

매수(유지)

목표주가: 97,000원(유지)

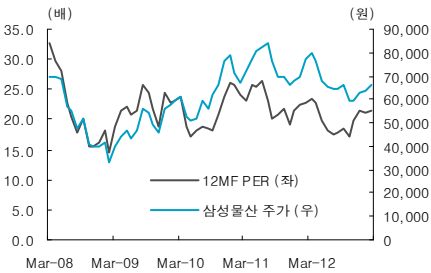
Stock Data

KOSPI(2/18)	1,982
주가(2/18)	65,700
시가총액(십억원)	10,264
발행주식수(백만)	156
52주 최고/최저가(원)	82,200/55,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,654
유동주식비율/외국인지분율(%)	79.9/25.2
주요주주(%)	삼성SDI 외 7인 14.1
	국민연금공단 9.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.8	(4.8)	(12.4)
상대주가(%)	5.1	(6.6)	(10.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

강력한 발전 player로 돌아오다

정연주 사장 부임 후 3년의 투자 성과- 모든 종류의 발전에 진출하다

정연주 사장이 부임한지 3년이 지났다. 그간 결실이 가장 뚜렷한 분야가 발전이다. 09년에야 UAE ‘슈웨이하2’ 공사로 발전 EPC에 첫 진출했지만 11년 개발자 겸 EPC업체로 대형 IPP(민자발전)인 사우디 ‘쿠라야’를 수주했다. 이어 올 초 ‘라빅2’ IPP 우선협대상자, 강릉 석탄 IPP 사업자, 핀란드 원전 입찰 컨소시엄 EPC 주관사로 선정되며 가스/석탄/원자력 등 모든 종류의 발전시장에 진출했다. 글로벌 발전 투자가 장기 사이클임을 감안하면 강한 성장동력을 확보한 셈이다. 이를 기반으로 이미 48억달러의 수주를 확보해 연간 11.6조원의 해외수주 달성에 청신호가 켜졌다.

Developer 역량에 EPC 경쟁력으로 무장

사우디에서의 IPP 연속 수주는 삼성물산이 developer 겸 EPC 업체로 포지셔닝하는 확실한 계기가 됐다. 그러나 그간 발전 분야에서 삼성물산의 경쟁력은 개발역량만 강조돼 온 측면이 있다. 최근 대용량 발전 수주로 EPC 경쟁력 역시 빠르게 강화되고 있음에 주목하자. 삼성물산은 EPC 역량의 간극을 좁히기 위해 최근 3년간 무려 500명의 엔지니어를 충원했고 top-tier 발전 엔지니어링 업체인 미국 Sargent & Lundy와 5년간 전략적 제휴를 맺는 등 엔지니어링 역량을 크게 강화했다.

올해 유일한 외형 성장주, 이익 레버리지 효과를 즐길 시점

올해 타 대형 5사의 top line 성장률은 평균 5.6%에 불과한 반면, 삼성물산의 건설 매출은 작년 22%에 이어 올해에도 20%의 고성장이 예상된다. 또한 10년부터 연평균 800명에 이르던 총원 인력이 올해는 200명으로 급감해 건설 판관비율은 작년 7.7%에서 올해 7.2%로 낮아질 것이다. 08~10년 삼성엔지니어링이 그랬듯 판관비율 급감은 자연적으로 영업이익 고성장으로 이어진다. 삼성물산의 영업이익은 올해 18%, 내년은 17% 증가할 전망으로 중장기적 이익 가시성이 가장 높다.

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
매출액(십억원)	17,756	21,546	25,326	28,643	31,080
영업이익(십억원)	455	351	490	579	681
세전이익(십억원)	679	610	556	685	812
지배주주순이익(십억원)	486	402	456	490	581
EBITDA(십억원)	562	473	615	706	810
순차입금(십억원)	1,787	3,275	3,484	3,110	2,992
영업이익률(%)	2.6	1.6	1.9	2.0	2.2
ROE(%)	6.1	4.5	4.6	4.6	5.0
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
EPS(원)	3,298	2,722	3,010	3,235	3,835
(EPS 증가율, %)	57.9	(17.5)	10.6	7.5	18.6
BPS(원)	55,025	60,181	65,572	71,176	77,345
DPS(원)	500	500	500	500	500
PER(x)	23.9	25.0	20.8	20.3	17.1
PBR(x)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(x)	24.3	28.7	15.7	13.2	10.9

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

높아진 수주 가시성에는 EPC 경쟁력 강화가 있다

Top pick을 유지하는 이유는 1) 상반기 발전 위주의 강한 수주 flow, 2) 외형 고성장으로 이익 레버리지 효과 극대화, 3) 삼성전자 가치와 순차입금을 감안한 implied PER 6.7배에 불과한 싼 밸류에이션 때문이다. 본 자료는 삼성물산의 장기 고성장을 담보할 발전 EPC의 경쟁력 강화에 초점을 맞췄다.

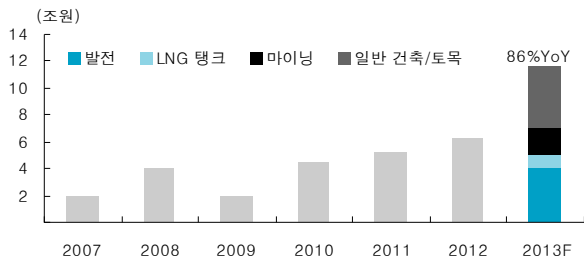
<표 1> 삼성물산 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배)

구분	가치	비고
1) 건설 가치 (A+B)	5,283	영업가치
기준 NOPLAT	377	2013년 기준
목표배수	14.0	대형 건설주 목표배수
2) 상사 가치 (A+B+C)	2,869	
A) 상사 영업가치	1,027	
기준 NOPLAT	103	2013년 기준
목표배수	10.0	대형 상사주 목표배수
B) 자원개발 가치	942	DCF방식, Ankor, 패러렐, 칠레 리튬
C) 종합화학&석유화학	900	2013년 지분법이익에 PER 10배 적용
3) 투자자산 가치	9,122	
A) 계열사 상장 주식	7,319	삼성전자 시가총액 30% 할인
B) 삼성SDS, 에버랜드	1,183	장외거래가 3개월 평균, 세금효과 고려
C) 자사주	620	보통주 기준 가정
4) 순차입금	2,260	12년 기준, 상사 수출금융차입 제외
주당가치 (원) (1+2+3-4)	97,000	156,218천주 기준

자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 1] 삼성물산의 2013년 해외수주 계획 분류



구분	사건명	규모 (조원)	진행 상황
1Q	사우디 라빅 2 IPP 로이스트	1.8	계약대기
	호주 '로이힐' 철광석 항만	1.9	입찰 중
	온타리오 풍력발전	0.2	계약대기
2Q	호주 '에버포인트' 석탄 항만	2.0	계약대기
	터키 '키리켈레' 발전	0.6	계약대기
하반기	사우디 슈케이크 발전	3.0	입찰준비
	미국 캘리포니아 고속철	0.5	입찰중
	인도네시아 탄중자티 발전	2.0	MOU
	홍콩 지하철 #2	0.4	입찰중
	터키 'Gaziantep' 헬스케어	0.2	계약대기

자료: 삼성물산, 한국투자증권

삼성물산은 올해 총수주 16조원, 해외수주 11.6조원의 목표를 제시했다. 해외수주는 전년대비 86% 증가한 수치로 현대건설의 해외수주 목표(114억달러)에 근접한다. 작년 해외수주가 6.2조원이었음을 감안하면 공격적일 수 있다. 그러나 우리는 보수적으로도 8조원의 수주는 가능할 것으로 가정했는데 1) 48억달러의 프로젝트가 계약대기 상태고 2) 인수 추진 중인 LNG FEED업체 'Whessoe'의 시너지를 이용해 1조원 규모의 LNG 터미널 수주 가능성이 높으며 3) 동사가 강한 발전시장은 장기 사이클로 올해도 안전이 풍부하기 때문이다.

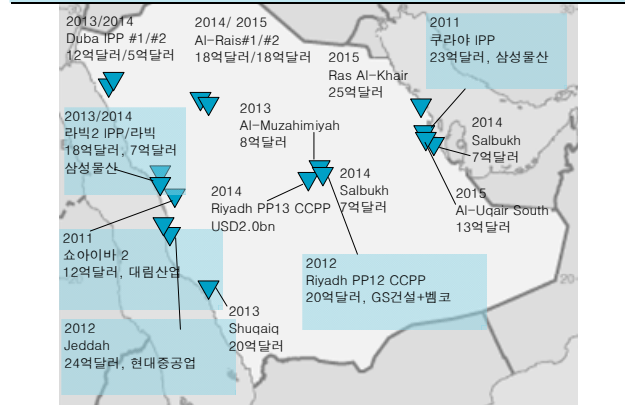
최근 3년간 이룬 성과- 모든 종류의 발전에 진출

정연주 사장이 부임하고 가장 뚜렷한 결실을 맺은 분야가 발전이다. 삼성물산이 발전 EPC를 총괄한 첫 사업은 09년 UAE '슈웨이햇2'로 역사가 짧다. 그러나 최근 3년간 500명의 엔지니어를 충원했고 상사기반의 금융과 기자재 소싱 역량으로 11년 사우디 '쿠라야' IPP를 수주했다. 이어 가스/석탄/원전 등 거의 모든 종류의 발전시장에 진출하고 있다.

1) 사우디 '쿠라야'에 이은 '라빅2'수주로 중동 IPP 선점

사우디 '라빅2' IPP의 EPC 계약을 앞두고 있다. 당초 삼성물산 컨소시엄은 사업비 순위에서 19%의 가격 차이로 UAE 'Taqa' 컨소시엄에 이어 2위였으나 발주처가 요구한 life cycle과 운영비 검증과정에서 우선협상자로 선정됐다. 요구사항을 합리적 사업비로 맞출 수 있었던 것은 금융비용 절감 때문이었다.

[그림 2] 사우디 전력청의 2011~2016년 발전플랜트 발주 계획



자료: SEC, 한국투자증권

<표 2> '쿠라야' IPP 금융구조

(단위: 십억달러, %)

자금 조달처	구분	금액	비중
Equity-Developer	Acwa Power	0.11	4.0
	삼성물산	0.11	4.0
	MENA Infrastructure	0.07	2.5
Equity-발주처	SEC(사우디 전력청)	0.33	11.8
Debt-ECA	미국수출입은행	0.55	19.6
	한국수출입은행	0.09	3.2
Debt-PF	소계	1.54	54.9
	합계	2.80	100.0

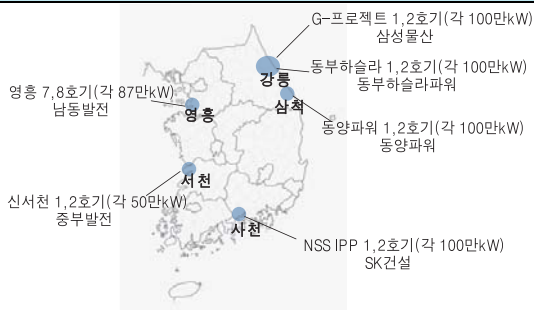
자료: 언론기사, 한국투자증권

삼성물산은 개발자겸 EPC업체로 참여한 '라빅2' 입찰에서 구조를 11년 수주했던 '쿠라야'사업과 유사하게 짰다. 1) 사우디 Acwa power, MENA infra와 컨소시엄으로 로컬 업체에 제공되는 tax 혜택을 누렸고 2) 최초로 Sukuk(이슬람금융)과 미국 수출입은행 자금을 유치했다. 미국 수출입은행 자금은 프로젝트의 신뢰도를 높이는 상징적 의미가 있어 조달금리를 전반적으로 낮출 수 있다. 타 프로젝트에도 Acwa power와 동반 참여로 굳건한 파트너십을 유지하고 있다. 이는 16년까지 220억달러의 발주 계획이 있는 최대 발주처, 사우디 전력청으로부터의 연속 수주 가능성을 높이는 요인이다.

2) '강릉'IPP 사업자로 선정되며 석탄 EPC 진입

사우디에서의 연속 수주는 삼성물산이 개발자 겸 EPC 업체로 확실히 포지셔닝하는 계기가 됐지만 경쟁력은 개발역량만 강조돼 왔다. 최근 빠르게 강화된 EPC 역량 역시 주목해야 한다. '6차 전력수급계획'에 포함될 민간 석탄발전으로 삼성물산의 2GW급 '강릉 G프로젝트(EPC 2~3조원 추정)'를 비롯해 6개 사업이 유력한 것으로 알려졌다. 가스발전 대비 저발전인 오일과 석탄발전은 EPC 진입장벽이 높다. 삼성물산은 하동과 당진 석탄발전의 시공경험은 있으나 EPC 총괄 경험은 없었는데 강릉 프로젝트로 대형 석탄발전의 업력을 쌓게 된다. 이는 오일발전 위주인 사우디 전력청 시장이나 석탄발전 위주의 ASEAN 진출에 중요한 업력이 될 것이다.

[그림 3] 제 6차 전력수급계획에 포함될 예정되는 민간 석탄발전 계획



자료: 지식경제부

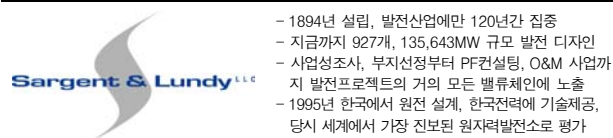
3) 핀란드 원전 입찰 컨소시엄 EPC 업체

최근 UAE에 이어 두 번째 원전 수출 유력지로 핀란드가 급부상하고 있다. 삼성물산은 SK건설과 함께 여기에 입찰하는 한수원 컨소시엄의 EPC업체로 선정되었다. 동 프로젝트는 15년 중반 건설허가가 예상돼 수주해도 올해 계약으로 잡기는 어렵지만 원전 수출의 EPC 주간사로 참여해 player가 제한적인 원전 시장에서 입지를 공고히 했다는데 의미가 크다.

Sargent & Lundy와 협력으로 EPC경쟁력 제고

최근 3년간 빠르게 이룬 성과 뒤에는 막대한 투자가 있었다. 금융위기를 거치며 경쟁사들이 주춤한 가운데 삼성물산은 EPC 역량의 간극을 빠르게 좁히기 위해 선진업체와의 제휴를 적극 고려했다. 11년 top-tier 발전 엔지니어링 업체인 미국 Sargent&Lundy와 5년간 전략적 제휴를 맺었다. 시공 경험은 많지만 설계 경험이 부족한 삼성물산에 큰 도움이 되고 있다. 향후 삼성물산은 이 기술을 내재화할 계획이다.

[그림 4] Sargent & Lundy 개요

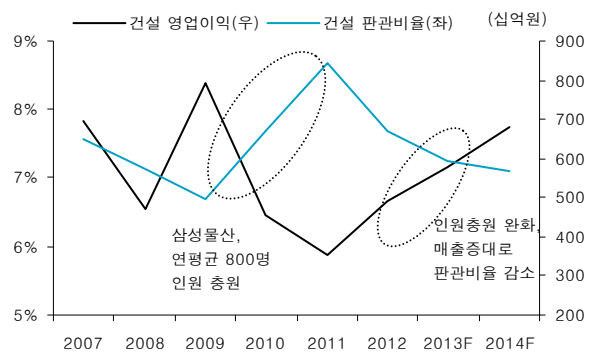


자료: Sargent & Lundy

유일한 외형 성장주로 이익 레버리지 효과 높아

업계 전반의 저성장 속에서도 삼성물산의 건설 매출은 작년 22.3%에 이어 올해에도 20.3%의 성장이 예상된다. 이는 1) 11년부터 해외수주의 사상 최대치 성장이 지속되고 2) 관계사 수주는 작년 4.5조원에 이어 올해 최소 2.5조원 이상으로 예상되기 때문이다. 외형 성장과 함께 총원인력이 현장으로 배치되며 건설 판관비율은 작년 7.7%에서 올해 7.2%로 낮아진다. 08~10년 삼성엔지니어링이 그랬듯 판관비율 급감은 자연적으로 이익 고성장으로 이어진다. 영업이익은 올해 18.2%, 내년 17.5% 증가해 중장기 성장성이 가장 높다.

[그림 5] 삼성물산의 판관비율과 영업이익



자료: 삼성물산, 한국투자증권

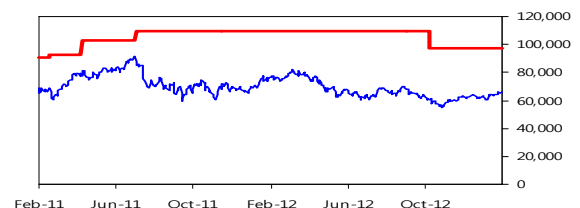
[표 3] 삼성물산 손익 추정 요약

	2011	2012P	2013F	2014F	2015F
1. 신규수주 (해외)	12,274	13,707	15,378	13,999	14,619
2. 매출 (건설)	5,220	6,236	7,000	7,000	7,000
3. 영업이익 (건설)	269	427	496	575	620
(건설 영업이익률)	3.7%	4.8%	4.6%	4.9%	4.9%
4. 순이익	409	465	500	593	633

자료: 삼성물산, 한국투자증권

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가
삼성물산(000830)	2011.03.10	매수	93,000 원
	2011.05.01	매수	103,000 원
	2011.07.25	매수	110,000 원
	2012.10.28	매수	97,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
유동자산	6,793	8,146	9,877	10,168	10,567
현금성자산	858	1,002	1,140	1,289	1,399
매출채권및기타채권	3,887	4,899	3,166	2,864	3,108
재고자산	603	727	1,266	1,146	777
비유동자산	10,708	12,776	13,778	15,901	17,809
투자자산	8,728	9,823	10,611	12,431	14,110
유형자산	952	1,009	1,033	1,057	1,080
무형자산	274	1,205	1,266	1,432	1,554
자산총계	17,501	20,922	23,655	26,069	28,376
유동부채	6,126	7,448	8,756	10,319	11,566
매입채무및기타채무	2,798	2,959	3,478	3,934	4,268
단기차입금및단기사채	862	1,991	1,981	1,978	1,975
유동성장기부채	760	208	370	520	669
비유동부채	2,797	3,989	4,527	4,457	4,524
사채	406	1,005	1,255	955	805
장기차입금및금융부채	573	1,027	972	901	896
부채총계	8,923	11,437	13,284	14,776	16,090
지배주주지분	8,546	9,385	10,252	11,154	12,146
자본금	804	804	804	804	804
자본잉여금	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022
자본조정	(310)	(300)	(300)	(300)	(300)
이익잉여금	1,734	2,040	2,420	2,834	3,340
비지배주주지분	33	100	119	139	161
자본총계	8,578	9,485	10,372	11,293	12,307

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
매출액	17,756	21,546	25,326	28,643	31,080
매출원가	16,195	19,843	23,317	26,384	28,609
매출총이익	1,561	1,702	2,009	2,260	2,471
판매관리비	1,106	1,351	1,518	1,680	1,790
영업이익	455	351	490	579	681
금융수익	88	95	152	150	166
이자수익	49	40	97	58	55
금융비용	154	200	226	158	154
이자비용	115	144	185	158	154
기타영업외손익	177	246	110	78	80
관계기업관련손익	113	118	30	36	40
세전계속사업이익	679	610	556	685	812
법인세비용	182	201	90	185	219
연결당기순이익	497	409	465	500	593
지배주주지분순이익	486	402	456	490	581
기타포괄이익	757	497	497	497	497
총포괄이익	1,254	906	962	997	1,090
지배주주지분포괄이익	1,243	895	943	977	1,068
EBITDA	562	473	615	706	810

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(300)	(312)	3,715	2,577	2,020
당기순이익	497	409	465	500	593
유형자산상각비	107	122	124	127	129
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(895)	(776)	3,103	1,939	1,300
기타	(9)	(67)	23	11	(2)
투자활동현금흐름	55	(763)	(3,849)	(2,128)	(1,805)
유형자산투자	(186)	(135)	(156)	(159)	(161)
유형자산매각	13	8	8	8	8
투자자산순증	248	(723)	(271)	(1,296)	(1,152)
무형자산순증	(11)	(52)	(61)	(166)	(122)
기타	(9)	139	(3,369)	(515)	(378)
재무활동현금흐름	113	1,232	271	(300)	(85)
자본의증가	4	3	0	0	0
차입금의순증	193	1,339	347	(224)	(9)
배당금지급	(76)	(77)	(76)	(76)	(76)
기타	(8)	(33)	0	0	0
기타현금흐름	(8)	(13)	0	0	0
현금의증가	(140)	144	138	149	130

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	3,298	2,722	3,010	3,235	3,835
BPS	55,025	60,181	65,572	71,176	77,345
DPS	500	500	500	500	500
성장성(% YoY)					
매출증가율	(4.0)	21.3	17.5	13.1	8.5
영업이익증가율	(42.7)	(22.8)	39.6	18.2	17.5
순이익증가율	57.8	(17.2)	13.4	7.5	18.6
EPS증가율	57.9	(17.5)	10.6	7.5	18.6
EBITDA증가율	(47.2)	(15.8)	29.9	14.9	14.7
수익성(%)					
영업이익률	2.6	1.6	1.9	2.0	2.2
순이익률	2.7	1.9	1.8	1.7	1.9
EBITDA Margin	3.2	2.2	2.4	2.5	2.6
ROA	2.8	2.1	2.1	2.0	2.2
ROE	6.1	4.5	4.6	4.6	5.0
배당수익률	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	1,787	3,275	3,484	3,110	2,992
차입금/자본총계비율(%)	30.8	45.1	44.6	39.0	35.7
Valuation(X)					
PER	23.9	25.0	20.8	20.3	17.1
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
PSR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	24.3	28.7	15.7	13.2	10.9

Compliance notice

- 당사는 2013년 2월 20일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성물산 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기중임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상 • 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상 • 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

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 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.