

Industry Comment

Korea / Construction & Engineering

19 February 2013 UNDERWEIGHT

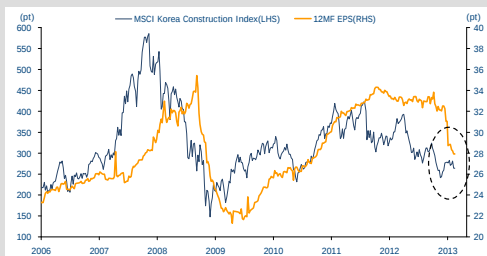


Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
삼성엔지니어링 (028050 KS)	BUY	158,500	200,000
삼성물산 (000830 KS)	HOLD	65,000	65,000
현대건설 (000720 KS)	HOLD	67,900	69,000
대림산업 (000210 KS)	HOLD	92,000	89,000
GS 건설 (006360 KS)	HOLD	52,800	51,000
현대산업 (012630 KS)	HOLD	22,500	21,000

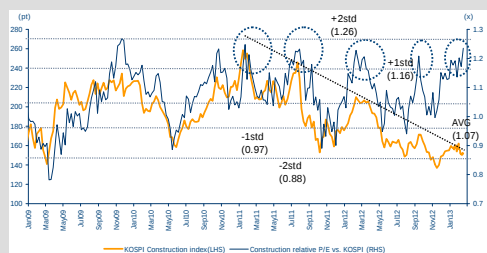
(주 2월 15일 종가 기준)

MSCI Korea Construction Index & 12M fwd EPS



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Relative valuation



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

변성진, Analyst

3774 1457 sjbyun@miraeasset.com

김정환

3774 1782 jeffkim@miraeasset.com

건설

뚜렷한 수주 환경 개선 힘들 듯

Event

지난주 Saipem(SPM,IM)은 4Q12 실적을, JGC(1963,JP) 및 Chiyoda(6366,JP)는 3QFY3/13 실적을 발표. Saipem 은 지난 1 월 말 2013 년 가이드스 하향 조정에서 경고한 대로 전년 동기 대비 30% 감소하는 분기 순이익 발표, JGC 와 Chiyoda 분기 순이익 역시 각각 전년 동기 대비 24%, 5% 감소함.

Impact

Saipem, 기대하기 힘든 2013 년 어닝 모멘텀

Saipem 의 경우 2014 년부터 저마진 프로젝트들의 수익성에 대한 부정적인 영향이 해소되기 시작할 것으로 예상되나, 2013 년은 뚜렷한 어닝 모멘텀을 기대하기 힘들다는 판단. 매출액의 46% 를 차지하는 Onshore E&C 부문의 영업이익률이 2.2%(4Q11 8.2%)로 급락하면서 4Q12 순이익률이 5.3%(4Q11 7.6%)로 하락하였으나, 2013 년 가이드스 순이익률은 이보다도 낮은 3.4%에 불과하기 때문. 2013 년에는 Offshore E&C 부문 실적 악화도 진행됨을 감안하여, Saipem 은 2013 년 순이익 가이드스를 지난해 대비 절반 수준인 EUR450mn로 제시한 상황(2012 EUR902mn, 2013 consensus EUR758mn). 수익성 악화의 주된 원인은 경쟁 심화로 2010 년 이후 낮은 가격에 수주한 프로젝트들의 수익성이 회사 기대치 만큼 회복하지 못하기 때문.

뚜렷한 수주 회복세 기대하기 힘든 2013 년

Saipem 의 2012 년 수주는 EUR13.4bn(+7% YoY)를 기록하였는데, 특히 Offshore(drilling + E&C)부문의 수주가 64%를 기록하면서 Onshore 부문이 지난 2010 년 62%를 차지한 것과 대조되고 있는 점은 긍정적. 2013 년 수주는 2012 년과 비슷한 EUR13bn 수준으로 예상되며, 신규 프로젝트들의 내재 수익성은 과거보다 향상될 것으로 전망. 하지만 신규 시장 진입자들의 증가 가능성과 경기회복 부진에 따른 리스크 요인은 부담.

JGC 의 3 분기 누적 수주액은 JPY275bn으로 가이드스 JPY600bn 대비 46%에 불과한 상황. 이는 말레이시아 Bintulu 프로젝트(JPY200bn) 발주가 지연되고 있을 뿐만 아니라 알제리 테러사건으로 알제리 가스 프로젝트 발주 역시 불확실성에 휩싸인 상태이기 때문. 4Q 에 수주 인식되는 베트남 Nghi Son 정유 프로젝트를 (JPY100bn) 포함하더라도 2013/03 회계연도 수주액은 가이드스에 미달할 전망.

Chiyoda 의 3 분기 누적 수주액 역시 JPY177bn으로 가이드스 JPY350bn 의 51%에 불과한 수준이나, 4Q 에 수주 인식되는 베트남 Nghi Son 정유소 프로젝트(JPY100bn) 감안시 연간 수주액은 가이드스에 근접할 것으로 전망. 하지만 기대하고 있는 호주 Browse LNG 프로젝트, 말레이시아 LNG train 9 프로젝트, 모잠비크 LNG 프로젝트의 발주 지연가능성은 감안할 필요.

Action and recommendation

건설업종 UNDERWEIGHT 유지

국내 건설업종에 대한 Underweight 의견을 유지. 지난 2011 년 삼성엔지니어링을 시작으로 국내 건설 업체들의 해외부문 실적악화에 이어 유럽 및 일본 업체들 역시 저조한 실적 및 수주 전망을 보이고 있는 것은 최근의 해외 사업 이슈가 한국 기업들의 고유한 문제라기보다 global 수주 환경 악화에 보다 크게 기인한다는 판단. 이에 따라 최근 건설업종의 이익 모멘텀 바닥 확인에 대한 기대감이 있으나 Saipem 과 같이 차별화된 수익성을 보여주는 Offshore 부문을 확보하지 못한 한국 건설업체들의 이익 회복 속도는 예상보다 더딜 수 있다는 판단. 특히 올해 쿠웨이트 프로젝트 제외시 뚜렷한 대형 수주 모멘텀이 부족할 뿐만 아니라 건설사들의 외부 자금 조달이 어려워진 상황 감안시 현주가 수준에는 downside 에 리스크에 더욱 주목할 필요.

Figure 1 Saipem's quarterly earnings

(EUR m)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12(P)	QoQ	YoY	Consensus	diff.
Revenue	3,412.0	3,132.0	3,265.0	3,549.0	3,423.0	-3.6	0.3	3,286.0	4.2
Operating Profit	405.0	373.0	389.0	401.0	318.0	-20.7	-21.5	334.0	-4.8
Net Profit	258.0	231.0	242.0	249.0	180.0	-27.7	-30.2	193.4	-6.9
Operating margin	11.9	11.9	11.9	11.3	9.3	-2ppt	-2.6ppt	10.2	-0.9ppt
Net Margin	7.6	7.4	7.4	7.0	5.3	-1.8ppt	-2.3ppt	5.9	-0.6ppt

자료: Saipem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 Saipem's yearly earnings & guidance

(EUR m)	FY2008	FY2009	Actual FY2010	FY2011	FY2012(P)	YoY	Guidance FY2013	Consensus FY2013	FY2014
New order	13,860	9,917	12,935	12,505	13,391	7.1			
Revenue	10,094	10,292	11,160	12,593	13,369	6.2	13,500	13,556	14,087
Operating Profit	1,084	1,163	1,319	1,493	1,481	-0.8	750	781	1,231
Net Profit	914	732	844	921	902	-2.1	450	444	769
Operating margin	10.7	11.3	11.8	11.9	11.1	-0.8ppt	5.6	5.8	8.7
Net Margin	9.1	7.1	7.6	7.3	6.7	-0.6ppt	3.3	3.3	5.5

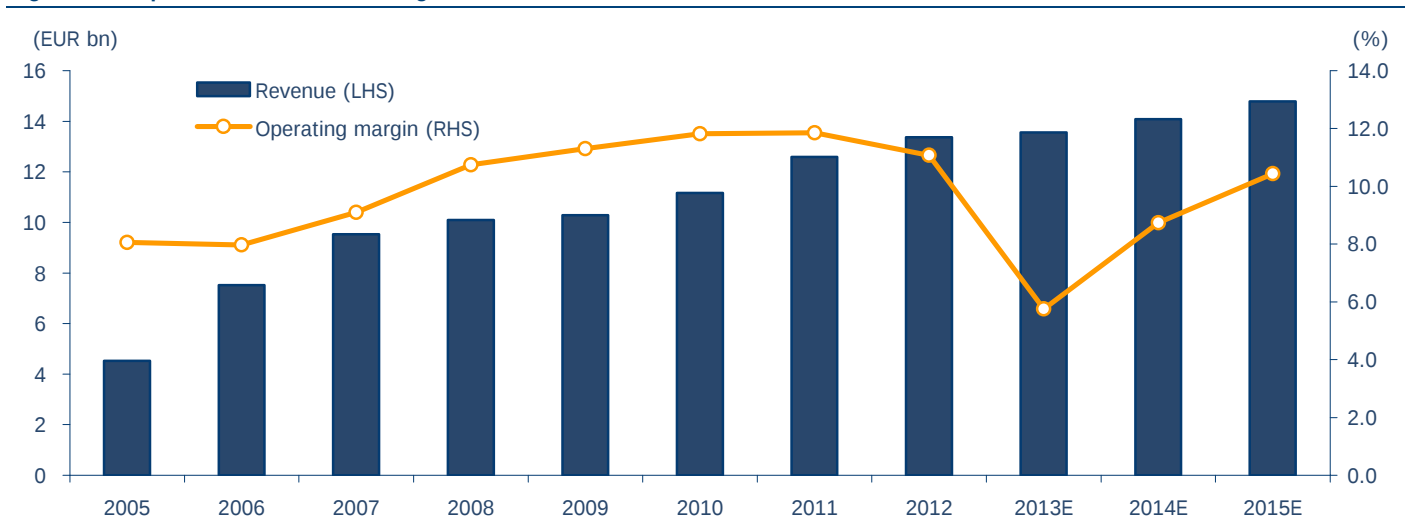
자료: Saipem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 Saipem's revenue & OP contribution by division

(EUR mn)	Revenue	Contribution (%)	Operating profit	Contribution (%)	Operating margin
Onshore E&C	6,175	46.2	395	26.7	6.4
Onshore Drilling	750	5.6	103	7.0	13.7
Onshore	6,925	51.8	498	33.6	7.2
Offshore E&C	5,356	40.1	690	46.6	12.9
Offshore Drilling	1,088	8.1	293	19.8	26.9
Offshore	6,444	48.2	983	66.4	15.3
Total	13,369	100.0	1,481	100.0	11.1

자료: Saipem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 Saipem's revenue & OP margin trends



자료: Saipem, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 JGC's quarterly earnings

(JPY m)	1QFY3/12	2QFY3/12	3QFY3/12	4QFY3/12	1QFY3/13	2QFY3/13	3QFY3/13	QoQ	YoY
Revenue	125,995	129,490	133,876	167,605	138,668	148,415	154,460	4.1	15.4
Gross Profit	20,028	19,856	21,108	25,748	20,857	21,004	20,067	-4.5	-4.9
Operating Profit	15,608	15,050	16,153	20,242	15,931	16,195	15,021	-7.2	-7.0
Pre tax Profit	17,114	14,373	17,496	22,493	14,990	15,808	17,737	12.2	1.4
Net Profit	9,700	9,380	12,030	8,001	10,985	12,074	13,358	10.6	11.0
Gross margin	15.9	15.3	15.8	15.4	15.0	14.2	13.0	-1.2ppt	-2.8ppt
Operating margin	12.4	11.6	12.1	12.1	11.5	10.9	9.7	-1.2ppt	-2.3ppt
Pre tax margin	13.6	11.1	13.1	13.4	10.8	10.7	11.5	0.8ppt	-1.6ppt
Net Margin	7.7	7.2	9.0	4.8	7.9	8.1	8.6	0.5ppt	-0.3ppt

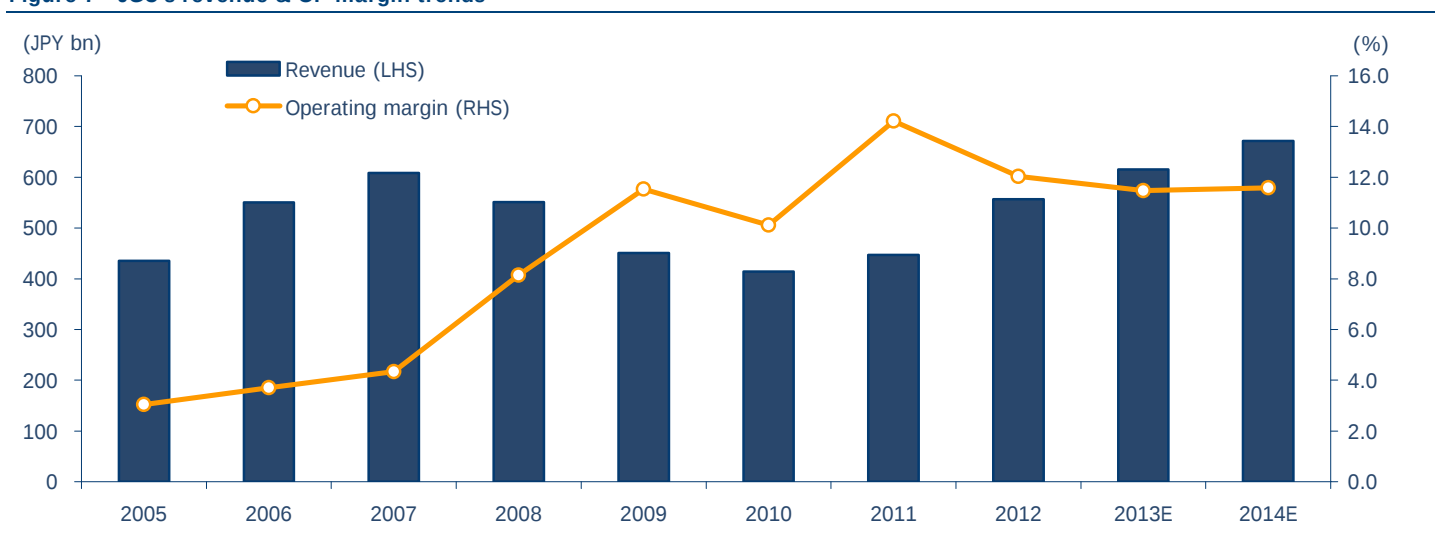
자료: JGC, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 JGC's yearly earnings & guidance

(JPY m)	Actual						Guidance	Consensus	
	FY3/2008	FY3/2009	FY3/2010	FY3/2011	FY3/2012	FY3/2013 YTD	FY3/2013	FY3/2013	FY3/2014
New order	402,352	506,135	733,549	618,203	793,278	274,800	600,000		
Revenue	551,062	450,911	414,257	447,222	556,966	441,543	600,000	615,736	671,352
Gross Profit	63,700	71,969	60,351	81,398	86,740	61,928			
Operating Profit	44,896	52,003	41,919	63,559	67,053	47,147	67,500	70,660	77,756
Pre tax Profit	46,906	49,443	37,851	52,769	71,476	48,535			
Net Profit	30,019	31,543	27,112	25,477	39,111	36,417	44,000	46,888	51,351
Gross margin	11.6	16.0	14.6	18.2	15.6	14.0			
Operating margin	8.1	11.5	10.1	14.2	12.0	10.7	11.3	11.5	11.6
Pre tax margin	8.5	11.0	9.1	11.8	12.8	11.0			
Net Margin	5.4	7.0	6.5	5.7	7.0	8.2	7.3	7.6	7.6

자료: JGC, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 JGC's revenue & OP margin trends



자료: JGC, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 Chiyoda's quarterly earnings

(JPY m)	1QFY3/12	2QFY3/12	3QFY3/12	4QFY3/12	1QFY3/13	2QFY3/13	3QFY3/13	QoQ	YoY
Revenue	55,384	54,167	63,027	82,097	73,506	87,216	109,711	25.8	74.1
Gross Profit	7,868	5,510	12,949	12,564	8,816	9,335	12,845	37.6	(0.8)
Operating Profit	4,447	2,001	9,464	8,285	4,562	5,387	8,867	64.6	(6.3)
Pre tax Profit	4,770	1,526	9,303	7,943	5,042	5,193	10,542	103.0	13.3
Net Profit	1,618	1,544	5,482	5,720	2,891	3,235	5,943	83.7	8.4
Gross margin	14.2	10.2	20.5	15.3	12.0	10.7	11.7	1ppt	-8.8ppt
Operating margin	8.0	3.7	15.0	10.1	6.2	6.2	8.1	1.9ppt	-6.9ppt
Pre tax margin	8.6	2.8	14.8	9.7	6.9	6.0	9.6	3.7ppt	-5.2ppt
Net Margin	2.9	2.9	8.7	7.0	3.9	3.7	5.4	1.7ppt	-3.3ppt

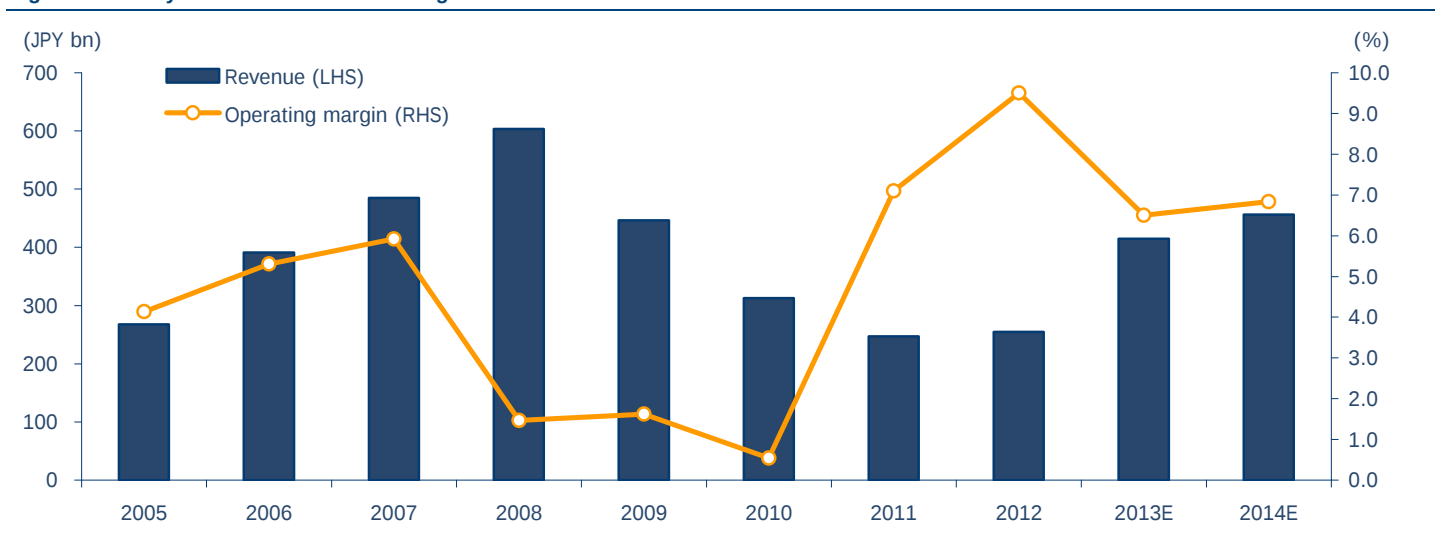
자료: Chiyoda, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 Chiyoda's yearly earnings & guidance

(JPY m)	Actual						Guidance	Consensus	
	FY3/2008	FY3/2009	FY3/2010	FY3/2011	FY3/2012	FY3/2013 YTD	FY3/2013	FY3/2013	FY3/2014
New order	402,352	506,135	733,549	618,203	793,278	274,800	350,000		
Revenue	603,559	446,438	312,985	247,082	254,675	270,433	430,000	415,022	456,157
Gross Profit	20,524	18,977	14,219	31,519	38,891	30,996			
Operating Profit	8,839	7,227	1,702	17,544	24,197	18,816	22,500	26,978	31,180
Pre tax Profit	18,989	9,651	4,713	11,476	23,542	20,777			
Net Profit	9,640	6,498	2,953	7,979	14,364	12,069	15,000	17,867	20,629
Gross margin	3.4	4.3	4.5	12.8	15.3	11.5			
Operating margin	1.5	1.6	0.5	7.1	9.5	7.0	5.2	6.5	6.8
Pre tax margin	3.1	2.2	1.5	4.6	9.2	7.7			
Net Margin	1.6	1.5	0.9	3.2	5.6	4.5	3.5	4.3	4.5

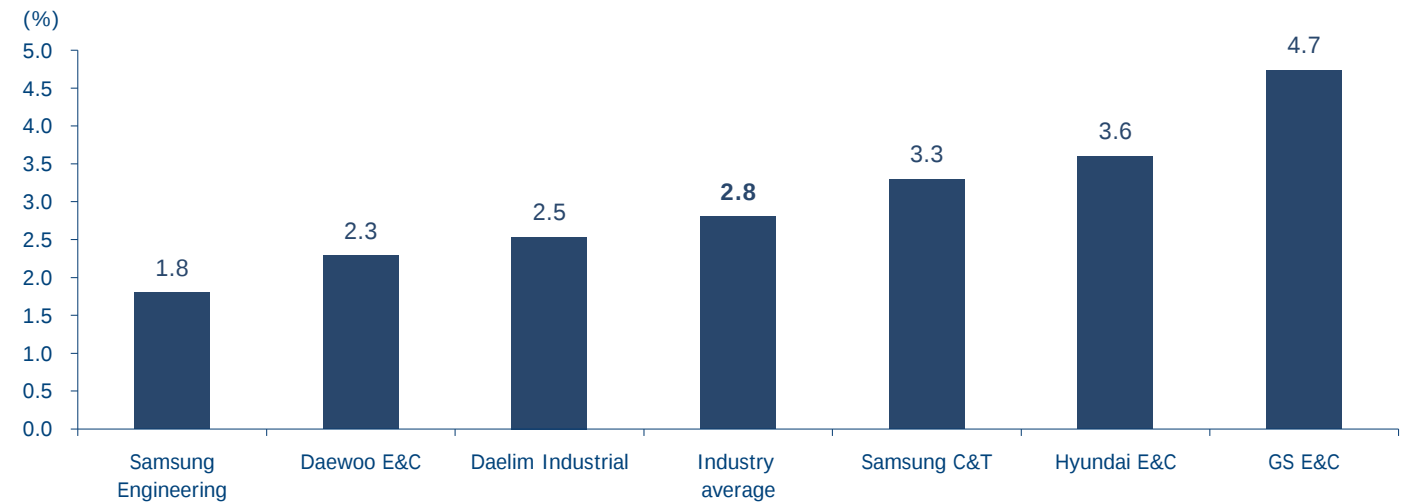
자료: Chiyoda, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 Chiyoda's revenue & OP margin trends



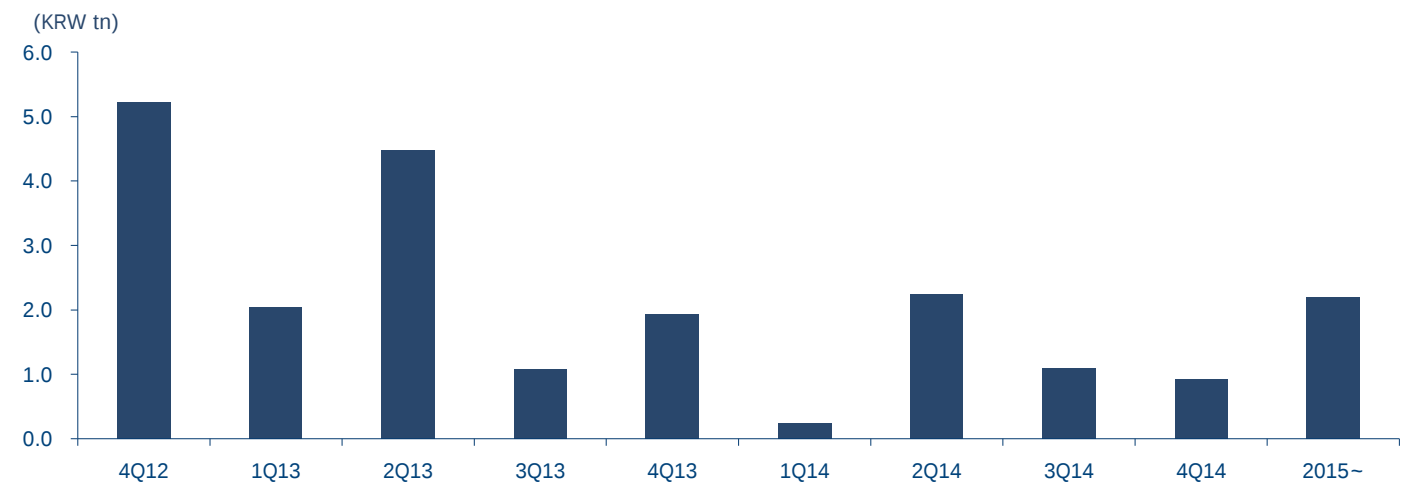
자료: Chiyoda, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 Korea E&C companies' overseas backlog/revenue ratio



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 Korea E&C companies' PF guarantee maturity (Total of KRW33tn)



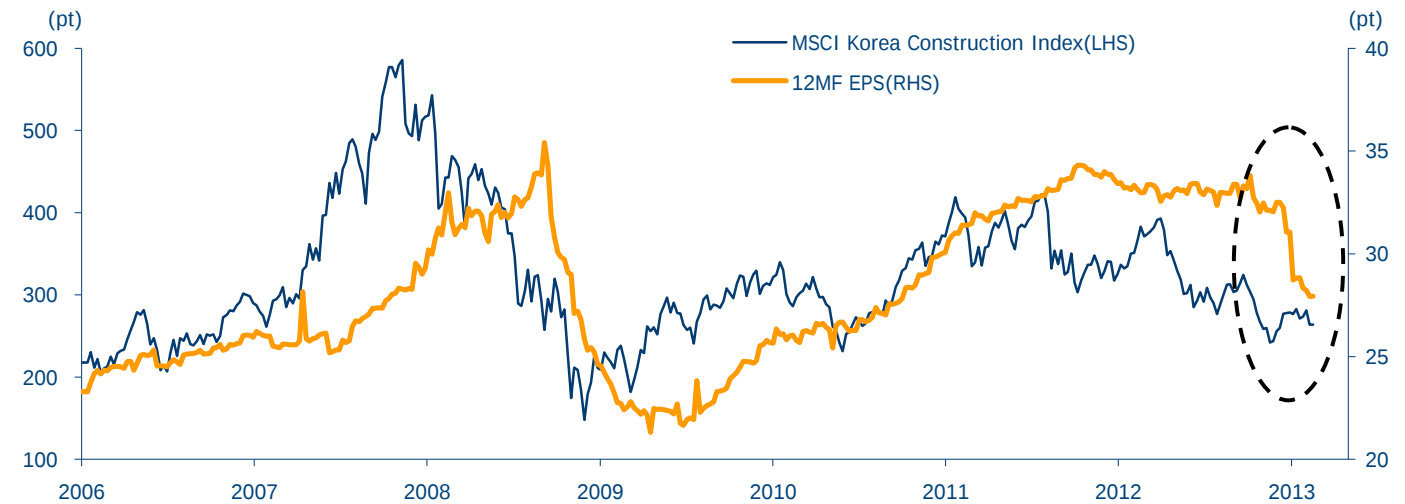
자료: 58 개 건설사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 Korea major E&C companies' conservative guidance for 2013

(KRW bn)	2012			2013			
	Guidance	Actual	% to Guidance	Guidance	YoY	Consensus	Mirae
1) New orders							
GS E&C	16,500	9,107	55.2	12,000	(27.3)		11,995
Daelim Industrial	13,700	8,475	61.9	13,000	(5.1)		12,901
Samsung C&T	16,000	13,707	85.7	16,600	3.8		15,051
Hyundai E&C	20,400	21,206	104.0	22,158	8.6		20,381
Samsung Engineering	16,000	13,056	81.6	14,500	(9.4)		15,847
Total	82,600	65,551	79.4	78,358	(5.1)		76,175
2) Revenue							
GS E&C	9,517	9,290	97.6	10,560	11.0	10,543	10,759
Daelim Industrial	10,657	10,253	96.2	10,923	2.5	10,791	10,912
Samsung C&T	27,000	25,326	93.8	29,900	10.7	27,860	28,370
Hyundai E&C	13,600	13,325	98.0	13,857	1.9	14,763	14,418
Samsung Engineering	11,500	11,440	99.5	11,600	0.9	12,363	12,624
Total	72,274	69,634	96.3	76,840	6.3	76,320	77,083

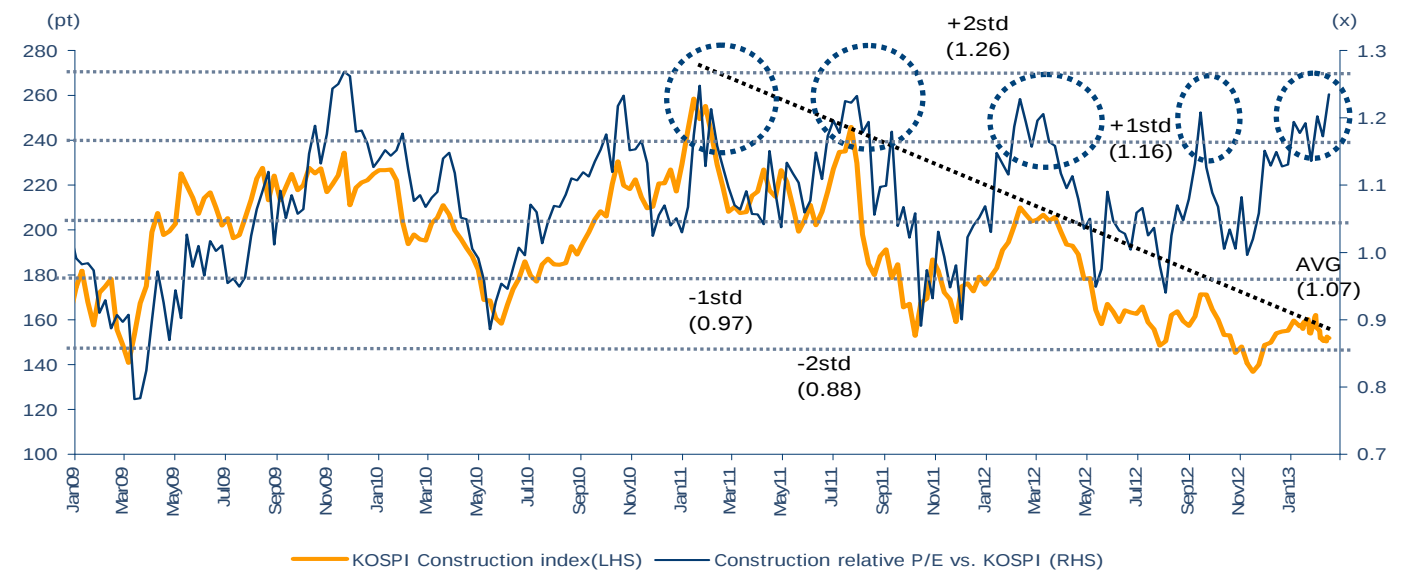
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 MSCI Korea Construction Index & 12M fwd EPS



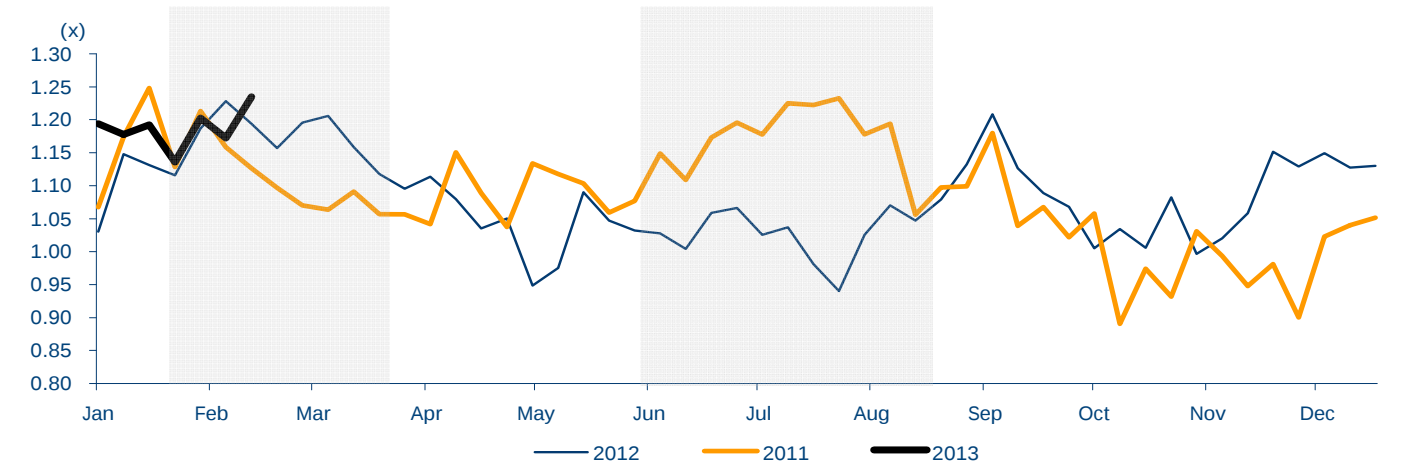
자료: Data stream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 Relative P/E valuation vs. KOSPI



자료: Data stream, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 Construction relative P/E trends in 2011 ~ 2013



자료: Data stream, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 Saipem's share price trend



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 JGC's share price trend



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 19 Chiyoda's share price trend



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 20 Valuation table for Korean E&C companies

Company		Samsung ENG	Samsung C&T	Hyundai E&C	Daelim Industrial	GS E&C	Hyundai Develop	Daewoo E&C	Doosan Heavy
Code		028050	000830	000720	000210	006360	012630	047040	034020
Rating		BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	Not rated	Not rated
Target price (KRW)		200,000	65,000	69,000	89,000	51,000	21,000	N/A	N/A
Share price (KRW)		158,500	65,000	67,900	92,000	52,800	22,500	8,940	42,650
Upside(%)		26.2	0.0	1.6	-3.3	-3.4	-6.7	N/A	N/A
Market cap (KRWbn)		6,340	10,154	7,583	3,188	2,672	1,696	3,716	4,515
Market cap (US\$ m)		5,867	9,396	7,017	2,950	2,473	1,569	3,438	4,178
Foreign ownership (%)		38.9	25.1	23.7	37.1	29.9	49.2	7.1	13.5
Sales (KRW bn)	2010	5,219	22,846	11,217	7,691	8,324	3,502	7,183	7,397
	2011	9,298	21,546	11,920	7,988	9,052	4,108	8,298	9,836
	2012E	11,440	25,326	13,365	10,220	9,289	3,475	9,286	9,697
	2013E	11,660	28,370	14,418	10,912	10,759	3,989	10,659	10,407
Op. profit (KRW bn)	2010	433	857	755	430	594	235	390	482
	2011	717	597	754	516	598	403	363	609
	2012E	737	632	758	485	102	135	476	635
	2013E	718	770	884	516	254	245	553	719
Net income (KRW bn)	2010	355	728	543	352	411	89	353	366
	2011	515	409	685	380	427	225	197	376
	2012E	520	465	593	388	113	41	304	408
	2013E	527	552	719	401	173	131	373	509
ROE (%)	2010	36.0	5.4	14.8	8.6	11.2	3.9	8.9	9.6
	2011	38.0	4.3	15.1	8.3	11.3	9.2	5.9	7.8
	2012E	29.9	4.2	11.5	7.9	2.9	1.5	8.5	8.2
	2013E	24.5	4.7	12.5	7.4	4.5	5.2	9.6	9.6
P/E (x)	2010	21.6	26.3	15.5	11.6	14.7	29.0	10.3	12.2
	2011	15.7	26.5	12.3	8.5	11.1	5.7	18.5	11.7
	2012E	12.8	22.5	13.9	8.6	25.0	45.7	12.2	10.9
	2013E	12.7	19.1	11.3	8.4	15.7	13.1	9.9	8.5
P/B (x)	2010	7.8	1.5	2.3	1.1	1.7	1.1	1.0	1.2
	2011	6.0	1.2	1.9	0.8	1.3	0.5	1.1	0.9
	2012E	3.8	1.0	1.6	0.7	0.7	0.7	1.0	0.9
	2013E	3.1	0.9	1.4	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	2010	14.9	12.1	8.6	9.3	8.4	15.0	9.6	9.3
	2011	9.7	19.2	8.8	6.1	7.4	7.0	12.1	9.6
	2012E	8.2	17.5	8.5	6.0	20.8	20.2	9.5	8.9
	2013E	8.2	15.1	7.5	6.0	11.7	12.7	8.0	8.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 21 Valuation table for Global E&C companies

Company		SAIPEM	TECHNIP	TECNICAS REUNIDAS	MAIRE TECNIMONT	FLUOR	JGC	CHIYODA	Toyo
Share price		€ 20.68	€ 80.16	€ 38.35	€ 0.38	\$64.5	¥2,273	¥1,071	¥410
Market cap (Local bn)		€ 9.1	€ 9.1	€ 2.1	€ 0.1	\$10.7	¥588.8	¥278.8	¥79.0
Market cap (US\$ bn)		11.7	11.6	2.7	0.2	10.7	7.4	3.5	1.0
Sales (US\$ bn)	2010	14.24	7.67	3.60	3.09	21.19	5.17	3.91	2.00
	2011	16.07	8.45	3.40	3.48	23.53	5.58	3.09	2.06
	2012E	17.06	10.27	3.43	2.89	27.75	6.96	3.18	3.33
	2013E	17.30	11.77	3.69	2.63	29.33	7.49	5.18	3.70
Op. profit (US\$ bn)	2010	1.68	0.78	0.20	0.15	0.76	0.52	0.02	0.06
	2011	1.91	0.88	0.20	(0.16)	0.97	0.79	0.22	0.07
	2012E	1.89	1.01	0.19	(0.24)	1.06	0.84	0.30	0.10
	2013E	1.00	1.28	0.21	0.07	1.18	0.88	0.34	0.12
Net income (US\$ bn)	2010	1.08	0.52	0.16	0.09	0.38	0.34	0.04	0.03
	2011	1.18	0.62	0.17	(0.16)	0.58	0.32	0.10	0.05
	2012E	1.15	0.69	0.17	(0.10)	0.37	0.49	0.18	0.05
	2013E	0.57	0.89	0.19	0.03	0.70	0.59	0.22	0.08
ROE (%)	2010	20.0	14.4	39.3	17.0	11.2	9.5	3.5	3.5
	2011	18.0	14.5	35.2	(39.2)	16.9	14.8	7.1	5.7
	2012E	8.3	14.3	34.7	222.5	16.4	15.3	10.2	6.6
	2013E	12.6	16.5	31.3	22.0	15.4	15.2	11.3	8.6
P/E (x)	2010	10.0	21.5	15.9	1.5	30.0	24.0	56.0	30.3
	2011	10.0	18.6	15.8	(1.1)	19.4	14.1	23.9	19.0
	2012E	20.6	17.6	15.5	(1.7)	17.5	12.3	15.4	18.4
	2013E	12.5	14.0	14.4	3.3	15.5	11.2	13.5	13.1
P/B (x)	2010	2.0	3.0	6.1	0.3	3.2	2.2	1.8	1.2
	2011	1.7	2.6	5.4	0.5	3.1	2.0	1.7	1.1
	2012E	1.7	2.4	5.2	(1.5)	2.8	1.8	1.6	1.1
	2013E	1.5	2.1	4.4	(2.2)	2.4	1.6	1.4	1.0
EV/EBITDA (x)	2010	6.0	9.9	9.2	NA	9.6	7.6	7.7	6.9
	2011	6.1	9.8	9.5	NA	7.7	6.1	8.7	8.0
	2012E	8.7	8.7	8.7	NA	7.1	4.6	5.1	6.8
	2013E	6.3	6.8	7.5	2.4	6.3	3.8	4.1	4.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

Buy : 한주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 한주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 한주가 대비 목표주가 10% 초과
단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수 대비 ±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 것 이나 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제 공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함
작성자 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.