



## BUY(Maintain)

목표주가: 23,000원

주가(1/31): 16,750원

시가총액: 32,830억원

건설/부동산  
Analyst 라진성  
02) 3787-5226  
jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/31)	2,204.85pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,200 원	14,500원
등락률	-17.1%	15.5%
수익률	절대	상대
1M	-4.8%	-11.9%
6M	-1.5%	2.6%
1Y	-4.3%	11.4%

## Company Data

발행주식수	196,000 천주
일평균 거래량(3M)	1,169천주
외국인 지분율	29.5%
배당수익률(18E)	0.0%
BPS(18E)	5,445원
주요 주주	삼성SDI 외 7인
	국민연금공단
	20.6%
	9.3%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	55,362	54,798	61,905	68,751
영업이익	469	2,061	2,910	3,684
EBITDA	1,194	2,673	3,520	4,294
세전이익	-296	1,702	2,714	3,556
순이익	-521	702	1,985	2,617
지배주주지분순이익	-454	727	2,051	2,710
EPS(원)	-231	371	1,046	1,383
증감률(%Y Y)	적전	흑전	182.2	32.2
PER(배)	-53.6	47.5	16.0	12.1
PBR(배)	2.4	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA(배)	26.0	15.0	10.1	7.3
영업이익률(%)	0.8	3.8	4.7	5.4
ROE(%)	-4.5	6.9	17.5	19.3
순부채비율(%)	69.7	56.8	23.9	-7.9

## Price Trend



## ☑ 4Q18 실적 Review

## 삼성엔지니어링 (028050)

## 합리적이라고 판단되는 신규수주 가이던스



〈장 후 실적발표〉 4분기 매출액 1.6조원(YoY +26.9%), 영업이익 565억원(YoY +729.0%)을 기록해 시장기대치를 크게 상회했습니다. 6.6조원의 신규수주 가이던스는 보수적으로 보이지만, CAPA와 수익성을 감안한 합리적인 수치라고 판단됩니다. 보유 중인 파이프라인도 탄탄해 목표 이상의 수주도 가능해 보입니다. 더불어 올해는 착공 현장의 증가로 매출 성장과 수익성 개선이 두드러질 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 착공 현장의 증가로 매출 성장과 수익성 개선 기대

동사는 4분기 매출액 1조 6,079억원(YoY +26.9%, QoQ +23.1%), 영업이익 565억원(YoY +729.0%, QoQ -33.2%)을 기록해 시장기대치를 크게 상회했습니다. UAE CBDC에서 300억원의 추가 손실과 성과급 210억원이 반영됐지만, 비화공부문의 정산에 따른 일회성 이익으로 양호한 실적을 기록했다. 순이익은 이연법인세자산 비용화로 642억 원이 법인세에 반영되면서 적자를 기록했지만 일시적인 요인으로 파악된다. UAE CBDC 현장이 준공되지 않았다는 점은 아쉽지만, 상업생산 중인 상황에서 247억원을 충당금으로 잡았기 때문에 향후 추가적인 손실은 크지 않을 전망이다. 이처럼 올해는 추가 손실에 대한 우려보다는 착공 현장의 증가로 매출 성장과 수익성 개선이 보다 두드러질 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 합리적이라고 판단되는 신규수주 가이던스

올해 동사는 신규수주 6.6조원과 매출액 6.2조원, 영업이익 3,000억원을 제시했다. 신규수주는 지난 2년간 워낙 정점을 이룬 만큼 전년대비 감소하는 가이던스는 이미 예상됐던 상황이다. 다만 보유 중인 파이프라인 대비 감소폭(yoy -28.3%)에 대한 아쉬움은 남을 수 있으나, 당사는 합리적인 수치라고 생각한다. 오히려 공격적인 가이던스는 CAPA와 수익성 우려를 보다 가속화 시켰을 것이다. 물량보다는 내부 인력 및 현장 관리, 수익성 관리가 더욱 중요하다는 점을 반영한 목표라는 판단이다. 가이던스는 보수적이었지만, 3조원 내외의 안정적인 관계사 수주에 더해, 이집트 EPPC PDHPP(9억불), 미국 PTTGC(11억불), 알제리 HMD Refinery(10억불), 사우디 Marjan(27억불), 우즈베키스탄 비료공장(4억불), 아제르바이잔 GPC(10억불), 인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40억불) 등 보유 파이프라인은 탄탄하다. 가이던스 이상의 신규 수주도 가능해 보이는 부분이다. 더불어 풍부히 쌓인 수주잔고는 수익성 위주의 승부가 가능해 진다는 점이 무엇보다 강력한 장점이다.

## &gt;&gt;&gt; 텐어라운드의 정석을 편하게 지켜볼 수 있을 전망

현재 화공부문 수주잔고는 10조원에 달한다. 2017년 하반기부터 급격히 증가한 수주 물량들이 하나 둘 착공전환 되면서 올해는 안정적인 매출 증가와 수익성 개선이 가능할 전망이다. 바레인 BAPCO(13.5억불)와 Thai Oil(12억불) 프로젝트에서 310억원의 지분법이익 가이던스도 제시해 이익에 대한 체력은 보다 강화될 전망이다. 해외 발주 환경 개선 시그널 등 동사에게 유리한 국면이 지속되고 있다. 올해부터 본격적으로 '수주 증가 - 잔고 증가 - 매출 증가 - 수익성 개선'이라는 건설업종 텐어라운드의 정석을 편하게 지켜볼 수 있을 전망이다. 투자의견 BUY, 목표주가 23,000원을 유지한다.

## 삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019E
매출액	16,189	13,560	12,942	12,671	12,175	13,486	13,058	16,079	55,362	54,798	61,905
화공	7,068	5,174	5,154	3,666	4,756	5,217	5,672	6,003	21,062	21,648	26,642
비화공	9,121	8,386	7,788	9,005	7,419	8,269	7,386	10,076	34,300	33,150	35,263
매출원가율	93.9	92.8	92.5	94.6	91.5	90.7	87.5	90.3	93.5	90.0	89.6
화공	105.5	103.3	105.6	149.4	99.5	94.1	84.4	98.2	112.6	93.9	92.2
비화공	84.9	86.3	83.9	72.3	86.4	88.5	89.9	85.7	81.7	87.5	87.7
매출총이익률(%)	6.1	7.2	7.5	5.4	8.5	9.3	12.5	9.7	6.5	10.0	10.4
영업이익	124	124	153	68	212	439	845	565	469	2,061	2,910
영업이익률(%)	5.3	6.3	6.3	4.9	6.7	6.1	6.0	6.2	0.8	3.8	4.7
세전이익	-393	318	48	-270	170	223	771	538	-296	1,702	2,714
순이익	-469	315	70	-437	118	175	553	-145	-521	702	1,985

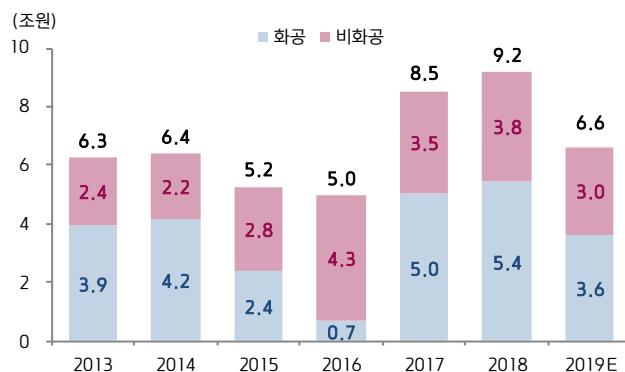
자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

## 삼성엔지니어링 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q17	3Q18	4Q18P		당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스
매출액	12,671	13,058	16,079	26.9%	23.1%	13,854	16.1%	14,880
GPM	5.4%	12.5%	9.7%	4.3%p	-2.8%p	9.1%	0.6%p	9.2%
영업이익	68	845	565	729.5%	-33.1%	509	11.0%	478
OPM	4.9%	6.0%	6.2%	1.3%p	0.1%p	5.4%	0.8%p	3.2%
세전이익	-270	771	538	-299.3%	-30.2%	544	-1.1%	437
순이익	-437	553	-145	-66.8%	-126.2%	418	-134.7%	352

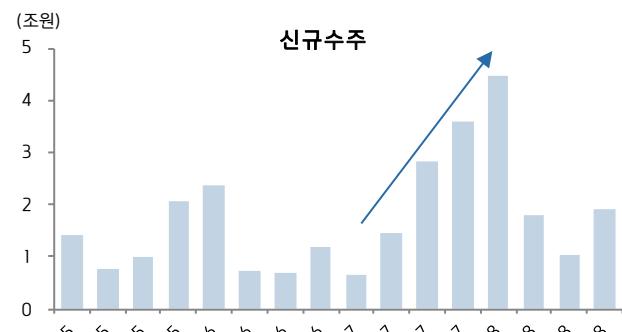
자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

## 삼성엔지니어링 신규수주 추이



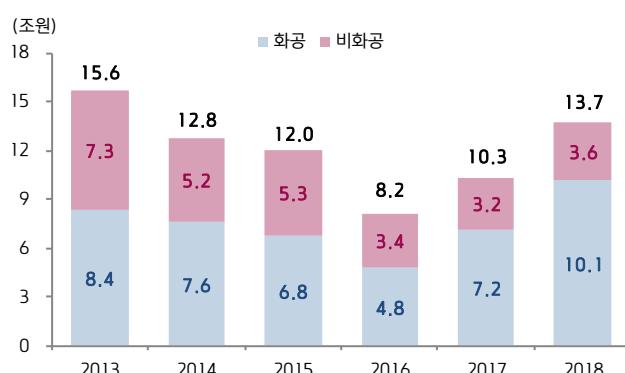
자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

## 삼성엔지니어링 분기별 신규수주 추이



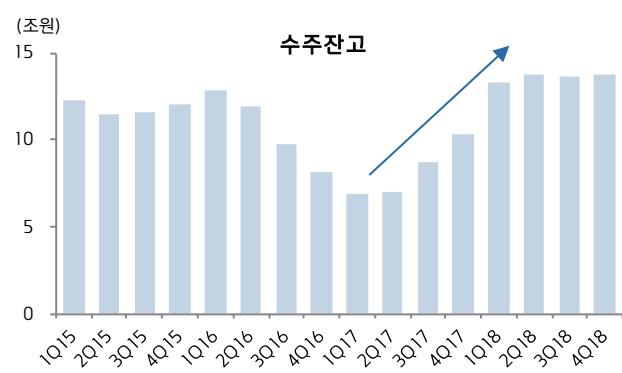
자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

## 삼성엔지니어링 수주잔고 추이



자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

## 삼성엔지니어링 분기별 수주잔고 추이



자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

## 삼성엔지니어링 해외 수주 파이프라인

국가	프로젝트	규모	컨소시엄	진행현황
미국	PTTGC	70 억불	삼성엔지니어링-Bechtel	* 삼성엔지니어링 수주 유력 (EP: 삼성엔지니어링(11 억불), C: Bechtel)
			SK 건설-Fluor-TechnipFMC	
알제리	HMD (Hassi Messaoud) Refinery	25 억불	GS 건설-Petrofac	* 상업입찰: 2 월 25 일
			삼성엔지니어링-TR	
			현대건설-현대엔지니어링-대우건설	
			Maire Tecnimont-Petrojet	
			Sinopec-CTI Engineering	
			China HQC	
			Hualu Engineering & Technology	
이집트	EPPC PDHPP	9 억불	삼성엔지니어링-CB&I Tecnimont-UOP	* 1 분기 중 결과 기대
인도네시아	롯데케미칼 Titan NCC	40 억불	GS 건설	* 4 개 pkg
			삼성엔지니어링	
			대림산업	
사우디	Marjan	27 억불	삼성엔지니어링-TechnipFMC	* 상업입찰: 2 분기 * 4 개 pkg 모두 입찰
			GS 건설	
			대우건설	
			SK 건설	
			현대건설	
			Saipem	
			JGC	
			TR	
			Petrofac	
			L&T	
우즈베키스탄	비료공장	4 억불		* 2 월 FEED(EPC 전환은 연말)
아제르바이잔	GPC	10 억불	삼성엔지니어링-Tecnimont-NIPI	* 4~5 월 입찰 후 연말 결과 기대
			현대엔지니어링-TechnipFMC-TR	
쿠웨이트	Al-Zour Petrochemicals Complex Project	80 억불	SK 건설-Petrofac	* pkg1) Aromatics&Gasoline block(40 억불) * pkg2) Olefin 3 block(40 억불) * EPC 입찰은 2020년 2 분기 예상
			TR-사이노펙	
			삼성엔지니어링-CTCI-CCC	
			대우건설-Fluor-HQC	
			Saipem	
			TechnipFMC	
			Tecnimont	
			JGC	
			SNC 라발린	

자료: 키움증권

## 삼성엔지니어링 3분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 현황 (단위: 억원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약 잔액	진행률	미청구 공사(A)	공사 미수금(B)	A/완성 공사액	(A+B)/ 완성공사액
Carbon Black & Delayed Coker	201207	201812	30,371	1,295	95.7%	973	474	3.3%	5.0%
UAE ADNOC Refining CFP	201802	202208	28,868	28,404	1.6%		20		4.2%
KNPC CFP MAB#1	201404	201908	14,473	2,058	85.8%		52		0.4%
Duqm Refinery Project Pkg.2	201806	202204	11,150	11,017	1.2%	2	363	1.4%	274.6%
Eni Zubair DGS North Package	201404	201810	10,591	769	92.7%	393	249	4.0%	6.5%
Luberef Yanbu Refinery Expansion	201010	201812	10,425	155	98.5%	281	413	2.7%	6.8%
Gazprom Badra Project	201302	201809	10,046	183	98.2%	32	59	0.3%	0.9%
Timimoun (TFD) Project	201404	201906	9,922	419	95.8%	157	1,173	1.7%	14.0%
YPFB Ammonia/Urea	201209	201904	9,841	351	96.4%		126		1.3%
Saudi SABIC EO/EG	201801	202010	7,608	6,863	9.8%				
SOCAR Ammonia and Urea Complex	201402	201903	7,561	535	92.9%	650	308	9.3%	13.6%
Thai PTTGC ORP Ethylene	201706	202011	6,905	5,358	22.4%		51		3.3%
RAPID PKG.11 EO/EG	201512	201904	6,841	1,375	79.9%				
Vietnam LSP HDPE/PP Project	201806	202,212	6,116	6,101	0.2%				
PEMEX SALAMANCA ULSD Phase2	201601	201901	5,931	5,765	2.8%				
중국 전자 반도체 X2 Project	201709	202103	5,392	3,217	40.3%	622	758	28.6%	63.4%
Thai GC Oxirane PO	201708	202007	5,149	4,060	21.1%		182		16.7%
SEHC법인 건설공사	201501	201812	5,134	56	98.9%		0		0.0%
UAE ADNOC Refining WHRP	201803	202306	5,099	5,040	1.2%				
미국 Lotte MEG	201510	201903	4,642	354	92.4%				
SEVT Metal/3D Glass 프로젝트	201501	201904	3,819	183	95.2%				
RAPID PKG.6A LLDPE	201512	201904	3,462	593	82.9%		77		2.7%
합계			209,346	84,151	59.8%	3,110	4,305	2.5%	5.9%

자료: 삼성엔지니어링, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	70,094	55,362	54,798	61,905	68,751
매출원가	65,275	51,748	49,319	55,479	61,354
매출총이익	4,819	3,614	5,479	6,426	7,398
매출총이익률(%)	6.9	6.5	10.0	10.4	10.8
판매비및일반관리비	4,119	3,145	3,418	3,516	3,713
영업이익	701	469	2,061	2,910	3,684
영업이익률(%)	1.0	0.8	3.8	4.7	5.4
영업외손익	-137	-765	-359	-196	-128
금융수익	708	923	618	769	842
금융원가	760	1,270	1,005	1,025	1,046
기타수익	4,505	1,841	1,798	2,004	1,889
기타비용	4,638	2,305	1,820	2,242	2,167
종속및관계기업관련손익	48	45	50	297	353
법인세차감전이익	564	-296	1,702	2,714	3,556
법인세비용	469	225	1,001	729	939
유효법인세율	83.3	-75.9	58.8	26.9	26.4
당기순이익	94	-521	702	1,985	2,617
순이익률(%)	0.1	-0.9	1.3	3.2	3.8
지배주주지분순이익	258	-454	727	2,051	2,710
EBITDA	1,486	1,194	2,673	3,520	4,294
EBITDA margin (%)	2.1	2.2	4.9	5.7	6.2
증감율(%), YoY					
매출액	8.8	-21.0	-1.0	13.0	11.1
영업이익	흑전	-33.1	339.5	41.2	26.6
법인세차감전이익	흑전	적전	흑전	59.4	31.0
당기순이익	흑전	적전	흑전	182.9	31.9
지배주주지분당기순이익	흑전	적전	흑전	182.2	32.2
EBITDA	흑전	-19.7	124.0	31.6	22.0
EPS	흑전	적전	흑전	182.2	32.2

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,879	-1,340	2,448	4,536	4,478
당기순이익	94	-521	702	1,985	2,617
감가상각비	482	413	332	337	337
무형자산상각비	303	311	281	272	272
GrossCashFlow	370	715	3,187	3,826	4,564
운전자본변동	2,579	-839	368	1,648	755
매출채권및기타채권의증감	-550	2,218	1,363	-215	-1,473
재고자산의증감	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증감	1,645	-2,633	65	2,744	2,759
영업에서창출된현금흐름	2,949	-123	3,556	5,475	5,319
투자활동현금흐름	944	-152	-811	-1,285	-1,370
투자자산의증감	-8	3	-47	-28	-46
유형자산의감소	54	62	213	109	128
유형자산의증가(CAPEX)	-241	-138	-123	-167	-143
무형자산의증감	-136	-67	-170	-124	-121
기타	1,275	-12	-683	-1,075	-1,188
FreeCashFlow	2,626	-267	3,475	5,293	5,183
재무활동현금흐름	-1,019	381	-5,244	-3	-4
차입금의증가(감소)	-13,858	377	-5,237	0	0
자본증가(감소)	12,538	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	302	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	4	-8	-3	-4
현금및현금성자산의순증가	1,864	-1,371	-4,225	2,947	2,684
기초현금및현금성자산	6,957	8,822	7,451	3,227	6,174
기말현금및현금성자산	8,822	7,451	3,227	6,174	8,858

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	36,582	33,031	27,945	32,043	36,907
현금및현금성자산	8,822	7,451	3,227	6,174	8,858
매출채권및기타유동채권	23,598	21,669	19,756	19,971	21,445
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	4,162	3,911	4,962	5,898	6,604
비유동자산	18,620	17,807	17,920	19,737	21,306
장기매출채권및기타비유동채권	7	6	1,827	3,095	4,044
유형자산	6,568	4,268	3,896	3,617	3,294
무형자산	957	711	610	462	311
투자자산	864	2,826	2,774	2,803	2,849
기타비유동자산	10,223	9,996	8,814	9,760	10,808
자산총계	55,201	50,838	45,865	51,780	58,212
유동부채	43,139	36,780	32,229	34,923	37,738
매입채무및기타유동채무	26,970	23,419	22,674	25,418	28,177
유동성이자발생차입금	14,516	11,769	8,798	8,798	9,000
기타유동부채	1,653	1,593	757	707	560
비유동부채	2,100	4,011	3,215	4,450	5,451
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,680	345	345	345
기타비유동부채	2,100	1,331	2,870	4,105	5,106
부채총계	45,239	40,792	35,443	39,373	43,189
자본금	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
자본잉여금	4,544	-194	-194	-194	-194
이익잉여금	-1,978	1,696	2,377	4,428	7,138
기타자본	-2,257	-1,040	-1,312	-1,312	-1,312
지배주주지분자본총계	10,109	10,262	10,672	12,722	15,433
자본총계	9,962	10,047	10,422	12,406	15,023
총차입금	14,516	14,449	9,143	9,143	9,345
순차입금	5,694	6,998	5,916	2,969	-1,185

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	146	-231	371	1,046	1,383
BPS	5,158	5,236	5,445	6,491	7,874
주당EBITDA	846	609	1,364	1,796	2,191
SPS	39,622	28,246	27,958	31,584	35,077
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	70.7	-53.6	47.5	16.0	12.1
PBR	2.0	2.4	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	17.3	26.0	15.0	10.1	7.3
PSR	0.3	0.4	0.6	0.5	0.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	-4.5	6.9	17.5	19.3
총자산이익률(ROA)	0.2	-1.0	1.5	4.1	4.8
투하자본이익률(ROIC)	0.8	6.2	6.7	18.0	24.3
안정성(%)					
부채비율	454.1	406.0	340.1	317.4	287.5
순차입금비율	57.2	69.7	56.8	23.9	-7.9
유동비율	84.8	89.8	86.7	91.8	97.8
이자보상배율(배)	2.6	1.9	5.0	9.0	13.5
활동성(회)					
매출채권회전율	3.0	2.4	2.6	3.1	3.3
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	2.6	2.2	2.4	2.6	2.6

## Compliance Notice

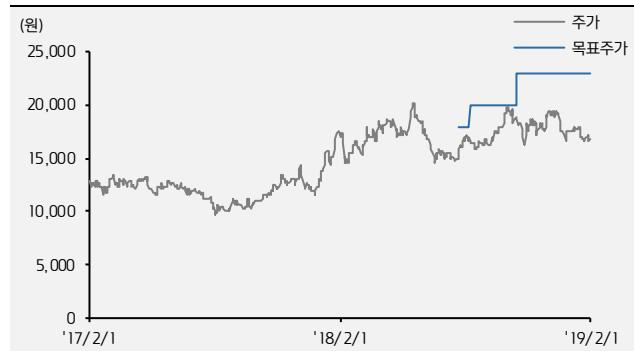
- 당사는 1월 31일 현재 '삼성엔지니어링' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점			과리율(%)
				평균주가대비	최고주가대비	최저주가대비	
삼성엔지니어링 (028050)	2018/07/23	Buy(Initiate)	18,000원	6개월	-8.09	-4.44	
	2018/08/09	Buy(Maintain)	20,000원	6개월	-12.87	-1.50	
	2018/10/17	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-23.73	-18.91	
	2018/10/29	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-21.65	-15.43	
	2019/01/21	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-22.18	-15.43	
	2019/02/01	Buy(Maintain)	23,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%