

건설

박형렬

02-768-4165

hyungryul.park@dwsec.com

삼성물산 (000830/매수)

반전의 Key는 여전히 영업실적 개선

- 보유 지분가치 이하로 하락한 시가총액: 그러나 Bottom에 대한 기준일 뿐
- 반전의 Key는 여전히 영업실적 개선
- 건설부문 실적: 2분기 이후 관계사 물량과 해외 매출 확대로 개선 전망
- 상사부문 실적: 기존 성장 중심에서 수익성 중심으로 전략 변화

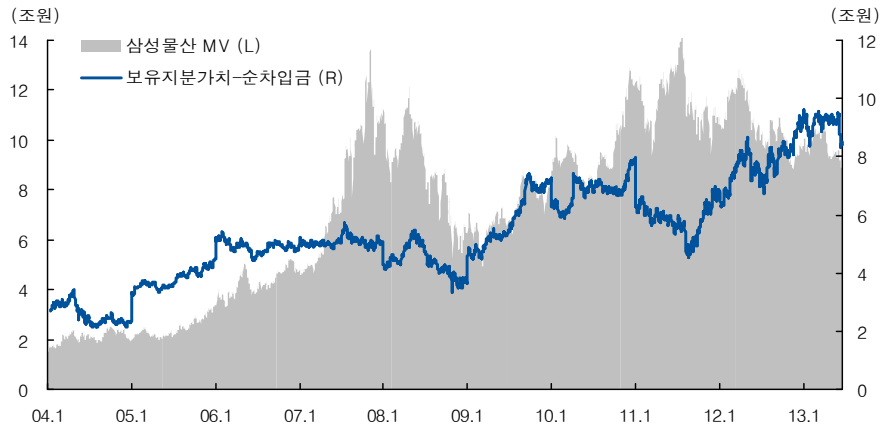
탐방 메모

보유 지분가치-순차입금 이하로 떨어진 시가총액

동사의 기업가치 평가에서 가장 많이 언급되는 것은 삼성전자를 포함한 보유 지분가치이다. 현재 시장성 지분가치는 9.1조원, 기타 보유 지분가치는 장부가 기준으로 2.7조원 수준이다. 동사가 보유한 지분의 현금화 가능성이 낮다고 가정하면, 지분가치의 변동으로 인한 주가 상승 논리는 설득력이 약하다. 실제로 2011년 이후 보유 지분가치의 상승에도 불구하고 동사의 시가총액은 하락 추세이다. 다만 2007~2012년 중순까지 동사의 시가총액이 보유지분가치-순차입금 이하로 하락한 경우가 없다는 점을 감안하면, 저점에 대한 방어 논리는 가능할 것으로 판단된다.

1분기 실적 이후로 약세를 보인 주가 흐름을 반전 시키기 위해서는 결국 영업 실적 개선이 가시화 되어야 하며, 2분기부터 건설부문을 중심으로 점진적인 실적 개선이 가능할 것으로 전망된다. 2분기 이후 실적 개선은 1) 관계사 매출의 회복, 2) 해외 건설 매출 증가, 3) 상사부문의 전략변화 등에서 나타날 것으로 예상된다. 투자의견 매수와 목표주가 77,000원을 유지한다.

그림 1. 삼성물산 시가총액 vs. 순차입금을 제외한 보유 지분가치



자료: KDB대우증권 리서치센터

계산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	17,756	21,546	25,326	29,438	31,532	33,359
영업이익 (십억원)	632	351	490	559	670	721
영업이익률 (%)	3.6	1.6	1.9	1.9	2.1	2.2
순이익 (십억원)	486	402	451	444	519	542
EPS (원)	3,019	2,499	2,801	2,762	3,227	3,367
ROE (%)	6.1	4.5	4.3	3.5	3.5	3.2
P/E (배)	26.1	27.3	22.4	20.6	17.6	16.9
P/B (배)	1.5	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성물산, KDB대우증권 리서치센터

주요 탐방 내용

1. 건설 부문

- 로이힐 프로젝트: 2분기 로이힐 매출은 1,000억원으로 예상되며, 모듈 공장이 완공되는 4분기 부터 본격적인 매출 반영 예정이다. 2013년 연간으로 8,500억원의 매출이 예상된다. 초기 예정 원가율은 보수적으로 산정할 계획이나, 2013년 연간으로 반영되는 프로젝트의 수익성은 나쁘지 않을 것으로 전망된다.
- 그룹공사: 삼성전자 17라인 반도체 공장이 지난 5월 착공 재개되었으며, 최종 사업 규모는 아직 미확정이다. 2분기까지는 진행률이 빠르지 않으나, 공사 완공 예정 시점은 2014년 8월경이라는 점을 감안하면 3분기 이후 수익성 개선에 기여할 것으로 전망된다. 전체적으로 1분기 관계사 프로젝트의 기성률이 낮았으나, 2분기부터는 회복될 것으로 예상된다.
- 수익성: 관계사 프로젝트 대비 수익성이 낮은 해외부문의 매출 비중이 올라가면서 매출 총 이익률은 크게 개선되지 않을 것으로 전망된다. 다만 전체 매출 성장에 따라, 판관비율 감소 효과가 나타나면서 영업이익률은 개선될 것으로 전망된다.

2. 상사 부문

- 온타리오 태양광 지분 매각: 2분기 지분 매각 차익은 300~400억원 수준으로 추정되며, 하반기에 추가적인 지분 매각이 있을 것으로 예상된다.
- 2분기 온타리오 태양광 관련 수익을 제외하면, 석유화학 및 철강 제품의 부진한 시황이 지속됨에 따라 상사부문의 수익성 개선은 크지 않을 것으로 전망된다.
- 현재 상사부문은 1) 불필요한 투자 자산에 대한 매각, 2) 수익성 중심으로 트레이딩 품목 압축, 3) 전체 조직의 슬림화 과정을 진행하고 있다. 이에 따라 2014년부터는 영업이익률 회복이 가능할 것으로 전망된다.

3. 기타 일회성 손익

- 1분기 확정된 4대강 과징금 80억원이 2분기 반영될 예정이다.

4. 수주

- 그룹공사 수주는 현재까지 3,500억원이나, 삼성전자 17라인 반도체 공장을 포함해 연간 3조원 수준을 기대하고 있다.
- 해외 부문의 경우 건축, 발전, 중동 지역의 Metro 프로젝트를 중심으로 추가 입찰을 진행하고 있으며, 연간 해외 수주 목표는 초과 달성이 가능할 것으로 전망된다.

5. 현금흐름 및 순차입금

- 1분기말 순차입금은 3.4조원이며, 연말 3.2조원 수준으로 감축할 계획이다.

Compliance Notice

- 삼성물산: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 삼성물산: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(⊞))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조서분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조서분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조서분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

