

# 해외출장기

11.4 ~ 11.9



ADIPEC 2024, 삼성E&A 사이트 투어

| Company Issue Brief | 건설 | 2024. 11. 18 |

## The Path Forward

Part I ADIPEC 2024: AI와 에너지 안보

Part II Aramco 미팅, 삼성E&A 사이트 투어

Part III 실적 및 Valuation



LS증권 김세련입니다.

UAE의 아부다비에서 개최된 세계 최대 석유&가스 전시회, 컨퍼런스인 ADIPEC 2024를 참석하고, 삼성E&A의 사우디 Jafurah Gas 프로젝트 현장의 사이트 투어를 다녀왔습니다.

ADIPEC 2024에서는 에너지 전환과 함께 에너지 안보의 중요성이 강조되었습니다. 에너지 AI 와 더불어 LNG와 같은 전통 에너지의 필요성과 업스트림, 특히 LNG 투자의 필요성을 재확인하는 계기가 되었습니다. 또한 Aramco는 삼성E&A와 전략적 제휴를 맺고있는 Svante, Carbon Clean과의 탄소포집 협력을 소개하며 탈탄소에 대한 의지도 확인할 수 있었습니다.

삼성E&A는 Aramco의 사우디 Jafurah Gas 프로젝트에서 모듈화 시공 방식을 도입해 효율을 높였으며, 이러한 시공 혁신을 통해 쌓은 신뢰는 향후 Aramco의 가스 투자에 따른 추가 수주 기회가 될 것으로 기대됩니다. 마진이 곧 수행 경쟁력이라는 것을 재확인하는 좋은 기회였습니다.

삼성E&A의 주가는 연초 Fadhili Gas 수주 이후로의 수주 공백과 그룹사의 투자 축소 결정, 사우디 LTC 프로젝트 캔슬에 따른 발주 둔화 리스크 등이 복합적으로 작용하며 낙폭이 과대된 모습입니다. 다만, 현 주가 레벨에서는 보유 수주 파이프 라인과 밸류에이션 메리트를 고려할 때, Trading Buy 전략을 추천 드립니다.

금번 자료가 투자자 여러분들께 글로벌 NOC들의 전통 에너지와 탈탄소에 대한 투자 기조를 느끼고, 삼성E&A의 수주와 시공 전략을 이해하는데 도움이 되었으면 합니다.

감사합니다.

건설/건자재/부동산  
Analyst 김세련  
[sally.kim@ls-sec.co.kr](mailto:sally.kim@ls-sec.co.kr)





# 삼성E&A (028050)

## The Path Forward

### Company Analysis | 건설/건자재

Analyst 김세현

sally.kim@ls-sec.co.kr

## Buy (유지)

목표주가 (하향)	28,000 원
현재주가	16,850 원
상승여력	66.2 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(11/15)	2,416.86 pt
시가총액	33,026 억원
발행주식수	196,000 천주
52 주 최고가/최저가	29,000 / 16,530 원
90 일일평균거래대금	179.23 억원
외국인 지분율	46.2%
배당수익률(24.12E)	0.0%
BPS(24.12E)	22,218 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -14.1% 6 개월 -21.7% 12 개월 -32.1%
주주구성	삼성 SDI (외 8 인) 20.5% 국민연금공단 (외 1 인) 7.3% 삼성이앤에이우리사주 (외 1 인) 0.1%

### Stock Price



### Aramco의 탈탄소, 가스개발 의지와 삼성E&A의 대응 전략

UAE 아부다비에서 개최된 세계 최대 규모의 석유, 가스 전시회인 ADIPEC 2024를 다녀왔다. 지난해의 탈탄소에 더해 올해는 에너지 안보와 균형있는 경제성장, 에너지 AI가 강조되면서 LNG와 같은 기존 전통 에너지의 중요성 역시 간접적으로 재확인 되었다. 특히 Aramco는 ADIPEC에서 삼성E&A가 투자를 통해 MOU 혹은 JDA를 맺은 기업인 캐나다 Svante, 영국 Carbon Clean의 기술 제휴와 파일럿 프로젝트를 소개했다. 탈탄소를 준비하는 Aramco와 이에 대비하는 삼성E&A의 전략적 투자의 결과가 기다려진다.

삼성E&A의 Jafurah 가스 프로젝트 사이트 투어를 통해서는 혁신적이고 스마트한 공사 수행을 확인했다. 삼성E&A는 멕시코 DBNR과 말레이시아 Sarawak에 적용한 모듈화 시공 방식을 Jafurah에 도입하며 통해 공사 효율을 높여 Aramco의 좋은 평가를 받고 있는 것으로 파악된다. Aramco의 가스 투자 확대 의지는 이미 사우디에서 HUGRS, Jafurah, Fadhili를 수행하는 삼성E&A의 수주 기회가 된다는 점 역시 긍정적이다. 마진이 곧 수행 경쟁력임을 눈으로 확인한 좋은 기회였다.

### 수주로 살아날 모멘텀

삼성E&A의 목표주가를 기존 30,000원에서 28,000원으로 6.7% 하향한다. 삼성E&A의 수주 공백에 따라 목표배수에 적용되는 할인율을 Peers 평균 PBR의 20%에서 25%로 높였기 때문이다. 삼성E&A는 최근 발주처의 투자 최적화 기조에 따른 일부 프로젝트의 캔슬로 센티먼트 악화, 연초 이후로의 수주 공백과 더불어 삼성전자 투자 축소 기조에 따라 주가 낙폭이 과대되고 있다. 현재 주가는 코로나19 당시와 유사하게 PBR, PER 밴드 하단까지 도달한 상황으로, 밸류에이션은 역사적 저점을 지나고 있다. 향후 말레이시아 SAF, UAE Ruwais Ta'ziz 메탄을, 사우디 San-6 블루암모니아, 인도네시아 TPPI 올레핀과 같은 수주의 낙찰 결과로 모멘텀이 회복될 것으로 예상한다. 지나친 낙폭 과대와 보유하고 있는 수주 파이프 라인을 고려할 때 현 시점에서 Trading Buy 전략이 유효하다는 판단이다.

### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	10,054	10,625	9,972	10,153	10,728
영업이익	703	993	874	844	946
세전이익	716	933	920	870	976
순이익	595	696	662	644	722
EPS (원)	3,392	3,846	3,918	3,236	3,601
증감률 (%)	78.6	13.4	1.9	-17.4	11.3
PER (X)	6.6	7.5	4.3	5.3	4.7
PBR (X)	1.6	1.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (X)	4.2	4.6	3.0	2.5	1.8
영업이익률 (%)	7.0	9.3	8.8	8.3	8.8
EBITDA 마진 (%)	7.6	10.0	9.4	8.9	9.4
ROE (%)	25.4	22.6	16.9	13.7	13.3
부채비율 (%)	204.6	136.5	110.7	92.7	78.1

주: 삼성E&A, IFRS 연결 기준, LS증권 리서치센터

## Part I . ADIPEC 2024: AI와 에너지 안보

### 에너지 전환에서 에너지 안보로, AI가 이끄는 업스트림 발주

ADIPEC은 Abu Dhabi International Petroleum Exhibition & Conference로 아랍에미레이트 아부다비에서 진행되는 세계 최대 규모의 석유&가스 전시, 컨퍼런스이다. ADIPEC 2024는 'Connecting Minds. Transforming Energy'라는 주제 아래 54개의 NOC, IOC, NEC 및 IEC를 포함한 2,200개 이상의 전시업체, 30개 국가관, 탈탄소화, 디지털화, 해상 및 물류, AI에 중점을 둔 4개의 전문 산업 분야가 참여했다. 현안보다는 장기적인 에너지 산업의 지속 가능한 성장에 대한 협업 가속화와 혁신을 논의하는 자리이다. 행사 첫날 열린 개막식에서 Sultan Ahmed Al Jaber 박사 (UAE 산업첨단기술부 장관, ADNOC 전무이사, 그룹 CEO)는 기조연설을 통해 세 가지 메가 트렌드를 제시했다.

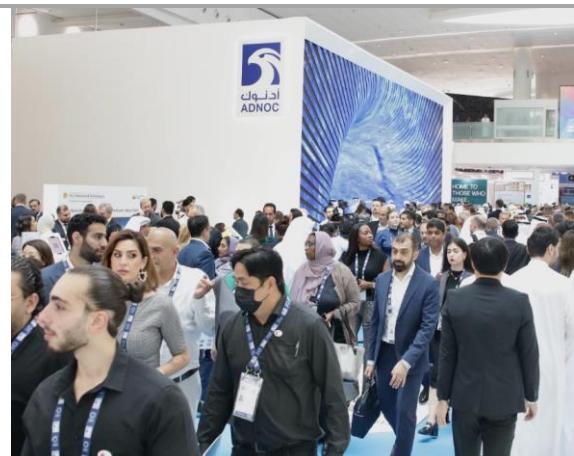
- 1) 남반구와 신흥 시장의 부상:** 2050년까지 약 17억 명의 인구가 증가할 것으로 예상되며, 이들의 대부분은 남반구에 거주하게 됨. 이러한 인구 증가는 에너지 수요의 급증을 의미하며, 이에 대비해 에너지 접근성을 높이고, 안정적이고 신뢰할 수 있는 에너지 공급망을 구축해야 한다고 강조. 이를 통해 에너지 불평등 문제를 완화하고 지속 가능한 성장을 지원하기를 촉구
- 2) 에너지 시스템의 변화:** 재생 가능 에너지와 기존 에너지 인프라 간의 통합을 가속화하고, 이를 통해 탈탄소화 목표를 달성하면서도 경제 성장을 가능하게 하는 혁신적 에너지 시스템을 구축해야 한다고 언급
- 3) 인공 지능의 기하급수적 성장:** AI의 기하급수적 성장에 대응해, 에너지 산업 전반에서 AI와 디지털 혁신을 적극 활용할 필요성을 강조했습니다. AI를 통해 에너지 효율성을 높이고 운영비를 절감하며, 더 나아가 예측 가능한 관리 및 모니터링 체계를 구축해 더 스마트한 에너지 관리와 운영이 가능해질 것이라고 언급

그림1 ADIPEC 2024 기조연설



자료: ADIPEC 2024, LS증권 리서치센터

그림2 ADIPEC 2024 행사장 전경



자료: ADIPEC 2024, LS증권 리서치센터

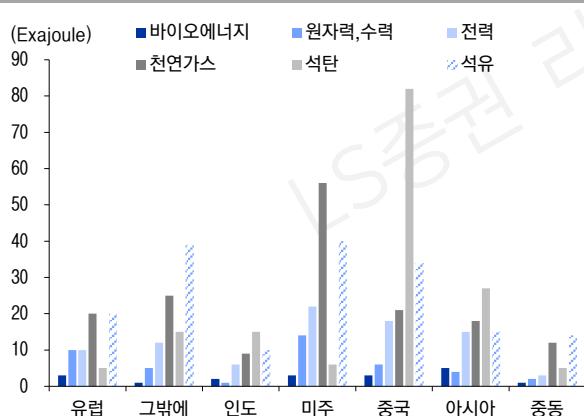
ADIPEC 2023과 2024의 기조연설은 모두 에너지 전환과 탈탄소화의 중요성을 강조했지만, 각 연설의 뉘앙스에는 차이가 있다. ADIPEC 2023 기조연설에서는 에너지 산업의 탈탄소화 가속화와 지속 가능한 미래를 위한 국제 협력의 필요성이 강조되었다. 특히, 메탄 배출을 2030년까지 거의 제로로 줄이는 목표와 기후 기술의 신속한 도입이 주요 의제로 다루어졌다. 한편 ADIPEC 2024 기조연설은 AI와 혁신 기술이 에너지 산업의 변화를 주도할 것임을 언급하며, 에너지 전환의 가속화와 지속 가능한 미래를 위한 국제 협력의 중요성이 다시 한 번 강조되었다. 또한, 탈탄소화와 에너지 안보의 균형을 유지하면서 경제 성장을 촉진하는 전략적 접근의 필요성이 부각되었다.

아래에 아랍에미레이트 에너지 인프라부 장관 Suhail Mohamed Faraj Al Mazrouei의 에너지 안보에 관한 코멘트를 일부 발췌했다.

*"Our leaders in the UAE have always thought of the future, and we are committed to investing in more energy resources to ensure adequate supply. We are privileged to have leadership that cares about investment in energy, and our commitment to renewables, nuclear, and conventional energy will continue. (UAE의 지도자들은 항상 미래를 생각해왔으며 우리는 충분한 공급을 보장하기 위해 더 많은 에너지 자원에 투자할 것을 약속한다. 우리는 에너지에 대한 투자를 중요시하는 리더십을 갖게 된 것을 특권으로 생각하며 재생 에너지, 원자력 및 기존 에너지에 대한 우리의 협신은 계속될 것이다.)"*

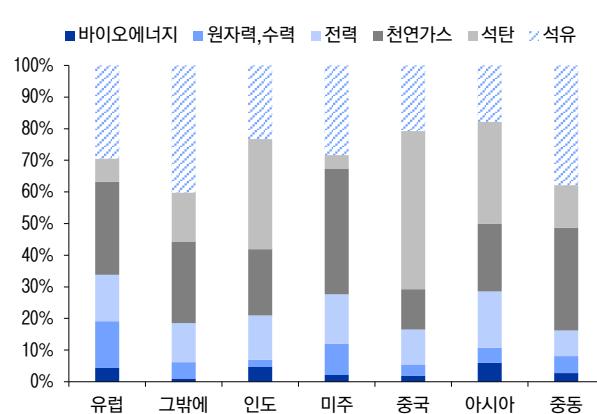
이러한 차이를 통해, 2023년에는 구체적인 탈탄소화 목표와 기술 도입에 중점을 두었다면 2024년에는 AI와 혁신 기술의 역할 외에도 에너지 안보와 경제 성장의 균형에 대한 논의가 더욱 심화되었음을 알 수 있다. 즉, 에너지 전환에 대한 속도가 다소 늦어지고 에너지 안보가 강조되면서 정통 에너지 시장인 Oil&Gas의 재투자 의지를 엿볼 수 있었다고 판단된다. 또한 행사 기간 중에 미국 대선 결과가 발표되며, 에너지 안보에 대한 글로벌 NOC들의 논의가 더욱 가속화 되었을 것으로 예상한다.

그림3 지역별 1차 에너지 수요 (절대량 기준)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

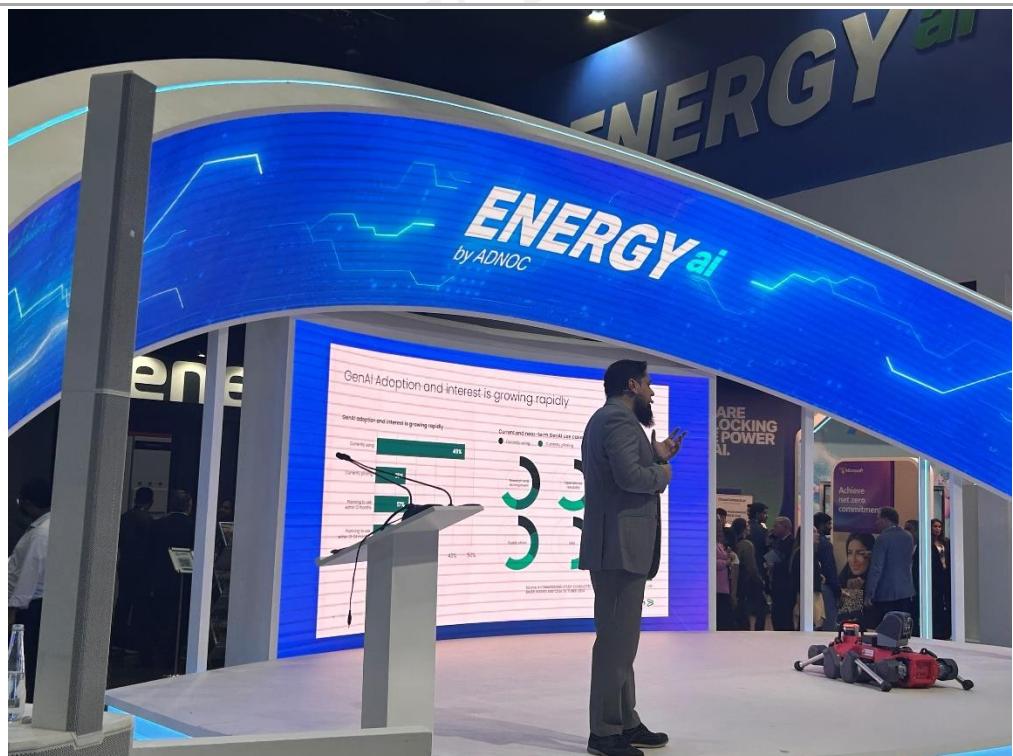
그림4 지역별 1차 에너지 수요 (국가별 비중)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

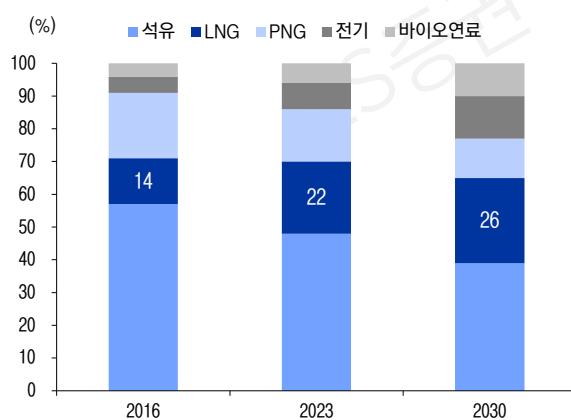
금번 ADIPEC의 메인 주제인 AI와 관련해서는 ADNOC에서 Energy AI를 주제로 프레젠테이션이 있었다. 전체적인 내용은 AI 기술을 통해 에너지 운영 효율성을 극대화하고, 지속 가능성은 강화하며, 데이터 기반 의사 결정을 지원하는 방안을 탐구하는 내용이었다. 그러나 AI는 곧 전력 수요의 증가를 의미하므로, 궁극적으로는 탄소 배출을 줄이면서도 안정적인 전력 공급을 지원할 수 있는 에너지원인 LNG의 중요성이 세션에서 간접적으로 강조된 것이 아닌가 하는 생각이다. 물론 ADNOC의 프레젠테이션 내용 자체는 AI를 통한 에너지 운영 효율성과 비용 절감이나, 전체적인 ADIPEC의 올해 기조를 고려할 때 컨벤션 이자 동시에 에너지 트렌지션의 교두보가 되는 LNG 업스트림 투자가 당분간 끊이지 않을 것이라는 임플리케이션을 얻을 수 있었다.

그림5 ADNOC의 Energy AI 발표



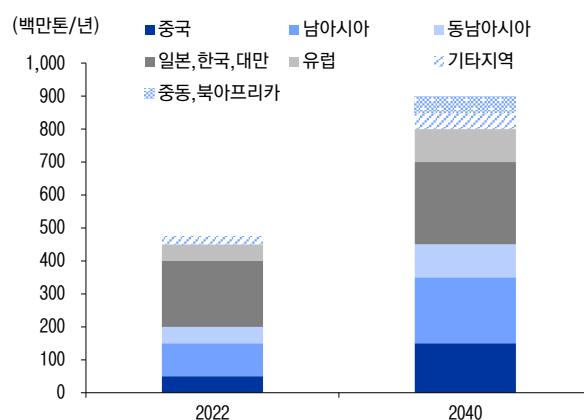
자료: LS증권 리서치센터

그림6 Shell 사의 에너지원별 매출액 비중 추정



자료: Shell, LS증권 리서치센터

그림7 지역별 LNG 수요 전망



자료: Shell, LS증권 리서치센터

Aramco의 카본캡쳐 프레젠테이션에서는 반가운 기업을 볼 수 있었다. Aramco는 이번 ADIPEC에서 탄소 포집(CO<sub>2</sub> Capture) 포트폴리오 확장에 대해 언급하며 여러 기업과의 협력을 강조했는데, LS증권에서 주목한 두 기업은 캐나다의 Svante와 영국의 Carbon Clean이다. 두 회사 모두 삼성E&A가 지난해 MOU 또는 지분투자를 통한 JDA(공동개발 협약)를 체결한, 탄소 포집 분야의 협력사이기 때문이다.

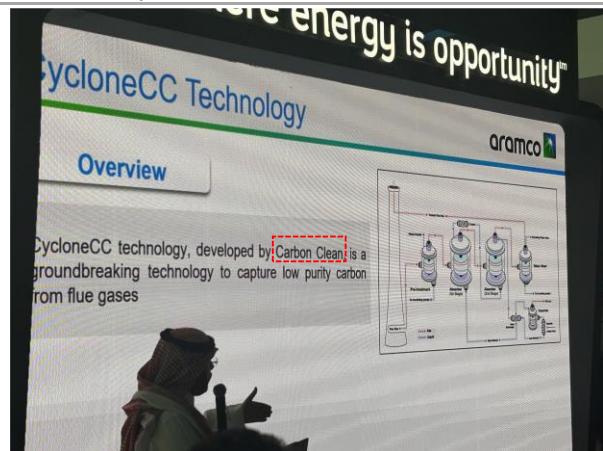
캐나다의 Svante는 혁신적인 필터 기술을 통해 산업 공정에서 탄소를 효율적으로 포집하는데 기여하고 있으며, Aramco는 이를 통해 공정의 탄소 배출량을 줄이고자 기술제휴를 하고 있다. 또한 영국의 Carbon Clean은 소형, 모듈형 탄소 포집 시스템을 제공하여 다양한 산업 분야에서 탄소 배출 감소에 기여하고 있는 기업이다. Aramco는 Carbon Clean의 CycloneCC 기술을 활용한 파일럿 계획을 소개했으며, 이는 Aramco 시설 중 하나를 대상으로 가스터빈 배출구의 가스로부터 하루 10톤의 CO<sub>2</sub>를 포집하는 것을 목표로 하고 있다. 현재 HNGL(냉각가스 액화) 연결 지점에 대한 현장방문을 실시 완료했으며, 2024년 4분기내로 EPC와 최종 비용 견적 및 실행 계획을 공유, 2025년 상반기까지 ClycloeCC의 유닛 시운전을 완료하는 것이 최종 계획이다.

그림8 Aramco 의 탄소포집 포트폴리오 소개 중 'Svante'



자료: Aramco, LS증권 리서치센터

그림9 Aramco, 'Carbon Clean'과 탄소포집 파일럿 프로젝트



자료: Aramco, LS증권 리서치센터

그림10 2023년 10월 삼성 E&amp;A 와 Svante MOU



자료: 연합뉴스 발췌

그림11 2023년 10월 삼성 E&amp;A 와 Carbon Clean JDA



자료: 연합뉴스 발췌

그림12 Svante의 주주 구성 중 삼성 E&A



그림13 Svante 추정 2050년 탄소포집 타겟 시장

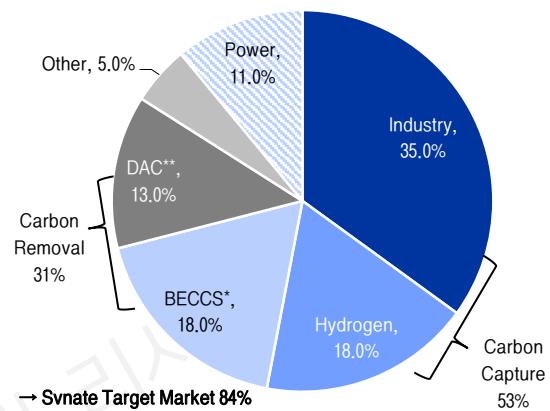


그림14 Carbon Clean의 Investors 중 삼성&A



그림15 Carbon Clean의 개발중인 프로젝트 용량 추이

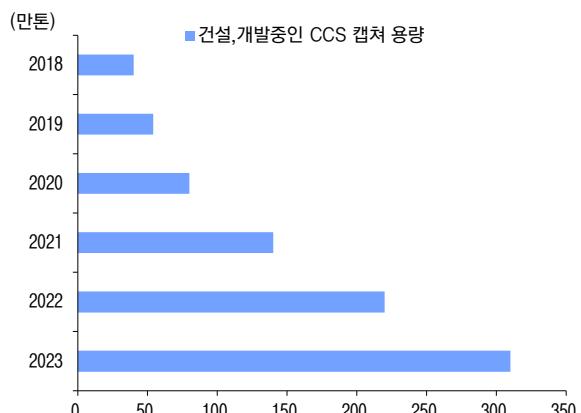


그림16 ADNOC의 Net Zero 계획

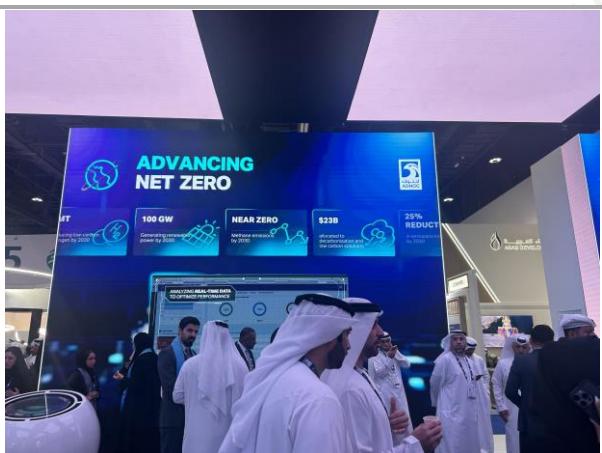


그림17 ADIPEC의 삼성 E&A 부스 전경



## Part II. Aramco 미팅, 삼성E&A 사이트 투어

### Aramco Product Director, 삼성E&A 실무자 미팅

사우디 Aramco의 Fadhili 가스 (삼성E&A에서 2024년초 8조원 규모로 수주한 프로젝트)를 담당하는 Product Director, 삼성E&A 사우디 법인장, 그리고 삼성E&A 중동 영업담당과의 Q&A 세션이 있었다. 아래에 그 내용을 정리했다. 다만 질문과 답변은 전체적인 세션의 큰 맥락과 답변자 각각의 답변들을 LS증권에서 재구성한 것이기 때문에, 하기 정리된 내용이 각 사의 정확한 의견을 대표하지 않는다는 점에 유의한다.

그림18 Aramco~한국 애널리스트 간담회



자료: LS증권 리서치센터

### Q&A)

Q) 아람코의 LTC(Liquid-to Chemical) 투자 철수가 지난 10월말에 결정되었는데, 인플레이션 등에 따른 재정 부담으로 전반적인 CAPEX 투자가 감소하는 것인지? 재정 부담의 환경에서는 EPC의 자금조달 능력이 중요해지는 것인지?

A) 아니다. 투자 우상향 기조는 지속될 것이며 투자 최적화에 따라 우선순위가 달라진 것일 뿐이다. 라스 알카이르 (Ras Al Khair) 지역에 있는 건이 취소된 것인데, 라스 알카이르는 라스 알주르 (Ras Al Zour) 지역과 같이 인프라가 잘 되어 있는 지역이 아니라 모든 인프라를 새로 개발해야 하는 지역이기 때문에 큰 규모의 투자가 필요했다.

사우디는 현재 월드컵, 아시안 게임, 엑스포 등 빅 이벤트를 앞두고 인프라 투자를 활발히 진행중이기에 예산에 대한 규모와 우선순위를 최적화한 것이다. 사우디의 현재 에틸렌 Capa는 1,800만톤인데, 작년말 180만톤 내외의 11개 에틸렌 프로젝트를 기획했었고 이는 기존 Capa의 두배가 되는 수준의 큰 목표치였다. 따라서 이를 현실화하는 과정에 있으며, 업스트림에서 FEED가 이미 진행되고 있는 프로젝트도 많아서 투자 감소 기조로 보기 어렵다. 아람코의 다운스트림은 라이센서가 필요하기 때문에 JV로 진행되나, 업스트림 투자는 자체적으로 펀딩하기에 EPC의 파이낸싱이 필요하지 않으며, 여전히 투자 업사이드가 남아있는 시점이다.

### Q) 아람코의 EPC 업체 선정의 주요 우선순위는 무엇인가?

A) 합리적인 단가, 공기 준수, 안정성, 기술적인 퀄리티, 이 네 가지를 중점적으로 고려한다. 삼성E&A가 Jafurah에서 보여준 시공 능력과 기술, 프로젝트 집중력과 수행 능력은 고무적이었다. 다른 건설사들에서 발생할 법한 이슈들이 삼성E&A와는 전혀 발생하지 않았다. 전반적인 아시아 EPC들의 강점은 시스템화 되어있고, 공정 관리를 잘하고, 좋은 퀄리티에 합리적인 비용을 제시한다. 인플레이션과 같은 시장 환경은 프로젝트 매니지먼트의 이익, 비용 배분의 역량이지 특정 건설사만의 이슈는 아닐 것이다. 비용은 언제나 중요한 의사 결정 요소이나, 그것이 전부가 아닐 뿐이다.

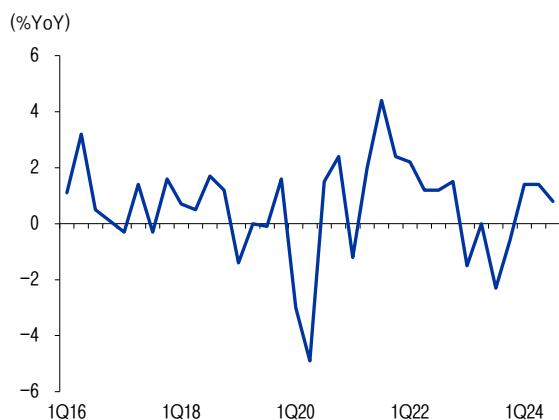
### Q) 에너지 트렌지션에 대한 아람코의 기조

A) 작년에는 에너지 트렌지션에 중점을 두었다면, 최근에는 Oil&Gas와 같은 컨벤셔널 에너지 투자에 대한 집중도가 올라가고 있다. 에너지 트렌지션으로 가기 위한 교두보가 LNG일 수밖에 없다. 당초 목표한 2030년까지 에너지 트렌지션 달성을 어려울 것으로 보이나, 카본캡쳐나 탄소저감 관련된 투자를 멈춘 것도 아니다. 마찬가지로 우선순위의 문제이다.}

### Q) 삼성E&A의 경쟁 환경

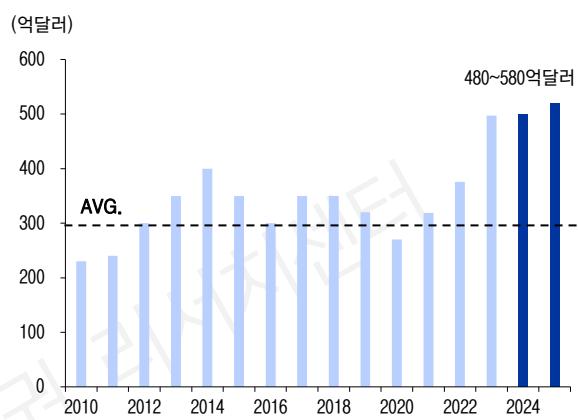
A) 투자 볼륨에 비해 경쟁 강도는 확실히 감소했다. 다만, 아람코가 계약 방식을 기준의 경쟁, Lump sum Turn-key 방식에서 FEED부터 시작하는 등의 다양한 입찰 방식을 제안하고 있다보니, 투자 규모가 커진데에 비례해서 수주 성과로 이어지는 속도는 다소 더디어졌다. 중국은 EPC 시장에서 품질 이슈로 경쟁력을 많이 잃은 상황이고, 인도는 발전해서 L&T와 같은 유의미한 경쟁 상대로 성장했다. 다만 아람코에서 삼성E&A의 모듈 방식이나 수행 개선의 적극성을 긍정적으로 인식하고 있는 점은 긍정적이다.

그림19 사우디 GDP 성장률 추이



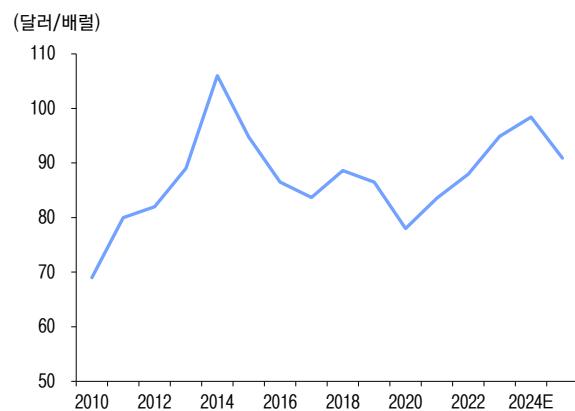
자료: Trading Economics, LS증권 리서치센터

그림20 Aramco CAPEX 추이 및 전망



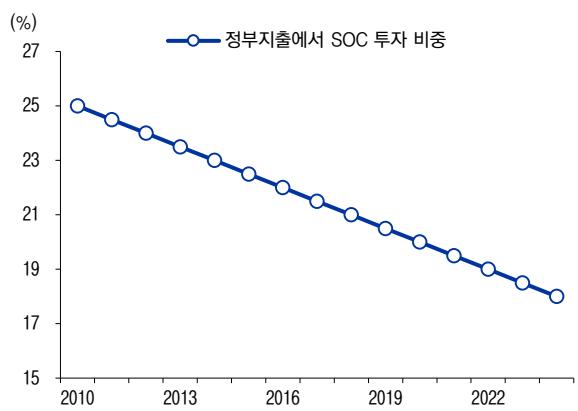
자료: Aramco, LS증권 리서치센터

그림21 사우디 연도별 재정균형유가 추이



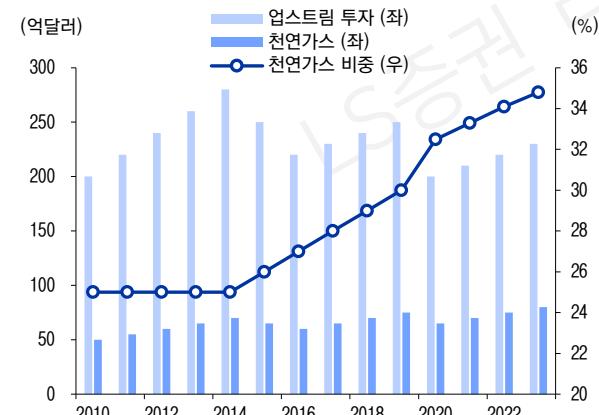
자료: FRED, LS증권 리서치센터

그림22 사우디 정부 예산 중 SOC 투자 비중



자료: 사우디아라비아 재무부, IMF, LS증권 리서치센터

그림23 Aramco Upstream 투자 규모



자료: Aramco, LS증권 리서치센터

그림24 사우디 청년 실업률 추이



자료: ILO, LS증권 리서치센터

## 삼성E&A 사우디 Jafurah Gas 현장 사이트 투어

삼성E&A의 사우디 Jafurah Gas 현장을 방문했다. Jafurah 가스 프로젝트는 사우디 주베일에서 남동쪽으로 200km, 수도 리야드 동쪽으로 400km에 위치한 있는 Jafurah 지역에서 일 생산량 5억 5천만 입방피트의 가스 생산 트레인 2기를 설치하는 프로젝트이다. Jafurah 분지는 추정 가스 매장량 약 200조SCF이며 중동에서 가장 규모가 큰 셰일 가스전으로, 금번 프로젝트가 사우디의 첫 셰일가스 프로젝트이다. 삼성E&A는 2021년에 1.6조원 규모의 패키지1을 수주했으며, 분기보고서상 누적 진행률은 71%이다. 10월 중순 기준 기계적인 진행률은 90% 수준으로 파악되며, 준공 예상 시점은 2026년 2월이다. 패키지2는 우리 나라 현대건설, 현대엔지니어링 JV가 수행하고 있으며 그밖에 두산에너빌리티, 인도의 L&T, 이태리 Saipem 등이 공사에 참여하고 있는 대형 프로젝트이다.

표1 사우디 Jafurah Gas 프로젝트 개요

항목	내용
프로젝트명	Jafurah Gas Processing Facility Project
발주처	Aramco
위치	Jafurah (주베일 남동쪽 200km)
Capacity	Gas Processing Facilities (2 개의 Train, 550 MMSCFD*X2)
Licensor	Acid Gas Removal Unit: Axens / Natural Gas Liquid: UOP
FEED	Wood
계약기간	Mechanical Completion (RFSU**) Train1: 43 개월 (2025년 6월), Train2: 45 개월 (2025년 8월) Provisional Acceptance Certificate 51 개월 (MC 후 6 개월, 2026년 2월)

자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

주: MMSCFD\*: Milion Standard Cubic Feed per day / \*\*RFSU: Ready for Start-up

표2 분기보고서 기준 Jafurah Gas 진행률

(단위: 석억원)	수주시점	준공시점	도급금액	누적인식	수주잔고	진행률 (%)
Saudi Jafurah Gas	21/11	26/02	1,640	1,159	481	70.7

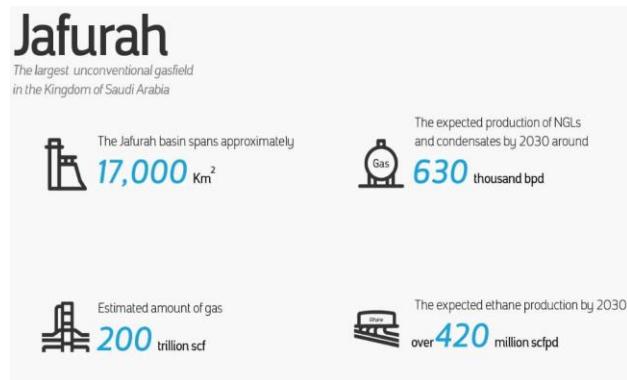
자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림25 사우디 Jafurah Gas 위치



자료: 매일경제 발췌

그림26 사우디 Jafurah 지역 전체 Gas Field의 경제성



자료: Aramco, LS증권 리서치센터

삼성E&A는 Jafurah 가스 외에도 사우디에서 HUGRS (우나이자 가스 저장) 프로젝트를 수행했으며, 연초에 8조원의 대규모 프로젝트인 Fadhili Gas 프로젝트 수주에 성공하면서 가스 플랜트에서의 수주 폭거를 연달아 이루고 있어 고무적이다.

그림27 사우디 Jafurah Gas 프로젝트 청사진과 10월 중순기준 실제 진행 상황



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림28 사우디 Jafurah Gas 프로젝트 공종별 Contractor

No. Package Title	Contractor
1 Gas Compressor Plant	인도 L&T
2 Gas Processing Facilities (Jafurah PKG1)	삼성E&A
3 SRU, Flare and U&O (Jafurah PKG2)	현대건설, 현대엔지니어링 JV
4 Upstream Pipeline & Well Tie-ins	이태리 Saipem
5 Export Pipelines	인도 L&T
10 SEC Bulk Power Supply Point	Saudi Electric Company
11 Cogeneration Plant (Cogen)	두산에너빌리티

자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

아람코가 2030년까지 세계 3대 천연가스 생산기업으로 성장하고자 하는 목표와 석유 캐파 증설을 중단하고 설비투자 유연성을 강조하며 천연가스 생산을 확대하겠다는 발표를 연초에 한 점을 고려할 때, 삼성E&A는 기존 우량한 레코드를 바탕으로 향후 사우디에서 가스 전 추가 수주가 가능할 것으로 기대된다는 점 역시 긍정적이다.

삼성E&A의 Jafurah 사이트는 전통적인 작업방식을 탈피하여 총 34개의 모듈을 제작하여 설치하는 방식으로 현장에서의 리스크를 최소화하고 공기를 단축시키는 수행 혁신을 이어가고 있다. 이미 삼성E&A는 멕시코 DBNR, 말레이시아 Sarawak 메탄올에서 모듈을 적용한 바 있다. 말레이시아 현장의 경우 두산에너빌리티 베트남 법인인 두산 VINA에서 모듈 제작 후 선박으로 이송, 현장에서 이를 연결 시공하는 방식을 채택했었는데, 금번 Jafurah 사이트에서는 아예 현장에 모듈 제작 부지를 조성했다. 기존 방식처럼 컬럼을 세우고 비계를 쌓아 시공하는 것과 모듈 방식은 눈으로 봐도 두드러진 차이를 보인다.

그림29 Conventional 방식의 공사 현장



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림30 사우디 Jafurah Gas 삼성 E&A의 모듈 방식



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림31 사우디 Jafurah Gas 삼성 E&A 사이트 전경



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림32 말레이시아 Sarawak 메탄올 모듈 진입 항구 전경

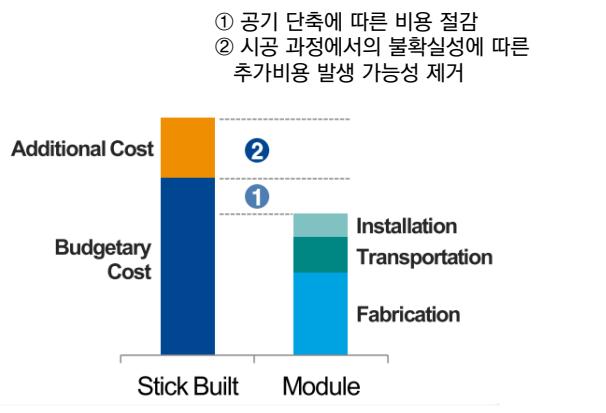


자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

모듈화 한 제작물을 현장에서 보온, 플랫폼 레더 설치 등을 통해 체결하는 방식으로 진행하게 되면 시공 과정에서 불확실성에 따른 추가 비용 발생 가능성이 원천 차단되고, 심지어는 공사기간 단축에 따른 비용 절감 효과도 기대할 수 있다는 측면에서 혁신적인 방식으로 판단된다. Jafurah 현장은 삼성E&A의 모듈이 아랍코 프로젝트에 처음 도입된 현장인 만큼 삼성E&A의 시공 능력이 재입증되면서 향후 아랍코로부터 추가 수주 역시 기대해볼 수 있겠다는 판단이다. 모듈화가 기술 자체로는 허들이 높지는 않지만, 엔지니어링 단계에서 자동화, EPC 전 프로세스의 데이터 플랫폼화 등을 통해 모듈 제작의 비용과 수익이 전통적인 공사 대비 최적화되어야 적용이 가능하다보니, Jafurah Phase2의 다른 EPC 업체들 역시 발주처의 권고에도 모듈을 쉽게 적용하지 못하고 있는 것으로 파악된다.

삼성E&A은 그 밖에 Jafurah에서 프리 캐스트 공법을 전기실에 적용하여 스케일을 단축하고 완성도를 높이고 있다. 또한 증강현실을 활용한 현장관리, 품질관리 시스템인 S-ARMS 적용으로 현장의 실물과 3D를 대조하여 시공오류를 예방한다. S-ARMS는 향후 발주처의 Punch Work의 기간을 최적화하는데에 활용될 수 있어 긍정적이다.

그림33 LNG 플랜트 Stick-Bulit 대비 모듈화 시 Cost Save



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림34 사우디 Jafurah Gas 삼성 E&A 모듈 진입 모습



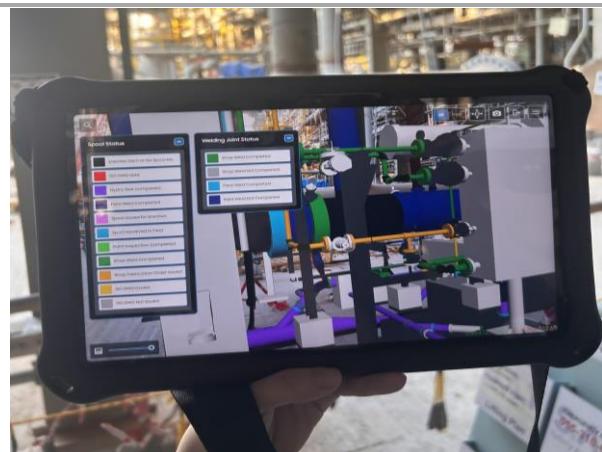
자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림35 사우디 Jafurah Gas 전기실 Pre-cast 공법 적용



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림36 사우디 Jafurah Gas S-ARMS\* 구현 사례



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

주: \*S-ARMS: Samsung Augmented Reality Management System

## Part III. 실적 및 Valuation

삼성E&A의 목표주가를 기준 30,000원에서 28,000원으로 6.7% 하향 조정하고, 투자의견 Buy를 유지한다. 목표주가의 하향은 기존 글로벌 Peers 평균 PBR에서 삼성E&A의 수주 공백에 따른 적용 할인율을 높여 목표 배수가 소폭 하향된데에 기인한다. 삼성E&A는 최근 발주처의 투자 최적화 기조에 따른 일부 프로젝트의 캔슬로 센티먼트 악화, 연초 이후로의 수주 공백과 더불어 삼성전자 투자 축소 기조에 따른 비화공 매출 감소 가능성으로 주가 낙폭이 과대되고 있다. 현재 주가는 PBR, PER 밴드 기준 코로나19로 인해 일시적으로 주가 낙폭이 과대됐던 밴드 하단까지 도달한 상황으로, 밸류에이션은 역사적 저점이다. 향후 말레이시아 SAF, UAE Ruwais Ta'ziz 메탄올, 사우디 San-6 블루암모니아, 인도네시아 TPPI 올레핀과 같은 수주들이 낙찰에 성공하면서 수주 저력을 재확인하는 시점에 추가 모멘텀이 회복될 것으로 보인다. 지난친 낙폭 과대와 보유하고 있는 수주 파이프라인을 고려할 때 현 시점에서 Trading Buy 전략이 유효하다는 판단이다.

표3 삼성 E&amp;A 목표주가 재산정

	2022	2023	2024E	2025E
BPS (원)	13,741	17,721	22,218	25,677
PBR (X)	1.62	1.64	0.76	0.66
ROE (%)	25.4	22.6	16.9	13.7
적용BPS (원)	25,388	12M Forward BPS		
Target Multiple (X)	1.1	글로벌 Peers 평균 PBR에서 25% 할인 적용		
목표주가 (원)	28,000			
현재주가 (원, 11/15)	16,850			
Upside (%)	66.2			
기준목표주가 (원)	30,000			
변동률 (%)	-6.7			

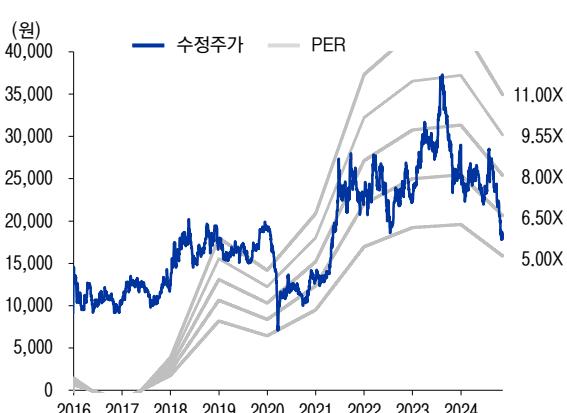
자료: LS증권 리서치센터

그림37 삼성 E&amp;A 12M Forward PBR Band 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림38 삼성 E&amp;A 12M Forward PER Band 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

표4 삼성 E&amp;A 화공 플랜트 수주 파이프라인

프로젝트명	금액	비고	시점
말레이시아 SAF	10 억달러	경쟁입찰	연내
UAE Ruwais Ta'ziz 메탄올	15 억달러	경쟁입찰	연내
사우디 San-6 블루암모니아	20 억달러	경쟁입찰	연내
인도네시아 TPPI 올레핀	40 억달러	FEED to EPC	1H25
사우디 알루자인 PDH/PP	20 억달러	경쟁입찰	-
말레이시아 OGP 2	15 억달러	경쟁입찰	-
말레이시아 H2biscus 수소	-	FEED to EPC	-

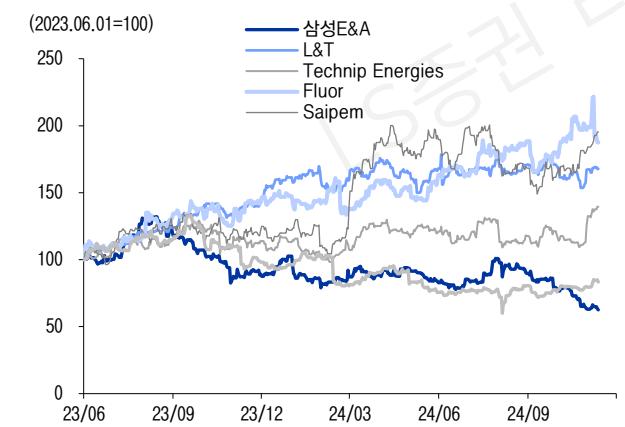
자료: 삼성E&amp;A, LS증권 리서치센터

표5 삼성 E&amp;A 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	10,625	9,972	10,153	2,533	2,786	2,478	2,827	2,385	2,686	2,317	2,584
화공	4,607	4,557	5,243	1,074	1,297	1,193	1,043	942	1,230	1,109	1,276
비화공	6,018	5,415	4,910	1,459	1,489	1,285	1,785	1,443	1,456	1,208	1,308
<i>Sales Growth (YoY %)</i>	5.7	-6.1	1.8	17.1	11.7	0.8	-3.8	-5.9	-3.6	-6.5	-8.6
화공	-4.4	-1.1	15.1	0.9	6.3	-5.5	-18.1	-12.4	-5.2	-7.0	22.4
비화공	15.0	-10.0	-9.3	32.8	16.9	7.5	7.1	-1.1	-2.2	-6.0	-26.7
매출총이익률 (%)	13.7	14.0	13.3	12.7	16.2	10.6	14.6	14.1	14.7	14.4	12.8
화공	13.9	17.6	15.5	9.9	18.0	10.6	16.8	15.8	19.5	19.3	15.5
비화공	13.4	11.0	11.0	14.8	14.7	10.6	13.3	13.0	10.8	9.9	10.1
영업이익	993	874	844	225	344	153	270	209	263	204	198
영업이익률 (%)	9.3	8.8	8.3	8.9	12.4	6.2	9.5	8.8	9.8	8.8	7.7
(YoY %)	41.3	-12.0	-3.4	29.2	124.5	-4.4	25.8	-7.1	-23.8	32.9	-26.7
순이익	696	662	644	176	251	156	112	164	205	158	134
순이익률 (%)	6.5	6.6	6.3	6.9	9.0	6.3	4.0	6.9	7.6	6.8	5.2
(YoY %)	16.8	-4.8	-2.8	54.7	80.1	-3.9	-37.5	-6.7	-18.4	1.5	19.6

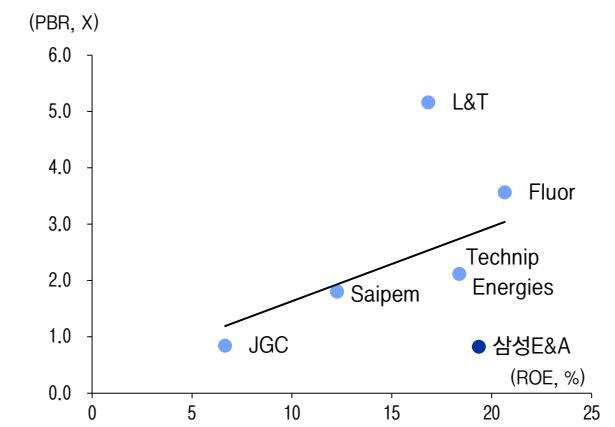
주: IFRS 연결기준 / 자료: 삼성E&amp;A, LS증권 리서치센터

그림39 삼성 E&amp;A Peers 대비 상대주가 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림40 삼성 E&amp;A Peers ROE~PBR Matrix



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

## 삼성 E&A (028050)

### 재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,948	5,965	5,310	5,965	6,692
현금 및 현금성자산	1,412	915	614	1,189	1,675
매출채권 및 기타채권	2,344	2,351	2,186	2,225	2,351
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,191	2,699	2,510	2,551	2,666
비유동자산	1,901	1,836	3,404	3,245	3,105
관계기업투자등	1,389	1,326	2,713	2,569	2,442
유형자산	437	430	610	596	583
무형자산	75	81	81	81	81
자산총계	7,849	7,801	8,714	9,210	9,797
유동부채	5,013	4,217	4,295	4,150	4,016
매입채무 및 기타자무	4,116	3,340	3,853	3,737	3,631
단기금융부채	232	119	98	78	62
기타유동부채	665	758	345	334	324
비유동부채	259	286	284	281	279
장기금융부채	20	14	15	15	15
기타비유동부채	238	272	269	267	264
부채총계	5,272	4,503	4,579	4,431	4,295
지배주주지분	2,693	3,473	4,355	5,033	5,793
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,677	2,430	3,092	3,736	4,458
비지배주주지분(연결)	-116	-175	-219	-253	-292
자본총계	2,577	3,298	4,135	4,779	5,501

### 현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	577	-460	-165	708	615
당기순이익(손실)	595	696	662	644	722
비현금수익비용가감	285	395	234	233	232
유형자산감가상각비	42	44	44	42	41
무형자산상각비	16	22	22	22	22
기타현금수익비용	228	330	169	169	169
영업활동 자산부채변동	-304	-1,551	-1,061	-169	-339
매출채권 감소(증가)	-326	87	-165	40	126
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	93	-128	-513	115	107
기타자산, 부채변동	-71	-1,510	-383	-324	-572
투자활동 현금흐름	-529	16	-72	-71	-71
유형자산처분(취득)	-14	-11	-22	-19	-17
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-21	-28	-28	-28	-28
기타투자활동	-494	56	-22	-24	-26
재무활동 현금흐름	175	-123	-134	-132	-129
차입금의 증가(감소)	175	-11	-22	-19	-17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-112	-112	-112	-112
현금의 증가	274	-497	-301	575	486
기초현금	1,138	1,412	915	614	1,189
기말현금	1,412	915	614	1,189	1,675

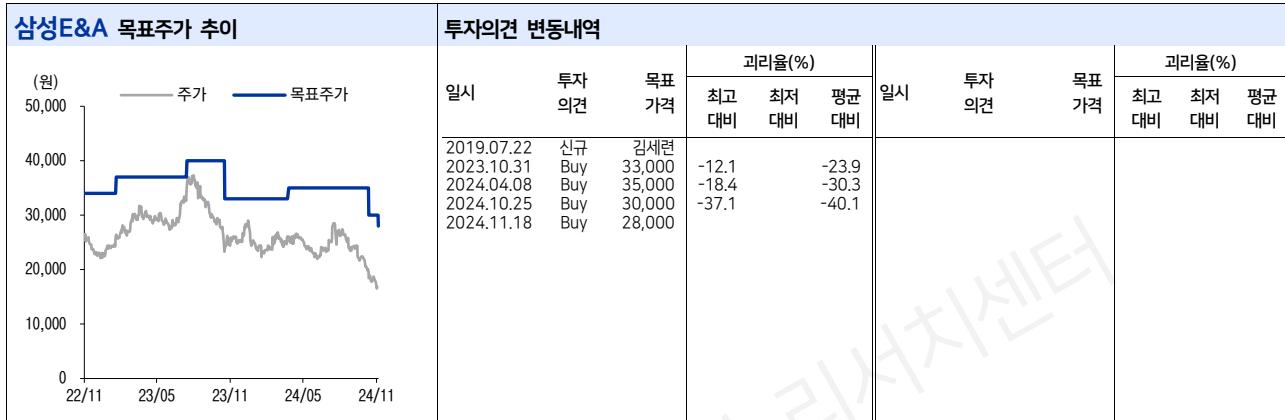
자료: 삼성E&amp;A, LS증권 리서치센터

### 손익계산서

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	10,054	10,625	9,972	10,153	10,728
매출원가	8,973	9,174	8,575	8,801	9,267
매출총이익	1,081	1,451	1,397	1,352	1,461
판매비 및 관리비	378	458	524	508	515
영업이익	703	993	874	844	946
(EBITDA)	760	1,058	940	908	1,009
금융손익	4	-63	-59	-59	-59
이자비용	15	23	17	19	22
관계기업등 투자손익	8	17	0	0	0
기타영업외손익	1	-15	105	85	89
세전계속사업이익	716	933	920	870	976
계속사업법인세비용	120	237	257	226	254
계속사업이익	595	696	662	644	722
종단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	595	696	662	644	722
지배주주	665	754	768	634	706
총포괄이익	617	721	634	618	697
매출총이익률 (%)	10.8	13.7	14.0	13.3	13.6
영업이익률 (%)	7.0	9.3	8.8	8.3	8.8
EBITDA 마진률 (%)	7.6	10.0	9.4	8.9	9.4
당기순이익률 (%)	5.9	6.5	6.6	6.3	6.7
ROA (%)	8.6	8.9	8.0	7.2	7.6
ROE (%)	25.4	22.6	16.9	13.7	13.3
ROIC (%)	47.8	32.6	17.7	17.3	18.1

### 주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	6.6	7.5	4.3	5.3	4.7
P/B	1.6	1.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.2	4.6	3.0	2.5	1.8
P/CF	5.0	5.2	3.7	3.8	3.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	34.3	5.7	-6.1	1.8	5.7
영업이익	39.7	41.3	-12.0	-3.4	12.0
세전이익	35.2	30.3	-1.4	-5.4	12.1
당기순이익	69.6	16.8	-4.8	-2.8	12.1
EPS	78.6	13.4	1.9	-17.4	11.3
안정성 (%)					
부채비율	204.6	136.5	110.7	92.7	78.1
유동비율	118.6	141.5	123.6	143.7	166.6
순차입금/자기자본(x)	-45.8	-24.1	-11.5	-21.5	-27.2
영업이익/금융비용(x)	48.0	43.4	51.9	43.4	42.9
총차입금 (억원)	232	119	139	159	179
순차입금 (억원)	-1,180	-796	-475	-1,030	-1,495
주당지표 (원)					
EPS	3,392	3,846	3,918	3,236	3,601
BPS	13,741	17,721	22,218	25,677	29,556
CFPS	4,492	5,565	4,573	4,475	4,869
DPS	0	0	0	0	0



#### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련).

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

– 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

– 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

– 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

– 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

#### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 10. 1 ~ 2024. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)