

2023. 10. 10



▲ 조선/기계/운송

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

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **11,000 원**

현재주가 (10.6) **7,190 원**

상승여력 **53.0%**

KOSPI	2,408.73pt
시가총액	63,272억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	73.19%
외국인비중	20.82%
52주 최고/최저가	9,170원/4,885원
평균거래대금	755.9억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 8 인	20.88
국민연금공단	8.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.1	37.2	31.4
상대주가	-7.5	40.1	22.1

주가그래프



삼성중공업 010140

3Q23 Preview: 이익체력 성장 중

- ✓ 3분기 매출액 1조 9,351억원(+38.2% YoY), 영업이익 528억원(흑자전환) 예상
- ✓ 전분기 일회성 이익이라는 기저효과와 별개로 경성적인 이익체력은 성장 중
- ✓ 2023년 수주 목표 달성은 자명
 - 모잠비크 LNG선 8척에 대한 계약 조정 시, 선가 상승 만큼 미래이익 순증
- ✓ 2025년 BPS 6,119원 x 1.9배를 적용하여 적정주가를 11,000원으로 상향 조정

전분기 일회성 이익과 별개로 이익 체력 성장 중

3분기 영업이익률을 +2.7%로 추정한다. 2분기에 약 180억원 수준의 일회성 이익이 있었던 기저효과를 감안하더라도, 총당금을 기 설정했던 일감 비중이 줄어들면서 이익체력은 성장하고 있다. 인력 총원은 원활하게 진행 중이며, 영성법인 외 중국 업체로부터 원활하게 블록을 조달 받고 있으며 공정 차질 이슈는 없다.

2023년 수주 목표 달성은 확실시

카타르 LNG선 2차 수주 확인 + Coral Sul 2 FLNG 1기 수주 확인 시 2023년 목표 금액 달성은 자명하다. 2024년의 수주 전망은 1) 모잠비크 LNG선 8척 재계약에 따라 영업 슬롯이 축소될 순 있으나, 수주잔고액은 선가 상승분 x 8척만큼 순증할 수 있다.

2) 컨테이너선 역시 메탄올추진 컨테이너선 및 친환경 위주로 발주세는 유지되고 있다. 일본 선사 ONE의 13,000 TEU급 컨테이너선 10+5척에 수주에 대하여 HD현대중공업과 경쟁 중이다. 탱커의 경우 값싼 중국 조선소의 2026년 상반기 슬롯이 채워짐에 따라 국내 대형 조선소의 수주도 확인될 전망이다.

적정주가를 11,000원으로 상향 조정

2025년 BPS 6,119원 x 1.9배를 적용하여 적정주가를 11,000원으로 상향 조정한다. 인도기준으로 LNG선은 2027년까지 수주잔고를 확보했고, 나머지 일반상선 또한 2025년까지 수주잔고를 확보했기 때문에 적정주가의 기준을 2025년으로 상정했다. 예상 ROE는 2023년 4.2%이지만 2025년에는 19.4%까지 급등할 전망이다.

(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
2023E	7,457.0	194.2	155.5	177	흑전	4,380	40.7	1.6	17.4	4.2	329.4
2024E	10,064.2	670.0	579.0	658	283.4	5,038	10.9	1.4	7.2	14.0	349.3
2025E	11,324.9	1,119.3	951.7	1,081	64.4	6,119	6.6	1.2	3.9	19.4	298.4

3분기 실적 preview: 경상 수준에서는 2분기보다 나은 실적

3분기 매출액 1조 9,351억원(+38.2% YoY), 영업이익 528억원(흑자전환), 영업이익률 +2.7%로 추정한다. 2분기 일회성이익 180억원이 발생했던 기저효과를 감안하면, 경상적인 이익수준은 성장 중이다. 일회성 요인은 없다고 추정한다. 매각을 완료한 드릴쉽 재고자산 평가손익도 더 이상 발생하지 않기 때문이다.

1) 여름 휴가에 따른 영업일수 부족에도 공정계획 확대로 매출액은 견조하다고 추정한다. 매월 100~150명의 인력이 충원되고 있고, 중국 영성법인 외 3개 업체로부터 블록 조달도 원활히 진행 중이기 때문에 공정 차질은 없다. 2) 공사손실충당금을 기 설정했던 일감대비 수익성 높은 일감 비중이 확대됨에 따라 동일한 매출액에도 수익성은 개선되는 구간이다.

2023년 연간 매출액 7조 4,570억원(+25.4% YoY), 영업이익 1,942억원(흑자전환), 영업이익률 +2.6%로 추정한다. 임금협상 결과에 따른 임금 인상분은 예정원가에 기 반영됐으므로, 추가적인 충당금 발생가능성은 제한적이다. 후판가격 역시 8월 기준 톤당 833달러로 안정화 수준이다.

2023년 수주 목표 달성 자명, 2024년 수주 목표에 대한 예상

2023년 9월말 기준 수주액은 총 63.1억달러로 수주목표 달성률 66.4%로 추산한다. 카타르 LNG선 2차 수주, Coral Sul 2 FLNG 1기를 연내 수주하면 수주목표 달성은 확정적이다. 2023년 9월말 기준 수주잔고는 327억달러이다. 시장의 다음 공금증은 2024년 수주 목표 금액과 수주잔고 수익성의 향방이다.

2024년 수주목표액은 2023년대비 하향 조정될 개연성이 있으나, 그 이유는 합리적이다. 2024년 모잠비크 LNG선 8척분의 재계약이 성사되면, 영업 슬롯이 그만큼 줄어드는 탓이다. 단, 2020년말 당시 계약선가 약 1.8~1.9억달러 수준 대비 높아진 시장 선가가 반영되면 수주잔액의 증가한다. 즉, 선가 인상분 반영에 따른 미래 이익 순증의 이벤트이다.

일반상선의 경우 1) 컨테이너선 부문은 메탄올추진 컨테이너선을 수주하며, 친환경 컨테이너선 수주 경쟁력을 유지할 전망이다, 2) 유조선 및 셔틀탱커부문에서 앞선 수주 경쟁력은, 값싼 호가를 제시하던 중국 조선소가 2026년 슬롯까지 채우기 시작하면 드러날 전망이다.

2025년 BPS 기준 적정주가 11,000원으로 상향 조정

2025년 예상 BPS 6,119원 및 멀티플 1.9배를 적용하여 적정주가를 11,000원으로 상향 조정한다. 삼성중공업의 선종별 인도기준 수주잔고는 LNG선을 사실상 2027년까지 확보했고, 나머지 일반상선의 경우 2025년까지 확보했기 때문이다.

표1 적정주가를 11,000원으로 상향 조정

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
COE(%)	6.7	9.9	7.4	9.5	9.3	10.1
RiskFree(%)	0.9	1.3	3.4	4.1	3.9	3.9
Risk Premium(%)	3.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta(52주)	1.6	1.4	0.7	0.9	0.9	1.0
ROE(%)	-33.1	-36.9	-16.1	4.2	14.0	19.4
BPS(원)	5,529	4,671	4,084	4,380	5,038	6,119
(ROE-g)/COE-g						1.9
적정주가(원)						11,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성중공업 3Q23 Preview

(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,935.1	1,400.1	38.2	1,945.8	-0.5	2,068.4	-6.4
영업이익	52.8	-167.9	흑자전환	58.9	-10.3	57.2	-7.7
세전이익	70.4	-235.1	흑자전환	25.1	180.1	36.1	95.0
지배순이익	52.8	-199.0	흑자전환	25.6	106.3	41.1	28.6

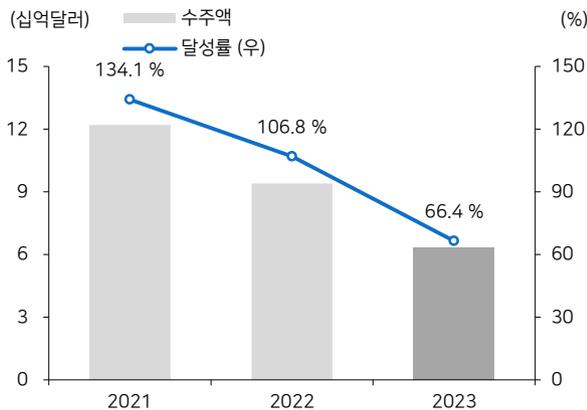
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성중공업 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2023E	2024E	2025E
WTI(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	82.9	76.0	73.5	82.5	87.0	86.0	85.0	84.0	83.0	94.6	79.7	84.5	84.0
원/달러	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,359.3	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.0	1,290.0	1,275.0	1,260.0	1,255.0	1,290.4	1,305.3	1,270.0	1,255.0
한국후판가(달러/톤)	998.5	953.1	822.8	810.4	864.3	835.8	800.0	763.4	735.5	735.5	735.5	735.5	896.2	815.9	735.5	655.2
매출액	1,483.8	1,426.1	1,400.1	1,634.5	1,605.1	1,945.8	1,935.1	1,971.1	2,456.2	2,557.4	2,370.8	2,679.8	5,944.7	7,457.0	10,064.2	11,324.9
영업이익	-94.9	-255.7	-167.9	-335.9	19.6	58.9	52.8	62.9	116.3	147.5	179.7	226.6	-854.4	194.2	670.0	1,119.3
영업이익률	-6.4%	-17.9%	-12.0%	-20.5%	1.2%	3.0%	2.7%	3.2%	4.7%	5.8%	7.6%	8.5%	-14.4%	2.6%	6.7%	9.9%

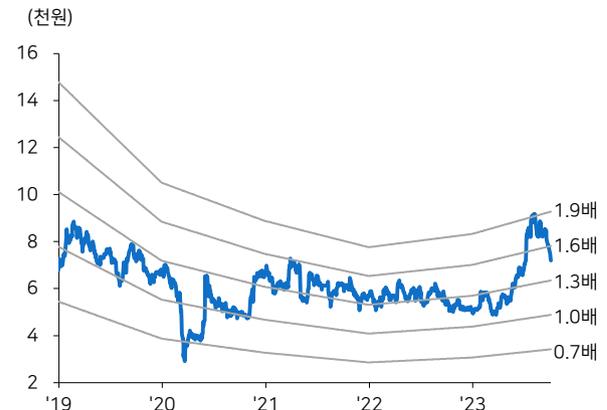
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성중공업의 수주목표 달성률



주: 2023년은 9월말 기준
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 12개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,622.0	5,944.7	7,457.0	10,064.2	11,324.9
매출액증가율(%)	-3.5	-10.2	25.4	35.0	12.5
매출원가	7,387.7	6,406.9	6,806.6	8,689.7	9,412.8
매출총이익	-765.7	-462.2	650.4	1,374.5	1,912.0
판매관리비	546.3	392.2	456.2	704.5	792.7
영업이익	-1,312.0	-854.4	194.2	670.0	1,119.3
영업이익률(%)	-19.8	-14.4	2.6	6.7	9.9
금융손익	-115.0	-79.5	-119.7	-42.3	-17.5
중속/관계기업손익	-1.8	-0.8	-0.4	-0.5	-0.5
기타영업외손익	78.9	380.0	114.9	144.7	167.6
세전계속사업이익	-1,349.8	-554.7	189.1	771.9	1,268.9
법인세비용	102.3	72.7	38.0	193.0	317.2
당기순이익	-1,452.1	-627.4	151.0	579.0	951.7
지배주주지분 손이익	-1,445.1	-619.4	155.5	579.0	951.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,593.6	8,411.9	10,403.5	13,799.6	15,456.2
현금및현금성자산	571.2	919.2	1,361.3	1,534.3	2,172.0
매출채권	113.7	700.8	845.1	1,149.0	1,245.0
재고자산	1,487.6	1,573.5	1,897.5	2,579.7	2,795.4
비유동자산	6,545.0	6,079.8	6,030.7	5,997.8	5,885.8
유형자산	5,613.7	5,235.4	5,133.1	4,970.7	4,819.2
무형자산	24.4	26.4	25.6	23.0	20.8
투자자산	559.9	384.1	453.1	585.1	626.8
자산총계	12,138.6	14,491.7	16,434.2	19,797.4	21,342.0
유동부채	7,058.3	9,216.1	10,910.0	13,750.5	14,429.7
매입채무	548.4	624.8	753.5	1,024.4	1,110.1
단기차입금	922.5	1,407.4	1,485.9	1,085.9	685.9
유동성장기부채	927.1	519.3	633.9	713.9	793.9
비유동부채	983.1	1,703.7	1,697.3	1,641.0	1,554.8
사채	173.8	119.5	424.3	404.3	384.3
장기차입금	223.7	1,017.2	761.1	681.1	601.1
부채총계	8,041.3	10,919.8	12,607.3	15,391.5	15,984.5
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	1,252.4	1,252.4	1,252.4
이익잉여금	-1,355.2	-1,958.9	-1,803.4	-1,224.4	-272.8
비지배주주지분	-13.8	-22.6	-28.0	-28.0	-28.0
자본총계	4,097.3	3,571.9	3,826.9	4,405.9	5,357.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	845.0	-1,693.0	718.1	1,186.0	1,292.9
당기순이익(손실)	-1,452.1	-627.4	151.0	579.0	951.7
유형자산상각비	195.8	197.4	231.7	226.5	219.4
무형자산상각비	3.5	1.8	2.7	2.5	2.3
운전자본의 증감	1,622.8	-961.4	381.6	378.0	119.5
투자활동 현금흐름	99.8	1,102.1	-619.1	-1,081.5	-389.7
유형자산의증가(CAPEX)	-39.4	-62.4	-98.5	-64.0	-68.0
투자자산의감소(증가)	-419.0	174.9	-69.0	-132.0	-41.7
재무활동 현금흐름	-1,369.1	946.8	343.2	68.5	-265.6
차입금의 증감	-2,426.3	1,596.6	398.0	68.5	-265.6
자본의 증가	1,428.8	14.3	-1,006.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-415.9	348.0	442.1	173.0	637.7
기초현금	987.2	571.2	919.2	1,361.3	1,534.3
기말현금	571.2	919.2	1,361.3	1,534.3	2,172.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	9,411	6,755	8,474	11,437	12,869
EPS(지배주주)	-2,054	-704	177	658	1,081
CFPS	-1,132	-810	548	1,186	1,714
EBITDAPS	-1,581	-745	487	1,022	1,524
BPS	4,671	4,084	4,380	5,038	6,119
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	40.7	10.9	6.6
PCR	-	-	13.1	6.1	4.2
PSR	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6
PBR	1.2	1.3	1.6	1.4	1.2
EBITDA(십억원)	-1,112.6	-655.2	428.6	899.0	1,341.0
EV/EBITDA	-	-	17.4	7.2	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-36.9	-16.1	4.2	14.0	19.4
EBITDA 이익률	-16.8	-11.0	5.7	8.9	11.8
부채비율	196.3	305.7	329.4	349.3	298.4
금융비용부담률	2.0	1.7	2.4	1.6	1.5
이자보상배율(x)	-9.7	-8.6	1.1	4.0	6.8
매출채권회전율(x)	35.5	14.6	9.6	10.1	9.5
재고자산회전율(x)	4.0	3.9	4.3	4.5	4.2

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 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)	
2021.08.10	기업브리프	Hold	4,684	김현	27.3	37.7	
2021.11.19	산업분석	Hold	5,700	김현	-2.4	1.8	
2021.12.22				Univ Out			
2023.04.13	Indepth	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	-11.2	-3.5	
2023.10.10	기업브리프	Buy	11,000	배기연	-	-	