

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-010-3799-7105



R.A.

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

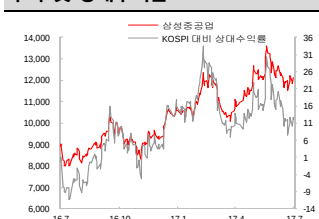
Company Data

자본금	19,506 억원
발행주식수	39,011 만주
자사주	2,596 만주
액면가	5,000 원
시가총액	47,190 억원
주요주주	
삼성전자(주)(외)	23.20%
삼성중공업 자사주	6.65%
외국인지분률	20.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/07/27)	12,100 원
KOSPI	2443.24 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	13,600 원
52주 최저가	8,002 원
60일 평균 거래대금	336 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.2%	-3.3%
6개월	14.2%	-2.7%
12개월	35.4%	12.2%

삼성중공업 (010140/KS | 매수(유지) | T.P 15,000 원(유지))

2Q Review: 크레인 사고 여파가 있었지만 대세는 바뀌지 않는다

2Q17 매출액 2 조 2,997 억원(YoY -15.5%), 영업이익 206 억원(YoY 흑전)을 기록함. 이는 매출액 컨센서스 2 조 275 억원과 당사 추정치 1 조 9,955 억원을 각각 13.4%, 15.2% 상회했으나 영업이익은 컨센서스 454 억원과 당사 추정치 434 억원을 각각 54.6%, 52.5% 하회한 것. 크레인 사고 여파로 1,250 억원의 추가적인 원가가 발생했음. 그러나 이보다 추가적인 해양 및 LNG 관련 수주가 여의치 않다는 것이 아쉬움.

2Q17 매출액 2 조 2,997 억원(YoY -15.5%), 영업이익 206 억원(YoY 흑전)

7/27 기준 매출액 컨센서스 2 조 275 억원과 당사 추정치 1 조 9,955 억원을 각각 13.4%, 15.2% 상회했으나 영업이익은 컨센서스 454 억원과 당사 추정치 434 억원을 각각 54.6%, 52.5% 하회하는 실적을 기록함. 5월에 발생한 크레인 사고의 여파가 실적 악화의 주범이었음. 사고에 따라 직접적인 원가 증가분 480 억원을 포함해 안전관리 컨설팅 비용과 협력사 보상금, 중단 공정 만회 위한 추가적 원가 투입 등 약 1,250 억원의 원가가 증가함. 크레인 사고 외에도 책임리그 지체에 대한 보상금액 170 억원도 발생했으며, 3분기 인도예정인 해양 공사의 원가 선투입분 200 억원 가량도 2분기 손익 악화 요인이었음.

추가적인 해양플랜트와 상선 수주에 대한 의구심

SK 증권 리서치센터는 지난 7월 3일 발간한 Global New Energy Roadmap Episode II 보고서 이후 글로벌 해양플랜트와 LNG 탱커 발주 여력이 낮다는 의견을 유지하고 있음. 일부 컨테이너선 쪽에서 국제 해운사의 얼라이언스 개편 이슈에 따라 대형선 위주로 발주가 이뤄질 것으로 전망되나 기초적인 대량 발주 여부는 지켜봐야 함.

목표주가 15,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 동사의 주가는 해양플랜트와 LNG 탱커 수주량을 따르는 경향이 있기 때문에, 향후 추가적인 발주가 어렵다면 주가의 상승여력이 높지 않을 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

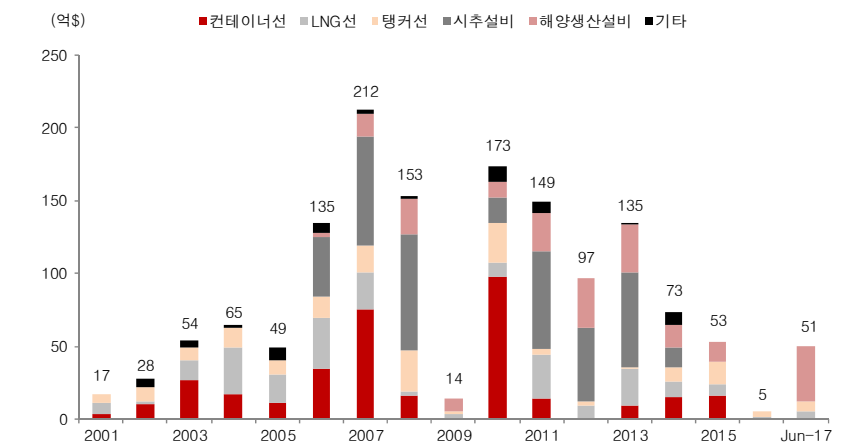
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	128,791	97,144	104,142	83,455	66,963	67,705
yoy	%	-132	-246	72	-199	-198	11
영업이익	억원	1,830	-15,019	-1,472	883	3,294	2,283
yoy	%	-80.0	적전	적지	흑전	273.2	-30.7
EBITDA	억원	4,672	-11,982	1,697	4,190	7,925	6,972
세전이익	억원	1,898	-14,618	-689	1,292	3,689	2,692
순이익(지배주주)	억원	1,492	-12,054	-1,212	1,188	2,791	2,036
영업이익률%	%	1.4	-15.5	-1.4	1.1	4.9	3.4
EBITDA%	%	3.6	-12.3	1.6	5.0	11.8	10.3
순이익률	%	1.1	-12.5	-1.3	1.4	4.2	3.0
EPS	원	588	-4,751	-448	305	715	522
PER	배	29.4	N/A	N/A	39.7	16.9	23.2
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	17.1	-5.2	45.2	21.0	10.9	13.1
ROE	%	2.6	-24.7	-2.3	1.9	4.3	3.1
순차입금	억원	32,527	34,950	39,391	39,530	38,128	43,132
부채비율	%	207.2	305.6	174.4	155.5	140.7	144.2

2Q17 수주 업데이트

Enesco Offshore 드릴십	2019년 인도 예정이었으나 금년 9월로 인도일 당겨지며 잔금 850억원 인식
AET 셔틀탱커	6월 30일 AET로부터 셔틀탱커 2척을 수주. 2020년 1월 인도 예정
ENI 모잠비크 FLNG	6월 1일 모잠비크 Coral FLNG 수주. 2022년 6월 인도 예정
소형 LNG 탱커	5월 5일 Korea Line으로부터 소형 LNG 탱커 2척 수주. 2019년 인도 예정
BW Maritime ULCC 4척	5월 2일 BW Group으로부터 ULCC 4척 수주. 2019년 5월 인도 예정

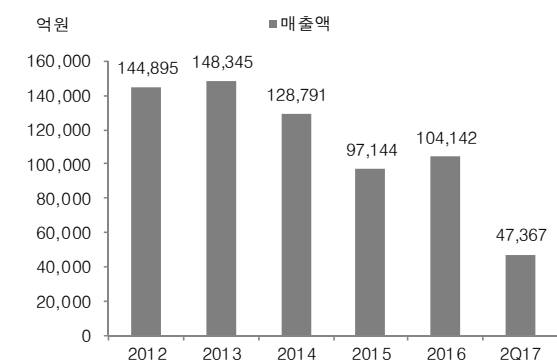
자료: Dart, Clarksons Research, SK증권

삼성중공업의 연도별 신규수주 추이



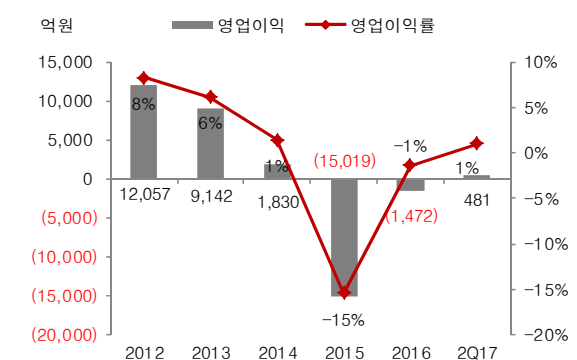
자료: 삼성중공업 SK 증권

삼성중공업 매출액 추이



자료: 삼성중공업 SK 증권

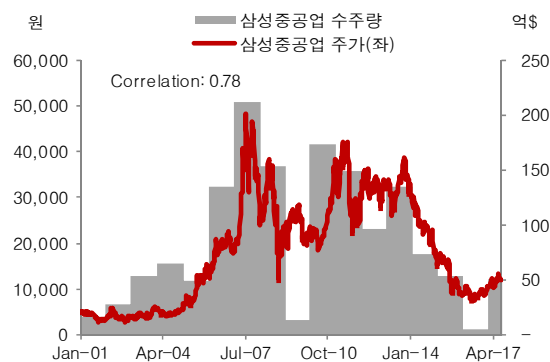
적자공사 공사손실충당금 설정으로 2015년 적자 이후 돌아서는 중



자료: 삼성중공업 SK 증권

전체 수주량 중에서 천연가스 생산과 관련되어 있는 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량만 추출해 주가와 비교해 보면 동사는 0.73의 높은 상관관계를 보였다. 즉, 삼성중공업은 향후 LNG 탱커와 해양플랜트의 수주가 반쳐주지 않는다면, 주가 상승은 제한된다는 것이다. 2001년부터 2017년 6월까지 삼성중공업의 연간 수주량에서 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량이 평균적으로 약 56%를 차지했다는 점을 감안하면 납득할 수 있는 주가 추이이다.

삼성중공업의 주가는 수주량과 동행함



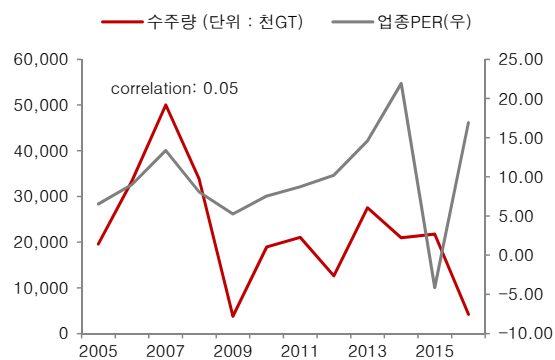
자료: FnGuide, 삼성중공업, SK 증권

그 중 LNG 탱커와 해양플랜트 수주량이 가장 주요함



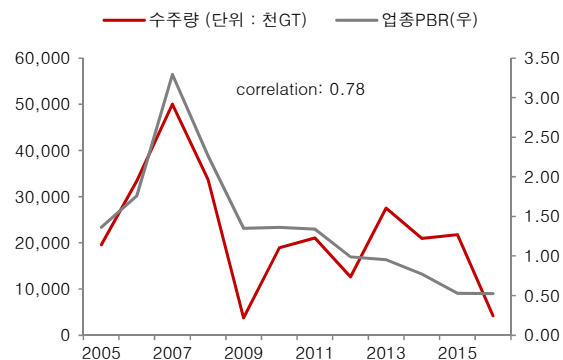
자료: FnGuide, Clarksons Research, 삼성중공업, SK 증권

조선업종 PER 은 수주량과 동행하지 않음

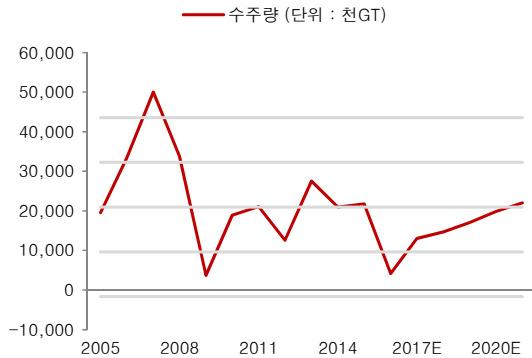


자료: FnGuide, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권

조선업종 PBR 은 수주량과 동행함



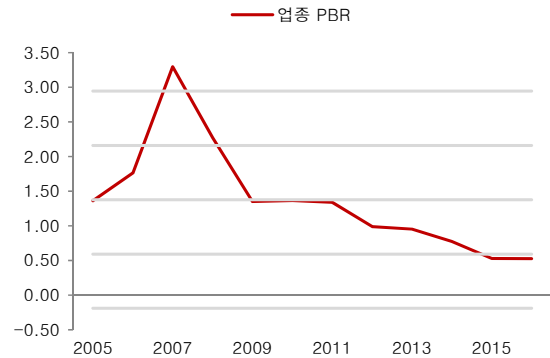
자료: FnGuide, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업, SK 증권

수주량 전망치의 시그마(σ) 수준에 따라 표준화 작업으로

자료: Clarksons Research, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업 SK 증권

주: 그래프에서 눈금선은 밑에서부터 -2σ , -1σ , 평균, $+1\sigma$, $+2\sigma$ 를 의미

적정 업종 PBR 수준을 파악할 수 있음



자료: FnGuide, SK 증권

주: 그래프에서 눈금선은 밑에서부터 -2σ , -1σ , 평균, $+1\sigma$, $+2\sigma$ 를 의미

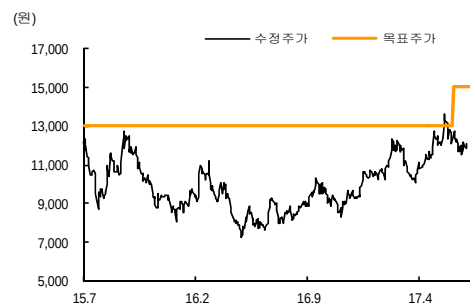
조선업종의 PBR은 각 사의 수주량 추이와 0.78의 높은 상관관계를 보인다. 따라서 연도별 수주량 및 전망치와 업종 PBR 추이를 표준화해 업종 Target PBR을 계산했다. 그리고 동사의 추정 ROE 수준이 대우조선해양을 제외한 3사의 ROE 수준보다 언더 퍼폼하는 정도만큼 할인을 주어 동사의 Target PBR을 산출했다.

Valuation Table

	2017E	2018E	2019E
ROE 추정치	19%	43%	31%
BPS 추정치	16,621	16,826	17,093
업종 ROE	3.3% 대우조선해양 제외 3사 합산 ROE		
적용 BPS	16,777 연도별 추정 BPS를 가중평균함		
업종 Target PBR	1.01 수주량 전망치로 표준화해 산출		
Target Multiple	0.94 (연도별 추정 ROE 평균치/업종ROE)만큼 할인		
목표주가	15,000		
현재주가	12,100		
Upside Potential	24%		

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.27	매수	15,000원
2017.07.02	매수	15,000원
2015.10.26	중립	13,000원
2015.10.07	중립	13,000원
2015.07.30	중립	13,000원



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 27일 기준)

매수	92.36%	중립	7.64%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	101,105	99,508	86,288	73,294	71,870
현금및현금성자산	9,835	9,841	10,594	10,496	8,492
매출채권및기타채권	46,723	55,710	46,919	37,647	38,064
재고자산	14,490	12,261	13,353	10,714	10,833
비유동자산	71,911	72,667	79,618	84,963	91,182
장기금융자산	6,086	2,285	1,375	1,375	1,375
유형자산	55,828	64,424	64,993	66,659	68,213
무형자산	1,017	961	666	464	317
자산총계	173,016	172,175	165,906	158,257	163,052
유동부채	95,701	90,457	86,022	77,627	80,960
단기금융부채	31,900	48,443	48,603	47,603	50,603
매입채무 및 기타채무	43,335	30,022	27,809	22,313	22,560
단기충당부채	3,757	3,252	2,606	2,091	2,114
비유동부채	34,657	18,964	14,938	14,888	15,309
장기금융부채	31,565	16,268	11,962	11,462	11,462
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	241	241	151	159	150
부채총계	130,358	109,422	100,960	92,515	96,269
지배주주지분	42,374	62,643	64,840	65,640	66,684
자본금	11,550	19,506	19,506	19,506	19,506
자본잉여금	4,235	7,584	7,584	7,584	7,584
기타자본구성요소	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703
자기주식	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703	-9,703
이익잉여금	35,935	35,196	36,395	39,186	41,222
비지배주주지분	284	110	106	103	99
자본총계	42,657	62,753	64,946	65,742	66,783
부채외자본총계	173,016	172,175	165,906	158,257	163,052

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	7,058	-14,388	904	7,951	1,530
당기순이익(손실)	-14,618	-689	1,098	2,796	2,041
비현금성항목등	5,139	7,329	2,761	5,129	4,931
유형자산감가상각비	2,802	2,876	3,049	4,455	4,567
무형자산감가상각비	235	292	258	176	122
기타	1,633	2,812	-33	0	0
운전자본감소(증가)	18,215	-21,361	1,474	5,519	-190
매출채권및기타채권의 감소(증가)	17,101	-9,699	5,603	9,272	-417
재고자산감소(증가)	-2,810	2,221	-1,113	2,639	-119
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,203	-11,846	-1,873	-5,496	247
기타	7,127	-2,038	-1,144	-897	98
법인세납부	-1,678	333	-4,429	-5,493	-5,252
투자활동현금흐름	-10,613	1,854	-2,122	-5,900	-5,901
금융자산감소(증가)	-5,563	2,188	1,605	0	0
유형자산감소(증가)	-5,704	-1,099	-4,029	-6,121	-6,121
무형자산감소(증가)	30	25	25	25	25
기타	623	740	277	196	194
재무활동현금흐름	9,989	12,199	3,239	-2,150	2,366
단기금융부채증가(감소)	-9,698	2,569	-1,401	-1,000	3,000
장기금융부채증가(감소)	21,307	7	5,651	-500	0
자본의증가(감소)	0	11,305	0	0	0
배당금의 지급	-513	0	0	0	0
기타	-1,107	-1,682	-1,011	-650	-634
현금의 증가(감소)	6,426	6	754	-98	-2,004
기초현금	3,408	9,835	9,841	10,594	10,496
기말현금	9,835	9,841	10,594	10,496	8,492
FCF	2,692	-21,896	7,027	11,105	4,688

자료 : 삼성중공업 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	97,144	104,142	83,455	66,963	67,705
매출원가	106,761	99,391	78,600	60,106	61,820
매출총이익	-9,616	4,751	4,855	6,857	5,885
매출총이익률 (%)	-9.9	4.6	5.8	10.2	8.7
판매비와관리비	5,403	6,223	3,972	3,562	3,602
영업이익	-15,019	-1,472	883	3,294	2,283
영업이익률 (%)	-15.5	-1.4	1.1	4.9	3.4
비영업손익	401	783	409	394	409
순금융비용	114	311	340	355	341
외환관련손익	-19	571	750	750	750
관계기업투자등 관련손익	-7	-4	-1	0	0
세전계속사업이익	-14,618	-689	1,292	3,689	2,692
세전계속사업이익률 (%)	-15.1	-0.7	1.6	5.5	4.0
계속사업법인세	-2,497	698	99	893	652
계속사업이익	-12,121	-1,388	1,193	2,796	2,041
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-12,121	-1,388	1,193	2,796	2,041
순이익률 (%)	-12.5	-1.3	1.4	4.2	3.0
지배주주	-12,054	-1,212	1,188	2,791	2,036
지배주주귀속 순이익률(%)	-12.41	-1.16	1.42	4.17	3.01
비지배주주	-67	-175	5	5	5
총포괄이익	-12,562	-1,563	1,198	2,796	2,041
지배주주	-12,488	-1,388	1,193	2,796	2,041
비지배주주	-73	-175	5	5	5
EBITDA	-11,982	1,697	4,190	7,925	6,972

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-24.6	7.2	-19.9	-19.8	1.1
영업이익	적전	적지	흑전	273.2	-30.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	185.5	-27.0
EBITDA	적전	흑전	147.0	89.2	-12.0
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	134.9	-27.1
수익성 (%)					
ROE	-24.7	-2.3	1.9	4.3	3.1
ROA	-7.0	-0.8	0.7	1.7	1.3
EBITDA마진	-12.3	1.6	5.0	11.8	10.3
안정성 (%)					
유동비율	105.7	110.0	100.3	94.4	88.8
부채비율	305.6	174.4	155.5	140.7	144.2
순차입금/자기자본	81.9	62.8	60.9	58.0	64.6
EBITDA/이자비용(배)	-27.8	2.5	6.0	12.2	11.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4,751	-448	305	715	522
BPS	16,700	16,058	16,621	16,826	17,093
CFPS	-3,554	722	1,152	1,902	1,724
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	44.7	19.0	26.1
PER(최저)	N/A	N/A	30.6	13.0	17.9
PBR(최고)	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	-2.7	12.8	10.5	6.4	7.0
EV/EBITDA(최고)	-7.1	47.6	22.4	11.7	14.0
EV/EBITDA(최저)	-5.0	35.3	18.4	9.6	11.6