

삼성중공업 (010140)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	11,000 원(유지)
증가(2018/11/16)	7,650 원

Stock Indicator	
자본금	1,951 십억원
발행주식수	63,011 만주
시가총액	4,825 십억원
외국인지분율	17.7%
52 주 주가	6,090~11,119 원
60 일평균거래량	3,276,090 주
60 일평균거래대금	24.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	15.6	-3.2	-29.5
상대수익률	8.0	22.1	11.5	-12.4



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	7,901	5,513	6,952	8,064
영업이익(십억원)	-524	-418	35	213
순이익(십억원)	-339	-408	19	157
EPS(원)	-766	-648	30	249
BPS(원)	14,841	10,731	10,762	11,011
PER(배)			252.0	30.7
PBR(배)	0.4	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-5.6	-6.5	0.3	2.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	14.7	10.1

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계] 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

방어하다가 한방 쓸 것

IMO 2020: LNG-Fuel 비중 가장 큼

이번 산업자료의 주제인 IMO 2020 과 LNG-Fuel 에서, 동사는 최근 2 년 상선 수주에서 LNG-Fuel 비중이 가장 높다. 동사는 니치 마켓 셔틀탱커 시장의 강자인데, 주로 셔틀탱커에서 LNG-Fuel 을 채택하고 있기 때문이다. 또한 현대상선의 20,000-TEU 5 척은 Scrubber 를 장착하지만 LNG-Ready 로 설계된다. 현대중공업 그룹은 절대 척수(경험)으로써 가장 많지만, 동사도 못지 않은 학습을 하고 있다.

방어주: PB 0.6 배, 유가 하락시에도 그닥 영향 없음

동사에 대해 타겟 PB 1.0 배에 목표주가 11,000 원을 유지한다(그림 6). 현재 PBR 0.7 배로 경쟁사에 비해 0.1 배~0.2 배 낮다. 조선주들 중 방어주로서 역할을 할 것이다. 그러면서도 모멘텀을 노릴만한 것이 4분기에 해양 관련 이슈/모멘텀이 많다.

해양 1: 연말까지 인도 릴라이언스 FPSO 와 드릴쉽 매각으로 현금 유입

자료를 쓰고 있는 요즘 WTI 가 배럴당 \$50 중반까지 하락해, 전방 해양과 시추시장에 대해 걱정이 조금 생기기 시작한다. 그러나 \$60/br 이상의 유가 수준에서 On Stream 시점인 2022 년 이후의 유가에 대한 확신이 있다면 오일메이저들은 프로젝트를 진행한다.

동사는 Forward 1 년 동안 가장 큰 해양 파이프라인을 보유하고 있다. 연말까지 인도 Reliance 의 MJ FPSO 를 노리고 있고, 2019 년 중반 Bonga FPSO, Barossa FPSO 수주 가능성도 꽤 높다. 내년 초의 베트남 Block B 는 3 파전, ASLNG 의 Topside 경합에도 참여 중이다(그림 3). 유가가 꽤 많이 빠져 턴업에 베팅한다면, 동사가 적합하다.

해양 2: 드릴쉽 5기에서 1.9조원 현금 유입 기대, 시작은 4Q

순차입금 1 조원을 보유한 동사는 야드에 취소된 Rig 3 기(PACD 1, Seadrill 2)와 인도 지연 2 기(OceanRig=TransOcean)를 보유하고 있다. 취소 드릴쉽 3 기에서 1 조원, OceanRig 에서 잔금 0.9 조원을 받을 수 있다(그림 2). 최근 중고 드릴쉽 시장가격이 5% 올랐고, 가동률이 70% 안팎인 RIG 시장의 2 년 후 수요가 25%~30% 늘어날 것이라는 전망이 제기되는 바, 이 Rig 들의 세일어웨이 가능성이 높아진다고 판단한다. 사측은 4Q 에 취소 시추선의 매각이 가능해 현금이 들어온다.

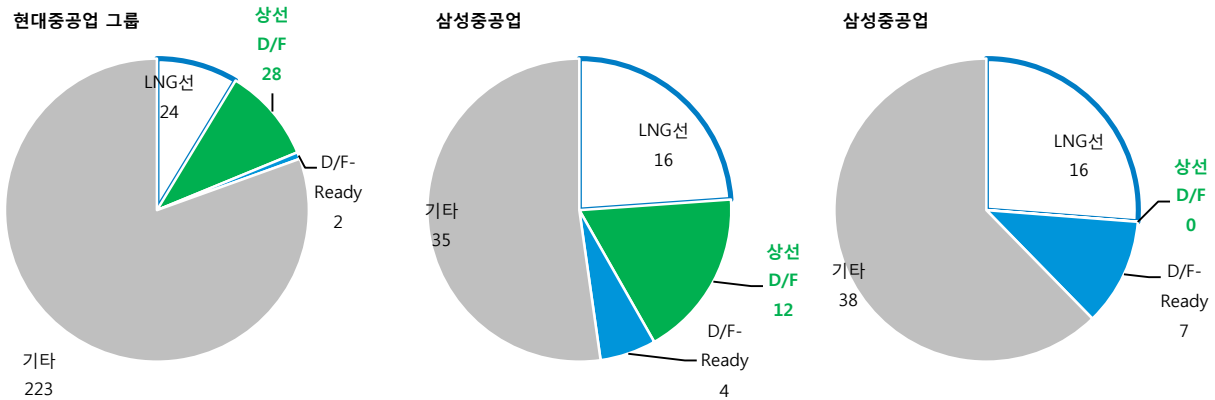
4Q18 -1,400 억원 영업적자는, 2019 년의 흑자전환을 의미

4 분기 1) 매출 부족에 따른 정상적(?) 영업적자 -600 억원 외에 2) 잔고에 대한 충당금 인식을 하겠다는 것인데, 이를 본 연구원은 2019 년 흑자전환 가능성이 더 높아졌다고 판단한다. 2019 년 흑자전환은 거의 확실하다고 예상 및 기대한다.

투자포인트

1. 잔고에서 LNG-Fuel 비중이 절반 가까이!

그림1. 최근 2년 동안의 수주에서 LNG-Fuel의 비중은 경쟁사와 비슷하거나 작기는 하지만, 워낙 규모가 크기 때문



자료: 하이투자증권 리서치센터

2. 취소 드릴십 3기에서 1.0 조원, 미인도 드릴십 2기에서 0.9 조원 현금 유입

그림2. 삼성중공업의 (매각 예정) 수주취소 3기, 인도 지연 2기에서 1.9 조원 미래 현금흐름 기대

회사	선종	발주처 선종	잔여 기수	기존	변경	비고	잔금
SHI	계약 취소	PACD UDW	1		계약취소!	리세일 중	65%
		Seadrill UDW	2	2016년	→ ??	18.03 계약취소 → 3.5억\$ 이상에서 매각 의사	70%
	지연	Ocean Rig UDW	1		→ 연기 중	1호선 선수금 40% 넘게, 2호선 20% 넘게	52%
		Ocean Rig UDW	1	16.12	→ 연기 중	→ 3차례에 걸쳐 5.5억\$ → 7.2억\$로 올림	78%
		SHI 합	5			5기 잔여(취소 3기 포함)	
해결	취소	Ocean Rig UDW	0	17.06	→ 계약취소!	스틸커팅 전 계약취소: 선수금 820억원 몰취	취소
	연기 → 인도	Ensco UDW	0	3Q15	→ 17년9월	17년1월)2년 연장 & 잔금 \$309m 중 \$234m 수령해 잔금 \$75m만 남음 → 17년7월) 인도 결정	인도
	연기 → 인도	StatOil CAT-J Jacku	0			17년1월) 1호선 4월, 2호선 3Q 인도로 외신 → 17년7월) 4월, 7월 인도	인도
	리세일	STENA Semi-sub.	0	1Q16→4Q	→ 계약취소!	Odjfell(Aker BP 용선)에 \$505m에 리세일	매각

자료: 하이투자증권 리서치센터

3. 향후 1년간 해양 수주 모멘텀 가장 강력

그림3. 한국 조선이 기다리는 해양 발주 POOL: 자세히 보시면, 삼성중공업의 파이프라인이 가장 강력

지역	발주처	프로젝트명	현 대	대 우	삼 성	그 외	PJT 스케줄 시점e
2018년 실주							
북해	Statoil	Johan-Casterberg-ph2	✖		✖	로컬 Kvaerner	17.05 ITB → 17.08 입찰종료 → 18.02 본계약
아프리카	BP	Tortue-Gas	⊕		⊖	Technip + COSCO	17.09 BID 마감 → 17.10 숏리스트 4사 → 18년3월 실주
북해	Statoil	Johan-Sverdrup-2차			⊖	로컬 Aibel	17.03 FEED 선정 → 4Q PQ → 18.03 FEED 종료
2018년 수주							
캐나다	Steelhead	Kwisppa ASLNG HULL	2월				6MTPA x 2기 HULL
GOM	Llog	King's Landing	⊙				18.05 현대중공업 Topside + Hull 발주설
Forward 1Y 수주 POOL							
인도	Reliance	MJ FPSO	△	△	○	FEED경합: Modec, Technip+SBM, 삼성중공업	프로젝트 전체 20억\$, 야드 몫 10억\$ [5월 ITT 발송 및 PQ 중 → 8월 중순 입찰 시작] → 10월 TB, CB 제출 → 2018년말 기대
베트남	PetroVietnam	Block B	○	탈락	△	vs. McDermott	2020 가동 [17.08 PQ, 17.11 입찰, 18.03 입찰가 제출, 1H18 FID] (연기)→ 2019년 초 예상
캐나다	Steelhead	Kwisppa ASLNG Topside			△	테크닉, B&V(SHI포함), McDermott	6월말까지 입찰 진행 → 2개 컨소시엄을 선정해 3Q부터 FEED 경쟁 → (연기)→ 18.11 입찰 → 2019년 FEED 시작
나이지리아	Shell	Bonga SW "Lite"	○	△	⊙	해외 4개	17.09 입찰서류 → [1Q18 CB, TB, 6월~9월 ITT, 연말 FID] → (연기)→ 2Q19 PEC 결정설
호주	Conoco Phillips	Caldita-Barossa			⊙	vs. MODEC lease	[18.06 FEED사 선정(SHI, MODEC), Dual FEED 시작] → 3Q19 EPC 선정 → 2019년말 FID
아부다비	Adgas	IGD-2	△			총 6개 컨소시엄 Petrofac + NPC 우세	[4월 TB, 7월 CB, 8월초 결정, 하반기 본계약] → (연기)
나이지리아	Eni + Shell	ZabaZaba 컨버전 FPSO			⊙		[18.03 ITB, 2H18 FID, 3Q18 본계약] → (연기)
나이지리아	Total	Ikike			⊙		[18.03 ITB, 3Q18 본계약] → (연기)
북극해	Chevron → Equinor	Rosebank	탈락	○	탈락	vs. Sembcorp	[17.11 ITB 발송, FEED 검토, 18.03 입찰 제출, 18말초 야드 선정] → Equinor로 Operator 변경 → (연기)

자료: 하이투자증권 리서치센터

실적 & valuation

1. 4Q18, -1,400 억원 영업적자에서, 800 억원 충당금 더 쌓고, 2019년 확실히 흑자전환하겠다는 것

그림4. 삼성중공업 4Q C/O 기저효과로 적자전환하지만, 조선 부문은 적자폭 크게 줄일 것으로 추정, 2019년 흑자전환, 2020년 OPM 4%!

계정	(십억원)													
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018G	2018	2019	2020
매출액	2,437	2,300	1,752	1,413	1,241	1,347	1,314	1,612	10,414	7,901	5,500	5,513	6,952	8,064
영업이익	27	21	24	-596	-48	-101	-127	-142	-147	-524	-420	-418	35	213
금융/기타영업외	22	9	-2	31	-43	-73	11	-13	79	61		-117	-13	-11
세전사업이익	49	29	22	-565	-91	-173	-116	-155	-69	-464		-535	22	201
지배주주 순이익	58	29	28	-453	-59	-147	-84	-118	-121	-339		-408	19	157
영업이익률	1.1%	0.9%	1.3%	-42.2%	-3.8%	-7.5%	-9.7%	-8.8%	-1.4%	-6.6%		-7.6%	0.5%	2.6%
순이익률	2.4%	1.0%	1.3%	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-6.1%	-6.7%	-1.3%	-4.3%		-7.1%	0.2%	1.8%
EPS(원)	149	73	71	-1,162	-151	-233	-134	-187	-311	-868		-647	30	249
BPS(원)	15,851	16,161	16,108	14,841	14,642	11,005	10,871	10,729	16,058	14,841		10,729	10,760	11,009

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림5. 삼성중공업 PBR 0.6 배 지지선 확인하고, 다시 상승 중



자료: 하이투자증권 리서치센터

2. VALUATION

타겟 PBR 1.0 배,
 목표주가 11,000 원 유지
 : 조선 3사 중
 상승여력 가장 높음

타겟 PBR 1.0 배에서 목표주가 11,000 원과, BUY 의견을 유지한다. 목표주가는
 종가 대비 상승여력이 45%로 당사 커버 조선주들 중 가장 높다. 그만큼
 저평가되어 온 것이다.

그러나 2018 년 가장 크게 떨어진 건조량에서 비롯된 영업적자 가이던스, 그리고
 연초 느린 LNG 선 수주 때문이었다.

그러나 2018 년 70 억\$ 안팎 수주로 건조량이 다시 늘고, LNG 선 수주도
 12 척으로 경쟁사만큼 채웠다. 그리고 향후 1 년 동안 파이프라인에서 가장 많은
 해양 플랜트 수주를 기다리고 있으며, 4 분기에는 드릴십 매각으로 순현금 전환도
 가능하다.

조선업종 주가에 대해서 다소 보수적인 의견을 가지고 있는 액티브 펀드에서는
 방어용으로도 적합할 것이다. 방어하다가, 연말 인도 MJ FPSO 라는 호재도
 맞닥드릴 수 있을 터이다.

그림6. 삼성중공업 목표주가 11,000 원, BUY 의견, 선호주 견지

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	231	231	231	390	390	630	630	630
EPS	2,737	646	-5,218	-311	-868	-647	30	249
BPS	25,308	23,973	18,344	16,058	14,841	10,729	10,760	11,009
PBR(고)	1.8	1.6	1.1	0.6	0.9	1.3		
PBR	1.5	1.2	0.9	0.6	0.8	0.6		
PBR(저)	1.2	0.8	0.5	0.4	0.6	0.5		
ROE	11.4%	2.6%	-24.7%	-2%	-5.6%	-6.5%	0.3%	2.3%
적용ROE = 2020년		2.6%	-13.5%	-4.0%	-6.1%	2.3%		
적용COE = TRL 참조					N/A	N/A		
적용 BPS					14,841	10,729		
Target PBR						타겟 ~ 현재 ~	바텀	
적정주가						1.00	0.71	0.60
목표주가						10,730		6,440
종가(11.16)						11,000		
상승여력						7,600		
						45%		

자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,780	5,045	4,967	5,348
현금 및 현금성자산	354	973	306	184
단기금융자산	1,262	1,249	1,237	1,224
매출채권	3,607	1,694	2,075	2,435
재고자산	1,217	852	1,075	1,247
비유동자산	7,038	7,300	7,547	7,788
유형자산	6,163	6,368	6,561	6,743
무형자산	92	58	37	24
자산총계	13,818	12,345	12,514	13,136
유동부채	7,145	5,006	5,156	5,629
매입채무	643	-97	261	651
단기차입금	1,979	1,379	1,079	1,079
유동성장기부채	1,488	988	939	892
비유동부채	875	553	555	557
사채	92	0	0	0
장기차입금	524	324	324	324
부채총계	8,021	5,560	5,712	6,186
자배주주지분	5,790	6,761	6,780	6,937
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	758	944	944	944
이익잉여금	3,198	2,790	2,810	2,966
기타자본항목	-118	-124	-124	-124
비자배주주지분	8	25	22	12
자본총계	5,797	6,786	6,802	6,949

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,901	5,513	6,952	8,064
증가율(%)	-24.1	-30.2	26.1	16.0
매출원가	8,052	5,430	6,284	7,118
매출총이익	-150	83	668	946
판매비와관리비	374	501	633	733
연구개발비	60	42	53	61
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-524	-418	35	213
증가율(%)	256.1	-20.3	-108.4	507.9
영업이익률(%)	-6.6	-7.6	0.5	2.6
이자수익	25	28	27	20
이자비용	52	114	87	78
지분법이익(손실)	0	0	-	-
기타영업외손익	18	3	120	120
세전계속사업이익	-464	-535	22	201
법인세비용	-123	-144	6	54
세전계속이익률(%)	-5.9	-9.7	0.3	2.5
당기순이익	-341	-391	17	147
순이익률(%)	-4.3	-7.1	0.2	1.8
지배주주귀속 순이익	-339	-408	19	157
기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
총포괄이익	-478	-528	-121	10
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

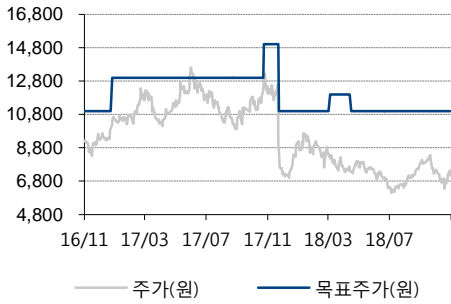
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	540	596	-577	-338
당기순이익	-341	-391	17	147
유형자산감가상각비	280	315	327	338
무형자산상각비	35	33	21	13
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-
투자활동 현금흐름	-74	-862	-886	-875
유형자산의 처분(취득)	-92	-520	-520	-520
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	48	-24	-49	-37
재무활동 현금흐름	-957	801	-349	-47
단기금융부채의증감	-1,724	-1,263	-349	-47
장기금융부채의증감	767	-292	-	-
자본의증감	-	1,386	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-631	619	-666	-123
기초현금및현금성자산	984	354	973	306
기말현금및현금성자산	354	973	306	184

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-766	-648	30	249
BPS	14,841	10,731	10,762	11,011
CFPS	-55	-95	583	807
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER			234.2	28.6
PBR	0.4	0.7	0.7	0.6
PCR	-117.2	-75.1	12.2	8.8
EV/EBITDA	-	-	13.8	9.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-5.6	-6.5	0.3	2.3
EBITDA 이익률	-2.7	-1.3	5.5	7.0
부채비율	138.3	81.9	84.0	89.0
순부채비율	42.6	6.9	11.7	12.8
매출채권회전율(x)	1.7	2.1	3.7	3.6
재고자산회전율(x)	6.5	5.3	7.2	6.9

자료 : 삼성중공업, 하이투자증권 리서치센터

삼성중공업
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-01-09	Buy	13,000	6개월	-22.6%	-7.7%
2017-06-20	Hold	13,000	6개월	-17.4%	-12.8%
2017-07-28	Hold	13,000	1년	-25.3%	-17.2%
2017-11-07	Buy	15,000	1년	-28.5%	-22.0%
2017-12-07	Buy	11,000	1년	-31.3%	-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 기관투자자 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 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) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-