

삼성중공업 (010140)

전재천

tcjeon7@daishin.com

투자 의견 **Marketperform**

시장수익률, 유지

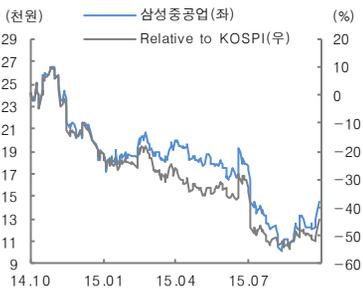
목표주가 **12,000**
유지

현재주가 **14,500**
(15.10.12)

조선업종

KOSPI	2021.63
시가총액	3,354십억원
시가총액비중	0.26%
지분급(보통주)	1,154십억원
52주 최고/최저	26,600원 / 10,050원
120일 평균거래대금	342억원
외국인지분율	14.86%
주요주주	삼성전자 외 7 인 24.10% 미래에셋자산운용 외 4 인 5.00%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.5	-19.2	-24.3	-39.8
상대수익률	11.8	-18.8	-21.8	-42.2



연말까지 공격(신규 수주) 보다는 방어(기존 물량의 성공적 건조)

1) 투자포인트

- 투자의견 시장수익률, 목표주가 12,000원 유지
- 3분기 실적, 2Q 대규모 손실에서 흑전 예상하나 저마진 지속
 - * 이미 낮아진 컨센서스를 충족할 것으로 추정
 - * 원자재 가격 하락은 긍정적이나 고마진의 Drillship 매출 비중 감소, 저마진의 Semi-Rig, Jackup 매출 비중 증가는 부정적 요인
 - * 매출 비중 높은 해양생산설비로 분기 실적 변동성은 감안해야 함
- 최근 주가 반등 요인은 유가 상승 덕분. 추가 상승 여력은 유가 상승 여력에 달려 있어

2) 연말까지 공격(신규 수주) 보다는 방어(기존 물량의 성공적 건조)에 회사 경영의 중심

- 연말까지 신규 수주는 많지 않을 것으로 보이며 기존 해양생산설비의 예산 내 건조가 보다 큰 목표가 될 것
- 9월까지 누적 수주 : 98억불(선박 37억불, 해양 61억불(Browse FLNG 47억불 포함)
 - * 3분기 선박 수주는 유조선 14척(약 8억불 내외), FSRU 1척
- 4분기에는 유조선 일부와 Container선 Option 행사 정도가 기대할 수 있는 수주이며 10억불 내외 수준 예상 (최종 연간 수주는 110억불 내외 예상)
- 해양플랜트 수주로는 모잠비크 Coral FLNG(30억불 가량)가 기대하는 Project인데 연말 또는 2016년 상반기에 최종투자결정 여부 결정될 것

- 실적 측면에서 3분기는 2분기까지 집은 예상 원가 내에서 진행되는 것으로 보임
 - * 기존 2Q 실적 발표 후, 하반기 가이던스 : 매출 6,651십억원, 세전이익 95십억원(1.4%)
 - * 주요 3개 해양생산설비 Project의 성공적 건조에 역량을 집중하고 있음 (Ichthys CPF, Egina FPSO, Shell FLNG)
 - * 다만, 2016년 상반기까지 추가 비용이나 납기 연기 가능성은 해양생산설비 특성상, 규모는 줄겠지만, 여전히 남아 있다는 판단
- Semi-Rig(1기)와 Jackup(2기) 매출은 15년 상반기 보다 하반기 늘어날 것으로 보이며 2016년 상반기에는 감소 예상 (따라서 이들 선종은 상반기 대비 하반기는 마진 하락 요인)

3) 주가의 추가 상승은 유가 상승 여력에 달려 있어

- 8월 말 장중 저점 대비 45% 주가 상승
 - * 초기는 2Q 실적에 대한 우려 마무리로 안도 반등. 이후 자PBR 종목으로의 수급개선 덕분
 - * 최근 1주일 간에는 WTI 유가 45불에서 49~50불까지 반등하며 동사 주가 동반 상승
 - * 다시 말해, 최근 주가 상승은 회사의 펀더멘털 변화 보다는 외부 요인에 의한 반응이었음
- 유가의 지속적인 상승 기대감 없이 추가 상승 여력 제한적
 - * WTI 유가 기준, 여전히, 2016년 상반기까지 50불 초중반이 최대로 보고 있어 유가의 추가 상승 기대감 없이 주가의 상승 기대감도 낮을 것
 - * 연말까지, 선박, 해양 수주에 대한 기대감은 낮고, 실적은 대규모 손실은 없어도 저마진 지속

(단위: 십억원 %)

구분	3Q14	2Q15	3Q15(F)	YoY	QoQ	3Q15F Consensus	Difference (%)
매출액	3,263	1,440	2,971	-9.0	106.4	3,013	-1.4
영업이익	182	-1,548	46	-74.5	흑전	32	43.4
순이익	173	-1,154	30	-82.9	흑전	33	-10.8

자료: 삼성중공업, WSEn, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	14,835	12,879	10,093	10,495	10,364
영업이익	914	183	-1,443	204	272
세전순이익	819	190	-1,400	190	260
총당기순이익	632	147	-1,061	144	197
지배지분순이익	632	149	-1,061	144	197
EPS	2,738	646	-4,597	624	853
PER	13.9	30.9	NA	23.2	17.0
BPS	25,308	23,973	19,081	19,651	20,246
PBR	1.5	0.8	0.76	0.74	0.72
ROE	11.4	2.6	-21.3	3.2	4.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터

실적 조정 내역

2015년 수주 전망치를 하향(115억불 -> 106억불) 조정하며 2016년, 2017년 달러 매출 하향 조정. 또한, 2015년, 2016년 환율 전망치를 상향 조정(각각 1,098원/달러, 1,080원 달러 -> 1,137원/달러, 1,170원/달러로 상향)하며 2017년 OPM을 상향 조정

주요 해양생산설비 공정진행율과 납기

- 주요 해양생산설비 공정진행율(2Q 말)과 납기 현황
 - * Project / 공정 진행율(2Q 말 기준) / Sail-Away 시점
 - * Ichthys CPF : 61% / 2016.6월
 - * Egina FPSO : 21% / 2017.10월
 - * Shell FLNG : 80% / 2016.6월
 - * 이들 Project의 전체 매출 대비 비중은 2015, 2016년 모두 20%~30% 수준
- 2015년 대비 2016년 해양생산설비 매출 비중 변화 없는 점 감안 시, 이들 Project는 2015년 대비 2016년 마진 변화 요인 크게 없는 것으로 보임. 다만, 공정 진행율이 상대적으로 낮은 Egina FPSO의 성공적 건조가 2016년 실적에 영향을 미칠 것

Semi-Rig 와 Jackup 매출 인식 일정

Semi-Rig(1기)와 Jackup(2기)를 건조 중인데 인도일정(Semi-Rig : 2016.3월 / Jackup 2016년 6월과 10월)을 감안 시, 이들 시추선은 2015년 하반기 매출 인식 금액이 가장 크고 2016년 하반기에는 크게 감소할 것으로 예상 (이들 선종은 2015년 상반기 대비 하반기는 마진 하락 요인)

삼성중공업 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %)

	수정전			수정후			컨센서스	변동률		
	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F		2015F	2016F	2017F
매출액	10,093	11,170	10,093	10,093	10,495	10,364	10,604	0.0%	-6.0%	2.7%
영업이익	-1,426	219	193	-1,443	204	272	-1,161	1.2%	-6.8%	40.9%
세전순이익	-1,427	210	187	-1,400	190	260	-1,136	-1.9%	-9.5%	39.0%
지배지분순이익	-1,082	159	141	-1,061	144	197	-955	-1.9%	-9.4%	39.7%
EPS(지배지분순이익)	-4,685	690	613	-4,597	624	853	-4,134	-1.9%	-9.6%	39.2%

자료: 삼성중공업, 대신증권 리서치센터
 주: 수정전 수치는 2015년 7월 30일 보고서 기준 / 컨센서스는 Delatguide

현금 흐름

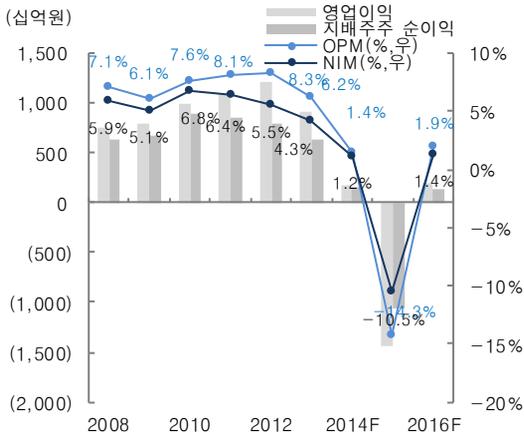
Drillship 인도지연으로 현금 흐름에 문제가 있을 수 있으나 2분기에 현금을 많이 확보하여 현금흐름에 연말까지 외부 자금 조달 수요는 없어 보임

* Drillship 때문에 2016년까지 현금 흐름 '-' 예상

* 2분기 말 기준 현금 : 1.6조원(1Q 0.5조원 / 3Q 말에도 2Q 말과 비슷할 것)

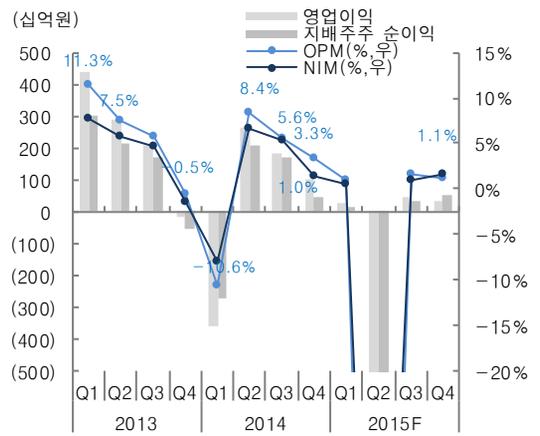
* 1Q 말 대비 1.1조원 현금 증가 : 선수금 증가 0.9조원 + 매출채권 감소 0.3조원 + 장기차입금 0.7조원 증가

그림 1. 삼성중공업 연간 실적 추이



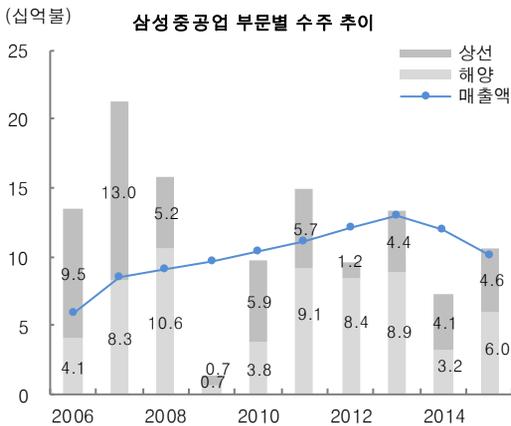
주: K-FRS 연결 기준
자료: 삼성중공업 대산증권 리서치센터

그림 2. 삼성중공업 분기 실적 추이



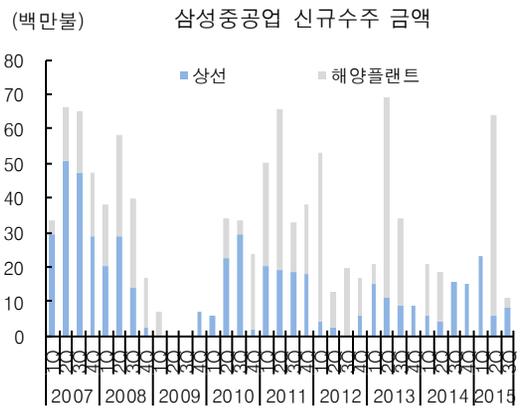
주: K-FRS 연결 기준
자료: 삼성중공업 대산증권 리서치센터

그림 3. 2014~2015년 2년 연속, 수주가 매출 미달



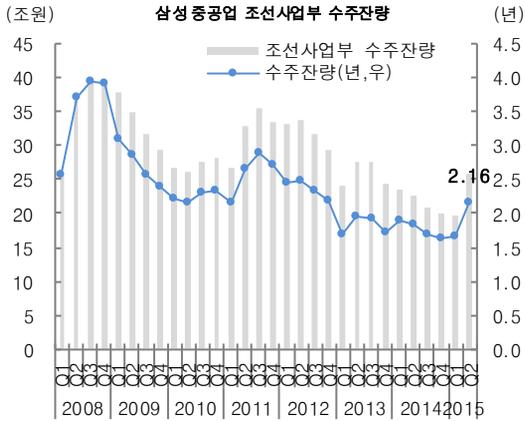
주: 9월까지 누적 수주, 98억불(산박 37억불, 해양 61억불)
자료: 삼성중공업 대산증권 리서치센터

그림 4. 삼성중공업 분기 수주추이



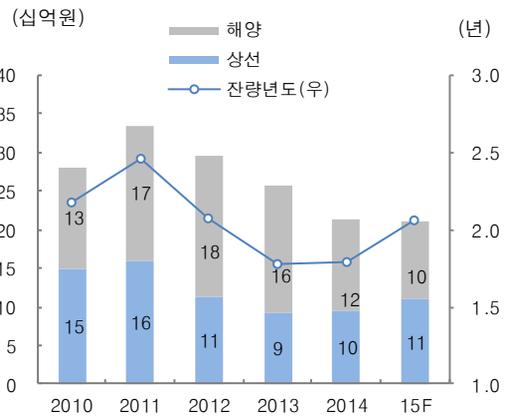
자료: 삼성중공업 대산증권 리서치센터

그림 5. 삼성중공업 수주잔고와 진량연도 추이



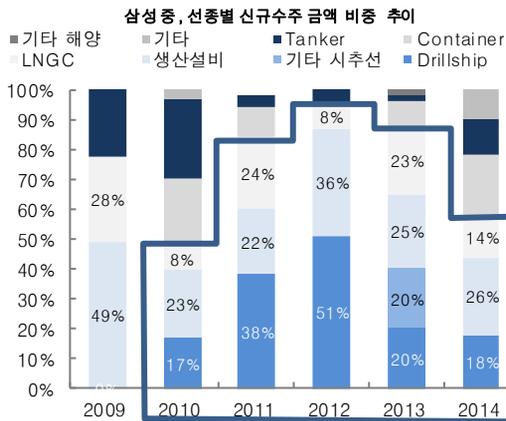
주: 별도 분기보고서 기준 수주잔고임 / 매출인식 제거 기준
 자료: 삼성중공업 대신증권 리서치센터

그림 6. 삼성중공업 연간 수주잔고 추이



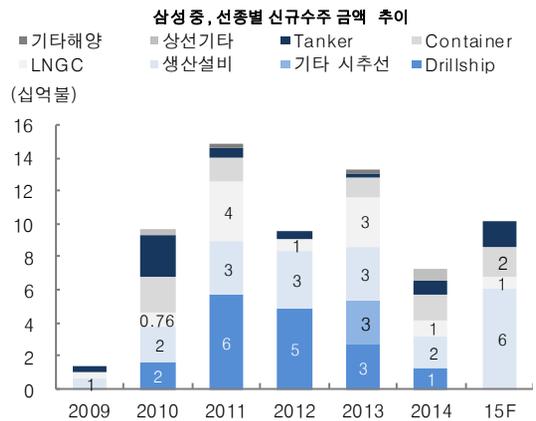
주: 매출인식 제외 기준임 / 2015년은 매출 감소로 진량 연도 상승
 자료: 삼성중공업 대신증권 리서치센터

그림 7. 삼성중공업 연간 수주 Mix 추이



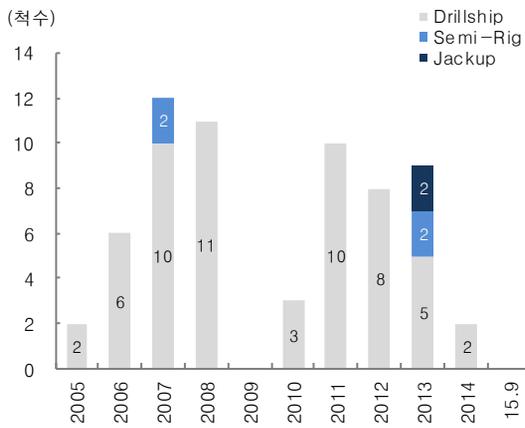
주: 시추선 비중은 상대적으로 단기가 높은 LNG선, 시추선, 해양생산설비 비중을 표시
 자료: 삼성중공업 대신증권 리서치센터

그림 8. 삼성중공업 선종별 수주금액 추이



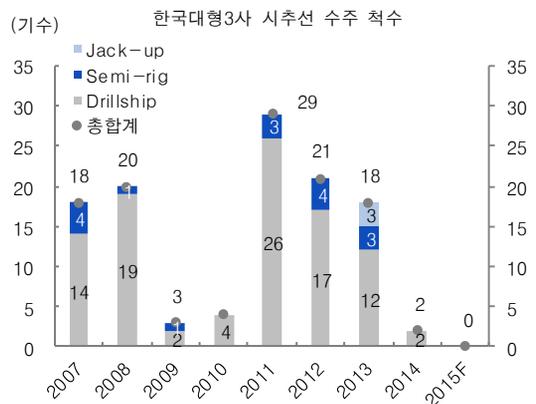
자료: 삼성중공업 대신증권 리서치센터

그림 9. 삼성중공업 시추선 수주 추이



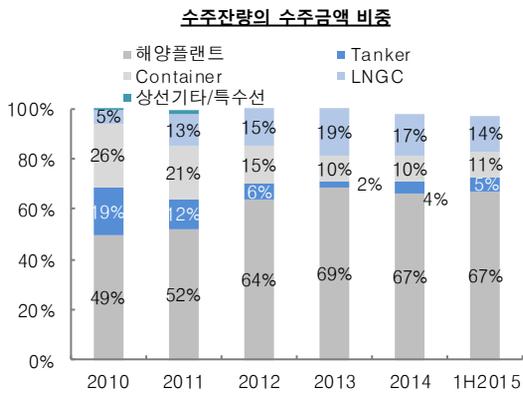
자료: 삼성중공업 대신증권 리서치센터

그림 10. 한국 대형3사 시추선 수주 추이



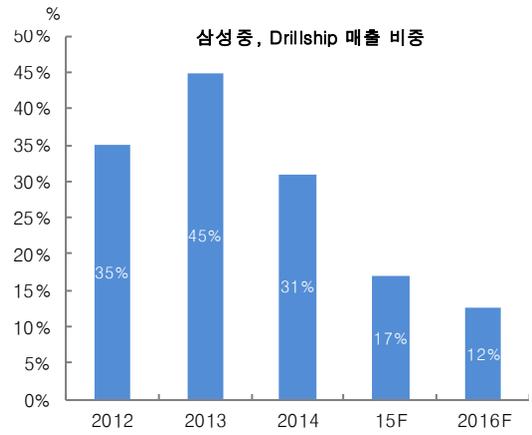
자료: Rigzone, 대신증권 리서치센터

그림 11. 삼성중공업 선종별 진량 Mix 추이



주: 인도준매출 인식분 미제거
 자료: 삼성중공업 대신증권 리서치센터

그림 12. 매출에서 Drillship 이 차지하는 비중



자료: 삼성중공업 대신증권 리서치센터

재무제표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	14,835	12,879	10,093	10,495	10,364
매출원가	13,038	12,116	11,131	9,917	9,719
매출총이익	1,797	763	-1,038	579	645
판매비와관리비	883	580	405	374	372
영업이익	914	183	-1,443	204	272
영업외수익	62	1.4	-143	1.9	2.6
EBITDA	1,196	467	-1,165	484	553
영업외손익	-95	7	43	-14	-13
관계기업손익	0	-1	0	0	0
금융수익	483	259	280	499	501
외환관련이익	173	160	471	400	400
금융비용	-741	-346	-318	-514	-513
외환관련손실	45	3	229	400	400
기타	164	94	81	0	0
법인세비용차감전순이익	819	190	-1,400	190	260
법인세비용	-187	-42	339	-46	-63
계속사업순이익	632	147	-1,061	144	197
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	632	147	-1,061	144	197
당기순이익	4.3	1.1	-10.5	1.4	1.9
비재계분순이익	0	-2	0	0	0
재계분순이익	632	149	-1,061	144	197
매도가능금융자산평가	0	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익	4	0	7	0	7
포괄순이익	670	111	-1,026	111	229
비재계분포괄이익	0	-4	0	0	0
재계분포괄이익	670	115	-1,026	111	229

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	2,738	646	-4,597	624	853
PER	13.9	30.9	NA	23.2	17.0
BPS	25,308	23,973	19,081	19,651	20,246
PBR	1.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	5,181	2,024	-5,044	2,095	2,396
EV/EBITDA	7.7	14.6	NA	14.1	12.7
SPS	64,221	55,756	43,695	45,437	44,868
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	7,144	3,038	-4,746	2,881	3,182
DPS	500	250	0	250	250

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증/감	2.4	-13.2	-21.6	4.0	-1.3
영업이익 증/감	-24.2	-80.0	작전	흑전	33.3
순이익 증/감	-20.6	-76.7	작전	흑전	36.8
수익성					
ROIC	13.2	2.5	-18.2	2.6	3.5
ROA	5.4	1.1	-8.5	1.2	1.5
ROE	11.4	2.6	-21.3	3.2	4.3
안정성					
부채비율	198.1	207.2	275.1	283.4	286.2
순차입금비율	7.6	38.7	62.3	75.3	77.4
이자보상비율	71.1	7.1	-42.4	6.1	8.2

자료: 삼성중공업 대선증권 리서치센터

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	10,717	10,581	9,984	10,699	11,122
현금및현금성자산	818	341	923	1,088	1,527
매출채권 및 기타채권	5,809	6,280	5,353	5,867	5,863
재고자산	842	1,169	916	952	941
기타유동자산	3,248	2,792	2,792	2,792	2,792
비유동자산	6,710	6,541	6,654	6,814	7,055
유형자산	5,254	5,273	5,335	5,394	5,448
관계기업투자지분	6	5	5	5	5
기타비유동자산	1,450	1,263	1,313	1,415	1,601
자산총계	17,427	17,122	16,638	17,514	18,178
유동부채	9,444	10,008	10,011	10,802	11,477
매입채무 및 기타채무	5,538	5,307	4,984	5,030	5,015
차입금	1,422	2,214	3,006	3,796	4,588
유동상차부	257	654	400	500	500
기타유동부채	2,227	1,834	1,622	1,475	1,374
비유동부채	2,138	1,541	2,192	2,143	1,994
차입금	1,258	960	1,611	1,562	1,413
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	880	581	581	581	581
부채총계	11,581	11,549	12,203	12,945	13,471
자본부분	5,846	5,537	4,407	4,539	4,677
자본금	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
자본잉여금	423	424	424	424	424
이익잉여금	4,841	4,872	3,760	3,904	4,050
기타자본변동	-573	-913	-931	-943	-952
비재계분	0	36	28	29	30
자본총계	5,846	5,573	4,436	4,569	4,707
순차입금	442	2,157	2,764	3,442	3,645

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	590	-457	49	1,081	1,140
당기순이익	632	147	-1,061	144	197
비현금항목의 기입	1,018	554	-35	522	538
감가상각비	282	284	278	279	281
외환손익	-2	-44	-171	0	0
자본평가손익	0	1	0	0	0
기타	738	314	-142	242	257
자산부채의 증감	-794	-652	822	476	481
기타현금흐름	-266	-507	324	-60	-75
투자활동 현금흐름	-346	-521	-322	-322	-322
투자자산	55	17	0	0	0
유형자산	-384	-323	-323	-323	-323
기타	-17	-215	0	0	0
재무활동 현금흐름	-367	503	1,177	882	631
단기차입금	176	791	791	791	791
사채	0	0	300	-400	-500
장기차입금	-228	351	351	351	351
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-108	-108	-51	0	-51
기타	-207	-531	-214	139	39
현금의 증감	-111	-478	582	165	439
기초 현금	929	818	341	923	1,088
기말 현금	818	341	923	1,088	1,527
NOPLAT	705	142	-1,093	155	207
FCF	577	57	-1,182	68	121

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전재천)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성중공업(010140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	15.10.13	15.09.10	15.08.24	15.07.30	15.06.05	15.05.27
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	12,000	12,000	12,000	12,000	17,000	17,000

제시일자	15.04.29	15.04.21	15.04.09	15.03.18	15.01.30	15.01.07
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	17,000	18,000	18,000	18,000	18,000	21,000

제시일자	14.12.17	14.11.19	14.11.10	14.10.21	14.10.20	14.09.30
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	22,000	29,000	36,000	36,000	36,000	36,000

제시일자	14.09.02	14.08.27	14.07.27	14.06.30	14.05.21	14.05.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	34,000	34,000	34,000

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20151010)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.5%	14.0%	0.6%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상