

2023. 7. 28



▲ 조선/기계/운송

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 9,500 원**

**현재주가 (7.27) 8,200 원**

**상승여력 15.9%**

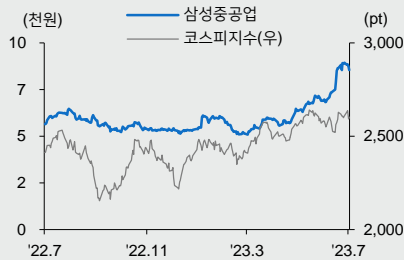
KOSPI	2,603.81pt
시가총액	72,160억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	73.20%
외국인비중	18.76%
52주 최고/최저가	8,590원/4,885원
평균거래대금	624.8억원

**주요주주(%)**

삼성전자 외 8 인	20.86
국민연금공단	7.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.6	55.9	51.3
상대주가	21.5	48.7	40.4

**주가그래프**



# 삼성중공업 010140

## 2Q23 Review: 일회성 무시해도 호실적

- ✓ 매출액 1조 9,457억원(+36.4% YoY), 영업이익 589억원(흑자전환 YoY) 기록
- ✓ 영업이익 컨센서스를 23.0% 상회하는 호실적
- ✓ 외국인 인력 채용 및 중국 업체로부터 블록 조달 방식으로 조업 차질 우려를 불식
- ✓ 2023년 수주목표 95억달러 달성은 자명. 60억달러 수준의 추가 수주에 대한 자신감
- ✓ 2024년 BPS 5,094원 x 1.9배를 적용하여 적정주가 9,500원으로 상향

### 영업이익 컨센서스 23.0% 상회

2분기 연결기준 매출액은 1조 9,457억원(+36.4% YoY), 영업이익은 589억원(흑자전환 YoY)을 기록했다. 영업이익률은 +3.0%이며 영업이익은 컨센서스를 23.0% 상회했다. 세전이익은 251억원(-21.8% YoY), 지배주주순이익은 256억원(흑자전환 YoY)을 기록했다.

매출액 증가에 따른 고정비 회수 효과가 발생했다. 1분기부터 외국인 용접공들이 투입되며 생산량 증가 효과가 발생하고 있으며, 고선가의 대형 컨테이너선 및 LNG선 매출 비중이 확대되며 가격 상승 효과도 발생했다. 중국의 영성유한공사 외에도 외주업체로부터 블록을 조달 받는 전략을 통해 하반기에도 원활한 생산 스케줄 소화를 기대한다.

영업이익 589억원 중 일회성 이익인 180억원을 제외하더라도 영업이익률은 +2.1% 수준이다. 일회성 이익은 기 인도한 해양공사에서 수령한 보험금 및 C/O(Change Order)로 약 160억원 발생했고, 드릴쉽 1기의 환율 변동에 따른 재고자산 평가이익이 약 20억원 발생했다.

### 수주 모멘텀 지속, 적정주가 9,500원으로 상향

2024년 BPS 5,094원 x 1.9배 적용하여 적정주가 9,500원으로 상향한다. 연내 카타르 LNG선 2차 수주가 예상되고, 그 외 대형 LNG선, FLNG 등 60억달러 이상의 추가 수주를 기대한다. 7월 27일 현재 63.1억달러의 수주를 달성했다고 추정하며, 2023년 수주 목표 금액인 95억달러에 대한 초과 달성은 확정적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	6,860.3	-1,054.1	-1,482.5	-2,201	적지	5,529	-	1.2	-	-33.1	247.5
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
2023E	7,980.0	222.9	149.6	170	흑전	4,413	48.2	1.9	14.1	4.0	375.4
2024E	9,845.0	747.7	599.5	681	306.7	5,094	12.0	1.6	6.3	14.3	332.8

**표1 삼성중공업 2Q23 실적 Review**

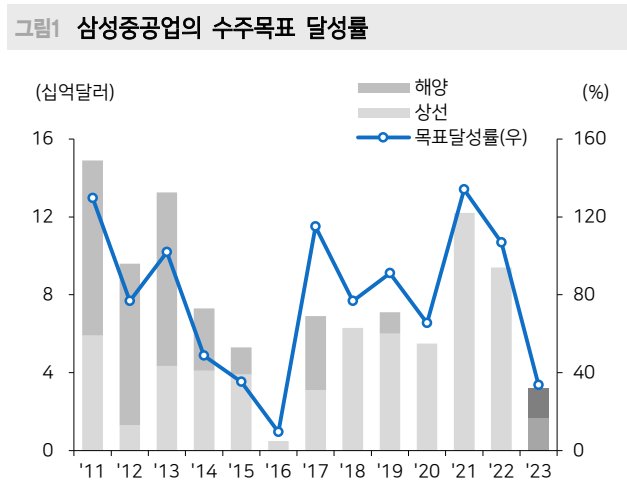
(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,945.7	1,426.1	36.4	1,605.1	21.2	1,971.1	-1.3	2,129.1	-8.6
영업이익	58.9	-255.7	흑전	19.6	200.5	47.9	23.0	64.8	-9.1
세전이익	25.1	32.1	-21.8	5.9	325.4	13.3	88.7	55.3	-54.6
지배순이익	25.6	-37.0	흑전	11.4	124.6	10.9	134.9	41.4	-38.2
영업이익률(%)	3.0	-17.9		1.2		2.4	0.6p	3.0	0.0p
순이익률(%)	1.3	-2.6		0.7		0.6	0.8p	1.9	-0.6p

자료: 다투전자공시, 메리츠증권 리서치센터

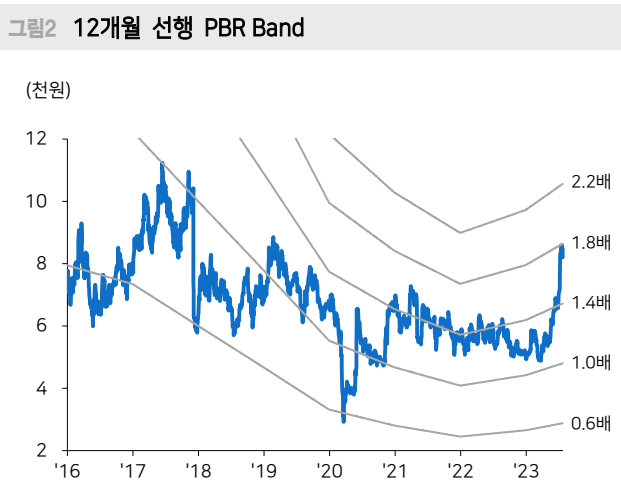
**표2 삼성중공업 사업부별 실적 추이 및 전망**

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
WT(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	82.9	76.0	73.5	75.0	78.0	78.0	80.0	82.0	83.0	68.0	94.6	75.6	80.8
원/달러	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,359.3	1,275.6	1,314.7	1,283.0	1,260.0	1,245.0	1,240.0	1,230.0	1,225.0	1,141.4	1,290.4	1,283.3	1,235.0
한국후판가(달러/톤)	998.5	953.1	822.8	810.4	864.3	830.6	784.3	784.3	735.5	735.5	735.5	735.5	891.3	896.2	815.9	735.5
매출액	1,483.8	1,426.1	1,400.1	1,634.5	1,605.1	1,945.7	1,979.3	2,450.0	2,402.0	2,501.1	2,321.1	2,620.7	6,622.0	5,944.7	7,980.0	9,845.0
영업이익	-94.9	-255.7	-167.9	-335.9	19.6	58.9	64.9	79.6	178.2	182.8	172.8	214.0	-1,312.0	-854.4	222.9	747.7
영업이익률	-6.4%	-17.9%	-12.0%	-20.5%	1.2%	3.0%	3.3%	3.2%	7.4%	7.3%	7.4%	8.2%	-19.8%	-14.4%	2.8%	7.6%

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터



주: 2023년은 6월말 조선+해양 기준  
 자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**2Q23 Conference Call Q&A**

- Q1** 3분기 조업일수 감소를 감안하더라도 실적의 추가 성장이 가능한지?
- A1**
- 3분기 추석 및 하계 휴가로 인해 조업일수가 줄어들지만 외국인 인력 충원에 따라 대응 가능함
  - 2023년 외국인 인력 채용 계획 1,200명을 거의 다 채워서 1,800명으로 확대할 계획임
  - 조립 공정의 경우 중국 영성 공장에서 블록을 조달하고 있으며, 그 외 중국 업체 3곳에서도 조달 받으면서 3분기 생산량은 증가할 전망
- Q2** 컨테이너선 수주 Pool 이 2024년, 2025년에도 남아 있는지?
- A2**
- 전체 선대 대비 잔고가 높기 때문에 시장에서 컨테이너선 발주량 자체는 감소할 개연성 있으나, 삼성중공업의 경우 남은 잔고에서 컨테이너선 매출 비중이 크진 않음
  - 아시아계 선주가 2023년 내 대형 프로젝트에 대한 입찰을 계획하고 있음
- Q3** FLNG의 경우 연간 2기 이상 수주할 수 있는지?
- A3**
- Coral Sul 2 FLNG, Delfin FLNG 1호기, Delfin FLNG 2호기, Cedar FLNG 등 수주 Pool이 있으며 연간 2기 수주 체제는 유지할 계획
- Q4** 메탄올추진 컨테이너선에서 엔진가격의 비중은?
- A4**
- 동급 컨벤셔널 컨테이너선 대비 선가가 2천만달러 이상 높음
- Q5** 메탄올추진 컨테이너선에 투입할 탱크를 경쟁사의 엔진사업부에서 조달하는 과정에서 수익성 우려는?
- A5**
- HD현대중공업, HSD엔진의 엔진 모두를 대상으로 협의를 진행하고 있음
- Q6** 경쟁사로 인력 유출 우려는? 인건비 추가 인상 가능성은?
- A6**
- 상황을 지켜봐야 됨. 다만, 외주비 등은 2022년에 이미 반영한 바 있음
- Q7** 2분기 각 부문별 매출 비중은?
- A7**
- 2022년은 일반상선 8, 해양 및 건설이 2. 2023년은 9대 2 비중
- Q8** 중국에서 조달하는 블록이 컨테이너선 건조 목적인지? 블록을 조달하는 이유가 수익성 개선을 위함인지?
- A8**
- 조달 받는 블록의 투입 선종에서 컨테이너선이 차지하는 비중이 높음
  - 블록 조달 이유가 수익성 개선이라기보다는 늘어나는 물량을 스케줄대로 소화하기 위함임. 2021년에 수주했던 대형 컨테이너선에 대한 공손충은 이미 설정한 바 있음. 중국에서 조달하는 블록이 원가가 상대적으로 저렴하지만 반대로 운반에 따른 추가 비용이 발생하는 부분도 있음
- Q9** 최근 계약체결 과정에서 대금 지급 방식 현황은? 2023년말 예상 순차입금 규모는?
- A9**
- 헤비테일 방식이 고착화 됐을 때 대금 지급 방식은 10, 10, 10, 10, 60 수준이었는데, 2022년부터 선수금 입금 조건이 개선되기 시작함. 최근 수주한 컨테이너선 수주는 스틸커팅까지 50% 선수금을 지급하는 조건으로 계약함
  - 선수금 비중이 높아짐에 따라 건조 계약 선가를 할인해 준 부분도 있음
  - 2023년말 순차입금은 2.3조 수준으로 예상함

**Q10 카타르 2차 발주 물량 및 모잠비크 상황은?**

- A10**
- 선사의 입찰이 개시됐으며 174k급 외에도 Q-Max급에 대한 카타르의 요구로 인해 협상이 진행 중. 9~10월 이후에 조선소와의 본격 협상을 예상하며 연내 수주를 예상함
  - 모잠비크 건은 기존 일정 대비 6개월 정도 연장 요청을 받아 협의를 진행 중임. 모잠비크의 안보 상황이 개선됐고 4분기 중 모잠비크가 EPC 재개할 가능성이 있기 때문에 LNG선 협상도 비슷한 시기에 확인할 전망

**Q11 FLNG 프로젝트 Pool 이 추가로 증가하는 추세인지?**

- A11**
- 2~3년간 시장에 언급돼 왔던 프로젝트들이 실제 수주로 확인되고 있는 상황임. 새로운 프로젝트 Pool이 등장하기에는 조선소들의 공급력이 부족한 상황임. Delfin FLNG 프로젝트만 하더라도 4기 + 2기인 상황임

**Q12 Suezmax 급 유조선 발주의 분위기는?**

- A12**
- VLCC의 경우 제품믹스에 부합하지 않아서 경쟁적으로 수주에 참여하고 있지 않음. 향후 친환경설비가 탑재된 유조선에 대한 발주가 시장에 나올 수 있게 노력 중

**Q13 향후 선가 방향성은?**

- A13**
- 친환경규제 강화 추세로 친환경설비를 탑재한 선종 등이 등장하면 추가 선가 상승도 가능

**Q14 경쟁사가 22k 급 LCO2 운반선을 수주했는데, 조선업 내 새로운 시장 개화로 볼 수 있는지?**

- A14**
- 삼성중공업이 타깃하는 선형은 40k급 이상이며 시장의 잠재력을 기대하고 있음

**Q15 향후 신규 드릴쉽 발주 재개의 가능성은?**

- A15**
- 드릴쉽 용선료가 상승하고 있으며, 드릴쉽 용선기간 또한 확대되고 있음. 다만, 드릴쉽 신조 발주를 위해 현재 가장 중요한 요소는 금융시장의 환경 개선임. 장기간 불황을 겪은 드릴쉽을 두고 여전히 보수적인 시각이 존재함

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>6,860.3</b>	<b>6,622.0</b>	<b>5,944.7</b>	<b>7,980.0</b>	<b>9,845.0</b>
매출액증가율(%)	-6.7	-3.5	-10.2	34.2	23.4
매출원가	7,325.9	7,387.7	6,406.9	7,221.5	8,408.1
매출총이익	-465.5	-765.7	-462.2	758.5	1,436.9
판매관리비	588.6	546.3	392.2	535.6	689.2
<b>영업이익</b>	<b>-1,054.1</b>	<b>-1,312.0</b>	<b>-854.4</b>	<b>222.9</b>	<b>747.7</b>
영업이익률(%)	-15.4	-19.8	-14.4	2.8	7.6
금융손익	-233.1	-115.0	-79.5	-97.5	-30.0
중속/관계기업손익	-2.6	-1.8	-0.8	-0.6	-0.7
기타영업외손익	-185.3	78.9	380.0	59.4	82.3
세전계속사업이익	-1,475.0	-1,349.8	-554.7	184.2	799.4
법인세비용	17.7	102.3	72.7	36.8	199.8
<b>당기순이익</b>	<b>-1,492.7</b>	<b>-1,452.1</b>	<b>-627.4</b>	<b>147.4</b>	<b>599.5</b>
지배주주지분 순이익	-1,482.5	-1,445.1	-619.4	149.6	599.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>6,698.0</b>	<b>5,593.6</b>	<b>8,411.9</b>	<b>12,370.5</b>	<b>13,588.8</b>
현금및현금성자산	987.2	571.2	919.2	874.3	1,316.3
매출채권	259.3	113.7	700.8	1,050.5	1,123.6
재고자산	1,820.6	1,487.6	1,573.5	2,358.5	2,522.8
비유동자산	6,224.2	6,545.0	6,079.8	5,973.6	5,706.5
유형자산	5,505.4	5,613.7	5,235.4	4,992.4	4,695.8
무형자산	27.8	24.4	26.4	24.9	22.5
투자자산	142.6	559.9	384.1	535.9	567.7
<b>자산총계</b>	<b>12,922.2</b>	<b>12,138.6</b>	<b>14,491.7</b>	<b>18,344.1</b>	<b>19,295.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,533.9</b>	<b>7,058.3</b>	<b>9,216.1</b>	<b>12,851.4</b>	<b>13,292.5</b>
매입채무	417.6	548.4	624.8	936.6	1,001.8
단기차입금	1,814.8	922.5	1,407.4	1,238.3	838.3
유동성장기부채	1,574.3	927.1	519.3	687.2	767.2
비유동부채	1,670.1	983.1	1,703.7	1,634.2	1,544.7
사채	208.7	173.8	119.5	264.5	244.5
장기차입금	1,098.8	223.7	1,017.2	776.7	696.7
<b>부채총계</b>	<b>9,203.9</b>	<b>8,041.3</b>	<b>10,919.8</b>	<b>14,485.5</b>	<b>14,837.1</b>
자본금	3,150.6	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	1,788.6	5,487.8	5,502.1	5,502.1	5,502.1
기타포괄이익누계액	-274.7	68.5	141.4	281.4	281.4
이익잉여금	30.1	-1,355.2	-1,958.9	-1,809.4	-1,209.8
비지배주주지분	-6.0	-13.8	-22.6	-25.4	-25.4
<b>자본총계</b>	<b>3,718.2</b>	<b>4,097.3</b>	<b>3,571.9</b>	<b>3,858.6</b>	<b>4,458.1</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-243.9</b>	<b>845.0</b>	<b>-1,693.0</b>	<b>1,063.6</b>	<b>1,053.5</b>
당기순이익(손실)	-1,492.7	-1,452.1	-627.4	147.4	599.5
유형자산상각비	259.3	195.8	197.4	342.9	360.6
무형자산상각비	23.2	3.5	1.8	2.6	2.4
운전자본의 증감	77.0	1,622.8	-961.4	613.9	91.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-166.8</b>	<b>99.8</b>	<b>1,102.1</b>	<b>-1,436.2</b>	<b>-309.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-97.9	-39.4	-62.4	-71.2	-64.0
투자자산의감소(증가)	140.4	-419.0	174.9	-151.8	-31.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,011.4</b>	<b>-1,369.1</b>	<b>946.8</b>	<b>326.0</b>	<b>-302.4</b>
차입금의 증감	660.5	-2,426.3	1,596.6	441.1	-302.4
자본의 증가	-8.3	1,428.8	14.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	602.9	-415.9	348.0	-44.9	442.1
기초현금	384.3	987.2	571.2	919.2	874.3
기말현금	987.2	571.2	919.2	874.3	1,316.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	10,186	9,411	6,755	9,068	11,187
EPS(지배주주)	-2,201	-2,054	-704	170	681
CFPS	-296	-1,132	-810	635	1,355
EBITDAPS	-1,146	-1,581	-745	646	1,262
BPS	5,529	4,671	4,084	4,413	5,094
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	-	-	48.2	12.0
PCR	-22.3	-5.0	-6.3	12.9	6.1
PSR	0.6	0.6	0.8	0.9	0.7
PBR	1.2	1.2	1.3	1.9	1.6
EBITDA(십억원)	-771.7	-1,112.6	-655.2	568.4	1,110.7
EV/EBITDA	-	-	-9.3	14.1	6.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-33.1	-36.9	-16.1	4.0	14.3
EBITDA 이익률	-11.2	-16.8	-11.0	7.1	11.3
부채비율	247.5	196.3	305.7	375.4	332.8
금융비용부담률	2.4	2.0	1.7	2.2	1.6
이자보상배율(x)	-6.4	-9.7	-8.6	1.3	4.6
매출채권회전율(x)	29.8	35.5	14.6	9.1	9.1
재고자산회전율(x)	3.3	4.0	3.9	4.1	4.0

**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** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 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)	
2021.07.19	산업브리프	Hold	4,684	김현	27.9	37.7	
2021.11.19	산업분석	Hold	5,700	김현	-2.4	1.8	
2021.12.22				Univ Out			
2023.04.13	산업분석	Buy	7,000	배기연	-18.5	-11.3	
2023.06.01	산업분석	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	-	-	