



BUY (유지)

목표주가(12M) 15,000원(상향)
현재주가(7.25) 10,950원

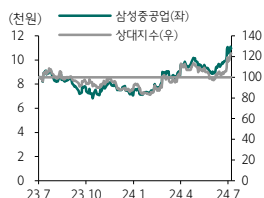
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,710.65
52주 최고/최저(원)	11,090/6,820
시가총액(십억원)	9,636.0
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	880,000.0
60일 평균 거래량(천주)	7,749.3
60일 평균 거래대금(십억원)	76.4
외국인지분율(%)	30.80
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 8인	20.87
국민연금공단	8.05

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	9,788.0	10,940.5
영업이익(십억원)	417.1	705.4
순이익(십억원)	237.1	498.9
EPS(원)	292	611
BPS(원)	4,418	5,025

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	5,944.7	8,009.4	10,141.6	11,862.2
영업이익	(854.4)	233.3	513.4	860.4
세전이익	(554.7)	(295.7)	286.9	649.0
순이익	(619.4)	(148.3)	233.3	480.6
EPS	(704)	(168)	265	546
증감율	적지	적지	흑전	106.04
PER	(7.26)	(46.13)	41.32	20.05
PBR	0.99	1.55	1.97	1.79
EV/EBITDA	(9.35)	19.49	14.36	9.45
ROE	(16.08)	(4.22)	6.33	11.53
BPS	5,187	5,010	5,566	6,112
DPS	0	0	0	0



Analyst 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 07월 26일 | 기업분석_Earnings Review

삼성중공업 (010140)

LNG 위에 더해진 FLNG

2Q24 Re : 해양이 이끈 실적

삼성중공업의 2Q24 실적은 매출 2조5,320억원(YoY +30.1%, QoQ +7.8%), 영업이익 1,307억원(YoY +122.2%, QoQ +67.8%, OPM 5.2%)으로 컨센서스(매출 2조4,359억원, 영업이익 950억원) 상회했다. 컨테이너선의 매출 인식 소폭 감소하며 상선 부문의 매출 비중 하락한 것으로 추정되나, 해양 부문의 매출 크게 증가하며 전사 외형 성장 견인한 것으로 판단한다. 특히, 지난 4월 과거 수주한 FLNG의 스틸 커팅 시작되며 매출 인식 본격화된 것으로 추정한다. 이 과정에서 해양 부문의 매출 비중은 약 20%까지 상승, 향후에도 20% 초반 유지할 것으로 판단한다. 이익 개선 역시 가팔랐다. FLNG 수익성이 상선 대비 좋은 점 감안할 때 전사 이익 개선은 자연스러운 결과였으며, 강재 가격 하락과 외주 비용 절감 더해지며 전사 영업이익률은 YoY +2.1%p, QoQ +1.8%p 개선됐다. 2분기 말 매출 기준 수주잔고는 약 32.3조원으로 2023년 연간 매출의 4배 수준이다.

하반기, 점진적 외형 성장 속 내실 다지는 기간이 될 것

3분기와 4분기, 매출은 QoQ +1.3%, +5.2%, 영업이익은 QoQ +16.7%, -0.2%를 전망한다. 매출 성장 대비 이익 개선의 폭이 크다. 1) 2분기에 매출 인식되었던 주요 수주분의 매출 인식 지속되며 유사한 수준의 매출 기록 가능할 전망이다. 이제 막 스틸 커팅 시작된 FLNG의 매출 기여도는 점진적 증가를 전망한다. 2) 현재까지의 강재 가격 흐름에 기초할 때 하반기 원가 절감 영향은 더욱 커질 가능성이 높다. 삼성중공업은 생산 안정화를 빠르게 이루었기에 안정화에 따른 수익성 개선을 계속 기대하기는 어렵겠으나, FLNG 비중 상승만으로도 전사 수익성 개선 지속될 것으로 전망한다. 장기적으로는 LPG 단열탱크 등 내재화 통한 추가적 마진 개선 가능하다고 판단한다. 3) 여전히 전방 시장 상황은 우호적이다. LNG 수요는 견조하고, 암모니아 수요 역시 본격적으로 증가 시작한 것으로 판단된다. 다만, 2024년 상반기까지 쉬지 않고 수주잔고를 채워온 점 고려할 때 하반기 신규 수주는 다소 속도 조절 가능성이 존재한다. 그럼에도 현재의 수주잔고 32.3조원은 충분한 규모이며, 오히려 선별적 수주를 통해 장기 수익성 개선 여력 축적해 나갈 수 있다고 판단한다.

다시 찾아온 Super Cycle. 목표주가 상향

삼성중공업에 대한 투자이견 BUY를 유지하고, 목표주가는 15,000원으로 상향한다. 다수의 지표가 현재 국내 조선 업황이 Super Cycle임을 가리키고 있다. 신조선가 지수는 180 후반대에서 유지되고 있으며, 수주잔고 역시 지속 증가세다. P, Q 모두 우호적이다. 전방 생태계 역시 LNG, 암모니아 등의 수요 증가 가능성이 매우 높은 바, 향후 수주에 대한 기대 역시 가능하다. 이에 따라, 2025년 BPS 6,112원에 과거 Super Cycle 당시(2006~2009년) 삼성중공업의 평균 P/B 2.5배를 적용한 목표주가 15,000원을 제시한다.

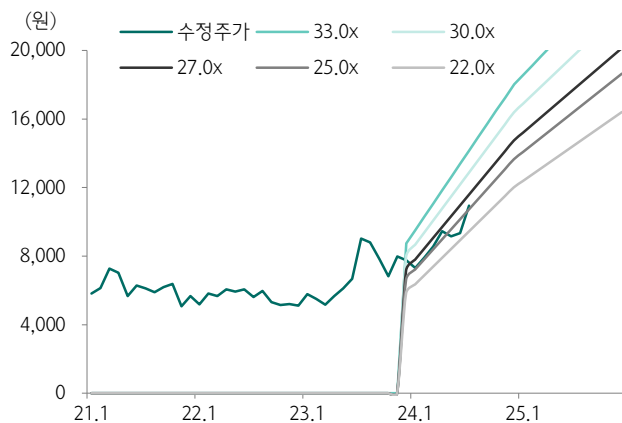
도표 1. 삼성중공업 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출	1,605.1	1,945.7	2,025.5	2,433.1	2,347.8	2,532.0	2,564.2	2,697.5	8,009.4	10,141.6	11,862.2	12,863.3
YoY(%)	8.2	36.4	44.7	48.8	46.3	30.1	26.6	10.9	34.7	26.6	17.0	8.4
QoQ(%)	(1.8)	21.2	4.1	20.1	(3.5)	7.8	1.3	5.2				
조선해양	1,452.2	1,815.7	1,927.8	2,238.2	2,212.2							
토건	190.9	173.6	165.3	236.2	183.8							
연결조정	(38.0)	(43.6)	(67.6)	(41.3)	(48.2)							
영업이익	19.6	58.8	75.9	78.9	77.9	130.7	152.6	152.3	233.3	513.4	860.4	1,096.8
YoY(%)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	297.2	122.2	100.9	92.9	흑자전환	120.0	67.6	27.5
QoQ(%)	흑자전환	200.1	29.1	3.9	(1.4)	67.8	16.7	(0.2)				
영업이익률(%)	1.2	3.0	3.7	3.2	3.3	5.2	5.9	5.6	2.9	5.1	7.3	8.5
YoY(%p)	7.6	21.0	15.7	23.8	2.1	2.1	2.2	2.4	17.3	2.1	2.2	1.3
QoQ(%p)	21.8	1.8	0.7	(0.5)	0.1	1.8	0.8	(0.3)				
지배순이익	11.4	25.6	38.1	(223.4)	9.9	76.6	77.0	69.8	(148.3)	233.3	480.6	656.0

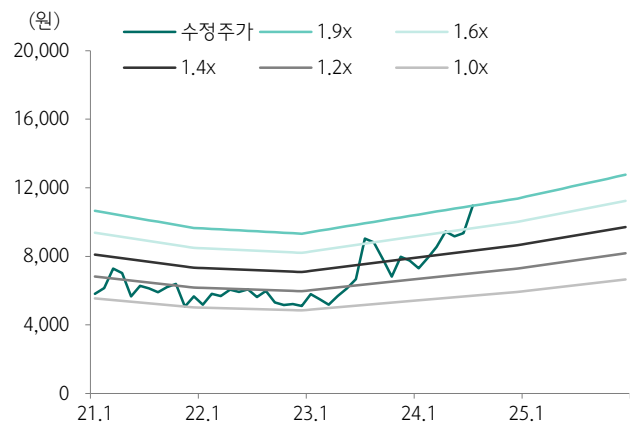
자료: 삼성중공업, Dart, 하나증권

도표 2. 삼성중공업 12M Fwd P/E



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 삼성중공업 12M Fwd P/B



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 삼성중공업 Valuation

(단위 : 원, 배)

	2006	2007	2008	2009	비고
P/B(High)	2.74	5.51	3.49	2.20	4년 평균치 : 3.48
P/B(Low)	1.42	1.95	0.86	1.29	4년 평균치 : 1.38
P/B(Avg.)	2.15	3.65	2.44	1.81	4년 평균치 : 2.51
	2023	2024F	2025F	2026F	비고
BPS(원)	5,010.27	5,566.43	6,112.47	6,857.88	
Target P/B(배)			2.51		과거 슈퍼사이클 기간의 평균 P/B 2.51배
Target Price(원)			15,347.87		목표 주가 : 15,000원

자료: 삼성중공업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	5,944.7	8,009.4	10,141.6	11,862.2	12,863.3
매출원가	6,406.9	7,364.0	9,235.9	10,584.4	11,345.4
매출총이익	(462.2)	645.4	905.7	1,277.8	1,517.9
판매비	392.2	412.1	392.3	417.4	421.0
영업이익	(854.4)	233.3	513.4	860.4	1,096.8
금융손익	(79.5)	(146.5)	(194.2)	(211.4)	(210.5)
중속/관계기업손익	(0.8)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	380.0	(382.5)	(32.3)	0.0	0.0
세전이익	(554.7)	(295.7)	286.9	649.0	886.3
법인세	72.7	(140.2)	63.3	184.6	252.4
계속사업이익	(627.4)	(155.6)	223.6	464.3	633.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(627.4)	(155.6)	223.6	464.3	633.9
비배주주지분 순이익	(8.0)	(7.3)	(9.7)	(16.3)	(22.2)
지배주주순이익	(619.4)	(148.3)	233.3	480.6	656.0
지배주주지분포괄이익	(516.6)	(155.1)	484.8	470.5	642.3
NOPAT	(966.4)	122.7	400.1	615.6	784.4
EBITDA	(655.2)	474.0	796.7	1,128.5	1,350.5
성장성(%)					
매출액증가율	(10.23)	34.73	26.62	16.97	8.44
NOPAT증가율	적지	흑전	226.08	53.86	27.42
EBITDA증가율	적지	흑전	68.08	41.65	19.67
영업이익증가율	적지	흑전	120.06	67.59	27.48
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	106.00	36.50
EPS증가율	적지	적지	흑전	106.04	36.45
수익성(%)					
매출총이익률	(7.77)	8.06	8.93	10.77	11.80
EBITDA이익률	(11.02)	5.92	7.86	9.51	10.50
영업이익률	(14.37)	2.91	5.06	7.25	8.53
계속사업이익률	(10.55)	(1.94)	2.20	3.91	4.93

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(704)	(168)	265	546	745
BPS	5,187	5,010	5,566	6,112	6,858
CFPS	(810)	549	842	1,282	1,534
EBITDAPS	(744)	539	905	1,282	1,534
SPS	6,754	9,100	11,523	13,478	14,615
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(7.26)	(46.13)	41.32	20.05	14.70
PBR	0.99	1.55	1.97	1.79	1.60
PCFR	(6.31)	14.12	13.00	8.54	7.14
EV/EBITDA	(9.35)	19.49	14.36	9.45	7.22
PSR	0.76	0.85	0.95	0.81	0.75
재무비율(%)					
ROE	(16.08)	(4.22)	6.33	11.53	13.85
ROA	(4.65)	(0.99)	1.43	2.68	3.36
ROIC	(15.77)	1.95	6.03	9.39	12.19
부채비율	305.71	357.39	338.34	333.66	304.92
순부채비율	45.80	71.76	44.23	22.22	1.39
이자보상배율(배)	(8.57)	1.31	2.22	3.55	4.41

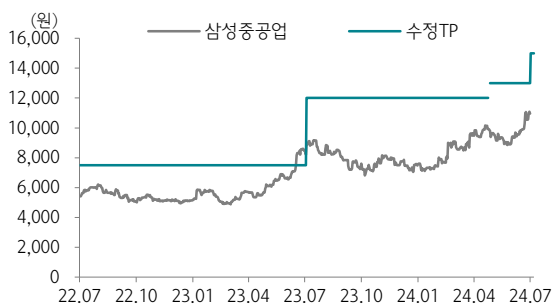
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,411.9	9,245.5	10,883.9	12,921.4	14,459.5
금융자산	3,020.4	2,188.2	3,062.0	3,938.5	4,897.8
현금성자산	919.2	583.8	1,348.7	1,970.4	2,802.7
매출채권	700.8	388.3	430.5	494.5	526.4
재고자산	1,573.5	1,729.2	1,917.0	2,202.1	2,344.2
기타유동자산	3,117.2	4,939.8	5,474.4	6,286.3	6,691.1
비유동자산	6,079.8	6,347.9	6,157.1	5,951.6	5,729.1
투자자산	384.1	460.9	502.5	565.1	596.2
금융자산	384.0	460.9	502.4	565.0	596.2
유형자산	5,235.4	5,208.7	4,991.4	4,726.1	4,474.9
무형자산	26.4	27.0	24.6	21.8	19.4
기타비유동자산	433.9	651.3	638.6	638.6	638.6
자산총계	14,491.7	15,593.4	17,041.0	18,873.0	20,188.6
유동부채	9,216.0	11,231.9	12,193.5	13,544.2	14,217.4
금융부채	3,053.4	3,785.7	3,936.1	4,059.8	4,121.5
매입채무	624.8	832.8	923.3	1,060.6	1,129.0
기타유동부채	5,537.8	6,613.4	7,334.1	8,423.8	8,966.9
비유동부채	1,703.7	952.3	959.8	976.8	985.3
금융부채	1,602.9	849.2	845.6	845.6	845.6
기타비유동부채	100.8	103.1	114.2	131.2	139.7
부채총계	10,919.8	12,184.2	13,153.4	14,521.1	15,202.7
지배주주지분	3,594.5	3,439.3	3,928.9	4,409.4	5,065.5
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0
자본조정	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
기타포괄이익누계액	1,147.5	1,202.1	1,458.3	1,458.3	1,458.3
이익잉여금	(1,958.9)	(2,168.7)	(1,935.4)	(1,454.8)	(798.8)
비배주주지분	(22.6)	(30.1)	(41.2)	(57.4)	(79.6)
자본총계	3,571.9	3,409.2	3,887.7	4,352.0	4,985.9
순금융부채	1,635.9	2,446.6	1,719.6	966.9	69.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(1,693.0)	(516.5)	357.0	742.0	892.3
당기순이익	(627.4)	(155.6)	223.6	464.3	633.9
조정	(104.2)	355.4	249.2	268.1	253.6
감가상각비	199.2	240.6	283.3	268.1	253.7
외환거래손익	(17.8)	(8.0)	(93.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.8	0.1	(0.0)	0.0	0.0
기타	(286.4)	122.7	59.7	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(961.4)	(716.3)	(115.8)	9.6	4.8
투자활동 현금흐름	1,102.1	(194.7)	668.1	(317.3)	(158.2)
투자자산감소(증가)	176.6	(99.3)	(41.6)	(62.6)	(31.2)
자본증가(감소)	260.6	(153.4)	(28.1)	0.0	0.0
기타	664.9	58.0	737.8	(254.7)	(127.0)
재무활동 현금흐름	946.8	(21.5)	(375.2)	123.8	61.7
금융부채증가(감소)	1,596.6	(21.5)	146.8	123.8	61.7
자본증가(감소)	(991.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	342.0	0.0	(522.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	348.0	(732.7)	759.2	621.7	832.3
Unlevered CFO	(713.1)	483.4	741.1	1,128.5	1,350.5
Free Cash Flow	(1,755.4)	(669.9)	328.5	742.0	892.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성중공업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.26	BUY	15,000		
24.5.21	BUY	13,000	-25.89%	-14.69%
		담당자 변경		
23.7.28	BUY	12,000	-32.36%	-15.25%
22.5.19	BUY	7,500	-23.75%	14.53%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 7월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 2024년 7월 26일 현재 해당회사의 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 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 23일