

(Analyst) 김기룡 kiryong.kim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

028050 · 건설

# 삼성엔지니어링

## 실적 기저 부담을 이겨낼 성장동력 확보

(신규)

매수

목표주가

34,000원

상승여력

31.8%

현재주가(23/11/21)

25,800원

KOSPI	2,510.42	시가총액(십억원)	5,057	발행주식수(백만주)	196	외국인 보유비중(%)	50.1
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

### Report summary

#### 2023년, 역대 최대 영업이익과 화공 수주 공백

2023년, 연결 영업이익은 9,000억원에 근접한 역대 최대 실적을 기록할 전망이다. 다만, 화공 부문은 수주 공백과 대형 현장 준공 시기 도래로 실적 둔화 요인이 상존하고 있다

#### 2024년, 화공 수주 회복과 신사업 가시성 확대

2023년, 화공 프로젝트의 수주 지연으로 2024년 수주 눈높이는 재차 높아질 것으로 예상된다. 신사업 부문에서는 동사의 선도 프로젝트 중 하나인 말레이시아 H2biscus 프로젝트 EPC 성과가 기대된다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 2024년 추정 BPS 21,511원에 글로벌 EPC사 평균 Target PBR 1.6x를 적용하여 산출하였다. 연내 주주환원 정책 발표 계획은 여전히 유효한 것으로 파악된다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.0	-14.4	0.2
상대주가	-12.0	-13.5	-3.4

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7,487	10,054	10,553	10,614	10,650
영업이익 (십억원)	503	703	897	868	852
영업이익률 (%)	6.7	7.0	8.5	8.2	8.0
순이익 (십억원)	372	665	768	687	680
EPS (원)	1,900	3,392	3,920	3,504	3,468
ROE (%)	20.7	28.3	24.7	17.7	14.9
P/E (배)	12.1	6.6	6.6	7.4	7.4
P/B (배)	2.2	1.6	1.4	1.2	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

## 2023년, 역대 최대 영업이익과 화공 수주 공백

2023년, 영업이익은 1) 주요 대형 화공 Project 실적 반영 2) 그룹사 중심의 비화공 수주 급증 3) 화공 부문의 일회성 환입(2Q23 : 약 1,000억원) 영향으로 9,000억원에 근접한 역대 최대 실적을 기록할 전망이다.

반면, 2024년 실적은 매출액 10.6조원(+0.6%, YoY), 영업이익 8,680억원(-3.2%, YoY)으로 영업이익은 전년 대비 감소할 것으로 추정한다. 삼성전자 등 그룹사 비화공 수주 호조는 긍정적인 반면, 1) 2023년 화공 수주 공백 2) 멕시코 DBNR(2024.02월) 등 대형 Feed To EPC 현장 준공 시기 도래의 실적 둔화 요인이 상존하고 있다. 2023년 2분기, 화공 부문 일회성 이익(약 1,000억원)의 기저 효과 역시 존재한다.

## 2024년, 화공 수주 회복과 신사업 가시성 확대

2023년, 화공 프로젝트의 수주 지연으로 2024년 수주 눈높이는 재차 높아질 것으로 예상된다. 2024년에는, 사우디 파드힐리(45억불)를 비롯한 경쟁입찰 구조의 안전들과 Feed-To-EPC 6건(약 120불 규모), NEC 협약 관련 수주가 반영될 전망이다.

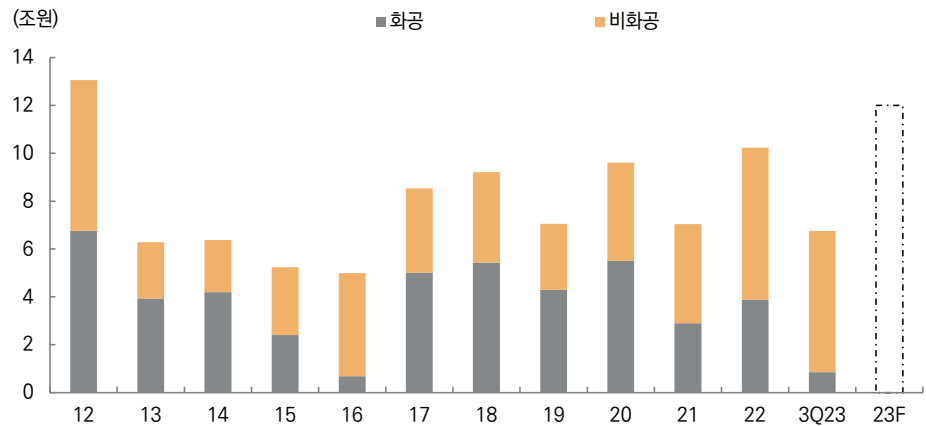
신사업 부문에서는 포스코홀딩스, 롯데케미칼, 말레이시아 SEDC 에너지와 협업구조로 동사의 선도 프로젝트 중 하나인 말레이시아 H2biscus 프로젝트의 EPC 성과가 기대된다. 해당 프로젝트는 수력을 기반으로 약 20만톤의 수소를 생산하며 현지에서 사용하는 그린수소 7,000톤을 제외하면 전량 암모니아 형태로 국내에 들여올 예정이다. 그 외에 탄소 포집 및 저장 분야의 말레이시아 Shepherd, 수전해를 바탕으로 그린 암모니아 생산을 목표로 한 오만 Hydrom 프로젝트 역시 점진적으로 구체화 될 전망이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 신규 커버리지 개시

삼성엔지니어링에 대해 투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS 21,511원에 글로벌 EPC사 평균인 Target PBR 1.6x를 적용하여 산출하였다. 2023년 주가는 1) 그룹사向 수주 효과 2) 뚜렷한 실적 개선 3) 신사업 기대감으로 커버리지 건설사 중에서는 유일하게 KOSPI 대비 아웃퍼폼했다.

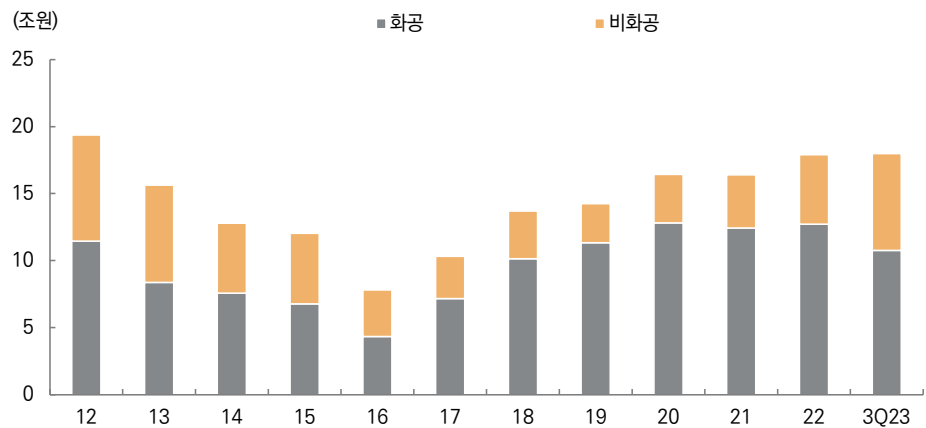
2024년, 금리 인하 시그널 확인과 주택 업체의 할인율 축소 가능성을 고려한다면 화공 수주 확대와 신사업 가시성 확대가 업종 내 상대적 투자 매력의 우위를 점할 전망이다. 연내 주주환원 정책 발표 계획은 여전히 유효한 것으로 파악되고 있다.

그림 106. 삼성엔지니어링, 화공/비화공 수주 추이 및 가이던스



자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 삼성엔지니어링, 화공/비화공 수주잔고 추이



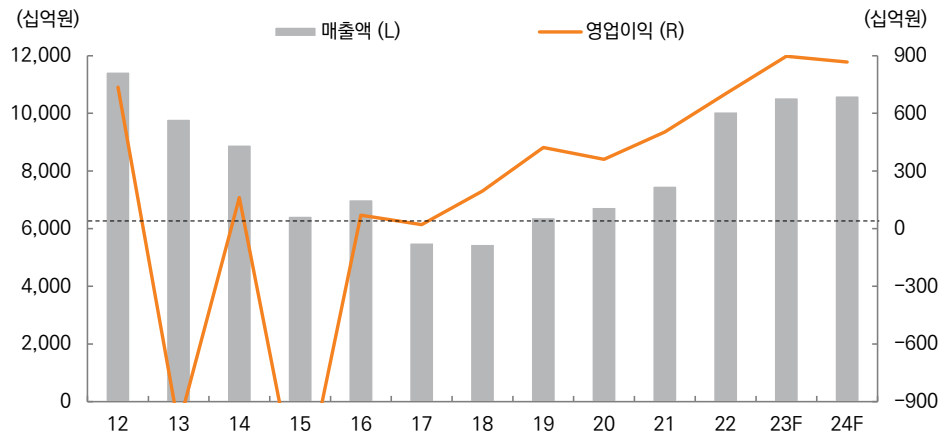
자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 삼성엔지니어링, 주요 Flagship Project 요약

사업	말레이시아 Sawawak H2biscus	말레이시아 Shepherd CCS	오만 Hydrom
사업 내용	수력 기반, 그린 암모니아 생산	국내 CO2 포집 → 말레이시아 폐유전/가스전 저장	수전해(태양광/풍력)를 통한 그린 암모니아 생산
파트너	포스코홀딩스, 롯데케미칼, 말레이시아	페트로나스, 롯데케미칼, GS에너지, SK에너지, 삼성중공업 등	Engie, PTTEP, 포스코홀딩스, 한국동서발전, 한국남부발전
진행 상황	2022년 3분기 : Sarawak 전력청과 MOU 체결 2023년 1분기 : Feasibility Study 완료 2023년E : FEED 착수 예정	2022년 8월 : 파트너사간 공동 협약 MOU 체결	2023년 2분기 : 사업 개발권 획득 완료 2023년 3분기 : Feasibility Study 착수 예정

자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 삼성엔지니어링 연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 46. 삼성엔지니어링 실적 Table

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F
매출액	2,163	2,493	2,458	2,940	10,054	2,533	2,786	2,478	2,756	10,553	10,614
- 화공	1,064	1,220	1,262	1,274	4,820	1,074	1,297	1,193	1,240	4,804	4,717
- 비화공	1,099	1,274	1,196	1,666	5,235	1,459	1,489	1,285	1,516	5,749	5,897
% 매출원가율	88.0%	90.0%	89.8%	89.1%	89.2%	87.3%	83.8%	89.4%	89.7%	87.5%	87.6%
- 화공	87.8%	93.2%	90.7%	94.8%	91.8%	90.1%	82.0%	89.4%	90.9%	87.9%	88.0%
- 비화공	88.1%	86.9%	88.9%	84.7%	86.9%	85.2%	85.3%	89.4%	88.7%	87.1%	87.3%
매출총이익	260	249	251	321	1,081	323	452	264	284	1,323	1,313
- 화공	130	83	117	67	396	106	233	127	113	580	567
- 비화공	131	166	133	255	685	216	219	137	171	743	746
판관비	86	95	90	107	378	97	108	110	110	426	445
% 판관비율	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	4.4%	4.0%	4.0%	4.2%
영업이익	174	153	161	215	703	225	344	153	174	897	868
% 영업이익률	8.1%	6.2%	6.5%	7.3%	7.0%	8.9%	12.4%	6.2%	6.3%	8.5%	8.2%
세전이익	156	186	209	165	716	222	322	217	175	937	922
% 세전이익률	7.2%	7.4%	8.5%	5.6%	7.1%	8.8%	11.6%	8.8%	6.4%	8.9%	8.7%
지배주주순이익	114	141	164	245	665	177	310	150	131	768	687
% 지배주주순이익률	5.3%	5.6%	6.7%	8.3%	6.6%	7.0%	11.1%	6.1%	4.7%	7.3%	6.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 47. 삼성엔지니어링 목표주가 산정

(원, %)

항목	금액	비고
BPS	21,511	2024년 추정치 기준
Target PBR	1.6	Global EPC 평균
목표주가	34,000	반올림 적용
현재주가	25,800	11월 21일 종가 기준
% 상승여력	32%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 삼성엔지니어링 (028050)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,054	10,553	10,614	10,650
매출원가	8,973	9,231	9,301	9,332
매출총이익	1,081	1,322	1,313	1,318
판매비와관리비	378	426	445	465
조정영업이익	703	897	868	852
영업이익	703	897	868	852
비영업손익	13	40	54	61
금융손익	7	39	41	44
관계기업등 투자손익	7	15	12	11
세전계속사업손익	716	937	922	913
계속사업법인세비용	120	226	249	246
계속사업이익	595	711	673	666
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	595	711	673	666
지배주주	665	768	687	680
비지배주주	-70	-57	-13	-13
총포괄이익	617	777	673	666
지배주주	691	901	825	816
비지배주주	-74	-124	-152	-150
EBITDA	760	963	938	925
FCF	556	-149	491	452
EBITDA 마진율 (%)	7.6	9.1	8.8	8.7
영업이익률 (%)	7.0	8.5	8.2	8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	7.3	6.5	6.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,948	6,355	6,838	7,278
현금 및 현금성자산	1,412	1,405	1,776	2,110
매출채권 및 기타채권	2,171	2,283	2,265	2,258
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,365	2,667	2,797	2,910
비유동자산	1,901	1,880	1,934	2,016
관계기업투자등	168	190	199	208
유형자산	437	439	449	473
무형자산	75	78	80	81
자산총계	7,849	8,235	8,771	9,294
유동부채	5,013	4,532	4,419	4,299
매입채무 및 기타채무	1,211	1,077	1,058	1,040
단기금융부채	247	244	225	205
기타유동부채	3,555	3,211	3,136	3,054
비유동부채	259	346	323	299
장기금융부채	4	16	14	11
기타비유동부채	255	330	309	288
부채총계	5,272	4,879	4,742	4,598
지배주주지분	2,693	3,529	4,217	4,896
자본금	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,677	2,445	3,132	3,811
비지배주주지분	-116	-173	-187	-200
자본총계	2,577	3,356	4,030	4,696

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	577	-107	547	525
당기순이익	595	711	673	666
비현금수익비용가감	427	420	255	254
유형자산감가상각비	42	44	46	49
무형자산상각비	16	22	24	24
기타	369	354	185	181
영업활동으로인한자산및부채의변동	-304	-1,049	-184	-203
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-577	-382	18	9
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	576	-722	-10	-11
법인세납부	-141	-239	-249	-246
투자활동으로 인한 현금흐름	-529	34	-154	-164
유형자산처분(취득)	-19	-42	-56	-73
무형자산감소(증가)	-36	-26	-26	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	-423	27	-44	-24
기타투자활동	-51	75	-28	-42
재무활동으로 인한 현금흐름	175	-11	-21	-23
장단기금융부채의 증가(감소)	190	10	-21	-23
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-15	-21	0	0
현금의 증가	274	-7	371	334
기초현금	1,138	1,412	1,405	1,776
기말현금	1,412	1,405	1,776	2,110

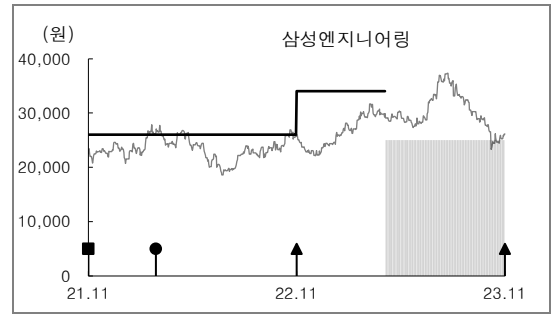
자료: 삼성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6.6	6.6	7.4	7.4
P/CF (x)	4.3	4.5	5.4	5.5
P/B (x)	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	3.2	3.2	2.8	2.4
EPS (원)	3,392	3,920	3,504	3,468
CFPS (원)	5,214	5,769	4,738	4,696
BPS (원)	13,741	18,007	21,511	24,978
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	34.3	5.0	0.6	0.3
EBITDA증가율 (%)	38.3	26.7	-2.7	-1.3
조정영업이익증가율 (%)	39.7	27.6	-3.2	-1.8
EPS증가율 (%)	78.6	15.5	-10.6	-1.0
매출채권 회전율 (회)	5.1	4.8	4.8	4.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	10.4	10.5	11.4	11.6
ROA (%)	8.6	8.8	7.9	7.4
ROE (%)	28.3	24.7	17.7	14.9
ROIC (%)	301.7	134.9	68.8	54.7
부채비율 (%)	204.6	145.4	117.7	97.9
유동비율 (%)	118.6	140.2	154.7	169.3
순차입금/자기자본 (%)	-71.3	-53.6	-55.5	-55.7
조정영업이익/금융비용 (x)	48.0	39.6	45.8	48.8

### 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성엔지니어링 (028050)				
2023.11.23	매수	34,000	-	-
2023.04.28	분석 대상 제외		-	-
2022.11.23	매수	34,000	-22.09	-6.76
2022.03.21	중립	26,000	-7.69	7.69
2021.06.18	Trading Buy	26,000	-8.90	7.69



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

### 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

### 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성엔지니어링 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.