

2012. 12. 05

Analysts

허문욱 02) 3777-8096
mw.heu@kbsec.co.kr

이경신 02) 3777-8446
ks.lee@kbsec.co.kr

건설 (OVERWEIGHT)

Corporate Day 후기

Recommendations

현대건설 (000720)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 79,000원 (유지)

대림산업 (000210)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 102,000원 (유지)

한전KPS (051600)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 66,000원 (유지)

대우건설 (047040)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 11,300원 (유지)

삼성물산 (000830)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 76,100원 (유지)

현대산업개발 (012630)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 24,000 (유지)

삼성엔지니어링 (028050)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 194,000원 (유지)

GS건설 (006360)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 76,000원 (유지)

두산중공업 (034020)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 60,000원 (유지)

계룡건설 (013580)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 10,000원 (유지)

2013년 해외 수주환경, 쿠웨이트 발주로 개선여지 높아

5대 대형건설사를 초빙해 KB Star 플랜트 건설/엔지니어링 Corporate Day를 진행했다. 참가업체는 2013년 상황을 2012년보다 낙관하지 않았지만, 열악해지는 수주환경에 대응하기 위해 다양한 사업전략을 준비하고 있었다. 국내시장은 큰 변화가 없지만, 해외시장은 쿠웨이트 등 GCC국가의 발주지속과 신규시장에 대한 기대치가 높았다. 나이지리아 등 북부아프리카의 화공 인프라투자 확대와 중앙아시아·남미 등 신규시장 입찰확대가 핵심이다. 공종다각화 성과도 새로운 변수다.

KB투자증권, KB Star 플랜트 건설/엔지니어링 Corporate Day 진행 완료

11월 29일, KB투자증권이 KB Star 건설/엔지니어링 Corporate Day를 진행했다. 참가업체는 국내 메이저 건설사인 현대건설·삼성물산·대우건설·GS건설·대림산업 등 5개사다. 건설주가 역사적 저점을 형성한 가운데, 3분기 영업실적 부진과 글로벌 수주환경 악화라는 악재 속에 시행했으나, 투자가의 관심이 높았다. 주가도 낙폭이 컸고, 4분기 영업실적 및 2013년 경영전략, 쿠웨이트 등 해외발주국의 프로젝트 비당계획을 청취할 좋은 기회였기 때문이다.

건설주 주가하락은 해외 플랜트시장의 이상기류로 인한 성장 및 수익둔화 우려 때문

최근 건설/엔지니어링산업은 유럽경기 부침 속에 유럽디젤로퍼의 운신폭 축소, 전세계 경기 불안에 따른 석유화학 기초유분 및 범용수지 수요 둔화로 인한 화공플랜트설비 증장기 발주 계획 지연 등 불안요인에 노출되었다. 중동국가 민주화 시위의 여파로 해외발주액이 2011년 대비 축소된 상태다. 특히 스페인 TR 등 최저가입찰 참여업체의 확대로 수익성이 둔화되는 등 발주시장의 이상기류가 감지되고 있다. 결국 건설주의 낙폭과대 확대도 연동됐다.

해외수주환경 악화에 대한 우려는 있으나, 한국EPC업체의 상황대처능력 여전히 우수

한국 건설사는 전세계 발주처를 대상으로 ① 발주처의 요구수준에 대한 이해 (Level of Expectation), ② 적절한 리소스 동원능력 (Resource Power), ③ 원활한 사업진행관리 (Progress Control), ④ 조화로운 조직력 (Organizing Ability), ⑤ 준공납기일 준수 (Respect of Deadline) 등의 경쟁요건을 충족했다. ⑥ 유럽 및 일본업체대비 7%p 가격경쟁력 우위를 통해 여전히 좋은 컨디션으로 수주경쟁을 벌이고 있다. 글로벌 발주위축으로 입찰경쟁이 심화됐으나, 2013년 쿠웨이트 리파이너리 상업입찰을 시작으로 해외수주 성공률이 개선될 전망이다.

2013년 수주시장: 국내는 2012년과 유사한 정체상태, 해외는 발주환경 점진적 개선 기대

① 2013년 국내수주액은 90조원대의 2012년 수준에 머물 전망이다. 공공은 재정건전성 회복을 위한 SOC투자 정체와 4대강사업 등 대형발주현장 종료로 별다른 성장기회가 없겠다. 건축주택은 오피스텔 등 틈새시장 포화로 분양경기를 복돋을 만한 특별요인이 발견되지 않는다. ② 2013년 해외수주액은 2012년보다는 희망적이다. GCC국가 플랜트 시장규모가 1,379억달러로 실제 발주규모의 축소우려에도 불구하고, 투자계획은 꾸준하다. 2012년 53억달러에 불과했던 쿠웨이트시장이 491억달러에 달하는 등 성장을 주도할 국가가 뚜렷하다는 점이 긍정적이다.

건설투자전략: 해외 수주시장의 긍정적 변화, 주가의 낙폭과대로 우량주 저점매수전략

건설주 투자포인트다. ① 예상보다 큰 주가낙폭과대로 보유가치대비 임계수준까지 주가하락 업체 속출 및 수급공백효과가 기대된다. ② 시클리컬산업의 한계로 탑다운식 투자접근은 여전히 어려우나, 수주경쟁력, 영업실적 가시성, 이익예측신뢰성 유지업체에 대한 바텀업 접근은 유효한 시점이다. ③ 한국 EPC업체가 보유한 수주경쟁력에 대한 지나친 평가절하보다 공정한 적정가치산정이 필요하다. ④ GDP 내 건설투자비중이 12.3%로 선진국대비 상위수준, 부동산 규제완화 가능성, 임대주택시장 기대치, 해외수주액 발주타임레그가 마무리되면서 2012년<2013년으로 예상된다. ⑤ 현대건설과 대림산업을 탑픽건설주로 추천한다.

Contents

건설 Corporate Day 요약 수주성장과 수익성의 밸런스 유지에 주력	4
1. 수주시장의 성장성 확보 이슈	5
2. 수익성 유지 이슈	6
3. 그룹시너지와 기업간 협업스토리 이슈	7
4. 2013년 가이드라인 전망	8
해외건설환경 쿠웨이트를 중심으로 GCC국가의 발주량 지속 증가 전망	9
1. 카타르 발주현황	11
2. 사우디아라비아 발주현황	14
3. 쿠웨이트 발주현황	18
4. UAE 발주현황	21
5. 알제리 발주현황	24
Corporate Day 기업별 후기	
현대건설 (000720/현재주가: 66,500원/BUY/목표주가: 79,000원)	27
대림산업 (000210/현재주가: 77,200원/BUY/목표주가: 102,000원)	31
대우건설 (047040/현재주가: 9,330원/BUY/목표주가: 11,300원)	37
삼성물산 (000830/현재주가: 59,600원/BUY/목표주가: 76,100원)	42
GS건설 (006360/현재주가: 51,700원/HOLD/목표주가: 76,000원)	48
Appendices – Peers Comparison	54

건설 Corporate Day 요약: 수주성장과 수익성의 밸런스 유지에 주력

주요 이슈는 수주시장의 성장성 확보 이슈, 수익성 유지 이슈, 그룹 시너지와 기업간 협업스토리 이슈, 2013년 가이드라인 전망

2012년 KB투자증권은 지난 11월 29일, KB Star 건설/엔지니어링 Corporate Day 행사를 진행했다. 금번 Corporate Day에 참여한 기업은 현대건설, 삼성물산, 대우건설, GS건설, 대림산업 (건설도급순위 순) 등 한국을 대표하는 국내 메이저 5개 상장건설사다.

최근 건설산업은 유럽경기의 부침 속에 중동발주국의 낙찰지연, 유럽EPC업체와의 경쟁심화, 국내공공 발주량 위축 등으로 과거에 비해 성장기대치가 낮아진 상황이다.

그럼에도 불구하고, 한국의 대형건설사는 전세계 발주처를 대상으로 ① 발주처 요구수준에 대한 높은 이해력, ② 적절한 리소스 동원능력, ③ 우수한 사업진행관리와 제품우수성, ④ 조직력 우위, ⑤ 준공납기일 준수 등의 경쟁요건과 유럽 및 일본업체대비 가격경쟁력 우위를 통해 여전히 최상의 컨디션을 유지하고 있다.

이미 꾸준한 사업다각화와 지역다변화의 성과가 2012년 중반부터 성과를 나타내고 있다. 발주시장의 불황은 심각한 수준이지만, 글로벌 건설업체 중 우수한 영업성과를 나타내는 대표위상을 유지할 것으로 기대하고 있다.

금번 Corporate Day에서는 주요 건설사의 해외수주 성공전략과 장기경영계획, 불황에 대비한 생존전략을 확인해보는 좋은 기회였다는 것이 참가한 투자자들의 평이다. 투자자들은 5개 건설사에 대해 고른 관심을 표명했으며, 현대건설과 대림산업에 대해 상대적으로 다소 높은 참가율을 보였다. 5개 건설사의 주요 프리젠테이션 발표내용과 투자포인트는 다음과 같다.

1. 수주시장의 성장성 확보 이슈

수주성장성은 시장다변화와 더불어 공중다각화가 주요한 화두

2013년 국내수주시장은 정체상황이 이어질 것으로 예상된다. 이에 따라 건설사들이 수주 돌파구를 해외시장에서 찾으려는 노력이 2012년에 이어 2013년에도 계속될 전망이다. 세계건설시장 내 중동발주물량이 20% 전후로 여전히 높은 비중이어서 중동시장을 외면하기 어렵지만, 발주스케줄 지연, 경쟁심화 등으로 대안시장에 대한 관심이 이어지고 있다. 한국 대형건설사의 북부아프리카, 중남미, 중앙아시아 등 시장다변화 노력이 지속될 것이다. 수주물량은 중동지역이 여전히 다양하지만, 수익성은 기타지역이 우수한 것으로 검증되고 있다. 2013년은 신시장개척의 성공 여부가 결국 수주성장성을 판정할 것으로 관측된다.

수주성장성 유지를 위한 방법은 앞서 언급한 시장다변화와 더불어 공중다각화가 주요한 화두다. 화공프로젝트에 경쟁력이 있는 삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설 등은 IPP발전, 담수, 비료플랜트 등 비화공 산업플랜트와 유틸리티형 플랜트에 대한 수주참여를 확대하고 있다. 반면 비화공 산업플랜트와 유틸리티형 플랜트에 전문성을 나타냈던 현대건설, 삼성물산, 대우건설은 중전 토목, 건축 등 기본 포트폴리오에서 화공·LNG플랜트로 사업영역을 확대하는 상황이다.

2013년 수주성장성은 지역적으로는 쿠웨이트, 공중별로는 리파이너리영역이 성장드라이브역할을 수행할 전망이다. 쿠웨이트 클린퓨어 프로젝트 100억달러, 쿠웨이트 신규정유공장 프로젝트 150억달러가 대표적이다. 중동국가에서 연초 발표하는 플랜트발주계획은 2011년부터 실제입찰 규모가 연초계획에 미달하는 상황이 지속되고 있다. 연초 1,000억달러 이상 계획됐던 프로젝트가 연말에 가서는 70% 수준에 머무르는 상황이다. 그러나 쿠웨이트의 리파이너리공정에 대한 발주확보는 상대적으로 신뢰성이 높은 것으로 예상된다. 1분기 기술입찰에 이어 늦어도 3분기에는 상업입찰이 진행될 것으로 업계는 관측하고 있다.

중동국가는 2007~2010년과 같은 Seller's Market 상황은 아니지만, 경제활성화와 민주화이슈에 대한 사회적 안정유도를 위해 투자를 꾸준히 확대한다는 계획으로 미루어 볼 때 Buyer's Market으로 단정하기도 어려운 상황이다. 2013년 하반기에는 최저가입찰 참여에 주력하는 스페인 TR (Tecnicas Reunidas)등 유럽업체의 수주잔고가 확충될 경우 수주시장에서 정상적인 입찰 가격이 형성될 것으로 전망된다. 특히 11월 29일, 사우디 투자청이 스페인 최대 EPC업체인 TR 사우디법인 (TRSA)의 면허정지를 결정했다. 사우디 정부는 전체 프로젝트 발주액 중 30%를 현지법인 보유업체에 개방하므로 TRSA의 참여범위 위축이 국내EPC의 수주경쟁률 향상에 도움이 될 것으로 기대된다.

국내 5대 건설사의 수주전략은 성장성을 유지하나, 무리한 최저가 입찰참여는 지양한다는 전략이다. 통상 연초 수주가이드라인을 전년동기대비 15% 이상 공격적으로 발표했으나, 2013년 수주가이드라인은 10% 내외의 성장을 전제로 달성 가능한 수준에서 머물 것으로 예측된다. 수주성장성과 수익성이 역상관계였던 통상적인 수주관행에서 벗어난다는 전략인데, 건설사의 실천여부에 주목해 볼 일이다.

2. 수익성 유지 이슈

국내 수익성은 하향평준화 진행
 해외 수익성은 2010~2011년
 저가수주가 원인 2012년
 신규수주액은 퀄리티 양호

국내수익성은 하향평준화가 진행 중이다. 토목사업은 대표적인 저수익사업이었던 4대강사업이 완료됨에 따라 원가상승의 부담이 완화될 것으로 보이나, 민간발주사업 위축으로 공공사업에 대한 경쟁심화가 이미 최저가낙찰로 타이트하게 진행되고 있어 적극적인 수익성 개선의 모습을 보이기는 어려워 보인다. 오히려 댐, 발전, 고속도로 등 전략사업에 대한 참여가 높아지면 4대강사업과 같은 우발적 수익악화 이슈가 발생할 개연성도 있겠다.

주택사업은 이미 수익성의 한단계 레벨다운이 불가피해 보인다. 자체사업과 지주공동사업 등 고마진사업이 위축되었고, 착공 지연된 PF사업이 뒤늦게 진행되면서 공사손실충당금 반영, 준공원가정산에 이어 미분양아파트에 대한 재고자산평가손, 대손상각액의 증가가 시현되고 있다. 특히 잔여PF사업 축소전략으로 미착공현장에 대한 대손상각이 반영될 경우 주택사업의 수익구조는 불확실해 진다.

그러나 이러한 우발비용이 주택분양경기 회복으로 억제되고 통제된다면 2008년부터 구체화된 건설사 클린화비용의 총량이 점차 축소되고 있다는 점에서 긍정적으로 볼 이슈다. 다만 2012년 건설사 클린화가 과거 3~4분기 일괄반영에서 1~4분기 분할반영으로 전환됨에 따라 4분기 클린화비용 반영규모가 중요해 보인다. 만약 반영규모가 2011년 4분기보다 적고, 2012년 총반영비용이 2011년대비 축소기조가 유지된다면 건설사 우발비용이 통제가능 수준이라고 판단이 가능하겠다. 그러나 4분기 비용반영이 예상보다 커진다면 영업실적 시장컨센서스가 하향되면 서 건설사 수익가시성과 이익예측신뢰성은 또 한번 실망감을 안겨줄 것이다.

해외사업은 건설사 2012년 수익성 악화의 주요인이다. 2010~2011년 왕성한 해외수주활동이 오히려 수익구조 악화라는 부작용으로 전환된 대표적 건설사 악재요인인 셈이다. 해외기성비용이 건설사의 40%를 상회하는 상황에서 2010~2011년 수주액이 현재 가장 왕성한 기성활동에 기여도가 높아 당분간 해외원가율은 상승기조를 유지할 것으로 보인다. 따라서 수익성의 획기적 전환도 기대하기 어렵다. 다만 2012년 확보한 신규수주액은 수익성 위주의 선별수주전략이 투영된 것으로 관측된다. 당분간 해외원가율 하락을 본격적으로 유도하기는 어려우나, 빠르면 2013년 하반기, 늦어도 2014년부터는 원가율 안정에 점진적으로 기여할 것으로 예측된다.

다만 업체별로 전략사업이 있으며, 2013년 화두인 지역다변화, 공종다각화 실천으로 해외사업의 수익성은 점차 하향트렌드가 될 수밖에 없어 보인다. 결국 전반적인 건설사의 수익성은 양질의 공사수익을 확보하지 못한다면 PF 등 우발비용의 통제능력과 판매관리비 절감 여부가 중요한 이슈가 될 것이다. 해외공사수익의 타겟은 2년 전에는 12%대였으나, 2013년에는 10%대로 낮아질 전망이다. 긍정적인 contingency 활동으로 우발비용을 통제한다는 가정하에 건설사 평균 판매관리비율 5%를 적용할 경우 평균영업이익률은 5%로 예상된다. KB투자증권은 커버 10개 건설사의 2013년 영업이익률은 전년동기대비 +0.1%p한 4.9%로 추산하고 있으며, 2013년 영업이익률도 4.9% 동일 수준으로 전망한다. 향후 근본적인 이익률 개선은 어렵고, 매출액 증가를 통한 영업이익 증가만이 가능해 보인다. 이마저도 영업이익 증가율은 매출액 증가율을 하회할 전망이다.

3. 그룹시너지와 기업간 협업스토리 이슈

계열사와 시너지 타입제와 컨소시엄 구성 타국업체와 다양한 협업관계

경쟁심화로 전략적인 그룹간 시너지와 협업관계 유지가 최근 새로운 트렌드다. 사업다각화 및 지역다변화에 긍정적인 영향이 기대된다. 수주입찰시 경쟁업체와 협업관계를 유지하는 것은 이미 활발히 진행되고 있으나, 점차 대형프로젝트로 확산되고 있다. 최근 타국업체와도 협업관계를 진행하고 있다는 점이 특징이다.

별도 엔지니어링업체를 보유 중인 현대건설의 경우 계열사가 강점이 있는 지역에 공동수주 형태로 참여하는 방안과 상호기술협조 등을 진행하고 있다. 과거 현대엔지니어링은 현대건설과 E (설계) 협업에 한정했으나, 8월 수주한 베네수엘라 정유프로젝트의 경우 현대건설 1조 5,772억원, 현대엔지니어링 8,401억원으로 EPC를 45:24 (중국 31%)로 분할했다. 현대엔지니어링은 PC (조달·시공) 역량강화를 통해 E 경쟁력을 높이고, 현대건설은 E 역량강화를 통해 PC 수행시 효과적인 원가절감을 유도한다. 현대엔지니어링은 5~8% 비중에 불과했던 E에서 3배 이상 수주규모가 증가한 셈이다. 현대건설은 최근 현대엔지니어링이 주력수주지역인 CIS (독립국가연합) 지역에서 수주를 확대 중이다.

다른 기업과 협업관계를 유지하는 전략으로는 현대건설과 현대중공업의 나이지리아 Brass LNG사업 공동입찰을 들 수 있다. 지역적으로 나이지리아는 대우건설에 우호적인 발주국이다. 그러나 최근 현대중공업이 나이지리아에서 EPC사업을 진행 중이고, 상업입찰시 가격경쟁력이 높아 현대건설과 협업시 가격경쟁력이 우수할 것으로 전망된다. 대우건설의 경우 최근 중동시장 내 기존 화공시장의 공략측면에서 페트로케미컬 영역에 일본 JGC, 토요엔지니어링과 협업 진출을 꾸준히 진행 중이다. 사우디 지산프로젝트에 JGC와 JV형태로 50:50 다운스트림을 수주한 것과 나이지리아 비료공장을 토요엔지니어링과 컨소시엄을 구성해 수주한 것 좋은 사례다.

그룹 내 시너지는 현대건설의 경우 자체도입시 그룹 내 바캐닝파워를 활용하거나, 관련계열사 (현대로템, 현대제철, 현대엠코)와 컨소시엄을 구성해 신규사업영역을 공략한다는 전략이다. 대림산업의 경우 계열사인 삼호와 고려개발에 대한 서브컨트랙터 활용방안을 모색 중이다. 국내 주택사업의 경우 200세대 내외의 소규모 단지에 삼호를 투입할 경우 타이트한 공사비용과 인건비 관리로 수익성 확보가 대림산업의 직접시공보다 유리할 전망이다. 고려개발을 해외토목 인프라사업에 투입할 경우 중국업체와 유사한 가격경쟁력이 확보될 전망이다. 이미 기술이전은 진행된 것으로 알려져 있고, 빠르면 2013년 하반기부터 가시화를 기대한다.

대우건설은 업계 최대규모의 PF 지급보증액을 보유하고 있으나, 여전히 신용도 측면에서 긍정적인 평가를 받는 이유는 산업은행과의 시너지효과다. 특히 발전사업부문에 있어 IPP사업에 대한 경쟁력 제고에 산업은행의 역할이 클 것으로 기대된다. 삼성물산의 경우 이미 삼성엔지니어링과 카자흐스탄 발하쉬 발전소에 대한 PF사업을 진행했다. PF사업에 이어 추가적인 공종 협업도 추진 중인 것으로 알려져 있다. 현재 가장 중요한 이슈는 17라인 재개일정이다.

대림산업과 GS건설은 그룹내 민간발전사업 영위로 향후 발전사업에 대한 다양한 접근성이 확보될 전망이다. 대림산업은 YNCC를 비롯한 화공계열사 영위, GS건설은 GS칼텍스 발주프로젝트 수행에 따른 리파이너리 고도화사업 경쟁력 등 다양한 계열사 시너지효과를 확인 중이다.

4. 2013년 가이드라인 전망

2013년 수주 가이드라인 보수적
 발표예상. 매출기성은 양호하나
 영업이익의 퀄리티는 낮아질 듯

통상적으로 가이드라인은 직전 연도의 4분기 영업실적 발표시 제시된다. 그러나 2012년 연초 가이드라인에 대한 달성률이 저조하면서 건설사의 가이드라인에 대한 신뢰성이 극도로 낮아졌다. 업체 입장에서는 가이드라인의 수정이 현실적으로 어렵기 때문에 2013년 가이드라인은 회사 내부목표에서 디스카운트해 보수적으로 재수정된 목표치를 비공식적으로 발표할 것으로 예상된다. 아직 4분기 실적발표 시점까지 시기적으로 이른 상황이기 때문에 업체별로 구체적인 가이드라인 발표는 없었다.

수주목표액이 과거보다 낮아졌으나, 3분기까지 확인한 활발한 기성활동을 고려시 매출액 증가는 10% 전후의 양호한 수준에서 발표될 것으로 기대된다. 건설산업 특성상 우발비용의 침투 여부와 정도에 따라 수익성이 변화해 이익의 예측신뢰성이 낮아 기업가치 평가시 할인받기 십상이다. 수익추정에 있어서도 contingency 관리 여부에 따라 수익성이 차이가 발생하는 등 리스크에 노출되어 있다. 그러나 건설사에 있어 가장 우려되는 점은 매출기성이 위축되는 것인데 다행스럽게도 현재 대부분 건설사의 매출기성은 안정적이다.

영업이익은 매출액 증가에 힘입어 증가가 유지될 전망이다, 매출액 증가율을 하회할 전망이다. 또한 2012년 꾸준히 진행된 비영업용 자산매각과 계열사 지분매각이 일정부분 영향을 줄 것으로 보여 영업이익 증가의 퀄리티는 낮은 수준으로 평가된다. 건설사의 PF 규모도 여전히 높고, 미착공PF에 대한 선제적인 충당금 반영이 이어질 것으로 보여 클린화비용도 2012년대비 급격히 낮아지기도 어렵다. 더불어 8월부터 증가세로 전환된 미분양주택에 대한 대손상각도 넘어야 할 산이다. 2013년 전반적인 펀더멘털 평가는 개선 보다는 2012년 유사 수준으로 평가된다.

2013년 비용증가의 요인은 주택사업은 분양률 제고를 위한 설계변경비용과 공사지연문제, 주택관련 충당금 반영, PF관련비용과 차입금 확대 기조로 인한 금융비용 증가로 요약된다. 잠재적으로 입주지연에 따른 현금흐름 악화 우려에 대비할 필요가 있어 보인다. 소송이 진행 중인 사이트에 대한 시공사/시행사간 비용정산문제도 새로운 이슈로 부각될 수 있다. 토목사업은 이미 최저가수주로 인해 적정마진이 훼손된 것으로 관측된다. 적정마진 확보에는 입찰환경에 대한 최저가 지양 등 자정작용이 작동할 때까지 시간이 필요해 보인다. 해외사업의 경우 2012년 확보한 양질의 수주액이 기성화되기 위한 시간이 필요해 다소 수익공백이 발생할 가능성이 높다. 전반적으로 가이드라인 발표에는 불안한 환경이다.

다만 2012년 선제적인 클린화로 실적저하효과가 기대되는 기업은 시장참여자들의 긍정적인 평가를 받을 수 있을 전망이다. 현대건설은 선제적 클린화, 대림산업은 원가안정으로 주목을 받을 전망이다. 밸류에이션 강점은 여전할 것으로 보인다. 대우건설은 주택사업에 대한 클린화 여부와 정도가 관건이나, 무리없는 실적흐름이 기대된다. 삼성물산은 상사부문의 제품믹스 다양화전략이 한계를 나타내고 있고, 건설부문의 판매관리비 부담이 관심대상이다. 수주액 확대로 비용분산이 가능할지 여부가 관건이다. GS건설은 3분기 실적악화로 시장의 우려가 큰데, 당분간 비용안정을 위한 숨고르기 과정이 이어질 전망이다.

해외건설환경: 쿠웨이트를 중심으로 GCC국가의 발주량 지속 증가 전망

2013년 GCC국가의 인프라투자는
2012년대비 발주계획 풍부하며,
쿠웨이트 리파이너리 투자로
한국EPC 성과 기대해도 좋을 듯

2013년 국내건설사의 경영성과는 해외건설환경의 변화에 대한 대응과 글로벌 수주경쟁력 확보 여부로 명암이 갈리게 될 것으로 보인다. 국내시장이 담보상태이기에 어쩔 수 없는 결과다. 종전 종합건설회사는 토목형 플랜트, 공공건축사업, 발전형 유틸리티형 플랜트를 지속적으로 공략하면서 사업다각화를 위해 화공플랜트로 사업영역을 확대할 것이다. EPC 엔지니어링업체는 화공사업의 발주한계를 극복하기 위해 다양한 지역다변화와 공종다각화를 추진할 것이다. 문제는 성장지속과 수익성과는 역상관계를 나타내기 쉽다는 점인데, 수익성을 훼손시키지 않는 범위 내에서 성장을 지속할 수 있는지가 관건이겠다.

다행스러운 점은 GCC 6개국을 포함해 북부아프리카의 발주국이 지속적인 투자계획을 발표하고 있다는 점이다. 물론 연초 발표계획이 집행되지 않을 수도 있지만, 글로벌 경기 위축에도 불구하고, 일단 발표 자체가 축소되지 않는 상황을 확인할 수 있다는 점은 분명한 희망적 요소다. 사우디, 바레인, 쿠웨이트, UAE, 오만, 카타르 등 GCC 6개국 중 의미있는 발주를 지속하고 있는 카타르, 사우디, 쿠웨이트, UAE, 북부아프리카의 핵심 발주국인 알제리에 대한 수주환경을 점검해 본다.

- ① 카타르는 사회적 불안요인 해소를 위해 다양한 사회인프라시설 등 복지목적의 인프라투자에 대한 발주가 2013년 확대될 것으로 기대되며, 한국업체에 대해 우호적이다.
- ② 사우디는 GCC 국가 중 산업인프라 투자가 가장 왕성해 과거는 물론 현재도 한국 주요EPC 사업의 유력한 발주처 역할을 수행 중이다.
- ③ 쿠웨이트는 2013년 가장 왕성한 발주가 기대되는 국가이며, 따라서 2013년 한국 EPC업체의 최대 입찰 참여지역으로 부상할 전망이다.
- ④ UAE는 왕성한 석유화학에 대한 설비능력 증설로 인해 2013년은 다소 숨고르기 양상을 나타낼 것으로 예측되나, 오일, 가스프로젝트에 대한 투자가 지속될 무시 못할 발주국이다.
- ⑤ 알제리는 나이지리아 다음으로 부존 에너지자원이 풍부해 향후 아프리카지역 내 에너지 개발시장에서 중심역할이 기대된다. 대표적인 한국 EPC업체의 지역다변화 전략지역이다.

표 1. 2013년 주요 프로젝트 개요 및 설명

업체명	2013년 주요 프로젝트 및 전략	2013년 시장에서 기대하는 점과 관심사항
삼성엔지니어링	<ul style="list-style-type: none"> - 쿠웨이트 클린퓨어 프로젝트 중 일부 (100억달러) - 쿠웨이트 신규정유공장 프로젝트 (KNPC) 중 일부 (150억달러) - 말레이시아 리파이너리 라피드 프로젝트 (200억달러) - 오만, 카타르 리파이너리 프로젝트 (50억달러 내외) - UAE 옴룰루 옴쇼어 패키지 프로젝트 (8억달러 내외) 	<ul style="list-style-type: none"> - 중전 화공프로젝트에서 글로벌EPC업체로 성장하기 위한 사업다각화 전략 - 발전/담수 프로젝트에 대한 성과 - 신규사업에 대한 수익성 유지 여부가 관건 - 해양플랜트 신수종사업선정 (삼성엔지니어링-삼성중공업-AMEC 합작법인, 800만달러 25:26:49 지분참여)
현대건설	<ul style="list-style-type: none"> - 쿠웨이트 클린퓨어 프로젝트 중 일부 (100억달러) - 쿠웨이트 신규정유공장 프로젝트 (KNPC) 중 일부 (150억달러) - 나이지리아 Brass LNG 플랜트 (30억달러 현대중공업과 50:50 지분분할, 4Q12~1H13 종료. 사이펴 해상, 백텔 유틸리티, 대우건설+사이펴 협업, 현대건설+현대중공업 협업) - 카타르 도하 메트로 지하철공사 (20억달러 2개 pkg 내 일부) 	<ul style="list-style-type: none"> - 수익성 위주의 양호한 수주 추진, 지역다변화 수익성 확보측면 (중남미) - 중남미, 사하라사막 이남지역, 동남아시아, CIS국가 지역 진출 - 현대엔지니어링 수주경쟁력 제고를 위한 협업 추진 - 현대제철, 현대로템과 철강컴플렉스협업 추진 - 전력플랜트에 대한 드라이브 전략 - 베네수엘라 정유공장 2차 등 수익계약에 주력
삼성물산	<ul style="list-style-type: none"> - 호주 광산산업 진출 (20억달러 규모) - 터키 키르칼리 복합화력발전소 (6억달러 내외) - 인도네시아 탄중자티 석탄화력발전소 (14억달러) - 카타르 인프라투자 8개 pkg (38억달러) - 영국 돈밸리 프로젝트 대안사업 추진 중 	<ul style="list-style-type: none"> - 이권회회장이 건설·엔지니어링·중공업·테크윈 사장단 업무보고에서 글로벌 경쟁력강화와 시너지 확대 지시가 있었다는 보도. - 장기적으로 발전플랜트·장비, 해양에너지개발, 원유운반·정제사업, 투자개발사업에 대한 다각적인 협업 기대 - IPP (Independent Power Plant)/PPP (Public Private Partnership)를 중심
GS건설	<ul style="list-style-type: none"> - 쿠웨이트 클린퓨어 프로젝트 중 일부 (100억달러) - 쿠웨이트 신규정유공장 프로젝트 (KNPC) 중 일부 (150억달러) - 오만 정유증설 프로젝트 GS건설/삼성엔지니어링 경쟁 중 (13억달러) - 터키 리파이너리 (30억달러 중 10억달러) - 카타르 라판 리파이너리 (10억달러) 	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 신규수주 본격적 착공진행 중 - 중동사업장은 유지하면서 나이지리아 등 아프리카 공략, 중남미지역 접근 - 발전 환경 (이니마 인수)으로 시너지 기대. 사우디 리야드에서 전체 금액 1~2조원 규모의 상하수도 프로젝트 예상 - 공중다각화로 LNG 액화플랜트, 옴쇼어공정 진출 모색
대림산업	<ul style="list-style-type: none"> - 카타르 Laffan Condensate Refinery Phase 2 - 쿠웨이트 클린퓨어 프로젝트 중 일부 (100억달러) - 쿠웨이트 신규정유공장 프로젝트 (KNPC) 중 일부 (150억달러) - 말레이시아 라피드 (Refinery and Petrochemical Intergrated Development- 200억달러) - 카타르 큐피셀 케미칼 5개 pkg 프로젝트 (70억달러) 	<ul style="list-style-type: none"> - 발전 등 유틸리티형 프로젝트로 사업확대 - IPP민자발전사업 등 화공프로젝트대비 시장영역이 큰 사업부문으로 사업다각화 진행 중 - 기존 발전플랜트EPC사업 적극적 참여 - 장대교 (교량)/터널/해양 (항만)/땀/지하철/수력발전 등 6개 프로젝트에 대한 선택과 집중전략
대우건설	<ul style="list-style-type: none"> - 사우디 사다라 콤플렉스 탱크 pkg - 나이지리아 Brass LNG 플랜트 (25~30억달러 내외) - 베네수엘라 피드계약 1억달러 (내년 상반기)+본계약 수조원대 	<ul style="list-style-type: none"> - 중전 주택사업에서 해외EPC사업으로 확장 - 나이지리아, 알제리, 모로코 등 북아프리카에서 중동지역으로 지역다변화전략 추진

자료: 업계전략을 KB투자증권이 정리

1. 카타르 발주현황

표 2. 국가 개요

개항	내용
면적 (km ²)	11,586
수도	도하 (Doha)
인구 (만명)	170
종교	이슬람 (77.5%), 기독교 (8.5%)
정부형태	입헌군주제 (국왕 Sheikh Hamad bin Khalifa Al Thari)
언어	아랍어, 영어

자료: 한국무역보험공사

사회적 불안 해소를 위해 다양한 인프라 시설 등에 투자 확대 예상

주변국의 정치적 소요사태에도 불구하고, Hamad bin Khalifa 국왕은 경제개혁 프로그램에 대한 국민의 지지를 통해 안정적인 국정을 운영 중이다.

건조한 경제발전 및 사회적 혜택으로 정부에 대한 사회적 불만이 낮은 상태이며, 언론의 자기 검열로 시위가 대규모로 확산될 가능성은 낮다.

주변국가들과 협조체제를 유지하고 있다. 현재 주변국 분쟁을 해결하기 위해 중재자 역할을 하고 있다. 아프가니스탄 정부는 탈레반과의 평화협상을 위해 카타르 도하에 탈레반 연락 사무소를 설치할 예정이다. 나토군이 이끄는 리비아 군사개입에 참여하고, 리비아 반군을 지원하는 등 중동지역에서 영향력을 확대 중이다. 이란과 경제적으로 긴밀한 관계를 유지하고 있으나, 카타르가 이란의 동맹국인 시리아 정권을 비난하면서 관계가 악화됐다.

양호한 경제성장률을 지속할 전망이다. 풍부한 천연가스 및 원유를 보유하고 있으며, 대규모 인프라 프로젝트 실시로 높은 경제성장률 지속하고 있다. 2010~2011년 국제에너지 가격이 상승한 가운데 LNG 생산량 증가, GTL 생산 시작으로 평균 15.4% 경제성장 지속이 예상된다. 세계 경기 침체 및 국제에너지 가격 하락으로 2012~2013년 경제성장률은 둔화되었으나, 양호한 경제성장은 지속될 것으로 전망된다.

2022년 월드컵 개최국으로 선정됨에 따라 2015년부터 기반시설 및 관련 산업 투자가 증가할 것으로 전망된다. 경기장 신축, 신공항 건설, 호텔 객실 확충 등 월드컵 준비를 위한 인프라 구축에 대규모 투자가 예상된다.

재정수지는 지속적인 흑자기조를 유지 중이다. 천연가스 및 원유 수출호조로 높은 수준의 재정흑자를 기록하고 있으나, 국제 에너지가격이 하락하면서 재정수입 증가세는 다소 둔화될 전망이다. 공공부문 임금인상, 인프라 등에 대한 재정지출 증가로 GDP대비 재정수지 흑자는 감소 추세다.

2013년 수주환경 및 한국EPC 입찰전략

카타르는 중동 GCC국가 중 1인당 GDP가 가장 높은 국가 (84,300달러). 산유국이기도 하지만, 경제성장률도 GCC국가 중 가장 우수하다. 2005년 설립되어 500억달러 규모에 달하는 Revenue Regulation Fund 등 국부펀드를 운영해 다양한 투자사업을 진행 중이다.

그러나 431억달러인 외환보유액대비 818억달러로 외채잔액이 상대적으로 커 GDP대비 외채잔액비중이 53.4%로 GCC국가 중 바레인 78.2% 다음으로 높다. 외채잔액을 축소시키는 전략이 필요한 상황이므로 인프라투자의 양적증가보다는 질적다각화를 추진할 전망이다.

수니파가 전체인구의 90%를 점유해 사회적 안전성이 높고, 왕성한 산업인프라 투자로 과거 한국 주요 EPC사업의 유력한 발주처 역할을 했었다. 그러나 최근 인프라투자가 완성도가 높아지면서 발주시장 규모가 과거보다 축소된 상황이다.

MEED Magazine 통계에 따르면 2012년 카타르의 플랜트시장규모는 39억달러로 추산되며, 국외 업체가 참여 가능한 발주규모는 18억달러로 전체 발주시장 288억달러 중 6.3%를 점유하고 있다. 2013년은 카타르의 플랜트시장규모가 101억달러 (+159.0% YoY)로 발표됐으며, 국외 업체가 참여가능한 발주규모는 48억달러로 전체 발주시장 561억달러 중 8.5%를 점유할 전망이다.

카타르의 발주 스타일은 주거시설, 학교, 사회인프라와 고속도로, 수처리, 철강, 철도 등 산업인프라시설, 국영석유공사를 통한 정유플랜트 등 다양하다. 한국에 대한 입찰초청도 우호적이어서 현대건설, 삼성물산, 대우건설 등 국내 메이저종합건설회사의 시공트랙레코드가 풍부하다. 최근 들어서는 대림산업, GS건설, 삼성엔지니어링, SK건설 등 엔지니어링업체의 입찰참여가 확대되고 있다.

카타르도 사회적 불안요인 해소를 위해 다양한 사회인프라시설 등 복지목적의 인프라투자에 대한 발주가 2013년 확대될 것으로 기대된다. 2022년 월드컵 개최를 위한 인프라투자로 경기활성화 이슈를 불러일으키려는 전략도 감지되고 있다. 따라서 과거보다 발주규모가 축소되어 글로벌 EPC업체의 경쟁이 심각하지는 않은 상황이며, 한국 EPC업체도 사우디, UAE에 대한 입찰집중을 분산시킬 목적으로 GCC국가 중에서 카타르에 대한 입찰참여를 타이트하게 진행 중인 것으로 관측된다.

과거 수주 프로젝트

표 3. 과거 수주한 주요 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	시기	관련업체
라판 디젤수처리시설	Petrochemicals	라판 정유회사	1	1Q12	삼성ENG
Lusail Expressway Pkg 1 도로공사	Civil Engineering	카타르 공공사업청	10	1Q12	현대건설
Lusail 신도시내 도로공사	Civil Engineering	카타르 공공사업청	1	1Q12	삼성물산
국립박물관 프로젝트	Architecture	카타르 박물관청	4	2011.04	현대건설
디젤 수소처리첨가시설 프로젝트	Petrochemicals	국영석유회사 (QP)	1	2011.06	삼성ENG
전력망 확충 10단계 프로젝트 중 변전소 패키지	Transmission	카타르 전력부	2	2011.12	효성중공업

자료: KB투자증권 정리

2013년 발주 예상 프로젝트

표 4. 2013년 발주 예상 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	예상시기
Inner Doha Resewerage Integration Scheme (IDRIS)	Pipeline	ASHGHAL	25	2013.07
Water Security Mega Reservoirs	Water and Waste	KAHRAMAA	20	2013.05
Laffan Condensate Refinery: Phase II	Refining	Laffan Refinery Company	10	2013.03
Barzan Gas Development – 읍소어 (Phase II)	Oil / Gas Production	RasGas Company Limited	7	2013.10
Doha North Sewerage Schemes PH3 – Al Duhail CP 746/3	Water and Waste	ASHGHAL –LRDP	5	2013.05
Doha North Sewerage Schemes PH3 – Al Um Salal CP 746/1	Water and Waste	ASHGHAL –LRDP	5	2013.05
Qatar Transmission Phase XI: Stage I	Power	KAHRAMAA	4	2013.01
KAHRAMAA – Qatar Transmission Phase XI: Stage II	Power	KAHRAMAA	4	2013.04
Doha West: Al Muaither Area Sewage PH1 CP773/1	Water and Waste	ASHGHAL –LRDP	3	2013.05
Doha West: Muraikh Area Sewerage Works CP456/4 –P2011/24A	Water and Waste	ASHGHAL –LRDP	3	2013.05
Doha West: Al Gharrafa Supervision of Trunk Sewer Construction Block A	Pipeline	ASHGHAL –LRDP	3	2013.05
Oil – Dhakhira Waste Water Treatment Plant	Oil / Gas Production	JX Nippon Oil & Gas	2	2013.07
AI – Dhakhira Waste Water Treatment Plant	Water and Waste	ASHGHAL	1	2013.08
Refurbishment of Sewage Pumping Stations	Water and Waste	QP	1	2013.08
Mesaieed Sewer System Upgrade	Pipeline	QP	1	2013.04
Halul Wastewater & Sewage Treatment Plant	Water and Waste	QP	1	2013.10
Gas to Liquids (GTL) Plant Debottlenecking	Gas Processing	Oryx	1	2013.10

자료: MEED Project, KB투자증권 정리

2. 사우디아라비아 발주현황

표 5. 국가 개요

개항	내용
면적 (km ²)	2,150,000
수도	리야드 (Riyadh)
인구 (만명)	2800
종교	이슬람 (100%)
정부형태	전제군주제 (국왕 Abdallah bin abd al-Aziz Al Saud)
언어	아랍어

자료: 한국무역보험공사

사우디를 대체할 지역다변화 전략에도 불구하고 한국의 가장 중요한 발주국

주변국 정정불안에도 불구하고, Al Saud 왕가는 비교적 안정적인 국정을 운영하고 있으나, 왕위 계승 및 정치적 개혁요구 등 불안요소가 잠재하고 있다. 2011년 10월 술탄 빈 압둘아이즈 알 사우드 사망에 따라 니예프 빈 압둘아지즈가 왕위계승자로 임명됐다. 그러나 아지즈 왕세자도 2012년 6월에 사망함에 따라 왕위계승 문제가 재부각되고 있는 상황이다.

정치적 개혁요구, 소득격차, 청년실업 등의 내부적 사회문제가 존재하나, 높은 수준의 소득수준, 엄격한 이슬람 관습유지 등으로 대규모 시위는 발생하지 않고 있다.

중동지역 안정을 위해 노력하고 있으며, 친미 및 친서방 노선 견지. 걸프협력이사회 (GCC)는 단일통화 도입을 노력하고 있으나, UAE, 오만의 불참 선언으로 어려움을 겪고 있는 상황이다.

양호한 경제성장세가 지속 중이다. 석유수출 호조, 지속적인 외국인 직접투자 (FDI) 유입, 정부 지출 증가로 양호한 경제성장세를 유지하고 있다. 2011년 경제성장률은 고유가에 힘입어 7.0%를 기록한 바 있다.

석유는 GDP의 45%, 재정수입의 80%, 수출의 90%를 차지한다. 석유수입으로 큰 폭의 재정흑자를 시현하고 있으며, 고유가 및 석유생산 증대로 2011년 재정수지 흑자는 GDP대비 14.1%를 기록했다. 그러나 2012년은 사회복지 프로그램 등 재정지출이 크게 증가하는 반면 유가하락으로 흑자폭이 감소될 전망이다.

2013년 수주환경 및 한국EPC 입찰전략

사우디는 중동 GCC국가 중 1인당GDP가 카타르, UAE, 쿠웨이트 보다 낮으나, 막대한 오일머니 축적으로 외환보유액이 5,355억달러에 달하며, GDP대비 총외채잔액 비중이 18.3%로 GCC 국가 중 가장 건실한 발주국 위상을 유지하고 있다. 수니파가 전체인구의 85%를 점유해 사회적 안전성이 높고, GCC 국가 중 산업인프라 투자가 가장 왕성해 과거는 물론 현재도 한국 주요 EPC사업의 유력한 발주처 역할을 수행 중이다.

1952년 설립된 Saudi Arabian Monetary Agency 등 국부펀드의 운영규모는 3,000억달러에 달하며, SWCC (국영발전담수회사), NWC (국영상수회사), ARAMCO (국영석유공사), SEC (사우디전력청) 등 다양한 발주처를 보유해 가장 왕성한 발주량을 기록 중이다.

MEED Magazine 통계에 따르면 2012년 사우디의 플랜트시장규모는 421억달러로 추산되며, 국외 업체가 참여가능한 발주규모는 190억달러로 전체 발주시장 288억달러중 66%를 점유한다. 2013년은 사우디의 플랜트시장규모가 432억달러 (+2.6% YoY)로 발표됐으며, 국외 업체가 참여가능한 발주규모는 195억달러로 전체 발주시장 561억달러중 34.7%를 점유할 전망이다.

사우디 발주 스타일은 가스파이프, 석유화학, 정유 등 화공플랜트사업을 기본으로 한다. 화공 플랜트 발주로 인한 발전, 담수 등 유틸리티형 인프라사업으로 점차 발주 스타일이 전환 중이며, 최근 비료, 고속철도 등 산업인프라에 대한 투자확대가 관측된다.

EPC업체의 경우 사우디에서 건설되는 IOC (International Oil Company) 발주프로젝트에 대한 입찰 트랙레코드를 꾸준히 유지해야 여타 중동 및 북아프리카 발주국의 기술입찰에서 유리하다. 그러나 최근 사우디 발주처의 입찰지연, 스펙전환, 낙찰지연 등 예전과 다른 입찰결과 발표가 관측되고 있다.

아직까지 중국 EPC업체를 활용할 의사는 없는 것으로 보이나, 글로벌 EPC업체의 입찰에 있어 지속적인 가격교란이슈를 제공하고 있는 것으로 판단된다. 스페인 Tecnicas Reunidas 등 유로화 약세라는 강점을 내세운 저가수주업체들과 한국의 일부 조선업체의 발전사업 진출을 독려하는 등 입찰가격 경쟁확대 전략을 지속하는 것으로 보인다.

그러나 사우디는 여전히 천연가스 등 부존자원이 풍부하다. 플랜트 발주계획도 견조해 사우디를 대체할 아프리카, 중남미, 중앙아시아에 대한 지역다변화 전략에도 불구하고, 한국의 가장 중요한 발주국으로 평가받는 상황이다.

과거 수주 프로젝트

표 6. 과거 수주한 주요 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	시기	관련업체
Hout Gas Facilities	Petrochemicals	알카피지 JO	1	1Q12	대우건설
Rabigh2 IPP 1,700MW TPP	Power	사다라화학	20	4Q12	삼성ENG
알 사나빌 380kV 변전소 공사	Plant	사우디전력회사	1	1Q12	현대건설
마덴 알루미늄 제련 공사 (Ma'aden Alumina Refinery Project)	Oil / Gas Production	Ma'aden	15	1Q12	현대건설
Kemya Saudi Elastomers Project (MBTE Decompostion, Carbon Black, U&O)	Petrochemicals	사빅&엑손모빌	7	2Q12	대림산업
Rabigh2 Project (CP1)	Petrochemicals	사다라화학	2	3Q12	대림산업
PP12	Power		6	2Q12	GS건설
페트로라빅2 pkg #3 (CP3, CP4, UO1)	Petrochemicals	페트로라빅	18	2Q12	GS건설
안부 3단계 담수화 플랜트	Plant	SWCC	10	4Q12	두산중공업
가스전 개발 프로젝트	Plant	아람코	40	2011.03	삼성ENG
라스 알주르 담수공장 프로젝트	담수	SWCC	15	2011.02	두산중공업
EVA 플랜트 프로젝트	Plant	십캠&한화석유화학	4	2011.04	GS건설
Yanbu Power and Desalination Plant – Phase 2	발전/담수	마라피크 (Marafiq)	9	2011.04	한화건설
안부2 담수공장 및 발전소 pjt연계사업인 석유파이프라인 및 저장시설 패키지	플랜트	마라피크 (Marafiq)	2	2011.06	한화건설
에틸아세테이트 (EA) 플랜트 프로젝트	Plant	십캠	1	2011.01	이테크건설
킹압둘라 스포츠시티 프로젝트 중 메인 스타디움 패키지	건설	아람코	10	2011.09	현대건설
알루미늄 압연공장 건설공사	건설	마덴&알코아	7	2011.02	삼성ENG
알루미늄 콤플렉스 프로젝트 중 원료처리시설 패키지	건설	마덴&알코아	1	2011.04	삼성ENG
알쿠즈 가스화력발전소 프로젝트	발전	전력부	2	2011.01	현대ENG
우쓰마니아 이산화탄소 주입시설 프로젝트	플랜트	아람코	1	2012.03	삼성ENG
라스 알주르 담수공장 프로젝트	발전/담수	SWCC	1	2011.02	두산중공업
쿠라야 민자복합화력발전소 프로젝트 1단계 (IPP-1)	건설	사우디전력청 (SEC)	22	2011.09	삼성물산
라스 알주르 알루미늄 주형시설 프로젝트	건설	마덴&알코아	2	2011.09	삼성ENG
폴리실리콘 플랜트 프로젝트	plant	폴리실리콘기술회사 (PTC)	4	2011.03	현대ENG, KCC건설
이산화탄소 처리 설비 프로젝트	plant	아람코	1	2011.04	삼성ENG
알루미늄 콤플렉스 내 건축공사	건설	마덴	0	2011.03	풍림산업
지잔시 군부대 주거시설 공사	건설	사우디국방부	4	2011.09	동아건설
가성소다·염화에틸렌 (EDC) 플랜트	Plant	마덴&사하라석유화학	8	2011.05	대림산업
합성고무 콤플렉스 프로젝트 중 메틸 프로판디올 (MPD) 플랜트 패키지	Plant	사빅&엑손모빌	1	2011.09	GS건설
380kV 변전소 프로젝트	Plant	사우디전력청 (SEC)	1	2012.02	현대건설
호우드 (Hout) 육상가스시설 업그레이드 프로젝트	Plant	알카피지 JO	1	2012.02	대우건설
리야드 발전소 (PP12) 프로젝트	발전	사우디전력청 (SEC)	13	2012.05	GS건설
주베일 석유화학단지 (Ras Tanura) pkg1 에틸렌 크래커 패키지	석유화학	사다라화학	9	2011.07	대림산업
주베일 석유화학단지 (Ras Tanura) pkg2 저장탱크 공사	석유화학	사다라화학	3	2011.01	대우건설
주베일 석유화학단지 (Ras Tanura) pkg4 MNB/아닐린/포르말린 (Aniline/Formalin)	석유화학	사다라화학	1	2011.08	대림산업
주베일 석유화학단지 (Ras Tanura) pkg5 DNT-질산 (Nitric Acid) unit	석유화학	사다라화학	2	2011.08	대림산업
주베일 석유화학단지 (Ras Tanura) pkg6 TDI/TDA unit	석유화학	사다라화학	3	2011.08	대림산업
주베일 석유화학단지 (Ras Tanura) pkg7 PMDI/PMDA unit	석유화학	사다라화학	3	2011.08	대림산업
주베일 석유화학단지 (Ras Tanura) Main Site Tank Farm	석유화학	사다라화학	4	2011.01	대우건설

자료: KB투자증권 정리

2013년 발주 예상 프로젝트

표 7. 2013년 발주 예상 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	예상시기
Pan-Arab Grid (Saudi Arabia-Egypt Undersea Link)	Power	EETC (Egypt)/SEC	85	2013.08
Renewable Energy Projects: Phase 1	Alternative Energies	KA-CARE	57	2013.07
Rub Al-Khali Development (Phase III)	Oil / Gas Production	South Rub Al-Khali	40	2013.10
Dorra Gas Field Development Offshore	Oil / Gas Production	Khafji JV	30	2013.03
Riyadh Refinery : Clean Transportation Fuels Project	Refining	Saudi Aramco	25	2013.03
Shuqaiq Power Plant	Power	SEC	20	2013.02
Riyadh PP13 Combined Cycle Power Plant	Power	SEC	20	2013.10
Rabigh 2 IPP	Power	SEC	18	2013.02
PTA & PET Plant	Petrochemicals	Royal Commission for Jubail&Yanbu	12	2013.12
New ISPP (3 nos.)	Power	Saudi Aramco	10	2013.02
Dorra Gas Field Development On-shore	Oil / Gas Production	Khafji JV	10	2013.06
Clean Fuels Project	Refining	Petro-Rabigh	10	2013.06
Midyan Gas Processing Project	Gas Processing	Saudi Aramco	8	2013.01
Ras Tanura Processing Plant : Offsites & Utilities	Oil / Gas Production	Saudi Aramco	8	2013.12
Al-Muzahimiyah Power Plant	Power	SEC	8	2013.10
Shoaiba Bulk Plant	Oil / Gas Production	Saudi Aramco	6	2013.11
Mecca Reservoirs 1	Water and Waste	NWC	5	2013.02
Phase II - Acrylic Acid and SAP (CP5)	Petrochemicals	Petro-Rabigh	5	2013.06
Ras Tanura Clean Fuels Project	Refining	Saudi Aramco	5	2013.12
Ras Tanura Processing Plant : Aromatics Unit	Petrochemicals	Saudi Aramco	5	2013.12
Rabigh IWSP Expansion	Power	RAWEC	5	2013.10
Jubail Methyl Methacrylate & Polymethylmethacrylate Plants	Petrochemicals	SABIC/Lucite	5	2013.07
Calcined Petroleum Coke Plant	Refining	MCO	5	2013.07
Jubail Industrial City Polyacetal Factory	Petrochemicals	National Methanol Company (Ibn Sina)	4	2013.01
Epichlorohydrin Plant Expansion	Petrochemicals	JANA	4	2013.07
Jizan Refinery Project: Pkg XI - Hydrocracker	Oil / Gas Production	Saudi Aramco	3	2013.01
Jizan Refinery Project: Pkg X - Diesel Hydro-Treater	Oil / Gas Production	Saudi Aramco	3	2013.01
Arar 380 kV Interconnection	Power	SEC - Al-Jouf	2	2013.08
Qaisumah-Rafah Transmission Line	Power	SEC	2	2013.07
Red Sea Coast Desalination Plants Expansion	Water and Waste	SWCC	2	2013.01
Ras Tanura Refinery Upgrade : Site Preparation	Oil / Gas Production	Saudi Aramco	2	2013.04
Jubail Hydrogen Peroxide Plant	Petrochemicals	Solvay / Sadara	2	2013.07
Jubail Ultra-High-Molecular-Weight Polyethylene Plant	Petrochemicals	Saudi Kayan	2	2013.04
Jubail Industrial City Sulphur Unit	Gas Processing	Al Amoudi Group	2	2013.10

자료: MEED Project, KB투자증권 정리

3. 쿠웨이트 발주현황

표 8. 국가 개요

개항	내용
면적 (km ²)	18,000
수도	쿠웨이트시 (Kuwait City)
인구 (만명)	278.9
종교	이슬람 (86.1%), 기독교 (5.7%)
정부형태	입헌군주제 하 의원내각제 (국왕: Sanah al-Ahmad al-Jabir al Sabah/총리: Al-Muhammad al-Ahmad al Sabah)
언어	아랍어

자료: 한국무역보험공사

2013년 사우디 다음으로 큰 발주국으로의 부상이 예상되는 잠재성 높은 국가

쿠웨이트의 정치적 강점은 높은 생활수준으로 쿠웨이트 국민들의 만족도가 높고, 해외노동자에 대한 통제수준도 높아 사회불안 가능성이 낮은 편이라는 점이다. 범죄율이 매우 낮고, 조직범죄가 전무한 상태이다.

정치적 약점은 Bani Jaber와 Bani Salem가문이 번갈아 왕위를 계승하고 있으나, 승계체계가 불명확한 것으로 관측되는 점이다. 의회내부 및 정부-의회간 분열로 정책실행이 난항을 겪고 있다.

세계 경제위기로 쿠웨이트 경제성장 크게 둔화되고 있다. 2009년 리먼사태 이후 원유수요 감소로 유가하락, 국제금융시장에서의 유동성 부족으로 쿠웨이트 경제상황이 더욱 악화된 바 있다. 최근 경제성장률은 개선 추세에 있으나, 세계경제 회복세에 따라 경제전망 조정 가능성이 존재하고 있다는 평가다.

개발계획 (Development Plan)을 통한 경기부양 및 경제구조다각화를 위해 노력 중이다. 1,040억 달러 규모의 2010~2014년 개발계획은 경제구조의 다각화, 민간부문 육성 및 지역·무역·금융 중심지로 변환을 목표로 하고 있다. 그러나 의회와 정부 간의 대립으로 관련 계획이행이 지연되고 있고, 계획이행 차질로 인한 정부지출 지연이 경제성장의 일부 걸림돌로 작용하고 있다.

석유의존적 경제구조를 보이고 있으나, 경제구조의 다각화 및 민영화를 위해 노력 중이다. 쿠웨이트는 2010년 기준 석유/가스부문이 총 수출의 92%, 재정수입의 83%를 차지하는 등 석유 산업에 대한 경제의존도가 높아 국제유가 변동에 취약한 상황이다.

2013년 수주환경 및 한국EPC 입찰전략

쿠웨이트는 중동 GCC국가 중 1인당GDP가 43,690달러로 카타르, UAE 다음으로 높으나, 236억 달러에 불과한 상대적으로 적은 외환보유액대비 569억달러에 달하는 외채잔액으로 GDP대비 외채잔액비중이 35.5%에 달한다. 향후 경기활성화를 통해 건전한 외채상환능력을 보유하기 위한 노력이 필요해 보이는 부분이다.

수니파가 전체인구의 70%를 점유하고 있고, 미국과 1991년 방위협력협정에 이어 2004년 무역 투자 기본협정을 체결하는 등 친미국가로 선회되어 비교적 사회적 안정성이 높다. 그러나 내각과 의회 간의 마찰 (입헌군주제하 의원내각제)이 지속되고 있어 인프라투자 발주지연이라는 부작용이 발견되고 있다.

1953년 설립된 1,740억달러 규모의 Kuwait Investment Authority 국부펀드를 운영 중이나, 내각과 의회 간 의견조율이 어려워 경제성장의 효율성이 시장기대치보다 낮은 상황이다. 그러나 2013년부터 정부의 인프라투자 확대가 전망되며, GCC국가 중 가장 활발한 투자가 기대된다.

MEED Magazine 통계에 따르면 2012년 쿠웨이트의 플랜트시장규모는 53억달러로 추산되며, 국외 업체가 참여 가능한 발주규모는 18억달러로 전체 발주시장 288억달러 중 6.4%를 점유한다. 2013년은 쿠웨이트의 플랜트시장규모가 491억달러 (+826.4% YoY)로 발표됐으며, 국외 업체가 참여 가능한 발주규모는 169억달러로 전체 발주시장 561억달러 중 30.1%를 점유할 전망이다. 이는 사우디 다음으로 큰 발주국으로 부상함을 의미한다.

주요 공정은 쿠웨이트 클린퓨얼 프로젝트 100억달러, 쿠웨이트 신규정유공장 프로젝트 150억 달러 등으로 요약된다. 쿠웨이트는 수년 전 한국 EPC업체가 입찰에 성공했었으나, 내각과 의회 간의 마찰로 입찰이 취소된 바 있다. 쿠웨이트 발주 스타일은 정유, 정제, 해상시설, 원유공급설비 등 화공플랜트를 기본으로 수처리, 발전, 고속도로 등 산업인프라와 병원 등 사회인프라시설이 공존할 것으로 판단한다.

석유수출액의 꾸준한 증가로 대외지급준비자산이 안정적이다. 따라서 2013년 한국 EPC업체의 최대 입찰 참여지역으로 부상할 전망이며, 유럽 최저가 입찰과 한국업체간 최저가경쟁 지양을 위한 대책이 필요한 시점이다.

한편 쿠웨이트도 투자사업에 대한 투명성을 제고시키는 분위기가 감지되고 있다. 입찰초청국을 확대하고, 종전 단독발주 스타일에서 조인트벤처 형태로 변화가 예상되며, 따라서 계약조건에 EPC업체에 다소 불리한 특약사항을 다소 포함시킬 것으로 관측된다. 그럼에도 불구하고, 한국업체의 성과는 비교적 낙관적이다. 2013년 최대 발주시장규모로 글로벌 EPC업체의 각축장이 될 것으로 예측된다.

과거 수주 프로젝트

표 9. 과거 수주한 주요 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	시기	관련업체
수비아 코즈웨이 해상교량공사	Civil Engineering	쿠웨이트 공공사업성	20	4Q12	현대건설
석유오염 토양 정화 프로젝트	plant	국영석유회사 (KOC)	1	1Q12	GS건설
400kV 초고압 케이블 프로젝트	plant	MEW	1	3Q12	LS전선
잔류가스처리시설 (TGTU) 프로젝트	Gas Processing	KNPC	1	2Q12	삼성물산
원격조정 (Telemetry) 시스템 프로젝트	Pipeline	KOC	2	2Q12	대림산업
Wara Pressure Maintenance Project (PMP)	plant	국영석유회사 (KOC)	5	2011.06	GS건설
화재감지/경보 및 예방 시스템 업그레이드 프로젝트	plant	KNPC	2	2011.02	한화건설
석유오염 토양 정화 프로젝트	plant	국영석유회사 (KOC)	1	2012.01	GS건설

자료: KB투자증권 정리

2013년 발주 예상 프로젝트

표 10. 2013년 발주 예상 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	예상시기
Clean Fuel Project 2020: Pkg II	Refining	KNPC	60	2013.10
Clean Fuel Project 2020: MAA Pkg	Refining	KNPC	60	2013.10
Clean Fuel Project 2020: Pkg I	Refining	KNPC	60	2013.10
New Refinery Project: Pkg 3 (Utilities & Offsites)	Refining	KNPC	40	2013.10
New Refinery Project: Pkg 1 (Process Plant)	Refining	KNPC	40	2013.10
New Refinery Project: Pkg 2 (Process Plant)	Refining	KNPC	35	2013.10
Kuwait Environmental Remediation Project	Oil / Gas Production	KOC	35	2013.06
Hayman Sewage Treatment Plant Expansion	Water and Waste	Umm al	16	2013.03
New Refinery Project: Pkg 4 (Tankage)	Refining	KNPC	15	2013.10
New Refinery Project: Pkg 5 (Marine Facilities)	Refining	KNPC	15	2013.10
Shuwaikh Power Plant	Power	PTB	12	2013.07
Jeleia Power Plant	Power	PTB	12	2013.07
Mina Al-Ahmadi Refinery Gas Fractionation Train 5	Gas Processing	KNPC	10	2013.03
Central Gas Utilization Project (CGUP) At Wafra	Gas Processing	KOC / Chevron JV	10	2013.08
Khiran Power & Desalination Plant (IWPP)	Power	PTB	8	2013.01
Al Abdaliya Integrated Solar Combined Cyle (ISCC) Power Plant	Alternative Energies	MEW	7	2013.07
Mina AlAhmadi Refinery Solid Sulphur Handling & Ship Loading Facilities Upgrade	Refining	KNPC	7	2013.03
Gathering Centre 31	Pipeline	KOC	5	2013.10
Gathering Centre 30	Pipeline	KOC	5	2013.10
New Refinery Project: Site Preparation	Refining	KNPC	5	2013.10
Doha Desalination Plant Phase I	Water and Waste	MEW	5	2013.11
KOC - Gathering Centre 29	Oil / Gas Production	KOC	5	2013.10
Doha Desalination Plant - Phase II	Water and Waste	MEW	4	2013.12

자료: MEED Project, KB투자증권 정리

4. UAE 발주현황

표 11. 국가 개요

개항	내용
면적 (km ²)	83,600
수도	아부다비 (Abu Dhabi)
인구 (만명)	514
종교	이슬람 (96%)
정부형태	연방공화제, 대통령중심제 (Sheikh Khalifa bin Zayid Al-Nuhayyan)
언어	아랍어, 페르시아어, 영어

자료: 한국무역보험공사

2012년대비 2013년 발주액
감소가 예상되나, 여전히
한국의 중요한 발주국

주변국의 정치적 소요사태에도 불구하고, Sheikh Khalifa의 안정적인 국정운영이 전망된다. 리비아 사태 등 주변국의 정치적 소요사태로 오히려 관광 및 석유산업의 반사이익을 얻고 있다.

7개 연합 간 지원 및 협조가 유지되고 있어 막대한 석유수입을 바탕으로 생활수준이 높아 동국 내 사회적 불만도 낮은 상태이다. 그러나 중장기적으로 연합국간 경제불균형 및 정치적 개혁 등의 문제 발생 가능성은 상존하는 상황으로 보인다.

고유가와 더불어 석유생산 증대가 경제회복을 견인하고 있으며, 2012년부터는 아부다비의 개인 소비 및 정부지출 증가로 경제성장세를 지속할 전망이다. 최근 경제다변화를 위해 관광, 비즈니스, 금융부문 등의 비석유부문 산업을 육성하고 있다. 비석유부문 산업성장과 해외자산의 수익증가로 만성적인 서비스수지 및 소득수지 적자가 개선되는 추세를 보이고 있다.

2013년 수주환경 및 한국EPC 입찰전략

UAE는 중동 GCC국가 중 1인당 GDP가 50,020달러로 카타르 다음으로 높으나, 1,475억달러에 달하는 막대한 외채잔액으로 GDP대비 외채잔액비중이 42%에 달한다. 두바이의 관광상품 개발을 통한 경제성장을 확대전략이 예상보다 둔화되자, 수도인 아부다비의 화공플랜트 및 산업 인프라투자를 겸비한 경제다각화전략이 진행 중이다.

2004년 설립된 두바이소재 Dubai Investment Capital 국부펀드는 운영규모가 120억달러에 불과하지만, 1977년 설립된 아부다비소재의 Abu Dhabi Investment Authority 국부펀드는 운영규모가 8,750억달러에 달한다. 수니파가 전체인구의 80%를 점유하고 있고, 연방공화제를 통한 대통령 중심제로 주변국의 정치적 불안에도 불구하고, 친서방 외교노선을 통해 안정적인 국정운영이 지속되고 있다.

2011~2015년 경제성장률이 3~4% 대로 예상되나, 두바이보다 아부다비에 대한 경제의존도가 높아 아부다비의 인프라투자 확대는 꾸준히 지속될 수밖에 없는 상황이다.

MEED Magazine 통계에 따르면 2012년 UAE의 플랜트시장규모는 138억달러로 추산되며, 국외 업체가 참여 가능한 발주규모는 48억달러로 전체 발주시장 288억달러 중 16.8%를 점유한다. 2013년은 UAE의 플랜트시장규모가 112억달러 (-18.8% YoY)로 발표됐으며, 국외 업체가 참여 가능한 발주규모는 39억달러로 전체 발주시장 561억달러 중 7.0%를 점유할 전망이다.

2012년대비 2013년 발주규모가 축소될 것으로 보는 이유는 다음과 같다. 대외지급능력에는 문제가 없을 것이나, UAE 정유정제능력 증가율이 2012년을 정점으로 글로벌 경제침체로 증가세가 둔화될 것으로 보인다. 이에 연동해 2013년 석유화학에 대한 설비능력 증설도 다소 숨고르기 양상을 나타낼 것으로 예측되기 때문이다.

장기적으로 UAE는 리파이너리에서 석유화학공정으로 전환되고 있으나, 2013년은 석유화학보다는 오일, 가스프로젝트의 발주량이 집중될 것으로 보이며, 석유화학공정은 다소 정체될 것으로 예상된다. 이밖에 화공프로젝트 외에 수처리, 발전소 등 산업인프라 투자는 꾸준히 발주될 것이며, 쇼핑몰, 호텔 등 관광인프라 투자도 예전보다는 축소되겠지만, 발주는 이어질 전망이다. 여전히 한국에 우호적인 발주국임이 분명하다.

과거 수주 프로젝트

표 12. 과거 수주한 주요 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	시기	관련업체
루와이스 카본블랙 프로젝트	Petrochemicals	타크리어	25	2Q12	삼성ENG
올레핀 콤플렉스 3단계 사업 중 pkg. 가교폴리에틸렌	Oil / Gas Production	보르취	2	2011.01	현대건설
하수처리터널 공사	Civil Engineering	하수처리청 (ADSSC)	3	2011.02	삼성물산
합산 이산화탄소 회수시설 프로젝트	Plant	가스코	2	2011.06	삼성ENG
합산 질소주입시설 프로젝트	Plant	가스코	2	2011.06	삼성ENG
알루미늄 플랜트 2단계 확장 프로젝트 중 복합화력발전소 패키지	Plant	에마르	6	2011.09	삼성물산
루와이스 직원용 주거단지 건설공사	Architecture	아드녹	2	2011.12	SK건설

자료: KB투자증권 정리

2013년 발주 예상 프로젝트

표 13. 2013년 발주 예상 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	예상시기
Nasr Field Development: Full Field Development	Oil / Gas Production	ADMA-OPCO	20	2013.06
Das Island LNG Train	LNG	ADGAS	35	2013.07
Replacement of Infield Pipelines (Umm Shaif Field)	Pipeline	ADMA-OPCO	5	2013.05
Lower Zakum Carbon Dioxide Injection	Oil / Gas Production	ZADCO	5	2013.06
Mirfa IWPP	Power	ADWEA	4	2013.01
Fujairah New Liquefied Natural Gas Regasification Facility	LNG	Emirates LNG	4	2013.05
Zakum Oil Lines Replacement Project Phase I	Oil / Gas Production	ADMA-OPCO	4	2013.10
Pipeline From Al Quoz Pumping Station To Business Bay	Pipeline	DEWA	3	2013.04
Mina Zayed Gas Pipeline	Pipeline	GASCO - Yas	3	2013.07
Business Bay District Cooling Plant	Water and Waste	Empower	3	2013.04
Bab Compression Facilities Expansion Project: Phase II	Gas Processing	ADCO	3	2013.08
Thamama Pipeline	Pipeline	GASCO-BuHasa - Bab	3	2013.08
Fujairah Refinery	Refining	IPIC	2	2013.10
CO2 Pipeline Network - Phase II	Pipeline	Masdar	2	2013.10
RAK & Ajman SWRO Desalination Plants	Water and Waste	FEWA	2	2013.03
North East Bab (NEB): Rumaiha & Shanayel Phase III	Oil / Gas Production	ADCO	2	2013.04
Jebel Ali Storage Facility	Oil / Gas Production	Trafigura	2	2013.01
Jebel Ali Chemical Storage Facility Expansion	Petrochemicals	Petrochem Middle East	2	2013.02
Wind Farm	Alternative Energies	Masdar	1	2013.10
North East Bab (NEB): Al Dabbiya Phase III	Oil / Gas Production	ADCO	1	2013.07
Sharjah Onshore Concession Development Project	Oil / Gas Production	Crescent Petroleum Co/Rosneft	1	2013.07
Business Bay Canal : Creek Extension: Pkg I	Water and Waste	Dubai RTA	1	2013.09
7th Crude Oil Storage Tank at Zirku	Oil / Gas Production	Zadco	1	2013.07
Natural Gas Fuelling Stations And Pipeline	Oil / Gas Production	Emirates Gas	1	2013.10
Vopak Horizon Fujairah Limited - Fujairah Terminal Expansion Phase 7	Oil / Gas Production		1	2013.09
CO2 Pipeline Network - Phase I	Pipeline	Masdar	1	2013.07
Das Island Flaring & Emission Reduction	Oil / Gas Production	ADGAS	1	2013.10
Zora Gas Field Development	Oil / Gas Production	Dana Gas	1	2013.01

자료: MEED Project, KB투자증권 정리

5. 알제리 발주현황

표 14. 국가 개요	
개황	내용
면적 (km ²)	2,381,741
수도	알제 (Algiers)
인구 (만명)	3,530
종교	이슬람 수니파 (99%)
정부형태	공화국 (대통령 중심제, 현 Abdelaziz Bouteflika)
언어	아랍어, 베르베르어

자료: 한국무역보험공사

부존 에너지자원이 풍부해
향후 아프리카내 에너지
개발시장에서 중심역할 기대

부테플리카 대통령 집권 후, 국민화합정책을 실시하여 정국 안정을 위해 노력 중이다. 2009년 3선에 성공한 후 안정된 국정기반을 토대로 5대 국정목표를 바탕으로 한 정치, 경제 개혁 추진 중이다. 경제개발 5개년 계획 (2010~2014년)을 수립하여 총 2,860억달러를 투입할 예정이다.

마그레브지역 (알제리, 리비아, 모로코, 튀니지) 국가 중 가장 성장 잠재력이 큰 국가이다. 석유 매장량 세계 15위, 천연가스 매장량 세계 8위 수준이다. 중동, 아프리카, 유럽 3대국을 연결하는 지리적 요충지이며, 오일머니 유입으로 대외부채 조기상환 및 풍부한 외환유동성을 보유하고 있다.

유럽과 지역적으로 근접해 있고, 문화적인 공유성이 높아 전통적으로 유럽 EPC업체의 접근이 수월한 지역이다. 그러나 점차 시장이 개방되고, 확대되면서 새롭게 유럽 및 아시아 EPC업체가 입찰에 관심을 보이는 북아프리카 대표 발주국의 잠재성이 높은 국가다.

천연자원 (석유·가스) 수출 등 에너지 위주의 산업구조로 석유·가스 가격변동에 취약한 경제구조이다. 석유·가스 가격 하락시 경기침체 가능성에 대비하여 비에너지 산업분야 육성 시급한 상황이다. 석유, 가스 의존형 경제구조를 벗어나, 산업다각화에 대한 지속적인 노력이 필요한 상황이며, 발전, 비료 등 산업플랜트 발주도 이에 상응해 확대될 개연성이 크다.

알제리는 마그레브지역 (알제리, 리비아, 모로코, 튀니지) 국가 중 GDP규모 (1,517억달러), 인구 (3500만명), 천연자원 (원유 및 천연가스) 등을 감안할 때, 성장 잠재력이 가장 큰 국가이다. 중동, 아프리카, 유럽 3대륙을 연결하는 지리적 요충지로 수출 및 투자 대상국으로서의 잠재력 보유하고 있다.

2013년 수주환경 및 한국EPC 입찰전략

알제리는 아프리카 국가 중 1인당 GDP가 5,001달러로 주요 아프리카국가 중 리비아 9,090달러 다음으로 높다. 외환보유액 1,883억달러로 높아 GDP대비 외채잔액비중이 2.5%로 긍정적이다. 대통령제이나, 알제리 인민민주공화국 (사회주의국가)으로 아랍인 81% (수니파), 베르베르인 19%로 구성되어 있다. 1962년 프랑스로부터 독립 시 중국의 정치, 사회적 지원으로 중국과 친밀도가 높으며, 정부 재원이 풍부해 대금지급에 대한 리스크가 적고, 기후가 양호해 중동국가 내 EPC플랜트 현장보다 공정관리와 수익성 확보가 양호하다.

나이지리아 다음으로 부존 에너지자원이 풍부해 향후 아프리카지역 내 에너지 개발시장에서 중심 역할이 기대된다. 인구가 많아 자국권소시업에 대한 관심이 많으나, 쇄국주의정책이 진입장벽이다. 정부의 재정지출로 국민불안은 잠재웠으나, 특정지역 내 테러발생 위험이 남아 있다. 그러나 현정부 체제가 유지되면서 장기적으로 정치적 안정이 기대되며, 2012년 5월 총선 실시 이후 그동안 지연된 대형프로젝트 발주가 재개될 것으로 관측된다.

수출의 97%를 원유, 가스 조달하는 등 에너지 위주의 산업구조로 석유 및 가스산업 외 산업 다각화에 대한 필요성이 높은 상황이다 (원유매장량 122억배럴로 세계 14위 산유국). 한국업체의 알제리 진출은 2006년부터 시작되었고, 본격적인 수주참여는 2008년 16.8억달러를 수주해 진출국가 중 10위를 점유했고, 2009년 37.3억달러로 3위로 급부상한 바 있다. 2010년에는 스캔들로 발주가 위축되면서 1.6억달러로 36위, 2011년 4.4억달러로 24위에 그친 바 있다. 2012년 9월까지 6억달러로 전년동기대비 223.6% 증가했다.

쇄국정치로 토목사업은 현지업체에 25%를 배분하며, 건축사업은 외국업체에 제한적이라는 점이 약점이다. 반면 오일, 가스, 발전부분은 현지로컬업체가 없어 국내EPC업체의 공정 입찰경쟁이 가능한 지역으로 평가받고 있다.

현재 국내업체 중 진입이 가능한 업체는 모두 알제리에 진출한 상황이다. 상반기까지만 해도 삼성엔지니어링, 경남기업, 현대엔지니어링이 1~3위 수주를 확보해 공사를 진행 중이었으나, 10월 알제리에서 약 11.1억달러 (한화 1조 2,300억원) 규모의 라스 지넷 (Ras Djinet) 가스복합발전소 건설공사를 수주했다 (1200MW급, 400MW급 3기 대형 가스복합발전소를 건설하는 프로젝트). 올해에만 엘 하라시 하천정비 공사 (3.5억달러), 부그줄 신도시 청사 (1.2억달러)에 이어 3번째 수주이며, 2008년 이후 8건, 33.9억달러의 공사를 수주한 바 있다. 알제리는 향후 총 8,500MW 규모의 신규발전소공사 발주가 예정돼 있어 한국 EPC업체의 관심이 집중되고 있다.

리스크 요인은 첫째, 중국과 터키업체의 저가수주공략이 거세지고 있다는 점이다 (중국 CSCC 사는 알제리의 사회주의 국가형태와 프랑스 독립시 중국의 지원을 내세워 다양한 인프라구축에 참여 중). 둘째, 화공플랜트 입찰시 알제리 국영석유공사가 51% 지분을 확보해야 한다는 쇄국정책이 전제되어 있다는 점 때문에 IOC의 투자관심이 상대적으로 적어 PF 유치가 생각보다 어렵다는 점이다.

과거 수주 프로젝트

표 15. 과거 수주한 주요 프로젝트

프로젝트명	공종	발주처	규모 (억달러)	시기	관련업체
수질개선 및 하천복원사업	Civil Engineering	국토개발환경관광부	4	2Q12	대우건설
부그줄 신도시 청사 신축공사	Architecture	국토개발환경관광부	1	3Q12	대우건설

자료: KB투자증권 정리

현대건설 (000720/현재주가: 66,500원/BUY/목표주가: 79,000원)

표 16. 현대건설 영업실적과 밸류에이션

(단위: 십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	11,217	11,920	13,381	14,680	16,168
매출총이익	1,308	1,168	1,253	1,384	1,504
영업이익	755	754	771	837	895
세전이익	759	851	778	850	913
순이익	543	685	568	620	667
EPS (원)	4,675	5,706	4,753	5,290	5,688
EPS 증감률 (%)	14.0	22.0	(16.7)	11.3	7.5
PER (X)	15.5	12.3	14.0	12.6	11.7
EV/EBITDA (X)	8.6	9.0	9.4	8.7	8.1
PBR (X)	2.3	1.9	1.6	1.4	1.3
ROE (%)	16.6	17.7	12.8	12.5	12.0

자료: DataGuide, KB투자증권 추정
 주: 2012년 12월 04일 기준

건설업체 중 가장 무난한 실적 예측신뢰성, 리스크 적은 업체로 주목받아

- ▶ **투자포인트:** 2012년 선제적인 우발비용의 클린화과정 진행으로 2013년 이익의 예측신뢰성이 가장 우수한 건설사로 부상. 2012년 현대엔지니어링과의 수주협업으로 건설사 중 가장 뛰어난 수주성과를 기록해 장기적인 수익가시성에 대한 담보력 우수. 2013년 그룹내 시너지효과 가시화와 서산사업용지 활용도 제고, 수주의 시장다변화 공정다각화 성과 기대.
- ▶ **영업실적/밸류에이션:** 2012년 국내외 저가현장에 대한 원가정산과 클린화를 실천. 연초 가이드언스에 대한 달성률 양호, 수주성과 우수. 순조로운 공종별 공사진행률로 매출기성 안정. 2012년 클린화가 구조적으로 2013년 원가율 안정에 선순환역할 수행. 시가총액에 2.5조원 현대엔지니어링 및 0.5조원 서산용지 가치포함으로 밸류에이션은 상대적으로 고수위.
- ▶ **리스크 요인:** 공종다각화, 지역다변화전략으로 인한 일시적 원가 상승. 시장참여자의 긍정적 평가와는 달리 수급상 투자 쏠림현상으로 의외로 주가수익률이 이에 못미칠 가능성도 있음.

현대건설 Corporate Day Q&A 요약

▶ Q1: 현대건설의 지역다변화 및 공종다변화 전략

국내 건설시장은 최근 4년동안 100조원 내외의 규모가 유지됨. 회사 내부에서 2013년 국내 건설수주 규모를 110조원으로 예상하는 만큼 국내시장의 성장은 제한적인 상황임. 한국 건설시장에서 현대건설의 시장점유율이 5~6% 수준임을 감안하면 성장을 위해서는 해외부문의 성장이 필수적임. 매출액기준 중동지역 비중이 18.3%로 가장 높으나 아프리카, 중남미, 아시아 등 비중동 신시장에서의 수주 확대에 주력할 것. 남아프리카, 콜롬비아지역 진출을 계획하고 있으며, 우루과이에 지사를 설립할 예정. 이러한 지속적인 노력을 통해 신시장 개척해 나갈 것임.

현대건설의 비즈니스 포트폴리오는 세계 건설시장의 흐름과 맥을 같이하고 있음. 플랜트 35%, 석유화학 23%, 토목 20%, 발전 17%, 기타 5% 등 경쟁사대비 안정적으로 구축되어 있음. 이에 따라 안정적으로 성장하고 있음. 3분기 말까지의 수주잔고는 43.8조원으로 연말기준 48조원이 예상됨. 풍부한 수주잔고에 힘입어 2013년 안정적인 매출액 성장을 보일 것.

▶ Q2: 수익성 개선 전략은?

2010년도 해외수주액 (UAE원전 포함)은 110억달러로 당시 매출총이익률 10% 이상의 고수익성 프로젝트 비중이 32%였음. 2011년 47억달러로 수주액 규모는 적었으나, 고수익성 프로젝트는 43%였음. 3Q12말 현재 해외수주액 60억달러 중 63%가 고수익성 프로젝트로 공사의 질적 측면에서 성장추세에 있음. 현재 2010년에 수주한 저수익성 공사의 기성으로 인해 수익성 성장에 일부 제약이 있으나, 최근 수익성을 고려한 프로젝트의 본격적인 기성이 이루어지는 2013년부터 수익성이 개선될 것으로 판단함.

금년 10월까지 60억달러 수주 (2011년 수주 47억달러, 2010년 11억달러) 했으며, GPM 10% 이상의 수주가 63%임. 이는 2010년 32%, 2011년 43% 대비 크게 증가한 추세. 지역별 마진으로 국내 마진 55%, 중동 23%, 아시아 16%, 아프리카 6%. 안정적인 이익을 다양한 곳에서 얻을 수 있을 것이며, 해외 공사의 수익성 개선에 따라 내년도 전사 수익성은 점점 더 개선될 것.

▶ Q3: 현대차그룹 계열사간 시너지 관련

현재 현대엔지니어링과 함께 공사를 진행하는 프로젝트는 콜롬비아 베요, 베네수엘라 플랜트 (PLC refinery). 12월 알제리 프로젝트 수주가 예상됨. 플랜트와 전력부문에서 협업 가시화가 이루어질 것임. 기존 현대건설 단독참여는 procurement, construction 위주였으나, 최근 engineering으로 접근가능시장이 넓어지는 등 시너지효과를 보이고 있음. 현대엔지니어링과의 협업은 신규 수주액 기준 금년 10월까지 26%를 차지하나, 2013년 50%까지 상승할 것으로 판단함.

영업시너지의 경우 계열사의 고유영업부문을 공유하는 측면도 있으나, 현대건설의 비진출분야로의 영업범위 확장측면에서 긍정적임. 계열사내 현대로템, 현대엠코 (자산관리), 현대제철 (제철소 운영, 유지보수 노하우) 등 건설 관련 계열사들의 컨소시엄을 구성, 새로운 형태의 수주를 계획하고 있음. 최근 사우디 라스히 철강프로젝트, 카타르 steel plant expansion, 인도 steel plant, 케냐 commuter rail, 멕시코 container terminal 등 다양한 그룹시너지 구현을 위해 노력 중임.

▶ Q4: 4Q12 및 2012년 영업실적 전망

연결기준 연초 매출액 가이드는 13.6조원 (현대건설 단독 10.5조원)이었음. 현대엔지니어링의 경우 가이드는 4.4조원은 무난하게 달성할 것으로 판단하나, 현대건설은 2011년 낮은 신규수주액에 대한 영향으로 현재까지 누적 매출액 고려시 가이드를 소폭 하회할 전망.

수익성에 대한 가이드는 없었으나, 시장컨센서스인 7,600억원은 상회하는 수준으로 예상함. 기존에는 4분기에 한번에 손실을 반영했으나, 2012년은 1~3분기에 손실반영을 나눠서 진행했음. 잔여공사 추정시 4분기에 600억원 수준의 추가 손실반영이 예상됨.

2012년 수주액 연간 가이드는 20.6조원이며, 현대건설 단독 16조원 (국내 6.5조원, 해외 100억달러) 수준. 현재까지 국내 신규수주액은 가이드를 소폭 하회하는 5.5조원이며, 이는 공공건축 및 주택부문의 부진이 원인. 해외부문의 경우 11월 29일에 공시한 우루과이 프로젝트 (Punta del Tigre, 530MW CCGT 공사) 5억달러를 포함하여 92억달러를 수주함. 연말까지 나머지 8억달러에 대해 필리핀 발전소, 사우디 송배전 (2개 프로젝트), 싱가포르 프로젝트 등을 통해 가이드 달성 가능할 것으로 판단함. 이외에 베트남, 발전소 공사 등은 내년으로 이연될 가능성이 있음. 따라서 합산시 연간 수주 가이드인 20.6조원은 무난히 달성 가능할 것으로 예상함.

▶ Q5: 2013년 신규수주액 전망 및 해외부문 주력지역은?

2013년 신규수주액 연간 가이드는 2012년 수준인 100억달러로 예상됨. 2013년 해외시장규모가 2012년과 비슷할 것으로 판단함. 중동지역 중 특히 사우디 시장규모는 2012년보다 확대될 것으로 예상하나, 경쟁강도는 심화될 것으로 판단함. 따라서 사우디에서 아직 수주고를 확보하지 못한 현대중공업, 두산중공업 및 비상장사의 경쟁심화는 지속될 것. 이밖에 카타르 인프라, 쿠웨이트 리파이너리 프로젝트에서 현대건설의 선점이 예상됨. 카타르 도하메트로 프로젝트는 상업입찰까지 마친 상황이며, 쿠웨이트의 경우 2012년 발주가 없었기 때문에 2013년 발주량이 기대됨. UAE는 입찰이 지연된 프로젝트에 대한 결과가 나올 것으로 예상함.

시장다변화지역 중 특히 중남미에서의 수주확보 정도에 따라 가이드 달성여부가 결정될 것으로 판단함. 중남미지역에서 30% 이상 수주를 확보할 경우 경쟁심화지역인 중동에 대한 의존도가 낮아지게 됨. 2012년 7월 베네수엘라와 한국의 자원협력개발 체결로 베네수엘라 정부와 정유공장 (20억달러), 발전소 (10억달러) 등 총 30억달러 프로젝트에 대한 MOU를 체결함. 금융주선은 상당부분 진도가 나간 상황이며, 2013년 상반기 이후 윤곽이 드러날 것으로 판단함. 입찰형태가 아니기 때문에 수주 성공시 연간 가이드의 30% 확보가 가능함.

이 밖에 싱가포르, 베트남, 방글라데시 등 아시아지역의 발전시장을 꾸준히 확보하고 있으며, 2013년에도 13%의 비중을 차지할 수 있을 것으로 판단함. 2012년 지연된 미얀마 가스복합, 베트남 봉양 발전프로젝트 등 확보 가능할 것으로 예상함.

▶ Q6: 2013년 영업실적 가이드스는?

2011년 해외수주 물량이 47억달러로 낮았기 때문에 2013년 주력공사분 감소로 이어지면서 현대건설 단독기준 성장성은 높지 않을 전망이다. 단, 현대엔지니어링 수주잔고는 10조원 수준이므로 두자릿수 성장이 가능할 것으로 판단함. 따라서 연결기준 매출액은 2012년보다 성장할 전망이다. 현재 2013년 매출액에 대한 시장컨센서스는 14.7조원이나, 현대건설의 성장이 아닌 현대엔지니어링 기반이므로 보수적인 가이드스가 예상된다.

▶ Q7: 쿠웨이트 자베르 코즈웨이 교량공사 수주 의의

① 높은 기술력을 요구하는 대형 해상교량 건설 프로젝트로 총 연장 36.14km 규모의 세계 3대 해상 교량인. 왕복 6차로 해상교량으로는 세계 최장 수준. ② 장대교량 공사에서의 풍부한 시공경험 및 기술력을 인정받음. 국내외 장대교량 공사에서의 우수한 시공경험 및 현대건설의 기술력에 대한 발주처의 신뢰가 수주성공의 요인으로 작용함. ③ 해외공사 수익성 개선에 기여함. 한국 건설사간 경쟁이 심화된 석유화학 플랜트 공종이 아닌 인프라 부문에서 수익성에 중점을 둔 선택적 수주로, 현재 진행중인 부비안 항만공사와 더불어 쿠웨이트 내 인근지역에서 대규모 해상 토목공사를 동시에 수행함으로써 효율적인 장비 및 인력 운용으로 규모의 경제를 실현함.

표 17. 현대건설 주요 장대교량 실적

국가	교량명	공사기간	규모
말레이시아	페낭대교	1983.01~1985.05	8.0Km, 4차선
방글라데시	자무나 다목적교	1994.10~1998.10	4.8Km
한국	거금대교	2002.12~2012.04	0.5Km (국내 최초 5경간 연속 사장교)
한국	울산대교 (시공중)	2010.05~2015.05	8.4Km (총연장), 4.8Km (교량)

자료: 현대건설

▶ Q8: 주택부문 및 PF관련

회사가 선택적으로 반응할 것. 2012년 비정상 손실규모는 3,000억원이었으며, 2013년은 2012년 대비 절반수준으로 예상함 (해외 2개 현장 및 주택). 현재 주택부문의 잔여 리스크는 완공분양 및 미착공 PF보증잔액. 완공분양은 2012년 마무리될 것으로 예상함. 2012년 완공하는 현장 7개 중 4개 현장에 대해 손실처리 (1Q12 1개, 3Q12 2개, 4Q12 1개) 현장 반영했으며, 2013년 완공될 해운대현장에 대해 3Q12에 손실 선반영함. 따라서 2013년 주택 미분양에 따른 추가적 리스크는 없다고 판단함.

현재 PF보증잔액은 1.6조원이며, 이 중 미착공관련 규모는 1조원 수준. 2013년 분양경기 회복은 더딜 것으로 예상하기 때문에 착공하더라도 단지를 축소하는 등 리스크를 완화하는 방향으로 유도할 것임.

대림산업 (000210/현재주가: 77,200원/BUY/목표주가: 102,000원)

표 18. 대림산업 영업실적과 밸류에이션

(단위: 십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	7,691	7,988	10,333	11,402	12,541
매출총이익	960	930	1,047	1,123	1,216
영업이익	430	516	518	550	592
세전이익	436	519	558	604	660
순이익	352	380	407	441	482
EPS (원)	10,155	10,508	11,166	12,020	13,142
EPS 증감률 (%)	3.0	3.5	6.3	7.6	9.3
PER (배)	11.6	8.5	6.9	6.4	5.9
EV/EBITDA (X)	9.3	6.1	5.6	5.6	5.3
PBR (X)	1.1	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	8.9	8.9	8.8	8.8	8.8

자료: DataGuide, KB투자증권 추정
 주: 2012년 12월 04일 기준

**2012년 확보한 해외수주액의
 원가율 안정의 확인이
 필요한 시점**

▶ **투자포인트:** 장기적으로 유화사업 (직접유화사업 · YNCC · 대림코퍼레이션)의 독립성을 확보함으로써 실적변동성 등 보유리스크를 줄이는 전략기대. 발전 등 유틸리티형 프로젝트로 사업확대를 통해 성장성 확보. 중동국가의 신뢰성 유지 속에 지역다변화 추진성과. 낮은 밸류에이션과 상대적으로 높은 베타값으로 투자선호. 계열건설사 리스크 안정으로 할인률 축소.

▶ **영업실적/밸류에이션:** 2012년 양질의 해외수주액 기성증가로 2013년 점진적인 실적개선 기대. 2012년 수주액 부진은 13.7조원에 달하는 과도한 연초목표액 제시와 수익성 보전을 위한 선별수주전략 때문. 수주액의 양적부진에도 불구하고, 해외원가율의 안정을 위해서는 퀄리티 확보가 중요. 2013년 화공사업이 현수준만 유지한다면 해외원가율 안정으로 실적개선.

▶ **리스크 요인:** 뚝섬 사업용지 활용도 제고 문제. 고려개발과 상호에 대한 추가지원 이슈. 유화사업부문 영위로 실적불확실성 확대 및 밸류에이션 할인률의 지속적인 압박.

대림산업 Corporate Day Q&A 요약

▶ Q1: 가이드نس대비 실적 비교

연초 제시한 2012년 가이드نس는 신규수주액 13.7조원 (해외수주액 8.1조원 포함), 별도기준 매출액 9.4조원, 영업이익 8,000억원이었으며, 해외사업의 매출총이익률 적정 수준은 12~13%로 제시한 바 있음. 그러나 3Q12 누적기준 매출총이익률은 10% 수준으로 집계됨. 4Q12 매출액이 증가하는 모습을 보이며, 85% 수준의 원가율이 예상됨에 따라 2012년 연간 원가율은 88%로 전망함. 이는 연초에 적정 수준으로 제시했던 가이드نس와 유사한 수준임. 2011년에 발표한 3개년 중장기계획을 통해 2012년 해외부문 매출총이익률을 10.0%, 2013년에는 8.1%로 전망한 바 있으며, 계획대비 양호한 수준을 보일 것으로 전망함.

현재까지 해외 신규수주액은 3.2조원으로 중동 및 비중동 지역 비중은 비슷한 수준임. 기수주 물량 중 수익성이 낮은 중동물량의 비중증가로 최근 수주는 수익성 개선에 초점을 맞추고 있음. 동남아시아 지역은 중동대비 경쟁강도가 낮고, 단독입찰 비중이 높아 상대적으로 수익성이 양호함. 2012년 비중동 지역 신규수주액은 1.5조원이며, 파이낸싱 문제로 일부 지연된 물량으로 인해 수주 달성률은 낮은 편이지만, 수익성은 개선되고 있음.

▶ Q2: 4Q12 영업실적 전망은?

2012년 연간 매출액 9.2조원, 조정영업이익 5,000억원 수준이 예상되며, 4Q12 별도기준 조정영업이익은 1,700억원 수준으로 판단함. 기타손익부문에서 파생상품을 보유량 증가로 3Q12대비 평가손익이 변동성이 클 것으로 예상됨. 현재 포지션상 원/달러 환율 감소 또는 달러/유로 환율 상승시 수익이 발생하는 구조임.

표 19. 3Q12 실적 및 하반기 전망

(단위: 십억원)	2Q12 누적		3Q12 누적		4Q12 누적E	
	계획	실적	계획	실적	계획	추정
영업실적						
매출액	3,418	4,029	5,269	5,899	7,137	7,895
영업이익	164	103	301	208	401	267
영업이익률 (%)	4.8	2.6	5.7	3.5	5.6	3.4
당기순이익	113	70	211	145	282	185
주요지표						
납사투입단가 (\$/톤)	875	995	883	940	895	947
제품평균단가 (\$/톤)	1,218	1,325	1,239	1,267	1,251	1,269
제품 Spread (\$/톤)	343	330	356	327	356	322
환율 (원/\$)	1,080	1,142	1,070	1,139	1,060	1,131
제품판매량 (천톤)	2,480	2,590	3,796	3,935	5,144	5,299

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

▶ Q3: 2012년 수주 성과가 낮은 이유는?

2012년 해외수주성과 미흡은 대형 사우디 프로젝트에서의 수주실패 및 동남아 프로젝트 발주 지연이 원인임. 중동 프로젝트에서 TR (사다라, 지잔 프로젝트), 현대중공업 (리야드 PP) 등과의 경쟁에서 밀려난 바 있음. 또한 정체된 화공부문을 보완하기 위해 발전플랜트에 집중했으나, 예상 프로젝트에서 실패함.

2013년에는 유럽업체의 수주가 일정 이상 확보되었고, 수주한 프로젝트의 수익성이 낮기 때문에 유럽업체의 수주활동이 2012년만큼 활발하지 않을 전망이다, 2012년대비 경쟁이 완화될 것으로 판단함. 동남아시아 지역에서의 발전플랜트 사업 수주는 국내 중공업체들과의 경쟁이 지속될 것으로 예상됨. 대림산업은 발전플랜트의 developer로 성장하겠다는 전략을 세우고 있기 때문에 향후에도 발전플랜트 수주는 지속적으로 참여할 예정임.

표 20. 주요 해외입찰 프로젝트

프로젝트	국가	사업규모 (억달러)	BCD	예상계약시기	비고
1. Butanol and Syngas Project	사우디	3~4	2012/08/28	n/a	화공
2. Integrated Petrochemical Complex-Ph 2 Project	카자흐스탄	40	2012/08/31	n/a	화공
3. ZAM100 Power Station	필리핀	3	2011/07/27	4Q12	발전
4. Nam Dinh 1 BOT TPP Project 2x600MW	베트남	15	2012/08/24	n/a	발전
5. Laffan Refinery Phase 2 Project	카타르	7	2012/10/29	n/a	화공
6. DR Integrated Steel Complex Project	사우디	30	2012/11/03	n/a	화공
7. Clean Transportation Fuels at Riyadh Refinery Project (IK-EPC)	사우디	3	2013/01/07	n/a	화공
8. Pagbilao Power Plant Expansion	필리핀	4	2012년 4Q	n/a	발전
9. Long Phu 1, 2x600MW	베트남	12	2012/11/15	n/a	발전
10. Shuqaiq Thermal PP	사우디	30	2012/10/14 Tech.	4Q12	발전
11. Aramco GT Cogen IPP	사우디	5	2012/11/13 (IPP)	n/a	발전

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

▶ Q4: 지역별 경쟁구도 현황

사우디의 경우 시장참여자들이 증가하면서 예상치 못한 소규모의 업체들과도 경쟁을 벌여야 하는 상황임. 그러나 쿠웨이트는 프로젝트를 진행하는 업체가 상대적으로 제한적인 반면, 발주 규모가 크고 한국업체들의 입지가 강하기 때문에 좋은 실적이 기대됨. 현재 대림산업은 동남아시아 지역에서 발전플랜트에 역점을 두고 사업을 진행하고 있음. 최근 동남아시아 시장에서 한국 업체들간의 경쟁이 심화되고 있는 상황임. 2013년에는 신시장 개척에 대한 리스크도 일정 부분 존재하지만, 경쟁강도는 2012년대비 완화될 것으로 전망함.

▶ Q5: 2013년 전망은?

2013년 해외수주액 목표는 8조원 수준이며, 플랜트부문에서 7조원 규모가 확보될 것으로 기대함 (2012년 플랜트 신규수주액 6.7조원). 2013년은 2012년과 유사한 실적을 보일 것으로 전망함. 해외부문의 경우 2010년 하반기부터 2011년 상반기까지 수주한 프로젝트들이 사우디, 쿠웨이트 경쟁심화지역에 집중되어 있어 수익성 하락을 보일 것으로 판단함. 그러나 2011년부터 동남아시아 지역의 발전플랜트 수주가 동시에 증가했기 때문에 기성 증가시 이익률에 긍정적인 영향이 예상됨.

2013년 대립산업이 진입 가능한 해외 건설시장 규모는 2012년과 유사한 수준으로 전망함. 2011년에 중동 5개국, 동남아시아 3개국 및 국내시장 등에 대한 2012년 시장규모를 2,100억달러로 예상한 반면, 실제 입찰참여 프로젝트는 700억달러 수준이었음. 현재 2013년의 시장규모를 1,400억달러 수준으로 예상하나, 카타르, UAE 등 발주지역 기조가 지속될 경우 예상 시장규모의 50%인 700억달러 수준으로 전망함.

국내의 경우 토목부문은 연간 수주목표 1.5조원대비 소폭 낮은 1.2조원 가량 수주가 가능할 것으로 예상함. 2013년 국내 토목시장 규모는 2012년과 유사하거나, 소폭 감소할 것으로 전망함. 주택부문 연초 가이드선으로 9,000세대를 제시하고, 현실적으로 적절한 목표를 7,000세대라고 언급했으나, 4,700세대 공급하여 목표치대비 달성률이 낮은 상황임. 2013년 가이드선은 올해 가이드선보다 조금 낮춰서 8,700세대, 적어도 7,000세대 수준을 이룰 수 있을 것으로 전망함. 매출 총이익률도 2012년 10%대비 2013년 9% 수준으로 1%p 가량 낮아질 것으로 예상됨.

▶ Q6: 해외 신규 시장 계획은?

현재 말레이시아, 칠레, 미국, 알제리 등을 신규시장으로 파악하고 스테디 증임. 미국은 화공플랜트, 칠레는 발전플랜트, 알제리는 화공플랜트 부문으로 진출할 가능성이 높음.

▶ Q7: 삼호, 고려개발 등 관계사 이슈

삼호는 최근 워크아웃 기한연장에 대한 이슈가 존재함. 11월 30일까지 채권단들은 안건에 대한 협의를 마쳐야 하는 상황이며, 지연되더라도 12월초 마무리될 것으로 예상함. 이번 협의를 통해 삼호 청산배당률은 13.3%로 확정되며, 미래에도 청산배당률이 고정됨. 이 경우 삼호의 상황이 좋아지더라도 배당률이 고정되어 있어 주주측면에서 매력적인 상황. 유상증자에 대한 우려가 있으나, 대립산업에게는 크게 부담스럽지는 않은 상황임. 유상증자시 워크아웃은 2년 연장이 가능하며, 채권단 확보, 금리하락 측면에서 긍정적임. 삼호는 3분기 누적수주액 4,555억원, 매출액 3,266억원, 영업이익 41억원으로 영업계획을 상회하는 성과를 보이고 있음. 특히 큰 폭으로 개선된 원가율 (1.6% 감소)과 목표대비 87% 절감된 영업손 달성에 주목할 필요.

고려개발은 용인성복 사업장에 대한 대법원 판결이 미뤄지고 있음. 회사측에서는 이르면 2013년 상반기, 늦으면 하반기에 사업을 진행할 수 있을 것으로 판단함. 고려개발은 3분기 누적 신규수주액 3,710억원, 매출액 4,728억원, 영업이익 138억원으로 3분기 계획을 큰 폭으로 상회하는 실적을 달성함. 특히 연초 흑자전환에 성공한 후 흑자기조를 유지하고 있음.

표 21. 고려개발 및 삼호 3Q12 누적실적 및 가이던스대비 달성률

(단위: 억원)	고려개발			삼호		
	2012 계획	3Q12 누적	달성률 (%)	2012 계획	3Q12 누적	달성률 (%)
수주액	1,294	3,710	286.7	4,439	4,555	102.6
매출액	4,579	4,728	103.3	3,182	3,266	102.6
매출원가	4,190	4,289	102.4	2,912	2,936	100.8
원가율 (%)	91.5	90.7	n/a	91.5	89.9	n/a
영업이익	120	138	115.0	(297)	(41)	n/a
영업이익률 (%)	2.6	2.9	n/a	(9.3)	(1.3)	n/a

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

▶ Q8: 2012년 총당금 계상규모 및 2013년 전망

주택시장 대손충당금에 대한 시장참여자들의 관심이 큼. 주택사업 관련된 합리적으로 예측 가능한 손실을 선반영했으며, 국내 주택시장에 대한 보수적 시각을 견지하고 있음. 2012년 총당금은 1,300억원 수준이며, 2013년은 1,000억원 수준에 그칠 것으로 예상함.

표 22. 대손충당금 관련, 국내 주택시장에 대한 보수적 시각을 견지하고, 예측 가능한 손실을 보수적으로 반영

(단위: 억원)	2009	2010	2011	~2011년 누적	1Q12	2Q12	3Q12	2012년말E
매출총이익 영향	1,450	941	898	3,418	55	145	167	377
판매관리비 영향	744	996	634	3,024	46	168	157	584
기타비용 영향	1,491	1,550	638	4,900	33	52	222	381
합계	3,685	3,487	2,170	11,342	134	365	546	1,342

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

표 23. 주택공급량은 조합 및 기타 2,029세대, 일반 2,654세대

(단위: 세대)	2009	2010	2011	2012E
세대수	2,515	3,559	6,719	4,683

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

주: 2012년 예상공급량 4,683세대 중 조합 및 기타 2,029세대, 일반 2,654세대

표 24. 대림산업의 PF지급보증액은 지속적으로 감소 추세

(단위: 조원)	2009	2010	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E
착공	1.2	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
미착공	1.3	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
PF보증잔액	2.5	1.9	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

▶ Q9: 미분양세대 규모는?

2012년 미분양 1,342세대 중 임대 580세대 제외 시 실질 미분양은 762세대 (신규 미분양 제외). 3분기말 공급세대 3,700세대, 4분기 추가 공급예정 세대 983세대. 2011년 연간 공급실적은 6,719세대 중 일반분양 4,289세대임.

표 25. 미분양주택 추이

(단위: 세대)	2009년	2010년	2011년	2012년		
				1Q12	2Q12	3Q12
실질미분양	1,230	1,330	392	1,208	906	762
임대	1,844	1,596	731	602	526	580
합계	3,074	2,926	1,123	1,810	1,432	1,342

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

▶ Q10: 순차입금 규모 및 2012년말 전망은?

3Q12 기준 순차입금은 6,500억원 규모로, 2012년 연말기준으로 순현금 전환이 가능할 것으로 예상하고 있으며, 이는 4분기에 순차입금이 크게 줄어드는 경향이 있기 때문임. 2011년의 경우 3분기말 순차입금 규모는 8,700억원이었으나, 연말에 3,200억원까지 감소하였음. 최근 이란 프로젝트에서 선수금 1,000억원이 유입되었으며, 연말 대금집행을 미루는 경향 등에 미루어 일시적인 순현금 전환은 가능할 것으로 전망함.

▶ Q11: 주택 임대사업 계획 여부

대림산업이 주택사업에 주력하는 업체가 아니기 때문에 전혀 검토하고 있지 않음. 대림산업은 점차 발전플랜트 부문을 중점적으로 키워나간다는 전략을 수립하고 있음. 다만 자회사 설립과 같은 방식으로 주택임대 관리사업은 타당성 조사중인 것으로 언론에 보도된 바 있음.

▶ Q12: 유화관련 주요제품 가격추이

표 26. 주요제품 가격 추이

(단위: 달러/MT)	1Q12	2Q12	3Q12	증감률 (QoQ%)
MOPJ	1,074	747	972	30.1
Ethylene	1,359	900	1,290	43.3
Propylene	1,387	1,215	1,318	8.5
BD	3,456	2,008	1,985	(1.1)
Benzene	1,189	1,027	1,222	19.0

자료: 대림산업, KB투자증권 정리

대우건설 (047040/현재주가: 9,330원/BUY/목표주가: 11,300원)

표 27. 대우건설 영업실적과 밸류에이션

(단위: 십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	6,734	7,032	8,196	9,482	10,650
매출총이익	123	669	819	933	1,030
영업이익	(363)	365	372	513	567
세전이익	(1,056)	260	301	464	544
순이익	(749)	227	219	339	397
EPS (원)	(2,300)	551	526	815	956
EPS 증감률 (%)	적전	흑전	(4.5)	54.9	17.3
PER (배)	n/a	19.1	17.7	11.4	9.8
EV/EBITDA (X)	n/a	13.6	11.9	8.8	7.8
PBR (X)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	(23.5)	6.8	6.3	9.0	9.7

자료: DataGuide, KB투자증권 추정
 주: 2012년 12월 04일 기준

**2012년 무난한 실적확인,
 산업은행과의 시너지효과
 구체화 필요**

- ▶ **투자포인트:** 국내주택사업에 대한 의존도가 높으나, 오피스텔 등 틈새시장공략 등 영업전략이 탁월해 성장성과 수익성을 동시에 공략할 수 있는 전천후 건설사로 부상 중. 2012년 해외사업 확충전략으로 종전 아프리카 지역에서 중동지역으로 수주선 다변화전략 추진. PF 규모가 업계 중 최대규모인 2.8조원에 달하나, 산업은행과 시너지로 시장평가는 비교적 안정적.
- ▶ **영업실적/밸류에이션:** 순조로운 외형성장대비 영업이익 증가가 더딘 상황. 주택관련 대손상각액과 비핵심자산 매각으로 인한 손실발생액 반영이 원인. 양호한 수주성파로 장기성장성에 대한 우려는 없으나, 이익성장이 이에 미치지 못해 밸류에이션 부담을 항상 보유하고 있음. 미착공PF 현장 중 김포 풍무동, 합정동과 2013년 위례, 동탄지역 분양성파가 관건.
- ▶ **리스크 요인:** 2.8조원에 달하는 PF지급보증액에 대한 순조로운 축소기조 여부가 관건. 틈새시장인 오피스텔시장의 포화상태 진입으로 국내시장내 신규먹거리 창출이 중요.

대우건설 Corporate Day Q&A 요약

▶ Q1: 2012년 연간실적 전망

2012년 매출액 연간가이던스는 8조원으로, 3Q12까지 매출액 6조원을 달성함. 4분기 계절성 고려시 연말까지 목표 달성은 가능할 것으로 판단함. 해외에서 전년동기대비 1조원 증가. 현재까지 6.3~6.4조원 달성한 것으로 보임. 주택은 3.1조원 (9월까지). 4분기 흐름은 강하지 않을 것.

매출총이익률은 3Q12까지 9.9%. 부문별 국내주택 13.6%, 건축 11.5%. 주택 및 건축부문의 이익률은 연초 계획을 상회하는 수준. 해외부문의 매출총이익률은 8.6%이며, 4Q12 추가 개선이 가능할 것으로 전망함. 2Q12~3Q12에 중동지역 프로젝트에서 원가가 초과 발생했으나, 4분기에 는 없을 것. 2013년 추가 개선이 기대됨. 주택부문에서 미착공관련 손실이 예상되나, 영향은 제한적일 것으로 판단함. 현재 미착공 PF보증잔액은 1.7조원 수준이며, 착공 전환시 손실발생이 가능하나 시장상황에 따라 규모가 달라질 것으로 예상함.

조정영업이익은 3Q12누적 5.4%이며 연간 가이던스 5.6%를 소폭 하회함. 매출액이 기대보다 빨리 증가했기 때문에 매출액 규모대비 회사내부 기대치를 만족한 수준으로 평가하고 있음. 일회성비용 고려시 발표영업이익률은 4.2% 수준임.

국내 주택부문에서 contingency로 발생된 비용은 현재까지 700억원 (마포주상복합 미분양물량 중 시장가치평가 하락분 95억원, 노량진 조합사업 대위변제에 따른 손실 600억원)이며, 연말기준 900~1,000억원 예상됨. 유동화손실 금융비용은 60억원 발생함.

▶ Q2: 차입금 관련

총차입금은 3Q12말 현재 1.6조원 수준이었으나 연말기준 감소할 것으로 예상함. 총차입금 증가 이유는 자체사업 부지매입으로 2,700억원 지출, 연초 대한통운지분 풋백옵션 행사로 대수 2,900억원 지출, 매각시 1,040억원 회수 등 결과적으로 1,900억원이 지분딜로 지출됨.

표 28. 부지매입 현장운영자금으로 5,000억원 자금지출, 연말 영업수지 개선으로 Capex 투자 및 차입금 상환

(단위: 십억원)	3Q12 누적	2012년말E
부지매입	265	400
대한통운지분	296	0
차입금 상환	0	205

자료: 대우건설, KB투자증권 정리

표 29. 현재 부채비율 175%, 연말 목표 부채비율 167%

(단위: 십억원)	2011년말	3Q12말	2012년말E
순차입금	992	2,141	1,891
현금	645	350	396
총차입금	1,638	2,491	2,286

자료: 대우건설, KB투자증권 정리

▶ Q3: 주택부문 수익성 및 신규사업 관련

주택의 경우 신규프로젝트의 목표이익률은 10~12%수준이며, 판관비 고려시 7%임. 현재 주택 경기 악화로 인해 신규수주하는 회사는 없는 상황이며, 초기분양률 80%를 만들기 위해 일부 프로젝트의 경우 분양가를 낮게 산정함. 신규프로젝트와 기존 미착공 프로젝트에 대한 착공진환시 손실을 감안하여 높은 수익성의 신규 자체사업을 계획하고 있음. 자체사업 규모는 8,000 억원으로 2013년 동탄, 위례 2차를 진행할 예정. 위례의 경우 토지매입가가 높았기 때문에 이익률은 낮을 것으로 예상함.

현재 합정동 주상복합 2차 착공, 3차는 2013년 진행 예정됨. 김포 풍무 3.5천억원. 성선동 순조롭게 완료될 것.

▶ Q4: 국내 오피스텔 사업 현황은?

2012년 2만 4,000세대 분양계획 중 9,600세대는 오피스텔 물량임. 아파트가 일부 공공부문이 존재하고, 주변시세보다 싸게 분양하기 용이하다는 측면에서 오피스텔대비 수익성이 높기 때문에 오피스텔 분양은 실수요자가 많은 서울 및 수도권지역에서 이루어짐. 지방시장은 부산, 울산, 대구 등 대도시 중심으로 공급지역이 다소 제한적임.

오피스텔은 중소도시 틈새시장을 공략한 성공사례임. 지방 아파트 분양시장에 대한 매력도가 하락하고, 서울 및 수도권 주택시장 침체가 지속되는 상황에서 투자목적적인 오피스텔의 매력도가 상대적으로 높음. 최근 공실 증가에 따라 이전보다 사업을 보수적으로 진행할 예정이며, 2013년 공급은 2012년과 비슷한 수준인 10,000세대가 예상됨.

▶ Q5: PF 채무보증 관련

PF보증잔액은 3조원에서 현재 2.8조원으로 감소했으며, 2012년 연말기준 2.4조원이 목표임. 3분기까지 감소폭이 크지 않은 이유는 2012년 연초 노량진 조합사업이 시행사업으로 전환되면서 2,400억원 증가했기 때문임. 미착공 PF보증잔액은 연말까지 2,000억원 추가적으로 감소시킬 계획이며, 2013년 연말기준 6,000억원 이하로 줄어나갈 것임.

표 30. 자체사업 분양수금으로 PF상환, 연말에 미착공PF의 착공전환 및 분양수금으로 PF잔액 감소

(단위: 십억원)	2011	3Q12	2012E
미착공 PF	1,727	1,721	1,551
착공 PF	1,267	1,037	800
총 PF	2,993	2,758	2,351

자료: 대우건설, KB투자증권 정리

▶ Q6: 2012년 신규수주액 달성현황은?

2012년 신규수주액은 현재까지 8.7조원으로, 연간 가이드언스는 15조원 수준임. 국내 수주실적은 3Q12말 현재까지 80% 달성으로 양호한 수준임에 반해 해외는 미진한 상황임. 알제리 수주 1.2조원, 말레이시아 건축공사 3,200억원을 포함하여 지금까지 3.5조원에 그침. 사우디 지잔 리파이너리 5,200억원, 나이지리아 3,000억원, 모로코 사피 석탄화력발전 (12월 LOA접수) 2조원 포함시 연간 6.5~6.8조원 확보가 가능함. 전사적으로 연간 15조원 달성이 가능함.

▶ Q7: 2013년 신규수주 가이드언스

2013년 신규수주 가이드언스는 2012년 15조원 목표치에서 10% 이상 성장한 수준이 예상됨. 해외 부문의 경우 2012년 69억달러 정도로, 2013년은 70억달러가 예상됨. GPM은 10% 초반으로 판단함. 나이지리아 Brass LNG는 낙찰 일정 지연이 지속되고 있는 상황이기 때문에 2013년 가이드언스 고려시 제외할 예정이나, 경쟁사대비 수주가능성은 높음.

▶ Q8: 아프리카 건설시장 및 대우건설의 전략은?

아프리카에서 수행하는 프로젝트의 경우 이익률은 10% 이상을 기대하는 수준임. 특히 나이지리아 가스관련 프로젝트의 수익성이 높음. 발전프로젝트는 지역에 상관없이 10%를 목표치로 두고 있으나 발전을 제외한 나머지는 공종의 경우 목표치를 낮게 두고 있음. 동남아지역은 아직까지 초고층빌딩 등 건축 위주의 사업을 진행하고 있으며, 평균 5~6%의 이익률을 보임. 판관비 감안시 수익성은 거의 없는 상황. 토목, 교량 및 도심터널 등 대우건설이 수행할 수 있는 프로젝트는 다양하나 현지에서의 입지확보를 위해 건축사업에 집중하고 있음. 수익성은 적지만 트랙레코드를 통한 향후 장기적인 진출기반 확보를 위해 필요한 상황임.

▶ Q9: 그룹차원에서의 신시장 진출 가능성

대우건설의 그룹 내 시너지효과 가시화는 시일이 걸릴 것으로 예상함. KDB와 해외 SOC민자 사업 진출은 가능하나, 현재 구체적인 계획은 없음. IPP사업의 경우 크로아티아에서 진행되고 있으나, 최초 진출이기 때문에 계획대비 다소 시간이 지연되고 있음. 이외에도 IPP 타겟지역은 나이지리아, 남아공, 도미니카가 예상됨. KDB가 아직까지 선진국 및 중동시장 진출시 조달금리가 높기 때문에 면밀히 계획하고 있음.

베트남 신도시 프로젝트 (2억달러)는 산업은행에서 PF를 지원해주는 방식이며, 현재 협의중임. 베트남 부동산시장이 현재 침체국면을 벗어나는 시그널을 보이고 있기 때문에 프로젝트를 준비하고 있으나, 사업 시작시 최소 20년 이상 소요되는 장기프로젝트이기 때문에 리스크요인을 고려하고 있음.

▶ Q10: 국내 토목부문 관련 시각은?

현재 한국 토목시장은 공공부문 위주로 발주가 진행되고 있기 때문에 입찰경쟁이 과다해져 부실사 증가, 파산 등 부작용이 심한 상황임. 대우건설 내부에서 토목시장의 경기악화는 지속될 것으로 예상함. 따라서 당분간 현재의 시공이익률인 7~8% 이상으로 개선될 여지는 없음. 4대강 여파로 공공부문 신규 발주 예산은 거의 없다고 판단하고 있으며, 평창올림픽 철도건설 등 일회성 프로젝트가 예상됨.

▶ Q11: 발전부문 관련 국내외 현황은?

우리나라는 제조업비중이 크기 때문에 산업용 전력가격이 중요하며, 정부는 저가정책을 유지하고 있음. 석탄발전의 40% 이상을 원자력으로 전환하려는 전력수급 계획 및 일부 착공/완공 스케줄이 존재하나, 최근 원자력발전소 가동중단이 많아져 예상치 못한 전력부족 현상이 발생하고 있음. 회사내부에서는 2~3년 내 재가동할 때까지 원자력관련 발주물량은 적을 것으로 판단하나, 6차 전력계획 대부분이 석탄발전소에 집중되어 있는 상황에서 대우건설 입찰비중이 높으며, 산업은행 민자 SOC 시장점유율이 85%이기 때문에 대우건설이 유리함.

해외부문 발전플랜트는 최근 알제리 수주를 진행함. 동남아 개도국들은 2차 사업에 대한 의존도가 높은 상황이기 때문에 지속적인 발전소 수요가 있을 것으로 판단하고 있음. 기존에는 정부가 공사를 주도했으나, 최근 IPP로 바뀌면서 EPC업체들에게 부담이 줄어들음. 원전의 경우 남아공을 타겟지역으로 하고 있음. 한전에서 원전프로젝트를 진행중인 국가는 터키, 핀란드, 남아공, 베트남이며, 핀란드는 시공사가 계획되어 있음. 터키의 경우 일본 원전사태 이후 도쿄원전에 대한 자격을 박탈했기 때문에 가능성이 높다고 판단함.

표 31. 주요 비핵심자산

(단위: 억원)	지분 (%)	장부가액	매각예상가	매각차익	진행상황
GK해상도로 주식회사	43.45	1,868	2,702	834	2011.12 선수금 1,868억원 수령 2012.12 매각작업 완료예상
제3경인고속도로㈜	16.05	247	520	273	2011.12 선수금 621억원 수령 2012.12 매각작업 완료예상
대한통운 주식회사	5.33	1,264	n/a	n/a	교환사채 수령: 1,215,291주

자료: 대우건설, KB투자증권 정리

삼성물산 (000830/현재주가: 59,600원/BUY/목표주가: 76,100원)

표 32. 삼성물산 영업실적과 밸류에이션

(단위: 십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	22,846	21,546	25,618	28,312	30,847
매출총이익	2,105	1,702	2,045	2,198	2,351
영업이익	857	597	737	674	711
세전이익	1,018	610	672	654	704
순이익	728	409	491	477	514
EPS (원)	3,000	2,574	3,088	3,000	3,233
EPS 증감률 (%)	52.3	(14.2)	20.0	(2.9)	7.7
PER (X)	26.3	26.5	19.3	19.9	18.4
EV/EBITDA (X)	12.1	19.2	15.0	17.1	16.6
PBR (X)	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0
ROE (%)	9.0	4.5	5.0	4.5	4.7

자료: DataGuide, KB투자증권 추정
 주: 2012년 12월 04일 기준

자산가치대비 저평가, 영업가치 제고를 위한 신규수주 확보가 관건

▶ **투자포인트:** 8.8조원에 달하는 유가증권 보유가치와 충분한 할인률을 적용한 비영업용자산가치 및 자원개발가치 1.1조원 등을 고려할 때 5조원대의 영업가치에 대한 반영률이 미미한 상황. 2012년 예상보다 부진한 해외수주성결과 2013년 개선될 것으로 기대. 17라인 등 계열사 수주액에 대한 기성진행 여부에 따라 영업실적 성과가 호전될 수 있음.

▶ **영업실적/밸류에이션:** 기업체질개선을 위해 전략으로 진행한 신규엔지니어링인력 확충으로 판매관리비가 증가함. 신규해외수주 확보시 고정비 성격의 인건비가 매출원가에 반영됨으로써 수익개선의 여지가 발생됨. 영국 돈밸리프로젝트와 같은 개발프로젝트의 추가 성과 여부가 중요. 현대건설과 유사하게 시가총액에 유가증권가치 반영으로 밸류에이션 고수위.

▶ **리스크 요인:** 정연주 부회장의 3년 임기 진행으로 추가 연임에 대한 시장 관심 집중. 연임 실패시 기업경영변화 차원에서 3년간 체질개선전략의 수정 및 구조조정에 대한 우려.

삼성물산 Corporate Day Q&A 요약

▶ Q1: 2012년 신규수주액 달성률 현황은?

2012년은 연간 수주액 가이드스 16조원 중 해외수주액은 8.5조원 목표로 현재 5.2조원을 달성함. 연말까지 수주가능 안건 (말레이시아 프라이 발전프로젝트 7,000억원, 온타리오 1,400억원, 호주 마이닝은 연기된 부분 제외시 1조원 규모)을 고려하면 7조원 달성이 가능할 전망이다.

2012년 삼성물산의 체질개선을 보여줄 수 있는 기회가 있었으나, 교량수주 탈락, 영국 돈벨리 프로젝트 난항 등으로 인해 가시화가 힘들어짐. 이밖에 2011년 developer로 진출하면서 쿠라아 IPP 2.4조원 수주한 바 있으나, 2012년 연초 입찰참여했던 담수프로젝트 수주실패로 developer 역할을 유지하지 못함. 또한 호주 mining 프로젝트에서 원자재가격 하락으로 developer의 financing이 지연되면서 결과 미뤄지고 있음.

▶ Q2: 영업이익률 하락 원인은?

최근 건설부문 영업이익률이 6% 이하로 하락함. 기존 삼성물산의 비즈니스 포트폴리오는 국내 토목 및 주택부문에 집중되었으며, 국내 토목부문에 관계사공사 비중이 높았고, 주택부문도 수익성 관리로 이익률이 높았음. 그러나 현재는 성장을 위해 해외부문 비중을 늘리고 있는 상황. 2011년까지 해외비중은 매출액의 17%를 차지했으나, 2012년은 30% 까지 확대될 것으로 보임.

해외부문의 경우 인건비 상승으로 아직 수익성이 낮은 상황임. 플랜트 확대를 위해 인원을 확충했으나, 수주액이 적어 관관비 부담이 높아진 상태. 확충된 인원은 프로젝트 3조원 규모이나, 신규수주는 말레이시아 프라이 발전프로젝트 7,000억원에 그침. 2013년은 인력충원이 현 수준에서 유지될 것으로 판단하며, 2013년 상반기 내 대형플랜트 수주시 효율적으로 관관비용 관리가 가능하다고 판단함. 이 경우 이익률 상승을 견인할 것으로 예상함. 현재 대형플랜트 수주와 관련하여 2013년 상반기 사우디 슈카이크, 라빅2 및 지산 IPP 프로젝트 등 존재함. 따라서 수주 성공시 경우 성장과 이익성 동시상승이 가능할 것으로 예상됨.

▶ Q3: 4Q12 및 2013년 가이드스는?

4분기 매출총이익률은 12.7~12.8% 정도일 것으로 전망함. 4분기까지 관관비 증가추세가 지속될 것이나, 2013년 매출총이익률은 상승할 것으로 판단함. 2013년 입찰물량 증가에 따라 관관비 상승을 보일 수 있으나, 관관비율에는 변동사항이 없을 것. 상사부문 매출액은 3Q12와 비슷한 수준이 예상되나, 전체적으로 전분기대비 매출액의 상승이 예상됨.

2013년 해외수주액 연간 가이드스는 2012년 목표치인 8.5조원과 비슷한 수준으로 전망함. 관계사공사는 2010년 1.6조원, 2011년 2.5조원, 2012년 4.5조원 등 물량이 증가 추세에 있었기 때문에 2012년대비 규모는 축소할 것으로 판단함. 그러나 평택 산업단지개발 2조원 등 안정적 수주는 가능할 것으로 전망함. 주택 및 토목은 현재 악화된 환경이 지속될 것으로 판단함. 정부정책 및 방안도 큰 효과를 기대하기 힘들. 특히 국내주택의 경우 세계 경제침체와 맥을 같이하기 때문에 회복까지 시간이 걸릴 것으로 예상함.

따라서 삼성물산은 건조한 실적을 위해 자원관련 프로젝트에 집중하며, mining 등 해외부문에 치중할 계획임. 2012년 플랜트부문에서 성과가 미흡했으나, 라빅2, UAE 발전소, LNG터미널, 원전 등으로 2013년 성과가 나아질 것으로 판단함. 입찰규모는 2012년 60~70조원 수준이었고, 2013년 100조원이 예상됨. 기존에는 입찰 승률이 20% 수준이었으나, 최근 경쟁심화 등으로 15~16%로 떨어짐.

▶ Q4: 신규수주 지역다변화 관련

중동은 여전히 큰 시장이며 동남아, 몽고 등 신시장으로 진출 확대 중. 특히 몽고의 경우 발주처를 새로 찾고, 2012년 3개 프로젝트를 진행함 (2012년 6월 샹그릴라호텔 2억달러, 7월 MCS본사사옥빌딩 1억달러, 현재 수주중인 몽골철도 4억달러 프로젝트). 몽골철도의 경우 정부에서 총 1,800km 규모로 발주를 진행하는 등 수주기회가 큰 상황. 2013년은 공항관련 프로젝트가 존재하며 현재 울란바토르 도시개발 컨설팅이 진행중임. 해외에서 삼성물산이 참여한 서울 도시개발사례를 우수사례로 평가하고, PF가 가능한 EPC업체라는 측면에서 긍정적임.

최근 교통인프라관련 대규모프로젝트가 발주되고 있으며, 선진국은 북미, 남미 모두 진출할 계획임. 북미는 고속도로, 메트로 등 대규모 교통인프라사업이 예정되었으며, 남미는 칠레, 브라질에서 교통인프라사업을 진행중임. 삼성물산은 해외 토목분야에 경쟁력이 있기 때문에 꾸준히 현지 컨소시엄구성 제의를 받고 있음. 특히 로컬업체와 컨소시엄으로 입찰 참여한 캘리포니아 고속철도의 경우 PQ에 통과한 상황이며, 세계 토목시장에서의 경쟁력을 보여줌.

싱가폴의 경우 토지확장을 위한 매립관련 프로젝트가 예상됨. 지역특성상 수익성이 높고, 시공경험이 있는 삼성물산에 대한 선호도가 높음. 홍콩 메트로 사업, 해저터널 등 아시아지역 수주가 기대됨.

표 33. 2015년 전체 수주 중 해외 신규수주액 비중 70% 목표. 타겟시장다변화, 선진국으로 확대하는 방안

(단위: %)	2009	2011	2012	2015E
해외 수주 비율	20.0	43.0	54.0	70.0

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

표 34. 해외 신규수주액 규모

(단위: 조원)	2009	2010	2011	2012E
수주액	2.0	4.4	5.2	8.5

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

표 35. 해외시장다변화 중동의존도 감소

(단위: %)	2011	2012E
MENA	66.0	46.0
기타	44.0	64.0

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

▶ Q5: 신사업에 대한 현재상황 및 계획은?

2013년 광산, 헬스케어, 콤플렉스타운 등에서 긍정적인 결과가 예상됨. 광산관련 전망은 긍정적인 상황. 최근 가스가격이 상승하는 반면 석탄가격이 하락하고 있어 석탄발전, 석탄운송철도 등과 관련된 발주가 늘어나고 있는 상황임.

콤플렉스타운은 3년 이상 소요되는 장기프로젝트로, 현재 현안에 대해 솔루션 제공 중이며, 이에 따른 컨설팅fee를 받고 있음. 중국 시안반도체의 경우 시안시에서 먼저 도시개발을 제안했으며, 삼성전자 진입시 산업육성이 가능함. 또한 SDS에서 스마트시티, 기기인프라를 제공하고, 삼성화재/삼성생명에서 금융부문을 담당하는 등 삼성그룹 차원의 진출도 추진하고 있음.

신시장 개척관련, 중동이나 기타 지역 진출할 때 MCS사업에 대해 수의계약 했듯이 CEO가 직접 클라이언트와 마케팅을 주선하고, 파트너쉽을 발휘해 발주처 증가하고 있으며 (인도 Oberoi, 사우디 ACWA Power, 브라질 EBX, 몽고 MCS, 인도네시아 Bakrie와 네트워크 형성), 이에 대한 성과가 가시화될 것으로 판단함 (2011년 사우디 Qurayyah IPP, 인도 Worli Tower 성과. 2012년 몽고 샹그릴라 호텔, MCS Tower 성과). 또 마케팅전문가 채용을 늘리고, 내부적으로 마케팅전략을 구축함. 이에 따라 국가별 메이저 플레이어에 대한 조사연구, 현지 국가 및 도시개발 계획 등을 파악해 사업계획을 수립하고 있음. 2013년부터 이러한 방식 더욱 강화하며, 수의계약을 늘릴 예정임.

표 36. 삼성물산 시장다변화 관련

(단위: 개)	2010	2011	2012
국가 개수	2	8	추가중
추가 국가	UAE, 싱가포르	사우디, 인도, 인도네시아, 베트남, 카타르, 터키	미국, 영국, 호주, 캐나다, 몽고, 홍콩

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

표 37. 글로벌 프로젝트 매니지먼트 수행가능 역량 강화

(단위: 명)	2010	2011	2012E
글로벌 인력	1,598	2,078	3,000
총 인력	5,126	6,305	7,200

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

▶ Q6: 발전 플랜트 준비 및 미국진출 계획

지산 IPP의 경우 삼성물산에 유리한 상황. 라빅2 PPP 수주성공시 트랙레코드를 통해 미국시장 진출이 용이함. 삼성물산의 인프라부문은 시공기술력 측면에서 경쟁력 있음. 또한 미국시장에서 PPP를 진행할 경우 financing이 필요하므로 삼성물산에 더욱 긍정적임. 인허가/환경문제 측면에서 1996년도 이후 텍사스에서 진행한 전자공사를 통해 노하우를 쌓음. 최근 프로젝트당 발주규모가 크기 때문에 현지 중소형 로컬업체대비 수행이 수월할 것으로 판단함. 따라서 2013년은 미국 진출 노력에 힘쓸 것임.

표 38. 운영 인프라 - 미국 사무소 인력을 30명에서 100명으로 확대할 계획

(단위: 명)	2009	2011	2015E
통합조달사무소	2	4	7
글로벌 사무소	15	20	45

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

▶ Q7: 주택사업 매출액 및 분양 상황은?

현재까지 분양은 7,400세대이며, 연말까지 10,000세대 목표였으나, 달성은 어려운 상황임. 7,400세대 중 자체공사는 김포한강 1,700세대 (분양률 70%), 자곡동 1,100세대 (분양완료)로 입주리스크는 없음. 현재 미분양은 1,500세대이며, 대구는 할인분양에 따른 총당금 1,000억원을 계상함. 수도권은 할인분양을 줄이고, 인센티브를 제공하는 마케팅전략을 구사 중임.

주택부문 매출액은 2012년말 기준 전년대비 5,000억원 정도 증가할 것으로 판단하나, 분양가가 회복되지 않아 2013년 추이는 기늴하기 어려운 상황임. 2013년은 분양물량은 2012년 수준을 넘지 않을 것으로 판단함. 주택시장이 회복되지 않아 분양가상한제 등 계류되어있는 정책에 따른 효과는 미미할 것으로 판단함. 다세대주택소유자 양도세증과 감면시 매물이 늘어나, 주택가격에 오히려 악영향을 미칠 수 있는 등 제도개선이 시장에서 유효하기 쉽지 않은 상황임.

▶ Q8: 주택부문 PF지급잔액 관련

현재 PF지급잔액은 7,900억원이며, 이 중 착공은 5,000억원 수준. 총당금의 경우 여타 건설사 대비 리스크가 적고 안정적인 수준임. 2011년, 2012년은 착공 PF규모가 작아 총당금 계상분이 없었으나, 2013년은 시장상황에 따라 달라질 것으로 판단함.

▶ Q9: 삼성물산 상사부문관련 이슈는?

상사부문은 현재 중장기계획을 수립하고 있으며, 리스크헷징이 중요한 사항이기 때문에 2015년까지 공격적인 투자는 보류될 것으로 판단함. 안정적인 수익을 기반으로 비즈니스 포트폴리오를 재편하고 있음. 상사부문 현금관리가 보수적으로 바뀐 이유는 원자재가격 하락에 의해 투자 확대시 리스크가 커지기 때문. 따라서 리스크가 낮은 trading부문 위주로 capa를 키우고 있음. 이에 따라 자산 중 일부를 정리하고 있으며, 일환으로 패러렐은 지분의 51%만 남기고 매각 진행중 (현재 90% 중 39% 매각예정, 매각차익 3,000억원 예상, 2013년 초까지 추진 계획).

4Q12~1Q13에 온타리오 오거나이징fee (KB추정치 150~200억원 예상)가 유입될 전망이다. 카자흐스탄 발하쉬 프로젝트의 경우 삼성엔지니어링이 EPC하고 있는 사업에 대해 개발부문만 담당하고 있어 2013년 착공 이후 오거나이징fee 유입이 예상됨 (4Q13 예상).

상사부문의 현재 규모를 고려하면 영업이익 1,300억원 정도가 일반적인 수준임 (700~800억원 자원, 나머지 트레이딩). 2011년 테스코 매각, 2012년 해외법인매각차익 2,000억원 등 일회성요인이 존재했음. 현재 매각을 고려하고 있는 자산은 홍콩법인, 패러렐 지분임.

▶ Q10: 차입금 현황

2013년 순차입금은 현재 규모가 유지될 것으로 전망함. 건설부문에서 삼성물산이 주력하는 부문은 IPP, PPP 방식이기 때문에 차입금을 축소하기 어려움. 그러나 관계사로부터의 현금유입이 원활하기 때문에 여타 경쟁사대비 차별화되고 있음. 건설/상사 모두 수출산업이기 때문에 원화 절상시 불리한 측면이 있으나, 외환차입금 규모가 축소된다는 점에서 효과가 상쇄되어 환율에 따른 효과는 적음.

▶ Q11: 삼성전자 지분관련

현재 삼성물산이 보유한 삼성전자 지분은 4.1%이나, 시가반영이 힘든 상황임. 3세경영은 회사 내부적으로도 진행상황을 알 수 없으나, 새로운 정부가 들어서면서 바뀔 법개정과 관련하여 순환출자는 해소하는 방향으로 진행될 것임. 삼성물산 내부적으로 큰 변화는 없을 것으로 판단하고 있음. 금산분리가 일어날 경우 변화가 예상되나, 쉬운 이슈는 아니라는 판단임. 기본적으로 지주회사는 40~50%의 지분 discount를 적용 받으나, 삼성물산은 지주회사가 아니며, floating이라는 측면에서 PBR 1.0X 미만은 현재주가는 저평가 수준이라는 판단임.

GS건설 (006360/현재주가: 51,700원/HOLD/목표주가: 76,000원)

표 39. GS건설 영업실적과 밸류에이션

(단위: 십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	7,893	8,525	9,072	9,758	10,434
매출총이익	1,011	935	846	1,051	1,119
영업이익	521	545	339	513	552
세전이익	525	513	374	516	551
순이익	407	413	272	376	403
EPS (원)	7,986	8,090	5,340	7,380	7,893
EPS 증감률 (%)	6.4	1.3	(34.0)	38.2	7.0
PER (X)	14.5	11.4	9.7	7.0	6.5
EV/EBITDA (X)	8.6	7.6	8.2	5.8	5.6
PBR (X)	1.7	1.3	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	11.8	11.2	7.0	9.0	8.9

자료: DataGuide, KB투자증권 추정
 주: 2012년 12월 04일 기준

원가를 안정과 우발비용
 관리능력 제고 필요.
 쿠웨이트 성과기대

▶ **투자포인트:** 우발비용에 대한 예측신뢰성 훼손으로 주가 낙폭과대가 큼. 2013년은 2014년 재 성장과 수익개선을 위한 숨고르기 과정으로 볼 때 현재 주가의 낙폭메리트가 2013년 중반부터는 투자심리 회복으로 연동될 수 있을 전망. 대림산업과 주가괴리가 과거 20,000원 선까지 확대될 경우 재차 축소되는 경향. 실적안정 확인시 투자관심 점진적 증가 기대.

▶ **영업실적/밸류에이션:** 2013년 수주액을 비롯한 경영계획은 수익성에 초점을 맞춘다는 전략. 2013년 수주계획은 2012년 16.5조원의 수주계획을 하회하는 12조원 수준 전망. 매출액 성장은 안정적으로 진행되고 있으며, 수익성은 저가현장으로 인해 해외원가율이 아직까지 불안하고, 일부 전략적 토목현장과 주택클린화로 인해 내실을 다지는 한해가 될 전망.

▶ **리스크 요인:** PF잔액 2.2조원 중 1.4조원 미착공현장의 관리필요. 해외선수금과 분양대금 위축으로 순차입금 증가. 영종·식사·서교·강서자이 잔여분양성과와 반포자이 소송결과에 주목.

GS건설 Corporate Day Q&A 요약

▶ Q1: 2012년 수주잔고 관련

2012년 3분기말 현재 수주잔고 39.2조원 중 주택사업부문은 14.7조원 (37.4%) 규모. 대부분 재건축/재개발 프로젝트이며, 인허가과정에 들어있는 사업으로 구성되어 있음. 재건축/재개발 프로젝트의 경우 실수요자를 위주로 한 소형평형 중심의 설계변경이 잦아 수주잔고 내 타 사업부문대비 회전율이 떨어짐.

플랜트부문 수주잔고액은 13.5조원. 이 중 호주 비료사업 (3.1조원)이 클라이언트 상황으로 프로젝트 진행여부가 불투명하기 때문에 이를 제외할 경우 수주잔고액은 10.4조원 수준임. 회사측에서는 LG화학이 발주한 카자흐스탄 프로젝트에 대해 긍정적으로 전망하고 있어 2012년 연말기준 수주잔고는 12조원 수준으로 판단함.

표 40. 3Q12 수주잔고 총 302조원 중 국내 215조원, 해외 17.7조원

(단위: 십억원)	신규수주액	비율 (%)
주택	14,691	37.4
플랜트	13,540	34.5
민간	4,652	11.8
P&E	3,543	9.0
건축	2,848	7.3

자료: GS건설, KB투자증권 정리

▶ Q2: 2012년 신규수주액 관련

2012년 연초 신규수주액 가이드는 16.5조원이었으나, 3분기까지 7.4조원으로 44.6% 달성에 그침. 국내 43%, 해외 45%로 진행률은 비슷한 상황임. 기존의 경우 4분기에 국내수주가 증가하는 추세를 보였으나, 2012년은 토목발주량의 대규모 축소로 11~12월 대량발주는 없을 것으로 예상함. 이는 대선, 예산부족 등 복합적인 효과가 작용하기 때문임. 주택부문의 경우에도 예년에는 12월에 재건축/재개발 의사결정이 이루어졌으나, 최근 조합에서 건설사의 책임부담 증가를 요구하는 등 의견대립으로 인해 물량이 줄어들 것으로 예상함. 따라서 회사측에서는 국내신규수주액이 5조원 수준에서 마무리될 것으로 판단함.

해외부문의 경우 사우디 라빅 페트로케미컬, 발전소 프로젝트 2.7조원, 태국 리파이너리 7,000억원, 싱가포르 병원 6,000억원, 캐나다 오일샌드 증액 2,400억원 등 4.5조원 기수주함. 여기에 미수잔고로 계상되어 있던 이집트 ERC 프로젝트 (2.4조원, 7월 시작), 호치민 메트로 프로젝트 (8월 시작), 및 베트남 리파이너리 (1조원, 착공예정) 기성효과가 더해질 것으로 판단함.

표 41. 2012년 3분기 누적 신규수주액 74조원 (국내 2.9조원 해외 4.5조원)

(단위: 십억원)	3Q11	3Q12	주요 수주
플랜트	2,746	3,141	사우디 라빅2 (2조 740억원), 캐나다 블랙골드 c/o (2,400억원), 태국 IRPC UHV (6,900억원)
P&E	1,128	1,076	사우디 PP12 (7,270억원)
건축	2,011	1,744	싱가폴 Ng Teng Fong 병원 (5,930억원), 판교 PF (1,130억원), NH IT센터 (1,170억원)
민간	681	232	원주-강릉 철도 #7 (66억원)
주택	1,366	1,161	광명 #1R 재개발 (182억원), 광고 오피스텔 (142억원), 과천 #6 재건축 (380억원), 동탄 센트럴 XI (180억원)
합계	7,932	7,354	

자료: GS건설, KB투자증권 정리

표 42. 2012년 신규수주액 목표는 165조원 (국내 6.6조원 해외 9.9조원)

(단위: 조원)	해외수주액	비율 (%)	총 신규수주액	비율 (%)
플랜트	5.7	57.6	6.0	36.4
P&E	2.0	20.2	3.0	18.2
건축	0.9	9.1	2.7	16.4
민간	1.3	13.1	2.2	13.3
주택	n/a	n/a	2.6	15.8

자료: GS건설, KB투자증권 정리

▶ Q3: 향후 원가율 방향성은?

12조원의 수주잔고 중에서 해외수주액은 2010-2011년 증동에서 수주한 프로젝트의 원가율이 상대적으로 높은 상황임. 현재 저수익성 프로젝트가 매출액에서 차지하는 비중이 증가하고 있으며, 일부 높은 수익성의 프로젝트 기성이 지연되면서 원가율 상승을 보이고 있음.

또한 경쟁심화에 따라 사우디에서 수익성을 확보하고 수주하기 힘든 여건임. 그러나 절대적인 수주물량을 포기하기 어렵기 때문에 동남아시아 및 중남미 등지의 신규지역으로부터 이익을 확보할 계획. 단 신규시장확보 속도가 계획보다 더디게 진행되고 있어 공백기간 내 수익성 저하는 피하기 어려운 상황임.

그러나 고수익성 프로젝트의 기성이 활발해지는 2013년 하반기 이후 원가율은 안정될 것으로 전망함. 신시장 수의계약 프로젝트는 이익률이 높으며, 현재 베네수엘라를 포함한 신시장에서의 프로젝트가 2~3개 존재함. 미착공 해외잔고였던 이집트 ERC 정유프로젝트의 경우 현재 재공급, 설계시점이며, 2013년 하반기부터 기성이 활발해지면서 플랜트부문 원가율 하락에 기여할 것으로 판단함.

▶ Q4: 2012년 실적부진 관련

3Q12 실적부진은 현장완공에 따른 손실 637억원이 원인이었음. ① 토목부문은 4대강관련 원가 상승, 시공실적 확보를 위해 전략적으로 수주한 부황댐관련 원가정산으로 230억원 비용이 발생했으나, 관리가タイト해서 4Q12 적자는 없을 것으로 판단. 다만 이전 8~9% 수준의 수익성을 회복하는 데에는 시간이 필요할 것으로 판단함. ② 사우디 저가현장 준공원가정산 300억원 비용발생. 4분기 원가율에도 영향을 미칠 것으로 판단하나, 3Q12보다 낮을 것. ③ 해외환경사업 진출을 위한 107억원 비용발생 환경부문의 경우 국내에서 높은 수행능력을 보였으나, 2010년말에 첫 진출한 바레인 환경프로젝트가 4Q12 완공됨에 따른 손실이 반영됨. 일회성 손실이 기 때문에 4분기부터 개선될 것으로 예상함.

2012년 전반적으로 해외 플랜트 수주실적이 부진한 이유는 UAE 카본블랙, 사우디 지산 프로젝트 등 대형 프로젝트에서의 탈락 (100억달러 수준) 및 이외 타겟 프로젝트 (라관 8억달러, 터키스타리파이너리 30억달러, 오만 스완 리파이너리 프로젝트 등)의 지연 때문임.

4Q12에 입찰하는 대규모 프로젝트 존재. 카타르 라관 리파이너리 프로젝트2 (프로젝트1 중 아로마틱 패키지 수행 중이며, 프로젝트2는 이에 따른 확장공사. 8억달러). 터키 스타 리파이너리 (12월 초 상업입찰, 2개의 터키 시공경험이 있는 회사와 컨소시엄. 총 30억달러), 오만 스완 리파이너리 (2013년 연초 진행 예정). 쿠웨이트 클린퓨얼 (3개 패키지. 13억달러) 및 NRP (5개 패키지. 100억달러), 말레이시아 라피드 프로젝트 (연말 기술입찰 진행. 발전/정유/가스 처리/항만시설 (토목) 등 복합공단계획이며, 이 중 20억달러 2개 패키지 예상) 등.

▶ Q5: 2013년 신규수주 가이드نس

2013년 신규수주 목표는 수익성에 중점을 두고 있음. 따라서 성장기조를 유지하는 12조원 수준으로 예상함. 매출액에 대한 성장은 39.2조원의 수주잔고를 통해 보장되어 있기 때문에 이익률을 높이는 것에 집중할 예정.

국내 신규수주액은 증가할 것으로 예상. 토목부문은 2012년대비 발주량이 증가할 것으로 보며, 주택부문은 시장상황에 따라 다르나, 전반적으로 2012년보다는 반등 수준으로 예상하고 있음. 해외부문의 경우 중동시장규모 (downstream onshore 기준)는 2012년과 비슷한 수준인 500억달러로 예상함.

▶ Q6: 최근 유럽업체 움직임은?

최근 스페인 TR이 최저가경쟁을 지속함에 따라 한국업체 수주실패 지속에 대한 시장우려가 커지고 있음. TR은 2009~2010년 사우디 수주 많았으나, 2011년도 수주규모가 축소되는 성향을 보임. 이에 따라 사우디 현지에서 벤더, 하도업체와 관련된 고정비용이 높아짐에 따라 이익성보다 시장유지를 위한 최저가 수주를 지속하는 상황임. 사이웹 등 보유한 라이선스를 중심으로 수주 낙찰을 지속하는 유럽 선진기업과 수주형태에서 차이를 보이고 있기 때문에 유럽기업 전반적인 추세라고 할 수 없음.

▶ Q7: 최근 중동관련 이슈는?

2013년 중동시장은 경쟁상황이 유지될 것으로 판단함. 단 경쟁심화는 2012년이 최고조일 것으로 보고 있음. 최근 GS건설이 JGC, 사이펍, SK건설 등과 JV, 컨소시엄 형태로 입찰에 참가하는데, 이는 top-tier간 경쟁을 완화하면서 모두 수익성을 확보하는 추세로 전환되고 있는 것으로 해석할 수 있음. 쿠웨이트는 컨소시엄 형태만 입찰이 가능하도록 정부가 제약을 하고 있고, 터키도 모두 컨소시엄 형태로 진행중. 따라서 패키지별로 입찰경쟁을 부추기는 사우디 이외 지역에서의 수익성은 회복될 것으로 판단함.

▶ Q8: 최근 아프리카시장에서의 수주가 늘어나는 이유는?

최근 아프리카 수주 늘어나는 이유는 크게 두가지임. ① 장기적으로 북아프리카지역은 수주환경이 좋은 시장으로 평가되고 있음. 2011년에 대부분의 국가에서 정권교체와 민주화운동 등의 이슈가 있었으며, 현재 안정화가 진행중임. 따라서 알제리, 이집트지역을 중심으로 수주확대가 예상됨. 중동지역대비 수익성을 비교하면 사우디 이외 중동지역 수준을 보임. 이에 따라 최근 알제리에 소나트랙과 JV를 추진하고 있음. ② 동아프리카가 사업지역으로 우수할 전망이다. 사업을 만들어나갈 수 있기 때문에 설계부분에서의 노하우, developer 기능 등에서 경쟁우위를 이끌어 낼 경우 수익성이 높을 것으로 판단.

▶ Q9: 화공부문 발주 방향성은?

회사내부에서는 정제 및 화공플랜트 발주규모는 증가할 것으로 예상함. 특히 중동에서의 화공 관련 발주량은 절대적으로 큰 규모이기 때문에 수주를 꾸준히 확보해야함. 중동의 경우 기존 설비에 대한 리노베이션, 리베펙, 확장고도화설비 등 발주가 지속될 것으로 판단하고 있음. 신시장의 경우에도 화공프로젝트 중심의 입찰을 진행중임.

▶ Q10: 주택관련 PF잔액 및 총당금 계획

PF보증잔액은 현재 2.2조원 수준. 이 중 미착공 1.4조원이 포함되어 있으며, 미착공 중 2013년 3,000억원 정도 착공전환이 예상됨. 2012년 주택부문에서 600억원 대손충당을 계획하고 있으며, 현재까지 350억원을 반영하여 계획상 250억원이 남아있음. 따라서 4Q12에 범위 내에서 대손충당금이 계상될 것으로 판단하며, 주택 진행에 따른 변동성이 존재함.

▶ Q11: 차입금관련

차입금은 해외매출액 증가에 따라 증가 기조가 유지될 것으로 판단함. 해외수주건의 경우 이 전대비 선수금 비중이 축소되었고, 사업진행과 관련된 지급방식인 milestone 기준을 적용하기 때문에 레버리지가 높아짐.

▶ Q12: 담수화 사업부문 관련

2012년 5월 Inima M&A deal이 종결되면서 향후 GS건설의 중동, 남미, 아프리카에서의 물사업 시너지가 기대됨. 담수화시장은 2016년까지 연평균성장률 15.8%이 예상되며, 2016년 담수화시장은 역삼투방식 (RO) 140억달러, 열방식 (Thermal) 35억달러로 예상됨. RO시장은 현재 지배적인 선두기업이 없어 GS건설 진출이 용이하며, 2016년까지 연평균 17% 성장이 예상됨.

표 43. 담수화 시장

(단위: 십억달러)	2011	2016E
MENA	3.5	10.5
기타	4.9	7.0
합계	8.4	17.5

자료: GS건설, KB투자증권 정리

▶ Q13: GS건설의 장기비전 및 전략은?

크게 세가지로 말할 수 있음. ① 지속가능성: 수익성과 함께 지속가능성 추구. 신규수주액 35조원, 매출액 27조원, 2020년 영업이익 1.7조원 목표가 그 내용임. ② 글로벌: 한국을 넘어 글로벌기업으로. 해외매출액:국내매출액= 70:30, 글로벌 오퍼레이션 시스템 강화, 유기적 성장이 목표. ③ 3개 핵심성장축: LNG액화·담수화·파워플랜트 (석탄, CC, 원자력), 부동산 및 인프라 개발사업 (PPP, IPP 등), off-shore 사업 (FPSO, FLNG).

표 44. 신규수주액 및 매출액 2010년 상황과 2020년 목표

(단위: 조원)	2010	2020E
신규수주액	14.1	35.0
매출액	8.4	27.0
국내 비중 (%)	72.0	30.0
해외 비중 (%)	28.0	70.0

자료: GS건설, KB투자증권 정리

Appendices – Peers Comparison

표 1. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 I

(단위: 십억원)	삼성물산	현대건설	현대산업	삼성ENG	대림산업	GS건설	대우건설	계룡건설	두산중공업	한전KPS	Average
	A000830	A000720	A012630	A028050	A000210	A006360	A047040	A013580	A034020	A051600	
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	76,100	79,000	24,000	194,000	102,000	76,000	11,300	10,000	60,000	66,000	
현재주가 (12/04, 원)	59,600	66,500	20,000	163,000	77,200	51,700	9,330	7,690	40,900	59,600	
Upside (%)	27.7	18.8	20.0	19.0	32.1	47.0	21.1	30.0	46.7	10.7	
시가총액	9,311	7,405	1,508	6,520	2,687	2,637	3,878	69	4,330	2,682	4,103
추정회계기준 (K-IFRS)	연결	연결	별도	연결	연결	별도	별도	별도	연결	별도	
매출액											
2011	21,546	11,920	3,102	9,298	7,988	8,525	7,032	1,279	8,496	925	11,333
2012E	25,618	13,381	2,250	11,215	10,333	9,072	8,196	1,095	9,615	1,037	13,217
2013E	28,312	14,680	2,909	12,467	11,402	9,758	9,482	1,077	10,602	1,133	14,633
2014E	30,847	16,168	3,212	13,633	12,541	10,434	10,650	1,106	11,519	1,234	16,006
영업이익											
2011	597	754	362	717	516	545	365	35	570	119	570
2012E	737	771	155	732	518	339	372	28	610	144	593
2013E	674	837	249	801	550	513	513	26	705	158	642
2014E	711	895	298	855	592	552	567	29	805	173	693
순이익											
2011	409	685	226	515	380	413	227	6	262	105	414
2012E	491	568	77	515	407	272	219	5	348	119	408
2013E	477	620	142	570	441	376	339	4	440	130	456
2014E	514	667	175	614	482	403	397	6	508	143	499
EPS (원)											
2011	2,574	5,706	3,004	12,832	10,508	8,090	551	617	2,596	2,326	5,449
2012E	3,088	4,753	1,017	12,843	11,166	5,340	526	550	3,277	2,634	5,274
2013E	3,000	5,290	1,888	14,099	12,020	7,380	815	396	3,789	2,893	5,868
2014E	3,233	5,688	2,323	15,198	13,142	7,893	956	667	4,374	3,168	6,382
BPS (원)											
2011	50,851	37,314	33,784	32,911	112,441	73,161	7,919	50,112	34,133	10,734	42,013
2012E	56,159	41,450	33,413	42,470	122,622	77,537	8,388	50,494	35,890	11,669	46,708
2013E	57,450	46,540	35,057	53,597	133,919	84,062	9,148	50,722	38,368	13,292	51,346
2014E	58,969	52,049	36,933	65,846	146,282	91,041	10,051	51,221	41,517	15,043	56,488
순차입금											
2011	3,040	(375)	1,395	(707)	285	(256)	1,184	139	3,021	(176)	979
2012E	3,243	625	1,322	(327)	482	471	982	302	3,802	(212)	1,384
2013E	3,552	568	1,342	(466)	635	554	1,006	322	4,065	(246)	1,465
2014E	3,849	494	1,337	(685)	782	632	968	325	4,234	(285)	1,511
EBITDA											
2011	719	831	370	756	571	585	407	37	749	144	648
2012E	844	854	164	784	574	377	407	30	775	172	669
2013E	755	917	257	868	608	547	553	28	843	187	712
2014E	799	976	307	942	662	586	619	30	954	205	771
PER (X)											
2011	26.5	12.3	7.8	15.7	8.5	11.4	19.1	20.5	25.1	17.7	17.9
2012E	19.4	14.1	19.9	12.6	7.0	9.8	17.7	14.1	12.3	22.8	15.2
2013E	19.9	12.7	10.7	11.5	6.5	7.1	11.4	19.5	10.6	20.7	13.5
2014E	18.5	11.8	8.7	10.7	5.9	6.6	9.7	11.6	9.2	18.9	12.3
PBR (X)											
2011	1.3	1.9	0.7	6.1	0.8	1.3	1.3	2.3	1.9	3.8	2.3
2012E	1.1	1.6	0.6	3.8	0.6	0.7	1.1	0.2	1.1	5.1	1.8
2013E	1.0	1.4	0.6	3.0	0.6	0.6	1.0	0.2	1.0	4.5	1.6
2014E	1.0	1.3	0.5	2.5	0.5	0.6	0.9	0.2	1.0	4.0	1.4
EV/EBITDA (X)											
2011	19.2	8.8	8.1	9.7	6.1	7.6	13.6	14.6	13.2	11.6	12.1
2012E	14.9	9.5	17.4	7.8	5.6	8.3	11.9	12.6	10.4	14.5	11.1
2013E	17.1	8.8	11.1	6.9	5.5	5.9	8.8	14.0	9.9	13.1	10.5
2014E	16.5	8.1	9.3	6.2	5.3	5.6	7.8	13.0	8.9	11.8	9.7

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

표 2. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 II

(단위: %)	삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600	Average
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	76,100	79,000	24,000	194,000	102,000	76,000	11,300	10,000	60,000	66,000	
현재주가 (12/04, 원)	59,600	66,500	20,000	163,000	77,200	51,700	9,330	7,690	40,900	59,600	
Upside (%)	27.7	18.8	20.0	19.0	32.1	47.0	21.1	30.0	46.7	10.7	
시가총액	9,311	7,405	1,508	6,520	2,687	2,637	3,878	69	4,330	2,682	4,103
추정회계기준 (K-IFRS)	연결	연결	별도	연결	연결	별도	별도	별도	연결	별도	
절대수익률											
1M	0.7	1.2	0.8	12.8	0.1	(15.2)	2.5	(11.5)	(10.5)	2.6	0.7
3M	(9.0)	3.6	(7.4)	(18.1)	(14.6)	(27.8)	(3.3)	(18.6)	(31.8)	16.9	(9.9)
6M	(4.6)	8.3	(11.1)	(4.7)	(9.8)	(29.8)	14.6	(22.0)	(19.3)	35.1	(1.7)
1Y	(15.0)	(3.1)	11.1	(30.9)	(21.4)	(45.5)	(5.5)	(43.5)	(39.1)	64.0	(13.3)
YTD	(12.5)	(5.5)	19.0	(19.1)	(14.0)	(43.9)	(11.1)	(39.2)	(37.2)	44.7	(12.0)
초과수익률											
1M	(0.2)	0.4	(0.1)	11.9	(0.7)	(16.1)	1.7	(12.4)	(11.4)	1.7	(0.1)
3M	(10.5)	2.1	(8.9)	(19.6)	(16.1)	(29.3)	(4.8)	(20.1)	(33.3)	15.4	(11.4)
6M	(13.2)	(0.2)	(19.6)	(13.2)	(18.3)	(38.3)	6.1	(30.5)	(27.9)	26.6	(10.2)
1Y	(16.0)	(4.1)	10.1	(31.9)	(22.4)	(46.5)	(6.5)	(44.5)	(40.1)	63.0	(14.3)
YTD	(18.5)	(11.5)	13.1	(25.1)	(20.0)	(49.9)	(17.1)	(45.2)	(43.2)	38.7	(18.0)
매출액성장률											
2011	21.3	4.8	14.5	75.0	7.4	8.4	4.4	8.0	(58.4)	10.4	14.1
2012E	18.9	12.3	(27.5)	20.6	29.4	6.4	16.6	(14.4)	13.2	12.1	14.8
2013E	10.5	9.7	29.3	11.2	10.3	7.6	15.7	(1.6)	10.3	9.2	11.3
2014E	9.0	10.1	10.4	9.4	10.0	6.9	12.3	2.7	8.6	8.9	9.5
영업이익성장률											
2011	(5.5)	4.3	55.9	74.0	65.0	(5.3)	흑전	43.5	(57.9)	60.6	26.1
2012E	23.5	2.3	(57.1)	2.1	0.4	(37.8)	2.0	(21.0)	7.0	20.7	3.8
2013E	(8.5)	8.5	60.4	9.4	6.2	51.2	37.8	(5.4)	15.7	9.9	12.9
2014E	5.5	7.0	19.8	6.8	7.7	7.6	10.6	9.7	14.1	9.7	8.4
순이익성장률											
2011	(17.7)	25.2	94.5	52.8	6.1	6.7	흑전	24.6	76.0	63.2	36.8
2012E	19.9	(17.1)	(66.1)	0.1	7.2	(34.0)	(3.5)	(10.8)	32.9	13.2	1.3
2013E	(2.7)	9.1	85.7	10.6	8.3	38.2	54.9	(28.0)	26.5	9.8	17.4
2014E	7.7	7.5	23.0	7.8	9.3	7.0	17.3	68.5	15.4	9.5	10.3
EPS성장률											
2011	(17.2)	23.8	94.5	51.3	9.6	6.7	(124.0)	24.6	132.6	63.2	19.5
2012E	20.0	(16.7)	(66.1)	0.1	6.3	(34.0)	(4.5)	(10.8)	26.2	13.2	0.5
2013E	(2.9)	11.3	85.7	9.8	7.6	38.2	54.9	(28.0)	15.6	9.8	16.5
2014E	7.7	7.5	23.0	7.8	9.3	7.0	17.3	68.5	15.4	9.5	10.3
영업이익률											
2011	2.8	6.3	11.7	7.7	6.5	6.4	5.2	2.7	6.7	12.9	6.3
2012E	2.9	5.8	6.9	6.5	5.0	3.7	4.5	2.5	6.3	13.9	5.6
2013E	2.4	5.7	8.6	6.4	4.8	5.3	5.4	2.4	6.7	14.0	5.7
2014E	2.3	5.5	9.3	6.3	4.7	5.3	5.3	2.6	7.0	14.0	5.7
순이익률											
2011	1.9	5.7	7.3	5.5	4.8	4.8	3.2	0.4	3.1	11.3	4.6
2012E	1.9	4.2	3.4	4.6	3.9	3.0	2.7	0.4	3.6	11.4	3.9
2013E	1.7	4.2	4.9	4.6	3.9	3.9	3.6	0.3	4.2	11.5	4.1
2014E	1.7	4.1	5.5	4.5	3.8	3.9	3.7	0.5	4.4	11.6	4.1
ROE											
2011	4.6	17.1	9.2	43.8	8.8	11.2	6.8	1.2	6.3	22.6	15.5
2012E	5.0	12.8	3.0	33.4	8.8	7.0	6.3	1.1	7.1	23.1	12.7
2013E	4.5	12.5	5.5	29.0	8.8	9.0	9.0	0.8	8.5	22.9	12.5
2014E	4.7	12.0	6.4	25.2	8.8	8.9	9.7	1.3	9.1	22.2	11.9
순부채비율											
2011	32.0	순현금	54.6	순현금	6.1	순현금	35.2	30.8	63.0	순현금	19.7
2012E	31.0	12.8	52.3	순현금	9.7	11.8	27.5	66.0	75.6	순현금	23.3
2013E	32.7	10.4	50.6	순현금	11.8	12.8	25.7	70.0	75.4	순현금	23.3
2014E	34.1	8.2	47.8	순현금	13.3	13.5	22.4	69.9	72.7	순현금	22.6
외국인지분율	25.1	20.9	49.2	38.7	37.4	29.7	7.1	15.5	13.9	8.3	17.8

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

표 3. 해외 건설사 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러)		Fluor Corp	Technip	Saipem	Shaw group	KBR	Linde	JGC	Chiyoda	Average
		FLR US Equity	TEC FP Equity	SPM IM Equity	Shaw US Equity	KBR US Equity	Lin GR Equity	1963 JP Equity	6366 JP Equity	
현재주가 (12/03, 달러)		53	117	45	45	28	174	34	15	
시가총액		8,822	13,199	19,799	2,997	4,092	32,144	8,816	3,998	
매출액	2012C	27,769	10,525	17,643	5,983	8,187	19,834	6,510	3,148	15,897
	2013C	29,466	12,171	18,272	5,483	8,667	22,198	7,519	5,138	17,414
	2014C	31,327	13,759	19,562	6,304	9,613	23,854	8,182	5,554	18,799
영업이익	2012C	1,058	1,039	2,129	203	536	2,718	783	262	1,740
	2013C	1,179	1,350	2,319	210	704	3,228	868	334	2,028
	2014C	1,324	1,635	2,593	301	795	3,562	944	387	2,270
순이익	2012C	366	707	1,335	165	301	1,653	498	141	1,052
	2013C	702	948	1,451	130	439	1,907	576	219	1,245
	2014C	777	1,183	1,686	183	497	2,155	623	253	1,430
EPS (달러)	2012C	2	6	3	2	2	9	2	1	3
	2013C	4	8	3	3	3	10	2	1	3
	2014C	5	10	4	3	3	12	2	1	3
BPS (달러)	2012C	23	45	16	15	19	98	14	8	22
	2013C	27	51	18	18	22	103	16	8	23
	2014C	31	58	21	20	25	112	17	9	26
순차입금	2012C	(1,896)	(545)	4,461	(103)	(898)	10,281	(1,833)	(878)	3,955
	2013C	(2,308)	(1,076)	3,396	284	(1,214)	9,328	(2,771)	(1,573)	3,171
	2014C	(2,818)	(1,852)	2,160	249	(1,563)	8,656	(3,182)	(1,729)	2,462
EBITDA	2012C	1,253	1,307	3,049	278	571	4,564	879	291	2,636
	2013C	1,355	1,663	3,250	296	742	5,190	970	361	2,972
	2014C	1,470	1,988	3,564	365	835	5,630	1,062	417	3,263
EPS성장률 (%)	2012C	(36.3)	10.4	12.7	흑전	(30.4)	6.5	0.3	(22.3)	23.2
	2013C	95.6	30.3	8.1	14.4	33.7	11.3	15.4	54.6	16.0
	2014C	10.2	22.6	15.7	4.6	14.0	13.5	8.2	15.7	7.3
영업이익률 (%)	2012C	3.8	9.9	12.1	3.4	6.5	13.7	12.0	8.3	10.9
	2013C	4.0	11.1	12.7	3.8	8.1	14.5	11.5	6.5	11.6
	2014C	4.2	11.9	13.3	4.8	8.3	14.9	11.5	7.0	12.1
ROE (%)	2012C	16.2	14.3	19.8	n/a	8.2	10.7	14.8	7.1	11.7
	2013C	14.5	17.1	19.1	14.5	15.5	11.2	15.4	10.2	11.6
	2014C	13.8	18.6	19.6	12.6	13.8	11.8	15.3	11.3	11.4
PER (X)	2012C	14.3	19.5	15.0	20.2	11.2	17.1	17.3	28.1	18.2
	2013C	12.7	14.9	13.8	23.2	9.3	15.4	14.9	18.2	14.3
	2014C	11.4	12.2	11.8	17.2	8.1	13.6	13.8	15.7	17.8
PBR (X)	2012C	2.3	2.6	2.8	3.0	1.5	1.8	2.4	1.9	2.4
	2013C	2.0	2.3	2.5	2.6	1.3	1.7	2.2	1.8	2.2
	2014C	1.7	2.0	2.2	2.3	1.1	1.6	2.0	1.7	2.3
EV/EBITDA (X)	2012C	5.3	9.9	8.4	8.4	5.8	9.8	6.9	6.7	9.0
	2013C	4.9	7.8	7.9	7.9	4.5	8.6	6.2	5.4	7.8
	2014C	4.5	6.5	7.2	6.4	4.0	8.0	5.7	4.7	8.5
초과수익률 (%)	1M	2.2	0.8	(2.8)	3.1	0.6	0.9	0.2	(1.5)	0.1
	3M	2.4	3.0	(11.4)	6.4	1.7	4.3	15.3	20.2	2.3
	6M	3.1	13.1	2.6	68.6	3.9	(2.1)	19.7	22.1	7.1
	1Y	(16.2)	10.8	(9.8)	73.2	(18.5)	5.1	26.3	29.1	4.9
	YTD	(7.7)	10.0	(7.8)	53.2	(14.4)	3.3	38.3	46.8	6.8

자료: Bloomberg, KB투자증권 정리

Compliance Notice

2012년 12월 05일 현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자 의견	목표주가	비고	현대건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
현대건설	2011/11/07	BUY	102,000		
	2011/11/21	BUY	102,000		
	2011/12/09	BUY	102,000		
	2012/01/06	BUY	102,000		
	2012/02/01	BUY	102,000		
	2012/02/07	BUY	102,000		
	2012/04/09	BUY	102,000		
	2012/04/30	BUY	102,000		
	2012/05/21	BUY	102,000		
	2012/06/13	BUY	102,000		
	2012/06/26	BUY	102,000		
	2012/06/29	BUY	102,000		
	2012/07/30	BUY	85,000		
	2012/08/03	BUY	85,000		
	2012/08/10	BUY	85,000		
	2012/08/20	BUY	85,000		
	2012/09/28	BUY	85,000		
	2012/10/24	BUY	85,000		
	2012/11/21	BUY	79,000		
2012/12/05	BUY	79,000			

기업명	발표일자	투자 의견	목표주가	비고	삼성물산 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성물산	2011/11/30	BUY	100,000		
	2011/12/09	BUY	100,000		
	2012/01/06	BUY	100,000		
	2012/02/03	BUY	100,000		
	2012/04/09	BUY	100,000		
	2012/04/19	BUY	100,000		
	2012/04/27	BUY	100,000		
	2012/05/21	BUY	100,000		
	2012/06/26	BUY	100,000		
	2012/06/29	BUY	100,000		
	2012/07/20	BUY	100,000		
	2012/08/03	BUY	100,000		
	2012/08/29	BUY	92,000		
	2012/09/28	BUY	92,000		
	2012/10/18	BUY	88,500		
	2012/11/21	BUY	88,500		
	2012/11/02	BUY	88,500		
	2012/11/17	BUY	76,100		
	2012/11/21	BUY	76,100		
2012/12/05	BUY	76,100			

기업명	발표일자	투자 의견	목표주가	비고	대우건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
대우건설	2011/11/21	BUY	19,000		
	2011/12/09	BUY	19,000		
	2012/01/06	BUY	19,000		
	2012/01/30	BUY	19,000		
	2012/02/15	BUY	19,000		
	2012/03/28	BUY	19,000		
	2012/04/09	BUY	19,000		
	2012/04/23	BUY	16,400		
	2012/05/21	BUY	16,400		
	2012/05/24	BUY	16,400		
	2012/06/25	BUY	16,400		
	2012/06/26	BUY	16,400		
	2012/06/29	BUY	16,400		
	2012/07/30	BUY	14,000		
	2012/08/03	BUY	14,000		
	2012/09/28	BUY	14,000		
	2012/10/19	BUY	13,500		
	2012/10/24	BUY	13,500		
	2012/11/21	BUY	11,300		
2012/12/05	BUY	11,300			

건설 (OVERWEIGHT)

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	GS건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
GS건설	2011/11/21	BUY	150,000		
	2011/12/09	BUY	150,000		
	2012/01/06	BUY	150,000		
	2012/01/18	BUY	150,000		
	2012/02/03	BUY	150,000		
	2012/03/20	BUY	150,000		
	2012/04/09	BUY	150,000		
	2012/05/03	BUY	150,000		
	2012/05/18	BUY	150,000		
	2012/05/21	BUY	150,000		
	2012/05/24	BUY	150,000		
	2012/06/26	BUY	150,000		
	2012/06/29	BUY	150,000		
	2012/07/25	BUY	108,000		
	2012/08/03	BUY	108,000		
	2012/09/28	BUY	108,000		
	2012/10/24	BUY	108,000		
	2012/11/08	BUY	108,000		
2012/11/21	HOLD	76,000			
2012/12/05	HOLD	76,000			

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	대림산업 주가 및 KB투자증권 목표주가
대림산업	2011/12/01	HOLD	131,000		
	2011/12/09	HOLD	131,000		
	2012/01/06	HOLD	131,000		
	2012/02/02	HOLD	131,000		
	2012/04/09	HOLD	131,000		
	2012/05/07	HOLD	131,000		
	2012/05/21	HOLD	131,000		
	2012/06/26	HOLD	131,000		
	2012/06/29	HOLD	131,000		
	2012/07/16	BUY	131,000		
	2012/08/03	BUY	131,000		
	2012/08/06	BUY	131,000		
	2012/08/13	BUY	131,000		
	2012/08/20	BUY	131,000		
	2012/08/22	BUY	123,000		
	2012/09/28	BUY	123,000		
	2012/10/24	BUY	123,000		
	2012/11/05	BUY	123,000		
2012/11/21	BUY	102,000			
2012/12/05	BUY	102,000			

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.