



2014

건설업전망

Neutral

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
삼성물산	Buy	82,300원
대우건설	Buy	10,000원

미국 주도 경제성장이 가져올 발주시황 변화

발주시황보다 이익성장 전망에 초점 맞춰야.. 삼성물산, 대우건설 Top picks

당 리서치는 2014년 업종 투자의견을 중립으로 제시한다. 이는 1) 국내외 발주시황이 국내 업체들에게 긍정적이지 않을 것이며, 2) 대체로 2014년 실적의 전년 대비 개선이 미미할 것으로 판단하기 때문이다.

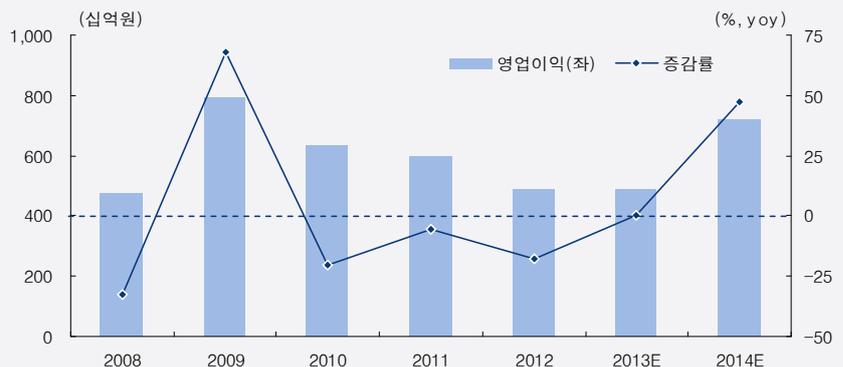
미국 주도 경제성장 등 글로벌 환경 변화 → 국내 업체에게 불리한 환경

2014년 우리 업체들의 해외수주 영업환경은 좋지 않을 전망이다. 이는 미국 주도 글로벌 경제성장과 유가 하락 전망, 이로 인한 MENA 등 풍부한 에너지 자원 수출을 기반으로 하는 이머징 마켓의 투자 감소 및 경제 성장 둔화, 미국 양적완화 축소 시 예상되는 아시아 등 이머징 마켓 금융시장 불안 등을 감안한 것이다. 국내 수주 영업환경은 주택 시장의 개선과 공공 시장의 어려움이 예상된다.

최선호주, 이익 급증 예상되는 삼성물산, 대우건설

당 리서치가 제시하는 업종 최선호주는 삼성물산과 대우건설이다. 최선호주 선정의 근거는 1) 2014년 예상되는 이익 급증 2) 국내외 발주시황 변화에 가장 적합한 수주 능력 보유 3) 이익 급증을 감안한 밸류에이션 매력이다.

삼성물산 연간 영업이익 및 증감률



| 건설 |

연구위원 조주형

3771-9675

jhcho@ipovest.com

자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

2014

INDUSTRY OUTLOOK CONTENTS

Industry Outlook Report

KYOBOTO
교보증권

- 3 1. Summary
- 4 2. 주가 동향과 투자전략
- 12 3. 국내외 발주 시장 변화와 그 영향 분석
 - 13 3-1. 글로벌 경제 여건 변화와 영향
 - 23 3-2. 국내 경제 여건 변화와 영향
- 33 4. 2014년 최대 리스크: 이머징마켓 금융불안
- 35 5. Top-Picks
 - 35 삼성물산(000830) / 결국은 이익 성장, 2014년 영업이익 급등 전망
 - 38 대우건설(047040) / 이익 증가 + 주택사업 리스크 감소



1. Summary

건설업종지수 부진
그러나 삼성물산, 3개월
시장대비 +11.9%p

최근 3개월 건설업종지수는 시장대비 -6.0%p(11/12 종가기준)로 부진한 모습을 보였다. 이는 업종 전반의 1) 부진한 해외수주 및 국내수주 성과 2) 전년동기대비 이익 감소 및 이익 전망의 신뢰도 하락 3) 글로벌 경기침체로 인한 국내외 수주 감소 우려 4) 중견 건설사에 대한 재무건전성 이슈 부각 때문으로 판단한다.

전반적인 업종 지수와 주요 대형사 주가 흐름은 좋지 않았지만, 당사 최선호주인 삼성물산은 최근 3개월 시장대비 +11.9%p의 매우 양호한 주가 수익률을 기록했다.

투자의견 : 중립
보수적인 투자시각 유지
종목 차별화 심화 예상

2014년 건설업종 투자의견을 중립으로 제시한다. 이는 1) 국내외 발주시황 침체, 이에 따른 수주 부족과 수익성 악화 예상 2) 실적 추정에 대한 신뢰도가 여전히 낮다는 점 3) 미국의 양적완화 축소 시 우려되는 이머징 마켓 발주 시스템 붕괴 및 해당 지역 현장 손익 악화 가능성 등을 감안한 것이다.

올해 연간으로 진행된 주가 하락 조정으로 업종 내 대다수 기업의 밸류에이션은 많이 낮아졌다. 그러나 우리는 성장을 담보하지 않은 한 절대적으로 낮은 밸류에이션 수치는 의미가 없다고 본다. 따라서 당 리서치는 양호한 재무건전성을 기반으로 한 이익 모멘텀과 수주성과 기대주 위주의 선별적인 매수 전략이 가장 적절할 것으로 판단한다. 특히 2014년 발주 시황 전망에 어려움이 큰 만큼, 개별업체의 이익 성장 전망과 신뢰도에 투자 초점을 맞추는 전략이 필요하다고 본다.

최선호주
삼성물산, 대우건설

2014년 건설업종 최선호주로 삼성물산, 대우건설을 제시한다. 2014년 영업이익과 당기순이익 급등이란 호재가 두 업체의 가장 중요한 투자포인트이다. 특히 수주잔고와 분양실적을 근거로 한 실적개선 전망의 신뢰도가 높다는 것이 장점이다. 2014년 이익 모멘텀을 감안할 때, 현 수준의 밸류에이션도 매력적인 수준이다. 따라서 우리는 시장 조정 국면에서 이들에 대한 분할 매수 전략이 필요하다고 판단한다.

이들 업체의 내년도 수주전망은 일단 올해 추정치를 상회하는 수준이다. 그러나 그 물량증가 폭은 미미할 것으로 업종 내에서 상대적인 투자 포인트가 될 수 있으나, 절대적으로는 매력이 낮은 상황이다. 이는 국내 업체들에게 부정적인 2014년 국내외 발주시황 전망과 베이스 부담을 감안한 것이다.

차선호주
현대건설, 대림산업

차선호주는 현대건설과 대림산업이다. 현대건설은 주택관련 비용정리와 외형 성장 둔화 이슈가 부담이고, 대림산업은 건설 수주 감소에 따른 역성장 우려가 있다. 그러나 이들 업체는 공히 글로벌 수주 경쟁력과 원가관리 능력, 그리고 대림산업의 경우엔 국내외 발전소 운용 수익 창출 전망 등을 감안할 때, 중장기적인 시각에서 매수 접근이 적절해 보인다.

2. 주가 동향과 투자전략

건설업종지수 부진
최근 3개월 시장대비
-6.0%p

최근 3개월 건설업종지수는 시장대비 -6.0%p(11/12 종가기준)로 부진한 모습을 보였다. 이는 업종 전반의 1) 부진한 신규 수주 성과 2) 전년동기대비 이익 감소 및 이익 전망의 신뢰도 하락 3) 글로벌 경기침체로 인한 국내외 수주 감소 우려 4) 중견 건설사에 대한 재무적인 이슈 부각 때문으로 판단한다. 특히 상반기에 이은 3분기 삼성엔지니어링의 어닝 쇼크는 다시 한번 해외건설사업 수익성에 대한 시장의 신뢰를 약화시켜, 투자심리에 부정적인 영향을 준 것으로 판단한다.

3개월 시장대비
삼성물산이 가장 양호한
모습
대우건설과 대림산업도
양호

전반적으로 시장대비 부진한 수익률을 기록했지만, 삼성물산과 대우건설, 대림산업은 시장대비 양호한 주가 흐름을 시현했다. 삼성물산과 대우건설은 양호한 전년동기대비 이익 성장과 수주 성과, 밸류에이션 매력에 부각되었으며, 국내 아파트 시황 개선에 대한 수혜 가능성도 주가에 긍정적인 영향을 준 것으로 판단한다. 삼성물산과 대우건설의 3개월 시장대비 상대 수익률은 각각 +11.9%p, +1.2%p였다. 대림산업은 석유제품 시황개선 기대와 건설 자회사 재무 리스크 완화, 절대적으로 낮은 밸류에이션 매력이 긍정적인 주가 흐름의 이유였다. 대림산업의 3개월 시장대비 상대 수익률은 +2.1%p였다.

현대건설은 3분기 실적 부진과 수주 성과 미흡, 향후 실적개선 전망치 하향 조정 등의 영향으로 최근 3개월 시장대비 -3.2%p의 주가 흐름을 시현했다. 삼성엔지니어링과 GS건설은 3분기까지 적자가 이어지면서 최근 3개월 시장대비 수익률은 각각 -25.9%p, -4.1%p를 기록했다.

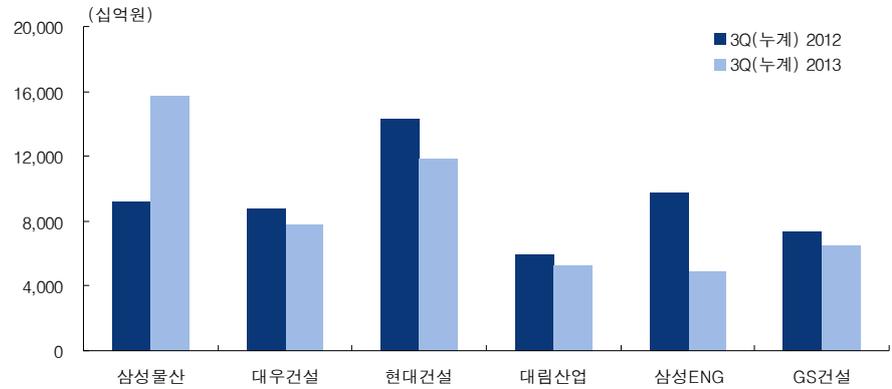
도표 1. 국내외 주요 대형사 상대수익률과 밸류에이션

(단위: 원, 유로, 파운드, 엔, 배)

	종가(지수)	시장대비 상대수익률(%p)						Valuation 12M FWD PE
		1D	1W	1M	3M	6M	YTD	
국내								
삼성물산	62,200	0.4	-0.2	-3.2	11.9	1.1	-2.3	19.9
대우건설	8,140	3.0	0.4	-4.3	1.2	0.8	-19.7	11.3
현대건설	58,300	-1.8	-2.1	-5.7	-3.2	-7.4	-19.0	9.9
대림산업	94,600	-0.7	-2.3	-5.8	2.1	8.3	7.0	7.7
삼성엔지니어링	69,700	-1.4	-1.7	-14.5	-25.9	-31.7	-58.2	20.3
GS 건설	34,200	0.1	-1.1	-8.8	-4.1	4.9	-42.7	-
해외								
JGC	3,765.0	-0.6	-1.4	-1.2	5.4	20.8	0.5	17.8
Technip	79.1	0.4	2.2	-9.6	-11.6	-15.3	-26.0	13.5
Saipem	17.5	-1.6	-3.6	11.3	-2.6	-32.7	-57.1	17.2
Petrofac	1,424.0	-1.4	-0.8	0.2	9.5	0.6	-26.3	10.6
TR	38.5	0.9	2.2	8.4	1.4	-13.0	-9.2	14.1
지수								
건설업종	131.8	-0.3	-1.3	-4.8	-6.0	-7.3	-15.0	
KOSPI	1,995.5							

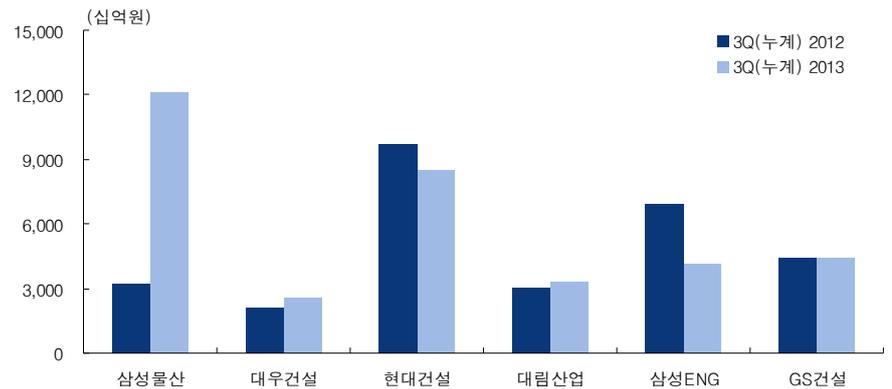
자료: Bloomberg, Dataguide, Datastream, 교보증권 리서치센터(2013/11/12 종가기준)

도표 2. 3분기 주요 대형사 신규수주 전년대비 비교



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 3. 3분기 주요 대형사 해외수주 전년대비 비교



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

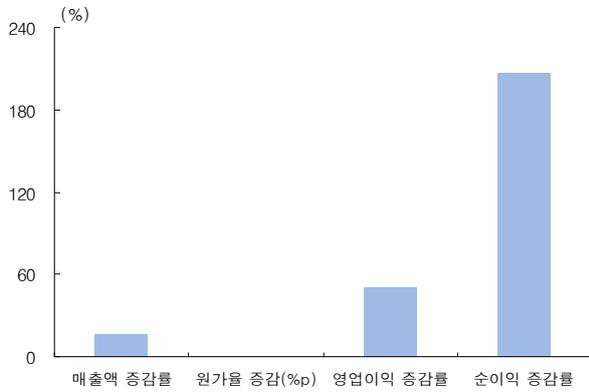
도표 4. 주요 대형사 3분기 실적(누계) 전년동기대비 증감

(단위: %)

	삼성물산	대우건설	현대건설	대림산업	삼성 ENG	GS 건설
매출액 증감률	16.9	-9.8	6.5	-11.3	-32.1	1.2
원가율 증감(%p)	0.4	-1.0	2.1	-0.3	44.0	7.6
영업이익 증감률	50.5	58.9	-6.2	-9.7	적자전환	적자전환
순이익 증감률	206.6	1.6	-1.8	-25.5	적자전환	적자전환

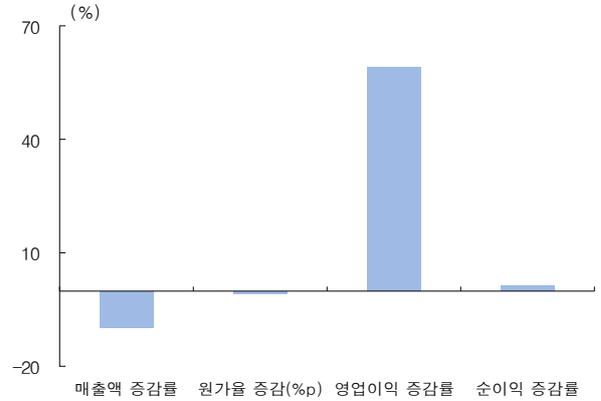
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 5. 삼성물산 3 분기 누계 실적 증감 (yoy)



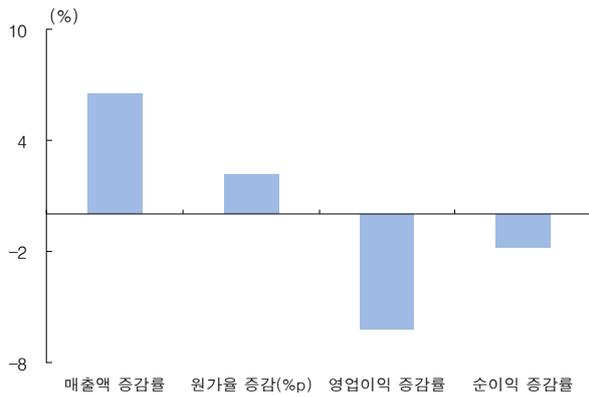
자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

도표 6. 대우건설 3 분기 누계 실적 증감 (yoy)



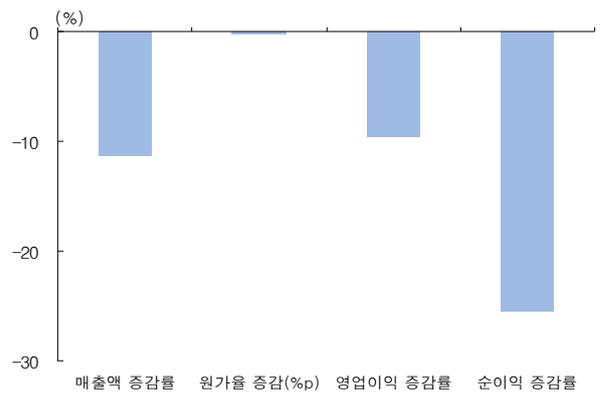
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

도표 7. 현대건설 3 분기 누계 실적 증감 (yoy)



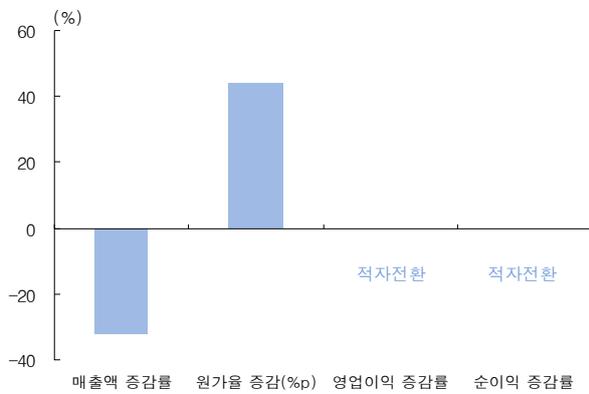
자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

도표 8. 대림산업 3 분기 누계 실적 증감 (yoy)



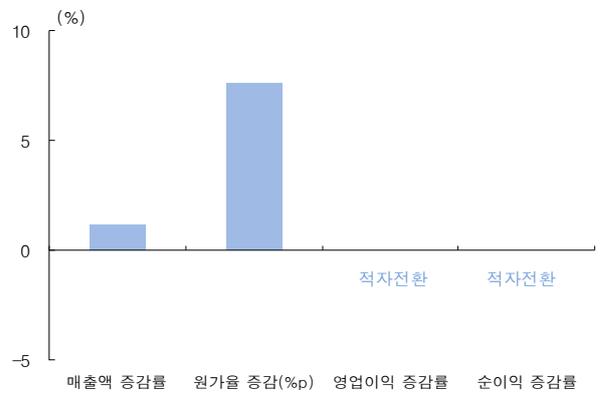
자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

도표 9. 삼성엔지니어링 3 분기 누계 실적 증감 (yoy)



자료: 삼성엔지니어링, 교보증권 리서치센터

도표 10. GS 건설 3 분기 누계 실적 증감 (yoy)



자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

도표 11. 주요 대형사 지역별 해외 수주 현황

수주금액	(단위: 백만달러)			수주비중	(단위: %)		
	2011	2012	2013. 10 월 말		2011	2012	2013. 10 월 말
삼성물산				삼성물산			
중동	3,115	853	3,503	중동	67.4	22.5	28.7
아시아	1,505	2,893	2,876	아시아	32.6	76.2	23.5
북미·태평양	4	-	5,822	북미·태평양	0.1	-	47.7
유럽	-	-	17	유럽	-	-	0.1
아프리카	-	50	-	아프리카	-	1.3	-
총계	4,624	3,796	12,218	총계	100.0	100.0	100.0
대우건설				대우건설			
중동	3,020	2,604	3,227	중동	59.7	68.2	78.9
아시아	749	548	706	아시아	14.8	14.4	17.3
북미·태평양	52	-	-	북미·태평양	1.0	-	-
아프리카	1,238	665	94	아프리카	24.5	17.4	2.3
중남미	-	-	61	중남미	-	-	1.5
총계	5,059	3,818	4,088	총계	100.0	100.0	100.0
현대건설				현대건설			
중동	1,174	5,678	2,951	중동	24.9	53.9	48.6
아시아	3,283	2,619	3,113	아시아	69.7	24.9	51.3
아프리카	246	-	4	아프리카	5.2	-	0.1
중남미	5	2,228	-	중남미	0.1	21.2	-
총계	4,708	10,526	6,067	총계	100.0	100.0	100.0
대림산업				대림산업			
중동	3,549	1,323	1,384	중동	59.9	57.2	47.8
아시아	2,372	991	1,460	아시아	40.1	42.8	50.4
유럽	-	-	54	유럽	-	-	1.9
총계	5,921	2,314	2,899	총계	100.0	100.0	100.0
삼성 ENG				삼성 ENG			
중동	5,109	6,595	1,573	중동	72.3	62.8	70.8
아시아	1,398	2,808	649	아시아	19.8	26.7	29.2
북미·태평양	408	-	-	북미·태평양	5.8	-	-
아프리카	-	176	-	아프리카	-	1.7	-
중남미	153	923	-	중남미	2.2	8.8	-
총계	7,068	10,502	2,222	총계	100.0	100.0	100.0
GS 건설				GS 건설			
중동	1,693	2,566	1,667	중동	40.7	57.3	32.5
아시아	2,465	1,691	3,463	아시아	59.2	37.8	67.5
북미·태평양	-	206	-	북미·태평양	-	4.6	-
유럽	5	-	-	유럽	0.1	-	-
아프리카	-	14	-	아프리카	-	0.3	-
총계	4,162	4,477	5,130	총계	100.0	100.0	100.0

자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

도표 12. 주요 대형사 공종별 해외 수주 현황

(단위: 십억원)

수주금액	(단위: 백만달러)			수주비중	(단위: %)		
	2011	2012	2013. 10월 말		2011	2012	2013. 10월 말
삼성물산				삼성물산			
토목	1,090	1,249	10,187	토목	23.6	32.9	83.4
건축	803	2,195	829	건축	17.4	57.8	6.8
산업설비	2,731	221	1,126	산업설비	59.1	5.8	9.2
전기	-	132	60	전기	-	3.5	0.5
용역	-	-	17	용역	-	-	0.1
총계	4,624	3,796	12,218	총계	100.0	100.0	100.0
대우건설				대우건설			
토목	353	380	104	토목	7.0	10.0	2.5
건축	1,100	621	706	건축	21.7	16.3	17.3
산업설비	3,606	2,816	3,217	산업설비	71.3	73.7	78.7
용역	-	1	61	용역	-	0.0	1.5
총계	5,059	3,818	4,088	총계	100.0	100.0	100.0
현대건설				현대건설			
토목	280	3,458	1,174	토목	6.0	32.9	19.3
건축	1,666	719	1,213	건축	35.4	6.8	20.0
산업설비	2,361	5,828	3,462	산업설비	50.1	55.4	57.1
전기	396	498	177	전기	8.4	4.7	2.9
용역	5	23	42	용역	0.1	0.2	0.7
총계	4,708	10,526	6,067	총계	100.0	100.0	100.0
대림산업				대림산업			
토목	-1	195	94	토목	0.0	8.4	3.3
건축	-	-	74	건축	-	-	2.6
산업설비	5,868	2,107	2,730	산업설비	99.1	91.1	94.2
용역	55	12		용역	0.9	0.5	0.0
총계	5,921	2,314	2,899	총계	100.0	100.0	100.0
삼성 ENG				삼성 ENG			
토목	337	-	-	토목	4.8	-	-
산업설비	6,534	10,506	2,222	산업설비	92.4	100.0	100.0
용역	198	-4	-	용역	2.8	0.0	-
총계	7,068	10,502	2,222	총계	100.0	100.0	100.0
GS 건설				GS 건설			
토목	687	641	924	토목	16.5	14.3	18.0
건축	340	506	611	건축	8.2	11.3	11.9
산업설비	3,054	3,314	3,496	산업설비	73.4	74.0	68.1
전기	81	15	92	전기	1.9	0.3	1.8
용역	-	-	7	용역	-	-	0.1
총계	4,162	4,477	5,130	총계	100.0	100.0	100.0

자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

투자의견 중립
발주시황 침체, 이익
성장에 초점 맞춰야

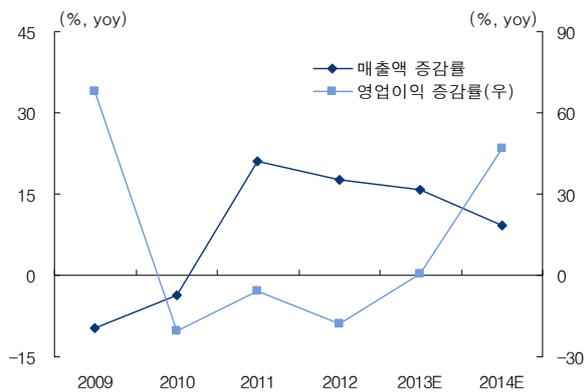
2014년 건설업중 투자의견을 중립으로 제시한다. 이는 1) 국내외 발주시황 침체, 이에 따른 수주성과 부족과 수주마진 감소로 인한 실적악화 전망 2) 어닝 추정에 대한 신뢰도가 여전히 낮다는 점 3) 미국의 양적완화 축소 시 우려되는 이머징 마켓 발주 시스템 붕괴 및 해당 지역 현장 손익 악화 가능성 등을 감안한 것이다.

올해 연간으로 진행된 주가 하락 조정으로 업종 내 대다수 기업의 밸류에이션은 많이 낮아졌다. 그러나 우리는 성장을 담보하지 않은 한 절대적으로 낮은 밸류에이션 수치는 의미가 없다고 본다.

따라서 당 리서치는 양호한 재무건전성을 기반으로 한 이익 모멘텀과 수주성과 기대주 위주의 선별적인 매수 전략이 가장 적절할 것으로 판단한다. 특히 2014년 발주 시황 전망에 어려움이 큰 만큼, 개별업체의 이익 성장 전망과 신뢰도에 투자 초점을 맞추는 전략이 필요하다고 본다. 최근 나타나는 금리 상승이 추세적으로 이어진다면 과도한 차입금을 가진 업체들의 신용 리스크는 더욱 커질 것이다. 보수적인 시각을 견지함이 필요하다.

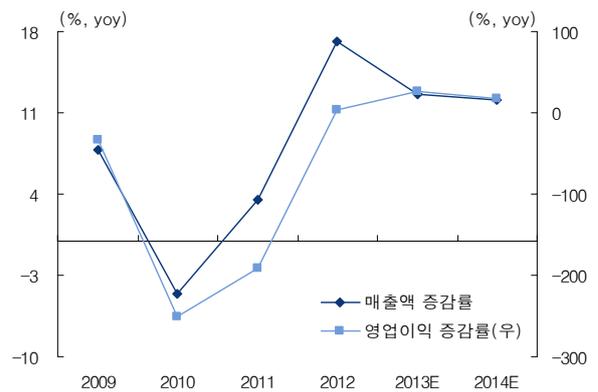
업종 내 주요 대형사 가운데, 2014년 영업이익의 모멘텀이 가장 클 것으로 예상되는 업체는 삼성물산과 대우건설이다. 이들 업체의 영업이익은 삼성물산이 7,232 억원(+47.0%, yoy), 대우건설은 5,098 억원(+17.4%, yoy)이다. 현대건설과 대림산업은 각각 올해 추정치대비 2014년 영업이익은 각각 9,054(+13.1%, yoy)억원, 4,749 억원(+1.9%, yoy)에 달할 전망이다.

도표 13. 삼성물산 매출액 및 영업이익의 증감률 (yoy)



자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

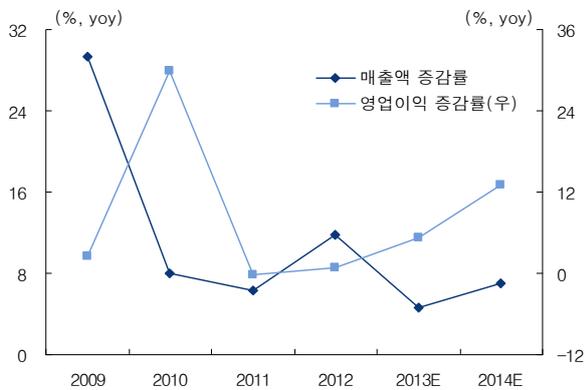
도표 14. 대우건설 매출액 및 영업이익의 증감률 (yoy)



자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

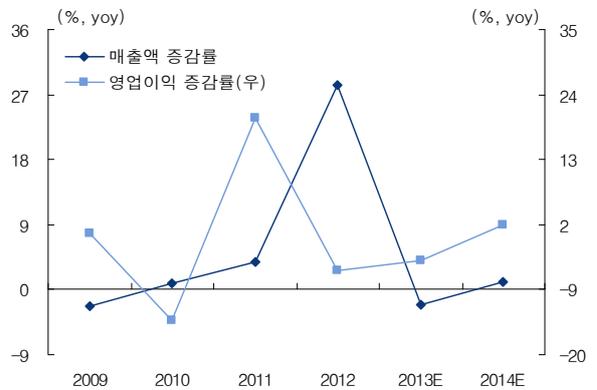
반면 올해 대규모 연간 영업 적자가 예상되는 삼성엔지니어링과 GS 건설은 연간 영업이익의 흑자전환이 가능할 전망이다. 일단 우리는 현재 2014년 삼성엔지니어링의 영업이익을 3,230 억원으로 예상하고, GS 건설의 영업이익은 2,414 억원으로 추정한다. 그러나 삼성엔지니어링과 GS 건설은 올해 보여준 바와 같이 해외 현장 전반의 부실이 노출된 바 있어, 신규 현장과 기존 현장의 추가 부실 가능성을 열어 두어야 한다. 따라서 해당 업체들의 수익 전망치에 대한 신뢰도는 매우 낮은 상황이다.

도표 15. 현대건설 매출액 및 영업이익 증감률 (yoy)



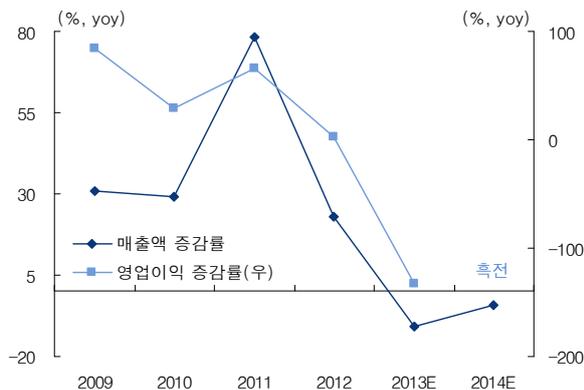
자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

도표 16. 대림산업 매출액 및 영업이익 증감률 (yoy)



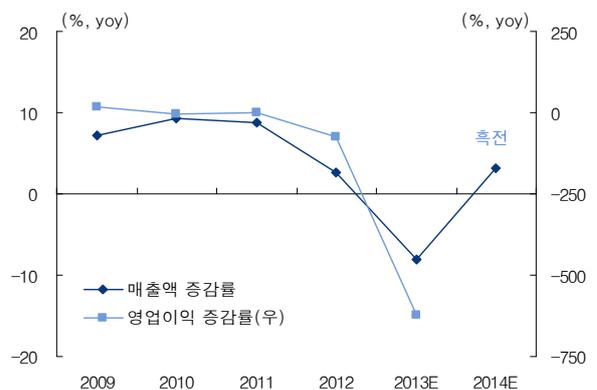
자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

도표 17. 삼성엔지니어링 매출액 및 영업이익 증감률 (yoy)



자료: 삼성엔지니어링, 교보증권 리서치센터

도표 18. GS 건설 매출액 및 영업이익 증감률 (yoy)



자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

최선호주 삼성물산, 대우건설

2014년 건설업종 최선호주로 삼성물산, 대우건설을 제시한다. 이들 업체는 실적 개선과 재무구조 개선이 기대된다. 특히 2014년 영업이익과 당기순이익 급등이란 호재가 두 업체의 가장 중요한 투자포인트이다. 2014년 이익 모멘텀을 감안할 때, 현 수준의 밸류에이션도 매력적인 수준이다. 따라서 우리는 시장 조정 국면에서 이들에 대한 저가분할 매수 전략이 필요하다고 판단한다.

삼성물산과 대우건설의 2014년 수주는 올해 수주 예상치를 감안할 때, 절대적인 물량 증가는 기대하나 전년대비 증가 폭은 미미할 전망이다. 이는 올해 수주 성과가 전년대비 양호할 것이며, 반면에 내년 발주시황은 좋은 않을 것으로 예상하기 때문이다.

삼성물산의 2014년 매출액과 영업이익을 각각 32.0조원(+9.2%, yoy), 7,232억원(+47.0%, yoy)으로 예상한다. 2013년 연간 수주는 20조원을 상회할 전망이다. 이는 3분기 누계 수주 실적(15.7조원)과 현재 확보된 물량(약 3.3조원)을 감안한 것이다. 거의 확보된 물량은 사우디아라비아 라빅II(약 12~13억불), 영국 교량(약 2.3억불), 터키 병원 사업 및 발전소(약 9억불), 삼성전자 등 관계사(약 0.7조원) 등이다. 2014년 수주 목표는 아직 확정되지 않았으나, 중장기 수주 계획을 감안할 때 22~24조원에 달할 전망이다.

대우건설의 2014년 실적 모멘텀은 강화될 전망이다. 우리는 회사의 내년 매출액과 영업이익이 각각 올해 추정치대비 12.1%, 17.4% 증가한 10.4조원, 5,098억원에 달할 것으로 예상한다. 이는 최근에 나타나는 양호한 분양성과와 전년말대비 4.1% 증가한 수주잔고, 9.7% 수준의 매출액 총이익률 추이를 감안한 것이다. 올해 연간 수주는 14~15조원에 달할 전망이다. 지난해 연간 수주 총액은 13.8조원으로 약 1~9% 수준의 물량 증가가 예상되는 것이다. 지역적으로 구분해 보면 국내 9조원, 해외 5~6조원이다. 연말까지 수주 성과가 예상되는 주요 해외 안건은 이라크 항만(0.7조원)과 GOSP(0.7조원) 등이다. 우리는 내년 동사의 수주를 올해 추정치 수준(14~15조원)으로 예상한다. 어려운 국내의 발주시황을 감안한 것이다. 해외에서 소폭의 물량 증가를 기대하나, 국내에서는 공공물량 감소와 신규 민간 건축 및 플랜트 물량 감소가 예상된다.

차선호주 현대건설, 대림산업

차선호주는 현대건설과 대림산업이다. 현대건설은 2014년 이익 성장이 기대되나, 그 폭이 추가적인 주택관련 대손상각비 계상 등으로 낮아질 가능성이 주된 투자 부담요인이다. 그러나 업종 대표주로서의 글로벌 수주 경쟁력과 비용 관리 능력 등을 감안할 때 중장기적인 시각에서의 매수 접근은 유효하다.

대림산업은 2014년 외형과 이익성장이 어려울 것이라 전망이 투자 부담 요인이다. 그러나 다양한 공종에 걸친 수주 경쟁력과 화학 부문의 경쟁력, 중기적인 발전소 운용 수익 발생 전망 등을 감안한 중장기적인 매수 시각은 필요하다고 판단한다.

3. 국내외 발주 시장 변화와 그 영향 분석

해외 발주시황 양극화 전망
우리의 주력 해외발주
시장은 침체 지속될 전망
국내 시황은 이전보다
개선 예상

해외 발주시황은 양극화가 예상된다. 미국 등 선진국 시장은 이전보다 물량 증가가 가능할 것이나, 중동 및 아프리카 등 이머징 마켓은 이전보다 물량 감소가 불가피할 전망이다. 이는 각 국 경제성장 전망에 기반한 건설투자 여력, 유가와 가스 가격 하락 전망을 주로 감안한 것이다. 특히 우리는 유가와 가스 가격 하락의 주된 근거인 셰일가스, 타이트오일 등 비전통 에너지원의 공급 비중 확대가 이머징 마켓 발주 시황에 가장 큰 영향을 줄 것으로 판단했다. 반면, 기존에 양호한 물량 증가를 보여왔던 발전 플랜트와 도로, 항만, 철도 등 인프라 공사 물량은 여전히 증가세가 이어질 전망이다.

국내 발주시황은 이전보다 다소 개선된 모습이 예상된다. 이는 주로 민간 아파트 분양 시황 개선을 감안한 것이다. 큰 폭은 아니겠지만, 아파트 매매가격이 안정되면서 저렴한 신규 분양 물량과 미분양 판매가 이전보다 양호한 모습을 보일 것이다. 우리는 당분간 아파트 매매가격의 상승을 예상한다. 또한 유가의 하락 안정으로 생산자 물가가 안정되고, 환율 역시 당분간 현 수준의 강세를 이어갈 것으로 원가 측면의 부담은 크지 않을 전망이다. 아파트 구매자 측면에선 전세가격의 최근 급등과 금리하락 안정, 정책적인 배려 등이 긍정적인 매수 심리를 이끌어 낼 것으로 판단한다.

도표 19. 국내외 발주 시장 변화와 영향



자료: 교보증권 리서치센터

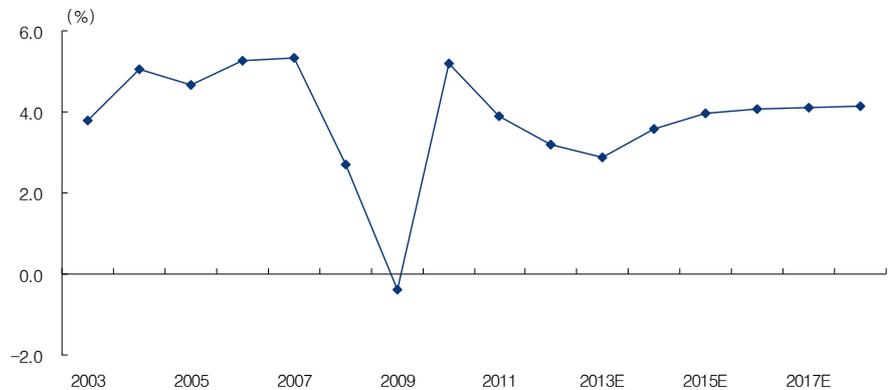
3-1. 글로벌 경제 여건 변화와 영향

3-1-1. 경제 성장 주도권 : 이머징 → 미국 등 선진국

미국 등 선진국 주도의
경제 성장
MENA 성장 둔화 전망

IMF 등 주요 전망기관은 전세계 경제가 올해를 바닥으로 회복될 것으로 예상하고 있다. IMF의 올해 전세계 경제성장률은 2.9%, 2014년과 2015년 전세계 경제성장률은 각각 3.6%, 4.0%이다. 단, 이전과 달라진 것은 2012년까지의 글로벌 경제성장률 중국과 중동&북아프리카(MENA) 지역이 이끌었다면, 내년부터는 미국 등 선진국이 주도할 것 이란 점이다.

도표 20. 전 세계 경제성장률 추이 및 전망

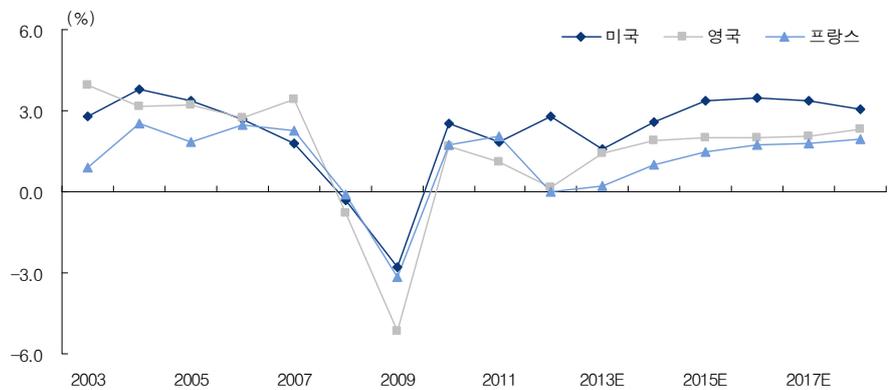


자료: IMF, 교보증권 리서치센터

2014년 미국 경제성장률
+2.6% 예상, 2006년 이후
최고 수준 기록할 듯

미국의 내년 경제성장률 전망은 2.6%에 이른다. 이는 2006년 이후 최고 수준이다. IMF는 올해 미국의 경제성장률이 1.6%에 달할 것으로 추정하고 있다. 영국과 프랑스 역시 올해보다 내년 경제성장률이 크게 증가할 전망이다. 영국과 프랑스의 올해 경제성장률 전망치는 각각 1.4%, 0.2%이며, 내년 성장률 전망치는 각각 1.9%, 1.0%이다. 영국과 프랑스의 과거 5년 평균 경제성장률은 각각 -0.6%, 0.1%였다.

도표 21. 주요 선진국 경제성장률 추이 및 전망

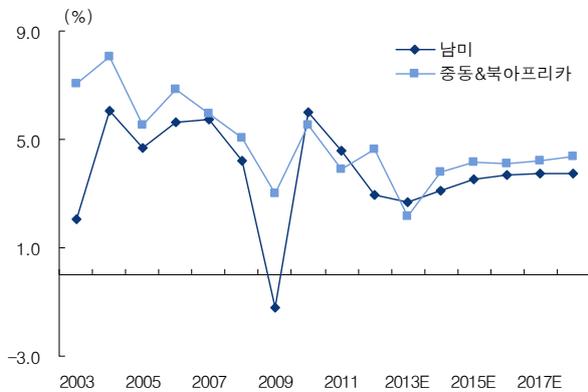


자료: IMF, 교보증권 리서치센터

**중국과 MENA지역, 남미는
경제성장률 크게 둔화**

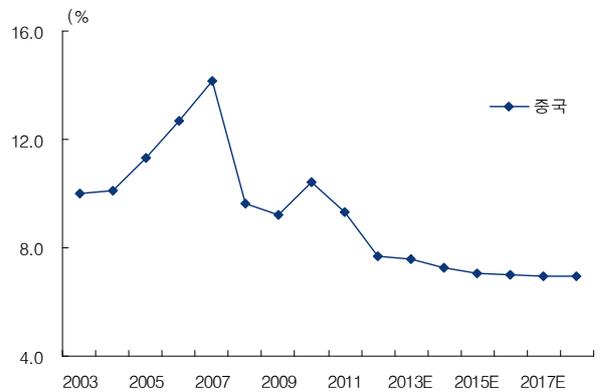
반면, 중국은 올해 7.6%에서 내년에 7.3%의 경제성장이 예상된다. 이는 최근 10년내 나타나지 않았던 가장 낮은 수준이다. 또한 MENA 지역은 올해 2.1% 경제성장장에서 내년에 3.8%로 저성장 국면에서 벗어나지 못할 것으로 예상된다. 이는 이 지역 과거 5년 평균 경제성장률이 4.4%라는 점을 감안한 것이다. 남미 지역 역시 올해보다 내년 경제성장 폭은 증가하겠지만, 저성장에 그칠 전망이다. IMF는 남미 지역의 2014년 경제성장률을 3.1%로 예상하고 있다. 남미 지역의 과거 5년 평균 경제성장률은 3.3%, 올해 경제성장률 전망치는 2.7%이다.

도표 22. 남미, 중동&북아프리카 경제성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

도표 23. 중국 경제성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

도표 24. 전 세계 경제성장률 추이 및 전망

(단위: %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
전세계	2.7	-0.4	5.2	3.9	3.2	2.9	3.6
남미	4.2	-1.2	6.0	4.6	2.9	2.7	3.1
중동&북아프리카	5.0	3.0	5.5	3.9	4.6	2.1	3.8
유럽	0.6	-4.4	2.0	1.7	-0.3	0.0	1.3
미국	-0.3	-2.8	2.5	1.8	2.8	1.6	2.6
영국	-0.8	-5.2	1.7	1.1	0.2	1.4	1.9
프랑스	-0.1	-3.1	1.7	2.0	0.0	0.2	1.0
사우디	8.4	1.8	7.4	8.6	5.1	3.6	4.4
쿠웨이트	2.5	-7.1	-2.4	6.3	6.2	0.8	2.6
중국	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	7.6	7.3
알제리	2.0	1.7	3.6	2.6	3.3	3.1	3.7

자료: IMF, 교보증권 리서치센터

3-1-2. 유가의 트렌드 변화 : 상승 → 하락

EIA, 유가 약세 전망

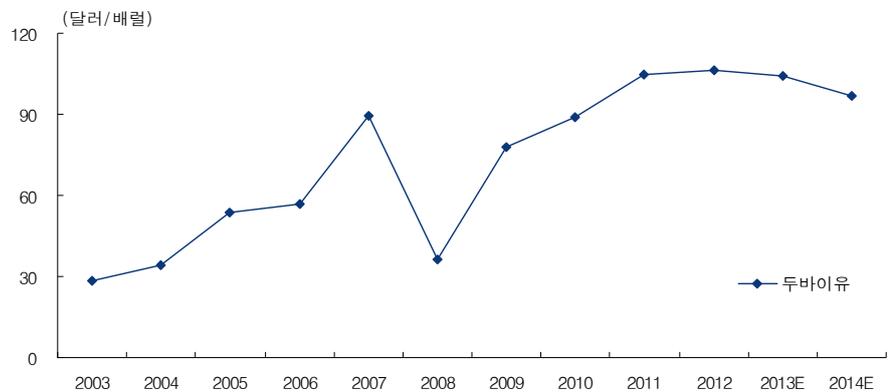
미국의 EIA와 CERA 등 국제적인 에너지 연구기관들은 당분간 WTI가 박스권 등락을 보일 것으로 예상하고 있다. 반면 두바이 유가는 지난해를 고점으로 하락할 것으로 보고 있다. 우리 업체들에게 특히 의미가 큰 두바이 유가에 대한 그들의 전망은 올해 평균가 104.36달러/배럴에서 2014년 96.75달러/배럴이다. 올해 평균가격보다 배럴당 약 8달러 하락할 것으로 예상하고 있는 것이다. LNG 가스 가격은 헨리허브의 경우, 완만한 상승이 예상된다. 인도네시아 LNG는 전망 기관의 예상이 없으나, 과거 이들 가격이 두바이 유가에 연동되어 움직여 왔음을 감안하면 하락할 것으로 보인다.

도표 25. 국제 유가 및 가스가격 추이 및 전망

	(달러/배럴)		(달러/Mil Mt Therm)	
	WTI	두바이	Henry Hub LNG	Indonesia LNG
2003	32.50	28.52	5.56	5.04
2004	43.42	34.15	5.97	6.54
2005	61.17	53.49	9.08	7.09
2006	61.17	56.71	6.57	7.29
2007	95.97	89.30	7.05	10.27
2008	44.61	36.45	8.78	7.38
2009	79.35	78.04	3.88	9.16
2010	91.40	88.80	4.24	9.95
2011	99.22	104.89	4.01	18.05
2012	88.24	106.35	2.79	17.52
2013E	98.69	104.36	3.82	-
2014E	96.21	96.75	4.12	-

자료: 한국은행 경제통계시스템, EIA, CERA, 교보증권 리서치센터

도표 26. 두바이 유가 추이 및 전망



자료: 한국은행 경제통계시스템, CERA, 교보증권 리서치센터

3-1-3. 글로벌 에너지 시장 트렌드 변화 : 전통 → 비전통

**OPEC등 원유 생산 줄고
셰일가스, 타이트 오일은
생산 증가**

글로벌 에너지 시장의 트렌드는 비전통적인(혹은 대체에너지) 에너지 공급 비중의 증가이다. 이는 앞서 언급한 글로벌 에너지 전문 연구기관의 유가 하향 안정 전망의 주된 근거이기도 하다. OPEC은 11월 자료에서 2018년 전 세계 원유 수요가 일 평균 2,920만 배럴로 올해보다 110만 배럴 줄어들 것으로 전망했다. 전통적인 오일 수요 감소를 예상하는 것이다. 이는 미국의 셰일 가스와 타이트 오일을 비롯한 대체 에너지 생산이 증가함을 감안한 것이다. 또한 OPEC은 OPEC의 글로벌 원유 시장 점유율이 향후 5년간 8% 줄어들 것으로 전망하고 있다. OPEC의 최근 보고서는 미국의 셰일 에너지 개발이 활기를 보이며 세계 에너지 판도가 바뀌고 있다고 언급하면서, 캐나다 오일 샌드, 브라질과 유럽의 바이오 연료도 에너지 공급원으로 그 역할이 증가할 것이라고 밝히고 있다.

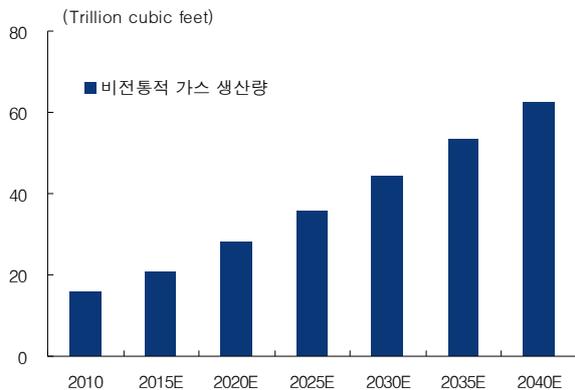
도표 27. OPEC 에너지 생산량 추이 및 전망

(단위: mb/d)

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
US & Canada	13.8	14.8	15.5	16.0	16.3	16.7	16.9
of which: tight oil	2.5	3.3	3.9	4.4	4.7	4.9	4.9
OECD	21.1	21.7	22.3	22.8	23.0	23.3	23.3
Middle East & Africa *	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.2	4.2
Non-OPEC	52.9	53.9	55.1	56.4	57.3	58.2	58.6
OPEC (incl. NGLs)	36.8	36.2	35.9	35.5	35.6	35.6	36.0
World supply	89.7	90.1	91.0	92.0	92.8	93.8	94.6

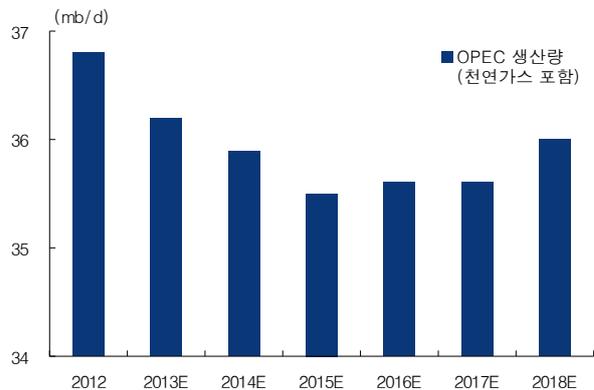
자료: OPEC, 교보증권 리서치센터(* Non-OPEC 국가)

도표 28. 비전통적 가스 생산량 추이



자료: EIA, 교보증권 리서치센터

도표 29. OPEC 에너지 생산량 추이



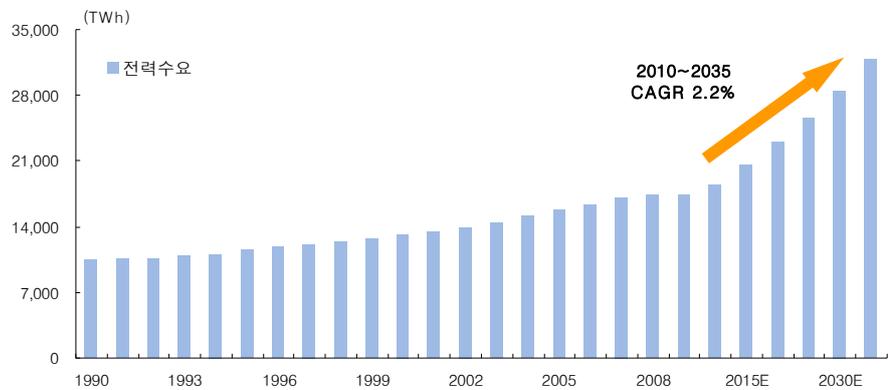
자료: OPEC, 교보증권 리서치센터

3-1-4. 전력 등 인프라 투자 트렌드 : 증가 → 급증

전력 수요 증가는 계속

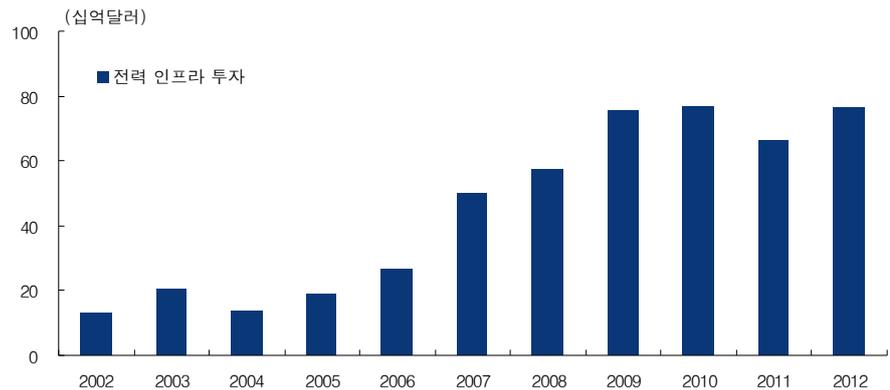
글로벌 에너지 연구기관인 미국의 EIA는 글로벌 전력 수요가 2010년부터 2035년까지 연평균 2.2%씩 증가할 것으로 예상하고 있다. 전 세계적으로 전력 플랜트 용량이 2% 이상 증가해야 하는 것이다. 도표 31에서 보는 바와 같이, 최근 2~3년 전력 인프라 투자규모는 정체 상태였다. 그러나 산업화에 따른 공업용 및 민간 전력 수요 증가를 감안할 때, 글로벌 전력 설비 투자는 다시 증가할 것으로 판단한다.

도표 30. 글로벌 전력 수요 추이 및 전망



자료: EIA, 교보증권 리서치센터

도표 31. 전력 인프라 투자규모 추이(민간부문)

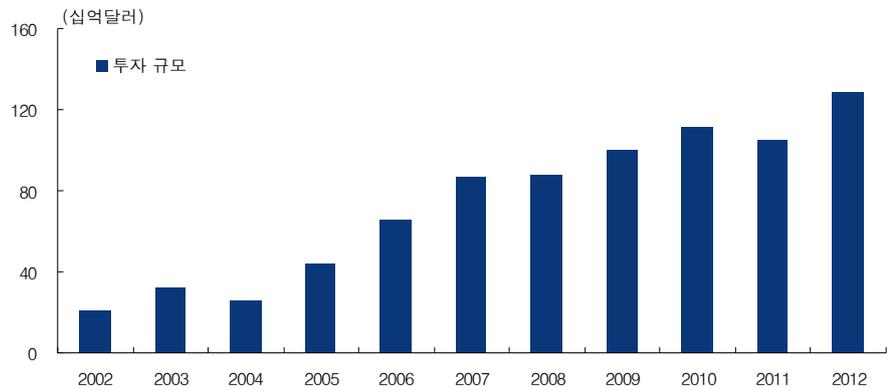


자료: World Bank, 교보증권 리서치센터

**글로벌 인프라 수요 증가
특히 도로, 철도 등 급증**

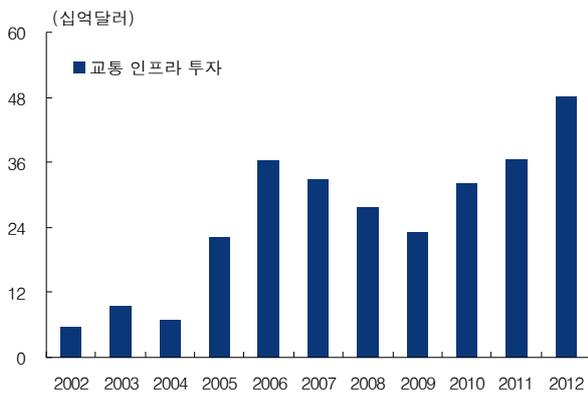
World Bank 자료에 따르면 글로벌 인프라 투자는 지속적으로 증가하고 있다. 앞서 언급한 전력 이외에도, 교통 인프라, 상하수도 인프라 투자가 대표적이다. 전력을 포함한 인프라 투자 총 규모는 최근 5년 8.2%의 연평균 성장을 기록한 바 있다. 최근 가장 투자가 급증하고 있는 분야는 교통 인프라로서, 최근 3년 동안 연 평균 27.8%씩 급증한 바 있다.

도표 32. 전력·교통·상하수도 인프라 투자규모 추이(민간부문)



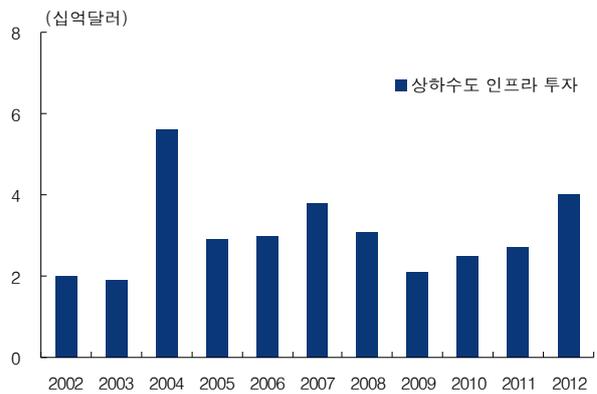
자료: World Bank, 교보증권 리서치센터

도표 33. 교통 인프라 투자규모 추이(민간부문)



자료: World Bank, 교보증권 리서치센터

도표 34. 상하수도 인프라 투자규모 추이(민간부문)



자료: World Bank, 교보증권 리서치센터

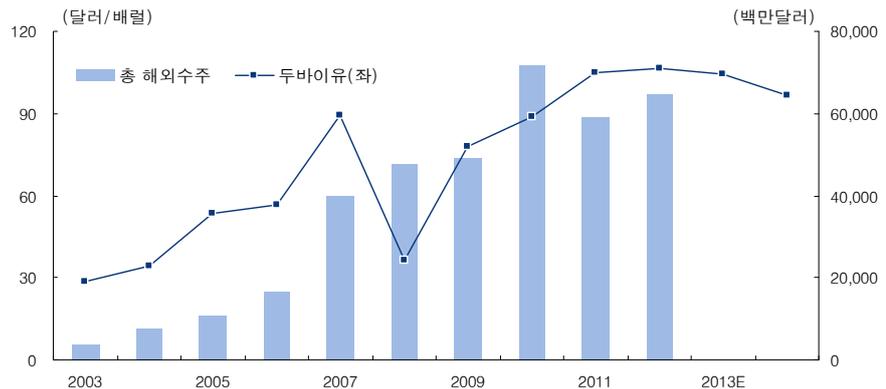
3-1-5. 국내 업체 영향

2014년 해외수주 부진 예상

우리 업체들의 2014년 해외수주는 대체로 올해보다 감소하거나 전년수준을 유지할 것으로 본다. 이는 앞서 언급한 1) MENA 등 이머징 국가들의 경제성장 둔화, 2) 두바이 유가 약세, 3) 전력과 토목, 항만, 철도 등 기타 인프라 발주 사업 증가 등을 종합적으로 감안한 결과이다. 우리는 특히 전통적인 에너지 생산 시설에 대한 투자가 당분간 큰 폭으로 감소할 것으로 예상한다. 따라서 해당 사업에 강점을 가진 업체들의 수주 여건은 당분간 크게 악화될 전망이다.

아래 차트에서 나타난 바와 같이 우리의 해외수주 물량 확보는 큰 흐름에서 두바이 유가에 연동되는 모습이다. 유가 급등이 나타난 2007년, 국내 업체의 해외수주 역시 전년대비 141.6% 급등한 398억불을 시현한 바 있다.

도표 35. 유가와 국내업체 해외수주 추이 및 전망

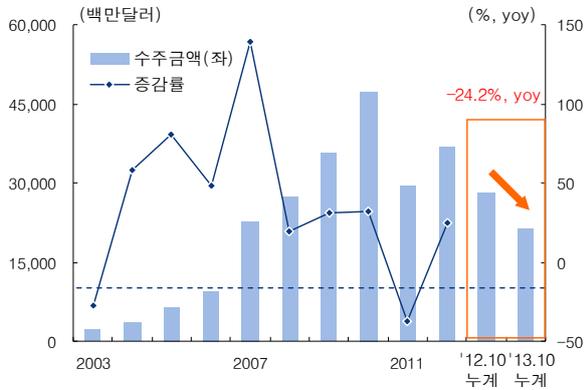


자료: 해외건설협회, 한국은행 경제통계시스템, CERA, 교보증권 리서치센터

유가 약세로 MENA지역 수주 부진 지속될 듯

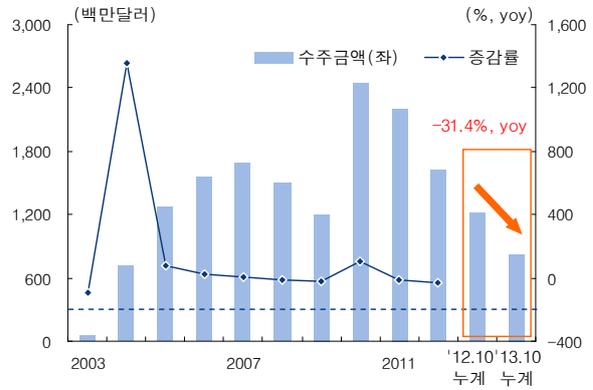
국내 업체들의 MENA(중동과 아프리카)지역 수주는 최근 3년 대체로 부진(물량 정체)했으며, 이러한 상황은 2014년에도 이어질 전망이다. 우리 업체들의 해외수주에서 차지하는 MENA지역 비중은 2012년 기준 59.3%이다. 결국 해당 지역의 발주 시황 부진은 우리 업체들의 수주 부진으로 연결될 수 밖에 없는 것이다. 2013년 10월말까지 해외건설협회 자료에 따르면, 중동과 아프리카 지역의 국내 업체 수주 누계는 각각 지난해 동기대비 24.2%, 31.4% 감소한 상황이다.

도표 36. 중동 지역 연간 수주액 및 증감률



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

도표 37. 아프리카 지역 연간 수주액 및 증감률

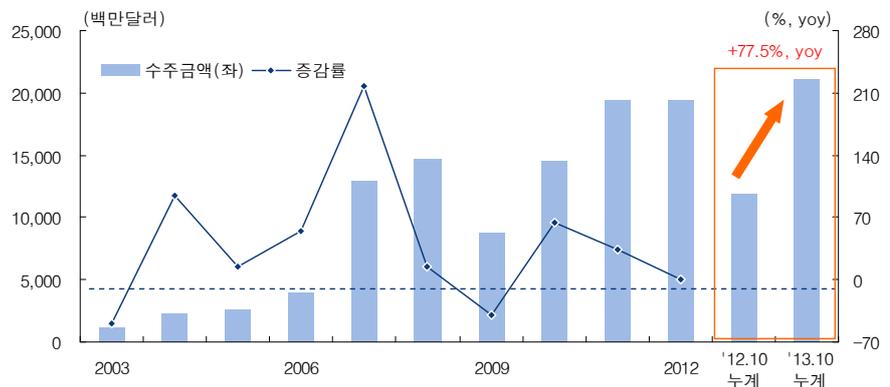


자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

금융시장 불안, 아시아 수주 물량 감소 예상

우리 업체들의 2014년 아시아 지역 수주도 2013년의 호조가 이어지기 어려울 전망이다. 이는 해당 지역 경제성장률 둔화와 오일 등 자원 가격의 하향 안정을 감안한 것이다. 특히 동남아와 인도 등지는 미국의 양적완화 축소 시 환율 상승에 따른 금융불안 가능성으로, 당분간 대규모 자본재에 대한 외자유입이 줄어들 가능성이 높다. 아시아 지역에 대한 국내 업체 수주는 2013년 10월말 기준, 전년동기대비 77.5% 급증한 211억불을 기록하고 있다. 이는 올해 10월말 누계 기준으로 중동의 213억불에 버금가는 수준이다.

도표 38. 아시아 지역 연간 수주액 및 증감률

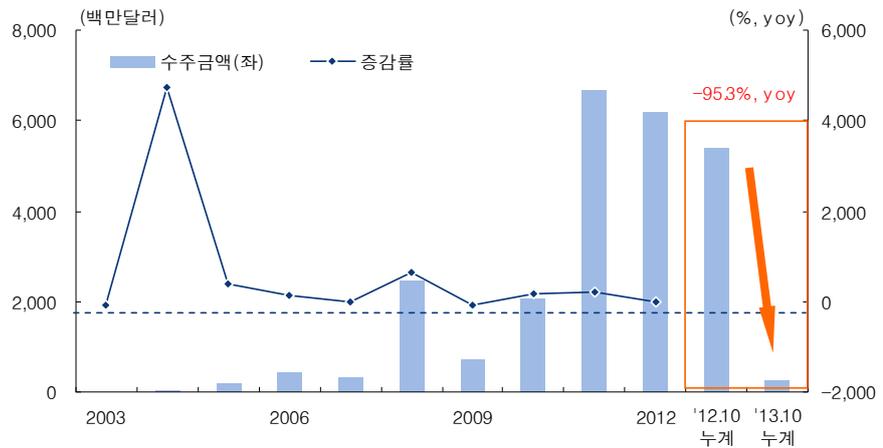


자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

중남미 수주 물량 감소 예상

2014년 중남미 수주는 규모에서 올해보다 늘어날 수 있겠지만, 절대적으로 최근 2년(2011~2012년) 평균 64억불에 크게 미치지 못할 가능성이 높아 보인다. 이는 올해 해당 지역 수주가 절대적으로 전년대비 감소할 것이라 예상과 오일 등 자원 가격의 하락, 미국의 양적완화 축소 영향 등을 감안한 것이다. 2013년 10월말 기준 중남미 지역의 국내 업체 수주 성과는 전년대비 95.3% 급감한 2.6억불에 그치고 있다.

도표 39. 중남미 지역 연간 수주액 및 증감률



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

도표 40. 국가별 수주액 및 증감률

(단위: 백만달러)

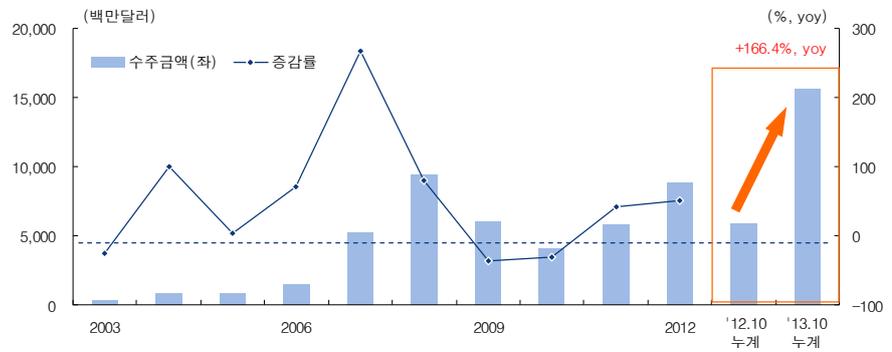
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
미국	350.0	561.9	256.2	92.1	694.9	952.7	19.1
증감률(%)	159.3	60.5	-54.4	-64.1	654.5	37.1	-98.0
사우디	3,623.6	5,054.6	4,122.0	7,203.5	10,532.0	16,588.6	16,167.3
증감률(%)	192.3	39.5	-18.4	74.8	46.2	57.5	-2.5
쿠웨이트	1,982.1	1,725.5	7,541.0	1,640.1	4,893.0	1,558.9	2,753.0
증감률(%)	-14.8	-12.9	337.0	-78.3	198.3	-68.1	76.6
알제리	9.2	5.1	1,677.5	3,726.9	156.8	438.6	2,758.1
증감률(%)	-	-44.8	32,947.6	122.2	-95.8	179.6	528.8
UAE	572.5	5,585.3	4,841.4	15,860.1	25,602.1	2,125.1	2,958.9
증감률(%)	-28.3	875.6	-13.3	227.6	61.4	-91.7	39.2
베네수엘라	-	-	3.5	20.8	-	35.2	2,200.6
증감률(%)	-	-	-	486.6	-	-	6,148.6
나이지리아	1,078.2	954.0	625.8	779.1	427.9	1,239.6	754.0
증감률(%)	9.0	-11.5	-34.4	24.5	-45.1	189.7	-39.2
인도	226.9	1,846.5	326.6	1,292.3	3,159.4	976.7	758.9
증감률(%)	18.3	713.6	-82.3	295.6	144.5	-69.1	-22.3
베트남	1,153.1	1,417.0	2,508.9	1,736.7	3,298.7	3,459.1	3,416.6
증감률(%)	1,330.8	22.9	77.1	-30.8	89.9	4.9	-1.2

자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

**토목(인프라)과 전력 공종
수주 증가 유지 전망**

국내 업체의 해외 토목관련 수주는 당분간 호조를 보일 전망이다. 그러나 양적으로 올해 물량이 급증한 점을 감안해, 절대적인 수준에서 추가적인 증가를 기대하기 어려워 보인다. 토목 관련 해외수주는 이머징 마켓 산업화에 이은 인프라 개발 수요 증가에 따른 자연스런 현상으로 판단한다. 2013년 10월말 기준, 국내 업체들의 토목 공종 해외 수주는 전년동기대비 166.4% 급증한 157억불을 기록하고 있다. 앞서 언급한 글로벌 전력 수요 급증에 따른 국내업체 수혜도 뚜렷하게 나타나고 있다. 그러나 올해 들어서는 원전 신규 사업이 글로벌 하게 지연되는 가운데, 중국 건설업체의 공격적인 화력발전소 수주 전략으로 우리의 물량 확보가 예년보다 쉽지 않은 상황이다.

도표 41. 토목공종 수주액 및 증감률 추이



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

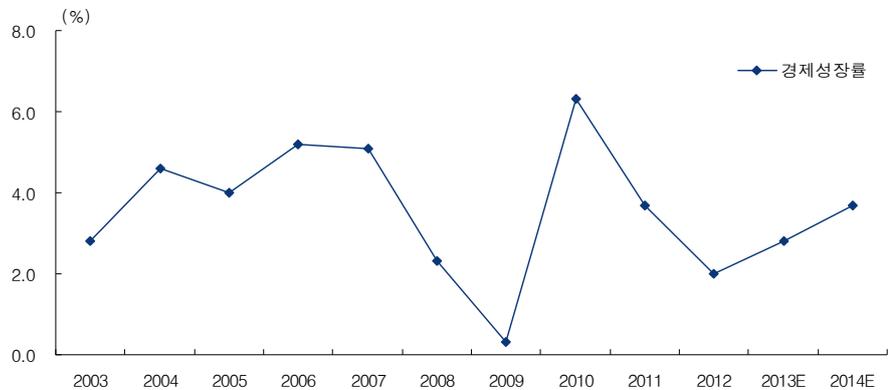
3-2. 국내 경제 여건 변화와 영향

3-2-1. 경제 성장 : 2.8% → 3.7%

국내 경기, 이전보다 좋다.

국내 총생산 증가율은 단기적으로 2012년을 바닥으로 서서히 올라오는 모습이다. IMF는 한국의 경제성장률을 올해 2.8%, 내년에는 3.7%로 예상하고 있다. 여전히 저성장 국면이나 분명한 것은 조금씩 더 좋아지고 있다는 것이다. 전체적인 소득의 증가는 민간과 공공의 건설투자 수요를 진작시키는 여건을 제공하기 때문에 일반적으로 건설 발주 시황에 긍정적이다.

도표 42. 국내 경제성장률 추이 및 전망



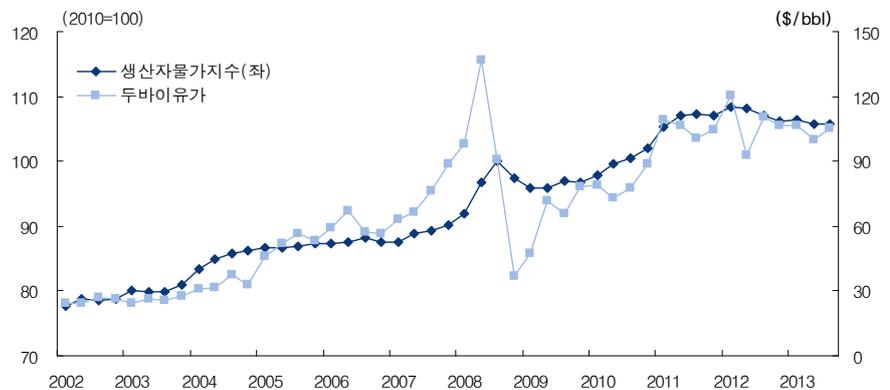
자료: 한국은행, IMF, 교보증권 리서치센터

3-2-2. 생산자 물가 : 안정 → 하락 안정

유가 하락, 물가 안정

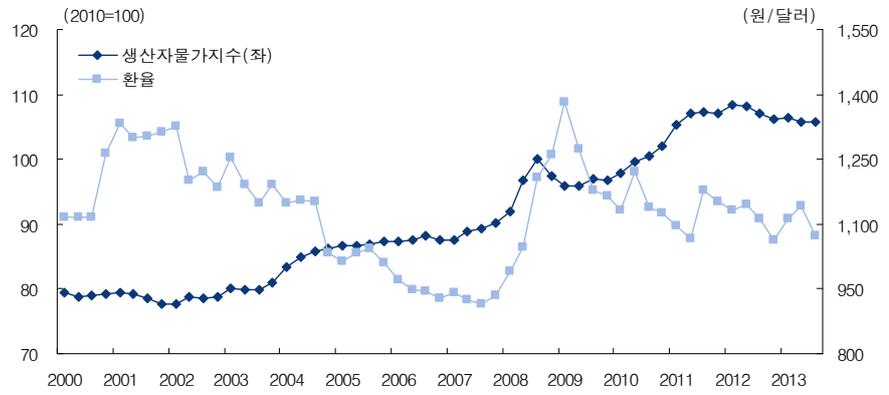
2014년 국내 생산자 물가는 대체로 안정적인 흐름을 예상한다. 이는 과거 우리의 생산자 물가가 두바이 유가에 연동되는 모습을 감안한 것이다. 우리는 앞서 글로벌 에너지 연구기관의 2014년 두바이 유가의 하락 전망을 참조한 바 있다. 과거 국내 생산자 물가와 두바이 유가는 아래 차트에서 보는 바와 같이 그 궤적을 같이 하고 있다.

도표 43. 생산자물가지수와 두바이 유가



자료: 국가통계포털, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 44. 생산자물가지수와 환율



자료: 국가통계포털, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

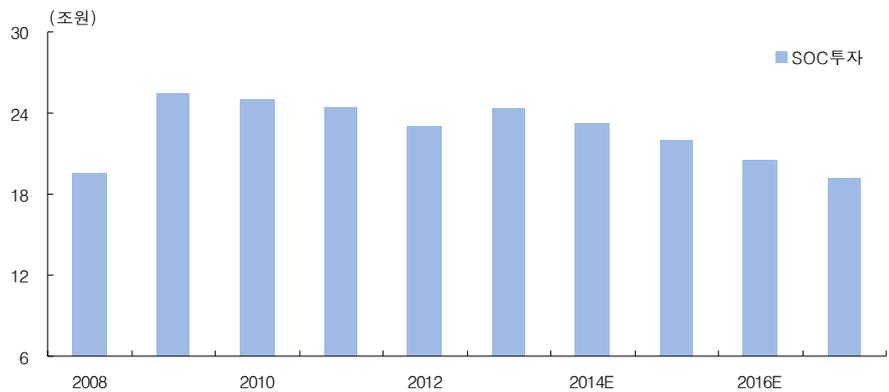
3-2-3. 공공건설 투자 : 증가 → 감소

**공공건설투자,
추세적인 감소**

국내 공공건설 투자는 점진적인 감소가 예상된다. 국가재정운용계획에 따르면 2009년과 2010년에 25조원대로 투자 정점을 기록한 이후, 정부의 SOC투자는 지속적인 감소가 이어지고 있으며, 향후 계획도 연평균 5% 수준의 감소이다. 2014년 국가의 SOC투자는 23.3조원으로 올해 계획보다 1.0조원 줄어들 것으로 보인다. 다만, 올해처럼 내년에도 SOC투자의 본 예산과 별도로 집행될 추경이 얼마나 잡힐 것이냐가 시장 규모에 다소간 변동성을 부여할 것이다.

2014년 SOC투자 예산안을 보면, 도로가 8.4조원으로 올해에 이어 가장 큰 규모의 투자가 계획되어 있으며 철도는 6.6조원의 예산이 잡혀 있는 상황이다. 도로 예산의 주된 사용처는 민자도로 보상비와 혼잡도로 개선용이다. 철도는 내년 호남 경부 고속철도 완공에 가장 많은 예산이 집행될 것으로 보인다. 항만과 공항관련 투자는 울릉도와 흑산도 공항 기본 계획수립지원 건이 주된 것이다.

도표 45. 2013~2017 국가재정운용계획 중 SOC 투자 규모



자료: 기획재정부, 교보증권 리서치센터

도표 46. 2014년 SOC 투자 예산안

(단위: 조원)

	2013 본예산	추경	2014년 예산안	비고
SOC	24.3	25.0	23.3	2013년 예산 대비 4.3% 감소
도로	8.6	9.2	8.4	민자도로 보상비 확대, 혼잡도로 개선
철도	6.9	6.9	6.6	'14년 호남·경부고속철도 완공
항만·공항	1.6	1.6	1.6	울릉도, 흑산도 공항 기본계획수립지원
수자원	2.7	2.8	2.4	'14년 성덕댐 및 부항댐 준공
물류, 지역 및 도시 등	4.5	4.6	4.4	수도권 안전운전 체험교육센터 건립

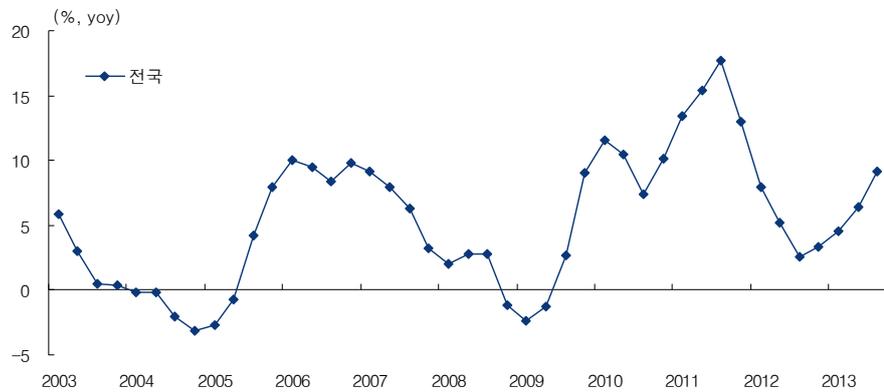
자료: 기획재정부, 교보증권 리서치센터

3-2-4. 전세가격 : 상승 → 상승

전세 가격, 구조적인
상승흐름 지속될 것

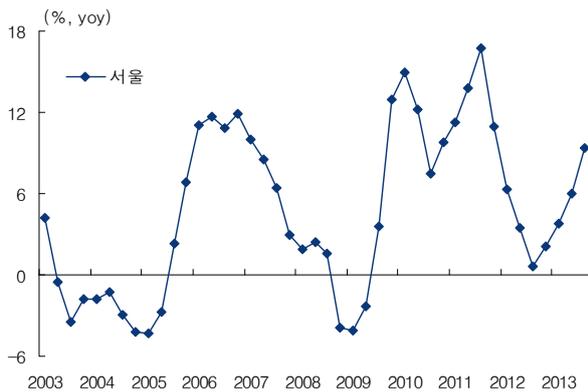
전세가격의 급증이 이어지고 있고, 당분간 지속될 전망이다. 국내 아파트 전세가격은 2009년 3분기부터 전년동기대비 상승을 시작해서, 이번 분기도 상승을 이어가고 있다. 2012년 잠깐 가격 상승이 둔화되는 모습이었지만, 2013년 접어들면서 다시 상승 폭이 커지고 있는 상황이다. 3분기 전국 아파트 전세가격은 전년동기대비 9.2% 상승했으며, 서울은 9.4%, 경기도는 12.1% 급등을 시현했다.

도표 47. 전국 전세가격 증감률



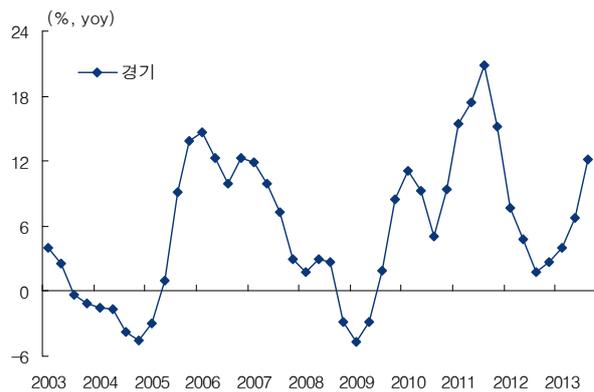
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 48. 서울 전세가격 증감률



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 49. 경기 전세가격 증감률



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

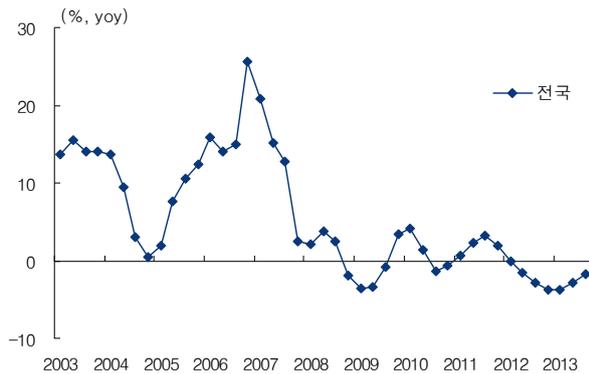
3-2-5. 매매가격 : 약보합 → 강보합

매매가격 반등, 서울과 경기 9월부터 강보합

전국 아파트 매매가격은 하락에서 소폭의 상승으로 돌아선 상황이다. 우리는 전세가격의 추가 상승, 경기회복, 저금리, 정책적인 배려 등을 감안해 당분간 매매가격이 강보합에서 움직일 것으로 판단한다.

분기별 매매가격은 최근 3분기까지 전년동기대비 하락을 이어갔다. 그러나 8/28 대책 발표 이후 상황이 달라졌다. 9월과 10월, 그리고 지난주 아파트 매매가격은 일시적인 주간 하락을 기록하기도 했지만, 대체로 상승을 기록한 것이다. 이를 감안하면 2013년 4분기 아파트 매매가격은 전년동기대비 상승 전환이 가능할 것으로 예상된다. 3분기 전국 아파트 가격은 전년동기대비 -1.7%, 서울과 경기는 각각 -3.6%, -3.3%를 기록했다.

도표 50. 전국 아파트 매매가격 증감률(재건축 포함)



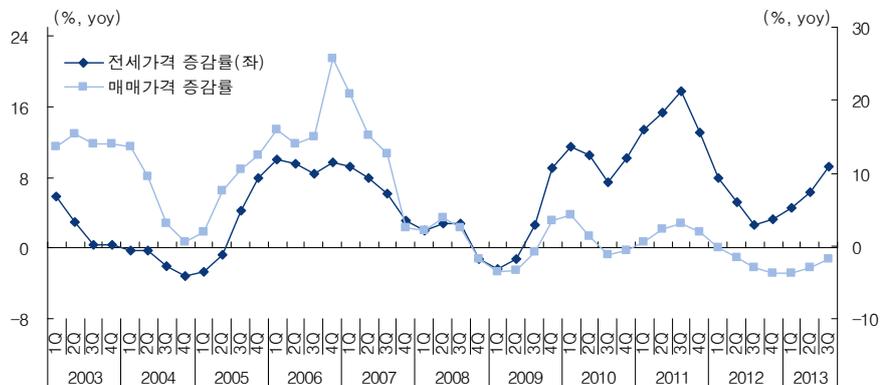
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 51. 전국 전세가격/매매가격 비중 추이



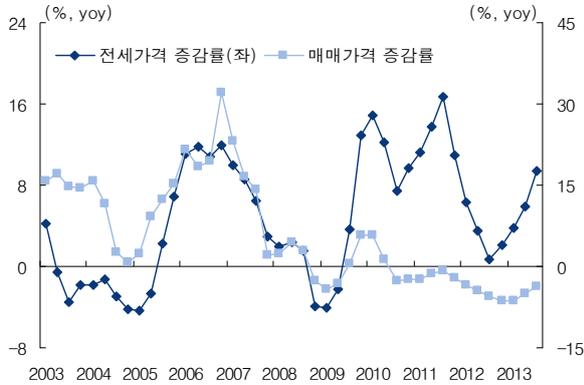
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 52. 전국 전세가격 및 매매가격 증감률



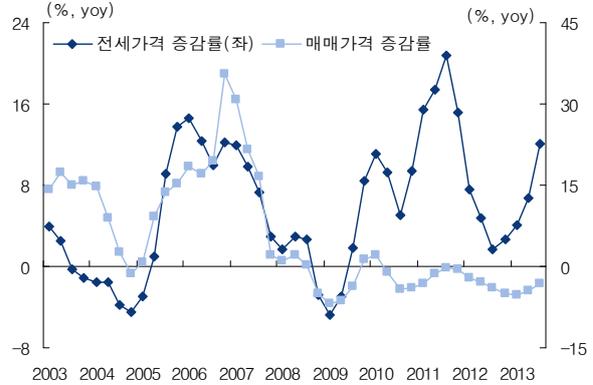
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 53. 서울 전세가격 및 매매가격 증감률



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 54. 경기 전세가격 및 매매가격 증감률



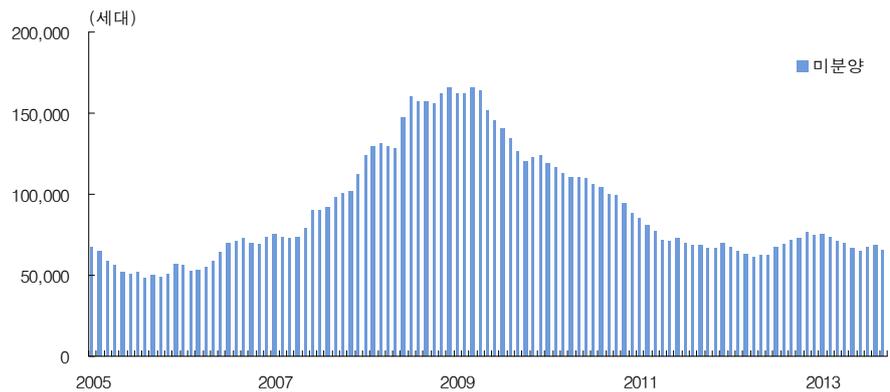
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

3-2-6. 미분양 트렌드 : 증가 → 감소

미분양 감소,
신규 분양에 긍정적

골치덩이 미분양이 8월부터 전년동월대비 감소하고 있다. 8월 미분양은 전년동월대비 2.0% 감소한 6.8만 세대를 기록했고, 9월에는 6.6만 세대로 전년동기대비 7.6% 감소하는 모습을 나타냈다. 여전히 수도권 미분양이 규모 면에서 부담이지만, 최근 서울 수도권 전세가격 급등과 해당 지역 미분양 아파트의 적극적인 프로모션으로 상당수 감소가 나타나고 있는 상황이다.

도표 55. 미분양 세대 추이



자료: 국토교통 통계누리, 교보증권 리서치센터

정책적인 배려,
당분간 지속될 것

8/28 부동산 대책으로 일단 아파트 시황을 플러스 방향으로 돌려 놓은 정부는 추가적인 아파트 시황의 안정과 거래량 증가를 위해 추가 대책을 발표하고, 이미 국회 통과를 추진 중에 있다. 현재 도입을 추진하는 주택규제완화 관련 주요 내용은 취득세율 영구 인하, 다주택자 양도세 중과 폐지, 수직 증축 리모델링 허용, 분양가 상한제 신축 운용 등이 있다.

도표 56. 주택관련 정부정책 시행안

국민주택기금 근로자서민 구입자금 지원 확대					
내용	- 부부합산 연소득 4.5천만원 이하 → 6천만원 이하('13년 한시 상향) - 대상주택 가액 3억 이하(1억 한도) → 6억 이하(2억 한도)				
적용금리(%)	- 소득-반기별로 차등화(2.8~3.6%)				
소득수준(부부합산)	10년	15년	20년	30년	
2,000만원 이하	2.8	2.9	3.0	3.1	
2,000만원~4,000만원	3.0	3.1	3.2	3.3	
4,000만원~6,000만원	3.3	3.4	3.5	3.6	
장기 주택모기지 공급					
내용	- 주택금융공사의 장기 고정금리 분할상환 방식의 주택 모기지 공급 확대 ('12년 20.2조원 → '13년 21조원 → '14년 24조원)				
수익공유형 모기지					
지원대상	- 부부합산 연소득 7,000만원 이하 무주택 세대주				
대상주택	- 전용면적 85㎡ 이하 공동주택(아파트)로 6억 이하 기존 주택 또는				
지원한도	- 주택가격의 최대 70%(호당 2억원 한도)				
지원금리	- 연 1.5% 고정금리				
대출기간	- 20년 원리금 균등분할 상환(1년 또는 3년 거치)				
처분이익 상환	- 주택매각(3년 이후), 대출만기 또는 중도상환 시 매각이익의 일부를 기금에 귀속				
조기상환	- 5년 내 매각(상환) 시 조기상환수수료 부과				
리스크관리	- 주택기금에서 해당주택 1순위 근저당권 설정, 제3자 채무인수 불가				
손익공유형 모기지					
지원대상	- 부부합산 연소득 7,000만원 이하 무주택 세대주				
대상주택	- 전용면적 85㎡ 이하 공동주택(아파트)로 6억 이하 기존 주택 또는				
지원한도	- 주택가격의 최대 40%(호당 2억원 한도)				
지원금리	- 최초 5년간 연 1%, 이후 연 2% 고정금리				
대출기간	- 20년 만기 일시상환				
처분손익 공유	- 주택매각, 대출만기 또는 중도상환시 매각손익 공유				
조기상환	- 5년 내 매각(상환)시 조기상환수수료 부과				
지원형식	- 대출계약방식(등기부상 법률적 소유권은 주택 구입자가 100% 보유)				
리스크관리	- 금융기관이 1순위, 주택기금이 2순위 근저당권 설정				
공유형 모기지 대출 승인	- 최종 확정인원 3,000명 미만 예상, 10월 8일부터 대출 승인 대상자 2,700여명에게 통보				

자료: 국토교통부, 교보증권 리서치센터

도표 57. 주택규제완화 관련 법안(추진 중)

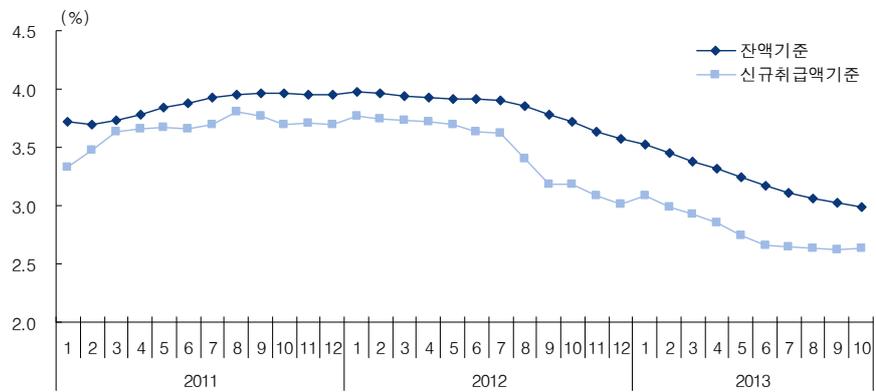
법안	법명	상임위
취득세율 영구 인하	지방세법	안행부
다주택자 등 양도세 중과 폐지	소득세법	기재부
수직증축리모델링 허용	주택법	국토부
분양가상한제 신축운영	주택법	국토부
조합원에게 2주택 공급 허용 및 현금청산시기 연장	도정법	국토부
개발부담금 한시 감면	개발이익환수법	국토부
장기모기지 이자소득공제 확대 및 월세소득공제 확대	소득세법	기재부
법인의 양도소득 30% 추가 과세 제도 폐지	법인세법	기재부
준공공임대주택 장기보유특별공제 60%	조세특례제한법	기재부
매입임대사업자 세제지원 확대	조세특례제한법	기재부

자료: 국토교통부, 교보증권 리서치센터

저금리 기조 유지

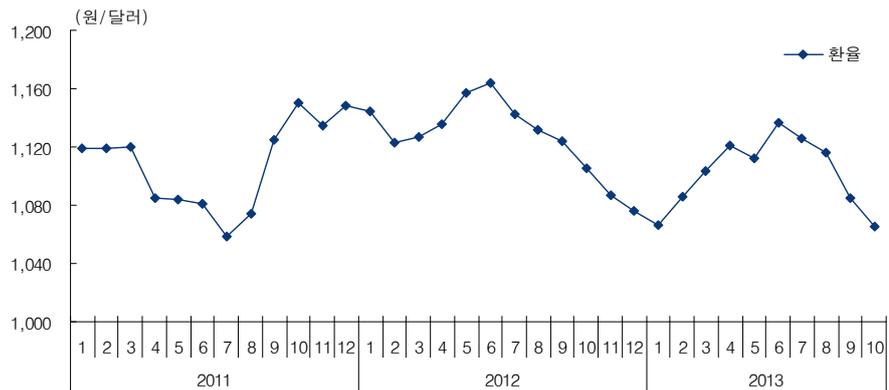
국내 아파트 대출 기준 금리인 코픽스는 2011년 8월 3.8%를 최고점으로 최근 3년 동안 하락하는 모습을 보여 주었다. 2013년 10월 금리는 2.63%이다. 일단 추가적인 하락보다는 현 수준에서 금리가 유지될 것으로 판단한다. 이는 일단 절대 금리가 낮은 수준이며, 최근 미국 양적완화 축소 가능성 등의 영향으로 추가 하락이 제한적일 수 있다는 점을 감안한 것이다. 또한 최근 아파트 매매가격 상승에 따른 대출 수요 증가 가능성도 대출 금리의 하락을 제한하는 요인이 될 전망이다.

도표 58. COFIX 금리 추이



자료: 전국은행연합회, 교보증권 리서치센터

도표 59. 원/달러 환율 추이



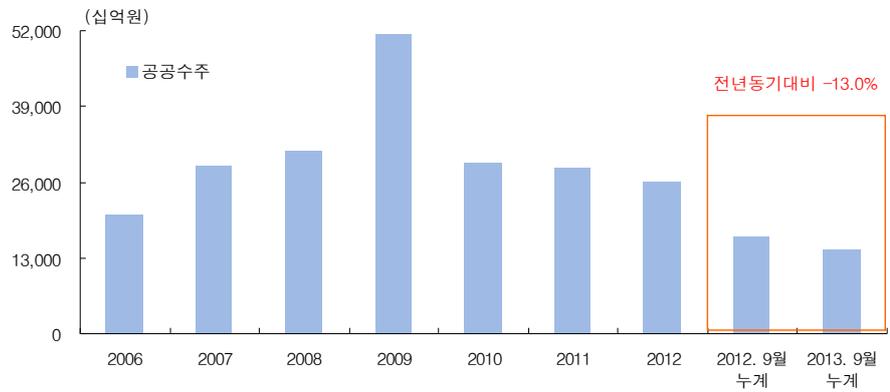
자료: 한국은행 경제통계시스템, 교보증권 리서치센터

3-2-7. 국내 업체 영향

공공 부진, 민간 아파트 시황 개선 예상

당 리서치는 국내 시황의 양극화를 예상한다. 과거와 달리 공공분야의 발주 물량은 정책적인 배려 부족으로 지속적인 감소가 불가피할 전망이다. 또한 SOC투자의 경우, 대체로 최소보장수익률 조건이 배제됨으로써 민자 사업의 활성화를 기대하기도 어려운 상황이다. 따라서 공공사업에 매출 포트폴리오가 편중된 업체의 경우, 실적 악화가 우려된다.

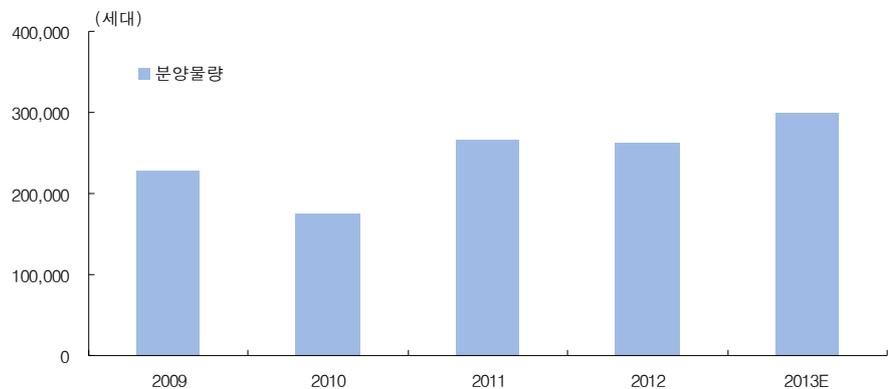
도표 60. 연간 공공수주 물량 추이



자료: 국가통계포털, 교보증권 리서치센터

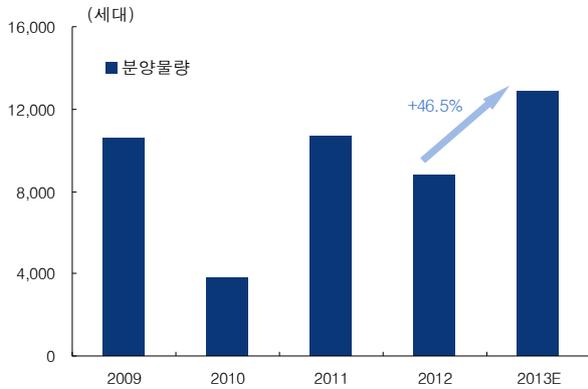
반면에 국내 아파트 발주 시황은 전보다는 좋은 모습을 기대한다. 큰 폭은 아니지만, 일단 아파트 매매가격이 상승하고 있고, 이를 받쳐주는 정책과 전세가격 급등, 저금리 등도 시황에 긍정적이기 때문이다. 따라서 우리는 국내 아파트 사업에 강점을 가진 업체들의 분양 증가, 미분양 감소를 통한 실적 개선을 기대한다.

도표 61. 연간 전국 분양물량



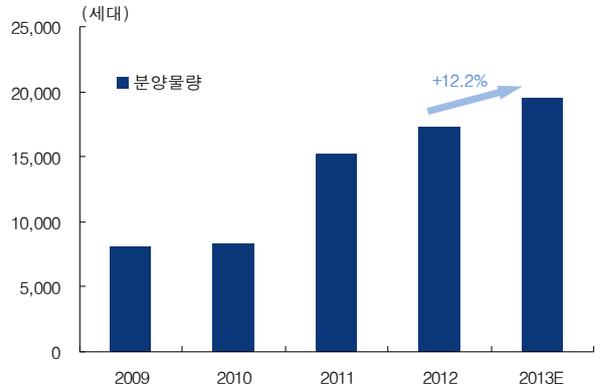
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 62. 삼성물산 연간 분양물량 추이 및 전망



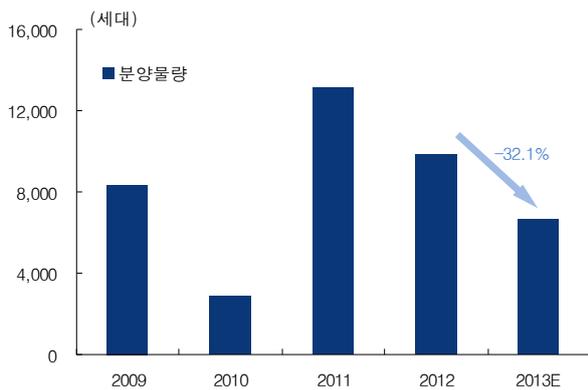
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 63. 대우건설 연간 분양물량 추이 및 전망



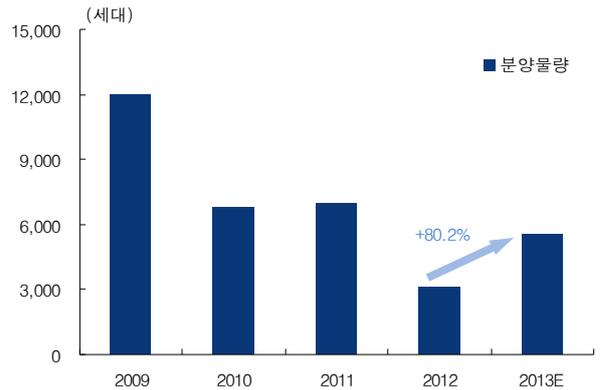
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 64. 현대건설 연간 분양물량 추이 및 전망



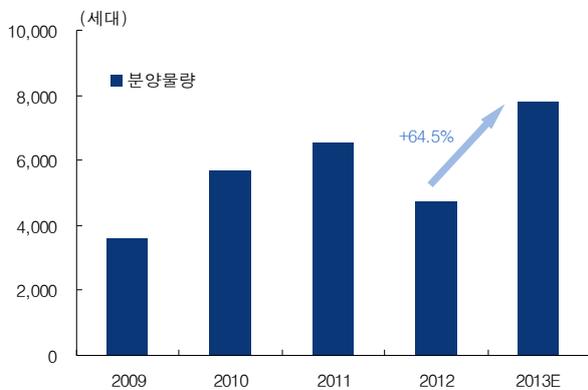
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 65. 대림산업 연간 분양물량 추이 및 전망



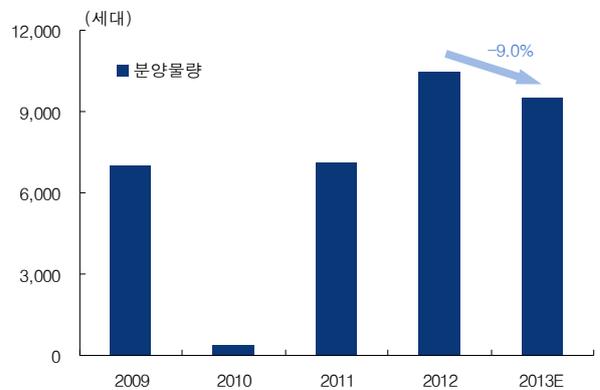
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 66. GS건설 연간 분양물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 67. 현대산업개발 연간 분양물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

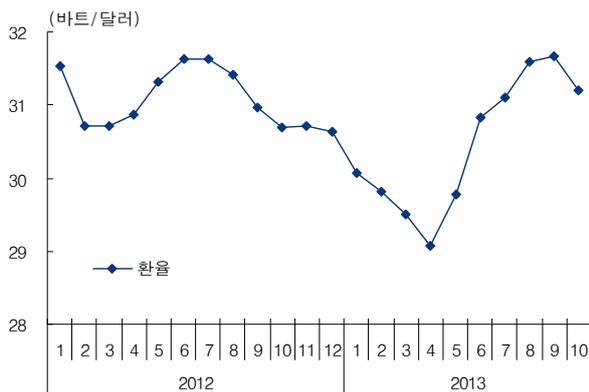
4. 2014년 최대 리스크 : 이머징마켓 금융불안

기업가치 전망 불안 요인 : 양적완화 축소 시 우려되는 이머징 국가 금융불안

2014년 국내외 발주시황의 최대 변수이자 리스크는 미국의 양적완화 축소에 따른 이머징 시장의 충격, 이로 인한 발주시스템 붕괴 및 공사 현장의 손익 악화 가능성이다. 이미 올해 한차례 나타난 바와 같이 태국, 인도네시아 등 이머징 국가들의 경우, 미국의 양적완화 축소는 해당 국가 금융시장에 큰 부담을 줄 것이다.

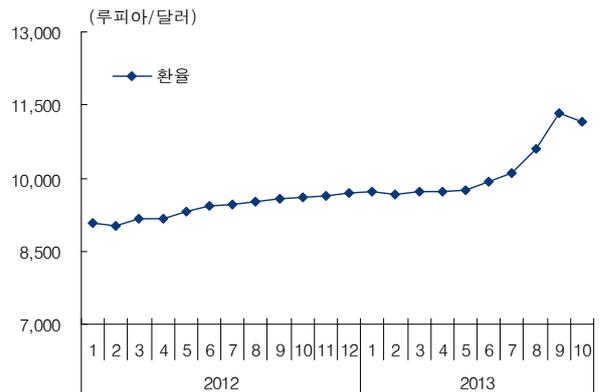
우리는 앞서 언급한 바와 같이 이러한 금융시장 불안 가능성만 가지고도 이머징 시장에 대한 대규모 자본재 투자(외자)는 쉽지 않다고 생각한다. 그리고 실제 상황에서 양적완화 축소로 인한 이머징 시장 금융시장 충격이 커진다면, 해당 국가의 발주 시스템은 정지될 것이다. 또한 해당 국가에서 진행되는 각종 공사 현장은 주로 공기 지연과 공사비 증가 등으로 수익성 악화가 불가피할 전망이다.

도표 68. 태국 환율 추이



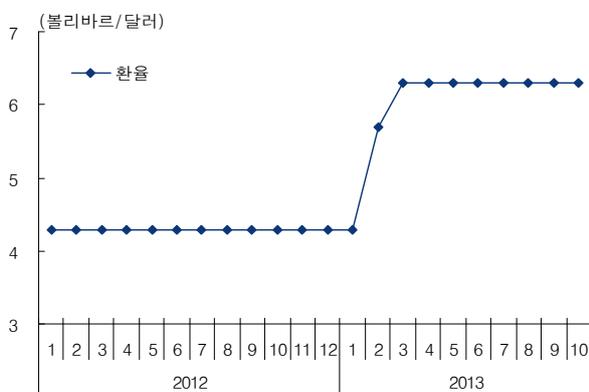
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 69. 인도네시아 환율 추이



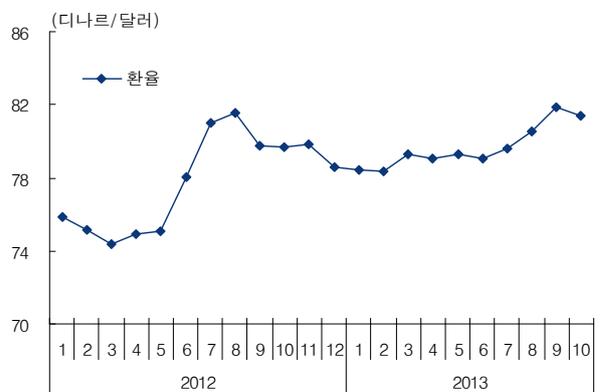
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 70. 베네수엘라 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 71. 알제리 환율 추이

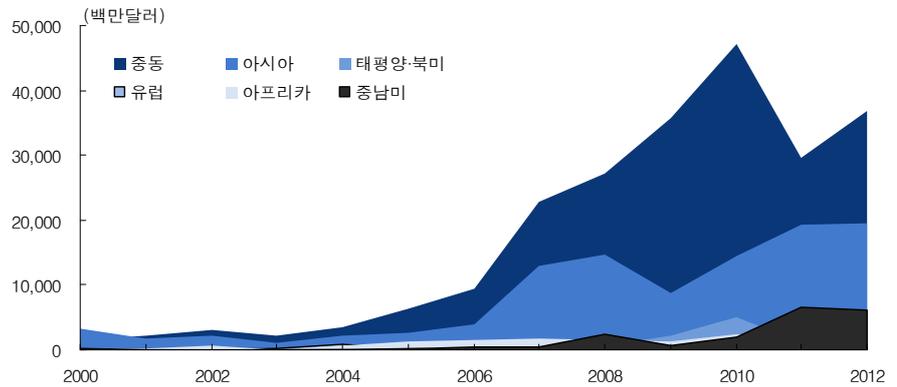


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

국내 건설업체,
주요 이머징 국가
수주 비중 크다는 부담

해외건설협회 자료를 참고하면, 우리 업체들의 중동과 아프리카, 아시아 국가들에 대한 수주 비중은 89.3% (2012년 기준)이다. 따라서 미국 중앙은행에 의한 양적완화 축소에 따른 이머징 마켓의 금융시장 불안이 나타난다면, 우리 업체들은 그 피해에서 벗어나기 어려울 전망이다. 2013년 10월말 기준 중동, 아프리카, 아시아 국가들에 대한 수주 비중은 85.8%이다.

도표 72. 지역별 수주 실적



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

삼성물산 000830

Nov 14, 2013

Buy [유지]
TP 82,300원 [유지]

Company Data

현재가(11/12)	62,200 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	68,500 원
52 주 최저가(보통주)	51,600 원
KOSPI (11/12)	1,995.48p
KOSDAQ (11/12)	510.73p
자본금	8,043 억원
시가총액	98,406 억원
발행주식수(보통주)	15,622 만주
발행주식수(우선주)	465 만주
평균거래량(60 일)	47.8 만주
평균거래대금(60 일)	308 억원
외국인지분(보통주)	23.72%
주요주주	
삼성 SDI 외 7 인	14.22%
국민연금공단	12.14%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6%	3.7%	9.9%
상대주가	-3.2%	1.0%	4.7%

결국은 이익 성장, 2014년 영업이익의 급등 전망

이익 급증 예상, 밸류에이션도 매력적

건설업중 최선호주 삼성물산에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 82,300원을 유지한다. 투자포인트는 급증한 수주잔고와 상사부문 체질개선에 따른 실적개선 전망이다. 우리는 회사의 2014년 영업이익을 올해 당사 추정치 대비 47.0% 급증한 7,232억원으로 예상한다. 고성장을 감안한 밸류에이션도 PBR 0.8배로 매력적이다.

2014년 영업이익의 47.0% 급등한 7,232억원 예상

우리는 회사의 2014년 매출액과 영업이익을 각각 32.0조원(+9.2%, yoy), 7,232억원(+47.0%, yoy)으로 예상한다. 이익 추정치의 주요 변수는 삼성전자 관련 국내 반도체 공사 물량과 호주 로이힐 원가율 추이 등이다. 그러나 우리의 이익 추정이 다소 보수적임을 감안할 때, 영업이익이 전망치를 하회할 가능성은 낮다고 판단한다.

연간 수주 20조원(+47.4%, yoy) 이상, 2014년에도 22조원 이상

올해 연간 수주는 20조원을 상회할 전망이다. 이는 3분기 누계 수주 실적(15.7조원)과 현재 확보된 물량(약 3.3조원)을 감안한 것이다. 거의 확보된 물량은 사우디아라비아 라빅III(약 12-13억불), 영국 교량(약 2.3억불), 터키 병원 사업 및 발전소(약 9억불), 삼성전자 등 관계사(약 0.7조원) 등이다. 2014년 수주 목표는 아직 확정되지 않았으나, 중장기 수주 계획을 감안할 때 22~24조원에 달할 전망이다.

Forecast earnings & Valuation

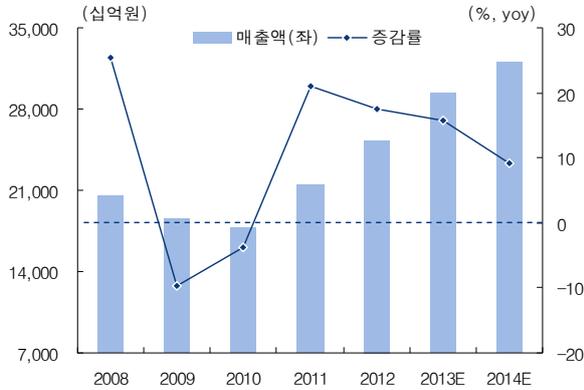
12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	21,546	25,326	29,325	32,035	34,833
YoY(%)	21.0	17.5	15.8	9.2	8.7
영업이익 (십억원)	597	490	492	723	856
OP 마진(%)	2.8	1.9	1.7	2.3	2.5
순이익 (십억원)	409	465	433	628	737
EPS(원)	2,559	2,870	2,667	3,877	4,550
YoY(%)	-17.3	12.2	-7.1	45.4	17.4
PER(배)	26.6	21.8	23.3	16.0	13.7
PCR(배)	17.8	13.8	10.8	8.9	8.0
PBR(배)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	19.3	20.2	19.5	13.6	11.4
ROE(%)	4.5	4.3	3.6	5.0	5.6



| 건설 |

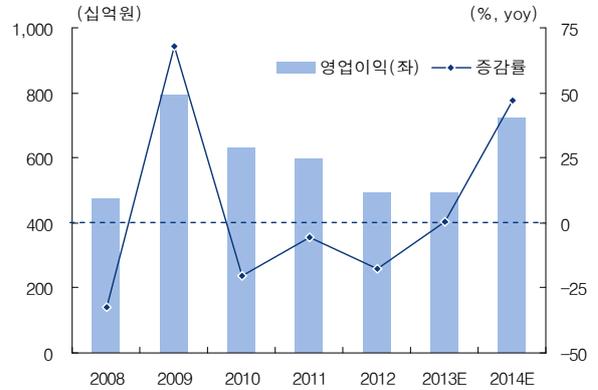
연구위원 조주형
3771-9675
jhcho@iprovest.com

도표 73. 연간 매출액 및 증감률



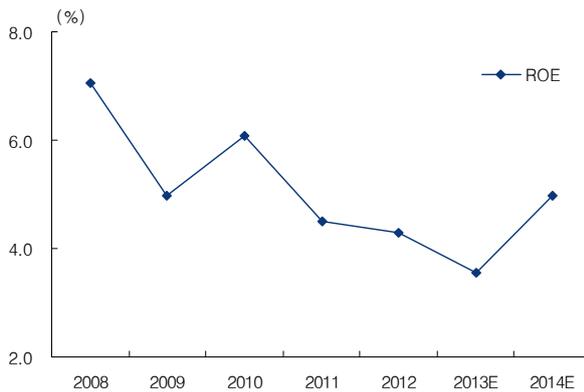
자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

도표 74. 연간 영업이익 및 증감률



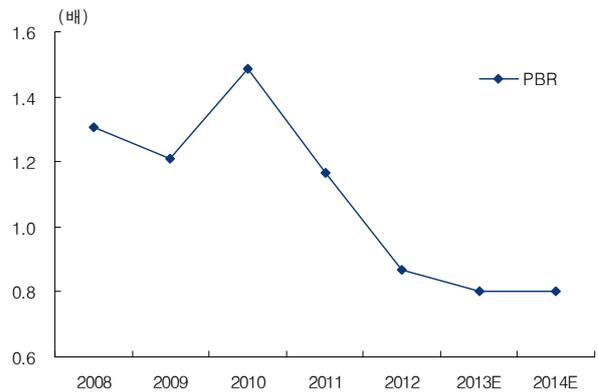
자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

도표 75. 연간 ROE 추이



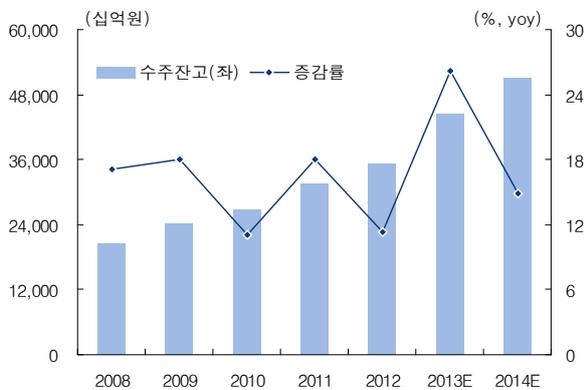
자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

도표 76. 연간 PBR 추이



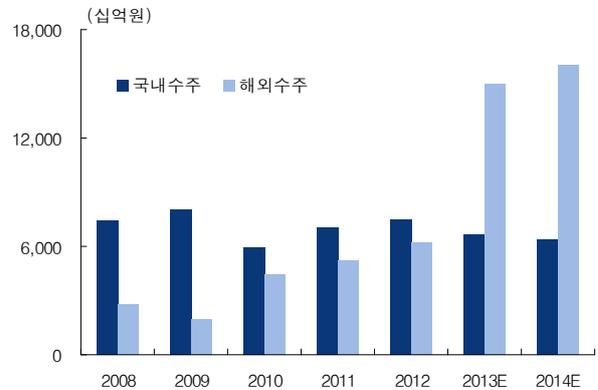
자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

도표 77. 연간 수주잔고 및 증감률 추이



자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

도표 78. 연간 수주규모 추이



자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

[삼성물산 000830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	21,546	25,326	29,325	32,035	34,833
매출원가	19,843	23,317	27,294	29,720	32,298
매출총이익	1,702	2,009	2,032	2,315	2,535
매출총이익률 (%)	7.9	7.9	6.9	7.2	7.3
판매비와관리비	1,351	1,518	1,540	1,592	1,679
영업이익	597	490	492	723	856
영업이익률 (%)	2.8	1.9	1.7	2.3	2.5
EBITDA	719	651	650	880	1,011
EBITDA Margin (%)	3.3	2.6	2.2	2.7	2.9
영업외손익	13	65	49	62	65
관계기업손익	118	30	42	44	44
금융수익	95	129	97	107	104
금융비용	-200	-236	-177	-178	-170
기타	0	142	87	89	87
법인세비용차감전순이익	610	556	541	785	921
법인세비용	201	90	108	157	184
계속사업순이익	409	465	433	628	737
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	409	465	433	628	737
당기순이익률 (%)	1.9	1.8	1.5	2.0	2.1
비배지분순이익	7	15	14	20	23
지배지분순이익	402	451	419	608	713
지배순이익률 (%)	1.9	1.8	1.4	1.9	2.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	497	1,792	1,792	1,792	1,792
포괄순이익	906	2,257	2,225	2,420	2,528
비배지분포괄이익	11	-1	-1	-1	-1
지배지분포괄이익	895	2,258	2,225	2,420	2,529

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-312	633	366	514	602
당기순이익	409	465	433	628	737
비현금항목의 가감	195	260	480	480	506
감가상각비	122	161	158	157	155
외환손익	40	0	-17	-54	-33
지분법평가손익	-151	-54	-42	-44	-44
기타	184	153	382	421	427
자산부채의 증감	-776	-267	-355	-365	-393
기타현금흐름	-141	174	-192	-229	-247
투자활동 현금흐름	-763	-574	-274	-263	-251
투자자산	-740	-71	-34	-39	-9
유형자산	-135	-380	-150	-150	-150
기타	112	-123	-90	-75	-92
재무활동 현금흐름	1,232	342	-296	-260	-280
당기차입금	1,083	-265	-201	-223	-246
사채	697	797	0	62	61
장기차입금	203	91	-45	-51	-48
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-77	-79	-76	-76	-76
기타	-675	-201	26	27	29
현금의 증감	144	376	156	563	288
기초 현금	858	1,002	1,378	1,534	2,097
기말 현금	1,002	1,378	1,534	2,097	2,384
NOPLAT	400	411	394	579	685
FCF	-389	-75	47	220	297

자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	8,146	9,701	10,479	11,525	12,396
현금및현금성자산	1,002	1,378	1,534	2,097	2,384
매출채권 및 기타채권	4,899	5,299	5,754	6,125	6,555
재고자산	727	1,420	1,527	1,631	1,759
기타유동자산	1,518	1,604	1,664	1,672	1,698
비유동자산	12,776	16,263	15,692	15,308	15,196
유형자산	1,009	1,250	1,181	1,150	1,120
관계기업투자금	1,164	1,057	1,075	1,093	1,100
기타금융자산	8,660	11,618	11,941	11,571	11,481
기타비유동자산	1,943	2,339	1,495	1,495	1,495
자산총계	20,922	25,964	26,172	26,833	27,592
유동부채	7,448	8,727	8,823	8,881	8,927
매입채무 및 기타채무	2,959	3,528	3,760	3,982	4,212
차입금	1,991	1,614	1,412	1,190	944
유동상채무	208	596	626	657	690
기타유동부채	2,290	2,989	3,024	3,052	3,082
비유동부채	3,989	5,548	5,314	5,381	5,450
차입금	1,027	1,200	1,155	1,103	1,055
사채	1,005	1,496	1,496	1,558	1,619
기타비유동부채	1,957	2,853	2,663	2,720	2,777
부채총계	11,437	14,275	14,136	14,261	14,377
지배지분	9,385	11,588	11,931	12,463	13,100
자본금	804	804	804	804	804
자본잉여금	1,022	1,057	1,057	1,057	1,057
이익잉여금	2,040	2,468	2,811	3,343	3,980
기타자본변동	-300	-293	-293	-293	-293
비배지분	100	101	104	109	114
자본총계	9,485	11,689	12,035	12,572	13,215
총차입금	4,231	4,905	4,688	4,508	4,307

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,559	2,870	2,667	3,877	4,550
PER	26.6	21.8	23.3	16.0	13.7
BPS	58,340	72,035	74,168	77,475	81,437
PBR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
EBITDAPS	4,468	4,047	4,042	5,470	6,286
EV/EBITDA	19.3	20.2	19.5	13.6	11.4
SPS	137,920	162,119	187,721	205,067	222,976
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	-2,419	-466	290	1,369	1,847
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	21.0	17.5	15.8	9.2	8.7
영업이익 증가율	-5.6	-17.9	0.3	47.0	18.4
순이익 증가율	-17.7	13.8	-7.0	45.1	17.3
수익성					
ROIC	12.9	10.4	9.6	13.4	14.9
ROA	2.1	1.9	1.6	2.3	2.6
ROE	4.5	4.3	3.6	5.0	5.6
안정성					
부채비율	120.6	122.1	117.5	113.4	108.8
순차입금비율	20.2	18.9	17.9	16.8	15.6
이자보상배율	4.1	3.3	4.5	6.8	8.5

대우건설 047040

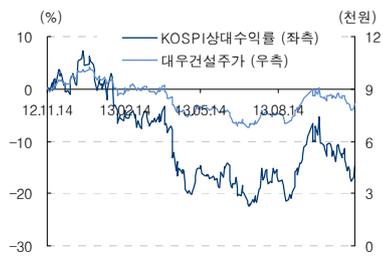
Nov 14, 2013

Buy [유지]
TP 10,000원 [유지]

Company Data

현재가(11/12)	8,140 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	10,250 원
52 주 최저가(보통주)	6,760 원
KOSPI (11/12)	1,995.48p
KOSDAQ (11/12)	510.73p
자본금	20,781 억원
시가총액	33,832 억원
발행주식수(보통주)	41,562 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	40.9 만주
평균거래대금(60 일)	34 억원
외국인지분(보통주)	7.22%
주요주주	
케이디비밸류제육호유한회사 외 3인	51.53%
에스이비티투자유한회사	12.28%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8%	3.4%	-8.0%
상대주가	-4.4%	0.8%	-12.4%

이익 증가 + 주택사업 리스크 감소

2014년 이익 모멘텀 증가 예상, 아파트 시장 개선의 최대 수혜주

업종 최선호주 대우건설에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 10,000원을 유지한다. 투자 포인트는 1) 최근 분양 성과 호조와 전년말대비 증가한 수주잔고를 감안한 2014년 실적개선, 2) 미착공 PF대출 규모의 감소와 아파트 매매시황 개선에 따른 수혜이다. 밸류에이션도 이익 성장을 감안할 때, PBR 1.0배 수준으로 매력적인 구간에 위치해 있다.

2014년 영업이익 17.4% 증가한 5,098억원 예상

회사의 2014년 실적 모멘텀은 강화될 전망이다. 우리는 회사의 내년 매출액과 영업이익이 각각 올해 추정치대비 12.1%, 17.4% 증가한 10.4조원, 5,098억원에 달할 것으로 예상된다. 이는 최근에 나타나는 양호한 분양성과와 전년말대비 4.1% 증가한 수주잔고, 9.7% 수준의 매출액 총이익률 추이를 감안한 것이다.

연간 수주, 14~15조원 수준 유지

올해 연간 수주는 14~15조원에 달할 전망이다. 지난해 연간 수주 총액은 13.8조원으로 약 1~9% 수준의 물량 증가가 예상되는 것이다. 지역적으로 구분해 보면 국내 9조원, 해외 5~6조원이다. 연말까지 수주 성과가 예상되는 주요 해외 안건은 이라크 항만(0.7조원)과 GOSP(0.7조원) 등이다.

우리는 내년 동사의 수주를 올해 추정치 수준(14~15조원)으로 예상한다. 어려운 국내외 발주시황을 감안한 것이다. 해외에서 소폭의 물량 증가를 기대하나, 국내에서는 공공물량 감소와 신규 민간 건축 및 플랜트 물량 감소가 예상된다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	7,020	8,223	9,262	10,385	11,439
YoY(%)	3.5	17.1	12.6	12.1	10.1
영업이익 (십억원)	332	346	434	510	573
OP 마진(%)	4.7	4.2	4.7	4.9	5.0
순이익 (십억원)	174	173	166	234	296
EPS(원)	426	426	408	576	729
YoY(%)	흑전	-0.1	-4.0	40.9	26.5
PER(배)	24.6	23.4	19.9	14.1	11.2
PCR(배)	9.9	7.8	5.5	4.8	4.3
PBR(배)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	14.3	16.3	11.4	9.9	8.7
ROE(%)	5.3	5.3	4.9	6.6	7.7



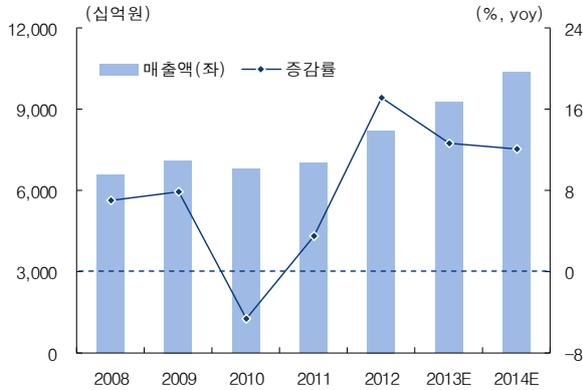
| 건설 |

연구위원 조주형

3771-9675

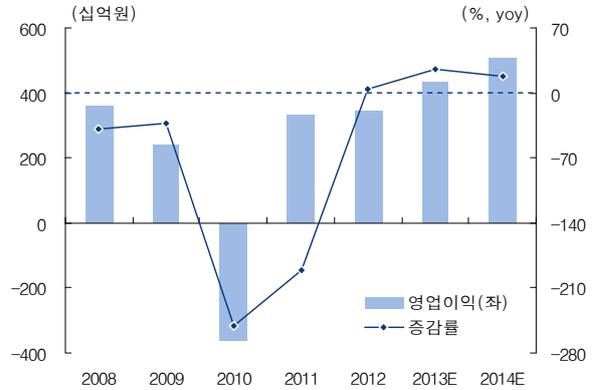
jhcho@iprovest.com

도표 79. 연간 매출액 및 증감률



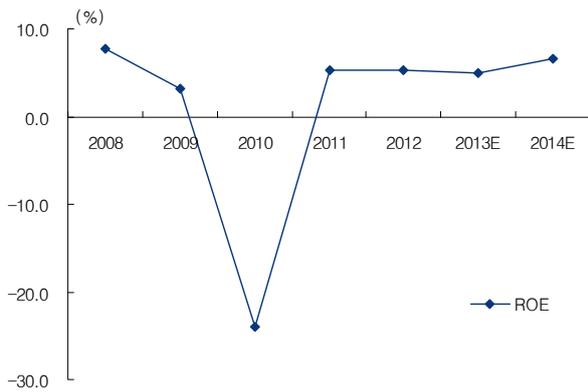
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

도표 80. 연간 영업이익 및 증감률



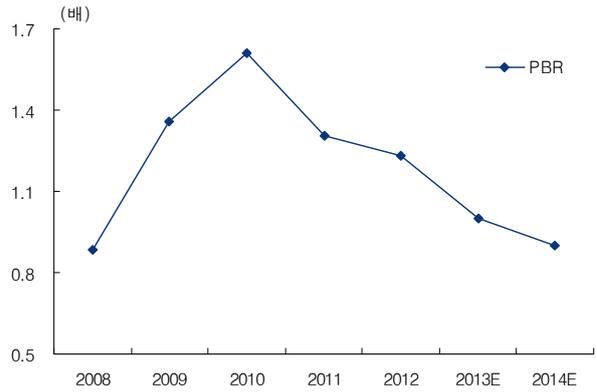
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

도표 81. 연간 ROE 추이



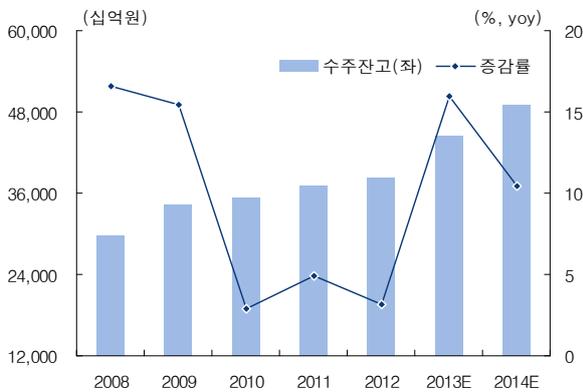
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

도표 82. 연간 PBR 추이



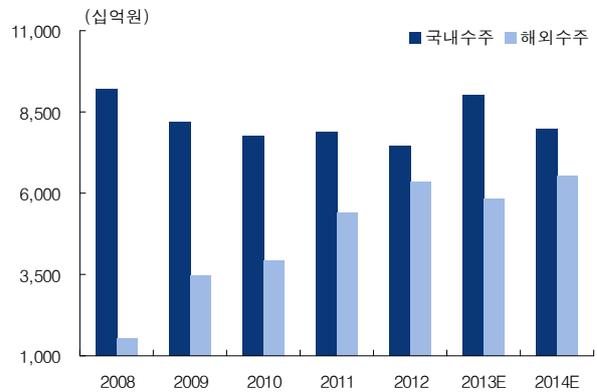
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

도표 83. 연간 수주잔고 및 증감률 추이



자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

도표 84. 연간 수주규모 추이



자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[대우건설 047040]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	7,020	8,223	9,262	10,385	11,439
매출원가	6,337	7,404	8,364	9,377	10,328
매출총이익	683	820	897	1,008	1,111
매출총이익률 (%)	9.7	10.0	9.7	9.7	9.7
판매비와관리비	355	474	463	498	538
영업이익	332	346	434	510	573
영업이익률 (%)	4.7	4.2	4.7	4.9	5.0
EBITDA	391	397	487	563	620
EBITDA Margin (%)	5.6	4.8	5.3	5.4	5.4
영업외손익	-122	-118	-197	-175	-149
관계기업손익	2	0	0	0	0
금융수익	62	42	36	30	32
금융비용	-196	-136	-124	-115	-108
기타	10	-24	-110	-90	-73
법인세비용차감전순이익	210	228	238	335	424
법인세비용	36	55	71	101	127
계속사업순이익	174	173	166	234	296
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	173	166	234	296
당기순이익률 (%)	2.5	2.1	1.8	2.3	2.6
비지배지분순이익	-4	-4	-4	-5	-7
지배지분순이익	177	177	170	239	303
지배지분이익률 (%)	2.5	2.2	1.8	2.3	2.6
매도가능금융자산평가	-80	21	21	21	21
기타포괄이익	-36	-186	-186	-186	-186
포괄순이익	58	8	1	69	132
비지배지분포괄이익	-3	-10	-2	-82	-156
지배지분포괄이익	61	18	3	152	288

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-106	-1,143	-432	-424	-275
당기순이익	174	173	166	234	296
비현금항목의 가감	265	350	442	467	478
감가상각비	54	46	48	49	42
외환손익	6	-8	4	2	1
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	207	313	390	417	435
자산부채의 증감	-466	-1,558	-881	-939	-845
기타현금흐름	-79	-108	-159	-186	-204
투자활동 현금흐름	980	67	277	95	150
투자자산	65	-11	189	2	2
유형자산	-99	-63	-60	-55	0
기타	1,015	141	148	148	148
재무활동 현금흐름	-642	752	749	565	597
단기차입금	0	0	-50	-50	-50
사채	0	0	240	-100	-100
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-642	752	559	715	747
현금의 증감	232	-325	155	-175	43
기초 현금	482	714	388	544	369
기말 현금	714	388	544	369	412
NOPLAT	274	262	304	356	401
FCF	-232	-1,307	-584	-584	-398

자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	6,197	6,717	7,167	7,398	7,733
현금및현금성자산	714	388	544	369	412
매출채권 및 기타채권	3,239	3,472	3,665	4,040	4,312
재고자산	1,016	1,427	1,494	1,505	1,505
기타유동자산	1,228	1,429	1,464	1,484	1,504
비유동자산	3,272	3,143	2,961	2,960	2,911
유형자산	774	698	710	717	675
관계기업투자금	104	96	94	92	90
기타금융자산	1,211	1,134	947	947	947
기타비유동자산	1,183	1,215	1,210	1,205	1,200
자산총계	9,469	9,859	10,128	10,358	10,644
유동부채	3,687	4,157	3,915	3,901	3,906
매입채무 및 기타채무	1,633	1,541	1,588	1,685	1,767
차입금	23	585	535	485	435
유동상채무	674	442	539	503	498
기타유동부채	1,356	1,589	1,253	1,229	1,206
비유동부채	2,370	2,291	2,629	2,630	2,603
차입금	579	785	785	785	785
사채	719	650	890	790	690
기타비유동부채	1,072	856	954	1,055	1,128
부채총계	6,056	6,448	6,545	6,531	6,509
지배지분	3,344	3,353	3,523	3,763	4,065
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	548	548	548	548	548
이익잉여금	732	885	1,055	1,294	1,597
기타자본변동	-99	-99	-99	-99	-99
비지배지분	68	58	60	65	70
자본총계	3,412	3,411	3,584	3,827	4,135
총차입금	2,045	2,789	2,787	2,601	2,446

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	426	426	408	576	729
PER	24.6	23.4	19.9	14.1	11.2
BPS	8,046	8,069	8,477	9,053	9,781
PBR	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	941	955	1,172	1,355	1,491
EV/EBITDA	14.3	16.3	11.4	9.9	8.7
SPS	16,889	19,786	22,284	24,987	27,522
PSR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
CFPS	-559	-3,146	-1,406	-1,405	-957
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	3.5	17.1	12.6	12.1	10.1
영업이익 증가율	흑전	4.2	25.7	17.4	12.4
순이익 증가율	흑전	-0.3	-4.0	40.9	26.5
수익성					
ROIC	8.1	6.8	7.0	7.7	8.1
ROA	1.9	1.8	1.7	2.3	2.9
ROE	5.3	5.3	4.9	6.6	7.7
안정성					
부채비율	177.5	189.0	182.6	170.7	157.4
순차입금비율	21.6	28.3	27.5	25.1	23.0
이자보상배율	1.7	2.5	3.5	4.4	5.3

삼성물산 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.07.01	Buy	76,000	2013.09.03	Buy	76,000
2013.07.03	Buy	76,000	2013.09.09	Buy	76,000
2013.07.08	Buy	76,000	2013.09.16	Buy	76,000
2013.07.15	Buy	76,000	2013.09.30	Buy	76,000
2013.07.22	Buy	76,000	2013.10.07	Buy	76,000
2013.07.26	Buy	76,000	2013.10.14	Buy	76,000
2013.07.29	Buy	76,000	2013.10.18	Buy	82,300
2013.07.31	Buy	76,000	2013.10.23	Buy	82,300
2013.08.05	Buy	76,000	2013.10.29	Buy	82,300
2013.08.26	Buy	76,000	2013.11.14	Buy	82,300
2013.09.02	Buy	76,000			

대우건설 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.01.02	Buy	12,600	2013.09.24	Buy	10,000
2013.01.07	Buy	12,600	2013.09.30	Buy	10,000
2013.01.14	Buy	12,600	2013.10.07	Buy	10,000
2013.01.21	Buy	12,600	2013.10.14	Buy	10,000
2013.01.31	Buy	11,100	2013.10.24	Buy	10,000
2013.03.19	Buy	11,100	2013.10.29	Buy	10,000
2013.04.02	Buy	11,100	2013.11.14	Buy	10,000
2013.04.25	T-Buy	8,800			
2013.06.26	T-Buy	8,800			
2013.07.08	T-Buy	8,800			
2013.07.25	T-Buy	8,800			

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 환후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수의 예상되나 불확실성 높은 경우
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

▶ **업종 투자의견**
 비중확대(Overweight): 업종 판단멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 비중축소(Underweight): 업종 판단멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

중립(Neutral): 업종 판단멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음