

건설

비중확대

종목	투자의견	목표주가
현대건설	매수	54,000원
대림산업	매수	130,000원
GS건설	매수	38,000원
삼성엔지니어링	매수	15,000원
대우건설	중립	-
현대산업	매수	65,000원

2017년 해외 프로젝트 점검

우리는 '다운사이클의 마지막, 글로벌 석유회사 점검'(11/2주)에서 해외시장 회복을 전망했다. 후속으로 한국EPC가 입찰할 주요 프로젝트를 전통시장인 중동 위주로 점검해 보았다.

중동 프로젝트 조심스럽게 재개

최근 3년간 지연되거나 취소됐던 중동 프로젝트가 조금씩 재개되고 있다. 2009~2016년 정유 투자를 주로 했던 UAE와 쿠웨이트는 업스트림(기존 시설 업그레이드로 UAE의 'Bab integration', 'Al Dhafra' 오일필드 등이 최근 재개됨)과 다운스트림 투자를 검토하고 있다. 이는 2017년 하반기~2018년의 주요 시장이 될 것이다. 재개되는 프로젝트 대부분은 기존시설의 경제성 극대화를 위한 것이다. 원유를 파는 것보다는 정제품을, 나아가 화학제품을 판매하는 것이 더 많은 부가가치를 창출할 수 있기 때문이다. 최근 UAE 타크리어는 발주에 의구심이 높던 'POC'도 재추진하고 있다. 인근 SARB 해양유전에서 생산된 원유를 처리해 곧 완공될 '루와이스' 정유시설에 보내는 프로젝트로, 해양에서 생산될 원유는 수출보다 루와이스 정유시설에 투입하는 것이 훨씬 경제적이기 때문이다.

2017년 상반기는 정유시설 투자

2017년 주요 프로젝트는 오만 '두쿰'정유(60억달러)와 바레인 '밥코'정유 현대화시설(50억달러)이다. 모두 작년 말 ITB(Invitation to Bid, 입찰초청서)가 발급돼 입찰 준비를 해 왔다. 입찰마감은 밥코정유가 올 연말로 조금 빠르지만 계약은 두쿰정유가 먼저 진행될 가능성이 높다. K-EXIM(한국수출입은행)의 높은 협력의지 때문이다. 지난 1월, 한국은 오만과 경제협력위원회를 열고 두쿰/소하르 지역 플랜트 사업 협력을 합의했다. 이후 수출입은행은 GS건설의 오만 '리와' 화학플랜트에 3.7억달러의 PF금융을 제공하기도 했다. 두쿰지역을 핵심 경제구역으로 개발하는 오만에게 두쿰 정유는 가장 중요한 프로젝트다.

바레인은 사우디로부터 원유를 추가적으로 공급받아 정제하기 위해 밥코 정유시설을 증설할 계획이다. 밥코와 사우디 아람코는 바레인에 원유공급을 하기 위한 'AB pipeline' 공사를 2015년 발주해 2018년 완공 예정이다. 바레인은 원유매장량이 적어 원유대신 정제품을 수출하는데 현재 생산되는 정제품의 92%가 중동/인도/동남아 등에 수출된다. 수출에 용이한 바레인의 입지를 이용하기 위한 사우디의 전략이다.

유럽 2nd tier의 쇠퇴, 인도/중국은 진입이 어려워

쿠웨이트 KOC는 연말 결과가 발표될 'Gathering center #32' 프로젝트에서 인도업체의 경우 2군업체로만 입찰을 허용했다. 2014년 gathering center #30은 인도 도싸이, #31은 인도 L&T가 수주했지만 수행역량이 부족했던 것으로 추정된다. 따라서 인도업체는 타 메인 업체와 joint venture 형식의 sub-contractor로만 참여 가능하다는 제한을 둔 것이다. 스페인 TR은 지난 3년간의 공격적 수주의 후유증과 잦은 claim으로, 영국 페트로팩은 북해 유전개발 8억달러의 손실 이후 영업력이 약화된 상태다. 최근 UAE '제벨알리' 정유에서도 페트로팩이 로이스트(최저가 낙찰업체)였지만 결국 발주처는 테크닉과 계약했고, 사우디 '우쓰마니야'가스에서 페트로팩/TR이 가격 1,2위였지만 발주처 아람코는 현대건설과 계약했다. '라스타누라 CPF'도 TR이 로이스트지만 아람코는 한국업체와 협상 중이다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
Seungkyun.kang@truefriend.com

이 모든 변화가 시사하는 의미는 분명하다. 저가수주의 후유증에서 벗어나고 있는 한국 EPC에 긍정적 변화다. 체력을 갖춘 업체부터 체감하는 변화가 빨라질 것으로, EPC업종 비중확대를 추천한다. 2011~2013년은 주택 불황으로 해외 저가수주가 불가피했고 유럽/중국/인도 등 2nd tier가 난립하던 때였다. 따라서 수주 성패에 따라 업체간 주가는 일희일비할 수 밖에 없었다. 반면 지금은 지난 3년간 늘린 주택공급으로 충분한 수익원이 확보돼 있고, 발주처 역시 시행착오 끝에 한국업체로 회귀하는 현상을 보이고 있다. 혼탁했던 시장의 정화가 동반되고 있다는 점에서 장기적으로는 한국 EPC의 고른 온기를 예상한다.

<표 1> 바레인 'Bapco' 정유 현대화시설

(단위: 십억달러)

패키지	금액	Bidder
Modernization Programme(Total)	5.0	
1. Residue conversion	1.0	
2. Offsites & Utilities	1.0	JGC+GS 건설,
3. Crude unit & Associated facilities	1.0	Technip+TR, 삼성엔지니어링, Fluor,
4. Hydrocracker & Associated units	1.0	현대건설+대우건설,
5. Others- Hydrogen Plant, Kerosene Merox Unit 등	1.0	CB&I+ Petrofac

자료: MEED Projects, 한국투자증권

<표 2> Bapco 정유 현대화시설 예상 일정

시기	이벤트
Apr-16	PQ 입찰
Jun-16	PQ 업체 발표
Jun-16	ITB 발급
Dec-16	상업입찰 마감 (Main contract commercial bid submission)
May-17	계약 (Main contract award)
Jun-20	준공

자료: MEED Projects, 한국투자증권

<표 3> 오만 'Duqm' 정유

(단위: 십억달러)

패키지	금액	Bidder
Duqm Refinery(Total)	6.0	
1. Process Unit (EPC 1)	2.2	
2. Offsite & Utilities (EPC 2)	2.2	대우건설+TR, 삼성엔지니어링+Chiyoda+Petrofac,
3. Others	1.8	CB&I+CTCI, 현대건설, JGC+GS 건설+Saipem

주: 패키지별 참여 업체 미정

자료: MEED Projects, 한국투자증권

<표 4> 오만 'Duqm' 정유 예상 일정

시기	이벤트
Apr-15	PQ 입찰
Sep-15	PQ 업체 발표
Nov-15	ITB 발급
Dec-16~2017 초	상업입찰 마감 (Main contract commercial bid submission)
Mar-17	계약 (Main contract award)
Dec-19	준공

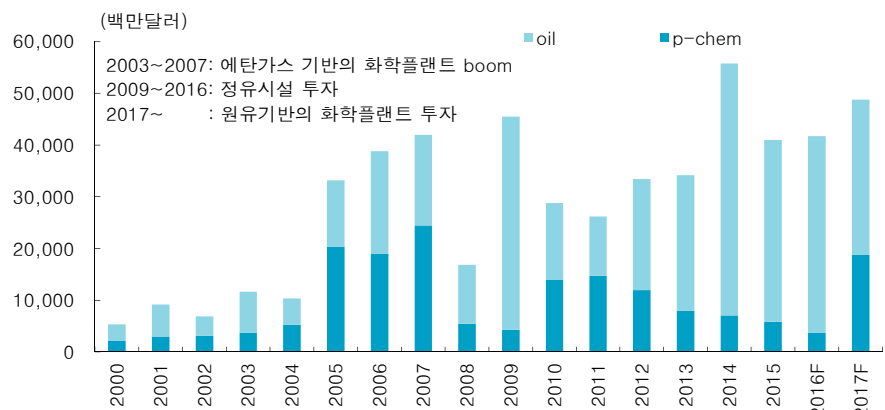
자료: MEED Projects, 한국투자증권

[그림 1] 바레인 '밥코' 정유 현대화시설 위치



자료: 한국투자증권

[그림 2] 중동 정유/화학 플랜트 발주



자료: MEED Projects, 한국투자증권

<표 5> 중동 발주액 구분

(단위: 백만달러)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
원유가스	72,174	50,608	43,037	45,647	69,163	59,609	67,317	74,012
비원유가스	176,914	176,702	154,206	206,785	206,374	203,230	158,898	188,237
합계	249,088	227,310	197,243	252,432	275,537	262,839	226,215	262,249

자료: MEED Projects, 한국투자증권

<표 6> 중동 주요 국가의 발주 금액

(단위: 백만달러)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
Bahrain	3,153	1,999	1,639	1,195	3,294	3,734	6,552	7,018
Egypt	11,214	13,842	13,609	4,998	18,466	24,787	18,214	49,556
Iran	31,883	23,470	13,116	11,490	14,371	19,062	14,845	33,718
Iraq	7,600	35,347	21,925	29,187	21,275	9,343	3,706	25,472
Kuwait	13,737	8,939	7,977	11,804	26,425	33,307	12,207	23,206
Oman	7,965	6,995	7,032	8,995	17,521	21,792	6,789	26,287
Qatar	11,424	16,498	19,654	22,620	36,214	33,215	10,761	29,025
Saudi	60,256	74,866	57,439	77,101	58,260	58,855	39,890	54,533
UAE	50,098	26,448	34,553	50,291	55,366	43,983	33,003	59,157

자료: MEED Projects, 한국투자증권

논란 많던 POC, 결국 발주하기로

연말 결과가 예상되는 대형 프로젝트는 UAE 타크리어의 'Processing offshore crude project'(POC)다. Atmospheric residue de-sulphurisation unit(ARDS)를 포함, 9개의 유닛을 건설하는 원유처리 설비다. 인근 SARB 해양유전에서 생산되는 원유를 2017년부터 가동될 루와이스 정유 콤플렉스에 투입하기 위함이다. 루와이스 지역 인근 육상유전(Habshan, Bab)에서 생산되는 원유는 주로 수출하는 것이 경제적으로 낫기 때문이다. SARB지역에서 생산되는 원유를 루와이스로 보내는 파이프라인 건설도 완료된 상태로 타크리어는 논란 많던 POC를 결국 진행할 것으로 예상된다.

작년 말 PQ에 통과돼 상업입찰을 완료한 업체는 삼성엔지니어링, GS건설, TR이었다. 2월, GS건설이 로이스트로 보도됐다. 당시 GS건설과 삼성엔지니어링 컨소시엄(삼성엔지니어링과 CB&I 컨소시엄, CB&I는 기술을 제공하는 라이선서로 일부 유닛의 E/P만 수행)과의 가격차이는 3~5% 내외에 불과했던 것으로 파악된다. 이 프로젝트는 연내 EPC 업체가 최종 확정될 전망이다.

[그림 3] UAE Processing offshore crude project (POC) 위치



자료: 한국투자증권

<표 7> 주요 건설사 입찰 현황

(단위: 십억달러)

현대건설	금액	GS 건설	금액	대림산업	금액	삼성엔지니어링	금액
최종계약							
Kuwait LNG Tank	1.5	Thomson subway	1.5	Existing project additions	0.2	Vietnam SEMCO	0.5
Saudi Uthmaniyah gas	0.8					Existing project additions	0.5
계약대기							
Ecuador refinery	3.5	Botswana power	0.7	Iran 박티아리덤	2.0	Vietnam Longson refinery	0.6
Iran Mahdi clinic	0.5			Iran Isfahan refinery	2.5	Oman salalarh Ammonia	0.3
				파키스탄 수력발전	0.4	Thai Wangnoi gas	0.1
입찰							
Bangladesh matarbari	1.0	UAE POC	3.0			미국 PTTGC gas	0.9
Malaysia power	0.3					UAE POC	3.0
Ras tanura CPF	1.1						
해외수주 목표	8.0		5.0		4.5		4.0

자료: 각사, 한국투자증권

<표 8> 커버리지 valuation

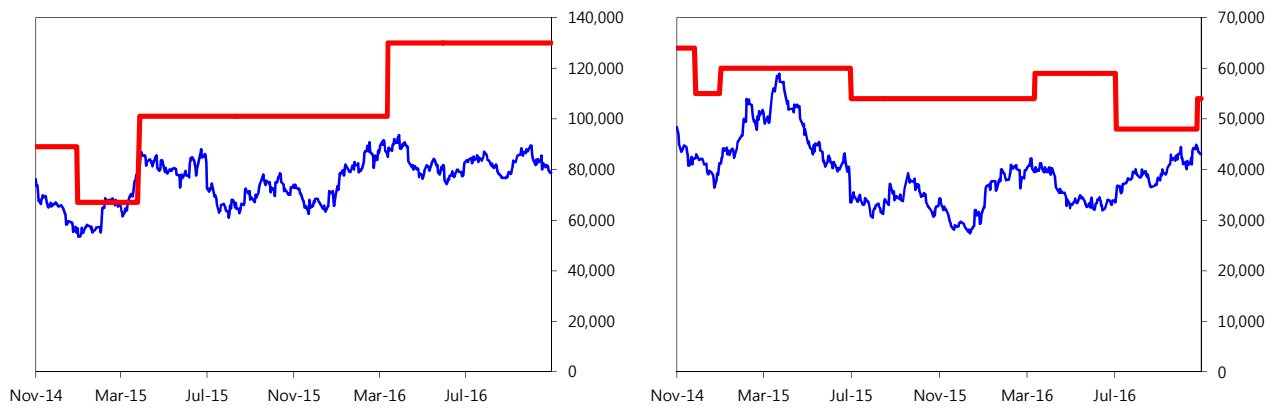
투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
현대건설 (000720)	투자의견	매수	2014A	17,387	959	420	3,765	48,844	11.2	0.9	8.1	5.2	1.2
	목표주가(원)	54,000	2015A	19,122	987	368	3,301	52,227	8.6	0.5	6.5	3.7	1.8
	현재가 (11/21, 원)	43,050	2016F	19,175	1,044	470	4,218	55,945	10.2	0.8	7.8	4.8	1.2
	시가총액(십억원)	4,793	2017F	20,430	1,203	589	5,282	60,727	8.1	0.7	9.1	4.2	1.2
			2018F	21,668	1,353	700	6,280	66,507	6.9	0.6	9.9	3.8	1.2
현대산업 (012630)	투자의견	매수	2014A	4,477	225	69	936	30,039	41.3	1.3	3.2	16.6	0.8
	목표주가(원)	65,000	2015A	4,603	390	217	2,946	32,386	13.2	1.2	9.6	8.2	1.3
	현재가 (11/21, 원)	44,950	2016F	4,740	561	336	4,567	36,049	9.8	1.2	13.5	6.1	1.3
	시가총액(십억원)	3,388	2017F	5,386	600	373	5,076	40,208	8.9	1.1	13.4	5.4	1.3
			2018F	5,588	444	292	3,973	43,389	11.3	1.0	9.5	6.5	1.1
대림산업 (000210)	투자의견	매수	2014A	9,295	(270)	(454)	(11,766)	109,537	NM	0.6	(10.2)	(14.1)	0.2
	목표주가(원)	130,000	2015A	9,514	272	207	5,352	112,559	12.5	0.6	4.8	9.0	0.4
	현재가 (11/21, 원)	78,600	2016F	10,330	464	336	8,724	118,879	9.0	0.7	7.5	6.7	0.4
	시가총액(십억원)	2,735	2017F	11,515	521	415	10,772	127,209	7.3	0.6	8.7	5.2	0.4
			2018F	11,649	603	475	12,332	137,076	6.4	0.6	9.3	4.3	0.4
대우건설 (047040)	투자의견	중립	2014A	9,995	427	132	322	6,572	18.3	0.9	5.1	9.8	0.0
	목표주가(원)	-	2015A	9,936	343	143	349	6,916	16.0	0.8	5.3	9.9	0.0
	현재가 (11/21, 원)	5,420	2016F	11,616	325	60	147	7,062	36.9	0.8	2.2	10.6	0.0
	시가총액(십억원)	2,252	2017F	11,103	365	169	412	7,469	13.1	0.7	5.8	9.0	0.0
			2018F	10,184	403	279	680	8,142	8.0	0.7	8.9	8.0	0.0
삼성엔지니어링 (028050)	투자의견	매수	2014A	8,911	162	55	1,487	30,934	15.9	0.8	5.9	9.0	0.0
	목표주가(원)	15,000	2015A	6,441	(1,454)	(1,305)	(35,301)	(746)	NM	(19.5)	(409.0)	(1.7)	0.0
	현재가 (11/21, 원)	9,970	2016F	6,965	132	85	625	6,408	15.9	1.6	25.8	12.0	0.0
	시가총액(십억원)	1,954	2017F	6,804	295	210	1,073	7,481	9.3	1.3	19.5	6.2	0.0
			2018F	6,650	360	261	1,334	8,815	7.5	1.1	19.9	5.2	0.0
GS건설 (006360)	투자의견	매수	2014A	9,488	51	(41)	(667)	47,136	NM	0.5	(1.3)	26.1	0.0
	목표주가(원)	38,000	2015A	10,573	122	26	363	47,324	54.4	0.4	0.8	9.9	0.0
	현재가 (11/21, 원)	26,000	2016F	11,643	156	40	574	45,921	45.3	0.6	1.2	13.4	0.0
	시가총액(십억원)	1,846	2017F	11,849	391	264	3,379	49,240	7.7	0.5	7.1	4.9	0.0
			2018F	11,402	473	325	4,167	53,331	6.2	0.5	8.1	3.6	0.0

자료: 각사, 한국투자증권

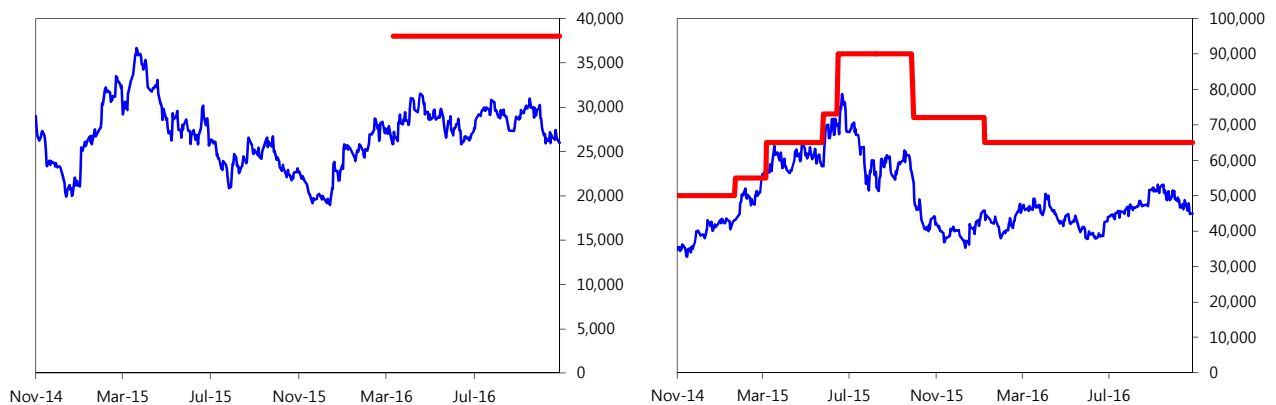
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
대림산업(000210)	2014.11.30	매수	89,000 원	현대산업(012630)	2016.04.05	매수	38,000 원
	2015.01.22	매수	67,000 원		2014.11.23	매수	50,000 원
	2015.04.20	매수	101,000 원		2015.02.17	매수	55,000 원
	2016.04.05	매수	130,000 원		2015.04.02	매수	65,000 원
현대건설(000720)	2014.12.21	매수	55,000 원		2015.06.21	매수	73,000 원
	2015.01.25	매수	60,000 원		2015.07.12	매수	90,000 원
	2015.07.25	매수	54,000 원		2015.10.26	매수	72,000 원
	2016.04.05	매수	59,000 원		2016.02.03	매수	65,000 원
	2016.07.27	매수	48,000 원	삼성엔지니어링(028050)	2014.12.21	중립	-
	2016.11.17	매수	54,000 원		2016.08.21	매수	15,000 원
GS 건설(006360)	2014.12.21	중립	-	대우건설(047040)	2014.12.21	중립	-

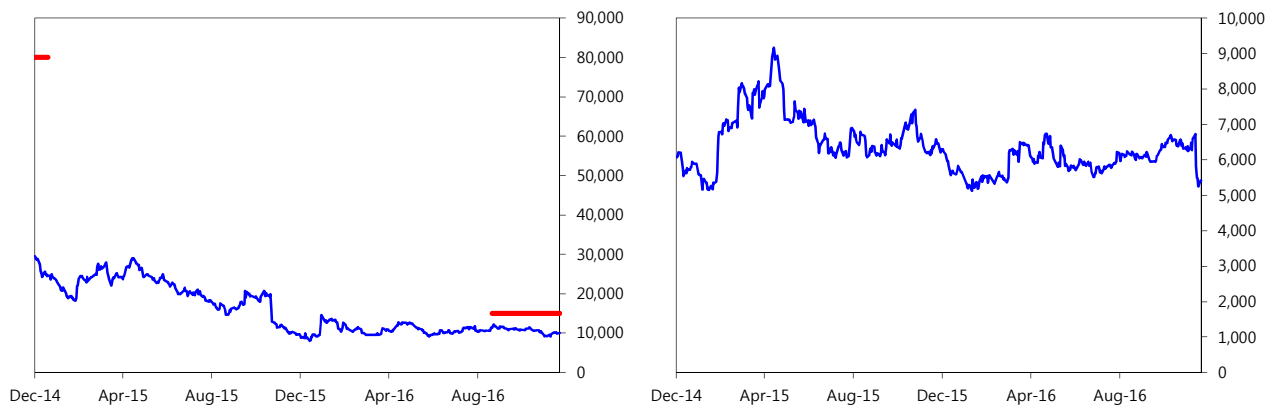
대림산업(000210) 현대건설(000720)



GS건설(006360) 현대산업(012630)



삼성엔지니어링(028050) 대우건설(047040)



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 11월 22일 현재 대림산업,현대건설,GS건설,현대산업,삼성엔지니어링,대우건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 대림산업,현대건설,현대산업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
81.1%	17.6%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

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