

삼성중공업(010140)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 13,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/28)	2,205
주가(4/28)	10,800
시가총액(십억원)	4,212
발행주식수(백만)	390
52주 최고/최저가(원)	12,350/7,238
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,384
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.0/18.6
주요주주(%)	삼성전자 외 8인 23.2
	Templeton Asset Management, Ltd. 외 3인 5.1

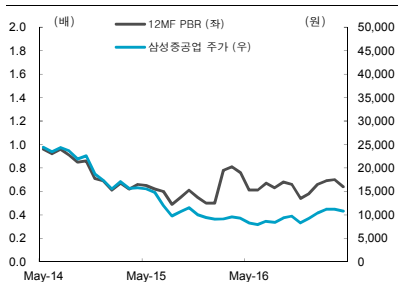
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	38.6	33.8
PBR(x)	0.5	0.7	0.6
ROE(%)	(2.3)	1.6	1.8
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	38.7	9.0	9.8
EPS(원)	(485)	280	320
BPS(원)	18,545	16,348	16,646

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.9)	10.2	15.8
상대주가(%p)	(10.8)	1.0	5.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

5월부터 수주 밸리 기대

What's new : 예상에 부합. 현금 유동성은 좋아져

1분기 매출은 4% 감소했지만 영업이익은 280억원으로 예상에 부합했다. 원가율은 전년과 유사했지만 판관비 140억원 감소 영향이 크다. 1분기 14척의 상선을 인도하며 순차입금은 작년 말 대비 6천억원 감소한 4.7조원을, 부채비율은 28%p 하락한 149%를 기록했다. 올해 총 52척의 상선이 인도될 예정이며 약 2조원의 현금 유입이 예상된다.

Positives : 주요 해양 프로젝트 순차적 인도, cash flow 대폭 좋아질 것

지난 4월 26일, Ichthys CPF가 거제에서 호주로 출항했다. 이 외에도 2분기 주요 해양 공사가 순차적으로 인도되며 리스크가 크게 하락할 것이다. Statoil의 Cat-J 잭업리프 2기가 5월과 6월, Martine Linge 플랫폼이 5월, Prelude FLNG는 6월 인도 예정이다. 모두 추가원가를 우려했지만 예정대로 출항해 change order 유입이 기대되며 2분기 실적은 1분기 대비 의미있게 좋아질 것이다. Cat-J 잭업리프 2기에서만 약 1.1조원의 잔금 회수가 예상돼 2분기에 현금흐름 역시 대폭 좋아질 것이다. 오션리프 3척, 씨드릴 2척 등 인도가 지연된 드릴십 5척의 인도 일정은 아직 불투명하지만 최근 6,7세대 고사양 드릴십의 용선률은 71%로 전체 용선률 54% 대비 양호한 모습을 보이고 있다. 시추시장에 변화가 감지되고 있어 이들의 인도시점은 예상보다 빨라질 수 있다.

Negatives: 매출기준 수주잔고 9.4조원

매출기준 수주잔고는 9.4조원으로 작년 말 10조원 대비 감소했다. 'Mad dog2' FPU(15억 달러)를 포함한 것인데 해양공사는 건조기간이 길기에 하반기부터 2018년 상반기까지 매출 감소가 빨라질 수 있다. 그러나 최근 VLCC와 LNG선 등 신조문의가 크게 늘고 구체화되는 안건들이 있어 5월 중순부터는 단납기 상선 수주가 늘어날 전망이다. 강재가격 상승으로 선주들의 발주의지가 커지고 있다. Coral FLNG는 다수 파트너의 의견 취합까지 시간이 걸렸지만 FID가 임박한 것으로 보인다. 또한 지난 28일, 삼성중공업은 Johan Castberg FPSO에 입찰 초청을 받았으며 연내 결과가 예상된다. 시황은 반전하고 있다.

결론: LNG 시장 변화의 주역, 수주잔고 저점에서 매수

최근 2015년 수주했던 말레이시아 AET 발주의 아프라막스 탱커가 LNG추진선(dual engine)으로 변경 발주되는 등, LNG시장의 변화가 체감되고 있다. 예상보다 다소 늦어지고 있지만 하반기부터 LNG선 발주가 본격화될 전망이다. 대우조선해양이 과수주를 했던 2014년 이전인 2011~2013년 삼성중공업의 LNG선 시장 평균 점유율은 46%에 달했다. 오는 6월, 글로벌 최대 규모인 Prelude 인도가 이뤄지면 FLNG시장에서도 top player의 지위를 다시 입증할 것이다. 예상보다 속도는 느리더라도 정상화의 방향성은 분명하다. 수주잔고의 저점에서 매수를 추천하며 top pick을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	2,096	2,437	16.2	2,075	2.2	(3.7)	7,607	7,573
영업이익	29	28	(4.1)	37	(40.7)	350.8	123	133
영업이익률	1.4	1.1	-0.2	1.8	-0.8	0.9	1.6	1.8
세전이익	31	49	60.4	37	63.5	811.1	132	138
순이익	24	58	144.5	18	NM	250.6	102	110

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126
narae.heo@truefriend.com

<표 1> 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%	손상차손 1,650 억원	2H2017
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	소송 중
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

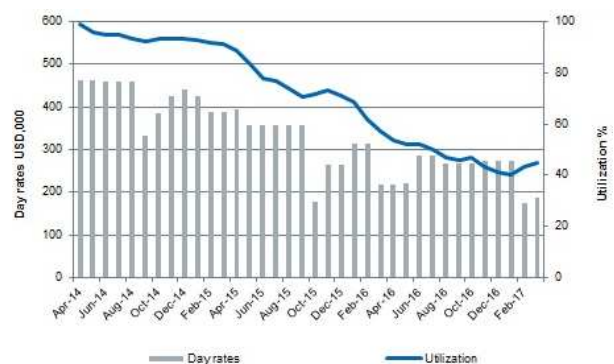
1분기 들어 시추시장 변화가 감지되고 있다. 잭업리그 용선률은 연초 대비 20%p 가량 상승한 상태다. 아직 삼성중공업이 보유한 드릴십 인도 일정에 특별한 변화는 없지만 이같은 변화가 지속된다면 예상보다 빠른 시점에 인도가 가능할 것이다.

[그림 1] 드릴십 용선료 추이 및 용선률



자료: IHS Market

[그림 2] 반잠수식 시추선 용선료 추이 및 용선률



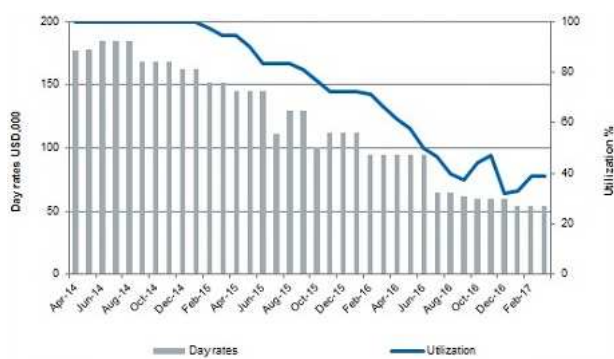
자료: IHS Market

[그림 3] 동남아시아 잭업리그 용선료 추이 및 용선률



자료: IHS Market

[그림 4] 유럽 잭업리그 용선료 추이 및 용선률



자료: IHS Market

<표 2> 삼성중공업 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
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	10,080
영업이익	6	(284)	84	46	28	48	14	33	(1,502)	(147)	123	142	351	525
영업이익률	0.2%	-10.4%	3.0%	1.9%	1.1%	2.5%	1.1%	1.7%	-15.5%	-1.4%	1.6%	2.3%	4.4%	5.2%
세전이익	5	(216)	111	30	49	48	14	20	(1,462)	(69)	132	150	360	539
지배주주 순이익	17	(169)	130	(99)	58	38	11	(5)	(1205)	(121)	102	117	279	418

자료: 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	9,102
현금성자산	983	984	3,043	2,164	2,776
매출채권및기타채권	4,685	5,577	3,271	2,164	2,776
재고자산	1,449	1,226	896	728	934
비유동자산	7,191	7,267	7,519	7,893	8,248
투자자산	625	240	250	203	261
유형자산	5,583	6,442	6,842	7,342	7,542
무형자산	102	96	70	57	73
자산총계	17,302	17,217	16,309	14,990	17,350
유동부채	9,570	9,046	8,108	6,909	9,094
매입채무및기타채무	4,836	3,525	3,043	2,474	2,776
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	1,482
사채	1,098	499	499	399	349
장기차입금및금융부채	2,058	1,127	1,127	1,027	927
부채총계	13,036	10,942	9,932	8,496	10,576
지배주주지분	4,237	6,264	6,366	6,483	6,762
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	3,738	4,017
비지배주주지분	28	11	11	11	11
자본총계	4,266	6,275	6,377	6,494	6,773

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	620	(1,555)	2,810	229	1,785
당기순이익	(1,212)	(139)	102	117	279
유형자산감가상각비	280	288	290	290	290
무형자산상각비	24	29	21	17	22
자산부채변동	1,808	(2,140)	2,431	(178)	1,173
기타	(280)	407	(34)	(17)	21
투자활동현금흐름	(1,081)	130	(252)	(832)	(949)
유형자산투자	(608)	(207)	(720)	(790)	(490)
유형자산매각	38	97	30	0	0
투자자산순증	(538)	220	(10)	47	(58)
무형자산순증	3	3	5	(4)	(38)
기타	24	17	443	(85)	(363)
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)	611

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

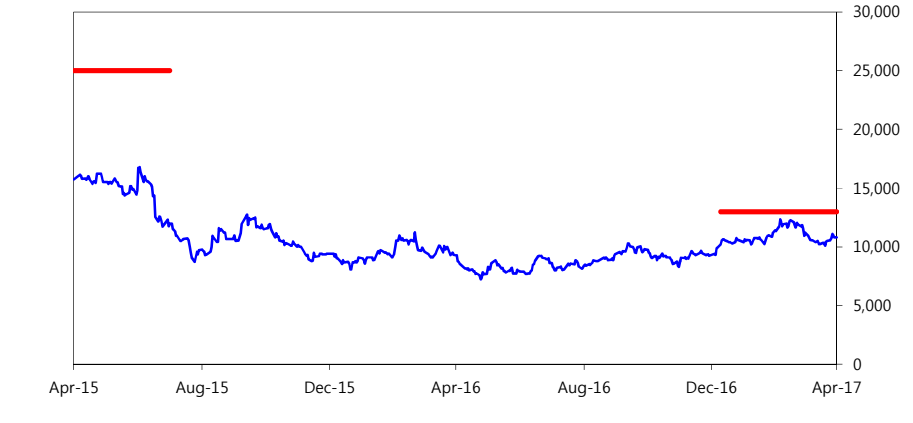
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	9,714	10,414	7,607	6,184	7,930
매출원가	10,676	9,939	6,924	5,482	6,979
매출총이익	(962)	475	683	702	951
판매관리비	540	622	560	560	600
영업이익	(1,502)	(147)	123	142	351
금융수익	267	227	176	185	185
이자수익	32	38	25	30	30
금융비용	277	324	178	177	176
이자비용	43	69	25	24	23
기타영업외손익	51	176	11	(0)	(0)
관계기업관련손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	(1,462)	(69)	132	150	360
법인세비용	(250)	70	29	34	81
연결당기순이익	(1,212)	(139)	102	117	279
지배주주지분순이익	(1,205)	(121)	102	117	279
기타포괄이익	(44)	1,005	0	0	0
총포괄이익	(1,256)	866	102	117	279
지배주주지분포괄이익	(1,249)	883	102	117	279
EBITDA	(1,198)	170	434	450	663

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(5,879)	(485)	280	320	767
BPS	22,545	18,545	16,348	16,646	17,362
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(24.6)	7.2	(27.0)	(18.7)	28.2
영업이익증가율	NM	NM	NM	15.8	146.5
순이익증가율	NM	NM	NM	14.1	139.7
EPS증가율	NM	NM	NM	14.1	139.7
EBITDA증가율	NM	NM	155.8	3.6	47.5
수익성(%)					
영업이익률	(15.5)	(1.4)	1.6	2.3	4.4
순이익률	(12.4)	(1.2)	1.3	1.9	3.5
EBITDA Margin	(12.3)	1.6	5.7	7.3	8.4
ROA	(7.0)	(0.8)	0.6	0.7	1.7
ROE	(24.7)	(2.3)	1.6	1.8	4.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,472	3,925	644	1,151	(34)
차입금/자본총계비율(%)	148.8	103.1	75.7	70.1	63.9
Valuation(X)					
PER	NM	NM	38.6	33.8	14.1
PBR	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	NM	38.7	9.0	9.8	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성중공업(010140)	2015.05.24	매수	25,000 원
	2015.08.02	중립	-
	2017.01.09	매수	13,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 30일 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 (2017.3.31 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.