

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세연

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	980 십억원
발행주식수	19,600 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,548 십억원
주요주주	
삼성에스디아이(주)(외)	20.54%
국민연금공단	6.03%
외국인지분율	12.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/24)	12,850 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	13,500 원
52주 최저가	9,150 원
60일 평균 거래대금	31 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.62%	5.97%
6개월	14.61%	8.82%
12개월	12.56%	12.01%

삼성엔지니어링 (028050/KS | 중립(신규편입) | T.P 12,000 원(신규편입))

숫자로 확인해야 할 것들이 아직 많다

삼성엔지니어링에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 13,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 이익 변동성이 높아 전형적인 고베타 종목이니만큼, 해외 신규 수주 기대감에 따라 주가가 반등하는 모습이다. 그러나 신규 수주 및 이익 턴어라운드 모멘텀을 감안한다고 하더라도, 현 주가 수준에서 밸류에이션이 다소 부담스럽다는 판단이다.

2016년 부진했던 해외 수주, 2017년 3.5~4.0 조원 수준으로 증가할 것

삼성엔지니어링의 2016년 해외 부문 수주는 1.6 조원이나, 체인지 오더를 제외한 실제 신규 수주는 태국 왕노이 가스 압축설비 865 억원, 넷센타이어 체코 공장 2천억원이 전부다. 그러나 2017년에는 UAE POC 2.5 조원, 태국 PTTPC 석유화학 프로젝트 6천억 원(2개 프로젝트 합산) 등의 프로젝트에서 낙찰 기대감이 큰 상황이다. 그 밖에 바레인 밍코 정유(동사 기준 15 억달러, 테크남-TR 컨소시엄), 오만 두쿰 정유(동사 기준 20 억달러, 치요다-페트로페 컨소시엄) 등 주요 해외 메가 프로젝트에도 입찰 중이기 때문에, 2016년보다 훨씬 우호적인 신규 수주 흐름이 나타날 것으로 기대한다.

저마진 잔고 비중 축소, 전 사업 부문 마진율 개선세 나타날 것으로 기대

주요 현안 프로젝트였던 얀부 발전(도급금액 1.6 조원)의 공사 타결로 인해 비회공부문 수주 잔고 감소 및 매출 감소가 불가피하나, 이로 인해 이익률은 개선될 것으로 기대된다. 지난 4분기 얀부 발전 타결로 인해 본드콜에 따른 충당금 1,982 억원을 원가에 반영했으며, 잔고에서 사라지는 대신 이익에도 영향을 미치지 않게 된다는 점에서 긍정적이다. 그 밖에 2016년 수주한 삼성 그룹향 수주 3.5 조원의 매출액 인식에 따라 화공, 비회공 부문의 마진율 개선이 골고루 나타날 것으로 예상한다.

수주와 이익의 증가를 감안하더라도 부담스러운 밸류에이션

삼성엔지니어링 주가는 이미 저점 대비 30% 수준 증가한 상황으로, 해외 수주 모멘텀 및 이익 턴어라운드에 대한 기대감이 선제적으로 주가에 반영된 모습이다. 이익 변동 폭이 큰 만큼 베타가 높으나, 현 주가 수준에서 추가적인 주가 상승률을 기대하기는 밸류에이션이 부담스럽다고 판단, 투자의견 HOLD 와 목표주가 13,000 원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	8,911	6,441	7,009	5,681	6,346	6,704
yoY	%	-9.1	-27.7	8.8	-19.0	11.7	5.6
영업이익	십억원	162	-1,454	70	127	142	156
yoY	%	흑전	적전	흑전	80.8	12.3	9.8
EBITDA	십억원	243	-1,370	149	204	216	228
세전이익	십억원	61	-1,450	56	126	144	160
순이익(자배주주)	십억원	55	-1,305	26	259	295	327
영업이익률	%	1.8	-22.6	1.0	2.2	2.2	2.3
EBITDA마진	%	2.7	-21.3	2.1	3.6	3.4	3.4
순이익률	%	0.6	-20.3	0.4	4.6	4.6	4.9
EPS	원	1,375	-32,632	131	1,321	1,504	1,670
PER	배	27.6	n/a	78.4	9.8	8.6	7.8
PBR	배	1.6	n/a	2.0	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	11.0	n/a	12.5	13.5	12.4	11.7
ROE	%	6.1	-408.8	2.7	8.9	9.2	9.3
순차입금	십억원	1,151	1,675	-161	207	140	117
부채비율	%	545.3	-1,899.3	454.1	365.1	338.1	294.3

Valuation 및 실적 추정

SK 증권은 삼성엔지니어링에 대해 목표주가 13,000 원, 투자의견 HOLD로 커버리지를 개시한다. 큰 폭의 이익 텐어라운드가 기대됨에 따라 목표주가는 PBR, PER 멀티플을 동시에 고려하였다. 국내 Peer 와 비교하기에는 지나치게 낮은 기저가 있어, 목표 배수는 이익 추정치 기준 2017~2018E 평균 멀티플을 단순 적용했다. 이미 삼성엔지니어링 주가는 저점 대비 30% 수준 상승한 상황으로, 해외 수주 모멘텀 및 이익 텐어라운드에 대한 기대감이 선제적으로 주가에 반영된 모습이다. 따라서 추가적인 주가 상승을 위해서는 벨류에이션 부담을 해소할만한 기대치 이상의 강한 신규 수주 확보, 또는 컨센서스를 상회하는 높은 이익률 개선 등이 나타나야 할 것으로 보인다. 이익 변동 폭이 커 베타가 높은 종목이니만큼, 실제 신규 수주 확보 또는 상반기 실적 흐름을 확인한 후 매수해도 늦지 않아 보인다.

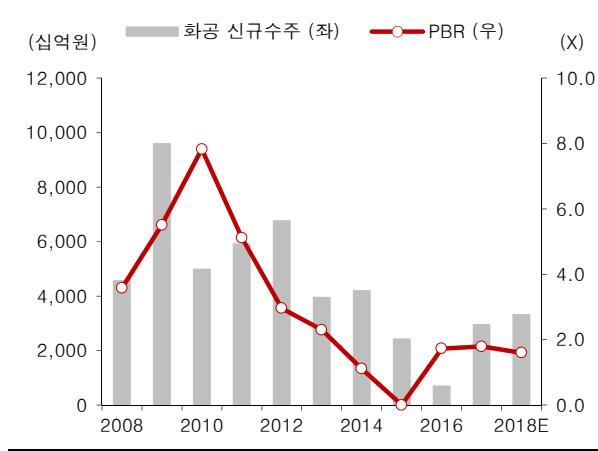
삼성엔지니어링 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	-9,119	4,669	5,236	5,795
BPS Growth (%)	적전	흑전	12.1	10.7
PBR (X)	n/a	2.9	2.4	2.1
ROE (%)	-408.8	2.7	8.9	9.2
Target BPS (원)	5,516	2017~2018E 평균 BPS		
Target PBR (X)	2.3	2017~2018E 평균 PBR		
목표주가 (원) ①	12,429			
EPS (원)	-32,632	131	1,321	1,504
EPS Growth (%)	적전	흑전	905.4	13.8
PER (X)	n/a	78.4	9.8	8.6
Target EPS (원)	1,413	2017~2018E 평균 EPS		
Target PER (X)	9.2	2017~2018E 평균 PER		
목표주가 (원)	13,055			
목표주가 (원) ②	13,000	①, ② 평균		
현재주가 (원 03/24)	12,850			
Upside (%)	1.2			

자료: FnGuide, SK 증권

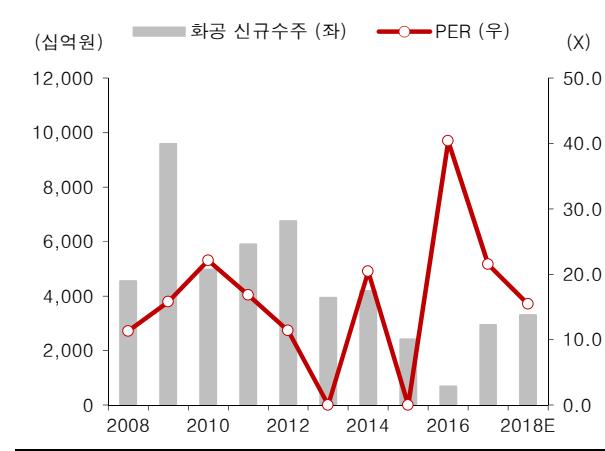
2017년 매출액은 전년동기대비 19.0% 감소한 5조 6,808 억원, 영업이익은 전년동기대비 81.0% 증가한 1,267 억원으로 추정한다. 저마진 현안 프로젝트였던 사우디 얀부 발전 1.6 조원이 공사 타결로 인해 잔고에서 빠져나갔으며, 또한 2016년 신규 수주가 5.0 조원(캡티브 3.5 조원)에 그쳐 매출액의 역성장이 불가피하다. 다만 현안 프로젝트 이익 기여 감소 및 삼성 캡티브 공사 매출 기여에 따라 전 사업 부문 마진율 정상화가 기대되는 상황이다.

삼성엔지니어링 화공 신규수주, 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, 삼성엔지니어링, SK 증권

삼성엔지니어링 화공 신규수주, 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, 삼성엔지니어링, SK 증권

삼성엔지니어링 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	6,441	7,009	5,681	1,474	1,880	1,631.0	2,024	1,327	1,531	1,311	1,511
화공	3,283	3,290	2,498	808	812	722	948	690	661	566	581
비화공	3,159	3,719	3,183	666	1,068	909	1,076	637	870	746	930
매출원가	7,530	6,528	5,247	1,359	1,733	1,481	1,956	1,227	1,416	1,210	1,395
화공	4,229	2,993	2,314	713	786	699	795	638	613	522	540
비화공	3,301	3,534	2,933	646	947	781	1,160	588	802	688	855
Sales Growth (YoY %)	-27.7	8.8	-19.0	-16.8	2.0	90.3	2.8	-9.9	-18.5	-19.6	-25.4
화공	-38.9	0.2	-24.1	-24.8	-12.4	135.5	-2.7	-14.6	-18.6	-21.7	-38.7
비화공	-10.7	17.8	-144	-4.7	16.7	65.2	8.2	-4.3	-18.5	-17.9	-13.6
Sales Growth (QoQ %)				-25.1	27.5	-13.2	24.1	-34.4	154	-14.4	152
화공				-17.1	0.5	-11.1	31.3	-27.2	-4.2	-14.5	2.7
비화공				-33.0	60.3	-14.9	18.4	-40.8	36.6	-14.3	24.7
매출총이익률 (%)	-16.9	6.9	7.6	7.8	7.8	9.2	3.4	7.6	7.5	7.7	7.6
화공	-28.8	9.0	7.4	11.8	3.2	3.1	16.1	7.5	7.2	7.7	7.0
비화공	-4.5	5.0	7.8	3.0	11.4	14.0	-7.8	7.7	7.8	7.8	8.1
영업이익	-1,454	70	127	27	3	53	-13	29	34	32	31
영업이익률 (%)	-22.6	1.0	2.2	1.8	0.2	3.3	-0.7	2.2	2.2	2.5	2.1
지배주주순이익	-1,305	26	259	8	2	2	13	21	25	24	188
순이익률 (%)	-20.3	0.4	4.6	0.6	0.1	0.1	0.7	1.6	1.7	1.8	12.4

자료: 삼성엔지니어링, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	4,557	3,775	3,658	2,336	2,495
현금및현금성자산	388	696	882	414	381
매출채권 및 기타채권	3,365	2,374	2,360	1,556	1,721
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,595	1,856	1,862	2,807	2,821
장기금융자산	85	76	55	55	55
유형자산	690	687	657	629	604
무형자산	59	50	96	96	96
자산총계	6,152	5,631	5,520	5,143	5,317
유동부채	4,722	4,784	4,314	3,828	3,894
단기금융부채	1,319	1,965	1,452	1,244	1,038
매입채무 및 기타채무	3,181	2,634	2,582	2,300	2,569
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	476	1,160	210	210	209
장기금융부채 (사채+장차)	220	857	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7	5	5	5	5
부채총계	5,199	5,944	4,524	4,037	4,103
지배주주지분	953	-314	1,011	1,122	1,232
자본금	200	200	980	980	980
자본잉여금	49	49	454	454	454
기타자본구성요소	-285	-285	-193	-193	-193
자기주식	-285	-285	0	0	0
이익잉여금	1,013	-292	-198	-103	5
비지배주주지분(연결)	1	2	-15	-16	-18
자본총계	953	-313	996	1,106	1,214
부채와자본총계	6,152	5,631	5,520	5,143	5,317

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	278	-833	188	-333	101
당기순이익(순실)	56	-1,304	9	95	108
비현금수익비용가감	23	101	-79	-81	-79
유형자산감가상각비	66	67	48	47	44
무형자산상각비	15	17	30	30	30
기타	-66	85	-217	-217	-217
운전자본감소(증가)	198	370	258	-347	71
매출채권의감소(증가)	-15	1,060	-84	-803	165
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	91	-755	166	281	-269
기타	122	65	175	175	175
법인세납부	-84	-132	-74	-74	-74
투자활동으로 인한 현금흐름	-222	20	94	66	66
금융자산감소(증가)	-90	83	43	1	1
유형자산처분(취득)	15	39	5	5	5
무형자산감소(증가)	-52	-22	-14	0	0
기타투자활동	-27	-59	83	83	83
재무활동으로 인한 현금흐름	50	1,072	-102	-208	-206
단기금융부채의 증가(감소)	235	134	-1,327	-208	-206
장기금융부채의 증가(감소)	-185	939	-59	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	1,284	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-0	-0	0	0	0
현금의 증가	124	308	186	-468	-33
기초현금	264	388	696	882	414
기밀현금	388	696	882	414	381
FCF	210	-854	164	-357	76

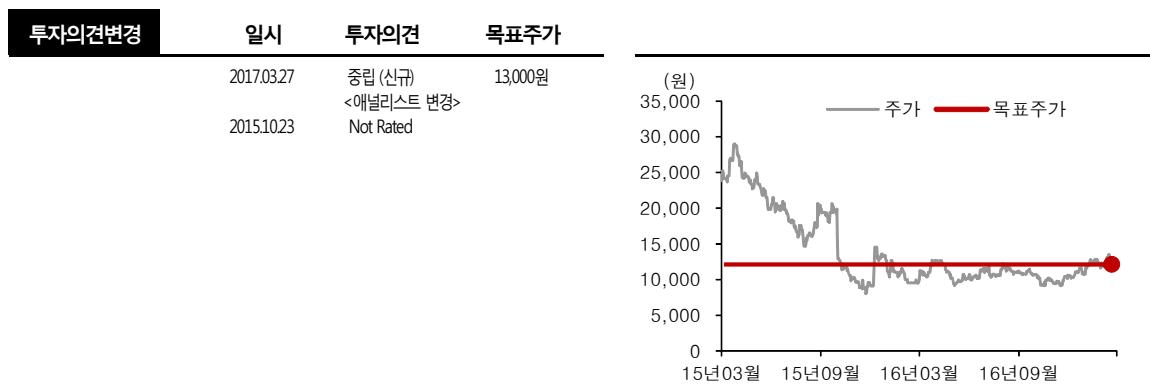
자료: 삼성엔지니어링, SK증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	8,911	6,441	7,009	5,681	6,346
매출원가	8,365	7,530	6,527	5,247	5,861
매출총이익	546	-1,089	482	433	485
매출총이익률(%)	6.1	-16.9	6.9	7.6	7.6
판매비와관리비	384	365	412	307	343
영업이익	162	-1,454	70	127	142
영업이익률(%)	1.8	-22.6	1.0	2.2	2.2
조정영업이익	162	-1,454	70	127	142
비영업손익	-101	4	-14	-0	2
순이익(손실)	-21	-19	-11	3	4
외환관련손익	-15	11	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	2	1	5	5	5
세전계속사업이익	61	-1,450	56	126	144
세전계속사업이익률(%)	0.7	-22.5	0.8	2.2	2.3
계속사업법인세	4	-146	47	32	36
계속사업이익	56	-1,304	9	95	108
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	56	-1,304	9	95	108
순이익률(%)	0.6	-20.2	0.1	1.7	1.7
지배주주	55	-1,305	26	259	295
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	-20.3	0.4	4.6	4.6
비지배주주	1	1	-16	-164	-187
총포괄이익	48	-1,266	-36	90	111
지배주주	46	-1,267	-20	50	61
비지배주주	1	1	-16	40	50
EBITDA	243	-1,370	149	204	216

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	-9.1	-27.7	8.8	-19.0	11.7
영업이익		흑전	적전	흑전	80.8
세전계속사업이익		흑전	적전	흑전	13.8
EBITDA		흑전	적전	흑전	37.0
EPS		흑전	적전	흑전	905.4
수익성(%)					
ROA(%)	0.9	-22.1	0.2	1.8	21
ROE(%)	6.1	-408.8	2.7	8.9	92
EBITDA마진(%)	2.7	-21.3	2.1	3.6	34
안정성(%)					
유동비율(%)	96.5	78.9	84.8	61.0	64.1
부채비율(%)	545.3	-1,899.3	454.1	365.1	338.1
순차입금/자기자본(%)	120.7	-535.3	-16.2	18.7	11.5
EBITDA/이자비용(배)	8.0	-45.2	5.5	17.4	21.7
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	1,375	-32,632	131	1,321	1,504
BPS	22,336	-9,119	4,669	5,236	5,795
CFPS	489	-812	212	296	306
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	64.0	n/a	113.8	10.2	9.0
PER(최저)	27.3	n/a	67.9	6.9	6.1
PBR(최고)	3.7	nm	2.9	2.4	2.1
PBR(최저)	1.6	nm	1.7	1.6	1.5
PCR	77.5	-17.9	48.5	43.6	42.1
EV/EBITDA(최고)	19.1	n/a	25.9	2.0	1.8
EV/EBITDA(최저)	11.1	n/a	20.0	1.4	1.2



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----