삼성중공업 (010140)

4Q25 Review: FLNG 만 잘하는 게 아니다

조선/기계
Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

영업이익은 컨센서스를 3.6% 하회했지만, 부합 수준

2025년 4분기 매출액은 2조 8,379억원(YoY +5.1%, QoQ +7.7%), 영업이익은 2,962억원(YoY +70.0%, QoQ +24.4%), 영업이익률은 +10.4%(YoY +4.0%p, QoQ +1.4%p)이다. 컨센서스를 3.6% 하회했으나, 성과급 집행 등을 감안하면 시장에서 기대하는 수준에는 부합했다.

금일 실적 설명회를 들으며, 2026년 삼성중공업의 수주 및 실적 기대감을 5가지로 정리한다. 1) 2026년 초 우려로 부각된 중국 조선소의 LNG선 수주는 경쟁국가(중국)의 잔여 인도슬롯을 소진시켰다. 도래할 미국발 LNG선 수주 시 한국 조선소의 가격 협상력에 유리하게 작용할 전망이다.

2) 2026년 상선 수주 목표를 57억달러로 수립한 이유는 2025년에 수주 목표를 초과달성 했기 때문이다. 2029년 인도슬롯을 채울 일감은 선별 수주하면 되며, 2026년 하반기부터는 전반적인 선가 상승세 확인이 가능하다.

3) FLNG는 2025년에서 이연된 물량 32억달러 + 2026년 정상 타겟 50억달러로 총 82억달러를 예상한다. 해양/플랜트 부문 단기적 시황 하락을 걱정하지만 FLNG는 무풍지대다.

4) 2026년 상선부문 건조선가지표를 수정한 결과, YoY +13.7%로 조정한다. FLNG가 아닌 상선의 외형 성장 및 수익성 개선을 주목할 시기다. 2023년 7월 수주했던 Evergreen향 메탄올추진 컨테이너선 16척 시리즈 물량의 고선가 + 반복 건조 효과는 시장의 컨센서스를 상회할 개연성이 충분하다.

5) CAPEX 투자 없이 기존 2번 도크를 재개하고 글로벌 오퍼레이션을 통한 생산능력을 배양 중이다. FLNG향 매출이 증가하는 만큼 상선 매출액도 동반 성장하여 2026년에도 2025년과 유사한 상선:해양(FLNG)=75:25 수준의 매출 비중을 유지한다.

적정주가를 40,000원으로 상향 조정한다. 2028년 PBR 3.8배

Meritz Research 2026. 1. 30

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	40,000원
현재주가 (1.30)	29,450원
상승여력	35.8%

KOSPI	5,224.36pt
시가총액	259,160억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	76.19%
외국인비중	32.80%
52주 최고/최저가	31,850원/12,590원
평균거래대금	1,426.2억원

주요주주(%)

삼성전자 외 7 인	20.86
국민연금공단	7.98

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.2	55.4	128.1
상대주가	-1.4	-3.2	10.8

주가그래프

(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	10,650.0	862.2	545.5	620	754.0	4,648	38.9	5.2	21.2	13.8	311.8
2026E	12,577.3	1,987.3	1,281.1	1,456	134.8	6,104	20.2	4.8	12.2	27.1	247.0
2027E	15,681.9	2,598.9	1,739.8	1,977	35.8	8,081	14.9	3.6	9.1	27.9	207.6

표1 삼성중공업의 선종별 연간 인도량

(척)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
LNG선	19	20	20	19	20
일반가스선	0	1	1	8	2
컨테이너선	24	14	8	11	1
COT	0	0	2	4	8
기타	0	2	1	2	0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성중공업의 선종별 평균 수주 가격

(백만달러)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
LNG선	205	218	229	232	249
일반가스선	94	94	94	143	155
컨테이너선	127	124	194	195	192
COT	129	129	107	105	114
기타					

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성중공업의 선종별 매출액, 일감, 건조선가지표

(백만달러, 척, p)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**6,515.9**	**6,699.9**	**8,443.5**	**7,853.8**
LNG선	4,439.9	4,537.2	4,674.6	5,280.7
일반가스선	94.2	199.6	1,063.9	342.6
컨테이너선	1,716.9	1,611.2	1,968.1	505.4
COT	264.9	351.9	736.9	1,725.1
기타	0.0	0.0	0.0	0.0
일감	**36.5**	**33.0**	**43.9**	**40.6**
LNG선	20.0	19.7	19.5	20.8
일반가스선	1.0	1.7	7.4	2.2
컨테이너선	13.4	8.3	10.1	2.6
COT	2.1	3.3	6.9	15.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0
건조선가지표	**178.8**	**203.3**	**192.3**	**193.4**
YoY	N/A	13.7%	-5.4%	0.6%

주1: 매출액은 당해 매출인식 되는 선박의 수주 당시 가격 x 공정률(%)로 계산
주2: 일감(척)은 당해에 매출인식이 되는 선박(척) x 공정률(%) 값들의 합산
주3: 건조선가지표(p)는 당해 매출액(백만달러) / 일감(척)으로 계산
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 4Q25 Review 테이블

(십억원)	4Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**2,837.9**	2,700.4	5.1	2,634.8	7.7	2,950.5	-3.8	2,910.4	-2.5
영업이익	**296.2**	174.2	70.0	238.1	24.4	312.5	-5.2	307.3	-3.6
세전이익	**203.9**	-478.4	흑전	141.2	44.5	272.7	-25.2	277.8	-26.6
지배주주순이익	**97.3**	-96.6	흑전	142.0	-31.5	204.5	-52.4	216.7	-55.1
영업이익률(%)	**10.4%**	6.5%		9.0%		10.6%		10.6%	
세전이익률(%)	**7.2%**	-17.7%		5.4%		9.2%		9.5%	
순이익률(%)	**3.4%**	-3.6%		5.4%		6.9%		7.4%	

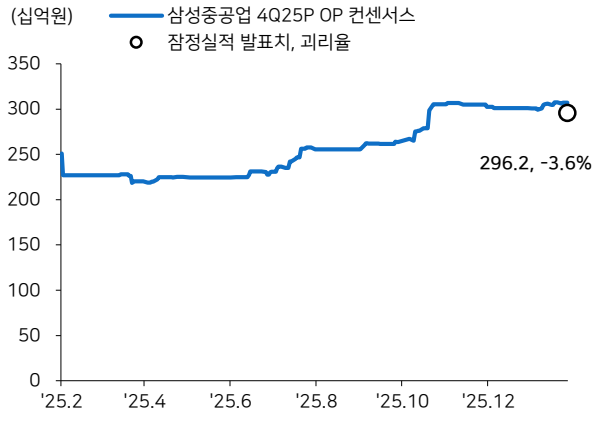
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

표5 2025P 연간 실적 테이블

(십억원)	2025P	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**10,650.0**	9,903.1	7.5	10,762.6	-1.0	10,727.0	-0.7
영업이익	**862.2**	502.7	71.5	878.4	-1.8	873.9	-1.3
세전이익	**650.5**	-315.5	흑전	719.2	-9.6	734.9	-11.5
지배주주순이익	**545.5**	63.9	754.0	652.7	-16.4	666.6	-18.2
영업이익률(%)	**8.1%**	5.1%		8.2%		8.1%	
세전이익률(%)	**6.1%**	-3.2%		6.7%		6.9%	
순이익률(%)	**5.1%**	0.6%		6.1%		6.2%	

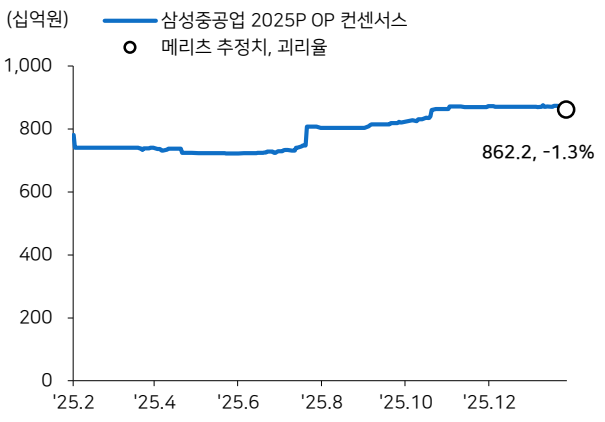
자료: QuantiWise, 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25 영업이익, 컨센서스 대비 3.6% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025P 영업이익, 컨센서스 부합



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성중공업의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2025P	2026E	2027E	2028E
COE(%)	**6.7**	**6.5**	**6.4**	**6.5**
RiskFree	2.4	2.3	2.2	2.1
Risk Premium	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	**13.8**	**27.1**	**27.9**	**24.5**
BPS(원)	**4,790**	**6,290**	**8,326**	**10,652**
Implied PBR = (ROE-g)/(COE-g)				**3.8**
적정주가(원)				**40,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E	2028E
환율(원/달러)	1,452.7	1,404.0	1,385.3	1,451.0	1,440.0	1,400.0	1,420.0	1,425.0	1,423.2	1,421.3	1,410.0	1,410.0
YoY	9.3%	4.6%	1.9%	3.9%	-0.9%	-0.3%	2.5%	-1.8%	4.9%	-0.1%	-0.8%	0.0%
건조선가지표(P)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	178.8	203.3	192.3	193.4
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8.3%	13.7%	-5.4%	0.6%
한국후판가격(달러/톤)	551.0	573.0	576.3	555.1	560.6	566.1	571.6	606.1	563.8	576.1	643.9	666.7
YoY	-18.6%	-12.6%	-13.2%	-13.8%	1.7%	-1.2%	-0.8%	9.2%	-14.6%	2.2%	11.8%	3.5%
매출액	**2,494.3**	**2,683.0**	**2,634.8**	**2,837.9**	**3,023.4**	**3,260.7**	**2,993.8**	**3,299.4**	**10,650.0**	**12,577.3**	**15,681.9**	**16,113.3**
YoY	6.2%	6.0%	13.4%	5.1%	21.2%	21.5%	13.6%	16.3%	7.5%	18.1%	24.7%	2.8%
QoQ	-7.6%	7.6%	-1.8%	7.7%	6.5%	7.8%	-8.2%	10.2%				
영업이익	**123.1**	**204.8**	**238.1**	**296.2**	**449.1**	**557.4**	**442.9**	**537.9**	**862.2**	**1,987.3**	**2,598.9**	**2,927.7**
YoY	58.1%	56.7%	98.6%	70.0%	264.9%	172.1%	86.0%	81.6%	71.5%	130.5%	30.8%	12.7%
QoQ	-29.4%	66.4%	16.2%	24.4%	51.6%	24.1%	-20.5%	21.5%				
영업이익률	4.9%	7.6%	9.0%	10.4%	14.9%	17.1%	14.8%	16.3%	8.1%	15.8%	16.6%	18.2%
세전이익	**90.9**	**214.5**	**141.2**	**203.9**	**379.3**	**487.6**	**373.1**	**468.1**	**650.5**	**1,708.1**	**2,319.7**	**2,648.5**
YoY	496.3%	182.4%	96.9%	흑전	317.4%	127.3%	164.3%	129.5%	흑전	162.6%	35.8%	14.2%
QoQ	흑전	136.0%	-34.2%	44.5%	86.0%	28.5%	-23.5%	25.5%				
지배주주순이익	**92.1**	**214.1**	**142.0**	**97.3**	**284.5**	**365.7**	**279.8**	**351.1**	**545.5**	**1,281.1**	**1,739.8**	**1,986.4**
YoY	825.9%	179.7%	92.0%	흑전	208.9%	70.8%	97.0%	260.8%	754.0%	134.8%	35.8%	14.2%
QoQ	흑전	132.5%	-33.7%	-31.5%	192.4%	28.5%	-23.5%	25.5%				

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**8,009.4**	**9,903.1**	**10,650.0**	**12,577.3**	**15,681.9**
매출액증가율(%)	34.7	23.6	7.5	18.1	24.7
매출원가	7,364.0	8,982.5	9,310.5	10,028.6	12,383.4
매출총이익	645.5	920.6	1,339.5	2,548.7	3,298.5
판매관리비	412.1	417.9	477.3	561.4	699.6
영업이익	**233.3**	**502.7**	**862.2**	**1,987.3**	**2,598.9**
영업이익률(%)	2.9	5.1	8.1	15.8	16.6
금융손익	-146.5	-179.4	110.1	-23.5	12.3
종속/관계기업손익	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-382.5	-638.8	-321.8	-255.7	-291.5
세전계속사업이익	-295.7	-315.5	650.5	1,708.1	2,319.7
법인세비용	-140.2	-369.4	114.7	427.0	579.9
당기순이익	**-155.6**	**53.9**	**535.8**	**1,281.1**	**1,739.8**
지배주주지분 순이익	-148.3	63.9	545.5	1,281.1	1,739.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-516.5**	**654.5**	**511.6**	**1,678.1**	**2,226.2**
당기순이익(손실)	-155.6	53.9	535.8	1,281.1	1,739.8
유형자산상각비	237.8	285.6	279.0	278.5	267.4
무형자산상각비	2.9	3.6	4.7	4.4	3.7
운전자본의 증감	-716.3	117.6	-389.9	114.1	215.3
투자활동 현금흐름	**-194.7**	**310.5**	**-1,990.6**	**-344.2**	**-1,144.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-153.4	-173.4	-177.6	-72.0	-76.0
투자자산의감소(증가)	-76.8	-1,218.7	-153.6	-272.2	-513.6
재무활동 현금흐름	**376.0**	**-599.2**	**601.2**	**-635.9**	**-713.1**
차입금의 증감	-21.5	1,889.0	-1,206.8	-635.9	-713.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-335.4	372.2	-880.4	697.9	368.9
기초현금	919.2	583.8	956.0	75.6	773.5
기말현금	583.8	956.0	75.6	773.5	1,142.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,245.5	9,370.0	8,749.1	10,515.7	13,455.3
현금및현금성자산	583.8	956.0	75.6	773.5	1,142.4
매출채권	388.3	1,030.5	1,083.0	1,259.1	1,591.3
재고자산	1,729.2	452.5	475.5	552.8	698.7
비유동자산	6,347.9	7,824.7	7,880.2	7,941.6	8,260.1
유형자산	5,208.7	5,115.9	5,035.1	4,828.6	4,637.2
무형자산	27.0	27.8	30.9	26.5	22.8
투자자산	460.9	1,679.7	1,833.2	2,105.5	2,619.1
자산총계	**15,593.4**	**17,194.6**	**16,629.3**	**18,457.3**	**21,715.4**
유동부채	11,231.9	12,029.2	11,423.9	11,976.9	13,485.7
매입채무	832.8	622.9	654.6	761.1	961.9
단기차입금	1,849.6	2,155.8	1,584.8	784.8	-215.2
유동성장기부채	1,185.3	925.6	435.6	259.6	-116.5
비유동부채	952.3	1,415.9	1,167.1	1,160.8	1,170.4
사채	204.7	74.9	294.1	274.1	254.1
장기차입금	311.6	61.9	15.4	11.4	7.4
부채총계	**12,184.2**	**13,445.2**	**12,590.9**	**13,137.8**	**14,656.1**
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	1,273.4	1,273.4	1,273.4
이익잉여금	-2,168.7	-2,136.0	-1,588.1	-307.1	1,432.7
비지배주주지분	-30.1	-45.1	-52.7	-52.7	-52.7
자본총계	**3,409.2**	**3,749.5**	**4,038.4**	**5,319.5**	**7,059.3**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	9,102	11,254	12,102	14,292	17,820
EPS(지배주주)	-169	73	620	1,456	1,977
CFPS	390	876	1,279	2,289	2,930
EBITDAPS	539	900	1,302	2,580	3,261
BPS	3,908	4,312	4,648	6,104	8,081
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-46.0	155.6	38.9	20.2	14.9
PCR	19.9	12.9	18.8	12.9	10.1
PSR	0.9	1.0	2.0	2.1	1.7
PBR	2.0	2.6	5.2	4.8	3.6
EBITDA(십억원)	474.0	791.9	1,145.9	2,270.2	2,870.0
EV/EBITDA	19.5	16.8	21.2	12.2	9.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.2	1.8	13.8	27.1	27.9
EBITDA 이익률	5.9	8.0	10.8	18.0	18.3
부채비율	357.4	358.6	311.8	247.0	207.6
금융비용부담률	2.2	2.2	1.3	0.6	0.4
이자보상배율(x)	1.3	2.4	6.4	25.3	42.7
매출채권회전율(x)	14.7	14.0	10.1	10.7	11.0
재고자산회전율(x)	4.9	9.1	23.0	24.5	25.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 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)

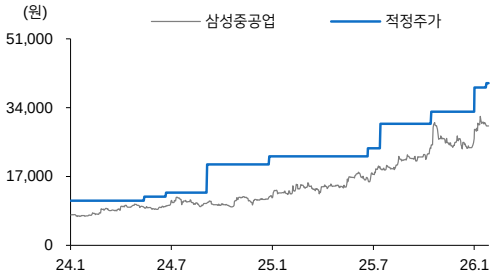
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 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)
2024.01.11	기업브리프	Buy	11,000	배기연	-23.3	-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	-25.2	-18.5
2025.07.25	기업브리프	Buy	30,000	배기연	-30.6	-19.7
2025.10.24	기업브리프	Buy	33,000	배기연	-21.4	-8.2
2026.01.09	기업브리프	Buy	39,000	배기연	-23.4	-18.3
2026.01.30	기업브리프	Buy	40,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이