

Company Update



한영수
Analyst
han.youngsoo@samsung.com
02 2020 7852

장재연
Research Associate
jaeyeon.jang@samsung.com
02 2020 7811

■ AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	48,000원 (39%)
현재주가	34,450원
Bloomberg code	010140 KS
시가총액	8.0조원
Shares (float)	230,875,386주 (72.7%)
52주 최저/최고	27,250원/41,900원
60일-평균거래대금	416억원
One-year performance	1M 6M 12M
삼성중공업 (%)	-11 -8 +15
Kospi 지수 대비 (%pts)	-12 -5 +6

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	48,000	48,000	0%
2012E EPS	3,620	3,627	0%
2013E EPS	3,822	3,959	-3%
2014E EPS	4,081	4,154	-2%

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	38
Target price vs I/B/E/S mean	+2%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	+1%
Estimates up/down (4 weeks)	2/1
I/B/E/S recommendation	Buy

삼성중공업 (010140)

상대적 관점에서 valuation 프리미엄은 여전히 유효

WHAT'S THE STORY?

Event: 최근 주가 부진으로 현재 valuation 프리미엄의 지속여부에 대한 우려점증.

Impact: 올해 동사 주가는 업종을 18% 아웃퍼폼. 이로 인해 현재 경쟁사 대비 valuation 프리미엄에 거래 중. 견조한 주가흐름의 최대 원인은, 경쟁사 대비 안정적인 고 예측 가능한 실적이었다는 판단. 상반기 동사 실적은 시장 예상치에 부합하거나 상회. 따라서 현재 valuation 프리미엄의 지속 가능성은, 하반기 실적이 시장기대치를 충족하는지 여부에 따라 결정. 3분기 수익성은 2011년 수주한 컨테이너선 및 LNG선 매출인식 확대에 따라 상반기 대비로는 둔화. 그러나 이는 이미 현재 시장 컨센서스에 반영되었다는 판단.

Action: 결론적으로 동사의 3분기 실적은 시장 기대를 크게 하회하지 않을 것으로 추정. 여전히 동사의 경쟁사 대비 valuation 프리미엄은 유지 가능성을 의미. 기존 BUY 투자의견 유지.

THE QUICK VIEW

하반기 실적이 중요한 이유: 동사는 올해 조선주를 18% 아웃퍼폼. 견조한 주가 흐름의 가장 큰 원인은 안정적인, 그리고 예측 가능한 실적. 상반기 동사 실적은 시장기대에 부합하거나 이를 상회. 경쟁사 대비 이익 안정성이 높았음을 의미. 주가가 상승하지 않더라도, 기업의 실적 추정이 하향될 경우 valuation 거래 배수들이 상승하며 valuation 부담이 가중. 이는 수익추정 변경 위험이 낮은 기업일수록 valuation 지표의 신뢰도가 높다는 것을 시사. 결국 하반기 실적이 시장추정치를 크게 하회하지 않는다면 현재 삼성중공업이 경쟁사 대비 누리고 있는 valuation 프리미엄은 유지 가능하다는 판단.

3분기 실적은 시장 기대를 충족: 매출 3.7조원, 영업이익 2,505억원 전망 (영업이익률은 6.8%). 매출액은 조업일수 감소에도 불구하고, 지난 분기 드릴쉽 핵심기자재 입고지연 효과가 해소되며 오히려 증가. 반면 수익성(이익률)은 상반기 대비 둔화. 원인은 1)2011년 수주한 컨테이너선과 LNG선의 본격적인 매출인식 그리고 2)상반기 호실적에 대한 역기저효과가 원인. 그러나 이는 이미 현재 시장 컨센서스에 반영되어 있는 내용.

Valuation 및 투자의견: 현재 동사는 2012년 P/B 1.5배, 2013년 P/B 1.3배에 거래 중. 주요 경쟁 조선사 평균 대비 40%이상의 프리미엄 거래 중. 그러나 삼성중공업의 수익성까지 고려할 경우 해당 프리미엄이 비합리적인 수준은 아니라는 판단. 동사의 올해와 내년 ROE 전망은 16.5%, 15.2%. 경쟁 조선사 평균은 각각 8.9%, 10.4%. P/E기준으로는 오히려 동사가 할인 거래 중인 상황. 이익추정에서의 안정성과 가시성 역시 여전히 경쟁사 대비 risk가 낮은 종목이라는 판단. 현재 valuation 프리미엄은 당분간 유지될 것이라 판단. 기존 BUY투자의견 유지.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

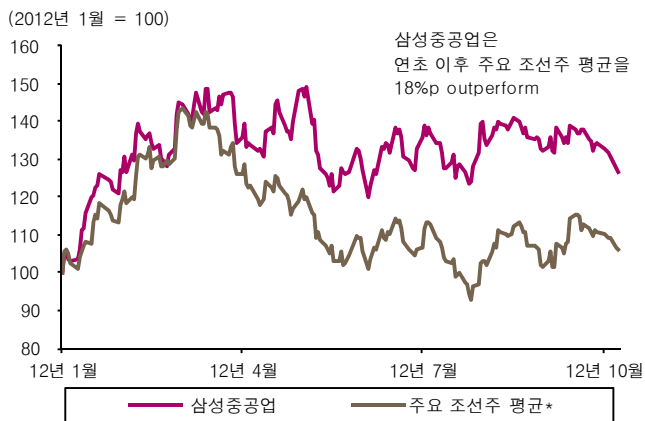
	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	13,392	14,356	15,003	15,161
순이익 (십억원)	814	836	883	943
EPS (adj) (원)	3,523	3,620	3,822	4,081
EPS (adj) growth (%)	5.9	2.7	5.6	6.8
EBITDA margin (%)	11.2	10.5	10.6	10.7
ROE (%)	19.4	16.5	15.2	14.4
P/E (adj) (배)	9.8	9.5	9.0	8.4
P/B (배)	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	5.6	6.4	5.1	4.6
Dividend yield (%)	1.5	1.5	1.5	1.5

자료: 삼성증권 추정

신규수주 상황 업데이트

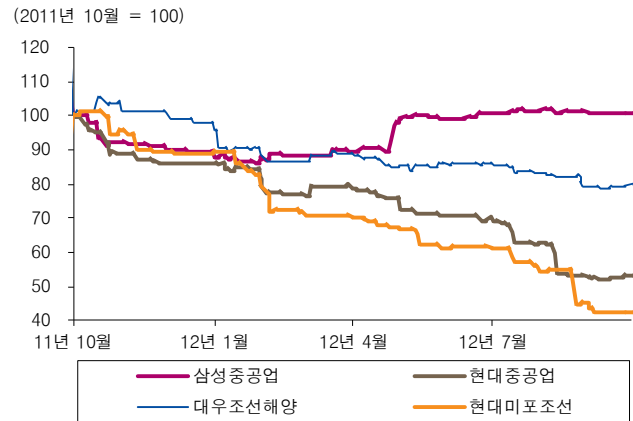
9월말 기준 동사는 79억달러의 신규수주를 확보. 그러나 이는 여전히 연간 수주목표 125억달러에는 미달하는 수준. 원인은 올해 예상되었던 일부 대형 해양프로젝트의 발주 지연. 현재로서는 올해 수주목표 달성여부에 불확실성이 존재하는 상황. 여기에 최근 경쟁사의 올해 누적수주가 100억달러를 돌파하며 수주관련 우려 점증. 그러나 상대적인 면에서 경쟁사 대비 연간 수주모멘텀이 부진할 가능성은 높지 않다는 판단. 최근 선박발주는 용선료가 건조한 드릴쉽 및 LNG선 위주로 출회. 동사가 확보한 옵션 계약 중, 드릴쉽 6기, LNG선 4척의 행사기간이 올해 말까지 만료되는 것으로 추정. 상대적으로 다수의 옵션계약을 확보하고 있어, 추가 수주 가능성 역시 높다는 판단.

그림 1. 삼성중공업 주가 추이



참고: * 현대중공업, 대우조선해양, 현대미포조선
자료: 삼성증권

그림 2. 주요 조선사 EPS 추정치 변경 추이



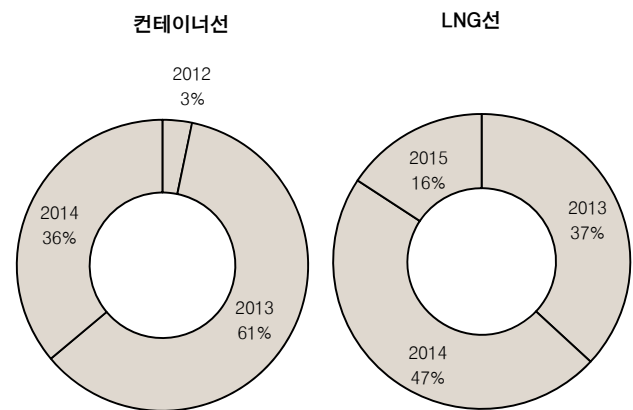
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 1. 삼성중공업 3Q12 preview

(십억원)	3Q12E	2Q12	전분기비 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	3,679	3,352	9.7	3,580	2.8
영업이익	251	264	(5.2)	249	0.7
세전이익	268	249	7.3	n/a	n/a
순이익*	195	193	1.1	190	2.8
이익률 (%)					
영업이익	6.8	7.9		7.0	
세전이익	7.3	7.4		n/a	
순이익*	5.3	5.8		5.3	

참고: * 지배주주 순이익
자료: Enguide, 삼성증권 추정

그림 3. 삼성중공업 2011년 수주분의 인도 일정



자료: Clarksons

표 2. 삼성중공업 수주 추이

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012ytd	연간 목표 대비 (%)
조선	4,928	10,088	15,556	6,569	720	5,900	5,960	585	15.6
해양	1,142	3,463	5,684	8,740	675	3,800	8,940	7,295	83.4
합계	6,070	13,550	21,240	15,309	1,395	9,700	14,900	7,880	63.0

자료: 삼성중공업, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	13,146	13,392	14,356	15,003	15,161
매출원가	11,457	11,628	12,608	13,087	13,237
매출총이익	1,689	1,763	1,749	1,916	1,924
매출총이익률, (%)	12.9	13.2	12.2	12.8	12.7
판매 및 일반관리비	489	681	736	764	781
인건비	133	288	309	323	326
감가상각비	32	29	30	32	33
기타	324	364	397	410	422
기타영업손익	232	77	89	(12)	99
영업이익	1,433	1,160	1,102	1,140	1,242
영업이익률, (%)	10.9	8.7	7.7	7.6	8.2
순금융이익	(135)	23	3	43	29
금융수익	84	205	128	197	165
금융비용	219	182	125	155	137
기타	0	(32)	4	4	4
세전이익	1,298	1,150	1,108	1,186	1,274
법인세	297	299	277	308	331
법인세율, (%)	22.9	26.0	25.0	26.0	26.0
계속사업이익	1,001	851	831	878	943
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	1,001	851	831	878	943
순이익률, (%)	7.6	6.4	5.8	5.9	6.2
지배주주순이익	1,000	851	831	878	943
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
영업순이익*	769	814	836	883	943
영업순이익률, (%)	5.8	6.1	5.8	5.9	6.2
EPS (원)*	3,328	3,523	3,620	3,822	4,081

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	863	1,581	(958)	1,985	1,034
순이익	1,001	851	831	878	943
유·무형자산 상각비	343	427	349	350	360
순외환관련손실 (이익)	(9)	8	(5)	(24)	(17)
지분법평가손실 (이익)	0	32	(4)	(4)	(4)
Gross Cash Flow	1,264	1,040	1,070	1,088	1,232
순운전자본감소 (증가)	(401)	541	(2,028)	897	(198)
투자활동에서의 현금흐름	(735)	115	(400)	(400)	(400)
설비투자	(406)	(306)	(400)	(400)	(400)
Free cash flow	457	1,275	(1,358)	1,585	634
투자자산의 감소(증가)	(32)	45	(0)	(0)	(0)
기타	(297)	376	(0)	(0)	0
재무활동에서의 현금흐름	(430)	(1,188)	666	200	(100)
단기 차입금의 증가(감소)	(147)	(990)	15	0	(100)
장기 차입금의 증가(감소)	(111)	74	50	0	0
사채 증가(감소)	0	0	1,200	0	0
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	(172)	(273)	(599)	200	0
현금증감	(302)	508	(692)	1,785	534
기초현금	566	447	806	80	1,865
기말현금	447	806	80	1,865	2,399

참고: K-IFRS 연결 기준

* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: 삼성중공업, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	11,796	9,617	9,695	11,368	12,305
현금 및 현금등가물	447	806	80	1,865	2,399
시장성 유가증권	813	487	555	573	557
매출채권	1,381	727	826	740	748
재고자산	607	540	590	617	665
기타	8,547	7,057	7,643	7,575	7,937
비유동자산	7,055	6,797	6,873	7,196	7,410
유형자산	5,432	5,408	5,500	5,579	5,644
무형자산	163	86	61	52	47
기타	1,459	1,303	1,312	1,565	1,719
자산총계	18,850	16,414	16,568	18,565	19,715
유동부채	12,716	10,539	8,585	9,853	10,073
매입채무	1,507	830	787	822	872
단기차입금	1,541	585	600	600	500
기타 유동부채	9,668	9,124	7,198	8,431	8,701
비유동부채	2,002	1,231	2,543	2,609	2,679
사채 및 장기차입금	980	100	1,350	1,350	1,350
기타 장기부채	1,022	1,131	1,193	1,259	1,329
부채총계	14,718	11,770	11,127	12,462	12,752
지배주주지분	4,132	4,644	5,440	6,102	6,963
자본금	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
자본잉여금	423	423	423	423	423
이익잉여금	3,007	3,610	4,326	5,088	5,915
기타	(453)	(544)	(464)	(564)	(531)
비지배주주지분	1	0	0	0	0
자본총계	4,132	4,644	5,440	6,103	6,963
순부채	1,558	413	1,742	137	(482)
주당장부가치 (원)	17,897	20,113	23,562	26,432	30,157

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	(0)	2	7	5	1
영업이익	66	(19)	(5)	3	9
세전이익	44	(11)	(4)	7	7
순이익	43	(15)	(2)	6	7
영업순이익*	0	6	3	6	7
EBITDA	45	(13)	1	5	3
수정 EPS**	0	6	3	6	7
비율 및 회전					
ROE (%)	29	19	16	15	14
ROA (%)	5	5	5	5	5
순부채비용 (%)	38	9	32	2	nc
이자보상배율 (배)	11	nm	21	24	nm
매출채권 회수기간 (일)	38	20	21	18	18
매입채무 결제기간 (일)	42	23	20	20	21
재고자산 보유기간 (일)	19	17	17	17	18
주당지표 (원)					
SPS	56,913	57,975	62,152	64,949	65,633
BPS	17,897	20,113	23,562	26,432	30,157
DPS	500	500	500	500	500
Payout (%)	11	14	14	13	0
주당 EBITDA	749	648	654	686	705

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 9일 현재 삼성중공업(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 10월 9일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/10/21	10/21	2011/1/20	10/19	2012/2/3	4/29
투자의견	BUY★☆☆	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	36,900	36,900	51,000	37,000	40,000	48,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★(매수★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY(매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD(중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
- SELL(매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★(매도★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★☆☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상