

삼성중공업(010140)

매수(유지)

목표주가: 13,000원(유지)

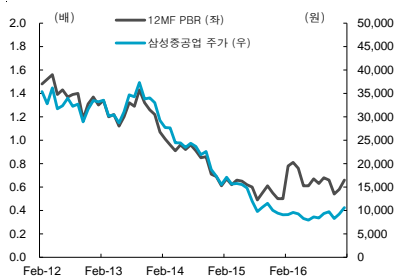
Stock Data

KOSPI(1/26)	2,084
주가(1/26)	10,600
시가총액(십억원)	4,134
발행주식수(백만)	390
52주 최고/최저가(원)	11,240/7,238
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,516
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.0/18.7
주요주주(%)	삼성전자 외 8인 23.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.0	18.6	22.3
상대주가(%p)	11.7	15.8	10.9

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

미청구공사 분석

미청구공사 5조원 중, 해양설비는 0.3조원에 불과

최근 삼성중공업의 미청구공사 관련 보도로 우려가 제기된 상황이라 미청구공사 현황을 분석해 보았다. 2016년 말 미청구공사는 5.0조원, 매출대비 비율은 48%다. 통상 미청구공사는 heavy tail 방식의 선박을 건조할 때, 인도 시 약 40%의 대금을 한번에 수취하기 때문에 발생한다. 따라서 미청구공사는 인도 전 선가의 50% 이상 발생한다. 미청구공사의 구성은 상선 1.6조원, 시추설비(드릴쉽) 3.1조원, 해양설비 0.3조원으로 대부분 heavy tail 입금구조인 상선과 시추설비에서 발생했다.

시장이 우려하는 것은 매출과 이익의 과대계상 리스크인데 2013~2014년 건설/조선업종의 미청구공사 급증과 부실화가 여기서 발생했기 때문이다. 그러나 삼성중공업은 확정되지 않은 change order를 도급액으로 산정하지 않는다. Ichthys, Egina 등 현안 해양 프로젝트에서의 미청구공사는 '0' 상태다.

2017년 삼성중공업의 인도척수는 2016년 27척의 2배 수준인 48척에 달해, 미청구공사는 인도와 함께 빠르게 감소할 전망이다. 2017년 Seadrill 드릴쉽 2척의 인도 지연을 가정하더라도 약 2조원의 영업현금흐름이 예상되는 것도 LNG선과 컨테이너, Semi-rig등의 인도와 잔금회수에 따른 것이다. 삼성중공업은 특히 1) 최근 Ensco 드릴쉽의 중도금 수취 합의로 미청구공사가 2,500억원 감소했으나 1월 합의로 2016년 말 미청구공사에는 반영되지 않았고, 2) 하반기 Statoil의 Cat-J 세미리그 2기의 인도가 예정돼 있어 여기에서만 1.2조원의 미청구공사 감소와 현금흐름 개선이 예상된다.

Heavy tail 방식의 선박 인도, 2017년 최대로 현금흐름 개선

미청구공사 비교사례로 상선 pure player인 현대미포조선 사례를 보자. 현대미포의 2014년 미청구공사는 1.1조원으로 최대치였다. 2013년 30억달러의 수주 이후, 2015년 인도 예정 선박(상선이므로 대부분 heavy tail)이 무려 81척에 달해 이에 대한 건조 증가로 미청구공사 역시 급증했기 때문이다. 2015년 인도가 진행되며 미청구공사는 급감, 2016년 3분기 미청구공사는 정점대비 4,430억원 줄어든 6,170억원이다. 만약 공사물량만큼 대금을 회수하는 해양설비에서 미청구공사가 장기간 증가한다면 리스크로 간주해야 하나, 상선의 미청구공사는 2~3년 주기로 상승과 하락을 반복하는 것이 일반적이다.

물론 수주가 급감한 상태에서 미청구공사 증가는 초과청구공사(선수금) 유입도 없는 상황이라 1~2년간은 운전자금에 부정적이다. 그러나 이것이 부실의 징후는 아니다. 올해 48척의 선박 인도는 물론 신규수주 증가로 B/S 개선과 유동성 개선을 예상한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	12,879	183	149	693	(76.2)	467	25.0	14.8	0.6	2.6	1.4
2015A	9,714	(1,502)	(1,205)	(5,879)	NM	(1,198)	NM	NM	0.4	(24.7)	-
2016F	10,414	(147)	(121)	(477)	NM	158	NM	36.5	0.6	(2.4)	-
2017F	7,107	130	108	296	NM	429	35.8	10.2	0.7	1.8	-
2018F	6,184	196	158	434	46.6	493	24.4	10.0	0.6	2.5	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

미청구공사 사례 분석

미청구공사는 단순 금액보다 추세와 내용이 중요하다. 현대미포조선의 2014년 미청구공사 급증은 2014년 78척, 2015년 81척의 인도를 앞두고 건조량이 크게 늘어난 데 반해, heavy tail 방식으로 선가의 50%가량이 미청구공사로 묶여 있었기 때문이다. 이후 인도와 함께 미청구공사는 빠르게 하락했다[표1, 그림2 참조].

대우조선해양의 2015년 미청구공사 증가분은 대부분 해양설비에서 발생했는데 인정 여부가 불투명한 change order, incentive 등이 계상됐기 때문이다. 이는 2015년 2분기 대규모 상각으로 이어졌다.

삼성중공업의 현재 미청구공사 5조원 중 해양설비는 0.3조원에 불과하며 현안 프로젝트인 Egina FPSO, Ichthys CPF에서의 미청구공사는 없다. 미청구공사의 61%가 시추설비(드릴십, 세미리그)인데 이는 이미 알려진 사항으로, 부실과 무관한 단지 운전자금의 문제다. 이를 대비해 2016년 1.1조원의 유상증자를 단행했다. 이 중 하반기 Cat-J 세미리그 인도로 1.2조원의 현금 유입과 미청구공사 감소가 예상된다. Cat-J 세미리그는 이미 용선이 된 상태라 미인도 리스크는 낮다.

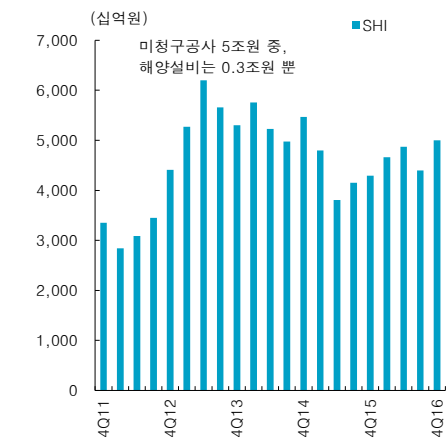
<표 1> 조선사별 인도 척수

(단위: 척)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
현대미포조선	61	67	70	62	60	79	74	64	78	81	66	52	22
현대중공업	72	78	94	103	68	84	65	45	46	49	48	51	12
대우조선해양	44	42	43	58	66	59	61	45	43	31	40	45	32
삼성중공업	48	46	53	53	52	74	63	51	34	31	25	48	20

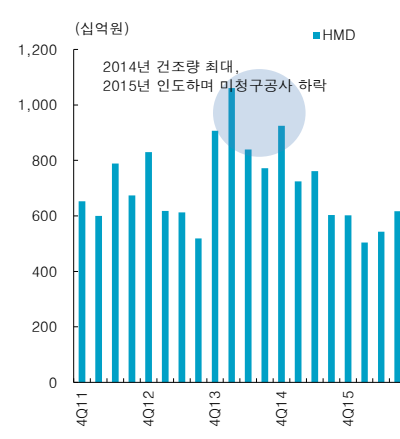
자료: Clarkson

[그림 1] 삼성중공업 미청구공사



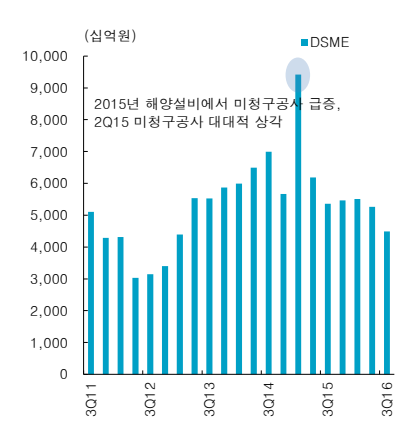
자료: 삼성중공업

[그림 2] 현대미포조선 미청구공사



자료: 현대미포조선

[그림 3] 대우조선해양 미청구공사



자료: 대우조선해양

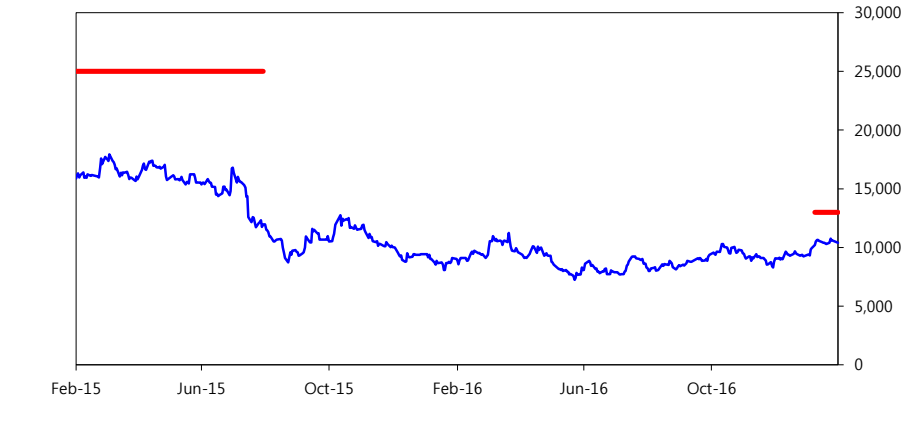
<표 2> 삼성중공업의 주요 해양 프로젝트(3분기 기준)

	Project	계약가 (십억달러)	진행률	입금률	미청구공사 (십억원)	비고
	Shell FLNG	3.40	94%	89%	95	2Q 대비 460 억원 감소
현안	Ichthys CPF	2.69	90%	89%	-	
현안	Egina FPSO	2.99	61%	71%	-	
	Petronas FLNG	1.47	40%	67%	-	
현안	Stena Semi-rig	0.72	90%	29%	459	손상차손 1,650 억원
현안	Statoil Jack-up #1	0.63	91%	20%	491	2017 년 인도 예정
현안	Statoil Jack-up #2	0.52	82%	20%	436	2017 년 인도 예정
	PDC Drillship	0.52	100%	35%	-	대손충당금 1,355 억원
	Ensco Drillship	0.52	98%	82%	51	2.3 억달러 중도금 수취
	Seadrill Drillship	0.52	96%	29%	388	
	Seadrill Drillship#2	0.52	96%	29%	379	
	Ocean Rig Drillship #9	0.56	91%	45%	355	
	Ocean Rig Drillship #10	0.65	50%	22%	218	
	Ocean Rig Drillship #11	0.65	8%	11%	-	
	합계	16.36	77%	62%	3,334	

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성중공업(010140)	2015.04.19	매수	25,000 원
	2015.08.02	중립	-
	2017.01.09	매수	13,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 31일 현재 삼성중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.