

# 삼성엔지니어링(028050)

## 모멘텀보다 방향성, 안심하고 사자

CBDC 현장의 추가원가에도 화공사업 흑자  
수주잔고 예상 상회, 2분기에 선수금 대거 유입  
원가관리 역량 증명, 안정적 이익 궤도 진입

### Facts : CBDC 현장의 추가원가에도 화공사업 흑자

매출은 25% 감소, 우리의 예상을 20% 하회했지만 bottom line은 예상에 부합했다. UAE 'CBDC' 현장에 310억원의 추가원가가 반영됐는데 기계 고장이 발생했기 때문이다. 기계업체와 분쟁하기보다 일단 돌관공사로 공기를 맞추는데 주력했다. 향후 기계업체와의 claim을 통해 일부 비용회수가 예상된다. 이라크 '바드라' 현장에서 추가원가는 없었고 5월 완공될 예정이다. CBDC의 추가원가에도 불구, 화공플랜트 원가율은 99.5%로 흑자를 기록했다. 비화공 마진은 크게 좋고, 화공사업은 적자를 보였던 2017년 패턴과 달라진 점이다. 주력 매출원인 말레이시아 Rapid, 쿠웨이트 CFP, 롯데케미칼 미국 ECC 등의 수익성이 양호한 영향이다.

### Pros & cons : 수주잔고 예상 상회, 2분기 선수금 대거 유입

1분기 수주는 관계사 0.9조원(삼성전자 평택공장)을 포함, 4.5조원을 기록했다. 수주잔고는 5년 이래 최대치인 13.3조원을 기록했는데 전년대비 2배 늘어난 수준으로 2.4년치의 일감에 해당한다. 올해도 관계사 수주는 3조원에 달할 전망이라 전년 수준인 8조원의 수주 달성을 무리가 없고 선별 수주가 가능한 시점이다. 미 청구공사는 7,366억원으로 전년대비 1.8조원 감소했다. 또한 4월에는 POC 현장에서 도급액의 10%에 해당하는 약 2,700억원의 선수금 유입이 예상돼 1분기 말 6,055억원의 순차입금도 빠르게 하락할 것이다.

### Action : 원가관리 역량 증명, 안정적 이익 궤도 진입

작년 하반기부터 이어진 수주 강세 이후 선별수주를 할 수 있는 상황이 되었다. 수주 모멘텀의 짧은 휴식과 대북관련주의 강세로 상대적인 매력 저하를 우려하기도 한다. 그러나 역으로 이 때가 방향을 틀고 고성장주를 살수 있는 시기다. 이미 수주잔고는 빠르게 증가 반전했고 안정적인 이익 궤도에 진입했다. 2013년부터 구축해 온 원가관리 시스템이 효력을 발휘하기 시작했다고 판단한다. EPC 업체들은 매출이 계단식으로 상승할 때 판관비율이 드라마틱하게 줄고, 이때 가장 무서운 추가상승을 보여준다. 하반기부터 증가 반전할 매출과 이에 따른 판관비 절감, 이익 희석 효과에 대비해야 한다. Top pick을 유지한다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

**목표주가: 25,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(4/24)	2,464
주가(4/24)	17,750
시가총액(십억원)	3,479
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	18,700/9,780
일평균거래대금(6개월, 백만원)	41,560
유동주식비율/외국인지분율(%)	75.7/25.3
주요주주(%)	삼성SDI 외 7 인
	20.6
	국민연금
	10.8

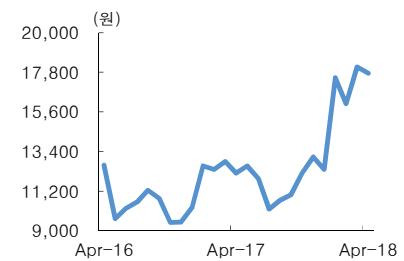
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	32.0	11.3
PBR(x)	2.4	3.1	2.4
ROE(%)	(4.5)	10.0	24.0
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	25.1	17.0	7.3
EPS(원)	(231)	554	1,577
BPS(원)	5,236	5,789	7,366

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.3	49.8	34.5
KOSPI 대비(%)	4.3	50.8	21.1

### 주가추이



### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

### 김치호

chiho.kim@truefriend.com

## 컨퍼런스콜 요약

- ▶ 입찰 현황: 지역별로 중동(35%), 아시아(23%), 아프리카(알제리 대부분, 10%), 유럽(20%), 북미(12%) 등 총 37조원 규모의 프로젝트에 입찰할 예정
- ▶ 주요 결과 대기 프로젝트: 베트남 롱손 HDPE(5억달러, 단독 협상 중), 베트남 하수처리(2억달러), 알제리 소나트랙 정유와 LPG(각각 10억달러, 4억달러), UAE Adnoc의 아로마틱스(7억달러), PTTGC와 대림산업 협작의 미국 MFC(Dual cracker, 벡텔과 컨소시움, 11억달러)
- ▶ 현안 프로젝트: 이라크 바드라 가스전은 문제 없이 5월 완공 예정, UAE CBDC는 7월 완공 예정이며 충당금 잔액 434억원
- ▶ 인력: 현재 5,350명으로 인당 11억원~12억원의 적정 매출 감안 시 수주한 프로젝트의 수행에 문제가 없음. 올해 말까지 100명 내 충원 계획. 7월부터 주 52시간 근무 규정 발효 관련, 현 기준에서 맞추기는 어렵지 않음

〈표 1〉 1분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,619	1,356	1,294	1,267	1,218	(3.9)	(24.8)	1,311
영업이익	12	12	15	7	21	211.9	71.4	23
영업이익률(%)	0.8	0.9	1.2	0.5	1.7	1.2	1.0	1.7
세전이익	(39)	32	5	(27)	17	NM	NM	11
순이익	(44)	32	7	(40)	11	NM	NM	8

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 현안 프로젝트 내역

(단위: 십억원)

Project	계약일	준공일	도급액	잔액	진행률	미청구공사				추가원가					
						1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	Total
Badra	Feb-13	May-18	1,583	4	99.7%	117		55	7	43	31	41	-	235	
CBDC	Jul-12	Jul-18	3,027	217	92.8%	158	230	248	8	22	20	34	91	31	754

주: 진행률은 2017년 4분기말 기준  
자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

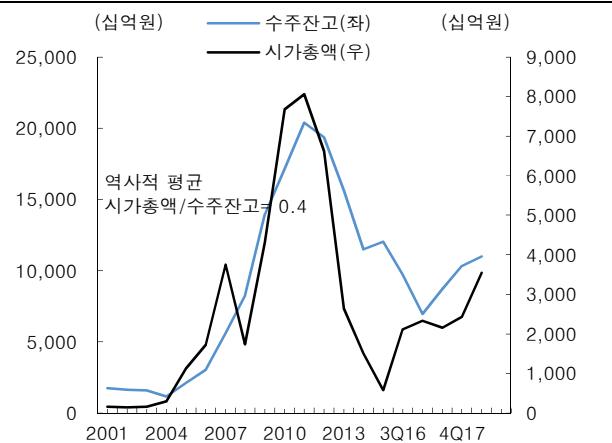
〈표 3〉 2018년 주요 해외 입찰 안건

(단위: 십억달러)

계약 예상	국가/발주처	Project	금액	입찰업체
1Q	UAE	POC	2.6	삼성엔지니어링, 2월 수주 확정
1Q	UAE	폐열회수	0.5	삼성엔지니어링, 3월 수주 확정
2Q	베트남	롱손 HDPE	0.5	삼성엔지니어링 단독 협상 중
2H	베트남	하수처리	0.2	삼성엔지니어링 등
2H	태국 타이오일	스리라차 CFP 정유	5.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	인도네시아	Balikpapan 정유	2.0	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	알제리	소나트랙 LPG	0.7	삼성엔지니어링, GS 건설 등
2H	UAE	루와이스 아로마틱스	0.7	2018년 1월 ITB 발급
2H	PTTGC/대림산업	미국 ECC	0.7	벡텔/삼성엔지니어링, SK 건설/Fluor 경쟁 중

자료: MEED Projects, 각사, 한국투자증권

[그림 1] 삼성엔지니어링 수주잔고와 시가총액



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

[그림 2] 삼성엔지니어링 순차입금 추이



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 삼성엔지니어링 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출	1,619	1,356	1,294	1,267	1,218	1,424	1,780	1,755	7,009	5,536	6,177	7,585
YoY	9.8%	(27.9%)	(20.6%)	(37.4%)	(24.8%)	5.0%	37.5%	38.5%	8.8%	(21.0%)	11.6%	22.8%
화공	707	517	515	371	476	852	1,034	791	3,291	2,110	3,152	4,889
비화공	912	839	779	896	742	573	746	965	3,719	3,426	3,025	2,696
원가율	93.9%	92.8%	92.5%	94.6%	91.5%	92.2%	92.2%	90.0%	93.1%	93.5%	91.4%	89.6%
화공	105.5%	103.3%	105.6%	147.2%	99.5%	96.0%	96.0%	94.7%	91.0%	112.3%	96.2%	91.0%
비화공	84.9%	86.3%	83.9%	72.8%	86.4%	86.5%	87.0%	86.2%	95.0%	81.9%	86.5%	87.0%
판관비	86	85	81	62	82	85	85	118	412	315	370	370
판관비율	5.3%	6.3%	6.3%	4.9%	6.7%	6.0%	4.8%	6.7%	5.9%	5.7%	6.0%	4.9%
영업이익	12	12	15	7	21	26	53	57	70	47	158	421
YoY	-53.4%	254.3%	-71.2%	nm	71.3%	112.7%	248.7%	741.3%	-104.8%	-33.0%	237.2%	165.9%
영업이익률	0.8%	0.9%	1.2%	0.5%	1.7%	1.9%	3.0%	3.3%	1.0%	0.8%	2.6%	5.5%
세전이익	(39)	32	5	(27)	17	22	49	54	56	(30)	143	408
순이익	(47)	31	7	(44)	12	17	37	42	9	(52)	109	309

자료: 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	3,644	4,475	4,438
현금성자산	882	745	865	1,062	1,053
매출채권및기타채권	2,360	2,167	2,285	2,807	2,783
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,862	1,781	1,468	1,684	1,668
투자자산	86	89	97	112	112
유형자산	657	427	401	381	376
무형자산	96	71	79	97	97
자산총계	5,520	5,084	5,112	6,159	6,106
유동부채	4,314	3,678	3,308	3,743	3,054
매입채무및기타채무	2,697	2,342	1,544	2,655	2,257
단기차입금및단기사채	721	929	579	429	279
유동성장기부채	731	248	193	160	130
비유동부채	210	401	691	995	1,261
사채	0	80	160	240	320
장기차입금및금융부채	10	188	376	564	752
부채총계	4,524	4,079	3,999	4,737	4,315
지배주주지분	1,011	1,026	1,135	1,444	1,812
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	454	(19)	(19)	(19)	(19)
기타자본	(193)	(132)	(132)	(132)	(132)
이익잉여금	(198)	170	278	587	956
비지배주주지분	(15)	(22)	(22)	(22)	(22)
자본총계	996	1,005	1,113	1,422	1,791

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,009	5,536	6,177	7,585	7,522
매출원가	6,527	5,175	5,649	6,795	6,643
매출총이익	482	361	528	791	879
판매관리비	412	315	370	370	380
영업이익	70	47	158	421	499
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)	5	5	5
관계기업관련손익	5	5	2	2	2
세전계속사업이익	56	(30)	143	408	486
법인세비용	47	22	35	99	118
연결당기순이익	9	(52)	109	309	369
지배주주지분순이익	26	(45)	109	309	369
기타포괄이익	(46)	61	0	0	0
총포괄이익	(36)	8	109	309	369
지배주주지분포괄이익	(20)	15	109	309	369
EBITDA	149	119	219	486	563

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	188	(134)	299	292	(46)
당기순이익	9	(52)	109	309	369
유형자산감가상각비	48	41	32	29	28
무형자산상각비	30	31	30	36	36
자산부채변동	258	(84)	119	(95)	(476)
기타	(157)	(70)	9	13	(3)
투자활동현금흐름	94	(15)	(39)	(177)	(50)
유형자산투자	(24)	(14)	(6)	(9)	(22)
유형자산매각	5	6	0	0	0
투자자산순증	43	(8)	(6)	(13)	3
무형자산순증	(14)	(7)	(38)	(54)	(35)
기타	84	8	11	(101)	4
재무활동현금흐름	(102)	38	(140)	82	88
자본의증가	1,284	0	0	0	0
차입금의순증	(1,386)	38	(140)	82	88
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	6	(26)	0	0	0
현금의증가	186	(137)	120	197	(9)

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	150	(231)	554	1,577	1,881
BPS	5,158	5,236	5,789	7,366	9,247
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	8.8	(21.0)	11.6	22.8	(0.8)
영업이익증가율	NM	(33.1)	237.3	165.9	18.7
순이익증가율	NM	NM	NM	184.7	19.3
EPS증가율	NM	NM	NM	184.7	19.3
EBITDA증가율	NM	(19.7)	83.9	121.5	15.8
수익성(%)					
영업이익률	1.0	0.8	2.6	5.5	6.6
순이익률	0.4	(0.8)	1.8	4.1	4.9
EBITDA Margin	2.1	2.2	3.6	6.4	7.5
ROA	0.2	(1.0)	2.1	5.5	6.0
ROE	7.4	(4.5)	10.0	24.0	22.6
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	0.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	459	577	258	103	202
차입금/자본총계비율(%)	149.1	145.3	117.5	97.9	82.7
Valuation(X)					
PER	68.7	NM	32.0	11.3	9.4
PBR	2.0	2.4	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	16.5	25.1	17.0	7.3	6.5

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성엔지니어링(028050)	2016.04.24	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 4월 25일 현재 삼성엔지니어링 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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 돋기 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.