

삼성물산(000830)

매수

목표주가 97,000원

주가(3/28) 68,500원

호주 '로이힐' 수주, 핵심은 기존 입찰방식의 파괴

News: 6.5조원 규모의 마이닝 프로젝트 수주

전일 삼성물산은 호주 '로이힐' 홀딩스가 발주한 철광석 개발 인프라 공사를 수주했음을 공시했다. 공사 기간은 4월 2일부터 2015년 11월까지로 32개월이다. 동 프로젝트는 호주 서부 필바라 지역의 매장량 24억톤 규모의 광산개발로 인프라 EPC는 총 6단계(56억 호주달러, 6.5조원)로 구성된다.

Implication 1): 빠른 수주잔고 축적, 올해 해외수주 목표 달성 낙관

이로써 현재까지 해외수주는 총 7.5조원이며 연간 목표 11.6조원의 65%를 달성했다. 사우디 '라빅2' IPP(19억달러), 터키 '키리켈레' 발전(6억달러), 터키 '가지안텅' 헬스케어(1.8억달러) 등 2분기 계약 예정 프로젝트만 감안해도 상반기 11.6조원 달성은 어렵지 않아 보인다. 이에 따라 매출 대비 해외 잔고 비율은 3.5배로 평균 3.1배를 상회할 전망이다. 양적 측면뿐 아니라 질적인 요소도 크게 개선됐다. 올해 해외수주는 발전 24%, LNG 터미널 10%, 마이닝 57%, 일반 토목과 건축 19%로 예상돼 일반 토건 위주로 해외수주를 채웠던 전년대비 신규 비즈니스에서 성과가 뚜렷해졌다.

Implication 2): 기술 기반의 pre-construction 마케팅의 성과, 참여 시장이 달라졌다

역사적 최대 수준의 수주를 할 수 있었던 데에는 pre-construction 마케팅 등 과거와 다른 수주방식의 시도 때문이었다. Pre-con은 건설사가 프로젝트마다 최적의 기술과 원가 절감 방안을 발주처에 제안하는 EPC 전 단계로 일종의 수주 마케팅이다. 최근 프로젝트가 대형화/복잡화되며 EPC 사전위험을 차단하고 효율성을 높이는 pre-con의 중요성이 높아졌다. 글로벌 선진 업체는 이를 통해 메가 프로젝트를 수익계약으로 성사시키곤 한다. 이는 일률적인 가격경쟁에서 탈피하고 고유의 기술력을 강조함으로써 안전한 마진을 추구할 수 있다는 장점이 있다[자세한 내용은 3/18주 '경쟁 패러다임의 변화' 참조]. 초대형 프로젝트이다 보니 수익성이나 단기간 내 완공해야 하는 execution의 우려도 있는 것이 사실이다. 이에 대한 리스크 헷지 전략은 다음과 같다.

- 1) 주요 원가인 호주의 인건비는 한국의 3배 수준으로 한화로는 실제 3조원 규모다. 최대한 호주 인력의 비중을 줄임으로써 마진을 추구할 계획으로 타겟 매출총이익률도 전사 평균에 수렴하는 10%대 초반이 예상된다.
- 2) Pre-con 과정에서 지질정보 등 구체적 시안을 발주처로부터 넘겨받았으며 시공 중 예상과 다른 시안 발생 시 관련된 escalation 조항을 합의했다. 하청업체 관련 시안도 하청업체의 리스크 전가 계약을 통해 헷지한다.
- 3) 3단계 EPC로 착공 후 3개월만에 2단계에 진입하는 등, 설계와 시공 프로세스가 일부 동시 진행되는 fast-track 방식이다. 시장이 공급해 하는 부분은 32개월만에 무난히 완공할 것이냐의 여부다. 이는 06년 미국의 '백텔'의 pre-con 연계형 사업인 'Jamnagar' 정유 프로젝트 사례로 살펴보고자 한다[2p 사례 참조].

이 프로젝트로 삼성물산은 전통적이던(중동 위주) 가격 경쟁의 시장 구도에서 탈피했음을 증명했다. Pre-con 마케팅 등으로 시장을 찾아 나서고 발주처를 설득하는 수주 활동으로 미국 등 글로벌 top-tier player의 비즈니스 구조를 도입하고 있다. 또한 이를 위해 2011년 백텔에서 마이닝 전문가를 스카우트하는 등, 기술 투자가 있었음을 감안해야 할 것이다. 지난 10년간 한국 업체는 가격으로 승부해왔다. 그러나 이제는 기술에 대한 선투자가 건설사간 차별화를 야기시키는 요인이 될 것이다. 구태의연한 입찰 형식의 파괴를 통해 진출 가능한 시장이 넓어진 삼성물산을 top pick으로 유지한다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

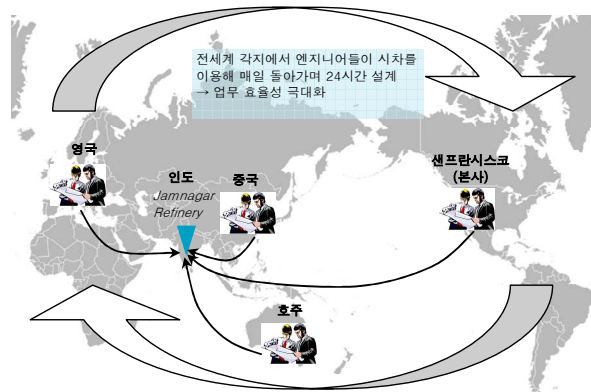
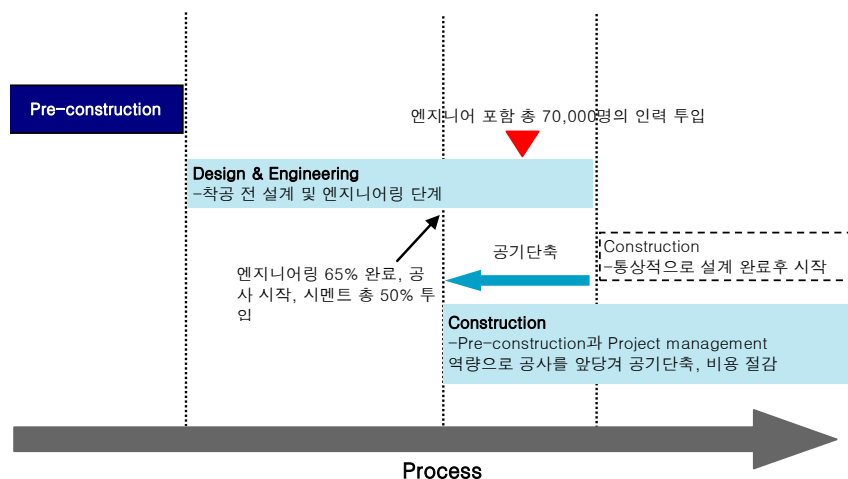
참고) 벡텔의 pre-construction 연계형 'Jamnagar refinery' 사례

1989년 설립돼 발전, offshore 설계, 마이닝 등 전분야 인프라에 강한 벡텔의 차별화 요인은 'Construction management' 사업부의 강점에서 비롯된다. 입찰관리와 수주협상을 하는 부서로 Pre-con 역시 여기에 해당된다. 수동적으로 입찰공고를 기다리기보다 수요가 예상되는 지역에 먼저 진출해 마케팅과 컨설팅을 통해 대형 수주를 끌어오는 방식이다. 대표 프로젝트는 06년 수주한 60억달러 규모의 인도 'Jamnagar refinery'다.

당시 공기 절감이 중요했으며 이때 pre-con과 프로젝트 관리 역량이 큰 효과를 냈다. 1) peak 시기에는 무려 7만명의 엔지니어가 투입됐으며 세계 각지의 엔지니어들이 time lag을 이용해 24시간 상설설계에 몰두했다. 2) 상세 설계와 거의 동시에 공사에 들어가 엔지니어링이 65% 완료됐을 때 예정된 시멘트 50%가 소요될 정도였다. 즉, 밸류체인 통합으로 모든 프로세스가 동시다발적으로 진행됨으로써 사업비와 에러를 절감시켰다. 삼성물산의 이번 프로젝트 역시 이와 유사한 방식으로 진행된다.

여기서 제기될 수 있는 의문은 '타사는 pre-con 연계형 수주가 어려운가?' 이다. Pre-con의 전제 조건은 해당 공정의 기술력이다. 모든 프로세스의 이해를 기반으로 발주처에 적합한 기술방식과 공사 유형을 제시할 수 있어야 한다. 향후 이 방식으로 대형 수주를 기대할 수 있는 영역은 마이닝 외에도 기술 투자가 선행된 발전(미국 발전엔지니어링 업체 'S&L'과 제휴)이나 LNG 터미널(FEED 업체 'Whesoe' 인수) 등이 될 것이다.

[그림 1] 벡텔의 'Jamnagar refinery' 사례: pre-construction을 이용, 에러와 공사기간 절감



자료: 벡텔, 한국투자증권

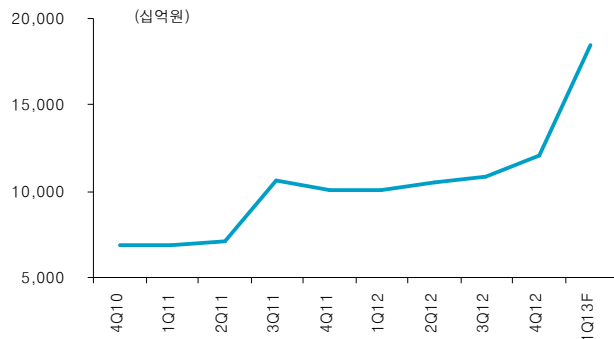
<표 1> 목표주가 산출 내역

(단위: 십억원)

	가치	
1) 건설부문 가치 (A+B)	5,654	영업가치+SOC 가치
기준 NOPLAT	404	12M forward 조정영업이익 기준
목표배수	14.0	대형 건설주 목표배수 (06~10년 평균, mid-cycle 가정)
2) 상사부문 가치 (A+B+C)	2,900	본사 영업가치+자원개발 가치+화학 자회사 가치
A) 상사부문 영업가치	822	
기준 NOPLAT	103	12M forward 기준, 자원개발과 배당수입 배제
목표배수	8.0	대형 상사주 목표배수
B) 자원개발 가치	1,378	DCF에 의해 가치 산출
멕시코 Ankor 해상광구	263	2008~2025
페러렐 페트롤레엄	290	2012~2032
칠레 리튬	265	
암바토비 니켈	305	
오만/카타르	255	
C) 종합화학&석유화학	700	2013년 평균 지분법이익에 PER 10배 적용
3) 투자자산 가치	8,936	
A) 계열사 상장 주식	7,133	삼성전자는 현 시가총액에서 30% 할인, 나머지는 장부가 50% 할인
B) 삼성SDS, 에버랜드	1,183	장외거래가 3개월 평균 기준, 세금효과 고려
C) 자사주	620	보통주 기준 가정
4) 순차입금	2,420	2012년 기준, 상사 export bond discount 관련 차입 8500억원 제외
삼성물산 주주가치 (1+2+3-4)	15,069	
주당가치 (원)	97,000	156,218원 기준

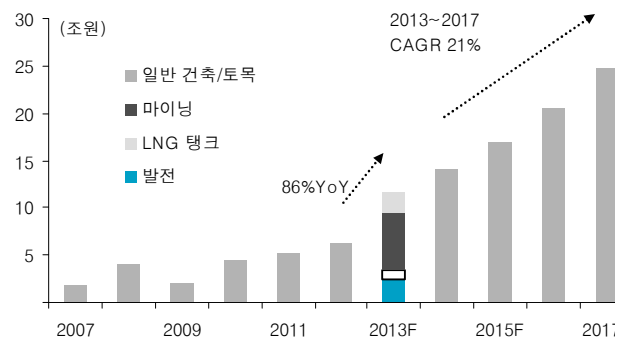
자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 2] 삼성물산의 해외수주 잔고 추이



자료: 삼성물산, 한국투자증권

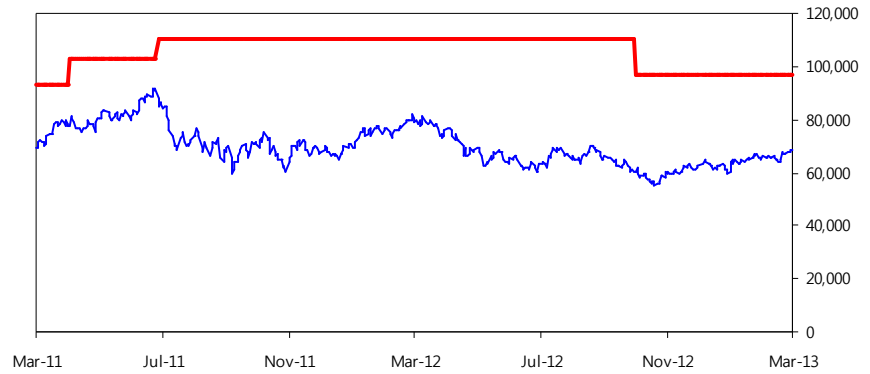
[그림 3] 삼성물산의 해외수주 추이



자료: 삼성물산, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성물산(000830)	2011.05.01	매수	103,000 원
	2011.07.25	매수	110,000 원
	2012.10.28	매수	97,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 3월 29일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성물산 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 투자의견은 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
- 중립 : 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.