

삼성엔지니어링(028050)

Positive
Neutral
Negative

매수(유지)

목표주가: 17,000원(유지)

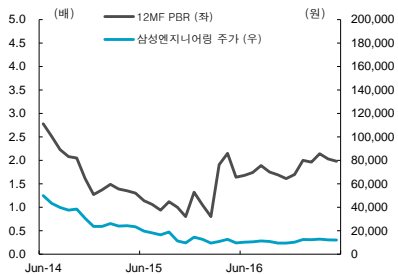
Stock Data

KOSPI(5/10)	2,270
주가(5/10)	12,000
시가총액(십억원)	2,352
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저(원)	13,500/9,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,562
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.2/14.4
주요주주(%)	삼성SDI 외 7인 20.6
	국민연금 8.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.4)	24.1	5.3
상대주가(%p)	(10.8)	10.7	(9.2)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

수주 가시권의 프로젝트는 70억달러, 2분기부터 계약으로 연결될 것

- 안건은 많아졌지만 아직 계약에 도달한 프로젝트는 없음. 그러나 5월말부터 점차 계약으로 이어지기 시작할 것. 수주 가시권에 들었거나 유력 프로젝트 규모는 총 70억달러
- 1) 태국 PTTGC의 ORP(6억달러): 5월 말 early work 시작, 계약 막바지 단계. 이 프로젝트가 해외수주 캘리의 시작점이 될 것
- 2) PTTGC의 PO(3억달러): ORP 계약 이후 2분기 계약 예상
- 3) UAE POC(25억달러): 발주처 Adnoc의 의사결정은 완료됐으나 왕실회의를 통과해야 함. 회의 개최 일정은 미정이나 결국 계약될 것으로 봄
- 4) 오만 두쿰: 패키지 1(프로세스)과 2(유틸리티)의 숏리스트로 선정됨. 삼성엔지니어링 포션은 각각 10억달러. 발주처는 늦어도 6월까지 EPC 업체 선정을 한다는 입장
- 5) 바레인 밥코(15억달러): 발주처는 입찰한 4개 컨소시엄과 협상 중. 삼성엔지니어링은 유리한 위치에 있는 것으로 파악. 오만과 바레인 프로젝트 모두 PF금융 방식으로, 최종 금융확정은 3분기 말이며 이때 최종 계약가도 확정됨. 따라서 EPC업체로 선정되면 EPC 계약 전 early work을 먼저 수행하는 스킴임
- 가시권 내 프로젝트 규모만 70억달러로 1/2만 수주해도 30억달러를 초과할 수 있음
- 6) 관계사 공사: 올해 목표는 2조원이나 이를 초과할 가능성. 2016년도 목표 2조원을 초과한 3.7조원을 기록. 7월부터 디스플레이 A5 공사부터 순차적 수주 예상
- 그 외 사우디 다운스트림 프로젝트, 아랍코의 하위얏 가스 등이 주력 프로젝트[표 1]

리스크 관리와 신상품 준비 병행

- 미국 브라운스빌 LNG는 off-taker 모집에 성공하며 기존 계획 200만톤 대비 2배 늘려 사업 추진. 2018년 FID와 착공이 가능할 전망. 2011년 미국 다우케미칼 공사로 많은 손실을 입었지만 인력을 철수하지 않고 프로젝트 지속 발굴, 현재도 40여명 상주
- 캐나다 PNW LNG는 2015년 취소됐다가 발주처가 재입찰 의사를 밝히며 Pre-FEED 진행 중. 북미 LNG프로젝트는 입찰 컨소시엄에게 FEED를 받고 이를 기준으로 EPC 업체를 선정하는 구조. 2018년 FEED 재입찰부터 시작될 것으로 보임
- 바이오: 바이오로직스의 에디슨 1차 780억원, 2차 3,700억원, 3차 5천억원으로 세계 최대규모 바이오공장 수행 실적 갖춰. 중동/동남아에 32건의 바이오플랜트 입찰 중. 기본설계가 가능해 국내 유수의 제약사와 중국 진출도 함께 논의. 관련 인력은 200명으로 국내 유일의 역량 보유, 자기 성장동력
- 쿠웨이트 CFP 정유: 최근 JGC가 손실을 인식하며 논란. 삼성엔지니어링은 여전히 매우 양호한 원가율로 진행 중. JGC/GS건설/SK건설이 진행 중인 #1은 완공이 2017년 말로 3개 패키지 중 가장 빠름. #3은 가장 먼저 착공한 패키지면서도 준공은 2018년 하반기로 가장 늦어 공기에 여유[표 2]. 2014년 외국인 근로자의 비자 발급에 필요한 메디컬 센터 개수가 축소되며 JGC가 인력 수급에 어려움을 겪음. 그러나 삼성엔지니어링의 현장은 가장 먼저 착공하며 인력 리소스 선점효과가 컸음

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

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	6,441	(1,454)	(1,305)	(35,301)	NM	(1,370)	NM	NM	NM (409.0)	-	-
2016A	7,009	70	26	150	NM	149	68.7	16.5	2.0	7.4	-
2017F	5,514	173	118	604	302.3	252	19.9	11.5	2.1	11.1	-
2018F	6,127	314	227	1,157	91.7	393	10.4	7.1	1.7	18.2	-
2019F	6,457	400	293	1,495	29.3	477	8.0	5.6	1.4	19.5	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Implication & Valuation: 분명해진 투자사이클, 노이즈를 매수 기회로

- 1분기 이례적인 원화강세로 환차손 발생, 영업단에 400억원의 원가 상승효과. 그러나 3월 말 원달러 환율은 1,119.3원/달러인 반면, 전일 1,135.8원/달러로 이미 15% 상승. 6월 말 환율에 따라 달라지겠으나 1분기 발생했던 환차손 일부는 2분기 이익으로 다시 환원될 것
- 삼성엔지니어링은 달러의 경우 선물환 헷지를 하지 않고 이중통화만 헷지를 해 옴. 그러나 POC 프로젝트를 시작으로 원달러도 선물환 헷지를 시작, 수주 경쟁력과 이익 안정성 제고
- 유가 하락과 차익실현의 욕구 등으로 주가 조정기 거쳐, 산유국의 감소 의지가 강하고 지난 1분기 오일메이저들의 실적이 크게 개선돼 재원이 마련된 만큼, 본격적인 투자사이클 재개 가능할 것[5/8주 '오일메이저의 실적 개선과 투자사이클' 참조]. 레버리지가 가장 큰 pure EPC의 매수가 유리한 이유, top pick 유지

<표 1> 2017년 중동의 주요 육상 프로젝트

(단위: 십억달러)

프로젝트	금액	Bidder
바레인 밥코 '시트라' 정유 현대화	5.0	(bold 체는 shortlist)
1. Residue conversion		
2. Offsites & Utilities		
3. Crude unit & Associated facilities		JGC+GS 건설, Technip+TR+삼성엔지니어링,
4. Hydrocracker & Associated units		Fluor+현대건설+대우건설, CB&I+ Petrofac
5. Others- Hydrogen Plant, Kerosene Merox Unit		
오만 '두쿰' 정유	7.0	(bold 체는 shortlist)
1. Process Unit (EPC 1)	3.5	대우건설+TR, 삼성 ENG+Chiyoda+Petrofac, JGC+GS+Saipem
2. Offsite & Utilities (EPC 2)	2.5	대우건설+TR, 삼성엔지니어링+Petrofac, JGC+GS+Saipem, 현대건설+현대엔지니어링+이토추
3. Others	1.0	Rotary engineering, TR+대우건설,Kenz, Saipem,Petrofac+삼성물산
사우디 Aramco Hawiyah gas(하위얏 가스)	1.2	GS 건설, 삼성 ENG, 현대건설, 현대중공업, JGC, 사이펴, TR, L&T, CTCI, 페트로팩
사우디 Aramco Haradh gas compression	1.2	
Pkg 1. North Haradh gas compression		
Pkg 2. Satellite Haradh gas compression		GS 건설, 대우건설, 삼성엔지니어링, 현대건설, 현대중공업, JGC,사이펴, TR, L&T, CTCI, 셉코, 페트로팩
Pkg 3. South Haradh Gas compression		
쿠웨이트 KOC NRP feed pipeline	0.9	대림산업, SK 건설, 사이펴, TR, JGC, SNC 라발린, KBR
사우디 Maaden Ammonia #2	1.0	대림산업(#1 수주), 한화건설, Intecsa, Fluor, 현대건설, JGC, GS 건설, 삼성 ENG

자료: MEED projects, 한국투자증권

<표 2> 쿠웨이트 CFP 수주 현황

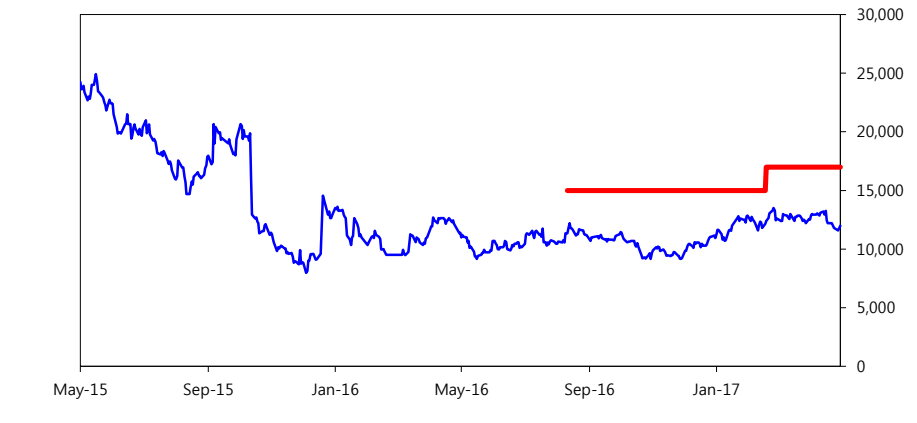
(단위: 십억달러)

패키지	도금액	준공 예정	컨소시엄
Package 1: 삼성(디젤수첨탈황)/페트로팩(CDU)/CB&I(ARDS)	3.7	Jun-18	삼성엔지니어링(43%)/CB&I(10%)/페트로팩(47%)
Package 2: 해양처리시설	3.4	Mar-18	Fluor/현대중공업/대우건설(33%)
Package 3: 증질유 탈황설비, 수소 생산설비	4.9	Dec-17	JGC/GS 건설(33%)/SK 건설

자료: 각사, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성엔지니어링(028050)	2015.05.24	중립	-
	2016.08.21	매수	15,000 원
	2017.02.28	매수	17,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 10일 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.