

건설

에너지원 패러다임 변화에 불안해진 한국 건설업



2013. 4. 15

Analyst 박용희

02.3779-8944

yhpark@etrade.co.kr

Neutral

투자의견 Neutral 및 업종 Top-picks 삼성물산, 현대건설 제시하며 커버리지 개시

투자의견 중립(Neutral)으로 건설업종 커버리지를 개시한다. 업종 내 Top-picks는 삼성물산과 현대건설을 제시한다. 당사가 건설업종을 Neutral로 커버리지 개시하는 이유는 1) 고도 성장에 따른 성장통 기간 진입, 2) 경쟁심화에 따른 이익의 가시성 둔화, 3) 시대적요구 편승(에너지 패러다임 변화 및 필요성)의 어려움 때문이다.

FY12 마진을 하락 이슈, FY13 Cost Over-run 이슈 본격 부상

글로벌 금융위기 이후 해외 플랜트 산업은 Seller's Market에서 Buyer's Market으로의 빠르게 전환되며, 저마진 구조가 안착되고 있다. 국내 건설사들이 Global Peer와 같은 독점 시장을 영위하기 전까지는 국내 건설사의 저마진 구조화는 염두에 두어야 한다는 것이 당사 리서치의 생각이다. FY12는 원가율 악화가 주요 이슈였다. 반면 FY13은 Cost Over-run이 산발적으로 부각될 전망으로 건설사들의 이익 가시성이 더 낮아질 전망이다.

에너지원 패러다임 변화에 불안해진 한국 건설업

Shale Gas 발견으로 에너지 해게모니를 잡은 미국은 기존 석유 중심의 산업에서 가스 중심으로 에너지원을 재편할 계획이다. 국내외 플랜트업체에게는 가스로 재편되는 에너지원의 변화에 대한 대응이 절실해 지는 시점이다. 일본이 LNG 구매력을 바탕으로 가스 채취 및 개발에 적극적으로 나서고 있는 점을 감안하면, LNG구매 2위국인 국내 건설업체에게도 여전히 기회는 있다. 하지만 시간이 필요해 보인다. 향후 이 부분에 대해서는 추후 In-depth 자료에서 다룰 예정이다.

저가 수주한 프로젝트의 본격 매출 인식으로 Cost Over-run 문제가 본격화 될 전망

매출		Good	Good	Good	Good	Good	Good	Good	Good	Bad	Bad	Good	Better	Better
수주		FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	
Good	FY05	14%	24%	52%	10%									
Good	FY06		14%	24%	52%	10%								
Good	FY07			14%	24%	52%	10%							
Good	FY08				14%	24%	52%	10%						
Good	FY09					14%	24%	52%	10%					
Bad	FY10						14%	24%	52%	10%				
Bad	FY11							14%	24%	52%	10%			
Better	FY12								14%	24%	52%	10%		
Better	FY13									14%	24%	52%	10%	

자료: 이트레이드증권 리서치본부

Contents

Investment Summary	3
I. 건설 市場/競争, 그리고 이익률	4
1. FY12 마진을 하락 이슈, FY13 Cost Over-run 이슈 부각 전망	4
2. 상반기 실적 추정치 하향 작업 지속, 기대감으로 사기엔 부담스러운 시황	6
3. 업종 투자 의견은 Neutral, Top-picks는 삼성물산과 현대건설을 제시하며 커버리지 개시	8
II. Global PEER 실적으로 본 교훈	9
1. 국내외 11개 건설사 실적 분석 결과: 에너지 패러다임 변화에 편승해야 산다!	9
III. 에너지원 변화는 국내업체에게 위험과 기회 요인으로 작용	11
1. 석유에서 가스로 재편되는 플랜트 시장에 대한 대응이 필요	11
IV. Global Macro 점검: 환율과 원자재의 방향성은 국내업체에게 비우호적	18
1. 환율 점검: 엔저 추세와 유로화 변동성 확대는 국내 건설업체에게 비우호적인 상황	18
2. 원자재 점검: 유가 방향성 혼재, LNG 가격 상승은 국내업체에게 비우호적인 상황	18
3. 기자재가 점검: 원자재가 안정으로 비용 부담은 크지 않을 전망	19
V. APPENDIX. 신규 수주 점검 및 Global PEER Valuation	21
1. 상반기는 삼성물산과 현대건설 수주 양호, 일단 보이는 것만 믿자!	21

Investment Summary

I. 업종 투자의견 및 Top-picks

투자의견 중립(Neutral)으로 건설업종 커버리지를 개시한다. 업종 내 Top-picks는 삼성물산과 현대건설을 제시한다. 당사가 건설업종을 Neutral로 커버리지 개시하는 이유는 1)고도 성장에 따른 성장통 기간 진입, 2)경쟁심화에 따른 이익의 가시성 둔화, 3)시대적요구 편승(에너지 패러다임 변화 및 필요성)의 어려움 때문이다.

에너지원이 석유에서 가스로 점진적으로 변화되고 있다. Shale Gas 개발이 시발점 이었고, 일본 원전 사태가 기폭제로 작용했다는 판단이다. 이는 중국의 석유 소비 증가율을 둔화시켜, 중동의 플랜트 발주를 감소 시키는 원인으로 작용되고 있다. 이 때문에 Oil&Gas 메이저업체의 Smart Money move는 가스 개발로 향하고 있는 실정이다. 그 결과 중동지역 및 석유 베이스의 플랜트에 강점을 지닌 국내업체의 성장을 둔화 추세는 지속될 것이란 판단에 건설업종 투자 의견을 Neutral로 제시한다. 반면 인프라(토목, 건축 및 발전 플랜트)는 지속적으로 투자가 될 전망으로 인프라에 강점을 가진 삼성물산과 현대건설을 Top-picks로 제시한다.

II. 건설 시장 / 경쟁, 그리고 이익률: FY12 마진율 하락 이슈, FY13 Cost Over-run이슈 부각 전망

글로벌 금융위기 이후 해외 플랜트 산업은 Seller's Market에서 Buyer's Market으로의 빠르게 전환되며, 저마진 구조가 안착되고 있다. 국내 건설사들이 Global Peer와 같은 독점 시장을 영위하기 전까지는 국내 건설사의 저마진 구조화는 염두에 두어야 한다는 것이 당사 리서치의 생각이다. FY12는 원가율 악화가 주요 이슈였다. 반면 FY13은 Cost Over-run이 산발적으로 부각될 전망으로 건설사들의 이익 가시성이 더 낮아질 전망이다.

III. Global PEER 실적으로 본 교훈: 에너지 패러다임 변화에 편승해야 산다!

국내외 11개 건설사의 실적을 분석한 결과 세가지로 요약이 된다. 1) 국내 건설사, 외형 확대를 위한 저가 수주 전략으로 M/S는 확대되었으나, 마진율은 급속히 악화, 2)유럽 건설사, M/S 감소에 따른 외형 축소로 이익 감소, 3)일본 건설사, LNG라는 과점시장 확보에 따른 외형 확대와 이익 확대로의 전환이다. 엔화 약세 정책과 LNG라는 강력한 무기로 2000년대 초반 중동발전모템에서 살짝 비켜있던 일본업체의 약진이 중기적으로 확대될 전망이다.

IV. 에너지원 변화는 국내건설업체에게 위험과 기회 요인으로 작용

Shale Gas 발견으로 에너지 헤게모니를 잡은 미국은 기존 석유 중심의 산업에서 가스 중심으로 에너지원을 재편할 계획이다. 국내외 플랜트업체에게는 가스로 재편되는 에너지원의 변화에 대한 대응이 절실히 지는 시점이다. 일본이 LNG 구매력을 바탕으로 가스 채취 및 개발에 적극적으로 나서고 있는 점을 감안하면, LNG구매 2위국인 국내 건설업체에게도 여전히 기회는 있다는 판단이다. 향후 이 부분에 대해서는 추후 In-depth 자료에서 다룰 예정이다.

V. Global Macro 점검: 환율과 원자재 방향성은 국내업체에게 비우호적

환율은 직접적인 경쟁상대인 유럽업체 및 간접적인 경쟁상대인 일본업체 대비 우호적인 여건이 아니다. 플랜트 발주의 Indicator인 유가 또한 \$100/bbl(WTI 기준) 아래에서 움직이고 있다. 유가의 추세적인 상승 없이는 국내 산업재가 시장을 Out-perform할 가능성은 크지 않아 보인다.

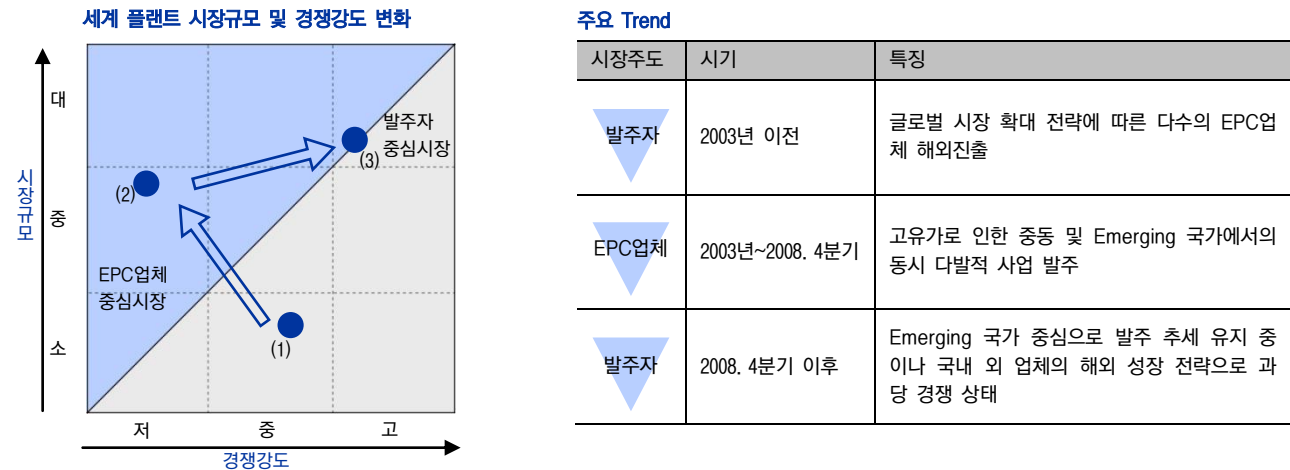
I. 건설 市場/競爭, 그리고 이익률

FY12 마진을 하락 이슈, FY13 Cost Over-run 이슈 부각 전망

국내외 건설사들은 고유가로 인한 동시 다발적인 프로젝트 진행으로 FY03~FY08년까지 Seller's Market을 영위했다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 급속도로 국내외에서 건설경기가 냉각되며, Buyer's Market으로 전이되고 있는 상황이다.

그 결과 Buyer's Market의 고질병인 저마진 구조가 안착되고 있다. 국내 건설사들이 Global PEER와 같은 독점 시장을 영위하기 전까지는 건설 시장의 저마진 구조화는 엄두에 두어야 한다는 것이 당사 리서치의 생각이다. 그리고 실적추정치와 발표치의 괴리율은 FY13 상반기까지 지속적인 이슈가 될 전망이다.

[그림1] 세계 플랜트 시장은 Buyer's Market 상황으로 빠르게 전이되며, 이익 성장의 한계를 보이기 시작하다!



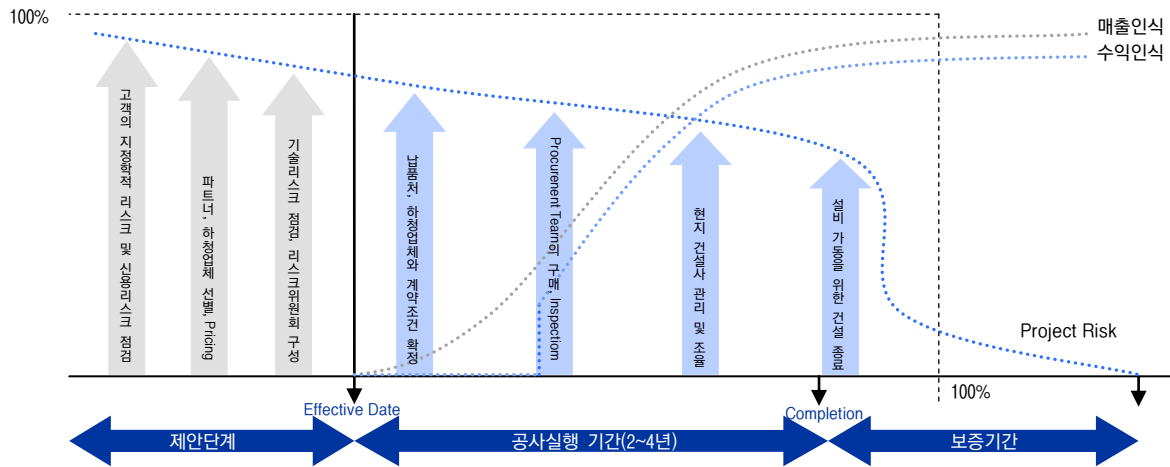
자료: 이트레이드증권 리서치본부

실적 추정치와 발표치의 괴리율 발생은 Cost Over-run 현장 때문

건설사의 매출은 공사기간 내 연도별로 점증하는 S-자 커브로 인식된다. 그리고 이익은 리스크가 없는 Engineering 단계에서는 인식치 않고, 리스크가 발생하기 시작하는 구매단계부터 인식한다. 프로젝트 기간을 4년으로 가정 시 FY13의 매출은 대부분이 FY11에 수주한 프로젝트에서 발생할 전망이다. 경쟁이 심화된 상태에서 수주한 FY11 프로젝트의 본격 인식으로 FY13 건설사들의 마진율업은 지속될 전망이다.

지난 1~2년동안 발생한 실적 추정치대비 발표치의 괴리율 때문에 애널리스트의 추정치는 대부분은 보수적으로 반영되어 건설사 실적에 대한 신뢰감은 커지고 있는 상황이다. 하지만 해외 프로젝트의 대형화로 Cost Over-run 현장의 공사 종료 시 원가율은 분기별로 들쭉날쭉하며 여전히 시장의 우려는 커질 수 있다는 점은 인지해야 한다. 당사는 올해 상반기까지 이 추세가 유지될 것으로 보고 추정치의 컨센서스 하향 작업이 상반기까지 지속될 것이란 전망이다. 특히 중동지역에 편중된 회사, 신규 지역에 진출하였으나 연속된 수주가 없는 회사 중심으로 이익 추정치 하향 작업은 지속될 것이란 판단이다.

[그림2] 건설사의 매출 및 이익 인식 Simulation상 올해 준공되는 해외 대형 프로젝트의 점검이 필요한 시기



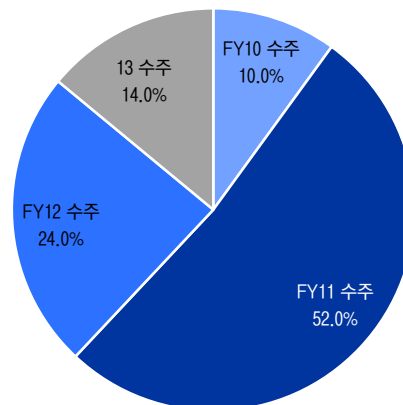
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표1] FY13 매출은 대부분 FY10~11에 수주한 대형 프로젝트가 기여할 전망

매출		Good	Good	Good	Good	Good	Good	Good	Bad	Bad	Good	Better	Better
수주		FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16
Good	FY05	14%	24%	52%	10%								
Good	FY06		14%	24%	52%	10%							
Good	FY07			14%	24%	52%	10%						
Good	FY08				14%	24%	52%	10%					
Good	FY09					14%	24%	52%	10%				
Bad	FY10						14%	24%	52%	10%			
Bad	FY11							14%	24%	52%	10%		
Better	FY12								14%	24%	52%	10%	
Better	FY13									14%	24%	52%	10%

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] FY13 매출 Break-down(프로젝트 연도별 매출)



자료: 이트레이드증권 리서치본부

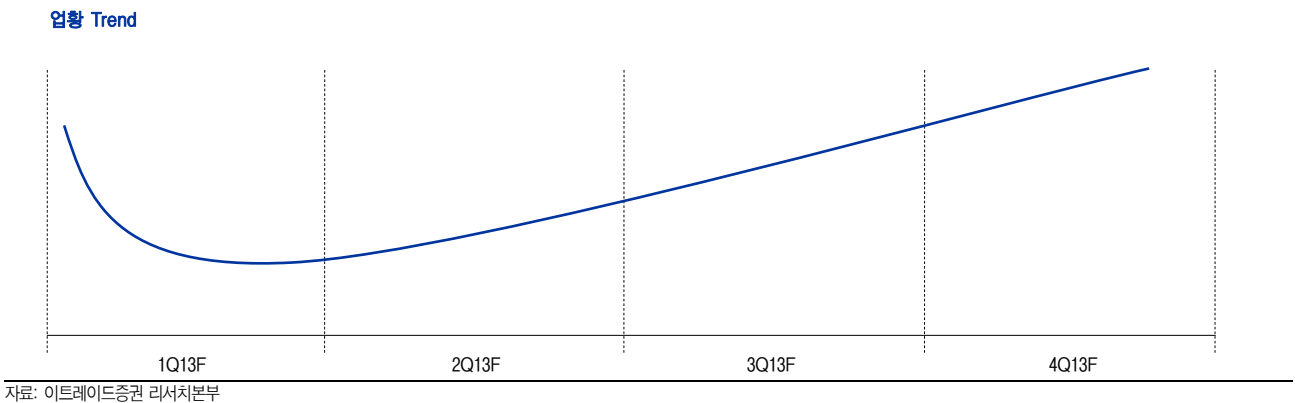
상반기 실적 추정치 하향 작업 지속. 기대감으로 사기엔 부담스러운 상황

지난해부터 몇몇 건설사의 어닝 쇼크로 인해 시장의 눈높이는 현격히 낮아진 상황이다. 시장 컨센센스 점검 결과, FY13 6개사의 합산 OP 추정치는 이미 -25.7% 하향 조정되었고, 합산 EPS는 -33.7% 조정되었다. 저가 수주로 인한 이익 하향 작업은 일부 반영되었다. 하지만 대형 프로젝트의 완공 정산으로 예기치 못한 어닝 쇼크는 산발적으로 발생할 가능성이 높아짐에 따라 건설사의 주가 상승엔 걸림돌로 작용할 전망이다.

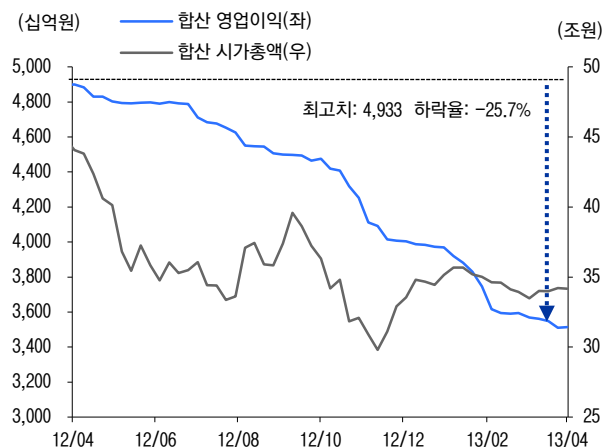
하지만 긍정적인 뉴스는 FY12부터 시작된 저가수주 지양으로 현재의 상황은 잔고보다 개선된 수주를 획득하기 위한 전략을 취하고 있다는 것이다. 대부분의 건설사들이 저가 수주 지양에 따른 작년 가이드스 달성 실패가 이를 반증한다.

그러므로 당사가 하반기를 주목하는 이유는 1)올해가 마진율의 바닥이다라는 점, 2)잔고의 질은 개선되고 있다는 점, 3)마진율이 점진적으로 상승한다면 실제 실적 추정치를 상회하는 실적 발표치도 가능하다는 점이다. 하지만 이는 상반기에 클린화 작업이 마무리 되었다는 가정이 선행되어야 한다.

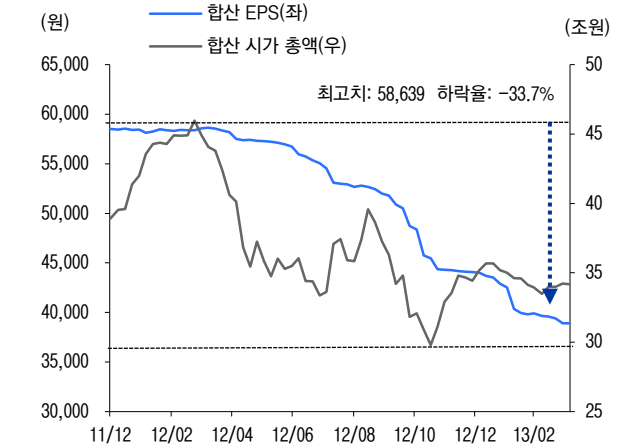
[그림4] 상반기 클린화 작업이 강하게 이루어 질 때는 하반기부터 이익의 가시성이 개선될 전망



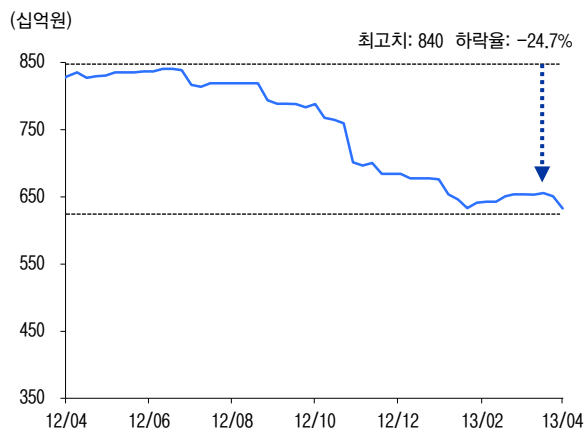
[그림5] FY13 6개사 합산 OP 추정치 변동: -25.7%



[그림6] FY13 6개사 합산 EPS 추정치 변동: -33.7%

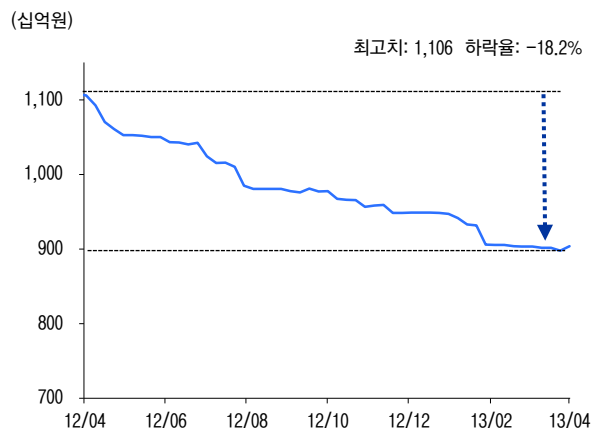


[그림7] 삼성물산 OP 추정치 변동: -24.7%



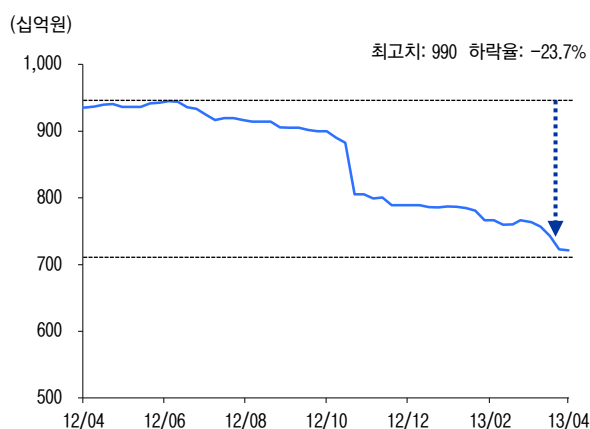
자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림8] 현대건설 OP 추정치 변동: -18.2%



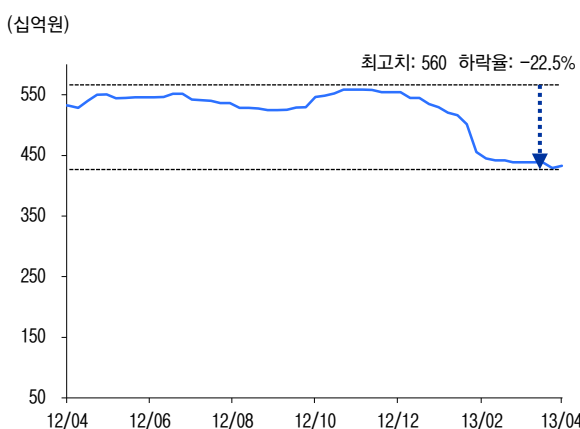
자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 삼성엔지니어링 OP 추정치 변동: -23.7%



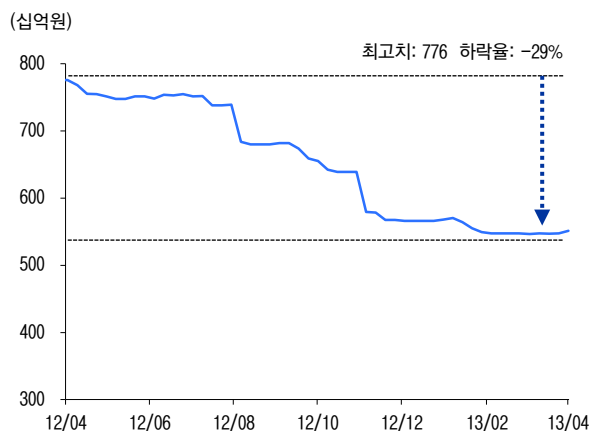
자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 대우건설 OP 추정치 변동: -22.5%



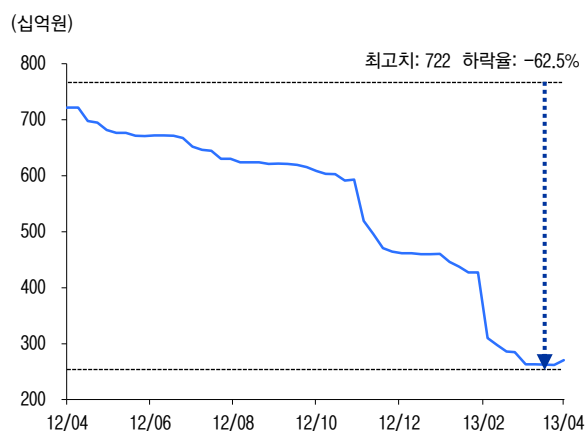
자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림11] 대림산업 OP 추정치 변동: -29.0%



자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림12] GS건설 OP 추정치 변동: -62.5%



자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

업종 투자 의견은 Neutral. Top-picks는 삼성물산과 현대건설을 제시하며 커버리지 개시

상반기는 해외 발주의 눈높이를 조정, 밸류에이션을 보수적으로 반영하여 목표 주가를 산출할 필요성이 높아졌다. 목표주가에 거품이 낄 수 있는 SOTP(Sum-of-the-part) 방식을 배제(삼성물산은 SOTP 방식 유지)하고 일괄 PE Method를 적용하여 목표주가를 산출했다.

삼성물산과 현대건설의 경우는 해외 수주 전략의 차별화 및 OP 추정치의 변동이 크지 않을 전망이어서 업종 내 Top-picks로 제시한다. 대림산업과 대우건설의 경우는 OP 추정치에 대한 Down-side Risk는 존재하나, 여전히 밸류에이션 매력도가 충분하다는 판단으로 BUY의견을 제시한다.

GS건설의 경우는 OP의 하향 조정 작업이 대부분 이루어져 Down-side Risk는 크지 않으나, 밸류에이션 매력도가 약해 Market Perform을 제시한다. 삼성엔지니어링의 경우는 OP 추정치의 Down-side Risk 및 화공플랜트 발주 감소를 반영하여 Market Perform 투자 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다.

Global PEER 中 에너지 패러다임 변화에 가장 잘 대응하고 있는 일본업체가 Out-perform한 사실에 주목할 필요가 있다. 과연 국내 건설업체가 시장에서 요구하는 시대적 부름에 잘 부응하고 있는 지에서 건설업종 투자 포인트를 찾아야 한다는 판단이다.

[표2] 종목별 목표주가 산정내역 및 투자 의견

(단위: 원)

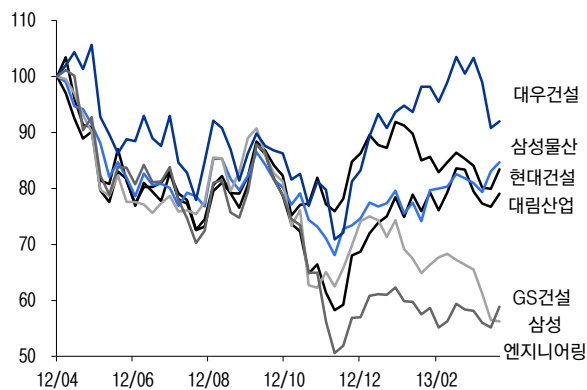
	삼성물산	현대건설	대우건설	대림산업	GS건설	삼성엔지니어링
종목코드	000830	000720	047040	000210	006360	028050
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	M.P.	M.P.
목표주가	85,000	78,000	10,000	110,000	43,000	120,000
목표 PER(x)	12.8	14.4	12.8	8.1	12.8	12.8
현주가(4/12)	62,700	57,600	8,070	75,900	35,700	90,900
상승여력(%)	35.5	35.4	23.9	44.9	20.4	32.0

주: 13F~14F 평균 EPS 적용. 예외적으로 삼성물산은 SOTP 적용(영업가치+지분가치), M.P.(Market Perform)

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] 국내업체 Global Peer대비 Under-perform함

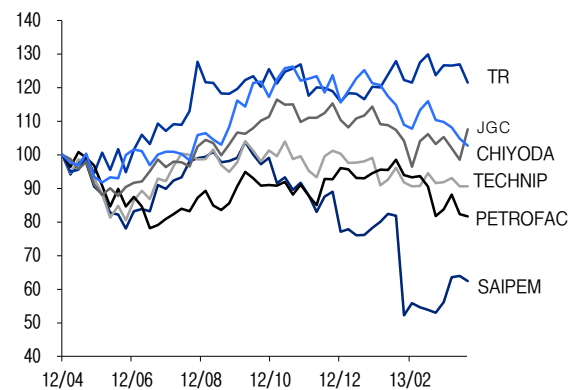
(P, 2012.4.7=100)



자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림14] 일본업체 Global Peer대비 Out-perform함

(P, 2012.4.7=100)



자료: QuantiWise, 이트레이드증권 리서치본부

II. Global PEER 실적으로 본 교훈

국내외 11개 건설사 실적 분석 결과: 에너지 패러다임 변화에 편승해야 산다!

국내 6대건설사의 실적은 1)매출 증가세 유지, 2)저가 수주 영향으로 이익은 감소세라고 요약할 수 있다. 지역다각화에 성공한 현대건설과 그룹사 공사의 안정적인 마진을 시현하고 있는 삼성물산 정도가 차별적인 실적을 나타내고 있다. 반면 매출 증가세 둔화를 보이고 있는 GS건설과 삼성엔지니어링의 실적은 둔화되고 있다. 건설업은 서비스업으로 제조업과 같은 CAPEX 투자는 없다. 반면에 신규지역 진출을 위해 저마진으로 수주를 한다. 경기가 호황일 때는 연속적인 수주로 저마진 수주가 Investment 성격을 보이는 반면, 설비투자가 감소하는 시점에서는 연속적인 수주 실패로 신규지역 수주가 심각한 마진 하락을 유발한다. 그 결과 지금은 국내 건설사들의 과도한 외형 확대전략이 실적에 부정적인 영향으로 작용하고 있는 시점이다. 이는 피할 수 없는 성장통이며 건설업이 처한 투자회수 Cycle로 이해해야 한다.

유럽 건설사의 실적은 1)M/S하락으로 매출 성장성 둔화, 2)SAIPEM을 제외한 나머지 회사들은 독점적인 사업구조를 바탕으로 이익 안정성이라고 요약할 수 있다. M/S 둔화는 Top-line 성장 둔화를 유발한다. 특히 이태리 SAIPEM의 경우는 매출 둔화 국면에서 어닝스 가이던스 하향 작업이 진행되었다. 지난해 GS건설의 경우 매출이 둔화되는 국면에서 어닝 쇼크가 일어났다. 올해 매출 가이던스 점검 결과 삼성엔지니어링과 대림산업의 매출 둔화 폭이 큰 점을 감안 두 회사의 어닝 쇼크 가능성에 대한 대비가 필요하다.

일본건설사의 실적은 1)LNG 시장 확대 수혜주, 2)엔화약세 효과로 세전이익 개선이라고 요약할 수 있다. 일본 건설사의 경우 중동발 모멘텀 때 가장 적은 수혜를 받았다. 이는 Fast-track으로 진행된 EPC에서 노후화된 인력을 보유한 일본업체의 장점이 상당히 무시된 이유이다. 하지만 현재는 중동외 지역에서 Gas관련 플랜트 설비 중심으로 재편되고 있다. 그리고 일본이 LNG 시장의 최대 Buyer라는 이점을 바탕으로 LNG 플랜트 시장 종류 부문을 독과점하고 있는 상황이다. 국내의 경우 한국가스공사가 단일 규모로는 세계 최대의 Buyer라는 점으로 국내 건설업체의 진입 가능성이 커지고 있다. 국내업체도 현재 진행되고 있는 에너지 패러다임 재편에 적극적으로 동참해야 한다는 판단이다.

[표3] Global PEER 실적 Trend: 에너지 패러다임 변화로 일본업체 중장기 수혜 국면 진입

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
국내											(%YoY)			
매출	17,498	14,904	17,169	17,236	21,623	17,872	20,653	20,396	22,063		20	20	18	2
OP	429	768	802	999	680	798	788	771	765		4	-2	-23	13
NP	-357	644	816	723	555	645	688	511	389		0	-16	-29	-30
유럽														
매출	7,374	6,950	7,790	7,747	8,148	7,242	7,687	7,889	8,344		4	-1	2	2
OP	754	727	834	840	889	752	811	818	771		3	-3	-3	-13
NP	487	476	565	536	590	493	524	542	467		3	-7	1	-21
일본														
매출	2,165	2,732	2,225	2,365	2,546	3,151	2,650	2,997	3,255		15	19	27	28
OP	294	406	246	220	331	360	256	274	294		-11	4	25	-11
NP	39	209	139	141	226	173	173	195	238		-17	25	38	5

주: 국내는 6개 대형 건설사 합산, 유럽은 SAIPEM, TECHNIP, TR 합산, 일본은 JGC, CHIYODA 합산
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[표4] 에너지 패러다임 변화로 일본업체(JGC, CHIYODA)의 역습이 시작되다!

(단위: 십억원, 백만달러)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
현대건설										(%YoY)			
매출	3,499	2,286	2,870	2,962	3,803	2,706	3,181	3,319	4,119	18.4	10.8	12.1	8.3
OP	166	151	190	255	139	147	157	220	237	-2.9	-17.1	-13.8	69.8
NP	28	121	173	220	121	116	105	156	145	-4.7	-39.5	-28.7	20.2
대림산업													
매출	2,200	1,646	1,954	2,031	2,357	2,051	2,469	2,727	3,007	24.6	26.3	34.2	27.6
OP	80	61	87	193	89	119	155	137	133	94.1	77.0	-29.2	49.6
NP	31	96	146	118	5	127	35	118	116	31.8	-76.3	-0.4	2,418.9
삼성물산													
매출	4,759	4,696	5,186	5,392	6,271	5,943	6,496	6,045	6,836	26.6	25.3	12.1	9.0
OP	98	118	117	116	0	94	139	52	205	-20.6	19.2	-55.1	155,439.8
NP	8	138	68	99	97	128	263	26	49	-7.4	285.4	-74.2	-49.3
삼성엔지니어링													
매출	1,808	1,821	2,122	2,225	3,131	2,662	3,108	2,862	2,810	46.2	46.5	28.6	-10.2
OP	122	151	152	165	145	176	202	184	170	16.9	32.8	11.3	17.6
NP	81	122	113	129	150	144	143	124	110	18.3	27.2	-3.2	-27.2
GS 건설													
매출	2,237	2,024	2,182	2,137	2,708	2,108	2,355	2,401	2,425	4.1	7.9	12.4	-10.5
OP	120	116	92	113	74	93	71	49	(80)	-19.3	-22.8	-56.9	-208.5
NP	50	72	187	89	75	73	72	37	(76)	1.5	-61.4	-59.0	-200.6
대우건설													
매출	1,812	1,606	1,759	1,527	2,127	1,638	2,197	2,235	1,950	2.0	24.9	46.3	-8.3
OP	-201	82	107	55	83	110	96	109	99	33.3	-9.8	95.6	18.1
NP	-561	49	104	8	16	31	69	43	78	-36.3	-33.8	451.6	377.1
SAIPEM													
매출	4,014	4,044	4,415	4,464	4,598	4,108	4,190	4,440	4,441	1.6	-5.1	-0.5	-3.4
OP	479	475	524	533	546	489	499	502	413	3.0	-4.7	-5.8	-24.4
NP	322	292	324	318	348	303	311	312	234	3.9	-4.1	-2.0	-32.8
TECHNIP													
매출	2,399	1,966	2,395	2,400	2,714	2,315	2,664	2,609	2,985	17.7	11.2	8.7	9.97
OP	221	198	253	256	295	217	265	269	308	9.3	4.7	5.3	4.27
NP	152	143	191	171	201	147	174	183	191	3.1	-8.7	7.1	-5.19
TECHNIAS REUNIDAS										-			
매출	961	940	980	883	836	819	833	840	918	-12.9	-14.9	-4.9	9.78
OP	54	54	57	52	48	46	47	47	50	-13.5	-17.6	-9.0	4.28
NP	13	42	51	47	40	42	40	48	42	0.8	-22.0	0.8	3.74
CHIYODA													
매출	877	763	679	698	815	1,036	918	1,109	1,352	35.7	35.1	59.0	65.9
OP	92	57	55	26	122	105	57	69	109	85.0	4.5	165.9	-10.7
NP	31	31	20	20	71	72	36	41	73	132.6	81.9	106.9	3.3
JGC													
매출	1,288	1,969	1,545	1,668	1,731	2,115	1,732	1,887	1,903	7.4	12.1	13.2	10.0
OP	202	350	191	194	209	255	199	206	185	-27.0	3.9	6.3	-11.4
NP	8	178	119	121	156	101	137	154	165	-43.4	15.3	27.1	5.8

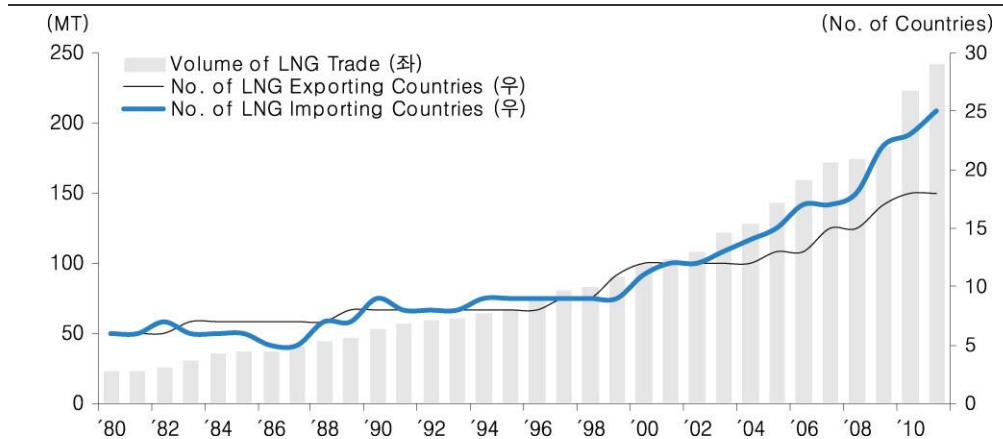
III. 에너지원 변화는 국내업체에게 위험과 기회 요인으로 작용

에너지 패러다임 변화: 석유에서 가스로 재편되는 플랜트 시장에 대한 대응이 필요

Shale Gas 개발 및 2011년 3월 일본 대지진이 LNG산업의 Game Changer 역할을 했다. 후쿠시마 지진 영향으로 일본은 LNG의 수요가 급격히 증가되었고, 그 결과 LNG 개발은 전세계적으로 활기를 띠기 시작한다. 이런 일련의 이벤트들로 인해 에너지원의 믹스는 기존 석유 및 원자력에서 LNG로 빠르게 바뀌기 시작한다.

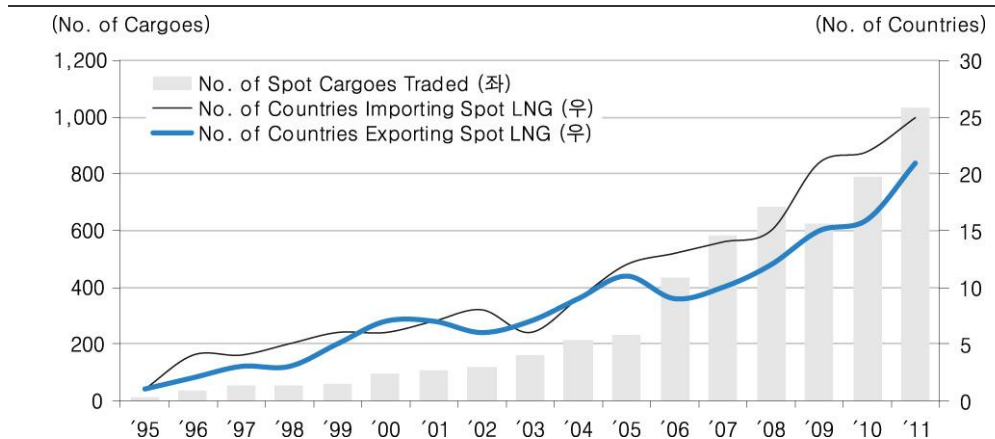
북미지역의 Shale Gas 발견은 에너지 소비가 가장 높은 미국에게 헤게모니를 쥐어주는 역할을 했다. 에너지 헤게모니를 쥐게 된 미국이 기존 석유 중심의 산업에서 가스 중심으로 변화되게 산업을 재편할 것은 자명한 사실이다. 유가 상승으로 에너지 헤게모니를 쥐었던 중동의 플랜트 발주를 경험한 국내외 플랜트업체에게는 이제 가스로 재편되는 에너지원의 변화에 대한 대응이 절실해 지는 시점이다.

[그림15] LNG 트레이딩 물량 증가 및 수출입 국가의 대폭 증가 추세로 LNG관련 플랜트는 확대 국면 진입



자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림16] LNG Spot 트레이딩 증가 의미는 유관 산업의 성장성에 대한 확신을 주는 지표



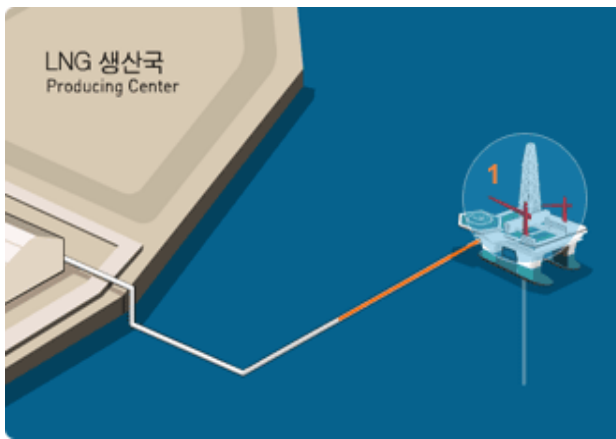
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

글로벌 메이저 Oil&Gas 업체의 가스관련 전방위 투자 확대 계획은 전통적인 석유 기반 산업의 축소 혹은 성장률 저하를 유발하는 것이 자명해 보인다. 특히 중동 지역 석유화학 플랜트 설비는 대부분 중동지역 NOC와 IOC의 합작으로 이루어진다. 투자의 한 축을 담당했던 IOC의 가스관련 투자 확대는 중동지역 투자 감소로 이어질 전망이다. 그러므로 중동지역 석유화학 플랜트는 추세적으로 감소할 전망으로 중동발 석유화학 모멘텀의 종식을 염두해 두어야 한다.

한국은 석유를 기반으로 산업이 이루어져 있다. 반면 가스의 활용도는 첨두 발전용 원료 및 도시가스용으로만 사용되고 있는 상황이다. 수출이 아닌 수입에 기반하였기 때문에, LNG 플랜트 관련 공사는 LNG 저장탱크 시설 및 배관망 정도의 공사만 수행하고 있다.

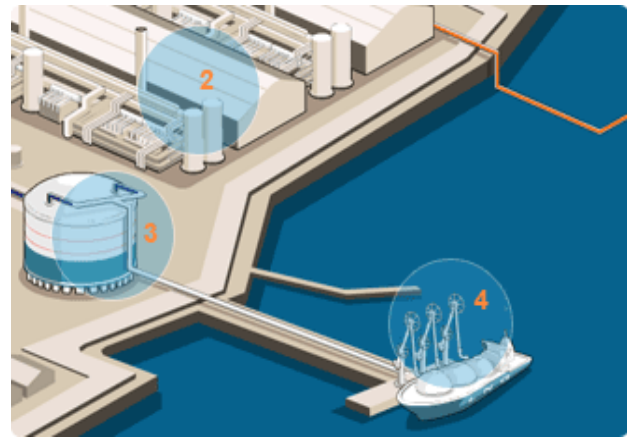
이는 표준기술로 독점적인 사업 영역이 아니어서 수혜를 논할 수 없다. 미약하나마 LNG 수입 터미널 증가는 국내건설업체에게 어느 정도 호재로 작용할 전망이다. 삼성물산의 경우는 발 빠르게 영국계 LNG 탱크 설계 전문회사를 M&A하는 등 동 시장 진입 확대를 염두 해 두고 있는 점은 긍정적이다.

[그림17] 수출국에서 가스 채취 현황



주: 1. 채취 및 정제
자료: 한국가스공사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림18] 기체 상태인 가스를 액체 상태로 바꾸는 LNG액화 플랜트 증가



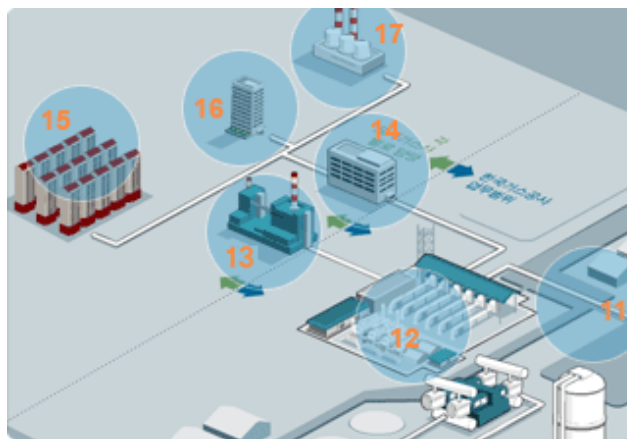
주: 2. 생산국 LNG액화터미널, 3. 생산국 저장탱크, 4. 선적설비
자료: 한국가스공사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림19] LNG 수입국 확대로 재기화 시설 및 저장 탱크 설비 증가



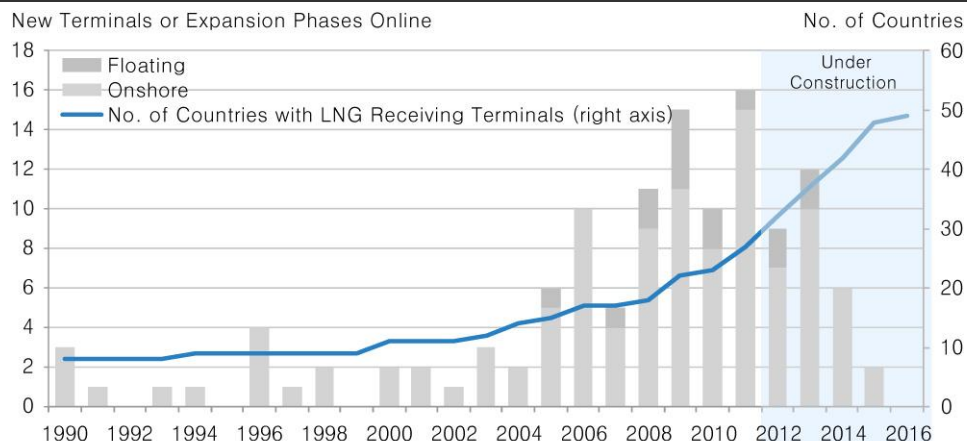
주: 5. 하역설비, 6. 저장탱크, 7. 압축기, 8. 액화설비, 9. 2차펌프, 10. 기화기
자료: 한국가스공사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림20] 발전용 및 도시가스용으로 주로 활용되나, 용도는 확대될 전망



주: 11. 배관망, 12. 공급관리소, 13. 발전소, 14. 도시가스사, 15. 가정, 16. 사무실, 17. 공장
자료: 한국가스공사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림21] LNG 수입 터미널 및 저장탱크 설비를 계획 중인 나라는 지속적으로 증가



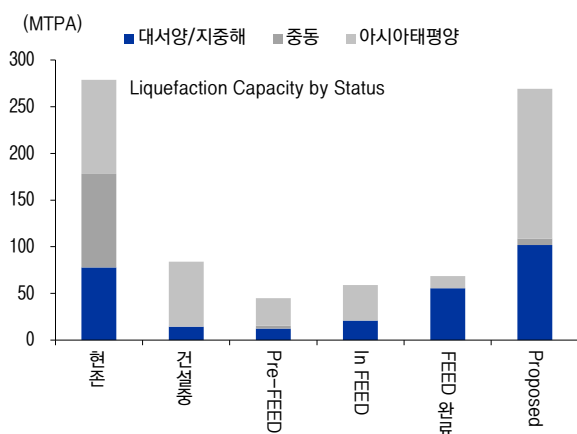
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

향후 가스관련 산업이 확대 될 때 독점적인 LNG 플랜트 분야는 수출국에서 기체 상태인 가스를 액화 시키는 LNG액화 플랜트 설비가 될 전망이다. 그러므로 국내 플랜트 업체는 동 시장 진입에 대한 철저한 준비가 필요하다. 앞서 이 시장에 대한 과점적인 지위를 가지고 있는 일본 JGC, CHIYODA의 실적 개선을 언급한 바 있다.

현존하거나 건설중인 LNG액화 플랜트 설비의 규모는 약 362.7MTPA 규모이다. 현재 FEED를 계획 중이거나 발주를 계획하고 있는 플랜트 설비 규모는 441.6MTPA로 기존 설비 규모를 능가할 전망이다.

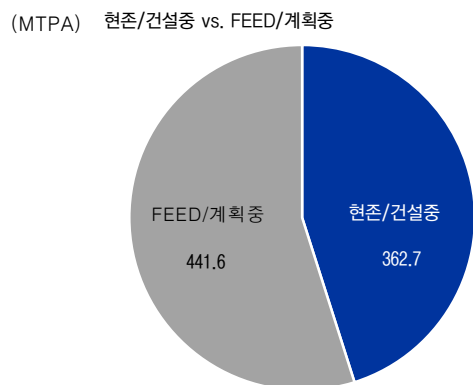
1MTPA당 약 1조원의 설비 투자 금액이 소요되는 점을 감안하면, 향후 10년동안 동 산업의 규모는 약 440조원에 달할 전망이다. 국내건설업체에게 아쉬운 부분은 지역적 강점이 있는 중동지역에서 설비 규모가 늘어나는 것이 아닌 非진출 지역인 아시아/태평양 및 북미 지역에서의 설비 투자가 계획되어 있는 부분이다.

[그림22] 非중동 지역에서의 LNG 액화 설비 계획이 문제



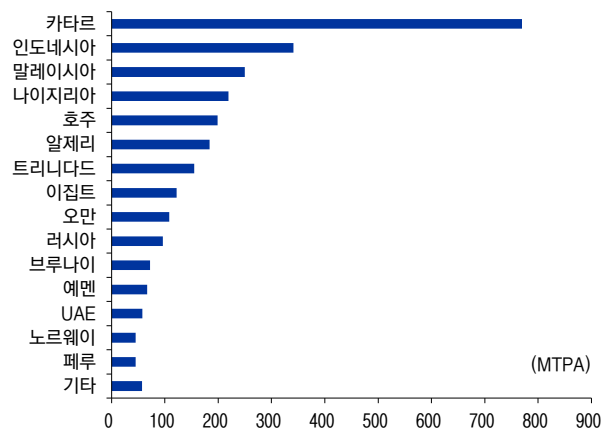
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림23] 현존하는 LNG액화 설비보다 계획중인 설비가 더 많은 상황



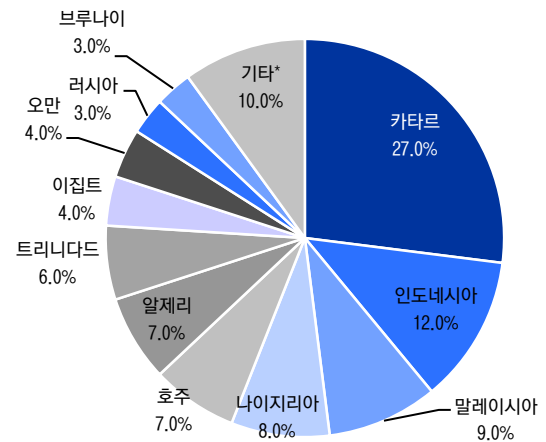
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림24] 나라별 LNG액화 설비 현황 (MTPA 기준)



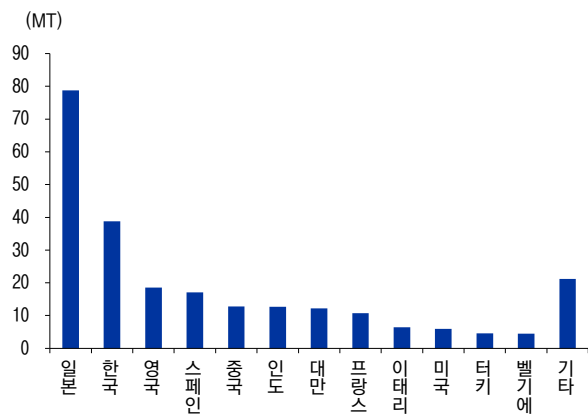
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림25] 나라별 LNG액화 설비 현황 (비중 %)



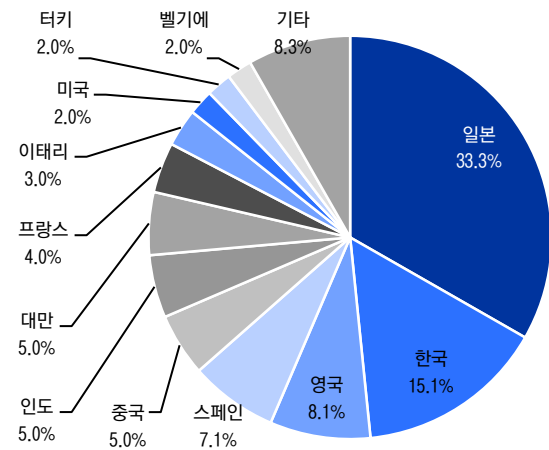
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림26] LNG 수입국별 현황 (MTPA 기준, 일본이 압도적 수입국 지위)



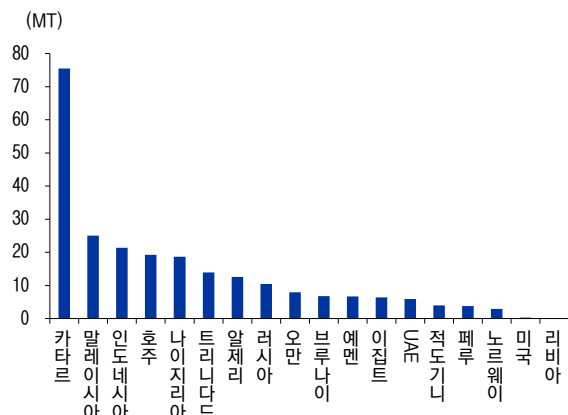
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림27] LNG 수입국별 현황 (비중 %), 일본 비중이 33.3%



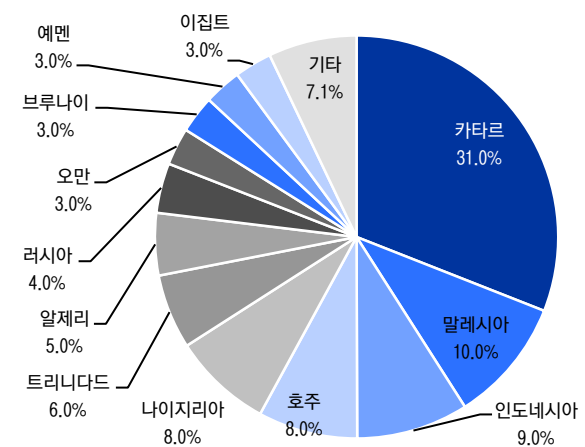
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림28] LNG 수출국별 현황 (MTPA 기준, 카타르가 압도적)



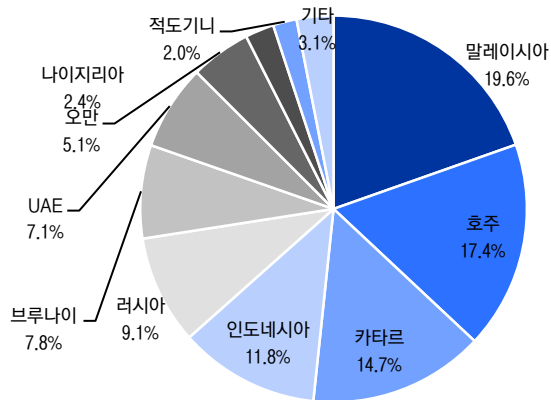
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림29] LNG 수출국별 현황 (비중 %), 카타르 비중이 31%



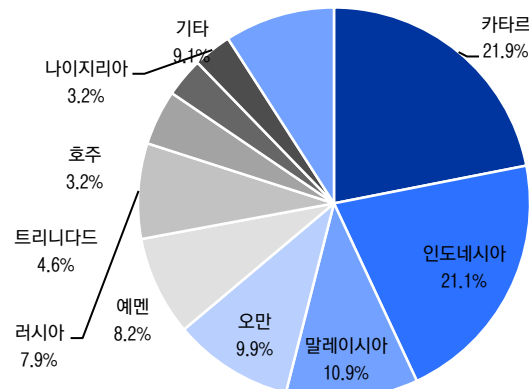
자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림30] 일본, 국가별 LNG 도입 현황



자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

[그림31] 한국, 국가별 LNG 도입 현황



자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

지난달 말레이시아의 YMAL LNG(약 2조원 규모) 액화 설비 시설 9TH Train 발주가 있었다. 말레이시아에서 수입 물량이 많고, LNG 액화설비에 과점적인 지위를 가지고 있는 일본업체 JGC가 프랑스의 TECHINP과 수주에 성공했다.

당사가 예측하기로는 국내 건설사가 올해에 이 시장의 진입은 힘들 전망이다. 하지만 한국가스공사가 가스전 개발에 직접적으로 참여 중인 인도네시아에서 가시적 성과는 기대해 볼만한 상황이다.

현재 한국가스공사와 GS건설이 인천 송도에서 LNG액화 설비 시설 Pilot 프로그램을 진행 중이다. 그 결과에 대한 발표는 올해 6월에 계획 중인 것으로 알려져 주목할 필요가 있다. 한국가스공사는 LNG액화 공정 라이선스인 KSMR 획득을 위해 상당한 노력을 하고 있는 것으로 알려져 귀추가 주목된다.

[그림32] 인도네시아, DSLNG



자료: 한국가스공사, 이트레이드증권 리서치본부

[표5] 한국가스공사, DSLNG 지분 참여 현황

인도네시아 DSLNG 지분 참여
-한국가스공사는 인도네시아 Senoro 및 Martindok 가스전을 이용한 천연가스 액화 프로젝트 및 가스전에 지분 참여
-지분매매계약(SPA) 및 주주계약(SHA)을 체결 개발 승인 단계
-지분구성(100%):Sulawesi LNG Development 59.9%(한국가스공사 14.975%, 미쯔비시 44.925%), Pertamina 29%, Medco 11.1%
-사업지역: 인도네시아 Sulawesi 섬 동부
-생산시기: 2015년~2018년
-생산규모: 200만톤/년, 가스공사는 매년 70만톤의 LNG확보

자료: 한국가스공사, 이트레이드증권 리서치본부

[표6] LNG 액화플랜트(Existing, Under Construction & Planning) 현황

프로젝트	국가	연도	케파	공정	Licensor	EPC 업체
LNG 액화플랜트 (Existing)						
Arzew GL4Z(Camel)	알제리아	1964	1.5	Cascade	Teal	Technip-Pritchard
Kenai LNG	미국	1969	1.5	OCP	Conoco Phillips	Bechtel
Marsa El Brega LNG	리비아	1970	3.2	SMR	APCI	Saipem
Brunei LNG	브루나이	1972	7.2	C3MR	APCI	Halliburton
Bontang LNG	인도네시아	1977	21.6	C3MR	APCI	KBR-IKPT, PTGC
Adgas LNG (island I, II)	UAE	1977	7.6	C3MR	APCI	Chicago Bridge&Iron Company
Arzew GL1Z	알제리아	1978	10.5	C3MR	APCI	Bechtel
Arun LNG	인도네시아	1978	12.5	C3MR	APCI	Bechtel-Chiyoda, Mitsubishi, PT Purna Bina Indonesia
Arzew GL2Z	알제리아	1981	10.5	C3MR	APCI	MW Kellogg
MLNG Satu LNG	말레이시아	1982	8.1	C3MR	APCI	KBR-JGC
North West Shelf LNG (0,4,5)	호주	1989	16.3	C3MR	APCI	Worley Parsons
MLNG Dua LNG	말레이시아	1995	9.6	C3MR	APCI	KBR-JGC
Qatargas I LNG(t1-t3)	카타르	1996	10.0	C3MR	APCI	Chiyoda-Technip
Nigeria LNG(t1-t2, t3, t4-t5: NLNG Plus, NLNG Six)	나이지리아	1999	22.0	C3MR	APCI	KBR-Saipem, MW Kellogg, TSKJ
RasGas I LNG(t1-t2)	카타르	1999	6.6	C3MR	APCI	Chiyoda-Saipem
Atlantic LNG(t1-t4)	트리니다드 토바고	1999	14.8	OCP	Conoco Phillips	Bechtel
Oman LNG	오만	2000	6.6	C3MR	APCI	Chiyoda
MLNG Tiga LNG	말레이시아	2003	6.8	C3MR	APCI	KBR-JGC
Damietta LNG	이집트	2004	5.0	C3MR	APCI	Haliburton-KBR, JGC, MW Kellogg, Tecnicas Reunidas
RasGas II LNG(t3-t5)	카타르	2004	14.1	C3MR/Split MR	APCI	Chiyoda-Saipem
Qalhat LNG	오만	2005	3.3	DMR	Shell	Chiyoda-Foster Wheeler
ELNG (T1, T2)	이집트	2005	7.2	OCP	Conoco Phillips	Bechtel
Darwin LNG	호주	2006	3.2	OCP	Conoco Phillips	Bechtel
Snohvit(Hammerfest) LNG	노르웨이	2007	4.3	MFCP	Linde	Dragados Offshore
Tangguh LNG	인도네시아	2007	7.6	C3MR/Split MR	APCI	KBR-JGC, PT Pertamina
EG LNG	적도 기니	2007	3.7	OCP	Conoco Phillips	Bechtel
Qatargas II LNG(t4, t5)	카타르	2007	15.6	AP-X	APCI	Chiyoda-Technip
Sakhalin II LNG	러시아	2009	9.0	DMR	Shell	Chiyoda-Toyo, Fluor Daniel
Skikda GL1K	알제리아	2009	4.5	C3MR/Split MR	APCI	KBR
Yemen LNG	예멘	2009	6.7	C3MR/Split MR	APCI	Yem Gas
RasGas III LNG(t6-t7)	카타르	2009	7.8	AP-X	APCI	Chiyoda-Saipem
Peru LNG	페루	2009	4.4	C3MR/Split MR	APCI	Chicago Bridge&Iron Company
Sabine Pass LNG	미국	2010	18.0	OCP	Conoco Phillips	Bechtel
Qatargas III LNG(t6)	카타르	2010	7.8	AP-X	APCI	Chiyoda-Technip
Nordic(Skangass) LNG	노르웨이	2011	0.3	Linde	Linde	Linde
Qatargas IV LNG(t7)	카타르	2011	7.8	AP-X	APCI	Chiyoda-Technip
Angola LNG	앙골라	2012	5.2	OCP	Conoco Phillips	Bechtel
Pluto LNG	호주	2012	4.3	C3MR	APCI	Worley Parsons
LNG 액화플랜트 (Under Construction)						
Arzew GL3Z LNG	알제리아	2013	4.7	AP-X	APCI	Saipem-Chiyoda
Iran LNG	이란	2013	10.8	MCP	Linde	WorleyParsons-Pidco
Donggi-Senoro LNG (Sulawesi)	인도네시아	2014	2	MCR	APCI	JGC

PNG LNG	파푸아 뉴기니	2014	6.3	OCP	Conoco Phillips	Chiyoda-JGC
Gorgon LNG	호주	2014	15	C3MR/Split MR	APCI	KBR-CB&I-현대중공업
Queensland Curtis LNG	호주	2014	7.4	OCP	Conoco Phillips	Bechtel-WorleyParsons
Petronas Floating LNG	말레이시아	2015	1.2	AP-NTM	APCI	Technip-DSME
Ichthys LNG	호주	2015	8.4	C3MR/Split MR	APCI	JGC/KBR/Chiyoda
Gladstone LNG	호주	2015	10	OCP	Conoco Phillips	Saipem-Fluor-Jacobs
Australia Pacific LNG	호주	2015	9	OCP	Conoco Phillips	KBR
Wheatstone LNG	호주	2016	8.9	DMR	Shell	Bechtel
Prelude Floating LNG	호주	2016	3.6	DMR	Shell	Technip-삼성중공업
LNG 액화플랜트 (Planning)						
Nigeria LNG T8	나이지리아					
Nigeria LNG Seven Plus	나이지리아					
Brass LNG	나이지리아					
OK LNG	나이지리아					
Progress LNG	나이지리아					
MLNG T9	말레이시아					
Mozambique LNG	모잠비크					
Jordan Cove	미국					
Lake Charles	미국					
Cameron LNG	미국					
Gulf Coast LNG	미국					
Cove Point	미국					
Freeport LNG 확장	미국					
Venezuela T3	베네주엘라					
Delta Caribe Oriental LNG	베네주엘라					
Pacific LNG	볼리비아/페루					
BLNG Lumut II	브루나이					
Pars LNG	이란					
Persian LNG	이란					
ELNG T3	이집트					
Damiente LNG	이집트					
EG LNG T2	적도 기니					
Cameroon LNG	카메룬					
Kitimat LNG	캐나다					
Atlantic LNG T5	트리니다드 토바고					
Greater Sunrise Floating LNG	호주					
Bonaparte Floating LNG	호주					
Darwin LNG T2	호주					
Pilbara LNG	호주					
Browse LNG	호주					
Arrow Energy LNG	호주					
Fisherman's Landing LNG	호주					

자료: IGU, 이트레이드증권 리서치본부

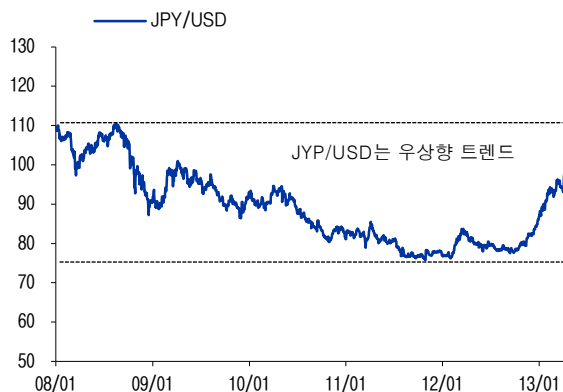
IV. Global Macro 점검: 환율과 원자재 방향성은 국내업체에게 비우호적

환율 점검: 엔저 추세와 유로화 변동성 확대는 국내 건설업종에 비우호적인 상황

엔저 추세가 당장 국내건설업체에게 미치는 영향은 미미할 전망이다. 왜냐하면 건설회사가 제공하는 상품 측면에서 일본업체와 국내건설업체와의 경쟁은 크지 않기 때문이다. 하지만 엔저 추세로 일본기업 펀더멘털 개선에 가속도가 붙고 있는 상황이다. 그런 면에서 에너지원 변화의 수혜자인 일본 건설업체에 대한 글로벌 투자자의 관심은 확대될 전망이다. 그러므로 글로벌 투자자의 포트폴리오 리밸런싱 가능성에 대해 염두 해 두어야 한다.

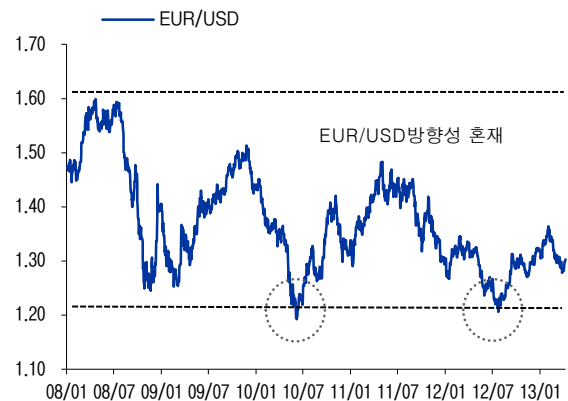
전통적으로 EUR/USD 1.3이 의미 하는 바는 상당히 컸다. 당사는 EUR/USD 1.3을 기점으로 국내업체와 유럽업체의 가격 경쟁력을 설명해 오고 있다. 만일 추가적인 유럽재정 위기로 인해 EUR/USD의 1.3 붕괴는 국내 건설업종에 대한 선호도 약화로 귀결될 전망이다. 추세적인 방향으로 보면 예전과 같이 EUR/USD 1.4를 돌파할 가능성이 크지 않은 점은 국내 건설업종에 대한 매력도 측면에서 부담스럽지 않을 수 없다.

[그림33] 일본건설업체의 가격 경쟁력이 부각되는 상황



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림34] 유럽업체도 여전히 환율적인 측면에서 유리한 상황



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

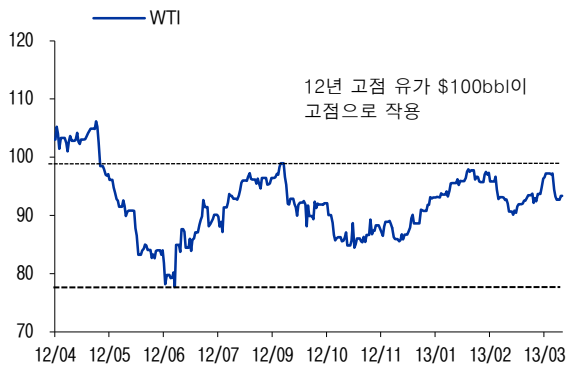
원자재 점검: 유가 방향성 혼재, LNG 가격 상승은 국내업체에게 비우호적인 환경

국내건설업체의 경우 석유 기반의 플랜트 수주에 집중되어 있다. 그러므로 유가의 방향성에 따라 수주 및 수급의 방향성이 결정된다. 물론 예전과 같은 연결성은 상당히 약화되고 있는 추세이다.

하지만 유가의 방향성에 따라 국내건설업종에 대한 매도의 방향성이 결정되는 것은 오랜 관행이다. 지난 2012년 8월 고점인 유가 \$100/bbl(WTI) 돌파가 힘들어 보인다. 이는 북미지역 가스 소비 증가에 따른 석유 소비감소에 기인하고 있다는 판단이다.

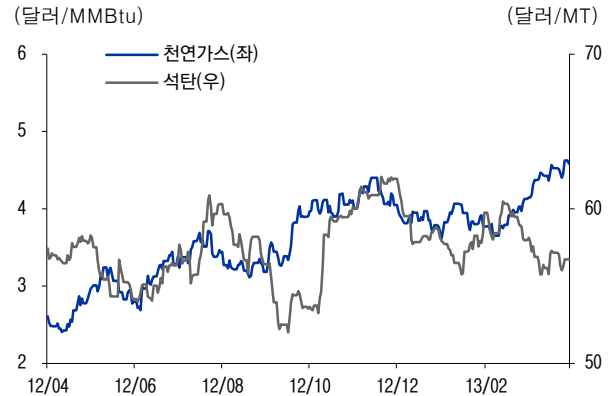
북미지역 석유 의존도 감소로 유가 상승은 제한적일 전망이다. 이는 석유 판매 수입이 직접적인 재정에 영향을 미치는 중동의 헤게모니 약화로 귀결되며, 추세적으로 플랜트 발주가 줄어들 가능성이 높아졌다.

[그림35] 유가(WTI)는 여전히 \$100bbl을 넘지 못하는 상황



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림36] LNG 수요 증가로 LNG 가격 강한 상승 구간 진입



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

기자재가 점점: 원자재가 안정으로 기자재관련 비용 부담은 크지 않은 것은 그나마 위안인 상황

원자재 중에서 건설업체에게 실질적으로 가장 크게 영향을 미치는 것은 철근이다. 건설업은 장치 산업으로 주요 기자재가 대부분 철근을 필요로 하고 있어, 기자재가격이 철근 가격에 연동된다고 보면 된다.

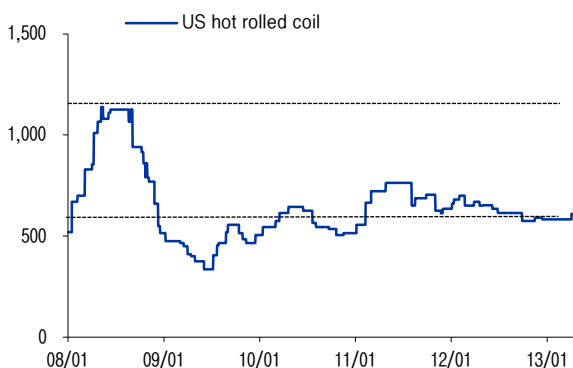
철근의 경우 현재 FY08 이후 지속적으로 안정화 되고 있는 상황이다. 가격 하락 시 원가 개선이 가능할 전망이다. 플랜트 전기/계장에 필요한 주요 원자재로는 아연/니켈/구리이다. 동 원자재의 가격의 변동에 따라 건설사의 실적 개선 유무 판단이 가능할 것이다.

건설사별로 구매 조달 능력에 따라 상당히 원가 절감도 가능하다는 판단이다. 예를 들면 FY10 1Q에 수주 했다는 가정하에 아연/니켈/구리 가격이 하락한 FY11 3Q에 구매 발주를 내었다면 이익률 개선이 가능하다는 것이다.

대부분의 경우 FY10 수주를 기준으로 가정하면, Engineering Work 기간이 끝나는 FY11에 구매 발주를 낸다. 그런 가정하에 FY10에 입찰에 들어간 견적대비 원자재의 가격이 상승하였다는 가설이 성립되어서 원가의 개선 폭이 크지 않았던 것으로 판단된다.

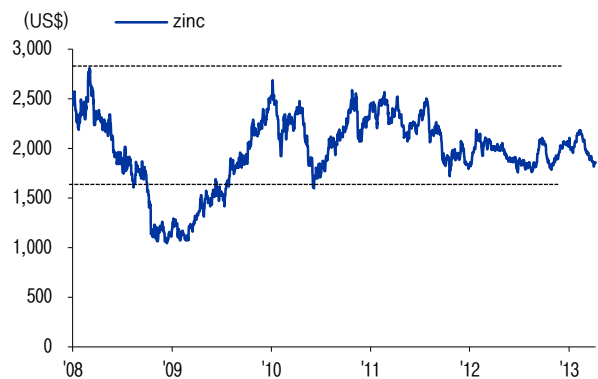
반면에 FY11에 수주한 프로젝트의 경우 현재 동 원자재의 가격이 상당히 하락하고 있는 상황으로 원가의 개선이 이루어질 것으로 판단한다. 하지만 마진을 개선에 미치는 영향은 크지 않은 상황이다.

[그림37] 철근 가격 안정화



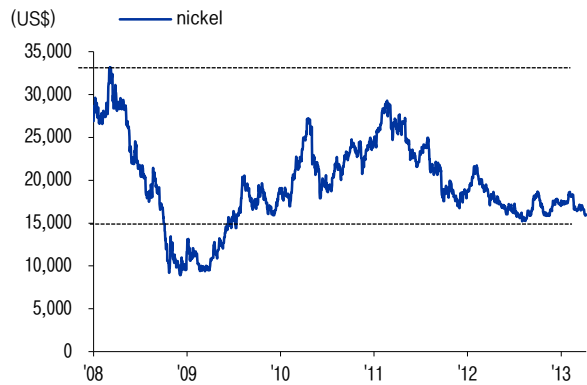
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림38] 아연가격 FY11대비 하락으로 원가 개선 가능



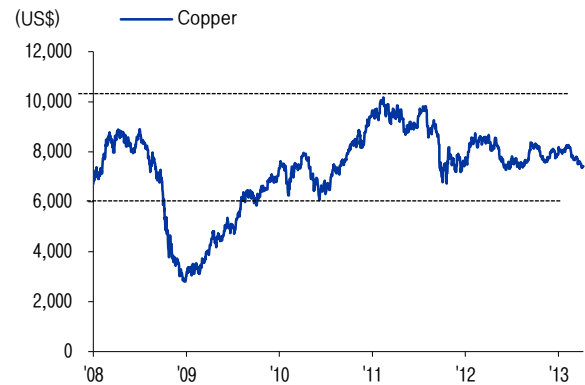
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림39] 니켈가격 FY11대비 하락으로 원가 개선 가능



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림40] 구리가격 FY11대비 하락으로 원가 개선 가능



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

V. APPENDIX. 신규수주 점검 및 Global PEER Valuation

상반기는 삼성물산과 현대건설의 수주 실적이 양호. 일단 보이는 것만 밀자!

1분기 각 사의 수주 실적 현황을 점검한 결과 삼성물산과 현대건설의 수주가 뛰어났다. 삼성물산과 현대건설의 경우 호주 등 非중동 지역 수주가 증가한 반면, 중동지역에 강점이 있는 삼성엔지니어링, GS건설 및 대림산업의 수주 성과가 약한 것으로 판단된다.

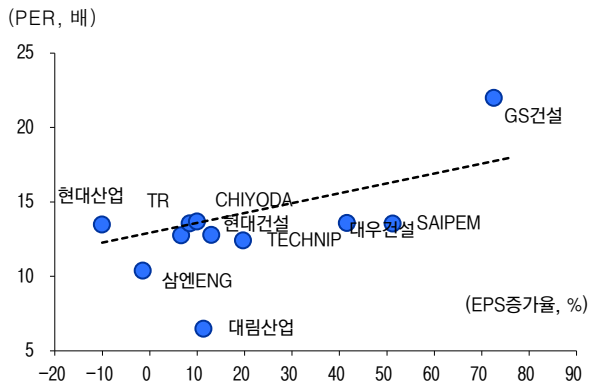
상반기 중동지역 석유화학 플랜트의 발주가 또 지연되고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 가스로의 투자 확대 국면에 있는 IOC의 의사결정이 늦어지면서 나타나는 결과이다. 이는 중동지역 석유화학 발주 둔화에 대한 시그널로 받아 들여야 한다는 판단이다. 그러므로 석유화학 시행 발주에 민감한 업체보다는 인프라에 집중되고 있는 삼성물산과 현대건설에 대한 Top-picks 의견을 제시하는 바이다.

[표 7] 상반기 삼성물산과 현대건설의 수주 실적이 양호한 상황. 일단 보이는 것만 믿어야 되는 상황

	1Q13(P)	(\$Mil)	2Q13(F)	(\$Mil)	3Q13(F)	(\$Mil)	4Q13(F)	(\$Mil)
삼성물산	싱가폴 초고층	1,000	사우디아라비아 II 발전	1,900	호주 Abbot Point Mining	1,400		
	호주 Roy Hill Mining	5,700	카타르 메트로	800	터키 키리칼레 발전	700		
	모로코	1,500						
	1Q13 소계	8,200	2Q13 소계	2,700	3Q13 소계	2,100	4Q13 소계	-
현대건설	1Q13(P)	(\$Mil)	2Q13(F)	(\$Mil)	3Q13(F)	(\$Mil)	4Q13(F)	(\$Mil)
	우즈베키스탄 발전	800	미얀마 발전	500	이라크 주바이르 GOSP	1,500	쿠웨이트 CFP	13,000
	UAE SARB	1,900	카타르 메트로	800				
	기타	400	인도네시아 발전	500				
삼성엔지니어링			알제리 발전	500				
			사우디 슈웨이크 발전	2,000				
	1Q13 소계	3,100	2Q13 소계	4,300	3Q13 소계	1,500	4Q13 소계	13,000
	1Q13(P)	(\$Mil)	2Q13(F)	(\$Mil)	3Q13(F)	(\$Mil)	4Q13(F)	(\$Mil)
삼성엔지니어링	이라크 바드라 가스전	880	사우디 마덴 비료	900	이라크 주바이르 GOSP	1,500	쿠웨이트 CFP	13,000
	아제르바이잔 비료	620	오만 소하르 정유	2,000	이라크 아카스 유전개발	300		
			사우디 슈웨이크 발전	2,000	UAE 미르파 발전	500		
			사우디 리야드 정유	200				
대우건설			사우디 아람코 코젠 발전	500				
	1Q13 소계	1,500	2Q13 소계	5,600	3Q13 소계	2,300	4Q13 소계	13,000
	1Q13(P)	(\$Mil)	2Q13(F)	(\$Mil)	3Q13(F)	(\$Mil)	4Q13(F)	(\$Mil)
	나이지리아 GOSP	300	사우디 슈웨이크 발전	2,000	이라크 주바이르 GOSP	1,500	쿠웨이트 CFP	13,000
대림산업	싱가폴 콘도미니엄	200	알제리 국회의사당	500	알제리 발전 프로젝트	1,000	알제리 발전	1,000
			나이지리아 GOSP	1,000	이라크 아카스 유전개발	300		
	1Q13 소계	500	2Q13 소계	3,500	3Q13 소계	2,800	4Q13 소계	14,000
	1Q13(P)	(\$Mil)	2Q13(F)	(\$Mil)	3Q13(F)	(\$Mil)	4Q13(F)	(\$Mil)
GS건설	사우디 부탄울	300	사우디 슈웨이크 발전	2,000	베트남 남딘 발전	1,200	쿠웨이트 CFP	13,000
	쿠웨이트 황처리시설	500	사우디 아람코 코젠 발전	500	베트남 롱푸 발전	500	쿠웨이트 5th Train	1,000
			카자흐스탄 LG 화학복합플렉스	2,000				
	1Q13 소계	800	2Q13 소계	4,500	3Q13 소계	1,700	4Q13 소계	14,000
GS건설	1Q13(P)	(\$Mil)	2Q13(F)	(\$Mil)	3Q13(F)	(\$Mil)	4Q13(F)	(\$Mil)
			오만 소하르 정유	2,000	이라크 아카스 유전개발	300	쿠웨이트 CFP	13,000
			카자흐스탄 LG 화학복합플렉스	2,000	베네수엘라 가스	1,000		
			터키 STAR 정유	1,000	알제리 소나트렉 정유	500		
GS건설			카타르 메트로	400				
			아프리카 발전	500				
	1Q13 소계	-	2Q13 소계	5,900	3Q13 소계	1,800	4Q13 소계	13,000

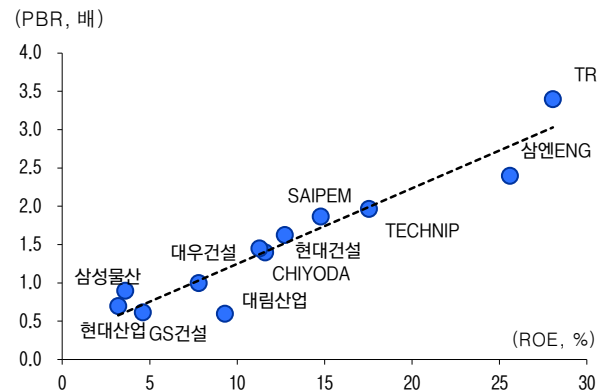
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림41] 국내외 PEER PER/EPS Matrix



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림42] 국내외 PEER PBR/ROE Matrix



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

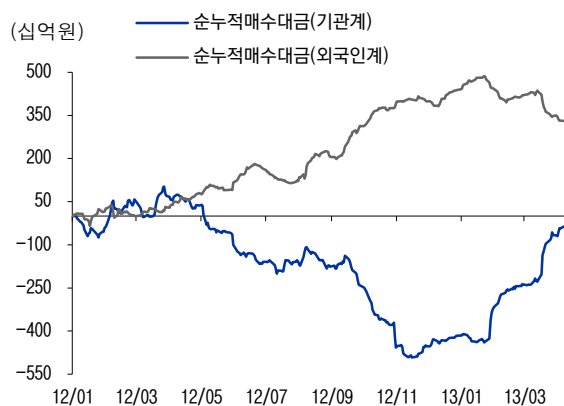
[표8] Global PEER Valuation

(단위: 십억원, 백만달러)

		현대 건설	대림 산업	삼성 물산	삼성 ENG	현대 산업	GS 건설	대우 건설	SAIPEM	TECHNIP	TR	JGC	CHIODA
주가(4/12)(원,달러)		57,600	75,900	62,700	90,900	22,100	35,700	8,070	29.0	109.2	47.3	26.6	10.5
시가총액		6,414	2,641	9,795	3,636	1,666	1,8201	3,3541	12,794.3	12,348.2	2,642.8	6,884.0	2,734.4
매출액	2012P	13,325	10,253	25,326	11,440	4,108	9,290	8,223	17,434.6	12,247.1	3,729.6	6,277.8	4,302.3
	2013F	13,907	10,860	29,766	11,344	3,505	9,505	9,343	17,995.5	13,751.9	3,992.1	6,960.2	4,716.4
	2014F	16,132	11,512	32,296	12,172	4,051	11,387	10,371	19,026.9	14,903.2	4,249.1	7,512.1	4,987.3
영업이익	2012P	760	486	490	732	401	160	346	1,003.5	1,263.1	209.8	707.6	286.2
	2013F	822	536	610	523	220	-852	407	1,548.9	1,513.9	223.8	770.4	319.9
	2014F	983	562	679	536	348	261	517	1,955.1	1,682.0	227.9	816.3	337.0
OPmargin(%)	2012P	5.7	4.7	1.9	6.4	9.8	1.7	4.2	5.8	10.3	5.6	11.3	6.7
	2013F	5.9	4.9	2.0	4.6	6.3	n/a	4.4	8.6	11.0	5.6	11.1	6.8
	2014F	6.1	4.9	2.1	4.4	8.6	2.3	5.0	10.3	11.3	5.4	10.9	6.8
순이익	2012P	567	401	465	521	222	108	173	594.4	862.1	190.4	474.8	187.0
	2013F	638	463	418	393	113	-690	271	979.3	1,084.1	205.8	508.8	211.4
	2014F	748	485	489	403	185	-173	355	1,398.5	1,255.2	217.1	549.3	225.8
EPS(원,달러)	2012P	4,579	11,239	2,844	13,095	3,013	2,002	426	1.3	7.1	3.4	1.8	0.7
	2013F	5,043	13,317	2,676	9,826	1,515	n/a	651	2.1	8.8	3.7	2.0	0.8
	2014F	5,846	13,933	3,133	10,082	2,437	3,385	854	3.0	10.2	3.9	2.2	0.9
BPS(원,달러)	2012P	40,811	123,800	72,035	43,487	32,739	72,576	8,069	15.9	49.0	11.9	13.1	7.2
	2013F	46,036	135,302	74,162	50,541	33,104	58,799	8,720	17.6	55.5	13.9	14.6	7.7
	2014F	52,750	147,863	77,204	60,623	35,168	62,184	9,573	19.8	62.6	15.8	16.2	8.2
PER(배)	2012P	15.3	7.7	21.7	12.6	5.6	28.6	23.4	22.2	15.4	13.7	14.5	15.5
	2013F	11.4	5.7	23.4	9.3	13.5	n/a	12.4	13.6	12.4	12.8	13.6	13.7
	2014F	9.9	6.4	20.0	9.0	8.4	10.5	9.5	9.7	10.7	12.1	12.6	12.8
PBR(배)	2012P	1.7	0.7	0.9	3.8	0.5	0.8	1.2	1.8	2.2	4.0	2.1	1.6
	2013F	1.3	0.6	0.8	1.8	0.6	0.6	0.9	1.6	2.0	3.4	1.9	1.5
	2014F	1.1	0.5	0.8	1.5	0.6	0.6	0.8	1.5	1.7	3.0	1.7	1.4
ROE(%)	2012P	11.7	8.5	4.3	33.9	9.5	2.7	5.3	8.6	15.8	30.7	15.0	10.2
	2013F	11.6	9.3	3.6	20.9	4.6	n/a	7.8	12.7	17.5	28.1	14.8	11.3
	2014F	11.8	8.9	4.0	19.7	8.0	3.4	9.3	15.5	18.1	25.7	14.5	11.4

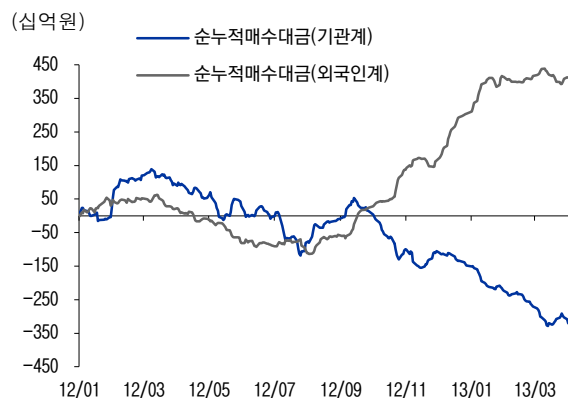
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림43] 삼성물산, 기관 및 외국인 투자자의 수급 차이



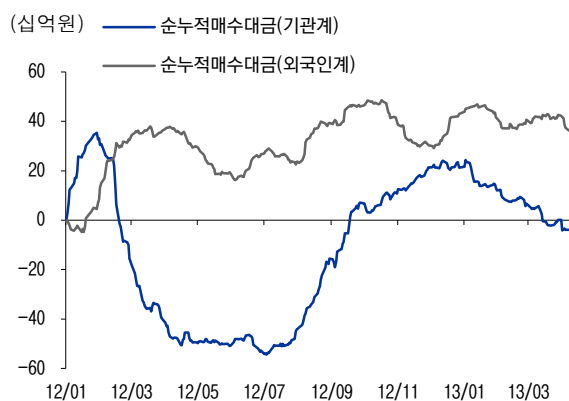
자료: Dataguide,,이트레이드증권 리서치본부

[그림44] 현대건설, 기관 및 외국인 투자자의 수급 차이



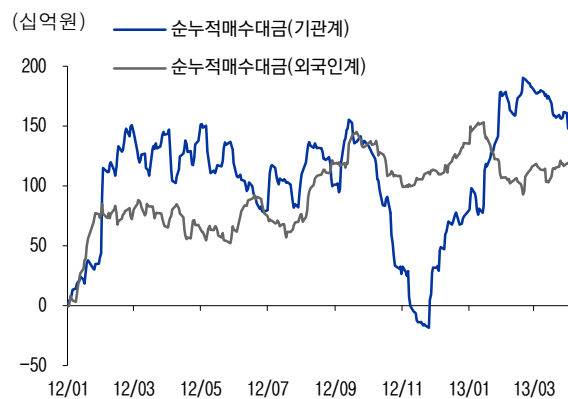
자료: Dataguide,,이트레이드증권 리서치본부

[그림45] 대우건설, 기관 및 외국인 투자자의 수급 차이



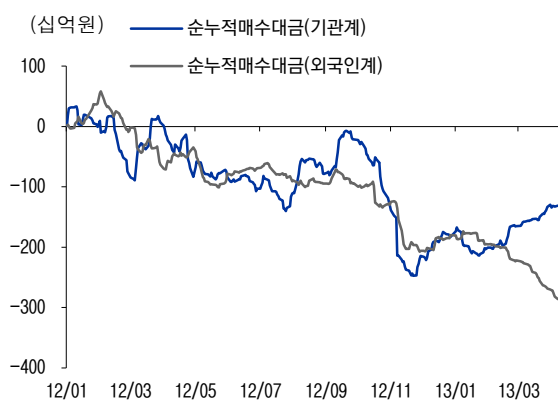
자료: Dataguide,,이트레이드증권 리서치본부

[그림46] 대림산업, 기관 및 외국인 투자자의 수급 차이



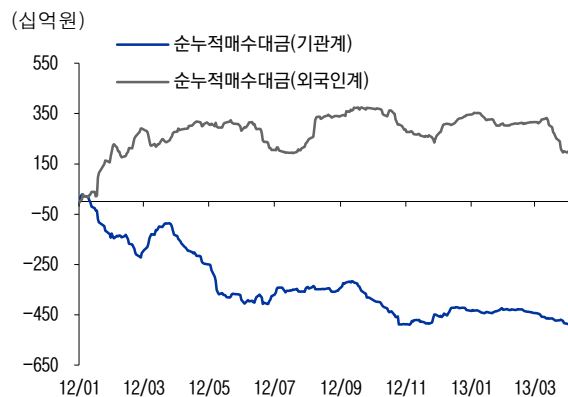
자료: Dataguide,,이트레이드증권 리서치본부

[그림47] GS건설, 기관 및 외국인 투자자의 수급 차이



자료: Dataguide,,이트레이드증권 리서치본부

[그림48] 삼성엔지니어링, 기관 및 외국인 투자자의 수급 차이



자료: Dataguide,,이트레이드증권 리서치본부

기업분석

삼성물산	(000830):	숨어있는 Captive Market 확보 노력에 주목!	25
현대건설	(000720):	믿을맨: 화끈하진 않아도 이 만한 대안이 없다!	28
대우건설	(047040):	주택만큼은 업계 최고, 사이클만 돌아라 제발!	31
대림산업	(000210):	Portfolio Managing으로 쇼크는 없다!	34
삼성엔지니어링	(028050):	Top-line 둔화로 숨어 있는 리스크 부각!	37
GS건설	(006360):	해외, 주택 양 방향에서 길을 헤매다!	40

삼성물산 (000830)

2013.4.15 건설

Buy(initiate)

Analyst 박용희

02.3779-8944

yhpark@etrade.co.kr



숨어있는 Captive Market 확보 노력에 주목!

목표주가: 85,000원

현재주가: 62,700원

투자의견 BUY, 목표주가 85,000원 및 업종 Top-picks로 신규 커버리지 개시

삼성물산에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 85,000원, 업종 Top-picks로 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 보유 유가증권 가치 9.6조원, 영업가치 6.2조원을 합산하는 Sum of the Parts(SOTP) 방식을 이용했다. 보유 유가증권 가치는 시장가대비 30% 할인 적용하여 산출했고, 영업가치는 FY13~14 NOPLAT 평균에 대형건설사 평균 Target PER 12.8(x)를 적용하여 산출했다.

1Q13 Preview: 시장 기대치 하회 전망하나, BUY & HOLD 전략 유효

1분기 동사의 매출은 6.7조원(+13% YoY, -1.8% QoQ)으로 시장 기대치보다 상회할 전망이다. 이는 해외 건설부문(사우디 쿠라야, UAE EMAL등) 매출 성장 영향이다. 반면 영업이익은 1,040억원(+27.3% YoY, -46.4% QoQ)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 이는 관계사 매출 보다 해외 매출 증가폭이 확대되며, 시장 기대치보다 원가율 상승이 예상되기 때문이다.

투자 포인트 1: 숨어 있는 Captive Market 확보 노력에 주목

1)삼성전자 등 관계사 공사 수주로 안정적인 수주가 가능하다. 2)글로벌 Mining업체와의 협력이 가능해지고 있다. 호주 헨콕社(호주 로이힐 항만 공사 발주처) 수주는 의미 있는 포인트이다. 향후 글로벌 메이저 Mining업체와의 협력도 예상되는 바 주목할 필요가 있다.

투자 포인트 2: 업종 내 주가 차별화는 지속될 전망

석유화학 설비 투자 감소 초입인 상황에서 인프라(발전, 토목, 건축)에 집중된 사업 포트폴리오를 가진 동사의 Down-side는 제한적이다. 그러므로 업종 내 안전자산으로 분류되는 동사의 투자 매력도는 증가될 전망이다.

StockData

KOSPI(1/26)	1,924.23pt
시가총액	97,949억원
발행주식수	156,218천주
52주최고가/최저가	55,100/80,100원
90일일평균거래대금	379억원
외국인지분율	24.4%
배당수익률(11.12E)	0.0%
BPS(11.12E)	74,162원

주주구성

삼성SDI외 8인	13.8%
국민연금공단	9.7%

StockData



FinancialData

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	21,546	351	610	409	2,574	-17.2	473	26.5	29.1	4.5
2012	25,326	490	556	465	2,884	12.1	651	21.7	20.4	4.3
2013E	29,766	610	557	418	2,676	-7.2	816	23.4	17.1	3.6
2014E	32,296	679	653	489	3,133	17.1	920	20.0	15.9	4.0
2015E	34,525	726	710	533	3,411	8.9	1,003	18.4	15.1	4.2

자료:이트레이드증권리서치본부

[표9] 삼성물산, 목표주가 산정내역

구분	금액	비고
1) 영업가치	6,182.4	대형사 평균 Target Multiple
13F~14F NOPLAT 평균	483.0	
적용 Multiple(x)	12.8	
2) 보유 유가증권 가치	9,662.4	(2012 년末 시장가 대비 30% 할인) (2012 년末 장부가 30% 할인) (화학 계열사는 장부가 반영, 기타 지분증권은 장부가 30% 할인)
시장성있는 지분증권	7,982.5	
시장성없는 지분증권	880.1	
지분법적용 투자주식	799.8	
3) 순차입금	3,398.0	(2012 년末 기준)
4) 주주가치 (①+②-③)	12,332.9	(자기주식 제외)
5) 우선주 시가총액	113.9	
유통 주식수(천주)	146,804	
6) 주당주주가치(원)	84,009	
목표주가(원)	85,000	
현재가	62,700	
Upside(%)	35.5%	

자료: 삼성물산, 이트레이드증권 리서치본부

[표10] 삼성물산, 이트레이드 추정치 VS 시장 컨센서스

(단위: 십억원, %)

	이트레이드 추정치			시장 컨센서스			Difference(%)		
	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F	2012A	2012F	2013F
매출액	25,326	29,766	32,296	25,326	28,616	31,294	-	4.0%	3.2%
영업이익	490	610	679	490	606	705	-	0.7%	-3.7%
세전이익	556	557	653	556	649	761	-	-14.2%	-14.2%
순이익	451	418	489	451	487	559	-	-14.2%	-12.5%

자료: 삼성물산, 이트레이드증권 리서치본부

[표11] 삼성물산, K-IFRS 연결 1Q13 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	QoQ	YoY	Consensus
매출액	건설	1,929	2,159	2,020	2,836	2,349	-17.2%	21.8%	
	상사	4,015	4,337	4,026	4,005	4,370	9.1%	8.8%	
	합계	5,944	6,496	6,045	6,841	6,718	-1.8%	13.0%	6,591
GPM(%)	건설	13.3%	13.9%	11.3%	11.6%	11.9%	2.8%	-10.5%	
	상사	5.6%	5.2%	5.8%	5.2%	5.6%	6.9%	-0.5%	
	합계	8.1%	8.1%	7.7%	7.8%	7.8%	-0.9%	-3.9%	
판관비	합계	388	388	411	332	402	21.1%	3.6%	
	(%)	6.5%	6.0%	6.8%	4.9%	6.0%	23.3%	-8.3%	
영업이익	건설	82	110	41	195	104	-46.4%	27.3%	133
	상사	11	30	12	10	16	61.8%	45.3%	
	합계	93	140	52	205	12	-94.1%	-87.1%	
	(%)	1.6%	2.2%	0.9%	3.0%	0.2%	-94.0%	-88.5%	
기타손익	합계	80.9	183	41.4	-163.4	-	-100.0%	-100.0%	
	(%)	2.9%	5.0%	1.5%	0.6%	1.8%	195.5%	-38.6%	148
조정영업이익	합계	174.2	322.9	93.5	41.7	121	190.1%	-30.6%	
	(%)	2.9%	5.0%	1.5%	0.6%	1.8%	195.5%	-38.6%	
금융손익	수익	27	24	41	8	28	230.0%	3.4%	
	비용	51	57	70	29	53	83.6%	3.6%	
	지분법손익	29	-9	3	7	30	311.0%	2.7%	
세전이익	합계	179	281	67	29	126	338.7%	-29.8%	
	(%)	3.0%	4.3%	1.1%	0.4%	1.9%	346.7%	-37.9%	

자료: 삼성물산, 이트레이드증권 리서치본부

삼성물산(000830)

재무상태표					
(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	8,146	9,701	10,313	10,955	11,594
현금및현금성자산	1,002	1,378	1,279	1,236	1,260
매출채권및기타채권	4,660	5,115	5,701	6,186	6,613
재고자산	727	1,420	1,471	1,596	1,707
기타유동자산	1,757	1,789	1,861	1,937	2,015
비유동자산	12,776	16,263	17,245	18,253	19,282
관계기업투자등	9,608	12,401	12,905	13,429	13,974
유형자산	1,009	1,250	1,490	1,733	1,974
무형자산	1,205	1,231	1,413	1,596	1,778
자산총계	20,922	25,964	27,558	29,208	30,876
유동부채	7,448	8,727	9,163	9,503	9,814
매입채무및기타채무	2,416	3,096	3,494	3,791	4,053
단기금융부채	2,244	2,245	2,145	2,045	1,945
기타유동부채	2,788	3,386	3,524	3,667	3,816
비유동부채	3,989	5,548	6,364	7,184	8,009
장기금융부채	2,032	2,695	3,398	4,101	4,804
기타비유동부채	1,957	2,853	2,965	3,083	3,205
부채총계	11,437	14,275	15,527	16,687	17,823
지배주주지분	9,385	11,588	11,930	12,420	12,952
자본금	402	451	418	489	533
자본잉여금	870	2,262	418	489	533
이익잉여금	2,102	2,468	2,810	3,299	3,832
비지배주주지분(연결)	100	101	101	101	101
자본총계	9,485	11,689	12,031	12,521	13,054

현금흐름표					
(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동으로인한현금흐름	-312	633	539	560	684
당기순이익(손실)	409	465	418	489	533
비현금수익비용가감	195	260	289	309	349
유형자산감가상각비	122	161	206	241	277
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-113	-56	83	67	72
영업활동으로인한자산및부채의변동	-776	-267	-168	-238	-198
매출채권및기타채권의(증가)감소	-936	-270	-587	-485	-427
재고자산의(증가)감소	-114	-118	-51	-125	-110
매입채무및기타채무의증가(감소)	-2	276	399	297	262
법인세납부	276	-155	72	74	77
투자활동으로인한현금흐름	-763	-574	-1,165	-1,206	-1,263
유형자산처분(취득)	-127	-353	-446	-484	-518
무형자산감소(증가)	-52	-120	-182	-182	-182
장단기금융자산의감소(증가)	-33	-39	-480	-481	-502
기타투자활동	-551	-63	-56	-58	-61
재무활동으로인한현금흐름	1,232	342	527	603	603
장단기금융부채의감소(증가)	1,339	424	603	603	603
자본의증가(감소)	-74	-78	-76	0	0
배당금지급	77	79	76	0	0
기타재무활동	-33	-4	0	0	0
현금의증가	144	376	-99	-43	24
기초현금	858	1,002	1,378	1,279	1,236
기말현금	1,002	1,378	1,279	1,236	1,260

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결기준

손익계산서					
(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	21,546	25,326	29,766	32,296	34,525
매출원가	19,843	23,317	27,443	29,809	31,866
매출총이익	1,702	2,009	2,323	2,487	2,658
판매비와관리비	1,351	1,518	1,713	1,808	1,932
기타영업손익	351	490	610	679	726
영업이익	473	651	816	920	1,003
(EBITDA)	-107	-104	-83	-96	-110
비영업손익	144	149	144	160	176
순금융손익	151	54	30	50	50
관계기업등투자손익	215	116	0	20	44
세전계속사업이익	610	556	557	653	710
계속사업법인세비용	201	90	139	163	178
계속사업이익	409	465	418	489	533
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	409	465	418	489	533
지배주주	402	451	418	489	533
총포괄이익	870	2,262	418	489	533
매출총이익률	7.9	7.9	7.8	7.7	7.7
영업이익률	1.6	1.9	2.0	2.1	2.1
EBITDA마진률	2.2	2.6	2.7	2.8	2.9
당기순이익률	1.9	1.8	1.4	1.5	1.5
ROA	2.1	1.9	1.6	1.7	1.8
ROE	4.5	4.3	3.6	4.0	4.2
ROIC	10.8	14.7	15.5	14.5	13.3

주요투자지표					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배, %)					
P/E	26.5	21.7	23.4	20.0	18.4
P/B	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	29.1	20.4	17.1	15.9	15.1
P/CF	18.1	13.9	14.3	12.6	11.4
배당수익률	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	21.3	17.5	17.5	8.5	6.9
영업이익	-36.0	37.7	25.3	12.8	9.0
세전이익	-17.7	13.8	-10.2	17.1	8.9
당기순이익	-17.7	13.8	-10.2	17.1	8.9
EPS	-17.2	12.1	-7.2	17.1	8.9
안정성(% 배, 십억원)					
부채비율	120.6	122.1	129.1	133.3	136.5
유동비율	109.4	111.2	112.5	115.3	118.1
순차입금/자기자본	32.0	29.1	34.0	37.8	40.6
영업이익/금융비용	2.4	3.3	4.2	4.2	4.1
총차입금	45.1	42.3	46.1	49.1	51.7
순차입금	32.0	29.1	34.0	37.8	40.6
주당지표(원)					
EPS	2,574	2,884	2,676	3,133	3,411
BPS	58,340	72,035	74,162	77,204	80,516
CFPS	3,755	4,509	4,392	4,961	5,482
DPS	500	500	500	500	500

현대건설 (000720)

2013.4.15 건설

Buy(initiate)

Analyst 박용희

02.3779-8944

yhpark@etrade.co.kr



믿을맨: 화끈하진 않아도 이 만한 대안이 없다!

목표주가: 78,000원

현재주가: 57,600원

투자의견 BUY, 목표주가 78,000원 및 업종 Top-picks로 신규 커버리지 개시

현대건설에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 78,000원, 업종 Top-picks로 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 FY13~14 추정 EPS 5,445원에 Target Multiple 14.4x(FY10~12 평균 Multiple)를 적용하여 산출했다.

1Q13 Preview: 시장 기대치 소폭 하회 전망.

1분기 동사의 매출은 2.7조원(+1.5% YoY, -33.3% QoQ)으로 시장 기대치보다 소폭 하회할 전망이다. 이는 본사 매출 중 국내 부문 매출 감소 영향이다. 또한 영업이익도 1,640억원(+12% YoY, -30.7% QoQ)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 이는 연결 자회사 중 마진율이 좋았던 Meed Co.의 매출 감소로 마진율이 소폭 하락한 이유이다.

투자 포인트 1: 혼자가 아닌 둘이서 뛰다!

현대 엔지니어링 효과는 눈에 보이는 것보다 크다. 현대엔지니어링과의 협업으로 중남미, CIS 등의 새로운 시장 진출이 용이하다. 세계 최고 수준의 발전 엔지니어링 역량이 동사의 주주 가능성을 높이는 효과를 나타내고 있다.

투자 포인트 2: 믿을맨, 이 만한 대안이 없다!

석유화학 설비 투자 감소 초입인 상황에서 인프라(발전, 토목, 건축)에 집중된 사업 포트폴리오를 가진 동사의 Down-side는 제한적이다. 그러므로 업종 내 안전자산으로 분류되는 동사의 투자 매력도는 증가될 전망이다. 또한 현대차 그룹 산하 Cost 관리 능력이 이익 가시성 높여주고 있는 점 또한 투자 포인트이다.

StockData

KOSPI(1/26)	1,924.23pt
시가총액	64,141억원
발행주식수	111,356천주
52주최고가/최저가	56,300/77,800원
90일일평균거래대금	304억원
외국인지분율	23.6%
배당수익률(11.12E)	0.0%
BPS(11.12E)	46,036원

주주구성

현대자동차의 5인	34.9%
국민연금공단	9.9%

StockData



FinancialData

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	11,920	736	851	685	5,706	23.8	812	12.3	9.0	1.9	15.8
2012	13,325	760	737	567	4,579	-19.8	846	15.3	8.6	1.7	11.7
2013E	13,907	822	851	638	5,043	10.1	910	11.4	6.2	1.3	11.6
2014E	16,132	953	998	748	5,846	15.9	1,043	9.9	5.2	1.1	11.8
2015E	18,229	1,076	1,118	838	6,549	12.0	1,169	8.8	4.3	1.0	11.6

자료:이트레이드증권 리서치본부

[표12] 현대건설, 목표주가 산정내역

구분	금액	비고
FY13~14 추정 EPS 평균	5,445	FY10 ~ FY12 3 개년 평균 Multiple 적용
적용 Multiple (X)	14.40	
주당가치	78,401	
목표주가	78,000	
현재가	57,600	
Upside(%)	35.4%	

자료: 현대건설, 이트레이드증권 리서치본부

[표13] 현대건설, 이트레이드 추정치 VS 시장 컨센서스

(단위: 십억원, %)

	이트레이드 추정치			시장 컨센서스			Difference(%)		
	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F	2012A	2012F	2013F
매출액	13,325	13,907	16,132	13,325	14,211	16,037	-	-2.1%	0.6%
영업이익	760	822	953	760	898	1,064	-	-8.5%	-10.4%
세전이익	737	851	998	737	849	1,103	-	0.2%	-9.5%
순이익	567	638	748	567	631	754	-	1.1%	-0.8%

자료: 현대건설, 이트레이드증권 리서치본부

[표14] 현대건설, K-IFRS 연결 1Q13 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	QoQ	YoY	Consensus
매출액	2,706	3,181	3,319	4,119	2,745	-33.3%	1.5%	2,950
매출총이익	244	275	360	371	271	-27.0%	10.9%	
GPM(%)	9.0%	8.6%	10.8%	9.0%	9.9%	9.5%	9.3%	
판관비	97	117	140	134	106	-20.5%	9.3%	
	3.6%	3.7%	4.2%	3.3%	3.9%	19.2%	7.8%	
조정영업이익	147	157	220	237	164	-30.7%	12.0%	182
	5.4%	4.9%	6.6%	5.7%	6.0%	4.0%	10.3%	
기타손익	7	9	-1	5	5	2.0%	-25.4%	
영업이익	153	167	219	242	169	-30.0%	10.3%	184
	5.7%	5.2%	6.6%	5.9%	6.2%	5.0%	8.7%	
금융손익	8	-3	1	2	5	194.1%	-39.8%	
세전이익	162	164	219	244	174	-28.7%	7.8%	
	6.0%	5.1%	6.6%	5.9%	6.3%	6.9%	6.2%	

자료: 현대건설, 이트레이드증권 리서치본부

현대건설(000720)

재무상태표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	8,711	9,611	10,421	11,981	13,588
현금및현금성자산	1,862	1,855	2,317	2,816	3,414
매출채권및기타채권	4,001	4,730	4,866	5,645	6,378
재고자산	1,283	1,128	1,264	1,466	1,657
기타유동자산	1,566	1,897	1,974	2,055	2,138
비유동자산	3,161	3,136	3,232	3,345	3,475
관계기업투자등	770	737	767	798	830
유형자산	1,120	1,144	1,159	1,189	1,231
무형자산	44	77	80	82	85
자산총계	11,872	12,747	13,653	15,327	17,062
유동부채	5,773	6,150	5,918	6,287	6,626
매입채무및기타채무	3,404	3,572	3,542	4,108	4,643
단기금융부채	377	642	362	82	-198
기타유동부채	1,992	1,936	2,015	2,097	2,182
비유동부채	1,736	1,841	2,397	2,953	3,511
장기금융부채	1,109	1,089	1,614	2,139	2,664
기타비유동부채	626	752	782	814	847
부채총계	7,508	7,991	8,315	9,240	10,138
지배주주지분	4,203	4,549	5,131	5,879	6,718
자본금	635	510	562	651	729
자본잉여금	525	505	638	748	838
이익잉여금	2,675	3,079	3,662	4,410	5,248
비지배주주지분(연결)	160	207	207	207	207
자본총계	4,363	4,756	5,338	6,087	6,925

현금흐름표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동으로인한현금흐름	-156	28	517	519	637
당기순이익(손실)	685	567	638	748	838
비현금수익비용가감	455	440	164	167	171
유형자산감가상각비	75	83	86	88	91
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	-46	30	75	76	78
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,110	-813	-285	-397	-372
매출채권및기타채권의(증가)감소	-489	-981	-136	-779	-734
재고자산의(증가)감소	33	223	-136	-202	-191
매입채무및기타채무의증가(감소)	-252	-70	-30	567	534
법인세납부	-402	14	17	18	18
투자활동으로인한현금흐름	-69	-208	-244	-264	-284
유형자산처분(취득)	-66	-89	-101	-118	-133
무형자산감소(증가)	-1	-3	-5	-5	-5
장단기금융자산의감소(증가)	73	75	-90	-92	-94
기타투자활동	-75	-191	-48	-50	-52
재무활동으로인한현금흐름	345	186	189	245	245
장단기금융부채의감소(증가)	425	245	245	245	245
자본의증가(감소)	-80	-60	-56	0	0
배당금지급	80	60	56	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의증가	121	-7	462	499	599
기초현금	1,741	1,862	1,855	2,317	2,816
기말현금	1,862	1,855	2,317	2,816	3,414

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결기준

손익계산서

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	11,920	13,325	13,907	16,132	18,229
매출원가	10,752	12,076	12,583	14,600	16,498
매출총이익	1,168	1,249	1,324	1,533	1,732
판매비와관리비	433	488	502	580	656
기타영업손익	736	760	822	953	1,076
영업이익	812	846	910	1,043	1,169
(EBITDA)	36	6	25	21	17
비영업손익	43	61	62	69	77
순금융손익	-13	-16	-45	-45	-45
관계기업등투자손익	92	-13	49	69	69
세전계속사업이익	851	737	851	998	1,118
계속사업법인세비용	166	170	213	249	279
계속사업이익	685	567	638	748	838
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	685	567	638	748	838
지배주주	635	510	562	651	729
총포괄이익	525	505	638	748	838
매출총이익률	9.8	9.4	9.5	9.5	9.5
영업이익률	6.2	5.7	5.9	5.9	5.9
EBITDA마진률	6.8	6.4	6.5	6.5	6.4
당기순이익률	5.7	4.3	4.6	4.6	4.6
ROA	5.6	4.1	4.3	4.5	4.5
ROE	15.8	11.7	11.6	11.8	11.6
ROIC	23.2	17.8	16.8	17.6	17.9

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배, %)					
P/E	12.3	15.3	11.4	9.9	8.8
P/B	1.9	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.0	8.6	6.2	5.2	4.3
P/CF	6.9	7.8	8.0	7.0	6.4
배당수익률	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	4.8	11.8	4.4	16.0	13.0
영업이익	2.0	4.2	7.6	14.6	12.1
세전이익	25.2	-17.2	12.6	17.3	12.0
당기순이익	25.2	-17.2	12.6	17.3	12.0
EPS	23.8	-19.8	10.1	15.9	12.0
안정성(% 배, 십억원)					
부채비율	172.1	168.0	155.8	151.8	146.4
유동비율	150.9	156.3	176.1	190.6	205.1
순차입금/자기자본	-12.4	-10.5	-13.7	-16.5	-19.8
영업이익/금융비용	17.2	12.5	13.3	13.8	14.0
총차입금	34.1	36.4	37.0	36.5	35.6
순차입금	-12.4	-10.5	-13.7	-16.5	-19.8
주당지표(원)					
EPS	5,706	4,579	5,043	5,846	6,549
BPS	37,711	40,811	46,036	52,750	60,271
CFPS	10,226	9,031	7,195	8,211	9,056
DPS	500	500	n/a	500	500

대우건설 (047040)

2013.4.15 건설

Buy(initiate)

Analyst 박용희

02.3779-8944

yhpark@etrade.co.kr



주택만큼은 업계 최고, 사이클만 돌아라 제발

목표주가: 10,000원

현재주가: 8,070원

투자의견 BUY, 목표주가 10,000원으로 신규 커버리지 개시

대우건설에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 10,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 FY13~14 추정 EPS 753원에 Target Multiple 12.8x(대형 건설사 3개년 평균 Multiple)를 적용하여 산출했다.

1Q13 Preview: 시장 기대치 하회 전망.

1분기 동사의 매출은 2.1조원(+28.4% YoY, -3.6% QoQ)으로 시장 기대치를 소폭 상회할 전망이다. 이는 본사 매출 중 해외 부문 매출 증가 영향이다. 반면 영업이익은 920억원(-18.6% YoY, +36.1% QoQ)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 이는 수도권 미착공 PF 사업장 정리 영향으로 주택부문 원가율이 상승했기 때문이다.

투자 포인트 1: 주택만큼은 업계 최고, 사이클만 돌아라 제발

주택 시장 개선 시 동사의 최대 수혜가 예상된다. 왜냐하면 1)주택 시장 변화에 가장 잘 빠르게 적응하고 있는 건설사, 2)FY11~12 주택 분양이 업계최대로 FY13부터 본격적인 매출 증가, 3)FY13 상반기 내 대부분 부실을 정리할 계획으로 하반기 투자 매력도는 커질 전망이다.

투자 포인트 2: 해외 플랜트 업체 보다는 주택업체에 쏠리는 시선

국내 석유화학 플랜트 설비업체의 과도한 수주 경쟁에 따른 이익 가시성 둔화가 화두로 떠오를 전망이다. 투자자의 눈은 자연스럽게 국내 주택업체로 쏠릴 것으로 예상된다. 그러므로 주택만큼은 업계 최고인 동사의 투자 매력도가 커질 전망이다.

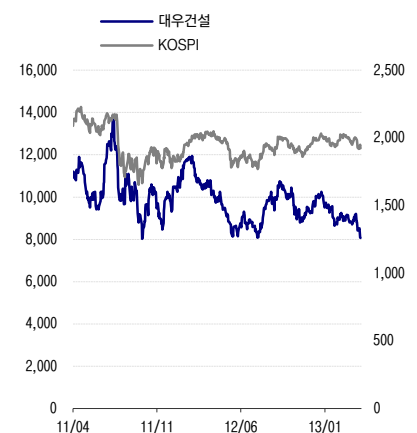
StockData

KOSPI(1/26)	1,924.23pt
시가총액	33,541억원
발행주식수	415,623천주
52주최고가/최저가	8,070/10,750원
90일일평균거래대금	44억원
외국인지분율	7.0%
배당수익률(11.12E)	0.0%
BPS(11.12E)	8,720원

주주구성

케이디비외 4인	51.5%
금호산업	12.3%

StockData



FinancialData

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	7,020	298	210	174	430	흑전	357	24.4	16.2	1.3	5.3
2012	8,223	346	228	173	426	-1.1	397	23.4	16.3	1.2	5.3
2013E	9,343	407	361	271	651	53.0	457	12.4	14.1	0.9	7.8
2014E	10,371	517	473	355	854	31.1	569	9.5	11.7	0.8	9.3
2015E	11,408	583	562	422	1,015	18.9	637	8.0	10.8	0.8	10.1

자료:이트레이드증권리서치본부

[표15] 대우건설, 목표주가 산정내역

구분	금액(원)	비고
FY13~14 추정 EPS 평균	753	대형사 평균 Target Multiple
적용 Multiple(X)	12.80	
주당가치	9,638	
목표주가	10,000	
현재가	8,070	
Upside(%)	23.9%	

자료: 대우건설, 이트레이드증권 리서치본부

[표16] 대우건설, 이트레이드 추정치 VS 시장컨센서스

(단위: 십억원, %)

	이트레이드 추정치			시장 컨센서스			Differences(%)		
	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F
매출액	8,223	9,343	10,371	8,223	9,268	10,620	-	0.8%	-2.3%
영업이익	346	407	517	346	444	541	-	-8.3%	-4.4%
세전이익	228	361	473	228	355	453	-	1.7%	4.4%
순이익	173	271	355	173	264	334	-	2.7%	6.3%

자료: 대우건설, 이트레이드증권 리서치본부

[표17] 대우건설, K-IFRS연결 1Q13 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	QoQ	YoY	Consensus
매출액	1,615	2,190	2,225	2,151	2,074	-3.6%	28.4%	1,931
매출총이익	187	207	204	208	191	-7.8%	2.1%	
GPM(%)	11.6%	9.5%	9.2%	9.7%	9.2%	-4.4%	-20.5%	
판관비	75	122	104	140	100	-29.0%	33.5%	
판관비율(%)	4.6%	5.6%	4.7%	6.5%	4.8%	-26.3%	3.9%	
영업이익	113	85	100	67	92	36.1%	-18.6%	100
영업이익(%)	7.0%	3.9%	4.5%	3.1%	4.4%	41.2%	-36.6%	
기타수익	26	103	18	104	33	-68.7%	23.1%	
기타비용	88	57	45	158	35	-77.8%	-60.1%	
조정영업이익	51	132	72	14	89	556.3%	73.6%	95
영업이익(%)	3.2%	6.0%	3.2%	0.6%	4.3%	580.8%	35.2%	
금융수익	24	15	25	32	33	0.9%	33.2%	
금융비용	28	49	28	45	45	-0.4%	59.6%	
세전이익	48	98	69	1	77	12692.4%	61.2%	
	2.9%	4.5%	3.1%	0.0%	3.7%	13170.3%	25.5%	

자료: 대우건설, 이트레이드증권 리서치본부

대우건설(047040)

재무상태표					
(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	6,197	6,717	8,150	9,076	9,965
현금및현금성자산	714	388	580	779	931
매출채권및기타채권	3,220	3,455	4,307	4,781	5,259
재고자산	1,016	1,427	1,757	1,951	2,146
기타유동자산	1,247	1,446	1,505	1,566	1,630
비유동자산	3,272	3,143	3,254	3,376	3,507
관계기업투자등	836	814	847	881	917
유형자산	774	698	724	757	794
무형자산	105	114	104	95	86
자산총계	9,469	9,859	11,404	12,452	13,473
유동부채	3,687	4,157	5,398	6,057	6,620
매입채무및기타채무	1,287	1,146	1,376	1,527	1,680
단기금융부채	956	1,380	2,325	2,764	3,103
기타유동부채	1,445	1,631	1,697	1,766	1,837
비유동부채	2,370	2,291	2,324	2,359	2,395
장기금융부채	1,348	1,473	1,473	1,473	1,473
기타비유동부채	1,022	818	851	886	921
부채총계	6,056	6,448	7,722	8,416	9,015
지배주주지분	3,344	3,353	3,624	3,979	4,401
자본금	177	177	271	355	422
자본잉여금	77	29	271	355	422
이익잉여금	732	885	1,156	1,511	1,933
비지배주주지분(연결)	68	58	58	58	58
자본총계	3,412	3,411	3,682	4,036	4,458

현금흐름표					
(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동으로인한현금흐름	-106	-1,143	-575	-50	16
당기순이익(손실)	174	173	271	355	422
비현금수익비용가감	265	350	95	98	101
유형자산감가상각비	54	46	45	47	49
무형자산상각비	5	6	5	5	4
기타	23	-4	45	46	48
영업활동으로인한자산및부채의변동	-466	-1,558	-940	-503	-507
매출채권및기타채권의(증가)감소	-18	-260	-852	-474	-478
재고자산의(증가)감소	-133	-378	-330	-193	-195
매입채무및기타채무의증가(감소)	-96	-220	229	151	153
법인세납부	-219	-700	12	13	13
투자활동으로인한현금흐름	980	67	-178	-190	-202
유형자산처분(취득)	-96	-56	-71	-79	-87
무형자산감소(증가)	-9	-14	4	4	4
장단기금융자산의감소(증가)	6	-1	-50	-51	-53
기타투자활동	1,078	137	-62	-64	-67
재무활동으로인한현금흐름	-642	752	945	439	339
장단기금융부채의감소(증가)	-641	752	945	439	339
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의증가	232	-325	192	199	152
기초현금	482	714	388	580	779
기말현금	714	388	580	779	931

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결기준

손익계산서					
(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	7,020	8,223	9,343	10,371	11,408
매출원가	6,337	7,404	8,481	9,386	10,313
매출총이익	683	820	862	985	1,095
판매비와관리비	385	474	455	468	512
기타영업손익	298	346	407	517	583
영업이익	357	397	457	569	637
(EBITDA)	-131	-90	-140	-172	-190
비영업손익	196	136	182	215	235
순금융손익	-19	-4	-12	-12	-12
관계기업등투자손익	62	-24	106	140	181
세전계속사업이익	210	228	361	473	562
계속사업법인세비용	36	55	90	118	141
계속사업이익	174	173	271	355	422
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	173	271	355	422
지배주주	177	177	271	355	422
총포괄이익	77	29	271	355	422
매출총이익률	9.7	10.0	9.2	9.5	9.6
영업이익률	4.2	4.2	4.4	5.0	5.1
EBITDA마진률	5.1	4.8	4.9	5.5	5.6
당기순이익률	2.5	2.1	2.9	3.4	3.7
ROA	1.8	1.8	2.5	3.0	3.3
ROE	5.3	5.3	7.8	9.3	10.1
ROIC	5.6	5.9	5.6	6.2	6.5

주요투자지표					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배, %)					
P/E	24.4	23.4	12.4	9.5	8.0
P/B	1.3	1.2	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	16.2	16.3	14.1	11.7	10.8
P/CF	9.8	7.9	9.2	7.4	6.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	4.6	17.1	13.6	11.0	10.0
영업이익	흑전	11.2	15.2	24.4	11.9
세전이익	흑전	-0.3	56.4	31.1	18.9
당기순이익	흑전	-0.3	56.4	31.1	18.9
EPS	흑전	-1.1	53.0	31.1	18.9
안정성(% 배, 십억원)					
부채비율	177.5	189.0	209.7	208.5	202.2
유동비율	168.1	161.6	151.0	149.9	150.5
순차입금/자기자본	41.8	68.8	84.1	82.5	78.8
영업이익/금융비용	1.5	2.5	2.2	2.4	2.5
총차입금	67.5	83.7	103.2	105.0	102.7
순차입금	41.8	68.8	84.1	82.5	78.8
주당지표(원)					
EPS	430	426	651	854	1,015
BPS	8,046	8,069	8,720	9,573	10,588
CFPS	1,066	1,260	880	1,089	1,258
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대림산업 (000210)

2013.4.15 건설

Buy(initiate)

Analyst 박용희

02.3779-8944

yhpark@etrade.co.kr



Portfolio Managing으로 쇼크는 없다

목표주가: 110,000원

현재주가: 75,900원

투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 신규 커버리지 개시

대림산업에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 110,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 FY13~14 추정 EPS 13,625원에 Target Multiple 8.1x(FY11~12 평균 Multiple)를 적용하여 산출했다.

1Q13 Preview: 낮아진 눈높이 Beating이 가능하다

1분기 동사의 매출은 2.3조원(+11% YoY, -24% QoQ)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 하지만 수익성이 양호한 필리핀 RMP-2 프로젝트의 매출 반영으로 영업이익은 1,150억원(+22% YoY, -3% QoQ)으로 시장 기대치를 소폭 상회할 전망이다. 주요 화학제품의 스프레드 마진이 전년대비 개선되며, YNCC의 지분법 손익도 개선될 전망이다.

투자 포인트: Quality Control은 업계 최고

가장 빠르게, 가장 안전하게 석유화학관련 플랜트를 지을 때는 대림산을 찾는 다른 말이 있을 정도로 Quality Control이 잘되고 있다. 원가율 악화 추세는 이미 반영되었다. 그리고 최근 화두가 되고 있는 Cost Overrun에서는 경쟁업체대비 자유로운 상황이다.

Risk Point: Valuation 매력은 높으나, 전방 산업 하향 추세가 아쉽다.

석유화학 설비 투자 감소 초입인 점이 부담스럽지만 인프라(발전, 토목, 건축)에도 경쟁력을 가지고 있어, Down-side는 제한적이다. 그러나 여전히 전방산업이 석유화학에 기반을 두고 있다는 점은 동사의 아킬레스건으로 작용할 전망이다.

StockData

KOSPI(1/26)	1,924.23pt
시가총액	26,413억원
발행주식수	34,800천주
52주최고가/최저가	67,600/120,000원
90일일평균거래대금	226억원
외국인지분율	38.1%
배당수익률(11.12E)	0.0%
BPS(11.12E)	135,302원

주주구성

(주)대림Corp외 17인	24.0%
국민연금공단	6.8%
한투운용(주)	5.6%

StockData



FinancialData

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	7,988	437	519	380	10,508	9.6	492	8.5	7.1	0.8
2012	10,253	486	560	401	11,239	7.0	548	7.7	4.9	0.7
2013E	10,860	536	618	463	13,317	18.5	599	5.7	4.3	0.6
2014E	11,512	562	646	485	13,933	4.6	630	5.4	3.8	0.5
2015E	12,433	608	709	532	15,289	9.7	681	5.0	3.3	0.5

자료:이트레이드증권리서치본부

[표18] 대림산업, 목표주가 산정내역

구분	금액(원)	비고
FY13~14 추정 EPS 평균	13,625	FY11~12 평균 PER
적용 Multiple (X)	8.1	
주당가치	110,363	
목표주가	110,000	
현재가	75,900	
Upside(%)	44.9%	

자료: 대림산업, 이트레이드증권 리서치본부

[표19] 대림산업, 이트레이드 추정치 VS 시장 컨센서스

(단위: 십억원, %)

	이트레이드 추정치			시장 컨센서스			Difference(%)		
	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F
매출액	10,253	10,860	11,512	10,253	10,876	11,892	-	-0.1%	-3.2%
영업이익	486	536	562	486	560	634	-	-4.3%	-11.4%
세전이익	560	618	646	560	603	685	-	2.5%	-5.7%
순이익	401	463	485	401	457	518	-	1.3%	-6.4%

자료: 대림산업, 이트레이드증권 리서치본부

[표20] 대림산업, K-IFRS 연결 1Q13 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	QoQ	YoY	Consensus
매출액	2,051	2,469	2,727	3,007	2,283	-24%	11%	2,324
매출총이익	232	247	263	294	253	12%	9%	
GPM(%)	11.3%	10.0%	9.6%	9.8%	11.1%	2%	-2%	
판관비	137	122	126	161	137	28%	0%	
(%)	6.7%	5.0%	4.6%	5.4%	6.0%	16%	-10%	
영업이익	95	125	137	133	115	-3%	22%	108
OPM(%)	4.6%	5.1%	5.0%	4.4%	5.1%	-12%	9%	
기타수익	103	16	54	96	68	79%	-34%	
기타비용	51	65	50	67	60	35%	18%	
조정영업이익	147	76	140	162	123	15%	-16%	107
OPM(%)	7.1%	3.1%	5.1%	5.4%	5.4%	4%	-25%	
금융수익	24	18	25	29	25	18%	3%	
금융비용	24	26	24	29	28	21%	16%	
지분법	40	-14	34	-13	40	-139%	0%	
세전이익	187	54	176	148	160	-15%	-14%	
	9.1%	2.2%	6.4%	4.9%	7.0%	-23%	-23%	

자료: 대림산업, 이트레이드증권 리서치본부

대림산업(000210)

재무상태표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	7,159	7,292	8,146	8,366	8,693
현금및현금성자산	1,325	1,477	1,722	1,581	1,418
매출채권및기타채권	3,262	3,428	3,849	4,080	4,406
재고자산	1,378	1,155	1,292	1,370	1,479
기타유동자산	1,193	1,232	1,283	1,335	1,389
비유동자산	3,606	3,714	3,915	4,124	4,346
관계기업투자등	934	907	944	982	1,022
유형자산	1,635	1,517	1,624	1,737	1,860
무형자산	77	79	86	93	99
자산총계	10,765	11,006	12,060	12,489	13,038
유동부채	4,650	4,779	5,054	4,663	4,345
매입채무및기타채무	2,464	2,857	2,831	3,001	3,241
단기금융부채	975	687	939	326	-287
기타유동부채	1,211	1,235	1,285	1,337	1,391
비유동부채	1,478	1,309	1,644	1,979	2,314
장기금융부채	1,152	880	1,198	1,516	1,834
기타비유동부채	325	430	446	463	481
부채총계	6,127	6,088	6,698	6,642	6,659
지배주주지분	4,417	4,779	5,223	5,708	6,240
자본금	366	391	463	485	532
자본잉여금	297	387	463	485	532
이익잉여금	3,623	4,005	4,449	4,934	5,466
비지배주주지분(연결)	221	140	140	140	140
자본총계	4,637	4,919	5,363	5,847	6,379

현금흐름표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동으로인한현금흐름	509	784	-81	393	389
당기순이익(손실)	380	401	463	485	532
비현금수익비용가감	286	335	20	25	30
유형자산감가상각비	50	57	58	62	66
무형자산상각비	5	5	6	6	6
기타	-40	-31	-44	-43	-42
영업활동으로인한자산및부채의변동	-120	103	-564	-117	-174
매출채권및기타채권의(증가)감소	-956	-411	-421	-231	-326
재고자산의(증가)감소	278	225	-137	-78	-110
매입채무및기타채무의증가(감소)	687	374	-26	170	240
법인세납부	-129	-86	21	22	22
투자활동으로인한현금흐름	-647	-296	-224	-238	-257
유형자산처분(취득)	-299	-154	-165	-175	-189
무형자산감소(증가)	-3	-9	-13	-13	-13
장단기금융자산의감소(증가)	-245	-45	3	0	-2
기타투자활동	-99	-87	-49	-51	-53
재무활동으로인한현금흐름	182	-335	551	-295	-295
장단기금융부채의감소(증가)	70	-294	570	-295	-295
자본의증가(감소)	-20	-19	-19	0	0
배당금지급	20	19	19	0	0
기타재무활동	132	-23	0	0	0
현금의증가	44	152	245	-141	-163
기초현금	1,281	1,325	1,477	1,722	1,581
기말현금	1,325	1,477	1,722	1,581	1,418

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결기준

손익계산서

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	7,988	10,253	10,860	11,512	12,433
매출원가	7,058	9,219	9,749	10,337	11,164
매출총이익	930	1,034	1,111	1,174	1,268
판매비와관리비	492	548	575	612	660
기타영업손익	437	486	536	562	608
영업이익	492	548	599	630	681
(EBITDA)	-18	-13	-20	-18	-2
비영업손익	105	79	90	91	78
순금융손익	38	45	60	60	60
관계기업등투자손익	62	43	42	43	43
세전계속사업이익	519	560	618	646	709
계속사업법인세비용	140	159	154	162	177
계속사업이익	380	401	463	485	532
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	380	401	463	485	532
지배주주	366	391	463	485	532
총포괄이익	297	387	463	485	532
매출총이익률	11.6	10.1	10.2	10.2	10.2
영업이익률	5.5	4.7	4.9	4.9	4.9
EBITDA마진률	6.2	5.3	5.5	5.5	5.5
당기순이익률	4.8	3.9	4.3	4.2	4.3
ROA	3.6	3.6	4.0	4.0	4.2
ROE	8.5	8.5	9.3	8.9	8.9
ROIC	8.4	9.2	10.2	9.5	9.6

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배, %)					
P/E	8.5	7.7	5.7	5.4	5.0
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.1	4.9	4.3	3.8	3.3
P/CF	5.2	4.6	6.1	5.7	5.2
배당수익률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	7.4	28.4	5.9	6.0	8.0
영업이익	36.4	11.4	9.2	5.2	8.0
세전이익	6.1	5.5	15.6	4.6	9.7
당기순이익	6.1	5.5	15.6	4.6	9.7
EPS	9.6	7.0	18.5	4.6	9.7
안정성(% 배, 십억원)					
부채비율	132.1	123.8	124.9	113.6	104.4
유동비율	154.0	152.6	161.2	179.4	200.1
순차입금/자기자본	6.1	-8.5	-2.1	-4.9	-7.0
영업이익/금융비용	4.2	6.1	6.0	6.2	7.8
총차입금	45.9	31.8	39.8	31.5	24.2
순차입금	6.1	-8.5	-2.1	-4.9	-7.0
주당지표(원)					
EPS	10,508	11,239	13,317	13,933	15,289
BPS	114,427	123,800	135,302	147,863	161,646
CFPS	17,252	19,058	12,517	13,205	14,569
DPS	100	n/a	n/a	n/a	n/a

삼성엔지니어링 (028050)

2013.4.15 건설

Market Perform(initiate)

Analyst 박용희

02.3779-8944

yhpark@etrade.co.kr



Top-line 둔화로 숨어 있는 리스크 부각!

목표주가: 120,000원

현재주가: 90,900원

투자의견 Market Perform, 목표주가 120,000원으로 신규 커버리지 개시

삼성엔지니어링에 대해 투자의견 Market Perform 및 목표주가 120,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 FY13 추정 EPS 9,954원에 Target Multiple 12.8x(대형사 평균 Target Multiple)를 적용하여 산출했다.

1Q13 Preview: 리스크 현실화에 주목 할 때!

1분기 동사의 매출은 2.7조원(+2.3% YoY, -3.1% QoQ)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 영업이익은 1,250억원(-29.2% YoY, -23.2% QoQ)으로 시장 기대치를 대폭 하회할 전망이다. 이는 해외 대형 프로젝트의 준공 정산에 따른 원가율 상승에 기인한다. 올해부터 내년까지 대형 현장의 준공을 앞두고 Risk 요인은 지속적으로 부각될 전망이다.

Risk Point 1: 중동 석유 화학 플랜트 설비 감소 사이클 돌입

중동 플랜트 투자 사이클 호황의 정점에서 동사의 Top-line 성장 가능성이 부담스러운 상황이다. 현재까지 리스크 대비 Quality Control이 잘 된 상황이나, 인력 및 설비투자가 확대된 시점에서 중동의 석유화학 플랜트 발주 감소는 동사에게 치명적일 전망이다.

Risk Point 2: 이익 회복을 위한 시간이 길어질 전망

당사는 동사의 이익 정점이 FY12 였다는 판단이다. 현재의 발주 현황 감안 동사의 이익 회복에는 오랜 시간이 필요할 전망이다. 즉 역성장 국면으로 빠른 속도로 진행될 가능성이 높다. 현재는 투자 회수 사이클 상 투자 초기 국면 진입으로 동사의 이익 회복은 단기간에 해결될 문제가 아니란 판단이다.

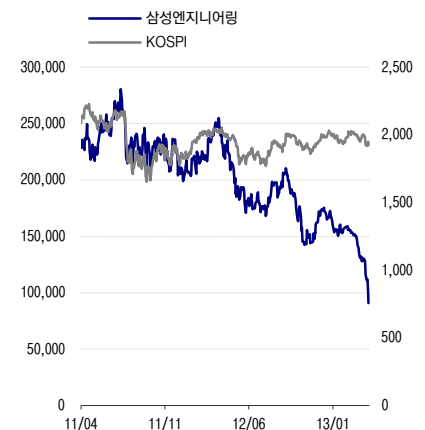
StockData

KOSPI(1/26)	1,924.23pt
시가총액	36,360억원
발행주식수	40,000천주
52주최고/최저가	90,900/235,000원
90일일평균거래대금	321억원
외국인지분율	34.4%
배당수익률(11.12E)	1.5%
BPS(11.12E)	50,541원

주주구성

제일모직의 5인	18.3%
국민연금	9.6%

StockData



FinancialData

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	9,298	626	687	515	12,832	44.6	665	15.7	11.1	43.9
2012	11,440	732	701	521	13,095	2.1	792	12.6	8.2	33.9
2013E	11,344	523	525	393	9,826	-25.0	593	9.3	6.2	20.9
2014E	12,172	536	538	403	10,082	2.6	619	9.0	5.6	18.1
2015E	13,657	697	700	524	13,104	30.0	793	6.9	4.1	19.5

자료:이트레이드증권 리서치본부

[표21] 삼성엔지니어링, 목표주가 산정내역

구분	금액(원)	비고
FY13 년 추정 EPS	9,954	대형사 평균 Target Multiple
적용 Multiple (X)	12.8	
주당가치	127,411	
목표주가	120,000	
현재가	90,900	
Upside(%)	32.0%	

자료: 삼성엔지니어링, 이트레이드증권 리서치본부

[표22] 삼성엔지니어링, 이트레이드 추정치 VS 시장 컨센서스

(단위: 십억원, %)

	이트레이드 추정치			시장 컨센서스			Difference		
	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F
매출액	11,440	11,344	12,172	11,440	11,854	11,295	-	-4.3%	7.8%
영업이익	732	523	536	732	705	800	-	-25.8%	-33.0%
세전이익	701	525	538	701	720	808	-	-27.1%	-33.4%
순이익	521	393	403	521	531	605	-	-26.0%	-33.4%

자료: 삼성엔지니어링, 이트레이드증권 리서치본부

[표23] 삼성엔지니어링, K-IFRS 연결 1Q13 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	QoQ	YoY	Consensus
매출액	2,662	3,108	2,862	2,809	2,723	-3.1%	2.3%	2,730
매출총이익	306	347	335	301	262	-13.0%	-14.4%	
GPM(%)	11.5%	11.2%	11.7%	10.7%	9.6%	-10.3%	-16.3%	
판관비	129	143	147	138	136	-1.0%	5.9%	
판관비율(%)	4.8%	4.6%	5.1%	4.9%	5.0%	2.1%	3.6%	
영업이익	177	204	188	163	125	-23.2%	-29.2%	152
영업이익률(%)	6.7%	6.6%	6.6%	5.8%	4.6%	-20.7%	-30.7%	
기타손익	123	3	-71	-187	25	-113.4%	-79.7%	
조정영업이익	189	204	181	145	128	-11.5%	-32.4%	167
영업이익(%)	7.1%	6.6%	6.3%	5.1%	4.7%	-8.7%	-34.0%	
금융손익	-5	-7	-4	-3	-3	0.0%	-51.0%	
세전이익	184	197	177	142	125	-11.7%	-31.9%	
(%)	6.9%	6.3%	6.2%	5.1%	4.6%	-8.9%	-33.5%	

자료: 삼성엔지니어링, 이트레이드증권 리서치본부

삼성엔지니어링(028050)

재무상태표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	4,157	4,188	4,405	4,871	5,623
현금및현금성자산	560	436	273	458	729
매출채권및기타채권	2,723	3,108	3,464	3,716	4,170
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	873	643	669	696	724
비유동자산	1,032	1,486	1,670	1,858	2,062
관계기업투자등	63	125	130	135	141
유형자산	700	733	882	1,036	1,204
무형자산	34	40	45	50	55
자산총계	5,189	5,674	6,075	6,728	7,685
유동부채	3,645	3,554	3,658	3,892	4,308
매입채무및기타채무	3,417	3,029	3,127	3,355	3,764
단기금융부채	43	380	380	380	380
기타유동부채	185	146	151	158	164
비유동부채	230	379	395	411	427
장기금융부채	2	3	3	3	3
기타비유동부채	228	377	392	408	424
부채총계	3,875	3,934	4,053	4,303	4,735
지배주주지분	1,351	1,739	2,022	2,425	2,949
자본금	513	524	393	403	524
자본잉여금	449	516	393	403	524
이익잉여금	1,358	1,771	2,053	2,457	2,981
비지배주주지분(연결)	-37	1	1	1	1
자본총계	1,313	1,740	2,022	2,425	2,950

현금흐름표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동으로인한현금흐름	38	-193	205	460	575
당기순이익(손실)	515	521	393	403	524
비현금수익비용가감	210	335	87	100	114
유형자산감가상각비	34	54	64	75	88
무형자산상각비	4	6	6	7	8
기타	-35	18	16	17	18
영업활동으로인한자산및부채의변동	-620	-864	-275	-43	-63
매출채권및기타채권의(증가)감소	-1,516	-410	-355	-253	-453
재고자산의(증가)감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,227	-387	98	228	409
법인세납부	-331	-67	-17	-18	-19
투자활동으로인한현금흐름	228	-180	-258	-275	-304
유형자산처분(취득)	-265	-214	-213	-229	-256
무형자산감소(증가)	-9	-12	-12	-12	-12
장단기금융자산의감소(증가)	508	59	-9	-9	-10
기타투자활동	-6	-13	-24	-25	-26
재무활동으로인한현금흐름	-108	259	-111	0	0
장단기금융부채의감소(증가)	-16	370	0	0	0
자본의증가(감소)	-92	-111	-111	0	0
배당금지급	92	111	111	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의증가	151	-124	-164	185	271
기초현금	409	560	436	273	458
기말현금	560	436	273	458	729

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결기준

손익계산서

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	9,298	11,440	11,344	12,172	13,657
매출원가	8,219	10,153	10,254	11,040	12,332
매출총이익	1,079	1,288	1,090	1,132	1,325
판매비와관리비	452	555	567	596	628
기타영업손익	626	732	523	536	697
영업이익	665	792	593	619	793
(EBITDA)	5	-51	13	14	14
비영업손익	4	20	4	4	4
순금융손익	0	11	-1	-1	-1
관계기업등투자손익	56	8	-10	-10	-10
세전계속사업이익	687	701	525	538	700
계속사업법인세비용	172	180	132	135	176
계속사업이익	515	521	393	403	524
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	515	521	393	403	524
지배주주	513	524	393	403	524
총포괄이익	449	516	393	403	524
매출총이익률	11.6	11.3	9.6	9.3	9.7
영업이익률	6.7	6.4	4.6	4.4	5.1
EBITDA마진률	7.1	6.9	5.2	5.1	5.8
당기순이익률	5.5	4.6	3.5	3.3	3.8
ROA	12.3	9.6	6.7	6.3	7.3
ROE	43.9	33.9	20.9	18.1	19.5
ROIC	n/a	53.5	22.9	19.7	23.1

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배, %)					
P/E	15.7	12.6	9.3	9.0	6.9
P/B	6.0	3.8	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	11.1	8.2	6.2	5.6	4.1
P/CF	11.1	7.7	7.6	7.2	5.7
배당수익률	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	78.2	23.0	-0.8	7.3	12.2
영업이익	45.0	19.2	-25.1	4.3	28.1
세전이익	45.0	1.3	-24.6	2.6	30.0
당기순이익	45.0	1.3	-24.6	2.6	30.0
EPS	44.6	2.1	-25.0	2.6	30.0
안정성(% 배, 십억원)					
부채비율	295.1	226.1	200.4	177.4	160.5
유동비율	114.0	117.8	120.4	125.1	130.5
순차입금/자기자본	-53.8	-7.0	1.9	-6.2	-14.3
영업이익/금융비용	144.5	37.0	121.9	124.9	162.4
총차입금	3.4	22.0	18.9	15.8	13.0
순차입금	-53.8	-7.0	1.9	-6.2	-14.3
주당지표(원)					
EPS	12,832	13,095	9,826	10,082	13,104
BPS	33,766	43,487	50,541	60,623	73,726
CFPS	18,116	21,408	11,990	12,573	15,941
DPS	3,000	3,000	n/a	n/a	n/a

GS건설 (006360)

2013.4.15 건설

Market Perform(initiate)

Analyst 박용희

02.3779-8944

yhpark@etrade.co.kr



해외, 주택 양 방향에서 길을 헤매다

목표주가: 43,000원

현재주가: 35,700원

투자 의견 Market Perform, 목표주가 43,000원으로 신규 커버리지 개시

GS건설에 대해 투자 의견 Market Perform 및 목표주가 43,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 FY14 추정 EPS 3,385원에 Target Multiple 12.8x(대형사 평균 Target Multiple)를 적용하여 산출했다.

1Q13 Review: 연속된 쇼크, 부실이 정리되기 전까진 다가가기 어려운 연인

1분기 동사의 매출은 1.8조원으로 시장 기대치를 대폭 하회했다. 이는 UAE RRE2 등 대형 현장의 원가 조정을 통한 매출 차감 이유였다. 회사측은 실행 단계에서 1) 하도급업체와의 진행과정 문제, 2) 공기 지연, 3) C/O 미반영 영향이라고 밝혔다. 이는 동사가 강점이 있는 대형 정유공장 공사에서 발생한 것이라 더 나쁜 뉴스다. 시황이 둔화되는 국면에서 기업의 기초 펀더멘털에 문제가 발생한 사안으로 쉽게 매수 추천을 하기 어려운 상황이다.

Risk Point 1: 기대감 보다는 여전히 Down-side 리스크가 큰 상황

기업 펀더멘털 문제로 인해 동사의 턴어라운드 시점을 논하기 힘들다. 단순히 일회성 요인, 일부 프로젝트만의 문제라면 저점 매수의 구간이지만, 현재의 상황은 단순하지 않다는 판단이다.

Risk Point 2: 주택관련 리스크도 여전히 발목을 잡을 전망

주택관련 PF지급보증도 약 2조원 규모이다. 해외발 리스크 요인으로 인해 Cash-flow 문제가 생길 여지가 생겼다. 그러므로 쉽게 주택 분양을 할 수 없을 전망이다. 주택 분양이 힘들 때 미착공의 착공 전환이 쉽지 않아, 리스크 해소에는 시간이 더 필요할 전망이다.

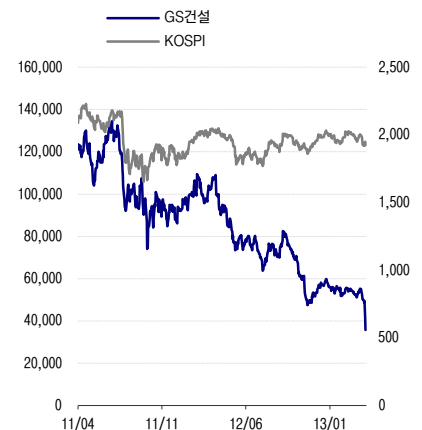
StockData

KOSPI(1/26)	1,924.23pt
시가총액	18,207억원
발행주식수	51,000천주
52주최고가/최저가	35,700/95,000원
90일일평균거래대금	212억원
외국인지분율	26.5%
배당수익률(11.12E)	0.0%
BPS(11.12E)	58,799원

주주구성

허창수의 17인	30.4%
템플턴자산운용	7.2%

StockData



FinancialData

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011	9,052	431	564	427	8,307	6.6	493	11.1	9.4	11.6
2012	9,290	160	170	108	2,002	-75.9	234	28.6	15.9	2.7
2013E	9,505	-852	-920	-690	-13,534	적전	-777	-2.6	-5.4	-20.6
2014E	11,387	261	230	173	3,385	흑전	336	10.5	14.2	5.6
2015E	12,195	490	434	325	6,380	88.5	565	5.6	8.4	9.8

자료:이트레이드증권 리서치본부

[표24] GS건설, 목표주가 산정내역

구분	금액(원)	비고
FY14 년 추정 EPS	3,385	대형사 평균 Target Multiple
적용 Multiple (X)	12.8	
주당가치	43,328	
목표주가	43,000	
현재가	35,700	
Upside(%)	20.4%	

자료: GS건설, 이트레이드증권 리서치본부

[표25] GS건설, K-IFRS 연결 1Q13 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	QoQ	YoY
매출액	2,108	2,355	2,401	2,425	1,824	-24.8%	-13.5%
매출원가	1,888	2,097	2,218	2,370	2,203	-7.1%	16.7%
매출총이익	221	258	183	55	-379	-792.7%	-271.9%
GPM(%)	10.5%	10.9%	7.6%	2.3%	-20.8%	-1021.0%	-298.7%
판관비	116	173	131	136	156	15.0%	35.2%
판관비율	5.5%	7.4%	5.5%	5.6%	8.6%	52.9%	56.3%
조정영업이익	105	84	52	-81	-535	559.6%	-610.3%
조정영업이익률(%)	5.0%	3.6%	2.2%	-3.3%	-29.4%	777.0%	-689.8%
기타수익	62	98	77	147	90	-38.9%	45.9%
기타비용	114	62	82	189	100	-47.0%	-11.9%
영업이익	53	119	48	-123	-545	345.0%	-1126.7%
영업이익률(%)	2.5%	5.1%	2.0%	-5.1%	-29.9%	491.6%	-1286.7%
금융수익	83	22	49	70	60	-14.7%	-27.8%
금융비용	36	32	41	45	64	42.1%	78.7%
세전이익	101	110	57	-97	-549	465.2%	-646.3%
	4.8%	4.7%	2.4%	-4.0%	-30.1%	651.5%	-731.5%

자료: GS건설, 이트레이드증권 리서치본부

GS건설(006360)

재무상태표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	7,782	7,555	7,995	9,294	10,468
현금및현금성자산	1,488	1,418	413	423	1,010
매출채권및기타채권	4,335	4,310	5,568	6,670	7,144
재고자산	495	536	669	801	858
기타유동자산	1,465	1,292	1,344	1,399	1,456
비유동자산	3,481	3,914	3,972	4,045	4,126
관계기업투자등	275	292	304	316	329
유형자산	2,195	2,254	2,254	2,267	2,285
무형자산	54	190	188	186	185
자산총계	11,264	11,470	11,967	13,339	14,594
유동부채	5,346	5,081	6,244	7,405	8,295
매입채무및기타채무	2,523	1,946	2,433	2,915	3,122
단기금융부채	999	1,225	1,824	2,423	3,022
기타유동부채	1,824	1,909	1,987	2,067	2,151
비유동부채	1,960	2,391	2,428	2,466	2,506
장기금융부채	978	1,487	1,487	1,487	1,487
기타비유동부채	982	904	941	979	1,019
부채총계	7,306	7,472	8,672	9,872	10,801
지배주주지분	3,735	3,701	2,999	3,171	3,497
자본금	424	102	-690	173	325
자본잉여금	265	87	-690	173	325
이익잉여금	3,420	3,471	2,768	2,941	3,266
비지배주주지분(연결)	223	296	296	296	296
자본총계	3,958	3,998	3,295	3,468	3,793

현금흐름표

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동으로인한현금흐름	-482	-328	-1,390	-372	214
당기순이익(손실)	427	108	-690	173	325
비현금수익비용가감	284	308	160	161	163
유형자산감가상각비	62	64	65	65	66
무형자산상각비	1	9	10	9	9
기타	28	-31	85	87	88
영업활동으로인한자산및부채의변동	-977	-533	-860	-706	-275
매출채권및기타채권의(증가)감소	-463	20	-1,258	-1,102	-474
재고자산의(증가)감소	-27	-76	-133	-132	-57
매입채무및기타채무의증가(감소)	36	-433	487	482	207
법인세납부	-522	-43	45	47	49
투자활동으로인한현금흐름	108	-295	-201	-217	-226
유형자산처분(취득)	-40	-63	-65	-78	-84
무형자산감소(증가)	-2	-6	-8	-8	-8
장단기금융자산의감소(증가)	-12	110	-80	-82	-83
기타투자활동	162	-336	-48	-50	-52
재무활동으로인한현금흐름	364	541	587	599	599
장단기금융부채의감소(증가)	437	600	599	599	599
자본의증가(감소)	-51	-45	-12	0	0
배당금지급	51	50	12	0	0
기타재무활동	-22	-14	0	0	0
현금의증가	-6	-70	-1,004	10	587
기초현금	1,494	1,488	1,418	413	423
기말현금	1,488	1,418	413	423	1,010

자료:이트레이드증권리서치본부주:2011년이후IFRS연결기준

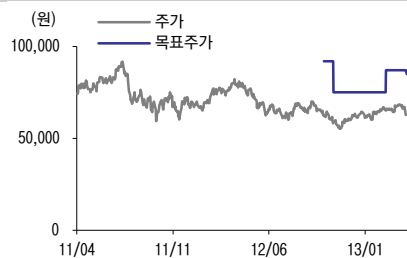
손익계산서

(단위:십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	9,052	9,290	9,505	11,387	12,195
매출원가	8,013	8,573	9,803	10,526	11,098
매출총이익	1,039	716	-298	861	1,098
판매비와관리비	608	556	554	600	608
기타영업손익	431	160	-852	261	490
영업이익	493	234	-777	336	565
(EBITDA)	-33	29	-52	-71	-90
비영업손익	41	71	108	129	150
순금융손익	18	-3	-48	-48	-48
관계기업등투자손익	148	-17	33	89	83
세전계속사업이익	564	170	-920	230	434
계속사업법인세비용	136	61	-230	58	108
계속사업이익	427	108	-690	173	325
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	427	108	-690	173	325
지배주주	424	102	-690	173	325
총포괄이익	265	87	-690	173	325
매출총이익률	11.5	7.7	-3.1	7.6	9.0
영업이익률	4.8	1.7	-9.0	2.3	4.0
EBITDA마진률	5.5	2.5	-8.2	3.0	4.6
당기순이익률	4.7	1.2	-7.3	1.5	2.7
ROA	3.8	0.9	-5.9	1.4	2.3
ROE	11.6	2.7	-20.6	5.6	9.8
ROIC	10.1	2.5	-12.5	3.4	5.9

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배,%)					
P/E	11.1	28.6	-2.6	10.5	5.6
P/B	1.3	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.4	15.9	-5.4	14.2	8.4
P/CF	6.6	7.0	n/a	5.5	3.7
배당수익률	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	7.5	2.6	2.3	19.8	7.1
영업이익	-27.6	-52.6	적전	흑전	68.1
세전이익	5.4	-74.6	적전	흑전	88.5
당기순이익	5.4	-74.6	적전	흑전	88.5
EPS	6.6	-75.9	적전	흑전	88.5
안정성(%,배,십억원)					
부채비율	184.6	186.9	263.2	284.7	284.8
유동비율	145.6	148.7	128.0	125.5	126.2
순차입금/자기자본	-1.6	20.0	72.4	85.2	77.6
영업이익/금융비용	10.5	2.3	-7.9	2.0	3.3
총차입금	50.0	67.8	100.5	112.8	118.9
순차입금	-1.6	20.0	72.4	85.2	77.6
주당지표(원)					
EPS	8,307	2,002	-13,534	3,385	6,380
BPS	73,237	72,576	58,799	62,184	68,564
CFPS	13,941	8,165	n/a	6,550	9,583
DPS	1,000	n/a	n/a	n/a	n/a

삼성물산목표주가추이

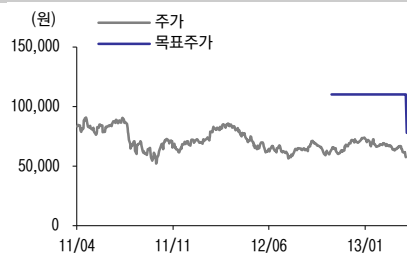


투자의견변동내역

일 시	2012.08.09	2012.09.21	2012.10.12	2012.11.02	2012.12.11	2013.01.17	2013.01.29
투자의견	N.R	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	75,000	75,000	75,000	75,000

일 시	2013.02.27	2013.04.01	2013.04.15
투자의견	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	87,000	박용희	85,000

현대건설목표주가추이

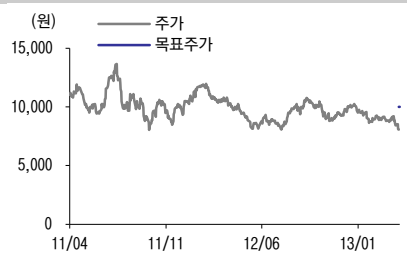


투자의견변동내역

일 시	2012.08.20	2012.09.16	2012.09.21	2012.10.29	2012.11.22	2012.11.27	2013.01.14
투자의견	N.R	N.R	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격			110,000	110,000	110,000	110,000	110,000

일 시	2013.01.22	2013.01.28	2013.02.13	2013.03.05	2013.04.01	2013.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	박용희	78,000

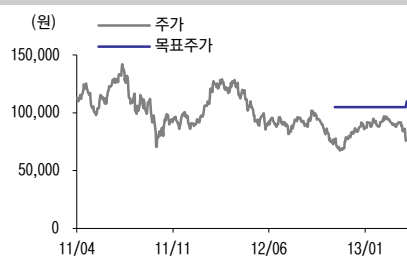
대우건설목표주가추이



투자의견변동내역

일 시	2012.08.14	2012.09.16	2013.01.31	2013.03.04	2013.04.01	2013.04.15
투자의견	N.R	N.R	N.R	N.R	담당자변경	Buy
목표가격					박용희	10,000

대림산업목표주가추이

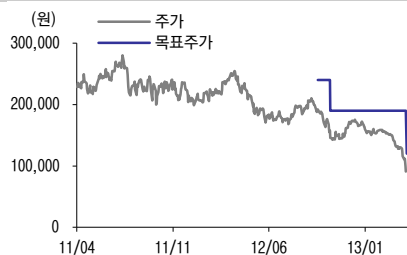


투자의견변동내역

일 시	2012.08.06	2012.08.28	2012.09.21	2012.11.05	2013.01.14	2013.01.29	2012.08.06
투자의견	Not Rated	Not Rated	Buy	Buy	Buy	Buy	Not Rated
목표가격			128,000	105,000	105,000	105,000	

일 시	2013.04.01	2013.04.15
투자의견	담당자변경	Buy
목표가격	박용희	110,000

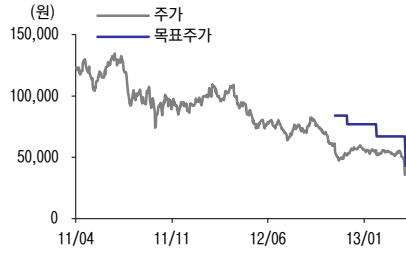
삼성엔지니어링목표주가추이



투자의견변동내역

일 시	2012.07.27	2012.09.21	2012.09.28	2012.10.26	2013.01.29	2013.04.01	2013.04.15
투자의견	N.R	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		240,000	240,000	190,000	190,000	박용희	120,000

GS건설목표주가추이



투자의견변동내역

일 시	2012.09.21	2012.11.08	2012.12.05	2013.01.16	2013.02.08	2013.04.01	2013.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Market Perform
목표가	103,000	84,000	77,000	77,000	67,000	박용희	43,000

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박용희)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치분부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)

업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)

2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급부류





이트레이드증권 애널리스트

전화: 02. 3779-내선번호
이메일: E-mail@etrade.co.kr

	이름	직함	섹터	내선번호	이메일
 본부장	윤지호	상무	리서치총괄/투자전략	0012	Estrategy
 투자전략팀	신중호	책임연구원	퀀트/투자전략	8447	jh.shin
	오동석	책임연구원	채권	8987	qkqkman
	최광혁	선임연구원	경제/투자전략	8448	kh.choi
	김한기	선임연구원	퀀트	0151	kojina
	권규백	연구원	경제	8885	spri
	최아원	연구원	투자전략(RA)	0194	caw1063
 기업분석팀	강상민	팀장	자동차/부품	8446	auto.kang
	김지웅	수석연구위원	IT	8808	jwkim
	전병기	선임연구원	디스플레이	8425	bk.jeon
	양지혜	선임연구원	유통/패션/화장품	8921	jhyang
	성종화	수석연구위원	인터넷/엔터테인먼트/레저	8807	jhsung
	김준섭	선임연구원	지주서비스/전기장비	8919	jskim
	박용희	책임연구원	건설/유틸리티	8944	yhpark
	박무현	책임연구원	조선/기계	8967	bossniceshot
	김민지	선임연구원	운송	8843	mjkim
	강태현	선임연구원	철강/비철금속	8978	thkang
	한승재	선임연구원	화학	8993	sjhan
	하학수	수석연구위원	은행/카드	0053	haksoo.ha
	이치영	선임연구원	보험/증권	8828	cylee
	김혜미	연구원	음식료	0056	hmkim
	오두균	연구원	미드스몰캡	0055	rmasu0000
	이윤영	연구원	RA	8436	auto.yoon
	최소은	연구원	RA	0029	se.choi
	김은지	연구원	RA	8836	eunji7177