

# 삼성엔지니어링(028050)

## 공간을 채워 더 여유롭다

환율 영향으로 영업이익 예상 상회  
매출 급락 멎은 2분기, 연말부터 매출 반등  
이제부터 빠른 정상화, top pick 유지

### Facts : 환율 영향으로 영업이익 예상 상회

영업이익은 전년대비 4배 늘어난 440억원으로 예상을 상회했다. 2분기말 원/달러 환율이 전분기 대비 55원 오르며 미청구공사에서 환차익이 발생, 매출과 영업이익 210억원 상승효과가 있었다. 환영향을 제외해도 화공 원가율은 98.0%로 1분기 대비 1.5%p 개선됐다. 현안 프로젝트인 UAE CBDC에 357억원의 추가원가(160억원은 충당금)가 반영됐다. 준공 시기가 당초 7월에서 연말로 연장된 영향이다. 또한 영업외비용에 텍사스 LNG FEED 수행 관련, 도급액 2,500만달러 중 미수금 2천만달러에 해당하는 사업 지분에 대해 평가손실 210억원이 반영됐다.

### Pros & cons : 매출 급락 멎은 2분기, 연말부터 매출 반등

2012년부터 시작된 매출 급락은 일단 멎었다. 연초 수주한 UAE CFP(26억달러) 등 대형 프로젝트들은 현재 설계 중이라 연말부터 매출에 기여하기 시작한다. 올해 2~3분기는 전년과 유사한 수준의 매출로 바닥을 다지고, 4분기부터 매출 상승 사이클이 시작돼 2019년 매출은 전년대비 35% 증가하며 고정비 부담이 크게 줄어든 전망이다. 매년 반복되는 CBDC의 추가 원가가 불편한 요인이지만, 매출이 급감한 상황에서 CBDC 비용이 반영되더라도 2~3%의 영업이익률을 낼 수 있는 체력이 구비됐다는 점이 중요하다. 환율인과 CBDC 비용을 제외하고 지속 가능한 화공플랜트의 최저 매출이익률은 9~10%로 추정된다. 올해 수주한 프로젝트의 기대 수익성은 대체로 양호하다는 점에서 이익률 개선의 upside가 열려 있다.

### Action : 이제부터 선별 수주, top pick 유지

EPC 업체는 수주가 늘며 선수금이 유입되고 악성잔고가 소진될 때 유동성이 빠르게 좋아진다. 2분기 말 순차입금은 0.5조원으로 1분기 대비 0.1조원, 2015년 대비 1조원 이상 줄었다. 매출채권에서 회수된 현금에 차입금 상환에 쓰여 연말 예상 순차입금은 0.4조원이다. 하반기 1조~1.5조원의 추가 해외수주가 예상되는데 2.5년치의 수주잔고를 채운 만큼 선별수주로 이익 기대치를 높일 것이다. 현재 오히려 PTTGC ECC(11억달러), 태국 타이오일(12억달러)의 수주 가능성이 매우 높다고 판단된다. 드라마틱한 이익 개선을 보일 2019년 이전에 매수해야 한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 25,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(7/26)	2,289
주가(7/26)	16,000
시가총액(십억원)	3,136
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	20,200/9,780
일평균거래대금(6개월, 백만원)	42,537
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.1/26.0
주요주주(%)	삼성SDI 외 7인 20.6
	국민연금 9.8

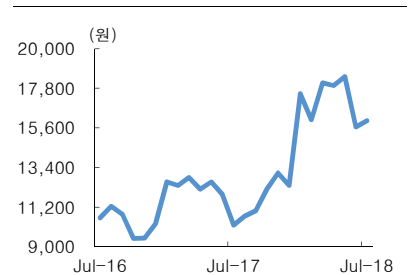
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	34.5	10.7
PBR(x)	2.4	2.8	2.2
ROE(%)	(4.5)	8.5	23.1
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	25.1	15.7	6.7
EPS(원)	(231)	464	1,491
BPS(원)	5,236	5,700	7,191

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.2	(7.8)	42.9
KOSPI 대비(%p)	5.9	3.3	48.8

### 주가추이



### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

### 김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 영업이익 컨센서스 상회

(단위: 십억원, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,356	1,294	1,267	1,218	1,349	10.8	(0.5)	1,396
영업이익	12	15	7	21	44	106.5	254.4	32
영업이익률(%)	0.9	1.2	0.5	1.7	1.7	0.0	0.8	2.3
세전이익	32	5	(27)	17	22	31.4	(29.8)	30
순이익	32	7	(40)	11	21	97.1	(32.8)	23

자료: 한국투자증권

삼성엔지니어링의 적정한 수주 capacity는 연간 8조~9조원이다. 현재까지 6.3조원의 수주를 달성했고 하반기 약 1조원의 관계사 수주(삼성전자 반도체, 삼성전기 등)이 기대된다. 하반기 수주 가능성이 높은 해외 프로젝트는 1조~1.5조원으로 추정되는데 현재 capacity에서 무리가 아니다.

또한 당초 올해 발주 예정이던 인도네시아 발릭파판 정유, UAE GAP 등 주요 프로젝트 결과가 2019년 초로 지연될 가능성이 높아졌는데, 이미 공간을 충분히 채운 삼성엔지니어링 입장에서는 오히려 긍정적이다. 외부 리스크에 민감도가 낮아지고 있음을 의미한다.

〈표 2〉 현안 프로젝트 내역

(단위: 십억원)

Project	계약일	준공일	도금액	잔액	진행률	미청구공사					추가원가						
						1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	Total
CBDC	Jul-12	Dec-18	3,026	190	93.7%	158	230	248	8	17	22	20	34	91	31	36	790

주: 진행률은 2018년 1분기말 기준  
 자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

〈표 3〉 삼성엔지니어링 해외플랜트 수주와 입찰 내역

(단위: 십억달러)

계약 시기	국가/발주처	프로젝트	금액	입찰업체	비고
1Q	UAE	CFP (POC)	2.6	삼성엔지니어링+CB&I	계약 완료
1Q	UAE	페열회수시설	0.5	삼성엔지니어링	계약 완료
2Q	베트남	통손 PP	0.6	삼성엔지니어링	계약 완료
2Q	베트남	호치민 하수처리시설	0.2	삼성엔지니어링, 대림산업, 포스코건설, GS 건설	
4Q	PTTGC/마루베니	미국 ECC	1.1	벡텔/삼성엔지니어링, SK 건설/Fluor	삼성엔지니어링 유력 보도
4Q	태국 타이오일	스리라차 CFP 정유	5.0	삼성엔지니어링+페트로팩+사이렘, GS 건설+TR+JGC	삼성엔지니어링 유력 보도 (삼성엔지니어링 12 억달러)
4Q-2019	UAE	Gasoline & Aromatics	2.5	삼성엔지니어링+CB&I, GS 건설, SK, 현대건설, JGC, 페트로팩	삼성엔지니어링 몫 7 억달러
4Q-2019	인도네시아	Balikpapan 정유	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설, SK 건설	2개 패키지
2019	롯데케미칼	타이탄 NCC	3.5	삼성엔지니어링, 대림산업, GS 건설, 현대건설 등	GS 건설 FEED 중
2019	LG 화학	NCC	3.0	삼성엔지니어링, 대림산업, GS 건설, 현대건설 등	
2019	현대케미칼	대산 HPC	2.7	삼성엔지니어링, 대림산업, GS 건설, 현대건설 등	

자료: 한국투자증권

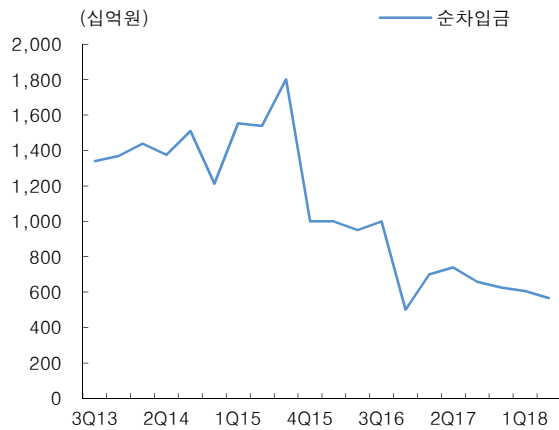
〈표 4〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출	1,619	1,356	1,294	1,267	1,218	1,328	1,348	1,551	7,009	5,536	5,444	7,366
YoY	9.8%	(27.9%)	(20.6%)	(37.4%)	(24.8%)	(2.1%)	4.2%	22.4%	8.8%	(21.0%)	(1.7%)	35.3%
화공	707	517	515	371	476	501	559	777	3,291	2,110	2,312	4,728
비화공	912	839	779	896	742	827	789	774	3,719	3,426	3,132	2,638
원가율	93.9%	92.8%	92.5%	94.6%	91.5%	92.1%	91.1%	89.2%	93.1%	93.5%	90.9%	89.6%
화공	105.5%	103.3%	105.6%	147.2%	99.5%	98.0%	97.0%	92.4%	91.0%	112.3%	96.2%	91.0%
비화공	84.9%	86.3%	83.9%	72.8%	86.4%	88.5%	87.0%	86.0%	95.0%	81.9%	87.0%	87.0%
판매비	86	85	81	62	82	61	85	112	412	315	340	370
판매비율	5.3%	6.3%	6.3%	4.9%	6.7%	4.6%	6.3%	7.2%	5.9%	5.7%	6.2%	5.0%
영업이익	12	12	15	7	21	44	34	56	70	47	155	398
YoY	(53.4%)	254.3%	(71.2%)	NM	71.3%	253.7%	124.7%	717.2%	(104.8%)	(33.0%)	230.6%	157.0%
영업이익률	0.8%	0.9%	1.2%	0.5%	1.7%	3.3%	2.5%	3.6%	1.0%	0.8%	2.8%	5.4%
세전이익	(39)	32	5	(27)	17	22	30	50	56	(30)	120	386
지배주주순이익	(44)	31	7	(40)	11	21	23	39	26	(45)	91	292

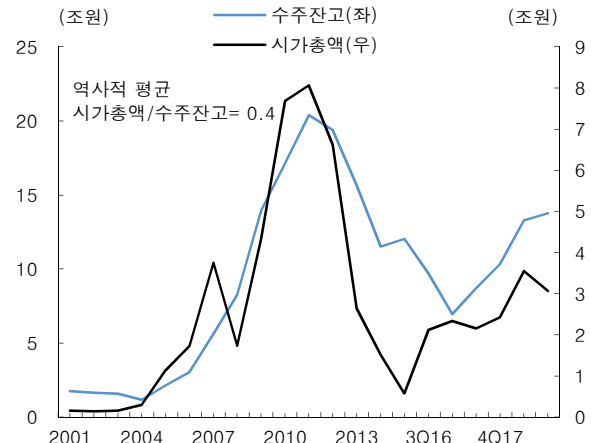
자료: 한국투자증권

[그림 1] 순차입금 추이



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

[그림 2] 수주잔고와 시가총액



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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,658	3,303	3,212	4,346	4,357
현금성자산	882	745	762	1,031	1,034
매출채권및기타채권	2,360	2,167	2,014	2,725	2,732
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,862	1,781	1,345	1,647	1,645
투자자산	86	89	89	110	110
유형자산	657	427	401	381	376
무형자산	96	71	70	95	95
자산총계	5,520	5,084	4,557	5,993	6,002
유동부채	4,314	3,678	2,789	3,616	3,000
매입채무및기타채무	2,697	2,342	1,361	2,578	2,216
단기차입금및단기사채	721	929	479	329	179
유동성장기부채	731	248	148	115	85
비유동부채	210	401	673	989	1,258
사채	0	80	160	240	320
장기차입금및금융부채	10	188	376	564	752
부채총계	4,524	4,079	3,462	4,605	4,257
지배주주지분	1,011	1,026	1,117	1,409	1,766
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	454	(19)	(19)	(19)	(19)
기타자본	(193)	(132)	(132)	(132)	(132)
이익잉여금	(198)	170	261	553	910
비지배주주지분	(15)	(22)	(22)	(22)	(22)
자본총계	996	1,005	1,096	1,388	1,745

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	188	(134)	269	412	(28)
당기순이익	9	(52)	91	292	357
유형자산감가상각비	48	41	32	29	28
무형자산상각비	30	31	26	35	35
자산부채변동	258	(84)	116	38	(446)
기타	(157)	(70)	4	18	(2)
투자활동현금흐름	94	(15)	34	(225)	(58)
유형자산투자	(24)	(14)	(6)	(9)	(22)
유형자산매각	5	6	0	0	0
투자자산순증	43	(8)	2	(19)	2
무형자산순증	(14)	(7)	(25)	(60)	(36)
기타	84	8	63	(137)	(2)
재무활동현금흐름	(102)	38	(285)	82	88
자본의증가	1,284	0	0	0	0
차입금의순증	(1,386)	38	(285)	82	88
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	6	(26)	0	0	0
현금의증가	186	(137)	17	269	3

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

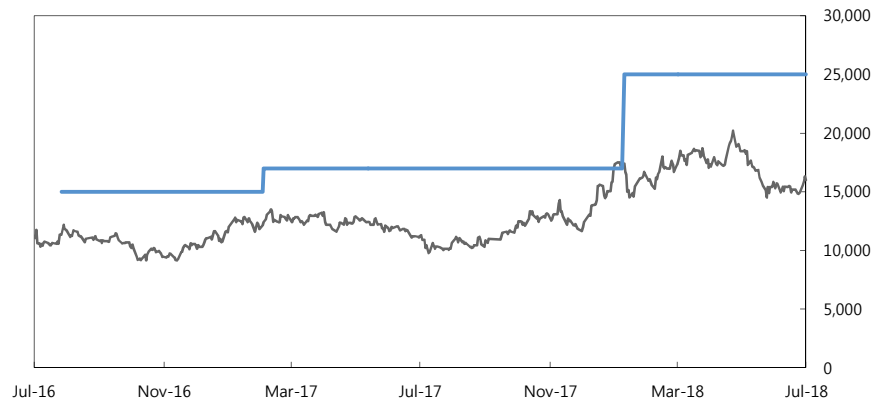
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,009	5,536	5,444	7,366	7,385
매출원가	6,527	5,175	4,949	6,597	6,521
매출총이익	482	361	495	768	864
판매관리비	412	315	340	370	380
영업이익	70	47	155	398	484
금융수익	71	92	9	9	9
이자수익	16	8	9	9	9
금융비용	76	127	31	29	29
이자비용	27	25	31	29	29
기타영업외손익	(13)	(46)	(15)	5	5
관계기업관련손익	5	5	2	2	2
세전계속사업이익	56	(30)	120	386	471
법인세비용	47	22	29	93	114
연결당기순이익	9	(52)	91	292	357
지배주주지분순이익	26	(45)	91	292	357
기타포괄이익	(46)	61	0	0	0
총포괄이익	(36)	8	91	292	357
지배주주지분포괄이익	(20)	15	91	292	357
EBITDA	149	119	213	463	547

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	150	(231)	464	1,491	1,820
BPS	5,158	5,236	5,700	7,191	9,011
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	8.8	(21.0)	(1.7)	35.3	0.3
영업이익증가율	NM	(33.1)	230.6	157.0	21.4
순이익증가율	NM	NM	NM	221.1	22.1
EPS증가율	NM	NM	NM	221.1	22.1
EBITDA증가율	NM	(19.7)	78.3	117.5	18.1
수익성(%)					
영업이익률	1.0	0.8	2.8	5.4	6.5
순이익률	0.4	(0.8)	1.7	4.0	4.8
EBITDA Margin	2.1	2.2	3.9	6.3	7.4
ROA	0.2	(1.0)	1.9	5.5	5.9
ROE	7.4	(4.5)	8.5	23.1	22.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	459	577	237	(4)	80
차입금/자본총계비율(%)	149.1	145.3	106.1	89.9	76.6
Valuation(X)					
PER	68.7	NM	34.5	10.7	8.8
PBR	2.0	2.4	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	16.5	25.1	15.7	6.7	5.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성엔지니어링 (028050)	2016.07.03	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 7월 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.
- 당사는 삼성엔지니어링 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.