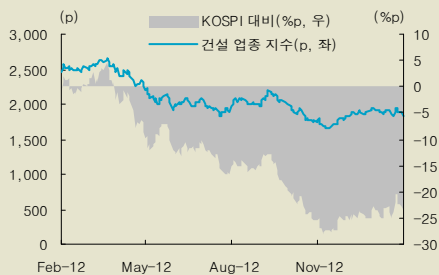


비중 확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
현대건설(000720)	매수	90,000 원

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

Inside Venezuela

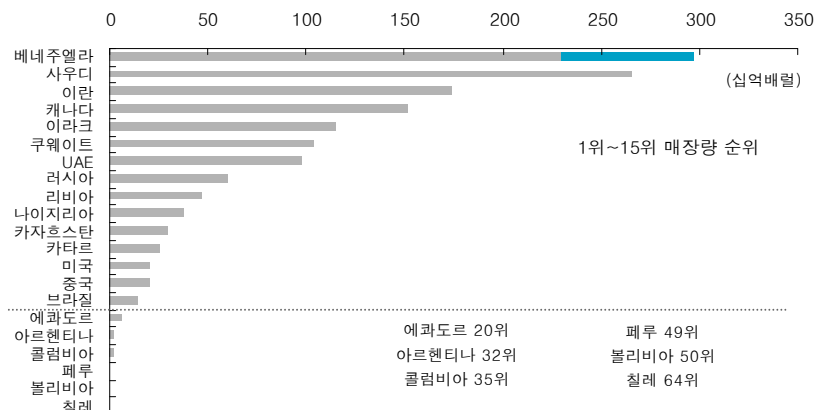
중남미의 잠재력- 세계 1위의 원유 매장량 국가, 베네주엘라

2012년 해외수주에서 중남미 비중은 13%로 2010년 3%에서 크게 상승했다. 특히 자원 부국인 베네주엘라의 비중이 컸다. 최근 베네주엘라는 사우디를 제치고 세계에서 원유 매장량이 가장 많은 국가로 인정받았으며 세계 9위의 가스 보유국이기도 하다. 반면 생산량은 매장량 대비 가장 적은 국가로 작년 재선에 성공한 차베스는 채무 완화와 정치적 이유로 오일산업 투자를 강화하고 있다. 현재 현대건설이 정유 플랜트와 발전, GS건설이 가스전, 대우건설이 '오리노코 벨트'의 오일 개발 프로젝트의 수의계약 등을 추진하고 있으며 그 규모는 약 100억달러에 달한다. 우리는 정치 구도 변화의 리스크를 감안해 단기적으로는 가시성 높은 정유와 발전플랜트 발주만 가정했다. 이는 2016년까지 연평균 80억달러 수준이다.

현대건설의 변화가 시사하는 것- 受注(수주)에서 創注(창주)로 핵심 가치 변화

작년 현대건설이 수주한 베네주엘라 'PLC'정유의 성공요인은 보수적이던 현대건설이 직접 나선 금융수주의 힘이었다. ASEAN과 중남미 등 신시장의 약점으로 PF의 어려움이 지적돼왔다. 특히 반미 성향으로 금융수주가 어려운 베네주엘라는 가격보다 금융이 수주의 핵심 변수다. 현대차그룹 인수 후 현대건설의 큰 변화는 PF개발팀 보강과 함께 금융수주, 자본투자 등 개발사업의 비중 확대다. 현대건설은 유사한 방식으로 올해 중남미에서 해외수주의 20%를 달성할 것으로 예상된다. 전략변화가 야기한 수주의 질 제고와 대손 감소로 올해 영업이익률은 전년대비 0.8%p 개선된 6.5%로 예상돼 차선후주를 유지한다. 이제 가격보다 전략이 중요한 시기로 성장은 개발과 PF, EPC까지 밸류체인 확장이 가능한 업체로 제한될 것으로 예상된다.

세계 석유 매장량 비교



자료: BP

Sector report focus

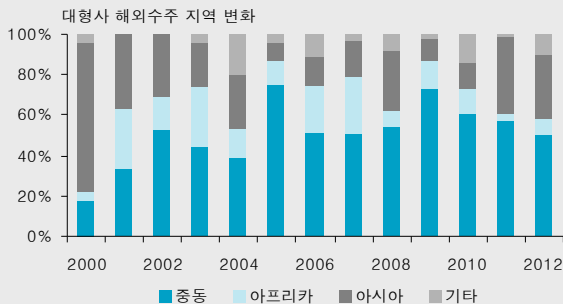
□ 리포트 작성 목적

- 2011년 중동 저가수주의 후유증으로 2012년 3분기 일부 건설사의 실적쇼크, 이후 건설업에 대한 시각이 왜곡
- 중동 외의 신흥국, 중남미나 ASEAN에 대한 건설사의 진출 노력마저 무시되는 상황에서 이 시장에 대한 점검 필요
- 베네주엘라는 최근 사우디를 앞지르는 최대 원유 매장량 국가로 인정 받은 반면 매장량 대비 생산 비율은 가장 낮아 개발 잠재력 높음. 따라서 베네주엘라 시장 규모와 발주 트렌드, 리스크 점검 필요

□ 핵심 가정 및 valuation

- 2013년 대형사의 해외수주는 총 448억달러로 전년대비 18.5% 증가할 것으로 가정, 이는 각사 가이드언스의 78.9%에 해당하는 수준
- 해외수주 성장을 이끄는 요소는 중남미를 비롯한 비중동 수주 확대, 한국업체의 중동 비중은 2009년 73.5%를 peak로 2012년 50.2%, 2013년 45.5%로 하락할 전망

대형사의 국가별 수주 비중



자료: ICAK

□ 시나리오(민감도) 분석

- 올해 해외수주가 가정 대비 10% 감소할 경우 2013년 영업이익은 기존 추정 대비 현대건설 1.2%, 삼성물산 0.7%, GS건설 1.9%, 대림산업 1.0%, 대우건설 1.2%, 삼성엔지니어링 2.5% 감소

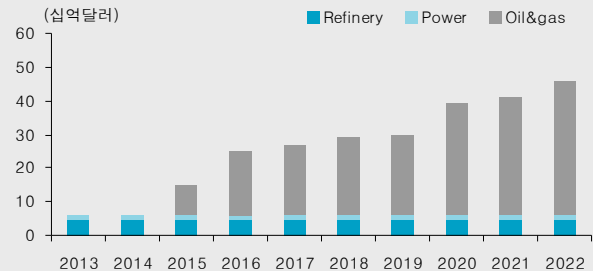
□ 위험 / 기회 요인

- 베네주엘라의 대통령 재선거 후 야권(엔리케 카프릴레스) 집권시 단기적으로 발주 시기와 규모의 변동 가능성 잠재

□ 산업의 주요 특징

- 1) 베네주엘라, 정치 리스크 감안시 2016년까지 연평균 80억달러 시장
 - 현재 한국업체가 추진 중인 프로젝트는 약 100억달러 규모
 - 베네주엘라의 주요 발주처인 PDVSA는 2015년까지 총 1천억달러의 투자 계획 발표
 - 보수적으로 야권 집권을 가정할 경우에도 2016년까지 연평균 80억달러의 플랜트 시장이 형성될 것으로 추정

야권 집권 리스크를 감안한 베네주엘라 플랜트 시장 규모 전망



자료: PDVSA, 한국투자증권

2) 베네주엘라의 발주 우선순위는 정유→ 발전→ 오일/가스 개발

- 발주 최우선순위는 정유플랜트. 가솔린 수입 구조와 초중질유 위주의 자원 특성상 오일 수출의 상품성을 위해서는 정유플랜트 투자 필요
- '오리노코 벨트'에 주로 매장된 초중질유 '오리멀전'을 연료로 한 발전 역시 발주 여력 높아. 엘니뇨 현상으로 기존 수력발전 의존도 낮춰야
- 대규모 자본과 기술이 필요한 오일/가스 프로젝트는 시간이 소요

3) 한국이 베네주엘라에 진출하는 방법

- 1) 2012년 현대건설이 수주한 'PLC' 정유 수주의 핵심 요인은 금융
- 2) 건설사의 역할이 EPC에서 기획과 금융, 운영까지 확장되고 있음을 시사하는 대표적 사례. 특히 반미 국가로 금융조달이 어려운 베네주엘라는 EPC 가격보다 금융주선 역량을 더 중요시 여김
- 3) 현대건설에 이어 가스 프로젝트를 추진 중인 GS건설(1분기 계약 예상), 오일 프로젝트를 추진 중인 대우건설(2014년 계약 예상)도 종합 서비스 제공을 통한 수주 전략 추구

□ 동종 기업 비교

- 2012년 약화된 어닝파워로 일부 건설사의 PER은 싸지 않으나(평균 10.1배)이나 PBR은 역사적 최저(평균 1.1배)수준. 중남미 등 수주의 질을 높일 수 있는 수주 비중 상승 시 2014년 빠르게 어닝파워 회복과 PER 하락 예상 (7p 참조)

Contents

I. 중남미의 기회와 필요조건.....	2
본격화되는 패러다임의 변화- 受注(수주)에서 創注(창주)로	
베네주엘라의 무한한 잠재력	
현대건설의 변화가 시사하는 것	
II. Inside Venezuela.....	8
베네주엘라 석유 매장량, 사우디를 앞지르다	
반미와 베네주엘라	
III. 베네주엘라의 전략.....	12
Action 1: Refinery plan- 2030년까지 9개의 정제시설 확충	
Action 2: Oil 개발- '오리멸전' 개발	
Action 3: 오리멸전과 발전플랜트의 선순환	
IV. 한국이 베네주엘라에 자리잡는 방법.....	17
Organizer로 확대된 건설사의 역할	
베네주엘라의 '친중' 성향을 이용하다	
베네주엘라에서의 한국 업체	
V. 정치 리스크 점검.....	23
Chavez vs Henrizue Capriles	
장기적으로 정치 변화에 관계없이 민영화 시도는 지속될 것	
용어해설.....	26
종목분석.....	28
현대건설 (000720)	

I. 중남미의 기회와 필요조건

본격화되는 패러다임의 변화- 受注(수주)에서 創注(창주)로

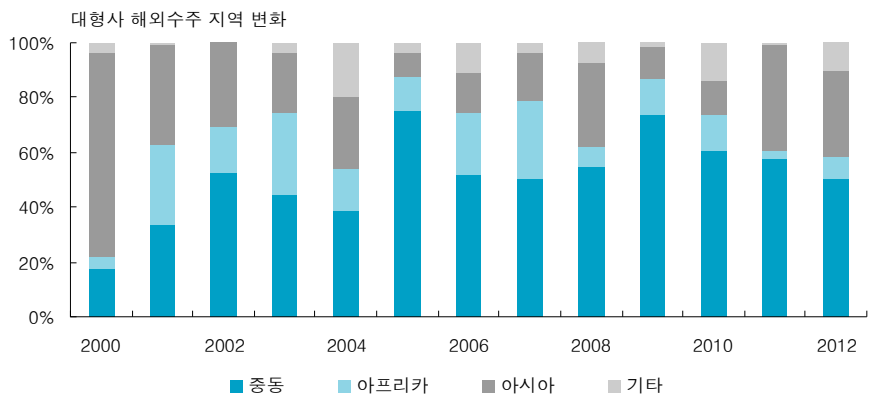
베네주엘라에 초점 맞춰
중남미 시장 분석

우리는 1월 17일 발간한 ‘ASEAN과 한국업체의 진화’에서 건설업의 비관론 속에 일부 업체의 신시장 개척의 노력에 주목했다. 당시 2013년 유망 신시장으로 ASEAN과 중남미에 주목했으며 이번 자료에서는 중남미 중에서도 베네주엘라에 초점을 맞춰 분석해 보았다. 재원이 풍부해 대부분이 open bid(공개입찰경쟁)로 이뤄지는 중동과 달리, 중남미나 ASEAN은 PF 주선형 수의계약 중심으로 이뤄져 발주 연속성에 의구심이 잔존해 왔다. 발주를 현실화하는 것은 금융이다. 최근 건설시장의 주요 변화는 기존의 수동적인 수주 개념에서 건설사가 직접 프로젝트를 제안하고 종합 서비스를 제공하는 프로젝트 창조로의 가치 전환이다.

비중동 수주의 관건은
금융주선과 개발, 운영 등
종합서비스 제공 역량

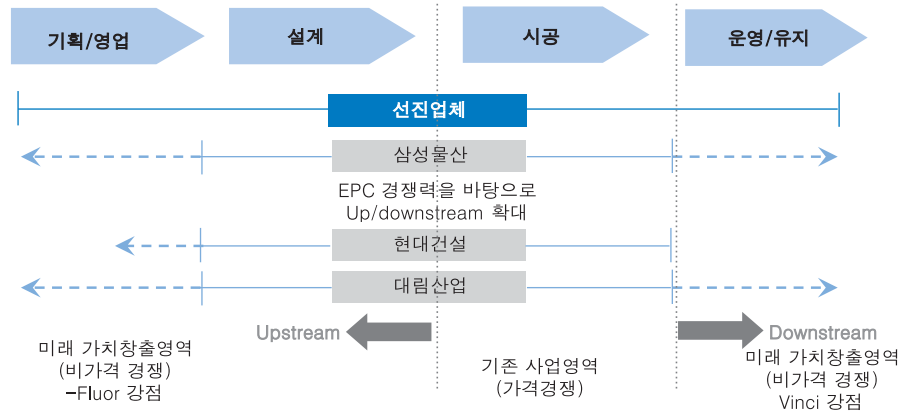
올해는 비중동 시장의 성과에 따라 각사별 수주 차이가 확연할 것이다. 축적한 오일머니에서 발주 재원을 부담해 EPC 가격에 민감한 중동과 달리 비중동이 중시하는 가치는 가격보다 원활한 PF 주선 등 프로젝트의 자금 유치다. 일부 업체는 이 패러다임의 변화에 적응하기 위한 노력을 시작했으며 이미 성과를 내고 있다. 지난 5~6년간 한국업체의 성장을 이끌어 온 핵심 가치가 원가 경쟁력과 납기 준수 등 관리 능력이었다면 이제 변수는 금융주선과 프로젝트 기획, 운영 등 밸류체인 확장을 통한 organizer로서의 역량이 될 것이다.

[그림 1] 중동 일각 집중형 시장에서 분산형 시장으로



자료: 해외건설협회, MEED projects, 각사, 한국투자증권

[그림 2] 시장 다변화시 필요한 조건- 종합 서비스



자료: 각사, 한국투자증권

베네주엘라의 무한한 잠재력

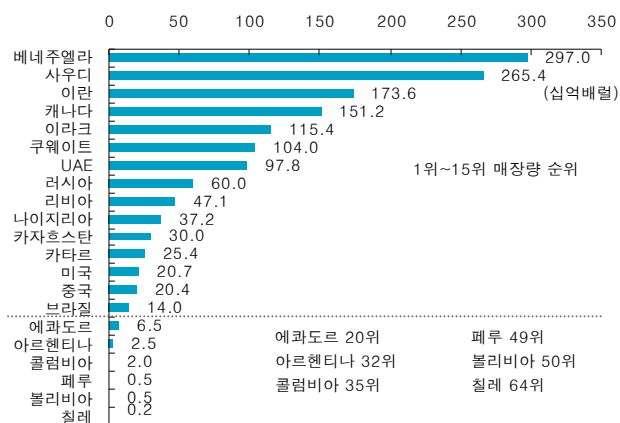
세계 1위의 원유 대국,
베네주엘라의 무한한 잠재력

현 시점에서 왜 베네주엘라에 주목하는가? 우선 베네주엘라가 가진 무한한 자원 때문이다. 2012년 초, BP는 베네주엘라를 사우디를 제치고 세계에서 원유 매장량이 가장 많은 국가로 공식 인정했다. 새로 인정한 원유 대부분은 베네주엘라만의 독특한 초중질유(Heavy oil)로 오리노코 벨트(Orinoco belt)에 집중 매장돼 있다(자세한 내용은 15p 참조). 오리노코 벨트에 매장된 초중질유는 500MW급 200기의 발전플랜트를 200년 동안 가동시킬 수 있는 양으로 분석된다. 게다가 베네주엘라는 세계 9위의 천연가스 보유국이기도 하다.

재선에 성공한 차베스,
오일산업 투자 강화

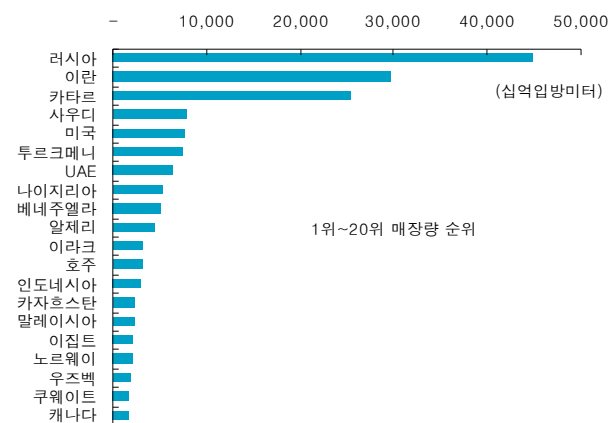
반면 오일 산업은 매우 낙후돼 있어 베네주엘라는 매장량 대비 생산량이 가장 낮은 국가에 속한다. 오일산업의 후퇴로 최근 2년간 베네주엘라는 중남미 국가 중 GDP 성장이 뒷걸음질 친 몇 안 되는 국가였다. 2012년 재선에 성공한 차베스는 베네주엘라의 성장을 위해 오일산업의 투자를 강화하고 있으며 이는 반미(反美)라는 정치적 요소와도 부합하는 것이다. 베네주엘라의 정치/경제적 변화가 한국 건설사에게 새로운 기회를 제공하고 있다.

[그림 3] 세계 오일 매장량 국가 비교



자료: BP

[그림 4] 세계 천연가스 매장량 국가 비교



자료: BP

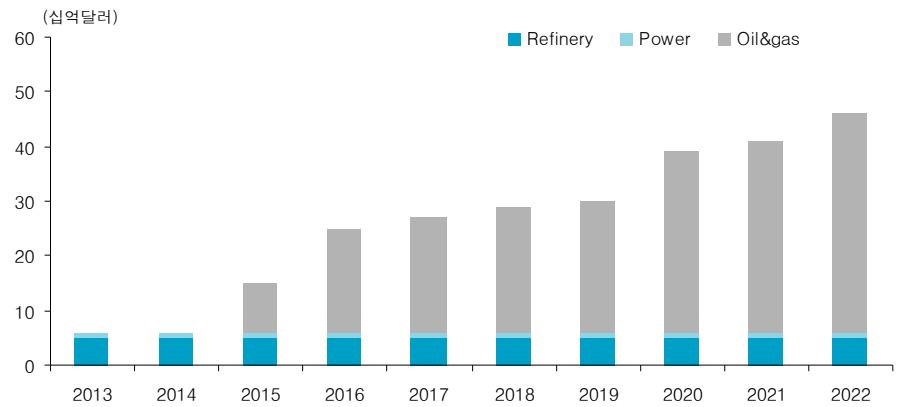
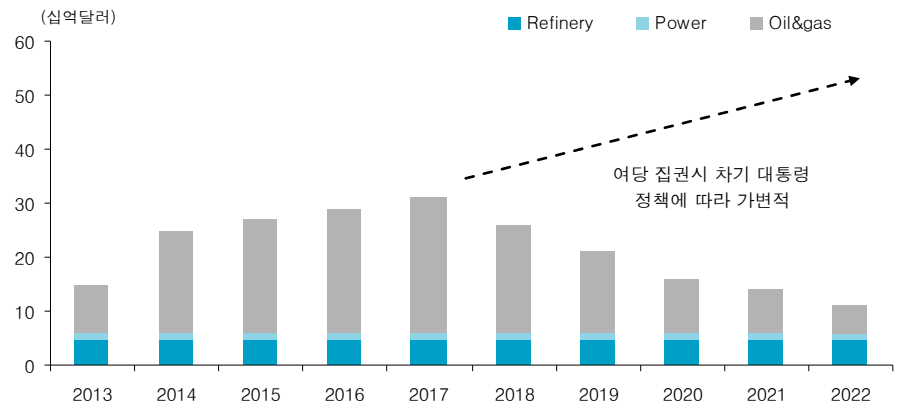
베네주엘라의 정치 리스크,
야권 집권시 장기적으로는
오히려 프로젝트에 긍정적

리스크는 베네주엘라의 정치 변화다. 현재 차베스는 건강 문제로 최근 부통령 ‘마두로’를 후계자로 지명했지만 재선거를 치를 경우 차베스를 대체할 만한 여권 지도자가 부재해 야권 유력인사인 ‘엔리케 케프릴레스’가 대통령이 될 가능성이 높다. 그러나 엔리케 역시 오일산업 투자를 통한 베네주엘라 성장에 공감하고 있어 방법의 차이일 뿐 오일 프로젝트의 방향성에는 큰 변화가 없을 전망이다. 오히려 업계는 서방 IOC(국제 석유회사)의 투자에 개방적인 야권이 집권할 경우 장기적으로 오일 프로젝트의 발주는 더욱 탄력을 받을 것으로 전망하고 있다.

보수적으로 야권 집권 가정,
2013~2016년 총
600억달러의 시장 가정

우리는 만약 여당의 집권이 지속될 경우 중기적으로는 현재 준비되는 프로젝트의 발주가 연간 150~300억달러 규모로 성장세를 지속하겠으나 기존과 같이 배타적인 태도가 지속된다면 2018년부터는 자본 조달과 기술의 어려움으로 발주가 하향 안정화 될 가능성이 높다고 판단한다. 반면 야당이 집권할 경우 단기적으로는 현재 진행 중인 프로젝트만 예정대로 진행되고 대형 자본이 필요한 오일 개발 프로젝트는 다소 지연이 불가피하다고 판단한다. 그러나 중장기적으로는 오히려 해외 자본과 기술 도입으로 발주 시장이 연간 300억달러 이상으로 확대될 것으로 전망된다. 이번 자료에서 우리는 2013~2016년 발주 시장 추정에 있어 보수적으로 야권 집권을 감안해 확실성이 높은 정유와 발전플랜트만 수주 가능 프로젝트로 가정했다.

[그림 5] 여당과 야당 집권시 베네주엘라의 플랜트 시장 규모 - Nationalism vs Internationalism



자료: PDVSA, 한국투자증권

현대건설의 변화가 시사하는 것

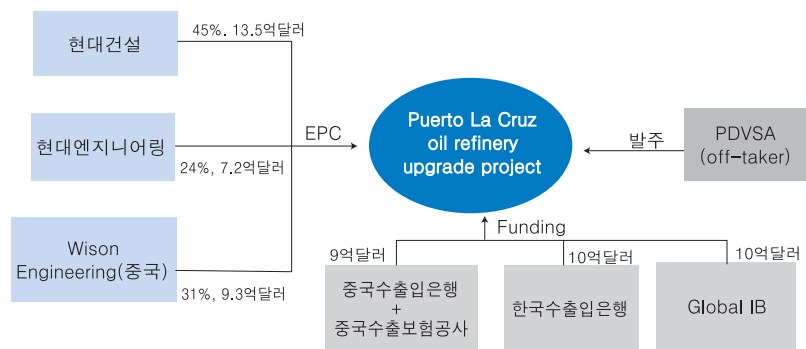
2012년, 현대건설이 수주한
‘PLC’정유, 최초로 PF주선을
통해 성사시킨 프로젝트

중국과 한국 수출입은행 자금
적극 유치

2012년 5월, 현대건설은 베네주엘라에서 21억달러의 ‘Puerto la cruz’(이하 PLC) 정유플랜트를 수주하며 중남미 시장을 개척했다. 여기에는 시장 다각화 외에도 중요한 의미가 있는데 현대건설이 최초로 PF 주선을 통해 성사시킨 수익계약 프로젝트였다는 점이다. 보수적이었던 현대건설은 2011년까지만 해도 open bid를 통한 가격 경쟁형 프로젝트에 강점을 보여 프로젝트 개발에는 소극적인 모습을 보였다. 그러나 현대차그룹의 인수 이후 가장 먼저 추진한 사안은 PF개발팀 보강이었으며 그 성과가 베네주엘라에서 최초로 나타난 셈이다.

동 프로젝트는 현대건설이 2010년부터 베네주엘라 관료들과 접촉해 발굴하기 시작했으며 2012년에 금융주선을 모두 맡아 성공시킨 사례다. 베네주엘라는 반미 국가로 글로벌 IB자금 유치가 어려운 편이다. 따라서 현대건설은 중국과 한국 수출입은행 자금을 적극 유치했다. 이 과정에서 중국 ‘Wison 엔지니어링’을 전략적 파트너로 삼아 일부 공사(9.3억달러)를 할당했으며 현대건설과 현대엔지니어링은 총 20.7억달러의 수주를 챙겼다.

[그림 6] 베네주엘라 ‘PLC’ 정유 프로젝트에서 현대건설이 구성한 PF



자료: 언론자료, 한국투자증권

건설사의 역할이 기획과 금융,
운영으로 확장됨을 시사

이는 건설사의 역할이 EPC에서 기획과 금융, 운영까지 확장되고 있음을 여실히 보여주는 사례다. 이 같은 밸류체인 확장으로 현대건설은 중동 프로젝트에서는 힘든 ‘Escalation(급격한 원가 변동에 따라 도급액을 보장받는 것)’ 조항과 ‘Contingency(예비비)’를 여유 있게 삽입함으로써 적정 마진을 확보한 것으로 파악된다. 더 나아가 현대건설은 올해 2월 수주가 예상되는 미얀마 가스발전 프로젝트에서 약 400억원의 자본 투자를 계획하고 있다. 2011년 삼성물산이 사우디 ‘쿠라야’ IPP에서 자본투자를 통한 developer와 EPC 업체의 역할을 겸함으로써 적정 마진을 확보한 사례와 유사하다. 현대건설은 과거 수동적인 EPC업체의 모습에서 탈피함으로써 지역 다변화와 수익성 제고를 동시에 이뤄내고 있다.

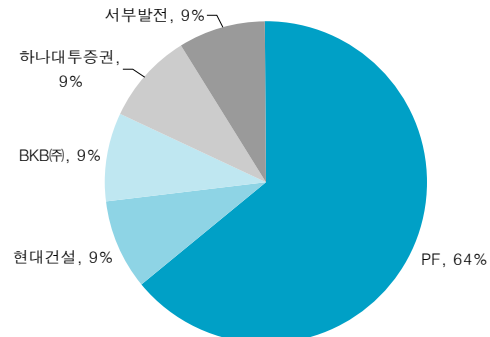
개발사업에 앞선 업체는
삼성물산, 현대건설, 대림산업

지역을 불문하고 신시장 진출을 용이하게 하는 방법은 금융주선과 기획 등 개발자로서의 역할 확대가 될 것이며 이는 2013년 저성장기에 직면한 한국 업체에게 핵심가치가 될 전망이다. 이에 앞선 업체는 삼성물산, 현대건설, 대림산업 등이다. 삼성물산은 ‘쿠라야’ IPP에서 최초로 개발형 사업을 성공한 이후 최근 이와 동일한 펀딩 구조와 파트너쉽으로 사우디 ‘라빅2’ IPP에 우선협상대상자로 선정되었다. 이는 삼성물산의 전략이 실질적인 성과로 이어지고 있음을 시사한다. 대림산업은 국내 ‘포천’ IPP에서 1,2조원에 달하는 금융주선과 EPC, 운영을 모두 총괄하며 developer로 전환하는 계기를 만들었다. 이를 기반으로 최근 ASEAN에서 일본 상사와 파트너쉽으로 IPP에서 성과를 내고 있다. 2013년에는 이처럼 시장 방식의 변화에 준비가 빠른 업체 위주로 접근하는 것이 유효해 top picks로 삼성물산과 대림산업을, 차선호주로 현대건설을 유지한다.

[그림 7] 미얀마 가스발전 프로젝트 개요와 equity 구성 예상

	
내용	가스복합발전소 건설과 운영에 관한 MOA
계약상대	미얀마 전력부
위치	미얀마 양곤 타게타
운영기간	30년
사업규모	7,000억원, EPC 5,000억원 예상

자료: 언론기사, 한국투자증권



베네주엘라에서 수주를 진행 중인 업체는 현대건설 외에도 GS건설과 대우건설

현재 베네주엘라에서 수주를 추진하는 업체는 현대건설 외에도 GS건설과 대우건설이 있다. 모두 현대건설과 유사한 방식으로 각국 수출입은행 자금을 주축으로 금융주선을 통한 수익계약을 추진하고 있다. GS건설은 가스 프로젝트를, 대우건설은 오일 개발 프로젝트를 추진하고 있으며 GS건설은 상반기 내 계약 가능성이 높다. 이처럼 한국 업체는 빠르게 수주 전략과 방식을 전환하며 신성장을 모색하고 있다.

<표 1> 업체별 베네주엘라 진출 현황

업체	공종	추진 프로젝트
현대건설	정유	'Santa Ines' 정유(20억달러) 수익계약 추진 (MOU 맺음)
현대건설	발전	'Carabobo' 발전 수익계약 추진(10억달러, MOU 맺음)
대우건설	오일개발	'오리노코 벨트'내 오리멀전 개발 (88억달러) 수익계약 추진 (MOU 맺음)
GS건설	가스	동북부 천연가스 개발 (60억달러) 수익계약 추진 (MOU 맺음)

자료: 각사, 한국투자증권

<표 2> 대형사의 해외수주 추이 비교

(단위: 십억달러)

	삼성엔지니어링	현대건설	대림산업	GS건설	대우건설	삼성물산	합계
1) 2011	6.0	5.2	5.8	5.9	5.3	5.2	33.4
2) 2012 목표	12.0	10.1	7.0	9.0	6.4	7.0	51.5
3) 2012 수주	8.5	10.5	3.2	4.0	6.2	5.4	37.8
2012 달성률 3) / 2)	70.8%	104.0%	45.7%	44.4%	96.9%	77.1%	73.4%
2012 YoY 3) / 1)	41.2%	103.1%	-45.1%	-32.7%	17.4%	4.4%	13.1%
4) 2013 가이던스 예상	13.0	11.4	8.0	6.0	7.4	11.0	56.8
2013F YoY 4) / 3)	52.9%	8.6%	150.0%	50.0%	19.4%	103.7%	50.3%
2013F 목표 YoY 4) / 2)	8.3%	12.9%	14.3%	-33.3%	15.6%	57.1%	10.3%
5) 2013 당사 가정	11.0	11.4	5.0	5.0	6.4	6.0	44.8
2013F YoY 5) / 3)	29.4%	8.6%	56.3%	25.0%	3.2%	11.1%	18.5%
달성률 가정치 5) / 4)	-15.4%	0.0%	-37.5%	-16.7%	-13.5%	-45.5%	-21.1%

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 3〉 Peer group valuation

		Petrofac	Tecnicas Reunidas	Chiyoda	Saipem	Technip	Fluor	Vinci	대림산업	현대건설	삼성물산
국가		영국	스페인	일본	이탈리아	프랑스	미국	프랑스	한국	한국	한국
Currency		파운드	유로	엔	유로	유로	달러	유로	원	원	원
종가 (2/4)		16	36	1,094	20	81	65	36	90,600	66,400	63,200
시가총액	(USD mil)	8,900	2,723	3,079	12,041	12,322	10,841	28,241	2,905	6,810	9,095
매출액	2011	5,801	2,613	254,675	12,593	6,813	23,381	37,646	7,988	11,920	21,546
(mil)	2012	6,447	2,684	419,229	13,200	8,044	27,769	38,384	10,253	13,325	25,326
(십억원)	2013F	6,734	2,897	456,850	13,428	9,255	29,466	38,736	10,540	13,971	28,643
	2014F	7,394	3,082	490,210	14,057	10,436	31,202	39,870	11,872	15,201	31,080
영업이익	2011	684	151	24,197	1,493	710	985	3,551	516	754	597
(mil)	2012	814	151	27,421	1,495	795	1,058	3,654	489	760	490
(십억원)	2013F	931	166	31,607	774	1,014	1,179	3,694	552	914	555
	2014F	1,089	176	33,991	1,238	1,214	1,313	3,844	659	1,049	652
순이익	2011	539	130	14,364	921	507	594	1,904	380	685	409
(mil)	2012	634	137	17,901	914	543	638	1,898	405	561	465
(십억원)	2013F	713	147	20,684	443	703	696	1,938	484	663	483
	2014F	809	157	22,808	778	869	776	2,051	563	765	572
EPS	2011	1.6	2	55	2.1	4.69	3	4	9,469	5,705	2,722
	2012	1.9	2	69	2.1	4.59	4	3	10,111	4,668	3,010
(원)	2013F	2.1	3	80	1.0	5.82	4	4	12,102	5,518	3,121
	2014F	2.4	3	88	2	7	5	4	14,085	6,361	3,701
BPS	2011	3.3	6	649	11.7	33.6	20	24	114,427	37,711	60,181
	2012	4.2	7	690	12.1	34.1	23	24	122,036	40,353	65,572
(원)	2013F	5.5	9	740	12.4	38.4	27	26	131,632	43,845	71,069
	2014F	6.9	10	796	14	43	31	27	143,205	48,181	77,112
PER	2011	10.3	15.0	19.7	9.6	17.2	18.9	10.3	9.6	12.3	25.0
(x)	2012	8.8	14.6	15.9	9.7	17.6	18.1	10.5	8.6	15.0	20.8
	2013F	7.9	13.5	13.7	19.3	13.9	15.6	10.3	7.5	12.0	20.2
	2014F	6.9	12.6	12.4	12.0	11.4	14.0	9.8	6.4	10.4	17.1
PBR	2011	5.0	5.7	1.7	1.7	2.4	3.2	1.5	0.8	1.9	1.1
(x)	2012	3.9	4.9	1.6	1.7	2.4	2.8	1.5	0.7	1.7	1.0
	2013F	3.0	4.1	1.5	1.6	2.1	2.4	1.4	0.7	1.5	0.9
	2014F	2.4	3.5	1.4	1.5	1.9	2.1	1.3	0.6	1.4	0.8
EV/EBITDA	2011	5.4	8.0	4.5	5.8	9.5	7.3	6.3	6.5	9.0	18.9
(x)	2012	5.4	7.9	5.3	6.0	8.7	7.1	6.2	5.9	9.4	15.7
	2013F	4.7	6.7	4.2	8.5	6.7	6.3	6.0	5.7	7.4	13.1
	2014F	3.9	5.8	4.1	6.2	5.2	5.5	5.7	4.8	6.5	10.8
ROE	2011	57.2	38.4	8.9	21.0	14.9	17.2	15.1	8.5	15.8	4.5
(%)	2012	50.0	35.0	10.2	18.2	14.3	16.4	14.1	8.5	12.0	4.6
	2013F	41.7	31.5	11.3	8.4	16.7	15.4	13.7	9.5	13.1	4.4
	2014F	35.2	28.5	11.4	12.7	18.4	13.8	14.0	10.2	13.8	4.8
영업이익률	2011	11.8	5.8	9.5	11.9	10.4	4.2	9.4	6.5	6.3	2.8
(%)	2012	12.6	5.6	6.5	11.3	9.9	3.8	9.5	4.8	5.7	1.9
	2013F	13.8	5.7	6.9	5.8	11.0	4.0	9.5	5.2	6.5	1.9
	2014F	14.7	5.7	6.9	8.8	11.6	4.2	9.6	5.6	6.9	2.1
EPS 성장률	2011	(3.4)	26.2	80.1	0.0	19.6	71.1	5.1	9.6	23.8	(17.5)
(%)	2012	16.3	2.8	24.5	(1.0)	(2.2)	4.5	(2.0)	6.8	(18.2)	10.6
	2013F	12.4	7.6	15.6	(49.7)	26.8	15.8	1.7	19.7	18.2	3.7
	2014F	14.3	7.6	10.2	61.1	22.1	11.4	5.5	16.4	15.3	18.6

주: 해외업체는 Bloomberg 컨센서스기준, 국내업체는 KIS 추정치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. Inside Venezuela

베네주엘라 석유 매장량, 사우디를 앞지른다

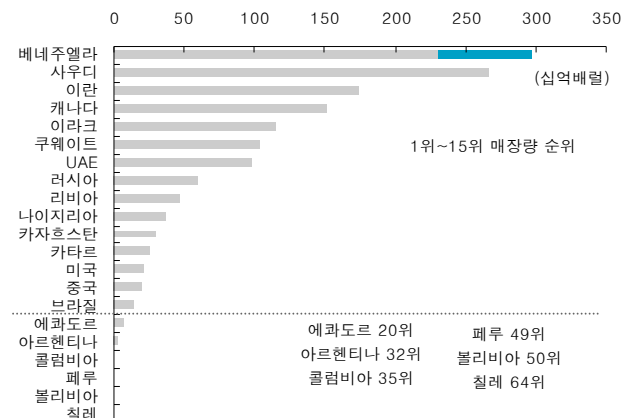
2012년, 베네주엘라는
세계 1위의 석유 매장량
국가로 인정받다

2012년, BP는 베네주엘라를 세계 1위 석유 매장량 국가로 인정했다. 새로 인정된 원유 대부분은 베네주엘라 특유의 초중질유(heavy oil)로 주로 오리노코 벨트에 매장되어 있다. 베네주엘라는 명실상부한 원유 대국임에도 불구하고 GDP 성장은 2009년부터 계속 뒷걸음질 치고 있다.

2012년 재선에 성공한
차베스, 오일산업 투자 재개

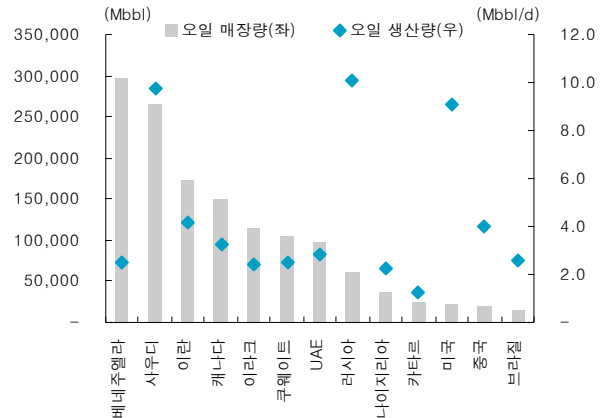
수출의 95%가 오일 수출로 이뤄지지만 베네주엘라의 매장량 대비 생산량 비율은 세계에서 가장 낮은 수준이다. 이는 차베스 대통령이 자신의 집권 연장을 위해 2000년대 초중반 벌어들인 오일머니를 대부분 복지 및 자원산업 국유화에 소진했기 때문이다. 중남미에서 가장 높은 채무비율을 보이는 베네주엘라는 석유 생산량 증대가 시급하다. 이를 위해 2012년 재선에 성공한 차베스는 오일산업 투자를 재개하고 있다.

[그림 8] 세계 석유 매장량 비교



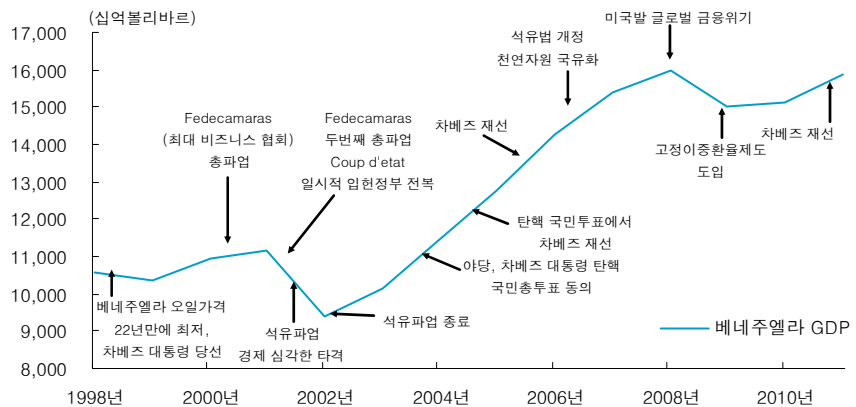
자료: BP

[그림 9] 국가별 원유 매장량 대비 생산량 비율 비교



자료: BP

[그림 10] 베네주엘라 GDP와 이벤트



자료: Bloomberg, 한국투자증권

반미와 베네주엘라

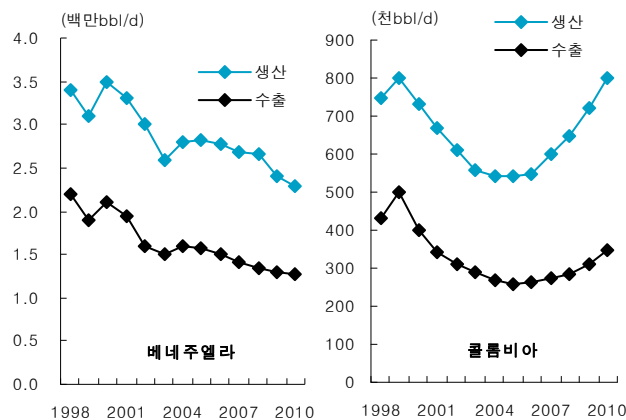
반미인 베네주엘라,
자원 국유화 단행

[그림 11]과 같이 베네주엘라와 콜롬비아는 같은 중남미 국가임에도 불구하고, 원유 수출과 생산량 트렌드는 상이한 모습을 보인다. 이는 친미/반미 등 정치 성향의 차이에서 비롯된다. 차베스는 분배 강화로 베네주엘라를 사회국가로 만들었으며 이란 핵 문제에서 미국과 대립하고 석유수출 자금으로 쿠바 등 반미국가를 지원하는 등 강한 반미 성향을 보여왔다. 또한 2006년에는 석유법 개정을 통해 천연자원 국유화를 단행했다.

자원 국유화로 IOC가
베네주엘라에서 대거 철수,
오일산업 후퇴

베네주엘라 GDP의 1/3, 수출액의 80%, 정부 수입의 50%가 베네주엘라 국영 석유회사인 PDVSA에서 발생한다. PDVSA는 차베스의 '에너지 민족주의' 정책으로 2006년 국영화되었다. 베네주엘라 정부는 자국에서 자원개발 사업을 하는 서방 IOC에게 과도한 royalty나 tax를 징수해 기존 1~17%였던 tax는 이후 20~30%으로 상승했다. 2012년 1월에는 베네주엘라와 엑손모빌의 석유사업 국유화 보상금 분쟁에서 엑손모빌이 주장한 보상금 70억달러의 단지 11%만 보상하는 판결을 내 버렸다. 이 같은 일련의 사건은 IOC가 베네주엘라에서 대거 철수하는 계기가 됐으며 최근 10년간 베네주엘라의 오일산업 후퇴를 가져왔다.

[그림 11] 베네주엘라와 콜롬비아의 원유 수출과 생산 비교



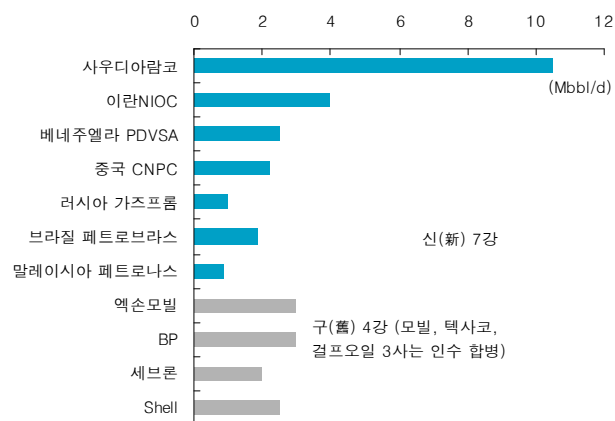
자료: Wall street Journal

[그림 12] 중남미의 친/반미 성향



자료: 한국투자증권

[그림 13] New sisters- 신 7강에 포함된 베네주엘라 PDVSA



자료: 한국투자증권

[그림 14] 베네주엘라의 석유산업 국유화 작업 history

날짜	내용
1980년	PDVSA, 3대 미국 석유회사 CITGO 인수
2006년 3월	석유 국유화 선언
2006년 4월	국내외 모든 기업과 맺은 에너지 계약 무효화 해외 기업에 양도했던 32개의 석유개발 광구 중 7개 광구 지분100% 회수
2007년 5월	외국의 석유회사들은 PDVSA의 소수 지분 파트너가 되어야 하도록 석유법 개정 오리코노벨트 내 모든 프로젝트 국유화
2007년 1월	석유에 이어 천연가스도 국유화 검토 추진
2009년 5월	5개의 철강공장 국유화 선언
2012년 1월	베네주엘라와 엑손모빌의 석유사업 국유화 보상금 분쟁에서 엑손모빌이 주장한 보상금 70억달러에 단지 11%만 보상 판결

자료: PDVSA

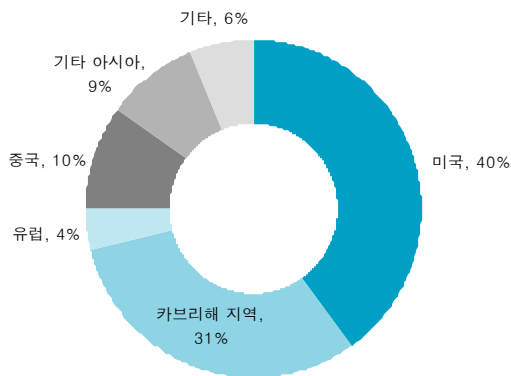
그럼에도 베네주엘라에게
미국은 최대의 오일 수요처

재미있는 것은 그럼에도 베네주엘라에게 미국은 오일의 최대 수요처라는 점이다. PDVSA의 최대 다운스트림 운영은 미국에 위치한 자회사 'CITGO'가 수행하고 있다. CITGO가 운영하는 정유플랜트는 대부분 걸프만에 위치하며 원료는 PDVSA에서 수입한다. CITGO는 미국 정제시설의 총 6%를 차지해 에너지 전문가들은 CITGO가 정유제품 공급을 전면 중지할 경우 미국 경제가 90일만에 붕괴될 수 있는 영향력을 가졌다고 언급하고 있다. PDVSA는 1986년 CITGO를 인수함으로써 베네주엘라는 오일 수출의 안정적 수요처를 확보했다. 따라서 PDVSA는 베네주엘라 다음으로 미국에 가장 많은 정제시설을 가지고 있으며 이 대부분은 베네주엘라의 초중질유에 맞게 설계되었기에 당분간 미국은 베네주엘라의 최대 수요처 역할을 지속할 가능성이 높다.

베네주엘라, 오일자원으로
미국과의 협상력 조절

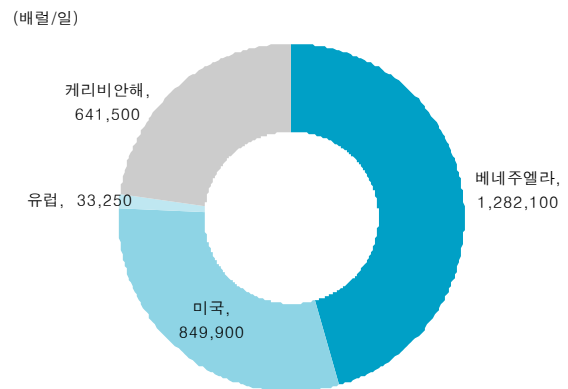
베네주엘라는 미국 오일 공급의 영향력을 유지할 뿐 아니라 2005년 카트리나 사태때 세계 IOC들에게 난방오일 공급을 요청한 부시 대통령 요청을 유일하게 받아들이며 미국 10만 저소득층 가정에 2.5천만g의 난방오일을 무료로 공급하기도 했다. 이 모든 사례는 미국과의 협상력을 높이기 위한 것이다.

[그림 15] 베네주엘라의 석유 수출처



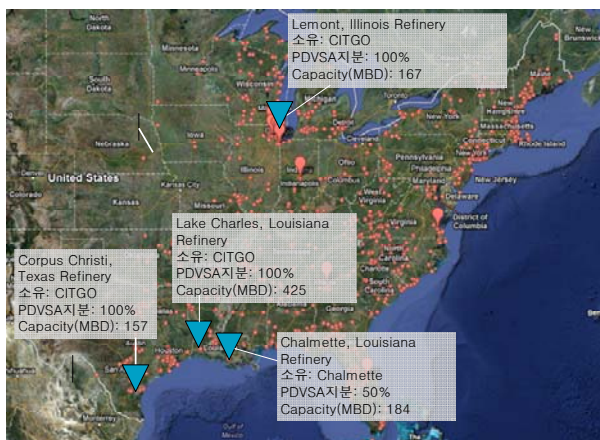
자료: PDVSA

[그림 16] 베네주엘라 PDVSA의 지역별 정제시설 capacity



자료: PDVSA

[그림 17] 미국 정제시설의 location



자료: PDVSA

[그림 18] 미국 정제시설의 6%를 점유한 CITGO



자료: CITGO

〈표 4〉 PDVSA 의 글로벌 정제시설 capacity

(단위: 천배럴/일)

위치	소유	참여지분(%)	전체 용량	PDVSA분 용량
Venezuela				
CRP, Falcón	PDVSA	100	955	955
Puerto La Cruz, Anzoátegui	PDVSA	100	187	187
El Palito, Carabobo	PDVSA	100	140	140
Bajo Grande, Zulia	PDVSA	100	16	16
San Roque, Anzoátegui	PDVSA	100	5	5
Total Venezuela			1,303	1,303
Caribbean				
Isla, Curacao	PDVSA	100	335	335
Camilo, Cienfuegos, Cuba	CUVENPETROL	49	65	32
Jamaica	Petrojam	49	35	17
Haina, Dominican Republic	Refidomsa PDV SA	49	34	17
Total Caribbean			469	401
United States				
Lake Charles, Louisiana	CITGO	100	425	425
Corpus Christi, Texas	CITGO	100	157	157
Lemont, Illinois	CITGO	100	167	167
Chalmette, Louisiana	Chalmette	50	184	92
Saint Croix, US Virgin Island	Hovensa	50	495	247
Total United States			1,428	1,089
Europe				
Nynäshamn, Sweden	Nynäs	50	29	15
Gothenburg, Sweden	Nynäs	50	11	5
Dundee, Scotland	Nynäs	50	9	4
Eastham, England	Nynäs	25	18	5
Total Europe			67	29
Total Global			3,267	2,822

자료: PDVSA

III. 베네주엘라의 전략

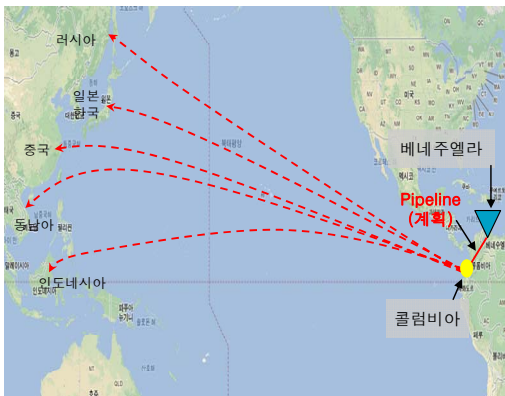
PDVSA, 2015년까지 100억달러 투자 계획

차베스는 재선 성공 후 'Oil is a big driver of the comprehensive development of the nation(오일은 국가 개발의 가장 큰 성장동력이다)'이라고 언급하며 베네주엘라의 성장을 위해 오일개발에 박차를 가할 것임을 강조했다. 최근 미국의 tight oil 개발 등으로 에너지 자립도가 높아지고 있다. 베네주엘라는 오일 수출을 아시아 등지로 다변화함으로써 대미 영향력을 확대할 필요가 있다. 또한 오일산업 재개만이 국가 채무를 완화할 수 있는 유일한 방법이기도 하다. 이 계획은 정유플랜트와 오일개발, 가스 개발로 구체화되며 PDVSA는 2015년까지 약 100억달러의 투자 계획을 세운 상태다. 단중기적으로는 정유플랜트 개발에 집중돼 있으며 장기적으로는 대규모 자본이 필요한 오일/가스 개발 프로젝트를 추진하고 있다. 이와 동반돼 생산된 오일('오리멸전')을 기반으로 자국 내 발전플랜트 투자도 계획되었다.

베네주엘라 자국 내 오일 수요 높아. 특히 휘발유 수요 증가

베네주엘라의 자국 내 오일 수요도 높아지고 있다. 노후화된 유전과 개보수 지연, 국영화에 따른 IOC 투자 축소로 오일 생산량은 2001년부터 꾸준히 감소했다. 게다가 정유플랜트도 부족해 오일을 \$100/b에 수출한다면 \$400/b에 휘발유를 수입하는 비효율적 구조가 지속되고 있다. 아이러니하게도 베네주엘라는 막대한 정부 보조금을 투입해 휘발유가 세계적으로 가장 싼 국가다. 이는 재정 불안의 요인으로 작용하고 있어 여러가지 정황상, 베네주엘라는 현 시점 오일개발과 정유플랜트 투자가 필요하다.

[그림 19] 아시아 수출을 위해 파이프라인 건설



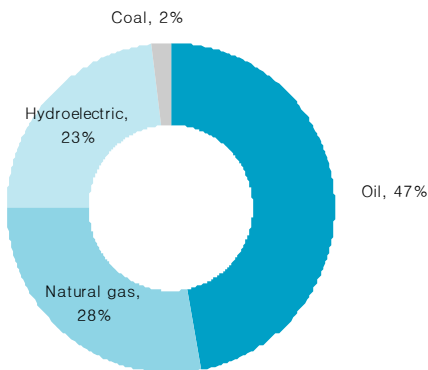
자료: PDVSA, 한국투자증권

[그림 20] 베네주엘라의 오일 산업 계획

종류	투자 연도	투자액 (십억달러)	비고
Refinery	2012~2018	34.9	정제능력 130 만 b/일 →
	2019~2030	8.5	230 만 b/일 확대
Oil	1998~2011	56	486 억 b 생산
	2012~2015	74	1,290 억 b 생산
	2016~2030	미정	800 억 b 생산
2013~2018년까지 연평균 약 220 억달러의 Oil&Gas 투자 예상			

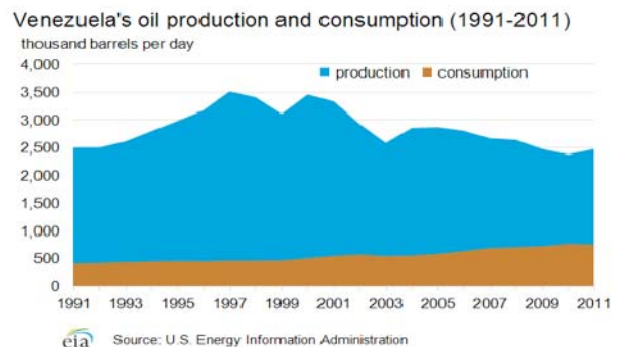
자료:PDVSA

[그림 21] 베네주엘라가 소비하는 에너지 타입



자료: PDVSA

[그림 22] 베네주엘라의 오일 생산과 소비 트렌드



자료: PDVSA

Action 1. Refinery plan- 2030년까지 9개의 정제시설 확충

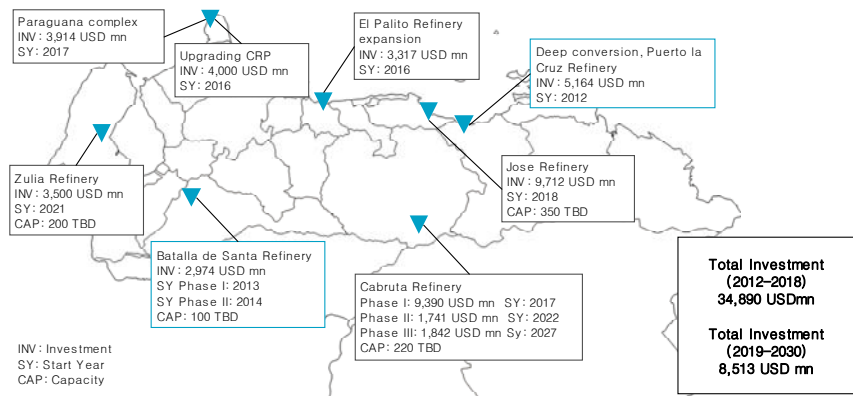
오일산업 투자는
정유플랜트에서 먼저 시작

베네주엘라의 오일산업 투자는 정유 플랜트에서 먼저 시작됐다. PDVSA는 2012년부터 2018년까지 349억달러, 2019년부터 2030년까지 85억달러를 투자해 정제능력을 130만b/일에서 230만b/일로 확대할 계획을 발표했다. 언급한 바대로 1) 휘발유 부족, 2) 더딘 E&P개발로 오일 생산량이 사우디 대비 현저히 적어 고부가가치 제품 생산의 필요성, 3) 초중질유의 특성상 높은 정제 수요 등으로 단중기적으로 가장 활발할 투자 분야가 정제시설이다.

현대건설이 2012년, 최초의
정유플랜트 수주,
2013년에도 후속 수주 추진

이 중 현대건설이 가장 먼저 30억달러 규모의 'Puerto La Cruz' 정유플랜트를 2012년 5월 수의계약에 성공했다. 이어 올해에는 동일한 구조로 'Santa Ines' 정유플랜트의 수의계약을 추진하고 있다. 동 프로젝트는 연안에 위치한 'PLC' 정유플랜트와 달리 내륙에 위치해 공사에서 사업비가 더 많이 소요될 수 있다. 현대건설은 이에 대해 충분한 사업 타당성 검토를 기반으로 리스크를 전적으로 최대한 반영하며 사업을 추진하고 있는 것으로 파악된다.

[그림 23] 베네주엘라 정유 프로젝트의 2012~2030년 투자 계획



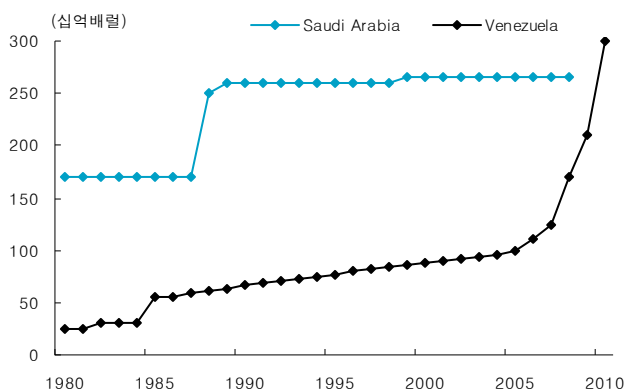
자료: PDVSA

Action 2. Oil 개발- '오리멸전' 개발

최근 베네주엘라가 사우디를
앞지르는 원유 대국으로 부상

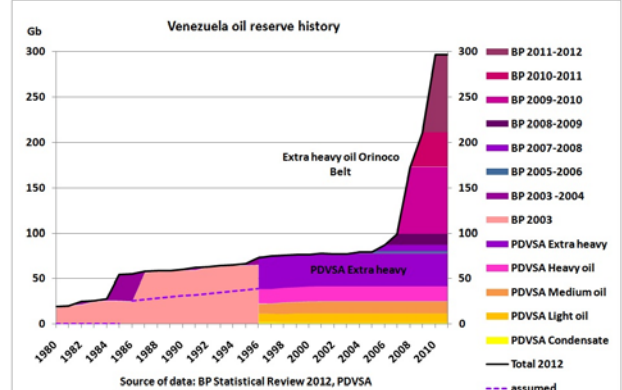
최근 미국 지질조사국 USGC는 베네주엘라에 사우디의 2배에 이르는 원유가 매장되어 있다는 결과를 발표했다. 2012년 BP는 베네주엘라의 원유 매장량이 사우디보다 약 10% 이상 많다고 발표했는데 그 대부분은 초중질유였다.

[그림 24] 입증된 오일 매장량 비교



자료: BP

[그림 25] 베네주엘라 초중질유의 석유 인정으로 석유 매장량 급증



자료: BP

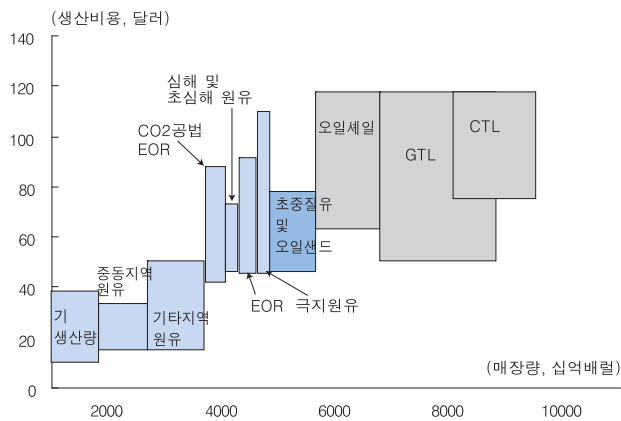
베네주엘라 원유는 대부분
초중질유로 ‘오리노코 벨트’에
매장돼 있음

베네주엘라의 초중질유는 대부분 ‘오리노코 벨트’라는 내륙 지방에 위치한다. 오리노코 벨트 내 매장된 1.2조b 가운데 2,350억b이 추출 가능한 것으로 이는 500MW급 발전소 200기를 200년간 운영할 수 있는 규모다. 베네주엘라는 1998년부터 ‘Oil sowing plan’을 통해 오리노코 벨트의 원유 개발을 시작했다. 그러나 2007년 5월, 오리노코 벨트 내 모든 프로젝트를 국유화하며 많은 IOC들이 철수했고 이후 오일개발은 정체를 빚고 있다. 이제 PDVSA가 60% 이상의 지분을 확보해야만 오리노코 벨트의 개발이 이뤄지게 된다.

2012~2030년까지 740억달러
투자해 오리코노 벨트 개발

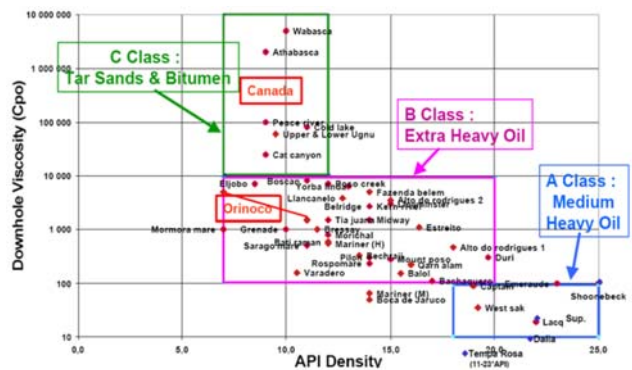
2012년 베네주엘라는 “2012 is likely to be a crucial year for the climate, as Venezuela aims to ramp up production of huge reserves of tar sands-like crude in the eastern Orinoco River Belt(베네주엘라는 오리노코 벨트 원유와 tar sand 같은 막대한 오일 자원의 생산량을 극대화할 것이다)”라고 언급하며 적극적인 오일개발 의지를 표명했다. 1998~2001년 오일개발에 560억달러가 투자됐고 2012년부터 2030년까지 이뤄질 2단계 개발에서는 740억달러를 투자해 오리노코 벨트를 개발할 계획이다.

[그림 26] 전통 및 비전통 석유의 매장량과 생산 비용



자료: PDVSA

[그림 27] 오리멀전 성격



자료: Google

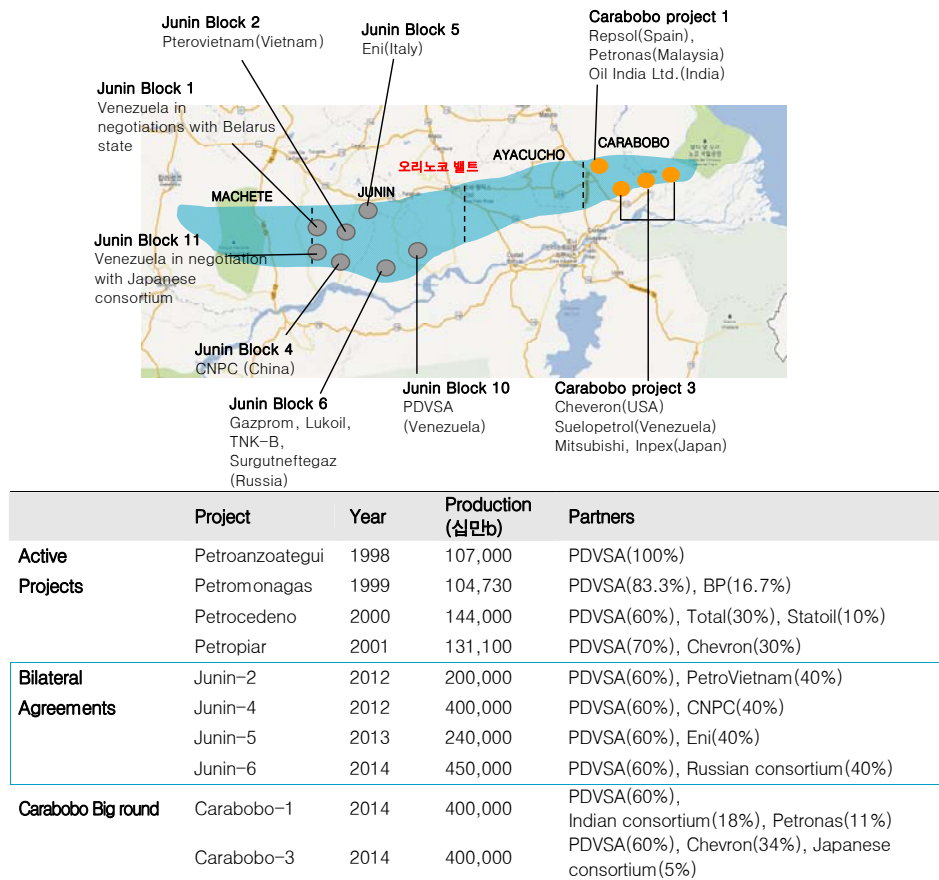
오리노코 원유에 에멀전화
시킨 연료가 ‘오리멀전’,
발전연료로 주로 쓰임

오리노코의 초중질유는 일종의 ‘unconventional oil’(비전통 원유)인데 통상 초중질유의 가장 큰 단점은 높은 viscosity(점성)이다. 그러나 오리노코의 원유는 1) ‘multilateral’기술을 이용해 원유가 지하에서 흐르게 할 수 있고 2) 생산비용은 캐나다 bitumen의 1/2에 불과하며 오일샌드보다 점성이 낮아 여타 비전통 원유보다 경제성 측면에서 우월한 것으로 분석된다. 또한 연소 시 분진과 CO₂가 기존 석탄발전보다 20%나 낮아 선진국의 환경 규제치 이하다. 오리노코 원유는 채굴한 천연역청에 물과 계면활성제를 첨가해 에멀전화 시킨 ‘오리멀전’으로 중유와 석탄을 대체하는 발전연료로 주로 쓰인다.

오리멀전은 원가와 열량, 운송,
OPEC quotas, 면세 등에서
우월한 가격 경쟁력 지녀

오리멀전은 발전연료원 중 다음과 같은 장점으로 석탄과 고유황 중유를 대체하는 발전 연료로 부상하고 있다. 1) 열량(중유의 70%)을 감안해도 원가가 중유의 1/2이며 열효율과 열량이 석탄보다 높다. 2) 액상으로 기존 tanker 수송선으로 장거리 운송이 가능하다. 3) 중유와 달리 OPEC quotas와 수입 부과금이 면제된다. 2000년대 초, 국내 영남화력과 삼성정밀화학을 비롯해 일본과 독일 등 10개국에서 발전연료로 수입했으나 차베스는 오리멀전 구입을 위해서는 E&P 직접투자 혹은 정부협정을 요구했으며 이에 따라 당분간 구매가 어려워진 상태다.

[그림 28] 베네주엘라 오리노코 벨트의 중질유 프로젝트 개요



자료: PDVSA

[그림 29] 오리말전의 장점



자료: PDVSA

Action 3. 오리멸전과 발전플랜트의 선순환

오리노코 벨트 인근의 발전
개발도 점진적으로 시작

오리멸전 개발과 함께 인근 지역의 발전플랜트도 점진적으로 개발되고 있다. 베네주엘라는 전력의 3/4를 ‘라울 레오니’댐과 ‘구리’ 댐 등 총 4개의 댐을 이용한 수력발전소에 의지하고 있다. 그러나 엘니뇨 현상으로 인한 강수량 저조로 수력기반의 전력공급이 불안정해 발전원 다양화의 필요성이 대두되었다. 따라서 베네주엘라 신규발전의 대부분은 오리노코 지역의 오리멸전을 이용한 발전으로 계획된 상태다.

오리멸전 발전에 경험이 있는
현대건설, 베네주엘라 발전
수주 추진 중

오리멸전은 과도한 shear rate(압력, 7bar이상)에 의해서도 에멸전 상이 파괴될 수 있어 오리멸전 발전플랜트 설계에는 기술이 필요하다. 과거 오리멸전 발전연료를 이용하기 위해 국내 영남화력 1,2호기가 개보수되었으며 이를 시공한 건설사가 현대건설이었다. 이 경험과 베네주엘라 시장 개척과 오리멸전 발전소 시공 경험을 기반으로 현대건설은 오리노코 인근 ‘Carabobo’ 지역에 발전플랜트 건설의 MOU를 맺고 수익계약을 추진하고 있다.

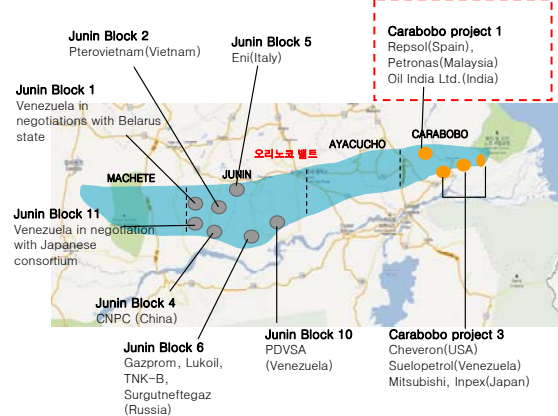
[그림 30] 현대건설이 연료 전환공사를 수행한 영남화력 1,2 호기



- 2003 년, 영남화력 1,2 호기 연료전환공사 완공
- 중유 전용 발전소였으나 연료비가 더 저렴한 오리멸전(베네주엘라에서만 생산연료)을 사용해 발전이 가능토록 개조한 공사
- 현대건설 사보 2003 년 12/30 인용

자료: 한국전력, 현대건설 사보

[그림 31] 현대건설이 맺은 발전플랜트 MOU



자료: 한국투자증권

IV. 한국이 베네주엘라에 자리잡는 방법

Organizer로 확대된 건설사의 역할

보수적인 현대건설이 수주한
베네주엘라 정유 플랜트의
의미는 무엇인가?

2012년 5월, 현대건설과 현대엔지니어링이 21억달러에 수주한 베네주엘라의 'Puerto La Cruz' 정유 프로젝트는 향후 건설업의 패러다임 가속화를 예고한 중요한 사례다. 원유 매장량 1위로 부상한 베네주엘라는 엄청난 자원 잠재력에도 불구하고, 국가 risk로 PF에 어려움을 겪어왔고 이에 따라 프로젝트는 장애를 겪어 왔다. 이 난관을 타개하고 대형 프로젝트가 예상보다 빠르게 현대건설에게 발주된 이유는 보수적이었던 현대건설이 PF 주선에 적극 참여, 중국과 한국 수출입은행을 주축으로 한 PF 구조를 설계하고 펀딩을 완료했기 때문이다.

현대건설, PF 주선형
수익계약으로 고마진 추구

당시 현대건설은 PF 주선형 수익계약을 통해 중동에서는 어려운 escalation 조항을 모두 삽입함으로써 높은 수익성을 추구할 수 있었다. 베네주엘라는 반미 국가로 글로벌 IB자금을 유치하기 어렵다. 따라서 현대건설은 중국과 한국 수출입은행 자금을 적극 유치했다. 이 과정에서 중국 'Wison 엔지니어링'을 전략적 파트너십으로 일부 EPC 수주를 할당했으며 현대건설과 현대엔지니어링은 총 21억달러의 수주를 챙겼다.

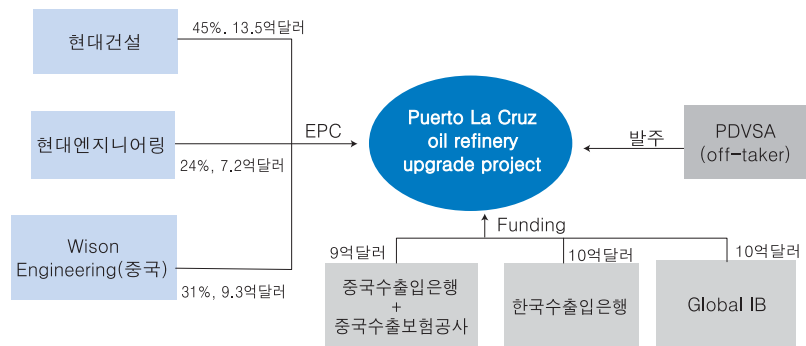
현대건설, 시장 다각화 외에도
Organizer 변신의 성과

이 사례에서 현대건설은 시장 다각화 외에도 organizer로의 변신이라는 큰 성과를 냈다. 현대건설은 2011년까지만 해도 open bid를 통한 경쟁형 프로젝트에 강점을 보여 프로젝트 개발에는 소극적인 모습을 보였다. 그러나 2011년 4월, 현대차그룹의 인수 이후 가장 먼저 PF 개발팀을 보강했으며 그 성과가 베네주엘라에서 최초로 나타난 셈이다.

2월, 미얀마 가스발전에서
자본 투자를 통한 수주 추진

이는 건설사의 역할이 EPC에서 기획과 금융, 사후 운영까지 확장되고 있음을 여실히 보여주고 있다. 더 나아가 현대건설은 2월 수주가 예상되는 미얀마 가스발전 프로젝트에 약 400억 원의 자본투자를 계획하고 있다. 2011년 삼성물산이 사우디 '쿠라야' IPP에서 자본투자를 통한 developer와 EPC 업체의 역할을 겸함으로써 EPC 적정 마진을 확보한 사례와 유사하다. 이 같은 일련의 사례로 현대건설은 과거 수동적인 EPC업체의 모습에서 빠르게 탈피함으로써 지역 다변화와 수익성 제고를 동시에 이뤄내고 있다.

[그림 32] 현대건설의 베네주엘라 'Puerto La Cruz' 정유플랜트 PF structure

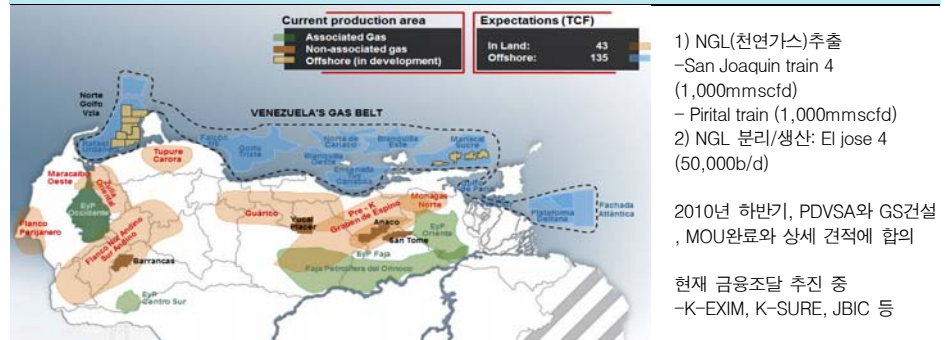


자료: 언론기사, 한국투자증권

**베네주엘라에서 GS건설과
대우건설이 프로젝트 추진 중**

현대건설에 이어 GS건설과 대우건설도 베네주엘라에서 프로젝트를 추진하고 있다. GS건설은 'San Joaquin', 'Pirital', 'El Jose' 등 동북부 3개 지역에서 60억달러 규모의 천연가스 개발의 수의계약을 추진하고 있다. GS건설은 2010년 하반기, PDVSA와 MOU를 체결하고 상세 견적에 합의했다. 현재 일본수출입은행, 한국수출입은행등과 함께 현대건설 사례와 유사한 구조로 PF 구성이 마무리 단계인 것으로 파악된다. 빠르면 올해 상반기 EPC 계약으로 전환될 것으로 보이는데 GS건설의 수주 규모는 한국수출입은행의 자금 조달 비중에 따라 10~20억달러 수준에서 결정될 전망이다.

[그림 33] GS건설의 가스 개발 프로젝트 개요



자료: PDVSA

**대우건설, 오리노코 벨트
초중질유 개발 추진,
2014년 계약 예상**

또한 2012년 4월, 대우건설은 STX건설과 컨소시엄으로 오리노코 벨트의 중질유 개발사업 MOU를 체결했다. 총 사업비는 88억달러로 'Junin'과 'Carabobo' 지역에 파이프라인과 탱크를, 'Araya'지역과 'Punta Chchillo'지역에 오일 저장시설과 수송 터미널을 건설하는 공사다. 'Junin'과 'Carabobo' 지역에서 생산된 오일을 파이프라인을 통해 Araya지역으로 이동시킨 뒤 북쪽 강으로 보내 수출하게 된다. 'Punta Chchillo'지역에서는 정제 후 코크스를 제철소 등의 연료로 사용하기 위해 강으로 내보내 수출하는 작업이 이뤄질 계획이다.

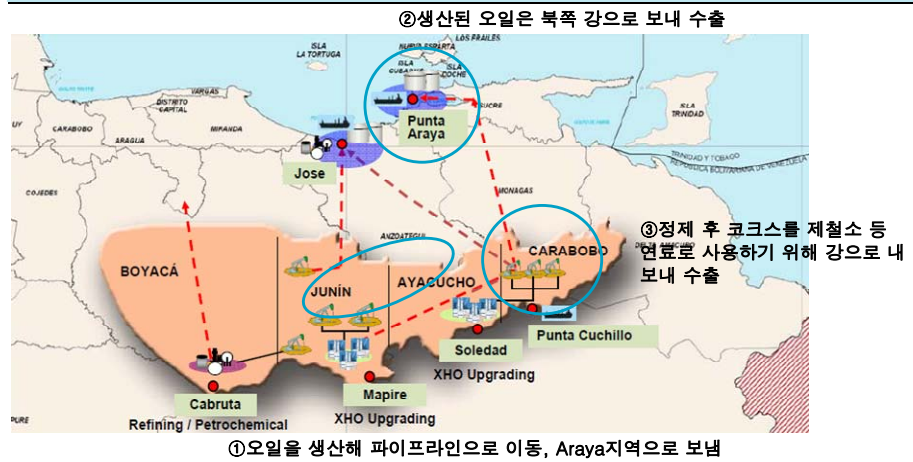
**규모가 커 off-take deal
방식의 수주 추진**

이 프로젝트는 규모가 워낙 커 편당의 어려움이 있다. 따라서 2013년에는 대우건설이 FEED(기본설계)에 대한 수주만 가능할 전망이다. 2014년에 EPC로 전환될 것으로 보인다. 당초 대우건설 컨소시엄은 off-take 개런티 방식이라는 특수한 편당 구조를 고안했는데 연간 15억달러 규모의 오일을 수입하는 STX팬오션이 선박연료용 석유 거래선을 베네주엘라로 바꾸며 연간 10억달러씩 5년간 총 50억달러의 석유를 구매하는 방식으로 편당에 참여하기로 계획했었다. 즉 공사대금을 베네주엘라 정부가 원유로 지급하는 방식이다.

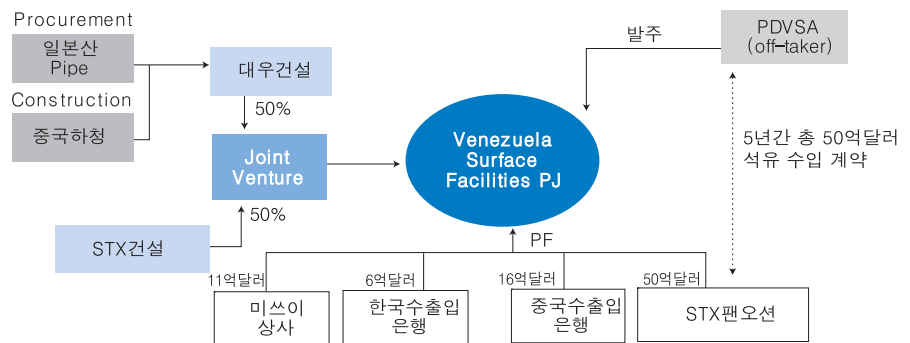
**한국업체의 다양한 금융조달
기법 개발**

이에 따라 대우건설과 STX건설이 주선해야 할 자금은 38억달러로 감소했으며 동 프로젝트에 기자재를 조달할 미쓰이상사가 11억달러, 한국과 중국 수출입은행이 각 6억달러와 16억달러를 조달하는 계획이었다. 그러나 최근 STX팬오션이 매각으로 방향이 잡히며 이 프로젝트 참여가 불투명해져 동 PF 구조의 변화가 불가피하다. 프로젝트에 차질은 생겼지만 베네주엘라 시장에 진출하기 위해 기존에는 낯설었던 'off-take' 등, 한국업체의 다양한 금융조달 기법이 개발되고 있음은 긍정적인 변화다.

[그림 34] 대우건설의 프로젝트 위치와 개요, PF 구조



- #1: Junin과 Carabobo: oil pipeline과 tank farm
- #2: Araya: oil storage와 shipment terminal
- #3: Punta Chichillo: solids storage와 shipment terminal



자료: PDVSA, 대우건설, 한국투자증권

베네주엘라의 '친중' 성향을 이용하다

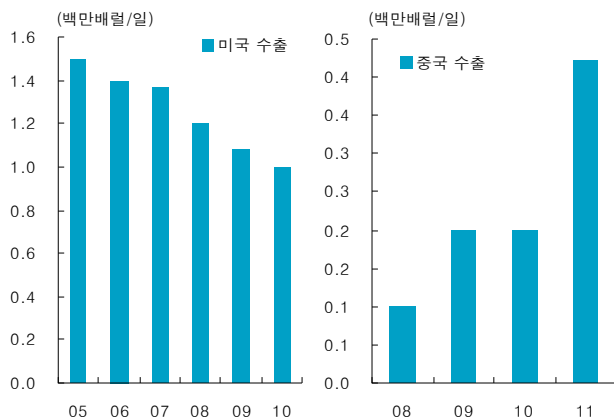
베네주엘라 프로젝트의 PF
구성에 있어 중국 수출입은행
자금 비중이 커

흥미로운 점은 한국업체가 베네주엘라 프로젝트의 PF 구성에 있어 중국 수출입은행 자금 비중이 크다는 점이다. 반미성향의 베네주엘라는 2007년, 중국과 320억달러의 저리 대출과 안정적 오일 공급에 합의하는 'Loan deal'을 체결했다. 이 막대한 자금은 2012년 차베스의 선거 공약 프로젝트였던 서민주택 건설('La Mision Vivenda' 프로그램을 제시), 가솔린 보조금 등에 큰 도움이 되었다. 320억달러의 차관 중 280억달러는 이미 원유수출로 상환되었다. 대 중국 원유공급 가격은 국제유가에 따라 유동적으로 결정됐으며 \$107~\$153/b 수준에서 이뤄졌다.

중국과의 loan deal 등으로
베네주엘라에서 영향력 높은
중국 금융을 이끌어 낼 필요

'친중 반미'로 요약되는 현 베네주엘라의 정치 성향상 서방 IB의 투자유치가 쉽지 않다. 따라서 한국 건설사의 금융 주선 시, 가장 유력한 조달처는 각국 ECA(수출입은행), 특히 중국 수출입은행과 일본 수출입은행 자금이었다. PDVSA는 일본 마루베니, 미쓰비시와 E&P(자원개발) MOU를 체결해 일본 ECA자금 조달 역시 용이하다. 또한 앞서 살펴본 대우건설의 사례처럼 off-take 방식의 PF의 활용도 높아질 전망이다. 중국과의 loan deal이 시사하듯 원유 공급 가격이 국제유가에 따라 탄력적으로 결정되므로 리스크 역시 제한적이기 때문이다.

[그림 35] Crude capitalism- 중국과 미국의 원유 수출량 추이



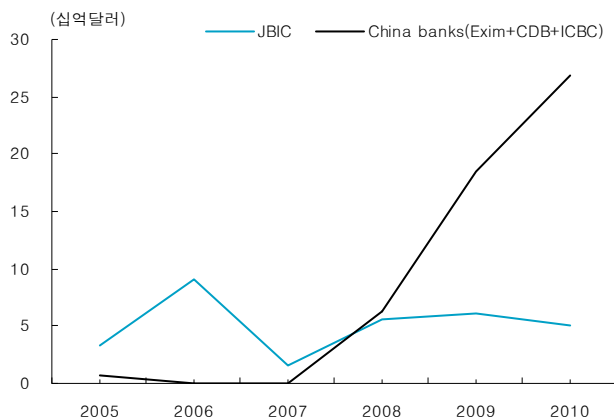
자료: Wall street

[그림 36] 차베스가 사용한 서민주택 프로그램- La Mision Vivenda



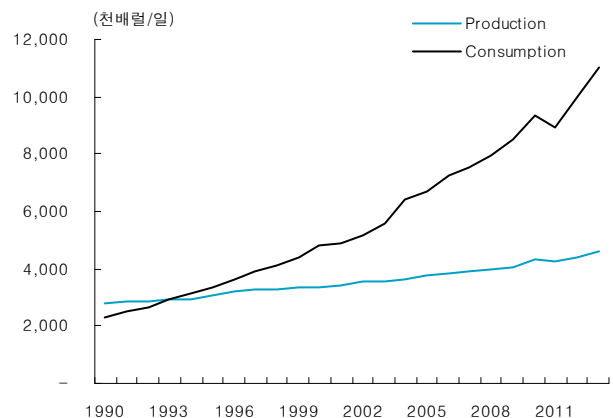
자료: Google

[그림 37] JBIC과 중국의 중남미향 PF 추이



자료: JBIC, China exim

[그림 38] 중국의 오일 생산량과 소비량



자료: CEIC

베네주엘라에서의 한국 업체

로컬업체의 약한 경쟁력,
유럽업체의 경쟁력 약화,
개발형 사업의 특성상
베네주엘라는 배타적 시장

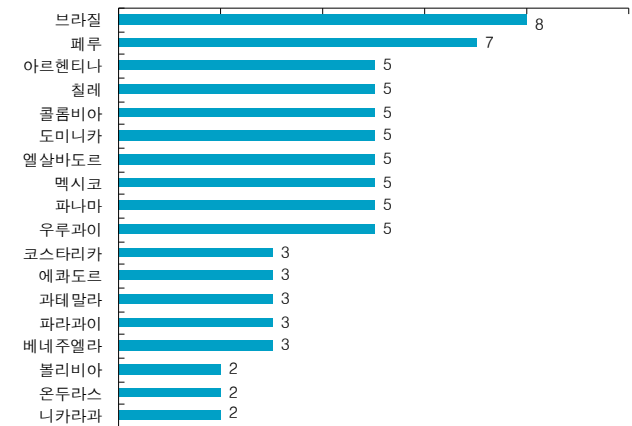
최근 베네주엘라에서 현대건설을 위시한 한국업체의 활동이 두드러지는 이유는 다음과 같다. 1) 중남미 건설시장 내에서도 베네주엘라는 특히 로컬 업체의 경쟁력이 약한 지역이다. 2) 사우디 등 중동에서 주요 경쟁자였던 유럽업체는 베네주엘라의 정치 리스크와 자국 수출입은행의 자금여력 감소로 적극적인 공세를 펼치지 못하고 있다. 3) 금융주선을 수반해야 하는 베네주엘라 건설시장의 특성은 잠재적 경쟁자를 제한하는 요인이다.

[그림 39] 중남미 건설시장 내 건설사 순위

순위	회사	나라	전문분야	매출 (십억달러)
1	Norberto Odebrecht	Brazil	Transportation	13
2	GRUPO ACS	Spain	Transportation	43
3	OHL SA	Spain	Transportation	6
4	ABEINSA SA	Spain	Power	6
5	FLUOR	U.S	Indus./Petroleum	19
6	TECHINT	Italy	Indus./Petroleum	3
7	GRUPO ISOLUX	Spain	Power	4
8	BECHTEL	U.S	Indus./Petroleum	25
9	IMPREGILO SPA	Spain	N/A	3
10	TECHNIP	France	Indus./Petroleum	9

자료: ENR

[그림 40] 중남미 국가 내 로컬업체의 경쟁력 점수



주: 10 점 만점
자료: ENR

2011년, 한국과 베네주엘라의 MOU, LOI등으로 진일보

베네주엘라의 주요 발주처인 PDVSA는 외국기업과의 개별 미팅을 거부하고 협력 협정이 체결된 기업만 공식적 교류를 허가하는 배타적 방식을 취하고 있다. 이 같은 차원에서 2011년 4월, ‘한-베네주엘라 에너지 자원협력회의’에서 한국이 이룬 4개의 MOU와 1개의 LOI(발주 의향서)는 큰 의미를 지닌다. 이 절차를 통해 베네주엘라 정부와 가장 강력한 교류와 프로젝트가 진행되고 있는 업체는 현대건설이다. 그 외에 SK건설, GS건설, 대우건설 등이 뒤따르고 있다.

[그림 41] 한국업체가 베네주엘라에서 진행 중인 프로젝트



자료: 한국투자증권

베네주엘라를 시작으로
한국의 중남미 공략 가속화

베네주엘라를 시작으로 한국업체의 중남미 공략이 가속화되고 있다. 2012년 [그림 42]와 같이 다수 업체는 베네주엘라를 중심으로 콜롬비아, 에콰도르, 브라질 등에 지사와 현지업체 인수를 마무리 지었다. 베네주엘라 프로젝트를 landing 사업으로 한국업체의 지역 다변화가 기대된다.

[그림 42] 한국업체의 중남미 exposure - 지사 설립과 M&A로 시장 침투



자료: 한국투자증권

V. 정치 리스크 점검

Chavez vs Henrique Capriles

배타성 강한 베네주엘라
진입을 위해서는 차베스 일가
등 정치권 관계 중요

배타성 강한 베네주엘라 시장 진입을 위해서는 차베스 일가로 대표되는 정치권과의 관계가 중요하다. [그림 43]처럼 현재 차베스의 6형제는 대부분 정치권에서 활동하고 있으며 이 중 1남과 3남이 최측근이다. 특히 3남인 'Argenis Chavez'가 소속된 대통령위원회는 장관급 위원으로 구성되며 주택/전력 등 정부 주요 현안에 대해 각종 정책을 수립하는 대통령 직속 특별위원회 성격을 지닌다. 한국 건설사가 프로젝트를 논의하기 위해 만나는 주요 인물이다.

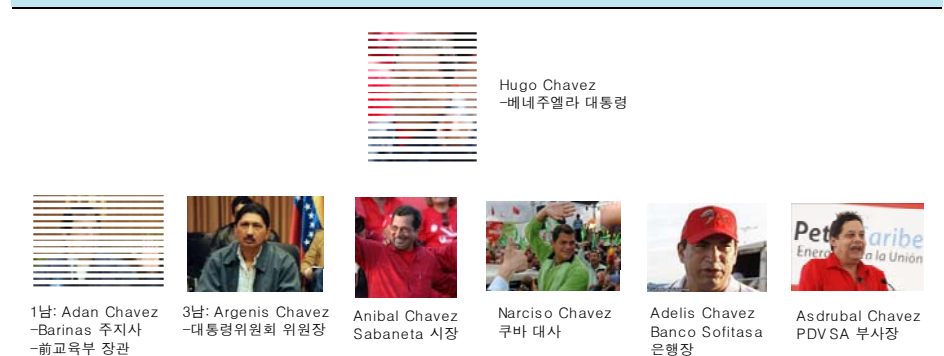
베네주엘라의 정치 변화는
단기 리스크

베네주엘라의 정치 변화는 단기 리스크 요인으로 작용할 수 있다. 현재 차베스 대통령이 실질적 유고상태로 보도되며 부통령인 '마두로'를 후계자로 지목한 상태지만 야권 반발로 재선거가 치러질 가능성이 있다. 재선거 차베스를 대체할 만한 거물이 없어 야당의 승리 가능성이 높다.

서방 IOC에 개방적인
야권 집권시 오히려
장기적으로는 긍정적

야권 거물인 'Henrique Capriles'는 2012년 선거에서 차베스와 10%p 격차로 낙선했으나 차기 대통령이 될 가능성이 매우 높다. 베네주엘라 오일 개발에 대한 방향성은 차베스와 일치하나 'We have to revise every deal(우리는 모든 딜을 다시 개정해야 한다)'라고 언급하는 등 방법론에 대해서는 이견을 보이고 있다. 엔리케의 정치 성향은 룰라 전 브라질 대통령의 '중도 좌파'모델, 즉 공공과 민간 섹터의 결합 모델을 추구하고 있다. 엔리케는 서방 IOC의 투자를 제한하는 차베스와 달리 개방을 통해 많은 IOC를 끌어들이고 궁극적으로는 베네주엘라의 오일 산업을 촉진시키겠다는 계획을 가지고 있다.

[그림 43] 차베스 일가의 family tree



자료: Google

여당 집권시 중기적으로는
연간 150~300억달러 발주
가능하나 장기적으로는 하향

따라서 업계는 서방 IOC(국제 석유회사)의 투자에 개방 스탠스를 취하고 있는 야권이 집권할 경우 오일 프로젝트의 발주는 더 탄력을 받을 것으로 전망하고 있다. 우리는 여당 집권이 지속될 경우 현재 준비 중인 프로젝트 위주로 발주 시장이 중기적으로 연간 150~300억달러 규모로 성장하겠으나 기존처럼 배타적인 태도를 취하면 2018년부터는 자본 조달과 기술의 어려움으로 하향 안정화를 그릴 가능성이 높다고 판단한다.

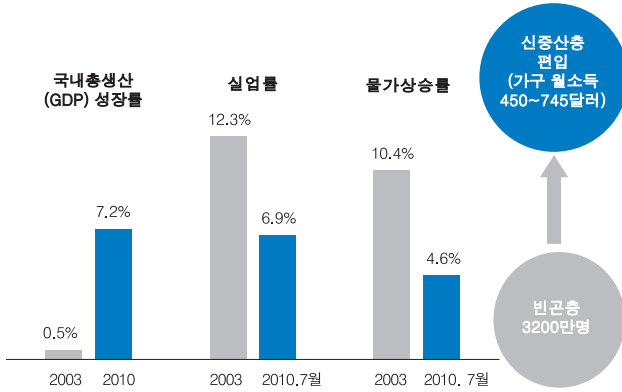
야권 집권시 2013~2016년
발주 규모는 600억달러 전망

반면 야당이 집권할 경우 단기적으로는 현재 진행 중인 프로젝트의 발주만 예정대로 진행되고 대형 자본이 필요한 오일 개발 프로젝트는 다소 지연이 불가피하다고 판단한다. 그러나 중장기적으로는 오히려 해외 자본과 기술 도입으로 발주 시장이 연간 300억달러 이상으로 확대될 것으로 전망된다. 이번 자료에서 우리는 보수적으로 야권 집권을 감안해 발주 확실성

이 높은 정유와 발전플랜트만 2013~2016년 건설사의 수주 가능 프로젝트에 가정했다. 야당이 집권할 경우에도 PDVSA가 프로젝트의 실질적 주체인 만큼 한국업체가 추진 중인 다수의 프로젝트가 급진적으로 취소되거나 지연될 가능성은 희박해 보인다.

[그림 44] 브라질 톨라 대통령의 집권기 발전 양상

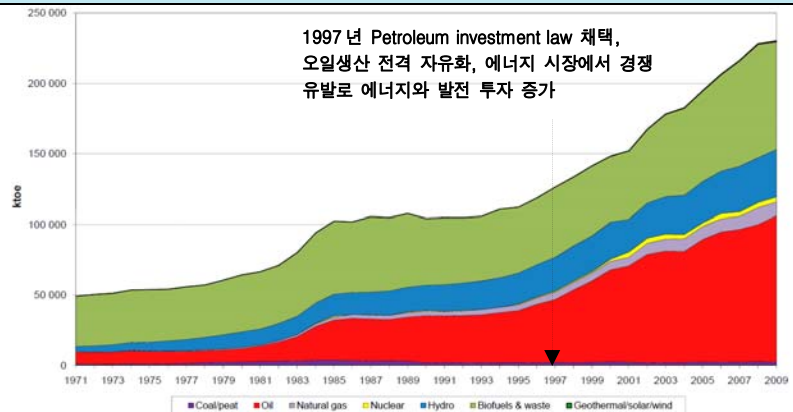
[그림 45] 엔리케 카프릴레스



자료: Google

자료: Google

[그림 46] 브라질의 Energy liberation



자료: Google

[그림 47] 차베스 유고시 예상 시나리오와 시나리오별 IOC 중장기 예상 투자금액

Nationalism



Hugo Chavez
- 베네수엘라 대통령

Nationalism

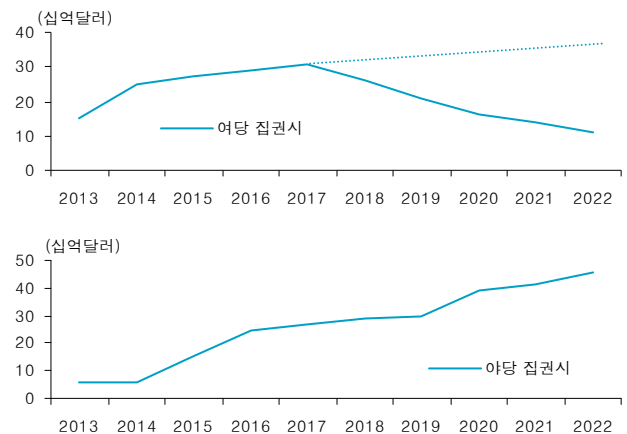


Nicolas Maduro
- 부통령, 차베스가 후계자 지목

Internationalis



Henrique Capriles Radonski
- 미란다 주지사
- 지난 10월 대선에서 야권 단일 후보였으며 차베스를 10%p 차로 추격



자료: Google, PDVSA, 한국투자증권

자료: 한국투자증권

장기적으로 정치 변화에 관계없이 민영화 시도는 지속될 것

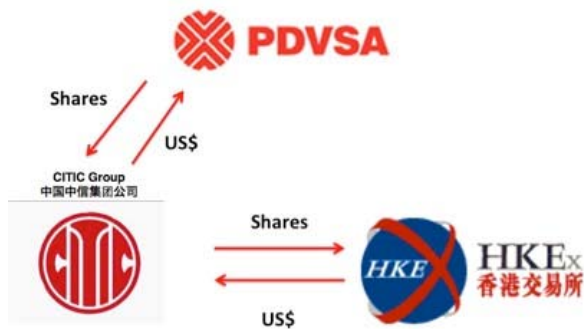
여야를 떠나 베네주엘라의
석유산업 민영화 시도는
지속될 가능성

한편 우리는 여야의 집권 여부를 떠나 장기적으로 베네주엘라의 석유산업 민영화 시도는 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 2012년 3월, PDVSA와 미국 Chevron 합작사인 'Petropia'는 PDVSA의 지분 10%를 CITIC(중국 국영투자회사)에 매각했다. Petropia는 오리노코 벨트의 초중질유를 개발하는 합작 법인으로 당초 PDVSA 지분은 70%, Chevron은 30%였다.

최근 PDVSA의 합작사 지분
하향 등 민영화 시도

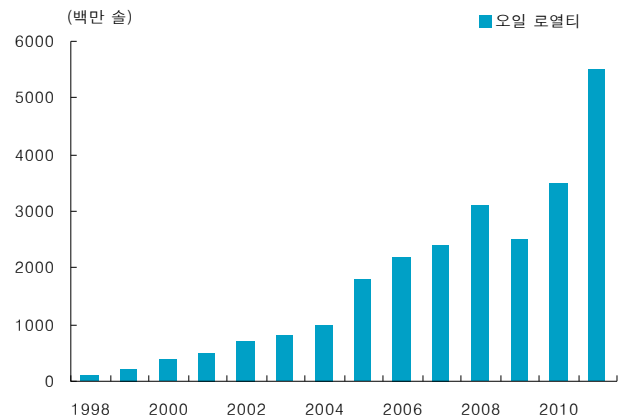
또한 최근 베네주엘라는 PDVSA의 소유 합작회사 지분을 현재 '60% 이상'에서 '51% 이상'으로 하향하는 것을 검토하고 있다. 에너지 전문가들은 이를 사실상 부분적 민영화 조치로 평가하고 있다. 게다가 PDVSA는 자사 주식의 홍콩증시 상장을 결정하는 등 최근 베네주엘라 오일산업 촉진을 위한 개방이 점진적으로 이뤄지고 있음에 주목할 필요가 있다. 일례로 페루는 오일산업의 민영화 이후 IOC의 투자가 늘어났고 이를 통해 IOC로부터의 로열티 수입이 크게 늘어나 국가 재정에도 도움이 되고 있다. 베네주엘라 역시 합리적인 수준에서 민영화 시도는 지속될 것으로 보이며 이는 장기적으로 프로젝트 전망을 밝게 하는 요인이다.

[그림 48] 석유회사 지분의 부분적 민영화인가?



자료: Bloomberg

[그림 49] 페루의 oil industry 로열티- 민영화 후 IOC로부터 수입 증대



자료: Google

■ 용어해설

- PDVSA: 1975년 베네주엘라 정부의 석유산업 국유화 정책에 따라 설립 되었고 매출로만 정부 재정의 75%를 충당할 정도로 막강한 권력을 가짐. 포춘 선정 세계 30대 기업 안에 포함되어 있으며 세계 5위의 초대형 에너지 기업. 베네주엘라에서 원유 개발사업을 하려면 반드시 PDVSA와 합작을 통해서만 가능
- 오리멸전: 천연 오리노코에 물과 계면활성제를 섞어 액체화한 액상연료로, 석유를 대체할 새로운 연료로 각광받고 있는 석탄과 석유의 중간제품. 석탄을 능가하는 발열량에 가 격은 석유의 70%정도이며 주로 베네주엘라에 매장되어 있음
- IOC: International Oil Company의 약자로 국제석유기업을 뜻함. 대규모 자본을 바탕으로 전세계 석유의 생산, 유통, 정제, 판매 등을 통합한 일관조업회사로서 세계 석유산업을 지배해 왔으며 최근에는 중동 석유지역을 탈피하여 미국, 중남미, 동남아시아 등에서 탐광, 개발에 주력하고 있음. 대표되는 기업으로는 BP, 엑손모빌, 로얄더치셸, 쉘브론, 토탈, Eni 등이 있음
- Bitumen : 석탄과 석유의 중간 제품. 오일샌드에 함유된 밀도가 높고 끈적끈적한 석유 형태의 초중질유이며 역청탄이라고도 불림. 역청탄은 주로 보일러와 코크스용으로 쓰이고 오일샌드에서 비투멘을 분리해서 열을 가하면 석유처럼 쓸 수 있음
- 오리노코 벨트 : 베네주엘라 남쪽에 흐르는 오리노코강 주변 지역 일대로 약 55,314평방미터에 이름. 비전통 석유의 일종인 Bitumen이 약 420억톤 매장되어 있고 약 2,560억배럴의 석유가 매장되어 있는 것으로 알려짐. Boyaca, Junin, Ayacucho, Carabobo 등 총 4개의 개발지역으로 나뉘어져 있음. 베네주엘라의 강력한 규제와 자원국영화에도 불구하고, 엄청난 규모의 매장량 때문에 IOC를 포함한 많은 외국기업들이 진출해 있음

종목분석

현대건설 (000720)	28
---------------	----

현대건설(00720)

매수(유지) / TP: 90,000원

주가(2/5, 원)	66,400
시가총액(십억원)	7,394
발행주식수(백만)	111
52 주 최고/최저가(원)	85,600/56,300
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	30,269
유동주식비율(%)	65.0
외국인지분율(%)	23.8

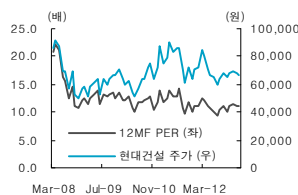
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	11,378	723	750	513	4,607	12.4	796	15.7	9.1	2.1	15.0
2011A	11,920	754	851	635	5,705	23.8	831	12.3	9.0	1.9	15.8
2012F	13,325	760	788	520	4,668	(18.2)	835	15.0	9.4	1.7	12.0
2013F	13,971	914	909	615	5,518	18.2	987	12.0	7.4	1.5	13.1
2014F	15,201	1,049	1,047	709	6,361	15.3	1,120	10.4	6.5	1.4	13.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.9)	13.1	(15.5)
상대주가(%)	(6.2)	8.3	(13.8)

12MF PER 추이



과거와 다른 전략의 성과, 베네주엘라에서 증명하다

개발사업 참여로 지속 가능한 성장 추구: 현대건설의 목표주가 90,000원과 차선후주 의견을 유지한다. 현대차그룹의 인수 이후 현대건설에 나타난 뚜렷한 전략적 변화가 장기적으로 지속 가능한 성장을 유발할 것으로 판단한다. 이는 1) 과거의 경쟁형 EPC 입찰에서 최근 금융주전형 등 개발형 사업으로의 전환, 2) 현대로템과 현대제철 등 계열사와의 시너지를 이용한 입찰 증가, 3) 철저한 원가 시스템 도입에 따른 수익성 강화 등이다.

2012년 5월, 베네주엘라 'PLC' 정유 프로젝트 이후 현대건설의 개발형 사업 참여가 늘고 있다. 이를 통해 타겟 마진을 높이고 한국업체가 주로 집중하는 중동 편향을 가장 빠르게 탈피하는 건설사다. 또한 2월 수주가 예상되는 미얀마 가스발전 프로젝트에서 약 400억원의 자본 투자를 계획하고 있다. 이 같은 다양한 수주 방식의 변화로 현대건설의 올해 중동지역 수주 비중은 작년 51%에서 올해 33%로 빠르게 하락할 전망이다. 이와 함께 영업이익률 역시 작년의 5.7%에서 올해 6.5%로 개선될 것이다.

건설사 중 이익 투명성 가장 높아 장기 투자 가능: 매크로가 불안해 이익 예측 가능성이 높은 회사의 선호도가 높다. 2012년 대부분의 건설사가 전년 대비 영업이익이 감익되는 상황에서 현대건설은 2008년부터 매년 성장세를 지속하고 있다. 2013년은 전년 대비 20.2% 증가한 9,140억원의 영업이익이 예상되는데 원가 상승 여부와 규모에 대해 시장과의 충분히 커뮤니케이션 해 왔기에 추정 이익에 대한 신뢰도가 높다. PER 12배로 peer 대비 20%의 할인율은 이익 투명성과 꾸준한 성장성으로 정당화 될 것이다.

<표 5> 목표주가 산출 내역

(단위: 십억원)

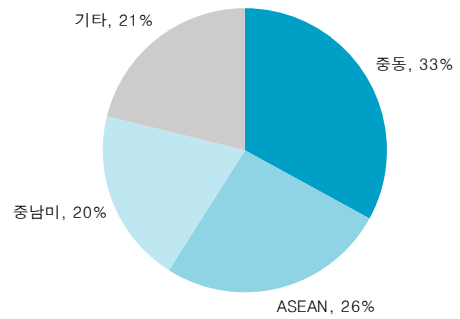
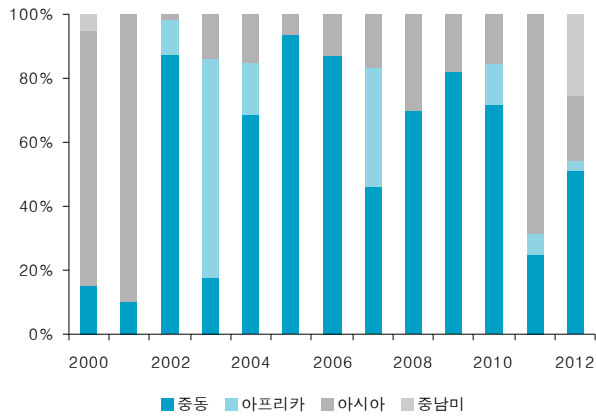
구분	부문별 가치	비고
1) 영업가치	8,924	
기준 NOPLAT	637	2013년 기준, 지배주주 기준
목표배수 (배)	14.0	대형주 평균 목표배수
2) 보유투자증권 지분가치	248	시장성 있는 지분증권 장부가 30% 할인
3) 자산 토지가치	465	장부가 기준
3) 순차입금	-299	2013년 말 예상
주주가치 (1+2-3)	9,935	
발행주식수 (모통주, 천주)	111,356	
주당가치 (원)	90,000	

자료: 한국투자증권

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

[그림 50] 현대건설의 해외수주 지역별 비중 추이- 다각화로 수익성 제고 [그림 51]현대건설의 2013년 해외수주 지역별 예상



자료: 해외건설협회

자료: 현대건설, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	7,872	8,711	8,502	8,889	9,595
현금성자산	1,741	1,862	1,671	1,816	1,900
매출채권및기타채권	3,834	4,423	4,442	4,657	5,067
재고자산	1,334	1,283	1,110	1,075	1,169
비유동자산	3,124	3,161	3,492	3,625	3,922
투자자산	1,419	1,375	1,612	1,690	1,900
유형자산	1,097	1,120	1,137	1,155	1,174
무형자산	43	44	49	52	56
자산총계	10,996	11,872	11,994	12,513	13,518
유동부채	5,692	5,773	5,310	5,352	5,748
매입채무및기타채무	3,478	3,588	3,194	3,420	3,806
단기차입금및단기사채	262	170	120	65	10
유동성장기부채	104	177	227	277	327
비유동부채	1,366	1,736	1,999	2,052	2,135
사채	548	897	972	1,024	1,077
장기차입금및금융부채	102	212	345	313	280
부채총계	7,058	7,508	7,309	7,404	7,883
지배주주지분	3,828	4,203	4,498	4,887	5,370
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	828	828	828	828	828
자본조정	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	2,140	2,675	3,139	3,699	4,352
비지배주주지분	111	160	188	223	265
자본총계	3,938	4,363	4,685	5,109	5,635

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	680	(156)	196	550	632
당기순이익	547	685	561	663	765
유형자산감가상각비	72	75	73	70	68
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	(206)	(1,110)	(468)	(202)	(237)
기타	265	192	28	17	34
투자활동현금흐름	(238)	(69)	(540)	(363)	(507)
유형자산투자	(85)	(68)	(92)	(91)	(91)
유형자산매각	33	3	3	3	3
투자자산순증	(102)	(40)	(418)	(258)	(390)
무형자산순증	(3)	(1)	(7)	(5)	(7)
기타	(81)	37	(26)	(12)	(22)
재무활동현금흐름	(75)	345	153	(42)	(41)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(7)	425	209	14	15
배당금지급	(68)	(80)	(56)	(56)	(56)
기타	(1)	0	0	0	0
기타현금흐름	(9)	1	0	0	0
현금의증가	358	121	(191)	145	84

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

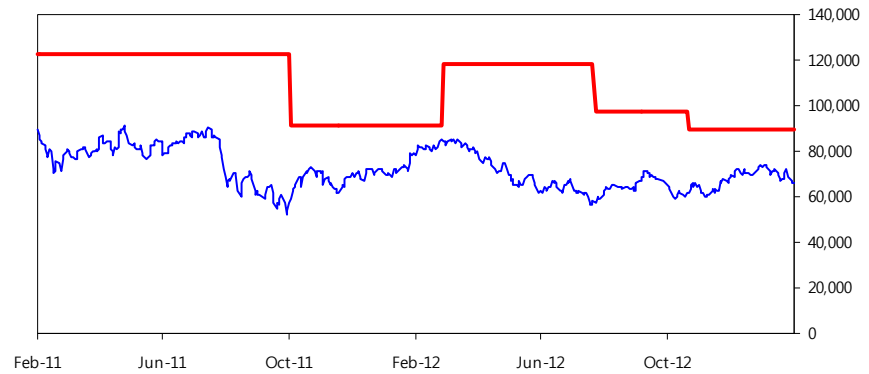
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	11,378	11,920	13,325	13,971	15,201
매출총이익	1,327	1,168	1,249	1,444	1,639
판매관리비	538	433	489	530	590
기타영업손익	(66)	18	0	0	0
영업이익	723	754	760	914	1,049
금융수익	229	250	171	131	135
이자수익	55	63	61	61	65
금융비용	199	137	149	126	127
이자비용	42	43	54	56	57
기타영업외손익	0	0	16	0	0
관계기업관련손익	(2)	(17)	(11)	(10)	(10)
세전계속사업이익	750	851	788	909	1,047
법인세비용	203	166	227	245	283
연결당기순이익	547	685	561	663	765
지배주주지분순이익	513	635	520	615	709
기타포괄이익	83	(183)	(183)	(183)	(183)
총포괄이익	630	502	378	480	581
지배주주지분포괄이익	599	453	350	445	539
EBITDA	796	831	835	987	1,120

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	4,607	5,705	4,668	5,518	6,361
BPS	34,344	37,711	40,353	43,845	48,181
DPS	700	500	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	9.5	4.8	11.8	4.8	8.8
영업이익증가율	24.4	4.3	0.8	20.2	14.8
순이익증가율	12.7	23.8	(18.1)	18.2	15.3
EPS 증가율	12.4	23.8	(18.2)	18.2	15.3
EBITDA 증가율	19.5	4.3	0.5	18.2	13.5
수익성(%)					
영업이익률	6.4	6.3	5.7	6.5	6.9
순이익률	4.5	5.3	3.9	4.4	4.7
EBITDA Margin	7.0	7.0	6.3	7.1	7.4
ROA	5.6	6.0	4.7	5.4	5.9
ROE	15.0	15.8	12.0	13.1	13.8
배당수익률	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
안정성					
순차입금(십억원)	(923)	(539)	(158)	(299)	(384)
차입금/자본총계비율(%)	26.6	34.1	36.2	33.5	30.6
Valuation(X)					
PER	15.7	12.3	15.0	12.0	10.4
PBR	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
PSR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.1	9.0	9.4	7.4	6.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대건설(000720)	2011.05.01	매수	123,000 원
	2011.10.10	매수	91,000 원
	2012.03.05	매수	118,000 원
	2012.07.30	매수	97,000 원
	2012.10.28	매수	90,000 원



This page is left blank intentionally

■ Compliance notice

- 당사는 2013년 2월 7일 현재 현대건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대건설 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.