

## 삼성엔지니어링(028050)

Positive  
Neutral  
Negative

## 매수(유지)

목표주가: 15,000원(유지)

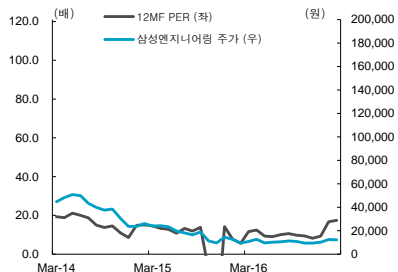
## Stock Data

KOSPI(2/23)	2,108
주가(2/23)	12,250
시가총액(십억원)	2,401
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	12,850/9,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,091
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.8/12.4
주요주주(%)	삼성SDI 외 8 인 20.5
	국민연금 6.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.6	0.4	12.9
상대주가(%)	3.6	(2.4)	2.8

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 상반기 강한 order flow

- 2016년, 카자흐스탄 발전(2조원)과 안부발전(2.3조원) 타결로 현재 수주잔고는 7.8조원으로 급격히 감소했으나 올해 수주잔고를 다시 채우는 과정
- UAE의 POC 계약 대기 중. 삼성엔지니어링 25억달러, CB&I 5억달러로 추정. 2015년 1차 입찰 당시 제시했던 가격과 큰 차이가 없음. 특히 POC에 필요한 핵심 유닛인 ARDS 공정은 CB&I가 기술을 보유하고 있어 기술적으로 우위였다고 판단. 최근 RRE 현장 화재가 POC 계약에 미치는 직접적 영향은 없음. 1분기 내 계약 기대
- 바레인 밥코의 '시트라' 정유 입찰 중. 테크닉, TR과 컨소시엄으로 수주 시 10~15억달러의 수주 확보 가능. 현재 4개 컨소시엄이 입찰 중. 1분기 윤곽
- 태국 PTTGC의 PO/Olefin/Polyols 3개 패키지에 일본 Toyo와 컨소시엄으로 입찰 (삼성 6~10억달러)이며 유리한 위치. SK건설, GS건설 등이 입찰했으며 3월 결과 확정
- 롯데케미칼은 국내 에틸렌 증설 예정이며 이에 입찰 중. 삼성엔지니어링은 롯데케미칼이 발주한 다수의 프로젝트 수행 경험. 2015년 발주한 미국 에탄크래커 EPC 수행 중
- 오만 두쿰 정유는 3개 패키지 모두 입찰했으며 최종 계약은 하반기에 이뤄질 프로젝트

## 관계사 공사와 해외 현장 종료로 cash flow 개선

- 2016년 관계사 공사 3.7조원(디스플레이 1.9조원, 삼성전자 0.9조원, 바이오로직스 0.5조원, SDI 0.4조원). 2017년은 최소 2조원 이상 관계사 수주 예상. 최근 애플의 OLED 공급을 위해 삼성디스플레이가 A5 투자를 고려하고 있음은 긍정적 뉴스
- 작년 말 RRE 현장 PAC를 수령해 올해 1천억원 이상의 매출채권 회수 등, 종료 예정 프로젝트에서의 잔금 유입 예정. 수주가 늘며 선수금 효과도 있어 cash flow는 빠르게 개선될 전망. 2016년 말 순차입금은 5천억원으로 전분기 대비 무려 5천억원 감축

## 리스크 관리

- 과거 손실의 요인은 저가수주보다 역량에 맞지 않은 무리한 수주 영향이 컸다고 봄. 일례로 '샤이바' 가스전, UAE CBDC는 20~30억달러 규모임에도 단독 수행
- 이후 JV 구성으로 초대형 프로젝트에서 발생할 수 있는 리스크 헷징
- 인력은 2012년 9,200명에서 현재 5,800명으로 줄었으며 당분간 인당 매출 10~11억원 수준에서 관리될 것. 역량 축적을 하며 점차 외형을 늘리는 것이 목표

## 투자사이클의 귀환, 수주잔고를 채우는 시기

- 통상 EPC 업체는 악성 잔고가 줄고 수주가 유입될 때 운전자금 부담은 줄고 선수금 효과가 나타나 급속한 재무구조 개선이 나타남. 이 현상이 나타날 2017년이 매수 적기. 정상화될 2018년 PER 10배, 올해 수주에 따라 밸류에이션 부담은 빠르게 완화
- 글로벌 투자사이클의 귀환과 함께 pure player인 삼성엔지니어링의 성장성 부각

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	8,911	162	55	1,487	NM	243	15.9	9.0	0.8	5.9	-
2015A	6,441	(1,454)	(1,305)	(35,301)	NM	(1,370)	NM	NM	NM	(409.0)	-
2016F	7,009	70	9	69	NM	129	149.3	17.9	1.7	3.2	-
2017F	5,514	174	119	605	776.9	231	20.2	12.2	1.8	12.4	-
2018F	6,127	317	229	1,168	93.1	375	10.5	7.2	1.6	20.3	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com허나래 3276-4126  
narae.heo@truefriend.com

<표 1> 바레인 'Bapco' 정유 현대화시설

(단위: 십억달러)

패키지	금액	Bidder
Modernization Programme(Total)	5.0	
1. Residue conversion		
2. Offsites & Utilities		JGC+GS건설,
3. Crude unit & Associated facilities		Technip+TR+삼성엔지니어링,
4. Hydrocracker & Associated units		Fluor+현대건설+대우건설,
5. Others- Hydrogen Plant, Kerosene Merox Unit 등		CB&I+ Petrofac

자료: MEED Projects, 한국투자증권

<표 2> 오만 'Duqm' 정유

(단위: 십억달러)

패키지	금액	Bidder
Duqm Refinery	6.0	
1. Process Unit (EPC 1)	2.2	
2. Offsite & Utilities (EPC 2)	2.2	대우건설+TR, 삼성엔지니어링+Chiyoda+Petrofac,
3. Others	1.6	CB&I+CTCI, 현대건설, JGC+GS건설+Saipem

자료: MEED Projects, 한국투자증권

<표 3> 삼성엔지니어링 실적 요약

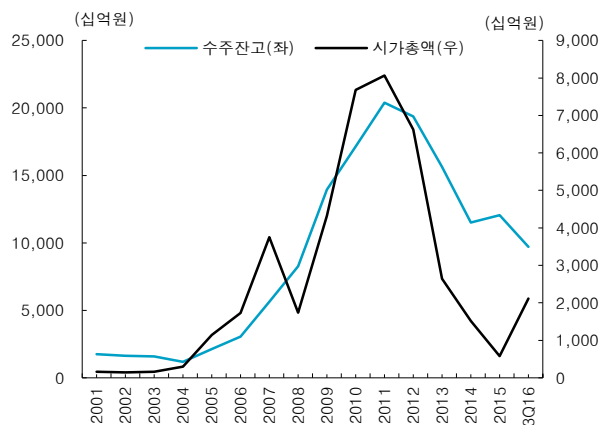
(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	1,474	1,880	1,631	2,024	1,346	1,257	1,414	1,497	6,441	7,009	5,514	6,127
YoY	-16.8%	2.0%	90.3%	2.8%	-8.7%	-33.1%	-13.3%	-26.0%	-27.7%	8.8%	-21.3%	11.1%
hydrocarbon	808	812	722	948	652	622	686	746	3,283	3,291	2,705	3,213
I&I	666	1,068	909	1,076	694	635	728	752	3,159	3,719	2,809	2,914
원가율(%)	92.2%	92.2%	90.8%	96.6%	91.9%	90.0%	89.4%	88.7%	116.9%	93.1%	90.0%	88.8%
Hydrocarbon	96.6%	96.8%	96.9%	83.9%	94.0%	92.0%	92.0%	90.3%	128.8%	91.0%	92.0%	89.5%
I&I	90.1%	88.6%	86.0%	107.8%	90.0%	88.0%	87.0%	87.1%	104.5%	95.0%	88.0%	88.0%
판관비	89	144	97	82	85	90	95	110	365	412	380	370
판관비율(%)	6.0%	7.6%	6.0%	4.1%	6.3%	7.2%	6.7%	7.3%	5.7%	5.9%	6.9%	6.0%
영업이익	27	4	53	(13)	24	36	55	59	(1,454)	70	174	317
YoY	23.1%	-76.5%	nm	-160.7%	-11.5%	927.1%	2.5%	nm	TTR	-104.8%	147.9%	82.7%
영업이익률(%)	1.8%	0.2%	3.3%	-0.7%	1.7%	2.9%	3.9%	4.0%	-22.6%	1.0%	3.1%	5.2%
세전이익	10	7	9	31	20	32	51	54	(1,450)	56	156	302
순이익	8	2	2	(3)	15	24	38	41	(1,304)	9	119	229

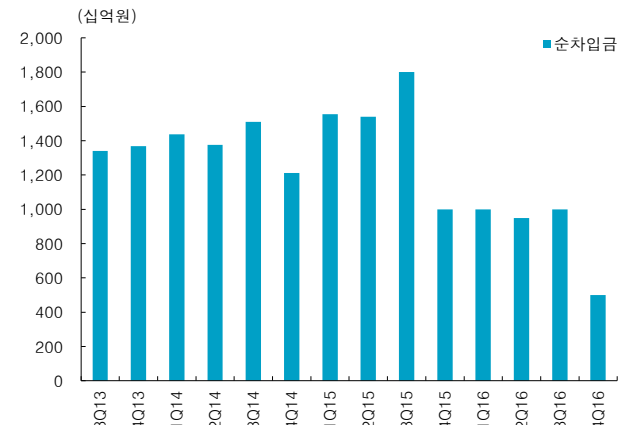
자료: 한국투자증권

[그림 1] 삼성엔지니어링 수주잔고와 시가총액

[그림 2] 삼성엔지니어링 순차입금 추이



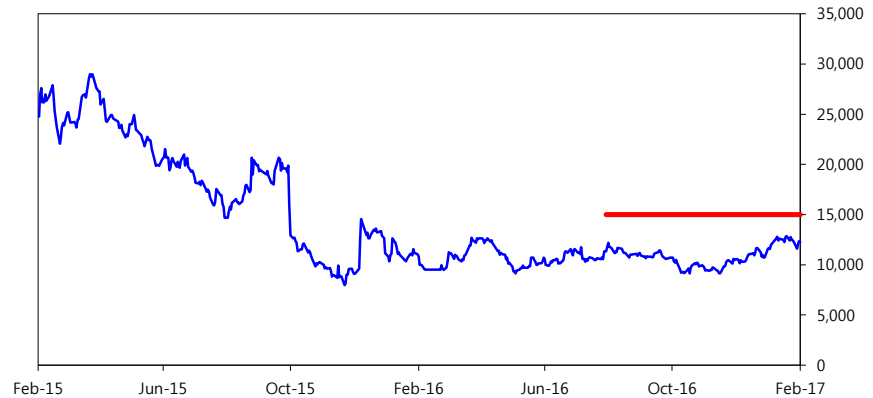
자료: 삼성엔지니어링



자료: 삼성엔지니어링

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성엔지니어링(028050)	2015.03.01	중립	-
	2016.08.21	매수	15,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 23일 현재 삼성엔지니어링 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.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 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
- 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.