

2021. 7. 30



▲ 건설/부동산

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 27,000 원

현재주가 (7.29) 23,950 원

상승여력 12.7%

KOSPI 3,242.65pt

시가총액 46,942억원

발행주식수 19,600만주

유동주식비율 77.36%

외국인비중 30.87%

52주 최고/최저가 27,350원/10,000원

평균거래대금 907.4억원

주요주주(%)

삼성SDI 외 7 인 20.60

국민연금공단 9.19

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.01

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.0 93.9 99.6

상대주가 1.4 78.0 39.3

주가그래프



삼성엔지니어링 028050

이익의 기초 체력을 보여준 2분기

- ✓ 2분기 비화공 부문의 정산이익과 수익성 안정화로 실적 서프라이즈 기록
- ✓ 일회성 이익을 제외한 분기 영업이익의 기초 체력은 1,000억~1,200억 수준
- ✓ 화공과 비화공 모두 안정적인 수익성 확보
- ✓ 정유 및 가스 플랜트를 중심으로 발주 환경이 회복되는 시점은 하반기
- ✓ 하반기 신규수주 확대, 원가관리 능력, 장기 이익성장이 부각될 것

2분기 실적 서프라이즈

2분기 실적은 매출액 1조 6,958억원(+1.3% YoY), 영업이익 1,502억원(+75.0% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스를 상회하였다. 비화공 부문에서 프로젝트 정산이 이루어지며 370억원의 일회성 이익이 발생하였다. 2분기 화공 부문과 비화공 부문 GP margin이 전년 동기대비 각각 3.0%p, 7.1%p 개선되었다.

하반기 발주 환경 개선 및 해외 수주 확대 전망

2021년 유가 상승에 따라 발주처 재무 상황이 개선되고 있으며, 가스 및 정유 플랜트 위주로 일부 취소 및 지연된 프로젝트가 재개될 것으로 보인다. 사우디 아람코가 35조 투자 계획을 발표하며 Jafura 가스 플랜트, 줄루프 유전 개발 프로젝트의 입찰을 재개하였다.

UAE 해일엔가사, 러시아 BGCC 에틸렌 프로젝트, 인도네시아 롯데케미칼 LINE 프로젝트 등 총 170억 달러 규모의 화공 프로젝트에서 입찰을 진행 중인만큼, 하반기 신규수주 확대가 기대된다. Downstream 프로젝트 역시 재개 조짐을 보이고 있어, 2022년에는 발주시장의 회복이 기대된다.

생산성 향상 및 안정적인 원가관리 능력이 과거와 차별화

동사는 2023년까지 Resource 50%, 현장 Work 50%, Schedule 30%를 절감해 추가 매출을 달성하고, 수익성을 개선할 계획이다. 목표의 달성 여부를 떠나서 평균 근속년수의 증가 및 시공 경험 확대로 인력의 질적 수준이 높아졌으며, 여전히 원가 관리에 어려움을 겪고 있는 Global EPC 업체들 대비 높은 원가관리 능력이 부각될 것으로 판단된다. 투자요건 매수를 유지하며, 적정주가는 수익추정 상향 및 하반기 수주 확대를 감안해 24,000원에서 27,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	6,392.1	422.7	320.9	1,637	415.2	6,710	11.7	2.9	6.5	27.5	252.5
2020	6,749.2	361.2	252.5	1,288	-22.1	8,167	10.3	1.6	4.8	17.3	200.7
2021E	6,925.5	497.2	422.8	2,157	66.0	10,405	11.1	2.3	6.7	23.2	149.3
2022E	7,620.9	494.9	423.5	2,161	1.9	12,565	11.1	1.9	5.9	18.8	124.3
2023E	7,360.6	502.2	432.5	2,207	2.1	14,772	10.9	1.6	5.3	16.1	103.2

표1 삼성엔지니어링 2Q21 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,695.8	1,674.3	1.3	1,530.8	10.8	1,716.0	-1.2	1,863.2	-9.0
영업이익	150.2	85.8	75.0	107.3	40.0	99.4	51.1	115.8	29.7
세전이익	141.1	90.8	55.3	142.3	-0.8	104.8	34.7	134.1	5.2
순이익	93.2	68.1	36.9	108.1	-13.8	76.7	21.6	97.6	-4.5
영업이익률(%)	8.9	5.1		7.0		5.8		6.2	-330.6
순이익률(%)	5.5	4.1		7.1		4.5		5.2	50.2

자료: 삼성엔지니어링, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 2020, 2021년 분기별 컨센서스

(십억원)	2020				2021E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	1,592.5	1,674.3	1,603.2	1,879.2	1,530.8	1,716.0	1,710.3	1,847.6
영업이익	85.5	85.8	100.1	89.8	107.3	99.4	98.2	104.7
세전계속사업이익	101.8	90.8	74.9	84.4	142.3	104.8	102.9	105.9
당기순이익	69.9	68.1	69.7	44.9	108.1	76.7	74.4	75.7

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 2014~2021년 연도별 컨센서스

(십억원)	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21E
매출액	8,911.5	6,441.3	7,010.5	5,513.5	5,467.0	6,392.1	6,749.2	6,829.9
영업이익	161.8	-1,454.3	71.2	21.7	196.4	422.7	361.2	414.3
세전계속사업이익	60.6	-1,450.1	57.5	-54.8	160.5	437.8	351.9	457.5
당기순이익	55.0	-1,305.3	26.6	-64.4	61.3	320.9	252.5	336.0

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요 투자포인트

점진적인 실적 성장

영업이익 전망

2019년 4,227억원
2020년 3,620억원
2021년 4,972억원
2022년 4,949억원

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

안정적 수익성 유지

- 화공 부문은 90%~91%
- 비화공 부문은 89%~90%
- 판관비율 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
- 다만 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), 21년 6.0조원(화공 3.5 / 비화공 2.5) 목표

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

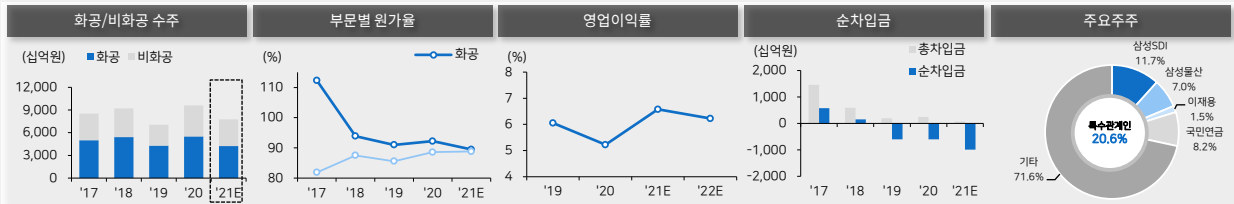
2021년 신규 수주

- 사우디 자프라 pkg 12억달러 입찰 재개
- 사우디 줄루프 가스 플랜트
- 2021년, 롯데케미칼 Line 프로젝트 40억달러 (삼성 ENG지분 규모: 24억달러)
- 2021년, UAE Hail & Ghassia 프로젝트 80억달러 (삼성 ENG 지분 규모: 45억달러)

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

유가 상승에 따른 발주 환경 개선

- 유가 상승에 따른 하반기 발주 환경 개선으로 해외 수주 확대 전망
- 사우디 자프라 가스 패키지, 줄루프 가스 플랜트 등 취소 및 지연된 프로젝트 입찰 재개
- 인플레이션 우려와 델타 변이 바이러스로 인해 투자를 적극적으로 추진하는 데에는 시간이 소요될 것으로 보임
- 올해 4분기 ~ 내년 1분기부터 발주처의 본격적인 투자 확대가 있을 것으로 예상



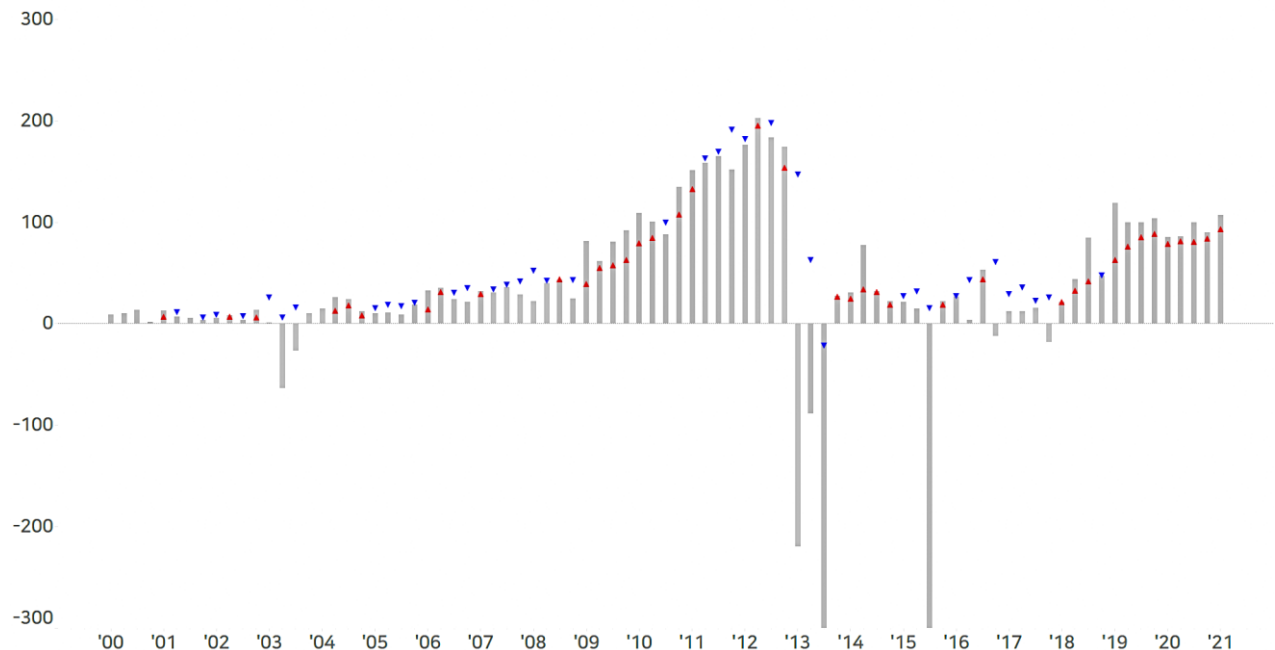
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영업이익 vs 컨센서스

(십억원)

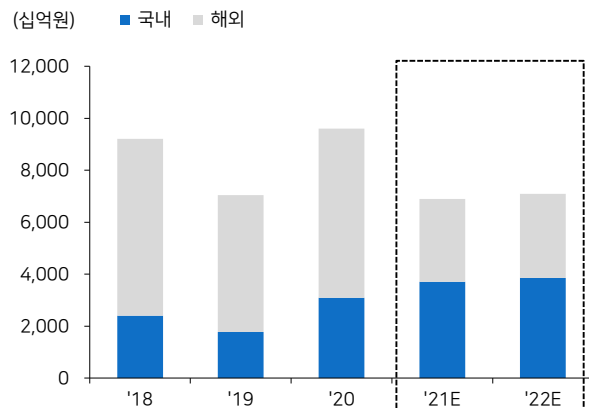
▲ 컨센서스 상회

▼ 컨센서스 하회



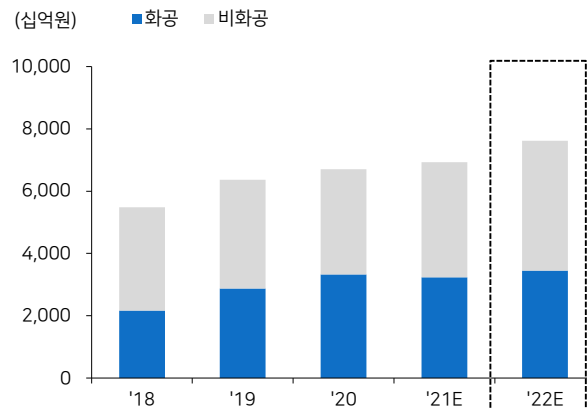
자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신규수주 (국내, 해외)



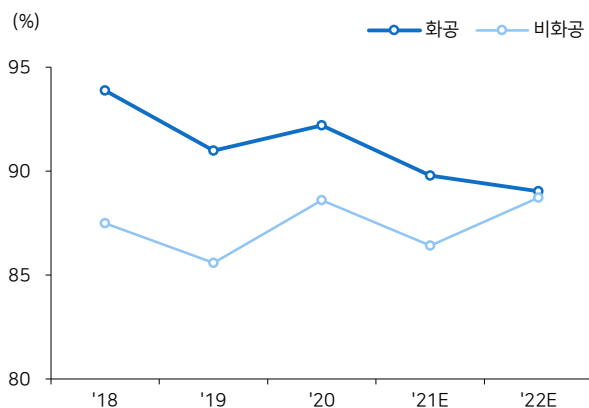
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출액



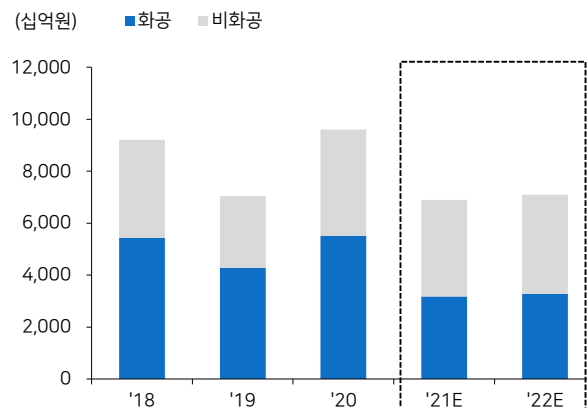
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림5 원가율



자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신규 수주 (항공, 비항공)



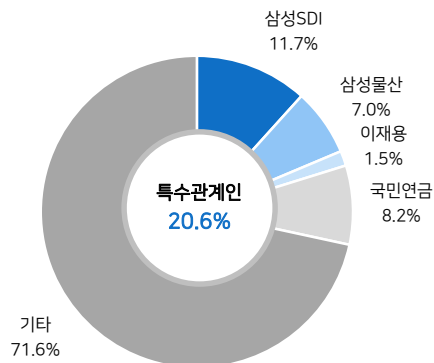
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PBR



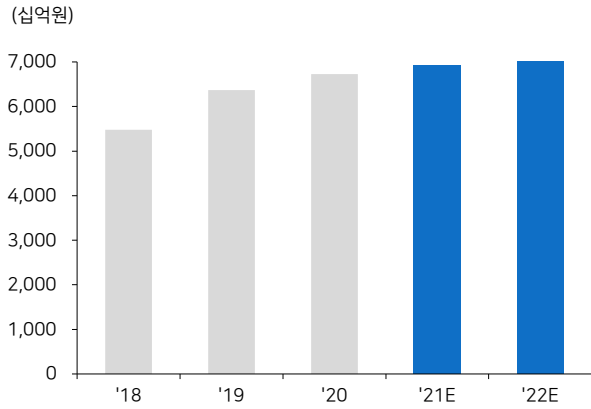
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주주 현황



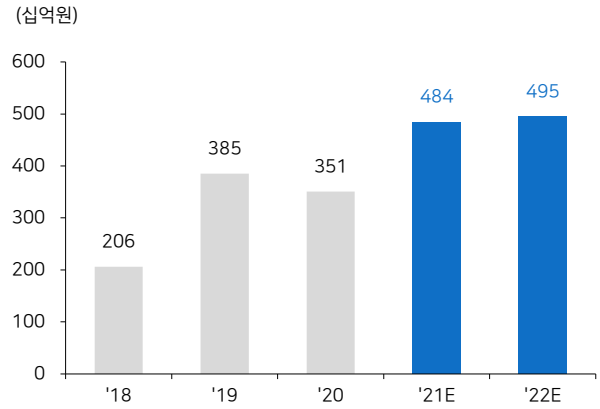
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림9 매출액



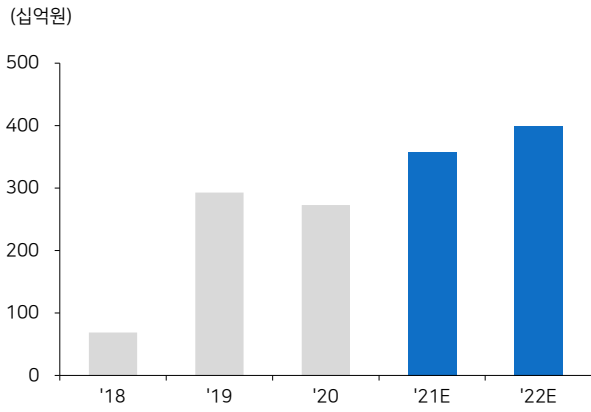
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림10 영업이익



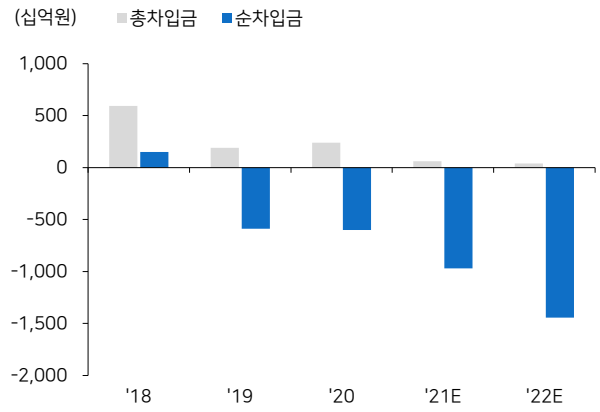
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림11 순이익



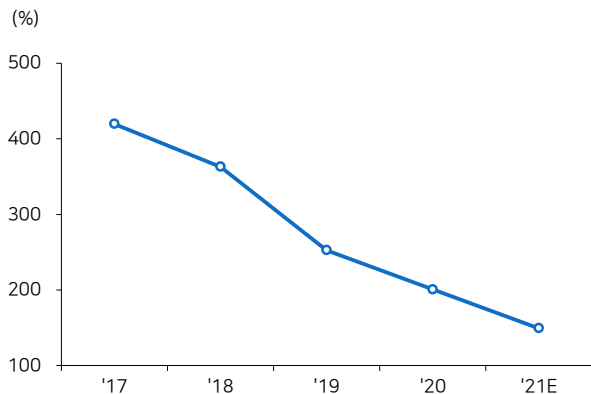
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림12 차입금



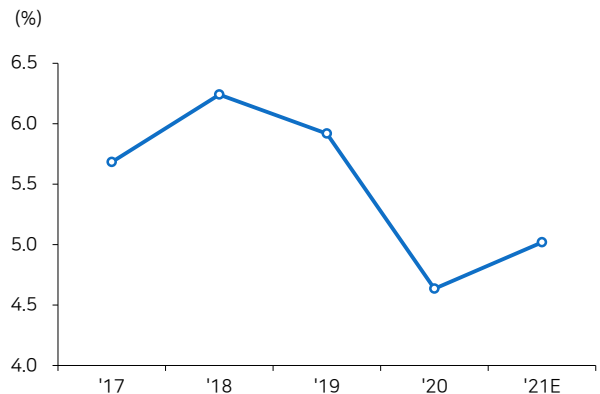
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림13 부채비율



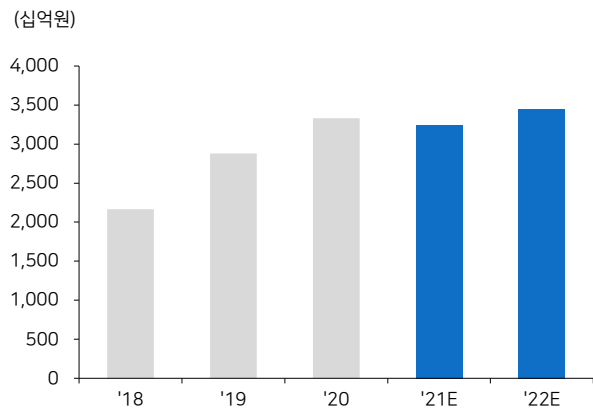
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림14 판관비율



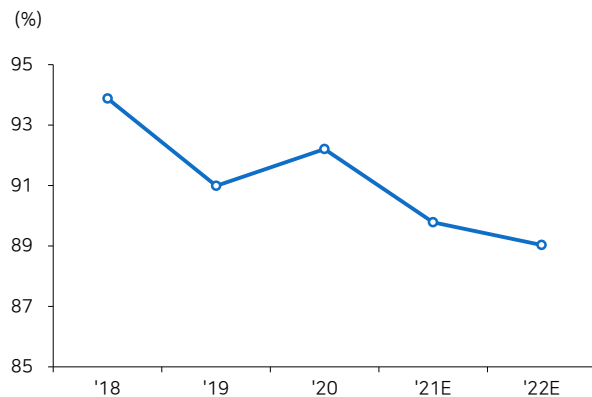
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 화공 매출액



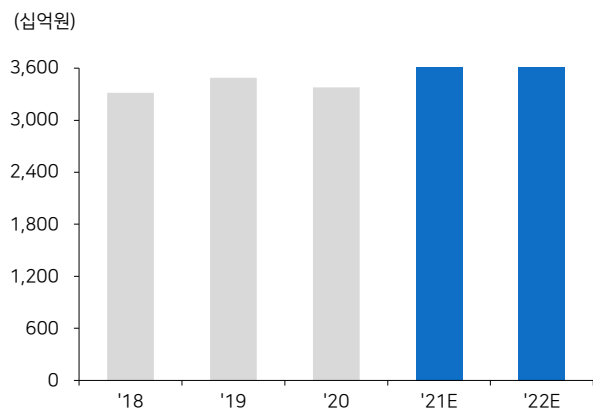
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 화공 원가율



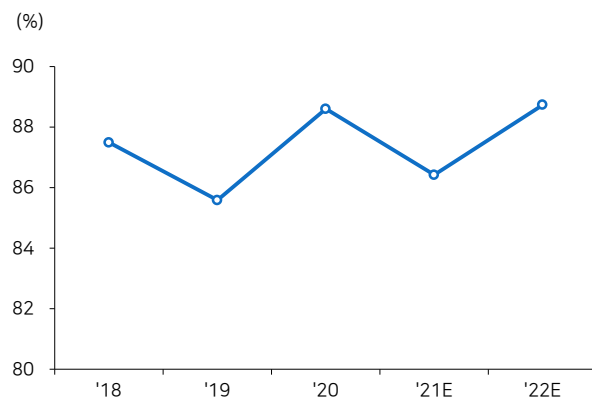
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연간 비화공 매출액



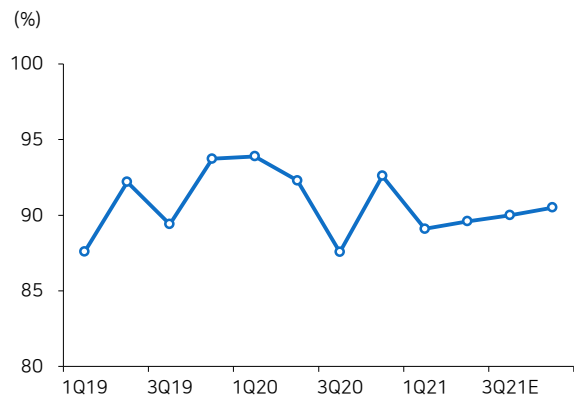
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연간 비화공 원가율



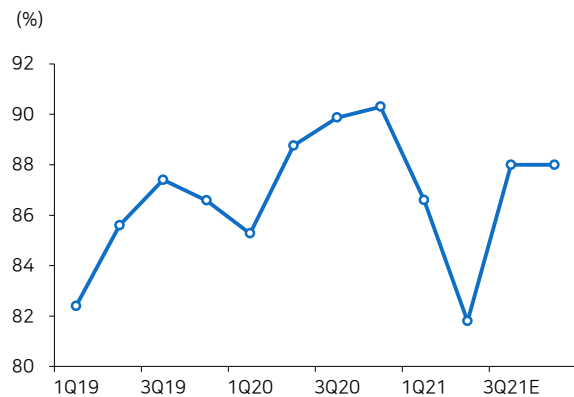
자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림19 분기별 화공 원가율



자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

그림20 분기별 비화공 원가율



자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성엔지니어링 주요 해외 파이프라인

2021	▪ 해외 수주 목표 3.5조원 ▪ 사우디아라비아 자프라 가스 pkg 2,3 ▪ 사우디아라비아 줄루프 가스 플랜트 ▪ UAE Hail & Ghasha 프로젝트 ▪ 인도네시아 롯데케미칼 LINE 프로젝트 ▪ 카타르 PVC 프로젝트 ▪ 러시아 BGCC 에틸렌 프로젝트
------	--

자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

삼성엔지니어링 (028050)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,392.1	6,749.2	6,925.5	7,620.9	7,360.6
매출액증가율 (%)	16.9	5.6	2.6	10.0	-3.4
매출원가	5,592.6	6,076.9	6,093.9	6,772.5	6,487.8
매출총이익	799.5	672.3	831.6	848.3	872.8
판매관리비	376.8	311.1	334.4	353.4	370.6
영업이익	422.7	361.2	497.2	494.9	502.2
영업이익률	6.6	5.4	7.2	6.5	6.8
금융손익	-4.7	-7.9	6.4	7.3	10.3
중속/관계기업손익	32.2	13.9	42.6	56.7	59.5
기타영업외손익	-12.4	-15.3	34.6	9.7	8.7
세전계속사업이익	437.8	351.9	580.8	568.6	580.7
법인세비용	114.0	99.7	162.4	142.2	145.2
당기순이익	323.8	252.1	418.4	426.5	435.5
지배주주지분 순이익	320.9	252.5	422.8	423.5	432.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	784.1	44.4	401.7	489.7	331.3
당기순이익(손실)	323.8	252.1	418.4	426.5	435.5
유형자산상각비	33.9	35.0	44.8	45.7	42.4
무형자산상각비	28.0	14.6	11.0	8.5	6.3
운전자본의 증감	367.8	-372.8	-81.1	9.0	-152.9
투자활동 현금흐름	-147.2	73.4	-39.4	-18.0	-11.5
유형자산의증가(CAPEX)	-19.6	-23.4	-20.8	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-2.9	14.1	-3.3	-1.5	1.8
재무활동 현금흐름	-422.3	70.4	-189.7	-19.9	-10.1
차입금의 증감	-402.3	48.4	-178.3	-19.9	-10.1
자본의 증가	1.6	-4.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	220.2	158.5	189.8	451.8	309.7
기초현금	369.4	589.5	748.0	937.8	1,389.6
기말현금	589.5	748.0	937.8	1,389.6	1,699.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,901.8	3,135.9	3,401.2	3,891.1	4,298.0
현금및현금성자산	589.5	748.0	937.8	1,389.6	1,699.3
매출채권	1,214.8	1,126.1	1,182.4	1,200.7	1,179.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,663.9	1,619.7	1,622.2	1,584.5	1,549.0
유형자산	428.0	438.3	418.1	387.4	360.0
무형자산	35.7	35.3	31.9	23.3	17.1
투자자산	136.1	135.8	137.7	139.3	137.5
자산총계	4,565.7	4,755.6	5,023.4	5,475.6	5,847.0
유동부채	2,977.5	2,961.1	2,790.3	2,812.7	2,752.5
매입채무	515.7	610.9	641.4	651.4	639.6
단기차입금	148.2	232.6	52.3	32.3	22.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	293.0	212.8	217.9	221.3	217.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,270.5	3,173.8	3,008.2	3,033.9	2,969.8
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	-17.8	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9
기타포괄이익누계액	-33.8	3.3	19.1	19.1	19.1
이익잉여금	518.6	688.9	1,062.0	1,485.5	1,918.0
비지배주주지분	-20.0	-19.0	-24.1	-21.1	-18.1
자본총계	1,295.2	1,581.7	2,015.2	2,441.6	2,877.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	32,613	34,435	35,334	38,882	37,554
EPS(지배주주)	1,637	1,288	2,157	2,161	2,207
CFPS	2,410	2,350	3,134	3,141	3,158
EBITDAPS	2,473	2,096	2,822	2,802	2,810
BPS	6,710	8,167	10,405	12,565	14,772
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	10.3	11.1	11.1	10.9
PCR	8.0	5.6	7.6	7.6	7.6
PSR	0.6	0.4	0.7	0.6	0.6
PBR	2.9	1.6	2.3	1.9	1.6
EBITDA	484.6	410.8	553.1	549.2	550.8
EV/EBITDA	6.5	4.8	6.7	5.9	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.5	17.3	23.2	18.8	16.1
EBITDA 이익률	7.6	6.1	8.0	7.2	7.5
부채비율	252.5	200.7	149.3	124.3	103.2
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	26.7	38.6	116.6	179.4	252.0
매출채권회전율(x)	4.9	5.8	6.0	6.4	6.2
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	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

