



삼성중공업 (010140)

기업 분석 리포트

Samsung Heavy Industries Co., Ltd.

광운대학교 ICOK | 산업재 섹터(한재희/최문종/손예진/서민지/권나영)

현재 주가	시가총액	52주 최저	52주 최고	컨센서스 목표주가
29,250원	약 25.6조원	12,650원	32,500원	35,826원 (+33%)

1. 투자 아이디어 착안 이유

"삼성중공업은 단순한 배 만드는 회사를 넘어, 미국 조선업 재건의 핵심 설계 파트너이자 글로벌 에너지 인프라(FLNG) 시장의 독점적 공급자로 재평가받아야 한다."

① FLNG: 에너지 공급 불안의 시대, 삼성중공업의 독점 기회

유가 상승 및 LNG 공급 불안이 심화되면서, 안정적인 에너지 공급망 확보가 절박해진 시점이다. 삼성중공업은 전 세계 FLNG 10기 중 6기를 수주하며 60% 점유율을 보유한 사실상 유일한 신조 FLNG 공급자다. 2025년 지연됐던 Delfin, Coral Sul 2, Western 등 약 3~4기의 FLNG 수주가 2026년 가시권에 들어왔다.

② 에너지 운송 선박의 전략적 가치 (LNGC / VLCC)

친환경 규제 강화로 노후 선박의 교체 수요가 급박해졌다. 2000년대 초반 건조된 증기터빈 방식 노후 LNG 선들은 IMO의 EEXI/CII 규제를 충족하기 사실상 불가능하며, 이는 '강제 교체 시장' 진입을 의미한다. 삼성중공업의 고선가 LNGC 수주 물량이 2026년부터 본격 매출 반영되는 시점과 맞물린다.

③ 미국 에너지 정책 (MASGA / 델핀 LNG)

2026년 3월, 삼성중공업의 미국 델핀 LNG 프로젝트 참가가 트럼프 행정부에 의해 공식화됐다. 최대 12조원 규모의 이 프로젝트에서 삼성중공업은 FEED(기본설계) 완수 후 낙찰의향서(LOA)를 체결한 단독 EPC 파트너다.

- 미국 조선소(GD 나스코, 콘래드, 비고르 마린)와의 파트너십: Jones Act 환경에서 '설계 라이선스 + 핵심 블록 공급'이라는 고수익 저리스크 모델 적용
- FLNG 1기당 약 4조원 규모 × 2~3호기 연속 수주 전망

④ 로봇 자동화를 통한 노무 리스크 헤지

2026년 3월, 삼성중공업은 업계 최초 '로봇 배관 공장(파이프 로보랩)'을 함안 칠서공단에서 가동했다. 노란봉투법 시행(2026.03.10)으로 하청 노동자의 원청 단체교섭 요구가 가능해진 상황에서, 자동화는 인력난·노무 리스크 헤지·수익성 개선의 3중 효과를 가진다.

⑤ 기타 구조적 수혜 요인

- IMO 탄소세 도입: 노후선 해체와 친환경 선박 교체발주 가속화
- 미국 USTR의 중국 해운/조선업 제재: 중국 Wison이 미 재무부 제재 대상 등재로 서방 입찰에서 사실상 퇴출
- 호르무즈 해협 리스크: Ton-mile 증가 → 선박 수요 증가 → 수주 파이프라인 확대
- K-조선 도크 포화: 국내 3사 가동률 100%, 2028년 인도 슬롯 소진 → 신조선가 하방 지지

2. 삼성중공업은 어떻게 돈을 버는가?

사업 부문별 매출 구조

사업 부문	주요 제품 / 서비스	매출 비중 (2025E)	특징
조선해양	LNG선, 컨테이너선, FLNG, FPSO, FPU 등	96%	고부가가치 선박 중심
토건	토목, 건축, 하이테크 공사 (반도체 공장 등)	4%	현금흐름 보완 역할

① 조선해양 부문 (핵심 Cash Cow)

A. 조선 (매출 비중 약 70~75%)

LNG 운반선(LNGC), 컨테이너선, 탱커(VLCC, Suezmax) 등을 건조·납품하는 핵심 사업이다. 선주로부터 미리 주문받아 생산하는 수주 산업 특성상, 현재의 수주잔고가 향후 2~3년 매출을 보장한다. 최근 저마진 선종은 중국·베트남 외부 야드로, 고가 선종(LNGC·FLNG)은 국내 거제 야드에 집중하는 이원화 전략을 구사 중이다.

- 선가(P) 상승: 해당 \$265M 이상의 고선가 LNGC 수주 지속
- 원가(C) 절감: 동일 선형 반복 건조로 공정 숙련도 향상 및 설계·건조 비용 급감
- 환율 효과: 달러 결제 구조에서 원달러 환율 상승은 추가 환차익 제공

LNG 운반선	12% ~ 15% + α
컨테이너선	8% ~ 11%
탱커 (유조선)	7% ~ 10%

B. 해양 플랜트 (매출 비중 약 20~25%)

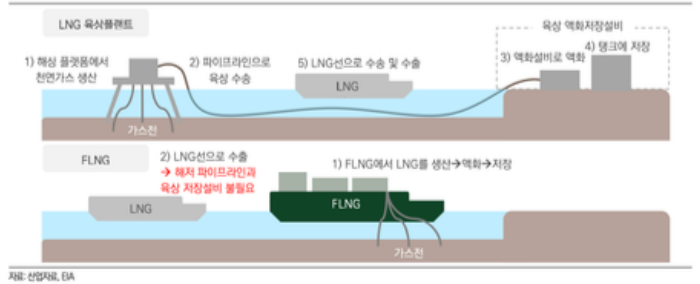
FLNG(부유식 LNG 생산설비), FPSO(부유식 원유 생산저장하역설비), FPU(부유식 원유 생산설비)를 건조한다. 삼성중공업이 가진 가장 강력한 해자(Moat)로, 1기당 계약 규모가 일반 LNGC의 5~6배(약 3~4조원)에 달한다.

- FLNG: 영업이익률 15~20%, 전 세계 60% 이상 점유. 자체 개발 'SENSE-IV' 표준 모델 반복 생산으로 원가 지속 하락
- FPSO: 영업이익률 10~15%. 브라질 심해 유전 개발로 수주 모멘텀 보유
- 2026년 기준 말레이시아 ZLNG, 캐나다 Cedar, 미국 Delfin 3개 프로젝트 동시 건조 기성 반영

그림13 LNG 산업 Value Chain



그림14 LNG 육상플랜트 및 FLNG의 LNG 생산과정 비교



C. 선박 MRO / 에너지 신사업 (3~5%)

인도한 선박의 스마트십 솔루션 업데이트, 수리·개조, 부품 공급 등 유지보수 사업이다. 비사이클릭(Non-cyclical) 특성으로 안정적 현금흐름 창출 기반이 되며, 미 해군 MRO 시장 진출을 적극 검토 중이다. 에너지 신사업으로 액화수소 운반선 기술 개발, 해상풍력 부유체, MSR(용융염 원자로) 등 미래 성장 동력도 준비 중이다.

② 토건 부문 (현금흐름 보완)

삼성전자 평택 반도체 공장 등 그룹사 하이테크 공사 물량(비중 80% 이상)을 수행한다. 조선업의 심한 경기 변동을 보완하는 완충지대 역할을 하며, 아파트 등 리스크 높은 사업을 하지 않아 안정적이다. 조선 수주 단가 상승으로 비중이 점점 줄어들지만 알짜 현금 창출원이다.

3. 매출 / 이익이 앞으로 늘 수 있는 이유

수익 모델 핵심 메커니즘

수주(계약) → 설계·조달(FEED 등) → 건조(기성 인식) → 인도(최종 수령)의 단계로 진행되며, 조선은 MILESTONE 방식, 해양은 기성금 방식으로 대금을 수령한다. 건조 기간이 3~5년으로 길어 수주잔고가 미래 매출 가시성을 담보한다. 2023년부터 조선사 협상력 강화로 스탠더드·탑헤비 방식 비중이 늘어 재무 건전성이 개선되는 추세다.

- **마일스톤 (Milestone):** 날짜가 아니라 특정 공정 단계(착공, 진수 등)를 실제로 달성했을 때만 돈을 받는 성과 기반 방식입니다.
- **스탠더드 (Standard):** 계약부터 인도까지 대금을 일정한 비율(예: 20%씩 5회)로 균등하게 나누어 받는 표준 방식입니다.
- **탑헤비 (Top-heavy):** 계약 초기에 대금을 많이 받아 조선사의 현금 흐름과 이자 수익에 유리한 선불형 방식입니다.
- **헤비테일 (Heavy-tail):** 공정 중엔 조금만 받다가 배를 넘겨주는 인도 시점에 잔금(60~80%)을 몰아 받는 후불형 방식입니다.

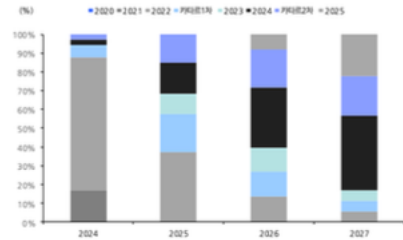
해운사 실적호조덕에 스탠더드 방식이 늘어나고 톱헤비(계약금 비중 30프로 넘는) 건수도 생겨나니 재무상태 건전해지고 당장 들어오는 현금이 많아지는 중

매출 증가 + 대출 감소로 이자 비용 절감

① Product-Mix 개선 본격화(저가 수주는 끝났다. 고가 수주의 시대 시작.)

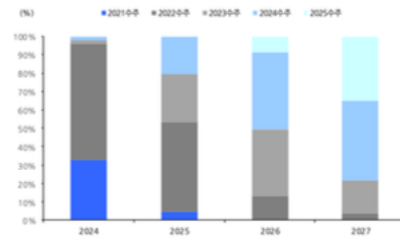
2022년 이후 고단가로 수주한 LNGC와 FLNG의 건조 공정이 2026년부터 본격화된다. 저가 수주 물량이 빠지고 고마진 선종이 매출을 채우면서 영업이익률의 구조적 상승이 예상된다.

〈그림43〉 삼성중공업 연도별 인식 금액 비중 (LNG선)



자료: Clarksons, 현대차증권
주: 클락슨 수주잔고 기준 추정

〈그림37〉 삼성중공업 연도별 인식 금액 비중



자료: Clarksons, 현대차증권
주: 클락슨 수주잔고 기준 추정

삼성중공업 영업이익률 상승 추이



+카타르 1차 LNGC 물량(척당 약 1,700억원, 시장가 대비 10%+ 할인)의 매출 비중이 2025년 20%대 → 2026년 10%대로 급감하며, 그 자리를 척당 3,000~3,500억원 고단가 신규 물량이 채운다. 이것이 이익률 골든 크로스의 핵심

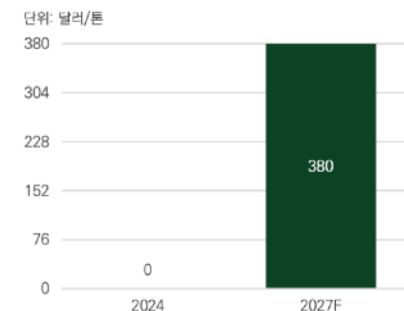
② 수주 파이프라인의 구조적 확장 및 수익성 폭발

2026년 수주 목표는 139억 달러(YoY +40억 달러)로 역대 최고 수준이다. 이 중 FLNG 관련 수주만 70억 달러 이상이 기대된다.

프로젝트	위치	규모	발주 예상	비고
Delfin FLNG 1·2호기	미국 (US East)	3.3	2026 1Q	LOA 체결 완료, 트럼프 공식화
Coral Norte FLNG	모잠비크	3.4	2026 1Q	Coral Sul 복제판, 고마진 기대
Western FLNG	캐나다	2.1	2026년	Ksi Lisims 1호기
Argentina Ph1-FLNG2	아르헨티나	3.5	2026 하반기	ADNOC·ENI·YPF JDA 350억 달러
모잠비크 TotalEnergies LNGC 8척	—	—	2026년	Force Majeure 해제 임박

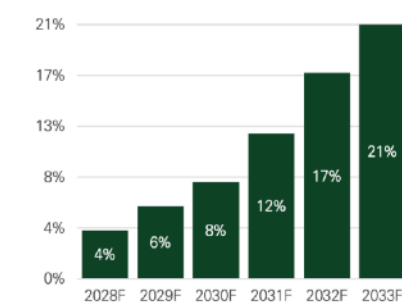
기타 수혜 요인: 미국 액화플랜트 증설에 따른 LNGC 발주 지속, IMO 탄소세 도입으로 노후선 해체 가속화, USTR의 중국 조선 제재로 한국 조선사 수주 집중.

〈그림4〉 초과 온실가스 배출분에 대한 탄소세



자료: IMO, EIA

〈그림5〉 IMO의 선박 관련 GFI 기본 감축률



자료: IMO, EIA

주) 2008년 배출량 대비 목표 감축률

• 이원화 건조 전략 (Global Outsourcing):

- 해외 야드(중국, 베트남 등): 범용 선박이나 저가 선종의 블록 제작 및 건조를 담당함. 이미 해외 물량에서도 5% 이상의 안정적 마진을 확보한 상태임.
- 국내 야드(거제): 고사양 LNGC, FLNG 등 기술 집약적인 고가 선종 건조에 집중함. 이를 통해 국내 도크의 효율성을 극대화하고 고부가가치 매출 비중을 높임.
- 2026~2030년 수요 대응: LNG 슈퍼사이클, 환경 규제, 그리고 미국의 대중국 제재로 인한 한국 조선사 선호 현상으로 향후 5년간 약 300척 규모의 글로벌 LNGC 수요가 예상됨.
- 동사는 이 막대한 물량을 처리하기 위해 국내의 생산 거점을 동시에 활용하며 'Q(물량)' 증가에 유연하게 대응 중임.

③ 지정학적 리스크의 역설적 수혜

이란 전쟁·호르무즈 해협 리스크는 Ton-mile을 동시에 상승시키는 구조를 만든다.

- 톤(Ton) 증가: 공급망 다변화 수요 + 에너지 안보 자산화로 LNG선·VLCC 신규 발주 자극
- 마일(Mile) 증가: 호르무즈 해협 통행량 감소 시 희망봉 우회로 선박 실질 공급 감소 → 운임 급등
- 조선사 협상력 우위: 선박 부족 심화 시 신조 선가 고점 유지 → 매출·이익률 동시 상승

카타르의 LNG 주요 수요처는 동아시아이며 수출처가 미국으로 바뀔 경우 ton-mile 은 폭증



자료: 유엔비중금 리서치센터, IHS Markit

이란 전쟁이 장기화 된다면?

고유가 유지 > 해운사 운임료 상승, 에너지 기업 마진율 상승 > 공격적인 투자 > 삼성중공업 수주 증가

④ 26년부터 본격적으로 잡히는 FLNG 수익 + 독점 사업자의 반복 생산 마진 구조

프로젝트	2026년 실적 반영 정도	이유
말레이시아 ZLNG	매우 높음 (핵심)	공정률이 가장 높아 매출 인식액이 최대치임
캐나다 Cedar	높음 (상승 중)	이제 막 본궤도에 올라 매출 기여도가 급증함

삼성중공업은 미국 DELFIN 프로젝트의 주인공

당장은 말레이시아, 캐나다 건이 매출 상승 이끌 예정

삼성중공업의 FLNG 표준 모델 'SENSE-IV'는 만들면 만들수록 원가가 낮아지는 반복 생산 체계를 구축했다. 공급자 우위 시장에서 수주 가격은 높게 유지되므로, 해양 부문의 OPM은 상선 부문을 크게 상회한다.

+경쟁사 비교

1. 신규 경쟁사(중국·싱가포르) 대비: '신조' vs '개조'의 격차

- 기술적 층위 차이: CIMC(중국), Seatrium(싱가포르)은 노후 LNGC를 개조하는 수준이나, 동사는 선체를 새로 설계하는 신조 시장을 독점함.
- 성능 및 신뢰성: 개조형은 비용은 싸지만 가스 처리 용량, 설비 수명, 운영 안정성 면에서 삼성중공업의 신조 모델을 따라올 수 없음.

2. 국내 경쟁사(한화오션 등) 대비: 압도적 레퍼런스

- 트랙 레코드(Track Record): 타사는 과거 부실 여파로 수주에 보수적이나, 동사는 전 세계 10기 중 6기 수주라는 압도적 경험 보유함.

위슨(Wison) 에너지 (중국)	시트리움(Seatrium) (싱가포르)	한화오션 (한국)
가성비 추격자 (Challenger)	개조/수리 강자 (Niche)	종합 솔루션 (Late Bloomer)
• 압도적 가격: 한국 대비 20~30% 저렴	• 개조 역량: 중고 선박을 FLNG로 바꾸는 기술력	• 에너지 밸류체인: 엔진부터 방산까지 그룹사 시너지
• 빠른 인도: 최근 Eni 프로젝트 33개월 만에 완공	• 포트폴리오: 케펠+센코프 합병으로 덩치 키움	• 기술력: 2016년 세계 최초 FLNG 인도 경험
• 표준형 모델: 중소형 FLNG 대량 생산 특화	• 동남아 지정화: 아시아 가스선 접근성 우수	• 안정성: 방산 수익 기반의 공격적 투자
• 기술 신뢰도: 대형 메이저 선주의 선호도 낮음	• 신조(Newbuild) 한계: 아예 새로 짓는 대형 설비 실적 부족	• 뒤쳐진 선점 효과: 상선 대비 현재 수주 잔고 부족
• 점진 리스크: 미국 주도 프로젝트 참여 제약	• 이익률: 개조 사업 위주라 신조 대비 이익 규모 작음	• 방산 집중: 에너지보다는 방산에 화력이 쏠려 있음
• 내구성: 대형/심해용 대형 설비 실적 부족		

4. 핵심 리스크

리스크 1: FLNG/LNGC FID 재지연

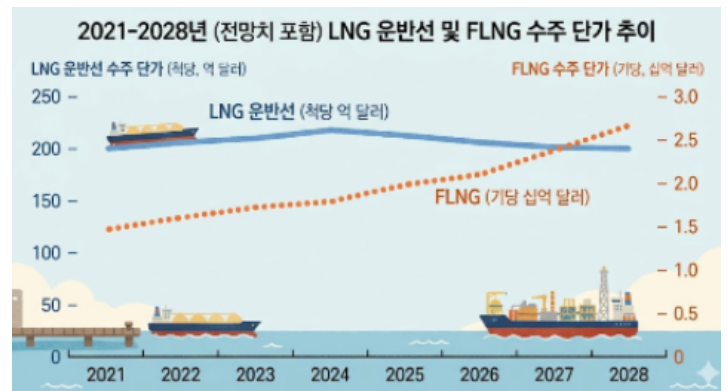
삼성중공업 투자의 핵심 전제는 미국 LNG 프로젝트 FID로 인한 LNGC·FLNG 수주 폭발이다. 하지만 FID가 통과되려면 미국 LNG를 사줄 장기 수요처가 먼저 확보돼야 한다.

- 트럼프 관세 정책으로 EU·아시아 바이어들이 미국산 LNG 장기계약에 주저하는 상황 발생 가능
- 미중 무역전쟁 심화 시 LNG 구매를 정치 카드로 활용해 FID 조건 미충족 가능
- 아르헨티나 정치 리스크(Vaca Muerta 프로젝트 지연), 관세협상 불발로 2025년 LNGC 급감 패턴 반복
- 웨손 시나리오: 70억 달러+ FLNG 수주가 한 건이라도 들어지면 2026년 수주 목표(139억 달러)의 절반이 흔들린다

리스크 2: LNGC ASP(척당 단가) 상승 미실현

2026년 하반기부터 카타르 1차 저가 물량이 소진되고, 척당 3,000~3,500억원 신규 고단가 물량이 매출 인식되며 OPM 12%+ 레버리지가 완성된다는 것이 투자 포인트의 핵심이다.

- 글로벌 경기 침체로 선주 발주 감소 → 협상력 역전 가능성
- 카타르 2차 물량도 저선가 협상 타결 시 이익률 개선 폭 대폭 축소
- 중국 조선소의 LNGC 기술력 향상으로 저가 경쟁 재개 리스크



리스크 3: MRO·방산 디스카운트 고착화

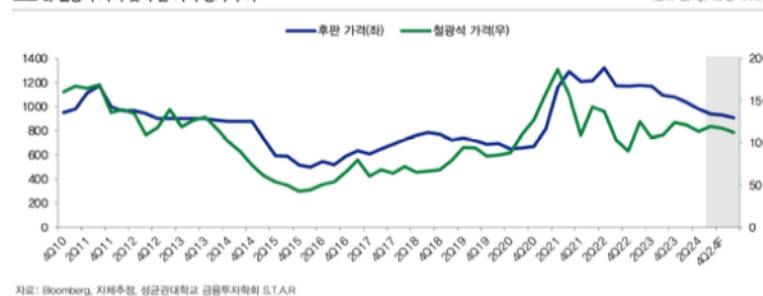
한화오션이 캐나다 잠수함·미 해군 MRO 수주를 계기로 방산주로 재분류되며, 단기 실적보다 지정학·MASGA 프리미엄이 주가에 반영되고 있다. 같은 날 같은 뉴스에 삼성중공업의 주가 반응이 경쟁사 절반에 불과했다는 사실이 이 구조적 디스카운트를 증명한다.

- 삼성중공업 MRO 파트너 비거 마린이 프랑스 사모펀드에 매각, 오너십 변화로 협력 관계 불확실
- 도크가 고선가 신조로 포화 상태 → MRO를 위한 공간 여력 제한
- 2026년 중 MRO 실수주 공시 단 한 건도 없을 경우, 한화오션과의 밸류에이션 갭 확대

그외 리스크

- 공급망 리스크: 호르무즈 봉쇄로 선박 철타판 가공 필수 가스(에틸렌 등) 수급 차질 → 건조 일정 지연
- 선주사 리스크: 러시아·이란 연계 선주사의 제재·자금난으로 계약 취소 사례 반복 가능
- 인력 부족: 숙련공 은퇴 속도 > 외국인 노동자 유입 속도 → 공정 지연·임금 상승 압박
- 지정학 역설: 중동 종전·호르무즈 정상화 시 Ton-mile 효과 소멸 → 상선 수주 공백

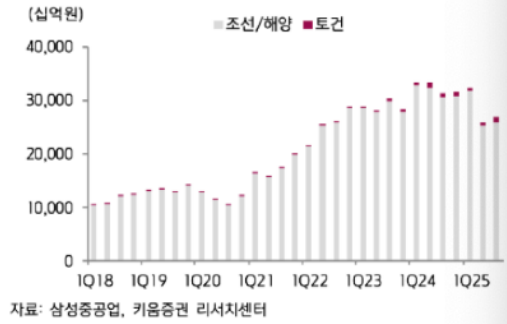
도표 6. 철광석 가격 및 후판 가격 장기 추이



5. 가장 중요하게 봐야 할 지표

지표 1: 수주잔고 및 신규 수주

삼성중공업 수주잔고 추이



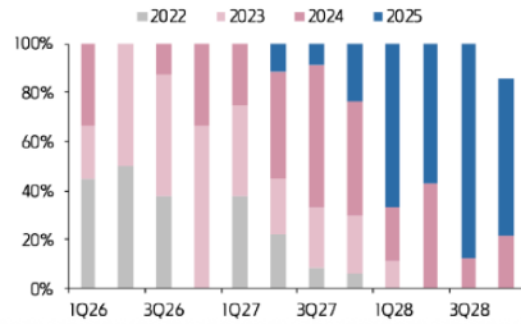
2024년

다. 수주상황

(단위 : 억원)

품목	수주 일자	납기	수주총액	기납품액	수주잔고
			금액	금액	금액
조선해양	~ 2024.12.31	-	525,746	217,335	308,411
토건	~ 2024.12.31	-	27,723	20,784	6,939
합 계			553,469	238,119	315,350

삼성중공업 분기별 수주년도 구성



2025년

다. 수주상황

(단위 : 억원)

품목	수주 일자	납기	수주총액	기납품액	수주잔고
			금액	금액	금액
조선해양	~ 2025.12.31	-	504,298	231,414	272,884
토건	~ 2025.12.31	-	32,437	25,016	7,421
합 계			536,735	256,430	280,305

※ 기납품액 : 진행중인 공사의 당기완료분과 기성진행분의 합

2026년 연간 수주 목표 139억 달러 달성 여부가 피크아웃 판단의 핵심이다. 24년 1분기 이후 수주잔고 증가세가 둔화된 만큼, 26년 분기별 신규 수주가 목표를 충족하는지 주의 깊게 봐야 한다.

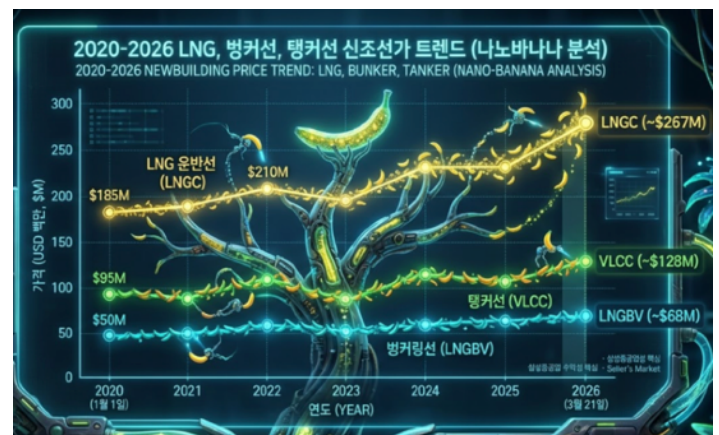
지표 2: LNGC ASP (척당 수주단가) 및 신조선가 지수

• 상승 시 의미: 도크(Dock) 공급 부족 및 조선소 우위 시장

o 영향: 동사가 확보한 3~4년 치 슬롯의 가치가 상승함. 신규 수주 시 선가를 더 높게 부를 수 있어 미래 영업이익률(OPM)이 확정적으로 올라감. 특히 후판가 등 원가가 하락하는 구간에서 지수가 상승하면 '이익의 극대화'가 실현됨.

• 하락 시 의미: 선박 공급 과잉 혹은 조선사 간 저가 수주 경쟁 재발.

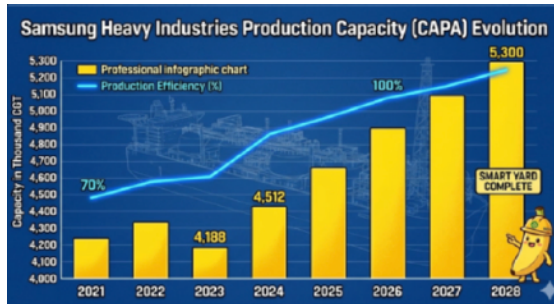
o 영향: 동사의 장기 수익성 저하 신호임. 선가 하락은 매출 인식 시점에서 이익률을 갉아먹으며, 과거 2010년대 중반처럼 '수주할수록 손해'인 구조로 회귀할 위험을 내포함. 다만, 2026년 현재는 전 세계 도크 공급이 제한적이라 급격한 하락 가능성 낮음.



지표 3: CAPA(생산 능력)

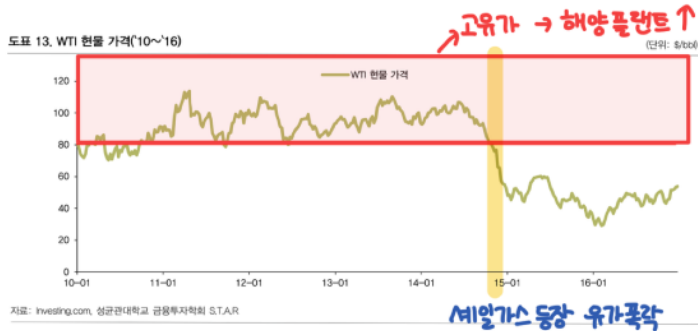
카파가 늘어나면 대신 수주잔고 감소속도는 필연적

26년 가동률 100프로 달성 예정이고 생산능력도 커질 예정 = 매출 증가 필연적

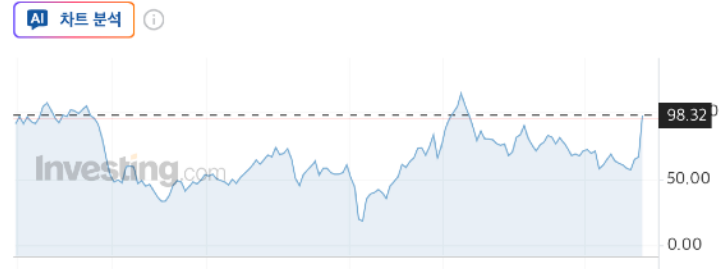


거점/전략 명칭	현재 상태	주요 역할
거제 조선소	풀가동 (100%+)	FLNG, 고부가 LNG선 최종 조립 및 인도
중국 영성(Rongcheng)	정상 가동 중	선박용 대형 블록 전문 생산 및 공급
동남아 블록 외주화	확대 단계 (인니, 베트남)	저부가가치 블록 및 기자재 생산 외주화
스마트 조선소 (Smart SHI)	고도화 진행 중	AI 기반 설계 및 로봇 용접 자동화
해양 플랜트 전용 선박	최적화 완료	FLNG 상부 모듈 탑재 및 시 운전

지표 4: WTI 유가 (FLNG FID의 트리거)



WTI유 선물 ▲ 98.32 +2.18 (+2.27%)



FLNG의 손익분기점(BEP) 기준은 WTI(경질 저유황유)다. \$80~\$100 이상에서 오일 메이저의 FID가 가속화되며 삼성중공업 수주로 이어진다. WTI \$60 미만 하락 시 FLNG 프로젝트 BEP 위협으로 수주 가뭄 발생 가능하다.

6. 현재 주가가 싼지 / 비싼지 판단

① 이익 성장 속도 대비 주가 상승이 덜 반영

삼성중공업은 2025년 연간 영업이익 8,622억원(YoY +71.5%), 순이익 5,358억원(YoY +894%)을 기록했다. 이익이 폭증하는 구간에서 주가는 52주 최저 12,650원 → 현재 29,250원으로 올랐지만, 컨센서스 목표주가(35,826원) 대비 아직 20~30% 업사이드가 남아 있다.

② 조선 3사 비교 밸류에이션

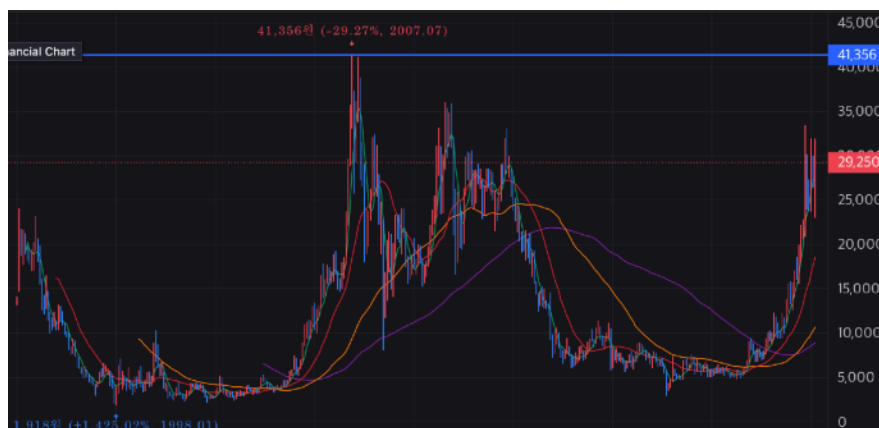
항목	삼성중공업	한화오션	HD현대중공업
시가총액	약 25.6조원	약 40.7조원	약 61.9조원
영업이익률 (2026E)	8.10%	9.13%	4.87%
ROE (%)	13.74%	22.59%	11.39%
PER (Trailing)	47.7배	32.6배	43.7배
선행 PER	17.6배	29배	31.7배
PBR	4.96배	5.64배	4.47배
부채비율	265%	226%	240%

선행 PER 기준으로 삼성중공업(17.6배)은 3사 평균(26.1배)에 비해 가장 저평가되어 있다. 이는 FLNG 매출이 본격화되는 시점의 폭발적 이익 증가를 반영한 것이다. 현재 평균 선행 PER과의 갭을 메우면 주가 약 43,000원(현재 대비 +48%) 수준으로 계산된다.

③ 수주잔고가 이미 이익을 보장

현재 누적 수주잔고는 134척, 287억 달러(약 40조원)로 현재 연매출(약 13조원)의 3년치 이상이다. 이익이 나올 구조가 이미 확정되어 있어, 통상적인 실적 불확실성이 해소된 상태다. 2026년 1~2분기 Delfin FLNG 최종 계약 뉴스는 약 3조원 규모의 주가 리레이팅 트리거가 될 수 있다.

④ 멀티플의 질적 변화: 2007년 조선소 vs 2026년 해상 에너지 공장



2007년 (과거 고점)	2026년 (현재 예상)	
약 5,000억 원	약 1조 4,000억 원	• 2007년 PER: 9.2조 ÷ 0.5조 = 약 18.4배
약 2.3억 주	약 8.8억 주	• 2026년 PER (주가 4만 원 가정 시): 35.2조 ÷ 1.4조 = 약 25.1배
40,000원	40,000원 (가정 시)	
약 9.2조 원	약 35.2조 원	

구분	2007년 (호황기)	2026년 (현재)
핵심 제품	컨테이너선, 유조선, LNG선	FLNG (부유식 LNG 생산설비)
시장 지위	치열한 수주 경쟁 (Red Ocean)	글로벌 독점 지위 (Blue Ocean)
진입 장벽	낮음 (중국 추격 시작)	매우 높음 (전세계 점유율 60%+)
비즈니스 모델	단순 제조업 (건조)	에너지 인프라 솔루션 (EPC)
적정 PER	10배~15배	20배~25배 (프리미엄 부여)

주식 가치 희석이 3.8배 진행되어 시총이 3.8배 커졌음을 고려하면, 같은 주가여도 2007년 슈퍼사이클보다 더 높은 밸류를 부여받는 셈이다. 그러나 당시와 달리 삼성중공업이 FLNG를 독점하고 있다는 점에서 이 프리미엄은 타당하다.

⑤ MRO·방산 디스카운트는 현실이다 — 제약 요인

미국 해양 행동계획(MASGA) 발표 당일 한화오션 +8.4%, HD현대중공업 +7.0% 급등 대비 삼성중공업은 +3.97%에 그쳤다. 시장은 MRO·방산 모멘텀에서 삼성중공업을 구조적으로 제외하고 있다. 따라서 현재의 높은 PER을 무한정 낮다고 볼 수는 없다.

7. 투자 아이디어 훼손 조건 아래 조건 중 하나라도 발생하면 투자 논거를 재검토해야 한다.

번호	훼손 조건	핵심 시나리오
1	FLNG FID 재지연 / 취소	Delfin·Western·아르헨티나 FLNG FID가 미중 관세전쟁·정치 리스크로 무기한 연기. 2026년 수주 목표 139억 달러의 절반이 흔들림
2	LNGC ASP 상승 미실현	선가 상승이 예상보다 더디거나, 카타르 2차 물량도 저선이 타결. 이익률 개선 스토리가 근본적으로 훼손
3	MRO 디스카운트 심화	2026년 중 MRO 실수주 공시 0건 + 한화오션 추가 방산 수주로 멀티플 갭 확대. 실적이 잘 나와도 주가 리레이팅 불발
4	FLNG 경쟁사 등장	기술력 있는 경쟁사(한화오션 등) FLNG 시장 본격 참전으로 독점 프리미엄 소멸
5	지정학 역설 (종전)	중동 전쟁 종결 / 호르무즈 정상화로 Ton-mile 효과 소멸, 선주 발주 심리 냉각
6	환경 규제 완화	IMO 탄소 규제 이행 시기 유예 또는 원자력/수소로의 급격한 에너지 전환 가속

결론: 삼성중공업은 HD현대중공업의 규모와 고수익성을 동시에 추구하는 포지션에 있다. FLNG라는 독점 니치 마켓과 고가 LNGC 믹스 개선이 2026~2028년 이익의 폭발적 상승을 담보한다. 현재 주가는 이 미래 이익을 다 선반영하지 않은 합리적인 저평가 구간이지만, MRO·방산 디스카운트와 FID 재지연 리스크는 지속적으로 모니터링이 필요하다.