

2024. 2. 8



▲ 조선/기계/운송

Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**
02. 6454-4873
jungha.oh@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 11,000 원

현재주가 (2.7) 7,240 원

상승여력 51.9%

KOSPI 2,609.58pt

시가총액 63,712억원

발행주식수 88,000만주

유동주식비율 73.13%

외국인비중 20.62%

52주 최고/최저가 9,170원/4,885원

평균거래대금 302.8억원

주요주주(%)

삼성전자 외 8 인 20.94

국민연금공단 8.05

주가상승률(%)

1개월 1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.8 -18.6 28.6

상대주가 -4.0 -19.5 20.8

주가그래프



삼성중공업 010140

4Q23 Review: 부합과 기대

- ✓ 영업이익은 컨센서스 부합. 세전손실 야기한 일회성요인은 회수 가능
- ✓ 2024년 목표를 매출액 +21.3%, 영업이익 +100%, 수주 +2.1% 상향 조정
- ✓ 삼성중공업이 제시한 목표 달성에 동의
 - 1) 건조선가 상승, 2) 높아진 후판 가격의 기저효과를 고려했을 때, Meritz 추정 영업이익은 목표치를 23.8% 초과 달성한다고 예상
- ✓ 2025년 적정주가 11,000원 유지, ROE 17.2%, Implied PBR 2.0배

영업이익은 컨센서스, 소송발 영업외손실은 2024년 중 회수 기대

4분기 매출액 2조 4,331억원(+48.9% YoY), 영업이익 790억원(흑자전환 YoY), 당기 순손실 1,556억원(적자지속 YoY)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스 815억원에 부합했으며, 영업이익 중 일회성이익 150억원을 제외한 경상 수준의 영업이익은 640억원이다. 일회성 요인은 Reliance사 해양 프로젝트에서 C/O (Change order)를 반영한 효과이다.

세전손실 폭 확대의 원인은 이미 공시된 KC-1 LNG 화물창관련 소송 결과 때문이며, SK해운에 대한 배상금 관련으로 4분기에 인식했다. 이후 문제의 또다른 주체인 한국가스공사와의 협상에 따라 2024년 중 총당금 환입의 가능성이 있으며, 협의가 불가능하다고 판단될 시 한국가스공사의 하자책임을 인정한 국내 1심을 근거로 구상권 청구를 진행할 계획이다.

2024년 목표: 매출액 9.7조원, 영업이익 4,000억원, 수주 97억달러

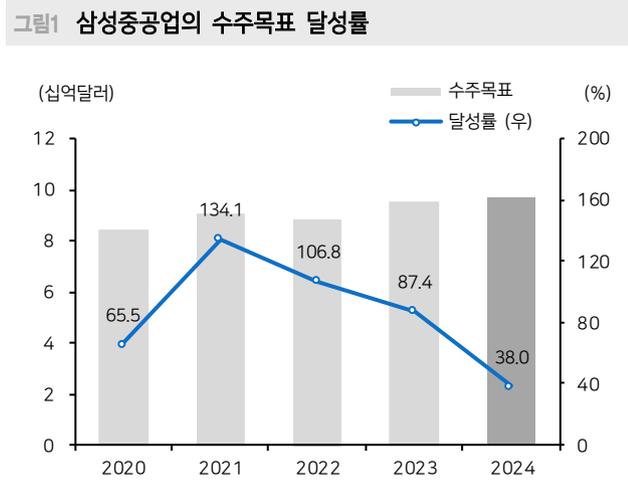
삼성중공업이 제시한 2024년 목표 달성 가능성에 동의한다. 1) 2024~25년 인도될 선박들의 평균 건조선가가 전년대비 +5.8~7.5% 상승하기 때문이다. 2) 후판가격이 삼성중공업이 예정원가의 기준으로 상정한, 2023년 상반기 수준의 가격보다는 하향 안정화될 개연성에 주목하기 때문에 2024년 영업이익은 4,953억원(+112.3% YoY) 달성도 가능하다. 3) 선별 수주 전략을 취함에도, +2.1% 상향된 수주 목표 제시는 긍정적이다.

2025년 적정주가 11,000원 유지, ROE 17.2%, Implied PBR 2.0배

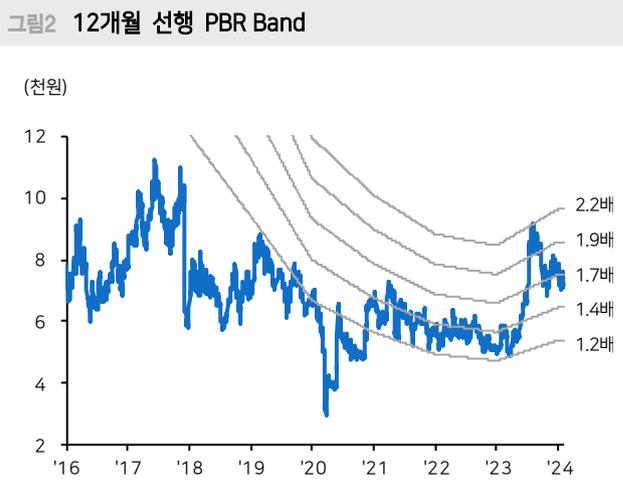
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	6,622.0	-1,312.0	-1,445.1	-2,054	적지	4,671	-	1.2	-	-36.9	196.3
2022	5,944.7	-854.4	-619.4	-704	적지	4,084	-	1.3	-	-16.1	305.7
2023P	8,009.4	233.3	-80.5	-91	적지	3,909	-	2.0	19.7	-2.3	340.2
2024E	9,736.0	495.3	482.0	548	흑전	4,457	13.2	1.6	11.2	13.1	297.3
2025E	10,944.8	842.1	738.0	839	53.1	5,296	8.6	1.4	6.8	17.2	257.4

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,433.1	1,634.5	48.9	2,025.4	20.1	2,284.7	6.5	1,782.7	36.5
영업이익	79.0	-335.9	흑전	75.9	4.1	81.5	-3.1	85.4	-7.5
세전이익	-357.8	-249.4	적지	31.0	적전	-131.0	적지	-261.9	적지
당기순이익	-155.6	-282.8	적지	35.6	적전			-261.9	적지
영업이익률(%)	3.2	-20.5		3.7		3.6	-0.3p	4.8	-1.5p
순이익률(%)	-6.4	-17.3		1.8		0.0	-6.4p	-14.7	8.3p

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터



주: 2024년은 2월 7일 기준 Meritz 추정치
 자료: 삼성중공업, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023P	2024E	2025E
WT(달러/배럴)	76.0	73.5	82.1	78.6	76.0	78.0	75.0	73.0	75.0	75.0	77.0	77.0	94.6	77.5	75.5	76.0
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,325.0	1,300.0	1,310.0	1,315.0	1,300.0	1,270.0	1,260.0	1,250.0	1,290.4	1,305.5	1,312.5	1,270.0
한국후판가(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	807.6	777.1	746.6	716.1	685.7	655.2	655.2	655.2	655.2	896.2	836.4	731.4	655.2
매출액	1,605.1	1,945.8	2,025.4	2,433.1	2,474.0	2,431.0	2,302.1	2,529.0	2,626.1	2,885.5	2,715.8	2,717.4	5,944.7	8,009.4	9,736.0	10,944.8
영업이익	19.6	58.9	75.9	79.0	103.2	114.6	123.7	153.7	168.1	203.2	222.7	248.1	-854.4	233.3	495.3	842.1
영업이익률(%)	1.2%	3.0%	3.7%	3.2%	4.2%	4.7%	5.4%	6.1%	6.4%	7.0%	8.2%	9.1%	-14.4%	2.9%	5.1%	7.7%

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

(척)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Tanker	4	0	6	17	6	11	13	17	15	7	2	2	9	9
Container	0	17	11	10	0	6	13	6	0	44	9	16	4	6
LNGC	5	14	5	3	1	4	19	13	9	22	36	7	26	20
LPGC	0	0	6	0	0	0	0	3	2	0	2	0	6	6
기타	0	0	0	2	0	0	5	2	0	0	0	2	0	0
선박총계	9	31	28	32	7	21	50	41	26	73	49	27	45	41

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

(척)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Tanker	36	14	2	2	3	15	8	14	11	14	20	7	0	7
Container	20	18	10	12	12	11	1	5	12	6	4	15	21	15
LNGC	1	7	11	10	6	4	9	5	9	15	4	8	19	19
LPGC	0	0	0	0	2	4	0	0	1	2	2	0	0	2
기타	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
선박총계	58	44	23	24	23	36	18	24	37	40	30	30	40	43

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

4Q23 Conference Call Q&A

- Q1** 2024년 매출 계획을 물량과 선가 증가분으로 구분할 수 있을지?
 - A1**
 - 2023년 4분기 매출액은 건조량 증가 영향 11%, 선가 상승 영향이 약 8% 수준이었음
 - 2024년에도 비슷하게 유지될 전망

- Q2** 2024년 해양에서 계획하는 F-LNG 1기 금액은? 2기 수주할 가능성은?
 - A2**
 - 2024년 수주목표인 25억불은 1기 수주 기준임
 - 현재 2건 동시 논의 중인데, 둘 다 수주할 가능성도 있음

- Q3** 카타르 LNG 2차 발주가 미뤄진 배경은? 모잠비크 진행 상황은?
 - A3**
 - 2020년 체결한 DOA 기준으로 협의를 진행했는데, 경쟁업체들도 비슷한 DOA를 맺은 바 있음
 - 경쟁사가 먼저 계약을 하면 레퍼런스가 되어서 협상이 지연된 영향이 있음
 - 대량 물량이라 연속 건조가 가능하고, 생산 향상이 가능하다고 봐서 2023년 연말에 합의, 2024년에 계약함
 - 모잠비크 현지 상황이 크게 개선되어 발주처는 불가항력 해제 준비 중
 - 1분기 중 불가항력을 해제하고, 육상 공사 진행 전망

- Q4** 가스선, 탱커 CAPA는? 연간 몇 척 건조할 수 있는지?
 - A4**
 - 암모니아운반선은 너무 많은 물량을 수주하기보다는 연간 가스선(LNG선, 암모니아운반선) 6척 건조 CAPA 유지하려함
 - 화물창은 일부는 내재화하고 일부는 사외조달할 계획임

- Q5** 미국이 신규 LNG 수출 허가 발급을 중단했는데 Delfin 프로젝트에 영향이 있을지?
 - A5**
 - Delfin 프로젝트는 이미 수출허가를 받은 상태임
 - 그러나 기한 내에 수출이 이루어지기 위해선 수출승인 연장 허가가 필요함
 - 발주처에서 미국 정부와 협의 중. 공사 진행 중임을 증빙해야 해 EPC 계약 협의를 서두르고 있음

- Q6** 외주단가 인상이 있었는지?
 - A6**
 - 외국인 인력이 대거 투입되며 외주 물량이 안정화되었음. 일부 협력업체는 동결로 책정함
 - 경영계획상에는 5% 인상을 반영했는데, 이 수준 안에서 대부분 계약이 체결될 전망
 - 2024년에는 외주비 인상으로 인한 원가 상승은 없을 것

Q7 2024년 후반기 가격 방향성은?

- A7**
- 2024년 후반기 가격은 2023년 상반기 수준으로 책정되어 있음
 - 2025년부터는 소폭 상승을 가정해 원가에 반영하고 있음
 - 시장에서는 중국이 건설경기가 침체되고, 철강 생산을 늘리면서 후반기 가격이 낮아질 수도 있다는 기대감도 있음

Q8 선종별 수주목표 가이드라인은?

- A8**
- 카타르 프로젝트를 제외하면 LNG선 7~10척, 셔틀탱커, 암모니아운반선 등에서 5~6척 수주 전망
 - 가능성은 적으나 친환경 컨테이너선 수주 가능성도 있음
 - 특정 선종에 집중하기보다는 다양한 포트폴리오를 구성할 계획임. 다만, 친환경 선박 중심으로 수주 목표를 구성함

Q9 4분기 기준 상선과 해양 매출 비중은?

- A9**
- 조선 85%, 해양 15% 수준임
 - 건설은 해양에 포함되나 2024년 수주계획에 평택 공사는 포함되어 있지 않음. 별도 추가 수주 건임

Q10 상선 비중 85%에서 LNG선 비중은? 지금 선가 기준 LNG선 마진은?

- A10**
- 선박의 양보다는 계약가격 상승으로 인한 매출액 증가분 효과가 우선함
 - 기자재 가격도 상승해서 선가 상승분이 모두 마진 확대로 직결되지 않음
 - 최근 LNG선 마진은 10% 수준임. 그러나 과거 적자 프로젝트 일부 이어져오고 있고, 카타르 프로젝트 마진도 낮아 평균적으로 4%대로 추정됨
 - 프로젝트마다 기자재 사양도 달라서 마진이 좋은 물량은 10%도 가능하나 프로젝트별로 상이함

Q11 매출기준 수주잔고는?

- A11**
- 매출기준 약 30조원

Q12 순차입금 규모 전망과 현금흐름 개선 가이드라인

- A12**
- 2023년말 기준 순차입금 2조 9천억원. 2024년 자금 수지 흑자 2조 1천억원 전망
 - 2024년말 기준 순차입금 8천억원으로 줄어들 전망임
 - 2022년, 23년 자본수지 적자 난 부분은 생산량 확대하면서 운전자본이 투입된 영향임
 - 2024년 회수한 후 2025년 이후 크게 운전자본을 투입할 일이 없어 자본수지 이익에 근접할 전망

Q13 E7 비자 1,800 명을 투입했는데 2024년 총원 계획은? 근속기간은 어느 정도 될지? 이탈률은?

- A13**
- 추가 채용규모는 500명 수준으로 변동 없을 것
 - E7비자는 첫 계약은 2년 유지. 계속 연장 가능함
 - 최저시급임에도 동남아 현지보다 급여가 높아서 이탈이 거의 없음. E9비자는 이탈이 꽤 있다고 하는데, 삼성중공업은 E9비자 인력이 거의 없음

Q14 해양플랜트 공사는 안전한 공사일지? 기대 마진은?

- A14**
- 이번에 진행하는 F-LNG 해양공사는 100% 삼성중공업 EPC 진행이 아니라 컨소시엄으로 진행
 - 삼성중공업은 Hull만 담당. 기술리스크가 높은 Top-side 부분은 컨소시엄을 체결한 엔지니어링 업체가 담당

- 생산부하가 오버랩된 부분이 있으나 야드 운영 조정 및 일부 조선 물량 축소로 커버하고 있음
- 해양공사는 C/O, 인센티브 등으로 계약시점과 인도시점의 이익률이 달라질 수 있음
- 상선 이익률 보다는 높은데, 공사를 진행하며 회사가 이익률을 얼마나 지킬 수 있을 지가 중요

Q15 해양 C/O(Change Order) 어떤 건이였는지?

- A15** ▪ 4분기 중 Reliance사 공사 C/O 발생

Q16 2025년부터 F-LNG 동시 건조 시기일 텐데, 준비 상황은?

- A16** ▪ F-LNG 2기 공사 동시 수행 가능함. 무리하면 3기까지도 가능함
- 매년 2기씩(대형 1기, 중형 1기)에 공사기간 3년 가정하면, 설계부터 수행까지 동시에 6기가 진행됨
 - 본격적 수행은 2~3기. 야드 공사 진행을 보고 수주계획을 수립함. 일부 모듈은 중국에서 조달하는 방안 등을 가정함

Q17 분기 매출 계절성이 있을지?

- A17** ▪ 평균적으로 겨울과 우기에 차질이 있고, 조업일수에 따라 변동이 있을 수 있음. 그러나 분기별 큰 매출 변동은 없을 것
- 분기 당 2조 4천억원 가량의 매출을 예상함. 1분기에 소폭 감소할 수 있으나 리스크는 제한적
 - 2023년 상반기에는 LNG선 20척 건조 체제가 완성되기 전이었으나, 이제는 20척 건조체제에 돌입한 상황임
 - 2024년 분기별 매출흐름을 뚜렷한 상저하고보다는, 2023년 4분기 매출 수준에서 1) 조업일수 영향과 2) 해양 부문 매출 추가에 따른 변화를 예상함

Q18 2023년 중국 블록 비중이 어느 정도인지?

- A18** ▪ 중국 조달 물량은 총 조립물량 연간 100만톤 기준 25% 수준임
- 영성법인이 20만톤 가량, 영성 외 기타 조립공장이 5~6만톤 생산함

Q19 2024년 일회성 변수가 있을지?

- A19** ▪ 특별한 일회성 비용은 없고, KC-1 화물창 협의가 잘 진행되면 2024년 약 4천억원 환입을 전망
- 러시아 프로젝트는 리스크 요인이 있지만 공사가 거의 다 완료됨
 - Phase 1 진행 중인데, 이 돈을 못 받게되면 설계 단계에서 중단했던 Phase 2, 3에서 받은 선수금 8억 달러를 가지고 상계 처리할 방침임

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,622.0	5,944.7	8,009.4	9,736.0	10,944.8
매출액증가율(%)	-3.5	-10.2	34.7	21.6	12.4
매출원가	7,387.7	6,406.9	7,312.2	8,559.3	9,336.6
매출총이익	-765.7	-462.2	697.2	1,176.8	1,608.3
판매관리비	546.3	392.2	463.9	681.5	766.1
영업이익	-1,312.0	-854.4	233.3	495.3	842.1
영업이익률(%)	-19.8	-14.4	2.9	5.1	7.7
금융손익	-115.0	-79.5	-140.1	-48.0	-26.7
중속/관계기업손익	-1.8	-0.8	-0.1	-0.2	-0.1
기타영업외손익	78.9	380.0	-388.9	195.5	168.7
세전계속사업이익	-1,349.8	-554.7	-295.7	642.7	984.0
법인세비용	102.3	72.7	-208.2	160.7	246.0
당기순이익	-1,452.1	-627.4	-87.5	482.0	738.0
지배주주지분 손이익	-1,445.1	-619.4	-80.5	482.0	738.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,593.6	8,411.9	8,903.1	9,513.4	10,726.0
현금및현금성자산	571.2	919.2	190.1	459.9	1,003.6
매출채권	113.7	700.8	1,043.2	1,084.3	1,165.1
재고자산	1,487.6	1,573.5	2,342.3	2,434.6	2,616.0
비유동자산	6,545.0	6,079.8	6,107.3	5,948.3	5,818.6
유형자산	5,613.7	5,235.4	5,181.4	5,007.3	4,845.1
무형자산	24.4	26.4	26.3	23.5	21.0
투자자산	559.9	384.1	539.1	556.9	592.0
자산총계	12,138.6	14,491.7	15,010.4	15,461.6	16,544.6
유동부채	7,058.3	9,216.1	10,808.1	10,871.5	11,304.8
매입채무	548.4	624.8	930.1	966.8	1,038.8
단기차입금	922.5	1,407.4	664.1	264.1	-135.9
유동성장기부채	927.1	519.3	415.9	495.9	575.9
비유동부채	983.1	1,703.7	792.7	698.6	610.2
사채	173.8	119.5	104.4	84.4	64.4
장기차입금	223.7	1,017.2	163.7	83.7	3.7
부채총계	8,041.3	10,919.8	11,600.8	11,570.1	11,915.1
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	5,487.8	5,502.1	4,496.0	4,496.0	4,496.0
기타포괄이익누계액	68.5	141.4	1,074.2	1,074.2	1,074.2
이익잉여금	-1,355.2	-1,958.9	-2,039.4	-1,557.4	-819.4
비지배주주지분	-13.8	-22.6	-31.2	-31.2	-31.2
자본총계	4,097.3	3,571.9	3,409.5	3,891.5	4,629.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	845.0	-1,693.0	-365.7	729.7	984.3
당기순이익(손실)	-1,452.1	-627.4	-87.5	482.0	738.0
유형자산상각비	195.8	197.4	237.0	238.1	230.2
무형자산상각비	3.5	1.8	2.8	2.8	2.5
운전자본의 증감	1,622.8	-961.4	-412.0	6.9	13.6
투자활동 현금흐름	99.8	1,102.1	1,508.5	-106.0	-150.5
유형자산의증가(CAPEX)	-39.4	-62.4	-128.5	-64.0	-68.0
투자자산의감소(증가)	-419.0	174.9	-155.0	-17.9	-35.1
재무활동 현금흐름	-1,369.1	946.8	-1,872.7	-353.9	-290.1
차입금의 증감	-2,426.3	1,596.6	-1,256.4	-353.9	-290.1
자본의 증가	1,428.8	14.3	-1,006.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-415.9	348.0	-729.1	269.8	543.7
기초현금	987.2	571.2	919.2	190.1	459.9
기말현금	571.2	919.2	190.1	459.9	1,003.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	9,411	6,755	9,102	11,064	12,437
EPS(지배주주)	-2,054	-704	-91	548	839
CFPS	-1,132	-810	-43	1,059	1,413
EBITDAPS	-1,581	-745	538	837	1,221
BPS	4,671	4,084	3,909	4,457	5,296
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	-84.8	13.2	8.6
PCR	-5.0	-6.3	-181.5	6.8	5.1
PSR	0.6	0.8	0.9	0.7	0.6
PBR	1.2	1.3	2.0	1.6	1.4
EBITDA(십억원)	-1,112.6	-655.2	473.2	736.1	1,074.8
EV/EBITDA	-	-	19.7	11.2	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-36.9	-16.1	-2.3	13.1	17.2
EBITDA 이익률	-16.8	-11.0	5.9	7.6	9.8
부채비율	196.3	305.7	340.2	297.3	257.4
금융비용부담률	2.0	1.7	2.0	1.0	0.8
이자보상배율(x)	-9.7	-8.6	1.4	5.2	9.5
매출채권회전율(x)	35.5	14.6	9.2	9.2	9.7
재고자산회전율(x)	4.0	3.9	4.1	4.1	4.3

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 하시기를 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)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

