

# 건설

## M/S 게임에서 질적 성장으로

### 비중확대

#### ▶ Top picks

삼성물산 (000830, 매수, TP 97,000원)			
	2012F	2013F	2014F
PER(x)	17.6	17.8	17.0
PBR(x)	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(x)	9.9	9.9	9.7
EPS(원)	3,206	3,175	3,315
BPS(원)	65,757	71,304	76,984

- 상대적으로 수월할 2013년
- 상사의 이익 가시화 시기
- 삼성전자 가치가 시가총액의 68%

대우건설 (047040, 매수, TP 13,000원)			
	2012F	2013F	2014F
PER(x)	14.6	8.4	6.9
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	11.1	7.6	6.5
EPS(원)	613	1,067	1,295
BPS(원)	8,513	9,185	10,083

- 모든 부문과 모든 계정에서 좋아진다
- JGC와 협업으로 중동 재진입, 역발상 전략
- 역사적으로 프리미엄 부여의 공통 요인은 '성장성'

#### ▶ 12개월 업종 수익률



### M/S 게임에서 질적 성장으로의 전환점, top picks는 대우건설과 삼성물산

불안한 경기상황을 감안 시 1) 기업의 본질적 변화가 시작됐고, 2) 특정 시장에 집중하기보다 리스크 관리를 동반한 다각화 전략을 구사하며, 3) 수주보다 이익 가시성이 높은 건설주의 선별 투자가 필요하다. 이를 고려해 자신만의 시장을 확보해 외형과 수익성 모두 상승세에 진입한 대우건설과 삼성물산을 top picks로 유지하며 현대건설을 차선호주로 제시한다. 1) 중동 M/S게임에서 질적 성장으로 회귀, 2) 유럽 충격이 적은 아시아 등 비전통 시장 확대, 3) 저성장 우려를 이미 반영해 06년 이래 최저(평균 PER 8.8배)의 밸류에이션 고려 시 건설주에 대해 매수 유인이 있다.

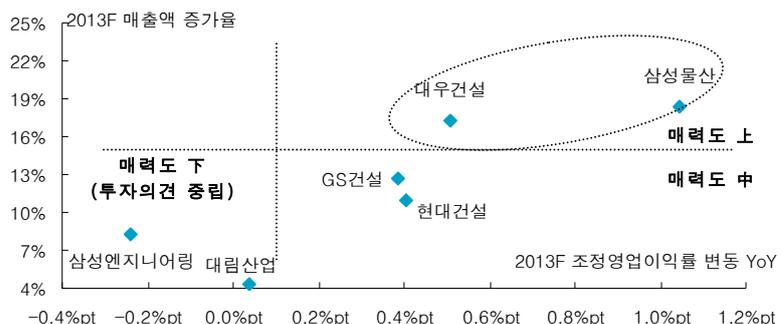
### 변별 요인 1) Breaking the nations! 비전통 시장에서 upside를 찾자

2013년 중동/북아프리카 시장은 쿠웨이트의 'CFP' 발주 가정 시 전년대비 18% 성장이 예상되나 이를 배제할 경우 9% 성장에 그칠 전망이다. 유럽 수요가 꺾이며 사우디 화학 플랜트 증설이 종료되고 복지에 초점을 맞추며 발전/인프라/정유설비로 중심이 이동한다. 물량은 안정적이나 성장이 둔화된 중동 외에 비전통 시장(인프라, 비중동, 업스트림)의 부상에 주목해야 한다. 1) 월드컵을 앞두고 과거의 7배 규모로 확대될 카타르, 2) 유럽 영향이 덜해 견조한 내수를 기반으로 2분기 100억 달러의 정유설비를 계획하는 아시아 '페트로나스'와 'PTT', 3) 건설사가 진출을 시도하는 오프쇼어가 그 예다. 중동 수주 비중은 09년 74%에서 13년 54%로 하락할 전망이어서 다변화를 추구한 업체의 기회이자 업체간 변별력을 높이는 요인이다.

### 변별 요인 2) 주택시장 bottom out, 그러나 높아진 주택시장 진입장벽

일부 업체는 여전히 대손이 발생하는 반면 일부는 주택에서 높은 이익을 창출하는 등 주택시장 내 업체간 편차가 확대되며 실적의 주요 변수가 되고 있다. 10월부터 거래량과 가격이 반등하며 주택시장이 개선되고 있지만 속도는 완만해 수혜는 상품 개발 능력과 낮은 PF리스크, 풍부한 유동성의 조건을 충족한 일부 업체에 제한되고 있다. 이에 해당되는 업체는 대우건설, 현대산업, 삼성물산으로 12년 분양시장 점유율은 4~7%까지 상승했으며 그 외 대형사는 모두 2%대로 축소되고 있다.

[그림 1] 2013년 picks- 외형 성장과 수익성개선이 동시 상승세에 진입한 업체



자료: 한국투자증권

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460  
hyungjoon@truefriend.com

## 투자포인트 및 주요 이슈

### 1. M/S 게임에서 질적 성장으로 회귀

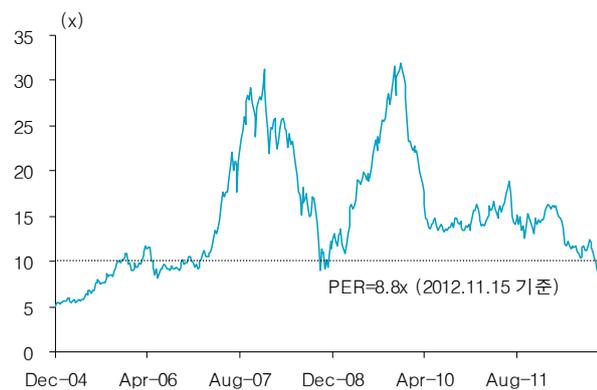
**센티멘트가 최악인 현 시점  
충분히 선별적으로  
매수 요인 존재**

센티멘트가 최악으로 치닫고 있는 현 시점, 건설업종에 대해 선별적 매수 전략이 유효하다고 판단하는 이유는 세가지다. 1) 2010년부터 과열된 중동 출혈경쟁 완화로 무리한 볼륨 위주의 성장에서 질적 성장으로의 회귀, 2) 유럽 충격이 적은 아시아나 정치 리스크가 완화된 아프리카 시장의 부상, 3) 마진 악화와 저성장 우려로 높아진 가격 메리트 등이다. 현재 대형주의 평균 PER은 2006년 이래 최저 수준인 8.8배에 그치고 있다.

**경기둔화 우려 잠재해  
기업의 본질적 변화,  
다각화 전략, 이익 가시성  
보유한 업체에 선별 투자**

2010~2011년 중동에서의 저가 수주가 야기한 마진 훼손 영향은 2013년 대부분 마무리 돼, 대형사의 평균 영업이익률은 2012년 4.4%를 바닥으로 2013년에는 4.6%로 완만하게 개선 될 것으로 예상된다. 2013년에도 일부 건설사를 제외하고는 수익성 우려가 지속될 전망이고 경기 둔화로 수주 전망을 낙관하기 어려운 상황이다. 따라서 1) 기업의 본질적 변화가 시작 되었고, 2) 특정 시장에 집중하기보다 리스크 관리를 동반한 다각화 전략을 구사하며, 3) 수주보다 이익 가시성이 높은 건설주의 선별 투자가 필요하다.

[그림 2] 대형건설주 PER 추이



자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 대형사 합산 영업이익률 추이



자료: 각사, 한국투자증권

**저가 수주 지속 가능성 희박,  
최근 한국 업체간 출혈경쟁을  
지양하는 사례 늘고 있어**

한국 건설업은 2010년부터 극심해진 M/S 게임이 종식되고 질적 성장기로 전환하고 있다고 판단된다. 일부 업체의 공격적 수주 가능성이 희박하다고 판단한다. 기업의 내부 관점에서 리스크 관리 상 저가 수주는 지속되기 어렵다. 또한 최근 업체간 권소시움을 구성함으로써 출혈경쟁을 지양하는 사례가 늘고 있다. 외부 환경 측면에서 전통시장인 중동 화공플랜트 외에 비전통 시장이 확대되고 영역이 다변화되고 있는 것도 우호적 요인이다.

**중동은 외형 유지의 수단  
신성장 동력은 비전통  
시장에서 찾아야**

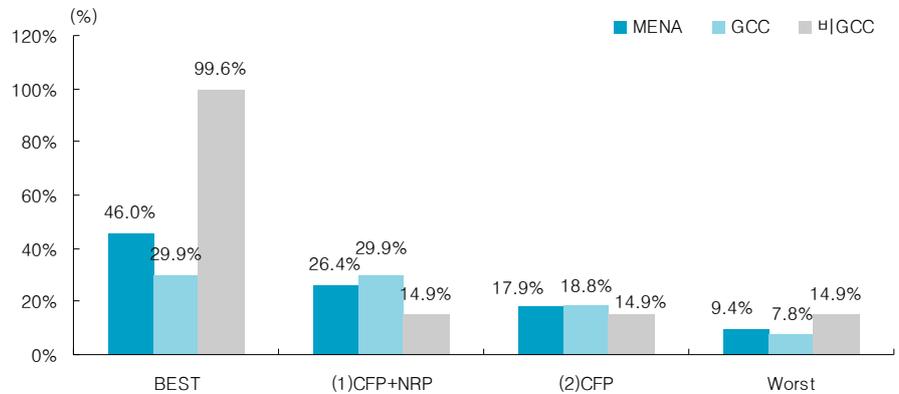
2013년 건설사의 변별 요인은 두 가지다. 첫째, 비전통 시장을 개척해 온 건설사의 차별화가 가속화될 시기다. 우리는 중동 시장은 기존 외형을 유지하는 수단으로, 새로운 성장 드라이버는 비전통(비중동, 인프라, 업스트림) 시장에서 찾을 수 있다고 본다. 이에 대한 준비는 중동 내 경쟁이 과열되던 2010년부터 시작됐으며 2013년은 소기의 성과가 나타나는 원년이 될 것이다. 둘째, 국내 주택시장에서 경쟁력에 따라 이익 편차가 커질 전망이다. 일부 업체는 여전히 대손충당금을 반영하는 반면 일부 업체는 높은 이익을 시현하는 등 편차가 커지고 있다. 주택시장이 10월부터 개선되고 있으나 그 속도는 완만해 수혜는 상품개발 능력과 낮은 PF리스크, 풍부한 유동성의 조건을 충족한 일부 업체에 제한되기 때문이다.

2. 해외 전통적 시장- MENA 시장 18% YoY 성장 추정

2013년 MENA 시장,  
Best 시나리오는 46% YoY  
Worst 시나리오는 9% YoY

2013년 해외시장 전망에 있어 주요 시장은 여전히 중동과 북아프리카(MENA, Middle east & North Africa)다. MENA 역시 글로벌 경기 둔화로 과거 대비 발주 가시성이 큰 폭 하락해 시나리오 분석을 통해 2013년 시장 규모를 추정했다. 1) 한국업체의 참여시장으로 보기 어려운 일반 건설(construction)시장을 배제했고, 2) 발주율은 최근 3개년 평균치를 사용했으며, 3) 일부 가시성이 낮은 프로젝트는 완전 배제했다. 이러한 가정 하에 1) 2013년 MENA 시장 규모는 best 시나리오상 1,716억달러(46.0% YoY), 2) Worst 시나리오상 1,286억달러(9.4% YoY)로 추정된다. 또한 내년 초미의 관심사인 쿠웨이트의 ‘Clean fuel project’(이하 CFP, 150억달러)가 발주될 경우 시장 규모는 1,386억달러로 증가율은 17.9%다.

[그림 4] MENA 2013년 YoY 성장을 추정

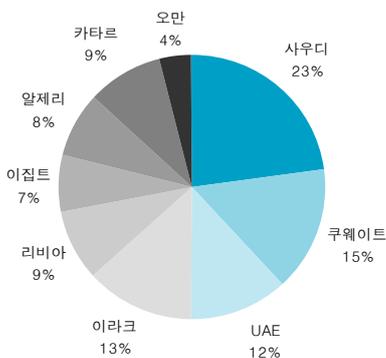


주: (1)은 CFP와 NRP 모두 발주 가정시, (2)는 CFP만 발주시  
자료: MEED projects, 한국투자증권

중동의 주요 시장은  
발전과 인프라, 에너지로 변모

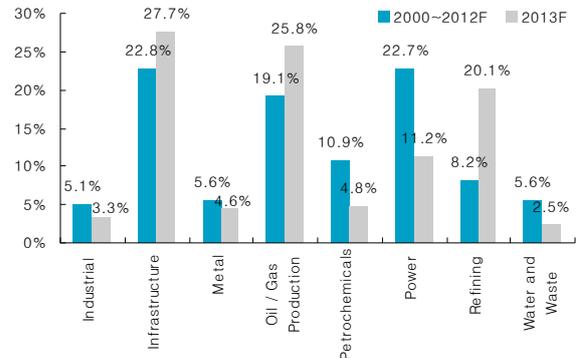
2004년 이후 중동 시장의 핵심은 사우디의 석유화학 플랜트 증설 사이클이었다. 그러나 ‘페트로라빅2’, ‘킴야’, ‘Sadara’ 등 사우디의 대형 석유화학 콤플렉스 발주가 2012년 상반기 종료되며 이제 주요 공종이 발전과 인프라, 에너지(정유, 업스트림, 오폐수처리)로 변하고 있다. 2013년 MENA시장은 oil&gas 생산시설과 정유, 인프라의 비중이 크게 확대된다. 발주 국가와 공종의 변화에 따라 기존 주력시장에서 강했던 전통적 건설사보다 시장 변화에 준비해 온 건설사의 부상이 예상된다. 우리는 에너지와 인프라에 강점을 지닌 업체의 성장 가능성을 높게 평가하는데 이에 해당되는 업체는 삼성물산, 대우건설, 현대건설로 판단한다.

[그림 5] 2013년 MENA 시장 국가별 비중



자료: MEED, 한국투자증권

[그림 6] MENA시장의 공종별 비중



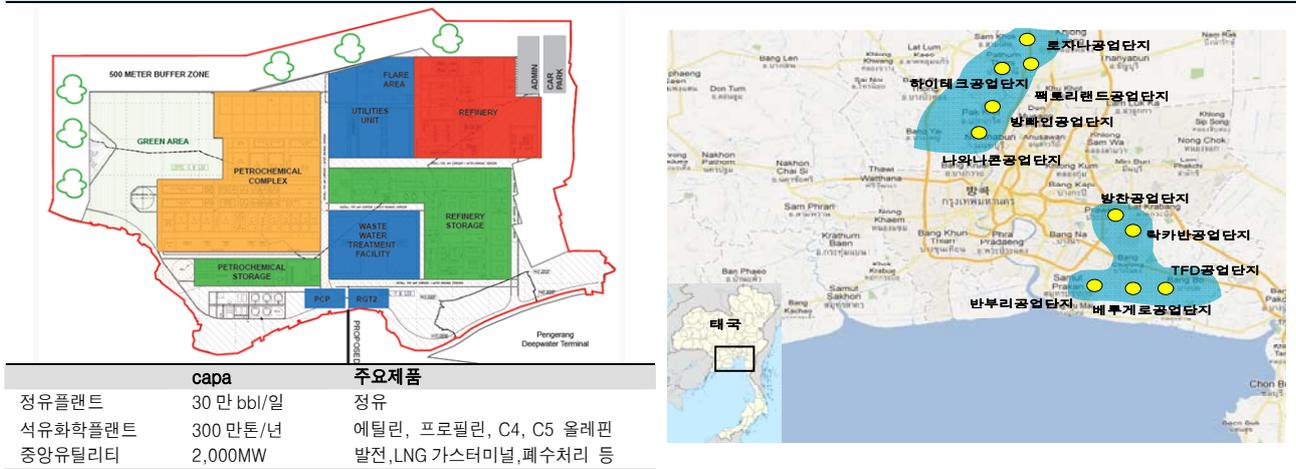
자료: MEED, 한국투자증권

### 3. 해외 비전통 시장- 질적 성장 요인

비전통 시장 중  
아시아의 전망이 밝아  
말레이시아와 태국의  
화공플랜트가 대표적

비전통 시장 중 아시아의 전망이 밝다. 견조한 내수 소비와 서비스 부문 성장, 그리고 유럽 의존도가 낮아 대외 충격이 미미했기 때문이다. 이를 반영해 아시아 신흥국의 주가는 신고가를 경신 중이다. 2013년 발주될 주요 프로젝트는 말레이시아의 ‘페트로나스’와 태국의 ‘PTT’ 그룹의 정유/석유화학 콤플렉스로 발주 배경은 두 가지다. 1) 아시아 신흥국의 에너지 수요가 GDP의 20%에 육박해 에너지, 특히 정유산업에 대한 투자가 필요하다. 2) 중국과 인도 등 아시아 중산층의 소득 증가로 화학제품의 소비가 빠르게 증가하고 있다. 더불어 말레이시아와 태국은 아시아 석유화학 제품의 허브의 역할이 가능하다는 지리적 이점을 가지고 있다.

[그림 7] 말레이시아 페트로나스의 ‘RAPID’ 프로젝트 생산시설 계획과 방콕의 주요 공업단지



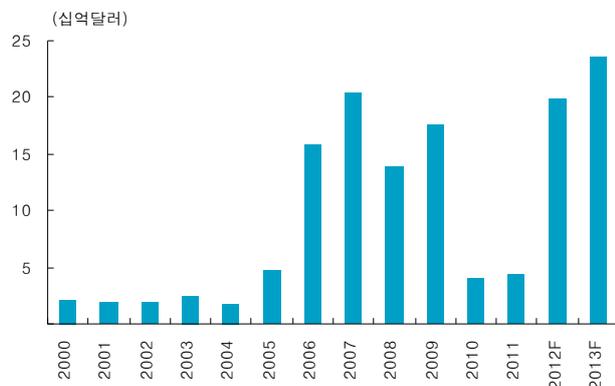
자료: Petronas, Bloomberg

자료: Google

아프리카 역시  
장기적으로 잠재력 높은 시장,  
대우건설의 exposure 높아

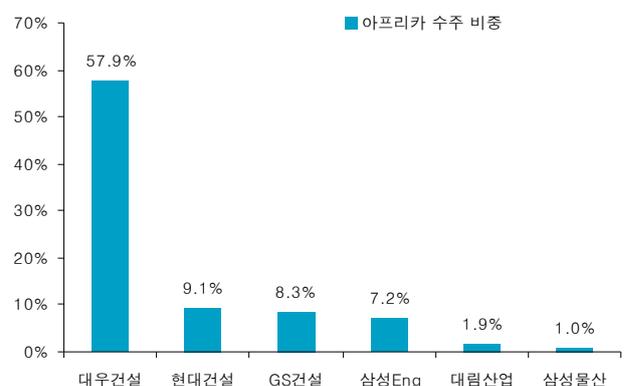
아시아보다 발주 속도나 확실성은 떨어지지만 아프리카와 같은 저개발 국가는 장기적으로 잠재력 높은 시장이다. 국내에서는 대우건설만이 이 시장에 확실한 exposure가 있어 차별화 요인이다. 2013년 주목할 아프리카 시장은 알제리와 나이지리아이며 나머지 국가는 프로젝트 별로 접근해야 한다. 특히 알제리는 oil의 60%를 북미 위주로 수출하나 정제품과 석유화학 제품은 주로 수입에 의존하고 있어 capa 증설이 시급하다. 또한 소나트랙의 비리 스캔들로 2010년부터 발주가 저조했으나 2012년 말 대선과 함께 건설 시장에 활기가 돌고 있다. 2013년의 주요 프로젝트는 소나트랙의 ‘Tiaret oil refinery’로 사업비만 60억달러에 달한다.

[그림 8] 알제리 발주 시장



자료: MEED, 한국투자증권

[그림 9] 대형사별 아프리카 수주 비중(2000~2012년 기준)



자료: 해외건설협회, 한국투자증권

## 수익 전망

### Top line과 수익성이 동시 좋아지는 업체에 집중

2013년에도 수익성의 빠른 개선은 어려워

대형사의 합산 영업이익은 2012년 전년대비 7.3% 감소, 2013년에는 15.2% 증가할 전망이다. 2013년에도 수익성의 빠른 개선은 어려워 보인다. 해외수주 경쟁이 가장 극심했던 2011년 수주잔고가 마지막으로 인식되는 시기이기 때문이다.

2년 연속 추세적으로 수익성이 개선되는 업체는 대우건설, 삼성물산

업체별로 수익성 양상은 다음 3가지 유형으로 나뉜다. 1) 삼성엔지니어링과 대림산업의 수익성 하락은 2013년까지 지속될 전망이다. 2) 현대건설, 현대산업은 기저효과가 더해져 수익성 개선이 예상된다. 3) 2012년에 이어 수익성 개선이 지속 가능한 건설사는 대우건설과 삼성물산이다. 양사 모두 해외사업에서는 후발주자지만 중동 편중에서 벗어나 아프리카나 개발형 사업 전략으로 자신만의 시장을 확보했고, 타사와 다르게 2011년부터 주택 사업의 정상화가 시작됐다는 측면에서 추세적으로 수익성이 개선되고 있다.

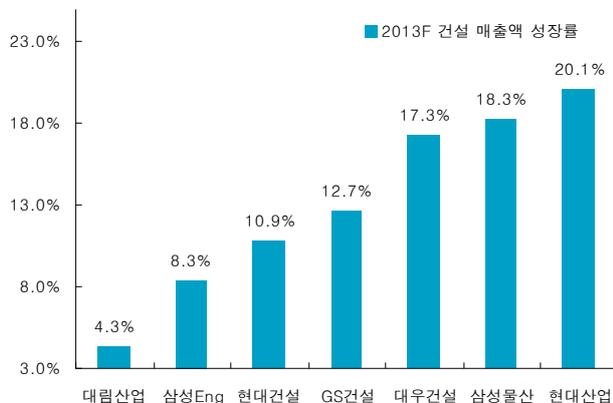
확실한 실적 가시성을 위해 top line 성장이 확보되어야

확실한 실적 가시성을 담보하기 위해서는 top line 성장이 확보되어야 한다. 건설업은 2013년까지 주택 비용의 영향에서 자유롭지 못하다. 고정비 성격의 주택 대손충당금 발생이 당분간 불가피하다면 외형 성장이 동반돼 우발비용의 상쇄가 이뤄져야 한다. Top line 성장이 두드러진 업체는 현대산업, 대우건설, 삼성물산으로 분석된다. 더불어 이익의 downside risk를 낮추려면 수익성이 추세적으로 개선되어야 한다.

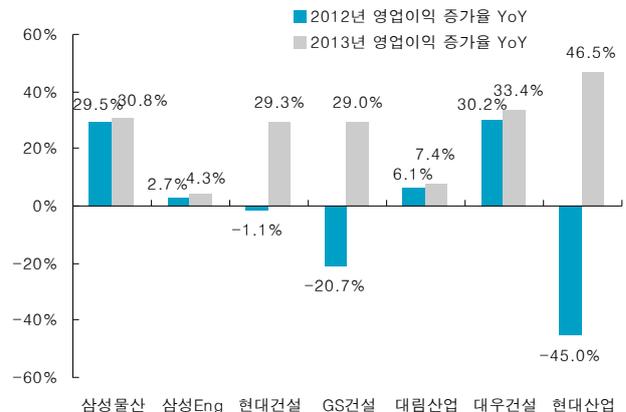
외형과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 업체는 대우건설과 삼성물산, 주택사업 역시 주요 변수

외형과 수익성 개선이 동시에 이뤄지는 업체는 대우건설과 삼성물산으로 판단된다[그림 11 참조]. 이들의 외형 성장 요인 중 해외 수주 외에도 차별화되는 포인트는 주택 공급의 정상화다. 주택시장이 10월부터 개선되고 있으나 그 속도는 완만해 수혜는 상품개발 능력과 낮은 PF리스크, 풍부한 유동성의 조건을 충족한 일부 업체에 제한되기 때문이다. 이에 해당되는 업체는 대우건설, 현대산업, 삼성물산으로 올해 분양시장에서 점유율이 4~7%까지 상승했으며 나머지 대형사는 모두 2%대로 축소되고 있다.

[그림 10] 대형사 2013년 건설부문 top line 증가율



[그림 11] 대형사 2012~2013년 영업이익 증가율

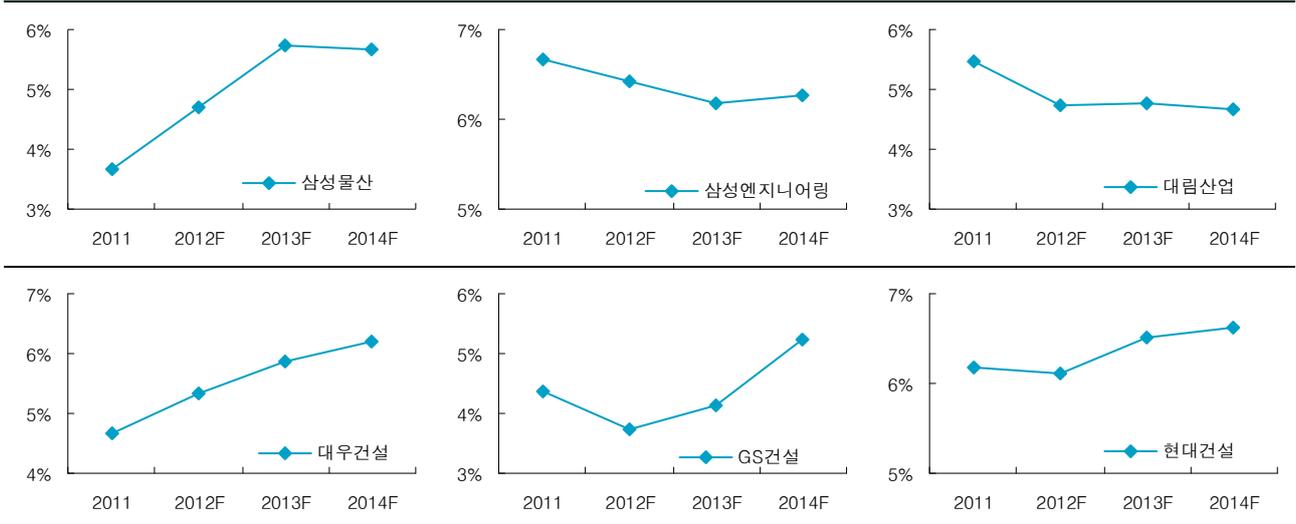


자료: 각사, 한국투자증권

주: 삼성물산은 일회성 매각차익 배제  
자료: 각사, 한국투자증권

2012년 예상 수주와 영업이익률 트렌드를 감안해 2013년 실적을 <표 1>과 같이 조정했으며 영업가치에 적용하는 목표배수를 일부 조정한 목표주가는 <표 2>와 같다. 목표배수는 2006~2011년 역사적 평균 PER인 14.0배를 기준으로 했다. 그러나 1) 아직 부진한 외형성장, 2) 영업이익률 하락 트렌드, 3) 주택에 편향된 사업구조의 약점 등을 고려해 GS건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, 현대산업에 대해서는 15%의 할인율을 적용했다.

[그림 12] 대형사의 2011~2014년 조정 영업이익률



자료: 각사, 한국투자증권

<표 1> 커버리지 건설주 실적 추정 조정 내역

(단위: 십억원)

	2012			2013		
	전	후	차이	전	후	차이
삼성물산						
영업이익	724	773	6.7%	879	779	-11.4%
지배주주귀속순이익	462	519	12.4%	534	564	5.7%
현대건설						
영업이익	746	746	0.0%	965	929	-3.7%
지배주주귀속순이익	521	521	0.0%	687	661	-3.7%
GS 건설						
영업이익	474	285	-40.0%	669	367	-45.1%
지배주주귀속순이익	364	248	-32.0%	503	318	-36.8%

자료: 한국투자증권

<표 2> 커버리지 건설주 목표주가 산출 내역

(단위: 십억원, 배)

	대우건설	삼성물산	현대건설	GS 건설	대림산업	삼성엔지니어링	현대산업
기준 NOPLAT	429	432	669	278	326	591	179
목표배수(배)	14.0	14.0	14.0	11.9	11.9	11.9	11.9
건설 영업가치	6,012	6,048	9,370	3,312	3,884	7,027	2,135
비건설 사업부	-	3,094	-	-	544	-	-
주요 자산가치	450	8,116	-	-	-135	-	-
순차입금	1,133	2,110	-644	532	634	-	-
목표 시가총액	5,329	15,147	10,015	3,264	3,659	7,027	2,135
목표주가(원)	13,000	97,000	90,000	64,000	-	-	28,000
주식수 (천주)	415,623	156,218	111,356	51,000	-	-	75,384
투자의견	매수	매수	매수	매수	중립	중립	매수

주: 1. 중립 의견인 대림산업의 적정가치는 95,000원, 삼성엔지니어링은 176,000원으로 추정됨.

2. 삼성엔지니어링, 현대산업은 NOPLAT이 아닌 순이익 기준

자료: 한국투자증권

## Top picks

Top picks는 대우건설과 삼성물산, 차선희주 현대건설

경기둔화가 지속되고 있어 1) 기업의 본질적 변화가 시작되었고, 2) 특정 시장에 집중하기보다 리스크 관리를 동반한 다각화 전략을 구사하며(표 3 참조), 3) 수주보다 이익 가시성이 높은 건설주의 선별 투자가 필요하다. 따라서 대우건설과 삼성물산을 top picks로 유지한다. 이들은 1) 기업의 본질적 변화, 2) 비전통 시장의 다각화 전략, 3) 높은 이익 가시성이라는 2013년 유망 종목의 기준에 부합해 top picks로 유지한다. 또한 매출 성장세는 높지 않아도 영업이익률의 상승이 가능한 업체 중 2012년 3분기부터 실적 개선이 나타나는 현대건설을 차선희주로 제시한다.

〈표 3〉 대형사 해외수주 지역별 비중 분석(2000~2012년 YTD 기준)

(단위: %)

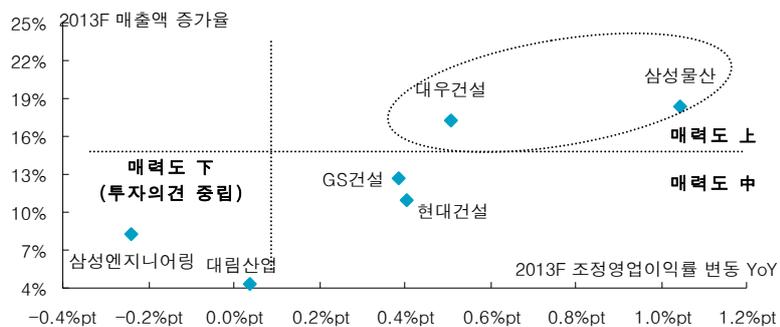
	대우건설	삼성물산	GS건설	삼성ENG	현대건설	대림산업
중동	30.5%	51.4%	57.7%	60.1%	62.6%	71.7%
아프리카	57.9%	1.0%	8.3%	7.2%	9.1%	1.9%
아시아	10.7%	39.1%	18.0%	22.0%	24.4%	26.4%

자료: 한국투자증권

프리미엄의 공통점은 고성장 대우건설의 높은 EPS 증가율 당분간 고퍼터 정당화

과거 프리미엄을 적용 받았던 건설사들의 공통점은 고성장이었다. 2005~2006년 현대건설이 시장대비 평균 55.4%의 할증을 받았던 원인은 2005년 EPS 증가율이 91%에 달했던 턴어라운드였다. 2005~2006년, 2010~2011년 삼성엔지니어링의 프리미엄 요인 역시 주택 의존도가 낮기도 했지만 각각 62%, 53%에 이르는 높은 EPS 증가율 때문이었다. 대우건설의 2012년 EPS 증가율은 42%, 2013년은 74%로 추정돼 2년 연속 peer group 중 가장 높을 것이다. 이에 따라 당분간 고퍼터 적용은 정당화 될 수 있다고 판단한다.

〈그림 13〉 2013년 영업이익률 상승폭과 외형 성장률 비교



자료: Fnguide, 한국투자증권

## 위험 요인

유럽 리스크와 쿠웨이트 정치 불안은 리스크 요인

2013년 건설업의 리스크 요인은 두 가지다 1) 유럽 리스크가 악화될 경우 민간자본의 펀딩 의존도가 큰 일부 프로젝트(특히 PPP, 민관합작 사업)의 경우 수주 지연이 불가피하다. 2) 쿠웨이트의 정치 불안 지속 시 우리의 MENA 시장 규모 전망은 worst 시나리오(전년대비 9.4% 성장)로의 수정이 불가피하다.

커버리지 valuation

<표 4> Valuation 지표

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액	영업이익	순이익	EPS	BPS	PER	PBR	ROE	EV/EBITDA
				(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(원)	(배)	(배)	(%)	(배)
대우건설 (047040)	투자의견	매수	2010A	6,713	(991)	(828)	(2,577)	8,145	NM	1.6	(26.1)	(7.3)
	목표주가(원)	13,000	2011A	7,020	332	177	431	8,291	24.4	1.3	5.3	14.7
	현재가(11/15, 원)	8,940	2012F	8,250	398	252	613	8,513	14.6	1.1	7.4	11.1
	시가총액(십억원)	3,715	2013F	9,676	577	438	1,067	9,185	8.4	1.0	12.3	7.6
			2014F	10,638	668	532	1,295	10,083	6.9	0.9	13.6	6.5
삼성물산 (000830)	투자의견	매수	2010A	17,756	632	486	3,298	55,025	23.9	1.4	6.1	18.5
	목표주가(원)	97,000	2011A	21,546	597	402	2,722	60,181	25.0	1.1	4.5	18.9
	현재가(11/15, 원)	56,500	2012F	25,296	747	486	3,206	65,757	17.6	0.9	4.9	9.9
	시가총액(십억원)	8,826	2013F	27,474	684	481	3,175	71,304	17.8	0.8	4.5	9.9
			2014F	28,242	693	502	3,315	76,984	17.0	0.7	4.3	9.7
현대건설 (000720)	투자의견	매수	2010A	11,378	723	513	4,607	34,344	15.7	2.1	15.0	9.1
	목표주가(원)	90,000	2011A	11,920	754	635	5,705	37,711	12.3	1.9	15.8	9.0
	현재가(11/15, 원)	60,900	2012F	13,552	746	521	4,672	40,357	13.0	1.5	12.0	8.6
	시가총액(십억원)	6,781	2013F	15,026	929	661	5,931	44,262	10.3	1.4	14.0	7.1
			2014F	16,809	1,063	762	6,837	49,073	8.9	1.2	14.6	6.2
GS건설 (006360)	투자의견	매수	2010A	8,420	633	397	8,030	71,244	14.4	1.6	11.6	7.9
	목표주가(원)	64,000	2011A	9,052	598	424	8,563	74,846	10.8	1.2	11.6	7.2
	현재가(11/15, 원)	48,500	2012F	9,562	285	248	5,008	77,762	9.7	0.6	6.5	13.4
	시가총액(십억원)	2,473	2013F	10,490	367	318	6,433	82,061	7.5	0.6	8.0	10.7
			2014F	11,623	555	462	9,337	89,178	5.2	0.5	10.8	7.1
현대산업 (012630)	투자의견	매수	2010A	3,590	244	97	1,322	30,849	25.7	1.1	4.4	14.6
	목표주가(원)	28,000	2011A	4,108	403	222	3,013	33,070	5.6	0.5	9.5	7.0
	현재가(11/15, 원)	18,100	2012F	3,457	221	114	1,554	33,985	11.6	0.5	4.7	10.1
	시가총액(십억원)	1,364	2013F	4,153	324	208	2,831	36,050	6.4	0.5	8.2	7.0
			2014F	4,430	355	235	3,190	38,366	5.7	0.5	8.6	6.3
삼성엔지니어링 (028050)	투자의견	중립	2010A	5,312	412	339	9,032	32,052	21.3	6.0	38.3	14.4
	목표주가(원)	-	2011A	9,298	717	513	13,892	40,887	14.5	4.9	43.7	9.3
	현재가(11/15, 원)	144,000	2012F	11,462	736	531	14,375	49,308	10.0	2.9	35.0	8.3
	시가총액(십억원)	5,760	2013F	12,417	768	589	15,947	58,720	9.0	2.5	31.4	7.9
			2014F	13,066	818	626	16,943	68,591	8.5	2.1	27.7	7.6
대림산업 (000210)	투자의견	중립	2010A	7,438	313	334	8,640	108,237	13.6	1.1	8.4	13.1
	목표주가(원)	-	2011A	7,988	516	366	9,469	114,427	9.5	0.8	8.5	6.5
	현재가(11/15, 원)	69,400	2012F	10,686	498	394	10,230	122,155	6.8	0.6	8.6	7.6
	시가총액(십억원)	2,415	2013F	11,219	534	399	10,352	130,005	6.7	0.5	8.2	7.2
			2014F	11,634	554	422	10,959	138,460	6.3	0.5	8.1	7.0

주: 11월 15일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2012년 11월 21일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션, LG화학, 고려아연, 삼성물산, SK, 삼성중공업, 현대모비스, 기아차, KT&G, NHN, 삼성전자, 삼성SDI, SK텔레콤 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 SK이노베이션, 삼성물산, 기아차 발행주식을 기초자산으로 하는 주식선물(주식옵션)에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.