2025. 7. 3

▲ 조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

삼성중공업 010140

2Q25 Preview: 달러 약세는 오히려 든든한 실적을 부각시킬 뿐

- ✓ 2분기 예상 영업이익은 1,746억원으로 컨센서스 달성은 무난
- ✓ 저선가의 Evergreen향 컨테이너선 일감은 해소 수순
- ✓ Cedar FLNG 본격적인 매출인식의 시작
  - 호실적에 일조한 요인
  - 하반기에도 수익성 개선을 견인할 동력
- ✓ 2027년 Implied PBR 3.2배 주장. 적정주가 24,000원으로 상향

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**24,000 원**
현재주가 (7.2)	**16,540 원**
상승여력	**45.1%**
KOSPI	3,075.06pt
시가총액	145,552억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	75.69%
외국인비중	31.45%
52주 최고/최저가	18,070원/9,440원
평균거래대금	1,289.0억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 7 인	20.90
국민연금공단	7.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	43.8	71.9
상대주가	-13.5	12.2	55.5

주가그래프

영업이익은 컨센서스 달성 무난, 세전이익은 컨센서스 상회 추정

2분기 매출액은 2조 7,778억원(YoY +9.7%, QoQ +11.4%)로 추정한다. 영업이익은 1,746억원(YoY +33.6%, QoQ +41.9%), 영업이익률은 +6.3%(YoY +1.1%p, QoQ +1.4%p)이다. 추정한 실적대로라면, 3개월 영업이익 컨센서스 달성을 낙관한다.

1) 조업일수가 전분기 대비 5.0% 증가했으며 2) Cedar FLNG 공사가 착공(keel-laid)하여 매출인식을 본격화했다. 3) 메리츠증권에서 자체 평가한 삼성중공업의 2분기 건조선가지표는 전년동기대비 7.2%, 전분기대비 2.9% 상승했다. 4) 영업단에서는 일회성 요인이 없다. 달러 약세로 인한 환율 변동이 미칠 영향도 없다. 이론상 환헷지 100%의 조선소이기 때문이다.

다만, 영업외단에서는 환율 영향이 긍정적으로 유의미하다. 원/달러 기말환율이 110.1원 하락했다. 전분기대비 선도환계약에 대한 평가이익을 2,651억원으로 추정했다. 관련 계약인 러시아 Zvezda 조선소향 계약 해지에 따른 기발주 자재 충당금 우려는 있으나, 선도환계약 평가이익을 초과 가능성은 낮다. 정확한 금액까지는 아직 알 수 없다.

적정주가는 24,000원으로 상향 조정

2027년 Implied PBR 3.2배를 주장한다. 2027년까지 인도 슬롯은 확보한 상황이며, 2028년 영업 전략에 대해서도 긍정적인 전망을 하기 때문이다. 전일 종가 기준 2027년 PBR 2.2배, PER 11.2배이다. 원/달러 환율 변동폭이 확대되는 시기에 영업이익이 연동되지 않는 점도 매력적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	8,009.4	233.3	-148.3	-169	-76.1	3,908	-46.0	2.0	19.5	-4.2	357.4
2024	9,903.1	502.7	63.9	73	-143.1	4,312	155.6	2.6	16.8	1.8	358.6
2025E	11,260.2	762.9	618.4	703	868.1	4,978	23.5	3.3	14.5	15.1	325.7
2026E	14,226.1	1,207.4	937.5	1,065	51.6	6,043	15.5	2.7	9.8	19.3	294.4
2027E	16,206.2	1,609.6	1,295.5	1,472	38.2	7,515	11.2	2.2	7.3	21.7	239.7

2분기 실적 프리뷰에 대한 첨언

2021년 3월에 수주한 Evergreen향 저선가 컨테이너선 20척은 4척만 남은 상태이다. 2026년 1분기까지 모두 인도할 예정이며, 생산성 향상으로 인도일정이 앞당겨질 수록 상선부문 수익성 개선에 긍정적이다. 해당 선박은 15,000TEU급 재래식 컨테이너선이며 척당 1억 2,395만달러에 수주했다. 2025년 6월말 Clarksons 선가인 1억 7,400만달러와 비교하면, 빠른 해소를 바라던 저선가 일감이었다.

상선부문 현황과 수주 전망

상반기에 수주한 상선 18척 중 탱커가 13척을 차지한 사실을 두고, 고수익성의 가스선 및 컨테이너선 부재를 걱정할 수 있으나 기우이다. 탱커 13척 중 9척이 셔틀탱커이기 때문이다. 같은 사이즈인 수에즈막스탱커의 척당 시장 가격 8,650만달러보다 71.2% 비싼 1억 4,812만달러에 수주했다. 남은 수에즈막스탱커 4척은 척당 8,299만달러에 수주했으나, 글로벌 오퍼레이션의 일환으로 베트남 국영 조선소 PVSM에 일부 맡긴다. 본사(거제) 야드에서는 선별 수주 전략을 지속한다.

2025년 하반기 수주의 관건은 1) LNG선의 인도기준 2028년 잔여 슬롯 10척, 2029년 잔여 슬롯 20척의 향방이다. 미국발 LNG선 발주 스케쥴이 관세 협상으로 인해 늦어지며 수요가 2029년 슬롯으로 순연됐다. 미국발 LNG선 발주흐름에 대해 의심하지 않지만, 단기적으로 2028년 슬롯 수요 우려가 불거져도 삼성중공업은 예외이다. 모잠비크 카드로 그 가능성을 일축할 수 있다.

모잠비크는 2020년에 8척의 LNG선을 수주했으나, 이후 2021년에 현지에서 IS와 정부군 사이 충돌로 인해 잠정중단 된 프로젝트 이름이다. 계약이 완전히 사라지지 않았기 때문에, 2028년 인도 슬롯에 LNG선 8척을 배정하는 방안이 가능하다. 현지 상황이 안정되고 있다는 외신 보도가 확인되고 있기 때문에, 다음 협상인 2025년 9월 중 프로젝트 재개 뉴스를 기대한다.

2) LNG선을 제외한 일반상선에 대한 수주 풀(pool)이다. 셔틀탱커의 경우 브라질발 수요가 지속될 전망이다. 브라질의 Petrobras는 6월에도 FPSO P-86에 대한 입찰을 개시하는 등 추가적인 석유개발(E&P)을 추진하고 있다. 컨테이너선 교체수요 역시 상존한다. VLEC(에탄운반선)의 경우 미국 LNG 수출 프로젝트의 부산물로써 미국발 LNG선 발주와 동행할 전망이다.

해양부문 현황과 수주 전망

호실적에 일조한 해양부문의 경우, Cedar FLNG가 당초 예상보다 빠르게 2분기 중 hull(선체)과 Top-side가 착공(keel-laid)했다. 본격적인 매출 발생이 시작됐다. 일반적으로 해양 공사가 착공되면 분기당 전체 공사의 6~10% 정도를 매출로 인식한다. 2분기에는 후반에 공사가 시작됐으므로 2~3% 수준의 매출을 인식했다고 추정한다. Cedar FLNG의 공사 규모는 15억달러이다. 25억달러 규모의 후속 공사인 Coral Sul 2 FLNG는 2026년 초에 착공을 예상한다. 하반기에는 Delfin FLNG 1~2기에 대한 수주 가시화를 예상한다.

표1 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,777.8	2,532.0	9.7%	2,494.3	11.4%	2,811.3	-1.2%	2,707.4	2.6%
영업이익	174.6	130.7	33.6%	123.1	41.9%	171.5	1.8%	175.7	-0.6%
세전이익	365.2	76.0	380.8%	90.9	301.9%	230.6	58.4%	148.2	146.4%
지배주주 순이익	273.9	76.6	257.8%	92.1	197.4%	172.9	58.4%	122.6	123.5%
영업이익률(%)	6.3%	5.2%		4.9%		6.1%		6.5%	
세전이익률(%)	13.1%	3.0%		3.6%		8.2%		5.5%	
순이익률(%)	9.9%	3.0%		3.7%		6.2%		4.5%	

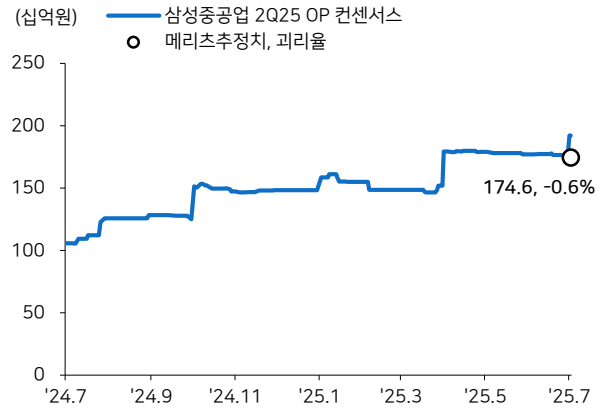
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	11,260.2	9,903.1	13.7%	11,099.1	1.5%	10,836.0	3.9%
영업이익	762.9	502.7	51.8%	725.5	5.2%	724.6	5.3%
세전이익	792.6	-315.5	-351.2%	941.0	-15.8%	598.6	32.4%
지배주주 순이익	618.4	63.9	868.1%	705.8	-12.4%	498.8	24.0%
영업이익률(%)	6.8%	5.1%		6.5%		6.7%	
세전이익률(%)	7.0%	-3.2%		8.5%		5.5%	
순이익률(%)	5.5%	0.6%		6.4%		4.6%	

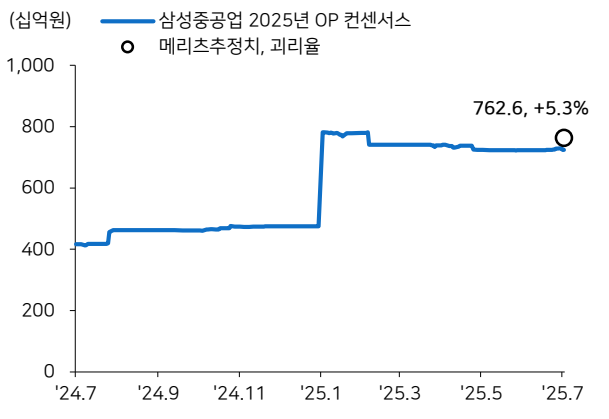
자료: Quantiwise, 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 +16.0% 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 지배주주 순이익, 컨센서스 +5.3% 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성중공업의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
COE(%)	**6.7**	**7.2**	**7.1**	**7.0**	**6.8**
RiskFree	3.2	3.0	2.4	2.3	2.2
Risk Premium	3.9	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	**-4.2**	**1.8**	**15.1**	**19.3**	**21.7**
BPS(원)	**3,908**	**4,311**	**4,978**	**6,043**	**7,515**
Implied PBR = (ROE-g)/(COE-g)					**3.2**
적정주가(원)					**24,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
원/달러	1,452.7	1,404.0	1,390.0	1,400.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,411.7	1,420.0	1,420.0
(% YoY)	9.3%	2.4%	2.3%	0.2%	-2.2%	1.1%	2.2%	1.4%	3.5%	0.6%	0.0%
건조선가지표(p)	153.6	158.0	160.7	164.6	170.9	172.5	173.8	175.8	159.2	173.2	181.6
(% YoY)	5.7%	7.2%	7.5%	8.6%	11.3%	9.2%	8.1%	6.8%	7.2%	8.8%	4.8%
한국후판가격(달러/톤)	619.8	645.0	653.1	661.1	669.2	677.2	685.3	708.5	644.7	685.0	708.5
(% YoY)	-8.4%	-1.6%	-1.6%	2.6%	8.0%	5.0%	4.9%	7.2%	-2.3%	6.2%	3.4%
매출액	**2,494.3**	**2,777.8**	**2,932.4**	**3,055.7**	**3,436.0**	**3,648.8**	**3,428.9**	**3,712.4**	**11,260.2**	**14,226.1**	**16,206.2**
(% YoY)	6.2%	9.7%	26.2%	13.2%	37.8%	31.4%	16.9%	21.5%	13.7%	26.3%	13.9%
영업이익	**123.1**	**174.6**	**214.6**	**250.6**	**289.6**	**308.0**	**292.3**	**317.5**	**762.9**	**1,207.4**	**1,609.6**
(% YoY)	58.1%	33.6%	79.0%	43.8%	135.3%	76.4%	36.2%	26.7%	51.8%	58.3%	33.3%
영업이익률	4.9%	6.3%	7.3%	8.2%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%	6.8%	8.5%	9.9%
세전이익	**90.9**	**365.2**	**121.7**	**214.9**	**261.0**	**329.2**	**316.8**	**342.9**	**792.6**	**1,250.0**	**1,727.4**
(% YoY)	496.3%	380.8%	69.7%	흑전	187.2%	-9.8%	160.4%	59.6%	흑전	57.7%	38.2%
지배주주순이익	**92.1**	**273.9**	**91.3**	**161.1**	**195.7**	**246.9**	**237.6**	**257.2**	**618.4**	**937.5**	**1,295.5**
(% YoY)	825.9%	257.8%	23.4%	흑전	112.5%	-9.8%	160.4%	59.6%	868.1%	51.6%	38.2%

자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**8,009.4**	**9,903.1**	**11,260.2**	**14,226.1**	**16,206.2**
매출액증가율(%)	34.7	23.6	13.7	26.3	13.9
매출원가	7,364.0	8,982.5	9,769.2	12,022.9	13,462.1
매출총이익	645.5	920.6	1,491.0	2,203.2	2,744.0
판매관리비	412.1	417.9	728.1	995.8	1,134.4
영업이익	**233.3**	**502.7**	**762.9**	**1,207.4**	**1,609.6**
영업이익률(%)	2.9	5.1	6.8	8.5	9.9
금융손익	-146.5	-179.4	-19.9	-35.3	-8.3
종속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-382.5	-638.8	49.6	77.9	126.0
세전계속사업이익	-295.7	-315.5	792.6	1,250.0	1,727.4
법인세비용	-140.2	-369.4	176.2	312.5	431.8
당기순이익	**-155.6**	**53.9**	**616.4**	**937.5**	**1,295.5**
지배주주지분 순이익	-148.3	63.9	618.4	937.5	1,295.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-516.5**	**654.5**	**694.3**	**1,529.5**	**1,786.6**
당기순이익(손실)	-155.6	53.9	616.4	937.5	1,295.5
유형자산상각비	237.8	285.6	409.8	425.3	394.5
무형자산상각비	2.9	3.6	4.8	4.3	3.7
운전자본의 증감	-716.3	117.6	-389.9	162.4	92.9
투자활동 현금흐름	**-194.7**	**310.5**	**-658.2**	**-459.4**	**-510.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-153.4	-173.4	-92.8	-72.0	-76.0
투자자산의감소(증가)	-76.8	-1,218.7	-225.1	-387.4	-221.7
재무활동 현금흐름	**376.0**	**-599.2**	**569.0**	**-281.9**	**-743.6**
차입금의 증감	-21.5	1,889.0	-237.6	-281.9	-743.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-335.4	372.2	604.9	788.2	532.6
기초현금	919.2	583.8	956.0	1,560.9	2,349.1
기말현금	583.8	956.0	1,560.9	2,349.1	2,881.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,245.5	9,370.0	10,738.9	13,047.7	14,663.1
현금및현금성자산	583.8	956.0	1,560.9	2,349.1	2,881.7
매출채권	388.3	1,030.5	1,166.1	1,416.7	1,560.0
재고자산	1,729.2	452.5	512.0	622.0	685.0
비유동자산	6,347.9	7,824.7	7,713.9	7,743.7	7,643.2
유형자산	5,208.7	5,115.9	4,792.5	4,439.2	4,120.8
무형자산	27.0	27.8	29.3	25.0	21.4
투자자산	460.9	1,679.7	1,904.7	2,292.1	2,513.8
자산총계	**15,593.4**	**17,194.6**	**18,452.7**	**20,791.4**	**22,306.4**
유동부채	11,231.9	12,029.2	12,784.2	14,180.1	14,405.0
매입채무	832.8	622.9	704.9	856.4	943.0
단기차입금	1,849.6	2,155.8	1,822.7	1,222.7	422.7
유동성장기부채	1,185.3	925.6	836.2	656.2	436.2
비유동부채	952.3	1,415.9	1,334.2	1,339.6	1,334.1
사채	204.7	74.9	49.9	29.9	9.9
장기차입금	311.6	61.9	7.1	7.1	7.1
부채총계	**12,184.2**	**13,445.2**	**14,118.5**	**15,519.6**	**15,739.1**
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0
기타포괄이익누계액	1,202.1	1,524.7	1,493.0	1,493.0	1,493.0
이익잉여금	-2,168.7	-2,136.0	-1,517.6	-580.1	715.4
비지배주주지분	-30.1	-45.1	-47.0	-47.0	-47.0
자본총계	**3,409.2**	**3,749.5**	**4,334.3**	**5,271.8**	**6,567.3**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	9,102	11,254	12,796	16,166	18,416
EPS(지배주주)	-169	73	703	1,065	1,472
CFPS	390	876	1,521	1,949	2,425
EBITDAPS	539	900	1,338	1,860	2,282
BPS	3,908	4,312	4,978	6,043	7,515
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-46.0	155.6	23.5	15.5	11.2
PCR	19.9	12.9	10.9	8.5	6.8
PSR	0.9	1.0	1.3	1.0	0.9
PBR	2.0	2.6	3.3	2.7	2.2
EBITDA(십억원)	474.0	791.9	1,177.5	1,636.9	2,007.7
EV/EBITDA	19.5	16.8	14.5	9.8	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.2	1.8	15.1	19.3	21.7
EBITDA 이익률	5.9	8.0	10.5	11.5	12.4
부채비율	357.4	358.6	325.7	294.4	239.7
금융비용부담률	2.2	2.2	1.1	0.7	0.6
이자보상배율(x)	1.3	2.4	6.2	11.5	17.5
매출채권회전율(x)	14.7	14.0	10.3	11.0	10.9
재고자산회전율(x)	4.9	9.1	23.4	25.1	24.8

Compliance Notice

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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

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

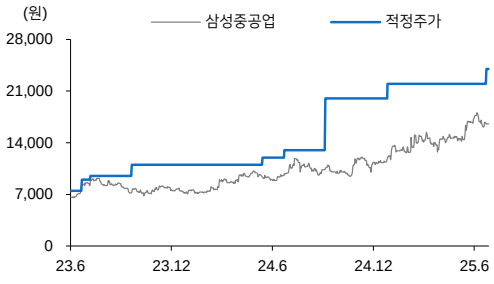
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.06.01	Indepth	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	-26.4	-7.5
2024.05.30	산업분석	Buy	12,000	배기연	-22.9	-19.3
2024.07.08	기업브리프	Buy	13,000	배기연	-18.7	-8.7
2024.09.19	산업분석	Buy	20,000	배기연	-46.0	-39.9
2025.01.08	기업브리프	Buy	22,000	배기연	-33.7	-17.9
2025.07.03	기업브리프	Buy	24,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이