

2013. 05. 27.

Analyst

허문욱 02) 3777-8096

mw.heu@kbsec.co.kr

건설 (OVERWEIGHT)

하반기 투자전략

Recommendations

현대건설 (000720)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 80,600원 (유지)

대림산업 (000210)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 102,000원 (유지)

한진KPS (051600)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 66,000원 (유지)

대우건설 (047040)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 10,800원 (유지)

삼성물산 (000830)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 76,100원 (유지)

현대산업개발 (012630)

투자의견: HOLD (유지)

목표주가: 25,200 (유지)

삼성엔지니어링 (028050)

투자의견: HOLD (유지)

목표주가: 130,000원 (유지)

GS건설 (006360)

투자의견: HOLD (유지)

목표주가: 47,000원 (유지)

두산중공업 (034020)

투자의견: HOLD (유지)

목표주가: 57,000원 (유지)

계룡건설 (013580)

투자의견: HOLD (유지)

목표주가: 9,500원 (유지)

2009~2011년 중동지역 수주잔액 미완성률은 23%에 불과

1분기 건설사 실적악화로 이익예측신뢰성이 훼손되면서 건설주가 급락세를 시현했다. 2013년 1분기 전폭적인 원가정산으로 인한 클린화과정 이후 하반기부터는 기저효과를 포함한 실적안정이 기대된다. 문제가 되고 있는 2009~2011년 중동수주잔액은 미완성률이 23.1%에 불과하다. 건설사 수익구조를 포함한 펀더멘털 상황이 과거같지 않지만, 중기적인 관점에서 주가낙폭과대를 활용할 시점으로 보인다. 3분기에는 실적불안이 감소할 것 같다. 탐픽주는 현대건설 (제네콘형), 대림산업 (엔지니어링형)이다.

■ 건설사의 가이던스대비 1분기 수주액달성률 18.2%로 과거 3년평균 16.2%를 상회

KB투자증권 커버건설사의 연간가이던스 합산수주액은 110조 5,680억원이다. 1분기 합산수주액은 20조 1,283억원 (+17.7% YoY)으로 수주달성률은 18.2%다. 삼성물산이 6조 3,494억원 규모의 호주 로이힐 인프라 수주로 기여가 컸다. 2010~2012년 3년간 수주액의 분기별 평균기여율은 1분기 16.3%, 2분기 23.6%, 3분기 25.4%, 4분기 34.7%로 1분기 기여율이 상대적으로 적었다. 2010~2012년 1분기 평균기여율 16.3% 대비 수주달성률 18.2%는 상대적으로 우수하다.

■ 건설사의 가이던스대비 1분기 매출액달성률 22.3%로 과거 3년평균 21.8%를 상회

10개 건설사의 연간가이던스 합산매출액은 97조 6,270억원이다. 1분기 합산매출액은 21조 7,461억원 (+7.0% YoY)으로 매출액 달성률은 22.3%이다. 업체별로 고른 매출액 달성률이다. 2010~2012년 3년간 매출액의 분기별 평균기여율은 1분기 21.8%, 2분기 25.0%, 3분기 24.3%, 4분기 28.8%로 N형 흐름이다. 2010~2012년 1분기 평균기여율 21.8% 대비 매출달성률 22.3%는 건설사 기성활동이 양호함을 시사하며, 수익성이 우려되는 상황에서 다행스러운 부분이다.

■ 건설사의 가이던스대비 1분기 영업이익달성률 -3.6%로 과거 3년평균 24.9%를 하회

10개 건설사의 연간가이던스 합산영업이익은 2조 7,823억원이다. 1분기 합산영업이익은 -1,060억원 (적전)으로 영업이익 달성률은 -3.6%로 부진하다. 삼성엔지니어링, GS건설 적자가 원인이다. 2010~2012년 3년간 영업이익의 분기별 평균기여율은 1분기 24.9%, 2분기 27.7%, 3분기 25.3%, 4분기 22.0%로 4분기에는 주택·해외현장 원가정산으로 하락해 상회하저를 반복했다. 상반기 실적은 역기저효과로 불리한 양상이나, 하반기부터는 실적안정에 유리하다.

■ 제네콘형 건설사가 2009~2011년 저가발주지역인 중동 화공프로젝트를 적게 수주

시장관심은 ① 제네콘형 건설사가 엔지니어링형대비 실적예측신뢰성이 양호할지, ② 2009~2011년 중동플랜트 기성종료가 2013년말~2014년 1분기 도래로 준공원가정산이 2013년 마무리될지 여부다. 제네콘형 건설사 실적우월은 2009~2011년 저가 중동 화공수주액이 적어서다. 다행인 것은 ▶ 중동수주비중이 2009년 72.7%, 2010년 66.0%, 2011년 49.9% 하락. ▶ 산업설비비중이 2009년 72.1%, 2010년 80.0%, 2011년 73.2%, 2012년 61.0% 하락. ▶ 산업설비 건당수주액이 2009년 5.2억달러, 2010년 5.5억달러, 2011년 3.9억달러로 낮아져 조달이 용이해졌다.

■ 2009~2011년 중동수주 미완성률을 살펴보는 것이 미래의 수익예측에 도움될 듯

2009~2011년 제네콘형 건설사 (현대, 대우, 삼물)의 중동수주비중 63.5%, 중동내 산업설비비중 71.6%, 엔지니어링형 건설사 (대림, 삼성ENG, GS) 중동비중 72.9%, 산업설비비중 96.9%다. 제네콘형 건설사가 익숙하고, 건당수주액이 안정적인에 따라 EPC수행에 무리없는 공정에 집중해 이익예측신뢰성이 높다. 한편 수익성이 악화된 2009~2011년 중동수주액의 미완성률이 적을수록 이익예측가능성이 높아진다. 평균미완성률은 23.1%로 2013년말~2014년 상반기 중 대부분 현상이 준공될 것이다. 우발비용에 대한 클린화 리스크도 얼마 남지 않았다.

Contents

1분기 합산영업실적 외형성장은 양호하나 이익은 클린화로 불량	4
건설사 밸류에이션: 현대건설, 대림산업, 대우건설 저평가	13
제네콘형 건설사와 엔지니어링형 건설사의 수익성 비교	14
건설주 종목별 투자포인트와 투자의견	26
2013 KB Star 건설/플랜트 엔지니어링 Corporate day 후기	28
1. 삼성물산 (000830/59,500원/BUY/TP: 76,100원) 투자포인트: 2분기 실적회복이 관건.....	29
2. 현대건설 (000720/61,200원/BUY/TP: 80,600원) 투자포인트: 탐픽건설주 유지.....	34
3. 대우건설 (047040/7,800원/BUY/TP: 10,800원) 투자포인트: 실적양호, 예측신뢰성 우수.....	39
4. 삼성엔지니어링 (028050/94,600원/HOLD/TP: 130,000원) 투자포인트: 성장지속여부.....	44
5. 대림산업 (000210/88,400원/BUY/TP: 102,000원) 투자포인트: 차별화된 이익예측신뢰성.....	50
6. GS건설 (006360/32,900원/HOLD/TP: 47,000원) 투자포인트: 중장기 실적정상화 기대.....	55
7. 현대산업개발 (012630/26,350원/HOLD/TP: 25,200원) 투자포인트: 사업다각화 성과필요.....	57
8. 계룡건설 (013580/9,400원/HOLD/TP: 9,500원) 투자포인트: 재무상태 양호, 실적이 관건.....	62
9. 두산중공업 (034020/44,500원/HOLD/TP: 57,000원) 투자포인트: 신규수주액 성과 우수.....	64
10. 한전KPS (051600/56,100원/BUY/TP: 66,000원) 투자포인트: 2분기 빠른 실적정상화.....	66
건설사별 2012년 실적확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트	68
Appendices - Peers Comparison	74

1분기 합산영업실적: 외형성장은 양호하나, 이익은 클린화로 불량

2013년 1분기 합산실적은 컨센서스대비 매출액 23% 하회, 영업이익과 세전이익은 적자전환

▶ KB투자증권이 커버하는 10개 건설사가 발표한 2013년 1분기 합산실적과 시장컨센서스는 다음과 같다. 수주액 20조 1,283억원 (+17.7% YoY), 매출액 21조 7,462억원 (+7.0% YoY), 영업이익 -1,060억원 (적자전환), 세전이익 -1,658억원 (적자전환), 순이익 -1,516억원 (적자전환)이다.

2013년 1분기 시장컨센서스는 매출액 22조 2,608억원, 영업이익 9,241억원, 세전이익 8,602억원, 순이익 6,438억원이다. 1분기 합산실적은 시장컨센서스대비 매출액은 2.3% 하회했고, 영업이익, 세전이익, 순이익은 적자전환하는 등 컨센서스를 크게 하회했다.

표 1. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 1분기 합산매출액 합산영업이익

(단위: 억원)	1Q13	1Q12	증감률 (YoY %, %p)	4Q12	증감률 (QoQ %, %p)
합산수주액	201,283	171,070	17.7	294,569	(31.7)
합산매출액	217,462	203,224	7.0	257,173	(15.4)
합산매출총이익	11,548	21,864	(47.2)	23,546	(51.0)
합산영업이익	(1,060)	9,287	적자전환	9,419	적자전환
합산세전이익	(1,658)	10,185	적자전환	1,559	적자전환
합산순이익	(1,516)	7,753	적자전환	1,160	적자전환
이익률 (%)					
매출총이익	5.3	10.8	(5.4)	9.2	(3.8)
영업이익	(0.5)	4.6	(5.1)	3.7	(4.1)
세전이익	(0.8)	5.0	(5.8)	0.6	(1.4)
순이익	(0.7)	3.8	(4.5)	0.5	(1.1)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설
 K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)
 주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비
 주4: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

1분기 영업이익이 뛰어난 업체는 현대건설, 대림산업이며, 양호한 업체는 대우건설, 두산중공업

▶ 2013년 1분기 합산실적의 종목별 특징은 다음과 같다.

2013년 1분기 합산실적 중에서 외형성장이 뛰어난 건설사는 삼성물산 (+12.8% YoY), 대림산업 (+22.7% YoY), 대우건설 (+38.5% YoY) 등 3개사이다. 현대산업개발 (+2.9% YoY)은 4분기 매출액 감소세를 벗어나, 모처럼 증가세 전환을 시현했다. 한편 외형성장이 안정적인 건설사는 현대건설 (+5.8% YoY), 계룡건설 (+6.0% YoY)이다. 매출액이 감소한 건설사는 삼성엔지니어링 (-5.5% YoY), GS건설 (-19.0% YoY), 두산중공업 (-2.9% YoY), 한전KPS (-7.4% YoY)이다.

2013년 1분기 합산실적 중에서 영업이익이 뛰어난 건설사는 현대건설 (+21.9% YoY, 영업이익률 6.2%), 대림산업 (+30.9% YoY, 영업이익률 4.9%), 대우건설 (+4.9% YoY, 영업이익률 5.1%), 두산중공업 (+2.7% YoY, 영업이익률 6.1%) 등 4개사이다. 영업이익이 불안한 건설사는 삼성물산 (-28.0% YoY, 영업이익률 1.0%), 현대산업개발 (-51.1% YoY, 영업이익률 3.7%), 계룡건설 (-33.1% YoY, 영업이익률 1.8%), 한전KPS (-37.1% YoY, 영업이익률 9.9%) 등 4개사이다. 영업적자를 시현한 건설사는 삼성엔지니어링 (-2,198억원), GS건설 (-5,443억원) 등 2개사이다.

표 2. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 1분기 영업실적 비교

(단위: 억원)		1Q13	1Q12	증감률 (YoY %)	4Q12	증감률 (QoQ %)	2013년 목표치	달성률 (%)
삼성물산	매출액	67,015	59,435	12.8	68,413	(2.0)	291,000	23.0
	영업이익	675	937	(27.9)	2,050	(67.1)	5,232	12.9
	세전이익	833	1,797	(53.7)	287	189.7	n/a	n/a
	순이익	602	1,306	(53.9)	414	45.3	n/a	n/a
현대건설	매출액	28,612	27,056	5.8	41,186	(30.5)	138,570	20.6
	영업이익	1,786	1,466	21.9	2,366	(24.5)	8,661	20.6
	세전이익	1,904	1,615	17.9	2,435	(21.8)	n/a	n/a
	순이익	1,497	1,248	19.9	1,454	2.9	n/a	n/a
현대산업개발	매출액	7,852	7,633	2.9	9,164	(14.3)	28,000	28.0
	영업이익	292	596	(51.1)	26	1,042.4	1,400	20.8
	세전이익	115	406	(71.8)	(198)	특자전환	n/a	n/a
	순이익	69	290	(76.2)	(334)	특자전환	n/a	n/a
삼성엔지니어링	매출액	25,159	26,616	(5.5)	28,085	(10.4)	116,000	21.7
	영업이익	(2,198)	1,764	적자전환	1,632	적자전환	6,960	(31.6)
	세전이익	(1,842)	1,842	적자전환	1,420	적자전환	800	(230.2)
	순이익	(1,805)	1,436	적자전환	1,114	적자전환	n/a	n/a
대림산업	매출액	25,161	20,513	22.7	30,065	(16.3)	93,327	27.0
	영업이익	1,240	947	30.9	1,328	(6.7)	5,086	24.4
	세전이익	1,583	1,869	(15.3)	1,484	6.7	n/a	n/a
	순이익	1,214	1,290	(5.9)	1,160	4.6	n/a	n/a
GS건설	매출액	17,085	21,084	(19.0)	24,250	(29.5)	100,000	17.1
	영업이익	(5,443)	933	적자전환	(804)	적자확대	(7,988)	68.1
	세전이익	(5,329)	1,025	적자전환	(965)	적자확대	(9,056)	58.8
	순이익	(4,122)	747	적자전환	(757)	적자확대	(6,611)	62.4
대우건설	매출액	22,693	16,380	38.5	21,511	5.5	93,000	24.4
	영업이익	1,150	1,097	4.9	677	69.9	4,230	27.2
	세전이익	408	422	(3.5)	9	4,313.3	4,223	9.7
	순이익	312	307	1.6	(29)	특자전환	3,200	9.7
계룡건설	매출액	2,200	2,076	6.0	3,127	(29.7)	12,000	18.3
	영업이익	40	60	(33.1)	123	(67.4)	320	12.5
	세전이익	15	15	3.2	11	40.0	n/a	n/a
	순이익	12	12	3.6	(3)	특자전환	n/a	n/a
두산중공업	매출액	19,617	20,201	(2.9)	28,662	(31.6)	93,300	21.0
	영업이익	1,194	1,163	2.7	1,596	(25.2)	5,830	20.5
	세전이익	414	838	(50.6)	(3,373)	특자전환	3,530	11.7
	순이익	519	842	(38.4)	(2,191)	특자전환	2,461	21.1
한전KPS	매출액	2,067	2,231	(7.4)	2,710	(23.7)	11,073	18.7
	영업이익	204	324	(37.1)	424	(51.9)	1,572	13.0
	세전이익	242	356	(32.2)	448	(46.1)	n/a	n/a
	순이익	187	275	(32.2)	330	(43.5)	n/a	n/a
합계	매출액	217,462	203,224	7.0	257,173	(15.4)	976,270	22.3
	영업이익	(1,060)	9,287	적자전환	9,419	적자전환	31,303	(3.4)
	세전이익	(1,658)	10,185	적자전환	1,559	적자전환	n/a	n/a
	순이익	(1,516)	7,753	적자전환	1,160	적자전환	n/a	n/a

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설 / K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS

주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)

주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비 (계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준)

표 3. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 1분기 영업이익률 비교

(단위: %)	1Q13	1Q12	차이 (%p)	4Q12	차이 (%p)
삼성물산	1.0	1.6	(0.6)	3.0	(2.0)
현대건설	6.2	5.4	0.8	5.7	0.5
현대산업개발	3.7	7.8	(4.1)	0.3	3.4
삼성엔지니어링	(8.7)	6.6	(15.4)	5.8	(14.5)
대림산업	4.9	4.6	0.3	4.4	0.5
GS건설	(31.9)	4.4	(36.3)	(3.3)	(28.5)
대우건설	5.1	6.7	(1.6)	3.1	1.9
계룡건설	1.8	2.9	(1.1)	3.9	(2.1)
두산중공업	6.1	5.8	0.3	5.6	0.5
한전KPS	9.9	14.5	(4.7)	15.6	(5.8)
합계	(0.5)	4.6	(5.1)	3.7	(4.1)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

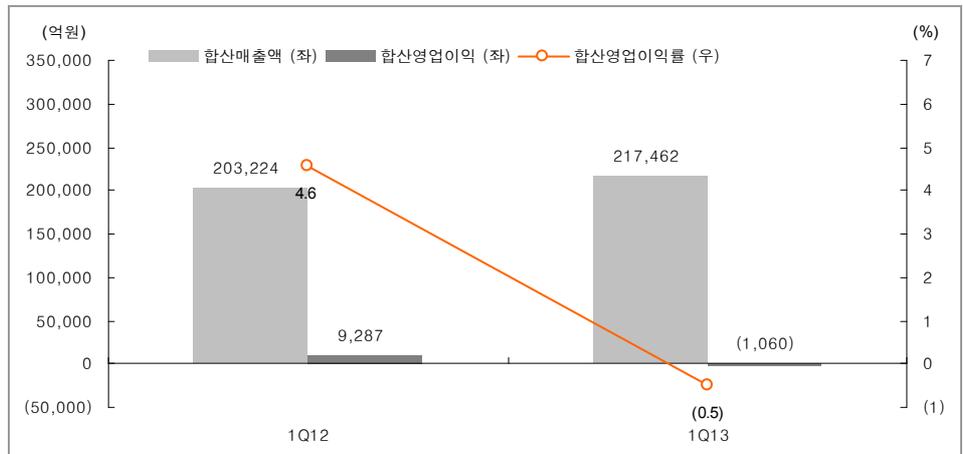
주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설
K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS

주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인인 DPS, Vina, DPSI)

주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비

주4: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

그림 1. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 1분기 합산 매출액, 영업이익, 영업이익률 비교



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설
K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS

주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인인 DPS, Vina, DPSI)

주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비

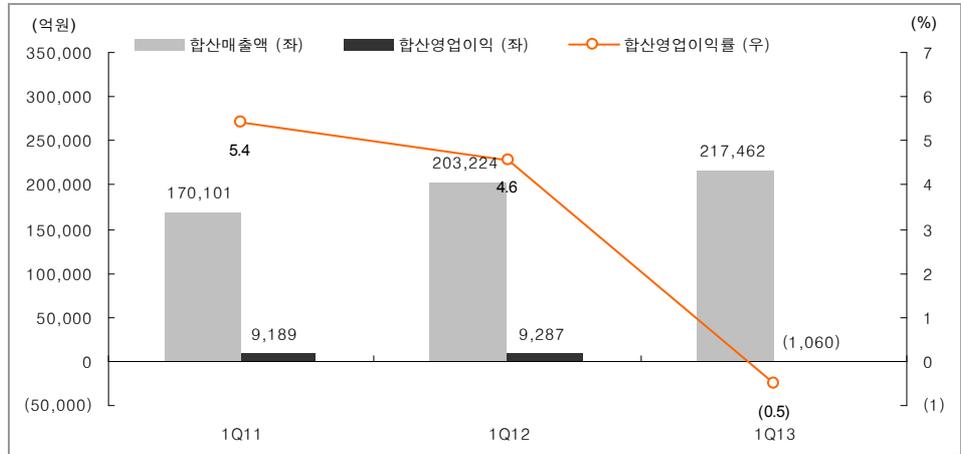
주4: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

1분기 합산영업이익률이 개선된
건설사는 현대건설, 대림산업,
두산중공업 3개사

▶ 2013년 1분기 합산영업이익률의 종목별 특징은 다음과 같다.

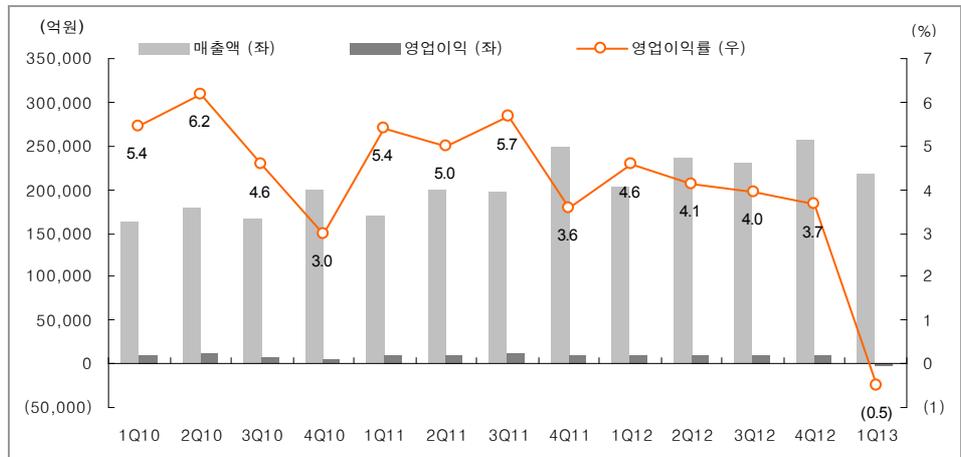
합산영업이익률이 5.1%p YoY 하락한 -0.5%로 급락했다. 영업이익률이 증가한 건설사는 현대건설 6.2% (+0.8%p YoY), 대림산업 4.9% (+0.3%p YoY), 두산중공업 6.1% (+0.3%p YoY) 등 3개사다. 영업이익률이 하락한 업체는 삼성물산 1.0% (-0.6%p YoY), 계룡건설 1.8% (-1.1%p YoY), 대우건설 5.1% (-1.6%p YoY), 현대산업개발 3.7% (-4.1%p YoY), 한전KPS 9.9% (-4.7%p YoY) 등 5개사다. 적자건설사는 삼성엔지니어링 -8.7% (-15.4%p YoY), GS건설 -31.9% (-36.3% YoY) 등 2개사다.

그림 2. 10개 커버리지 건설/플랜트의 최근 3년간 1분기 합산실적



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설
 K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)
 주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비
 주4: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

그림 3. 10개 커버리지 건설/플랜트의 합산 매출액, 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설
 K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)
 주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비
 주4: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

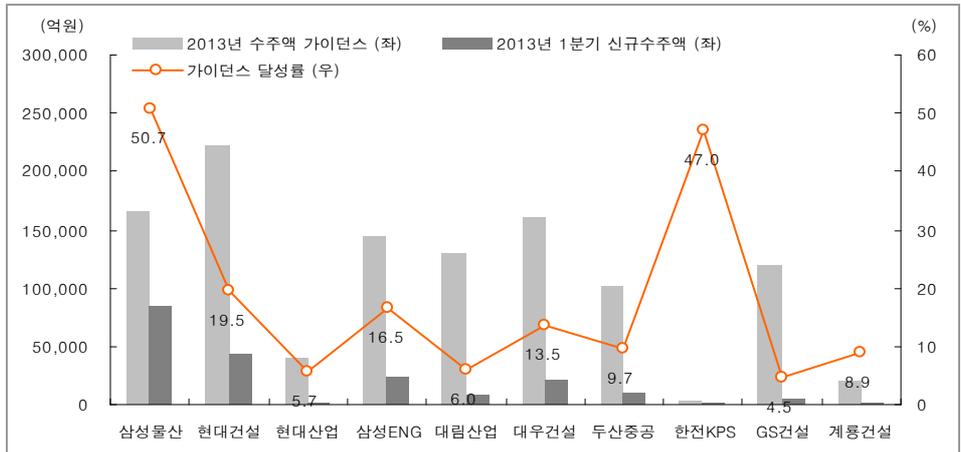
2013년 1분기 전폭적인 클린화
 과정 이후 하반기부터는
 기저효과 포함한 실적개선 기대

▶ 2013년 1분기 합산영업이익과 영업이익률의 전년동기대비, 전분기대비 흐름은 다음과 같다. 영업이익률은 2011년 1분기 5.4%, 2012년 1분기 4.6%, 2013년 1분기 -0.5%다. 건설사 영업이익은 2010~2011년 상고하저(上高下低) 양상을 나타냈으나, 2012년부터 상고하저 변동폭이 완만해졌다. 하반기 우발비용에 대한 클린화양상이 전분기에 걸쳐 평활화과정이 진행되고 있기 때문이다. 그러나 상고하저 폭이 2012년에도 전년동기대비 완만해졌지만, 여전히 상반기보다 하반기 영업실적이 낮다. 따라서 2013년은 1분기 전폭적인 원가정산으로 인한 클린화과정 이후 하반기부터는 기저효과를 포함한 실적개선이 기대된다.

합산수주액은 삼성물산에 힘입어 평균 18.2%, 매출액은 전반적으로 고른 성장으로 평균 22.3% 달성, 영업이익은 적자전환으로 -3.6%

▶ 2013년 업체별 연초 가이드스 (수주액, 매출액, 영업이익)와 연간 가이드스대비 1분기 합산 실적의 달성률은 다음과 같다.

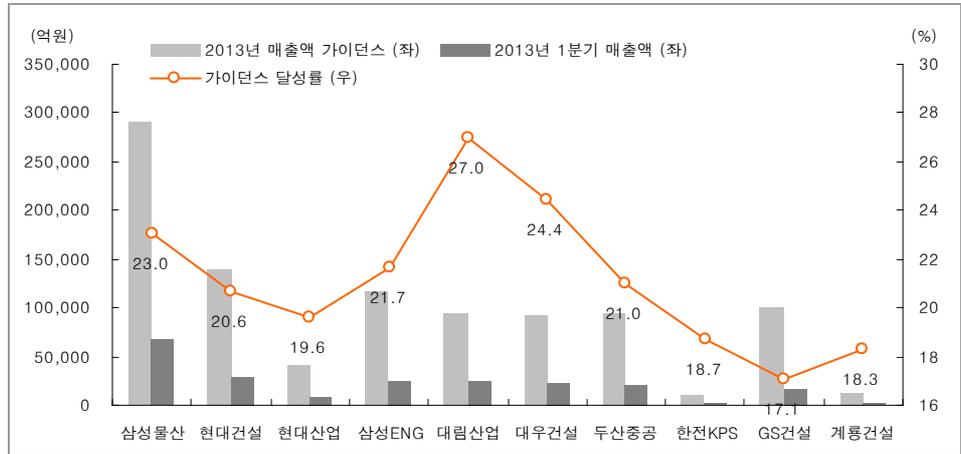
그림 4. 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 신규수주액 가이드스 및 1분기 가이드스 달성률



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설
 K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인인 DPS, Vina, DPSI)
 주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비
 주4: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

KB투자증권이 커버하는 10개 건설사의 연간 가이드스 합산수주액은 110조 5,680억원이다. 1분기 합산수주액은 20조 1,283억원으로 수주달성률은 18.2%로 비교적 양호한 수준으로 평가된다. 삼성물산의 기여가 높았다. 기업별 목표수주액과 1분기 수주액 (수주달성률)은 다음과 같다. 삼성물산 16조 6,000억원/8조 4,193억원 (달성률 50.7%), 현대건설 22조 1,580억원/4조 3,160억원 (달성률 19.5%), 현대산업개발 4조원/2,271억원 (달성률 5.7%), 삼성엔지니어링 14조 5,000억원/2조 3,865억원 (달성률 16.5%), 대림산업 13조원/7,806억원 (달성률 6.0%), 대우건설 16조원/2조 1,531억원 (달성률 13.5%), 두산중공업 10조 500억원/9,722억원 (달성률 9.7%), 한전KPS 해외수주액 3,500억원/1,645억원 (달성률 47.0%), GS건설 12조원/5,390억원 (달성률 4.5%), 계룡건설 1조 9,100억원/1,700억원 (달성률 8.9%) 등이다.

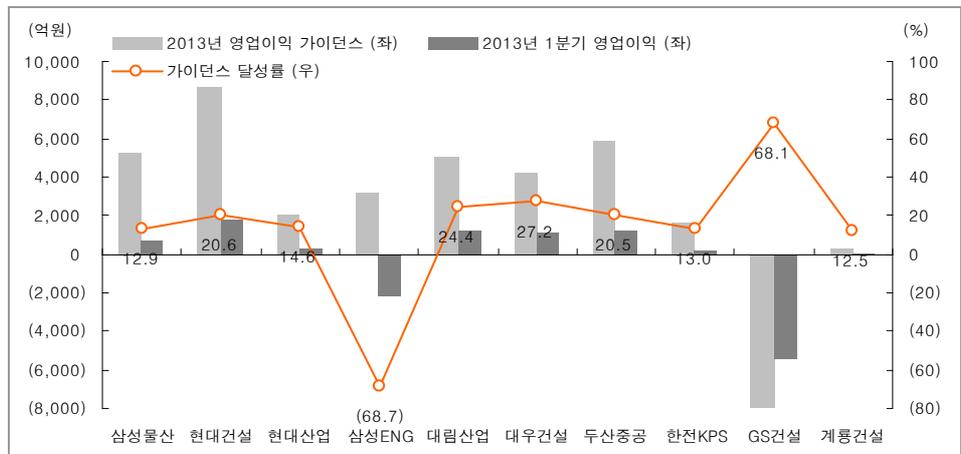
그림 5. 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 매출액 가이드نس 및 1분기 가이드نس 달성률



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설, 별도는 계룡, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)
 주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비 (계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준)

KB투자증권이 커버하는 10개 건설사의 연간 가이드نس 합산매출액은 97조 6,270억원이다. 1분기 합산매출액은 21조 7,461억원으로 매출액 달성률은 22.3%로 비교적 양호한 수준으로 평가된다. 전반적으로 고른 매출액 달성률을 기록했다. 기업별 목표매출액과 1분기 매출액 (매출액 달성률)은 다음과 같다. 삼성물산 29조 1,000억원/6조 7,015억원 (달성률 23.0%), 현대건설 13조 8,570억원/2조 8,612억원 (달성률 20.6%), 현대산업개발 4조원/7,852억원 (달성률 19.6%), 삼성엔지니어링 11조 6,000억원/2조 5,159억원 (달성률 21.7%), 대림산업 9조 3,327억원/2조 5,161억원 (달성률 27.0%), 대우건설 9조 3,000억원/2조 2,693억원 (달성률 24.4%), 두산중공업 9조 3,300억원/1조 9,617억원 (달성률 21.0%), 한전KPS 1조 1,073억원/2,067억원 (달성률 18.7%), GS건설 10조원/1조 7,085억원 (달성률 17.1%), 계룡건설 1조 2,000억원/2,200억원 (달성률 18.3%) 등이다.

그림 6. 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 영업이익 가이드نس 및 1분기 가이드نس 달성률



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설, 별도는 계룡, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)
 주3: 영업이익=매출총이익-판매관리비 (계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준)
 주4: GS건설 2013년 영업이익 가이드نس는 -7,988억원, 2013년 1분기 영업이익은 -5,443억원

KB투자증권이 커버하는 10개 건설사의 연간 가이던스 합산영업이익은 2조 7,823억원이다. 1분기 합산영업이익은 -1,060억원으로 적자전환해 영업이익 달성률은 -3.6%로 부진하다. 삼성엔지니어링과 GS건설의 적자전환이 원인이다. 기업별 목표영업이익과 1분기 영업이익 (영업이익 달성률)은 다음과 같다. 삼성물산 5,232억원/675억원 (달성률 12.9%), 현대건설 8,661억원/1,786억원 (달성률 20.6%), 현대산업개발 2,000억원/292억원 (달성률 14.6%), 삼성엔지니어링 3,200억원/-2,198억원 (달성률 -68.7%), 대림산업 5,086억원/1,240억원 (달성률 24.4%), 대우건설 4,230억원/1,150억원 (달성률 27.2%), 두산중공업 5,830억원/1,194억원 (달성률 20.5%), 한전KPS 1,572억원/204억원 (달성률 13.0%), GS건설 -7,988원/-5,443억원 (달성률 n/a), 계룡건설 320억원/40억원 (달성률 12.5%) 등이다.

과거 1분기 실적기여율은
수주액 16.3%, 매출액 21.8%,
영업이익 24.9%, 세전이익 31.3%

▶ 2010~2012년 3년간 분기별 평균실적 기여율이다. ① 3년간 수주액의 분기별 평균기여율은 1분기 16.3%, 2분기 23.6%, 3분기 25.4%, 4분기 34.7%로 1분기 기여율이 상대적으로 적었다. ② 3년간 매출액의 분기별 평균기여율은 1분기 21.8%, 2분기 25.0%, 3분기 24.3%, 4분기 28.8%로 계절요인으로 N형 흐름이다. 2012년 분기 매출액 기여율은 1분기 21.9%, 2분기 25.5%, 3분기 24.8%, 4분기 27.7%로 매출기성은 원활했다. ③ 3년간 영업이익의 분기별 평균기여율은 1분기 24.9%, 2분기 27.7%, 3분기 25.3%, 4분기 22.0%로 4분기에는 주택·해외현장 원가정산과 대손충당으로 하락한다. 2012년 분기 영업이익 기여율은 1분기 25.1%, 2분기 25.8%, 3분기 24.0%, 4분기 25.0%로 분기변동성이 축소됐으나, 여전히 상고하저 (上高下低) 기조를 유지했다. ④ 3년간 세전이익의 분기별 평균기여율은 1분기 31.3%, 2분기 40.0%, 3분기 23.1%, 4분기 5.6%로 2분기 자산매각으로 증가, 4분기 우발비용 클린화로 급락한다. 영업이익의 보다 세전이익의 상고하저 현상이 크다. 2012년 분기 세전이익 기여율은 1분기 33.1%, 2분기 35.2%, 3분기 26.6%, 4분기 5.2%로 여전히 4분기 클린화비용이 투입됐다.

표 4. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 2010~2012년 연간실적에서 분기별 평균실적의 기여율

(단위: %)	1분기	2분기	3분기	4분기
2000~2012년 3년 평균 연간실적대비 분기실적 기여율				
수주액	16.3	23.6	25.4	34.7
매출액	21.8	25.0	24.3	28.8
매출총이익	23.7	26.0	24.5	25.8
영업이익	24.9	27.7	25.3	22.0
세전이익	31.3	40.0	23.1	5.6
순이익	29.3	33.1	20.7	16.9
2012년 연간실적대비 분기실적 기여율				
수주액	17.3	27.8	21.3	33.6
매출액	21.9	25.5	24.8	27.7
매출총이익	24.0	25.7	24.5	25.8
영업이익	25.1	25.8	24.0	25.0
세전이익	33.1	35.2	26.6	5.2
순이익	33.1	36.9	25.0	4.9

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주1: 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설, 별도는 계룡건설, 한전KPS
주2: 영업이익 산출기준 변경 (매출총이익에서 판관비 차감 후 영업이익 산출)

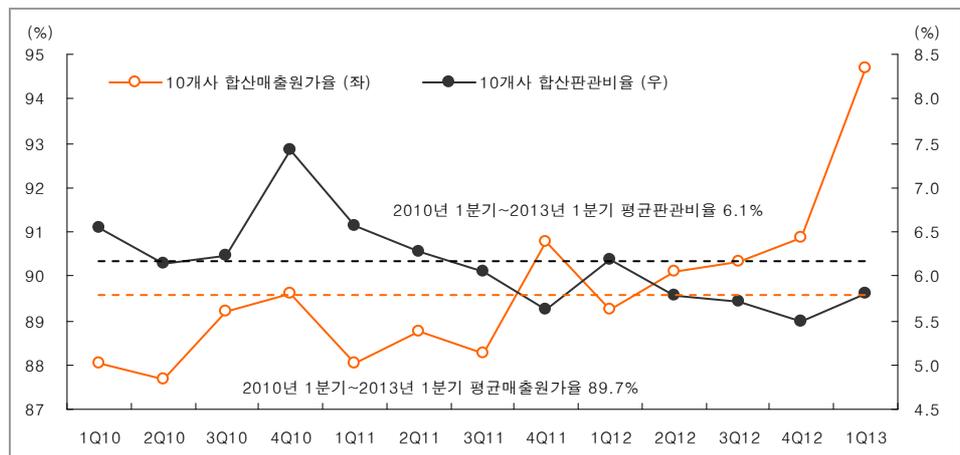
2분기부터 매출원가율 1분기보다
안정상태 예상되며, 판관비율은
타이트하게 관리되고 있어

▶ 2013년 1분기 합산매출원가율과 판관비율의 종목별 특징은 다음과 같다.

KB투자증권이 커버하는 10개 건설사의 2013년 1분기 합산매출원가율은 94.7%로 상승했다. 전년동기대비 5.5%p 상승했고, 전분기대비 3.8%p 상승한 수준이다. 합산매출원가율이 2011년 하반기부터 추세적으로 상승하는 트렌드이나, 2013년 1분기 매출원가율 상승은 GS건설 119.8%, 삼성엔지니어링 103.3% 등 급작스러운 원가정산으로 인한 돌발상황 발생이 원인이다. 2010년 1분기~2013년 1분기 평균매출원가율이 89.7%임을 고려할 때 2분기부터 매출원가율은 적어도 1분기보다는 안정될 것으로 보인다.

한편 2013년 1분기 합산판관비율은 5.8%로 전년동기대비 0.4%p 하락했다. 2010년 1분기~2013년 1분기 평균판관비율이 6.1%임을 고려할 때 일반관리비 비용관리는 안정적인 셈이다. 매출원가율 상승세가 건설사 실적을 위협하는 상황에서 그나마 위안이 되는 부분이다.

그림 7. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 2010년 1분기 ~ 2013년 1분기 매출원가율과 판관비율



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리 (계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준)
 주1: 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설, 별도는 계룡건설, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)

표 5. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 분기 매출원가율 동향

(단위: %)	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
삼성물산	89.7	92.1	91.4	91.3	91.4	91.5	93.8	91.9	91.9	92.3	92.2	93.6
현대건설	88.6	87.2	89.0	89.1	89.4	87.9	93.2	91.0	91.4	89.2	91.0	90.5
현대산업개발	86.0	83.6	82.5	80.1	82.5	80.3	80.7	81.7	94.9	88.2	92.9	87.0
삼성엔지니어링	84.2	85.0	86.8	85.5	88.0	87.1	91.3	88.5	88.8	88.3	89.3	103.3
대림산업	86.2	89.3	90.1	88.5	89.1	84.7	90.8	88.7	90.0	90.4	90.2	89.6
GS건설	86.6	86.5	86.5	87.4	89.2	88.3	89.3	89.8	89.2	92.5	97.7	119.8
대우건설	92.7	103.5	105.7	89.8	88.8	90.5	91.6	88.2	90.4	90.8	90.4	90.9
계룡건설	94.0	92.8	92.2	90.6	92.9	91.8	93.2	92.1	93.0	90.9	91.4	93.2
두산중공업	82.1	82.1	79.0	83.0	84.3	86.8	86.5	84.5	85.1	87.7	84.7	86.9
한전KPS	79.0	85.3	97.0	81.0	83.7	86.4	76.2	79.3	79.1	83.3	78.3	83.4
합계	87.7	89.2	89.6	88.0	88.8	88.3	90.8	89.2	90.1	90.3	90.8	94.7

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설, K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS
 주2: 두산중공업은 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)
 주3: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

표 6. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 분기 판매비율 동향

(단위: %)	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
삼성물산	6.9	5.2	6.5	6.1	6.3	6.4	6.2	6.5	6.0	6.8	4.9	5.4
현대건설	3.8	3.9	6.3	4.3	3.9	3.5	3.1	3.6	3.7	4.2	3.3	3.2
현대산업개발	9.4	8.8	11.7	9.1	12.3	9.1	6.8	10.5	9.0	9.1	6.8	9.3
삼성엔지니어링	7.5	7.2	6.5	6.2	4.8	5.5	3.9	4.9	4.7	5.3	4.9	5.5
대림산업	6.3	6.2	6.3	7.8	6.4	5.8	5.1	6.7	5.0	4.6	5.4	5.5
GS건설	5.3	6.3	8.1	6.9	6.6	6.4	7.9	5.8	7.8	5.5	5.6	12.0
대우건설	3.6	6.2	5.4	5.0	5.1	5.8	4.4	5.1	5.2	4.4	6.5	4.0
계룡건설	4.2	4.6	6.9	5.4	3.5	5.3	5.7	5.0	5.1	6.7	4.7	5.0
두산중공업	9.5	10.4	13.0	10.1	8.8	8.3	8.2	9.7	7.9	7.2	9.7	7.0
한전KPS	4.3	5.8	6.6	6.0	5.1	7.3	5.2	6.2	5.2	6.7	6.1	6.7
합계	6.1	6.2	7.4	6.6	6.3	6.1	5.6	6.2	5.8	5.7	5.5	5.8

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리 (계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준)

주: K-IFRS 연결은 삼성물산, 현대건설, 삼성ENG, 대림산업, 두산중공업, 현대산업, GS건설, 대우건설, K-IFRS 별도는 계룡건설, 한전KPS, 두산중공업은 관리연결기준

표 7. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 2013년 1분기 합산실적 주요 특징

기업	2013년 1분기 합산실적 특징	
삼성물산	수주액	1분기 연결수주액 8조 4,193억원 (+264.9% YoY)로 주택을 제외하고, 고른 성장세를 시현했으며, 호주 Roy Hill 프로젝트 6.6조원이 주요
	매출액	연결매출액 +12.8% YoY이며, 건설사업은 주택, 건축, 플랜트의 양호한 성장에 힘입어 +34.3% YoY, 상사사업은 +2.4% YoY 평범수준
	영업이익	영업이익이 -28.0% YoY로 부진한데, 건설사업은 관계사기성인식 저조로 -25.1% YoY, 상사사업은 원자재 시황부진으로 -47.5% YoY
현대건설	수주액	1분기 연결수주액은 4조 3,160억원 (-17.7% YoY)로 부진했으나, 현대건설은 -2.0% YoY로 나쁘지 않고, 현대엔지니어링이 80.2% 감소
	매출액	연결매출액은 2조 8,612억원 (+5.8% YoY)로 양호, 현대건설이 기성부진으로 +0.8% YoY했으나, 현대엔지니어링이 +28.0% YoY로 우수
	영업이익	영업이익이 +21.9% YoY는 현대건설이 국내주택과 토목원가를 개선때문. 전략현장인 쿠웨이트 항만의 총당금 반영에도 불구하고, 긍정적
현대산업개발	수주액	1분기 연결수주액 2,271억원 (-73.1% YoY)으로 부진 (자체 -82.2% YoY, 외주 -67.6% YoY, 토목 -75.4% YoY, 건축 -72.2% YoY)
	매출액	컨센서스 매출액대비 11.1% 하회했으나, 7,852억원 (+2.9% YoY)로 2012년 1분기 실적부진으로 인한 기저효과로 양호한 증가를 유지
	영업이익	영업이익 292억원 (-51.0% YoY)로 매출액 증가에 비해 부진한 이유는 외주주택과 토목은 긍정적이나, 고수의 자체사업 기성부진이 원인
삼성엔지니어링	수주액	이라크 바드라 GOSP 9,577억원, 사우디 리파이너리 2,180억원, 아제르바이잔 요소비료 7,100억원 수주에 힘입어 +21.9% YoY 성과
	매출액	매출액은 2조 5,159억원 (-5.5% YoY)로 다소 부진한 양상. 지난해 화공기성이 지나치게 우수했고, 비화공 기성확대에 시간이 필요한 상황
	영업이익	1분기 적자원인은 미국 다우케미칼 1,600억원, 사우디 마덴 알루미늄 900억원, 사우디 CO2압축공정 190억원, 사우디 와식발전소 350억원
대림산업	수주액	1분기 연결수주액은 해외발주량 위축과 국내 공공발주 지연, 본격적인 건축수주시즌의 미도래에 따라 7,806억원 (-55.1% YoY)으로 부진
	매출액	1분기 연결매출액은 2조 5,161억원 (+22.7% YoY)로 우수했고, 건설 +22.7% YoY, 유회화 +1.3% YoY 등 별도매출액 안정성장이 주요
	영업이익	1분기 연결영업이익은 1,204억원 (+30.9% YoY, 영업이익률 4.9%)이며, 대림산업 별도영업이익 호조와 대림자동차, 대림C&S 실적개선
GS건설	수주액	1분기 수주액은 5,390억원 (-49.8% YoY)로 예년보다 저조한 수준이나, 2분기부터 발주량 확대에 정상적인 수주성과를 기대
	매출액	해외프로젝트 원가를 조정 (코스트반영) 따른 매출차감효과로 1조 7,085억원 (-19.0% YoY)의 부진한 1분기 매출액을 시현
	영업이익	적자원인은 UAE RRE2 3,100억원, RRE7 950억원, 사우디 EVA 810억원, 캐나다 블랙골드 130억원, 쿠웨이트 150억원, 기타 360억원
대우건설	수주액	1분기 수주액은 2조 1,531억원 (-36.1% YoY)로 부진하나, 주택, 건축이 1분기 발주부진에도 불구하고, 계획대비 달성을 양호한 수준
	매출액	매출액은 세종시 자체사업과 오피스텔 분양호조, 알제리 Ras Djinet, UAE S3 현장 기성호조로 +25.8% YoY의 우수한 수준
	영업이익	영업이익은 -3.0% YoY로 부진했으나, 2012년 1분기 비교시점 주택중공원가정산으로 인한 역기저효과, 1분기 실행원가조정 고려시 긍정적
계룡건설	수주액	(KB Preview실적 기준) 1분기 수주액은 1,700억원으로 추산되며, 비교시점인 2012년 1분기 수주부진에 따른 기저효과로 +342.0% YoY
	매출액	(KB Preview실적 기준) 1분기 매출액은 2,200억원으로 추산되며, 비교시점인 2012년 1분기 매출액 감소에 따른 기저효과로 +6.0% YoY
	영업이익	(KB Preview실적 기준) 1분기 영업이익은 40억원 (-33.1% YoY)으로 추산되며, 상대적으로 고수익사업인 주택사업의 착공지연이 원인
두산중공업	수주액	(관리연결기준) 1분기 수주액은 국내가스터빈 등 2013년 이월프로젝트의 순차발주에 힘입어 9,722억원 (+33.0% YoY)로 안정적 성장
	매출액	(관리연결기준) 매출액 -2.9% YoY는 2012년 수주부진으로 수주잔고액이 2012년 1분기 21.7조원에서 2012년 4분기 18.4조원 축소 때문
	영업이익	(관리연결기준) 영업이익 +2.7% YoY는 수익성이 높은 DPS와 발전매출비중이 2012년 1분기 75.9%에서 2013년 1분기 80.0% 증가 때문
한전KPS	수주액	1분기 해외수주액은 인도 ATPS 1,392억원, 방글라데시 매그나하트 208억원, 기타 소규모 보수건 45억원 등 1,645억원 (+694.7% YoY)
	매출액	1분기 매출액이 -7.4% YoY한 이유는 2013년 계획예방정비와 대형개보수 수행시기가 2분기부터 진행된 반면, 2012년은 1분기부터 진행
	영업이익	1분기 영업이익이 -37.1% YoY한 이유는 원전 계획예방정비사업의 기성 감소와 인건비 증가로 인한 수익둔화가 원인

자료: KB투자증권이 추정 (계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준)

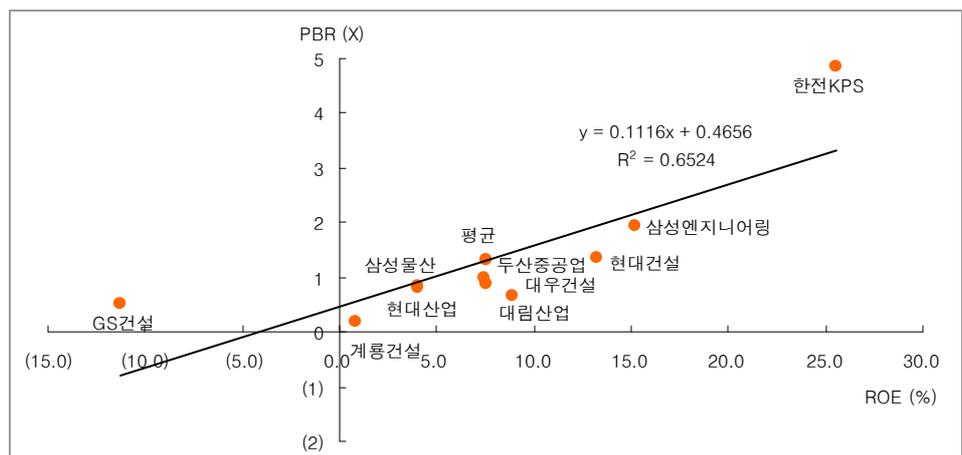
건설사 밸류에이션: 현대건설, 대림산업, 대우건설 저평가

PER과 PBR-ROE 저평가영역과 공유되는 업체는 현대건설, 대림산업, 대우건설 등 3개사

▶ KB투자증권이 커버하는 10개 건설사의 시장컨센서스를 기준으로 한 PBR-ROE는 평균PBR 1.3X-평균ROE 7.5%로 R²는 0.6524이다. 실적악화를 기록한 GS건설과 2%대 배당수익률과 엔지니어링 프리미엄이 반영된 한전KPS를 제외하면 대부분 건설사가 추세선 이하 저평가영역에 위치해 있다. 그러나 향후 건설사 수익구조가 지금보다 악화된다면 ROE가 하락하고, 건설주 PBR 경쟁력도 약화될 수 있어 보인다. 현재로서 PBR 밸류에이션이 상대적으로 우위에 있는 건설사는 현대건설, 대림산업, 대우건설, 계룡건설 등 4개 업체 정도로 보여진다.

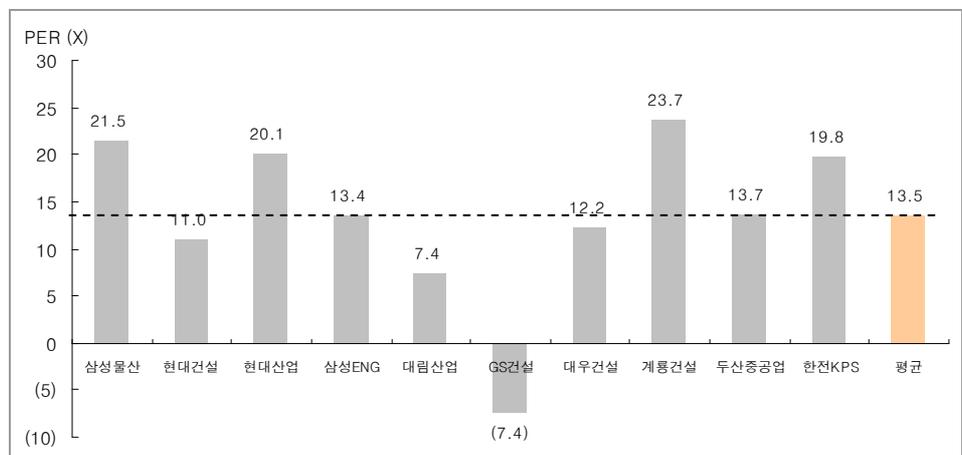
▶ KB투자증권이 커버하는 10개 건설사의 시장컨센서스를 기준으로 한 PER를 살펴보면 평균 PER은 13.5X이다. 평균PER 13.5X를 하회한 건설사는 현대건설, 대림산업, 대우건설 등 3개 업체 정도다. PER과 PBR-ROE 저평가영역과 공유되는 업체는 현대건설, 대림산업, 대우건설이다.

그림 8. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 PBR-ROE



자료: Bloomberg, Fnguide
 주: 2013년 시장컨센서스 추정치 기준 (주가는 2013년 5월 20일 기준)

그림 9. 10개 커버리지 건설/플랜트사의 PER Chart



자료: Bloomberg, Fnguide
 주: 2013년 시장컨센서스 추정치 기준 (주가는 2013년 5월 20일 기준)

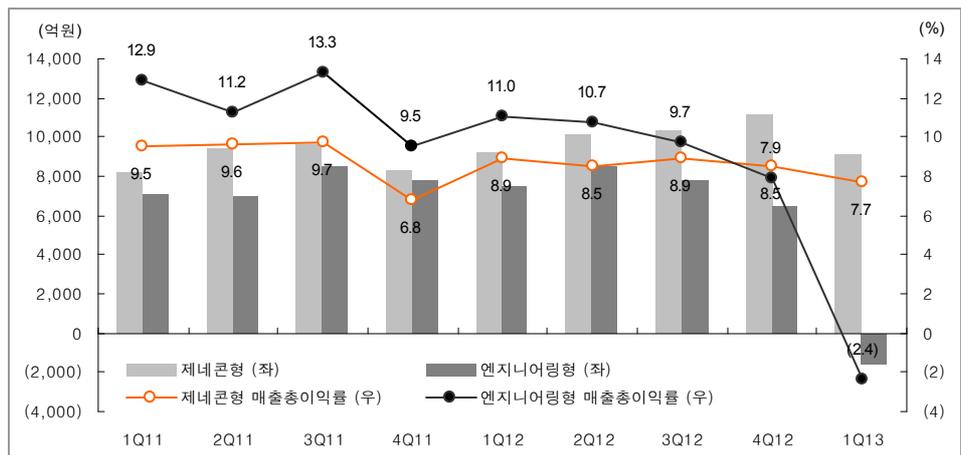
제네콘형 건설사와 엔지니어링형 건설사의 수익성 비교

2013년 1분기 합산실적은 제네콘형 건설사가 엔지니어링형 건설사 보다 압도적으로 우세

▶ 최근 시장관심사항은 ① 제네콘형 건설사가 엔지니어링 건설사대비 실적예측신뢰성이 지속적으로 양호할지 여부, ② 2009~2011년 중동발주 플랜트의 기성종료시점이 2013년 말~2014년 1분기 도래할 것으로 예상됨에 따라 건설사의 의미있는 실행원가정산 혹은 준공원가정산이 2013년 마무리될지 여부이다.

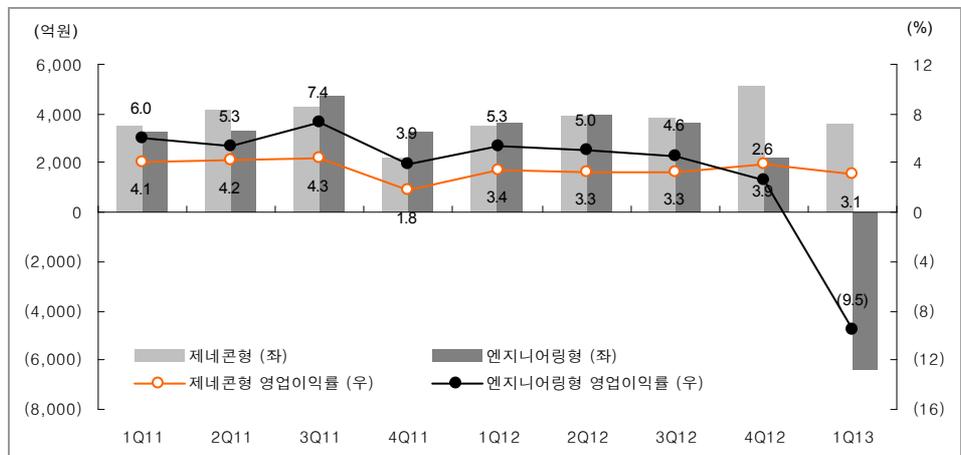
2013년 1분기 제네콘형 건설사인 현대건설, 대우건설, 삼성물산의 합산 매출총이익은 9,071억 원 (-1.2% YoY)이며, 매출총이익률은 7.7% (-1.3%p YoY)이다. 합산 영업이익은 3,612억원 (+3.2% YoY)이며, 영업이익률은 3.1% (-0.3%p YoY)이다. 엔지니어링형 건설사인 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설의 합산 매출총이익은 -1,602억원 (적자전환)이며, 매출총이익률은 -2.4% (-13.4%p YoY)이다. 합산 영업이익은 -6,401억원 (적자전환)이며, 영업이익률은 -9.5% (-14.8%p YoY)이다.

그림 10. 제네콘형 건설사와 엔지니어링형 건설사의 매출총이익 비교



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주: 제네콘형 건설사=삼성물산+현대건설+대우건설 / 엔지니어링형 건설사=삼성ENG+대림산업+GS건설

그림 11. 제네콘형 건설사와 엔지니어링형 건설사의 영업이익 비교



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주1: 제네콘형 건설사=삼성물산+현대건설+대우건설 / 엔지니어링형 건설사=삼성ENG+대림산업+GS건설
 주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 8. 제네콘형 건설사 (현대건설, 대우건설, 삼성물산)의 분기별 영업실적

(단위: 억원)		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
삼성물산	매출액	46,961	51,864	53,921	62,709	59,435	64,961	60,451	68,413	67,015
	매출총이익	4,065	4,462	4,601	3,894	4,817	5,272	4,630	5,370	4,298
	영업이익	1,180	1,170	1,159	1	937	1,394	520	2,050	675
현대건설	매출액	22,855	28,700	29,617	38,029	27,056	31,813	33,193	41,186	28,612
	매출총이익	2,487	3,032	3,575	2,590	2,440	2,747	3,595	3,707	2,710
	영업이익	1,509	1,900	2,548	1,400	1,466	1,575	2,197	2,366	1,786
대우건설	매출액	16,064	17,588	15,272	21,271	16,380	21,966	22,347	21,511	22,693
	매출총이익	1,632	1,971	1,445	1,780	1,929	2,102	2,064	2,076	2,063
	영업이익	823	1,069	555	835	1,097	965	1,086	677	1,150
합계	매출액	85,880	98,153	98,811	122,010	102,871	118,740	115,991	131,110	118,321
	매출총이익	8,183	9,465	9,621	8,264	9,185	10,120	10,289	11,153	9,071
	영업이익	3,512	4,139	4,262	2,236	3,500	3,934	3,803	5,094	3,612
이익률 (%)										
삼성물산	매출총이익률	8.7	8.6	8.5	6.2	8.1	8.1	7.7	7.8	6.4
	영업이익률	2.5	2.3	2.1	0.0	1.6	2.1	0.9	3.0	1.0
현대건설	매출총이익률	10.9	10.6	12.1	6.8	9.0	8.6	10.8	9.0	9.5
	영업이익률	6.6	6.6	8.6	3.7	5.4	4.9	6.6	5.7	6.2
대우건설	매출총이익률	10.2	11.2	9.5	8.4	11.8	9.6	9.2	9.6	9.1
	영업이익률	5.1	6.1	3.6	3.9	6.7	4.4	4.9	3.1	5.1
합계	매출총이익률	9.5	9.6	9.7	6.8	8.9	8.5	8.9	8.5	7.7
	영업이익률	4.1	4.2	4.3	1.8	3.4	3.3	3.3	3.9	3.1

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리 주: 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 9. 엔지니어링형 건설사 (삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설)의 분기별 영업실적

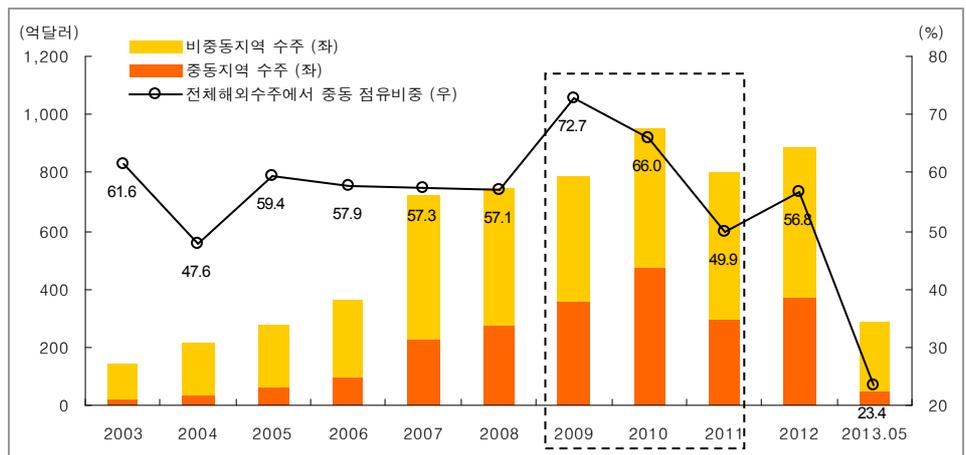
(단위: 억원)		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
삼성엔지니어링	매출액	18,205	21,218	22,249	31,309	26,616	31,081	28,619	28,085	25,159
	매출총이익	2,642	2,544	2,880	2,721	3,056	3,467	3,345	3,007	(826)
	영업이익	1,510	1,522	1,650	1,508	1,764	2,022	1,837	1,632	(2,198)
대림산업	매출액	16,458	19,541	20,312	23,571	20,513	24,687	27,268	30,065	25,161
	매출총이익	1,896	2,127	3,109	2,165	2,319	2,474	2,626	2,942	2,613
	영업이익	611	874	1,931	959	947	1,250	1,367	1,328	1,240
GS건설	매출액	20,245	21,823	21,372	27,083	21,084	23,549	24,013	24,250	17,085
	매출총이익	2,544	2,352	2,499	2,892	2,152	2,547	1,802	558	(3,389)
	영업이익	1,156	918	1,134	741	933	708	489	(804)	(5,443)
합계	매출액	54,908	62,582	63,933	81,963	68,212	79,318	79,900	82,400	67,405
	매출총이익	7,082	7,023	8,488	7,777	7,527	8,489	7,773	6,507	(1,602)
	영업이익	3,277	3,313	4,715	3,208	3,644	3,980	3,693	2,157	(6,401)
이익률 (%)										
삼성엔지니어링	매출총이익률	14.5	12.0	12.9	8.7	11.5	11.2	11.7	10.7	(3.3)
	영업이익률	8.3	7.2	7.4	4.8	6.6	6.5	6.4	5.8	(8.7)
대림산업	매출총이익률	11.5	10.9	15.3	9.2	11.3	10.0	9.6	9.8	10.4
	영업이익률	3.7	4.5	9.5	4.1	4.6	5.1	5.0	4.4	4.9
GS건설	매출총이익률	12.6	10.8	11.7	10.7	10.2	10.8	7.5	2.3	(19.8)
	영업이익률	5.7	4.2	5.3	2.7	4.4	3.0	2.0	(3.3)	(31.9)
합계	매출총이익률	12.9	11.2	13.3	9.5	11.0	10.7	9.7	7.9	(2.4)
	영업이익률	6.0	5.3	7.4	3.9	5.3	5.0	4.6	2.6	(9.5)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리 주: 영업이익=매출총이익-판매관리비

제네콘형 건설사의 실적우월은
2009~2011년 중동수주액과
화공수주액이 적었기 때문

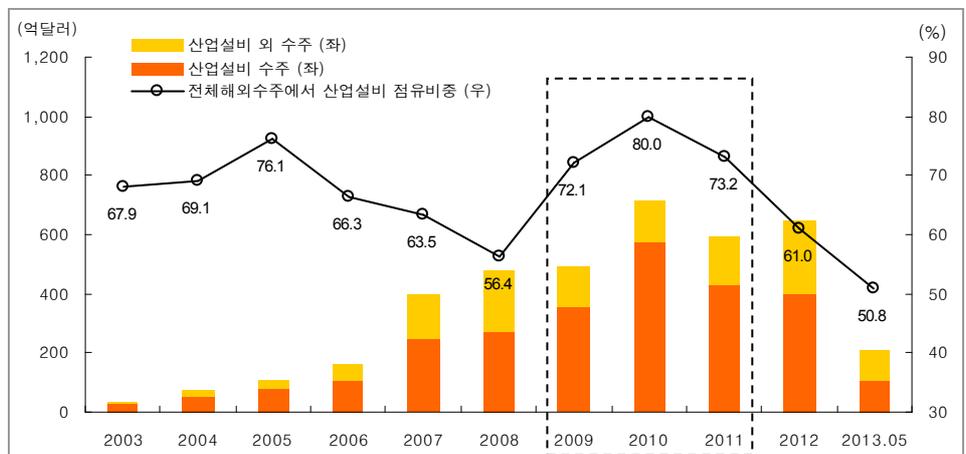
▶ 2013년 1분기 제네콘형 건설사의 실적우월은 2009~2011년 입찰경쟁유도로 저가발주지역으로 전환된 중동수주액과 글로벌 EPC업체간 경쟁이 심화된 화공수주액이 적었기 때문이다. 다행스러운 점은 ① 국내건설사의 해외수주액 중 중동지역 점유비중이 2009년 72.7%로 정점을 형성한 후 2010년 66.0%, 2011년 49.9%로 낮아졌다는 점이다. 2012년에는 56.8%로 재차 증가했으나, 국내건설사의 저가수주에 대한 자정노력으로 2012년 수주이익은 2009~2011년 보다 높아진 것으로 관측된다. ② 또한 건설업체의 포트폴리오 개선노력으로 산업설비 비중이 2009년 72.1%에서 2010년 80.0%로 정점을 형성한 후 2011년 73.2%, 2012년 61.0%로 하락한 것도 긍정적이다. 고급주택과 병원, 상수도 등 토목형 플랜트사업으로 사업다각화를 추진한 것에 대한 성과다. ③ GS건설 등 갑작스러운 대형플랜트 EPC 진행과정에서 엔지니어 및 자재조달 등의 문제로 시공기간이 늘어나 적자를 시현한 경우가 발견되었는데, 산업설비 건당수주액이 2009년 5.2억달러, 2010년 5.5억달러로 정점을 형성한 후 2011년 3.9억달러로 낮아졌고, 2012년에는 4.3억달러로 안정상태다. EPC 수행과정에서 캐퍼시티부족 문제가 완화된 것으로 보인다.

그림 12. 국내건설사의 해외수주액 중 중동지역 비중



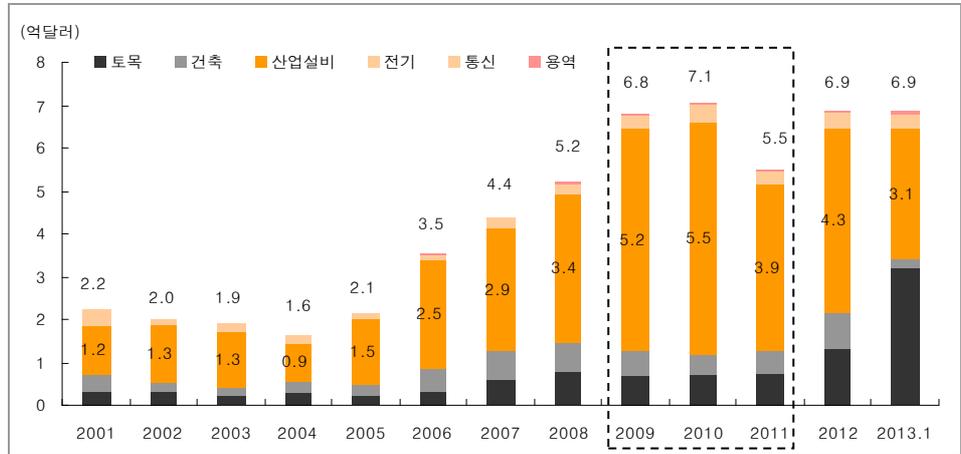
자료: 해외건설협회, KB투자증권 정리
주: 2013년은 5월 22일까지의 해외수주액

그림 13. 국내건설사의 해외수주액 중 산업설비 비중



자료: 해외건설협회, KB투자증권 정리
주: 2013년은 5월 22일까지의 해외수주액

그림 14. 국내건설사의 해외 산업설비 건당수주액 점차 완만



자료: 해외건설협회, KB투자증권 정리
 주: 2013년은 5월 22일까지의 해외수주액

2009~2011년 제네콘형 중등수주 비중 63.5%, 중등내 산업설비비중 71.6%, 엔지니어링형 중등비중 72.9%, 산업설비비중 96.9%

▶ 제네콘형 건설사 (현대건설, 대우건설, 삼성물산)의 해외수주액 중 산업설비 점유비중은 2009~2011년 각각 72.3%, 55.9%, 60.4%이며, 3개년 평균 61.3%이다. 해외수주액 중 중등지역 점유비중은 2009~2011년 각각 74.1%, 72.2%, 50.7%이며, 3개년 평균 63.6%이다. 중등지역내 산업설비 점유비중은 2009~2011년 각각 85.5%, 62.7%, 72.0%이며, 3개년 평균 71.6%이다.

한편 엔지니어링형 건설사 (대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설)의 해외수주액 중 산업설비 점유비중은 2009~2011년 각각 94.7%, 99.0%, 90.1%이며, 3개년 평균 94.1%이다. 해외수주액 중 중등지역 점유비중은 2009~2011년 각각 91.3%, 61.5%, 60.3%이며, 3개년 평균 72.9%이다. 중등지역내 산업설비 점유비중은 2009~2011년 각각 96.9%, 100.0%, 94.8%이며, 3개년 평균 96.9%이다.

제네콘형 건설사는 2007~2008년 중등지역의 화공중심의 산업플랜트 수주액 확대기간에 엔지니어링업체를 따라잡지 못했다. 그 결과 2009년부터 중등발주국의 산업플랜트발주가 단일플랜트에서 콤플렉스 플랜트로 확대되는 과정에서 수주경쟁력 측면에서 주목받지 못했고, 중등지역 산업플랜트의 절대수주규모가 엔지니어링형 건설사대비 뒤쳐졌다.

2009~2011년 수주성과에만 주목하던 시기에는 엔지니어링형 건설사가 성장성 측면에서 제네콘형 건설사를 상회하는 것으로 평가내렸다. 그러나 준공을 앞두고 과당경쟁과 자가수주의 결과로 인한 수익리스크가 표면화된 현시점에서는 제네콘형 건설사가 익숙하고, 건당수주액이 안정적임에 따라 EPC수행에 무리가 없는 공정에 집중함으로써 오히려 이익의 예측신뢰성이 높은 것으로 결론내어지고 있다.

표 10. 제네콘형 건설사의 해외수주액 중 중동지역 비중과 중동내 산업설비 비중

(단위: 억달러)	해외수주액	산업설비	산업설비비중 (%)	중동지역	중동지역비중 (%)	중동내 산업설비	중동내 설비비중 (%)
2000	36	6	16.6	8	21.2	1	10.9
2001	17	5	27.4	3	19.3	1	26.6
2002	27	20	73.7	18	68.4	17	96.0
2003	14	10	70.5	10	72.5	9	87.1
2004	21	9	42.7	13	60.6	2	18.7
2005	39	32	81.0	31	79.4	26	82.8
2006	45	28	60.8	24	51.7	17	70.7
2007	74	44	59.3	48	64.7	34	70.5
2008	112	58	51.7	87	77.9	57	65.0
2009	75	54	72.3	55	74.1	47	85.5
2010	124	69	55.9	89	72.2	56	62.7
2011	144	87	60.4	73	50.7	52	72.0
2012	181	89	48.9	91	50.4	42	46.0
2013	118	35	29.2	22	18.9	19	85.9
2009~2011년 합계	342	210	61.3	217	63.6	156	71.6

자료: 해외건설협회, KB투자증권 정리
 주: 현대건설, 대우건설, 삼성물산

표 11. 엔지니어링형 건설사의 해외수주액 중 중동지역 비중과 중동내 산업설비 비중

(단위: 억달러)	해외수주액	산업설비	산업설비비중 (%)	중동지역	중동지역비중 (%)	중동내 산업설비	중동내 설비비중 (%)
2000	4	3	90.3	1	37.9	1	100.0
2001	11	10	87.1	8	71.1	8	96.9
2002	18	17	94.6	9	50.6	9	100.0
2003	10	10	100.0	8	79.4	8	100.0
2004	16	15	93.6	7	43.8	7	100.0
2005	22	18	84.7	13	60.7	10	74.0
2006	37	36	95.4	29	79.2	30	100.5
2007	90	88	97.9	67	74.3	67	100.0
2008	101	90	88.7	69	68.3	69	100.0
2009	188	178	94.7	172	91.3	167	96.9
2010	115	114	99.0	71	61.5	71	100.0
2011	172	155	90.1	104	60.3	98	94.8
2012	173	159	92.1	105	60.6	102	97.4
2013	32	32	99.7	13	40.8	13	100.0
2009~2011년 합계	475	447	94.1	346	72.9	335	96.9

자료: 해외건설협회, KB투자증권 정리
 주: 대림산업, 삼성엔지니어링, GS건설

2009~2011년 중동수주 미완성률 살펴보는 것이 미래의 수익예측에 도움되며, 평균미완성률은 23.1%

▶ 시장참여자들은 향후 건설사 수익성에 대한 방향성을 여전히 불확실하게 보고 있다. 1분기 영업실적에서 제네콘형 건설사와 엔지니어링형 건설사의 분명한 수익구조 차이를 확인했음에도 불구하고, 이미 건설업체는 이익의 예측신뢰성에 손상을 입었고, 건설업 원가산정에 대한 믿음이 상당부분 상실된 것이 원인이다. 시장참여자들은 제네콘형이니 엔지니어링형이니 하는 구분마저 모호한 것으로 평가하고 있다. 1분기 양호한 실적을 형성한 건설사가 2분기 실적을 유지한다는 보장이 현실적으로 담보받기 어렵기 때문이다.

그렇다고 하더라도 문제가 되는 2009~2011년 중동수주액의 미완성률을 살펴보는 것이 미래의 수익예측에 도움이 될 듯 하다. 실행원가조정이 충실하지 못했거나, 미래의 설계변경을 염두에 둔 자의적인 예정이익반영계획 등으로 현재 매출원가율이 정확하지 않더라도, 준공시점에서는 원가정산을 완료해야하기 때문에 미완성률이 적을 수록 미래실적의 불확실성은 적어진다.

① **삼성물산**은 2009~2011년 중동수주액이 6조 458억원인데, UAE원전은 수익성이 양호한 발전 프로젝트므로 이를 제외한 중동수주액은 3조 2,446억원이다. 동기간 수주액에 대한 2013년 1분기까지 계약잔액은 1조 279억원, 미완성률은 31.7%이다. 미완성률이 다소 높아 보이나, 공중이 하수처리, 교량 등 토목형 플랜트와 발전프로젝트, 잔류가스처리시설 등 익숙한 공종이다.

표 12. 삼성물산의 2009~2012년 해외수주

(단위: 억원)	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	미완성률 (%)
싱가폴 NSL C156	2009/12	2014/07	3,243	2,834	409	12.6
싱가폴 EMA LNG Terminal	2010/02	2014/01	11,414	8,644	2,769	24.3
UAE 원전	2010/03	2020/05	28,012	4,122	23,890	85.3
아부다비 Cleveland Clinic	2010/06	2014/04	5,984	4,987	998	16.7
싱가폴 Farrer Park Mediflex	2010/10	2013/03	1,327	689	637	48.0
아부다비 DTSS - 01	2011/02	2014/10	3,002	1,321	1,680	56.0
싱가폴 DTL3 C922	2011/05	2016/12	2,008	727	1,281	63.8
싱가폴 DTL3 C923	2011/08	2016/12	2,303	568	1,734	75.3
사우디 Qurayah IPP - Offshore	2011/09	2014/06	15,579	10,280	5,299	34.0
UAE EMAL Ph2 CCPP	2011/09	2014/06	6,886	4,928	1,958	28.4
카타르 Lusail 교량 PJT (CP-3A)	2011/11	2013/11	995	651	344	34.6
터키 철로 이설 프로젝트	2011/12	2015/10	1,165	208	957	82.2
카타르 Lusail 개발 (CP-5B)	2012/01	2014/07	3,286	661	2,626	79.9
베트남 Son Duong Port	2012/02	2016/05	2,619	627	1,992	76.1
홍콩지하철SCLC1109	2012/03	2018/04	3,926	244	3,683	93.8
싱가폴 Suntec City A&A	2012/06	2014/09	3,007	1,017	1,991	66.2
인도네시아 IFC 2	2012/07	2015/04	844	33	811	96.0
KNPC TGTU No.99	2012/07	2015/05	611	23	588	96.2
싱가폴 UIC Building	2012/09	2016/05	3,024	38	2,986	98.7
싱가폴CableTunnel	2012/10	2018/02	2,326	84	2,242	96.4
베트남삼성전자무선5동 신축공사 (합산)	2012/10	2013/07	986	635	351	35.6
총합계			102,548	43,321	59,227	57.8
2009~2011년 중동 수주액			60,458	26,289	34,170	56.5
2009~2011년 중동 수주액 (UAE원전 제외)			32,446	22,167	10,279	31.7
2009~2011년 중동 수주 비중 (% , 원전제외)			31.6	51.2	17.4	

자료: Dart, KB투자증권 정리
주: 회색표시부분은 중동지역

표 13. 현대건설의 2009~2012년 해외수주

(단위: 억원)	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	미완성률 (%)
싱가폴 주공 지하압반 유류비축기지 1단계	2009/06	2014/05	7,921	5,621	2,300	29.0
U.A.E 합산-5 U.O 공사	2009/07	2013/05	18,966	18,875	91	0.5
쿠웨이트 400KV 송전선 공사	2009/12	2013/05	1,876	1,797	78	4.2
U.A.E 원전 건설공사	2009/12	2020/05	34,403	6,117	28,286	82.2
카타르 Hamad Medical City 공사	2010/02	2013/12	6,120	2,649	3,471	56.7
싱가폴 파시르 콘도미니엄 2단계 공사	2010/04	2013/05	1,590	1,480	110	6.9
베트남 주거 및 상업복합단지신축공사	2010/05	2013/07	1,777	1,227	550	31.0
카타르 왕궁 경호-집무동 공사	2010/05	2013/10	3,777	2,620	1,157	30.6
리비아 사리르-아즈다비아 송전선 공사	2010/06	2014/04	1,268	614	654	51.5
베트남 JW 메리어트 하노이 호텔 공사	2010/07	2013/05	980	904	76	7.7
싱가폴 스페셜리스트 쇼핑 센터 건립 공사	2010/07	2013/08	4,965	1,790	3,175	63.9
쿠웨이트 300/132/11kV OHL 6 Location	2010/07	2013/07	335	295	41	12.1
쿠웨이트 Oil Company NO.1 공사	2010/07	2013/04	16,130	13,575	2,555	15.8
말레이시아 가스처리시설 개선보수 공사	2010/09	2013/07	361	278	82	22.9
쿠웨이트 BOUBAYAN	2010/10	2014/04	13,062	10,214	2,848	21.8
U.A.E 400_220kV Ruwais 변전소 공사	2010/10	2013/06	1,075	905	170	15.8
싱가폴 Twin Peaks Condominium신축공사	2011/02	2013/12	1,584	653	931	58.8
방글라데시 New Haripur 360MW CCPP	2011/02	2013/09	3,877	3,582	294	7.6
보로지 3 가교 폴리에틸렌 공사	2011/02	2014/03	2,020	940	1,081	53.5
싱가폴 아시아 스퀘어 타워 2 공사	2011/04	2013/08	4,011	2,927	1,084	27.0
싱가폴 MRT DOWNTOWN LINE STAGE 3	2011/04	2016/12	1,683	643	1,040	61.8
인도네시아 Peusangan 1&2 수력발전소	2011/05	2016/01	971	256	715	73.6
싱가폴 럭키 타워 콘도미니엄 공사	2011/06	2014/01	1,530	188	1,342	87.7
U.A.E 보로지 3 동력 및 간접시설 공사	2011/07	2014/01	10,790	9,730	1,060	9.8
알무사이브 발전소 복구 공사	2011/08	2015/09	1,071	29	1,042	97.3
싱가폴 사우스비치 신축공사	2011/08	2014/10	7,270	1,168	6,102	83.9
카타르 국립 박물관 공사	2011/09	2014/06	4,853	1,429	3,424	70.6
리비아 트리폴리 웨스트 화력발전소 공사	2011/12	2015/02	13,759	1,789	11,970	87.0
몽정- I 1,000MW 화력발전소 건설공사	2011/12	2015/10	14,410	4,165	10,245	71.1
인도네시아 사롤라 지열발전소 기반설계	2012/02	2013/08	4	4	0	0.0
사우디 마덴 알루미나 제련소 건설공사	2012/03	2014/05	16,690	5,338	11,352	68.0
싱가폴 파시르 리스 콘도미니엄 4 공사	2012/04	2015/06	2,225	236	1,989	89.4
Upgrade of Existing Porta Cabin	2012/05	2013/05	7	7	0	0.0
카타르 루사일 고속도로 건설공사	2012/05	2015/05	11,039	1,227	9,812	88.9
베네수엘라 산타이네스 정유공장	2012/06	2013/05	319	173	146	45.7
싱가폴 파시르 판장 향만 배후부두 공사	2012/08	2014/01	315	86	229	72.8
콜롬비아 베요 하수처리장	2012/09	2016/09	1,659	27	1,633	98.4
베네수엘라 푸에르토리쿠스 정유공장	2012/09	2016/03	12,902	409	12,493	96.8
싱가폴 남북 전력구 터널 NS3공사	2012/09	2018/06	2,758	43	2,715	98.4
싱가폴 Pasir Panjang 통신관로 공사	2012/10	2013/04	9	3	6	66.2
쿠웨이트 부비안 항만 1단계 도로공사	2012/10	2014/10	798	103	695	87.1
싱가폴 워터타운 복합개발공사	2012/10	2016/07	4,246	629	3,617	85.2
쿠웨이트 셰이크 자베르 코트웨이 건설공사	2012/11	2017/12	22,609	210	22,399	99.1
알제리 Ain Armat 1200MW 복합화력발전소	2012/11	2016/02	2,979	3	2,977	99.9
킹 압둘라 스포츠시티- 스포츠홀 및 경기장	2012/12	2014/12	696	6	690	99.2
총합계			261,690	104,963	156,727	59.9
2009~2011년 중동 수주액			114,479	69,175	45,304	39.6
2009~2011년 중동 수주액 (UAE원전 제외)			80,076	63,058	17,018	21.3
2009~2011년 중동 수주 비중 (% 원전제외)			30.6	60.1	10.9	

자료: Dart, KB투자증권 정리
 주: 회색표시부분은 중동지역

② **현대건설**은 2009~2011년 중동수주액이 11조 4,479억원인데, UAE원전은 수익성이 양호한 발전프로젝트이므로 이를 제외한 중동수주액은 8조 76억원이다. 동기간 수주액에 대한 2013년 1분기까지 계약잔액은 1조 7,018억원, 미완성률은 21.9%이다. 완성률이 양호하며, 공종이 익숙한 발전소, 발전플랫폼 등 전력사업에 집중되어 있고, 고속도로와 교량 등 전통적인 토목형 플랜트사업이 다수다. 현대차그룹으로 소속된 이래 타이트한 원가정상와 리스크관리로 안정적이고, 예측가능한 영업실적이 시현될 것으로 기대된다.

③ **대우건설**은 2009~2011년 중동수주액 3조 1,337억원 중에서 계약잔액은 7,449억원에 불과해 미완성률은 23.8%이다. 중동수주액의 절대규모가 미미하고, 공종도 탱크팜으로 익숙하다.

표 14. 대우건설의 2009~2012년 해외수주

(단위: 억원)	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	미완성률 (%)
알제리 ARZEW LNG PJ	2009/11	미확정	3,499	2,898	601	17.2
알제리 RDPP PJ	2009/12	2014/02	10,518	859	9,659	91.8
알제리 DJENDJEN PORT PJ	2009/12	미확정	1,599	1,248	351	21.9
JORF LASFAR	2010/10	2014/04	11,434	7,900	3,534	30.9
UAE RRE	2010/03	2014/02	13,103	10,746	2,357	18.0
요르단 JRTR	2010/03	2015/02	1,377	399	978	71.0
IRP II TANK PJ	2010/07	미확정	3,027	2,915	112	3.7
ZWITINA STEAM CYCLE	2010/08	미확정	4,772	614	4,158	87.1
파푸아뉴기니 LNG PJ	2010/09	2013/12	3,422	2,406	1,016	29.7
PATRIND HYDRO POWER	2010/09	2015/03	3,248	618	2,630	81.0
말레이시아 ST. REGIS HOTEL	2011/10	2014/11	2,075	397	1,678	80.9
Swani Hospital	2011/01	2013/09	2,242	9	2,232	99.6
S3	2011/02	2014/01	7,248	5,522	1,726	23.8
OTUMARA	2011/02	2014/03	2,494	1,385	1,109	44.5
베트남 하노이 골레브 아파트 신축공사	2011/03	2014/12	2,096	255	1,841	87.8
하노이신도시토목	2011/05	2013/08	1,117	0	1,117	100.0
OBITE	2011/06	2014/04	984	940	44	4.5
SUR IPP	2011/07	2014/04	13,830	9,828	4,002	28.9
JAZAN REFINERY PJ	2012/11	2016/04	5,781	77	5,704	98.7
DAMANSARA CITY	2012/11	2015/05	1,932	14	1,918	99.3
ALGERIE CONTAINER TERMINAL PJ	2012/01	미확정	2,257	0	2,257	100.0
SADARA TANK	2012/01	2015/03	3,301	648	2,653	80.4
IB TOWER	2012/01	2014/01	2,081	332	1,749	84.0
조르프라스파 비료공장	2012/03	2014/06	3,014	217	2,797	92.8
HOUT(KRL) Onshore Gas Facilities	2012/03	2015/03	1,396	105	1,291	92.4
알제리 EL HARRACH PJ	2012/06	2015/12	3,292	108	3,184	96.7
알제리부그줄신도시청사 PJ	2012/08	2015/01	1,190	26	1,164	97.8
SSGGP	2012/08	2015/02	2,786	218	2,567	92.2
MATRADE CENTER	2012/09	2015/07	1,994	52	1,943	97.4
싱가폴 SCOTTS TOWER PJ	2012/09	2015/05	1,011	23	987	97.7
INDORAMA FERTILIZER	미확정	미확정	3,217	15	3,202	99.5
총합계			121,337	50,775	70,562	58.2
2009~2011년 중동 수주액			31,337	23,888	7,449	23.8
2009~2011년 중동 수주 비중 (%)			25.8	47.0	10.6	

자료: Dart, KB투자증권 정리
주: 회색표시부분은 중동지역

④ **대림산업**은 2009~2011년 중동수주액이 6조 7,721억원이며, 동기간 수주액에 대한 2013년 1분기까지 계약잔액은 1조 8,510억원, 미완성률은 27.3%이다. 미완성률이 다소 높은 수준으로 보이나, 해외수주액 보유 규모가 업계 상위수준이고, 해외의존도가 높은 엔지니어링형 건설사의 특성 때문인 것으로 풀이된다. 공중은 발전, 석유화학, 리파이너리 등 다양해 사업포트폴리오 차원에서 꾸준히 업황에 대응하는 모습이다. 수주심의 과정에서 저가수주를 미연에 방지하는 선별수주전략을 꾸준히 시행하고 있고, 2010년부터 해외현장에 대한 지속적인 원가정산으로 엔지니어링형 건설사 중에서 이익의 예측신뢰성이 높다는 평가다.

⑤ **삼성엔지니어링**은 2009~2011년 중동수주액이 16조 5,759억원이며, 동기간 수주액에 대한 2013년 1분기까지 계약잔액은 3조 3,465억원, 미완성률은 20.2%이다. 2013년 1분기 부실현장에 대한 클린화가 있었으나, 해외수주액 보유 규모가 업계 탑수준이고, 화공의존도가 높은 엔지니어링형 건설사의 특성을 고려하면 공정진행률이 양호하다는 점은 분명 긍정적인 이슈다.

⑥ **GS건설**은 2009~2011년 중동수주액이 8조 8,857억원이며, 동기간 수주액에 대한 2013년 1분기까지 계약잔액은 2조 781억원, 미완성률은 23.4%이다. 삼성엔지니어링과 유사한 상황이며, 계약잔액 절대규모가 대림산업 수준이다. 저가현장의 클린화로 향후 실적 충격은 적을 것이다.

표 15. 대림산업의 2009~2012년 해외수주

(단위: 억원)	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	미완성률 (%)
이란 LNG U&J 현장	2009/06	2014/12	1,147	30	1,117	97.4
사우디 ER 현장	2009/07	2013/12	5,586	5,318	269	4.8
이란 SPGD PH-12 테헤란 현장	2009/09	2014/12	6,024	5,061	963	16.0
필리핀 JG Summit NCC 현장	2009/12	2014/03	3,693	3,331	362	9.8
사우디 SAMAPCO CA/EDC 현장	2010/03	2014/12	3,606	3,317	289	8.0
사우디 Kayan LDPE 현장	2010/03	2013/12	3,302	3,260	42	1.3
쿠웨이트 LPG TRAIN 4 현장	2010/07	2014/12	9,822	8,608	1,214	12.4
사우디 YERP-3 현장	2010/07	2014/12	8,371	6,725	1,646	19.7
사우디 YERP-4 현장	2010/07	2014/12	5,319	4,503	816	15.3
필리핀 Petron RMP-2 현장	2010/12	2015/12	16,114	9,043	7,071	43.9
필리핀 SM200 Phase I 현장	2011/03	2016/06	1,660	73	1,587	95.6
사우디 SADARA MFC 현장	2011/07	2015/12	7,589	4,163	3,426	45.1
사우디 SADARA Isocyanates 현장	2011/09	2015/12	7,856	2,331	5,525	70.3
사우디 Shoaiba II 발전 현장	2011/10	2015/09	9,099	5,896	3,202	35.2
Nepal, Upper Trishuli (E) 현장	2012/04	2013/06	2,328	-	2,328	100.0
베트남 Thai Binh2 PP 현장	2012/05	2016/12	7,313	797	6,515	89.1
쿠웨이트 KOC Telemetry 현장	2012/06	2015/12	1,934	131	1,803	93.2
OLD HARBOUR 360MW 자마йка 현장	2012/06	2015/01	4,167	-	4,167	100.0
사우디 Elastomers 현장	2012/07	2015/10	5,087	231	4,856	95.5
사우디 Rabigh II CP-1 현장	2012/07	2015/12	1,625	71	1,554	95.6
베트남 OMon TPP Unit No.2 현장	2012/08	2016/12	2,885	264	2,621	90.8
필리핀 SRPI 100 Coal fired Power Station	2012/12	2016/07	1,670	-	1,670	100.0
총합계			116,196	63,152	53,043	45.7
2009~2011년 중동 수주액			67,721	49,211	18,510	27.3
2009~2011년 중동 수주 비중 (%)			58.3	77.9	34.9	

자료: Dart, KB투자증권 정리
주: 회색표시부분은 중동지역

표 16. 삼성엔지니어링의 2009~2012년 해외수주

(단위: 억원)	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	미완성률 (%)
JERP #3 Aromatics Units	2009/07	2013/06	7,882	7,440	442	5.6
JED (JERP #4 Coker Units)	2009/07	2013/05	4,759	4,438	321	6.7
Skikda Refinery Project	2009/08	2013/06	27,222	24,487	2,735	10.0
FERTIL Expansion Project	2009/11	2013/07	13,908	13,611	297	2.1
PETROTRIN ULSD Project	2009/11	2013/09	2,775	2,564	211	7.6
TAKREER RRE Utilities & Offsite	2009/12	2014/02	30,569	27,603	2,966	9.7
DHDS for Cuddalore Refinery, NOCL	2010/04	2013/08	476	247	229	48.1
UAE Shah Gas Development PKG.4 U&O	2010/05	2014/09	16,706	14,407	2,299	13.8
Borouge 3 PO	2010/06	2014/01	6,502	4,986	1,516	23.3
Borouge 3 LDPE	2010/06	2013/12	2,023	1,524	499	24.7
NF Project	2010/06	2013/06	1,282	1,279	3	0.2
SULB Steel Mill Project - 바레인	2010/07	2013/06	3,779	3,553	226	6.0
PCSB SOGT Project	2010/08	2014/02	7,639	7,284	355	4.6
SAMCo. Acrylic Acid Project	2010/10	2013/04	7,854	6,936	918	11.7
Dow-Mitsui Falcon Project	2010/11	2013/08	4,613	4,325	288	6.2
천진 A2 신공장 건설공사	2010/12	2013/08	761	658	103	13.5
SSA Rental Agreement	2010/12	2020/12	226	59	167	73.9
Norte II CCGT Power Project	2011/01	2013/05	3,040	2,489	551	18.1
Ma'aden Aluminum Rolling Mill	2011/02	2014/03	9,430	7,585	1,845	19.6
Wasit Cogen. & Steam	2011/02	2014/03	6,581	5,382	1,199	18.2
Muharraq STP - 바레인	2011/02	2014/10	2,784	1,661	1,123	40.3
Shaybah Increase Gas Handling	2011/03	2014/05	10,853	7,749	3,104	28.6
Shaybah NGL #2 Recovery & Utilities	2011/03	2014/07	7,767	4,725	3,042	39.2
Shaybah #1 Inlet & Gas Treatment	2011/03	2014/06	6,752	4,464	2,288	33.9
Shaybah NGL Power Generation	2011/03	2014/03	6,103	5,802	301	4.9
Ma'aden Aluminum Cast House	2011/03	2013/09	1,958	1,464	494	25.2
OPaL HDPE Project	2011/04	2013/08	2,350	1,719	631	26.9
CO2 Compression	2011/04	2014/01	1,076	566	510	47.4
Maaden Smelter Port Facility	2011/04	2013/05	995	960	35	3.5
MCL Banyu Urip Project	2011/08	2014/08	3,738	1,878	1,860	49.8
Qatar Laffan Refinery DHT Project	2011/09	2014/04	1,093	619	474	43.4
말련 SDIM 전지공장 건설공사	2011/09	2013/04	757	560	197	26.0
Nitrogen Gas Injection Pure Case	2011/10	2014/08	1,781	1,146	635	35.7
Ma'aden Alumina Refinery Steam	2011/10	2014/03	1,611	1,167	444	27.6
Iraq West Qurna Ph.2 Project	2011/12	2014/07	12,993	4,506	8,487	65.3
양골라 마루베니 섬유공장 (Ph2)	2012/03	2014/07	858	307	551	64.2
PTT PHR-3 Project	2012/03	2014/04	716	237	479	66.9
카자흐스탄 발카쉬 석탄화력	2012/06	2018/04	23,102	365	22,737	98.4
UGCC GSP & POLYMER Project	2012/06	2015/07	8,363	482	7,881	94.2
M Project	2012/06	2013/09	3,357	216	3,141	93.6
Takreer Carbon Black & Delayed Coker	2012/07	2016/01	27,610	1,268	26,342	95.4
쿤산 50K 증설 및 인프라 투자공사	2012/07	2014/03	940	263	677	72.0
인니 Senoro Gas Development Project	2012/09	2014/12	2,593	126	2,467	95.1
Marubeni Textile Plant Phase3	2012/09	2015/05	1,095	62	1,033	94.3
Luberef Yanbu Refinery Expansion	2012/10	2015/07	9,691	139	9,552	98.6
Bolivia YPFB Ammonia/Urea Project	2012/11	2015/10	9,004	311	8,693	96.5
InterGen ACS Power	2012/11	2014/05	917	60	857	93.5
Yanbu Power&Desalination Plant Ph.3	2012/12	2016/04	16,658	37	16,621	99.8
InterGen SLP CCGT Power Plant	2012/12	2015/01	1,689	157	1,532	90.7
전기 (쿤산) 수처리시설 개선 및 증설	2012/12	2014/03	300	1	299	99.7
총합계			327,531	183,874	143,657	43.9
2009~2011년 중동 수주액			165,759	132,294	33,465	20.2
2009~2011년 중동 수주 비중 (%)			50.6	71.9	23.3	

자료: Dart, KB투자증권 정리
 주: 회색표시부분은 중동지역

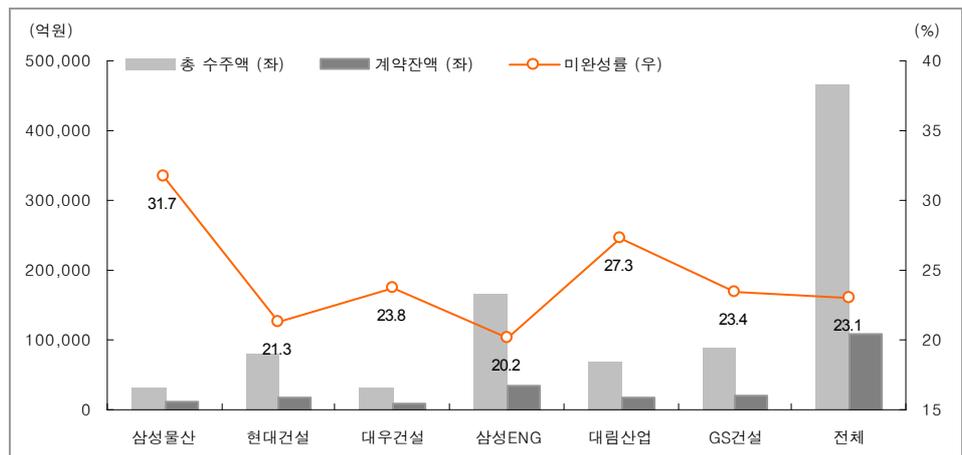
표 17. GS건설의 2009~2012년 해외수주

(단위: 억원)	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	미완성률 (%)
싱가포르 Depot C-911	2009/03	2015/07	1,827	980	847	46.4
Ruwais 4th NGL Train Project	2009/07	2013/07	1,295	1,142	153	11.8
Ruwais 4th NGL Project (JV)	2009/07	2013/07	12,224	10,990	1,234	10.1
싱가포르 C-913 DTL	2009/08	2015/07	2,808	1,735	1,073	38.2
Oman SNDC Phase-1 Project	2009/12	2013/08	3,090	2,949	140	4.5
Ruwais Refinery Expansion Project-PKG 2	2009/12	2014/02	35,314	28,704	6,611	18.7
Ruwais Refinery Expansion Project-PKG 7	2009/12	2014/02	6,180	5,277	902	14.6
광동CFC	2010/08	2013/03	437	-	437	100.0
Black Gold Proj	2010/08	2014/01	4,172	1,448	2,724	65.3
BlackGold Project (캐나다)	2010/08	2014/01	1,396	955	440	31.6
Sohar2 IPP Project (오만)	2010/09	2013/04	3,264	2,981	283	8.7
Barka3 IPP Project (오만)	2010/09	2013/04	3,818	3,573	245	6.4
Takreer Inter Refinery Pipeline프로젝트 (UAE)	2010/09	2014/03	7,096	4,553	2,542	35.8
BAPCO폐수처리시설 (바레인)	2010/11	2013/07	824	748	76	9.2
IPC EVA Project (사우디)	2010/12	2013/08	2,914	2,397	517	17.7
KNPC NLTF Project (쿠웨이트)	2011/04	2014/08	6,016	3,104	2,913	48.4
하노이-하이퐁고속도로6공구 (베트남)	2011/07	2014/07	1,077	519	558	51.8
DTL3 C925(싱가포르)	2011/07	2016/12	1,868	459	1,408	75.4
DTL3 C937(싱가포르)	2011/07	2016/12	2,285	847	1,439	63.0
KOC Wara Pressure Maintenance Project	2011/09	2014/09	4,780	1,275	3,505	73.3
Cilacap RFCC Project (인도네시아)	2011/09	2014/12	6,475	1,702	4,774	73.7
Azzour 송수시설공사 (쿠웨이트)	2011/10	2013/10	2,043	383	1,660	81.3
Bibiyana~Kaliakoir 400kV송전선로공사	2011/11	2014/07	770	238	532	69.1
Fusionopolis 2A-Tower AB (싱가포르)	2011/11	2014/03	1,942	430	1,512	77.9
Fusionopolis 2A-Tower C (싱가포르)	2011/11	2015/02	1,522	157	1,365	89.7
Nha Be송전선로이설공사 (베트남)	2012/01	2013/05	177	123	54	30.7
Vinh Thinh Bridge Construction	2012/01	2015/01	886	460	426	48.1
South East 토양오염복원공사 (쿠웨이트)	2012/03	2015/03	732	189	543	74.2
PP-12 복합화력발전소건설공사 (사우디)	2012/05	2015/05	7,020	573	6,446	91.8
Ng Teng Fong Hospital (싱가포르)	2012/05	2015/01	5,971	507	5,463	91.5
UGCC Ethylene Plant (우즈벡)	2012/06	2015/09	6,858	1,017	5,841	85.2
청도리동화공 PT upgrade Project (중국)	2012/06	2013/11	164	74	90	55.0
RABIGH II-U01	2012/06	2015/06	3,449	19	3,429	99.4
RABIGH II-CP3&4	2012/06	2015/06	2,505	35	2,470	98.6
Rabigh II CP4 (사우디)	2012/06	2015/06	10,240	767	9,474	92.5
Rabigh II Project UO1 (사우디)	2012/06	2015/06	3,846	180	3,666	95.3
이맘대개보수공사 (사우디)	2012/07	2014/06	411	-	411	100.0
HCMC MRT Line1 CP2	2012/08	2016/11	4,327	189	4,138	95.6
UHV Plant Project (JV) (태국)	2012/10	2015/08	6,844	258	6,586	96.2
TBO전력통신관로공사 (베트남)	2012/11	2014/12	108	4	104	96.4
AEON Mall Phnom Penh (캄보디아)	2012/12	2014/03	943	116	828	87.8
IPC EVA PLANT PROJECT	2012/12	2013/08	1,442	1,343	99	6.8
총합계			171,358	83,400	87,959	51.3
2009~2011년 중동 수주액			88,857	68,076	20,781	23.4
2009~2011년 중동 수주 비중 (%)			51.9	81.6	23.6	

자료: Dart, KB투자증권 정리
 주: 회색표시부분은 중동지역

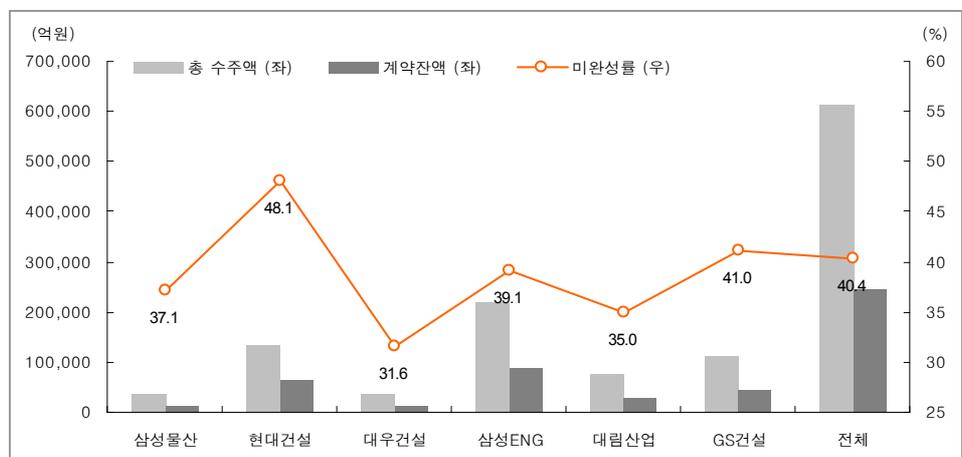
종합하면 경쟁심화로 수익성이 빠르게 악화된 2009~2011년 중동수주액의 미완성률이 적을수록 향후 영업이익의 예측가능성이 높아질 것이다. 평균미완성률은 23.1%로 2013년말~2014년 상반기 중 대부분 현장이 준공될 것으로 보여 우발비용에 대한 클린화 리스크도 얼마남지 않은 것으로 보인다. 제네콘형 건설사인 삼성물산 31.7%, 현대건설 21.3%, 대우건설 23.8%로 상대적으로 삼성물산이 높으나, 계약잔액이 1조 279억원에 불과해 리스크가 커보이지는 않는다. 엔지니어링형 건설사인 삼성엔지니어링 20.2%, 대림산업 27.3%, GS건설 23.4%이다. 2013년 실적에 악화된 삼성엔지니어링과 GS건설의 경우에도 미완성률이 낮아 잔고소진율이 순조로움을 알 수 있다. 대림산업이 상대적으로 미완성률이 높으나, 계약잔액은 GS건설과 유사한 수준인 1조 8,510억원이며, 꾸준한 원가정산과 포트폴리오 안정화로 수익성 훼손현상은 제한적일 것으로 예상된다. 한편 2009~2012년 중동수주액의 미완성률은 평균 40.4%로 높아지나, 2012년 확보한 수주액의 퀄리티는 2009~2011년 보다는 긍정적인 것이라는 업계관측을 고려하면 수익성 저점은 2013년 상반기, 수익성 반동 2013년 하반기, 수익성 개선 확인은 2014년으로 보인다.

그림 15. 2009년~2011년 합산 건설사별 해외수주액, 계약잔액 및 미완성률



자료: Dart, KB투자증권 정리
주: 2013년 1분기 기준 계약잔액

그림 16. 2009년~2012년 합산 건설사별 해외수주액, 계약잔액 및 미완성률



자료: Dart, KB투자증권 정리
주: 2013년 1분기 기준 계약잔액

건설주 종목별 투자포인트와 투자의견

표 18. 건설사별 목표주가 컨센서스 비교와 투자포인트 분석

구분	목표주가 (원)	강점 (Strength)	약점 (Weakness)	투자포인트 (Catalyst) 및 최근 이슈
삼성물산 (A000830)	KB 76,100	상대적으로 안정적인 관계사공사 확보	주택사업은 부동산 경기에 연동되는 사업	매출액 성장속도가 빨라지기 시작
투자의견: BUY	C 79,323	업계 최상인 브랜드 인지도로 미분양 최저	상사 비즈니스모델의 수익성 담보력 부진	고정비 부담에 대한 우려가 낮아지고 있음
현재가 (05/24): 59,500	H 97,000	사업리스크 관리능력이 우수해 부실 감소	해외사업에서 EPCM 전영역 수행경험 부족	현대건설 주가스프레드에 연동되는 주가
	L 65,000	건설사업부문 체질개선으로 실적개선 기대	공공사업에서 최저가수주 운영경험 부족	삼성전자 주가 상승에 따른 보유자산 증가
▶ 투자전략: 주가 급락세 이후 반등국면 진행 중. 60,000원 매출액 상황 등과 여부에 주목. 65,000원까지 매출대가 투입지 않아 기술적으로 편만한 대응 가능할 듯				
현대건설 (A000720)	KB 80,600	업계 최상의 수주경험과 시공능력 보유	주택개발사업에 상대적으로 열위한 상황	현대엔지니어링과 협업을 통한 성장 확보
투자의견: BUY	C 84,796	서산 보유유지에 대한 활용도 제고 이슈	해외사업에 대한 의존도는 높으나, 저마진	2012년 부실정리로 2013년 실적호전
현재가 (05/24): 61,200	H 100,000	플랜트에 대한 빠른 비즈니스모델 전환	현대차그룹으로 인수 후 경영관리 적응	전문경영체제로 사업리스크 관리에 공정성
	L 69,000	계열사 협업으로 견조한 해외수주 모멘텀	브랜드 차별화 전략에 대한 부담감	현대차그룹과 타이탄한 협업체제 구성 기대
▶ 투자전략: 2014년 4월 저점 이후 건설주 대표주로서 비담업기조에 연동해 반등. 투자의견 삼성물산과 스위치전략 일관적. 종합건설사 중 탐픽건설주 유지				
현대산업 (A012630)	KB 25,200	자체개발사업에 대한 풍부한 노하우 보유	도로공사 제외시 토목사업에 대한 경험부족	세정부 부동산정책 변화의 수혜주로 부각
투자의견: HOLD	C 28,338	사업용지 구매능력이 우수해 수익성에 유리	해외사업 배제정책으로 성장성 열위	지연됐던 자체사업 재개로 점진적 실적호전
현재가 (05/24): 26,350	H 35,000	채무구조가 우량해 저렴한 이자지급	개발능력대비 동시 사업수행능력은 부족	수원 권선구 3차사업의 성과 여부가 관건
	L 22,000	주택사업에 있어 선택과 집중 경영전략	플랜트사업에 대한 EPC 수행능력 부족	발전사업에 대한 사업역량집중의 성과주목
▶ 투자전략: 2013년 실적 턱어라운드에 대한 기대감과 정책변화에 대한 센터멘털 긍정적 변화로 반등국면 지속됐으나, 성장을 위한 비즈니스모델 확보가 관건				
삼성ENG (A028050)	KB 130,000	EPCM 프로젝트 수행에 적합한 인력구조	수주성과가 지나치게 주가에 연동되는 경향	2003~2012년 급성장에 따른 부실정리
투자의견: HOLD	C 115,975	선진사대비 우월한 단위당 원가경쟁력	엔지니어 충원에 따른 고정비 부담 증가	2013년 선제적 클린화에 대한 실적부담
현재가 (05/24): 94,600	H 200,000	선진사와 전략적인 컨소시엄 구성능력	화공프로젝트 전문성으로 사업다각화 제약	사업다각화에 따른 수익구조 위축에 대응
	L 85,000	지역다변화, 발주선다변화, 사업다각화성과	EPCM 전사업 분야에 걸쳐 리스크 관리	2분기부터 해외수주 모멘텀 여부가 관건
▶ 투자전략: 실적악화로 주가 급락세 시현 한 후 최근 바닥다지기 국면 진행 중. 실적개선에는 다소 시간이 필요하므로 2013년 저점 매수전략으로 활용할 필요				
대림산업 (A000210)	KB 102,000	건설부문 비즈니스모델이 안정적 구성	YNCC 50% 보유에 따른 지분가치 변화	고려개발, 삼호 정상화를 통한 하도급 활용
투자의견: BUY	C 114,109	폴리부텐 사업마진의 안정성준 유지	2009년부터 공격적인 해외사업의 부작용	2012년 해외사업 부실정리로 실적부담 완화
현재가 (05/24): 88,400	H 150,000	해외플랜트사업에 대한 양적 성과 확대	독점자체사업 지연에 따른 기회수익 약화	2013년 건설부문 실적 턱어라운드 가능성
	L 80,000	장기적으로 개발형사업에 대한 성과 기대	계열건설사의 정상화에 대한 직간접지원	순현금 유지, PF 축소 등 재무구조 개선
▶ 투자전략: 현대건설, 삼성물산, 대우건설 등 종합건설사를 제외한 엔지니어링업체 중 2013년 영업이익이 가장 안정적일 전망에 따라 엔지니어링업체 중 탐픽건설주				
GS건설 (A006360)	KB 47,000	관계사의 안정적인 수주와 확보	과도하게 확장된 주택사업현장의 미분양	실적악화로 기관선호도가 과거보다 약화
투자의견: HOLD	C 40,689	우월한 브랜드 인지도로 분양사업에 장점	오너경영으로 상대적으로 공격적 사업시행	2012년에 이어 2013년에도 실적부진 지속
현재가 (05/24): 32,900	H 75,000	안정적인 수주사업 포트폴리오 구성	PF지급보증액에 대한 상대적인 부담요인	2014년 하반기부터 점진적 실적안정 예상
	L 28,000	개발형사업을 포함한 폭넓은 해외사업영위	2010~2011년 해외저가수주주의의 클린화	부동산경기 회복시 반사이익효과 커
▶ 투자전략: 주가 흐름이 유사한 대림산업과 단순주가 스프레드가 5만원 이상 확대될 경우 이격 축소과정 진행될 가능성이 있으나, 펀더멘털 훼손은 단기매매 한정				
대우건설 (A047040)	KB 10,800	주택사업을 포함한 개발형사업의 최강자	대우엔지니어링의 포스코건설 매입의 부담	산업은행과 금융사니치효과 지속적으로 발휘
투자의견: BUY	C 10,342	오피스텔 등 틈새상품 개발능력 우수	주택사업에 대한 상대적으로 높은 의존도	최근 2년간 꾸준한 자산매각의 성공적 실천
현재가 (05/24): 7,800	H 13,500	아프리카를 중심으로 해외플랜트사업 확대	2.9조원 PF지급보증액 축소과정의 후유증	원전 등 유틸리티 플랜트업체로 전환 중
	L 8,700	비즈니스모델을 빠르게 글로벌화 진행 중	향후 2.2조원의 잔여 PF지급보증액 축소	외형과 원가관리 우수하나, 클린화비용 우려
▶ 투자전략: 매출액 성장과 원가관리는 우수하나, PF 소진과정에서 클린화비용 계상으로 세전이익 열위. 밸류에이션 부담으로 7,500~9,500원 트레이딩전략				
계룡건설 (A013580)	KB 9,500	중견사 중 민관PF사업을 선점하는 우량기업	주택 분양사업의 연타 성과가 부진	네팔 수력발전소 수주로 해외플랜트 성과
투자의견: HOLD	C 9,500	시장MS 확대로 지방업체에서 전국업체화	민자사업의 시공경험이 상대적으로 부진	중견업체 중 상대적으로 낮은 밸류에이션
현재가 (05/24): 9,400	H 9,500	대형건설사와 협업관계가 가장 우수한 업체	해외플랜트사업에 대한 리스크 관리요인	2013년 저점으로 2014년 실적 턱어라운드
	L 9,500	정부의 서남권 개발로 개발기회 확대 이슈	틈새시장 위축, 신성장동력 발굴 급선무	대전 확화에 이은 신규사업지 분양성과 호조
▶ 투자전략: 주가의 낙폭과대 이슈와 새정부 주택정책의 규제완화 기대감으로 반등국면 이어졌으나, 10,000원의 매출대 저항으로 조정 중. 실적 턱어라운드가 관건				
두산중공업 (A034020)	KB 57,000	EPCM 관리능력과 기자재생산의 유기결합	지속적인 설비증설로 인한 투자비용 증가	2013년 들어 우호적인 원상반전경기 전망
투자의견: HOLD	C 58,088	발전기자재와 담수기자재 부문의 경쟁력	EPCM 영위로 인한 엔지니어링 보유비용	EPCM-제조업의 오가나이징능력 향상
현재가 (05/24): 44,500	H 76,500	발전+담수 패키지발주에 대한 높은 대응력	계열사 리스크에 주가가 민감하게 반응	두산건설의 지원 이후 계열사 리스크 축소
	L 51,000	2013년 글로벌 발전시장의 발주량 증가	건설사업부문 PF지급보증액에 대한 부담	풍력 등 클린에너지, 화석연료 CO2저감기술
▶ 투자전략: 두산건설 리스크와 2012년 수주액 부진으로 주가 하락세가 이어졌으나, 40,000원대 주가 저점인식이 확대로 주가 반등. 2013년 신규수주 여부가 관건				
한전KPS (A051600)	KB 66,000	발전플랜트 준공에 연동되는 안정성장구조	전력엔지니어링에 집중되어 여타사업 부족	발전소 설비부진으로 기존설비 이용률 제고
투자의견: BUY	C 70,214	매출액 증가보다 영업이익 증가폭이 큰 기업	원전수출시장 내 종합솔루션공급업체와 경쟁	발전소 폐지이슈에도 불구하고, 정비중요성 증가
현재가 (05/24): 56,100	H 78,000	장비/인력 전문화로 독점적 시장지위 유지	전력소비 급증으로 계획에방정비사업 축소	요르단 해외수주에 이어 2013년 인건 풍부
	L 63,000	고수익 해외사업 매출기성 증가가 이익연동	전력정비사업, 국가전략정책변수에 노출 커	공익사업으로 불황에도 영업안정성 향상
▶ 투자전략: 주식시장 내 수급요인과 배당성향 축소로 주가 급락했으나, 펀더멘털 요인으로 인한 하락이 아니므로 장기적인 관점에서 적절한 매수시점 확보 바람직				

자료: DataGuide, KB투자증권 추정

주: 컨센서스는 2013년 05월 24일 기준. KB- KB투자증권, C- Consensus, H- High, L- Low

표 19. 사업부문별 가치합산방식을 통한 목표주가 산출내역과 목표주가 밴드

(단위: 십억원)	삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY
목표주가 (원)	76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000
현재주가 (05/24, 원)	59,500	61,200	26,350	94,600	88,400	32,900	7,800	9,400	44,500	56,100
Upside (%)	27.9	31.7	(4.4)	37.4	15.4	42.9	38.5	1.1	28.1	17.6
시가총액 (십억원)	9,295	6,815	1,986	3,784	3,076	1,678	3,242	84	4,711	2,525
절대수익률										
1M	(0.5)	3.0	11.2	8.1	16.8	10.0	0.0	3.3	12.5	2.0
3M	(10.9)	(11.7)	8.0	(39.4)	(8.9)	(41.0)	(15.7)	3.3	1.6	7.5
6M	1.0	(2.4)	37.2	(38.0)	28.7	(32.5)	(14.6)	28.2	4.2	(5.6)
1Y	(12.6)	(11.0)	14.8	(50.9)	(7.5)	(57.7)	(8.1)	(8.3)	(15.7)	27.2
YTD	(5.0)	(12.6)	21.7	(42.8)	1.6	(42.6)	(21.6)	16.2	(1.5)	(7.9)
초과수익률										
1M	(2.5)	1.1	9.2	6.1	14.8	8.1	(2.0)	1.3	10.5	0.0
3M	(8.7)	(9.4)	10.2	(37.1)	(6.6)	(38.8)	(13.4)	5.5	3.8	9.7
6M	(2.2)	(5.6)	34.0	(41.2)	25.4	(35.8)	(17.8)	25.0	1.0	(8.8)
1Y	(21.4)	(19.8)	6.1	(59.6)	(16.3)	(66.4)	(16.9)	(17.1)	(24.5)	18.4
YTD	(3.8)	(11.4)	22.9	(41.7)	2.8	(41.4)	(20.4)	17.4	(0.4)	(6.7)
A) 사업부문별 기업가치 *	5,654	7,446	2,022	4,461	4,306	2,252	4,049	141	6,243	2,441
평균 EBITDA	800	1,034	266	6,97	396	375	482	35	821	180
EBITDA 적용배수 (X)	7.1	7.2	7.6	6.4	7.2	6.0	8.4	4.0	7.6	13.6
건설사업 영업가치	3,952	7446	2,022	4,461	2,848	2,252	4,049	141	3,096	2,441
기타사업 영업가치	1,702				1,459				3,147	
B) 보유유가증권 자본가치 **	8,816	1,011	469	342	392	819	1,455	156	2,613	0.5
지분법평가주식	1,291	777	98		14					
매도가능 상장주식	5,150	140	57	75						
매도가능 비상장주식	1,968	95	2,83	58		773				
자사주 지분가치	407		30	209		46		0.4	507	
C) 비영업용자산가치 ***	355	367				288	453	23	274	14
D) 기타투자가치	837	60	1,665		545	400	55			124
E) 평균순차입금	3,420	(100)	2,256	(397)	575	1,512	1,519	236	3,096	(393)
F) 비영업용자산내 영업가치					731					3
G) 주주가치 (A+B+C+D-E-F)	12,242	8,983	1,900	5,200	3,937	2,247	4,493	85	6,034	2,970
발행주식수 (백만주)	161	111	75	40	39	51	416	9	106	45
주당 NAV (원)	76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000
현재주가 (05/24, 원)	59,500	61,200	26,350	94,600	88,400	32,900	7,800	9,400	44,500	56,100
상승여력 (%)	27.9	31.7	(4.4)	37.4	15.4	33.9	38.5	1.1	28.1	17.6
중전 목표주가 (원)	76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000
차이 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
목표주가밴드 (원)										
긍정적 목표	78,600	88,000	26,600	137,000	108,500	49,900	11,200	11,100	60,100	67,600
EBITDA적용배수 (X)	7.4	8.0	8.0	6.8	7.6	6.5	8.8	4.4	8.0	14.0
현재 목표	76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000
EBITDA적용배수 (X)	7.0	7.2	7.6	6.4	7.2	6.4	8.4	4.0	7.6	13.6
부정적 목표	73,600	73,200	23,800	123,000	95,500	44,100	10,400	7,900	53,900	64,400
EBITDA적용배수 (X)	6.7	6.4	7.2	6.0	6.8	6.2	8.1	3.6	7.2	10.6

자료: KB투자증권 추정

주: * 종합주가지수 상승에 따른 대형건설주 목표배수 8.0X 기준 적용, 건설사별 활용/할인을 반영: 현대건설 +0%, 삼성물산 -5%, 삼성엔지니어링 -20%, 현대산업 -5%, GS건설 -25%, 대우건설 +20%, 대림산업 -10%, 계룡건설 -50%, 두산중공업 -5%, 한전KPS +70%

** 주가하락에 따른 보유유가증권 할인률 20~70% 반영

*** 자산가치 하락으로 비영업용 자산가치에 대한 할인률 50~60% 반영

**** 차입금에 대한 선수금 보정률을 20~30% 상향해 차입금에 + 반영

2013 KB Star 건설/플랜트 엔지니어링 Corporate day 후기

1분기 실적부진은 2012년 중반기 이후 가시화된 해외 저가투찰에 대한 자정인식을 강화하는 계기

▶ KB투자증권은 5월 23일, 영등포 메리어트호텔에서 '2013 KB Star 건설/플랜트 엔지니어링 Corporate day'를 개최했다. 참가기업은 현대건설, 삼성물산, 대우건설, GS건설, 대림산업, 삼성엔지니어링 (시공능력순위) 등 한국을 대표하는 메이저 6개 상장건설사를 초청해 기관투자자를 대상으로 진행됐다.

최근 건설산업은 중동발주국의 낙찰지연, 일본 및 유럽 EPC업체와 경쟁심화, 국내 공공발주 위축 등으로 과거에 비해 성장기대치가 낮아진 상황이다. 더욱이 2009~2011년 수주환경 변화와 경쟁심화가 수익불안요인으로 비춰지고 있으며, 2013년 1분기 영업실적은 투자자로 하여금 건설섹터의 수익모델에 대해 불안요인을 더해줬다.

그럼에도 불구하고, 한국의 대형건설사는 전세계 발주처를 상대로 ① 공정요구에 대한 높은 이해력, ② 적합한 리소스 동원능력, ③ 우수한 사업진행관리와 상품퀄리티, ④ EPC 조직력 순위, ⑤ 준공납기일 준수 등 경쟁요건 보유, ⑥ 상대적인 가격경쟁력 우위를 통해 여전히 최상의 입찰 및 수주컨디션을 유지하고 있다.

특히 2009~2011년 중동지역의 저수익현장에 대한 공정관리 리스크를 직접경험한 터라 2012년 중반기 이후부터 가시화되기 시작한 해외저가투찰에 대한 자정인식을 공고히 하는 계기가 됐다는 평가다. 특히 주가 하락과 투자심리 악화에도 불구하고, 지속적으로 시장과 소통하겠다는 건설사의 의지는 참여 투자자들에게 실적발표 이후 신뢰성 저하를 완화시키는 요인이 됐다.

과거 해외수주리스트에 대한 관심 집중에서 국내건설환경으로 변화, 해외수주는 양보다 질에 관심

▶ 금번 '2013 KB Star 건설/플랜트 엔지니어링 Corporate day'에서 나타난 투자자들의 의견과 관심사항에 대한 특징은 다음과 같다.

① 2013년 1분기 실적악화가 두드러진 GS건설과 삼성엔지니어링에 대한 투자자들의 관심이 예상보다 높았다. 건설주에 대한 투자기준이 펀더멘털이 중요하지만, 주가의 낙폭과대도 중요한 요인임을 시사한다.

② 2011~2012년 Corporate day에서 해외수주 리스트 확인 위주로 진행됐던 Q&A가 국내부동산 경기, 미분양주택과 미착공PF에 대한 해결방안, 주택 신규분양계획 등 국내건설환경에 대한 질문으로 다양화되었다.

③ 2013년 1분기 실적악화로 당초 업체측에서 제시한 가이드라인이 큰 폭으로 변경됨에 따라 회사측의 실적가이드라인의 신뢰성 부문에 대한 질문이 가장 많이 증폭됐다.

④ 체인지오더, 실행원가조정, 준공원가정산, 공사진행률 등 건설사 회계처리 방법에 대한 기본적 질문이 많았다.

⑤ 해외사업에 대한 질문은 대부분 대규모 수주액과 신규공정분야에 대한 수익성에 집중되었으며, 과거에는 수주의 양적성공에 관심이 많았으나, 최근에는 수주의 퀄리티 확인에 주력하는 모습이다.

2014년부터는 관계사공사의
기성인식이 올해보다 활발해질
전망으로 점진적 실적개선 기대

1. 삼성물산 (000830/59,500원/BUY/TP: 76,100원) 투자포인트: 2분기 실적회복이 관건

▶ 삼성물산 1분기 영업실적

2013년 1분기 (연결) 수주액 8조 4,193억원 (+264.9% YoY), 매출액 6조 7,015억원 (+12.8% YoY), 영업이익 675억원 (-27.9% YoY, 영업이익률 1.0%), 세전이익 833억원 (-53.7% YoY)이다. 컨센서스는 매출액 6조 5,664억원, 영업이익 1,304억원, 세전이익 1,616억원이다. 컨센서스대비 매출액은 2.1% 상회, 영업이익은 48.3% 하회, 세전이익은 48.5% 하회했다. 최소 영업이익 1,000억원을 기대했으나, 675억원으로 저조하다. 건설영업이익 부진은 고마진 관계사 반도체공사의 기성인식 축소가 원인이며, 상사이익 부진은 원자재 시황부진으로 인한 수익구조 둔화가 원인이다.

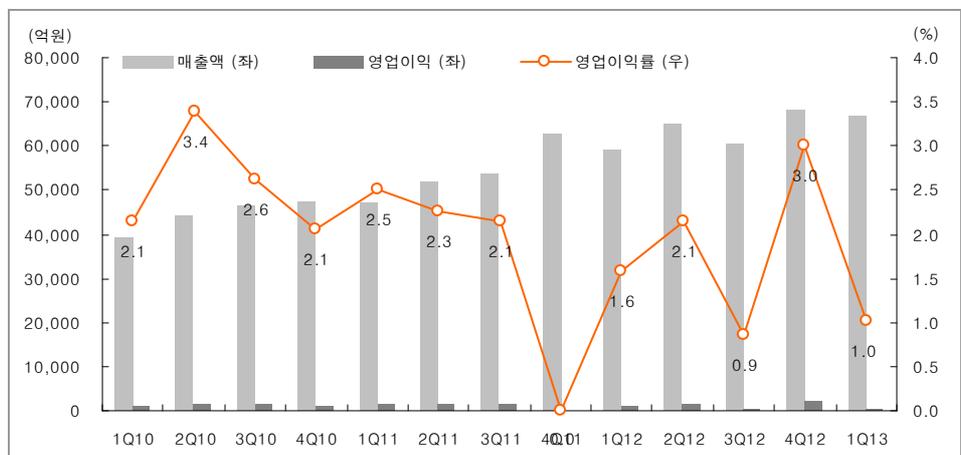
▶ 삼성물산 연간 영업실적

가이던스는 수주액 16조 6,000억원, 매출액 29조 1,000억원, 영업이익률 1.8%를 가정한 영업이익 5,232억원 (추산)이다. 1분기 실적달성률은 수주액 50.7%, 매출액 23.0%, 영업이익 12.9%이다. 2분기부터 화성 17라인과 Roy Hill 공정확대 시 실적개선이 가능할 것이라는 것이 회사측 설명이다. 계열사 투자자산 장부가가 11.4조원인 점은 분명한 강점이다. 다만 아쉬운 점은 관계사 공사에 수익방향을 전적으로 의존해야 하는 상황에 시장이 점점 답답함을 느끼고 있다는 것이다. 관계사 기성인식 정도에 따라 실적방향이 좌우된다는 점에 투자자들은 불만스럽다.

▶ 삼성물산 투자포인트

1분기 수익둔화가 2분기 개선될지 여부가 관심이다. 삼성물산은 화성 17라인이 지난달 착공되어 올해 6,000억원의 기성이 예상되며, 호주 Roy Hill 프로젝트에서 9,000억원의 기성이 진행될 경우 건설에서 4,520억원 (영업이익률 4.0% 가정), 상사에서 712억원 (영업이익률 0.4% 가정)의 영업이익이 가능하다고 보고 있다. 캐나다 온타리오 태양광발전소에서 커미션수입이 700억원 내외로 발생될 수 있다. 미착공PF 소진과정에서 클린화비용이 기타대손상각에 얼마나 반영될지가 관건이다. 2014년부터는 관계사공사의 기성인식이 올해보다 활발해질 전망이다.

그림 17. 삼성물산 1Q13P Review: 매출액 6조 7,015억원 (+12.8% YoY), 영업이익 675억원 (-27.9% YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 20. 삼성물산의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	46,961	51,864	53,921	62,709	59,435	64,961	60,451	68,413	67,015
매출총이익	4,065	4,462	4,601	3,894	4,817	5,272	4,630	5,370	4,298
영업이익	1,180	1,170	1,159	1	937	1,394	520	2,050	675
세전이익	1,983	1,056	2,024	1,037	1,797	2,809	664	287	833
순이익	1,395	714	1,010	972	1,306	2,646	288	414	602
이익률 (%)									
매출총이익	8.7	8.6	8.5	6.2	8.1	8.1	7.7	7.8	6.4
영업이익	2.5	2.3	2.1	0.0	1.6	2.1	0.9	3.0	1.0
세전이익	4.2	2.0	3.8	1.7	3.0	4.3	1.1	0.4	1.2
순이익	3.0	1.4	1.9	1.5	2.2	4.1	0.5	0.6	0.9
증감률 (YoY %)									
매출액	19.5	17.2	16.2	31.8	26.6	25.3	12.1	9.1	12.8
매출총이익	22.9	(2.2)	26.1	(4.8)	18.5	18.1	0.6	37.9	(10.8)
영업이익	40.3	(22.2)	(5.0)	(99.9)	(20.6)	19.2	(55.1)	155,719.1	(28.0)
세전이익	(37.2)	(36.1)	29.9	146.7	(9.4)	166.0	(67.2)	(72.3)	(53.7)
순이익	(42.2)	(41.0)	(16.9)	654.7	(6.4)	270.7	(71.5)	(57.4)	(53.9)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 21. 삼성물산의 KB투자증권과 컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	285,861	312,128	333,746	291,562	318,501	341,134	(2.0)	(2.0)	(2.2)
매출총이익	22,453	24,615	26,283	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	5,016	5,575	6,092	5,712	6,823	7,577	(12.2)	(18.3)	(19.6)
세전이익	5,641	6,165	6,647	6,145	7,361	8,175	(8.2)	(16.2)	(18.7)
순이익	4,174	4,562	4,918	4,517	5,434	6,049	(7.6)	(16.0)	(18.7)
이익률 (%)									
매출총이익	7.9	7.9	7.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	1.8	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2	(0.2)	(0.4)	(0.4)
세전이익	2.0	2.0	2.0	2.1	2.3	2.4	(0.1)	(0.3)	(0.4)
순이익	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7	1.8	(0.1)	(0.2)	(0.3)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

▶ **삼성물산 Corporate day Q&A 요약****Q1. 향후 수익성 전망은?**

매출총이익률은 2013년 1분기를 저점으로 점차 개선되는 양상을 보일 것임. 국내사업 대비 수익성이 낮은 해외사업 비중이 50% 이상으로 확대되기에 과거와 같이 12~13% 수준의 매출총이익률은 기대하기 어렵겠지만, 판관비율이 하락하며 영업이익률은 향상될 것으로 예상함. 2013년 연간 매출총이익률은 10% 수준, 판관비율 6% 수준으로 영업이익률은 4%를 타겟으로 하고 있음.

2013년 2분기는 신규사업들의 부진한 초기 실적으로 수익성의 뚜렷한 개선세를 기대하기 어려울 것으로 보임. 그러나 2013년 3분기~2013년 4분기에는 확실히 개선되는 모습을 보일 것으로 예상함. 2014년에도 2013년 하반기의 양호한 수익성이 지속될 것으로 전망하고 있음.

영업이익 기준으로도 2013년 1분기는 부진했지만, 2013년 2분기에는 소폭 향상되고, 하반기에는 뚜렷하게 개선되며, 2013년 연간 기준으로는 시장컨센서스 수준에 부합할 수 있을 것으로 전망함.

Q2. 국내 및 해외 건설 매출액 가이드는?

영업실적 가이드를 국내와 해외로 나누어서 제시하고 있지는 않음. 2012년 10월 경영계획을 세울 당시 50:50 수준으로 예상했었음. 현실점에서 살펴보면 해외매출액 비중이 국내매출액 대비 소폭 높을 것으로 예상됨.

Q3. 현재 수주 진행상황 및 전망은?

2012년까지 인력을 대거 충원하여 마케팅에 집중하였는데, 그 효과가 조금씩 나타나고 있음. 현재 수주 가능성이 높은 프로젝트들이 많아 적어도 2014년까지는 수주가 무리 없이 진행될 것으로 예상함. 참고로 2013년 수주는 인프라 프로젝트가 주를 이루었지만, 2014년에는 인프라 프로젝트에 더해 플랜트 프로젝트 수주액도 많을 것으로 예상하고 있음.

2013년 1분기까지 호주 Roy Hill 프로젝트 6.4조원을 포함한 수주액이 9.4조원이었으며, 2013년 2분기에는 다소 부진하여 현재까지 10조원 수준을 달성했음. 2013년 2분기 중에 달성한 수주 중 가장 큰 규모는 모로코 인광석 플랜트 프로젝트로 3,000억원 규모임. 현재 대기 중인 수주 물량 중 5조원 가량이 계약에 임박했기 때문에 조만간 연간 수주목표액 16.6조원에 근접한 15조원 달성이 가능할 것으로 예상함.

2013년 3분기 내에 연간 수주목표액을 달성하게 될 가능성이 높아 수주 가이드가 상향될 수도 있을 것으로 보임. 참고로 삼성물산이 소화 가능한 연간 수주레벨은 24조원 수준이며, 그 중 해외가 17조원 가량을 점유할 것으로 예상됨.

Q4. 호주 Roy Hill 프로젝트 진행상황은?

현재 진행 중인 대형 프로젝트는 Roy Hill 프로젝트가 유일함. 그 결과, 엔지니어 소싱이나, 외부업체 영입이 순조로워진 것이 사실임. 예비비로 산정해 둔 컨틴전시 비용의 사용이 최소화 될 것으로 예상되어 계획대비 좋은 실적결과를 창출할 수 있을 것으로 기대하고 있음. 9월 진 후에 인도네시아나 중국에 구성되어 있는 모듈공장의 작업 진행상황을 보면 전체 프로젝트 성과가 윤곽을 드러낼 것으로 예상하고 있음.

참고로 Roy Hill 프로젝트는 실행이익률이 매출총이익률 기준으로 high single로 계획되어 있음. 현재 분위기로 볼 때 최후 정산이익률은 두 자릿수 달성도 가능할 것으로 예상함. 삼성물산은 보통 실행이익을 보수적으로 추정하기 때문에 정산 시 이익률이 2~3%p 상승하는 모습을 보여 왔음.

마지막으로 호주 Roy Hill 현장에서 계상되는 2013년 2분기 매출액은 1,500~2,000억원 수준으로 예상하고 있음.

Q5. 호주 Abbot Point 항만공사 수주 예상 시기 및 규모는?

단독으로 입찰에 참여하기 때문에 계약만 진행하면 되는 상황임. 호주 Roy Hill 프로젝트 지분 70%를 보유하고 있는 Hancock이 항만공사 사업을 GVK에 매각하였는데, GVK의 사업 추진력이 Hancock 대비 부진하여 2013년말 ~ 2014년초 전후로 수주가 이루어질 것으로 예상함. 예상 수주 규모는 2조원 수준임.

Q6. 라빅2 및 터키 키르칼레 프로젝트 수주 예상 시기는?

라빅2 프로젝트는 2013년 6~7월 전후로 계약이 성사될 것으로 예상함. 수익성이 그리 좋지 않은 프로젝트이기 때문에 내부적으로 고민 중에 있지만, 수주 성사 가능성은 높을 것으로 판단 됨.

키르칼레 프로젝트 수주 시기는 2013년 9~10월 전후로 예상하고 있음.

Q7. 중국 시안지역 도시개발사업 관련 진행상황은?

중국 측으로부터 사업참여 제안을 받고 이야기 중이지만, 조건 상에 이견이 있어 계약이 지연 되고 있음. 중국에서 시안 도시개발 사업 외에도 4~5개 정도 협의 중인 사업들이 있는데, 아직 구체적으로 결정된 사항은 없음. 만약, 시안사업을 진행하게 되면 규모는 2조원 수준이 될 것으로 예상함.

Q8. 캐나다 온타리오 매각이익의 회계상 반영 방법은?

캐나다 온타리오 태양광 부문 매각은 당초 2013년 1분기 중에 진행될 것으로 예상했었지만, 현재 지연되고 있음. 매각이익 규모는 400억원 내외이며, 회사측과 회계사측이 재무제표 반영 방법에 대해 논의 중에 있음. 회사측은 개발이익 형태이기 때문에 영업이익에 반영되어야 한다는 입장이며, 회계사측은 자산매각 형태이기 때문에 영업외수익으로 반영해야 한다는 입장임. 현재 매각 대상자는 정해져 있기 때문에 계약 체결만 진행하면 되는 상황이지만, 정확한 시기는 장담할 수 없음. 내부적으로는 2013년 2분기 내에 이루어질 가능성이 높다고 예상함.

Q9. 상사사업 부문에 대한 전망은?

상사사업 부문은 뚜렷한 전략적 변화를 보이고 있음. 보유 중이던 저수익 자산들을 모두 매각하려 계획하고 있으며, 수익성이 부실한 품목들 또한 정리했음. 인력도 크게 줄여 비용절감에 힘쓰고 있음. 앞으로 상사사업 부문은 다양한 사업보다 수익성 위주로 안정적인 사업을 진행해 나갈 계획임.

과거에는 투자를 많이 했었지만, 앞으로는 상권 확보를 위한 소규모 투자만 진행하며, 트레이딩에 집중할 것임. 생산유전을 추가하려 했었던 계획도 모두 보류하였음. 이제 막 변화가 진행되고 있기 때문에 2013년 2분기에 뚜렷한 성과를 기대하기는 어렵겠지만, 2013년 3분기 이후 가시적인 변화를 관찰할 수 있을 것으로 예상됨.

상사사업 부문의 이익률에 대해서는 목표 영업이익률을 1%로 보고 있음. 그러나 상사사업 부문에 대한 분석을 위해서는 수익성보다 이익 규모에 초점을 맞추어야 한다는 판단임. 영업이익 목표는 연간 800억원 규모이며, 추가로 개발이익이 500~600억원 가량 인식될 것으로 예상함.

Q10. 현재까지 주택분양 규모는?

2013년 연간 가이드는 10,000세대이며, 실질적으로는 9,000세대 수준을 목표로 하고 있음. 현재까지는 1,500세대를 분양하여 계획대비 부진한 상황임. 2분기부터 분양 속도를 높일 계획임.

2. 현대건설 (000720/61,200원/BUY/TP: 80,600원) 투자포인트: 탐픽건설주 유지

대표적으로 펀더멘털이 양호한 기업이나, 수급불균형으로 주가 약세, 외국인지분 확대가 관건

▶ 현대건설 1분기 영업실적

2013년 1분기 (연결) 신규수주액 4조 3,160억원 (-17.7% YoY), 매출액 2조 8,612억원 (+5.8% YoY), 영업이익 1,786억원 (+21.9% YoY, 영업이익률 6.2%), 세전이익 1,904억원 (+17.9% YoY)이다. 컨센서스는 매출액 2조 9,401억원, 영업이익 1,805억원, 세전이익 1,854억원이다. 컨센서스 대비 매출액은 2.7% 하회, 영업이익은 1.0% 하회, 세전이익은 2.7% 상회하는 등 전반적으로 안정된 실적이다. 영업이익 호조는 현대건설 국내주택과 토목원가율의 개선이 주효했다. 전략적으로 수주한 쿠웨이트 항만토목현장에 대한 공사손실충당금을 선반영한 것 치고는 양호하다.

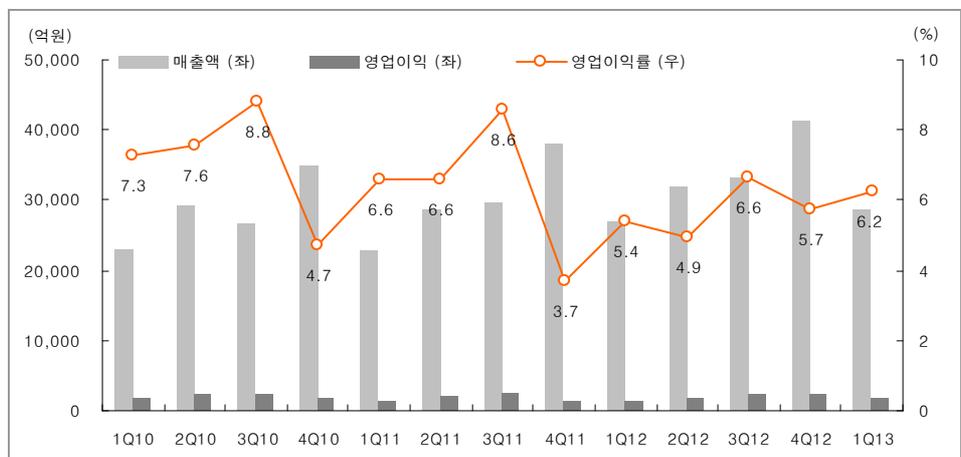
▶ 현대건설 연간 영업실적

연결가이드는 수주액 22조 1,580억원, 매출액 13조 8,570억원, 영업이익은 보수적 8,314억원 (영업이익률 6.0% 가정), 중립적 8,661억원 (6.25% 가정), 긍정적 9,007억원 (6.5% 가정)이다. 달성률은 수주액 19.5%, 매출액 20.6%, 영업이익 21.5~19.8%이다. 2013년 실적호전 이유는 ① 2010년 저가해외현장 2곳에 대한 클린화비용이 2013년부터 축소된다. UAE Borouge Polymers Plant (도금액 1조 700억원, 2014년 1월 준공) 2012년 4분기 600억원 원가정산, 2014년 준공원가정산이 예정됐다. KOC (도금액 1조 6,263억원, 2013년 4월 준공) 2012년 2분기 700억원 원가정산, 2013년 2분기 준공원가정산이다. 2곳 클린화는 2011년 1,200억원, 2012년 1,300억원, 2013년 700억원 등 총 3,200억원이다. ② 전경련회관신축 등 국내 약성현장의 클린화가 2012년 완료됐다.

▶ 현대건설 투자포인트

2011년부터 반영된 영업부문 클린화비용은 다음과 같이 축소될 것이다. 2011년 2,000억원 (해외 1,200억원, 국내 800억원), 2012년 2,800억원 (해외 1,300억원, 국내미분양주택 1,000억원, 4대강 500억원), 2013년 1,500억원 (해외 2개현장 700억원, 주택PF현장에 대한 대위변제관련 대손상각 300억원, 국내기타현장 500억원)이 예상된다. 여타 경쟁업체대비 클린화대상이 분명히 적다.

그림 18. 현대건설 1Q13P Review: 매출액 2조 8,612억원 (+5.8% YoY), 영업이익 1,786억원 (+21.9% YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 22. 현대건설의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	22,855	28,700	29,617	38,029	27,056	31,813	33,193	41,186	28,612
매출총이익	2,487	3,032	3,575	2,590	2,440	2,747	3,595	3,707	2,710
영업이익	1,509	1,900	2,548	1,400	1,466	1,575	2,197	2,366	1,786
세전이익	1,491	2,477	2,984	1,555	1,615	1,637	2,192	2,435	1,904
순이익	1,275	1,830	2,382	1,364	1,248	1,184	1,722	1,454	1,497
이익률 (%)									
매출총이익	10.9	10.6	12.1	6.8	9.0	8.6	10.8	9.0	9.5
영업이익	6.6	6.6	8.6	3.7	5.4	4.9	6.6	5.7	6.2
세전이익	6.5	8.6	10.1	4.1	6.0	5.1	6.6	5.9	6.7
순이익	5.6	6.4	8.0	3.6	4.6	3.7	5.2	3.5	5.2
증감률 (YoY %)									
매출액	(0.4)	(1.7)	11.2	8.7	18.4	10.8	12.1	8.3	5.8
매출총이익	(7.2)	(8.9)	5.2	(32.9)	(1.9)	(9.4)	0.6	43.1	11.1
영업이익	(9.7)	(14.0)	8.5	(15.6)	(2.9)	(17.1)	(13.8)	69.0	21.9
세전이익	(11.5)	(26.3)	55.2	191.8	8.3	(33.9)	(26.5)	56.6	17.9
순이익	0.7	(24.6)	67.4	286.8	(2.2)	(35.3)	(27.7)	6.6	19.9

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 23. 현대건설의 KB투자증권과 컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	142,581	157,069	174,916	141,009	157,331	175,170	1.1	(0.2)	(0.1)
매출총이익	14,237	15,940	17,998	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	8,919	9,971	11,263	8,746	10,237	11,722	2.0	(2.6)	(3.9)
세전이익	8,729	9,841	11,183	8,848	10,364	11,865	(1.3)	(5.0)	(5.7)
순이익	6,547	7,381	8,387	6,716	7,835	9,034	(2.5)	(5.8)	(7.2)
이익률 (%)									
매출총이익	10.0	10.1	10.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	6.3	6.3	6.4	6.2	6.5	6.7	0.1	(0.2)	(0.3)
세전이익	6.1	6.3	6.4	6.3	6.6	6.8	(0.2)	(0.3)	(0.4)
순이익	4.6	4.7	4.8	4.8	5.0	5.2	(0.2)	(0.3)	(0.4)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

▶ **현대건설 Corporate day Q&A 요약**

Q1: 2분기 수주 현황은?

2분기 현재 수주 완료하였으나, 발주처 요청으로 공시하지 않은 건은 ① 터키 교량공사 4억 달러, ② 두바이 관람차프로젝트 2.4억달러, ③ 스리랑카 복합개발로 전체 공사규모 6~7억달러 중 4억달러 수준임.

한편 2분기 수주 가능건 중 규모가 큰 안건은 ① 도하메트로 8억~10억달러, ② 태국 물관리 사업 전체 50억달러 규모 중 10억달러 수준, ③ 싱가포르 복합개발 공사 6억달러가 있음.

합하면 상반기 수주 규모는 약 60억달러로 예상됨 (1분기 34억달러, 2분기 30억달러 이상).

Q2: 하반기 수주 계획은?

현재 베네수엘라에서 주력하는 건은 ① 베네수엘라 산타이네스 정유공장 30억달러, ② PLC 정유공장 메인 패키지 20억달러, ③ 발전소 15억달러 등 총 3건으로 요약. 베네수엘라에서는 위 3건 중 최소 한가지 프로젝트에 대한 수주를 기대하고 있으며, 이후에는 현지 여건상 시장 엑시트를 고려하고 있음.

이밖에 이라크 오일필드 7억달러, 싱가포르 콘도미니엄&매립공사, 인도네시아 화력발전소, 미얀마 양곤 복합화력건 등이 낙찰결과를 기다리고 있음. 또한 UAE에서의 발전소공사 등도 기대하고 있음.

베네수엘라 내 진행 프로젝트가 성공하지 못하면 연간 80~90억달러 수준의 수주액 달성이 예상됨. 현재 전사 차원에서 베네수엘라 수주 프로젝트에 총력을 다하고 있는 상황임.

Q3: 2분기 및 향후 성장성에 대한 전망?

현재 2분기 시장 컨센서스는 매출액 3.3조원, 영업이익 2,000억원 수준. 당사는 이에 부합하는 실적을 기록할 것으로 예상하며, 실적 불확실성에 대한 우려는 없음. 당사는 최근 몇 개년 동안 연말 수주잔고액대비 매출액이 30%를 상회하여 왔음. 2012년도 연말 수주잔고액은 46조원이었으며, 이에 따라 2013년도는 매출액 14조원 초반, 영업이익률 6%를 예상함.

올해 연말 수주잔고액은 약 50~55조원 정도로 전망되며, 이에 따라 매출액 15.3~16.0조원을 달성할 것으로 예상.

즉 베네수엘라 수주가 실패할 경우를 가정하여도 (2013년도 수주액 80억달러) 2014년 매출액은 15.5조원 달성이 가능하다는 판단. 이는 2013년 대비 약 10% 이상의 성장을 기록하는 것을 의미하며, GPM 10% 가정시 약 1,500억원의 이익이 추가되는 것으로 보이면 됨.

Q4: 현대엔지니어링의 수주계획은?

현대엔지니어링은 올해 약 5조원을 수주 계획 중임. 지난 3개년 연속 4조원의 수주액을 초과 달성함. 2012년에 중동에서 수주한 프로젝트는 없음.

1분기 수주 실적은 다소 부진하였으나, 2분기에는 앙골라 인프라 2,500억원, 태국 화공 플랜트 1,800억원 (현대건설 400억원), 트루쿠메니스탄 화공플랜트 2,700억원, 우즈베키스탄 화공플랜트 6,400억원 등 상반기 총 1.8조원 규모를 예상함.

이밖에 하반기에도 앙골라, 우즈베키스탄 등 아시아, 아프리카, CIS 지역에서의 수주 참가를 통해 연간 목표 5조원 수주 계획을 달성할 것으로 전망함.

Q5: 저가 해외현장 2곳에 대한 클린화 비용은?

UAE Borouge Polymers Plant 및 KOC에 대한 클린화 비용은 2012년 1,300억원, 2013년 600억원 예정. Borouge의 클린화는 2014년에 완료하며, KOC의 경우 2013년 3분기 중 완료할 계획.

Q6: 올해 주택분양 계획은?

2013년 2,900세대를 예상함. 1,600세대는 조합, 나머지가 위례 신도시 (600세대) 및 일반분양물량임. 총 매출액 1조원 규모이며, 이보다 증가할 가능성은 낮다는 판단.

미분양 아파트의 핵심은 50평 이상의 중대형 아파트 매매 활성화에 달려있음. 중소형 아파트에 대한 수요는 많기 때문에 중대형 아파트 매매 활성화를 위한 정책이 필요하다고 봄.

Q7: 미분양 아파트 현황은?

2012년말 기준 3,300세대 중 올해 1~4월 200세대가 감소하여 현재 3,100세대. 지역은 인천, 김단, 수원, 서울 근교 (이수, 광장 등), 창원 등 다양하게 분포하고 있음. 1~4월 중 분양 성공지역은 주로 광주, 인천, 창원 지역이었으며, 중소형 아파트 위주로 점진적으로 축소되고 있는 상황. 2013년 말까지 50% 내외를 감소할 것으로 예상함.

Q8: 미착공 PF에 대한 대손상각액 규모는?

올해 미착공 PF지급보증액 규모는 1조원 수준. 올해 말까지 분양 촉진비 (분양대행사에게 촉진금 부여) 300억원 투입을 통해 약 4,000억원 규모의 현금은 회수 가능할 수 있을 것으로 전망. 판매관리비로 회계처리될 것임.

Q9: 저가수주 구별에 대한 내부적 기준은?

저가 수주는 내부적으로 보통 일반관리비 제외하고, 적자가 발생할 경우를 말함. 반면 GPM 10%가 넘어가는 사업의 경우 양질의 사업이라 판단함.

현대차그룹 편입 이후 사우디아라비아 마덴 알루미늄 플랜트 (GPM 7%)를 제외하면 모두 GPM 10%를 상회하는 프로젝트임. GPM 10% 이상 되는 공사 비중이 2010년부터 2012년 까지 32%, 43%, 67%로 개선되었으며, 2013년 추가적으로 개선될 것으로 예상. 사우디 마덴 플랜트 진행률은 2013년 1분기까지 32%였으며, 2013년 말까지 70~80% 완료할 계획임.

사우디 마덴 플랜트는 매출액 규모로 2013년 1분기 2,100억원이며, 전체로 8,000억원. 2013년 1분기 해외수주 사업 평균 GPM이 9%였던 반면, 마덴 매출기성 증가로 GPM의 손실액이 발생 됨.

쿠웨이트 자베르 코즈웨이 교량공사, 베네수엘라 정유 공장 등의 사업은 GPM 10% 이상의 양질의 사업임. 따라서 올해는 이러한 양질의 사업을 기반으로 GPM 10% 달성 무난할 것으로 전망.

Q10: 미국 셰일가스 개발로 인한 석유수요 감소로 쿠웨이트관련 수주가 지연되는지?

과거 쿠웨이트 자베로 코즈웨이, 부비안 항만 공사 등 항상 예정보다 2년 정도 지연 수주되었음. 특정 국가의 상황에 따른 수주 지연이지 석유수요 감소로 연결하기는 어렵다는 판단.

Q11: 해외공사 매출원가율에 대한 관리현황은?

본사는 두개 부서를 통해 철저한 원가율 산정절차를 거침. 어떤 공사든 예상가를 주기마련이며, 최근 건설업계 전반에 걸친 실적쇼크는 견적산정에 대한 실패가 아닌 원가율산정을 공격적으로 행한 것을 원인으로 생각함. 공격적 수주에 대한 회의감이 건설업계 전반에 생겼고, 그에 따라 올해 1분기 수주액이 감소한 것으로 판단.

Q12: 타 건설업체 대비 높은 수익성 유지의 원인은?

현대건설은 2010년 법정관리시기 동안 사업성 좋지 않은 주택사업을 수주하지 못했으며, 2011년도 현대차그룹으로 흡수된 이래 저가수주 배제정책효과를 통해 향후 실적개선에 대한 단초를 마련한 것으로 판단.

3. 대우건설 (047040/7,800원/BUY/TP: 10,800원) 투자포인트: 실적양호, 예측신뢰성 우수

미착공PF의 착공진행시 발생하는
우발비용 클린화로 영업외수지가
불안하나, 자산매각으로 대응계획

▶ 대우건설 1분기 영업실적

2013년 1분기 (별도) 수주액은 2조 1,531억원 (-36.1% YoY), 매출액은 2조 2,693억원 (+38.5% YoY), 영업이익은 1,150억원 (+4.9% YoY, 영업이익률 5.1%), 세전이익은 408억원 (-3.5% YoY)이다. 컨센서스는 매출액 1조 8,390억원, 영업이익 840억원, 세전이익 383억원이다. 컨센서스대비 매출액은 17.1% 상회, 영업이익은 36.9% 상회, 세전이익은 6.5% 상회하는 등 전반적으로 안정된 실적이다. 매출액은 세종시 자체사업과 오피스텔 분양호조, 알제리 Ras Djinet, UAE S3 현장 기성호조로 성장이 좋다. ③ 영업이익은 2012년 1분기 주택준공원가정산으로 역기저효과와 2013년 1분기 해외저수익현장의 실행원가 조정을 고려하면 긍정적이다.

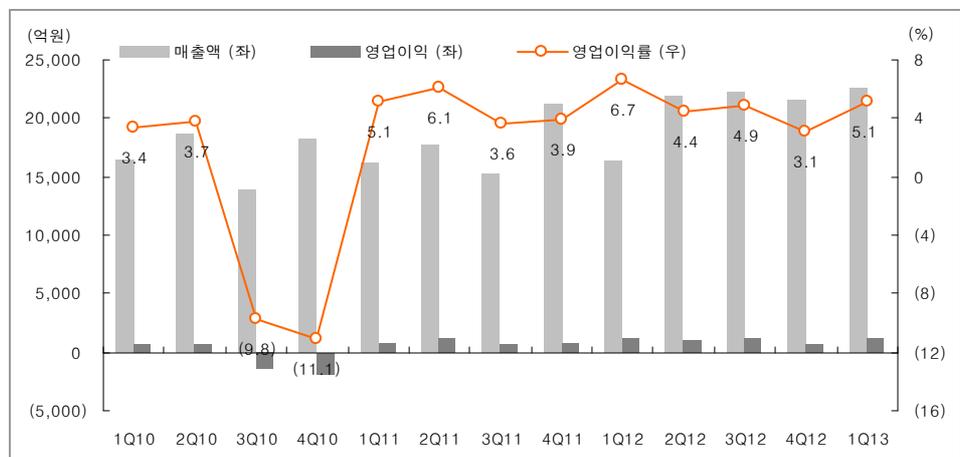
▶ 대우건설 연간 영업실적

2013년 가이드스 특징이다. ▶ 신규수주액은 +15.8% YoY로 계획됐다. 지난해 수주확장을 시현한 주택사업은 정체, 건축사업 (오피스텔)이 감소한다. 반면 지난해 수주가 부진했던 플랜트 성장을 대체하고, 해외수주도 확대한다. ▶ 매출액은 +13.7% YoY로 계획됐다. 주택, 건축의 안정된 성장기반 속에 해외대형프로젝트의 기성확대로 성장을 주도한다. ▶ 매출총이익은 +7.2% YoY로 계획됐다. 주택, 플랜트의 실행원가율 조정으로 증가율이 매출액 증가율을 하회한다. 해외총이익률은 9.6%로 개선된다. ▶ 영업이익은 +15.8% YoY로 계획됐다. 매출총이익률이 -0.5%p YoY하나, 판관비율이 -0.5%p YoY 하락해 영업이익률은 4.5%다.

▶ 대우건설 투자포인트

향후 예상되는 클린화는 GS건설 실적악화현장인 UAE RRE 기성액 1조원에서 추정되는 500~900억원의 손실충당금 반영이다. 이밖에 미착공PF 축소과정에서 일부 클린화비용이 예상되나, 자산매각이 계획되어 있어 목표했던 세전이익 달성은 무리없이 보인다. 안정적인 실적흐름을 고려해 BUY 투자의견을 유지한다.

그림 19. 대우건설 1Q13P Review: 매출액 2조 2,693억원 (+38.5% YoY), 영업이익 1,150억원 (+4.9% YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 24. 대우건설의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	16,064	17,588	15,272	21,271	16,380	21,966	22,347	21,511	22,693
매출총이익	1,632	1,971	1,445	1,780	1,929	2,102	2,064	2,076	2,063
영업이익	823	1,069	555	835	1,097	965	1,086	677	1,150
세전이익	657	1,389	191	(137)	422	903	610	9	408
순이익	485	1,043	77	130	307	690	406	(29)	312
이익률 (%)									
매출총이익	10.2	11.2	9.5	8.4	11.8	9.6	9.2	9.6	9.1
영업이익	5.1	6.1	3.6	3.9	6.7	4.4	4.9	3.1	5.1
세전이익	4.1	7.9	1.2	(0.6)	2.6	4.1	2.7	0.0	1.8
순이익	3.0	5.9	0.5	0.6	1.9	3.1	1.8	(0.1)	1.4
증감률 (YoY %)									
매출액	(2.3)	(6.0)	10.3	17.4	2.0	24.9	46.3	1.1	38.5
매출총이익	15.5	44.4	흑전	흑전	18.2	6.6	42.8	16.6	7.0
영업이익	46.0	53.1	흑전	흑전	33.3	(9.8)	95.6	(18.9)	4.9
세전이익	1,107.9	(302.7)	흑전	적축	(35.8)	(35.0)	219.5	흑전	(3.5)
순이익	(981.5)	899.7	흑전	흑전	(36.7)	(33.9)	426.6	적전	1.6

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 25. 대우건설의 KB투자증권과 시장컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	92,769	104,626	116,927	91,901	102,765	112,617	0.9	1.8	3.8
매출총이익	8,434	9,316	10,283	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	4,120	4,503	4,963	4,138	4,931	5,689	(0.4)	(8.7)	(12.8)
세전이익	4,100	3,663	4,333	3,184	3,994	4,730	28.8	(8.3)	(8.4)
순이익	3,034	2,711	3,206	2,348	2,943	3,520	29.2	(7.9)	(8.9)
이익률 (%)									
매출총이익	9.1	8.9	8.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	4.4	4.3	4.2	4.5	4.8	5.1	(0.1)	(0.5)	(0.8)
세전이익	4.4	3.5	3.7	3.5	3.9	4.2	1.0	(0.4)	(0.5)
순이익	3.3	2.6	2.7	2.6	2.9	3.1	0.7	(0.3)	(0.4)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

▶ **대우건설 Corporate day Q&A 요약**

Q1: 2013년 연간실적 전망은?

2013년 연간 가이드스 수주액은 16조원이며, 부문별로는 주택 22.4%, 토목 10.7%, 건축 10.1%, 플랜트 5.8%, 해외 51.0%. 2013년 1분기까지 주택부문의 빠른 성장에 기인하여 2조 1,500억원 (국내 1조 6,000억원, 해외 5,500억원) 달성했음. 4월말 기준으로 3조원 (국내 2조 2,000억원, 해외 8,000억원)을 달성함.

국내 토목시장이 저조함에 따라 토목 부문의 목표치는 하회할 것으로 보고 있음. 해외 부문의 경우 상반기에는 1조 5,000억원을 달성할 것으로 전망. 해외 부문이 저조하나, 하반기에 수주액이 집중되어 있고, 주택과 건축부문이 해외부문의 부진을 상쇄시키는 역할.

해외 수주목표액 8조 1,000억원 중 지역별로는 아프리카 50%, 중동 30%, 아시아 및 기타 20%. 아프리카와 아시아지역 목표는 달성 가능성이 높으며, 달성에 있어서는 중동의 수주가 관건임.

아프리카의 경우에는 나이지리아에서 1.0~1.5조원의 GOSP 프로젝트 진행 초기단계 진입, 알제리는 5개월 전부터 입찰한 프로젝트 외 6월에 입찰하는 발전소 6기 중 2, 3기를 입찰을 받아 1.0~1.5조원 수준의 수주를 기대. 추가적으로 7,700억원 상당의 국회의사당 프로젝트 입찰이 진행 중. 석유, 화학 관련 프로젝트 또한 발주가 시작되면서 2조 5,000억원 (2012년 2조원)을 달성할 것으로 기대.

아시아권에서는 싱가포르와 말레이시아를 기반으로 과거 1조원 수준의 수주를 지속해 2013년에도 유지될 것으로 전망.

중동의 경우에는 사우디 아라비아 슈카이크 발전소 입찰참여 및 지잔발전소 입찰을 진행하고 있으나, 큰 기대를 하지 않음. 반면, 이라크 정부가 최근 석유, 가스 프로젝트에 관심이 높아지면서 이라크는 진입 가능성이 높다고 판단함. 한편 6월과 8월 사이에 1.5조원 규모의 저장설비 입찰을 계획 중임.

2013년 연간 가이드스 매출액은 9조 3,000억원이며, 부문별로는 주택 20.5%, 토목 13.7%, 건축 19.1%, 플랜트 4.4%, 해외 42.0%.

2013년 연간 가이드스 매출총이익률은 9.5%. 2012년에는 11.6%를 기록하였으나, 이는 주택 부문의 서프라이즈 실적에 기인함.

2013년 연간 가이드스 영업이익률은 4.5~4.8% 수준. 2013년 1분기에는 5.4%를 기록하였고, 정상적인 수준에서 집행되면 4.5%를 기록할 것으로 예상.

Q2: 주택사업 부문 현황?

2013년 1분기에는 5,800세대를 분양했으며, 계약률이 80%를 상회함. 타건설사의 분양가대비 저렴한 가격으로 높은 계약률을 유지. 2011년과 2012년에 평균 15,000세대, 2013년에는 14,000세대를 공급할 것으로 전망하며, 지속적으로 연간 2조원 수준의 매출액을 유지할 것으로 보고 있음.

2013년 1분기 자체사업의 수주잔고액 비중은 6%를 기록하였으나, 매출액 비중은 35%를 기록했으며, 연간으로 40~45% 수준을 달성할 것으로 예상. 높은 분양률, 부지가격 상승이 기인하며, 영업이익률은 15~20%를 유지.

2011년 9월 세종시와 서산에서 7,000억원 규모의 프로젝트, 2012년 미래 신도시 프로젝트를 진행했음. 2013년 초에는 동탄 프로젝트, 소규모의 아산 프로젝트 등 현재 총 6개 프로젝트가 매출에 인식되며, 9월에 추가적인 2개 프로젝트가 예정됨. 정책에 의지하기 보다는 수요 공급과 상대적으로 낮은 가격에 초점을 두어 좋은 성과를 이루었음.

이러한 이익률을 바탕으로 미착공 프로젝트 손실을 흡수해 나가며, 결과적으로 주택사업 부문은 10% 초반의 영업이익률을 기록할 수 있을 것으로 보임. 2013년 발생하는 손실은 총 3개의 프로젝트 (김포 풍무, 마포 합정, 경기 양주)로 700억원 내외 수준.

Q3: 기타 비용 및 수익 관련 사항은?

1분기 환손실 및 외환차입금 평가손실은 270억원 수준. 하반기부터는 환율이 안정화되어 추가적인 손실은 없을 것으로 판단. 미착공 프로젝트 전환을 통한 발생 손실은 원가율을 130%로 인식해 100%를 제외한 금액인 2,000억원 수준 (기타비용처리). 그러나 4월 사옥매각을 하면서 1,030억원의 차익 실현했으며, 부산시의 거가대교 재구조화 작업을 통해 850억원의 기타이익 발생으로 인해 기타비용과 수익은 상쇄할 것으로 전망.

Q4: 김포 풍무 지역은 타 건설사도 포함되었는데, 분양은 단독적으로 시작하는 것인지?

타 건설사들도 고려하고 있을 것으로 판단하지만, 당사는 손실을 선제적으로 반영해 분양가를 낮추는 것이 특징임. 가격상승 여지가 낮다고 보고 타프로젝트의 수익을 이용해 손실을 완화시키는 방향으로 미착공 프로젝트 분양을 진행.

Q5: 전환하지 않은 미착공 프로젝트 현황은?

전환하지 않은 나머지 미착공 프로젝트는 일부 손실을 인식하였기 때문에 향후 상대적으로 미미한 수준의 손실을 발생시킬 것임. 미착공잔고가 전체적으로 개량되면서 2014년부터는 미착공 프로젝트의 부담이 상당히 줄어들 것으로 전망. 노량진 프로젝트의 경우에는 2011년 1분기에 600억원의 손실을 이미 반영하였고, 천안시가 용적률을 30~40% 상향하며, 천안 성산동 프로젝트의 이자 비용을 완화했음.

Q6: 주택시장 전망은?

단기적으로 주택부문 매출액의 추가적인 성장은 제한적일 것으로 봄. 공급이 과도한 상황에서 당사는 2011년부터 타분양가대비 할인된 가격으로 분양을 하면서 지속적인 성과를 냈으나, 주택시장의 투자심리는 여전히 위축된 것으로 판단됨.

Q7: 아프리카 수주를 지속적으로 달성한 것에도 불구하고, 중동 수주를 추진하는 이유는?

아프리카에서의 수주가 영업이익률이 높으나, 규모가 작고, 프로젝트 진행 속도가 중동에 비해 떨어짐. 특히 국내 주택시장이 위축되면서 중동 수주로 눈을 돌렸던 것은 자연스러운 선택.

Q8: 2014년 대우건설의 전망은?

미착공 프로젝트 전환으로 인해 영업이익 큰 폭 성장은 보장할 수 없으나, 주택사업 부문 매출액이 안정화되면서 매출액 성장은 있을 것으로 전망. 특히 주택사업의 영업이익률은 10% 초반대를 유지할 것으로 판단함. 해외사업 부문 역시 2013년 목표를 상당 달성한다면, 향후 2~3년간 지속적인 성과를 기대.

장기적인 성장지속 전략이 유지된다는 전제하에서 10만원 하향이탈은 매력적인 가격권

4. 삼성엔지니어링 (028050/94,600원/HOLD/TP: 130,000원) 투자포인트: 성장지속여부

▶ 삼성엔지니어링 1분기 영업실적

2013년 1분기 연결실적이다. 수주액 2조 3,865억원 (+21.9% YoY), 매출액 2조 5,159억원 (-5.5% YoY), 영업이익 -2,198억원 (적전), 세전이익 -1,842억원 (적전)이다. 당시 컨센서스는 매출액 2조 7,268억원, 영업이익 1,526억원, 세전이익 1,581억원이었다. 2013년 1분기 적자원인은 미국 다우케미칼 1,600억원, 사우디 마덴 알루미늄 900억원, 사우디 CO2압축공정 190억원 초과원가 정산, 사우디 Wasit 열병합발전소 설계변경불발에 따른 350억원 공사손실충당금 계상 등 3,040억원에 대한 원가정산을 마친 것이 원인이다.

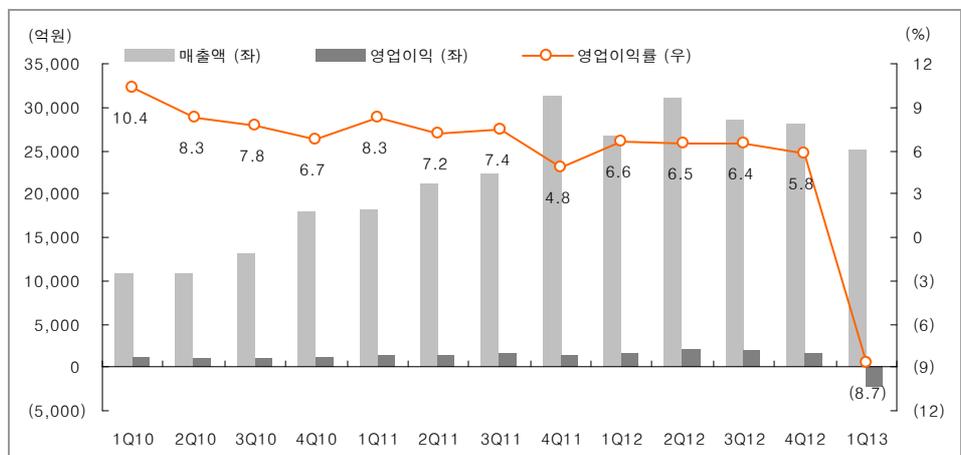
▶ 삼성엔지니어링 연간 영업실적

2013년 가이드는 1분기 실적발표 후 하향됐다. 당초 가이드는 수주액 14조 5,000억원, 매출액 11조 6,000억원, 영업이익 6,960억원 (영업이익률 6.0%)이다. 수정 후는 수주액, 매출액 11조 6,000억원은 동일하나, 세전이익이 3,500~4,000억원으로 수정된 바 있다. 2013년 들어 외환관련수지 개선을 고려하면 영업이익은 3,200~3,700억원 (영업이익률 2.8~3.2%)이 될 것이다. 2014년 비공식 가이드는 수주액은 16조원 (+9.6% YoY), 매출액은 비화공부문 기성확대에 시간소요로 12조원 (+3.4% YoY), 영업이익은 예년수준 이익률 6.0%를 가정한 7,200억원이다.

▶ 삼성엔지니어링 투자포인트

그룹경영진단이 5월말 종료된다. 결과 확인전까지 KB는 중립적 수의가정을 견지한다. ▶ 낙관적: 1분기 화공수주 +14.0% YoY, 비화공수주 +62.6% YoY로 안정적이며, 향후 외형성장이 뚜렷해진다. 1분기 3,040억원 클린화 후 2분기부터 정상실적계상이 진행된다. ▶ 중립적: 해외클린화 규모가 확대되어 목표세전이익 3,500~4,000억원 하회후 2014년부터 회복한다. ▶ 보수적: 경영진단 후 (사우디 샤이바 액화천연가스 등 90억달러 16개 프로젝트, UAE 보르주 3PO·카본블랙 등 88억달러 7개 프로젝트) 선제클린화와 경영방향성을 성장에서 안정으로 전환한다.

그림 20. 삼성엔지니어링 1Q13P Review: 매출액 2조 5,159억원 (-5.5% YoY, 영업이익 -2,198억원 [적자전환])



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 26. 삼성엔지니어링의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	18,205	21,218	22,249	31,309	26,616	31,081	28,619	28,085	25,159
매출총이익	2,642	2,544	2,880	2,721	3,056	3,467	3,345	3,007	(826)
영업이익	1,510	1,522	1,650	1,508	1,764	2,022	1,837	1,632	(2,198)
세전이익	1,636	1,581	1,738	1,916	1,842	1,974	1,771	1,420	(1,842)
순이익	1,214	1,125	1,302	1,504	1,436	1,428	1,233	1,114	(1,805)
이익률 (%)									
매출총이익	14.5	12.0	12.9	8.7	11.5	11.2	11.7	10.7	(3.3)
영업이익	8.3	7.2	7.4	4.8	6.6	6.5	6.4	5.8	(8.7)
세전이익	9.0	7.5	7.8	6.1	6.9	6.4	6.2	5.1	(7.3)
순이익	6.7	5.3	5.9	4.8	5.4	4.6	4.3	4.0	(7.2)
증감률 (YoY %)									
매출액	67.1	94.8	67.9	73.1	46.2	46.5	28.6	(10.3)	(5.5)
매출총이익	31.5	47.9	45.3	13.7	15.7	36.3	16.2	10.5	(127.0)
영업이익	33.7	68.3	59.8	23.6	16.9	32.8	11.3	8.2	적전
세전이익	79.2	29.1	54.6	44.2	12.6	24.9	1.9	(25.9)	적전
순이익	74.3	17.3	43.4	87.4	18.3	26.9	(5.3)	(25.9)	적전

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 27. 삼성엔지니어링의 KB투자증권과 시장컨센서스 2013-2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	112,242	119,198	130,286	114,450	122,630	134,260	(1.9)	(2.8)	(3.0)
매출총이익	8,501	11,460	12,746	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	3,001	5,679	6,492	3,484	6,246	7,518	(13.9)	(9.1)	(13.6)
세전이익	3,346	6,029	6,859	3,384	6,192	7,391	(1.1)	(2.6)	(7.2)
순이익	2,443	4,401	5,007	2,273	4,669	5,641	7.5	(5.7)	(11.2)
이익률 (%)									
매출총이익	7.6	9.6	9.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	2.7	4.8	5.0	3.0	5.1	5.6	(0.4)	(0.3)	(0.6)
세전이익	3.0	5.1	5.3	3.0	5.0	5.5	0.0	0.0	(0.2)
순이익	2.2	3.7	3.8	2.0	3.8	4.2	0.2	(0.1)	(0.4)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

▶ **삼성엔지니어링 Corporate day Q&A 요약**

Q1: CEO 사임 루머와 관련한 이슈는?

CEO임기는 보통 3년으로 2012년 하반기에 현 CEO의 첫번째 임기는 이미 끝난 상태. 2013년 두번째 임기가 시작했으나, 3년의 임기가 보장되는 것은 아님. 1분기 실적악화와 CEO의 두번째 임기 시작으로 인해 외부적으로 사임 루머가 확대된 것으로 판단.

삼성그룹내에서 과거 상반기 실적악화로 중간에 임원을 교체하는 전례는 없었음. 외부에서는 이러한 루머가 정기인사가 아닌 실적진단의 결과라고 생각하는 것으로 관측됨.

그러나 당사 진단은 소규모 진단과 대규모 진단으로 나뉘는데, 2003년처럼 대규모 구조조정이 있을 정도로 실적악화의 피해가 심각한 상황은 아님. 임원이 중간에 교체되는 일은 없으며, 가령 CEO가 교체되어도 임원의 단독적인 결정으로 당사 사업방향이나, 커버리지 영역이 크게 바뀌지 않을 것임.

Q2: 앞으로의 수주 및 가이드نس 방향성은?

현재로서는 확정된 방향성이나, 입장을 제시하기 어려움. 건설 플랜트 수익률을 높이기 위한 방안을 마련 중이며, 특히 건설업을 영위하다 보니 예상치 못한 변수들과 리스크가 많음. 미리 예측한 변수도 있지만, 그렇지 못한 변수가 많아 이를 대응하고, 해결하는 것이 중요.

과거보다 지금의 프로젝트 규모가 커지고, 커버리지 지역이 넓어지다 보니 그간 모니터링 해 온 방식을 벗어난 변수들이 많이 발생되어 요즘 성장통을 겪고 있는 중. 2012년 하반기와 2013년 상반기 가이드نس에 근접하기 위해 최선을 다하고 있음.

Q3: 다우케미칼과 관련해 1분기 적자 원인은?

2012년 초부터 다우케미칼 현장 공사에 무리가 있었음. 가장 큰 문제는 인력 동원문제였음. 미국의 노동임금은 사우디의 10배 이상으로 임금대비 생산성이 예상 기대치에 훨씬 미치지 못했음. 임금대비 생산성을 높이고 싶었으나, 노동임금이 높은 것뿐만 아니라 효율적이지 못했음. 이번 일을 통해 'Labor Efficiency (노동능률)'의 중요성을 절실히 깨달음.

또한 사업주와의 관계도 중요. 당사는 과거에 사업주와 큰 문제가 없었지만, 다우케미칼건은 사업주와의 예상밖의 문제가 있었음. 그간 수많은 나라와 계약을 성사시키며, 각기 다른 나라 업체만의 성향을 파악하고, 다양한 경험을 했다고 생각했음. UAE 클라이언트 같은 경우 협상의 여지가 많은 성향이며, 인도네시아 또한 여러 요구사항에 서로 맞춰가는 성향. 미국도 이와 비슷한 성향으로 예상했지만, 예측에서 너무나 벗어난 결과. 클라이언트 성향으로 많은 손해를 입어 그 관계의 중요성을 절실히 깨달음.

1분기 다우케미칼이 부진한 성적을 내면서 많은 시행착오를 겪어 비록 결과는 적자이지만, 전체 그림으로 보면 예상 수익률 범위에서 크게 벗어난 것은 아님. 다만 작년엔 다우케미칼 수익률을 0%로 잠정 반영했는데, 1분기에 적자가 발생하여 회계계획에 타격이 있는 것은 사실.

Q4: 첫번째 사업주/지역의 리스크는?

첫번째 거래 사업주나, 처음 거래하는 지역이라고 해서 늘 적자가 발생되고, 리스크가 큰 것은 아님. 볼리비아 Carrasco Ammonia and Urea를 2012년 수주했을 때, 볼리비아는 20년 만에 처음으로 공장을 발주하는 것이기에 오히려 삼성엔지니어링에 의존하고, 많은 서포트가 있었음. 사업주마다, 지역마다, 거래조건에 따라 과정과 결과는 조금씩 다름.

다우케미칼과 성공적인 결과는 아니었지만, 미국 시장은 절대 포기하지 않을 것. 적자에서 회복할 것이고, 지금은 미국 시장을 공략하기 보다 다시 재정비하고 문제점을 해결하는 것이 중요함. 다시 미국 시장을 조사하고, 성향을 분석하여 엔지니어링에 꾸준히 참여할 것으로 기대.

Q5: 1분기 손실 처리 후 사우디 마덴관련 추가 공사에 대한 대응은?

2007년 마덴 암모니아 공사를 수주하여 MEED에서 퀄리티 부분 3위를 차지할 정도로 성과가 좋았음. 성공적인 첫거래로 향후 마덴 알루미늄의 두번째 카피플랜트 프로젝트에 다시 참여하게 될 가능성이 크다고 판단. 최초 한화건설이 가장 낮은 가격의 응찰자였지만, 당사가 조금 높은 비딩 가격임에도 불구하고, 사업주와 대략적인 수주계약에 합의한 상태.

Q6: 아직 발표되지 않았거나, 추후 공표할 실적 및 수주는?

5월 23일, 미국 석유화학 플랜트 FEED와 캐나다 LNG액화플랜트 FEED 수주에 성공함.

건설사는 대부분 4분기 때 미반영한 수주 실적들을 일시에 발표하는 경향이 있음. 당사는 2012년부터 이러한 과정을 겪으면서 모든 정보가 오픈된 새로운 전산시스템을 도입함. 외부로 나가는 소규모 자금흐름까지도 모두 전산처리가 되기에 다른 건설사처럼 분기별로 실적을 유보해서 다음 분기에 합쳐지는 가능성에 대해 우려하지 않아도 됨. 모든 것을 수치화하고, 전산처리 함으로서 시스템을 보완하는 등 퀄리티를 높이기 위해 노력 중.

회사 조직점검과 문화진단을 실시했고, 적자 발생시 회사가 어떠한 조치를 취해야 하는지 관련 진단리포트도 제출한 상태임. 2분기 애널리스트 예상치와 컨센서스가 차이나는 부분이 발생할 수도 있음. 1분기 건설사 어닝쇼크 이후 향후 어느 기업이 언제 어떻게 무슨 일이 벌어질지 모르는 불안감이 있는 것은 사실. 그러나 실적의 방향성은 1분기 이후 개선되는 흐름이 될 것.

Q7: 2분기 가이던스 달성 가능한지?

전에는 전반적으로 좋지 않은 상황에서도 비교적 합리적으로 어려운 상황을 잘 해결했지만, 지금은 리스크에 부딪히면 바로 대내외에 드러나는 상황. 당사는 2분기에 최대한 노력해서 1분기보다 더 나은 실적과 결과를 만들 것.

지금까지 특별한 이슈 없고, 크고 작은 프로젝트의 결과 발표를 곧 기다리고 있기에 아직 찬스는 있다고 생각. 모든 프로젝트는 끝날 때까지 크고 작은 리스크가 존재. 수익률에 대한 판단이 기계처럼 정확히 추정되는 것이 아니기에 상황마다 달라질 수 있음에 긍정적인 시장의 이해를 부탁하고 있음.

Q8: UAE의 Carbon Black의 기대 정도는?

초기지만 마진이 기대만큼 높지 않은 것은 사실. 2분기에 실행원가와 예정원가간 차이가 있어 매출원가에 문제가 생길 수도 있지만, 마진이 낮은 만큼 리스크도 적기에 큰 문제점 없이 잘 마무리될 것으로 예상.

Q9: 저가수주의 범주에 속하는 수주액이 연간 수주액에서 점유하는 비중은?

과거 연간 전체수주액에서 평균 10% 안팎으로 추정되며, 2013년은 5~6%를 점유할 것으로 예상됨.

Q10: 예상 수주액 달성은?

삼성엔지니어링은 매출액은 전망이고, 수주액은 목표라고 생각. 2013년 목표수주액 14.5조원은 근거 없는 숫자가 아니기에 이에 부합하는 실적을 기록할 것이라고 판단함. 2013년 예상 수주액 14.5조원 중에서 현재까지 3조원을 달성함.

실적 불확실성에 대한 우려는 없음. 크고 작은 프로젝트에 응찰했고, 결과 발표를 기다리는 중. 본래 예상 수주액을 19조로 발표하려 했으나, 큰 기대보다 안정적인 실적을 위해 오히려 예상액을 하향발표함. 수주원가를 낮추는 등 당사는 목표달성을 위해 많은 계획을 세우고 있음. 1분기가 적자라고 해서 목표액을 낮출 계획은 없음.

Q11: 인력 경영진단에 대한 변화는?

지금까지는 경영을 성장위주로 계획했지만, 현재는 안정될 때까지 더 이상의 인력충원은 하지 않을 것. 기존에는 퍼포먼스가 좋지 않으면 임원을 교체했지만, 이제는 인력강화에 힘을 쏟을 것.

2012년 1,000명 넘게 직원을 채용했으나, 2013년 300명을 신규채용할 계획임 (변경될 수 있음). 규모와 수익을 감안하여 과거처럼 계량적인 직원수 확보에 주력하기 보다는 질적인 측면에서 인력을 충원할 계획.

Q12: 향후 삼성물산과 협력프로젝트를 진행할 가능성은?

근거 없는 이야기로 판단함. 회사에서 계획하는 전체적인 경영전략에서 사업포트폴리오와 지역 다각화는 가능하지만, 타사와 프로젝트를 함께 진행하는 일은 전략적인 컨소시엄 프로젝트를 제외하고는 없을 것. 매출액이 10조원을 상회하는 엔지니어링업체이므로 임의로 사업부문을 나눠서 타업체와 팀워크를 형성하는 것은 사실상 불가능함.

삼성엔지니어링 미래전략팀에서 구상하고 계획하는 비즈니스전략은 삼성그룹 차원의 중장기 전략과 유사한 방향성을 유지하기에 조정이 필요한 부분은 적극 반영할 것. 다만 작금의 시장 참여자들의 우려는 1분기 실적악화가 원인으로 보임. 삼성엔지니어링은 Bottom-up의 시각으로 접근하여 문제 발생원인과 향후 해결방법에 대해 다각적으로 모색 중.

Q13: 삼성그룹 계열사 공사 계획은?

현재 5,000~6,000억원이 발주될 계획. 2013년 전체 계열사 공사는 2조원 안팎으로 예상되나, 대규모 금액의 공사는 없을 것으로 예상. 만약 모바일 디스플레이 오더가 성사된다면 1조원 전후로 예상.

Q14: 기대하고 있는 프로젝트는?

8~9억달러의 마덴 암모니아 카피 플랜트에 가장 큰 기대. 2007년에 마친 첫 번째 공사와 일치되는 부분이 많고 카피 플랜트기에 많은 기대를 하고 있음. 퍼포먼스 측면에서 당사가 가장 유력하다고 생각.

20억달러 오만 수하르 결과 기다리는 중 (6월 예상).

20억달러 사우디 슈케이크는 5월말에 비딩할 예정.

Q15: 해외수주의 지역/공종 접근 계획은?

다우케미칼의 부진한 성적으로 인해 미국 진출을 포기할 생각은 없으나, 재정비하여 다시 도전할 것. 2013년과 2014년은 말레이시아와 태국에 특히 화공플랜트에 집중할 계획. 카자흐스탄, 베네수엘라, 아제르바이잔도 계획 중이지만, 변수가 많기에 조심스러움. 볼리비아는 캐피는 적지만, Gas가 풍부한 만큼 Gas 관련 수주를 지켜보는 중.

전체 중 증동이 55%. 화공업 60%. 비화공업 40%임.

Q16: 중동에서 한국 기업을 선호하는 이유는?

수주경쟁을 통해 비딩 가격도 하락하지만, EPC 퀄리티가 보장되기 때문임. 발주금액을 낮춰도 질적으로 훌륭한 플랜트를 시공하기에 한국기업의 명성이 높음.

Q17: 중동지역의 화공산업 전망은?

중동지역의 화공산업 전망이 좋지 않은 것은 사실. 중동의 비중을 축소하기 보다는 접근 공종 영역을 넓힐 예정. 중동지역은 입찰경쟁이 심하고, 신규 플레이어와 기존 플레이어가 집중되는 경향이 있음을 감안하여 다양한 프로젝트에 대한 입찰을 추진 중.

차별화된 이익예측신뢰성과
재무안정성으로 엔지니어링형
건설사 중에서 탐픽주 유지

5. 대림산업 (000210/88,400원/BUY/TP: 102,000원) 투자포인트: 차별화된 이익예측신뢰성

▶ 대림산업 1분기 영업실적

2013년 1분기 (별도) 수주액은 7,806억원 (+55.1% YoY), 매출액은 2조 1,444억원 (+18.6% YoY), 영업이익은 1,043억원 (+17.6% YoY, 영업이익률 4.9%), 세전이익은 1,759억원 (-26.2% YoY)이다. 영업이익은 건설 801억원 (-1.7% YoY), 유회 242억원 (+236.1 YoY)이다. 건설 실적 정체는 해외 플랜트 원가상승이 컸다. 유회실적개선은 PB 등 고마진제품 판매비중 확대가 주효했다. 인건비와 수주추진비 감소도 영향을 줬다. 건축관련 대손충당금은 109억원 (-18.7% YoY)이다. 2013년 1분기 (연결) 매출액은 2조 5,161억원 (+22.7% YoY), 영업이익은 1,240억원 (+30.9% YoY, 영업이익률 4.9%), 세전이익은 1,583억원 (-15.3% YoY)이다. 1분기 컨센서스는 매출액 2조 3,006억원, 영업이익 1,066억원, 세전이익 1,306억원이다. 컨센서스대비 매출액은 9.4% 상회, 영업이익 16.2% 상회, 세전이익 21.2% 상회했다.

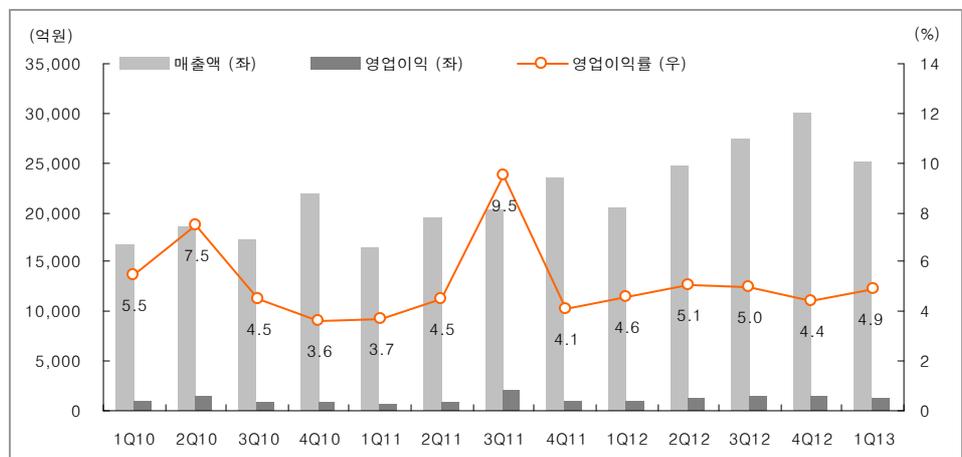
▶ 대림산업 연간 영업실적

대림산업의 (별도) 연간 가이던스는 수주액 13조원, 매출액 9조 3,327억원, 영업이익 5,086억원 (영업이익률 5.4%)이다. 1분기 별도 실적달성률은 수주액 6.0%로 부진했으나, 매출액 23.0%, 영업이익 20.5%로 우수한 수준이다. (연결) 연간 가이던스는 관계사 매출액 1조 5,993억원, 영업이익 748억원 (영업이익률 4.7%)을 포함해 매출액 10조 9,230억원, 영업이익 5,834억원 (영업이익률 5.3%)이다. 1분기 연결 실적달성률은 매출액 23.0%, 영업이익 21.3%이다.

▶ 대림산업 투자포인트

차별화된 이익예측신뢰성과 재무안정성이 핵심이다. 공사손실충당금을 2010년 3,487억원→2011년 2,170억원→2012년 1,797억원→2013년 1,000~1,500억원을 계획 중이다. 연결기준 순차입금이 2010년 4,392억원→2011년 2,847억원→2012년 4,178억원 순현금으로 전환됐다. PF보증액도 2012년 9,881억원이다. 긍정적인 영업실적과 안정성은 확인됐고, 2분기 수주성과를 기대해 본다.

그림 21. 대림산업 1Q13P Review: 매출액 2조 5,161억원 (+22.7% YoY), 영업이익 1,240억원 (+30.9 YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 28. 대림산업의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	16,458	19,541	20,312	23,571	20,513	24,687	27,268	30,065	25,161
매출총이익	1,896	2,127	3,109	2,165	2,319	2,474	2,626	2,942	2,613
영업이익	611	874	1,931	959	947	1,250	1,367	1,328	1,240
세전이익	1,456	1,993	1,712	34	1,869	539	1,757	1,484	1,583
순이익	1,010	1,578	1,216	(6)	1,290	388	1,207	1,160	1,214
이익률 (%)									
매출총이익	11.5	10.9	15.3	9.2	11.3	10.0	9.6	9.8	10.4
영업이익	3.7	4.5	9.5	4.1	4.6	5.1	5.0	4.4	4.9
세전이익	8.8	10.2	8.4	0.1	9.1	2.2	6.4	4.9	6.3
순이익	6.1	8.1	6.0	(0.0)	6.3	1.6	4.4	3.9	4.8
증감률 (YoY %)									
매출액	(1.0)	5.9	17.5	7.1	24.6	26.3	34.2	27.6	22.7
매출총이익	(13.8)	(16.3)	67.6	(0.7)	22.3	16.3	(15.6)	35.9	12.7
영업이익	(33.1)	(36.7)	146.9	19.7	54.9	43.1	(29.2)	38.5	30.9
세전이익	(7.0)	24.2	84.7	(93.3)	28.3	(73.0)	2.7	4,315.9	(15.3)
순이익	(15.1)	23.7	64.9	적전	27.7	(75.4)	(0.8)	흑전	(5.9)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 29. 대림산업의 KB투자증권과 컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	109,516	118,159	128,351	109,146	117,411	126,875	0.3	0.6	1.2
매출총이익	11,779	12,851	14,076	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	5,742	6,274	6,964	5,474	6,147	6,844	4.9	2.1	1.8
세전이익	6,227	6,599	7,124	6,172	6,905	7,755	0.9	(4.4)	(8.1)
순이익	4,545	4,817	5,201	4,566	5,120	5,700	(0.4)	(5.9)	(8.8)
이익률 (%)									
매출총이익	10.8	10.9	11.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	5.2	5.3	5.4	5.0	5.2	5.4	0.2	0.1	0.0
세전이익	5.7	5.6	5.6	5.7	5.9	6.1	0.0	(0.3)	(0.6)
순이익	4.2	4.1	4.1	4.2	4.4	4.5	(0.0)	(0.3)	(0.4)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

▶ **대림산업 Corporate day Q&A 요약**

Q1: PF 지급보증액은?

PF지급보증액은 전체 9,800억원 중 8,900억원이 미착공 PF지급보증액임. 2008년 3.2조원의 PF지급보증액을 보유했으나, 2009년 2.5조원, 2010년 1.9조원, 2011년 1.1조원으로 2008년 이후 전체적으로 손실액을 반영했음.

그러나 2012년 9,881억원으로 1조원 미만으로 축소된 시점부터는 과거처럼 급격하게 손실액을 반영하지 않고, 손익계산서와 현금흐름에 거의 영향을 미치지 않도록 미세조정하고 있음.

Q2: 미분양주택 현황은?

미분양주택 현황은 2013년 1분기 1,674세대. 2011년에는 1,123세대, 2012년에는 1,577세대. 그러나 2011년의 미분양주택과 현재의 미분양주택은 성격이 다름. 2011년에는 악성재고로 분류하였고, 현재의 미분양주택은 안전재고로 분류됨.

1년 미만 미분양주택을 안전재고, 2년 이상의 미분양주택을 악성재고로 분류함. 아파트사업은 보통 1~2년이 소요되기 때문에 1,500세대의 안전재고를 유지하는 것을 시장점유율 유지를 위한 적정기준으로 보고, 공급량을 조절하고 있음. 따라서 부동산시장이 좋아질 것으로 전망하면 미분양 세대가 늘어날 수 있음.

Q3: 향후 부동산 전망은?

2013년 사업계획을 시작할 때 신정부정책에 대한 기대를 전혀 반영하지 않았음. 2012년과 동일한 조건으로 사업계획을 수립함. 예상과 다르게 신정부정책이 긍정적으로 나왔으나, 건설사에 긍정적인 영향을 미치기까지 시차가 발생할 것으로 전망.

따라서 올해 공급목표물량을 10,450세대로 계획했는데 2012년에 9,300세대 목표 중 50%가량 달성했기 때문에 2013년 또한 5,000~7,000세대 가량 달성할 것으로 기대. 2013년 1분기 공급 세대수는 1,024세대임.

Q4: 해외저가수주 현장은?

저가수주는 일반적으로 GP마진이 5%이하인 프로젝트를 말함. 총 세건의 저가수주가 있음. 첫 번째는 쿠웨이트 LPG train 현장은 총 10억달러 규모의 사업인데, 2013년 1분기에 기성이 90% 가량 완료되었기 때문에 2013년 2분기부터는 매출인식 비중이 줄어들어 실적개선에 긍정적인 영향을 줄 것임.

두번째는 2011년에 수주한 사우디 Shoaiba 발전 현장. 공사기한이 3년인데 발전사업은 초기 1년에 전체 매출이 60%가량 인식되었기 때문에 이 또한 2013년 2분기에는 매출인식 비중이 축소될 예정. 세번째는 총 20억달러 규모의 사우디 SADARA 현장. 2014년까지 공사가 진행될 예정이기 때문에 2013년에도 지속적으로 매출액에 부정적인 영향을 미칠 전망.

Q5: 해외수주액의 매출총이익률은?

2013년 1분기 해외수주 매출총이익률은 연간 사업계획인 10%에 못미치는 7% 수준. 그러나 앞서 설명한 세곳의 저가수주 현장들에 의한 매출인식 비중이 2013년 2분기부터는 축소되기 때문에 연간 10% 매출총이익률에 대한 목표달성은 가능할 것으로 기대함.

대림산업은 신규시장 보다는 꾸준히 실적을 내오던 지역에서 사업을 구성해 왔음. 따라서 시장에 충격을 줄 만한 리스크는 적음.

대림산업은 단 한번도 오너가 교체된 사례가 없는 유일한 건설사임. 또한 1995년 대림엔지니어링이 저가수주 두건 때문에 사업을 철수하는 아픔을 겪었음. 주인의식이 확고하고, 실적 악화 경험도 겪어왔기 때문에 대림산업의 리스크 관리는 어떠한 건설사보다 철저하다고 봄.

2011년에 세곳의 저가수주 또한 2011년 당시 필리핀에서 매출총이익률이 15%에 달하는 수주 계약이 있었기에 헛지전략을 통해 저가수주가 포함될 수 있었음.

Q6: 2013년 해외수주목표액 달성 가능성은?

2013년 해외수주목표액은 8.7조원이나, 2013년 1분기 1.6조원달성으로 목표달성 가능성에 대한 우려가 많음. 그러나 2013년 1분기 미인식 해외 수주 사우디 Butanol and Syngas 2,000억원, 쿠웨이트 황처리 5,500억원이 있고, 중동지역에서 4조원, 북아시아 2조원 규모 수주를 예상하고 있기 때문에 달성 가능성이 어려운 상황은 아님.

Q7: 체인지오더는?

2013년 1분기 실행된 체인지오더가 25건이 있었음. 그러나 규모가 1억원~50억원, 총합계로는 400억원. 2013년 2분기에는 1,800억원의 체인지오더를 받은 상태. 시장에서는 체인지오더로 인한 원가율 개선에 많은 기대를 하고 있음. 그러나 2013년 1분기 400억원 규모는 너무 작아 원가율 개선에 대한 영향은 미미함.

또한 2013년 2분기 실행된 1,800억원의 체인지오더는 대규모이나, 공사가 끝난 시점에 신규수주의 개념으로 체인지오더를 받은 상황. 따라서 원가율 개선보다는 마진율이 높은 신규수주를 확보했다는 의미로 접근하는 것이 바람직함.

Q8: 해외수주의 경쟁 강도는?

수주경쟁보다는 건설사들이 기다리던 발주가 나오는지 여부가 더욱 중요함. 실제로 상반기 때 사우디에서 발주될 프로젝트가 전혀 나오지 않았음. 따라서 하반기에 발주안건이 집중되어 있는 상황. 그러나 2013년은 다운스트림 프로젝트는 미미하고, 해당국가의 정부가 발주하는 프로젝트가 많기 때문에 경쟁이 심하지 않을 것으로 봄.

Q9: 차입금의 틀오버는?

건설업시장의 침체기 진입 이유로 회사채 발행이 어려운 상황. 대림산업 또한 2013년 4월 이후 많은 품문들이 돌아 900억원 규모의 차환계획을 취소했음. 따라서 계획되어 있는 사채발행 계획 없음. 하반기에 상환해야 할 차입금은 없으며, 2014년 6월에 1,000억원 규모의 상환계획이 있음.

Q10: 엔저로 인한 영향은?

최근 일본의 엔저현상에 따른 우려가 많음. 그러나 2012년에도 유로화 약세에 따라 비슷한 우려가 있었으나, 결과적으로 영향은 제한적이었음. 이유는 2008년 이후 국내 건설사가 중동지역에서 유럽, 일본업체와 경쟁해 market Share를 가져오며, 현재의 성장을 이루어 냈음. 반면 유럽 업체나, 일본업체는 사업포트폴리오를 LNG 및 피드엔지니어링으로 수정한 상태. 국내는 시공/조달, 유럽은 엔지니어링, 일본은 LNG프로젝트로 이동한 상황. 따라서 최근 엔화가 하락하더라도 갑작스럽게 일본이 화공EPC로 이동하기는 어려울 것으로 보임.

6. GS건설 (006360/32,900원/HOLD/TP: 47,000원) 투자포인트: 중장기 실적정상화 기대

중장기적으로 2조원대 시가총액
유지가 가능한 기업이나,
센티멘털은 아직까지 불안정 상태

▶ GS건설 1분기 영업실적

2013년 1분기 신규수주액은 전년동기대비 49.8% 감소한 5,390억원, 매출액은 19.0% 감소한 1조 7,085억원, 영업이익 -5,443억원 (적자전환), 세전이익 -5,329억원 (적자전환)이다. 전분기대비 매출액은 29.5% 감소, 영업이익 이하 적자확대됐다. 2013년 1분기 시장컨센서스는 매출액 2조 3,284억원, 영업이익 519억원으로 컨센서스대비 매출액은 26.6% 하회했으며, 이하 적자전환으로 비교가 어렵다. 1분기 실적 악화는 UAE 루와이스 RRE2 3,100억원, RRE7 950억원, 사우디 EVA 810억원, 캐나다 블랙골드 오일샌드 130억원, 쿠웨이트 아주르 송수시설 150억원, 바레인 밥코페 수처리시설 150억원, 기타 현장 210억원 원가정산이 원인이다.

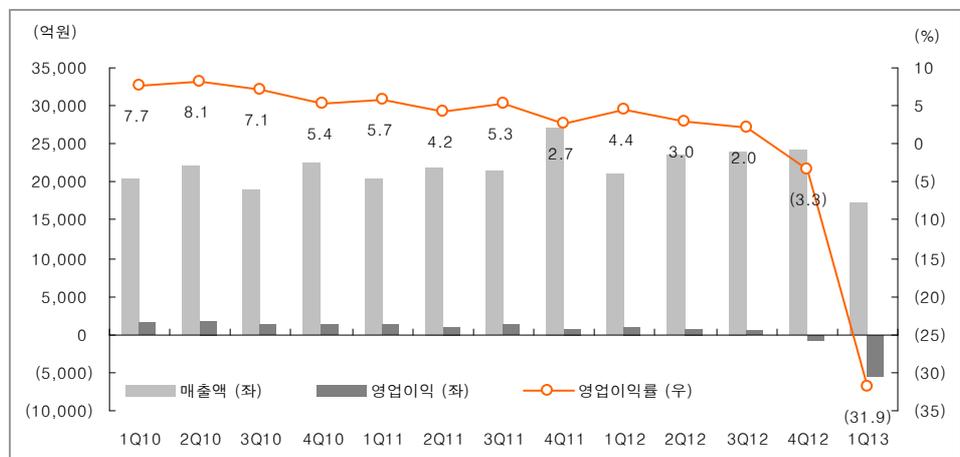
▶ GS건설 연간 영업실적

2013년 가이드는 수주액 12조원, 매출액 10조원, 영업이익 -7,988억원, 세전이익 -9,056억원이다. 당초 수주액은 유지되나, 매출액은 예정원가 투입부진으로 5,600억원 감소됐다. 세전이익은 1,000억원 전후의 주택관련 대손상각액이 반영될 계획이다. 영업이익은 상반기 -6,744억원, 하반기 -1,244억원, 세전이익은 상반기 -7,032억원, 하반기 -2,024억원이다. 1분기 실적둔화로 실적 예측신뢰성은 훼손됐으나, 손실반영현장의 확대는 없을 것이다. 2014년 가이드는 수주액 12조원 이상, 매출액 11조원, 영업이익 2,977억원, 세전이익 2,000억원이다. 1,000억원 전후의 주택관련 대손상각액 반영을 계획했다. 영업이익은 상반기 650억원, 하반기 2,327억원이다.

▶ GS건설 투자포인트

2월 회사채 3,800억원과 CP 8,000억원 등 1조 1,800억원의 자금조달을 진행했다. 3월말 2조 3,000억원 현금보유는 긍정적이나, PF지급보증액이 2조 1,000억원 수준은 불안요소다. 따라서 최근 자산매각은 적절하다. 본사빌딩은 1,700억원에 매각됐다. 모델하우스부지 등 사업용지 매각을 2,000~3,000억원 (문정동·대치동·서교동·부산) 계획 중이다.

그림 22. GS건설 1Q13P Review: 매출액 1조 7,085억원 (-19.0% YoY), 영업이익 -5,443억원 (적자전환)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 30. GS건설의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	20,245	21,823	21,372	27,083	21,084	23,549	24,013	24,250	17,085
매출총이익	2,544	2,352	2,499	2,892	2,152	2,547	1,802	558	(3,389)
영업이익	1,156	918	1,134	741	933	708	489	(804)	(5,443)
세전이익	1,058	2,565	1,239	774	1,025	1,103	577	(965)	(5,329)
순이익	738	1,898	904	734	747	753	384	(757)	(4,122)
이익률 (%)									
매출총이익	12.6	10.8	11.7	10.7	10.2	10.8	7.5	2.3	(19.8)
영업이익	5.7	4.2	5.3	2.7	4.4	3.0	2.0	(3.3)	(31.9)
세전이익	5.2	11.8	5.8	2.9	4.9	4.7	2.4	(4.0)	(31.2)
순이익	3.6	8.7	4.2	2.7	3.5	3.2	1.6	(3.1)	(24.1)
증감률 (YoY %)									
매출액	(1.0)	(2.1)	12.0	21.1	4.1	7.9	12.4	(10.5)	(19.0)
매출총이익	(6.9)	(21.0)	(2.9)	(4.1)	(15.4)	8.3	(27.9)	(80.7)	적전
영업이익	(26.3)	(49.1)	(16.8)	(38.1)	(19.3)	(22.8)	(56.9)	적전	적전
세전이익	(19.6)	22.7	(0.9)	(14.0)	(3.2)	(57.0)	(53.4)	적전	적전
순이익	(25.3)	20.5	(7.0)	41.3	1.1	(60.3)	(57.6)	적전	적전

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 31. GS건설의 KB투자증권과 시장컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	99,241	107,802	115,155	98,890	108,347	116,732	0.4	(0.5)	(1.4)
매출총이익	(2,563)	8,619	9,478	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	(8,021)	2,744	3,260	(5,830)	2,775	4,260	(37.6)	(1.1)	(23.5)
세전이익	(9,107)	1,687	2,222	(7,461)	2,106	3,840	(22.1)	(19.9)	(42.1)
순이익	(6,648)	1,231	1,622	(5,739)	1,553	2,710	(15.8)	(20.7)	(40.1)
이익률 (%)									
매출총이익	(2.6)	8.0	8.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	(8.1)	2.5	2.8	(5.9)	2.6	3.6	(2.2)	(0.0)	(0.8)
세전이익	(9.2)	1.6	1.9	(7.5)	1.9	3.3	(1.6)	(0.4)	(1.4)
순이익	(6.7)	1.1	1.4	(5.8)	1.4	2.3	(0.9)	(0.3)	(0.9)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

▶ **GS건설 Corporate day Q&A 요약**

Q1: 실적 악화에 따른 향후 수주에 악영향은 없나?

실적레코드는 PQ를 제출시에 영향을 미치는데, PQ는 통과여부가 중요한 사안으로 이를 통해 순위가 매겨지는 것은 아님. Track Record를 가장 중요하게 보기 때문에 PQ통과는 크게 어렵지 않을 것으로 판단.

Q2: 주요 수주내역 및 향후 수주 전망은?

2013년 수주목표액은 12조원 (국내 5.7조원, 해외 6.7조원)으로 이 중 플랜트 사업부문이 3.7조원 (해외부문 2.7조원)으로 가장 비중이 높음.

터키 스타정유플랜트 (1.1조원)와 국내 보령 LNG 터미널 (4,800억원)등을 수주했으며, 향후 카자흐스탄 석유화학플랜트 2.2조원 (대림 산업과 경쟁중이며, 6월 이후 확인가능)과 2011년부터 수의계약으로 추진중인 베네수엘라 가스플랜트 (1.1조원)는 하반기 중 수주가 가능할 것으로 전망.

GS칼텍스로부터 1조원 규모의 수주를 전망하고 있어 올해 플랜트 부분의 수주목표는 무난하게 달성 가능할 듯. 그 밖의 태국의 물사업, 모잠비크 석탄화력발전소 (0.6조원) 수주를 긍정적으로 보고 있음.

Q3: 2012년 이후 수주에 대한 수익성 전망은?

국내 영업이익률은 크게 변동이 없을 것으로 판단하는데, 15% 추세가 지속되지는 않을 전망이다. 10%대로 예상함. 전체적으로 5%~10% 범위 내에서 공사수익률을 맞출 수 있을 것.

Q4: 현금흐름 및 유동성 문제는?

1분기말 연결기준으로 3.9조원의 차입금이 있으며, 이 중 67%인 2.6조원이 장기차입금이고, 33%인 1.3조원이 단기차입금임. 현금미 2.3조원으로 순차입금은 1.6조원이며, 올 연말까지 차입금 규모는 3~3.2조원 (별도)으로 증가할 것으로 예상.

다만 순차입금은 1.4~1.7조원 (별도)으로 현재와 비슷한 수준으로 유지될 전망. 연결기준으로는 2,000~3,000만원 정도 추가될 것.

Q5: 차입금 상환계획은?

회사채는 올해 2,000억원, 2014년 5,300억원, 2015년 이후 5,800억원 등 총 1.3조원을 상환할 예정이다, 2월에 발행한 CP(장기차입금)는 2015년 이후부터 상환예정임.

단기차입금은 1.3조 중 나머지 금액은 수출입은행의 정책지원으로 INPEX나 제작금융등을 통해 해결.

Q6: 추가 증자 가능성은?

현재까지 추가 차입 예정은 없으며, 증자는 검토하고 있지 않음. 다만 유동성 확보를 위해 자산 매각에 대해서 검토 중임.

① 문정동 사업빌딩, ② 모델하우스 부지 (대치동 합정동, 부산 등 2,000~3,000억원) 등의 매각을 예상함. 본사는 이미 매각이 완료되어 1,700억원 (장부가 1,000억원)이 1분기에 반영되었음.

Q7: PF 지급보증액 규모는?

PF 지급보증액은 2.1조원 (2012년 말 기준)에서 2013년말 1.6조원으로 축소할 계획임. 올해 6,000세대 추가 공급 예정이고, 이는 PF금액에서 2,000억원 정도 해당됨. 연말까지 김포 감정동, 화성, 용인, 동백 4개 사이트를 착공할 것으로 보임.

Q8: 미분양 주택수는?

미분양주택은 2012년말 1,728세대에서 400세대 감소한 1,300여세대로 집계. 착공 미분양 (대형 평수)은 크게 변동이 없으나, 최근 미착공 부분 400세대 감소.

세부적으로 ① 부산 분양물량 200세대, ② 대구 100세대, ③ 서울 포함 수도권 100세대 감소.

Q9: 주택관련 총당금은?

주택관련 총당금은 올해 1,000억원 정도로 예상하지만, 1분기에 380억원을 반영했고, 2~4분기까지 나머지 600억원을 분할해 반영할 것임.

Q10: 향후 실적 전망은?

매출액은 2013년 10조원 내 (9조원대 후반예상), 2014년 11조원, 2015년 12조원으로 예상하고 있으며, 실적 정상화가 예상되는 2015년 매출총이익률은 10%, 영업이익률은 5%를 예상함.

2013년 연간 세전이익은 9,000억원 적자 (1분기 5,440억원, 2분기 2,000억원 적자, 3분기 1,000억원 적자, 4분기 1,000억원 적자)를 예상하고, 2014년 상반기 세전이익 180억원 하반기 세전이익 1,839억원으로 연간 2,000억원을 예상함.

Q11: 향후 경영전략은?

향후 주요 경영전략은 3가지로 요약가능. ① 기존 수주 원가절감 관리 (손실만회를 위한 부실 정리), ② 신규수주에 대해 수익성 향상 (양질의 해외 수주 확보), ③ 지역다변화 및 사업다각화 (물사업, LNG 액화사업 등 신성장동력확보). 이 3가지가 현 시점에서 가장 중요하다고 판단.

자체사업 만으로 성장을 유지하기
어려운 국면에 진입해 발전, 철도
등 사업다각화성과가 필요한 시점

7. 현대산업개발 (012630/26,350원/HOLD/TP: 25,200원) 투자포인트: 사업다각화 성과필요

▶ 현대산업개발 1분기 영업실적

2013년 1분기 (연결) 매출액 7,852억원 (+2.9% YoY), 영업이익 292억원 (-51.0% YoY, 영업이익률 3.7%), 세전이익 115억원 (-71.8% YoY)이다. 컨센서스는 매출액 8,830억원, 영업이익 417억원, 세전이익 263억원이다. 컨센서스대비 매출액은 11.1% 하회, 영업이익은 30.0% 하회, 세전이익은 56.4% 하회하는 등 전반적으로 부진했다. 2013년 1분기 (별도) 현대산업개발 수주액 2,271억원 (-73.1% YoY), 매출액 4,886억원 (-3.8% YoY), 영업이익 160억원 (-67.6% YoY, 영업이익률 3.3%), 세전이익 110억원 (-71.3% YoY)이다. 1분기 (별도) 계열사 매출액은 2,966억원 (+14.1% YoY), 영업이익 132억원 (+9.9% YoY, 영업이익률 4.4%)이다.

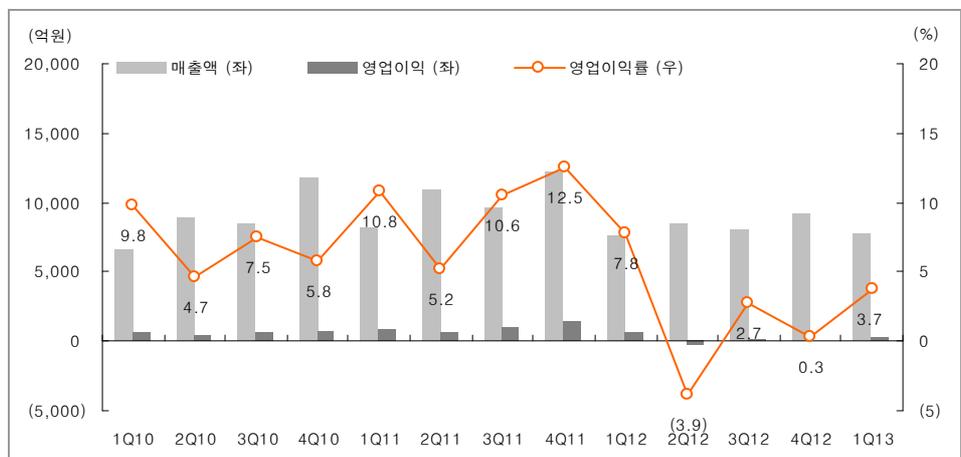
▶ 현대산업개발 연간 영업실적

(비공식) 연결가이던스는 매출액 4조원, 영업이익률 5% 가정시 2,000억원, 6% 가정시 2,400억원이다. 가이던스대비 달성률은 매출액 19.6%, 영업이익 2,000억원일 경우 14.6%, 2,400억원일 경우 12.2%에 머물렀다. (비공식) 현대산업개발 가이던스는 매출액 2조 8,000억원, 영업이익률 5% 가정시 1,400억원, 6% 가정시 1,680억원이다. 가이던스대비 달성률은 매출액 17.5%, 영업이익 1,400억원일 경우 11.4%, 1,680억원일 경우 9.5%에 머물렀다. (비공식) 계열사 가이던스는 매출액 1조 2,000억원, 영업이익 5% 가정시 600억원, 6% 가정시 720억원이다. 가이던스대비 달성률은 매출액 24.7%, 영업이익 600억원일 경우 22.0%, 720억원일 경우 18.3%로 양호했다.

▶ 현대사업개발 투자포인트

장기성장성 확보와 수익개선을 위해 우선 자체사업의 안정적인 사업진행이 전제되어야 하며, 주택사업에 대한 의존도를 낮추는 목적의 비즈니스모델 다각화가 필요하다. 자체주택사업도 사업용지가격 상승으로 과거와 같은 20%대 영업이익률 확보가 어려워 새로운 수익구조가 요구된다. 2013년 통영LNG화력발전소, 수도권광역급행철도 (GTX) 수주성과 여부가 관건이다.

그림 23. 현대산업개발 1Q13P Review: 매출액 7,852억원 (+2.9% YoY), 영업이익 292억원 (-51.0% YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 32. 현대산업개발의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	8,251	10,955	9,620	12,254	7,633	8,476	8,069	9,164	7,852
매출총이익	1,644	1,914	1,892	2,366	1,400	434	949	650	1,016
영업이익	892	571	1,018	1,528	596	(327)	217	26	292
세전이익	656	305	832	1,156	406	51	156	(198)	115
순이익	472	251	617	907	290	10	90	(334)	69
이익률 (%)									
매출총이익	19.9	17.5	19.7	19.3	18.3	5.1	11.8	7.1	12.9
영업이익	10.8	5.2	10.6	12.5	7.8	(3.9)	2.7	0.3	3.7
세전이익	7.9	2.8	8.7	9.4	5.3	0.6	1.9	(2.2)	1.5
순이익	5.7	2.3	6.4	7.4	3.8	0.1	1.1	(3.6)	0.9
증감률 (YoY %)									
매출액	24.1	22.8	13.0	3.7	(7.5)	(22.6)	(16.1)	(25.2)	2.9
매출총이익	16.5	52.9	35.7	14.3	(14.8)	(77.3)	(49.8)	(72.5)	(27.5)
영업이익	37.1	36.8	58.8	121.9	(33.1)	적전	(78.7)	(98.3)	(51.1)
세전이익	34.0	38.2	26.9	391.3	(38.0)	(83.2)	(81.3)	적전	(71.8)
순이익	40.8	103.9	36.9	1,321.8	(38.6)	(96.1)	(85.4)	적전	(76.2)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 33. 현대산업개발의 KB투자증권과 시장컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	41,130	46,730	52,416	40,146	44,842	45,245	2.5	4.2	15.8
매출총이익	4,807	5,539	6,313	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	1,928	2,315	2,748	2,011	3,235	3,644	(4.2)	(28.4)	(24.6)
세전이익	1,323	1,744	2,211	1,320	2,631	3,044	0.2	(33.7)	(27.4)
순이익	952	1,256	1,592	978	1,859	2,279	(2.7)	(32.4)	(30.1)
이익률 (%)									
매출총이익	11.7	11.9	12.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	4.7	5.0	5.2	5.0	7.2	8.1	(0.3)	(2.3)	(2.8)
세전이익	3.2	3.7	4.2	3.3	5.9	6.7	(0.1)	(2.1)	(2.5)
순이익	2.3	2.7	3.0	2.4	4.1	5.0	(0.1)	(1.5)	(2.0)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정
 주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준
 주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

2013년 매출액 증가는 가능하나, 의미있는 외형성장과 수익개선은 2014년부터 점진적으로 기대

8. 계룡건설 (013580/9,400원/HOLD/TP: 9,500원) 투자포인트: 재무상태 양호, 실적이 관건

▶ 계룡건설 1분기 영업실적 (Preview)

계룡건설은 아직 2013년 1분기 영업실적을 발표하지 않았다. 연결실적으로 전환과정에서 시간이 소요됐다. KB투자증권이 추산하는 2013년 1분기 (별도기준) Preview 영업실적은 다음과 같다. 수주액 1,700억원 (+341.6% YoY), 매출액 2,200억원 (+6.0% YoY), 영업이익 40억원 (-33.1% YoY, 영업이익률 1.8%), 세전이익 15억원 (+3.2% YoY) 전후에서 발표될 것으로 관측된다. 계룡건설의 컨센서스는 없다. KB투자증권이 당초 예상한 1분기 추정실적은 매출액 2,393억원, 영업이익 66억원, 세전이익 51억원이다. 1분기 Preview실적은 KB투자증권 추정실적대비 매출액 8.1% 하회, 영업이익 39.4% 하회, 세전이익 70.6% 하회하는 부진한 수준으로 발표될 것으로 예상된다.

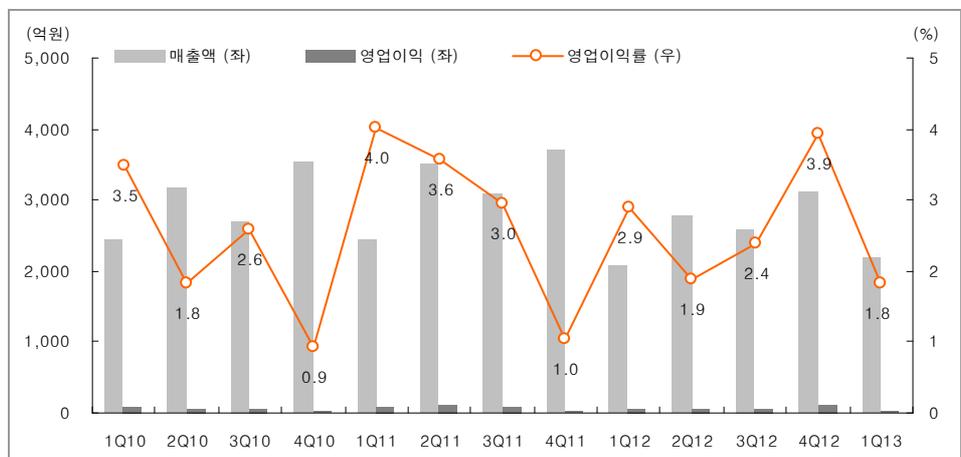
▶ 계룡건설 연간 영업실적

사업계획은 수주액 1조 9,100억원 (공공건축 5,800억원, 민간건축 2,100억원, 공공토목 4,000억원, 민간토목 1,100억원, 도급주택 3,200억원, 해외 2,900억원), 매출액 1조 2,000억원 (건축 5,500억원, 토목 4,600억원, 주택 1,900억원)이다. 영업이익 가이던스는 없으나, 낙관적 가정시 350억원 (영업이익률 2.9%), 중립적 가정시 320억원 (영업이익률 2.7%), 보수적 가정시 290억원 (영업이익률 2.4%)이다. 2012년 영업이익 297억원 보다 긍정적으로 볼 수 있는 이유는 클린화비용이 2011년 218억원 (대손상각 217억원+기타대손상각 1억원), 2012년 271억원 (대손상각 148억원+기타대손상각 123억원)에서 2013년 200억원으로 축소할 계획이기 때문이다.

▶ 계룡건설 투자포인트

2013년 매출액 증가는 가능하나, 의미있는 외형성장과 수익개선은 2014년부터 기대된다. 지난해 세종시·노은·동탄 주택분양이 2013년 매출액 증가에 도움이 된다. 그러나 이는 기저효과가 크고, 의미있는 매출성장은 해외기성이 확대되는 2014년부터 가능하다. 재무상태는 비교적 안정적이나, 먹거리 창출을 위한 행보에 주목할 필요가 있겠다. 영업실적은 여전히 어렵다.

그림 24. 계룡건설 1Q13P Preview: 매출액 2,200억원 (+6.0% YoY), 영업이익 40억원 (-33.1% YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
 주: K-IFRS 연결기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비 (계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준)

표 34. 계룡건설의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	2,439	3,524	3,103	3,720	2,076	2,777	2,586	3,127	2,200
매출총이익	229	249	255	251	164	194	234	270	150
영업이익	98	125	92	39	60	52	62	123	40
세전이익	57	48	37	(52)	15	17	8	11	15
순이익	43	36	25	(49)	12	14	3	(3)	12
이익률 (%)									
매출총이익	9.4	7.1	8.2	6.8	7.9	7.0	9.1	8.6	6.8
영업이익	4.0	3.6	3.0	1.0	2.9	1.9	2.4	3.9	1.8
세전이익	2.3	1.4	1.2	(1.4)	0.7	0.6	0.3	0.3	0.7
순이익	1.8	1.0	0.8	(1.3)	0.6	0.5	0.1	(0.1)	0.5
증감률 (YoY %)									
매출액	(0.0)	11.4	15.0	5.1	(14.9)	(21.2)	(16.6)	(15.9)	6.0
매출총이익	9.8	30.3	31.5	(9.3)	(28.5)	(22.1)	(8.3)	7.4	(8.5)
영업이익	15.3	118.3	32.1	18.8	(38.8)	(58.3)	(32.6)	218.8	(33.1)
세전이익	27.5	20.9	적전	적확	(74.4)	(63.9)	(78.4)	흑전	3.2
순이익	41.9	17.9	적전	적확	(73.1)	(62.0)	(86.6)	적축	3.6

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주1: K-IFRS 별도기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

주2: 계룡건설 1분기 영업실적은 KB투자증권의 Preview 기준

표 35. 계룡건설의 KB투자증권과 시장컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	11,395	12,312	13,339	11,390	12,310	13,340	0.0	0.0	(0.0)
매출총이익	930	999	1,086	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	315	337	369	310	340	370	1.6	(1.0)	(0.2)
세전이익	58	80	114	60	80	110	(4.0)	0.2	3.9
순이익	37	53	77	40	50	80	(6.4)	5.8	(4.3)
이익률 (%)									
매출총이익	8.2	8.1	8.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	2.8	2.7	2.8	2.7	2.8	2.8	0.0	(0.0)	(0.0)
세전이익	0.5	0.7	0.9	0.5	0.6	0.8	(0.0)	0.0	0.0
순이익	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.6	(0.0)	0.0	(0.0)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

9. 두산중공업 (034020/44,500원/HOLD/TP: 57,000원) 투자포인트: 신규수주액 성과 우수

두산건설에 대한 지원 완료
이제는 두산중공업의 수주성과 등
펀더멘털에만 집중할 필요

▶ **두산중공업 1분기 영업실적**

2013년 1분기 새롭게 발표된 재무연결기준 (인프라코어, 두산건설, 두산엔진 포함) 매출액 4조 5,293억원 (-10.3% YoY), 영업이익 2,057억원 (-47.3% YoY, 영업이익률 4.5%), 순이익 136억원 (-90.6% YoY)이다. 연결기업 범위확대로 컨센서스와 가이드는 없다. 매출액과 영업이익 감소는 두산인프라코어 실적부진 때문이다. 2013년 1분기 관리연결기준 (두산중공업, 해외법인) 수주액 9,722억원 (+33.0% YoY), 매출액 1조 9,617억원 (-2.9% YoY), 영업이익 1,194억원 (+2.7% YoY, 영업이익률 6.1%), 순이익 519억원 (-38.4% YoY)이다. 수주성장이 돋보였고, 매출액 감소는 2012년 수주 부진이 원인이다. 영업이익 증가는 DPS, Vina 등 해외자회사 실적호전이 주효했다.

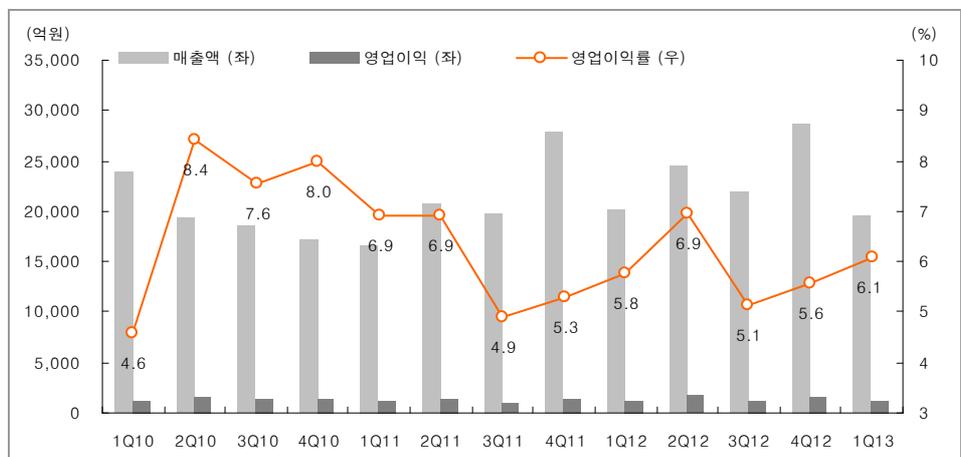
▶ **두산중공업 연간 영업실적**

HRSG를 제외한 관리연결기준 가이드는 수주액 10조 500억원, 매출액 9조 3,300억원, 영업이익 5,830억원이다. 달성률은 수주액 9.7%, 매출액 21.0%, 영업이익 20.5%로 수주액을 제외하면 양호하다. 1분기 관리연결실적은 양호했다. 수주성과가 좋아 매출액 둔화에 대한 우려도 낮아지고, 고수의 발전매출액 비중 증가로 수익구조도 양호하다. EPC 잔액은 발전 1조 9,192억원 (도급잔량 29.8%, 원가율 88.3%), 담수 1조 4,865억원 (도급잔량 47.5%, 원가율 89.9%)이며, 주기가 포함되어 우발비용의 클린화리스크는 소규모다.

▶ **두산중공업 투자포인트**

두산건설 지원이 8,694억원으로 마무리 됐다 (현금증자 2,978억원, HRSG 출자 5,716억원). 가용 유동성은 1분기 2조 2,666억원에서 1조 6,690억원으로 안정적이다. 안살도를 적정가격에 인수한다면 가스터빈엔진분야의 새로운 기회와 두산건설 HRSG 연계수주에 긍정적이다. 매출액 성장을 담보하기 위해서는 신규수주액 확보가 가장 중요하다. 글로벌 발전설비 발주만 정상적으로 증가하면 수주성과는 개선될 것이다. 글로벌 원전건설 재개 움직임도 좋은 기회다.

그림 25. 두산중공업 1Q13P Review: 매출액 1조 9,617억원 (-2.9% YoY), 영업이익 1,194억원 (+2.7% YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
주: K-IFRS 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI), 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 36. 두산중공업의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	16,545	20,701	19,838	27,871	20,201	24,564	21,962	28,662	19,617
매출총이익	2,815	3,247	2,615	3,773	3,125	3,648	2,711	4,379	2,566
영업이익	1,141	1,431	973	1,479	1,163	1,704	1,131	1,596	1,194
세전이익	2,017	6,735	(908)	761	838	1,622	413	(3,373)	414
순이익	1,330	1,583	(903)	607	842	1,167	329	(2,191)	519
이익률 (%)									
매출총이익	17.0	15.7	13.2	13.5	15.5	14.9	12.3	15.3	13.1
영업이익	6.9	6.9	4.9	5.3	5.8	6.9	5.1	5.6	6.1
세전이익	12.2	32.5	(4.6)	2.7	4.1	6.6	1.9	(11.8)	2.1
순이익	8.0	7.6	(4.6)	2.2	4.2	4.8	1.5	(7.6)	2.6
증감률 (YoY %)									
매출액	(31.1)	6.4	6.7	61.7	22.1	18.7	10.7	2.8	(2.9)
매출총이익	(7.2)	(6.7)	(21.5)	4.3	11.0	12.4	3.7	16.0	(17.9)
영업이익	3.9	(12.7)	(30.8)	7.6	1.9	19.1	16.2	7.9	2.7
세전이익	447.9	645.1	적전	흑전	(58.5)	(75.9)	흑전	적전	(50.6)
순이익	(11.5)	110.7	적전	(93.8)	(36.7)	(26.3)	흑전	적전	(38.4)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주1: K-IFRS 관리연결기준 (두산중공업별도 + 해외법인 DPS, Vina, DPSI)

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 37. 두산중공업의 KB투자증권과 시장컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	93,644	99,746	105,260	100,236	106,429	112,872	(6.6)	(6.3)	(6.7)
매출총이익	13,342	13,998	14,638	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	5,851	6,218	6,638	6,233	7,087	8,124	(6.1)	(12.3)	(18.3)
세전이익	3,641	4,098	4,628	3,963	5,625	6,439	(8.1)	(27.2)	(28.1)
순이익	2,621	2,950	3,332	2,969	4,246	4,864	(11.7)	(30.5)	(31.5)
이익률 (%)									
매출총이익	14.2	14.0	13.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	6.2	6.2	6.3	6.2	6.7	7.2	0.0	(0.4)	(0.9)
세전이익	3.9	4.1	4.4	4.0	5.3	5.7	(0.1)	(1.2)	(1.3)
순이익	2.8	3.0	3.2	3.0	4.0	4.3	(0.2)	(1.0)	(1.1)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

10. 한전KPS (051600/56,100원/BUY/TP: 66,000원) 투자포인트: 2분기 빠른 실적정상화

2%대 배당수익률을 고려할 때 일시적인 실적악화와 수급교란 요인 발생을 매수 기회로 활용

▶ 한전KPS 1분기 영업실적

2013년 1분기 (별도감정) 해외수주액 1,645억원 (+694.7% YoY), 매출액 2,067억원 (-7.4% YoY), 영업이익 204억원 (-37.1% YoY, 영업이익률 9.9%), 세전이익 242억원 (-32.2% YoY)이다. 컨센서스는 매출액 2,372억원, 영업이익 296억원, 세전이익 321억원이다. 컨센서스대비 매출액 12.8% 하회, 영업이익 31.1% 하회, 세전이익 24.8% 하회하는 등 전반적으로 부진했다. 1분기 매출액 부진은 원전 계획예방정비 준공현장 부재와 미착수현장이 많았기 때문이다. 1분기 영업이익이 37.1% YoY 감소한 이유는 고마진사업인 원전 계획예방정비사업 기성 감소와 인건비 증가로 인한 수익성 둔화가 원인이다.

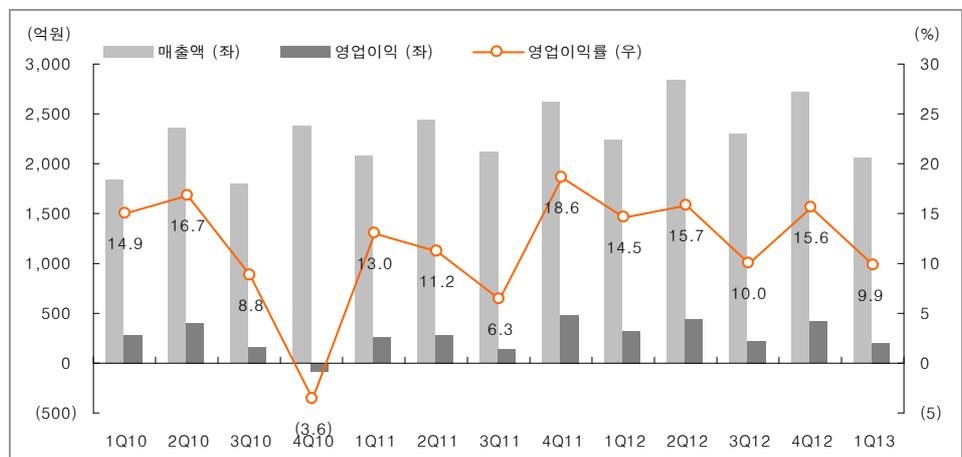
▶ 한전KPS 연간 영업실적

연초 가이드는 해외수주액 3,500억원, 매출액 11조 73억원, 영업이익 보수적가정 (영업이익률 14.1%) 1,561억원, 중립적가정 (영업이익률 14.2%) 1,572억원, 긍정적가정 (영업이익률 14.3%) 1,583억원이다. 1분기 실적달성률은 수주액 47.0%, 매출액 18.7%, 영업이익 13.1~12.9%이다. 1분기 실적 예상보다 부진하나, 2분기부터 빠른 정상화가 예상된다.

▶ 한전KPS 투자포인트

부진한 1분기 영업실적에도 불구하고, BUY 투자 의견을 유지하는 이유다. ① 2분기부터 원전 O/H정비가 본격화된다. 4월 기성액이 순조롭다. ② 회사는 1분기 실적부진에도 불구하고, 2013년 가이드를 유지했다. 한전KPS는 해외현장에 대한 클린화비용에 노출될 요인이 적어 이익의 예측신뢰성이 높다. ③ 공중별 수익구조는 해외현장 수익성이 가장 우수하다. 1분기 매출액 증가율이 전체적으로 7.4% YoY 감소했으나, 해외매출액은 17.2% YoY 증가했다. 해외매출액 비중은 2012년 1분기 8.1%에서 2013년 1분기 10.2%다. 향후 해외매출액 비중이 꾸준히 증가할 것이다. ④ 1분기 해외수주액은 1,645억원으로 달성률은 47.0%로 초과달성이 기대된다.

그림 26. 한전KPS 1Q13P Review: 매출액 2,067억원 (-7.4% YoY), 영업이익 204억원 (-37.1% YoY)



자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리
주: K-IFRS 별도기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 38. 한전KPS의 분기 영업실적 시계열 및 전년동기대비 증감률

(단위: 억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
매출액	2,079	2,436	2,111	2,629	2,231	2,832	2,292	2,710	2,067
매출총이익	394	398	288	626	462	593	383	588	343
영업이익	269	273	133	490	324	445	229	424	204
세전이익	290	312	184	519	356	476	263	448	242
순이익	222	231	141	453	275	368	205	330	187
이익률 (%)									
매출총이익	19.0	16.3	13.6	23.8	20.7	20.9	16.7	21.7	16.6
영업이익	13.0	11.2	6.3	18.6	14.5	15.7	10.0	15.6	9.9
세전이익	14.0	12.8	8.7	19.7	16.0	16.8	11.5	16.5	11.7
순이익	10.7	9.5	6.7	17.2	12.3	13.0	9.0	12.2	9.0
증감률 (YoY %)									
매출액	13.4	3.0	17.0	10.3	7.4	16.3	8.6	3.1	(7.4)
매출총이익	3.9	(19.9)	8.7	780.3	17.3	49.0	33.1	(6.0)	(25.8)
영업이익	(1.4)	(30.8)	(16.1)	흑전	20.3	62.8	71.6	(13.4)	(37.1)
세전이익	(1.2)	(28.4)	3.0	흑전	22.8	52.6	42.4	(13.7)	(32.2)
순이익	0.6	(30.6)	5.4	흑전	24.2	59.4	45.4	(27.1)	(32.2)

자료: DataGuide, Dart, KB투자증권 정리

주: K-IFRS 별도기준, 영업이익=매출총이익-판매관리비

표 39. 한전KPS의 KB투자증권과 시장컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	11,087	12,303	13,974	11,194	12,524	13,667	(1.0)	(1.8)	2.3
매출총이익	2,240	2,491	2,837	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	1,569	1,741	1,977	1,569	1,847	2,054	(0.0)	(5.8)	(3.7)
세전이익	1,687	1,858	2,093	1,703	1,989	2,203	(1.0)	(6.6)	(5.0)
순이익	1,282	1,412	1,591	1,306	1,531	1,737	(1.8)	(7.8)	(8.4)
이익률 (%)									
매출총이익	20.2	20.3	20.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	14.2	14.2	14.2	14.0	14.7	15.0	0.1	(0.6)	(0.9)
세전이익	15.2	15.1	15.0	15.2	15.9	16.1	(0.0)	(0.8)	(1.1)
순이익	11.6	11.5	11.4	11.7	12.2	12.7	(0.1)	(0.8)	(1.3)

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주1: 컨센서스는 2013년 5월 21일 기준

주2: 영업이익=매출총이익-판매관리비

건설사별 2012년 낙찰확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트

KB투자증권이 커버하는 주요 건설사의 2012년 해외수주리스트와 2013년 수주안건을 정리했다. 건설사의 해외수주액은 1분기 보다는 2분기에 구체적인 성과가 나타난다. 국내건설사가 2012년부터 해외수주에 대한 저가입찰을 지양하는 기조가 나타나고 있다는 점도 1분기 수주성과가 예상보다 부진할 수 있는 부분이다. 2분기부터 수주성과가 활발해질 수 있기 때문에 비관적인 시각으로 미리 실망할 필요는 없어 보인다.

표 40. 삼성물산 - 2012년 낙찰 확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트

시기	프로젝트명	(억원)	(억달러)
1Q12	Singapore DTL3	3,345	3.0
	Qatar Lusail Road	875	0.9
	Variation Orders	1,079	1.0
2Q12	싱가폴 초고층 복합개발 사업	3,013	2.7
	몽골 울란바토르 샹그릴라호텔 개발사업	2,169	1.9
	싱가폴 선택시티 리모델링 공사	3,035	2.7
3Q12	홍콩 사틴-센트럴 라인 (SCL) 지하철 건설공사 (구룡반도 남쪽 2.2km 지하철 및 정거장 2개소 건설)	4,060	3.5
4Q12	호주 퀸즈랜드 애보트 포인트 항만 3번 석탄 터미널 (사전계약 체결)	13,800	12.0
2013년	호주 로이힐 철도 및 항만 인프라 - 확정	63,494	57.7
	싱가폴 초고층 빌딩 - 확정	5,877	5.3
	모로코 인광석 플랜트 - 확정	3,156	2.9
	베트남 삼성전자 휴대폰 공장 - 확정	2,404	2.2
	인도 델리메트로 3단계 공사 - 확정	1,537	1.4
	사우디 슈카이크 (2,400MW 가스복합) - 5월 말 결과 예상	22,000	20.0
	사우디 지잔 (Jizan) CPP (2.4GW)	44,000	40.0
	사우디 라빅 2 IPP	21,450	19.5
	사우디 라빅발전소 5번, 7번 가스터빈 전환	11,000	10.0
	터키 키르칼레 복합화력	6,050	5.5
	터키 Gaziantep 병원사업	2,090	1.9
	중국 시안 지역 도시개발 사업	2,000	1.8
	카타르 도하 메트로	-	-
	필란드 원자력	-	-
	UAE 아부다비 대통령행정부의 알아인 그랜드 모스크	-	-

자료: 업계 자료를 KB투자증권이 정리

주: 환율 1,100원 가정

표 41. GS건설 - 2012년 낙찰 확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트

시기	프로젝트명	(억원)	(억달러)
2Q12	싱가포르 NTF (Na Teng Fong) Hospital project (LOA접수)	5,933	5.2
	사우디 PP12 (계약완료)	7,245	6.3
	사우디 페트로라빅2 pkg #3 (CP3, CP4, UO1)	20,745	18.2
2013년	베트남 NSRP 정유화학플랜트 - 확정	12,760	11.6
	터키 Izmir지역, STAR Refinery 정유플랜트 - 확정	11,555	10.5
	쿠웨이트 NRP (뉴리파이너리 프로젝트) pkg 5개	44,000	40.0
	쿠웨이트 클린퓨얼 pkg 3개	33,000	30.0
	이집트 ERP 정유프로젝트	24,200	22.0
	카자흐스탄 Petrochemical Plant	22,000	20.0
	오만 소하르 정유 확장	16,500	15.0
	오만 정유증설 프로젝트	14,960	13.6
	베네수엘라 가스플랜트	11,000	10.0
	터키 스타정유플랜트	11,000	10.0
	나이지리아 가스플랜트	7,040	6.4
	모잠비크 석탄화력	6,600	6.0
	태국 IRPC 정유프로젝트	6,600	6.0
	베트남 호치민 메트로	5,000	4.5
	탄자니아 발전소	2,750	2.5
	태국 수처리 프로젝트	2,200	2.0
	카타르 도하메트로	2,200	2.0

자료: 업계 자료를 KB투자증권이 정리

주: 환율 1,100원 가정

표 42. 현대건설 - 2012년 낙찰 확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트

표 43

시기	프로젝트명	(억원)	(억달러)
1Q12	사우디 알 사나빌 380kV 변전소 공사 (발주처 사우디전력회사)	1,495	1.3
	콜롬비아 베요 하수처리시설 (발주처 Aguas Nacionales EPM SA. E.S.P.)	1,840	1.6
	사우디 마덴 알루미늄 제련 공사 (Ma'aden Alumina Refinery Project) (발주처 마덴 보크사이트 알루미늄 회사)	17,250	15.0
	카타르 Lusail Expressway Package 1 도로공사 (발주처 카타르 공공사업청)	11,562	9.8
	싱가폴 빌딩공사 (콘도미니엄)	2,300	2.0
2Q12	베네수엘라 Poerto la Cruz 정유플랜트	15,772	13.5
	인도네시아 Sarulla 지열발전소	7,611	6.5
3Q12	싱가폴 건축	4,074	3.8
	사우디 송전력	1,029	1.0
4Q12	쿠웨이트 수비아 코즈웨이 교량 공사	22,083	20.6
	우루과이 발전소 공사	5,360	5.0
	알제리 Ai Amat 복합화력	2,894	2.7
	사우디 제다 스포츠 Complex	1,430	1.3
2013년	UAE SARB 인공섬 가스분리 처리 플랜트 - 확정	20,680	18.8
	우즈베키스탄 탈리마잔복합화력발전소 900MW - 확정	4,950	4.5
	인도네시아 송전선로 - 확정	616	0.6
	카타르 도하 메트로 - 5~6월 결과 예상	13,200	12.0
	미얀마 양곤 복합화력 (5,000MW) - 3분기 결과 예상	5,500	5.0
	쿠웨이트 KNPC 클린퓨얼	99,000	90.0
	쿠웨이트 오일필드 정화	38,500	35.0
	베네수엘라 산타이네스 정유공장	33,000	30.0
	나이지리아 Brass LNG	31,350	28.5
	사우디 슈바이크 (2,400MW 가스복합)	22,000	20.0
	베네수엘라 PLC 정유공장 메인 패키지	22,000	20.0
	오만 소하르정유 확장	16,500	15.0
	베네수엘라 발전소	16,500	15.0
	사우디 라즈히 (RHI) 철강 Complex 플랜트	9,900	9.0
	태국 물관리	11,000	10.0
	이라크 주바이르 GOSP 유전개발	7,700	7.0
	사우디 Ma'aden Ammonia 플랜트	5,500	5.0
	UAE 철강 complex 플랜트	3,630	3.3
	싱가폴 매립공사	2,200	2.0
	싱가폴 체인지오더	1,980	1.8
	중동 토목공사	1,980	1.8
쿠웨이트 부비안 항만 추가공사	1,100	1.0	
인도네시아 화력발전소	1,100	1.0	
스리랑카 건축공사	-	-	

자료: 업계 자료를 KB투자증권이 정리

주: 환율 1,100원 가정

표 46. 두산중공업- 2012년 낙찰 확정 예상 해외수주 프로젝트

시기	프로젝트명	(억원)	(억달러)
4Q12	안부 3단계 해수담수화 플랜트	11,500	10.0
	인도 Bulk Order (확정, 계약완료)	7,318	6.4
2013년	베트남 응이손-2 석탄화력발전소 (1,200MW) - 확정	13,200	12.0

자료: 업계 자료를 KB투자증권이 정리
 주: 환율 1,100원 가정

표 47. 삼성엔지니어링 - 2012년 낙찰 확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트

시기	프로젝트명	(억원)	(억달러)
1Q12	태국 Gas Utility	619	0.6
	앙골라 Industrial Plant	775	0.8
	Variation Orders	258	0.3
2Q12	UAE 루와이스 카본블랙 프로젝트	28,590	24.8
	카자흐스탄 발하쉬 발전소 프로젝트 (삼성물산상사사업+카자흐스탄전력청)	24,044	20.8
3Q12	볼리비아 비료 플랜트	9,400	8.4
4Q12	사우디 아람코 Luberef Yanbu Refinery Expansion 프로젝트	4,557	8.7
	사우디 Yanbu 3 발전플랜트	16,080	15.0
2013년	이라크 바드라유전지역 내 GOSP - 확정	9,680	8.8
	아제르바이잔 국영석유공사 (SOCAR) 요소비료공장 - 확정	7,150	6.5
	사우디 Riyadh Refinery Project (IK-EPC) - 확정	2,200	2.0
	쿠웨이트 신규정유공장 프로젝트 (KNPC)	154,000	140.0
	쿠웨이트 클린퓨얼 프로젝트	99,000	90.0
	사우디 슈케이크 석유화력발전소 (1,000MW)	27,500	25.0
	말레이시아 라피드	22,000	20.0
	UAE 음롤루 offshore pkg2	18,700	17.0
	오만 소하르정유 확장	18,700	17.0
	이라크 줘바이르 GOSP	17,600	16.0
	사우디 RHA 철강	14,300	13.0
	사우디 Ma'aden Ammonia 플랜트	9,350	8.5
	콜롬비아 리파이너리	6,600	6.0
	사우디 아람코 복합화력발전소 (1,000MW)	6,050	5.5
	이라크 아카스 GOSP	6,050	5.5
	UAE 아부다비 Mirfa IWPP	5,500	5.0
	캐나다 오일샌드	5,500	5.0
	알제리 가스플랜트 1pkg	5,500	5.0
	멕시코 복합화력 발전소	3,300	3.0
	칠레 복합화력발전소	3,300	3.0
중동/아시아/중남미 LNG-FSRU (액화천연가스저장재기화설비)	3,300	3.0	
페루 리파이너리	2,200	2.0	

자료: 업계 자료를 KB투자증권이 정리
 주: 환율 1,100원 가정

표 48. 대림산업 - 2012년 낙찰 확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트

시기	프로젝트명	(억원)	(억달러)
1Q12	자메이카 허버 프로젝트	4,000	3.6
2Q12	쿠웨이트 KOC Installation of Telemetry System Project (원유/가스 파이프라인 원격제어시스템 구축사업 LOA 접수)	2,228	2.0
	베트남 Thai Binh2 600MW * 2 Coal Fired Power Plant (EPC 공사수주)	7,688	6.6
	사우디 Kemya Saudi Elastomers Project (MBTE Decomposition, Carbon Black, U&O)	8,200	7.1
3Q12	사우디 Rabigh2 Project (CP1)	5,750	5.0
	베트남 O Mon 300~330MW Phase 2 Oil/Gas fired Thermal	5,650	5.0
4Q12	필리핀 ZAM 100 Power Station	1,670	1.6
2013년	쿠웨이트 Mina al-Ahmadi Sulphur Handling Facilities - 확정	5,720	5.2
	사우디 Rabigh-2 Nylon-6 플랜트 - 확정	2,400	2.2
	쿠웨이트 FNPC FCC - 확정	2,000	1.8
	사우디 카얀 부탄올 석유화학 플랜트 35만톤 - 확정	2,000	1.8
	사우디 YERP - 3,4 프로젝트 - 확정	1,760	1.6
	필리핀 Pagbilao Unit 3 Expansion 400MW - 결과대기	48,400	44.0
	카자흐스탄 아티라우 Petrochemical Plant - 결과대기	22,000	20.0
	사우디 Aramco GT Cogen IPP (950MW) - 결과대기	16,500	15.0
	필리핀 Petron Petcoke Handling Facilities - 결과대기	3,300	3.0
	사우디 Umm Wu'al Ammonia Plant - 결과대기	-	-
	필리핀 Power Distribution System Improvement - 결과대기	-	-
	쿠웨이트 클린퓨얼 프로젝트	99,000	90.0
	사우디 Ma'aden Sulfuric Acid and Power Plants	66,000	60.0
	쿠웨이트 FCC, SWT, CT for CFP at MMA Refinery	38,500	35.0
	사우디 Rabigh 5&7 1000MW CCGT Conversion	33,000	30.0
	사우디 Shuqaiq Steam Power Plant (2640MW 증유화력)	22,000	20.0
	사우디 Ras Tanura Refinery Clean Fuels and Aromatics	19,800	18.0
	말레이시아 3A 1,000MW Coal Fired Power Plant (IPP)	16,500	15.0
	오만 Sohar Refinery Improvement	16,500	15.0
	알제리 9.6GW CCGT (1600MW X 6 sites)	11,000	10.0
	사우디 Jazan Intergrated Gasification Combined Cycle	-	-

자료: 업계 자료를 KB투자증권이 정리

주: 환율 1,100원 가정

표 49. 대우건설 - 2012년 실적 확정 및 2013년 예상 해외수주 프로젝트

시기	프로젝트명	(억원)	(억달러)
1Q12	모로코 ODI Fertilizer 추가공사	3,696	3.3
	사우디 Hout Gas Facilities	1,460	1.3
	싱가포르 Balmoral Condominium	458	0.4
	Variation Orders (나이지리아 청정디젤공사 EGTL (367억원) 외)	739	0.7
2Q12	알제리 수질개선 및 하천복원사업 (5억달러 중 대우건설 지분 70%, 3.5억달러, 현지 건설사 30%, 1.5억달러)	4,095	3.5
3Q12	나이지리아 Southern Swamp Gas Gathering 파이프라인 건설공사 (발주처 The Shell Petroleum Development Company Of Nigeria Limited (SPDC))	2,783	1.5
	알제리 부그즐 신도시 청사 신축공사 수주	1,353	1.2
4Q12	알제리 Ras Djinet 복합화력발전소 1건	12,263	11.7
2013년	싱가폴 Whampoa East Bendemeer 콘도미니엄 - 확정	1,760	1.6
	싱가폴 알렉산드라뷰 콘도미니엄 - 확정	1,540	1.4
	말레이시아 Public Bank Project - 확정	1,430	1.3
	알제리 복합화력 발전소 EPC	88,000	80.0
	이라크 주바이르 가스분리시설 (GOSP) 3건 중 일부	44,000	40.0
	사우디 Jizan Refinery pkg 5개	33,000	30.0
	나이지리아 Brass LNG	27,500	25.0
	모로코 SAFI 석탄화력발전소 (IPP)	22,000	20.0
	UAE 가스분리시설- 유제트750	22,000	20.0
	오만 소하르정유 확장	16,500	15.0
	나이지리아 GOSP 프로젝트	14,300	13.0
	알제리 오일&가스	14,300	13.0
	일제리 Al Arnat 복합화력발전소	7,700	7.0
	알제리 대학교, 공공건축공사	7,700	7.0
	나이지리아 IOC 발주 복합화력발전소	4,730	4.3
	크로아티아 IPP 복합화력발전소	3,850	3.5
	모로코 Fertilizer Extension	3,850	3.5
	사우디 Sadara Complex Tank pkg	2,200	2.0
	베네수엘라 국영석유공사 (PDVSA)	1,100	1.0

자료: 업계 자료를 KB투자증권이 정리

주: 환율 1,100원 가정

Appendices – Peers Comparison

표 1. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 I

(단위: 십억원)	삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600	Average
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000	
현재주가 (05/24, 원)	59,500	61,200	26,350	94,600	88,400	32,900	7,800	9,400	44,500	56,100	
Upside (%)	27.9	31.7	(4.4)	37.4	15.4	42.9	38.5	1.1	28.1	17.6	
시가총액	9,295	6,815	1,986	3,784	3,076	1,678	3,242	84	4,711	2,525	3,720
추정회계기준 (K-IFRS)	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	별도	연결	별도	
매출액	2012 25,326	13,325	3,334	11,440	10,253	9,290	8,223	1,057	9,627	1,007	13,386
	2013E 28,586	14,258	4,113	11,224	11,402	9,924	9,277	1,139	9,364	1,109	14,580
	2014E 31,213	15,707	4,673	11,920	12,541	10,780	10,463	1,231	9,975	1,230	15,925
	2015E 33,375	17,492	5,242	13,029	13,657	11,515	11,693	1,334	10,526	1,397	17,249
조정영업이익	2012 490	760	104	732	486	160	346	30	595	142	505
	2013E 652	852	209	350	550	(966)	457	31	597	158	494
	2014E 702	960	249	615	592	132	405	34	633	175	610
	2015E 749	1,091	294	694	633	204	466	37	674	199	675
순이익	2012 465	567	6	521	401	108	173	3	15	118	336
	2013E 417	654	95	244	441	(665)	303	4	262	128	329
	2014E 456	738	126	440	482	123	271	5	295	141	417
	2015E 492	839	159	501	518	162	321	8	333	159	467
EPS (원)	2012 2,884	4,579	(1)	13,095	11,239	2,002	426	289	359	2,620	4,173
	2013E 2,196	5,581	1,263	6,038	12,020	(13,036)	730	419	2,257	2,849	3,203
	2014E 2,402	6,296	1,666	10,893	13,142	2,415	652	593	2,540	3,137	4,739
	2015E 2,591	7,155	2,112	12,393	14,136	3,181	771	857	2,869	3,535	5,317
BPS (원)	2012 64,383	40,122	30,899	42,492	121,748	68,844	7,795	50,035	31,128	11,648	48,112
	2013E 65,372	45,514	31,965	45,676	133,640	55,604	8,548	50,507	31,613	13,103	50,341
	2014E 66,573	51,658	33,329	53,557	146,027	57,806	9,223	51,048	32,341	14,837	54,035
	2015E 67,995	58,704	35,039	62,969	159,357	60,772	10,015	51,849	33,481	16,812	58,316
순차입금	2012 3,398	(124)	2,147	(122)	(418)	801	2,346	203	3,154	(212)	1,520
	2013E 3,482	(152)	2,304	(244)	596	1,625	1,891	199	3,124	(243)	1,608
	2014E 3,458	(185)	2,230	(348)	742	1,531	1,767	195	3,067	(276)	1,569
	2015E 3,516	(225)	2,176	(453)	885	1,454	1,657	190	2,967	(315)	1,546
EBITDA	2012 651	846	144	792	548	234	397	32	802	171	610
	2013E 856	941	258	420	607	(892)	507	34	811	191	613
	2014E 940	1,051	308	697	661	207	457	36	855	210	741
	2015E 1,021	1,184	364	789	714	279	520	40	904	237	819
PER (X)	2012 21.7	15.3	0.0	12.6	7.7	28.6	23.4	28.0	125.8	23.2	31.0
	2013E 27.1	11.0	20.9	15.7	7.4	n/a	10.7	22.4	19.7	19.7	16.9
	2014E 24.8	9.7	15.8	8.7	6.7	13.6	12.0	15.9	17.5	17.9	15.4
	2015E 23.0	8.6	12.5	7.6	6.3	10.3	10.1	11.0	15.5	15.9	13.7
PBR (X)	2012 1.0	1.7	0.7	3.9	0.7	0.8	1.3	0.2	1.5	5.2	1.7
	2013E 0.9	1.3	0.8	2.1	0.7	0.6	0.9	0.2	1.4	4.3	1.4
	2014E 0.9	1.2	0.8	1.8	0.6	0.6	0.8	0.2	1.4	3.8	1.2
	2015E 0.9	1.0	0.8	1.5	0.6	0.5	0.8	0.2	1.3	3.3	1.1
EV/EBITDA (X)	2012 20.4	9.1	26.2	8.2	4.9	15.9	16.3	8.7	9.9	14.8	13.8
	2013E 14.9	7.1	16.7	8.4	6.1	n/a	10.1	8.4	9.7	12.0	10.2
	2014E 13.6	6.3	13.7	4.9	5.8	15.5	11.0	7.7	9.1	10.7	9.8
	2015E 12.6	5.6	11.4	4.2	5.5	11.2	9.4	6.8	8.5	9.3	8.7

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주: 조정영업이익=매출총이익-판매관리비+기타영업수지

표 2. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 II

(단위: %)	삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600	Average
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000	
현재주가 (05/24, 원)	59,500	61,200	26,350	94,600	88,400	32,900	7,800	9,400	44,500	56,100	
Upside (%)	27.9	31.7	(4.4)	37.4	15.4	42.9	38.5	1.1	28.1	17.6	
시가총액	9,295	6,815	1,986	3,784	3,076	1,678	3,242	84	4,711	2,525	3,720
추정회계기준 (K-IFRS)	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	별도	연결	별도	
절대수익률											
1M	(0.5)	3.0	11.2	8.1	16.8	10.0	0.0	3.3	12.5	2.0	5.4
3M	(10.9)	(11.7)	8.0	(39.4)	(8.9)	(41.0)	(15.7)	3.3	1.6	7.5	(11.7)
6M	1.0	(2.4)	37.2	(38.0)	28.7	(32.5)	(14.6)	28.2	4.2	(5.6)	(2.2)
1Y	(12.6)	(11.0)	14.8	(50.9)	(7.5)	(57.7)	(8.1)	(8.3)	(15.7)	27.2	(13.7)
YTD	(5.0)	(12.6)	21.7	(42.8)	1.6	(42.6)	(21.6)	16.2	(1.5)	(7.9)	(11.1)
초과수익률											
1M	(2.5)	1.1	9.2	6.1	14.8	8.1	(2.0)	1.3	10.5	0.0	3.5
3M	(8.7)	(9.4)	10.2	(37.1)	(6.6)	(38.8)	(13.4)	5.5	3.8	9.7	(9.4)
6M	(2.2)	(5.6)	34.0	(41.2)	25.4	(35.8)	(17.8)	25.0	1.0	(8.8)	(5.5)
1Y	(21.4)	(19.8)	6.1	(59.6)	(16.3)	(66.4)	(16.9)	(17.1)	(24.5)	18.4	(22.4)
YTD	(3.8)	(11.4)	22.9	(41.7)	2.8	(41.4)	(20.4)	17.4	(0.4)	(6.7)	(9.9)
매출액성장률											
2012	17.5	11.8	(18.8)	23.0	28.4	2.6	17.1	(17.4)	13.3	8.8	14.1
2013E	12.9	7.0	23.4	(1.9)	11.2	6.8	12.8	7.8	(2.7)	10.1	8.3
2014E	9.2	10.2	13.6	6.2	10.0	8.6	12.8	8.1	6.5	11.0	9.4
2015E	6.9	11.4	12.2	9.3	8.9	6.8	11.8	8.3	5.5	13.6	9.1
조정영업이익 성장률											
2012	39.7	3.4	(74.1)	16.9	11.1	(62.8)	16.2	(16.0)	13.1	21.5	10.9
2013E	32.9	12.0	101.2	(52.2)	13.2	(702.6)	32.1	5.5	0.4	11.0	(16.5)
2014E	7.8	12.7	19.4	75.6	7.7	(113.6)	(11.3)	7.1	6.0	10.9	9.1
2015E	6.6	13.7	18.1	12.9	6.9	54.8	15.0	9.9	6.5	13.5	12.6
순이익성장률											
2012	13.8	(17.2)	(97.5)	1.3	5.5	(74.6)	(0.3)	(53.2)	(94.4)	12.6	(18.9)
2013E	(10.3)	15.4	1,608.6	(53.2)	10.0	적전	75.4	45.0	1679.2	8.7	269.3
2014E	9.3	12.8	31.9	80.4	9.3	흑전	(10.7)	41.3	12.6	10.1	11.4
2015E	7.8	13.6	26.8	13.8	7.6	31.7	18.3	44.7	12.9	12.7	13.5
EPS성장률											
2012	12.1	(19.8)	적전	2.1	7.0	(75.9)	(10.6)	(53.2)	(86.2)	12.6	(14.3)
2013E	(23.9)	21.9	흑전	(53.9)	6.9	적전	71.4	45.0	527.9	8.7	66.9
2014E	9.4	12.8	31.9	80.4	9.3	흑전	(10.7)	41.3	12.6	10.1	16.8
2015E	7.9	13.6	26.8	13.8	7.6	31.7	18.3	44.7	12.9	12.7	13.5
조정영업이익률											
2012	1.9	5.7	3.1	6.4	4.7	1.7	4.2	2.8	6.2	14.1	4.9
2013E	2.3	6.0	5.1	3.1	4.8	(9.7)	4.9	2.7	6.4	14.2	4.4
2014E	2.3	6.1	5.3	5.2	4.7	1.2	3.9	2.7	6.3	14.2	5.1
2015E	2.2	6.2	5.6	5.3	4.6	1.8	4.0	2.8	6.4	14.2	5.1
순이익률											
2012	1.8	4.3	0.2	4.6	3.9	1.2	2.1	0.2	0.2	11.7	3.1
2013E	1.5	4.6	2.3	2.2	3.9	(6.7)	3.3	0.3	2.8	11.6	3.0
2014E	1.5	4.7	2.7	3.7	3.8	1.1	2.6	0.4	3.0	11.5	3.5
2015E	1.5	4.8	3.0	3.8	3.8	1.4	2.7	0.6	3.2	11.4	3.6
ROE											
2012	4.4	13.0	0.2	33.7	8.7	2.9	5.2	0.6	0.3	23.0	9.8
2013E	3.5	13.5	4.0	13.5	8.8	(19.8)	8.7	0.8	5.7	22.8	7.8
2014E	3.8	13.4	5.1	21.7	8.8	4.0	7.1	1.2	6.1	22.3	9.7
2015E	3.9	13.5	6.1	21.0	8.7	5.1	7.8	1.6	6.6	22.2	9.9
순부채비율											
2012	29.1	순현금	88.4	순현금	순현금	20.0	68.8	44.9	69.9	순현금	27.8
2013E	28.9	순현금	91.9	순현금	11.1	48.9	50.9	43.6	66.4	순현금	28.2
2014E	27.9	순현금	85.4	순현금	12.7	44.6	44.3	42.4	62.3	순현금	26.4
2015E	27.4	순현금	79.4	순현금	13.9	40.6	38.5	40.7	57.3	순현금	24.8
외국인지분율	25.4	24.3	51.5	32.2	39.3	22.8	6.3	16.4	13.9	10.8	24.2

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

주: 조정영업이익=매출총이익-판매관리비+기타영업수지

표 3. 해외 건설사 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러)		Fluor Corp	Technip	Saipem	KBR	Linde	JGC	Chiyoda	Toyo Eng	Average
		FLR US Equity	TEC FP Equity	SPM IM Equity	KBR US Equity	Lin GR Equity	1963 JP Equity	6366 JP Equity	6330 JP Equity	
현재주가 (05/24, 달러)		64	111	27	35	197	37	12	5	
시가총액		10,372	12,582	12,132	5,200	36,482	9,561	3,038	916	
매출액	2013C	29,234	12,202	17,409	7,861	22,239	6,020	4,044	2,418	17,636
	2014C	30,360	13,807	17,713	8,621	23,716	6,779	4,503	2,807	18,770
	2015C	30,671	14,989	18,671	10,085	25,181	7,244	4,451	3,139	19,826
영업이익	2013C	1,178	1,224	993	629	3,056	676	269	33	1,791
	2014C	1,290	1,511	1,480	738	3,402	734	272	89	2,063
	2015C	1,333	1,695	1,864	814	3,800	779	274	112	2,315
순이익	2013C	675	845	575	399	1,868	453	175	15	1,104
	2014C	774	1,079	915	458	2,109	486	176	53	1,299
	2015C	n/a	1,243	1,280	499	2,375	519	177	65	1,395
EPS (달러)	2013C	4	7	1	3	10	2	1	0	2
	2014C	5	9	2	3	11	2	1	0	3
	2015C	5	10	3	3	13	2	1	0	3
BPS (달러)	2013C	24	49	16	20	95	13	7	3	20
	2014C	29	55	18	23	103	14	7	4	22
	2015C	33	62	20	27	111	16	8	4	24
순차입금	2013C	(1,844)	(368)	5,630	(1,035)	10,054	(2,161)	(1,169)	(152)	4,227
	2014C	(2,282)	(894)	4,579	(1,398)	9,173	(2,479)	(1,109)	(265)	3,553
	2015C	(2,628)	(1,571)	3,381	(1,666)	8,252	(2,975)	(1,205)	(326)	2,813
EBITDA	2013C	1,365	1,525	1,986	670	5,223	754	300	62	2,876
	2014C	1,480	1,856	2,479	796	5,626	826	295	117	3,180
	2015C	1,563	2,064	2,940	824	6,103	885	309	143	3,482
EPS성장률 (%)	2013C	92.7	20.1	(53.0)	72.2	10.6	2,175.0	0.0	0.0	19.6
	2014C	14.2	25.7	60.6	16.0	13.9	7.2	0.1	252.3	31.9
	2015C	13.3	15.7	39.1	7.7	13.1	6.7	1.0	22.2	(12.1)
영업이익률 (%)	2013C	4.0	10.0	5.7	8.0	13.7	11.2	6.6	1.3	10.2
	2014C	4.3	10.9	8.4	8.6	14.3	10.8	6.0	3.2	11.0
	2015C	4.3	11.3	10.0	8.1	15.1	10.7	6.2	3.6	11.7
ROE (%)	2013C	18.2	15.2	8.2	14.6	11.6	14.9	10.1	2.3	11.6
	2014C	17.3	17.2	11.9	15.4	12.1	14.3	10.0	8.4	14.1
	2015C	17.5	17.7	14.6	14.9	12.2	14.2	9.6	9.9	11.7
PER (X)	2013C	15.3	15.9	21.6	13.1	17.8	20.7	17.3	60.5	18.0
	2014C	13.6	12.7	13.6	11.1	15.9	19.3	17.3	17.2	14.0
	2015C	12.2	11.0	9.9	9.8	14.3	18.1	17.1	14.1	21.4
PBR (X)	2013C	2.6	2.3	1.7	1.7	2.1	2.9	1.7	1.4	2.2
	2014C	2.2	2.0	1.6	1.5	1.9	2.6	1.6	1.2	1.8
	2015C	2.0	1.8	1.4	1.3	1.8	2.4	1.5	1.2	2.0
EV/EBITDA (X)	2013C	6.2	8.1	9.3	6.5	9.3	9.2	4.5	9.6	8.8
	2014C	5.8	6.6	7.5	5.5	8.7	8.4	4.6	5.1	6.8
	2015C	5.4	6.0	6.3	5.3	8.0	7.8	4.4	4.2	8.4
초과수익률 (%)	1M	8.3	6.2	1.4	16.2	2.6	35.0	15.5	0.1	8.2
	3M	(9.7)	(4.3)	(3.7)	4.4	2.6	42.5	(3.1)	0.4	3.5
	6M	0.6	(18.5)	(53.5)	8.5	(3.0)	24.0	(20.7)	25.5	(8.3)
	1Y	1.0	(10.6)	(58.4)	6.3	(2.8)	48.7	0.7	18.3	(4.6)
	YTD	(8.0)	(15.7)	(42.0)	1.2	(1.5)	25.9	(18.5)	3.5	(7.1)

자료: Bloomberg, KB투자증권 정리

Compliance Notice

2013년 05월 27일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 당사는 현재 현대건설, 대림산업, GS건설, 삼성물산 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사를 알려드립니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	삼성물산 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성물산	2012/07/20	BUY	100,000		
	2012/08/03	BUY	100,000		
	2012/08/29	BUY	92,000		
	2012/09/28	BUY	92,000		
	2012/10/18	BUY	88,500		
	2012/11/21	BUY	88,500		
	2012/11/02	BUY	88,500		
	2012/11/17	BUY	76,100		
	2012/11/21	BUY	76,100		
	2012/12/04	BUY	76,100		
	2013/01/02	BUY	76,100		
	2013/01/09	BUY	76,100		
	2013/01/16	BUY	76,100		
	2013/01/29	BUY	76,100		
	2013/02/22	BUY	76,100		
	2013/03/14	BUY	76,100		
	2013/03/29	BUY	76,100		
	2013/04/01	BUY	76,100		
	2013/04/26	BUY	76,100		
	2013/05/27	BUY	76,100		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	현대건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
현대건설	2012/06/29	BUY	102,000		
	2012/07/30	BUY	85,000		
	2012/08/03	BUY	85,000		
	2012/08/10	BUY	85,000		
	2012/08/20	BUY	85,000		
	2012/09/28	BUY	85,000		
	2012/10/24	BUY	85,000		
	2012/11/21	BUY	79,000		
	2012/12/04	BUY	79,000		
	2013/01/02	BUY	79,000		
	2013/01/09	BUY	79,000		
	2013/01/16	BUY	79,000		
	2013/01/26	BUY	79,000		
	2013/02/14	BUY	79,000		
	2013/02/22	BUY	79,000		
	2013/03/14	BUY	79,000		
	2013/03/29	BUY	79,000		
	2013/04/02	BUY	79,000		
2013/04/04	BUY	80,600			
2013/05/27	BUY	80,600			

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	현대산업개발 주가 및 KB투자증권 목표주가
현대산업개발	2012/05/31	BUY	40,200		
	2012/06/26	BUY	40,200		
	2012/06/29	BUY	40,200		
	2012/07/23	BUY	34,200		
	2012/08/03	BUY	34,200		
	2012/09/03	BUY	32,500		
	2012/09/28	BUY	32,500		
	2012/10/24	BUY	32,500		
	2012/11/08	BUY	32,500		
	2012/11/21	HOLD	24,000		
	2013/01/02	HOLD	24,000		
	2013/01/09	HOLD	24,000		
	2013/01/16	HOLD	24,000		
	2013/02/06	HOLD	24,000		
	2013/02/22	HOLD	24,000		
	2013/03/14	HOLD	24,000		
	2013/03/25	HOLD	25,200		
	2013/03/29	HOLD	25,200		
	2013/04/02	HOLD	25,200		
	2013/05/27	HOLD	25,200		

건설 (OVERWEIGHT)

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	삼성엔지니어링 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성엔지니어링	2012/08/03	BUY	255,000		
	2012/09/28	BUY	255,000		
	2012/10/24	BUY	255,000		
	2012/11/21	HOLD	194,000		
	2012/12/04	HOLD	194,000		
	2012/12/10	HOLD	194,000		
	2013/01/02	HOLD	194,000		
	2013/01/09	HOLD	194,000		
	2013/01/14	HOLD	194,000		
	2013/01/16	HOLD	194,000		
	2013/01/29	HOLD	194,000		
	2013/02/07	HOLD	194,000		
	2013/02/22	HOLD	194,000		
	2013/03/14	HOLD	194,000		
	2013/03/18	HOLD	184,500		
	2013/03/29	HOLD	184,500		
	2013/04/02	HOLD	184,500		
	2013/04/17	HOLD	130,000		
	2013/05/16	HOLD	130,000		
	2013/05/27	HOLD	130,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	대림산업 주가 및 KB투자증권 목표주가
대림산업	2012/08/03	BUY	131,000		
	2012/08/06	BUY	131,000		
	2012/08/13	BUY	131,000		
	2012/08/20	BUY	131,000		
	2012/08/22	BUY	123,000		
	2012/09/28	BUY	123,000		
	2012/10/24	BUY	123,000		
	2012/11/05	BUY	123,000		
	2012/11/21	BUY	102,000		
	2012/12/04	BUY	102,000		
	2013/01/02	BUY	102,000		
	2013/01/09	BUY	102,000		
	2013/01/16	BUY	102,000		
	2013/01/29	BUY	102,000		
	2013/02/22	BUY	102,000		
	2013/03/14	BUY	102,000		
	2013/03/29	BUY	102,000		
	2013/04/02	BUY	102,000		
	2013/04/18	BUY	102,000		
	2013/05/27	BUY	102,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	GS건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
GS건설	2012/06/26	BUY	150,000		
	2012/06/29	BUY	150,000		
	2012/07/25	BUY	108,000		
	2012/08/03	BUY	108,000		
	2012/09/28	BUY	108,000		
	2012/10/24	BUY	108,000		
	2012/11/08	BUY	108,000		
	2012/11/21	HOLD	76,000		
	2012/12/04	HOLD	76,000		
	2013/01/02	HOLD	76,000		
	2013/01/09	HOLD	76,000		
	2013/01/16	HOLD	76,000		
	2013/02/08	HOLD	72,200		
	2013/02/22	HOLD	72,200		
	2013/03/07	HOLD	68,600		
	2013/03/14	HOLD	68,600		
	2013/03/29	HOLD	68,600		
	2013/04/02	HOLD	68,600		
	2013/04/11	HOLD	47,000		
	2013/05/27	HOLD	47,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	대우건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
대우건설	2012/06/25	BUY	16,400		
	2012/06/26	BUY	16,400		
	2012/06/29	BUY	16,400		
	2012/07/30	BUY	14,000		
	2012/08/03	BUY	14,000		
	2012/09/28	BUY	14,000		
	2012/10/19	BUY	13,500		
	2012/10/24	BUY	13,500		
	2012/11/21	BUY	11,300		
	2012/12/04	BUY	11,300		
	2013/01/02	BUY	11,300		
	2013/01/09	BUY	11,300		
	2013/01/16	BUY	11,300		
	2013/01/31	BUY	11,300		
	2013/02/22	BUY	11,300		
	2013/03/14	BUY	11,300		
	2013/03/29	BUY	11,300		
	2013/04/02	BUY	11,300		
	2013/04/24	BUY	10,800		
	2013/05/27	BUY	10,800		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	계룡건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
계룡건설	2012/05/21	BUY	20,000		
	2012/06/26	BUY	20,000		
	2012/06/29	BUY	20,000		
	2012/08/03	BUY	20,000		
	2012/08/27	HOLD	12,700		
	2012/09/28	HOLD	12,700		
	2012/10/24	HOLD	12,700		
	2012/11/15	HOLD	12,700		
	2012/11/21	HOLD	10,000		
	2012/12/21	HOLD	10,000		
	2013/01/02	HOLD	10,000		
	2013/01/09	HOLD	10,000		
	2013/01/16	HOLD	10,000		
	2013/02/15	HOLD	10,000		
	2013/02/22	HOLD	10,000		
	2013/03/14	HOLD	10,000		
	2013/03/29	HOLD	10,000		
	2013/04/02	HOLD	10,000		
	2013/04/15	HOLD	9,500		
	2013/05/27	HOLD	9,500		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	두산중공업 주가 및 KB투자증권 목표주가
두산중공업	2012/05/21	BUY	88,500		
	2012/06/26	BUY	88,500		
	2012/06/29	BUY	88,500		
	2012/07/27	BUY	88,500		
	2012/08/03	BUY	88,500		
	2012/09/28	BUY	88,500		
	2012/10/19	BUY	85,200		
	2012/10/24	BUY	85,200		
	2012/11/21	HOLD	60,000		
	2013/01/02	HOLD	60,000		
	2013/01/09	HOLD	60,000		
	2013/01/16	HOLD	60,000		
	2013/02/05	HOLD	60,000		
	2013/02/22	HOLD	60,000		
	2013/03/14	HOLD	60,000		
	2013/03/29	HOLD	60,000		
	2013/04/02	HOLD	60,000		
	2013/04/08	HOLD	57,000		
	2013/05/02	HOLD	57,000		
	2013/05/27	HOLD	57,000		

건설 (OVERWEIGHT)

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	한전KPS 주가 및 KB투자증권 목표주가
한전KPS	2012/06/08	BUY	54,800		
	2012/06/26	BUY	54,800		
	2012/06/29	BUY	54,800		
	2012/07/06	BUY	54,800		
	2012/07/30	BUY	54,800		
	2012/08/03	BUY	54,800		
	2012/09/28	BUY	54,800		
	2012/10/24	BUY	54,800		
	2012/11/21	BUY	66,000		
	2013/01/02	BUY	66,000		
	2013/01/09	BUY	66,000		
	2013/01/16	BUY	66,000		
	2013/02/15	BUY	66,000		
	2013/02/22	BUY	66,000		
	2013/03/14	BUY	66,000		
	2013/03/29	BUY	66,000		
	2013/04/02	BUY	66,000		
	2013/05/02	BUY	66,000		
	2013/05/27	BUY	66,000		

투자등급 및 적용기준

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

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

국민의 내일에 투자합니다



☑ **본사 및 지점망**

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아펠리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 02월 25일 현재 현대건설, 대림산업, GS건설, 삼성물산 증목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.