

삼성중공업(010140)

Above
In line
Below

종립(유지)

문제는 복합적, 잔고고갈과 현안 프로젝트의 부담

Stock Data

KOSPI(4/29)	1,994
주가(4/29)	10,700
시가총액(십억원)	2,470
발행주식수(백만)	231
52주 최고/최저(가)	19,350/9,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,319
유동주식비율/외국인자본율(%)	64.7/15.5
주요주주(%)	삼성전자 외 8인 24.1

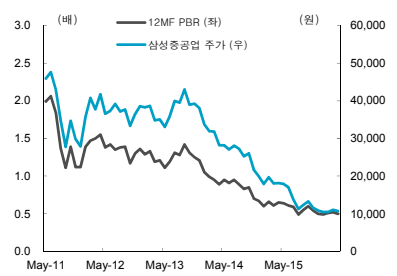
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	NM	32.4	21.4
PBR(x)	0.5	0.6	0.6
ROE(%)	(24.7)	1.6	2.4
EV/EBITDA(x)	NM	13.5	10.4
EPS(원)	(5,879)	330	499
BPS(원)	22,545	18,571	18,825

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.6)	(19.2)	(42.2)
상대주가(%p)	(6.5)	(17.3)	(35.2)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new : FLNG 진행 속도 조절로 매출 부진

매출은 전년 대비 3%, 영업이익은 77%, 세전이익은 83% 감소하며 BEP 수준에 그쳐 예상치를 크게 하회했다. 실적 악화의 주요인종으로 무엇보다 매출 감소가 크다. 1분기 조업일수가 5일 줄었고 FLNG들의 진행이 slow-down되며 매출이 지연됐기 때문이다. Prelude는 2016년 9월에서 2017년 4월로 인도 연기가 합의됐고 페트로나스 FLNG는 선주사가 2년 연장을 요청, 협의 중이다.

Positives : 자산재평가로 부채비율 51%p 하락

조선소 부지를 자산재평가 하며 자산이 전분기 대비 8,700억원 늘었다. 2011년 IFRS를 도입하며 재평가해 반영했던 가치는 시가 대비 저평가였기 때문이다. 이에 따라 부채비율은 254%로 전년 말 306%에서 51%p 개선됐다. 표면상 부채비율은 낮아졌지만 2015년 2분기 부채비율 급등으로 자산재평가를 했던 삼성엔지니어링의 사례가 떠올라 마냥 긍정적으로 받아들이기는 어려운 부분이 있다. 한편 최대 현안 프로젝트인 Ichthys와 Egina는 추가 비용은 없었다. Ichthys 진행률은 81%로 올 9월 sail-away 목표로 진행 중이다. Egina는 48% 진행률을 보이며 2017년 3월 sail-away 목표다.

Negatives : 뼈아픈 Browse FLNG 취소

최근 Browse FLNG의 hull side NTP(착공지시서)가 발행되지 않으며 수주 취소공시를 했다. 이에 따라 작년에 수주로 잡았던 47억달러가 빠져 현재 매출기준 수주잔고는 16.5조원으로 급감했다. 뿐만 아니라 2016년 예상했던 60억달러의 top-side 수주 가능성도 무산되었다. 매출기준 수주잔고는 1.6년으로 타 조선사와 마찬가지로 역사적 최저수준이다. 일감 감소도 문제지만 해양 쪽은 여전히 불확실성이 있는 만큼 사측은 Prelude와 페트로나스 FLNG 등 주요 프로젝트의 진행속도를 늦추기 위해 발주처와 긍정적으로 협의 중이다. 따라서 올해 매출은 목표했던 12조원은 어려워 보이며 우리는 10.0조원으로 추정한다.

결론 : 문제는 복합적, 긍정적으로 접근하기 어려운 상황

조선업 공통의 문제지만 수주잔고 고갈이 지속되고 있고 현안 해양 프로젝트가 한창 진행되고 있어 타사대비 문제는 좀더 복잡하다. 현재 모잠비크 FLNG(20억달러, 우선협상대상자), 인도 Gail사 LNG선 등의 수주를 집중 추진하고 있으나 잔고고갈을 상쇄하기에는 규모가 작다. 대략 탱커, 컨테이너, LNG선 순으로 진행될 이란 발주 수혜를 Big3중 우선적으로 기대하기도 어려워 보인다. 선수금 감소로 순차입금이 1조원 늘었기 때문에 올해 유동성 관리 등 리스크 관리가 최우선 순위다. 투자의견 중립을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16P				증감률		2016F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	2,909	2,530	(13.0)	2,779	(21.6)	(3.1)	10,033	10,895
영업이익	30	6	(79.7)	39	(79.6)	(76.8)	91	156
영업이익률	1.0	0.2	-0.8	1.4	-0.7	-0.8	0.9	1.4
세전이익	29	5	(81.4)	33	(85.6)	(83.4)	88	115
순이익	22	17	(26.2)	19	NM	43.1	68	89

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
seungkyun.kang@truefriend.com

<표 1> 주요 해양 프로젝트 진행 현황

(단위: 십억달러)

	계약	인도	계약액	추가비용 반영	진행률		
					2Q15	3Q15	4Q15
Ichthys CPF	1Q12	4Q16	2.7	590	77%	69%	77%
Egina FPSO	2Q13	4Q17	3.0	650	34%	27%	34%
Shell FLNG	2010	2Q17	3.0				91%
Petronas FLNG	2012	2018	1.5				18%

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

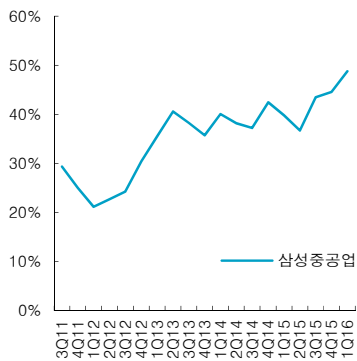
<표 2> 삼성중공업 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
매출	2,610	1,440	2,436	3,229	2,530	2,615	2,461	2,426	12,879	9,714	10,033	7,084
영업이익	26	(1,548)	(10)	30	6	24	28	33	183	(1,502)	91	124
영업이익률	1.0%	-107.5%	-0.4%	0.9%	0.2%	0.9%	1.1%	1.4%	1.4%	-15.5%	0.9%	1.7%
세전이익	32	(1,498)	(34)	37	5	23	27	32	190	(1,462)	88	133
순이익	11	(1,155)	(25)	(43)	16	18	21	13	147	(1,212)	68	103
(지배주주)	12	(1,154)	(22)	(41)	17	18	21	13	147	(1,205)	68	103

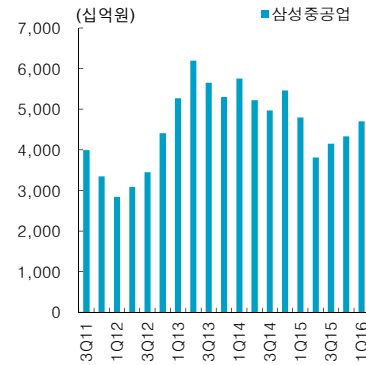
자료: 한국투자증권

[그림 1] 삼성중공업 미청구공사/매출 비율



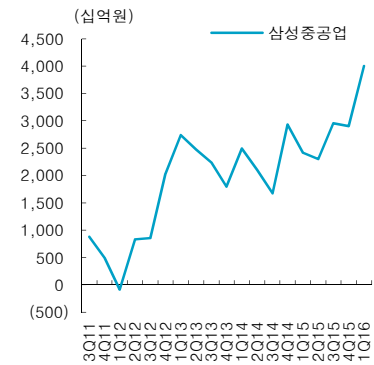
자료: 삼성중공업

[그림 2] 삼성중공업 미청구공사



자료: 삼성중공업

[그림 3] 삼성중공업 순차입금



자료: 삼성중공업

기업개요

1974년에 설립한 삼성그룹 계열의 강선 건조업체. 주요 사업은 선박/해양플랜트 (쇄빙유조선, LNG선, 드릴쉽, 초대형컨테이너선, FPSO, LNG-FPSO, 풍력발전기)를 제조/판매하는 조선해양부문과 토목/건축사업을 영위하는 E&I부문

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	10,581	10,110	10,620	7,357	7,936
현금성자산	341	983	1,016	717	752
매출채권및기타채권	6,280	4,685	5,017	3,401	3,788
재고자산	1,169	1,449	1,497	1,057	1,108
비유동자산	6,541	7,191	8,135	8,025	8,370
투자자산	548	625	370	261	274
유형자산	5,273	5,583	6,750	7,047	7,344
무형자산	129	102	105	74	78
자산총계	17,122	17,302	18,755	15,382	16,306
유동부채	10,008	9,570	11,310	8,242	9,337
매입채무및기타채무	5,307	4,836	3,512	2,480	2,600
단기차입금및단기사채	2,214	1,908	2,658	2,458	2,358
유동성장기부채	654	514	547	572	597
비유동부채	1,541	3,466	3,156	2,792	2,483
사채	599	1,098	798	498	198
장기차입금및금융부채	766	2,058	2,038	2,068	2,048
부채총계	11,549	13,036	14,466	11,034	11,820
지배주주지분	5,537	4,237	4,261	4,320	4,456
자본금	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
자본잉여금	424	424	424	424	424
기타자본	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)
이익잉여금	4,872	3,594	3,661	3,763	3,944
비지배주주지분	36	28	29	29	30
자본총계	5,573	4,266	4,290	4,348	4,486

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	(457)	620	901	57	1,173
당기순이익	147	(1,212)	68	103	182
유형자산감가상각비	262	280	286	293	299
무형자산상각비	22	24	21	15	16
자산부채변동	(652)	1,808	519	(293)	668
기타	(236)	(280)	7	(61)	8
투자활동현금흐름	(521)	(1,081)	(1,332)	90	(742)
유형자산투자	(367)	(608)	(1,491)	(628)	(634)
유형자산매각	44	38	38	38	38
투자자산순증	(224)	(538)	212	65	(56)
무형자산순증	(2)	3	(25)	16	(19)
기타	28	24	(66)	599	(71)
재무활동현금흐름	503	1,104	463	(446)	(396)
자본의증가	40	0	0	0	0
차입금의순증	887	1,155	463	(445)	(395)
배당금지급	(108)	(51)	0	0	0
기타	(316)	0	0	(1)	(1)
기타현금흐름	(2)	(1)	0	0	0
현금의증가	(478)	643	32	(299)	35

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

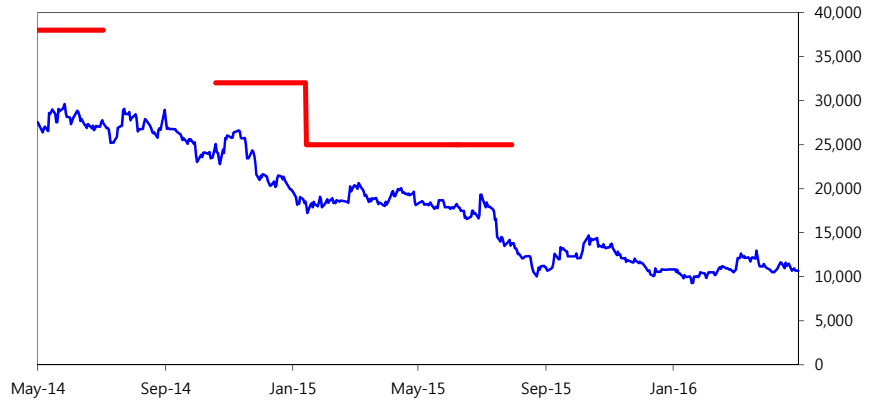
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	12,879	9,714	10,033	7,084	7,427
매출원가	12,116	10,676	9,292	6,261	6,447
매출총이익	763	(962)	741	824	980
판매관리비	580	540	650	700	750
영업이익	183	(1,502)	91	124	230
금융수익	259	267	170	176	181
이자수익	30	32	24	25	26
금융비용	346	277	228	178	177
이자비용	26	43	35	25	24
기타영업외손익	94	51	54	11	(0)
관계기업관련손익	(1)	(1)	0	0	0
세전계속사업이익	190	(1,462)	88	133	234
법인세비용	42	(250)	20	30	52
연결당기순이익	147	(1,212)	68	103	182
지배주주지분순이익	149	(1,205)	68	102	181
기타포괄이익	(36)	(44)	(44)	(44)	(44)
총포괄이익	111	(1,256)	24	59	138
지배주주지분포괄이익	115	(1,249)	24	59	137
EBITDA	467	(1,198)	399	432	545

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	693	(5,879)	330	499	881
BPS	28,173	22,545	18,571	18,825	19,421
DPS	250	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(13.2)	(24.6)	3.3	(29.4)	4.8
영업이익증가율	(80.0)	NM	NM	35.4	86.0
순이익증가율	(76.4)	NM	NM	51.5	76.5
EPS증가율	(76.2)	NM	NM	51.5	76.5
EBITDA증가율	(60.9)	NM	NM	8.1	26.3
수익성(%)					
영업이익률	1.4	(15.5)	0.9	1.7	3.1
순이익률	1.2	(12.4)	0.7	1.4	2.4
EBITDA Margin	3.6	(12.3)	4.0	6.1	7.3
ROA	0.9	(7.0)	0.4	0.6	1.1
ROE	2.6	(24.7)	1.6	2.4	4.1
배당수익률	1.3	-	-	-	-
배당성향	34.4	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,250	3,472	3,841	2,955	2,459
차입금/자본총계비율(%)	88.3	148.8	158.7	116.2	103.8
Valuation(X)					
PER	28.8	NM	32.4	21.4	12.1
PBR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	14.8	NM	13.5	10.4	7.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성중공업(010140)	2014.07.07	NR	-
	2014.07.17	중립	-
	2014.10.20	매수	32,000 원
	2015.01.15	매수	25,000 원
	2015.08.02	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 5월 1일 현재 삼성중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 추가등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※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.