

Company Brief

2019-01-28

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	11,000 원(유지)
증가(2019/01/25)	7,990 원

Stock Indicator	
자본금	1,951 십억원
	63,011 만주
시가총액	5,039 십억원
외국인지분율	17.9%
52 주 주가	6,090~8,850 원
60 일평균거래량	3,392,091 주
60 일평균거래대금	25.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.0	15.0	29.7	-6.4
상대수익률	0.0	9.4	33.9	8.6



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	7,901	5,265	6,790	7,370
영업이익(십억원)	-524	-409	13	282
순이익(십억원)	-339	-388	-13	192
EPS(원)	-766	-616	-21	305
BPS(원)	14,841	10,843	10,821	11,126
PER(배)				26.2
PBR(배)	0.4	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-5.6	-6.1	-0.2	2.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	14.3	8.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

삼성중공업(010140)

수주 78 억\$와 주가 반전, 가능하다

4Q18 가이드언스에 준하는 적자 & 미래를 위한 총당금

동사는 매출 1 조 3,639 억원(YoY -3%, QoQ +4%), 영업이익 -1,337 억원(적지, 적지), 순이익 -1,057 억원(적지, 적지)로 부진했지만, 이는 이미 3 분기에 공정공시한 수준에 준한다. 매출은 가이드언스보다 0.2 조원 작았는데 1) Egina FPSO 마무리 작업, 2) Mad Dog2 공정개선을 위한 설계 기간 연장으로 0.2 조원 가량의 매출이 2019 년으로 이연되었기 때문이다. 2019 년 매출 가이드언스 7.1 조원에 0.2 조원이 포함되었다. 가이드언스에 준하는 실적이고, 동사의 2019 년 변화에 주목한다.

수주 목표 78 억\$ [= 해양 20 억\$ + 상선 58 억\$]에 대한 평가: 가능하다

2018 년 수주목표 73 억\$[해양 15 억 e+상선 58 억\$]에 상선만으로 63 억\$를 달성한 동사는, 2019 년 해양 20 억\$ + 상선 58 억\$ 목표를 제시했다. 1) 해양에서 인도 Reliance 의 MJ FPSO, 호주 Conoco Phillips 의 Barossa FPSO, 나이지리아 Total 의 ZabaZaba 를 중점 사업으로 꼽는다. 그런데 2) 상선에서는 작년에 달성한 63 억\$보다 작은 58 억\$를 제시했다. 그러나 이는, 2018 년 수주 중 확정적이었던 현대상선 컨선, 8 억\$를 뺀 2018 년의 수주 55 억\$보다 3 억\$ 많은 목표이다. 동사는 LNG 선 강세 유지와 셔틀탱커 발주 확산을 전망하고 있어, 올해도 상선 수주목표 초과 달성 가능성이 상당히 높다고 당사도 판단한다.

조선업종 선호주 견지: PBR 0.7x 배~1.1 배의 키 맞추기 구간 기대

동사의 25 일 종가에서 PBR 은 0.74 배로, 현대중공업의 0.85 배, 현대미포조선의 1.05 배에 비해 싸다[도표 6]. 이는, 1) 상대적으로 큰 폭의 적자, 2) 유가 하락과 해양 수주 공백 때문인데, 당사는 올해 이 두 가지가 모두 해소될 것으로 예상한다. 또한 조선주 주가 상승 시기 주도주가 PB 고점에서 버틸 때, 동사는 키를 맞추며 아웃 퍼폼하는 구간도 기대한다.

저평가를 해소하는 트리거: 인도 릴라이언스 수주, 드릴쉽 매각, 흑자전환

해소 1) 2018 년의 -0.4 조원의 대규모 영업적자에서 일회성을 제거할 경우 -2,160 억원(OPM -4.1%)로 딱 판관비 수준이다[도표 1]. 따라서, 2018 년 매출 목표 7.1 조원이나 당사 예상 6.8 조원으로 건조량이 +35%~+29% 늘면, 고정비 개선 효과만으로 수익성은 3%p~4%p 개선되고 2019 년 BEP 안팎이 가능하다[도표 2].

해소 2) 동사에 부여할 수 있는 프리미엄은 해양이다. 2018 년 해양 공백을 닫고, 1 분기 중에 인도 FPSO 로 반전을 노린다. 또한 작년 유가 하락으로 지연 중인 드릴쉽 매각에 따른 현금 1 조원 유입, 즉 SOTP VALUATION 상으로 기업가치 20% 상승의 트리거가 기다리고 있다. 이는 현재 PBR 0.74 배에서 당사 타겟 1.0 배로의 40% 주가 상승여력의 절반을 설명한다.

4Q18 Review: 가이던스에 준함

가이던스에 준하는 실적,
매출 0.2 조원 이연

동사의 2018 년 중 일회성 손실은 -1,930 억원으로, 연간 영업적자 -4,090 억원의 절반이다. 일회성을 제거한 영업적자 -2,163 억원에서 동사 영업이익률은 -4.1%로 매출총이익률은 BEP 였던 셈이다.

4Q18 영업실적은 이미 3Q18 에 800 억원 공사손실충당금을 비롯한 영업적자 -1,400 억원으로 공정 공시로 안내했던 바, 주가에 악영향은 없다.

도표1. 4Q18 가이던스에 준함: 매출은 0.2 조원 2019 년으로 넘어감

삼성중공업	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18@	y-y	q-q	컨센서스 01월23일	당사@	차이@/@
매출액	1,412.7	1,240.8	1,346.6	1,313.8	1,363.9	-3%	4%	1,552.4	1,607.4	-15%
영업이익	-595.9	-47.8	-100.6	-127.2	-133.7	적지	적지	-136.1	-142.0	-6%
영업외	31.3	-43.0	-72.7	11.1	16.3	-48%	46%	9.6	-16.8	-197%
세전이익	-564.5	-90.7	-173.3	-116.1	-117.4	적지	적지	-126.5	-158.8	-26%
순이익	-445.6	-59.5	-142.7	-80.2	-105.7	적지	적지	-97.9	-111.1	-5%
지배주주순이익	-453.3	-58.8	-146.7	-84.4	-98.1	적지	적지	-105.7	-121.0	-19%
영업이익률	-42.2%	-3.8%	-7.5%	-9.7%	-9.8%	32.4%p	-0.1%p	-8.8%	-8.8%	-1.0%p
세전이익률	-40.0%	-7.3%	-12.9%	-8.8%	-8.6%	31.4%p	0.2%p	-8.2%	-9.9%	1.3%p
순이익률	-31.5%	-4.8%	-10.6%	-6.1%	-7.8%	23.8%p	-1.6%p	-6.3%	-6.9%	-0.8%p
일회성 요인	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18@	설명				
4Q18										
잔고에 공사손실충당금						-▲ 80.0				
3Q18										
Egina FPSO C/O						▲ 200.0				
임단협 타결						-90.0				
4Q17 실발 추가										
강: 시추선 재고자산 평가						-24.0				
위로금 추가 지급						-11.0				
17년12월										
고정비 부담						-280.0 37.0				
강재가격 인상						-40.0 -44.0 -177.0 ▼				
17년 적자수주: 공손충						-110.0				
인력 조정 비용						-60.0				
리세일 공정가치 평가 등						-90.0 -39.0				
일회성 합산						-615.0 -7.0 -39.0 -67.0 -80.0				
						-43.5% -0.6% -2.9% -5.1% -5.9%				
일회성 제거 영업이익						19.1 -40.8 -61.6 -60.2 -53.7				
영업이익률						1.4% -3.3% -4.6% -4.6% -3.9%				

자료:리서치센터

실적 & VALUATION

2019년 BEP 예상

2019년 동사의 영업단에 대한 가이드는 없다. 당사는 건조량의 30%~35% 증가에 주목한다. 2018년 5조원 초반의 매출액에서 고정비 부담에 따라 -4% 안팎의 영업적자를 시현했다면, 전년대비 30%의 건조량 증가는 4%p의 이익률 개선을 의미한다.

당사는 영업단 BEP를 예상한다. BEP 안팎이기에, 후판 충당금의 환입, 흑시 모를 일회성 손실, C/O 등이 5년만의 흑자전환 여부를 결정할 것이다.

목표주가 11,000 원과
선호주 의견 모두 유지

당사에 대한 타겟 PBR 1.0 배에서 목표주가 11,000 원을 유지하며, 조선업종 선호주 의견을 유지한다.

공격의 미포와 방어 및 반전의 삼성중공업 조합을 추천하고 있다.

도표2. 삼성중공업 실적 예상: 2019년 매출 6.8조원, 이익단 BEP 안팎 예상,

											(십억원)				
계정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2016	2017	2018	2019	2020		
가이드스 매출											5,500	7,100			
매출액	1,241	1,347	1,314	1,364	1,562	1,664	1,624	1,940	10,414	7,901	5,265	6,790	7,370		
											매출 잔고 12.4조원 ↑				
영업이익	-48	-101	-127	-134	-25	7	-4	36	-147	-524	-409	13	282		
금융/기타영업외	-43	-73	11	16	-8	-7	-7	-7	79	61	-88	-29	-25		
세전사업이익	-91	-173	-116	-117	-33	0	-11	29	-69	-464	-498	-16	257		
지배주주 순이익	-59	-147	-84	-98	-25	0	-10	21	-121	-339	-388	-13	192		
영업이익률	-3.8%	-7.5%	-9.7%	-9.8%	-1.6%	0.4%	-0.3%	1.8%	-1.4%	-6.6%	-7.8%	0.2%	3.8%		
순이익률	-4.8%	-10.6%	-6.1%	-7.8%	-1.6%	0.0%	-0.5%	1.1%	-1.3%	-4.3%	-7.4%	-0.2%	2.5%		
EPS(원)	-151	-233	-134	-156	-39	-1	-15	34	-311	-868	-616	-21	305		
BPS(원)	14,642	11,005	10,962	10,842	10,802	10,802	10,787	10,820	16,058	14,841	10,842	10,820	11,125		

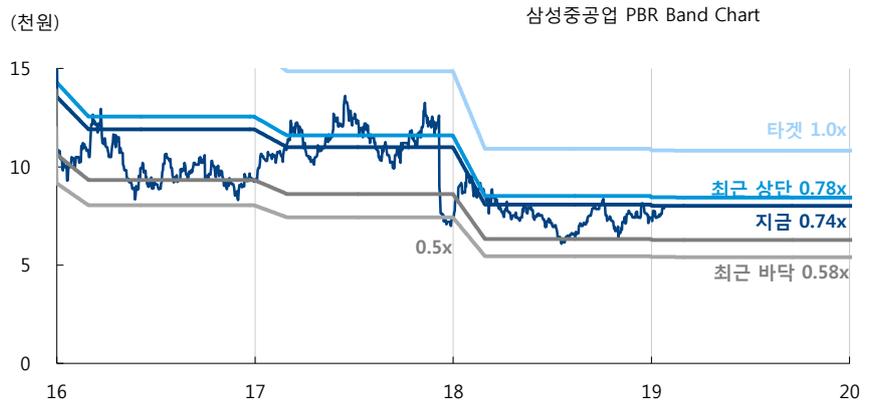
자료:리서치센터

도표3. 삼성중공업 타겟 PBR 1.0 배에서 목표주가 11,000 원, 그리고 조선업종 선호주 견지

계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수	231	231	231	390	390	630	630	630
				유상증자 반영 ↑		↓ 2차 유상증자 반영		
EPS	2,737	646	-5,218	-311	-868	-616	-21	305
BPS	25,308	23,973	18,344	16,058	14,841	10,842	10,820	11,125
PBR(고)	1.8	1.6	1.1	0.6	0.9	0.8		
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%	-6.1%	-0.2%	2.8%
적용ROE = 2020년		2.6%	-13.5%	-4.0%	-5.9%	2.8%		
적용COE = TRL 참조					N/A	N/A		
적용 BPS					14,841	10,842		
Target PBR						타겟	~ 현재 ~	바텀
적정주가						1.00	0.74	0.60
목표주가						10,840		6,500
증가(01.25)						11,000		
상승여력						7,990		
						38%		

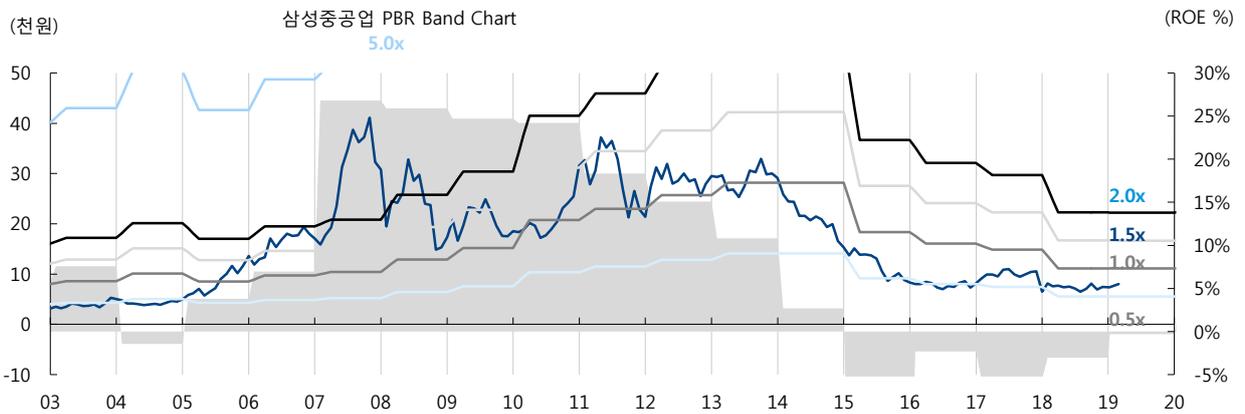
자료:리서치센터

도표4. 삼성중공업 PBR 밴드: 최근 저점~고점 0.6 배~0.8 배에서 어디로 갈 것인가?



자료:리서치센터

도표5. 삼성중공업과 조선업종 해양 빅배쓰로 2013년 이후 PBR 1.0 배 이하에서 5년을 보냄



자료:리서치센터

투자포인트: 상대적 저평가, 해양과 드릴쉽으로의 반전

드릴쉽 3기 매각
= 1조원 유입
= 시총 20% 상승 모멘텀

2018년까지 마무리하고자 했던 드릴쉽 3기 매각이, 유가 하락으로 협상이 지연되고 있다. 매각 성사 시 척당 3.5억\$에서 현금 1조원 유입이 기대된다. 당사는 PBR VALUATION 을 사용 중이지만, SOTP Valuation 시, 현금 [1조원/시가총액 5조원]에서 기업가치 20% 증가의 트리거이다. 주당으로는 [2조원/6.3억주]에서 주당가치 1,580원 상승을 의미한다.

해양 수주: 1Q 인도
FPSO

외신에 따르면, 인도 릴라이언스 FPSO 발주가 1Q19로 잡히고, 기대하고 있다. 유가 향방과 무관히 진행될 사업이고, 과거 이력/관계에 따라 동사 수주 가능성이 높다.

그 다음은 호주 Brossa, 나이지리아 ZabaZaba 등이 기다리고 있다.

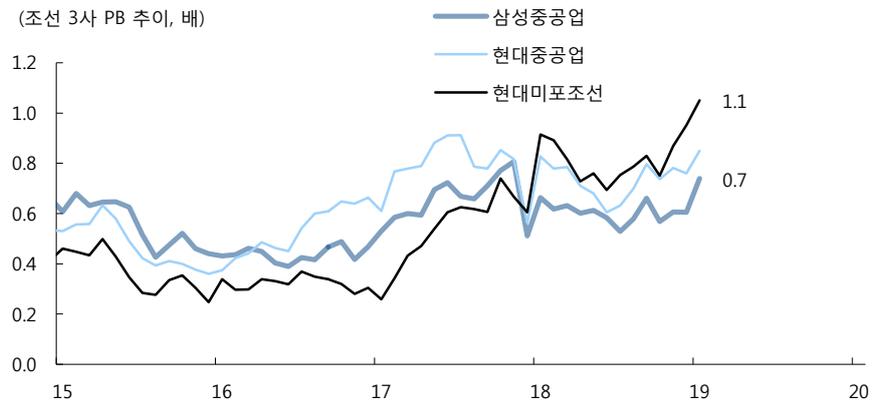
상대적으로 낮은 PB:
여러 약점들의 반전

동사가 상대적으로 언더퍼폼했던 이유인 1) 실적, 2) 해양 모멘텀 부재가 2019년 중으로 꺾어진다. 주가의 반전도 기대된다.

현재 동사 PBR은 0.74배로, 경쟁사들의 0.85배~1.05배에 비해 낮다. 먼저 오른 조선사들의 큰 모멘텀 하에서 1.0배~1.2배를 뚫으려는 와중에 동사가 키밋추기로 따라 붙을 가능성이 열려 있다. 물론 위에서 언급한 해양 모멘텀, 실적 개선 모멘텀이 그 이유가 될 것이다.

조선업종에서 현대미포조선과 함께, 선호주로서 추천을 유지한다.

도표6. PBR로 상대적으로 싼 삼성중공업



자료:리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,780	4,416	4,449	4,519	매출액	7,901	5,265	6,790	7,370
현금 및 현금성자산	354	1,446	982	947	증가율(%)	-24.1	-33.4	29.0	8.5
단기금융자산	1,262	1,249	1,237	1,224	매출원가	8,052	5,278	6,209	6,470
매출채권	3,607	566	854	881	매출총이익	-150	-13	581	900
재고자산	1,217	814	1,050	1,139	판매비와관리비	374	397	568	618
비유동자산	7,038	7,237	7,503	7,702	연구개발비	60	40	52	56
유형자산	6,163	6,368	6,561	6,743	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	92	58	37	24	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	13,818	11,653	11,951	12,221	영업이익	-524	-409	13	282
유동부채	7,145	4,260	4,569	4,649	증가율(%)	256.1	-21.9	-103.1	2,135.8
매입채무	643	-826	-316	-277	영업이익률(%)	-6.6	-7.8	0.2	3.8
단기차입금	1,979	1,379	1,079	1,079	이자수익	25	24	24	17
유동성장기부채	1,488	988	939	892	이자비용	52	122	100	89
비유동부채	875	553	555	557	지분법이익(손실)	0	0	-	-
사채	92	0	0	0	기타영업외손익	18	26	120	120
장기차입금	524	324	324	324	세전계속사업이익	-464	-498	-16	257
부채총계	8,021	4,814	5,124	5,206	법인세비용	-123	-109	-4	69
자배주주지분	5,790	6,831	6,819	7,011	세전계속이익률(%)	-5.9	-9.5	-0.2	3.5
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151	당기순이익	-341	-388	-12	188
자본잉여금	758	944	944	944	순이익률(%)	-4.3	-7.4	-0.2	2.5
이익잉여금	3,198	2,810	2,797	2,989	지배주주귀속 순이익	-339	-388	-13	192
기타자본항목	-118	-74	-74	-74	기타포괄이익	-137	-137	-137	-137
비자배주주지분	8	8	9	4	총포괄이익	-478	-525	-149	51
자본총계	5,797	6,839	6,827	7,015	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	540	961	-357	-292	주당지표(원)				
당기순이익	-341	-388	-12	188	EPS	-766	-616	-21	305
유형자산감가상각비	280	315	327	338	BPS	14,841	10,843	10,821	11,126
무형자산상각비	35	33	21	13	CFPS	-55	-63	531	863
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-74	-862	-892	-858	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-92	-520	-520	-520	PER				26.2
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.4	0.7	0.7	0.7
금융상품의 증감	48	-24	-54	-20	PCR	-117.2	-126.9	15.0	9.3
재무활동 현금흐름	-957	801	-349	-47	EV/EBITDA	-	-	14.3	8.1
단기금융부채의증감	-1,724	-1,263	-349	-47	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	767	-292	-	-	ROE	-5.6	-6.1	-0.2	2.8
자본의증감	-	1,386	1	-	EBITDA 이익률	-2.7	-1.2	5.3	8.6
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	138.3	70.4	75.0	74.2
현금및현금성자산의증감	-631	1,093	-464	-35	순부채비율	42.6	-0.1	1.8	1.8
기초현금및현금성자산	984	354	1,446	982	매출채권회전율(x)	1.7	2.5	9.6	8.5
기말현금및현금성자산	354	1,446	982	947	재고자산회전율(x)	6.5	5.2	7.3	6.7

자료 : 삼성중공업, 하이투자증권 리서치센터

삼성중공업
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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) 종목투자 의견은 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 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	90.9%	9.1%	-