

삼성중공업(010140)

매수(유지)

목표주가: 15,000원(상향)

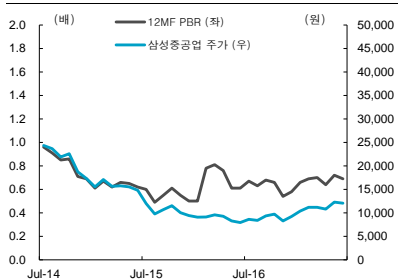
Stock Data

KOSPI(6/2)	2,372
주가(6/2)	12,050
시가총액(십억원)	4,700
발행주식수(백만)	390
52주 최고/최저가(원)	12,700/7,690
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,685
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.0/19.2
주요주주(%)	삼성전자 외 8인 23.2
Templeton Asset Management, Ltd. 외 3인	5.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.1	32.9	49.3
상대주가(%)	4.2	12.5	29.8

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2004년의 스몰 데자뷰

지금은 2004년과 닮은 꼴

2017~2018년 평균 BPS에 PBR 0.9배를 적용해 목표주가를 15% 상향한다. 지금은 실적 개선 전이지만 수주 회복이 시작됐던 2004~2005년과 유사하다고 판단, 당시 PBR을 적용했다. 2004년 삼성중공업의 ROE는 저가수주 후유증을 겪던 타사와 마찬가지로 2%에 불과했다. 그러나 LNG선과 초대형 컨테이너선, 해양플랜트 등 고부가가치 수주가 늘며 2004년 말 수주잔고는 2.5년치를 돌파하기 시작했다. 이에 따라 3년 뒤 실적 개선을 겨냥한 밸류에이션이 상승이 시작됐다. 2018년까지 매출 역성장으로 ROE는 낮겠으나 2019년 5%대에 진입하고, 2020년부터는 high single의 ROE 정상화를 예상한다. 이번 회복 사이클의 근거는 2004년과 마찬가지로 LNG(FSRU/FLNG/LNG선) 중심의 고부가가치 선박 시장의 성장에 있다. 신조선가도 지난 1개월간 1.7%p 상승하며 3년간의 지속 하락세에서 벗어나고 있다. 원자재 가격 상승, 선박과잉 완화 등이 신조선가 회복의 근거다.

Coral FLNG 본계약으로 2017년 예상 수주 70% 달성

지난 2일, 모잠비크 Coral FLNG의 본계약(25억달러)을 공시하며 올해 예상 수주 70억달러의 70%를 달성했다. 하반기 LNG선과 FSRU, VLCC 위주의 상선 수주가 예상되며 연내 발주될 'Johan Castberg' 수주전의 유력한 조선사라는 점에서 순조로운 order flow를 예상한다. 이로써 연말 수주잔고는 10조원으로 추정된다. 2018년에도 올해와 유사한 수주를 달성한다면 2018년 말 수주잔고는 14조원으로 2.3년치의 일감을 확보하게 된다.

마지막 악재, Stena Semi-rig 중재절차 돌입

같은 날, 세미리그 1척의 계약해지 통보도 공시됐다. 인도는 2017년 예정이었으나 발주처 Stena의 잦은 설계변경으로 삼성중공업은 공기연장과 비용 claim 3억달러를 청구했다. 이에 반발, Stena는 선수금(선가의 30%)과 이자비용을 포함 총 3,114억원을 청구했다. 삼성중공업은 2016년, 공기지연 총당금 1,954억원을 기반영한 상태다. 만약 계약해지로 선수금을 몰취하고 선가의 70%에 resale에 나선다면 손실은 선수금 반환 협상에 따라 결정된다. 최근 6세대 고사양 시추설비의 공정가치평가액이 선가의 70%에서 형성됨을 감안한 시나리오다. 만약 선수사 요구를 50%에서 수용한다면 예상 손실은 1,558억원이며 총당금 내에서 정리되며 중재와 앵커링 비용을 감안해도 추가비용의 가능성은 낮다.

즉 이번 이벤트가 새로운 불확실성은 아니며, 이로써 삼성중공업의 시추설비 리스크는 모두 노출됐다. 삼성중공업의 시추설비 중 올해 인도 예정인 Statoil 책임리그 2기는 용선이 된 상황이라 인도 차질 가능성은 낮다[표 3]. 3월, 노르웨이 John Fredriksen이 삼호중공업의 세미리그를 resale로 매입했듯 이제는 추가 리스크보다 시추설비 시장의 저점 신호에 주목해야 한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	9,714	(1,502)	(1,205)	(5,879)	NM	(1,198)	NM	NM	0.4	(24.7)	-
2016A	10,414	(147)	(121)	(485)	NM	170	NM	38.7	0.5	(2.3)	-
2017F	7,607	123	102	280	NM	434	43.0	10.1	0.7	1.6	-
2018F	6,184	148	121	333	18.7	456	36.2	10.7	0.7	1.9	-
2019F	8,180	441	349	959	188.1	754	12.6	4.7	0.7	5.2	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126
narae.heo@truefriend.com

2004년 review

2004년 11월, 삼성중공업은 덴마크, 스위스, 러시아, 그리스 선주로부터 22억달러의 수주를 받으며 월단위로 사상 최대의 수주를 기록한다. 카타르가스화 AP Moller로부터 LNG선, MSC로부터 9,200teu급 컨테이너선 4척, 미국 MODEC로부터 TLP 2기 등이 주요 수주 내용이었다. 2004년 수주잔고는 처음으로 2.5년치를 돌파하며 도크를 채우기 시작했고, 당시로서는 초대형 규모의 컨테이너선과 LNG선을 대거 수주하며 고부가가치 선박 비중을 늘리기 시작했다.

<표 1> 2004년의 삼성중공업, 고부가가치 선박인 초대형 컨테이너와 LNG선 급증

(단위: 척)

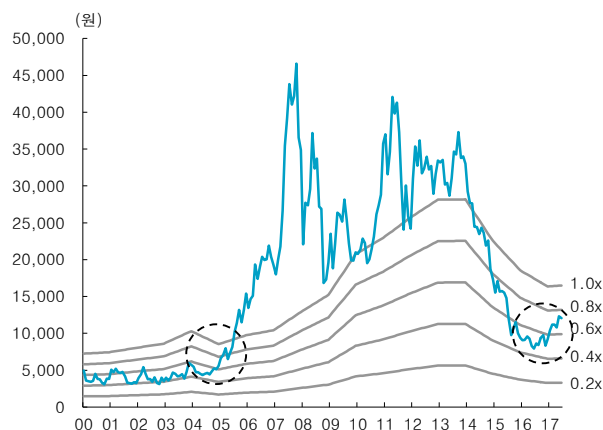
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
중형 컨테이너선	37	0	10	14	4	14	20
초대형 컨테이너선	2	4	2	30	12	0	17
LNGC	2	5	0	9	20	9	10
기타	23	17	37	54	34	16	45
Total	64	22	47	77	58	39	75

자료: 삼성중공업, Clarkson, 한국투자증권

그러나 2004~2005년 ROE는 2.2%, 3.8%로 여전히 낮았다. 2000년까지 대규모 적자에 시달리다가 흑자전환은 성공했으나 2002년까지 수주는 30억달러를 하회했고 저가 수주 후유증도 잔존했기 때문이다. 그럼에도 2004년 하반기 삼성중공업의 PBR은 기존 0.5배에서 0.9배로 상승했다. 2004~2005년 양호한 수주로 2006년 ROE는 7.0%로 상승했고 2007년부터 2014년까지 ROE는 두 자릿수를 기록하기 시작했으며 2004~2005년 수주 선박의 인도가 시작된 2007~2010년 평균 ROE는 무려 25%였다.

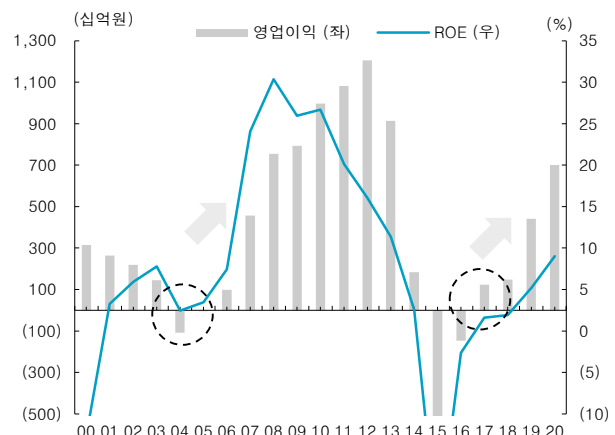
우리는 2007년 중국발 big cycle 가능성은 배제하더라도 현 시점이 장기 불황에서 탈출하던 2004년과 유사하다고 판단한다. 2004년 수주 상승기의 핵심은 LNG선과 초대형컨테이너, 해양플랜트 등 고사양 수주라는데 있다. 아울러 삼성중공업은 FSRU와 LNG선, FLNG등 독보적 강점이 있는 분야에서 성과를 나타내고 있다. 즉 2018년까지 매출 역성장으로 5% 미만의 ROE는 불가피하지만 이후 빠른 ROE 상승을 겨냥한 선제적 투자가 필요하다.

[그림 1] 삼성중공업 PBR 밴드



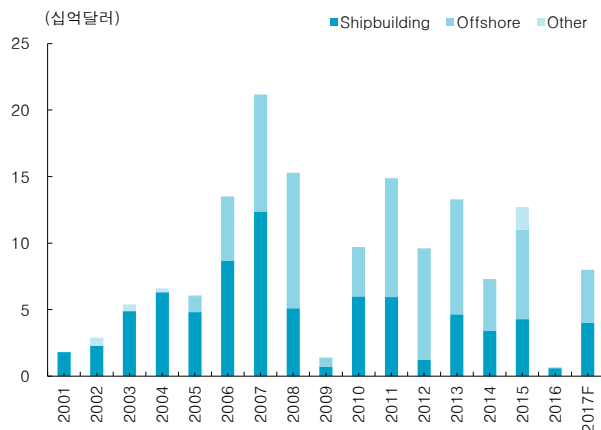
자료: 삼성중공업, 한국투자증권

[그림 2] 삼성중공업 영업이익과 ROE



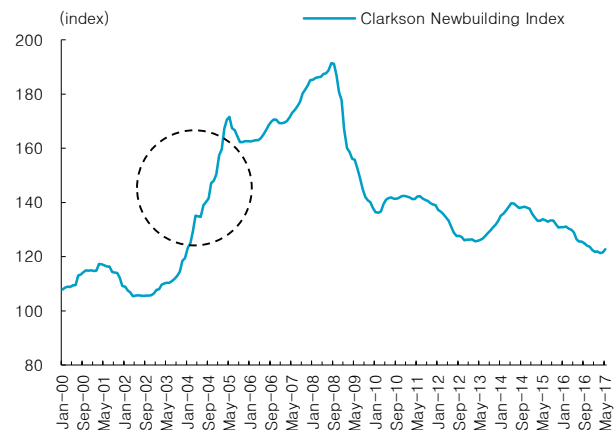
자료: 삼성중공업, 한국투자증권

[그림 3] 삼성중공업 신규수주



자료: 삼성중공업, 한국투자증권

[그림 4] Clarkson 신조선가 추이



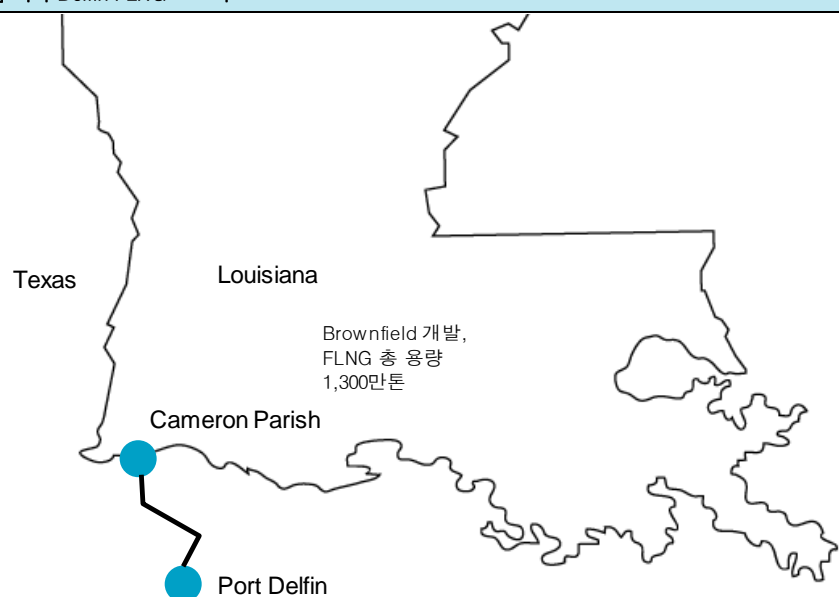
자료: Clarkson, 한국투자증권

Coral에 이어 미국 Delfin FLNG 프로젝트 진행

FLNG 시장의 회복 시그널이 뚜렷하다. Coral FLNG 계약에 이어 지난 1일 미국 Delfin FLNG는 미국 에너지부로부터 수출 승인을 취득했다. 이제 Delfin은 미 FERC의 건설과 운영 허가 취득절차를 진행하게 된다. Delfin은 미국 내 최초의 FLNG 유형으로 총 1,300만톤의 초대형 수출 프로젝트다. 4건의 FLNG 건조와 LNG선 발주를 계획하고 있다. 2021년 운영 개시 계획을 맞추려면 최소 2018년에는 FLNG 건조 계약이 진행돼야 한다.

삼성중공업은 FLNG 시장에서 독보적 위치를 점하고 있다. 2011년 Shell과 장기독점계약을 맺고 최초의 FLNG인 연 360만톤 규모 'Prelude FLNG' 건조에 들어갔다. Coral FLNG는 330만톤 규모로 초대형 FLNG로는 전세계 두번째 프로젝트이며 중소형 FLNG를 포함하면 네번째 프로젝트다. 삼성중공업은 2013년 페트로나스로부터 'PFLNG DUA'호를, 대우조선해양은 'PFLNG SATU'호를 수주했으나 7억달러의 중소 규모다. Prelude FLNG는 올 2분기 인도 예정이며 인도 후에는 유일한 초대형 FLNG 건조 실적을 갖게 된다는 점에서 향후 상승기에 진입할 FLNG 시장에서 유리한 위치를 선점할 것이다.

[그림 5] 미국 Delfin FLNG 프로젝트



자료: Delfin LNG, 한국투자증권

고사양 선박 발주

SOx 함유량을 현행 3.5%에서 0.5%이하로 낮추는 IMO규제가 2020년부터 ECA 지역은 물론, 전세계에 적용된다. 이에 대한 선주의 선택은 세가지다. 1) 현재 사용하는 Heavy fuel oil(벙커유)대비 70% 비싼 MGO를 연료로 사용한다. 2) 스크루버를 장착한다. 스크루버는 척당 3~5백만달러로, 폐기물 처리 비용과 대형 스크루버 장착에 따른 운항 효율성 저하도 추가로 감안해야 한다. 3) 추후 지속 강화될 환경규제에 부합하기 위해 듀얼연료가 가능한 LNG추진선을 신조 발주하는 것이다. 가스 연료탱크는 전통 연료탱크보다 3배 이상 크고 이에 따라 선박사이즈는 대형화되는 추세다.

최근 발주 선박의 대형화와 LNG추진선 도입이 빨라지는 추세다. 지난 3월, 삼호중공업이 러시아 소브코플로트로부터 세계 최초의 LNG추진 탱커를 수주했고 말레이시아 AET는 2015년 삼성중공업에 발주한 탱커 4척 중 2척을 LNG추진 방식으로 계약을 변경했다. 고사양 선박인 LNG추진선의 발주는 점차 확산될 전망이다. LNG추진선은 기존 선박 대비 SOx, NOx 배출량은 90%, 80%, CO₂는 15% 이상 저감할 수 있다. 고사양 선박 발주는 한국 조선사의 점유율 상승과 선가 상승의 기회가 될 것이다.

<표 2> 삼성중공업 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	2,530	2,721	2,778	2,386	2,437	1,903	1,344	1,922	9,714	10,414	7,607	6,184	7,930
영업이익	6	(284)	84	46	28	48	14	33	(1,502)	(147)	123	148	441
영업이익률	0.2%	-10.4%	3.0%	1.9%	1.1%	2.5%	1.1%	1.7%	-15.5%	-1.4%	1.6%	2.4%	5.4%
세전이익	5	(216)	111	30	49	48	14	20	(1,462)	(69)	132	156	450
지배주주 순이익	17	(169)	130	(99)	58	38	11	(5)	(1205)	(121)	102	121	349

자료: 한국투자증권

<표 3> 삼성중공업 주요 해양 프로젝트

(단위: 십억달러, %)

Project	Contract price	진행률(추정)	비고	Delivery
Shell FLNG	3.40	98%		2017/6
Ichthys CPF	2.69	100%	Sail-away	2017/4
Egina FPSO	2.99	72%		2018
Petronas FLNG	1.47	40%		2019
Stena Semi-rig	0.72	95%	총당금 1,950 억원 기반영	중재절차 돌입
Statoil Jack-up #1	0.63	91%		2017/5
Statoil Jack-up #2	0.52	82%		2017/6
PDC Drillship	0.52	100%	손상차손 1,355 억원	중재절차
Ensco Drillship	0.52	98%	입금률 82%	1Q2019
Seadrill Drillship	0.52	96%	입금률 29%	2017(협의 중)
Seadrill Drillship#2	0.52	96%	입금률 29%	2017(협의 중)
Ocean Rig Drillship #9	0.56	91%	입금률 50%	2018
Ocean Rig Drillship #10	0.65	50%	입금률 22%	2019
Ocean Rig Drillship #11	0.65	8%	입금률 11%, 설계만 진행	2019
Total	16.36	77%		

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

기업개요

1974년에 설립한 삼성그룹 계열의 강선 건조업체. 주요 사업은 선박/해양플랜트 (쇄빙유조선, LNG선, 드릴쉽, 초대형컨테이너선, FPSO, LNG-FPSO, 풍력발전기)를 제조/판매하는 조선해양부문과 토목/건축사업을 영위하는 E&I부문

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,110	9,951	8,790	7,098	9,388
현금성자산	983	984	3,043	2,164	2,863
매출채권및기타채권	4,685	5,577	3,271	2,164	2,863
재고자산	1,449	1,226	896	728	963
비유동자산	7,191	7,267	7,519	7,893	8,270
투자자산	625	240	250	203	269
유형자산	5,583	6,442	6,842	7,342	7,542
무형자산	102	96	70	57	76
자산총계	17,302	17,217	16,309	14,990	17,659
유동부채	9,570	9,046	8,108	6,905	9,323
매입채무및기타채무	4,836	3,525	3,043	2,474	2,863
단기차입금및단기사채	1,908	2,694	2,169	2,069	1,969
유동성장기부채	514	1,159	1,184	1,209	1,234
비유동부채	3,466	1,896	1,824	1,587	1,489
사채	1,098	499	499	399	349
장기차입금및금융부채	2,058	1,127	1,127	1,027	927
부채총계	13,036	10,942	9,932	8,492	10,811
지배주주지분	4,237	6,264	6,366	6,488	6,837
자본금	1,155	1,951	1,951	1,951	1,951
자본잉여금	424	758	758	758	758
기타자본	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)
이익잉여금	3,594	3,520	3,622	3,743	4,092
비지배주주지분	28	11	11	11	11
자본총계	4,266	6,275	6,377	6,499	6,848

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	620	(1,555)	2,810	229	1,936
당기순이익	(1,212)	(139)	102	121	349
유형자산감가상각비	280	288	290	290	290
무형자산상각비	24	29	21	17	22
자산부채변동	1,808	(2,140)	2,431	(183)	1,250
기타	(280)	407	(34)	(16)	25
투자활동현금흐름	(1,081)	130	(252)	(832)	(1,012)
유형자산투자	(608)	(207)	(720)	(790)	(490)
유형자산매각	38	97	30	0	0
투자자산순증	(538)	220	(10)	47	(66)
무형자산순증	3	3	5	(4)	(41)
기타	24	17	443	(85)	(415)
재무활동현금흐름	1,104	1,392	(500)	(275)	(225)
자본의증가	0	1,130	0	0	0
차입금의순증	1,155	261	(500)	(275)	(225)
배당금지급	(51)	0	0	0	0
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	(1)	34	0	0	0
현금의증가	643	1	2,059	(878)	699

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

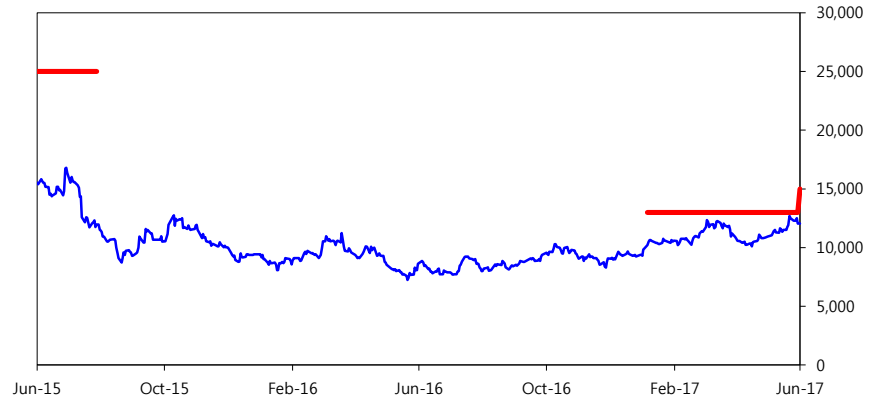
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	9,714	10,414	7,607	6,184	8,180
매출원가	10,676	9,939	6,924	5,476	7,139
매출총이익	(962)	475	683	708	1,041
판매관리비	540	622	560	560	600
영업이익	(1,502)	(147)	123	148	441
금융수익	267	227	176	185	185
이자수익	32	38	25	30	30
금융비용	277	324	178	177	176
이자비용	43	69	25	24	23
기타영업외손익	51	176	11	(0)	(0)
관계기업관련손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	(1,462)	(69)	132	156	450
법인세비용	(250)	70	29	35	101
연결당기순이익	(1,212)	(139)	102	121	349
지배주주지분순이익	(1,205)	(121)	102	121	349
기타포괄이익	(44)	1,005	0	0	0
총포괄이익	(1,256)	866	102	121	349
지배주주지분포괄이익	(1,249)	883	102	121	349
EBITDA	(1,198)	170	434	456	754

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(5,879)	(485)	280	333	959
BPS	22,545	18,545	16,348	16,658	17,553
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(24.6)	7.2	(27.0)	(18.7)	32.3
영업이익증가율	NM	NM	NM	20.7	197.1
순이익증가율	NM	NM	NM	18.7	188.1
EPS증가율	NM	NM	NM	18.7	188.1
EBITDA증가율	NM	NM	155.8	5.0	65.4
수익성(%)					
영업이익률	(15.5)	(1.4)	1.6	2.4	5.4
순이익률	(12.4)	(1.2)	1.3	2.0	4.3
EBITDA Margin	(12.3)	1.6	5.7	7.4	9.2
ROA	(7.0)	(0.8)	0.6	0.8	2.1
ROE	(24.7)	(2.3)	1.6	1.9	5.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,472	3,925	644	1,151	(172)
차입금/자본총계비율(%)	148.8	103.1	75.7	70.1	63.2
Valuation(X)					
PER	NM	NM	43.0	36.2	12.6
PBR	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	NM	38.7	10.1	10.7	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성중공업(010140)	2015.08.02	중립	-
	2017.01.09	매수	13,000 원
	2017.06.04	매수	15,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 4일 현재 삼성중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성중공업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.