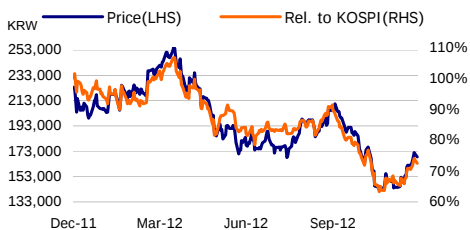


Company update

Korea / Industrials				
11 December 2012	BUY			
목표주가	200,000 원			
현재주가 (10 Dec 12)	168,500 원			
Upside/downside (%)	18.7			
KOSPI	1957.42			
시가총액 (십억원)	6,740			
52 주 최저/최고	141,000 - 255,500			
일평균거래대금 (십억원)	34.3			
외국인 지분율 (%)	39.2			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	9,298	11,477	12,624	14,350
영업이익 (십억원)	717.3	727.5	798.6	948.8
당기순이익 (십억원)	514.5	513.7	587.9	701.3
수정순이익 (십억원)	513.3	514.6	587.9	701.3
EPS (원)	12,832	12,864	14,698	17,532
EPS 성장률 (%)	44.6	0.3	14.3	19.3
P/E (x)	15.7	13.1	11.5	9.6
EV/EBITDA (x)	9.7	8.3	7.5	6.3
배당수익률 (%)	1.5	1.8	2.1	2.4
P/B (x)	6.0	3.9	3.1	2.4
ROE (%)	43.9	33.3	29.8	28.2
순차입금/자기자본 (%)	(53.8)	(13.9)	(18.2)	(15.8)
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	11.6	(17.8)	(24.9)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	8.8	(19.5)	(29.4)

변성진, Analyst

3774 1457 sjbyun@miraeasset.com

김정환

3774 1782 jeffkim@miraeasset.com

삼성엔지니어링 (028050 KS)

전화위복의 계기가 될 Yanbu III

삼성엔지니어링이 15억 불 규모의 사우디 Yanbu III 발전 프로젝트를 수주. 당초 예상되었던 시나리오 중 가장 긍정적인 형태인 주기기 분리 발주 형태로 수주됨에 따라 그 동안 동사 주가에 부정적 요인으로 작용하였던 Yanbu III 프로젝트의 수익성 우려에서 벗어나는 계기가 될 것으로 판단. 특히 우리는 이번 Yanbu III 프로젝트를 통해 삼성엔지니어링의 수익성 관리에 대한 강력한 의지와 대형 발전 사업에서의 삼성엔지니어링의 위상 강화를 확인할 수 있었다는 점을 높게 평가. 내년부터 ex-중동/offshore 부문에서 본격적인 수주 모멘텀에 대한 기대가 가능할 뿐만 아니라, backlog/revenue 기준 이익 가시성이 국내 업체 중 가장 높은 삼성엔지니어링을 건설 업종 Top pick 으로 유지

주기기 분리 발주로 수익성 우려 탈피 기대

삼성엔지니어링이 Yanbu III 발전 프로젝트를 수주. 삼성엔지니어링의 수주 규모는 15억불 수준으로 당초 예상되었던 시나리오 중 가장 긍정적인 형태인 주기기 분리발주 형태로 수주된 것으로 파악. 이번 수주로 삼성엔지니어링은 Yanbu III 프로젝트의 수익성 우려에서 벗어날 수 있다고 판단하는데, 기존 가격으로 유럽산 기자재 구매/설치를 포함한 일괄수주를 했을 경우 삼성엔지니어링의 수익성 악화가 예상된 상황이었기 때문. 그동안 SWCC는 신뢰성의 문제 때문에 중국 기자재 대신 기존 가격으로 유럽산 기자재를 사용하자고 주장해 왔으나, 삼성엔지니어링은 수익성을 감안할 때 기존 가격(US\$3.0bn)으로는 SWCC가 원하는 주기기를 사용하지 못하겠다는 입장을 전달한 상태.

삼성엔지니어링 파워플랜트 부문에서 입지 강화 계기

이번 Yanbu III 프로젝트는 두 가지 측면에서 중요한 의미를 지닌다는 판단임. 첫째, 삼성엔지니어링의 수익성 관리에 대한 강력한 의지를 표명하는 계기가 되었다는 점. 사우디 big client 인 SWCC와의 협상에서 총괄 수주보다는 수익성을 감안한 분리 수주를 주장했다는 점을 높게 평가. 둘째, 대형 발전 사업에서의 삼성엔지니어링의 위상 강화임. 왜냐하면 동 프로젝트의 수 차례에 걸친 review 과정에서 삼성엔지니어링의 발전 프로젝트에 대한 공사수행능력은 결론적으로 긍정적인 검증을 받았다고 판단되기 때문. 안부 III 프로젝트는 US\$3.0bn 을 넘어서는 대규모 공사일 뿐만 아니라 담수 프로젝트와의 연계성을 감안할 때, 공사품질의 신뢰성이 특히 중요한 요소였다는 판단.

내년 초에도 이어질 수주 모멘텀

이번 수주로 삼성엔지니어링의 수주 누계액은 124 조원으로 연간 가이드선스 13 조원의 95% 수준에 이를 것으로 전망. 2013년에는 최소 15 조원 이상의 수주를 기대하고 있으며, 내년 1사분기 이라크 Badra 프로젝트(US\$900mn), 사우디 Rabigh II 파워플랜트(US\$1,900mn)를 시작으로 수주 모멘텀이 시작될 전망. 특히 내년 초로 예상되는 Upper Zakum, Um al-Lulu 및 Sarb 등 offshore 프로젝트에서의 수주 여부가 주요 catalyst 가 될 것으로 판단.

매수 투자이견 및 목표주가 200,000 원 유지

삼성엔지니어링에 대한 매수 투자이견 및 목표주가 200,000 원을 유지함. 안부 III 프로젝트의 수주로 신규 수주 및 수익성에 대한 확실성이 감소할 것으로 예상될 뿐만 아니라, 동 수주가 발전 플랜트 부문에서의 삼성엔지니어링 입지를 강화시키는 계기로 작용할 것으로 판단되기 때문. 특히 최근 한국 건설업체들의 어려움이 중동/onshore 부문에서 발생하고 있음을 감안할 때, ex-중동/offshore 부문에서 국내 건설업체 중 가장 빠른 움직임을 보이고 있다는 점에 주목.

Figure 1 Samsung Engineering's major project list in Middle East

ProjectName	Country	Sector	Status	Budget(US\$m)	AwardDate
Lukoil/NOC - West Qurna-2 Oil Field Development: Early Production Facilities	Iraq	Oil / Gas Production	Awarded	750	2012-02
Lukoil/NOC -West Qurna-2 Oil Field Development: CPF	Iraq	Oil / Gas Production	Awarded	998	2012-02
Maaden / Alcoa - Aluminium Project: Ras Al-Khair Steam Host Facility	Saudi Arabia	Metal	Awarded	100	2012-02
TAKREER - Ruwais Carbon Black and Delayed Coker Project	UAE	Refining	Awarded	2,470	2012-06
Luberef - Yanbu Refinery Expansion: Main Package	Saudi Arabia	Refining	Awarded	871	2012-10
SWCC / Marafiq - Yanbu Power Plant: Phase 3	Saudi Arabia	Power	Awarded	1,500	2012-12
Al Rajhi Steel Industries - King Abdullah Economic City: Steel Plant	Saudi Arabia	Metal	Main Contract Bid	3,000	2012-12
ZADCO - Upper Zakum Full Field: Early Production Facility: Onshore: EPC 2	UAE	Oil / Gas Production	Main Contract Bid	4,200	2012-12
ADMA-OPCO - Sarb Full Field Development: Main Processing Plant (Package IV)	UAE	Oil / Gas Production	Main Contract Bid	500	2013-01
Gazprom/Kogas/Petronas/TPAO/NOC - Badra Oil Field Development: CPF: Phase II	Iraq	Oil / Gas Production	Main Contract Bid	900	2013-01
Saudi Kayan/Saudi Aramco/Dow Chemicals - N-Butanol Plant	Saudi Arabia	Petrochemicals	Main Contract Bid	500	2013-01
KNPC - Clean Fuel Project 2020: Preparation Works	Kuwait	Refining	Main Contract Bid	500	2013-01
ADCO - Bab Compression Facilities Expansion Project: Phase II	UAE	Pipeline	Main Contract Bid	500	2013-01
Eni / Oxy / Kogas / MOC - Zubair Field Development: Degassing Stations	Iraq	Oil / Gas Production	Main Contract Bid	500	2013-01
SEC - Rabigh 2 IPP	Saudi Arabia	Power	Main Contract Bid	1,900	2013-02
ADMA-OPCO-Sarb Full Field Development:Package III: Pipelines & Platforms	UAE	Pipeline	Main Contract Bid	300	2013-02
ADMA-OPCO - Umm Al Lulu Field Development: Full Field Development: Package I	UAE	Oil / Gas Production	Main Contract Bid	500	2013-02
ADMA-OPCO - Umm Al Lulu Field Development: Full Field Development: Package II	UAE	Gas processing platform	Main Contract Bid	2,100	2013-03
Laffan Refinery Company - Laffan Condensate Refinery: Phase II	Qatar	Refining	Main Contract Bid	1,000	2013-03
KNPC-Mina AlAhmadi Refinery Solid Sulphur Handling&Ship LoadingFacilitiesUpgrade	Kuwait	Infrastructure	Main Contract Bid	700	2013-03
AMIAS Real Estate - Sail Tower in Jeddah (Kempinski Hotel & Residence)	Saudi Arabia	Construction	Main Contract Bid	350	2013-04
PTB - Ummal-Hayman Sewage Treatment Plant Expansion	Kuwait	Water and Waste	Main Contract PQ	1,550	2013-05

자료: MEED project, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 Samsung Engineering's major engaged projects-I

Project name	ZADCO - Upper Zakum Full Field: Early Production Facility: Onshore: EPC 2	ADMA-OPCO - Umm Al Lulu Field Development: Full Field Development: Package I	ADMA-OPCO - Umm Al Lulu Field Development: Full Field Development: Package II
Sector	Oil / Gas Production	Oil / Gas Production	Gas processing platform
Country	UAE	UAE	UAE
Project Owner	Zakum Development Company (ZADCO)	Abu Dhabi Marine Operating Company (Adma-Opco)	Abu Dhabi Marine Operating Company (Adma-Opco)
Budget value (US\$ m)	4,200	500	2,100
Award date	12-2012	02-2013	03-2013
Completion date	07-2015	10-2018	10-2018
Project status	Main Contract Bid	Main Contract Bid	Main Contract Bid
EPC contract Bidders List	Hyundai Heavy Industries (HHI), J Ray McDermott, National Petroleum Construction Company (NPCC), Samsung Engineering , Petrofac Limited, Saipem SpA, Swiber Offshore Construction Pte Limited, Technip KTI SpA	Hyundai Heavy Industries (HHI), J Ray McDermott, National Petroleum Construction Company (NPCC), Samsung Engineering , Leighton Offshore Pte Ltd, Petrofac Limited, Saipem SpA, Technip	Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering Company Limited, Hyundai Heavy Industries (HHI), Saipem SpA, Samsung Engineering , Technip, Leighton Offshore Pte Ltd,
EPC contract PQ List	Daewoo Engineering & Construction Company Limited, Hyundai Heavy Industries (HHI), J Ray McDermott, JGC Corporation, National Petroleum Construction Company (NPCC), Petrofac Limited, Saipem SpA, Samsung Engineering , Swiber Offshore Construction Pte Limite	J Ray McDermott, L&T, Leighton Offshore Pte Ltd, National Petroleum Construction Company (NPCC), Saipem SpA, Samsung Engineering , Technip France, Petrofac Limited	Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering Company Limited, Hyundai Heavy Industries (HHI), J Ray McDermott, L&T, National Petroleum Construction Company (NPCC), Saipem SpA, Samsung Engineering , Technip, Leighton Offshore Pte Ltd

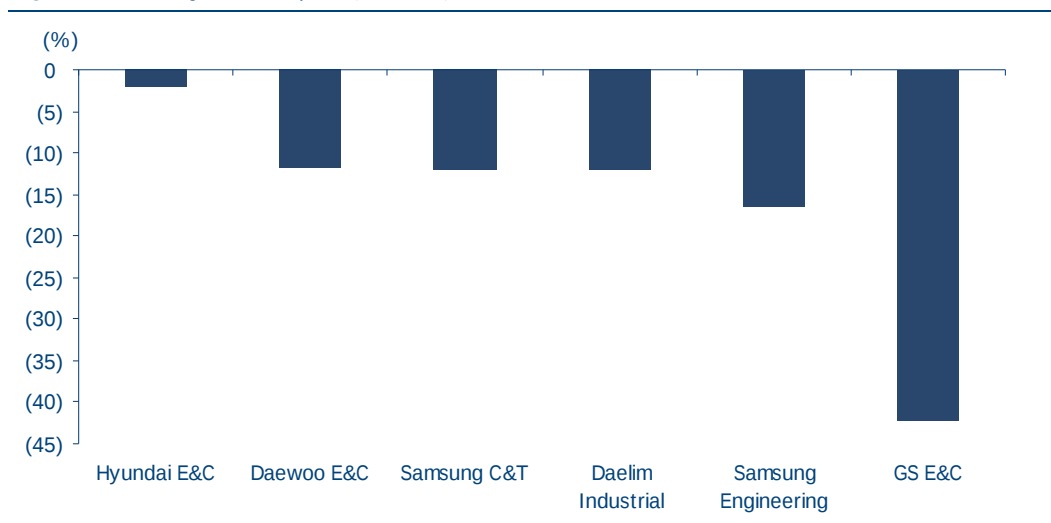
자료: MEED project, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 Samsung Engineering's major engaged projects-II

Project name	ADMA-OPCO-Sarb Full Field Development:Package III:Pipelines & Platforms	ADMA-OPCO - Sarb Full Field Development: Main Processing Plant (Package IV)	Al Rajhi Steel Industries - King Abdullah Economic City: Steel Plant
Sector	Pipeline	Oil / Gas Production	Metal
Country	UAE	UAE	Saudi Arabia
Project Owner	Abu Dhabi Marine Operating Company (Adma-Opco)	Abu Dhabi Marine Operating Company (Adma-Opco)	Al Rajhi Steel
Budget value (US\$ m)	300	500	3,000
Award date	02-2013	12-2012	12-2012
Completion date	07-2015	07-2015	07-2015
Project status	Main Contract Bid	Main Contract Bid	Main Contract Bid
EPC contract Bidders List	Hyundai Heavy Industries (HHI), J Ray McDermott, National Petroleum Construction Company (NPCC), Samsung Engineering , Leighton Offshore Pte Ltd, Petrofac Limited, Saipem SpA, Technip	GS E&C, Hyundai E&C, Hyundai Heavy Industries, JGC Corporation, KBR, National Petroleum Construction Company (NPCC), Petrofac Limited, Saipem SpA, Samsung Engineering , Samsung Heavy Industries, SK E&C, STX Construcion Company, Technip	Daelim, Danieli Corporation, Hyundai E&C, Petrofac, Samsung Engineering , Siemens, SMS Holding
EPC contract PQ List	Hyundai Heavy Industries, L&T, Leighton Offshore Pte Ltd, National Petroleum Construction Company (NPCC), Petrofac Limited, Saipem SpA, Samsung Engineering , Technip, Worley Parsons, J Ray McDermott	Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering Company Limited, GS E&C, Hyundai E&C, Hyundai Heavy Industries, J Ray McDermott, JGC Corporation, KBR, L&T, National Petroleum Construction Company (NPCC), Petrofac Limited, Saipem SpA, Samsung Engineering , Samsung Heavy Industries, SK E&C, STX Construcion Company, Technip	Daelim, Danieli Corporation, Hanwha, Hyundai E&C, Petrofac, Samsung Engineering , Siemens, SMS Holding, SMS Siemag AG

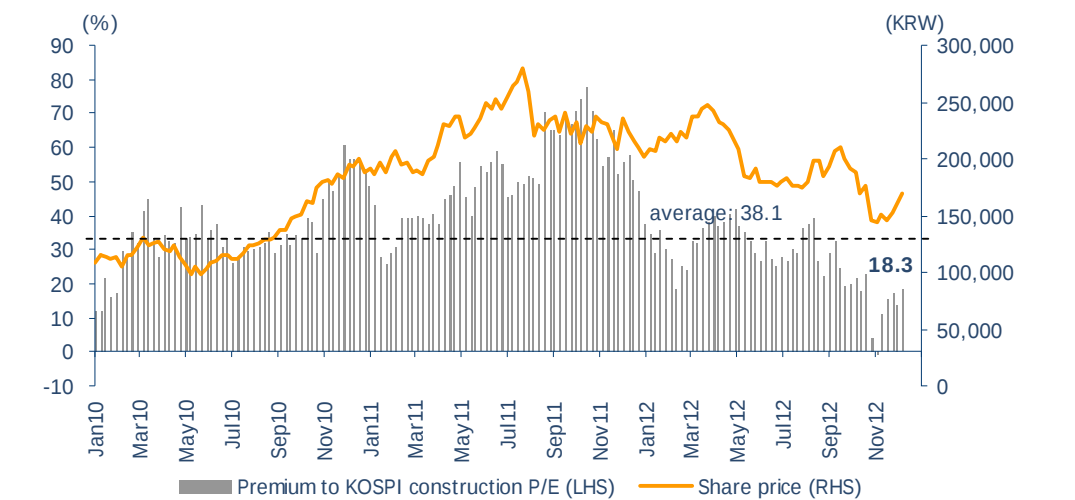
자료: MEED project, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 % change in share price (2012 YTD)



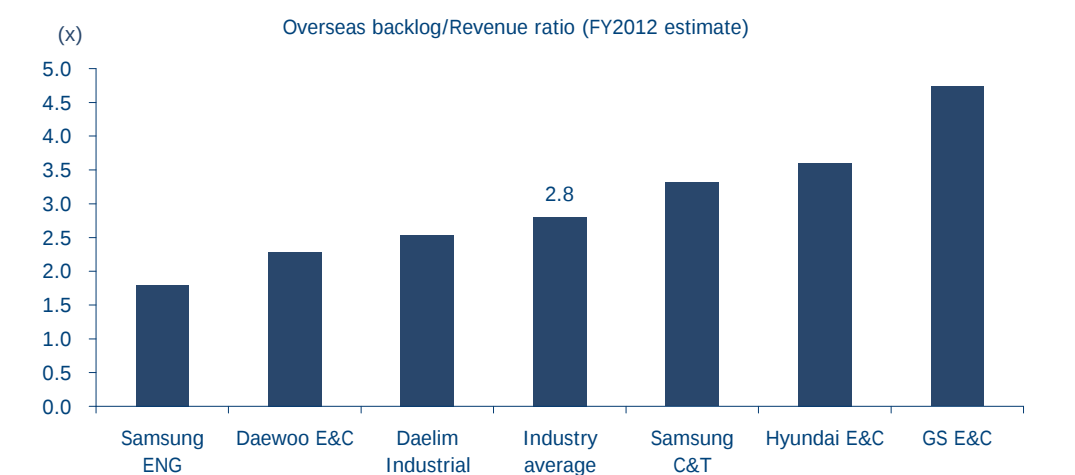
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 Samsung Engineering's valuation premium trends



자료: Quantiwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 Korea E&C company's overseas backlog/revenue ratio



주: 해외 수주잔고는 2011년, 매출액은 2012년 해외 매출액 기준

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 Valuation by PEG method

(KRW bn, x)	peer group	Samsung ENG	Remarks
(1) P/E (2012E)		12.1	
(2) EPS CAGR (12~14)		16.7	
(3) PEG = (1)/(2)	1.03	0.72	
(4) Target PEG	.	0.93	10% discount
(5) Target PER = (2) * (4)		15.5	
(6) EPS(2012E)		12,864	
(7) fair price = (5) * (6)		199,895	
(8) Target Price (KRW)		200,000	
(9) Current price (KRW)		149,000	
(10) Upside (%)		34.2	

자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

주: Valuation 산출시기는 2012년 11월 9일 동사 레포트 참고 (삼성엔지니어링-downside 보다는 upside 를 볼 때)

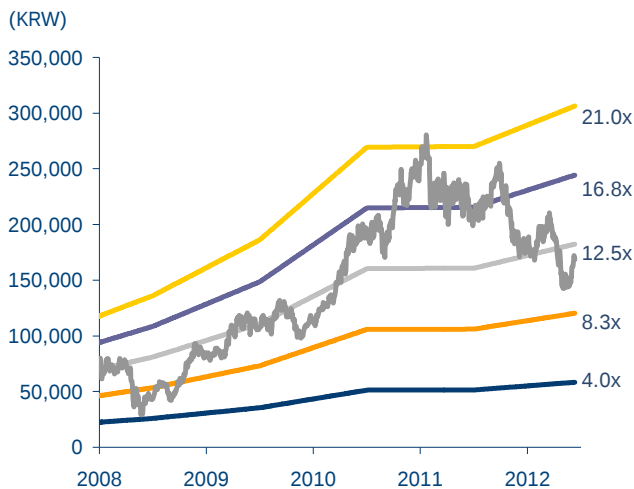
Figure 8 Peer valuation

(US\$, x)	Saipem	Technip	Fluor	Average	Samsung ENG	Compared to peer
Code	SPM IM	TEC FP	FLR US		028050 KS	
MV(US\$bn)	19.46	12.35	9.07		5.73	
P/E (FY1, a)	15.1	18.7	14.7	16.2	12.10	0.75
P/E (FY2)	13.8	14.3	13.1	13.7	10.6	0.77
P/E (FY3)	11.8	11.6	11.7	11.7	8.9	0.76
EPS (FY1)	2.9	5.9	3.7	4.2	12,864	
EPS (FY2)	3.2	7.7	4.17	5.0	14,698	
EPS (FY3)	3.7	9.4	4.7	5.9	17,532	
EPS CAGR(FY1~3, b)	13.0	26.6	12.2	17.3	16.70	0.97
PEG (c=a/b)	1.16	0.70	1.20	1.03	0.72	0.70
Market P/E(FY1)	9.87	11.42	14.10	11.80	9.54	0.81
Relative P/E(FY1)	1.5	1.6	1.0	1.40	1.3	0.90

자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

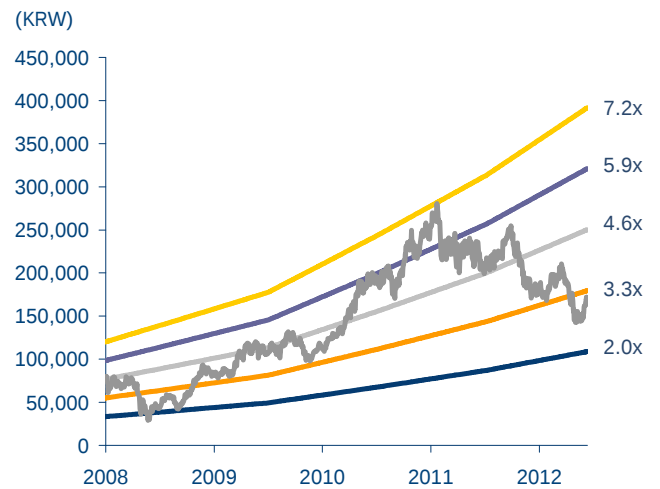
주: Valuation 산출시기는 2012년 11월 9일 동사 레포트 참고 (삼성엔지니어링-downside 보다는 upside 를 볼 때)

Figure 9 P/E band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 P/B band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	9,298	11,477	12,624	14,350
매출원가	(8,219)	(10,197)	(11,234)	(12,742)
매출총이익	1,079	1,280	1,390	1,607
판매비와관리비	(460)	(567)	(600)	(666)
영업이익 (조정)	619	713	791	941
영업이익	717	728	799	949
순이자손익	19	(9)	(11)	(10)
지분법손익	0	1	1	1
기타	(50)	(11)	(4)	(5)
세전계속사업손익	687	708	784	935
법인세비용	(172)	(194)	(196)	(234)
당기순이익	515	514	588	701
당기순이익 (지배주주지분)	513	515	588	701
EPS (지배주주지분, 원)	12,832	12,864	14,698	17,532

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	78.2	23.4	10.0	13.7
매출총이익 증가율	34.6	18.7	8.6	15.6
영업이익 증가율	65.8	1.4	9.8	18.8
당기순이익 증가율	44.6	0.3	14.3	19.3
EPS 증가율	44.6	0.3	14.3	19.3
매출총이익율	11.6	11.2	11.0	11.2
영업이익률	7.7	6.3	6.3	6.6
당기순이익률	5.5	4.5	4.7	4.9

자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	175	79	414	381
당기순이익	515	514	588	701
유무형자산상각비	38	54	51	56
기타	106	16	6	3
운전자본증감	(483)	(504)	(230)	(379)
투자현금	91	(425)	(144)	(211)
자본적지출	(265)	(218)	(90)	(143)
기타	356	(207)	(55)	(68)
재무현금	(108)	288	(120)	(140)
배당금	(92)	(111)	(120)	(140)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	(16)	398		
기초현금	409	560	497	646
기말현금	560	497	646	676

자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	4,157	4,542	5,035	5,565
현금및현금성자산	560	497	646	676
단기금융자산	192	179	186	194
매출채권	2,723	3,150	3,450	3,906
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	682	716	752	789
비유동자산	1,032	1,394	1,481	1,630
유형자산	700	757	802	896
투자자산	63	121	149	167
기타비유동자산	269	515	530	567
자산총계	5,189	5,935	6,515	7,194
유동부채	3,645	3,897	4,002	4,116
매입채무	3,417	3,275	3,378	3,490
단기금융부채	43	435	435	435
기타유동부채	185	187	189	190
비유동부채	230	329	336	339
장기금융부채	2	2	2	2
기타비유동부채	228	327	334	337
부채총계	3,875	4,226	4,338	4,455
지배주주지분	1,351	1,736	2,204	2,765
비지배주주지분	(37)	(26)	(26)	(26)
자본총계	1,313	1,710	2,178	2,739
BVPS (원)	33,766	43,402	55,100	69,133

자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	43.9	33.3	29.8	28.2
총자산이익률 (%)	12.3	9.2	9.4	10.2
재고자산 보유기간 (일)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 회수기간 (일)	73.7	93.4	95.4	93.6
매입채무 결제기간 (일)	98.5	120	108	98.4
순차입금/자기자본 (%)	(53.8)	(13.9)	(18.2)	(15.8)
이자보상배율 (x)	(37.3)	80.4	71.5	95.6

자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현재가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현재가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현재가 대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성 자 : 변성진, 김정환

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

