

# 삼성엔지니어링(028050)

## 지금 사도 되는 이유

올 들어 가장 outperform한 건설주는 삼성엔지니어링이다. 현 상황과 밸류에이션을 점검했다. 단기 급등에도 불구하고, 투자매력은 여전히 높다고 판단한다. 또한 그간 투자포인트가 오직 수주였다면, 올해부터 이익 성장도 기대할 만 하다.

### 1. 전년 수준의 수주 어렵지 않고 동일한 숫자라도 질은 더 개선

전년 수주는 8.5조원(관계사 3.5조원/해외 5조원)이었다. 올 들어 이미 31억달러를 달성했고 관계사 수주는 3조원이 가능할 것으로 보여 전년 수준의 수주는 어렵지 않다. 물량을 채웠기에 이제 더욱 선별 수주가 가능하다. 동일한 8.5조원의 수주라도, 기대 수익성은 상향되고 있어 이에 대한 가치를 더 줄 수 있을 것이다.

### 2. 삼성엔지니어링의 봄, 5년만의 외형 성장

그간 투자포인트가 오직 수주 회복이었다면 2018년부터는 이익 회복도 예상된다. 1) UAE CFP(POC)와 폐열처리시설은 발주처 자체 자금이라 곧 착공해 올 하반기 매출이 시작된다. 작년 수주한 바레인 ‘밥코’는 financing closing이 임박했으며 최근 착공해 3분기부터 매출화 되고 오만 ‘두쿰’도 4분기부터 매출화 된다. 2) 올해 기성이 집중될 프로젝트는 2017년 수주한 PTTGC 공사 2개와 2015년 수주한 쿠웨이트 CFP, 말레이시아 Rapid, 롯데케미칼의 미국 MEG다. 따라서 2013년부터 지속됐던 매출 역성장은 올 1분기 완화되고 2분기부터 성장이 예상된다. 3) 현안 프로젝트는 3분기 완전히 종료된다. 이라크 바드라 가스는 3월 문제 없이 MC(기계적 준공)를 수령할 예정이고 UAE ‘CBDC’는 7월 준공 예정이다.

### 3. EPC 시황은 upcycle의 초입

올해 EPC 시장의 뚜렷한 변화는 고요했던 아시아 시장의 upcycle이다. 한국업체가 아시아에서 큰 손실을 보았던 사례는 찾기 어렵다. 삼성엔지니어링은 상반기 베트남 롱손 HDPE(5억달러), 인도네시아 발릭파판 정유, 하반기 타이탄NCC, 타이오일 CFP 등 역사적으로 관계가 좋았던 아시아 발주처들의 프로젝트에 집중할 계획이다. 2019년은 중동의 화학플랜트와 가스 투자 계획이 예정돼 있어 시황은 더욱 강해질 전망이다. 2018년 말 예상 수주잔고는 12조원이며 평균 멀티플 0.4배를 적용해 산출한 25,000원의 목표주가를 유지한다. 역사적으로 upcycle 초입기에는 멀티플이 더욱 확대되었으며 지금은 upcycle의 초입기다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	6,441	(1,454)	(1,305)	(35,301)	NM	(1,370)	NM	NM	NM	(409.0)	-
2016A	7,009	70	26	150	NM	149	68.7	16.5	2.0	7.4	-
2017F	5,536	47	(40)	(203)	NM	125	NM	21.8	2.5	(4.0)	-
2018F	6,177	158	109	554	NM	237	30.7	14.8	3.1	10.6	-
2019F	7,585	421	309	1,577	184.7	504	10.8	6.3	2.4	25.1	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 25,000원(유지)

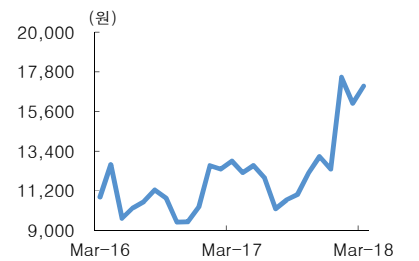
### Stock Data

KOSPI(3/14)	2,486
주가(3/14)	17,000
시가총액(십억원)	3,332
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	18,000/9,780
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,303
유동주식비율/외국인지분율(%)	75.7/23.1
주요주주(%)	삼성SDI 외 7인 20.6
	국민연금 7.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.0	65.9	37.1
KOSPI 대비(%p)	7.4	61.3	20.6

### 주가추이



자료: WISEIn

### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

### 김치호

chiho.kim@truefriend.com

### 2018년 아시아 강세, 2019년 중동 화학/가스로 확장

EPC 시황은 화학/정유회사의 이익을 1~2년 후행한다. 지금 화학/정유회사의 super cycle은 3년 이상 지속된 반면, capex는 이에 크게 미달해 괴리가 최대로 벌어진 시점이다. 2018년 주요 발주시장은 아시아다. 인도네시아, 베트남, 말레이시아 등에서 예년과 달리 발주가 큰 폭 증가할 전망이다.

2019년은 중동의 화학플랜트와 가스플랜트가 강세다. 중동은 가스부족에 시달리고 있는데 원유발전보다 가스발전이 훨씬 경제적이라는 것을 깨달았다. 이제 원유는 최대한 수출 혹은 화학제품의 원료로 확보하고자 한다. 따라서 중동은 LNG 수입과 함께 자국 가스전도 개발하려 한다. 최근 아람코가 러시아 Arctic LNG 프로젝트에 투자의향을 밝히며 MOU를 체결하는 것이 대표적 이벤트였다. 중국이 새로운 가스 수요국으로 부상하며 중동의 가스전 개발도 탄력을 받을 것이다.

아시아와 중동을 중심으로 EPC 시장은 2018년 upcycle에 진입해 2019년 시장 규모는 더욱 확대될 것이다. 삼성엔지니어링은 올해 현안 프로젝트를 끝내고 점차 인력 충원도 예상돼, 2019년 수주는 양적으로도 추가 성장이 가능할 것이다.

〈표 1〉 삼성엔지니어링이 입찰한 해외 프로젝트

(단위: 십억달러)

계약 시기	Country/발주처	Project	금액	Bidder
1Q	UAE	POC	2.6	삼성엔지니어링+CB&I 확정
1Q	UAE	페열회수시설	0.5	삼성엔지니어링 확정
1Q	사우디 SABIC	ASU	0.4	삼성엔지니어링 등
1Q	베트남	롱손 HDPE	0.6	삼성엔지니어링 등
2Q	UAE	Borouge PE	0.5	삼성엔지니어링 등
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, 현대건설 등
2H	알제리	HMD 가스	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	UAE	루와이스 아로마틱스	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설, 현대건설 등
2H	UAE	알호슨 가스(Al Hosn Sour gas)	2.3	삼성엔지니어링, GS 건설, 현대건설 등
2H	UAE	IGD #2	1.0	페트로팩, 테크닉, 사이렘, NPCC, TR, JGC, 치요다, GS 건설, 현대건설
2H	PTTGC/마루베니	미국 ECC	0.7	벡텔/삼성엔지니어링, SK 건설/Fluor 경쟁 중

자료: 한국투자증권

다음은 전일 있었던 corporate day에서 논의된 주요 사항을 정리했다.

## 1. 이연법인세자산 상각 여부

최근 대우조선해양이 이연법인세자산을 일시에 상각하며 삼성엔지니어링 이연법인세자산의 상각 리스크가 제기됐다. 삼성엔지니어링의 현재 이연법인세자산은 약 8천억원이며 1) 유보액 5천억원, 2) 이월결손금과 이월세액공제 3,000억원으로 구성된다. 1)은 회계상 법인세와 세법상 법인세 차이에 의해 일시적으로 발생하며 비용화될 리스크가 없는 유보금 성격이다.

2)는 기업이 세전손실을 냈을 경우, 법인세를 현금으로 돌려주지 않고 일종의 포인트처럼 미래 법인세를 줄여주는 역할을 하는 성격이다. 회사가 이익을 내고 세금을 내야 할 때 세금을 줄여주는 동시에 이연법인세자산이 해소된다. 통상 이를 쓸 수 있는 기한은 10년이다. 만약 10년 내 이익을 내지 못해 세금 면제 기회를 잃는다면 현금의 유출은 없이, 법인세 비용으로 한꺼번에 인식되며 세금의 면제 기회를 잃는다.

대우조선해양은 2015년 세전손실 4조원, 당기순손실 3.3조원을 기록하며 법인세 수익 7,760억원(10년 내 이익이 발생할 경우 면제 받을 수 있는 법인세 한도가 7,760억원이라는 의미)이 발생했다. 그러나 2015년 2분기 세전손실 5,613억원을 내며 법인세비용 6,596억원이 계상됐다. 이연법인세자산 인정을 받지 못했기 때문이다. 과거의 손실이 미래 세금을 줄여주려면 재무제표 작성 시점을 기준으로 향후 세금을 낼 수 있는 재원, 즉 이익을 창출할 수 있어야 한다는 확실한 근거가 있어야 한다. 대우조선해양의 대규모 상각은 과거 실적, 2017년 수주와 2016~2017년 실적이 목표에 미달함에 따라 이뤄졌다.

따라서 매분기 회계감사 시마다 이연법인세자산의 자산성 검사를 하며 자산성이 부족하다고 판단되면 이연법인세자산을 감액하고 법인세 비용으로 반영한다. 지난 4분기, 삼성엔지니어링의 이연법인세자산의 부인 금액은 500억원이었고 법인세로 비용화되었다. 2016년 4분기 해당 금액은 400억원으로 유사했다. 만약 대우조선해양 사례처럼 일시에 이연법인세자산이 상각되려면 수주 미달이나 손익 악화 등, 과거 실적에서 사업성 악화의 징후가 포착돼 자산성 검사에 하자가 발견되어야 한다. 지난 4분기 이연법인세자산의 대규모 상각이 없었다는 것은 사업성에 대한 검증이 어느 정도 이뤄진 것으로 해석된다.

〈표 2〉 삼성엔지니어링 이연법인세자산

(단위: 십억원)

연도	이연법인세자산	증분
2013	344	-
2014	394	50
2015	670	276
2016	781	111
2017	800	19

자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

## 2. 2018년 1분기, 매출 급감 맞아

2018년 매출은 전년대비 12% 증가한 6.2조원으로 추정한다. 2018년 수주산업의 가장 큰 리스크는 매출 급감에 따른 손익 훼손 가능성이다. 그러나 삼성엔지니어링은 2013년부터 장기간 매출 감소 사이클이었고 2017년 바닥을 확인한 뒤, 2018년 매출이 증가할 유일한 EPC(조선/건설업종 내) 업체다. 연간 매출은 성장하더라도 상반기 매출 급감 가능성이 단기 리스크였다. 그러나 전년 1분기, 환율 급변동(원달러 환율 92.4원 하락)으로 400억원의 매출 감소효과가 발생했다. 올 1분기는 여전히 원화강세지만 전분기 대비 하락폭은 9.5월에 불과하다.

따라서 올 1분기는 매출은 전년 대비 7% 하락하는 수준에서 선방할 것으로 추정된다. 또한 전년 1분기는 화공플랜트에서 894억원의 추가 비용이 발생했기에 전년대비 실적 부담이 낮다. 2분기부터 2017년 수주한 PTTGC 프로젝트도 매출에 본격 기여하기 시작하므로 매출 성장세에도 진입하고 7월에 CBDC 프로젝트가 종료되며 이익은 계단식으로 개선될 전망이다.

〈표 3〉 원달러 환율

(단위: 원/달러)

	2016년 말	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2018/3/14
원달러 환율	1,208.5	1,116.1	1,139.6	1,146.7	1,074.2	1,064.7
전분기 대비 하락폭	-	(92.4)	23.5	7.1	(72.5)	(9.5)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 4〉 삼성엔지니어링 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출	1,619	1,356	1,294	1,267	1,514	1,495	1,437	1,731	7,009	5,536	6,177	7,585
YoY	9.8%	(27.9%)	(20.6%)	(37.4%)	(6.5%)	10.2%	11.1%	36.6%	8.8%	(21.0%)	11.6%	22.8%
화공	707	517	515	371	788	765	842	757	3,291	2,110	3,152	4,889
비화공	912	839	779	896	726	730	596	974	3,719	3,426	3,025	2,696
원가율	93.9%	92.8%	92.5%	94.6%	92.8%	92.1%	91.7%	89.5%	93.1%	93.5%	91.4%	89.6%
화공	105.5%	103.3%	105.6%	147.2%	99.0%	97.0%	95.0%	93.8%	91.0%	112.3%	96.2%	91.0%
비화공	84.9%	86.3%	83.9%	72.8%	86.0%	87.0%	87.0%	86.2%	95.0%	81.9%	86.5%	87.0%
판관비	86	85	81	62	87	85	85	113	412	315	370	370
판관비율	5.3%	6.3%	6.3%	4.9%	5.7%	5.7%	5.9%	6.5%	5.9%	5.7%	6.0%	4.9%
영업이익	12	12	15	7	23	33	35	68	70	47	158	421
YoY	(53.4%)	254.3%	(71.2%)	NM	82.0%	164.4%	125.7%	904.1%	(104.8%)	(33.0%)	237.2%	165.9%
영업이익률	0.8%	0.9%	1.2%	0.5%	1.5%	2.2%	2.4%	3.9%	1.0%	0.8%	2.6%	5.5%
세전이익	(39)	32	5	(27)	19	29	31	65	56	(30)	143	408
순이익	(47)	31	7	(44)	14	22	23	50	9	(52)	109	309

자료: 한국투자증권

### 3. 파트너링 수주 전략

2017년 삼성엔지니어링은 중동 시장에서 글로벌 peer 대비 가장 좋은 성과를 얻었다. 2017년 글로벌 경쟁사들과 전략적 파트너링을 했던 것이 주효했다. 바코 정유는 페트로팩, 두쿰정유는 TR, UAE POC는 CB&I와 컨소시엄으로 수주했다. EPC 프로세스 중 삼성엔지니어링이 P(procurement, 기자재 조달) 혹은 C(construction, 시공)만 수행하는 것이 아닌, 프로세스별로 수직적 분리 방식으로 수주한다. 대규모 손실 발생 이후 달라진 변화는 1) 각 현장의 오류를 즉각적으로 감지함으로써 부실화를 막는 ERP 시스템 구축, 2) 법무 역량을 강화함으로써 change order 확보, 3) 대형 프로젝트는 적극적인 전략적 파트너링 전략으로 리스크를 헷지하고 수주 확률을 높인다는 점이다.

### 4. 삼성중공업과의 합병 가능성 매우 희박

2014년, 삼성중공업과 합병을 시도했으나 무산되었다. 간헐적으로 삼성중공업과의 합병설이 제기되지만 그 가능성은 매우 희박하다. 당시 합병을 추진했던 이유는 해양프로젝트 발주가 매우 많던 시기였고 이에 대한 시너지를 기대할 수 있다고 판단했기 때문이다. 물론 올해 해양 시장은 지난 3년간 침체를 뒤로 하고, 10여개 이상 발주될 전망이나, 과거 수준 대비 여전히 약하다. 현실적으로 합병의 효용성이 사라진 이유로 판단한다.

#### 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	3,377	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	4,343	5,093
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	4,552	5,350
지배주주지분	(314)	1,011	967	1,076	1,385
자본금	200	980	980	980	980
자본잉여금	49	454	454	454	454
기타자본	(285)	(193)	(193)	(193)	(193)
이익잉여금	(292)	(198)	(241)	(133)	176
비지배주주지분	2	(15)	(15)	(15)	(15)
자본총계	(313)	996	953	1,061	1,370

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(833)	188	307	97	470
당기순이익	(1,304)	9	(44)	109	309
유형자산감가상각비	67	48	47	44	41
무형자산상각비	17	30	31	35	43
자산부채변동	370	258	276	(95)	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)

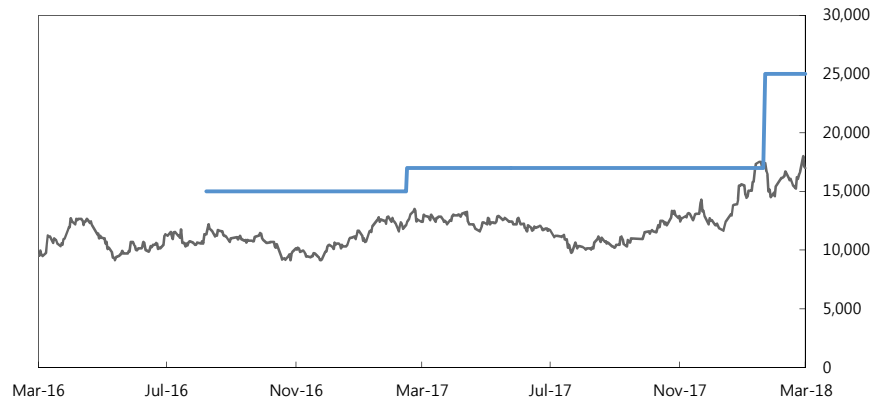
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	6,441	7,009	5,536	6,177	7,585
매출원가	7,530	6,527	5,175	5,649	6,795
매출총이익	(1,089)	482	361	528	791
판매관리비	365	412	315	370	370
영업이익	(1,454)	70	47	158	421
금융수익	55	71	9	9	9
이자수익	11	16	9	9	9
금융비용	79	76	33	31	29
이자비용	30	27	33	31	29
기타영업외손익	25	(13)	(55)	5	5
관계기업관련손익	4	5	2	2	2
세전계속사업이익	(1,450)	56	(30)	143	408
법인세비용	(146)	47	(7)	35	99
연결당기순이익	(1,304)	9	(44)	109	309
지배주주지분순이익	(1,305)	26	(40)	109	309
기타포괄이익	38	(46)	0	0	0
총포괄이익	(1,266)	(36)	(44)	109	309
지배주주지분포괄이익	(1,267)	(20)	(40)	109	309
EBITDA	(1,370)	149	125	237	504

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(35,301)	150	(203)	554	1,577
BPS	(746)	5,158	4,935	5,489	7,066
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(27.7)	8.8	(21.0)	11.6	22.8
영업이익증가율	NM	NM	(33.1)	237.2	165.9
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	184.7
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	184.7
EBITDA증가율	NM	NM	(15.6)	89.0	112.7
수익성(%)					
영업이익률	(22.6)	1.0	0.8	2.6	5.5
순이익률	(20.3)	0.4	(0.7)	1.8	4.1
EBITDA Margin	(21.3)	2.1	2.3	3.8	6.6
ROA	(22.1)	0.2	(0.8)	2.0	5.0
ROE	(409.0)	7.4	(4.0)	10.6	25.1
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	117.9	95.0
Valuation(X)					
PER	NM	68.7	NM	30.7	10.8
PBR	NM	2.0	2.5	3.1	2.4
EV/EBITDA	NM	16.5	21.8	14.8	6.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성엔지니어링 (028050)	2016.03.06	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 3월 14일 현재 삼성엔지니어링 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.12.31 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 높게 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.