

삼성엔지니어링 (028050)



건설


김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	19,000원 (M)
현재주가 (7/26)	16,000원
상승여력	19%

시가총액	31,360억원
총발행주식수	196,000,000주
60일 평균 거래대금	419억원
60일 평균 거래량	2,373,223주
52주 고	20,200원
52주 저	9,780원
외인지분율	25.95%
주요주주	삼성SDI 외 7 인 20.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.2	(7.8)	42.9
상대	6.0	(0.3)	51.9
절대(달러환산)	2.8	(10.9)	43.2

이익 레벨이 올라가고 있다

2Q18 Review : 2분기 영업이익, 시장 예상치 상회

2분기 삼성엔지니어링 실적은 매출액 1.35조원(-0.5%, YoY), 영업이익 439억원(+254.4%, YoY)을 기록했다. 영업이익은 시장 예상치를 34% 상회하는 어닝 서프라이즈를 달성했다. 실적 개선의 근거는 1) 환율 상승에 따른 미청구공사 원가 개선 효과 210억원 2) UAE CBDC 추가원가 357억원 반영했으나 KNPC CFP, RAPID 등 양호한 마진을 현장 매출 확대로 화공부문의 이익률이 개선되었기 때문이다 [2Q17 GPM: -3.3% → 2Q18(P) : +5.9%]. 다만, 비화공 부문은 전반적인 현장 마진을 평준화로 2017년 대비 다소 낮아졌다 [2017년 GPM : 18% → 2Q18 12%]. 미국 텍사스 LNG 지분 평가 손실 213억원 반영에 따른 기타비용 증가로 세전이익은 전년동기 대비, 시장 예상치를 모두 하회했다.

의미있는 수주 증가, 선별적 수주 전략은 아쉬운 부분

2018년 상반기 신규 수주는 6.2조원을 달성하며 2017년 8.5조원의 73%를 달성했다. 하반기 이후, 미국 PTTGC 11억불(현재 FEED 수행), 태국 타이오일 CFP 12억불 등 대형 Project에서 추가 수주가 기대된다. 다만, 추가적인 인력 확충(현재 5,300명)보다 선별적인 수주 전략은 향후 성장 기대감을 낮춘다는 측면에서 다소 아쉬운 부분이다. 2017년 기 수주한 주요 대형 현장인 오만 두쿰, 바레인 밥 코(지분법 인식)와 2018년 2월 UAE CFP 등 기 수주한 Project의 실적 기여 확대는 2019년 이후 본격화 될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 19,000원 유지

동사의 잔여 현안 Project인 이라크 바드라, UAE CBDC 준공 시점이 각각 8월, 12월로 지연되며 하반기 역시 일부 추가원가 반영 가능성은 상존하나, 화공부문 원가율이 100%를 상회할 가능성은 과거 대비 낮아졌다고 판단한다. 각 사업부문 원가율 조정으로 2018, 2019년 영업이익 추정치를 각각 5.3%, 4.5% 상향하였으나, 목표주가 변동폭은 크지 않아 동사에 대한 기존 투자의견 Buy와 목표주가 19,000원 [2019년(E) BPS 6,860원 * Target PBR 2.8x]을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,486	-0.5	10.8	13,902	-3.0
영업이익	439	254.4	106.5	318	38.0
세전계속사업이익	223	-29.8	31.4	290	-22.9
지배순이익	214	-32.8	97.1	228	-6.1
영업이익률 (%)	3.3	+2.4 %pt	+1.6 %pt	2.3	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	-0.7 %pt	+0.7 %pt	1.6	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	70,094	55,362	57,401	66,048	
영업이익	701	469	1,713	2,421	
지배순이익	258	-454	916	1,494	
PER	56.7	-51.6	34.2	21.0	
PBR	2.1	2.3	2.6	2.3	
EV/EBITDA	15.2	24.1	14.6	10.9	
ROE	7.4	-4.5	8.2	11.8	

자료: 유안타증권

삼성엔지니어링 2Q18 Review

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,356	1,294	1,267	1,218	1,349	-0.5%	10.8%	1,401	-3.7%
영업이익	12	15	7	21	44	254.4%	106.5%	33	33.7%
세전이익	32	5	-27	17	22	-29.8%	31.4%	28	-20.8%
지배주주순이익	32	7	-40	11	21	-32.8%	97.1%	22	-2.3%
영업이익률	0.9%	1.2%	0.5%	1.7%	3.3%				
세전이익률	2.3%	0.4%	-2.1%	1.4%	1.7%				
지배주주순이익률	2.3%	0.5%	-3.2%	0.9%	1.6%				

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성엔지니어링 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	1,619	1,356	1,294	1,267	5,536	1,218	1,349	1,484	1,690	5,740	6,605
- 화공	707	517	515	371	2,110	476	522	610	655	2,262	3,149
- 비화공	912	839	779	896	3,426	742	827	874	1,035	3,478	3,456
% 원가율	93.9%	92.8%	92.5%	94.6%	93.5%	91.5%	90.7%	91.5%	91.4%	91.3%	90.6%
- 화공	105.5%	103.3%	105.6%	147.2%	112.3%	99.5%	94.1%	95.6%	97.0%	96.5%	94.2%
- 비화공	84.9%	86.3%	83.9%	72.8%	81.9%	86.4%	88.5%	88.6%	87.8%	87.9%	87.3%
매출총이익	99	98	97	69	361	103	126	126	146	502	622
- 화공	-39	-17	-29	-175	-260	3	31	27	20	80	183
- 비화공	138	115	126	244	622	101	95	100	126	422	439
판관비	86	85	81	62	315	82	82	91	76	330	379
% 판관비율	5.3%	6.3%	6.3%	4.9%	5.7%	6.7%	6.1%	6.1%	4.5%	5.8%	5.7%
영업이익	12	12	15	7	47	21	44	36	70	171	242
% 영업이익률	0.8%	0.9%	1.2%	0.5%	0.8%	1.7%	3.3%	2.4%	4.2%	3.0%	3.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성엔지니어링 수익추정 변경 요약

(단위: 십억원)

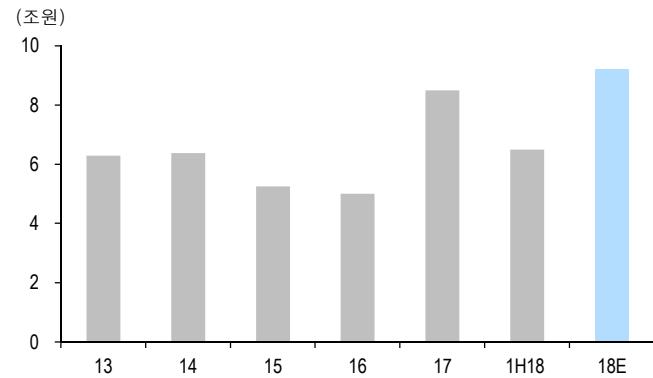
항목	신규 (a)		기존 (b)		차이 (a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	5,740	6,605	5,667	6,372	1.3%	3.6%
영업이익	171	242	163	232	5.3%	4.5%
세전이익	123	207	132	209	-6.9%	-1.0%
지배주주순이익	92	149	88	141	4.1%	5.8%
영업이익률	3.0%	3.7%	2.9%	3.6%	0.1%p	0.1%p
세전이익률	2.1%	3.1%	2.3%	3.3%	-0.2%p	-0.2%p
지배주주순이익률	1.6%	2.3%	1.6%	2.2%	0.0%p	0.1%p

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성엔지니어링 수주 목표 Project 요약						(단위 : 억달러)
국가	공종	Project	수주 규모	전체 규모	지분율	수주 예상시기
베트남	플랜트	하수처리	2.0	2.0	100%	2018년 4분기
태국	플랜트	타이오일 CFP	13.3	40.0	33%	2018년 4분기
미국	플랜트	PTTGC	11.0	70.0	16%	2018년 4분기 또는 2019년 1분기
인도네시아	플랜트	발리파판	-	40.0	-	2018~2019년
UAE	플랜트	아로마틱	7.0	25.0	28%	2019년 1분기
알제리	플랜트	소나트랙 정유공장	12.5	25.0	50%	2019년
합계			45.8			

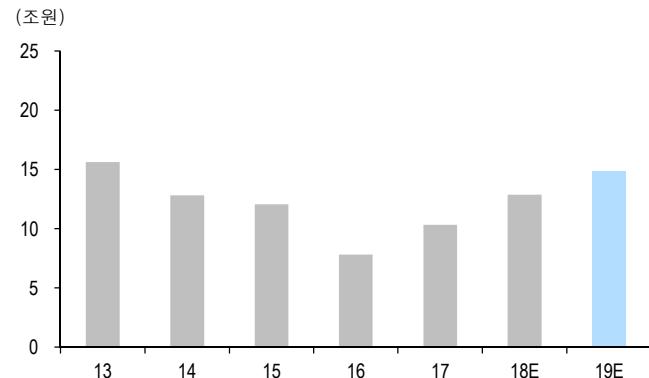
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성엔지니어링 신규수주 추이 및 가이던스



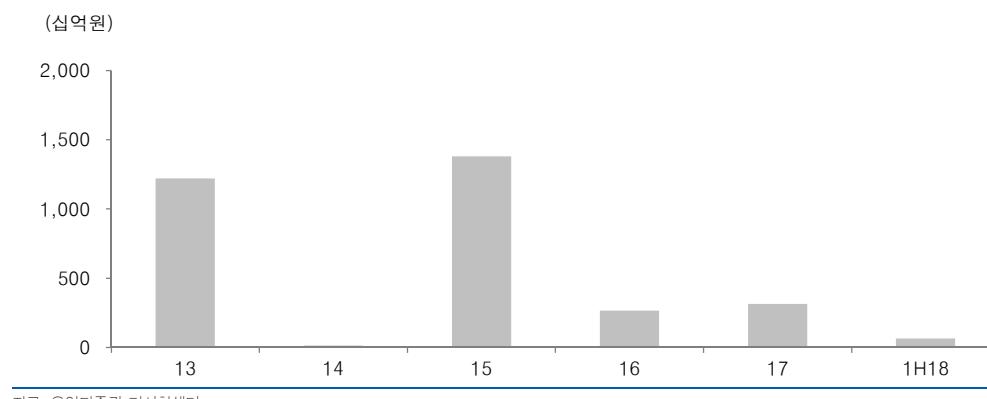
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성엔지니어링 수주잔고 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성엔지니어링 해외 초기원가 반영 [공식 언급 Project 대상]



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성엔지니어링 (028050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	70,094	55,362	57,401	66,048	74,150	
매출원가	65,275	51,748	52,384	59,832	66,425	
매출총이익	4,819	3,614	5,017	6,215	7,726	
판관비	4,119	3,145	3,305	3,794	4,285	
영업이익	701	469	1,713	2,421	3,441	
EBITDA	1,486	1,194	2,389	3,127	4,167	
영업외손익	-137	-765	-483	-354	-290	
외환관련손익	-25	-472	67	132	132	
이자손익	-108	-166	-48	-48	-38	
관계기업관련손익	48	45	66	96	120	
기타	-52	-173	-567	-535	-505	
법인세비용차감전순손익	564	-296	1,230	2,067	3,150	
법인세비용	469	225	334	558	851	
계속사업순손익	94	-521	896	1,509	2,300	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	94	-521	896	1,509	2,300	
지배지분순이익	258	-454	916	1,494	2,277	
포괄순이익	-364	85	1,405	2,018	2,809	
지배지분포괄이익	-201	153	1,339	1,923	2,677	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		36,582	33,031	32,963	34,180	35,502
현금및현금성자산		8,822	7,451	7,803	8,549	9,309
매출채권 및 기타채권		23,598	21,669	21,046	21,813	22,356
재고자산		0	0	0	0	0
비유동자산		18,620	17,807	18,403	18,757	19,174
유형자산		6,568	4,268	4,226	4,503	4,800
관계기업등 지분관련자산		309	324	414	510	630
기타투자자산		555	569	578	578	578
자산총계		55,201	50,838	51,366	52,936	54,676
유동부채		43,139	36,780	35,485	35,440	35,108
매입채무 및 기타채무		26,970	23,419	24,089	24,643	25,311
단기차입금		7,208	9,289	8,208	7,408	6,608
유동성장기부채		7,308	2,480	2,770	2,970	2,770
비유동부채		2,100	4,011	4,162	4,284	4,079
장기차입금		0	1,880	425	375	325
사채		0	800	500	600	400
부채총계		45,239	40,792	39,647	39,723	39,186
지배지분		10,109	10,262	11,953	13,446	15,723
자본금		9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
자본잉여금		4,544	-194	-194	-194	-194
이익잉여금		-1,978	1,696	2,552	4,046	6,323
비지배지분		-147	-215	-234	-234	-234
자본총계		9,962	10,047	11,719	13,213	15,490
순차입금		4,345	5,620	3,838	2,838	808
총차입금		14,612	14,452	12,915	12,365	11,115

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,879	-1,340	5,213	3,199	4,220	
당기순이익	94	-521	896	1,509	2,300	
감가상각비	482	413	397	427	457	
외환손익	-11	94	-34	-132	-132	
증속,관계기업관련손익	-48	-45	-53	-96	-120	
자산부채의 증감	2,579	-839	3,516	812	1,046	
기타현금흐름	-1,217	-442	490	679	669	
투자활동 현금흐름	944	-152	-374	-634	-1,001	
투자자산	-8	3	-1	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-241	-138	-383	-733	-783	
유형자산 감소	54	62	29	29	29	
기타현금흐름	1,139	-79	-18	70	-247	
재무활동 현금흐름	-1,019	381	-1,459	-546	-1,246	
단기차입금	-7,968	2,525	-1,008	-800	-800	
사채 및 장기차입금	-5,890	-2,148	-455	250	-450	
자본	12,538	0	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	302	4	4	4	4	
연결범위변동 등 기타	60	-258	-3,029	-1,271	-1,213	
현금의 증감	1,864	-1,371	352	747	760	
기초 현금	6,957	8,822	7,451	7,803	8,550	
기말 현금	8,822	7,451	7,803	8,550	9,310	
NOPLAT	701	825	1,713	2,421	3,441	
FCF	3,240	573	5,058	2,553	3,501	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

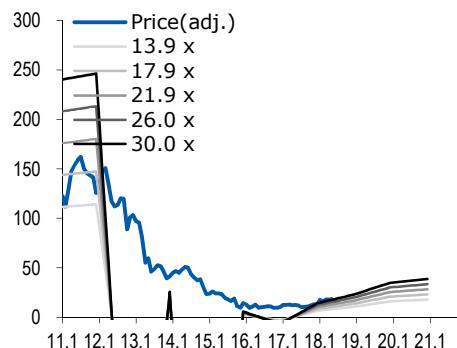
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		190	-231	467	762	1,162
BPS		5,158	5,236	6,098	6,860	8,022
EBITDAPS		1,094	609	1,219	1,596	2,126
SPS		51,621	28,246	29,286	33,698	37,832
DPS		0	0	0	0	0
PER		56.7	-51.6	34.2	21.0	13.8
PBR		2.1	2.3	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA		15.2	24.1	14.6	10.9	7.7
PSR		0.2	0.4	0.5	0.5	0.4
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		8.8	-21.0	3.7	15.1	12.3
영업이익 증가율 (%)		흑전	-33.1	265.2	41.4	42.1
지배순이익 증가율 (%)		흑전	적전	흑전	63.1	52.4
매출총이익률 (%)		6.9	6.5	8.7	9.4	10.4
영업이익률 (%)		1.0	0.8	3.0	3.7	4.6
지배순이익률 (%)		0.4	-0.8	1.6	2.3	3.1
EBITDA 마진 (%)		2.1	2.2	4.2	4.7	5.6
ROIC		1.7	16.9	28.7	38.5	51.3
ROA		0.5	-0.9	1.8	2.9	4.2
ROE		7.4	-4.5	8.2	11.8	15.6
부채비율 (%)		454.1	406.0	338.3	300.6	253.0
순차입금/자기자본 (%)		43.0	54.8	32.1	21.1	5.1
영업이익/금융비용 (배)		2.6	1.9	10.3	14.5	22.0

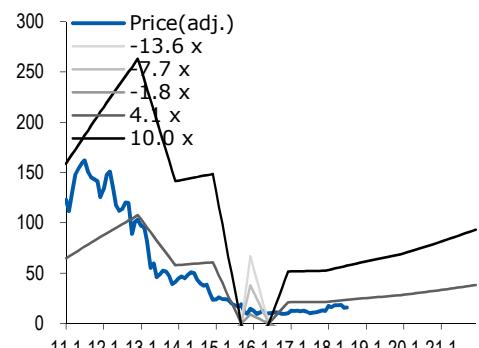
P/E band chart

(천원)



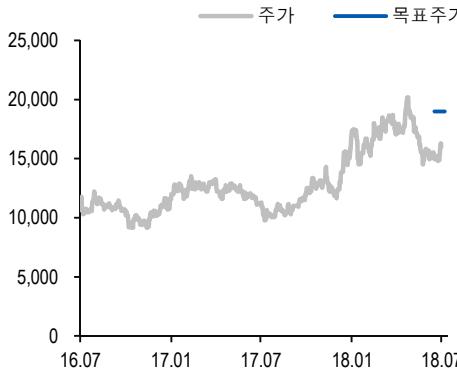
P/B band chart

(천원)



삼성엔지니어링 (028050) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-27	BUY	19,000	1년		
2018-07-12	BUY	19,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.