

종합건설

문정일 가치평가1실 수석연구원
02.6966.2454 / jimoon@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→)**: 시장성장세 지속될 것으로 보이나 2014년 이후 업계 실적 상승을 견인하였던 주택경기 약화에 따라 성장률 둔화 예상
- **변동성(↑)**: 경기변화 및 정부정책에 민감한 산업구조, 정부의 주택안정화 정책과 금리상승에 따른 주택관련 금융환경 저하 등으로 2017년 대비 변동성 확대
- **경쟁강도(→)**: 낮은 진입장벽에 따른 업체간 높은 경쟁강도 지속
- **수익성(→)**: 주택시장의 사업환경은 악화될 전망이나 해외프로젝트에서의 손실 축소 가능성을 감안하면 전년 수준에서 유지 예상
- **레버리지 및 커버리지(→)**: 수익창출력을 통한 자본완충력 확대, 재무안정성 지표는 현 수준 유지

Monitoring Factor

그 동안 수익성을 제약해 왔던 **해외프로젝트 추가 손실 여부, 부동산 경기둔화로 인한 입주리스크 통제 등에 따라** 업체별 수익창출력 및 재무안정성 지표는 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요소는 다음과 같다.

- 1) 진행 주택사업장 관련 입주리스크 관리 및 이에 따른 운전자금 변동성 및 우발채무 현실화 여부
- 2) 해외프로젝트에서의 추가 손실 발생 여부

[Peer to Peer]

■ 주택경기 상승흐름에 따라 양호한 외형 성장세 유지, 다만 공중포트폴리오에 따른 실적 차별화

- 주택사업 비중이 높은 대우건설, 대림산업, GS 건설, 현대산업개발은 양호한 외형 성장
- 플랜트 및 해외사업 등 여타 공종을 주력으로한 포스코건설, 한화건설은 매출액 감소 추세
- 현대건설은 다변화된 공중포트폴리오를 바탕으로 매우 안정적인 실적 시현

■ 수익성 개선되고 있으나 채산성이 낮은 해외프로젝트로 인해 개선흐름은 더딘 상황

- 주택사업의 우수한 분양성과에도 불구하고 업계 영업이익률은 5%를 하회
- 주택건설을 주력사업을 영위하는 현대산업개발은 비교 업체중 가장 높은 수익성 시현

■ 해외프로젝트에 대한 손실 규모, 수익창출력 회복 수준에 따라 재무안정성 차별화

- 대우건설, GS 건설, 한화건설은 해외프로젝트 관련 대규모 손실에 따라 재무안정성 저하
- 현대건설, 대림산업, 현대산업개발은 상대적으로 양호한 재무안정성 보유

[Peer to Peer – 종합건설]

- Peer: 현대건설, 대우건설, 대림산업, 포스코건설, GS 건설, 현대산업개발, 한화건설

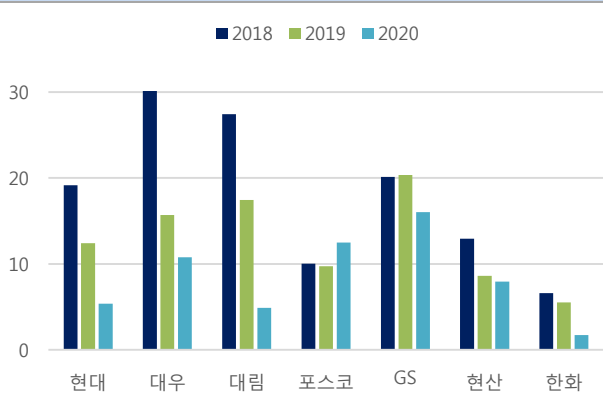
■ 입주리스크 확대에 대한 대응력: 현대건설과 대림산업 양호, 포스코건설 열위

2018년은 그 동안 업계 실적을 견인했던 주택경기가 둔화될 전망이다. 업체별 진행 주택사업은 95%를 상회하는 분양률을 보이고 있어 급격한 변동성 확대 가능성은 크지 않으나 정부의 부동산 안정화 정책과 2018년 입주예정물량이 집중되는 점을 감안하면 주택경기 둔화에 의한 입주리스크 확대 가능성이 높아지고 있다.

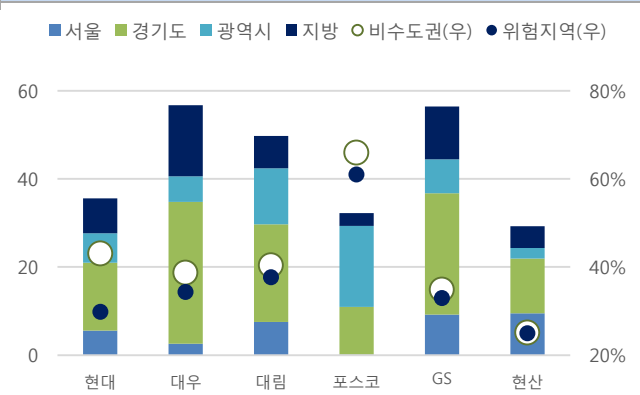
주택사업에 대한 위협은 분양리스크에서 입주리스크로 전환되고 있으며, GS건설, 대림산업, 대우건설 등이 규모 측면에서 리스크 확대에 대한 부담이 높았다. 2018년 전국 아파트 입주 예정 물량이 43.8만호(최근 10년 평균 27.0만호)로 집중된 가운데 업체별 공급물량도 이와 유사한 흐름을 보이고 있어 향후 입주리스크 확대에 대한 우려가 높다. 업체별 공급물량을 살펴보면 대우건설이 3만호로 가장 많았으며, 대림산업, GS건설, 롯데건설, 현대건설 등이 2만호로 그 뒤를 따랐다. 특히 GS건설, 대림산업, 대우건설의 경우 2019년에도 여타 업체에 비해 많은 입주예정물량이 남아 있는 모습이다.

2018~2020년 기준 입주예정물량의 지역별 분포를 살펴보면, 업체별 주택경기 변화에 따른 급격한 입주리스크 확대 가능성은 높지 않을 것으로 판단되나 포스코건설은 이에 대한 모니터링이 요구된다. 과거 주택경기 침체기에 보였던 입주리스크의 주된 양태는 수도권보다 지방 중심으로 확대되어 나타난 것이다. 비교업체 대부분 업계 상위권의 주택브랜드에 기반하여 수도권 위주로 주택사업을 영위하고 있어 입주리스크가 급격히 확대될 가능성은 크지 않을 것으로 전망된다. 특히 현대산업개발의 경우 입주예정물량의 75%가 수도권에 위치해 있는 것으로 나타났다. 다만, 포스코건설은 입주예정물량 중 66%가 지방물량으로 구성되어 있어 비교업체 중 입주리스크 확대에 대한 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

[업체별 입주 예정물량 추이(천세대)]



[2018~2020년 지역별 입주예정물량(천세대)]



자료: 부동산114

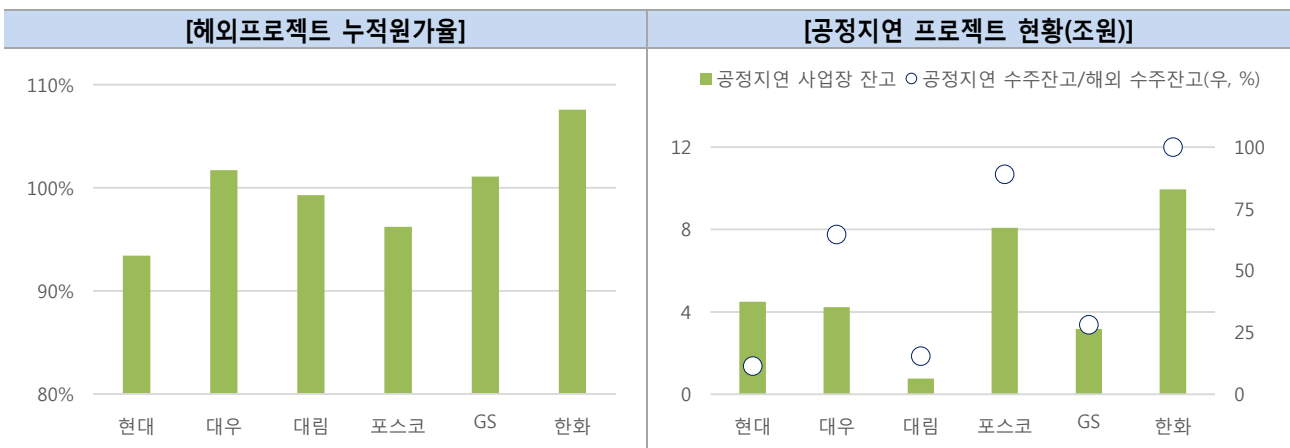
주: 위험지역은 2017년기준 거래 회전율이 전국 평균을 하회하는 지역으로 부산광역시, 인천광역시, 울산광역시, 경상도, 전라북도, 충청도

■ 현대건설 외 해외프로젝트는 당분간 수익창출력 제약 요소로 작용

해외프로젝트에 잠재되어 있던 불확실성 요소는 2015년 수주산업 회계투명성 제고로 인한 공시기준 강화와 이에 따른 건설사들의 대규모 손실반영으로 상당부분 축소된 것으로 판단된다. 다만, 업체별 잔여 공사물량을 감안하면 해외프로젝트는 당분간 수익안정화에 부정적인 요소로 작용할 것으로 보인다.

현대건설을 제외한 여타 업체의 해외프로젝트에 대한 누적원가율이 100% 내외를 보이고 있어 당분간 업계 전반의 수익창출력 개선을 제약할 것으로 전망된다. 현대건설의 해외프로젝트 누적원가율은 93% 내외를 꾸준히 유지하고 있다. 저가수주를 지양하고 해외프로젝트에 대한 리스크 관리가 원활히 이루어지고 있는 것으로 판단된다. 하지만 비교업체 대부분 해외프로젝트 누적원가율이 100%를 상회하고 있어 당분간 수익창출력 개선을 제약할 것으로 예상된다. 특히 한화건설의 경우 2017.9월 기준 107.6%의 누적원가율을 나타내고 있어 비교업체 중 해외프로젝트에 대한 채산성이 크게 저하된 상황이다.

공사기간이 지연된 사업장을 손실발생 가능성이 높은 프로젝트로 봤을 때, 대우건설, 포스코건설, 한화건설 등은 상대적으로 프로젝트에 대한 리스크 관리 부담이 높아 추가 손실에 대한 모니터링이 요구되고 있다. 현대건설, 대림산업, GS건설의 경우 공사기간이 지연된 사업장 비중이 크지 않아 불확실성이 크지 않은 것으로 판단된다. 반면, 대우건설, 포스코건설, 한화건설은 리스크 관리부담이 높을 것으로 예상된다. 포스코건설은 해외프로젝트 상당부분이 미착공사업장으로 향후 계약 유지 여부에 따라 리스크 확대 가능성이 내재하고 있다. 대우건설과 한화건설의 경우 2016년 이후 대규모 손실반영을 통해 불확실성을 상당부분 완화한 것으로 판단되나 공사기간이 지연된 프로젝트의 공사잔액이 다소 높은 수준이었다. 특히 한화건설은 비교업체 중 해외공사에 대한 비중이 가장 높고, 계약금액 기준 10조원 규모의 이라크 Bismayah 주택사업에 대한 의존도(약 30%)가 높아 단일프로젝트의 성과에 따라 높은 실적 가변성을 보일 것으로 예상된다.



자료: 연결감사보고서(2017.9월기준)

주: 공시된 해외사업장을 기준으로 당초 계약대비 공사기간이 연장되거나 공사기간 대비 진행률이 떨어진 사업장을 공정지연 프로젝트로 분류

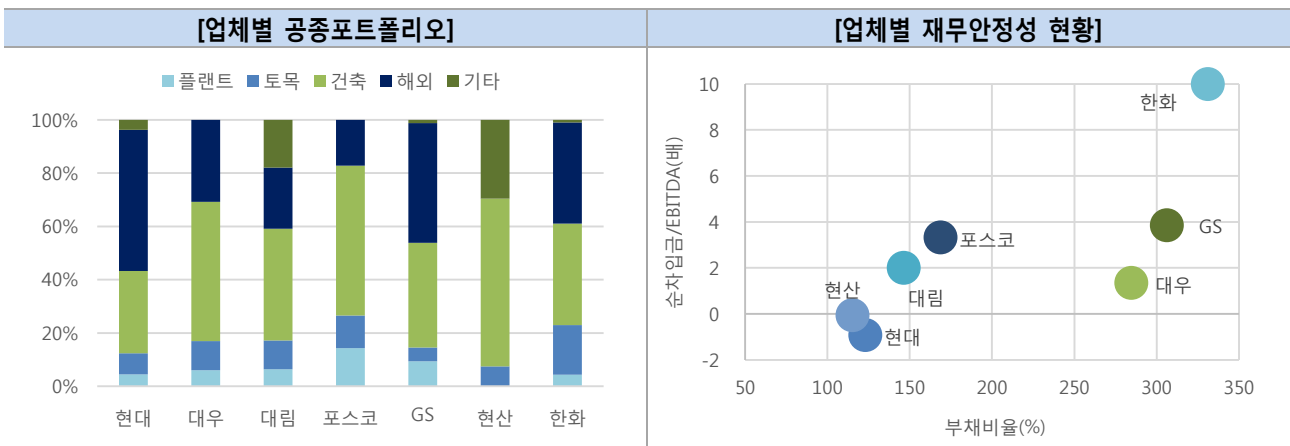
■ 포스코건설 계열물량 회복과 입주리스크 관리, 한화건설 해외프로젝트 성과가 관건

현대건설과 대림산업의 사업 및 재무안정성은 업계 최상위권을 유지하고 있다. 현대건설은 공종별 분산된 포트폴리오를 바탕으로 비교업체 중 가장 안정적인 실적을 시현하고 있으며, 이는 업계 최상위권의 재무안정성으로 이어지고 있다. 대림산업은 건설외 제조업으로 사업을 다변화하여 리스크를 분산하고 있으며, 해외프로젝트에 대한 손실반영 이후 선제적으로 해외 프로젝트 비중을 축소하고 주택사업을 확대하며 시장환경 변화에 대응하고 있다.

현대산업개발은 최근 수익성 및 재무안정성이 빠르게 회복되었다. 현대산업개발은 여타 건설 업체와 달리 주택사업에 집중하고 있다. 부동산경기 침체에 높은 변동성을 경험하기도 하였으나 최근 시장환경 개선에 힘입어 수익성과 재무안정성이 가장 빠르게 회복되고 있다. 부동산 경기가 비우호적으로 선회하는 점은 향후 사업안정성에 부정적인 요소이나 업계 최상위권의 재무여력을 바탕으로 시장환경 변화에 무난한 대응이 예상된다.

GS건설과 대우건설은 해외프로젝트에 대한 손실 반영 이후 수익성이 점차 안정화되고 있으나 재무안정성은 낮은 수준을 보이고 있다. 대우건설과 GS건설은 2013년과 2016년 각각 대규모 영업적자 이후 수익창출력은 점차 안정화되는 모습이나 재무안정성 개선이 다소 지연되고 있다. 양사 모두 해외프로젝트와 주택사업에 대한 리스크가 잠재된 상황이나 당분간 현재의 수익성 유지를 통해 재무안정성은 점차 개선될 가능성이 있다.

한화건설은 해외프로젝트에 대한 성과, 포스코건설은 계열물량 회복과 입주리스크 확대 여부에 따라 재무안정성이 결정될 전망이다. 한화건설은 단일 프로젝트에 대한 의존도가 높은 사업구조에 따라 해외프로젝트에 대한 성과가 향후 재무안정성 개선여부에도 중요한 요소이다. 한편, 포스코건설은 계열 플랜트 공사를 기반으로 양호한 사업안정성과 재무구조 유지하여 왔다. 다만, 최근 그룹의 공사물량 축소로 주력사업이 주택사업으로 전환된 모습이며, 주택사업에 대한 리스크 통제와 이에 대한 변동성을 상쇄할 수 있는 계열물량 회복 여부가 재무안정성 유지에 중요 요소로 작용할 전망이다.



자료: 연결감사보고서
 주: 공종별포트폴리오(2016년기준), 재무안정성현황(2017.9월기준)