

2020. 2. 4



▲ **조선/기계**
Analyst **김현**
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **8,400 원**

현재주가 (2.3) **6,580 원**

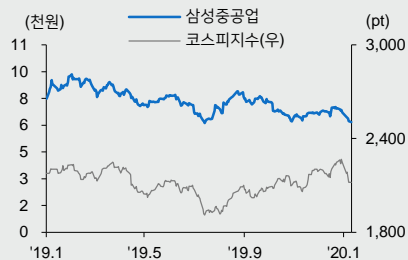
상승여력 **27.6%**

KOSPI	2,118.88pt
시가총액	41,454억원
발행주식수	63,000만주
유동주식비율	70.45%
외국인비중	18.58%
52주 최고/최저가	9,450원/6,520원
평균거래대금	174.4억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 9 인	21.97
국민연금공단	9.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.1	-5.1	-25.8
상대주가	-6.6	-10.5	-22.9

주가그래프



삼성중공업 010140

끝나지 않는 과거

- ✓ 4Q19 영업적자 2,150억원, 당기순손실 1,242억원의 어닝쇼크 기록
- ✓ 해양설비(Ichthys CPF)와 Drillship 관련 총당금 등 일회성 영업손실 1,700억원 반영
- ✓ 19년 연간 6,890억원의 Drillship 관련 손실, 반복된 One-off에 따른 피로감 불가피
- ✓ 20년 매출액 7,692조원(+4.7% YoY) 예상, 수주 가이던스의 상향(84억달러)은 긍정적
- ✓ 자본확충에 대한 시장의 우려는 해소, 수주가 어닝 불확실성을 넘어서야 할 상황

반복된 일회성 손실, 해양부문 경쟁력의 우려 해소가 필요한 시점

4Q19 연결 매출액 2조 1,572억원(+58.2% YoY), 영업적자 2,150억원(적자지속), 당기 순손실 1,242억원(적자지속)의 어닝쇼크를 기록했다. 4Q17부터 9개분기 연속된 영업 적자와 2Q19부터 발생한 Drillship 관련 비용은 일회성이라고 치부할 수는 없다. 4Q19 영업손실 중 해양생산설비(Ichthys) 총당금과 Drillship 관련 비용, 장기급여부 채 총당금을 포함한 일회성 비용이 1,800억원이다. 후반기 미인상분(톤당 2만원) 총당금 환입액 100억원을 고려하면 4Q 영업적자의 79.1%가 소위 일회성 손실이다.

Drillship 재고 자산이 촉발한 자본확충 우려는 해소, 수주 입증이 필수적

컨퍼런스콜을 통해 사측은 1월 중 Drillship 자산을 담보로 7천억원의 장기차입금 조달에 성공했음을 밝혔다. 20년말까지의 현금 순증분 0.8조원을 감안하면 자본확충에 대한 우려는 기우(杞憂)임을 분명히 했다. Drillship 5기가 모두 재고자산(3Q19 1.74조원)으로 분류되었고 실적 악화에 따른 현금소진 우려가 대두되었던 상황에서, 이를 활용한 차입금 조달은 분명 긍정적이다. 연간 인도 선박이 19년 24척에서 20년 45척으로 증가하면서 Heavy-Tail 인도대금의 유입은 19년 대비 1.6조원 증가한다. 남은 과제는 수주 가이던스(84억달러) 달성을 통한 신규 선수금 유입이다.

희망을 버리기엔 이르지만, 반복된 과거로부터의 불확실성 단절이 필요

18~19년 연평균 18척의 수주에 성공한 LNG선의 건조가 본격화되면서 20년 매출액에서 LNG선 비중은 42%로 급증한다. 20년 수주목표의 40~50%가 LNG선으로 채워질 것은 확실하다. Drillship과 해양생산설비용 어닝 불확실성의 해소만 남았다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,265.1	-409.3	-387.9	-694	-9.9	10,694	-10.7	0.7	-55.3	-6.2	111.7
2019E	7,349.7	-616.7	-1,113.8	-1,768	156.0	8,638	-4.1	0.8	-20.3	-18.3	153.5
2020E	7,692.7	-9.1	-80.7	-128	-92.8	8,437	-51.4	0.8	27.6	-1.5	161.8
2021E	7,744.9	122.0	28.0	45	-134.8	8,423	147.9	0.8	16.5	0.5	151.2
2022E	8,688.0	372.8	240.6	382	758.0	8,758	17.2	0.8	9.0	4.4	139.2

4분기 영업손실 -2,150억원 기록, 이 중 79.1%가 일회성 비용 반영

4Q19 영업손실 2,150 억원 중 1,700 억원이 일회성 손실이다. 1) 19년 3월까지 진행된 Ichthys CPF 현지 해상설치 공사 대금 1.16 억달러(3Q19 계약자산 1,412 억원)에 대한 발주처의 지급 거부로 Claim 을 진행, 이 중 50%를 대손충당금(670 억원)으로 설정하였고, 2) Drillship 채고자산의 환평가손실 690 억원(영업외수지는 선물환매도에 따른 평가이익 계상), 3) Stena Drillship 소송관련 이자 충당금 150 억원, 4) PDC Drillship 추가 계류비용 40 억원, 5) 장기급여부채 충당금 250 억원 발생이 총 1,800 억원이다. 후관 미인상분(톤당 2 만원) 충당금 환입분 100 억원을 고려하면 4Q 손실의 79.1%가 일회성이다.

반복된 일회성 손실, 해양부문 경쟁력의 우려 해소가 필요한 시점

16년, 18년 2번의 유상증자를 통해 2.5조원의 자본확충이 진행되었던 주 원인은 해양생산설비(Ichthys CPF, Prelude F-LNG, Egina FPSO)의 대규모 적자와 Drillship의 인도지연/취소에 따른 유동성 악화였다. 4Q17부터 9개분기 연속 영업 적자를 기록한 점보다 2Q19부터 3분기 연속 Drillship 관련 손실이 발생했다는 점에서 시장의 우려가 재부각되는 것은 당연하다. 잔고 부족시기였던 16~17년 수주분의 건조가 지속되는 20년 상반기까지 빠른 흑자전환을 기대하기도 어렵다.

표1 삼성중공업 4Q19 실적 Review

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,157.2	1,363.9	58.2	1,964.6	9.8	1,903.0	13.4	2,044.5	5.5
영업이익	-215.0	-133.7	적지	-312.0	적지	41.2	적전	-18.7	적지
세전이익	-161.1	-117.4	적지	-587.6	적지	54.0	적전	-36.0	적지
순이익	-124.2	-105.7	적지	-583.2	적지	5.3	적전	-29.2	적지
영업이익률(%)	-10.0	-9.8		-15.9		2.2	-12.1	-0.9	-9.1
순이익률(%)	-5.8	-7.8		-29.7		0.3	-6.0	-1.4	-4.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성중공업의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E	
매출액	1,240.8	1,346.6	1,313.8	1,363.9	1,457.5	1,770.4	1,964.6	2,157.2	1,772.3	1,858.4	1,916.8	2,145.3	5,265.1	7,349.7	7,692.7	
영업이익	-47.8	-100.6	-127.2	-133.7	-33.3	-56.3	-312.0	-215.0	-35.6	-9.2	11.2	24.6	-409.3	-616.6	-9.1	
세전이익	-90.7	-173.3	-116.1	-117.4	-68.7	-321.9	-587.6	-161.1	-60.1	-30.6	-17.3	4.1	-497.6	-1,139.2	-103.9	
순이익	-59.5	-142.7	-80.2	-105.7	-102.6	-309.4	-583.2	-124.2	-46.9	-23.9	-13.5	3.2	-388.2	-1,119.4	-81.1	
매출액증가율	YoY	-49.1	-41.4	-25.0	-3.4	17.5	31.5	49.5	58.2	21.6	5.0	-2.4	-0.6	-33.4	39.6	4.7
	QoQ	-12.2	8.5	-2.4	3.8	6.9	21.5	11.0	9.8	-17.8	4.9	3.1	11.9			
영업이익증가율	YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	120.7				
영업이익률		-3.8	-7.5	-9.7	-9.8	-2.3	-3.2	-15.9	-10.0	-2.0	-0.5	0.6	1.1	-7.8	-8.4	-0.1
순이익률		-4.8	-10.6	-6.1	-7.8	-7.0	-17.5	-29.7	-5.8	-2.6	-1.3	-0.7	0.1	-7.4	-15.2	1.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

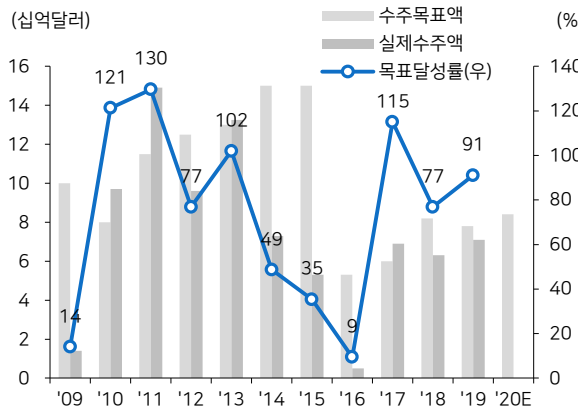
19년 Drillship 관련 비용은 6,890억원, 장기차입금 7천억원 조달로 우려 해소

19년 연간 Drillship 관련 비용만 6,890억원(장부상 손실 3,400억원 + 현금유출 3,490억원)이 발생하였다. 2Q ENSCO 중재 패소로 인한 손실 2,100억원, 3Q Drillship 공정가액 하락 손실 2,300억원, 중재소송 이자 및 Lay-Up 비용 등 추가 충당금 300억원, 미법무부 합의금액 900억원, 선물환 회계처리 변경 손실 반영 1,100억원, 4Q 190억원(Stena, PDC)의 비용이 발생했다. 보유 중인 5기의 Drillship 재고자산을 담보로 하여 조기 상환 가능성을 조건으로 7,000억원의 장기 차입금을 1월에 조달, 유동성 우려를 일축한 점은 긍정적이다.

20년 현금흐름 순증분 +0.8조원, 19년 대비 수주액 증가는 확실시

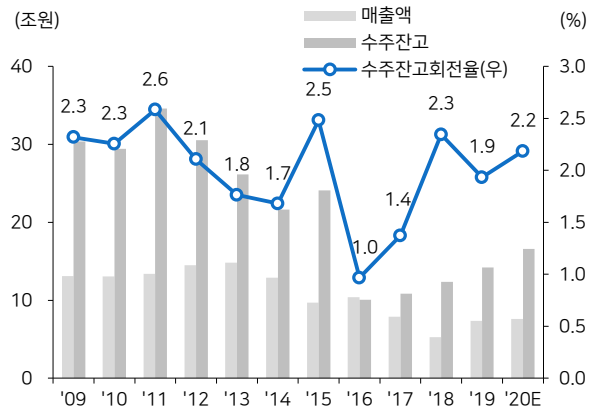
연간 인도 선박이 19년 24척에서 20년 45척으로 증가하면서 Heavy-Tail 인도 대금 유입은 19년 대비 1.6조원 증가, 현금은 0.8조원 순증한다. 남은 과제는 수주 가이드스(84억달러) 달성을 통한 신규 선수금 유입이다. 상선 수주목표(60억달러)의 60~70%는 LNGC로만 달성이 사실상 확정적이다. 해양부문(24억달러) 수주 불확실성은 존재하나, 19년 수주액(71억달러)을 상회할 가능성은 매우 높다.

그림1 수주목표 달성률 추이 - 20년 목표액 84억달러



자료: 삼성중공업, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 수주잔고(매출기준) 추이 - 20년말 잔고 16.6조원



자료: 삼성중공업, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 삼성중공업 12개월 선행 PBR Band - 0.7~1.0배의 장기 박스권, 유상증자 리스크 부각 시 저점 0.5배



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

적정주가 8,400원으로 하향, 반복된 과거로부터의 불확실성 단절이 필요

IMO2020 규제시행에 따른 LNG-DF 친환경선박 발주와 대규모 LNG 프로젝트 발주 모멘텀은 상반기부터 수주로 입증된다. 수주 회복에 대한 기대감은 여전히 존재하지만 '수주 증가→매출 재성장→수익성 개선→자본의 효율적 활용→기업 가치 재평가'의 선순환고리는 여전히 불확실하다. 6~7년전 수주했던 해양생산설비와 Drillship發 끊어내야 할 과거 손실이 현재까지도 영향을 주고 있다. 영업흑자 전환에 대한 기대감은 기존 20년 1분기에서 3분기로 늦춰야 한다고 판단한다. 이에 따른 실적추정 하향과 BPS 조정을 반영하여 적정주가는 기존대비 9.7% 하향한 8,400원을 제시한다.

18~19년 연평균 18척의 신규 수주에 성공한 LNG선의 건조가 본격화되면서 20년 매출액에서 차지하는 LNG선의 비중은 42%로 급증한다. 20년 총 수주목표의 40~50%가 LNG선으로 채워질 것은 확실하다. 러시아 Arctic 2 쇄빙 LNG선과 모잠비크 LNG선의 수주가 확실시되며, 카타르 North Field Expansion의 LNG선 수주가 방점을 찍는다고 예상된다. Drillship과 해양생산설비의 어닝 불확실성만 해소된다면, 고수익 선종인 LNG선의 반복건조로 흑자전환은 충분히 가능하다.

19년 중재소송에서 승소한 PDC Drillship과 관련한 발주처의 항소결과가 연내 확정된다면, 최대 1,300억원의 충당금이 환입된다. 이는 흑자전환의 시기를 앞당길 뿐만 아니라, Drillship이 촉발한 불확실성이 해소되는 이벤트라고 예상된다. 희망을 버리기엔 아직 이르지만, 과거로부터의 실적 불확실성이 단절되기 전에는 업종 Top Pick으로 부각되기는 어렵다고 본다.

표3 삼성중공업의 Implied PBR Valuation – 투자이견 Buy, TP 8,400원

(%, 원)	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E
COE (%)	9.3	9.3	9.3	11.3	11.3	11.3
Rf	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	7.5	7.5	7.5
ROE (%)	-2.2	-5.9	-5.8	-20.6	-1.5	0.5
Net Margin (%)	-1.3	-4.3	-7.4	-15.2	-1.1	0.4
Asset Turnover	0.6	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
Leverage	2.7	2.4	2.1	2.5	2.6	2.5
BPS(원)	16,086	14,861	10,706	8,641	8,440	8,426
(ROE-g)/(COE-g)	-0.2	-0.6	-0.7	-1.4	0.0	0.2
Target PBR(배)			0.8	1.0	1.0	1.0
Target Price(원)						8,400

주1: 예상 BPS는 지배지분 기준 / 주2: Target PBR=연간 수주액/ 연 매출액 적용
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 삼성중공업의 연도별 수주량, 인도량, 수주잔량 추이 및 전망

(단위:척수)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E	2022E
연간 수주량													
LNG	4	17	10	14	5	3	1	5	18	18	20	15	12
CONT.	22	13	14	14	11	10	0	6	13	6	8	10	10
Tanker	56	8	0	8	6	30	6	15	15	18	25	20	20
선박총계	82	38	24	36	28	43	7	26	49	43	56	48	45
Drillship(Semi)	3	11	10	9	2	0	0	0	0	0	0	0	0
FPSO	1	2	1	1	1	0	0	1	0	1	1	1	1
Fixed Platform	1	0	2	2	2	3	0	1	0	0	0	1	1
해양총계	5	13	13	12	5	3	0	2	0	1	1	2	2
총 수주량	87	51	37	48	33	46	7	28	49	44	57	50	47
연간 인도량													
LNG	9	12	1	10	11	10	6	4	10	4	12	12	16
CONT.	26	26	20	21	14	16	12	11	1	5	11	8	8
Tanker	28	34	38	21	2	5	7	20	17	13	18	20	18
선박총계	63	74	59	52	27	31	27	39	28	24	43	40	42
Drillship(Semi)	9	6	7	8	9	7	0	3	2	0	0	0	0
FPSO	1	1	1	1	2	1	0	1	1	0	1	0	2
Fixed Platform	0	0	0	2	1	3	2	2	3	0	1	0	0
해양총계	10	7	8	11	12	11	2	6	6	0	2	0	2
총 인도량	73	81	67	63	39	42	29	45	34	24	45	40	44
수주잔량													
LNG	16	21	30	34	28	21	16	17	25	39	47	50	46
CONT.	59	46	40	33	30	24	12	7	19	20	17	19	21
Tanker	89	63	25	12	16	41	40	35	33	38	45	45	47
선박총계	166	130	95	79	80	92	72	59	80	101	114	122	125
Drillship(Semi)	15	20	23	24	17	10	10	7	5	5	5	5	5
FPSO	8	9	9	9	4	3	3	3	2	3	3	4	3
Fixed Platform	1	1	3	3	7	7	5	4	1	1	0	1	2
해양총계	24	30	35	36	28	20	18	14	8	9	8	10	10
총 수주잔량	190	160	130	115	108	112	90	73	88	110	122	132	135

주: 수주잔량은 연말 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	5,265.1	7,349.7	7,692.7	7,744.9	8,688.0
매출액증가율 (%)	-33.4	39.6	4.7	0.7	12.2
매출원가	5,269.3	7,451.9	7,163.3	7,080.7	7,707.1
매출총이익	-4.2	-102.2	529.4	664.2	981.0
판매관리비	405.1	514.5	538.5	542.1	608.2
영업이익	-409.3	-616.7	-9.1	122.0	372.8
영업이익률	-7.8	-8.4	-0.1	1.6	4.3
금융손익	-114.4	-192.3	-73.7	-65.5	-52.1
종속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	26.2	-330.3	-21.1	-20.4	-10.8
세전계속사업이익	-497.6	-1,139.2	-103.9	36.1	310.0
법인세비용	-109.4	-19.8	-22.9	7.9	68.2
당기순이익	-388.2	-1,119.4	-81.1	28.2	241.8
지배주주지분 손이익	-387.9	-1,113.8	-80.7	28.0	240.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	165.5	-848.3	753.6	539.9	712.4
당기순이익(손실)	-388.2	-1,119.4	-81.1	28.2	241.8
유형자산상각비	256.0	222.1	212.5	209.8	197.3
무형자산상각비	38.9	27.9	26.5	25.2	24.0
운전자본의 증감	289.2	-43.8	629.5	295.4	263.8
투자활동 현금흐름	369.3	20.8	-264.1	-85.8	-149.3
유형자산의증가(CAPEX)	-69.0	-65.0	-71.5	-78.7	-86.5
투자자산의감소(증가)	2.1	-66.1	-10.2	-1.6	-28.0
재무활동 현금흐름	50.4	644.1	50.4	-597.8	-574.8
차입금의 증감	-1,454.4	564.1	50.4	-597.8	-574.8
자본의 증가	1,372.1	80.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	592.5	-403.1	529.9	-153.6	-21.8
기초현금	353.5	946.0	542.9	1,072.8	919.2
기말현금	946.0	542.9	1,072.8	919.2	897.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,405.5	7,057.7	7,336.9	6,909.9	6,892.6
현금및현금성자산	946.0	543.0	1,072.9	919.3	897.6
매출채권	508.3	279.6	307.5	308.6	327.3
재고자산	1,481.8	1,704.1	1,448.5	1,158.8	869.1
비유동자산	6,877.4	6,746.0	6,584.0	6,424.9	6,314.2
유형자산	5,882.3	5,725.2	5,584.2	5,453.0	5,342.2
무형자산	58.8	55.8	53.1	50.4	47.9
투자자산	189.8	255.8	266.0	267.6	295.6
자산총계	14,282.9	13,803.7	13,920.9	13,334.8	13,206.8
유동부채	6,267.1	6,397.6	6,246.6	6,067.6	6,152.9
매입채무	635.9	711.4	744.7	749.7	841.0
단기차입금	1,448.1	1,348.1	1,098.1	998.1	898.1
유동성장기부채	835.7	785.7	685.7	585.7	535.7
비유동부채	1,269.5	1,961.0	2,356.2	1,957.7	1,532.0
사채	84.9	480.9	180.9	90.9	60.9
장기차입금	546.1	746.1	1,446.1	1,146.1	746.1
부채총계	7,536.6	8,358.7	8,602.9	8,025.3	7,684.9
자본금	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	1,797.0	1,877.0	1,877.0	1,877.0	1,877.0
기타포괄이익누계액	-39.0	-300.9	-346.9	-383.6	-413.0
이익잉여금	2,800.1	1,686.3	1,605.6	1,633.7	1,874.3
비지배주주지분	7.9	2.3	1.9	2.0	3.2
자본총계	6,746.3	5,445.0	5,318.0	5,309.5	5,521.9

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	9,414	11,666	12,211	12,294	13,791
EPS(지배주주)	-694	-1,768	-128	45	382
CFPS	203	-1,175	308	526	918
EBITDAPS	-205	-582	365	567	943
BPS	10,694	8,638	8,437	8,423	8,758
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-10.7	-4.1	-51.4	147.9	17.2
PCR	36.6	-6.2	21.4	12.5	7.2
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
EBITDA	-114.4	-366.6	229.9	357.1	594.1
EV/EBITDA	-55.3	-20.3	27.6	16.5	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.2	-18.3	-1.5	0.5	4.4
EBITDA 이익률	-2.2	-5.0	3.0	4.6	6.8
부채비율	111.7	153.5	161.8	151.2	139.2
금융비용부담률	2.3	1.5	1.5	1.4	1.1
이자보상배율(x)	-3.3	-5.7	-0.1	1.1	4.1
매출채권회전율(x)	12.3	18.7	26.2	25.1	27.3
재고자산회전율(x)	3.9	4.6	4.9	5.9	8.6

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 삼성중공업의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

