

삼성중공업(010140)

단기 모멘텀 부족해도 체력은 달라졌다

2018년 말 예상 순차입금 0.8조원, 2년 만에 3.5조원 감소

5월 4일, 1.4조원의 유상증자 대금이 납입되며 삼성중공업의 유동성은 크게 확충되었다. 2016년 말 4.3조원의 순차입금은 현재 약 1.3조원으로 추정되고 연말에는 0.8조원으로 줄어들 전망이다. 부채비율도 2016년 174%에서 2018년 말 100% 이하로 하락할 것이다. 4분기에는 resale에 성공한 Stena 세미리그의 잔금 3억달러가 유입돼 유동성에 기여할 것이다. 현재 재무비율은 역사적으로도 안정적인 수준이며 조선사의 주가는 차입금과 민감도가 높다. [그림 1]은 그런 점에서 의미가 있다.

올해 최대 변화, 해양 리스크 제거

최근 대우조선해양은 2척의 ‘씨드릴’ 드릴십 resale에 성공했다. 삼성중공업도 씨드릴에서 수주한 동일한 규모의 미인도 드릴십 2척을 보유 중이다. 매각가가 문제일 뿐, 시추설비의 매수 수요가 늘고 있음은 대우조선해양 사례로 입증된 셈이다. 삼성중공업은 최근 대우조선해양의 resale 가격보다 높은 가격에 매각하겠다는 계획이다. 중도금을 올려 받고 2019년 인도 연장에 합의해 리스크가 낮은 ‘OCR’ 드릴십 2척을 제외한다면 현재 중재 중인 ‘PDC’ 드릴십 1척만 변수로 판단된다. 올해 말까지 중재와 resale을 마무리하려 하며 장부가는 선가의 60%로 계상돼 있다. 8척의 미인도 드릴십으로 고전하던 2016년 대비 불확실성은 대폭 제거되었다.

선가 인상을 위한 힘겨루기 중이나 P와 Q 모두 상승세

수주 목표는 82억달러이며 16억달러의 상선 수주를 기록 중이다. 연초 예상보다 더디다. 1) Sverdrup #2(5억달러) 등 중소 해양플랜트를 실주했고, 2) 주력 선종인 LNG선과 컨테이너선의 inquiry는 대폭 늘고 있으나 선가 인상을 위해 발주처와 조율이 길어지고 있기 때문이다. 2018년 수주 가정은 기존의 82억달러에서 71억달러로 하향하나 최근 조선사들이 체결한 수주 선가 감안 시 시간의 문제일 뿐, 삼성중공업 역시 P와 Q 모두 증가추세임은 분명하다. 2020년 예상 ROE를 7%에서 6%로 낮춤에 따라 목표 PBR을 기존 1배에서 0.8배로 하향, 목표주가를 21% 하향한다. 단기 모멘텀은 부족해도 역사적 최대 수준의 유동성 확충, 해양 경쟁력으로 향후 7조원대의 외형 유지가 가능하다는 점에서 장기 투자에 적합하다.

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA (십억원) | PER (x) | EV/EBITDA (x) | PBR (x) | ROE (%) | DY (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2016A | 10,414 | (147) | (121) | (485) | NM | 170 | NM | 38.7 | 0.4 | (2.3) | - |
| 2017A | 7,901 | (524) | (339) | (930) | NM | (210) | NM | NM | 0.4 | (5.6) | - |
| 2018F | 5,037 | (248) | (241) | (452) | NM | 60 | NM | 61.6 | 0.7 | (3.8) | - |
| 2019F | 7,044 | 304 | 243 | 403 | NM | 621 | 18.1 | 5.3 | 0.6 | 3.4 | - |
| 2020F | 8,224 | 463 | 371 | 613 | 52.3 | 785 | 11.9 | 4.0 | 0.5 | 5.0 | - |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 9,000원(하향)

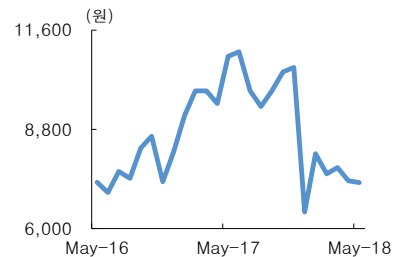
Stock Data

| | |
|-------------------|----------------|
| KOSPI(5/30) | 2,409 |
| 주가(5/30) | 7,300 |
| 시가총액(십억원) | 4,599 |
| 발행주식수(백만) | 630 |
| 52주 최고/최저가(원) | 12,002/6,177 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 47,455 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 65.8/17.2 |
| 주요주주(%) | 삼성전자 외 9인 21.9 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-------|--------|--------|
| 절대주가(%) | (0.7) | (30.8) | (32.7) |
| KOSPI 대비(%p) | 3.5 | (28.1) | (35.5) |

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

올해 최대 변화는 시추설비 리스크 해소, 유동성 개선

올 들어 삼성중공업의 최대 변화는 시추설비 리스크 해소, 미인도 드릴십 resale 과 유상증자 성공에 따른 유동성 개선이다. 이제 주의를 기울여야 할 드릴십은 PDC뿐이다. 약 5%의 공정가치 평가손실이 반영돼 있으며 발주처와 중재 절차 중으로, 선수금(선가의 35%)의 50%인 약 900억원의 총당금을 반영해 놓았다. 발주처가 선수금 반환을 요구하고 있기에 이에 대한 불확실성을 반영한 것이다.

PDC 드릴십 관련, 손익 추정에 있어 우리의 가정은 1) 시점은 불분명하나 선가의 60%에 resale이 되고, 2) 중재 결과 선수금의 50%만 반환하는 것이다. 이 경우 손익 영향은 없으며 약 3억달러의 잔금 수취가 가능하다. 근 5년간 시추설비 시장에는 어떠한 문의도 없다가 올 들어 시추설비 매입수요가 생겼다는 점이 큰 변화다.

<표 1> 시추설비 현황

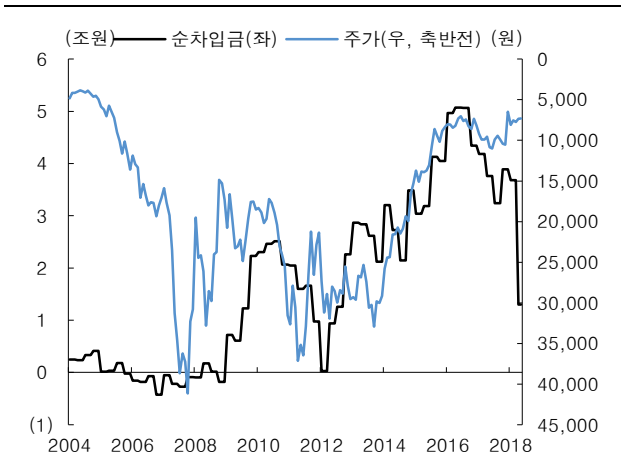
(단위: 십억달러)

| 구분 | 상태 | 프로젝트 | 계약가 | 진행률 | 입금률 | 인도 일정 |
|------|-----------|-------------------------|------|------|------|--------------------------------------|
| 시추설비 | Resale 완료 | Stena Semi-rig | 0.72 | 100% | 100% | 2018년 말 인도 |
| 시추설비 | Resale 추진 | PDC Drillship | 0.52 | 100% | 35% | 중재절차 관련 900억원 총당금, 공정가치 평가손 260억원 반영 |
| 시추설비 | Resale 추진 | Seadrill Drillship | 0.52 | 96% | 30% | Resale 추진 |
| 시추설비 | Resale 추진 | Seadrill Drillship #2 | 0.52 | 96% | 30% | Resale 추진 |
| 시추설비 | 건조 중 | Ocean Rig Drillship #9 | 0.56 | 91% | 43% | 2019년 인도 예정 |
| 시추설비 | 건조 중 | Ocean Rig Drillship #10 | 0.65 | 50% | 22% | 2019년 인도 예정 |

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

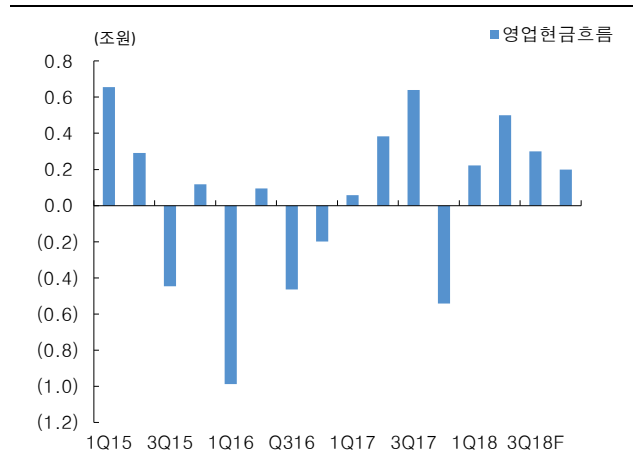
연말 예상되는 순차입금 0.8조원의 가정에는 Stena 세미리그의 매각대금 3억달러만 반영했기에 향후 씨드릴이나 PDC 드릴십 resale 시, cash flow의 upside가 남아 있다. 유상증자 성공으로 peer 대비 약점이던 재무건전성은 대폭 강화되었다.

[그림 1] 순차입금과 주가



주: 주가는 축반전 표기
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 2] 삼성중공업 자금 수치



자료: 삼성중공업, 한국투자증권

해양 프로젝트 수주 기대 시점은 연말

삼성중공업은 oil&gas 산업의 최대 불황이 시작된 2015년에도 해양 수주를 했던 유일한 조선사다. 2017년 BP의 Mad Dog FPU와 ENI의 Coral FLNG를 모두 수주하며 경쟁력을 입증했다. 아쉬운 점은 2018년 해양 시장은 개선세를 이어가고 있지만 기대 가능한 수주 시점은 모두 연말이라는 점이다.

삼성중공업이 입찰한 주요 해양 프로젝트는 웨브론의 Rosebank FPSO(20억달러), 나이지리아 Zabazaba FPSO(10억달러) 등이다. Zabazaba는 나이지리아 local contents 조항을 충족해야 하며 이를 위해서는 현지 야드를 보유해야 한다. 삼성중공업은 조선사 중 유일하게 나이지리아 현지 야드를 갖고 있다는 점에서 경쟁우위가 있다. 2019년 중점 프로젝트는 호주 Barossa Gas FPSO(삼성중공업이 FEED 수주)와 나이지리아 Bonga FPSO 등이다.

삼선 수주만으로는 과거와 같은 외형 유지가 힘들다는 점에서 삼성중공업의 해양 경쟁력은 차별적 강점이다. 1분기, 나이지리아 Egina에서 인센티브를 수취하는 등 수행 리스크도 크게 하락했다는 점에서 더욱 그렇다. 현재 삼성중공업의 해양 수주잔고는 [표 2]와 같이 5개 현장이다. 진행률이 peak에 이른 Sverdrup과 Petronas는 원활히 진행 중이다. Coral과 Mad Dog은 2019년부터 매출화되기 시작해 외형 성장에 기여할 것이다.

〈표 2〉 진행 중인 해양 프로젝트

(단위: 십억달러)

| 프로젝트 | 종류 | 계약가 | 진행률 | 납기 | 계약 유형 |
|------------|----------|------|-----|----------|-------|
| Egina | FPSO | 30.0 | 93% | Jul-2018 | EPC |
| Sverdrup | Platform | 6.2 | 73% | Dec-2018 | PC |
| Petronas | FLNG | 16.0 | 74% | Jul-2020 | PC |
| ENI Coral | FLNG | 25.4 | 2% | Jun-2022 | PC |
| BP Mad Dog | FPU | 12.7 | 10% | Sep-2020 | EPC |

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

〈표 3〉 2018~2019년 발주될 주요 해양 프로젝트

(단위: 십억달러)

| 발주처 | 프로젝트 | 발주시기 | 금액 | 입찰 업체 | 비고 |
|----------------|----------------------|------|-----|--------------|--|
| ENI | Zabazaba FPSO | 2018 | 1.0 | 삼성중공업 등 | 11월 입찰 결과 예상 |
| Chevron | Rosebank FPSO | 2018 | 2.0 | 삼성중공업, 현대중공업 | 2016년 취소, 프로젝트 재개 |
| ConocoPhillips | Caldita Barossa FPSO | 2018 | 1.5 | 삼성중공업 | Saipem, Fluor 등 7개 컨소시엄 입찰, 삼성중공업 FEED 중 |
| Phu Quoc Pet | Block B CPP | 2018 | 1.0 | 삼성중공업, 현대중공업 | 2018 초 우선협상대상자 선정 예정 |
| Shell | Bonga Southwest FPSO | 2019 | 2.0 | 삼성중공업, 현대중공업 | 2019년으로 지연 |

자료: Clarksons, 한국투자증권

〈표 4〉 실적 추정

(단위:십억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 매출 | 2,437 | 2,300 | 1,752 | 1,454 | 1,241 | 1,260 | 1,227 | 1,309 | 10,414 | 7,901 | 5,037 | 7,044 | 8,224 |
| 조선 | 1,090 | 1,026 | 779 | 441 | 620 | 743 | 724 | 957 | 5,107 | 3,336 | 3,045 | 4,624 | 5,889 |
| 해양 | 1,332 | 1,254 | 953 | 968 | 620 | 517 | 503 | 352 | 5,107 | 4,507 | 1,993 | 2,420 | 2,335 |
| 영업이익 | 28 | 21 | 24 | (566) | (48) | (77) | (65) | (58) | (147) | (524) | (248) | 304 | 463 |
| 영업이익률 | 1.1% | 0.9% | 1.3% | (38.9%) | (3.9%) | (6.1%) | (5.3%) | (4.4%) | (1.4%) | (6.2%) | (4.9%) | 4.3% | 5.6% |
| 세전이익 | 49 | 30 | 22 | (571) | (91) | (82) | (70) | (67) | (69) | (464) | (311) | 313 | 477 |
| 지배주주순이익 | 58 | 29 | 28 | (594) | (59) | (64) | (55) | (63) | (121) | (339) | (241) | 243 | 371 |

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1974년에 설립한 삼성그룹 계열의 조선사. 주요 사업은 선박/해양플랜트(LNG선, 드릴십, 초대형 컨테이너선, FPSO, LNG-FPSO)를 제조/판매

- FPSO: 부유식 원유생산 저장 하역 설비, 해상의 일정지역에 머물면서 해저에서 원유를 뽑아 올려 정유 제품을 생산하여 보관하고 타 선박에 이송
- FLNG: 액화천연가스 생산설비로 해상에 정박해 천연가스를 액화/저장/하역하는 선박

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,951 | 6,780 | 5,612 | 7,425 | 8,668 |
| 현금성자산 | 984 | 354 | 1,562 | 1,761 | 2,056 |
| 매출채권및기타채권 | 5,577 | 3,564 | 2,267 | 3,170 | 3,701 |
| 재고자산 | 1,226 | 1,217 | 776 | 1,085 | 1,266 |
| 비유동자산 | 7,267 | 7,038 | 6,769 | 7,010 | 7,152 |
| 투자자산 | 240 | 192 | 170 | 238 | 278 |
| 유형자산 | 6,442 | 6,163 | 6,163 | 6,163 | 6,163 |
| 무형자산 | 96 | 92 | 58 | 82 | 95 |
| 자산총계 | 17,217 | 13,818 | 12,380 | 14,435 | 15,820 |
| 유동부채 | 9,046 | 7,145 | 5,120 | 6,968 | 7,961 |
| 매입채무및기타채무 | 3,525 | 2,692 | 2,015 | 2,818 | 3,290 |
| 단기차입금및단기사채 | 2,694 | 2,142 | 804 | 967 | 1,280 |
| 유동성장기부채 | 1,159 | 1,488 | 1,488 | 1,488 | 1,503 |
| 비유동부채 | 1,896 | 875 | 295 | 258 | 279 |
| 사채 | 499 | 92 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금및금융부채 | 1,127 | 652 | 202 | 128 | 128 |
| 부채총계 | 10,942 | 8,021 | 5,415 | 7,226 | 8,241 |
| 지배주주지분 | 6,264 | 5,790 | 6,957 | 7,201 | 7,571 |
| 자본금 | 1,951 | 1,951 | 3,151 | 3,151 | 3,151 |
| 자본잉여금 | 758 | 758 | 967 | 967 | 967 |
| 기타자본 | (970) | (970) | (970) | (970) | (970) |
| 이익잉여금 | 3,520 | 3,198 | 2,957 | 3,201 | 3,571 |
| 비지배주주지분 | 11 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 자본총계 | 6,275 | 5,797 | 6,965 | 7,208 | 7,579 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------|---------|-------|---------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | (1,555) | 540 | 1,392 | 844 | 533 |
| 당기순이익 | (139) | (341) | (241) | 243 | 371 |
| 유형자산상각비 | 288 | 280 | 286 | 286 | 286 |
| 무형자산상각비 | 29 | 35 | 22 | 30 | 35 |
| 자산부채변동 | (2,140) | 929 | 1,339 | 264 | (171) |
| 기타 | 407 | (363) | (14) | 21 | 12 |
| 투자활동현금흐름 | 130 | (74) | 287 | (732) | (566) |
| 유형자산투자 | (207) | (108) | (286) | (286) | (286) |
| 유형자산매각 | 97 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | 220 | 18 | 22 | (68) | (40) |
| 무형자산순증 | 3 | (0) | 12 | (54) | (49) |
| 기타 | 17 | 0 | 539 | (324) | (191) |
| 재무활동현금흐름 | 1,392 | (957) | (470) | 88 | 328 |
| 자본의증가 | 1,130 | 0 | 1,409 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 261 | (957) | (1,879) | 88 | 328 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 34 | (139) | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 1 | (631) | 1,208 | 200 | 295 |

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

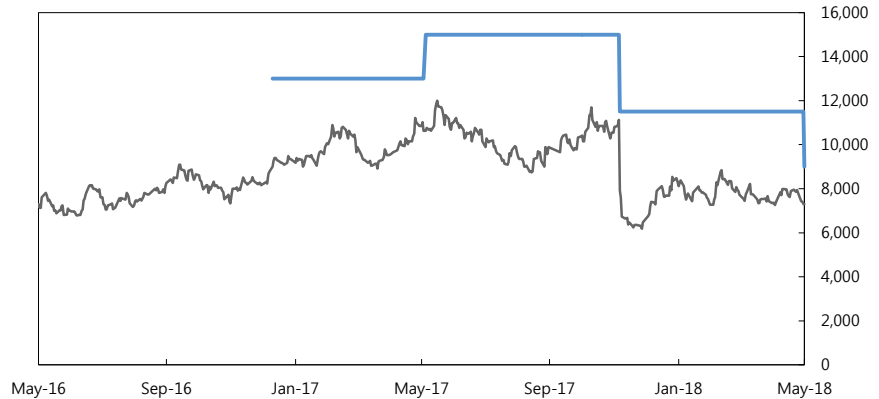
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 10,414 | 7,901 | 5,037 | 7,044 | 8,224 |
| 매출원가 | 9,939 | 8,052 | 4,906 | 6,340 | 7,360 |
| 매출총이익 | 475 | (150) | 132 | 704 | 863 |
| 판매관리비 | 622 | 374 | 380 | 400 | 400 |
| 영업이익 | (147) | (524) | (248) | 304 | 463 |
| 금융수익 | 227 | 252 | 185 | 185 | 190 |
| 이자수익 | 38 | 25 | 30 | 30 | 35 |
| 금융비용 | 324 | 209 | 247 | 176 | 176 |
| 이자비용 | 69 | 52 | 24 | 23 | 23 |
| 기타영업외손익 | 176 | 18 | (0) | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | (0) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | (69) | (464) | (311) | 313 | 477 |
| 법인세비용 | 70 | (123) | (70) | 70 | 107 |
| 연결당기순이익 | (139) | (341) | (241) | 243 | 371 |
| 지배주주지분순이익 | (121) | (339) | (241) | 243 | 371 |
| 기타포괄이익 | 1,005 | (137) | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 866 | (478) | (241) | 243 | 371 |
| 지배주주지분포괄이익 | 883 | (475) | (241) | 243 | 371 |
| EBITDA | 170 | (210) | 60 | 621 | 785 |

주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (485) | (930) | (452) | 403 | 613 |
| BPS | 18,545 | 17,328 | 11,054 | 11,440 | 13,555 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 성장성(%, YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 7.2 | (24.1) | (36.2) | 39.8 | 16.7 |
| 영업이익증가율 | NM | NM | NM | NM | 52.2 |
| 순이익증가율 | NM | NM | NM | NM | 52.3 |
| EPS증가율 | NM | NM | NM | NM | 52.3 |
| EBITDA증가율 | NM | NM | NM | 941.1 | 26.4 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | (1.4) | (6.6) | (4.9) | 4.3 | 5.6 |
| 순이익률 | (1.2) | (4.3) | (4.8) | 3.5 | 4.5 |
| EBITDA Margin | 1.6 | (2.7) | 1.2 | 8.8 | 9.5 |
| ROA | (0.8) | (2.2) | (1.8) | 1.8 | 2.4 |
| ROE | (2.3) | (5.6) | (3.8) | 3.4 | 5.0 |
| 배당수익률 | - | - | - | - | - |
| 배당성향 | NM | NM | NM | 0.0 | 0.0 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 3,925 | 3,051 | 50 | (363) | (507) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 103.1 | 80.5 | 34.0 | 34.1 | 36.7 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | NM | NM | NM | 18.1 | 11.9 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 38.7 | NM | 61.6 | 5.3 | 4.0 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---------------|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 삼성중공업(010140) | 2016.05.01 | 중립 | - | - | - |
| | 2017.01.09 | 매수 | 13,000원 | -24.6 | -13.8 |
| | 2017.06.04 | 매수 | 15,000원 | -31.5 | -20.0 |
| | 2017.12.06 | 매수 | 11,500원 | -33.6 | -23.0 |
| | 2018.05.31 | 매수 | 9,000원 | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 31일 현재 삼성중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성중공업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 삼성중공업 유상증자의 주관사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 80.3% | 19.2% | 0.5% |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.