

2023. 2. 1



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 35,000 원**

**현재주가 (1.31) 25,850 원**

**상승여력 35.4%**

KOSPI 2,425.08pt

시가총액 50,666억원

발행주식수 19,600만주

유동주식비율 79.12%

외국인비중 42.10%

52주 최고/최저가 27,850원/18,600원

평균거래대금 231.4억원

**주요주주(%)**

삼성SDI 외 6 인 20.57

국민연금공단 9.05

에버딘 아시아 리미티드 외 4 인 7.17

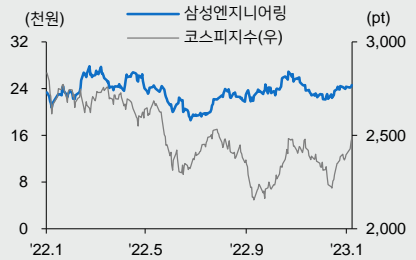
**주가상승률(%)**

1개월 6개월 12개월

절대주가 16.2 31.9 20.0

상대주가 7.1 33.3 31.7

**주가그래프**



# 삼성엔지니어링 028050

## 4Q22 Review: 화공은 거들뿐

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 2,145억원을 기록하며 컨센서스(1,556억원)를 상회
- ✓ 화공 원가율 조정 있었으나, 비화공의 매출 성장과 GPM 개선이 이를 압도
- ✓ 비화공 믹스 개선 효과는 일회성 아님. 2023년 마진율 가이던스는 보수적
- ✓ 비화공 수주 레벨 유지. 화공 부문 성장 감안 시 2023년 12조 수주 달성 가능
- ✓ 투자의견 Buy로 유지, 적정주가를 35,000원으로 9% 상향

### 화공 원가율 조정을 이겨낸 비화공의 약진

4Q22 연결 영업이익은 2,145억원(+101.0% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,556억원)를 상회했다. 태국 TOP 현장의 원가율 조정으로 인해 화공 부문의 GPM이 -4.1%p QoQ 감소했음에도 불구하고, 비화공 부문의 매출액 성장(+26.1% YoY)과 GPM 개선(+4.1%p QoQ)을 통해 이익 성장을 이뤄냈다. 비화공 매출액 성장은 수주잔고 증가가 원인이고, GPM 개선은 프로젝트 믹스 개선이 원인이다. 마진 개선을 가져온 특정 프로젝트가 무엇인지 공개되지는 않았으나, 최소한 일회성 요인은 아니다. 상반기까지 비화공 부문의 높은 마진이 지속될 가능성이 높다.

### 2023년 12조원 수주 충분히 가능. 마진 가이던스는 다소 보수적

2023년 가이던스로 신규 수주 12조원(+17.3% YoY), 매출액 10.5조원(+19.4% YoY), 영업이익 7,650억원(8.8% YoY)을 제시했다. 비화공 부문은 삼성전자 P4 및 미국 텍사스 테일러 공장 기성에 힘입어 전년의 높은 수주 레벨을 유지할 전망이고, 화공 부문 역시 UAE 헤일엔가샤를 비롯한 파이프라인이 두텁다는 점을 감안하면 수주 목표 달성은 충분히 보인다. 한편, 7.3%의 영업이익률 가이던스는 다소 보수적으로 보인다. 비화공 부문의 믹스 개선 효과와 화공 부문의 기저효과를 감안하면 가이던스 이상의 마진율은 충분하다.

### 비화공 실적 개선 + 화공 수주를 통한 멀티플 상승 기대

투자의견 Buy로 유지, 실적 개선 및 COE 하락을 반영하여 적정주가를 35,000원으로 9% 상향한다. 1Q23 이후 비화공 부문의 마진 유지 여부, 화공 부문의 신규 수주 여부가 추가적인 주가 상승 트리거다.

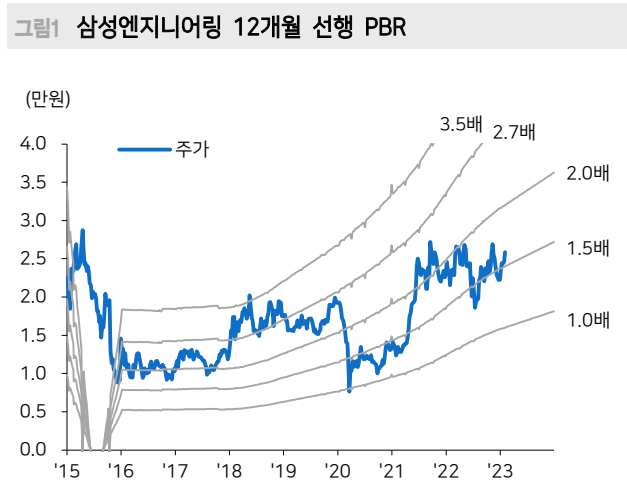
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	6,749.2	361.2	252.5	1,288	-22.1	8,167	10.3	1.6	4.9	17.3	200.7
2021	7,486.7	503.3	372.4	1,900	39.2	10,216	12.1	2.2	5.7	20.7	209.0
2022P	10,054.3	702.9	599.1	3,057	69.6	14,029	7.3	1.6	3.4	25.2	184.1
2023E	10,505.3	788.7	575.9	2,938	-3.2	16,967	8.8	1.5	4.0	19.0	138.1
2024E	11,173.4	773.0	585.0	2,985	1.6	19,352	8.7	1.3	3.6	16.4	126.4

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,939.6	2,513.5	17.0	2,457.9	19.6	2,566.3	14.5	2,565.8	14.6
영업이익	214.5	106.7	101.0	160.5	33.6	155.6	37.8	145.2	47.7
세전이익	164.8	115.7	42.4	209.0	-21.2	145.9	12.9	176.7	-6.7
순이익	179.6	63.0	185.0	164.5	9.2	109.4	64.2	128.0	40.4

자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	9,680.5	10,017.1	10,054.3	10,505.3	3.9%	4.9%
영업이익	633.6	668.3	702.9	788.7	10.9%	18.0%
영업이익률	6.5%	6.7%	7.0%	7.5%	0.4%p	0.8%p
당기순이익	543.6	589.1	595.3	576.5	9.5%	-2.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	3,344.0	24개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	2.07	적정 PBR 2.07배 적용
적정 시가총액(십억원)	6,937.3	
발행 주식수(백만주)	196,000	기말 주식수
<b>적정주가(원)</b>	<b>35,000</b>	
현재주가(원)	25,850	
상승여력(%)	35.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

적정 P/B (%)	2.07
COE(%)	8.8
Risk Free(%)	3.15
MRP(%)	6.0
52주 베타	0.94
<b>12개월 선행 ROE(%)</b>	<b>17.7</b>
2022	25.2
2023E	19.0
2024E	16.4
<b>영구성장률</b>	<b>0.5</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성엔지니어링 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주요 지표</b>												
수주	2,808.6	1,470.6	2,186.5	3,767.9	2,619.6	1,470.7	4,842.2	3,085.1	7,043.7	10,233.6	12,017.5	12,135.9
수주 잔고	17,204.5	16,729.6	17,798.9	17,901.7	18,022.6	16,899.1	19,003.7	19,413.9	16,385.4	17,901.7	19,413.9	20,376.4
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>2,163.4</b>	<b>2,493.4</b>	<b>2,457.9</b>	<b>2,939.6</b>	<b>2,498.7</b>	<b>2,594.1</b>	<b>2,737.6</b>	<b>2,674.9</b>	<b>7,486.7</b>	<b>10,054.3</b>	<b>10,505.3</b>	<b>11,173.4</b>
매출액 증가율(% YoY)	41.3	47.0	40.7	17.0	15.5	4.0	11.4	-9.0	10.9	34.3	4.5	6.4
화공	1,064.2	1,219.7	1,262.1	1,273.6	1,178.8	1,264.1	1,425.1	1,247.9	3,899.6	4,819.6	5,115.9	5,425.5
비화공	1,099.2	1,273.7	1,195.8	1,666.0	1,319.9	1,330.0	1,312.5	1,427.0	3,587.1	5,234.7	5,389.4	5,747.8
매출원가	1,903.1	2,244.7	2,207.3	2,618.3	2,200.6	2,294.8	2,437.6	2,378.8	6,625.4	8,973.4	9,311.8	9,969.8
매출원가율(%)	<b>88.0</b>	<b>90.0</b>	<b>89.8</b>	<b>89.1</b>	<b>88.1</b>	<b>88.5</b>	<b>89.0</b>	<b>88.9</b>	<b>88.5</b>	<b>89.2</b>	<b>88.6</b>	<b>89.2</b>
화공(%)	<b>87.8</b>	<b>93.2</b>	<b>90.7</b>	<b>94.8</b>	<b>89.8</b>	<b>90.0</b>	<b>90.0</b>	<b>90.0</b>	<b>86.7</b>	<b>91.8</b>	<b>90.0</b>	<b>90.0</b>
비화공(%)	<b>88.1</b>	<b>86.9</b>	<b>88.9</b>	<b>84.7</b>	<b>86.5</b>	<b>87.0</b>	<b>88.0</b>	<b>88.0</b>	<b>90.5</b>	<b>86.9</b>	<b>87.4</b>	<b>88.5</b>
<b>매출총이익</b>	<b>260.2</b>	<b>248.7</b>	<b>250.7</b>	<b>321.3</b>	<b>298.2</b>	<b>299.3</b>	<b>300.0</b>	<b>296.0</b>	<b>861.3</b>	<b>1,080.9</b>	<b>1,193.5</b>	<b>1,203.6</b>
판관비	85.8	95.3	90.1	106.8	90.1	99.6	96.7	118.5	358.0	378.0	404.8	430.6
<b>영업이익</b>	<b>174.4</b>	<b>153.5</b>	<b>160.5</b>	<b>214.5</b>	<b>208.1</b>	<b>199.8</b>	<b>203.3</b>	<b>177.6</b>	<b>503.3</b>	<b>702.9</b>	<b>788.7</b>	<b>773.0</b>
영업이익률(%)	8.1	6.2	6.5	7.3	8.3	7.7	7.4	6.6	6.7	7.0	7.5	6.9
영업이익 성장률(% YoY)	62.6	2.1	15.5	101.0	19.3	30.2	26.6	-17.2	39.3	39.7	12.2	-2.0
금융손익	-7.0	24.2	26.3	-3.5	-17.9	5.4	4.2	4.7	7.6	40.0	-3.5	26.7
기타손익	-13.1	7.4	21.8	-14.7	1.3	1.5	2.1	2.2	29.8	1.3	7.1	5.3
종속,관계기업 관련 손익	1.9	0.7	0.3	-31.5	0.7	0.7	0.7	0.7	-11.1	-28.6	2.8	2.8
<b>세전이익</b>	<b>156.1</b>	<b>185.7</b>	<b>209.0</b>	<b>164.8</b>	<b>192.2</b>	<b>207.4</b>	<b>210.3</b>	<b>185.2</b>	<b>529.5</b>	<b>715.7</b>	<b>795.1</b>	<b>807.8</b>
법인세	42.4	46.1	46.8	-15.0	52.9	57.0	57.8	50.9	178.5	120.4	218.7	222.1
법인세율(%)	27.2	24.8	22.4	-9.1	27.5	27.5	27.5	27.5	33.7	16.8	27.5	27.5
<b>당기순이익</b>	<b>113.7</b>	<b>139.6</b>	<b>162.2</b>	<b>179.8</b>	<b>139.4</b>	<b>150.3</b>	<b>152.5</b>	<b>134.3</b>	<b>351.1</b>	<b>595.3</b>	<b>576.5</b>	<b>585.6</b>
당기순이익률(%)	5.3	5.6	6.6	6.1	5.6	5.8	5.6	5.0	4.7	5.9	5.5	5.2
순이익 성장률(% YoY)	12.0	48.9	65.6	210.8	22.6	7.7	-6.0	-25.3	39.2	69.6	-3.2	1.6
<b>지배주주 순이익</b>	<b>114.5</b>	<b>140.5</b>	<b>164.5</b>	<b>179.6</b>	<b>139.2</b>	<b>150.2</b>	<b>152.3</b>	<b>134.2</b>	<b>372.4</b>	<b>599.1</b>	<b>575.9</b>	<b>585.0</b>

자료: 삼성엔지니어링, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성엔지니어링 (028050)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>6,749.2</b>	<b>7,486.7</b>	<b>10,054.3</b>	<b>10,505.3</b>	<b>11,173.4</b>
매출액증가율 (%)	5.6	10.9	34.3	4.5	6.4
매출원가	6,076.9	6,625.4	8,973.4	9,311.8	9,969.8
매출총이익	672.3	861.3	1,080.9	1,193.5	1,203.6
판매관리비	311.1	358.0	378.0	404.8	430.6
<b>영업이익</b>	<b>361.2</b>	<b>503.3</b>	<b>702.9</b>	<b>788.7</b>	<b>773.0</b>
영업이익률	5.4	6.7	7.0	7.5	6.9
금융손익	-7.9	7.6	40.0	-3.5	26.7
중속/관계기업손익	13.9	-11.1	-28.6	2.8	2.8
기타영업외손익	-15.3	29.8	1.4	7.1	5.3
세전계속사업이익	351.9	529.5	715.7	795.2	807.8
법인세비용	99.7	178.5	120.4	218.7	222.1
<b>당기순이익</b>	<b>252.1</b>	<b>351.1</b>	<b>595.3</b>	<b>576.5</b>	<b>585.6</b>
지배주주지분 손이익	252.5	372.4	599.1	575.9	585.0

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>3,135.9</b>	<b>4,442.5</b>	<b>5,932.5</b>	<b>6,092.3</b>	<b>6,780.8</b>
현금및현금성자산	748.0	1,138.3	1,180.4	1,102.0	1,484.8
매출채권	1,126.1	1,798.9	1,698.8	2,119.5	2,209.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,619.7</b>	<b>1,616.2</b>	<b>1,733.2</b>	<b>1,705.2</b>	<b>1,691.3</b>
유형자산	438.3	446.8	442.7	428.1	418.7
무형자산	35.3	56.5	66.8	52.0	40.5
투자자산	135.9	132.3	281.7	283.1	290.0
<b>자산총계</b>	<b>4,755.6</b>	<b>6,058.7</b>	<b>7,665.7</b>	<b>7,797.5</b>	<b>8,472.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,961.1</b>	<b>3,852.7</b>	<b>4,616.3</b>	<b>4,202.5</b>	<b>4,393.5</b>
매입채무	610.9	798.8	934.2	850.1	892.5
단기차입금	232.6	40.9	158.3	146.0	134.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>212.8</b>	<b>245.5</b>	<b>351.4</b>	<b>320.5</b>	<b>336.1</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>3,173.8</b>	<b>4,098.2</b>	<b>4,967.7</b>	<b>4,523.0</b>	<b>4,729.6</b>
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9
기타포괄이익누계액	3.3	32.6	180.8	180.8	180.8
이익잉여금	688.9	1,011.6	1,610.7	2,186.6	2,654.1
비지배주주지분	-19.0	-41.8	-51.7	-51.1	-50.5
<b>자본총계</b>	<b>1,581.7</b>	<b>1,960.5</b>	<b>2,698.0</b>	<b>3,274.5</b>	<b>3,742.5</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>44.4</b>	<b>739.8</b>	<b>364.8</b>	<b>-101.4</b>	<b>582.4</b>
당기순이익(손실)	252.1	351.1	595.3	576.5	585.6
유형자산상각비	35.0	34.9	41.3	42.0	40.9
무형자산상각비	14.6	11.2	15.2	14.8	11.5
운전자본의 증감	-372.8	165.8	-365.8	-734.6	-55.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>73.4</b>	<b>-201.3</b>	<b>-490.6</b>	<b>38.0</b>	<b>-72.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-23.4	-29.8	-23.8	-27.4	-31.5
투자자산의감소(증가)	14.0	-7.6	-146.4	-1.4	-7.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>70.4</b>	<b>-208.2</b>	<b>75.0</b>	<b>-15.0</b>	<b>-127.6</b>
차입금의 증감	43.7	-178.1	102.9	-15.0	-10.0
자본의 증가	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	158.5	390.3	42.1	-78.4	382.8
기초현금	589.5	748.0	1,138.3	1,180.4	1,102.0
기말현금	748.0	1,138.3	1,180.4	1,102.0	1,484.8

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	34,435	38,197	51,298	53,599	57,007
EPS(지배주주)	1,288	1,900	3,057	2,938	2,985
CFPS	2,350	3,266	4,231	4,241	4,252
EBITDAPS	2,096	2,803	3,875	4,313	4,211
BPS	8,167	10,216	14,029	16,967	19,352
DPS	0	0	0	600	600
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	2.3	2.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.3	12.1	7.3	8.8	8.7
PCR	5.6	7.0	5.3	6.1	6.1
PSR	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5
PBR	1.6	2.2	1.6	1.5	1.3
EBITDA	410.8	549.5	759.5	845.4	825.4
EV/EBITDA	4.9	5.7	3.4	4.0	3.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	17.3	20.7	25.2	19.0	16.4
EBITDA 이익률	6.1	7.3	7.6	8.0	7.4
부채비율	200.7	209.0	184.1	138.1	126.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
이자보상배율(x)	38.6	98.5	47.5	49.0	50.4
매출채권회전율(x)	5.8	5.1	5.7	5.5	5.2
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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

