

삼성중공업(010140)

고난의 행군

드릴십 평가손실로 영업적자 확대
LNG선과 셔틀탱커 위주로 수주 확대
비용 리스크는 잔존하나 매출 급락세 진정

Facts : 드릴십 평가손실로 영업적자 확대

2분기 매출은 전년대비 41% 감소한 가운데 드릴십 관련 손실이 390억원 반영되며 영업적자가 1,010억원으로 확대됐다. 1) 씨드릴 드릴십 2척의 공정가치를 선가의 60%로 하향하며 평가손실 1,100억원이 반영됐다. 최근 대우조선해양이 동일 선박을 resale한 가격에 기준한 것이다. 2) OCR 드릴십 1척의 lay-up 비용 470억원을 반영했다. 3) 채고자산으로 분류된 씨드릴 드릴십의 환평가이익 310억원이 영업단에 반영됐지만 환혜지로 영업외손익에서 평가손실이 그대로 반영돼, 최종 순이익에 영향은 없었다. 4) 씨드릴 건조계약 해지로 취득한 씨드릴사 신주권 매각이익 870억원이 반영됐다. 전반적으로 2016~2017년 최악에서는 벗어나고 있지만 예기치 않게 나타나는 과거의 후유증이 아쉽다.

Pros & cons : LNG선과 셔틀탱커 위주로 수주 확대

현재까지 수주는 25억달러로 모두 상선이다. 시황이 강세인 LNG선 외에도 삼성중공업이 압도적 점유율을 보이는 셔틀탱커 위주로 수주전략을 펼치고 있다. 그러나 해양 수주 부진으로 연간 목표 82억달러 달성이 낙관적인 것만은 아니다. 최근 'Rosebank FPSO' 실주로 4분기 'Reliance FPSO'(10억달러) 등 대체 프로젝트에 집중하고 있다. 한편 유상증자 대금이 유입되며 2분기 말 순차입금은 1조원으로 전년말 대비 2.1조원 감소했고 부채비율은 105%로 33%p 하락했다.

Action : 비용 리스크는 잔존하나 매출 급락세 진정

올 하반기 예상되는 구조조정 비용과 강재가격 인상 압력 등 비용 리스크가 단기 부담이다. 이를 완충시킬 수 있는 요인은 다음과 같다. 1) 강재가격에 민감한 탱커 수주 비중이 적어 그 영향은 타사 대비 적은 편이다. 2) 모든 작업이 끝나고 나이지리아 현지에서 테스트 중인 Egina FPSO의 change order가 하반기 유입될 경우 비용 부담을 줄일 것이다. 3) 소폭이나마 1분기 대비 매출이 증가하며 2017년부터 시작된 매출 급락은 진정세임을 보여줬다. 올해 상선 매출 비중은 45%지만 2019년에는 60%대로 해양 매출을 역전하며 전사 매출 증가폭이 커질 전망이다. 올 하반기만 지나면 이익 회복속도는 더욱 빨라질 것이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 9,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/23)	2,269
주가(7/23)	6,300
시가총액(십억원)	3,969
발행주식수(백만)	630
52주 최고/최저가(원)	11,693/6,090
일평균거래대금(6개월, 백만원)	35,053
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.8/16.6
주요주주(%)	삼성전자 외 9 인 21.9

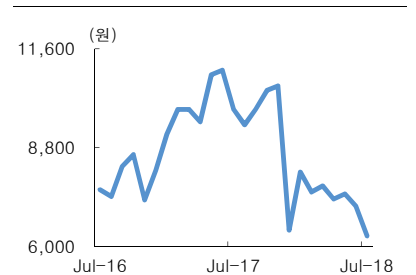
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	NM	39.9
PBR(x)	0.4	0.6	0.6
ROE(%)	(5.6)	(4.9)	1.4
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	NM	86.3	6.8
EPS(원)	(820)	(578)	158
BPS(원)	15,281	10,947	11,098

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.0)	(22.2)	(41.5)
KOSPI 대비(%p)	(9.3)	(11.7)	(34.1)

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 영업이익 컨센서스 하회

(단위: 십억원, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,300	1,752	1,413	1,241	1,347	8.5	(41.4)	1,246
영업이익	21	24	(596)	(48)	(101)	NM	NM	(75)
영업이익률(%)	0.9	1.3	(42.2)	(3.8)	(7.5)	(3.6)	(8.4)	(6.0)
세전이익	29	22	(565)	(91)	(173)	NM	NM	(74)
순이익	29	28	(453)	(59)	(147)	NM	NM	(65)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 시추설비 현황

(단위: 십억달러)

상태	프로젝트	선가	진행률	입금률	Delivery
Resale 완료	Stena Semi-rig	0.72	100%	100%	2018 년 말 인도 예정
Resale 추진	PDC Drillship	0.52	100%	35%	중재절차 관련 900 억원 총당금, 공정가치 평가손 260 억원 반영
Resale 추진	Seadrill Drillship	0.52	96%	30%	Resale 추진, 공정가치 평가손 550 억원 반영
Resale 추진	Seadrill Drillship#2	0.52	96%	30%	Resale 추진, 공정가치 평가손 550 억원 반영
건조 중	Ocean Rig Drillship #9	0.56	91%	43%	2019 년 인도 예정
건조 중	Ocean Rig Drillship #10	0.65	50%	22%	2019 년 인도-> 2020 년으로 변경하며 lay up 비용 470 억원 반영

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	2,437	2,300	1,752	1,454	1,241	1,347	1,418	1,313	10,414	7,901	5,318	6,424	7,673
조선	1,090	1,026	779	441	620	606	680	639	5,107	3,336	2,546	4,214	5,718
해양	1,332	1,254	953	968	620	741	737	674	5,107	4,507	2,773	2,210	1,955
영업이익	28	21	24	(566)	(48)	(101)	(76)	(51)	(147)	(524)	(276)	114	367
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	(38.9%)	(3.9%)	(7.5%)	(5.3%)	(3.9%)	(1.4%)	(6.6%)	(5.2%)	1.8%	4.8%
세전이익	49	30	22	(571)	(91)	(173)	(81)	(53)	(69)	(464)	(398)	123	381
지배주주순이익	58	29	28	(594)	(59)	(147)	(57)	12	(121)	(339)	(309)	95	296

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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,951	6,780	5,924	6,771	8,088
현금성자산	984	354	1,649	1,606	1,918
매출채권및기타채권	5,577	3,564	2,393	2,891	3,453
재고자산	1,226	1,217	819	989	1,182
비유동자산	7,267	7,038	6,802	6,935	7,086
투자자산	240	192	180	217	259
유형자산	6,442	6,163	6,163	6,163	6,163
무형자산	96	92	62	74	89
자산총계	17,217	13,818	12,727	13,706	15,173
유동부채	9,046	7,145	5,529	6,467	7,615
매입채무및기타채무	3,525	2,692	2,127	2,570	3,069
단기차입금및단기사채	2,694	2,142	804	967	1,280
유동성장기부채	1,159	1,488	1,488	1,488	1,503
비유동부채	1,896	875	301	246	269
사채	499	92	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,127	652	202	128	128
부채총계	10,942	8,021	5,829	6,713	7,884
지배주주지분	6,264	5,790	6,890	6,985	7,281
자본금	1,951	1,951	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	758	758	967	967	967
기타자본	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)
이익잉여금	3,520	3,198	2,890	2,985	3,281
비지배주주지분	11	8	8	8	8
자본총계	6,275	5,797	6,898	6,993	7,289

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(1,555)	540	1,538	412	563
당기순이익	(139)	(341)	(309)	95	296
유형자산감가상각비	288	280	286	286	286
무형자산상각비	29	35	23	28	33
자산부채변동	(2,140)	929	1,549	(8)	(65)
기타	407	(363)	(11)	11	13
투자활동현금흐름	130	(74)	227	(543)	(578)
유형자산투자	(207)	(108)	(286)	(286)	(286)
유형자산매각	97	16	0	0	0
투자자산순증	220	18	12	(37)	(42)
무형자산순증	3	(0)	7	(40)	(48)
기타	17	0	494	(180)	(202)
재무활동현금흐름	1,392	(957)	(470)	88	328
자본의증가	1,130	0	1,409	0	0
차입금의순증	261	(957)	(1,879)	88	328
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
기타현금흐름	34	(139)	0	0	0
현금의증가	1	(631)	1,295	(43)	312

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

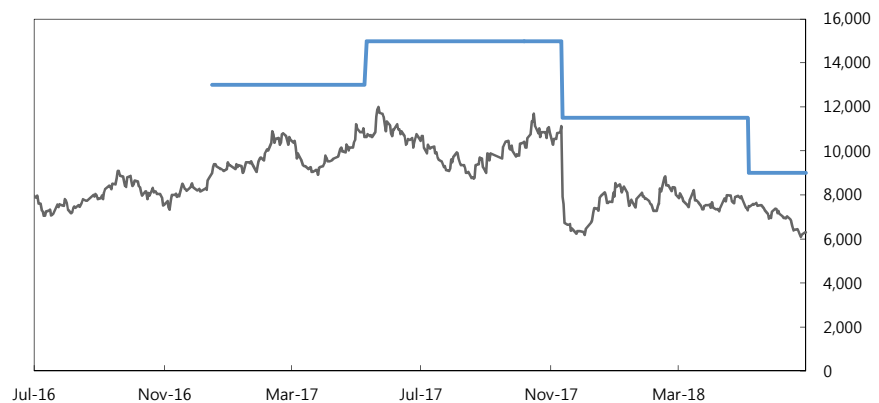
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	10,414	7,901	5,318	6,424	7,673
매출원가	9,939	8,052	5,214	5,910	6,906
매출총이익	475	(150)	104	514	767
판매관리비	622	374	380	400	400
영업이익	(147)	(524)	(276)	114	367
금융수익	227	252	185	185	190
이자수익	38	25	30	30	35
금융비용	324	209	247	176	176
이자비용	69	52	24	23	23
기타영업외손익	176	18	(60)	0	0
관계기업관련손익	(0)	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	(69)	(464)	(398)	123	381
법인세비용	70	(123)	(89)	28	85
연결당기순이익	(139)	(341)	(309)	95	296
지배주주지분순이익	(121)	(339)	(309)	95	296
기타포괄이익	1,005	(137)	0	0	0
총포괄이익	866	(478)	(309)	95	296
지배주주지분포괄이익	883	(475)	(309)	95	296
EBITDA	170	(210)	34	428	687

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(428)	(820)	(578)	158	490
BPS	16,354	15,281	10,947	11,098	13,095
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.2	(24.1)	(32.7)	20.8	19.4
영업이익증가율	NM	NM	NM	NM	222.5
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	210.2
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	210.2
EBITDA증가율	NM	NM	NM	1,165.6	60.5
수익성(%)					
영업이익률	(1.4)	(6.6)	(5.2)	1.8	4.8
순이익률	(1.2)	(4.3)	(5.8)	1.5	3.9
EBITDA Margin	1.6	(2.7)	0.6	6.7	9.0
ROA	(0.8)	(2.2)	(2.3)	0.7	2.0
ROE	(2.3)	(5.6)	(4.9)	1.4	4.1
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,925	3,051	(79)	(114)	(286)
차입금/자본총계비율(%)	103.1	80.5	34.3	35.1	38.2
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	39.9	12.9
PBR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	38.7	NM	86.3	6.8	4.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성중공업(010140)	2016.07.10	중립	-	-	-
	2017.01.09	매수	13,000원	-24.6	-13.8
	2017.06.04	매수	15,000원	-31.5	-20.0
	2017.12.06	매수	11,500원	-33.6	-23.0
	2018.05.31	매수	9,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 24일 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.
- 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 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.