

# 삼성엔지니어링(028050)

## 감출 수 없는 자신감, 주주환원으로 연결

### 비화공 부문 선전으로 영업이익 컨센서스 38% 상회

2022년 4분기 연결 매출액은 2조 9,396억원(+17.0% YoY), 영업이익은 2,145억원(+101.0% YoY, OPM +7.3%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스 대비 14.5% 상회, 영업이익은 컨센서스 및 당사 추정치와 비교해 각각 37.9%와 48.4% 상회하는 것이다. 화공 부문 수익성 악화에도 불구하고 양호한 실적을 이끌어 낸 것은 관계사 현상이었다. 4분기 비화공 부문 매출액은 1조 6,660억원이다. 2022년 3개분기 평균 매출액이 1조 2,000억원 미만인 점을 감안하면 이례적인 규모다. 공사마진이 높은 특정 관계사 현장 프로젝트 매출액이 큰 폭으로 증가했기 때문인데, 4분기 비화공 부문 GPM 또한 15.3%를 달성해 전체 영업이익을 뒷받침했다.

### 부문별 수익성에 대한 회사의 자신감 확인

12조원에 달하는 신규수주 목표치보다 인상되었던 것은 2023년 영업이익 목표다. 매출액과 영업이익 목표를 동반 달성할 경우 영업이익률은 7.3%다. 매출액 대비 판매비와관리비 비율을 4%라 두면, 부문별 GPM을 11% 이상 꾸준히 달성한다는 의미다. 지난해에 이어 올해 매출 mix 또한 수익성 높은 현장 위주이며, 공정 및 원가 관리 부문까지 회사의 자신감을 엿볼 수 있는 대목이다. 준공까지 1년 가량 남은 FEED to EPC 현장 두 곳의 준공 이후 빈자리는 말레이시아 Shell 육상 가스 플랜트(이하 OGP)와 같은 신규 착공 현장이 메워 갈 것이다.

### 목표주가 15% 상향

삼성엔지니어링의 목표주가를 38,000원으로 15.2% 상향한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS 추정치 16,677원에 목표 P/B 2.3배(ROE 16.0%, COE 8.9%)를 적용해 산출했다. 2023년과 2024년 화공 부문 연간 GPM 추정치를 기존 대비 1%p 높여 영업이익 추정치를 상향 조정했다. 늘어나는 공사 발주량에 비해 규모 있는 공사를 납기에 맞춰 수행할 EPC사는 부족하다. 회사가 수익성 좋은 공사를 선택해서 입찰하고 수주해 부문별 타겟 마진을 유지할 수 있는 원동력이다. 올해 안에 공표될 3개년 주주환원정책에 따른 ROE 개선(2023년 지배주주순이익추정치 10% 배당 시 2023년 ROE 0.1%p 상승) 가능성도 향후 핵심 투자포인트다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	6,749	361	253	1,288	(21.3)	411	10.3	4.9	1.6	17.3	0.0
2021A	7,487	503	372	1,900	47.5	549	12.1	5.7	2.2	20.7	0.0
2022F	10,054	703	665	3,392	78.6	756	6.6	3.2	1.6	28.3	0.0
2023F	10,503	703	500	2,551	(24.8)	756	10.1	4.1	1.6	16.9	0.0
2024F	10,824	724	528	2,693	5.6	777	9.6	3.9	1.3	15.1	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 38,000원(상향)

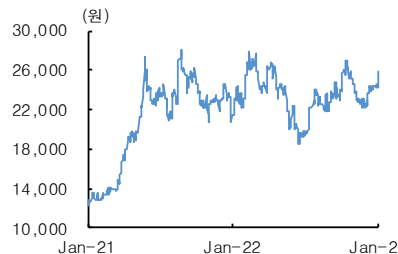
### Stock Data

KOSPI(1/31)	2,425
주가(1/31)	25,850
시가총액(십억원)	5,067
발행주식수(백만)	196
52주 최고/최저가(원)	27,850/18,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	26,347
유동주식비율/외국인지분율(%)	79.1/42.4
주요주주(%)	삼성SDI 외 6인 20.6
	국민연금공단 9.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.2	31.9	20.0
KOSPI 대비(%p)	7.7	33.0	28.9

### 주가추이



자료: FnGuide

### 강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

### 장남현

nh.jang@koreainvestment.com

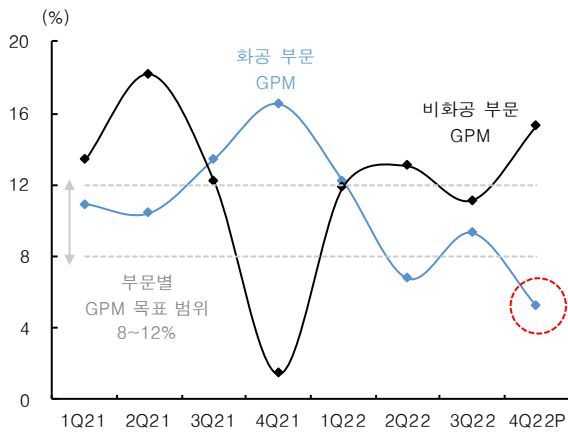
<표 1> 2022년 4분기 삼성엔지니어링 잠정 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,513.5	2,163.4	2,493.4	2,457.9	2,939.6	19.6	17.0	2,566.3
영업이익	106.7	174.4	153.5	160.5	214.5	33.6	101.0	155.6
영업이익률	4.2	8.1	6.2	6.5	7.3			6.1
세전이익	115.7	156.1	185.7	209.0	164.8	(21.1)	42.4	145.9
순이익	63.0	114.5	140.5	164.5	245.4	49.2	289.5	109.4

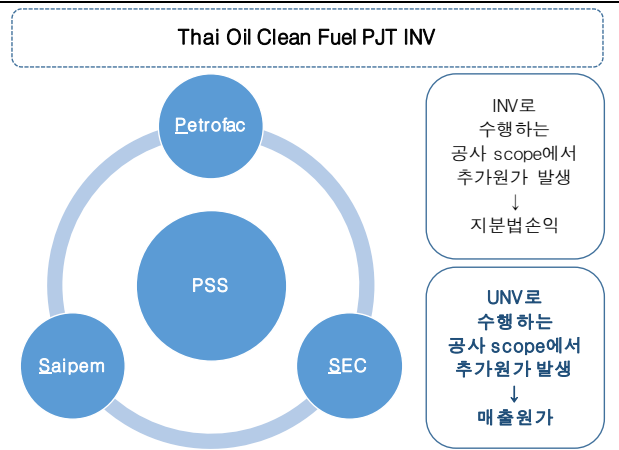
자료: 전자공시시스템, 삼성엔지니어링, 한국투자증권

[그림 1] 회사 목표 범위를 크게 벗어난 화공 부문 GPM  
비화공 부문 선전으로 영업이익 대폭 증가



자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

[그림 2] 화공 부문 마진이 악화된 이유는  
태국 현장에서 추가 원가 발생했기 때문



자료: 전자공시시스템, 삼성엔지니어링, 한국투자증권

<표 2> 2023년과 2024년 실적 추정치 변경 내역

구분	단위	2023년					2024년				
		기존	수정	변화	컨센서스	대비	기존	수정	변화	컨센서스	대비
매출액	십억원	10,184	10,503	3.1	9,789	7.3	10,311	10,824	5.0	10,135	6.8
영업이익	십억원	620	703	13.3	674	4.3	627	724	15.6	699	3.6
영업이익률	%, %p	6.1	6.7	0.6	6.9	(0.2)	6.1	6.7	0.6	6.9	(0.2)
세전이익	십억원	628	714	13.7	698	2.3	651	754	15.9	734	2.8
순이익	십억원	440	500	13.7	508	(1.6)	455	528	15.9	535	(1.3)

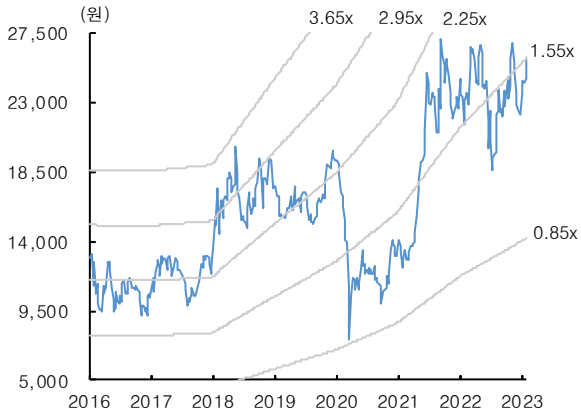
자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 3> 삼성엔지니어링 목표주가 38,000원으로 15.2% 상향

구분	단위	구분	내용	비고
12개월 선행 BPS	원	㉑	16,677	
목표 PBR	배	㉒	2.26	
이론 PBR	배	㉓	2.26	㉑=(㉒-㉓)/(㉑-㉓)
ROE	%	㉔	16.0	
COE	%	㉕	8.9	㉑=(㉔)+(㉕-㉔)x㉖
무위험수익률	%	㉖	3.3	3년만기 국채 최근 12개월 평균 수익률
시장기대수익률	%	㉗	10.2	3년만기 회사채 최근 12개월 평균 수익률
조정 베타		㉘	0.8	사후 베타와 시장 베타 간 가중치 부여
장기성장률	%	㉙	3.3	10년만기 국채 최근 12개월 평균 수익률
목표주가	원	㉚	38,000	㉚=㉑x㉒
현재주가	원		25,850	2023년 1월 31일 종가
상승여력	%		47.0	

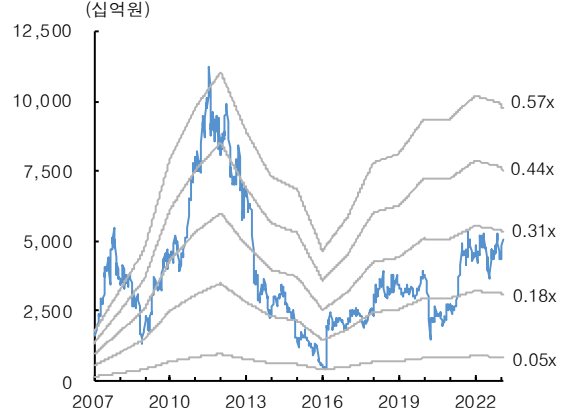
자료: 한국투자증권

[그림 3] 삼성엔지니어링 12개월 선행 P/B 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 4] 12개월 선행 수주잔고 대비 시가총액 밴드



자료: 한국투자증권

〈표 4〉 삼성엔지니어링 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022P	2023F	2024F
매출액(연결)	2,163	2,493	2,458	2,940	2,386	2,725	2,616	2,775	7,487	10,054	10,503	10,824
화공(연결)	1,064	1,220	1,262	1,274	1,106	1,272	1,268	1,320	3,900	4,820	4,967	5,141
비화공(연결)	1,099	1,274	1,196	1,666	1,280	1,453	1,349	1,455	3,587	5,235	5,536	5,683
매출액 증감률(연결)	41.3	47.0	40.7	17.0	10.3	9.3	6.4	(5.6)	10.9	34.3	4.5	3.1
화공(연결)	33.2	32.4	27.9	6.8	4.0	4.3	0.4	3.7	16.5	23.6	3.0	3.5
비화공(연결)	50.2	64.4	57.3	26.1	16.4	14.1	12.8	(12.7)	6.2	45.9	5.8	2.7
매출총이익(연결)	260	249	251	321	255	293	275	300	861	1,081	1,123	1,157
YoY(%)	40.4	5.4	11.6	49.2	(2.1)	18.0	9.8	(6.6)	30.1	25.5	3.9	3.0
매출총이익률(%)	12.0	10.0	10.2	10.9	10.7	10.8	10.5	10.8	11.5	10.8	10.7	10.7
영업이익(연결)	174	153	161	215	159	184	170	189	503	703	703	724
YoY(%)	62.6	2.1	15.5	101.0	(8.7)	20.2	6.2	(11.9)	39.3	39.7	0.0	3.0
영업이익률(%)	8.1	6.2	6.5	7.3	6.7	6.8	6.5	6.8	6.7	7.0	6.7	6.7
세전이익(연결)	156	186	209	165	161	187	174	193	530	716	714	754
YoY(%)	9.7	31.6	60.3	42.4	2.9	0.5	(16.9)	17.2	50.5	35.2	(0.2)	5.6
세전이익률(%)	7.2	7.4	8.5	5.6	6.7	6.8	6.6	7.0	7.1	7.1	6.8	7.0
지배주주순이익(연결)	114	141	164	245	112	131	122	135	372	665	500	528
YoY(%)	5.9	50.7	52.3	289.5	(1.8)	(7.0)	(26.1)	(44.9)	47.5	78.6	(24.8)	5.6
지배주주순이익률(%)	5.3	5.6	6.7	8.3	4.7	4.8	4.6	4.9	5.0	6.6	4.8	4.9

자료: 삼성엔지니어링, 한국투자증권

〈표 5〉 삼성엔지니어링 플랜트 수주/입찰 파이프라인

(단위: 십억원, %, 배)

구분	FEED 여부	프로젝트	발주처(원청/사업주)	지역	scope	실제/예상	공사비
2022년에 수주한 주요 프로젝트							
1	미수행	Gas Chemical Complex: Ethane Cracker	CC7(사업주 BCC)	러시아	EP	1분기	1,372
2	수행	Onshore Gas Plant	Shell	말레이시아	EPC	2분기	955
3	미수행	Ras Laffan Petrochemical Complex: Ethane Cracker	Qatar Energy	카타르	EPC	4분기	1,950
합계							4,277
	가이던스	화공 부문					4,500
	달성률	2022년 화공 부문 수주 가이던스 대비 실제 수주액					95
입찰(2022~2023년)/결과(2023년 내)							
1	미수행	PDH/PP	STEP	알제리	EPC	1분기	1,820
2	미수행	Refinery	-	요르단	EPC	1분기	1,300
3	미수행	Amiral Complex: Pkg I	SATORP	사우디	EPC	1분기	1,950
4	미수행	Amiral Complex: Pkg IV	SATORP	사우디	EPC	1분기	1,950
5	미수행	Jafurah Gas Plant(Ph II)	Aramco	사우디	EPC	2분기	1,300
6	미수행	Petrochemical Plant	-	인도	EPC	하반기	910
7	미수행	Petrochemical Plant	-	인도네시아	EPC	하반기	910
8	미수행	Hail and Ghasha Sour Gas Development: Onshore Pkg	ADNOC	UAE	EPC	2023년	2,600
9	수행	Texas LNG	Glenfarne	미국	EPC	2023년	1,950
10	미수행	NEC(National EPC Championship)		사우디	EPC	2023년	-
합계							14,690
	가이던스	화공 부문 추정치					6,000
	pool 크기	2023년 화공 부문 수주 가이던스 추정치 대비 수주 pool					2.4

주: 1. Hail and Ghasha Sour Gas 개발(육상)은 Technip Energies와 Tecnimont 3개사 컨소시엄, Texas LNG는 Technip Energies 2개사 컨소시엄으로 수행  
 2. 외화(달러) 기준 사업비를 1,300원/달러로 환산해 표시  
 자료: 삼성엔지니어링, MEED Projects, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>6,749</b>	<b>7,487</b>	<b>10,054</b>	<b>10,503</b>	<b>10,824</b>
매출원가	6,077	6,625	8,973	9,379	9,666
매출총이익	672	861	1,081	1,123	1,157
판매관리비	311	358	378	420	433
<b>영업이익</b>	<b>361</b>	<b>503</b>	<b>703</b>	<b>703</b>	<b>724</b>
영업이익률(%)	5.4	6.7	7.0	6.7	6.7
EBITDA	411	549	756	756	777
EBITDA Margin(%)	6.1	7.3	7.5	7.2	7.2
영업외수익	(9)	27	13	11	30
금융수익	57	48	52	54	55
금융비용	65	41	38	38	38
기타영업외손익	(15)	30	12	10	11
관계기업관련손익	14	(11)	(13)	(16)	(16)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>352</b>	<b>530</b>	<b>716</b>	<b>714</b>	<b>754</b>
법인세비용	100	178	120	214	226
연결당기순이익	252	351	595	500	528
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>253</b>	<b>372</b>	<b>665</b>	<b>500</b>	<b>528</b>
지배주주순이익률(%)	3.7	5.0	6.6	4.8	4.9
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	5.6	10.9	34.3	4.5	3.1
영업이익 증가율	(14.6)	39.3	39.7	0.0	3.0
지배주주순이익 증가율	(21.3)	47.5	78.6	(24.8)	5.6
EPS 증가율	(21.3)	47.5	78.6	(24.8)	5.6
EBITDA 증가율	(15.2)	33.8	37.5	0.0	2.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>44</b>	<b>740</b>	<b>563</b>	<b>134</b>	<b>106</b>
당기순이익	252	351	595	500	528
유형자산감가상각비	35	35	34	33	33
무형자산상각비	15	11	19	19	20
자산부채변동	(373)	166	(43)	(438)	(492)
기타	115	177	(42)	20	17
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>73</b>	<b>(201)</b>	<b>(215)</b>	<b>(79)</b>	<b>(71)</b>
유형자산투자	(23)	(30)	(44)	(43)	(42)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	111	(143)	(28)	4	6
무형자산순증	(14)	(28)	(38)	(23)	(22)
기타	(2)	(1)	(106)	(18)	(14)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>70</b>	<b>(208)</b>	<b>42</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	71	(208)	(27)	14	14
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	0	69	0	0
기타현금흐름	(30)	60	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>158</b>	<b>390</b>	<b>390</b>	<b>68</b>	<b>49</b>
FCF	30	697	528	60	22

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

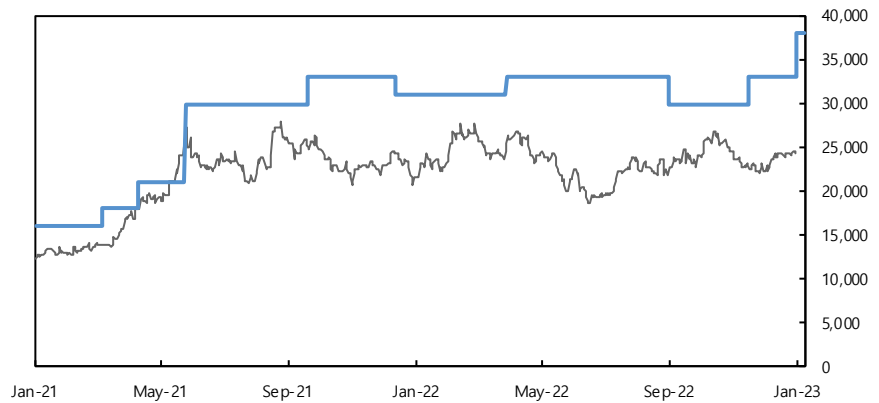
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>4,756</b>	<b>6,059</b>	<b>7,992</b>	<b>8,336</b>	<b>8,586</b>
유동자산	3,136	4,442	5,966	6,232	6,423
현금성자산	748	1,138	1,529	1,597	1,646
매출채권및기타채권	1,201	1,939	2,604	2,720	2,803
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,620	1,616	2,026	2,104	2,163
투자자산	136	132	178	186	191
유형자산	438	447	455	464	472
무형자산	35	56	76	79	82
<b>부채총계</b>	<b>3,174</b>	<b>4,098</b>	<b>5,408</b>	<b>5,225</b>	<b>4,919</b>
유동부채	2,961	3,853	5,084	4,884	4,565
매입채무및기타채무	1,158	1,397	1,876	1,960	2,020
단기차입금및단기사채	233	41	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	213	246	324	341	354
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	23	27	31	34	38
<b>자본총계</b>	<b>1,582</b>	<b>1,961</b>	<b>2,584</b>	<b>3,111</b>	<b>3,667</b>
지배주주지분	1,601	2,002	2,698	3,226	3,781
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
기타자본	(50)	0	0	0	0
이익잉여금	689	1,012	1,677	2,177	2,704
비지배주주지분	(19)	(42)	(115)	(115)	(115)
순차입금	(573)	(1,294)	(1,797)	(1,867)	(1,912)

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,288	1,900	3,392	2,551	2,693
BPS	8,167	10,216	13,766	16,459	19,293
DPS	0	0	0	0	0
<b>수익성(%)</b>					
ROA	5.4	6.5	8.5	6.1	6.2
ROE	17.3	20.7	28.3	16.9	15.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	200.7	209.0	209.3	167.9	134.1
차입금/자본총계비율(%)	17.2	4.8	2.6	2.6	2.6
이자보상배율(x)	38.6	98.5	313.7	343.0	298.1
순차입금/EBITDA(x)	-1.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5
<b>Valuation(x)</b>					
PER	10.3	12.1	6.6	10.1	9.6
최고	15.2	15.0	8.3	10.2	9.7
최저	5.4	6.3	5.4	8.6	8.2
PBR	1.6	2.2	1.6	1.6	1.3
최고	2.4	2.8	2.1	1.6	1.3
최저	0.8	1.2	1.3	1.3	1.1
PSR	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.9	5.7	3.2	4.1	3.9

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성엔지니어링 (028050)	2020.04.07	매수	16,000원	-23.1	-10.9
	2021.04.05	매수	18,000원	-13.5	0.0
	2021.05.09	매수	21,000원	-2.8	24.0
	2021.06.23	매수	30,000원	-20.5	-6.7
	2021.10.19	매수	33,000원	-29.6	-20.3
	2022.01.11	매수	31,000원	-21.4	-10.2
	2022.04.27	매수	33,000원	-32.0	-18.8
	2022.09.30	매수	30,000원	-18.7	-10.3
	2022.12.16	매수	33,000원	-28.8	-25.5
	2023.01.31	매수	38,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2023년 1월 31일 현재 삼성엔지니어링 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성엔지니어링 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로서 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.