

2017-07-28

# 삼성중공업(010140)

## 매출 절벽 앞에 서서...

### ■ 2Q17 Review: 크레인 전복 사고 비용처리 vs C/O

동사는 2분기 매출 2조 2,997억원, 영업이익 206억원(OPM 0.9%), 지배주주 순이익 286억원으로 전분기와 비슷했지만, 애초 다수 해양 인도에 따른 C/O를 기대했던 컨센서스 보다는 부진했다.

5월 거제도 Martin Linge 작업현장에서 크레인 전복 및 인명 사고가 발생했고 조업이 프로젝트에 따라 몇 주씩 중단되었다. 동사는 관련 직접/간접 비용 1,200억원 이상이 발생했다고 전한다. 이외에 CAT-J의 지체보상금 170억원, 3분기 인도 공사 추가 원가투입 200억원이 추가되었다.

여러 일회성으로 대규모 적자를 기록해야했지만, 2분기 출항한 Ichthys CPF(4월), Prelude FLNG(6월말) 등에서 만들어진 C/O가 실적을 방어했다.

### ■ 2H17 Preview: 건조량 감소하며 고정비 부담 등 우려

상반기 매출은 4.7조원에 달했고, 하반기 매출은 3.3조원으로 건조량이 감소가 시작된다. 즉, 고정비 부담과 이에 따른 원가율 악화로써, 하반기 감익이 기다리고 있다. 상반기 대비 40% 정도 작은 매출에서는 단순 산수로는 큰 규모의 영업적자를 예상할 수도 있지만, 동사가 그간 진행해온 여러 원가 절감 활동이 이를 얼마나 상쇄시켜줄지도 가늠할 수 없다.

하반기 실적은 다소 부정적인 방향으로 불확실성이 높다.

### ■ 매출 절벽 앞에 서서: 투자의견 HOLD 유지

좋은 일들이 많았다. 올해 유일한 2건의 대형 해양 프로젝트를 따내고, 상반기 수주도 51억\$나 달성했다. 상반기 잔고가 늘고, 미청구공사는 줄고, 자금수지도 개선되었다.

그러나 지금 동사는 과거 2년여의 불황이 만들어놓은 가파른 매출절벽 앞에 서있다. 그 충격을 줄여줄 수 있는 유일한 키는 신조시장 회복, 미래 ASP 상승 등이지만, 아직 조금 돌아섰을 뿐이다. 동사의 목표주가 13,000원과 투자의견 HOLD를 유지한다.

당사는 돌아오는 해양 생산 프로젝트들과 시추선 시황 회복의 사유로 2018년 조선업종을 아주 좋게 보고 있다. 다만 올해 하반기가 미지수다.

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

Hold(Maintain)

목표주가(6M)	13,000원
종가(2017/07/27)	12,100원

#### Stock Indicator

자본금	1,951십억원
발행주식수	39,011만주
시가총액	4,724십억원
외국인지분율	20.0%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	201원
BPS(2017E)	15,900원
ROE(2017E)	1.3%
52주 주가	8,077~13,600원
60일평균거래량	2,744,507주
60일평균거래대금	33.6십억원

#### Price Trend



## 2Q17 Review: 야드 사고 비용 vs. C/O 유입

&lt;표 1&gt; 삼성중공업의 2Q17 Review: 2Q에 출항 및 인도될 다수 해양 공사에 추가 원가 투입되었다는 사측 설명

(십억원)									
삼성중공업	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17①	y-y	q-q	컨센서스 07월27일	당사②
매출액	2,720.8	2,777.8	2,385.5	2,437.0	2,299.7	-15%	-6%	2,027.5	2,109.3
영업이익	-283.8	84.1	46.4	27.4	20.6	흑전	-25%	43.1	60.9
영업외	67.9	27.3	-16.3	21.7	8.9	-87%	-59%	-3.5	-23.3
세전이익	-215.8	111.4	30.1	49.2	29.5	흑전	-40%	39.7	37.5
순이익	-212.4	128.6	-70.9	58.7	22.7	흑전	-61%	32.0	44.8
지배주주순이익	-185.7	130.1	-82.3	58.2	28.6	흑전	-51%	32.4	42.0
영업이익률	-10.4%	3.0%	1.9%	1.1%	0.9%	11.3%p	-0.2%p	2.1%	2.9%
세전이익률	-7.9%	4.0%	1.3%	2.0%	1.3%	9.2%p	-0.7%p	2.0%	1.8%
순이익률	-7.8%	4.6%	-3.0%	2.4%	1.0%	8.8%p	-1.4%p	1.6%	2.1%
일회성 요인 제거한 영업이익과 OPM									
일회성					2Q17				
					▽ 일회성손실	-162.0			
					▲ C/O(e)	122.6			
영업이익(일회성 제거)					60.0				
영업이익률					2.6%				

자료: 하이투자증권 리서치

&lt;표 2&gt; 삼성중공업 보유 시추선 현황: 드릴십 6기 중 1기 9월 인도, 취소 맞은 시추선 2기

회사	선종	발주처	기수	용선 여부	기존	변경2	2016	2017	2018	2019	비고
SHI	UDW	Ocean Rig	1		→ 19년1월					1	2개 함께 발주
		Ocean Rig	1		17.06 →					1	1기 스틸커팅 안함
		Ocean Rig	1		16.12 → 18년6월				1		
		Ensco	1		3Q15 → 17년9월		1인도 e				17년1월) 2년 연장 & 잔금 \$309m 중 \$234m 수령해 잔금 \$75m만 남음 → 17년7월) 인도 결정
		Seadrill	2	X	2016년 → ??		2미정				(?) 17년3월 2기 인도 → 연기 중
		PACD	1x0		계약취소!						
	Jackup	StatOil CAT-J	2	O			2인도				17년1월) 1호선 4월, 2호선 3Q 인도로 외신 → 17년7월) 4월, 7월 인도
	Semi	STENA	1	X	1Q16→4Q → 계약취소!		?				17년 자금계획에 잔금 제외   LD 0.2조원 반영 (17년6월) 취소 확정
SHI 합			9		리그 관련 미청구공사 3.8조원		3확실 +2?		1	2척	8~9기 잔여

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 4 월 출항해 6 월 호주에 도착한 Ichthys CPF



자료: 하이투자증권

<그림 2> 6 월말 거제도를 출발하는 Prelude FLNG



자료: 하이투자증권

<그림 3> Martin Linge 작업장 크레인 전복 사고



자료: 하이투자증권

<그림 4> CAT-J 2 기 모두 인도 완료



자료: 하이투자증권

## 실적과 Valuation: 적정주가 1.3만원, HOLD 의견 유지

<표 3> 삼성중공업 실적 예상치: 하반기 2 조원 이하 매출액에서 고정비 부담 영향 우려

(십억원)												
계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	2,530	2,721	2,778	2,386	2,437	2,300	1,783	1,490	9,714	10,414	8,010	6,752
영업이익	6	-284	84	46	27	20	26	7	-1,502	-147	81	21
금융/기타영업외	-1	68	27	-16	22	9	-21	-21	41	79	-12	7
이자손익	-7	-13	9	-20	-7	-13	-10	-10	-11	-31	-40	-40
관계기업/기타	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0
세전사업이익	5	-216	111	30	49	29	5	-14	-1,462	-69	69	28
순이익	16	-212	129	-71	59	23	4	-11	-1,212	-139	74	22
지배주주 순이익	17	-186	130	-82	58	28	3	-12	-1,205	-121	78	23
영업이익률	0.2%	-10.4%	3.0%	1.9%	1.1%	0.9%	1.5%	0.5%	-15.5%	-1.4%	1.0%	0.3%
순이익률	0.6%	-7.8%	4.6%	-3.0%	2.4%	1.0%	0.2%	-0.8%	-12.5%	-1.3%	0.9%	0.3%
EPS(원)	72	-804	563	-211	149	73	9	-30	-5,218	-311	201	58
BPS(원)	22,201	20,840	22,101	16,058	15,851	15,924	15,933	15,900	18,344	16,058	15,900	15,958

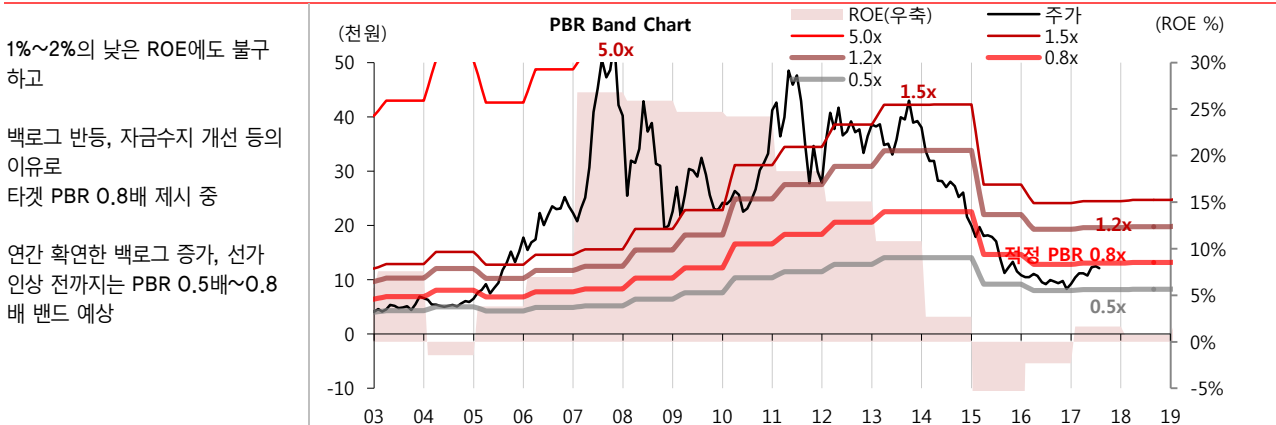
자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> 삼성중공업 목표주가 13,000 원과 HOLD 의견 유지

계정	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
주식수	231	231	231	231	231	231	231	390	390	390
EPS	2,900	4,059	3,684	3,448	2,737	646	-5,218	-311	201	58
BPS	12,297	17,888	20,103	22,869	25,308	23,973	18,344	16,058	15,900	15,958
PBR(고)	3.0	2.5	2.5	2.0	1.8	1.6	1.1	0.6	0.9	
PBR	2.2	1.5	1.9	1.6	1.5	1.2	0.9	0.6	0.7	
PBR(저)	1.8	1.5	1.1	1.3	1.2	0.8	0.5	0.4	0.6	
ROE	26%	27%	19%	16%	11.4%	2.6%	-24.7%	-2%	1%	0%
적용ROE	26%	23%	19%	14%	-11.0%	0.0%	-13.5%	-0.5%	0.8%	0.4%
└ FWD nY	+0Y	+0 ~ 1Y	+0Y	+0 ~ 1Y	+1 ~ 2Y	+1 ~ 3Y	+0 ~ 1Y	+0 ~ 1Y	+0 ~ 1Y	
COE(고)	9%	9%	7.9%	6.7%	-6.1%	0.0%	-12.3%	-0.8%	0.9%	
COE(평균)	12%	15%	10.4%	8.5%	-7.4%	0.0%	-15.8%	-0.9%	1.1%	
적용ROE = +0 ~ 1Y						0.0%	-13.5%	-0.5%	0.8%	
적용COE = TRL 참조										
Target PBR									0.80	
적용 BPS									15,900	
목표주가									13,000	
증가(07.27)									12,100	
상승여력									7%	

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 삼성중공업 PBR 밴드



자료: 하이투자증권 리서치

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,951	7,128	6,637	7,126
현금 및 현금성자산	984	815	485	478
단기금융자산	1,562	1,546	1,531	1,516
매출채권	5,602	3,147	3,157	3,564
재고자산	1,226	1,029	867	968
비유동자산	7,267	7,342	7,457	7,623
유형자산	6,442	6,620	6,788	6,947
무형자산	96	67	47	33
자산총계	17,217	14,470	14,093	14,749
유동부채	9,046	6,247	5,943	6,287
매입채무	1,321	1,409	1,404	1,665
단기차입금	2,694	2,559	2,431	2,431
유동성장기부채	1,159	100	-	-
비유동부채	1,896	2,014	1,919	2,219
사채	499	399	299	299
장기차입금	975	927	927	927
부채총계	10,942	8,261	7,862	8,506
지배주주지분	6,264	6,203	6,226	6,238
자본금	1,951	1,951	1,951	1,951
자본잉여금	758	758	758	758
이익잉여금	3,520	3,598	3,621	3,634
기타자본항목	36	-104	-104	-104
비지배주주지분	11	6	6	5
자본총계	6,275	6,209	6,231	6,243

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,414	8,010	6,752	7,538
증가율(%)	7.2	-23.1	-15.7	11.6
매출원가	9,939	7,618	6,474	7,163
매출총이익	475	392	278	375
판매비와관리비	622	311	257	287
연구개발비	71	55	46	52
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-147	81	21	88
증가율(%)	-90.2	-155.3	-74.8	330.9
영업이익률(%)	-1.4	1.0	0.3	1.2
이자수익	38	28	31	31
이자비용	69	68	71	71
지분법이익(손실)	0	0	-	-
기타영업외손익	176	69	120	40
세전계속사업이익	-69	69	28	15
법인세비용	70	-5	6	3
세전계속이익률(%)	-0.7	0.9	0.4	0.2
당기순이익	-139	74	22	12
순이익률(%)	-1.3	0.9	0.3	0.2
지배주주귀속 순이익	-121	78	23	13
기타포괄이익	1,005	-141	-141	-141
총포괄이익	866	-67	-119	-129
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-1,555	-665	781	664
당기순이익	-139	74	22	12
유형자산감가상각비	288	342	352	361
무형자산상각비	29	29	20	14
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-
투자활동 현금흐름	130	-932	-956	-997
유형자산의 처분(취득)	-110	-520	-520	-520
무형자산의 처분(취득)	3	-	-	-
금융상품의 증감	385	49	26	-15
재무활동 현금흐름	1,392	-1,342	-328	-
단기금융부채의 증감	261	-1,193	-228	-
장기금융부채의 증감	1	-149	-100	-
자본의 증감	1,130	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	1	-170	-329	-7
기초현금및현금성자산	983	984	815	485
기말현금및현금성자산	984	815	485	478

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	-433	201	58	33
BPS	16,058	15,900	15,958	15,991
CFPS	699	1,152	1,013	995
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		60.2	207.3	370.7
PBR	0.6	0.8	0.8	0.8
PCR	13.2	10.5	11.9	12.2
EV/EBITDA	37.7	14.0	16.2	13.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.3	1.3	0.4	0.2
EBITDA 이익률	1.6	5.6	5.8	6.2
부채비율	174.4	133.0	126.2	136.3
순부채비율	44.3	26.2	26.3	26.6
매출채권회전율(x)	2.0	1.8	2.1	2.2
재고자산회전율(x)	7.8	7.1	7.1	8.2

자료 : 삼성중공업, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-06-20	Hold	13,000
2017-01-09	Buy	13,000
2016-02-01	Hold	11,000
2015-11-10	Hold	12,000
2015-10-26	Sell	10,000
2015-07-30	Sell	9,000
2015-07-06	Buy	22,000
2015-04-28	Hold	17,000

### 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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 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) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-