

2018-04-30

삼성중공업(010140)

조선/기계 최광식

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

가이던스에 준하는 적자, 그러나 선가 인상 도모

Buy(Upgrade)

■ 1Q18: 2Q의 일회성제거 OPM 2.6%p 대비 1.3%p 하락한 1.3%

1분기 매출 1조 2,408억원(VoY -49%, QoQ -12%), 영업적자 -478억원(적전, 적지), 지배주주순이익 -588억원(적전, 적지)으로, 전년동기대비 매출이 반토막에 적자 전환했지만, 올해 가이던스로 제시한 매출 5.1조원, 영업적자 -2,400억원에 준하며, 컨센서스에도 부합했다.

일회성 요인은, 영업이익단에는 Egina FPSO 세일어웨이를 앞당기면서 인센티브 +370억원과 1분기 강재가격 인상 및 예정원가 조절에 따른 -440억원이 있었다. 영업외 수지에는 Ocean Rig 1기 계약취소로 선수금 200억원을 몰취했지만, 기자재 업체에 지급한 선금에서 -400억원 손실이 발생했다.

■ '18년 실적은 가이던스대로, 수주목표(82억\$) 달성시 백로그 2년

실적은 2분기가 1분기보다 부진할 것으로 보이지만 3분기는 7월말 Egina 사업 종료로 추가 보너스와 C/O로 양호할 수 있다. 실적보다는 수주가 관건인데, 동사는 16억\$를 수주해 목표 82억\$ 대비 다소 낮다. 그러나 동사는 수주 목표를 조정할 계획이 없고, 목표 82억\$ 달성해, 연말 백로그 2년을 노린다.

■ 선가 올리기 시도 중: 수주 슬로우 스타트가 마음에 든다

컨퍼런스 콜에서 가장 반가웠던 대목은 선가 인상 시도이다. 인콰이어리가 눈에 띄게 늘고 있고, 이에 발맞춰 신조선가를 올려부르고 있다는 것이다. 양보다는 질이 중요하다. 경쟁사보다 다소 느린 수주에 대해서는, 당사는 오히려 "늦게 받는 쪽이 위너이다"로 평가하고 싶다. 신조선가가 오르고 있고, 계속 오를 것이다. 백로그 길이가 지나치게 짧지 않는 한, 상대적으로 늦게 받는 쪽이 2년 후 더 양호한 실적을 보여줄 것이다. Mad Dog2, Coral FLNG 2개 사업을 보유하고 있어 경쟁사들의 해양 공백 대비 매력적이다.

■ 올해 주가 언더퍼폼은, 3년 연속 적자 수급 때문: 상대 매력

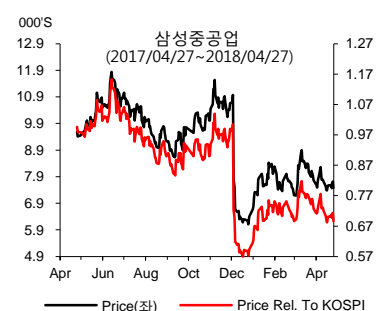
연말 유상증자 및 빅배쓰로 조선업 주가 폭락 후, 주가 회복 각도가 경쟁사보다 다소 느렸고, PBR도 낮다. 3년 연속 적자에 따른 기관 매도 수급 때문이었던 것으로 판단한다. 조선업 중 상승여력이 가장 높다. 조선업중 최선호주를 유지한다.

목표주가(12M)	11,000원
종가(2018/04/27)	7,430원

Stock Indicator

자본금	1,951십억원
발행주식수	39,011만주
시가총액	2,903십억원
외국인지분율	16.4%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-353원
BPS(2018E)	11,110원
ROE(2018E)	-3.1%
52주 주가	6,070~11,794원
60일평균거래량	4,622,010주
60일평균거래대금	37.9십억원

Price Trend



1Q18 Review: 컨센서스와 가이던스에 부합하는 실적

<표 1> 삼성중공업의 1Q18 Review

(십억원)										
삼성중공업	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18①	y-y	q-q	컨센서스 04월26일	당사②	차이③/②
매출액	2,437.0	2,299.7	1,751.8	1,405.2	1,240.8	-49%	-12%	1,253.7	1,116.4	11%
영업이익	27.4	20.6	23.6	-595.9	-47.8	적전	적지	-80.5	-60.6	-21%
영업외	21.7	8.9	-1.7	31.3	-42.9	적전	적전	-0.9	5.1	-935%
세전이익	49.2	29.5	22.0	-564.5	-90.7	적전	적지	-81.4	-55.4	64%
순이익	58.7	22.7	23.4	-445.6	-59.5	적전	적지	-60.5	-44.3	34%
지배주주순이익	58.2	28.6	27.8	-453.3	-58.8	적전	적지	-78.9	-45.1	30%
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.4%	-3.9%	-5.0%p	38.6%p	-6.4%	-5.4%	1.6%p
세전이익률	2.0%	1.3%	1.3%	-40.2%	-7.3%	-9.3%p	32.9%p	-6.5%	-5.0%	-2.3%p
순이익률	2.4%	1.0%	1.3%	-31.7%	-4.8%	-7.2%p	26.9%p	-4.8%	-4.0%	-0.8%p
일회성 요인	3Q17			4Q17	1Q18	설명				
	17년12월 고정비 부담			-280.0	37.0	Egina 세일어웨이 단축				
	강재가격 인상			-40.0	-44.0	강재가격 인상2				
	17년 적자수주: 공손충			-110.0						
	인력 조정 비용			-60.0						
	시추선 리세일 공정가차			-90.0						
	4Q17 실발 추가 원화강: 시추선 재고자산			-24.0						
	위로금 추가 지급			-11.0						
일회성	0.0			-615.0	-7.0					
	0.0%			-43.8%	-0.6%					
일회성 제거 영업이익	20.6			23.6	19.1	-40.8				
영업이익률	0.9%			1.3%	1.4%	-3.3%				

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 삼성중공업 실적: 연간 매출 5.1 조원, 2,400 억원 영업적자 가이던스에 준함, 2020 년 흑자전환 여부가 관건!

(십억원)													
계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	2,437	2,300	1,752	1,405	1,241	1,322	1,363	1,414	10,414	7,894	5,340	6,953	8,064
영업이익	27	21	24	-596	-48	-91	-67	-25	-147	-524	-230	-61	213
금융/기타영업외	22	9	-2	31	-46	6	9	9	79	61	-22	33	28
세전사업이익	49	29	22	-565	-94	-84	-59	-16	-69	-464	-252	-28	241
지배주주 순이익	58	29	28	-453	-61	-72	-51	-14	-121	-339	-198	-25	201
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.4%	-3.9%	-6.9%	-4.9%	-1.7%	-1.4%	-6.6%	-4.3%	-0.9%	2.6%
순이익률	2.4%	1.0%	1.3%	-31.7%	-4.9%	-5.1%	-3.4%	-0.9%	-1.3%	-4.3%	-3.5%	-0.3%	2.3%
EPS(원)	149	73	71	-1,162	-155	-114	-82	-22	-311	-868	-314	-39	319
BPS(원)	15,851	16,161	16,108	14,841	14,685	11,213	11,132	11,110	16,058	14,841	11,110	11,071	11,390

자료: 하이투자증권 리서치

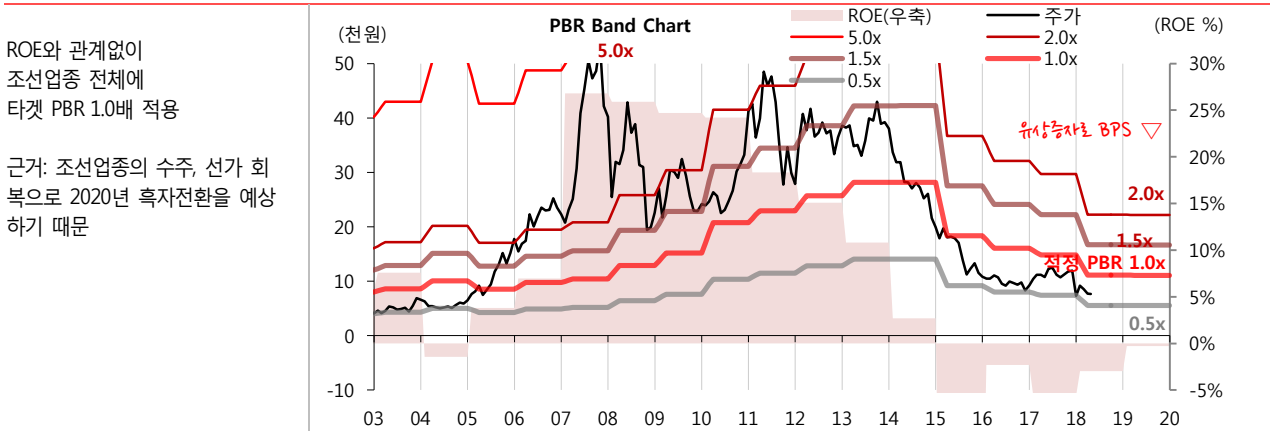
Valuation: 목표주가 1.1만원

<표 3> 삼성중공업 목표주가 타겟 PBR 1 배에서 11,000 원으로 하향

계정	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	231	231	231	231	231	390	390	630	630	630
EPS_유증반영	3,684	3,448	2,737	646	-5,218	-311	-868	-314	-39	319
BPS	20,103	22,869	25,308	23,973	18,344	16,058	14,841	11,110	11,071	11,390
PBR(고)	2.5	2.0	1.8	1.6	1.1	0.6	0.9	0.0		
PBR	1.9	1.6	1.5	1.2	0.9	0.6	0.8	0.7		
PBR(저)	1.1	1.3	1.2	0.8	0.5	0.4	0.6	0.0		
ROE	19%	16%	11.4%	2.6%	-24.7%	-2%	-5.6%	-3.1%	-0.4%	2.8%
적용ROE	18%	14%	7.0%	2.6%	-13.5%	-4.0%	-4.4%	2.8%	1.2%	-2.6%
↳ FWD nY	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+0Y	+0~1Y	+0~1Y	+0~1Y	+2Y		
COE(고)	7.2%	6.7%	3.9%	1.6%	-12.3%	-6.1%	-5.1%			
COE(평)	9.5%	8.5%	4.7%	2.2%	-15.8%	-6.9%	-5.8%			
적용ROE = +0~1Y				2.6%	-13.5%	-4.0%		2.8%		
적용COE = TRL 참조							N/A	N/A		
적용 BPS							14,841	11,110		
Target PBR								타겟		타겟
적정주가								1.00		1.50
								11,110		17,080
목표주가								11,000		
증가(04.27)								7,430		
상승여력								48%		

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 삼성중공업 PBR 밴드



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,780	5,453	6,103	6,560
현금 및 현금성자산	354	572	312	72
단기금융자산	1,262	1,249	1,237	1,224
매출채권	3,607	2,428	3,099	3,635
재고자산	1,217	826	1,075	1,247
비유동자산	7,038	7,098	7,321	7,525
유형자산	6,163	6,368	6,561	6,743
무형자산	92	58	37	24
자산총계	13,818	12,551	13,424	14,085
유동부채	7,145	4,978	5,587	6,075
매입채무	643	-134	384	790
단기차입금	1,979	1,400	1,386	1,386
유동성장기부채	1,488	988	939	892
비유동부채	875	555	841	828
사채	92	0	0	0
장기차입금	524	324	308	293
부채총계	8,021	5,533	6,428	6,903
지배주주지분	5,790	7,001	6,976	7,177
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	758	967	967	967
이익잉여금	3,198	3,001	2,976	3,177
기타자본항목	-118	-118	-118	-118
비지배주주지분	8	17	21	5
자본총계	5,797	7,018	6,996	7,182

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,901	5,340	6,953	8,064
증가율(%)	-24.1	-32.4	30.2	16.0
매출원가	8,052	5,308	6,684	7,470
매출총이익	-150	33	268	594
판매비와관리비	374	263	329	382
연구개발비	60	41	53	61
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-524	-230	-61	213
증가율(%)	256.1	-56.0	-73.5	-448.3
영업이익률(%)	-6.6	-4.3	-0.9	2.6
이자수익	25	25	26	22
이자비용	52	46	40	41
지분법이익(손실)	0	-	-	-
기타영업외손익	18	71	120	120
세전계속사업이익	-464	-252	-28	241
법인세비용	-123	-64	-6	55
세전계속이익률(%)	-5.9	-4.7	-0.4	3.0
당기순이익	-341	-188	-22	185
순이익률(%)	-4.3	-3.5	-0.3	2.3
지배주주귀속 순이익	-339	-198	-25	201
기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
총포괄이익	-478	-325	-159	48
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	540	-828	-343	-115
당기순이익	-341	-188	-22	185
유형자산감가상각비	280	315	327	338
무형자산상각비	35	33	21	13
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-
투자활동 현금흐름	-74	-785	-871	-860
유형자산의 처분(취득)	-92	-520	-520	-520
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	48	53	-33	-23
재무활동 현금흐름	-957	-125	-80	-62
단기금융부채의증감	-1,724	-1,242	-63	-47
장기금융부채의증감	767	-292	-16	-15
자본의증감	-	1,409	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-631	218	-259	-240
기초현금및현금성자산	984	354	572	312
기말현금및현금성자산	354	572	312	72

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-766	-353	-39	319
BPS	14,841	11,110	11,071	11,390
CFPS	-55	269	513	876
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				23.3
PBR	0.4	0.7	0.7	0.7
PCR	-115.1	27.6	14.5	8.5
EV/EBITDA	-	32.2	13.9	7.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-5.6	-3.1	-0.4	2.8
EBITDA 이익률	-2.7	2.2	4.1	7.0
부채비율	138.3	78.8	91.9	96.1
순부채비율	42.6	12.7	15.5	17.7
매출채권회전율(x)	1.7	1.8	2.5	2.4
재고자산회전율(x)	6.5	5.2	7.3	6.9

자료 : 삼성중공업, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성중공업)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-01-09	Buy	13,000	6개월	-23.9%	-9.3%
2017-06-20	Hold	13,000	6개월	-18.8%	-14.3%
2017-07-28	Hold	13,000	1년	-26.5%	-18.6%
2017-11-07	Buy	15,000	1년	-29.7%	-23.4%
2017-12-07	Buy	11,000	1년	-32.3%	-19.5%
2018-03-19	Buy	12,000	1년	-35.4%	-30.4%
2018-04-30	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-mail등을 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 돕기 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 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-