

Company Update

Analyst 오지훈

02) 6915-5662

jihoonoh@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 18,000원

현재가 (1/13) 11,700원

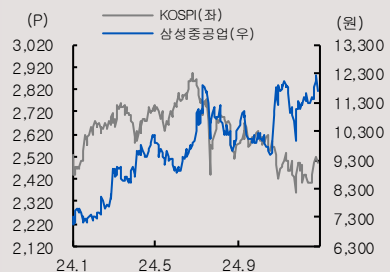
KOSPI (1/13)	2,489.56pt
시가총액	10,296십억원
발행주식수	880,115천주
액면가	1,000원
52주 최고가	12,250원
최저가	7,050원
60일 일평균거래대금	71십억원
외국인 지분율	33.3%
배당수익률 (2024F)	0.0%

주주구성	
삼성전자 외 8 인	20.88%
국민연금공단	8.05%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	3%	36%	66%
절대기준	3%	18%	63%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	18,000	15,000	▲
EPS(24)	482	371	▲
EPS(25)	675	718	▼

삼성중공업 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼성중공업 (010140)

방산 대신 해양, FLNG 2기에 풍력이 더해진다

4Q24 Pre: 해양 부문 비용 선투입으로 컨센서스 소폭 상회 전망

삼성중공업 4Q24 연결 영업실적은 매출액 2조 7,048원(YoY +11.2%, QoQ +16.4%), 영업이익 1,522 (YoY +92.7%, QoQ +27.0%)로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 이는 조업일수 증가와 해양 부문 기자재 선입고로 인한 비용 선투입 효과에서 기인한다. 이 외 4분기 특별한 일회성 요인은 없다고 판단한다. 당사는 환헛지 100% 정책을 고수하며 환율 변동 영향이 없고, 경쟁사 중 임대협을 가장 우선적으로 마쳐 3분기 관련 비용이 모두 반영되었기 때문이다. 다만 영업외단에서 삼성중공업 판교 사옥 매각으로 인한 일회성이익 약 1,500억원이 반영될 예정이다.

2025년 Outlook: 실적 상저하고, 하반기 FLNG 2기 건조 체제 돌입

실적 전망: 2025년 연결 영업실적은 매출액 10조 8,681억원(YoY +9.7%), 영업이익 819억원 (YoY +68.6%, OPM 7.5%)로 상저하고를 전망한다. 상선 부문은 상반기 저선가 컨테이너 물량 비중이 감소함에도 불구하고 카타르 LNGc 1차분 매출 인식 본격화로 일부 실적 늘림은 불가피하다고 판단한다. 다만, 33척의 카타르 LNGc에 대해 반복건조 효과를 추정하며, 2026년 하반기부터는 중국 저우산조선소 하청을 통해 건조하는 수에즈막스 탱커 4척 분량(약 4,600억원) 효과도 더해질 예정이다. **해양 부문**은 하반기 고수익성의 FLNG 2기 동시 건조체제 돌입으로 해양 부문 매출은 전년 대비 약 1조원 증가한 1조 8,000억원으로 추정한다. **수주 전망**(뒷장에서 계속)

투자의견 매수, 목표주가 18,000원으로 상향, 최선희주 의견 유지

동사에 대한 투자의견 매수를 유지, 목표주가를 18,000원으로 상향하며 최선희주 의견을 유지한다. 1) 대형 조선사 중 유일하게 해양 부문에서 양호한 수익성을 기록하며 적자 부문이 없고, 2) 2025년 하반기부터 FLNG 2기 건조 체제에 돌입하며 실적 개선은 지속되며, 3) 이르면 2026년부터 울산 반딧불이 부유식 해상풍력 하부구조물 50기에 대한 생산이 시작될 예정이고, 4) 대형 조선사 중 가장 밸류에이션 매력도가 높다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	5,945	8,009	9,908	10,868	12,921
영업이익	-854	233	636	819	1,313
세전이익	-555	-296	515	792	1,335
지배주주순이익	-619	-148	424	594	1,001
EPS(원)	-704	-168	482	675	1,138
증가율(%)	-65.7	-76.1	-386.3	39.9	68.6
영업이익률(%)	-14.4	2.9	6.4	7.5	10.2
순이익률(%)	-10.5	-1.9	4.2	5.5	7.7
ROE(%)	-16.1	-4.2	11.2	13.2	18.3
PER	-7.3	-46.0	23.4	17.3	10.3
PBR	1.3	2.0	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	-10.0	20.5	12.9	11.6	7.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

수주 전망: 2025년 수주액은 전년대비 증가할 전망이다. **상선 부문**은 1) 미국 LNG 수출 승인 재개로 인한 LNGc 발주 재개, 2) 대만의 양밍, 에버그린과 국내 HMM 컨테이너선사 발주 예정 물량, 3) 남미 셔틀탱커 물량 등으로 올해와 유사한 수준을 예상한다. **해양 부문**은 1) ENI Coral #2 FLNG 수주가 올해로 지연됨에 따라 전년대비 증가할 예정이다. 모잠비크 대선 불복 시위가 격화되며 최종 계약이 지연되는 중이나, 설계와 일부 Hull에 대해서는 이미 생산이 도입된 상태로 예정대로 생산에는 큰 지장이 없다고 판단한다. 2) 트럼프 당선 이후 미국 LNG 수출 승인이 재개됨에 따라 Delfin이나 Western LNG로부터의 FLNG 추가 수주가 예상된다. 더불어, 3) 이르면 올해 중으로 에퀴노르사의 울산 반딧불이 부유식 해상풍력 하부구조물 50기에 대한 수주 소식도 예상된다. 울산 반딧불이 부유식 해상풍력은 울산항 동쪽 60~70km 해상에 위치한 최대 750MW(15MW*50기) 사업규모의 프로젝트이다. 작년 12월, 2024년 풍력 고정가격계약 경쟁입찰에서 부유식 해상풍력 프로젝트로는 국내 최초로 입찰을 통과했다. 당사는 이곳에 투입되는 15MW급 부유식 해상풍력 발전설비 50기의 하부구조물 제작과 발전터빈과 통합하는 마샬링 작업을 독점 수행할 예정이다. 아직 하부구조물 최종 계약 이전이기 때문에 구체적인 사업 규모는 파악하기 어려우나, 경쟁사들 대비 가장 빨리 해상풍력 하부구조물을 수주 예정이라는 점을 주목할 필요가 있다고 판단한다.

표 1. 삼성중공업 4Q24 Preview

단위:	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
십억원, %, %p	2024.12(E)	2024.12(E)	vs Chg	2024.12(E)	vs Con	2023.12(A)	YoY	2024.09(A)	QoQ
매출액	2,705	2,687	0.7%	2,691	0.5%	2,433	11.2%	2,323	16.4%
영업이익	152	143	6.4%	148	2.7%	79	92.7%	120	27.0%
당기순이익	260	111	133.5%	103	153.3%	-224	흑전	71	264.3%
OPM	5.6%	5.3%	0.3%p	5.5%	0.1%p	3.2%	2.4%p	5.2%	0.5%p
NPM	9.6%	4.1%	5.5%p	3.8%	5.8%p	-9.2%	18.8%p	3.1%	6.5%p

자료: IBK투자증권

표 2. 삼성중공업 실적 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,605	1,946	2,025.4	2,433	2,348	2,532	2,323	2,705	2,641	2,618	2,658	2,950	8,009	9,908	10,868	12,921
YoY	8.2%	36.4%	44.7%	48.9%	46.3%	30.1%	14.7%	11.2%	12.5%	3.4%	14.4%	9.1%	34.7%	23.7%	9.7%	18.9%
QoQ	-1.8%	21.2%	4.1%	20.1%	-3.5%	7.8%	-8.3%	16.4%	-2.4%	-0.9%	1.5%	11.0%				
영업이익	20	59	75.9	79	78	131	120	157	152	166	228	272	233	486	819	1,313
OPM	1.2%	3.0%	3.7%	3.2%	3.3%	5.2%	5.2%	5.8%	5.8%	6.4%	8.6%	9.2%	2.9%	4.9%	7.5%	10.2%
YoY	적지	흑전	-145.2%	-123.5%	298.2%	121.9%	58.0%	99.2%	95.3%	27.2%	90.5%	73.0%	흑전	108.2%	68.6%	60.3%
QoQ	흑전	201.2%	28.8%	4.1%	-1.4%	67.9%	-8.3%	31.3%	-3.4%	9.4%	37.3%	19.2%				
세전이익	6	25	31	-358	15	76	72	352	142	157	222	270	-296	515	792	1,335
당기순이익	9	23	36	-224	8	74	71	264	106	118	167	203	-156	417	594	1,001

자료: IBK투자증권

표 3. 삼성중공업 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2021 년	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년
주식수(백만주)	880	880	880	880	880	880
EPS	-2,053	-704	-168	482	675	1,138
BPS	4,671	4,084	3,908	4,696	5,557	6,888
PBR(고)	1.6	1.6	2.4	2.9		
PBR(저)	1.0	1.2	1.2	2.2		
ROE	-35.3%	-16.1%	-4.2%	11.2%	13.2%	18.3%
FWD ROE	-10.2%	3.5%	12.2%	15.7%		
L FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	-6.3%	2.3%	5.2%	5.5%		
COE(평): 1~2년 후행	-7.8%	2.6%	7.3%	6.4%		
적용 ROE						
적용 COE						

적정 PBR
적정주가

현재	적정
1.7	2.6
	18,208

목표주가
증가(01월 13일)
상승여력

18,000
11,700
53.8%

PBR Valuation	2021 년	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년
주식수(백만주)	880	880	880	880	880	880
EPS	-2,053	-704	-168	482	675	1,138
PER(고)	-4.4	-7.3	-93.6	140.8		
PER(저)	-2.8	-5.6	-47.3	106.5		
PER(고): 2년 후행	-47.5	13.4	14.0			
PER(저): 2년 후행	-38.1	11.6	10.1			

현재 PER
적정 PER
적정주가
Weight

17.3	10.3
16.1	15.0
10,848	17,066
0%	100%
17,066	

목표주가
증가(01월 13일)
상승여력

18,000
11,700
53.8%

자료: IBK투자증권

표 4. 삼성중공업의 저선가 컨테이너선, 카타르 LNGc 인도 예정 일정

선종	발주처	계약일자	계약 척 수	잔여 인도 예정 척 수	척 당 계약가격 (백만달러)	계약 당시 가격 대비	현재 신조선가 가격 대비	잔여호선 인도예정일정
컨테이너	Evergreen Marine	2021.03.26	20척	8척	124	-	-41%	~2026년 2월
LNGc	Qatar Energy (카타르 1차)	2022.06.21	18척	12척	214.9	-9%	-17%	~2026년 8월
LNGc	Qatar Energy (카타르 2차)	2024.02.05	15척	15척	230.0	-13%	-11%	2026~2028년

자료: Clarksons, IBK투자증권

표 5. 대형 조선사 카타르 LNGc 수주 물량

조선사	선형(CBM)	NFE Phase 1 (32MTPA)	NFE Phase 2 (18MTPA)	NFE Phase 3 (16MTPA)
HD현대중공업	174k	17	17	한국 20척 협상 중
한화오션	174k	13	12	
삼성중공업	174k	18	15	
후동중화	174k	12	6	
	271k		18	6
카타르 에너지 총 발주 척 수		60	68	6

자료: Clarksons, IBK투자증권

표 6. 2024년 풍력 고정가격계약 경쟁입찰 사업자 선정 결과, 국내 부유식해상 프로젝트 중 반딧불이 프로젝트가 최초로 경쟁입찰 통과

프로젝트	설비용량	사업자	비고
부유식 해상풍력			
반딧불이	750MW	에퀴노르	2030년 상업운전 목표
고정식 해상풍력			
안마1해상풍력	224MW	에퀴스/대명에너지/씨에스윈드	2028년 말 상업운전 목표
안마2해상풍력	308MW	에퀴스/대명에너지/씨에스윈드	
태안해상풍력	500MW	뽀나에너지/CIP	2029년 하반기 가동 목표
야월해상풍력	104MW	두산지오솔루션	

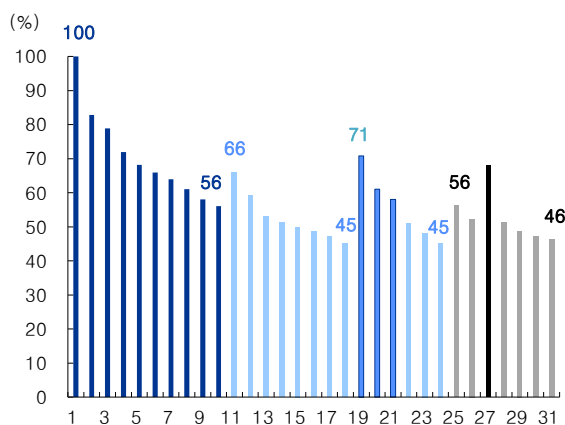
자료: 한국에너지공단 신재생에너지 센터, IBK투자증권

표 7. 삼성중공업의 FLNG 파이프라인

프로젝트명	생산규모 (MTPA)	발주사	상태	예상 가동시기
ENI Coral #2	3.4	ENI	1H25 수주 전망	2027
Delfin #1	3.3	Delfin Midstream LNG	FEED	2027
Delfin #2	3.3	Delfin Midstream LNG	PRO	2028
Delfin #3	3.3	Delfin Midstream LNG	PRO	2029
Delfin #4	3.3	Delfin Midstream LNG	PRO	2030
Ksi Lisims #1	6	Western LNG	FEED	2028
Ksi Lisims #2	6	Western LNG	FEED	2028

자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 1. 시리즈 호선별 선박 건조 소요 시간, 카타르 LNG선 현재 시장가 대비 12~18% 선가 낮지만 반복 건조 효과 기대함



자료: ScienceDirect, IBK투자증권

그림 2. 삼성중공업-에퀴노르 반딧불이 부유식 해상풍력 하부구조물 독점 공급 합의



자료: 삼성중공업, IBK투자증권

삼성중공업 (010140)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	5,945	8,009	9,908	10,868	12,921
증가율(%)	-10.2	34.7	23.7	9.7	18.9
매출원가	6,407	7,364	8,985	9,571	11,050
매출총이익	-462	645	922	1,297	1,871
매출총이익률 (%)	-7.8	8.1	9.3	11.9	14.5
판매비	392	412	436	478	558
판매비율(%)	6.6	5.1	4.4	4.4	4.3
영업이익	-854	233	486	819	1,313
증가율(%)	-34.9	-127.3	172.5	28.8	60.3
영업이익률(%)	-14.4	2.9	6.4	7.5	10.2
순금융손익	-79	-147	-91	-82	-42
이자손익	-84	-146	-194	-190	-172
기타	5	-1	103	108	130
기타영업외손익	380	-382	-30	54	65
종속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	-555	-296	515	792	1,335
법인세	73	-140	98	198	334
법인세율	-13.2	47.3	19.0	25.0	25.0
계속사업이익	-627	-156	417	594	1,001
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-627	-156	417	594	1,001
증가율(%)	-56.8	-75.2	-368.2	42.3	68.6
당기순이익률 (%)	-10.5	-1.9	4.2	5.5	7.7
지배주주당기순이익	-619	-148	424	594	1,001
기타포괄이익	102	-7	269	64	70
총포괄이익	-525	-163	686	658	1,071
EBITDA	-655	474	949	1,117	1,604
증가율(%)	-41.1	-172.3	100.2	17.7	43.6
EBITDA마진율(%)	-11.0	5.9	9.6	10.3	12.4

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-704	-168	482	675	1,138
BPS	4,084	3,908	4,696	5,557	6,888
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-7.3	-46.0	23.4	17.3	10.3
PBR	1.3	2.0	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	-10.0	20.5	12.9	11.6	7.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-10.2	34.7	23.7	9.7	18.9
EPS증가율	-65.7	-76.1	-386.3	39.9	68.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-16.1	-4.2	11.2	13.2	18.3
ROA	-4.7	-1.0	2.6	3.5	5.6
ROIC	-12.7	-2.9	7.9	10.6	16.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	305.7	357.4	308.6	250.9	207.6
순차입금 비율(%)	57.5	85.4	57.4	55.6	32.4
이자보상배율(배)	-8.6	1.3	2.3	3.7	6.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.6	14.7	26.6	29.1	30.8
재고자산회전율	3.9	4.9	7.1	9.7	10.3
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,412	9,245	10,074	10,302	11,555
현금및현금성자산	919	584	1,471	883	1,360
유가증권	113	155	61	103	119
매출채권	701	388	357	390	450
재고자산	1,574	1,729	1,070	1,167	1,348
비유동자산	6,080	6,348	6,659	6,729	6,976
유형자산	5,235	5,209	5,139	5,084	5,095
무형자산	26	27	27	24	22
투자자산	384	461	747	808	920
자산총계	14,492	15,593	16,733	17,031	18,531
유동부채	9,216	11,232	12,097	11,665	12,000
매입채무및기타채무	625	833	658	844	920
단기차입금	1,407	1,850	2,391	2,191	1,991
유동성장기부채	519	1,185	1,204	1,254	1,254
비유동부채	1,704	952	541	514	507
사채	120	205	75	75	75
장기차입금	1,017	312	92	42	-8
부채총계	10,920	12,184	12,637	12,178	12,507
지배주주지분	3,594	3,439	4,133	4,891	6,062
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
자본조정등	-970	-970	-970	-970	-970
기타포괄이익누계액	1,148	1,202	1,471	1,635	1,805
이익잉여금	-1,959	-2,169	-1,744	-1,150	-149
비지배주주지분	-23	-30	-38	-38	-38
자본총계	3,572	3,409	4,095	4,853	6,024
비이자부채	7833	8534	8755	8496	9075
총차입금	3,087	3,650	3,882	3,682	3,432
순차입금	2,055	2,911	2,349	2,696	1,953

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,693	-516	50	898	1,587
당기순이익	-627	-156	417	594	1,001
비현금성 비용 및 수익	-86	639	287	434	915
유형자산감가상각비	197	238	310	295	289
무형자산상각비	2	3	3	3	3
운전자본변동	-961	-716	-447	61	-158
매출채권등의 감소	-478	309	28	-32	-60
재고자산의 감소	-36	43	758	-97	-181
매입채무등의 증가	57	214	-173	186	76
기타 영업현금흐름	-19	-283	-207	-191	-171
투자활동 현금흐름	1,102	-195	-721	-1,055	-1,073
유형자산의 증가(CAPEX)	-62	-153	-158	-240	-300
유형자산의 감소	323	2	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	19	28	-94	-60	-112
기타	821	-72	-470	-755	-661
재무활동 현금흐름	947	376	1,548	-431	-37
차입금의 증가(감소)	871	339	410	-50	-50
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	76	37	1,138	-381	13
기타 및 조정	-8	0	11	0	0
현금의 증가	348	-335	888	-588	477
기초현금	571	919	584	1,471	883
기말현금	919	584	1,471	883	1,360

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	91.7
Trading Buy (중립)	7	4.9
중립	5	3.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

삼성중공업	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.10.14	매수	15,000	-26.66	-18.33
	2025.01.14	매수	18,000		