



2026. 9. 5 (토)

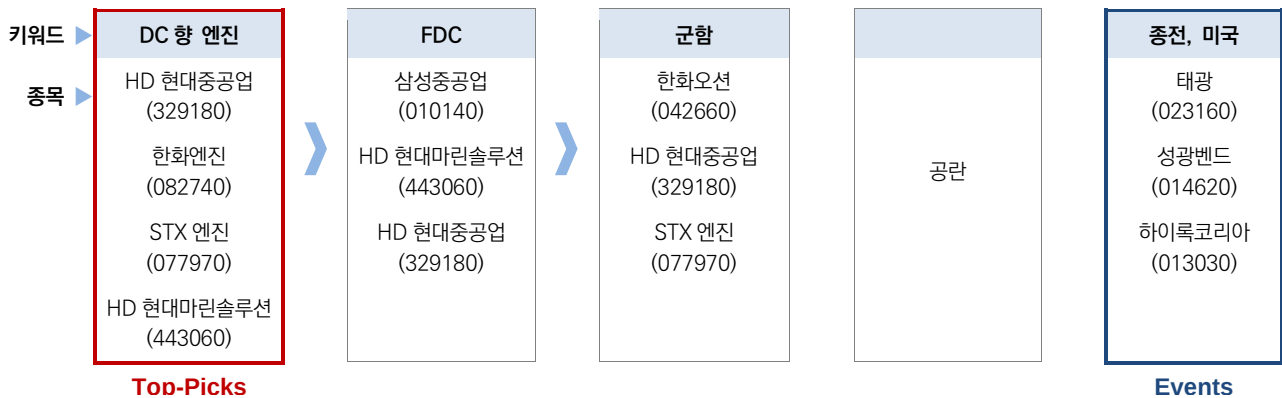
조선/기계

Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA 김현비
hyunbee.kim@meritz.co.kr

Weekly (9.7~9.11)

투자 선호도



투자 전략 코멘트

금리와 반대로 가는 조선주

- 조선주 수익률은 미국 장기채 금리와 음의 상관관계 형성 중
- 문제는 "미국 장기채 금리 상승시, COE(자기자본비용) 상승에 따른 멀티플 하락 효과" 이상으로 조선주 낙폭이 심하다는 점 (부연설명: COE = 무위험이자율 + 시장위험프리미엄 $\times \beta$ 이며, 무위험이자율은 보통 미국채 10년물 금리를 사용)
- 2026년 ytd 기준으로 미국채 10년물 금리와 코스피간 상관계수는 + 0.5
반면, 미국채 10년물 금리와 조선3사 합산 시총 간 상관계수는 - 0.6(3분기부터는 -0.7에 근접). Appendix에 차트 첨부
- 1) AI 데이터센터 및 FDC가 주요 투자포인트로 부각되면서, 장기채 금리 상승이 야기한 AI 우려와 함께 주가 하락
2) 본업인 상선 잘주 전망을 두고 긍정 vs 부정이 엇갈리는 가운데, 금리 상승은 발주처의 파이낸싱 조달에 불편한 요소
- 결론: D.C항 엔진 CAPA 증설과 엔진 수주의 연속성에 대한 확신 + 조선주 반등이 가능하다는 주장은 건지.
다만, 장기채 금리 향방이 반등의 시기 지연과 반등의 크기에는 영향을 미칠 수 있음

금리 변수를 돌파할 수단이 있다면, 1) LNG: 여전히 발주 수요 충분. 2026년말부터 주목

- 지난 주, 1) 트럼프 대통령의 알래스카 LNG 프로젝트 발언 및 2) 미 해군의 충남급 호위함 검토 뉴스와 함께 조선주 반응
LNG와 군함은 앞서 언급한 장기채 금리 향방과 무관하게 조선주에 호재로 작용할 수 있는 키워드
- LNG: 2025년 이후 FID(최종투자승인) 완료한 미국 LNG 수출 터미널 증설 프로젝트의 규모는 80.9MTPA(연 생산량 8,090만톤)
→ Clarkson's에 따르면, 해당 프로젝트에 필요한 LNG선은 총 153척
반면, FID 확인된 기간동안 신조 계약 내역: 92척 = 한국 64척 + 중국 28척
⇒ 단순 계산하더라도 89척 추가 발주 필요(미국 LNG 수출 프로젝트의 경우 중국 조선소가 수주한 28척은 제외해야 함)
- 2026년 상반기에 미국의 많은 수련공이 LNG 수출 터미널 현장 대신에 AI 데이터센터 건설 현장으로 투입됐다고 알려짐.
- 2026년말부터는 LNG 수출 터미널 공사 스케줄 재가속 예상. 이를 방증할 수 있는 수단으로 피팅 3사 수주 동향 주목.
2026년 미국발 수주 일감 중 상반기 AI 데이터센터 → 하반기 LNG 수출 프로젝트로 변화 확인 중

(다음 페이지에 이어집니다.)

금리 변수를 돌파할 수단이 있다면, 2) 군함. 미 해군 특수는 2027년 이후이나 중간 중간 이벤트는 상존

- 미 해군이 해외에 발주할 해군 함정에 대하여,
한국의 충남급 vs 일본의 모가미급 vs 튀르키예의 이스탄불급 호위함을 후보군으로 압축했다는 보도는 긍정적
- 9월 현재 최종 선택지가 결정되지 않았다는 점은 여전히 시차가 존재한다는 점에서 부정적.
미 해군 특수를 2027년부터 기대해야 한다는 현실론을 재확인
- ⇒ 징검다리 역할을 해줄 군함 수주가 중요. 태국 호위함 1+3척 및 페루 군함 사업은 2026년 내 확실히. 여기에 아르헨티나 추가
- 프랑스 언론, "나발그룹이 아르헨티나 차세대 잠수함 건조 계약 놓칠 위기". 기술 이전 및 재정 금융 지원 조건이 핵심 변수로 부각
- 아르헨티나는, HD현대중공업 검토. 1) HDS-1500 모델 및 2) 페루 국영 SIMA 조선소를 MRO 거점으로 활용하는 방안
- 3~6척 도입 / 사업규모는 22억 유로(변동 가능) / 2027년에 본계약 / 2032~36년에 걸쳐 인도 예정으로 알려짐
- 부정: HD현대중공업의 수주 가능성을 높게 보기에는 아직 이름. 프랑스와 아르헨티나 양측 국방부는 2024년에 LOI 체결. 즉, 프랑스와의 협상 수단으로써 HD현대중공업을 거론했을 가능성 존재. 아르헨티나 재정난으로 인해 사업 백지화 가능성
아르헨티나 하비에르 밀레이 대통령 임기는 2027년 12월 만료. 의회 반대로 2025년 잠수함 예산안 부결된 적도 있음
- 긍정: 캐나다 잠수함 사업 실주와는 다른 환경. 캐나다는 EU 방산 프로그램(SAFE) 가입국 vs 아르헨티나는 독자 노선
아르헨티나는 SAFE에 가입하기 위한 분담금 여력이 없음. 게다가 NATO 핵심국인 영국과 포클랜드 제도 영유권 대립 중
- 수주시 효과: 미국과 사우디아라비아 군함 수주가 늦어지는 상황을 일부 만회할 수 있음.

이번 주 주요 이벤트

- ☑ 9월 11일: 한국시간 밤 9시 30분 미국 소비자물가지수(CPI) 발표
- ☑ 미정: 한화오션, 태국의 차기 호위함 사업 최종 사업자 선정 가능성

>>> 상선

신조선가 지수 186.3p (-0.05p WoW)



Clarksons 종합 신조선가 지수는 지난 주 대비 0.05p 하락
 - 2분기부터 시작된 '상승' 추세에는 변화 없음
 - 2H26 ~ 2027년 LNG선, 일반가스선 발주 전망 긍정. 선가 상승 기여

중고선가 지수 214.7p (+0.73p MoM)



Clarksons 종합 중고선가 지수, 9월 업데이트
 - 지난 달 대비 +0.73p 상승
 - 2026년 '우상향' 기조는 지속

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

선종별 신조선가 테이블

선종	신조선가 (백만달러)	% WoW	Ytd (%)
LNGC	248.0	- 0.2%	-
VLGC	114.5	-	-
컨테이너선(13K)	173.0	-	0.6%
VLCC	131.0	-	2.3%
PC	52.0	-	6.1%

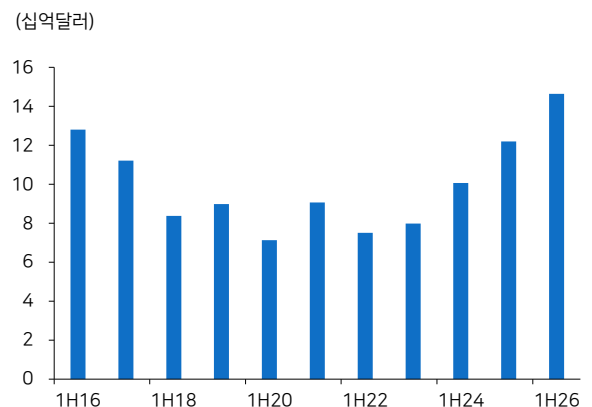
지난 주 대비 0.2% 하락한 LNG선이 종합 신조선가 지수 하락의 이유
 VLGC 고운임세 지속, 신조선가 상승으로 이어질 개연성 주목

선종별 중고선가 테이블

선종	중고선가 (백만달러)	% MoM	Ytd (%)
LNGC	205.0	-	2.5%
VLGC	104.0	-	15.6%
컨테이너선	118.0	-	0.9%
VLCC	157.0	-	30.8%
PC	50.0	2.0%	16.3%

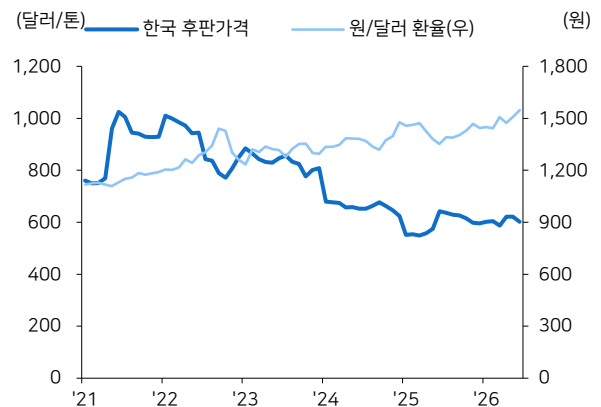
탱커와 벌크선 중심으로 중고선가 상승 트렌드 지속
 - 대서양(USG - 중국 노선) VLCC 운임 급등. 3월초 이후 최고 수준

조선 연도별 수출액 추이



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

한국 후판가격, 원/달러 환율



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

>>> LNG 터미널 개발 현황(LNG 선 발주 환경 추적)

표1 주요 LNG 프로젝트 FID 현황								
국가	프로젝트명	기업	Export Capacity (mtpa)	프로젝트 규모 (십억달러)	상태	FID(예상)일	상업운전 개시	필요 선박 척수 (175K cbm)
미국	Woodside Louisiana LNG 1	Woodside	5.5	6.0	FID 완료 (U/C)	2025년 4월	2029	11
미국	Woodside Louisiana LNG 2	Woodside	5.5	6.0	FID 완료 (U/C)	2025년 4월	2029	11
미국	Woodside Louisiana LNG 3	Woodside	5.5	6.0	FID 완료 (U/C)	2025년 4월	2030	11
미국	Corpus Christi Mid-scale Trains 8	Cheniere Energy	1.6	-	FID 완료 (U/C)	2025년 6월	2028	3
미국	Corpus Christi Mid-scale Trains 9	Cheniere Energy	1.6	-	FID 완료 (U/C)	2025년 6월	2029	3
미국	CP2 LNG Phase 1	Venture Global	14.4	33.0	FID 완료 (U/C)	2025년 7월	2027	15
미국	Port Arthur LNG Phase 2 Train 3	Sempra Infrastructure Partners	6.5	14.0	FID 완료 (U/C)	2025년 9월	2030	12
미국	Port Arthur LNG Phase 2 Train 4	Sempra Infrastructure Partners	6.5		FID 완료 (U/C)	2025년 9월	2031	12
미국	Rio Grande LNG Phase 2 Train 4	NextDecade	6.0	6.7	FID 완료 (U/C)	2025년 9월	2030	17
미국	Rio Grande LNG Phase 2 Train 5	NextDecade	6.0	6.7	FID 완료 (U/C)	2025년 10월	2031	17
미국	CP2 LNG Phase 2	Venture Global	7.8	8.6	FID 완료 (U/C)	2026년 3월	2028	12
미국	Commonwealth LNG	Carturus	9.5	13.0	FID 완료 (U/C)	2026년 5월	2030	20
미국	Delfin FLNG 1	Delfin Midstream	4.4	2.9	FID 완료 (U/C)	2026년 6월	2029	9
모잠비크	Rovuma LNG	ExxonMobile	18.0	30.0	FEED	2026 하반기	2031	22
아르헨티나	Argentina LNG Phase 3 (FLNG 1)	YPF, Eni, XRG	6.0	20.0	FEED	2026 하반기	2031	12
아르헨티나	Argentina LNG Phase 3 (FLNG 2)	YPF, Eni, XRG	6.0		FEED	2026 하반기	2031	12
캐나다	LNG Canada Phase 2	합작투자 참여자	14.0	24.0	FEED	2026 말	2031	15
캐나다	Ksi Lisims LNG FLNG 1	Western LNG 등 컨소시엄	6.0	-	FEED	2026 말	2028	1 (100k cbm)
파푸아뉴기니	Papua LNG	TotalEnergies · ExxonMobil · Santos	5.6	18.0	FEED	2026	2030	3
미국	Texas LNG	Glenfarne Group	4.0	4.0	FEED	2026	2029	9
미국	Alaska LNG Phase 1	Glenfarne Group, AGDC 등	20.0	44.0	FEED	2026	2036	20
	Alaska LNG Phase 2				FEED	2027 초		

자료: Clarksons, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

>>> 군함

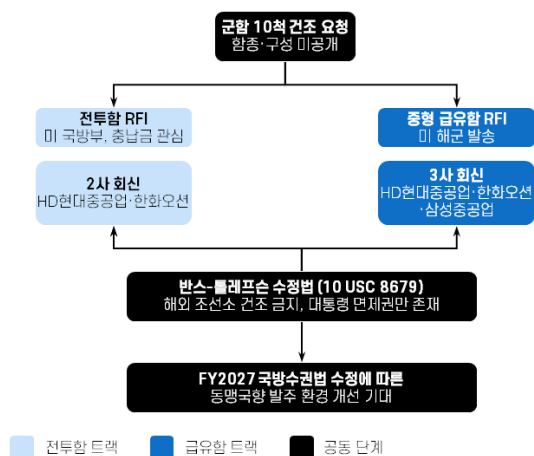
표2 2026년 하반기 이후 군함 파이프라인 예상 (미국 제외)

2026 하반기	2027	2028	2029 이후
태국 호위함 (1척+ 후속 3척)	사우디 호위함 (4~5척)	그리스 잠수함 (4척)	사우디 소해함 (샌타운급 3척 대체)
페루 잠수함 (209급 6척 대체)	필리핀 코르벳 (2척)	사우디 잠수함 (4~6척)	태국 잠수함 (척수 미정)
	말레이시아 (MRSS 2척)	칠레 호위함 (8척)	그리스 경비함 (USV 포함, 미정)
		칠레 잠수함 (2척 대체)	
		필리핀 잠수함 (2척)	

기획보 물량: 페루 후속 수상함 10척 - 호위함 5, 원해 경비함 3, 상륙함 2
(선정 불필요, 우선협상 지위 확보 상태에서 순차 발주)

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 미국 함정 10척 건조 의뢰와 희망 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

>>> 해양 플랜트

표3 2026년 하반기 이후 해양플랜트 파이프라인 예상

2026 하반기	2026 말~ 2027 초	2027 이후
Venus FPSO (나미비아) 연내 목표	아르헨티나 LNG 3단계 2기	Bonga SW (나이지리아) FPSO 3차 시도
Ksi Lisims FLNG (캐나다) 연내 목표		Bay du Nord (캐나다) FEED 진행 중
Delfin 2호기 FLNG (미국) 연내 목표		Adabi/Masela (인니) 듀얼 FEED 진행 중

자료: 메리츠증권 리서치센터

>>> 밸류에이션 테이블

표4 조선소 밸류에이션 테이블

(십억원, 백만달러)	매출		영업이익		PER (배)		ROE (%)		PBR (배)		시가총액	자본총액	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E		2026E	2027E
HD현대중공업	23,832.9	26,731.7	3,993.2	4,757.8	13.9	11.2	32.2	32.5	4.1	3.3	45,815.6	11,188.9	13,967.6
HD한국조선해양	34,865.4	39,750.8	6,616.8	8,044.0	5.4	4.5	31.3	30.2	1.2	1.0	24,664.4	20,246.4	25,275.3
삼성중공업	12,449.0	15,769.7	1,320.4	2,617.0	23.0	10.1	17.6	30.6	3.6	2.7	18,832.0	5,172.1	7,039.1
한화오션	15,708.3	15,171.3	2,003.9	1,686.6	14.9	21.5	24.9	14.2	3.3	2.8	26,596.7	8,107.0	9,343.2
대한조선	1,307.1	1,450.6	365.1	433.0	5.7	4.9	25.5	23.6	1.3	1.0	1,788.3	1,359.3	1,711.5
HJ중공업	2,296.7	2,572.7	158.9	276.8	13.2	7.2	16.6	24.8	2.0	1.6	1,454.7	715.7	917.7
SK오션플랜트	677.4	1,141.8	55.1	101.8	26.6	14.1	4.0	7.2	1.0	1.0	866.0	847.9	911.3
한국 조선소 평균					10.5		23.3		1.9				
미쓰비시중공업	31,008.7	34,679.0	2,700.3	3,635.7	44.1	29.2	11.6	13.2	4.8	3.7	80,986.5	N/A	N/A
가와사키중공업	14,747.0	16,047.7	919.7	1,172.3	21.9	17.2	12.7	13.0	2.7	2.0	13,646.8	N/A	N/A
CSSC	27,539.3	32,236.4	3,247.3	4,403.8	14.0	10.4	13.0	15.5	1.7	1.5	42,015.2	N/A	N/A
글로벌 peer 평균					18.9		13.9		2.4				

주: 메리츠증권 전망치; 글로벌 peer의 실적은 Bloomberg 컨센서스

자료: QuantiWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 엔진 밸류에이션 테이블

(십억원, 백만달러)	매출		영업이익		PER (배)		ROE (%)		PBR (배)		시가총액	자본총액	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E		2026E	2027E
HD현대중공업	23,832.9	26,731.7	3,993.2	4,757.8	13.9	11.2	32.2	32.5	4.1	3.3	45,815.6	11,188.9	13,967.6
한화엔진	1,481.8	2,109.8	224.5	418.0	18.6	10.6	31.1	38.1	5.0	3.4	3,805.2	761.3	1,119.3
HD현대마린엔진	586.4	706.8	149.2	182.8	13.3	11.4	23.6	22.1	2.8	2.3	1,702.9	600.0	749.0
STX엔진	989.8	975.3	114.7	124.3	10.9	10.3	22.2	19.3	2.2	1.8	945.5	430.8	523.0
HD건설기계	9,377.8	10,407.4	760.2	927.1	11.4	10.0	15.9	11.7	1.2	1.1	6,709.1	5,461.3	5,916.2
한국 조선소 평균					10.7		24.7		2.4				
Innio NV	3,873.6	5,179.4	516.2	906.5	59.1	25.7	74.0	78.0	35.1	15.0	15,210	N/A	N/A
Wärtsilä	7,511.9	7,968.3	1,031.4	1,164.6	25.6	22.6	23.8	25.9	6.0	5.4	20,045	N/A	N/A
글로벌 peer 평균					24.2		52.0		10.2				

주: 메리츠증권 전망치; 회계 음영 값은 QuantiWise 3개월 컨센서스; 글로벌 peer의 실적은 Bloomberg 컨센서스

자료: QuantiWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 기타 기자재 & 리트로핏 밸류에이션 테이블

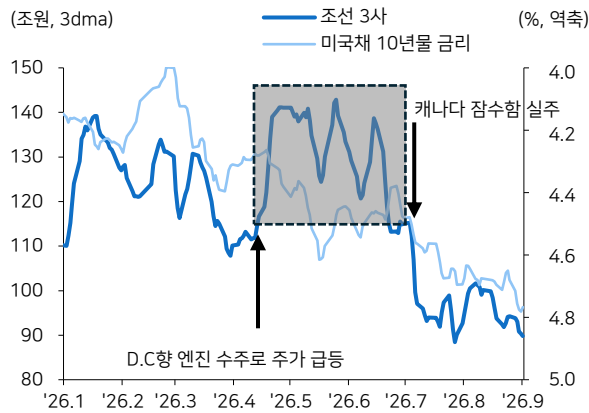
(십억원)	매출		영업이익		PER (배)		ROE (%)		PBR (배)		시가총액	자본총액	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E		2026E	2027E
HD현대마린솔루션	2,309.8	2,520.3	421.2	567.4	25.8	20.7	42.1	44.3	10.4	8.2	9,437.4	910.2	1,151.5
에스엔시스	161.0	190.0	22.0	28.0	11.6	8.9	11.1	13.1	1.2	1.1	232.1	188.0	209.0
케이프	87.0	92.0	23.0	27.0	10.1	8.6	9.9	12.1	1.0	1.0	232.1	223.9	232.3
한국카본	945.9	996.4	181.7	198.9	9.9	8.1	18.4	19.2	1.7	1.4	1,165.3	691.7	819.4
동성화인텍	822.3	896.2	113.4	133.2	6.0	5.1	29.5	27.0	1.6	1.2	514.6	326.7	415.8
태광	331.7	348.6	65.3	73.3	9.5	8.3	10.9	11.4	0.9	0.9	676.4	727.4	794.4
성광벤드	265.9	294.0	62.2	74.7	14.7	12.2	9.7	10.6	1.4	1.2	819.3	600.1	659.1
하이록코리아	199.1	220.5	50.7	62.6	9.9	8.1	8.7	10.0	0.8	0.8	402.5	484.7	519.0
세진중공업	415.1	465.1	82.7	94.0	9.1	8.7	24.0	21.6	1.7	1.4	584.4	351.3	422.0
현대힐스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	470.9	N/A	N/A
오리엔탈정공	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	210.1	N/A	N/A
기타 기자재 & 리트로핏 평균					9.9		18.8		1.9				

주: 메리츠증권 전망치; 회계 음영 값은 QuantiWise 3개월 컨센서스; 글로벌 peer의 실적은 Bloomberg 컨센서스

자료: QuantiWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

>>> Appendix

조선주 - 장기채 금리 간 음의 상관관계 형성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

알래스카 LNG 보도에 조선주도 반응



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표 7 미 해군이 검토 중인 호위함 후보: 충남급 vs 모가미급 vs 이스탄불급

구분	항목	충남급 (대한민국)	모가미급 (일본)	이스탄불급 (튀르키예)
개요				
	함급 명칭 / 사업명	충남급 FFG-III (FFX Batch-III, 울산급 Batch-III)	모가미급 (30FFM / 30DX)	Istanbul급 (Istif급, I-class, MILGEM 2단계 / TF-100)
	운용국 해군	대한민국 해군 (ROKN)	일본 해상자위대 (JMSDF)	튀르키예 해군 (TNFC) / 인도네시아 해군(수출 계약)
	척당 개략 비용	약 3,500~4,000억 원대 (배치 기준, 공표 사업비 기반 추정)	약 500억 엔 (2017년 추정, 당시 약 4.5억 달러)	약 5억 달러
선체				
	전장	129 m	132.5 m	113.2 m
	전폭	14.8 ~ 15 m	16.3 m	14.4 m
	흘수	약 4 m급	약 4.5 m (추정, 형심 9.0 m)	4.05 m
	배수량	경하 3,600 t / 만재 약 4,300 t	기준 3,900 t / 만재 5,500 t	약 3,000 ~ 3,200 t (만재)
	승조원	약 125명	약 90명 (고도 자동화, TSCS 적용)	약 123명
무장				
	함포	127 mm Mk 45 Mod 4 (5인치/62구경) 1문	127 mm Mk 45 Mod 4 1문	76 mm/62 1문 (1번함 OTO Melara SR, 후속함 MKE 국산포)
	VLS	K-VLS 16셀 (해군 4발 쿼드팩 가능) + 해룡 전술함대지 VLS 8셀	Mk 41 VLS 16셀 (7번함부터 취역 시 장착, 이전 함정은 순차 소급 장착)	MIDLAS 국산 VLS 16셀 (후속함은 셀 증설 추진)
	함대공 미사일	해궁(K-SAAM) — 최대 12표적 이상 동시대응	SeaRAM (근접), 함대공 미사일은 신형 FFM(개량 모가미)부터 탑재	HISAR-D RF(쿼드팩, 40 km급) / SİPER Block-1(100 km급)
	대함 미사일	해성 SSIM	17식 함대함유도탄 8발	ATMACA 16발 (사거리 250 km급)
	근접방어(CIWS)	CIWS-II 30 mm (국산)	SeaRAM 1기 + RWS 2기	ASELSAN GÖKDENİZ 35 mm 2연장 + SMASH 200/25 RCWS 2기
	어뢰 / 대잠	청상어(K745) 3연장 어뢰발사관 2기, 홍상어급 대잠 옵션	12식 어뢰, 07식 수직발사 대잠로켓(VLA)	324 mm 2연장 어뢰발사관 2기 (ORKA / Mk-46 Mod5)
	특수 임무	—	기뢰부설, UUV/USV 운용(선미 램프), 기뢰전 대응	—

자료: 메리츠증권 리서치센터

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.