

삼성중공업 (010140)

조선

이재원



02 3770 5609

jaewon.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	10,500원 (D)
현재주가 (4/19)	7,500원
상승여력	40%

시가총액	29,297억원
총발행주식수	630,114,845주
60일 평균 거래대금	434억원
60일 평균 거래량	5,144,144주
52주 고	12,002원
52주 저	6,177원
외인지분율	16.15%
주요주주	삼성전자 외 9 인 21.90%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.3)	(14.0)	(25.7)
상대	(8.7)	(12.8)	(36.1)
절대(달러환산)	(7.4)	(13.6)	(20.2)

1Q Preview: 착실히 포인트를 쌓아가는 중

실적전망 1Q 실적은 매출액 1조2,885억원(yoy -47%, qoq -8.8%), 영업이익 -696억원(yoy 적전, qoq 적자확대), OPM -5.4%로 예상된다. 회사가 18년 예상 OPM을 -4.7%로 공시하면서 영업 적자는 예견된 상황인데, 가파른 매출감소에 따른 고정비 부담과 저마진의 17년 수주선박 매출비중 확대가 영업적자의 주요인이라 할 수 있다. 단, 전분기에는 5,800억원의 일회성 비용(=공사손실총당금 1,100억원, 예정원가 조정 2,800억원, 시추선 재고 2척 리세일 가격 하락분 반영 900억원 등)이 있었기 때문에 기저효과에 따른 qoq 적자축소는 가능할 전망이다.

수주실적 및 전망 3월 누적 신규수주는 12억불(연간 수주목표 82억불, 전년실적 69억불)로 15%의 달성을 보이고 있으며, 4월초 LNG선 2척 수주 포함시 달성을 19~20% 수준이다. 연초에 집중적인 수주모멘텀을 기대했던 것에 비하면 아쉬운 실적으로 평가된다. 1Q 수주가 12억불에 그침에 따라 수주잔고는 지난해 연말 10.8조원대비 소폭 하락했을 가능성이 높아보인다.

그러나 연간 수주목표 달성을 가능성은 여전히 높다. 먼저 상선은 LNG선에 이어 컨테이너선 모멘텀이 살아나고 있다는 점이 긍정적이다. 현대상선, CMA-CGM, MSC 등의 투자계획이 구체화되고 있는데, 3~8,000TEU급 선박의 지속적인 퇴출과 컨테이너 해운시장의 수급개선이 진행중인 점이 선사들의 투자욕구를 자극시키고 있다. 한편 해양의 경우 당초부터 수주목표 26억불의 상당부분을 하반기로 예상하고 있는 상황으로서, Rosebank, Bonga등 18년말~19년초에 물려있는 대형 FPSO사업들이 회사의 주 타겟이다. 최근 경쟁사들의 공세적 영업으로 소규모 사업인 요한스버드럽 phase 2(3억불)에서 탈락 하긴 했으나, 10여개의 프로젝트풀(19년까지) 내에서 어느정도 보완이 가능할 전망이다.

재무상황/미인도 시추선 상황 17년말 순차입금은 3.4조원(현금성 9,500억원, 총차입금 4.3조원)으로 17.3Q대비 7,000억원 증가하였다. 그러나 18년말에는 1조원 미만으로 떨어질 전망인데, 연초 리세일이 확정된 Stena Semi-rig 매각대금 0.5조원(연말입금), 헤비테일 선박 인도대금 유입 등으로 올해 영업현금흐름은 1.2조원 흑자가 예상되고 있고, 유상증자 대금 1.4조원이 크게 기여하게 된다. 변수는 미인도 시추선 5기, 이중에서 특히 계약파기후 리세일 작업이 진행중인 3기(시드릴 2기, PDC 1기)의 처리방향이다. 리세일 성공시 척당 3~4,000억원 규모의 현금이 들어올 수 있어 최상의 경우 순현금 구조로의 전환도 가능하다.

결론 삼성중공업은 유상증자 이후 시장에 제시했던 수주, 실적, 현금흐름 전망대로 착실히 나아가고 있다. 해양부문에서 노이즈가 있고, 수주도 다소 부진하지만 현재 주가는 우려감이 다소 과하게 반영됐다는 판단이다. 조선섹터의 핵심테마인 수주회복과 선가상승 기대감에는 아직 아무런 변화는 없다. 투자의견 BUY를 유지한다. 단, 목표주가는 17.3Q 대비 순차입금 증가 등을 반영하여 13,000원 → 10,500원으로 15% 하향조정한다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,885	-47.1	-8.8	12,538	2.8
영업이익	-696	적전	적자	-776	10.3
세전계속사업이익	-795	적전	적자	-783	-1.6
지배순이익	-620	적전	적자	-728	14.9
영업이익률 (%)	-5.4	적전	적자	-6.2	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	-4.8	적전	적자	-5.8	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

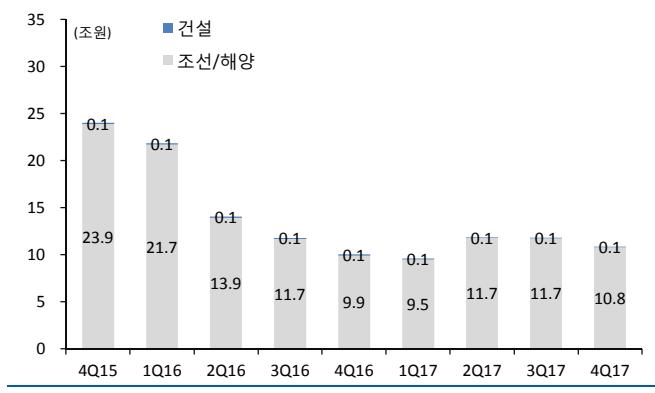
	2016A	2017A	2018F	2019F
결산 (12월)				
매출액	104,142	79,012	51,541	70,373
영업이익	-1,472	-5,242	-2,496	36
지배순이익	-1,212	-3,388	-2,051	12
PER	-23.0	-12.8	-23.0	3,902.8
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	31.8	-33.9	49.6	10.2
ROE	-2.3	-5.6	-3.2	0.0

자료: 유안타증권

		국내 조선사 수주실적(3 월말 기준)			(단위: 백만불)	
		2016	2017	18 target	달성을	
현대	조선	3,877	4,683	672	6,900	9.7%
	해양	395	277	-21	1,600	-1.3%
	플랜트	316	89	71	400	17.8%
	엔진기계	979	1,051	274	1,363	20.1%
	합	5,567	6,100	996	10,263	9.7%
삼호		1,124	3,006	1,633	3,300	49.5%
미포		913	2,311	379	3,000	12.6%
그룹 조선합산		6,309	10,277	2,663	14,800	18.0%
그룹 합산		7,604	11,417	3,008	16,563	18.2%
삼성	조선	500	3,100	1,200	5,100	23.5%
	해양	-	3,800	-	3,100	0.0%
	합	500	6,900	1,200	8,200	14.6%
대우	조선	1,110	2,690	2,180		
	해양	-	-	-		
	특수선	430	280	-		
	합	1,540	2,970	2,180	7,300	29.9%

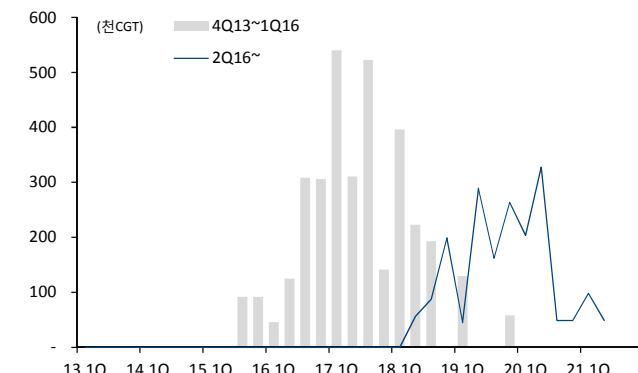
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

수주잔고 추이



자료: 삼성중공업, 유안타증권 리서치센터

인도물량의 수주시점별 구분(2Q16 이후 물량은 저미진)



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

삼성중공업 실적전망											(단위: 억원)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	guidance	2019E	2020E
수주(\$m)	1,800	3,300	1,400	400	1,200				6,900	7,707	8,200	7,737	8,921
조선	500	800	1,400	400	1,200				3,100	4,157	5,100	4,187	4,271
해양	1,300	2,500	0	0	0				3,800	3,550	3,100	3,550	4,650
매출액	24,370	22,997	17,519	14,126	12,885	13,140	12,630	12,885	79,012	51,541	51,000	70,373	80,282
조선해양	24,200	22,850	17,452	13,986	12,754	13,009	12,499	12,754	78,488	51,016		69,849	79,757
건설 (yoY)	169	148	67	141	131	131	131	131	524	524		524	524
매출총이익 (GPM)	1,104	1,129	1,407	-5,144	-142	-80	-77	19	-1,504	-280		2,781	4,391
판관비 (판관비율)	4.5%	4.9%	8.0%	-36.4%	-1.1%	-0.6%	-0.6%	0.1%	-1.9%	-0.5%		4.0%	5.5%
영업이익	829	922	1,171	815	554	565	543	554	3,737	2,216		2,745	3,131
영업이익 (%)	3.4%	4.0%	6.7%	5.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.7%	4.3%		3.9%	3.9%
영업이익 (GPM)	274	206	236	-5,959	-696	-645	-620	-535	-5,242	-2,496	-2,400	36	1,260
조선해양	274	185	332	-5,959	-701	-650	-625	-538	-5,169	-2,515		16	1,239
건설 (yoY)	1	22	-95	0	5	5	5	3	-73	18		20	20
영업이익 (%YoY)	347.5%	흑전	-71.9%	-	-353.7%	-412.9%	-362.2%	-91.0%	흑전	-52.4%		-101.4%	3404.1%
세전이익	492	295	220	-5,645	-795	-661	-659	-512	-4,639	-2,627		15	1,185
당기순이익	587	227	234	-4,456	-620	-516	-514	-400	-3,407	-2,049		12	924
지배주주	582	286	278	-4,533	-620	-516	-514	-401	-3,388	-2,051		12	926
OPM	1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-5.4%	-4.9%	-4.9%	-4.2%	-6.6%	-4.8%	-4.7%	0.1%	1.6%
조선해양	1.1%	0.8%	1.9%	-42.6%	-5.5%	-5.0%	-5.0%	-4.2%	-6.6%	-4.9%		0.0%	1.6%
건설	0.5%	14.7%	-142.5%	0.1%	4.0%	4.0%	4.0%	2.0%	-13.9%	3.5%		3.9%	3.9%
ROE									-5.6%	-3.2%		0.0%	1.3%

자료: 삼성중공업, 유안타증권 리서치센터

실적전망 변경							(단위: 억원)		
	변경전			변경후			변화율		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	63,617	83,907	83,907	51,541	70,373	80,282	-19.0%	-16.1%	-4.3%
영업이익	-334	1,695	1,695	-2,496	36	1,260	적전	-97.9%	-25.7%
세전이익	-486	1,560	1,560	-2,627	15	1,185	적전	-99.0%	-24.0%
지배순이익	-395	1,268	1,268	-2,051	12	926	적전	-99.0%	-27.0%
OPM	-0.5%	2.0%	2.0%	-4.8%	0.1%	1.6%	-4.3%p	-2.0%p	-0.5%p
ROE	2.0%	2.6%	2.6%	-3.2%	0.0%	1.3%	-5.2%p	-2.6%p	-1.3%p

주: 17.11.15 발간자료 기준/ 자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업 Valuation		(단위: 억원)
항목	금액	비고
※정상실적 가정		
수주(18~19E), \$mil	7,947	
매출	87,417	
OPM	4.9%	
영업이익	4,283	
세후영업이익	3,341	
감가상각비	2,800	
capex	2,000	
FCFF	4,141	
EBITDA	7,083	
자기자본비용	9.5%	
beta	1.28	
무위험이자율	2.35%	5년물 국고채
리스크 프리미엄	5.58%	Damodaran
타인자본비용	3.1%	
E/(E+D)	65.0%	가정
D/(E+D)	35.0%	가정
WACC	7.3%	
영구성장을	1.0%	
영업자산가치	66,129	
EV/EBITDA 환산	9.3	
순현금	-34,215	
총차입금(17말)	43,700	
현금(17말)	9,485	현금 및 단기금융상품
기타현금	19,897	
유증대금	14,088	18.4월 납입
Stena Semi-rig 리세일 대금	5,809	18.12월 대금회수
미청구공사대금 회수 가정	11,388	
Ocean Rig 드릴쉽 2기	8,133	19년 인도예상, 67% 회수
드릴쉽 1기 리세일	3,255	리세일 추진 3기중 1기만 성사가정
투자자산	0	
주주가치	63,199	
발행주식수(천주)	630,115	유상증자 반영
자기주식수(천주)	25,964	
주당가격(원)	10,500	

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업 (010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	104,142	79,012	51,541	70,373	80,282
매출원가	99,391	80,517	51,821	67,593	75,891
매출총이익	4,751	-1,504	-280	2,781	4,391
판관비	6,223	3,737	2,216	2,745	3,131
영업이익	-1,472	-5,242	-2,496	36	1,260
EBITDA	1,697	-2,098	591	2,980	4,112
영업외손익	783	603	-131	-20	-75
외환관련손익	550	-3,038	-108	-108	-108
이자손익	-311	-270	32	142	117
관계기업관련손익	-4	-2	-3	-3	-3
기타	548	3,913	-52	-52	-80
법인세비용차감전순손익	-689	-4,639	-2,627	15	1,185
법인세비용	698	-1,232	-578	3	261
계속사업순손익	-1,388	-3,407	-2,049	12	924
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,388	-3,407	-2,049	12	924
지배지분순이익	-1,212	-3,388	-2,051	12	926
포괄순이익	8,660	-4,779	-2,049	12	924
지배지분포괄이익	8,833	-4,747	-1,975	11	825

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	99,508	67,799	65,934	60,903	56,702
현금및현금성자산	9,841	3,535	16,170	9,139	4,938
매출채권 및 기타채권	55,766	35,637	27,137	29,137	29,137
재고자산	12,261	12,168	6,168	6,168	6,168
비유동자산	72,667	70,382	69,275	68,313	67,441
유형자산	64,424	61,629	60,832	60,086	59,341
관계기업등 지분관련자산	35	30	11	-8	-27
기타투자자산	2,363	1,890	1,890	1,890	1,890
자산총계	172,175	138,181	135,209	129,216	124,143
유동부채	90,457	71,453	56,453	52,453	48,453
매입채무 및 기타채무	35,252	26,920	26,920	26,920	26,920
단기차입금	26,938	19,790	9,790	5,790	1,790
유동성장기부채	11,587	14,881	9,881	9,881	9,881
비유동부채	18,964	8,754	8,754	6,754	4,754
장기차입금	9,755	5,245	5,245	3,245	1,245
사채	4,993	918	918	918	918
부채총계	109,422	80,207	65,207	59,207	53,207
지배지분	62,643	57,896	69,933	69,945	70,871
자본금	19,506	19,506	31,506	31,506	31,506
자본잉여금	7,584	7,584	9,672	9,672	9,672
이익잉여금	35,196	31,984	29,933	29,945	30,872
비지배지분	110	79	70	65	65
자본총계	62,753	57,975	70,002	70,009	70,936
순차입금	29,331	27,593	-41	989	-809
총차입금	54,793	43,744	28,744	22,744	16,744

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-15,548	5,401	7,649	3,067	3,888
당기순이익	-1,388	-3,407	-2,049	12	924
감가상각비	2,876	2,795	2,797	2,746	2,746
외환손익	102	1,188	108	108	108
증속,관계기업관련손익	4	2	3	3	3
자산부채의 증감	-21,404	9,295	6,500	0	0
기타현금흐름	4,262	-4,472	290	198	107
투자활동 현금흐름	1,295	-744	-1,984	-1,984	-1,984
투자자산	-150	97	16	16	16
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,070	-1,079	-2,000	-2,000	-2,000
유형자산 감소	971	160	0	0	0
기타현금흐름	2,545	77	0	0	0
재무활동 현금흐름	13,917	-9,567	-912	-6,000	-6,000
단기차입금	7,740	-6,679	-10,000	-4,000	-4,000
사채 및 장기차입금	-5,128	-4,514	-5,000	-2,000	-2,000
자본금	11,305	0	14,088	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	1,626	0	0	0
연결범위변동 등 기타	341	-1,394	7,881	-2,113	-105
현금의 증감	6	-6,305	12,634	-7,030	-4,202
기초 현금	9,835	9,841	3,535	16,170	9,139
기말 현금	9,841	3,535	16,170	9,139	4,938
NOPLAT	-2,963	-5,242	-2,496	36	1,260
FCF	-23,269	7,509	5,640	972	1,835

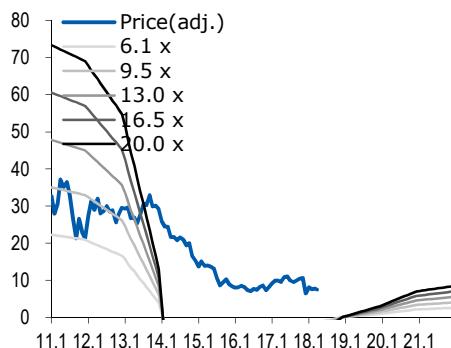
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	-433	-869	-326	2	147
BPS	17,203	15,899	11,575	11,577	11,731
EBITDAPS	606	-538	94	473	653
SPS	37,203	20,254	8,180	11,168	12,741
DPS	0	0	0	0	0
PER	-23.0	-12.8	-23.0	3,902.8	51.0
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	31.8	-33.9	49.6	10.2	6.9
PSR	0.3	0.5	0.9	0.7	0.6
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	7.2	-24.1	-34.8	36.5	14.1
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	3,404.1
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	7,549.5
매출총이익률 (%)	4.6	-1.9	-0.5	4.0	5.5
영업이익률 (%)	-1.4	-6.6	-4.8	0.1	1.6
지배순이익률 (%)	-1.2	-4.3	-4.0	0.0	1.2
EBITDA 마진 (%)	1.6	-2.7	1.1	4.2	5.1
ROIC	-3.6	-4.3	-2.6	0.0	1.5
ROA	-0.7	-2.2	-1.5	0.0	0.7
ROE	-2.3	-5.6	-3.2	0.0	1.3
부채비율 (%)	174.4	138.3	93.1	84.6	75.0
순차입금/자기자본 (%)	46.8	47.7	-0.1	1.4	-1.1
영업이익/금융비용 (배)	-2.1	-10.1	-5.8	0.1	5.7

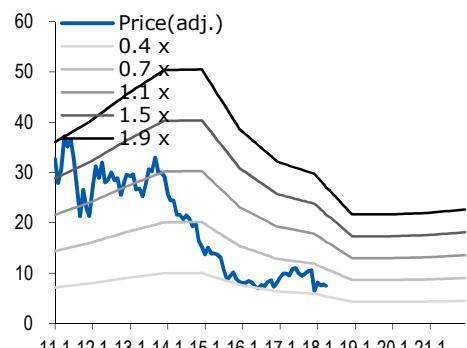
P/E band chart

(천원)

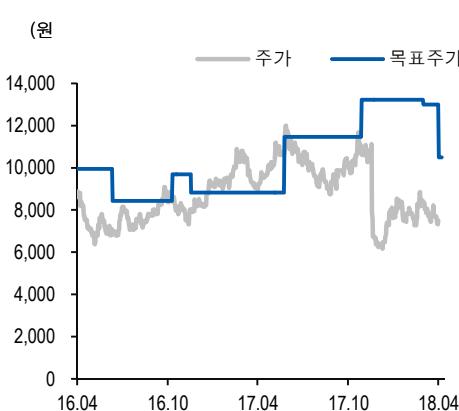


P/B band chart

(천원)



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-20	BUY	10,500	1년	-	-
2018-03-20	유상증자	13,000	1년	-40.14	-
2017-11-15	BUY	13,237	1년	-38.66	-16.00
2017-06-12	HOLD	11,472	1년	-11.16	-
2016-12-05	HOLD	8,825	1년	8.12	-
2016-06-29	HOLD	8,425	1년	-7.00	-
2015-11-09	HOLD	9,957	1년	-18.28	-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $\frac{\text{실제주가} - \text{목표주가}}{\text{목표주가}} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.