

2021. 2. 3



▲ **조선/기계**

Analyst **김현**
 02. 6454-4861
 hyun.kim@meritz.co.kr

RA **배기연**
 02. 6454-4879
 kiyeon.bae@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 5,000 원

현재주가 (2.2) 6,470 원

상승여력 -22.7%

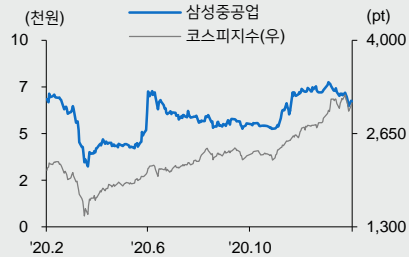
KOSPI	3,096.81pt
시가총액	40,761억원
발행주식수	63,000만주
유동주식비율	70.53%
외국인비중	15.15%
52주 최고/최저가	7,450원/3,115원
평균거래대금	1,022.8억원

주요주주(%)

삼성전자 외 9 인	21.89
국민연금공단	7.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	13.1	-2.7
상대주가	-14.7	-17.8	-33.4

주가그래프



삼성중공업 010140

더딘 회복, 빠른 주가

- ✓ 2020년 영업적자는 7,664억원, 지배주주순손실은 1조 1,926억원으로 적자 지속
- ✓ Slot 확보를 위한 일부 저가 수주는 불가피 했지만, 2020년 수주 달성률은 65%
- ✓ 2021년 매출액 7.1조원, 수주목표는 78억달러(상선 46억달러, 해양 32억달러) 제시
- ✓ LNG선 선수금으로 현금흐름은 다소 개선 중, 일회성 제외한 영업적자는 지속 중
- ✓ 남은 Risk는 Drillship 재매각/평가손익 여부, PBR 1.0배의 주가수준은 부담

4Q20 영업이익 +25억원(흑자전환) Vs. 지배순이익 -2,612억원(적자확대)

4Q20 일회성 요인이 혼재되면서 4Q17 이후 13분기만에 영업흑자 25억원으로 턴어라운드했다. 1) PDC Drillship 증재소송 완결에 따른 총당금 환입 +1,340억원, 2) SK 해운 LNG운반선 수리비 관련 총당금 -350억원, 3) 하반기 수주분에 대한 공사손실총당금 -330억원을 제거한 영업이익은 -634억원을 기록했다. 일회성 손익을 제외 시 컨센서스를 하회한 실적이다. COVID-19발 발주 쇼크에서 2020년 하반기에 긴급하게 수주한 일부 선종(유조선)의 수익성이 부진하고 강재가격 인상 가능성과 해양 공사의 공정률을 감안하면, 2021년 연간 흑자전환의 가능성은 불투명하다.

2021년 매출 가이드는 7.1조원으로 2019년 매출액의 96.6% 수준

2020년 말 매출 기준 수주잔고는 12조원이며, 2021년 매출 가이드는 7.1조원 기준으로는 1.7년치 물량이 확보된 상황이다. 2020년에는 수주목표(84억달러) 대비 65% 달성에 그쳤고, 2021년 수주목표는 상선 46억달러와 해양 32억달러를 반영한 78억달러를 제시했다. 매출 가이드는 2019년 매출액의 96.6%, 수주 가이드는 2020년 목표치의 92.9% 수준이다. 상선의 매출비중이 75%까지 상승, 해양부문의 고정비 부담과 수주 달성 여부가 중요한 변수로 작용할 전망이다.

순운전자본 소폭 개선, Drillship Risk는 잔존 - PBR 1.0배의 주가는 부담

해양발 Risk와 수주 부진에 따른 현금흐름 약화는 4Q를 기점으로 소폭 개선되고 있다. 매각 협상을 사유로 재고평가가 미반영된 Drillship의 재매각 여부와 가치평가는 2021년 회계상 Risk임이 분명하며, 동종업계 내 가장 고평가된 PBR 1.0배의 주가수준은 부담이다. 투자의견 Hold를 유지한다.

(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
2019	7,349.7	-616.6	-1,310.8	-2,081	200.8	8,324	-3.5	0.9	-27.2	-21.9	159.1
2020E	6,860.3	-766.5	-1,201.7	-1,907	-8.6	6,351	-3.7	1.1	-17.6	-26.0	222.7
2021E	6,751.7	10.3	-134.6	-214	-88.8	6,084	-30.3	1.1	28.5	-3.4	217.1
2022E	7,478.7	145.7	12.3	20	-109.2	6,061	330.1	1.1	18.3	0.3	212.5

표1 Drillship 재고자산 5기 - 3Q~4Q 재고자산평가손실 미발생

프로젝트 (억달러, %)	척수	계약가	입금	장부가치		
				1Q20	2Q20	4Q20
PDC	1	5.2	1.8(35%)	3.0	-20% 추가 평가손실	일부 드릴십 매각 협상으로 환평가손실 없음
Seadrill	2	10.4	3.1(30%)	6.0		
OCR	2	14.3	5.2(36%)	6.9		
계	5	29.9	10.1(34%)	15.9	12.7	12.7

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

표2 4Q20 Review - Drillship 평가손 미발생, 일회성 요인으로 영업이익 흑자전환

(십억원)	4Q20P	4Q19	% YoY	3Q20	% QoQ	컨센서스	차이	당사 예상치	차이
매출액	1,665.3	2,157.1	-22.8	1,676.9	-0.7	1,853.7	-10.2	1,798.8	-7.4
영업이익	2.5	-215.0	흑전	-13.4	흑전	-38.9		-26.2	
세전계속사업이익	-256.4	-161.1	적지	-11.1	적지	-48.5		-50.9	
당기순이익(지배)	-261.2	-318.2	-100.0	-5.6	-100.0	-55.1		-25.7	

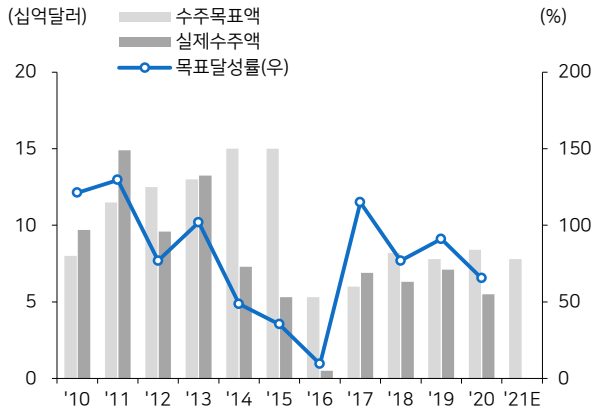
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성중공업 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	
매출액	1,457.5	1,770.4	1,964.6	2,157.1	1,826.6	1,691.5	1,676.9	1,665.3	1,655.4	1,642.8	1,502.6	1,950.9	7,349.7	6,860.3	6,751.7	
영업이익	-33.3	-56.3	-312.0	-215.0	-47.8	-707.7	-13.4	2.5	-17.8	-10.7	-5.2	44.0	-616.6	-766.4	10.3	
세전계속사업이익	-68.7	-321.9	-587.6	-161.1	-220.1	-699.7	-11.1	-256.4	-52.0	-63.9	-64.4	38.5	-1,139.2	-1,187.3	-141.8	
당기순이익	-102.6	-309.4	-583.2	-320.1	-227.0	-704.3	-7.4	-264.2	-49.4	-60.7	-61.2	36.6	-1,315.4	-1,202.9	-134.7	
당기순이익(지배)	-98.7	-313.7	-580.2	-318.2	-224.8	-701.0	-5.6	-261.2	-49.3	-60.7	-61.1	36.5	-1,310.8	-1,192.6	-134.6	
매출액 증가율	YoY	17.5	31.5	49.5	58.2	25.3	-4.5	-14.6	-22.8	-9.4	-2.9	-10.4	17.2	39.6	-6.7	-1.6
	QoQ	6.9	21.5	11.0	9.8	-15.3	-7.4	-0.9	-0.7	-0.6	-0.8	-8.5	29.8			
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	1,634.7	적지	적지	흑전	
	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전				
영업이익률		-2.3	-3.2	-15.9	-10.0	-2.6	-41.8	-0.8	0.2	-1.1	-0.7	-0.3	2.3	-8.4	-11.2	0.2
순이익률		-6.8	-17.7	-29.5	-14.8	-12.3	-41.4	-0.3	-15.7	-3.0	-3.7	-4.1	1.9	-17.8	-17.4	-2.0

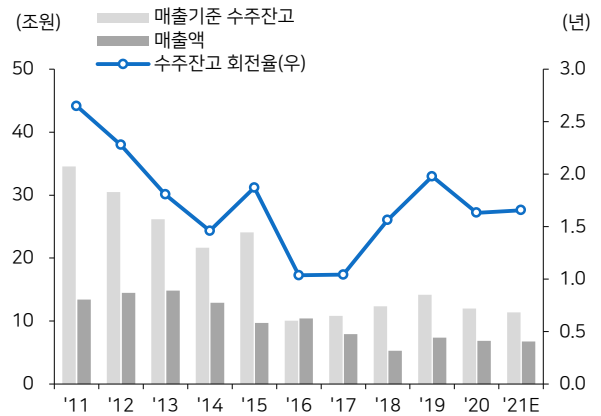
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성중공업 수주 목표, 달성률 추이



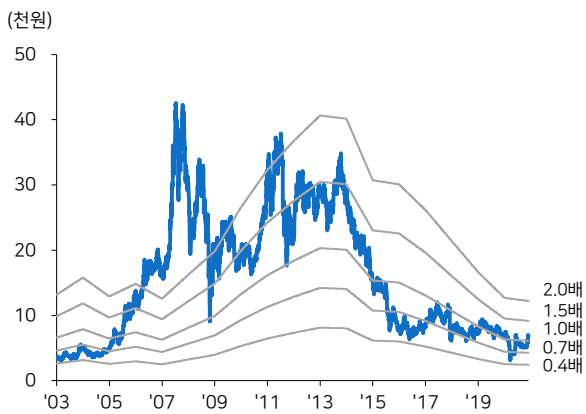
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성중공업 수주잔고, 수주잔고 회전율



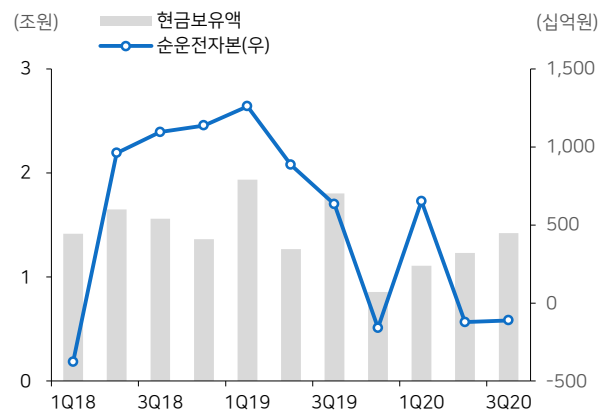
주: 21E 수주잔고 = 21E 수주목표액*0.65 + 20Y 수주잔고 - 21E 매출액 추정치
 자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성중공업 12개월 선행 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 팬데믹 전후 현금보유 및 순운전자본 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

Q&A

- Q1** 절대 척 수 기준으로, LNG선에 대한 전망은 2020년 대비 하향 조정인지? 전망치에서 Qatar發 발주량은 몇 척 포함됐는지?
- A1** Qatar 물량을 감안하더라도 2018~19년 대비 발주량은 줄어들 가능성 있음. 2021년 Qatar LNG선 10척 이상 계약 기대
- Q2** 3분기에 언급했던 드릴쉽 매각 추진 건에 대한 최근 상황은?
- A2** 구체적인 조건을 제시한 잠재 매수처와 현재 진행형, 이르면 1분기 내 가시적 결과를 기대
- Q3** 해양 수주목표에서 나이지리아, 브라질 비중은?
- A3** 나이지리아 2건(Shell사가 주도하는 Bonga 및 HI Block 프로젝트), 브라질 1건 논의 중. 3개 프로젝트를 합쳐서 2021년 해양 수주목표금액인 32억달러
- Q4** 2021년 연간 영업이익 가이드는?
- A4** 고정비 부담이 여전히 남아있는 상태. BEP 달성을 위한 상황 자체는 녹록치 않음
- Q5** Stena 소송 건에 대한 Update는?
- A5** 현지 로펌에 따르면, 1분기 중 결론이 날 예정이며 승패 여부는 아직 모르는 상태. 결과에 따라 환입 또는 지불이 2021년 내 진행 될 전망. 현재 총당금 반영된 금액은 약 2천억원(환입가능액)
- Q6** 2020년 3, 4분기 상선부문 매출 비중은? 2021년 상선부문 매출 비중은?
- A6** 3Q20 상선부문 77%, 4Q20 상선부문 70%. 2020년 연간 기준으로 상선부문 70%, 2021년 연간 기준으로 상선부문 75%
- Q7** 2020년 말 매출기준 수주잔고는?
- A7** 2020년 말 매출기준 수주잔고는 12조원이며 2021년 매출액 가이드는 7.1조원 중 6.4조원이 잔고에서 매출 실현될 전망
- Q8** 드릴쉽 재고자산에 대한 평가는?
- A8** 잠재 매수처와 매각에 대한 논의 중인 이유로, 2020년 하반기 드릴쉽 평가 반영은 없었음
- Q9** 후판 가격에 대한 가이드는? 최근 상승세인 후판가격이 예정원가에 반영됐는지?
- A9** 후판가격 인상폭 최소화 방향으로 협상을 진행할 예정. 예정원가에는 일부 반영
- Q10** 2021년 발생 가능한 일회성 요인은?
- A10** 1) 드릴쉽 불확실성 해소 여부, 2) Stena 중재 건 외에는 없음과를 기대

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,265.1	7,349.7	6,860.3	6,751.7	7,478.7
매출액증가율 (%)	-33.4	39.6	-6.7	-1.6	10.8
매출원가	5,269.3	7,288.4	7,174.0	6,282.3	6,809.5
매출총이익	-4.2	61.3	-313.7	469.4	669.2
판매관리비	405.1	677.9	452.8	459.1	523.5
영업이익	-409.3	-616.6	-766.5	10.3	145.7
영업이익률	-7.8	-8.4	-11.2	0.2	1.9
금융손익	-114.4	-137.1	-202.1	-203.2	-198.1
중속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	26.2	-385.6	-218.7	51.1	67.9
세전계속사업이익	-497.6	-1,139.3	-1,187.3	-141.8	15.4
법인세비용	-109.4	176.1	15.6	-7.1	3.1
당기순이익	-388.2	-1,315.4	-1,202.9	-134.7	12.3
지배주주지분 순이익	-387.9	-1,310.8	-1,201.7	-134.6	12.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	165.5	-681.2	-224.8	417.2	560.6
당기순이익(손실)	-388.2	-1,315.4	-1,202.9	-134.7	12.3
유형자산상각비	256.0	297.5	254.4	241.6	236.3
무형자산상각비	38.9	19.4	26.5	23.5	21.3
운전자본의 증감	289.2	-462.0	551.1	317.8	316.0
투자활동 현금흐름	369.3	-117.7	-362.1	-5.4	-120.6
유형자산의증가(CAPEX)	-69.0	-77.2	-55.0	-60.5	-66.6
투자자산의감소(증가)	2.1	-95.8	-126.8	6.1	-40.6
재무활동 현금흐름	50.4	365.7	711.0	-555.2	-360.6
차입금의 증감	-1,454.4	1,614.2	711.0	-555.2	-360.6
자본의 증가	1,372.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	592.5	-561.7	11.6	-143.4	79.4
기초현금	353.5	946.0	384.3	395.9	252.5
기말현금	946.0	384.3	395.9	252.5	331.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,405.5	6,929.5	6,421.6	5,871.7	5,801.7
현금및현금성자산	946.0	384.3	395.8	252.5	331.9
매출채권	508.3	201.0	209.0	198.6	200.7
재고자산	1,481.8	2,339.6	2,105.7	1,895.1	1,705.6
비유동자산	6,877.4	6,670.6	6,500.8	6,291.3	6,142.0
유형자산	5,882.3	5,727.3	5,527.9	5,346.8	5,177.1
무형자산	58.8	46.2	39.7	35.2	32.0
투자자산	189.8	285.6	412.4	406.3	446.9
자산총계	14,282.9	13,600.1	12,922.4	12,163.0	11,943.7
유동부채	6,267.1	7,089.1	6,802.7	6,557.3	6,592.1
매입채무	635.9	651.2	607.8	598.2	662.6
단기차입금	1,448.1	1,692.3	1,642.3	1,542.3	1,442.3
유동성장기부채	835.7	1,413.6	1,363.6	1,263.6	1,213.6
비유동부채	1,269.5	1,262.1	2,115.5	1,769.7	1,530.1
사채	84.9	269.7	259.7	229.7	199.7
장기차입금	546.1	431.8	1,331.8	1,031.8	831.8
부채총계	7,536.6	8,351.2	8,918.3	8,327.0	8,122.2
자본금	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금	1,797.0	1,796.8	1,796.8	1,796.8	1,796.8
기타포괄이익누계액	-39.0	-234.1	-276.0	-309.5	-336.2
이익잉여금	2,800.1	1,502.2	300.5	166.0	178.3
비지배주주지분	7.9	3.7	2.5	2.4	2.4
자본총계	6,746.3	5,248.9	4,004.2	3,836.0	3,821.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	9,414	11,666	10,889	10,717	11,871
EPS(지배주주)	-694	-2,081	-1,907	-214	20
CFPS	203	-445	-994	364	590
EBITDAPS	-205	-476	-771	437	640
BPS	10,694	8,324	6,351	6,084	6,061
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-10.7	-3.5	-3.7	-30.3	330.1
PCR	36.6	-16.3	-7.1	17.8	11.0
PSR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	0.7	0.9	1.1	1.1	1.1
EBITDA	-114.4	-299.6	-485.6	275.3	403.3
EV/EBITDA	-55.3	-27.2	-17.6	28.5	18.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.2	-21.9	-26.0	-3.4	0.3
EBITDA 이익률	-2.2	-4.1	-7.1	4.1	5.4
부채비율	111.7	159.1	222.7	217.1	212.5
금융비용부담률	2.3	1.7	2.3	2.4	2.0
이자보상배율(x)	-3.3	-5.0	-4.8	0.1	1.0
매출채권회전율(x)	12.3	20.7	33.5	33.1	37.5
재고자산회전율(x)	3.9	3.8	3.1	3.4	4.2

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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

