

Earnings preview

Korea /Construction & Engineering

10 October 2012

HOLD

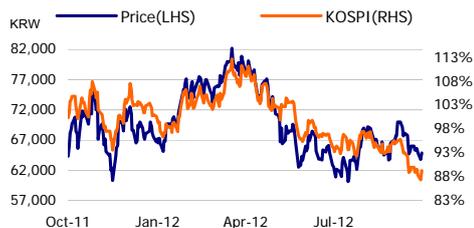
목표주가 **72,000 원**
현재주가 (9 Oct 12) **64,900 원**

Top pick	삼성엔지니어링
Upside/downside (%)	10.9
KOSPI	1979.04
시가총액 (십억원)	10,139
52주 최저/최고	59,900 - 82,700
일평균거래대금 (십억원)	41.5
외국인 지분율 (%)	24.74

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	21,546	25,815	28,963	31,997
영업이익 (십억원)	596.9	762.6	786.6	972.7
당기순이익 (십억원)	409.1	582.2	560.3	682.2
수정순이익 (십억원)	402.0	573.5	547.6	666.7
EPS (원)	2,574	3,671	3,506	4,268
EPS 성장률 (%)	(14.2)	42.6	(4.5)	21.7
P/E (x)	26.5	17.7	18.5	15.2
EV/EBITDA (x)	19.0	15.2	15.0	12.6
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.9	1.1
P/B (x)	1.2	1.0	1.0	0.9
ROE (%)	4.5	5.8	5.1	5.9
순차입금/자기자본 (%)	32.0	32.6	32.9	32.2

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(2.4)	3.2	1.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(5.0)	(4.6)	(11.1)

변성진, Analyst
3774 1457 sjbyun@miraеasset.com
김정환
3774 1782 jeffkim@miraеasset.com

삼성물산 (000830 KS)

드러나지 못한 핵심 경쟁력

삼성물산에 대한 목표주가 72,000 원과 투자의견 Hold 유지함. 이는 연초부터 기대되어 왔던 상사부문과 연계된 호주 석탄 및 철광석 관련 프로젝트 등이 계속 지연되고 있을 뿐만 아니라 3사분기 실적 시장 기대치보다 낮을 것으로 예상되기 때문임. 3사분기 현재 삼성물산의 해외수주 누계액은 2.9조원으로 가이던스 8.6조원 대비 34% 수준. 연말까지 터키 키르칼레 발전소 프로젝트 및 몽고 철도 프로젝트 등 2.8조원의 추가 수주를 기대하고 있으나, 원자재 시황 악화로 당초 기대되었던 호주 석탄 및 철광석 관련 프로젝트 발주가 지연되고 있는 상황. 3사분기 매출액은 컨센서스에 부합할 것으로 예상되나 영업이익은 마진 하락 및 지난해 3사분기의 일회성 이익영향으로 지난해 동기 대비 27.7% 감소하면서 컨센서스에 16% 미달할 전망. 향후 삼성물산의 차별화 포인트가 될 수 있는 상사부문 연계 프로젝트 수주 및 미국 시장에서의 수주 확보가 catalyst가 될 수 있을 것으로 판단.

해외수주 모멘텀 약화

3사분기 현재 삼성물산의 해외수주 누계액은 2.9조원으로 가이던스 8.6조원 대비 34% 수준. 연말까지 터키 키르칼레 발전소 프로젝트 및 몽고 철도 프로젝트 등 2.8조원의 추가 수주를 기대하고 있는 상황이나, 프로젝트 규모를 감안할 때 4사분기 사우디 Rabigh II IPP(20억불) 및 말레이시아 Prai IPP(6억불) 프로젝트가 수주 모멘텀을 좌우할 것으로 예상. 하지만 올해 상사부문과의 시너지 차원에서 기대되었던 호주 석탄 광구 관련 항만 프로젝트(12억 달러) 및 철광석 프로젝트(15억 달러)의 경우 원자재 시황 악화로 발주가 지연되고 있는 상황. 이에 따라 2012년 해외수주 전망치를 기존의 7.3조원에서 6.8조원으로 하향조정하며, 최근의 원자재 시황 악화 및 중동 발주 모멘텀 지연 영향 감안하여 2013년 해외수주 전망 역시 기존의 8.4조원에서 8.0조원으로 하향조정함. 이를 감안하여 2012년 및 2013년 전체 수주 전망치를 각각 6.4% 및 5.8% 하향조정함.

3사분기 영업이익 컨센서스 미달

3사분기 매출액은 컨센서스에 부합할 것으로 예상되나 영업이익은 컨센서스에 16% 미달할 전망. 3사분기 매출액은 6.5조원으로 지난해 동기 대비 21.2% 증가할 것으로 예상되나 영업이익은 마진 하락 및 지난해 3사분기의 일회성 이익영향으로 27.7% 감소한 1,368억원 전망. 이는 상대적으로 마진 낮은 해외부문 및 상사부문 비중 증가로 GP 마진은 지난해 3사분기 8.5%에서 7.7% 수준으로 하락할 것으로 예상될 뿐만 아니라, 지난해 3사분기 영업이익에는 TESCO 지분 매각이익 975억원 등이 반영되어 있기 때문. 하지만 2012년 영업이익 및 순이익 전망치는 각각 7.4% 및 26.8% 상향 조정하는데, 이는 2사분기 일본 자회사 지분 매각관련 이익이 당초 예상치 1,200억원을 500억원 상회하였을 뿐만 아니라, 관련 기납부세액 환급으로 인해 2사분기 유효법인세율이 5.8%로 크게 낮아졌기 때문임. 해외부문 및 상사부문 매출액 성장율이 당초 예상치보다 높아 수주 전망치를 소폭 감소함에도 불구하고 매출액 전망치를 3.9% 상향조정하나, 마진 효과를 감안하여 영업이익 전망치는 유지.

투자의견 Hold 유지

삼성물산에 대한 목표주가 72,000 원과 투자의견 Hold 유지. 연초부터 기대되어 왔던 상사부문과 연계된 호주 석탄 및 철광석 관련 프로젝트 등이 계속 지연되고 있을 뿐만 아니라 3사분기 실적이 시장 기대치보다 낮다는 점이 부담. 향후 삼성물산의 차별화 포인트가 될 수 있는 상사부문 연계 프로젝트 수주 및 미국 시장에서의 수주 확보가 catalyst가 될 수 있을 것으로 판단.

Figure 1 Samsung C&T's earnings forecast change

(KRW bn, %)	Old			New			Change		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
New order	14,765.8	16,087.4	17,166.4	13,819.9	15,150.1	16,468.3	(6.4)	(5.8)	(4.1)
Revenue	24,747.3	27,865.1	30,831.5	25,814.6	28,962.5	31,997.1	4.3	3.9	3.8
Gross profit	1,946.2	2,141.1	2,369.2	1,944.2	2,122.1	2,382.7	(0.1)	(0.9)	0.6
Operating profit	710.2	787.4	1,005.8	762.6	786.6	972.7	7.4	(0.1)	(3.3)
Pre-tax profit	669.8	813.2	1,014.7	722.8	812.1	988.6	7.9	(0.1)	(2.6)
Net profit	452.2	543.5	678.2	573.5	547.6	666.7	26.8	0.8	(1.7)
Gross margin	7.9	7.7	7.7	7.5	7.3	7.4	-0.3ppt	-0.4ppt	-0.2ppt
Operating margin	2.9	2.8	3.3	3.0	2.7	3.0	0.1ppt	-0.1ppt	-0.2ppt
Pre-tax margin	2.7	2.9	3.3	2.8	2.8	3.1	0.1ppt	-0.1ppt	-0.2ppt
Net margin	1.8	2.0	2.2	2.2	1.9	2.1	0.4ppt	-0.1ppt	-0.1ppt

자료:삼성물산, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 Quarterly preview

(KRW bn, %)	3Q11	2Q12	3Q12(E)	QoQ	YoY	Consensus	diff.	4Q12(E)
Revenue	5,392.1	6,496.1	6,537.0	0.6	21.2	6,608.2	(1.1)	6,838.0
Gross profit	460.1	527.2	502.6	(4.7)	9.2			432.7
Operating profit	189.3	322.5	136.8	(57.6)	(27.7)	163.3	(16.2)	128.7
Pre-tax profit	202.4	280.9	137.9	(50.9)	(31.9)			124.3
Net profit	99.2	263.1	96.1	(63.5)	(3.1)	120.2	(20.0)	86.6
Gross margin	8.5	8.1	7.7	-0.4ppt	-0.8ppt			6.3
Operating margin	3.5	5.0	2.1	-2.9ppt	-1.4ppt	2.5	-0.4ppt	1.9
Pre-tax margin	3.8	4.3	2.1	-2.2ppt	-1.6ppt			1.8
Net margin	1.8	4.0	1.5	-2.6ppt	-0.4ppt	1.8	-0.3ppt	1.3

자료:삼성물산, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 Quarterly earnings

(KRW bn, %)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E
Revenue	4,696.1	5,186.4	5,392.1	6,270.9	5,943.5	6,496.1	6,537.0	6,838.0
Gross profit	406.5	446.2	460.1	389.4	481.7	527.2	502.6	432.7
Operating profit	166.4	113.0	189.3	128.2	174.6	322.5	136.8	128.7
Pre-tax profit	198.3	105.6	202.4	103.7	179.7	280.9	137.9	124.3
Net profit	137.8	68.3	99.2	96.8	127.7	263.1	96.1	86.6
Gross margin	8.7	8.6	8.5	6.2	8.1	8.1	7.7	6.3
Operating margin	3.5	2.2	3.5	2.0	2.9	5.0	2.1	1.9
Pre-tax margin	4.2	2.0	3.8	1.7	3.0	4.3	2.1	1.8
Net margin	2.9	1.3	1.8	1.5	2.1	4.0	1.5	1.3

자료:삼성물산, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 Samsung C&T's major project list in MENA

Project Name	Sector	Country	Status	Budget(US\$m)	Award date
ODREIC - Lusail Development - Infrastructure: Design Package VB	Construction	Qatar	Execution	296	2012-01
ODREIC - Lusail Development - Infrastructure: Design Package 3A	Infrastructure	Qatar	Execution	250	2012-04
KNPC - Tail Gas Treating Unit 99 at Mina Al-Ahmadi Refinery	Gas Processing	Kuwait	Execution	55	2012-06
Saudi Stock Exchange - RKAFD: Phase 2: Tadawul Tower	Construction	Saudi Arabia	Execution	267	2012-08
Msheireb Properties - Musheireb: Phase 1c	Construction	Qatar	Main Contract Bid	500	2012-09
Msheireb Properties - Musheireb: Phase 2	Construction	Qatar	Main Contract Bid	1000	2012-10
Ministry of Public Works (MPW) - Subiya Causeway	Infrastructure	Kuwait	Main Contract Bid	3700	2012-10
ADSSC - Abu Dhabi Asset Enhancement Programme	Pipeline	UAE	Main Contract Bid	544	2012-10
PTB - Al Zour IWPP - Phase I	Power	Kuwait	Main Contract Bid	2000	2012-10
QRAIL - Qatar Integrated Rail Project: Doha Metro:Red Line North:Tunneling Works	Infrastructure	Qatar	Main Contract Bid	1500	2012-12
KNPC - Clean Fuel Project 2020: Preparation Works	Oil / Gas Production	Kuwait	Main Contract Bid	500	2012-12
Saudi Aramco - Jizan Refinery Project: Package V - South Tanks	Oil / Gas Production	Saudi Arabia	Main Contract Bid	1000	2012-12
Saudi Aramco - Jizan Refinery Project: Package IV - North Tanks & Loading Arms	Refining	Saudi Arabia	Main Contract Bid	1000	2012-12
KOC - Marine Small Boat Harbour Infrastructure Works	Infrastructure	Kuwait	Main Contract Bid	250	2013-01
QRAIL - Qatar Integrated Rail Project: Doha Metro: Msheireb Station	Infrastructure	Qatar	Main Contract Bid	1000	2013-01
Etihad Rail - Phase II : Package A	Infrastructure	UAE	Main Contract Bid	533	2013-01
Etihad Rail - Phase II : Package B	Infrastructure	UAE	Main Contract Bid	740	2013-01

자료: 삼성물산, MEED projects, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 Iron ore price trend



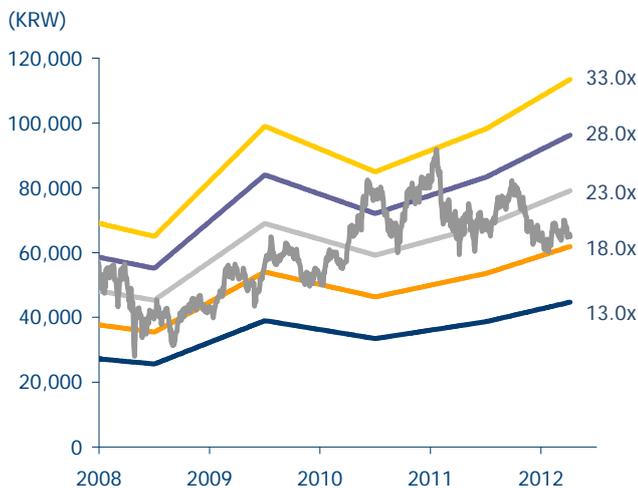
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 Coal price trend



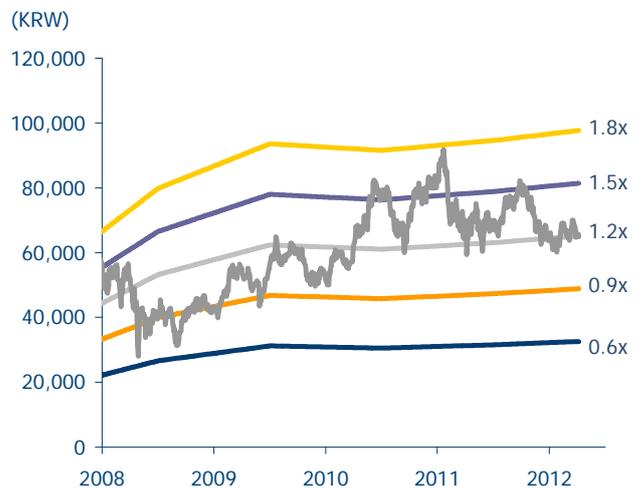
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 P/E band chart



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 P/B band chart



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	21,546	25,815	28,963	31,997
매출원가	(19,843)	(23,870)	(26,840)	(29,614)
매출총이익	1,702	1,944	2,122	2,383
판매비와관리비	(1,351)	(1,605)	(1,595)	(1,670)
영업이익 (조정)	351	339	527	713
영업이익	597	763	787	973
순이자손익	(48)	25	18	9
지분법손익	151	31	33	33
기타	(90)	(96)	(25)	(25)
세전계속사업손익	610	723	812	989
법인세비용	(201)	(141)	(252)	(306)
당기순이익	409	582	560	682
당기순이익 (지배주주지분)	402	573	548	667
EPS (지배주주지분, 원)	2,574	3,671	3,506	4,268
증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	(5.7)	19.8	12.2	10.5
매출총이익 증가율	(19.1)	14.2	9.2	12.3
영업이익 증가율	(30.4)	27.8	3.1	23.7
당기순이익 증가율	(14.2)	42.6	(4.5)	21.7
EPS 증가율	(14.2)	42.6	(4.5)	21.7
매출총이익율	7.9	7.5	7.3	7.4
영업이익률	2.8	3.0	2.7	3.0
당기순이익률	1.9	2.2	1.9	2.1

자료: 삼성물산, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	(312)	751	559	670
당기순이익	409	582	560	682
유무형자산상각비	122	129	131	132
기타	(68)	153	56	60
운전자본증감	(776)	(113)	(188)	(204)
투자현금	(763)	(660)	(680)	(693)
자본적지출	(127)	(218)	(140)	(140)
기타	(636)	(442)	(540)	(553)
재무현금	1,232	(25)	69	53
배당금	(77)	(76)	(81)	(97)
자본의증가(감소)	0	0	0	0
부채의증가(감소)	1,339	152	150	150
기초현금	858	1,002	1,065	1,014
기말현금	1,002	1,065	1,014	1,044

자료: 삼성물산, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	8,146	9,029	9,408	9,901
현금및현금성자산	1,002	1,065	1,014	1,044
단기금융자산	235	217	226	235
매출채권	4,629	5,234	5,579	5,887
재고자산	727	882	910	1,006
기타유동자산	1,553	1,630	1,679	1,730
비유동자산	12,776	14,342	14,915	15,499
유형자산	1,009	1,131	1,141	1,149
투자자산	9,608	10,449	10,765	11,092
기타비유동자산	2,158	2,761	3,009	3,258
자산총계	20,922	23,371	24,323	25,400
유동부채	7,448	7,925	8,159	8,408
매입채무	2,416	2,690	2,839	3,001
단기금융부채	2,244	2,420	2,420	2,420
기타유동부채	2,788	2,816	2,900	2,987
비유동부채	3,989	4,891	5,130	5,373
장기금융부채	2,032	2,303	2,453	2,603
기타비유동부채	1,957	2,589	2,678	2,770
부채총계	11,437	12,817	13,290	13,781
지배주주지분	9,385	10,448	10,928	11,513
비지배주주지분	100	106	106	106
자본총계	9,485	10,554	11,034	11,619
BVPS (원)	58,340	64,949	67,931	71,570

자료: 삼성물산, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	4.5	5.8	5.1	5.9
총자산이익률 (%)	2.0	2.6	2.3	2.7
재고자산 보유기간 (일)	18.3	12.3	12.2	11.8
매출채권 회수기간 (일)	69.1	69.7	68.1	65.4
매입채무 결제기간 (일)	48.4	39.0	37.6	36.0
순차입금/자기자본 (%)	32.0	32.6	32.9	32.2
이자보상배율 (x)	12.6	(30.2)	(43.4)	(114)

자료: 삼성물산, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 기준)

Buy : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 10% 초과

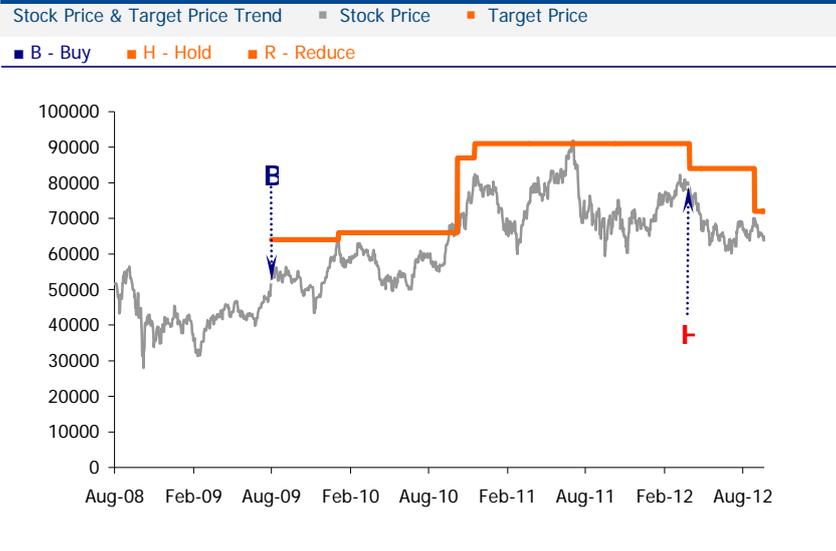
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 작 성 자 : 변성진, 김정환

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일			

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart



Samsung C&T (000830 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2009-08-20	BUY (Initiate)	64,000
2009-09-28	BUY	64,000
2009-10-28	BUY	64,000
2009-12-29	BUY	64,000
2010-01-24	BUY	66,000 (Up)
2010-04-26	BUY	66,000
2010-10-27	BUY	87,000 (Up)
2010-10-29	BUY	87,000
2010-11-15	BUY	87,000
2010-12-06	BUY	91,000 (Up)
2011-01-06	BUY	91,000
2011-01-28	BUY	91,000
2011-08-08	BUY	91,000
2011-08-11	BUY	91,000
2011-11-09	BUY	91,000
2012-02-03	BUY	91,000
2012-04-19	HOLD	84,000 (Down)
2012-05-24	HOLD	84,000
2012-09-17	HOLD	72,000 (Down)
2012-10-09	HOLD	72,000