COMPANY VISIT NOTE

2020. 1. 16

금융기초산업팀

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

삼성중공업 (010140)

탐방노트: 우려요인은 하나씩 해소될 것

- 수주, 수주잔고, 매출은 정상화. 남은 과제는 수익성과 현금흐름 개선.
- 매수의견 유지. 1)현재 수익성 부진의 원인은 신규 채용 인력의 생산성. 이는 시간이 지나면 해결될 문제. 2)현금흐름도 2020년에는 건조대금 회수로 개선 예상. 소유권이 동사로 이전된 드릴쉽을 자금조달에 활용하는 것도 가능.

WHAT'S THE STORY

수주, 잔고 매출은 정상화: 동사는 지난 해 국내 대형조선소 중 가장 많은 71억달러의 수주를 확보. 2년 연속 신규수주가 매출을 초과. 수주잔고도 2018년 192억달러에서, 2019년 230억달러로 증가(인도기준). 2020년 수주실적도 안정적인 수준에서 유지될 것. 다수의 대형 프로젝트 입찰에 참여 중이기 때문. LNG선은 모잠비크, Arctic 2프로젝트에서 발주 기대. 해양도 Bonga, 브라우즈, Bay du Nord 프로젝트에 참여 예상. 수주실적 개선으로 동사 매출도 2019년에 7조원 수준까지 회복. 수주잔고 및 매출 정상화는 상당부분 진행된 상태.

남은 과제는 수익성 및 현금흐름 개선: 지난 해 동사 실적은 일회성 요인을 제거해도, 여전히 적자. 급격한 매출 회복에 따른, 미숙련공 채용 확대 때문. 해당 인력들의 생산성 향상에는 생각보다 긴 시간이 걸릴 것으로 판단. 4분기 실적도 부진할 것. 2019년말 순차입금 역시, 1)매출증가에 따른 운전자금 부담 증가와, 2)Valaris(구 Ensco)로의 배상금 지급으로 직전 분기 대비 증가할 것으로 판단. Stena와의 선수금 반환 중재소송도, 소송결과에 따라서는 추가 충당금 설정과 현금유출이 발생할 가능성이 아직 존재.

과도한 우려를 경계해야 하는 이유: 수익성 부진에도, 긍정적 시각 유지. 우선 동사의 미래 이익 턴어라운드 시나리오를 여전히 신뢰. 신규 인력의 생산효율은 시간이 지나면 개선될 부분. LNG선 매출 확대 효과도 기대. 원화강세 시, 파생상품 평가 이익 인식도 가능. 또한 PDC소송 충당금 환입을 감안하면, 시장의 2020년 이익전망 하향 리스크도 높지 않은 상태. 현금흐름 우려도 과도. 올해는 2018-2019년 건조작업이 시작된 선박의 인도 대금이 회수되는 시기. 또한 PDC 소송 승소는 관련 현금 유출 리스크 해소시키는 동시에, 구조가 유사한 Stena와의 소송에도 긍정적인 영향 기대. 소유권이 동사로 이전된, 드릴쉽을 자금 조달에 활용하는 것도 가능. 현재 valuation 방식 하에서는, Stena소송 관련 추가 손실을 가정해도 여전히 상승여력이 존재.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	5,265	7,057	7,868	8,556
영업이익 (십억원)	(409)	(454)	141	217
순이익 (십억원)	(388)	(1,013)	82	126
EPS (adj) (원)	(616)	(1,609)	131	200
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	흑전	52.7
EBITDA margin (%)	(2.2)	(2.5)	5.3	5.7
ROE (%)	(6.2)	(16.2)	1.4	2.1
P/E (adj) (배)	nm	nm	56.6	37.1
P/B (배)	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	nm	nm	16.2	13.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	9,400원	(27%)
현재주가	7,400원	
시가총액	4.7조원	
Shares (float)	630,000,000주 (70.4%)	
52주 최저/최고	6,520원/9,450원	
60일-평균거래대금	174.7억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
삼성중공업 (%)	3.6	-3.6	-1.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.0	-10.3	-7.6

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	9,400	9,400	0.0%
2019E EPS	-1,608	-1,575	nm
2020E EPS	131	136	-3.7%

SAMSUNG vs THE STREET

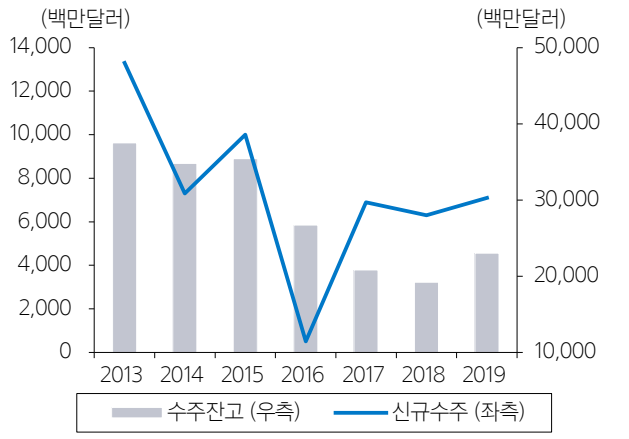
No of estimates	15
Target price	9,620
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

수주 및 수주잔고 업데이트

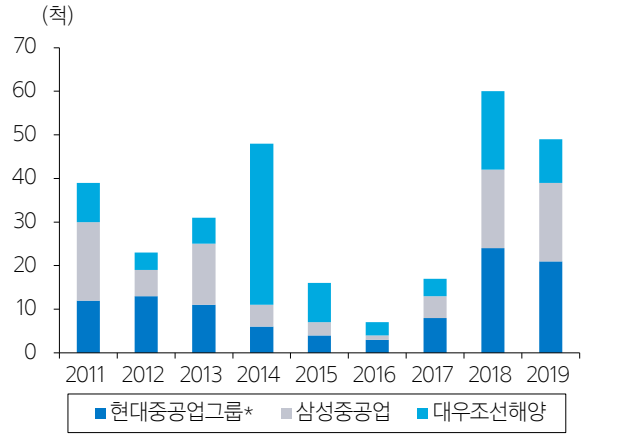
모든 것이 빠르게 정상화: 동사는 지난 해 71억달러의 신규수주를 확보. 국내 대형조선소 중 가장 많은 양. 구성 면에서도, 국내 사 중 유일하게 '대형' 해양구조물을 수주. LNG선 수주 역시 18척으로 대형사 중 최대. 이로써 동사는 2년 연속 신규수주가 매출을 초과. 수주잔고도 인도기준으로 2018년 192억달러에서, 2019년 230억달러까지 증가. 매출인식 기준으로는 2년치에 근접한 것으로 추정. 2018년에 5조원까지 감소했던, 매출도 수주실적 개선으로 2019년에 7조원 수준까지 회복. 수주잔고 및 매출 정상화는 상당부분 진행된 상태.

신규수주 및 수주잔고 추이



자료: 회사자료

국내 대형사: LNG선 발주 추이



참고: *현대중공업그룹은 현대중공업과 현대삼호중공업의 합산 수치
자료: 회사자료, Clarksons

2020년 수주환경 전망: 2020년 동사 수주 목표는 아직 공개되지 않은 상태. 당사는 삼성중공업의 2020년 수주 목표가, 2019년 목표와 유사한 수준에서 설정될 것으로 예상. 하지만, 두 가지 이유에서 이를 부정적으로 해석할 이유는 없다는 판단. 우선 동사의 연말 수주잔고가 2년치(2019년 매출 인식 기준) 일감에 육박할 것으로 추정된다는 점을 감안해줄 필요. 충분한 수주잔고를 확보한 상태에서 회사 측이 공격적인 수주활동을 전개할 유인이 부족. 두 번째로, 동사의 2019년 수주목표였던 78억달러가, 2020년 예상 동사 예상 매출을 상회하는 수준이라는 점도 고려.

동사가 올해 다수의 대형 수주 프로젝트 입찰에 참여 중이라는 점도, 무리한 수주활동에 나설 필요가 없는 이유. 동사는 LNG선에서는 모잠비크, 카타르 프로젝트 수주 전에 참여 중. 러시아 Arctic 2프로젝트에서도 추가발주를 기대. 해양에서는 나이지리아 Bonga 프로젝트, Bay du Nord, 브라우즈 프로젝트 수주입찰에 참여 중이거나, 참여할 것으로 전망.

수익성 및 현금흐름 현황 업데이트

수익성 개선 시나리오도 아직은 신뢰 가능한 상태: 매출정상화 이후 남은 과제는 수익성 개선. 지난 해 3분기까지 동사는 4천억원의 영업적자를 기록. 순이익 기준으로는 약 1조원에 육박하는 적자. 동사의 2019년 실적은 각종 일회성 요인을 제거하더라도 적자. 급격한 매출 회복에 따른, 미숙련공 채용 확대가 원인. 4분기 실적도 부진할 것으로 예상. 신규채용 인력들의 생산성 향상에도 생각보다 긴 시간이 걸릴 것으로 판단되기 때문. 이는 2020년 이익 전망 하향의 유인이 될 수 있을 것.

부진한 수익성에도, 동사에 대한 긍정적 시각을 유지. 이유는 세 가지. 첫 번째는 PDC와의 드릴쉽 계약 취소 소송 승소로, 2020년 이익전망 하향 리스크가 크게 완화되었다는 점. 영국 중재법원은 PDC측에게 삼성중공업으로의 3.2억달러의 배상금을 지불할 것을 판결. 물론 PDC가 해당 금액을 지불할 능력이 있는 지에는 다소 의문이 존재. 하지만 관련 보상을 제외해도, 삼성중공업은 최소 1천억원 이상의 충당금 환입을 인식하게 될 것. 기존 동사는 소송 패소에 따른 선수금 반환 가능성을 반영하여, 해당 충당금을 설정한 바 있음. 물론 Stena와의 소송이 아직은 변수로 남아 있으나, 1)승소 시에는 오히려 환입이 발생할 수 있고, 2)설사 패소를 가정해도 현 주에서는 상승여력이 존재.

두 번째로, 동사의 미래 영업이익 턴어라운드에 시나리오를 의심할 근거가 부족하다는 점. 신규 인력의 생산효율은 결국 시간이 해결해 줄 수 있는 부분이기 때문. 여기에 매출증가에 따른 고정비 부담 완화, LNG선 매출 비중 확대 효과도 고려할 필요. 하반기부터 동사 이익 턴어라운드 가능할 것.

세 번째로, 지난 해 동사 손실 중 일부가 환관련 손실이라는 점. 동사는 환율 하락(원화 강세) 시, 수주계약이 해지된 드릴쉽과 관련한 파생상품 평가 이익을 인식할 수 있는 구조.

삼성중공업 4Q19 preview

(십억원)	4Q19E	3Q19	전분기 대비 (%)	4Q18	전년 동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,903	1,965	(3.1)	1,364	39.6	1,904	(0.0)
영업이익	(50)	(312)	nm	(134)	nm	(25)	nm
세전이익	(26)	(588)	nm	(117)	nm	(43)	nm
지배주주순이익	(19)	(580)	nm	(98)	nm	(25)	nm
이익률(%)							
영업이익	(2.6)	(15.9)		(9.8)		(1.3)	
세전이익	(1.3)	(29.9)		(8.6)		(2.3)	
지배주주순이익	(1.0)	(29.5)		(7.2)		(1.3)	

자료: Fnguide, 삼성증권 추정

현금흐름 우려는 과도: 최근 시장에는 동사 유동성에 대한 우려가 제기된 바 있음. 2019년말 동사의 순차입금이 1)매출 증가에 따른 운전자금 부담과, 2)Valaris(구 Ensco)로의 배상금 지급으로 전분기 대비 크게 증가할 것으로 예상되기 때문. 드릴쉽 관련 소송 불확실성도, 최근 투자자들은 손익계산서 상의 손실보다, 현금흐름 차원의 리스크로 인식해왔던 것이 사실.

Stena 측과의 선수금 반환 소송은 현금흐름상으로도 불확실성 요인. 소송에서 패소할 경우, 동사는 손익계산서 상에 약 2천억원의 손실을 인식함과 동시에, 약 4천억원의 현금유출이 발생할 것으로 예상. 하지만 이를 감안해도 시장의 동사에 대한 유동성 우려는 과도하다는 판단.

우선 PDC와의 소송 승소로 불필요한 현금 유출 리스크가 해소. 또한 해당 소송 구조가 Stena 소송과 유사한 측면이 있다는 점도 고려할 필요. 반드시 패소한다고 볼 수 없는 상태. 또한 현재 수주계약이 취소되어, 동사의 재고자산으로 분류된 드릴쉽을 자금 차입에 활용할 수 있을 것. 수주 취소된 선박들의 소유권이 계약 취소로 삼성중공업에 넘어왔기 때문.

그리고 무엇보다 2020년에 동사의 영업활동 현금흐름 개선이 예상된다는 점을 고려할 필요. 2019년 영업현금흐름 악화의 원인 중 하나는 급격한 매출 회복(=건조량 증가)에 따른 운전자금 부담 증가. 2020년에는 2018-2019년에 건조작업이 시작된 선박들로부터 인도대금이 회수될 것.

시추선 관련 주요 이슈 진행 상황

이슈	개요	진행상황
Petrobras 드릴쉽	2007년 Valaris (구 Ensco)가 드릴쉽 1기를 발주. 해당 선박은 2011년에 인도되어 브라질 Petrobras에 용선. 하지만 이후 Petrobras 측이 1)삼성중공업이 선박 브로커에게 지불한 수수료가 부정한 용도로 사용되어, 2)과도한 용선료를 지불했다고 주장하면서, 용선 계약을 해지.	Valaris (구 Ensco)와의 소송은 영국 중재법원에서 패소. 2분기에 2천억원을 손실처리하고, 이를 2019년 4분기에 지급
	Valaris (구 Ensco)사는 용선계약 파기에 따른 손해를 배상하라며, '영국법원'에 삼성중공업을 고소. Petrobras도 동일한 건에 대해 '미국'에서 손해배상 청구소송을 제기한 것으로 알려짐.	미국 사법당국과 예상되는 합의금 9백억원을 3분기에 손실로 인식하고, 최근 지급한 것으로 추정 Petrobras와 미국에서의 분쟁은 아직 진행 중.
PDC선수금 반환 중재소송	PDC가 발주한 드릴쉽 1기가 계약시점을 넘겨 인도. PDC측이 이를 빌미로 선박 인도를 거부. 삼성중공업은 계약서 상 용인되는 기한 내의 인도지연이었음을 주장.	수취한 선수금 181백만달러의 절반을 충당금으로 설정. 전일 영국 중재법원이 PDC 측에 삼성중공업으로의 손해배상을 명령. 충당금 환입 예상.
Stena선수금 반환 중재소송	Stena가 수주계약을 해지한 반잠수식 시추선에 대해 선수금반환 청구소송 제기. 해당 설비는 2018년에 제 3자에게 매각(resale)되었으나, Stena 측과의 선수금 반환 소송은 지속.	수취한 선수금 절반을 충당금으로 설정(1.9천억원)

자료: 삼성증권, 언론보도

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**7,901**	**5,265**	**7,057**	**7,868**	**8,556**
매출원가	8,052	5,269	7,110	7,322	7,911
매출총이익	**(150)**	**(4)**	**(53)**	**546**	**645**
(매출총이익률, %)	(1.9)	(0.1)	(0.8)	6.9	7.5
판매 및 일반관리비	374	405	400	405	428
영업이익	**(524)**	**(409)**	**(454)**	**141**	**217**
(영업이익률, %)	(6.6)	(7.8)	(6.4)	1.8	2.5
영업외손익	**60**	**(88)**	**(551)**	**(33)**	**(52)**
금융수익	252	193	158	101	59
금융비용	209	307	440	168	126
지분법손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	18	26	(269)	35	16
세전이익	**(464)**	**(498)**	**(1,005)**	**108**	**166**
법인세	(123)	(109)	11	26	40
(법인세율, %)	26.5	22.0	(1.1)	24.0	24.0
계속사업이익	(341)	(388)	(1,016)	82	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**(341)**	**(388)**	**(1,016)**	**82**	**126**
(순이익률, %)	(4.3)	(7.4)	(14.4)	1.0	1.5
지배주주순이익	(339)	(388)	(1,013)	82	126
비지배주주순이익	(2)	(0)	(3)	0	0
EBITDA	(210)	(114)	(175)	416	490
(EBITDA 이익률, %)	(2.7)	(2.2)	(2.5)	5.3	5.7
EPS (지배주주)	(869)	(616)	(1,609)	131	200
EPS (연결기준)	(874)	(616)	(1,613)	131	200
수정 EPS (원)*	(869)	(616)	(1,609)	131	200

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**6,780**	**7,405**	**7,788**	**8,509**	**9,288**
현금 및 현금등가물	354	946	197	89	161
매출채권	344	508	773	862	938
재고자산	1,217	1,482	1,547	1,725	1,875
기타	4,865	4,469	5,271	5,833	6,313
비유동자산	**7,038**	**6,877**	**6,608**	**6,350**	**6,094**
투자자산	192	190	190	190	189
유형자산	6,163	5,882	5,625	5,369	5,115
무형자산	92	59	54	51	49
기타	592	747	740	740	740
자산총계	**13,818**	**14,283**	**14,396**	**14,858**	**15,381**
유동부채	**7,145**	**6,267**	**6,928**	**7,178**	**7,492**
매입채무	643	636	851	905	985
단기차입금	1,979	1,448	1,650	1,450	1,350
기타 유동부채	4,524	4,183	4,427	4,822	5,157
비유동부채	**875**	**1,269**	**1,655**	**1,785**	**1,869**
사채 및 장기차입금	616	631	731	731	681
기타 비유동부채	259	639	924	1,054	1,188
부채총계	**8,021**	**7,537**	**8,583**	**8,963**	**9,360**
지배주주지분	**5,790**	**6,738**	**5,804**	**5,886**	**6,012**
자본금	1,951	3,151	3,151	3,151	3,151
자본잉여금	758	1,797	1,797	1,797	1,797
이익잉여금	3,198	2,800	1,787	1,869	1,995
기타	(118)	(1,009)	(930)	(930)	(930)
비지배주주지분	**8**	**8**	**9**	**9**	**9**
자본총계	**5,797**	**6,746**	**5,813**	**5,895**	**6,021**
순부채	3,062	1,489	2,231	2,079	1,801

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	**540**	**166**	**(1,054)**	**89**	**219**
당기순이익	(341)	(388)	(1,016)	82	126
현금유출입이없는 비용 및 수익	231	501	331	325	331
유형자산 감가상각비	280	256	254	252	251
무형자산 상각비	35	39	25	23	22
기타	(83)	207	52	50	59
영업활동 자산부채 변동	929	289	(369)	(319)	(237)
투자활동에서의 현금흐름	**(74)**	**369**	**3**	**3**	**3**
유형자산 증감	(92)	3	3	3	3
장단기금융자산의 증감	348	678	0	0	0
기타	(330)	(312)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**(957)**	**50**	**302**	**(200)**	**(150)**
차입금의 증가(감소)	(1,805)	(1,454)	302	(200)	(150)
자본금의 증가(감소)	0	1,372	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	849	133	0	0	0
현금증감	(631)	592	(749)	(108)	72
기초현금	984	354	946	197	89
기말현금	354	946	197	89	161
Gross cash flow	**(110)**	**113**	**(685)**	**408**	**457**
Free cash flow	**432**	**96**	**(1,123)**	**20**	**150**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	(24.1)	(33.4)	34.0	11.5	8.7
영업이익	적지	적지	적지	흑전	54.1
순이익	적지	적지	적지	흑전	52.7
수정 EPS**	적지	적지	적지	흑전	52.7
주당지표					
EPS (지배주주)	(869)	(616)	(1,609)	131	200
EPS (연결기준)	(874)	(616)	(1,613)	131	200
수정 EPS**	(869)	(616)	(1,609)	131	200
BPS	14,845	10,696	9,213	9,343	9,543
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	56.6	37.1
P/B***	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	16.2	13.2
비율					
ROE (%)	(5.6)	(6.2)	(16.2)	1.4	2.1
ROA (%)	(2.2)	(2.8)	(7.1)	0.6	0.8
ROIC (%)	(4.1)	(3.7)	(5.2)	1.2	0.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	52.8	22.1	38.4	35.3	29.9
이자보상배율 (배)	(10.1)	(3.3)	(4.9)	1.5	2.5

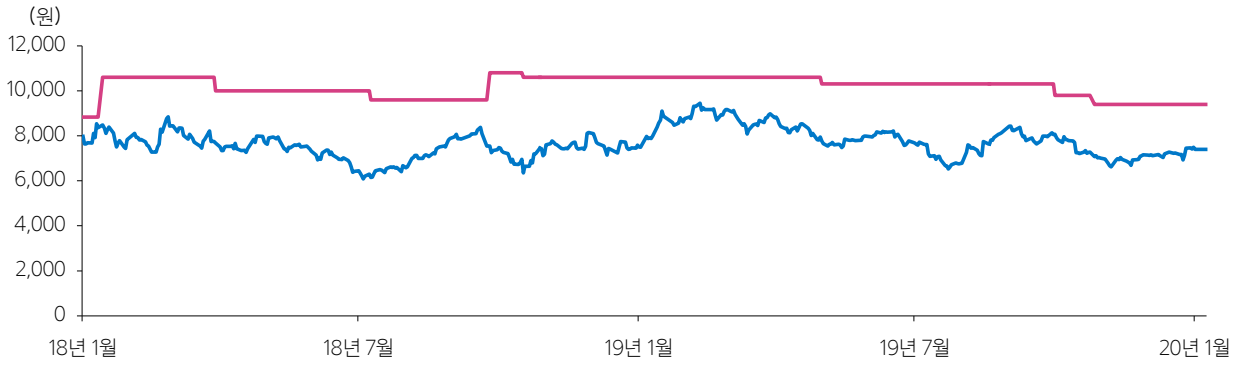
참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 삼성중공업, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 당사는 1월 15일 현재 삼성중공업와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/1/8	1/28	4/1	4/13	7/24	10/10	11/1	2019/5/16	10/16	11/10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	8,825	10,600	10,600	10,000	9,600	10,800	10,600	10,300	9,800	9,400
괴리율 (평균)	(10.36)	(24.65)	(25.06)	(27.18)	(25.06)	(34.12)	(23.05)	(25.46)	(22.92)	
괴리율 (최대or최소)	(3.30)	(16.51)	(16.51)	(20.10)	(12.81)	(30.74)	(10.85)	(18.16)	(18.78)	

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

기업

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

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Interbrand Best Korea Brands 2019

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM