

삼성중공업 (010140)

이지니 jinilee@daishin.com

투자의견

BUY

신규

6개월
목표주가

17,000

신규

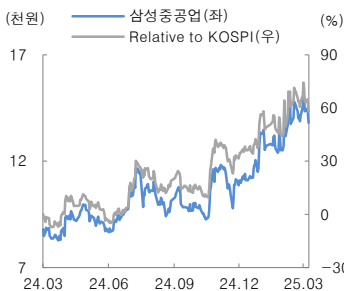
현재주가
(25.03.25)

14,000

조선업종

KOSPI	2615.81
시가총액	12,320십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	880십억원
52주 최고/최저	15,440원 / 8,480원
120일 평균거래대금	1,368억원
외국인지분율	30.27%
주요주주	삼성전자 외 8 인 20.88% 국민연금공단 7.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	23.2	29.7	56.3
상대수익률	-6.5	15.0	28.8	63.5



Initiation

고진감래

- 미국의 LNG 방향성과 유가 하락 구간에서 최대 수혜 기업
- 높은 수익성의 해양플랜트(FLNG)를 수주 받는 국내 유일 조선사
- 중국 Wison 조선소 제재로 셔틀탱커 수주 과독점 가능 전망

투자의견 매수, 목표주가 17,000원으로 신규 제시

목표주가는 17,000원(Upside +21.4%)으로 2007년부터 2009년까지 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4x에 20% 할증을 적용하여 산출

마이너하지만 잘하는 것에만 집중하는 조선소

투자포인트로는 1) 트럼프 2.0 시대 개막으로 에너지 전환이 다시 예견됨에 따라 셔틀탱커 발주세 시작, 2) 국내 유일무이 FLNG 제작 가능성

동사는 탱커와 FLNG 부문에 강점을 지닌 조선사. 올해 유가 하락과 LNG 터미널 승인량 증가로 FLNG와 탱커에 대한 수요가 증가할 것으로 판단. 더욱이 탱커선의 경우 노후선대가 많아 교체수요까지 합쳐질 경우 시너지를 발휘할 것으로 예상

2025년 매출액 10.6조, 영업이익 6,285억 전망

1Q25 매출액은 2조 6,729억원(+13.8% yoy), 영업이익 1,700억원(+118.4% yoy)로 전망. 사업부문별 실적은 [조선+해양] 매출액 2조 4,837억원(+189.2% yoy), 영업이익 1,615억원(+107.3% yoy)

최근 동사는 2조원 규모의 셔틀탱커를 수주함. 중국 조선소로 분산될 예정이던 물량까지 흡수하며 독자적인 위치를 수립. 향후 해양 유전 개발 프로젝트가 개시되면 동사의 독보적인 수주 경쟁력으로 매출 증대에 기여할 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,009	9,903	10,491	11,139	11,602
영업이익	233	503	723	865	928
세전순이익	-296	-316	406	678	872
총당기준이익	-156	54	309	515	663
지배지분순이익	-148	64	309	515	663
EPS	-168	73	351	585	753
PER	-46.0	155.7	39.9	23.9	18.6
BPS	3,908	4,311	5,127	6,302	7,803
PBR	2.0	2.6	2.7	2.2	1.8
ROE	-4.2	1.8	7.4	10.2	10.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

투자의견 매수, 목표주가 17,000 원으로 신규 제시

삼성중공업에 대한 투자의견은 매수, 목표주가 17,000원(Upside +21.4%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2007년~2009년도 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4x에 20%를 할증 적용하여 산출하였다.

할증 요인은 높은 마진의 해양, 플랜트 프로젝트 독점 수주 기대감이다.

표23. 삼성중공업 Valuation

	07~09Y Avg	25F	26F	27F	비고
EPS (원)		351	585	753	
PER (End)		44.0	26.4	20.5	
PER (Avg.)		38.2	22.9	17.8	
Target PER (x)	41.4				07년~09년 조선 4사 평균 PER 적용
		49.68			20% 할증
적정가치 (원)		17,000			
현재주가 (03/19)		14,580			
Upside (%)		16.6			

자료: 대신증권 ResearchCenter

1Q25 Preview

동사의 2025년 연간 매출액은 10.6조(+6.8% yoy), 영업이익은 6,285조원(+25.0% yoy), 1Q25 매출액은 2조 6,729억원(+13.8% yoy), 영업이익 1,700억원(+118.4%)으로 전망한다.

[조선] 동사의 2025년 상선 수주목표는 98억불로 전년 대비 21% 감소하였다. 현재 3년 이상의 수주잔고를 확보하였기에 올해는 수익성 위주의 선별적인 수주를 진행한다. 현재 동사의 LNG선 건조 능력을 연간 20척으로 특히 3번 드라이도크는 LNG 운반선 건조에 특화됐다. 대형 사이즈인 174k도 건조가 가능한 최신 도크이기에 높은 공정률을 통해 LNG선 수주를 극대화 시킬 수 있다.

[해양] 동사는 해양생산설비에 특화된 조선사이다. 특히 FLNG는 중국의 Wison 조선사가 미국의 제재 대상에 포함되며 독자적인 위치를 구축하게 되었다. 최근 트럼프 행정부의 에너지 안보 관심 증가로 해양 부문에 대한 투자가 지속될 전망임에 따라 동사의 독점적인 수주가 향후 해양 부문의 매출 확대에 큰 기여를 할 것으로 전망한다.

표24. 삼성중공업의 분기 및 연간 실적 추정치

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,400	1,400	1,420	1,400	1,363	1,405	1,325
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,430	1,400	1,420	1,400	1,472	1,400	1,300
YoY	4.2	4.3	3.2	5.6	5.3	2.1	4.7	0.4	4.3	3.1	-5.7
QoQ	4.6	2.2	-4.5	12.0	-2.9	-2.1	1.4	-1.4			
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	186	187	188	188	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	2.6	1.1	-0.4	-0.6	9.2	0.6	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.6	0.6	0.3	0.2			
후판가격(달러톤)	908	864	829	833	818	823	839	845	859	831	831
YoY	-14.0	-15.1	-13.4	-12.1	-10.0	-4.7	1.2	1.4	-13.7	-3.2	0.0
QoQ	-4.2	-4.9	-4.0	0.5	-1.9	0.7	1.9	0.7			
매출액	2,348	2,532	2,323	2,700	2,673	2,834	2,613	2,455	9,903	10,576	11,139
YoY	46.3	30.1	14.7	11.0	13.8	11.9	12.5	-9.1	23.6	6.8	5.3
매출원가	2,183	2,299	2,096	2,439	2,399	2,551	2,336	2,229	9,017	9,515	10,085
매출원가비율	93.0%	90.8%	90.2%	90.3%	89.8%	90.0%	89.4%	90.8%	91.1%	90.0%	90.5%
판관비	87	102	107	87	104	120	126	83	384	433	475
판관비율	3.7%	4.0%	4.6%	3.2%	3.9%	4.2%	4.8%	3.4%	3.9%	4.1%	4.3%
영업이익	78	131	120	174	170	164	151	144	503	628	579
YoY	298.2	121.9	58.0	120.5	118.4	25.1	25.8	-17.3	115.4	25.0	-7.9
영업이익률	3.3%	5.2%	5.2%	6.5%	6.4%	5.8%	5.8%	5.9%	5.1%	5.9%	5.2%
부문별 매출액											
조선+해양	2,219	2,302	2,201	2,507	2,484	2,581	2,475	2,264	9,728	9,803	10,371
토건	129	230	122	194	189	254	138	191	764	772	767
% yoy											
조선 (추정)	56.1	26.7	17.9	18.7	11.9	12.1	12.4	-9.7	17.0	0.8	5.8
토건	16.7	1.0	-2.4	23.1	-5.8	7.7	9.0	-23.4	-0.3	1.2	-0.7

자료: 대신증권 Research Center

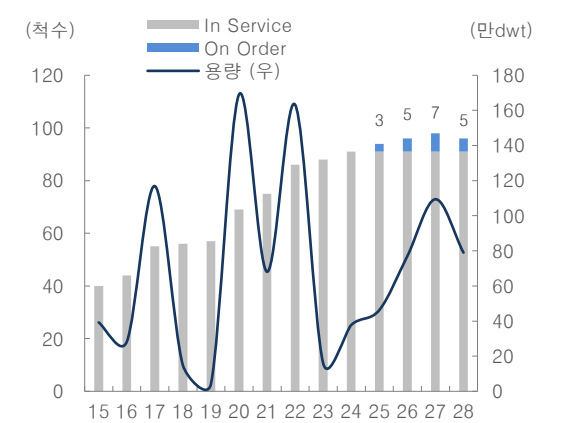
II. 투자포인트

1) 셔틀탱커가 온다

삼성중공업은 3월 18일 약 2조 원 규모의 셔틀탱커 9척 사업을 수주하며 해양 특수선 시장에서 경쟁력을 입증했다. 이번 계약은 브라질 에너지기업 페트로브라스와의 15년 장기 용선 계약을 기반으로 이루어졌으며, 해양플랜트에서 생산된 원유를 육상 저장기지로 운송하는 특수 선박인 셔틀탱커를 건조할 예정이다. 셔틀탱커는 해양 유전에서 생산된 원유를 육상 저장시설로 운송하는 고부가가치 선종이다. 이번 계약은 당초 한국과 중국으로 분산 발주될 예정이었으나, 트럼프 행정부의 대중 견제 기조로 인해 리스크 회피 차원에서 삼성중공업과 단독 계약을 체결한 것으로 보인다.

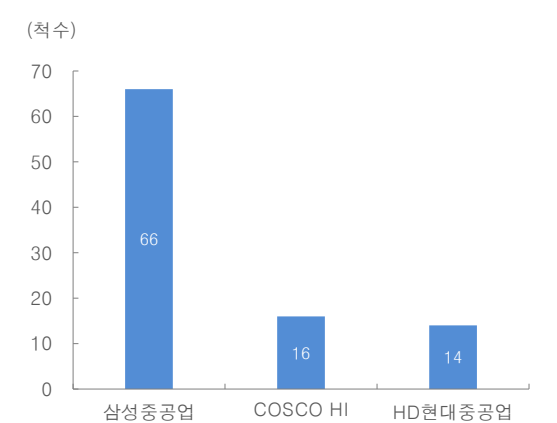
셔틀 탱커는 해양 플랜트와 육상 저장시설 사이를 연결하는 선박이기 때문에 유가 변동보다는 장기적인 해양 유전 개발 계획과 정책에 영향을 받는다. 또한 대중 견제와 관련한 정치적 변수로 인해 한국 조선사의 수주 경쟁력이 더욱 부각되고 있기 때문에 향후 추가적인 발주도 동사가 수주 가능성이 가장 유력하다.

그림 58. Shuttle Tanker 의 Fleet + Orderbook 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 59. 셔틀탱커 건조 이력은 삼성중공업이 우월



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표25. 해외 해양 유전 개발 프로젝트

국가	프로젝트명	개발승인일자	생산 시작 예상 년도	연평균 생산량
브라질	대서양 심해 유전	2027 년까지 추가 개발 계획	2029 년	-
미국	앵커 프로젝트	진행 중	-	7 만 5000 배럴/일
중국	카이핑난 유전	발견 발표: 2024 년	-	1000 톤/일
캐나다	베이 뒤 노르	2022 년	2026 년	-
영국	로즈유전	2022 년	2026 년	-

자료: 언론통합, 대신증권 Research Center

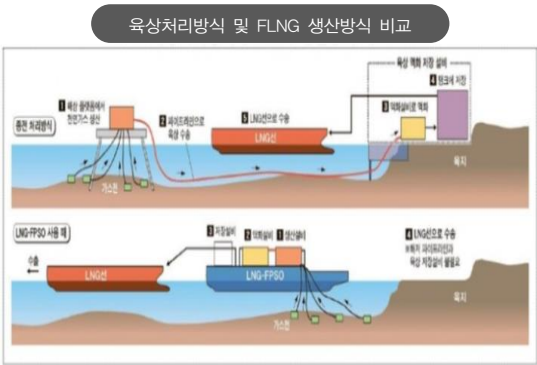
2) chill 한 FLNG

삼성중공업은 부유식 해양 액화천연가스 설비(FLNG) 분야에서 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. FLNG는 해저에서 천연가스를 채굴해 액화한 후, LNG 운반선으로 직접 하역할 수 있는 복합설비로, 기술적 난이도가 높아 두 자릿수의 높은 마진을 확보할 수 있다. 전 세계적으로 FLNG를 건조할 수 있는 조선사는 삼성중공업과 중국의 위슨(Wison) 조선소뿐이지만, 미국이 위슨조선소를 거래 금지 기업으로 지정하면서 사실상 삼성중공업이 유일한 선택지가 되었다.

삼성중공업은 현재 2023년 1월 수주한 Petronas ZFLNG와 2023년 12월 수주한 Cedar FLNG 프로젝트를 확보했다. 또한 ENI Coral 2차, Delfin FLNG 1차, Western LNG의 협상을 진행 중에 있어 올해 프로젝트 추가 수주 가능성도 높다. FLNG 프로젝트는 설계(15-18개월), 생산(30-36개월), 시운전(3-6개월) 단계로 진행되며, 특히 생산 단계 초반에 주요 기자재들이 들어오기 때문에 매출이 강하게 반영된다. 이미 진행 중인 프로젝트는 1-2년이 경과하여 해양플랜트의 높은 마진이 본격적으로 실적에 인식될 시점이다.

특히 FLNG 수주 시장에서 경쟁자가 사실상 사라진 상황에서 동사는 기술적 우위와 독점적 위치를 바탕으로 향후 추가 수주 확보 가능성이 높다. 해양플랜트의 고수익 구조와 기존 프로젝트의 매출 반영이 본격화되면서 수익성 개선에 유리한 환경이 조성되고 있다.

그림 60. FLNG 생산 방식



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 61. 삼성중공업의 해양 프로젝트 수주

프로젝트	투입국가	캐파 (백만톤/년)	진행상황
Petronas ZLNG	말레이시아	2.2	23/01
Cedar	북미	3.3	23/12
ENI Coral 2 호기	모잠비크	3.4	협상중
Delfin	미국	3.7	협상중
Western LNG	캐나다	6	협상중

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,491	11,139	11,602
매출원가	7,364	8,983	9,335	9,786	10,129
매출총이익	645	921	1,155	1,353	1,473
판매비와관리비	412	418	432	488	545
영업이익	233	503	723	865	928
영업이익률	2.9	5.1	6.9	7.8	8.0
EBITDA	474	792	997	1,134	1,195
영업외손익	-529	-818	-317	-187	-57
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	143	182	185	190	194
외환관련이익	181	405	316	316	316
금융비용	-290	-362	-348	-359	-371
외환관련손실	41	83	41	41	41
기타	-382	-639	-154	-17	121
법인세비용차감전순손익	-296	-316	406	678	872
법인세비용	140	369	-98	-163	-209
계속사업순손익	-156	54	309	515	663
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-156	54	309	515	663
당기순이익률	-1.9	0.5	2.9	4.6	5.7
비지배지분순이익	-7	-10	0	0	0
자배지분순이익	-148	64	309	515	663
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	29	0	0	0
포괄순이익	-163	340	309	515	663
비지배지분포괄이익	-8	-15	0	0	0
자배지분포괄이익	-155	355	309	515	663

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-168	73	351	585	753
PER	NA	155.7	44.0	26.4	20.5
BPS	3,908	4,311	5,127	6,302	7,803
PBR	2.0	2.6	2.8	2.3	1.9
EBITDAPS	539	900	1,133	1,289	1,358
EV/EBITDA	19.5	16.8	16.0	13.2	11.5
SPS	9,100	11,252	11,920	12,656	13,182
PSR	0.9	1.0	1.2	1.2	1.1
CFPS	390	876	1,762	2,083	2,319
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	34.7	23.6	5.9	6.2	4.2
영업이익 증가율	흑전	115.4	43.9	19.6	7.4
순이익 증가율	적지	흑전	473.2	66.8	28.6
수익성					
ROIC	6.6	-7.2	17.4	12.8	13.7
ROA	1.6	3.1	4.1	4.5	4.4
ROE	-4.2	1.8	7.4	10.2	10.7
안정성					
부채비율	357.4	358.6	311.8	265.2	223.7
순차입금비율	71.8	90.9	71.0	40.7	14.5
이자보상배율	1.3	2.4	3.2	3.6	3.6

자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245	9,370	10,506	12,122	14,030
현금및현금성자산	584	956	1,410	2,688	4,300
매출채권 및 기타채권	545	1,186	1,255	1,331	1,387
재고자산	1,729	452	1,039	913	788
기타유동자산	6,387	6,775	6,802	7,191	7,554
비유동자산	6,348	7,825	7,856	7,895	7,939
유형자산	5,209	5,116	5,085	5,059	5,035
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	1,139	2,709	2,771	2,836	2,904
자산총계	15,593	17,195	18,362	20,017	21,968
유동부채	11,232	12,029	12,411	12,839	13,270
매입채무 및 기타채무	1,147	946	952	991	1,019
차입금	1,850	2,156	2,264	2,377	2,496
유동성채무	1,185	926	953	982	1,011
기타유동부채	7,050	8,002	8,242	8,490	8,744
비유동부채	952	1,416	1,492	1,697	1,912
차입금	516	137	237	337	437
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	436	1,279	1,255	1,361	1,476
부채총계	12,184	13,445	13,903	14,537	15,183
자배지분	3,439	3,795	4,513	5,547	6,868
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,827	-1,312	-649
기타지분변동	232	554	964	1,483	2,141
비자배지분	-30	-45	-54	-66	-82
자본총계	3,409	3,749	4,459	5,481	6,786
순차입금	2,447	3,407	3,164	2,232	981

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516	655	585	1,525	1,677
당기순이익	-156	54	309	515	663
비현금항목의 가감	499	717	1,242	1,318	1,379
감가상각비	241	289	274	269	267
외환손익	-8	3	-112	-112	-112
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	266	424	1,081	1,162	1,224
자산부채의 증감	-716	118	-664	75	82
기타현금흐름	-143	-234	-303	-383	-446
투자활동 현금흐름	-195	311	-351	-354	-358
투자자산	27	-9	-48	-49	-51
유형자산	-152	210	-240	-240	-240
기타	-70	110	-63	-65	-67
재무활동 현금흐름	376	-599	40	46	53
단기차입금	445	242	108	113	119
사채	225	0	0	0	0
장기차입금	339	487	100	100	100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-632	-1,328	-168	-167	-166
현금의 증감	-335	372	454	1,278	1,613
기초 현금	919	584	956	1,410	2,688
기말 현금	584	956	1,410	2,688	4,300
NOPLAT	123	-86	550	657	706
FCF	210	30	573	676	722

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

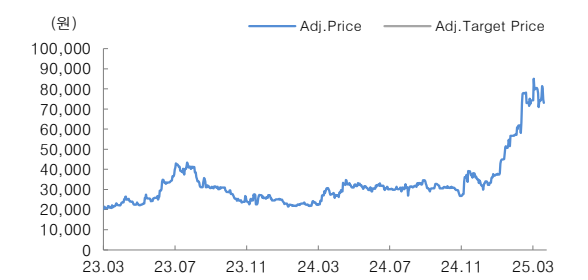
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

(기준일자: 20250322)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

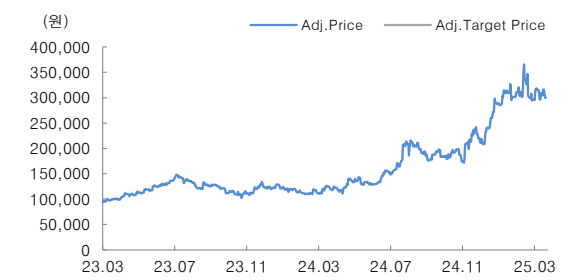
HD현대중공업(329180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용	한화오션(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용
	
제시일자 25.03.27	제시일자 25.03.27
투자의견 Buy	투자의견 Buy
목표주가 360,000	목표주가 90,000
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)

삼성중공업(010140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27
투자의견	Buy
목표주가	17,000
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	

HD현대미포(010620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27
투자의견	Buy
목표주가	130,000
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	