

삼성중공업(010140)

유가, 해양에 베틀한다면 삼성중공업

■ 실적: 경쟁사보다 두둑한 잔고, 3Q18 체인지 오더

동사의 수주잔고는 199억\$로 대우조선해양의 224억\$보다는 작고, 해양 위기의 현대중공업(별도)의 130억\$보다는 양호하다. 2017년 Mad Dog2, Coral FLNG의 대형 수주로 매출 기준잔고는 걱정 없다. 또한 동사의 수주잔고는 3월과 4월 192억\$를 바탕으로 5월 드디어 반등에 성공했다.

경쟁사 현대중공업이 8월부터 해양 물량 공백, 대우조선해양이 TCO 공사로 1년 치 물량이 남는데 반해, 동사의 해양 야드는 두둑하다. 또한 곧 7월 세일러웨이를 하는 Egina FPSO 공기단축에 따른 보너스, 사업종료에 따른 C/O로 단기 3Q 실적 호조도 기대할 수 있다. 다만, 상대적으로 상선 잔고가 부족하다는 점이 약점이며, 2018년의 LNG선 발주 랠리에서 다소 M/S가 밀린다는 지적을 받고 있다. 그러나...

■ 상선 수주가 느린 것은 데려 장점

올해 25척의 LNG선 발주에서 동사는 4척(5월까지 IR 발표)+1척(이후 수주 뉴스)으로, 대우조선해양의 8척+3척, 현대(+삼호)중공업의 5척+4척에 비해 작다. 6월에도 DSME와 HHI의 각각 3척, 2척 추가 수주 소식이 들려와 더 밀리는 모양새이다. 그러나, 2014년 대우조선해양의 Yamal LNG 수주 및 재기화장치 마케팅에 따른 M/S 재고 시기를 제외하고는 BIG3의 LNG선 시장에서의 경쟁력은 비슷하다는 판단이다. 따라서, 당사는 동사의 다소 느린 수주가 오히려 투자포인트라고 주장하고자 한다. 작금의 LNG선 발주랠리는 한해 반짝하는 것이 아닌, 4년 정도를 달릴 큰 사이클이기 때문에, 앞으로 LNG선 수주가 많을 동사가 더 매력적이다.

■ 유가에 베틀한다면, 삼성중공업: 수주POOL, 5기의 시추선

동사를 유가와 묶은 투자 전략 및 수급은 여전히 유효하다. 해양에서 연말 ~ 내년초 Bonga, Barossa FPSO의 큰 건 2개를 노리고 있다. 특히 나이지리아 SHI-MCI 현지법인이 있기 때문에 ZabaZaba, Ikike 등의 확정적 수주 물량 7억\$를 들고 있고, 또 합자사 때문에 장차 Bonga FPSO에서도 경쟁 우위에 있다는 판단이다.

또한 미인도 및 취소 드릴쉽 5기에서 1.5조원의 현금 유입 및 미청구공사 해소 이벤트도 기다리고 있다. 시추 시황은 노후 RIG 스크랩, 용선 증가, 북해 Dayrate 반등, 선박왕들의 시추선 매입 등으로 바닥을 지나고 있다.

조선/기계 최광식

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

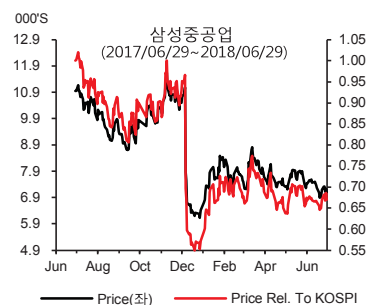
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	11,000원
종가(2018/06/29)	7,140원

Stock Indicator

자본금	1,951십억원
발행주식수	63,011만주
시가총액	4,504십억원
외국인지분율	17.0%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-308원
BPS(2018E)	11,136원
ROE(2018E)	-3.0%
52주 주가	6,177~11,693원
60일평균거래량	4,193,457주
60일평균거래대금	31.9십억원

Price Trend



실적 & Valuation: 목표주가 11,000원 유지

〈도표1〉 삼성중공업 실적: 사측의 가이드스 매출 5.1조원, 2,400억원 영업이익자에 준함
2020년 흑자전환 여부가 관건!!

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	2,437	2,300	1,752	1,413	1,241	1,331	1,372	1,423	10,414	7,901	5,367	6,952	8,064
영업이익	27	21	24	-596	-48	-91	-67	-25	-147	-524	-230	-61	213
금융/기타영업외	22	9	-2	31	-43	7	10	10	79	61	-16	37	33
세전사업이익	49	29	22	-565	-91	-84	-57	-15	-69	-464	-247	-24	246
지배주주 순이익	58	29	28	-453	-59	-71	-51	-13	-121	-339	-194	-21	205
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.8%	-6.8%	-4.9%	-1.7%	-1.4%	-6.6%	-4.3%	-0.9%	2.6%
순이익률	2.4%	1.0%	1.3%	-31.5%	-4.8%	-5.0%	-3.4%	-0.8%	-1.3%	-4.3%	-3.4%	-0.3%	2.3%
EPS(원)	149	73	71	-1,162	-151	-113	-80	-21	-311	-868	-308	-34	325
BPS(원)	15,851	16,161	16,108	14,841	14,642	11,189	11,109	11,136	16,058	14,841	11,136	11,102	11,428

자료: 하이투자증권 리서치

〈도표2〉 삼성중공업 목표주가 타겟 PBR 1.0배, 목표주가 11,000원 유지

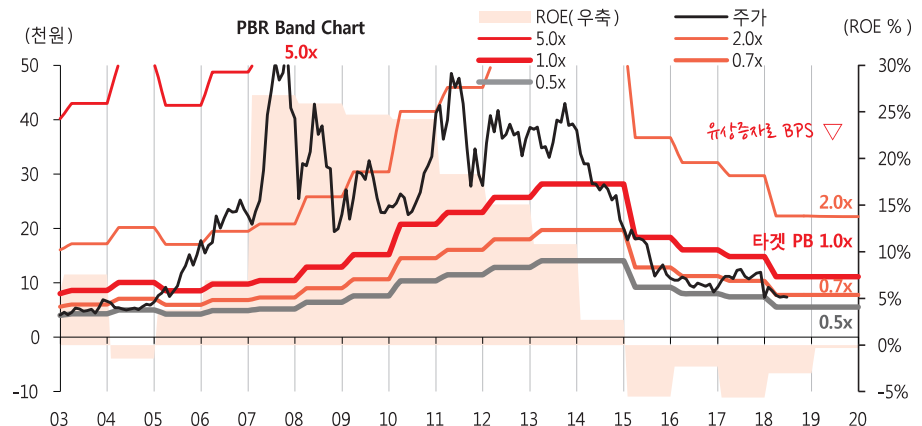
계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	231	231	231	390	390	630	630	630
EPS_유증반영	2,737	646	-5,218	-311	-868	-308	-34	325
BPS	25,308	23,973	18,344	16,058	14,841	11,136	11,102	11,428
PBR(고)	1.8	1.6	1.1	0.6	0.9	0.7		
PBR	1.5	1.2	0.9	0.6	0.8	0.7		
PBR(저)	1.2	0.8	0.5	0.4	0.6	0.5		
ROE	11.4%	2.6%	-24.7%	-2%	-5.6%	-3.0%	-0.3%	2.9%
적용ROE = 2020년		2.6%	-13.5%	-4.0%	-4.3%	2.9%		
적용COE = TRL 참조					N/A	N/A		
적용 BPS					14,841	11,136		
Target PBR						타겟	~ 현재 ~	바탕
적정주가						1.00	0.65	0.60
목표주가						11,140		6,680
총가(06.29)						11,000		
상승여력						7,140		
						51%		

자료: 하이투자증권 리서치

〈도표3〉 삼성중공업 PBR 밴드

조선업종 전체에
타겟 PBR 1.0배 적용

근거: 조선업종의 수주, 선가 회복으로 2020년 흑자전환을 예상하기 때문



자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트: 해양 큰건 2개 프로젝트, LNG선 수주 느린 것 오히려 장점

〈도표4〉 SHI-MCI로 수주 확실시되는 ZabaZaba FPSO 컨버전과 Ikike 외에,
연말~내년 Bonga, Barossa FPSO 노리고 있는 중

지역	발주처	프로젝트명	현 대	대 우	삼 성	그 외	수주POOL (억\$)
2017년 수주							37.7
	GOM	BP	Mad Dog2		1월		12.7
	모잠비크	ENI	Coral FLNG		6월		25.0
2017년 실주							19.9
	GOM	Shell	Vito		▼	Sembcorp	15 e
	북해	Stateil	Johan-Casterberg-ph1 HULL	▼		Sembcorp	4.9
2018년 수주							5.0
	캐나다	Steelhead	Kwisppa ASLNG HULL	2월			5
	북해	Stateil	Johan-Casterberg-ph2	✕	✕	로컬 Kvaerner	15 e
	아프리카	BP	Fortue-Gas	⊖	⊖	TechnipFMC + COSCO 승	10 e
	북해	Stateil	Johan-Sverdrup 2차		⊖	로컬 Aibel	10 e
2018년 POOL							
	GOM	Llog	King's Landing	◎		수익	7 e
	베트남	PetroVietnam	Block B	○	탈 락	○ McDermott	7 e
	북극해	Chevron	Rosebank	○	○	△ Sembcorp	15 e
	캐나다	Steelhead	Kwisppa(구 Sarita) ASLNG Topside			△ 4개 컨소시엄	10 e
	나이지리아	Shell	Bonga SW "Lite"	○	△	○ 중국, 싱가포르 등	18 e
	나이지리아	Eni + Shell	ZabaZaba 컨버전 FPSO			◎ 확실히	4 e
	나이지리아	Total	Ikike			◎ 확실히	2 e
	호주	Conoco Phillips	Caldita-Barossa			○ vs. MODEC	15 e

자료: 하이투자증권 리서치

〈도표5〉 삼성중공업은 2018년 LNG선 수주가 4척으로, 상대적으로 작아보이지만... 역발상으로다...

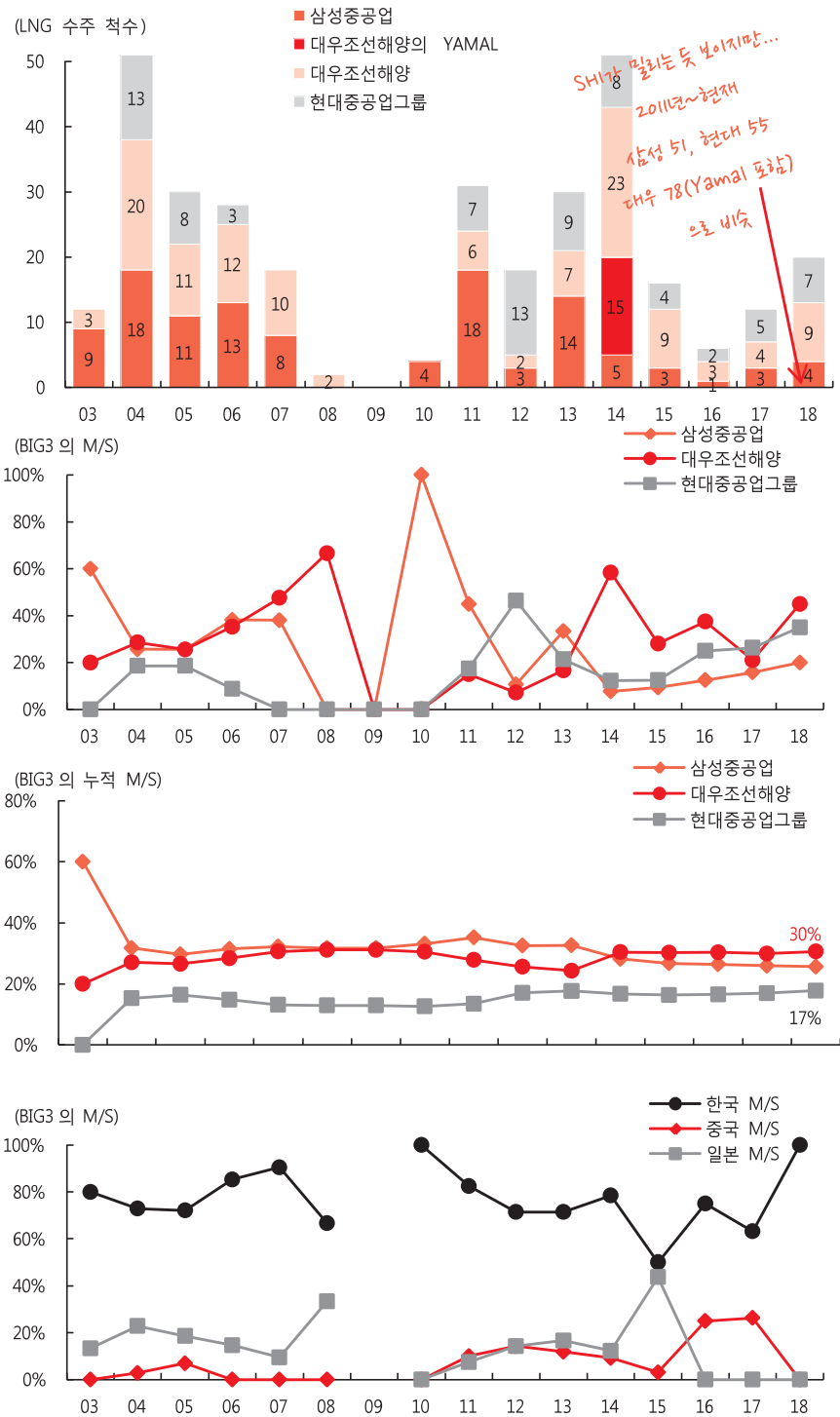
2000년 초중반 현대중공업은 상선이 워낙 좋았기에 LNG선에 집중하지 않았고

DSME >= 삼성중공업이 시장을 양분

그러나 리만사태 이후 상선 발주 경색으로, 현대중공업이 LNG선 시장에 진입했고

이후 3사의 M/S는 Yamal LNG 쇠빙선 15척을 제외할 경우 50척~60척으로 비슷한 상황

따라서 삼성중공업의 2018년 슬로우 스타트는 2020년~2021년 영업 가능한 Berth가 더 많다는 의미로, 역발상 접근이 가능할 것임



자료: 하이투자증권 리서치

〈도표6-1〉 SHI-MCI의 지배 구조: LADOL과 합작 야드 투자에서 우여곡절 끝에 70% 지분 보유



자료: 하이투자증권 리서치

〈도표6-2〉 SHI-MCI 전경: 502m 안벽과 최신 자재창고 등, 서아프리카 최고 Offshore 물류기지 및 로컬 제작사로 거듭날 듯



자료: 하이투자증권 리서치

〈도표6-3〉 나이지리아에서 진행 중인 해양 사업들

: Zabazaba, Ikikie는 2018년 중으로 본계약 기대 가능, Bonga는 연말~내년초 불확실
그외에도 다수 그 다음 사업들도 준비 중

▼ 임박 프로젝트들

NO	Projects	Operator	스펙	비고	EPC 선정일
1	Etan Zabazaba (OPL 245)	NAE	개조 FPSO 생산능력 : 150,000 b/d 저장용량 : 1.7 백만 barrels	상업 평가 진행 중 2Q로 예정되어있는 FID는 법적인 이슈로 3Q로 연기 될 수 있음	2018
2	Bonga Southwest/ Aparo FPSO	SNEPCO	새롭게 지어질 FPSO 원유 생산 용량: 154,000 b/d 저장용량 : 2백만 barrels	Shell은 정부가 IOC로부터 차입한 50억\$ 중 10억\$의 JV 현금 첫 할부 지불을 기다리고 있음 FID 3Q19 예정: 본계약 연말~내년초	추후 확정
3	Ikikie production Platform	Total	생산능력 : 45,000b/d, (과거 생산 능력 : 55,000b/d)	FID는 2Q18 예정 곧 ITT 발송 예정	2018

▼ 다음 발주 POOL들

NO	Projects	오퍼레이터	설명	비고	EPC 선정일
1	Nsiko FPSO	Chevron	신조 FPSO 생산능력 : 100,000 b/d	- 보류 중 - 사내 프로젝트 팀은 현장개발 작업 중 - 비용 효율성, 정부정책, 작업장 보안이 핵심 요소	추후 확정
2	Bosi FPSO	ExxonMobil	신조 FPSO 생산능력 : 140,000 b/d	- 보류 중 - 작업의 편당, NCDMB & NAPIMS 승인, 계약 시간, 작업장 보안이 핵심 요소	to be confirmed
3	Eni/Total/NNPC Brass LNG	Eni/Total/N NPC	육상 LNG 플랜트 연간 10MTPA	- FID는 2006년부터 지연: 대주주이자 기술 소유자인 ConocoPhillips의 퇴장으로 인한 것 - 정부는 프로젝트의 진행에 관심을 갖고있어서 Eni에 프로젝트 재방문을 요청	to be confirmed
4	NLNG Train 7 +	NLNG	기존 train 1-6에 4.2MTPA의 train 7 추가	- 연방정부와 주주는 2Q 2018까지 Final Investment Decision을 내리기 위해 노력	to be confirmed

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,780	4,966	4,820	5,213	매출액	7,901	5,367	6,952	8,064
현금 및 현금성자산	354	1,102	246	157	증가율(%)	-24.1	-32.1	29.5	16.0
단기금융자산	1,262	1,249	1,237	1,224	매출원가	8,052	5,245	6,580	7,349
매출채권	3,607	1,495	1,982	2,320	매출총이익	-150	122	372	715
재고자산	1,217	830	1,075	1,247	판매비와관리비	374	352	433	502
비유동자산	7,038	7,287	7,550	7,792	연구개발비	60	41	53	61
유형자산	6,163	6,368	6,561	6,743	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	92	58	37	24	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	13,818	12,253	12,370	13,005	영업이익	-524	-230	-61	213
유동부채	7,145	4,765	5,048	5,495	증가율(%)	256.1	-56.0	-73.5	-448.3
매입채무	643	-328	152	517	영업이익률(%)	-6.6	-4.3	-0.9	2.6
단기차입금	1,979	1,379	1,079	1,079	이자수익	25	44	34	25
유동성장기부채	1,488	988	939	892	이자비용	52	67	43	39
비유동부채	875	455	307	306	지분법이익(손실)	0	0	-	-
사채	92	0	0	0	기타영업외손익	18	39	120	120
장기차입금	524	224	74	71	세전계속사업이익	-464	-247	-24	246
부채총계	8,021	5,220	5,356	5,801	법인세비용	-123	-62	-5	57
지배주주지분	5,790	7,016	6,994	7,200	세전계속이익률(%)	-5.9	-4.6	-0.3	3.1
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151	당기순이익	-341	-184	-18	189
자본잉여금	758	961	961	961	순이익률(%)	-4.3	-3.4	-0.3	2.3
이익잉여금	3,198	3,005	2,984	3,189	지배주주귀속 순이익	-339	-194	-21	205
기타자본항목	-118	-100	-100	-100	기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
비지배주주지분	8	17	20	4	총포괄이익	-478	-322	-155	52
자본총계	5,797	7,033	7,015	7,204	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	540	755	-599	-300	주당지표(원)				
당기순이익	-341	-184	-18	189	EPS	-766	-308	-34	325
유형자산감가상각비	280	315	327	338	BPS	14,841	11,136	11,102	11,428
무형자산상각비	35	33	21	13	CFPS	-55	245	519	883
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-74	-862	-893	-876	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-92	-520	-520	-520	PER				22.4
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.4	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감	48	-24	-55	-39	PCR	-117.2	29.7	14.0	8.2
재무활동 현금흐름	-957	-246	-499	-51	EV/EBITDA	-	41.0	18.1	9.3
단기금융부채의증감	-1,724	-1,263	-349	-47	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	767	-392	-150	-4	ROE	-5.6	-3.0	-0.3	2.9
자본의증감	-	1,402	-	-	EBITDA이익률	-2.7	2.2	4.1	7.0
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	138.3	74.2	76.3	80.5
현금및현금성자산의증감	-631	748	-855	-89	순부채비율	42.6	3.4	8.7	9.2
기초현금및현금성자산	984	354	1,102	246	매출채권회전율(x)	1.7	2.1	4.0	3.7
기말현금및현금성자산	354	1,102	246	157	재고자산회전율(x)	6.5	5.2	7.3	6.9

자료: 삼성증권, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성중공업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매수): 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-