

2021. 1. 29



## ▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 16,000 원

현재주가 (1.28) 13,050 원

상승여력 22.6%

KOSPI 3,069.05pt

시가총액 25,578억원

발행주식수 19,600만주

유동주식비율 77.32%

외국인비중 24.41%

52주 최고/최저가 17,950원/7,070원

평균거래대금 428.1억원

## 주요주주(%)

삼성SDI 외 6 인 20.64

국민연금공단 8.19

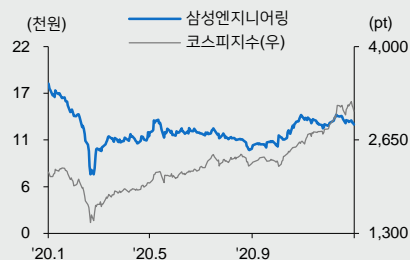
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.01

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.2 8.8 -26.7

상대주가 -7.4 -20.0 -48.0

## 주가그래프



## 삼성엔지니어링 028050

## 기술 중심의 EPC 입찰 강화 지속

- ✓ 2020년 신규수주는 9.6조원으로 전년 7.0조원 대비 급증
- ✓ FEED-EPC 전환 프로젝트 중심으로 수주 확대
- ✓ 수처리, 소각로, 수소 등 신기술 관련 EPC 시장 진출 계획
- ✓ 순현금 확대 및 재무구조 개선이 지속됨에 따라 성장을 위한 기반 마련
- ✓ 21년 입찰 안건은 UAE Gas를 포함해 40조원 규모 입찰 예정

## 4분기 실적은 컨센서스 소폭 하회

2020년 4분기 매출액은 1.9조원, 영업이익은 796억원을 기록하였다. 원화 강세 영향으로 매출이 감소한 영향과 관계사 정산 반영 지연으로 화공과 비화공 모두 원가율이 상승하면서 영업이익은 컨센서스를 소폭 하회하였다.

2020년 알제리 정유 플랜트(4.3조원 중 삼성엔지니어링 지분 1.9조원, 스페인 테크 니카스 레우니다스 공동 수주, 공사기간 52개월), 삼성전자 평택 반도체 공장(8800억원), 멕시코 도스보카스(3.3조원, 공사기간 39개월), 말레이시아 사라왁 (1.2조원, 공사기간 34개월), 바이오로직스(7800억원) 등을 수주하였다.

2021년 입찰 중 가장 빠른 것은 UAE Hail&Ghasa 프로젝트(3개 패키지 입찰 예정, 총 80억 달러 중 삼성엔지니어링 지분 45억 달러, Pertofac과 협업)이며, 이후 롯데케미칼 LINE 프로젝트(40억 달러 중 삼성엔지니어링 지분 24억 달러, 인도네시아 현지업체 트라이파트라와 입찰) 등을 준비 중이다.

## 순현금 증가를 바탕으로 기술 입찰 확대 및 신사업 추진

수익성이 안정화됨에 따라 지속적으로 영업활동 현금흐름이 발생하고 있고, 순현금 역시 증가하고 있다. 2020년 증가한 신규수주를 감안하면 향후에도 안정적인 영업이익 성장은 가능할 것으로 전망된다.

향후 주가 흐름은 상반기 UAE를 중심으로 가스 플랜트 발주 여부가 중요하다. 2021년 변화된 부분은 그린 인프라, 수소, ESG기반 EPC 등 기술 기반의 입찰을 강화하는 전략을 세우고 있으며, 하수처리 또는 소각로 시장의 아시아 및 중동 시장의 진출을 계획하고 있다. 투자 의견 매수를 유지하며, 적정주가는 16,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,479.8	206.1	68.7	350	-234.6	5,383	50.2	3.3	13.4	6.6	347.7
2019	6,368.0	385.5	292.7	1,493	321.1	6,749	12.9	2.8	7.0	24.6	248.9
2020E	6,725.1	351.0	244.9	1,249	-17.3	8,132	10.6	1.6	4.4	16.8	217.4
2021E	6,986.9	421.0	350.5	1,789	46.3	9,920	7.3	1.3	3.0	19.8	175.2
2022E	7,415.4	457.3	383.4	1,956	9.4	11,876	6.7	1.1	1.9	18.0	155.5

표1 삼성엔지니어링, 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,855.2	1,755.4	5.7	1,603.1	15.7	1,699.2	9.2	1,707.7	8.6
영업이익	79.6	66.7	19.3	100.1	-20.5	83.3	-4.4	87.3	-8.8
세전이익	74.2	73.4	1.1	74.9	-0.9	86.3	-14.0	86.2	-13.9
순이익	48.0	47.2	1.7	59.6	-19.5	62.4	-23.1	65.3	-26.5
영업이익률(%)	4.3	3.8	12.9	6.2	-31.3	4.9	-12.5	5.1	-16.1
순이익률(%)	2.6	2.7	-3.8	3.7	-30.4	3.7	-29.5	3.8	-32.3

자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

표2 2020, 2021년 분기별 컨센서스

(십억원)	2020				2021E			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	1,391.1	1,526.7	1,574.4	1,699.2	1,596.6	1,685.8	1,669.9	1,788.6
영업이익	78.0	80.7	79.7	83.3	83.4	94.6	96.9	109.8
세전계속사업이익	88.0	86.9	86.2	86.3	94.8	102.3	105.1	93.5
당기순이익	64.2	61.5	63.2	62.4	67.5	71.4	75.7	68.7

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 2014~2021년 연도별 컨센서스

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	8,911.5	6,441.3	7,009.4	5,536.2	5,479.8	6,368.0	6,556.6	6,791.5
영업이익	161.8	-1,454.3	70.1	46.9	206.1	385.5	357.1	390.7
세전계속사업이익	60.6	-1,450.1	56.4	-29.6	170.2	400.5	359.4	419.7
당기순이익	55.0	-1,305.3	25.8	-45.4	68.7	292.6	273.6	312.3

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 그림1 주요 투자포인트

### 턴어라운드

#### 영업이익 전망

2019년 3,855억원  
2020년 3,509억원  
2021년 4,210억원  
2022년 4,573억원

2020년 신규수주와 확대와 안정적인 수익성을 감안하면 점진적인 이익성장은 가능할 것으로 전망

### 안정적 수익성 유지

- 화공 부문은 90%~91%
- 비화공 부문은 89%~90%
- 판관비를 4%, 영업이익률 5%~5.5%
- 장기적으로는 세전이익률 10% 목표

원가율의 변동성이 크게 줄어들었고, 그룹공사 중심의 비화공 부문의 수익성도 안정적으로 관리되고 있음, 향후 수익성은 현재 수준이 유지될 것으로 전망

### 배당

- 2012년 이후 계속 적자였으나 2020년 3분기에 이익잉여금이 생김
- 앞으로도 이러한 흐름이 지속될 것으로 예상됨에 따라 배당에 대한 기대
- 당장은 배당을 한다고 하더라도, 금액은 미미할 것으로 예상

### 주가를 견인하는 유일한 변수는 수주

#### 2020년 신규수주 목표 10.5조원 (9.6조 달성)

##### 신규수주

18년 9.2조원( 화공 5.4 / 비화공 3.8)  
19년 7.0조원( 화공 4.3 / 비화공 2.8)  
20년 9.6조원( 화공 5.5 / 비화공 4.1)

- 엔지니어링 인력은 전체 인력의 40% 비중(인당 15억 매출 목표이며 현재 12억/인, 전체 90억불 수행 가능)
- 2020년 13개 FEED 입찰 참여(18년에는 3개 수행) : 엔지니어링 인력을 단순 설계에서 FEED로 투입, 신사업에 엔지니어 투입

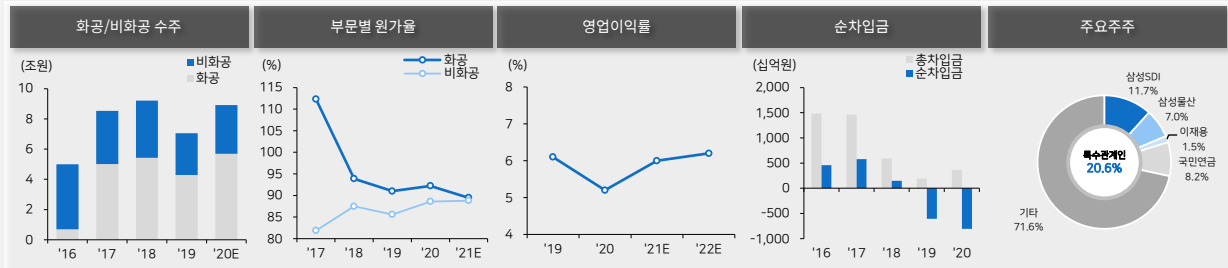
##### 2021년 신규 수주

- 사우디 자프라 가스 12억달러 무산
- 2021년, 롯데케미칼 Line 프로젝트 40억달러 (삼성 ENG지분 규모: 24억달러)
- 2021년, UAE Hail & Ghass 프로젝트 80억달러 (삼성 ENG 지분 규모: 45억달러)

그룹공사 중심의 비화공 부문 수주는 연간 3.0조원~4.0조원 수준의 안정적인 흐름

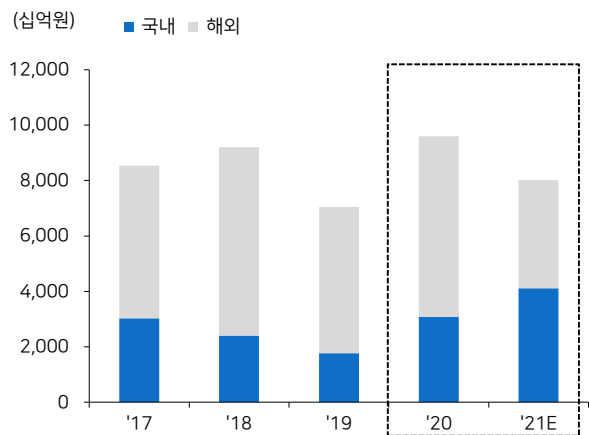
### 성장 전략은 기술 입찰

- 유가, COVID19, 보건복지 및 교육 등에 쓰여야 할 필수 재정을 고려하면, '장기적으로'라도 발주 환경이 나아질 것이라는 기대가 어려움
- 그럼에도 불구하고 4분기 현대건설의 이라크 바스라 정유, 삼성엔지니어링의 멕시코 프로젝트, 카타르 GAS 등 발주
- **국가의 의지가 명확한 프로젝트 발주는 지속되고 있으며, 단순 경쟁 입찰 보다는 FEED 중심의 기술 입찰 진행**



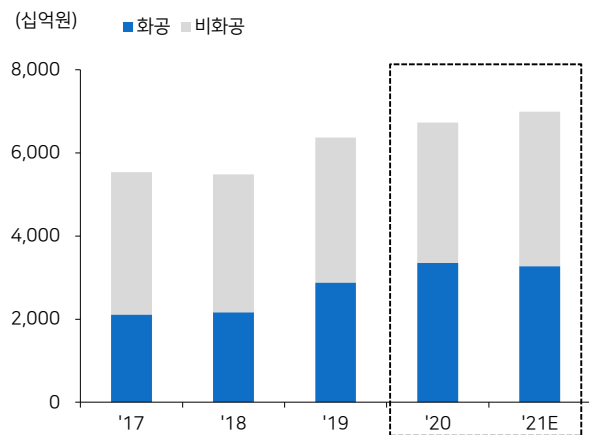
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신규수주 (국내, 해외)



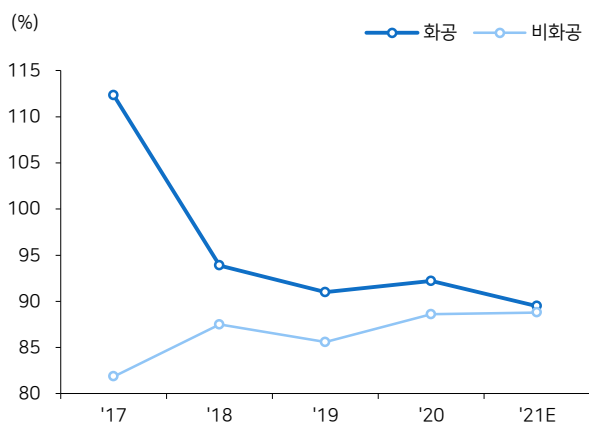
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 매출액



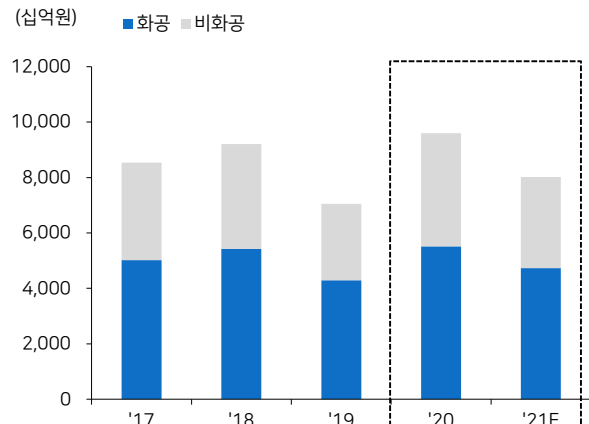
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 원가율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 신규수주 (화공, 비화공)



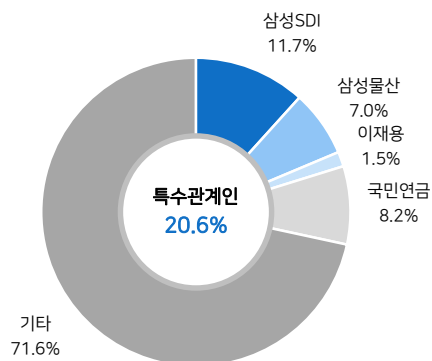
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 PBR



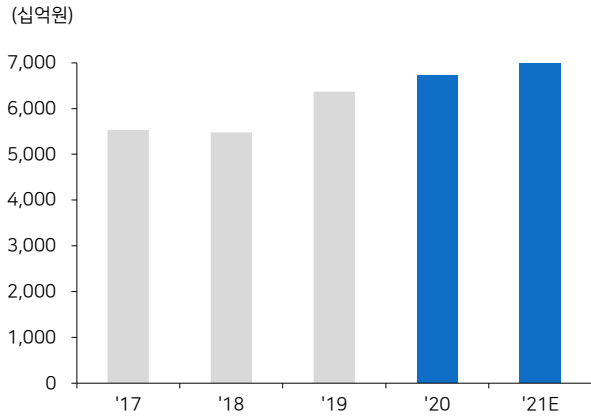
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 주주 현황



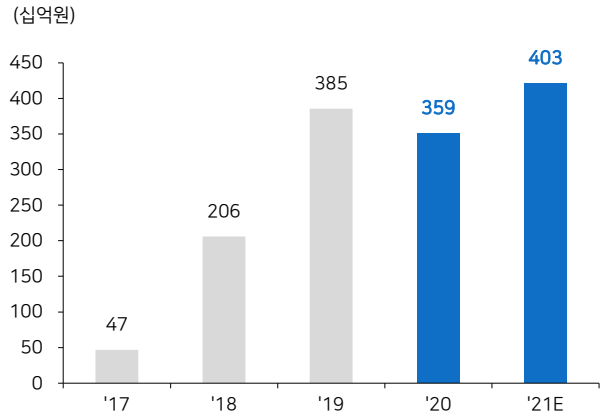
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 매출액



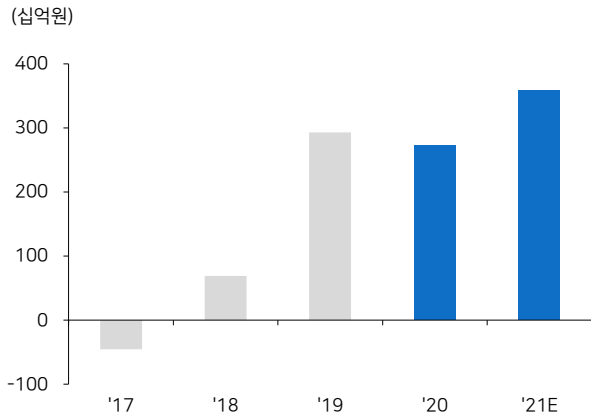
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 영업이익



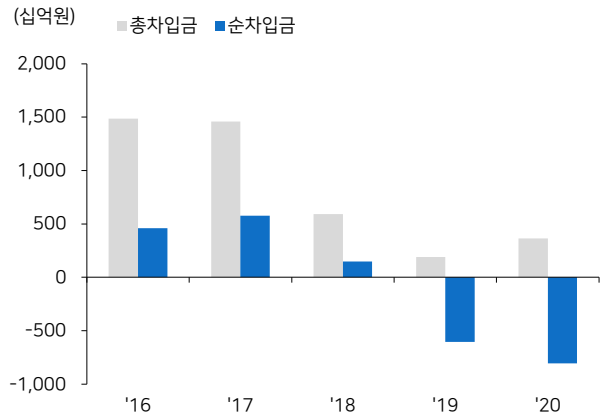
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 순이익



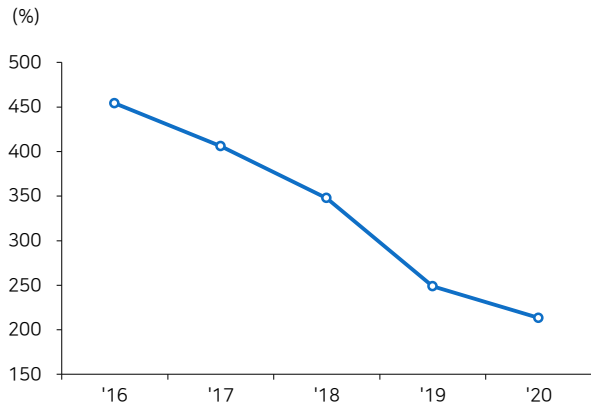
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 차입금



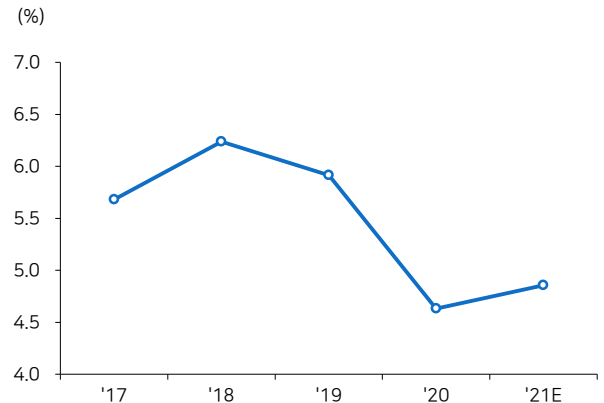
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 부채비율



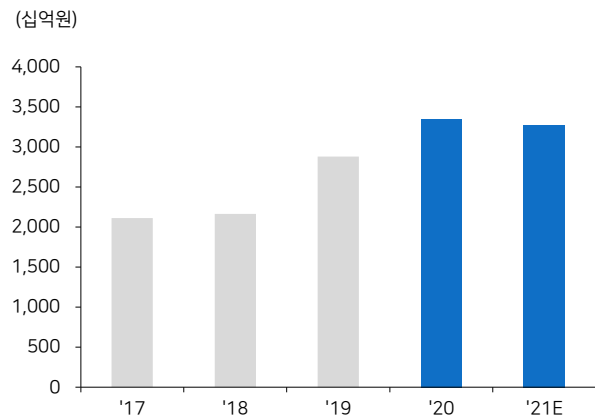
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 판관비율



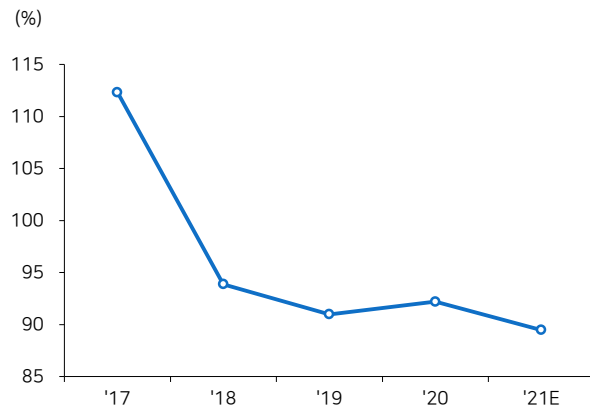
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 연간 화공 매출액



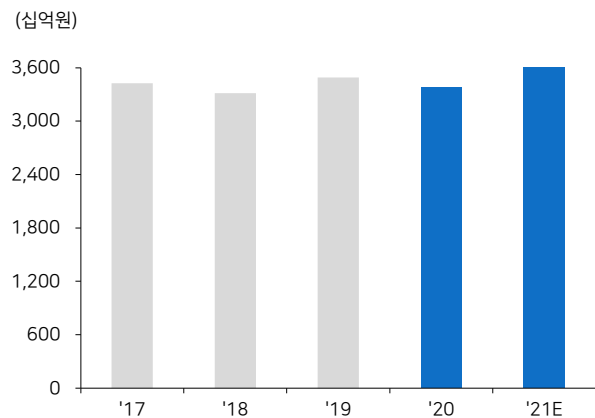
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 화공 원가율



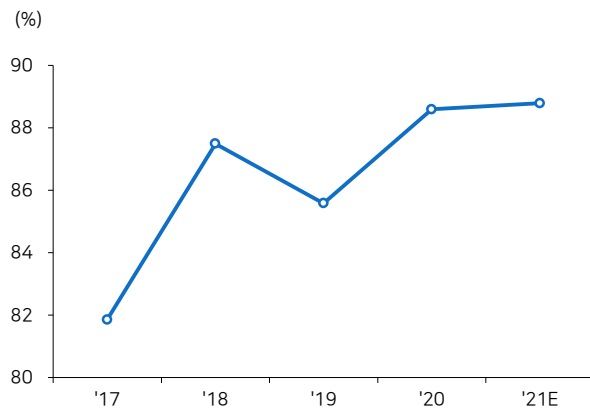
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 비화공 매출액



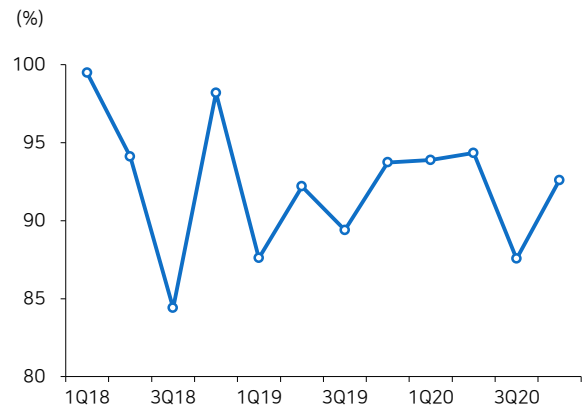
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 연간 비화공 원가율



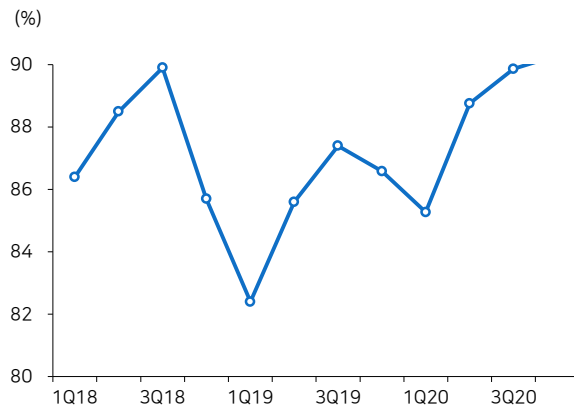
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 분기별 화공 원가율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 분기별 비화공 원가율



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성엔지니어링 주요 수주 현황

2020	목표 10조원(국내+해외)	
	▪ 알제리 Hassi Messaoud 정유 1.9조원	
	▪ 평택 P2L 하층동편 마감공사 4,400억원	
	▪ 평택 P2L 하층서편 마감공사 4,400억원	
	▪ 말레이시아 Shell OGP FEED 55억원 (수주 인식)	
	▪ 멕시코 Dos Bocas refinery 3.3조원 (수주 인식)	
	▪ 말레이시아 Sarawak Methanol 1.2조원 (수주 인식)	
	▪ 삼성 바이오로직스 7,800억원 (수주 인식)	
	▪ 사우디 Jafurah Gas #2 12억 달러 (무산)	
	▪ 2020년 9.6조원 가량 수주확보	
2021	▪ 인도네시아 롯데케미칼 Line 총 40억 달러 (삼성ENG지분 규모 24억 달러, 인도네시아 현지업체 트라이파트라와 협업)	
	▪ UAE Hail & Ghasha 총 80억 달러 (3개 패키지 입찰 계획, 20억 달러, 20억 달러, 40억 달러 중 삼성ENG규모는 45억 달러, Petrofac과 협업)	

자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

표5 연도별 해외수주 추이

(십억원)	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21E
해외수주	6,670.8	9,004.8	9,823.6	5,001.8	5,053.2	3,617.1	1,629.6	5,507.6	6,805.5	5,272.3	5,244.2	3,900.0

자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성엔지니어링 (028050)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,479.8	6,368.0	6,725.1	6,986.9	7,415.4
매출액증가율 (%)	-1.0	16.2	5.6	3.9	6.1
매출원가	4,931.9	5,605.8	6,062.6	6,226.5	6,601.0
매출총이익	548.0	762.2	662.6	760.5	814.4
판매관리비	341.9	376.8	311.6	339.4	357.1
영업이익	206.1	385.5	351.0	421.0	457.3
영업이익률	3.8	6.1	5.2	6.0	6.2
금융손익	-38.7	-4.7	9.8	3.1	8.8
종속/관계기업손익	5.0	32.2	1.8	54.0	56.7
기타영업외손익	-2.2	-12.4	-20.9	-1.2	-1.1
세전계속사업이익	170.2	400.5	341.7	476.9	521.7
법인세비용	100.0	105.0	97.2	119.2	130.4
당기순이익	70.2	295.6	244.6	357.7	391.3
지배주주지분 순이익	68.7	292.7	244.9	350.5	383.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	446.3	784.1	234.7	355.5	496.0
당기순이익(손실)	70.2	295.6	244.6	357.7	391.3
유형자산상각비	31.9	33.9	34.8	32.0	30.7
무형자산상각비	28.4	28.0	14.4	8.7	6.3
운전자본의 증감	233.8	398.2	-177.9	-42.9	67.8
투자활동 현금흐름	20.7	-147.2	-54.3	-5.1	-40.0
유형자산의증가(CAPEX)	-14.6	-19.6	-17.1	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-27.9	-4.4	-13.2	3.2	-8.1
재무활동 현금흐름	-849.2	-422.3	193.8	-31.1	-17.3
차입금의 증감	-866.9	-402.4	176.0	-31.1	-17.3
자본의 증가	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-375.8	220.2	373.8	319.3	438.7
기초현금	745.1	369.4	589.5	963.3	1,282.6
기말현금	369.4	589.5	963.3	1,282.6	1,721.3

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,972.6	2,883.8	3,347.4	3,696.4	4,329.0
현금및현금성자산	369.4	589.5	963.3	1,282.5	1,721.2
매출채권	1,383.1	1,214.8	1,275.5	1,339.3	1,446.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,655.9	1,661.5	1,646.3	1,617.4	1,603.5
유형자산	397.9	428.0	413.8	396.8	381.1
무형자산	54.8	35.7	30.9	22.2	16.0
투자자산	101.0	137.6	142.6	139.4	147.5
자산총계	4,628.5	4,545.3	4,993.7	5,313.8	5,932.5
유동부채	3,351.2	2,949.3	3,117.7	3,089.3	3,293.5
매입채무	502.5	515.7	520.9	546.9	590.9
단기차입금	438.5	148.2	328.8	298.8	278.8
유동성장기부채	119.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	243.6	293.0	302.6	293.4	316.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,594.7	3,242.4	3,420.3	3,382.7	3,610.2
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	-19.4	-17.8	-17.8	-17.8	-17.8
기타포괄이익누계액	-7.5	-33.8	-7.7	-7.7	-7.7
이익잉여금	233.7	526.3	688.9	1,039.5	1,422.9
비지배주주지분	-21.2	-20.0	-20.5	-13.3	-5.5
자본총계	1,033.8	1,302.9	1,573.4	1,931.1	2,322.3

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	27,958	32,490	34,312	35,648	37,834
EPS(지배주주)	350	1,493	1,249	1,789	1,956
CFPS	1,621	2,254	2,370	2,625	2,806
EBITDAPS	1,359	2,283	2,042	2,356	2,522
BPS	5,383	6,749	8,132	9,920	11,876
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	50.2	12.9	10.6	7.3	6.7
PCR	10.9	8.5	5.6	5.0	4.7
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3
PBR	3.3	2.8	1.6	1.3	1.1
EBITDA	266.4	447.4	400.2	461.8	494.3
EV/EBITDA	13.4	7.0	4.4	3.0	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	24.6	16.8	19.8	18.0
EBITDA 이익률	4.9	7.0	6.0	6.6	6.7
부채비율	347.7	248.9	217.4	175.2	155.5
금융비용부담률	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	4.9	24.4	33.6	32.1	37.0
매출채권회전율(x)	4.1	4.9	5.4	5.3	5.3
재고자산회전율(x)					



## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

