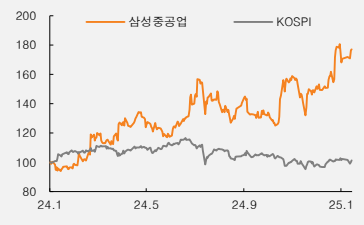


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 18,700원
현재주가(25/2/5)	13,400원
상승여력	39.6%

영업이익(24F,십억원)	503
Consensus 영업이익(24F,십억원)	477
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.4
P/E(24F,x)	155.7
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,509.27
시가총액(십억원)	11,792
발행주식수(백만주)	880
유동주식비율(%)	75.7
외국인 보유비중(%)	33.3
베타(12M) 일간수익률	0.24
52주 최저가(원)	7,120
52주 최고가(원)	13,670
(%)	1M 6M 12M
절대주가	17.4 33.3 88.2
상대주가	14.3 29.7 94.4



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

010140 · 조선

삼성중공업

FLNG 중심의 이익개선 시작

4Q24 Review: 영업이익 컨센서스 18.1% 상회

4Q24 매출액 2조 7,004억원 (+11.1% YoY, 컨센 2.3% 상회), 영업이익 1,742억원 (+120.5% YoY, 컨센 18.1% 상회)으로 시장 기대치를 상회했다. 영업이익률 6.5%로 +1.3%p QoQ / +3.2%p YoY 개선된 양호한 실적이다. 컨센서스 상회 요인은 1) 전분기 대비 조업일수 13% 증가, 2) FLNG 프로젝트 주요 기자재 조기탑재로 인한 매출 증가세이다. 일회성 이익은 해양 부문 체인지오더 및 하자보수 충당금 환입 등에 따라 700억원이 발생했다.

세전이익은 -4,784억원 (적자지속)을 기록했다. 이는 우리 전쟁으로 중단된 러시아 해양 프로젝트의 선물환 회계처리를 확정계약 위험회피에서 매매목적으로 변경하면서 -7,400억원이 평가손실로 반영된 영향이다. 이외에도 이자비용 등 -726억원, 판고 R&D센터 매각이익 1,600억원으로 총 -6,526억원이 영업외단에서 반영되었다. 지배순이익은 -966억원 (적자지속)으로 과거 적자발생 시점에 인식하지 못했던 이연법인세자산 3,791억원이 반영되었다.

무난한 가이던스, 2025년은 FLNG의 저력을 확인할 시점

2025년 가이던스는 매출액 10.5조원, 영업이익 6,300억원 (OPM 6.0%), 수주목표 98억달러 (조선 58억, 해양 40억)를 제시했다. 컨센서스를 하회하는 보수적 가이던스이나, 해양 FLNG & ZLNG 3기 프로젝트 동시 진행에 따른 매출증대 효과와 원가 절감 등으로 매출 및 영업이익에 대한 시장 기대치는 무리없이 충족할 수 있다는 판단이다. 수주목표 역시 일감 3년치 유지 및 고수익성 선별수주 전략을 지속하겠다는 의지로 해석되며, 동사가 목표로 한 LNGC 15척, FLNG 2기 (Coral 2 FLNG 1H25, Delfin FLNG 2H25 예상) 외에도 VLAC, LPGC, 탱커 등 우호적 발주환경을 감안하면 충분히 달성할 수 있을 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 18,700원으로 24.7% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 기존 15,000원에서 18,700원으로 (Upside 39.6%)으로 24.7% 상향한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 7,374원에 Target P/B 2.5배를 적용하여 산출했다. 26~27F 평균 EPS 기준 Implied P/E 17.4 배이다. FLNG 중심의 수익성 개선에 따라 안정적인 실적 성장이 기대된다

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	5,945	8,009	9,907	11,284	12,730
영업이익 (십억원)	-854	233	503	786	1,178
영업이익률 (%)	-14.4	2.9	5.1	7.0	9.3
순이익 (십억원)	-619	-148	64	473	814
EPS (원)	-704	-168	73	537	925
ROE (%)	-16.1	-4.2	1.8	12.0	17.8
P/E (배)	-	-	155.7	24.9	14.5
P/B (배)	1.0	1.5	2.1	2.3	2.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q24 실적 테이블

(십억원)

	4Q23	3Q24	4Q24			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	2,433	2,323	2,704	16.4	11.1	2,635	2.6	2,643	2.3
영업이익	79	120	174	45.3	120.5	148	17.5	148	18.1
당기순이익	-223	74	-97	-230.6	-56.8	100	-196.1	110	-188.2
영업이익률 (%)	3.2	5.2	6.4	1.3	3.2	5.6	-0.8	5.6	0.9
순이익률 (%)	-9.2	3.2	-3.6	-6.8	5.6	3.8	7.4	4.1	-7.7
사업부문별 매출액						비고			
조선해양	2,197	2,359	2,539	7.6	15.5				
토건	236	112	96	-14.0	-59.3				

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F
수주잔고	33,725	36,891	39,953	33,501	37,115	40,161	0.7%	-0.6%	-0.5%
수주잔고/매출액 (년)	3.4	3.3	3.1	3.4	3.3	3.1	0.0%	0.0%	0.0%
신규수주	25,210	22,965	29,718	24,920	23,547	29,410	1.2%	-2.5%	1.0%
신규수주/매출액 (년)	2.5	2.0	2.3	2.5	2.1	2.3	0.5%	-1.9%	1.6%
매출액	9,903	11,284	12,730	9,837	11,353	12,796	0.7%	-0.6%	-0.5%
영업이익	503	786	1,178	477	783	1,198	5.4%	0.4%	-1.7%
OPM (%)	5.1	7.0	9.3	4.8	6.9	9.4	0.2%p	0.1%p	-0.1%p
지배순이익	64	473	814	261	520	877	-75.5%	-9.1%	-7.2%
NPM (%)	0.6	4.2	6.4	2.7	4.6	6.9	-2.0%p	-0.4%p	-0.5%p
EPS (원)	73	537	925	269	590	995	-73.0%	-8.9%	-7.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고	전체	33,246	33,357	31,412						33,725	36,891	39,953	42,188
	조선해양	32,865	32,337	30,540									
	토건	381	1,020	872									
매출액	전체	2,348	2,532	2,323	2,704	2,727	2,780	2,743	3,034	9,903	11,284	12,730	14,002
	조선해양	2,165	2,205	2,359	2,439	2,535	2,579	2,554	2,843	9,168	10,511	11,912	13,133
	토건	183	327	112	114	192	201	190	190	735	774	818	869
성장률 (%)	전체	46.3	30.1	14.7	11.1	16.2	9.8	18.1	12.2	23.6	13.9	12.8	10.0
	조선해양	53.1	24.4	26.8	11.0	17.1	16.9	8.3	16.6	26.5	14.6	13.3	10.2
	토건	-4.1	89.5	-32.3	-51.6	5.3	-38.4	69.9	66.6	-3.7	5.2	5.7	6.3
영업이익	전체	78	131	120	174	156	182	198	251	503	786	1,178	1,421
	YoY (%)	298.1	121.9	58.0	120.5	99.9	39.1	64.9	43.9	115.4	56.3	49.9	20.6
	OPM (%)	3.3	5.2	5.2	6.4	5.7	6.5	7.2	8.3	5.1	7.0	9.3	10.1
당기순이익 (지배)	전체	10	77	74	-97	96	116	120	140	64	473	814	1,044
	YoY (%)	-12.9	199.1	94.2	적자지속	867.4	52.1	62.7	흑자전환	143.1	640.1	72.1	28.2
	NPM (%)	0.4	3.0	3.2	-3.6	3.5	4.2	4.4	4.6	0.6	4.2	6.4	7.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업의 투자이견 '매수' 유지, 목표주가 기존 15,000원에서 18,700원으로 (Upside 39.6%)으로 24.7% 상향한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 7,374원에 Target P/B 2.5배 (26~27F Sustainable ROE 18.6%, COE 8.3%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 26~27F 평균 EPS 기준 Implied P/E 17.4배이다. FLNG 중심의 수익성 개선에 따라 안정적인 실적 성장이 기대된다.

표 4. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)	-33.1%	-36.9%	-16.1%	-4.2%	1.8%	12.0%	17.8%	19.5%
배당성향 (b)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
유보율 (c = 1-b)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Sustainable ROE (a*c)	-33.1%	-36.9%	-16.1%	-4.2%	1.8%	12.0%	17.8%	19.5%
무위험수익률 (d)	1.0%	1.8%	3.6%	3.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
베타 (e)	1.4	0.7	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
시장위험프리미엄 (f)	7.6%	6.5%	7.5%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
자기자본비용 (d+f*e)	11.9%	6.6%	10.4%	10.6%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%
영구성장률 (g)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
적정 P/B (배)							2.4	2.7
BPS (원)	6,969	5,773	5,187	5,010	5,301	5,838	6,763	7,984
적정주가 (원)							16,277	21,339
주식 수 (백만주)	674	674	880	880	880	880	880	880
시가총액 (십억원)	4,435	4,990	4,497	6,820	9,944	9,944	9,944	9,944
현재주가 (원)	6,580	7,403	5,110	7,750	11,300	13,400	13,400	13,400
상승여력							21.5%	59.2%
EPS (원)	(2,053)	(704)	(168)	296	73	537	925	1,221
P/E (배)	-3.2	-10.5	-30.3	26.1	155.7	24.9	14.5	11.0
Implied P/E (배)	-7.3	-21.3	-89.0	50.6	257.6	34.8	20.2	15.3

Target valuation

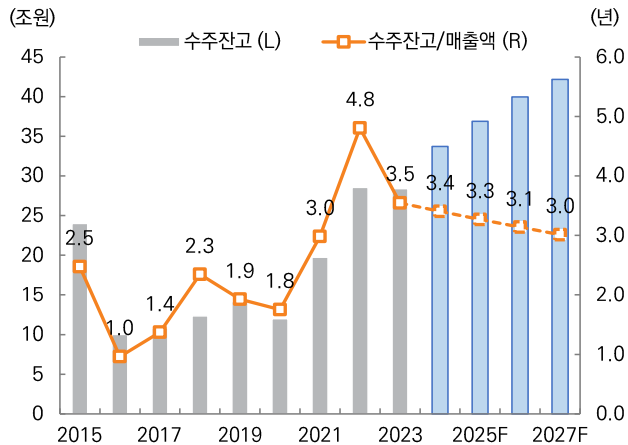
적용 BPS (원)	7,374	26~27F BPS avg.
목표 P/B (배)	2.5	26~27F P/B avg.
목표주가 (원)	18,700	
현재주가 (원)	13,400	
상승여력	39.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

COE 추정치 가정

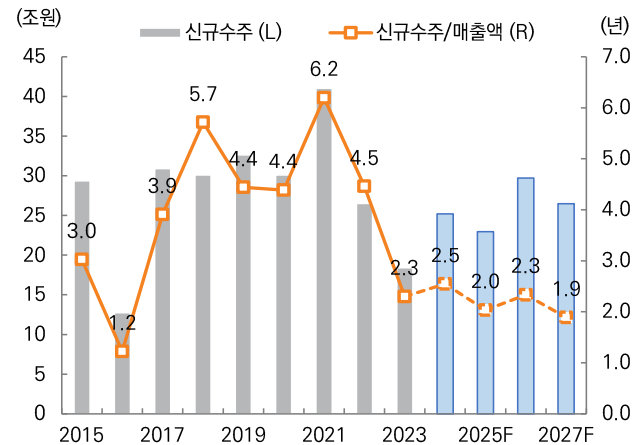
- 1) 무위험수익률 = 국고채 3년물 금리
- 2) 베타 = 52주 베타
- 3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
- 4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균

그림 1. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



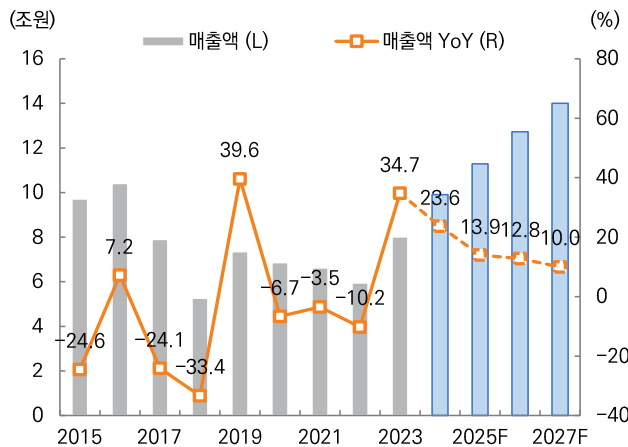
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



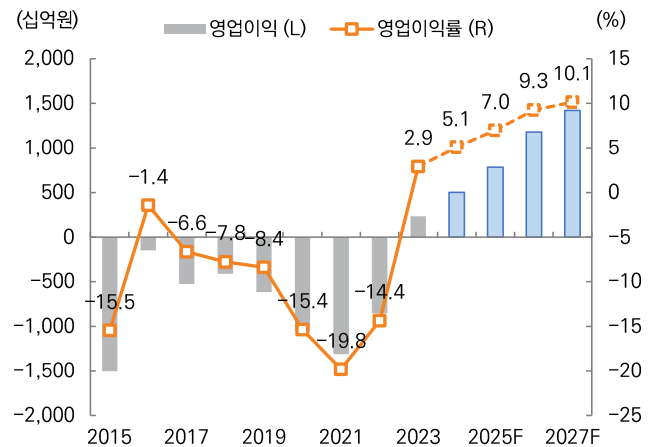
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 매출액 및 YoY 성장률 추이



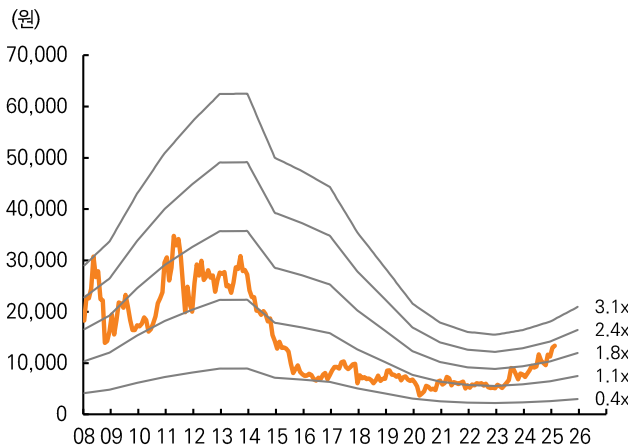
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



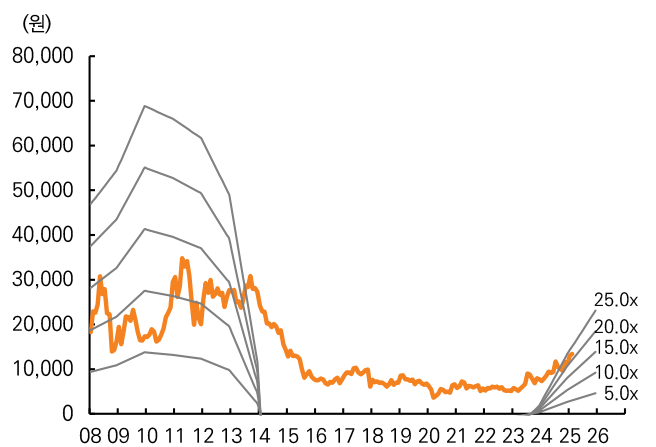
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,009	9,907	11,284	12,730
매출원가	7,364	8,993	10,039	11,099
매출총이익	645	914	1,245	1,631
판매비와관리비	412	411	459	453
조정영업이익	233	503	786	1,178
영업이익	233	503	786	1,178
비영업손익	-529	-818	-221	-221
금융손익	-146	-189	-185	-186
관계기업등 투자손익	0	-604	-19	-19
세전계속사업손익	-296	-315	565	957
계속사업법인세비용	-140	-369	102	153
계속사업이익	-156	54	463	804
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-156	54	463	804
지배주주	-148	64	473	814
비지배주주	-7	-10	-10	-10
총포괄이익	-163	223	463	804
지배주주	-155	266	405	703
비지배주주	-8	-43	58	101
EBITDA	474	796	1,096	1,489
FCF	-670	617	793	1,097
EBITDA 마진율 (%)	5.9	8.0	9.7	11.7
영업이익률 (%)	2.9	5.1	7.0	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.8	0.6	4.2	6.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,245	9,786	11,486	13,610
현금 및 현금성자산	584	439	675	1,012
매출채권 및 기타채권	541	570	679	811
재고자산	1,729	1,117	1,539	2,124
기타유동자산	6,391	7,660	8,593	9,663
비유동자산	6,348	6,361	6,430	6,507
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	5,209	5,190	5,211	5,231
무형자산	27	27	24	21
자산총계	15,593	16,147	17,917	20,117
유동부채	11,232	12,020	13,193	14,573
매입채무 및 기타채무	931	784	880	990
단기금융부채	3,786	4,174	4,238	4,312
기타유동부채	6,515	7,062	8,075	9,271
비유동부채	952	473	607	623
장기금융부채	849	358	478	478
기타비유동부채	103	115	129	145
부채총계	12,184	12,493	13,799	15,196
지배주주지분	3,439	3,696	4,169	4,983
자본금	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,105	-1,632	-818
비지배주주지분	-30	-41	-51	-61
자본총계	3,409	3,655	4,118	4,922

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-516	801	1,100	1,405
당기순이익	-156	54	463	804
비현금수익비용가감	639	871	1,043	1,148
유형자산감가상각비	238	290	307	308
무형자산상각비	3	3	3	3
기타	398	578	733	837
영업활동으로인한자산및부채의변동	-716	-310	-118	-208
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	235	-7	-90	-111
재고자산 감소(증가)	43	711	-422	-585
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	125	-547	80	92
법인세납부	-8	372	-102	-153
투자활동으로 인한 현금흐름	-195	-696	-385	-648
유형자산처분(취득)	-152	-183	-307	-308
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	422	-333	-275	-315
기타투자활동	-465	-180	197	-25
재무활동으로 인한 현금흐름	376	256	207	101
장단기금융부채의 증가(감소)	-22	-103	184	74
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	398	359	23	27
현금의 증가	-335	-145	236	337
기초현금	919	584	439	675
기말현금	584	439	675	1,012

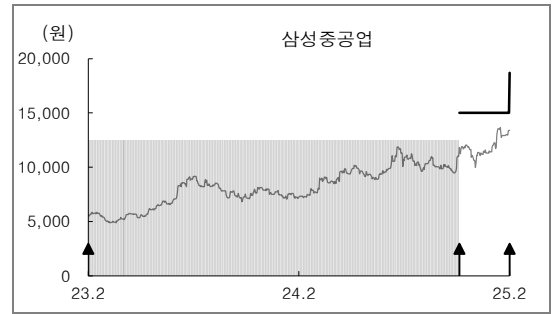
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	155.7	24.9	14.5
P/CF (x)	14.1	10.8	7.8	6.0
P/B (x)	1.5	2.1	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	19.6	15.3	12.5	8.9
EPS (원)	-168	73	537	925
CFPS (원)	549	1,051	1,711	2,218
BPS (원)	5,010	5,301	5,838	6,763
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	34.7	23.7	13.9	12.8
EBITDA증가율 (%)	흑전	68.0	37.6	35.9
조정영업이익증가율 (%)	흑전	115.4	56.3	49.9
EPS증가율 (%)	적지	흑전	640.2	72.1
매출채권 회전율 (회)	14.7	24.6	24.5	22.7
재고자산 회전율 (회)	4.9	7.0	8.5	7.0
매입채무 회전율 (회)	10.1	12.1	14.4	14.2
ROA (%)	-1.0	0.3	2.7	4.2
ROE (%)	-4.2	1.8	12.0	17.8
ROIC (%)	2.0	-0.7	11.3	16.6
부채비율 (%)	357.4	341.8	335.1	308.8
유동비율 (%)	82.3	81.4	87.1	93.4
순차입금/자기자본 (%)	73.5	61.8	48.1	29.7
조정영업이익/금융비용 (x)	1.3	2.4	4.0	5.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성중공업 (010140)				
2025.02.06	매수	18,700	-	-
2024.11.11	매수	15,000	-21.09	-8.87
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성중공업 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.