

삼성물산(000830)

매수(유지) / TP: 97,000원

주가(3/27, 원)	68,000
시가총액(십억원)	10,623
발행주식수(백만)	156
52 주 최고/최저가(원)	82,200/55,100
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	35,551
유동주식비율(%)	79.9
외국인지분율(%)	24.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011A	21,546	351	610	402	2,722	(17.5)	473	25.0	28.5	1.1	4.5
2012A	25,326	490	556	451	3,049	12.0	651	20.5	19.8	0.8	4.3
2013F	28,911	590	604	432	2,851	(6.5)	755	23.9	17.8	0.8	3.4
2014F	31,752	740	768	550	3,627	27.2	907	18.7	14.6	0.7	3.7
2015F	33,893	756	776	555	3,663	1.0	925	18.6	14.5	0.6	3.3

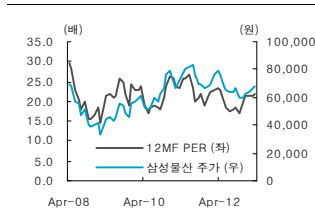
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

LNG 비즈니스의 중/하류부문 마스터

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.5	4.3	(17.3)
상대주가(%)	5.0	4.1	(15.0)

12MF PER 추이



최근 주력 비즈니스에서의 빠른 성과: 과거에는 지향점이 모호하던 삼성물산의 최근 건설부문 성장세가 놀랍다. 올해 예상 해외매출규모로 판단시 삼성물산은 5.5조원으로 삼성엔지니어링(8.9조원)과 현대건설(6.5조원) 다음으로 올라섰다. 올해 해외수주도 최근 호주 '로이힐' 프로젝트(6.5조원) 수주를 확보하며 연간 타겟인 11.6조원을 무난히 넘길 전망이다. 해외수주가 고작 3~4조원에 머무르던 2010년 이후 3년 만에 현대건설 수준의 capacity로 빠르게 올라섰다. 만약 향후 3년 연속 올해 수준의 해외수주 성장이 지속된다면 2016년에는 ENR 기준 순위 8위로 올라설 전망이다. 단일 국내 업체로서는 최고 순위일 것이다.

무엇보다 성장의 방향성이 뚜렷해졌다는 점이 긍정적이다. 2010년 이후 새로운 성장 방향으로 발전과 LNG 터미널, 마이닝을 설정했으며 최근 뚜렷한 성과를 내고 있다. 특히 성장성 높은 LNG 비즈니스에서는 중/하류 부분인 LNG 터미널 사업의 기술 강화를 위해 영국의 FEED 업체인 '웨소'를 인수해 진출 가능 시장이 커졌다. LNG 터미널 시장은 북미 셰일가스 개발과 도시개발 가속화에 따른 LNG trade 증가로 2020년까지 500억달러 규모의 발주가 예상되는 유망시장이다. 우리는 이번 '웨소' 인수로 연간 1조원 이상의 LNG 터미널 수주가 가능할 것으로 추정한다.

그룹 LNG 밸류체인 완성 과정에서 중추적 역할: 삼성그룹의 LNG 밸류체인 확장 과정에서 삼성물산의 역할이 중요하다. 삼성물산은 상사 비즈니스를 영위해 1) 신규 프로젝트 발굴이나 2) operator 권한을 통해 EPC 업체를 organizing 할 수 있는 역량이 있다. 실제 FSRU의 operator 역할은 삼성물산 상사가 과거부터 해오던 영역이다. 향후 FSRU 프로젝트에서 top side EPC를 수행할 삼성엔지니어링과 hull side EPC를 수행할 삼성중공업, operator 역할을 할 삼성물산의 시너지를 이용해 해당 시장 진출이 더욱 가속화될 수 있다.

삼성물산의 E&P(자원개발) 비즈니스도 EPC 3사의 밸류체인 확장에 큰 도움이 될 것이다. 글로벌 top-tier들의 오프쇼어 진출의 계기는 대부분 자신들이 보유한 광구에 기본설계를 적용함으로써 축적했던 track record에 기반을 두고 있다. 사이펄과 테크닉 등은 이를 통해 기본 설계와 기자재 선정권한을 가졌으며 오프쇼어 시장에서 독보적 위치에 올라설 수 있었다. 삼성물산의 보유 광구에 고유의 해양플랜트 기술을 적용함으로써 계열 EPC사들은 업계 track record 축적의 기회를 잡을 수 있을 것이다. 일례로 삼성물산은 멕시코만의 'Ankor' 해상광구를 가지고 있으며 2011년 인수한 미국 '패러렐 페트롤레엄'은 셰일가스 등 가스와 오일 광구를 보유하고 있다. 국가적으로도 직접 투자를 통한 해양플랜트 진출 방안이 추진되고 있는 만큼 삼성물산의 E&P 역량은 주목 받을 가능성이 높다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

삼성그룹 EPC 3사의 에너지 밸류체인 완성 과정에서 삼성엔지니어링이 오프쇼어에 진출함으로써 마지막 퍼즐이 맞춰질 가능성이 높다. 그러나 삼성엔지니어링이 오프쇼어에 진출한다 해도 단기적으로는 top-side의 상세설계 일부에 그치는 등 제한적 영역에 국한될 가능성이 높다. 시간이 필요한 쉽지 않은 일이지만 삼성엔지니어링이 의미 있는 work scope로 오프쇼어에 진출한다면 발전플랜트와 육상 LNG 터미널 등 현재 삼성물산과 일부 중복되는 영역에서 과열 경쟁할 가능성은 낮아진다. 이는 동 비즈니스를 주력 분야로 삼고 있는 삼성물산에게 긍정적 요인이다.

〈표 18〉 목표주가 산출 내역

(단위: 십억원)

구분	가치	비고
1) 건설부문 가치	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 생산가정
페러렐 페트롤레엄	290	2012~2032 생산가정
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	삼성전자 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	156,218천주 기준

자료: 삼성물산, 한국투자증권

〔그림 49〕 FSRU 프로젝트에서 Hoegh 사례와 삼성그룹의 예상 역할 도식



자료: Hoegh, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	8,146	9,701	10,150	10,478	11,599
현금성자산	1,002	1,378	1,446	1,588	1,525
매출채권및기타채권	4,830	5,299	5,669	6,350	6,779
재고자산	727	1,420	1,156	794	753
비유동자산	12,776	16,263	16,199	18,324	19,665
투자자산	9,823	12,674	12,216	14,051	15,168
유형자산	1,009	1,250	1,273	1,297	1,320
무형자산	1,205	1,231	1,446	1,588	1,695
자산총계	20,922	25,964	26,349	28,802	31,264
유동부채	7,448	8,727	7,187	7,224	7,628
매입채무및기타채무	2,959	3,528	3,971	4,361	4,655
단기차입금및단기사채	1,991	1,614	1,611	1,608	1,605
유동성장기부채	208	596	746	895	1,044
비유동부채	3,989	5,548	5,316	5,455	5,231
사채	1,005	1,496	1,196	1,046	946
장기차입금및금융부채	1,027	1,200	1,128	1,123	1,117
부채총계	11,437	14,275	12,503	12,679	12,859
지배주주지분	9,385	11,588	13,700	15,930	18,165
자본금	804	804	804	804	804
자본잉여금	1,022	1,057	1,057	1,057	1,057
자본조정	(300)	(293)	(293)	(293)	(293)
이익잉여금	2,102	2,468	2,824	3,298	3,777
비지배주주지분	100	101	146	193	240
자본총계	9,485	11,689	13,846	16,123	18,405

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	(312)	633	(1,374)	668	(356)
당기순이익	409	465	441	561	566
유형자산감가상각비	122	161	165	167	170
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(776)	(267)	(2,043)	(88)	(1,108)
기타	(67)	274	63	28	16
투자활동현금흐름	(763)	(574)	1,741	(441)	330
유형자산투자	(135)	(380)	(197)	(199)	(201)
유형자산매각	8	27	8	8	8
투자자산순증	(671)	(47)	2,251	(39)	683
무형자산순증	(52)	(120)	(215)	(142)	(107)
기타	87	(54)	(106)	(69)	(53)
재무활동현금흐름	1,232	342	(300)	(85)	(37)
자본의증가	3	2	0	0	0
차입금의순증	1,339	424	(224)	(9)	39
배당금지급	(77)	(79)	(76)	(76)	(76)
기타	(33)	(5)	0	0	0
기타현금흐름	(13)	(25)	0	0	0
현금의증가	144	376	67	142	(62)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	21,546	25,326	28,911	31,752	33,893
매출총이익	19,843	23,317	26,641	29,222	31,207
판매관리비	1,702	2,009	2,270	2,530	2,686
기타영업손익	1,351	1,518	1,680	1,790	1,930
영업이익	351	490	590	740	756
금융수익	95	129	54	59	61
이자수익	40	53	54	59	61
금융비용	200	236	154	151	165
이자비용	144	149	154	151	165
기타영업외손익	246	142	78	80	80
관계기업관련손익	118	30	36	40	44
세전계속사업이익	610	556	604	768	776
법인세비용	201	90	163	207	209
연결당기순이익	409	465	441	561	566
지배주주지분순이익	402	451	432	550	555
기타포괄이익	497	1,792	1,792	1,792	1,792
총포괄이익	906	2,257	2,233	2,353	2,358
지배주주지분포괄이익	895	2,258	2,188	2,306	2,311
EBITDA	473	651	755	907	925

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,722	3,049	2,851	3,627	3,663
BPS	60,181	73,846	86,976	100,837	114,731
DPS	500	500	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	21.3	17.5	14.2	9.8	6.7
영업이익증가율	(22.8)	39.7	20.4	25.3	2.2
순이익증가율	(17.2)	12.1	(4.1)	27.2	1.0
EPS 증가율	(17.5)	12.0	(6.5)	27.2	1.0
EBITDA 증가율	(15.8)	37.7	16.0	20.1	2.0
수익성(%)					
영업이익률	1.6	1.9	2.0	2.3	2.2
순이익률	1.9	1.8	1.5	1.7	1.6
EBITDA Margin	2.2	2.6	2.6	2.9	2.7
ROA	2.1	2.0	1.7	2.0	1.9
ROE	4.5	4.3	3.4	3.7	3.3
배당수익률	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
안정성					
순차입금(십억원)	3,275	3,562	3,270	3,120	3,221
차입금/자본총계비율(%)	45.1	42.3	34.1	29.2	25.8
Valuation(X)					
PER	25.0	20.5	23.9	18.7	18.6
PBR	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	28.5	19.8	17.8	14.6	14.5

■ Compliance notice

- 당사는 2013년 4월 1일 현재 삼성물산, 삼성엔지니어링 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성물산, 삼성엔지니어링 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

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