

삼성중공업(010140)

종립(유지)

페트로나스 FLNG 인도 연기설 뉴스

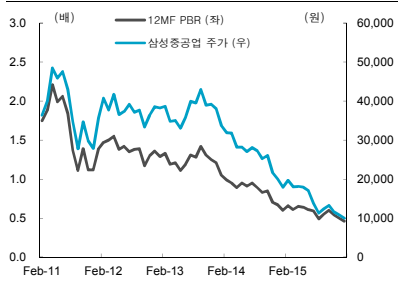
Stock Data

KOSPI(1/22)	1,879
주가(1/22)	10,000
시가총액(십억원)	2,309
발행주식수(백만)	231
52주 최고/최저가(원)	20,650/9,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	21,204
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.7/14.6
주요주주(%)	삼성전자 외 8인 24.1
	미래에셋자산운용 외 4인 5.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.8)	(30.8)	(45.9)
상대주가(%p)	(2.2)	(21.8)	(43.8)

12MF PBR 추이



자료: WISEIn 컨센서스

페트로나스와 삼성중공업이 FLNG 인도 연기를 위한 협상 중이라고 보도

지난 20일, 언론은 페트로나스가 삼성중공업이 건조 중인 FLNG 인도를 약 2년 지연시키기 위해 삼성중공업과 협상 중이라고 보도했다. 삼성중공업은 2014년 2월, 페트로나스로부터 1.56조원에 “PFLNG #2”를 수주했으며 당초 2018년 1월 15일 인도돼 말레이시아 동부 로탄 가스전에서 연 150만톤의 가스를 생산할 계획이었다. 이번 협상이 이뤄지면 FLNG는 인도는 2020년초로 늦춰진다. 언론은 페트로나스가 먼저 인도 연기 제안을 한 것으로 보도했으나 아직 삼성중공업에 공식적으로 인도 연기 요청을 한 상태는 아니다.

페트로나스는 2015년 3분기 1.3억달러의 순손실을 기록하는 등, 저유가와 달러강세로(대부분 달러 부채) 2014년부터 손익이 급격히 악화되었다. 최근 페트로나스의 CEO는 향후 4년간 CAPEX/OPEX를 110억달러를 감축하기로 발표했다.

단기적으로는 수행 리스크를 낮출 수 있겠으나 장기적으로는 시장의 어려움 시사

삼성중공업은 올해 Ichthys와 Egina 등, 현안 프로젝트의 매출이 최대로 올라가는 시점(올해 해당 매출 22억달러 예상)이다. 작업로드가 큰 시점이므로 2년의 인도 지연이 확정된다면 단기 실적의 안정성에 긍정적이다. PFLNG#2의 진행률은 20%로 2016~2017년 각 6억달러씩의 매출이 예상됐으며 전사 매출의 5~6%에 해당한다. 기성에 따라 대금을 회수하는 milestone 방식이므로 cash flow와는 관련이 없으며 손익 영향만 있다. 한편 페트로나스의 경영 어려움은 오래 전부터 인지된 사실이지만 이번 인도지연 요청으로 IOC의 손익 불안과 해양 프로젝트의 발주 어려움을 재확인시킨 사례로 해석된다.

Valuation: 2016년 필요한 것은 외형 성장보다 리스크 관리

매출 감소는 불가피하나 2016~2017년 big3에게 가장 필요한 것은 손익 안정화라는 점에서 부정적으로만 해석될 이슈는 아니다. 작업로드가 많은 해양플랜트 현장에 조업 분산이 예상돼, 리스크를 줄이며 현안 프로젝트를 마무리할 수 있기 때문이다. 2016~2017년 2015년 발생했던 어닝쇼크의 재발 가능성은 낮다. 그러나 이번 뉴스는 전방의 어려움으로 빠른 손익 회복을 기대하기도 어려움을 시사하므로 중기적으로는 리스크 관리와 체질 개선에 초점을 맞춰야 한다. 2016년의 관건은 비교적 전망이 밝은 LNG선 수주 확보 여부와 주요 해양 프로젝트인 ‘Prelude’, ‘Ichthys’의 성공적 인도 여부다. 현안 프로젝트의 리스크만 완화된다면 조선업의 한계를 극복하고 성장할 수 있다는 점에서 업종 내 상대적인 선호 관점을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2013A	14,835	914	632	2,914	(20.7)	1,196	13.1	8.6	1.4	11.4	1.3
2014A	12,879	183	149	693	(76.2)	467	28.8	14.8	0.7	2.6	1.3
2015F	8,956	(1,489)	(1,142)	(5,572)	NM	(1,209)	NM	NM	0.6	(23.1)	-
2016F	10,999	188	143	697	NM	471	14.3	10.2	0.5	3.2	-
2017F	13,447	403	320	1,560	123.9	691	6.4	4.2	0.5	6.9	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
seungkyun.kang@truefriend.com

<표 1> 페트로나스 PFLNG #2 내용

구분	내용
발주처	Petronas
계약일	2014.02
컨소시엄	SHI + JGC
계약금액	1.6 조원
규모	18 만m ³ 천연가스와 2 만m ³ 컨덴세이트 저장 연간 150 만 t 의 가스 생산 길이 365m, 폭 64m
인도(계약기준)	2018-01-15
생산 위치	말레이시아 동부 Rotan 가스전
Progress	2015.06 steel cutting, 현재 20% 진행



자료: Petronas, 한국투자증권

당초 PFLNG에서 예상되던 2016~2017년 매출은 연간 6억달러로 예상 전사 매출의 5~6%에 해당한다. 삼성중공업과 페트로나스가 인도 연기에 합의한다면 해당 매출은 2018~2019년에 분산된다. 2016년 Ichthys와 Prelude의 인도가 예정돼 있고 Egina 매출이 본격화되는 시기이므로 조업 분산으로 리스크 관리에 도움이 된다는 점에서 단기적으로는 삼성중공업 손익 정상화에 도움이 되는 이슈다. 그러나 거대 IOC의 어려움을 재확인해 준 사례라 장기 시장 환경은 여전히 어려움을 시사한다.

<표 2> PFLNG#2 매출 추정

(단위: 십억원)

연도	계획 매출	매출 비중	지연 시 매출
2015	312	3.5%	312
2016F	600	5.5%	50
2017F	600	4.5%	50
2018F	48	0.4%	500
2019F	-	-	600
2020F	-	-	48

자료: 한국투자증권

<표 3> Petronas 손익 요약

(단위: MYR mn)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Sales	184,053	223,078	264,175	216,411	241,228	290,976	317,314	329,148	84,049	85,359	80,373	79,367	66,191	61,304	60,064
COGS%	54.2%	53.4%	59.6%	61.9%	59.5%	63.1%	64.5%	65.8%	62.8%	62.9%	65.7%	71.9%	66.8%	69.6%	69.6%
OP	75,719	96,445	97,072	72,497	99,705	99,247	101,027	78,058	27,639	28,101	23,106	(2,065)	16,933	13,685	15,263
OPM	41.1%	43.2%	36.7%	33.5%	41.3%	34.1%	31.8%	23.7%	32.9%	32.9%	28.7%	-2.6%	25.6%	22.3%	25.4%
EBT	76,346	95,547	89,139	67,300	90,496	89,079	94,258	77,691	27,207	28,060	22,782	(358)	16,951	14,613	3,895
NP	46,432	61,038	52,546	40,286	54,848	49,388	54,114	37,038	16,168	18,330	12,414	(9,874)	9,314	9,103	(565)

자료: Petronas

<표 4> 삼성중공업 분기실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Sales	3,431	3,107	3,264	3,078	2,610	1,440	2,436	2,470	14,835	12,879	8,956	10,999	13,447
OP	(362)	262	182	102	26	(1,548)	(10)	42	914	183	(1,489)	188	403
OPM	-10.6%	8.4%	5.6%	3.3%	1.0%	-107.5%	-0.4%	1.7%	6.2%	1.4%	-16.6%	1.7%	3.0%
EBT	(294)	263	175	46	32	(1,498)	(34)	35	819	190	(1,464)	184	412
NP	(272)	206	172	41	11	(1,155)	(25)	27	632	147	(1,142)	143	320

자료: 삼성중공업, 한국투자증권

<표 5> 삼성중공업 선종별 인도 스케줄

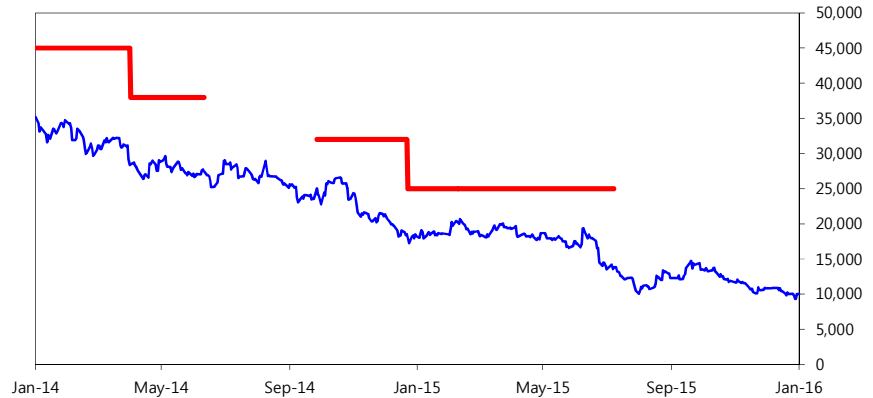
(단위: 척)

	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F
Tanker	14	2	2	7	11	5	
Container	18	10	12	14	10		
LNGC	8	10	11	9	8	3	
LPGC				5	1		
FPSO		1			1	2	
FSU			1	1	1		
Drillship	7	9	6		4	1	1
Products	2				2		
Others	2	1					
Total	51	33	32	36	38	11	1

자료: Clarksons, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성중공업(010140)	2014.01.28	매수	45,000 원
	2014.04.25	매수	38,000 원
	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 1월 24일 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 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 (2015.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.0%	20.8%	2.2%

※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.