삼성중공업(010140)

매수(유지)

목표주가: 9,000원(유지)

2Q18 Preview: 방향성은 위지만 지속되는 잡음

드릴십 관련 비용 반영될 가능성

2분기 매출은 전년대비 45% 감소한 1.3조원, 영업적자는 770억원을 전망한다. 우리의 추정치에 반영되지 않은 비용 리스크가 있는데 향후 이익 방향성과는 관련이 없는 시추설비 비용이다. 1) 당초 2019년 인도 예정이었으나 2020년으로 인도 연장을 공시한 OCR #10 드릴십의 정박비용(warm stacking), 2) 씨드릴 드릴십 2척의 재고자산 평가손실 반영 여부가 변수다. 통상 정박비용은 월 6억~7억원이 소요된다. 기존 인도 연장 사례에서는 이를 반영해 선가를 올려 받았지만 이번에는 관련 협의가 없었다. 씨드릴 드릴십에 반영된 충당금은 없지만 기수령한 30%의 선수금은 몰취한 상황이다. 매분기 재고자산 공정가치 평가가 시행되는데 최근 대우조선해양이 씨드릴 드릴십을 선가의 50%에 resale했다는 점에서 공정가치 하락 요인이 될 수 있다.

상선은 계획대로, 해양은 차질이나 심각한 상황 아님

현재 상선수주는 25억달러로 3분기 확정될 현대상선의 초대형 컨테이너선을 포함하면 33억달러를 확보했다. 수주목표는 상선 56억달러, 해양 26억달러로 상선 수주는 순조롭다. 문제는 해양인데 1분기 Johan Sverdrup #2(5억달러)를 실주한데 이어, 최근 Rosebank FPSO(20억달러)의 건조사로 대우조선해양과 싱가폴 Sembcorp Marine이 숏리스트에 올랐다. 따라서 현실적으로 해양 수주를 달성할 가능성은 낮아졌고 이 공백을 상선이 채울 것으로 보인다. 싱가폴 조선사는 인근 국가의 저렴한 노동력을 집중 소싱하며 불안 요인이 되고 있다. 그러나 경험이 부족한 조선사가 공격적 가격을 써내는 시황 회복 초입기의 일시적 현상으로 판단한다. 삼성중공업은 2017년 해양 2건을 수주했기에 현재 해양인력의 고정비 부담이 큰 것은 아니다.

하반기 구조조정 비용은 change order가 상쇄할 것

2017년 말, 두번째 증자계획을 발표하며 제시했던 가이던스에는 1천명 미만의 구조조정 비용이 포함돼 있었다. 상반기에 이 비용이 반영되지 않지만 하반기에는 반영될 가능성이 높다. 그러나 현지 테스트 중인 Egina FPSO의 인도가 완료될 3~4분기 change order 유입 가능성으로 비용 충격을 상쇄할 전망이다. 선주들의 휴가철로 모멘텀이 부족한 여름이지만 PBR 0.6배에서는 장기 투자매력이 크다.

	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	57.3	0.6	(3.8)	-
2019F	7,044	304	243	403	NM	621	17.1	4.9	0.6	3.4	-
2020F	8,224	463	371	613	52.3	785	11.3	3.7	0.5	5.0	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

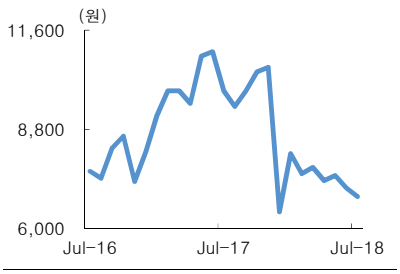
Stock Data

KOSPI(7/9)	2,286
주가(7/9)	6,900
시가총액(십억원)	4,347
발행주식수(백만)	630
52주 최고/최저가(원)	11,693/6,177
일평균거래대금(6개월, 백만원)	36,625
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.8/16.8
주요주주(%) 삼성전자 외 9 인	21.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.1)	(5.3)	(36.7)
KOSPI 대비(%p)	(1.4)	3.6	(32.7)

주가추이



자료: WISEfn

이경자
kyungja.lee@truefriend.com

김치호
chiho.kim@truefriend.com

해양 위기를 논하기에는 일러

삼성중공업이 입찰한 주요 해양 프로젝트는 쉐브론의 Rosebank FPSO(20억달러), 나이지리아 Zabazaba FPSO(10억달러), 나이지리아 Bonga FPSO(10억달러) 등이다. Zabazaba는 나이지리아 local contents 조항을 충족해야 한다. 삼성중공업은 유일하게 나이지리아 현지 야드를 갖고 있는 조선사로, 별도의 local contents 물량만 수주할 수도 있다.

올 들어 공들이던 Svedrup #2와 Rosebank를 연이어 실주하며 싱가폴/중국 조선사에게 시장을 뺏길 수 있다는 위기의식이 고조되었다. 최근 주가 하락도 이를 반영했다고 보여진다. 싱가폴은 최근 말레이시아, 인도, 파키스탄 등 인근 국가의 저렴한 노동력을 집중 소싱하며 원가 경쟁력을 높이고 있음은 사실이다. 최근 싱가폴은 조선업종에 종사하는 외국인 노동자에게 부과하는 추가분담금 인상을 1년 더 유예하기로 했다. 또한 임금 인상분 일부를 정부에서 공동분담하는 'Wage Credit Scheme'을 시행 중이다.

그러나 Rosebank의 숏리스트에 오른 싱가폴 Sembcorp Marine은 소규모 top side 인도 경험은 있지만 hull side의 인도 경험은 없다. 또 다른 싱가폴 조선사인 Keppel도 FPSO 개조만을 주로 해 왔다. 한국 조선사가 Johan Castberg나 Rosebank를 실주한 결정적 요인은 가격이었는데 싱가폴 조선사들은 관련 경험이 없기에 오히려 공격적인 가격을 쓸 수 있는 반면, 한국 조선사들은 실적 충격 이후, 견적 과정이 좀더 정밀해지고 까다로워진 영향으로 판단된다.

<표 1> 싱가폴 Sembcorp Marine 해양 수주 실적

구분	프로젝트	인도 시기	수주시기	발주처	비고
MSV	Q7000	2018	2013	Helix Energy	
Drillship	N/B Sembcorp Tanjong 11-1117	2020	2014	Transocean	
Drillship	N/B Sembcorp Tanjong 11-1116	2020	2014	Transocean	
Hvy L/Crane	Sleipnir	2019	2015	Heerema Marine	
FPSO	Johan Castberg FPSO	2022	2017	Equinor	Hull side (4.9 억달러)
FPSO	Karish/Tanin FPSO	2021	2018	Energean E&P	Top side(2.9 억달러)

자료: Clarksons, Sembcorp Marine, 한국투자증권

지금은 시황 회복 초입기에 나타나는 불편하지만 일시적인 현상으로 해석한다. 상선시장도 작년의 회복 초입기에는 중국 조선사들의 공세가 거셌다. 그러나 시황 회복이 완연해지며 선주들은 좀더 안전한 조선사를 택하고 있고 이는 선가 상승으로 이어지고 있다. 해양산업도 이 과정을 지나고 있다고 판단한다.

<표 2> 삼성중공업의 시추설비 현황

(단위: 십억달러)

구분	상태	프로젝트	계약가	진행률	입금률	인도 일정
시추설비	Resale 완료	Stena Semi-rig	0.72	100%	100%	2018 년 말 인도 예정
시추설비	Resale 추진	PDC Drillship	0.52	100%	35%	중재절차 관련 900 억원 충당금, 공정가치 평가손 260 억원 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%	2019 년으로 인도 연장
시추설비	건조 중	Ocean Rig Drillship #10	0.65	50%	22%	2020 년으로 인도 연장

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	4 분기 결과 예상
Chevron	Rosebank FPSO	2018	2.0	Big 3, Sembcorp Marine	Sembcorp Marine, 대우조선해양 숏리스트
ConocoPhillips	Caldita Barossa FPSO	2019	1.5	삼성중공업, Saipem, Fluor 등	삼성중공업 FEED 중
Phu Quoc Pet	Block B CPP	2018	1.0	삼성중공업, 현대중공업 등	4 분기 결과 예상
Shell	Bonga Southwest FPSO	2019	2.0	삼성중공업, 현대중공업 등	2019 년으로 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, 드릴쉽, 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

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

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(1,555)	540	1,392	844	533
당기순이익	(139)	(341)	(241)	243	371
유형자산감가상각비	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

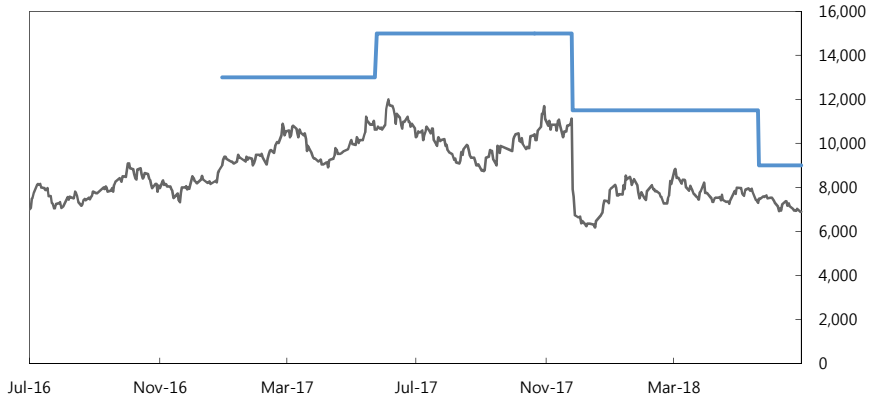
주: K-IFRS (연결) 기준

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	17.1	11.3
PBR	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	38.7	NM	57.3	4.9	3.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성중공업(010140)	2016.06.02	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 7월 10일 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.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 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.