



2017/12/07

삼성중공업(010140)

불황 청소 끝냈기에, 타겟PB 0.9배와 BUY 유지

■ 가이던스 하향: 4Q17 손실 일시 반영, 2018년 매출총이익 BEP

동사는 2017년 매출 7.9조원, 영업적자 -4,900원, 2018년의 매출 5.1조원(컨센서스 6조원), 영업적자 -2,400억원 가이던스를 제시했다. 3Q까지 누적 영업이익은 +720억원이기 때문에 4Q17에만 -5,600억원의 영업적자를 예고한 것인데, 이는 ① 고정비 부담 반영, ② 강재가격 인상, ③ 2017년 수주 선박에 공손총 등 때문이다<표1>. 즉, 불황의 결과물인 매출절벽과 저가 수주 등을 한꺼번에 반영한 것으로 해석할 수 있다. 특히 2018년 매출 5.1조원은 기준 계획보다 크게 낮아진 것인데, 고정비 부담이 버겁고, 수주마진도 적자다<표2>. 어닝쇼크 예고에 대해, 당사는 4Q17~1Q18의 감익 이후를 비중확대 시기로 판단했기 때문에 나을 것이 나왔다는 입장이다. 증자가 더 문제인데...

■ 유상증자 불가피 했나?: 싸늘한 금융권 반응 때문에 순현금 향해

2018년 5월까지 1.5조원의 유상증자 계획을 밝혔다. 17년말 예상 보유시재 1.3조원과 2018년 기대 현금흐름 +0.9조원(시추선 2기 매각 등)으로 2월의 만기 0.9조원을 포함한 연간 1.6조원 차입금 상환은 산술적으로 가능하지만, 금융기관의 리스크 관리 강화에 선제적으로 대응하기 위함이라는 설명이다. 즉, 순차입금을 17년말 3.1조원에서 18년말 0.7조원으로 줄이고, 드릴쉽들이 인도될 경우 2019년 순현금 전환도 가능하다는 포석이다<표3>.

그러나 그 과정에서 대규모 추가 유상증자에 따라 주주 피해는 크다.

■ 악재 다 토해냈기에 타겟PB 0.9배 고수: TP 11,000원, BUY 유지

긴 호흡에서 불황의 끝자락을 거의 다 지났다고 판단한다. 마지막으로 당사가 우려했던 계단식 감익을 동사는 먼저 토해냈다. 따라서 이제 더 나빠질 것은 없이 오롯이 2018년의 업황 회복만을 바라볼 수 있다. 다만 악재가 워낙 커서 회복에는 시간이 다소 걸릴 텐데, 변곡점을 조선업 전체의 4Q17 실적발표 이후로 판단한다. 여러 희망찬 이야기들은 그때 하겠다.

어제 종가에서 20% 할인한 발행가액을 가정할 경우 2018년 희석 BPS 11,860원과 타겟 PBR 0.9배에서 목표주가를 11,000원으로 내리지만 투자의견 BUY를 유지한다<표4>. 코모디티 및 해양 싸이클에서 동사를 가장 좋게 보며, 불가피한 감익을 먼저 알린 것이 할인 요인은 아니라고 판단하기 때문이다.

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

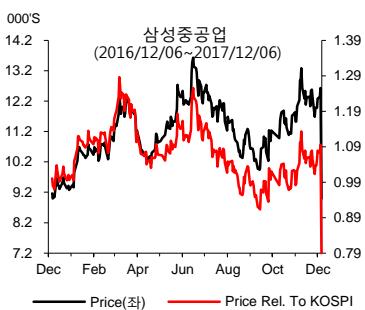
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	11,000원
종가(2017/12/06)	8,960원

Stock Indicator

자본금	1,951십억원
발행주식수	39,011만주
시가총액	3,499십억원
외국인지분율	20.2%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	-956원
BPS(2017E)	14,853원
ROE(2017E)	-6.2%
52주 주가	8,960~13,600원
60일평균거래량	3,856,221주
60일평균거래대금	43.4십억원

Price Trend



가이던스 하향 조정의 내역들: 불황의 결과인 매출절벽과 저가수주를 고스란히 반영

<표 1> 전자공시한 가이던스 조정과 그 사유들

계정	4Q17	2017년	(억원)	
			2018년	
매출 영업이익 OPM	14,115 -5,600 -39.7%	79,000 -4,900 -6.2%	51,000 -2,400 -4.7%	
	4Q의 일회성 내역		적자 사유	
	① 고정비 부담 반영	-2,800	① 매출총이익률 BEP - 판관비	
	② 강재가격 인상	-400	② 조정 비용	
	③ 2017년 수주 상선: 공사순실충당금	-1,100		
	④ 인력조정	-600		
	⑤ 시추선 리세일 공정가치 평가	-900		
	기타: 이익으로 짐작	200		

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 삼성중공업 실적 예상: 4 분기 5,600 억원에 준하는 충당금 및 예정원가 반영하고
2018년도 가이던스에 준하는 영업적자로 하향 조정: 2Q18 유상증자를 반영해, 순차입금 및 이자비용 감소 반영
2019년 2018년의 수주 70 억\$ 가정치 하에서 매출 6.6 조원으로 회복 및 흑자전환 예상치 제시

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	(십억원)				
									2015	2016	2017	2018	2019
매출액	2,437	2,300	1,752	1,458	1,116	1,305	1,345	1,395	9,714	10,414	7,947	5,162	6,634
영업이익	27	21	24	-558	-61	-88	-72	-25	-1,502	-147	-487	-245	48
금융/기타영업외	22	9	-2	-18	5	8	10	9	41	79	11	32	35
이자순익	-7	-6	-11	-7	-7	-4	-2	-3	-11	-31	-30	-15	-12
관계기업/기타	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
세전사업이익	49	29	22	-576	-55	-80	-63	-15	-1,462	-69	-476	-214	83
지배주주 순이익	58	29	28	-487	-45	-69	-55	-14	-1,205	-121	-373	-182	70
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-38.3%	-5.4%	-6.7%	-5.4%	-1.8%	-15.5%	-1.4%	-6.1%	-4.8%	0.7%
순이익률	2.4%	1.0%	1.3%	-31.6%	-4.0%	-4.9%	-3.7%	-0.9%	-12.5%	-1.3%	-4.5%	-3.3%	1.0%
이자발생자산	1,562	1,680	1,402	1,673	773	2,273	1,853	1,433	1,409	2,546	1,673	1,433	1,409
총차입금	4,817	4,634	3,808	3,845	2,945	2,945	2,617	2,289	2,557	6,471	3,845	2,289	2,557
순차입금	3,255	2,954	2,405	2,172	2,172	672	764	855	1,147	3,925	2,172	855	1,147

자료: 하이투자증권 리서치

차입금 및 자금수지 계획: 2018년말 순차입금 0.7조원 목표, 2019년 드릴쉽들 인도 시 순현금도 노려볼만

<표 3-1> 2017년~2018년 차입금 상환 스케줄 및 유상증자 전/후의 2018년말 차입금 현황

구분	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	(조원)
						AS-IS	
자금수지	0.7	0.3	0.4	0.0	0.2	0.9	
차입금 상환	0.0	-1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-1.6	
기말시재	1.3	0.3	0.6	0.5	0.6	0.6	→ 2.1
기말 총차입금	4.4	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8
기말 순차입금	3.1	3.1	3.0	2.9	2.8	2.2	→ 0.7

자료: 하이투자증권 리서치, 삼성증공업

<표 3-2> 차입금 상세 현황

구분	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	(조원)
						AS-IS	
자금수지	0.7	0.3	1.9	0.0	0.2	2.4	
차 입 금 상 환	회사채	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0	-0.5
	외화평형기금	0.0	-0.3	0.0	-0.1	0.0	-0.4
	전단채/사모사채	0.0	-0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.7
	소계	0.0	-1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-1.6
	기말시재	1.3	0.3	2.1	2.0	2.1	2.1
	총차입금	4.4	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8
	순차입금	3.1	2.8	1.0	0.9	0.7	0.7

자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION은 목표주가 11,000원으로 하향: 투자심리 악화 계속될 경우 7천원대도 단기에 각오해야하지만, BUY 의견 유지!

<표 4> 업황 회복 중 코모디티 싸이클에서 가장 수혜폭이 큰 동사에 대해 고심 끝에 타겟 PBR 0.9 배를 유지하지만

1) 실적 하향 조정 및 2) 15 조원 유상증자에 따른 희석 요인 반영 시 적정주가는 11,000 원

투자심리 악화로 PBR 0.6 배까지 하락시 7,000 원 ~ 동사 적정주가 11,000 원 밴드 예상

계정	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	231	231	231	231	231	390	390	599	599	599
					유상증자 반영↑			↑2차 유상증자 반영		
EPS_유증전						-959	-521	120	142	
BPS_유증전						14,850	14,328	14,448	14,591	
EPS_ToBe	3,684	3,448	2,737	646	-5,218	-311	-956	-304	117	128
BPS_ToBe	20,103	22,869	25,308	23,973	18,344	16,058	14,853	11,866	11,983	12,112
PBR(고)	2.5	2.0	1.8	1.6	1.1	0.6	0.8			
PBR	1.9	1.6	1.5	1.2	0.9	0.6	0.7			
PBR(저)	1.1	1.3	1.2	0.8	0.5	0.4	0.5			
ROE_유증전						-6.2%	-3.6%	0.8%	1.0%	
ROE	19%	16%	11.4%	2.6%	-24.7%	-2%	-6.2%	-2.8%	1.0%	1.1%
적용ROE	19%	14%	-11.0%	0.0%	-13.5%	-4.2%	-2.7%	1.0%	1.0%	-3.5%
└ FWD nY	+0Y	+0 ~ 1Y	+1 ~ 2Y	+1 ~ 3Y	+0 ~ 1Y	+0 ~ 1Y	+0 ~ 1Y	+1Y		
COE(고)	7.9%	6.7%	-6.1%	0.0%	-12.3%	-6.6%	-3.4%			
COE(평)	10.4%	8.5%	-7.4%	0.0%	-15.8%	-7.4%	-3.8%			
적용ROE = +0 ~ 1Y				0.0%	-13.5%	-4.2%	-2.7%	1.0%		
적용COE = TRL 참조										
적용 BPS						14,853	11,866			
Target PBR						AS-IS	BEST	~	WORST	
						0.90	0.90	0.75	0.60	
						기존 타겟 유지↑	투자심리 악화↑			
적정주가					기존 목표주가 15,000원 →	13,000	11,000	8,900	7,100	
목표주가					④ 가이던스 하향만 반영시 ↑	⑥ 증자 희석 반영하고 타겟유지 시				
증가(12.06)						11,000				
상승여력						8,960				
자료: 하이투자증권 리서치						23%				

주석: 뒤의 재무제표와 위의 EPS, BPS의 차이는 2018년 중에 반영되는 유상증자에 따른 수정주식수 차이 때문으로 VALAUTION에 큰 차이 없음

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,951	6,030	4,987	5,777		매출액	10,414	7,947	5,162	6,634	
현금 및 현금성자산	984	581	372	380		증가율(%)	7.2	-23.7	-35.0	28.5	
단기금융자산	1,562	1,093	1,083	1,072		매출원가	9,939	8,063	5,161	6,285	
매출채권	5,602	2,895	2,424	3,024		매출총이익	475	-116	1	349	
재고자산	1,226	1,021	663	852		판매비와관리비	622	370	246	301	
비유동자산	7,267	6,972	7,084	7,272		연구개발비	71	54	35	45	
유형자산	6,442	6,328	6,512	6,687		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	96	67	47	33		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	17,217	13,002	12,072	13,049		영업이익	-147	-487	-245	48	
유동부채	9,046	6,441	4,261	4,887		증가율(%)	-90.2	230.6	-49.6	-119.7	
매입채무	1,321	1,295	820	1,291		영업이익률(%)	-1.4	-6.1	-4.8	0.7	
단기차입금	2,694	1,694	1,677	1,660		이자수익	38	18	17	16	
유동성장기부채	1,159	1,458	-	-		이자비용	69	49	33	27	
비유동부채	1,896	740	660	946		지분법이익(순실)	0	0	-	-	
사채	499	82	-	-		기타영업외손익	176	40	120	120	
장기차입금	975	307	307	292		세전계속사업이익	-69	-476	-214	84	
부채총계	10,942	7,180	4,920	5,833		법인세비용	70	-119	-43	19	
지배주주지분	6,264	5,795	7,112	7,183		세전계속이익률(%)	-0.7	-6.0	-4.1	1.3	
자본금	1,951	1,951	2,997	2,997		당기순이익	-139	-356	-171	64	
자본잉여금	758	758	1,212	1,212		순이익률(%)	-1.3	-4.5	-3.3	1.0	
이익잉여금	3,520	3,147	2,964	3,035		지배주주귀속 순이익	-121	-373	-182	71	
기타자본항목	36	-61	-61	-61		기타포괄이익	1,005	-141	-141	-141	
비지배주주지분	11	28	39	33		총포괄이익	866	-497	-312	-77	
자본총계	6,275	5,822	7,151	7,216		지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-1,555	-424	333	827	
당기순이익	-139	-356	-171	64	
유형자산감가상각비	288	338	335	346	
무형자산상각비	29	29	20	14	
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	
투자활동 현금흐름	130	-111	-954	-1,002	
유형자산의처분(취득)	-110	-223	-520	-520	
무형자산의처분(취득)	3	-	-	-	
금융상품의증감	385	121	32	-16	
재무활동 현금흐름	1,392	-1,787	-57	-32	
단기금융부채의증감	261	-701	-1,475	-17	
장기금융부채의증감	1	-1,086	-82	-15	
자본의증감	1,130	-	1,500	-	
배당금지급	0	0	0	0	
현금및현금성자산의증감	1	-403	-209	9	
기초현금및현금성자산	983	984	581	372	
기말현금및현금성자산	984	581	372	380	

주요투자지표		(단위:억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		-433	-956	-344	118
BPS		16,058	14,853	11,866	11,984
CFPS		699	-16	326	718
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER					76.1
PBR		0.6	0.6	0.8	0.7
PCR		13.2	-569.2	27.5	12.5
EV/EBITDA		37.7	-	36.6	9.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.3	-6.2	-2.8	1.0
EBITDA 이익률		1.6	-1.5	2.1	6.2
부채비율		174.4	123.3	68.8	80.8
순부채비율		44.3	32.1	7.4	6.9
매출채권회전율(x)		2.0	1.9	1.9	2.4
재고자산회전율(x)		7.8	7.1	6.1	8.8

자료 : 삼성증권, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성중공업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-01	Hold	11,000	6개월	-17.8%	3.1%
2017-01-09	Buy	13,000	6개월	-12.3%	4.6%
2017-06-20	Hold	13,000	6개월	-6.4%	-1.2%
2017-07-28	Hold	13,000	1년	-15.3%	-6.2%
2017-11-07	Buy	15,000	1년	-18.9%	-11.7%
2017-12-07	Buy	11,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 최광식](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-