

신사업 관련 컨퍼런스콜 후기

Analyst 신동현

02-3787-2335 1300891@hmsec.com

현재주가 (9/5)	33,000원		
상승여력	39.4%		
시가총액	6,468십억원		
발행주식수	196,000천주		
자본금/액면가	980십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	37,300원/21,750원		
일평균 거래대금 (60일)	34십억원		
외국인지분율	51.47%		
주요주주	삼성SDI 외 6 인 20.54%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-7.8	12.4	22.0
상대주가(%p)	-7.1	13.9	14.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	3,657	3,554	46,000
After	3,657	3,554	46,000
Consensus	3,951	3,484	42,188
Cons. 차이	-7.4%	2.0%	9.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

기술 투자는 Two-track 으로 진행

- 1) 벤처투자 방식: '22년 4개, '23년 1개 벤처기업에 투자하며 친환경 플랜트 관련 기술 확보
주요 투자 부문은 CCS, 블루암모니아, 수전해기술, 암모니아 합성분해 등 수소 관련이 대부분
- 2) 파트너십 방식: 상용화 가능성이 높은 기술을 보유한 기업에 대해서는 파트너십을 추진
화공플랜트 역량에 신기술을 더해 친환경 플랜트의 발주처 - 수요처를 이어주는 프로젝트 진행

주요 Flagship 프로젝트

- 1) 말레이시아 H2Biscus: 블루/그린 암모니아, 그린 수소 생산
포스코 및 롯데케미칼이 Off-taker로 참여해 청정 암모니아와 그린 메탄올을 원료로 사용 예정
1H23 타당성조사 완료 / 2H23 FEED 착수 추진 / 2024년 말 EPC 전환 목표(약 20억달러 규모)
- 2) 말레이시아 Shepherd CCS: 국내 발생 탄소를 포집해 말레이시아 폐유전/가스전에 저장
Petronas, 롯데케미칼, GS에너지, SK에너지, 삼성중공업, SK어스온과 협력
현재 타당성조사 완료 / Pre-FEED 추진 중 / H2Biscus PJT와 약 1년여의 스케줄 시차 존재
- 3) 오만 Hydrom PJT: 태양광, 풍력발전 기반의 그린 수소, 그린 암모니아 생산
Engie, PTTEP, 포스코, 국내 발전사(남부발전, 동부발전)와 협력. 2Q23 오만 Duqm 항구 인근 약 300km의 토지(6개 블록 중 첫 번째 블록) 용역권 낙찰. 태양광 및 풍력발전, 전력 저장시설, 수소 생산시설, 그린암모니아 전환시설 건설 예정. 2025년~2026년 최종투자결정(FID) 예상
- 4) SAF(Sustainable Aviation Fuel): 지속가능항공유 생산
말레이시아 SAF EPC 프로젝트(약 5억달러) 공개입찰에 참여함. 이외에 유럽과 미국에서 각각 FEED-to-EPC 프로젝트 1건씩 파이프라인으로 보유

향후 신사업이 본격화됨에 따라 추가 Re-rating 기대

- 에너지 전환에 대비한 친환경 플랜트 부문에의 선제적 투자가 점차 결과를 보이며 실제 파이프라인 내 안건으로 드러나기 시작
- 성장성에 대한 기대가 상대적으로 낮은 건설업종 내에서 신사업의 구체화는 타사와 구별되는 Valuation을 가능하게 하는 요소임

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	7,487	503	372	549	1,900	47.5	12.1	2.2	5.7	20.7	0.0
2022	10,054	703	665	760	3,392	78.6	6.6	1.6	3.2	28.3	0.0
2023F	10,583	976	717	1,067	3,657	7.8	9.0	1.9	4.3	23.2	0.0
2024F	11,331	933	697	1,049	3,554	-2.8	9.3	1.6	3.9	18.2	0.0
2025F	11,404	955	736	1,084	3,757	5.7	8.8	1.3	3.2	16.2	0.0

* K-IFRS 연결 기준

Q & A

Q. 수소 관련 투자 시 수요처는 자사 그룹 내 건설 계열사와 협업할 가능성이 높지 않은지?

- 수소 운반 방식들 중 우리가 진행 중인 프로젝트는 특히 암모니아 형태로 운반하는 방식임
- 건설 계열사가 있더라도 유사 프로젝트 경험이 부족하다면 다른 건설사를 찾을 수밖에 없음
- 우리가 중동, 중남미, 아시아 등에서 중대형 암모니아 플랜트 건설을 경험했다는 점이 경쟁력

Q. 삼성엔지니어링과 삼성물산의 수소 사업이 겹치지 않을까?

- 삼성엔지니어링: 암모니아를 합성해 수소로 재변환하는 방식, CCUS 등에 집중
- 삼성물산: 신재생에너지를 활용한 수전해기술, 저장설비, 인프라 등에 집중
- 기존에 화공 공정에서 수행하던 백그라운드가 다르므로 수소 시장에서의 경쟁력도 각자 다를 것

Q. 신사업 투자 진행상황

- 신사업 투자는 기술투자, 벤처투자, 파트너십, 지분투자 등의 방식이 있음
- 수전해기술 등 신기술 기업에의 투자는 해당 기업에 대한 가치평가 등이 이루어져야 함
- '22년 4개, '23년 현재 1개 기업에 투자를 집행했으며, 지속적으로 Short List 검토 중

Q. 수소 생산 후 판매하는 방식의 비즈니스도 고려 중인지?

- Flagship 프로젝트를 진행할 때 항상 디벨로퍼로서 전 단계에 걸쳐 사업주와 함께 진행
- 따라서 단순 EPC 기업으로 보기에는 무리가 있으며, 수소 Value Chain을 구성하는 셈
- 그린 수소를 개발하고자 하는 사업주와, 필요로 하는 제조업체들의 니즈를 연결해주는 것
- 이를 EPC 역량 바탕으로 진행하므로 주요 역할이 EPC인 것은 사실
- 다만, 운영까지 필요한 사업의 경우에는 직접 운영에 참여할 가능성도 열어두고 있음

Q. 말레이시아 Shepherd CCS, 오만 Hydrom PJT 진행상황

- Shepherd CCS: 타당성조사 완료. Pre-FEED 착수 준비 중
- 오만 Hydrom PJT: 타당성조사 준비 중

Q. 2024년 연간 수주 가이드선 증액 가능성

- 가이드선 작업은 통상 10월 말 즈음 완료됨. 현재로서는 공유 어려움

Q. 해외 파이프라인 업데이트

- 아래 <표1> 참고

<표1> 삼성엔지니어링 주요 해외 PJT 파이프라인

PJT 명	규모(억달러)	수주 예상 시기
사우디 Jafurah 2 단계	35	2H23
사우디 Fadhili 가스 개보수	25	2H23
인도네시아 CAP2 석화플랜트	20	2H23
인도네시아 TPPI 석화플랜트	10~20	2H23
텍사스 LNG 플랜트	10~20	2H23
인도 MEG(모노에틸렌글리콜)	7	2H23
카타르 석유화학 Storage	5	2H23
터키 바이폴 PDH/PP	-	2H23
사우디 수의계약 PJT 2 건	45	2H23
FEED to EPC PJT 4 건	75	2H23
말레이시아 SAF EPC	5	2H23
UAE Hail and Gasha	15	2024 년
말레이시아 H2Biscus EPC	20	2024 년
유럽 SAF FEED to EPC PJT	-	-
미국 SAF FEED to EPC PJT	-	-

주: UAE Hail and Gasha 프로젝트는 사업주의 ITB 발행이 지연되고 있음
 자료: 삼성엔지니어링, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,487	10,054	10,583	11,331	11,404
증가율 (%)	10.9	34.3	5.3	7.1	0.6
매출원가	6,625	8,973	9,182	9,963	10,009
매출원가율 (%)	88.5	89.2	86.8	87.9	87.8
매출총이익	861	1,081	1,401	1,368	1,396
매출이익률 (%)	11.5	10.8	13.2	12.1	12.2
증가율 (%)	28.1	25.6	29.6	-2.4	2.0
판매관리비	358	378	426	435	441
판매비율 (%)	4.8	3.8	4.0	3.8	3.9
EBITDA	549	760	1,067	1,049	1,084
EBITDA 이익률 (%)	7.3	7.6	10.1	9.3	9.5
증가율 (%)	33.6	38.4	40.4	-1.7	3.3
영업이익	503	703	976	933	955
영업이익률 (%)	6.7	7.0	9.2	8.2	8.4
증가율 (%)	39.3	39.8	38.8	-4.4	2.4
영업외손익	37	5	-57	-12	19
금융수익	48	98	176	139	137
금융비용	41	94	247	204	151
기타영업외손익	30	1	14	53	33
종속/관계기업관련손익	-11	7	4	0	0
세전계속사업이익	530	716	922	921	973
세전계속사업이익률	7.1	7.1	8.7	8.1	8.5
증가율 (%)	50.6	35.1	28.8	-0.1	5.6
법인세비용	178	120	211	230	243
계속사업이익	351	595	711	691	730
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	351	595	711	691	730
당기순이익률 (%)	4.7	5.9	6.7	6.1	6.4
증가율 (%)	39.3	69.5	19.5	-2.8	5.6
지배주주지분 순이익	372	665	717	697	736
비지배주주지분 순이익	-21	-70	-6	-6	-6
기타포괄이익	28	21	62	0	0
총포괄이익	379	617	772	691	730

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	740	577	207	684	820
당기순이익	351	595	711	691	730
유형자산 상각비	35	42	63	70	70
무형자산 상각비	11	16	28	45	58
외환손익	-65	58	87	80	0
운전자본의 감소(증가)	166	-304	-647	-203	-38
기타	242	170	-35	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-201	-529	-137	-286	-161
투자자산의 감소(증가)	39	-97	-3	-0	0
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-30	-21	-57	-70	-70
기타	-211	-413	-77	-216	-91
재무활동으로인한현금흐름	-208	175	225	101	100
차입금의 증가(감소)	6	-3	-2	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-214	178	227	101	100
기타현금흐름	60	51	50	0	0
현금의증가(감소)	390	274	345	499	760
기초현금	748	1,138	1,412	1,757	2,256
기말현금	1,138	1,412	1,757	2,256	3,015

* KIFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,442	5,948	6,996	7,635	8,356
현금성자산	1,138	1,412	1,757	2,256	3,015
단기투자자산	249	676	662	697	687
매출채권	1,799	2,131	1,981	2,086	2,057
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,256	1,729	2,596	2,596	2,596
비유동자산	1,616	1,901	1,934	1,989	2,031
유형자산	447	437	435	435	435
무형자산	56	75	130	184	226
투자자산	132	252	270	271	271
기타비유동자산	981	1,137	1,099	1,099	1,099
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,059	7,849	8,930	9,624	10,387
유동부채	3,853	5,013	5,232	5,334	5,368
단기차입금	41	232	460	560	660
매입채무	799	935	1,006	808	797
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	3,013	3,846	3,766	3,966	3,911
비유동부채	246	259	349	250	249
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	6	4	2	2	2
기타비유동부채	240	255	347	248	247
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,098	5,272	5,581	5,584	5,617
지배주주지분	2,003	2,693	3,472	4,169	4,905
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
자본조정 등	-0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	33	59	121	121	121
이익잉여금	1,012	1,677	2,393	3,090	3,826
비지배주주지분	-42	-116	-123	-129	-135
자본총계	1,961	2,577	3,349	4,040	4,770

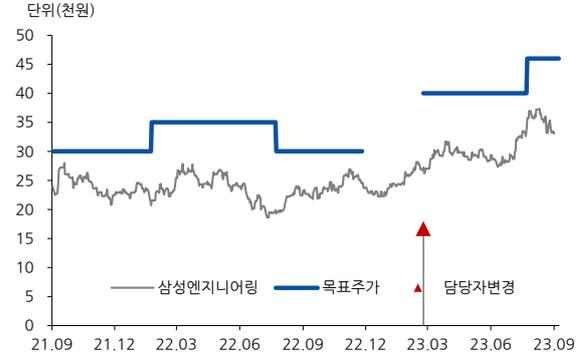
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	1,791	3,037	3,625	3,524	3,725
EPS(지배순이익 기준)	1,900	3,392	3,657	3,554	3,757
BPS(자본총계 기준)	10,003	13,148	17,088	20,612	24,336
BPS(지배지분 기준)	10,216	13,741	17,716	21,270	25,027
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	12.8	7.3	9.1	9.4	8.9
P/E(지배순이익 기준)	12.1	6.6	9.0	9.3	8.8
P/B(자본총계 기준)	2.3	1.7	1.9	1.6	1.4
P/B(지배지분 기준)	2.2	1.6	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA(Reported)	5.7	3.2	4.3	3.9	3.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	39.2	69.6	19.4	-2.8	5.7
EPS(지배순이익 기준)	47.5	78.6	7.8	-2.8	5.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.8	26.2	24.0	18.7	16.6
ROE(지배순이익 기준)	20.7	28.3	23.2	18.2	16.2
ROA	6.5	8.6	8.5	7.4	7.3
안정성 (%)					
부채비율	209.0	204.6	166.6	138.2	117.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	98.5	48.0	26.5	23.2	19.9

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.07.05	BUY	30,000	-21.67	-6.67
2022.01.05	AFTER 6M	30,000	-22.30	-18.00
2022.01.28	BUY	35,000	-32.31	-20.43
2022.07.28	BUY	30,000	-22.03	-10.33
2023.01.28	AFTER 6M	30,000	-11.45	-6.17
2023.02.27	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.02.27	BUY	40,000	-26.09	-15.50
2023.07.28	BUY	46,000	-22.67	-18.91
2023.09.06	BUY	46,000		

▶ 최근 2년간 삼성엔지니어링 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 신동현의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.07.01~2023.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	90.6%
보유	16건	9.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.