



2016년 5월 20일 | Equity Research

지주회사

지주회사 내 비상장 건설사 위험요인 분석

지주회사 실적 불확실성 요인 중 하나인 비상장 건설사 위험요인 분석

금융당국의 '수주산업 회계투명성 제고방안'에 따른 건설사의 현장별 미청구공사 및 대손충당금 공시가 포함된 첫 분기 보고서가 공시되었다. 어닝 쇼크를 기록한 삼성물산 뿐만 아니라, 한화의 적자를 견인한 한화건설, '13년 대규모 적자를 반영한 바 있는 SK건설 등 지주회사 내 건설사는 실적 불확실성 요인 중 하나로 대두된 바 있기에 현장별 위험요인을 분석했다.

올 상반기 이후 불확실성의 점진적 완화 예상

SK건설, 한화건설, 삼성물산의 미청구공사 총액은 각 5,430억원, 5,577억원, 7,295억원이며 공사미수금을 포함한 미수채권 합계액은 각 1.52조원, 1.24조원, 1.24조원이다. 이는 수주잔고 대비 SK 11.3%, 한화 10.1%, 삼성 6.9% 수준이다. SK건설은 위험도가 낮은 인천 Sky VIEW와 손상차손 기반영 제외 시 미수채권은 1.09조원대로 축소된다. '16년말 준공예정 프로젝트인 RRE, Tufanbeyli, Wasit의 수주잔고 1,469억원 대비 미수채권이 5,077억원에 달하나 기성을 이미 청구하여 Wasit을 제외시 실적 위험은 크지 않다. 또한, SK건설의 SK 내 NAV 기여도는 2%대에 불과하다. 한화건설은 미수채권액 중 56%가 이라크 비즈마야 주택사업인데 현재 미수채권은 6,973억원으로 선수금 7,981억원 한도 하에 있으므로 실제 위험이 발생하지 않았다. 올 6월 예정된 양부2 프로젝트의 완공여부가 핵심 이슈이며 완공 이후에는 불확실 해소에 주목할 필요가 있다. 삼성물산은 1분기 대규모 손실 반영 이후에도 사우디 라빅, UAE 원전, 카타르 도하 등 추가 손실 반영 여지가 존재하나 수주잔고 대비 절대 위험액의 감소가 이뤄졌으므로 2분기 이후 점진적인 실적 안정화가 가능할 전망이다.

주가 관점에선 한화건설, 삼성물산, SK건설 순으로 NAV 비중이 큰 상황

지주회사 조정 순자산가치(NAV) 내 기여도로 보면, 한화건설 21.1%, 삼성물산 10.5%, SK건설 2.8% 순으로 비중이 높다. 한화건설은 2분기 혹은 3분기 실적 변동성이 존재하나 불확실성 해소시 주가 개선 여지 또한 가장 큰 상황이다.

Update

Overweight

관련종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월 18일)
SK(034730)	BUY	330,000원	224,500원
한화(000880)	BUY	46,000원	38,400원
삼성물산(028260)	BUY	180,000원	117,000원



보험/지주회사 Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com



건설/건자재 Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

지주회사 내 건설사 위험요인 분석

한화건설, SK건설, 삼성물산 실적 위험요인 분석

'수주산업 회계투명성 제고방안'에 따른 미청구공사/ 대손충당금 공시

1분기 건설사의
미청구공사 잔액 및
대손충당금 공시가 포함된
첫 분기보고서 공시

금융당국의 '수주산업 회계투명성 제고방안'에 따른 건설사의 현장별 미청구공사 잔액 및 대손충당금 공시가 포함된 첫 분기보고서가 공시되었다. 최근 어닝 쇼크를 기록한 삼성물산 뿐만 아니라, 한화의 적자를 견인한 한화건설, '13년 대규모 적자를 반영한 바 있는 SK건설 등 지주회사 내 건설사는 실적 불확실성의 요인 중 하나로 대두된 바 있다. 3개사에 대해 보다 디테일한 분석 기회가 제공되었다.

미청구공사는
공사비 지급일정 미도래에 따른
미청구와,
계약 외 공사로서 청구 근거를
확보하지 못한 경우

공사미수금과 미청구공사는 결국 미수채권으로 발주처에게 받아내야 할 비용이다. 다만, 매출채권(공사미수금)의 경우에는 발주처에게 이를 청구한 것이고, 미청구공사란 이를 청구하지 않은 상태만이 다를 뿐이다. 공사대금을 청구하지 않은 이유는 다양하지만 가장 기본적으로 1) 발주처의 공사비 지급일정이 오지 않아서 청구를 하지 못한 자연스러운 미청구액과 2) 계약 외 공사로서 발주처에게 청구를 할 근거가 현재까지 확보되지 못한 경우로 나뉜다.

쉬운 예로 아파트 인테리어를 3천만원에 시공하기로 한 동네 인테리어 업체와 계약을 체결했는데, 공사 중간에 마루를 강화마루로 하기로 했다가, 강마루가 좋다고 하여 강마루로 교체하자고 인테리어 소장에게 지시를 하는 경우를 보자. 이 경우 인테리어 소장은 '그렇게 하시면 비용이 50만원 더 들어갑니다'라고 말을 할 것이고 발주처인 나는 '그렇게 하시고, 공사가 끝났을 때 정산을 하시지요'라고 말 할 것이다. 그럼 이 때 발생한 강마루 시공이 바로 원 계약 이외의 공사이고, 인테리어 소장은 이 비용을 발주처 지시로 시공하였으므로 아직은 계약변경을 체결하지 않은 채로 보통 준공까지 이 비용을 안고 가게 된다. 이 금액이 '미청구공사'다.

국내 주택사업에서 미청구공사란 분양 사업의 경우 분양이 되지 않은 상태인데 건설사가 공사를 수행하고 있는 경우, 미분양이라면 청구할 대상이 없기 때문에 자연스럽게 '미청구공사'가 쌓이게 된다. 주택사업의 미청구공사액 증가는 미분양을 의미하는 것이고, 분양이 된다면 당연히 청구하게 된다. 이 경우 미청구공사액은 공사미수금으로 변경된다.

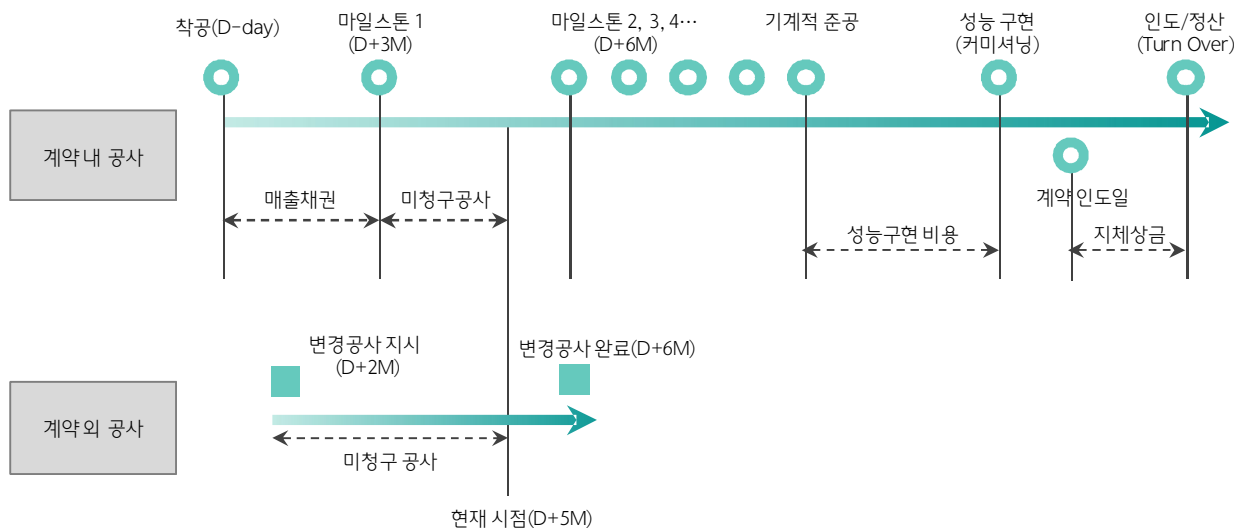
해외플랜트의 사례

이상의 경우를 해외플랜트에 대입하면 어떻게 될까? 먼저 ‘원 계약’을 기준으로 착공일(D-Day)를 기준으로 일정 공정을 완성하면 공사비를 지급받는 마일스톤 형태의 공사비 수취 계약을 체결하였을 때를 보자. 아래 그림에서와 같이 계약내 공사를 진행 중에 있고, D+3개월이 지난 시점에서 마일스톤 1을 달성했다. 발주처가 만약 마일스톤 달성에 따라서 D-Day 부터 D+3개월까지의 비용에 대해서 공사대금을 준다면 매출채권이 회수되는 것이고, 주지 않는다면 공사미수금이 된다. 그런데 현재 시점인 D+5개월에서, 아직 다음 마일스톤 달성의 시점인 D+6개월이 되기 전까지 D+3~D+5개월 간 발생한 비용은 마일스톤 달성 전이기 때문에 발주처에게 청구를 하지 못했고, 이 금액이 미청구공사가 되는 것이다.

계약외 공사, 변경공사 지시에
따른 발생 비용은
미청구공사 금액

그런데 공사를 진행하다가 2개월이 경과한 시점에 발주처의 변경 공사(Variation Order)지시가 내려왔다. 강마루로 바꾸자는 것이다. 이때부터 현재시점인 D+5개월까지 발생한 모든 비용, 이 지시가 완성될때까지 투입된 모든 비용은 이제 미청구공사액이 된다

그림 1. 매출채권(공사미수금)과 미청구공사 구분 및 채권의 종류 요약 그림



자료: 하나금융투자

1) SK건설

SK건설,
지주회사 내 미수채권 합계액
규모가 가장 큰 건설사

SK건설의 공사미수금은 9,773억원, 미청구공사는 5,430억원으로 미수채권 합계액은 1,52조원으로 지주회사 내 건설사 중 가장 큰 규모를 갖고 있다. 다만, 싱가포르 주룽 아로마틱스 공사현장의 미수총액 1,189억원(미청구공사/공사미수금 합산)은 각 손상차손누계액과 대손충당금으로 전액 반영하여 미수채권 합계액에서 제외 가능하다. 제외시 미수채권 합계액은 1,4조원으로 원도금액 30.8조원 대비 4.5%, 도급잔액 12.4조원 대비 11.3%에 해당한다. 도급 잔액 기준으로 높은 미수금 비중은 장래 준공 관련 불확실성이 커진다는 것을 의미하므로 실적 추정을 보수적으로 할 필요가 있다고 판단된다. 동 비중을 비교시 삼성물산 6.9%, 한화건설 10.1%이다.

인천 SK SKY VIEW 현장의
위험도는 높지 않음

미수채권액이 가장 큰 현장은 국내현장으로 인천 SK SKY VIEW 신축공사 현장이다. 공사미수금이 3,123억원으로 전체 미수총액의 20%에 이른다. 준공시점 역시 2016년 5월로 준공이 임박했는데, 주택사업의 경우 입주에 임박해서 입주잔금을 시행사가 수취하기 전이므로 공사미수금이 크게 상승하는 자연스러운 현상이라고 판단된다.

UAE 루와이스 정유공장 확장
프로젝트 미수금액 광연
위험 존재하나,
이미 프로젝트 관련
기성을 청구하여
실적 위험 제한적

해외공사 중 미수채권액이 가장 큰 프로젝트는 UAE의 루와이스 정유공장 확장(Ruwais Refinery Expansion)프로젝트로 미수금액이 2,838억원이다. 원도금액 기준 11%, 도급잔액(51.8억원) 기준으로는 무려 5,476%로 이 의미는 프로젝트가 사실상 종료(2016/12월말 예정)해 가는데 미수금/미청구공사액이 여전히 상당한 비중으로 남아있다는 것을 의미한다. 이런 경우는 보통 공사미수금은 마지막 마일스톤을 달성하면서 수취를 하게 되지만, 미청구공사액은 준공 시점에서 정산을 하게 되는 경우가 일반적이다. 다만 동 프로젝트 관련 이미 기성을 청구하였고 현재 승인상 어려움은 없는 것으로 파악된다.

투판벨리, 포트힐 프로젝트도
미수금 총액 부담 존재하나,
사업 진행 순조로운 상황

이 외에도 투판벨리 프로젝트(2016/12월 준공예정)의 미수금 총액이 1,489억원, 포트 힐 프로젝트(2017/06)도 미수금 총액이 1,218억원으로 도급 잔액 대비 부담이 크나 사업 진행은 순조로운 상황이다.

사우디 와짓 가스전은
악명높은 현장.
'13년에 손실을 선반영한 바
있음

올해 준공되는 프로젝트 중 사우디아라비아의 와짓(WASIT)가스전의 경우에는 3개 패키지 2.78조원의 원도금액 중 2.66조원의 기성을 인식했고, 도급잔액이 1,232억만 남았다. 이 3개 패키지의 미수금 총액은 748억원으로 결코 높은 수준이 아니다. 그러나, 기계적 준공 이후에도 성능이 발휘되고 발주처에게 인도가 되는 과정에서의 추가 비용이 발생할 가능성도 항상 존재한다. 와짓 가스전은 황함유량이 높아 이를 정제하는 과정에서 추가비용이 손실되며 관련 시공사들이 지속해서 손실을 기록 중인 악명높은 현장이다. 이미 SK건설은 과거 와짓가스전 관련 손실을 2013년에 선반영한 바 있다.

종합적으로 보면,
표면 수치 보다
실 위험은 크지 않음.
NAV 대비 비중도 2.8%에 불과

종합적으로 살펴보았을 때, SK건설의 미수채권 합계액이라는 표면 위험은 커보이나, 현장별 진행상태를 체크시의 위험은 수치보다 대폭 축소된다. 와짓 프로젝트가 실적 불확실성이 가장 커보이나 이미 관련 손실 상당부분을 기반영하여 실적 악화 여력은 제한적이라 판단한다. SK는 SK건설 지분을 44.5% 보유하고 있으며, 장부가는 5,453억원으로 SK 내 NAV 비중은 2.8%에 불과하다.

표 1. SK건설 진행률 기준 수주상황

(단위: 십억원)

품목	발주처	수주일	준공예정일	도금액	수주잔고	진행률	미청구공사		공사미수금		미수채권 합	도금액 대비 총미수채권	도급잔액 대비 총 미수채권
							총액	손상차손누계액	총액	대손충당금			
Al-Zour Refinery Project(ZOR#5)	KNPC	2015.1	2019.06	490	488	0.40%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
Esmeraldas Refinery Project	Petroindustrial	2009.01	2016.1	510	74	85.50%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
FORT HILLS SE PROJECT(EPC)	Suncor Energy	2014.04	2017.06	846	197	76.70%	61	-	61	-	121	14.36%	61.59%
JAC Project	JURONG AROMATICS COMPLEX	2011.05	2016.12	1,165	7	99.40%	59	59	59	59	119	10.21%	1790.34%
JZR & TP	ARAMCO	2012.12	2018.08	2,327	1,532	32.20%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
Karbala Refinery Project	State Company for Oil Projects(SCOP)	2014.05	2019.11	1,713	1,348	21.30%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
KNPC CFP	KNPC	2014.04	2017.12	1,676	1,318	20.40%	18	-	33	-	52	3.08%	3.91%
M14 PH-1 Project	에스케이하이닉스(주)	2014.03	2016.12	1,559	43	97.30%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
Magnolia LNG PJT	Liquefied Natural Gas Limited	2016.03	2020.06	1,507	1,507	0.20%	0	-	0	-	0	0.00%	0.00%
New BS-132 & Enhancements to BS-131	Kuwait Oil Company (KOC)	2010.01	2016.12	879	8	99.10%	9	-	9	-	17	1.94%	216.29%
NSRP Project	Nghi Son Refinery and Petrochemical LLC	2013.07	2016.11	1,490	255	83.00%	-	-	35	-	35	2.35%	13.73%
PACO Coal Fired Power Plant Project	MINERA PANAMA S.A	2011.07	2016.12	447	15	96.60%	12	-	23	-	35	7.94%	234.89%
PIEM Project	E.C.L S.A.	2015.03	2019.04	863	695	18.80%	75	-	75	-	150	17.39%	21.59%
P-Project (PDH)	에스케이어드밴스드주식회사	2013.12	2016.12	712	53	92.50%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
RRE Project	Takreer	2009.12	2016.12	2,574	5	99.80%	117	-	167	-	284	11.03%	5476.11%
Tufanbeyli TP Project	ENERJISA ENERJI URETIM A.S.	2010.01	2016.12	649	19	97.20%	74	-	74	-	149	22.94%	804.72%
UHV Project	IRPC PUBLIC COMPANY LIMITED	2012.1	2016.12	451	23	94.90%	3	-	7	-	10	2.23%	43.73%
Vietnam NSRP Marine Works PJT	JGCS	2013.07	2016.07	487	52	88.50%	4	-	4	-	9	1.81%	16.99%
Wasit PJT(Package No.1)	ARAMCO	2011.02	2016.12	1,573	117	92.30%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
Wasit PJT(Package No.3)	ARAMCO	2011.02	2016.12	795	2	99.80%	19	-	38	-	57	7.16%	3045.61%
Wasit PJT(Package No.4)	ARAMCO	2011.02	2016.12	421	4	99.00%	5	-	13	-	18	4.27%	415.19%
고성 그린파워 Project	고성그린파워(주)	2014.07	2019.12	3,000	2,939	2.00%	33	-	33	-	66	2.20%	2.24%
라오스 Xe-Plan Xe-Namnoy 수력발전 프로젝트	PNPC	2012.08	2019.02	745	406	45.60%	5	-	5	-	10	1.38%	2.53%
부전~마산 복선전철 민간투자사업	스마트레일(주)	2014.06	2020.06	474	414	12.70%	9	-	10	-	19	4.04%	4.63%
인천 SK Sky VIEW 신축공사	(주)인포트	2013.05	2016.05	569	74	87.00%	25	-	287	-	312	54.93%	422.92%
장문 천연가스 발전소	피앰피(주)	2011.06	2017.06	1,261	262	79.20%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
카타르 도하 메트로 Red Line	Qatar Railways Company	2013.06	2018.03	549	216	60.70%	14	-	43	-	57	10.30%	26.21%
평택미군기지 부지조성 및 공용기반시설 건설공사	미국동지구공병단구매과(FED)	2008.12	2017.11	728	205	71.90%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
터키 이스탄불 도로 프로젝트 (Turnkey EPC)	ATAS	2012.12	2017.03	436	160	63.30%	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
합 계				32	30,896	12,437	59.7%	543	-59	977	-59	1,520	4.5%

자료: SK건설, 하나금융투자

한화건설 또한
적지 않은 미수채권 총액 보유
다만, 이라크 비즈마야 사업
제외시 규모 대폭 축소

이라크 공사 선수금 잔액
7,981억원 내 존재하는
미청구공사액 규모로
아직까지 위험 제한적

올해 6월말로 예정된
마라픽, 안부 프로젝트
완공 여부가 핵심.
양 프로젝트 해결시
한화 주가에 긍정적.

2) 한화건설

한화건설은 미청구공사액 5,577억원, 공사미수금은 6,843억원으로 합산 1.24조원의 미수채권을 보유하고 있다. 원도금액 19.9조원 대비 6.2%, 도급잔액 12.3조원 대비 10.1%로 한화건설의 미수채권 총액도 적지 않은 규모이다. 다만, 미수채권 합계액 내 56.1%가 이라크 비즈마야 주택도급사업으로 동사업을 제외시 2.7%, 4.4%의 규모로 축소된다.

이라크 비즈마야 사업의 미청구공사액은 3,709억원, 미수금 3,263억원에 달하는데 특정사유 발생시 해당 공사의 선수금 잔액 7,981억원과 상계할 권리를 보유하고 있어 현재 동사업의 위험도는 수면 아래에 있다. 주택사업은 공사미수금 이외에 미청구공사액을 확보 중인데 이는 분양사업의 특징 상 일정한 미분양이 발생했기 때문으로 판단된다. 주택사업은 설계 변경 사례가 초창기부터 나올 수 없고(설계변경은 거의 마감공정 단계에서만 주로 발생), 공사 초기에 미청구공사액이 발생한 것은 미분양을 의미하므로, 발주처와 한화건설 간 미분양의 공사금 조달에 대한 세부적 사항을 알기는 어렵겠지만, 미분양에 따른 유동성 리스크가 존재한다고 봐야 할 것이다

이보다는 올해 6월말로 예정된 Marafiq, Yanbu II의 준공 여부가 실적 변동성을 야기할 수 있다. 완공시 2분기 1회성 비용의 발생이 예상되고, 준공 지연시 지체상금이 추가 발생할 수 있다. 동 위험은 미청구공사 잔액에 표기되지 않기에 정확히 추산할 수 없다. Marafiq, Yanbu II는 각 13년, 14년 납기 예정이었던 프로젝트기에 완공시 추가 비용 관련 불확실성이 존재한다. 동 프로젝트 해결시에는 이라크 비즈마야를 제외하고 특별한 미청구공사 위험이 제한적이어 한화에 긍정적 주가 영향을 예상한다. 현재 한화 목표주가 산정시 P/B 0.5배를 적용하고 있다.

표 2. 한화건설 진행률 기준 수주상황

(단위: 십억원)

품목	발주처	수주일	준공예정일	도금액	수주잔고	진행률	미청구공사		공사미수금		미수채권 합	도금액 대비 총미수채권	도급잔액 대비 총 미수채권
							총액	손상차손누계액	총액	대손충당금			
S-ONE 프로젝트	한화큐셀	2015.05.14	2016.04.30	152	0	97.0%	3	0	0	0	3	2.1%	NA
창원 대원2구역 재건축	대원2구역 주택재건축정비사업조합	2015.03.31	2018.12.31	282	263	6.0%	18	0	0	0	18	6.5%	6.9%
수원권선 꿈에그린 아파트 신축공사	(주)문영건설	2015.06.11	2018.02.28	389	359	8.0%	11	0	0	0	11	2.9%	3.1%
일산킨텍스 C2블록 개발사업	퍼스트이개발(주)	2014.11.21	2019.02.28	653	591	9.0%	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%
한화빌딩 리모델링	한화생명	2015.12.11	2019.09.10	175	171	2.0%	3	0	0	0	3	1.7%	1.8%
제주첨단산업단지	(주)디알엠씨티	2015.08.03	2017.12.31	161	159	1.0%	2	0	0	0	2	1.0%	1.0%
창원가음7구역 재건축	가음7구역 주택재건축정비사업조합	2014.07.04	2017.07.31	153	103	32.0%	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%
소사원시 복선전철	이레일 주식회사	2010.12.27	2016.06.30	176	54	69.0%	26	0	0.641	0	26	15.0%	49.0%
이라크 Bismayah 국민주택도급사업	NIC (National Investment Commission)	2012.05.30	2019.12.31	9,228	6,680	28.0%	371	0	326	0	697	7.6%	10.4%
Social Infra	NIC (National Investment Commission)	2015.04.05	2020.04.05	2,447	2,358	4.0%	43	0	41	0	84	3.4%	3.6%
Marafiq Project(OOK)	MARAFIQ	2009.07.28	2013.03.26	658	16	98.0%	0	0	32	0	32	4.8%	203.4%
Marafiq Project(IK)	MARAFIQ	2009.07.28	2013.03.26	273	5	98.0%	0	0	11	0	11	4.0%	223.5%
Yanbu II Power & Water Project Pkg1(OOK)	MARAFIQ	2011.02.21	2014.02.25	867	60	93.0%	0	0	25	0	25	2.9%	42.6%
Yanbu II Power & Water Project Pkg1(IK)	MARAFIQ	2011.02.21	2014.02.25	373	14	96.0%	6	0	0	0	6	1.5%	40.0%
Yanbu II Power & Water Project Pkg3 (OOK)	MARAFIQ	2011.04.25	2013.11.30	118	27	77.0%	0	0	0.015	0	0	0.0%	0.1%
Yanbu II Power & Water Project Pkg3(IK)	MARAFIQ	2011.04.25	2013.11.30	101	8	92.0%	7	0	2	0	9	8.8%	109.5%
Maaden Gold Project(OOK)	Maaden	2013.02.05	2015.02.09	163	30	82.0%	0	0	3	0	3	2.1%	11.5%
Maaden Gold Project(IK)	Maaden	2013.02.05	2015.02.09	174	3	98.0%	6	0	3	0	8	4.8%	282.7%
Jazan Refinery Terminal Project(OOK)	Aramco	2012.11.14	2016.04.30	360	211	41.0%	0	0	17	0	17	4.8%	8.3%
Jazan Refinery Terminal Project(IK)	Aramco	2012.11.14	2016.04.30	326	295	9.0%	23	0	0.726	0	24	7.4%	8.2%
Ma'aden PAP (OOK)	Maaden	2013.12.19	2016.08.31	711	240	66.0%	0	0	83	0	83	11.7%	34.7%
Ma'aden PAP (IK)	Maaden	2013.12.19	2016.08.31	379	154	59.0%	0	0	35	0	35	9.2%	22.7%
KUWAIT Um Al-Aish LPG New Filling Plant	Kuwait Oil Tanker Company	2010.08.16	2013.03.31	210	0	100.0%	19	0	11	0	30	14.3%	NA
KNPC Halon Replacement Project	Kuwait National	2010.12.31	2014.10.31	254	0	100.0%	8	0	13	0	22	8.6%	NA
NRP Project Pkg1	Kuwait National Petroleum Company	2015.10.28	2019.07.31	490	486	1.0%	4	0	31	0	35	7.1%	7.1%
Arzew Refinery	NAFTEC	2009.02.23	2011.12.22	231	0	100.0%	7	0	0.331	0	8	3.3%	NA
Biskra SCPP	SPE	2013.10.20	2016.05.05	445	47	90.0%	0	0	48	0	48	10.9%	103.8%
합 계				32	19,949	12,333	38.2%	558	0	684	0	1,242	6.2%

자료: 한화건설, 하나금융투자

3) 삼성물산

삼성물산,
1분기에 추가비용 대폭 반영.
미수채권 합계액은
수주잔고 대비 6.9% 수준

1분기 실적발표에서 삼성물산은 공시기준 강화에 선제적으로 대응하기 위해, 글로벌 전 현장에서 추가 비용 3,600억원을 반영했다. 호주 로이힐 프로젝트에서 누적 약 1.1조원의 비용 상승요인을 반영하고, 이 외에도 다른 잔여 현장에서 추가 부실이 예상되는 부분에 대해서 보수적인 회계기준을 적용한 것이다. 삼성물산의 1분기 말 기준 미청구공사 총액은 7,295억원, 공사미수금은 5,139억원으로 미수채권 합계는 원 도급액의 3.9%인 1.24조원에 달한다. 수주잔고 대비 미수채권 총계는 6.9%이다.

사우디 라빅2 프로젝트,
UAE 원전 프로젝트
관련 불확실성 존재

삼성물산의 쟁점 현장은 미수채권 합계액이 전체공사비의 20.8%인 사우디 라빅2 IPP프로젝트다. 라빅2 발전소는 미수채권 합계액도 2,818억원으로 전체의 22.7% 비중을 차지하고 있다. 두번째 현장은 UAE 원전으로 미수채권 금액은 2,391억원이며 원도급액 대비 8.3%, 도급잔액 대비 24.3%로 요주의 현장이라 할 것이다. 현재까지 삼성물산이 UAE 원전에서 추가비용을 반영 한 적이 없어 향후 불확실성이 상존한다.

카타르 도하메트로 관련
추가 비용 반영 가능성
상존.
다만, 1분기 700억원 비용
반영으로 추가 비용 반영
여지는 상대적으로
크지 않음

2분기 중 수주가 타절된 카타르의 도하메트로 프로젝트 역시 요주의 프로젝트다. 도하메트로 프로젝트의 미수채권 합계액은 459억원이다. 비중은 원도급액의 5.9%, 도급잔액의 8.0%이나, 5월에 수주가 타절되었다. 동 프로젝트는 1분기 실적 발표시 이미 700억원의 비용을 반영하면서 손실을 현실화 했다. 앞으로 미수금 및 미청구공사액을 두고 발주처와 협상이 있어야 하며, 잠재 손실 가능성이 일부 있다고 판단된다. 1분기에 누적매출 2,018억원의 1/3에 해당하는 금액을 손실로 반영한 상황이므로 추가부실 여력은 크지 않다고 판단한다.

삼성물산 실적 불확실성은
올 상반기를 기점으로
점차 해소될 전망

삼성물산의 수주잔고 대비 미수채권 총계액 규모가 타사 대비 적고 1분기 향후 비용 상승분을 선반영하여 작년 하반기에서 올 1분기까지 지속된 실적 불확실성은 점차 잦아질 것으로 전망한다. 삼성물산의 실적 불확실성은 올 상반기를 기점으로 점차 해소되겠지만, 추가 반등을 견인할 사업적 모멘텀 기대가 어렵다는 점이 한계이다.

표 3. 삼성물산 진행을 기준 수주상황

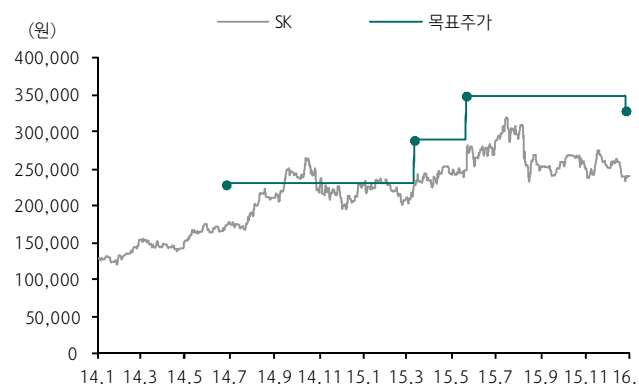
(단위: 십억원)

품목	발주처	수주일	준공예정일	도금액	수주잔고	진행률	미청구공사		공사미수금		미수 채권 합	도금액 대비 총미수채권	도급잔액 대비 총 미수채권
							총액	손상차손 누계액	총액	대손 충당금			
호주 RH PROJECT	Roy Hill Holdings Pty Ltd	2013.04.30	2015.12.31	5,409	89,492	98.6%	-	-	128	-	128	2.4%	143.3%
싱가폴 Tanjong Pagar	GuocoLand	2013.04.01	2016.05.29	565	223	61.3%	-	-	16	-	16	2.8%	7.0%
화성 A	삼성전자주식회사	2014.02.15	2016.06.30	798	96	88.0%	-	-	15	-	15	1.9%	16.1%
SR-Project 2차	삼성전자주식회사	2013.08.15	2016.06.30	1,056	18	98.3%	20	-	12	-	32	3.1%	180.9%
평택 P-PJT	삼성전자주식회사	2015.05.04	2016.08.31	934	623	33.3%	-	-	24	-	24	2.5%	3.8%
안양덕천	한국토지주택공사	2014.05.03	2016.08.03	457	140	69.3%	21	-	-	-	21	4.5%	14.6%
고덕시영	고덕시영아파트 주택재건축정비사업조합	2013.12.31	2016.11.30	493	183	62.9%	-	-	-	-	0	0.0%	0.0%
사우디 RABIGH 2 IPP	Al-Mourjan For Electricity Production	2013.11.30	2017.06.01	1,356	334	76.6%	200	-	82	-	282	20.8%	84.3%
터키KırıkkaleCCPP	Acwa Guc Elektrik Isletme ve Yonetim Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	2014.12.29	2017.06.29	685	282	58.5%	-	-	-	-	0	0.0%	0.0%
알제리 Mostaghanem	Societe Nationale de l'Electricite	2014.02.19	2017.08.03	874	773	10.8%	24	-	10	-	34	3.9%	4.4%
알제리 Naama	Societe Nationale de l'Electricite	2014.02.19	2017.08.18	727	598	17.0%	37	-	31	-	68	9.4%	11.4%
싱가폴 LNG Ph3	Singapore LNG Corporation PTE LTD	2014.08.26	2018.02.25	577	451	22.3%	-	-	6	-	6	1.1%	1.4%
홍콩지하철SCLC1109	MTR Corporation Ltd	2012.08.01	2018.04.15	464	115	76.8%	-	-	17	-	17	3.7%	14.9%
카타르 FAC D MWPP	Qatar Electricity & Water Company	2016.01.21	2018.06.23	1,879	1,623	24.7%	44	-	-	-	44	2.3%	2.7%
카타르DohaMetro42	Qatar Railways Company	2013.06.20	2018.06.30	780	578	27.6%	39	-	7	-	46	5.9%	8.0%
사우디 Riyadh Metro	Arriyadh Development Authority	2013.10.01	2018.10.29	2,620	1,868	28.7%	-	-	115	-	115	4.4%	6.2%
가락시영1단지	가락시영아파트주택재건축정비사업조합	2015.03.30	2018.12.31	766	717	6.4%	-	-	-	-	0	0.0%	0.0%
개포주공2단지	개포주공2단지주택재건축정비사업조합	2015.12.29	2019.01.31	499	474	5.2%	26	-	-	-	26	5.2%	5.4%
호주 Westconnex Stage 1b (M4 East)	Sydney Motorway Corporation	2015.06.03	2019.03.01	762	723	5.1%	31	-	29	-	61	7.9%	8.4%
싱가폴 Changi Airport Pkg.1	Changi Airport Group Pte Ltd	2015.11.01	2019.07.31	670	662	1.2%	-	-	6	-	6	1.0%	1.0%
카자흐스탄Balkhash	BTPP Joint-Stock Company	2014.12.12	2020.03.30	1,482	1,442	1.8%	12	-	2	-	14	1.0%	1.0%
호주 Westconnex Stage2 (M5 Main Tunnel)	Sydney Motorway Corporation	2015.11.20	2020.03.31	1,016	997	1.9%	14	-	-	-	14	1.4%	1.4%
UAE 원전	한국전력공사	2010.03.26	2020.05.01	2,803	985,622	66.6%	239	-	-	-	239	8.5%	24.3%
강릉안인화력	강릉에코파워 주식회사	2014.02.12	2020.09.30	3,150	3093,169	1.8%	20	-	12	-	32	1.0%	1.0%
신고리 5,6호기	한국수력원자력(주)	2015.06.12	2022.02.28	546	536	1.9%	1	-	-	-	1	0.2%	0.2%
싱가폴	Singapore Land Transport Authority	2015.11.20	2023.02.28	476	473.76	0.5%	2	-	-	-	2	0.5%	0.5%
합 계				31,843	18,099	43.2%	730	-	514	730	-	514	6870.1%

자료: 삼성물산, 하나금융투자

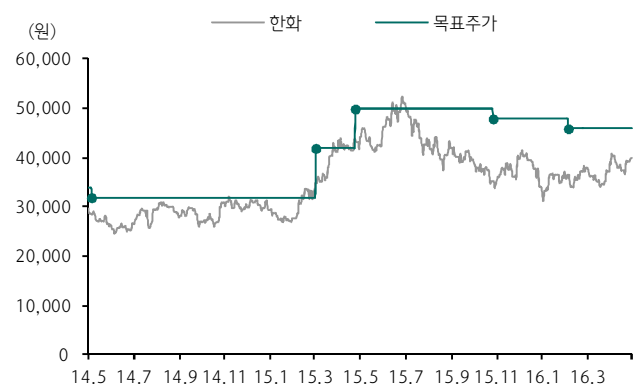
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

SK



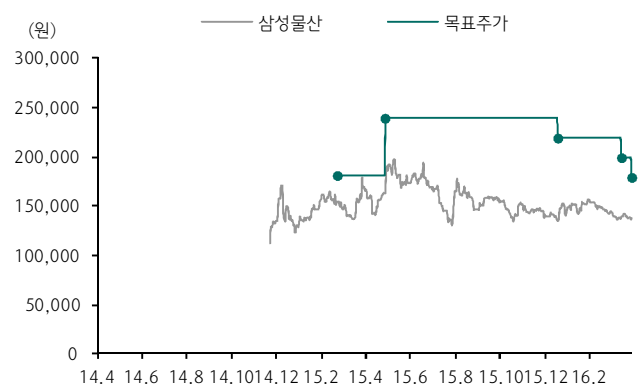
날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
16.1.7	BUY	330,000			
15.6.2	BUY	350,000			
15.3.23	BUY	290,000			

한화



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
16.2.24	BUY	46,000			
15.11.17	BUY	48,000			
15.5.15	BUY	50,000			
15.3.23	BUY	42,000			

삼성물산



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
16.4.27	BUY	180,000			
16.4.14	BUY	200,000			
16.1.17	BUY	220,000			
15.5.26	BUY	240,000			
15.3.23	BUY	182,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	85.5%	12.5%	1.9%	99.9%

* 기준일: 2016년 5월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원,채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원,채상욱)는 2016년 5월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.