

조선

표류하는 조선주, 하반기 방향키 제시

조선/기계

Analyst 배기연

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA 김현비

hyunbee.kim@meritz.co.kr

조선업내 21개 업체들의 합산 시가총액의 연간 수익률은 7월 16일 종가 기준으로 -11.9%. 21개 업체는 1) 조선소: HD현대중공업, HD한국조선해양, 한화오션, 삼성중공업, HJ중공업, 대한조선. 2) 엔진업체: 한화엔진, HD현대마린엔진, STX엔진. 3) 개조 및 제어: HD현대마린솔루션, 에스엔시스, 4) 엔진부품: 케이프, 나노, 5) 피팅: 성광벤드, 태광, 하이록코리아, 6) 보냉재: 한국카본, 동성화인텍, 7) 블록: 현대힘스, 오리엔탈정공, 세진중공업

Meritz Research 2026. 7. 20

펀더멘털은 이상 없으나, 글로벌 peer 대비 멀티플 저평가 강도 심화

한국 대형 조선소들의 2027년 평균 PER과 PBR은 12.0배, 2.6배까지 낮아졌음. 2027년 예상 평균 ROE가 26.3%임에도 글로벌 peer 대비 저평가 상태. 컨센서스를 기준으로 한 글로벌 peer들의 평균 PER과 PBR은 20.3배와 2.8배임. 이들의 예상 ROE는 13.5%임. ROE는 두 배 수준이면서 멀티플은 더 낮은 상황

엔진 업체들의 2027년 평균 PER과 PBR은 11.7배, 2.9배까지 낮아짐. 2027년 예상 평균 ROE가 27.7%임에도 글로벌 peer 대비 저평가 상태. 컨센서스를 기준으로 한 Wärtsilä의 평균 PER과 PBR은 23.5배와 5.5배임. 예상 ROE는 25.1%임

하반기 투자 전략: 내러티브 확실한 탑픽은 HD현대중공업/한화엔진/STX엔진

사실 썬 주식은 많음. 무엇보다도 삼성전자가 메리츠증권 전망 기준 2027년 PER 3.9배임. 삼성전자의 멀티플을 보고도, '조선주가 싸다' 라고 주장할 순 없음

대신 조선주는 반도체를 제외한 선택지 중에서 멀티플 매력도가 상승했음을 강조할 수 있음. 나아가 미래 실적을 예상보다 성장시키며 멀티플이 유의미하게 더 낮아질 수 있는 잠재력을 보유함. 실적 성장을 이끌 새로운 내러티브가 시장을 설득할 수 있어야 함

가능하다고 보며, 하반기부터 조선업은 D.C.향 엔진 → F.D.C → 군함 키워드 순으로 부각될 시나리오를 강조함. 그외 LNG, 재건 등의 키워드에 대해서도 가능성은 상존함. 업체별 선호도는 1) D.C향 엔진: HD현대중공업, 한화엔진, STX엔진, 2) F.D.C: 삼성중공업, HD현대마린솔루션, 3) 군함: 한화오션 순

그림1 주요 조선주 21개사 합산 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표1 조선소 밸류에이션 테이블

(십억원, 백만달러)	매출		영업이익		ROE		PER		PBR	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
HD현대중공업	24,258.6	27,680.3	3,639.5	4,991.3	16.7	12.0	29.8	33.7	4.6	3.6
HD한국조선해양	34,853.3	41,062.4	6,151.7	7,741.6	6.3	4.9	27.1	27.7	1.2	1.0
삼성중공업	12,994.8	15,968.5	1,611.1	2,407.5	19.0	11.5	21.7	27.4	3.6	2.8
한화오션	13,270.0	15,413.3	1,623.0	1,877.3	20.1	19.7	19.3	16.5	3.5	3.0
한국 조선소 평균						12.0		26.3		2.6
미쓰비시중공업	30,929.0	33,939.4	2,662.4	3,515.9	44.6	31.4	11.6	13.0	5.0	3.9
가와사키중공업	14,747.0	15,785.4	919.7	1,080.5	28.8	20.0	12.7	12.8	3.0	3.0
CSSC	27,222.1	31,595.6	3,153.2	4,265.6	6.2	9.6	12.6	14.8	1.5	1.4
글로벌peer 평균						20.3		13.5		2.8

주1: HD현대중공업, HD한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션의 실적은 메리츠증권 전망 기준

주2: 글로벌 peer의 실적은 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 엔진 밸류에이션 테이블

(십억원, 백만달러)	매출		영업이익		ROE		PER		PBR	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
HD현대중공업	24,258.6	27,680.3	3,639.5	4,991.3	16.7	12.0	29.8	33.7	4.6	3.6
한화엔진	1,589.6	1,902.5	278.4	407.1	15.9	11.2	36.2	35.8	4.9	3.4
HD현대마린엔진	593.7	709.2	149.6	183.9	15.9	12.9	22.4	22.0	3.2	2.6
STX엔진	989.8	975.3	114.7	124.3	11.5	10.9	22.2	19.3	2.3	1.9
한국 엔진 평균						11.7		27.7		2.9
Innio NV	3,794.7	5,130.3	523.2	886.8	6.2	39.0	77.6	72.7	46.6	21.4
Wärtsilä	7,529.2	8,011.0	1,022.2	1,141.4	6.2	23.5	23.6	25.1	6.1	5.5
글로벌peer 평균						31.3		48.9		13.5

주1: HD현대중공업, 한화엔진, STX엔진의 실적은 메리츠증권 전망 기준

주2: 글로벌 peer의 실적은 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

조선주 반등을 위한 첫 단추는 데이터센터(D.C.)향 엔진

4월 17일 D.C.향 수주 기회를 확인하며 관련 조선주가 폭등을 기록한 이후 3개월이 지났다. ‘4행정 중속 가스엔진’이 AI 데이터센터향 주전력원 시장 내 새로운 대안으로 입지가 강화되고 있으나, 주가는 오히려 더 빠졌다. 4월 16일 종가 대비 HD현대중공업 -1.9%, 한화엔진 -2.7%, STX엔진 -26.1%이다.

새로운 기회이지만 아직 시장이 확신을 얻지 못하고 있다. 게다가 논리의 시작점인 AI 데이터센터 관련 주도 업종들의 주가 변동성도 커지다 보니 전력주들에 대한 주가 역시 하향 곡선을 그렸다.

다만, 전력 쏠티지가 구조적으로 지속된다는 전제에는 변함이 없다. 7월 14일(미국 동부시간) 발표한 PJM의 2028/2029 BRA(Base Residual Auction) 용량시장 경매 결과, 6.8 GW의 부족이 확인됐다. PJM은 미국 최대 규모의 전력 계통 운영기관(RTO/ISO)이다. 미국 동부의 전력 공급과 송전을 총괄하는 관제센터 역할을 하는 기관이다. 버지니아주를 비롯한 13개 주와 워싱턴 D.C.의 전력망을 운영한다.

BRA는 신뢰도 필요용량(수요)에 대하여 발전사업자들의 실제 확보용량(공급) 수준을 확인할 수 있는 경매이다. PJM은 직전 2027/2028 경매에 이어 2개년 연속 부족 상황을 발표했으며, 장기 전력 수급 상황을 보면 전력 쏠티지는 심화될 전망이다.

전력 부족이라는 구조적인 환경이 일부 조선주에게도 리레이팅 가능성을 부여한다. 조선업체가 AI 데이터센터에 주 전력원으로서 엔진을 공급하는 개념이 미래 실적 전망치를 상향 조정할 수 있는 논리가 설득력을 얻어야 한다. 다음 내용들은 해당 트리거의 후보들이다.

1) HD현대중공업의 CAPA 증설이다. HD현대중공업 엔진사업부의 가동률은 이미 100%를 넘어섰다. AI 데이터센터발 엔진 수요가 아무리 많더라도, 실제로 공급할 수 있어야 의미가 있다. 하반기 중 증설을 시작하면, 2028년부터 납품 가능한 슬롯을 확보할 수 있다. 2028년을 강조하는 이유는 조선주의 밸류에이션이 일반 제조업처럼 1년 뒤 실적을 선반영하기 보다는, 2년 뒤 실적을 선반영하기 때문이다.

2) 한화엔진과 STX엔진의 마수걸이 수주이다. 두 업체는 각각 약 500 MW, 약 2 GW 정도의 여유 CAPA가 있다. 이는 기존 선박 발전용 수요에 대응하고 남은 공급 여력이다. AI 데이터센터에 엔진을 납품하기 시작하면, 외형 성장의 핵심 동력이 될 수 있다. 아직까지 수주는 없다. 두 회사 모두 라이선시이며 데이터센터 주전력 엔진 기종에 대해서 라이선스와 협상하는 시차가 필요하다.

두 회사 모두 Everllence(구 MAN-ES)라는 상위 라이선서와 관계를 오래 이어오고 있다. Everllence는 대당 3.1 ~ 20.7 MW 출력의 다양한 엔진 라인업을 보유하고 있다. 4행정 중속 가스엔진이 데이터센터의 주 전력원으로 낙점받은 사례를 보면, 대당 출력이 최소 10 MW 이상이다. Everllence의 폭 넓은 엔진 라인업을 두고 데이터센터 개발사들의 수요는 증가하고 있다.

라이선스 계약 체결 가능성을 낙관한다. 시점은 알 수 없으나, 한화엔진과 STX엔진의 연내 수주를 기대한다. 지난 6월 25일, 미국 초대형 사모펀드 Bain Capital은 폭스바겐(Volkswagen)으로부터 Everllence를 인수한다고 발표했다. 이는 대규모 자본지출을 유발하는 CAPA 증설 보다는 라이선스 계약을 체결하여 로열티를 수취하는 전략을 선호할 개연성이 있다.

두 번째 부스터 역할을 수행할 부유식데이터센터(F.D.C)의 진척 속도 개선

데이터센터향 엔진 증설 및 수주가 조선주 리레이팅을 이끌 단초라면, 부유식데이터센터는 조선업 사이클의 새로운 먹거리를 의미한다. 2026년말까지 한국 조선소의 부유식데이터센터 수주가 확인하기를 기대한다. 주인공이 될 후보군은 삼성중공업 > HD현대마린솔루션, HD현대중공업이다.

부유식데이터센터 시장은 생각보다 빠르다. 2025년 10월 삼성 - Open AI 간 글로벌 AI 핵심 인프라 구축 협력을 발표한지 1년이 채 지나지 않았으나, 삼성중공업은 2028년 2분기 상용화를 목표로 하고 있다. 수주-리드타임을 고려했을 때 연 내 수주를 기대하게 하는 대목이다.

HD현대마린솔루션과 HD현대중공업 역시 후보군에 편입해야 한다. HD한국조선해양은 7월 7일, 슈나이더 일렉트릭(Schneider Electric)과 F.D.C 인프라 기술 공동 개발을 위한 업무협약을 체결했다. 삼성중공업이 4월 24일, ABB와 F.D.C를 위한 전력 시스템 공동 개발 프로젝트 추진을 위한 MOU의 데자뷰다.

7월 14일 미국 뉴욕주의 '신규 데이터센터 건설에 대한 1년간의 모라토리엄(일시 중단) 선언'은 F.D.C 시장 개화를 앞당기는 계기가 될 수 있다. 뉴욕주 외에도 다른 주에서도 비슷한 행정명령이 등장할 가능성이 충분하다. 데이터센터 개발 주체들 입장에서는 향후 1년간 신규 인허가 신청 접수가 불가하며, 이미 접수해 심사가 진행 중인 프로젝트도 보류 상태가 되기 때문에 대안을 모색할 수 밖에 없다.

이번 행정명령 근거가 전기요금 인상과 수자원 활용에 대한 주민들의 부담인 점을 고려해야 한다. 공교롭게도 F.D.C는 모라토리엄의 근거를 모두 대처할 수 있는 수단이다. F.D.C는 기본적으로 자체 발전을 통한 BTM(Behind the Meter) 방식이다. 즉 전력 계통에 추가 부하를 가하며 전기료 인상을 야기하지 않는다. 냉각을 위해 많은 양의 용수를 증발시켜야 하는 수자원 부담 문제에서 자유롭다. 서버로부터 회수한 열을 바다에 배출하기 때문이다.

F.D.C는 조선업계에 새로운 먹거리 등장이라는 점을 재차 강조한다. 육상 데이터센터와 비교하면작은 용량인 척 당 50~100 MW급 설계로 시작하겠으나, 모듈 확장식으로 다수의 발주를 기대할 수 있기 때문이다. 2021년 이후로 이어진 컨테이너선 발주 사이클이 언젠가 종료되더라도 새로운 선종이 이를 대체할 수 있다.

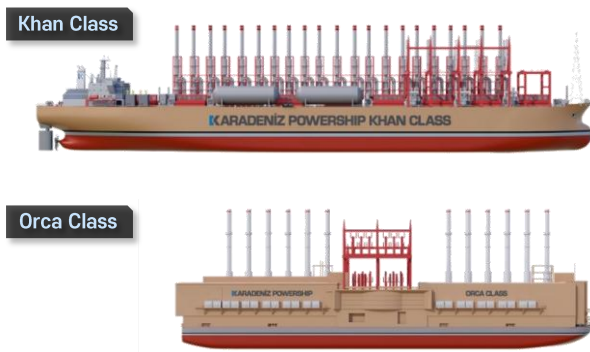
필요한 전력원으로서 엔진의 수요를 확대하는 이슈이기도 하다. 이미 선박 발전용 엔진으로 사용해왔기 때문에 거부감은 없다. SOFC, SMR 등 차세대 발전원도 거론되고 있으나, 당장 투입 가능한 발전원은 엔진이다.

표3 뉴욕주 데이터센터 모라토리엄(행정명령 62호) 주요 내용

항목	내용
형식	주지사 행정명령(Executive Order No. 62): 의회 입법 절차 없이 주지사 권한으로 발동하는 조치로, 서명 즉시 효력 발생
적용 기간	2026.7.14 ~ 최대 1년 (GEIS 수립 완료 시 종료)
대상	- 50MW 이상 신규 데이터센터 - 단, 이미 완결 처리된 허가 신청 건은 그대로 진행 - 신규 데이터센터에 대한 주 환경허가 발급을 중단
세부 내용	- 유예 기간 동안 GEIS(전력·수자원·대기질 등 포괄 환경영향평가)를 수립하여 전력망 부담, 전기요금 상승, 수자원 고갈 등 환경·사회적 우려 해소를 위한 규제 기준 마련 - 데이터센터 유발 비용의 사업자 부담 원칙 명문화: 송전망 증설비 선불 출연, 필요 전력의 자체 조달, 전용 전기요금제 신설 등 검토 - 지역사회와 수자원 보호 장치: 개발사의 지역 펀드 출연과 노동 기준을 담은 커뮤니티 투자 프레임워크 수립(60일 내), 취수 규정 재검토(12개월 내)

자료: Office of Governor Kathy Hochul, 메리츠증권 리서치센터

그림2 시중의 발전선 이미지. 발전용 엔진이 최대 24대 탑재



자료: Karpowership

그림3 삼성중공업의 F.D.C 조감도. 자체 발전 플랜트 구역 포함



자료: 언론보도

세 번째 폭발은 군함. 누그러진 군함의 불꽃은 11월 미 중간선거 이후 재점화

캐나다 잠수함 우선협상대상자가 발표되기 전, 해당 이슈에 대한 멀티플 반영 여부를 두고 의견이 갈렸다. 당초 팀 코리아에서 제시한 캐나다 잠수함 초도함의 인도 일정은 2032년부터였기 때문에, 밸류에이션에 반영하기에는 이른감이 있었다. 다만, 60조원이라는 사업의 규모 덕분에 주가의 선반영이 있어왔다.

결국 멀티플 리레이팅 재료가 사라지면서 주가의 강한 되돌림이 나왔다. 7월 6일 팀 코리아의 캐나다 잠수함 사업 실주는 2024년말부터 이어온 K-조선의 군함 기대감을 반납하는 악재로 작용했다. 한화오션의 2027년 PER은 3.0배까지 낮아졌으며, 군함 신조 사업이 없는 삼성중공업의 2.8배와 유사해졌다.

주목할 점은 미국 군함 협력 기대감까지 되돌려서는 안된다는 점이다. K-군함 키워드의 핵심은 미 해군이다. 쇠락한 미국의 함정 건조 역량을 재건하는 과정에서 10년 이상 K-조선의 협력과 수혜가 가능하기 때문이다. 6월 15~17일 진행했던 G7 정상회담에서 트럼프 대통령이 이재명 대통령에게 질문한 ‘함정 10척 빠르게 건조 가능 여부’는 이러한 상황을 직접적으로 상징한 대목이다.

2024년 11월 트럼프 대통령 당선 축하 전화에서 심어진 한-미 군함 건조 협력이 라는 씨앗은 미국 중간선거가 지난 2026년 11월, 2년 만에 발아할 수 있다. 미국 전투함을 한국 조선소가 건조하기 위해서는 가장 큰 법적 장애물인 번스-톨레프슨 수정법(U.S. Code §8679)의 개정 가능성을 주목하기 때문이다.

U.S. Code §8679에서는 미국 군 전력과 관련된 선박이나 선체 또는 상부 구조물의 주요 부품을 해외 조선소에서 건조할 수 없도록 규정한다. 이러한 법적 제약을 넘어서기 위해서는 매년 제정되는 국방수권법(NDAA) 등을 통해 해당 조항을 수정하는 방안이 가장 현실적이다.

FY2027 국방수권법 제정 과정에서는 상·하원 군사위원회 심사안 모두 한국 조선소의 미국 전투함 건조를 허용하는 개정을 반영하지 않았다. 이는 11월 중간선거를 앞둔 정치적 환경 때문이라고 해석한다. 그러나 아직 하원·상원 본회의와 상·하원 협의위원회(Conference), 대통령 서명에 이르는 절차가 남아 있어 법안 내용이 추가로 조정될 여지는 존재한다.

미 해군은 이미 HD현대중공업과 한화오션에게 8척의 전투함을, 중형 전투함은 삼성중공업까지 포함해서 RFI를 발송했다고 알려졌다. 트럼프 대통령이 이재명 대통령에게 함정 10척 건조에 대해 질문한 이후 실무적인 조치가 진행됐음이 드러났다. RFI부터 한국 조선소가 실제로 수주를 받기까지 여전히 시간은 필요하다. 중요한 점은 캐나다 잠수함은 비교도 할 수 없는 거대한 수혜가 다가오고 있다는 점이다.

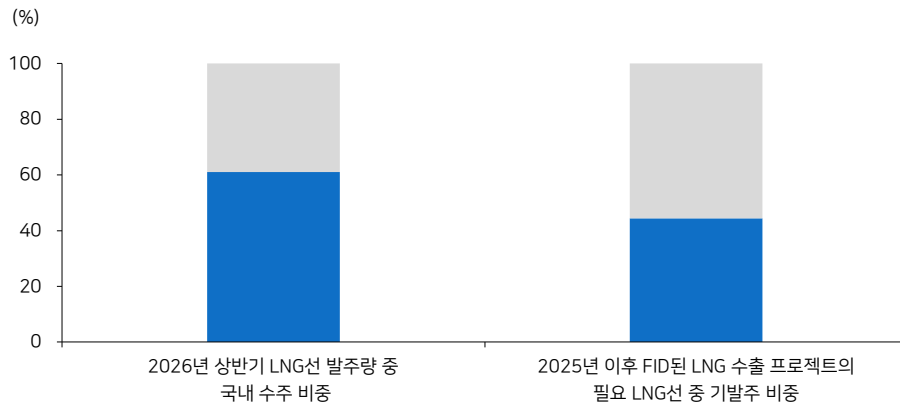
본업 이상 무.LNG선은 2026년 하반기 ~ 2027년 상반기에도 다수 발주

조선 3사(HD한국조선해양, HD현대중공업, 삼성중공업)의 상선 합산 수주잔고는 979억달러이다(2026년 6월 기준). 2021년부터 시작된 조선업 상승국면에서 수주잔고의 성장은 지속되고 있다. 2024년 9월, 이번 사이클에서의 고점을 기록한 이후 하락세를 이어왔으나 2026년 2분기부터는 다시 상승하는 추세를 보이고 있다.

2025년 신조선가 지수 하락을 초래했던 원인이 LNG선이라면, 최근 지수 재상승을 견인하는 핵심도 LNG선이다. 2025년 LNG선 발주량은 34척을 기록하며 전년 대비 43척 줄었다. 그마저도 절반인 17척은 2025년 11~12월에 집중된 점을 감안하면, 선가 하방 압력은 근 1년 가까이 지속된 셈이다.

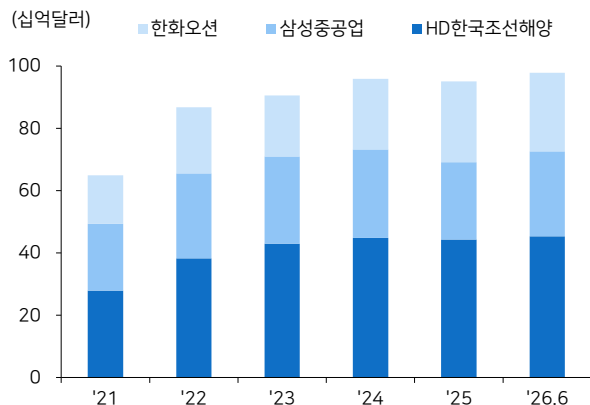
2026년은 ytd로 59척의 발주량을 확인했다. 2025년부터 현재까지 FID(최종투자승인)가 확인된 미국 LNG 수출 프로젝트의 CAPA가 81.4 MTPA인 점을 감안하면, 하반기에도 다수의 LNG선 발주를 예상한다. FID 확인된 LNG 프로젝트가 필요로 하는 LNG선의 규모가 150~160척 수준이기 때문이다.

그림4 2026년 상반기 LNG선 발주 현황



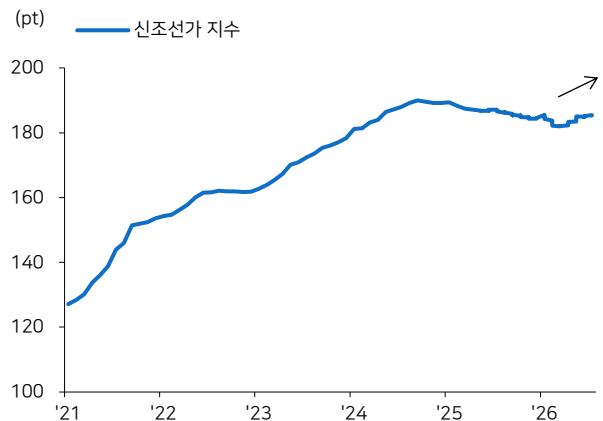
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연도별 조선 3사 합산 수주잔고



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신조선가 지수 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

이번 주 이벤트

1) 7월 21일 Wärtsilä(바르질라)의 실적 발표 예정이다. 오후 2시 30분에 실적을 발표하며, 오후 4시 정각부터 컨퍼런스콜을 진행한다. 관전 포인트는 1) AI 데이터 센터발 전력 쏠티지 심화에 대한 회사의 전망, 2) 수주 문의 현황 및 2026년 주요 수주 가능성 등이다.

2) 7월 24일 삼성중공업의 실적 발표 예정이다. 오후 4시 30분에 실적발표를 컨퍼런스콜로 진행한다. 관전 포인트는 1) 미국으로부터 받은 급유함 관련 RFI에 대한 디테일한 설명, 2) 연내 수주를 노리는 F.D.C의 사업성 및 추가 수주 파이프라인, 3) F.D.C 시장 규모와 사업성 등이다.

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, 배포될 수 없습니다.