2019년 08월 22일 I Equity Research

삼성중공업 (010140)

아프라막스급 탱커는 삼성중공업의 주력 선박

삼성중공업의 주력 선박인 아프라막스 탱커 10척 수주

삼성중공업은 최근 주력 선박인 아프라막스급탱커 10척을 수주했다. 이 선박에는 LNG추진엔진이 탑재된다. 수에즈막스급과 아프라막스급 탱커는 주로 아프리카 리비아에서 원유를 싣고 출발해 유럽지역(지중해~발틱해)과 수에즈 운하를 통과해 아시아 지역으로 운항한다. 리비아의 원유 생산량이 하루 기준 백만 배럴 이상으로 늘어나면서 아프라막스급 탱커 발주량은 매년 견조하게 늘어나고 있다. 최근 리비아 석유 유전을 두고 내전이 벌어져 8월 원유 생산량은 95만 배럴/일로 줄었지만 리비아 유전지대의 원유 생산활동은 곧 재개될 전망이다.

아프라막스급 탱커는 삼성중공업의 주력 선종이다. 가장 많은 건조 경험을 갖고 있기 때문이다. 리비아에서 원유 생산량이 늘어날수록 삼성중공업의 탱커 수주량은 더욱 늘게 될 것이다.

CO2 배출 규제 강화와 LNG 추진 기술의 확산

여러 전망기관에서 무분별하게 IMO 2020만을 강조하고 있다. 하지만 조선업에 대한 깊이와 글로벌 환경규제에 대한 안목을 갖고 있다면 핵심은 CO2 배출감소에 있다는 것을 강조할 수 있어야 한다. 또한 IMO규제보다 더욱 중요하고 우리가 주목해야 하는 것은 각국 주요 항구에서 갖고 있는 Local Rules이다.

여러 글로벌 환경규제는 2050년까지 CO 배출량을 50% 줄이는 것을 골자로 하고 있으며 모든 산업에서 이를 준수해야만 한다. 중고선박의 저속 운항으로 CO2배출량은 25% 가량 줄일 수 있으며 LNG연료를 사용하면 벙커유 사용과 비교해 CO 배출량을 20~25% 가량 더욱 낮출 수 있다. 기존 중고선들은 고속 추진에 최적화된 선체 디자인과 부품을 갖고 있어 저속운항에 따른 저항증가와 피로누적으로 엔진 내부 실린더라이너 파손도 급격히 늘어나고 있다. CO2 배출을 줄이기 위해서는 선박연료는 LNG와 LPG, 바이오 디젤연료가 사용되어야 한다.

모든 선종에서 LNG추진선으로의 교체

중고선박들은 새로운 연료와 새로운 추진체계를 갖춘 신조선으로 대체되고 있다. 삼성중공업이 수주한 아프라막스 탱커 10척에도 LNG추진엔진이 탑재된다. 거의 모든 선종에서 LNG연료 사용선박 발주 소식은 너무도 자연스럽게 늘어가고 있다.

Update

BUY

I TP(12M): 10,000원 I CP(8월 21일): 7,560원

Key Data

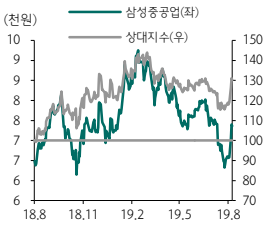
KOSPI 지수 (pt)	1,964.65
52주 최고/최저(원)	9,450/6,350
시가총액(십억원)	4,762.8
시가총액비중(%)	0.40
발행주식수(천주)	630,000.0
60일 평균 거래량(천주)	2,062.5
60일 평균 거래대금(십억원)	15.5
19년 배당금(예상,원)	0
19년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	19.79
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 9 인	22.01
국민연금공단	8.06

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.1)	(18.8)	7.5
상대	4.4	(7.9)	24.3

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	6,918.1	7,794.8
영업이익(십억원)	(61.8)	148.1
순이익(십억원)	(364.4)	62.6
EPS(원)	(583)	98
BPS(원)	10,562	10,669

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	7,901.2	5,265.1	5,780.4	5,356.5	5,343.3
영업이익	십억원	(524.2)	(409.3)	(95.9)	49.9	106.8
세전이익	십억원	(463.9)	(497.6)	(460.8)	103.5	160.3
순이익	십억원	(338.8)	(387.9)	(467.9)	81.9	126.7
EPS	원	(766)	(693)	(743)	130	201
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	54.6
PER	배	N/A	N/A	N/A	58.18	37.59
PBR	배	0.42	0.61	0.66	0.65	0.64
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	30.94	18.24	15.27
ROE	%	(5.62)	(6.19)	(7.18)	1.29	1.97
BPS	원	15,281	12,234	11,529	11,659	11,860
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

RA 이해준
02-3771-3812
hjun@hanafn.com

하나금융투자

아프라막스 탱커 수주 늘수록 삼성중공업 실적 개선 빨라질 것

아프라막스급 탱커는 삼성중공업의 주력 선박

조선업 수익성의 근거는 기본설계능력에 있으며 동일 선박의 반복건조로 수익성은 극대화된다. 이는 조선업의 기본이다. 따라서 선종별 건조 마진이라는 것은 있을 수 없으며 여러 선종을 동시에 건조할 때와 같은 선종을 반복해 건조할 때의 수익성에 대한 차이가 있게 된다. 벌크선도 대량으로 건조하면 높은 수익성을 얻을 수 있으며 실제 2000년대 한국 조선소들의 벌크선 건조마진은 대량 건조를 통해 50% 수준에 달했었다.

리비아 원유 생산 늘수록 삼성중공업의 아프라막스 탱커 수주량 늘어날 전망

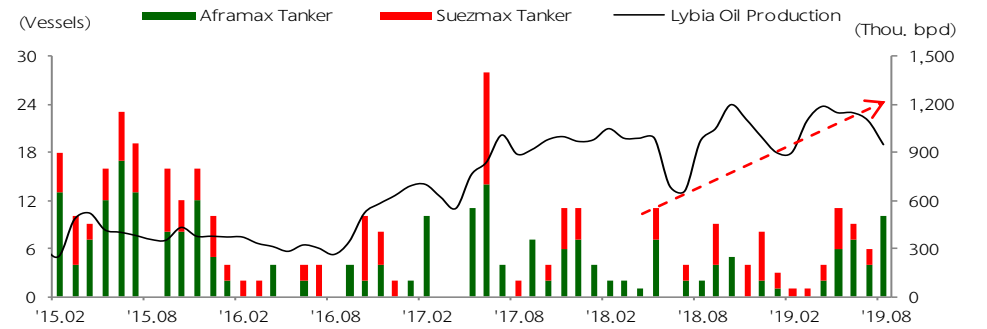
삼성중공업의 주력 선박인 아프라막스급 탱커 발주량이 점점 늘어날 것으로 전망된다. 리비아 원유 생산량이 2017년 이후 하루 기준 1백만 배럴 이상으로 높아졌으며 더욱 늘어날 것으로 보이기 때문이다. 삼성중공업은 역사적으로 가장 많은 156척의 아프라막스급 탱커를 건조한 조선소이다. 일본 스미토모 조선이 아프라막스 탱커를 두 번째로 많이 건조했지만 연간 선박 인도량은 5척 수준에 불과해 삼성중공업과 경쟁이 되지 못한다. 따라서 삼성중공업이 아프라막스급 탱커를 연속으로 수주해 대량 건조체재로 전환되면 영업이익 개선과 순차입금 감소 속도가 한층 더 빨라지게 될 것이다.

삼성중공업 인도량은 2019년 28척, 2020년 42척

삼성중공업 수주잔고는 29척의 수에즈막스급~아프라막스급 탱커와 34척의 LNG선(2척은 소형), 17척의 초대형 컨테이너선, 6척의 MR탱커, 드릴쉽 5척 등 합계 98척이다. 아프라막스급 탱커 수주량을 늘릴수록 수주잔고는 더욱 단순화되어 반복건조 효과가 높아지게 될 것이다. 삼성중공업의 선박 인도량은 2019년 28척에서 2020년은 42척으로 늘어나며 42척 인도량은 컨테이너선 12척, 수에즈막스급~아프라막스급 셔틀탱커 9척, LNG선 10척 등이다.

리비아 원유 생산 1백만 배럴/일으로 늘면서 아프라막스 탱커 발주 증가

그림 1. 리비아 원유 생산량에 연동되는 아프라막스급과 수에즈막스급 탱커 발주량



자료: Bloomberg, Clarksons, 하나금융투자

표 1. 아프라막스급 탱커 건조 1위 조선소는 삼성중공업

Rank	Builder	Number	Total DWT	Avg DWT	Country
1	Samsung HI	156	17,251,380	110,585	South Korea
2	Sumitomo (Yokosuka)	97	10,290,761	106,090	Japan
3	Hyundai HI (Ulsan)	84	8,964,601	106,721	South Korea
4	Hyundai Samho HI	51	5,635,885	110,507	South Korea
5	Tsuneishi Zosen	41	4,392,638	107,137	Japan

자료: Clarksons, 하나금융투자

표2. 삼성중공업 실적 전망

(십억원)

삼성중공업	1Q 19	2Q 19	3Q 19E	4Q 19E	1Q 20E	2Q 20E	3Q 20E	4Q 20E	2018	2019F	2020F
매출액	1,458	1,770	1,272	1,281	1,288	1,388	1,397	1,284	5,265	5,780	5,357
영업이익	-33	-56	-13	6	6	10	21	13	-409	-96	50
영업이익률	-2.3%	-3.2%	-1.0%	0.5%	0.5%	0.7%	1.5%	1.0%	-7.8%	-1.7%	0.9%
지배주주 순이익	-99	-314	-30	-25	15	19	28	20	-388	-468	82
순이익률	-6.8%	-17.7%	-2.4%	-2.0%	1.2%	1.3%	2.0%	1.6%	-7.4%	-8.1%	1.5%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**7,901.2**	**5,265.1**	**5,780.4**	**5,356.5**	**5,343.3**
매출원가	8,051.7	5,269.3	5,320.1	4,980.0	4,800.0
매출총이익	(150.5)	(4.2)	460.3	376.5	543.3
판관비	373.7	405.1	556.2	326.6	436.5
영업이익	**(524.2)**	**(409.3)**	**(95.9)**	**49.9**	**106.8**
금융손익	43.0	(114.4)	(84.5)	(79.8)	(73.6)
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.1)	(263.8)	133.4	127.1
기타영업외손익	17.5	26.2	(16.6)	0.0	0.0
세전이익	**(463.9)**	**(497.6)**	**(460.8)**	**103.5**	**160.3**
법인세	(123.2)	(109.4)	5.9	22.8	35.3
계속사업이익	(340.7)	(388.2)	(466.7)	80.7	125.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(340.7)**	**(388.2)**	**(466.7)**	**80.7**	**125.0**
비지배주주지분 순이익	(2.0)	(0.3)	1.2	(1.2)	(1.7)
지배주주순이익	**(338.8)**	**(387.9)**	**(467.9)**	**81.9**	**126.7**
지배주주지분포괄이익	(474.7)	(413.8)	(421.1)	76.8	118.9
NOPAT	(385.0)	(319.3)	(97.1)	38.9	83.3
EBITDA	(209.8)	(114.4)	209.1	336.5	376.8
성장성(%)					
매출액증가율	(24.1)	(33.4)	9.8	(7.3)	(0.2)
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	114.1
EBITDA증가율	적전	적지	흑전	60.9	12.0
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	114.0
(지배주주)순익증가율	적지	적지	적지	흑전	54.7
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	54.6
수익성(%)					
매출총이익률	(1.9)	(0.1)	8.0	7.0	10.2
EBITDA이익률	(2.7)	(2.2)	3.6	6.3	7.1
영업이익률	(6.6)	(7.8)	(1.7)	0.9	2.0
계속사업이익률	(4.3)	(7.4)	(8.1)	1.5	2.3

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**6,779.9**	**7,405.5**	**7,014.5**	**7,362.4**	**7,685.0**
금융자산	1,615.2	1,562.5	1,741.7	2,075.6	2,454.1
현금성자산	353.5	946.0	1,162.7	1,495.1	1,879.8
매출채권 등	3,563.7	577.0	370.8	371.7	367.8
재고자산	1,216.8	1,481.8	1,348.8	1,352.4	1,338.1
기타유동자산	384.2	3,784.2	3,553.2	3,562.7	3,525.0
비유동자산	**7,038.2**	**6,877.4**	**6,720.1**	**6,464.0**	**6,222.4**
투자자산	192.0	189.8	180.3	180.7	179.1
금융자산	189.0	156.5	147.0	147.4	145.8
유형자산	6,162.9	5,882.3	5,644.1	5,399.6	5,168.5
무형자산	91.6	58.8	45.3	33.2	24.3
기타비유동자산	591.7	746.5	850.4	850.5	850.5
자산총계	**13,818.1**	**14,282.9**	**13,734.6**	**13,826.4**	**13,907.4**
유동부채	**7,145.3**	**6,267.1**	**5,824.6**	**5,834.3**	**5,795.3**
금융부채	3,921.2	2,440.3	2,295.0	2,295.4	2,293.8
매입채무 등	2,692.0	954.1	830.4	832.6	823.8
기타유동부채	532.1	2,872.7	2,699.2	2,706.3	2,677.7
비유동부채	**875.4**	**1,269.5**	**1,606.3**	**1,607.6**	**1,602.6**
금융부채	744.6	771.1	1,138.4	1,138.4	1,138.4
기타비유동부채	130.8	498.4	467.9	469.2	464.2
부채총계	**8,020.7**	**7,536.6**	**7,430.9**	**7,441.9**	**7,398.0**
지배주주지분	**5,789.6**	**6,738.4**	**6,294.6**	**6,376.4**	**6,503.1**
자본금	1,950.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	1,624.9	1,797.0	1,797.0	1,797.0	1,797.0
자본조정	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
기타포괄이익누계액	(14.1)	(39.0)	(15.8)	(15.8)	(15.8)
이익잉여금	3,198.4	2,800.1	2,333.1	2,414.9	2,541.7
비지배주주지분	**7.9**	**7.9**	**9.2**	**8.0**	**6.3**
자본총계	**5,797.5**	**6,746.3**	**6,303.8**	**6,384.4**	**6,509.4**
순금융부채	3,050.7	1,648.9	1,691.8	1,358.2	978.1

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(766)	(693)	(743)	130	201
BPS	15,281	12,234	11,529	11,659	11,860
CFPS	(248)	202	(94)	746	800
EBITDAPS	(474)	(205)	332	534	598
SPS	17,861	9,412	9,174	8,501	8,480
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	58.2	37.6
PBR	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
PCFR	N/A	36.6	N/A	10.1	9.5
EV/EBITDA	N/A	N/A	30.9	18.2	15.3
PSR	0.4	0.8	0.8	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	(5.6)	(6.2)	(7.2)	1.3	2.0
ROA	(2.2)	(2.8)	(3.3)	0.6	0.9
ROIC	(4.1)	(3.7)	(1.1)	0.5	1.1
부채비율	138.3	111.7	117.9	116.6	113.6
순부채비율	52.6	24.4	26.8	21.3	15.0
이자보상배율(배)	(10.1)	(3.3)	(0.8)	0.4	0.9

현금흐름표

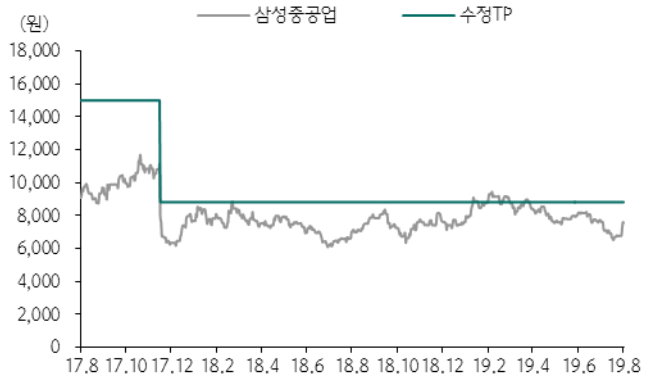
(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**540.1**	**165.5**	**165.1**	**363.8**	**408.5**
당기순이익	(340.7)	(388.2)	(466.7)	80.7	125.0
조정	(48.7)	264.5	376.0	286.5	269.9
감가상각비	314.4	294.9	305.0	286.5	270.0
외환거래손익	118.8	3.0	(28.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.3	(2.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(482.2)	(30.5)	99.3	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	929.5	289.2	255.8	(3.4)	13.6
투자활동 현금흐름	**(74.4)**	**369.3**	**243.6**	**(31.9)**	**(22.3)**
투자자산감소(증가)	48.0	2.3	9.5	(0.4)	1.6
유형자산감소(증가)	(91.9)	3.3	(22.0)	(30.0)	(30.0)
기타	(30.5)	363.7	256.1	(1.5)	6.1
재무활동 현금흐름	**(956.7)**	**50.4**	**(214.7)**	**0.4**	**(1.6)**
금융부채증가(감소)	(1,805.3)	(1,454.4)	222.0	0.4	(1.6)
자본증가(감소)	866.5	1,372.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(17.9)	132.7	(436.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(630.5)**	**592.4**	**216.8**	**332.3**	**384.7**
Unlevered CFO	(109.6)	113.3	(59.3)	469.9	503.9
Free Cash Flow	432.1	96.5	142.5	333.8	378.5

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성중공업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	8,825		
17.12.7	Neutral	8,825	-16.49%	0.28%
17.11.19	BUY	15,002	-28.28%	-25.88%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2019년 08월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.