2013. 04. 26

Analysts

허문욱 02) 3777-8096

mw.heu@kbsec.co.kr

삼성물산 (000830)

Earnings Review

투자의견 (유지) BUY

목표주가 (유지) 76,100 (원)

Upside / Downside (%)	27.5
현재가 (04/25, 원)	59,700
Consensus target price (원)	81,786
Difference from consensus (%)	(7.5)

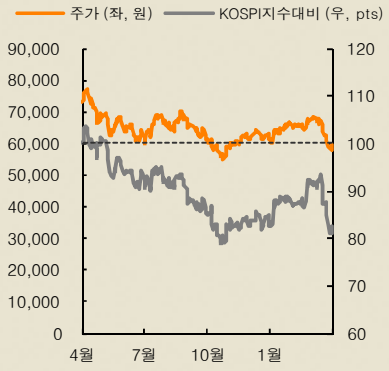
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	25,326	28,586	31,213	33,375
영업이익 (십억원)	490	652	702	749
순이익 (십억원)	465	417	456	492
EPS (원)	2,884	2,196	2,402	2,591
증감률 (%)	12.1	(23.9)	9.4	7.9
PER (X)	21.7	27.2	24.9	23.0
EV/EBITDA (X)	20.4	15.1	13.7	12.7
PBR (X)	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	4.4	3.5	3.8	3.9

주: 조정영업이익 기준

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(12.2)	(0.5)	(2.3)	(18.6)
KOSPI대비 상대수익률	(10.9)	(0.8)	(3.7)	(18.0)



Trading Data

시가총액 (십억원)	9,326
유통주식수 (백만주)	128
Free Float (%)	81.8
52주 최고/최저 (원)	77,100 / 55,100
거래대금 (3M, 십억원)	41
외국인 소유지분율 (%)	25.2
주요주주 지분율 (%)	삼성SDI외 8인 13.8

자료: Fnguide, KB투자증권

1분기 영업실적 예상보다 부진, 2분기 회복속도가 관건

최소 영업이익 1,000억원을 기대했으나, 675억원으로 저조하다. 고마진 관계사공사 기성인식 부진이 원인이다. 2분기부터 화성 17라인과 Roy Hill 공정확대 시 실적개선이 가능할 것이라는 것이 회사측 설명이다. 계열사 투자자산 장부가가 11.4조원인 점은 분명한 강점이다. 다만 아쉬운 점은 관계사 공사에 수익방향성을 전적으로 의존해야 하는 상황에 시장이 점점 답답함을 느끼고 있다는 것이다.

2013년 1분기 수주액, 매출액은 우수하나, 영업이익 가이던스 달성률 12.9%로 부진

2013년 1분기 (연결) 수주액 8조 4,193억원 (+264.9% YoY), 매출액 6조 7,015억원 (+12.8% YoY), 영업이익 675억원 (-28.0% YoY, 영업이익률 1.0%), 세전이익 833억원 (-53.7% YoY)이다. 컨센서스는 매출액 6조 5,664억원, 영업이익 1,304억원, 세전이익 1,616억원이다. 컨센서스 대비 매출액은 2.1% 상회, 영업이익은 48.3% 하회, 세전이익은 48.5% 하회했다. 가이던스는 수주액 16조 6,000억원, 매출액 29조 1,000억원, 영업이익률 1.8%를 가정한 영업이익 5,232억원 (추산)이다. 1분기 실적달성률은 수주액 50.7%, 매출액 23.0%, 영업이익 12.9%이다.

건설영업이익 부진은 관계사 반도체공사의 기성인식 축소가 원인

2013년 1분기 건설실적 특징이다. ① 수주액은 주택을 제외하고, 고른 성장세다. 특히 토목사업의 연간가이던스 수주액대비 달성률이 122%로 호주 Roy Hill 프로젝트 6조 6,494억원이 주효했다. 가이던스 16조 6,000억원을 상회할 가능성도 있다. ② 매출액은 2조 5,900억원 (+34.3% YoY)으로 우수하다. 지난해 수주액은 양호했으나, 초기착공으로 진행률이 낮은 토목을 제외하고, 양호한 성장세다. 주택과 건축이 각각 22.1%, 26.4% 증가했고, 플랜트가 94.3% 증가해 성장을 주도했다. ③ 영업이익이 612억원 (-25.1% YoY, 영업이익률 2.4%)으로 부진한 이유는 건축사업에서 고마진 관계사 반도체공사의 기성인식이 없었고, 싱가폴 LNG 터미널 등 양질현장의 준공이 원인이다. 판관비율은 경비절감으로 5.4%로 안정됐다.

상사영업이익 부진은 원자재 시황부진으로 인한 수익구조 둔화가 원인

2013년 1분기 상사실적 특징이다. ① 매출액은 4조 1,115억원 (+2.4% YoY)으로 평범하다. 화학매출액이 물동량 감소로 4.8% 감소한 반면, 철강매출액과 홍콩 전기동 등 자원부문 매출액이 각각 12.4%, 11.1% 증가했다. 당초 가이던스 매출액은 18조 6,000억원이었으나, 17조 8,000억원으로 4.3% 하향했다. ② 영업이익이 63억원 (-47.5% YoY, 영업이익률 0.2%)로 축소됐다. 원자재 시황부진에 따른 수익성 악화를 거래선 확대로 커버하던 전략이 한계에 달했다. 지급수수료, 운반비 등 판관비 절감요인을 찾아야 한다. ③ 이밖에 건설/상사 합산세전이익이 833억원 (-53.7% YoY)로 부진한 이유는 지분법이익 감소, 금융손익 악화가 원인이다.

2013년 2분기부터 관계사 기성인식 확대로 실적개선이 확인될지 여부에 주목

1분기 수익둔화가 2분기 개선될지 여부가 관심이다. 삼성물산은 화성 17라인이 지난달 착공되어 올해 6,000억원의 기성이 예상되며, 호주 Roy Hill 프로젝트에서 9,000억원의 기성이 진행될 경우 건설에서 4,520억원 (영업이익률 4.0% 가정), 상사에서 712억원 (영업이익률 0.4% 가정)의 영업이익 창출로 총 5,232억원의 영업이익이 발생될 것으로 보고 있다. 이밖에 캐나다 온타리오 태양광발전소에서 커미션수입이 700억원 내외로 발생될 수 있어 보인다. 다만 미착공PF 소진과정에서 클린화비용이 기타대손상각에 얼마나 반영될지가 관건이다. 내년부터는 관계사공사의 기성인식이 올해보다 활발해져 수익성 개선이 확인될 전망이다.

표 1. 삼성물산 (연결잠정) 1분기 실적 요약

(단위: 억원)	1Q13P	1Q12	증감률 (YoY %, %p)	4Q12	증감률 (QoQ %, %p)	컨센서스	
						1Q13C	차이 (%, %p)
매출액	67,015	59,435	12.8	68,413	(2.0)	65,664	2.1
매출총이익	4,298	4,817	(10.8)	5,369	(19.9)	n/a	n/a
영업이익	675	937	(28.0)	2,050	(67.1)	1,304	(48.3)
세전이익	833	1,797	(53.7)	287	189.7	1,616	(48.5)
순이익	602	1,306	(53.9)	414	45.3	1,240	(51.5)
이익률 (%)							
매출총이익	6.4	8.1	(1.7)	7.8	(1.4)	n/a	n/a
영업이익	1.0	1.6	(0.6)	3.0	(2.0)	2.0	(1.0)
세전이익	1.2	3.0	(1.8)	0.4	0.8	2.5	(1.3)
순이익	0.9	2.2	(1.3)	0.6	0.3	1.9	(1.0)

자료: 삼성물산, Fnguide, KB투자증권 작성
주1: 컨센서스는 2013년 4월 24일 기준
주2: 영업이익 산출기준 변경 (매출총이익에서 판관비 차감 후 영업이익 산출)

표 2. 삼성물산 (잠정) 1분기 연간 목표달성 현황

(단위: 억원)	연간가이던스	1Q13P	누적달성률 (%)
신규수주액	**166,000**	**84,193**	**50.7**
국내	50,350	10,620	21.1
해외	115,650	73,573	63.6
매출액	**291,000**	**67,015**	**23.0**
건설	113,000	25,900	22.9
상사	178,000	41,115	23.1
영업이익	**5,232**	**675**	**12.9**
건설	4,520	612	13.5
상사	712	63	8.8
영업이익률 (%)	**1.8**	**1.0**	**1.0**
건설이익률 (%)	4.0	2.4	2.4
상사이익률 (%)	0.4	0.2	0.2

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

표 3. 삼성물산 (잠정) 1분기 건설사업부문 신규수주액 구성 및 연간가이던스대비 부문별 달성률

(단위: 억원)	2013년 사업계획	비중 (%)	1Q13P	비중 (%)	달성률 (%)	1Q12	비중 (%)	증감률 (YoY %)
건축	64,000	38.6	15,563	18.5	24.3	8,909	38.6	74.7
토목	38,500	23.2	46,954	55.8	122.0	3,986	17.3	1,078.0
플랜트	48,500	29.2	21,173	25.1	43.7	851	3.7	2,388.0
주택	15,000	9.0	503	0.6	3.4	9,326	40.4	(94.6)
국내	50,350	30.3	10,620	12.6	21.1	17,773	77.0	(40.2)
해외	115,650	69.7	73,573	87.4	63.6	5,299	23.0	1,288.4
합계	**166,000**	**100.0**	**84,193**	**100.0**	**50.7**	**23,072**	**100.0**	**264.9**

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

표 4. 삼성물산 (잠정) 1분기 건설사업부문 수주잔고 구성 및 2012년 말대비 증감률

(단위: 억원)	1Q13P	비중 (%)	2012년 말	비중 (%)	증감률 (% YoY)
건축	94,242	11.5	88,817	12.6	6.1
토목	90,670	11.1	47,482	6.8	91.0
플랜트	81,783	10.0	68,824	9.8	18.8
주택	143,456	17.5	146,525	20.8	(2.1)
국내	229,580	28.0	231,242	32.9	(0.7)
해외	180,571	22.0	120,406	17.1	50.0
합계	**410,151**	**100.0**	**351,648**	**100.0**	**16.6**

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

표 5. 삼성물산 (잠정) 1분기 건설사업부문 매출액 구성 및 영업이익

(단위: 억원)	1Q13P	비중 (%)	1Q12	비중 (%)	증감률 (% YoY, %P)
건축	10,138	39.1	8,022	41.6	26.4
토목	3,766	14.5	3,940	20.4	(4.4)
플랜트	8,214	31.7	4,228	21.9	94.3
주택	3,782	14.6	3,097	16.1	22.1
국내	12,491	48.2	13,316	69.0	(6.2)
해외	13,409	51.8	5,971	31.0	124.6
합계	**25,900**	**100.0**	**19,287**	**100.0**	**34.3**
매출총이익	**2,285**		**2,562**		**(10.8)**
매출총이익률 (%)	8.8		13.3		(4.5)
영업이익	**612**		**817**		**(25.1)**
영업이익률 (%)	2.4		4.2		(1.9)

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리

표 6. 삼성물산 (잠정) 1분기 상사사업부문 매출액 구성 및 영업이익

(단위: 억원)	1Q13P	비중 (%)	1Q12	비중 (%)	증감률 (% YoY, %p)
화학	17,049	41.5	17,905	44.6	(4.8)
철강	8,819	21.4	7,845	19.5	12.4
자원	10,020	24.4	9,020	22.5	11.1
기타	5,227	12.7	5,378	13.4	(2.8)
본사	16,127	39.2	16,351	40.7	(1.4)
자회사	24,988	60.8	23,797	59.3	5.0
합계	**41,115**	**100.0**	**40,148**	**100.0**	**2.4**
매출총이익	**2,013**		**2,255**		**(10.7)**
매출총이익률 (%)	4.9		5.6		(0.7)
영업이익	**63**		**120**		**(47.5)**
영업이익률 (%)	0.2		0.3		(0.1)

자료: 삼성물산, KB투자증권 정리
주: 상사사업부문 분류기준 변경

표 7. KB투자증권과 시장컨센서스 2013~2015년 손익추정치 비교

(단위: 억원)	KB투자증권			컨센서스			차이 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013C	2014C	2015C	2013E	2014E	2015E
매출액	285,861	312,128	333,746	286,263	314,342	338,194	(0.1)	(0.7)	(1.3)
영업이익	5,016	5,575	6,092	6,153	7,210	7,939	(18.5)	(22.7)	(23.3)
세전이익	5,641	6,165	6,647	6,470	7,749	8,308	(12.8)	(20.4)	(20.0)
순이익	4,174	4,562	4,918	4,771	5,716	6,268	(12.5)	(20.2)	(21.5)
이익률 (%)									
영업이익	1.8	1.8	1.8	2.1	2.3	2.3	(0.4)	(0.5)	(0.5)
세전이익	2.0	2.0	2.0	2.3	2.5	2.5	(0.3)	(0.5)	(0.5)
순이익	1.5	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9	(0.2)	(0.4)	(0.4)

자료: DataGuide, KB투자증권 추정
주1: 컨센서스는 2013년 4월 24일 기준
주2: 영업이익 (매출총이익-판매관리비)

표 8. 삼성물산 (잠정) 목표주가 컨센서스

구분	목표주가 (원)
KB 목표주가	**76,100**
Consensus	81,786
최고	97,000
중간	83,000
최저	65,000

자료: FnGuide, KB투자증권 정리
주: 컨센서스는 2013년 4월 24일 기준

삼성물산 1분기 영업실적 Q&A 요약

이익률하락은 일시 요인으로 설명, 호주 Roy Hill 프로젝트에 대한 성공적 마무리 자신

▶ Q1: 호주 Roy Hill 프로젝트에 대한 정리

1. 짧은 공사기간 (3년)에 대한 우려

- 공사기간이 넉넉하지 않은 것은 사실. 그러나 각각 철도, 플랜트, 항만으로 나누어서 생각하면 2조원 공사 세건. 공사기간의 단축에 대해서 발주처 및 협력업체와 사전준비를 충분히 했기 때문에 문제 없음.

2. 자금조달 관련

- 전체 110억달러 규모, 그 중 40%는 주주 분담, 60%는 PF 조달인데, 전체 PF 중 60%를 ECA (Export Credit Agency; 수출신용금융)를 통해 조달하는 것으로 구도를 잡음. ECA가 60%이기 때문에 상업은행들도 들어오기 쉬움. 따라서 financing이 안될 risk는 거의 없고, 만약 조달이 어렵게 된다면 언제나 exit할 수 있는 권리를 갖고 있음.

3. 비싼 인건비와 물가, 그리고 노동력 조달에 대한 우려

- 이미 3년 전부터 mining부터 인력시장까지 조사를 충분히 하고, 입찰에 참여했음. 입찰 때부터 현장전문가를 파견하여 조사했음. 인건비 뿐만 아니라 부품과 장비시설에 대해서도 모듈화하여 진행 중. 따라서 노동력이나, 물가문제에 대해서 충분히 대응한 상태.

4. 마진율에 대한 우려

- 3년 전부터 충분한 준비를 했기 때문에 마진도 해외에서 하는 토목공사 수준에서 벗어나지 않는 상황.

5. Roy Hill공사가 단순히 수주량을 채우기 위한 것은 아닌지

- 내부적으로 금번 공사를 mining project라고 칭함. 이유는 동사업이 철도, 항만을 패키지로 거래할 수 있는 사업이기 때문. 이러한 패키지를 따내려면 경험이 필요함. 이러한 패키지 수주를 앞으로 확대하여 개발단계부터 참여할 수 있도록 노력 중.

6. Roy Hill 관련 금년 매출액은 얼마

- 총 6.4조원~6.5조원 시공규모이며, 올해는 0.9~1조원 내외로 매출기성에 인식될 계획. 나머지 부분은 2014년과 2015년 후반에 나누어 공기진행 예정.

7. 가이던스 수정 가능성 여부

- Roy Hill 때문에 가이던스가 증가할 수 있으나, 아직 확신은 없음.

▶ Q2: 매출총이익이 많이 하락했는데, 이에 대한 설명

두 가지 요인이 있음. 첫째는 국내 건축공정에서 이익률이 좋은 High-tech 공사에 대한 매출인식이 없었고, 이익률이 좋았던 싱가포르 LNG터미널 공사의 종료. 둘째는 전년 1분기에 captive 물량이 30% 가량으로 유난히 많았던 점. 이번 분기에는 captive 공사가 20%로 낮아져 이익률 기여도가 낮았음. 우리는 captive 공사를 제외한 이익률을 10% 내외로 유지하고 있기 때문에 향후에 충격을 줄 수 있는 요인이 적음.

▶ Q3: 부채가 줄었음에도 불구하고, 순차입금은 줄지 않은 이유

패러랠 지분을 매각하면서 부채가 줄어들었으나, 채권이 1,000억원 정도가 늘어났고 투자관련하여 1,000억원 정도 집행하여 차입금 변동이 적음. 그러나 연말에는 약 3,000억원의 순차입금 하락을 전망.

▶ Q4: 건설부분 판매관리비 하향 추세의 지속 가능성

판매관리비 내역을 보면 인건비는 소폭상승 했고, 경비의 절대금액 자체는 줄어 들었음. 판매관리비의 절반을 인건비가 차지. 그러나 판매관리비의 증가세는 매출액 증가세보다 분명히 낮다고 판단. 분기별로 성과급 반영의 요소가 있지만, 연간으로는 6%대의 판매관리비 달성이 가능함. 판매관리비 증가의 peak는 2012년이었다고 생각함.

Appendices – Peers Comparison

표 1. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 I

(단위: 십억원)		삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600	Average
투자의견		BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)		76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000	
현재주가 (04/25, 원)		59,700	59,600	24,550	90,800	77,500	30,000	7,630	9,050	39,950	54,300	
Upside (%)		27.5	35.2	2.6	43.2	31.6	56.7	41.5	5.0	42.7	21.5	
시가총액		9,326	6,637	1,851	3,632	2,697	1,530	3,171	81	4,229	2,444	3,560
추정회계기준 (K-IFRS)		연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	별도	연결	별도	
매출액	2012	25,326	13,325	3,334	11,440	10,253	9,290	8,223	1,057	9,627	1,007	13,584
	2013E	28,586	14,258	4,113	11,733	11,402	10,188	9,277	1,139	9,364	1,133	14,879
	2014E	31,213	15,707	4,673	13,070	12,541	11,070	10,463	1,231	9,975	1,234	16,312
	2015E	33,375	17,492	5,242	14,450	13,657	11,876	11,693	1,334	10,526	1,385	17,687
조정영업이익	2012	490	760	104	732	486	160	346	30	595	142	505
	2013E	652	852	209	735	550	144	457	31	597	158	586
	2014E	702	960	249	811	592	265	405	34	633	173	638
	2015E	749	1,091	294	901	633	375	466	37	674	195	706
순이익	2012	465	567	6	521	401	108	173	3	15	118	341
	2013E	417	654	95	525	441	146	303	4	262	130	397
	2014E	456	738	126	584	482	220	271	5	295	143	438
	2015E	492	839	159	652	518	287	321	8	333	160	491
EPS (원)	2012	2,884	4,579	(1)	13,095	11,239	2,002	426	289	359	2,620	4,144
	2013E	2,196	5,581	1,263	12,984	12,020	2,857	730	419	2,257	2,893	4,572
	2014E	2,402	6,296	1,666	14,444	13,142	4,315	652	593	2,540	3,168	5,123
	2015E	2,591	7,155	2,112	16,137	14,136	5,630	771	857	2,869	3,550	5,737
BPS (원)	2012	64,383	40,122	30,899	42,492	121,748	68,844	7,795	50,035	31,128	11,648	47,778
	2013E	65,372	45,514	31,965	52,692	133,640	69,995	8,548	50,507	31,613	13,218	51,323
	2014E	66,573	51,658	33,329	64,159	146,027	73,132	9,223	51,048	32,341	14,956	55,364
	2015E	67,995	58,704	35,039	77,353	159,357	77,587	10,015	51,849	33,481	16,932	60,031
순차입금	2012	3,398	(124)	2,147	(122)	(418)	801	2,346	203	3,154	(212)	1,539
	2013E	3,482	(152)	2,304	(616)	596	794	1,891	199	3,124	(248)	1,543
	2014E	3,458	(185)	2,230	(943)	742	613	1,767	195	3,067	(287)	1,476
	2015E	3,516	(225)	2,176	(1,526)	885	470	1,657	190	2,967	(331)	1,402
EBITDA	2012	651	846	144	792	548	234	397	32	802	171	611
	2013E	856	941	258	805	607	204	507	34	811	188	704
	2014E	940	1,051	308	895	661	325	457	36	855	206	770
	2015E	1,021	1,184	364	999	714	435	520	40	904	231	852
PER (X)	2012	21.7	15.3	0.0	12.6	7.7	28.6	23.4	28.0	125.8	23.2	30.3
	2013E	27.2	10.7	19.4	7.0	6.4	10.5	10.5	21.6	17.7	18.8	16.1
	2014E	24.9	9.5	14.7	6.3	5.9	7.0	11.7	15.3	15.7	17.1	14.6
	2015E	23.0	8.3	11.6	5.6	5.5	5.3	9.9	10.6	13.9	15.3	13.0
PBR (X)	2012	1.0	1.7	0.7	3.9	0.7	0.8	1.3	0.2	1.5	5.2	1.8
	2013E	0.9	1.3	0.8	1.7	0.6	0.4	0.9	0.2	1.3	4.1	1.3
	2014E	0.9	1.2	0.7	1.4	0.5	0.4	0.8	0.2	1.2	3.6	1.2
	2015E	0.9	1.0	0.7	1.2	0.5	0.4	0.8	0.2	1.2	3.2	1.1
EV/EBITDA (X)	2012	20.4	9.1	26.2	8.2	4.9	15.9	16.3	8.7	9.9	14.8	13.9
	2013E	15.0	6.9	16.1	3.7	5.4	11.4	10.0	8.3	9.1	11.7	10.1
	2014E	13.6	6.1	13.2	3.0	5.2	6.6	10.8	7.6	8.5	10.5	9.1
	2015E	12.6	5.4	11.1	2.1	5.0	4.6	9.3	6.8	8.0	9.1	8.1

자료: Fnguide, KB투자증권 추정
주: 조정영업이익= 매출총이익-판매관리비+기타영업수지

표 2. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 II

(단위: %)		삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600	Average
투자의견		BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)		76,100	80,600	25,200	130,000	102,000	47,000	10,800	9,500	57,000	66,000	
현재주가 (04/25, 원)		59,700	59,600	24,550	90,800	77,500	30,000	7,630	9,050	39,950	54,300	
Upside (%)		27.5	35.2	2.6	43.2	31.6	56.7	41.5	5.0	42.7	21.5	
시가총액		9,326	6,637	1,851	3,632	2,697	1,530	3,171	81	4,229	2,444	3,560
추정회계기준 (K-IFRS)		연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	별도	연결	별도	
절대수익률	1M	(12.2)	(9.4)	1.2	(31.2)	(14.8)	(44.1)	(14.6)	3.3	(5.4)	(1.6)	(13.1)
	3M	(0.5)	(12.6)	12.9	(39.7)	(12.0)	(44.4)	(18.7)	0.1	(12.4)	(0.9)	(11.9)
	6M	(2.3)	(3.2)	25.9	(42.3)	(0.3)	(52.2)	(20.6)	0.4	(21.0)	(7.0)	(11.3)
	1Y	(18.6)	(15.2)	(3.3)	(56.6)	(24.0)	(65.0)	(21.0)	(33.5)	(25.5)	34.7	(20.8)
	YTD	(4.6)	(14.9)	13.4	(45.1)	(10.9)	(47.6)	(23.3)	11.9	(11.6)	(10.8)	(14.9)
초과수익률	1M	(10.9)	(8.1)	2.6	(29.9)	(13.5)	(42.8)	(13.2)	4.6	(4.1)	(0.3)	(11.8)
	3M	(0.8)	(12.9)	12.6	(39.9)	(12.3)	(44.7)	(19.0)	(0.1)	(12.6)	(1.2)	(12.1)
	6M	(3.7)	(4.7)	24.5	(43.8)	(1.7)	(53.6)	(22.0)	(1.0)	(22.5)	(8.4)	(12.7)
	1Y	(18.0)	(14.7)	(2.8)	(56.0)	(23.5)	(64.5)	(20.5)	(32.9)	(24.9)	35.3	(20.3)
	YTD	(2.4)	(12.6)	15.7	(42.9)	(8.6)	(45.4)	(21.0)	14.1	(9.3)	(8.6)	(12.7)
매출액성장률	2012	17.5	11.8	(18.8)	23.0	28.4	2.6	17.1	(17.4)	13.3	8.8	14.1
	2013E	12.9	7.0	23.4	2.6	11.2	9.7	12.8	7.8	(2.7)	12.5	9.1
	2014E	9.2	10.2	13.6	11.4	10.0	8.7	12.8	8.1	6.5	8.9	9.8
	2015E	6.9	11.4	12.2	10.6	8.9	7.3	11.8	8.3	5.5	12.2	9.2
조정영업이익	2012	39.7	3.4	(74.1)	16.9	11.1	(62.8)	16.2	(16.0)	13.1	21.5	11.5
성장률	2013E	32.9	12.0	101.2	0.3	13.2	(10.2)	32.1	5.5	0.4	11.1	20.4
	2014E	7.8	12.7	19.4	10.5	7.7	83.9	(11.3)	7.1	6.0	9.7	11.1
	2015E	6.6	13.7	18.1	11.1	6.9	41.8	15.0	9.9	6.5	12.4	11.7
순이익성장률	2012	13.8	(17.2)	(97.5)	1.3	5.5	(74.6)	(0.3)	(53.2)	(94.4)	12.6	(17.8)
	2013E	(10.3)	15.4	1608.6	0.7	10.0	34.4	75.4	45.0	1679.2	10.4	293.1
	2014E	9.3	12.8	31.9	11.2	9.3	51.0	(10.7)	41.3	12.6	9.5	11.8
	2015E	7.8	13.6	26.8	11.7	7.6	30.5	18.3	44.7	12.9	12.0	13.2
EPS성장률	2012	12.1	(19.8)	적전	2.1	7.0	(75.9)	(10.6)	(53.2)	(86.2)	12.6	(13.5)
	2013E	(23.9)	21.9	흑전	(0.9)	6.9	42.7	71.4	45.0	527.9	10.4	70.0
	2014E	9.4	12.8	31.9	11.2	9.3	51.0	(10.7)	41.3	12.6	9.5	11.8
	2015E	7.9	13.6	26.8	11.7	7.6	30.5	18.3	44.7	12.9	12.0	13.2
조정영업이익률	2012	1.9	5.7	3.1	6.4	4.7	1.7	4.2	2.8	6.2	14.1	4.9
	2013E	2.3	6.0	5.1	6.3	4.8	1.4	4.9	2.7	6.4	14.0	5.2
	2014E	2.3	6.1	5.3	6.2	4.7	2.4	3.9	2.7	6.3	14.0	5.2
	2015E	2.2	6.2	5.6	6.2	4.6	3.2	4.0	2.8	6.4	14.1	5.3
순이익률	2012	1.8	4.3	0.2	4.6	3.9	1.2	2.1	0.2	0.2	11.7	3.1
	2013E	1.5	4.6	2.3	4.5	3.9	1.4	3.3	0.3	2.8	11.5	3.6
	2014E	1.5	4.7	2.7	4.5	3.8	2.0	2.6	0.4	3.0	11.6	3.6
	2015E	1.5	4.8	3.0	4.5	3.8	2.4	2.7	0.6	3.2	11.5	3.7
ROE	2012	4.4	13.0	0.2	33.7	8.7	2.9	5.2	0.6	0.3	23.0	9.9
	2013E	3.5	13.5	4.0	27.0	8.8	3.9	8.7	0.8	5.7	23.0	10.3
	2014E	3.8	13.4	5.1	24.5	8.8	5.7	7.1	1.2	6.1	22.3	10.1
	2015E	3.9	13.5	6.1	22.6	8.7	7.1	7.8	1.6	6.6	22.1	10.1
순부채비율	2012	29.1	순현금	88.4	순현금	순현금	20.0	68.8	44.9	69.9	순현금	27.6
	2013E	28.9	순현금	91.9	순현금	11.1	19.5	50.9	43.6	66.4	순현금	26.6
	2014E	27.9	순현금	85.4	순현금	12.7	14.4	44.3	42.4	62.3	순현금	24.8
	2015E	27.4	순현금	79.4	순현금	13.9	10.5	38.5	40.7	57.3	순현금	23.2
외국인지분율		25.2	23.7	50.6	32.9	38.2	24.3	6.5	16.1	13.5	9.9	23.8

자료: Fnguide, KB투자증권 추정
주: 조정영업이익= 매출총이익-판매관리비+기타영업수지

표 3. 해외 건설사 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러)		Fluor Corp FLR US Equity	Technip TEC FP Equity	Saipem SPM IM Equity	Shaw group Shaw US Equity	KBR KBR US Equity	Linde Lin GR Equity	JGC 1963 JP Equity	Chiyoda 6366 JP Equity	Average
현재주가 (04/25, 달러)		56	109	27	29	186	28	10	5	
시가총액		9,171	12,282	11,950	4,296	34,455	7,255	2,617	901	
매출액	2013C	29,023	12,331	17,658	8,040	22,303	6,156	4,161	2,643	17,962
	2014C	30,138	13,851	17,927	8,809	23,767	6,874	4,508	2,862	19,074
	2015C	32,626	15,031	18,843	9,854	25,186	7,402	4,410	3,170	20,346
영업이익	2013C	1,167	1,249	1,008	635	3,057	691	277	62	1,832
	2014C	1,285	1,524	1,499	741	3,385	761	300	90	2,105
	2015C	1,340	1,710	1,842	748	3,772	804	287	112	2,354
순이익	2013C	687	872	583	390	1,902	464	181	30	1,146
	2014C	774	1,100	951	454	2,151	502	197	56	1,354
	2015C	n/a	1,280	1,352	461	2,407	540	189	66	1,462
EPS (달러)	2013C	4	7	1	3	10	2	1	0	2
	2014C	5	9	2	3	11	2	1	0	3
	2015C	6	11	3	3	13	2	1	0	3
BPS (달러)	2013C	26	50	16	20	98	13	7	4	20
	2014C	30	56	18	23	106	14	7	4	22
	2015C	35	63	20	27	114	16	8	4	24
순차입금	2013C	(2,036)	(530)	5,588	(1,091)	9,864	(2,210)	(1,196)	(155)	4,311
	2014C	(2,538)	(1,092)	4,522	(1,434)	8,958	(2,463)	(1,212)	(244)	3,600
	2015C	(3,191)	(1,746)	3,363	(1,754)	8,118	(2,962)	(1,322)	(328)	2,851
EBITDA	2013C	1,347	1,559	2,013	682	5,183	771	305	76	2,937
	2014C	1,479	1,880	2,532	796	5,584	854	325	118	3,255
	2015C	1,592	2,076	3,032	812	6,074	932	322	142	3,579
EPS성장률 (%)	2013C	95.8	22.2	(52.7)	68.5	11.2	12.2	54.8	(28.3)	19.6
	2014C	12.2	24.8	62.4	18.9	13.1	8.4	8.7	84.7	31.9
	2015C	23.5	18.2	37.8	0.4	12.7	7.6	(4.2)	19.3	(12.7)
영업이익률 (%)	2013C	4.0	10.1	5.7	7.9	13.7	11.2	6.7	2.3	10.2
	2014C	4.3	11.0	8.4	8.4	14.2	11.1	6.7	3.2	11.0
	2015C	4.1	11.4	9.8	7.6	15.0	10.9	6.5	3.5	11.6
ROE (%)	2013C	17.2	15.5	8.3	14.1	11.5	14.9	10.1	4.2	11.6
	2014C	15.8	17.2	12.3	16.1	12.1	14.7	10.9	8.8	14.1
	2015C	15.1	17.9	15.0	15.3	12.2	14.4	9.9	10.0	11.9
PER (X)	2013C	13.5	15.1	20.9	11.1	16.7	15.3	14.4	29.9	16.2
	2014C	12.0	12.2	12.9	9.2	14.8	14.1	13.2	16.2	14.0
	2015C	10.7	10.5	9.4	8.1	13.3	13.1	13.8	13.6	17.2
PBR (X)	2013C	2.2	2.2	1.7	1.4	1.9	2.2	1.4	1.3	2.2
	2014C	1.9	1.9	1.5	1.3	1.8	2.0	1.3	1.2	1.8
	2015C	1.6	1.7	1.4	1.1	1.6	1.8	1.3	1.1	1.9
EV/EBITDA (X)	2013C	5.3	7.7	8.9	4.8	8.9	6.5	3.0	7.6	8.8
	2014C	4.9	6.4	7.0	4.2	8.2	5.8	2.8	4.9	6.8
	2015C	4.5	5.8	5.9	4.1	7.6	5.3	2.8	4.1	8.2
초과수익률 (%)	1M	(14.8)	(2.7)	(17.7)	(8.9)	(3.2)	9.3	(9.0)	10.1	(5.7)
	3M	(18.8)	(11.3)	(42.5)	(11.5)	(1.1)	(0.4)	(19.9)	11.4	(11.5)
	6M	(10.9)	(23.8)	(55.4)	(14.4)	(2.0)	(15.9)	(33.1)	25.6	(16.4)
	1Y	(18.5)	(24.7)	(59.9)	(30.8)	0.8	0.4	(14.2)	11.6	(15.9)
	YTD	(15.3)	(20.4)	(41.1)	(13.9)	(4.1)	(9.5)	(29.9)	3.3	(14.8)

자료: Bloomberg, KB투자증권 정리

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	21,546	25,326	28,586	31,213	33,375
증감률 (YoY %)	(5.7)	17.5	12.9	9.2	6.9
매출원가	19,843	23,317	26,341	28,751	30,746
판매 및 일반관리비	1,351	1,518	1,744	1,904	2,019
기타	(0)	0	(150)	(145)	(140)
조정영업이익	351	490	652	702	749
증감률 (YoY %)	(59.0)	39.7	32.9	7.8	6.6
EBITDA	473	651	856	940	1,021
증감률 (YoY %)	(58.3)	37.7	31.5	9.9	8.5
이자수익	40	53	54	55	56
이자비용	144	149	153	156	159
지분법손익	151	54	33	34	36
기타	514	215	44	49	54
세전계속사업손익	610	556	564	616	665
증감률 (YoY %)	(40.1)	(8.9)	1.5	9.3	7.8
법인세비용	201	90	147	160	173
당기순이익	409	465	417	456	492
증감률 (YoY %)	(43.8)	13.8	(10.3)	9.3	7.8
순손익의 귀속					
지배주주	402	451	346	378	407
비지배주주	7	15	72	78	85
이익률 (%)					
조정영업이익률	1.6	1.9	2.3	2.3	2.2
EBITDA마진	2.2	2.6	3.0	3.0	3.1
세전이익률	2.8	2.2	2.0	2.0	2.0
순이익률	1.9	1.8	1.5	1.5	1.5

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	20,922	25,964	26,716	27,648	28,521
유동자산	8,146	9,701	9,487	9,425	9,281
현금성자산	1,237	1,542	1,318	1,247	1,094
매출채권	4,660	5,115	5,120	5,125	5,130
재고자산	727	1,420	1,422	1,424	1,426
기타	1,522	1,625	1,627	1,629	1,631
비유동자산	12,776	16,263	17,229	18,224	19,241
투자자산	10,561	13,782	14,342	14,924	15,530
유형자산	1,009	1,250	1,474	1,704	1,933
무형자산	1,205	1,231	1,413	1,596	1,778
부채총계	11,437	14,275	14,685	15,242	15,704
유동부채	7,448	8,727	9,020	9,454	9,789
매입채무	2,416	3,096	3,500	4,000	4,400
유동성이자부채	2,244	2,245	2,100	2,000	1,900
기타	2,788	3,386	3,420	3,454	3,489
비유동부채	3,989	5,548	5,665	5,788	5,915
비유동이자부채	2,032	2,695	2,700	2,705	2,710
기타	1,957	2,853	2,965	3,083	3,205
자본총계	9,485	11,689	12,031	12,406	12,818
자본금	804	804	804	804	804
자본잉여금	1,022	1,057	1,057	1,057	1,057
이익잉여금	2,102	2,468	2,809	3,185	3,596
자본조정	5,456	7,260	7,260	7,260	7,260
지배주주지분	9,385	11,588	11,930	12,305	12,716
순차입금	3,040	3,398	3,482	3,458	3,516
이자지급성부채	4,277	4,940	4,800	4,705	4,610

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	(312)	633	1,130	1,303	1,276
당기순이익	409	465	417	456	492
자산상각비	122	161	204	238	272
기타비현금성손익	73	99	80	83	87
운전자본증감	(776)	(267)	428	525	426
매출채권감소 (증가)	(936)	(270)	(5)	(5)	(5)
재고자산감소 (증가)	(114)	(118)	(2)	(2)	(2)
매입채무증가 (감소)	(2)	276	404	500	400
기타	276	(155)	31	32	33
투자현금	(763)	(574)	(1,145)	(1,206)	(1,260)
단기투자자산감소 (증가)	10	24	(7)	(7)	(7)
장기투자증권감소 (증가)	(43)	(63)	(471)	(490)	(510)
설비투자	135	380	429	468	500
유무형자산감소 (증가)	(43)	(93)	(182)	(182)	(182)
재무현금	1,232	342	(216)	(176)	(176)
차입금증가 (감소)	1,339	424	(140)	(95)	(95)
자본증가 (감소)	(74)	(78)	(76)	(81)	(81)
배당금지급	77	79	76	81	81
현금 증감	144	376	(230)	(78)	(160)
총현금흐름 (Gross CF)	604	725	702	778	850
(-) 운전자본증가 (감소)	341	(29)	(428)	(525)	(426)
(-) 설비투자	(135)	(380)	(429)	(468)	(500)
(+) 자산매각	(43)	(93)	(182)	(182)	(182)
Free Cash Flow	355	1,041	1,377	1,588	1,594
(-) 기타투자	43	63	471	490	510
잉여현금	312	978	906	1,098	1,084

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	26.5	21.7	26.3	24.1	22.3
PBR	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	29.1	20.4	14.8	13.4	12.4
배당수익률	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
EPS	2,574	2,884	2,196	2,402	2,591
BPS	50,851	64,383	65,372	66,573	67,995
SPS	133,934	157,435	177,701	194,030	207,468
DPS	500	500	500	500	500
수익성지표 (%)					
ROA	2.0	2.0	1.6	1.7	1.8
ROE	4.5	4.4	3.5	3.8	3.9
ROIC	7.5	14.7	18.2	20.6	23.1
안정성지표 (%, X)					
부채비율	120.6	122.1	122.1	122.9	122.5
순차입비율	32.0	29.1	28.9	27.9	27.4
유동비율	109.4	111.2	105.2	99.7	94.8
이자보상배율	3.4	5.1	6.6	7.0	7.3
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
매출채권회전율	5.3	5.2	5.6	6.1	6.5
재고자산회전율	21.6	23.6	20.1	21.9	23.4
자산/자본구조 (%)					
투하자본	19.8	14.9	14.3	13.1	12.4
차입금	31.1	29.7	28.5	27.5	26.5

자료: Fnguide, KB투자증권

주: 조정영업이익= 매출총이익-판매관리비+기타영업수지

주: EPS는 완전희석 EPS

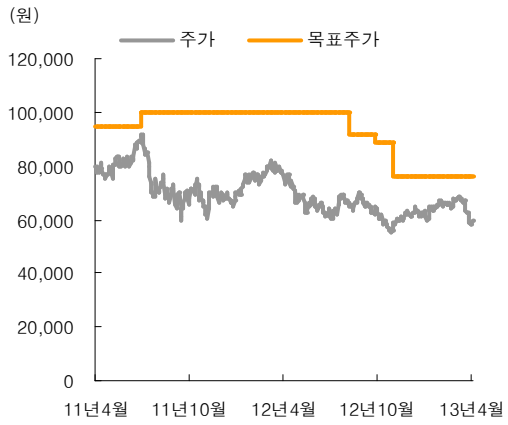
Compliance Notice

2013년 4월 26일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 당사는 현재 삼성물산 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다.이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.
본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고
삼성물산	2012/06/29	BUY	100,000	
	2012/07/20	BUY	100,000	
	2012/08/03	BUY	100,000	
	2012/08/29	BUY	92,000	
	2012/09/28	BUY	92,000	
	2012/10/18	BUY	88,500	
	2012/11/21	BUY	88,500	
	2012/11/02	BUY	88,500	
	2012/11/17	BUY	76,100	
	2012/11/21	BUY	76,100	
	2012/12/04	BUY	76,100	
	2013/01/02	BUY	76,100	
	2013/01/09	BUY	76,100	
	2013/01/16	BUY	76,100	
	2013/01/29	BUY	76,100	
	2013/02/22	BUY	76,100	
	2013/03/14	BUY	76,100	
	2013/03/29	BUY	76,100	
	2013/04/01	BUY	76,100	
	2013/04/26	BUY	76,100	

삼성물산 주가 및 KB투자증권 목표주가



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.