

삼성중공업(010140)

공포의 진정

CEO 간담회 개최

삼성중공업은 간담회를 개최하고 향후 전망에 대한 의견을 나눴다. 사측은 2017년 수주목표 74억달러, 2018년 77억달러를 제시한 바 있다. 일부 계약이 1월로 밀리며 전년 수주는 69억달러로 마감했고 올해 목표는 82억달러로 상향됐다. 수주 목표의 30%는 해양에서, 70%는 LNG선과 중대형급 컨테이너선 위주의 상선에서 채울 계획이다. 이를 기반으로 2019년 매출은 7조원으로 정상화될 전망이다.

회복의 key는 LNG선과 해양

2018년, 수주 측면에서 강한 턴어라운드가 예상되며 독보적 입지를 보이는 LNG선과 해양시장의 회복에 기인한다. 2017년, 중국은 석탄보일러의 가스보일러 개조 정책을 시작했다. 이러한 중국발 LNG 수요급증은 LNG선 스팟운임 상승과 LNG선 발주를 이끌고 있다. 2017년 미용선 LNG선은 30척이었으나 현재 9척으로 수급균형으로 가고 있다. 올해부터 매년 30척 이상 LNG선 발주가 예상된다. 삼성중공업은 최근 Gaslog의 수주를 시작으로 LNG선에서 의미있는 성과를 보일 것이다.

올해 입찰 가능한 해양 EPC는 11개, 130억달러로 추산된다. 나이지리아 Zabazaba와 Bonga FPSO가 주요 안건으로, 나이지리아 현지 야드가 있는 유일한 조선사라 상대적 경쟁우위에 있다고 판단된다. 한편 호주의 Barossa FPSO(2019년 FID)도 삼성중공업이 FEED업체로, EPC 수주로 연결될 가능성이 높다.

2011년과 유사한 강한 상황, 고비를 지나고 있어

유가 상승, 임박한 환경규제, 3년간 발주 급감에 따른 선복과잉 해소로 12월부터 inquiry가 급증하고 있다. 올해 56억달러의 상선 수주 달성 가능성이 높는데 반복작업이 가능한 상선 수주가 늘수록 이익 가시성은 높아진다. 56억달러는 2011년과 유사한, 역사적 최대 수준이다. 달성 시 2년치 이상의 일감을 확보하게 돼 선별 수주가 가능해진다. 또한 미인도 상태던 Stena 세미리그와 PDC 드릴십의 resale 가능성이 높아져 유동성도 개선될 것이다. 잦은 자본확충은 기업 리스크이나 강한 상황으로 공포는 점차 진정되고, PBR 1배 이하에서는 밸류에이션 매력이 있다.

	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	7,943	(494)	(480)	(1,317)	NM	(182)	NM	NM	0.5	(8.0)	-
2018F	5,024	(250)	(188)	(332)	NM	54	NM	49.7	0.9	(2.9)	-
2019F	7,046	305	243	366	NM	614	24.7	4.6	0.8	3.4	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 11,500원(유지)

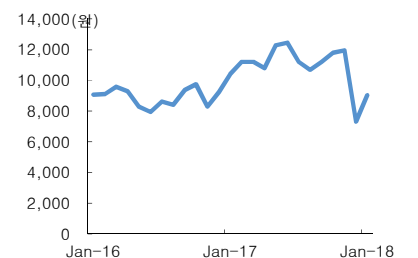
Stock Data

KOSPI(1/16)	2,522
주가(1/16)	9,030
시가총액(십억원)	3,522
발행주식수(백만)	390
52주 최고/최저가(원)	13,600/7,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	39,861
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.5/18.4
주요주주(%)	삼성전자 외 8 인 23.1
	Templeton Asset Management, Ltd. 외 3 인 5.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.2	(24.1)	(13.6)
KOSPI 대비(%p)	21.6	(28.6)	(35.8)

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

2018년 주요 해양 프로젝트

삼성중공업은 oil&gas 산업의 최대 불황이 시작된 2015년에도 해양 프로젝트 수주를 했던 유일한 조선사다. 2018년부터 북해, 서아프리카(나이지리아), 호주 등지에서 해양 프로젝트 투자가 활발히 재개된다. 삼성중공업은 2017년 11월 Egina FPSO를 나이지리아에 인도한 뒤, 현지 작업 중이다. 유일하게 나이지리아 현지에 야드를 가진 조선사라는 점이 2018년 주요 프로젝트인 나이지리아 Zabazaba와 Bonga FPSO에서 경쟁 우위로 작용하고 있다.

한국 big3에 막대한 손실을 입혔지만 높은 진입장벽의 특수성을 감안하면 해양은 한국 조선사로서 포기할 수 없는 시장이다. 과거에는 EPC lump sum turnkey(일괄도급방식) 발주 구조였기에 EPC 업체는 많은 손실을 감내해야 했고 발주처 역시 인도 지연 등 피해를 입었다. 그러나 최근 해양 프로젝트 대부분 계약을 cost+fee(비용 reimburse 방식)으로 전환하고 있어, 구조적 리스크는 하락세다.

2017년 대형 해양 프로젝트를 대부분 인도해, 현재 삼성중공업의 수주잔고에서 해양 프로젝트는 말레이시아 PFLNG, 스웨덴의 Johan Sverdrup 플랫폼만 남아 손익 불확실성은 낮아졌다.

〈표 1〉 2018년 주요 해양 프로젝트

(단위: 십억달러)

IOC	Project	FID	Amount	Bidder	Note
ENI	Zabazaba FPSO	2018	2.0	SHI 등	bid evaluation 완료
Shell	Bonga Southwest FPSO	2018	2.0	SHI, HHI	작은 FPSO 를 이용하는 Bonga Southwest lite 프로젝트로 변경
Statoil	Johan Sverdrup #2	2018	0.5		FEED 진행 중, FID & PDO in 2H18
Chevron	Rosebank FPSO	2018	2.0	Big 3	2016 년 취소, 프로젝트 재개
ConocoPhillips	Caldita Barossa FPSO	2018		SHI(with Technip)	Saipem, Fluor 등 7 개 컨소시엄 입찰, 삼성중공업 FEED 중
Phu Quoc Pet	Block B CPP	May-17	1.0	HHI, SHI	2018 초 우선협상대상자 선정 예정
Statoil	Njord FSO	2018			노르웨이 정부 승인 완료
Total	Iran South Pars 11	2018			스터디 진행중, 2017 년 말까지 입찰 시작 예정
BP	Tortue FLNG	2019	1.0	HHI, SHI	KBR 이 pre-FEED 중, 단납기(2021 년 LNG 수출)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 삼성중공업의 주요 해양 프로젝트

(단위: 십억달러)

Status	Project	계약가	진행률	입금률	인도 스케줄
인도 완료	Shell FLNG	3.40	100%	100%	2017/6 인도 완료
인도 완료	Ichthys CPF	2.69	100%	100%	2017/4 인도 완료
진행중	Petronas FLNG	1.47	40%	67%	합의 하에 작업 중단했다가 2017 년부터 재개, 2019 년 인도 예정
인도 완료	Statoil Jack-up #1	0.63	100%	100%	2017/6 인도 완료
인도 완료	Statoil Jack-up #2	0.52	100%	100%	2017/7 인도 완료
인도 완료	Enasco Drillship- DS10	0.52	100%	100%	2017/10 조기 인도(1Q19 에서 당김)
인도 완료	Egina FPSO	2.99	89%	89%	2017/11 인도 완료, 나이지리아 현지 작업 중
미인도	Stena Semi-rig	0.72	100%	29%	중재 절차 중, 2018 년 1 분기 resale 예상
미인도	PDC Drillship	0.52	100%	35%	중재 절차 중, 2018 년 resale 예상, 총 2,250 억원의 총당금 반영
미인도	Seadrill Drillship	0.52	96%	29%	발주처가 인도 연기 요청
미인도	Seadrill Drillship#2	0.52	96%	29%	발주처가 인도 연기 요청
미인도	Ocean Rig Drillship #9	0.56	91%	50%	발주처가 인도 연기 요청

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

〈표 3〉 주요 조선사 수주 현황

(단위: 십억달러)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2018YoY
현대중공업	9.8	18.3	22.7	3.8	11.5	13.0	8.2	16.0	12.2	7.6	4.3	5.0	8.8	77.3%
해양	4.3	5.0	7.3	1.9	6.5	5.6	4.2	7.1	6.0	1.6	0.4	0.3	1.6	510.7%
상선	5.5	13.3	15.4	1.9	5.0	7.5	4.0	8.9	6.2	6.0	3.9	4.7	7.2	53.2%
삼성중공업	13.5	21.2	15.3	1.4	9.7	14.8	9.6	11.5	7.3	5.9	0.5	6.9	8.2	18.8%
해양	4.8	8.8	10.2	0.7	3.7	8.9	8.2	8.7	3.9	2.0	—	3.8	2.6	-31.6%
상선	8.7	12.4	5.1	0.7	6.0	5.9	1.4	2.8	3.4	3.9	0.5	3.1	5.6	80.6%
대우조선해양	9.8	18.2	22.6	3.8	11.5	13.0	14.3	13.6	14.9	4.4	1.5	2.6	5.0	89.7%
해양	4.3	5.0	7.2	1.9	6.5	5.6	10.5	8.1	2.7	—	—	—	—	—
상선	5.5	13.2	15.4	1.9	5.0	7.5	3.8	5.5	12.2	4.4	1.5	2.6	5.0	89.7%
현대미포조선	3.7	6.3	4.6	0.1	2.0	2.0	3.0	5.9	1.8	2.8	0.9	2.3	3.0	30.4%
현대삼호중공업												2.9	3.0	3.4%
Big 3 total	33.0	57.7	60.5	9.1	32.6	40.8	32.0	41.1	34.4	17.9	6.3	14.5	20.5	48.3%
해양	13.4	18.8	24.7	4.5	16.7	20.0	22.9	23.9	12.6	3.6	0.4	4.1	4.2	3.4%
상선	19.6	38.9	35.9	4.5	15.9	20.8	9.1	17.1	21.7	14.3	5.9	10.4	16.3	65.8%

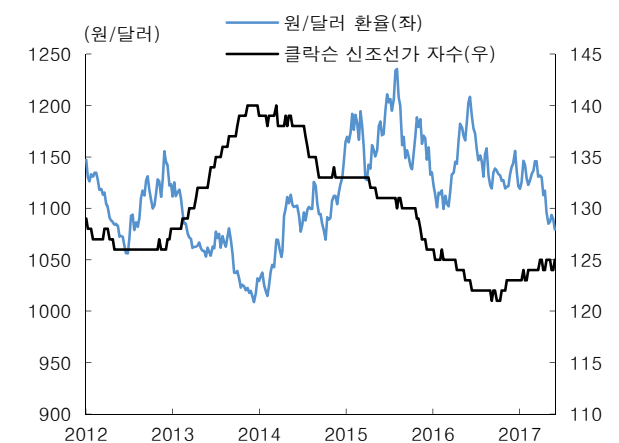
자료: 각사, 한국투자증권

선가, cost-push 차원의 상승 예상

삼성중공업은 2018년 후반기 가격 평균 예상 단가를 약 550달러/톤으로 설정했는데 이는 전년 평균 대비 약 10% 오른 것이다. 만약 후반기 가격이 기준 대비 10% 상승 시 원가 부담은 280억원씩 늘어난다. 2017년에는 고정비 부담을 줄이기 위한 물량 확보에 힘썼다면, 2018년부터는 선가 인상에 총력을 기울이는 이유다.

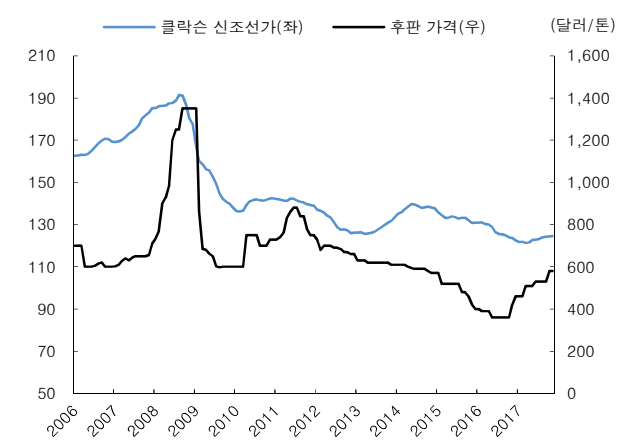
한국이 글로벌 최대 생산능력을 보유한 만큼, 역사적으로 원화강세 시 선가는 오르는 추세를 보였다. 12월 말부터 탱커 일부 선종에서 선가 상승이 나타났는데 전반적인 비용 부담이 가중되며 선가 상승 압력으로 작용하고 있다. 2018년 상반기까지는 cost-push 차원에서의 선가 상승이 예상되나 하반기부터는 조선사들이 물량을 채우기 시작하며 점차 선별수주로 나설 가능성이 높고, 이는 곧 선가 상승으로 연결될 것으로 전망한다.

[그림 1] 환율과 신조선가: 원화강세로 선가인상 필요



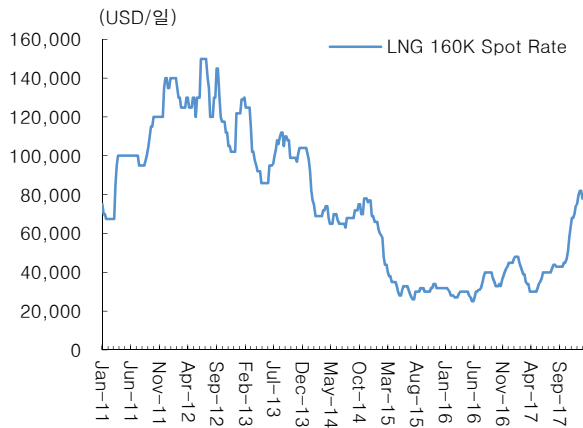
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 2] 신조선가와 후반기 가격: cost-push 차원의 선가 상승



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 3] LNG선 스팟운임(160,000cbm)



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 4] 파나마운하 확장 개통, 1만teu급 컨테이너선 발주 증가



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1974년에 설립한 삼성그룹 계열의 조선사. 주요 사업은 선박/해양플랜트(LNG선, 드릴쉽, 초대형 컨테이너선, FPSO, LNG-FPSO)를 제조/판매

- FPSO: 부유식 원유생산 저장 하역 설비, 해상의 일정지역에 머물면서 해저에서 원유를 뽑아 올려 정유 제품을 생산하여 보관하고 타 선박에 이송
- FLNG: 액화천연가스 생산설비로 해상에 정박해 천연가스를 액화/저장/하역하는 선박

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,110	9,951	8,282	6,068	7,171
현금성자산	983	984	1,311	1,407	705
매출채권및기타채권	4,685	5,577	3,971	2,512	3,523
재고자산	1,449	1,226	935	592	830
비유동자산	7,191	7,267	7,149	6,889	7,069
투자자산	625	240	261	165	232
유형자산	5,583	6,442	6,442	6,442	6,442
무형자산	102	96	73	46	65
자산총계	17,302	17,217	15,431	12,958	14,241
유동부채	9,570	9,046	7,853	4,743	5,881
매입채무및기타채무	4,836	3,525	2,621	2,010	2,819
단기차입금및단기사채	1,908	2,694	2,194	694	694
유동성장기부채	514	1,159	1,009	1,009	1,009
비유동부채	3,466	1,896	1,782	1,107	1,009
사채	1,098	499	649	499	499
장기차입금및금융부채	2,058	1,127	927	477	327
부채총계	13,036	10,942	9,636	5,850	6,890
지배주주지분	4,237	6,264	5,785	7,097	7,340
자본금	1,155	1,951	1,951	3,451	3,451
자본잉여금	424	758	758	758	758
기타자본	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)
이익잉여금	3,594	3,520	3,040	2,852	3,096
비지배주주지분	28	11	11	11	11
자본총계	4,266	6,275	5,796	7,108	7,351

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	620	(1,555)	946	667	263
당기순이익	(1,212)	(139)	(480)	(188)	243
유형자산감가상각비	280	288	290	290	290
무형자산상각비	24	29	22	14	19
자산부채변동	1,808	(2,140)	1,144	586	(314)
기타	(280)	407	(30)	(35)	25
투자활동현금흐름	(1,081)	130	80	29	(816)
유형자산투자	(608)	(207)	(320)	(290)	(290)
유형자산매각	38	97	30	0	0
투자자산순증	(538)	220	(21)	96	(66)
무형자산순증	3	3	1	13	(38)
기타	24	17	390	210	(422)
재무활동현금흐름	1,104	1,392	(700)	(600)	(150)
자본의증가	0	1,130	0	1,500	0
차입금의순증	1,155	261	(700)	(2,100)	(150)
배당금지급	(51)	0	0	0	0
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	(1)	34	0	0	0
현금의증가	643	1	327	96	(702)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

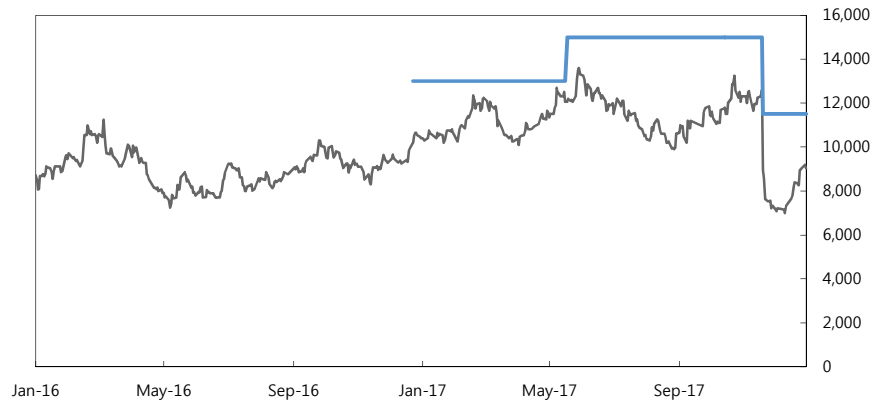
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	9,714	10,414	7,943	5,024	7,046
매출원가	10,676	9,939	7,992	4,894	6,342
매출총이익	(962)	475	(49)	130	705
판매관리비	540	622	445	380	400
영업이익	(1,502)	(147)	(494)	(250)	305
금융수익	267	227	176	185	185
이자수익	32	38	25	30	30
금융비용	277	324	168	177	176
이자비용	43	69	25	24	23
기타영업외손익	51	176	16	(0)	(0)
관계기업관련손익	(1)	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	(1,462)	(69)	(470)	(242)	314
법인세비용	(250)	70	9	(54)	70
연결당기순이익	(1,212)	(139)	(480)	(188)	243
지배주주지분순이익	(1,205)	(121)	(480)	(188)	243
기타포괄이익	(44)	1,005	0	0	0
총포괄이익	(1,256)	866	(480)	(188)	243
지배주주지분포괄이익	(1,249)	883	(480)	(188)	243
EBITDA	(1,198)	170	(182)	54	614

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(5,879)	(485)	(1,317)	(332)	366
BPS	22,545	18,545	14,856	10,300	10,652
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(24.6)	7.2	(23.7)	(36.7)	40.2
영업이익증가율	NM	NM	NM	NM	NM
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	NM
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA증가율	NM	NM	NM	NM	1,027.2
수익성(%)					
영업이익률	(15.5)	(1.4)	(6.2)	(5.0)	4.3
순이익률	(12.4)	(1.2)	(6.0)	(3.7)	3.5
EBITDA Margin	(12.3)	1.6	(2.3)	1.1	8.7
ROA	(7.0)	(0.8)	(2.9)	(1.3)	1.8
ROE	(24.7)	(2.3)	(8.0)	(2.9)	3.4
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	NM	NM	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,472	3,925	2,125	116	263
차입금/자본총계비율(%)	148.8	103.1	79.8	35.6	32.3
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	NM	24.7
PBR	0.4	0.5	0.5	0.9	0.8
EV/EBITDA	NM	38.7	NM	49.7	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성중공업(010140)	2016.01.12	중립	—	—	—
	2017.01.09	매수	13,000원	-14.6	-2.3
	2017.06.04	매수	15,000원	-22.3	-9.3
	2017.12.06	매수	11,500원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 16일 현재 삼성중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 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 높게 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.