

2017. 11. 8



▲ 조선/기계

Analysts 김현

02-6098-6699

hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 16,000 원

현재주가 (11.7) 12,850 원

상승여력 24.5%

KOSPI 2,545.44pt

시가총액 50,115억원

발행주식수 39,000만주

유동주식비율 62.31%

외국인비중 18.45%

52주 최고/최저가 13,600원/8,300원

평균거래대금 271.5억원

주요주주(%)

삼성전자 외 8 인 23.16

Templeton Asset Management, Ltd. 5.13

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 14.7 17.4 38.9

상대주가 7.9 3.3 9.0

주가그래프



삼성중공업 010140

Risk 해소과정 확인, 2018 년이 기대된다

- ✓ 3Q 매출액 1 조 7,519 억원(-36.9% YoY), 영업이익 236 억원(-71.9% YoY) 기록
- ✓ 매출액 감소에 따른 수익 저하는 예견된 수순, 매출감소가 예상보다 적은 점에 주목
- ✓ Risk 해소의 과정을 확인: 1) 3Q 미청구공사 3.1 조원(16 년말 5.05 조원)으로 감소, 2) Ichthys, Egina 등 적자공사 공정 마무리·안정화, 3) 수주 회복과 매출 감소 폭 완화
- ✓ 투자 의견 Buy 상향, 적정주가 16,000 원 상향 - 주력 선종이 회복될 2018 년 기대

3Q Review - 새로운 건 없었지만, Risk 해소과정이 확인된 실적

3분기 연결 매출액 1 조 7,519 억원(-23.8% QoQ), 영업이익 236 억원(+14.6% QoQ), 당기순이익 234 억원(+3.1% QoQ)의 실적을 기록했다. 매출액 감소에 따른 수익성 저하는 2016 년부터 예견된 수순으로 새로운 뉴스가 아니다. 매출액 감소 폭이 예상보다 크지 않았다는 점에 주목한다. 신규 수주는 25 척(탱커 13 척, 컨테이너선 6 척, LNGC 4 척, LNG-FPSO 1 기, FPU 1 기), 65 억달러로 연말까지 70 억달러 상회할 전망이다. 연간 매출액 수준의 수주에 성공하면서 시장 우려보다는 매출 감소 폭이 완화될 전망이다. Risk 해소 과정이 확인된 3분기 실적으로 평가한다.

Risk 해소: 1) 미청구공사 감소, 2) 해양공정 안정, 3) 매출감소 폭 완화

동사는 해양 시추설비 1 위의 경쟁력을 보유하고 있다. 시추설비 잔고가 많은 이유로 Heavy-Tail 계약에 따른 미청구공사액이 급증했었다. 미청구공사는 2013 년 2 분기 6.2 조원을 기록한 뒤 감소하다가 2016 년말 5.1 조원으로 증가했고, 3 분기 3.1 조원까지 감소했다. 미청구공사/자본비율은 0.49 배로 2011 년 이후 최저 수준이다. 적자공사인 Ichthys CPF 는 출항 완료했고, Egina FPSO 는 나이지리아 작업만 남아있다(공정률 89%). 주가를 억누르던 3 가지 Risk 요인이 해소 중이다.

투자 의견 Buy 상향, 적정주가 16,000 원 상향 - 2018 년이 기대된다

투자 의견을 Trading Buy 에서 Buy 로 상향, 적정주가는 2018 년 기준 PBR 1.0 배를 적용하여 16,000 원으로 23.1% 상향한다. 2018 년 발주 회복의 중심에는 동사가 높은 경쟁력을 보유한 해양플랜트, LNG 선, 컨테이너선이 차지한다. 업종 Leading Company 로의 지위를 재탈환하는 2018 년을 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	9,714.4	-1,501.9	-1,205.4	-4,557	-923.0	15,924	-2.1	0.6	-5.0	-24.7	305.6
2016	10,414.2	-147.2	-121.2	-496	-89.1	16,058	-21.4	0.6	44.5	-2.3	174.4
2017E	8,089.4	53.8	93.5	218	-143.9	16,267	50.9	0.7	19.9	1.5	142.7
2018E	6,683.6	51.3	61.8	157	-27.9	16,399	76.9	0.7	20.2	1.0	133.6
2019E	7,312.5	134.0	124.7	317	101.6	16,694	38.2	0.7	16.0	1.9	131.2

3Q Review – 새로운 건 없었지만, Risk 해소과정이 확인된 실적

분기기준 매출액 감소구간은
2018년 3분기까지로 예상,
Downsizing 과정은 고통스럽지만
필수적인 대응 전략이라 전망

3분기 연결 매출액 1조 7,519억원(-23.8% QoQ), 영업이익 236억원(+14.6% QoQ), 당기순이익 234억원(+3.1% QoQ)의 실적을 기록했다. 매출액 감소에 따른 수익성 저하는 2015~16년 수주 부진에 따른 예견된 수순으로, 새로운 뉴스가 아니다. 오히려 매출액 감소 폭이 예상보다 크지 않았다는 점에 주목한다.

신규 수주는 25척(탱커 13척, 컨테이너선 6척, LNGC 4척, LNG-FPSO 1기, FPU 1기), 65억달러로 연말까지 70억달러 상회해 확실시된다. 연 매출액 수준의 수주에 성공하면서 매출 감소 폭은 예상대비 소폭 작아질 전망이다. 삼성중공업은 실적 컨퍼런스콜에서 매출액 감소에 따른 고정비 부담을 덜기 위해, 다양한 비용 절감의 노력을 진행할 것을 밝혔다. 현재 1.1만명 수준의 정규직 인력을 감안하면 10% 내외의 인력 Downsizing은 불가피하다고 본다. 분기 매출이 전년동기 대비 플러스로 전환하는 2018년 4분기 이전에는 의미있는 이익 개선은 어렵다. 당사는 4분기 중 5% 내외의 Downsizing을 예상, 4분기 매출액 1.6조원, 영업적자 179억원을 전망한다. 매출 감소에 대응하기 위한 Downsizing Cost는 부정적 요소가 아니라, 2018년 이후를 대비하는 적극적인 경영 전략으로 판단한다.

표1 삼성중공업의 3Q17 실적 Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,752	2,778	-36.9	2,300	-23.8	1,780	-1.6	1,542	13.6
영업이익	24	84	-71.9	21	+14.6	32	-27.2	28	-14.9
세전이익	22	111	-80.3	29	-25.8	28	-21.5	22	-1.9
순이익	23	129	-81.8	23	+3.1	14	70.2	11	109.7
영업이익률 (%)	1.3	3.0		0.9		1.8	+0.5p	1.8	-0.5p
순이익률 (%)	1.3	4.6		1.0		0.8	-0.5p	0.7	+0.6p

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	2,530	2,721	2,778	2,385	2,437	2,300	1,752	1,601	1,533	1,603	1,642	1,905	10,414	8,089	6,684
영업이익	6	-284	84	46	27	21	24	-18	12	9	12	19	-147	54	51
세전이익	5	-216	111	30	49	29	22	-18	14	18	20	32	-69	82	84
순이익	16	-212	129	-71	59	23	23	-20	10	13	15	23	-139	85	61
지배주주순이익	17	-186	130	-82	58	29	28	-21	10	13	15	23	-121	93	62
매출액증가율 YoY	-3.1	89.0	14.0	-26.1	-3.7	-15.5	-36.9	-32.9	-37.1	-30.3	-6.3	19.0	7.2	-22.3	-17.4
QoQ	-21.6	7.5	2.1	-14.1	2.2	-5.6	-23.8	-8.6	-4.2	4.6	2.4	16.1			
영업이익증가율 YoY	-76.6	적지	흑전	55.1	347.5	흑전	-71.9	적전	-58.0	-56.3	-49.5	흑전	적지	흑전	-4.8
QoQ	-79.5	적전	흑전	-44.9	-40.8	-24.9	14.6	적전	흑전	-21.9	32.6	57.1			
영업이익률	0.2	-10.4	3.0	1.9	1.1	0.9	1.3	-1.1	0.8	0.6	0.7	1.0	-1.4	0.7	0.8
순이익률	0.6	-7.8	4.6	-3.0	2.4	1.0	1.3	-1.2	0.7	0.8	0.9	1.2	-1.3	1.1	0.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

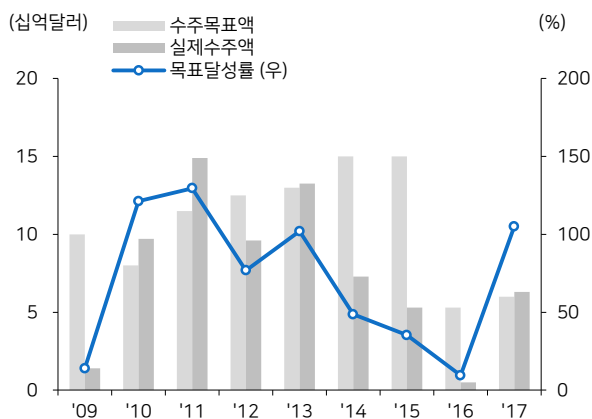
미청구공사/자본비율 0.49 배로
2011년 이후 최저치, 해양생산
설비 공정 안정화로 리스크 완화

Risk 해소: 1) 미청구공사 감소, 2) 해양공정 안정, 3) 매출감소 폭 완화

삼성중공업은 해양 시추설비 분야에서 세계 1위의 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. 시추설비의 수주잔고가 많기 때문에 Heavy-Tail 대금지급 계약에 따른 미청구공사액이 급증했었다. 미청구공사는 2013년 2분기 6.2조원까지 급증한 이후 감소하다가 2016년말 다시 5.1조원으로 증가했다. 미청구공사 증가에 따른 자본차감 우려는 2016년 유상증자로 완화되었으며, 2017년 3분기 Shell Prelude F-LNG 인도와 ENSCO Drillship 조기인도로 3.1조원까지 감소했다.

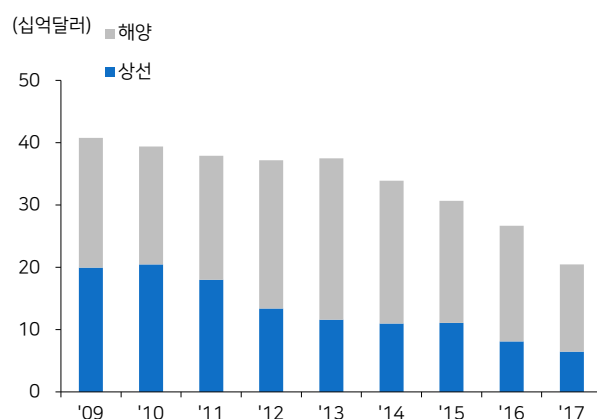
미청구공사/자본비율은 2011년 이후 최저 수준인 0.49배다. 적자공사인 Ichthys CPF는 호주로 출항 완료되었고, Egina FPSO는 나이지리아의 현지 작업만 남아있다(공정률 89%). 2017년 수주 회복으로 매출액 감소 폭은 예상보다 작아졌다. 2017~18년 예상 매출액은 기존 추정치 대비 각각 5.5%, 2.1% 상향 조정했다. 주가를 억누르던 3가지 Risk 요인이 해소 중이다.

그림1 삼성중공업의 수주목표 달성률 추이



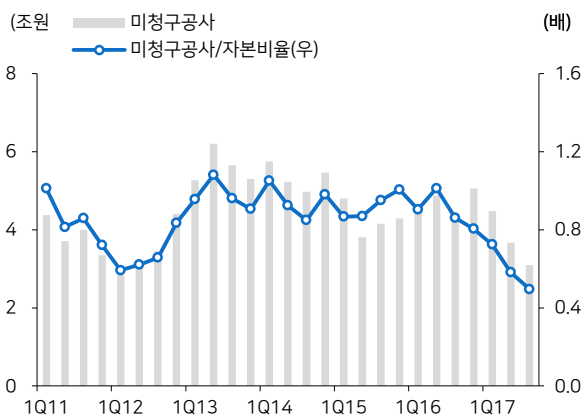
주: 2017년은 9월 말 기준 / 자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 삼성중공업의 부문별 수주잔액 추이



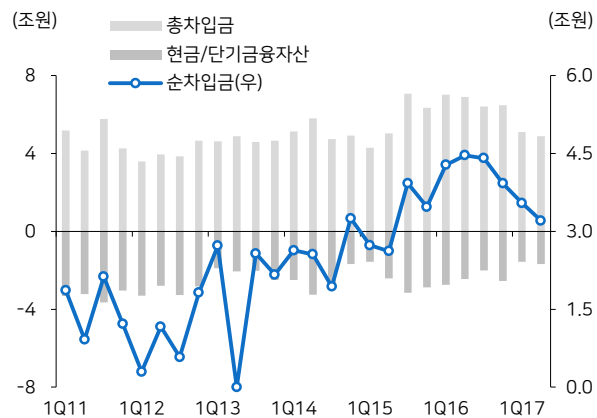
주: 2017년은 9월 말 기준 / 자료: 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 삼성중공업 미청구공사 잔액, 자본대비 비율 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 삼성중공업 순차입금 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy 상향, 적정주가 16,000 원 상향 - 2018 년이 기대된다

Trading Buy 에서 Buy 로 상향,
Target PBR 0.8 배에서 1.0 배로
상향. 2018 년 수주액은 매출액의
1.2 배 이상 전망

삼성중공업에 대한 투자의견을 Trading Buy에서 Buy로 상향하고, 적정주가는 2018년 기준 Target PBR을 0.8배에서 1.0배로 적용하여 16,000원으로 23.1% 상향한다. 3분기 기준 미청구공사는 3.1조원 수준으로 실적악화 이전인 2012년 2분기 이후 가장 낮은 수준으로 감소했다. 미청구공사/자본총계 비율은 0.49배로 2011년 이후 가장 낮다. 더 이상 미청구공사 손상에 따른 자본 차감의 우려는 없다. 2018년 신규 수주액을 2017년 예상 수준인 70억달러와 동일하다고 가정해도, 연간 수주액은 매출액의 1.2배 수준으로 PBR 1.0배의 주가 수준이 타당하다.

2018년 상선시장의 발주 회복은 LNG선과 대형컨테이너선이 이끌 전망이며, 해양 플랜트는 Fixed Platform, FPSO, F-LNG의 발주 재개를 예상한다. 이는 모두 삼성중공업이 높은 경쟁력을 보유한 선종이다. 2015~16년 해양시장과 LNG선 시장의 침체기 속에서 영업적자를 기록했지만, 2018년에는 업종 Leading Company로의 지위를 재탈환하는 모습을 기대한다.

표1 삼성중공업의 Implied PBR Valuation - TP 16,000원

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
COE	11.0	10.5	10.5	11.6	10.2	9.3	9.3	9.3
Rf	3.3	2.8	2.8	2.5	1.8	1.5	1.5	1.5
Risk Premium	5.5	5.5	5.5	6.5	6.5	6.0	6.0	6.0
ROE	20.1	16.0	11.4	2.6	-24.7	-2.3	1.5	1.0
Net Margin	6.4	5.5	4.3	1.1	-12.5	-1.3	1.1	0.9
Asset Turnover	0.8	0.9	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4
Leverage	3.5	3.1	3.0	3.1	4.1	2.7	2.4	2.3
BPS (원)	17,450	19,851	21,968	20,809	15,923	16,058	16,267	16,399
(ROE-g) / (COE-g)	2.0	1.7	1.1	0.2	-2.4	-0.2	0.2	0.1
Target PBR (배)			0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	1.0
Target Price (원)	16,000							

주: 예상 BPS는 지배지분 기준 / 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성중공업의 주요 미청구공사 내역(3분기 기준 추정치)

(십억원)	품목	발주처	계약일	공사기한	진행율	미청구공사	매출채권
	Drillship(SN2096)	유럽지역 선주	2013-06-07	2017-09-25	98%	67	-
	Drillship(SN2100)	미주지역 선주	2013-07-12	2017-03-31	99%	407	-
	Drillship(SN2101)	미주지역 선주	2013-07-12	2017-03-31	98%	405	-
	Drillship(SN2119)	오세아니아지역 선주	2014-04-08	2019-01-31	59%	298	-
조선 및 플랜트공사	CPF(SN7108)	호주지역 선주	2012-02-10	2018-08-26	96%	142	7
	Jackup Rig(SN7118)	유럽지역 선주	2013-06-11	2017-04-30	95%	534	-
	FPSO(SN2089)	아프리카지역 선주	2013-06-12	2018-07-26	85%	17	135
	FLNG(SN2126)	아시아지역 선주	2014-02-14	2020-07-15	48%	-	-
합계						1,869	266

주: 미청구공사 내역은 2017년 상반기 기준 대비 3분기 Prelude F-LNG, ENSCO Drillship 인도를 반영한 추정치

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,714.4	10,414.2	8,089.4	6,683.6	7,312.5
매출액증가율 (%)	-24.6	7.2	-22.3	-17.4	9.4
매출원가	10,676.1	9,939.1	7,552.2	6,242.2	6,744.9
매출총이익	-961.6	475.1	537.2	441.4	567.6
판매관리비	540.3	622.3	483.4	390.2	433.6
영업이익	-1,501.9	-147.2	53.8	51.3	134.0
영업이익률	-15.5	-1.4	0.7	0.8	1.8
금융손익	-10.2	-97.2	-39.9	-27.1	-12.6
종속/관계기업손익	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
기타영업외손익	50.9	175.9	69.0	60.3	45.8
세전계속사업이익	-1,461.8	-68.9	82.5	84.1	166.8
법인세비용	-249.7	69.8	-2.5	22.9	43.3
당기순이익	-1,212.1	-138.8	85.0	61.2	123.4
지배주주지분 순이익	-1,205.4	-121.2	93.5	61.8	124.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	620.3	-1,554.8	1,486.6	249.6	518.4
당기순이익(손실)	-1,212.1	-138.8	85.0	61.2	123.4
유형자산상각비	280.2	287.6	291.5	281.4	268.3
무형자산상각비	23.5	29.2	23.2	22.4	21.5
운전자본의 증감	1,808.5	-2,140.4	1,099.9	-104.8	114.3
투자활동 현금흐름	-1,080.7	129.5	-96.6	-75.7	-159.9
유형자산의증가(CAPEX)	-608.2	-207.1	-125.0	-114.5	-110.4
투자자산의감소(증가)	-77.8	385.3	10.9	7.2	-21.2
재무활동 현금흐름	1,103.7	1,391.7	-1,228.4	-291.1	-226.9
차입금의 증감	1,426.6	124.6	-1,228.4	-291.1	-226.9
자본의 증가	0.0	1,130.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	642.7	0.6	161.6	-117.2	131.6
기초현금	340.8	983.5	984.1	1,145.7	1,028.5
기말현금	983.5	984.1	1,145.7	1,028.5	1,160.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,110.5	9,950.8	8,343.8	8,082.7	8,347.1
현금및현금성자산	983.5	984.1	1,145.7	1,028.5	1,160.2
매출채권	350.7	389.3	385.4	377.7	384.8
재고자산	1,449.1	1,226.1	1,213.8	1,189.6	1,211.9
비유동자산	7,191.1	7,266.7	7,065.5	6,868.4	6,709.7
유형자산	5,582.8	6,442.4	6,276.0	6,109.0	5,951.2
무형자산	101.7	96.1	92.9	89.5	86.1
투자자산	625.5	239.8	228.4	220.8	241.6
자산총계	17,301.6	17,217.5	15,409.3	14,951.1	15,056.8
유동부채	9,570.1	9,045.7	8,401.4	7,991.3	8,021.2
매입채무	1,413.7	1,320.7	1,025.9	847.6	927.4
단기차입금	1,908.4	2,693.8	1,893.8	1,743.8	1,593.8
유동성장기부채	513.6	1,158.7	2,158.7	2,208.7	2,158.7
비유동부채	3,465.7	1,896.4	659.4	560.5	522.3
사채	1,098.2	499.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,513.2	975.5	275.5	225.5	175.5
부채총계	13,035.9	10,942.2	9,060.7	8,551.8	8,543.5
자본금	1,155.0	1,950.6	1,950.6	1,950.6	1,950.6
자본잉여금	423.5	758.4	758.4	758.4	758.4
기타포괄이익누계액	35.6	1,006.0	994.4	983.9	974.4
이익잉여금	3,593.5	3,519.6	3,613.0	3,674.9	3,799.5
비지배주주지분	28.4	11.0	2.5	1.9	0.7
자본총계	4,265.8	6,275.3	6,348.6	6,399.3	6,513.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	36,521	37,218	20,742	17,137	18,750
EPS(지배주주)	-4,557	-496	218	157	317
CFPS	-2,625	2,123	1,053	1,014	1,187
EBITDAPS	-4,505	606	945	911	1,087
BPS	15,924	16,058	16,267	16,399	16,694
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.1	-21.4	50.9	76.9	38.2
PCR	-3.6	4.4	11.6	12.0	10.3
PSR	0.3	0.2	0.6	0.7	0.7
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	-1,198.2	169.7	368.5	355.1	423.8
EV/EBITDA	-5.0	44.5	19.9	20.2	16.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-24.7	-2.3	1.5	1.0	1.9
EBITDA 이익률	-12.3	1.6	4.6	5.3	5.8
부채비율	305.6	174.4	142.7	133.6	131.2
금융비용부담률	0.4	0.7	0.8	0.8	0.7
이자보상배율(x)	-34.8	-2.1	0.9	0.9	2.6
매출채권회전율(x)	17.4	28.2	20.9	17.5	19.2
재고자산회전율(x)	7.4	7.8	6.6	5.6	6.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.26	산업분석	Hold	10,000	김현	2.3	18.7	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-7.2	-4.3	
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	10,500	김현	-10.4	-4.3	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	10,500	김현	-9.9	1.4	
2017.01.24	산업브리프	Trading Buy	11,500	김현	-3.0	7.4	
2017.03.27	산업분석	Trading Buy	13,000	김현	-13.8	-2.3	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	13,000	김현	-12.2	4.6	
2017.11.08	기업브리프	Buy	16,000	김현	-	-	