삼성중공업 (010140)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com
조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

FLNG야 부탁해 – pure value pick

FY25F 매출 가이던스 부합, 영업이익 가이던스 상회 예상

동사는 FY25F 매출 W10.7tr, 영업이익 W738bn 기록하며 기존 가이던스를 각각 2%, 17% 상회할 것이라 전망함. 환헷지 100% 정책에 따라 **계약환-매출환 괴리에 따른 추가적인 외형성장을 기대할 수는 없으나**, 보수적 예정원가 설정에 기인한 영업이익 상회 예상.

아쉬운 점은 방산의 부재와 상대적 달러 강세

동사 주가는 최근 1년 +58% 상승하였으나, 한화오션 (+156%), HD현대중공업 (+210%) 대비 부진하였고, 이는 1) **방산의 부재**와 2) **상대적 달러 강세**에 기인함. 1) MRO로 시작된 미 해군발 수혜가 제한적이며 2) 환헷지 100% 정책은 **FY25F 매출인식 주요물량 계약들이 체결된 FY22 당시 평균환율인 1,294원 수준에 동사의 외형을 고정**시킴.

실적도, 주가도, FLNG가 차별화 요인

2023년 수주한 ZLNG 프로젝트는 1Q25말 기준 진행률 54%로 건조공정 진행중. Cedar FLNG는 2분기말 설계 마무리되며 3분기부터 본격 매출인식 시작될 예정. 1Q21 수주한 20척의 컨테이너선 중 잔여 5척의 3Q25F내 공정 종료 이후 **해당인력 FLNG 공사투입으로 해양매출 점진적 증가**할 전망. 향후 Coral의 FID, Delfin 2호기의 단가상승 등을 기대.

SOTP-based 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

목표주가 22,000원으로 커버리지 개시. 상선부문 0.6배의 P/O multiple을 적용하며, 해양부문에는 10배의 target P/E multiple (글로벌 해양플랜트 peer 하단) 적용. 상선부문 0.6배 (vs. 경쟁업체 0.7배) 적용의 근거는 1) 달러 약세 환차익 기회 부재와 2) 3Q23 (당시 신조선가 지수 175pts) Evergreen으로부터 수주한 16척의 컨테이너선이 1Q26-4Q27 주요 매출처가 되는 것. 이와 같은 **보수적인 밸류에이션에도 불구, 충분한 상승여력**을 가지고 있다고 판단함. Re-rating trigger: 1) 급격한 달러 약세, 2) FLNG 프로젝트 수주. Downside risk: 1) FLNG 시장 경쟁 격화, 2) 기존 수주예정 FLNG 프로젝트 일정 지연

BUY (I)

목표주가	22,000원 (I)
직전 목표주가	-원
현재주가 (5/27)	16,350원
상승여력	35%

시가총액	143,880억원
총발행주식수	880,114,845주
60일 평균 거래대금	1,565억원
60일 평균 거래량	10,702,842주
52주 고/저	16,350원 / 8,860원
외인지분율	30.73%
배당수익률	0.00%
주요주주	삼성전자 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.1	8.9	70.8
상대	7.2	8.2	76.4
절대 (달러환산)	16.5	14.7	70.1

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,688	6.2	7.8	2,724	-1.3
영업이익	164	25.5	33.3	178	-7.8
세전계속사업이익	150	97.8	65.4	162	-7.3
지배순이익	179	134.2	94.7	116	54.8
영업이익률 (%)	6.1	+0.9 %pt	+1.2 %pt	6.5	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.7	+3.7 %pt	+3.0 %pt	4.3	+2.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,009	9,903	10,662	12,089
영업이익	233	503	738	1,238
지배순이익	-148	64	619	1,077
PER	-40.3	132.0	23.2	13.4
PBR	1.7	2.2	3.1	2.5
EV/EBITDA	17.7	14.9	17.8	11.1
ROE	-4.2	1.8	15.0	21.5

자료: 유안타증권

상대적 주가 부진 – 방산 부재에 환율까지

지난 1년간 동사의 상대적 **주가 부진에 대해서는 방산부문의 부재**가 가장 크다. 한화오션과 HD현대중공업은 미 해군 MRO사업 진출과 더불어 함정 신조 사업으로의 확장 가능성을 보이며 주가가 급등하였으나, 상선과 해양플랜트에 집중하는 동사의 경우 리레이팅 기회가 제한적이었다.

이에 더해, **환율 헷지 정책의 차이로 인해 발생하는 외형 변동성의 부재** 또한 주가 부진의 요인이라고 판단한다. HD현대중공업과 한화오션의 경우, 매출 일부의 순외화노출로 인해 원화약세 시 추가적인 외형성장이 가능하다. 이에 반해 동사의 경우 100% 환헷지 정책을 고수하여 계약 당시 환율이 매출과 비용에 그대로 반영되는데, 현재 동사의 주요 매출인식 물량은 1Q21 (1,114원), FY22 (W1,294원) 당시 계약환율을 반영하고 있어 경쟁사가 수혜를 누리는 현재의 원화 약세 상황에서 **상대적으로 낮은 외형성장세와 이익률**을 기록할 수밖에 없다.

HD 현대중공업과 동사의 FY24 매출액 전망 대비 오차율 비교

	HD현대중공업			삼성중공업		
(십억 원)	전망	실적	오차율	전망	실적	오차율
매출액	13,298	14,531	9%	9,700	9,903	2%
영업이익				400	503	26%

자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

본업의 측면에서 본다면 향후 실적 개선세 매우 매력적

1Q21 동사는 Evergreen으로부터 20척의 컨테이너선을 수주, 현재 5척의 잔여물량이 3Q25F가지 매출인식될 예정이다. 당시 신조선가 지수는 130pts로 **해당 물량은 전사 이익률의 지속적인 저해 요인**으로 작용해왔다. 그러나, 3Q25F 이후 **해당 인력의 FLNG 프로젝트 투입**으로 인해 **사업부문별 매출 믹스의 개선**이 가능할 것이며 상선부문 내에서도 **평균 매출인식 신조선가의 의미있는 상승을 기대**할 수 있다.

FLNG 사업 또한 지속 성장할 일만 남았다. 동사가 FY25F 연간 해양부문 매출비중으로 제시한 25%에는 삼성전자 P3향 토건매출 6-7천억원이 반영되어 있다 (역산시 FY25F FLNG 매출은 1.9조원 수준). **하반기 Cedar FLNG 건조공정이 시작**되는데, 이에 따라 내년 FLNG 매출은 2조원 대 중후반까지 상승할 것으로 전망된다. 1) 현재 **low-teen 수준의 FLNG 영업이익률**과 2) **건조 숙련도 개선으로 인한 향후 수익성 추가상승**, 3) 지속적으로 이어질 **FLNG 발주**를 감안한다면, 조선소 본업 (상선/해양)의 범위에 있어 동사의 실적 개선세는 앞서 언급한 매출인식 신조선가의 상승과 FLNG 매출상승에 힘입어 FY26F 경쟁사 대비 큰 폭을 기록할 것이라 예상한다.

삼성중공업: 선박 인도 스케줄

	환율	신조선가 지수	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	130	3	3	2	5	3	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	3	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	0	1	3	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	0	1	3	1	2	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	0	0	1	4	0	1	3	2	4	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	0	0	0	2	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	0	0	0	0	2	1	2	2	0	0	0	2	1	2	1	0	0	0	0
1Q23	1,276	166	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	171	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	1	1	3	3	0	0	0	0
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	1	2	1	1	3	1	3	1	1
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	0
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	3	5	0	0	0	0
평균매출인식지수			147	149	151	154	158	162	165	171	174	176	178	179	180	181	181	182	184	185	185	183
평균매출인식지수 (환율보정)			174	178	183	190	198	207	212	223	230	235	238	241	243	245	245	246	247	248	248	244

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons, 주: 붉은색 박스에 Evergreen 이 발주한 20 척의 컨테이너선 포함

밸류에이션 – 다 깎아도 충분한 상승여력

동사 수주잔고의 경쟁사 대비 단점인 1) 1Q21 수주한 20척의 컨테이너선 중 잔여물량 5척(~3Q25F), 2) 3Q23 수주한 16척 컨테이너선의 1Q26-4Q27 매출인식, 3) 계약환-매출환 괴리에서 오는 현재 달러 강세의 수혜 부재를 고려하여 **Target P/O multiple을 peer 대비 0.1배 할인한 0.6배 적용**한다. 해양 부문에는 1) FLNG의 수주 지속성이 완전히 확인되지 않았으며, 2) 인도 이후 프로젝트 결산 영업이익률이 아직 확인되지 않았다는 점을 고려하여 글로벌 해양플랜트 peer avg P/E multiple의 하단인 **10배의 target P/E multiple**을 적용한다.

삼성중공업: 밸류에이션

		FY25F
상선	수주잔고 (십억 원)	28,900
	Target P/O multiple (x)	0.6
	적정가치 (십억 원)	17,340
해양	Annual NOPAT (십억 원)	197
	Target P/E multiple (x)	10
	적정가치 (십억 원)	1,973
전체	Fair value (십억 원)	19,313
	주식수 (백만 주)	880
	목표주가	22,000

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업: historical P/O multiple

자료: 유안타증권 리서치센터, 삼성중공업

다소 **보수적인 valuation multiple을 적용**했음에도 불구, 동사의 상승여력은 충분하다. 비록 방산부문의 부재로 인해 향후 **미 해군 관련 event-driven 주가 상승에 관해서는 상대적 약세**를 보일 수 있으나, **상선과 해양부문 만으로도 현재의 주가는 저평가**되어 있는 상태라고 판단한다.

삼성중공업 (010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**8,009**	**9,903**	**10,662**	**12,089**	**12,672**
매출원가	7,364	8,983	9,446	10,333	10,602
매출총이익	645	921	1,216	1,757	2,069
판관비	412	418	478	519	568
영업이익	**233**	**503**	**738**	**1,238**	**1,501**
EBITDA	474	792	975	1,475	1,739
영업외손익	-529	-818	-33	-10	13
외환관련손익	37	109	100	100	100
이자손익	-146	-192	-214	-191	-168
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-420	-735	81	81	81
법인세비용차감전순손익	-296	-316	705	1,228	1,514
법인세비용	-140	-369	183	319	394
계속사업순손익	-156	54	522	909	1,120
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-156	54	522	909	1,120
지배지분순이익	**-148**	**64**	**619**	**1,077**	**1,328**
포괄순이익	-163	340	555	942	1,154
지배지분포괄이익	-155	355	580	983	1,205

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**-516**	**655**	**1,508**	**1,885**	**1,986**
당기순이익	-156	54	522	909	1,120
감가상각비	238	286	233	235	236
외환손익	-8	3	-100	-100	-100
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-716	118	71	61	-51
기타현금흐름	126	194	782	781	781
투자활동 현금흐름	**-195**	**311**	**-379**	**-506**	**-313**
투자자산	27	-9	32	47	61
유형자산 증가 (CAPEX)	-153	-173	-250	-250	-250
유형자산 감소	2	384	0	0	0
기타현금흐름	-70	110	-161	-303	-124
재무활동 현금흐름	**376**	**-599**	**-927**	**-891**	**-735**
단기차입금	66	1,686	-89	-100	-94
사채 및 장기차입금	-88	203	-538	-491	-341
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	398	-2,488	-300	-300	-300
연결범위변동 등 기타	0	6	-738	-485	-528
현금의 증감	**-335**	**372**	**-537**	**4**	**410**
기초 현금	919	584	956	419	423
기말 현금	584	956	419	423	833
NOPLAT	**233**	**503**	**738**	**1,238**	**1,501**
FCF	**-670**	**481**	**1,258**	**1,635**	**1,736**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**9,245**	**9,370**	**8,868**	**8,978**	**9,413**
현금및현금성자산	584	956	419	423	833
매출채권 및 기타채권	545	1,186	1,116	1,101	1,138
재고자산	1,729	452	489	533	570
비유동자산	6,348	7,825	7,806	7,772	7,723
유형자산	5,209	5,116	5,132	5,148	5,162
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	461	1,680	1,648	1,601	1,540
자산총계	**15,593**	**17,195**	**16,675**	**16,750**	**17,136**
유동부채	11,232	12,029	11,169	10,482	9,882
매입채무 및 기타채무	1,147	946	1,018	1,154	1,210
단기차입금	1,850	2,156	2,024	1,859	1,675
유동성장기부채	1,185	926	611	315	147
비유동부채	952	1,416	1,201	1,021	854
장기차입금	312	62	50	39	31
사채	205	75	62	47	28
부채총계	**12,184**	**13,445**	**12,370**	**11,503**	**10,736**
지배지분	3,439	3,795	4,447	5,557	6,919
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,517	-440	888
비지배지분	-30	-45	-142	-311	-519
자본총계	**3,409**	**3,749**	**4,305**	**5,247**	**6,401**
순차입금	**2,447**	**3,407**	**3,156**	**2,258**	**1,289**
총차입금	4,635	6,524	5,896	5,306	4,870

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-168	73	703	1,224	1,509
BPS	4,027	4,443	5,206	6,506	8,101
EBITDAPS	539	900	1,108	1,676	1,976
SPS	9,100	11,252	12,115	13,736	14,398
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-40.3**	**132.0**	**23.2**	**13.4**	**10.8**
PBR	**1.7**	**2.2**	**3.1**	**2.5**	**2.0**
EV/EBITDA	**17.7**	**14.9**	**17.8**	**11.1**	**8.7**
PSR	**0.7**	**0.9**	**1.3**	**1.2**	**1.1**

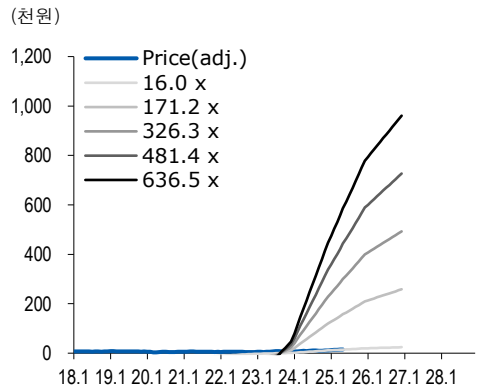
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**34.7**	**23.6**	**7.7**	**13.4**	**4.8**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**115.4**	**46.9**	**67.6**	**21.3**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**868.9**	**74.0**	**23.3**
매출총이익률 (%)	8.1	9.3	11.4	14.5	16.3
영업이익률 (%)	**2.9**	**5.1**	**6.9**	**10.2**	**11.8**
지배순이익률 (%)	-1.9	0.6	5.8	8.9	10.5
EBITDA 마진 (%)	5.9	8.0	9.1	12.2	13.7
ROIC	2.6	-1.8	11.5	18.4	21.5
ROA	-1.0	0.4	3.7	6.4	7.8
ROE	**-4.2**	**1.8**	**15.0**	**21.5**	**21.3**
부채비율 (%)	357.4	358.6	287.3	219.2	167.7
순차입금/자기자본 (%)	71.1	89.8	71.0	40.6	18.6
영업이익/금융비용 (배)	1.3	2.4	3.1	5.8	7.7

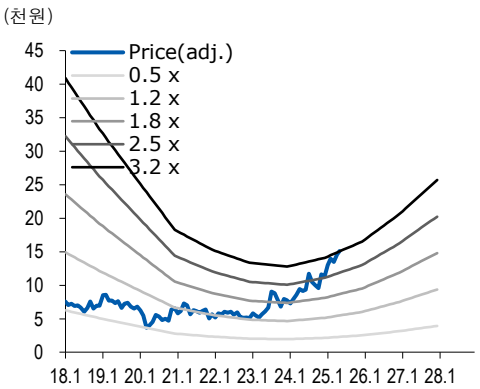
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

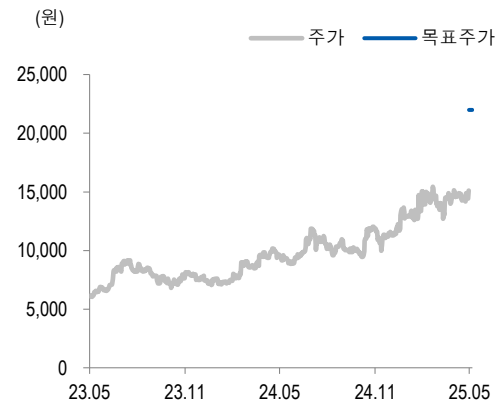
P/E band chart



P/B band chart



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	22,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.