

삼성엔지니어링(028050)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 17,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주가(4/26)	13,250
시가총액(십억원)	2,597
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	13,500/9,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,889
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.2/15.0
주요주주(%)	삼성SDI 외 7인 20.6
국민연금	8.2

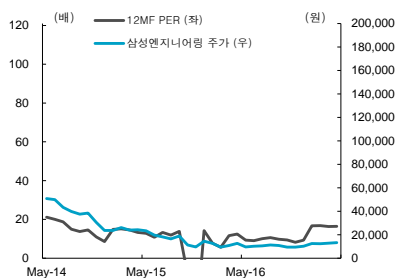
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	68.7	21.9	11.5
PBR(x)	2.0	2.3	1.9
ROE(%)	7.4	11.1	18.2
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	16.5	12.5	7.7
EPS(원)	150	604	1,157
BPS(원)	5,158	5,761	6,918

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.1	29.9	9.1
상대주가(%p)	1.3	20.3	(0.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

환 영향 제외하면 나쁘지 않은 실적

What's new : 환손실은 영업단에 400억원, 영업외단에 517억원 발생

매출은 10% 증가했으나 영업이익은 53% 감소했다. 사우디 루브렐 정유에서 274억원, UAE CBDC에서 222억원의 추가비용이 반영됐다. 또한 전기 대비 원달러 환율이 92원 하락하며 원가에 환차손 400억원이 반영됐다. 삼성엔지니어링은 원달러 관련 선물환헤지를 하지 않아 분기 환율에 따라 미청구공사와 도급액 감소효과가 발생하고 원가 상승요인으로 작용한다. 지난 4분기에는 원화약세로 약 200억원의 원가 개선효과가 있었듯, 통상 연간으로 환 영향은 상쇄된다. 영업외비용에 청구 매출채권의 환손실 517억원이 반영됐다.

Positives : 비화공 원가율은 84.9%로 안정적

비화공 플랜트 매출은 작년 2분기부터 화공플랜트를 압도하기 시작했다. 1분기 비화공 원가율은 84.9%로 전년대비 5.2%p 하락했다. 연초 '안부' 발전 타절로 대부분의 비화공 매출은 관계사 공사에서 발생했다. 관계사 공사는 향후에도 14~16%의 안정적 매출이익률을 보이며 전사 실적을 견인할 것이다. 화공플랜트 원가율도 환관련손실을 제외한다면 99.9%로 매출 급감에도 불구하고, 비교적 선방했다. 전사 인력은 5,673명으로 전분기 대비 150명 줄었고 판관비율은 5.3%로 전년대비 0.7%p 하락했다. 매출은 올해가 바닥이라고 판단되며 올해 판관비율은 6.7% 수준에서 관리될 것이다.

Negatives : 수주잔고 감소, 그러나 투자사이클 재개가 기회

2개 현장의 원가 충격이 크게 느껴지지만 이는 호황기에도 준공을 앞두고 발생했던 수준의 차질이라 문제는 아니라고 본다. 매출이 작아지며 돌출되는 현상이다. 루브렐은 4월, CBDC는 7월 종료예정인 만큼, 추가비용이 확대될 가능성은 낮다. 그러나 수주잔고가 전년 말 8.2조원에서 1분기 6.9조원으로 빠르게 감소했기에 일감 확보가 시급하다. 사측은 5월에 UAE POC(25억달러), 태국 PTTGC의 ORP(6억달러)의 계약을 기대한다고 밝혔으며 이 경우 단기 모멘텀이 강해질 것이다. 상반기는 중동의 정유플랜트, 하반기는 인도네시아와 태국에서 역시 대형 정유플랜트 발주가 예정돼 있다. 지난 3년간 돈을 번 기업위주의 투자사이클 재개다. Pure player인 삼성엔지니어링에게는 가장 우호적 환경이다.

결론 : 수주잔고와 시가총액의 동행에 초점을!

예년대비 강한 수주 flow로 수주잔고와 시가총액의 동행성에 초점을 맞출 때다. 삼성엔지니어링의 시가총액은 EV/Backlogs 배수 0.4배에서 형성돼 왔다. 2017년 수주를 6조원으로 가정한다면 2017년 말 수주잔고는 8.6조원으로 추정되며 0.4배의 멀티플을 적용한다면 주당 적정가치는 17,000원이다. 이는 2018F PER 15배에 해당되며 global EPC player의 2018F PER이 19~20배에 형성되고 있음을 감안 시 보수적인 1차 목표주가다. 환관련 착시효과로 주가가 하락한다면 좋은 매수기회다. Top pick을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,346	1,619	20.3	1,316	(20.0)	9.8	5,514	5,728
영업이익	24	12	(48.3)	29	NM	(53.4)	173	171
영업이익률	1.8	0.8	-1.0	2.2	1.4	-1.0	3.1	3.0
세전이익	7	(39)	NM	23	NM	NM	156	165
순이익	5	(44)	NM	17	NM	NM	118	143

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126
narae.heo@truefriend.com

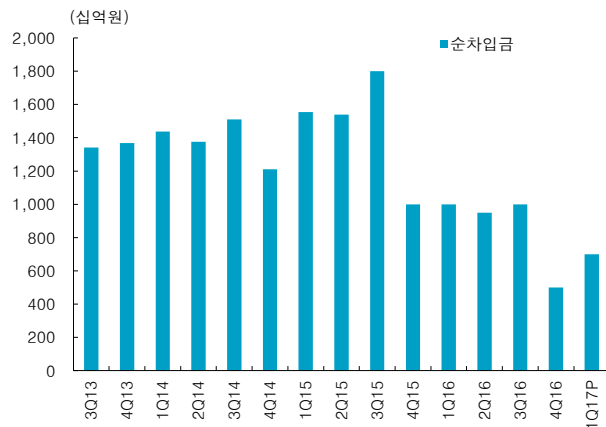
<표 1> 삼성엔지니어링 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출	1,474	1,880	1,631	2,024	1,619	1,089	1,261	1,546	6,441	7,009	5,514	6,127
YoY	-16.8%	2.0%	90.3%	2.8%	9.8%	-42.1%	-22.7%	-23.6%	-27.7%	8.8%	-21.3%	11.1%
화공	808	812	722	948	707	557	625	816	3,283	3,291	2,705	3,213
비화공	666	1,068	909	1,076	912	533	635	729	3,159	3,719	2,809	2,914
원가율	92.2%	92.2%	90.8%	96.6%	93.9%	88.6%	89.0%	88.3%	116.9%	93.1%	90.2%	88.8%
화공	96.6%	96.8%	96.9%	83.9%	105.5%	92.0%	91.0%	92.6%	128.8%	91.0%	95.5%	90.5%
비화공	90.1%	88.6%	86.0%	107.8%	84.9%	85.0%	87.0%	83.4%	104.5%	95.0%	85.0%	87.0%
판관비	89	144	97	82	86	90	95	99	365	412	370	370
판관비율	6.0%	7.6%	6.0%	4.1%	5.3%	8.3%	7.5%	6.4%	5.7%	5.9%	6.7%	6.0%
영업이익	27	4	53	(13)	12	34	44	82	(1,454)	70	173	314
YoY	23.1%	-76.5%	nm	-160.7%	-53.4%	884.0%	-17.5%	nm	nm	-104.8%	147.3%	81.4%
영업이익률	1.8%	0.2%	3.3%	-0.7%	0.8%	3.2%	3.5%	5.3%	-22.6%	1.0%	3.1%	5.1%
세전이익	10	7	9	31	(39)	34	44	117	(1,450)	56	156	299
순이익	8	2	2	(3)	(47)	26	33	89	(1,304)	9	118	227

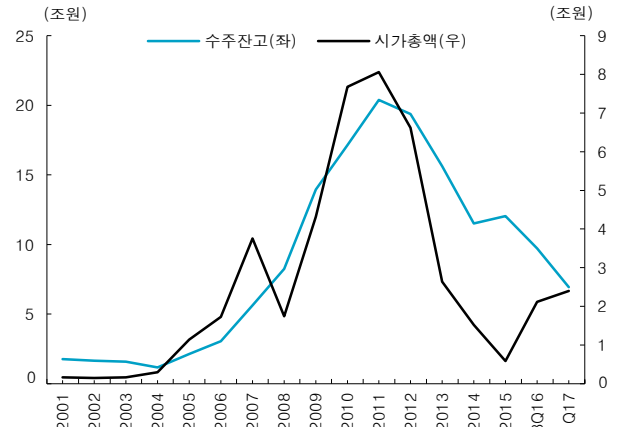
자료: 한국투자증권

[그림 1] 순차입금 추이



자료: 삼성엔지니어링

[그림 2] 수주잔고 추이



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

<표 2> 삼성엔지니어링 주요 진행 프로젝트

(단위: 십억원)

Project	Contract	Completion	Contract value	Residual value	Progress	미청구공사		추가비용	
						3Q	4Q	1Q17	Total
Aramco Cogeneration Projects (Off)	Sep-13	Jul-16	486	12	97.5%	-	1		30
Gazprom Badra Project	Feb-13	Mar-18	1,076	107	90.0%	83	77		120
Luberef Yanbu Refinery Expansion Project	Oct-12	Mar-17	1,083	48	95.6%	100	155	27	27
Takreer Carbon Black & Delayed Coker	Jul-12	Jan-16	3,046	338	88.9%	-	107	22	579
TAKREER RRE Utilities & Offsite	Dec-09	Jul-16	3,285	12	99.6%	182	12		
미국 Lotte MEG	Oct-15	Oct-18	517	377	27.1%	-	0		

자료: 한국투자증권

<표 3> 삼성엔지니어링 해외수주 입찰 현황

(단위: 십억달러)

프로젝트	금액	Note
UAE POC	2.5	계약 대기
PTTGC 태국 Polyols	0.9	2 분기 계약 예정
Bahrain refinery	1.0~1.5	숏리스트(TR,테크닉 컨소시움)
Oman Duqm refinery	1.0~1.5	숏리스트(Chiyoda,페트로팩 컨소시움)
UAE Bab integrated	3.3	3 분기 입찰 예정
Kuwait NRP feed pipeline	0.9	3 분기 입찰 예정
수주 확보	3.4	

자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

기업개요

삼성그룹 계열의 산업플랜트 건설업체. 1970년 코리아엔지니어링으로 설립하였고, 1978년 지금의 상호로 변경. 주요 사업은 정유·가스·석유화학·화공업스트림·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	3,364	3,921	4,133
현금성자산	696	882	607	735	839
매출채권및기타채권	2,375	2,362	2,040	2,267	2,389
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,856	1,862	1,675	1,652	1,677
투자자산	183	86	178	88	91
유형자산	687	657	627	597	568
무형자산	50	96	75	84	88
자산총계	5,631	5,520	5,039	5,573	5,810
유동부채	4,784	4,314	3,742	4,025	3,953
매입채무및기타채무	2,741	2,697	1,379	1,532	1,614
단기차입금및단기사채	1,514	721	721	771	821
유동성장기부채	451	731	731	731	731
비유동부채	1,160	210	183	207	223
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	861	10	15	21	27
부채총계	5,944	4,524	3,925	4,232	4,175
지배주주지분	(314)	1,011	1,129	1,356	1,649
자본금	200	980	980	980	980
자본잉여금	49	454	454	454	454
기타자본	(285)	(193)	(193)	(193)	(193)
이익잉여금	(292)	(198)	(79)	147	440
비지배주주지분	2	(15)	(15)	(15)	(15)
자본총계	(313)	996	1,114	1,341	1,634

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(833)	188	52	90	194
당기순이익	(1,304)	9	118	227	293
유형자산감가상각비	67	48	47	44	41
무형자산상각비	17	30	31	35	37
자산부채변동	370	258	(140)	(219)	(177)
기타	17	(157)	(4)	3	0
투자활동현금흐름	20	94	(333)	(17)	(146)
유형자산투자	(20)	(24)	(23)	(19)	(16)
유형자산매각	39	5	5	5	5
투자자산순증	83	43	(90)	93	(1)
무형자산순증	(22)	(14)	(11)	(43)	(41)
기타	(60)	84	(214)	(53)	(93)
재무활동현금흐름	1,072	(102)	6	56	56
자본의증가	0	1,284	0	0	0
차입금의순증	1,072	(1,386)	6	56	56
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	48	6	0	0	0
현금의증가	308	186	(276)	129	104

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

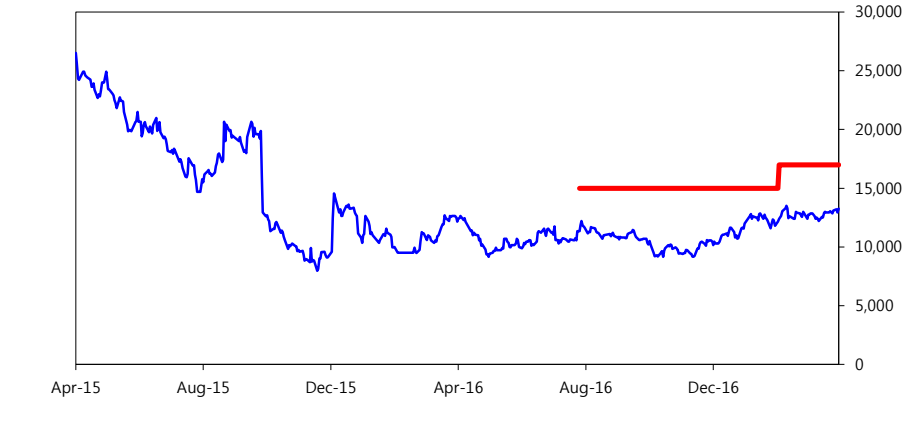
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	6,441	7,009	5,514	6,127	6,457
매출원가	7,530	6,527	4,971	5,443	5,688
매출총이익	(1,089)	482	543	684	770
판매관리비	365	412	370	370	370
영업이익	(1,454)	70	173	314	400
금융수익	55	71	9	9	9
이자수익	11	16	9	9	9
금융비용	79	76	33	31	29
이자비용	30	27	33	31	29
기타영업외손익	25	(13)	5	5	5
관계기업관련손익	4	5	2	2	2
세전계속사업이익	(1,450)	56	156	299	387
법인세비용	(146)	47	38	72	94
연결당기순이익	(1,304)	9	118	227	293
지배주주지분순이익	(1,305)	26	118	227	293
기타포괄이익	38	(46)	0	0	0
총포괄이익	(1,266)	(36)	118	227	293
지배주주지분포괄이익	(1,267)	(20)	118	227	293
EBITDA	(1,370)	149	252	393	477

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(35,301)	150	604	1,157	1,495
BPS	(746)	5,158	5,761	6,918	8,413
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(27.7)	8.8	(21.3)	11.1	5.4
영업이익증가율	NM	NM	147.1	81.4	27.2
순이익증가율	NM	NM	359.2	91.7	29.3
EPS증가율	NM	NM	302.3	91.7	29.3
EBITDA증가율	NM	NM	69.3	56.1	21.4
수익성(%)					
영업이익률	(22.6)	1.0	3.1	5.1	6.2
순이익률	(20.3)	0.4	2.1	3.7	4.5
EBITDA Margin	(21.3)	2.1	4.6	6.4	7.4
ROA	(22.1)	0.2	2.2	4.3	5.1
ROE	(409.0)	7.4	11.1	18.2	19.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,993	459	569	460	325
차입금/자본총계비율(%)	(918.7)	149.1	130.2	112.0	94.9
Valuation(X)					
PER	NM	68.7	21.9	11.5	8.9
PBR	NM	2.0	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	NM	16.5	12.5	7.7	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성엔지니어링(028050)	2015.04.27	중립	-
	2016.08.21	매수	15,000 원
	2017.02.28	매수	17,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 26일 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.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.