

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

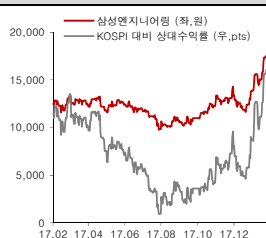
Company Data

자본금	980 십억원
발행주식수	19,600 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,940 십억원
주요주주	
삼성에스디아이(주)(외)	20.62%
국민연금공단	7.06%
외국인지분율	24.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/02/07)	15,000 원
KOSPI	2396.56 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	17,500 원
52주 최저가	9,780 원
60일 평균 거래대금	43 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.3%	12.9%
6개월	40.9%	41.0%
12개월	20.0%	3.9%

삼성엔지니어링 (028050/KS | 중립(유지) | T.P 13,000 원(유지))

좋아질 것을 모두가 다 알고 있는 시점

삼성엔지니어링의 4 분기 실적은 시장 기대치를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 여전히 해외 현안 프로젝트와 미청구공사대금이 발목을 잡는 모습이다. 그러나 기 확보한 수주의 매출화 및 현안 프로젝트의 완공으로 2019 년은 완전한 성장 국면에 진입할 것으로 보인다. 문제는 결국 밸류에이션에 달려있다는 판단이며, 신규 수주에 대한 기대감을 상반기 유가 슈팅 구간에 주가에 선제적으로 반영한 바 공격적 할증은 어렵다는 판단이다

속제는 2019 년에 모두 해결된다

삼성엔지니어링의 4Q17 매출액은 1 조 2,671 억원으로 전년동기대비 37.4% 감소, 컨센서스를 8.9% 하회했다. 영업이익은 68 억원으로 전년동기대비 흑자전환 했으나, 컨센서스를 72.1% 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 미청구공사의 충당금 처리 635 억원, 그 밖에 현안 프로젝트인 UAE CBDC, 이라크 바드라 오일에서 각각 공기 지연에 따른 추가 원가 반영이 907 억원, 470 억원 발생하며 아쉬운 실적을 기록했다. 비화공 부문의 일시적 마진을 개선은 과거 타절했던 사우디 양부 프로젝트에서의 890 억원 대손 환입이 영향을 미쳤다. 해외 현안 프로젝트의 더딘 원가율 개선 속도와 높은 미청구공사 등의 고질적인 문제가 개선되지 않는 모습이다. 물론, 해외 수주 시장에서 압도적 경쟁력으로 잔고를 채운만큼, 해당 잔고의 매출화 및 현안이 완전히 없어지는 2019 년부터는 매출과 이익의 가파른 증가가 예상된다는 점은 매우 긍정적이다.

결국은 밸류에이션의 기로에 설 수 밖에 없다

삼성엔지니어링의 2019 년 이익 기준 PBR 은 2.7X, PER 은 26.4X 이다. Peer 대비 압도적인 멀티플이 설명 가능한 이유는 1) 화공플랜트 Pure-player 로 유가 상승에 따른 베타가 가장 높기 때문이며, 2) 실제 신규 수주를 잘했기 때문이다. 그러나, 이미 UAE POC 와 같은 굵직한 프로젝트는 시장의 known-factor 로 보이며, 2016 년에서 2017 년 신규 수주 성장의 기울기만큼 2018 년이 가파른 수주 성장을 기록할지에 대해서는 의문이다. 오만 두쿰, 바레인 밥코와 같은 굵직한 프로젝트에 연이어 UAE POC 까지 확정되게 될 경우 Capacity 의 문제로 2018 년은 2017 년과 유사한 수준의 해외 수주를 달성할 것으로 예상되는 바, 밸류에이션의 추가적 할증에 대해서는 다소 고민스럽다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	6,441	7,009	5,536	5,014	5,596	6,684
yoy	%	-27.7	8.8	-21.0	-9.4	11.6	19.5
영업이익	십억원	-1,454	70	47	51	188	293
yoy	%	적전	흑전	-33.0	8.8	268.1	55.9
EBITDA	십억원	-1,370	149	124	125	259	362
세전이익	십억원	-1,450	56	-30	10	149	256
순이익(지배주주)	십억원	-1,305	26	-52	7	112	192
영업이익률%	%	-22.6	1.0	0.8	1.0	3.4	4.4
EBITDA%	%	-21.3	2.1	2.2	2.5	4.6	5.4
순이익률	%	-20.3	0.4	-0.9	0.1	2.0	2.9
EPS	원	-32,632	131	-266	37	569	978
PER	배	n/a	78.4	n/a	400.4	26.4	15.3
PBR	배	n/a	2.0	3.0	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	배	n/a	12.5	26.3	24.7	11.6	7.9
ROE	%	-408.8	2.7	-5.3	0.8	10.8	16.1
순차입금	십억원	1,675	-161	322	150	72	-91
부채비율	%	-1,899.3	454.1	417.7	371.0	319.6	284.7

삼성엔지니어링 4Q17 실적 Review

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%,%p)	3Q17	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	1,267.1	2,024.4	-37.4	1,294.2	-2.1	1,391.3	-8.9
영업이익	6.8	-13.3	흑전	15.3	-55.6	24.4	-72.1
영업이익률 (%)	0.5	-0.7	1.2	1.2	-0.6	1.8	-1.2
세전이익	-27.0	31.0	적전	4.8	적전	24.7	적전
세전이익률 (%)	-2.1	1.5	-3.7	0.4	-2.5	1.8	-3.9

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P
매출액	5,536	5,014	5,596	1,474	1,880	1,631	2,024	1,619	1,356	1,294	1,267
화공	2,110	2,243	2,543	808	812	722	948	707	517	515	371
비화공	3,426	2,772	3,053	666	1,068	909	1,076	912	839	779	896
Sales Growth (YoY %)	-21.0	-9.4	11.6	-16.8	2.0	90.3	2.8	9.8	-27.9	-20.6	-37.4
화공	-35.9	6.3	13.4	-24.8	-12.4	135.5	-2.7	-12.5	-36.3	-28.6	-60.9
비화공	-7.9	-19.1	10.1	-4.7	16.7	65.2	8.2	36.9	-21.4	-14.3	-16.7
매출총이익률 (%)	6.5	6.7	9.1	7.8	7.8	9.2	3.4	6.1	7.2	7.5	5.4
화공	-12.3	-5.0	0.0	11.8	3.2	3.1	16.1	-5.5	-3.3	-5.6	-47.2
비화공	18.1	16.2	16.6	3.0	11.4	14.0	-7.8	15.1	13.7	16.1	27.2
영업이익	47	51	188	27	3	53	-13	12	12	15	7
영업이익률 (%)	0.8	1.0	3.4	1.8	0.2	3.3	-0.7	0.8	0.9	1.2	0.5
지배주주순이익	-52	7	112	8	2	2	13	-44	32	7	-40
순이익률 (%)	-0.9	0.1	2.0	0.6	0.1	0.1	0.7	-2.7	2.3	0.5	-3.2

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권

SK 증권 기준 공사미수금, 미청구공사 스크리닝

(단위: 십억원)	수주액 (A)	누적매출액 (B)	진행률 (%)	미청구공사 (C)	공사미수금 (D)	매출액 대비 ((C+D)/B*100, %)
K-PJT 마감공사	1,549.0	1,472.9	95.1	246.8	0.0	16.8
Timimoun (TFD) Project (Off)	935.3	773.0	82.6	95.2	58.9	19.9
삼성바이오로직스 EDISON III PJT	483.4	427.5	88.4	60.3	0.0	14.1
Skikda Refinery Project (Off)	1,490.7	1,490.2	100.0	288.6	145.1	29.1
OPaL DFCU & AU Project (Off)	470.2	462.4	98.3	206.2	7.5	46.2
OPaL DFCU & AU Project (On)	587.6	571.0	97.2	186.1	0.0	32.6
Luberef Yanbu Refinery Expantion(On)	5,263.9	4,960.1	94.2	811.3	207.0	20.5
합계	10,780.0	10,157.2	94.2	1,894.5	418.4	22.8

자료: 분기보고서 (3Q17 기준), SK 증권

주 1: 전년도 매출액 대비 5% 이상 규모의 프로젝트 대상

주 2: 손상차손 감당한 순액 기준

주 3: (미청구공사+공사미수금)이 누적 인식 매출액보다 15% 이상이거나,

주 4: (미청구공사+공사미수금)이 전체 수주금액 대비 10% 이상인 경우를 표시

주 5: 다만, 진행률이 20% 미만인 경우는 제외

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,658	2,177	2,073	2,232	2,634
현금및현금성자산	882	299	371	349	412
매출채권 및 기타채권	2,360	1,517	1,360	1,518	1,813
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,862	2,788	2,478	2,289	2,250
장기금융자산	55	55	55	55	55
유형자산	657	629	604	582	562
무형자산	96	96	96	96	96
자산총계	5,520	4,964	4,551	4,522	4,884
유동부채	4,314	3,796	3,375	3,235	3,406
단기금융부채	1,452	1,244	1,038	715	479
매입채무 및 기타채무	2,582	2,268	2,050	2,231	2,635
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	210	210	209	209	209
장기금융부채 (사채+장차)	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	5	5	5	5
부채총계	4,524	4,005	3,584	3,444	3,614
지배주주지분	1,011	973	980	1,094	1,288
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	454	454	454	454	454
기타자본구성요소	-193	-193	-193	-193	-193
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-198	-250	-243	-131	61
비지배주주지분(연결)	-15	-14	-14	-16	-19
자본총계	996	959	966	1,078	1,269
부채외자본총계	5,520	4,964	4,551	4,522	4,884

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	188	-447	205	229	227
당기순이익(손실)	9	-52	7	112	192
비현금수익비용가감	-79	-41	-39	-36	-32
유형자산감가상각비	48	47	44	41	39
무형자산상각비	30	30	30	30	30
기타	-217	-217	-217	-217	-217
운전자본감소(증가)	258	-354	237	153	67
매출채권의감소(증가)	-84	-843	-157	158	295
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	166	313	218	-180	-404
기타	175	175	175	175	175
법인세납부	-74	-74	-74	-74	-74
투자활동으로 인한 현금흐름	94	66	66	66	66
금융자산감소(증가)	43	1	1	1	1
유형자산처분(취득)	5	5	5	5	5
무형자산감소(증가)	-14	0	0	0	0
기타투자활동	83	83	83	83	83
재무활동으로 인한 현금흐름	-102	-208	-206	-323	-236
단기금융부채의 증가(감소)	-1,327	-208	-206	-323	-236
장기금융부채의 증가(감소)	-59	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1,284	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	186	-583	72	-22	63
기초현금	696	882	299	371	349
기말현금	882	299	371	349	412
FCF	164	-472	181	205	203

자료: 삼성엔지니어링, SK증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	7,009	5,536	5,014	5,596	6,684
매출원가	6,527	5,175	4,677	5,089	6,010
매출총이익	482	361	337	507	674
매출총이익률(%)	6.9	6.5	6.7	9.1	10.1
판매비와관리비	412	314	286	319	381
영업이익	70	47	51	188	293
영업이익률(%)	1.0	0.8	1.0	3.4	4.4
조정영업이익	70	47	51	188	293
비영업손익	-14	-77	-41	-39	-37
순금융손익	-11	-0	2	3	5
외환관련손익	-2	-42	-42	-42	-42
관계기업등 투자손익	5	5	5	5	5
세전계속사업이익	56	-30	10	149	256
세전계속사업이익률(%)	0.8	-0.5	0.2	2.7	3.8
계속사업법인세	47	22	2	37	64
계속사업이익	9	-52	7	112	192
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9	-52	7	112	192
순이익률(%)	0.1	-0.9	0.1	2.0	2.9
지배주주	26	-52	7	112	192
지배주주귀속 순이익률(%)	0.4	-0.9	0.1	2.0	2.9
비지배주주	-16	0	0	0	0
총포괄이익	-36	-57	10	113	203
지배주주	-20	-32	6	62	112
비지배주주	-16	-26	5	51	91
EBITDA	149	124	125	259	362

주요투자지표

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	8.8	-21.0	-9.4	11.6	19.5
영업이익	흑전	-33.0	8.8	268.1	55.9
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	1,418.5	72.0
EBITDA	흑전	-16.6	1.0	107.4	39.6
EPS	흑전	적전	흑전	1,418.5	72.0
수익성(%)					
ROA(%)	0.2	-1.0	0.2	2.5	4.1
ROE(%)	2.7	-5.3	0.8	10.8	16.1
EBITDA마진(%)	2.1	2.2	2.5	4.6	5.4
안정성(%)					
유동비율(%)	84.8	57.3	61.4	69.0	77.3
부채비율(%)	454.1	417.7	371.0	319.6	284.7
순차입금/자기자본(%)	-16.2	33.5	15.5	6.7	-7.2
EBITDA/이자비용(배)	5.5	10.6	12.6	31.6	56.0
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	131	-266	37	569	978
BPS	4,669	4,476	4,514	5,091	6,084
CFPS	212	149	206	307	385
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	113.8	n/a	467.1	30.8	17.9
PER(최저)	67.9	n/a	261.0	17.2	10.0
PBR(최고)	2.9	3.5	3.5	3.1	2.7
PBR(최저)	1.7	2.0	2.0	1.8	1.5
PCR	48.5	100.4	72.9	48.8	38.9
EV/EBITDA(최고)	25.9	n/a	91.6	6.0	3.5
EV/EBITDA(최저)	20.0	n/a	51.2	3.4	2.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.08	중립	13,000원	6개월		
2017.10.30	중립	13,000원	6개월	-5.05%	34.62%
2017.10.09	중립	13,000원	6개월	-10.49%	1.92%
2017.07.13	중립	13,000원	6개월	-10.50%	1.92%
2017.04.27	중립	13,000원	6개월	-4.69%	1.92%
2017.03.27	중립	13,000원	6개월	-1.71%	1.92%



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 8일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----