

삼성엔지니어링(028050)

여유 있게 시작한 2018년

현안 프로젝트에 1,310억원의 추가 원가 반영
 '안부' 발전 현장에 890억원의 총당금 환입
 EPC 업황 개선, Q(수주잔고) 다음은 P(마진) 개선까지

Facts : 현안 프로젝트에 1,310억원의 추가 원가 반영

4분기, 이라크 바드라 현장에 407억원, UAE CBDC에 907억원의 추가원가를 반영하며 영업이익은 예상을 하회했다. 작년 말, 금감원이 테마감리의 집중 점검 대상으로 수주산업의 원가산정을 제시함에 따라 건설업종 전반이 보수적으로 회계처리한 영향도 있다. 영업외비용에는 환차손 147억원이 반영돼 순이익은 적자전환했다. 2017년 말 순차입금은 6,260억원으로 전년대비 소폭 늘었으나 2016년 말에는 관계사 공사 매출채권 유동화가 많았기 때문이다. 미청구공사는 7,743억원으로 3분기 대비 무려 0.8조원 줄었는데 CBDC 현장 등에서 청구채권으로의 전환이 늘어난 영향이다. 1~2개 분기 내, 현금으로 회수되며 현금흐름은 큰 폭 개선될 전망이다.

Pros & cons : '안부' 발전 현장에서 890억원의 총당금 환입

2016년 4분기, 사우디 '안부'발전 현장을 타절하며 bond call 비용을 포함 총 1,982억원의 총당금을 반영한 바 있다. 현재 중재 중이며 890억원의 bond call 비용이 환입돼 비화공 원가율은 72.8%로 대폭 하락했다. 이를 제외하더라도 관계사 위주인 비화공 원가율은 80.8%로 추정돼 양호한 수준이다. 2015년 오만 '소하르' 정유와 관련된 중재 절차도 종결되며 적지만 총당금이 환입됐다. 한국EPC의 단점으로 공사능력보다 계약관리의 미비함이 자주 지적됐던 만큼 이 같은 내용은 긍정적이다.

Action : EPC 업황 개선, Q(수주잔고) 다음은 P(마진) 개선까지

사측은 2018년 가이드언스를 제시하지 않았지만 수주잔고 10.3조원을 기록함에 따라 올해 손익은 안정화 궤도에 진입할 것이다. 전일 수주가 확정된 UAE POC(25억달러)와 결과 대기 중인 사빅의 ASU(4억달러) 감안 시 이미 전년 수준의 화공 플랜트 수주(5조원)는 어렵지 않다. 우리는 2018년 수주를 전년대와 유사한 8조원으로 가정했는데 이 수준만 달성해도 수주잔고는 12조원에 육박한다. 한층 여유로워진 상황이라 사측은 타이오일의 CFP, 알제리 소나트랙 정유, 베트남 룡손 등 전통적으로 우호적인 발주처 중심의 프로젝트 수주에 주력할 것임을 밝혔다. 어느 정도 수주잔고를 채운 이후의 스텝은 수주의 질 향상이다. Top pick을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 25,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/7)	2,397
주가(2/7)	15,000
시가총액(십억원)	2,940
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	17,500/9,780
일평균거래대금(6개월, 백만원)	33,333
유동주식비율/외국인지분율(%)	75.7/23.9
주요주주(%)	삼성SDI 외 7인 20.6
	국민연금 7.1

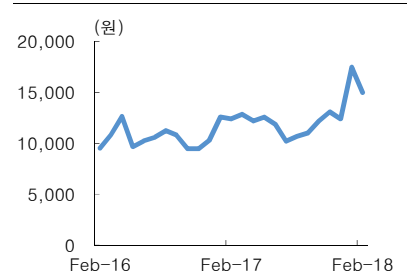
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	68.7	NM	23.5
PBR(x)	2.0	2.5	2.7
ROE(%)	7.4	(4.0)	12.2
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	16.5	21.8	12.1
EPS(원)	150	(203)	639
BPS(원)	5,158	4,935	5,575

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.3	40.8	20.0
KOSPI 대비(%p)	12.3	40.9	4.5

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

오만 두쿰/POC 프로젝트 진행에 따라 매출 upside 있어

2017년 수주가 예상을 초과한 이유는 오만 두쿰/바레인 밥코 정유(각각 10억달러, 13억달러)의 수주에 성공했기 때문이다. 모두 financing이 요구되는 프로젝트라 착공 시점은 가변적이다. 두쿰 정유의 펀딩 속도가 빨라 2~3개월 내 financing이 종결될 전망이다. 이미 공사 사전작업을 시작했다. 상반기 NTP(착공지시서)를 받게 된다면 1~2천억원의 매출 기여가 가능할 전망이다. 바레인 밥코의 금융종결은 이보다 늦은 6월로 예상된다. 더불어 POC 프로젝트가 수주에 성공한 것으로 보도돼, 2018년 매출은 3~5천억원 상향 조정될 여지가 있다. 2019년에는 여기서만 1조원에 가까운 매출 기여가 예상된다.

〈표 1〉 4분기 영업이익 컨센서스 하회

(단위: 십억원, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,024	1,619	1,356	1,294	1,267	(2.1)	(37.4)	1,391
영업이익	(13)	12	12	15	7	(55.6)	NM	24
영업이익률(%)	(0.7)	0.8	0.9	1.2	0.5	(0.6)	1.2	1.8
세전이익	31	(39)	32	5	(27)	NM	NM	25
순이익	13	(44)	32	7	(40)	NM	NM	10

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 현안 프로젝트 내역

(단위: 십억원)

Project	계약일	준공일	도금액	잔액	진행률	미청구공사			추가원가						
						1Q17	2Q17	3Q17	1Q16	2Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	Total
Badra	Jan-10	Jul-14	1,583	4	99.7%	117	-	55	--	-	-	43	31	41	235
CBDC	Jul-12	Jul-18	3,057	178	94.2%	158	230	248	-	-	22	20	34	91	723

주: 진행률은 3분기 말 기준
자료: 한국투자증권

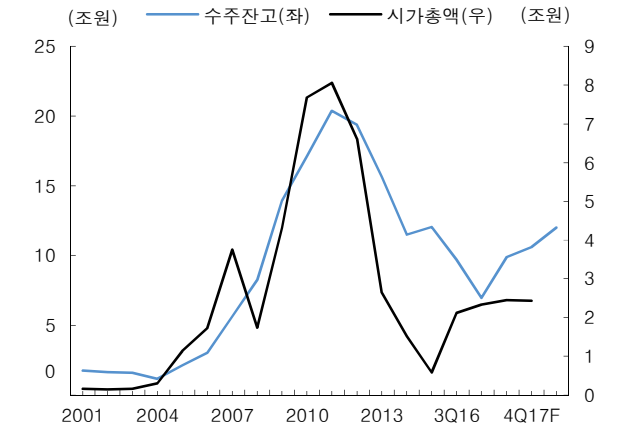
〈표 3〉 삼성엔지니어링 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018F	2019F
매출	1,474	1,880	1,631	2,024	1,619	1,356	1,294	1,267	7,009	5,536	6,177	7,585
YoY	(16.8%)	2.0%	90.3%	2.8%	9.8%	(27.9%)	(20.6%)	(37.4%)	8.8%	(21.0%)	11.6%	22.8%
화공	808	812	722	948	707	517	515	371	3,291	2,110	3,152	4,889
비화공	666	1,068	909	1,076	912	839	779	896	3,719	3,426	3,025	2,696
원가율	92.2%	92.2%	90.8%	96.6%	93.9%	92.8%	92.5%	94.6%	93.1%	95.9%	91.1%	89.6%
화공	96.6%	96.8%	96.9%	83.9%	105.5%	103.3%	105.6%	147.2%	91.0%	112.3%	95.5%	91.0%
비화공	90.1%	88.6%	86.0%	107.8%	84.9%	86.3%	83.9%	72.8%	95.0%	81.9%	86.5%	87.0%
판관비	89	144	97	82	86	85	81	62	412	315	370	370
판관비율	6.0%	7.6%	6.0%	4.1%	5.3%	6.3%	6.3%	4.9%	5.9%	5.7%	6.0%	4.9%
영업이익	27	4	53	(13)	12	12	15	7	70	47	180	421
YoY	23.1%	(76.5%)	NM	(160.7%)	(53.4%)	254.3%	(71.2%)	NM	(104.8%)	(33.0%)	284.3%	133.3%
영업이익률	1.8%	0.2%	3.3%	(0.7%)	0.8%	0.9%	1.2%	0.5%	1.0%	0.8%	2.9%	5.5%
세전이익	10	7	9	31	(39)	32	5	(27)	56	(30)	165	408
순이익	8	2	2	(3)	(47)	31	7	(44)	9	(52)	125	309
(지배주주)	8	2	2	(3)	(44)	31	7	(40)	9	(45)	125	309

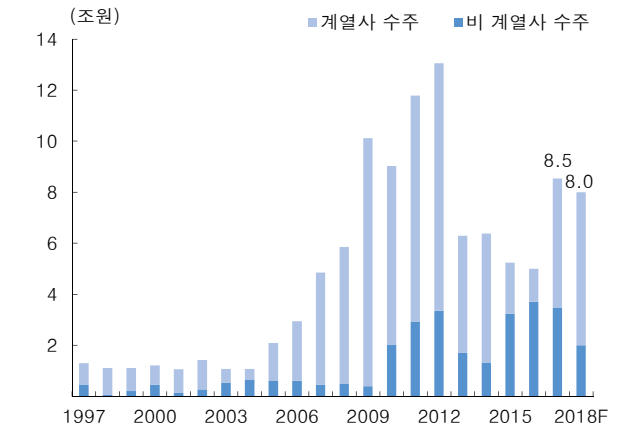
자료: 한국투자증권

[그림 1] 삼성엔지니어링 수주잔고와 시가총액



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

[그림 2] 삼성엔지니어링 수주 추이



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

<표 4> 2018년 주요 해외 입찰 안건

(단위: 십억달러)

계약 예상	국가/발주처	Project	금액	입찰업체
1Q	UAE	POC	2.5	삼성엔지니어링, 2/8 수주 확정
1Q	사우디 사빅	ASU	0.4	삼성엔지니어링
2Q	베트남	롱손 정유	0.6	삼성엔지니어링 등(당초 Toyo 가 로이스트였으나 재입찰)
2H	태국 타이오일	스리라차 CFP 정유	5.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	롯데케미칼/말레이시아	타이탄 NCC	3.5	삼성엔지니어링, 대림산업, GS 건설 등
2H	인도네시아	Balikpapan 정유	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	알제리	HMD 가스	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	UAE	루와이스 아로마틱스	2.0	2018년 1월 ITB 발급
2H	UAE	알호슨 가스(Al Hosn Sour gas)	2.3	2개 패키지, 2017년 10월 PQ 마감
2H	PTTGC/대림산업	미국 ECC	0.7	벡텔/삼성엔지니어링, SK 건설/Fluor 경쟁 중

자료: MEED Projects, 각사, 한국투자증권

기업개요

삼성그룹 계열의 산업플랜트 건설업체. 1970년 코리아엔지니어링으로 설립하였고, 1978년 지금의 상호로 변경. 주요 사업은 정유·가스·석유화학·화학업스트림·발전·철강·수처리·환경·인프라 등의 플랜트 건설 및 관련 엔지니어링 서비스

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,775	3,658	3,377	3,953	4,855
현금성자산	696	882	609	741	986
매출채권및기타채권	2,375	2,362	2,048	2,285	2,807
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,856	1,862	1,679	1,660	1,866
투자자산	183	86	178	88	101
유형자산	687	657	627	597	568
무형자산	50	96	76	84	104
자산총계	5,631	5,520	5,056	5,613	6,720
유동부채	4,784	4,314	3,920	4,327	5,076
매입채무및기타채무	2,741	2,697	1,384	1,544	1,896
단기차입금및단기사채	1,514	721	471	521	571
유동성장기부채	451	731	731	731	731
비유동부채	1,160	210	183	209	257
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	861	10	15	21	27
부채총계	5,944	4,524	4,103	4,535	5,333
지배주주지분	(314)	1,011	967	1,093	1,402
자본금	200	980	980	980	980
자본잉여금	49	454	454	454	454
기타자본	(285)	(193)	(193)	(193)	(193)
이익잉여금	(292)	(198)	(241)	(116)	193
비지배주주지분	2	(15)	(15)	(15)	(15)
자본총계	(313)	996	953	1,078	1,387

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(833)	188	307	97	470
당기순이익	(1,304)	9	(44)	125	309
유형자산감가상각비	67	48	47	44	41
무형자산상각비	17	30	31	35	43
자산부채변동	370	258	276	(111)	65
기타	17	(157)	(3)	4	12
투자활동현금흐름	20	94	(336)	(21)	(281)
유형자산투자	(20)	(24)	(23)	(19)	(16)
유형자산매각	39	5	5	5	5
투자자산순증	83	43	(90)	92	(11)
무형자산순증	(22)	(14)	(11)	(44)	(62)
기타	(60)	84	(217)	(55)	(197)
재무활동현금흐름	1,072	(102)	(244)	56	56
자본의증가	0	1,284	0	0	0
차입금의순증	1,072	(1,386)	(244)	56	56
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	48	6	0	0	0
현금의증가	308	186	(273)	132	245

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

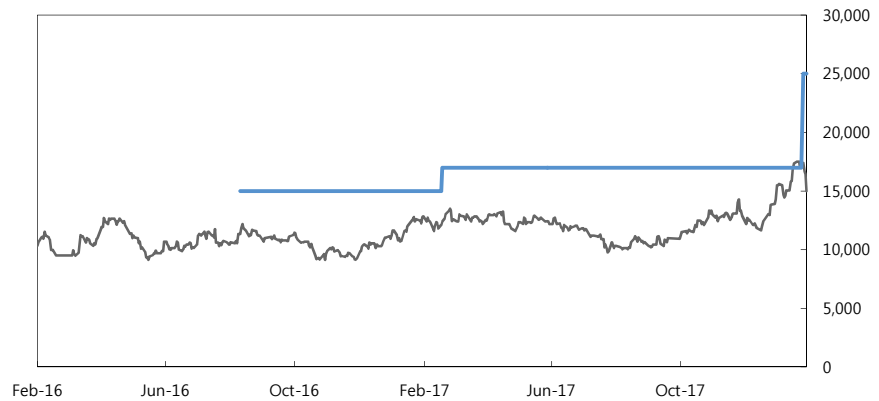
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	6,441	7,009	5,536	6,177	7,585
매출원가	7,530	6,527	5,175	5,627	6,795
매출총이익	(1,089)	482	361	550	791
판매관리비	365	412	315	370	370
영업이익	(1,454)	70	47	180	421
금융수익	55	71	9	9	9
이자수익	11	16	9	9	9
금융비용	79	76	33	31	29
이자비용	30	27	33	31	29
기타영업외손익	25	(13)	(55)	5	5
관계기업관련손익	4	5	2	2	2
세전계속사업이익	(1,450)	56	(30)	165	408
법인세비용	(146)	47	(7)	40	99
연결당기순이익	(1,304)	9	(44)	125	309
지배주주지분순이익	(1,305)	26	(40)	125	309
기타포괄이익	38	(46)	0	0	0
총포괄이익	(1,266)	(36)	(44)	125	309
지배주주지분포괄이익	(1,267)	(20)	(40)	125	309
EBITDA	(1,370)	149	125	259	504

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(35,301)	150	(203)	639	1,577
BPS	(746)	5,158	4,935	5,575	7,151
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(27.7)	8.8	(21.0)	11.6	22.8
영업이익증가율	NM	NM	(33.1)	284.3	133.3
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	146.7
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	146.7
EBITDA증가율	NM	NM	(15.6)	106.5	94.6
수익성(%)					
영업이익률	(22.6)	1.0	0.8	2.9	5.5
순이익률	(20.3)	0.4	(0.7)	2.0	4.1
EBITDA Margin	(21.3)	2.1	2.3	4.2	6.6
ROA	(22.1)	0.2	(0.8)	2.3	5.0
ROE	(409.0)	7.4	(4.0)	12.2	24.8
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,993	459	316	202	(140)
차입금/자본총계비율(%)	(918.7)	149.1	126.1	116.1	93.9
Valuation(X)					
PER	NM	68.7	NM	23.5	9.5
PBR	NM	2.0	2.5	2.7	2.1
EV/EBITDA	NM	16.5	21.8	12.1	5.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성엔지니어링 (028050)	2015.10.01	중립	-	-	-
	2016.08.21	매수	15,000원	-27.7	-14.3
	2017.02.28	매수	17,000원	-27.5	2.9
	2018.02.04	매수	25,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 7일 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.
- 당사는 삼성엔지니어링 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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.