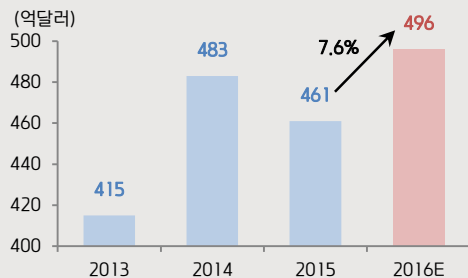


Overweight
(Maintain)

건설/부동산
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

이란 건설시장 규모 추이 및 전망



자료: Global Insight, 키움증권

이란에서 수주 추진 중인 주요 사업

업체	프로젝트
대림산업	알와즈-이스파한 철도(49억\$)
	박티아리 댐·수력발전 플랜트(20억\$)
	석유화학플랜트(약 1조원)
	천연가스액화플랜트(40억\$)
	에스파한 정유시설 증설(20억\$)
현대건설	시라즈의과대학 병원(1,000병상)
현대ENG	사우스파(South Pars) 가스 플랜트
	12단계 확장 공사(36억\$)
	잔잔 500MW 복합화력발전소(5억\$)
GS건설	사우스파 가스 플랜트 6~8단계
	탈황 및 유황 회수설비 공사(13.9억\$)
대우건설	3~4개 가스·정유 플랜트 프로젝트

자료: 언론 정리, 키움증권

- 당사는 4월 22일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

건설

이란 시장이 돌아왔다



23일 언론에 따르면 이란에서 대림산업 69억달러, 현대엔지니어링 36억달러로 총 105억달러(약 11.9조원) 규모의 공사를 수주할 것으로 알려지고 있습니다. 대부분 본계약 이전 단계로 수주 확정까지 시간이 걸릴 것으로 예상됩니다. 하지만 예상보다 빠른 시일에 놀라울 정도의 수주 실적이라는 판단입니다. 저유가로 중동을 비롯해 부진했던 해외 신규수주에 이란 시장이 돌파구가 될 가능성이 높아졌습니다.

>>> 제재 해제 후 수주 개시, 105억달러(약 11.9조원) 규모

23일 언론에 따르면 경제 제재가 풀린 이란에서 대림산업이 69억달러, 현대엔지니어링이 36억달러로 총 105억달러(약 11.9조원) 규모의 공사를 수주할 것으로 알려지고 있다. 다음달 대통령의 이란 방문에서 위 105억달러의 프로젝트 뿐만 아니라 대규모 기반시설 공사에 관한 양해각서와 가계약 등을 체결할 가능성이 높다. 이번 대통령의 이란 방문에는 역대 최대 규모의 경제사절단이 파견될 예정이다. 가시적인 성과가 예상된 수주 규모가 130억 달러(약 14.8조원), 협의 중인 사항이 잘 마무리되면 최대 200억 달러(22.8조원)에 달하는 공사에서 MOU 이상의 성과를 기록할 것으로 파악되고 있다.

>>> 놀라울 정도로 기대 이상의 실적

당초 예상보다 빠른 시일에 기대 이상으로 큰 규모의 수주가 진행되고 있다. 현재 파악되는 바로는 대부분 본계약 이전 단계로 수주를 확정하기까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 하지만 그럼에도 불구하고 대림산업의 8조원 규모는 상당히 놀랍다. 그동안 저유가로 중동을 비롯해 부진했던 해외 신규수주에 이란 시장이 돌파구가 될 가능성이 높아졌다. 오랜 경제제재로 낙후된 기반시설의 교체 수요가 많기 때문이다. 이란 정부는 2020년까지 총 1,850억달러 이상의 투자 계획을 밝혔다. 더불어 인프라 시설에 대한 지속적인 투자도 진행할 예정이다. 이란은 오랜기간 경제제재로 인한 재원부족으로 대부분 'EPC+금융' 방식에 '수의계약' 형태로 발주할 것으로 예상된다. 한국 수출입은행과 무역보험공사가 국내 기업이 참여하는 이란 내 건설 프로젝트에 각 50억유로(약 6.4조원)씩 총 100유로의 자금을 공급할 계획도 긍정적이다.

>>> 건재함을 과시한 대림산업 & 기대되는 대우건설

대림산업은 49억 달러 규모의 철도공사와 20억 달러 규모의 댐·수력발전 플랜트의 가계약을 다음달 체결할 예정이다. 약 1조원 규모의 석유화학플랜트 공사도 추진 중이다. 이란 시장에서 건재함을 보여주고 있다. 당사는 22일 대림산업 1분기 실적을 리뷰하면서 1) 부진한 해외수주 회복, 2) 불확실성이 확대되고 있는 현안 프로젝트의 손실 축소 등을 동사의 펀더멘탈 개선을 위한 주요 요인으로 꼽았다. 가계약 체결 예정인 약 8조원의 수주를 감안하면, 올해 해외 수주 목표 4.8조원을 2배 가량 초과 달성하게 된다. 1번은 해결됐다. 그동안 대우건설은 상대적으로 이란 수주 모멘텀이 약한 건설사로 평가받았다. 하지만 최근 1) 현지 1위 기업과의 협력, 2) 산업은행을 통해 원활한 금융지원 가능성 등으로 이란 수주 기대감이 상승 전환되는 국면이라는 판단이다.

《이란 수주》

제재 해제 후 첫 수주

23일 언론에 따르면 경제 제재가 풀린 이란에서 대림산업이 69억달러, 현대엔지니어링이 36억 달러로 총 105억 달러(약 11조 8,800억원) 규모의 공사를 수주할 예정이다. 국내 건설사가 이란에서 대형 공사를 수주한 것은 2009년 10월 GS건설이 ‘사우스파 가스플랜트 6~8단계 탈황·유황 회수설비 공사’를 14억 달러에 수주한 것이 마지막이다.

다음달 대통령의 이란 방문에서 위와 같은 대규모 기반시설 공사들에 대한 양해각서와 가계약 등이 체결될 가능성이 높다. 이번 대통령의 이란 방문에는 역대 최대 규모의 경제사절단이 파견될 예정이다. 가시적인 성과가 예상된 수주 규모가 130억 달러(약 14조 8,000억원)이며, 협의 중인 사항이 잘 마무리되면 최대 200억 달러(22조 8,000억원)까지 MOU 이상의 성과를 기록할 것으로 파악되고 있다.

이란에서 수주 추진 중인 주요 사업

업체	프로젝트	규모	추진단계
대림산업	알와즈-이스파한 철도	49억달러(5.6조원)	다음달 가계약 체결 예정
	박티아리 댐·수력발전 플랜트	20억달러(2.3조원)	다음달 가계약 체결 예정
	석유화학플랜트	약 1조원	다음달 양해각서(MOU) 체결 예정
	천연가스액화플랜트	40억달러	중단 프로젝트 재개 추진
	에스파한 정유시설 증설	20억달러	중단 프로젝트 재개 추진
현대건설	시라즈의과대학 병원	1,000병상	다음달 업무협정 체결 예정
현대엔지니어링	사우스파(South Pars) 가스 플랜트 12단계 확장 공사	36억달러(4.1조원)	다음달 기본계약(Framework Agreement)
	잔잔 500MW 복합화력발전소	5억달러(5,700억원)	다음달 업무협력 합의각서(HOA) 체결 예정
GS 건설	사우스파 가스 플랜트 6~8단계 탈황 및 유황 회수설비 공사	13.9억달러	중단 프로젝트 재발주 기대
대우건설	3~4개 가스·정유 플랜트 프로젝트		협상 중(이란 자한파스그룹과 HOA 체결)

자료: 언론 정리, 키움증권

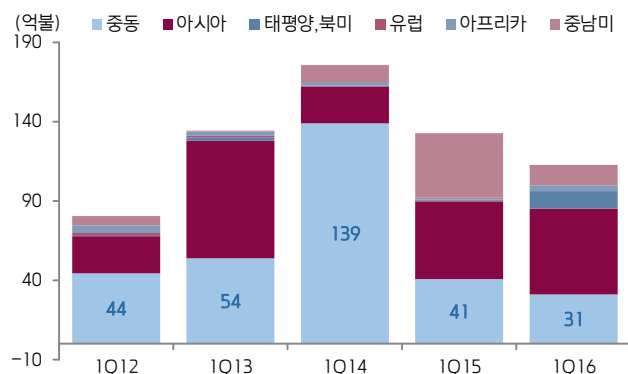
《이란 수주》

예상보다 빠른 대규모 수주

당사 예상보다 빠른 시일에 기대 이상으로 큰 규모의 수주가 진행되고 있다. 현재 파악되는 바로는 대부분 본계약 이전 단계로 수주를 확정하기까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 하지만 그럼에도 불구하고 대림산업의 8조원 규모는 상당히 놀랍다.

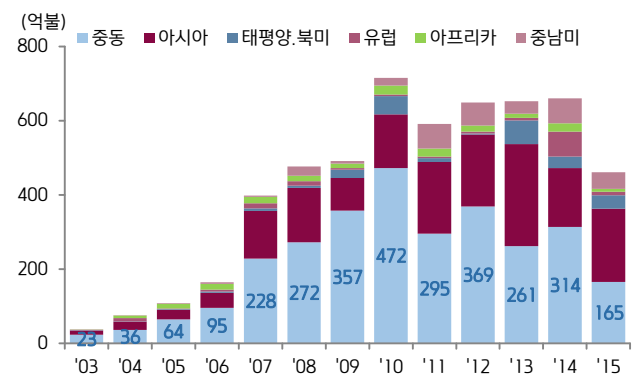
1분기 국내 건설사의 해외 수주는 113억달러로 전년대비 15% 감소했다. 특히 중동 발주시장은 저유가의 영향으로 전년대비 23%, 2014년 대비 78% 급감한 31억달러를 기록해 크게 침체된 상황이다. 연간으로 보더라도 15년 해외 신규수주는 461억달러로 14년 대비 30% 감소했으며, 중동 수주금액은 165억달러로 14년 대비 절반 수준이었다.

지역별 1분기 해외 수주 추이



자료: 해외건설협회, 키움증권

지역별 연간 해외 수주 추이



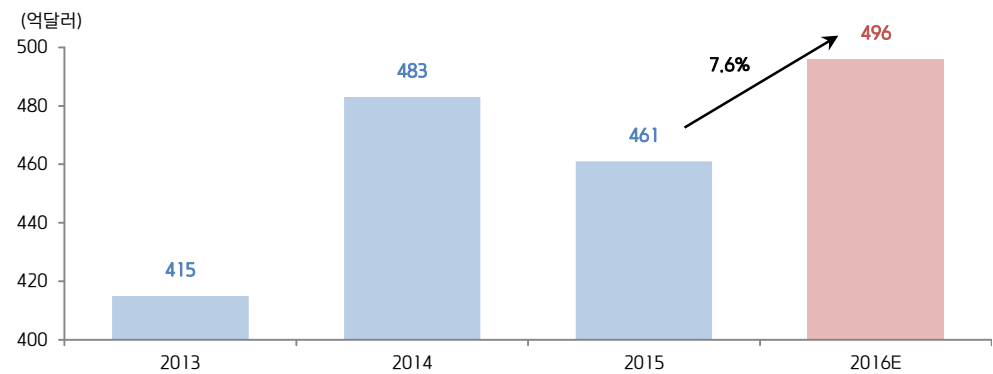
자료: 해외건설협회, 키움증권

〈이란 수주〉 기회의 땅으로 등극

이처럼 저유가로 중동을 비롯해 부진했던 해외 신규수주에 이란 시장이 돌파구가 될 가능성이 높아졌다. 오랜 경제제재로 낙후된 기반시설의 교체 수요가 많기 때문이다. 이란 정부는 2020년까지 석유산업 상류부문에 850억 달러, 하류부문에 100억 달러, 석유화학부문에 800억 달러, 천연가스부문에 100억 달러 등 총 1,850억 달러 이상의 투자 계획을 밝혔다. 더불어 인프라 시설에 대한 지속적인 투자도 진행할 예정이다.

이란은 오랜기간 경제제재로 인한 자원부족으로 대부분 'EPC+금융' 방식에 '수익계약' 형태로 발주할 것으로 예상된다. 이에 맞춰 한국수출입은행과 무역보험공사는 국내 기업이 참여하는 이란 내 건설 프로젝트에 각 50억유로(약 6.4조원)씩 총 100유로의 자금을 공급할 계획이다. 수은은 이란정부와 50억유로의 기본대출협정(FA)을 체결할 예정이며, 무보는 이란 측의 요청으로 당초 20억유로 규모의 금융약정을 50억유로로 상향했다.

이란 건설 시장 규모 추이 및 전망



자료: Global Insight, 키움증권

중동 주요국의 인프라 수준

구분	도로	항공	항만	전기	종합
UAE	4.6	6.7	6.5	6.6	6.4
바레인	5.4	5.2	5.7	6.2	5.6
오만	6.0	5.1	5.2	6.3	5.4
카타르	5.0	6.0	5.4	6.5	5.4
사우디	5.3	5.1	5.0	6.2	5.2
쿠웨이트	4.6	3.8	3.9	5.0	4.3
이란	4.1	3.2	4.0	5.1	3.9
세계 평균	4.0	4.4	4.1	4.5	4.2

주: 7점 만점 기준

자료: WEF(2014-2015), 키움증권

〈대림산업〉 건재함을 알리다!

대림산업은 이란 알와즈와 이스파한을 잇는 49억달러(약 5조 6,000억원) 규모의 철도 공사와 20억달러(2조 2,800억원) 규모의 박티아리 댐·수력발전 플랜트 프로젝트의 가계약을 다음달 체결할 예정이다. 추가적으로 1조원이 조금 못 미치는 규모의 석유화학플랜트 공사도 수주를 추진 중으로 다음달 이란 정부와 양해각서(MOU) 등을 체결할 것으로 알려지고 있다. 상당히 놀라운 수준의 규모라는 판단이다. 이란 시장에서 건재한 위상을 여실히 보여주고 있다.

신규수주와는 별개로 동사는 ‘천연가스액화플랜트 건설사업(40억달러)’, ‘에스파한 정유 시설 증설사업(20억달러)’ 등 과거 중단됐던 프로젝트에 대한 재개에도 주력하고 있다.

동사는 22일 대림산업 1분기 실적을 리뷰하면서 크게 2가지, 1) 부진한 해외수주 회복, 2) 불확실성이 확대되고 있는 현안 프로젝트의 손실 축소 등을 동사의 펀더멘탈 개선을 위한 주요 요인으로 꼽았다. 이번 수주로 첫번째 부진한 해외수주 회복 건은 부연 설명할 필요 없이 완벽하게 개선된 모습을 보여줬다. 다음달 가계약 체결 예정인 약 8조원의 수주를 감안하면, 올해 동사의 해외 수주 목표 4.8조원을 2배 가량 초과 달성하게 된다.

〈대우건설〉 현지 1위 기업과 협력

대우건설은 지난 2월 이란의 자한파스그룹(Jahanpars Group)과 업무협력 합의각서(HOA)를 체결했다. 이를 바탕으로 이란 및 해외의 토목·건축·플랜트 등 건설 전 분야에 걸쳐 상호 협력과 공동 참여를 추진할 계획이다. 자한파스그룹은 이란의 대표적인 민간 종합건설사로 석유/가스 플랜트, 발전, 수처리, 건축 부문 이란내 1위 실적을 보유하고 있다. 이란에서 해외기업이 철도나 항만과 같은 인프라 공사를 수주하기 위해서는 최소 51%의 현지기업 지분참여가 필수적이라고 파악된다.

현재 동사는 이란내 3~4개 가스·정유 플랜트 프로젝트의 참여와 관련해 협의 중으로 알려지고 있다. 가스·정유 플랜트부문은 현지 기업과의 협업이 입찰과 리스크 관리에 유리하다. 과거 해외 부실의 주요 원인 중 하나였던 Saudization(자국민 의무고용정책)과 같은 고용과 정치 불안에 대한 리스크가 경감되기 때문이다. 더불어 산업은행이 대주주인 점을 감안하면 수주 시 금융 지원이 상대적으로 원활할 가능성이 높다.

그동안 동사는 상대적으로 이란 수주 모멘텀이 가장 약한 건설사로 평가받았다. 하지만 최근 1) 현지 1위 기업과의 협력, 2) 산업은행을 통해 원활한 금융 지원 가능성 등으로 이란 수주 기대감이 상승 전환되는 국면이라는 판단이다.

〈현대건설〉 병원 수주 예정

현대건설은 포스코대우와 함께 1천병상 규모의 이란 최고 의과대학인 시라즈의과대학 병원을 수주할 예정이다. 대통령 이란 방문에 맞춰 이란 보건부와 정식 업무협정을 체결할 것으로 알려지고 있다. 현대건설은 병원 건물 건축 공사를, 포스코대우는 병원 의료 장비 조달 등의 업무를 수행할 계획이다. 수출입은행이 총 사업비의 85%를 조달한다.

〈현대엔지니어링〉

사우스파 가스 플랜트
수주 예정

현대엔지니어링은 36억달러(약 4조 1,000억원) 규모의 '사우스파(South Pars) 12단계 확장 공사'에 대한 기본계약(Framework Agreement)을 다음달 체결할 예정이다. 이란 칸간 석유 회사가 발주한 프로젝트다. 이란 남부 해안에 위치한 세계 최대 규모의 가스 매장량(14조㎥)을 보유한 사우스파 지역에 가스 정제 시설을 짓는다.

현대엔지니어링은 사우스파 프로젝트 외에도 이란 에너지부 산하기관이 발주하는 5억 달러(약 5,700억원) 규모의 민자발전소 프로젝트 수주도 추진 중이다. 잔잔 지역에 500MW급 복합화력발전소를 짓는다. 다음달 MOU보다 구속력이 있는 업무협력 합의각서(HOA·Head of Agreement)를 체결할 예정이다. 현대엔지니어링은 민자사업인 이 프로젝트에 건설 투자자(CI·Construction Investor) 형태로 참여할 예정이다.

〈GS건설〉

중단 프로젝트
재발주 기대

GS건설은 경제제재 당시 무산됐던 프로젝트 중심으로 수주할 계획이다. 동사는 2009년 사우스파 가스 플랜트 6~8단계 탈황 및 유황 회수설비 공사(13억9천만달러)를 수주했다. 그러나 이란이 경제제재에 들어가면서 계약이 무산됐다. 이번 경제제재 해제로 사우스파 가스 플랜트 사업이 다시 발주될 가능성이 높다. 동사는 중단됐던 프로젝트를 비롯해 후속 프로젝트에도 적극적으로 나설 계획이다.

〈리스크〉

금융 지원 불확실성 &
달러 거래 불가능

이란에서 들려오는 수주 소식은 긍정적이다. 하지만 1) 금융지원에 대한 불확실성, 2) 달러화 거래가 불가능한 점, 3) 경제제재의 재개 등 불안한 정치 상황 등의 리스크도 함께 존재하고 있다. 현재 이란은 오랜기간 경제제재와 저유가로 재원이 부족하며, 글로벌 플레이어들의 집중 타겟 국가이고, 각 정부들의 지원의지도 강해 경쟁이 치열한 상황이다.

한국수출입은행과 무역보험공사가 국내 기업이 참여하는 이란 내 건설 프로젝트에 각 50억유로(약 6.4조원)씩 총 100유로의 자금을 공급할 계획이지만, 민간 자금 조달 지원 등 추가적인 정책적 지원이 필요하다.

이란에 대한 제재는 해제됐지만 달러화 사용은 여전히 금지돼 있어, 공사대금 지급에 대한 리스크도 존재한다. 미국이 이란과의 무역 거래에서 달러를 쓰지 못하도록 제한해 유로화나 엔화로 결제가 가능하기 때문이다. 대림산업의 경우 과거 이란에서 수주한 프로젝트 중 엔화 자금 조달 경험이 있어 동 리스크에 유리한 국면도 있다.

이란 정부 중점 추진 사업 방향

구분	대상사업	발주형태	특징
오일&가스	유전 개발 관련 사업 우선 / 기존 진행공사 우선	EPC + 금융	생산물 판매권 계약(Products Off-Take Agreement)을 담보로 제공
석유화학 프로젝트	신규 석유화학 단지 / 민간 발주 석유화학 플랜트	EPC + 금융	NPC 규정 변경으로 정부보증 또는 NPC 보증 어려움으로 사업 추진에 제약이 있음
정유 프로젝트	정부 및 민간발주 증가	EPC (+ 금융)	EURO4 도입에 따른 신규 정유프로젝트 발주 증가로 일부 정부재원사업으로 진행
발전 플랜트	민간발전사업(IPP)으로 대부분 CCPP (Combined Cycle Power Plant)	투자 BOO (Build, Own, Operate)	투자 및 금융 요구 / ECA(Energy Conversion Agreement) 제공
도시(인프라)	고속철도, 메트로, HEPP	EPC + 금융 또는 BOT (Build, Operate, Transfer)	정부재원 부족으로 인프라의 경우 금융 요구
빌딩&주택	신도시 개발사업 / 대규모 주택단지 / 민간 부동산 개발사업	EPC + 금융 또는 투자 (투자개발형 사업)	민간사업의 경우 개발자 개념으로 접근 필요 (외국업체에 금융 또는 투자 요구)

자료: 언론 정리, 키움증권

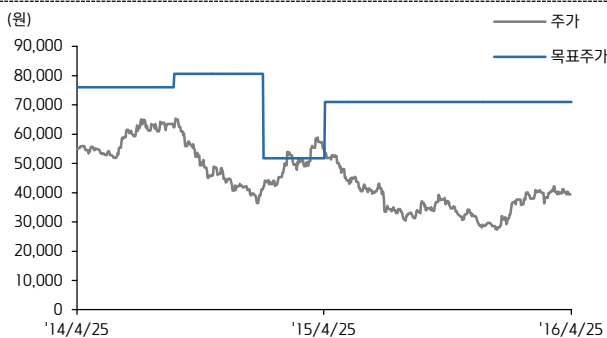
투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대건설 (000720)	2013/10/08	Buy(Maintain)	76,000원
	2014/09/16	Buy(Reinitiate)	80,600원
	2014/10/22	Buy(Maintain)	80,600원
	2014/10/27	Buy(Maintain)	80,600원
	2015/01/20	Buy(Maintain)	80,600원
	2015/01/26	Buy(Maintain)	51,800원
	2015/04/27	Buy(Maintain)	71,000원
	2015/10/26	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	71,000원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	71,000원
대림산업 (000210)	2013/07/24	Buy(Maintain)	117,000원
	2013/08/29	Buy(Maintain)	117,000원
	2013/09/10	Buy(Maintain)	117,000원
	2013/10/08	Buy(Maintain)	117,000원
	2013/10/23	Buy(Maintain)	126,000원
	2013/11/06	Buy(Maintain)	126,000원
	2014/09/16	Buy(Reinitiate)	107,000원
	2014/10/22	Buy(Maintain)	107,000원
	2014/10/24	Buy(Maintain)	107,000원
	2015/01/14	Buy(Maintain)	107,000원
	2015/01/20	Buy(Maintain)	107,000원
	2015/02/10	Buy(Maintain)	69,300원
	2015/04/21	Buy(Maintain)	100,500원
	2015/07/24	Buy(Maintain)	100,500원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/01/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/04/19	Outperform(Downgrade)	100,500원
	2016/04/25	Outperform(Maintain)	100,500원

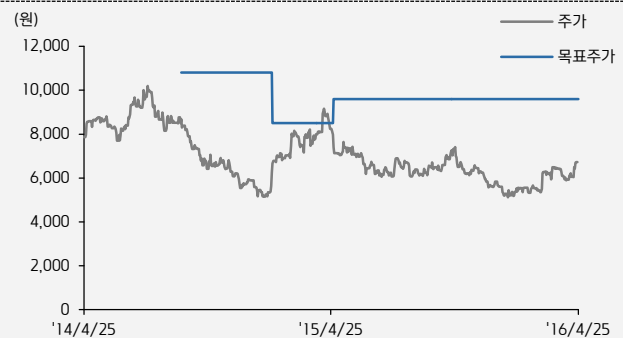
종목명	일자	투자의견	목표주가
대우건설 (047040)	2014/09/16	Buy(Initiate)	10,800원
	2014/10/22	Buy(Maintain)	10,800원
	2014/11/03	Buy(Maintain)	10,800원
	2014/12/17	Buy(Maintain)	10,800원
	2014/12/24	Buy(Maintain)	10,800원
	2015/01/14	Buy(Maintain)	10,800원
	2015/01/20	Buy(Maintain)	10,800원
	2015/01/29	Buy(Maintain)	8,500원
	2015/04/29	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/07/29	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/10/28	Buy(Maintain)	9,600원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	9,600원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	9,600원
GS건설 (006360)	2014/09/16	Buy(Initiate)	47,000원
	2014/10/22	Buy(Maintain)	47,000원
	2014/10/29	Buy(Maintain)	47,000원
	2015/01/20	Buy(Maintain)	47,000원
	2015/02/10	Buy(Maintain)	32,600원
	2015/02/23	Buy(Maintain)	32,600원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	40,600원
	2015/07/31	Buy(Maintain)	40,600원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	40,600원

목표주가 추이

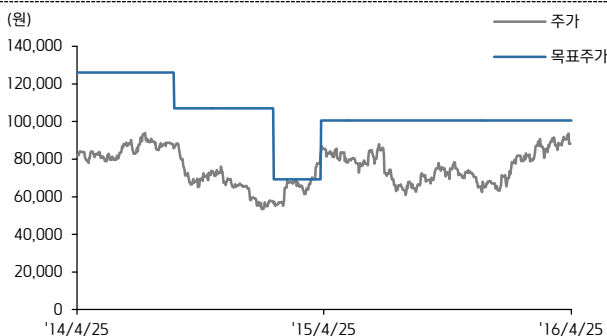
현대건설(000720)



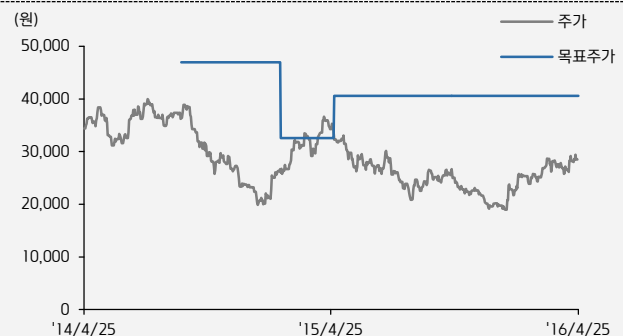
대우건설(047040)



대림산업(000210)



GS건설(006360)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%