

| 건설건축 |

삼성E&A (028050.KS)

재건 제 건데요?

1Q26 Review: 동사는 1Q26 매출액 약 2조 2,674억 원(YoY +8.07%), 영업이익 1,882억 원(YoY +19.64%)을 기록하며 상승 가도를 달리는 중이다. 화공부문의 수주 회복과 함께 화공부문이 실적을 뒷받침하였고, 에너지 시장 재편에 따른 뉴에너지 부문의 호실적이 이어지면서, 전체 매출 성장을 견인하였다.

[Investment Point 1] 화공은 원래 잘 했고요, 재건도 잘해요

'27년 동사의 화공부문 매출은 약 5.5조 원(YoY +42.7%)을 전망한다. 미-이란 갈등으로 인한 에너지 인프라 시설의 피해는 바레인 Bapco Sitra, 쿠웨이트 KNPC CFP 등 시설의 재건 매출로 이어질 것으로 전망한다. 또한 미-이란 갈등으로 인한 에너지 안보 중요성 강조와 유가상승에 따른 산유국들의 CapEX 증가 흐름에 기반한 대규모 수주 역시 이어질 것으로 판단한다.

[Investment Point 2] NEW energy, NEW Balance

'26년 동사의 New Energy 부문 매출은 2조 5,420억 원(YoY +88.8%)으로 전망한다. 중동 지정학적 리스크 심화로 LNG-SAF 수요 압력이 높아지는 가운데, 주요국의 탈탄소 규제 강화에 따른 청정 인프라 투자 확대가 맞물리며 수주 모멘텀이 강화되고 있다. 추후 대형 프로젝트의 본격적인 매출 인식이 시작되며 동 부문의 외형 성장을 견인할 것으로 판단한다.

[Checkpoint] 첨단산업을 빼고 삼성 E&A를 논할 수 없다.

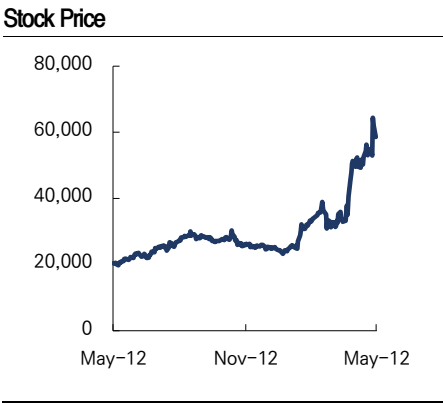
동사의 첨단산업부문은 삼성전자와 삼성바이오로직스의 추가 인프라 투자가 가장 주요한 매출 중심축이 될 것으로 전망하며 이에 따라 동사의 실적 하방을 지지하는 핵심 축이 될 것으로 판단한다.

[Valuation] PBR

동사의 가치평가 방식은 Historical PBR을 사용했다. 이에 Target PBR 3.2배 목표주가 94,000원, 상승여력 71% 투자 의견 BUY를 제시한다.

투자의견	BUY
목표주가	94,000원
현재주가(5/12)	54,900원
상승여력	71%

Stock Data			
KOSPI(5/12)	7643.15		
KOSDAQ(5/12)	1179.29		
시가총액	10조 7604억		
발행주식수(주)	196백만주		
52주 최고/최저(₩)	67,300/19,700		
배당수익률	1.46		
주요주주(%)	삼성 SDI	11.69%	
	The National Pension	7.31%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	+14.45%	+126.52%	+195.66%



Investment Fundamentals					
FYE Dec	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	9,029	11,487	13,245	17,755	18,943
영업이익	792	1,011	1,086	1,714	1,826
당기순이익	648	760	811	1,277	1,367
EPS	3,150	3,882	4,141	6,515	6,972
PER	7.6	20.1	13.9	N/A	N/A
PBR	1.0	2.9	2.0	N/A	N/A
OPM	8.8	8.7	8.8	8.2	9.7
ROE	13.8	14.7	14.0	N/A	N/A

Research Team 2		
팀장	41기 이재원	7847jae@cau.ac.kr
팀원	41기 임서진	seojin0429@cau.ac.kr
	41기 양준모	agye03102@cau.ac.kr
	42기 김우주	woo10074@cau.ac.kr
	42기 신예은	yeeun4143@cau.ac.kr
	42기 임동현	ca09dong@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Industry Analysis	2
II . Company Overview	7
III . Investment Point	9
1. 화공은 원래 잘 했고요, 재건도 잘해요	9
2. NEW energy, NEW balance	13
IV . Check Point	17
V . Risk	19
VI . Valuation	20
VII . Estimation Logic	21

Intro

본 리서치팀은 현재 진행중인 미-이란 전쟁의 전개 양상을 다각도로 분석한 결과, 전쟁의 종결 시점을 특정 시점으로 단정하는 것은 현실적으로 불가능하다 판단했다. 투자란 불확실한 미래를 단정적으로 예측하는 것이 아니라, 발생 가능한 시나리오를 설정하고 대비하는 과정이라는 점에서 본 리서치팀은 단일 방향성에 대한 베팅보다 시나리오 기반 접근이 더욱 합리적이라고 판단한다.

이러한 관점에서, 전쟁 종결 시점에 따라 1) '26년 11월 이전에 종전되는 시나리오와 2) '26년 이후까지 장기화되는 두 가지 경우의 수를 설정, 이에 따른 최선호주를 도출하고자 한다.

'26년 11월 이전에 종전될 가능성은 다음과 같다. 미국은 오는 11월 중간선거를 앞두고 트럼프 대통령의 지지율이 30%대까지 하락하는 등 내부적인 정치적 부담이 가중되는 상황이다. 전쟁의 장기화가 집권 여당의 표심에 치명적인 리스크로 작용할 가능성이 큰 만큼, 미 행정부로서는 단기 내 교전을 마무리하려는 정치적 유인이 강력할 수밖에 없다.

이란의 여건 역시 한계 상황에 봉착해 있다. 트럼프 1기 행정부부터 이어진 강경 제재에 금번 교전으로 인한 원유 수출 차질이 더해지며 경제적 고립이 심화되는 추세다. 특히 저장시설 포화에 따른 유정 폐쇄 가능성은 향후 생산능력의 영구적인 훼손으로 이어질 수 있다는 점에서, 이란 당국 또한 조기 종전을 통한 국가 핵심 산업 기반 보호가 절실한 것으로 판단된다.

두 번째 시나리오는 전쟁이 '26년 이후까지 장기화되는 경우이다. 이번 전쟁의 핵심 쟁점인 핵무기 포기 문제에서 미국과 이란 간 입장 차이가 여전히 큰 상황이며, 협상 진전이 제한될 경우 전쟁이 장기화될 가능성도 배제할 수 없다. 또한 이란이 협상 카드로 호르무즈 해협 통제 및 개방을 활용하고 있다는 점에서, 군사적 긴장은 완화되더라도 정치적 갈등은 장기간 지속될 가능성이 존재한다.

전술한 바와 같이 각 시나리오별 실현 가능성의 우열을 가리는 것은 현실적으로 불가능하다. 다만 변동성이 극심한 현재의 매크로 환경에서, 보다 빠른 투자 의사결정이 요구되는 '26년 11월 이전 종전 시나리오에 우선적으로 대비하는 것이 실무적으로 더욱 유의미하다고 판단한다.

이에 본 보고서는 첫 번째 시나리오를 기본 가정으로 설정하고,

해당 국면에서 유효한 수혜 산업 및 최선호주를 제시하고자 한다.

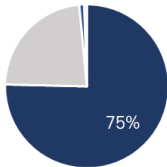
I . Industry Analysis

전쟁의 종전 가정 하에서 가장 직접적이고 큰 규모의 수혜가 예상되는 테마는 재건이다. 재건 사업은 종전 직후 가장 먼저 집행되는 영역으로, 건설사들의 수혜가 빠르게 가시화될 것으로 판단된다. 또한 건설사는 단순 시공을 넘어 수소·탄소포집 등 에너지 신사업으로 확장하고 있으며, 이는 전쟁 이후 에너지 구조 변화와 맞물려 추가적인 성장 동력으로 작용할 가능성이 높다.

1. 파괴왕 트럼프

- 미-이란 전쟁 피해
1. 미국 → 이란 본토 공격
 2. 이란 → 주변국 보복 공격

이란 에너지원 중 가스 비중



미-이란 전쟁의 피해는 특정 지역이나 단일 설비에 국한되지 않고, 에너지 밸류체인 전반에 걸쳐 동시다발적으로 발생했다. 특히 [생산(유전·가스전) – 정제(정유·화학) – 수송(항만·LNG 터미널)]에 이르는 핵심 인프라가 큰 타격을 입었으며, 이는 미국의 이란 본토 공격과 이란의 주변국 보복 공격에 따른 피해로 구분된다.

미국은 이란 내 핵심 에너지 생산 기반을 정밀 타격하여 공급 능력을 직접적으로 훼손했다. 확인된 주요 피해 시설로는 South Pars 가스전 일부 생산 중단, Isfahan 정제 시설 및 Mobarakeh 생산 라인 가동 중단 등이 있으며, Bushehr 원전 또한 타격을 입은 것으로 파악된다.

전쟁으로 인한 전체 주요 피해 시설 약 27개 중 이란 본토 내 직접 피해 시설은 최소 3개소 이상으로 집계된다. 이란은 에너지 생산의 가스 의존도가 매우 높은 구조적 특성을 지닌 만큼, 해당 설비들의 피해는 단순한 물리적 손상을 넘어 국가 생산능력 자체의 구조적 결손으로 판단된다.

이란도 밟으면 고통한다

이란의 대응 공격으로 사우디 아라비아와 UAE의 주요 가스 및 정유 시설과 카타르 LNG 터미널 등이 피해를 입었다. 이는 중동 에너지 공급망 기능 전반에 차질을 유발하며, 원유 및 LNG 수출 지연과 글로벌 에너지 가격 변동성 확대, 산업단지 가동을 저하, 전력 및 용수 공급 불안 등 연쇄적인 공급망 리스크로 이어질 가능성이 크다.

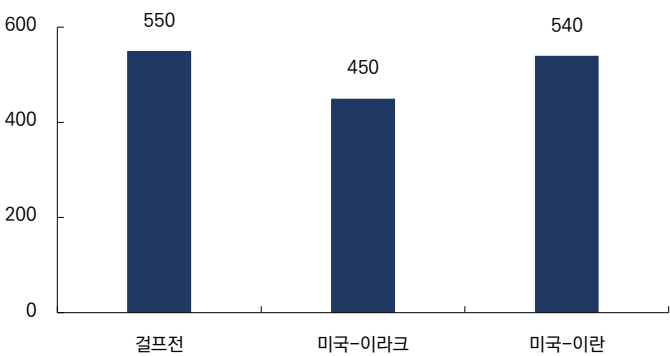
복구 비용은 약 540억 달러 규모로 추정되며, 과거 중동 전쟁과 비교시 기간 대비 피해 규모가 상당하다. 비용 중 약 88%가 EPC(설계·조달·시공) 비용으로 예상되며, 이는 대규모 플랜트 재건 수요가 발생하고 있음을 의미한다. 따라서 향후 중동 재건 시장 역시 대형 EPC 중심으로 확대될 가능성이 높으며, EPC 산업 특성상 시공 레퍼런스를 보유한 기업들이 재건 프로젝트를 주도적으로 수행할 가능성이 높다고 전망한다.

[자료 1-1] 주요 전쟁 피해시설

국가	피해내용	시설명	용도
UAE	화재 발생	Ruwais Refinery	UAE 최대 정유, 석유화학 허브
사우디	반복 공격	Ras Tanura Refinery	세계 최대 원유 수출 터미널, 정유시설
카타르	미사일 공격, FM	Ras Laffan LNG 터미널,	세계 최대 LNG 수출 거점
쿠웨이트	다수 시설 피해	KNCP CFP	쿠웨이트 최대 정유 고도화 사업

출처: 언론종합, RFS Team 2

[자료 1-2] 과거 중동 전쟁 재건 비용 추이



출처: 언론종합, RFS Team 2

2. 주요 시설 파괴에 이은 글로벌 에너지 공급망 위협

이번 미-이란 전쟁은 호르무즈 해협 봉쇄로 원유·LNG 수송에 심각한 차질을 빚으며 글로벌 에너지 공급망에 구조적 충격을 안겼다. 전 세계 인구의 약 75%가 화석연료 순수입국에 살고 있으며, 대다수 국가가 에너지를 수입에 의존하고 있다. 이런 상황에서 핵심 수송 경로가 막히면 그 충격은 곧바로 에너지 안보 위기로 확대되는 구조적 리스크를 내재하고 있는 것이다.

특히 아시아의 타격이 컸다. 호르무즈 해협을 통과하는 석유의 약 80%, LNG의 90%가 아시아로 향하며, 이는 아시아 석유 수요의 약 40%, LNG 수입의 25% 이상을 차지한다. 한국, 일본, 인도 등은 이번 사태를 통해 화석연료 편중 구조가 국가 경제 전반에 얼마나 큰 리스크로 작용하는지를 다시 한번 확인했다.

전쟁 이후 가속화될 비중동 LNG 다각화와 대체에너지 확대

전쟁 이전부터 글로벌 LNG 공급은 미국·카타르 중심의 확대는 전망되어 왔으나 호르무즈 리스크가 현실화되면서 비중동 공급원의 전략적 가치는 더욱 높아졌다. 이번 전쟁으로 '26~'30년 누적 LNG 공급의 약 15%가 위험에 노출될 가능성이 있으며, 미국·캐나다 등을 중심으로 증설 논의가 빠르게 구체화되고 있다. 특히 미국 LNG는 호르무즈를 우회한다는 점에서 안보 프리미엄이 부각되며, '30년 수출능력'이 기존 175MTPA에서 190~200MTPA 수준까지 확대될 전망이다.

에너지 안보 강화 기조는 LNG를 넘어 수소·암모니아 투자로도 이어지고 있다. 글로벌 수소 수요는 '30년까지 현재의 1.5배인 약 150Mt에 달할 것으로 예상되며, 암모니아 역시 발전·해운·수소 운반체로서 교역 규모가 빠르게 늘어날 것으로 판단된다.

에너지 다각화는 인프라 확대를 부른다

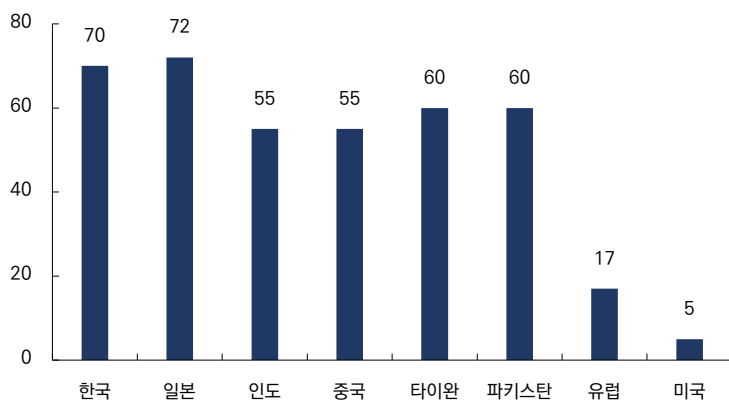
과거 에너지 위기가 비용 상승과 수주 위축으로 이어졌다면, 지금은 에너지 안보 강화를 위한 공급망 재편과 인프라 증설 사이클로 전환되는 국면이다. 비중동 LNG 공급 확대와 맞물려 LNG 플랜트·저장시설·수소·암모니아 등 에너지 인프라 전반에 걸친 투자가 빠르게 가속화될 가능성이 높다.

이에 본 리서치팀은 에너지 다각화 과정에서 필연적으로 동반되는 신규 에너지 인프라 구축 확대에 따라, EPC 기업들이 구조적인 수혜를 받을 수밖에 없는 환경이 형성되고 있다고 판단한다.

누적 LNG 15% 위험 노출
→ 미국 LNG 프리미엄 부각

에너지 위기 → 인프라 증설 사이클
||
EPC 기업의 구조적 수혜

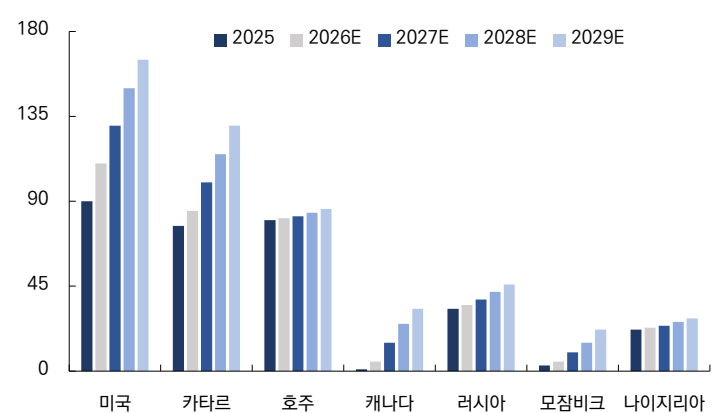
[자료 1-3] 석유 수입국의 호르무즈 의존도



(단위: %)

[자료 1-4] 비중동 LNG 수출 전망

(단위: MTPA)



3. 한국건설사 - 전쟁 이후 재건과 에너지 다각화 모멘텀 전부 흡수

필수 조건 - 레퍼런스

韓기업 중동 플랜트 시장 점유율
= 30%

피해시설 시공 관여

기업명	개수
현대건설	2
대우건설	2
GS 건설	2
삼성 E&A	7

화공 플랜트 중심 사업
+ LNG, 원전, 수소, CCUS

중동 재건 시장에서 한국 건설사의 수혜 가능성은 단순 기대감이 아닌, 이미 구축된 레퍼런스와 시장 영향력에 기반한다. '00년 이후 중동 플랜트 시장에서 한국 건설사들은 대형 EPC 프로젝트를 지속적으로 수행해왔으며, 중동 플랜트 시장 점유율 기준 약 30% 수준을 기록하며 글로벌 상위권 경쟁력을 확보 중이다.

특히 단순 수주 규모를 넘어 핵심 에너지 인프라에 대한 직접 시공 경험이 중요하다. 중동에서 피해를 입은 정유소, LNG 플랜트, 가스전, 항만 등 주요 시설 상당수가 과거 한국 건설사들이 참여했던 프로젝트로, 약 27개 피해 시설 중 15개 시설 시공에 관여한 것으로 추정된다.

이러한 레퍼런스는 재건 시장에서 매우 중요한 의미를 가진다. 플랜트 EPC 산업은 기술력뿐만 아니라 기존 프로젝트 이해도, 설계-시공 이력, 발주처와의 관계가 중요한 산업으로, 동일 또는 유사 프로젝트의 재건 시 기존 시공사가 재선정될 가능성이 상대적으로 높다. 이는 발주처 입장에서 공기 단축, 리스크 최소화, 운영 연속성 확보 측면에서 유리하기 때문이다.

건설사들은 이제 짓기만 하지 않아

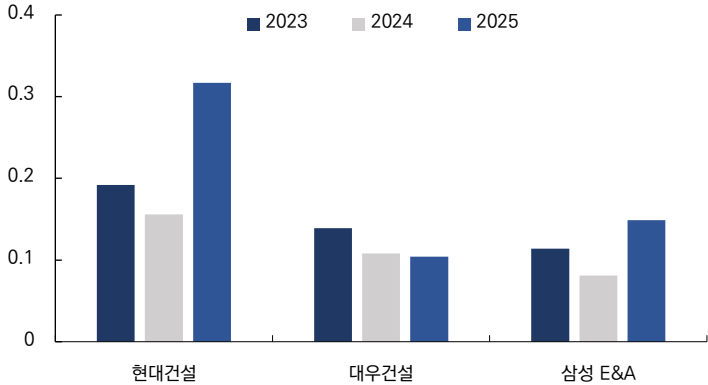
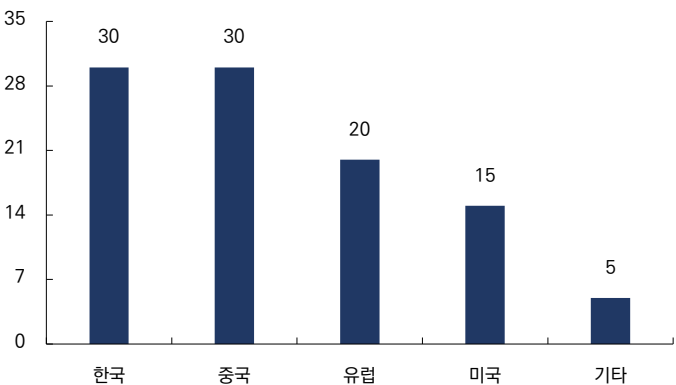
한국 건설사들은 단순 재건 수혜를 넘어 글로벌 에너지 다각화 국면에서도 구조적인 수혜가 가능한 산업에 위치해 있다. 최근 주요 건설사들은 기존 화공 플랜트 중심 사업을 기반으로 LNG, 원전, 수소, CCUS 등 에너지 전환 영역으로 사업을 확장하고 있으며, 이는 글로벌 에너지 공급망 재편 과정과 맞물려 중장기적인 성장 동력으로 작용하고 있다.

대표적으로 현대건설은 원전 및 수소 인프라 사업을 중심으로 글로벌 에너지 사업에 참여하고 있으며, DL 이앤씨는 수소 및 탄소포집 기술을 기반으로 화공 사업을 확장하고 있다. 대우건설 역시 LNG 및 원전 중심의 에너지 인프라 사업을 확대하고 있으며 삼성E&A 또한 화공 플랜트 역량을 기반으로 수소, 탄소포집(CCUS), 친환경 연료(SAF) 등 New Energy 사업을 확대하며 글로벌 에너지 다각화 흐름에 대응하고 있다.

이와 같이 한국 건설사들은 단순 EPC 수행을 넘어 에너지 밸류체인 전반으로 사업 영역을 확장하고 있으며, 이는 에너지 다각화 국면에서 단기적인 수주 증가를 넘어 구조적인 수혜로 이어질 가능성을 시사한다.

[자료 1-5] 중동 플랜트 참여 국가 비중

(단위: %) [자료 1-6] 주요 건설사 에너지 사업 비중 추이



출처: 언론종합, RFS Team 2

출처: 각사, RFS Team 2

삼성E&A: 약 1조 영업손실
GS 건설: 약 9,300억 원 영업손실

중동 플랜트 저가 수주 사태:
韓건설사들이 해외 실적을 위해 적정 원가
보다 10~20% 낮은 금액으로 입찰, 이후
리스크 누적으로 경영 위기 직면

에스컬레이션 조항:
물가, 원자재 가격이 일정 수준 이상 오를
경우, 그 상승분을 공사 대금에 반영하여
계약 금액을 조정하는 물가 연동 장치

근데 한국 건설사 옛날에 한 번 폭삭 망했던데?

현재의 재건 및 에너지 다각화 사이클과 유사하게, 과거 '10~'11년 중동 지역의 대규모 플랜트 발주 확대를 바탕으로 한국 건설사들이 글로벌 시장 내 영향력을 빠르게 키워가던 시기가 존재한다. 당시에는 중동 산유국의 풍부한 자금을 바탕으로 정유, 가스, 석유화학 플랜트 발주가 급증했고, 국내 건설사들은 공격적인 수주 전략을 통해 물량 확보에 집중하였다.

그러나 경쟁 심화 속에서 저가 수주가 만연했고, 고정가 계약 구조 하에서 자재 가격 상승, 설계 변경, 공기 지연 등의 리스크가 누적되면서 대형 프로젝트 손실이 한꺼번에 반영되는 문제가 발생했다. 그 결과 수주 확대에도 불구하고 수익성이 급격히 훼손되었고, 이는 업종 전반의 실적 악화와 주가 하락으로 이어지는 구조적 실패로 귀결되었다.

반면, 현재의 중동 재건 사이클은 표면적으로는 유사한 플랜트 중심 발주 확대 흐름을 보이지만, 그 성격은 본질적으로 다르다. 이번 사이클은 단순한 경기 호황이 아니라 에너지 안보와 공급망 재편이라는 구조적 필요에 기반하고 있으며, 원전, LNG, 신재생을 포함한 에너지 인프라 전반에서 중장기 투자 수요가 동시에 발생하고 있다는 점이 특징이다.

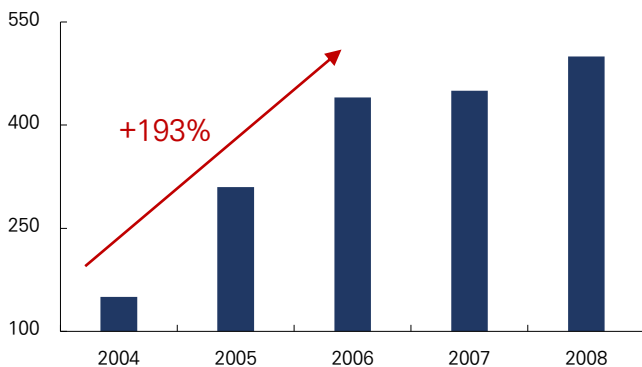
보여줄게 완전히 달라진 나

또한 과거와 달리 건설사들은 수익성 중심의 선별 수주 전략을 채택하고 있으며, 고정가 계약 중심이었던 것과 달리 에스컬레이션 조항 등 계약 구조 개선을 통해 원가 상승 리스크를 일정 부분 통제할 수 있는 환경이 조성되었다. 더불어 글로벌 EPC 공급 능력이 제한된 상황에서 발주가 확대되고 있어, 과거 대비 건설사의 협상력이 상대적으로 높아진 점도 중요한 차별점이다.

결과적으로 과거 중동 EPC 사이클이 [수주 경쟁 심화 → 저가 수주 → 대규모 손실]로 이어진 양적 확대 중심의 사이클이었다면, 현재 재건 사이클은 [에너지 안보 기반 투자 확대 → 선별 수주 → 수익성 개선]으로 이어지는 질적 성장 중심의 사이클로 변화하고 있다. 이러한 구조적 변화는 한국 건설사들의 재건 참여가 과거와 동일한 리스크를 반복하기보다는, 보다 안정적인 수익성을 기반으로 한 성장 기회로 작용할 가능성이 시사한다.

[자료 1-7] 과거 중동 EPC 사이클 규모

(단위: 억 달러) [자료 1-8] 과거 VS 현재 건설 계약 구조 차이



구분	방식	목적	영향
과거	고정가 계약	공격적 LSTK 수주	원가 상승시 건설사 손실 전부 부담. 저마진, 프로젝트 수주확대.
현재	에스컬레이션 조항	리스크 및 수익성 중심 선별	원가 상승시 발주처와 리스크 분담. 저수익 프로젝트 배제&리스크 통제.

출처: 언론종합, RFS Team 2

출처: 언론종합, RFS Team 2

Top Pick: 삼성E&A (028050.KS)

주택주 택도 없주

'26년 2월 전국 주택 실거래량은 전월 대비 6.0% 줄었고, 지방은 9.5% 감소했다. 서울 매수우위지수는 불과 한 달 새 85.3에서 63.6으로 급락했다. 시장 참여자들의 이탈이 가속화되고 있는 것이다. 준공 후 미분양은 3.1만 세대로 전체 미분양의 47%에 달하며, 지방을 중심으로 한 악성 미분양 적체는 이미 임계점에 근접해 있다. **정책 방향이 바뀌지 않는 한, 단기 반전을 기대하기 어려운 구조다.**

그러나 플랜트 시장은 **정반대의 사이클에 있다**. 미-이란 전쟁 이후 브렌트유는 한때 배럴당 120달러를 넘어섰고, 현재도 100달러 내외의 높은 수준을 유지하고 있다. 유가 상승은 곧 산유국의 재정 여력 확대를 의미하며, 이는 LNG·정유·가스·원전 등 에너지 인프라 발주 증가로 이어진다.

여기에 글로벌 에너지 공급망 재편과 중동 재건 수요까지 더해지면서, 발주 모멘텀은 단기 이벤트에 그치지 않고 **중기적인 사이클로 자리잡을 가능성이 높다**. 주택 시장과 플랜트 시장은 지금 완전히 다른 방향으로 움직이고 있는 것이다.

재건 레퍼런스 1위

이 국면에서 동사의 포지션은 독보적이다. 주택사업 비중이 사실상 전무한 구조로, 국내 부동산 경기 둔화의 직접적인 영향권 밖에 있다. 매출의 대부분이 화공 플랜트로 구성되어 있어 글로벌 에너지 인프라 투자 확대를 정면으로 수혜 받는 구조다. 건설업종 안에서도 사업 구조 자체가 다른 게임을 하고 있는 셈이다.

레퍼런스 측면에서도 우위는 뚜렷하다. 동사는 국내 건설사 중 이번 중동전쟁 피해 에너지 인프라 시공 실적을 **가장 풍부하게 보유하고 있다**. EPC 산업에서 레퍼런스는 단순한 실적이 아니라 수주 경쟁력 그 자체다. 발주처 입장에서 검증된 시공 이력을 가진 기업을 선호하는 것은 당연하며, 이는 재건 수주 국면에서 동사가 가진 가장 강력한 진입 장벽이다.

올해부터 본격 궤도에 오른 **New Energy 사업부**는 동사의 또 다른 성장 축이다. 수소·친환경 연료·탄소저감 인프라를 중심으로, 전쟁 이후 가속화될 에너지 다각화 흐름에 직접 대응하는 구조다. 기존 화공 플랜트 역량과의 시너지를 감안, 해당 사업부의 성장 잠재력은 현재 시장이 반영하는 수준 이상이라고 판단한다.

현재 건설업종 내 구도는 명확하게 갈리고 있다. 주택 중심 기업은 수요 둔화라는 하방 리스크에 노출되어 있고, 플랜트 중심 기업은 에너지 인프라 투자 확대라는 상방 모멘텀을 보유하고 있다. **동사는 후자의 정점에 있으며, 이에 본 리서치팀의 최선호주로 제시한다.**

과거 '00년대 후반 유가 급등
→ 산유국 플랜트 발주 400% 증가

유가 상승 → 산유국 재정 여력 확대
→ 에너지 인프라 발주 확대

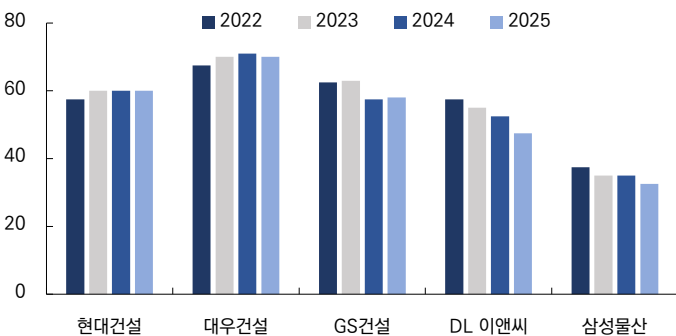
Only 플랜트에 집중

가장 풍부한 레퍼런스 보유
= 강력한 수주 경쟁력

뉴에너지 사업부 = 종전 이후 대응

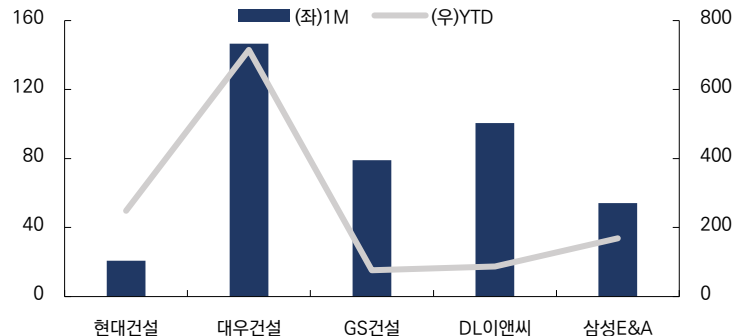
주택 중심: 하방 리스크 노출
플랜트 중심: **에너지 인프라 투자 확대**

[자료 1-9] 경쟁사 주택 사업 비중



출처: 각사, RFSTeam 2

[자료 1-10] 주요 건설사 기간 수익률



출처: RFSTeam 2

II. Company Overview

동사는 대한민국의 플랜트 산업을 개척한 글로벌 에너지 종합 솔루션 기업으로, 석유산업, 환경, 바이오 등 다양한 사업을 영위하고 있다. 더하여 탄화수소와 첨단기술, 신재생 에너지를 바탕으로 설계부터 O&M까지 주요 프로세스를 진행한다. 이는 산업 전반에 걸친 글로벌 고객군 확보와 사업 영역 확장을 중심으로 '27년 본격적인 실적 턴어라운드가 기대된다.

1. 기업 개요

EPC: 설계 - 조달 - 제작
EPF: 설계 - 조달 - 시공

동사는 1970년 설립된 글로벌 에너지 EPC 기업이다. '25년 수주잔고는 177,562억 원이며, 글로벌 수주잔고의 51%가 중동·북아프리카 지역에 집중돼 있다. 기존에는 화공이 주력 사업이었으나, '25년을 기점으로 New Energy 중심으로 파이프라인을 확대하며 LNG 사업을 선봉으로 글로벌 시장을 공략하고 있다.

2. 사업부별 분석

동사는 ①화공, ②첨단산업, ③New Energy로 사업 포트폴리오를 재편하여 영위하고 있다.

화공: 오일·가스 프로세싱, 정유, 석유화학
첨단산업: 산업설비, 바이오
New Energy: LNG, 청정에너지, ECO

화공 '25년 화공 사업 매출은 51,513억 원(YoY +13%)으로 전체 매출의 57.1%를 차지하는 핵심 사업부다. GOSP 분야에서 다양한 프로젝트를 진행 중이며, 수주액 약 86,973억 원 규모의 사우디 Fadhili 가스 프로젝트가 그 대표적 사례다. 상세설계에서 기본설계로 밸류체인을 상향 확대함에 따라 고부가가치 창출이 가능해지고 있으며, 이를 통해 고수익 프로젝트 개발 역량을 더욱 견고히 할 것으로 기대한다.

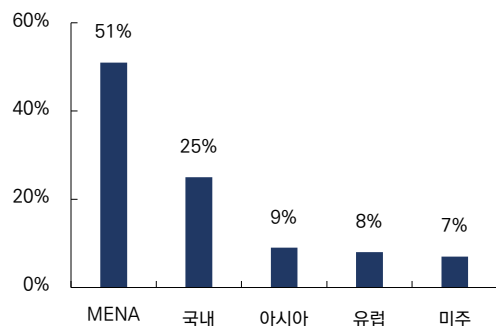
첨단산업 '25년 첨단산업 매출은 25,312억 원으로 전체 대비 28%를 기록하며 비중이 소폭 감소했다. 다만 매출이익률은 4Q24 13.8% → 4Q25 16.2%로 개선, 수익선이 훼손된 것은 아니라고 판단한다. 동사는 삼성전자 평택 고덕 P2 UT동 프로젝트 등 그룹 내 반도체 시공 경험을 기반으로 반도체 CapEX 회복 국면에서의 대외 수주 확대를 추진 중이다. 특히 자체 EPF 기술을 앞세운 고객사 다변화를 통해 글로벌 수주 시장 진출이 본격화될 것으로 전망한다.

New Energy '25년 New Energy 매출은 13,463억 원(YoY +67%)으로 전체의 14.9%를 차지하며, 전년 대비 매출 비중이 6.8%p 확대됐다. 첨단산업 비중 감소를 상쇄하는 성장 동력으로 기능하며, '30년까지 매출 비중 55% 달성을 전망하는 만큼 동사의 마진 체력을 구조적으로 끌어올리는 핵심 축이 될 전망이다.

첨단산업·New Energy 주요 고객:
① 삼성전자(매출액 19,899억 원)
② 삼성바이오로직스(매출액 11,664억 원)
* '25년 기준 매출액

[자료 2-1] '25년 글로벌 수주 잔고

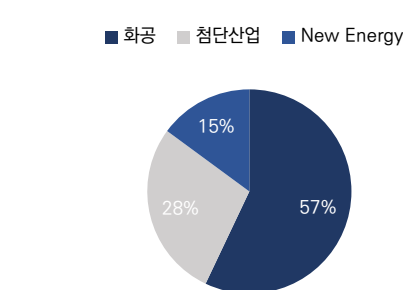
(단위: %)



출처: 삼성E&A, RFS Team 2

[자료 2-2] '25년 사업부별 매출 비중

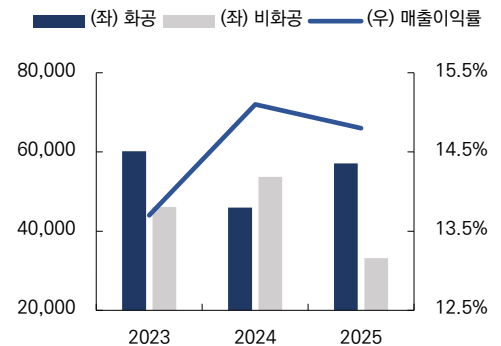
(단위: %)



출처: 삼성E&A, RFS Team 2

[자료 2-3] 사업별 매출 및 매출이익률

(단위: 억 원)



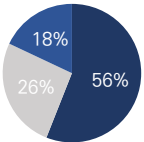
출처: 삼성E&A, RFS Team 2

개념설계(Pre-FEED) → 기본설계(FEED)
이후 EPC, 시운전, 설계 순서

SAF: 지속가능항공유
[기존 화석연료 → 바이오연료]
탄소 배출 저감 가능

'25년 지역별 파이프라인 비중

■ 중동 ■ 미국/유럽 ■ 아시아/CIS



3. 중동 넘어 미국, 일본 찍고~

동사는 '25년 사업 포트폴리오 개편과 함께 New Energy 관련 수주를 본격화하고 있다. '25년 11월에는 중동 최고 권위의 MEED 프로젝트 에너지 분야 수상을 통해 안정적인 수행력을 대외적으로 인정받았다. 나아가 동사는 중동을 넘어 미국·일본을 중심으로 SAF, LNG 등 New Energy EPC 프로젝트의 개념설계 단계부터 참여하고 있으며, 일부는 본 사업 연계 수주로까지 이어지며 독보적인 기술력을 입증하고 있다.

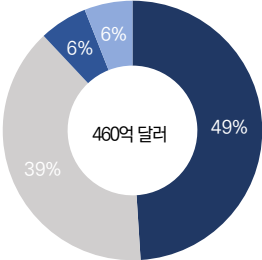
① **미국** 동사는 '25년 4억 7,500만 달러 규모 미국 Wabash 저탄소 암모니아 EPF 수주로 10년만에 미국 시장 재진입에 성공, '29년 완공까지 순차적인 매출 반영을 기대한다. 또한 1,570만 달러 규모 DG Fuels 대상 SAF 기본설계를 '26년 10월 완료할 예정이며, 향후 본 사업 연계 수주 추진 가능성이 높다. **본 사업의 경우 약 30억 달러 규모로, SAF 사업 체결 시 '27년부터 매출 인식이 가시화되어 New Energy 사업에서 북미 시장으로의 진출을 뒷받침할 것으로 전망한다.**

② **일본** 동사는 '25년 8월 인팩스 마셀라와 약 2,600만 달러 규모의 인도네시아 Abadi 친환경 LNG 플랜트 기본설계를 수주했다. 해당 회사는 일본의 에너지 기업 인팩스의 자회사로, 주력 시장인 동남아 시장에서 서의 입지를 통해 일본 LNG 시장의 진출 가능성이 높다.

③ **중동** 동사는 '25년 기준 중동 파이프라인 비중 56%, 해외 에너지 플랜트 수익인식액 6.2조 원으로 비중 69%를 기록하며 압도적인 시장 지배력을 확보했다. 동사는 향후 약 460억 달러 규모의 중동 에너지 시설 재건 수혜 가능성이 높다. 또한, '25년 신규 고객 비중 52% 달성, 약 100억 달러 규모 확보된 파이프라인으로 EPC 시장 내 입지를 활용한 대규모 재건 사업 및 관련 중동 프로젝트의 추가 수주가 기대된다.

[자료 2-4] 중동 석유·가스시설 재건 비용 (단위: %)

■ 설계·시공 ■ 장비·재료 ■ 작업 ■ 물류·선택

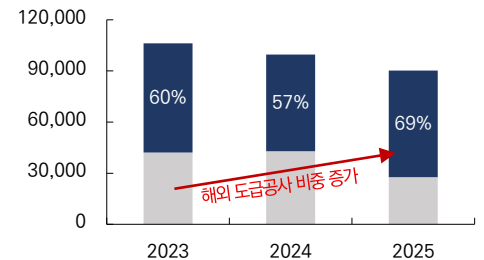


[자료 2-5] 4가지 중동 잠재 파이프라인 (단위: 억 달러)

프로젝트	도급 금액	사업제품 구분
사우디 Khafj Gas	20	Gas·LNG
사우디 암모니아	30	석유화학
카타르 UREA	40	석유화학
UAE Falcon PLA	5	S/S

[자료 2-6] 연간 해외 도급 수익인식액 (단위: %)

■ 국내 도급공사 ■ 해외 도급공사



출처: RystadEnergy, RFS Team 2

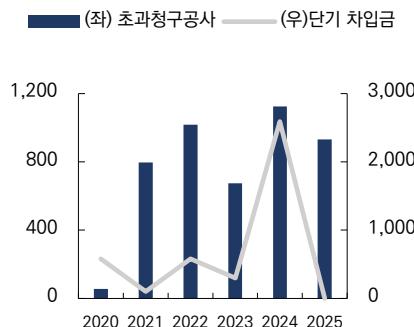
출처: 삼성E&A, RFS Team 2

출처: 삼성E&A, RFS Team 2

4. 재무분석

동사는 과거 재무 부담의 원인이었던 단기차입금을 '23년 1,193억 원에서 '25년 0원으로 전액 상환하며 무차입 경영 기조에 진입했다. 이는 외부 자본 의존도를 제거하여 업종 내 독보적인 재무 건전성을 확보하였음을 의미한다. 또한 동사의 안정적인 재무 구조는 향후 에너지 전환 등 신사업 투자를 위한 강력한 기초체력으로 작용할 것이다.

동사는 외부 차입, 사채 발행 대신 약 2조 3,267억 원 규모 초과청구공사를 영업 활동의 핵심 재원으로 활용하는 효율적인 자금 조달 구조를 구성했다. 일반적인 EPC는 대규모 선투입 자금 확보를 위해 이자 발생 부채에 집중하지만, 동사는 고객으로부터 선수금을 회수하여 운영 자금을 마련한다. 이는 이자 비용 절감과 공사 수행 능력에 대한 발주처의 높은 신뢰를 입증할 것으로 기대한다.



III. Investment Point

Investment Point 1. 화공은 원래 잘 했고요, 재건도 잘해요

동사는 '27년 화공 및 재건 부문에서 약 5.5조 원(YoY +42.7%)의 매출을 전망한다. 이는 1Q26에 기확 보된 수주를 포함해 7조 원 규모로 예상되는 '26년 수주에 기인하며, 종전 후 본격화되는 재건 발주를 동사의 압도적인 경쟁력으로 선점하며 '27년 수주 또한 6조 원 규모로 이어질 것으로 판단한다.

1-1 재건 맡겨다오

드론 및 미사일 고도화
↓
에너지 인프라 집중 타격

동사는 중동 플랜트 시장에서 쌓아온 독보적인 경쟁력을 바탕으로, 미-이란 전쟁 이후의 재건 수요를 추가 수주 모멘텀으로 직접 전환할 수 있는 위치에 있다. **종전 후 이란을 제외한 주변국의 에너지 인프라 복구 비용은 최소 250억 달러로 추산된다.** 이는 현대전의 핵심 특성인 정밀 타격 능력이 전쟁 당사국을 넘어 인접국으로까지 피해를 확산시킨 것에 기인한다.

재건 시장에서의 압도적 경쟁력

종전 후 신속한 복구는 발주처 입장에서 단순한 인프라 재건을 넘어, 재정 안정과 외화 수입 회복을 위한 핵심 과제다. 피격 시설 중 하나인 바레인 Bapco 시트라 정유시설(정제능력 405,000bpd)은 Force Majeure를 선언했다. 국내 공급은 유지된다고 밝혔으나, 통상 국내 소비 비중이 전체의 10%에 불과하다는 점을 감안하면 수출분 90%가 사실상 중단된 것이다.

납기 신뢰도 + 다수의 시공 이력
→ 재건 경쟁력 ↑

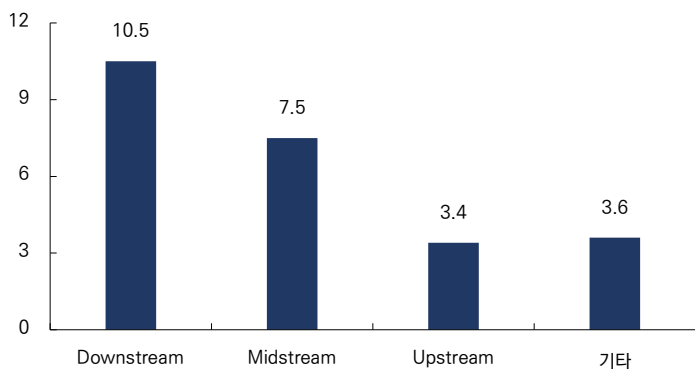
이에 따라, 정제유 단가 \$80/bbl 기준으로 환산하면 일일 약 3,000만 달러(약 400억 원)에 달하는 매출 손실이 발생하고 있다. 이처럼 복구 지연이 곧 국가 재정 손실로 직결되는 구조에서, **오랜 기간 쌓은 높은 납기 신뢰도로 동사의 경쟁력은 더욱 부각될 수밖에 없다.**

또한, 현재 공식 피해가 확인된 27개 시설 중 7곳에 동사가 시공사로 참여한 이력이 있다. 앞서 언급한 바레인 Bapco 시트라 정유시설 역시 동사가 '08년 3,000억 원 규모로 1차 EPC를 수행한 곳으로, 이 수행 이력을 기반으로 '18년에는 1.7조 원 규모의 현대화 사업 수주에도 성공한 바 있다. 발주처가 입점된 트랙 레코드를 가진 파트너를 선호하는 만큼, **동사가 시공 이력을 보유한 7개 사이트는 종전 후 복구 EPC 수주의 1차 후보군으로서 추가 수주 모멘텀이 가시화될 가능성이 높다.**

[자료 3-1] 이란 외 중동 에너지 인프라 복구 예상 비용

(단위: 십억 달러)

[자료 3-2] 시공 이력 보유 피해 시설



출처: Rystad Energy, RFS Team 2

시설명	국가	피해 내용
Ruswais Refinery	UAE	화재 발생
Bapco Sitra	바레인	Force Majeure
KNPC CFP	쿠웨이트	다수 시설 피해
Ras Laffan LNG	카타르	Force Majeure
Shah	UAE	가스전 화재
Shaybah	사우디	다수의 드론 공격
Yanbu	사우디	재가동

출처: 언론종합, RFS Team 2

재건 이후 마진 우려, “불필요”

전쟁으로 인한 유가 상승
→ 재건 발주처의 자금 여력 개선

미-이란 전쟁 이후의 재건 사이클은 동시에 발주처의 자금 여력이 충분히 뒷받침되는 수주 환경을 제공할 전망이다. 두바이유는 전쟁 직전 배럴당 60달러 선에서 3월 19일 사상 최고치인 166달러까지 급등했으며, 휴전 이후에도 100달러 수준을 유지하고 있다. 호르무즈 해협의 지정학적 리스크가 구체화되면서 유가 수준이 구조적으로 상향 조정된 것으로, 이는 복구 EPC 발주에 대한 발주처의 지급 능력 개선과 직결된다.

쿠웨이트 재건 vs 이라크 재건

걸프전 종전 후 쿠웨이트와 이라크의 상반된 재건 사이클은, 발주처의 자금 여력이 EPC 사업자의 마진을 사실상 결정짓는다는 점을 명확히 보여준다. 쿠웨이트는 총 600억 달러 이상의 재건 비용을 국부펀드, 외채 발행, 이라크 배상금이라는 3축 재원으로 조달했으며, 석유산업 복구에만 50억 달러 이상을 집행했다. 이는 발주 가시성과 마진 안정성이 동시에 보장된 사이클이었다. 반면 이라크는 정부 재정 자체가 붕괴하면서 EPC 사업자들의 마진이 구조적으로 훼손되는 결과로 이어졌다.

국부펀드 + 국영 석유회사 자금력
→ 쿠웨이트 재건과 유사

이번 재건 사이클의 발주처 구조는 쿠웨이트 케이스와 유사하다. 주요 피격 시설의 운영 주체가 사우디 Aramco, ADNOC, Qatar Energy, Bapco Energies 등 세계 최상위 수익성을 보유한 국영·우량 기업들이기 때문이다. 따라서, 발주처의 자금 여력 리스크가 구조적으로 제한된 환경이며, 이는 동사의 복구 EPC 수주에서 단가 협상력과 마진 안정성 양면 모두에 우호적으로 작용할 것으로 기대한다.

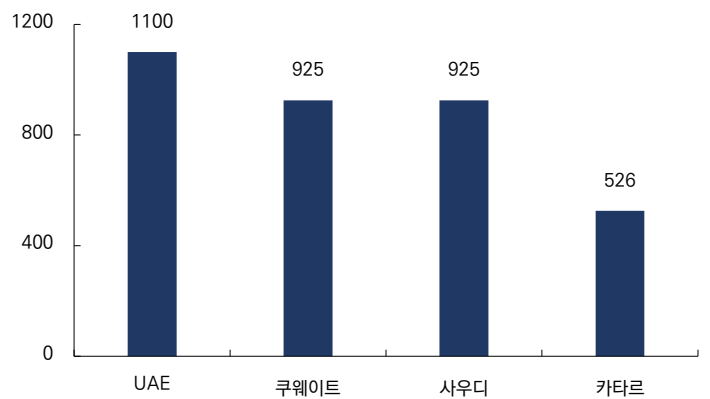
[자료 3-3] 쿠웨이트 vs 이라크

구분	쿠웨이트	이라크
재원 구조	국부펀드+외채 +이라크 배상금	단일 재정 의존
발주 사이클	57년 복구 계획 /대형 프로젝트 연속 발주	발주 지연 및 축소
EPC 환경	단가 협상력 향상 및 안정적 매출 인식	매출 인식 지연
EPC 사업자	안정적 마진 확보	마진 구조적 훼손

출처: 언론종합, RFS Team 2

[자료 3-4] 국가별 국부 펀드 규모

(단위: 십억 달러)



출처: 언론종합, RFS Team 2

1-2 그래서 언제, 어디 재건할 건데

민간 인프라 재건 불필요
→ 발주 시기 및 공사 기간 단축 가능

통상적인 재건 발주 기간 대비 빠른 수준인 종전 후 4~6개월 내 첫 추가 EPC 수주가 가능할 것으로 판단한다. 과거 쿠웨이트 재건의 경우 국가 전체가 마비된 상태에서 민간 인프라 긴급 복구가 선행되며 첫 본격 EPC 발주까지 6~12개월이 소요됐다.

반면 이번 사태는 발주처가 정상 운영되는 가운데 에너지 시설만 핀포인트 타격된 구조다. 국부펀드를 통한 자금 조달이 즉시 가능하고, 부지, 인허가, 운영 데이터가 그대로 보존돼 있어 통상 12~24개월이 소요되는 사전 절차가 불필요하다는 점이 핵심 동인이다.

본 리서치팀은 공식 피해가 확인된 시설들을 피해 규모에 따라 심각, 중간, 경미로 분류하고 복구 비용을 산정했다. 정유 단지 특성상 단일 유닛 손상이 인접 설비의 연쇄 가동 중단으로 이어지는 구조를 반영해, 단순 수리가 아닌 핵심 시스템 부분 재건축 시나리오를 적용했다. 이를 동사의 과거 시공 이력과 종합한 결과, 수주 가능성이 가장 높은 세 곳을 선정했다.

시공 이력:

‘08년 Sitra 정유 단지 EPC (0.3조 원)
 ‘18년 Sitra 정유 단지
 현대화 프로젝트 (1.7조 원)

시공 이력:

‘14년 CFP 패키지 중 Mina Abdullah
 정유 공장 1번 패키지 시공 (1.7조 원)

시공 이력:

‘18년 Ruwais 정유 공장
 신규 건설 및 리모델링 사업 (2.9조 원)

1) 바레인 Bapco Sitra

미-이란 전쟁에서 단일 시설 기준으로 피해가 가장 크며, Force Majeure 선언이 이를 방증한다. **추정 복구비는 20~30억 달러, 동사의 잠재 수주 가능분은 약 6~9억 달러로 추정한다.**

수주 근거는 명확하다. 동사는 Technip Energies, Tecnicas Reunidas와 컨소시엄을 구성해 총 44억 달러 규모의 BAPCO Modernization Program에 32% 지분으로 참여했으며, ‘25년 12월 인가식까지 완료했다. 계약상 종료일이 ‘26년 7월 29일로, 컨소시엄이 현장 인력, 도면, 공급망을 그대로 보유하고 있다. **복구 발주가 신규 입찰이 아닌 기존 계약 연장 형태로 자연스럽게 연결될 수 있는 구조다.**

2) 쿠웨이트 KNPC CFP

KNPC가 severe material damage를 공식 발표한 피해 규모가 가장 큰 통합 정유 단지다. Mina Al-Ahmadi와 Mina Abdullah를 합산하면 일 처리 능력 80만 배럴로, 쿠웨이트 정유 기능의 실질적 전부에 해당한다. **추정 복구비는 25~37.5억 달러, 동사의 잠재 수주 가능분은 약 10~15억 달러로 추정한다.**

동사는 ‘14년 Petrofac, McDermott와 함께 42.7% 지분으로 총 37.9억 달러 규모의 KNPC Clean Fuel Project Mina Abdullah Package 1을 수행했다. **총 130억 달러 규모 메가 프로젝트의 핵심 패키지를 단독 시공한 만큼, 시설 사양, 운영 데이터, 발주처 신뢰가 모두 축적돼 있다.** KNPC의 피해 규모와 빠른 가동 정상화 압력을 반영하면, 동사가 시공한 Mina Abdullah 단지를 중심으로 우선 발주가 나올 가능성이 높다.

3) UAE Ruwais Refinery

드론 공격으로 화재 및 가동 중단이 발생했으나 부상자 미발생, 장기 피해 미공개로 피해 수준은 중간으로 분류한다. **추정 복구비는 12.5~20억 달러, 동사의 잠재 수주 가능분은 약 2.5~4억 달러로 추정한다.**

동사는 Ruwais 단지에서 Refinery Package #3(27.3억 달러), CBDC(24.8억 달러), Crude Flexibility Project/ARDS(31억 달러), WHR Project(4.73억 달러) 등 핵심 인프라의 상당 부분을 직접 EPC한 글로벌 최상위 EPC 사업자다. **이번 공격으로 가동이 중단된 Ruwais Refinery 2(West)와 직접 연관된 시설을 시공한 만큼, 단지 차원의 복구·증설 발주에서 우선협상권을 확보할 가능성이 높다.**

[자료 3-5] 예상 재건 수주

구분	과거 시공 비중/공기	예상 발주 시점	예상 공기	복구 내용	예상 수주액	비고
바레인 Bapco Sitra	약 30%/8년	중전 후 즉시	2.5~3.5년	2 CDU 재건 +탱크 farm 보수	6억~9억 달러	TTSJV 현장 상주 중
쿠웨이트 KNPC CFP	약 40%/7년	중전 후 4~6개월	3.5~5년	다중 유닛 재건	10억~15억 달러	CFP 본공사 시공, 동일 설계 보유
UAE Ruwais Refinery	약 20%/6년	중전 후 4~6개월	1.5~2.5년	단일 CDU 보수	2.5~4억 달러	시공했던 시설과 피해 시설 일치

출처: RFS Team 2

1-3 화공 플랜트의 전통적 강자

미-이란 전쟁을 계기로 에너지 안보의 중요성이 부각되며 **글로벌 화공 EPC 발주가 구조적으로 확대**되는 가운데, 공기 경쟁력과 압도적인 중동 레퍼런스를 보유한 동사의 수주 경쟁력은 더욱 강해질 것으로 전망한다. 이는 수요 확대의 두 가지 축에 기인한다.

첫째, **유가 상승으로 투자 여력이 확보된 산유국들의 CapEX 증가**다. ADNOC은 '23~'27년 1,500억 달러 규모의 통합 자본지출 프로그램을 집행 중이며, 사우디 Aramco 역시 연 500억 달러대의 CapEX 기초를 유지하고 있다.

둘째, 미국의 베네수엘라 군사작전을 계기로 원유 산업이 미국 통제 하로 편입되면서, 그간 제재로 투자가 막혀 '08년 일 320만 배럴에서 50만 배럴 수준까지 무너졌던 **원유 매장량 1위인 베네수엘라 원유 인프라의 전면적인 교체·재건 수요가 새롭게 더해지고 있다**.

'26년 수주

동사는 이미 올해 화공부문에서 중동 수익계약 프로젝트 3.2조 원의 수주를 기확보한 가운데, **Aramco-KPC 합작법인이 발주하는 20억 달러 규모의 Khafji Gas 플랜트 EPC를 수주할 것으로 전망한다**. 동사는 '24년 8조 원 규모의 Aramco의 Fadhili Gas 플랜트를 수주하는 등 Aramco 관련 다수의 트랙레코드를 보유하고 있다. 또한, UAE의 OPEC+ 이탈 이후 산유국 공조 체제가 해체되며 점유율 확보 경쟁 국면에 진입한 만큼, 동사의 공기 단축 경쟁력은 수주의 가능성을 키운다.

동사가 수주를 목표로 하는 25억 달러 규모의 카타르 Urea는 발주처의 여력 문제로 후순위가 불가피하다. 이는 카타르가 3월 이란 공격으로 Ras Laffan 산업단지의 Force Majeure를 선언한 상황에서 신규 사업이 중단될 가능성이 높음에 기인한다. 반면 사우디는 동서 파이프라인을 통해 원유를 홍해 Yanbu 터미널로 우회 수송하며 전쟁 전과 유사한 생산·수출 흐름을 유지하고 있어, CapEX 집행력이 보존되어 있다.

'27년 수주

'26년 수주를 목표로 하던 25억 달러 규모 카타르 Mesaieed Urea Expansion 사업은 '27년으로 이연되어 **수주할 것으로 판단된다**. 이는 상술한 이유로 Ras Laffan의 상황에 기인한다. 다만 발주처의 '30년 가동 목표를 감안할 때 '27년 중반이 발주의 마지노선이며, 동사는 Ras Laffan Olefins, Sohar Urea, Ma'aden Ammonia/Urea 트랙레코드를 기반으로 수주 가능성이 높다고 판단한다.

산유국의 CapEX 증가
+ 베네수엘라 인프라 교체·재건
= 글로벌 화공 EPC 수요 구조적 확대

'26년 재건 외 화공 예상 수주:
3.2조 원(기확보) + 2.8조 원(Khafji Gas)

카타르 Ras Laffan 산업단지 우선 복구
→ Mesaieed Urea Expansion
사업 이연 불가피

'27년 재건 외 화공 예상 수주: 3.5조
(카타르 Mesaieed Urea Expansion)

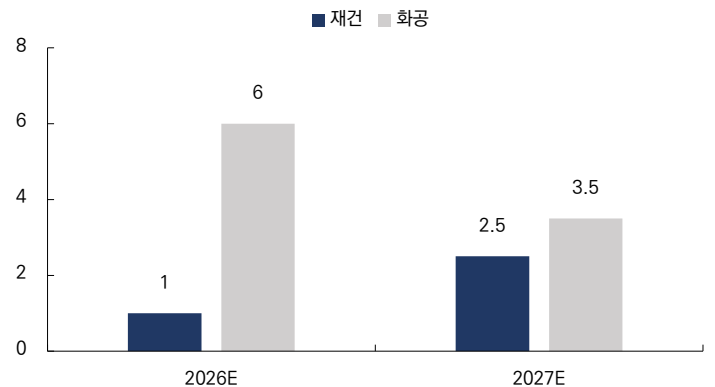
[자료 3-6] Aramco 주요 트랙레코드

시설명	시공 기간	계약 금액	시공 내역
Fadhili Gas	'24~'27	60억 달러	가스 처리 설비
HUGRS	'19~'24	18.5억 달러	지하 가스 저장 시설
Jafurah Gas	'21~'26	12억 달러	세일 가스 처리 플랜트
Shaybah NGL	'11~'16	27억 달러	NGL 복합 단지
Shaybah Gas	'13~'17	4억 달러	원유 생산 능력 확장

출처: 삼성E&A, RFS Team 2

[자료 3-7] 예상 수주

(단위: 조 원)



출처: 삼성E&A, RFS Team 2

III . Investment Point

Investment Point 2. NEW energy, NEW balance

'26년 동사의 New Energy 부문 매출은 2조 5,420억 원(YoY +88.8%)으로 전망한다. 동사의 New Energy 부문은 미-이란 갈등이 직접적인 수혜 요인으로 작동하는 추과, 그 변동성과 무관하게 축이 동시에 가동되는 구조다. 전자는 중동 지정학 리스크가 수요 압력을 키우는 쪽이고, 후자는 탈탄소 규제와 공공 인프라 수요가 독자적인 발주 논리를 형성하는 영역이다. 양 축이 서로 다른 리스크 인자에 반응한다는 점에서, New Energy 포트폴리오의 가치는 단순 합산을 상회한다.

2-1 LNG & SAF: 미-이란 전쟁에 직접 연동된 수주 모멘텀

'25년 미-이란 갈등이 호르무즈 해협 봉쇄 우려로 번지면서, 중동산 에너지 공급망 의존도 리스크가 전면 에 부상했다. 주요국은 중동 외 1) LNG 터미널 확보에 속도를 내고 있고, 항공사들은 중동산 항공유 가격 변동성을 피할 대체 연료로 2) SAF 전환을 앞당기고 있다.

1) LNG

인도네시아 Abadi LNG 프로젝트: \$25억

현재 FEED 단계
→ '26년 중반 EPC 본입찰 예정

북미 ConocoPhillips 협력
→ Saguario LNG 수출 터미널 Pre-FEED

동사는 '27년 인도네시아 Abadi LNG 프로젝트 EPC 입찰을 통해 약 25억 달러의 신규 수주 인식을 전망한다. '26년 3월부터 중동발 공급 리스크가 부각되며 호르무즈 해협을 우회하는 북미-인도네시아산 LNG에 대한 구조적 수요가 확대됨에 따라, 동사는 글로벌 발주 사이클의 핵심 수혜권에 안정적으로 포진해 있다.

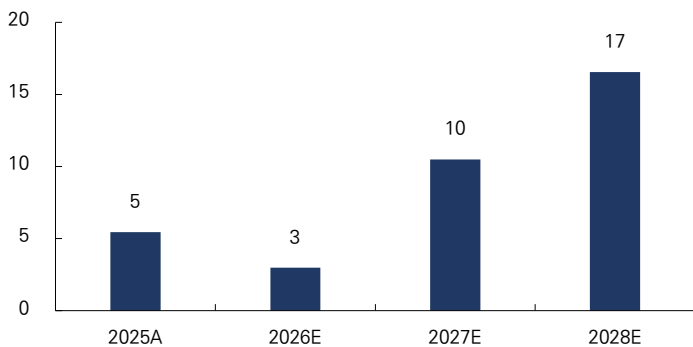
동사가 참여한 컨소시엄은 총 210억 달러 규모의 Abadi 프로젝트에서 현재 FEED 단계를 수행 중이며, '26년 중반으로 예정된 EPC 본입찰에서 약 76억 달러 규모의 O LNG EPC 수주를 정조준한다. 글로벌 컨소시엄 간 경쟁이 진행 중이나, FEED 수행을 통한 설계 데이터 집적과 CCS 결합이 요구하는 기술적 진입 장벽이 실질 경쟁자를 제한하며, 동사의 모듈러 공기 경쟁력을 감안하면 수주 가능성은 높다고 판단된다.

북미에서도 동사의 입지는 견고하다. 현재 북미 1위 라이선서인 ConocoPhillips와 협력해 멕시코 Saguario LNG 수출 터미널의 Pre-FEED를 진행 중이며, 검증된 파트너와의 협업을 통한 이번 Pre-FEED 레퍼런스는 향후 Rio Grande LNG 터미널 확장 및 Alaska LNG 프로젝트 참여의 발판으로 작용할 전망이다. 미국 이 유럽·아시아향 LNG 공급 확대와 셰일가스 과잉 해소를 위해 수출 시설 FID를 늘리는 흐름 속에서, 동사의 북미 LNG 수주 확대가 기대된다.

[자료 3-8] New Energy 수주 잔고 '25~'28

(단위: 조 원)

[자료 3-9] Abadi LNG 프로젝트 요약



출처: 삼성 E&A, RFS Team 2

Indonesia INPEX Abadi LNG Project	
위치	인도네시아 말루쿠(Maluku) 지역 (온쇼어)
발주처	INPEX Masela (일본 INPEX 현지법인)
사업 규모	연간 LNG 950만 톤, 파이프라인 가스 150 MMcf/일, 콘테이너 3.5만 배럴/일
EPC 예상 금액	약 \$30억 (EPC 예상)
삼성E&A 역할	FEED 수행 (KBR·현지업체와 컨소시엄)
현재 상태	Dual FEED (KGC·Technip컨소시엄과 경쟁 중)

출처: 언론종합, RFS Team 2

2) SAF

동사는 '27년 미국 DG Fuels SAF 프로젝트의 FEED → EPC 전환을 통해 약 30억 달러 규모의 신규 수주를 달성할 것으로 전망한다.

최근 중동발 지정학적 리스크가 심화되며 항공유 공급망 전반의 불안정성은 극에 달했다. 이 흐름 속에서 SAF 전환은 항공사들에게 더 이상 선택지가 아닌 생존 과제로 급부상했고, 동사는 바로 이 시점에서 규제 대응과 경제적 실익이라는 시장의 두 가지 요구를 동시에 충족하며 차별화된 수주 모멘텀을 확보하고 있다.

수주 가능성의 근거는 구체적이다. 사업주인 DG Fuels는 '26년 3분기 최종투자결정을 목표로 하고 있어, 동사의 '27년 수주 인식 계획과 시기적으로 정합하다. 업계 관행상 FEED 수행사가 EPC까지 수의계약 형태로 이어받는 경우가 일반적이라는 점에서 전환 개연성은 충분하다. 여기에 해당 프로젝트가 델타항공, 에어프랑스-KLM과 대규모 장기 오프테이크 계약을 이미 체결했다는 사실은 사업 안정성 측면에서 추가적인 신뢰 근거가 확보되었다고 판단한다.

수주 경쟁력을 뒷받침하는 핵심은 실적 레퍼런스다. 동사는 '24년 12월, 약 9억 5,500만 달러 규모의 말레이시아 Phoenix Biorefinery 프로젝트를 수주하며 국내 건설사 최초의 SAF EPC 실적을 확보, 이는 곧바로 다음 수주의 발판으로 작용했다.

'25년 11월에는 DG Fuels의 약 80억 달러 규모 루이지애나 SAF 프로젝트에서 청수소·녹수소 및 발전 부문 FEED 계약자로 선정됐으며, 계약 규모 1,570만 달러의 FEED를 발판으로 약 30억 달러 EPC 본계약을 겨냥한다. 글로벌 시장에서 SAF 분야의 FEED 역량과 EPC 시공 경험을 동시에 보유한 사업자는 극히 드물며, 이 선점 효과는 DG Fuels와의 본계약 협상은 물론 미국 내 후속 플랜트 수주전에서도 강력한 진입 장벽으로 작용할 것으로 기대된다.

규제 흐름도 동사에게 유리하게 작용한다. 유럽 'ReFuelEU Aviation'에 따른 SAF 혼합 의무 비율은 '25년 2%에서 2035년 20%까지 확대될 예정이다. 발주처들의 건설 타임라인이 구조적 압박을 받을 수밖에 없는 이유다. 미국 역시 세제 혜택과 연방 차원의 의무화 논의가 가속화되며 시장이 본궤도에 진입하고 있다.

DG Fuels SAF 프로젝트:
시기 적합 + 수의계약 관행 + 장기 계약
= 수주 가능성 ↑

국내 최초 SAF EPC 수주 성과
= 후속 수주의 핵심 경쟁력

루이지애나 SAF 프로젝트:
30억 달러의 EPC 본계약 겨냥

ReFuelEU Aviation:
유럽에서 비행기 운행시 SAF 혼합 사용을
법으로 강제하는 규제

[자료 3-10]] DG Fuels SAF 프로젝트 요약

US DG Fuels SAF Production Project (Louisiana)	
위치	미국 루이지애나 주 세인트 제임스 패리시
발주처	DG Fuels (미국 SAF 프로젝트 개발사)
사업 규모	연간 SAF 60 만 톤 생산
EPC 예상 금액	약 \$30 억 (약 4.4 조 원, EPC 예상)
삼성 E&A 역할	FEED 수행 — 2 개 패키지 中 청정수소 생산 패키지 (ASU·ATR·CO ₂ 포집 등)
현재 상태	FEED 수행 중

출처: 언론종합, RFS Team 2

[자료 3-11] ReFuelEU Aviation - SAF 혼합 의무 비율 로드맵

ReFuelEU Aviation — SAF 혼합 의무 비율 로드맵		
연도	SAF 혼합 의무 비율	주요 내용
2025	2%	기존 항공유의 최소 2% SAF 혼합 의무화
2030	6%	혼합 비율 3 배 상향
2035	20%	합성연료 별도 하위 의무 0.7% 최초 적용
2040	34%	SAF 34%, e-fuel 5% 의무화
2045	42%	탈탄소 항공 전환 가속화 단계
2050	70%	EU 항공 부문 탄소중립 목표 달성 기여

출처: 언론종합, RFS Team 2

2-2 블루암모니아메탄올, 수소·CCUS, 수처리: 독립적인 성장 동력

독립적 성장 축

- 1. 블루 암모니아메탄올
- 2. 그린수소·CCUS
- 3. 수처리

전술한 바와 같이, 지정학 리스크와 무관하게 작동하는 세 개의 독립적 성장 축이 동사의 구조적 외형 확대를 지지하고 있다. 1) 블루암모니아메탄올은 기존 화공 EPC 역량의 즉각적 전용으로 수주가 가시화되고, 2) 그린수소·CCUS는 기술 패키지 공급 구조로 마진 개선 옵션을 내재하며, 3) 수처리는 컨세션 기반 경장 수익으로 실적 변동성을 완화하고 밸류에이션 리레이팅을 견인한다.

1) 블루암모니아, 블루메탄올

사우디 SAN-6 블루암모니아 프로젝트
→ 약 30억 달러 수주

중동 에너지 전환 EPC 수주의 순차적 확정으로 청정에너지 부문의 본격적인 외형 성장이 가시화되고 있다. 이에, 약 30억 달러 규모의 사우디 SAN-6 블루암모니아 프로젝트 수주 기대감은 성장 궤도의 추가적인 상향 가능성을 제시한다.

주목할 점은 진입 비용이 사실상 '0'에 가깝다는 것이다. 블루암모니아·블루메탄올의 핵심 설계 요소(원료 처리, 고압 반응기, 열통합)는 기존 화공 EPC와 상당 부분 중첩되어, 동사는 추가적인 기술 내재화 없이도 기존 역량을 즉각적인 수주 경쟁력으로 전환할 수 있다.

실질적 레퍼런스

- 1. UAE 타지즈 메탄올 플랜트
- 2. 미국 Wabash 프로젝트

'25년 2월 수주한 UAE 타지즈 메탄올 플랜트와 현재 수행 중인 미국 Wabash 저탄소 암모니아 프로젝트는 이 실행력을 입증하는 실질 레퍼런스다. 약 4억 7,500만 달러 규모의 Wabash 프로젝트는 연간 50만 톤 생산 시설에 CCUS 기술이 결합된 형태로, 동사는 이를 통해 블루 에너지 EPC와 탄소 저장 설계를 동시에 수행하는 통합 역량을 축적하고 있다.

글로벌 탄소 규제 강화

→ 중동 산유국 탄소세 부담 회피 요구 ↑

또한, 유럽 탄소국경조정제도(CBAM) 등 글로벌 탄소 규제가 강화됨에 따라, 중동 산유국들은 수출 경쟁력 유지를 위해 저탄소 체제로의 전환을 가속화하고 있다. 블루 에너지 프로젝트를 통한 탄소 포집 및 저장(CCS)은 제품의 탄소 발자국을 낮춰 탄소세 부담을 직접적으로 회피하고 가격 경쟁력을 확보하는 핵심 수단이다. 이에, 풍부한 현지 경험을 보유한 동사의 파이프라인 전환율은 더욱 높아질 것으로 기대된다.

[자료 3-12] 사우디아라비아 SAN-6 블루암모니아 프로젝트 요약

사우디 SAN-6 블루 암모니아 프로젝트	
위치	사우디아라비아
발주처	Sabir
사업 규모	연간 암모니아 120만, 요소 110만 톤 예상 블루암모니아 - 그레이암모니아 전환
EPC 금액	약 \$30억 (약 4.2조 원)
삼성E&A 역할	EPC 경쟁입찰 참여 중
현재 상태	입찰 진행 중 (수주 지연)

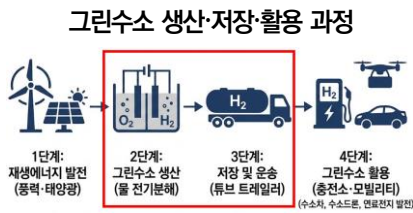
출처: 언론종합, RFS Team 2

[자료 3-13] 미국 Wabash 저탄소 암모니아 프로젝트 요약

미국 Wabash 저탄소 암모니아 프로젝트	
위치	미국 인디애나주
발주처	Wabash Vally Resources LLC (WVR)
사업 규모	연간 무수 암모니아 50만 톤, 연간 165만 톤 규모 CO ₂ 포집·저장, 유류화 석탄·가스 플랜트 전환 방식
EPC 금액	4억 7,500만 달러
삼성E&A 역할	삼성E&A: WVR과 함께 FPF 진행
현재 상태	'26년 1월 착공식 진행, '29년 완공 목표

출처: 언론종합, RFS Team 2

2) 그린수소, CCUS



그린수소와 CCUS는 고부가가치 패키지 시장을 겨냥한 장기 포지셔닝 자산이다. 발주 본격화가 가시적이진 않으나, 동사는 기회가 열리기 전에 기술 자산을 실질적으로 확보하고 있다는 점에서 경쟁사와 차별화된 접근 방식을 갖는다.

동사는 '25년 노르웨이 수전해 기업 넬(Nel) 지분 인수'를 통해 알칼라인, PEM 양대 수전해 기술을 모두 보유한 글로벌 최고 수준의 파트너와 전략적 협업 체계를 구축했다. 나아가 양사는 그린수소 플랜트 패키지 '컴퍼스H2'를 공동 출시, **마진율을 획기적으로 개선할 수 있는 기반을 마련했다.**

CCUS 영역에서도 Abadi LNG 프로젝트의 탄소 포집 설계 경험을 토대로, 말레이시아 셰퍼드 CCS 사업 참여와 캐나다 스반테와의 기술 협력을 확장 중이다. 글로벌 탄소 규제가 강화될수록 플랜트 건설과 탄소 회피 솔루션을 패키지로 요구하는 발주처는 늘어날 수밖에 없으며, **동사가 구축한 기술 자산은 그 국면에서 가격 경쟁을 초월한 협상력의 근거가 된다.**

3) 수처리

BTO-a(손익공유형 민간투자)방식:
정부가 사업비 일부를 보전해
위험 및 이용료를 낮추는 민자 사업 방식

수처리 사업은 동사 비즈니스 모델의 안정성을 강화하는 새로운 축이다. '24년 12월 우선협상대상자로 선정된 성남시 환경복원센터(총사업비 약 7,000억 원)'는 BTO-a 방식으로 추진되는 프로젝트로, 동사가 단순 시공 중심 EPC를 넘어 민간투자사업자로서의 역할을 본격화하는 첫 사례다. 이는 향후 O&M 수익 확보와 민간투자사업 확대로 이어지는 출발점이라는 점에서 의미가 크다.

해외에서도 수처리 파이프라인은 구체화되고 있다. '22년 베트남 최대 민간 수처리기업 DNP Water의 지분 24%를 인수해 동남아시아 거점을 확보했다. 중동에서는 '25년 12월 사우디아라비아 하수처리 플랜트 PQ 통과로 입찰 자격을 확보, 약 7억 달러 규모의 유정용수 처리 사업으로도 기회가 확장되고 있다. 경기 변동에 둔감한 수처리 사업의 특성은 LNG 부문의 변동성을 상쇄하는 동시에, 동사의 기업 가치를 새롭게 평가받게 할 실질적 동력으로 작용할 것으로 기대된다.

해외 수처리 파이프라인

- 1. 베트남: DNP Water 지분 인수
- 2. 사우디 유정용수 처리 사업

[자료 3-14] 넬(Nel ASA) 지분 인수 요약

삼성E&A × 넬(Nel ASA) 지분 인수 요약	
항목	내용
인수 대상	(Nel ASA — 노르웨이 오슬로 상장 글로벌 수전해 기업)
인수 일자	2025년 3월 11일 (미국 현지시각)
인수 지분율	9.1% → 단일 최대주주 등극
인수 금액	약 476억 원 (약 3,300만 달러)
파트너십 지위	넬의 '글로벌 우선 수소 파트너' 지정
이사회 참여	삼성 E&A 강규연 부사장 → 넬 이사회 멤버 합류

출처: 언론종합, RFS Team 2

[자료 3-15] 수처리(Eco) 사업 경기변동성 요약

삼성E&A New Energy 사업부문 — 경기변동성 비교 분석	
비교 항목	수처리(Eco)
수요 필수성	생활용수·공업용수는 필수재, 경기 무관 지속 수요
수요 안정성	공공·정부 발주 중심, 다년간 예산 편성으로 안정적
정부 예산 의존도	상하수도·해수담수화·반도체용수 등 공공 인프라 발주
가격 변동성	장기 운영계약·수처리 요금 규제로 가격 안정성 높음
경기침체 내성	2008·2020 글로벌 위기 모두 수처리 수요 영향 小

출처: 언론종합, RFS Team 2

PLA 순환 프로세스

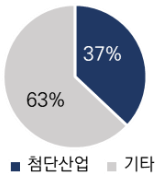


Appendix: Falcon PLA Project

동사는 UAE 에미리트 바이오텍이 발주한 'Falcon 프로젝트'의 Pre-EPC 업무를 수행하며 총 사업비 약 5억 달러 규모의 본사업 수주 기반을 확보했다. 본 프로젝트는 식물 성분 기반의 생분해성 플라스틱(PLA)을 생산하는 중동 최초의 바이오 플랜트 건설 사업으로, 동사는 설계 주도권을 바탕으로 EPC 본계약 전환을 추진 중이다. '26년 하반기부터 착수해 '27년부터 본격적인 매출 인식이 이루어질 전망이며, 이는 화공 위주 포트폴리오를 고부가가치 바이오 시장으로 확장하는 핵심 이정표가 될 것으로 판단된다.

IV. Check Point

삼성 E&A '27년 매출 비중



클린룸:



반도체 불량률 유발하는 먼지를 완전 차단하는 초정밀 청정 작업실

메모리 반도체 슈퍼 사이클



첨단산업을 빼고 삼성E&A를 논할 수 없다.

'27년 동사의 첨단산업 부문 예상 매출은 3.9조 원으로, 전사 매출의 30%에 해당한다. 중동 리스크 전개 방향과 무관하게 실적 하방을 지지하는 핵심 축이 이미 구축되어 있다는 것이 본 리서치팀의 판단이다. 그 근거는 두 가지다. 1) 삼성전자의 연속적 팹 착공 사이클과 2) 삼성바이오로직스의 추가 인프라 투자다.

삼성전자, 착공 공백 없는 수주 파이프라인

'26년 4월 착공된 삼성전자 P5 본공사에서 동사가 핵심 수혜자라는 사실은 1분기 실적에서 이미 수치로 확인됐다. P5는 총 60조 원이 투입되는 역대 최대 규모로, 가동 시 삼성전자의 생산 능력은 50% 이상 확대된다. 클린룸 구축이 본격화되는 하반기를 기점으로 첨단산업 매출은 1분기 5,742억 원에서 4분기 9,576억 원으로 가파르게 상승할 것으로 전망된다.

P5 이후의 파이프라인도 촘촘하다. P6(4.5조)은 '27년 2분기, 테일러 F2(1.2조)는 '27년 3분기, P7(4.5조)은 '28년 3분기 착공이 전망된다. 약 5~6분기 주기로 새로운 공사가 시작되는 구조는 하나의 프로젝트가 피크에 진입 시 다음 착공이 맞물리도록 설계되어 매출 인식 공백 없이 단계적으로 우상향하는 구조다.

또한, P5~P6의 클린룸 면적 합산만으로도 기존 P1~P4 전체를 상회하며, 삼성전자 평택 캠퍼스는 글로벌 최대 AI 반도체 허브로 부상하고 있다. 동사 입장에서 단일 발주처의 사이클이 아니라 플랫폼 자체의 확장이 가시화된 것이다.

P7은 현재 공식 발주가 확정된 단계는 아니나, 부지 규모와 메모리 수급 환경을 감안할 때 증설 전망은 유하다. 현재 메모리 산업은 AI 수요에 힘입어 슈퍼사이클에 진입했으며, 정점은 '27년경으로 전망된다. 수급이 구조적으로 타이트한 국면에서 평택 캠퍼스의 증설 여력이 남아 있는 한, P7 수주는 조건부가 아닌 시기의 문제에 가깝다고 판단한다.

매출 인식 속도에 미치는 업황 사이클의 영향은 미미한 수준이다. 삼성전자의 셀 퍼스트 전략상 시공사의 매출 인식은 장비 투자보다 선행되며, 이미 착공된 팹의 공사는 업황 조정 국면에서도 중단 없이 진행된다. 테일러 PJT 2 수주 규모는 1과 유사한 수준인 약 1.2조로 예상되며, 미국 현지 비용이 프리미엄이 수주 단계에 반영되는 구조로 국내 팹 대비 마진 스프레드 역시 우호적으로 작용할 전망이다.

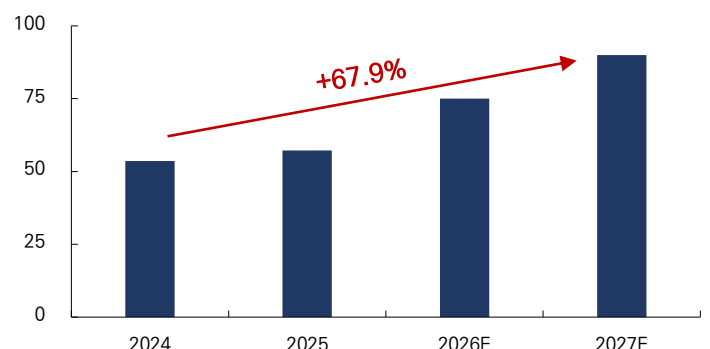
[자료 4-1] 삼성전자 向 수주 파이프라인

삼성전자 向 수주 파이프라인			
공장	규모	착공 시기	성격
평택 P5	4.7조 원	'26년 2분기	반도체 업황 회복에 따른 재개
평택 P6	6.5조 원	'27년 2분기	AI 반도체 중심 예정
테일러 F2	1.3조 원	'27년 3분기	북미 3나노 공정 위주
평택 P7	6.5조 원	'27년 3분기	미 확정

출처: 언론종합, RFS Team 2

[자료 4-2] 삼성전자 CapEX 전망치

(단위: 조 원)



출처: 언론종합, RFS Team 2

삼성바이오로직스, 반도체와 무관한 두 번째 캡티브 엔진

약 2조 원 규모의 삼성바이오로직스 P6은 '26년 2분기 착공이 전망된다. 5공장과 동일한 18만 리터 규모로, 완공 시 총 생산 능력은 96만 4,000리터에 달해 세계 1위 수준의 높은 격차를 유지할 것으로 기대된다.

미국 생물보안법(Biosecure Act):
안보를 위협하는 국가의 바이오 기업과의
거래를 제한하는 법안

수주 규모는 '24년 5.5조 원에서 '25년 6.8조 원으로 1년 만에 1조 원 이상 확대됐다. 미국 생물보안법 발효로 중국 외 CDMO에 대한 수요가 구조적으로 확대되는 가운데, 삼성바이오로직스는 미국 현지 생산 거점 확보까지 병행하며 선제적으로 수요를 흡수하고 있다. [수주 확대 → CAPA 증설 → 발주 확대]로 이어지는 구조에서 6공장 착공은 그 논리적 귀결점이다.

경쟁사 대비 공사기간 평균 1년 단축
→ 6공장 추가 수주 유력

동사로의 발주는 계열사 관계에서만 비롯되지 않는다. 핵심 수주 경쟁력인 납기 준수와 공급 안정성은 검증된 시공사와의 반복 협업을 통해 확보된다. 동사는 삼성바이오로직스 1~5공장 시공에서 동일 규모 경쟁사 대비 공사 기간을 평균 1년 단축한 실적을 보유하고 있으며, 수주가 유력시되는 6공장 역시 이 같은 흐름의 연장선상에 있다.

바이오 CDMO 인프라 투자
= 상호보완적 매출 방어 체계

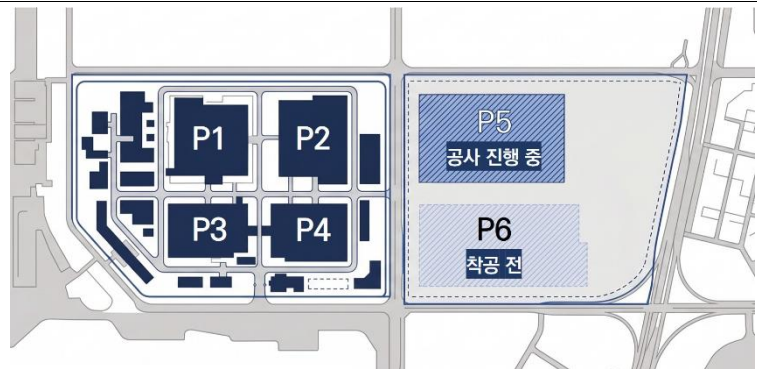
바이오 파이프라인이 첨단산업 부문에 주는 의미는 구조적 다각화에 있다. 반도체 팹 투자가 메모리 사이클 및 AI 투자 흐름에 연동되는 반면, 바이오 CDMO 인프라 투자는 글로벌 제약사의 아웃소싱 수요와 규제 환경에 기반해 업황 상관관계가 낮다. 두 수요 사이클이 동일한 캡티브 구조 안에서 병렬로 작동함으로써, 어느 한 사이클이 약화되더라도 나머지가 첨단산업 매출의 하단을 지지하는 구조가 형성된다.

[자료 4-3] 삼성바이오로직스 증설/신설 타임라인

삼성바이오로직스 증설/신설 타임라인		
공장	생산량 규모	착공/가동 목표
송도 P4	24만 L	'20년 / '23년
송도 P5	18만 L	'23년 / '25년
송도 P6	18만 L	'32년 목표
송도 P7	18만 L	'32년 목표
송도 P8	18만 L	'32년 목표

출처: 안문종합, RFS Team 2

[자료 4-4] 삼성바이오로직스 송도 캠퍼스 현황



출처: 안문종합, RFS Team 2

결국 구조가 리스크를 차단한다

전쟁 장기화 → 첨단산업의 하단 방어
중전 → 화공 + 첨단산업 동시 성장
= 모든 시나리오에서 이익 훼손 제한적

전쟁이 장기화되면 중동 화공 매출이 위축되더라도 첨단산업이 실적 하단을 지지하고, 종전 국면에서는 화공 수주 정상화와 첨단산업 성장이 동시에 맞물리며 실적 레버리지가 확대된다. 어느 시나리오에서도 동사의 이익 훼손 가능성은 제한적이며, 첨단산업의 존재 자체가 리스크를 구조적으로 낮추는 역할을 한다.

매크로 노이즈 ≠ 펀더멘털 훼손
→ 시장 할인 = 매수 기회

외부 변수가 만들어내는 노이즈는 동사의 펀더멘털을 훼손하는 요인이 아니다. 캡티브 발주 구조, 셀 퍼스트 전략에 따른 매출 선행 인식, 그리고 사이클이 다른 두 성장축의 병렬 가동은 외부 충격에 대한 완충재로 작동한다. 시장이 매크로 노이즈에 반응해 동사를 할인할 때, 그것은 펀더멘털의 변화가 아니라 매수 기회의 발생으로 해석하는 것이 타당하다는 것이 본 리서치팀의 판단이다.

V. Risk

미-이란 전쟁 장기화로 호르무즈 해협 공급망 불안이 확대되며 건설자재 가격 상승에 따른 원가 부담 우려가 존재한다. 특히 레미콘·혼화제 부족에 따른 가격 인상 가능성이 제기되고 있으며, 중동 알루미늄 제련 설비 피해 영향으로 알루미늄 공급 정상화 역시 장기화될 가능성이 존재해 향후 일부 건설 원자재의 공급 부족 리스크가 지속될 전망이다.

1. 건설업체의 강한 생존력

미-이란 전쟁 장기화에 따른 건설자재 가격 상승 가능성은 존재한다. 실제로 중동 feedstock 수출 차질 영향으로 석유화학 제품 공급 부족 및 가격 상승 우려가 확대되고 있으며, 관련 업계에서는 건자재 상승(노무 업체), 25~60% 가격 인상 검토 및 출하량 통제(레미콘, 혼화제 부족) 가능성까지 제기되고 있다. 또한 호르무즈 해협 봉쇄 우려로 원자재 공급 불안이 확대되며 건설 원가 부담 증가 가능성이 부각되고 있다.

다만 본 리서치팀은 전쟁이 3Q26 이전 종료될 경우 실적 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 주요 원자재는 연간 계약 및 일부 재고 확보가 이루어진 상황이며, 공정 조절을 통한 원가 관리 역시 가능하기 때문이다. 특히 '20~'22년 건설 원가 급등은 인건비(원가 비중 50%+) 상승이 핵심이었던 반면, 현재는 원재료비(재료비 비중 약 30%) 상승 중심이라는 점에서 당시와 같은 구조적 수익성 악화 가능성은 제한적이라고 판단한다. 또한 '22년 이후 확대된 에스컬레이션 조항 역시 일부 원가 부담을 완화할 전망이다.

2. 알루미늄? 우리랑 상관없을 듯~

중동 알루미늄 제련소 → 전세계 9% 규모

원자재 중 알루미늄 가격 상승 리스크는 전쟁 종결 이후에도 지속될 가능성이 존재한다. 이번 가격 급등은 단순 물류 차질이 아닌 중동 지역 알루미늄 제련 설비 피해 영향이 반영된 결과로, 제련 산업 특성상 공급 정상화까지 상당한 시간이 필요하기 때문이다. 이에 따라 알루미늄 사용 비중이 높은 건축·외장 중심 건설사들은 원가 부담 확대 가능성이 존재한다.

반면 동사는 화공·에너지 플랜트 중심 EPC 사업 구조를 보유하고 있어 상대적으로 리스크 노출도가 낮다. 동사는 LNG, 가스처리, 석유화학 등 플랜트 중심 프로젝트 비중이 높아 알루미늄보다 타 기자재 비중이 크기 때문이다. 따라서 일반 건축 중심 건설사 대비 알루미늄 가격 상승 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

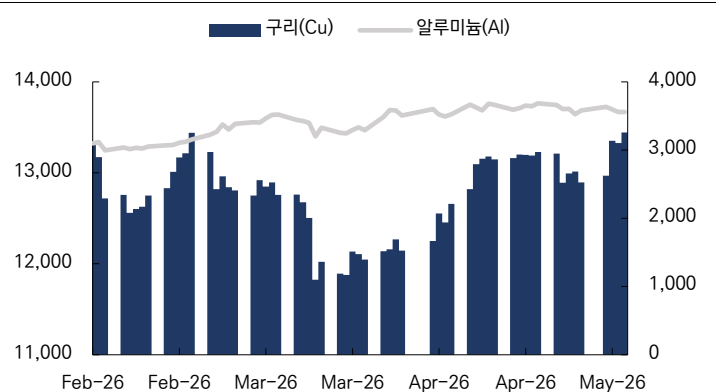
[자료 5-1] 호르무즈 해협 지정학적 리스크 및 주요 원자재 공급망 분석 맵



출처: 언론종합, RFS Team 2

[자료 5-2] 철강자재 구리·알루미늄 가격 추이 그래프

(단위: US\$/톤)



출처: KONIMA, RFS Team 2

VI. Valuation

Historical PBR

동사의 밸류에이션은 Historical 12MF Forward PBR 방식을 적용하였다. 본 리서치 팀은 동사의 사업 환경이 과거 '10년 말~'11년 중동 EPC 슈퍼사이클 초기 국면과 유사하다고 판단한다. 당시 글로벌 유가 회복과 함께 중동 산유국들의 대규모 에너지 인프라 투자 확대 기대감이 빠르게 형성되었으며, 시장에서는 사우디 아람코, ADNOC, 카타르가스 등을 중심으로 한 프로젝트 발주 가능성이 본격적으로 제기되기 시작하였다.

현재 역시 미국-이란 전쟁 이후 중동 지역의 에너지 안보 강화 및 전후 재건 수요 확대 가능성이 부각되고 있으며 중동 산유국들의 화공·가스 중심 CapEx 확대 기대감이 높아지고 있다는 점에서 당시와 유사한 흐름이 나타나고 있다고 판단한다.

본 리서치팀은 '29년까지의 실적 추정을 통해 중동 재건 수요와 발주 확대 여력을 기반으로 동사 핵심 사업인 화공 부문의 실적 확대 가능성을 확인하였으며, New Energy 부문 역시 글로벌 에너지 다각화 기조 속에서 신규 수익원으로 자리잡아 중장기적인 성장을 견인할 것임을 증명하였다.

이에 시장이 중동 EPC 슈퍼사이클 기대감을 반영하였던 '4Q10~'4Q11 구간의 Historical 12MF Forward PBR을 Target Multiple로 적용하는 것에 무리가 없다 판단하며, 평균 3.2배의 Target PBR을 도출하였다.

이에 Target PBR 3.2배 목표주가 94,000원, 상승여력 71% 투자의견 BUY를 제시한다.

[자료 6-1] Historical P/B Valuation

삼성 E&A P/B Valuation			
'27E BPS	29,473	원	(A)
Target P/B	3.2	배	(B)
적정주가	94,475	원	(C)=(A)*(B)
Target Price	94,000	원	
Current Price	54,900	원	26.05.12 기준
Upside	71	%	

출처: RFS Team 2

VII. Estimation Logic

매출 추정

동사는 직전연도 매출액의 1% 미만 계약을 개별 공시하지 않기 때문에, 공시 수주만으로는 부문별 실제 매출을 모두 설명하기 어렵다. 이에 본 추정에서는 전 부문에 대해 공시 프로젝트의 매출 인식액을 우선 산출한 뒤, 부문별 실제 매출과의 차액을 미공시 매출로 정의하였다. 향후 추정에서도 과거 미공시 매출 비중을 활용하여 공시 프로젝트 외 반복성 매출을 반영하였다.

[자료 7-1] 매출 table

단위: 십억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	7,487	10,054	10,630	9,967	9,029	11,493	13,251	17,755	18,943
YoY(%)	-	34.3%	5.7%	-6.2%	-9.4%	27.3%	15.3%	34.0%	6.7%
화공	3,900	4,820	4,607	4,564	5,151	3,820	5,450	7,234	7,681
New Energy			1,212	809	1,346	2,542	3,964	6,176	7,464
첨단산업			4,811	4,594	2,531	5,130	3,837	4,345	3,798

출처: RFS Team 2

화공

화공 부문 매출은 ①기존 수주 매출 인식, ②별도 추정 수주 매출 인식, ③미공시 매출의 합으로 구성하여 추정하였다.

기존 수주 매출은 직전연도 말 수주잔고가 당해 매출로 전환되는 비율을 기준으로 추정하였다. 구체적으로 과거 5개년 동안 직전연도 수주잔고 대비 당해 화공 매출로 인식된 비율을 산출한 뒤, 이를 평균하여 향후 기존 수주의 매출화율로 적용하였다. 이는 화공 프로젝트가 수주 이후 설계, 조달, 시공, 시운전 단계를 거쳐 장기간에 걸쳐 매출화되는 특성을 반영한 것이다. 또한 향후 신규수주는 과거 5개년 화공 부문 신규수주 평균을 기준으로 매년 일정 수준 발생하는 것으로 가정하였으며, 해당 신규수주 역시 동일한 매출화 구조를 적용하여 기존 수주 매출에 반영하였다.

[자료 7-2] 화공 매출 table

단위: 십억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	'21 년~'25 년 미공시 비율		'21 년~'25 년 매출화율	
화공	3,900	4,820	4,607	4,564	5,151	3,820	5,450	7,234	7,681	2021	29.1%	2021	24.5%
YoY(%)	-	23.6%	-4.4%	-0.9%	12.9%	-25.8%	42.7%	32.7%	6.2%	2022	3.1%	2022	54.2%
기존수주	2,764	4,670	3,863	3,983	4,982	3,228	3,221	3,216	3,214	2023	16.2%	2023	33.3%
추정						100	1,527	3,086	3,478	2024	12.7%	2024	52.1%
미공시	1,136	150	744	581	170	492	702	932	989	2025	3.3%	2025	40.2%
수주잔고(별도 제외)	8,619	11,616	7,643	12,384	7,903	7,885	7,874	7,868	7,864	Average	12.9%	Average	40.8%
신규수주	2,895	3,899	1,046	9,600	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210				
추정수주						7,000	6,000	-	-				

출처: RFS Team 2

재건

재건 프로젝트는 이란 외 전체 에너지 인프라 재건 비용 250억 달러를 기준으로, 프로젝트별 피해 규모와 시설 중요도, 원시공 당시 동사의 참여 비중을 반영하여 수주 가능 금액을 산정하였다.

바레인 Bapco Sitra는 Force Majeure 선언 피해 규모를 고려해 전체 재건 비용의 10%를 적용하고, 원시공 참여 비중 30%를 동사 수주액으로 반영하였다. 원시공사가 현장에 상주 중인 점을 감안해 초기 매출 인식 비중을 높였으며, 촉매 로딩 및 시운전 등 단축이 어려운 공정은 BMP Refinery의 진행률 구조를 유지하되 전체 공기를 3년으로 압축 적용하였다.

쿠웨이트 KNPC CFP는 피해 규모와 시설 규모가 가장 큰 프로젝트로 판단하여 전체 재건 비용의 15%를 적용하고, 원시공 참여 비중 40%를 동사 수주액으로 산정하였다. 기존 설계 자료와 조달 네트워크 활용으로 초기 공정은 단축 가능하다고 판단하였으나, 장납기 기자재 조달과 다중 유닛 시운전은 단축에 한계가 있어 신규 7년 공기를 4년으로 압축 반영하였다.

UAE Ruwais Refinery는 상대적으로 피해 규모가 작고 ADNOC의 분산 발주 가능성이 높다는 점을 감안해 전체 재건 비용의 8%, 동사 수주 비중 20%를 적용하였다. 단일 CDU 보수 성격을 반영하여 Y1 진행률을 44%로 높게 산정하고, Y2에는 시운전 완료를 반영하였다.

[자료 7-3] 재건 수주 추정 table

재건 (단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
바레인 Bapco Sitra						0	270	436	294
수주액						1,000			
진행률							27%	71%	100%

재건 (단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
쿠웨이트 KNPC CFP							0	342	560
수주액							1,900		
진행률								18%	47%

재건 (단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
UAE Ruwais Refinery							0	265	335
수주액							600		
진행률								44%	100%

출처: RFS Team 2

재건 외

재건 외 파이프라인은 동사의 과거 유사 프로젝트 수행 경험과 발주처별 진행률 패턴을 기준으로 매출 인식률을 산정하였다.

Aramco Khafji Gas 플랜트는 동일 발주처인 Aramco의 유사 가스 프로젝트 HUGRS 진행률을 참고하였으며, 2026년 4분기 수주를 가정해 Y1 16%, Y2 38%, Y3 75%의 누적 진행률을 적용하였다. 이는 가스 플랜트 특성상 초기 설계-조달 단계에서는 매출 인식이 제한적이거나, 주요 기자재 조달과 현장 시공이 본격화되는 구간에서 진행률이 상승하는 구조를 반영한 것이다.

카타르 Urea는 동사의 비료 EPC 트랙레코드 중 SOCAR Ammonia-Urea 프로젝트를 기준으로 진행률을 산정하였다. 다만 SOCAR의 2016년 진행률은 일시적 요인으로 왜곡된 것으로 판단하여 전후 연도 평균으
로 보정하였고, Qatar Urea가 SOCAR 대비 약 4.5배 큰 규모라는 점을 반영해 매출 인식 피크 시점을 1년
후행 조정하였다.

1Q26 신규 수주는 계약 규모와 수주 시기가 유사한 UAE ADNOC Refining CFP의 진행률을 참고하였으
며, 초기에는 제한적인 매출 인식을 반영하고 이후 기자재 발주와 현장 공정이 본격화되는 구간에서 진행
률이 상승하는 구조로 추정하였다.

[자료 7-4] 재건 외 수주 추정 table

재건 외 (단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
Aramco Khafji Gas 플랜트							462	603	1,043
수주액						2,800			
진행률							16%	38%	75%

재건 외 (단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
카타르 Urea								512	825
수주액							3,500		
진행률								15%	38%

재건 외 (단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
1Q26 신규수주						100	796	927	420
수주액						3,200			
진행률						3%	28%	57%	70%

출처: RFS Team 2

New Energy

동사의 New Energy 매출은 ①전쟁 관련 FEED to EPC, ②비전쟁 FEED to EPC, ③비전쟁 EPC, ④기타
및 미래 신규수주로 구분하여 추정하였다.

[자료 7-5] New Energy 매출 table

단위: 십억 원	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
New Energy					809	1,346	2,542	3,964	6,176	7,464
YoY(%)							88.8%	55.9%	55.8%	20.9%
FEED to EPC						14	744	1,727	3,369	3,015
EPC						1,333	1,431	1,870	2,695	4,062
기타						791	367	367	112	387

출처: RFS Team 2

【BLOCK 1】전쟁관련 FEED to EPC — LNG

전쟁 관련 FEED to EPC는 LNG와 SAF 프로젝트를 중심으로 반영하였다. LNG 부문에서는 Abadi LNG FEED 계약액을 계약기간에 따라 균등 인식하고, Abadi LNG EPC는 Port Arthur Ph1의 MTPA당 단가와 컨소시엄 지분을 반영하여 수주 가능 금액을 산정하였다. 멕시코 Saguaro LNG와 기타 북미 LNG 프로젝트는 잠재 수주 가능성은 존재하나, EPC 전환 가시성이 낮아 현재 추정에서는 제외하였다.

[자료 7-6] 전쟁관련 FEED to EPC table

【BLOCK 1】전쟁관련 FEED to EPC — LNG	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
Abadi LNG FEED (확정)						14	22			
Abadi LNG EPC (기대)								735	840	1,260
멕시코 Saguaro LNG pre-FEED (추정)										
기타 북미 향후 수주 FEED (추정)										
전쟁관련 FEED 소계	0	0	0	0	0	14	22	735	840	1,260

출처: RFS Team 2

【BLOCK 2】전쟁 관련 FEED to EPC — SAF

SAF 부문은 말레이시아 Phoenix SAF EPC와 DG Fuels SAF EPC를 반영하였다. Phoenix SAF는 확정 프로젝트로 Sarawak Methanol 프로젝트의 진행률을 참고하여 매출을 인식하였다. DG Fuels는 FEED 이후 EPC 전환을 가정한 파이프라인으로, FID 소요 기간을 고려해 착수 시점을 조정하였다.

[자료 7-7] 전쟁 관련 EPC table

【BLOCK 2】전쟁관련 FEED to EPC — SAF	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
말레이시아 Phoenix SAF EPC (확정)						4	226	648	245	
DG Fuels SAF EPC (파이프라인, FEED→EPC 전환)								0	515	1,890
전쟁관련 EPC 소계	0	0	0	0	4	226	648	759	1,890	0

출처: RFS Team 2

【BLOCK 3】비전쟁 FEED to EPC — 수소·CCUS·수처리

비전쟁 FEED to EPC는 수소·CCUS·수처리 프로젝트로 구성하였다. 현재 수소·CCUS 부문은 구체적인 수주 레퍼런스가 부족해 추정에서 제외하였고, 성남시 환경복원센터만 반영하였다. 해당 프로젝트는 계약기간과 착공 시점을 기준으로 별도 진행률을 적용하였다.

[자료 7-8] 비전쟁 FEED table

【BLOCK 3】비전쟁 FEED to EPC — 수소·CCUS·수처리	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
성남시 환경복원센터 (파이프라인)							74	233	219	96
중동 수처리 (파이프라인)							0	0	0	0
수소·CCUS										
비전쟁 FEED 소계	0	0	0	0	0	0	74	233	219	96

출처: RFS Team 2

【BLOCK 4】비전쟁 EPC — 블루암모니아·메탄올·Falcon PLA

비전쟁 EPC는 UAE Taziz 메탄올, Wabash 블루암모니아, 사우디 SAN-6 블루암모니아, Pacifico Mexinol 메탄올, UAE Falcon PLA를 반영하였다. Taziz와 Wabash는 확정 프로젝트로 본격적인 매출 인식이 예상된다. SAN-6는 FID 지연 가능성을 반영해 매출 인식 시점을 후행 조정하였으며, Pacifico Mexinol은 수주 이후 주요 수행 구간에서 매출이 발생하는 것으로 가정하였다.

[자료 7-9] 비전쟁 EPC table

【BLOCK 4】비전쟁 EPC — 블루암모니아·메탄올·Falcon PLA	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
UAE Taziz 메탄올 EPC (확정)						300	1,097	418	363	
Wabash 블루암모니아 EPF (확정)						3	334	245	102	
사우디 SAN-6 블루암모니아 (추정)								0	588	1,890
멕시코 Pacifico Mexinol 메탄올 (추정)								1,016	955	339
UAE Falcon PLA EPC (추정)								190	269	175
비전쟁 EPC 소계	0	0	0	0	0	304	1,431	1,870	2,276	2,404

출처: RFS Team 2

기타 — 민자사업 운영 및 미공시 수주잔고

기타 매출은 천안소각 민자사업 운영수익과 미공시 수주잔고를 반영하였다. 천안소각은 장기 운영 사업으로 잔여 계약기간 동안 안정적인 매출 인식이 가능하다고 판단하였다. 미공시 수주잔고는 일정 기간에 걸쳐 균등 인식하는 것으로 가정하였다.

[자료 7-10] 기타 table

기타	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
천안소각 민자사업 운영						146	19	19	19	19
미공시 수주 잔고 매출						645	348	348		
기타 소계						791	367	367	19	19

출처: RFS Team 2

미래 수주 추정 매출 — 2028년 신규 수주분

‘28년 이후 신규 수주분은 ‘26~‘27년 예정 프로젝트의 평균 수주 규모를 기반으로 추정하였다. Sarawak Methanol 진행률을 준용하여 매출 인식 시점을 산정하였으며, 매출 구성은 FEED to EPC, EPC, 기타로 구분하여 배분하였다.

[자료 7-11] 미래 수주 추정 매출 table

미래 수주 추정 매출	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
‘28년 신규 수주 추정치									932	3,686
FEED to EPC									419	1,658
EPC									419	1,658
기타									93	369
기타 소계	0								932	3,686

출처: RFS Team 2

첨단산업

[자료 7-12] 첨단산업 매출 table

단위: 십억 원	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
첨단산업			4,811	4,594	2,531	5,130	3,837	4,345	3,798
YoY(%)				-4.5%	-44.9%	102.7%	-25.2%	13.2%	-12.6%
공시			4,755	4,352	2,335	4,888	3,656	4,139	3,618
미공시			56	242	196	242	181	205	179

출처: RFS Team 2

신규수주

신규수주는 삼성전자 평택 P5·P6·P7, 테일러 PJT 2, 삼성바이오로직스 P6를 중심으로 반영하였다.

평택 공장은 동사가 기존 P3·P4 프로젝트에서 주요 EPC 파트너로 참여해온 만큼, P5 이후 후속 라인에서도 추가 수주 가능성이 높다고 판단하였다. 특히 최근 공사가 재개된 P5는 기존 수주잔고의 매출 인식이 본격화되는 구간으로 반영하였고, 향후 착공이 예상되는 P6·P7 역시 평택 부지 내 증설 여력과 삼성전자의 메모리 투자 재개 가능성을 고려해 신규 파이프라인에 포함하였다. 다만 삼성전자 EPC 내 삼성물산 비중 확대 가능성을 감안하여, P6·P7의 총 수주 규모는 과거 P3보다 낮은 수준으로 보수적으로 산정하였다.

[자료 7-13] 평택 수주 추정 table

p5	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
수주총액							4,500			
연간 매출액				134	209	130	2,077	1,298	643	
기납품액				134	343	472	2,549	3,847	4,489	
잔액				4,366	4,158	4,028	1,951	653	11	
진행률				3%	8%	10%	57%	85%	100%	
p6	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
수주총액								4,500		
연간 매출액								312	2,236	1,298
기납품액								312	2,549	3,847
잔액								4,188	1,951	653
진행률								7%	57%	85%
p7	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
수주총액									4,500	
연간 매출액									208	1,976
기납품액									208	2,185
잔액									4,292	2,315
진행률									5%	49%

출처: RFS Team 2

테일러 PJT 2는 삼성전자 미국 법인의 후속 반도체 공장 프로젝트로, 동사가 기존 PJT 1에서 대규모 수주를 확보한 이력을 반영하였다. 공장 성격과 규모가 PJT 1과 유사하다고 판단하여 수주 규모는 PJT 1과 동일한 수준으로 가정하였고, 진행률 역시 PJT 1의 매출 인식 패턴을 준용하였다.

[자료 7-14] 테일러 수주 추정 table

PJT 2	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
수주총액								1,221		
연간 매출액								58	694	344
기납품액(누적)								58	752	1,038
잔액								1,163	469	183
진행률								5%	62%	85%

출처: RFS Team 2

삼성바이오로직스 P6는 동사가 기존 P5 프로젝트를 수행한 이력을 근거로 신규수주 가능성을 반영하였다. 바이오 플랜트는 품질 검증과 시공 안정성이 중요한 프로젝트인 만큼, 기존 시공 경험이 후속 프로젝트 수주에 중요한 레퍼런스로 작용한다고 판단하였다. 이에 P6 의 수주 규모는 P5 와 동일한 수준으로 추정하였으며, 진행률은 P5 의 착공 분기와 매출 인식 패턴을 기준으로 조정하였다.

[자료 7-15] 바이오로직스 수주 추정 table

삼성바이오로직스 p6	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
수주총액							1,980			
연간 매출액							264	1,050	358	
기납품액(누적)							264	1,314	1,672	
잔액							1,716	666	308	
진행률							13%	66%	84%	

출처: RFS Team 2

비용 추정

자재비 및 외주비

동사의 자재비 및 외주비율은 '21년 73.7%에서 '25년 66.9%까지 지속적으로 하락하였다.

다만 해당 하락 추세를 그대로 장기 외삽할 경우, '26년 이후 영업이익률이 과도하게 상승하는 문제가 발생한다. EPC 사업은 매출 성장기에 자재 조달 규모와 외주 투입이 동시에 확대되는 구조이며, 신규 대형 프로젝트가 본격화될수록 초기 원가 투입 부담이 나타날 가능성이 높다. 따라서 '25년을 구조적 저점으로 판단하고, '26년 이후에는 과거 5개년 평균 수준으로 정상화되는 것으로 추정하였다.

[자료 7-16] 자재비 및 외주비 추정 table

자재비 및 외주비 추정									
(단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
발생액	5,518	7,379	7,598	6,931	6,040	8,161	9,410	12,607	13,451
매출액	7,487	10,054	10,625	9,967	9,029	11,493	13,251	17,755	18,943
%of sales	74%	73%	72%	70%	67%	71%	71%	71%	71%

출처: RFS Team 2

인건비

매출원가 인건비는 매출액과의 회귀식을 통해 별도 추정하였다. 동사의 종업원 수는 '21년 5,265명 → '24년 5,854명까지 점진 증가 후 '25년 5,249명으로 감소하는 등 일관된 증가 추세를 보이지 않아, 종업원 수와 1인당 평균 발생액의 분해 방식으로는 매출 확대에 따른 현장 인력 투입 증가가 적절히 반영되지 못한다고 판단하였다.

판관비 내 인건비는 본사 및 지원조직 인력 성격이 강하다고 판단하여 종업원 수와 1인당 평균 발생액을 기반 계산 후 과거 평균 배분 비중을 적용하여 추정하였다. 종업원 수는 인원이 감소한 연도를 제외한 과거 인원 증가율 평균을 적용하였으며, 1인당 평균 발생액은 명목임금상승률을 반영하였다.

[자료 7-17] 인건비 추정 table

인건비 추정									
(단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
발생액	832	1,041	1,234	1,268	1,195	1,276	1,362	1,454	1,552
매출원가	581	791	926	910	859				
비중	70%	76%	75%	72%	72%				
판관비	251	251	308	358	336	346	369	394	421
비중	30%	24%	25%	28%	28%	27%	27%	27%	27%
종업원현황 (명)	5,265	5,612	5,854	5,854	5,249	5,430	5,616	5,809	6,009
인원변동	-15	347	242	0	-605	181	187	193	200
변동비율	-0.3%	6.2%	4.1%	0.0%	-11.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
1인당 평균 발생액	0.16	0.19	0.21	0.22	0.23	0.23	0.24	0.25	0.26

출처: RFS Team 2

감가상각비

감가상각비는 기초 유형자산과 CAPEX를 기반으로 추정하였다. CAPEX는 매출액 대비 과거 비율을 적용하였으며, 이후 기초 유형자산 대비 상각률을 반영하여 발생액을 산출하였다. 산출된 감가상각비는 과거 매출원가와 판관비 배분 비중을 적용하여 각각 배분하였다.

[자료 7-18] 감가상각비 추정 table

감가상각비 추정									
(단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
발생액	35	42	44	43	47	54	56	58	64
매출원가	21	25	25	22	25	30	31	33	36
비중	59%	60%	57%	51%	53%	56%	56%	56%	56%
판관비	14	17	19	21	22	24	24	26	28
비중	41%	40%	43%	49%	47%	44%	44%	44%	44%
기초 유형자산	438	447	437	430	443	507	523	548	598
기초 유형자산 대비 상각률	8.0%	9.3%	10.0%	10.1%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
CAPEX	43	32	36	57	111	70	81	108	115
매출액 대비 비율	0.6%	0.3%	0.3%	0.6%	1.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

출처: RFS Team 2

무형자산상각비

무형자산상각비 역시 동일한 방식으로 추정하였다. 기초 무형자산 대비 상각률과 매출액 대비 무형자산 투자 비율을 반영하여 총 상각비를 산출하였고, 과거 배분 비중을 적용하여 매출원가와 판관비로 나누었다.

[자료 7-19] 무형자산상각비 추정 table

무형자산상각비 추정									
(단위: 십억 원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
발생액	11	16	22	26	35	34	37	42	50
매출원가	7	9	10	10	14	16	18	20	24
비중	63%	56%	47%	38%	39%	49%	49%	49%	49%
판관비	4	7	12	16	21	17	19	21	26
비중	37%	44%	53%	62%	61%	51%	51%	51%	51%
기초 무형자산	35	56	75	81	99	108	119	134	162
기초 무형자산 대비 상각률	31.8%	27.5%	29.0%	32.2%	35.4%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
CAPEX	32	34	27	44	44	45	52	70	74
매출액 대비 비율	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

출처: RFS Team 2

법인세비용

법인세 비용은 법인세비용 차감 전 순이익을 법인세 과세표준으로 보아 연도별로 산정하였다.

기타

이 외 계정은 매출액과의 상관계수 검정을 통해 변동비와 고정비로 구분하여 회귀식 또는 직전 5개년 발생액 Average flat을 적용하여 추정하였다.

Expected IS

상기 논의를 종합한 추정 손익계산서는 아래와 같다.

[자료 7-20] Expected IS

단위: 십억 원	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	9,967	9,029	11,493	13,251	17,755	18,943
매출원가	8,457	7,695	9,969	11,619	15,458	16,497
(%)	84.9%	85.2%	86.7%	87.7%	87.1%	87.1%
매출총이익	1,509	1,334	1,524	1,633	2,297	2,447
GPM(%)	15.1%	14.8%	13.3%	12.3%	12.9%	12.9%
판매비와 관리비	538	542	512	546	583	621
(%)	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	3.3%
영업이익	972	792	1,012	1,087	1,714	1,826
OPM(%)	9.7%	8.8%	8.8%	8.2%	9.7%	9.6%
금융수익	279	242	164	187	204	215
금융원가	116	135	120	136	144	130
기타수익	235	216	288	289	257	257
기타비용	472	303	346	365	348	367
지분법손익	7	19	4	8	8	9
법인세차감전순이익	904	830	1,002	1,070	1,690	1,810
법인세비용	265	182	241	258	413	443
유효세율	29.3%	21.9%	24.1%	24.1%	24.4%	24.5%
당기순이익	639	648	761	812	1,277	1,367
(%)	6.4%	7.2%	6.6%	6.1%	7.2%	7.2%

출처: RFS Team 2

예상 포괄손익계산서(단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	9,967	9,029	11,493	13,252
매출원가	8,457	7,695	9,969	11,619
매출총이익	1,509	1,334	1,524	1,633
일반판매관리비	538	542	512	546
조정영업이익	972	792	1,012	1,087
영업이익	972	792	1,012	1,087
비영업손익	(68)	38	(10)	(18)
금융손익	48	108	44	51
관계기업등 투자손익	7	19	4	8
세전계속사업손익	904	830	1,002	1,070
법인세 비용(환급)	265	182	241	258
계속영업이익	639	648	761	812
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	639	648	761	812
지배주주	757	617	723	771
비지배주주	(118)	31	38	41
총포괄이익	643	598	761	812
지배주주	757	617	723	771
비지배주주	(118.0)	31.0	38	41
EBITDA	1,051.1	885.5	1,110.3	1,190.9
FCF	1,687.0	380.0	1,033.5	706.8
EBITDA 마진율 (%)	10.5	9.7	9.7	9.0
영업이익률 (%)	9.8	8.8	8.8	8.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.6	6.7	6.3	5.8

예상 현금흐름표 (단위:십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,636.0	254.0	1,425.0	905.0
당기순이익	639.0	648.0	760.8	811.6
감가상각비(계)	79.1	93.5	98.2	103.8
유형자산 감가상각비	43.3	47.1	54.0	55.7
무형자산 상각비	25.9	35.0	33.6	37.1
사용권자산 상각비	9.9	11.4	10.6	11.0
영업활동 자산부채 변동	730.0	(517.0)	620.0	245.0
법인세납부	(225.0)	(374.0)	(323.0)	(345.7)
기타	43.0	104.0	73.5	88.8
투자활동으로 인한 현금흐름	(50.0)	(1,709.0)	(408.5)	(510.1)
현금유입액	109.0	15.0	62.0	38.5
현금유출액	(158.0)	(1,724.0)	(470.5)	(548.6)
장단기금융자산의 감소(증가)	82.0	(1,565.0)	(370.8)	(322.6)
기타투자활동	(43.0)	6.0	(18.5)	(6.3)
재무활동으로 인한 현금흐름	(30.0)	(264.0)	(134.0)	(106.5)
현금유입액	2.0	176.0	89.0	132.5
현금유출액	(191.0)	(255.0)	(223.0)	(239.0)
배당금의 지급	0.0	(129.0)	(191.0)	(203.7)
기타재무활동	0.0	(18.0)	(9.0)	(13.5)
현금의 증가	1,681.0	(1,734.0)	882.5	288.4
기초현금	915.0	2,596.0	862.0	1,744.5
기말현금	2,596.0	862.0	1,744.5	2,032.9

예상 재무상태표 (단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	7,942.0	7,659.0	8,746.4	9,112.8
현금 및 현금성자산	2,596.0	862.0	1,744.5	2,032.9
매출채권 및 기타채권	4,316.0	3,893.0	4,104.5	3,998.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	1,030.0	2,904.0	2,897.4	3,081.2
비유동자산	2,071.0	2,380.0	2,289.4	2,388.2
유형자산	443.0	507.0	523.4	548.4
무형자산	99.0	108.0	119.0	133.8
기타자산	1,529.0	1,765.0	1,647.0	1,706.0
자산총계	10,013.0	10,040.0	11,036.3	11,501.8
유동부채	5,871.0	5,259.0	5,565.0	5,412.0
매입채무 및 기타채무	4,636.0	4,383.0	4,509.5	4,446.3
단기금융부채	449.0	300.0	374.5	337.3
기타유동부채	786.0	575.0	680.5	627.8
비유동부채	246.0	335.0	290.5	312.8
장기금융부채	1.0	1.0	1.0	1.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	6,118.0	5,594.0	5,856.0	5,725.0
지배주주지분	4,232.0	4,741.0	4,869.5	5,430.2
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	(22.0)	(67.0)	(44.5)	(55.8)
이익잉여금	3,187.0	3,675.0	4,244.8	4,852.7
비지배주주지분	(336.0)	(295.0)	(310.8)	(346.6)
자본총계	3,896.0	4,446.0	5,180.3	5,776.8

예상 주당 가치 및 Valuation	2024A	2025A	2026E	2027E
P/E (x)	4.3	7.6	20.1	13.9
P/B (x)	0.8	1.0	2.9	2.0
EV/EBITDA (x)	1.3	1.4	13.8	0.7
EPS (원)	3,862.0	3,150.0	3,881.6	4,140.8
BPS (원)	21,591.0	24,187.0	26,430.1	29,473.5
DPS (원)	660.0	790.0	974.3	1,039.3
배당성향 (%)	17.1	25.1	25.1	25.1
배당수익률 (%)	4.0	3.3	1.2	1.8
매출액증가율 (%)	(6.2)	(9.4)	27.3	15.3
EBITDA증가율 (%)	(1.7)	(16.0)	25.4	7.3
조정영업이익증가율 (%)	(2.2)	(18.5)	27.8	7.4
EPS증가율 (%)	0.4	(18.4)	23.2	6.7
매출채권 회전일수	113.0	143.0	128.0	135.5
재고자산 회전일수	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전일수	147.0	181.0	164.0	172.5
ROA (%)	6.4	6.5	6.9	7.1
ROE (%)	19.6	13.8	14.7	14.0
ROIC (%)	53.3	53.0	53.2	53.1
부채비율 (%)	157.0	125.8	113.0	99.1
유동비율 (%)	135.3	145.6	157.2	168.4
당좌비율 (%)	120.8	129.4	157.2	168.4
자기자본비율 (%)	38.9	44.3	46.9	50.2