

## 삼성엔지니어링(028050)

Positive  
Neutral  
Negative

## 매수(유지)

목표주가: 17,000원(유지)

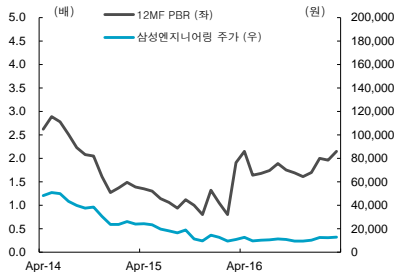
## Stock Data

KOSPI(3/31)	2,160
주가(3/31)	12,850
시가총액(십억원)	2,519
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	13,500/9,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,570
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.7/13.0
주요주주(%)	삼성SDI 외 7인 20.6
	국민연금 6.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.6	19.0	18.4
상대주가(%p)	0.3	13.3	10.2

## 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 신규수주에 청신호들

- 최종 계약은 아직 없으나 작년부터 준비했던 주요 프로젝트의 윤곽 나타나기 시작
- 1) 태국 PTTGC 에틸렌: Toyo와 컨소시엄으로 입찰해 3개 패키지 중 2개 로이스트(최저가 낙찰업체) 선정, 4월에는 ORP(6억달러) 계약 예상, PO(3억달러)는 이후 계약
- 2) 오만 '두쿰' 정유: 3개 패키지 중 가장 큰 pkg1의 숏리스트 중 하나로 선정[표1], 발주처와 4월 중순부터 협의 예정. 삼성엔지니어링은 3개 패키지 모두 입찰
- 3) 바레인 밥코의 '시트라' 정유: 발주처는 4개 컨소시엄과 모두 협상 중. 삼성엔지니어링 컨소시엄이 제출한 가격은 경쟁력이 있는 것으로 파악됨
- 4) UAE POC(25억달러): 루와이스 공단 화재로 계약이 지연되고 있으나 해당 공단에 필요한 설비(해양원유 정제)로 시점의 문제일 뿐 프로젝트 계약은 진행이 될 전망
- 5) 관계사: 삼성전자 평택공장(초순수 플랜트), 삼성디스플레이 증설 등을 고려 시 당초 예상했던 올해 관계사 수주 2조원을 상회할 전망(2016년 3.7조원으로 사상 최대)

## 단기적인 매출 감소 부담, 판관비 절감과 원가를 정상화로 이겨내

- 2016년 말 수주잔고 8.2조원(카자흐스탄 발하쉬, 사우디 안부발전 타절)까지 감소해 2017년 매출은 전년대비 21% 감소 예상. 고정비 부담이 있으나 현재 인력은 5,900명으로 판관비는 3,500~3,800억원 내에서 수익성 강화, 인당 매출 10억원 유지
- 현안 프로젝트인 UAE CBDC는 총당금 잔액 550억원 내에서 예정대로 진행, 8월 준공
- 2017년 매출은 쿠웨이트 CFP, 말레이시아 Rapid, 미국 롯데케미칼 현장에서 주로 발생. CFP는 우려와 달리 예상 원가율이 양호, 올해 심각한 비용차질 현상은 없을 것
- 2017년 프로젝트 준공(CBDC, 사우디 루브렐 정유)으로 매출채권 회수, 신규수주 증가로 선수금 유입, 안정적 관계사 공사 진행 등으로 현금흐름 크게 개선 예상

## Implication &amp; Valuation: 신규수주와 선수금 유입이 빨라질 해

- 2010~2012년의 후유증으로 seller와 buyer 모두 리스크 관리역량 강해져, 대형 프로젝트의 몰아주기보다, 컨소시엄 입찰 등 파트너링 활발. 삼성엔지니어링은 테크닉, 치요다 등과 파트너링으로 리스크를 분산하는 동시에 미경험 공정 경험 축적의 기회
- 2017년 손익은 매출 감소로 큰 폭 개선은 어렵지만 수주에서 upside 발생, 자연스럽게 2018년 이익 upside, 시장 예상을 상회하게 된 부분은 '두쿰' 정유와 관계사 공임. 이를 토대로 올해 수주는 최소 6조원, 조심스럽지만 최대 8조원까지 기대 가능할 전망
- EPC 업체의 주가는 통상 악성 수주잔고가 매출화 돼 수주잔고가 바닥인 상태에서, 신규수주가 들어오며 선수금 유입효과가 빨라지는 기간에 가장 크게 상승. 단기 매출과 이익은 부진해도 현금흐름과 차입금 감소가 본격화되는 시점이기 때문. 올해의 삼성엔지니어링이 바로 이 구간에 해당. Top pick 유지

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126  
narae.heo@truefriend.com

	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	42	313	NM	129	32.9	17.9	1.7	13.8	-
2017F	5,514	174	119	605	93.1	231	21.2	12.7	1.9	12.0	-
2018F	6,127	317	229	1,168	93.1	375	11.0	7.5	1.6	19.7	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 입찰을 마감한 중동 주요 정유 시설

(단위: 십억달러)

바레인 밥코	금액	Bidder
Modernization Programme(Total)	5.0	
1. Residue conversion		JGC+GS 건설,
2. Offsites & Utilities		Technip+TR+삼성엔지니어링,
3. Crude unit & Associated facilities		Fluor+현대건설+대우건설,
4. Hydrocracker & Associated units		CB&I+ Petrofac
5. Others- Hydrogen Plant, Kerosene		
오만 두쿰	금액	Bidder
Duqm Refinery(Total)	7.0	
1. Process Unit (EPC 1)	3.5	대우건설+TR, 삼성엔지니어링+치요다+페트로팩, JGC+GS 건설+사이펄
2. Offsite & Utilities (EPC 2)	2.5	대우건설+TR, 삼성엔지니어링+치요다+페트로팩, JGC+GS 건설+사이펄, 현대건설+현대엔지니어링+이토추
3. Others	1.0	삼성엔지니어링+치요다+페트로팩, Rotary engineering, TR+대우건설, Kenz, Saipem, Petrofac+삼성물산

자료: MEED Projects, 한국투자증권

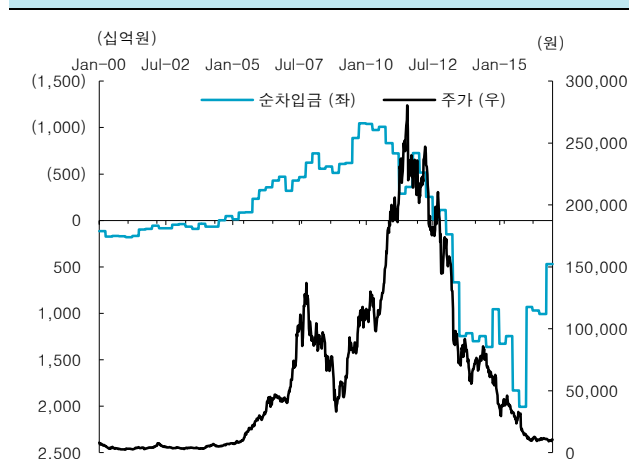
<표 2> 삼성엔지니어링 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출	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%
화공	808	812	722	948	652	622	686	746	3,283	3,291	2,705	3,213
비화공	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%
화공	96.6%	96.8%	96.9%	83.9%	94.0%	92.0%	92.0%	90.3%	128.8%	91.0%	92.0%	89.5%
비화공	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%	-547.3%	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	7	36	55	59	(1,450)	56	156	302
순이익	8	2	2	(3)	5	27	41	45	(1,304)	9	119	229

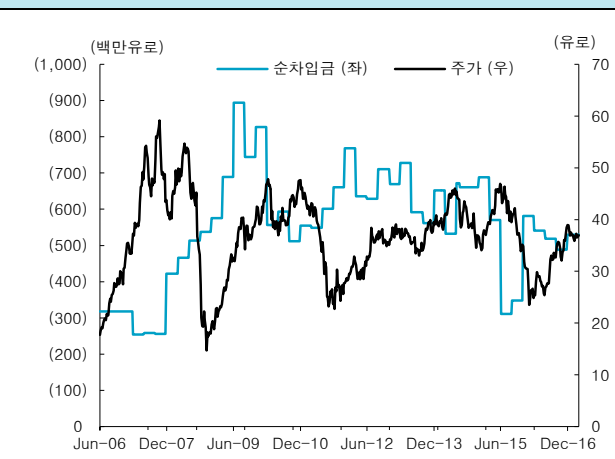
자료: 한국투자증권

[그림 1] 삼성엔지니어링 주가와 순차입금 추이 (축반전)



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

[그림 2] TR (스페인 EPC업체) 주가와 순차입금 추이 (축반전)



자료: TR, 한국투자증권

<표 3> 삼성엔지니어링 주요 해외 프로젝트와 미청구공사

(단위: 십억원)

Project	Contract Completion		Contract value	Completed	Residual value	Progress	미청구공사			추가비용	
							1Q	2Q	3Q	4Q	누적
Aramco Cogeneration	Sep-13	Jul-16	486	474	12	97.5%	1	-	-	1	30
Wasit Cogen. & Steam (Off)	Feb-11	Jan-15	698	696	2	99.7%	15	6	7	8	-
RAPID PKG.11 EO/EG	Dec-15	Apr-19	706	115	591	16.3%	15	0	-	-	-
KELAR Project (Off)	Jan-14	Dec-16	485	481	4	99.2%	16	27	8	-	-
KNPC CFP MAB#1	Apr-14	Jul-18	206	74	132	35.7%	-	-	-	-	-
Gazprom Badra Project	Feb-13	Mar-18	1,076	968	107	90.0%	150	98	83	77	120
West Qurna Ph.2 Project	Jan-10	Jul-14	1,592	1,587	5	99.7%	109	101	82	12	-
MCL Banyu Urip Project (Off)	May-11	Jul-16	483	483	0	100.0%	-	18	12	7	-
OPaL DFCU & AU Project	Dec-08	Jun-17	1,103	1,078	26	97.7%	44	42	43	44	-
Petronas Carigali TGA	Sep-13	Sep-16	804	753	51	93.7%	89	109	21	37	-
Luberef Yanbu Refinery	Oct-12	Mar-17	1,083	1,035	48	95.6%	149	91	100	155	-
YPFB Ammonia/Urea (Off)	Sep-12	Mar-17	952	873	79	91.7%	-	-	-	-	-
PEMEX SALAMANCA ULSD	Jan-16	Oct-18	637	8	629	1.2%	1	-	0	-	-
SEHC 법인 건설공사 (On)	Jan-15	Jul-17	484	457	27	94.4%	-	-	-	-	-
Shaybah Increase Gas	Mar-11	Dec-16	1,714	1,672	42	97.6%	-	-	1	0	-
Shaybah NGL Power	Aug-10	Nov-16	896	890	6	99.3%	21	7	6	6	-
Skikda Refinery Project	Aug-09	Oct-16	2,792	2,792	0	100.0%	89	93	89	12	-
SOCAR Ammonia and Urea	Mar-13	Jan-18	695	529	167	76.0%	-	45	42	53	-
Takreer CBDC	Jul-12	Jan-16	3,046	2,708	338	88.9%	-	-	-	107	556
TAKREER RRE u&o	Dec-09	Jul-16	3,285	3,273	12	99.6%	179	191	182	12	-
미국 Lotte MEG	Oct-15	Oct-18	517	140	377	27.1%	-	-	-	0	-
Timimoun (TFD) Project	Feb-14	May-17	896	573	322	64.0%	39	59	39	67	-
Eni Zubair DGS North	Apr-14	Oct-16	1,058	597	461	56.5%	30	5	15	45	-
Total			25,693	22,257	3,437		946	891	731	644	736

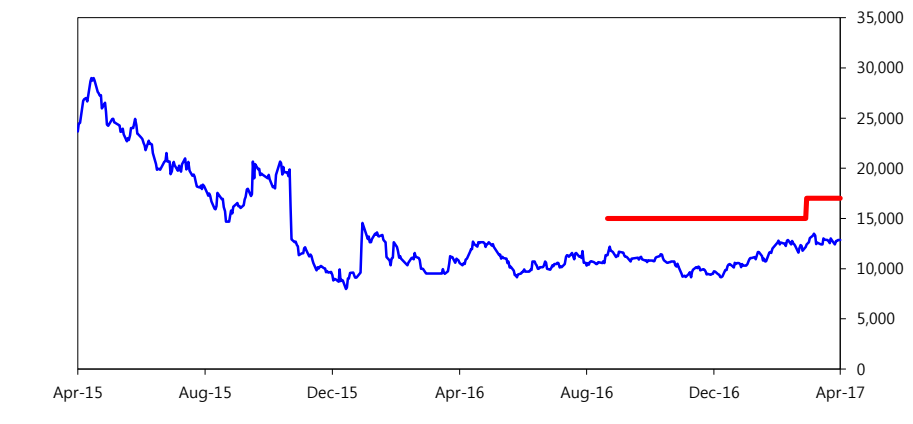
자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

## Appendix) EPC 용어 설명

- EPC 프로젝트는 다음과 같은 major milestone을 거치며 프로젝트를 종결함
- 1) 기계적 준공(Mechanical completion): 플랜트가 기계적으로 설치, 완공됨을 의미. MC를 수령하면 EPC업체의 비용 리스크는 크게 저하되기 시작
- 2) Pre-commissioning/Commissioning: 편치리스팅(배관이나 기계가 설계에 부합하는지 확인)이 진행되고 프로젝트 인계를 준비
- 3) Start-up: 시설에 원료를 feed-in(주입)해 product를 생산하는 단계
- 4) Performance test: 요구기간 동안 원료대비 생산물의 양과 질이 계약서에 명시된 조건에 부합하는지 검증
- 5) PAC(Provisional Acceptance certificate): 플랜트가 완성된 뒤 performance test 과정에서 운전이 문제없음이 확인됐을 때 사업주로부터 발급받는 공증서. 사전적 의미는 임시의 승인 공증으로, 이때부터 warranty가 시작됨. 대부분 PAC를 수령하고 나면 매출채권이 현금으로 회수되며 EPC업체의 비용 리스크는 희박해지며 대부분의 손익 인식이 완료됨
- 6) FAC(Final acceptance certificate): Warranty 기간까지 운전이 문제가 없을 경우, 사업주로부터 발급받는 공증서. 이를 수령하면 법적으로 사업이 종료됨을 의미

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성엔지니어링(028050)	2015.04.02	중립	-
	2016.08.21	매수	15,000 원
	2017.02.28	매수	17,000 원



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 1일 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.