삼성중공업 010140 · KOSPI · 조선

배 값은 계약으로 정해져 있다. 남은 변수는 원가다

투자의견	목표주가	현재 주가(2026-10-08)	목표주가와의 차이
중립	17,500 원	18,860 원	−7.2%

배 값은 2028년까지 정해져 있다

삼성중공업은 배를 수주할 때마다 계약금액과 인도일을 공시한다. 공시 137건을 모으면 LNG운반선 한 척의 계약금액이 2021년 수주 2,321억원에서 2025년 수주 3,622억원으로 56% 올랐다. 본사에서 짓는 상선을 수주 연도로 가중한 값은 1년 사이 9% 올랐고, 같은 동안 조선해양 경상 영업이익률은 7.8%에서 12.1%가 됐다.

값이 오른 만큼 이익률이 다 오르지는 않았다

값은 정해져 있어도 원가는 그렇지 않다. "값이 오른 만큼 이익률이 오른다"는 규칙을 지난 분기에 돌리면 분기마다 평균 1.1%p, 한 해 단위로는 4.4%p 높게 빗나갔다. 원가도 올랐기 때문이다. 3분기 이익률은 2분기 그대로(12.1%) 두었고 영업이익은 3,420억원으로 컨센서스(3,475억원)와 −1.6% 차이다. 2027년은 값이 오르는 몫에서 상반기에 드러난 원가 상승을 빼 17,623억원으로 봤다. 컨센서스 19,585억원은 원가가 그대로일 때의 값 20,151억원에 가깝다.

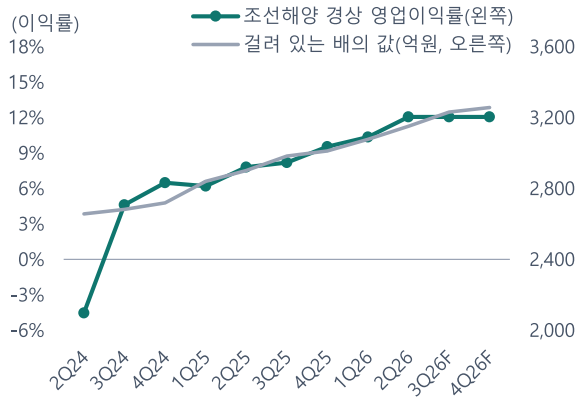
동종 조선사의 배수에 대 보면 싸지 않다

가치평가 시험을 여섯 시점에서 27개 시점으로 늘리고 동종 조선사의 배수를 후보에 넣었다. 동종 조선사 P/B에 삼성중공업이 받아 온 상대 배수를 곱해 절반만 따라가는 방식이 주가를 그대로 둔 것보다 15% 덜 빗나갔다. 지금 동종 P/B는 3.21배, 상대 배수는 0.90배라 적정 P/B는 2.88배다. 삼성중공업의 P/B 3.38배보다 낮다. 목표주가는 17,500원이고, 현재가와의 차이 −7.2%가 이 방식의 과거 평균 오차 27%보다 작아 중립 의견이다. 앞선 판은 EV/EBITDA 중앙값으로 29,700원을 냈는데, 그 시험은 주가가 오르던 여섯 시점뿐이었다.

더 높게 볼 조건. ① 3분기 조선해양 이익률이 값 규칙의 값(14.2%) 쪽으로 오른다(그 경우 영업이익 4,063억원). ② 연간 수주 목표 139억 달러를 채운다(10월 회사소개자료 기준 124억 달러). ③ 결손금이 없어져 배당 계획이 나온다.

더 낮게 볼 조건. ① 3분기 조선해양 이익률이 2분기(12.1%) 아래로 내려간다. ② 원가 상승률이 2025년 수준(6.2%)으로 돌아간다. ③ 해양

조선해양 경상 영업이익률은 1년 사이 7.8%에서 12.1%가 됐다. 걸려 있는 배의 값은 같은 동안 9% 올랐다



자료: 삼성중공업 정기보고서·수주 공시, One Key 계산

주요 지표

시가총액	16.1조원
수주잔고(2026년 9월 말)	363억 달러
순현금(2026년 6월 말)	4,319억원
EV/EBITDA(최근 4개 분기)	11.2배
P/E(2027년 추정)	12.2배

실적과 추정

억원	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	99,031	106,500	128,520	149,533	155,440
영업이익	5,027	8,622	13,454	17,623	21,146
당기순이익	539	5,358	8,845	13,245	15,893
조선해양 경상 이익률	2.7%	8.0%	11.7%	13.4%	15.3%
자기자본이익률	1.5%	13.5%	18.7%	22.1%	21.3%

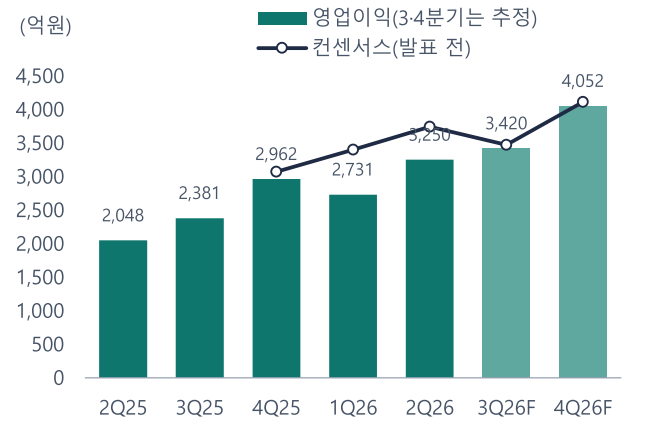
자료: 삼성중공업, One Key 추정

설비 공정이 늦어져 추가 원가가 생긴다.

숫자는 모두 모델 엑셀의 칸에서 읽었다. 그림은 모델 안의 엑셀 차트다. 컨센서스는 견주는 데에만 썼다.

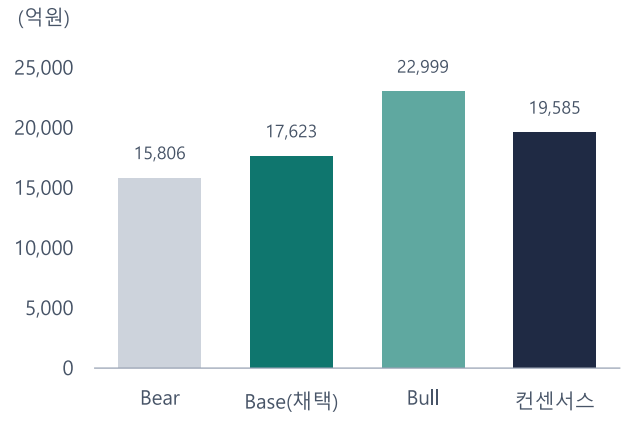
핵심 그림

3분기 영업이익을 3,420억원으로 추정한다. 컨센서스 3,475억원보다 1.6% 적다



자료: 삼성중공업 정기보고서, FnGuide, One Key 추정

2027년 영업이익은 17,623억원으로 추정한다. 이익률이 그대로면 15,806억원, 원가가 안 오르고 장부대로 지으면 22,999억원이다



자료: One Key 추정, FnGuide

실적 전망: 수주 공시로 장부를 만들고, 줄마다 후보를 고른다

방법

조선은 수주 산업이다. 배 값은 수주할 때 정해지고 2~4년에 걸쳐 지으면서 매출이 된다. 삼성중공업은 수주할 때마다 「단일판매・공급계약체결」을 공시하고, 거기에 계약금액(원화), 계약에 쓴 환율, 계약기간 종료일(인도일)이 있다. 2018년 7월부터 2026년 10월 2일까지의 공시 137건을 정정과 해지까지 반영해 계약 단위 장부로 만들었다. 계약금액을 착수일부터 인도일까지 고르게 펴면 분기마다 얼마가 매출로 잡힐지, 그 매출이 어느 해에 수주한 배에서 나오는지가 나온다.

정기보고서 주석에 큰 계약의 호선별 진행률이 분기마다 나온다. 창(수주 뒤 착수까지, 인도 전 건조 기간)을 후보 셋으로 만들어 이 진행률 62개에 대 봤다.

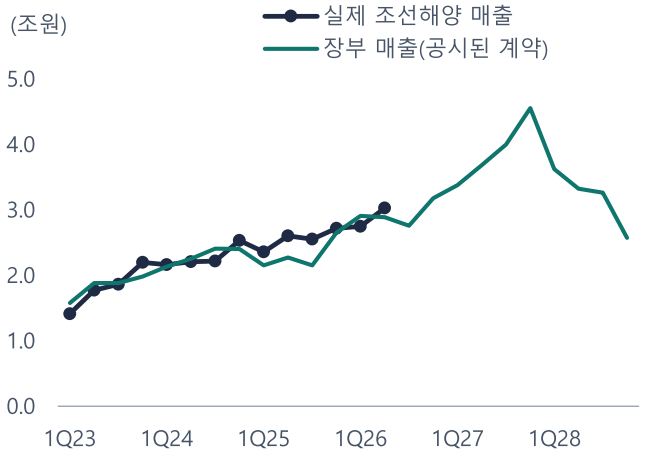
표 1 장부를 펴는 창을 공시된 계약(호선)별 진행률에 대 보기 (진행률의 평균 차이)

창(수주 뒤 착수까지 / 인도 전 건조 기간)	평균 차이
가. 6개월 / 18개월(채택)	**0.088**
나. 9개월 / 15개월	0.141
다. 12개월 / 12개월	0.198

자료: 삼성중공업 정기보고서 연결 주석(계약별 정보), One Key 계산. 2022년 뒤에 계약한 LNG운반선의 공사기한 앞 2년, 관측 62개

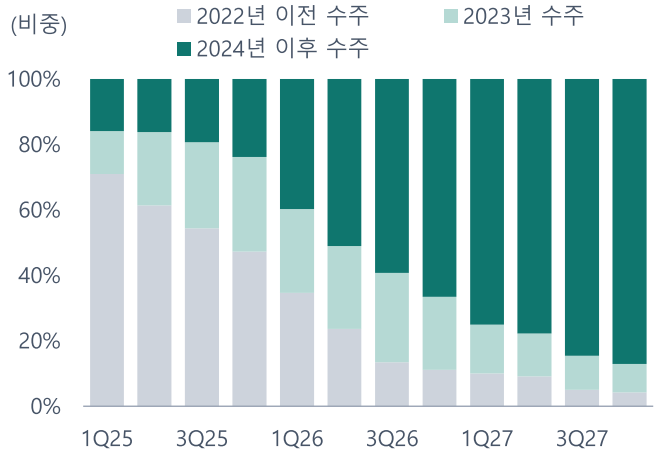
인도 18개월 전부터 짓는다고 본 창이 가장 가까웠고(2등과의 차이 60%) 이 창을 썼다. 실제 진행은 고르지 않다. 공사기한 18~20개월 앞에서 시작해 15~9개월 앞에 가장 빠르다. 직선으로 편 장부는 이 꼴까지는 담지 못한다. 2020년 12월에 받은 LNG운반선 8척(1.63조원)은 회사가 2024년 5월 정정 공시에서 아직 발효되지 않았다고 밝혀 장부에서 뺐다. 편 장부 매출은 14개 분기 동안 실제 조선해양 매출의 84%~112%였고 평균 98%다. 장부의 해양 설비 비중은 2분기 23%이고, 회사가 2분기 실적 설명회에서 밝힌 비중은 25%다. 해양 설비는 수주 3개월 뒤부터 고르게 폈는데, 공시된 두 건의 진행률과는 평균 0.13 벌어진다.

그림 1 공시된 계약만 편 장부 매출은 실제 조선해양 매출의 84%~112%였다. 장부는 2027년에 33% 는다



주: 장부에는 2026년 10월 2일까지 공시된 계약만 있다. 2028년에는 앞으로 받을 수주가 빠져 있다
자료: 삼성중공업 정기보고서·수주 공시, One Key 계산

그림 2 2024년 이후에 수주한 배가 상선 매출에서 차지하는 비중은 2분기 51%에서 2027년 4분기 87%가 된다



주: 회사가 밝힌 2026년 2분기 비중은 20%, 35%, 45%, 4분기 전망은 10%, 20%, 70%
자료: 삼성중공업 수주 공시, One Key 계산(계약금액을 착수일~인도일에 고르게 편 값)

영업이익은 네 줄로 나눴다. 조선해양 매출, 조선해양 경상 영업이익률(회사가 밝힌 일회성을 뺀 값), 토건 부문 영업이익, 미배부 판매비와관리비다. 줄마다 후보를 먼저 적어 두고 2024년 2분기부터 2026년 2분기까지 9개 분기에 돌렸다.

표 2 조선해양 매출을 맞히는 후보: 2024년 2분기~2026년 2분기에 돌린 결과 (억원)

후보	평균 절대 오차	치우침
가. 직전 분기 그대로	1,466	−959
나. 직전 분기의 하루 매출 × 조업일수	896	−885
다. 나 × (1 + 직전 분기 하루 매출의 증가율)	**812**	**−40**
라. 직전 분기 × 장부 매출 증가율 × 조업일수 비율	1,520	+72
마. 전년 같은 분기 × 직전 분기의 전년 대비 증가율	1,707	+754

자료: 삼성중공업 정기보고서·IR 자료·수주 공시, One Key 계산. 굵은 줄이 채택

매출은 직전 분기의 조업일 하루 매출에 그 증가율을 한 번 더 얹고 조업일수를 곱한 후보가 가장 덜 빗나갔다(2등과의 차이 10%). 조업일수는 달력에서 낸다. 평일에서 「관공서의 공휴일에 관한 규정」의 공휴일을 빼고 1·2분기는 2일, 3분기는 7일을 더 뺀다. 이 조정일은 회사가 밝힌 7개 분기를 보고 맞춘 값이라, 규칙의 성적은 3분기부터 매겨진다.

표 3 조선해양 경상 영업이익률을 맞히는 후보 (%p)

후보	평균 절대 오차	치우침
가. 직전 분기 그대로	**2.84**	**−0.91**
나. 직전 분기 + 직전 분기의 변화	4.94	+0.21
다. 직전 분기 + 직전 4개 분기 변화의 평균	3.14	−0.15
라. 수주 연도별 값 규칙(원가는 그대로)	3.14	+1.10
마. 가와 라의 평균(결과를 본 뒤 더함. 채택에서 뺌)	2.77	+0.09

자료: 삼성중공업 정기보고서·수주 공시, One Key 계산. 굵은 줄이 채택. 가~라는 돌리기 전에 적어 둔 후보

이익률은 "직전 분기 그대로"가 가장 덜 빗나갔다. 다만 9개 분기 평균으로 실제보다 0.9%p 낮았다. 배 값이 오른 만큼 이익률이 다 오른다고 보는 값 규칙(라)은 반대로 1.1%p 높았다. 둘의 평균(마)은 오차가 더 작지만 가와 라의 결과를 본 뒤에 만든 후보다. 이런 후보는 만드는 데 쓰지 않은 분기에서 시험하기 전에는 쓰지 않는다. 3분기 실적부터 채점한다.

1·2분기에 돌린 결과 같은 식을 1분기와 2분기에 직전 분기 실적과 달력만으로 돌린 값이다.

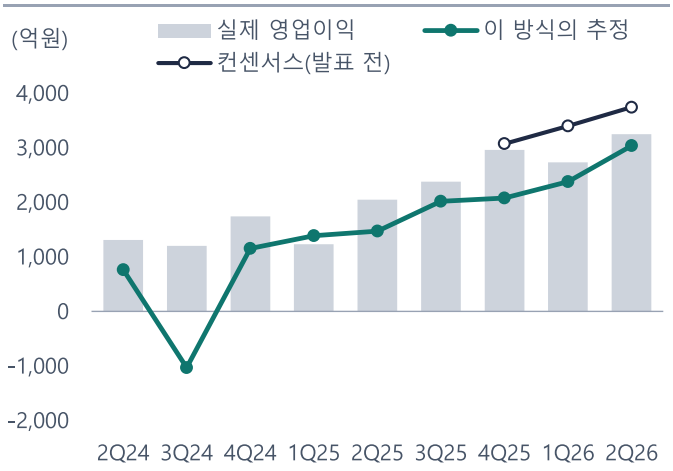
표 4 2026년 1·2분기(발표 전 자료만으로 돌린 값)와 3분기 추정 (억원, %p)

	1분기 추정	실제	차이	2분기 추정	실제	차이	3분기 추정
조선해양 매출	26,523	27,488	−965	30,830	30,279	+550	29,574
조선해양 경상 이익률(%)	9.5	10.4	−0.8	10.4	12.1	−1.7	12.1
영업이익(쌓은 값)	**2,381**	**2,731**	**−350**	**3,037**	**3,250**	**−213**	**3,420**
컨센서스(발표 전)	3,399	2,731	+668	3,744	3,250	+494	3,475

자료: 삼성중공업, FnGuide, One Key 추정. 컨센서스는 발표 전 값. 2분기 실제 이익률은 일회성 비용을 빼기 전(경상)

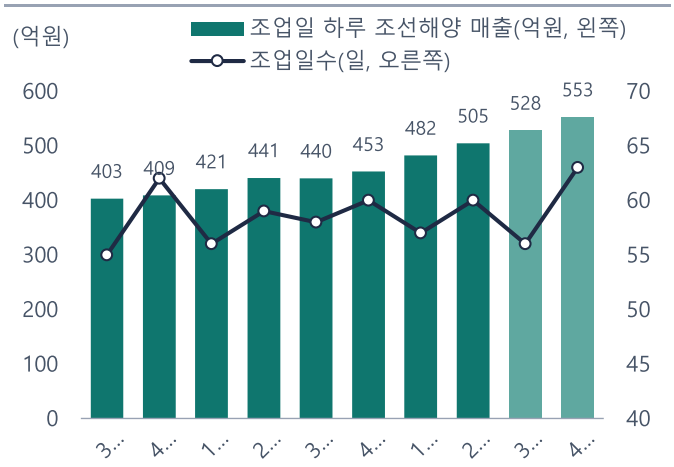
1분기에는 컨센서스가 실제보다 20%, 2분기에는 13% 높았다. 회사는 2026년부터 성과급 지급 예정액을 분기마다 나눠 비용 처리한다고 1분기 실적자료에 적었다. 2분기에는 일회성 비용 250억원이 있었다. 회사는 설명회에서 과거 성과급을 퇴직급여 충당에 넣지 않았던 몫이라고 설명했다.

그림 3 9개 분기에 같은 방식을 돌리면 평균 657억원 빗나갔다. 컨센서스 기록이 있는 세 분기에는 483억원, 컨센서스는 424억원이었다



주: 추정은 그 분기 발표 전에 나와 있던 값만 쓴 식이다. 2024년 3분기는 조선해양과 토건 사이에 이익이 옮겨진 분기다
자료: 삼성중공업 정기보고서, FnGuide, One Key 계산

그림 4 조업일 하루 매출은 1년 사이 14% 늘었다. 3분기는 조업일수가 60일에서 56일로 준다



주: 조업일수는 회사가 밝힌 값, 2025년 4분기와 2026년 3·4분기는 달력 규칙(평일 − 공휴일 − 조정일)
자료: 삼성중공업 정기보고서·IR 자료, 달력, One Key 계산

3분기: 영업이익 3,420억원 3분기 조업일수는 56일로 2분기(60일)보다 7% 적다. 조선해양 매출은 2분기보다 2% 적은 29,574억원이다. 조선해양 경상 영업이익률은 2분기 그대로 12.1%다. 토건 부문 이익은 0, 미배부 판매비와관리비는 직전 분기 값이다.

표 5 3분기 영업이익: 방식을 바꾸면 (억원)

방식	3분기 영업이익
채택(매출 다, 이익률 가)	**3,420**
이익률이 수주 연도별 값 규칙대로 오를 때(후보 라)	4,063
이익률이 값 규칙의 절반만 오를 때(시험 전 후보 마)	3,741
매출을 직전 분기 하루 매출 × 조업일수로 낼 때(후보 나)	3,262
성격별로 쌓은 값	1,718
직전 분기 영업이익 그대로	3,250
컨센서스	3,475

자료: One Key 추정, FnGuide

영업이익 3,420억원은 컨센서스 3,475억원과 −1.6% 차이로, 사실상 같다. 매출은 컨센서스(31,882억원)보다 3% 적게 봤다. 과거 오차만큼의 범위는 2,763억~4,077억원이다. 이익률이 값

규칙대로 오르면 4,063억원, 시험 전 후보(절반)로는 3,741억원이다.

회사의 2026년 매출 목표 12.8조원에서 상반기 매출을 빼면 하반기는 6.67조원이다. 컨센서스의 하반기 매출은 6.61조원, 이 모델은 6.72조원이다.

4분기

표 6 분기 손익 (억원)

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
조업일수(일)	59	58	60	57	60	56	63
조선해양 매출	26,025	25,534	27,156	27,488	30,279	29,574	34,817
토건 매출	804	814	1,223	1,535	2,028	1,400	1,400
매출액	**26,830**	**26,348**	**28,379**	**29,023**	**32,307**	**30,974**	**36,217**
조선해양 경상 영업이익률	7.8%	8.2%	9.5%	10.4%	12.1%	12.1%	12.1%
조선해양 경상 영업이익	2,035	2,094	2,589	2,846	3,651	3,566	4,198
회사가 밝힌 일회성 손익	0	0	0	0	−250	0	0
토건 부문 영업이익	96	373	521	40	−5	0	0
미배부 판매비와관리비	−83	−85	−147	−155	−146	−146	−146
영업이익	**2,048**	**2,381**	**2,962**	**2,731**	**3,250**	**3,420**	**4,052**
영업이익률	7.6%	9.0%	10.4%	9.4%	10.1%	11.0%	11.2%

자료: 삼성중공업 정기보고서·IR 자료, One Key 추정

4분기는 조업일수가 63일로 늘어 매출 36,217억원, 영업이익 4,052억원이다(컨센서스 4,113억원). 4분기는 3분기 추정을 직전 분기로 쓴 값이라 3분기가 빗나가면 같이 움직인다.

표 7 컨센서스와 나란히 (억원, 원)

	One Key	컨센서스	차이
3분기 매출액	30,974	31,882	−2.8%
3분기 영업이익	3,420	3,475	−1.6%
4분기 매출액	36,217	34,239	+5.8%
4분기 영업이익	4,052	4,113	−1.5%
2026년 매출액	128,520	127,684	+0.7%
2026년 영업이익	13,454	13,636	−1.3%
2027년 매출액	149,533	147,024	+1.7%
2027년 영업이익	17,623	19,585	−10.0%
2028년 매출액	155,440	160,235	−3.0%
2028년 영업이익	21,146	23,446	−9.8%
2027년 순이익	13,245	14,560	−9.0%
목표주가(원)	17,500	37,650	−53.5%

자료: FnGuide(2026-10-08 기준), One Key 추정

포인트 1. 배 값은 2028년까지 정해져 있다

같은 배, 다른 값

조선소의 이익률을 정하는 첫째는 지금 짓는 배를 얼마에 받았느냐다. 지수가 아니라 회사가 공시한 계약금액을 썼다. LNG운반선 한 척 값을 수주 연도별로 놓으면 다음과 같다.

표 8 LNG운반선 한 척의 계약금액: 수주 연도별 (억원, 백만 달러, 원/달러, 척)

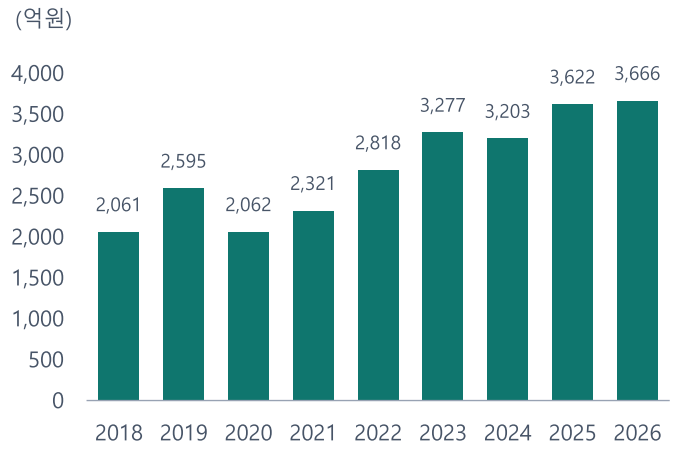
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
한 척 값(억원)	**2,595**	**2,062**	**2,321**	**2,818**	**3,277**	**3,203**	**3,622**	**3,666**
한 척 값(백만 달러)	223	186	200	217	255	239	256	254
계약에 적힌 환율	1,164	1,106	1,162	1,299	1,287	1,340	1,416	1,441
그 해 수주 척수	18	1	22	36	7	22	11	19

자료: 삼성중공업 수주 공시(계약금액 ÷ 척수, 공시에 적힌 환율), One Key 계산. 2026년은 10월 2일까지

원화 값이 오른 것은 달러 값과 환율이 함께 오른 결과다. 달러 값은 2021년 200백만 달러에서 2025년 256백만 달러가 됐고, 계약에 적힌 환율은 1,162원에서 1,416원이 됐다. 2022년과 2024년에는 한 번에 12척, 15척을 받은 계약이 들어 있다.

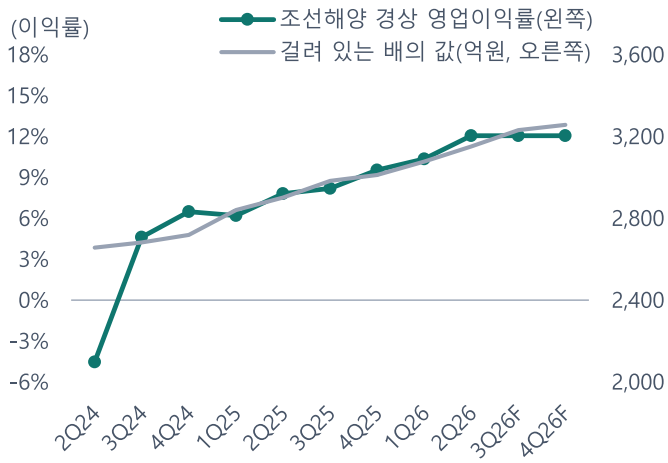
회사는 수주할 때 환율을 전부 헤지한다고 IR 자료에 적는다. 그래서 매출은 그때그때의 환율이 아니라 계약 때의 환율 근처로 잡힌다. 손익계산서에서는 고객에게서 받은 수익에 위험회피손익을 더해 매출이 된다. 2분기 위험회피손익은 −4,793억원으로 고객 수익의 13%가 매출에서 빠졌다. 2분기 평균 환율(1,500원)이 지금 매출로 잡히는 배들의 계약 환율보다 높았기 때문이다. 환율이 내려도(3분기 평균 1,420원, 기준일 1,341원) 이 차감이 줄 뿐 매출은 달라지지 않는다. 반대로 2024~2025년에 높은 환율로 계약한 배가 매출로 잡히기 시작하면 원화 매출이 는다. 이 모델에서 값을 원화 계약금액으로 본 까닭이다.

그림 5 LNG운반선 한 척의 계약금액은 2021년 수주 2,321억원에서 2025년 수주 3,622억원이 됐다



주: 공시의 원화 금액(수주일 환율로 바꾼 값). 2026년은 10월 2일까지. 2022년과 2024년에는 한 번에 12척, 15척을 받은 대량 계약이 들어 있다
자료: 삼성중공업 수주 공시(계약금액 ÷ 척수), One Key 계산

그림 6 조선해양 경상 영업이익률은 1년 사이 7.8%에서 12.1%가 됐다. 걸려 있는 배의 값은 같은 동안 9% 올랐다



주: 값 = 그 분기에 지어지는 상선들의 수주 연도로 가중한 LNG운반선 한 척 값. 2024년 2~3분기는 부문 사이에 이익이 옮겨져 흔들린다
자료: 삼성중공업 정기보고서·수주 공시, One Key 계산

값이 높은 배의 비중이 는다

회사는 2분기 실적자료에서 수주 연도별 상선 매출 비중을 밝혔다. 장부로 만든 비중과 나란히 놓으면 세 묶음의 차이가 평균 5.3%p다.

표 9 수주 연도별 상선 매출 비중: 회사가 밝힌 값과 장부로 만든 값 (%)

	2분기(회사)	2분기(장부)	4분기(회사 전망)	4분기(장부)
2022년 이전 수주	20%	24%	10%	11%
2023년 수주	35%	25%	20%	22%
2024년 이후 수주	45%	51%	70%	67%

자료: 삼성중공업 2026년 2분기 경영실적, 수주 공시, One Key 계산

장부로는 2027년 4분기에 2024년 이후 수주한 배가 상선 매출의 87%가 된다. 본사에서 짓는 상선의 값은 2026년 2분기 3,152억원에서 4분기 3,257억원, 2027년 3,380억원, 2028년 3,579억원이 된다. 오름폭은 2027년 3.8%, 2028년 5.9%다. 지난 1년(8.7%)보다 느리다.

정기보고서 주석에는 진행 중인 공사의 누적공사원가와 누적손익이 있다. 조선해양 공사의 누적 이익률(누적손익 ÷ 누적 수익)은 2024년 말 3.0%, 2025년 말 12.9%, 2026년 6월 말 16.7%다. 매출총이익 기준이라 영업이익률과 바로 견줄 수는 없고 방향만 본다.

포인트 2. 값이 오른 만큼 이익률이 다 오르지는 않았다

한 해 이익률 규칙을 지난 해에 대 보면

값은 계약으로 정해져 있으니, 원가가 그대로라면 이익률은 값이 오른 만큼 오른다. 이 "값 규칙"을 2024년과 2025년에 대 봤다. 직전 해 4분기의 이익률에서 출발해 그 해의 값으로 옮긴 것이다.

표 10 한 해 조선해양 경상 이익률을 내는 규칙을 지난 해에 대 보기 (%, %p)

	2024	2025	2025년 오차
실제	2.7%	8.0%	
가. 값 규칙(원가 그대로)	6.2%	13.3%	+5.3
나. 값 규칙 × (1 + 직전 해에 드러난 원가 상승률)(채택)		**10.1%**	**+2.1**
다. 비용을 성격별로 쌓기	10.0%	13.0%	+5.0
견줌: 직전 해 4분기 이익률 그대로	0.2%	6.5%	−1.5
그 해에 드러난 원가 상승률	3.7%	6.2%	

자료: One Key 계산. 나는 직전 해의 원가 상승률이 있어야 해서 2025년에만 대 볼 수 있다. 시험하는 해의 값은 그 앞 해까지 수주한 배만으로 냈다

두 해 모두 값 규칙이 실제보다 높았다(평균 4.4%p). 실제 이익률에서 거꾸로 구하면 배 한 척을 짓는 원가가 2024년에 3.7%, 2025년에 6.2% 오른 셈이다. 후판 값은 2025년 톤당 914천원에서 2026년 상반기 981천원이 됐고, 직원은 1년 사이 10,459명에서 11,155명이 됐다.

그래서 후보 둘을 더했다. 하나는 값 규칙에 "직전에 드러난 원가 상승률이 이어진다"를 넣은 것(나)이고, 다른 하나는 사업보고서의 「비용의 성격별 분류」로 비용을 쌓은 것(다)이다. 다는 원재료·외주비·기타를 물량에, 급여를 직원 수에 묶고 상각비와 수수료는 그대로 둔다. 2025년 비용의 79%가 물량을 따르는 묶음이고 15%가 급여다. 다는 두 해 모두 값 규칙보다 더 높게 빗나갔다(2024년 7.3%p, 2025년 5.0%p). 물량 한 단위에 드는 재료비와 외주비 자체가 올랐다는 뜻이다. 나는 2025년에 대 보면 오차가 5.3%p에서 2.1%p로 준다. 셋 가운데 나를 썼다.

2027~2028년

2026년 상반기 실적에서 드러난 원가 상승 속도는 2025년보다 느리다. 그 속도를 이어 붙이면 2027년 원가 상승률은 2.2%이고, 값은 3.8% 오른다. 조선해양 경상 영업이익률은 2026년 4분기 12.1%에서 2027년 13.4%, 2028년 15.3%가 된다. 원가가 그대로라면 15.3%, 18.2%다.

매출은 두 구조식을 2024~2025년에 대 봤다.

표 11 한 해 조선해양 매출을 내는 규칙을 지난 해에 대 보기 (조원)

	2024	2025	평균 절대 오차
실제	9.1	10.2	
가. 직전 해 매출 × 장부 매출 증가율	9.1	9.2	5.4%
나. 직전 해 4분기의 하루 매출 × 그 해 조업일수(견줌)	8.5	9.5	7.0%
다. 나 × 걸려 있는 배의 값의 변화 + 제휴 조선소 건조분의 증가(채택)	**9.0**	**10.3**	**0.9%**

자료: One Key 계산. 분기 자료가 2023년부터라 두 해만 대 봤다

장부 매출의 증가율을 곱하는 규칙(가)은 평균 5.4% 빗나갔다. 받은 주문이 장부대로 지어지지는 않았다. 조선소의 하루 건조량은 그대로 두고 값만 계약대로 바꾸는 규칙(다)은 0.9% 빗나갔다. 다를 썼다.

다에는 과거에 없던 일을 하나 따로 더했다. 회사는 2024년 10월 뒤에 받은 유조선을 국내외 제휴 조선소에서 짓는다. 본사 설비와 겹치지 않는 물량이다. 장부로는 이 몫이 2026년 0.3조원에서 2027년 1.1조원이 된다. 2027년 매출에 0.80조원을 더했다. 이 몫의 이익률은 0으로 뒀다. 회사는

설명회에서 제휴 조선소 건조분의 이익률이 본사보다 낮다고만 밝혔고 숫자는 없다. 본사 이익률을 낸다면 2027년 영업이익이 18,696억원이 된다.

표 12 장부 매출(공시된 계약을 건조 기간에 편 값)과 실제 (조원, 일, 억원)

	2024	2025	2026	2027	2028
장부 매출(조선해양)	9.2	9.2	11.7	15.6	12.8
그 가운데 제휴 조선소 건조분	0.00	0.00	0.25	1.12	
실제·추정 조선해양 매출	**9.1**	**10.2**	**12.2**	**14.4**	**15.0**
조업일수(일)	235	233	236	237	233
본사에서 짓는 상선의 값(억원)	2,662	2,934	3,179	3,380	3,579

자료: 삼성중공업 수주 공시·정기보고서, One Key 계산·추정. 2026년 실제에는 하반기 추정이 들어 있다. 2028년 장부에는 앞으로 받을 수주가 없다

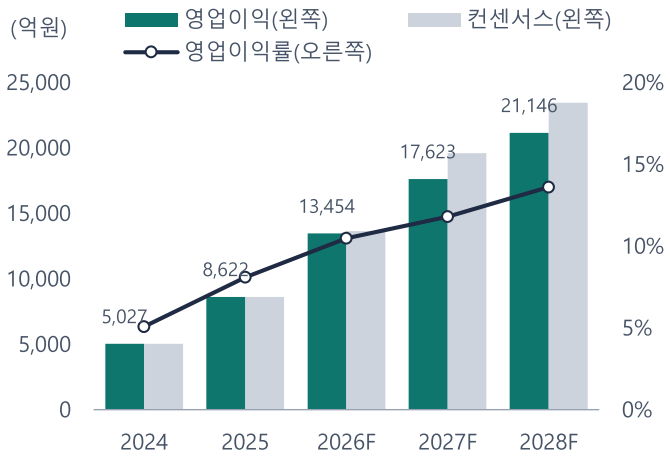
2027년 조선해양 매출은 14.4조원, 영업이익은 17,623억원이다. 2028년은 매출 15.0조원, 영업이익 21,146억원이다.

표 13 2027년 영업이익: 가정을 바꾸면(다시 계산한 값) (억원)

무엇이	2027년 영업이익
Bear: 매출은 낮은 쪽 후보, 이익률은 2026년 4분기 그대로	15,806
Base(채택)	**17,623**
Bull: 매출은 높은 쪽 후보, 이익률은 값 규칙대로(원가 그대로)	22,999
매출만 장부 증가율로 낼 때	20,123
이익률만 값 규칙대로(원가 그대로) 오를 때	20,151
더한 제휴 조선소 건조분이 본사 이익률을 낼 때	18,696
이익률 1%p마다	±1,359
컨센서스	19,585

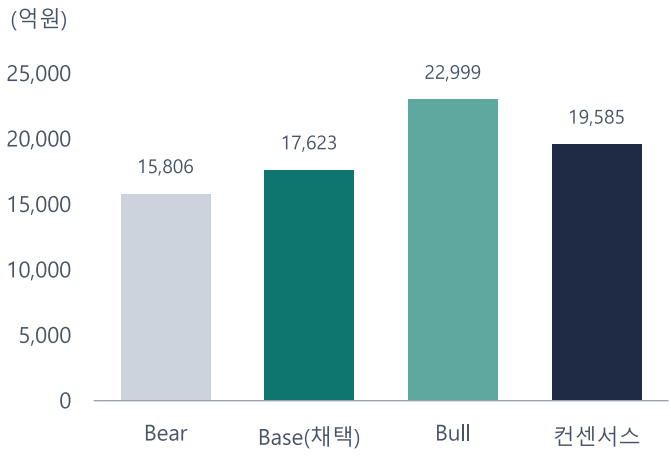
자료: One Key 추정, FnGuide

그림 7 영업이익은 2026년 1.3조원, 2027년 1.8조원으로 추정한다. 컨센서스는 1.4조원, 2.0조원이다



자료: 삼성중공업, FnGuide, One Key 추정

그림 8 2027년 영업이익은 17,623억원으로 추정한다. 이익률이 그대로면 15,806억원, 원가가 안 오르고 장부대로 지으면 22,999억원이다



주: Bear: 매출은 낮은 쪽 후보, 이익률은 2026년 4분기 그대로. Bull: 매출은 높은 쪽 후보, 이익률은 값 규칙대로(원가 그대로). 다시 계산한 값이다
자료: One Key 추정, FnGuide

증권사는 이렇게 본다, 여기서 다르게 본다

2026년 5~10월에 나온 증권사 보고서 12편을 읽었다. 논리는 대체로 같다. 값이 높은 2024년 이후 수주분의 매출 비중이 늘고, 높은 환율로 헤지한 계약이 매출로 잡히면서 이익률이 2028년까지 오른다고 본다. 추정은 모두 2028년까지 낸다. 가치평가는 추정 주당순자산이나 추정 주당순이익에 목표 배수를 곱한다.

값이 오른다는 데에는 이 보고서도 같다. 장부로 확인된다. 다르게 보는 곳은 그 값이 이익률로 얼마나 넘어오느냐다. 컨센서스의 2027년 영업이익 19,585억원은 이 모델에서 원가를 그대로 둘 때의 값(20,151억원)과 비슷하다. 지난 두 해에는 원가가 그대로가 아니었다. 이 모델의 17,623억원은 컨센서스보다 10% 적다.

어디서 드러나나. 3분기와 4분기의 조선해양 부문 이익률이다. 값은 2분기에서 3분기로 2.5% 오른다. 이익률이 14.2% 가까이 나오면 원가가 멈췄다는 뜻이고 컨센서스 쪽이 맞다. 12.1% 근처면 이 모델 쪽이다.

회사의 목표는 3년 내리 낮았다

회사는 해마다 초에 그 해 목표를 낸다. 영업이익은 3년 내리 실제가 목표를 넘었다.

표 14 회사 연간 영업이익 목표와 실제 (억원)

	2023	2024	2025
회사 목표	2,000	4,000	6,300
실제	**2,333**	**5,027**	**8,622**
실제 ÷ 목표 − 1	+16.7%	+25.7%	+36.9%

자료: 삼성중공업 IR 자료(각 해 2월), 정기보고서. 2026년은 영업이익 목표를 내지 않았다

2026년에는 매출 목표(12.8조원)와 수주 목표만 내고 영업이익 목표는 내지 않았다. 2026년 영업이익 컨센서스는 6개월 사이 15,694억원에서 13,636억원으로 내려왔다.

회사 말을 얼마나 믿을지에 대해 세 가지를 봤다. 수치 목표는 위 표대로 낮게 내는 쪽이었다. 잠정 실적은 2025년 3분기와 2026년 1·2분기 세 번 모두 정기보고서의 영업이익과 같았다. 경영진 발언은 2026년 3·4분기의 수주 연도별 비중 전망이 있고, 아직 결과가 나오지 않아 맞았는지 매길 수 없다.

가치평가: 방식도, 좁히는 정도도 과거에 돌려 정한다

목표주가 17,500원, 현재가와 −7.2% 차이

회사의 성격부터 본다. 2022년까지 적자여서 과거 이익 배수(P/E)가 없다. 결손금이 12,769억원 남아 배당이 없으니 배당할인도 쓸 수 없다. 조선해양이 매출의 대부분이라 사업부별 합산을 쓸 까닭도 없다. 앞선 판은 P/B와 EV/EBITDA를 2024년 2분기부터 2025년 3분기까지 여섯 시점에 돌려 EV/EBITDA를 골랐다.

표 15 가치평가 방식과 좁히는 정도를 과거 여섯 시점에 돌려 본 결과 (1년 뒤 주가와의 차이)

	평균 절대 오차
방식 ① P/B	54.9%
방식 ② EV/EBITDA	**35.2%**
두 방식의 평균	44.4%
좁히는 정도 1(적정가치 그대로)	**35.2%**
좁히는 정도 0.5(절반)	37.3%
좁히는 정도 0(그때 주가 그대로)	39.3%

자료: 야후 파이낸스, 삼성중공업, One Key 계산. 2024년 2분기~2025년 3분기 말의 값을 1년 뒤 주가와 견줌

시험을 더 넓혔다. 여섯 시점이 모두 주가가 오르던 때였다(여섯 가운데 5번은 적정가치가 1년 뒤 주가보다 낮았다). 동종 기업의 배수도 후보에 넣었다. 분기 말 월말 자료로 2019년 3월부터 2025년 9월까지 27개 시점에 다시 돌렸다. 1년 뒤 주가가 내린 시점이 11개 들어 있다. EV/EBITDA는 2022년까지 EBITDA가 음수라 이 기간에 돌릴 수 없어, 자본 배수 둘을 후보로 세웠다. 자기 P/B의 과거 중앙값, 그리고 동종 조선사 셋의 P/B에 삼성중공업이 동종 대비 받아 온 배수를 곱한 값이다.

표 16 가치평가를 27개 시점에 다시 돌린 결과(2019년 3월~2025년 9월의 분기 말) (1년 뒤 주가와의 차이, 평균)

방식	적정가치 그대로	절반만 옮김
자기 P/B 중앙값 × 주당순자산	48.2%	36.2%
동종 조선사 P/B × 상대 배수 × 주당순자산	29.2%	**27.0%**
주가 그대로	31.6%	

자료: 한국거래소, 정기보고서(월말 장부가 ÷ 시가총액), One Key 계산. 동종은 HD한국조선해양·한화오션·HD현대중공업의 P/B 중앙값

자기 P/B의 과거 중앙값으로 돌아간다고 보면 주가를 그대로 둔 것보다 더 빗나갔다. 조선주 전체의 배수가 오르는 동안 과거 중앙값은 늘 뒤에 있었기 때문이다. 동종 조선사의 지금 배수에 맞추는 방식은 달랐다. 절반만 따라갔을 때 평균 오차 27.0%로 주가 그대로(31.6%)보다 15% 작았다. 이 방식을 채택했다.

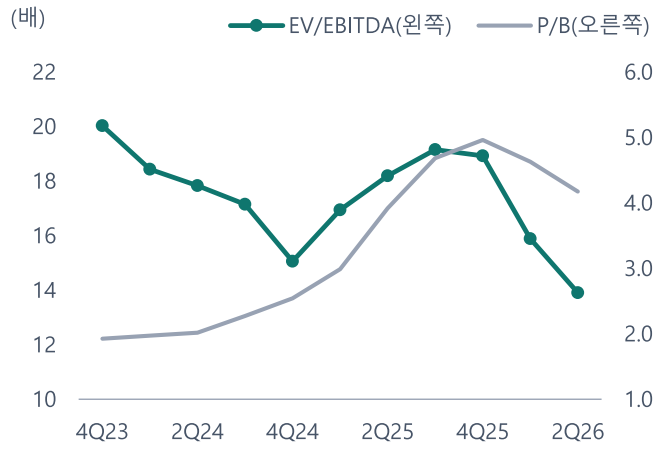
표 17 목표주가 산출 (원, 배)

항목	값	설명
동종 조선사 P/B(2026년 9월 말)	3.21배	HD한국조선해양·한화오션·HD현대중공업의 중앙값
× 삼성중공업 ÷ 동종의 중앙값	0.90	지난 20개 분기
= 적정 P/B	2.88배	지금 P/B 3.38배(기준일 종가 ÷ 2026년 6월 말 주당순자산 5,586원)
적정가치	**16,067**	**적정 P/B × 주당순자산. 27개 시점에서 가장 덜 빗나간 방식**
좁히는 정도	0.5	주가 그대로일 때보다 오차가 5% 넘게 작은 값
기준일 종가	18,860	
12개월 목표주가	**17,500**	**현재가 + 좁히는 정도 × (적정가치 − 현재가)**
상승여력	−7.2%	의견 기준 27.0%(이 방식의 과거 평균 오차)
참고: 자기 P/B 중앙값으로 본 가치	12,319	P/B 중앙값 2.21배 × 주당순자산
참고: EV/EBITDA로 본 가치(앞선 판의 방식)	29,732	EV/EBITDA 중앙값 17.8배 × 최근 4개 분기 EBITDA + 순현금
참고: 2027년 추정 이익으로 본 P/E	12.2배	참고 값

자료: 한국거래소, 삼성중공업, One Key 추정

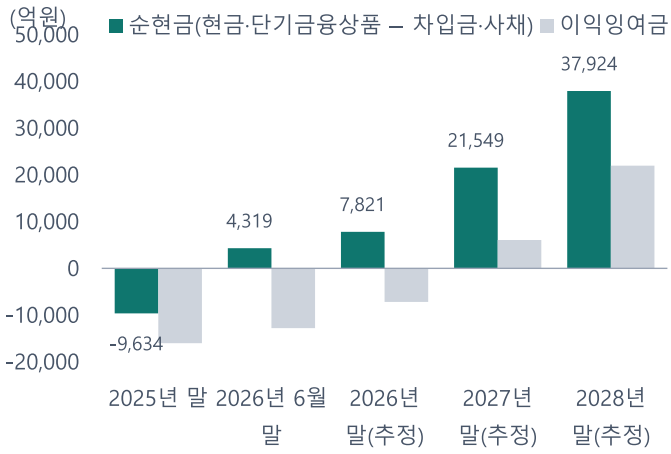
지금 동종 조선사의 P/B는 3.21배이고 삼성중공업은 지난 20개 분기 동안 동종의 0.90배를 받았다. 둘을 곱한 적정 P/B 2.88배는 지금 P/B 3.38배보다 낮다. 적정가치는 16,067원, 절반만 따라간 목표주가는 17,500원이다. 현재가와의 차이 −7.2%가 과거 평균 오차 27%보다 작아 중립 의견이다. 앞선 판의 방식(EV/EBITDA 중앙값 17.8배)으로는 29,700원이 나온다. 그 배수는 이익이 빠르게 늘던 2년 반의 값이다. 컨센서스 목표주가는 37,650원이다. 참고로 지금 주가는 이 모델의 2027년 추정 이익의 12.2배다.

그림 9 EV/EBITDA는 11.2배로 2023년 말 뒤의 중앙값 17.8배보다 낮다. 이익이 주가보다 빨리 늘었다



주: 분기 말 종가 기준. EBITDA는 최근 4개 분기 영업이익 + 조선해양 감가상각비 등. 제목의 지금 값은 기준일 종가로 낸 것
자료: 야후 파이낸스, 삼성중공업, One Key 계산

그림 10 2026년 1분기에 순현금으로 돌아섰다. 2026년 6월 말 4,319억원, 2027년 말 2.2조원으로 추정한다



주: 운전자본(선수금)의 변화는 넣지 않았다. 이익잉여금이 0을 넘어야 배당을 할 수 있다
자료: 삼성중공업 정기보고서, One Key 추정

동종 조선사보다 이익률

엮 낮다동종 조선사의 분기 영업이익률(연결) (%, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
삼성중공업	**4.9%**	**7.6%**	**9.0%**	**10.4%**	**9.4%**	**10.1%**
HD현대중공업	11.3%	11.4%	12.6%	11.1%	15.3%	16.4%
한화오션	8.2%	11.3%	9.6%	7.4%	13.7%	13.5%
HD한국조선해양	12.7%	12.8%	13.9%	12.7%	16.7%	18.4%
삼성중공업 − 세 회사의 중앙값(%p)	−6.4	−3.7	−3.6	−0.6	−5.9	−6.4

자료: OpenDART 재무제표(연결 손익계산서), One Key 계산. HD한국조선해양은 HD현대중공업·HD현대삼호·HD현대미포를 거느린 중간지주회사

삼성중공업의 2분기 영업이익률은 10.1%로 동종 세 회사의 중앙값 16.4%보다 6.4%p 낮다. 1년 전에는 그 차이가 3.7%p였다. 삼성중공업이 동종보다 낮은 배수(0.90배)를 받아 온 것과 같은 방향이고, 이 격차가 좁혀지는지가 배수를 다시 볼 조건이다. 연결 기준이라 삼성중공업에는 토건 부문이, HD한국조선해양에는 엔진 등 다른 사업이 들어 있다.

표 19 조선 부문끼리: 상반기 이익률과 수주잔고 (억원, %, 년)

	매출(2026 상반기)	이익률(2025 상반기)	이익률(2026 상반기)	수주잔고(6월 말)	잔고 ÷ 연환산 매출
삼성중공업 조선해양	**5,776,729**	**6.5%**	**10.8%**	**34,706,710**	**3.0년**
HD현대중공업 조선	96,298	12.4%	16.2%	555,739	2.9년
한화오션 상선(매출총이익률)	60,324	14.9%	24.3%	267,336	2.2년

자료: 각 회사 반기보고서(영업부문 주석, 매출 및 수주상황), One Key 계산. 삼성중공업과 HD현대중공업은 부문 영업이익률, 한화오션 상선은 매출총이익률(부문 영업이익을 따로 밝히지 않는다)

조선 부문만 떼어 보면 격차는 벌어지지 않았다. 삼성중공업 조선해양의 상반기 부문 이익률은 6.5%에서 10.8%가 됐고, HD현대중공업 조선 부문은 12.4%에서 16.2%가 됐다. 한화오션은 상선 부문의 매출총이익률이 14.9%에서 24.3%로 올랐다. 두 회사의 차이는 5.9%p에서 5.4%p가 됐다. 연결 기준에서 격차가 더 벌어져 보이는 데에는 삼성중공업의 토건 부문과 동종의 엔진 사업이 섞인 몫이 있다. 수준의 차이는 그대로 남아 있다. 수주잔고는 연환산 매출의 3.0년 치로 HD현대중공업(2.9년)과 비슷하고 한화오션 상선(2.2년)보다 길다. 쌓인 일감은 비슷한데 이익률이 낮다.

해외 조선사와 견주기

표 20 해외 조선·해양 산업 평균에 대 보기 (배)

	P/B	자기자본이익률	추정 P/E	EV/EBITDA
삼성중공업	**3.38**	**18.7%**	**12.2**	**11.2**
국내 동종 셋(P/B 중앙값)	3.21			
해외 조선·해양: 일본	0.71	10.6%	12.7	9.6
해외 조선·해양: 중국	0.87	10.7%	14.9	6.8
해외 조선·해양: 유럽	0.98	11.3%	8.2	6.7
해외 조선·해양: 세계	1.00	11.4%	13.9	7.5

자료: 한국거래소, 다모다란(NYU) 산업별 배수 2026년 1월 판(Shipbuilding & Marine), One Key 추정. 삼성중공업의 자기자본이익률은 2026년 추정, P/E는 2027년 추정 이익 기준. 해외는 2026년 1월 한 시점 값

해외 조선·해양 산업 평균의 P/B는 1배 안팎이고 국내 조선 세 곳은 3배를 넘는다. 자기자본이익률은 해외가 10~11%, 삼성중공업의 2026년 추정이 18.7%다. 국내 조선주의 배수에는 앞으로 이익이 더 는다는 기대가 들어 있다는 뜻이다. 목표주가는 자본 배수로 낸 값이라 앞으로의 이익 추정이 달라져도 바로 움직이지 않는다. 이 모델은 2027년 영업이익 증가율을 31%로 본다. 이익이 그만큼 늘면 자기자본이익률이 오르고 받을 수 있는 배수도 달라진다.

표 21 자본과 순현금 (억원)

	2025년 말	2026년 6월 말	2026년 말	2027년 말	2028년 말
지배기업 소유주지분	41,489	47,714	53,330	66,575	82,467
현금·단기금융상품	10,844	15,341	18,842	32,570	48,946
차입금·사채	20,478	11,021	11,021	11,021	11,021
순현금	**−9,634**	**4,319**	**7,821**	**21,549**	**37,924**
기타유동충당부채를 다 내면			−1,201	12,526	28,902
이익잉여금(결손금)	−16,028	−12,769	−7,153	6,092	21,984

자료: 삼성중공업 정기보고서, One Key 추정. 운전자본(선수금)의 변화는 넣지 않았다

2026년 6월 말 순현금은 4,319억원이다. 선수금(계약부채)이 5.4조원 들어와 있고, 상반기 영업활동현금흐름 2.3조원도 선수금이 들어온 몫이 크다. 다만 조선해양의 계약부채에서 계약자산을 뺀 값은 공사계약잔액의 −0.5%로 거의 0이다(2025년 말 0.7%). 먼저 받은 돈과, 지어 놓고 아직 청구하지 못한 돈이 비슷하다. 추정에서는 운전자본 변화를 0으로 뒀다. 이 비율이 2025년 말 값으로 돌아가면 2027년 말 순현금은 25,782억원이 된다. 설비투자는 2026년에 회사가 밝힌 진행 중인 투자, 2027년부터는 지난 두 해 평균(1,948억원)이다. 기타유동충당부채 9,022억원은 대부분 2025년에 쌓은 것으로, 다 내게 되면 순현금이 그만큼 준다.

위험과 확인: 무엇이 나오면 의견이 바뀌나

표 22 연간 실적과 추정 (억원, 원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
조선해양 매출	91,224	102,268	122,158	143,934	149,840
토건 매출	7,807	4,232	6,362	5,599	5,599
매출액	**99,031**	**106,500**	**128,520**	**149,533**	**155,440**
조선해양 경상 영업이익률	2.7%	8.0%	11.7%	13.4%	15.3%
조선해양 경상 영업이익	2,495	8,177	14,262	18,206	21,729
회사가 밝힌 일회성 손익	440	−290	−250	0	0
토건 부문 영업이익	2,463	1,158	35	0	0
미배부 판매비와관리비	−372	−424	−592	−583	−583
영업이익	**5,027**	**8,622**	**13,454**	**17,623**	**21,146**
영업이익률	5.1%	8.1%	10.5%	11.8%	13.6%
당기순이익	539	5,358	8,845	13,245	15,893
주당순이익(원)	63	627	1,036	1,551	1,861
주당순자산(원)	4,443	4,857	6,244	7,794	9,655
주당 배당금(원)	0	0	0	0	0
자기자본이익률	1.5%	13.5%	18.7%	22.1%	21.3%

자료: 삼성중공업, One Key 추정

위험

원가. 2027년 원가 상승률을 2.2%로 뒀다. 원가가 값만큼(3.8%) 오르면 이익률이 2026년 4분기에서 오르지 못한다. 그 경우가 Bear(15,806억원)다. 2025년에 드러난 원가 상승률은 6.2%였다. 이익률 1%p는 2027년 영업이익 1,359억원이다.

해양 설비. 수주잔고 363억 달러 가운데 83억 달러가 해양 설비이고, 2027년에는 네 건이 함께 진행된다. 장부에서는 수주 3개월 뒤부터 인도일까지 고르게 폈다. 실제 공정은 고르지 않다.

영업외손익. 2026년 상반기 세전이익은 영업이익보다 1,685억원 적었다. 추정에서는 0으로 뒀다. 상반기 수준이 이어지면 2027년 순이익이 2,533억원 준다.

러시아 계약. 2025년 6월에 블록·기자재 계약 두 건 4.9조원의 해지를 공시했다. 회사는 선주사의 위법한 해지라고 밝혔고 중재가 진행 중이다. 장부에서 뺐다.

확인할 날

3분기 잠정 실적(지난해는 10월 23일). 볼 것은 세 가지다. 조선해양 부문 이익률이 12.1%(이 모델)과 14.2%(값 규칙) 가운데 어디에 가까운가. 매출이 조업일수만큼 줄었는가. 회사가 밝히는 4분기 수주 연도별 비중이 전망(2024년 이후 수주 70%)대로인가. 부문 이익은 분기보고서 주석에 나온다.

기업 개요

삼성중공업은 LNG운반선, 컨테이너선, 유조선과 해양 생산설비를 짓는 조선사다. 2026년 9월 말 수주잔고는 363억 달러이고 LNG운반선이 170억 달러, 해양 설비가 83억 달러다. 2026년 수주는 10월 회사소개자료 기준 124억 달러다(연간 목표 139억 달러). 토건 부문은 삼성전자 평택 공장 공사를 하고 2분기 매출은 2,028억원이다. 상반기 영업이익은 5,981억원으로 전년보다 82% 늘었다. 유통주식수는 85,415만 주다.

작성 방법과 고지. 이 자료는 One Key가 공개된 자료로 쓴 개인 리서치다. 자료를 모으고 계산을 정리하고 글을 쓰는 데 AI 도구를 썼다. 숫자의 근거와 계산은 모델 엑셀에 남겼다. 그림은 모델 안의 엑셀 차트다. 컨센서스는 견주는 데에만 썼고 추정 값에는 쓰지 않았다. 증권사 보고서는 논리만 읽었고 숫자와 문장은 옮기지 않았다. 투자 권유가 아니다.