COMPANY ANALYSIS

—

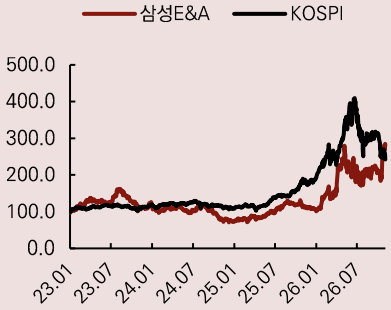
BUY

목표주가	87,000
현재주가	60,600
상승여력	43.6%

Stock Information

시가총액	118,776억원
발행주식수	19,600만주
유동주식비율	78.4%
52주 최고가	67,300원
52주 최저가	23,150원
외국인 지분율	41.8%
KOSPI	5,059.69
KOSDAQ	644.27

Price Trend



KUVIC Research Team 1

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 45기 Senior 정서윤
팀원 45기 Senior 박수홍
팀원 44기 Senior 박한동
팀원 43기 Senior 백서현
팀원 45기 Senior 윤지승
팀원 46기 Junior 권서영
팀원 46기 Junior 손승우
팀원 46기 Junior 정우석

Who We Are

KUVIC

삼성E&A (028050)

플랜에이는 이앤에이

투자의견 'Buy', 목표주가 '87,000원'

본 리서치 팀은 2027E BPS 기준 Historical P/B Valuation에 따라 **목표주가 87,000원, 상승여력 43.6%로 매수 의견**을 제시한다. 동사의 2028년 매출액과 영업이익은 각각 16조 732억원, 2조 1,315억원으로 전망한다.

투자포인트 1. 삼성의 CAPEX, E&A의 Backlog

삼성 그룹의 투자가 2026~2028년 착공 정점에 들어서면서, 연 2~4조원이던 동사의 그룹사 수주가 2027년 7.64조원, 2028년 8.26조원으로 늘어날 전망이다. 동사는 평택 P3·P4에서 3사 건설계약의 30% 내외를 맡아 왔으며, P4 계약은 변경계약을 거쳐 2.6조원에서 6.37조원으로 커졌다. 같은 구조가 이어지면 **P5 Fab2에만 약 7.4조원의 추가 수주 여력**이 남아 있다. 여기에 테일러와 바이오·전기 등 계열사 증설이 더해지면서 평택 외 수주 비중이 2027년 58%까지 확대돼, 특정 팹 일정에 따른 수주 변동성도 줄어든다.

투자포인트 2. 화공 EPC에서 LNG 액화 EPC로

건설 중인 액화 물량이 업계 시공 능력의 118%에 달하면서 메이저가 신규 안건을 JV로 나누기 시작했고, 2026년 JV 발주 비중은 72%까지 올랐다. 동사는 **멕시코 URSUS와 인도네시아 Abadi로 액화 시장에 진입**하고 있으며, 플랜트 원가의 18%에 불과한 액화 핵심 기술을 뺀 나머지 공정은 Fadhili 등에서 이미 대규모로 수행해 왔다. 본 리서치팀은 동사의 LNG 수주를 **URSUS 2.0조원, Abadi를 더하면 6.4조원으로 추정**하며 새로운 액화 시장 침투는 멀티플 재평가의 계기가 될 것으로 판단한다.

투자포인트 3. 덜 쓰고, 더 남기고, 자주 정산한다

3Q26 영업이익률 17.2%에 섞인 **초과이익의 상당 부분은 원가 절감에서 비롯된 반복 가능한 정산이익으로 판단한다.** 다시 나오기 어려운 안부 충당금 환입 약 1,000억원만 제외하면 영업이익률은 13.8%로, 회사가 제시한 13%대 중반과 비슷하다. 2025년 화공 부문은 계약금액이 836억원 늘어나는 동안 예정원가가 1,567억원 줄었고, 모듈화를 중심으로 2018년 대비 현장 작업을 39%, 공기를 17% 줄였다. 예비비와 발주처 사업비 절감에 따른 인센티브는 정산이익으로 돌아온다. 단계별로 정산이 발생하는 첨단·뉴에너지의 매출 비중이 2025년 43%에서 2026년 3분기 64%로 커져 정산 빈도도 높아지며, 2026년 2분기 기준 미인식 미래손익 5,396억원이 향후 이익을 뒷받침한다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	9,966.6	9,028.8	11,240.0	14,615.0	16,073.2
YoY (%)	*(6.2%)*	*(9.4%)*	*24.5%*	*30.0%*	*10.0%*
영업이익 (십억원)	971.6	792.1	1,401.2	1,884.2	2,131.5
YoY (%)	*(2.2%)*	*(18.5%)*	*76.9%*	*34.5%*	*13.1%*
영업이익률 (%)	9.7%	8.8%	12.5%	12.9%	13.3%
당기순이익 (십억원)	638.7	648.3	872.8	1,381.5	1,575.8
EPS (원)	3,259	3,308	4,453	7,048	8,040
P/E (배)	–	–	13.6	8.6	7.5

자료: K-IFRS 연결 기준, KUVIC Research 1팀 추정

CONTENTS

Summary 3

산업분석 4

기업분석 8

투자포인트 12

Point 1. 삼성의 CAPEX, E&A의 Backlog

Point 2. 화공 EPC에서 LNG 액화 EPC로

Point 3. 덜 쓰고, 더 남기고, 더 자주 정산한다

투자리스크 18

밸류에이션 19

Summary

표 1. 삼성E&A 손익계산서 요약 (Base)

(단위: 십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	**10,625**	**9,967**	**9,029**	**11,240**	**14,615**	**16,073**
매출원가	9,174	8,457	7,695	9,276	12,122	13,281
매출총이익	**1,451**	**1,509**	**1,334**	**1,964**	**2,493**	**2,793**
GPM	13.7%	15.1%	14.8%	17.5%	17.1%	17.4%
판매비와관리비	458	538	542	563	609	661
영업이익	**993**	**972**	**792**	**1,401**	**1,884**	**2,132**
OPM	9.3%	9.7%	8.8%	12.5%	12.9%	13.3%
영업외손익	(61)	(68)	38	(227)	(26)	(12)
법인세비용차감전순이익	933	904	830	1,174	1,858	2,120
법인세비용	237	265	182	301	477	544
유효세율	25.4%	29.3%	21.9%	25.7%	25.7%	25.7%
당기순이익	**696**	**639**	**648**	**873**	**1,381**	**1,576**
NPM	6.5%	6.4%	7.2%	7.8%	9.5%	9.8%

자료: 삼성E&A, KUVIC 리서치 1팀 추정

표 2. 시나리오별 매출 및 신규 수주 추정

(단위: 십억원)	2024A	2025A	2026E			2027E			2028E		
			Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
매출액	**9,967**	**9,029**	**10,984**	**11,240**	**11,469**	**13,012**	**14,615**	**16,142**	**13,919**	**16,073**	**19,713**
YoY	*(6.2%)*	*(9.4%)*	*21.7%*	*24.5%*	*27.0%*	*18.5%*	*30.0%*	*40.7%*	*7.0%*	*10.0%*	*22.1%*
첨단산업	4,594	2,531	3,748	3,950	4,101	5,444	6,667	6,875	5,627	7,286	8,710
화공	4,564	5,151	4,448	4,502	4,580	4,547	4,927	5,981	4,979	5,474	6,874
뉴에너지	809	1,346	2,788	2,788	2,788	3,021	3,021	3,286	3,313	3,313	4,129
신규 수주	**14,415**	**6,357**	**17,055**	**17,055**	**22,104**	**15,341**	**20,055**	**24,813**	**21,336**	**20,073**	**18,201**
첨단산업	3,747	2,661	6,256	6,256	6,256	3,870	7,639	11,201	11,593	8,264	6,392
화공	8,375	258	8,333	8,333	13,382	6,534	7,479	4,264	5,050	7,115	7,115
뉴에너지	2,294	3,438	2,466	2,466	2,466	4,937	4,937	9,348	4,694	4,694	4,694

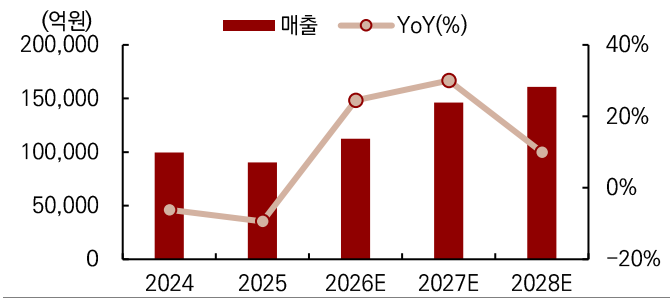
자료: 삼성E&A, KUVIC 리서치 1팀 추정

표 3. 목표주가 산정 요약

구분	내용	비고
2027E BPS	32,144원	자사주 소각 후 유통주식 기준
Target P/B	2.7배	2021년 리레이팅 국면 범위 상단
목표주가	**87,000원**	
현재주가	60,600원	2026년 11월 6일 종가
상승여력	43.6%	

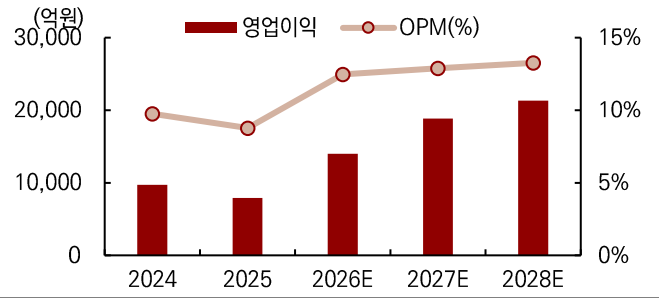
자료: DART, KUVIC 리서치 1팀

그림 1. 매출액 추이 및 전망 (Base)



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 2. 영업이익 추이 및 전망 (Base)



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

산업분석

수주잔고가 곧 매출이 된다, EPC 산업

EPC 산업은 수주가 향후 매출을 직관적으로 보여준다

EPC는 설계(Engineering)·조달(Procurement)·시공(Construction)의 약자로, 발주처가 공장을 지을 때 도면 작성부터 기자재 구매, 현장 시공까지를 한 회사에 묶어 맡기는 사업이다. EPC사의 일감은 발주처의 설비투자에서 나오고 프로젝트마다 계약을 따내야 생기므로, 정해진 제품을 만들어 파는 제조업과 달리 **수주산업으로 분류**된다. EPC 계약을 맺으면 계약금액이 수주로 잡히지만, **매출은 공사 기간에 걸쳐 투입한 원가의 비율만큼 나눠 인식되고, 아직 매출이 되지 않은 금액은 수주잔고로 남는다. 따라서 수주와 수주잔고는 향후 몇 년간의 매출을 미리 보여주는 선행지표다.**

그림 1. EPC 밸류체인



자료: KUVIC 리서치 1팀

모든 수주가 항상 이익을 뜻하진 않는다

다만 **수주가 많다고 이익이 따라오지는 않는다.** 공사비가 예상보다 늘었을 때 그 부담을 누가 지는지가 계약 방식에 따라 달라지기 때문이다. 총액확정(LSTK, Lump Sum Turn-Key) 계약은 정해진 금액으로 공사를 끝내야 해 원가 초과분을 대부분 EPC사가 떠안고, 실비정산 계약은 실제 든 비용을 발주처가 보전해 초과 위험을 발주처가 진다. **결국 EPC사의 이익은 수주의 양보다 어떤 조건으로 얼마에 따냈는지, 즉 수주의 질이 결정**한다.

저가수주가 남긴 기준, 물량보다 조건

한국 EPC 업계는 과거 저가수주의 대가를 치렀다. 2009년 국내 건설사는 중동 에너지 EPC 점유율 50%로 1위에 올랐고, 2010년 해외수주는 역대 최대인 716억달러를 기록했다. 그러나 과당경쟁에 따른 원가율 상승으로 2013년 삼성엔지니어링과 GS건설은 각각 1조280억원, 9,373억원의 영업손실을 냈다. 이를 계기로 업계는 **2015년 하반기부터 수주 규모보다 수익성을 우선하는 선별 수주로 전환했다.**

결국 EPC 업황은 발주처의 설비투자가 어디로 향하느냐에 달려 있다. 2010년대 초 중동 화공 발주가 고유가로 쌓인 산유국의 재정을 따라 움직였다면, 지금의 사이클은 두 방향에서 이끈다. 하나는 AI가 촉발한 메모리 공급부족으로 다시 열린 첨단산업 설비투자이고, 다른 하나는 전쟁과 공급 차질로 에너지 투자의 기준이 비용에서 공급 안정으로 바뀌며 늘어나는 LNG·가스 투자다.

공급부족에서 증설로, AI가 다시 여는 팹 건설 사이클

메모리: 다시 열린 팹 투자와 커지는 건설 몫

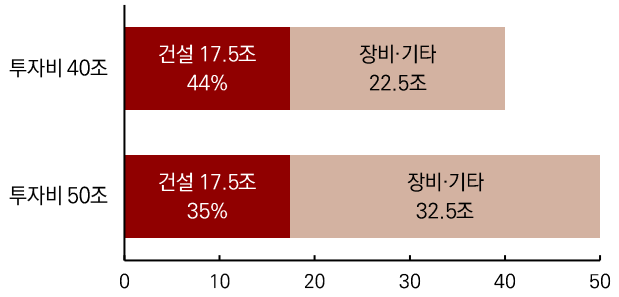
메모리 공급부족이 다시 연 투자 사이클

AI 확산이 촉발한 메모리 공급부족이 설비투자 사이클을 다시 열었다. 삼성전자는 2026년 3분기 실적 발표에서 향후에도 메모리 수요가 공급을 웃돌 것으로 보고, **투자 방향을 "신규 팹 등의 인프라"로 제시했다. DS부문 시설투자는 2026년 76.8조원으로 2021~2025년 평균의 1.6배이며, 국내 메모리 2사의 합산 CAPEX는 2027년 155조원을 넘을 전망이다.**

이 투자에서 건설사의 몫은 클린룸과 유틸리티다. 팹 투자비에서 가장 큰 비중은 장비지만, 클린룸 건물과 전력·용수·가스·배기를 공급하는 유틸리티를 합한 건설 투자도 25~35%에 이른다. 실제로 평택 P3에

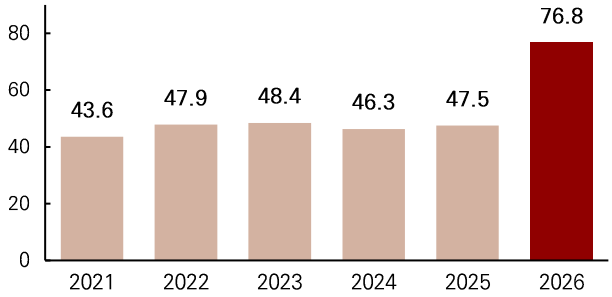
서 삼성물산·삼성E&A·삼성중공업이 공시한 건설 계약은 약 17.5조원으로, 추정 투자비의 35~44%에 달했다. **팹은 건물과 클린룸이 완성돼야 장비를 반입할 수 있어, 건설 투자는 가동보다 1.5~2년 먼저 집행된다.**

그림 2. 평택 P3 투자비 중 건설 계약 (단위: 조원)



자료: DART, KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 3. 삼성전자 DS부문 시설투자 추이 (단위: 조원)



자료: 삼성전자, KUVIC 리서치 1팀

삼성 그룹의 2,655조원, 어디에 언제 쓰이나

메모리 투자 사이클의 최대 발주처는 삼성 그룹이다. 삼성은 2026년 6월 29일 국내에 2,655조원을 투자하겠다고 발표했고, 이 중 76%인 2,030조원이 평택·용인 반도체 클러스터에 배정됐다.

착공은 2026~2028년에 집중

착공은 2026~2028년에 몰려 있다. 평택 P5 Fab2와 온양 HBM 팹, 미국 테일러 2공장이 2026년 하반기에 착공하고, 용인 국가산단 1기 팹은 2028년 착공해 2029년 10월 가동을 목표로 한다. 디스플레이·전기·바이오의 증설도 같은 시기에 겹친다.

신규 부지라는 점은 유틸리티 수요를 한층 키운다. 기존 단지에 팹을 더하는 평택과 달리 용인과 호남은 전력·용수 기반부터 새로 갖춰야 한다. 건설이 가동보다 1.5~2년 앞서는 점을 고려하면 삼성 그룹 건설 발주의 정점은 2026~2028년이다.

표 1. 삼성 그룹 주요 증설 일정 (2026~2030년)

계열사	프로젝트	투자 규모	1H26	2H26	1H27	2H27	2028	2029	2030~
삼성전자	평택 P5 Fab1	60~80조					가동		
	평택 P5 Fab2	60~80조		착공				가동	
	용인 1기 팹	360조		부지조성			착공	가동	
	기흥 R&D	20조	착공	골조					
	온양 HBM	56조		착공					
	테일러 2공장	1공장 1.5배		착공					양산
	호남 팹 2기	400조		후보지					완공
삼성디스플레이	아산 2단지	67조					구축		
삼성전기	세종 FC-BGA	4.27조		투자			양산		
삼성바이오	6~8공장	18만ℓ		착공					완공

자료: 삼성전자, 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

경제성에서 공급안정성으로, 에너지안보가 여는 EPC 발주 사이클

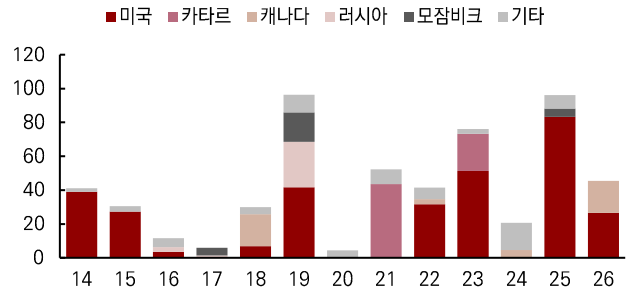
수입국: 역대 최대 수준으로 늘어난 LNG FID

러시아·우크라이나 전쟁과 호르무즈 해협의 공급 차질로 에너지 투자의 기준이 가장 저렴한 공급원을 선택하는 것에서 복수의 공급국과 운송경로를 확보하는 방향으로 변화하고 있다. 수입국은 공급국과 운송경로를 바꿀 수 있는 LNG로 조달처를 늘리고 있다. IEA 기준 2025년 FID를 통과한 LNG 액화능력은 96.2bcm/년으로 역대 최대였던 2019년의 96.3bcm/년과 같은 수준이었고, 같은 해 새로 가동된 능력인 28.0bcm/년의 3.4배였다. 2026년에도 1~10월에만 45.5bcm/년이 FID를 통과했다.

2025년 FID, 2019년 수준의 역대 최대 가동 정점은 이미 확보된 공사물량

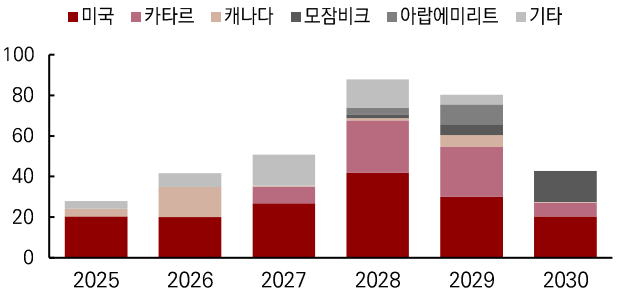
LNG 사업비는 FID 2~3년 뒤 정점에 이른다. FID를 마친 프로젝트만으로 2025~2030년 330bcm/년 이상의 액화능력이 새로 가동되며, 연간 신규 가동은 2028년 87.7bcm/년으로 정점을 찍는다. 액화설비는 준공 수년 전부터 설계·조달·모듈 제작·시공이 진행되므로, 이 정점은 2027~2029년의 EPC 공사물량이 이미 확보돼 있다는 뜻이다.

그림 4. 연도별·국가별 LNG 액화능력 FID 추이 (단위: bcm/년)



자료: IEA, KUVIC 리서치 1팀

그림 5. FID 완료 프로젝트의 신규 가동능력 (단위: bcm/년)



자료: IEA, KUVIC 리서치 1팀

산유국: 원유에서 가스로 넓어지는 공급망

산유국은 늘어나는 전력·담수·산업 수요를 자국 가스로 충당해 원유 수출 여력을 지키려 한다. 원유 생산량에 묶인 수반가스 대신 Jafurah 같은 비수반가스전을 개발하고 있으며, 아람코는 2030년 판매가스 생산능력 증가 목표를 2021년 대비 60% 이상에서 약 80%로 높였다. 가스 발전은 석유보다 연료비가 약 85% 낮아, 중동·북아프리카의 가스처리 설비 발주는 2027년 약 218억달러로 늘어날 전망이다.

가스전 개발은 가스처리·NGL 분리·수송을 거쳐 다운스트림으로 이어진다. Jafurah 2단계와 Fadhili 증설이 2027년, Master Gas System 3단계인 하루 31.5억 입방피트 증설 계획이 2028년 완공되면 다운스트림이 쓸 원료의 양과 시점이 정해진다. 따라서 석유화학·비료 발주는 미드스트림 완공을 기다리지 않고 건설과 함께 진행될 수 있다.

표 2. Jafurah 가스전으로 본 산유국 가스 전환의 밸류체인

산출물	Jafurah 2030년 생산 계획	주요 용도	동반 발주되는 설비
판매가스	하루 20억입방피트	발전·산업용 연료, 원유 대체	가스처리시설, 압축설비, Master Gas System 파이프라인
에탄	하루 4억2,000만입방피트	에틸렌·폴리에틸렌 원료	에탄 회수시설, 에틸렌 크래커
NGL·콘덴세이트	하루 약 63만배럴	석유화학 원료, 수출제품	NGL 분리·분별시설, 저장·출하설비

자료: Saudi Aramco, KUVIC 리서치 1팀

청정연료: 가스 공급망의 다음 단계

규제가 만드는 저탄소 연료 수요

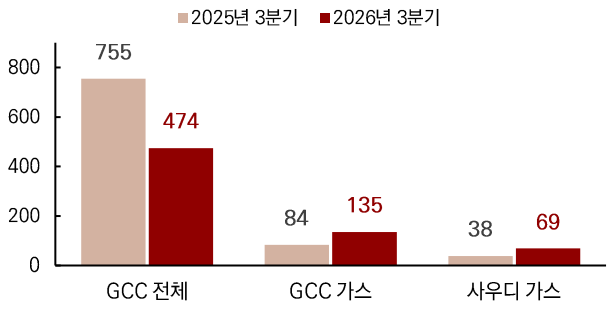
산유국의 가스 전환은 저탄소 연료로 이어진다. 가스에서 뽑은 수소를 암모니아·메탄올로 바꾸면 운송이 쉬워 새 수출품이 되고, 수요는 규제가 만든다. IMO는 2030년까지 해운 에너지의 5% 이상을 무탄소 연료로, EU는 항공유의 SAF 혼합 비율을 2030년 6%, 2050년 70%로 높인다. **반응·분리 공정이 석유화학과 비슷해 이 발주는 화공 EPC의 일감이 된다.**

실제 발주도 가스 공급망 쪽으로 쏠렸다. 2026년 3분기 GCC 전체 발주액은 37.2% 줄었지만 가스 부문은 59.9% 늘었고, 화학 부문은 대형 비료 프로젝트에 힘입어 약 5배가 됐다. 1~3분기 누적 발주액도 전년 동기 대비 2.5% 늘었다.

복구 비용의 88%가 EPC 몫

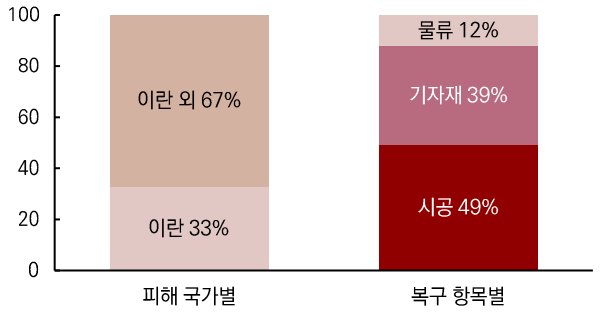
여기에 전쟁으로 훼손된 에너지 시설의 복구 수요가 더해진다. Rystad Energy는 중동 전쟁으로 손상된 에너지 시설의 복구 비용을 최소 250억달러에서 최대 580억달러로 추산하며, 이 중 이란이 190억달러, 이란 외 국가가 390억달러다. 복구비의 49%는 시공, 39%는 기자재로 EPC가 맡는 몫이 88%에 이르고, 국가 인프라 전반을 다시 짓는 중장기 수요도 약 2,700억달러로 예상된다. **중동 에너지 발주의 기준은 유가에서 공급망 안정으로 옮겨가고 있다.**

그림 6. GCC 프로젝트 발주액 변화 (단위: 억달러)



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 7. 중동 에너지 시설 복구 비용 구성 (단위: %)



자료: Rystad Energy, KUVIC 리서치 1팀

두 사이클이 겹치는 2027~2028년, 일감을 고르는 EPC

두 사이클의 공사 정점이 겹친다

두 사이클의 공사 정점은 2027~2028년에 겹친다. 삼성 그룹의 건설 발주는 2026~2028년에, LNG 액화설비의 공사물량은 2027~2029년에 정점을 맞고, 중동 가스 설비도 2027~2028년 완공을 앞두고 있다. 반면 EPC사의 수행 여력은 짧은 기간에 늘리기 어렵다. EPC는 설계 인력과 현장 숙련공, 납기가 긴 기자재를 프로젝트마다 새로 확보해야 하기 때문이다.

발주처가 고르던 시장에서 EPC가 고르는 시장으로

일감이 수행 여력을 웃돌면 협상력은 발주처에서 EPC사로 넘어간다. 미국 Fluor는 2025년 말 수주잔고 중 실비정산 계약 비중을 81%까지 높였다. 저가수주로 손실을 겪은 뒤 선별 수주를 기준으로 삼아 온 한국 EPC에게도 이번 사이클은 물량과 조건을 함께 고를 수 있는 국면이다.

좋아진 조건은 2~3년 뒤 이익으로

조건이 좋아진 수주는 시차를 두고 이익으로 나타난다. EPC사의 손익은 공사 진행률에 따라 수년에 걸쳐 인식되기 때문에, 수주 시점의 계약 조건이 실적에 반영되기까지 2~3년이 걸린다. 같은 원리로 일감을 골라 받을 수 있는 2026~2028년의 수주는 2028년 이후 업계 이익률을 끌어올리는 방향으로 작용할 것이다.

기업분석

회사 개요 및 사업구조

사업은 화공·첨단산업·뉴에너지 세 부문으로 나뉜다. 화공은 아람코·SABIC·ADNOC 등 중동 국영 석유·화학사의 가스처리와 석유화학 플랜트가 중심이다. 첨단산업은 삼성 계열사의 공장을 짓는다. 삼성전자 팹에서는 삼성물산과 나눠 맡아 동사가 클린룸, 유틸리티, 변전소, 부속동 등을 담당한다. 삼성전기·삼성SDI·삼성바이오로직스 공장은 동사가 전체를 수행한다.

뉴에너지는 청정에너지에서 지역별 첫 실적을 확보했다. 메탄올·암모니아·SAF는 공정 구조가 석유화학과 비슷해 동사의 화공 역량을 그대로 쓸 수 있다. UAE Taziz 메탄올, 말레이시아 Phoenix SAF, 미국 Wabash 저탄소 암모니아를 연이어 따내며 중동·동남아·미국에서 각각 실적을 하나씩 확보했다. LNG는 멕시코 URSUS와 FEED·EPC 프레임워크 계약을 맺었고, 인도네시아 Abadi에서는 육상 LNG FEED를 수행하고 있다.

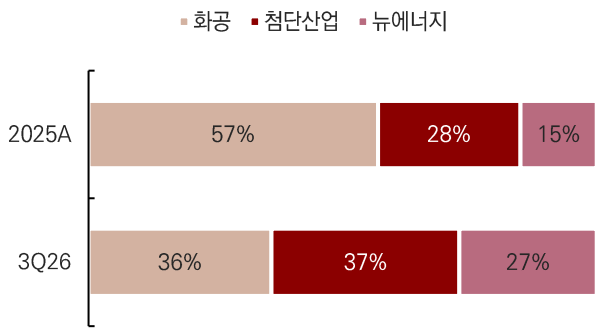
표 3. 사업부별 주요 사업과 고객

사업부	주요 사업	주요 고객	대표 프로젝트
화공	가스처리(미드스트림), 정유·석화·비료(다운스트림)	아람코·SABIC·ADNOC	파딜리 가스(60억 달러), SAN-7(35억 달러)
첨단산업	반도체·바이오·전자부품 공장	삼성 계열사	평택 P4·P5
뉴에너지	LNG·청정에너지·수처리	중동·북미·동남아	UAE Taziz 메탄올, 미국 Wabash 저탄소 암모니아, 사우디 Zuluf 수처리

자료: 삼성E&A, KUVIC 리서치 1팀

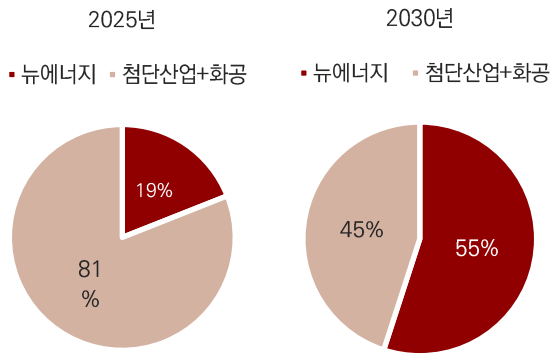
현재 매출의 비중은 첨단산업이 점차 높아지는 추세이다. 평택 P4·P5 공사가 본격화하면서 3분기 첨단산업 매출이 1조705억원으로 화공을 넘어섰고, 뉴에너지도 2025년 전후 수주한 메탄올·SAF·암모니아 공사가 매출로 잡히기 시작하며 비중이 15%에서 27%로 커졌다. **동사는 뉴에너지 세전이익 비중을 2030년 55%까지 높이는 목표를 제시했다.**

그림 8. 사업부별 매출 비중 변화



자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 9. 뉴에너지 세전이익 비중 목표



자료: KUVIC 리서치 1팀

사서 짓고, 맡겨서 짓는다

공장 없는 제조업
생산설비 없이
설계·구매·시공관리를
한다. 원가의 4분의
3이 기자재와 하도급
시공비

원가의 4분의 3은 기자재와 하도급 시공비다. 동사는 생산설비 없이 설계·조달·시공관리를 하는 턴키 구조여서, 사업보고서에도 주요 원재료 현황을 알 수 없다. 2025년 비용 8.24조원 중 기자재 구매비와 하도급 시공비를 묶은 자재비 및 외주비가 73.6%인 6.06조원, 자사 인건비가 14.5% 1.20조원이다. 원자재 가격은 기자재·하도급 단가를 거쳐 간접적으로 원가에 반영된다.

기자재는 국내외 전문업체에서 프로젝트별로 조달한다. 압축기 같은 회전기기와 특수밸브는 소수 글로벌 제조사의 품목이고, 에어쿨러·수처리 패키지·모듈 등은 국내 중견사가 공급한다. 계약은 건당 수백억원으로 연 6조원의 자재비 및 외주비에 비해 작아, 특정 공급사가 원가를 좌우하지 않는다.

조달은 분산
기자재 계약은 건당
수백억원 규모. 특정
공급사가 원가를
좌우하지 않는다.

현장 시공 인력은 하도급 체인에서 나온다. 2025년 말 직원은 5,249명이고 소속 외 근로자는 13,273명이다. 동사는 설계·구매·공정·안전관리를 맡고 시공은 공종별로 하도급한다. 현장 노무비는 하도급 단가에 포함돼 자재비 및 외주비로 잡히므로, 인건비 14.5%에는 현장 기능공 임금이 없다. 인력을 직접 고용하지 않아 일감이 줄어도 고정비 부담이 작고, 수주가 늘면 하도급 체인을 통해 인력을 빠르게 늘릴 수 있다.

반복되는 수주, 늘어나는 수주

미드스트림과 다운스트림을 아우르는 EPC

가스 발전은 1MWh당 27달러로, 석유보다 연료비가 약 85% 낮고 효율은 두 배다. 따라서 유류 발전으로는 적자를 보는 GCC에게 가스 전환은 불가피하다. 중동·북아프리카에서 늘어난 전력 수요를 감당하기 위해 **가스를 처리하는 미드스트림 설비가 2027E 약 218억 달러로 증가하며, 여기서 분리한 에탄으로 에틸렌을 만드는 다운스트림 발주까지 뒤따른다.**

동사는 이 앞단과 뒷단을 모두 수행해 본 몇 안 되는 EPC다. 미드스트림에서는 Aramco의 Jafurah 가스처리(2021년)와 Fadhili 가스 증설(2024년, 총 61억 달러)을, 다운스트림에서는 카타르 Ras Laffan 석유화학(2022년, 49억 달러)과 사우디 SAN-7 암모니아·요소(2026년, 35억 달러)를 수주했다.

발주처는 이 수행력을 다시 일감으로 돌려주고 있다. QatarEnergy는 RLP에 이어 RLP 2(2026년, 2.2조 원)를 맡겼고, SABIC은 EO/EG에 이어 SAN-7을 맡겼으며, Aramco 계열에서는 Khafji 가스, QatarEnergy에서는 Urea가 후속 안건으로 대기 중이다. 같은 고객이 같은 회사를 반복해서 찾는다는 것은 동사가 공기와 예산을 지켜 왔다는 증거다.

표 4. 발주처별 수행 이력과 후속 안건

발주처	구분	프로젝트	수주 연도	금액(단위:백만 달러)
Aramco	미드스트림(가스)	HUGRS	2020	238
Aramco	미드스트림(가스)	Jafurah GPF	2021	1,268
Aramco	미드스트림(가스)	Fadhili GIP	2024	1,906
Aramco	미드스트림(가스)	Fadhili FGIP Pkg.4	2024	4,196
Aramco (AGOC)	후속 안건	Khafji Gas Pkg 1&2	파이프라인	2,000
SABIC	다운스트림(석화)	SABIC EO/EG	2019	75
SABIC AN	다운스트림(비료)	SAN-7 암모니아·요소	2026	3,500
QatarEnergy	다운스트림(석화)	Ras Laffan 석화	2022	4,904
QatarEnergy	다운스트림(석화)	RLP Ethylene Storage	2024	215
QatarEnergy	다운스트림(석화)	RLP 2	2026	2.2조원
QatarEnergy	후속 안건	카타르 Urea	파이프라인	2,500

자료: 언론종합, KUVIC 리서치 1팀

확대되는 파이프라인, 신규 수주가 보인다

중동 화공 투자는 고유가로 인한 투자에서 에너지 안보를 위한 공급망 방어로 넓어지고 있다. Rystad Energy에 따르면 **중동 전쟁으로 인해 손상된 에너지 시설 복구 비용은 최소 250억 달러에서 최대 580억 달러로 추산**되며, 국가별 피해 규모는 이란이 190억달러, 이란 외 국가들이 390억달러에 달한다. 복구 단기 긴급 수요뿐 아니라 국가 인프라 전반의 전면 재구축 약 2,700억 달러 규모의 중장기 수요가 있을 것으로 예측된다. **복구비는 시공(E&C) 49%, 기자재 39%, 물류 및 운영 12%로 나뉘며, EPC는 복구비용의 88%을 차지**한다.

긴급 복구가 필요한 재건 사업은 원시공자가 압도적으로 유리하다. 한국 건설사는 2009년 중동 에너지 EPC 점유율 50%으로 1위를 기록한 바 있으며, 특히 동사의 경우 과거 주요 에너지 시설을 수행한 경험을 보유하고 있다.

표 5. 한국 기업의 훼손된 중동 시설 복구 사례

산업 분류	시설명	국가	피해 내용	시공 담당 기업
정유	Ruwais Refinery	UAE	화재 발생	삼성E&A, GS건설, 대우건설
정유	Ras Tanura	사우디	드론 공격 피해	DL이앤씨
정유	Bapco	바레인	FM	삼성E&A
정유	KNPC CFP(Mina Al-Ahmadi, Mina Abdullah)	쿠웨이트	시설 피해	GS건설, 대우건설, 삼성E&A
가스	Ras Laffan LNG	카타르	미사일, FM	삼성E&A
가스	Habshan	UAE	가스 중단	현대건설
가스	Shah	UAE	화재	삼성E&A
가스	South Pars	이란	생산 중단	현대건설
유전	Shaybah	사우디	반복 피해	삼성E&A
항만	Yanbu	사우디	-	삼성E&A
항만	Sohar	오만	중단(이후 재가동)	DL이앤씨

자료: KUVIC 리서치 1팀

에너지 수입국과 수출국이 동시에 자국 생산 능력을 늘리려 하고 있고, 특히 중동 원유의 운송비가 오르면서 북미·중남미의 원유·LNG 수출 유인이 커졌다. **CIS·중남미·북미의 플랜트 투자가 이제 막 가속되기 시작한 만큼, 파이프라인은 줄어드는 국면이 아니라 늘어나는 국면으로 판단**한다. 아직 동사의 화공 파이프라인이 중동 중심(50% 이상)인 것을 감안했을 때, 산업의 증설이 중동 밖에서 증가하고 있다는 점은 화공 파이프라인이 확장될 여지가 있다고 해석된다.

화공·뉴에너지 파이프라인은 246억 달러(약 32조 원)다. 연 7조원 가량의 하이테크 수주를 더하고 앞서 언급한 파이프라인이 2년 안에 수주로 전부 전환된다고 가정하면 2027~2028년 매년 23조 원까지 신규 수주가 발생할 수 있다. **이에 본 리서치팀은 프로젝트별 수주 금액에 대한 기대값을 바탕으로 동사의 전사 신규수주를 Base Case 기준 2027년 20.1조 원, 2028년 20.1조 원으로 추정한다.**

강도높은 주주환원

배당 재개에 자사주 소각까지 더해지며 주주환원이 강화되고 있다. 동사는 2024년 12년 만에 주당 660원 배당을 재개하고, 2025년에는 790원으로 확대했다. 이번 자사주 취득 규모 7,800억원은 발표 직전 20거래일 평균 거래대금 약 765억원의 10배를 웃도는 수준으로, 취득 기간(10/23~1/22) 동안 균등 매수를 가정하면 일평균 약 124억원, 평소 거래대금의 약 16%에 해당하는 수급이 꾸준히 유입되는 셈이다. 3개년 주주환원 정책의 실행력과 함께 단기 수급 측면의 하방 지지력도 부각되고 있다.

투자포인트

Point 1. 삼성의 CAPEX, E&A의 Backlog

그룹 투자 확대의 직접 수혜

그룹 CAPEX 확대, 동사의 수주 기회로

삼성그룹의 설비투자 확대는 동사의 신규수주 증가로 이어질 전망이다. 앞서 산업분석에서 살펴본 바와 같이, 삼성그룹의 주요 투자 프로젝트는 2026~2028년 건설 발주가 집중되는 국면에 진입했다. 동사는 삼성전자 팹의 유틸리티·지원시설뿐 아니라 삼성전기·삼성바이오로직스의 생산시설 EPC를 수행해 왔다. 이러한 사업 경험은 그룹의 설비투자 확대가 동사의 신규수주 증가로 이어질 수 있음을 뒷받침한다.

일회성 수주가 아닌 지속적인 수주 확대

이러한 수혜는 이미 가시화되고 있다. 평택 P5 공사 일정이 앞당겨지면서 동사의 2026년 그룹사 신규 수주 전망이 기존 3조원에서 7조원으로 상향됐기 때문이다. **관건은 'P5 착공으로 확대된 수주 규모가 향후에도 유지될 수 있는가'이다.** 본 리서치팀은 평택 후속 팹의 추가 발주에 신규 생산 거점과 계열사 증설이 더해지면서 그룹 첨단산업 신규수주가 2027년 7.64조원, 2028년 8.26조원에 달할 것으로 추정한다. 과거 연간 2~4조원 수준이던 그룹사 수주가 7~8조원대로 높아질 것으로 판단하는 **근거는 기존 공종의 반복 수주와 신규 투자처로의 사업 영역 확대에 있다.**

P5 후속 발주가 평택 수주를 잇는다

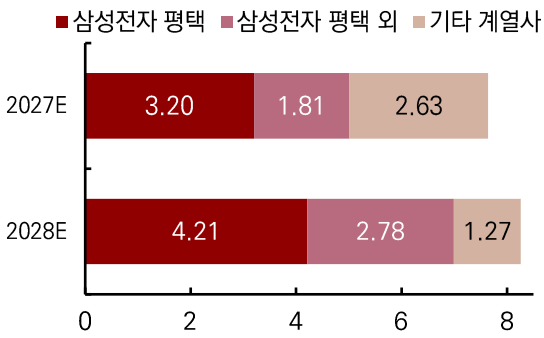
반복된 공종 분담, 수주 지속성의 근거

평택 수주의 지속성을 뒷받침하는 것은 후속 팹에서도 반복될 수 있는 동사의 공사 영역이다. 삼성전자 팹 건설에서는 삼성물산·삼성중공업이 주요 건축공사를, 동사가 그린동·변전소·유틸리티·초순수 관련 공사를 담당하는 역할 구분이 이어져 왔다. 실제 P3·P4에서 동사의 3사 건설 계약 점유율은 모두 30% 내외로 유사했다. 이는 동사의 수주가 특정 팹에 한정된 일회성 계약이 아니라, **후속 팹에서도 반복적으로 발생할 수 있는 공종별 수요에 기반하고 있음을 보여준다.**

착공 이후에도 이어지는 후속 발주

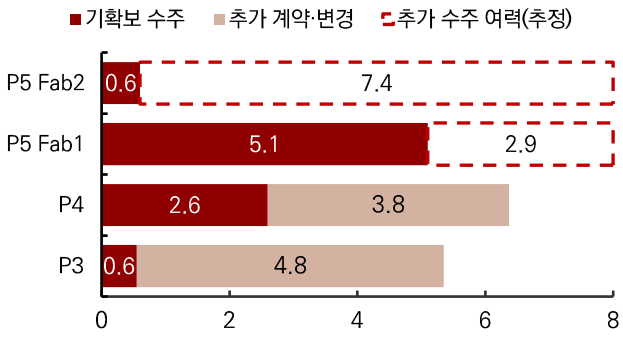
여기에 공사 진행에 따른 추가 발주가 더해진다. 팹 건설은 착공 이후 후속 공종이 순차적으로 발주되고 기존 계약의 범위도 확대되는 구조다. 실제 P4에서 동사의 계약 규모는 최초 2.6조원에서 추가 발주와 변경계약을 거쳐 6.37조원으로 증가했다. P5 역시 초기 골조공사 계약 이후 수주 규모가 확대되며 유사한 흐름을 보이고 있다. 따라서 현재까지 확보한 계약액만으로 최종 수주 규모를 판단하기는 어렵다. **기존 공종을 후속 팹에서도 확보하고 공사 진행에 따라 추가 계약을 수주하는 구조가 평택 수주의 지속성을 뒷받침한다.**

그림 11. 그룹 첨단산업 신규수주 구성 (단위: 조원)



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 12. 평택 팹별 계약 확대와 P5 후속 수주 여력 (단위: 조원)



자료: DART, 삼성전자, 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀 추정

P5 Fab2, 아직 남아 있는 대규모 발주 여력

이러한 수주 구조를 고려할 때 향후 평택 수주를 이어갈 핵심 프로젝트는 P5 Fab2다. 본 리서치팀은 과거 팹의 공사 분담 실적과 회사 설명을 바탕으로 동사의 총수주 가능액을 약 8조원으로 추정한다. 반면 현재까지 Fab2에 귀속된 것으로 추정되는 수주액은 0.6조원에 그쳐, 전체 공사 기간에 걸쳐 약 7.4조원의 추가 수주 여력이 남아 있다. 발주 시점은 공사 일정에 따라 달라질 수 있으나, **P3·P4에서 확인된 공종 분담과 후속 계약 확대 사례를 고려하면 P5가 기존 공사의 종료 이후에도 평택 수주 기반을 이어갈 것으로 판단한다.**

평택 밖으로 확장되는 수주 기반

평택에 국한되지 않는 수주 기회

다만 평택의 반복 수주만으로 그룹사 수주의 지속성을 설명하기에는 한계가 있다. 대규모 팹 건설은 개별 프로젝트의 투자 일정에 따라 신규수주 변동성이 발생할 수 있기 때문이다. 이를 보완하는 것은 평택 외 삼성전자 거점으로의 수주처 확대다. 삼성전자의 투자는 기흥·천안·온양의 기존 생산시설을 넘어 용인과 미국 테일러 등 신규 거점으로 이어지고 있다. 동사는 이미 테일러 1공장에서 약 1.76조원 규모의 계약을 수행한 경험이 있으며, 용인에서도 평택과 유사한 공사 분담이 이루어진다면 추가 수주 기회를 확보할 수 있다. **기존 사업장의 후속 공사와 신규 거점의 건설 수요가 맞물리며 평택에 집중된 수주 기반이 확대될 전망이다.**

클린룸까지 확장된 계열사 EPC 영역

삼성전자 외 계열사에서는 기존 EPC 수행 경험, 공종 확대를 바탕으로 다음과 같은 수주가 기대된다.

1) 삼성바이오로직스 1.7조원: 송도 6공장 증설에 따른 수주를 예상한다. 동사는 5공장에서 기존 삼성물산이 담당하던 클린룸 공종까지 수행하며 1.85조원의 계약을 확보했다. 이처럼 확대된 EPC 수행 범위가 6공장에서도 이어질 것으로 판단한다.

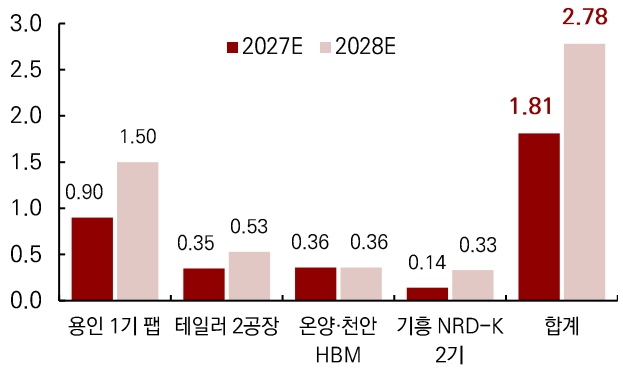
2) 삼성SDI·디스플레이 1.4조원: 삼성디스플레이 아산 A7의 유틸리티·클린룸·인프라 공사를 주요 수주 기회로 반영했다. 골조공사는 삼성물산이 담당하며, 동사의 나머지 공종 참여는 본 리서치팀의 가정이다.

3) 삼성전기 0.6조원: 세종 FC-BGA 증설에서 후속 수주를 예상한다. 동사는 세종 2.0과 베트남 FC-BGA 공장을 수행한 경험이 있어 기존 생산시설 증설에서도 EPC 참여가 기대된다.

반복 수주와 신규 거점 확장의 결합

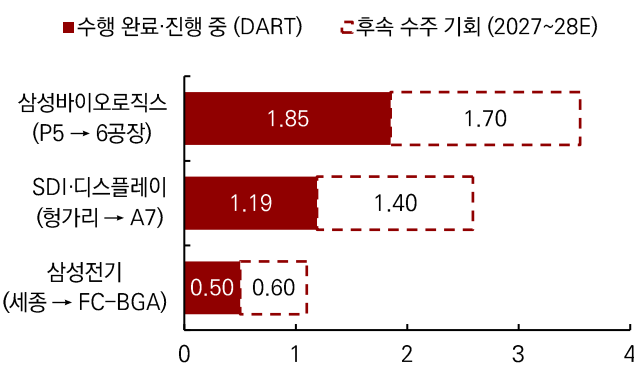
결국 동사의 그룹사 수주 기반은 기존 거점의 후속 발주와 신규 투자처로의 확장을 통해 유지될 전망이다. 평택에서는 기존 공종 분담을 바탕으로 후속 팹 수주가 이어지고, 평택 외에서는 삼성전자 신규 거점과 계열사 증설이 추가 수요를 창출한다. 본 리서치팀 추정상 평택 외 프로젝트의 신규수주 비중은 2027년 58.1%, 2028년 49.0%로, 전체의 절반 안팎을 차지한다. 일부 프로젝트의 참여 여부와 발주 시점에는 불확실성이 존재하지만, **수주처와 수행 공종의 확대는 특정 팹의 투자 일정에 따른 변동성을 완화하고, 기존 공사의 매출 인식으로 감소하는 수주잔고를 보충하는 기반이 될 것으로 판단한다.**

그림 13. 평택 외 삼성전자 거점별 신규수주 (단위: 조원)



자료: DART, KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 14. 계열사 수행 이력과 후속 수주 기회 (단위: 조원)



자료: DART, KUVIC 리서치 1팀 추정

Point 2. 화공 EPC에서 LNG 액화 EPC로

URSUS·Abadi로 여는 LNG 액화, 멀티플 재평가의 계기

URSUS·Abadi로 뚫는 LNG 액화

동사는 멕시코 URSUS와 인도네시아 Abadi로 그동안 수행하지 않던 LNG 액화 EPC 시장에 진입하고 있다. 2.1mtpa 규모의 URSUS에서는 단독 통합시공사로 FEED·EPC 프레임워크 계약을 맺었고, 9.5mtpa 규모의 Abadi에서는 KBR, Adhi Karya와 함께 육상 LNG FEED를 수행하며 듀얼 FEED 경쟁을 벌이고 있다. 본 리서치팀은 동사의 LNG 수주를 URSUS 2.0조원, Abadi를 더하면 6.4조원으로 추정하며, 이에 따른 2028년 LNG 매출은 Base 0.37조원, Bull 1.2조원이다. **당장의 매출 기여는 크지 않지만, 첫 액화 실적은 후속 안건의 입찰 자격이 되어 수주를 계속 늘려갈 기반이 된다.**

실적이 후속 수주로, 후속 수주가 멀티플로

LNG 액화 EPC는 Bechtel과 Technip Energies 두 회사가 세계 액화 설비의 약 절반을 지어온 과점 시장으로, 수행 실적을 갖춘 소수만 입찰에 참여한다. 동사가 URSUS로 그 자격을 얻으면 멕시코를 중심으로 약 36조원 규모의 진입 가능 시장이 후속 수주 대상이 된다. Technip Energies는 LNG 중심으로 수주잔고를 키우는 동안 P/E가 2021년 9.4배에서 2025년 15.9배로 높아졌으며, 분할 상장 초기의 할인을 감안해도 시사점이 크다. **목표주가에는 URSUS 1건만 반영했으며, 후속 수주가 확인될 때마다 동사가 액화 EPC로 재평가받으며 멀티플 리레이팅이 나타날 것으로 판단한다.**

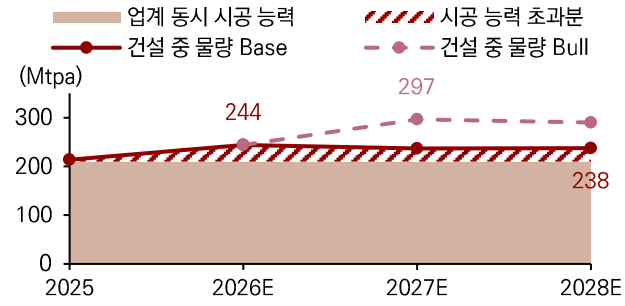
메이저의 시공 여력 초과, 신규 진입자에게 열리는 기회

업계 가동률 118%, 2선 업체는 이탈

앞서 산업분석에서 살펴본 바와 같이 늘어난 LNG 발주는 2027년 이후 EPC 공사물량으로 이어지지만, 이를 수행할 수 있는 EPC사는 제한적이다. 업계의 동시 시공 능력을 역대 최대 연간 완공 실적인 2019년 42.5Mtpa에 평균 공기 5년을 적용해 추산하면 약 210Mtpa인 반면, 현재 건설 중인 물량은 약 250Mtpa로 가동률이 118%에 달한다. 2019년 호황 물량을 함께 받았던 McDermott, Zachry, Chiyoda도 이후 손실로 파산하거나 구조조정됐다.

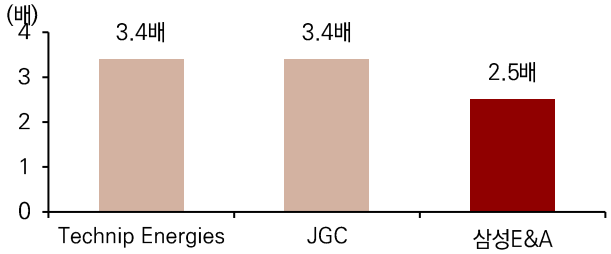
남은 공급을 쥔 상위 3사도 각자의 이유로 신규 안건을 단독 수행하기 어렵다. Bechtel은 17개 트레인, 약 90Mtpa를 동시에 건설하며 걸프만 숙련공 부족으로 인력 확보에 한계를 겪고 있다. Technip Energies는 수주잔고가 매출의 3.4배까지 늘어 2027년 예정 매출이 가이던스의 107~118%에 이르렀고, 스스로 엄격한 선별 수주를 내걸었다. JGC는 LNG Canada Phase 2 한 건으로 수주잔고가 매출의 1.7배에서 3.4배로 늘었으나 이마저 Fluor와 JV로 나눠 맡았다.

그림 15. LNG EPC 공급과 수요 (단위: Mtpa)



자료: IEA, IGU, GECF, KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 16. 주요 EPC사 수주잔고/매출 배수 (단위: 배)



자료: 각 사, KUVIC 리서치 1팀

2019~20년과 같은 패턴의 반복

메이저의 여력이 한계에 이르면 물량이 신규 EPC로 넘어가는 흐름은 숫자로도 확인된다. 직전 호황기인 2019~20년에는 육상 발주 물량의 86%가 상위 3사 외 업체에, 73%가 JV에 배분됐으며, 대우건설이 이 시기 NLNG T7에 JV로 진입해 지분 39%를 확보했다. 2026년에도 JV 비중은 72%, 상위 3사 외 점유율은 31%를 기록하며 Kiewit, 대우건설, 현대건설이 신규 안건에 참여할 기회를 얻었다. **동사의 URSUS 역시 메이저가 빠진 신규 안건이다.**

액화 기술은 빌리고, 나머지 공정은 이미 수행했다

진입 장벽은 플랜트 원가의 18%

과거 진입 장벽이던 액화 핵심 기술은 이제 외부에서 조달할 수 있다. 액화 트레인은 플랜트 원가의 약 66%를 차지하지만, 이 중 냉동 사이클과 핵심 열교환기는 트레인 원가의 약 28%로 플랜트 전체의 약 18%에 그친다. Honeywell은 2024년 Air Products의 LNG 사업을 인수해 이를 패키지로 공급하고 있으며, 동사도 2026년 Gastech에서 이 공정과 자사 모듈 기술을 결합한 LNG 모듈 패키지를 공개했다. Bechtel과 Technip도 라이선서의 공정 기술로 플랜트를 짓는 만큼, 액화 실적은 기술 보유사가 아닌 트레인을 시공한 EPC에 남는다.

나머지 8할은 대규모로 수행한 공정

나머지 약 8할의 공정은 동사가 이미 대규모로 수행해 온 영역이다. 동사는 사우디 Fadhili 가스처리·유틸리티 공사를 60억달러 규모로 단독 수행 중이며, 이는 URSUS EPC의 4배 규모다. 냉동 사이클과 극저온 분리가 들어가는 에틸렌 플랜트도 태국 PTTGC와 사우디 Tasnee에서 수행했다.

URSUS·Abadi로 이미 진입 중

동사는 이미 이 구조로 액화 시장에 진입하고 있다. 멕시코 URSUS에서는 단독 통합시공사로서 경쟁 없이 EPC 전체를 수행할 전망이다. 인도네시아 Abadi에서는 KBR, Adhi Karya와 함께 FEED를 수행하며 JGC·Technip 컨소시엄과 경쟁하고 있다. 상대인 JGC와 Technip은 수주잔고가 매출의 3.4배로 여력이 제한적이다. 메이저는 여력이 제한되고, 국내 신규 진입자는 액화를 JV 지분으로만 수행한다. 동사는 여력과 단독 통합시공 구조를 갖춰 URSUS로 액화 실적을 확보하면 후속 안건의 입찰 자격을 얻는다.

표 6. 발주처의 EPC 선정 기준별 비교

발주처 기준	메이저 3사	Kiewit	대우건설	삼성E&A
① 수행 여력	× 잔고 매출 3.4배	–	△ Rovuma·파푸아 수행	○ 잔고 매출 2.5배
② 액화 단독 수행	○	○ Texas LNG 단독	△ 액화는 JV 지분	○ URSUS 단독 수행
③ 가스 공정 단독	○	–	○ 파푸아 가스처리시설	○ Fadhili 60억 달러
④ 시장 지역 기반	○ 전 지역	△ 북미 한정	△ 아프리카·오세아니아	○ 멕시코·인도네시아
⑤ 액화 실적	○	○	△ NLNG T7 지분 39%	× → URSUS로 확보

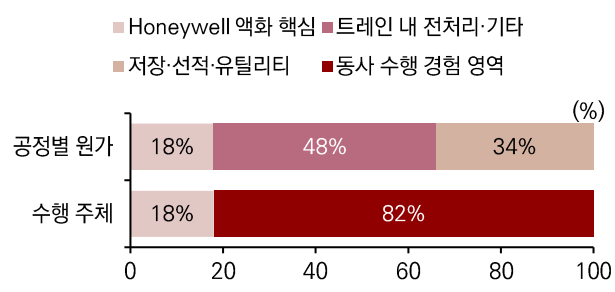
자료: KUVIC 리서치 1팀

첫 실적이 여는 36조원 후속 시장

진입 가능 시장 36조원, 첫 실적이 트리거

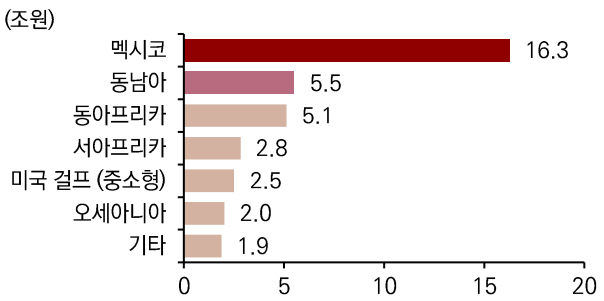
URSUS 실적이 열어줄 후속 시장은 첫 수주 규모보다 훨씬 크다. 중동·러시아를 제외한 57개 액화 프로젝트의 FID 가능성을 반영한 2026~28년 발주 규모는 약 168조원으로 추산된다. FLNG와 미국·캐나다 대형 증설, 이미 시공사가 정해진 Rovuma를 제외한 동사의 진입 가능 시장은 약 36조원에 달한다. 지역별로는 URSUS를 제외한 멕시코 후속 안건만 16조원으로 가장 크며, **이는 URSUS 실적이 곧바로 활용될 후속 수주 시장이다.** 일정이 지연되면 시점은 늦춰질 수 있지만, **두 안건의 결과는 동사를 액화 EPC로 다시 보게 만드는 트리거다.**

그림 17. 액화 플랜트 원가 구조와 동사 수행 영역 (단위: %)



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 18. 동사 진입 가능 시장의 지역별 규모 (단위: 조원)



자료: GEM, KUVIC 리서치 1팀 추정

투자포인트

3Q26 일회성 이익, 1,300억원의 해석 차이

Point 3. 덜 쓰고, 더 남기고, 더 자주 정산한다

삼성E&A의 어닝 서프라이즈에도 불구하고, 이익의 지속 가능성에 대한 시장의 평가는 엇갈리고 있다. 2026년 3분기 영업이익은 5,006억원(OPM 17.2%)으로 컨센서스의 약 2배를 기록했다. 그러나 일회성 이익 약 2,300억원을 모두 제외하는 시각과, 약부 충당금 환입 약 1,000억원만 제외하며 이익의 지속성을 높게 평가하는 시각이 공존한다. 동사는 컨퍼런스콜에서 이러한 13%대 중반의 OPM이 지속 가능하다고 밝혔다. **결국 핵심은 이러한 초과이익이 일시적인 정산에 그치는지, 반복 가능한 원가관리 역량에서 비롯되는지에 있다. 본 리서치팀은 정산이익의 상당 부분이 동사의 수행 역량에서 나오는 반복 가능한 이익이라고 판단한다. 동사는 설계와 공정 관리를 통해 계획 대비 원가를 줄여 왔고, 그 차이가 정산이익으로 쌓여 왔다. 여기에 공사를 단계별로 나눠 수행하는 첨단산업의 비중이 커지면서, 정산이 발생하는 빈도도 높아질 것으로 예상한다.**

1) 계획보다 덜 쓰고, 더 남긴다

원가를 줄여 남긴다

3Q26 일회성 이익이 정말 일회성인지 판단하려면, 먼저 이 이익이 어떻게 만들어지는지 살펴볼 필요가 있다. EPC 기업은 공사 진행률에 따라 손익을 나눠 인식하기 때문에, 공사 도중 예상 원가가 낮아지거나 준공 시점에 원가가 최종 확정되면 이미 진행된 공정분의 손익 차이가 그 분기에 한꺼번에 반영된다. 이것이 계약 추정변경 이익, 즉 정산이익이다. 이 정산이익은 일회성으로 보기 어려울 만큼 동사 이익에서 큰 비중을 차지해 왔다. 2024년 4분기부터 2026년 2분기까지 7분기 동안 추정변경 당기손익은 1조839억원으로 같은 기간 매출총이익의 43%에 달했고, 2025년과 2026년 상반기에는 영업이익의 67%를 차지했다. 또한 7분기 연속 플러스를 기록하며 특정 분기에 몰리지 않는 흐름을 보였다. **이를 모두 일회성으로 덜어낸다면, 동사가 꾸준히 벌어 온 이익의 절반 이상을 지우는 셈이다.**

표 7. 분기별 계약 추정변경 당기손익

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	합계
화공	65.7	-21.0	31.1	67.9	123.6	71.5	75.5	414.3
첨단·NE	182.9	52.6	43.9	128.3	100.6	62.2	99.1	669.6
합계	**248.6**	**31.6**	**75.0**	**196.2**	**224.2**	**133.7**	**174.6**	**1,083.9**

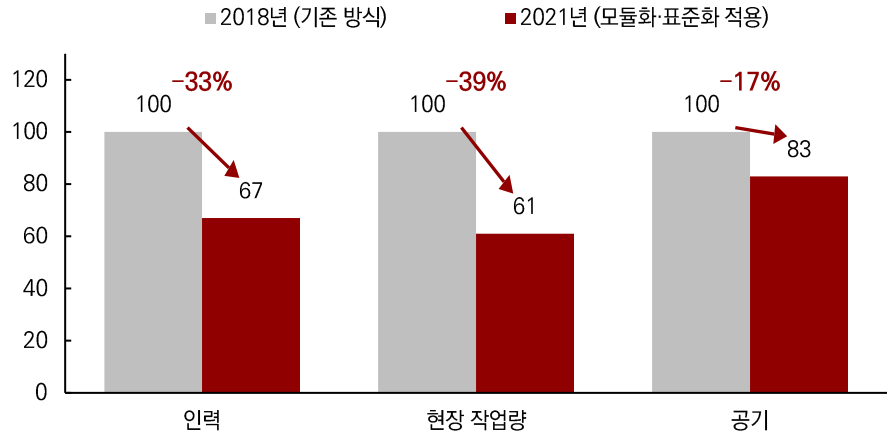
자료: 삼성E&A, KUVIC 리서치 1팀

주목할 점은 이 정산이익 안에 원가 절감이 들어 있다는 것이다. 계약금액이 늘어나면 공사 범위도 넓어지므로 원가 역시 함께 늘어나는 것이 일반적이다. 그러나 2025년 화공 부문은 계약금액이 836억원 늘어나는 동안 예상 원가가 오히려 1,567억원 줄어, 계약이익이 2,403억원 증가했다. 같은 공사를 처음 예상보다 적은 원가로 수행할 수 있게 되면서, 그 차이가 정산이익으로 쌓인 것이다. **동사 역시 2023년 이후 매년 원가 개선과 수행 체계를 이익 개선의 요인으로 꼽아 왔다.**

원가를 줄이는 수행 체계

원가를 줄일 수 있는 것은 동사의 수행 방식 덕분이다. 동사는 기본설계(FEED)를 먼저 수행해 공사 범위와 원가를 입찰 전에 확정한다. 또 2017년부터 쌓아 온 프로젝트 1,600개의 데이터로 팔란티어 기반 설계 자동화 시스템을 구축해, 현장의 시행착오와 재작업을 설계 단계에서 걸러 내고 있다. 여기에 설비의 30~50%를 모듈로 미리 제작하는 방식을 더해, 2018년 대비 현장 작업을 39%, 공기를 17% 줄였다. **공기를 지키면 입찰가에 반영해 둔 예비비를 쓰지 않게 되고, 이 예비비는 준공 시점에 이익으로 확정된다.**

그림 19. 기존 방식 대비 2021년 수행 효율 (2018년 = 100)



자료: 삼성E&A 지속가능경영보고서(2021), KUVIC 리서치 1팀

원가 절감은 인센티브라는 형태로도 이익에 반영된다. 2026년 3분기 정산이익에는 공기 단축과 설계 효율화에 따른 인센티브가 포함되었다. EPC 계약에서 시공사가 설계를 개선해 발주처의 사업비를 줄이면, 발주처는 절감분의 일부를 시공사에 돌려준다. 즉 동사가 원가를 줄일수록 자신의 공사 원가뿐 아니라 발주처의 사업비도 줄어들고, 그 대가가 다시 동사의 이익으로 돌아오는 구조다. 회사 역시 컨퍼런스콜에서 VE 인센티브를 향후 이익률을 지탱할 요인으로 꼽았다. **결국 동사 정산이익의 출발점은 원가 절감이며, 이는 공사를 계획보다 효율적으로 수행하는 동사의 역량에서 비롯된다.**

2) 정산은 더 자주 나온다

정산이익은 공사 도중 원가나 계약금액의 추정이 바뀔 때, 그리고 준공 시점에 원가가 최종 확정될 때 인식된다. 따라서 정산이 얼마나 자주 나오느냐는 계약이 얼마나 자주 바뀌고 얼마나 자주 끝나느냐에 달려 있다. **동사의 사업 구조는 준공 정산이 특정 준공 연도에 집중되기보다 여러 분기에 걸쳐 발생하는 방향으로 변화하고 있다.** 대형 화공 플랜트는 수주 후 누적 진행률이 4년차에야 90%를 넘어서는 만큼, 최종 준공정산까지 오랜 시간이 소요된다. 반면 첨단산업의 반도체 팹은 Phase 단위로 계약과 공사가 진행되어 단계별 변경계약과 원가 조정에 따른 이익이 발생할 수 있다. 첨단산업·뉴에너지의 매출 비중은 2025년 43%에서 2026년 3분기 64%로 확대됐으며, 본 리서치팀 매출추정 기준 2027년에도 66% 수준을 유지할 전망이다.

아직 남은 미래손익

향후 실적에 반영될 이익도 확보되어 있다. 2026년 2분기 기준 계약 추정에 반영되었으나 아직 손익으로 인식되지 않은 **미래손익은 5,396억원으로**, 향후 잔여 공정의 진행에 따라 이익으로 인식될 예정이다.

3) 얀부 충당금을 덜어낸 뒤에도 남는 것

그렇다면 3Q26 실적은 어떻게 봐야 할까. 일회성 이익 약 2,300억원을 모두 덜어내면 OPM은 9.3%이지만, 다시 나오기 어려운 얀부 충당금 환입 약 1,000억원만 덜어내면 13.8%로, 회사가 제시한 13%대 중반의 OPM과 비슷한 수준이다. 앞서 확인했듯 동사는 원가관리와 계약 추정변경을 통해 지속적으로 추가 이익을 창출해 왔다. **따라서 나머지 1,300억원까지 모두 제거하는 것은 동사의 프로젝트 수행 과정에서 발생하는 이익까지 배제하는 셈이다.**

정산이익 외에도 외형 성장에 따른 비용 효율화도 수익성을 뒷받침하고 있다. 2026년 상반기 매출은 전년 동기 대비 14.0% 증가한 반면, 직원 수는 1.8% 증가하는 데 그쳤다. 판관비율 역시 2025년 6.0%에서 2026년 3분기 4.3%로 낮아졌다. 향후 수주잔고가 매출로 전환되며 외형 성장이 이어진다면, 고정비 부담 완화에 따른 영업 레버리지 효과도 기대할 수 있다.

투자리스크

아바디 LNG EPC 수주 여부

동사는 LNG를 뉴에너지 부문의 주요 성장 사업으로 제시하고 있으며, 그 성과는 인도네시아 아바디 육상 LNG의 EPC 수주 여부에 달려 있다. 아바디 육상 LNG 사업의 EPC 규모는 81.7억 달러로 추정되고, 사업자 선정은 2027년 상반기로 예상된다. 수주에 실패하면 동사의 LNG 매출 인식은 2028년 이후로 늦춰질 수 있다.

다만 동사는 인도네시아에서 20건 이상의 프로젝트를 수행했으며, 컨소시엄 주관사 KBR의 액화 공정 기술과 국영 건설사 Adhi Karya의 현지 네트워크를 함께 갖추고 있다. 9월 공개한 LNG 모듈 패키지로 공기를 약 20% 줄일 수 있다는 점도 설계 경쟁에서의 차별화 요인이다. 멕시코 Ursus Energy와 22억 달러 규모 LNG 프레임워크 계약도 맺어 두어, 아바디를 놓치더라도 LNG 파이프라인은 이어진다.

중동 발주 지연에 따른 수주 공백

동사의 화공 매출은 사우디 Fadhili 가스 프로젝트에 대한 의존도가 높다. 1Q26 화공 매출의 65%가 Fadhili에서 발생하였고, 1H26 말 잔고 4.7조원은 2027년 9월 준공까지 매출로 인식된다. 2025년에는 중동 발주 지연으로 신규수주가 6.4조원에 그쳤고, 같은 해 매출과 영업이익은 각각 9.4%, 18.5% 감소하였다. 미국·이란 전쟁이 길어져 중동 국영기업의 투자 결정이 늦어지면 비슷한 수주 공백이 다시 나타날 수 있다.

반면 전쟁 장기화는 중동 국가들의 에너지 안보 투자를 앞당기는 요인이기도 하다. 호르무즈 해협 봉쇄와 카타르 가스 시설 피격 우려가 커지면서 역내 가스·정유 설비의 증설 수요가 부각되었고, 바레인은 피격된 시트라 정유소 복구를 위해 EPC 업체들과 접촉하고 있다. 동사는 2026년 3분기까지 신규수주 17.1조원으로 연간 가이던스 19조원의 90%를 이미 채웠다. 발주 시점이 늦어지더라도 발주 규모 자체는 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

바레인 정유 프로젝트 지체상금 분쟁

동사는 Technip Energies, Técnicas Reunidas와 컨소시엄을 구성해 수행 중인 바레인 BAPCO 정유 현대화 사업(동사 참여분 13.5억 달러)에서 2026년 5월 계약상 상한인 4.84억 달러의 지체상금을 청구받았다. 참여 비율(약 32%)대로 전액 부담한다고 가정하면 동사 부담은 약 2,130억원으로, 2027E 영업이익의 11.3% 수준이다.

다만 컨소시엄은 2025년 5월 현장 수소 폭발 사고와 2026년 이란의 미사일 공격을 근거로 공기 연장을 요구하고 있으며, 보증금 지급은 6월 한국·스페인·프랑스에서 모두 정지되었다. 책임 소재는 런던국제중재법원(LCIA) 중재에서 판단될 예정이고, 공정률이 약 99%에 이르러 매출 차질 가능성은 낮다.

표 8. 투자리스크 요약

리스크	관련 규모	비중	방어 요인
아바디 LNG 수주 여부	EPC 81.7억 달러	3Q26 잔고의 약 41%	KBR 기술, 멕시코 LNG
중동 발주 지연	Fadhili 잔고 4.7조원	2027E 매출의 32.0%	에너지 안보 투자 확대
바레인 지체상금 분쟁	동사 분담 약 2,130억원	2027E 영업이익의 11.3%	보증금 지급 정지·중재

자료: 삼성E&A, INPEX, MEED, KUVIC 리서치 1팀 추정

밸류에이션

매출 추정

표 9. 매출추정 종합 (Base, 단위: 억원)

구분	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	90,288	112,400	**146,150**	**160,732**
YoY	-9.4%	+24.5%	+30.0%	+10.0%
첨단산업	25,312	39,503	66,667	72,858
화공	51,513	45,017	49,272	54,741
뉴에너지	13,463	27,880	30,210	33,132

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

(1) 첨단 산업 매출 추정

표 10. 첨단산업 매출 추정 (단위: 억원)

구분	2025	2026E	2027E	2028E
첨단산업 매출액	25,312	39,503	**66,667**	**72,858**
YoY	—	+56%	+69%	+9%
삼성전자 평택	—	—	50,800	37,800
삼성전자 평택 외	—	—	5,300	13,000
기타 계열사	—	—	10,500	22,000

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

① 프로젝트별 수주잔고 및 매출 인식률 추정

본 리서치팀은 첨단산업 매출을 삼성전자 평택, 삼성전자 평택 외, 기타 계열사로 구분해 추정했다. 프로젝트별 기존 수주잔고와 신규수주 전망에 공사 일정별 매출 인식률을 적용했다. 기존 계약은 2026년 반기보고서에 공시된 21개 계약을 기준으로 프로젝트별 공사 일정과 진행 특성을 고려해 S자형 또는 선형 매출 인식률을 적용했다. 3Q26 기수주와 2027~2028년 신규수주는 계약·착공 시차 및 공사기간을 반영해 매출로 전환했다.

(2) 화공 매출추정

본 리서치팀은 동사의 화공 매출액을 **1) 기수주 프로젝트 매출액과 2) 수주 예정 프로젝트 매출액**으로 나누어 추정하였다. 매출인식의 경우 동사 대형 화공·청정에너지 EPC 6건(Fadhili·Ras Laffan·Jafurah·APOC·Taziz ·Phoenix)의 DART 수주상세에서 수주 후 경과 개월별 누적 진행률(기납품액 ÷ 수주총액)을 구한 뒤, 그 평균으로 연차별 인식률을 도출하였다. 그 후, **연도별 매출액 = 수주액 × 수주 후 연차별 인식률로 추정했다.** 환율은 1,350원을 적용하였다.

표 11. 화공 사업부 매출액 추정

단위: 조 원	2025	2026E	2027E	2028E
화공 매출액	5.15	4.50	4.93	5.47
YoY		-12.6%	9.5%	11.1%

자료: KUVIC 리서치 1팀

표 12. 수주 후 연차별 매출 인식률

구분	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차~
연차별 인식률	14.6%	30.3%	30.4%	15.3%	9.5%
누적 인식률	14.6%	44.9%	75.3%	90.5%	100%

자료: KUVIC 리서치 1팀

a. 기수주 프로젝트 매출액 추정

2026E-2028E 기수주 프로젝트 매출액 = Σ 프로젝트별 잔고 × 연도별 진행률 증분 + SAN-7 매출액으로 추정했다. 기수주 잔고는 계약상 완성기한까지 진행률에 따라 배분하되, 기한 시점 진행률이 평균 87%에 머문 중동 대형 화공(Fadhili·Jafurah·Ras Laffan·CC-7·OGP)은 잔여 13%를 기한 뒤에 인식했다. 3Q26에 수주한 사우디 SAN-7은 2027E 0.91조원, 2028E 1.49조원의 매출로 추정했다. 화공 수주 잔고 상세내용은 APPENDIX를 참고해주길 바란다.

b. 수주 예정 프로젝트 매출액 추정

2027E-2028E 수주 예정 프로젝트 매출액 = Σ (예상 수주액 × 수주확률 × 환율) × 연도별 인식률을 통해 추정된 기대값을 사용했다. 2027E는 중동 석화 LOA·카타르 Urea·정유 2건·Khafji 가스를 반영한 7.48조원이다. 구체적 안건이 아직 없는 2028E는 10년 평균 대형 화공 수주인 4.26조원에 복구 비용 중 과거 중동 건설 시기 한국 비중 50%과 동사 점유율 15%를 고려해 중동 재건 수주 2.85조원을 더했다. 1년차 인식률이 낮아 신규 수주의 매출 기여는 2027E 0.75조원에서 2028E 2.41조원으로 커진다.

(3) 뉴에너지 매출추정

a. LNG 액화 매출추정

LNG 액화 매출은 [동사 수주액 × 착공 후 연차별 진행률]로 추정했다. 진행률은 동사의 실적을 바탕으로 적용했고, 2027년 중반 착공을 가정했다. Base는 단독 통합시공사로 FEED·EPC 프레임워크 계약을 맺은 멕시코 URSUS로, 총사업비 21억달러에 EPC 비중 70%를 적용해 수주액을 1.98조원으로 산정했다. Bull은 KBR 컨소시엄으로 듀얼 FEED 경쟁 중인 인도네시아 Abadi를 더한 경우로, 육상 EPC 81.7억달러 중 동사 몫은 회사가 제시한 Abadi 당사분 30~35억달러를 기준으로 했다. 이는 육상 EPC의 37~43%에 해당하며, 그 중간값인 40%를 적용한 동사 수주액은 4조 4,118억 원이다. **이에 따라 LNG 매출은 2028E Base 3,671억원, Bull 1조1,833억원으로 추정한다**.

표 15. LNG 액화 매출추정

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 Base	-	-	**1,191**	**3,671**
YoY	-	-	-	*208.3%*
매출액 Bull	-	-	**3,838**	**11,833**
YoY	-	-	-	*208.3%*
URSUS	-	-	1,191	3,671
Abadi	-	-	2,647	8,162
연말 수주잔고 Base	-	-	18,654	14,983
연말 수주잔고 Bull	-	-	60,125	48,292

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

b. 청정에너지·수처리 매출추정

공사 계약은 [수주잔고 × 분기 진행률 증분], 운영 계약은 [수주잔고 ÷ 잔여 계약기간]으로 매출을 추정했다. 진행 중인 계약에 더해, 조건부 EPC 계약(멕시코 Mexinol), FEED·Pre-EPC 계약자 선정(미국 DG Fuels·UAE Falcon PLA), 우선협상대상자 선정(성남 환경복원센터) 단계의 파이프라인을 수주로 반영했다. 청정에너지·수처리 매출은 2026E 1.89조원, 2028E 2.49조원으로 추정한다. 여기에 사업보고서 수주상황에 개별 기재되지 않는 기존 소형 현장(기타)을 더했다. 기타 매출은 실적 분기의 IR 뉴에너지 매출과 개별 프로젝트 합계의 차이로, 1Q25~3Q26 7개 분기 동안 분기 1,605~2,834억원으로 안정적이었다. 추정 기간에는 최근 4개 분기 평균인 분기 2,158억원을 3Q26 IR 잔고에서 역산한 기타 잔고 한도 안에서 반영했으며, 신규 수주는 가정하지 않았다.

표 16. 청정에너지·수처리·기타 매출추정 (LNG 제외)

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**13,463**	**27,880**	**29,020**	**29,461**
YoY		*107.1%*	*4.1%*	*1.5%*
수처리	279	872	1,385	1,497
YoY		*212.7%*	*58.8%*	*8.1%*
청정에너지	5,491	18,060	19,004	23,367
YoY		*228.9%*	*5.2%*	*23.0%*
기타 (개별 미공시 기존 현장)	7,693	8,948	8,631	4,596
YoY		*16.3%*	*(3.5%)*	*(46.7%)*

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

비용 추정 논리

자재비 등 변동비

자재비 및 외주비는 매출원가의 대부분을 차지하지만, 공시상 세부 구분이 어려워 통합 추정했다. 동사는 공사원가명세서를 별도로 공시하지 않고 비용 주석에서도 두 항목을 합산해 제시한다. 특히 외주비에는 하청업체의 노무비·장비비·자재비가 포함돼 있어 개별 물가·노임 지수를 적용하면 원가가 중복 조정될 수 있다. 또한 프로젝트 구성 변화와 단가 상승 효과를 구분하기 어려우며, 원가기준 진행률로 매출을 인식하는 특성상 매출 대비 원가율은 계약 당시의 예상 마진에도 영향을 받는다. 이에 최근 실적의 매출 대비 자재비·외주비 비율을 유지하되, 총계약원가 추정 변경에 따른 일회성 효과가 작은 기간의 평z균을 기준으로 적용했다.

공사손실충당부채전입(환입)액은 예상 계약원가가 계약수익을 초과할 경우 남은 손실을 반영하는 항목이다. 개별 계약의 손실 발생 시점을 예측하기 어려워 최근 3개년 매출 대비 전입·환입액 비율의 평균을 추정 매출에 적용했다. 다만 2026년 3분기 사우디 얀부 발전 프로젝트의 충당금 환입 1,000억원은 별도로 반영해 추정 비용에서 차감했다.

표 17. 주요 변동비 비용추정 결과

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
자재비 및 외주비	60,646	74,086	94,087	107,102
공사손실충당부채전입(환입)액	360	(926)	313	357

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

운반비·인건비·감가상각비 등

운반비는 기자재·모듈의 선적 시점에 따라 변동성이 커 매출 증가율과 유가 상승률을 연동해 추정했다. 전년 운반비에 두 증가율을 적용했으며, 유가는 2026년 4분기에 브렌트유 1~10월 평균, 2027~2028년에는 직전 3개년 평균을 사용했다.

인건비는 급여·퇴직급여·복리후생비를 매출원가와 판관비로 구분해 추정했다. 인력 증가율은 최근 두 공시 기간의 직원 수 변화율 평균, 임금 상승률은 2026년 최저임금 인상률을 적용했다. 급여·퇴직급여는 2Q26 실적을 기준으로 인력·임금 상승률을 반영하고, 복리후생비에는 임금 상승률만 적용했다.

감가상각비는 기존자산과 신규 취득자산으로 나눠 추정했다. 기존자산은 2026년 상반기 실적을 연환산해 기준으로 삼고, 신규 취득분은 반기별 유형자산 취득액을 자산군별 내용연수로 나눈 연 상각액을 더했다. 무형자산상각비는 반기별 소프트웨어 취득액 평균을 내용연수로 나눈 상각액을 기존 상각비에 더해 추정했으며, 이 중 매출원가·판관비 배분은 2025년 비중을 유지해 추정했다.

밸류에이션

Valuation Method: 2027E BPS × Target P/B 2.7배

본 리서치팀은 2027년 BPS 32,144원에 Target P/B 2.7배를 적용해 **목표주가 87,000원**을 제시한다. 2026년 11월 6일 종가 60,600원 대비 상승여력은 43.6%다. Target P/B는 동사가 FEED to EPC로 리레이팅 받았던 2021년 6~10월의 P/B 2.4~2.7배 범위에서 산정하였다.

표 19. 27E 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
27E BPS (원)	32,144	자사주 소각 후 유통주식 기준
Target P/B (배)	2.7	2021년 리레이팅 국면 범위
목표 주가 (원)	87,000	
현재 주가 (원)	60,600	2026년 11월 6일 종가
상승여력	43.6%	

자료: KUVIC 리서치 1팀

Why P/B: 동사의 멀티플은 이익보다 수주를 따라 움직였다

동사의 멀티플을 결정한 것은 이익의 크기가 아니라 수주가 이어질 것이라는 시장의 신뢰였다. 2022년 동사의 ROE는 28.3%로 사상 최고였지만, 후속 수주 가시성이 약해지자 P/B는 1.6배에 그쳤다. 2024년에는 ROE 19.6%에도 P/B가 0.8배까지 낮아졌다. 반대로 수주가 확대되던 2019년과 2021년에는 ROE 대비 P/B가 각각 0.104배와 0.108배로 같은 수준을 유지했다. **시장은 수주의 지속성이 확인될 때 ROE에 값을 치렀다.** EPC 이익은 정산 시점에 따라 변동이 크지만 결국 자본으로 쌓인다는 점에서도 P/B가 적합하다.

표 20. 동사의 ROE와 P/B 추이

연도	수주 국면	ROE	P/B
2019	FEED to EPC 확대	27.5%	2.86배
2021	EPC 전환, 수주잔고 2012년 이후 최대	20.7%	2.24배
2022	후속 수주 가시성 약화	28.3%	1.62배
2024	수주 공백	19.6%	0.77배

자료: DART, KRX, KUVIC 리서치 1팀

Why 2027E: 수주 기대가 가장 큰 해

수주 기반 리레이팅은 수주 기대가 가장 큰 시점에 나타난다. 당사 추정 신규수주는 2027년에 약 20조원으로 매출을 크게 웃돈다. 같은 해 Abadi EPC 사업자 선정이 예정되어 있고 URSUS 본계약 전환도 기대된다. 수주 기대감이 가장 높고 LNG 액화 매출이 처음 반영되어 LNG 리레이팅이 주가에 가장 잘 반영되는 기준 시점을 2027년으로 판단하였다.

Why 2021: 캡티브 위에서 신규 파이프라인이 EPC로 전환되던 시기

2021년 리레이팅은 두 가지 요소가 동시에 움직인 결과였다. 하나는 FEED to EPC의 전환이다. 2019년 FEED로 시작한 말레이시아 사라왁 메탄올이 2021년 3월 6,870억원 규모의 EPC 본계약으로 이어졌고, 4월에는 사우디 AGIC PDH 7,350억원을 수주했다. 다른 하나는 캡티브다. 하반기에는 평택 P3와 삼성바이오로직스 4공장 계약이 연이어 체결되었다.

주가는 이 흐름에 반응했다. 사라왁 본계약 직전인 3월 1.6배였던 P/B는 6월 2.6배까지 높아졌고,

캡티브 수주가 이어진 10월까지 2.4~2.7배를 유지했다. **본 리서치팀은 FEED to EPC 전환이 완료되고 수주가 이어진 6~10월을 리레이팅 국면으로 정의하였다.**

표 21. 2021년 월별 P/B와 주요 수주 공시

월	P/B	주요 수주 공시
6월	2.58배	-
7월	2.64배	평택 V2L Ph3 2,471억원
8월	2.43배	-
9월	2.68배	평택 산업환경 1조 2,485억원, 유럽 산업설비 1,697억원
10월	2.72배	평택 P3 그린동 5,073억원, 삼성바이오로직스 4공장 1조 21억원

자료: DART, KRX, KUVIC 리서치 1팀

2027E가 2021년만큼 받을 수 있는 이유

2027E는 2021년과 비슷한 시기일 뿐 아니라, 같은 멀티플을 받을 조건을 갖췄다. 첫째, 수익성이 더 높다. 2027E ROE는 자사주 매입 효과를 제외해도 22.0%로 2021년의 20.7%를 웃돈다. 2026년 3분기에 집중된 영업외 손실(약 2,019억원)로 눌린 기저여서 2027년 지배주주 순이익 증가율 57%가 영업이익 증가율인 34%보다 크게 나타난다. 둘째, 전환의 확실성은 오히려 높다. 2021년의 FEED to EPC는 FEED를 따낸 뒤 EPC 입찰을 다시 거쳐야 했지만, URSUS는 FEED와 EPC를 하나의 프레임워크로 묶은 단독 계약이다. 셋째, 캡티브의 규모가 크다. 그룹사 수주는 연 7조원으로 2021년보다 높은 바닥을 만든다.

표 22. 2021년과 2027E의 리레이팅 조건 비교

구분	2021년	2027E
FEED to EPC	사라왁 FEED 2019 → EPC 2021	URSUS FEED·EPC 단독 프레임워크
다음 전환 안건	도스보카스 EPC 수행, Jafurah 수주	Abadi 듀얼 FEED, 2027년 상반기 선정
캡티브	평택 P3, 바이오 4공장	연 7조원
수주잔고	16.4조원, 2012년 이후 최대	27.2조원, 역대 최대
ROE, 자사주 효과 제외	20.7%	22.0%

자료: DART, 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

Target P/B 2.7배

2021년 리레이팅 국면의 P/B는 평균 2.6배, 상단 2.7배였다. 2027E는 더 높은 수익성에 더 확실한 전환 구조와 더 큰 캡티브를 갖췄다는 점에서 국면 상단인 2.7배를 Base로 적용하였다. 시나리오별로는 실적과 멀티플을 함께 움직였다. Bear는 중동 발주가 늦어지고 그룹사 수주가 둔화되면서 수주 가시성이 약해지는 경우로, P/B 1.6배에 그쳤던 2022년 수준을 적용하였다. Bull은 Abadi까지 수주해 LNG 파이프라인이 두 건으로 늘어나는 경우다. 이는 화공과 캡티브에 LNG 액화라는 새로운 축이 더해지는, 동사가 겪어보지 않은 국면이다. 이에 손실 이후 자본이 정상화된 2019년 이후 동사가 받았던 가장 높은 멀티플인 3.4배를 적용하였다. 시나리오별 목표주가는 50,000원에서 113,000원이다.

표 23. 시나리오별 목표주가 (2027E BPS × Target P/B)

2027E BPS \ Target P/B	1.6배	2.7배 (국면 상단)	3.1배 (고점 근접)
Bear – BPS 31,104원	50,000원 (−17.5%)	84,000원 (+38.6%)	106,000원 (+74.9%)
Base – BPS 32,144원	51,000원 (−15.8%)	87,000원 (+43.6%)	109,000원 (+79.9%)
Bull – BPS 33,105원	53,000원 (−12.5%)	89,000원 (+46.9%)	113,000원 (+86.5%)

자료: KUVIC 리서치 1팀

Appendix

첨단 산업 매출 상세 추정 논리

② 삼성전자 평택 매출 추정

평택 매출은 P4 잔여 공사와 P5 Fab1의 공정 본격화로 2027년 정점을 기록할 전망이다. 두 프로젝트의 기존 계약에서 각각 약 1.58조원, 1.46조원의 매출이 예상된다. 이후 P4의 매출 인식이 마무리되는 가운데 P5 후속 발주를 반영, 평택 매출은 2027년 5.08조원에서 2028년 3.78조원으로 감소할 전망이다. 신규수주가 이어지더라도 기존 대형 공사의 매출 인식 종료에 따른 공백 발생 가능성을 반영했다.

③ 삼성전자 평택 외 매출 추정

평택 외 매출은 기존 거점의 후속 공사와 신규 생산시설 건설로 확대될 전망이다. 기흥 NRD-K와 천안·온양 공사에 미국 테일러·용인 신규 팹의 예상 수주를 반영했다. 기존 현장의 추가 계약과 신규 현장의 착공 시차를 구분하여, 매출은 2027년 0.53조원에서 2028년 1.30조원으로 증가할 것으로 추정한다.

④ 기타 계열사 매출 추정

기타 계열사는 삼성바이오로직스·삼성전기의 기존 EPC 물량과 후속 증설을 중심으로 추정했다. 삼성바이오로직스 6공장, 삼성전기 세종·베트남 FC-BGA, 삼성디스플레이 아산 A7 등의 예상 수주를 반영하되, 기존 계약과 참여를 가정한 신규 프로젝트를 구분했다. 이에 매출은 2027년 1.05조원에서 2028년 2.20조원으로 증가할 전망이다.

⑤ 연도별 매출 전망 및 주요 변수

첨단산업 매출은 2027년 6.67조원(+69% YoY), 2028년 7.29조원(+9% YoY)으로 추정한다. 2027년에는 평택 P4·P5의 매출 인식이 성장을 주도하고, 2028년에는 평택 외 삼성전자 거점과 계열사 증설이 평택 매출 감소를 보완할 전망이다. 다만 신규 프로젝트의 수주·착공 지연은 2028년 매출의 주요 하방 변수다.

매출 추정과 비용 추정 차트 및 표

표 13. 화공 기수주 프로젝트 잔고와 매출액 추정

프로젝트	계약총액	잔고(2Q26)	진행률(2Q26)	완성기한	2027E 매출	2028E 매출
사우디 Fadhili 가스 (Aramco)	90,232	46,770	48.2%	2027.09	23,893	8,952
카타르 RLP 2 (QatarEnergy)	22,020	21,909	0.5%	2031.09	2,616	4,796
카타르 Ras Laffan Petrochemicals	21,797	4,565	79.1%	2026.08	2,559	–
CC-7 Baltic Chemical Complex	18,172	2,170	88.1%	2027.11	821	–
사우디 Jafurah GPF (Aramco)	18,339	1,536	91.6%	2026.02	337	–
말레이시아 Shell Rosmari & Marjoram OGP	11,961	794	93.4%	2026.06	–	–
기타 마무리 단계 11건	–	838	98% 이상	기한 경과	419	168
미분류 잔고 (IR - DART)	–	11,648	–	–	2,087	1,789
기존 잔고 소계		**90,230**			**32,731**	**15,704**
사우디 SAN-7 (3Q26 수주)	49,114	49,114	0%	2030 4Q	9,084	14,898
기수주 프로젝트 합계		**139,344**			**41,815**	**30,602**

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 18. 운반비·인건비·감가상각비 비용추정 결과

(단위: 억원)	2025		2026E		2027E		2028E	
	매출원가	판관비	매출원가	판관비	매출원가	판관비	매출원가	판관비
운반비	2,494		1,165		1,289		1,426	
급여	6,676	2,605	8,194	2,878	10,569	3,132	11,670	3,407
퇴직급여	426	248	674	316	526	144	619	146
복리후생비	1,486	511	1,883	537	2,431	584	2,651	636
감가상각비	251	221	266	245	291	257	314	277
무형자산상각비	136	214	150	237	160	252	170	268

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 4. 사업부별 GPM·OPM 추정 (Base)

(단위: %)	2025A	3Q26A	4Q26E	2026E	2027E	2028E
화공 GPM	14.4%	26.2%	15.4%	18.0%	16.2%	17.9%
화공 OPM	10.1%	23.2%	12.5%	14.3%	13.2%	15.0%
첨단산업 GPM	14.0%	17.0%	17.5%	16.8%	16.9%	15.4%
첨단산업 OPM	7.5%	12.3%	12.9%	11.4%	12.4%	10.9%
뉴에너지 GPM	17.8%	21.4%	18.0%	17.6%	18.9%	20.9%
뉴에너지 OPM	5.9%	15.9%	12.7%	11.0%	13.5%	15.6%
전사 GPM	**14.8%**	**21.5%**	**16.9%**	**17.5%**	**17.1%**	**17.4%**
전사 OPM	**8.8%**	**17.2%**	**12.7%**	**12.5%**	**12.9%**	**13.3%**

자료: 삼성E&A, KUVIC 리서치 1팀 추정

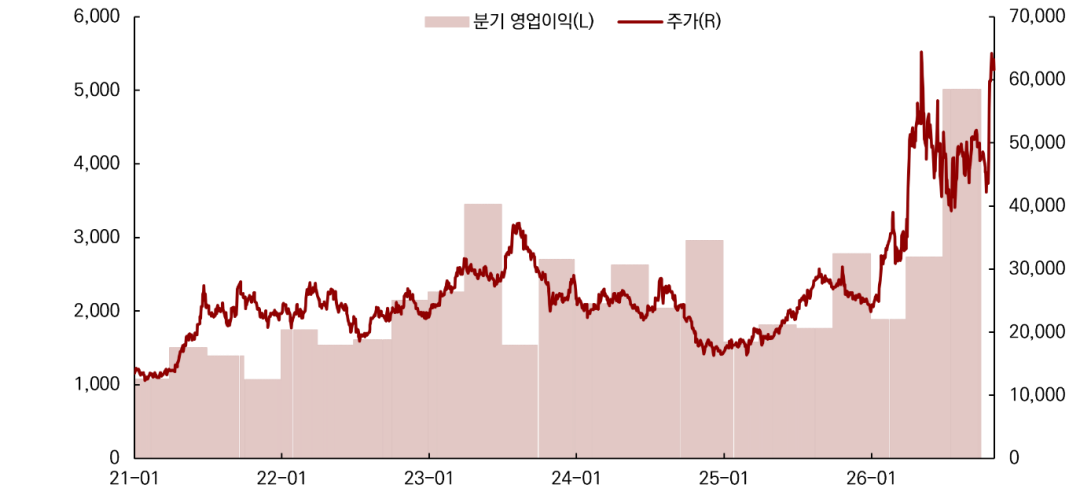
표 5. 사업부별 수주잔고 추정 (Base, 기말 기준)

(단위: 십억원)	2025A	3Q26A	2026E	2027E	2028E	CAGR
화공	7,259	12,341	11,091	13,642	15,283	28.2%
첨단산업	5,212	8,986	7,519	8,491	9,470	22.0%
뉴에너지	5,416	5,829	5,094	7,010	8,390	15.7%
합계	**17,888**	**27,156**	**23,703**	**29,143**	**33,142**	**22.8%**
수주잔고/매출 (배)	2.0	–	2.1	2.0	2.1	–

자료: 삼성E&A, KUVIC 리서치 1팀 추정

주가 추이

그림 10. 주가 추이



자료: KRX, 삼성E&A, KUVIC 리서치 1팀

(1) 2011년 ~ 2016년: 저가수주 손실과 자본잠식

중동 수주 확대로 2011년 사상 최고가를 기록했으나, 저가수주 손실로 2013년과 2015년 대규모 영업손실을 내며 완전 자본잠식에 빠졌다. 동사는 1.2조원 유상증자로 재무구조를 회복하였다.

(2) 2017년 ~ 2020년: 실적 정상화와 재건 테마

2018년 남북경협 재건 테마로 20,250원까지 올랐으나 테마 상승분은 되돌려졌고, 9월 ADNOC 정유(3.4조원) 수주가 확인된 뒤에야 고점을 회복하였다. 2020년에는 코로나19로 6,910원까지 하락하였다.

(3) 2021년 ~ 2023년: 그룹공사 확대와 실적 성장

평택 P3·P4 수주로 그룹공사가 화공에 이은 두 번째 축이 되었고, 2023년 영업이익은 9,931억원으로 사상 최대를 기록하였다. 다만 해외 수주 부진과 주주환원 발표 연기로 2024년 1월 52주 신저가를 기록하였다.

(4) 2024년 ~ 2025년: 수주 공백과 디레이팅

Fadhili(60억 달러) 수주에도 그룹공사 중단과 중동 발주 지연으로 2025년 신규수주는 가이던스의 55%에 그쳤다. 주가는 2024년 12월 17,200원까지 하락했고, 순현금이 시가총액의 89%에 달할 만큼 저평가되었다.

(5) 2026년: 중동 재건 테마와 실적 리레이팅

5월 중동 재건 테마로 67,300원까지 상승한 뒤, 이번에는 이익이 뒤따랐다. 3분기 영업이익 5,006억원(OPM 17.2%)과 7,800억원 규모 자사주 취득 발표로 2013년 이후의 저가수주 할인이 해소되는 국면으로 판단된다.

Why Undervalued: 세 가지 할인, 그리고 해소

동사는 ROE가 20%를 웃돌던 해에도 높은 멀티플을 받지 못했다. 2022년 ROE 28.3%에 P/B는 1.6배였고, 2024년에는 ROE 19.6%에도 P/B가 0.8배까지 낮아졌다. 시장이 동사의 이익에 값을 치르지 않은 이유는 세 가지 할인으로 정리된다.

첫째, 수익성 신뢰이다. 2013년 1조280억원의 영업손실과 2015년 자본잠식 이후 시장은 동사의 이익을 언젠가 드러날 손실 이전의 이익으로 봤다. 이 할인은 정산이익의 반복으로 풀리고 있다. 계약 추정변경 이익은 4Q24부터 2Q26까지 7분기 연속 플러스였고, 아직 손익으로 인식되지 않은 미래손익도 5,396억원 남아 있다.

둘째, 수주 지속성이다. EPC의 이익은 수주가 끊기면 2~3년 뒤 함께 끊긴다. 2024년 수주 공백에 P/B는 0.77배까지 내려갔고, 2025년 화공 신규수주는 2,578억원에 그쳤다. **이 할인은 캡티브가 만든 수주 바닥으로 해소되고 있다.** 그룹사 수주는 연 7조원으로 높아졌고, 2026년 3분기 수주잔고는 27.2조원으로 역대 최대다.

셋째, 쓰이지 않는 현금이다. 동사는 2024년에야 12년 만에 배당을 재개했고, 2024년 12월에는 순현금이 시가총액의 89%에 달했다. **쌓인 현금이 주주에게 돌아오지 않으면서 시장은 이 현금을 기업가치에 온전히 반영하지 않았다.** 이 할인은 주당배당금 확대(2024년 660원, 2025년 790원)와 7,800억원 규모 자사주 취득과 소각 6,900억원으로 해소되고 있다.

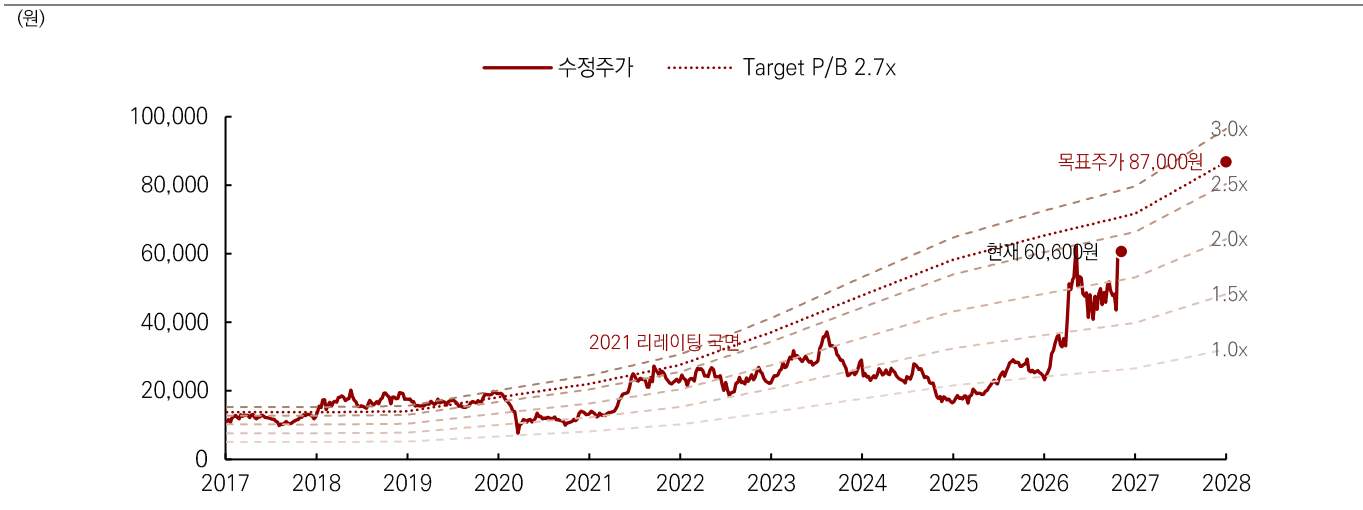
시장은 세 번째 할인에는 이미 반응했다. 자사주 취득 발표 뒤 주가는 사흘 만에 37% 올랐다. 그러나 첫째와 둘째 할인이 해소되었다는 것은 아직 실적으로 확인되지 않았고, 현재 주가는 2027년 EPS 기준 P/E 8.6배에 머물러 있다. **2027년은 정산이익의 반복과 수주의 지속이 실적으로 확인되는 해로, 남은 두 할인이 해소되며 BPS 증가와 멀티플 상승이 함께 나타날 것으로 판단한다.**

표 24. 상승여력 분해

구분	현재	목표	배수	근거
P/B	2.37배	2.7배	×1.14	Point 2·3
BPS	25,567원	32,144원	×1.26	Point 1
주가	60,600원	87,000원	×1.44	

자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 20. 삼성E&A P/B Band (당기 BPS 기준)



자료: KRX, DART, KUVIC 리서치 1팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.

- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.