

작전명 EPC: 오일머니가 일으키는 바람에 올라타라

2022E BPS 13,789원에 Trailing PBR Multiple 2.45x를 적용한 33,800원을 '22년 말 목표주가'로 제시한다. 지금껏 높은 변동성을 보였던 신규 수주가 단기(정유/LNG) 중기(석유화학), 장기(수소) 모두에 걸쳐 안정화될 것으로 보여 그 어느 때보다 이익가 시성이 높아진 시점이다. 호황에도 긴장의 끈을 놓을 수 없었던 과거를 뒤로하고, 안정적인 발주 모멘텀을 증익으로 받아낼 동사에 주목해보는 것은 어떠한가.

오프로드에서 아우토반으로, 달라진 승차감!

Point ① - 전방이 모두 우리를 가리킨다

'정유 및 가스' → '석유화학' → '수소'의 키워드로 이어지는 전방의 이어달리기가 동사의 튼튼한 미래를 보장할 것임을 밝히고, 각 키워드가 가진 모멘텀이 얼마나 가시화 될지 정략적으로 보이고자 한다.

Point ② - 다져 놓은 내실, 무너지지 않을 이익

변동성이 매우 큰 전방이라는 환경 속에서 동사가 어떻게 글로벌 EPC 경쟁사들과 달리 과거부터 최근까지 비교적 높은 수익성을 유지했는지 밝히고, 앞으로 다가올 호황을 동사가 지금까지 쌓아 온 노력들을 통해 이익으로 흡수할 것임을 증명한다.

Point ③ - 삼성그룹이 지켜주는 하방

해외 사업에서 호황이 몰려올 때, 동사가 거침없이 불을 물고 달려나갈 수 있는 이유는 무엇보다 공격이 잘 풀리지 않고 역습이 몰려올 때도 뒤를 보호해줄 수비진이 있기 때문이다. 삼성그룹이 그 후방을 맡아 '13년 동사가 해외사업에서 무너졌을 때에도 동사를 지켜주었고, 지금도 비화공 사업을 든든하게 받쳐주고 있다.

| 최종 연결손익계산서 | | | | | | | | |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| (단위: 백만 원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 3Q22누적 | 2022E | 2023E |
| 매출액 | 5,513,447 | 5,466,958 | 6,392,058 | 6,749,174 | 7,486,696 | 7,114,714 | 9,772,839 | 10,023,137 |
| YoY (%) | -21% | -1% | 17% | 6% | 11% | - | 31% | 3% |
| 매출원가 | 5,177,201 | 4,928,694 | 5,592,595 | 6,076,895 | 6,625,376 | 6,355,074 | 8,741,804 | 8,918,894 |
| 매출총이익 | 336,246 | 538,264 | 799,463 | 672,279 | 861,320 | 759,640 | 1,031,034 | 1,104,243 |
| GPM (%) | 6.1% | 9.8% | 12.5% | 10.0% | 11.5% | 10.7% | 10.5% | 11.0% |
| 판매비와관리비 | 314,530 | 341,867 | 376,746 | 311,096 | 358,031 | 271,243 | 364,184 | 396,212 |
| 영업이익 | 21,716 | 196,396 | 422,717 | 361,183 | 503,289 | 488,397 | 666,850 | 708,031 |
| OPM (%) | 0.4% | 3.6% | 6.6% | 5.4% | 6.7% | 6.9% | 6.8% | 7.1% |
| 영업외손익 | -76,541 | -35,894 | 15,062 | -9,159 | 61,367 | 67,463 | 61,439 | 8,002 |
| 법인세비용차감전순이익 | -54,825 | 160,502 | 437,780 | 352,024 | 564,656 | 555,860 | 728,289 | 716,033 |
| 법인세비용 | 16,405 | 97,637 | 113,970 | 99,714 | 178,467 | 135,374 | 176,246 | 173,280 |
| 당기순이익 | -71,230 | 62,865 | 323,810 | 252,310 | 386,189 | 420,486 | 552,043 | 542,753 |
| NPM (%) | -1.3% | 1.1% | 5.1% | 3.7% | 5.2% | 5.9% | 5.6% | 5.4% |

Rating

Buy

목표주가: 33,800 원
현재주가: 23,700 원
상승여력: 43%

12M 추가추이

시가총액 4 조 6,452 억 원



B/S data (2021)

자산 총계 6 조 587 억원
부채 총계 4 조 982 억원
자본 총계 1 조 9,605 억원

Earning data

PER (2021A) 32.81x
EPS (2021A) 6,179 원
EPS (2023F) 9,780 원

주요 주주

삼성SDI(외 7인) 20.67%
국민연금공단 9.22%
에버딘 아시아 리미티드 5.10%

SMIC 4 팀

팀장 45 기 김용혁
팀원 45 기 정재완
46 기 김종원
46 기 박재현
46 기 정진호

CONTENTS

| | |
|--|-----------|
| 1. 엔지니어 되어보기 - 산업분석/기업분석 | 03 |
| 2. 오프로드에서 아우토반으로, 달라진 승차감 - 투자포인트 | 08 |
| Point ①: 전방이 모두 우리를 가리킨다 | 08 |
| Point ②: 다져 놓은 내실, 무너지지 않을 이익 | 15 |
| Point ③: 삼성그룹이 지켜주는 하방 | 19 |
| 3. 매출 추정 | 23 |
| 4. Valuation - Peer PBR Valuation | 25 |
| 5. Appendix | 31 |

엔지니어 되어보기- 산업분석/기업분석

유동성 시대,
이젠 안녕~
비주택 Come on

더 이상 건설업체들이 '건설'만 잘하면 되는 시대는 지났다. '21년 유동성 장세에 힘입어 최고 호황을 누린 주택시장은 서울 집중화 현상과 택지 부족이라는 근본적인 문제에 직면하며 성장성의 Cap에 다다른 것은 물론, 가파른 금리 인상과 경기침체 우려에 따른 하락세를 견고 있다. 이는 곧 건설사들이 건설 경쟁력을 주택 시장에만 두지 않을 당위성을 부여했다. 따라서 본 절에서는 비주택 건설 부문의 대들보인 플랜트 산업에 대해 알아보고, 건설업의 Cycle을 톺아봄으로써 산업의 Key factor가 유가와 수주임을 확인해보자.

1.1. 건설업, 핵심은 비주택건설 中 플랜트 中 EPC

① 토목
② 건축
③ 플랜트

건설업은 크게 3가지로 구분할 수 있다. 첫째는 토목으로, 철도나 도로, 교량, 상하수도 등 사회간접 자본 및 국토개발을 통해 타 산업의 생산활동을 간접적으로 지원하는 인프라를 짓는다. 따라서 정부의 사회간접 시설 투자규모에 매우 큰 영향을 받는다. 나아가 건축 부문은 상업용 건물, 아파트, 그리고 주택 사업을 영위하기 때문에 재건축, 재개발과 관련한 정부 규제에 민감하며, 서울 및 수도권의 택지 부족으로 인한 성장성 한계를 맞이하고 있는 추세다. 마지막으로 발전소, 정유화학 등을 위한 공장을 짓는 플랜트 사업 부문을 들 수 있다.

인력 중심 수주 산업
자본집약적 산업

이 중 플랜트 산업은 전력, 가스, 석유, 담수 등을 생산할 수 있는 설비를 공급하거나 공장을 짓는 산업으로, 그 과정에서 필요한 기계, 장비 등의 하드웨어는 물론 설치와 엔지니어링, 소프트웨어, 시공, 유지보수 등을 총칭하는 '종합 산업'이다. 고정 투자비가 없는 인력 중심의 수주산업이며, 발주사(Project Owner)에게 돈을 받는 시점과 건설사가 돈을 써야 하는 시점 간의 괴리를 감당할만큼의 자본을 가져야한다는 점에서 자본집약적인 산업이다.

이런 플랜트는 일상생활에 자주 사용되는 제품을 만드는 공장인만큼, 종류가 매우 다양하다. 오일 & 가스 플랜트에서 원유와 천연가스를 채굴하면, 이를 정유 플랜트에서 가솔린, 경유, 아스팔트, 등유, 나프타 등으로 증류하며, 특히 이 중 나프타는 석유화학 플랜트에서 실생활에 쓰이는 제품의 소재들로 탈바꿈된다.

그림 1-1. 플랜트의 종류

| 플랜트의 종류 | |
|---------------|--|
| 종류 | 설명 |
| ① 오일 & 가스 플랜트 | 유전 굴착, 채유시설 건설, 광굴 탐사 등 Upstream 단계에 필요한 공장 |
| ② 정유 플랜트 | 오일 & 가스 플랜트에서 생산한 원유를 증류해 각종 석유 제품을 생산하는 Downstream 설비 |
| ③ 석유화학 플랜트 | 정유 플랜트에서 생산한 나프타로 다양한 제품 생산. 납사를 합성원료와 합성수지로 만들 |
| ④ 발전 플랜트 | 석탄, 물, 핵연료, 천연가스 등으로 전기를 생산하는 발전소 |
| ⑤ 해수담수 플랜트 | 해수를 담수로 만드는 곳으로, 증발법과 역삼투압법 등의 방법 적용 |
| ⑥ 환경 플랜트 | 대기, 수질, 폐기물 등의 오염된 자원을 정화, 타 플랜트와 같이 지어짐 |

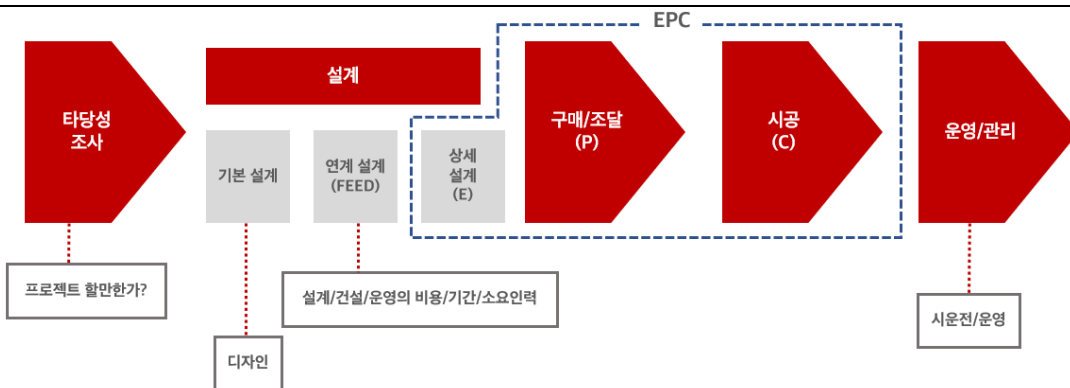
출처: 언론종합, SMIC 4팀

EPC= 원스톱
설계, 부품, 소재조달,
공사 다 욕심쟁이

위 플랜트 산업의 대표적인 축은 건설 프로젝트를 수주하여 설계(Engineering), 자재 구매(Procurement), 건설(Construction)을 실행하는 EPC 사업이다. EPC란 건설 프로젝트의 계약을 따낸 업체가 설계, 부품, 소재 조달, 공사 등 전과정을 원스톱으로 제공하는 형태로, 쉽게 말해 시공하는 과정을 처음부터 끝까지 진행하는 것이다. 기존에는 설계와 건설 등에 필요한

비용, 기간, 소요인력 등을 추산하는 FEED 단계와 이를 실행해 플랜트를 짓는 EPC 단계를 각기 다른 업체가 진행했었다. 그러나 FEED 단계에서 쌓은 네트워크가 추후 EPC 선정에 유리하게 작용하기 때문에 이를 한번에 진행하는 'FEED to EPC' 능력이 하나의 경쟁력이다.

그림 1-2. EPC 업체의 밸류체인과 업문



출처: 언론 종합, SMIC 4팀

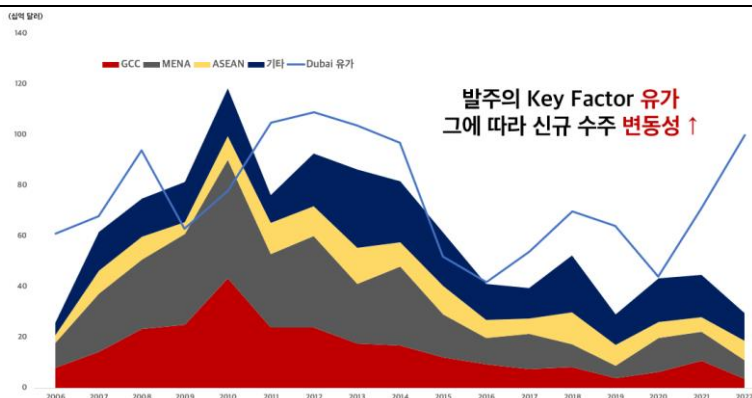
그런데 잠깐, 우리나라 주요 건설사들은 주로 어떤 부문에 집중하고 있을까?
이를 알기 위해서는 건설업의 Cycle을 훑아보아야 한다.

1.2. 건설업의 Cycle!

Key factor 유가!
전방 발주를 책임지는
Oil Money

'07년~'12년은 국내 건설업체들에게 '플랜트 시대'였다. '해외', 특히 중동에서의 폭발적인 플랜트 발주는 국내 건설업체들에게 엄청난 호황을 선물했다. 그리고 그 중심에는 '03년 미국의 이라크 침공에 따라 계속해서 상승한 유가에 힘입은 중동 산유국들의 Oil Money가 있었다. 전방의 발주가 늘자, 플랜트에서는 만년 '2군'이었던 한국 EPC업체들도 해외로 눈길을 돌렸다. '05년 사우디로부터 3개의 석유화학 플랜트를 18억 달러에 수주받은 삼성엔지니어링을 시작으로 나날이 침투율을 높인 결과, '07년 EPC 업체들의 중동내 점유율은 45%에 육박했다.

그림 1-3. 국내 EPC 해외수주실적과 유가 (단위: 십억 달러, 달러)



출처: 해외건설협회, SMIC 4팀

그림 1-4. 국내 주요 EPC 영업 이익 (단위: 백만 원)

| 국내 주요 EPC 영업 이익 | | | |
|-----------------|-------|--------|------------|
| (단위: 백만 원) | 사업 부문 | 2012 | 2013 |
| GS건설 | 주택 | 23,689 | 857,003 |
| | 플랜트 | 57,047 | -1,084,083 |
| SK건설 | 전사 | 99,900 | -490,500 |

'13년 플랜트 부문 대규모 손실!

출처: 각사 사업보고서, SMIC 4팀

금융위기때
예산 절감으로 어필한
국내 EPC 1군으로 승격!

'09년 발발한 금융위기는 국내 업체들이 1.5군에서 1군으로 승격할 천하의 기회였다. 금융위기의 여파로 수많은 프로젝트들이 취소되자, 산업은 '셀러마켓'에서 '바이어마켓'으로 전환됐다. 이에 따라 줄어든 기회라도 잡기 위해 건설업체들은 더 낮은 가격을 제시해야했는데, 국내 EPC업체들은 이 위기를 기회로 살렸다. 발주처에 예산 절감으로 어필한 결과, 국내 EPC

3개 업체들이 사우디 주베일 정유공장 프로젝트에서는 전체의 36%에 달하는 수주를 받아오는 등 입지를 굳혔다. 결국 **Cost plus**에 강했던 미국, 독일의 건설사들은 역사 속으로 사라졌고 그 자리를 **Lump-Sum 계약에 강한 한국 기업들이** 꿰찼다.

‘12년 중동 국가 싸움이

화룡점정은 ‘12년이였다. 당해동안 중동지역 석유화학 분야 프로젝트 수주 규모 **상위 5개 중 4개 업체는 모두 한국 기업이었으며**, 이들이 전체 수주한 금액은 130억 달러(14조 4000억 원)에 달했다. 이는 상위 10개 업체 중 나머지 6개 업체보다 50억달러 이상 많은 점을 감안하면 국내 기업들이 중동 국가들로부터 얼마나 많은 러브콜을 받았는지를 가늠할 수 있다.

저가수주, 대형 프로젝트 동시 진행으로 대규모 손실

그러나 이 인기는 **양날의 검**이었다. 물 들어올 때 노를 너무 열심히 지은 탓인지, 더 많은 수주를 위해 **저가수주**를 감행하고 **대형 프로젝트**를 **동시다발적**으로 진행하는 과정에서 수행 능력에 과부하가 온 것이다. [그림 1-4]가 보이듯 당시 Top 3인 삼성엔지니어링, GS건설, SK건설의 3사가 ‘13년 대규모 손실을 발표하며 저가 수주에 따른 수익성 악화가 가시화됐다.

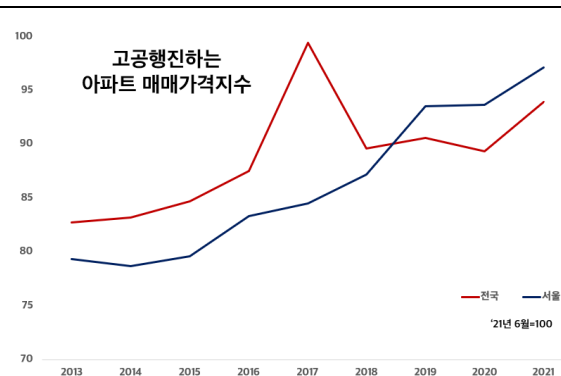
분위기 반전을 위해 해외→국내, 비주택→ 주택

끝없는 손실 속 **분위기 반전**을 고민하던 건설업체들은 **해외에서 국내로, 비주택에서 주택**으로 눈길을 돌렸다. 지난 5년간 ‘영끌족’, ‘벼락거지’, ‘로또청약’ 등의 신조어들이 대변하듯, 주택 시장은 **공급 부족**과 23번의 잦은 규제 정책 발표로 **과열**됐었다. 나날이 **고공행진하는 주택 가격**은 주택을 향한 수요를 넘어 시세차익을 갈망하는 이들의 갈증을 방증할 정도다. 주택 공급부족으로 시세가는 상승했지만 **신규 주택에는 분양가상한제**가 적용됐기에, 청약에만 성공하면 **차익을 거두기 쉬운** 구조였기 때문이다. 결국 주택향 우호적인 환경 속, 기술적 난이도도 낮고 높은 마진을 약속하는 주택 사업을 건설업체들이 마다할 이유가 없었다.

높은 마진, 안정적 수익 주택 사업에 Fall in ♥

주택 사업으로의 전환을 대변하듯, ‘13년 이후 주요 **4개 건설사들의 국내 주택 매출은 연평균 12.1%씩** 성장했으며, 대형건설 4사(현대건설, GS건설, 대우건설, DL이앤씨)의 ‘14년 주택/건축 매출 비중은 **36%에** 불과했던 반면, ‘21년에는 **62%로** 상승할 정도였다.

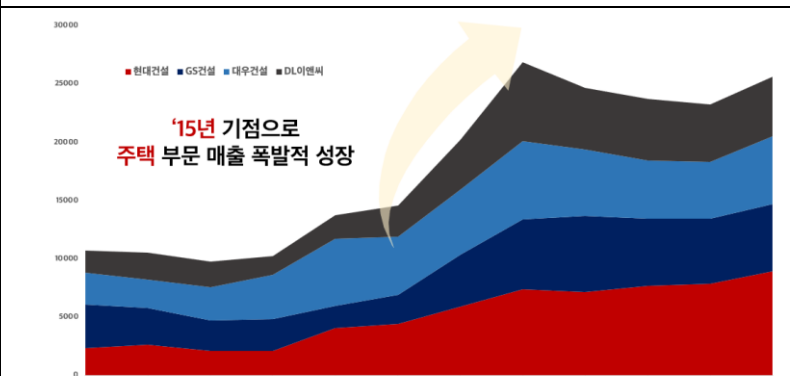
그림 1-5. 우호적인 주택 환경



출처: 통계청, SMIC 4팀

그림 1-6. 4개사 국내 주택/건축 매출액

(단위: 십억 원)



출처: 각사 사업보고서, SMIC 4팀

중동 재정수입 두둑, 주택쪽은 하락세

그러나 현재 상황은 어떠한가? 후술하겠지만, ‘21년 하반기부터 중동의 **재정균형 유가**는 크게 **상회**하고 있어 플랜트향 전방 수요를 책임지는 지갑은 두둑해진 반면, 1) 기준 금리 급등 2) 건자재 가격 상승 3) 정부 규제 완화 속도조절 등으로 **주택 시장은 계속해서 하락**세다.

Key Factor

- ① 수주
- ② 유가

정리하자면, 지금까지 건설업 주가의 **Key factor**는 ‘수주’의 양과 질, 그리고 ‘유가’다. 유가는 플랜트 산업의 전방 수요의 크기를 결정할만큼 강한 상관관계를 가져왔고, 수주는 곧 매출뿐

만 아니라 이익의 '질'까지 직결되기 때문이다.

1.3. 후후, 행정관에서 알립니다. 국내 유일, 순수 플랜트 EPC 기업은 앞으로 나옵니다

국내 유일,
Plant EPC
Pure Player

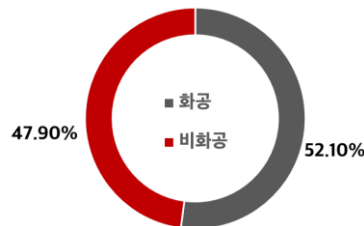
이렇듯 유가와 강한 연관성과 저가수주를 이유로 대부분의 건설업들이 주택시장으로 발길을 돌렸을 때, 플랜트만을 바라본 뚝심 있는 업체가 있다. 바로 국내 유일, 순수 플랜트 EPC 기업 삼성엔지니어링이다.

그림 1-7. 국내 주요 5개 EPC 업체 '21년 주택/플랜트 매출 비중

| 5개 EPC 업체 주택/플랜트 매출 비중 | | | |
|------------------------|---------------|-----------|-------------|
| 업체 | '21년 주택 매출 비중 | 플랜트 매출 비중 | 아파트 브랜드 |
| 현대건설 | 48.6% | 25.3% | 힐스테이트, 디에이지 |
| GS건설 | 64.7% | 22.9% | 자이 |
| 대우건설 | 68.0% | 10.0% | 푸르지오, 아크로 |
| DL이앤씨 | 66.4% | 13.8% | 아크로 |
| 삼성엔지니어링 | 0% | 100% | N/A |

Pure 플랜트 EPC Player!

그림 1-8. '21년 동사 매출 구성 (단위: %)



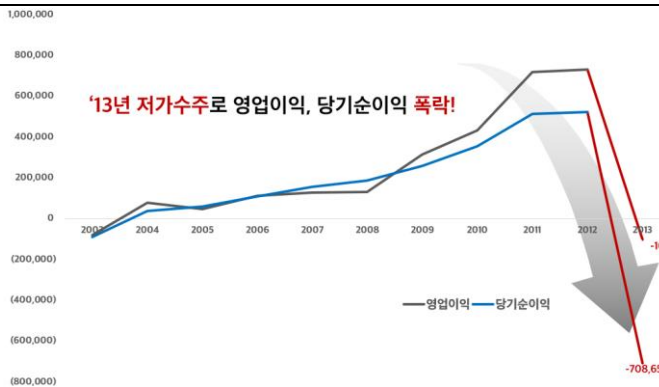
출처: 통계청, SMIC 4팀

출처: 각사 사업보고서, SMIC 4팀

저가수주로
'13년 -10.3% OPM

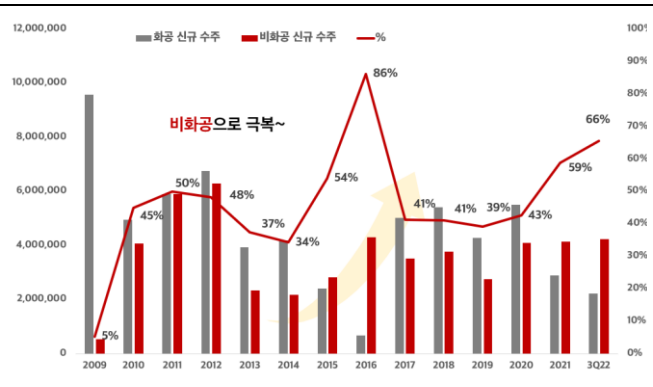
사실 동사도 대격변의 Cycle 속에서 예외는 아니었다. '06년까지는 50%도 안되던 해외비중이, 사우디아라비아, 이라크 등에서 정유 및 석유 화학 플랜트 수주를 따오며 '07년에 52.7%를 찍더니, '12년에는 80.5%에 육박할 정도로 국내 기업의 해외 진출을 이끄는 선봉장이었다. 그러나 '12년 이후 저가수주의 여파로 과부하에 걸린 결과, '13년에는 9조 8,604억이라는 사상 최대의 매출액에도 불구하고 1조 280억원의 영업손실, 7,086억원의 당기순손실을 기록하며 자본잠식에 허덕였다. 당시 -10.3%의 영업이익률은 10년간 처음의 음의 OPM이었다.

그림 1-9. 삼성엔지니어링 이익률 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 1-10. 화공/비화공 신규 수주 추이 (단위: 백만 원, %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

비화공사업으로
위기 탈출~

그럼에도 동사는 주택 시장보다 플랜트 EPC 사업에 몰두했다. 기존의 정유, 석유화학, 가스 등의 플랜트의 부진을 환경 설비와 산업 생산시설을 짓는 비화공으로 매웠기 때문이다. 사측에서도 산업환경과 발전 등 비화공 부문을 29%에서 49%까지 끌어올린다고 공언했으며, 이를 위해 그룹사 내에서의 바이오와 화력 발전소 중심의 '발전' 사업을 확대했다. 그 결과, [그림 1-10]이 나타내듯 화공사업이 부진했던 '15년부터 비화공 신규 수주를 늘려 매출 비중을 키워나갔다. 실제로 '14년 34%에 불과하던 비화공 부문은 '16년에는 86%로 증가했다.

1.4. 우리 사업의 Main Dish는요...

① 화공 플랜트사업

기존 플랜트
+ 수소 플랜트

1.1.에서 전술한 석유/가스의 탐사, 생산, 운반 설비 및 석유화학 원료의 공급 설비를 건설하는 부문은 물론, 수소를 중심으로 한 **그린 솔루션**을 포함한다. Saudi Aramco, ADNOC, PTT, SONATRACH, PEMEX 등 굵직한 고객사들을 두고 있으며, 최근 '21년 멕시코에서 발주한 총 4조 5,000억원 규모의 도스보카스 정유 프로젝트는 '70년대 창립 이후 최대 수주금액이다.

수소 발전 플랜트
CCUS, 암모니아플랜트
씩 다 가능합니다~

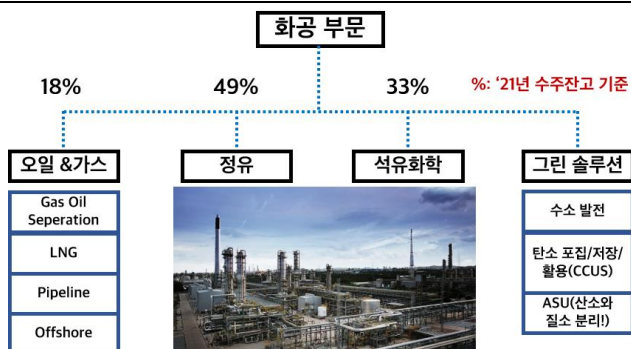
특히 1.1.에서 전술한 플랜트 외 추가적으로 눈에 띄는 부문은 수소다. 동사는 석유화학, 오일 가스에 강해왔기에, 신재생에너지의 전환기 속 **포트폴리오의 확대 필요성**이 컸다. 그리고 그 주인공이 수소 사업 부문이다. 올해 일상적 투자활동 외 투자한 약 1500억원 중 절반 이상인 780억원을 해당 부문에 투자할 정도다. 구체적으로는 미래의 먹거리인 **청정 수소를 개발**하는 플랜트, 수소 생산에 필요한 CCUS(Carbon Capture, Utilization, Storage), 그리고 수소를 이송시키기 위해 암모니아 형태로 변환하는 **암모니아플랜트**까지 건설한다.

실제로 동사는 베이커휴즈와 MOU를 체결해 수소 터빈, 압축기, 탄소포집 기술을 개발하는 중이다. 최근에는 사라왁 H2biscus 청정 수소 프로젝트에 참여해 20만톤의 청정 수소와 이를 암모니아 형태로 국내에 들여올 플랜트를 위한 FEED에 들어갔다.

그림 1-11. 화공플랜트 사업 밸류체인

(단위: 백 만원)

그림 1-12. 동사의 3Q22까지의 주요 수주 잔고(단위: 백 만원)



출처: 언론종합, SMIC 4팀

| 3Q22 기준 수주 잔고 현황 | | | |
|------------------|-----------------------------------|------------------------------------|-----------|
| (단위: 백 만원) | 발주처 | 품목 | 수주 총액 |
| 화공 부문 | Aramco Asia Japan | Saudi Aramco HUGRS Project | 2,403,300 |
| | Duqm Refinery&Petrochemical | Oman Duqm Refinery Project Pkg.2 | 1,411,700 |
| | ABU DHABI OIL REFINING COMPANY | UAE ADNOC Refining CFP | 2,973,000 |
| | PTI Infraestructura de Desarrollo | Mexico PTI-ID Dos Bocas New Refine | 4,878,900 |
| | China National Chem. | 러시아 BGCC Ethane Cracker | 1,402,600 |
| 비화공 부문 | 삼성전자주식회사 | 평택 전자 P-PJT 정수장 2단계 증설 | 137,600 |
| | Samsung China Semiconductor Xian | 중국 전자 반도체 X2 Project | 1,336,500 |
| | Samsung SDI Magyarorszag Rt. | 헝가리 SDI 전지 공장 | 694,200 |
| | 이연제약주식회사 | 이연제약 충주 Evergreen Project | 109,100 |
| | Volta Energy Solution | Volta 황가리 전지박 공장 신축 프로젝트 | 636,800 |
| | 삼성디스플레이(주) | 탕정 SDC QD-Display 크린룸 전환공사 | 108,800 |
| | Nexen Tire Europe | 체코 넥센타이어2단계 공사 | 169,700 |
| | 삼성바이오로직스 | 삼성바이오로직스 Edison-4 | 911,000 |

출처: IR, SMIC 4팀

② 비화공 플랜트사업

환경 플랜트는
폐수, 하수, 재활용

산업설비, 환경, 바이오, 그리고 발전으로 나뉜다. 산업설비는 반도체, 디스플레이 등의 IT생 산설비, 타이어, 철강 등에서의 플랜트와 클린룸까지 담당한다. 바이오는 한미약품, 삼성바이오로직스를 고객사로 두는데, 특히 삼성바이오로직스의 제 1,2,3 공장(EDISON Phase 1,2,3)을 전담할 정도로 기술력을 인정받았다. 환경 플랜트는 타 플랜트에서 발생하는 폐수 및 하수를 처리하고 재활용할 수 있는 설비를 짓는 사업으로, 1970년대부터 Water Cycle과 관련해 무려 400여건이 넘는 프로젝트를 수행했다. 대표적으로는 UAE의 폐수처리시설, 삼성전자의 중국, 천안, 아산, 화성, 평택 사업장의 폐수 재이용 설비 등이 있다.

IN SAMSUNG
WE TRUST

비화공 플랜트사업의 가장 큰 특징은 [그림 1-12]가 보이듯 주요 고객사로 삼성전자, 삼성디스플레이, 삼성전기, 삼성바이오로직스, 삼성SDI 등 '삼성가'를 두었다는 점이다. 실제로 3Q22 기준 50.2%를 담당하는 비화공 부문에서, 수주잔고의 79.2%가 모두 삼성향일 정도이며, 3Q22 누적 전사 매출의 30.9%를 삼성전자가 담당한다.

오프로드에서 아우토반으로, 달라진 승차감 - 투자포인트

동사는 업황에 의한 변동성이 큰, 풍전등화의 역사를 보여왔다. 그렇기 때문에 투자자들은 전방에 촉각을 곤두세울 수밖에 없었고, 혹 호황이 들어온다고 해도 언젠가 찾아올 피크아웃과 호황을 온전히 담아내기 어려운 동사의 이익체력 때문에 우려를 지우기 어려웠다.

따라서 본 보고서는

- Point ① 동사에게 **전방 호황**이 중장기적으로 다가오고 있음을 밝히고,
- Point ② 과거 실패를 딛고 호황을 **온전히 실적**으로 담아낼 **이익체력**을 확보하였으며,
- Point ③ 삼성그룹이 받쳐줄 **비화공** 사업으로 **하방** 역시 단단함을 보이고자 한다.

이를 통해 선뜻 투자할 수 없었던 동사의 과거를 **미래의 확신**으로 바꾸고, 이제는 동사와 함께 편안한 승차감을 즐기며 탄탄대로를 달려나갈 때라고 역설한다.

Point ① 전방이 우리 모두를 가리킨다

동사의 해외 사업, 특히 화공 플랜트 사업은 올해부터 대대적인 호황을 맞이하며 시장의 주목을 한껏 받고 있다. 그러나 동사가 영위하는 화공 부문은 정유, 가스, 석유화학, 친환경 등 에너지 사업과 직결된 모든 플랜트 EPC를 포괄하고 있기에, 투자자들은 그중 정확히 어떤 포인트에, 어떻게 주목해야 하는지 확신을 갖기 어렵다.

이에 Point ①에서는

- (1) '정유 및 가스 → 석유화학 → 수소' 키워드로 이어지는 전방의 **이어달리기**가 동사의 미래를 보장할 것임을 밝히고
- (2) 각각의 전방 키워드가 얼마나 가시화될지를 **정량적**으로 보이고자 한다.

2.1. AGAIN 2011, 또 한 번 오일머니가 쏟아진다!

그림 2-1. 중동 주요국 재정수입과 동사 정유및가스 수주 추이



출처: 기업정보 전자공시시스템, 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 2-2. '09~'21 동사 지역별 화공 플랜트 수주 분포

동사의 해외실적을 책임지는 중동(MENA)

| 동사 지역별 수주 레퍼런스 ('09~'21) | | | | |
|--------------------------|----|-----|----|------|
| 부문 | 구분 | | 구분 | |
| | 건수 | 부문 | 건수 | 부문 |
| 정유 | | 가스 | | 석유화학 |
| 중동 | 20 | 중동 | 11 | 중동 |
| 동남아 | 3 | 동남아 | 4 | 동남아 |
| 북미 | 0 | 북미 | 1 | 북미 |
| 중남미 | 4 | 중남미 | 1 | 중남미 |
| 기타 | 2 | 기타 | 0 | 기타 |
| 총합 | 29 | 총합 | 17 | 총합 |

* 동사 실적 대비 1% 미만 금액 및 공시되지 않은 소규모 수주는 집계에서 제외되어 일부 오차가 발생할 수 있음

출처: 기업정보 전자공시시스템, SMIC 4팀

오일머니가 터뜨리는 Jack Pot

화공 플랜트 부문은 크게 정유 및 가스, 석유화학, 친환경(신재생에너지) 부문으로 이루어져 있다. 전술했듯, 이 셋 중 동사의 실적을 이끌어온 driver는 매년 달랐고, 그 중 가장 큰 driver는 단연 정유 및 가스 부문이었다. 이는 지금껏 동사가 수주를 받아오는 주 고객이 산유국, 특히 중동에 집중되어 있었기 때문이며, 동사는 '10년대 초반, 고유가가 이끌어낸 글로벌 빅 사이클에서 쏟아지는 정유 및 가스 플랜트 발주로 한번의 퀀텀 점프를 기록한 바 있다.

전의 Driver, 지금 다시 오고 있다고? 두독해진 Oil Money

그런데 바로 지금, 그 오일머니가 다시 쏟아지고 있다. [그림 2-1]과 같이 본 보고서에서 직접 각국의 재정수지 규모와 동사의 각 년도 신규수주 규모 추이를 추적해본 결과, 러-우 전쟁으로 1년 가까이 지속된 고유가로 주요 중동 산유국들의 재정수입은 가파르게 치솟고 있었다. 특히 '22년 사우디의 국영 석유기업 아람코의 실적만 보아도 알 수 있듯, 중동 국가들은 역대급 호황을 맞이하고 있으며 그 오일머니는 당분간 중동의 지갑을 더 채워 넣을 것이다.

1~1.5년의 시차 후, 이어달리기는 모든 준비를 마침

이 오일머니는 곧 플랜트 발주 잭팟으로 이어지고, 통상 오일머니가 만들어내는 거대 플랜트 발주 사이클은 고유가 시대와 1~1.5년 정도 시차가 존재한다. 고유가로 오일머니를 벌어들인 사우디 및 산유국들의 재정수입이 어느 정도 차오르면, 그때 산유국들은 각종 플랜트 및 인프라 투자에 그 돈을 쏟아붓기 때문이다. 그들 입장에서는 돈이 들어올 때, 미리 빠르게 미래 먹거리를 확보해 놔야 한다.

이 시차를 고려했을 때, 1년 넘게 쌓인 이번 오일머니가 쏟아낼 발주 사이클은 이제부터 시작이다. 실제로 '22년 3분기까지 확정된 동사의 신규수주는 2조 3,000억원 이상으로 작년의 기록을 뛰어넘었고, 그 징조를 슬슬 보이고 있는 동사에게 오일머니 사이클이 점점 가시화되고 있다.

당장의 호황 아직 불안하다면, 지금부터 주목하라

전방의 호황이 현재 동사를 비추기 시작함에도, 동사의 역사를 아는 투자자들은 아직 한편으로 걱정을 안고 있다. 이후 오일머니가 다시 가라앉게 될 때 동사의 실적도 함께 가라앉을 것이라는 우려다. 그러나 동사에 발주를 넣는 전방 국가들의 상황을 보면, 지금 이 오일머니는 아직 동사에게 쏟아질 수주 이어달리기의 단 하나의 '시발점'에 불과하다. 이전과는 달리, 전방의 입장에서 새로운 미래 먹거리가 절실해졌기 때문이다.

동사 수주의 가장 단기적인 전방수요인 정유 및 가스부터 신 먹거리까지. 전방이 지금 왜 플랜트 투자에 모든 힘을 쏟아부을 수밖에 없는지 하나씩 알아보자.

그림 2-3. 사우디 아람코 순이익 성장률 추이 (단위: 십억 리얌)

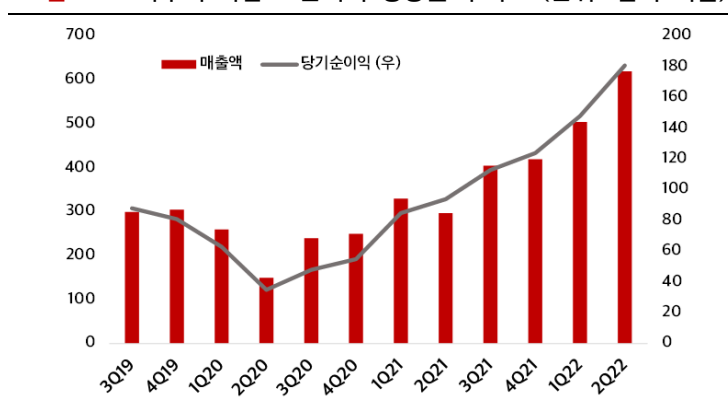
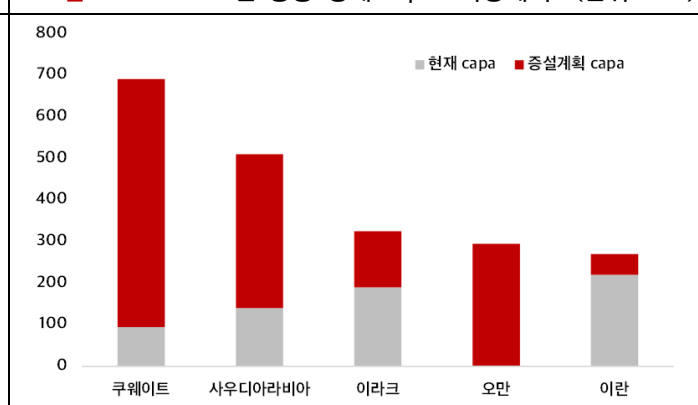


그림 2-4. '22~'23년 중동 정제 capex 확장계획 (단위: mbd)



출처: Aramco, SMIC 4팀

출처: Global Data Oil and Gas Intelligence Center, SMIC 4팀

2.2. 이어달리기 그 첫번째, 정유 및 가스 플랜트

동사의 강력한 전방인 중동은 이전부터 주력하던 정유 사업 확대를 이어가면서, 단기적 먹거리로 가스, LNG에 주목하고 있다.

① 정제 시설 투자 확대는 순조롭게 이루어지는 중

더욱 공격적인 정유 투자 재개

먼저 중동은 과거 역사를 보면 알 수 있듯이 이전부터 원유 생산국을 넘어 정유 산업으로 그 영역을 확장하고 있었고, 공격적인 투자로 정유시장을 침투하고 있었다. 특히 코로나19로 인한 전방 수요 급감으로 미국과 유럽 내 정유사들이 노후시설들을 대거 폐쇄하고 신규 투자도 중단하면서 하루 정제유 생산량이 최근 3년간 240만 배럴 감소하였다. 반면 중동을 비롯한 아시아는 하루 정제유 생산량을 250만 배럴 늘리고 있는 추세다.

경쟁자가 주춤한 현 추세에서 시장을 확실하게 공략하기 위해 팬데믹 이후에도 중동은 [그림 2-5.]에서 확인할 수 있듯 공격적인 투자를 이어가고 있다. 특히 최근 주요 프로젝트 중 하나로 약 1.3조원 규모의 요르단 자르카 정유공장 발주를 앞두고 있으며, 이 정유공장 수주에 출사표를 던진 동사는 올해 연말을 장식할 거대 신규수주를 기다리는 중이다.

그림 2-5. 주요 국가 EU LNG 수출 추진 현황

| 주요 국가 LNG 수출 추진 현황 | |
|--------------------|---|
| 국가 | 현황 |
| UAE | 약 77억 달러 규모 Fujarah LNG 수출 터미널 프로젝트 및 77억 달러 규모 Hail & Gasha 가스 생산 플랜트 발주 계획 중 |
| 사우디 | 자푸라 세일가스 개발 사업 재개, 2조원 규모 패키지 2 프로젝트 추진 |
| 미국 | 23~25년까지 차례로 유럽 수출용 터미널 완공 계획과 함께 연간 400만 톤 수출 가능한 텍사스 LNG 브라운스빌 신규 LNG 터미널 시공 추진 중 |
| 카타르 | 독일에 오는 '26년부터 15년간 연간 200만톤 LNG 공급 합의 |

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 2-6. 동사가 설계 수주 중인 LNG 수출 터미널



출처: Texas LNG Brownsville LLC, SMIC 4팀

② 단기적 수주 테마는 단연 LNG Shortage

그러나, 지금 정유 및 가스 부문에서 주목할 키워드는 단연 LNG, 가스 부문이다. 러-우 전쟁은 러시아산 천연가스 공급을 가로막았고, EU를 비롯한 전세계는 그 대체재가 시급한 상황이다. 이 공급부족은 아직 쉽게 해결되지 못하고 장기간 지속되고 있는데, 이는 미국, 중동 등 기존 Player들에게 유럽에게 천연가스를 공급할 두 가지 핵심 설비, LNG 생산 플랜트와 이를 수출할 수 있는 LNG 수출 터미널이 준비되지 않은 상황이었기 때문이다.

쏟아지는 LNG 발주, 단기적 모멘텀의 핵심 키워드!

장기간 이어지는 LNG 쇼티지에서 기회를 포착한 중동 및 북미 국가들은 뒤늦게 공격적으로 대규모 설비투자 감행, 발주를 진행 중이며 이는 동사의 수주 파이프라인의 거대 확장으로 이어지고 있다. 그중 동사는 미국 텍사스 LNG 플랜트 FEED 프로젝트 완료 후 FID(최종 투자 전 설계)도 맡아 내년 EPC 전환에 대한 기대감을 이어가고 있다. 또한 동사는 테크넵에너지, 테크니몬트와 구성된 컨소시엄을 통해 약 80억 달러 규모 Fujarah LNG 수출 터미널 프

로젝트 수주에 뛰어들었고, 업계에 따르면 **사실상 경쟁자가 없다**는 분석이다.

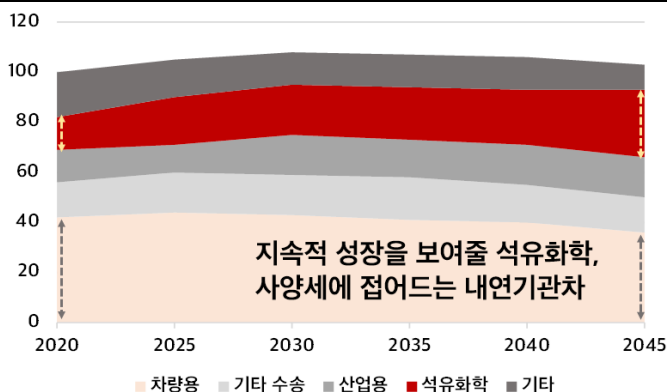
이러한 전방상황은 앞으로도 동사에게 유입될 신규 수주를 이끌어낼 단기적 모멘텀이다. 그러나, 동사가 기대할 수 있는 파이프라인은 아직 한참 남았다.

2.3. 두번째, 중동의 석유화학

석유화학, 더 이상 미룰 수 없다

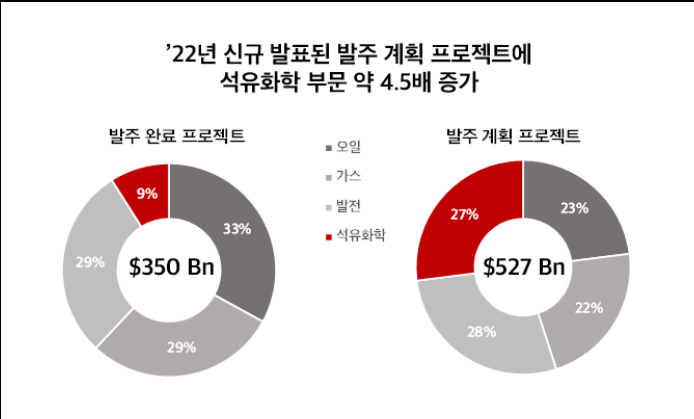
동사의 미래를 중장기적으로 길게 두고 보아야 하는 이유는 지금 동사의 전방인 **중동이 운명을 건 모험**을 떠나고 있기 때문이다. 석유로 먹고 살던 중동, 생각보다 발등에 불이 더 빨리 떨어졌다. 석유 소비의 가장 높은 비중을 차지하고 있던 자동차는 앞으로는 **더 이상 기름을 쓰지 않을 것**임을 분명히 보여주고 있고, 전세계 탄소 중립 정책과 함께 급격히 성장 중인 신재생에너지는 그 어느 때보다 **중동의 에너지 패권을 위협** 중이다. 대안이 시급하다.

그림 2-7. 섹터별 글로벌 석유 수요 전망 (단위: MMb/d)



출처: Mckinsey, SMIC 4팀

그림 2-8. MENA '22-'26 프로젝트 부문별 투자비중 변화



출처: APICORP, SMIC 4팀

석유시장에서 휘발유와 경유 등이 중장기적으로 사라져갈 때, 성장을 이끌 차세대 주인공은 바로 석유화학이다. **석유화학제품**은 섬유부터 의료장비, 전자제품 등 쓰이지 않는 곳이 없기 때문이다. 업계에 따르면 미국, 유럽 등 선진국이 인도, 인도네시아 등 개발도상국보다 평균 사용량이 10~20배에 이른다고 하는 만큼 생활수준과 **산업이 발전할수록** 그 수요는 계속 늘어나는 구조다. 그렇기 때문에 [그림 2-7.]처럼 내연기관에 쓰이는 각종 석유제품은 중장기적 사양 추세가 전망되는 한편 석유화학 시장은 **계속 성장할 것**으로 전망되고 있다.

수직계열화, 아직 남아있는 중동의 축복

이때 다행히도, 중동은 아직 **석유의 축복**이 남아있다. 산유국, 풍부한 원재료가 자체 조달 가능하기 때문에 관련 기술만 있다면 **수직계열화**가 가능하고 누구보다 빠르고 유리하게 시장 침투가 가능하기 때문이다. 수직계열화를 완성할 중동은 비용 안정화를 통한 수익성과 생산성 극대화 측면에서 글로벌 우위를 가져갈 가능성이 높다.

실제로 사우디아라비아, UAE, 카타르 등 주요 중동 국가들은 이러한 전략으로 수직계열화를 완성하기 위한 거대 프로젝트들을 발표, **석유화학을 국가 육성 산업으로 채택**하였으며 특히 앞서 언급한 사우디 국영 석유기업 아람코는 '19년 중동 석유화학 1위 기업인 사빅(SABIC)의 지분 70%를 인수한 뒤 **수직계열화 사업에 본격 착수**하여 중동 석유화학 시대를 열겠다는 출사표를 내던졌다.

그림 2-9. MENA 석유화학 프로젝트 파이프라인

| MENA 주요 석유화학 추진예정 프로젝트 (단위: 십억 달러) | | |
|---------------------------------------|-------------------------------|------|
| 국가 | 프로젝트명 | 규모 |
| 사우디 | Amiral Complex : 에틸렌/프로필렌 플랜트 | 5.00 |
| | Amiral Complex | 1.74 |
| UAE | Taziz : 블루암모니아 생산설비 | 1.87 |
| 쿠웨이트 | Al Zour 석유화학 단지 | 9.73 |
| 알제리 | Bled El-Hadba Phosphate 플랜트 | 6.00 |
| 카타르 | 카타르에너지 라스라판 석유화학 단지 | 2.74 |

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 2-10. 동사가 수주한 주요 석유화학 레퍼런스

| 동사 석유화학 주요 기수주 프로젝트 (단위: 억원) | | | | |
|----------------------------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| 발주처 | 프로젝트명 | 계약일 | 완공 | 수주액 |
| PTT GLOBAL CHEMICAL | Thai PTTGC ORP Ethylene Pengerang | 201706 | 202302 | 7,359 |
| Petrochemical Company Sdn | Malaysia PRPC RAPID #11 EO/EG | 201512 | 202303 | 7,332 |
| Jubail United Petrochemical | Saudi SABIC EO/EG | 201712 | 202210 | 8,414 |
| Advanced PolyOlefins | SAUDI APOC PDH/UTOS Project | 202104 | 202406 | 16,483 |
| Long Son Petrochemicals Co.,Ltd. | Vietnam LSP HDPE/PP Project | 201806 | 202306 | 6,577 |

출처: 동사 IR, SMIC 4팀

실제로 **중동의 석유화학 설비투자**와 **발주**는 올해를 기점으로 대거 쏟아져 나오고 있다. MENA(중동 및 북아프리카) 지역에서 올해 중동 내 정유 및 가스 부문 투자가 전년 대비 3~5% 증가하는 동안 **석유화학 투자는 전년대비 45% 이상 급증**하였고, 중동의 이러한 계획은 [그림 2-9.]에서 보이듯 **거대 EPC 수주 파이프라인**으로 자리잡고 있다.

쏟아져 나올
중동 석유화학 발주,
준비된 동사

이러한 가운데, 동사는 태국 국영 석유화학 기업인 PTT GLOBAL CHEMICALS에 다수 플랜트 EPC를 담당해왔으며, [그림 2-10.]와 같이 중동과 동남아 등지에서 **석유화학 플랜트 수주 레퍼런스를 다수 보유**하고 있다. 이러한 레퍼런스는 동사가 후술할 경쟁력을 바탕으로 글로벌 EPC 업체로서 중동 석유화학 수주 파이프라인에서 앞으로를 기대할 수 있는 충분한 근거가 될 것이다.

2.4. 더 멀리 달려갈 그 세번째, 수소 플랜트

지는 해 석유
들 해 수소

그러나 석유 자체를 대체하기 위한 수많은 움직임이 나타나는 가운데 수직계열화를 완성하게 되더라도 언제까지 석유 산업에만 생존을 전량 의존할 수는 없는 노릇이며, 중동도 이를 명확하게 알고 있다. 이에 중동은 **석유 자체에서 벗어난 성장동력**을 찾고 있으며 **장기적 신 먹거리**로 수소 산업을 바라보고 있다.

풍부한 천연가스를 바탕으로 중동은 블루수소부터 마침내 신재생에너지로 생산되는 그린수소까지 이르는 청사진을 그렸고, 이를 막대한 투자 규모로 실행에 옮기고 있다. 여기서 잠시, 블루수소, 그린수소? 생소한 키워드가 보인다. 중동의 수소 플랜트 모멘텀을 자세히 풀어내기 앞서 **잠시 필요한 키워드**에 대한 설명을 짚고 가보자.

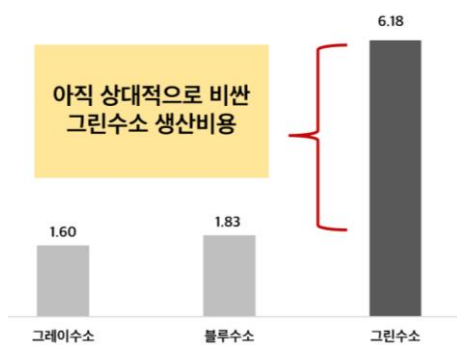
생산방식에 따라
분류되는 수소,
달라지는 탄소배출

수소는 [그림 2-11.]처럼 **생산방식과 탄소배출량에 따라 크게 그레이수소, 블루수소, 그린수소**로 분류할 수 있다. 먼저 수소의 첫 시작점인 **그레이수소는 현재 전체 수소 중 96%**를 차지하고 있다. 그레이수소는 천연가스를 개질하거나 정유 생산 과정에서 부산물로 나오는 부생수소다. 결국 그 뿌리가 화석연료이기 때문에 수소는 지금껏 신재생에너지에 걸맞지 않은 탄소배출량과 어두운 실체를 지니고 있었다.

블루수소는 이 그레이수소와 마찬가지로 그 뿌리가 천연가스이지만 수소 생산과정에서 **탄소**

포집 및 저장시설(CCS)을 추가하여 탄소 배출량을 줄인 수소를 말하고, 그린수소는 완전히 화석연료에서 벗어나 태양광, 풍력 등 신재생에너지를 바탕으로 생산한 수소를 말한다. 당연히 지구는 그린수소를 원하겠지만, 막대한 생산비용 때문에 아직 상용화되지는 못하고 있다. 그러므로 수소 산업은 우선 일부 탄소를 배출하지만 상대적으로 친환경적인 블루수소를 먼저 상용화하고, 신재생에너지 발전단가 감축과 함께 그린수소의 미래를 준비 중인 것이다.

그림 2-11. 수소 종류별 글로벌 평균 생산비용 (단위: \$/kg)



출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 2-12. 주요 중동 국가 수소 투자 프로젝트

| 중동 내 주요 수소 프로젝트 추진계획 (단위: 십억 달러) | | |
|-------------------------------------|----------------------------|------|
| 국가 | 프로젝트명 | 규모 |
| 사우디 | Helios Green Fuels Project | 5 |
| UAE | 타지즈 블루 암모니아 생산시설 | 1.87 |
| | Kizad 그린수소 플랜트 | 0.98 |
| | ADPC/TAQA - 그린수소 플랜트 | 0.59 |
| 오만 | OQ - Salala H2 그린 암모니아 | 5.89 |
| 이집트 | EEHC/EGAS - 그린수소설비 | 3.99 |
| 모로코 | MoEM - 100MW 그린수소 설비 | 0.83 |

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

탄소 절감이 필수적인 미래 + 가격 경쟁력, 중동의 장기적 미래는 수소!

중동이 현재 미래 먹거리로 수소를 주목하고 있는 이유는 중동의 수소가 석유를 대체할 에너지원일 뿐 아니라 특히 에너지 시장 내 가장 핵심인 **강력한 가격 경쟁력**을 확보할 수 있기 때문이다. 먼저 블루수소의 경우, 그 원재료인 천연가스가 카타르, UAE, 사우디 등 중동 내 풍부하게 확보되어 있기에 생산비용을 크게 낮출 수 있다. 일본, 독일, 한국 등 천연가스 매장량이 적은 국가는 현재 블루수소 1kg 당 2.3달러 이상의 생산비용이 소요되는 반면 카타르 등 중동과 미국의 경우 약 1.2 달러로 **절반 수준의 비용**으로 생산이 가능하다.

풍부한 천연가스,
강력한 가격경쟁력
떠오르는 중동수소

그린수소의 경우 사우디아라비아와 UAE 등 주요 중동 국가들은 현재 도시지역 외에 사용하지 않는 토지 면적이 매우 넓고, 지리적으로 일년 내내 햇빛이 비추는 지역이 다수 포진되어 있기에 태양광 등 신재생에너지로 생산될 **그린수소 또한 저렴한 비용**에 생산 가능할 것으로 기대된다. 그러나, 그린수소는 중동에게 경제성 차원의 문제를 넘어, 석유가 사라지고 다가올 신재생에너지 시대에 정책적으로 가장 우선순위에 두는 **장기 미래 산업** 중 하나다.

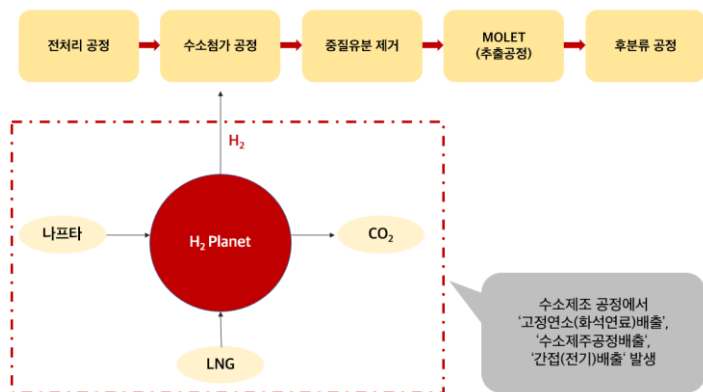
중동 수소 거국적 투자 확대

석유에서 맞본 **중동의 축복**을 수소로 옮겨오겠다는 주요국들의 의지는 그 어느 때보다 강력하다. 사우디 정부는 이미 아람코를 통해 '20년부터 블루수소 수출을 추진 중이며 빈 살만이 650조 원이 넘는 천문학적 자금을 들여 추진 중인 네옴시티 프로젝트는 도시 내 '30년 **세계 최대 규모의 그린수소 생산공장** 건설 계획을 포함하고 있다. 이 프로젝트를 통해 하루 650만 톤의 그린수소 생산과 매년 120만 톤의 그린 암모니아를 생산할 계획이다.

UAE 또한 막대한 천연가스 매장량을 기반으로 확보한 높은 가격 경쟁력을 바탕으로 블루수소

소 생산량을 연간 30만 톤에서 50만 톤으로 확보, '30년 글로벌 수소 시장 점유율 25%'를 목표로 공격적인 투자를 집행 중이다. 이러한 추세는 이 두 국가 외에도 MENA 전 지역으로 퍼지고 있으며, 수소 생산시설을 확보하기 위한 플랜트 투자로 이어지고 있다. [그림 3-10.]에서 확인할 수 있듯 중동 주요 국가들의 대거 수소 플랜트 발주가 예정되어 있으며 '26년까지 가시화될 MENA 지역 발주 예정 금액 총합만 약 35조 원에 이른다.

그림 2-13. 석유화학 플랜트에 투입되는 수소설비



출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 2-14. 동사가 추진 중인 친환경 프로젝트 현황



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

이때 투입되는 수소 플랜트, 동사 등 대형 EPC 업체들에게는 전혀 새로운 기술이 아니다. 동사는 이전부터 주로 수주 받았던 정유 및 석유화학 플랜트 내 수소 플랜트에도 그대로 사용되는 핵심 설비를 설계 및 시공하고 있었고, 특히 석유화학 탈황공정을 위해 설치되었던 수소 첨가 플랜트는 스케일만 커진 채로 수소 생산 플랜트에 그대로 사용되기 때문이다. 이 수소 사업이 그대로 기존 EPC 파이프라인에 이어질 가능성이 매우 높은 것이다.

동사의 수소 자신감, 이유가 다 있다!

실제로 동사는 이 파이프라인을 이어내기 위해 올해 약 1,500억원의 전체 사업투자 계획 중 절반 이상인 780억 원을 친환경 신사업 투자에 투입하고 있으며, 이를 바탕으로 말레이시아 사라왁 수소 플랜트 수주를 시작으로 수소 플랜트 시장을 선제적으로 확보해가고 있다. 연속성이 보장된 새로운 파이프라인과 시장 선점, 동사에게 신규 수주가 더 열릴 이유다.

2.5. 어디까지 기대하고 계신가요? 동사가 타겟할 큰 그림

그림 2-15. '26년까지 타겟 가능한 MENA 전체 예상 투자금액과 '22~'23 동사 수주 파이프라인

이전보다 가파른 속도로 늘어나고 있는 MENA 투자 집행 규모, 앞으로도 동사에게 이어질 수주 기대

| '10~'20 MENA 에너지 부문별 전체 프로젝트 투자 금액 (단위: 십억 \$) | | '22~'26 MENA 국가별 Top 10 프로젝트 예상 투자 금액 (단위: 십억 \$) | | | | |
|---|------------|--|-------------|--------------|---------------|--------------|
| 정유&가스 | 227 | 정유 | 가스 | 석유화학 | 수소 | |
| 석유화학 | 162 | 카타르 | 1.3 | 2.82 | 5.24 | 0 |
| 신재생에너지 | 38 | 사우디아라비아 | 5.5 | 4.05 | 11.54 | 3.3 |
| Total | 427 | UAE | 8.8 | 17.14 | 5.27 | 3.97 |
| | | 이란 | 12.4 | 33.53 | 8.89 | 0 |
| | | 쿠웨이트 | 2.5 | 2.82 | 10.1 | 0 |
| | | 이라크 | 20.9 | 6.08 | 5.86 | 0 |
| | | 이집트 | 8.8 | 13.62 | 30.84 | 7.98 |
| | | 요르단 | 10.7 | 1.15 | 3.89 | 0.5 |
| | | 알제리아 | 2.4 | 8.23 | 9.15 | 0 |
| | | 바레인 | 2 | 1.05 | 0 | 0 |
| | | 리비아 | 2.4 | 4.55 | 0 | 0 |
| | | 튀니지 | 0.2 | 0.06 | 0 | 0 |
| | | 오만 | 10.2 | 1.51 | 26.87 | 9.45 |
| | | 수단 | 0.1 | 0 | 0 | 0 |
| | | 모로코 | 0 | 2.68 | 111 | 1.03 |
| | | Total | 88.2 | 99.29 | 118.76 | 26.23 |

| '22~'23 동사 신규수주 및 유망 프로젝트 파이프라인 | | | |
|---------------------------------|-------|-----------------------|---------------|
| 분기 | 국가 | 프로젝트명 | 금액 (조 원) / 비교 |
| 1Q22 | 러시아 | 발틱 Ethane Cracker | 1.4 석유화학 |
| 3Q22 | 말레이시아 | Shell OGP | 0.9 가스 |
| 4Q22 | 알제리 | PDH/PP | 2.0 석유화학 |
| 4Q22 | 한국 | S-Oil 사힌 프로젝트 | 2.7 석유화학 |
| 4Q22 | 요르단 | 자르카 정유 공장 | 1.3 정유 |
| 1H22 | UAE | 헤일 앤 가사 Sour Gas 프로젝트 | 2.7 가스 |
| 1H22 | 인도 | MEG 플랜트 | 0.9 석유화학 |
| 1H22 | 사우디 | Amiral 프로젝트 패키지 1,4 | 4.0 석유화학 |
| 1H22 | 인도네시아 | 탄드라 | 0.9 석유화학 |
| Total | | | 17.0 |

* 유망 프로젝트 수주예상금액은 '22년 평균환율 (1\$ = 1,347원) 적용

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

지금까지 논한 투자포인트 전방, 너무나도 방대하다. 그렇기 때문에 동사에 투자를 검토 중인 투자자들은 동사가 노릴 수 있는 중동의 정확한 전체 수요를 그리고 넘어갈 필요가 있다. 본 보고서가 직접 모든 전방의 지난 플랜트 수주 기록 및 투자 계획을 종합하여 정리한, '26년까지 동사가 타겟할 수 있는 중동향 발주 파이프라인은 [그림 2-15.]와 같다.

특히 이는 이미 동사의 대규모 프로젝트 수주 기대감으로 이어지고 있다. 그러나 수주 산업 특성상 언제, 어떤 부문에서 가장 큰 잭팟이 터질지 정확하게 예측하는 것은 아직 쉽지 않다. 다만, 본 보고서에서 밝히고 싶은 한 가지 핵심은 전방의 이어달리기는 분명 지속적인 발주량 증가를 야기할 것이며, 앞으로 동사는 이전과 달리 오일 사이클에 흔들리지 않는 안정적인 화공 플랜트 수주를 이어갈 것이라는 점이다.

Point ② 다져 놓은 내실, 무너지지 않을 이익

동사의 탑 라인을 지켜줄 든든한 발주 파이프라인, 호황이 다가옴은 분명하나 투자자들은 아직 동사의 과거를 기억하고 있다. 1.2.에서 선술하였듯 동사는 이전 호황 시기에 저가수주와 문어발식 프로젝트 진행으로 인해 과부하가 찾아왔고, 오히려 수익성이 무너진 선례가 있기 때문이다. 그러나 그동안 다져 놓은 내실, 아직 걱정 어린 눈빛을 보낼 투자자들에게 동사는 이전의 실수를 반복하지 않을 것임을 보이고 있다.

2.6. 흔들리는 전방 속에서도 우두커니 자리를 지킨 자

척박한 환경 속에 놓였던 동사

동사가 지금껏 처한 환경은 매우 변동성이 높았다. 동사가 제공하는 제품과 서비스를 수요하

는 전방은 앞선 산업분석 [그림 1-3]에서 확인했듯 유가에 매우 민감하게 반응하고, 그에 맞춰 발주량을 조절한다. 실제로, 사우디 국영기업 Aramco는 2020년 유가가 크게 하락하자, 당사 Capex 가이드스를 30% 이상 감소시켰고, 이는 동사 주가와 수주에 지대한 악영향을 끼쳤다.

나아가, 수주와 대금지급 방식의 변화도 EPC 업체들에게 우호적이지 않은 방향으로 진행되었다. 동사가 중동에서 현재의 EPC 사업이 아닌, 하청을 받고 C(Construction)만을 수행했던 과거에는 하청을 주는 EPC 업체들 사이의 비교적 완만한 경쟁구도로 인해 Cost+Fee(안정적 공사원가 + 수수료 보장)의 계약구조를 누릴 수 있었다.

Cost + Fee to LSTK

그러나, 동사를 비롯한 많은 하청업체들이 구조적 성장과 고부가가치 사업을 도모하기 위하여 EPC 업체로의 변모를 꾀하며 중동에서의 플랜트 사업 수주는 점점 저가수주와 사업주에게 유리한 구조로 변하였다. 이에 대한 일환으로 기존의 중동 EPC 수주 계약 방식이었던 Cost+Fee에서 LSTK(Lump-Sum Turn Key, 정해진 계약 금액만 수령하여 건설사에게 리스크 전가)로의 전환을 야기했다. 도급기간이 긴 사업의 경우 그 기간 동안의 각종 자재와 인력수급으로 인한 원가상승의 리스크를 사업주가 EPC 업체에게 오롯이 떠넘길 수 있는 것이다. 그리고 이러한 기조는 최근까지도 이어져 오고 있다.

경쟁사와의 수익성 비교와 그 비결

우리는 전술한 출혈경쟁과 불리한 환경이 이를 온몸으로 받아내는 EPC 업체들에게 어떤 영향을 주었는지 확인해볼 필요가 있다. 선결하자면, 바로 여기서 동사의 강점이 나타난다.

그림 2-16. 동사와 경쟁사 ROE 추이

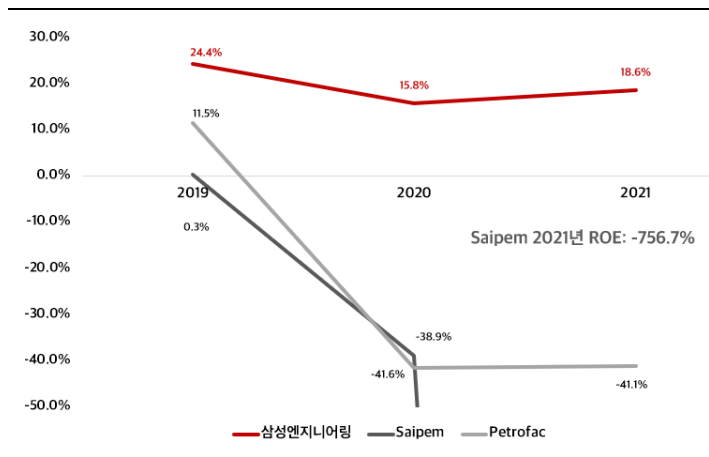
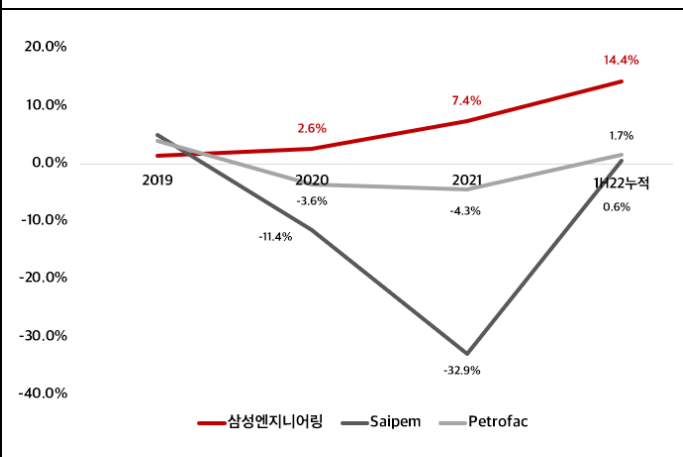


그림 2-17. 동사와 경쟁사 화공부문 OPM 추이



동사의 확연히 다른 수익성!

위 표는 동사와 글로벌 EPC 시장에서 동사를 제치고 3, 4 위를 다뤘던 Saipem, Petrofac의 ROE와 화공 부문 OPM을 비교한 것이다. 동사와 마찬가지로 중동을 중심으로 주요 EPC 업체로서의 위상을 다지던 Saipem과 Petrofac은 지속적인 저가수주와 코로나 19에서 말미암은 수주불황의 여파를 견디지 못하고 처참한 ROE와 화공 부문에서의 OPM을 보이고 있다.

뭐가 다른 것일까?

고정적 마진을 누리는 플랜트 건설업

동사가 영위하는 플랜트 건설 사업의 Fee(수수료)는 정유 사업과 같이 타 업종들에 비해 **상대적으로 고정적인 수준에 국한**되어 있다. 그렇기 때문에 자기자본으로 얼마만큼의 이익을 냈는지를 보여주는 지표인 ROE의 가치가 더욱 부각되는 것이며, 같은 맥락에서 기업 내부적인 경영 및 수행혁신을 통한 비용절감과 탑라인 개선에 초점이 맞춰질 수밖에 없는 것이다. 그리고 이를 과거부터 꾸준히 고민하고 실행한 기업이 바로 동사이다.

그렇기에, 본 보고서는 경쟁사에 비해 월등한 OPM과 ROE를 보이는 이유를 건설업 특성상 쉽게 파악할 수 없는 계약금액과 구조 특성을 고려하여 **경영전략적으로 접근**해보고자 한다.

그림 2-18. 플랜트 사업의 전개과정, FEL(Feed, 기초설계) to EPC



출처: SMIC 4팀

Shift Left, 안정적인 수익 확보의 KEY

정답은 Shift Left

LSTK라는 기초 하에서 동사를 비롯한 EPC 업체들에게 **절대적으로 중요한 것이 바로 수주총액**이다. 그 금액이 총 공사비용을 충분히 상회하면 대규모 수주는 큰 득이 될 수 있지만, 그 반대의 경우라면 오히려 밀 빠진 독에 물 붓기가 되기 때문이다. **안정적인 신규수주 확보만큼 수주를 통한 이익 확보 또한 간과할 수 없다.**

그리고 동사는 전술한 두 가지 측면의 리스크에 대한 해답을 **Shift Left(Feed to EPC)**에서 찾았다. Shift Left 전략을 통해 동사는 안정적인 EPC 수주와 적자사업에 대한 리스크를 모두 헛지할 수 있다.

EPC로의 높은 연계수주 가능성

1. EPC를 선행하는 FEL(FEED, 기본설계)은 결국 EPC와 완공된 후의 플랜트로 벌어들일 수익 등과 같은 경제성에 대해 심층 깊게 연구하고 추정하여 그에 맞춰 계획을 세우는 것이다. 동사는 FEL 수주를 **말음으로써 사업의 계획을 동사 EPC 사업의 관점에서 수립**할 수 있다. 나아가, FEL 단계에서 쌓아가는 사업주와의 레퍼런스 또한 중국에는 사업주가 FEL을 수행한 기업에게 EPC 또한 맡길 수밖에 없는 요인으로 작용한다. 결국 **Shift Left 전략은 망망대해 같은 EPC 수주 시장에서 동사에게 네비게이션과 같은 존재인 것이다.**

예산도 우리가 짜지요

2. 뿐만 아니라, FEL의 각 Stage를 거치며 다듬어 가는 예산 또한 동사가 FEL단계를 수주한다면 매우 우호적으로 작용한다. EPC 수주를 염두에 둔 동사가 FEL을 수주하여 예산을 제시할 수 있다는 것은, LSTK로 인한 공사원가손실에 대한 위험을 회피할 수 있는 여력을 확보했다는 것을 보여주는 때문이다.

안정적인 Top Line OK, 비용은?

EPC 수주의 안정성과 손실발생가능성을 앞선 논의를 통해 해소했다면, 이제는 경쟁사 대비 매우 높은 수준의 OPM을 보이고 있는 동사가 어떤 방식으로 비용을 절감해 나갈지에 대해 그 Know-How를 살펴볼 때이다.

동사의 비용절감 Know-How

‘21년 동사는 영업과정에서의 효율성을 도모하기 위해 5·5·3이라는 전사적 혁신과제를 도입하였다. 이는 Resource 50%, 현장 Work 50%, 일정 30%를 절감하는 프로젝트로써, 다양한 방면으로 목표를 이루기 위해 진행되고 있다.

**Off-Site Moduling!
비용 절감의 주역**

그리고 위 3가지 명시적 목표를 모두 관통하는 가장 중요한 돌파구 중 하나가 바로 한국에서 플랜트에 들어가는 모듈을 제작하여 운반한 뒤 현지에서 조립하는 Off-Site Module 공법이다. 이에 대해 이야기하기 전, 동사를 비롯한 글로벌 건설회사들이 ‘13년과 ‘14년에 사우디아라비아에서 겪었던 뼈아픈 과거를 들추지 않을 수 없다. 외국인 노동자들에 대하여 상대적으로 관용적인 기초를 유지하던 사우디 당국은 ‘13년까지 자국 실업률이 급등하자 ‘사우디제이션’이라고 일컫는 자국민고용우선 정책을 펼치기 시작하였다.

**사우디제이션에서의
겪은 참패**

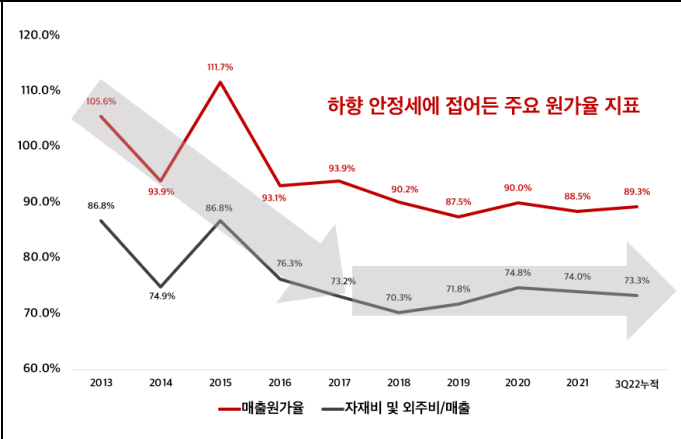
문제는 사우디아라비아의 건설노동인력들은 기존의 건설인력들보다 현격히 그 숙련도에 있어서 뒤쳐져 있었다는 점이다. 그리고 비숙련 노동자들의 대거 유입은 필연적으로 공기지연을 야기하여 추가적인 공사원가를 수반하기 마련이다. 설상가상으로 그 당시 만연해 있던 저가 수주 경쟁은 원가율을 더욱 악화시켰다. 실제로 당시 사우디 현지의 공사현장 인건비는 ‘11년 대비 약 93% 급등하였으며, 생산성은 40% 감소하였으며, 동사 ‘사우디 샤이바’ 현장에서의 공기지연으로 인해 ‘14년 2천 3백억 원의 추가원가가 발생하였다.

그림 2-19. Off-Site Moduling 후 해상운반 중인 모듈



출처: 동사

그림 2-20. 매출원가율과 (자재비 및 외주비)/매출 추이



출처: 동사, SMIC 4팀

여기다 선별수주까지!
좋고 좋다!

그리고 지금처럼 점점 블록화가 심화되고 있는 세계적 기조 속에서, 제2의 '사우디제이션'이 일어나지 않으리라는 보장은 그 누구도 할 수 없다. 그렇기에 동사는 과거의 실패를 극복하고 또다시 마주하지 않기 위하여 **비교적 예측 가능하고 안정적으로 인력을 수급할 수 있는 Off-Site Module 공법**을 추구해 온 것이다. 또한, *Shift Left* 로 인해 확보할 수 있었던 FEL부터 EPC로의 **우수한 연계수주 가능성**은 동사로 하여금 **선별수주까지 할 수 있는 지위에** 오르게 하였다. 즉, **선별수주로 확보한 안정적인 탑라인과 Off-Site Module 공법을 포함한 비용 절감의 노력**들이 위 표에서 보여지는 **주요 원가율 지표**를 **하향 안정화 추세**로 이끈 것이다.

투자포인트 전반부부터 보인 중동을 중심으로 한 전방의 **예견된 발주사이클 호황**은 **이견의 여지없이 근시일 내에 나타날** 것이다. 그리고 동사는 '10년 초부터 이러한 호황을 온전히 향유하기 위하여 상술한 과정들을 통해 **기초체력을 충분히 길러** 놓았다. 그렇기에 본 보고서는 동사가 어려움을 겪었던 '10년대와는 달리, 이제는 **안정적이고 수익성 높은 미래만이 남았기 때문에 동사를 바라보는 시선 또한 달라져야** 한다고 주장하는 바이다.

Point ③ 삼성그룹이 지켜주는 하방

해외 사업에서 호황이 다가올 때, 동사가 거침없이 불을 몰고 달려나갈 수 있는 이유는 앞서 서술한 탄탄한 이익체력도 있겠지만, 공격이 잘 풀리지 않고 역습이 밀려올 때도 **뒤를 보호해줄 수비진**이 있기 때문이다. 삼성그룹이 그 후방을 맡아 '13년 동사가 해외사업에서 무너졌을 때에도 동사를 지켜주었고, 지금도 비화공 부문을 든든하게 받쳐주고 있다.

동사는 **삼성그룹 계열사들의 산업 설비를 지어주는 기업**으로서, 삼성그룹 입장에서도 동사는 반드시 필요한 존재다. 동사의 **비화공 부문이 그룹내에서 어떤 역할을 수행**하고 있고, **동사의 펀더멘털에 어떻게 기여**해왔는지 보다 더 넓은 시야에서 조망할 때, 투자자들은 동사의 든든한 이익 하방과 투자포인트에 대한 확신을 얻을 수 있을 것이다.

2.7. 삼성의 CAPEX를 묻거든, 고개를 들어 동사를 보게 하라.

삼성의 초격차 열차
공격적 CAPEX에서
출발~

삼성그룹의 계열사들은 초격차를 위해 야심차게 대규모 CAPEX 계획을 시장에 선보이고 있다. 삼성전자는 미래 먹거리인 시스템 반도체와 파운드리에서 1위를 쟁취하기 위해 '30년까지 171조원을 투자하겠다'는 청사진을 제시했고, 삼성바이오로직스 또한 전 세계 1위 CDMO 기업의 지위를 굳히기 위해 송도 제2바이오캠퍼스에 7조원을 투자하겠다는 계획을 밝혔다.

CAPEX 의사결정
내부냐, 외부냐
그것이 문제로다

우리는 이들이 제시한 '조 단위'의 막대한 CAPEX 금액을 활자로만 접하며 넘길 것이 아니라, 그 이면의 Process가 주는 함의에 주목해야 한다. 흔히 경영학적인 관점에서 이러한 투자 의사결정은 **거래비용이론(Transaction Cost Theory)**에 의해 설명될 수 있다. 삼성그룹은 1) **그룹 내부에서 직접 수행**할 때와 2) **그룹 외부에 위탁**할 때 얻을 수 있는 경제적 효익과 이에 수반되는 비용을 저울질 후 최종적인 선택을 내리게 될 것이다.

팔(CAPEX)은
그룹 안으로 굽는다

그러나 우리는 삼성전자 공장을 SK건설이 짓거나, SK하이닉스 공장을 동사가 짓는 사례를 눈 씻고도 찾아볼 수 없다. 그도 그럴 것이, 반도체를 비롯한 하이테크 산업군은 **공장 설계가 핵**

심 사업 기밀인 바, 그룹 외부 건설사에 시공을 맡기는 것은 대단히 부담스러운 일이다. 또한 그룹 외부의 건설사들을 일일이 심사하고 발주를 맡기는 것보다 이미 레퍼런스가 확실한 내부 건설 계열사를 활용하는 것이 보다 더 비용 효율적이다.

이러한 점 때문에, 삼성그룹은 동사의 비화공 부문을 반드시 필요로 한다.

계열사 생산 설비 건설의 충실한 일꾼

‘23년 3분기 기준으로 비화공 부문 수주 잔고의 79%가 삼성전자, 삼성바이오로직스, 삼성 SDI 등의 계열사의 산업, 환경 프랜트 건설에서 발생하고 있는 만큼 동사는 삼성그룹을 든든히 뒷받침해주는 Captive 건설사로서 계열사의 외형 확장을 돕고 있다.

‘15년 엄동설한 속에서 피어난 꽃, 비화공

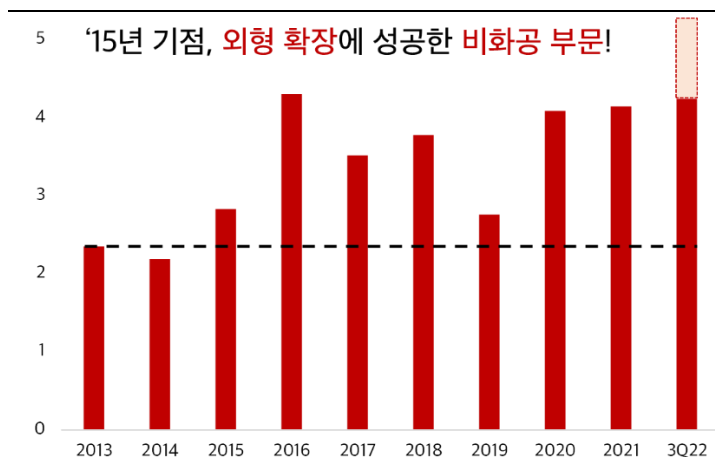
동사의 비화공 부문이 그룹의 생산 설비 건설을 위해 발로 뛰는 충실한 일꾼으로 존재감을 높여간 시기는 ‘15년부터였다. ‘10년대 초반 중동 지역 화공 플랜트의 대규모 저가 수주로 인해 ‘13년부터 영업이익 적자를 면치 못했고, 심지어 ‘15년에는 1조 4,543억원의 영업손실과 함께 자본잠식에 빠지기도 했다. 상술한 이유로 동사를 포기할 수 없었던 삼성그룹은 1조 2,000억원 규모의 유상증자를 통해 인공호흡기를 달아주었고, 이후 계열사 생산 설비 발주라는 처방약을 건네 주었다.

삼성전자 생산 설비 놓치지 않을 거예요

‘15년 이전만 해도 삼성물산은 삼성전자가 발주하는 공사의 대부분을 담당하고, 동사는 삼성전자 외 계열사들의 발주를 맡는 것이 암묵적인 룰이었다. 그러나 삼성그룹은 ‘15년 3월 삼성물산이 1차 공사를 담당했던 삼성전자의 베트남 하노이 공장의 후속 공사(4,842억 원 규모)를 동사로 넘겼는데, 계열사 공사를 진행할 때 1차 공사 업체를 중간에 바꾸지 않는 것이 일반적이었기에 당시 상당히 이례적인 행보라는 평가가 많았다. 그 후 7월 평택 반도체 공장 1라인(P1) 건설을 기점으로 하여 삼성물산은 반도체 생산라인인 팹(FAB)을, 동사는 변전소, 수처리 시설 등의 유틸리티를 건설하는 새로운 역할 구분이 그룹 내에 자리잡게 되었다.

그림 2-21. 비화공 부문 신규 수주 추이

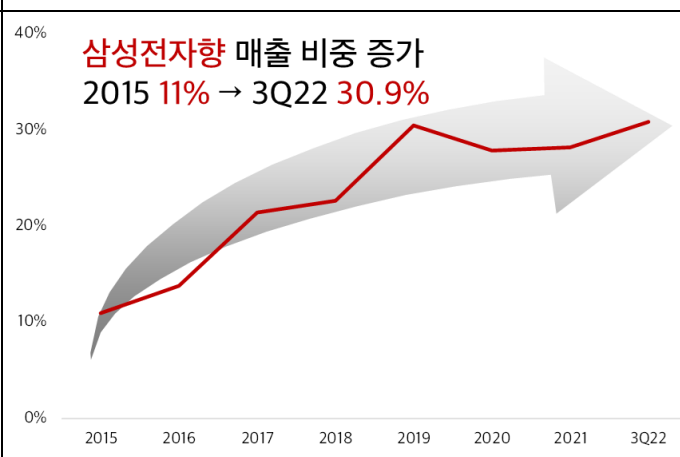
(단위: 조 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-22. 삼성전자향 매출 비중 추이

(단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

동사 또한 그룹 계열사들의 수주를 기반으로 더 안정적인 사업을 영위할 수 있게 되었다.

계열사 Captive, 유가를 막아주는 방파제가 되다

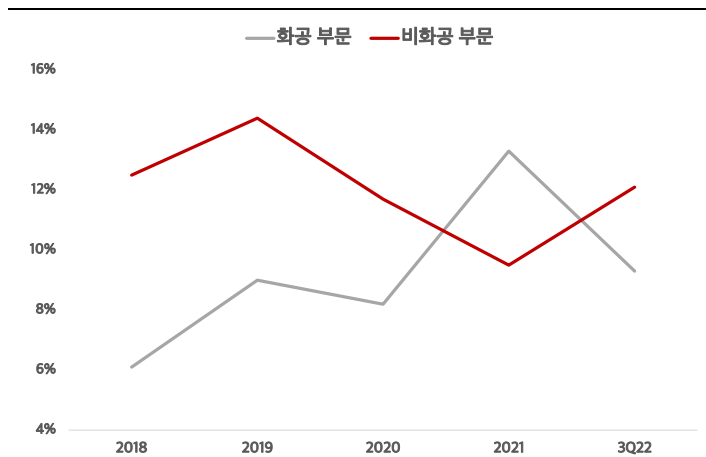
상술한 그룹 내 역할 조정을 거친 결과, 동사는 괄목할 만한 숫자들을 시장에 선보이기 시작했다. [그림 2-22.]을 보면 알 수 있듯이, 동사의 삼성전자향 매출 비중은 ‘15년 11%에서 ‘22

년 3분기 기준 30.9%까지 지속적으로 우상향해왔으며, 비화공 부문의 신규 수주 금액 또한 '15년 2조 8,335억 원에서 1년 만에 4조 3,058억 원 수준으로 대폭 개선되었다. 그 이후로도 매년 4조원에 가까운 일감을 확보하면서 견조한 수주 잔고를 유지했고, 그 덕분에 동사는 유가라는 대외환경의 영향력에서 조금씩 벗어날 수 있었다.

**안전성과 수익성
두 마리 토끼를 잡다**

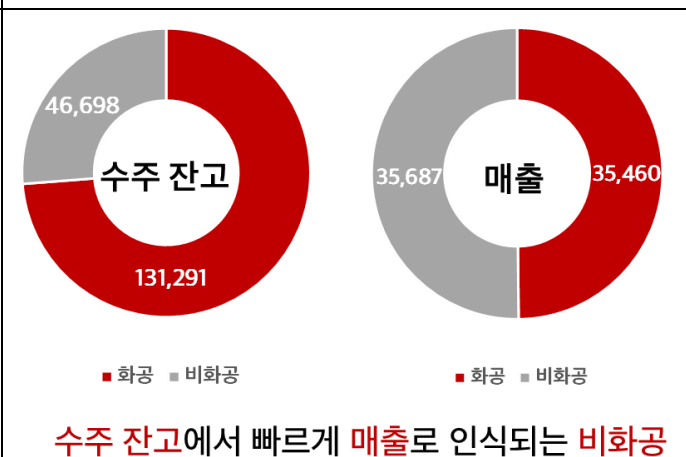
비화공 부문은 수주 잔고의 든든한 하방을 다져준다는 점 이외에도 **GPM이 높다는 점도 크나 큰 강점**이다. 비화공 부문은 5년 넘게 지속된 '사우디 안부 발전 플랜트 계약해지 소송'과 관련된 일시적 비용(공사손실충당금 및 소송비용 1,200억 원)이 발생한 '21년을 제외하고는 GPM이 근 5년간 10%를 상회하는 높은 수익성을 보여주었다.

그림 2-23. 화공, 비화공 부문 GPM 추이 (단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

그림 2-24. 3Q22 수주 잔고와 매출 규모 (단위: 억 원)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

수주 잔고에서 빠르게 매출로 인식되는 비화공

**지리적 위치, 계약구조
가 가져온 높은 GPM**

이는 화공 플랜트들이 원유나 가스가 매장된 사막 한복판에 위치한 경우가 대부분인 반면, 계열사의 산업, 환경 설비들은 주로 국내외 도심지에 위치하여 원자재 및 인력 조달 비용이 상대적으로 낮기 때문이다. 또한 계열사들의 비화공 프로젝트는 시공 범위, 계약기간이 확장될 때마다 증액이 가능한 계약구조이기에 마진 방어가 가능하다. 실제로 '22년 동사가 공시한 계약금액 증액 3건 모두가 계열사 프로젝트에 해당한다는 사실이 이를 방증한다.

**잔고가 매출로 인식되는
속도마저 빠르다**

건설업 특성상 수주 잔고 자체가 중요한 것도 맞지만, 해당 수주 물량이 언제 동사의 실적으로 가시화될 수 있는지도 짚고 넘어가야 할 Key Point이다. 최근 5년간 비화공 부문의 수주 잔고는 **화공 부문의 1/3 수준**이지만, 최근의 **매출 기여도는 비슷한 상황**이다. 이는 국내 계열사 발주 비율이 높은 비화공 부문이 공사 기간이 짧고, 그룹 내부거래라는 측면에서 협상이 용이해 프로세스가 빠르게 진행될 수 있기 때문이라고 판단된다.

비화공 부문은 앞으로도 단단한 하방을 다져나갈 것이다.

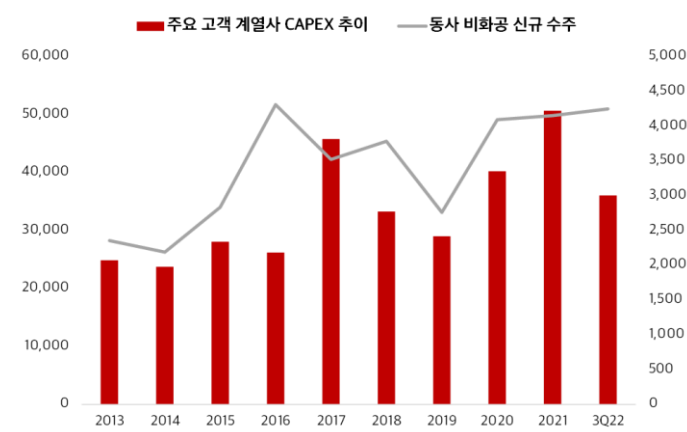
**계열사의 CAPEX와
동사의 비화공 수주가
펼치는 2인3각 경기**

본 보고서는 계열사들의 공격적인 CAPEX 확대 움직임에 따라 비화공 부문의 수주 모멘텀이 **앞으로도 견조할 것**임을 피력하고자 한다. 본래 수주 산업의 특성상 전방 고객사의 발주가 선행되어야만 수주 잔고가 채워질 수 있기에 정확한 예측이 어려운 것이 사실이다. 그러나 [그림 2-25.]를 보면 과거 주요 고객 계열사들의 CAPEX와 동사의 비화공 신규 수주 금액은 일반적으로 동행한다는 것을 알 수 있다. 특히 동사는 '10년대 후반부터 발전 플랜트의 수주

물량을 줄이고 그룹 계열사 수주가 주요한 부분을 차지하는 산업/환경 플랜트에 집중했기에, 최근에는 보다 더 연동되는 모습을 보인다. (평균적으로 CAPEX 합산치의 10.2%선에서 동사의 비화공 신규 수주 형성)

그림 2-25. 계열사 CAPEX 및 비화공 신규수주 (단위: 십 억원)

그림 2-26. 삼성전자 평택 캠퍼스 전경



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

출처: 삼성전자 홈페이지, SMIC 4팀

반도체 불황은 삼성전자에게 기회다

‘22년 살얼음판을 지나고 있는 반도체 시장 속에서 글로벌 메모리 반도체 기업들이 하나같이 입을 모아 감산 계획을 발표하는 가운데, 삼성전자만 CAPEX 확대를 우직하게 밀고 있다. ‘22년 3분기 삼성전자는 컨퍼런스콜에서 올해 CAPEX 금액이 전년 대비 12%p 상승한 54조 원 수준으로 역대 최대 수준이라고 밝힌 바 있다. 여기서 끝이 아니다. 현금만 무려 44조원을 쥐고 있는 삼성전자는 이 위기를 기회로 삼아 메모리 반도체 시장 점유율을 더 공고히 하고, 파운드리 사업부의 CAPA를 ‘27년까지 3배 이상 확대하겠다는 원대한 꿈을 그리고 있다.

앞으로도 비화공 수주 잔고를 배부르게 할 삼성전자

그리고 그 중심에는 전세계 최대 규모의 반도체 클러스터인 평택 캠퍼스가 있다. 삼성전자는 EUV 공정 기반의 DRAM과 5nm 이하 파운드리 공정을 구축한 3라인(P3)을 완공한 동시에 30조원 이상이 투자될 P4도 건설에 돌입하여 ‘24년까지 완공할 예정이다. 여기에 더해 미국 텍사스주 테일러 시에도 20조원 규모의 파운드리 2공장을 지을 예정인 만큼 CAPEX 모멘텀은 최소 2년간은 견조하게 유지될 전망이다.

동사는 P1부터 P3의 유틸리티 건설에 지속적으로 참여해왔는데 P2, P3 합산 수주 누계액만 7조 8,222억원에 달한다. ‘21년 7월부터 P4의 수주가 본격적으로 시작된 가운데 앞으로도 비화공 부문의 수주 잔고 주머니는 넉넉히 차 있을 것으로 기대된다.

삼성바이오로직스 공장 건설, 동사만이 할 수 있다

삼성바이오로직스 또한 세계 1위 바이오의약품 CDMO 기업 목표를 향한 강한 의지와 함께 공격적으로 CAPEX를 집행하고 있다. 동사는 ‘11년부터 삼성바이오로직스의 모든 공장의 건설을 전담한 만큼 바이오 제약 설비에 도가 트였다. 세계 최대 생산능력(240,000L)를 자랑하는 4공장은 ‘20년 11월부터 착공되어 지금까지 동사에게 9,110억 원의 수주 잔고를 안겨주었다. 곧바로 바톤을 이어받아 5공장도 내년부터 착공을 시작하는 바, 삼성전자와 함께 동사의 비화공 부문의 수주 모멘텀을 가속화시킬 것이다.

그림 2-27. 주요 삼성 계열사의 공장 증설 타임라인

| 주요 삼성 계열사의 공장 증설 타임라인 | | | | |
|-----------------------|--------------------|--------------------------------|-------------|--------------------------|
| 계열사 | 공장 | 시기 | 투자 금액 | 비고 |
| 삼성전자 | 평택 1라인 (P1) | '15년 5월 착공 후 '17년 6월 완공 | 30조 원 이상 | 연면적 약 78만 m ² |
| | 평택 2라인 (P2) | '18년 1월 착공 후 '20년 8월 완공 | 30조 원 이상 | 연면적 약 83만 m ² |
| | 평택 3라인 (P3) | '21년 5월 착공 후 '22년 내 완공 예정 | 30조 원 이상 | 연면적 약 99만 m ² |
| | 평택 4라인 (P4) | '22년 하반기 착공 후 '24년 하반기 완공 예정 | 30조 원 이상 | - |
| | 미국 Taylor 2공장 | '22년 11월 착공 후 '24년 11월 완공 예정 | 170억 달러 | - |
| 삼성바이오로직스 | 인천 송도 1공장 | '11년 5월 착공 후 '12년 7월 완공 | 3,500억 원 | CAPA 30,000L |
| | 인천 송도 2공장 | '13년 9월 착공 후 '15년 2월 완공 | 7,000억 원 | CAPA 154,000L |
| | 인천 송도 3공장 | '15년 11월 착공 후 '17년 11월 완공 | 8,500억 원 | CAPA 180,000L |
| | 인천 송도 4공장 | '20년 11월 착공 후 '23년 초 완공 예정 | 2조 원 | CAPA 240,000L |
| | 제2 바이오 캠퍼스 (5~8공장) | '23년 5공장 착공 후 '32년까지 8공장 완공 예정 | 7조 원 | CAPA 1,000,000L |
| 삼성SDI | 말레이시아 Seremban 2공장 | '22년 7월 착공 후 '25년 완공 예정 | 1조 7,000억 원 | 21,700 원형 배터리 양산 |
| 삼성전기 | 베트남 타이응우옌성 공장 | 23년 하반기 양산 시작 예정 | 1조 3,000억 원 | FC-BGA 생산능력 확대 |
| | 부산 공장 | 23년 하반기 양산 시작 예정 | 3,000억 원 | FC-BGA 생산능력 확대 |

출처: 각 사, 언론사 종합, SMIC 4팀

매출추정

3Q22 기준 수주 잔고 현황

| (단위: 백 만원) | 발주처 | 품목 | 수주일자 | 계약상 완성기한 | 수주 총액 | 기납금액 | 수주잔고 | 진행률(추정) | 4Q22E | 2023E | |
|--|-------------------------------------|--|----------------------------|----------|-----------------|-----------------|------------|------------|-----------|-----------|---|
| 화학 부문 | Jubail United Petrochemical Company | Saudi SABIC EO/EG | 201712 | 202210 | 841,400 | 813,600 | 27,800 | 96.7% | 27,800 | - | |
| | Saudi Aramco Base Oil Company | Saudi ARAMCO Luberef Refinery | 201210 | 202212 | 1,044,500 | 1,044,300 | 200 | 100.0% | 200 | - | |
| | Kuwait National Petroleum Company | Kuwait KNPC MAB#1 Clean Fuels(J/V) | 201404 | 202212 | 1,765,700 | 1,737,400 | 28,300 | 98.4% | 28,300 | - | |
| | Pengerang Petrochemical Company Sdn | Malaysia PRPC RAPID #6A LLDPE | 201512 | 202212 | 366,500 | 363,200 | 3,300 | 99.1% | 3,300 | - | |
| | GC Oxirane Co.,Ltd. | Thai GC Oxirane PO | 201606 | 202212 | 542,900 | 539,900 | 3,000 | 99.4% | 3,000 | - | |
| | PTT GLOBAL CHEMICAL | Thai PTTGC ORP Ethylene | 201706 | 202302 | 735,900 | 711,300 | 24,600 | 96.7% | 14,760 | 9,840 | |
| | PTT GLOBAL CHEMICAL | 태국 PTTGC Olefins Modification Project | 202011 | 202302 | 155,100 | 81,800 | 73,300 | 52.7% | 43,980 | 29,320 | |
| | ABU DHABI OIL REFINING COMPANY | UAE TAKREER Carbon Black & Delayed Coker | 201207 | 202303 | 3,070,300 | 3,029,100 | 41,200 | 98.7% | 20,600 | 20,600 | |
| | Pengerang Petrochemical Company Sdn | Malaysia PRPC RAPID #11 EO/EG | 201512 | 202303 | 733,200 | 729,600 | 3,600 | 99.5% | 1,800 | 1,800 | |
| | Aramco Asia Japan | Saudi Aramco HUGRS Project | 201912 | 202304 | 2,403,300 | 1,755,100 | 648,200 | 73.0% | 180,248 | 467,953 | |
| | ABU DHABI OIL REFINING COMPANY | UAE ADNOC Refining WHRP | 201803 | 202306 | 558,800 | 471,300 | 87,500 | 84.3% | 29,167 | 58,333 | |
| | Long Son Petrochemicals Co.,Ltd. | Vietnam LSP HDPE/PP Project | 201806 | 202306 | 657,700 | 584,100 | 73,600 | 88.8% | 24,533 | 49,067 | |
| | Duqm Refinery&Petrochemical | Oman Duqm Refinery Project Pkg.2 | 201711 | 202307 | 1,411,700 | 1,288,200 | 123,500 | 91.3% | 37,050 | 86,450 | |
| | THAI OIL PLC. | Thai Oil Clean Fuel Project (TOCFP-UUV) | 201811 | 202308 | 567,400 | 357,900 | 209,500 | 63.1% | 57,136 | 152,364 | |
| | ABU DHABI OIL REFINING COMPANY | UAE ADNOC Refining CFP | 201802 | 202309 | 2,973,000 | 2,552,600 | 420,400 | 85.9% | 105,100 | 315,300 | |
| | PTI Infraestructura de Desarrollo | Mexico PTI-ID Dos Bocas New Refinery Ph2 | 202005 | 202402 | 4,878,900 | 2,735,800 | 2,143,100 | 56.1% | 325,260 | 1,301,040 | |
| | Sarawak Petchem Sdn. | 말련 Sarawak Methanol | 201903 | 202403 | 1,362,600 | 775,300 | 587,300 | 56.9% | 97,883 | 391,533 | |
| | SONATRACH | HMD Refinery (EPC) | 202002 | 202406 | 2,195,800 | 84,400 | 2,111,400 | 3.8% | 21,100 | 506,723 | |
| | Advanced PolyOlefins | SAUDI APOC PDH/UTOS Project | 202104 | 202406 | 1,648,300 | 491,900 | 1,156,400 | 29.8% | 130,129 | 520,516 | |
| | TTSJV W.L.L. | Bahrain BAPCO (BMP) Refinery | 201802 | 202407 | 125,900 | 123,500 | 2,400 | 98.1% | 327 | 1,309 | |
| | Sarawak Shell Berhad | 말련 Shell Rosmari & Marjoram OGP (EPC) | 202107 | 202503 | 955,200 | 5,100 | 950,100 | 0.5% | 1,275 | 136,457 | |
| | SAUDI ARABIAN OIL COMPANY | Saudi Aramco Jafurah GPF Project | 202111 | 202602 | 1,741,500 | 82,400 | 1,659,100 | 4.7% | 20,600 | 243,000 | |
| | China National Chem. | 러시아 BGCC Ethane Cracker | 202202 | 202711 | 1,402,600 | 22,700 | 1,379,900 | 1.6% | 5,675 | 121,965 | |
| | Gazprom Neft Badra Boleum Company | Iraq Gazprom Badra | 201302 | 204712 | 998,500 | 996,300 | 2,200 | 99.8% | 2,200 | - | |
| | | | | | | 공시 수주 잔고 총계 | 11,759,900 | 11,814,223 | 4,413,570 | | |
| | | | | | | 기타 미공시 수주 잔고 총계 | 1,369,200 | 1,375,553 | 513,870 | | |
| | | | | | | 수주 잔고 총계 | 13,129,100 | 13,189,776 | 4,927,440 | | |
| | 비화학 부문 | 삼성디스플레이(주) | 탕청 SDC N-PJT | 201706 | 202210 | 644,100 | 636,000 | 8,100 | 98.7% | 8,100 | - |
| | | Samsung China Semiconductor Xian | 중국 서안 SCS Retrofit PJT Ph2 | 201803 | 202211 | 126,000 | 125,100 | 900 | 99.3% | 900 | - |
| | | 삼성전자주식회사 | 평택 전자 P2-PJT | 201708 | 202212 | 4,468,200 | 4,335,200 | 133,000 | 97.0% | 133,000 | - |
| 삼성전자주식회사 | | 평택 전자 P-PJT 정수장 2단계 증설 | 202011 | 202212 | 137,600 | 98,100 | 39,500 | 71.3% | 39,500 | - | |
| Samsung China Semiconductor Xian | | 중국 전자 반도체 X2 Project | 201707 | 202212 | 1,336,500 | 1,317,000 | 19,500 | 98.5% | 19,500 | - | |
| 삼성전자주식회사 | | 화성 전자 E-PJT | 201708 | 202212 | 660,400 | 650,200 | 10,200 | 98.5% | 10,200 | - | |
| Samsung SDI Magyarország Rt. | | 헝가리 SDI 전기 공장 | 201606 | 202212 | 694,200 | 686,400 | 7,800 | 98.9% | 7,800 | - | |
| Tianjin Samsung Elec | | 천진 전기 2단지 | 201807 | 202212 | 677,900 | 671,200 | 6,700 | 99.0% | 6,700 | - | |
| 이연제약주식회사 | | 이연제약 충주 Evergreen Project | 201902 | 202212 | 109,100 | 105,600 | 3,500 | 96.8% | 3,500 | - | |
| 삼성전자주식회사 | | 평택 전자 P-PJT Retrofit | 201810 | 202212 | 113,800 | 111,300 | 2,500 | 97.8% | 2,500 | - | |
| 삼성전자주식회사 | | 기흥화성 삼성전자 배수 Retrofit 공사(Phase II) | 201502 | 202212 | 71,100 | 75,900 | 1,200 | 98.4% | 1,200 | - | |
| Volta Energy Solution | | Volta 헝가리 전자박 공장 신축 프로젝트 | 201901 | 202303 | 636,800 | 255,300 | 381,500 | 40.1% | 190,750 | 190,750 | |
| 삼성전자주식회사 | | 천안 전자 L6라인 건설PJT공사 | 201812 | 202304 | 108,600 | 56,600 | 52,000 | 52.1% | 22,286 | 29,714 | |
| Samsung Electro-Mechanics Vietnam | | 베트남 전기 SEMV FCBGA 증설공사 | 202112 | 202305 | 238,800 | 88,900 | 149,900 | 37.2% | 56,213 | 93,688 | |
| 삼성디스플레이(주) | | 탕청 SDC QD-Display 크린룸 전환공사(환경) | 201911 | 202306 | 108,800 | 88,500 | 20,300 | 81.3% | 6,767 | 13,533 | |
| 삼성디스플레이(주) | | 탕청 SDC Retrofit Project | 201910 | 202308 | 177,600 | 167,800 | 9,800 | 94.5% | 2,673 | 7,127 | |
| Nexen Tire Europe | | 체코 넥센타이어2단계 공사 | 202107 | 202309 | 169,700 | 50,800 | 118,900 | 29.9% | 29,725 | 89,175 | |
| 삼성전자주식회사 | | 기흥/화성 전자 대기시설 개선공사 | 202006 | 202310 | 195,400 | 144,200 | 51,200 | 73.8% | 11,815 | 39,385 | |
| Samsung Austin Semiconductor | | 미국 전자 T-PJT | 202009 | 202312 | 412,100 | 7,200 | 405,000 | 1.7% | 2,400 | 402,600 | |
| 삼성전자주식회사 | | 평택 전자 P3-PJT | 202004 | 202312 | 2,804,000 | 2,422,100 | 381,900 | 86.4% | 76,380 | 305,520 | |
| 삼성바이오로직스 | | 삼성바이오로직스 Edison-4 | 202011 | 202312 | 911,000 | 727,300 | 183,800 | 79.8% | 36,760 | 147,040 | |
| Samsung India Electronics Private Ltd. | | 인도 전자 SIEL-P(C) Compressor동 신축공사 | 202107 | 202312 | 175,500 | 111,500 | 64,000 | 63.5% | 12,800 | 51,200 | |
| Samsung SDI Magyarország Rt. | | 헝가리 SDIHU 2공장동 신축공사 | 202003 | 202312 | 839,600 | 789,800 | 49,800 | 94.1% | 9,960 | 39,840 | |
| 삼성전기(주)부산공장 | | 부산전기 M PROJECT | 201709 | 202403 | 467,500 | 371,400 | 96,100 | 79.4% | 16,017 | 64,067 | |
| 삼성전자주식회사 | | 평택 전자 P4-PJT | 202107 | 202410 | 400,399 | 229,200 | 171,000 | 57.2% | 20,520 | 82,080 | |
| 삼성전자주식회사 | | 평택 전자 P-PJT Retrofit Ph2 | 202112 | 202411 | 116,200 | 26,700 | 89,500 | 23.0% | 9,683 | 41,308 | |
| 삼성디스플레이(주) | | 탕청 SDC A3 PJT | 201102 | 202412 | 4,361,300 | 4,331,900 | 29,500 | 99.3% | 3,278 | 13,111 | |
| 천안시청 | 천안소각 민자사업 운영 | 201506 | 203009 | 206,800 | 80,600 | 126,200 | 39.0% | 8,413 | 8,413 | | |
| | | | | | 공시 수주 잔고 총계 | 2,613,400 | 2,618,439 | 1,618,551 | | | |
| | | | | | 기타 미공시 수주 잔고 총계 | 2,056,400 | 589,709 | 1,273,585 | | | |
| | | | | | 수주 잔고 총계 | 4,669,800 | 1,339,149 | 2,892,136 | | | |
| 3Q22 이후 비화학 부문 | 삼성전자주식회사 | P3-PJT [Ph4] 그린동 및 UT동, 옥상배기, UPW | 202211 | 231231 | 550,000 | 0 | 550,000 | 0% | - | 550,000 | |
| | 삼성전자주식회사 | P4-PJT 그린동, 변전소, 복합동, 대기방지, UPW | 202210 | 202410 | 354,101 | 0 | 354,101 | 0% | - | 177,051 | |
| | 23년 수주 예상 (*) '22년 신규 수주금액 차용 | - | - | - | - | 5,148,801 | 5,148,801 | 0% | - | 1,476,511 | |
| | | | | | | 수주 잔고 총계 | 6,052,902 | 0 | 2,203,561 | | |

본 보고서의 앞선 논의에 따라, 매출 추정은 **화공 부문**과 **비화공 부문**으로 나누어 추정하였다. 수주 산업의 특성상 고객사가 동사에게 발주를 넣어야 수주 잔고에 금액이 인식되는 구조이기에, 미래 수주 금액을 정확히 예측하는 것은 어렵다. 따라서 매출 추정에 사용되는 숫자 대부분은 **3Q22까지** 공시된 수주현황과 공급계약의 금액을 활용하였다. 그러나 동사의 사업보고서에 공시된 수주현황은 수주 총액이 749억원(전기 매출액의 약 1%)이상인 주요 프로젝트만 명시된 바, IR에서 제공하는 화공, 비화공 부문의 전체 수주 잔고와 대조하여 미공시된 수주 잔고를 별도로 산출했다.

(1) 수주현황에는 수주일자 및 계약상 완성기한, 수주 총액에서 기납품액을 차감한 수주잔고가 공시되어 있다. 가장 먼저 '22년내로 공사가 종료되는 수주 건은 4Q22 매출액에 전액 반영해주었다. 진행률이 10% 수준 이상으로 올라온 수주 건의 경우 진행 정도가 일정 궤도에 올랐다고 판단하여, 남은 수주 잔고를 잔존 공사기한으로 나눈 값을 기간에 비례하여 각 연도 매출에 반영해주었다. 다만, 수주를 받은 지 2년 이상이 지난 후에도 10% 미만의 진행률을 보이는 수주 건은 적어도 올해까지 착공이 본격화되지 않은 것으로 판단했다. 따라서 '22년 추정은 3Q22까지의 매출 인식분을 연율화하여 인식했고, '23년부터는 상기의 방식과 동일하게 추정했다.

(2) 화공 부문의 경우, 본 보고서의 투자포인트에 의해 '23년부터 중동 지역을 중심으로 수주 모멘텀이 가속화될 전망이다. 그러나 화공 부문은 1)비화공 부문에 비해 건설 기간이 길고, 2) 수주를 받은 후 매출로 인식되기까지 일정 정도의 Lagging이 존재한다. 이를 반영해 '23년 추가 수주 분은 '24년부터 본격적으로 매출에 인식될 것으로 예측되는 바, 보수적인 추정을 위해 '23년까지의 매출에는 추가로 고려하지 않았다.

(3) 비화공 부문은 3Q22 이후부터 현재까지 추가로 공시된 단일 공급계약 체결 2건이 있어, 이를 더해주었다. 비화공 부문의 수주 잔고는 화공 부문의 1/3 수준이지만, 매출로 인식되는 금액은 유사하다. 이는 수주 잔고가 매출로 전환되는 속도가 빠름을 의미하는 바, 비화공 부문은 화공 부문과 달리 '23년 신규 수주분을 매출에 반영하는 것이 합리적이다. '23년에도 삼성전자의 P3, P4 수주, 삼성바이오로직스의 5공장을 중심으로 계열사 발주가 견고할 것임을 감안하면 '22년 신규 수주분만큼은 충분히 받을 수 있다. 따라서 해당 금액을 차용하여 '23년 매출을 추정했다.

상기의 논의를 종합한 최종 매출 추정 Table은 아래와 같다.

| 매출 추정 | | | | | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| (단위: 백만 원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 3Q22누적 | 2022E | 2023E |
| 매출액 | 5,513,447 | 5,466,958 | 6,392,058 | 6,749,174 | 7,486,696 | 7,114,714 | 9,772,839 | 10,023,137 |
| 화공 | 2,098,090 | 2,154,177 | 2,897,844 | 3,359,244 | 3,899,581 | 3,546,010 | 4,864,986 | 4,927,440 |
| 비화공 | 3,415,357 | 3,312,781 | 3,494,214 | 3,389,930 | 3,587,115 | 3,568,704 | 4,907,853 | 5,095,697 |
| YoY(%) | -21.4% | -0.8% | 16.9% | 5.6% | 10.9% | - | 30.5% | 2.6% |

Valuation - Peer PBR Valuation

4.1. 매출원가 & 판매비 추정

| 매출원가 및 판매비와관리비 추정 | | | | | | | | | | | | |
|-------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| (단위: 백만 원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 3Q22누적 | 2022E | 2023E |
| 매출액 | 9,806,323 | 8,911,451 | 6,441,251 | 7,010,542 | 5,513,447 | 5,466,958 | 6,392,058 | 6,749,174 | 7,486,696 | 7,114,714 | 9,772,839 | 10,023,137 |
| YoY (%) | 11% | -9% | -28% | 9% | -21% | -1% | 17% | 6% | 11% | -5% | 30.5% | 2.6% |
| 신규수주 | 6,287,800 | 6,376,600 | 5,242,400 | 4,995,200 | 8,533,300 | 9,208,400 | 7,048,300 | 9,600,900 | 7,043,700 | 6,465,700 | | |
| 항공 부문 | 3,934,700 | 4,187,300 | 2,408,900 | 689,400 | 5,014,600 | 5,427,100 | 4,289,400 | 5,510,917 | 2,894,961 | 2,221,000 | | |
| 비중 (%) | 63% | 66% | 46% | 14% | 59% | 59% | 61% | 57% | 41% | 34% | | |
| 비항공 부문 | 2,353,100 | 2,189,300 | 2,833,500 | 4,305,800 | 3,518,700 | 3,781,300 | 2,758,900 | 4,089,983 | 4,148,739 | 4,244,700 | | |
| 비중 (%) | 37% | 34% | 54% | 86% | 41% | 41% | 39% | 43% | 59% | 66% | | |
| 매출원가 | 10,353,331 | 8,365,490 | 7,530,303 | 6,527,492 | 5,177,201 | 4,928,694 | 5,592,595 | 6,076,895 | 6,625,376 | 6,355,074 | 8,741,804 | 8,918,894 |
| 매출원가율 | 105.6% | 93.9% | 116.9% | 93.1% | 93.9% | 90.2% | 87.5% | 90.0% | 88.5% | 89.3% | 89.5% | 89.0% |
| GPM (%) | -5.6% | 6.1% | -16.9% | 6.9% | 6.1% | 9.8% | 12.5% | 10.0% | 11.5% | 10.7% | 10.5% | 11.0% |
| 자재비 및 외주비 | 8,514,582 | 6,675,175 | 5,591,409 | 5,347,788 | 4,036,747 | 3,845,851 | 4,587,172 | 5,045,480 | 5,537,114 | 5,215,797 | 7,164,468 | 7,315,631 |
| % of sales | 86.8% | 74.9% | 86.8% | 76.3% | 73.2% | 70.3% | 71.8% | 74.8% | 74.0% | 73.3% | 73.3% | 73.0% |
| 인건비 | 909,521 | 937,946 | 899,260 | 783,256 | 677,443 | 591,184 | 597,434 | 584,450 | 581,363 | 554,987 | 762,336 | 781,860 |
| % of sales | 9.3% | 10.5% | 14.0% | 11.2% | 12.3% | 10.8% | 9.3% | 8.7% | 7.8% | 7.8% | 7.8% | 7.8% |
| 여비교통비 | 60,986 | 55,892 | 40,269 | 28,099 | 28,408 | 23,349 | 23,897 | 10,257 | 11,769 | 17,500 | 24,038 | 24,654 |
| % of sales | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.4% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 임차료 | 50,792 | 48,238 | 37,966 | 59,868 | 55,910 | 52,045 | 36,911 | 32,794 | 33,112 | 28,571 | 38,095 | 41,478 |
| % of sales | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 0.6% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.39% | 0.41% |
| 감가상각비 | 31,024 | 51,571 | 53,830 | 38,849 | 33,088 | 24,067 | 19,701 | 21,104 | 20,722 | 18,338 | 35,765 | 36,681 |
| % of sales | 0.3% | 0.6% | 0.8% | 0.6% | 0.6% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| 무형자산상각비 | 612 | 2,815 | 3,187 | 1,072 | 1,130 | 651 | 924 | 9,678 | 7,073 | 6,185 | 9,678 | 9,678 |
| % of sales | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 지급수수료 | 354,726 | 381,096 | 323,221 | 287,480 | 211,674 | 239,118 | 191,270 | 190,495 | 196,706 | 164,308 | 219,077 | 208,057 |
| % of sales | 3.6% | 4.3% | 5.0% | 4.1% | 3.8% | 4.4% | 3.0% | 2.8% | 2.6% | 2.3% | 2.2% | 2.1% |
| 공사손실충당금전입(환입)액 | 186,250 | -82,680 | 303,054 | -245,112 | -67,925 | 547 | -49,823 | -9,459 | 44,043 | 35,720 | 57,491 | 58,964 |
| % of sales | 1.9% | -0.9% | 4.7% | -3.5% | -1.2% | 0.0% | -0.8% | -0.1% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% |
| 기타 | 244,839 | 295,438 | 278,106 | 226,193 | 200,725 | 151,881 | 185,109 | 192,096 | 193,475 | 313,667 | 430,857 | 441,891 |
| % of sales | 2.5% | 3.3% | 4.3% | 3.2% | 3.6% | 2.8% | 2.9% | 2.8% | 2.6% | 4.4% | 4.4% | 4.4% |
| 판매비 | 481,038 | 384,128 | 365,282 | 411,886 | 314,530 | 341,867 | 376,746 | 311,096 | 358,031 | 271,243 | 364,184 | 396,212 |
| 판매비율 | 4.9% | 4.3% | 5.7% | 5.9% | 5.7% | 6.3% | 5.9% | 4.6% | 4.8% | 3.8% | 3.7% | 4.0% |
| OPM (%) | -10.5% | 1.8% | -22.6% | 1.0% | 0.4% | 3.6% | 6.6% | 5.4% | 6.7% | 6.9% | 6.7% | 7.1% |
| 인건비 | 240,880 | 242,755 | 249,400 | 225,770 | 189,430 | 191,511 | 229,230 | 215,646 | 251,051 | 186,121 | 248,161 | 263,051 |
| % of sales | 2.5% | 2.7% | 3.9% | 3.2% | 3.4% | 3.5% | 3.6% | 3.2% | 3.4% | 2.6% | 2.5% | 2.6% |
| 기타 부서 비용 | 61,668 | 45,588 | 37,940 | 32,410 | 31,986 | 30,898 | 33,953 | 18,539 | 23,510 | 23,184 | 30,912 | 31,704 |
| % of sales | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 여비교통비 | 12,512 | 8,015 | 5,632 | 5,000 | 5,183 | 5,750 | 7,045 | 1,884 | 2,557 | 5,405 | | |
| 통신비 | 5,658 | 5,286 | 5,041 | 9,064 | 8,627 | 6,122 | 5,567 | 2,354 | 3,459 | 2,841 | | |
| 수도광열비 | 5,545 | 3,015 | 3,094 | 3,051 | 2,993 | 3,104 | 3,217 | 1,894 | 2,142 | 1,734 | | |
| 회의비 | 4,625 | 3,655 | 3,311 | 3,261 | 3,229 | 3,464 | 3,767 | 2,558 | 2,440 | 2,473 | | |
| 교육훈련비 | 10,979 | 8,247 | 3,566 | 2,295 | 1,752 | 1,289 | 2,544 | 1,780 | 3,137 | 3,186 | | |
| 세금과공과 | 8,814 | 6,613 | 5,653 | 5,026 | 4,925 | 4,840 | 6,470 | 4,891 | 6,475 | 4,661 | | |
| 임차료 | 13,536 | 10,757 | 11,642 | 4,713 | 5,277 | 6,330 | 5,343 | 3,178 | 3,301 | 2,884 | | |
| 유무형자산 상각비 | 40,669 | 26,364 | 27,008 | 38,610 | 38,263 | 35,616 | 41,270 | 18,790 | 18,364 | 17,050 | 22,733 | 23,315 |
| % of sales | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 지급수수료 | 56,938 | 29,004 | 29,709 | 32,077 | 32,378 | 45,396 | 30,474 | 33,228 | 30,133 | 25,692 | 34,256 | 35,134 |
| % of sales | 0.6% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 외주비 | 29,766 | 15,495 | 13,368 | 17,372 | 13,001 | 16,477 | 22,076 | 11,596 | 19,097 | 13,840 | 18,453 | 25,029 |
| % of sales | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 잡비 | 538 | 1,489 | 485 | 669 | 625 | 2,272 | 5,282 | 49 | 360 | -4,859 | -4,859 | 1,718 |
| 대손상각비(환입) | 23,599 | 2,885 | -9,471 | 47,170 | -8,190 | 2,914 | -362 | -1,006 | 1,341 | -1,328 | -1,328 | 0 |
| 기타 | 26,979 | 20,548 | 16,844 | 17,807 | 17,035 | 16,784 | 14,823 | 14,255 | 14,175 | 11,543 | 15,855 | 16,261 |
| % of sales | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |

(1) 매출원가 추정

동사의 원가 계정 중 가장 큰 금액적 중요성을 보이는 것은 자재비 및 외주비인데, 본 비용 과목은 원자재 구매비용(Direct Material)과 서브컨트랙팅 형식의 인건비로 구성되어 있다. '20년 Covid-19發 공급망 차질(철근, 유연탄 등 자재 가격 상승)로 상승한 바 있으나, 보고서에 상술한 5:5:3 수행혁신 등의 전사적 노력을 통해 자재값 상승폭에 비해 대단히 잘 통제해 왔음을 확인할 수 있다. 이에 매출대비 비중의 하락폭을 소폭 반영해주었다.

인건비는 자사 설계/시공/현장 인력들의 노무비인데, 마찬가지로 연도별 인당 수주소화액이 늘어나는 추세를 파악하였다. 이에 매출 대비 비중이 지속 감소추세에 있는 것을 확인하였으나, 인력 확충 기조가 본격적으로 감지(6,000명 → 6,500명 증원)됨에 따라 보수적으로 일정한 매출대비 비중을 가정하였다.

지급수수료는 영업활동에 직결되는 3D모델링 소프트웨어 사용료 등의 수수료를 일컫으며, 고정비적 성격이 강한 것을 파악하였다. 이에 기발생분을 반영하였으며, 매출대비 비중이 소폭 하락할 것으로 추정하였다. 이외 원가 항목(비중 1% 미만)들 또한 변동비와 고정비를 나눠 추정하였다.

(2) 판매비와관리비 추정

판관비상의 인건비는 본사 관리직원들에게 지급하는 금액인데, 올해 기발생분을 연율화한 후 연도별 +YoY 상승률의 평균값을 적용해주었다. 여비교통비, 통신비 등의 항목들은 기타부서 비용으로 통합하여 매출대비 비중을 flat하였다. 판관비상의 외주비는 회사운영 전반에 대한 전략컨설팅 등을 포괄하는 계정이며, Top-line에 연동해주었다. 이외 항목들 또한 원가추정과 마찬가지로 고정비/변동비를 나눠 추정하였다.

4.2. 영업외손익 추정

| 영업외손익 추정 (단위: 백만 원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 3Q22누적 | 2022E | 2023E |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 매출액 | 5,513,447 | 5,466,958 | 6,392,058 | 6,749,174 | 7,486,696 | 7,114,714 | 9,772,839 | 10,023,137 |
| 영업외손익 | -76,541 | -35,894 | 15,062 | -9,159 | 61,367 | 67,463 | 61,439 | 8,002 |
| 기타수익 | 184,147 | 178,042 | 285,869 | 234,104 | 281,942 | 343,712 | 346,182 | 23,407 |
| 배당금수익 | 5,363 | 2,503 | 3,025 | 3,477 | 3,134 | 3,303 | 3,303 | 3,235 |
| 수수료수익 | 9,259 | 7,781 | 6,847 | 7,120 | 6,923 | 7,134 | 7,134 | 7,006 |
| 유형자산처분이익 | 2,591 | 4,313 | 1,351 | 501 | 1,634 | 661 | 661 | 0 |
| 무형자산처분이익 | 10 | 0 | 299 | 13 | 0 | 3 | 3 | 0 |
| 임대료 | 1,386 | 5,219 | 11,372 | 8,732 | 9,353 | 7,409 | 9,879 | 9,879 |
| 외환차익 | 77,140 | 79,853 | 132,177 | 114,814 | 124,678 | 138,636 | 138,636 | 0 |
| 외화환산이익 | 64,901 | 29,209 | 39,559 | 25,085 | 104,500 | 129,684 | 129,684 | 0 |
| 파생상품거래이익 | 15,521 | 13,903 | 21,966 | 27,862 | 6,672 | 7,655 | 7,655 | 0 |
| 파생상품평가이익 | 240 | 7,434 | 17,163 | 21,103 | 1,937 | 8,507 | 8,507 | 0 |
| 확정계약평가이익 | 5,158 | 18,545 | 48,231 | 19,965 | 17,834 | 36,378 | 36,378 | 0 |
| 기타의대손충당금환입액 | 231 | 56 | 1,570 | 208 | 73 | 32 | 32 | 0 |
| 우발손실충당부채환입액 | 397 | 5,618 | 0 | 323 | 803 | 252 | 252 | 0 |
| 당기손익-공정가치측정금융자산 평가이익 | 0 | 109 | 135 | 159 | 1,044 | 56 | 56 | 0 |
| 잡이익 | 1,950 | 3,498 | 2,173 | 4,742 | 3,358 | 4,001 | 4,001 | 3,287 |
| 기타비용 | 230,472 | 180,225 | 298,270 | 249,434 | 252,171 | 327,642 | 328,236 | 15,405 |
| 지급수수료 | 11,800 | 5,225 | 1,801 | 1,071 | 1,213 | 936 | 1,249 | 1,333 |
| 기타의대손상각비 | 43 | 121 | 195 | 112 | 846 | 627 | 627 | 445 |
| 매출채권처분손실 | 13,302 | 9,064 | 10,051 | 7,345 | 7,906 | 13,274 | 13,274 | 10,157 |
| 유형자산처분손실 | 2,840 | 8,499 | 2,426 | 776 | 189 | 485 | 485 | 484 |
| 무형자산처분손실 | 96 | 0 | 102 | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산손상차손 | 42 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기부금 | 260 | 251 | 862 | 1,978 | 1,407 | 846 | 1,128 | 1,344 |
| 외환차손 | 97,866 | 71,482 | 128,991 | 121,285 | 142,289 | 122,250 | 122,250 | 0 |
| 외화환산손실 | 73,235 | 27,912 | 52,211 | 59,658 | 36,144 | 106,816 | 106,816 | 0 |
| 파생상품거래손실 | 4,838 | 13,654 | 59,045 | 36,034 | 28,982 | 26,059 | 26,059 | 0 |
| 파생상품평가손실 | 9,649 | 12,087 | 29,052 | 6,919 | 17,244 | 40,550 | 40,550 | 0 |
| 확정계약평가손실 | 14,818 | 9,323 | 11,434 | 12,566 | 2,266 | 1,472 | 1,472 | 0 |
| 우발손실충당부채전입액 | 0 | 976 | 1,807 | 0 | 3,293 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업금융보증충당부채전입액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6,094 | 10,263 | 10,263 | 0 |
| 당기손익-공정가치측정금융자산 평가손실 | 0 | 21,276 | 71 | 45 | 0 | 51 | 51 | 0 |
| 당기손익-공정가치측정금융부채 평가손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2,242 | 96 | 96 | 0 |
| 잡손실 | 1,683 | 354 | 221 | 1,646 | 2,036 | 3,917 | 3,917 | 1,643 |
| 지분법손익 | 4,526 | 4,961 | 32,167 | 14,041 | 24,001 | 7,900 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 92,305 | 60,854 | 58,926 | 56,802 | 48,396 | 88,346 | 88,346 | 0 |
| 금융비용 | 127,047 | 99,526 | 63,630 | 64,671 | 40,801 | 44,853 | 44,853 | 0 |

영업외손익의 경우 순액처리시 연도별로 그 금액이 0에 가까운 계정들이 다수 존재하며, 합리적 추정이 불가능한 계정들이 존재하여 많은 부분 0처리하였다. 그러나 그 발생금액이 일

정한 경우 가능한 보수적으로 추정하였다.

4.3. 최종 손익계산서 및 자본변동표

| 최종 연결손익계산서 | | | | | | | | | |
|-------------|-------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|--|
| (단위: 백만 원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 3Q22누적 | 2022E | 2023E | |
| 매출액 | 5,513,447 | 5,466,958 | 6,392,058 | 6,749,174 | 7,486,696 | 7,114,714 | 9,772,839 | 10,023,137 | |
| YoY (%) | -21% | -1% | 17% | 6% | 11% | - | 31% | 3% | |
| 매출원가 | 5,177,201 | 4,928,694 | 5,592,595 | 6,076,895 | 6,625,376 | 6,355,074 | 8,741,804 | 8,918,894 | |
| 매출총이익 | 336,246 | 538,264 | 799,463 | 672,279 | 861,320 | 759,640 | 1,031,034 | 1,104,243 | |
| GPM (%) | 6.1% | 9.8% | 12.5% | 10.0% | 11.5% | 10.7% | 10.5% | 11.0% | |
| 판매비와관리비 | 314,530 | 341,867 | 376,746 | 311,096 | 358,031 | 271,243 | 364,184 | 396,212 | |
| 영업이익 | 21,716 | 196,396 | 422,717 | 361,183 | 503,289 | 488,397 | 666,850 | 708,031 | |
| OPM (%) | 0.4% | 3.6% | 6.6% | 5.4% | 6.7% | 6.9% | 6.8% | 7.1% | |
| 영업외손익 | -76,541 | -35,894 | 15,062 | -9,159 | 61,367 | 67,463 | 61,439 | 8,002 | |
| 법인세비용차감전순이익 | -54,825 | 160,502 | 437,780 | 352,024 | 564,656 | 555,860 | 728,289 | 716,033 | |
| 법인세비용 | 16,405 | 97,637 | 113,970 | 99,714 | 178,467 | 135,374 | 176,246 | 173,280 | |
| 당기순이익 | -71,230 | 62,865 | 323,810 | 252,310 | 386,189 | 420,486 | 552,043 | 542,753 | |
| NPM (%) | -1.3% | 1.1% | 5.1% | 3.7% | 5.2% | 5.9% | 5.6% | 5.4% | |
| 법인세비용 추정 | | | | | | | | | |
| (단위: 백만 원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 3Q22누적 | 2022E | 2023E | |
| 법인세비용차감전순이익 | -54,825 | 160,502 | 437,780 | 352,024 | 564,656 | 555,860 | 728,289 | 716,033 | |
| 법인세비용 | 16,405 | 97,637 | 113,970 | 99,714 | 178,467 | 135,374 | 176,246 | 173,280 | |
| 유효법인세율 | -29.9% | 60.8% | 26.0% | 28.3% | 31.6% | 24.4% | 24.2% | 24.2% | |
| 추정자본변동표 | | | | | | | | | |
| (단위: 백만 원) | 자본금 | 이익잉여금(결손금) | 기타자본항목 | 지배지분 | 비지배지분 | 자본 합계 | | | |
| 2019 | 기초잔액 | 980,000 | 197,768 | -158,701 | 1,019,067 | -21,211 | 997,856 | | |
| | 배당금 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| | 당기순이익 | 0 | 320,878 | 0 | 320,878 | 2,932 | 644,687 | | |
| | 기타 자본의 변동 ²⁾ | 0 | -43 | -24,740 | -24,782 | -1,697 | -51,262 | | |
| | 기말잔액 | 980,000 | 518,603 | -183,441 | 1,315,162 | -19,976 | 1,295,186 | | |
| 2020 | 기초잔액 | 980,000 | 518,603 | -183,441 | 1,315,162 | -19,976 | 1,295,186 | | |
| | 배당금 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| | 당기순이익 | 0 | 252,501 | 0 | 252,501 | -365 | 504,636 | | |
| | 기타 자본의 변동 ¹⁾ | 0 | -82,211 | 115,246 | 33,035 | 1,381 | 67,452 | | |
| | 기말잔액 | 980,000 | 688,893 | -68,195 | 1,600,698 | -18,960 | 1,581,736 | | |
| 2021 | 기초잔액 | 980,000 | 688,893 | -68,195 | 1,600,698 | -18,963 | 1,581,736 | | |
| | 배당금 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| | 당기순이익 | 0 | 372,366 | 0 | 372,366 | -21,295 | 723,438 | | |
| | 기타 자본의 변동 | 0 | -49,652 | 78,895 | 29,243 | -1,532 | 56,954 | | |
| | 기말잔액 | 980,000 | 1,011,607 | 10,701 | 2,002,308 | -41,790 | 1,960,518 | | |
| 2022 | 기초잔액 | 980,000 | 1,011,607 | 10,701 | 2,002,308 | -41,790 | 1,960,518 | | |
| | 배당금 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| | 당기순이익 | 0 | 552,043 | 0 | 552,043 | -3,977 | 1,100,109 | | |
| | 기타 자본의 변동 | 0 | 0 | 148,281 | 148,281 | -6,088 | 290,474 | | |
| | 기말잔액 | 980,000 | 1,563,650 | 158,981 | 2,702,631 | -51,854 | 2,650,777 | | |
| 2023 | 기초잔액 | 980,000 | 1,563,650 | 158,981 | 2,702,631 | -51,854 | 2,650,777 | | |
| | 배당금 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| | 당기순이익 | 0 | 542,753 | 0 | 542,753 | 0 | 1,085,506 | | |
| | 기타 자본의 변동 | 0 | 0 | 79,421 | 79,421 | -1,984 | 156,857 | | |
| | 기말잔액 | 980,000 | 2,106,403 | 238,402 | 3,324,805 | -53,838 | 3,893,140 | | |

본 보고서의 논의를 종합한 손익계산서와 자본변동표는 위와 같다. 기타자본항목은 합리적 추정이 어려워 기발생분을 적용해주었으며, 최근 5년간 0%의 배당성향을 보이는 만큼 배당금은 지급하지 않는다고 가정하였다.

4.4. Valuation - Peer PBR Method

Target PBR Multiple: **2.45x**

본 보고서는 동사의 가치평가를 위해 Peer PBR Method를 사용하며, '22E BPS에 Trailing PBR를 적용하여 '22년 말의 목표주가를 산정하고자 한다. Cycle 산업이라는 점과 더불어, LSTK(Lump-sum Turn Key) 방식의 수주가 주를 이뤄 Cost 통제 능력이 곧 개별기업의 경쟁력으로서 작용하는데, 이를 가장 잘 투영하는 지표가 ROE기 때문이다.

Main Idea: 불안정했던 과거에서 탈피, 높아진 이익가시성을 누릴 미래

- (1) Point 1: 안정적인 수주 Up-cycle → 낮아질 화공 수주 변동성
- (2) Point 2: Bottom-line까지 내려올 Up-cycle 효과
- (3) Point 3: 하방을 다져주는 비화공 수주

위 투자포인트를 Valuation level에 반영해주기 위해 본 보고서는 글로벌 Top EPC 업체들의 평균 PBR 2.45x를 차용하며, 구체적인 근거는 아래와 같다.

(1) Why Peer PBR? - **전방 안정화는 EPC 업체 모두가 누린다!**

| 순위 | 업체 | 시가총액 | Pure-player 여부 | 비고 | MRQ PBR |
|----|---|-----------|----------------|---|---------|
| 1 | NPCC | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 2 | L&T (Larsen & Toubro) | \$ 356b | N/A | N/A | 3.54x |
| 3 | Petrofac | \$ 0.59b | 해당 | E&C, AS, IES 등 토탈사업 | 1.2x |
| 4 | Saipem | \$ 2.99b | 해당 | Off-shore EPC 42% | 5.4x |
| 5 | McDermott | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 6 | Technip Energies | \$ 27.95b | 해당 | MENA 지역 특화 JV설립 | 1.8x |
| 7 | Archirodon | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 8 | Tecnicas Reunidas | \$ 0.56b | 해당 | 수소, 순환경제 관련 R&D 중 | 7.7x |
| 9 | Penspen | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 10 | JGC Holdings Corp | \$ 0.34b | 미해당 (81%) | '40년까지 그린에너지플랜트 사업확대 목표 | 1.1x |
| 11 | Worley | \$ 5.23b | 해당 | Traditional 플랜트 매출 65% | 1.3x |
| 12 | Samsung Engineering | \$ 3.65b | N/A | N/A | 1.88x |
| 13 | Galfar | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 14 | Fluor | \$ 4.62b | 해당 | 에너지플랜트 49%, 산업설비 37%, 정부 14%; 美 대륙 특화 (80%) | 2.9x |
| 15 | Daewoo E&C (대우건설) | \$ 1.60b | N/A | N/A | 0.54x |
| 16 | Kent | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 17 | Wood PLC (John Wood Group PLC) | \$ 1.12b | 해당 | 에너지 77%, 이외 23%; 아메리카 특화 (51%) | 0.3x |
| 18 | KBR | \$ 6.96b | N/A | N/A | 4.45x |
| 19 | Bonatti | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 20 | Hyundai E&C (현대건설) | \$ 3.46b | N/A | N/A | 0.55x |
| 21 | Lamprell | \$ 0.05b | N/A | N/A | 0.31x |
| 22 | MMEC Mannesmann | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 23 | CPECC (China Petroleum Engineering & Construction) | \$ 2.58b | 해당 | China National Petroleum Corporation의 자회사 | 0.6x |
| 24 | Bechtel | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 25 | Consolidated Contractors Company | N/A | N/A | N/A | N/A |
| - | Maire Tecnimont | \$ 1.04b | 해당 | 신재생에너지플랜트 3% | 2.2x |

전방의 안정적 발주 유인은 비단 동사만이 누리는 미시적인 투자포인트가 아니며, 이에 따라 우호적인 수주 상황은 동사만의 차별적인 Valuation 요소로서 작용하지 않는다. 따라서 글로벌 경쟁 기업들의 Valuation을 점검하는 과정이 필수적이다.

(2) Why Average PBR? - **ROE 관점에서 저평가 이유 無 + 수주 Risk 평활화**

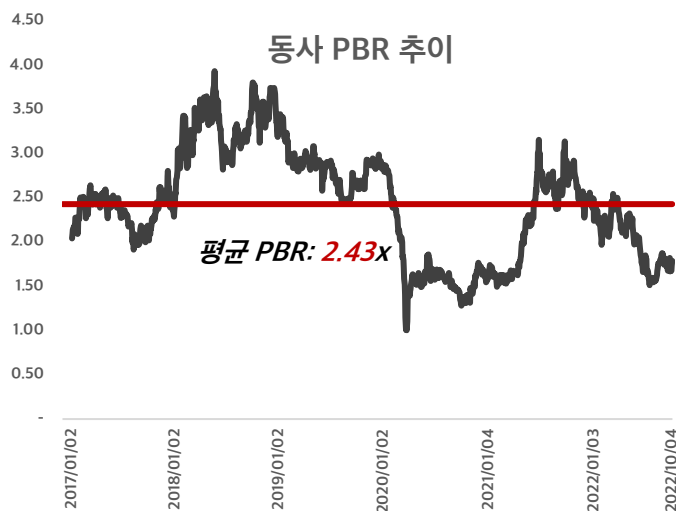
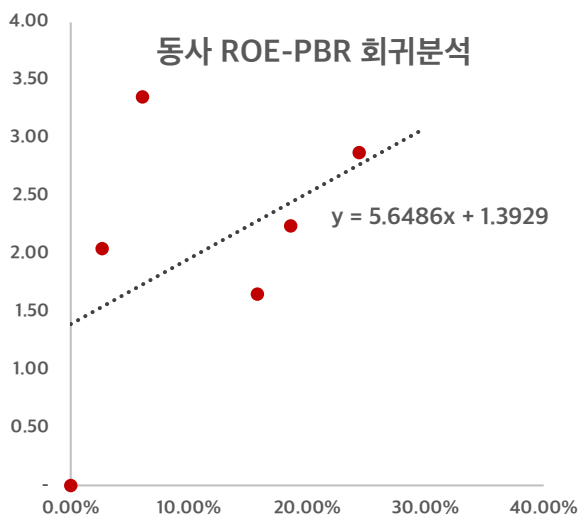
동사는 시장 컨센서스 기준 Trailing PBR 1.8x에 거래되어 글로벌 Peer의 평균 PBR인 2.45x에 못 미치는 수준의 Valuation을 부여받고 있다. 그러나 글로벌 Top EPC 업체들 중 양수의 ROE를 시험하고 있는 업체가 동사 포함 5곳에 불과하기 때문에, (1)에서 논의한 투자포인트를 Bottom-line까지 끌어올 수 있다는 상대적 우위를 지니고 있다. 경쟁사들에 비해 premium을 받을 유인이 큰 상황에서 평균 수준의 PBR을 부여하는 데는 무리가 없다고 판단된다. 나아가 전방 발주의 효과가 개별 기업단으로 내려올 수 있을지

여부에 대한 risk 요인 또한 Peer 업체들 모두 내재하고 있는데, PBR Multiple 평균치의 차용은 이러한 risk를 평활화하여 soothing해준다는 의의가 있다.

글로벌 Pure EPC 업체 Historical ROE (지배지분 기준)

| 회사 | 2019 | 2020 | 2021 | TTM |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 동사 | 24.4% | 15.8% | 18.6% | 24.1% |
| Petrofac | 11.5% | -41.6% | -41.1% | -25.3% |
| Saipem | 0.3% | -38.9% | -756.7% | -557.7% |
| Technip Energies | 7.7% | 11.4% | 16.6% | 17.0% |
| Tecnicas Reunidas | 2.9% | -4.1% | -200.3% | -87.5% |
| JGC Holdings Corp | 5.9% | 1.1% | 1.2% | 8.1% |
| Worley | 2.5% | 2.9% | 1.5% | 3.1% |
| Fluor | -102.3% | -42.2% | -33.4% | -13.0% |
| Wood PLC | 1.6% | -5.5% | -3.4% | -1.0% |
| CPECC | 3.4% | 3.5% | 1.9% | 2.1% |
| Maire Tecnimont | 27.7% | 14.0% | 16.9% | 17.0% |
| High | 27.7% | 14.0% | 16.9% | 17.0% |
| Average | -3.9% | -9.9% | -99.7% | -63.7% |
| Low | -102.3% | -42.2% | -756.7% | -557.7% |

(3) Target Multiple 적정성 평가 - Historical PBR & ROE 점검



Target PBR Multiple 2.45x가 적절한 Valuation level인지 확인하기 위해 과거 동사의 ROE-PBR 상관성을 확인해보았다. 최근 6개년치의 데이터를 통해 회귀식을 세워본 결과, 동사의 '22E ROE에 적합한 PBR level은 2.52x 수준으로 Target으로 부여한 2.45x는 합리적인 Valuation range에 있다는 것을 파악할 수 있다. 또한 '20년 Market Risk로 가라앉은 PBR을 포함한 6개년 평균 PBR은 2.43x 수준인데, 이는 이례적으로 우호적인 전방과 탄탄한 내실을 쌓아 놓은 동사의 현재 Valuation이 저평가를 가리킴을 방증해주는 대목이다.

Valuation Wrap-up

요컨대 1) 전방을 공유한다는 점에서 글로벌 Peer들의 Valuation 수준을 점검하였고, 2) 이들 중 가장 높은 ROE를 시현하고 있어 peer 평균치를 차용하기 무리가 없으며, 3) Historical Valuation으로도 이 같은 사실이 교차검증되기 때문에 Target PBR Multiple 2.45x는 적절한 Valuation이라고 사료된다.

| Valuation - PBR Method (2022E) | |
|--------------------------------|---------------|
| 지배지분 기말자본 (단위: 백만 원) | 2,702,631 |
| 유통가능주식수 (단위: 주) | 196,000,000 |
| 2022E BPS (단위: 원) | 13,789 |
| Target TTM PBR Multiple | 2.45x |
| ROE (%) | 20.43% |
| 2022E 목표주가 (단위: 원) | 33,800 |
| Implied PER | 12.0x |
| 현재주가 (단위: 원) | 23,700 |
| 상승여력 | 43% |

이에 상기 논의를 종합한 최종 Valuation으로 2022E BPS 13,789원에 Trailing PBR Multiple 2.45x를 적용한 '22년 말 목표주가 33,800원, 상승여력 43%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

Ref) 동사 Trailing PBR 밴드 (출처: 동사 사업보고서, 한국거래소)



Appendix

5.1. 동사 연결현금흐름표

| 동사 연결현금흐름표 | | | |
|-----------------------|-----------------|---------------|-----------------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 |
| 영업활동현금흐름 | 784,124 | 44,369 | 739,825 |
| 영업에서 창출된 현금흐름 | 840,084 | 87,688 | 805,796 |
| 당기순이익 | 323,810 | 252,136 | 351,071 |
| 조정 | 148,509 | 208,361 | 288,960 |
| 순운전자본의 변동 | 367,765 | -372,808 | 165,765 |
| 이자의 수취 | 8,572 | 10,602 | 8,379 |
| 이자의 지급 | -16,574 | -7,968 | -5,256 |
| 배당금 수익 | 3,025 | 3,477 | 3,134 |
| 법인세 부담액 | -50,983 | -49,431 | -72,227 |
| 투자활동현금흐름 | -147,211 | 73,420 | -201,253 |
| 유형자산의 처분 | 3,360 | 949 | 1,107 |
| 무형자산의 처분 | 336 | 22 | 2 |
| 단기금융상품의 순증감 | -98,594 | 97,697 | -143,526 |
| 상각후원가측정금융자산의 회수 | 149 | 94 | 32 |
| 단기대여금의 감소 | 8,179 | 18,182 | 6,693 |
| 단기대여금의 증가 | -16,285 | -4,800 | -6,000 |
| 종속기업및관계기업투자주식의 취득 | -8,519 | - | - |
| 기타포괄-공정가치 측정 금융자산의 처분 | 1 | - | - |
| 기타비유동자산의 감소 | 26 | 2 | 36 |
| 기타비유동자산의 증가 | -5,910 | -56 | -639 |
| 상각후원가측정금융자산의 취득 | -366 | -76 | -269 |
| 유형자산의 취득 | -19,603 | -23,440 | -29,754 |
| 무형자산의 취득 | -11,042 | -13,687 | -27,952 |
| 보증금의 감소 | 11,916 | 5,269 | 7,536 |
| 보증금의 증가 | -10,858 | -6,736 | -8,520 |
| 재무활동현금흐름 | -422,260 | 70,431 | -208,204 |
| 유동성사채의 상환 | -80,000 | - | - |
| 단기차입부채의 순증감 | -298,595 | 84,374 | -196,746 |
| 리스부채의 감소 | -6,874 | -13,563 | -11,501 |
| 비지배지분 추가취득 | -22 | - | - |
| 유동성장기차입금의 상환 | -39,000 | - | - |
| 임대보증금의 증가 | - | 31 | 55 |
| 임대보증금의 감소 | -193 | -411 | -11 |
| 차입금관련 파생상품의 변동 | 2,424 | - | - |
| 현금및현금성자산에 대한 환율변동효과 | 5,498 | -29,740 | 59,951 |
| 현금및현금성자산의 증감 | 220,152 | 158,479 | 390,319 |
| 기초의 현금및현금성자산 | 369,360 | 589,512 | 747,991 |
| 기말의 현금및현금성자산 | 589,512 | 747,991 | 1,138,311 |

5.2. 동사 연결재무상태표

| 동사 연결재무상태표 | | | | | | | | |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|--|
| (단위: 백만 원) | | | | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021 | | 2019 | 2020 | 2021 | |
| 자산 | | | | 부채 | | | | |
| 유동자산 | 2,901,789 | 3,135,850 | 4,442,487 | 유동부채 | 2,977,490 | 2,961,081 | 3,852,685 | |
| 현금및현금성자산 | 589,512 | 747,991 | 1,138,311 | 매입채무 | 515,715 | 610,884 | 798,813 | |
| 단기금융상품 | 150,448 | 54,906 | 205,661 | 미지급금 | 210,877 | 257,147 | 251,003 | |
| 매출채권 | 1,214,760 | 1,126,115 | 1,798,881 | 단기차입금 | 148,179 | 232,553 | 40,849 | |
| 미청구공사 | 327,455 | 653,623 | 691,273 | 초과청구공사 | 1,652,815 | 1,382,581 | 1,990,815 | |
| 미수금 | 61,486 | 25,679 | 61,419 | 파생상품부채 | 32,347 | 5,330 | 13,061 | |
| 유동성 상각후원가 측정 금융자산 | 102 | 32 | 33 | 확정계약부채 | 673 | 1,631 | - | |
| 파생상품자산 | 6,414 | 13,803 | 4,212 | 예수금 | 164,182 | 177,329 | 199,948 | |
| 확정계약자산 | 16,099 | 4,998 | 10,076 | 미지급비용 | 104,812 | 112,424 | 147,205 | |
| 선급금 | 249,939 | 234,918 | 314,991 | 기타유동부채 | 119,690 | 168,524 | 355,772 | |
| 선급비용 | 74,268 | 64,726 | 55,570 | 당기법인세부채 | 28,200 | 12,679 | 55,220 | |
| 선급공사비 | 11,316 | 8,539 | 7,526 | 비유동부채 | 293,035 | 212,759 | 245,519 | |
| 단기대여금 | 33,013 | 23,363 | 29,391 | 파생상품부채 | 9,627 | 683 | 6,375 | |
| 기타유동자산 | 142,273 | 164,194 | 117,513 | 확정계약부채 | 1 | - | - | |
| 당기법인세자산 | 24,705 | 12,964 | 7,632 | 순확정급여부채 | 48,761 | 8,576 | 3,678 | |
| 비유동자산 | 1,663,923 | 1,619,726 | 1,616,235 | 기타비유동부채 | 209,081 | 189,417 | 210,933 | |
| 기타포괄손익-공정가치측정금융자산 | 31,196 | 30,773 | 30,824 | 이연법인세부채 | 25,565 | 14,082 | 24,533 | |
| 당기손익-공정가치측정금융자산 | 6,989 | 7,104 | 8,148 | 부채총계 | 3,270,526 | 3,173,840 | 4,098,205 | |
| 상각후원가 측정 금융자산 | 734 | 786 | 1,022 | | | | | |
| 파생상품자산 | 3,332 | 7,584 | 136 | | | | | |
| 확정계약자산 | 1,577 | 75 | 3,267 | | | | | |
| 관계기업 및 공동기업 투자 | 77,523 | 77,137 | 81,206 | | | | | |
| 순확정급여자산 | - | - | 13,521 | | | | | |
| 유형자산 | 428,011 | 438,293 | 446,787 | 자본 | | | | |
| 무형자산 | 35,689 | 35,289 | 56,478 | 지배기업 소유지분 | 1,315,162 | 1,600,698 | 2,002,308 | |
| 투자부동산 | 187,751 | 185,004 | 182,257 | 자본금 | 980,000 | 980,000 | 980,000 | |
| 보통주 | 115,691 | 142,093 | 149,678 | 이익잉여금(결손금) | 518,603 | 688,893 | 1,011,607 | |
| 장기선급비용 | 672 | 396 | 470 | 기타자본항목 | -183,441 | -68,195 | 10,701 | |
| 기타비유동자산 | 16,441 | 12,736 | 16,751 | 비지배지분 | -19,976 | -18,963 | -41,790 | |
| 이연법인세자산 | 758,316 | 682,457 | 625,690 | 자본총계 | 1,295,186 | 1,581,736 | 1,960,518 | |
| 자산총계 | 4,565,712 | 4,755,576 | 6,058,722 | 부채와 자본총계 | 4,565,712 | 4,755,576 | 6,058,722 | |

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.