

2025. 1. 8



▲ **조선/기계**
 Analyst **배기연**
 02. 6454-4879
 kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **22,000 원**

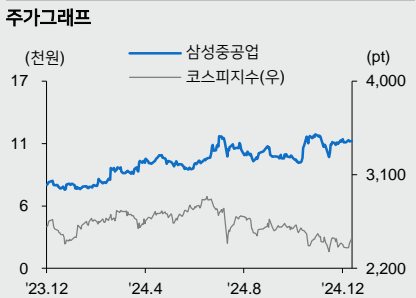
현재주가 (1.7) **11,830 원**

상승여력 **86.0%**

KOSPI	2,492.10pt
시가총액	104,104억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	75.72%
외국인비중	33.65%
52주 최고/최저가	12,030원/7,050원
평균거래대금	667.0억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 8 인	20.87
국민연금공단	8.05
GIC Private Limited	6.08

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.3	23.7	58.8
상대주가	8.4	42.1	64.3



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	5,944.7	-854.4	-619.4	-704	적지	4,084	-7.3	1.3	-9.3	-16.1	305.7
2023	8,009.4	233.3	-148.3	-169	적지	3,908	-46.0	2.0	19.5	-4.2	357.4
2024E	9,745.6	481.3	260.1	296	흑전	4,396	38.2	2.6	15.4	7.1	322.6
2025E	12,387.2	848.9	671.2	763	165.5	5,158	15.5	2.3	10.1	16.0	307.7
2026E	14,492.2	1,288.4	906.3	1,030	35.0	6,188	11.5	1.9	6.6	18.2	288.9

삼성중공업 010140

4Q Preview: 컨센서스에 부합할 양호한 실적

- ✓ 전분기대비 증가한 조업일수가 매출액 성장, 영업이익 개선을 이끌 4분기 - 매출액, 영업이익 모두 컨센서스에 부합 예상
- ✓ 상선 부문의 2025년은, 저수익성의 컨테이너선 일감 해소 vs 고수익성 LNG선 증가
- ✓ 해양 부문의 2025년은, Z FLNG, Cedar FLNG, Coral Sul 2 FLNG 등 3개 공사의 동시 진행으로 외형 성장 가속
- ✓ 2027년 추정치에 근거한 적정주가 22,000원, 상향 조정

컨센서스 부합할 4분기, 해양 중심의 외형 성장을 기대할 2025년

4분기 매출액은 2조 5,429억원 (YoY +4.5%, QoQ +9.5%), 영업이익은 1,528억원 (YoY +93.4%, QoQ +27.5%), 영업이익률은 +6.0% (YoY +2.8%p, QoQ +0.8%p)로 추정한다. 전분기대비 11% 증가한 조업일수 효과로 매출액은 개선되며, 영업이익은 컨센서스 1,473억원에 부합하는 양호한 실적을 기대한다. 사실상 100% 수준의 헷지전략을 취하는 삼성중공업의 전략 특성으로 인해 원/달러 환율 효과는 없다.

2025년 매출액에 대한 전망은 12조 3,872억원 (YoY +27.1%), 영업이익 8,489억원 (YoY +76.4%), 영업이익률 +6.9%(YoY +1.9%p)를 예상한다. 상선의 경우 저수익성의 수주잔고를 해소하며 프로젝트믹스 개선효과가 발생한다. 2021년 3월에 수주했던 Evergreen항 컨테이너선 20척의 인도가 2025년 내 마무리될 예정이다. 당시 수주했던 전통(conventional) 스크러버형 15K급 컨테이너선의 계약 가격은 척당 1억 2,395만달러로, 현재 선가대비 40.8% 낮은 금액이다.

해양부문에서는 2025년말까지 Z FLNG 공사의 진행률이 63%에 도달, Cedar FLNG의 공사가 35%에 도달, Coral Sul 2 FLNG의 공사가 27%에 도달할 전망을 반영하여 실적을 추정했다. 3개 공사의 스케줄이 겹치며 2025년 전사 매출액 성장을 견인할 전망이다.

적정주가 상향 조정

적정주가를 22,000원으로 상향 조정한다. 2026년대비 2027년 예상 BPS가 24.0% 증가할 전망을 반영했다. 2027년 예상 ROE 18.4%로 도출한 적정 멀티플 2.9배를 적용했다. 2025년 이후 Delfin FLNG 1~2호기, Western FLNG 등 북미발 FLNG 프로젝트들을 수주하게 되면, 2027년까지 성장세는 자명하다.

표1 삼성중공업 4Q24 Preview

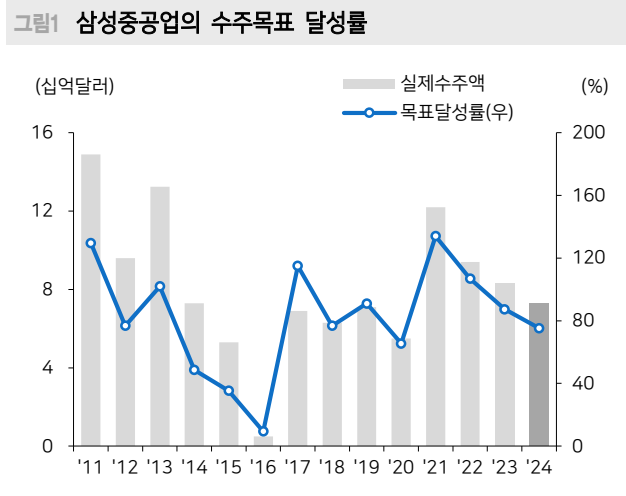
(십억원)	4Q24	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,542.9	2,433.2	4.5	2,323.0	9.5	2,692.0	-5.5
영업이익	152.8	79.0	93.4	119.9	27.5	147.3	3.7
세전이익	132.8	-357.8	흑전	71.7	85.2	138.7	-4.2
지배순이익	99.6	-223.4	흑전	74.0	34.6	97.4	2.3

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

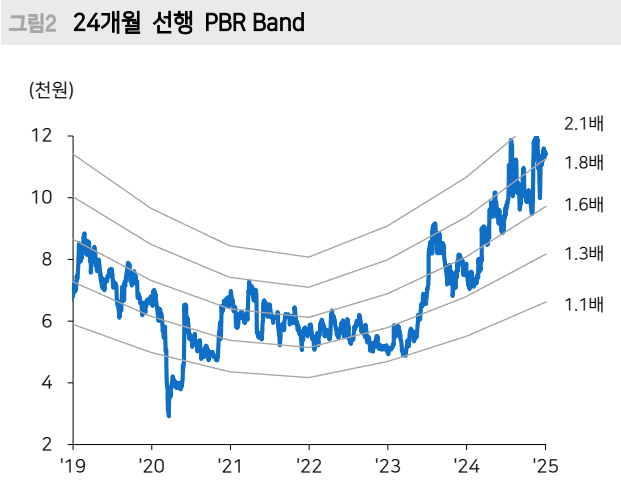
표2 삼성중공업 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
원달러	1,328.5	1,342.6	1,359.4	1,396.8	1,425.0	1,410.0	1,380.0	1,350.0	1,350.0	1,343.0	1,336.0	1,329.0	1,305.5	1,356.8	1,391.3	1,339.5	1,330.0
YoY	4.1%	2.1%	3.7%	5.8%	7.3%	5.0%	1.5%	-3.4%	-5.3%	-4.8%	-3.2%	-1.6%	1.2%	3.9%	2.5%	-3.7%	-0.7%
건조선가지표(p)	1445	1481	1501	1516	1540	1571	1590	1637	171.0	172.9	174.1	176.7	139.5	148.6	158.5	173.7	180.3
YoY	7.3%	7.6%	6.5%	4.7%	6.5%	6.1%	5.9%	8.0%	11.1%	10.0%	9.5%	8.0%	7.9%	6.5%	6.6%	9.6%	3.8%
한국후판가격(달러/톤)	789.4	765.1	749.4	754.0	734.2	714.5	694.7	674.9	655.2	655.2	655.2	655.2	833.4	764.5	704.6	655.2	655.2
YoY	-8.7%	-8.5%	-10.6%	-5.2%	-7.0%	-6.6%	-7.3%	-10.5%	-10.8%	-8.3%	-5.7%	-2.9%	-7.0%	-8.3%	-7.8%	-7.0%	0.0%
매출액	2,347.8	2,532.0	2,323.0	2,542.9	2,918.3	3,185.0	3,150.3	3,133.6	3,457.8	3,767.9	3,555.0	3,711.5	8,009.4	9,745.6	12,387.2	14,492.2	15,588.7
YoY	46.3%	30.1%	14.7%	4.5%	24.3%	25.8%	35.6%	23.2%	18.5%	18.3%	12.8%	18.4%	34.7%	21.7%	27.1%	17.0%	7.6%
영업이익	77.9	130.7	119.9	152.8	173.0	208.7	225.3	241.9	295.7	330.4	320.4	341.8	233.3	481.3	848.9	1,288.4	1,555.2
YoY	298.2%	121.9%	58.0%	93.4%	122.2%	59.6%	87.9%	58.3%	70.9%	58.3%	42.2%	41.3%	흑전	106.3%	76.4%	51.8%	20.7%
영업이익률	3.3%	5.2%	5.2%	6.0%	5.9%	6.6%	7.2%	7.7%	8.6%	8.8%	9.0%	9.2%	2.9%	4.9%	6.9%	8.9%	10.0%
세전이익	152	760	71.7	132.8	184.5	220.2	236.8	253.4	275.7	310.4	300.4	321.8	-295.7	295.7	895.0	1,208.4	1,475.2
YoY	158.8%	202.2%	131.0%	흑전	1110.7%	189.9%	230.3%	90.8%	49.4%	41.0%	26.9%	27.0%	적지	흑전	202.6%	35.0%	22.1%
지배주순이익	99	766	74.0	99.6	138.4	165.2	177.6	190.1	206.8	232.8	225.3	241.3	-148.3	260.1	671.2	906.3	1,106.4
YoY	-12.9%	199.1%	94.2%	흑전	1291.4%	115.7%	140.1%	90.8%	49.4%	41.0%	26.9%	27.0%	적지	흑전	158.1%	35.0%	22.1%

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터



자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성중공업의 적정주가 산출 - Implied PBR Valuation

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
COE(%)	6.7	7.2	6.6	6.5	6.4
RiskFree	3.2	3.0	2.4	2.3	2.2
Risk Premium	3.9	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	-4.2	7.1	16.0	18.2	18.4
BPS(원)	3,908	4,396	5,158	6,188	7,671
(ROE-g)/(COE-g)					2.9
적정주가(원)					22,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성중공업 연간 선종별 수주량

(척수)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
탱커	18	5	46	6	4	0	6	19	6	11	18	19	15	7	2	2	9	7	7	7
컨테이너선	9	5	22	13	0	17	11	10	0	6	13	6	0	44	9	16	4	12	12	12
LNG선	2	4	2	16	5	14	5	3	1	4	19	13	1	22	36	7	22	13	10	20
일반가스선	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	0	3	2	0	2	2	5	6	6	6
기타	1	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
선박총계	30	14	70	38	9	31	28	32	7	21	50	41	18	73	49	27	40	38	35	45

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성중공업 연간 선종별 인도량

(척수)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
탱커	14	16	11	32	37	16	2	2	3	17	8	14	15	17	20	7	0	3	4	6
컨테이너선	23	22	21	26	20	18	10	12	12	11	1	5	12	6	4	15	24	11	12	9
LNG선	13	11	11	3	1	7	11	10	6	4	9	5	9	15	4	8	17	22	20	20
일반가스선	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	0	0	1	2	2	0	0	2	2	5
기타	0	0	0	3	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
선박총계	50	49	43	64	58	44	23	24	23	36	18	24	37	40	30	30	41	38	38	40

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	5,944.7	8,009.4	9,745.6	12,387.2	14,492.2
매출액증가율(%)	-10.2	34.7	21.7	27.1	17.0
매출원가	6,406.9	7,364.0	8,789.9	10,671.2	12,189.4
매출총이익	-462.2	645.5	955.8	1,716.0	2,302.8
판매관리비	392.2	412.1	474.5	867.1	1,014.5
영업이익	-854.4	233.3	481.3	848.9	1,288.4
영업이익률(%)	-14.4	2.9	4.9	6.9	8.9
금융손익	-79.5	-146.5	-133.2	-36.0	-16.5
종속/관계기업손익	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	380.0	-382.5	-52.3	82.0	-63.5
세전계속사업이익	-554.7	-295.7	295.7	895.0	1,208.4
법인세비용	72.7	-140.2	42.9	223.7	302.1
당기순이익	-627.4	-155.6	252.9	671.2	906.3
지배주주지분 손이익	-619.4	-148.3	260.1	671.2	906.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,411.9	9,245.5	9,912.7	12,199.7	14,984.5
현금및현금성자산	919.2	583.8	991.6	1,565.4	2,674.1
매출채권	700.8	388.3	405.8	500.1	592.3
재고자산	1,573.5	1,729.2	1,807.2	2,226.9	2,637.6
비유동자산	6,079.8	6,347.9	6,275.9	6,155.1	6,047.8
유형자산	5,235.4	5,208.7	5,129.5	4,920.0	4,725.7
무형자산	26.4	27.0	26.8	23.3	20.3
투자자산	384.1	460.9	479.0	571.1	661.3
자산총계	14,491.7	15,593.4	16,188.6	18,354.7	21,032.3
유동부채	9,216.1	11,231.9	11,797.0	13,326.9	15,133.8
매입채무	624.8	832.8	870.4	1,072.5	1,270.3
단기차입금	1,407.4	1,849.6	2,041.2	1,641.2	1,641.2
유동성장기부채	519.3	1,185.3	1,189.0	1,129.0	989.0
비유동부채	1,703.7	952.3	560.8	525.8	490.3
사채	119.5	204.7	69.9	49.9	29.9
장기차입금	1,017.2	311.6	81.9	41.9	1.9
부채총계	10,919.8	12,184.2	12,357.8	13,852.7	15,624.1
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
기타포괄이익누계액	1,147.5	1,202.1	1,371.4	1,371.4	1,371.4
이익잉여금	-1,958.9	-2,168.7	-1,908.6	-1,237.4	-331.1
비지배주주지분	-22.6	-30.1	-37.9	-37.9	-37.9
자본총계	3,571.9	3,409.2	3,830.8	4,502.0	5,408.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-1,693.0	-516.5	235.1	1,071.7	1,292.6
당기순이익(손실)	-627.4	-155.6	252.9	671.2	906.3
유형자산상각비	197.4	237.8	285.0	277.5	266.4
무형자산상각비	1.8	2.9	3.5	3.5	3.1
운전자본의 증감	-961.4	-716.3	-245.8	119.5	116.9
투자활동 현금흐름	1,102.1	-194.7	180.7	-160.1	-162.1
유형자산의증가(CAPEX)	-62.4	-153.4	-124.0	-68.0	-72.0
투자자산의감소(증가)	174.9	-76.8	-18.1	-92.1	-90.1
재무활동 현금흐름	946.8	376.0	-8.6	-337.8	-21.7
차입금의 증감	1,596.6	-21.5	-167.0	-337.8	-21.7
자본의 증가	-991.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	348.0	-335.4	407.8	573.8	1,108.7
기초현금	571.2	919.2	583.8	991.6	1,565.4
기말현금	919.2	583.8	991.6	1,565.4	2,674.1

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	6,755	9,102	11,075	14,076	16,468
EPS(지배주주)	-704	-169	296	763	1,030
CFPS	-810	549	764	1,377	1,698
EBITDAPS	-745	539	875	1,284	1,770
BPS	4,084	3,908	4,396	5,158	6,188
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-7.3	-46.0	38.2	15.5	11.5
PCR	-6.3	14.1	14.8	8.6	7.0
PSR	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7
PBR	1.3	2.0	2.6	2.3	1.9
EBITDA(십억원)	-655.2	474.0	769.8	1,129.9	1,557.8
EV/EBITDA	-9.3	19.5	15.4	10.1	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.1	-4.2	7.1	16.0	18.2
EBITDA 이익률	-11.0	5.9	7.9	9.1	10.7
부채비율	305.7	357.4	322.6	307.7	288.9
금융비용부담률	1.7	2.2	1.9	0.8	0.6
이자보상배율(x)	-8.6	1.3	2.6	9.0	14.6
매출채권회전율(x)	14.6	14.7	24.5	27.3	26.5
재고자산회전율(x)	3.9	4.9	5.5	6.1	6.0

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 삼성중공업의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.04.13	Indepth	Buy	7,000	배기연	-18.5	-11.3	
2023.06.01	Indepth	Buy	7,500	배기연	-9.8	8.9	
2023.07.13	기업브리프	Buy	9,000	배기연	-6.5	-4.6	
2023.07.28	기업브리프	Buy	9,500	배기연	-11.2	-3.5	
2023.10.10	기업브리프	Buy	11,000	배기연	-26.4	-7.5	
2024.05.30	산업분석	Buy	12,000	배기연	-22.9	-19.3	
2024.07.08	기업브리프	Buy	13,000	배기연	-18.7	-8.7	
2024.09.19	산업분석	Buy	20,000	배기연	-46.0	-39.9	
2025.01.08	기업브리프	Buy	22,000	배기연	-	-	