) **41,050 원**

상승여력 **29.1%**

KOSPI 2,544.40pt

시가총액 45,712억원

발행주식수 11,136만주

유동주식비율 65.08%

외국인비중 24.88%

52주 최고/최저가 48,900원/33,600원

평균거래대금 209.1억원

주요주주(%)

현대자동차 외 5인 34.92

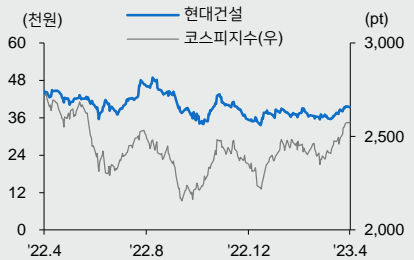
국민연금공단 8.46

주가상승률(%)

1개월 12.8    6개월 20.2    12개월 -7.1

절대주가 5.9    4.6    -0.4

주가그래프



# 현대건설 000720

## 1Q23 Review: 아직은 주택보다는 해외 사업에 주목

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 1,735억원을 기록하며 컨센서스(1,566억원)를 상회
- ✓ 원가율 개선은 없었지만 주택 매출이 성장. 실질적인 개선인지는 다소 의문
- ✓ 사우디, 카타르 수주 모멘텀 유효한 가운데 호주 등 신규 파이프라인 추가 중
- ✓ 하반기 갈수록 실적 노이즈 줄어들며 밸류에이션 상승 가능할 전망
- ✓ 투자이견 Buy를 유지, 적정주가는 53,000원으로 +6% 상향

### 원가율 개선 통한 이익 성장을 기다려야 할 때

1Q23 연결 영업이익은 1,735억원(+1.2% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,566억원)를 상회했다. 주택 원가율은 예상을 소폭 하회하였지만, 주택 매출이 예상 이상으로 증가하며(+43.9% YoY) 전사 이익 성장을 견인했다. 원가율 개선 없는 주택 매출 성장을 긍정적으로 해석할 수 있는지는 다소 의문이 남는다. 공기 지연을 막기 위해 부자연스럽게 원가 투입이 많았다면 이는 수익성 악화를 담보로 한 매출 성장이기 때문이다. 하반기 원가율 개선이 이뤄져야 진정한 반등으로 볼 수 있을 것이다.

### 한 달 한 달이 지날 때마다 추가되는 파이프라인

주택 사업의 더딘 개선에도 불구하고 동사를 긍정적으로 볼 수 있는 이유는 국내 외 플랜트 수주 모멘텀과 밸류에이션 매력 때문이다. 사우디 아미랄(3조원)의 2분기 내 수주가 유력하며 카타르 사우스 패키지(2.6조원)의 수주 가능성 역시 긍정적이다. 이외에 호주 송변전 사업(약 10억불 내외) 등 신규 파이프라인도 최근 추가되었다. 올해 해외 수주 목표(5.7조원) 초과 달성이 눈 앞에 있다. 국내에서도 GTX-B, C(1.7조원), 신한울 3,4호기(1조원 이상)을 하반기 기대할 수 있다.

### 하반기 갈수록 실적 노이즈 줄어들며 밸류에이션 상승 가능할 전망

하반기로 갈수록 실적 관련 노이즈는 줄어들 것으로 보인다. 주택 원가율 안정화와 현대엔지니어링 실적 개선 덕분이다. 실적 노이즈에 가려졌던 해외 수주 모멘텀이 반영되기 시작한다면 추가적인 상승 여력은 충분하다. 투자이견 Buy를 유지, 이익 전망치 상향을 반영하여 적정주가는 53,000원으로 +6% 상향한다.

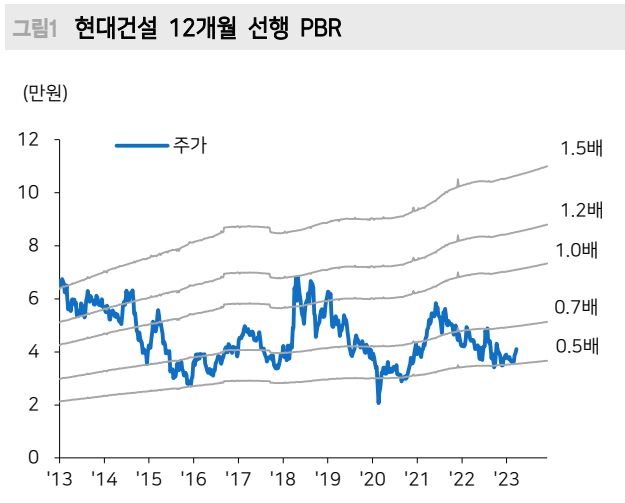
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	18,065.5	753.5	407.5	3,653	143.2	64,200	12.2	0.7	3.7	5.9	108.3
2022	21,239.1	574.9	408.9	3,666	-15.1	68,380	9.5	0.5	3.5	5.5	110.7
2023E	24,525.3	802.8	448.0	4,017	22.3	71,766	10.2	0.6	3.5	5.7	110.6
2024E	24,064.3	886.9	477.1	4,279	10.3	75,409	9.6	0.5	2.8	5.8	104.3
2025E	26,262.2	1,030.7	588.4	5,278	22.6	80,043	7.8	0.5	2.2	6.7	104.5

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	6,031.1	4,145.3	45.5	6,083.5	-0.9	5,377.5	12.2	5,277.2	14.3
영업이익	173.5	171.5	1.2	74.3	133.5	156.6	10.8	165.1	5.1
세전이익	226.6	233.3	-2.9	-150.3	흑전	178.0	27.3	76.1	197.8
순이익	130.8	143.8	-9.0	-132.9	흑전	98.3	33.1	40.7	221.4

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	22,277.0	23,672.3	24,525.3	24,064.3	10.1%	1.7%
영업이익	886.1	1,095.0	802.8	886.9	-9.4%	-19.0%
영업이익률	4.0%	4.6%	3.3%	3.7%	-0.7%p	-0.9%p
당기순이익	655.2	860.1	575.9	635.1	-12.1%	-26.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	8,007.2	12개월 선행 지배주주 자본총계
적정 배수(배)	0.74	이론 PBR 0.59배에 25% 할증 적용. 25%는 과거 적정 PBR 대비 평균 할증율(아웃라이어 제외)
적정 시가총액(십억원)	5,905.3	
발행 주식수(백만주)	112,410	기말 주식수
<b>적정주가(원)</b>	<b>53,000</b>	
현재주가(원)	41,050	
상승여력(%)	29.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

적정 P/B(배)	0.59
COE(%)	9.7
Risk Free(%)	3.0
MRP(%)	6.0
52주 베타	1.12
<b>12개월 선행 ROE(%)</b>	<b>5.7</b>
2022E	5.5
2023E	5.7
2024E	5.8
<b>영구성장률</b>	<b>-</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 현대건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>주요지표</b>												
수주	8,943.0	12,073.3	7,713.2	6,696.2	5,936.7	12,751.4	7,760.6	5,648.7	30,269.0	35,425.7	32,097.4	34,522.6
수주잔고	83,077.9	90,698.5	91,250.6	90,028.3	87,624.5	94,165.8	96,097.7	95,291.0	78,760.7	90,028.3	95,291.0	105,749.3
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>4,145.3</b>	<b>5,579.4</b>	<b>5,430.8</b>	<b>6,083.5</b>	<b>6,031.1</b>	<b>6,210.1</b>	<b>5,828.7</b>	<b>6,455.4</b>	<b>18,065.5</b>	<b>21,239.1</b>	<b>24,525.3</b>	<b>24,064.3</b>
매출액 증가율(% YoY)	-0.1	27.3	24.8	17.4	45.5	11.3	7.3	6.1	6.5	17.6	15.5	-1.9
인프라	304.5	537.4	405.3	367.1	390.9	533.4	424.9	476.5	1,283.4	1,614.3	1,825.7	2,110.3
건축	1,611.3	1,938.0	2,024.3	2,270.5	2,318.7	2,365.9	1,932.6	2,408.8	6,694.5	7,844.1	9,026.0	8,427.3
플랜트	458.5	462.9	669.7	814.1	698.0	569.9	726.2	728.1	2,092.1	2,405.2	2,722.2	3,178.2
현대ENG	1,641.5	2,481.3	2,198.0	2,494.6	2,495.4	2,575.9	2,619.4	2,648.8	7,372.2	8,815.4	10,339.5	9,733.2
기타	129.5	159.9	133.5	137.2	128.1	165.1	125.6	193.1	623.3	560.2	611.9	615.3
매출원가	3,774	5,138	5,098	5,717	5,651	5,779	5,373	5,972	16,268	19,726	22,775	22,141
매출원가율(%)	91.0	92.1	93.9	94.0	93.7	93.1	92.2	92.5	90.1	92.9	92.9	92.0
인프라(%)	98.4	94.2	109.1	99.7	99.0	98.0	98.0	97.0	109.2	100.0	98.0	97.0
건축(%)	88.8	90.7	90.8	91.6	92.2	91.5	91.0	91.0	86.7	90.6	91.4	90.5
플랜트(%)	97.6	95.2	93.7	95.5	96.0	95.0	95.0	96.0	96.0	95.3	95.5	95.0
현대ENG(%)	91.7	94.2	95.8	92.3	94.9	94.0	92.0	92.0	89.6	93.6	93.2	92.0
<b>매출총이익</b>	<b>371.2</b>	<b>441.7</b>	<b>333.3</b>	<b>366.5</b>	<b>379.9</b>	<b>431.3</b>	<b>455.4</b>	<b>483.7</b>	<b>1,797.2</b>	<b>1,512.7</b>	<b>1,750.3</b>	<b>1,923.8</b>
판관비	199.8	266.3	179.6	292.2	206.4	235.2	219.9	285.9	1,043.7	937.8	947.4	1,036.9
<b>영업이익</b>	<b>171.5</b>	<b>175.4</b>	<b>153.7</b>	<b>74.3</b>	<b>173.5</b>	<b>196.1</b>	<b>235.5</b>	<b>197.7</b>	<b>753.5</b>	<b>574.9</b>	<b>802.8</b>	<b>886.9</b>
영업이익률(%)	4.1	3.1	2.8	1.2	2.9	3.2	4.0	3.1	4.2	2.7	3.3	3.7
영업이익 성장률(% YoY)	-14.6	24.4	-30.2	-61.2	1.2	11.8	53.2	166.1	37.3	-23.7	39.6	10.5
금융손익	84.5	83.2	161.2	-104.2	60.8	45.0	-30.1	-11.2	98.9	224.7	64.5	22.3
기타손익	-21.1	62.4	33.3	-107.7	-6.6	-19.8	-19.0	-19.6	12.2	-33.1	-65.0	-33.7
종속,관계기업 관련 손익	-1.5	0.7	0.9	-12.7	-1.1	-0.7	-0.6	-0.6	-10.6	-12.7	-3.0	0.6
<b>세전이익</b>	<b>233.3</b>	<b>321.7</b>	<b>349.1</b>	<b>-150.3</b>	<b>226.6</b>	<b>220.7</b>	<b>185.8</b>	<b>166.3</b>	<b>854.1</b>	<b>753.8</b>	<b>799.3</b>	<b>876.0</b>
법인세	50.2	96.8	114.3	21.7	76.1	55.2	46.4	45.7	299.7	282.9	223.4	240.9
법인세율(%)	21.5	30.1	32.7	-14.4	33.6	25.0	25.0	27.5	35.1	37.5	28.0	27.5
<b>당기순이익</b>	<b>183.1</b>	<b>224.9</b>	<b>234.8</b>	<b>-172.0</b>	<b>150.5</b>	<b>165.5</b>	<b>139.3</b>	<b>120.6</b>	<b>554.4</b>	<b>470.9</b>	<b>575.9</b>	<b>635.1</b>
당기순이익률(%)	4.4	4.0	4.3	-2.8	2.5	2.7	2.4	1.9	3.1	2.2	2.3	2.6
순이익 성장률(% YoY)	-5.8	164.8	58.2	적전	-17.8	-26.4	-40.7	흑전	143.5	-15.1	22.3	10.3
<b>지배주주 순이익</b>	<b>143.8</b>	<b>197.1</b>	<b>201.0</b>	<b>-132.9</b>	<b>130.8</b>	<b>129.1</b>	<b>100.0</b>	<b>88.1</b>	<b>407.5</b>	<b>408.9</b>	<b>448.0</b>	<b>477.1</b>

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

## 현대건설 (000720)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>18,065.5</b>	<b>21,239.1</b>	<b>24,525.3</b>	<b>24,064.3</b>	<b>26,262.2</b>
매출액증가율 (%)	6.5	17.6	15.5	-1.9	9.1
매출원가	16,268.3	19,726.3	22,775.0	22,140.5	24,140.1
매출총이익	1,797.2	1,512.8	1,750.3	1,923.8	2,122.1
판매관리비	1,043.7	937.9	947.5	1,036.9	1,091.4
<b>영업이익</b>	<b>753.5</b>	<b>574.9</b>	<b>802.8</b>	<b>886.9</b>	<b>1,030.7</b>
영업이익률	4.2	2.7	3.3	3.7	3.9
금융손익	99.0	224.7	64.5	22.3	92.1
중속/관계기업손익	-10.6	-12.7	-3.0	0.6	8.9
기타영업외손익	12.2	-33.1	-65.1	-33.7	-57.6
세전계속사업이익	854.1	753.8	799.3	876.0	1,074.1
법인세비용	299.7	282.9	223.4	240.9	295.4
<b>당기순이익</b>	<b>554.4</b>	<b>470.9</b>	<b>575.9</b>	<b>635.1</b>	<b>778.8</b>
지배주주지분 손이익	407.5	408.9	448.0	477.1	588.4

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>14,526.4</b>	<b>15,516.7</b>	<b>16,441.9</b>	<b>16,870.5</b>	<b>18,162.0</b>
현금및현금성자산	2,926.9	3,973.9	4,194.8	4,701.1	5,018.2
매출채권	22.8	4.9	5.2	5.2	5.6
재고자산	718.3	855.4	907.7	901.9	974.3
<b>비유동자산</b>	<b>5,110.9</b>	<b>5,395.0</b>	<b>5,530.3</b>	<b>5,608.3</b>	<b>5,791.9</b>
유형자산	1,012.1	1,048.8	1,123.5	1,209.6	1,308.9
무형자산	718.3	720.6	719.3	718.1	716.8
투자자산	1,378.0	1,557.3	1,619.2	1,612.4	1,698.0
<b>자산총계</b>	<b>19,637.3</b>	<b>20,911.7</b>	<b>21,972.2</b>	<b>22,478.8</b>	<b>23,953.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,613.2</b>	<b>8,757.4</b>	<b>9,255.9</b>	<b>9,200.8</b>	<b>9,890.5</b>
매입채무	2,166.8	2,598.8	2,757.7	2,740.1	2,959.9
단기차입금	108.8	83.1	83.1	83.1	83.1
유동성장기부채	515.1	519.4	519.4	519.4	519.4
<b>비유동부채</b>	<b>2,594.8</b>	<b>2,230.0</b>	<b>2,283.7</b>	<b>2,277.8</b>	<b>2,352.0</b>
사채	1,446.2	1,017.7	1,017.7	1,017.7	1,017.7
장기차입금	163.9	193.5	193.5	193.5	193.5
<b>부채총계</b>	<b>10,208.0</b>	<b>10,987.4</b>	<b>11,539.6</b>	<b>11,478.5</b>	<b>12,242.4</b>
자본금	562.1	562.1	562.1	562.1	562.1
자본잉여금	1,098.2	1,095.3	1,095.3	1,095.3	1,095.3
기타포괄이익누계액	-77.7	25.9	25.9	25.9	25.9
이익잉여금	5,640.0	6,009.1	6,389.7	6,799.3	7,320.2
비지배주주지분	2,212.6	2,237.6	2,365.5	2,523.4	2,713.8
<b>자본총계</b>	<b>9,429.3</b>	<b>9,924.3</b>	<b>10,432.7</b>	<b>11,000.2</b>	<b>11,711.5</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,009.4</b>	<b>-143.5</b>	<b>610.6</b>	<b>753.4</b>	<b>819.9</b>
당기순이익(손실)	554.4	470.9	575.9	635.1	778.8
유형자산상각비	162.0	172.3	96.0	110.1	126.5
무형자산상각비	9.5	9.4	1.3	1.3	1.3
운전자본의 증감	-162.5	-827.1	-62.6	6.9	-86.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-798.3</b>	<b>1,853.3</b>	<b>-324.8</b>	<b>-179.2</b>	<b>-438.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-97.6	-148.4	-170.7	-196.3	-225.7
투자자산의감소(증가)	-370.2	-192.0	-61.9	6.8	-85.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-492.6</b>	<b>-658.2</b>	<b>-64.9</b>	<b>-67.8</b>	<b>-64.0</b>
차입금의 증감	-323.7	-409.7	2.6	-0.3	3.5
자본의 증가	83.8	-2.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-260.0	1,047.0	220.9	506.4	317.0
기초현금	3,186.8	2,926.9	3,973.9	4,194.8	4,701.1
기말현금	2,926.9	3,973.9	4,194.8	4,701.1	5,018.2

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	162,233	190,732	220,243	216,103	235,841
EPS(지배주주)	3,653	3,666	4,017	4,279	5,278
CFPS	11,504	8,446	7,487	8,123	9,963
EBITDAPS	8,307	6,795	8,083	8,965	10,403
BPS	64,200	68,380	71,766	75,409	80,043
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.5	1.5	1.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.2	9.5	10.2	9.6	7.8
PCR	3.9	4.1	5.5	5.1	4.1
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
EBITDA	925.0	756.6	900.1	998.3	1,158.5
EV/EBITDA	3.7	3.5	3.5	2.8	2.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.5	5.7	5.8	6.7
EBITDA 이익률	5.1	3.6	3.7	4.1	4.4
부채비율	108.3	110.7	110.6	104.3	104.5
금융비용부담률	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	13.0	13.1	12.6	12.4	14.4
매출채권회전율(x)	979.3	1,536.6	4,874.6	4,660.1	4,905.3
재고자산회전율(x)	19.6	27.0	27.8	26.6	28.0

**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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대건설 (000720) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

