

삼성중공업(010140)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 15,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/7)	2,545
주가(11/7)	12,850
시가총액(십억원)	5,012
발행주식수(백만)	390
52주 최고/최저가(원)	13,600/8,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,997
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.3/18.6
주요주주(%)	삼성전자 외 8인 23.2
Templeton Asset Management, Ltd. 외 3인	5.1

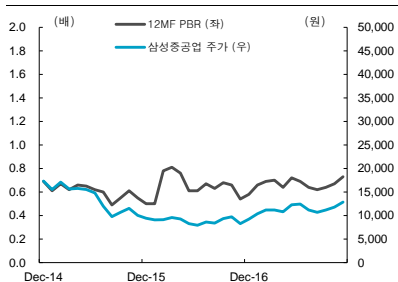
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	37.8	61.8
PBR(x)	0.5	0.8	0.8
ROE(%)	(2.3)	2.0	1.2
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	38.7	11.7	13.0
EPS(원)	(485)	340	208
BPS(원)	18,545	16,403	16,597

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.7	17.4	38.9
상대주가(%p)	8.4	3.8	11.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

유가 변화에서 나타날 upside

What's new : 예상에 부합, 매출 감소로 수익성 저하

매출은 전년대비 37% 감소, 영업이익은 72% 감소한 240억원을 기록하며 우리의 예상을 소폭 상회했다. 일회성 비용 요인이 없었음에도 매출 감소의 부담으로 영업이익률은 1.3%에 그쳤다. 올 들어 Ichthys, Prelude, Cat-J 책임리프 등 주요 해양프로젝트가 인도되며 미청구공사는 3.1조원으로 2016년 말 대비 2조원 줄었고 순차입금은 2.6조원으로 0.9조원 감소하는 등 재무구조가 빠르게 개선되고 있다.

Positives : 65억달러 수주 달성, 수주잔고 11.8조원

최근 MSC로부터 초대형 컨테이너선 6척을 수주하며 현재까지 수주는 65억달러에 이른다. 매출기준 수주잔고는 11.8조원으로 전년 말 대비 18% 이상 증가했고 약 1.5년치의 일감에 해당된다. 극심했던 수주고갈의 우려는 가셨으며 향후 전망도 낙관적이다. 올해 LNG선 발주는 예상보다 느렸지만 최근 LNG선 스왑운임이 58,000달러를 돌파하며 2015년 1월 이후 최고치를 보이고 있어 밀렸던 LNG선 발주 회복이 예상된다. 4분기 상선중심의 수주로 2017년 총 수주는 75억달러에 이를 전망이고, 2014년 수준으로 회귀하는 것이다.

Negatives : 고정비와 싸워야 하는 2018년

2015년 1.4만명이던 직원인력은 현재 1.1만명으로 줄었다. 그럼에도 2018년 예상 매출이 6조원 이하로 하락할 전망이다, 고정비 부담은 지속적으로 확대될 것이다. 주요 해양 프로젝트들이 모두 인도돼 건조 리스크는 하락하고 일회성 비용 가능성은 현저히 낮아졌지만 2018년 영업이익률은 여전히 1%대에 머무를 것으로 예상된다. 20년만의 불황이던 2016년 수주 부진(5억달러)의 후유증으로 2018년 상반기, 손익 차원에서 짧은 고비가 예상된다. 그러나 하반기부터 매출이 증가하기 시작해, 2019년 매출은 완전히 정상화될 것이다.

결론: 짧은 고비, 중장기 풍부한 upside

단기 매출 감소는 부담이지만 수주잔고의 상승 속도는 예상을 상회한다. \$50/b대에 안착한 유가 영향이 크다. 삼성중공업은 역사적으로 한국시장에서 주가와 유가민감도가 가장 높은 회사다. 유가가 상승할수록 강점을 지닌 드릴십과 해양 프로젝트 시장이 활기를 띠기 때문이며, 올해 유가상승 효과를 일부 체감하기도 했다. 현재 2018년 발주 예정인 해양 프로젝트는 10여개에 이른다. 유일하게 2만teu급 컨테이너선 인도 실적을 보유한 조선사로 2018년 컨테이너선 발주 호조까지 감안 시 올해와 유사한 70~80억달러의 수주 달성이 가능할 것이다. 향후 upside는 시추설비 미인도 리스크 해소와 현금흐름 개선, 수주잔고의 상승이다. 2018년 산업재 사이클의 대표주로 판단한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,520	1,752	15.3	1,797	(23.8)	(36.9)	7,933	8,034
영업이익	20	24	18.0	32	14.6	(71.9)	98	110
영업이익률	1.3	1.3	0.0	1.8	0.5	-1.7	1.2	1.4
세전이익	5	22	338.0	28	(25.8)	(80.3)	121	123
순이익	4	28	613.9	20	(3.1)	(78.7)	124	114

이경자
kyungja.lee@truefriend.com

허나래
narae.heo@truefriend.com

<표 1> 삼성중공업 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	2,530	2,721	2,778	2,386	2,437	2,300	1,752	1,444	9,714	10,414	7,933	5,753	7,650
상선*	1,108	1,349	1,384	1,266	1,090	1,026	779	261	3,700	5,107	3,156	2,808	4,050
해양*	1,410	1,349	1,384	964	1,332	1,254	953	1,138	5,714	5,107	4,677	2,845	3,500
영업이익	6	(284)	84	46	28	21	24	26	(1,502)	(147)	98	90	412
영업이익률	0.2%	-10.4%	3.0%	1.9%	1.1%	0.9%	1.3%	1.8%	-15.5%	-1.4%	1.2%	1.6%	5.4%
세전이익	5	(216)	111	30	49	30	22	21	(1,462)	(69)	121	98	421
순이익	16	(212)	129	(71)	59	23	23	19	(1212)	(139)	124	76	327
(지배주주순이익)	17	(169)	130	(99)	58	29	28	10	(1205)	(121)	124	76	327

자료: 한국투자증권

<표 2> 삼성중공업 해양 프로젝트

(단위: 십억달러)

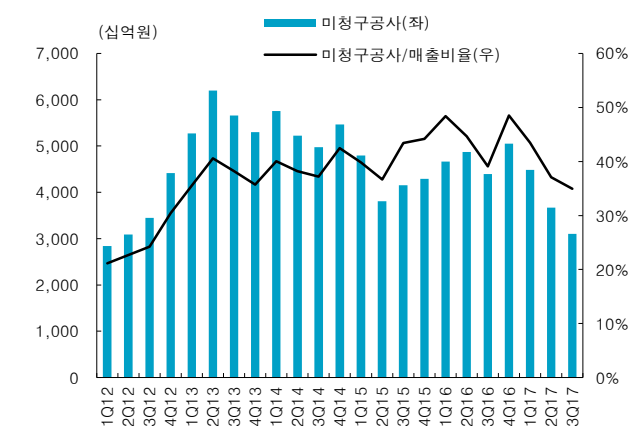
Status	Project	Contract price	Completion	Received	인도 예정/현황
Complete	Shell FLNG	3.40	100%	100%	Sail-away in June
Complete	Ichthys CPF	2.69	100%	100%	Sail-away in April
Underway	Petronas FLNG	1.47	40%	67%	2019 년 예정
Complete	Statoil Jack-up #1	0.63	100%	100%	Sail-away in June
Complete	Statoil Jack-up #2	0.52	100%	100%	Sail-away in July
Complete	Ensco Drillship- DS10	0.52	100%	100%	1Q19 인도 예정이었으나 3Q17 조기인도
Underway	Egina FPSO	2.99	89%	89%	Sail-away in Nov
Pending	Stena Semi-rig	0.72	100%	29%	중재절차 중, 최근 Aker 가 resale 로 매수의향 표시
Pending	PDC Drillship	0.52	100%	35%	중재절차 중, 2015 년 선수금의 1/2 인 1,350 억원의 총당금 반영
Pending	Seadrill Drillship	0.52	96%	29%	Seadrill 과 협의 중
Pending	Seadrill Drillship#2	0.52	96%	29%	Seadrill 과 협의 중
Pending	Ocean Rig Drillship #9	0.56	91%	50%	2018
Pending	Ocean Rig Drillship #10	0.65	50%	22%	2019
Pending	Ocean Rig Drillship #11	0.65	8%	11%	2019

주: 2분기 말 기준, Egina는 3분기말 기준

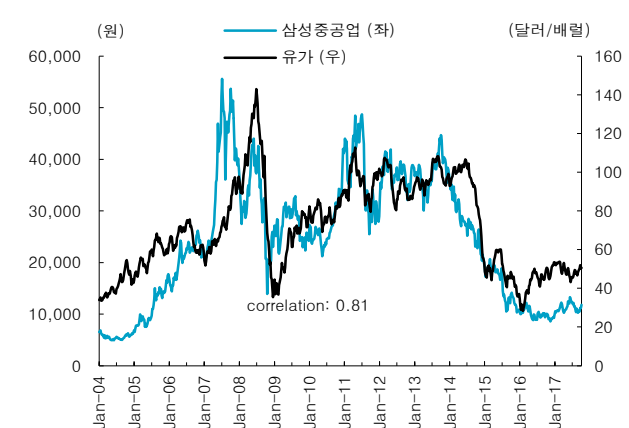
자료: 삼성중공업, 한국투자증권

[그림 1] 미청구공사와 매출대비 비율

[그림 2] 삼성중공업 주가와 유가 correlation



자료: 삼성중공업, 한국투자증권



자료: 삼성중공업, 한국투자증권

〈표 3〉 2017~2018년 주요 해양 프로젝트

(단위: 십억달러)

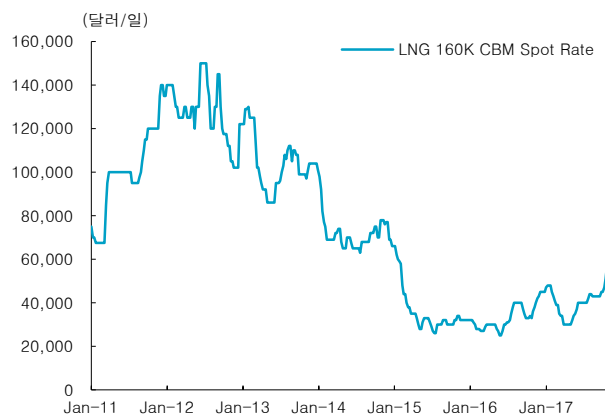
IOC	Project	FID	계약업체	금액	Bidder/Note
BP	Mad dog II	Jan-17	삼성중공업	1.2	수주 확정
ENI	Coral FLNG	Jun-17	삼성중공업	2.5	수주 확정
Statoil	Johan Castberg FPSO 1) Hullside	Nov-17	대우조선해양 최저가	0.5	Big 3, Keppel, sembcorp
Statoil	Johan Castberg FPSO 2) topside	Dec-17		0.5	삼성중, Aibel, Kvaerner, Semb
BP	Tortue FPSO1, FLNG 2	2018		N/A	현대중공업, 삼성중공업
Phu Quoc Petroleum	Block B CPP	2018		1.3	현대중공업, 삼성중공업
ENI	Zabazaba FPSO	2018		2.0	삼성중공업 등
Chevron	Rosebank FPSO	2018		2.0	Big 3
Shell	Bonga Southwest FPSO	2018		2.0	
Statoil	Njord FSO	2018			
ONGC	Krishna Godavari	2018			
Statoil	Johan Sverdrup #2	2018			
Total	Iran South Pars 11	2018			
ConocoPhillips	Caldita Barossa	2018			삼성중공업/Technip 컨소시움

자료: Upstream, 한국투자증권

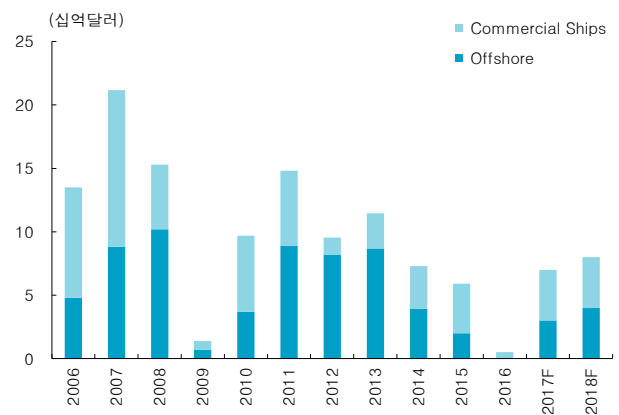
최근 LNG선 스팟운임이 강세다. 2016년부터 저유가로 신규 LNG 플랜트 가동이 지연되는 등 LNG선 발주 유인이 없었으나 2020년까지 신규 LNG 플랜트가 1억톤 가동이 예상돼, LNG선 발주는 연평균 30척 예상된다. 역사적으로 30~40%의 LNG선 점유율을 보여온 삼성중공업에 기회다.

[그림 3] LNG선(160K CBM) 스팟운임 상승세 : 2015년 이래 최대

[그림 4] 삼성중공업 신규수주



자료: Clarksons, 한국투자증권



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	9,166	6,891	8,015
현금성자산	983	984	3,173	2,301	1,913
매출채권및기타채권	4,685	5,577	3,411	2,014	2,678
재고자산	1,449	1,226	934	677	901
비유동자산	7,191	7,267	7,548	7,854	8,223
투자자산	625	240	261	189	251
유형자산	5,583	6,442	6,842	7,342	7,542
무형자산	102	96	73	53	71
자산총계	17,302	17,217	16,715	14,745	16,238
유동부채	9,570	9,046	8,483	6,994	8,162
매입채무및기타채무	4,836	3,525	3,173	2,014	2,678
단기차입금및단기사채	1,908	2,694	2,444	2,344	2,244
유동성장기부채	514	1,159	1,184	1,209	1,234
비유동부채	3,466	1,896	1,832	1,276	1,275
사채	1,098	499	499	449	399
장기차입금및금융부채	2,058	1,127	1,127	677	677
부채총계	13,036	10,942	10,315	8,270	9,437
지배주주지분	4,237	6,264	6,388	6,464	6,790
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	3,643	3,719	4,046
비지배주주지분	28	11	11	11	11
자본총계	4,266	6,275	6,399	6,475	6,801

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	620	(1,555)	2,732	361	722
당기순이익	(1,212)	(139)	124	76	326
유형자산감가상각비	280	288	290	290	290
무형자산상각비	24	29	22	16	21
자산부채변동	1,808	(2,140)	2,326	5	62
기타	(280)	407	(30)	(26)	23
투자활동현금흐름	(1,081)	130	(318)	(657)	(986)
유형자산투자	(608)	(207)	(720)	(790)	(490)
유형자산매각	38	97	30	0	0
투자자산순증	(538)	220	(21)	71	(63)
무형자산순증	3	3	1	4	(38)
기타	24	17	392	58	(395)
재무활동현금흐름	1,104	1,392	(225)	(575)	(125)
자본의증가	0	1,130	0	0	0
차입금의순증	1,155	261	(225)	(575)	(125)
배당금지급	(51)	0	0	0	0
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	(1)	34	0	0	0
현금의증가	643	1	2,189	(872)	(389)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

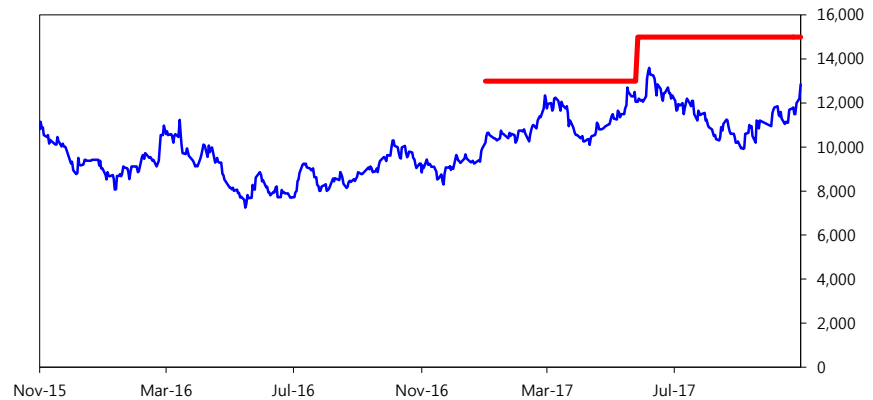
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	9,714	10,414	7,933	5,753	7,650
매출원가	10,676	9,939	7,435	5,263	6,738
매출총이익	(962)	475	498	490	912
판매관리비	540	622	400	400	500
영업이익	(1,502)	(147)	98	90	412
금융수익	267	227	176	185	185
이자수익	32	38	25	30	30
금융비용	277	324	168	177	176
이자비용	43	69	25	24	23
기타영업외손익	51	176	16	(0)	(0)
관계기업관련손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	(1,462)	(69)	121	98	421
법인세비용	(250)	70	(2)	22	94
연결당기순이익	(1,212)	(139)	124	76	326
지배주주지분순이익	(1,205)	(121)	124	76	326
기타포괄이익	(44)	1,005	0	0	0
총포괄이익	(1,256)	866	124	76	326
지배주주지분포괄이익	(1,249)	883	124	76	326
EBITDA	(1,198)	170	410	396	723

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(5,879)	(485)	340	208	896
BPS	22,545	18,545	16,403	16,597	17,434
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(24.6)	7.2	(23.8)	(27.5)	33.0
영업이익증가율	NM	NM	NM	(8.1)	358.2
순이익증가율	NM	NM	NM	(38.9)	331.1
EPS증가율	NM	NM	NM	(38.9)	331.1
EBITDA증가율	NM	NM	141.6	(3.4)	82.7
수익성(%)					
영업이익률	(15.5)	(1.4)	1.2	1.6	5.4
순이익률	(12.4)	(1.2)	1.6	1.3	4.3
EBITDA Margin	(12.3)	1.6	5.2	6.9	9.5
ROA	(7.0)	(0.8)	0.7	0.5	2.1
ROE	(24.7)	(2.3)	2.0	1.2	4.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,472	3,925	739	1,075	960
차입금/자본총계비율(%)	148.8	103.1	79.7	69.9	64.7
Valuation(X)					
PER	NM	NM	37.8	61.8	14.3
PBR	0.4	0.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	NM	38.7	11.7	13.0	6.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼성중공업(010140)	2015.10.26	중립	-	-	-
	2016.10.26	1년경과	-	-	-
	2017.01.09	매수	13,000원	-14.6	-2.3
	2017.06.04	매수	15,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 7일 현재 삼성중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.