Initiating coverage

Korea / Shipbuilding

19 September 2012

BUY

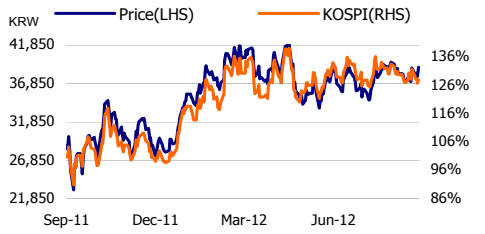
목표주가	48,000 원
현재주가 (14 sep 2012)	39,000 원

Upside/downside (%)	23.1
KOSPI	2007.58
시가총액 (십억원)	9,004
52 주 최저/최고	23,000 / 42,350
일평균거래대금 (십억원)	44.0
외국인 지분율 (%)	31.3

Forecast earning & valuation

Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	**13,392**	**14,072**	**15,218**	**15,620**
영업이익 (십억원)	1,160	1,061	1,185	1,213
당기순이익 (십억원)	**851**	**792**	**902**	**922**
수정순이익 (십억원)	851	792	902	922
EPS (원)	3,687	3,429	3,908	3,993
EPS 성장률 (%)	(14.9)	(7.0)	14.0	2.2
P/E (x)	**10.6**	**11.4**	**10.0**	**9.8**
EV/EBITDA (x)	6.2	7.7	6.7	5.9
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.3	1.3
P/B (x)	1.9	1.7	1.5	1.3
ROE (%)	**19.4**	**15.9**	**15.8**	**14.1**
순차입금/자기자본 (%)	10.7	27.9	15.1	(1.1)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	0.5	3.6	35.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(2.1)	(3.7)	20.6

정우창, Analyst
3774 6753 wcchung@miraeasset.com
송인욱
3774 3967 amy.song@miraeasset.com

삼성중공업 (010140 KS)

Leader of the pack

투자의견 BUY, 목표주가 48,000 원으로 삼성중공업 커버리지 개시. 삼성중공업은 동종업체 대비 높은 실적가시성으로 시장대비 지속적으로 아웃퍼폼할 것으로 기대됨. 이는 2012 년 신규 수주 대비 해양설비 비중이 81%로 주요 경쟁업체 평균 44% 대비 월등히 높은 수준이기 때문. 2013 년 예상 ROE 역시 15.8%로 동종업체 평균 10.1% 대비 높은 수준으로, 국내 조선업종 중 top pick 으로 제시.

2012 년 신규 수주목표 충분히 달성 가능

8 월 기준 삼성중공업의 2012 년 누적 신규 수주금액은 7.3 조원 (66 억달러)으로 경영진이 연초 제시한 2012 년 연간목표 13.8 조원 (125 억달러) 대비 53%에 해당하는 수준. 동사 경영진은 올해 (1) 2.2 조원 상당의 베트남 Block B 또는 나이지리아 Egina 중 적어도 한 개의 해양프로젝트 수주 및 (2) 4 분기 중 4 척의 드릴쉽과 8 척의 LNG 선 수주를 기대하며, 당초 제시한 연간 신규 수주 목표 달성에 대한 자신감을 보이고 있음.

하반기 실적 둔화는 이미 시장에서 소화된 악재

삼성중공업은 지난 8 월 시장이 예상했던 바와 같이 저조한 2/4 분기 실적을 발표했음. 당사는 삼성중공업의 영업이익률이 하반기까지 약세를 보여가며 6.4%까지 축소될 것으로 전망함 (2012 년 상반기 8.7%, 2011 년 하반기 6.4%). 이는 컨센서스와 거의 부합하는 수준으로 하반기 실적 둔화는 이미 시장에 반영된 것으로 판단됨. 동사 마진 축소의 가장 큰 요인으로는 2008 년 수주한 고가 상선의 매출기여도 감소에 기인. 최근 클락슨 신조선 지수 흐름을 보면, 신규 수주 모멘텀 둔화로 인해 2009-2010 년 사이 약 24% 하락, 그 이후에도 부진한 모습을 보임. 2008 년 고가 수주된 상선의 매출비중은 2012 년 2 분기 기준 8% (2011 년 2 분기 36% 대비)에서 하반기에 5% 이하(2011 년 하반기 29% 대비) 수준까지 감소할 것으로 예상됨.

수주믹스 비중 변화로 2013 년 수익성 개선 예상

해양설비 시장에서의 견조한 신규 수주 흐름에 힘입어, 상대적으로 수익성이 좋은 해양설비 (상선부문 영업이익률 7% vs. 해양설비 10%)의 매출 비중이 2012 년 49%에서 2013 년 51%로 증가할 것으로 예상됨. 이와 같은 수주믹스 개선에 힘입어 삼성중공업의 2013 년 영업이익률은 전년대비 0.3ppt 증가한 7.8%(컨센서스 7.5%)에 달할 것으로 예상됨. 동사의 2013 년 영업이익률 추정치는 현재의 컨센서스를 약 5% 상회하는 수준임.

투자의견 BUY, 목표주가 48,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 48,000 원으로 삼성중공업의 커버리지를 개시함. 동사의 목표주가는 지속가능 ROE 19.9%, 자본비용 11.1%, 영구성장률 0%를 가정, 2013 년 예상 BPS 대비 1.8 배를 적용하여 산출됨. 동사의 주가는 지난 3 월 고점 이후 9% 정도 하락했음에도 불구하고 타 조선업체 대비 24% 아웃퍼폼. 이와 같이 비교적 견고한 주가흐름을 보인 것은 견조한 해양설비 수주 흐름 및 여타 조선업체 대비 상대적으로 높은 실적가시성에 기인함. 동사는 현재 2013 년 예상 BPS 대비 1.5 배에 거래되고 있으며, 동종업체 대비 50% 할증되어 거래되고 있음. 당사는 삼성중공업이 (1) 2012 년 예상 신규 수주 중 해양설비 비중이 81%로 주요 경쟁업체 평균 44% 대비 월등히 높은 수준이고, (2) 2013 년 예상 ROE 역시 15.8%로 동종업체 평균 10% 대비 높은 수준이며, (3) 2013 년 영업이익률 개선이 기대되는 만큼 동사의 밸류에이션 프리미엄은 향후에도 유지될 전망임. 삼성중공업을 조선업종 top-pick 으로 제시하는 바임.

See the last page of this report for important disclosures

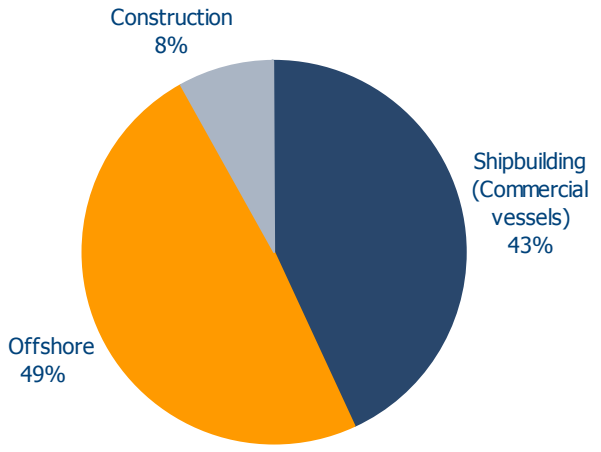
Figure 1 목표주가 산정내역

Sustainable ROE (%)	**19.9**
Beta (x)	1.3
Risk free rate (%)	3.0
Market risk premium (%)	6.2
Cost of equity (%)	**11.1**
Terminal growth rate (%)	0.0
P/B multiple (x)	**1.8**
FY13E BPS (KRW)	26,530
Target price (KRW)	**48,000**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

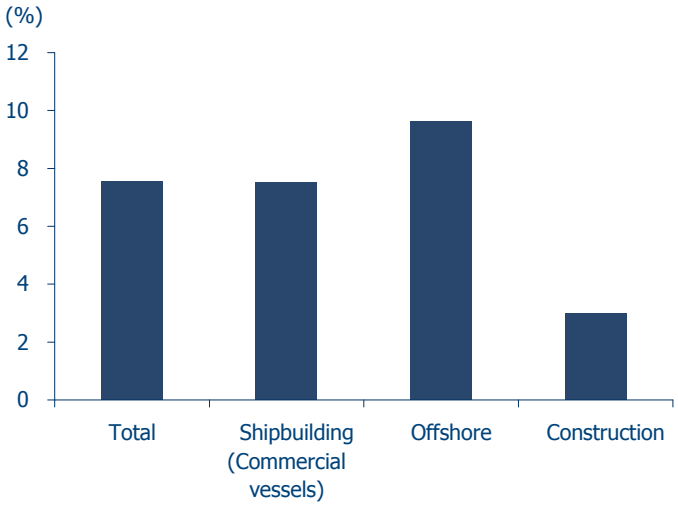
주: P/B 배수 산출은 다음 식을 통해 계산됨; (자기자본이익률 – 영구성장률) / (자기자본비용 – 영구성장률)

Figure 2 사업부별 FY12E 매출 구성



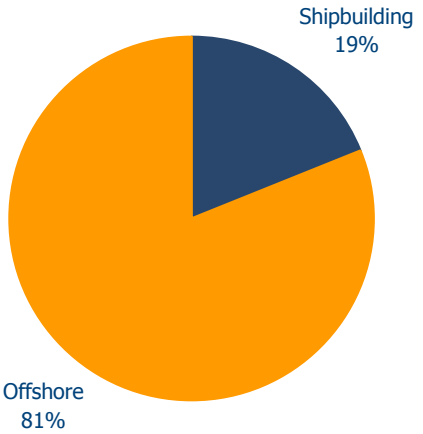
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 사업부별 FY12E 영업이익률 기여도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 FY12E 신규 수주 구성



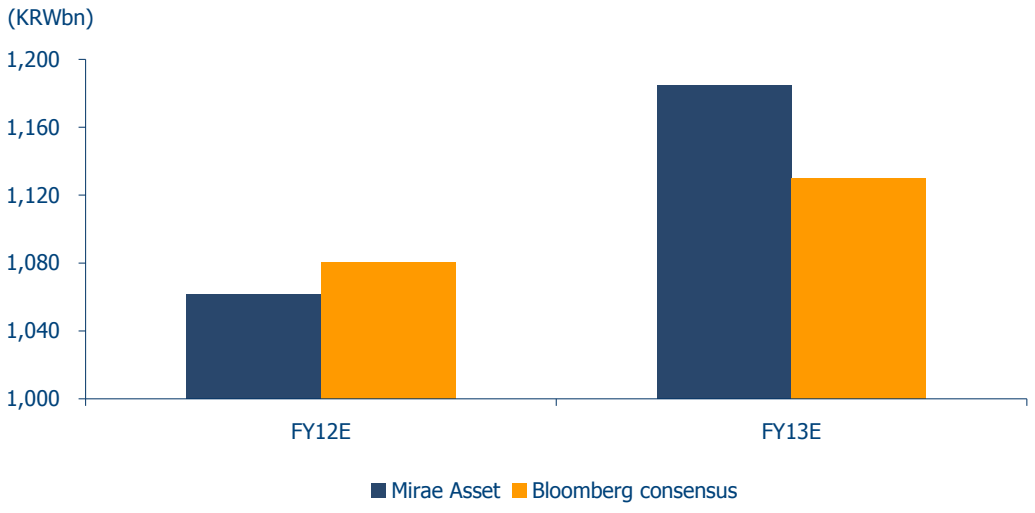
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 연간 실적 전망

(KRWbn)	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
Sales	**13,392**	**14,072**	**15,218**	**15,620**
Shipbuilding (Commercial vessels)	6,973	6,035	6,173	6,122
Offshore	5,370	6,887	7,784	8,114
Construction	1,016	1,118	1,230	1,353
Operating profit	**1,160**	**1,061**	**1,185**	**1,213**
Shipbuilding (Commercial vessels)		453	432	422
Offshore		661	802	836
Construction		34	37	41
Pre Tax Profit	**1,150**	**1,042**	**1,187**	**1,213**
Net profit (excluding minority interest)	**851**	**792**	**902**	**922**
YoY growth (%)				
Sales		**5.1**	**8.1**	**2.6**
Shipbuilding (Commercial vessels)		(13.5)	2.3	(0.8)
Offshore		28.2	13.0	4.2
Construction		10.0	10.0	10.0
Operating profit		**(8.5)**	**11.6**	**2.4**
Shipbuilding (Commercial vessels)		NA	(4.5)	(2.2)
Offshore		NA	21.3	4.2
Construction		NA	10.0	10.0
Pre Tax Profit		**(9.4)**	**14.0**	**2.2**
Net profit (excluding minority interest)		**(7.0)**	**14.0**	**2.2**
Margins (%)				
Operating margin (%)				
Shipbuilding (Commercial vessels)		7.5	7.0	6.9
Offshore		9.6	10.3	10.3
Construction		3.0	3.0	3.0
Pre tax profit margin	**8.6**	**7.4**	**7.8**	**7.8**
Net margin	**6.4**	**5.6**	**5.9**	**5.9**

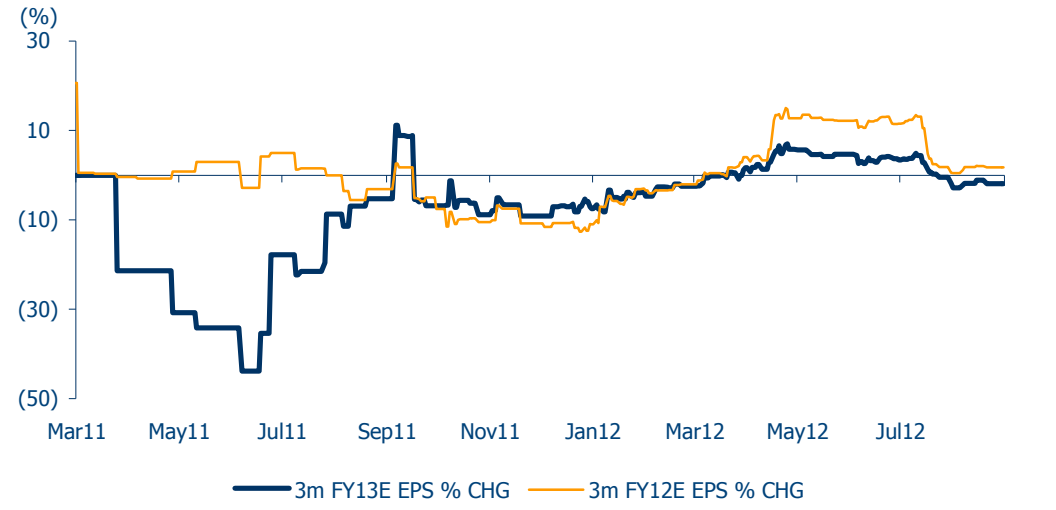
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 미래에셋 2013 년 예상 영업이익은 컨센서스를 약 5% 상회하는 수준



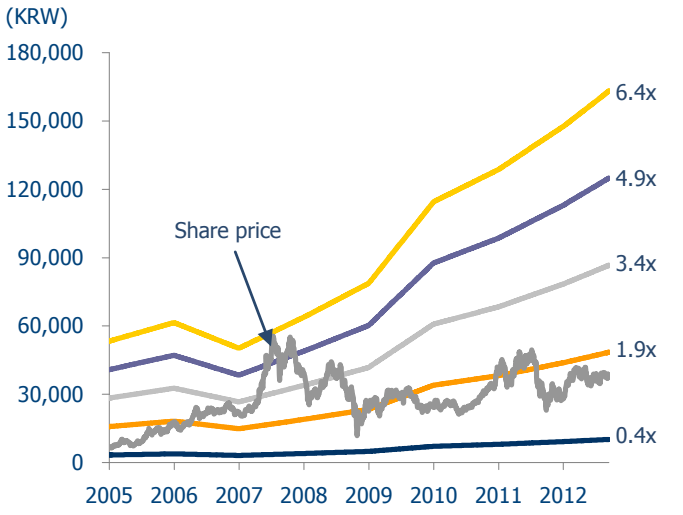
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 Earnings 모멘텀 (3 개월 컨센서스 EPS 변화)



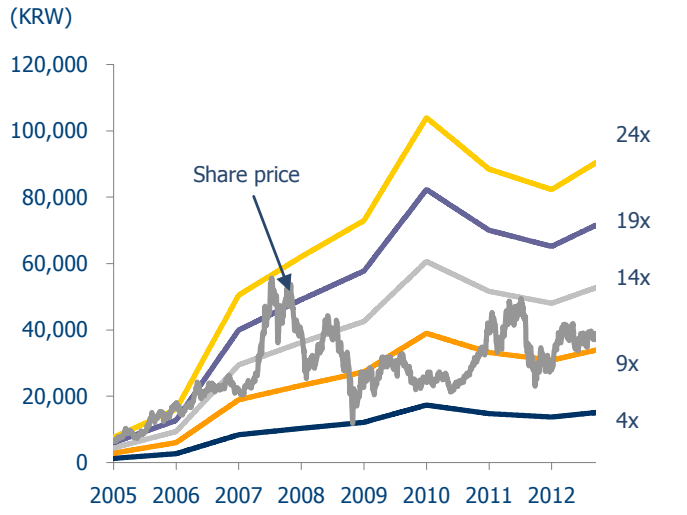
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 12M forward P/B 밴드차트



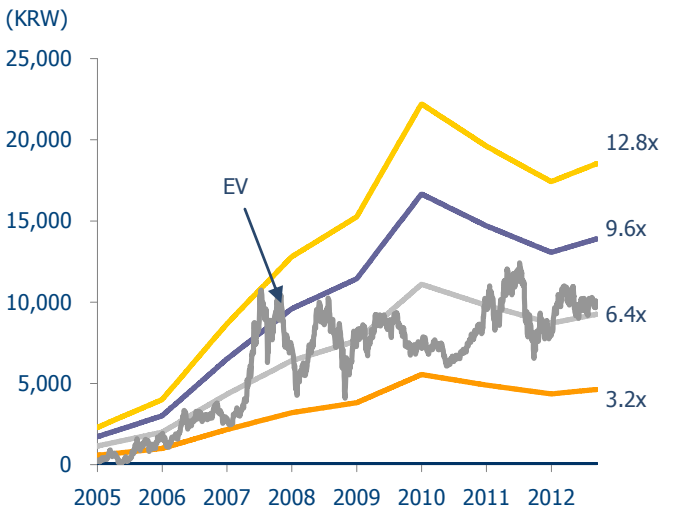
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 12M forward P/E 밴드차트



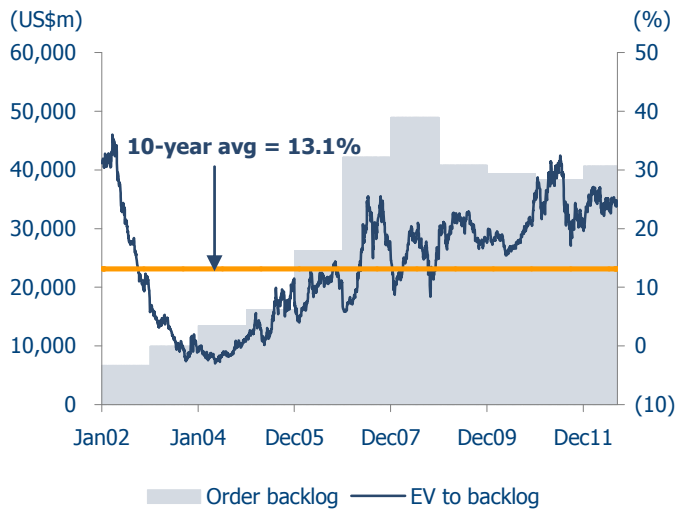
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 EV/EBITDA 추이



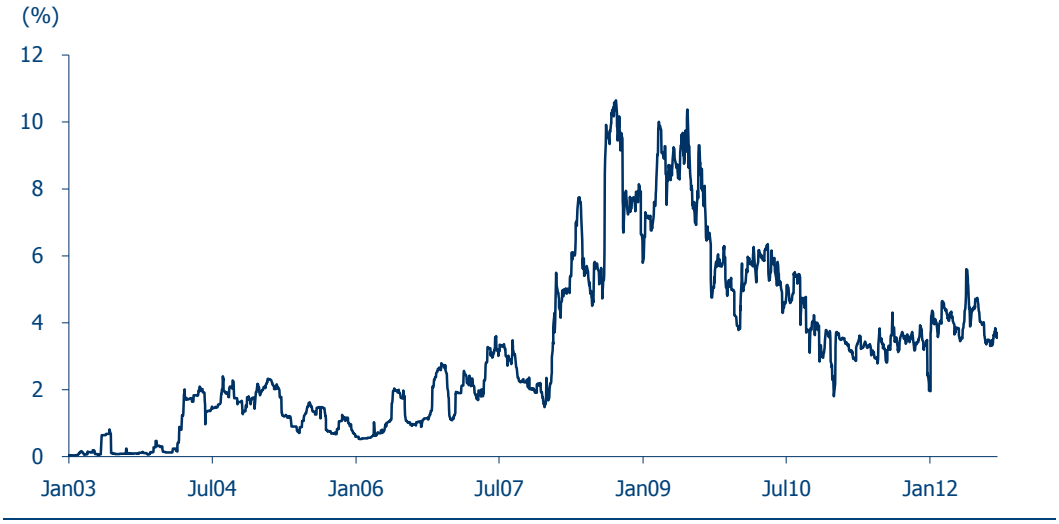
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 EV/Backlog 추이



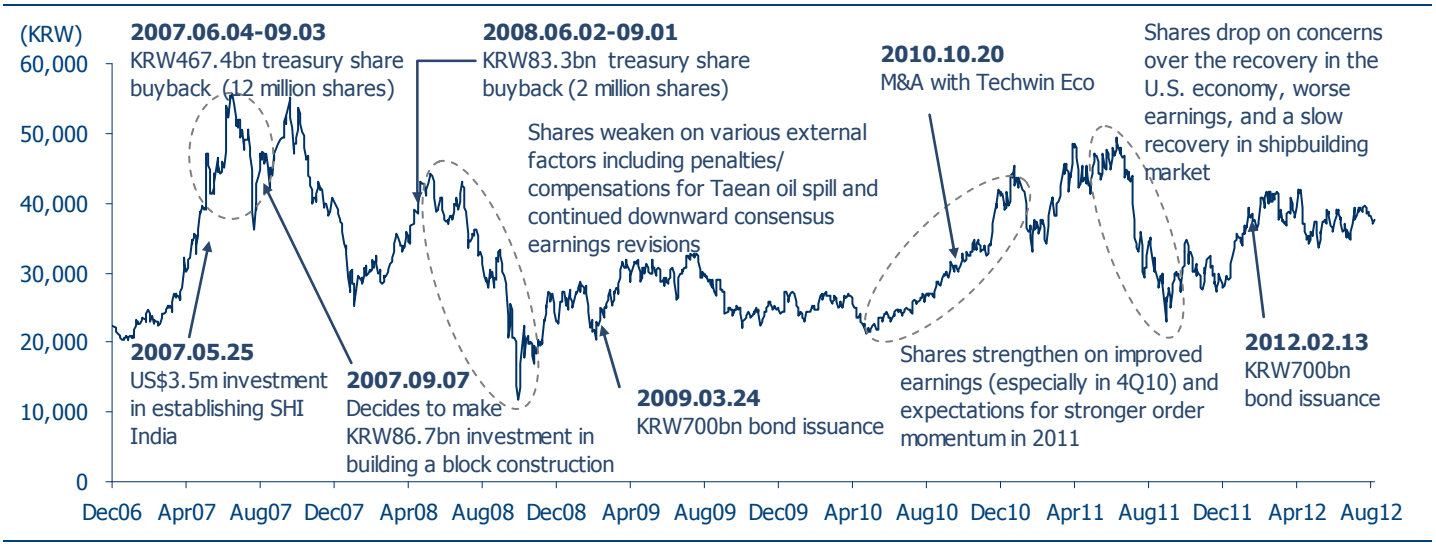
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 시가총액 대비 대차거래잔고 비중



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

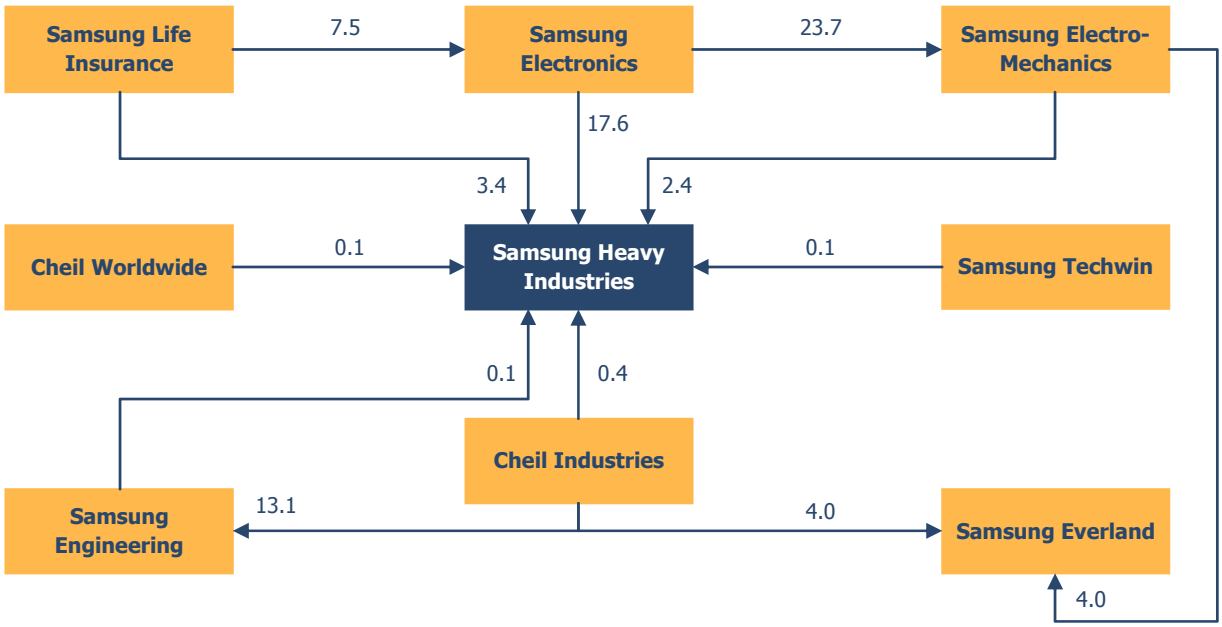
Figure 13 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 언론보도, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 삼성중공업 및 삼성 계열사 지배구조

(%)



자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2012 년 6 월 30 일 공시자료 기준

정우창, Analyst, 3774 6753, wcchung@miraeasset.com
송인욱, 3774 3967, amy.song@miraeasset.com

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	**13,392**	**14,072**	**15,218**	**15,620**
매출원가	11,628	12,376	13,348	13,704
매출총이익	**1,763**	**1,695**	**1,871**	**1,917**
판매관리비	603	634	686	704
EBIT	**1,160**	**1,061**	**1,185**	**1,213**
순이자수익 (비용)	25	6	4	2
지분법이익 (손실)	(32)	(24)	0	0
기타	(2)	(2)	(2)	(2)
법인세차감전 순이익	**1,150**	**1,042**	**1,187**	**1,213**
법인세	299	250	285	291
당기순이익	**851**	**792**	**902**	**922**
지배주주 당기순이익	**851**	**792**	**902**	**922**
지배주주 EPS (원)	**3,687**	**3,429**	**3,908**	**3,993**

성장률과 이익률 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출성장률	1.9	5.1	8.1	2.6
매출총이익성장률	4.4	(3.9)	10.3	2.5
EBIT 성장률	(19.0)	(8.5)	11.6	2.4
지배주주 당기순이익 성장률	(14.9)	(7.0)	14.0	2.2
지배주주 EPS 성장률	(14.9)	(7.0)	14.0	2.2
EBIT 이익률	8.7	7.5	7.8	7.8
당기순이익률	6.4	5.6	5.9	5.9

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 단기금융상품	1,289	815	1,374	1,875
매출채권	4,078	6,051	6,772	6,748
재고자산	540	568	614	630
기타유동자산	3,709	3,897	4,215	4,326
유동자산	**9,617**	**11,332**	**12,975**	**13,580**
유형자산	5,408	5,408	5,408	5,408
투자자산	170	146	146	146
기타비유동자산	1,219	1,219	1,219	1,219
총자산	**16,414**	**18,105**	**19,748**	**20,353**
매입채무	830	858	912	936
단기차입금 및 유동성장기차입금	585	800	800	300
기타유동부채	9,124	8,433	9,120	10,850
유동부채	**10,539**	**10,090**	**10,832**	**12,087**
사채와 장기차입금	100	1,500	1,500	10
기타장기부채	1,131	1,187	1,287	1,321
총부채	**11,770**	**12,777**	**13,619**	**13,417**
자본	4,644	5,327	6,129	6,935
총부채와 자본	**16,414**	**18,105**	**19,748**	**20,353**
지배주주 BPS (원)	**20,103**	**23,061**	**26,530**	**30,022**

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
당기순이익	851	792	902	922
감가상각비와 무형자산상각비	372	300	300	300
기타 비현금성 항목	(324)	63	39	39
운전자본 증감	541	(1,779)	(325)	113
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,440**	**(625)**	**915**	**1,373**
CAPEX	(306)	(300)	(300)	(300)
기타	88	44	44	44
투자활동으로 인한 현금흐름	**(218)**	**(256)**	**(256)**	**(256)**
배당금지급	(108)	(108)	(101)	(115)
자본금증감	0	0	0	0
차입금증감	(1,138)	516	0	(500)
기타	58	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**(1,188)**	**407**	**(101)**	**(615)**
기초 현금	1,255	1,289	815	1,374
기말 현금	1,289	815	1,374	1,875

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	19.4	15.9	15.8	14.1
총자산이익률 (%)	4.8	4.6	4.8	4.6
재고자산 보유기간 (일)	18.0	16.3	16.2	16.6
매출채권 회수기간 (일)	129.8	131.4	153.8	158.0
매입채무 결제기간 (일)	36.7	24.9	24.2	24.6
순차입금/자기자본 (%)	10.7	27.9	15.1	(1.1)

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

정우창, Analyst, 3774 6753, wcchung@miraeasset.com
송인욱, 3774 3967, amy.song@miraeasset.com

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 ±10%초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 ±10%초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작 성 자 : 정 우 창, 송 인 욱

종목	담당자	담당자 보유주식수				1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가	취득일				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

Stock Price & Target Price Trend ▪ Stock Price ▪ Target Price

삼성중공업 (010140 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2012-09-19	BUY(Initiate)	48,000