Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 6일 발간된
[2026 Outlook #7 – 조선/기계: 미국의, 미국에 의한, 미국을 위한] 임

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

2026 Outlook #7 (해설판)

[조선/기계] 미국의, 미국에 의한, 미국을 위한

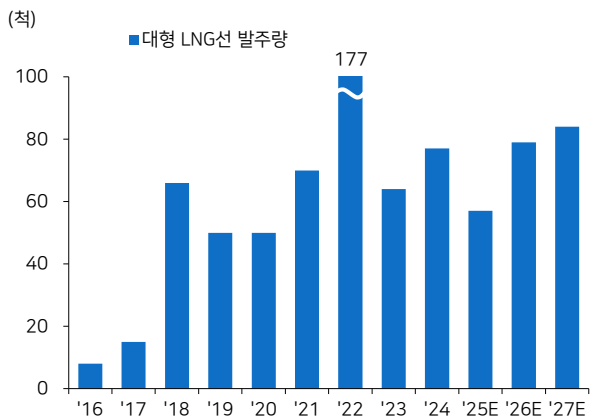
- ✓ 미국발 LNG 증설 사이클로 인해, 2025년말~2027년 LNG선 예상 발주량 203척
  가장 중요한 선종인 LNG선. 조선소의 공급여력 〈 시장의 LNG선 수요 상황 지속
- ✓ 환경 규제, 미국의 중국 조선업 제재가 유예됐으나, 관련 선종인 컨테이너선에 대한 일감 확보는 이미 충분
- ✓ 2026년 기대 선종은 1) 미국 LNG 증설 사이클과 발주 수요가 동행하는 VLEC,
  2) 2027년까지 수주 파이프라인 견고한 FLNG, 3) K-조선에게 10년 이상 먹거리를 제공할 군함. 2030년 K-조선의 군함 수출 효과는 매출액 기준 84억달러

Part 1 2026년 수주 포문을 열어줄 미국의 LNG선

LNG선 발주 전망 2025년말~2027년 203척

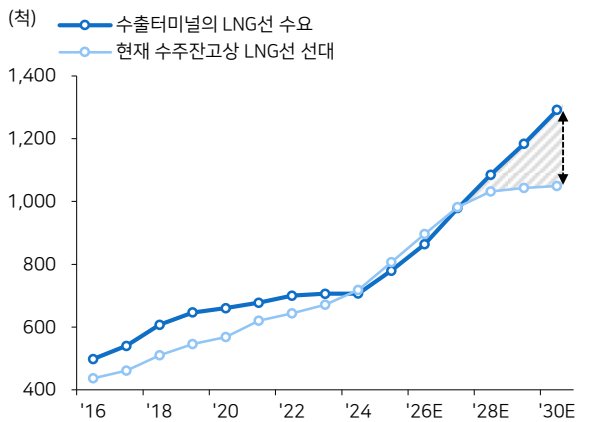
2025년 10월 말까지 LNG선 발주량은 17척에 불과했다. 그럼에도 불구하고 LNG선에 대해 여전한 호황을 예상한다. 2030년 기준 LNG 수출 터미널이 필요로 하는 LNG선은 총 1,292척으로 추정되는 반면, 2025년 10월 수주잔고 기준 2030년의 LNG선 선대는 1,049척이다. 부족분은 243척이며, 조선소가 같은 기간 공급할 수 있는 여력은 203척 수준으로 집계된다. 이에 따라 공급자 중심의 시황이 앞으로도 지속될 전망이다.

그림1 LNG선 발주량 추이 및 전망



주: 대형 LNG선은 10만CBM+급 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 수출터미널은 2030년까지 LNG선 발주를 창출



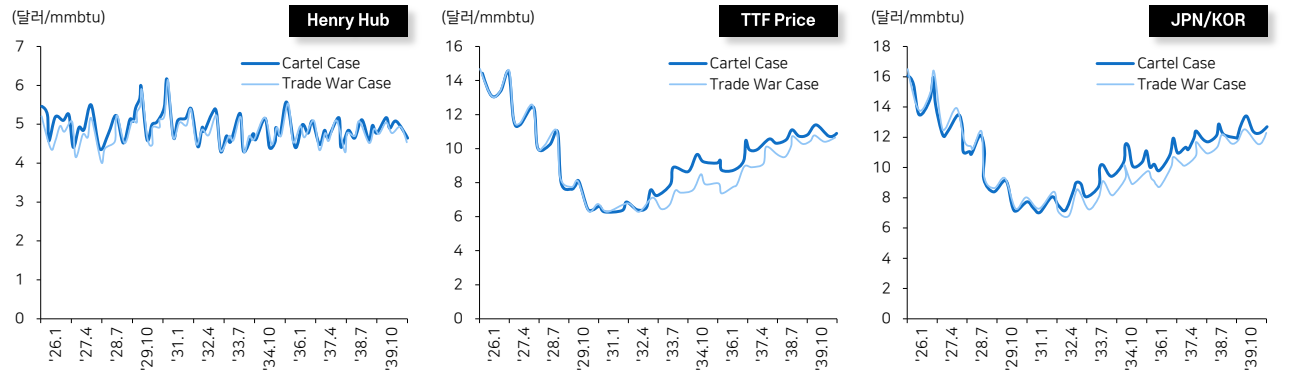
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

2028~2030년 LNG 증설 계획 규모는 연 환산 2.1억톤으로, LNG 도입계약 목적의 LNG선 수요는 경험칙상 300척을 상회한다. 그러나 2025말~2027년 LNG선 호황이 이어지기 위해서는 LNG 증설 사이클의 단단함이 선결요건으로 작용한다.

LNG 프로젝트는 3명의 이해관계가 만족돼야 속행할 수 있다

Gastech 2025에서 확인하고 온 천연가스 가격 전망치는 2030~2031년까지 하락세다. LNG 프로젝트 디벨로퍼는 판매가격 하락 국면에서 프로젝트 수익성을 의심하게 되고, SPA 구매자 입장에서는 굳이 정식상업운전개시(COD)를 강요해 인수 및 대금 지급 의무를 앞당길 유인이 낮다. 선주·선사는 운임·용선료에 따라 선박 발주를 고려할 수밖에 없다. 즉, LNG 증설 사이클은 LNG 프로젝트 디벨로퍼, SPA 구매자, 선주·선사 세 주체의 이해관계가 만족되어야만 속행할 수 있다.

그림3 미국(생산지), 유럽(판매지), 아시아(판매지) 시장 천연가스 가격



주: 2025년 9월 Gastech2025 오픈세션에서 발표된 전망치
자료: RBAC Inc., 메리츠증권 리서치센터

1) 미국 프로젝트 디벨로퍼의 마진: -0.7 ~ +4.7 달러/MMBtu

미국 LNG 프로젝트 디벨로퍼의 마진은 SPA 판매가격에서 생산원가를 차감해 산출된다. 미국의 LNG SPA는 대부분 FOB 방식으로 Shipping 비용이 원가 항목에서 제외된다. 디벨로퍼가 부담하는 장기공급계약상의 원가는 Feed Gas에 연료율을 적용해 산출되는 가스 사용량과 Tolling Fee(조달비 포함), 파이프라인 비용 등 기타 비용으로 구성된다. 이때 연료율은 천연가스를 액화하는 데 사용하는 비율을 의미하며, 15%로 가정한다.

LNG 프로젝트 디벨로퍼의 SPA에 대한 Netback price(마진 개념) = SPA 체결 가격(헨리허브가격 연동) – 생산원가

LNG 프로젝트 디벨로퍼의 장기공급계약에 대한 원가 = FeedGas x (1 + 연료율) + Tolling Fee(조달비용 포함) + 기타(파이프라인 등)

고정비를 제외하면 실질적인 디벨로퍼의 실질 마진 변동은 헨리허브 가격과 Feedgas 비용의 차이가 좌우한다. Gastech2025에서 전망한 2026~2040년 HenryHub 가격 범위가 4~6$/MMBtu임을 감안할 때, 수익성이 보장되어 프로젝트를 속행할 수 있는 디벨로퍼의 Netback Price는 -0.7~+4.7$/MMBtu 수준이다.

표1 FOB 방식의 LNG 프로젝트 SPA 판매자의 생산 원가는? 대표 지역들과 경제성 비교

(달러/MMBtu)	알래스카 LNG	미국 걸프만 LNG	카타르 LNG (중동)	호주 LNG	(비고)
Feed Gas 가격	~$1.0	~$3.0	~$0.3	~$2.0	변동비
Pipeline 이용 비용	~$1.5	~$0.2	~$0.1	~$0.5	고정비
GTP(가스 처리) 비용	~$1.3	~$0.0	~$0.1	~$1.0	고정비
LNG Facility 비용	~$2.5	~$2.5	~$1.0	~$6.0	고정비
Shipping 비용	~$0.7	~$2.0	~$1.5	~$0.5	변동비
총 비용 (합계)	**~$6.3**	**~$5.7**	**~$1.5**	**~$9.5**	
고정비 비율 (%)	*84%*	*47%*	*80%*	*79%*	

주: 알래스카 LNG 원가 구조는 2022년 Wood Mackenzie의 추정을 기반으로 그간의 사업비 상승을 반영하여 메리츠증권이 조정. 나머지 원가는 산업 내 일반적인 원가 구조를 준용

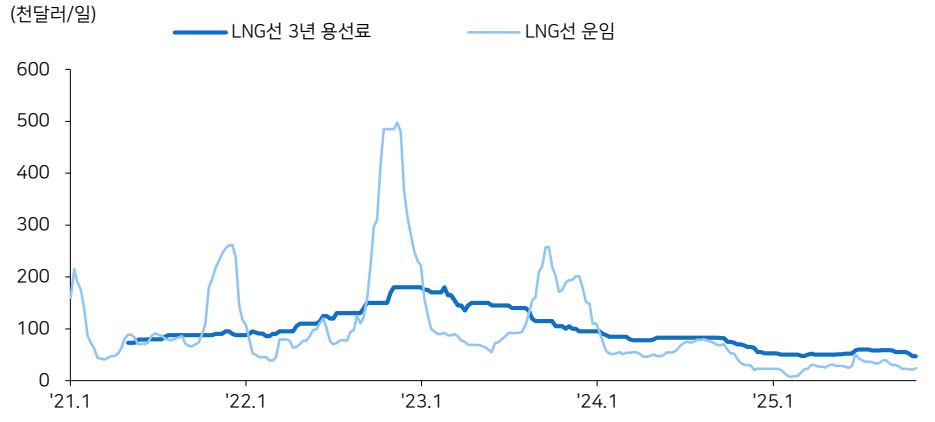
자료: 메리츠증권 리서치센터

2) SPA 구매자의 마진 분석

SPA 구매자의 마진은 최종 판매가격에서 헨리허브 가격과 운송비를 차감해 계산된다. SPA 구매자는 도착지 시장에서 판매자 역할을 하기 때문에, 판매가격(JKM 또는 TTF)에서 계약가격(헨리허브 연동 또는 석유가격 연동), Shipping, 기타 비용을 제외한 금액이 마진이 된다. SPA 구매자는 이익 확보를 위해 shipping 부담을 더 낮추려 하며 LNG 해운 운임 및 용선료는 역사상 최저 수준까지 하락했다. 174,000CBM급 LNG선 기준 3년 용선료는 5만 달러 미만으로 하락했고, 스팟 운임은 1만 달러 미만까지 떨어졌다. 이러한 운임 환경은 2025년 한 해 선주 · 선사들의 발주 유인을 악화시켰다.

결국, 향후에는 LNG SPA 구매자가 직접 선주·선사 역할까지 수행하는 구조로 이어질 수 있다. LNG선의 발주 주체는 수출자 주도(DES방식), 수입자 주도(FOB 방식), 투기적 발주(트레이딩 목적)로 나눠지는데, FOB 방식으로 수입자가 LNG 발주 역할까지 수행할 경우 $\sum$(가스판가n − 가스원가n − Shipping) / $(1+IRR)^n$ + 중고선가/$(1+IRR)^{n+1}$ − CAPEX > 0 으로 귀결되기 때문이다.

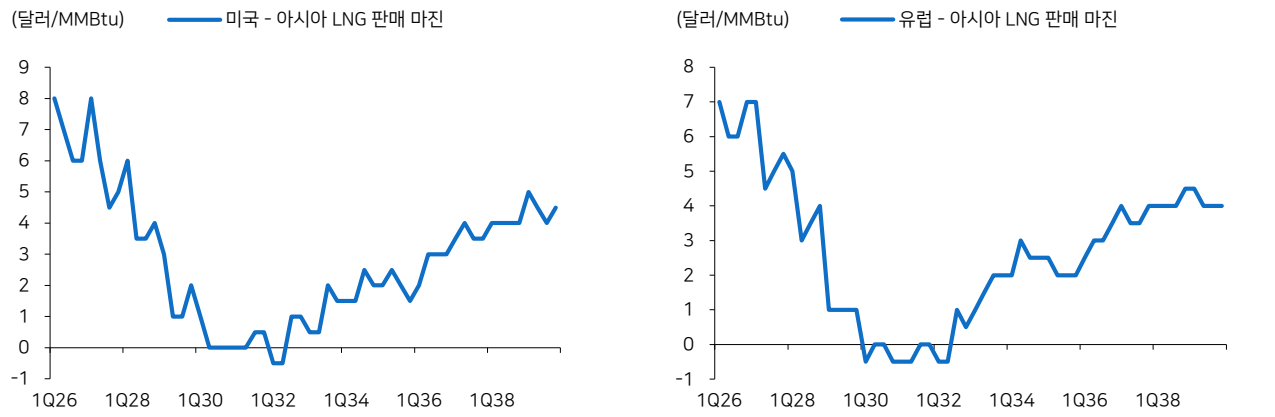
그림4 LNG선 운임 및 용선료는 역대 최저 수준으로 하락



주: 174,000CBM급 LNG선 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2030~2032년을 제외하면 LNG 구매자의 Netback Price > 0



주: Gastech2025에서 전망한 HH, JKM, TTF 준용
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 낮아진 운임 · 용선료 환경에서 선주사들의 IRR은 3.9%, 2025년 LNG선 발주 유인 악화의 이유

(백만달러)		FY0	FY1	FY2	FY3	FY4	FY5	FY6	FY7	FY8	FY9	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
	합산	신조 계약			선박 인도	대선 시작														대선 종료	중고선 매각
대금 지불		선수금	마일 스톤	마일 스톤	인도																
지급 비율		20%	10%	10%	60%																
		50	25	25	150																
NPV(A)	231	50.0	24.1	23.2	133.8																
용선료 수취						18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	
NPV(B)	182.5					15.7	15.1	14.5	14.0	13.5	13.0	12.5	12.0	11.6	11.1	10.7	10.3	9.9	9.6	9.2	
중고선 매각																					100.0
NPV(C)	48.5																				48.5
- NPV(A) + NPV(B) + NPV(C)	0																				

주: LNG선 중고선가는 신조선가 대비 60% 할인 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 아시아지역 SPA 구매자이면서 동시에 선주사인 회사들: 앞으로 LNG선 발주의 메인 주체가 될 개연성

기업	국가	SPA 체결 내역	LNG 운반선 보유 척수
JERA Co., Inc.	일본	▪ 미국 Port Arthur 프로젝트: 20년간 연간 150만톤 규모의 LNG 장기구매계약 (2025.8) ▪ 미국 Commonwealth 프로젝트: 20년간 연간 최대 550만톤 규모의 LNG 장기구매계약 (2025.6)	2025년 현재 MOL 등으로부터 23척의 장기 용선 LNG 운반선 보유
한국가스공사 (KOGAS)	한국	▪ 미국 Corpus Christi 프로젝트: 2028년부터 10년간 연간 330만톤 규모의 LNG 장기구매계약 (2025.8) ▪ 캐나다 LNG Canada 프로젝트: 주요 지분(5%) 파트너로 참여 (2025.7)	2001년부터 SK해운 등으로부터 지속적인 LNG 운반선 장기 용선 계약 체결
포스코 인터내셔널	한국	▪ 미국 알래스카 프로젝트: 수익성 검증 시 20년간 연간 100만톤 규모의 LNG를 공급받는 오프테이크 계약 (2025.9) ▪ 멕시코 Mexico Pacific 프로젝트: 연간 70만톤 규모의 LNG 장기 구매 계약 (2024.8)	2025년 5월 그룹 최초 자체 LNG 전용선 HL Fortuna선 도입
SK 이노베이션 E&S Co., Ltd.	한국	▪ 호주 Barossa 가스전 프로젝트: 매년 130만톤 규모의 LNG 장기구매계약 (2025.9)	SK이노베이션 원유 수송을 위해 SK해운 설립, 현재는 LNG운송도 담당

자료: 메리츠증권 리서치센터

LNG 프로젝트 속행을 자극할 촉매의 등장

2025년 10월 8일 국제중재법원은 Venture Global의 'Calcasieu Pass COD(정식 상업운전 개시) 고의 지연' 주장을 BP의 손을 들어주었다. 이 판결은 기존의 신뢰 기반 LNG 계약 관행에 경종을 울렸으며, LNG 수출 프로젝트에 대한 구체적이고 체계적인 정식상업운전개시가 정착되고, COD 조항의 명확성과 구속력이 대폭 강화되어 LNG 프로젝트 속행을 자극할 촉매가 되었다. 또한 최근 LNG 증설 사이클을 주도하고 있는 미국 프로젝트는 지분 투자자 비중이 높아 배당 수취 시점을 앞당기기 위해 COD를 재촉할 개연성이 크다.

물량은 가득하다. 최근 2개 분기 연속 역대 최대 LNG 도입계약이 체결되었고, 2025년 누계 기준 50MTPA 이상이 체결됐다. 2025년 3분기말 누계 기준 84MTPA 규모의 LNG 프로젝트가 최종투자승인결정(FID)에 이르렀고, GTT에 따르면 해당 프로젝트의 LNG선 수요는 150척에 가깝다. 2026년 이후에도 다수의 LNG 프로젝트 FID가 예상되는 만큼 LNG 증설사이클 역사상 최대 규모로 이어질 가능성이 기대된다.

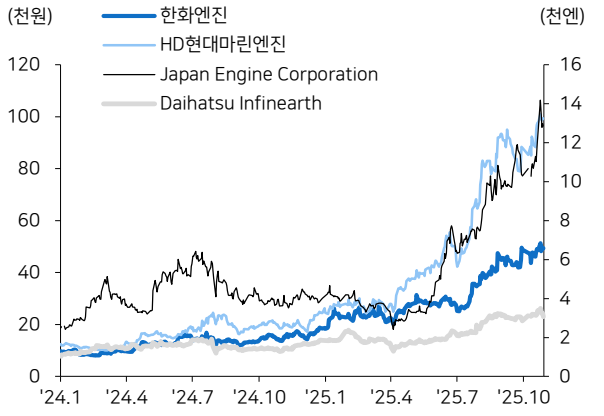
Part 2 미국에 의한 IMO 중기조치 연기가 조선에 미칠 영향

2025년 10월, IMO의 탄소프레임워크 채택 논의는 미국 중심의 반대로 1년 연기되었다. 당초 IMO 중기조치는 선주들이 더 비싼 ME-GI 엔진을 선택하도록 강제하는 이벤트로 작용했다.

쇼티지로 인해 엔진 밸류체인이 부각됐던 2025년

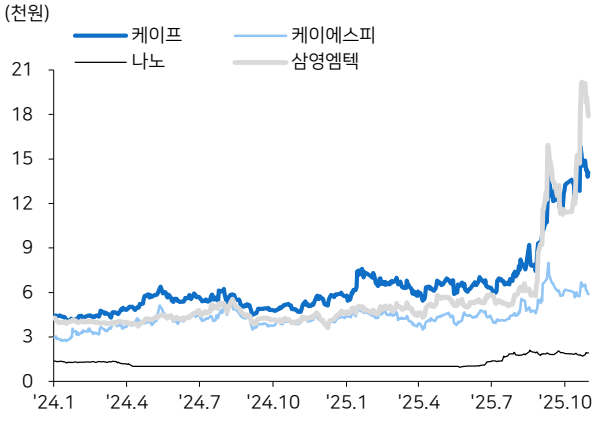
여기에 중국의 내수 CAPA 부족으로 친환경 엔진에 대한 자국 조선소 수요 대응도 부족해지자, 중국 조선소의 국내 엔진업체 의존도가 높아졌다. 조선 업황 회복과 2025년 IMO Net-Zero 프레임워크에 따른 친환경 이중연료 엔진 수요 기대가 맞물리며 한화엔진, HD현대마린엔진 등의 선박엔진업체, 케이프, 케이에스피 등의 선박엔진 부품업체의 주가를 견인했다. 그러나 해운업 탄소세가 연기되며 당분간은 실적과 밸류 중심으로 엔진 밸류체인 접근이 필요한 상황이다.

그림6 선박엔진 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 선박엔진 부품 및 재료 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

조선소에게도 부정적 우려 거론됐으나 가능성은 제한적

조선소에도 IMO 중기조치 채택 논의 1년 지연으로 인한 부정적 우려가 거론됐으나, 가능성은 제한적이다. 주요 컨테이너선사들은 1) 다가올 환경규제를 대비한 친환경 선대 구축 및 2) 노후 선대 교체 목적으로 이미 2029년 이후 선령 25년 이상 되는 노후 선대를 모두 대체하고도 남을 만큼의 발주를 완료한 상태이다.

그럼에도 불구하고 HMM, A. P. Moller-Maersk, Shipping Corp of India 등 컨테이너선 발주 예고 소식이 들려오고 있다. 이는 서프라이즈이다.

표4 주요 컨테이너선사들의 선대 운영 현황

	컨테이너선사	Containerships Deployed (teu)			컨테이너선사	Containerships Deployed (teu)	
		No.	TEU			No.	TEU
1	MSC	914	6,755,987	16	IRISL	27	136,092
2	Maersk	723	4,480,474	17	Sealead Shpg	35	127,403
3	CMA CGM	665	4,019,685	18	Unifeeder	80	123,986
4	China COSCO Shipping	474	3,364,184	19	Sinokor	64	119,578
5	Hapag-Lloyd	307	2,391,860	20	T.S. Lines	40	105,364
6	ONE	269	2,101,387	21	RCL	33	101,556
7	Evergreen	228	1,831,682	22	Global Feeder Shpg	37	97,860
8	HMM	88	954,954	23	Emirates	17	80,057
9	ZIM	125	737,612	24	SM Line	15	70,048
10	Yang Ming	101	730,296	25	China Merchants	47	63,290
11	Wan Hai Lines	140	644,693	26	Arkas	37	62,838
12	PIL	100	432,219	27	Matson Inc	21	61,340
13	X-Press Feeders	102	208,651	28	SIPG	60	60,984
14	SITC	118	184,932	29	Zhejiang Seaport	45	60,696
15	KMTC	61	156,770	30	Trawind Shpg Log	14	46,439

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 노후 선대 교체하고도 남을 만큼발주

(TEU)	인도 예정 선대 - 노후 선대
MSC	1,192,661
Maersk	146,827
CMA CGM	1,289,389
COSCO	645,717
Hapag Lloyd	219,791
ONE	654,700
Evergreen	575,280
HMM	42,646
Yang Ming	179,576
Wan Hai Lines	326,879
SITC	21,209
Sinokor	41,399

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 우리나라 조선소들의 수주 가능성 높은 컨테이너선 프로젝트

발주처	척 수	사이즈	기타
HMM	12	13,000TEU	▪ 2030년까지 컨테이너 사업 강화에 135억 투자 계획 (신조선 발주/ 기존 터미널 업그레이드/ 추가 컨테이너선 확보) ▪ 컨테이너선 12척+VLCC에 대해 4조원 규모 투입 예정 ▪ 척당 약 1억8,000만~1억8,500만 달러로 추산
AP Moller-Maersk	6		▪ 총 12척 발주 프로젝트. 6척은 중국 조선사 2곳에 나눠서 발주
Shipping Corp of India (SCI)	최대 4	16,000TEU	▪ VLCC 2척+컨선 발주 프로젝트, 총 10억 달러 규모 ▪ HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션과 중국의 민간 대형 조선소들 (헝리중공업 · 뉴타임즈조선소 등) 후보군으로 검토 중

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 2026년 잇템: 미국을 위한 VLEC, FLNG, 군함

1) 에탄운반선의 미국 LNG 증설 동행 가능성

일반 가스선(전통 LPG선, 암모니아선, 이산화탄소선, 에탄선)선은 LNG선 다음으로 수익성이 높은 선종으로, 컨테이너선 수주가 조건부 전망인 상황에서 일반가스선 수주 개선이 상선 부문의 다음 5년을 좌우할 전망이다. LPG선은 운임과 발주량의 상관성이 높은 선종으로, 2023년 운임이 역사적 고점을 기록한 이후 평균 대비 약 25% 높은 수준을 유지하고 있다. 국가별 수입 비중을 고려하면 중국, 인도, 일본, 한국의 LPG 수요가 신조 시황을 결정한다.

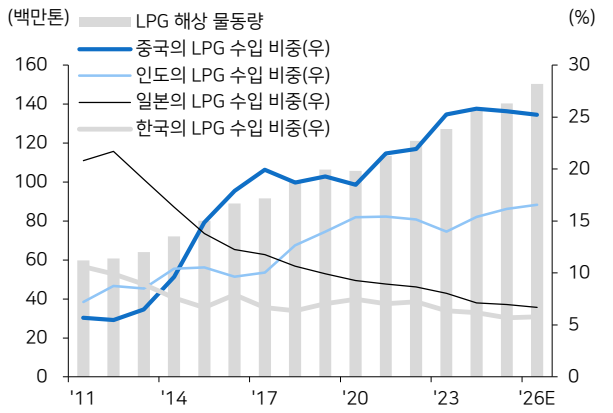
암모니아선의 경우 2023년부터 총 67척이 발주된 상태다. 2025~2029년 블루·그린 암모니아 증설 계획이 약 1,800만 톤/년 규모이며, 필요한 암모니아 운반선은 50~60척 정도로 추정된다. 즉, 이미 충분한 선박 발주가 이루어진 셈이며, 추가 운반선 수요는 암모니아 시장 자체가 더 확대되어야만 발생할 수 있다.

2026년 조선업의 핵심 선종은 미국을 중심으로 한 VLEC, FLNG, 그리고 군함으로 전망한다. VLEC는 일반가스선 내에서 수익성이 가장 높은 선종이다. 2024년 HD현대삼호가 수주한 150,000CBM급 VLEC 기준 척당 2.1억달러로, 척당 2.5~2.6억달러인 174,000CBM급 LNG선과도 견줄만한 선가이다.

미국 LNG 증설 사이클에서 부생 가스인 에탄에 대한 수출 확대 및 선박 수요가 확대되며 미국 LNG 증설과의 동행할 전망이다. 에탄은 NGL(Natural Gas Liquids)에서 추출되는 가스로, NGL은 LNG의 재료인 메탄과 함께 가스전에서 추출된다. 현재 NGL 처리 인프라는 포화 상태에 임박해 있으며, 관련 투자가 진행될 경우 VLEC 발주 모멘텀도 더욱 상승할 전망이다.

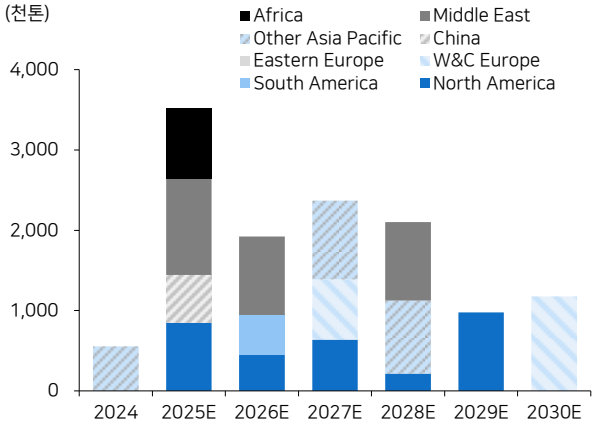
에탄의 주요 수입국은 중국, 유럽, 인도 순이다. VLEC 발주량은 2022년 12척, 2023년 30척, 2024년 21척이었으나, 2025년 10월 말 기준으로는 누계 4척에 그쳤다. 이는 미-중 관계 경색이 미친 영향으로 해석할 수 있으며, 양국 간 무역 회복 시 VLEC 발주 개선이 전망된다.

그림8 LPG 해상 물동량 & 주요 국가별 LPG 수입 비중



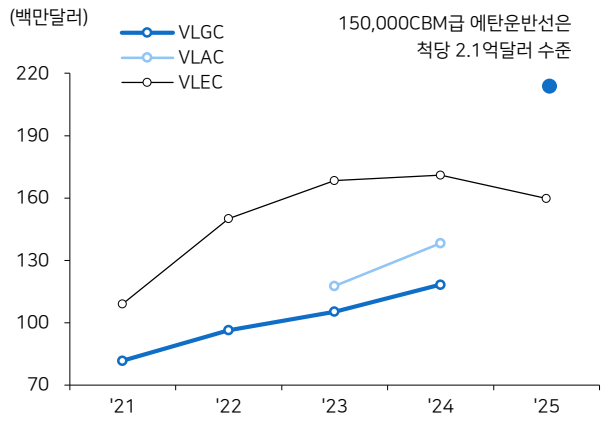
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림9 지역별 그린 암모니아 CAPA 증설 계획



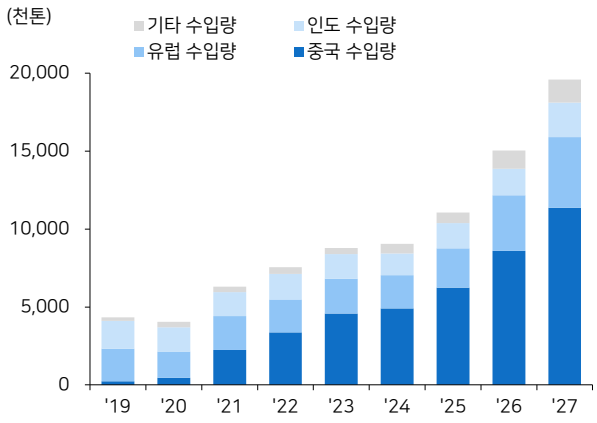
자료: NexantECA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 일반가스선 세부 선종별 가격 비교



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림11 주요 수입국은 중국 > 유럽 > 인도 순



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

2) 2026년 FLNG(LNG-FPSO) 스케쥴 업데이트

FLNG 역시 2026년 다수의 프로젝트가 FID를 앞두고 있어 유의미한 발주가 기대된다. 미국 루이지애나의 Delfin FLNG 프로젝트는 2025년 11월 첫 번째 FLNG, 2026년 초 두 번째 FLNG FID를 목표하고 있으며 총 3기를 합산해 연간 13.2백만 톤 규모를 생산할 예정이다. Delfin Midstream은 삼성중공업과 FLNG 건조를 위한 낙찰의향서(LOA)를 체결했다.

Argentina LNG 프로젝트는 2026년 stage 2의 FID가 예상되며, 총 3단계의 개발을 거쳐 연간 3,000만 톤 생산을 목표하고 있다. Operator인 YPF는 FLNG 발주처로 삼성중공업을 예상하고 있다.

Petrobras가 운영하는 브라질 부지오스(Buzios) 분지발 FPSO 수요 증가도 기대될 전망이다. 해당 유전은 지난 10월 29일 일일 평균 100만 배럴의 생산량을 돌파했으며, 회수 가능한 총 자원량은 약 113억 배럴로 추정된다. 현재 P-74, P-75, P-76, P-77, Almirante Barroso, Almirante Tamandare, P-78 FPSO가 가동 중이고, P-79, P-80, P-82, P-83은 2026~2027년 가동될 예정이다. 지난 10월 제 12호 FPSO인 P-91 입찰이 개시된 상태로, 일일 18만 배럴의 원유와 1,200만㎥의 가스를 처리할 계획이다.

표7 2026년 FID 예정인 FLNG 프로젝트

프로젝트명	Delfin FLNG	Argentina LNG
국가/지역	미국 루이지애나	아르헨티나
용량	총 3기 13.2mtpa	각 6mtpa
일정	- 2025년 11월 첫 번째 FLNG FID 예정 - 2026년 초 두 번째 FLNG FID 목표	2026년 2개 stages의 FID 예상
비고	삼성중공업과 EPCI 계약을 위한 LOA 체결	여러 단계를 거쳐 도합 30mtpa 달성 계획

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

표8 현재 가동 중 또는 가동 예정인 FPSO

설비명	원유 처리용량 (bpd)	가스 처리용량 (백만m³/day)	생산 개시(예정)일
P-74	150,000	7	2018
P-75	150,000	7	2018
P-76	180,000	7	2019
P-77	150,000	N/A	2019
Almirante Barroso	150,000	6	2023
Almirante Tamandare	225,000	12	2025
P-78	180,000	7.2	2025
P-79	180,000	7.2	2026
P-80	225,000	12	2027
P-82	225,000	12	2027
P-83	225,000	12	2027
P-91	180,000	12	TBD

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

3) K-조선의 10년 먹거리 등장. 군함 2028년부터 매출 본격화

또다른 성장축인 군함 수출 시장은 2028년 본격 개화를 앞두고 있다. 그 외 캐나다 잠수함 사업(약 60조원)은 이르면 2025년말~2027년 초 사이에 결정될 예정이다. 필리핀, 사우디아라비아 등 기타 군함수출 시장에 대한 논의도 활발히 진행중이다.

HD현대중공업, 한화오션 등 군함 조선소로 환골탈태. 밸류에이션 기준 수립

군함(특수선)은 수주 이후 착공까지 약 1년의 추가 기간이 소요된다. HD현대중공업과 한화오션은 미국발 해군 수주 매출의 본격적인 인식이 2028년부터 시작될 전망이므로, 2025년의 경우 2028년 실적을 기준으로 밸류에이션을 적용해야 한다.

2028년 컨센서스 기준 HD현대중공업·한화오션의 PER은 18~20배로 peer 평균 18.5배 수준과 유사하며, PBR은 3~4배로 peer 평균 2.7배보다 높은 편이다. 이는 2028년부터 본격 반영될 미국발 군함 매출이 아직 실적에 반영되지 않았기 때문이다.

표9 군함 조선소 밸류에이션 테이블: HD현대중공업, 한화오션은 2028년 컨센서스 대비 PER 18~20배(peer 평균 18.5배)

	PER(x)				PBR(x)				영업이익 (십억원)				영업이익률 (%)			
	25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E
HD현대중공업	34.2	23.7	18.8	18.7	7.0	5.5	4.5	3.9	2,052.3	2,720.7	3,366.0	3,260.8	12.1	14.4	16.2	16.7
한화오션	41.9	29.3	23.8	19.6	6.7	5.5	4.4	3.5	1,327.8	1,727.2	2,100.7	2,776.4	10.2	12.4	13.9	17.3
미쓰비시중공업	55.5	50.2	40.6	34.4	6.1	5.7	5.1	4.6	3,833.2	4,240.8	5,098.8	5,908.6	7.9	8.2	9.1	9.9
가와사키중공업	24.9	23.6	19.2	16.1	2.9	2.6	2.4	2.1	1,250.6	1,364.6	1,623.1	1,867.3	6.0	6.3	7.0	7.5
ThyssenKrupp	28.5	11.1	7.9	6.0	0.6	0.6	0.5	0.5	984.0	1,573.7	1,850.6	1,925.1	1.8	2.8	3.2	3.2
Huntington Ingalls Industries	21.2	18.2	16	14.4	2.5	2.3	2.2	1.9	927.5	1,086.4	1,276.9	1,416.8	5.4	6.0	6.6	7.1
General Dynamics	22.4	19.9	18.2	16.6	3.7	3.6	3.4	2.9	7,604.1	8,365.0	9,013.0	9,550.6	10.3	10.8	11.2	11.4
Austal	41.7	32.9	26.7	22	2.2	2.1	1.9	1.8	85.8	119.2	155.0	186.8	5.5	6.2	6.6	7.2
평균	**33.8**	**26.1**	**21.4**	**18.5**	**4.0**	**3.5**	**3.1**	**2.7**	-	-	-	-	**7.4**	**8.4**	**9.2**	**10.0**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 온고이지신 – 과거에도 새로운 먹거리에 대해서 열광했었던 사례

과거 사례를 보면, 2007년 드릴십 등 해양 사업이라는 새로운 먹거리에 대한 기대감이 반영되며 삼성중공업과 한화오션(구 대우조선해양)의 FY3 기준 PBR 상단은 각각 약 4.5배까지 도달한 바 있었다. 2028년은 2026년을 기준으로 한 FY3에 해당하는 시점이며, FY3 PBR 4배를 초과한 멀티플은 이미 경험된 수준이다.

표10 한화오션, 삼성중공업: 과거 해양 시추 시장에 대한 새로운 먹거리를 주장하며 밸류에이션 부각됐던 사례 별도기준 실적 테이블

한화오션

(십억원)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
신규수주액	2,061.1	5,001.3	3,534.2	4,688.5	6,512.1	7,010.5	9,917.9	18,385.4	22,772.7	4,195.4	11,489.1
매출기준 수주잔액	5,393.4	7,379.1	7,545.4	8,072.3	10,120.0	12,650.0	17,315.9	28,737.3	39,561.0	27,797.9	26,408.6
매출액_IFRS 기준	781.5	3,015.6	3,367.8	4,330.4	4,760.1	4,714.2	5,400.7	7,104.8	10,944.5	12,056.3	12,772.3
수주잔고회전율		9.4	2.5	2.4	2.3	2.7	3.7	5.3	5.6	2.5	2.2
자본총계	622.6	776.9	1,256.7	1,408.3	1,756.7	1,441.2	1,603.4	1,765.2	1,864.9	2,743.9	3,864.2
조정순이익	54.8	153.7	247.3	258.9	242.1	17.1	80.8	330.1	211.9	335.8	1,094.3
조정ROE(%)	8.8%	19.8%	19.7%	18.4%	13.8%	1.2%	5.0%	18.7%	11.4%	12.2%	28.3%
FY3 BPS	6,532	7,320	9,179	7,530	8,378	9,223	9,744	14,336	20,190	22,432	20,051
FY3 PBR_High	0.0	1.2	1.1	2.4	2.1	3.0	3.5	4.5	2.6	1.1	1.9
FY3 PBR_Median	0.0	0.8	0.8	1.4	1.7	2.2	3.0	3.2	1.8	0.9	1.1
FY3 PBR_Low	0.0	0.4	0.6	0.9	1.2	1.7	2.2	1.9	0.4	0.6	0.9

삼성중공업

(십억원)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
신규수주액	2,353.1	3,745.5	3,357.6	7,358.9	8,239.0	7,527.0	13,561.7	15,937.3	21,541.4	3,224.6	12,120.7
매출기준 수주잔액	7,235.6	6,870.5	5,964.3	9,172.0	12,755.1	14,735.4	21,945.4	29,363.6	40,240.5	30,370.2	29,437.0
매출액	3,583.5	4,110.6	4,263.8	4,151.2	4,655.9	5,546.7	6,351.7	8,519.1	10,664.5	13,094.9	13,053.9
수주잔고회전율		1.9	1.5	2.2	3.1	3.2	4.0	4.6	4.7	2.8	2.2
자본총계	1,656.3	1,715.3	1,888.9	1,986.4	2,367.0	1,928.3	2,222.1	1,809.9	2,324.1	2,840.6	3,816.3
조정순이익	-232.1	42.1	92.4	139.3	40.4	58.8	117.8	440.3	761.0	628.3	859.9
조정ROE(%)	-14.0%	2.5%	4.9%	7.0%	1.7%	3.0%	5.3%	24.3%	32.7%	22.1%	22.5%
FY3 BPS	8,182	8,604	10,253	8,353	9,625	7,839	10,066	12,303	16,530	19,948	22,645
FY3 PBR_High	0.7	0.7	0.7	0.9	0.7	2.3	2.6	4.5	2.7	1.6	1.9
FY3 PBR_Median	0.5	0.6	0.4	0.6	0.6	1.2	2.2	3.3	1.9	1.4	1.2
FY3 PBR_Low	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.8	1.4	1.7	0.7	1.0	0.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

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.