

삼성E&A (028050)

NDR 키워드: 실적, 수주, 주주환원

실적

1Q23-2Q24 6개 분기 중 3Q23을 제외하면 매분기 '일회성' 정산이익이 발생하며 기대 이상의 실적이 지속됨에 따라 '24년 하반기 정산이익에 대한 기대감이 높아진 상황. 종료 단계 현장의 정산금액은 발주처와의 협의에 따라 결정되기 때문에 정확한 규모를 예측하기 어려운 것은 사실. 그러나 동사가 FEED to EPC, 모듈화 등의 전략을 본격적으로 도입한 시점 이후부터 호실적이 반복되고 있다는 점에 주목해야 할 것. FEED to EPC, 모듈화 등이 적용된 프로젝트 수가 증가하고 있는 만큼 높아진 수익성은 지속 가능하다고 판단

수주

상반기 10.9조원을 수주하며 연간 계획 12.6조원의 87%를 달성한 동사는 하반기에도 수주 가능성이 상대적으로 높은 FEED to EPC 안건 중 인도네시아 TPPI(35억달러), 사우디 Alujain PDH/PP(20억) 등이 남아있어 연간 목표의 초과달성은 물론 가이던스 상향에 대한 기대감이 증가. '25년의 경우, 우호적인 중동 가스 및 석화 사업 발주 환경에 기인한 프로젝트 수주와 더불어 FEED에 착수한 일부 안건의 EPC 전환을 고려하면 수주 호조세가 지속될 전망. 특히 FEED 프로젝트의 EPC 전환은 동사가 보유하고 있는 안건의 수주 예측가능성 증가와 질적성장을 의미하는 만큼 기업가치 증가에 매우 중요한 확인점이 될 것

주주환원

기대 이상의 호실적 지속에 따라 '24년 말 순현금 규모가 2조원으로 증가할 것으로 예상되면서 '12년 이후 13년만의 주주환원 재개에 대한 시장의 요구가 증가 중. 회사는 '24년 손익, 수주 실적과 더불어 '25년 시황 등을 고려하면서 주주환원의 시기, 방법론 등에 대해 논의 중이나 주주환원 재개 여부에 대한 명확한 답변은 부재한 상태. 과거 대비 레벨업 된 수주와 손익이 기업가치의 레벨업으로 이어지기 위한 마지막 조각은 주주환원이 될 것이며 하반기 주주환원 재개가 결정된다면 멀티플 상향을 기대할 수 있을 것



장윤석 건설/전자재
yoonseok.chang@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 38,000원 (M)

현재주가 (8/9) 27,100원

상승여력 40%

시가총액	53,116억원
총발행주식수	196,000,000주
60일 평균 거래대금	269억원
60일 평균 거래량	1,080,562주
52주 고/저	37,300원 / 21,950원
외인지분율	47.28%
배당수익률	0.00%
주요주주	삼성 SDI 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.9	6.1	(24.5)
상대	25.1	11.1	(24.0)
절대 (달러환산)	14.3	6.5	(27.2)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,505	1.1	-6.8	2,495	0.4
영업이익	177	15.5	-32.5	183	-3.3
세전계속사업이익	180	-17.3	-38.7	185	-2.9
지배순이익	134	-11.1	-57.6	141	-5.3
영업이익률 (%)	7.1	+0.9 %pt	-2.7 %pt	7.3	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.3	-0.8 %pt	-6.4 %pt	5.7	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	10,054	10,625	10,697	11,349
영업이익	703	993	901	879
지배순이익	665	754	802	726
PER	6.9	7.5	6.6	7.3
PBR	1.7	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	3.5	3.9	3.1	2.1
ROE	28.3	24.4	20.0	14.5

자료: 유안타증권

[표-1] 삼성 E&A 화공 EPC 안건 파이프라인

시기	공종	프로젝트	구도	금액(달러)
3Q24	Energy Transition	말레이시아 SAF		10억
	석유화학	인도네시아 TPPI	FEED to EPC	35억
		사우디 Alujain PDH/PP	FEED to EPC	20억
4Q24	Energy Transition	사우디 SAN-6 블루암모니아		20억
		Carbon Capture 안건 1개	FEED to EPC	1억
	석유화학	UAE Taziz 메탄올		10억
		수의 안건 1개		15억
		카타르 Ras Laffan Storage		3억
1H25~	가스	말레이시아 OGP-2		15억
	석유화학	비공개 석유화학 프로젝트	FEED to EPC	45억
	Energy Transition	말레이시아 H2biscus	FEED to EPC	20억
		국내 그린수소 프로젝트	FEED to EPC	15억
		Energy Transition 안건 1개		5억
		Carbon Capture 안건 1개	FEED to EPC	1억

자료: 삼성 E&A, 유안타증권 리서치센터, 주: 수주 금액 및 시기는 변동 가능

Q&A

1) 실적

Q) 정산이익이 지속되는 배경이 무엇일지? 하반기에도 정산이익이 발생할 가능성이 있는지?

- 모든 프로젝트가 정산 목표금액이 있으나 결정되는 시기와 규모가 발주처마다 상이하기 때문에 예측하기 어려움

Q) 당사만 유독 정산이익이 자주 발생하는 원인이 무엇이라고 판단하는지?

- EPC 표준화에 따라 공기준수 효과 등이 나타나며 예비비 등 비용 절감 효과가 주요하다고 판단

- 과거와는 다르게 정산 근거 확보, 계약 관리 등 Document Control 역량이 개선된 것도 호실적에 기여

Q) FEED to EPC 안전의 마진이 어느 정도인지?

- 모든 화공 프로젝트에 동일하게 매출총이익률 8~12% 기준을 적용하지만 FEED to EPC 건은 공기 준수 가능성이 상대적으로 높아 정산이익이 추가적으로 발생할 여지가 존재

Q) Escalation 조항 등이 프로젝트 계약에 반영되어 있는지?

- 대부분 프로젝트는 Lump sum turnkey 방식이기 때문에 Escalation 조항이 반영되어 있지 않음

- 일부 계약 건은 인플레이션 관련 조항이 있으며 2Q24 발생한 물가보상은 Escalation 조항이 반영되어 있었던 프로젝트가 종료되면서 발생한 것

- 프로젝트 가격 산정 시 현재 원자재 단가뿐만 아니라 미래 예상되는 수치를 반영하여 입찰에 참여하기 때문에 Escalation이 일반적이지는 않음

Q) 발주처가 인상된 프로젝트 금액을 받아들이고 있는 분위기인지?

- 우선순위로 추진하는 프로젝트는 인상된 금액에도 불구하고 확실하게 진행하려는 분위기 → 가스, 석화 등은 우선순위이지만 Refinery 분야는 후순위인 모습

2) 수주

Q) 현재 발주 환경에 대해 어떻게 평가하는지?

- 사우디 LTC(Liquid to Chemical), 사우디 외 중동 국가의 가스 및 석화 프로젝트 등 우호적인 수주 환경 지속 중
- 사우디 Aramco는 크래커 안전에 확고한 상태이기 때문에 LTC 자체는 확정되었지만 어느 정도의 규모로 추진할 지가 구체화 중인 단계
- 사우디 Safaniya 유전 확장 공사 취소 사례에서도 유추할 수 있듯이 Refinery 프로젝트는 축소되는 분위기
- 연초까지는 발주가 사우디 Aramco 가스 프로젝트 중심이었지만 공정 완료에 따라 석화 프로젝트 발주가 확대되는 모습
- '25년에는 쿠웨이트, 카타르, UAE 등에서도 가스와 석화 프로젝트 ITB가 발행될 것으로 예상

Q) 우호적인 발주 환경에도 불구하고 신규 프로젝트 수주 지연이 발생하는 이유가 무엇인지?

- 발주처 예산과 EPC사가 제시하는 가격 간 간극이 존재하기 때문
- FEED to EPC 프로젝트는 경쟁사가 없지만 발주처의 FID가 지연되고 있는 상황

Q) 주목하는 사우디 LTC(Liquid to Chemical) 프로그램이 무엇인지?

- 2017년부터 사우디가 추진 중인 석유화학 프로그램으로 수익성 측면에서 부가가치가 더 높은 석화 프로젝트를 확대하려는 전략으로 해석

Q) 연간 가이던스를 상향할 계획이 있는지?

- 3Q24 결과가 예상되는 말레이시아 SAF(10억달러)를 비롯해 FEED가 완료된 인니 TPPI(35억달러), FEED를 진행 중인 사우디 Alujain(20억달러) 등 수주에 따라 결정할 방침

Q) 사우디 Alujain PDH/PP, 인니 TPPI 프로젝트의 수주 가능성이 높은 편인지?

- 두 개의 프로젝트는 모두 FEED to EPC 권으로 Final negotiation 단계에서 사업주 예산과 당사가 제시하는 물가상승분을 반영한 가격 간 간극이 존재하는 상태
- 두 건 모두 포기하기 쉽지 않지만 사업주 예산에 맞추기 위해 수익성을 낮출 계획은 없음

Q) 말레이시아 H2biscus 프로젝트 진행 경과가 어떻게 되는지?

- '23년 11월부터 FEED를 시작했으며 '24년 하반기 예정되어 있는 청정수소 발전시장 경쟁입찰에서 낙찰이 되면 '24년 말~'25년 상반기 EPC 전환을 예상

Q) 비화공 수주 업사이드가 어느 정도일지?

- 2023년 7.7조원을 고점으로 판단하고 있으나 과거 3조원대 보다는 클 것으로 예상 → 연간 4~5조원 기대

Q) 비화공 프로젝트 P4, P5 예상 기간 및 물량이 어느 정도인지?

- 그룹사가 물량 베이스로 발주하기 때문에 예측이 불가하며 삼성전자 CAPEX 계획에 따라 변동하는 특성
- P4, P5는 삼성물산이 Main Fab 공사를 담당하며 당사는 유틸리티, 오프사이트 등을 공사

Q) 상대적으로 이익률이 낮은 해외 비화공 물량이 내년에 증가할 가능성이 있는지?

- 미국 Taylor EPC에서 C(공사)는 미국 업체가 담당하기 때문에 금액 규모는 평택 공사보다 작음
- '25년 삼성전자의 P4, P5, Taylor 중 우선순위가 비화공 물량의 방향성을 결정할 것으로 예상

Q) 삼성바이오로직스에서 기대 중인 수주 규모가 어느 정도일지?

- 전세계에서 가장 큰 삼성바이오로직스 프로젝트인 P5가 약 1조원 수준이기 때문에 삼성전자 발주 규모 대비 적을 것

3) 주주환원

Q) 보유 현금 규모가 증가한다면 주주환원을 실행할 계획이 있는지?

- 수주, 매출, 손익, 내년도 시황 등을 전체적으로 고려해야 하기 때문에 내부적으로 규모, 시기, 방법론 등에 대해 논의 중이나 확정된 바 없음
- 실행하게 된다면 주주가치제고 방안 공시 후 진행할 방침

Q) 주주환원 여력이 충분함에도 불구하고 검토 단계에 머물러 있는 이유가 있을지?

- 연초부터 회사의 기초는 연간 사업계획 달성 시에 검토를 한다는 방침

4) 인력 Capa

Q) '24년 인력 채용 규모가 어느 정도인지?

- 6,500명('23년 말) → 6,600명(2Q24) → 7,100명('24년 말 목표)
- 설계 인력은 40% 이상으로 구성하는 방침
- 인력이 증가하는 것은 미래 EPC 가시성을 높이는 FEED 수행을 위한 것으로 대부분이 인도 법인의 설계 인력

삼성 E&A (028050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10,054	10,625	10,697	11,349	12,711
매출원가	8,973	9,174	9,265	9,923	11,110
매출총이익	1,081	1,451	1,432	1,427	1,600
판매비	378	458	532	548	621
영업이익	703	993	901	879	980
EBITDA	760	1,058	965	936	1,030
영업외손익	13	-60	32	1	32
외환관련손익	-1	-85	-51	-66	-66
이자손익	7	40	46	69	100
관계기업관련손익	7	0	47	8	8
기타	0	-15	-11	-11	-11
법인세비용차감전순이익	716	933	933	879	1,011
법인세비용	120	237	267	256	295
계속사업순이익	595	696	665	623	716
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	595	696	665	623	716
지배지분순이익	665	754	802	726	835
포괄순이익	617	721	915	873	966
지배지분포괄이익	691	780	899	858	950

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	577	-460	427	749	825
당기순이익	595	696	665	623	716
감가상각비	42	44	42	41	37
외환손익	58	125	53	66	66
중속, 관계기업관련손익	-7	0	-47	-8	-8
자산부채의 증감	-304	-1,551	-309	-83	-93
기타현금흐름	193	227	23	111	106
투자활동 현금흐름	-529	16	86	82	56
투자자산	-90	-13	4	-12	-25
유형자산 증가 (CAPEX)	-21	-28	-32	-32	0
유형자산 감소	2	0	0	0	0
기타현금흐름	-420	57	114	126	81
재무활동 현금흐름	175	-174	21	1	2
단기차입금	204	-124	25	1	2
사채 및 장기차입금	14	-6	-1	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-43	-43	-2	0	0
연결범위변동 등 기타	51	0	84	64	-86
현금의 증감	274	-617	619	896	797
기초 현금	1,138	1,412	915	1,534	2,430
기말 현금	1,412	795	1,534	2,430	3,227
NOPLAT	703	993	901	879	980
FCF	556	-488	395	717	825

자료: 유안타증권

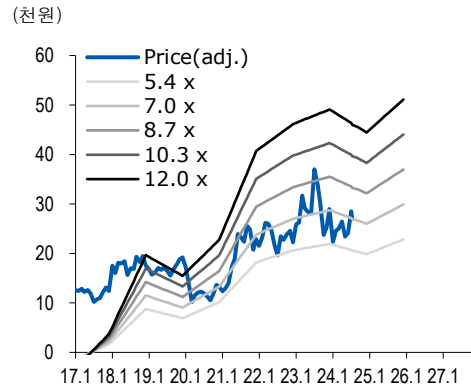
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,948	5,965	6,975	8,225	9,618
현금및현금성자산	1,412	915	1,534	2,430	3,227
매출채권 및 기타채권	2,344	2,351	2,461	2,636	2,854
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,901	1,836	1,768	1,755	1,730
유형자산	437	430	423	414	377
관계기업 등 지분관련자산	168	177	196	207	232
기타투자자산	84	86	34	34	35
자산총계	7,849	7,801	8,743	9,979	11,348
유동부채	5,013	4,217	4,212	4,557	4,921
매입채무 및 기타채무	4,116	3,340	3,232	3,527	3,785
단기차입금	232	119	143	143	143
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	259	286	313	331	369
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,272	4,503	4,525	4,888	5,291
지배지분	2,693	3,473	4,528	5,504	6,589
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,677	2,430	3,232	3,958	4,793
비지배지분	-116	-175	-310	-413	-531
자본총계	2,577	3,298	4,218	5,091	6,058
순차입금	-1,810	-1,377	-2,035	-2,971	-3,851
총차입금	278	148	171	172	174

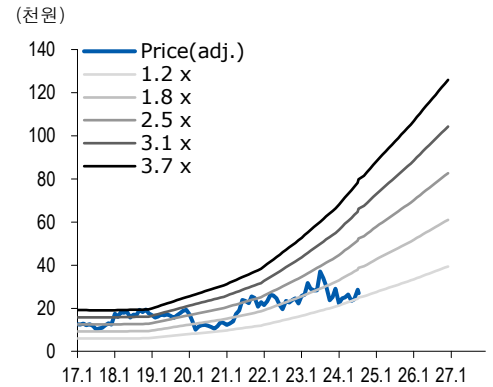
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,392	3,846	4,091	3,703	4,259
BPS	13,741	17,721	23,102	28,081	33,615
EBITDAPS	3,878	5,400	4,923	4,777	5,253
SPS	51,298	54,209	54,578	57,905	64,850
DPS	0	0	0	0	0
PER	6.9	7.5	6.6	7.3	6.4
PBR	1.7	1.6	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.5	3.9	3.1	2.1	0.9
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	34.3	5.7	0.7	6.1	12.0
영업이익 증가율 (%)	39.7	41.3	-9.3	-2.5	11.5
지배순이익 증가율 (%)	78.6	13.4	6.4	-9.5	15.0
매출총이익률 (%)	10.8	13.7	13.4	12.6	12.6
영업이익률 (%)	7.0	9.3	8.4	7.7	7.7
지배순이익률 (%)	6.6	7.1	7.5	6.4	6.6
EBITDA 마진 (%)	7.6	10.0	9.0	8.2	8.1
ROIC	-187.5	305.8	63.3	53.2	58.7
ROA	9.6	9.6	9.7	7.8	7.8
ROE	28.3	24.4	20.0	14.5	13.8
부채비율 (%)	204.6	136.5	107.3	96.0	87.3
순차입금/자기자본 (%)	-67.2	-39.6	-44.9	-54.0	-58.4
영업이익/금융비용 (배)	48.0	43.4	40.6	38.7	42.8

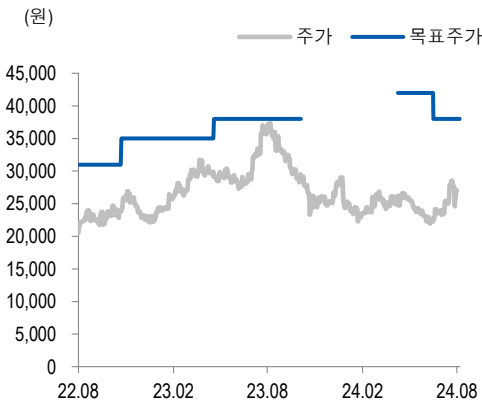
P/E band chart



P/B band chart



삼성 E&A (028050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-12	BUY	38,000	1년		
2024-06-25	BUY	38,000	1년		
2024-04-17	BUY	42,000	1년	-42.13	-36.67
	담당자변경				
2023-04-28	BUY	38,000	1년	-17.42	-1.84
2022-10-31	BUY	35,000	1년	-24.61	-9.43
2022-10-14	1년 경과 이후		1년	-23.84	-21.77
2021-10-14	BUY	31,000	1년	-24.93	-10.16

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.7
Hold(중립)	15.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **장윤석**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.