삼성E&A (028050)

일회성도 반복되면 실력. 하반기 박스권 탈피 기대

더 많은 리포트 보기

2024년 4월 25일

건설 / REITs Analyst 장문준
02-6114-2928
moonjoon.chang@kbfg.com

연구원 강민창
02-6114-2497
minchang.kang@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 35,000원

삼성E&A에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 35,000원을 유지한다. 상반기까지는 다소 지지부진한 주가흐름이 이어질 수 있다. 그러나 1) 추가 수주를 통한 회사 수주경쟁력의 완전한 회복, 2) 비즈니스 모델 변화를 통한 중장기 수주 체력 증가 확인, 3) 주주환원 가능성 증가 등을 바탕으로 하반기부터는 박스권을 벗어나는 의미 있는 주가 상승을 보여줄 것으로 기대한다.

1Q24 Review: 영업이익 시작 기대치 소폭 상회

2024년 1분기 삼성E&A의 연결기준 매출액은 2.38조원 (-5.9% YoY, -15.7% QoQ), 영업이익은 2,088억원 (-7.4% YoY, -22.6% QoQ)을 기록하면서 매출은 시장기대치에 부합하고 이익을 소폭 상회하였다. 종료 현장의 정산효과 등으로 인해 화공 부문 이익률이 호조 (1Q24 GPM 15.8%)를 보였으나 설계 인력 증가 등의 이유로 판관비가 크게 증가 (판관비율 1Q23 3.8% → 1Q24 5.4%)하여 일회성 이익효과가 다소 감쇄되었다.

2024년 최소 15조원의 수주 가능

2024년 1분기 신규수주는 1.4조원 (가이던스 12.6조원)으로 부진하였다. 그러나 4월 수주한 7.5조원 규모의 사우디 Fadhili 프로젝트를 감안하면 연간 수주 목표의 초과 달성 가능성이 높다. 현재 12건, 200억 달러 규모의 입찰 파이프라인을 보유하고 있는 가운데 인도네시아 TPPI PJ (4조원), 사우디 Alujain PJ (3조원) 등 FEED 수행 프로젝트의 EPC 전환 수주에 보다 집중할 것으로 기대된다. 상기 프로젝트 중 한 건의 EPC 수주에 성공한다고 하면 금년 비화공 수주를 4~5조원만 달성해도 15조원 이상의 수주가 가능하다.

2025년부터 연간 12.5조원 이상의 수주가 가능한 포트폴리오를 구축해 가는 중

실적도 무난하고 올해 수주도 역대급으로 좋을 전망이다. 그런데 예외적인 올해를 제외하고 2025년부터 어느 정도 수주를 할 수 있는 기업인지에 대해 투자자들의 컨센서스가 없는 것이 주가 상승을 누르고 있다는 판단이다. 1) 추가 수주를 통한 경쟁시장에서의 완전한 경쟁력 회복 증명, 2) FEED - EPC 수주 전략의 결과물 확인, 3) 에너지 전환 영역에서의 의미 있는 사업 진행이 모두 중요한 이유다. KB증권에서는 삼성E&A이 연평균 (2025E~2027E) 12.5조원 이상의 수주가 가능한 포트폴리오를 만들어가고 있다고 판단한다. 지금의 아쉬운 주가흐름에도 주목해야 하는 이유다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	35,000
Dividend yield* (%)	1.9
Total return (%)	35.5
현재가 (4/24, 원)	26,200
Consensus target price (원)	35,611
시가총액 (조원)	5.1

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	79.2
거래대금 (3m, 십억원)	32.3
외국인 지분율 (%)	47.9
주요주주 지분율 (%)	삼성SDI 외 7 인 20.5
	국민연금공단 7.3

Stock Price Performance (Total Return 기준)

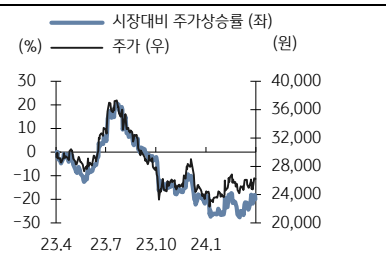
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.3	8.0	-5.9	-12.2
시장대비 상대수익률	8.8	-1.0	-17.5	-18.9

Risk & Total Return (annualized over three years)

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	10,625	10,295	10,899	11,570
영업이익 (십억원)	993	798	872	956
지배주주순이익 (십억원)	754	650	704	767
EPS (원)	3,846	3,315	3,590	3,914
증감률 (%)	13.4	-13.8	8.3	9.0
P/E (x)	7.5	7.9	7.3	6.7
EV/EBITDA (x)	3.9	3.4	2.5	1.8
P/B (x)	1.6	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	24.5	17.1	15.9	15.3
배당수익률 (%)	0.0	1.9	3.8	4.6

Stock Price & Relative Performance



자료: 삼성E&A, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	40,000원 (12M Fwd P/B 1.81배)
Base-case Scenario (목표주가)	35,000원 (12M Fwd P/B 1.59배)
현재주가	26,200원
Bear-case Scenario	23,000원 (12M Fwd P/B 1.04배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) FEED - EPC 수주 확보
2) 친환경 사업 점진적 진행

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 주주환원 계획 연중 발표
2) 친환경 사업의 연내 수주

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) FEED - EPC 수주 실패
2) 친환경 사업 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,332	10,889	10,295	10,899	-0.4	0.1
영업이익	798	871	798	872	0.0	0.1
지배주주순이익	650	703	650	704	0.0	0.1

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,295	10,899	10,191	10,603	1.0	2.8
영업이익	798	872	781	807	2.2	8.1
지배주주순이익	650	704	600	628	8.2	12.1

자료: Quantiwise, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

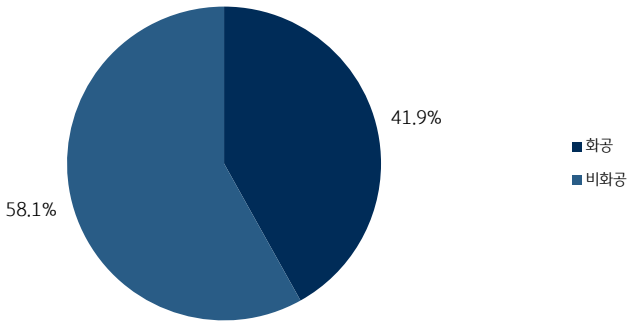
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B- ROE 밸류에이션

2) 목표주가 산정:
BVPS 22,066원 (12M Fwd) x multiple 1.59배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
40,000원 ~ 23,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
P/E 10.27배 (12M Fwd 기준)

매출액 구성 (2024E)



자료: KB증권 추정

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	+3.9	+4.3
유가 1% 상승 시	+0.0	+2.0

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
삼성E&A	5,135	7.9	7.3	1.2	1.1	3.4	2.5	17.1	15.9	1.9	3.8
현대건설	3,905	6.5	5.9	0.5	0.4	1.1	0.7	6.9	6.9	1.8	1.9
대우건설	1,527	3.5	3.0	0.3	0.3	2.3	1.8	10.3	10.7	0.0	0.3
GS건설	1,276	9.1	5.2	0.3	0.3	7.3	5.8	3.2	5.3	3.7	4.2

자료: Quantiwise, KB증권 추정
주: 삼성E&A 제외 FnGuide 추정치 사용

표 1. 삼성E&A 1Q24 Review

(십억원, %)	1Q24P	1Q23	% YoY	4Q23	% QoQ	KB추정	추정 차이	컨센서스 (1M)	% Diff
매출액	2,384.7	2,534	-5.9	2,827	-15.7	2,392	-0.3	2,458	-3.0
영업이익	208.8	225	-7.4	270	-22.6	189	10.6	192	8.8
지배주주순이익	162.0	177	-8.7	116	39.5	148	9.1	148	9.8
영업이익률	*8.8*	*8.9*		*9.5*		*7.9*		*7.8*	
지배주주순이익률	*6.8*	*7.0*		*4.1*		*6.2*		*6.0*	

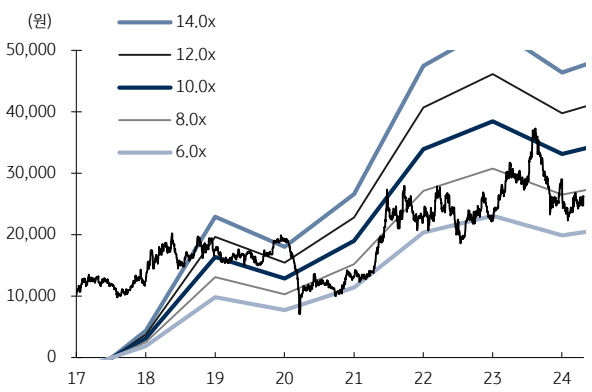
자료: 삼성E&A, Quantiwise, KB증권 추정

표 2. 삼성E&A 분기실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,534	2,786	2,478	2,827	2,385	2,544	2,449	2,918	10,054	10,625	10,295	10,899
화공	1,074	1,297	1,193	1,043	942	1,047	1,013	1,308	4,820	4,607	4,310	5,163
비화공	1,459	1,489	1,285	1,785	1,443	1,496	1,436	1,609	5,235	6,018	5,985	5,736
매출원가율 (%)	*87.3*	*83.8*	*89.4*	*85.4*	*85.9*	*88.0*	*88.2*	*88.8*	*89.2*	*86.3*	*87.8*	*87.9*
화공	*90.1*	*82.0*	*89.4*	*83.2*	*84.2*	*89.2*	*89.5*	*89.8*	*91.8*	*86.1*	*88.4*	*88.9*
비화공	*85.2*	*85.3*	*89.4*	*86.7*	*87.0*	*87.2*	*87.3*	*88.0*	*86.9*	*86.6*	*87.4*	*87.0*
판관비	97	108	109	143	128	109	105	116	378	458	458	447
판관비율 (%)	*3.8*	*3.9*	*4.4*	*5.1*	*5.4*	*4.3*	*4.3*	*4.0*	*3.8*	*4.3*	*4.5*	*4.1*
영업이익	225	344	153	270	209	195	183	211	703	993	798	872
영업이익률 (%)	*8.9*	*12.4*	*6.2*	*9.5*	*8.8*	*7.7*	*7.5*	*7.2*	*7.0*	*9.3*	*7.8*	*8.0*
세전이익	222	322	217	171	220	216	204	241	716	933	880	958
지배주주순이익	177	310	150	116	162	153	145	190	665	754	650	704

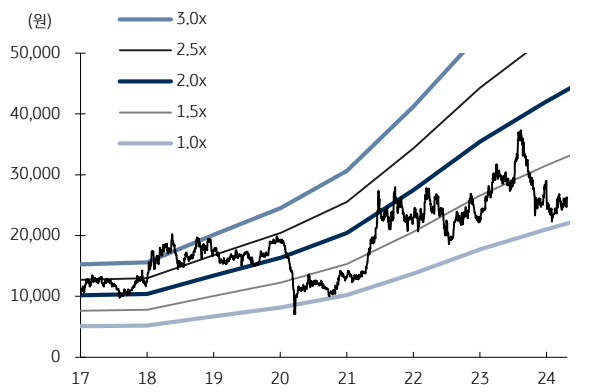
자료: 삼성E&A, KB증권 추정

그림 1. 삼성E&A 12개월 Fwd P/E Band



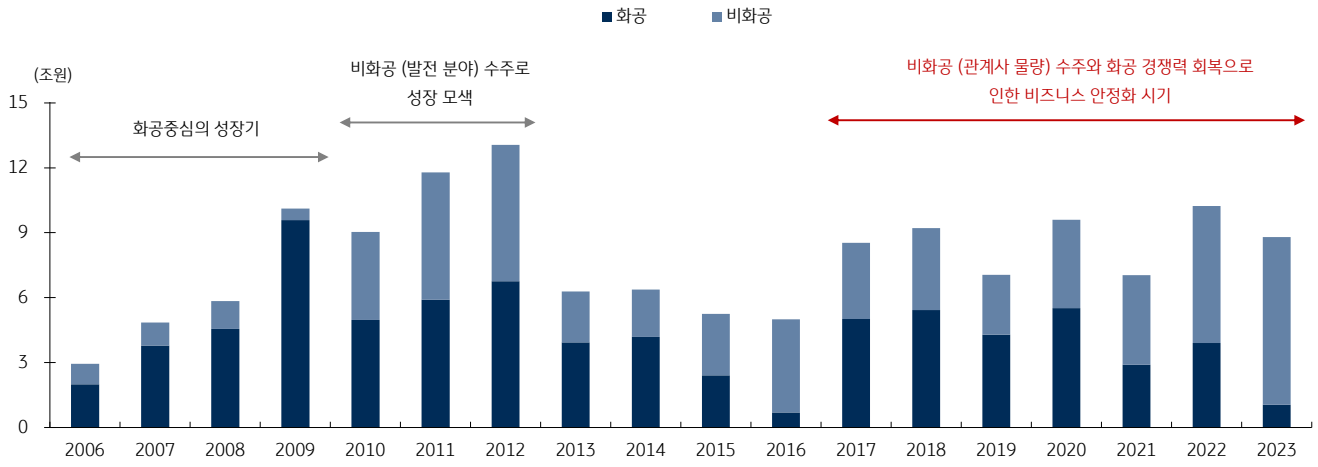
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 2. 삼성E&A 12개월 Fwd P/B Band



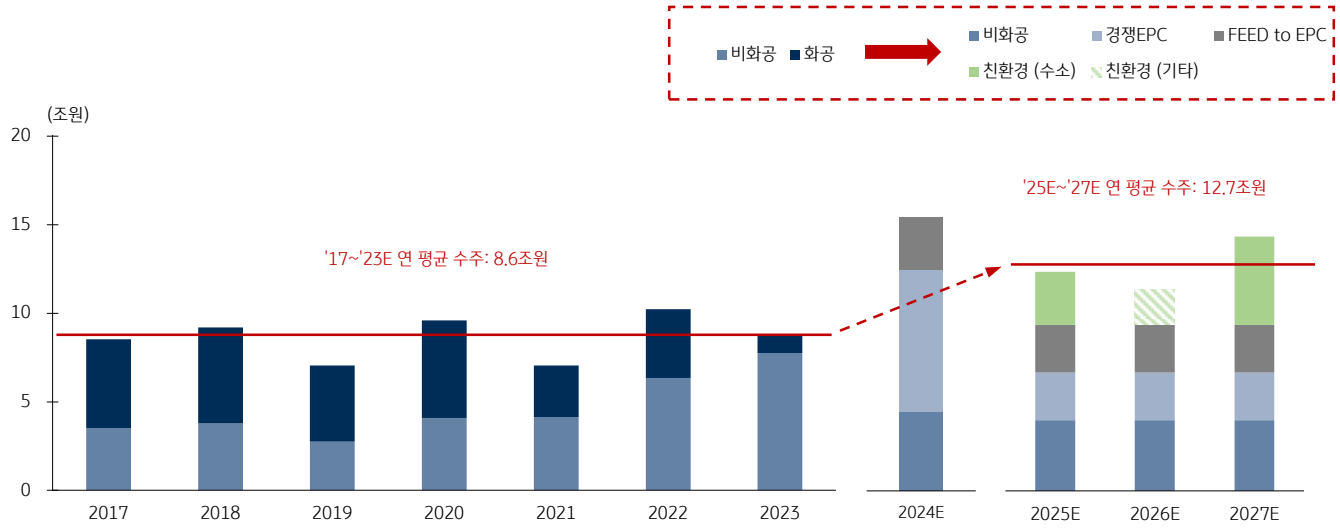
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 3. 삼성E&A 연간 신규수주 변동 추이 (2006~2023년)



자료: 삼성E&A, KB증권 추정

그림 4. 삼성E&A 연간 신규수주 변동 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, KB증권 추정

표 3. 삼성E&A 연간 신규수주 변동 추이 및 전망

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
비화공	3.5	3.8	2.8	4.1	4.1	6.3	7.8	4.5	4.0	4.0	4.0
화공	5.0	5.4	4.3	5.5	2.9	3.9	1.1				
경쟁EPC								8.0	2.7	2.7	2.7
FEED to EPC								3.0	2.7	2.7	2.7
친환경 (수소)									3.0		5.0
친환경 (기타)										2.0	
합계	8.5	9.2	7.0	9.6	7.0	10.2	8.8	15.5	12.4	11.4	14.4

자료: 삼성E&A, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	10,054	10,625	10,295	10,899	11,570
매출원가	8,973	9,174	9,039	9,580	10,148
매출총이익	1,081	1,451	1,256	1,319	1,422
판매비와관리비	378	458	458	447	466
영업이익	703	993	798	872	956
EBITDA	760	1,058	881	952	1,034
영업외손익	13	-61	82	86	88
이자수익	21	63	40	42	45
이자비용	15	23	18	19	20
지분법손익	7	0	22	25	25
기타영업외손익	-1	-101	38	38	38
세전이익	716	933	880	958	1,044
법인세비용	120	237	247	268	292
당기순이익	595	696	634	690	752
지배주주순이익	665	754	650	704	767
수정순이익	665	754	650	704	767

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	34.3	5.7	-3.1	5.9	6.2
영업이익 성장률	39.7	41.3	-19.6	9.3	9.7
EBITDA 성장률	38.3	39.3	-16.8	8.0	8.7
지배기업순이익 성장률	78.6	13.4	-13.8	8.3	9.0
매출총이익률	10.8	13.7	12.2	12.1	12.3
영업이익률	7.0	9.4	7.8	8.0	8.3
EBITDA이익률	7.6	10.0	8.6	8.7	8.9
세전이익률	7.1	8.8	8.6	8.8	9.0
지배기업순이익률	6.6	7.1	6.3	6.5	6.6

현금흐름표

(십억원) 현금흐름	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	577	-460	804	806	788
당기순이익	595	696	634	690	752
유무형자산상각비	57	65	83	80	78
기타비현금손익 조정	370	455	225	243	267
운전자본증감	-304	-1,551	-12	37	-21
매출채권감소 (증가)	-577	-583	42	-62	-131
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	576	-1,097	-80	146	162
기타운전자본증감	-303	129	25	-47	-52
기타영업현금흐름	-142	-125	-126	-245	-288
투자활동 현금흐름	-529	16	-264	-171	-158
유형자산투자감소 (증가)	-19	-28	-70	-35	-40
무형자산투자감소 (증가)	-36	-26	-125	-50	-40
투자자산감소 (증가)	-90	-13	-87	-52	-40
기타투자현금흐름	-384	83	18	-34	-37
재무활동 현금흐름	175	-123	12	-54	-150
금융부채 증감	174	-124	-4	7	8
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	-98	-196
기타재무현금흐름	0	1	16	37	38
기타현금흐름	51	70	0	0	0
현금의 증가 (감소)	274	-497	551	580	480
기말현금	1,412	915	1,466	2,046	2,527
잉여현금흐름 (FCF)	558	-487	734	771	748
순현금흐름	460	-418	537	607	510
순현금 (순차입금)	1,793	1,375	1,911	2,518	3,028

자료: 삼성E&A, KB증권 추정

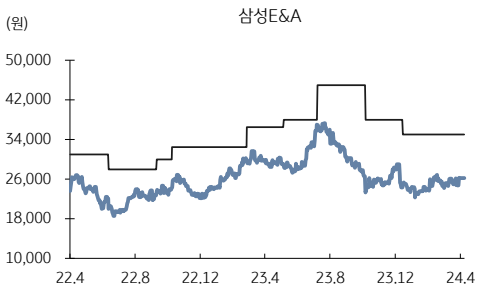
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	7,849	7,801	8,296	9,143	9,983
유동자산	5,948	5,965	6,383	7,193	7,990
현금 및 현금성자산	1,412	915	1,466	2,046	2,527
단기금융자산	629	593	575	608	646
매출채권	2,131	2,101	2,059	2,121	2,252
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,776	2,356	2,283	2,417	2,566
비유동자산	1,901	1,836	1,913	1,950	1,993
투자자산	427	437	525	577	618
유형자산	437	430	455	449	450
무형자산	75	81	167	178	179
기타비유동자산	962	888	765	745	745
부채총계	5,272	4,503	4,364	4,619	4,902
유동부채	5,013	4,217	4,086	4,326	4,592
매입채무	3,482	2,562	2,483	2,628	2,790
단기금융부채	232	119	116	122	130
기타유동부채	1,300	1,536	1,488	1,575	1,672
비유동부채	259	286	278	293	310
장기금융부채	17	14	14	14	14
기타비유동부채	242	272	264	279	296
자본총계	2,577	3,298	3,932	4,524	5,080
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	59	85	85	85	85
이익잉여금	1,677	2,430	3,080	3,686	4,257
지배지분 계	2,693	3,473	4,123	4,729	5,300
비지배지분	-116	-175	-191	-205	-220

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	6.6	7.5	7.9	7.3	6.7
P/B	1.6	1.6	1.2	1.1	1.0
P/S	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.2	3.9	3.4	2.5	1.8
EV/EBIT	3.5	4.2	3.8	2.8	2.0
배당수익률	0.0	0.0	1.9	3.8	4.6
EPS	3,392	3,846	3,315	3,590	3,914
BVPS	13,741	17,721	21,036	24,126	27,040
SPS (주당매출액)	51,298	54,209	52,526	55,607	59,031
DPS (주당배당금)	0	0	500	1,000	1,200
배당성향 (%)	0.0	0.0	15.1	27.9	30.7
수익성지표					
ROE	28.3	24.5	17.1	15.9	15.3
ROA	8.6	8.9	7.9	7.9	7.9
ROIC	27.3	23.7	17.0	15.9	15.3
안정성지표					
부채비율	204.6	136.5	111.0	102.1	96.5
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.2	1.4	1.6	1.7	1.7
이자보상배율 (배)	48.0	43.4	44.3	45.9	47.8
활동성지표					
총자산회전율	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
매출채권회전율	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3
매입채무회전율	4.7	3.5	4.1	4.3	4.3
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

투자자 고지 사항



KB증권은 자료 공표일 현재 [삼성E&A]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

삼성E&A (028050)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-04-13	Buy	장문준	31,000	-22.92	
22-07-06	Buy	장문준	28,000	-23.38	-14.46
22-10-04	Buy	장문준	30,000	-21.05	-17.67
22-11-02	Buy	장문준	32,500	-21.86	-6.92
23-03-22	Buy	장문준	36,500	-18.43	-13.15
23-05-30	Buy	장문준	38,000	-20.88	-2.63
23-08-01	Buy	장문준	45,000	-28.22	-17.11
23-10-30	Buy	장문준	38,000	-32.23	-23.68
24-01-08	Buy	장문준	35,000		

투자등급 비율 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.