



## △ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6098-6699  
hyun.kim@meritz.co.kr

RA 박진한  
02. 6098-6675  
jinhan\_park@meritz.co.kr

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>10,000 원</b>
<b>현재주가 (10.31)</b>	<b>6,960 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>43.7%</b>
KOSPI	2,029.69pt
시가총액	43,848억원
발행주식수	63,000만주
유동주식비율	65.86%
외국인비중	17.98%
52주 최고/최저가	11,693원/6,090원
평균거래대금	208.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
삼성전자 외 9 인	21.91
국민연금	6.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.9	-5.3	-33.2
상대주가	-0.6	17.4	-16.9

**주가그래프****삼성중공업 010140****두 달, 회복을 위해 중요한 시간**

- ✓ 3Q18 매출액 1조 3,138억원(-25.0% YoY), 영업적자 1,273억원의 부진한 실적 기록
- ✓ 3년치 임금협상 일괄 타결에 따른 비용 900억원, 강재가격 인상에 따른 원가 상승 1,370억원, 의장·용접재 등 기자재가격 인상 400억원 등 2,670억원 비용 일괄 반영
- ✓ Drillship 3기 Resale은 4Q에 가시화될 것, Drillship 재매각관련 비용과 희망퇴직 비용을 포함한 18년 가이던스 변경. 매출 5.5조원, 영업적자 4,200억원으로 수정 제시
- ✓ 남은 두 달, 19년 개선의 트리거인 Drillship Resale과 LNGC+해양 수주여부에 주목

**3Q18 대규모 비용요인을 일괄 반영, 예상치를 하회한 실적 기록**

3분기 연결 매출액 1조 3,138억원(-2.4% QoQ), 영업적자 1,273억원(적자전환 YoY), 당기순손실 803억원(적자전환 YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 순실공사인 Egina FPSO의 인도가 마무리되며 추가 수익 확보가 예정된 상황에서, 예상을 상회하는 대규모 비용요인이 반영되었다. 9월에 일괄 타결한 3년간 임금협상 관련 비용 900억원과 19년까지 후판가격 추가 인상 가정(+8%)에 따른 예정원가 상승분 1,370억원을 비용 처리했다. 기자재 전반의 가격 인상 요인 400억원을 반영, 총 2,670억원을 영업비용으로 일괄 반영했다. Egina Claim 협상 마무리로 2천억원의 Change Order가 확보된 점을 감안하면, 700억원 전후의 일회성 손실이 반영된 셈이다.

**18년 예상 매출액 상향조정, 영업이익 하향 조정. 남은 두 달이 변곡점**

공시를 통해서 당초 제시했던 18년 가이던스(매출액 5.1조원, 영업적자 2,400억원) 대비 매출액은 상향 조정하고 영업이익을 하향 조정했다(매출액 5.5조원, 영업적자 4,200억원). 이는 4Q에도 1,400억원 수준의 추가적인 영업 적자가 예정됨을 의미 한다. 1) 4Q부터 매출 성장이 확실하고, 2) 4Q 적자의 원인이 Drillship 미인도분 3기 재매각 관련 비용과 추가 희망퇴직 관련 비용이며, 3) 1조원 규모의 추가적인 현금이 유입된다는 점에서 가이던스 변경은 19년 텐어라운드를 위한 선택이라 판단된다. 남은 두 달, Drillship 3기의 Resale이 마무리된다면 사실상 순현금상태의 재무건전성이 확보된다. 매출기준 잔고(12조원)도 2Q 대비 13.2% 증가했다. 3분기 실적을 통해, 회복의 기대는 여전히 유효함을 확인했다. 실적 변경과 괴리를 조정으로 12개월 선행 BPS에 Target PBR 0.9배 적용, 적정주가는 9.1% 하향한다. 19년 해양 시장 회복과 LNG 호황을 주도할 기업이 될 것이라는 기대는 변함없다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	10,414.2	-147.2	-121.2	-382	-89.1	14,160	-21.4	0.6	44.5	-2.3	174.4
2017	7,901.2	-524.2	-338.8	-766	76.2	13,087	-8.4	0.5	-28.2	-5.6	138.3
2018E	5,493.1	-424.5	-406.0	-713	-11.1	10,804	-9.8	0.6	-36.5	-6.4	102.2
2019E	6,413.7	39.9	34.5	55	-108.1	10,877	127.1	0.6	14.4	0.5	106.6
2020E	7,225.9	224.1	204.4	324	492.3	11,216	21.5	0.6	8.9	2.9	109.1

표1 삼성중공업 3Q18 실적 Review

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,313.8	1,751.9	-25.0	1,346.6	-2.4	1,291.8	1.7	1,202.6	9.2
영업이익	-127.3	23.6	적전	-100.6	적지	-59.8	적지	-48.5	적지
세전이익	-116.1	22.0	적전	-173.3	적지	-68.1	적지	-56.4	적지
순이익	-80.3	23.4	적전	-142.7	적지	-24.5	적지	-42.3	적지
영업이익률(%)	-9.7	1.3		-7.5		-4.6	-5.1p	-4.0	-5.7p
순이익률(%)	-6.1	1.3		-10.6		-1.9	-4.2p	-3.5	-2.6p

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 삼성중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	
매출액	2,437.0	2,299.7	1,751.9	1,412.6	1,240.8	1,346.6	1,313.8	1,591.9	1,425.6	1,599.7	1,607.1	1,781.2	7,901.2	5,493.2	6,413.7	
영업이익	27.4	20.6	23.6	-595.9	-47.8	-100.6	-127.3	-148.9	-56.2	15.6	36.2	44.3	-524.2	-424.5	39.9	
세전이익	49.2	29.5	22.0	-564.5	-90.7	-173.3	-116.1	-140.4	-55.5	15.3	39.9	46.6	-463.9	-520.5	46.5	
순이익	58.7	22.7	23.4	-445.6	-59.5	-142.7	-80.3	-107.9	-41.6	11.5	30.0	35.0	-340.7	-390.4	34.8	
매출액증가율	YoY	-3.7	-15.5	-36.9	-40.8	-49.1	-41.4	-25.0	12.7	14.9	18.8	22.3	11.9	-24.1	-30.5	16.8
	QoQ	2.2	-5.6	-23.8	-19.4	-12.2	8.5	-2.4	21.2	-10.4	12.2	0.5	10.8			
영업이익증가율	YoY	347.5	흑전	-71.9	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	
	QoQ	-40.8	-24.9	14.6	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	131.3	22.5			
영업이익률		1.1	0.9	1.3	-42.2	-3.8	-7.5	-9.7	-9.4	-3.9	1.0	2.3	2.5	-6.6	-7.7	0.6
순이익률		2.4	1.0	1.3	-31.5	-4.8	-10.6	-6.1	-6.8	-2.9	0.7	1.9	2.0	-4.3	-7.1	0.5

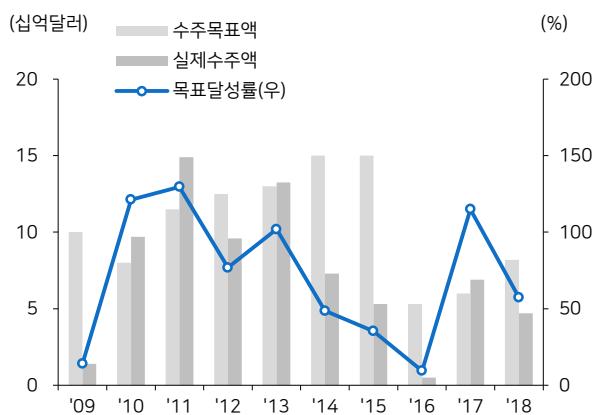
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 삼성중공업 시추설비 수주잔고 현황

(십억원, %)	발주처	수주일자	인도예정일	계약선가 (백만달러)	진행률	미청구공사		인도지연 여부			
						총액	대손충당금				
삼성중공업 (수주잔고 5기)	Pacific Drilling	'13.6	발주 취소	518	100%	-	-	발주취소, 재고자산 인식 후 4Q Resale 진행 중			
	Seadrill	'13.7	발주 취소	520	100%	380	-	발주취소(2018.3.26 공시), 선수금 30% 물취, 4Q Resale 진행 중			
	Seadrill	'13.7	발주 취소	520	100%	372	-				
	Ocean Rig	'13.8	'19.9	695	98%	409	-	인도지연 (2016.8.12 공시), 2019년 9월로 추가 인도연장, 계약금 7.2억달러로 증액			
	Ocean Rig	'14.4	'20.9	709	89%	499	-	인도지연 (2016.8.12 공시)			

주: 2018년 상반기 말 기준, 음영표시된 Drillship은 4Q Resale 진행 중인 잔고내역 / 자료: Upstream, 메리츠종금증권 리서치센터

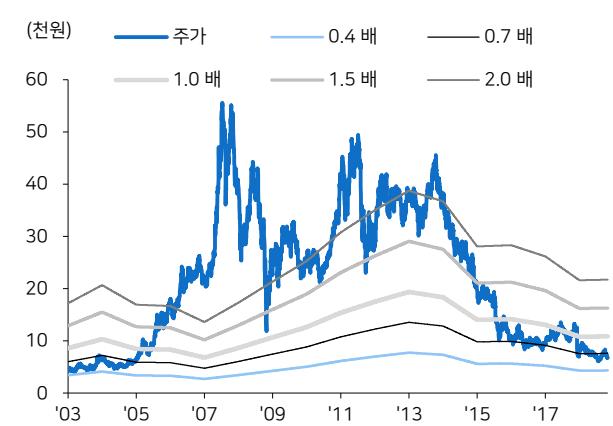
그림1 삼성중공업 수주 및 수주목표 달성을 추이



주: 2018년은 9월 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성중공업 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성중공업 (010140)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	10,414.2	7,901.2	5,493.1	6,413.7	7,225.9
매출액증가율 (%)	7.2	-24.1	-30.5	16.8	12.7
매출원가	9,939.1	8,051.7	5,423.2	5,989.0	6,568.3
매출총이익	475.1	-150.4	69.9	424.7	657.6
판매관리비	622.3	373.7	494.4	384.8	433.6
영업이익	-147.2	-524.2	-424.5	39.9	224.1
영업이익률	-1.4	-6.6	-7.7	0.6	3.1
금융손익	-97.2	43.0	-26.8	21.4	96.0
종속/관계기업손익	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	175.9	17.5	-69.2	-14.8	-43.0
세전계속사업이익	-68.9	-463.9	-520.5	46.5	277.1
법인세비용	69.8	-123.2	-130.1	11.6	70.7
당기순이익	-138.8	-340.8	-390.4	34.9	206.4
지배주주지분 순이익	-121.2	-338.8	-406.0	34.5	204.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-1,554.8	540.1	1,150.0	721.8	466.6
당기순이익(순실)	-138.8	-340.8	-390.4	34.9	206.4
유형자산상각비	287.6	279.5	251.5	259.4	242.9
무형자산상각비	29.2	34.9	31.9	28.2	25.3
운전자본의 증감	-2,140.4	929.5	1,213.1	240.8	-45.1
투자활동 현금흐름	129.5	-74.5	191.4	-337.6	-268.9
유형자산의증가(CAPEX)	-207.1	-107.9	-105.0	-99.5	-109.5
투자자산의감소(증가)	385.3	47.5	-5.6	-33.1	-29.2
재무활동 현금흐름	1,391.7	-956.7	-588.4	-302.0	-225.8
차입금의 증감	124.6	-1,805.3	-1,997.2	-302.0	-225.8
자본의 증가	1,130.5	0.0	1,408.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.6	-630.6	753.0	82.2	-28.2
기초현금	983.5	984.1	353.5	1,106.6	1,188.8
기말현금	984.1	353.5	1,106.6	1,188.8	1,160.6

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,950.8	6,779.9	6,838.5	7,401.0	8,159.5
현금및현금성자산	984.1	353.5	1,106.6	1,188.8	1,160.6
매출채권	389.3	344.5	368.6	399.5	450.0
재고자산	1,226.1	1,216.8	1,155.9	1,252.8	1,411.4
비유동자산	7,266.7	7,038.2	6,976.1	6,810.6	6,671.2
유형자산	6,442.4	6,162.9	6,016.4	5,856.5	5,723.1
무형자산	96.1	91.6	79.7	70.5	63.3
투자자산	239.8	192.0	197.6	230.8	260.0
자산총계	17,217.5	13,818.1	13,814.6	14,211.6	14,830.6
유동부채	9,045.7	7,145.3	5,919.4	6,338.0	6,727.9
매입채무	1,320.7	642.7	623.1	727.5	819.6
단기차입금	2,693.8	1,979.0	1,179.0	979.0	779.0
유동성장기부채	1,158.7	1,488.1	588.1	538.1	538.1
비유동부채	1,896.4	875.4	1,064.2	996.0	1,009.3
사채	499.4	91.8	29.8	0.0	0.0
장기차입금	975.5	524.5	384.5	334.5	284.5
부채총계	10,942.2	8,020.7	6,983.6	7,333.9	7,737.2
자본금	1,950.6	1,950.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	758.4	758.4	967.2	967.2	967.2
기타포괄이익누계액	1,006.0	852.4	867.6	879.3	888.8
이익잉여금	3,519.6	3,198.4	2,792.4	2,826.9	3,031.3
자본총계	6,275.3	5,797.5	6,831.0	6,877.6	7,093.5

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	32,820	17,865	9,641	10,181	11,470
EPS(지배주주)	-382	-766	-713	55	324
CFPS	1,873	-248	-254	798	929
EBITDAPS	535	-474	-248	520	781
BPS	14,160	13,087	10,804	10,877	11,216
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-21.4	-8.4	-9.8	127.1	21.5
PCR	4.4	-26.1	-27.4	8.7	7.5
PSR	0.2	0.4	0.7	0.7	0.6
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA	169.7	-209.8	-141.1	327.5	492.2
EV/EBITDA	44.5	-28.2	-36.5	14.4	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.3	-5.6	-6.4	0.5	2.9
EBITDA 이익률	1.6	-2.7	-2.6	5.1	6.8
부채비율	174.4	138.3	102.2	106.6	109.1
금융비용부담률	0.7	0.7	1.3	0.8	0.6
이자보상배율(X)	-2.1	-10.1	-5.8	0.8	5.0
재고자산회전율(X)	7.8	6.5	4.6	5.3	5.4

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현,박진한)

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	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 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)	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	10,500	김현	-10.1	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	-22.2	-17.2	
2017.11.27	산업분석	Buy	16,000	김현	-38.8	-17.2	
2018.01.17	산업브리프	Buy	11,000	김현	-19.5	-8.8	
2018.06.11	산업분석	Buy	11,000	김현	-23.3	-8.8	
2018.11.01	기업브리프	Buy	10,000	김현	-	-	