



하나금융그룹

2019년 05월 08일 | Equity Research

삼성중공업 (010140)

LNG 독자화물창 기술전쟁의 재점화

두 걸음 앞선 삼성과 대우, 한 걸음 느린 현대

멤브레인 LNG 화물창의 원천기술을 갖고 있는 프랑스 기업 GTT를 대체하기 위해 한국 조선업계는 한국형 독립 LNG화물창 개발에 주목해왔다. 한국 조선업계에서 가장 먼저 LNG 독자화물창 개발을 완료한 조선소는 삼성중공업이다. 삼성중공업은 GTT의 Mark V와 유사한 0.07% 기화율의 KCS 독자화물창을 2011년에 개발 완료했다. 뒤이어 한국가스공사는 한국조선3사와 공동으로 0.11%의 기화율의 KC-1 화물창을 개발해냈다. 대우조선해양은 2017년 0.049%로 가장 낮은 기화율을 보이는 Solidus 화물창을 개발했다. 이러한 조선업계의 흐름을 고려하면 현대중공업 역시 독자적인 LNG화물창의 개발에 착수하고 있을 것이다. 조선업계에 정통한 여러 관계자들에 의하면 현대중공업은 조선 3사 중 가장 뒤늦게 KC-3(가칭)라는 이름의 독자 화물창 개발을 진행하고 있다.

KC-1 화물창의 경쟁이탈 그리고 KCS, Solidus의 부각

삼성중공업을 전폭적으로 지지하고 있는 LNG선사 Gaslog는 약 2년전 KC-1 화물창이 탑재되는 LNG선 2척을 삼성중공업에 발주했었지만, KC-1 화물창에 여러 기술적 결함들이 나타나면서 KC-1 화물창은 독자 화물창 경쟁구도에서 이탈하는 모습을 보이고 있다. 따라서 GTT에 대항하기 위한 한국형 독자 LNG화물창 기술에는 삼성중공업의 KCS와 대우조선해양의 Solidus 두 가지가 부각되고 있다. 특히 Gaslog는 KC-1 화물창이 탑재되는 LNG선을 삼성중공업에 가장 먼저 발주했듯이 이번에도 KCS LNG 화물창 기술에 대해 깊은 관심을 갖고 있을 것이다.

기술적 결합으로 수세에 몰리고 있는 GTT

로이드 선급(LR)의 Solidus 설계 인증 이후 GTT 주가는 연일 하락세를 보이고 있다. 특히 Mark III flex Plus 화물창에서도 기술 결합이 드러나면서 GTT는 선주들 사이에서 신뢰도가 크게 떨어지고 있다. KCS와 Solidus 등 한국의 독자 화물창이 점점 부각될수록 GTT가 갖고 있는 매출과 시가총액은 한국조선업계로 이전될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 10,000원 | CP(5월 7일): 8,330원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,176.99		
52주 최고/최저(원)	9,450/6,090	매출액(십억원)	6,784.5 7,621.1
시가총액(십억원)	5,247.9	영업이익(십억원)	(36.5) 148.9
시가총액비중(%)	0.43	순이익(십억원)	(109.2) 53.5
발행주식수(천주)	630,000.0	EPS(원)	(169) 83
60일 평균 거래량(천주)	3,763.7	BPS(원)	11,157 11,260
60일 평균 거래금(십억원)	33.1		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	19.82		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3 인	21.97		
하나은행	8.06		
주가상승률 1M	6M 12M		
절대	0.2 28.6 17.6		
상대	0.6 22.7 33.2		

Stock Price	
(천원)	
18.4	160
18.7	140
18.10	120
19.1	100
19.4	80

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	7,901.2	5,265.1	5,296.4	5,356.5	5,343.3
영업이익	십억원	(524.2)	(409.3)	(0.0)	207.3	229.2
세전이익	십억원	(463.9)	(497.6)	(125.0)	103.6	118.0
순이익	십억원	(338.8)	(387.9)	(140.9)	77.7	88.5
EPS	원	(766)	(693)	(224)	123	141
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	14.6
PER	배	N/A	N/A	N/A	66.68	58.50
PBR	배	0.42	0.61	0.68	0.68	0.67
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	23.03	12.92	12.15
ROE	%	(5.62)	(6.19)	(2.11)	1.17	1.32
BPS	원	15,281	12,234	12,010	12,133	12,274
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

사실상 어수아비에 불과한 GTT

GTT에게 매우 위협적인
삼성중공업 독자 LNG화물창 KCS

GTT는 화물창 제작 특히 선박 건조 및 화물창 탑재공사 경험도 없으면서 과도하게 LNG선 건조작업에 간섭해오고 있다. GTT가 새로 화물창을 개발해 출시할 때마다 한국 조선소현장에서는 여러 기술적 문제들이 발생되었는데, 그때마다 한국 조선업이 완벽한 해결책을 만들었고 GTT는 법적인 우월성을 이용해 한국 조선업계에서 제공받은 해결책을 자신들이 개발한것처럼 포장해 선주들에게 홍보해왔다. GTT는 법적인 우월함을 이용해 한국 조선업계의 고혈을 착취하고 있다. 따라서 KCS와 Solidus의 계약이 시작되면 GTT의 독점력은 빠르게 사라지게 될 것이다.

그림 1. 메이저 선급 LR로부터 Solidus의 ‘조건 없는 설계승인’ 이후 GTT 주가 하락 반전

Solidus의 LR설계 승인 직후
GTT 주가 하락세 전환

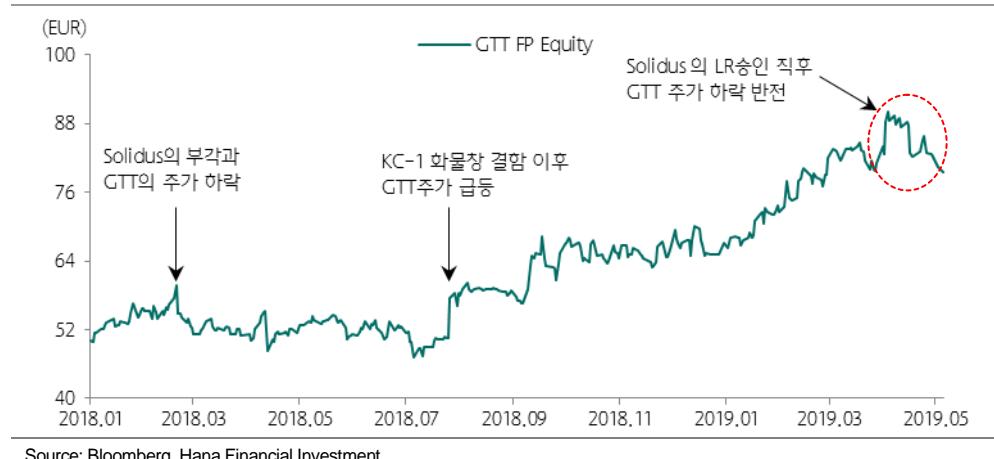


그림 2. GTT의 매출 고객 비중(2016.09) – 1위 고객사는 대우조선해양

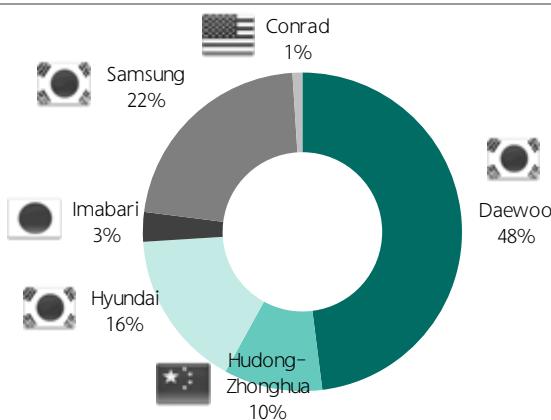


그림 3. GTT 시가총액 4조원은 한국 조선업으로 이동될 것

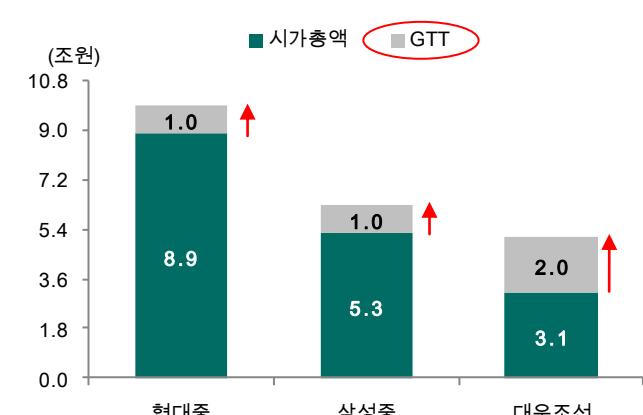


표 1. 삼성중공업 실적 전망

삼성중공업	1Q 19	2Q 19E	3Q 19E	4Q 19E	1Q 20E	2Q 20E	3Q 20E	4Q 20E	2018	2019F	2020F
매출액	1,458	1,286	1,272	1,281	1,288	1,388	1,397	1,284	5,265	5,296	5,357
영업이익	-33	1	6	26	39	49	56	64	-409	0	207
영업이익률	-2.3%	0.1%	0.5%	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	-7.8%	0.0%	3.9%
지배주주 순이익	-99	-18	-14	-10	14	17	19	28	-388	-141	78
순이익률	-6.8%	-1.4%	-1.1%	-0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	2.2%	-7.4%	-2.7%	1.5%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액		7,901.2	5,265.1	5,296.4	5,356.5	5,343.3
매출원가		8,051.7	5,269.3	4,775.0	4,780.0	4,800.0
매출총이익		(150.5)	(4.2)	521.4	576.5	543.3
판관비		373.7	405.1	521.4	369.2	314.1
영업이익		(524.2)	(409.3)	(0.0)	207.3	229.2
금융순익		43.0	(114.4)	(105.1)	(103.3)	(101.6)
종속/관계기업순익		(0.2)	(0.1)	(19.9)	(0.5)	(9.5)
기타영업외순익		17.5	26.2	0.0	0.0	0.0
세전이익		(463.9)	(497.6)	(125.0)	103.6	118.0
법인세		(123.2)	(109.4)	21.5	22.8	26.0
계속사업이익		(340.7)	(388.2)	(146.5)	80.8	92.0
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(340.7)	(388.2)	(146.5)	80.8	92.0
비지배주주지분 순이익		(2.0)	(0.3)	(5.6)	3.1	3.5
지배주주순이익		(338.8)	(387.9)	(140.9)	77.7	88.5
지배주주지분포괄이익		(474.7)	(413.8)	(140.0)	77.2	88.0
NOPAT		(385.0)	(319.3)	(0.0)	161.7	178.7
EBITDA		(209.8)	(114.4)	263.6	445.8	448.0
성장성(%)						
매출액증가율		(24.1)	(33.4)	0.6	1.1	(0.2)
NOPAT증가율		적지	적지	흑전	N/A	10.5
EBITDA증가율		적전	적지	흑전	69.1	0.5
영업이익증가율		적지	적지	흑전	N/A	10.6
(지배주주)순이익증가율		적지	적지	적지	흑전	13.9
EPS증가율		적지	적지	적지	흑전	14.6
수익성(%)						
매출총이익률		(1.9)	(0.1)	9.8	10.8	10.2
EBITDA이익률		(2.7)	(2.2)	5.0	8.3	8.4
영업이익률		(6.6)	(7.8)	0.0	3.9	4.3
계속사업이익률		(4.3)	(7.4)	(2.8)	1.5	1.7
투자지표						
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)						
EPS		(766)	(693)	(224)	123	141
BPS		15,281	12,234	12,010	12,133	12,274
CFPS		(248)	202	387	707	696
EBITDAPS		(474)	(205)	418	707	711
SPS		17,861	9,412	8,405	8,501	8,480
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		N/A	N/A	N/A	66.7	58.5
PBR		0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
PCFR		N/A	36.6	21.3	11.6	11.8
EV/EBITDA		N/A	N/A	23.0	12.9	12.2
PSR		0.4	0.8	1.0	1.0	1.0
재무비율(%)						
ROE		(5.6)	(6.2)	(2.1)	1.2	1.3
ROA		(2.2)	(2.8)	(1.0)	0.6	0.6
ROIC		(4.1)	(3.7)	(0.0)	2.1	2.4
부채비율		138.3	111.7	111.2	110.0	107.9
순부채비율		52.6	24.4	13.3	8.5	3.7
이자보상비율(배)		(10.1)	(3.3)	(0.0)	1.8	2.0

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산		6,779.9	7,405.5	7,365.1	7,692.3	7,956.2
금융자산		1,615.2	1,562.5	2,321.5	2,635.4	2,952.8
현금성자산		353.5	946.0	1,742.6	2,054.9	2,378.5
매출채권 등		3,563.7	577.0	465.7	466.9	462.0
재고자산		1,216.8	1,481.8	1,024.6	1,027.3	1,016.4
기타유동자산		384.2	3,784.2	3,553.3	3,562.7	3,525.0
비유동자산		7,038.2	6,877.4	6,574.0	6,338.9	6,121.5
투자자산		192.0	189.8	147.0	147.4	145.8
금융자산		189.0	156.5	147.0	147.4	145.8
유형자산		6,162.9	5,882.3	5,646.8	5,425.7	5,218.1
무형자산		91.6	58.8	33.6	19.3	11.0
기타비유동자산		591.7	746.5	746.6	746.5	746.6
자산총계		13,818.1	14,282.9	13,939.1	14,031.2	14,077.8
유동부채		7,145.3	6,267.1	6,100.2	6,110.3	6,069.8
금융부채		3,921.2	2,440.3	2,430.7	2,431.1	2,429.6
매입채무 등		2,692.0	954.1	972.0	974.6	964.2
기타유동부채		532.1	2,872.7	2,697.5	2,704.6	2,676.0
비유동부채		875.4	1,269.5	1,239.1	1,240.3	1,235.4
금융부채		744.6	771.1	771.1	771.1	771.1
기타비유동부채		130.8	498.4	468.0	469.2	464.3
부채총계		8,020.7	7,536.6	7,339.3	7,350.7	7,305.2
지배주주지분		5,789.6	6,738.4	6,597.5	6,675.1	6,763.7
자본금		1,950.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6	3,150.6
자본잉여금		1,624.9	1,797.0	1,797.0	1,797.0	1,797.0
자본조정		(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
기타포괄이익누계액		(14.1)	(39.0)	(39.0)	(39.0)	(39.0)
이익잉여금		3,198.4	2,800.1	2,659.1	2,736.8	2,825.4
비지배주주지분		7.9	7.9	2.3	5.4	8.9
자본총계		5,797.5	6,746.3	6,599.8	6,680.5	6,772.6
순금융부채		3,050.7	1,648.9	880.3	566.9	247.9
현금흐름표						
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름		540.1	165.5	728.8	316.8	320.5
당기순이익		(340.7)	(388.2)	(146.5)	80.8	92.0
조정		(48.7)	264.5	263.6	238.4	218.9
감가상각비		314.4	294.9	263.6	238.5	218.8
외환거래손익		118.8	3.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익		0.3	(2.9)	0.0	0.0	0.0
기타		(482.2)	(30.5)	0.0	(0.1)	0.1
영업활동	자산부채	929.5	289.2	611.7	(2.4)	9.6
투자활동 현금흐름		(74.4)	369.3	77.4	(4.9)	4.7
투자자산감소(증가)		48.0	2.3	42.8	(0.4)	1.6
유형자산감소(증가)		(91.9)	3.3	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타		(30.5)	363.7	37.6	(1.5)	6.1
재무활동 현금흐름		(956.7)	50.4	(9.6)	0.4	(1.6)
금융부채증가(감소)		(1,805.3)	(1,454.4)	(9.6)	0.4	(1.6)
자본증가(감소)		866.5	1,372.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(17.9)	132.7	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		(630.5)	592.4	796.6	312.3	323.6
Unlevered CFO		(109.6)	113.3	243.7	445.3	438.5
Free Cash Flow		432.1	96.5	725.8	313.8	317.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

삼성중공업



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	8,825		
17.12.7	Neutral	8,825	-16.49%	0.28%
17.5.8	BUY	15,002	-31.34%	-20.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율 분석

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.2%	8.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2019년 05월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 염려진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자와 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.