Equity Report | 2026.9.29

김주희 joohee.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET 미래에셋증권

조선/AI엔진 (비중확대/신규)

Next Cycle, New Engine

CONTENTS

Summary: 단단한 본업, 곳곳에서 신성장 동력 3

스테디 사이클의 조건: 도크 쇼티지 39

중국 슬롯 완판이 P 반등의 조건 39

단순 물동량보다 톤마일의 구조적 성장에 주목 51

M/S 회복을 위한, 글로벌 오퍼레이션과 범용선 재흡수 57

장기 교체수요 30년 납기부터 본격화, 폐선 지연으로 잠잠했을 뿐 64

I. 상선: 선종별 발주 Catalyst 및 현안 70

LNGC: 2030년까지 말달리는 Q, P 모멘텀은 4분기부터 기대 73

가스선: 상반기의 주인공, HD현대 수주 주도 84

탱커: 폭발하는 물량을 글로벌 오퍼레이션으로 흡수할 것 88

컨테이너: 중소형 다변화로 실수요 확산, 대형선 발주는 잠시 소강 98

II. MASGA: 폭발적인 물량과 OPM을 보게될 것 105

미국 시장 진입을 위해 걸어온 길과, 걸어갈 길 105

최대 600조원 이상의 OPM 30%+ 시장, 전투함 수주 현실화가 조건 113

블록 사업 영업가치, 사업 초기에도 30조원 이상은 무난 124

III. 군함: KSS와 KDX에 쇄도할 러브콜 132

글로벌 군함 수주시장: 매년 20조원의 TAM 형성 132

파이프라인: 동남아, 중동, 남미 순으로 풍부하게 개화 139

유럽 CAPA 포화가 기회, 납기 경쟁력이 부각될 시점 144

IV. AI가 안겨준 새로운 먹거리들 150

4행정 가스엔진, AIDC 전력원으로 부상 150

FDC: 육상 데이터센터 공급 병목의 대안으로 부상 163

Company Analysis 170

HD현대중공업 171

HD한국조선해양 180

한화오션 188

삼성중공업 197

대한조선 206

한화엔진 212

HD현대마린엔진 220

HD현대마린솔루션 226

Summary: 단단한 본업, 곳곳에서 신성장 동력

한국 조선업, 본업의 성장성 재확인할 것

26년 한국 조선업은 중장기 성장성에 대한 의문에서 자유롭지 못했다. 22년 본격화된 발주 및 선가 사이클이 25년 숨고르기에 들어가면서, 28년부터 인식할 건조선가가 부진하기 때문이다(Big 3 24~27 CAGR 8%→28년 -4.2% YoY). 컨센서스도 이를 반영했으며(Big 3 OP 24~27 CAGR 140%→28년 15% YoY), 기대감을 선반영했던 밸류에이션은 조정 단계다(24MF P/E 25년 23.8x→11.4x). 재부각을 위해 1) 본업 상선에서의 성장성 재증명, 2) 새로운 영역에서 신성장 동력 확보가 필요하다. 현재 계약선가 반등과 AIDC 전력원 진출로 두 조건 충족이 가능하다고 판단하며, 업종 투자의견 비중 확대로 조사분석을 개시한다.

본업 상선은 중장기 완만한 호황을 이어나가며 실적의 하방을 보장할 것이다. 올해 Q(발주) 회복이 뚜렷하다. 26년 YTD 발주량은 현행 사이클 고점(24년 9월 누적)을 10.6% 상회한다. 신조선가도 2월 상승기에 재진입하며 회복기의 초입이다(Index 21~24년 CAGR +7.2%, 25년 -2.4% YoY, 26년 YTD +1.0% YoY). 중고-신조 스프레드 확대가(15.1%) 계약가를 밀어올리는 전형적 업사이클 환경이 중장기 지속될 것으로 전망한다.

근거는 중국 슬롯 포화를 통한 도크 쇼티지다. 주요 공영(CSSC/CMI) 및 대규모 민영사들의(Hengli/YZJ등) 증설 선언들을 수치화해 슬롯 완판이 머지않았음을 가장 먼저 확인했다. Q의 확장에 기초 톤마일의 개선이 기여한다. 19년 대비 26년 톤마일은 18.2% 증가했는데, 이중 물동량은 7.4%인 한편, 항해길이의 증가가 10.4%로 기여도를 역전했다. 지정학적 불안에 따른 우회 운항과 에너지 수입처 다변화가 주도한다. 특히 에너지 수입처 다변화는 북미발 에너지(LNG/LPG) 수출 확대에 기인한다. LNG운반선의 경우 기확정 프로젝트만 반영해도 2030년 이후 공급부족이 예상된다. **필요 선박수는 연간 수주잔고를 2030년 127척, 2031년에는 150척 상회**할 전망이다.

이를 흡수할 교체수요가 가세하며 중장기 스테디 사이클을 지지할 것으로 전망한다. 지난 사이클(07~12년) 인도선박(총선복 28.5%)의 +25년 교체주기는 2032년부터다. 비교적 명확한 타임라인을 제공하던 환경규제가 정치 환경상 답보해 시점 확언은 어렵지만, 현재 15년을 지나고 있는 선박들(43.3%)이 30년 슬롯부터 교체 수요로 가세할 것은 확실하다.

장기적으로는 사이클 담론을 넘은 신성장 요소의 현실화가 중요하다. 상반기 폭발적 수주 증가(3사 합산 YTD 최근 3년 평균 대비 +42.8%, 24년 대비 +28%)에도 주가 반영은 더뎠다. 개별주 흐름은 외려 신사업 기대감이 좌우하였다. HD현대는 DC향 중속엔진, 한화오션은 MASGA와 해양 방산수출, 삼성중공업은 FDC다. 25년까지 MASGA, 올해 상반기까지 글로벌 군함 수출이 주도했다면, 하반기 이후의 핵심은 **AIDC 전력원으로서 부각되고 있는 중속 가스엔진, FDC**에 있다. 상기 언급된 요소들은 공통적으로, 현실화될 경우 1) 폭발적 물량확대가 가능하고, 2) 중국과의 경쟁에서 자유롭게, 3) 30%대의 고마진 향유가 가능하여 펀더멘털의 계단식 상승을 이끌 수 있다. 업체별로 주력 신사업의 본궤도 안착 시점이, 디레이팅 완화 시점과 맞물릴 것으로 판단한다.

AIDC 엔진이 주도할 밸류에이션 회복, MASGA와 군함도 가세

엔진이 현재 리레이팅의 핵심이다. 2년 빠른 납기, 모듈형에서 비롯되는 가용성 및 얇은 고정비율로 50~400MW급 중규모 사이트로부터 채택이 활발하다(27F 북미 온사이트 가스엔진 20GW, 중속엔진 9.5GW). 이달초 HD현대의 증설은 예상치를 상회(육상 3.3GW vs. 2~3GW), 경쟁 라이센서 2사의 합산치를 초과한다(7.2GW vs. 7GW). 육상발전 사업 이익은 **28F 0.4조원에서 30F CAPA 정상화로 1.4조원**에 도달할 것으로 추정한다. MRO 서비스 현금을 중장기로 누릴 HD현대마린솔루션, 라이센시로 참여 가능성을 보유한 한화엔진, 힘센에 4행정 터보차저를 탑재할 HD현대마린엔진까지, 업종 전반에 온기가 확산될 전망이다.

MASGA는 현재 법제화를 통해 한 번에 시장이 열리기보다, 현행 시스템 내에서 개별 건의 우회적 수주로 전개되는 분위기다. 30%를 상회할 고마진 기대감, 슬롯 판매를 통한 선가 상승 촉매로 무게감은 여전하다. 현실화 시, 블록건조 사업의 영업가치 하단은 30.8조원으로 추산한다. 하반기 Catalyst: 1) 미 행정부의 중간선거 전후 조선 재건 재부각, 2) 차기 호위함 사업에 충남급 채택 및 주요 획득사업 참여 현실화와 3) 한화오션의 오스탈 USA 인수다. 현지건조 우선 기조와 맞물리며 전투함 수주 가시성 확대를 이끌 전망이다.

글로벌 군함 수출은 국내사 수주시장이 매년 약 20조원(잠수함 10조원, 호위함·구축함·초계함 7조원, 하단 기준)으로 형성된 가운데, 지난 3건의 대형 프로젝트 실주를 거치며 기대감이 약화한 시점이다. 당시는 아니었지만, 현재 유효해진 변화는 핵심 경쟁자들의 슬롯 소진이다. 폴란드 Orka를 수주한 Saab의 A26 납기는 최대 16년으로 전해지며, 호주 호위함 건조로 일본의 미쓰비시/가와사키는 미국 사업 참여를 재검토한다. TKMS는 CPSP 수주 이후 2040년까지 풀캐파를 소통한다. 한국의 납기 경쟁력이 크게 부각될 수 있는 환경이다.

주가 Catalyst: 1) 계약선가 상승, 2) OPM 서프라이즈, 3) 신사업 가시화

현재 국내 업체들은 백로그길이 유지→선별수주→OPM 상승으로 펀더멘털을 증명하고 있다. 수주잔고와 순자산에 기반하는 양적 방법론 대비, P/E와 28F EPS를 통해 실적 개선 시점과 동행하는 기업가치 산정이 효과적이다. 실제 수주물량 인식기(=24MF) 예상 영업이익과 Big 3 시가총액은, 증익기(23~) 진입 후 높은 상관관계로 움직이고 있다(p7).

현재 저평가 매력이 높아진 상황임에 주목한다. 07년 사이클에 근거해 시장은 상선으로 P/E 15배, P/B 3배의 고점을 인정한다. 글로벌 Peer 컨센서스는 각 20.3배/2.6배로(ROE 13.5%), 국내 Big 3의 28F 평균 각 10.9배, 2.3배(27F ROE 26.3%)는 역사적 이력과 글로벌 Peer를 모두 하회하고 있다. 26년 YTD 기준 28F 순이익 컨센서스가 20% 이상 상향됐음에도 멀티플 하락이 이를 상쇄하며 시가총액이 40% 축소되었다. 펀더멘털과 주가의 괴리가 확대된 시점에서, 이익 가시성 확인시 밸류에이션의 업사이드 리스크 유효하다.

주가 Catalyst: ① 잔고길이 유지→선별수주→건조선가 상승, ② 높은 영업이익률 그리고 ③ 신사업의 본궤도 안착으로 판단한다. 단기 투자전략에 있어 환율 변동, 하반기 계절성(전년 늦은 추석연휴, 노조 파업 및 인건비 일시반영) 영향 고려가 필요하다. 각 사의 환율 민감도는 100원당 연간 OPM 기준 한화오션(2.4%p) 〉 HD한조해(0.9%p) 〉 HD현대중(0.8%p) 〉 삼성중(0%) 순이다. 전통 비수기의 계절성, 혹은 일회성 영향으로 인한 실적의 단기 부진으로 주가가 과하게 조정된 업체에 저가 매수 기회가 풍부하다는 판단이다.

조선사 Top pick: HD현대중공업, 엔진 최선호 한화엔진

조선사 Top pick: **HD현대중공업**으로 제시한다. 목표 시가총액 83.7조원, Implied P/E 18.3배(28F SOTP 상선/해양 16x, 엔진기계 20x, 특수선 25x)를 적용했다. 1) 양호한 가스선 수주로 하반기 계약선가 상승 포착 가능성, 2) 증설후 글로벌 CAPA 1위의 가스엔진 라이센서로 리레이팅 잠재력이 높다고 판단한다. 3) 육상발전 실적은 30년 100% 가동 체제 아래 매출액/영업이익 증분 각 4조원/1.4조원으로 28년 대비 OP 3.5배 확장을 앞뒀다.

상선 사이클 한정시 엔진/AM 3사를 조선사 대비 선호한다. 1) 쇼티지 시점이 이르고 2) 중국 침투가 더뎌 그 강도(=단가 상승)가 강하며, 3) 이에 말미암은 성장성 우위(26F~28F OP 성장률 엔진 80.0%〉 조선 40.5%)에 근거한다. 엔진 Top-pick: **한화엔진**으로 제시한다. 1) 2행정 ASP 상승에 따른 실적 고성장, 2) 27년 증설/단가 인상을 통한 추정치 상향 여력 양호하다. 이에 더해, 3) 4행정 CAPA의 북미 AIDC향 활용 부각이 리레이팅을 이끌 것이다. 3Q 준공 신공장은 2배 증설이 용이한 시설이며, 28년의 잔여 슬롯을 500MW급 육상엔진 수주로 채운다면 28년 매출액/영업이익 추정치의 15.6%/20% 상향이 가능하다.

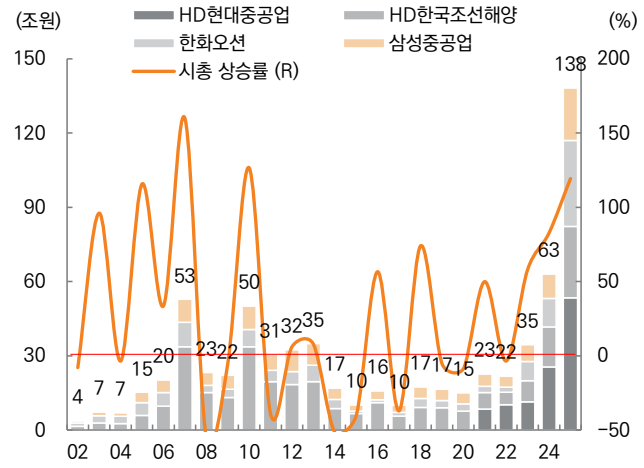
신규 커버리지 요약

(십억원, 원, %, x)

기업명	투자의견		연도	매출액	영업이익	순이익	EPS	OPM	영업이익 성장률	EPS 성장률	PER	PBR	ROE
HD현대중공업	투자의견	매수	2025	17,581	2,038	1,415	15,702	11.6	188.9	124.3	32.4	5.7	18.8
조선 Top-pick	현재주가	442,000	2026F	24,743	4,077	3,270	31,154	16.5	100.1	98.4	15.1	4.3	31.3
	목표주가	800,000	2027F	26,278	4,871	3,793	36,140	18.5	19.5	16.0	13.0	3.6	30.1
	상승여력	81.0	2028F	27,920	5,913	4,597	43,793	21.2	21.4	21.2	10.7	3.0	30.7
HD한국조선해양	투자의견	매수	2025	29,933	3,904	2,168	30,639	13.0	172.3	85.0	13.3	2.2	17.8
	현재주가	332,000	2026F	34,278	6,207	3,980	56,233	18.1	59.0	83.5	6.2	1.5	27.0
	목표주가	470,000	2027F	37,324	7,426	4,602	65,025	19.9	19.6	15.6	5.4	1.3	26.4
	상승여력	41.6	2028F	39,341	8,583	5,290	74,750	21.8	15.6	15.0	4.7	1.1	26.2
한화오션	투자의견	매수	2025	12,784	1,168	1,246	4,066	9.1	390.8	135.9	27.9	5.6	22.6
	현재주가	80,000	2026F	15,736	2,220	2,105	6,870	14.1	90.2	69.0	11.9	3.0	28.8
	목표주가	128,000	2027F	14,714	2,372	2,121	6,922	16.1	6.8	0.8	11.8	2.4	22.4
	상승여력	60.0	2028F	15,463	2,686	2,300	7,506	17.4	13.2	8.4	10.9	2.0	19.7
삼성중공업	투자의견	매수	2025	10,650	862	546	620	8.1	71.5	754.1	38.9	4.1	13.7
	현재주가	20,100	2026F	12,744	1,380	920	1,045	10.8	60.1	68.7	19.1	2.8	19.3
	목표주가	33,000	2027F	15,102	1,980	1,514	1,720	13.1	43.5	64.5	11.6	2.2	24.7
	상승여력	64.2	2028F	15,972	2,380	1,830	2,080	14.9	20.2	20.9	9.6	1.8	23.5
대한조선	투자의견	매수	2025	1,228	294	249	7,310	23.9	86.1	-41.3	9.2	2.4	32.2
	현재주가	45,550	2026F	1,330	355	303	7,915	26.7	20.7	8.3	6.2	1.4	24.8
	목표주가	75,000	2027F	1,385	377	310	8,152	27.2	6.1	3.0	6.1	1.1	20.8
	상승여력	64.7	2028F	1,580	441	358	9,407	27.9	17.1	15.4	5.3	0.9	19.7
한화엔진	투자의견	매수	2025	1,371	130	174	2,082	9.5	81.8	114.6	20.6	6.4	36.6
엔진 Top-pick	현재주가	47,650	2026F	1,594	223	190	2,282	14.1	71.9	9.7	21.6	5.4	29.1
	목표주가	85,000	2027F	2,279	399	315	3,781	17.5	78.7	65.6	13.0	3.8	34.6
	상승여력	78.4	2028F	2,567	491	386	4,621	19.1	23.0	22.2	10.7	2.8	30.5
HD현대마린엔진	투자의견	매수	2025	402	76	165	4,867	18.9	128.7	98.0	18.4	6.2	41.4
	현재주가	49,100	2026F	597	151	129	3,796	25.3	99.2	-22.0	13.9	3.0	23.9
	목표주가	85,000	2027F	779	212	170	5,018	27.2	40.1	32.2	10.5	2.4	25.2
	상승여력	73.1	2028F	855	249	200	5,900	29.1	17.4	17.6	9.0	1.9	23.2
HD현대마린솔루션	투자의견	매수	2025	1,983	350	270	6,013	17.7	28.9	13.4	32.2	10.5	33.7
	현재주가	245,500	2026F	2,369	416	359	8,016	17.6	18.9	33.3	27.6	10.0	39.6
	목표주가	360,000	2027F	2,667	538	430	9,594	20.2	29.2	19.7	23.0	8.4	39.8
	상승여력	46.6	2028F	3,081	684	538	12,002	22.2	27.3	25.1	18.4	7.1	41.9

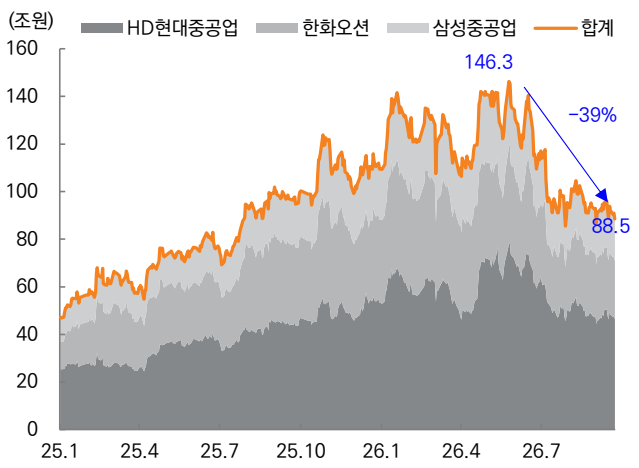
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

조선 3사 시가총액: 25년까지, 20년 대비 텐베거 성과…



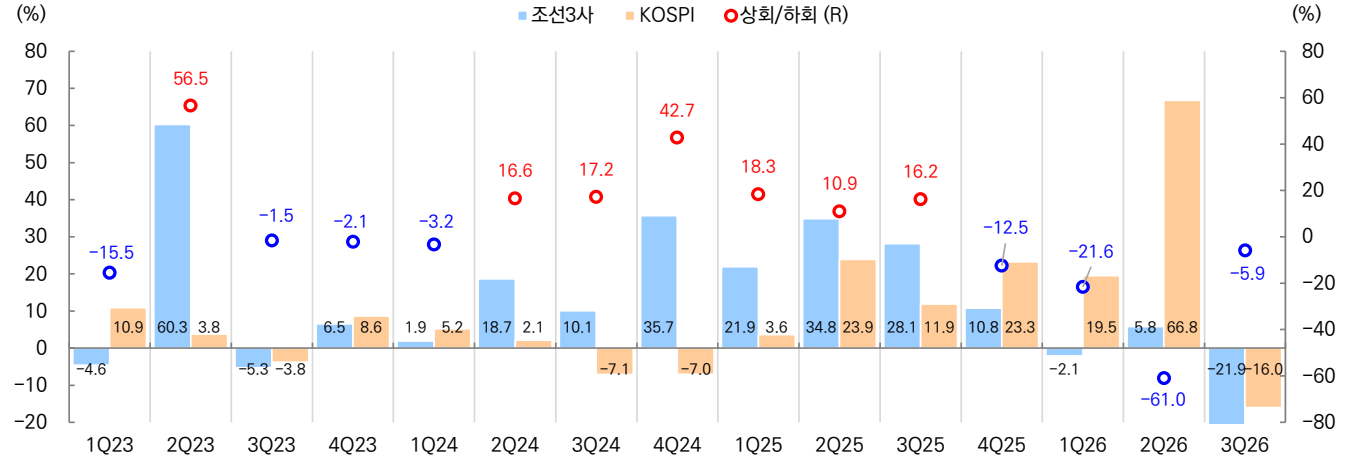
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

…26년 4월 고점 형성, 이후 합산 시총 -40%



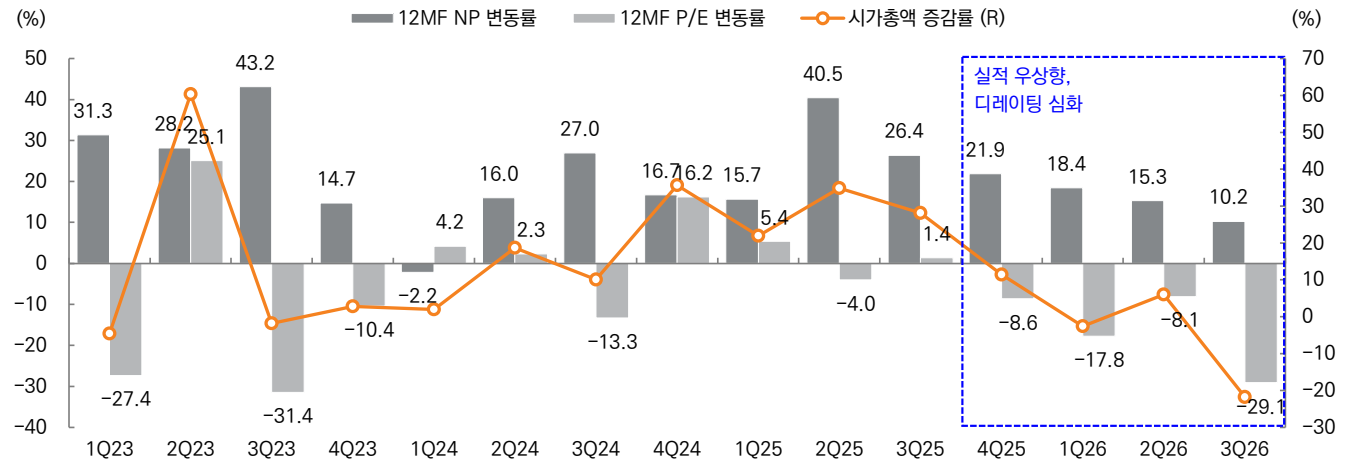
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

조선 Big3 분기 수익률 및 KOSPI 대비 상회/하회폭: 4분기째 지수 하회



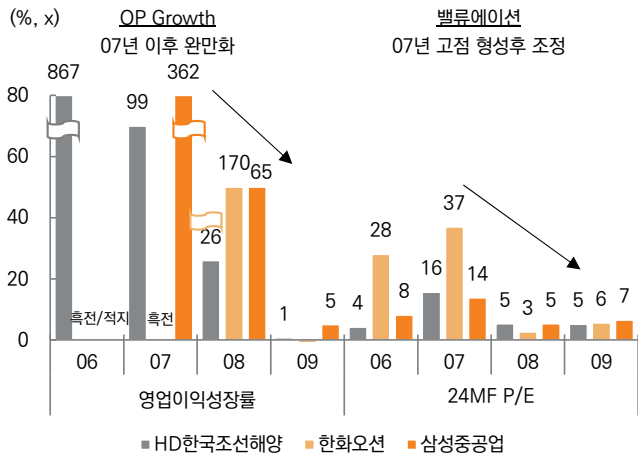
주: 한조해 제외 현대중공업, 한화오션, 삼성중공업의 합, 자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

국내 Big3 분기 시총 변동률 기여도: 펀더멘털 우상향에도 디레이팅 심화로 시가총액 축소



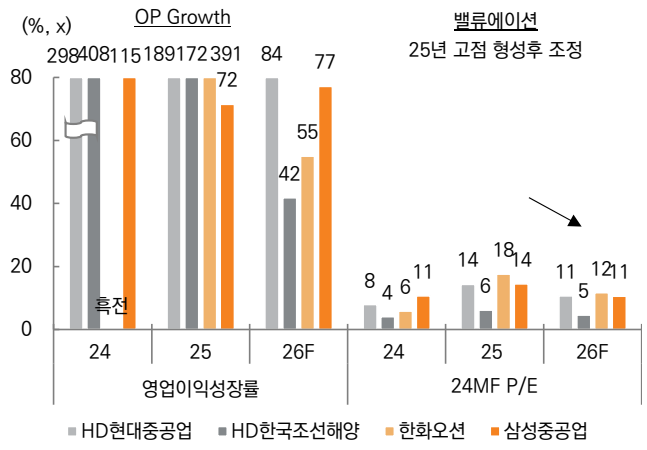
주: 한조해 제외 현대중공업, 한화오션, 삼성중공업의 합, 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

07년 사이클: 영업이익 성장률 꺾이며 멀티플 조정기 진입…



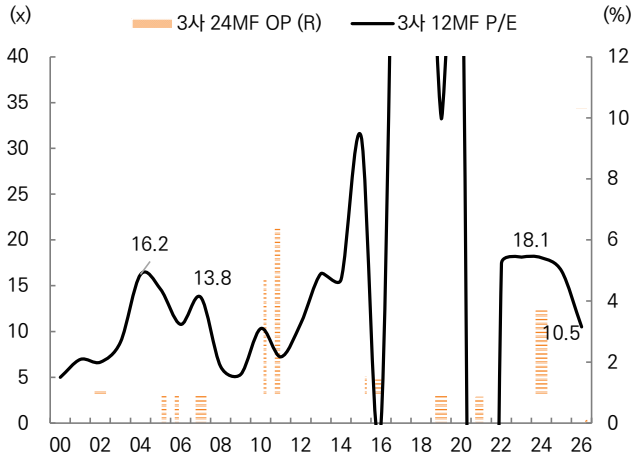
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

…현행 사이클: 이익 성장 지속 중이나 밸류에이션 선제적 조정

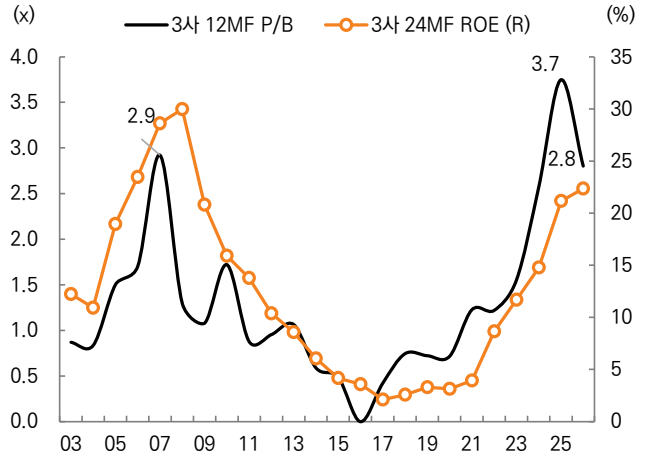


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

과거 싸이클 당시 기대감을 반영한 1년 선행 P/E, P/B 고점은 각 15배, 3배 수준으로 형성

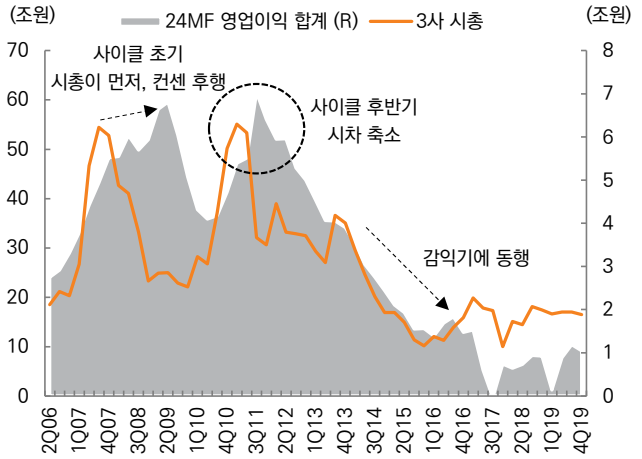


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터



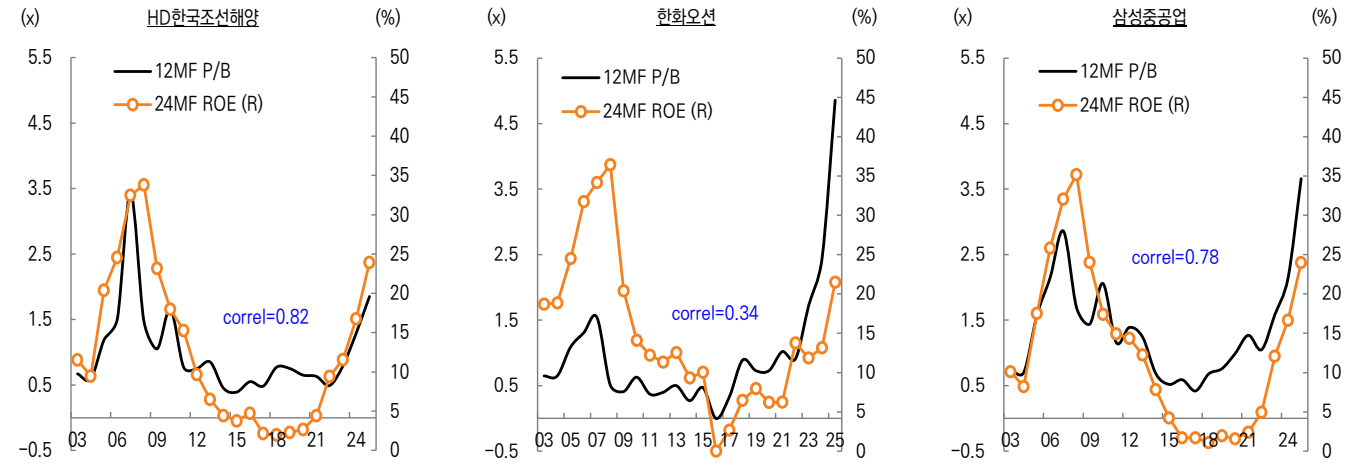
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

시총과 백로그 끝단 (=24MF) 이익의 연관성에 무게. 증익 구간 진입 이후 설명력 확대, 2020년 이후 동행 유의미



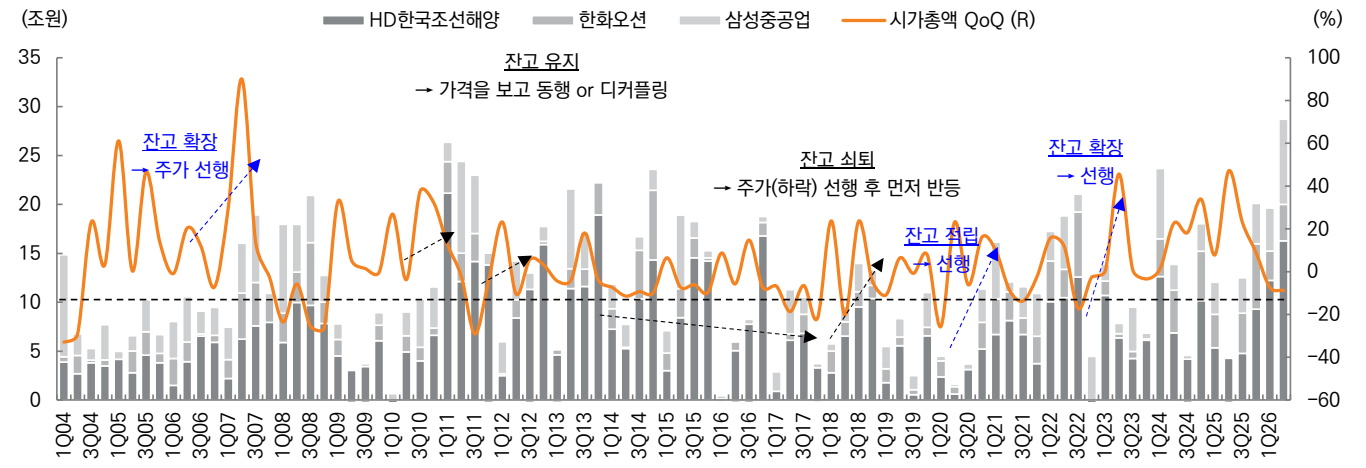
주: 2Q06~4Q19 HD한조해+대조해+삼성중공업, 3Q21~현재 HD현대중공업+한화오션+삼성중공업, 자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

기업별 12개월 선행 P/B vs. 백로그 끝단의 예상 ROE, 장기 스케일에서 높은 설명력



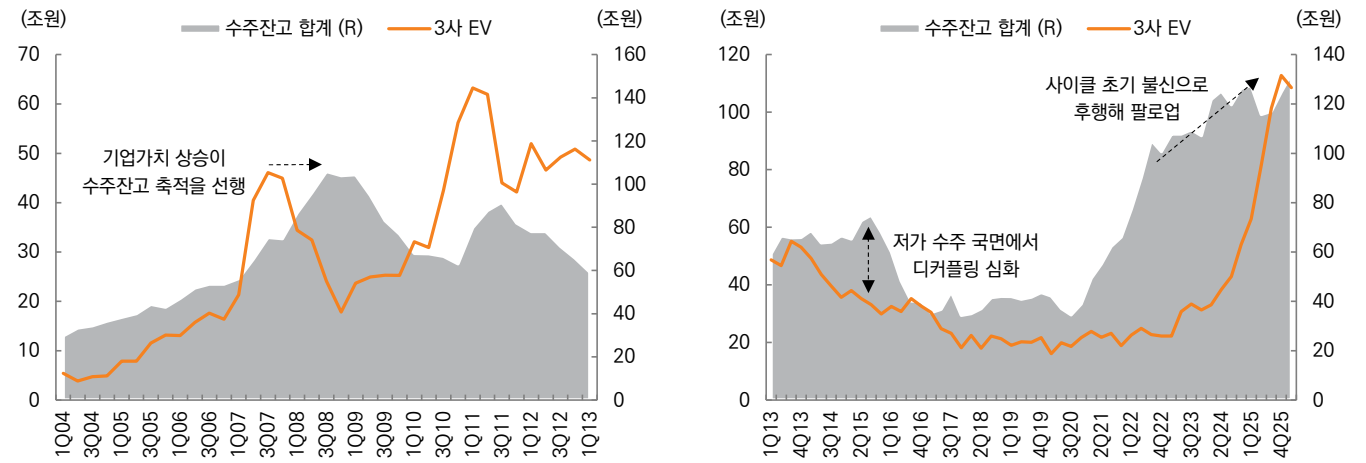
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

수주잔고는 장기 시가총액 설명력이 가장 높은 변수. 단, 시차를 두고 선행/후행하는 한계



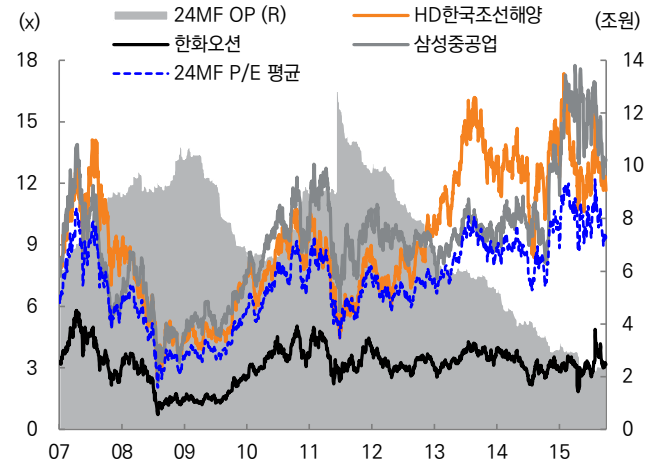
자료: 각 사, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

EV와 수주잔고: 사이클 초입기 높은 설명력 보유하지만… … 사이클 후반기에 접어들며 연관성이 약화

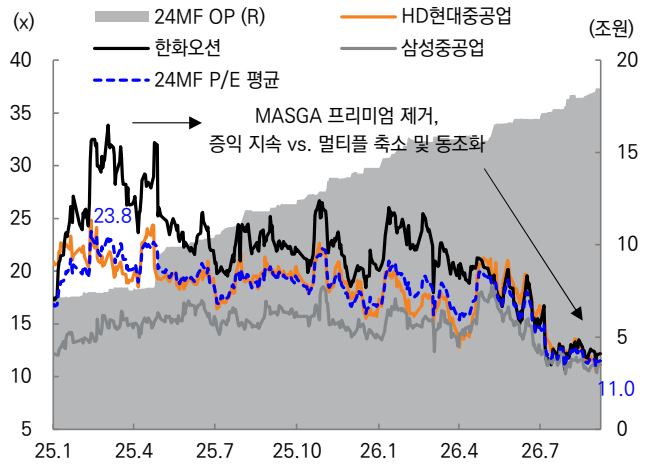


자료: 각 사, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

2년 선행 P/E: 07년 사이클 증익기 상선으로 15배, 현행 사이클 초입 24배, 현재 11배 이하

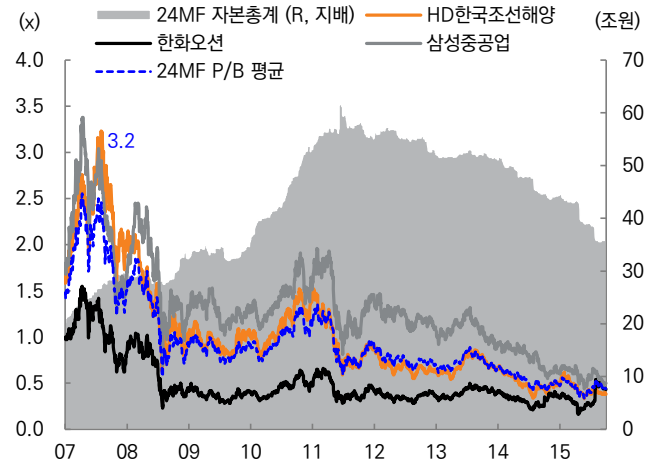


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

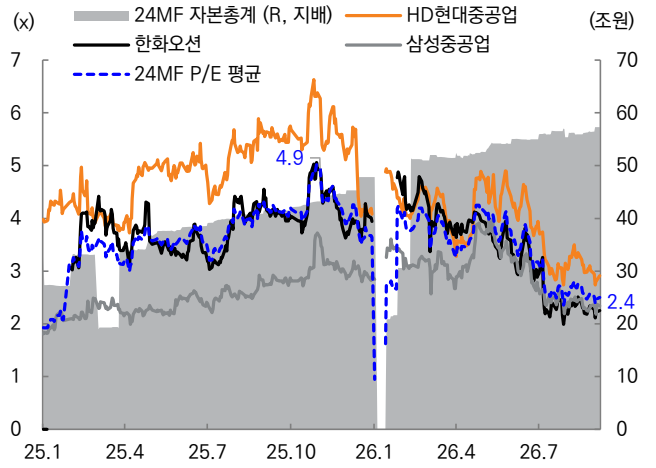


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

2년 선행 P/B: 07년 사이클 고점 3배, 현행 사이클 고점 4.9배, 현재 2.4배

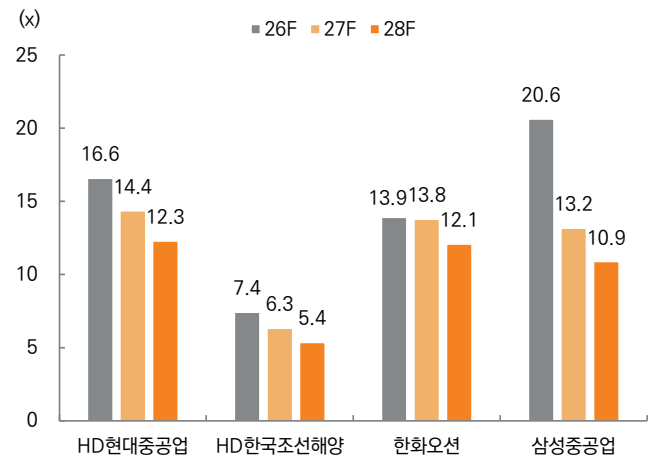


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터



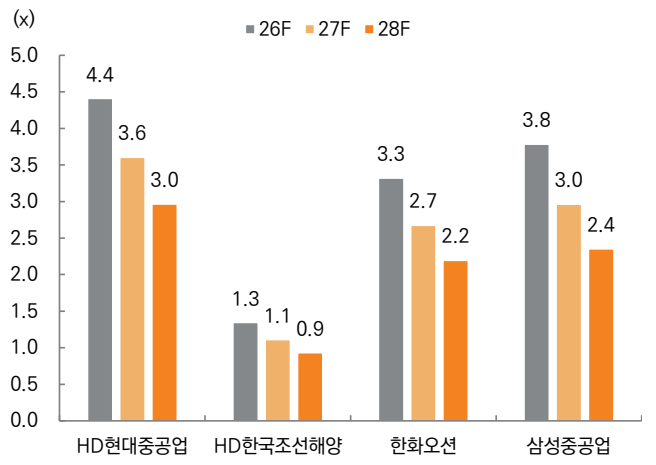
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

추정기간별 컨센서스 지배주주순이익 대비 P/E 현황



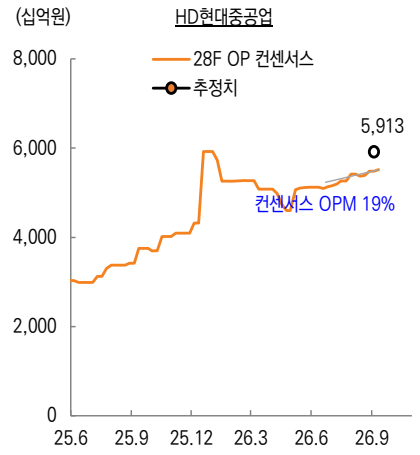
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

추정기간별 컨센서스 순자산 대비 P/B 현황

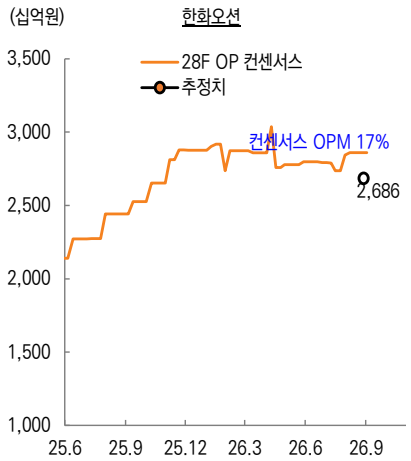


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

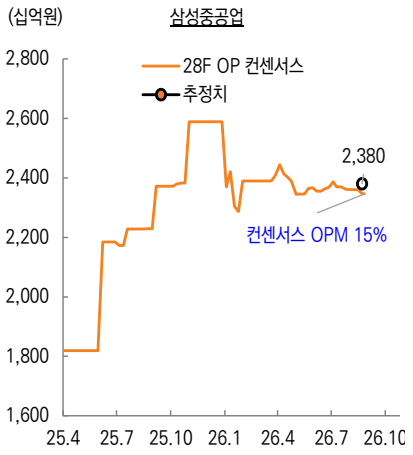
조선 Big3 28년 컨센서스 영업이익 및 영업이익률 vs. 당사 추정치



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

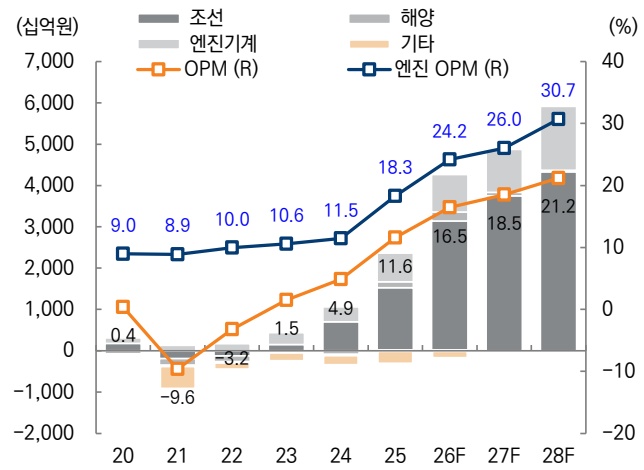


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정



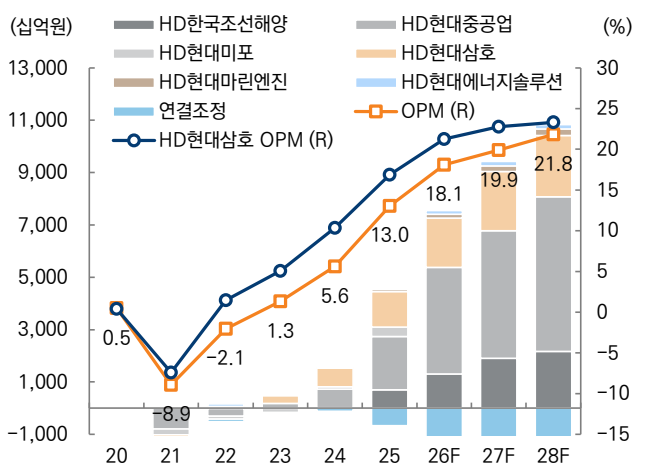
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD현대중공업 부문별 영업이익 및 전사 영업이익률 추정



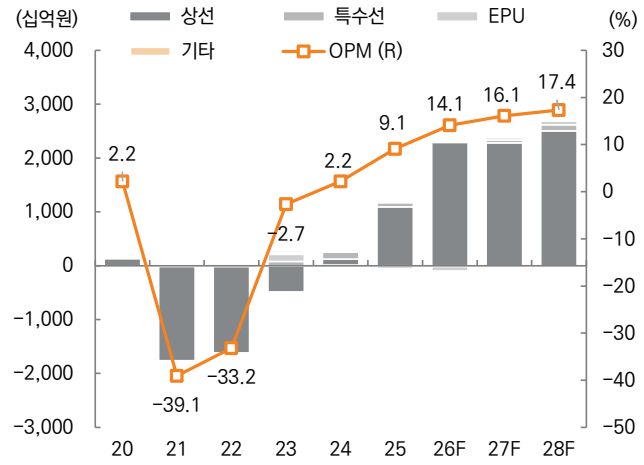
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD한국조선해양 부문별 영업이익 및 전사 영업이익률 추정



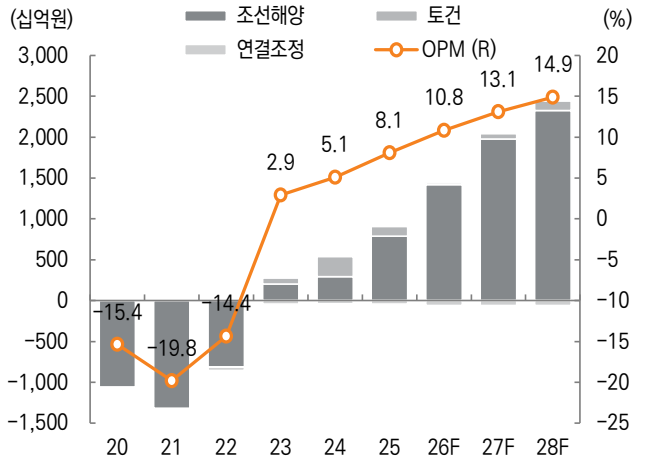
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

한화오션 부문별 영업이익 및 전사 영업이익률 추정



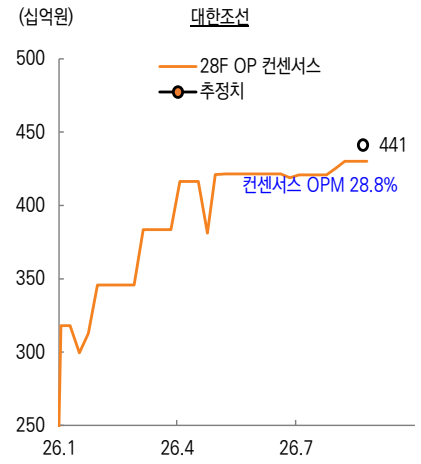
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

삼성중공업 부문별 영업이익 및 전사 영업이익률 추정

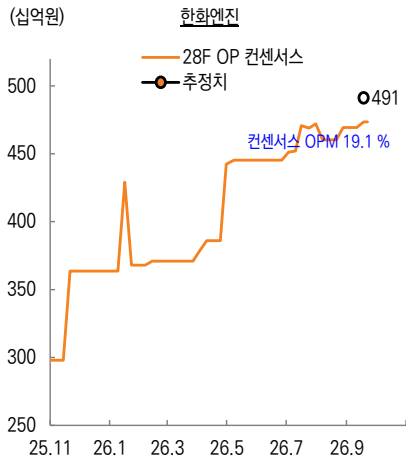


자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

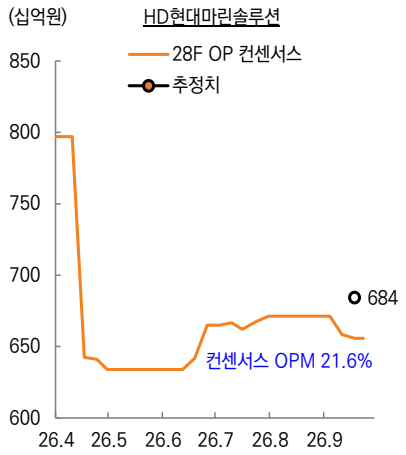
중소형 3사 28년 컨센서스 영업이익 및 영업이익률 vs. 당사 추정치



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

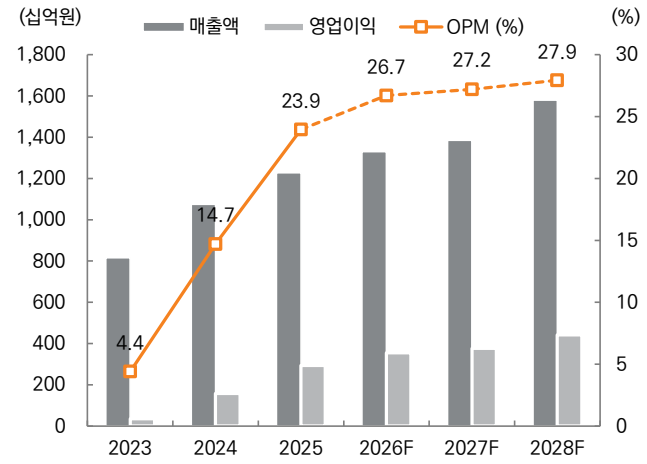


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정



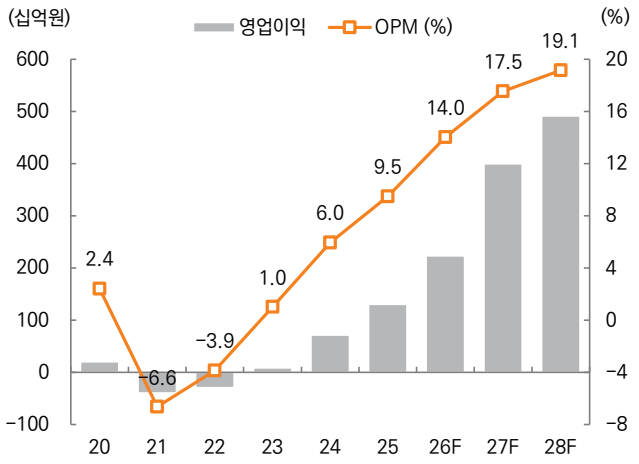
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

대한조선 연간 OP 및 전사 마진율 추정



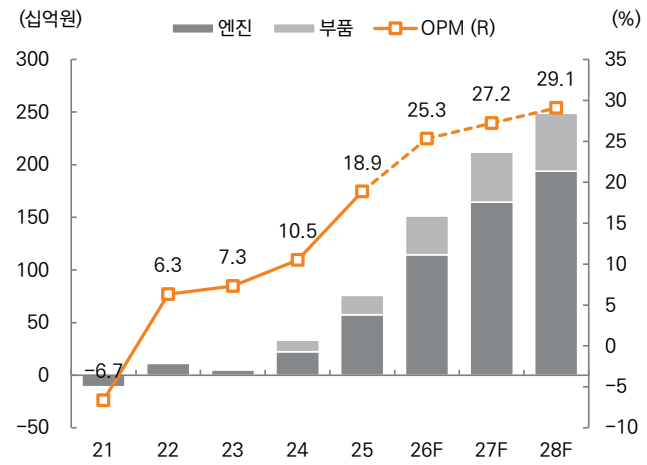
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

한화엔진 연간 OP 및 전사 마진율 추정



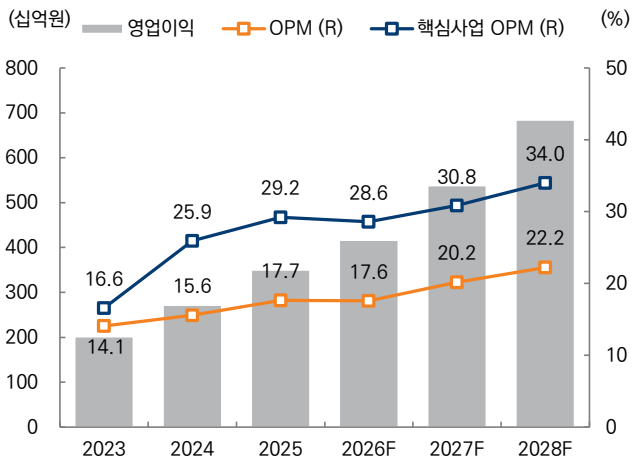
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD현대마린엔진 연간 영업이익, 영업이익률 전망



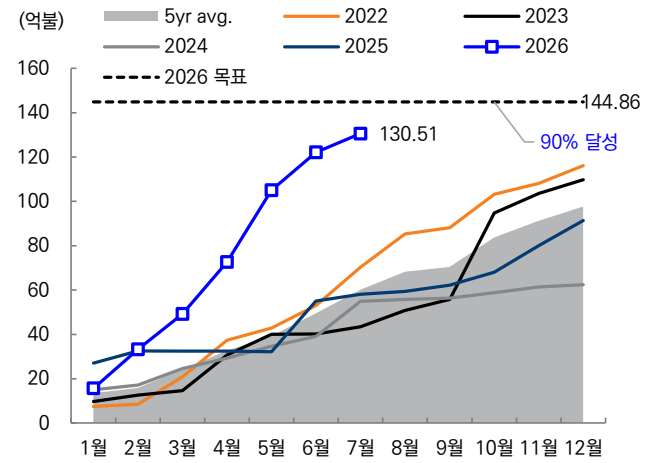
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD현대마린솔루션 연간 영업이익, 영업이익률 전망



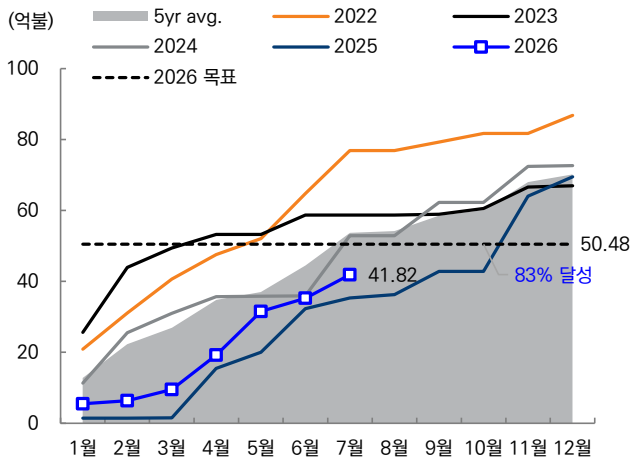
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD현대중공업 월간 수주현황 (조선 부문)



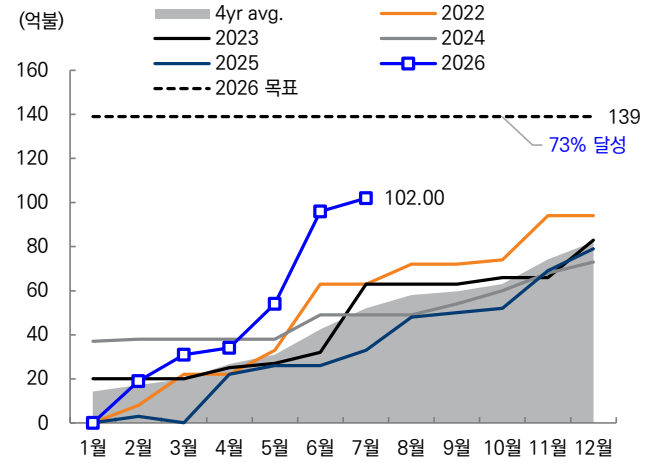
주: 26년부터 중형선 포함, 자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대삼호 월간 수주현황 (조선+산업설비)



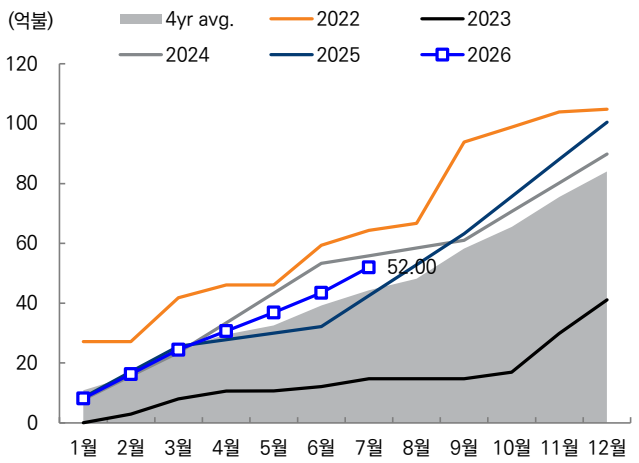
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업 월간 수주현황 (전사)



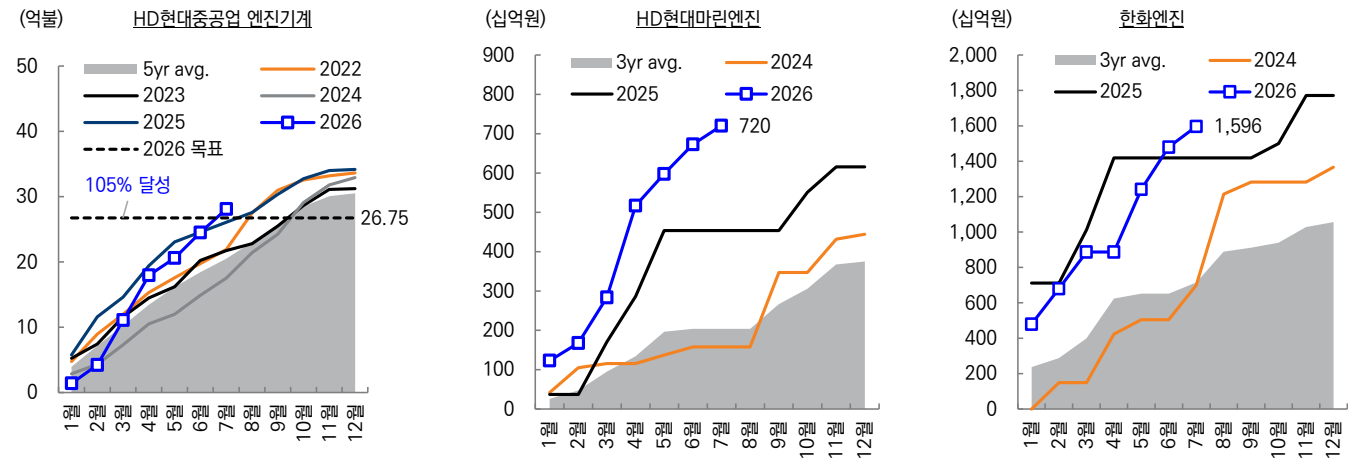
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

한화오션 월간 수주현황 (전사)



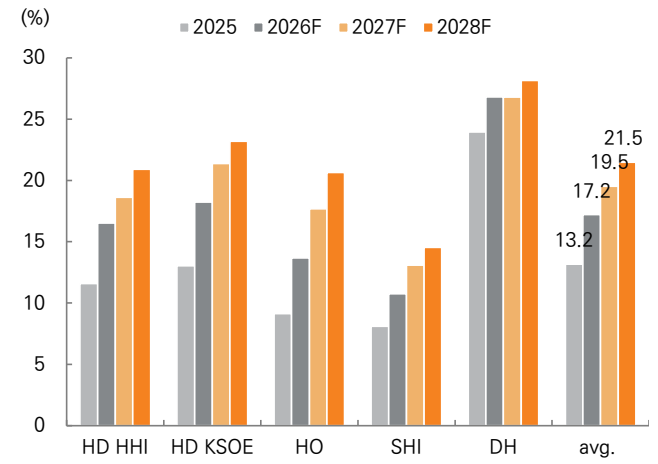
주: 24년, 25년 월간 수치는 분기 안분, 자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터

엔진 3사 월간 수주현황: 조선보다 빠름

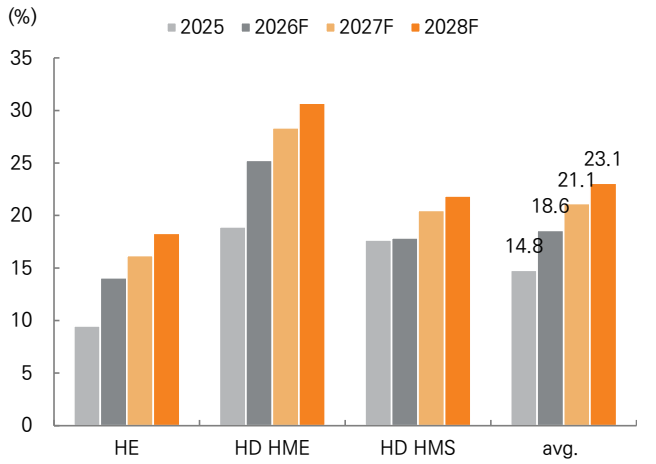


주: HD현대중공업은 회사 자료, 엔진 2사는 전자공시시스템 단일판매 · 공급계약 공시분에 한정,
자료: HD한국조선해양, DART, 미래에셋증권 리서치센터

커버리지 조선 5사, 엔진 3사 연간 영업이익률 전망

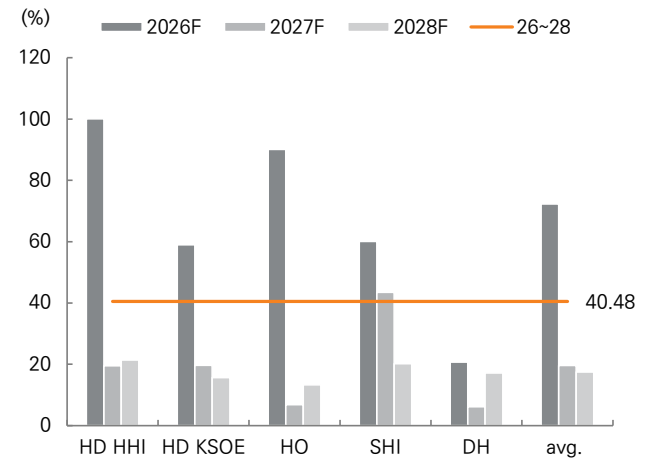


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

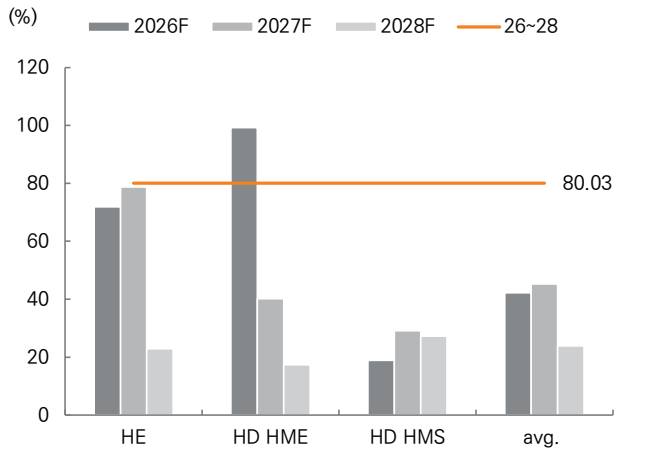


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

커버리지 조선 5사, 엔진 3사 영업이익 성장률 전망

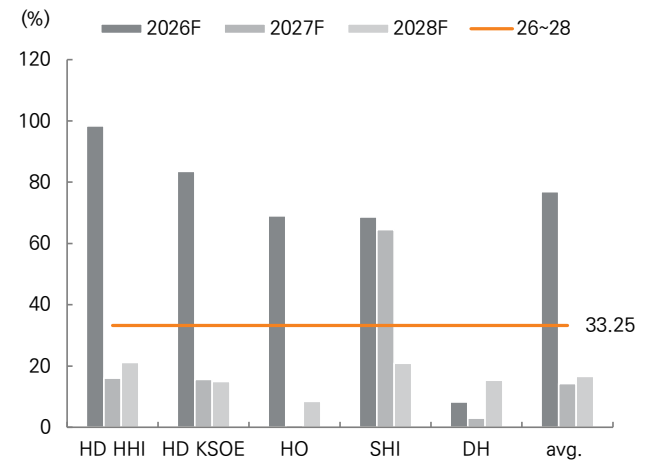


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

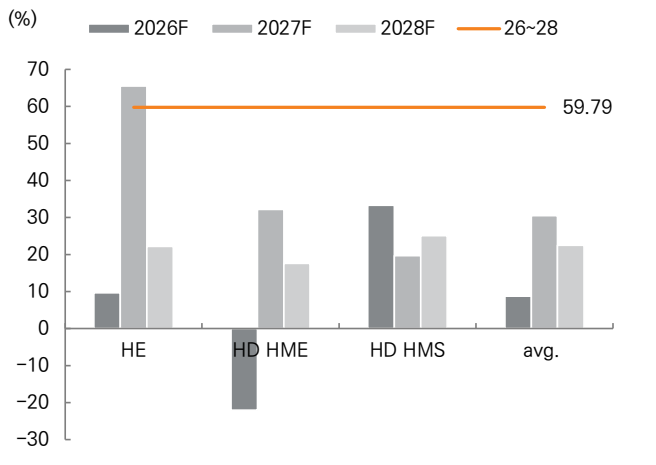


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

커버리지 조선 5사, 엔진 3사 지배주주 EPS 성장률 전망

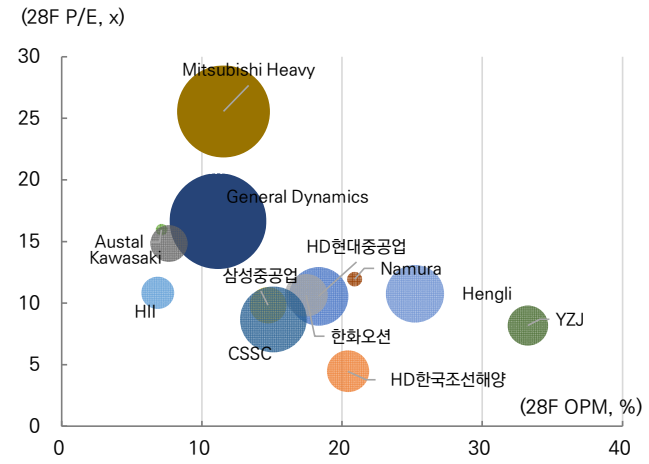


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



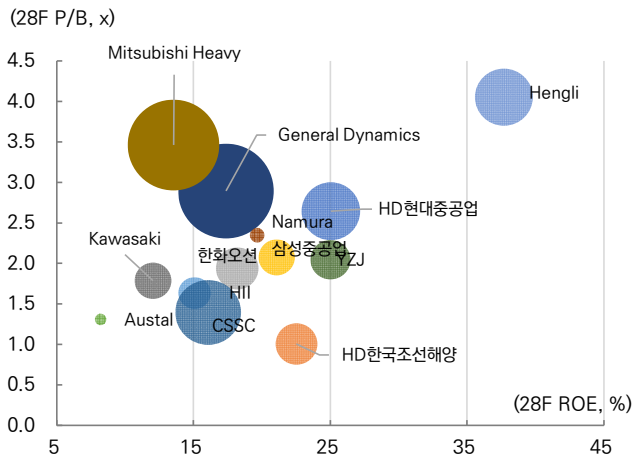
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 조선 Peer: P/E vs. OPM (2028F)



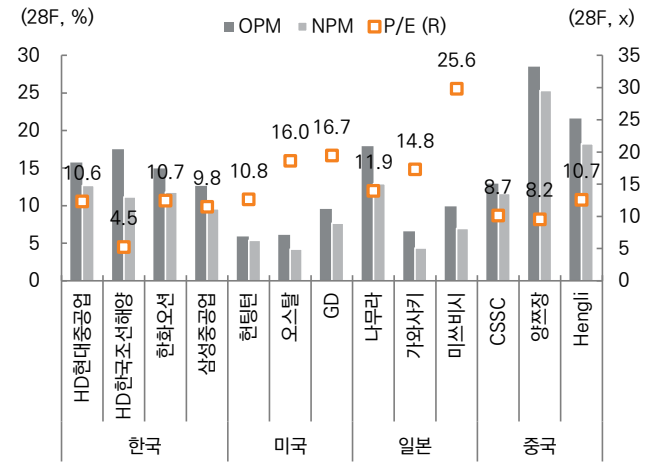
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 조선 Peer: P/B vs. ROE (2028F)



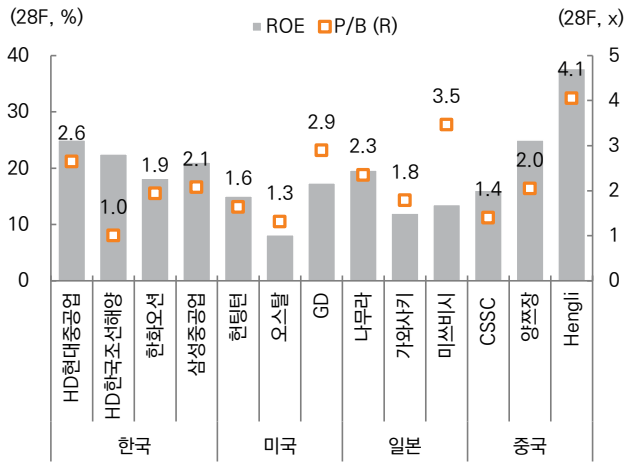
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 조선 Peer: P/E vs. OPM (2028F)



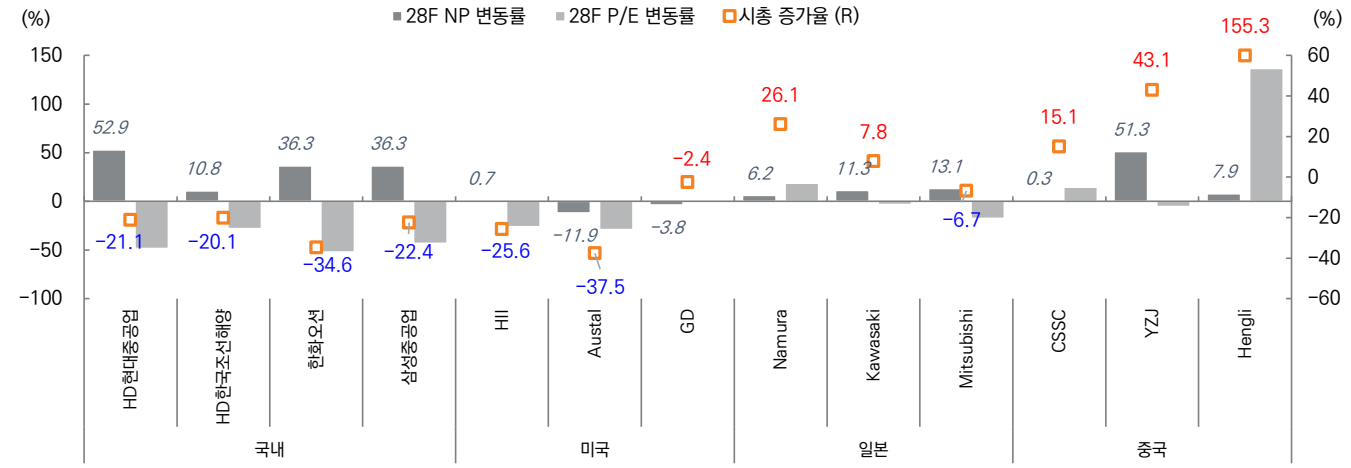
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 조선 Peer: P/B vs. ROE (2028F)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 조선 Peer: 26년 YTD 주가 상승 기여도 Breakdown



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

커버리지 및 글로벌 Peer 밸류에이션 테이블

(x, %)

분류	회사명	시가총액	PER				EV/EBITDA				PBR				ROE			
			0FY	1FY	2FY	3FY	0FY	1FY	2FY	3FY	0FY	1FY	2FY	3FY	0FY	1FY	2FY	3FY
조선사	HD현대중공업	46,393	17.5	14.5	12.3	10.6	16.6	9.3	8.0	6.9	4.4	3.8	3.2	2.6	30.1	29.9	28.5	27.1
	한화오션	24,513	11.9	12.2	12.1	10.7	18.0	11.6	10.3	9.2	3.3	3.0	2.4	1.9	32.3	27.8	21.7	20.0
	HD한국조선해양	23,497	6.8	6.1	5.1	4.5	3.2	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0	25.7	26.1	25.7	24.6
	삼성중공업	17,688	30.3	18.3	11.7	9.8	14.0	10.4	7.6	6.5	3.6	3.4	2.6	2.1	13.4	20.4	25.1	23.7
	대한조선	1,735	6.2	5.8	5.7	5.0	6.7	2.9	2.8	2.5	1.6	1.3	1.1	0.9	32.2	24.5	20.7	19.7
	Avg.	22,765	14.6	11.4	9.4	8.1	11.7	7.3	6.2	5.4	2.9	2.6	2.1	1.7	26.7	25.8	24.3	23.0
엔진/AM	HD현대마린솔루션	11,007	32.9	31.5	26.3	21.3	24.4	24.2	19.4	15.7	12.3	11.1	9.6	8.2	41.3	38.7	39.5	41.7
	한화엔진	3,976	-	20.3	13.2	10.5	-	14.4	9.3	7.6	6.1	5.3	3.8	2.8	36.6	30.3	33.8	31.0
	HD현대마린엔진	1,666	8.6	13.1	9.6	8.0	13.3	7.7	5.9	4.8	3.2	2.8	2.1	1.7	44.3	23.3	25.1	23.6
	Avg.	5,549	20.7	21.6	16.4	13.3	18.9	15.4	11.5	9.4	7.2	6.4	5.2	4.2	40.7	30.8	32.8	32.1
일본	미쓰비시중공업	113,706	31.2	29.9	25.5	21.9	17.4	16.7	14.4	12.6	4.1	3.9	3.5	3.1	14.4	13.2	14.0	14.2
	가와사키중공업	18,255	16.8	17.0	14.8	13.4	13.8	10.0	9.2	8.4	2.3	2.0	1.8	1.8	14.8	12.9	12.9	13.4
	나무라 조선소	2,887	13.6	12.7	11.7	9.4	4.1	6.0	5.3	4.3	2.4	-	-	-	19.7	18.2	-	-
	Avg.	44,949	20.5	19.8	17.3	14.9	11.8	10.9	9.6	8.4	2.9	2.9	2.6	2.4	16.3	14.8	13.4	13.8
중국	CSSC	58,019	18.4	14.1	10.5	8.7	-	7.4	5.6	4.6	1.9	1.8	1.6	1.4	14.5	13.2	15.7	16.7
	YZJ	43,714	36.0	25.8	14.5	10.6	-	18.8	11.2	8.7	15.8	9.8	6.0	4.0	67.7	49.1	46.4	39.4
	Hengli	21,561	10.8	9.7	8.6	8.1	-	7.2	6.4	6.1	3.2	2.8	2.3	2.0	32.2	31.2	29.6	26.8
	Avg.	41,098	21.7	16.5	11.2	9.1	-	11.1	7.7	6.5	6.9	4.8	3.3	2.5	38.1	31.1	30.6	27.6
미국	제너럴 다이내믹스	123,824	20.5	19.8	18.1	16.7	16.1	13.8	12.7	11.9	3.4	3.2	3.1	2.9	17.8	17.3	17.6	17.7
	헌팅턴 잉걸스	14,140	17.4	14.3	12.6	10.8	13.7	12.2	10.6	9.5	2.0	1.9	1.8	1.6	13.0	13.8	14.1	14.7
	Avg.	68,982	19.0	17.1	15.3	13.7	14.9	13.0	11.7	10.7	2.7	2.6	2.4	2.3	15.4	15.6	15.8	16.2

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

커버리지 및 글로벌 Peer 최근 실적 및 컨센서스 테이블

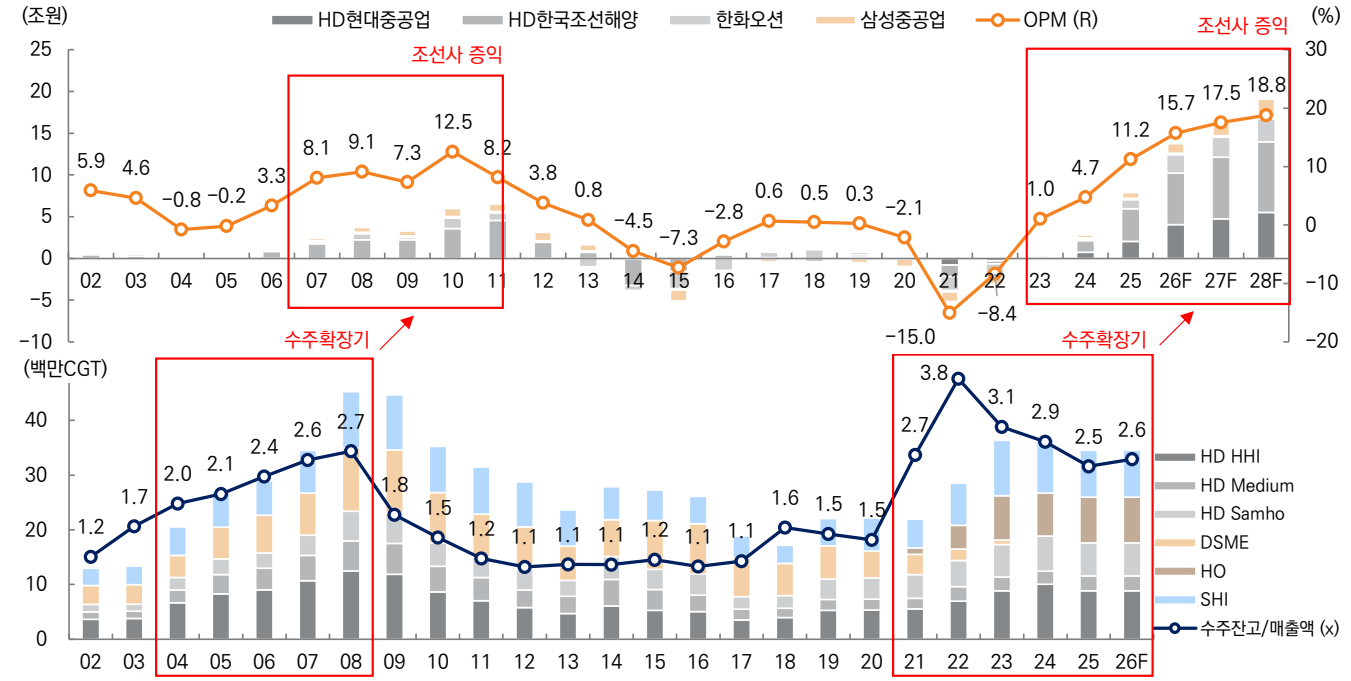
(십억원, %)

분류	회사명	매출액				영업이익				OPM				당기순이익			
		0FY	1FY	2FY	3FY	0FY	1FY	2FY	3FY	0FY	1FY	2FY	3FY	0FY	1FY	2FY	3FY
조선사	HD현대중공업	17,581	25,029	27,181	29,373	2,038	4,033	4,738	5,385	11.6	16.1	17.4	18.3	1,415	3,170	3,726	4,345
	한화오션	12,784	15,729	15,480	16,630	1,168	2,257	2,545	2,900	9.1	14.3	16.4	17.4	1,246	2,015	2,038	2,295
	HD한국조선해양	29,933	34,973	37,981	40,472	3,906	6,102	7,271	8,267	13.0	17.4	19.1	20.4	2,168	3,835	4,600	5,267
	삼성중공업	10,650	12,857	14,807	16,122	862	1,397	1,995	2,373	8.1	10.9	13.5	14.7	546	956	1,496	1,798
	대한조선	1,228	1,332	1,383	1,505	294	365	378	431	23.9	27.4	27.3	28.6	249	300	306	347
	Avg.	14,435	17,984	19,366	20,820	1,654	2,831	3,385	3,871	13.2	17.2	18.8	19.9	1,125	2,055	2,433	2,811
엔진/AM	HD현대마린솔루션	1,983	2,351	2,650	3,054	350	416	526	654	17.7	17.7	19.8	21.4	270	350	419	517
	한화엔진	1,371	1,600	2,195	2,538	130	234	380	476	9.5	14.6	17.3	18.8	174	196	301	378
	HD현대마린엔진	402	603	748	870	76	151	203	249	18.9	25.1	27.2	28.6	165	128	174	209
	Avg.	1,252	1,518	1,864	2,154	185	267	370	460	15.3	19.1	21.4	22.9	203	225	298	368
일본	미쓰비시중공업	47,047	48,017	52,242	56,689	3,798	5,050	6,031	6,987	8.1	10.5	11.5	12.3	3,141	3,777	4,425	5,144
	가와사키중공업	21,861	22,206	23,617	25,084	1,144	1,620	1,808	2,088	5.2	7.3	7.7	8.3	1,023	1,051	1,199	1,373
	나무라 조선소	1,504	1,508	1,634	1,849	266	302	341	395	17.7	20.0	20.9	21.4	204	227	246	308
	Avg.	23,471	23,910	25,831	27,874	1,736	2,324	2,727	3,157	10.3	12.6	13.4	14.0	1,456	1,685	1,957	2,275
중국	CSSC	30,068	38,267	44,694	50,192	1,370	4,602	6,200	7,579	4.6	12.0	13.9	15.1	1,553	4,172	5,615	6,804
	YZJ	4,281	10,452	15,957	19,051	741	2,064	3,650	4,802	17.3	19.7	22.9	25.2	525	1,707	3,036	4,047
	Hengli	5,639	7,365	8,368	8,898	1,995	2,468	2,799	2,959	35.4	33.5	33.4	33.3	1,709	2,236	2,512	2,630
	Avg.	13,329	18,695	23,006	26,047	1,369	3,045	4,216	5,113	19.1	21.8	23.4	24.5	1,262	2,705	3,721	4,494
미국	제너럴 다이내믹스	74,717	75,908	79,664	83,386	7,615	7,985	8,668	9,296	10.2	10.5	10.9	11.1	5,986	6,317	6,907	7,445
	헌팅턴 잉걸스	17,750	18,293	19,469	20,758	934	1,027	1,224	1,423	5.3	5.6	6.3	6.9	860	997	1,128	1,304
	Avg.	46,234	47,100	49,567	52,072	4,275	4,506	4,946	5,360	7.7	8.1	8.6	9.0	3,423	3,657	4,017	4,375

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

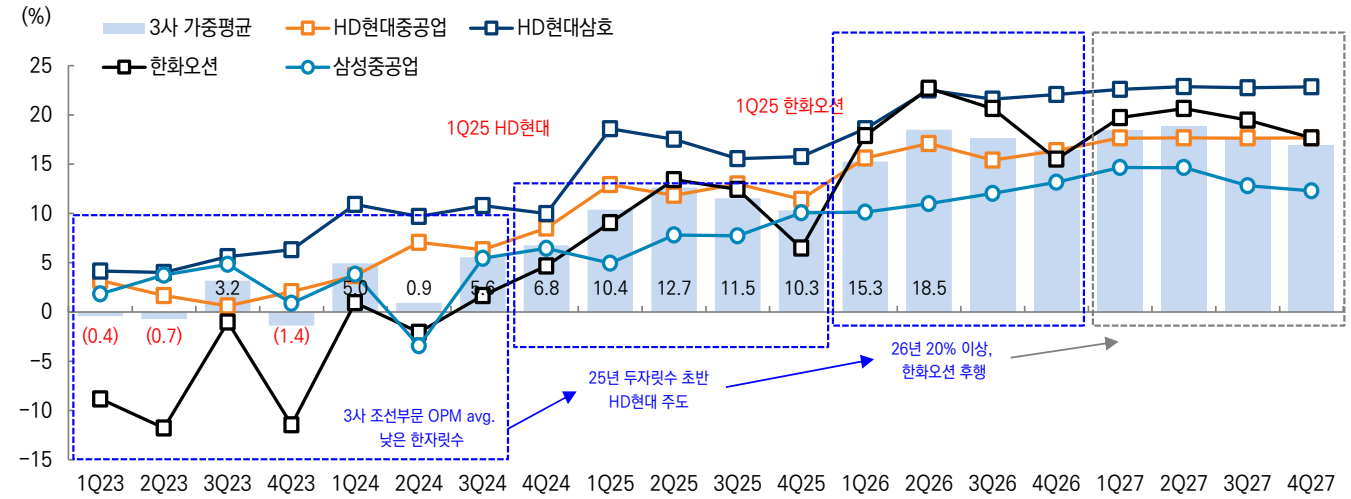
Industry Key charts

한국 조선사 실적: 연간 영업이익(위), 수주잔고(아래) – 수주 확장기에 2년 후행하는 증익기, 현재는 그 한창



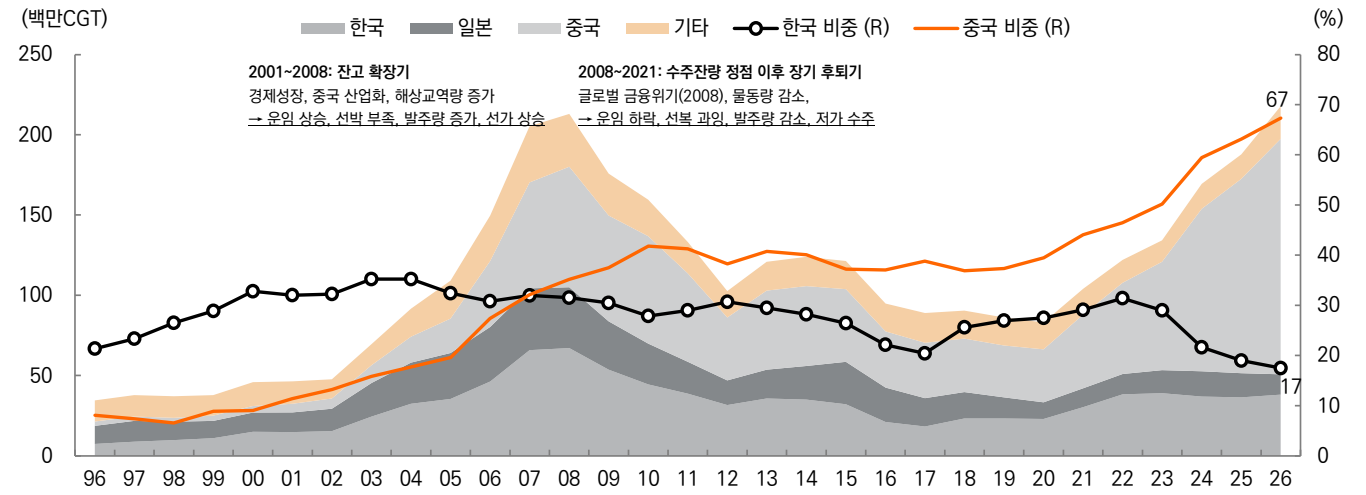
주: 3사 영업이익 추정치는 컨센서스 기준, 수주잔고/매출액은 원화 기준, HD한국조선해양의 조선 부문, 한화오션의 상선+특수선 부문, 삼성중공업의 조선(토건 제외) 부문의 합산
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

한국 조선사 영업이익률: 24년까지 낮은 한자릿수, 25년 두자릿수 초반, 26년 20% 이상에 도전 중



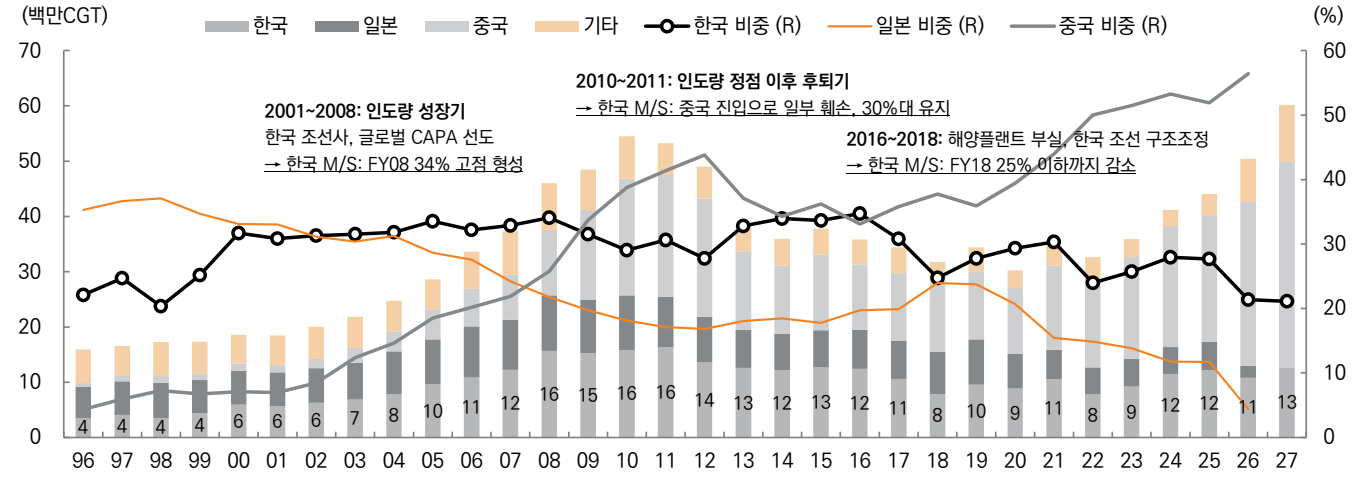
주: HD현대중공업은 상선, 삼성중공업은 조선해양, 한화오션은 상선 부문, 3사 평균은 HD현대그룹, 한화오션, 삼성중공업의 상선 매출액 합계/영업이익 합계
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

조선업 30년 사이클: 수주잔고의 주요3국 분류 – 한국 비중 22년 31% → 26년 9월 17%



주: 연초 수주잔고 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

조선업 30년 사이클: 연간 인도량의 주요3국별 분류 – 한국 비중 22년 23% → 27년 예상 21%



주: 26년 지표는 Clarksons 추정치, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 신조발주 업황: 현행 사이클 최대치를 10.6% 상회하는 26년 누적 발주량

구분		규격	기존 사이클			현행 사이클						고점 대비 (%)	
			2006	2007	2008	2021	2022	2023	2024	2025	2026	vs. 24.09	vs. 07.09
주요선종	VLCC	m. dwt	33.2	10.6	33.6	9.4	0.9	5.5	23.1	23.3	52.1	187.1	665.4
	Suezmax	m. dwt	13.6	7.3	7.1	2.0	1.7	9.1	7.4	12.1	14.2	119.9	112.7
	LNGC	m. cbm	6.9	4.1	0.8	12.3	30.7	11.3	15.7	6.1	10.9	-28.6	351.1
	LPGC	m. cbm	3.0	0.9	0.9	6.2	3.1	7.9	10.1	2.2	7.7	-7.4	979.8
	컨테이너	m. TEU	1.7	3.3	1.2	4.5	2.8	1.6	4.7	5.3	3.4	4.0	22.7
총계		m. dwt	212.6	264.2	183.3	142.8	105.4	128.0	206.2	175.0	183.3	10.6	-6.1
점유율	중국	%	39.7	38.3	38.4	52.6	55.3	65.4	75.0	71.6	82.1		
	한국	%	30.1	35.2	37.3	29.7	24.2	15.4	11.7	20.2	12.8		

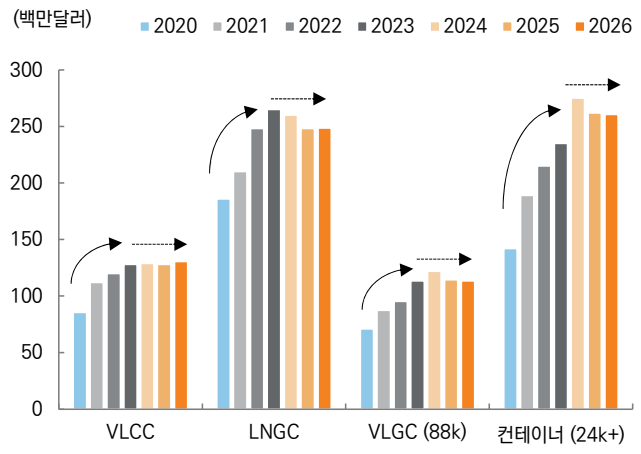
주: 26년은 YTD
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 신조선가 동향: 21~24년의 상승기 이후 25년 -2.4%, 26년 소폭 개선

선종	규격	2006	2007	2008	2021	2022	2023	2024	2025	2026.09	전고점
백만달러											
탱커	VLCC	129.0	146.0	150.0	112.0	120.0	128.0	129.0	128.0	131.0	131.0
	Suezmax 156-158K dwt	80.5	90.0	91.0	76.0	80.0	85.0	90.0	86.0	90.0	90.0
	Aframax 113-115K dwt				61.5	64.5	72.5	78.0	75.0	78.5	78.5
가스선	LNGC 174k cbm				210.0	248.0	265.0	260.0	248.0	246.5	265.0
	VLGC 88-91k cbm	92.0	93.0	92.0	87.5	95.5	113.5	122.0	114.5	115.5	123.0
컨테이너	22,000/24,000 TEU					189.0	215.0	235.5	275.0	262.0	248.5
	15,000/16,500 TEU					155.0	153.0	168.5	204.0	194.0	194.0
	8,500/9,500 TEU		101.0	106.5	100.0	83.5	86.0	93.5	130.0	128.0	130.5
	2,700/3,000 TEU		51.0	53.0	50.0	40.0	42.0	41.3	43.5	43.3	45.5
신조선가 지수	Index	168.7	184.8	178.0	153.6	161.8	178.4	189.2	184.7	186.6	190.0
YoY											고점 대비
탱커	VLCC	7.5	13.2	2.7	31.0	7.1	6.7	0.8	-0.8	2.3	0.0
	Suezmax 156-158K dwt	13.4	11.8	1.1	35.7	5.3	6.3	5.9	-4.4	4.7	0.0
	Aframax 113-115K dwt				28.1	4.9	12.4	7.6	-3.8	4.7	0.0
가스선	LNGC 174k cbm				12.9	18.1	6.9	-1.9	-4.6	-0.6	-7.0
	VLGC 88-91k cbm	2.2	1.1	-1.1	23.2	9.1	18.8	7.5	-6.1	0.9	-6.1
컨테이너	22,000/24,000 TEU				33.1	13.8	9.5	16.8	-4.7	-5.2	-9.6
	15,000/16,500 TEU				46.2	-1.3	10.1	21.1	-4.9	0.0	-4.9
	8,500/9,500 TEU	13.5	5.4	-6.1	16.0	3.0	8.7	39.0	-1.5	2.0	0.0
	2,700/3,000 TEU	5.2	3.9	-5.7	33.3	5.0	-1.8	5.5	-0.6	5.2	0.0
신조선가 지수		4.1	9.6	-3.7	22.3	5.3	10.2	6.1	-2.4	1.0	-1.8

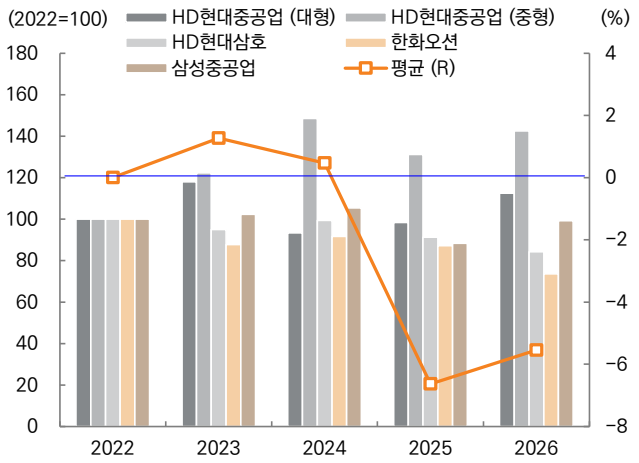
자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 주력 선종 신조선가: 24년 이후 유지 혹은 소폭 하락



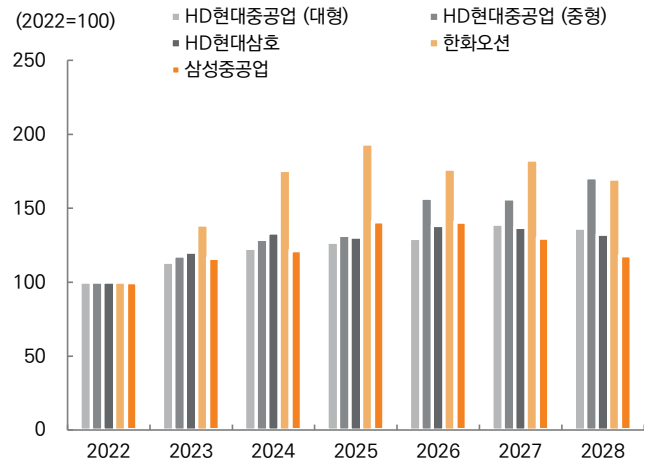
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

국내 Big3 수주 P-MIX: 25년 조정, 이후 소폭 상승



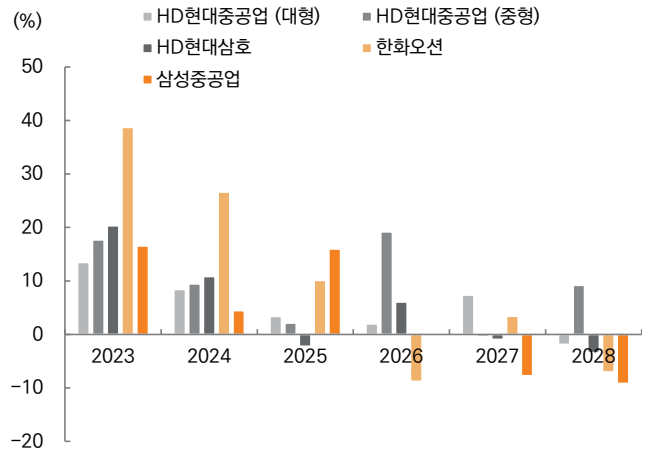
주: 달러 기준, 평균은 5개사의 연간 수주선가의 단순 산술평균
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 Big3 연평균 건조선가 추정: 앞으로의 일감에 대한 우려



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

국내 Big 3 연평균 건조선가의 전년비 증감률



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

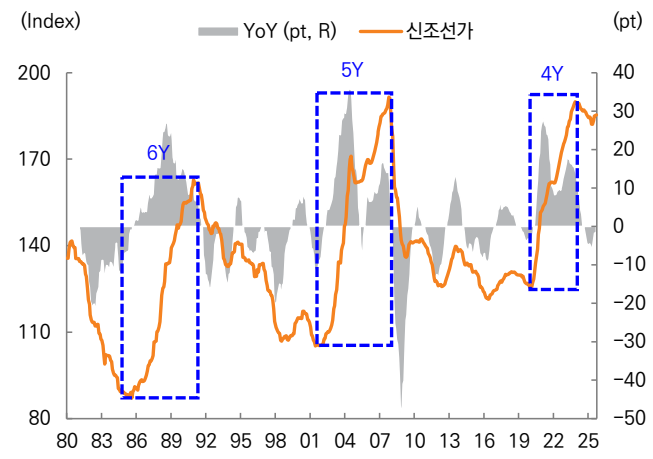
이를 반영한 시장 컨센서스: 올해를 기점으로 영업이익 성장률 완화

(십억원, %)

매출액	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HD한국조선해양	6,626	7,404	8,134	8,154	9,084	10,354	12,555	15,533	19,957	21,142	22,408	53,712	54,974	54,188	52,787
한화오션	781	3,016	3,368	4,330	4,760	4,714	5,401	7,105	10,944	12,056	12,754	13,863	13,544	14,585	15,562
삼성중공업	3,584	4,111	4,264	4,151	4,656	5,547	6,352	8,519	10,664	13,095	13,071	13,392	14,489	14,835	12,879
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
HD현대중공업	-	-	-	-	5,457	8,312	8,311	9,045	11,964	14,486	17,581	24,752	26,650	28,591	
HD한국조선해양	46,318	22,300	15,469	13,161	15,183	14,904	15,493	17,302	21,296	25,539	29,933	34,864	38,005	40,960	
한화오션	15,444	12,819	11,102	9,644	8,359	7,030	4,487	4,860	7,408	10,776	12,784	15,833	15,310	16,458	
삼성중공업	9,714	10,414	7,901	5,265	7,350	6,860	6,622	5,945	8,009	9,903	10,650	12,784	14,720	16,031	
영업이익	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
HD한국조선해양	754	532	442	275	-98	91	879	1,751	2,206	2,223	3,564	4,561	2,006	802	-3,274
한화오션	125	292	271	345	61	-124	-169	307	829	374	1,343	967	-72	-1,010	-565
삼성중공업	315	263	219	145	-109	-4	99	457	755	794	1,146	1,083	1,206	914	183
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
HD현대중공업	-	-	-	-	129	33	-800	-289	179	705	2,038	4,054	4,742	5,508	
HD한국조선해양	-1,585	392	15	-481	290	74	-1,385	-356	282	1,434	3,904	6,193	7,381	8,471	
한화오션	-2,124	-1,531	733	1,025	293	153	-1,755	-1,614	-197	238	1,168	2,254	2,496	2,843	
삼성중공업	-1,502	-147	-524	-409	-617	-1,054	-1,312	-854	233	503	862	1,369	1,975	2,354	
영업이익 YoY	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
HD한국조선해양		-29.4	-17.1	-37.8	적자전환	흑자전환	867.4	99.2	26.0	0.7	60.3	28.0	-56.0	-60.0	적자전환
한화오션		133.5	-7.3	27.4	-82.4	적자전환	적자지속	흑자전환	170.1	-54.9	259.3	-28.0	적자전환	적자지속	적자지속
삼성중공업		-16.5	-16.7	-34.1	적자전환	적자지속	흑자전환	361.8	65.2	5.1	44.4	-5.5	11.4	-24.2	-80.0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
HD현대중공업	-	-	-	-	-	-74.9	적자전환	적자지속	흑자전환	294.8	188.9	99.0	17.0	16.2	
HD한국조선해양	적자지속	흑자전환	-96.3	적자전환	흑자전환	-74.4	적자전환	적자지속	흑자전환	408.1	172.3	58.6	19.2	14.8	
한화오션	적자지속	적자지속	흑자전환	39.8	-71.4	-47.6	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	390.8	93.0	10.8	13.9	
삼성중공업	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	115.4	71.5	58.7	44.3	19.2	

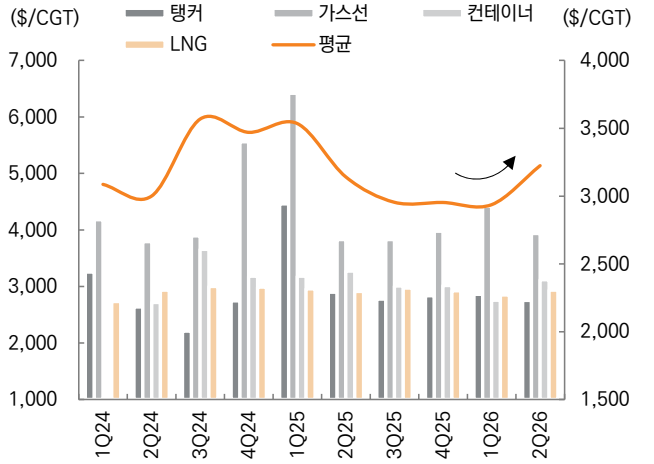
주: 추정치는 모두 컨센서스
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

28년 이후 실적에 있어 선가의 장기 우상향이 필요



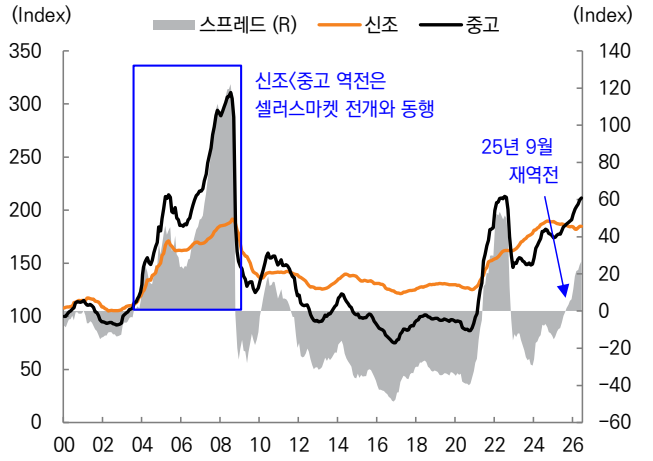
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

국내 Big 3의 선종별 수주 P-MIX: 정체 구간에서 벗어나는 초입



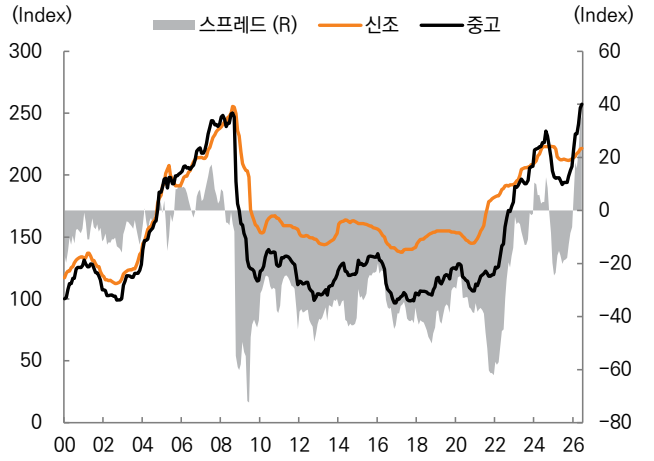
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

현재 중고선가-신조선가 폭을 키우는 전형적인 업사이클 환경…



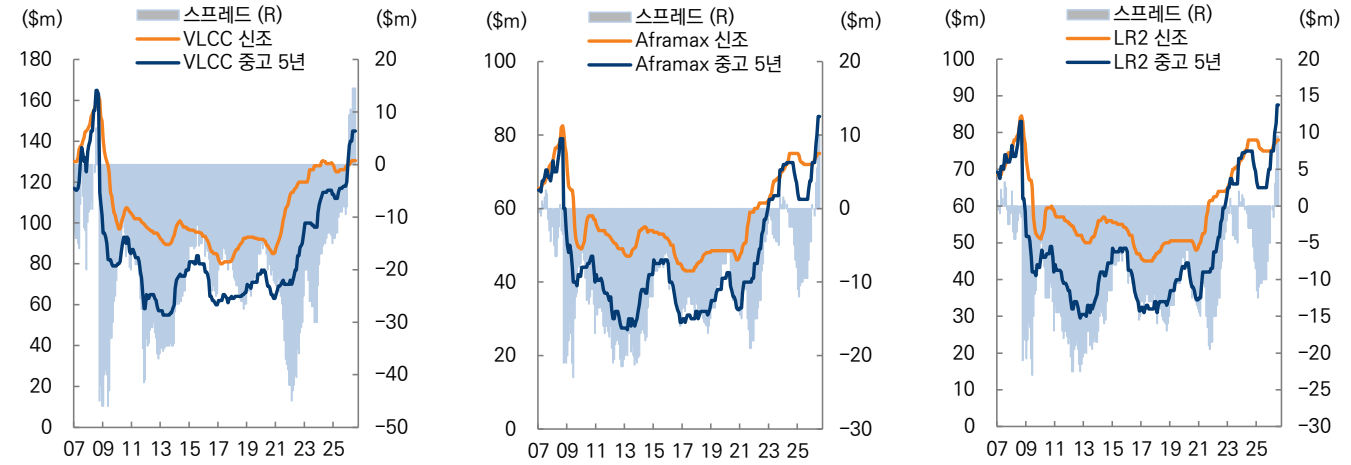
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

…특히 기여가 컸던 부문은 탱커



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

선형별로 VLCC 수주 호황과, 중형 범용선 (Aframax 유조선/LR2) 강세가 뚜렷



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

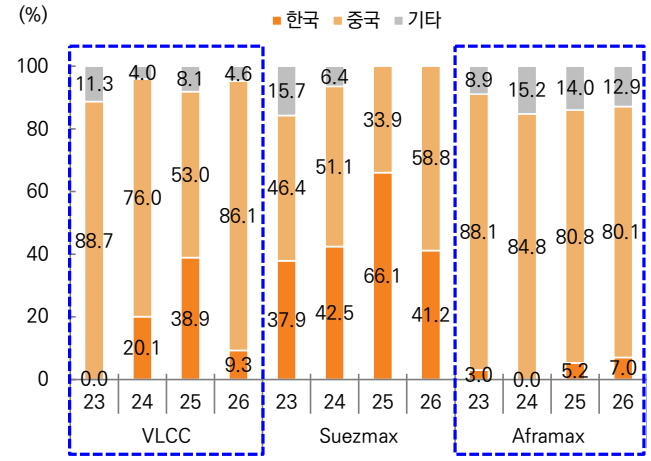
단, 위 선종은 상반기 중국의 수주 쓸어담기가 유독 심했던 부문들, 이에 신조선가 상승 효과는 제한

(척, 천 DWT, %)

선형	연도	척수			'000 DWT			점유율		
		한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국	기타
VLCC	2023	0	16	18	0	4,910	5,534	0.0	88.7	11.3
	2024	15	57	75	4,641	17,551	23,105	20.1	76.0	4.0
	2025	28	39	73	8,840	12,033	22,712	38.9	53.0	8.1
	2026 YTD	16	146	168	4,880	45,366	52,680	9.3	86.1	4.6
Aframax	2023	3	91	103	345	10,261	11,646	3.0	88.1	8.9
(80k~120k)	2024	0	90	106	0	10,292	12,132	0.0	84.8	15.2
	2025	3	47	58	345	5,328	6,593	5.2	80.8	14.0
	2026 YTD	6	69	86	690	7,879	9,834	7.0	80.1	12.9
LR1 & LR2	2023	9	99	207	1,534	33,916	38,899	3.9	87.2	8.9
(55k~120k)	2024	6	106	216	449	10,805	13,093	3.4	82.5	14.1
	2025	0	51	103	0	5,444	5,904	0.0	92.2	7.8
	2026 YTD	4	65	80	295	7,296	8,396	3.5	86.9	9.6

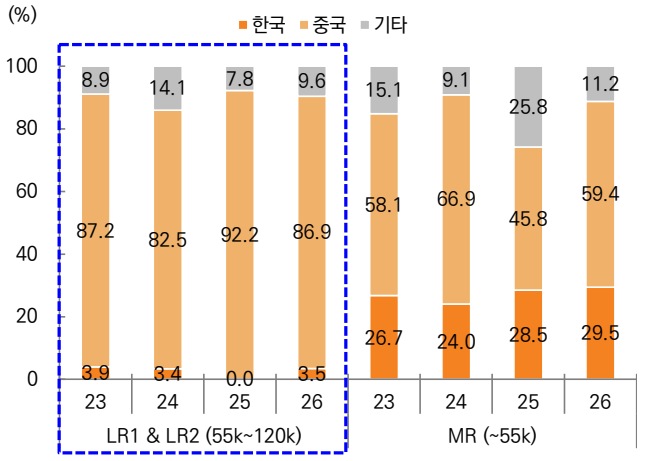
자료: 미래에셋증권 리서치센터

유조선: 한국, 중국의 신규수주 점유율



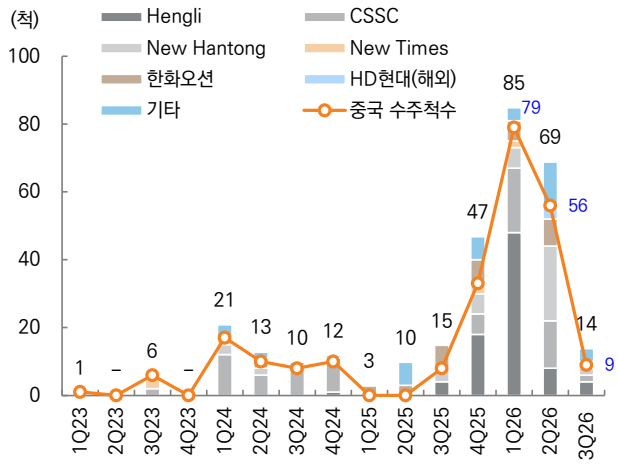
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

제품선: 한국, 중국의 신규수주 점유율



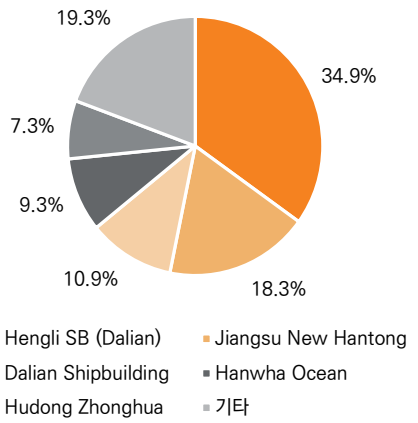
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

VLCC 분기별 신규수주: 오랜만의 사이클, 대부분은 중국으로



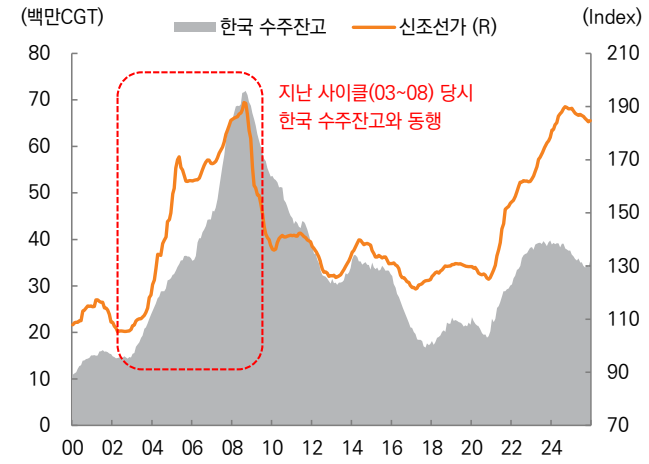
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Hengli, 26년 신규발주 VLCC의 35%를 점유



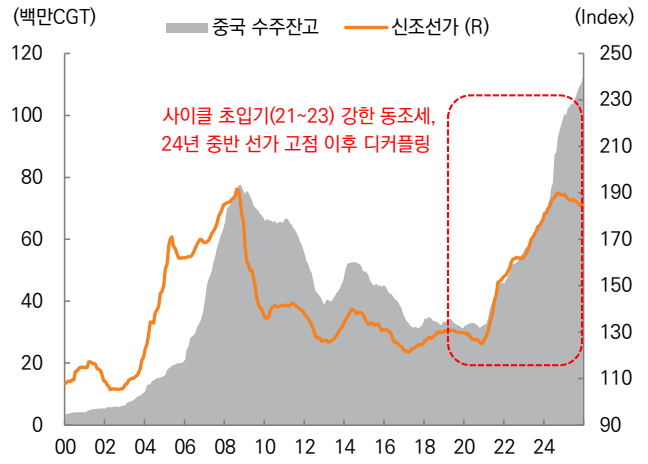
주: CGT 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

금번 사이클 초입 신조선가는 지난 사이클에 대조적으로…



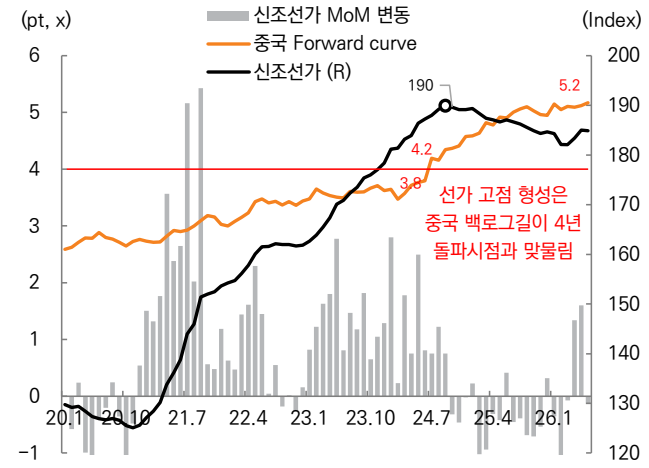
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

…한국보다 중국 수주잔고와 강하게 연동되었던 모습



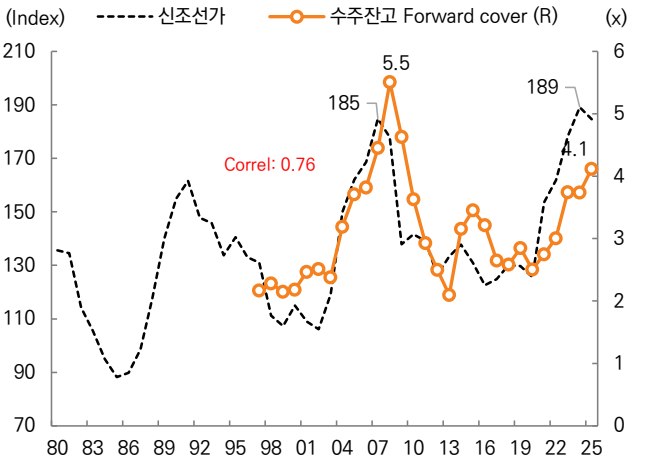
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

중국 수주잔고 Forward curve, 신조선가 추이



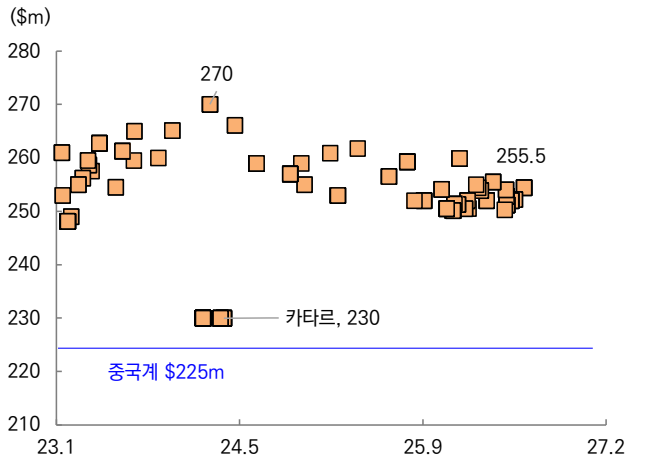
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

수주잔고 Forward cover∝신조선가



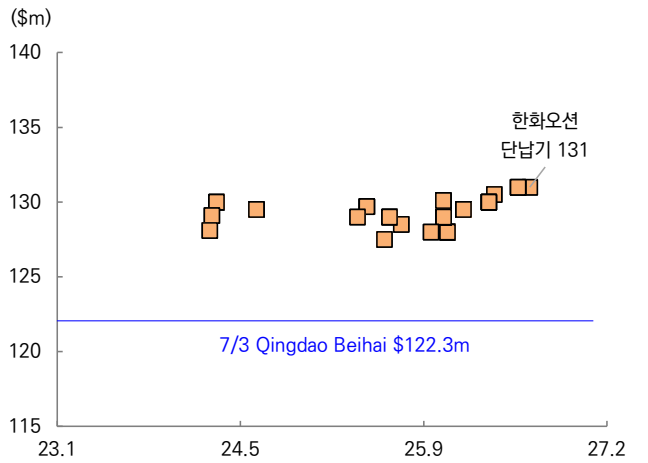
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

국내사 대비 10% 이상 낮은 중국의 선가 (LNGC)



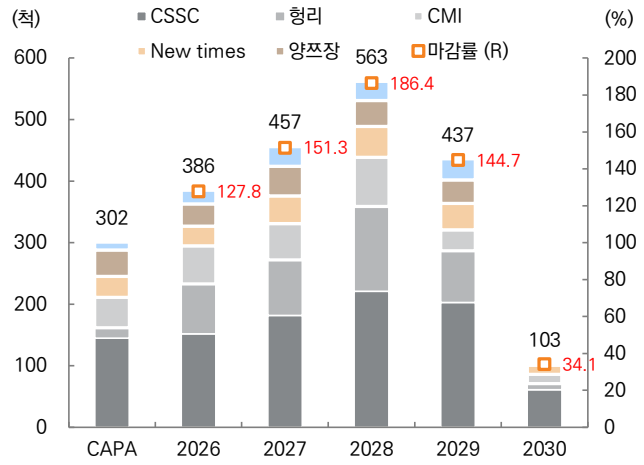
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

중국이 아니라 한국이 수주하면, 선가 평균도 반등



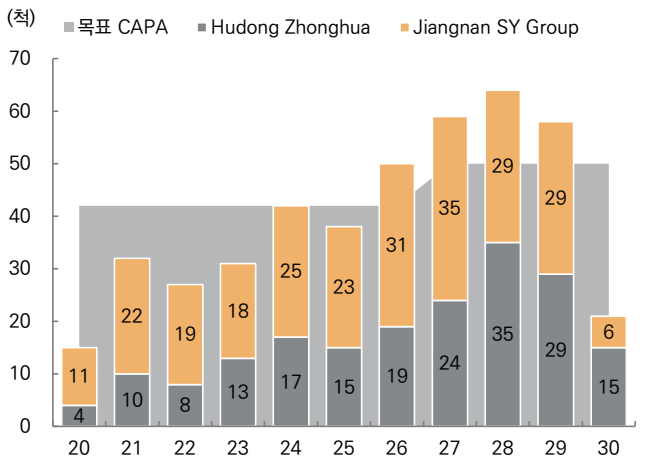
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

중국 주요 조선사 인도연도별 선표 마감률



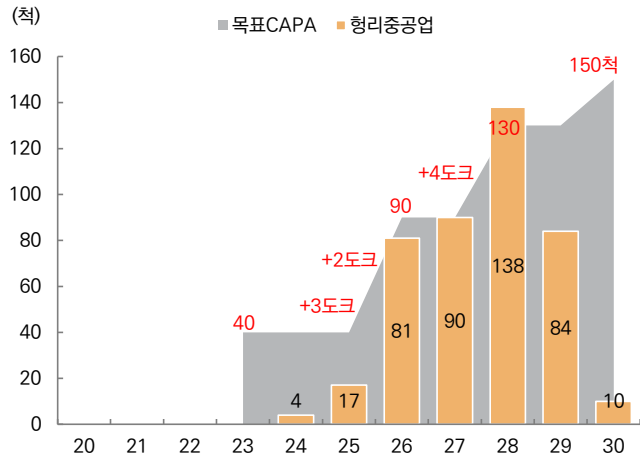
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

증설을 고려해도, 꽉 찬 중국의 LNG CAPA (후동중화, 장난조선)

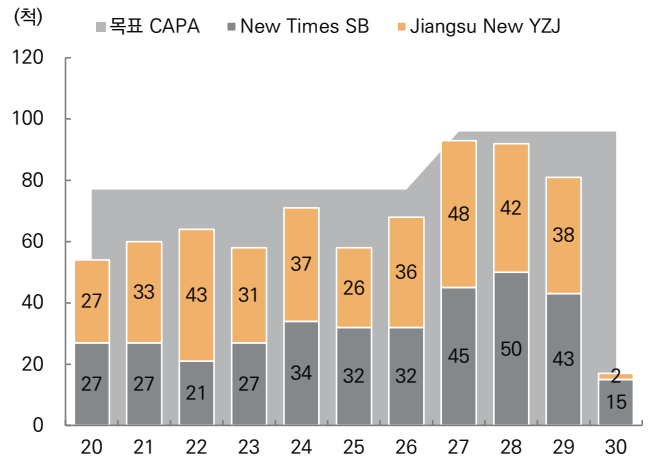


주: 후동 30척+장난 10척x2배 증설 가정
자료: 회사 자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

가장 공격적으로 늘린 탱커 CAPA (헝리중공업), 대표적 민영사 슬롯 잠기는 모습 확인할 필요

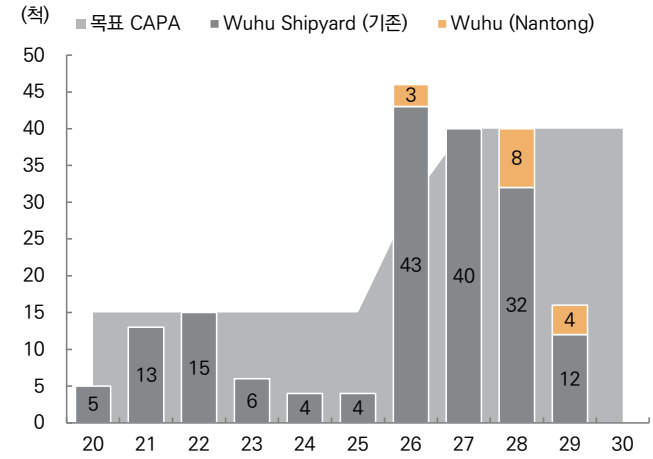


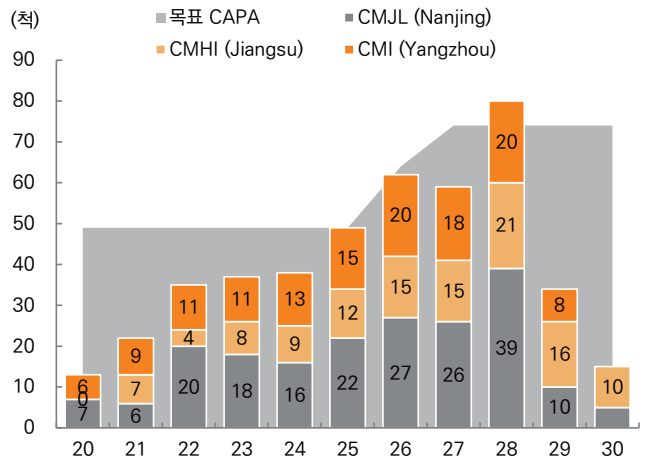
자료: 회사 자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정



주: 양쯔장 80만 DWT=연 10~13척, New times VLCC 2척 동시건조=연 4~6척
자료: 회사 자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

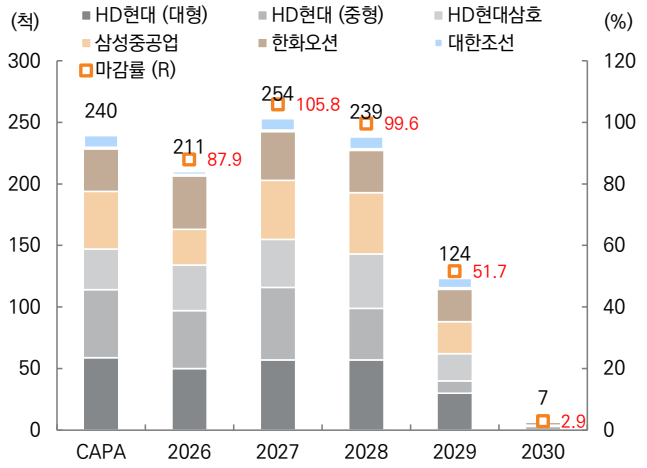
벌크 주력 민영사의 슬롯도 완판을 향해 (Wuhu Shipyard, CMI 그룹)





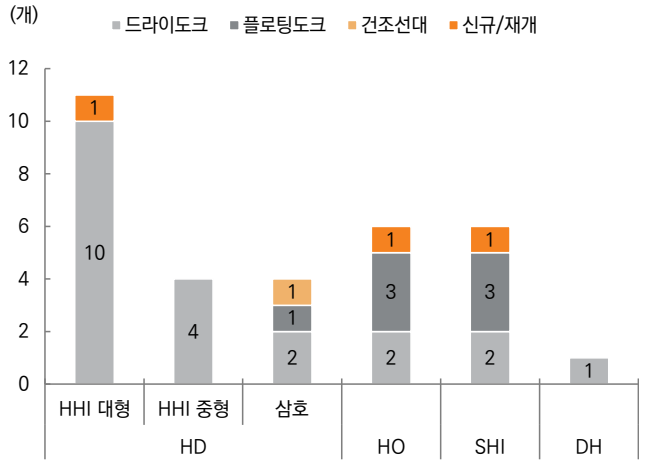
주: Nantong 신규 2기×연 3~4척≈연 6~8척 (대형선 기준) 가정
자료: 회사자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

한국 주요 조선사 인도연도별 선표 마감률 – 아직 여유



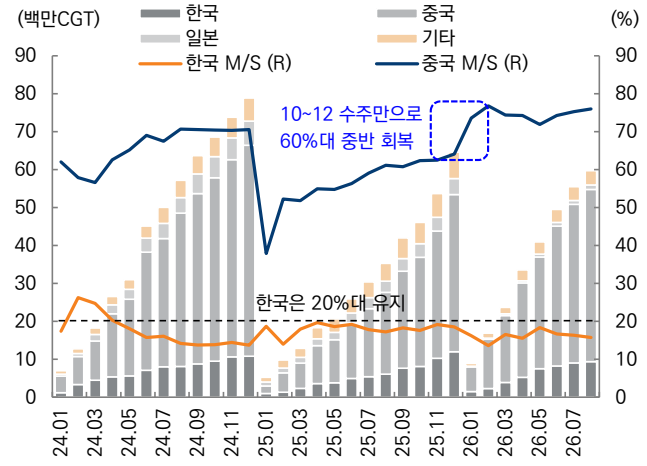
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

국내 Q 확장: 2재가동, 1신규(현대 5, 삼성 2, 한화 6)



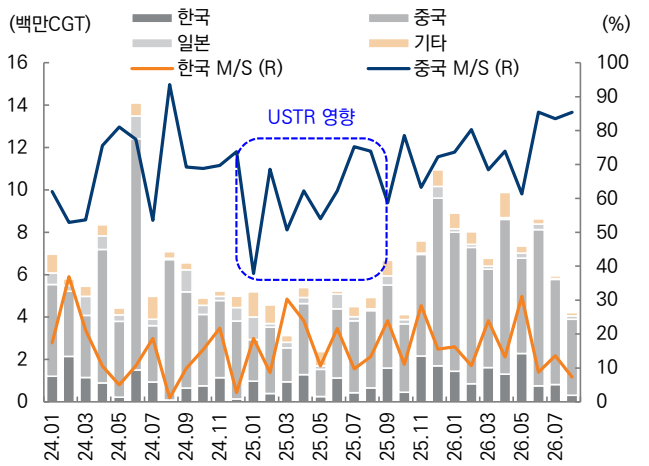
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

점유율 고민: USTR 효과 제거후 20% 박스권에서 변동



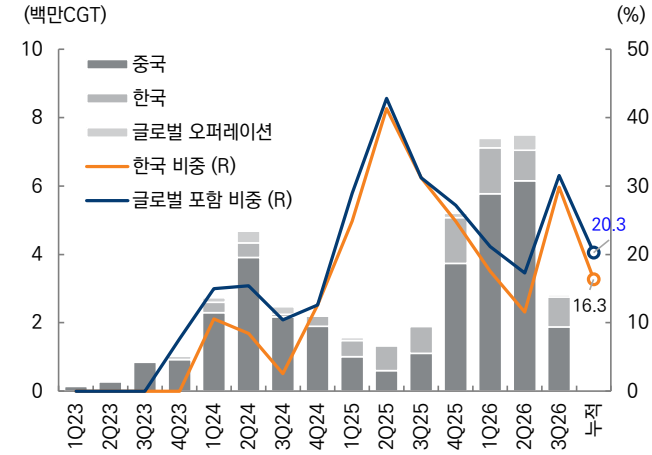
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

월간 기준 변동은 불가피. 자극적 보도는 7%로 나가기도



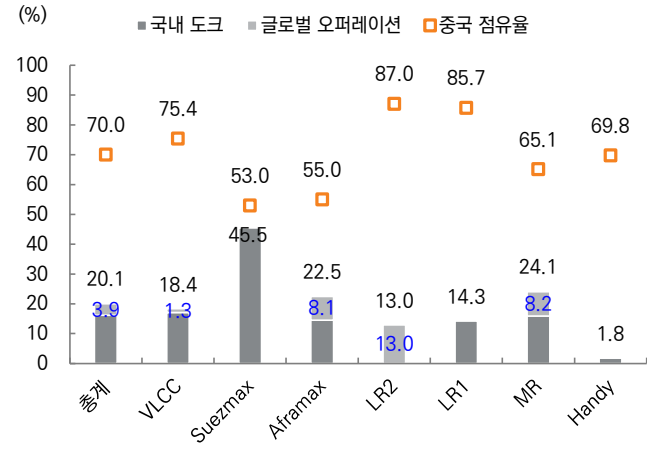
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 탱커 수주 내 한국 M/S: 글로벌 포함시 +4%pt



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

수주잔고 또한 글로벌 포함시 +3.9%pt, 20% 초과



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 신규수주의 선종별, 국가별 분류

(CGT, %)

구분	총계				Container				LNG				Tanker			
	전체	한국	중국	기타	전체	한국	중국	기타	전체	한국	중국	기타	전체	한국	중국	기타
2024	80,383	10,745	55,971	13,666	21,233	2,215	18,601	417	7,220	4,127	3,092	-	12,466	2,190	9,194	1,083
2025	65,193	11,776	41,693	11,724	25,928	5,105	19,928	895	2,942	2,505	265	171	8,752	3,021	4,752	979
26.01	9,196	1,447	6,603	1,146	2,506	-	2,465	41	1,946	801	1,145	-	1,813	426	1,270	117
26.02	8,069	854	6,477	738	3,095	531	2,476	88	350	173	177	-	1,850	534	1,077	238
26.03	6,878	1,621	4,666	591	1,099	210	803	86	634	634	-	-	2,981	149	2,810	21
26.04	9,910	1,309	7,016	1,585	2,456	130	2,326	-	171	171	-	-	2,697	654	1,796	247
26.05	7,490	2,281	4,364	845	1,603	381	1,222	-	1,202	1,202	-	-	2,971	426	2,090	455
26.06	8,826	753	7,499	574	2,528	-	2,528	-	531	174	358	-	2,343	162	1,600	580
26.07	5,970	811	4,919	239	2,233	-	2,233	-	381	-	381	-	2,387	312	1,865	210
26.08	4,607	553	3,618	436	1,775	114	1,661	-	179	-	179	-	1,420	632	737	51
26.09	1,269	362	900	7	485	362	123	-	-	-	-	-	1,399	247	1,012	140
점유율 (%, CGT 기준)																
2024	100.0	13.4	69.6	17.0	100.0	10.4	87.6	2.0	100.0	57.2	42.8	-	100.0	17.6	73.8	8.7
2025	100.0	18.1	64.0	18.0	100.0	19.7	76.9	3.5	100.0	85.2	9.0	5.8	100.0	34.5	54.3	11.2
2026 YTD	100.0	16.1	74.0	9.9	100.0	9.7	89.1	1.2	100.0	58.5	41.5	-	100.0	17.8	71.8	10.4

주: 클락슨 오더북 기재 계약물량 환산으로 시계열 값과 일부 차이
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

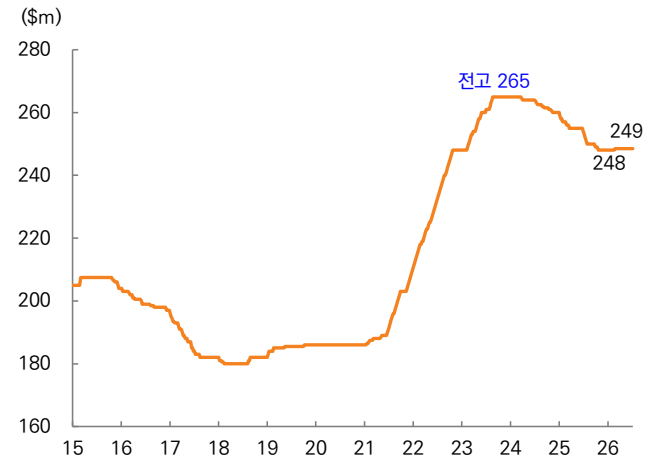
글로벌 탱커 신규수주의 선형별, 국가별 분류: 글로벌 오퍼레이션에서 채워질 범용선 점유율

(척, %)

구분	원유운반선									정유운반선									Handy		
	VLCC			Suezmax			Aframax			LR2			LR1			MR					
	전체	한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국
2024	75	15	57	39	16	20	15	-	15	91	-	75	38	6	32	153	34	105	102	7	59
2025	73	28	39	64	42	22	11	3	4	47	-	43	8	-	8	67	18	32	52	1	24
26.01	16	3	13	18	11	7	3	-	-	5	-	5	-	-	-	10	2	6	15	2	2
26.02	37	-	37	21	2	19	-	-	-	11	-	11	-	-	-	14	2	12	11	3	5
26.03	32	3	29	13	11	2	-	-	-	11	-	7	-	-	-	23	8	10	7	-	3
26.04	29	3	20	14	1	13	-	-	-	17	-	15	1	-	1	27	11	13	15	-	7
26.05	18	-	14	6	4	2	1	-	-	12	-	12	2	2	-	27	-	12	38	-	37
26.06	22	5	16	5	-	5	-	-	-	8	-	7	4	-	4	34	4	26	13	-	8
26.07	7	2	5	8	8	-	3	-	2	-	-	-	6	2	4	21	10	10	11	2	9
26.08	7	-	4	-	-	-	11	6	5	8	-	8	2	2	-	16	2	14	11	-	10
26.09	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	-	4	-	-	-
점유율 (%, CGT 기준)																					
2024		19.9	76.1		40.9	51.5		-	100		-	82.5		15.9	84.1		22.4	68.3		13.3	72.6
2025		38.5	53.4		64.9	35.1		27.1	37.2		-	91.5		-	100		27.8	46.3		1.8	67.4
2026 YTD		8.8	84.0		37.3	62.7		-	-		-	89.1		28.5	71.5		20.1	58.7		7.1	61.4

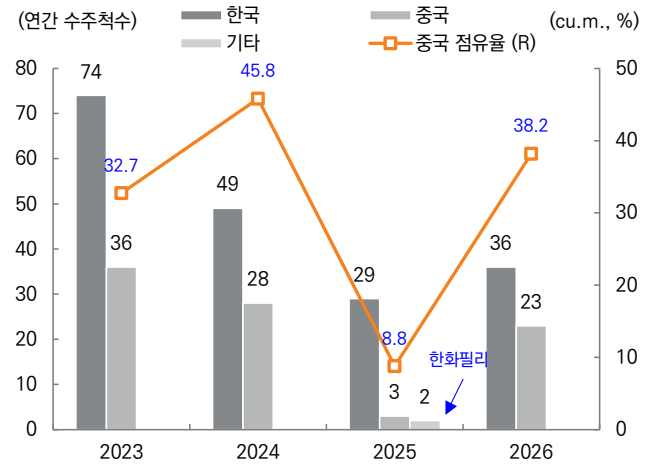
주: 클락슨 오더북 기재 계약물량 환산으로 시계열 값과 일부 차이
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

상반기 LNG 신조선가가 눌렸던 것은…



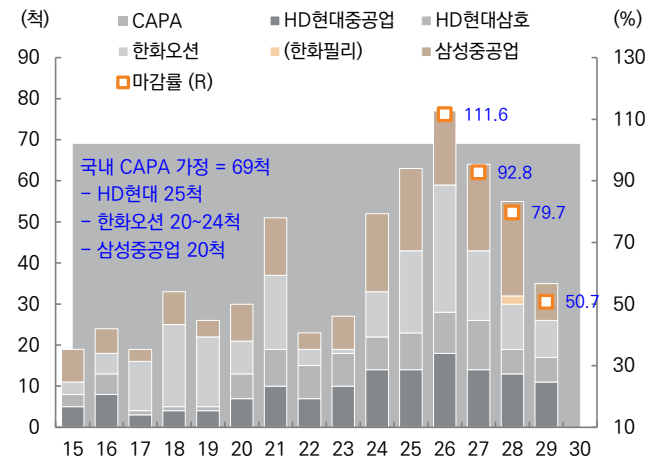
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

…중국의 국수국조+일부 글로벌 고객 진입 통한 MS 확대 영향



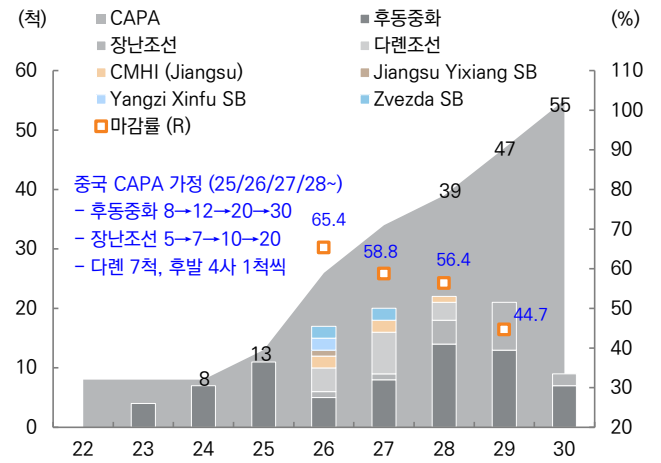
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

LNGC 슬롯 현황: 국내 28년 일부, 29년 하반기 잔여



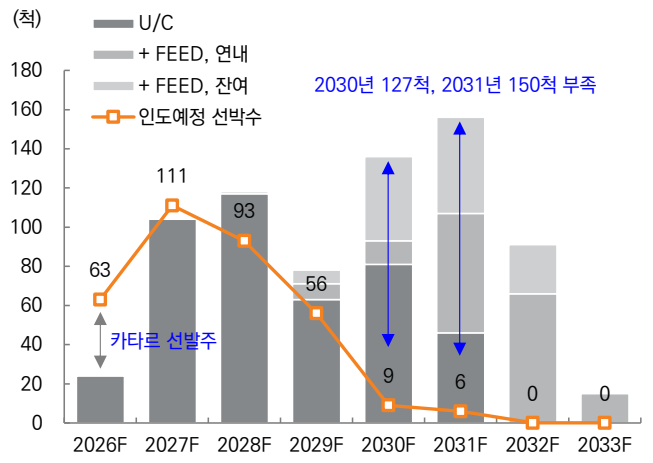
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

중국 조선사 LNGC 슬롯 현황: CAPA 증설과 동행



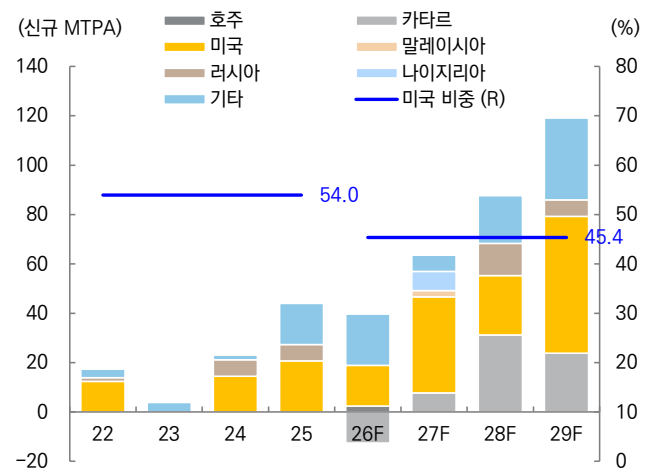
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

확정적 쇼티지를 앞둔 LNGC: 150척 이상, 증설 CAPA를 상회



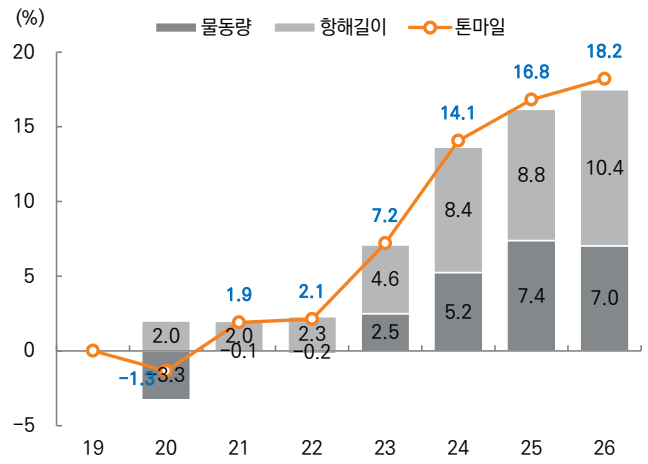
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

29년부터 가동이 몰린, 중국에서 자유로울 미국 프로젝트들



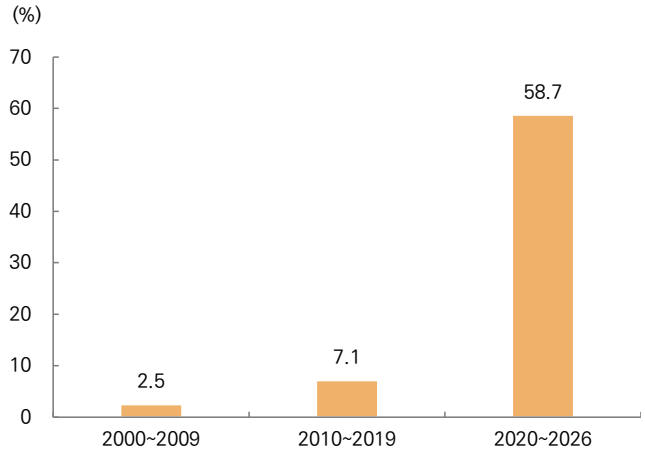
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

가세할 신규 톤마일수요 요인의 등장: (19년 대비)



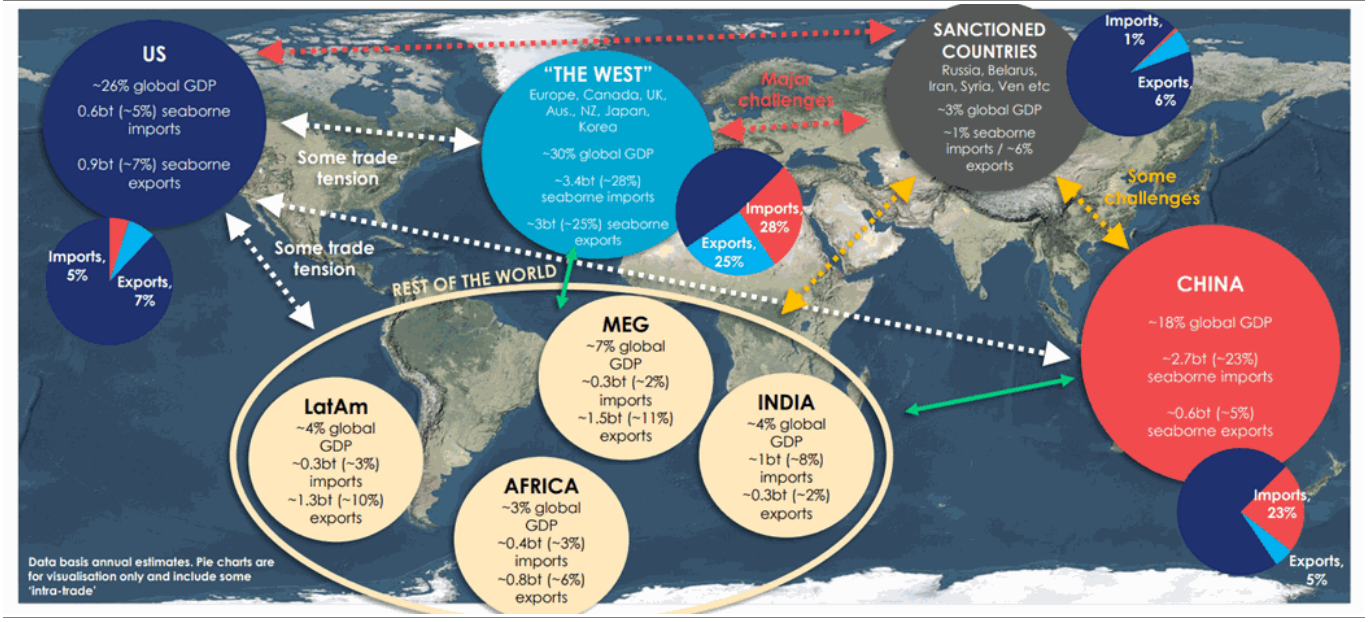
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 톤마일수요 증분 내 항해길이 성장의 비중은 갈수록 증대



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

지정학적 갈등으로 인한 우회 운항 비중의 증대와…



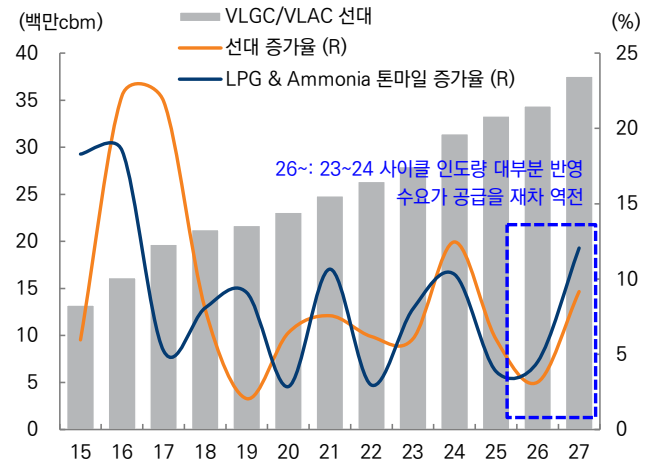
자료: Clarksons

…수입국들의 미국발 에너지원 수입량 증가가 톤마일 성장에 복합적

루트	선적→양하	항로	거리	소요(편도)
카타르→아시아	라스라판→홍콩	수에즈·말라카	약 5,000해리	약 13일
카타르→아시아	라스라판→도쿄	스리랑카·싱가포르	약 6,500해리	약 17일
미국→아시아 (파나마)	코퍼스→홍콩	파나마 운하	약 11,000해리	약 28일
미국→아시아 (수에즈)	코퍼스→홍콩	수에즈 운하	약 13,300해리	약 34일
미국→아시아 (희망봉)	코퍼스→홍콩	희망봉	약 14,500해리	약 37.5일

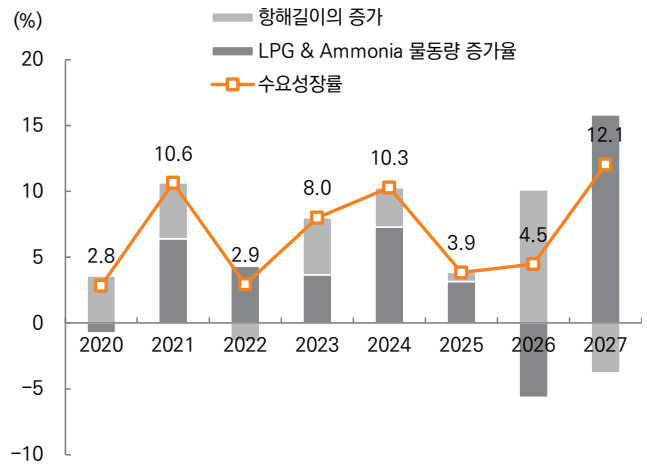
자료: OIES(옥스퍼드 에너지연구소), 미래에셋증권 리서치센터

27년까지 VLGC/VLAC 수급 상황 우호적



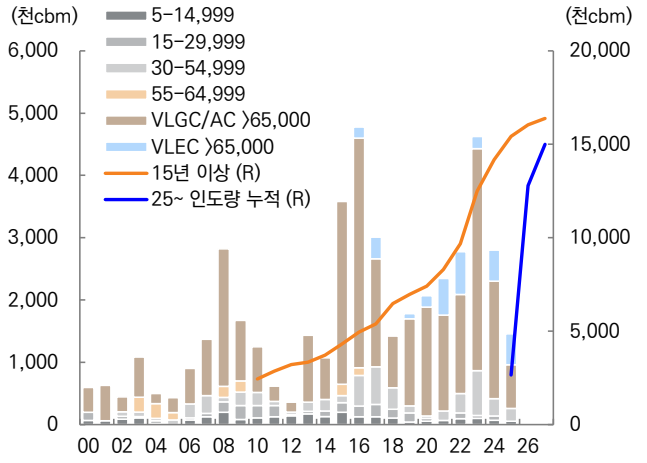
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

단기 물동량 둔화에도 톤마일 증분이 상쇄한 결과



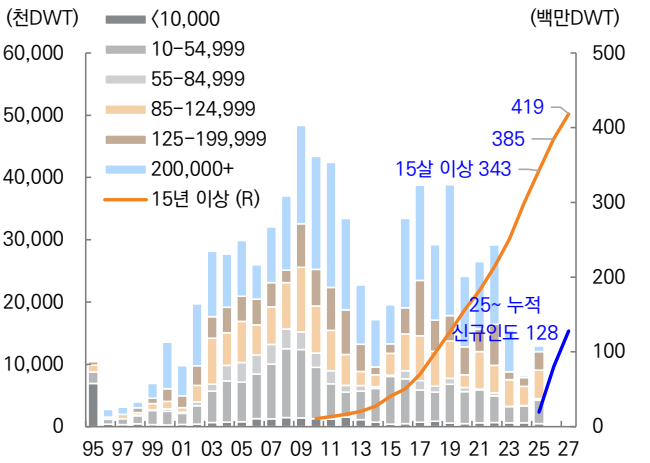
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

가스선은 올해 역대급 발주에도, 장기 교체수요가 상회



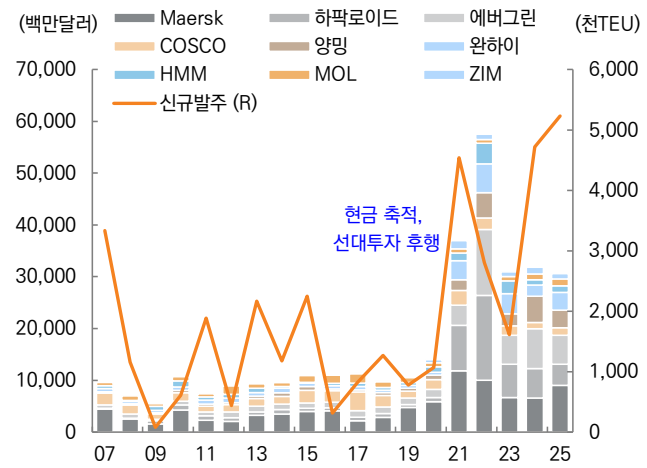
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

탱커도 공통적, 역대급 발주 vs. 넉넉한 교체 예정 물량



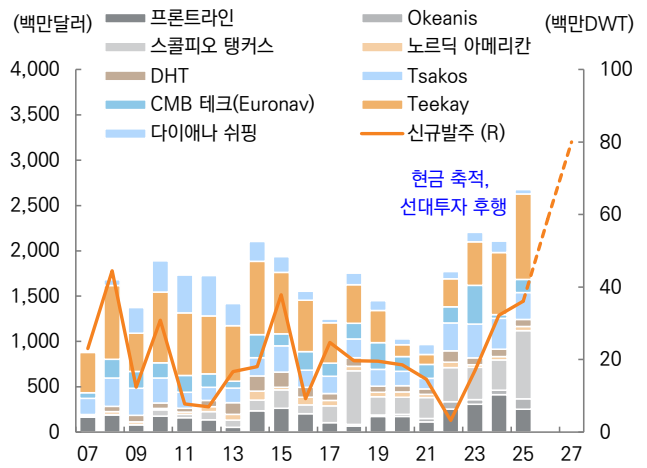
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

컨테이너선사가 코로나 이후 현금 축적, 선대 투자했듯이…



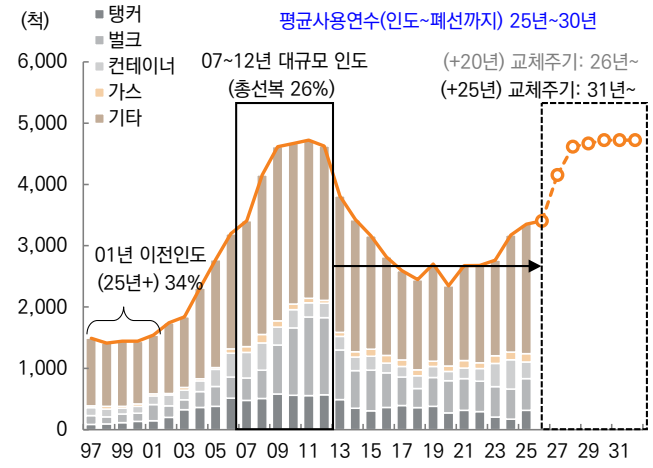
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

…전쟁 이후 배증한 탱커선사 현금, 발주에 활용될 것



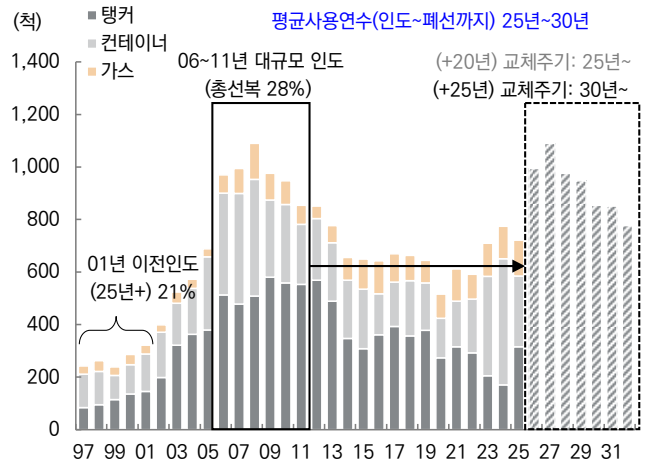
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

더 길게는, 31년부터 돌아올 본격적인 폐선 사이클



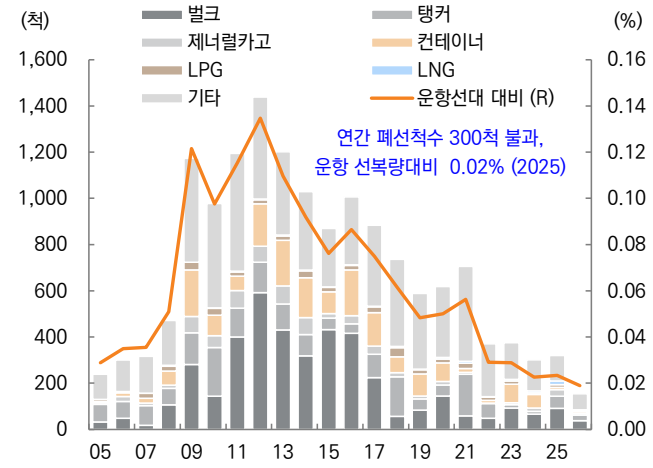
주: %는 척수기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 선박의 인도 시기 및 교체일정 (척수, 주요선종)



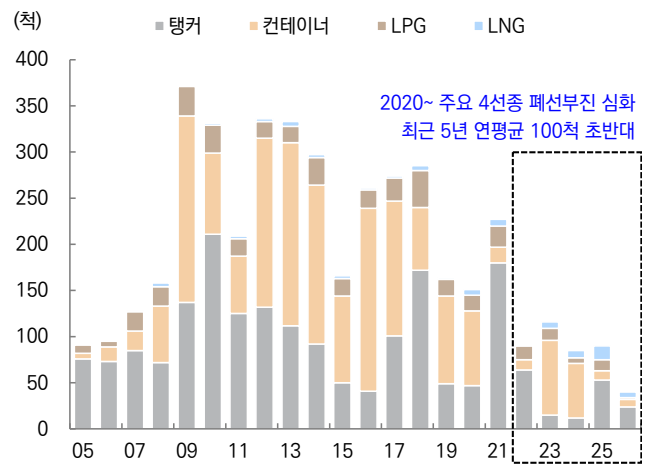
주: %는 척수기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

현재 심하게 부진한 선종 해체량 (05~25)



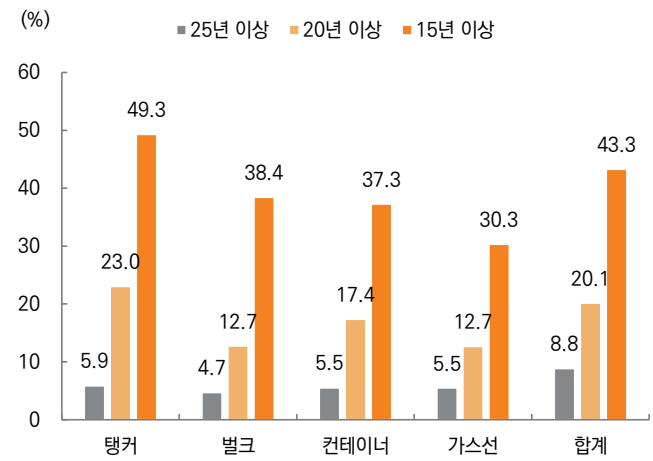
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

국내선사 주요 선종의 연간 해체량 (05~25)

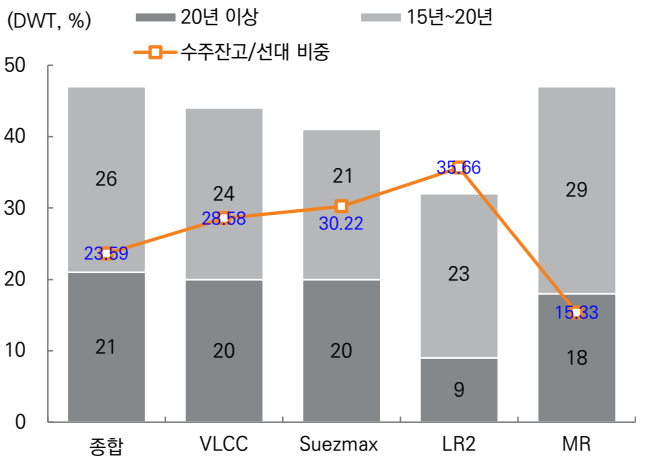


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

선종별 노후화율: 누적된 발주로 20살 선박들은 커버되나, 기다리고 있는 15년 물량도 곧 교체수요에 가세



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터



주: 탱커 별도, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

미국 조선업 보호 2대규제: 상선의 존스법, 전투함의 번스-톨레프슨

구분	존스법 (Jones Act)	번스-톨레프슨법 (Byrnes-Tollefson)
근거	1920년 상선법(Merchant Marine Act of 1920) 제27조	10 U.S.C. §8679 (구 §7309), 1965 등장 → 1968 수정
대상	미국 내항 상업 운송(민간 상선).	정부 조달·지원 함정 (=해군 전투함·보조함 등)
핵심 요건	4대 요건 100% 충족: ① 미국 건조 (Built): 건조 장소가 미국이어야 함 ② 미국 소유 (Owned): 지분 75%↑ 시민권자가 보유해야 함 ③ 미국 등록 (Flagged): 소유와는 별개의 기국 요건 ④ 미국인 승선 (Crewed): 선원 75%↑ 이상이 미국 시민·영주권자	함정 100% 미국 본토 건조 원칙 - 엔진·추진계 등 주요 구성품도 미국산
외국 조달 허용	의장품(주기·보조엔진·크레인·스퍼드)은 해외 가능. - 주요 구조물(블록 등)은 강재중량의 1.5% 초과 불가	원칙적 전량 미국 - 미국 건조선이 없거나 비용·일정상 불가할 시 제한적 예외조항 발효
예외 조항	46 U.S.C. §501, 국토안보부 장관이 국가안보 목적 면제 - 국방부 요청/재난/소형선/특수상황 - 30~180일 한정	대통령 국가안보 재량 - 의회 사전통지 후 30일 경과 시 계약 가능

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

미국 조선업 부흥 관련 법안

명칭	시점	유형	핵심 내용	소관 상임위 심사 현황
① Ensuring Naval/ Coast Guard Readiness Act S.406/407, H.R.4951 (Lee·Curtis)	2025.2.5 2025.8	상원 발의 하원 발의	• NATO 회원국/상호방위조약 체결 인태국가(한국·일본 등) 조선소 • 함정·주요 구성품(선체·상부구조) 건조 허용 • 단, 국내 건조 대비 비용이 저렴할 것 • 대통령이 의회 통지 후 30일 경과 시 계약 가능 • 중국계 기업 소유·운영 조선소 배제(사전 인증 의무)	상원/하원 군사위 계류 상원 상무위 계류
② SHIPS for America Act S.1541, H.R.3151 (Kelly·Young·Garamendi)	2025.4.30	입법 (재발의)	• 10년간 미국적 전략상선단 250척 확대(Strategic Commercial Fleet) • 정부 화물 100% 미국적선 수송 의무화(현행 50%→상향) • 해양안보신탁기금·해양안보보좌관실 신설 • 중국 수입화물 일정비율 미국적선 의무화·외국선 관세 활증 방향	상원 상무위 계류

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

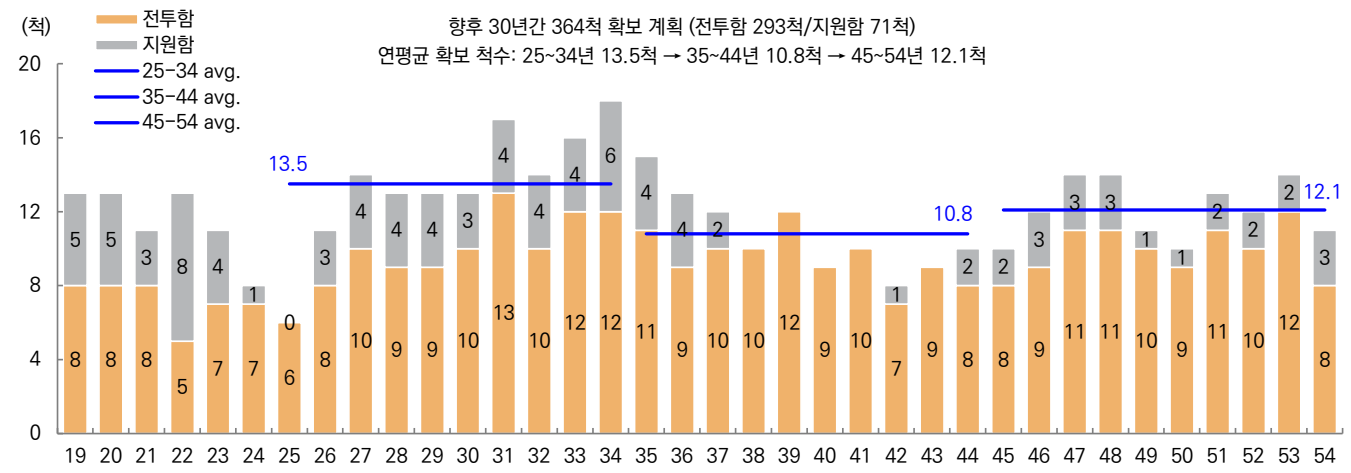
8/13 NSPM: 함정 해외건조 금지 면제권(Waiver) 행사

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

연간 NDAA 입법 경로 및 일자

주: 날짜는 전년도 FY2026의 단계별 완료 시점
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

미 해군 함정 건조계획(2025): 운용선대 24년 295척에서 54년 390척 확보 계획, 30년간 364척 확보에 1.2조달러 투입



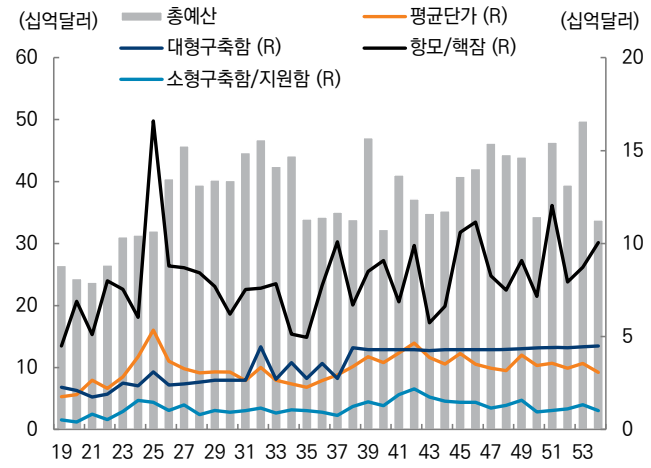
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

미해군 함정 건조계획(2025): 선종별 30년 구매계획 및 국내사 수주시장 규모 추산

분류	원문 명칭	25~54 구매계획 및 예산			
		척수	십억달러	조원	
항공모함	**Aircraft carriers**	6	137	192	
잠수함		75	511	716	
탄도미사일 잠수함	Ballistic missile submarines	10			
순항미사일 잠수함	Large payload submarines	6			
공격형 잠수함	Attack submarines	59			
	Virginia class submarines with the Virginia payload module	9			
	Virginia class submarines	36			
	SSN(X) next-generation attack submarines	14			
구축함	**Destroyers (Large surface combatants)**	**51**	**185**	**259**	
	DDG-51 Flight III destroyers	23			
	DDG(X) next-generation surface combatants	28			
호위함	**Frigates (Small surface combatants)**	**81**	**118**	**165**	
	FFG-62 frigates	24			
	FFG-62 Flight II frigates	57			
상륙함	**Amphibious ships**	**25**	**102**	**143**	
	LHA-6 amphibious assault ships	8			
	LPD-17 Flight II amphibious transport docks	5			
	LPD(X) next-generation amphibious ships	12			
비전투함	**Amphibious ships**	**126**	**56**	**79**	
군수지원함	Landing ships	55			
전투보급함	Combat logistics and support ships	71			
기타			94	132	
총계		364	1,204	1,685	**총 TAM 대비 (%)**
초기 수주가능성 高 시장		232	275.9	386	22.9
한국 조선사 유효시장		**283**	**460.9**	**645**	38.3

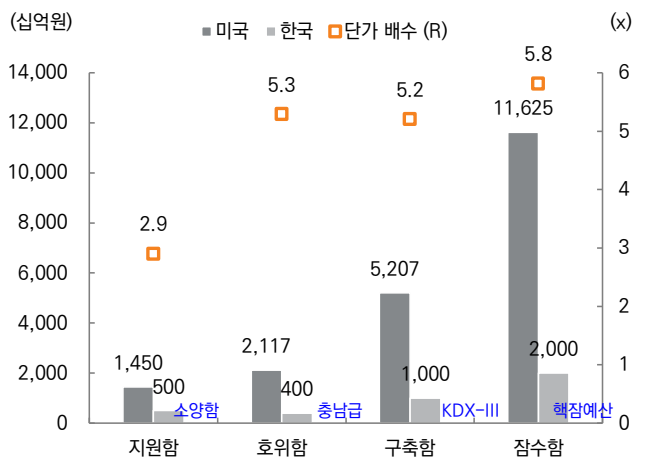
주: USDKRW=1,400, 기타 = 해양조사선(oceanographic survey ships), 수송·군수지원선(sealift ships), 무인수상정(USV) 및 의장·인도후 장비/공구 구매비용 (outfitting & postdelivery)
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

미국 함정 건조비: 소형전투함도 척당 10억달러 이상



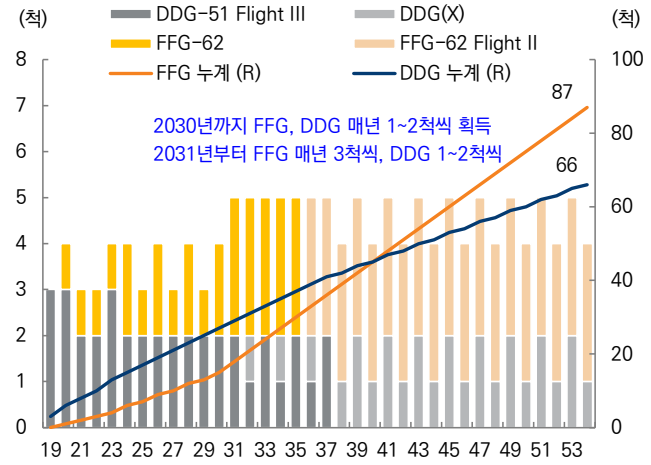
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

국내 함정 사업가격은 미국의 20~35% 수준



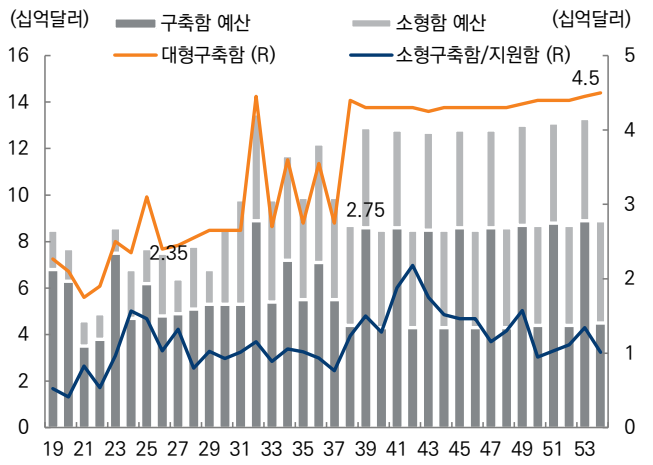
주: USDKRW 1,500
자료: 미래에셋증권 리서치센터

미 해군의 호위함, 구축함 발주계획



주: 우축은 19년부터의 누적치
자료: CBO(2025), 미래에셋증권 리서치센터

미 해군의 호위함, 구축함 발주예산 및 단가



자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

미 해군 함정 획득 프로그램의, 국내선사 블록건조 진입 시 기대 연간 매출액 추산

(십억원)

구분	계약선가		가정					연간 매출액
	십억달러	십억원	선체 비중	블록 매출	연간 건조척수	각 사 M/S	단가	
FFX	1.0	1,400	40%	560	3.5	30%	1	588
DDG	4.5	6,300	40%	2520	2	30%	0.5	756
NGLS	0.5	700	50%	350	3	50%	1	525

주: DDG는 예상 계약선가에서 50%의 외주단가 할인을 반영
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터 추정

블록 건조사업 OPM 추정: 미국의 Cost Overrun만 걷어내도 경상 영업이익률 22.2%

항목		단위	수치	산식	비고
(a)	미 함정 매출액	Index	100		
(b)	미 함정 OPM	%	7.6		HII FY24
(c)	미 함정 건조비용	Index	92.4	(c) = (a) – (a) x (b)	
(d)	원가 초과율	%	28		CBO 집계 밴드 평균 22~34%
(e)	회수율 상한	%	120		예정원가의 120%까지 ceiling price
(f)	정부 분담률	%	50		Ceiling 이하 초과분에 대한 분담률
(g)	원가 전가율	%	35.7	(g) = (f) x (e)–1) / (d)	
(h)	원가 초과액	Index	20.2	(h) = (c) x (d) / (1+(d))	
(i)	정상 원가	Index	72.2	(i) = (c) / (1+(d))	
(j)	기초 매출액	Index	92.8	(j) = (a) – (g) x (h)	
	경상수준 영업이익	Index	20.6		
	경상수준 영업이익률	%	**22.2**		

자료: GAO(미국 회계감사원), 업계 자료 바탕 미래에셋증권 리서치센터 추정

원가우위 효과 반영시, 기대 영업이익률 범위는 30%+

구분		절감 가능 원가의 비중				
		10%	20%	30%	40%	50%
절감률	90%	23.0%	23.8%	24.5%	25.3%	26.1%
	80%	23.8%	25.3%	26.9%	28.4%	30.0%
	70%	24.5%	26.9%	29.2%	31.5%	33.9%
	60%	25.3%	28.4%	31.5%	34.6%	37.8%
	50%	26.1%	30.0%	33.9%	37.8%	41.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내선사의 미국 함정 신조시장 진입시 영업가치 추정

항목		단위	값	산식	비고
(a)	미국 함정 건조예산 (~FY31)	십억달러	127		
(b)	미국 함정 건조예산 (~FY31)	십억원	178,346	(b) = (a) x 1,400	
(c)	연간 미국 함정 건조예산	십억원	35,669	(c) = (b) / 5	
(d)	연간 미국 블록 건조예산	십억원	14,268	(d) = (c) x 0.4	건조예산 내 선체비중 40%
(e)	국내 블록 건조시장 TAM	십억원	7,134	(e) = (d) x 0.5	단가 할인율 50%
(f)	국내 블록 건조매출	십억원	4,280	(f) = (e) x 0.6	국내선사 점유율 60%
(g)	국내 블록 건조이익	십억원	1,284	(g) = (f) x 0.3	OPM 가정 30%
(h)	국내 블록 건조사업의 NOPLAT	십억원	1,027	(h) = (g) x 0.8	법인세율 20%
(i)	Target P/E	x	30		
(j)	국내선사 블록 건조 영업가치	십억원	30,818		

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

해양 방산 수출기회 부상: 미국을 제외한 시장에서도, 연간 20조원의 수주 기회

(척, 조원)

함종	척수	척당 단가			연간 수주 TAM			비고(척수 및 단가 가정의 근거이력)
	(5yr avg)	하단	기준	상단	하단	기준	상단	
잠수함	7.2	1.5	1.9	2.2	10.8	13.3	15.8	국내 1조원 초반~폴란드 A26 3척 $4.8bn(2.2조/척, 지원 포함)
호위함	9.6	0.5	0.9	1.2	4.8	8.2	11.5	HD현대 필리핀 2척 340억페소(0.5조/척) ~ 모가미급 1조/척
구축함	1.0	1.0	1.5	2.0	1.0	1.5	2.0	국제거래 표본이 적어 연간 1척, 국내단가(1조원 초반/척) 단순 가정
초계함	3.4	0.4	0.6	0.7	1.4	1.9	2.4	HD현대 필리핀 3,200톤급 2척 5.5억달러(0.4조/척)
상륙함	12.2	0.3	0.7	1.0	3.7	7.9	12.2	
군수지원함	0.8	0.2	0.4	0.6	0.2	0.3	0.5	
경비함·고속정	18.2	0.1	0.2	0.3	1.8	3.6	5.5	
주요선종					**15.6**	**21.5**	**27.4**	잠수함+호위함+구축함+초계함
합계					23.6	36.7	49.9	

자료: SIPRI, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 조선사의 함정 수출 실적 및 주요 파이프라인

(십억원)

시기	국가	함종	함급	HD현대	한화오션	규모	척수	단가	인도시기/비고
2011	인도네시아	잠수함	1,400t		✓	1,160	3	387	2017~2021
2012	영국	군수지원함	40,000t		✓	920	4	230	2019
2013	노르웨이	군수지원함	26,000t		✓	260	1	260	2019
	태국	호위함	3,600t		✓	520	1	520	2018
2016	필리핀	호위함	2,600t	✓		404	2	202	2021
	뉴질랜드	군수지원함	23,000t	✓		400	1	400	2020
2021	필리핀	호위함	3,200t	✓		583	2	291	2025
2022	필리핀	원해경비함	2,400t	✓		745	6	124	2028E
2024	페루	상륙정	1,500t						2026E
		원해경비함	2,200t	✓		641	4	160	2028E
		호위함	3,400t						2030E
2025	필리핀	호위함	3,200t	✓		845	2	422	2029E
2H26	태국	호위함	4,000t		◎	3~4	4	0.7	1+3, MRO
	페루	잠수함	HDS-MGP	◎		6	6	1	공동개발 중
	필리핀	호위함		◎		0.8	2	0.4	
	필리핀	잠수함	3,000t	✓	✓	2.4	2	1.2	
2027	사우디	호위함	HDF-6000급	✓		3	5	0.6	
	사우디	잠수함			✓	5	4~6	1.3	
	이집트	잠수함		✓	✓	4	4	1	
	모로코	잠수함			✓	2~3	2~3	1	
	그리스	잠수함	3,000t	✓	✓	4~5	4	1~2	
2028	칠레	호위함	4,000t	✓	✓	6.4	8	0.8	
	칠레	잠수함	2,000t		✓	2	2	1	
	콜롬비아	잠수함	209급 대체		✓	2~3	2~3	1	

주: ◎ = 우선협상·유력 / ✓ = 참여·경쟁 중 / - = 해당 없음, 시기는 당사 추정, 규모는 보도자료 기반 예상 척수x추정단가
자료: 언론 보도, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

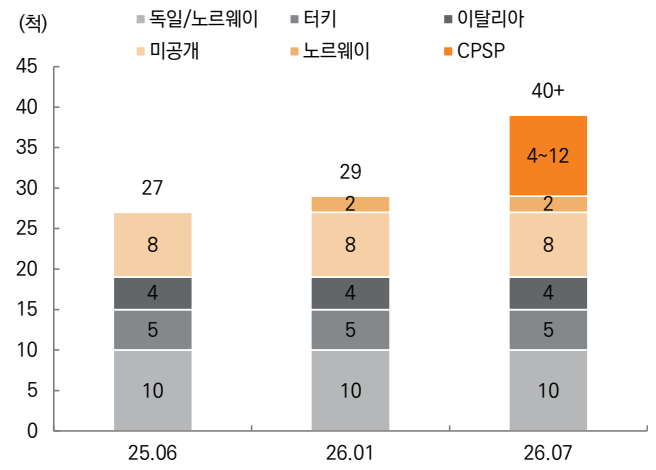
국내2사(한화, 현대)의 잔여 잠수함 수주 파이프라인

(톤, 척, 조원)

프로젝트	사업규모				모델 및 경쟁현황			타임라인	
국가	제원 (톤)	척수	단가	금액	국내 제안 모델	국내 업체	해외 경쟁업체	선정시기	비고
폴란드 Orka	3,000	3	〉2조원	7조원	KSS-III Batch-II	한화, 현대	TKMS, Naval, Saab, Fincantieri, Navantia	25.11	Saab
캐나다 CPSP	3,000	8~12	〉2조원	60조원	KSS-III Batch-II	팀코리아	TKMS, 한화오션	26.07	TKMS
필리핀	3,000	2	약 1조원	약 2조원	KSS-III (개량)	한화, 현대	Naval, TKMS+Fincantieri, Navantia	2H26E	협의중
사우디	3,000	4~6	약 1조원	약 5조원	KSS-III Batch-II	한화	TKMS, Naval, Fincantieri	2027E	MOU
이집트		4			KSS-II (Type 214)	한화, 현대	TKMS, Naval, Navantia	2027E	검토
그리스		4			KSS-III Batch-II	한화, 현대	TKMS, Saab, Naval	2027E	시장조사
모로코		2~3				한화, 현대	Naval, TKMS	2027E	
칠레		2			Ocean 2000	한화	Naval, TKMS	2028E	
콜롬비아		2~3				한화	TKMS	2028E	
아르헨티나		3~6			HDS-1500	현대	Naval, TKMS, Saab, Navantia	미정	

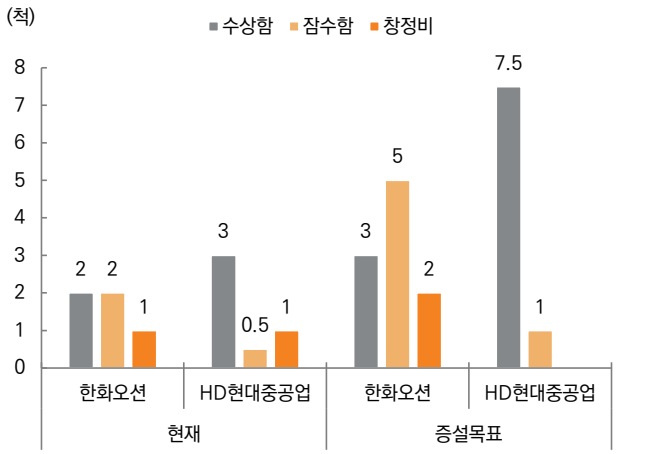
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

TKMS 신규수주 및 누적 수주잔고 추이: 2040년까지 포화



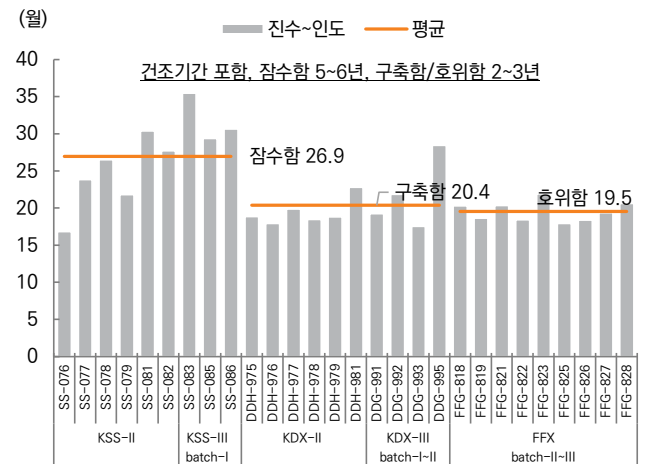
자료: TKMS, 미래에셋증권 리서치센터

국내 2사의 건조 CAPA와 증설 계획



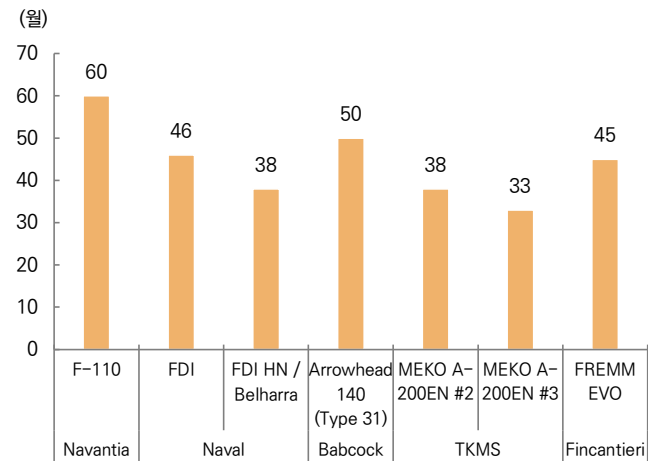
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

국내 주요 함정 건조 프로젝트 건조기간 (진수~인도)



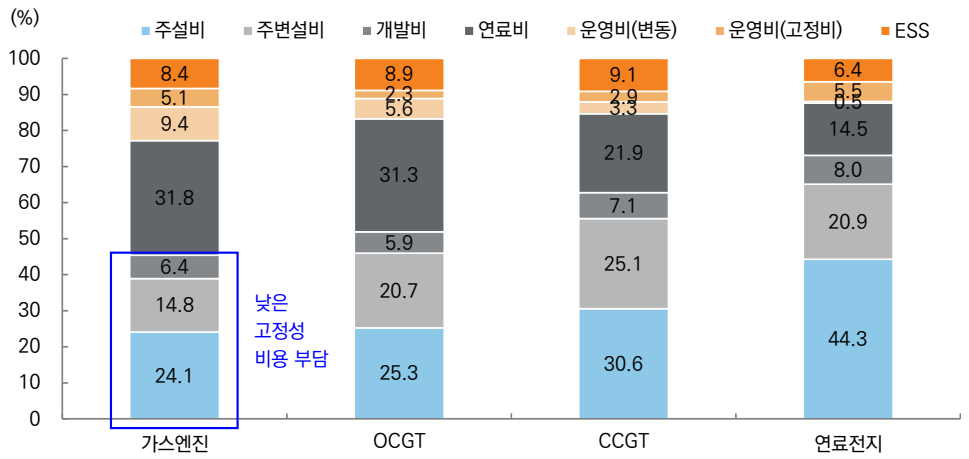
자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 주요 함정 건조 프로젝트 건조기간 (기공~인도)



자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

4행정 가스엔진의 AIDC 전력원 진출: 가스발전의 전력원별 비용 구조상 낮은 고정비용 우위



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

CAPEX 우위 핵심은 낮은 오버빌드 페널티

	단위기 출력	최소 대수	총 설치	오버빌드	오버빌드율	LCOE 기여
Engine	18 MW	34기	666 MW	66	11.00%	4.3
OCGT	34.5 MW	18기	724.5 MW	124.5	20.80%	7.9
CCGT	150 MW	4기	750 MW	150	25.00%	14.4

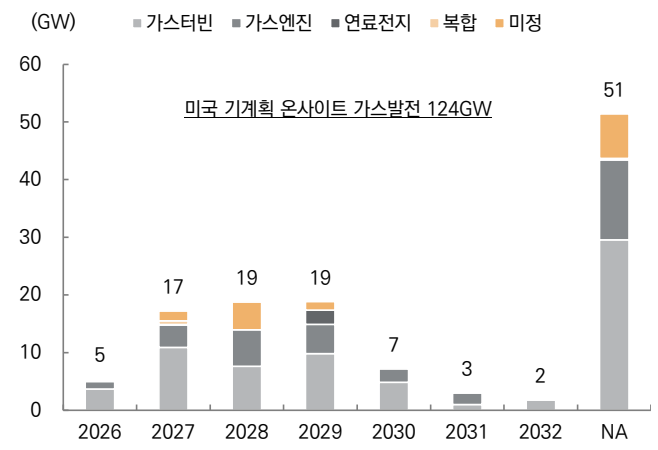
자료: 미래에셋증권 리서치센터

GW급 이하 중소형 사이트에서 부각되는 비용 경쟁력

목표 용량	LM2500 (34.5MW)	7HA.03 (640MW)
600 MW	20.80%	113.30%
1,200 MW	9.30%	60.00%
2,400 MW	6.40%	33.30%
6,000 MW	4.10%	28.00%

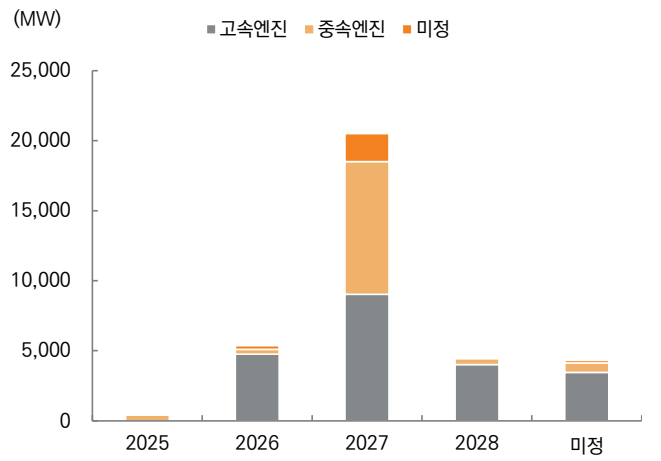
자료: 미래에셋증권 리서치센터

미국 온사이트 가스발전 124GW 예정 중…



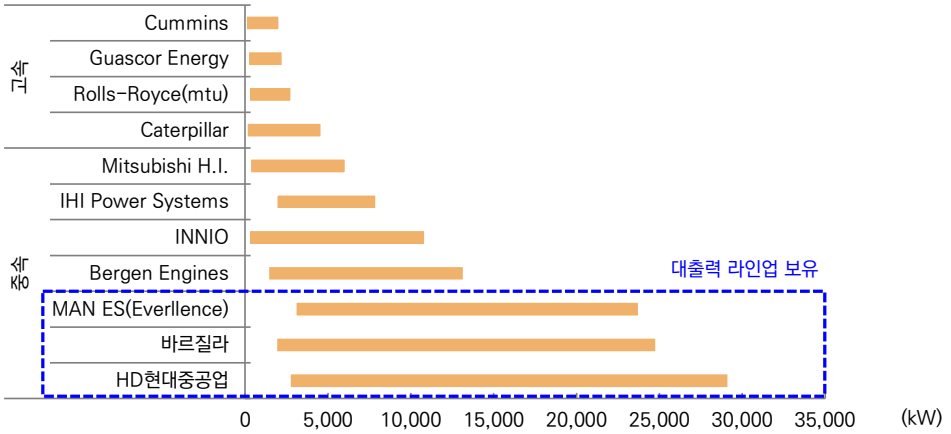
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

…30%를 담당하는 가스엔진, 납기 임박할수록 중속엔진 선호



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

4행정 가스엔진 라이센서: 대출력 라인업 보유해, 데이터센터 유력 수주권은 중속 중 3사



주: LNG 가스연료 기준 스펙,. 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

선두인 바르질라, 이미 3GW 넘게 수주

수주시점	고객	MW	엔진	대수	대당 MW
2Q25	오하이오 DC	282	18V50SG	15	18.8
4Q25	미국 DC (고객 비공개)	507	50SG	27	18.8
1Q26	DC 수요 대응 유틸리티 발전소 (비공개)	429	50SG	24	17.9
2Q26	오하이오 하이퍼스케일 DC	412	34SG	40	10.3
2Q26	텍사스 DC (오프그리드)	790	50SG	42	18.8
3Q26	AI DC — Liberty Energy	1GW + 확장	34SG	미공개	10.3
합계		**3,420 + α**		**148**	

자료: 바르질라, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대중공업 4행정 엔진 생산능력 포화 현황 추정 (공시 전)

(MW)

항목	2026	2027	2028	2029	2030	2031~	비고
그룹사 엔진	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000		3사 합산 100척, 척당 5MWx4대
국내 non-captive 엔진	600	600	600	600	600		30척 가정
중국 non-captive 엔진	+ α	+ α	+ α	+ α	+ α		미공시
데이터센터	**-**	**-**	**477**	**727**	**727**		
Aperion Energy	-	-	228	228	228		11대/11대/11대
Corban Energy	-	-	250	499	499		26대/52대/52대
수요 총계	**2,600 + α**	**2,600 + α**	**3,077 + α**	**3,327 + α**	**3,327 + α**		
ㄴ 여유분	340	340	-137	-387	-387		
생산 CAPA	2,940	2,940	2,940	2,940	2,940	2,940	

자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

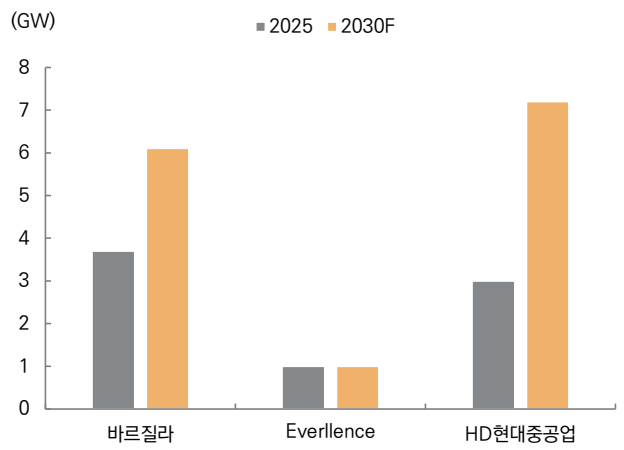
HD현대중공업 엔진기계 CAPA 확장 계획: 육상엔진 25년 0.7GW→30년 4GW 체제

(GW)

공장	2025	2026	2027	2028	2029	2030	비고
울산 본공장 (선박용)	2.3	2.3	2.3	2.5	2.9	3.2	선박용, 3~5MW급
울산 본공장 (기존 육상)	0.2	0.2	0.2				선박용 전환
영암 HD현대엔진	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	보완투자('27년 6월 완료), 9MW급
온산 신축 공장				0.9	2.1	3.0	육상발전 전용, 20MW급
육상발전 소계	**0.7**	**0.7**	**1.2**	**1.9**	**3.1**	**4.0**	
전체	**3.0**	**3.0**	**3.5**	**4.4**	**6.0**	**7.2**	

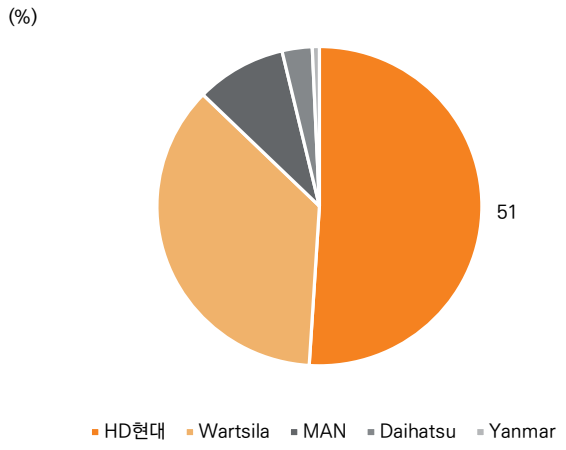
주: 30년은 마일스톤, 시기별 확장 속도는 당사 추정
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

라이센서별 4행정 엔진 CAPA: 경쟁사 총계를 상회하는 현대



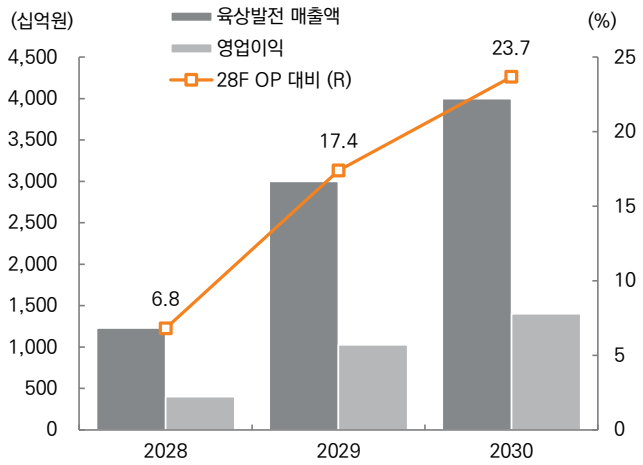
자료: 회사 소통, 미래에셋증권 리서치센터 추정

4행정 DF(이중연료 추진) 선박엔진 시장 점유율: 기존 현대 압도

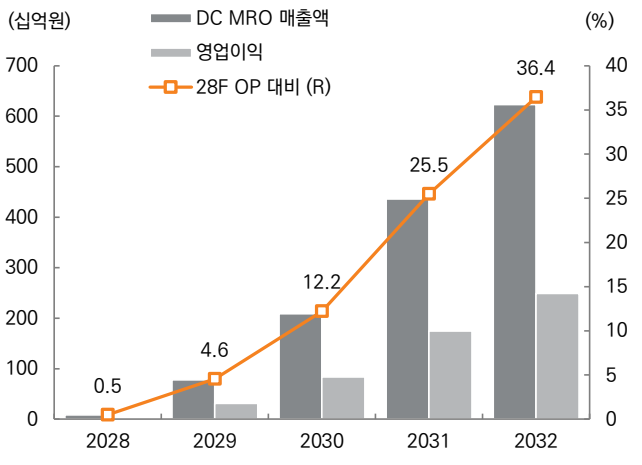


자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대그룹 계열의 AIDC향 실적 전망: 가장 빠른 현대중공업 본사, 중장기 현금을 누릴 HD현대마린솔루션

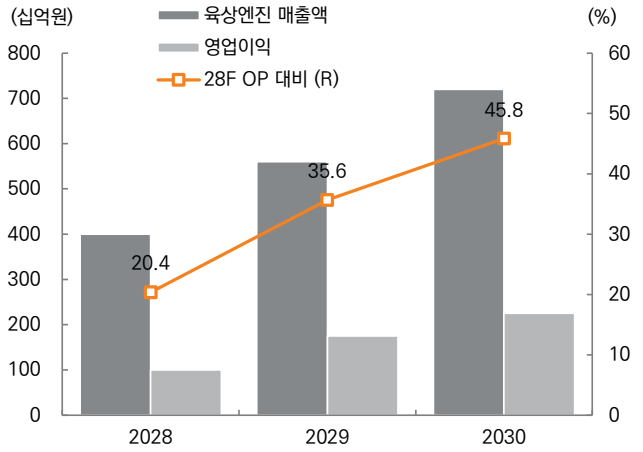


주: CAPA 실기여 28년 1.2GW→30년 4GW, OPM 30%→35%
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



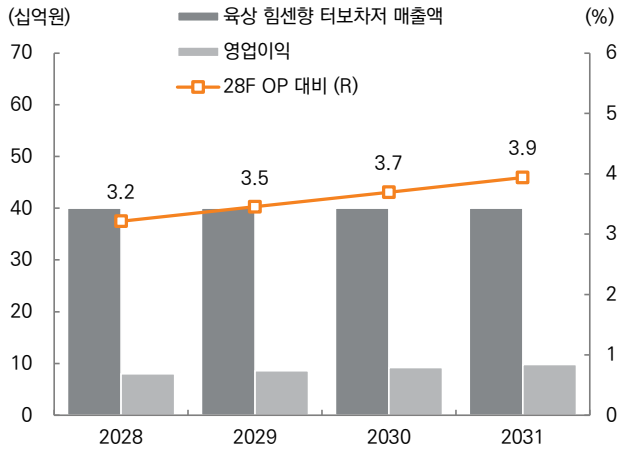
주: 연도별 출하량 28년 1.7GW(AEG+CEG)→29년 2GW→30년 3GW
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

한화엔진, 육상용 라이센스 갱신 전제하 상향폭은 최대



주: 1조원/GW*Everllence 20% 할인 진입*라이센시 OPM 25%
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD현대마린엔진, 부품 납품을 통한 간접 수혜



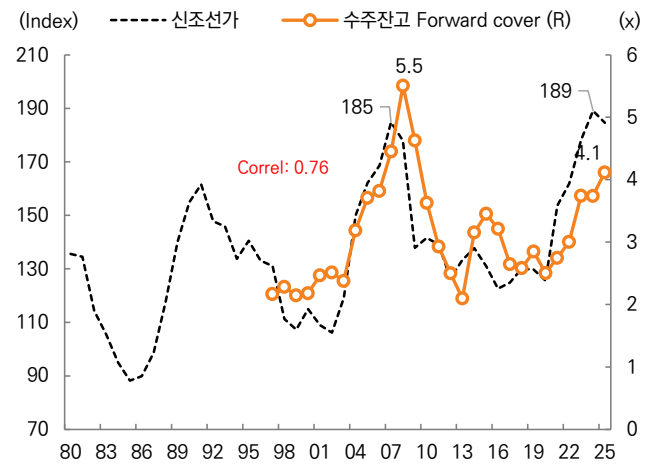
주: 증설 미반영, 현 CAPA 가동률 120%*총단가 내 터보차저 비중 5%
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

스테디 사이클의 조건: 도크 쇼티지

중국 슬롯 완판이 P 반등의 조건

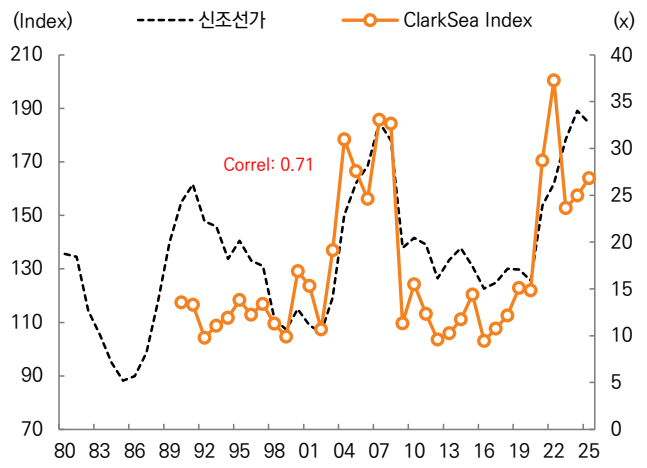
원론적으로 P(선박 가격)는 운임, 용선료 등 해운 시황의 함수이나 현재와 같은 사이클 중기 **조선사의 여유 슬롯이 보다 선가 설명력이 높은 변수로 부상**한다. 경험적으로 수주잔고 길이(=Forward cover)가 3년을 넘어서면 조선사로 가격 협상력이 이동하며 공급자 우위 시장을 담보한다. 이전 슈퍼사이클의 정점이었던 2008년 글로벌 Forward cover는 5.5년까지 상승했고, 신조선가는 명목 기준 190선에 도달했다. 금번 사이클 초입기에도 동일한 흐름이 반복되었다. 2024년 수주잔고길이가 4년대로 재진입하며 선가도 저점에서 190선으로 재상승하였다.

그림 1. 수주잔고 Forward cover∝신조선가



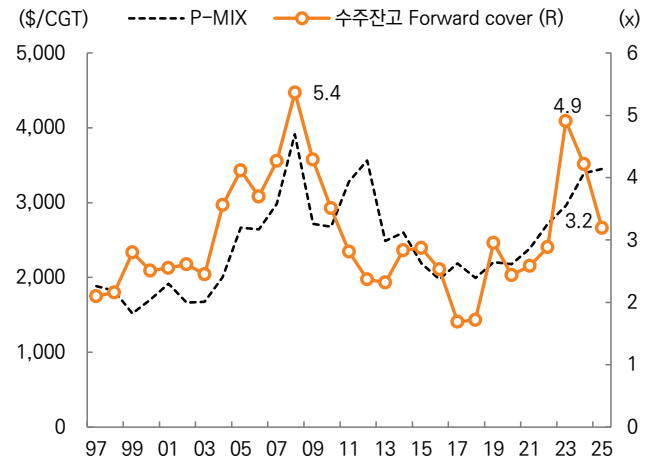
주: Forward cover = 수주잔량÷전년 건조량, CGT 기준
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. Clarksea 운임지수∝신조선가



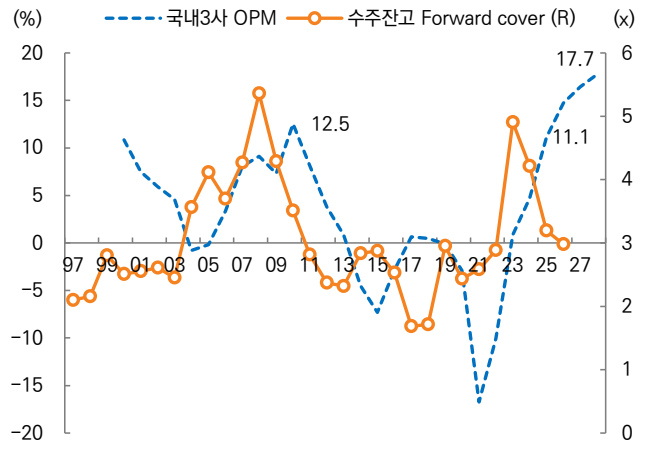
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국 조선사 Forward cover, 신규수주 P-MIX 추이



주: P값은 선종별 차이를 고려하지 않은 오더북($m)÷오더북(백만CGT) 단순 수치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 한국 조선사 Forward cover, OPM 추이

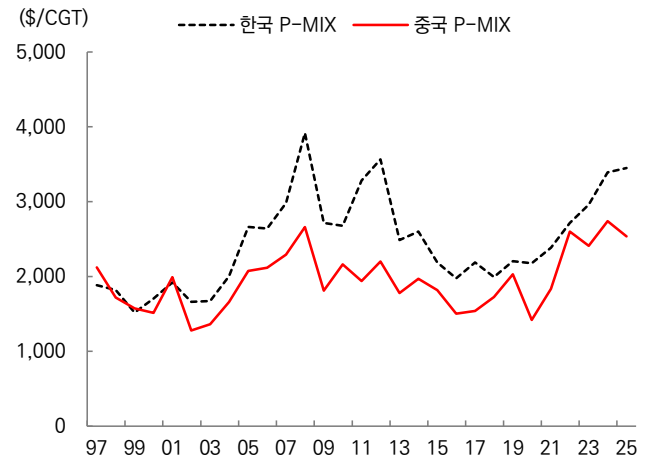


주: HD한조해, 한화오션(대조해), 삼성중공업의 합, 26~28F는 컨센서스
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

이러한 가운데 신규수주의 Best case는 당해 인도량과 유사하거나 소폭 상회하는 물량을, 유리한 선가로 가져오는 것이다. 결국 목표는 수익성이다. 현재와 같은 제한적 증설기조를 유지한다고 가정했을 때 필요한 것은 수주잔고 길이의 "유지" 이며 "무한한 우상향"은 아니다. 실제 국내 Big3 수익성은 OPM 기준 과거 슈퍼사이클 고점을 넘어섰다. 도크 포화에 따른 선별 수주로 수주/매출 비율이 폭발적(4~5배) 수준에서 ~3배 부근으로 하강하였지만, OPM은 지속 우상향하는 디커플링이 뚜렷하다.

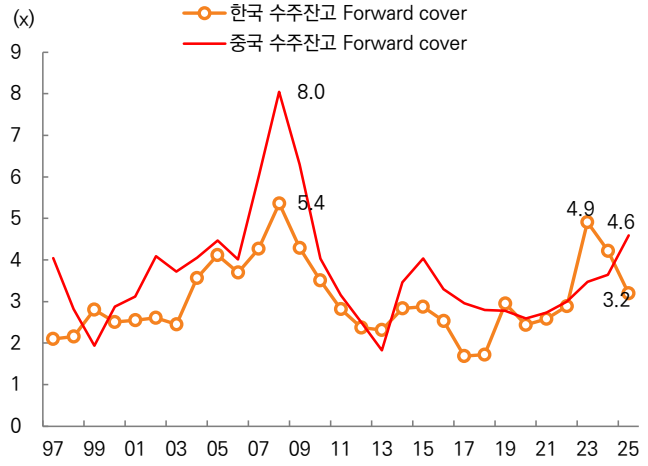
경험적으로 백로그 3년치 레벨의 유지는 Seller's market 구도 유지를 담보한다. 실제 국내사 신조 계약가는 26년 들어 상승 압력이 가시적이다. 국내 신규수주 평균 P-MIX는 25년 연내 숨고르기를 거쳤으나, 상반기부터 3,000$/CGT대로 반등이 나타났다. 전 선종 전반적인 개선과 더불어 가스선 등 고마진 선종 믹스효과가 복합적으로 이끌었다. 28년 슬롯은 완판, 29년은 60%이며 30년 슬롯을 여는 단계다. 백로그 너머의 실적을 좌우할 물량들이다. 이를 유리한 선가, 선종 믹스로 구성해나감을 확인함이 필요하다.

그림 5. 한국, 중국 조선사 연간 신규수주 평균 P-MIX



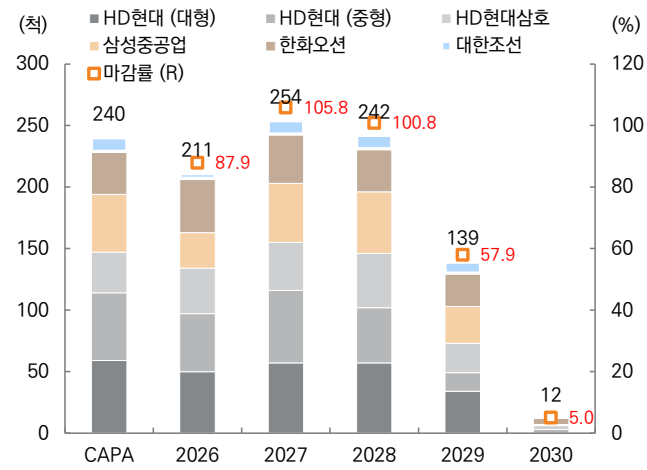
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 한국, 중국 조선사 수주잔고 길이 추이



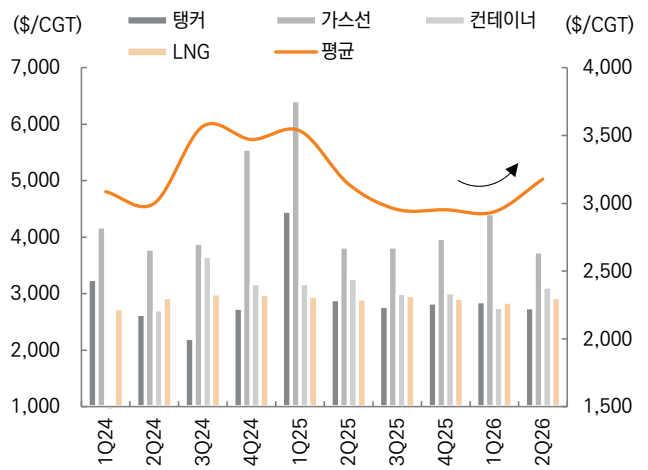
주: Forward cover = 수주잔량÷전년 건조량, CGT 기준
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한국 주요 조선사 인도연도별 선표 마감률



주: 마감률 산출에 활용한 현 실효 CAPA = 최근 6년 ('20~'25, 척) 연간 인도량 중 최대치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 한국 조선사 선종별 신규수주 평균 P-MIX

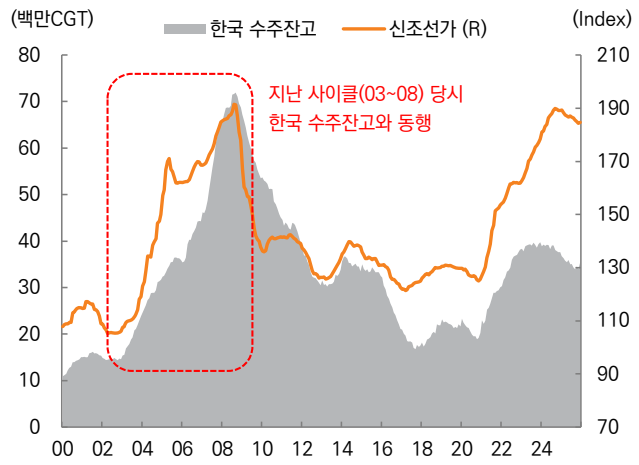


주1: Σ NB Price / Σ CGT, 선가 미기재분 제외
주2: 탱커는 원유운반선과 제품선, 가스선은 LPG/VLEC/VLAC를 모두 포함
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

중국 슬롯 포화가 신조 계약가를 밀어올릴 1차적 조건이다. 지난 사이클에서 글로벌 신조선가가 한국 수주잔고에 동행하였다면, 21~25년 상선 사이클의 시작과 끝은 중국이 좌우하였다. 24년 9월 선가의 고점 형성은 중국 백로그길이 4년치의 돌파 시점과 맞물렸으며, 현재는 5.2년까지 늘어났다. 직관적으로 해석하면 지금 중국에 주문하면 5년 이후에 받는다는 뜻이다. 가격 차이에도 납기 경쟁시 한국의 고가 오퍼 체결 가능성을 높일 요인이다.

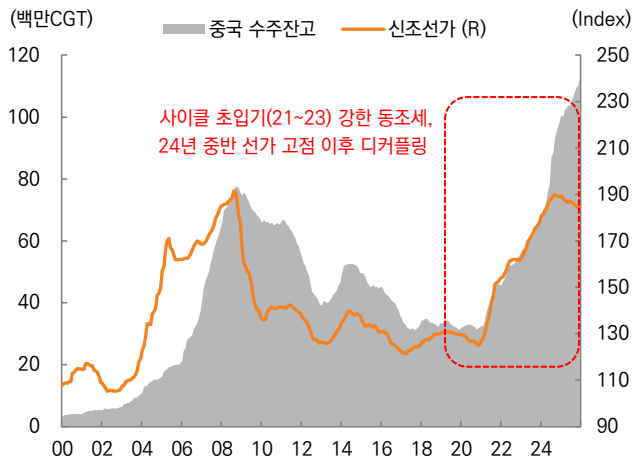
그리고 지난 2월 글로벌 신조선가 반등이 다시금 재개되었다. **신조 수요가 야드 확장을, 특히 중국의 공급 확대분을 상회**하고 있기 때문이다. 주요 13개사(CSSC 그룹, CMI, 민영 3사)의 인도예정물량은 현재, 최근 6년 ('20~'25, 척) 연간 인도량 중 최대치를 27~29F 각 51%, 86%, 45% 상회한다. 글로벌리 유의미한 조선국은 한국과 중국에 한하고, 선가 차이가 넓게는 10%까지 나기 때문에, 점유율이 한국으로 이동하면 선가는 기계적으로 오를 수 밖에 없다.

그림 9. 글로벌 신조선가 대비 한국 수주잔고 추이 (00~25)



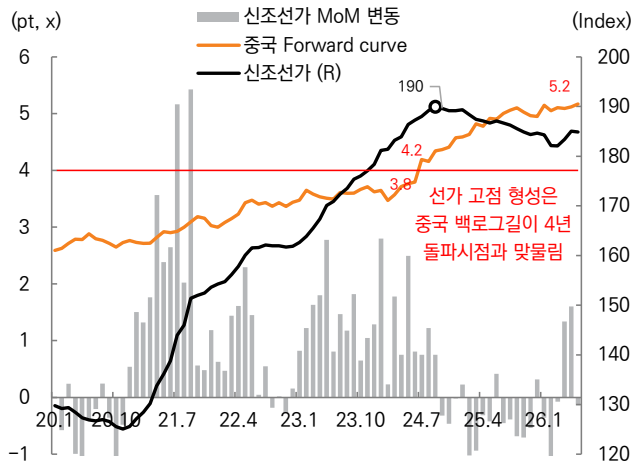
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 신조선가 대비 중국 수주잔고 추이 (00~25)



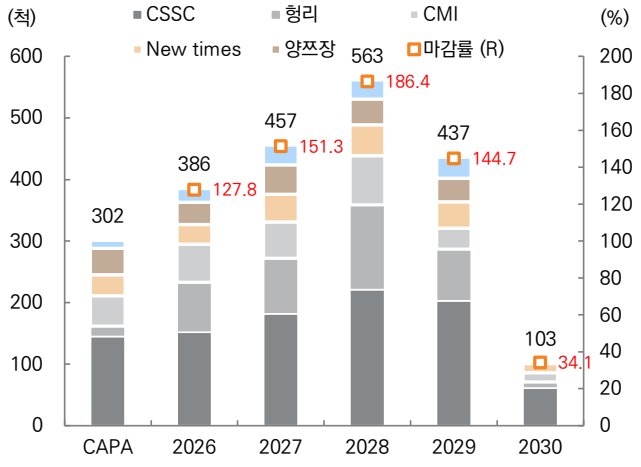
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 중국 수주잔고 Forward curve, 신조선가 추이



주: 월간 Forward cover = 수주잔량÷TTM 건조량, CGT 기준
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 중국 주요 조선사 인도연도별 선표 마감률



주1: CSSC, CMI 그룹 수치는 경쟁선종 건조 주력의 6개, 3개 조선소 수치
주2: 마감률 산출에 활용한 현 실효 CAPA = 최근 6년 ('20~'25, 척) 연간 인도량 중 최대치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 중국 주요 조선사 인도 연도별 수주현황 및 인도스케줄

(척)

구분	CSSC						헝리중공업	CMI			New times	양쯔장	Zhoushan Changhong	합계
	Huangpu Wenchong	GSI Nansha	후동중화	장난조선	다롄조선	SWS		CMJL (Nanjing)	CMHI (Jiangsu)	CMI (Yangzhou)				
2020	25	17	4	11	9	25	0	7	0	6	27	27	1	159
2021	34	20	10	22	13	20	0	6	7	9	27	33	6	207
2022	28	19	8	19	9	15	0	20	4	11	21	43	4	201
2023	33	26	13	18	8	23	0	18	8	11	27	31	9	225
2024	31	25	17	25	6	24	4	16	9	13	34	37	13	254
2025	30	26	15	23	4	30	17	22	12	15	32	26	14	266
CAPA	34	26	17	25	13	30	17	22	12	15	34	43	14	302
2026F	38	28	19	31	14	22	81	27	15	20	32	36	23	386
2027F	43	27	24	35	28	25	90	26	15	18	45	48	33	457
2028F	60	42	35	29	31	24	138	39	21	20	50	42	32	563
2029F	55	45	29	29	19	26	84	10	16	8	43	38	35	437
2030F	19	5	15	6	6	10	10	5	10	0	15	2	0	103

주: CSSC, CMI 그룹 및 민영 조선사 가운데 선사와의 경쟁 선종 건조사 위주 리스트업
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

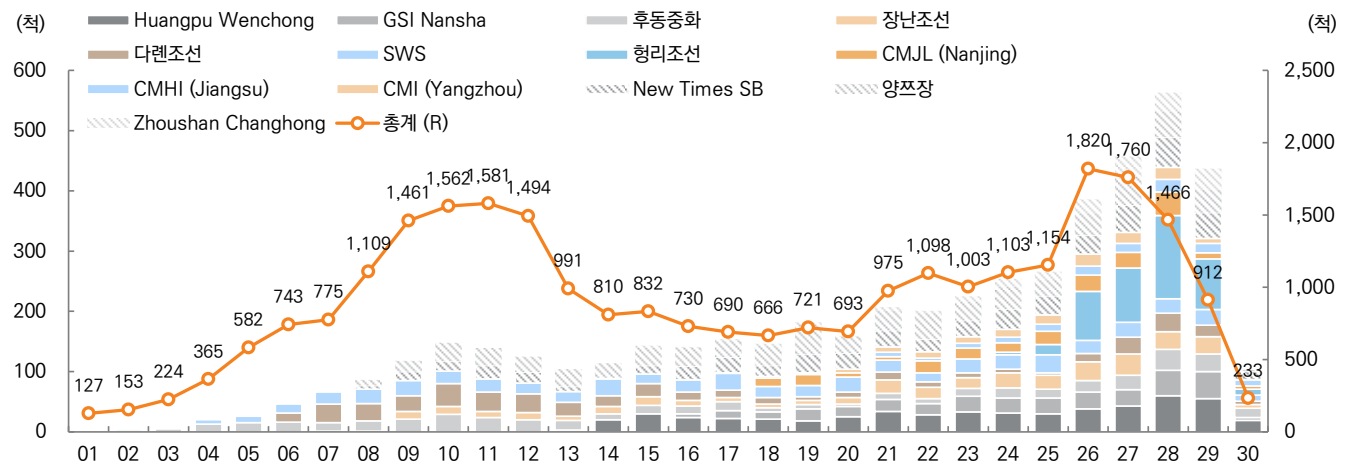
표 2. 중국 주요 조선사 인도 연도별 수주현황

(%)

구분	CSSC						헝리중공업	CMI			New times	양쯔장	Zhoushan Changhong	합계
	Huangpu Wenchong	GSI Nansha	후동중화	장난조선	다롄조선	SWS		CMJL (Nanjing)	CMHI (Jiangsu)	CMI (Yangzhou)				
2026F	111.8	107.7	111.8	124.0	107.7	73.3	476.5	122.7	125.0	133.3	94.1	83.7	164.3	127.8
2027F	126.5	103.8	141.2	140.0	215.4	83.3	529.4	118.2	125.0	120.0	132.4	111.6	235.7	151.3
2028F	176.5	161.5	205.9	116.0	238.5	80.0	811.8	177.3	175.0	133.3	147.1	97.7	228.6	186.4
2029F	161.8	173.1	170.6	116.0	146.2	86.7	494.1	45.5	133.3	53.3	126.5	88.4	250.0	144.7
2030F	55.9	19.2	88.2	24.0	46.2	33.3	58.8	22.7	83.3	0.0	44.1	4.7	0.0	34.1

주1: CSSC, CMI 그룹 및 민영 조선사 가운데 선사와의 경쟁 선종 건조사 위주 리스트업
주2: 마감률 산출에 활용한 현 실효 CAPA = 최근 6년 ('20~'25, 척) 연간 인도량 중 최대치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 중국 조선사 연도별 총 인도 척수 및 주요사 breakdown



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

전술 로직은 금번 사이클('20~'25)간 연간 인도량 중 최대치를 단순 가정한 것이다. 여기서 증설 선언들을 반영한 총 공급능력 추산이 필요하다. 증설 계획들이 기존 CAPA 대비 예정 인도량 초과분을 하회한다면, 공급 과잉 및 국내사의 추가 점유율 침식에 대한 우려 완화가 가능할 것이다. 중국의 기발표 증설분은 100건 이상으로, 이중 파산 조선소를 인수·재가동해 빠르게 생산능력을 확보하는 방식이 50건에 육박한다. 기존 도크를 그대로 승계하는 만큼 캐파 기여가 빨랐고, 당사 선별 유의 프로젝트 가운데 **절반 이상이 지난해말 및 올해 상반기부터 생산에 가세**하였다. 선가에 영향이 없었던 것은 다수가 국내 주력선종이 아닌 케미칼·핸디 벌커 등 중소형 범용선에 주력했던 점이 배경으로 판단된다.

유의한 공사건들을 1) 한국과의 경쟁선종을 타겟하면서, 2) 대형 드라이도크의 신설을 동반하고, 3) 대규모 투자계획 동반을 요소로 선별하면 아래와 같다. 후동중화의 5번 메가도크(28년 생산 개시), Wuhu Shipyard의 Jiangsu Rongsheng 재가동(27년 생산 개시, 365만 DWT), 헝리중공업의 도크 2기 추가 등이 핵심이다. 27~28년부터 가세하는 공급으로, 빠르면 29년부터 슬롯 판매에 나설 수 있다. 단 사별로 목표 CAPA의 100% 현실화를 반영하여도, **기확정 건조물량이 대부분을 이미 점유하고 있음을** 선사별로 확인할 수 있다. 실질적 시험대는 '30년 슬롯으로, 판매 속도와 계약가가 핵심 모니터링 대상이다.

표 3. 중국 조선사 주요 생산능력 확장 프로젝트 리스트업 (1/2)

분류	조선소명		증설 결정 ~ 상업생산	주력 선종	증설후 CAPA	증설 규모	비고
국영 (신규)	후동중화		2021.01 ~ 2025.12	LNG·대형컨선	LNG선 12척		남부 창싱기지
			2026.01 ~ 2028	LNG·대형컨선·VLCC	183만 DWT		5번 메가도크, Dynacom LOI
	GSI Nansha		2026.07 ~ 2030	고부가 선박	+105억 위안	신규부지 30.6ha	Huangpu Wenchong 협력
	CSSC Tianjin		2026.05 ~			2번도크 440m→620m	2번도크 연장
	다롄조선		2026.01 ~ 2027	탱커·컨선·대형 LNG선	581만DWT	1,600T 갠트리 크레인	
	SWS (Waigaoqiao)		2025.12 ~ 2027	대·중형 컨선·탱커	307만 DWT	2,200T 갠트리 크레인	No.2 도크 상부 설치
	COSCO SHI (Tianjin)		2026.07 ~	고부가·첨단 선박	-	30만DWT 도크 2기	신규 야드, 총 80억 위안
	Nansha Longxue North		2026.08 ~	컨테이너선·LNG선	80만 DWT	도크 1기, 선대 1기	광저우난사교통투자, 50억 위안
	COSCO HI (Qidong)		2025.09 ~ 2026	FPSO	24만 DWT	안벽 220m 연장	30만DWT급 대응
	Wuhu Shipyard		2023.08 ~ 2024.05	PCTC·MR·파나막스	80만 DWT	10만톤	Weihai, +50억 위안
			2026.02 ~ 2027	뉴캐슬막스·VLCC	365만DWT	도크 2기	Jiangsu Rongsheng 임차
국영 (재가동)	CMI	Qingdao	2025 인수	벌크·탱커·컨테이너	-		Qingdao Yangfan 인수
		Weihei	2026.04~			길이 484m·폭 105m	기존선대 철거, 3도크 신설 추진
		Yangzhou	2025.11 재편	MR·케미컬선			Nanjing Dongze 재가동
		(Nanjing)	2026.06 ~		누계 12척	도크 1기(5만DWT), 선대	확장
		Qingsan	~ 2026 하반기 S/C	소형 컨테이너·탱커	-	소형 선대 9기	CSC Qingshan 재편
	GSI Nansha		~ 2026.04				Guangxin SB 재가동
			2026.04~			길이 431m·폭 74m	Wenchong Dockyard
			2026.04~			중형 선대 2기	Guangdong Bonny Fair HI
	Guangdong COSCO		2024.3Q 재개	예인선·벙커링선	-	도크 3기; 15만톤, 8만톤×2	
	Sainty Shungao		2024	벌커·컨테이너		10만톤	Jiangsu Guoxin 인수
민영 (신규)	양쯔장		2025.02 ~ 2026.12	가스·LNG·컨테이너	80만 DWT	30만톤	Hongyuan Shipyard
	New Times		2025.05 ~ 2027년	LNG추진 컨선·VLCC	컨테이너 32척	30만톤	
	Zhejiang Xinxinzhou		2025.09 ~ 2027년 중순	중형컨선·VLGC	5→10만 DWT	기존 x 2	
	(자회사) Zhejiang Xinou		2026.04~			선대 2기, 각 8만DWT	
	Shandong Dadong		2026.01 ~			대형 도크 2기	
	Yantai CIMC Raffles		2025	VLCC, 컨테이너			Zhifu, 신조 진입
			2026.05~			도크 2기, 의장안벽 5개	Longkou 생산기지 확장

표 4. 중국 조선사 주요 생산능력 확장 프로젝트 리스트업 (2/2)

분류	조선소명		증설 결정 ~ 상업생산	주력 선종	증설후 CAPA	증설 규모	비고
민영 (재가동)	헝리중공업	Phase 1	2023.01	VLCC·VLGC·대형컨선	630만 DWT	1기 455m→741m	STX Dalian 재가동, 40척
		Phase 2	2025 말	초대형 컨테이너선	710만 DWT	860m×80m, 2기	
		Phase 3	2025.09 ~ 증설중			860m×146m, 1기	4번 도크 추가
		Phase 4	2026.01 ~ 증설중			1,200m×140m, 2기	5번 도크 추가
	Zhoushan Changhong		2025	피더·MR탱커	300만 DWT	선대 2기; 10만DWT, 3만 DWT	Zengzhou Heavy 인수
			2024 ~ 2027.06	컨테이너·MR·LR2	500만 DWT	도크 6기; 50만x1, 30만~8만x5	Jinhai 부지 임차
	Yangzhou Guoyu		2024.08	중형컨선·MR	200만 DWT	선대 4기	
			2026.04 ~ 2027.12		-	도크 2기; 8만x1, 3만x1	저장 Peninsula·Panzhi 재편
	Nantong Xiangyu		2024.08 ~ 증설중	벌크, 중소형 케미컬선	+40~60%	도크 3기; 10만x1, 8만x1, 5만x1	Jiangsu Hongqiang 인수
	Xiangshui Wanlong		2024.01 ~ 증설중	피더·뉴캐슬막스선	100만톤	도크 2기; 10만톤x2	Sanjia Heavy 재가동
	Ningbo Penghong HI		2025	피더· 케미컬선	10.4만DWT	도크 1기(2.5만DWT)	Beilun Lantian 재가동
	New Xiangsheng		2025	케미컬선·석유제품선	20만 DWT	도크 3기; 5만x1, 3.5만톤x2	Jiujiang Xiangsheng 재가동
	Dajin Shipyard		2025	핸디·울트라막스 벌커	-	도크(10만DWT), 선대(5만)	Jiangsu Shenghua 인수
	Shandong Fuerdun		2025	~3.5만DWT급	3.4만 DWT	선대 3기; 246m·120m·150m	Baibuting 재가동
			2026.05~			도크 2기(길이 260m·폭 48m, 길이 350m·폭 60m) 확장	
	Shandong LianMeida		~ 2026.3Q			선대 2기; 180m×38m	Penglai Bohai 재가동
	Jiangsu Haifeng SB		~ 2026 하반기 S/C	소형 탱커·해양설비	-	1.7만DWT	YZJ Maritime 핸디벌커 수주
	Fujian Fujun Ship		2025.11	소형 연안선·수리	-	도크 1기, 선대2기(3만·1만DWT)	Fuan Tongji 재가동
	Zhejiang Chengda		2025.10	케미컬탱커	-	선대 1기	25.10 강재절단
	Ningbo Haizhou Ningshing		2025.07	소형 케미컬·PC	-	도크 1기(2.5만DWT)	Ningbo Huanhai HI 시설
	Qidong Qianyao HI		~ 2026 하반기 S/C	소형 벌커·LR2·MR	-	4.7만DWT	Nantong Lianxing 재가동

주: 국내사 주력선종 중심 당사 선별,
자료: Clarksons monthly shipyard monitor, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2026년 이후 주요 증설 프로젝트 발표 내역

시기	기업	백만달러	내용
26.01	Hengli HI	1,900	1월 16일 생산시설 확장 발표; 다섯 번째 드라이도크 추가
	Yangzhou Guoyu SB	143	Zhejiang Peninsula SB와 Zhejiang Panzhi SB를 재편, 설비 개선
	Shandong Dadong SB	560	대형 드라이도크 2기 건설 프로젝트 착공
26.02	Wuhu SY		Jiangsu Rongsheng 드라이도크 2기 재가동
	Zhejiang Huaxiang		신규 MRO 및 해양플랜트 생산기지 설립 계획
	CMI Wuhan Qingshan		CSC Qingshan SY 재편, 하반기중 소형/중형 선박 중심 신조 재개
26.04	CMI (Weihai)	73.6	기존 선대 철거, 3번 도크(484m·105m) 신설 계획
	Zhejiang Xinxinzhou		기존 처리능력의 2배 확장(증설후 총 10만dwt) 공사 진행중
		23.6	자회사 Zhejiang Xinou SB, 8만dwt급 선대 2기 건설 예정
	GSI Nansha	14.7	중형선대 2기 보유한 Guangdong Bonny Fair HI 재가동 계획
			최근 재가동한 Guangxin SB 확장 발표
			Wenchong 수리용 도크(길이 431m·폭 74m) 신조 전환 발표
	Yantai CIMC Raffles		Zhifu 생산기지 확장 발표; 25년 하반기 VLCC, 컨테이너 신조 진입
26.05	Yantai CIMC Raffles	221	Longkou 확장; 대형도크 2기(700m·105m, 630m·72m), 의장안벽 5개
	Hebei Anfeng Steel	443	Haitong Offshore 합작, 신규 조선소 건설 투자 합의
	CSSC Tianjin		2번 드라이도크 길이 기존 440m에서 620m로 연장 계획 발표
	Shandong Fuerdun		25년 재가동, 도크 2기(260m·48m, 350m·60m) 추가 계획
26.06	Jiangsu Zhuohui HI		드라이도크 1기(길이 500m·폭 80m), 슬립웨이(320m x 112m)
26.08	Hudong Zhonghua		드라이도크(660m×132m)+의장안벽 2; 2030년 LNG 연 ~24척(2배)
	Hantong Changyang		드라이도크 1기(420m x 130m) 생산 개시
	Jiangmen Nanyang		10만DWT급 도크 2기 신설

자료: Clarksons monthly shipyard monitor, 미래에셋증권 리서치센터 정리

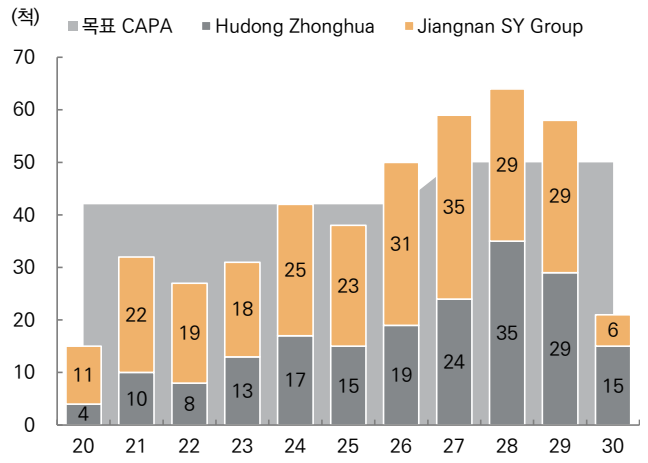
후동중화는 창싱 2단계 가동으로 연간 인도척수를 7~8척→10~12척으로 끌어올렸다. 이번에 발표한 5번 메가도크 합산 사측의 연간 인도능력 주장치는 30척, LNGC의 경우 창싱기지 동부 확장을 통한 24척(2030년)체제가 목표다. 인도 예정물량의 경우 27년 24척·28년 35척이 이미 슬롯에 채워진 상황으로 가이던스 대비 포화 상태다. **장난조선**은 신규 도크 없이 회전수 증가(6→8배) 통한 CAPA 2배 확장을 목표한다. LNGC 기준 연간 10척→20척인데, 마찬가지로 인도 스케줄(총 인도량 28년 35척, 29년 29척)을 소폭 하회하는 규모다.

황푸옌청, 광신국제는 룽쉐부지(30.6ha)를 활용한 신조 협력으로 주목받았다. 도크로는 협소해(vs. GSI 본사 302ha, 도크 2기) 조립장/작업장 등 회전율 증가의 기능으로 활용할 가능성이 높다. 양사의 매출액 기준 목표(+105억 위안)를 주력선종 평균선가(약 8억위안)로 나누면 약 15~18척의 증분인데, 당장 28년 예정된 102척의 인도량을 맞추기엔 부족하다. 추가 확장을 요할 공산이 크다.

Wuhu Shipyard는 옛 룽성조선소의 Nantong 도크를 재가동한다. 절대 증가척수 기준 최대 규모 프로젝트이다. 580m급 초대형 도크 4기를 보유한 대형 조선소로, 일부만 재가동되더라도 중국의 VLCC 건조능력이 의미있게 증가할 수 있다. 자산의 규모가 큰 만큼 2017년 폐쇄 이후 수차례(20/21·22.5·22.12) 재가동이 시도됐으나 잦은 무산이 있었다. 국영 Wuhu는 기존설비 4개 도크 중 2개(Dock 2·3)를 부분 임차, 현재 Navios向 VLCC 4척·Union Maritime向 Newcastlemax 2척 LOI를 확보한 상황이다. 클락슨 선표상 연내 3척 인도 일정이나 28년부터 실질 CAPA 기여가 가능할 것으로 보인다.

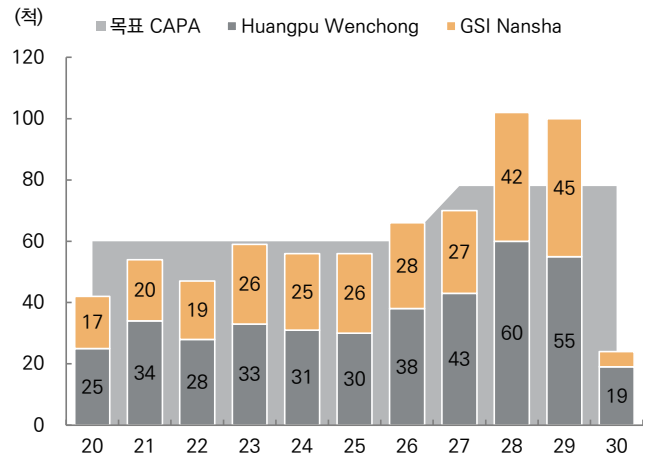
CMI는 이미 지난해 2건의 증설을 재가동을 통해 진행하였다. 2025년 Qingdao Yangfan Shipyard를 인수해 CMI Qingdao Shipyard로 전환, 대형 상선(벌크·탱커·컨테이너) 신조에 진입하였다. 추가로 우한의 Qingshan Shipyard 재가동이 올해 2월 발표되었다. 소형선 위주로 피더 컨테이너선 및 30,000 DWT 미만 선박을 주로 건조할 야드다. Yangzhou에서 지난 12월 난징기지(파산 Nanjing Dongze, 25년 인수)를 가동, 탱커 신조(최대 MR급) 용으로 활용중이다. 5만 dwt급 드라이도크를 신설하고 3만 dwt급 선대를 개보수할 계획이다. 개보수가 완료되면 연간 12척의 선박 건조 능력을 확보할 수 있다.

그림 14. 후동중화, 장난조선 연간 인도스케줄 및 증설후 CAPA



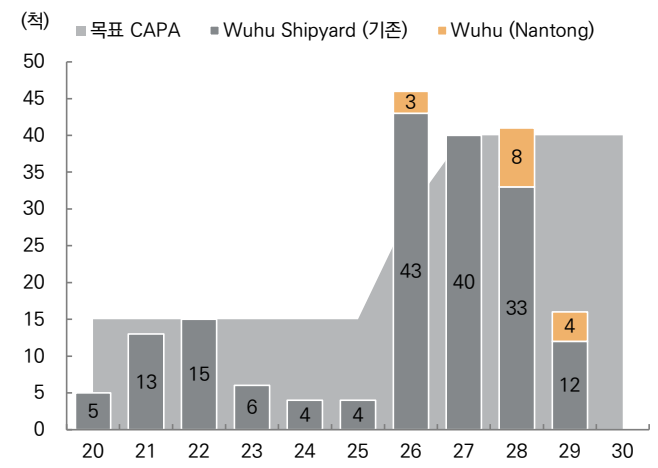
주: 후동 30척+장난 10척x2배 증설 가정
자료: 회사자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 15. 황푸옌청, 광신국제 연간 인도스케줄 및 증설후 CAPA



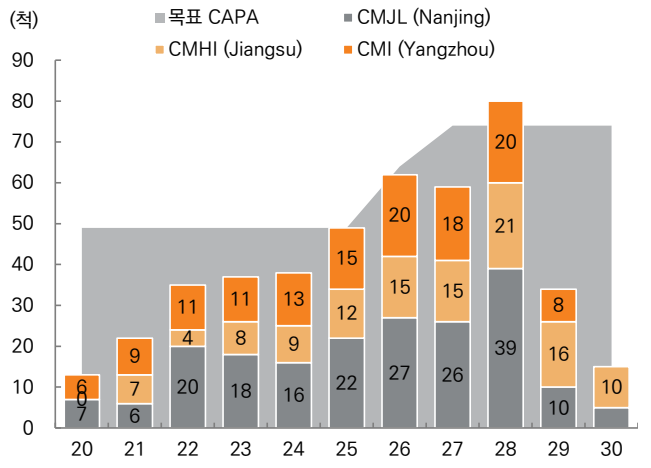
주: 합산 추가 매출액(105억 위안)/Blended ASP = 15~18척 가정
자료: 회사자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. Wuhu Shipyard 연간 인도스케줄 및 증설후 CAPA



주: Nantong 신규 2기×연 3~4척~연 6~8척 (대형선 기준) 가정
자료: 회사자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 17. CMI 그룹 연간 인도스케줄 및 증설후 CAPA



주: 난징 5만DWT+3만DWT 선대 확충으로 연 12척, Weihai 3도크 10척
자료: 회사자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 장쑤 롱성 부지 설비 현황: 전면 재가동에는 물리적 제약

도크	규격(L×B)	겐트리 크레인	현 상태	전망
Dock 1	465×102	2×900T (1기 매각)	Idle	재가동 보고 없음
Dock 2	530×102	2×900T (1기 매각)	Idle (손상 보고)	Wuhu 재가동·보수 중
Dock 3	530×106	2×900T (1기 매각)	Idle	Wuhu 재가동·보수 중
Dock 4	580×140	1×1,600T + 1×600T	블록 건조용 임대	(미확인) 별도 야드 신조 재가동설

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 장쑤 롱성 부지 재가동 추진 타임라인: 2017년 폐쇄 이후 장기간 계류

주체	시점	주요 내용
Jiangsu Rongsheng	2012	연간 생산량 0.6백만 CGT 기록 (기존 최대)
	2015~2017	부채 부담으로 구조조정 진행 및 폐쇄
Dock 4	2020~2021	블록 제작용 일부 재가동
SPS Shipyard	2022.05	조선소 재개장 시도, 벌크선 최대 10척 LOI 체결
Jiangsu New Rongsheng	2024.12	사명 변경 후 컨테이너선 8척, Newcastlemax 2척 LOI 체결
Wuhu Shipyard	2026.02	Dock 2·3 재가동 계획 발표
	2026.02	Navios VLCC 4척, Union Maritime Newcastlemax 최소 2척 LOI 체결
지방 국영 조선소	2026.02	Dock 3·4 인수 검토 보도

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 중국 핵심 CAPA 증설 프로젝트: 27년 Wuhu, 28년 헝리

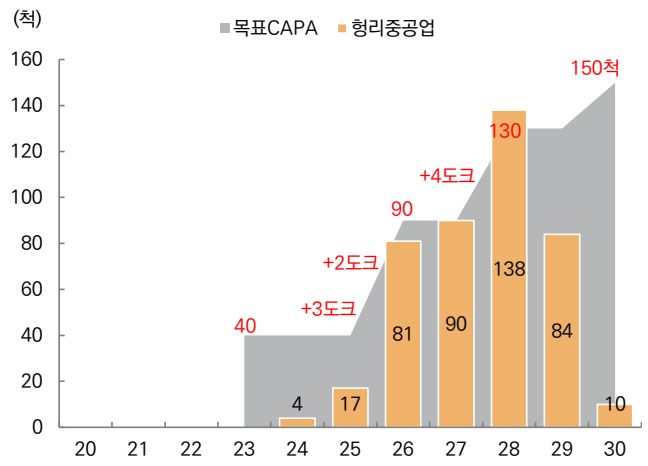
가동시기	운영주체	발표시점	증설 유형 (인수자산)	기존 CAPA (max)		주요 선종	세부 내용
				천 dwt	천 CGT		
2026	CMI	26년 2월	재가동 (CSC Qingshan)	793	254	소형 컨테이너/탱커, 블록	칭산조선소 재가동
	Jiangsu Haifeng	26년 1월	재가동	17	16	소형 탱커, 해양플랜트	YZJ Maritime의 Handy 벌크선 수주.
	Qidong Qianyao	26년 1월	재가동	47	15	소형 벌크선	기존 블록건조 → LR2·MR 탱커 신조 전환
2027	Wuhu Shipyard	26년 2월	재가동 (Jiangsu Rongsheng)	3,650	616	뉴캐슬막스·VLCC	드라이도크 2기 임차, 골리앗크레인 2기
	다롄조선	26년 1월	신규 크레인	5,811	1,132	탱커/컨테이너/LNGC	도크 상부 1,600톤 골리앗크레인 설치
2028	헝리중공업	26년 1월	신규 도크/슬립웨이	3,061	831		드라이도크 2기, 슬립웨이 2기, 의장안벽
	후동중화	25년말	신규 도크	1,828	1,100	컨테이너/LNGC	5번 메가도크, Dynacom과 VLCC 건조 LOI

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

민영에서는 헝리가 STX(대련)을 22년 경매로 인수, 총 투자금액 135억위안을 들여 기존 연간 40척 체제→3번(25.01 가동), 2번(26년) 도크 추가로 약 90척→4도크(~27년내) 및 회전율 개선으로 최종 150척 달성을 목표한다. 증설을 병행했기에 올해 누적 185척, 특히 VLCC에서만 62척으로 CGT 기준 26년 YTD 발주량의 35%를 휩쓸었다. 최근까지 28년 단납기도 유일하게 운영했으나, 슬롯이 잠기면서 수주의 속도는 점차 완화하고 있다. 28년 130척 체제 도달을 가정하여도, 현 인도스케줄 대비 28년 8척 초과, 29년의 슬롯은 60% 이상 판매되었다. 단기에 추가적인 점유율 확대 가능성은 제한된다.

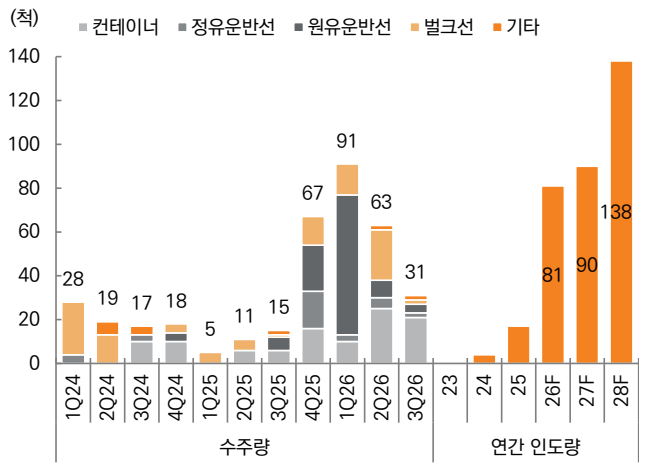
양쯔장(Hongyuan 기지 80만 DWT, 26년말)·**New Times**(VLCC 2척 동시건조, 27년초) 신규 대형도크가 27년초부터 가동, 척수기준 CAPA 기여는 약 20척(10~13척/6척)으로 합산 인도스케줄(26년 68척→27~28년 90척 이상)을 간신히 따라잡는 수준이다. **Zhoushan Changhong**은 지난해 Zengzhou 인수(10만 DWT, 800m)에 이어 올해 옛 Jinhai 중공업(6기, 메가도크 1기는 50만 DWT) 임차 및 신조 전환(24~) 통한 확장 작업 중이다.

그림 18. 헝리중공업 인도스케줄 및 증설후 CAPA



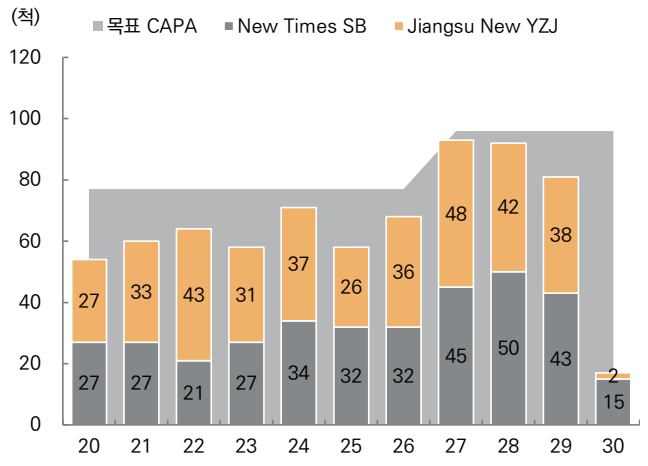
주: 4도크 460만 DWT=연 30~40척, 27년 가동 및 28년 실질 CAPA 기여 가정
자료: 회사 자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 헝리중공업 분기 수주 및 연간 인도예정 척수 추이



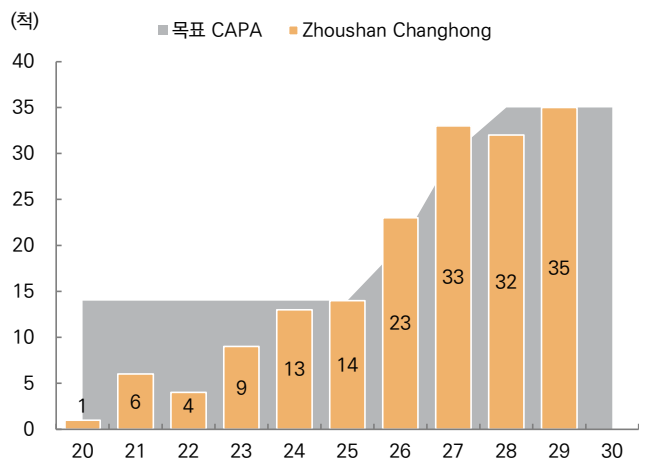
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 양쯔장, New times 인도스케줄 및 증설후 CAPA



주: 양쯔장 80만 DWT=연 10~13척, New times VLCC 2척 동시건조=연 4~6척
자료: 회사 자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. Zhoushan Changhong 인도스케줄 및 증설후 CAPA



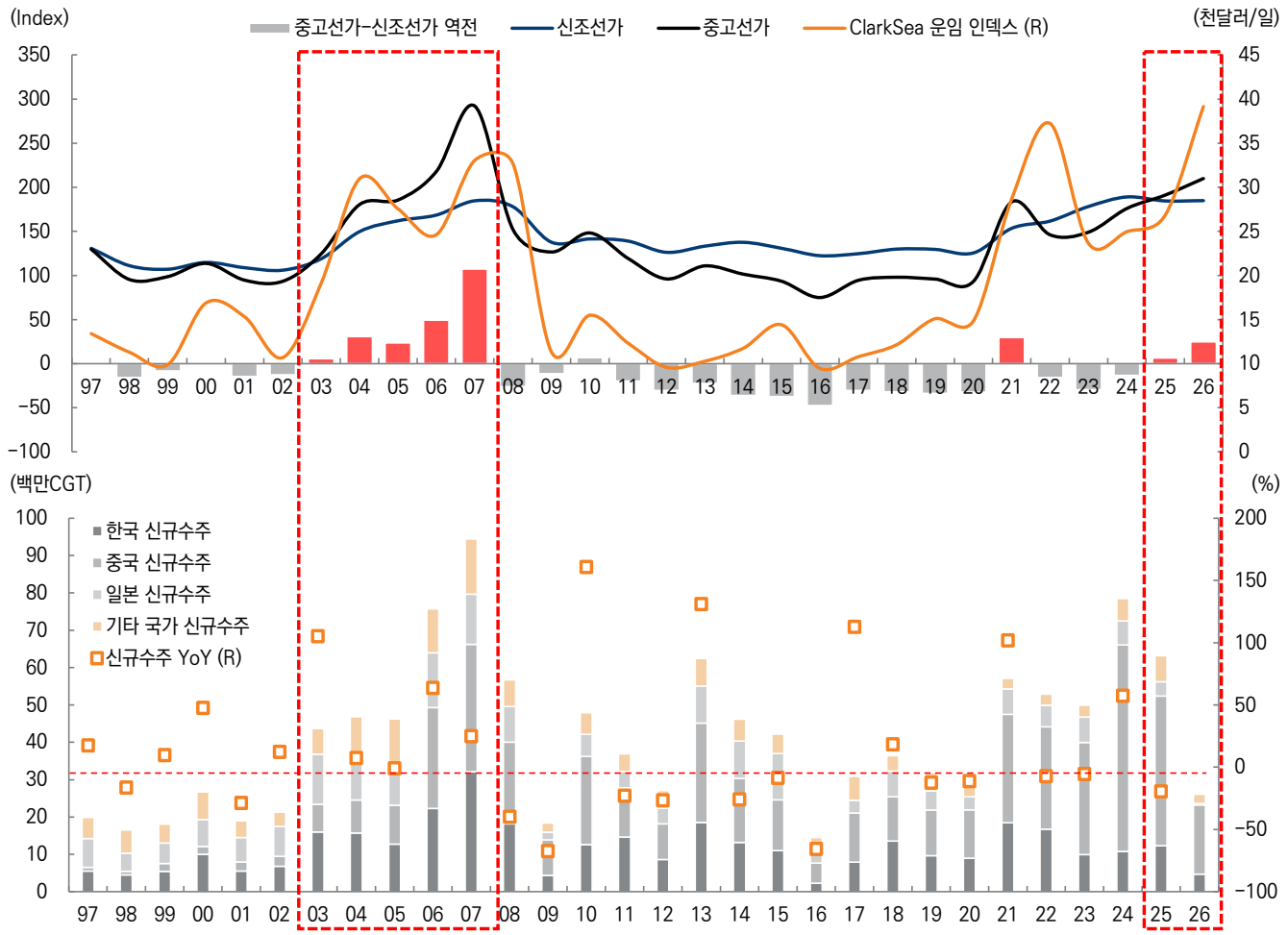
주: Zhengzhou 인수효과 연 6척(26~), Jinhai 연 +10척(27~), +5척(28~)
자료: 회사 자료, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

중고선가의 역전 선행 및 스프레드 확대

실제 달러선가 흐름을 살펴보면 **중고선가의 신조선가 역전이 선행, 신규 계약가를 밀어올리는 전형적인 업사이클** 흐름이다. 20년 여름부터 24년 9월말까지 상승기, 25년내 조정기에서 26년 2월 상승세 재진입, 전고점 대비 -1.8%까지 회복했다. 부문별 기여도를 뜯어보면 중고-신조 폭을 가장 키우면서 주도한 부문은 탱커다. 단 26년 YTD 발주 VLCC의 86%를 중국이 점유하였고(4,536만 DWT, 146척), 이중 62척(44%)를 전술 헝리가 이끌었다. 최근 28년 단납기가 잠기면서 고가 오퍼 체결 압력이 강화되는 구간으로 판단한다.

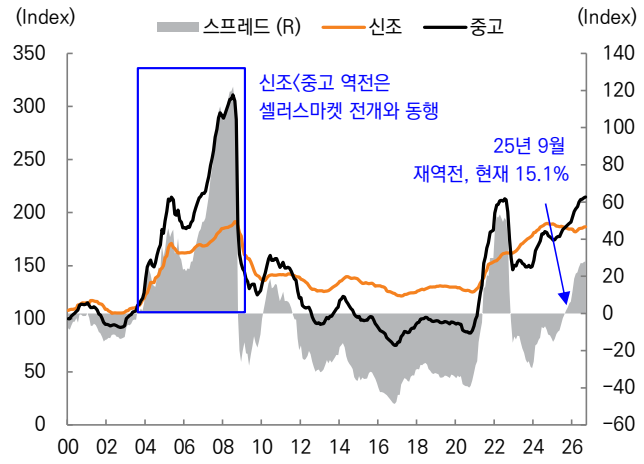
LNG 선가의 횡보 역시 같은 맥락에서, 후동중화 이후 중국 4사가 신규 진입하면서 저가 오퍼를 다수 진행해 글로벌 평균을 정체시켰던 점도 배경이다. 선가는 $225m(장난조선-ADNOC), $235m(장난조선-COSCO shell 용선) 등 국내단가에 비해 10% 이상 낮다. 중국향 발주 가능성이 낮은 북미 프로젝트(27~30년 First gas) 발주와 함께 반등세 포착 기대감이 유효하다고 판단한다. 자세한 선종별 선가 전망은 2장에서 후술하였다.

그림 22. 조선업 사이클 도식: 중고선가-신조선가 역전은 신규수주 호황과 동행



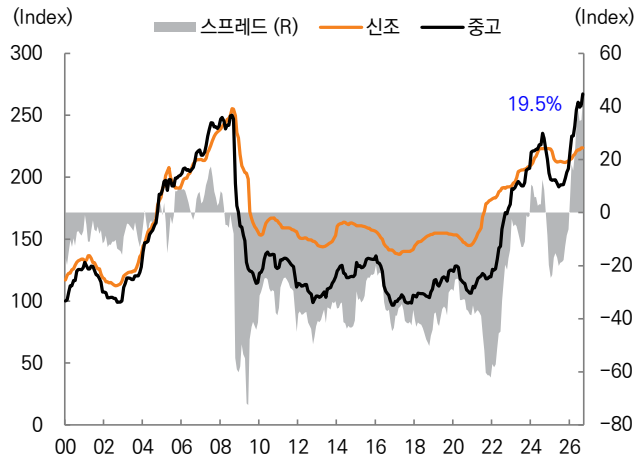
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 글로벌 중고선가-신조선가 스프레드



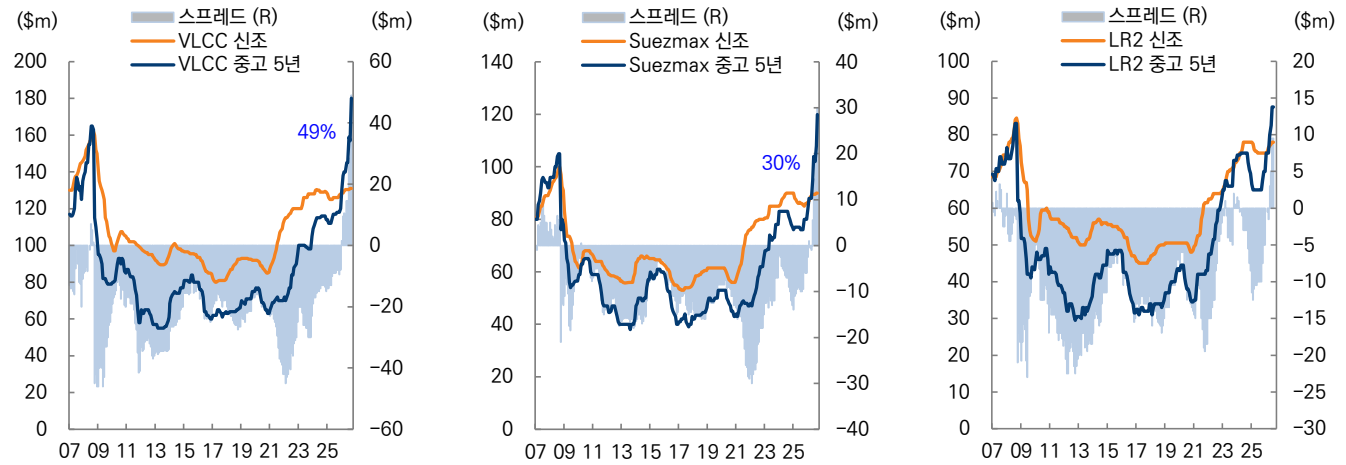
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 특히 기여가 컸던 부문은 탱커



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 세부 선형별로 대형 원유운반선(VLCC/Suezmax) 수주 호황과, 중형 제품선(LR2) 강세 동반



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

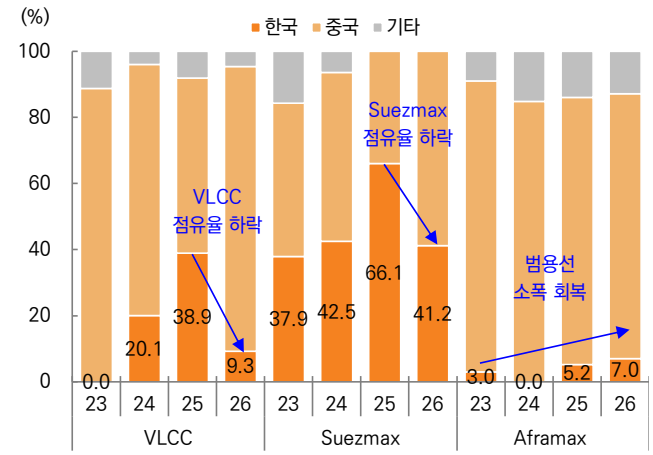
표 9. 위 발주 강세 선형은 모두, 상반기 중국의 신규수주 장악이 두드러짐

(척, 천 DWT, %)

선형	연도	척수			'000 DWT			점유율		
		한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국	기타
VLCC	2023	0	16	18	0	4,910	5,534	0.0	88.7	11.3
	2024	15	57	75	4,641	17,551	23,105	20.1	76.0	4.0
	2025	28	39	73	8,840	12,033	22,712	38.9	53.0	8.1
	2026 YTD	16	146	168	4,880	45,366	52,680	9.3	86.1	4.6
Aframax	2023	3	91	103	345	10,261	11,646	3.0	88.1	8.9
(80k~120k)	2024	0	90	106	0	10,292	12,132	0.0	84.8	15.2
	2025	3	47	58	345	5,328	6,593	5.2	80.8	14.0
	2026 YTD	6	69	86	690	7,879	9,834	7.0	80.1	12.9
LR1 & LR2	2023	9	99	207	1,534	33,916	38,899	3.9	87.2	8.9
(55k~120k)	2024	6	106	216	449	10,805	13,093	3.4	82.5	14.1
	2025	0	51	103	0	5,444	5,904	0.0	92.2	7.8
	2026 YTD	4	65	80	295	7,296	8,396	3.5	86.9	9.6

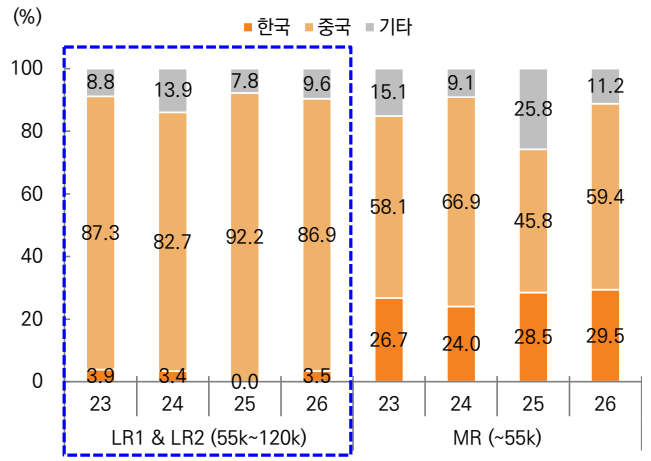
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 원유운반선: 한국, 중국의 신규수주 점유율



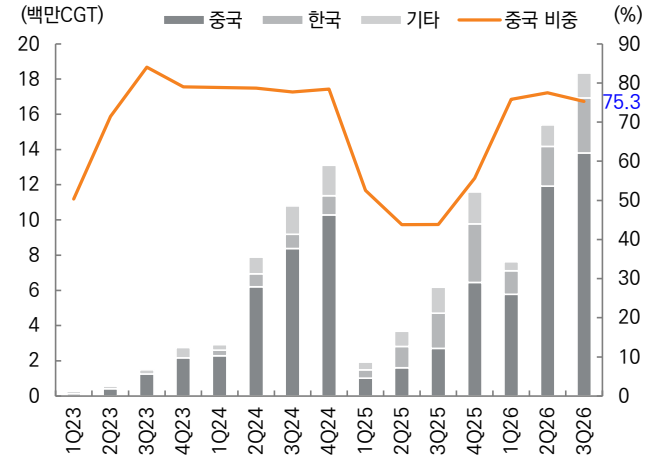
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 정유운반선: 한국, 중국의 신규수주 점유율



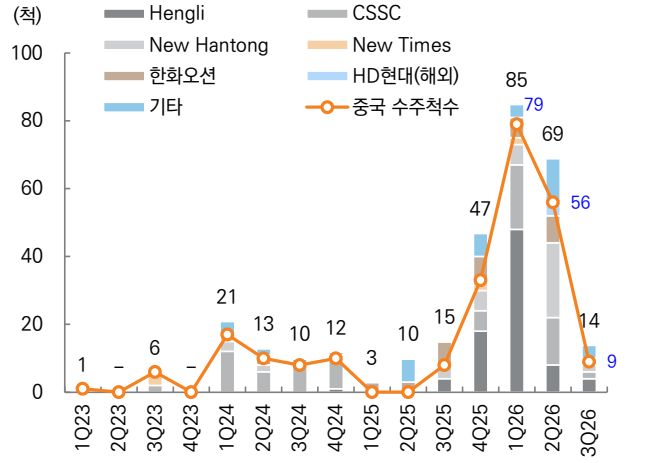
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 분기 누적 발주 탱커의 조선소별 분류 및 중국 비중



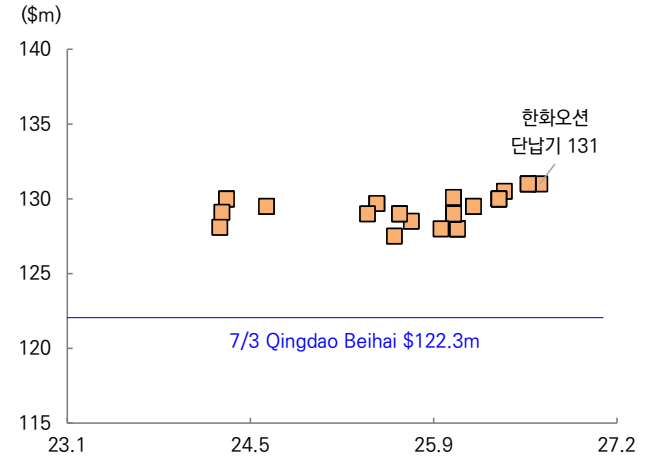
주: 26.07 수주잔고 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 분기별 VLCC 수주 및 중국 수주척수



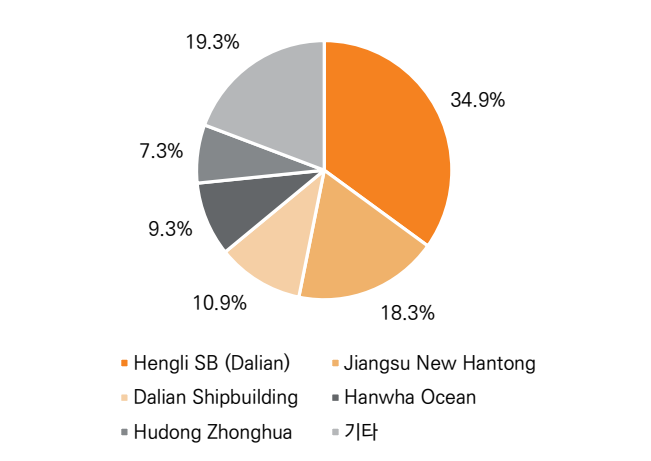
주: CGT 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. VLCC 수주가 한국으로 와준다면, 평균가의 상승요인



주: 26.07 수주잔고 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 헝리 등 주요4사, 26년 YTD 발주 VLCC의 71% 확보



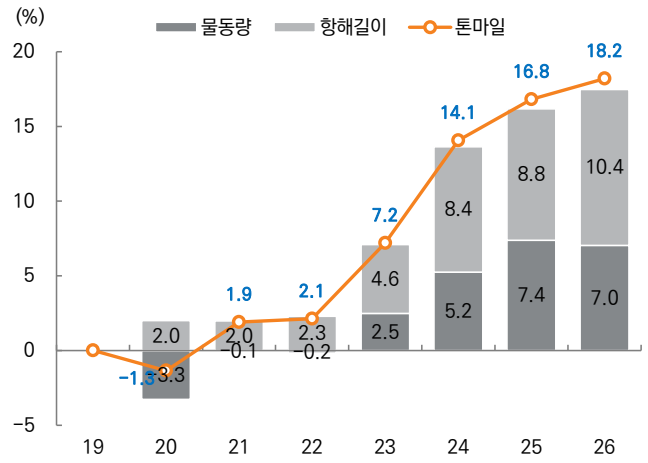
주: CGT 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

단순 물동량보다 톤마일의 구조적 성장에 주목

신조 수요(척수)는 기본적으로 1) 해상운송 수요의 성장, 2) 노후 선박의 교체, 그리고 K-조선 한정 3) 미중 무역분쟁발 중국향 수요 이전의 3가지 요인으로 구성된다. 직관적으로 해상 물동량의 성장은 GDP 성장률 수준에 수렴하기에 기대가 크지 않은 편이었으나, **20년대 이후 지정학적 불안 증폭으로 인한 톤마일 성장이 구조적으로 발생**하였다.

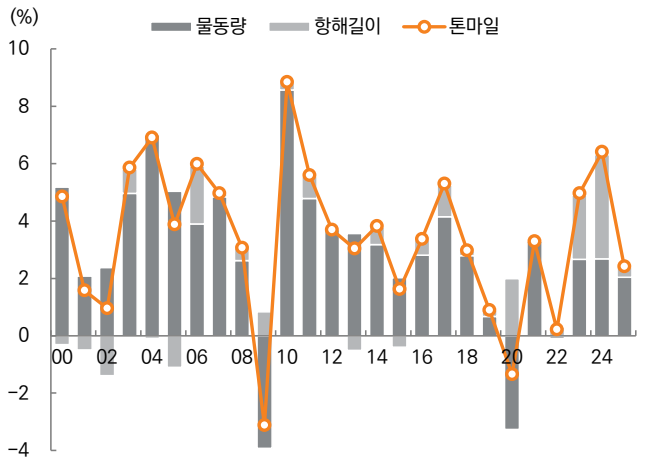
해상운송 수요 구성 요인에는 기초 물동량의 증분도 있지만 화물의 이동 거리도 중요하다. 지난 사이클(2000~2010)의 경우 아시아 역내를 중심으로 한 교역 확대 및 물동량 증가가 신조를 주도했다. 단, **2020년 이후로는 항로 길이의 증가가 선박 수요의 절반 이상을 설명**하고 있다. 2020~2026년 글로벌 톤마일 수요 증가율(18%) 가운데 59%가 평균 운송거리 확대에서 발생하였다(Clarksons). 2019년부터 **누적 물동량 증가율은 약 7%에 불과했으나, 운송거리의 증분이 10% 기여하면서 총계 18%의 성장**이 나타났다.

그림 32. 글로벌 톤마일수요 증분의 요인별 분류 (19년 대비)



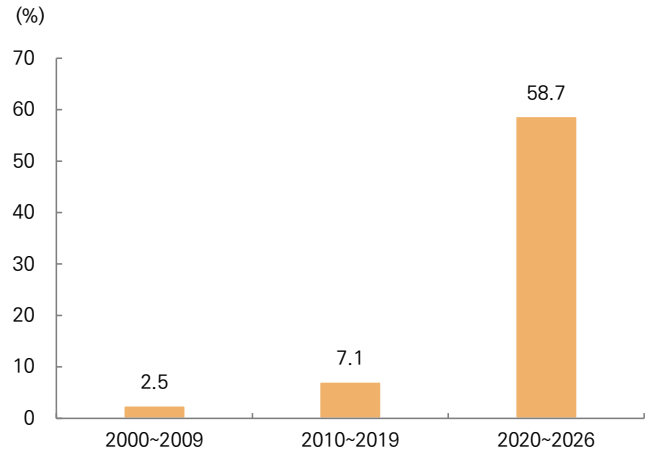
주: 2026년은 클락슨 추정치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 글로벌 톤마일수요 증분의 요인별 분류 (전년 대비)



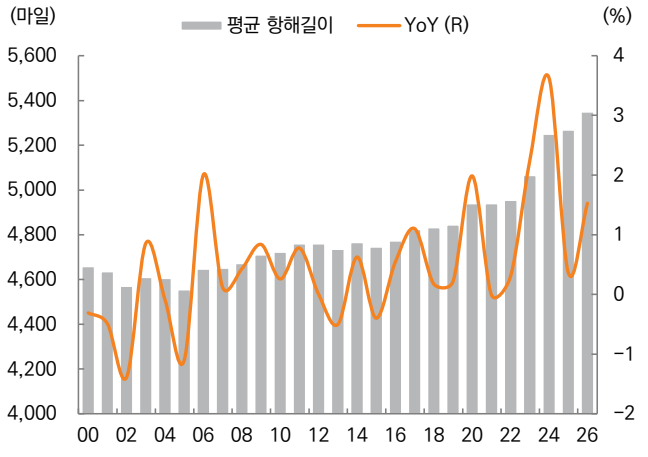
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 글로벌 톤마일수요 증분 내 항해길이 성장의 비중



주: 2026년은 클락슨 추정치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 글로벌 선박의 평균 항해길이 추이 및 전년비 성장률

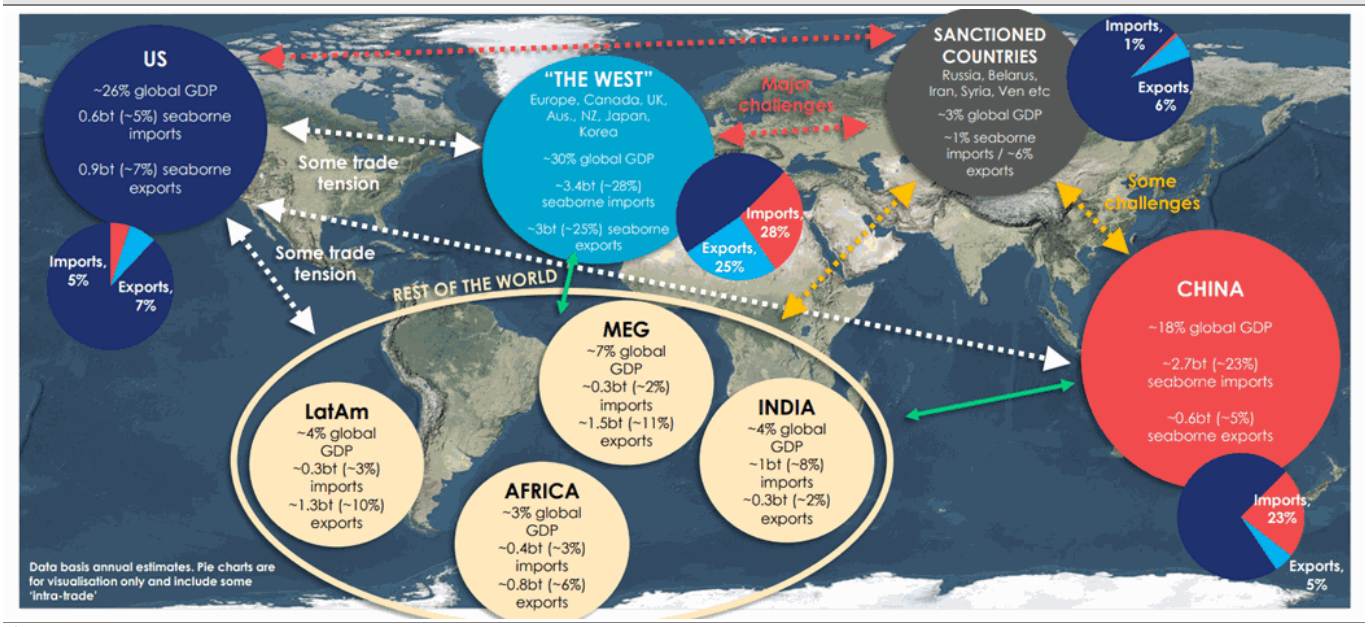


주: 2026년은 클락슨 추정치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

20년대 들어 연이어 발생한 지정학적 충격이 추세의 증폭 요인이다. 중동, 홍해 등 지역 내 지정학적 이슈들의 향방을 예단하기는 어려우나 공급망 재편 및 우회항로 다변화가 대부분 선종의 톤마일 시황을 지지중임은 부정할 수 없다. 해운사들이 **심화한 불확실성을 감내하며 더 먼 항로를 항해할수록, 높아진 운항 난이도에 대한 프리미엄의 발생 역시 구조적이다.**

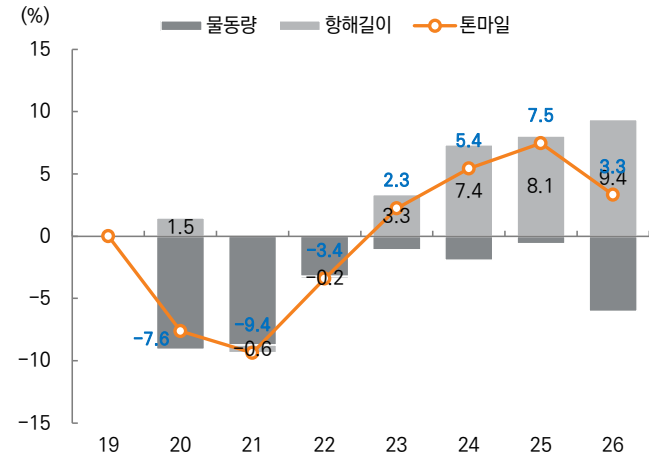
우회항로를 선택하는 선사들의 비중이 커지며, 평균 항해거리가 증가하고 있다. 미국·서방권(유럽, 캐나다, 영국, 호주, 뉴질랜드, 일본, 한국)과 주요 제재국(러시아, 벨라루스, 이란, 시리아, 베네수엘라) 간 긴장은 단기에 완화되기 어렵다. 수출 측면에서는 제재국(6%), 중동(11%), 중남미(10%)의 비중이 작지 않고, 수입 측면에서는 서방권(28%)과 중국(23%)의 의존도가 높은데, 해상 교역의 주요 초크포인트가 위치상 두 권역의 교차점을 통과한다.

그림 36. 글로벌 해상 교역의 무역 블록별 갈등 지형도



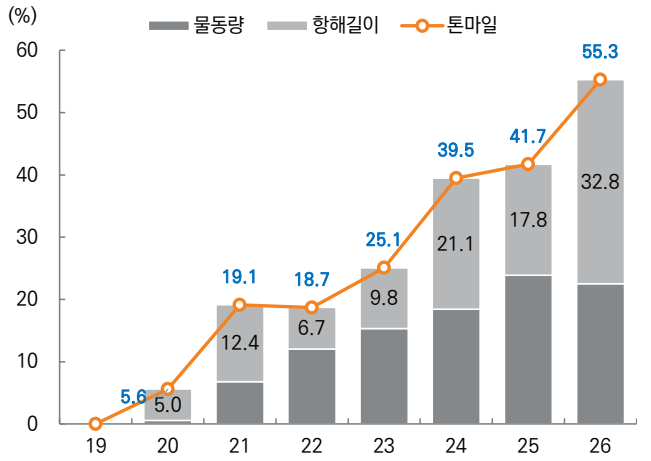
자료: Clarksons

그림 37. 탱커 톤마일수요 증분의 요인별 분류 (19년 대비)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 가스 톤마일수요 증분의 요인별 분류 (19년 대비)

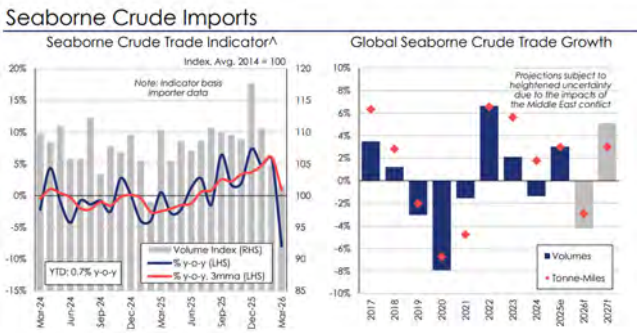


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

탱커/가스선은 전쟁발 수혜의 핵심 선종이다. 각국의 원유 조달처 다변화가 주도한다. 러-우 전쟁으로 러시아산 원유는 유럽 대신 아시아로, 유럽은 북미에서 조달하면서 유조선/제품선 해상운송의 전방 항해길이가 19년 대비 +9.4% 증가했다. 가스는 동일 기준 기여도가 33%에 달한다. 미국 에너지수출 증가(2025년 5.6억 톤, 19년 대비 +35%)가 핵심 요인이며 유럽/아시아 수입국들이 기존 최대 LNG 수출국 카타르에서, 도입처 다변화를 가속하는 것이 배경이다(미국산 19A 9%→27F 30%).

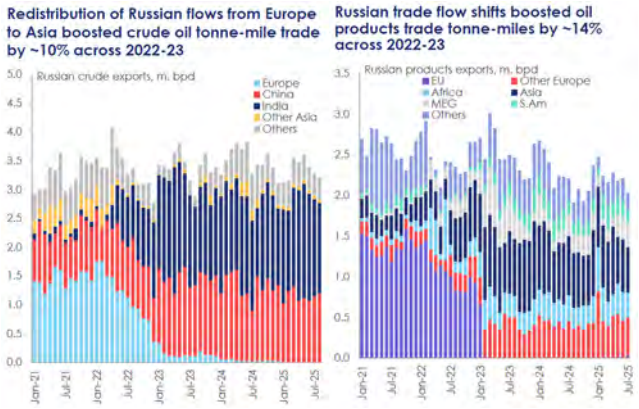
지정학적 혼란은 언젠가 잦아들겠으나 고객사들이 벌어들인 현금은 불변한다. 탱커와 가스선은 국내 주력선종이나 LNGC를 제외하면 장기적 친환경 이행으로 물동량 성장발 톤마일 개선에는 한계가 명확하였다. 항로 재편이 기존 선복량의 유지 내지는 상향을 촉발해 발주량 지지 동인으로 역할하는 한편, 고객사들은 장기간 지속된 높은 운임과 지정학적 교란 덕분에 매우 강한 현금창출력이 확보된 상태다. 주요 8개 탱커선사의 합산 현금 및 현금성자산은 2022년 약 18억달러에서 2025년 약 27억달러로 3년간 50% 증가했다. 2019년 약 14억달러와 비교하면 두 배에 가까운 수준이다.

그림 39. 탱커 물동량 성장은 제한적이나…



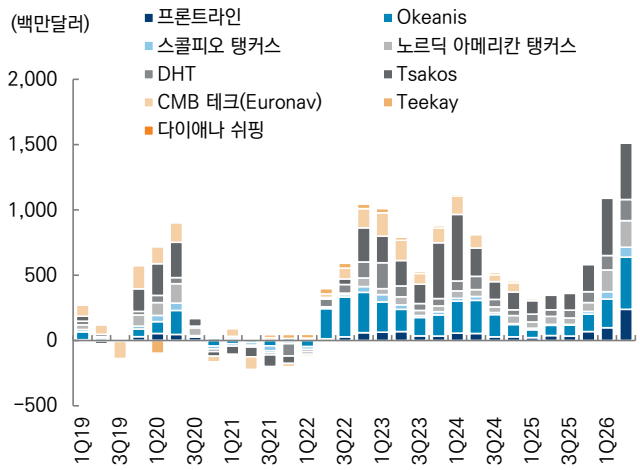
자료: Clarksons

그림 40. …지정학적 불안에 기인한 톤마일 증가 유효



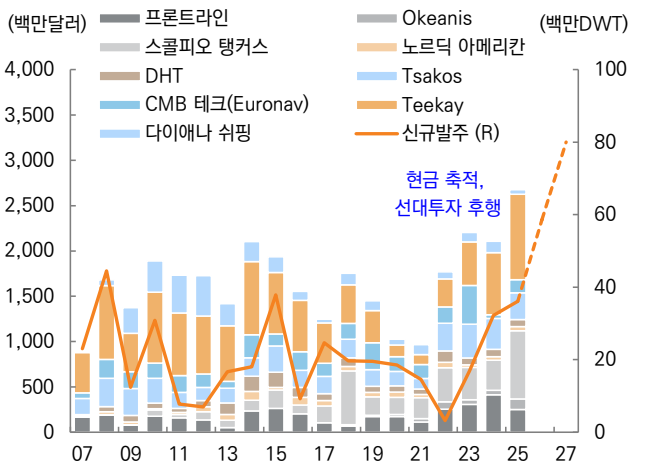
자료: Clarksons

그림 41. 주요 탱커선사 분기 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 주요 탱커선사 현금 및 현금성자산, 발주



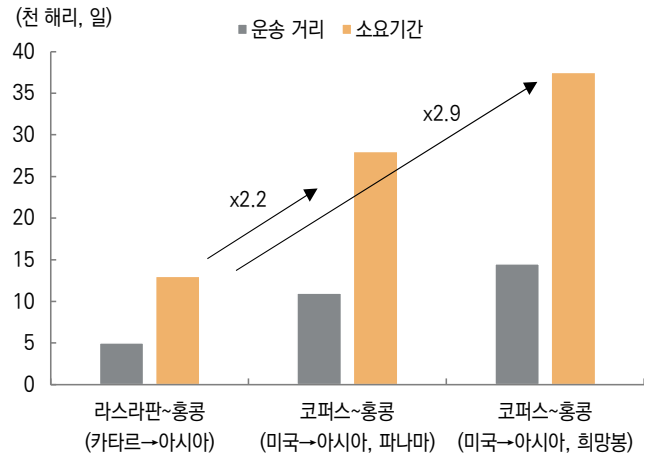
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. LNG 해상운송 루트별 거리 및 소요시간

루트	선적→양하	항로	거리	소요(편도)
카타르→아시아	라스라판→홍콩	수에즈·말라카	약 5,000해리	약 13일
카타르→아시아	라스라판→도쿄	스리랑카·싱가포르	약 6,500해리	약 17일
미국→아시아 (파나마)	코퍼스→홍콩	파나마 운하	약 11,000해리	약 28일
미국→아시아 (수에즈)	코퍼스→홍콩	수에즈 운하	약 13,300해리	약 34일
미국→아시아 (희망봉)	코퍼스→홍콩	희망봉	약 14,500해리	약 37.5일

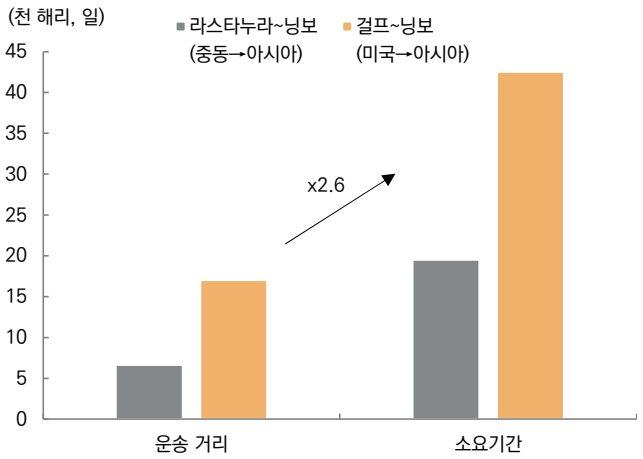
자료: OIES(옥스퍼드 에너지연구소), 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 아시아 해상수입 LNG의 출발지별 거리/운송기간 비교



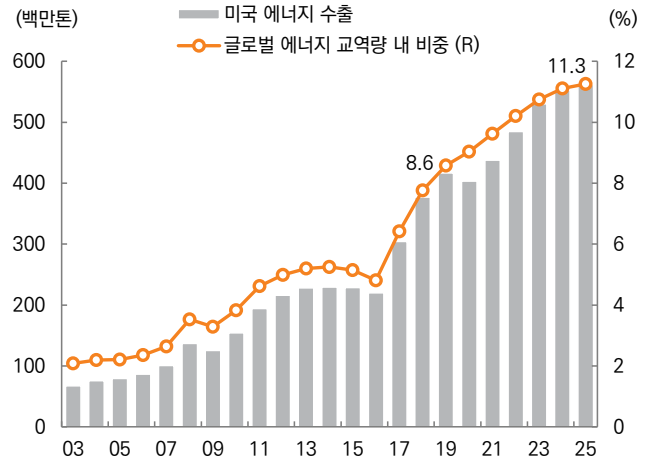
자료: OIES, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 아시아 해상수입 원유의 출발지별 거리/운송기간 비교



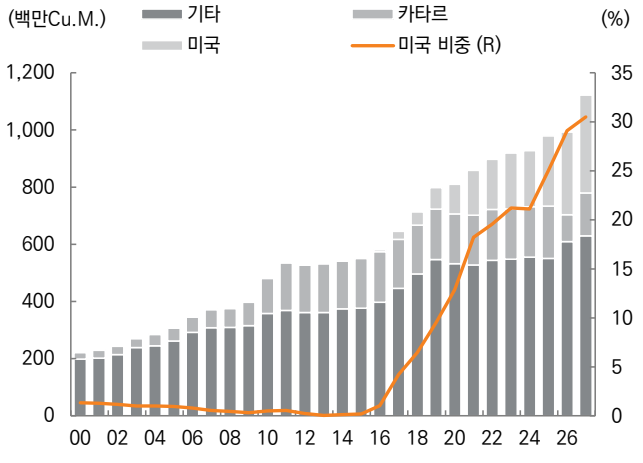
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 미국 에너지 수출량 및 글로벌 교역량 내 비중



주: 글로벌 에너지 교역량은 클락슨 기준 Total oil, gas, coal의 합산
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 글로벌 LNG 물동량 및 미국 비중

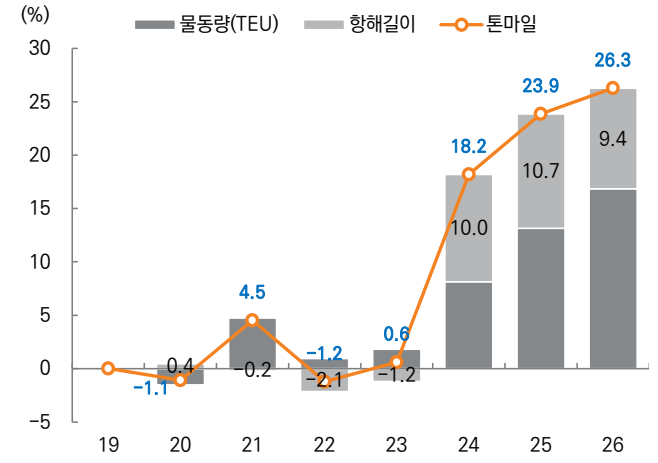


주: 26, 27년은 클락슨 추정치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

컨테이너선은 후티 반군 공격으로 인해 23년 12월부터 대형 선사들의 수에즈 우회가 3년 가까이 진행중이다. 2월 이란전 발발과 7월 후티의 사우디 해상봉쇄로 복귀가 두 차례 무산됐으나, 표적이 사우디 연계 탱커로 좁혀지면서 8월 들어 MSC·Maersk·CMA CGM·Hapag 등 복귀 움직임이 가시화 중이다. 우회운항으로 인한 톤마일 증가 효과는 19년 대비 10% 수준에서 소폭 하향될 가능성이 있으나, 대형 정기선사들의 완연한 운항 정상화까지는 시일이 소요될 전망이다. 26년 9월 첫째주 아덴만 통항량은 57척, 44.8만 TEU로 후티 사태 이전(23년 11월) 대비 53% 낮은 수준을 유지중이다.

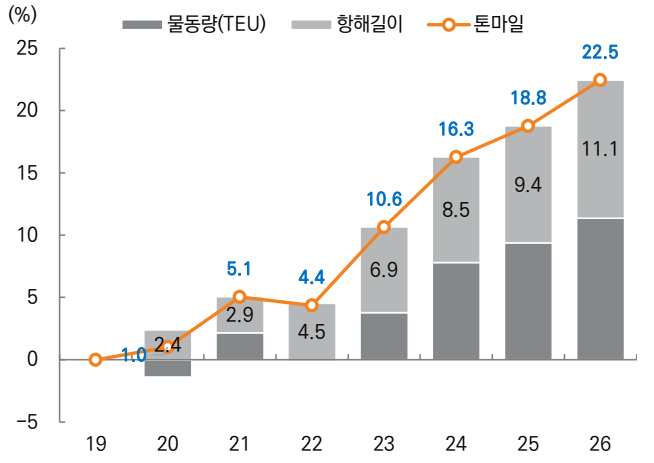
벌크선은 국내사의 주력 건조선종은 아니지만 글로벌 해상수요의 절반을 차지하는 최대 선종으로, 종합 선가의 상방 압력을 높이고 중국 조선소의 슬롯 포화를 통해 국내 조선사로의 수주 이전을 유도할 수 있는 요인이다. 중국이 기존 미국에서 브라질로 곡물 수입처를 다변화(중국의 브라질 대두 수입비중 '10년 32%→'24년 70%)하며 대표적으로 기여하고, 기니산 보크사이트 수입 확대를 통한(1.75억 톤, +180%) 톤마일 기여(기존 19,000km~, 필바라~아시아 4,500km~, 4배 이상) 역시 선복 수요에 미치는 영향이 크다.

그림 47. 컨테이너 톤마일수요 증분의 요인별 분류 (19년 대비)



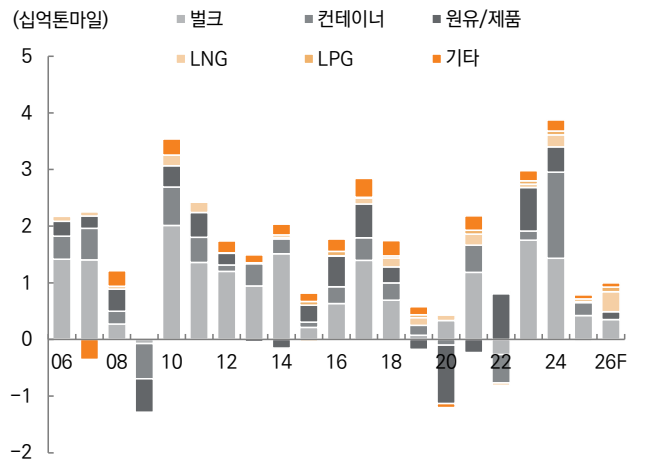
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 벌크 톤마일수요 증분의 요인별 분류 (19년 대비)



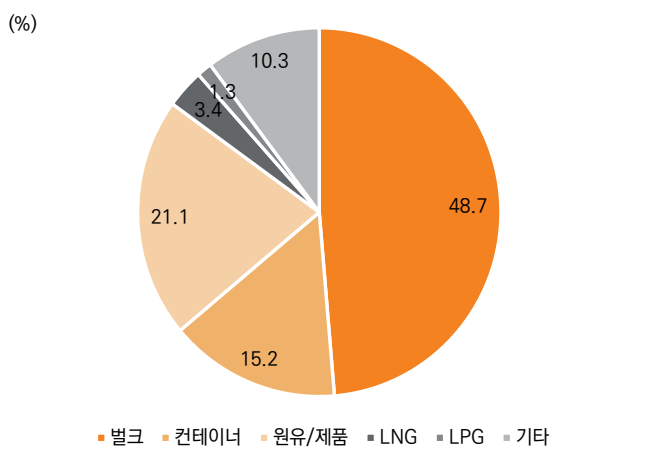
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 글로벌 연간 해상 운송수요 증분의 부문별 분류



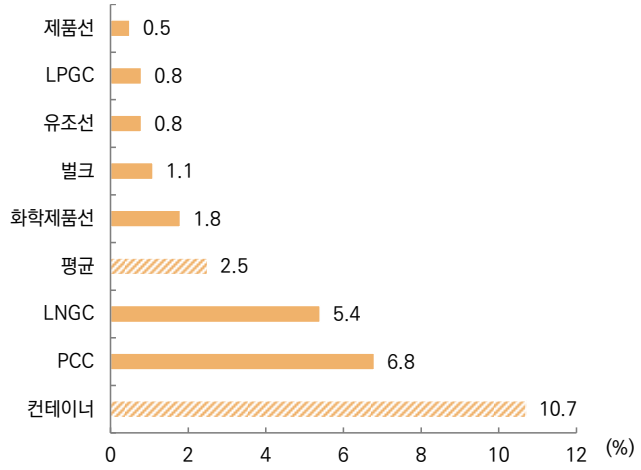
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 글로벌 연간 해상 운송수요 부문별 비중(2026F)



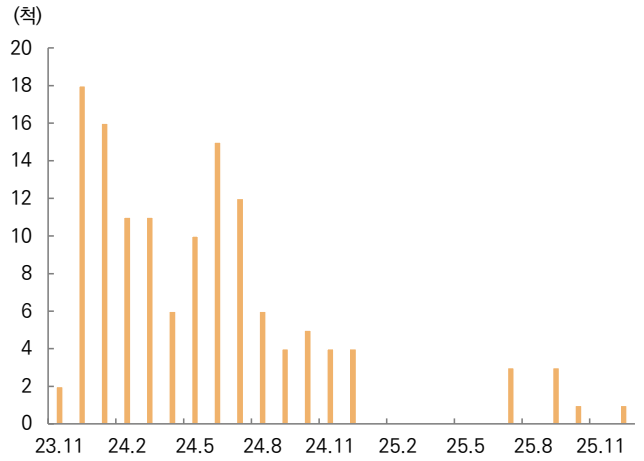
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 홍해 운항 차질에 따른 선종별 톤마일수요 증가분



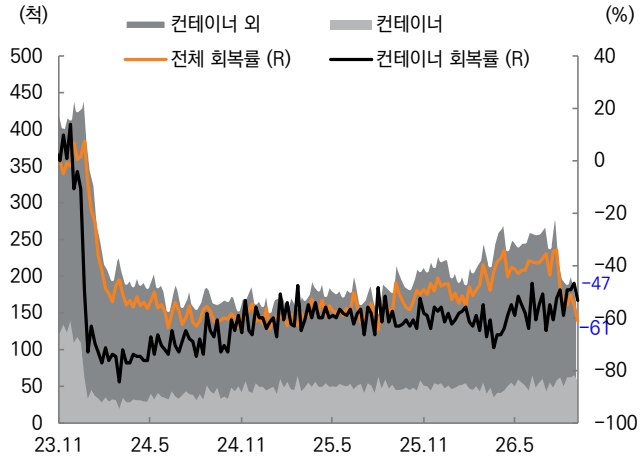
주: 2025년 클락슨 추정치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 홍해 공격건수는 24년 중반 이후 감소 추세이나…



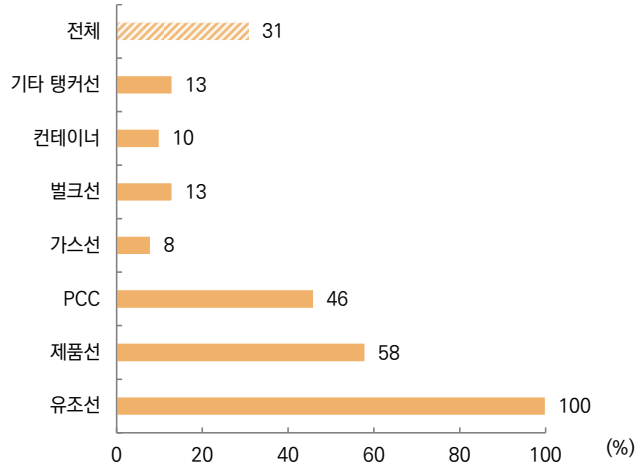
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. …선종별 월간 통항량은 정상화 요연



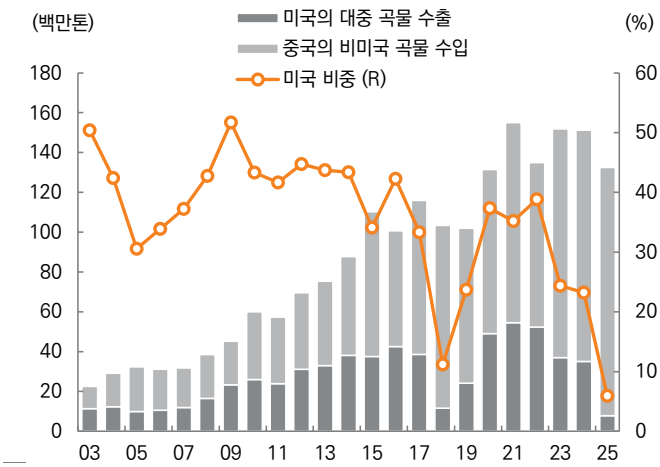
주: 아덴만, 회복률은 23년 11월 첫째주 대비
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 홍해 통항량 정상 수준까지의 선종별 회복 진척도



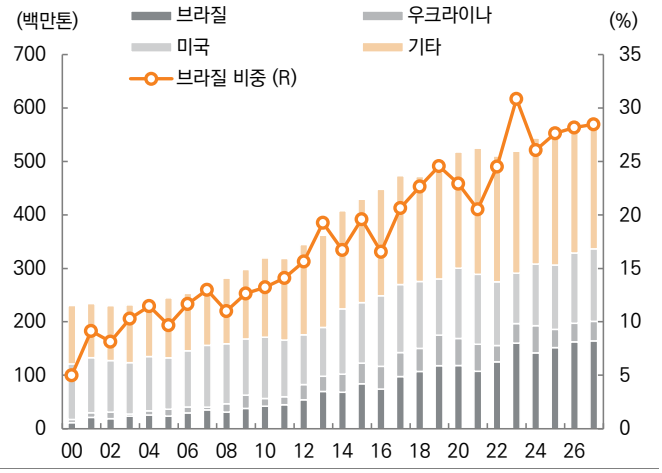
주: 2024년 저점 대비 2023년 수준까지, 2026년 6월 진전율
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 벌크: 중국의 곡물 수입량 내 미국 비중



주: 비미국 수입량은 중국 곡물수입 총계-미국의 대중 곡물수출 통해 역산한 추정치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 벌크: 글로벌 곡물 교역량 내 브라질 비중



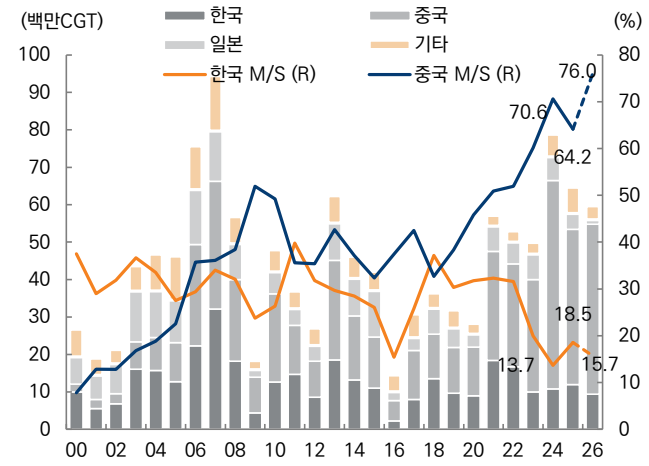
주: 26년, 27년은 클락슨 추정치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

M/S 회복을 위한, 글로벌 오퍼레이션과 범용선 재흡수

미국의 중국 조선업 규제로 말미암은 K-조선향 수주 이전은 국내사 M/S 특수 요인이다. 규제발 국내사 수혜 스토리는 특히 작년 두가지의 이벤트: **1) 25년 4월 USTR 항만수수료 (Section 301), 2) 25년 5월 Ships for America Act 재발의를 통해** 기대감이 컸다. 그러나 같은해 11월 무역협상 타결로 관세가 유예, 내러티브 측면에서의 즉각적 동력은 소실되어 아쉬웠다. 실제 규제 영향이 강력하던 2~9월간 중국향 신조 수주는 극히 제한적이었다. 중국 점유율도 3Q25까지 침체되었으나 규제 유예 직후 선주들이 일제히 중국 야드로 복귀하며 4분기 신규수주 점유율은 70%로 즉시 복귀하였다.

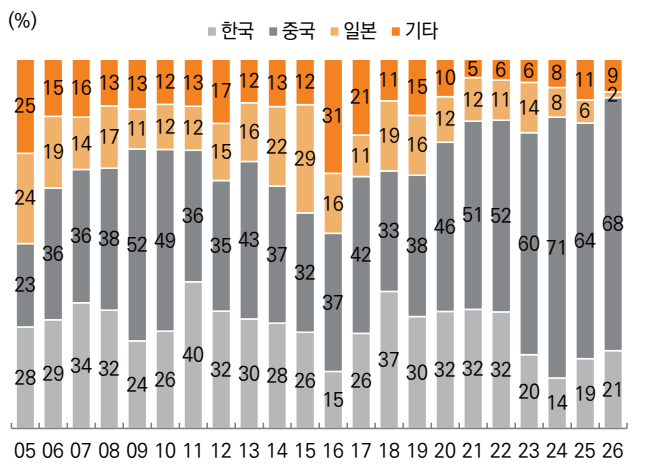
대중국 수수료 재개시점을 확언하기 어려우며, 중국의 기술력도 어느 정도 인정이 불가피한 상황이다. 이러한 가운데 한국 점유율은 **24년 9월 13.7%의 저점을 지나 25년 연간 20.6%까지 상승, 규제 영향이 제거된 현재 17%대로** 둔화하였다 (달러 기준). 월간 변동성이 있지만, YTD 누적 기준 10% 후반에서 20%를 상단으로 변동 중이다.

그림 57. 연간 신규발주 내 국가별 수주량 추이



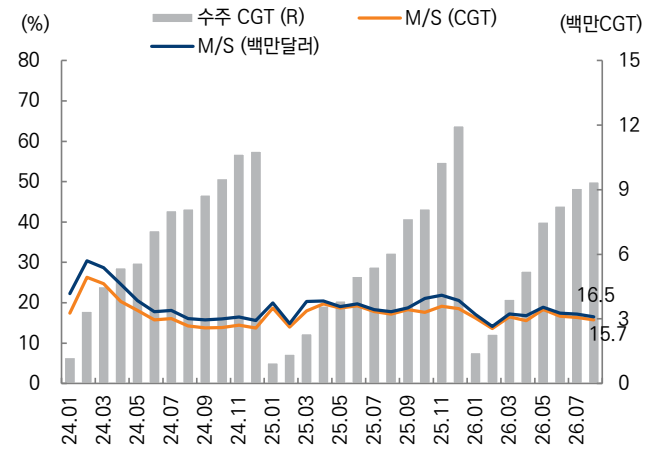
주: 26년은 8월까지 누적치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 연간 신규발주 내 국가별 수주 비중 (CGT)



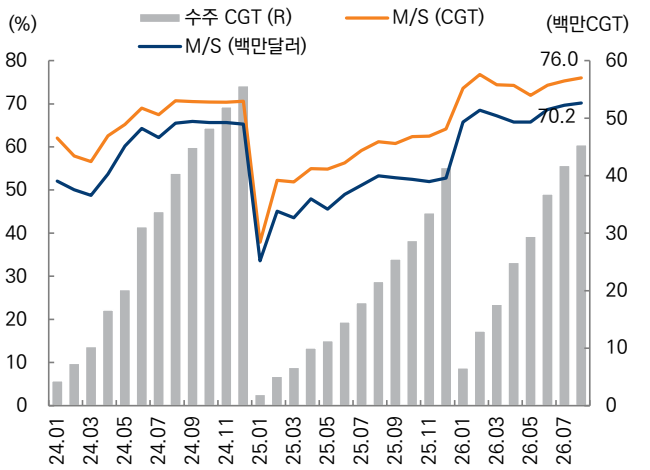
주: 26년은 8월까지 누적치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 한국 수주량 및 점유율 (월간, YTD)



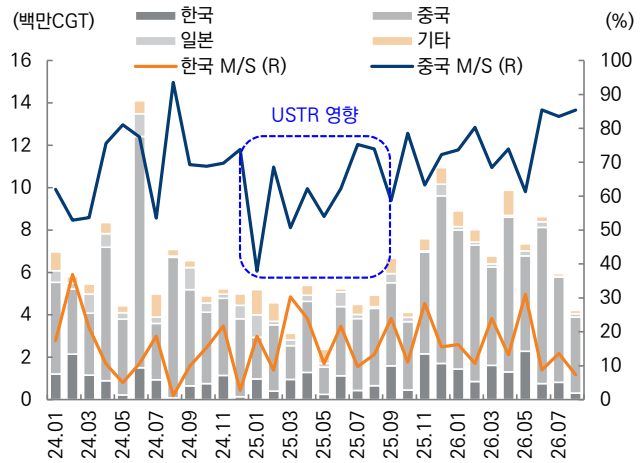
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 중국 수주량 및 점유율 (월간, YTD)



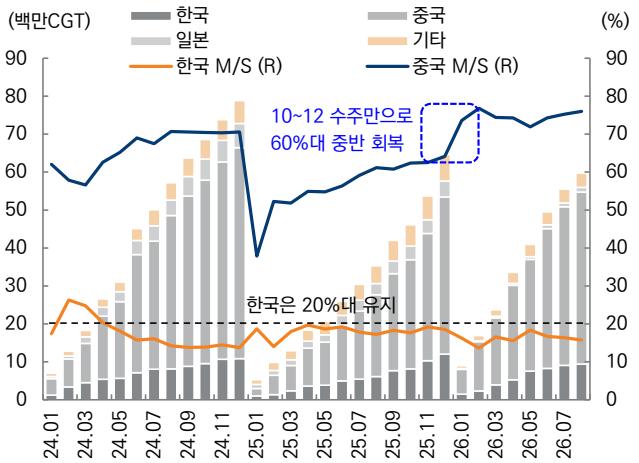
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 신규발주 내 국가별 수주량 추이 (월간)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 신규발주 내 국가별 수주량 추이 (월간, YTD)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. USTR의 대중국 조치 타임라인: 올해 11월 9일까지 정지 상태 지속

날짜	내용	출처
2024.03	미국 철강노동조합(USW) 등 5개 노조, Section 301조 근거 USTR 청원 제출	USTR
2024.04	USTR, 청원서 검토 후 중국에 대한 조사 착수 발표	USTR (89 FR 29424)
2024.05.29	첫 공청회 개최	USTR
2025.02.21	USTR, 조치 초안 공표	USTR (90 FR 8089/10843)
2025.04	Section 301 조사결과 조치 발표 (4/17 발표, 4/23 관보 게재)	90 FR 17114
2025.06.12	수정안 발표; Annex IV LNG 라이선스 정지 조항 폐지 등	90 FR 24856
2025.10	추가 수정·수정제안 발표 (10/10 발표, 10/16 관보 게재)	90 FR (2025-19568)
	①자동차운반선(Annex III) 요율체계 변경 및 해운보안프로그램(MSP) 선박 면제	
	②LNG 라이선스 정지 조항(Annex IV (j)) 삭제(4/17 소급)	
	③중국산 STS 크레인·하역장비에 100% 관세 부과 신설(Annex V)	
2025.10.14	301조 수수료 발효; Annex I/II/III 부과 개시 (Annex I $50/NT 등)	USTR
2025.11.01	트럼프-시진핑 정상회담 후 백악관, 미·중 무역합의 발표	White House Fact Sheet
2025.11.10	USTR, 조치 1년 전면 정지(2025.11.10~2026.11.09). 중국의 보복성 對美 특별항만료도 동반 1년 정지.	90 FR 50947 (11/13 게재)
	*Annex IV(LNG 운송제한)는 2028.4 발효 예정 유지	
2026.06	6/7, Warren·Kelly 상원의원이 Greer 대표에 수수료 재개 촉구 서한 발송	
현재	정지 상태 지속(~2026.11.09)	

자료: USTR, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. SHIPS for America Act 입법 타임라인: 연말까지 답보

날짜	내용	출처
2024.04	초당적 그룹(Kelly·Waltz·Rubio·Garamendi), 'Congressional Guidance for a National Maritime Strategy' 보고서 발표	Kelly 상원실
2024.09	Kelly·Waltz, CSIS 토론('Rebuilding America's Maritime Strength')에서 법안 추진 공식화	Kelly 상원실
2024.12.19	118대 의회, SHIPS for America Act 최초 발의(상원 Kelly/Young, 하원 Garamendi/Trent Kelly). 회기 종료로 미처리	Congress.gov
2025.04.30	119대 의회, Ships Act 재발의. 상원 S.1541, 상무·과학·교통위 회부. 하원 H.R.3151(관련), 5.1 해안경비·해상운송 소위 회부.	Congress.gov
	세제 조항은 S.1536(Building Ships in America Act)로 분리→재무위 회부	
2026.06	Warren·Kelly USTR 서한 재언급	Kelly 상원실
현재	S.1541 상원 상무위 계류 중, 본회의 미상정	

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. USTR의 대중국 항만수수료 부과계획: 현재 LNG 관련 Annex 4 제외 모두 일시정지

부문	내용 및 기간
Annex I	**중국 선사·선주 대상 서비스 수수료**
	– 순톤 기준, 3년간 단계 인상. 선박당 최대 연 5회, 미국 첫 기항 스트링마다 부과.

기간	최초 180일	25.10.14~	26.4.17~	27.4.17~	28.4.17~
$/NT	0	50	80	110	140

Annex II	**중국 건조 선박 이용 선사 대상 수수료**
	– 순톤 기준·컨테이너 기준 중 높은 금액 부과, 3년간 단계 인상. 최대 연 5회.

기간	최초 180일	25.10.14~	26.4.17~	27.4.17~	28.4.17~
$/NT	0	18	23	28	33
$/컨테이너	0	120	153	195	250

Annex III	**미국 외 건조 자동차운반선 이용 선사 대상 수수료**
	– 순톤 기준, 최대 연 5회. 동급 이상 미국 건조 선박 발주·인도 시 최대 3년 유예
	– 해운보안프로그램(MSP) 등록 미국 소유·국적 및 1만 DWT 이하 선박 면제(2029.4.18 만료 예정)
	– Annex I·II와 달리 연 단위 인상 없이 정액.

기간	25.4.17~	25.10.14~
$/NT	0	46

Annex IV	**미국 LNG 수출 물량의 일정 비율 이상을 미국 선박으로 운송함을 의무화**
	– 2028.4.17 발효, 22년간 단계 확대; LNG선은 Annex I~III 대신 IV 우선 적용

기간	~28.4.16	~29.4.16	~31.4.16	~32.4.16	~34.4.16	~36.4.16	~38.4.16	~41.4.16
비율	제한 없음	1%	1%	2%	3%	4%	6%	7%
		+국적·운영	*+건조*					*2%씩 증액 →*

자료: USTR, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. USTR 수수료 부과시 선종별 발생비용 추정: 컨테이너가 최대 특수

				컨테이너(10,000 TEU)			건화물선(80,000 DWT)		자동차선(6,500 CEU)
순톤수(NT)				70,000			32,000		23,000
매출액(천달러)				12,000			5,600		6,240
부과 대상	A	B		A	B		A	B	A/B 동일
수수료(천달러)	($/NT)	($/NT)	($/박스)	NT 기준	NT 기준	박스 기준	NT 기준	NT 기준	CEU 기준
2025년 10월 14일	50	18	120	3,500	1,260	480	1,600	576	975
2026년 04월 17일	80	23	153	5,600	1,610	612	2,560	736	975
2027년 04월 17일	110	28	195	7,700	1,960	780	3,520	896	975
2028년 04월 17일	140	33	250	9,800	2,310	1,000	4,480	1,056	975
수수료율(%)									
2025년 10월 14일				29.2%	10.5%	4.0%	28.6%	10.3%	15.6%
2026년 04월 17일				46.7%	13.4%	5.1%	45.7%	13.1%	15.6%
2027년 04월 17일				64.2%	16.3%	6.5%	62.9%	16.0%	15.6%
2028년 04월 17일				81.7%	19.3%	8.3%	80.0%	18.9%	15.6%

주1: A는 중국 선사, B는 비중국 외항사가 운영하는 중국산 선박, 주2: 운임 가정은 컨테이너 $1,500/TEU, 벌크 $70/ton, PCTC $1,200/CEU
주3: 컨테이너/PCTC 소석률 80%, 주4: 비중국 선사의 80,000DWT 이하 건화물선의 경우 예외 조항에 의거 수수료 면제, 자료: USTR, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 15. SHIPS for America Act 상 중국 penalty tonnage tax: USTR 수수료와 별도로 추가 부과되는 개념

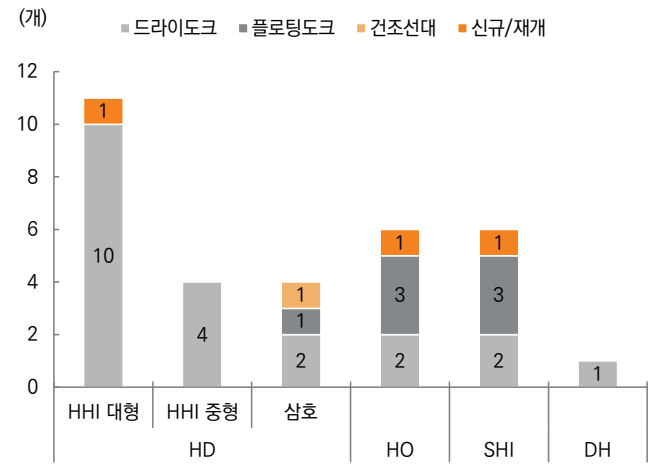
항목	내용	
대상 선박	① 중국(FCoC) 소유·운항 선박 ② 선사 전체선대 50% 이상 or 수주잔고 25% 이상이 중국 조선소(FSoC)에서 건조·수리한 선박.	
요율	$5/NT	· 해외 우려국가(중국) 소유·운영 선박 or (신청일 3년 전) 해당국 선적이었던 선박 · 수주잔고 또는 24개월 내 인도 예정 물량의 50% 이상을 해외 우려 조선소(FSoC)에서 건조하는 비중국 선사 선박
	$3.5/NT	수주잔고 또는 24개월 내 인도 예정 물량의 25~49%를 FSoC에서 건조하는 비중국 선사 선박
	$1.25/NT	신청일 직전 3년 중 어느 시점이든 전체 선대의 50% 이상을 FSoC에서 건조했거나 수리받은 선박(소유·운영 불문)

자료: Lloyd's List, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 M/S가 20%대 박스권을 벗어나기 위해서는 범용선종 시장 회수가, 이를 위해서는 Q 자체의 업사이드 확보가 필요하다. 현재 가시화된 국내 생산능력 확장 프로젝트는 3건으로 유휴도크 2건의 재가동(HD현대의 5번, 삼성중공업의 2번 2Q26~), 한화오션의 신규 플로팅 6도크(27.06~)이나 기존 대비 연간 CAPA 증분의 관점에서 효과는 제한적이다.

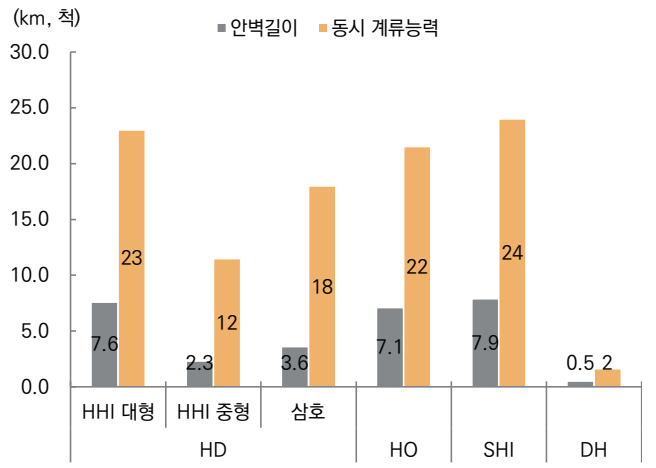
이러한 시점에서 베트남, 인도네시아를 시작으로 한 생산 거점의 글로벌화는 적시의 결정이다. HD현대가 선봉장으로, HD HVS의 성공경험을 토대로 확장 중이다. 직접건조 한정 **2030년까지 기존 15척→최소 33척~최대 40척으로 확대**될 전망이다. 1) HD HVS 증설(25년 15척→30F 23척) 이 첫발로 지난 4월 길이 280m의 4번 도크 착공식을 진행하였다. 2) 베트남 에코비나(기존 두산비나)의 LNG D/F 탱크 및 항만크레인 거점화, 3) 필리핀에서 HD HHIP Aframax/VLCC 건조역량 확대(현재 4척→10척) 동반, 10년 + 콜옵션으로 6도크와 부지 임차 계약에 기반한다. 4) 사우디 IMI는 대형도크 3개, 연 40척 규모로 27년 가동된다. 이는 직접건조는 아니지만, 척당 로열티(HD현대 지분 20%)로 수익화 계획이다.

그림 63. 국내 주요 조선사 도크현황



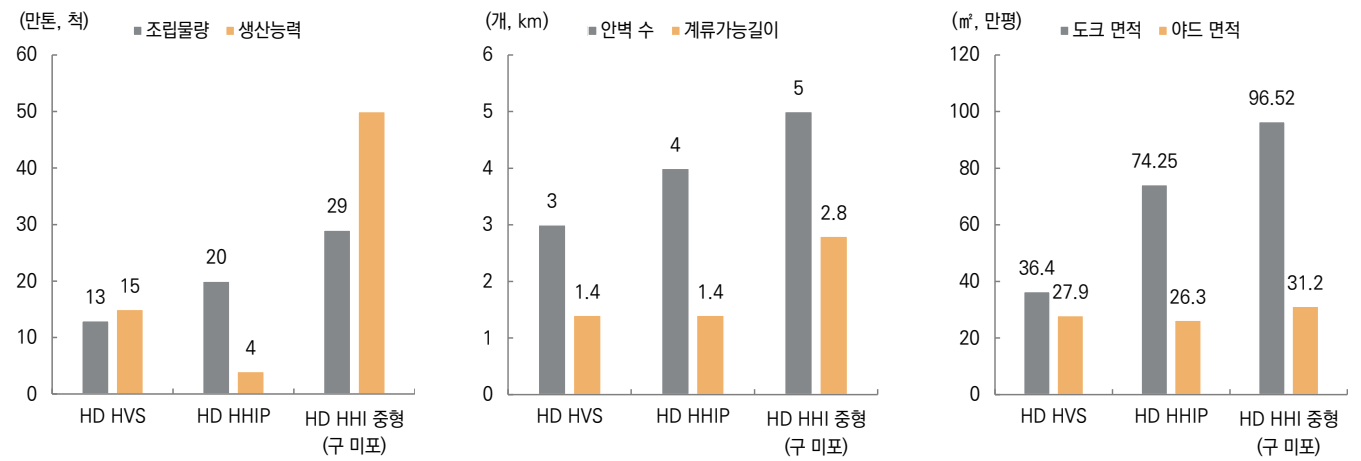
자료: 각 사, 한국해양수산개발원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 국내 주요 조선사 안벽전장 및 동시 계류가능 척수



주: 척당 필요공간 대형3사+대한조선 330m, 미포, 삼호는 200m
자료: 각 사, 한국해양수산개발원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. HD HVS, HD HHIP vs. HD현대 국내 중형선 사업부 생산역량 비교 (2025)



자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 국내 주요 조선사 도크 현황 및 제원

(m, m², km)

도크	L	B	면적	비고	도크	L	B	면적	비고	도크	L	B	면적	비고
HD현대중공업 (대형)					한화오션					삼성중공업				
B.D No.1-1	390	80	31,200		B.D No.1	529.0	131.0	69,299		B.D No.1	283.0	46.0	13,018	
B.D No.1-2	165	47	7,755		B.D No.2	539.0	81.0	43,659		B.D No.2	390.0	65.0	25,350	2Q26~
B.D No.2	500	80	40,000		F.D No.1	298.0	63.0	18,774	매각	B.D No.3	640.0	97.5	62,400	
B.D No.3	672	92	61,824		F.D No.2	216.0	39.0	8,424	매각	F.D No.1	270.0	52.0	14,040	
B.D No.4	382	65	24,830	특수선	F.D No.3	362.0	62.0	22,444		F.D No.2	400.0	55.0	22,000	
B.D No.5	382	65	24,830	특수선	F.D No.4	438.0	70.0	30,660		F.D No.3	400.0	70.0	28,000	
B.D No.6	260	43	11,180	특수선	F.D No.5	432.0	71.6	30,931		F.D No.4	420.0	70.0	29,400	
B.D No.7	170	25	4,250	특수선	F.D No.6	480.0	97.0	46,560	27.06~	OFD	153.6	130.6	20,060	해양 전용
B.D No.8	460	70	32,200											
B.D No.9	460	70	32,200											
B.D (H도크)	490	115	56,350	해양 전용										
B.D (군산)	700	115	80,500	매각										
도크 면적(m²)			326,619		도크 면적(m²)			224,191		도크 면적(m²)			214,268	
실가동 면적(m²)			301,789	5번 제외	실가동 면적(m²)			196,993	F6 제외	실가동 면적(m²)			187,210	2번 반영
안벽길이(km)			7.6		안벽길이(km)			7.1		안벽길이(km)			7.9	
HD현대중공업 (중형)					HD현대삼호					대한조선				
B.D No.1	380	65	24,700		B.D No.1	504	100	50,400		B.D No.1	460	72	33,120	
B.D No.2	380	65	24,700		B.D No.2	594	104	61,776						
B.D No.3	380	65	24,700	특수선?	B.B	492	65	31,980						
B.D No.4	295	76	22,420	특수선?	F.D	335	70	23,450	진수, 안벽					
도크 면적(m²)			96,520		도크 면적(m²)			167,606		도크 면적(m²)			33,120	
실가동 면적(m²)			96,520		실가동 면적(m²)			144,156		실가동 면적(m²)			33,120	
안벽길이(km)			2.3		안벽길이(km)			3.6		안벽길이(km)			0.5	

주1: L(길이, Length), B(폭, Breadth), 면적은 LxB로 산출, 수치는 해운통계요람(2024) 기준, 주2: 적색 음영은 재개(HD현대, 삼성) 혹은 신규가동(한화) 예정 CAPA
주3: 한화오션의 특수선 신공장 및 필리조선소는 미반영
자료: 각 사, 한국해양수산개발원, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. HD현대그룹 해외 조선소 투자 현황

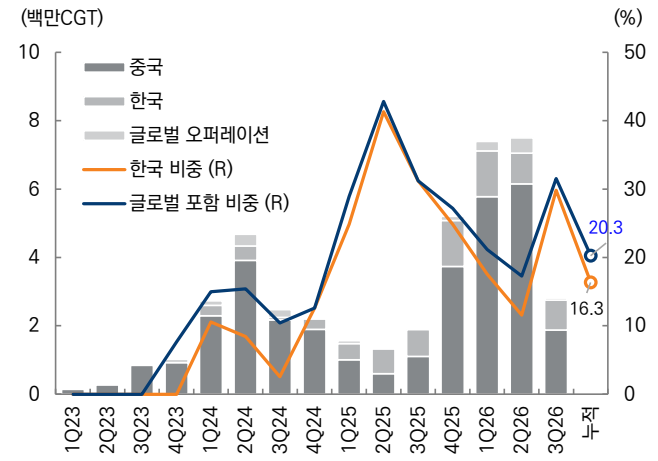
거점	베트남		필리핀	사우디
	HD HVS (HD현대베트남조선)	HD HEV (에코비나)	HD HHIP (Hyundai Philippines)	IMI (International Maritime Industries)
설립시기	1996	2025.08	2024.05 계약	2017 발표
생산시기 (예상)	2005 신조 개시, 2025 증설~	2027 매출 발생	2025.09 S/C ~ 2027 1Q 인도	2018 JV ~
투자금액	1억달러	2.07억달러	5.5억달러	-
투자방식	그린필드	지분인수 (100%)	10년 장기임차	JV; 아람코 50.1%, HHI 20%
주력 선종	중소형 탱커(MR PC)	LNG D/F용 독립형 탱크	클린탱커(LR2, 115k) → VLCC 확대	상선/MRO
연간 건조량	2025년 15척 → 2030년 23척 → 장기 30척+	-	4척 → 2030년 10~12척 → 장기 15척+	장기 상선 40척, MRO 260척
생산능력	144만 DWT	인수전 매출 0.5조원 (두산비나, FY24)	6도크, (길이 550m x 폭 135m)	대형 도크 3개, 골리앗크레인 4기
비고		기자재, 항만크레인 사업 거점화	구 한진수빅 경력직 중심	기술이전 + 운영 노하우 제공

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

중소형선에서 비용 경쟁력이 높은 해외야드(동남아)를 활용한 점유율 재탈환을 기대한다. 1Q23부터 3Q26 QTD 누적 기준 **한국의 탱커 수주 점유율은 16.4%에서, 해외야드 수주분 포함시 20.3%**로 기준선을 상회하게 된다. HD현대의 베트남, 필리핀 조선소의 24년부터 누적 수주는 67건, 현 수주잔고 69척(Aframax/LR2 31척, MR 34척, VLCC 4척)이다. 합산시 글로벌 탱커 수주잔고 내 **국내사 비중은 16.2%에서, 20.1%로 상승**한다(CGT).

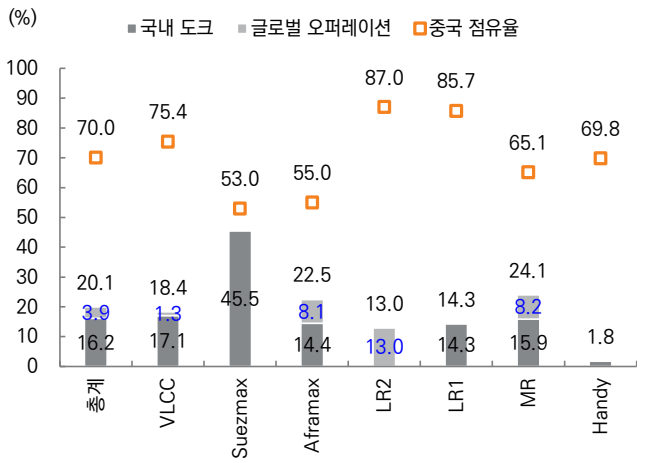
삼성중공업도 거제 도크를 고부가선종(LNGC·FLNG)에 집중시키고, 범용선은 해외에서 건조하는 투트랙을 표준화한다. 국내 HSG 성동조선(25.09 New shipping, 2척)을 시작으로, 중국 PaxOcean에 24년 10월~25년 4월 2개 선주(Dynacom, Centrofin)로부터 수주한 Suezmax급 **원유운반선 8척**의 전선 건조를 위탁하였다. 지난해 Section 301 이후 무게중심을 베트남으로 다변화했다. 25년 5월 PetroVietnam 산하 PVSM에 협력을 제안, 6월 Suezmax 2척·LR2 건조협력 MOU를 체결했다. 10월 영국 Zodiac Maritime의 Suezmax 유조선 2척을 첫 일감으로 넘겼으며, 올해 2월 1척을 추가했다(~'29년 3월).

그림 66. 글로벌 탱커 수주 내 한국 M/S: 글로벌 포함시 +4%pt



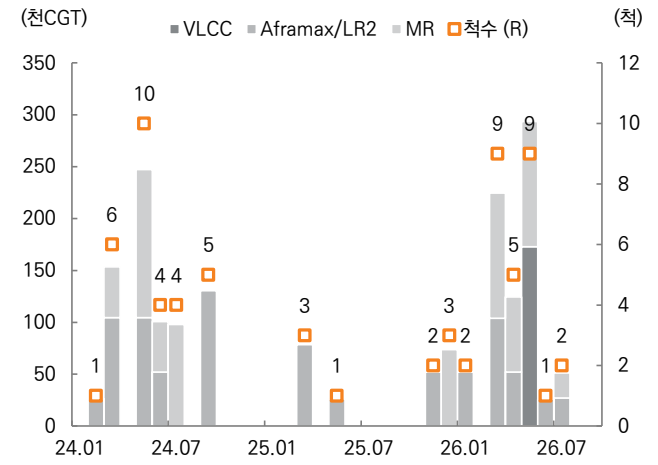
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 글로벌 탱커 잔고 내 한국 M/S: 글로벌 포함시 +3.9%pt



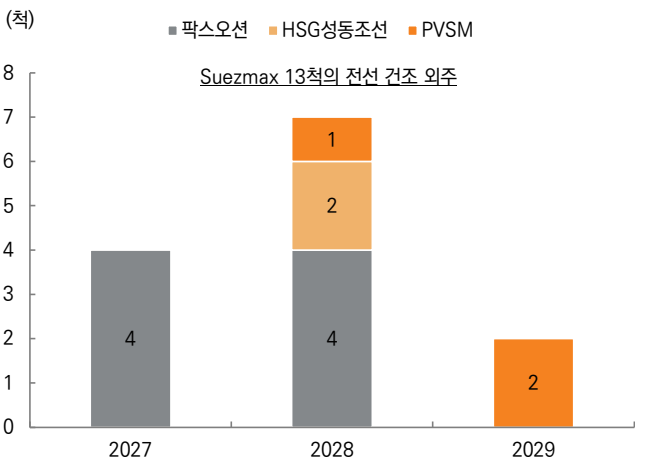
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. HD현대의 글로벌 오퍼레이션 수주현황



주: HD Hyundai Vietnam + Hyundai Philippines
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 삼성중공업 외주 탱커선 13척 인도 스케줄



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대는 이외에도 추가 6개국(인도/말레이/페루/모로코/인니+미국 MASGA)을 생산 거점으로 타진 중이다. 전술 베트남, 필리핀, 사우디 도합 9개국에 달하는 네트워크다. **인도가 개중 가장 진전된 거점**으로 'Maritime Amrit Kaal Vision 2047'을 축으로 약 240억달러(35조원)를 투자해 현재 운영선대 1,500척 → 2,500척으로 확대, 유조선 국산화율 5%(2023) → 69%(2047), 연 50만 GT 이상 생산체계 구축을 목표중이다.

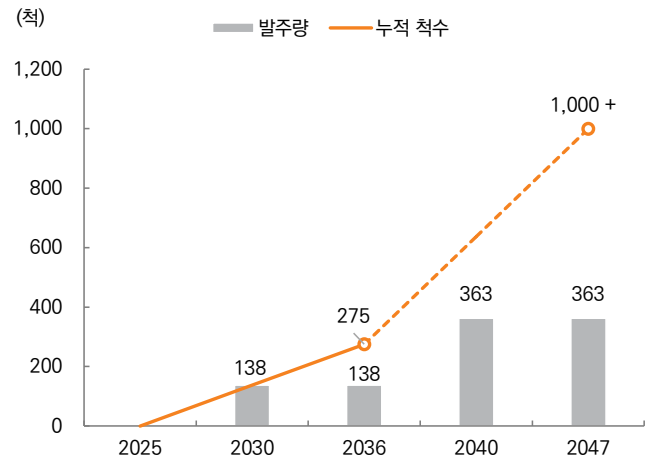
인도 국영 코친조선소는 HD현대와 25.07월 신조 및 MRO협력 MOU를 체결했다. 이어서, 25년 12월 타밀나두주 정부 투자청과 신규 조선소 건설 EoA도 체결되었다. 후보지로는 울산과 기후가 유사하고 현대차·삼성전자가 이미 진출해있는 항만도시 투투쿠디(Thoothukudi)가 유력하며 연간 CAPA 목표로 400만GT가 거론되고 있다. 발주 파이프라인은 2036년까지 275척, 이후 누적 1,000척 이상. 2040년까지 원유운반선 112척(약 100억 달러). SCI(인도해운공사) 2030년까지 23억 달러 신조를 계획중이다.

표 18. HD한국조선해양 해외 조선소 투자 내역

거점	인도		페루	모로코	미국
	코친조선소 (국영)	타밀나두 주정부	국영 시마조선 (SIMA)	카사블랑카	미국 (MASGA)
설립시기	2025.07 MOU	2025.12 MOU	2024년 3월 수상함 수주	2026년 1월	2025년 8월
투자금액 투자방식	미정 기술 지원 / MOU	20억~40억달러 그린필드 (검토)	4.6억달러 공동 건조	미정 운영권 확보 추진	미정 산업 공동투자
주력 선종 목표 CAPA		400만 GT	호위함·초계함·상륙지원함·잠수함		
비고	인도 신조 및 MRO	주정부 MOU	(25.11) HDS-1500 잠수함 공동개발 LOI	아프리카, 유럽 상선/군함 MRO 기술이전 중심 운영	신규야드 건설 or 기존건 인수 군함 MRO, 신조시장 진입

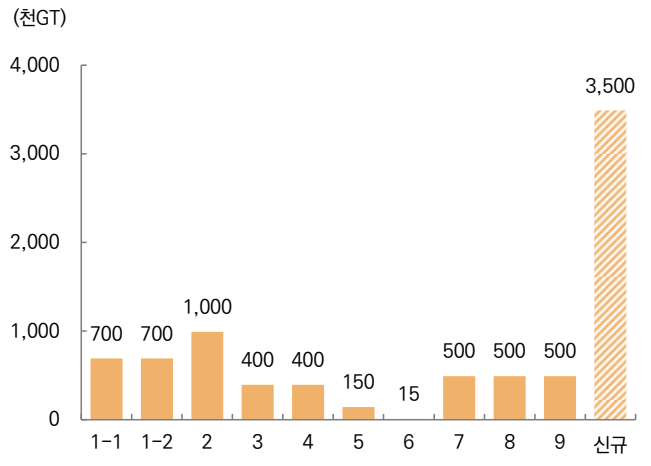
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 인도 장기 조선업 비전 및 신규발주 계획



자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 인도 계획 조선소



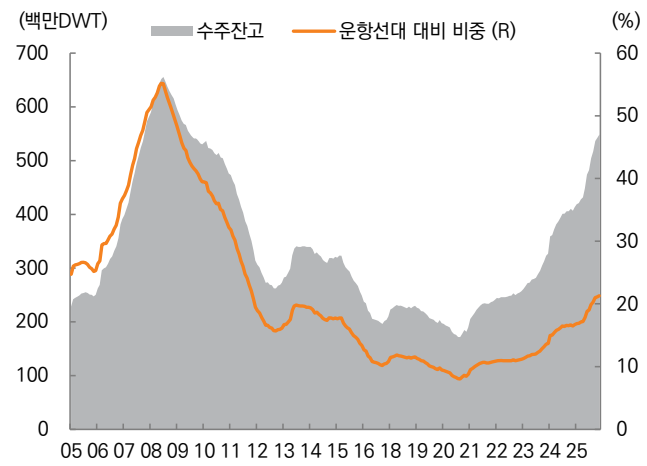
주: 최대 400만 GT 거론, 홍보청 기준 250만GT 기재
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

장기 교체수요 30년 납기부터 본격화, 폐선 지연으로 잠잠했을 뿐

24년까지 신규 발주가 강했던 만큼, 향후 교체수요의 발생 여력과 선복 공급 부담에 대한 점검은 필요하다. 1H26말 수주잔량은 7,612척(2억 720만 CGT, 19% YoY)으로 09년 초 이후 최대치를 경신했다. 글로벌 수주잔량/선대 비율은 현재 21% 수준까지 올라왔다. 26년 약 5,000만 CGT(13% YoY), 27년 약 6,100만 CGT(22% YoY)가 인도될 예정이다. 단기 수급 역전(26~27년 공급 4%〉 수요 1.5%)은 일부 불가피한 상황이다.

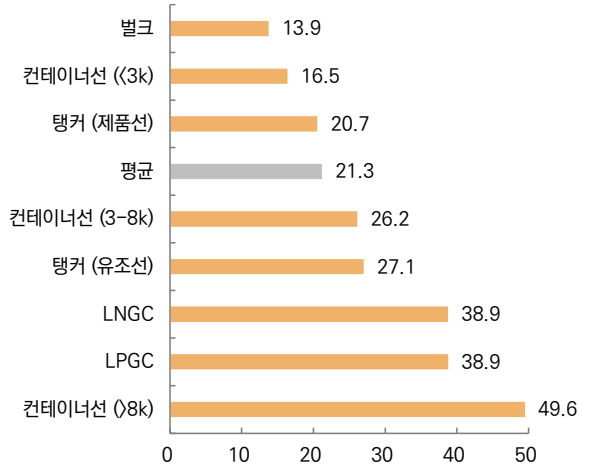
다만 2030년 전후 노후선 교체수요가 본격화되는 만큼 중장기 신조 발주 사이클의 지속 가능성은 여전히 유효하다고 판단한다. 직전 대규모 발주 사이클은 2007~12년에 집중됐다. 선박의 통상적인 경제수명(25년~30년)을 적용하면 2031년부터는 해당 선박들의 교체를 더 이상 미루기 어려운 구간에 진입한다. 국내 조선사가 강점을 보유한 주요 선종의 발주가 2006~11년에 집중됐다는 점을 감안하면, 실제 교체 사이클은 2030년 전후부터 본격화될 가능성도 크다.

그림 72. 글로벌 선대 수주잔고 및 수주잔고/선대 비중



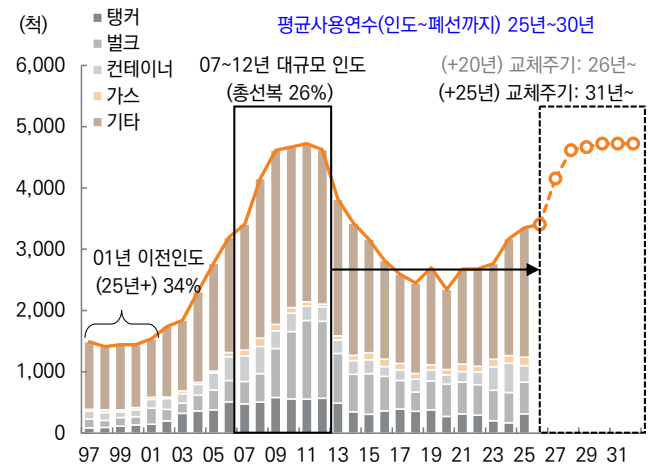
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 글로벌 선대 선종별 수주잔고/선대 비중 (2026.07)



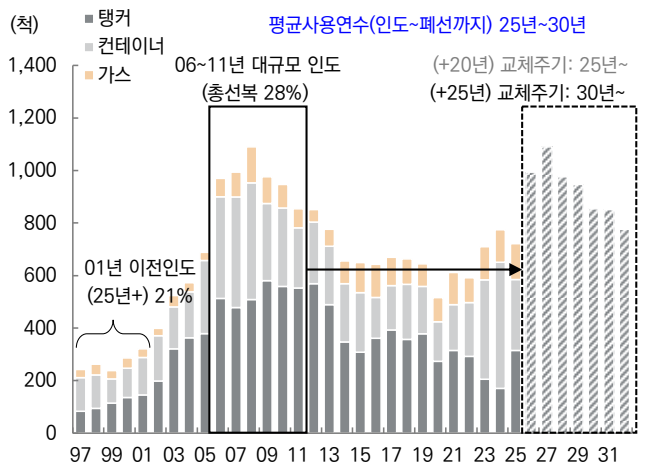
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 글로벌 선박의 인도 시기 및 교체일정 (척수)



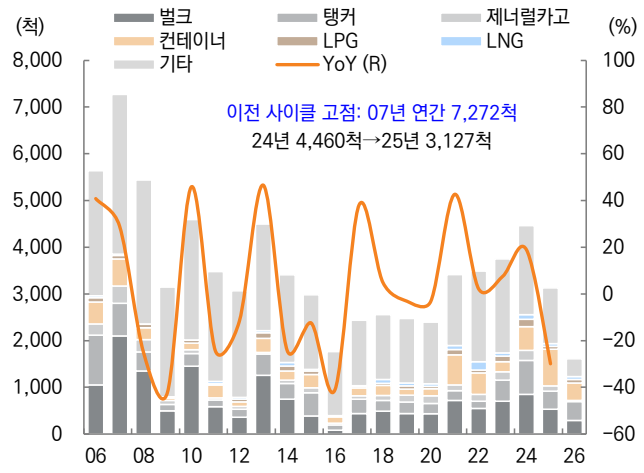
주: %는 척수기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 글로벌 선박의 인도 시기 및 교체일정 (척수, 주요선종)



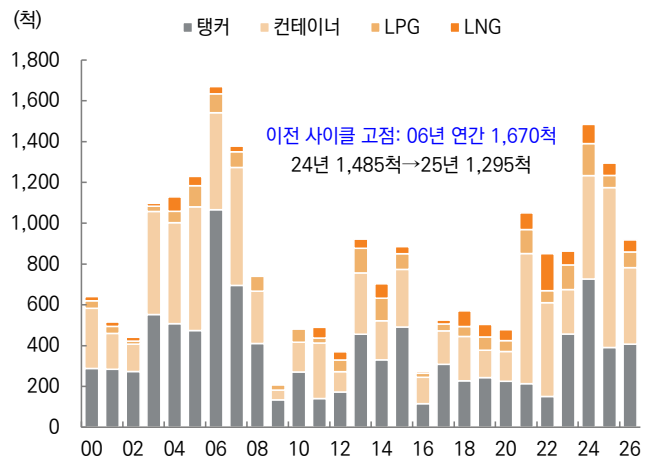
주: %는 척수기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 글로벌 신규발주 선종별 구성 및 성장률 (척수)



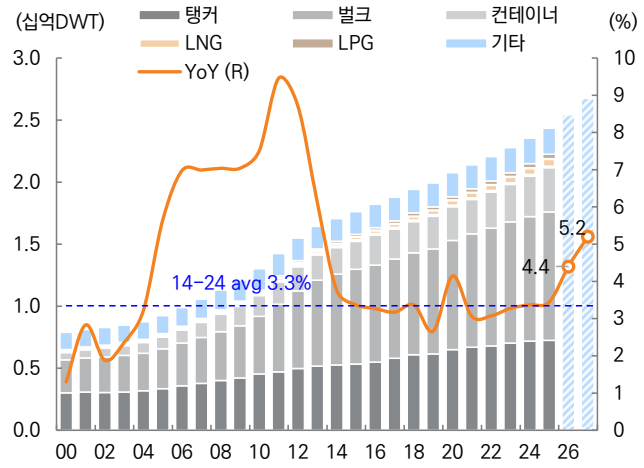
주: 26년은 6월까지, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 글로벌 신규발주 선종별 구성 및 성장률 (척수, 주요선종)



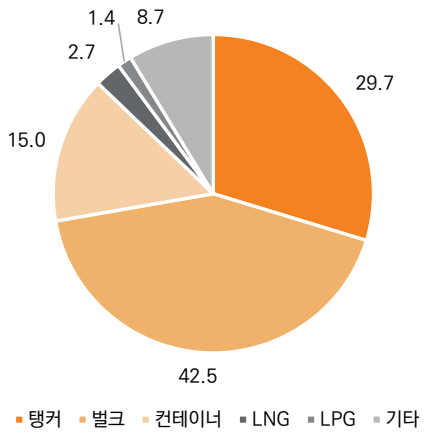
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 글로벌 선대의 선종별 구성 및 공급성장률



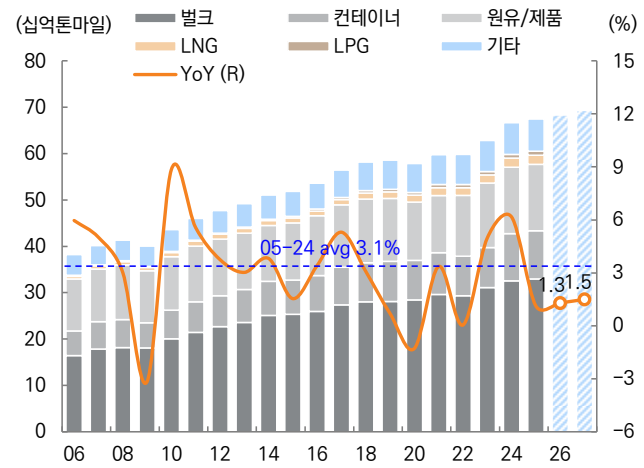
주: 26~27F는 클락슨 전망 / 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 글로벌 선대의 선종별 구성비중 (DWT, 2025)



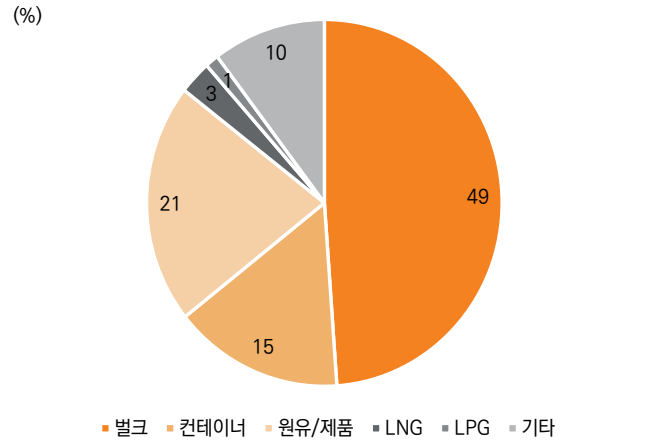
주: 연초, DWT 기준 / 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 글로벌 톤마일수요의 선종별 구성 및 수요성장률



주: 26~27F는 클락슨 전망 / 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 글로벌 해상운송 수요의 선종별 구성비중 (톤마일, 2025)

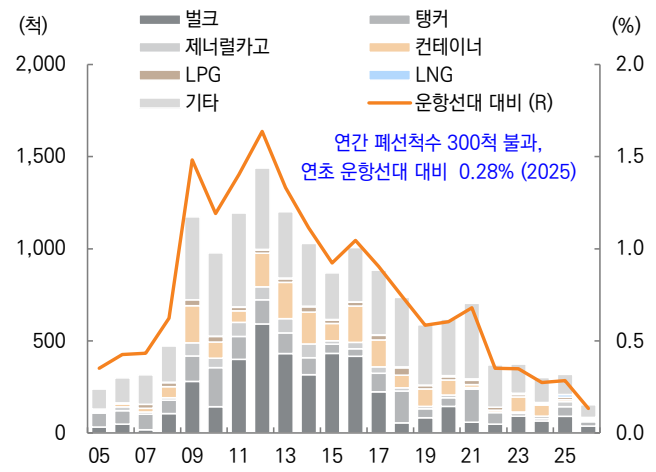


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 선대의 노후화는 이미 임계 수준에 진입했다. 현재 선령 20년 이상 선박이 운항선대의 20% 이상이다. 이중 25년 이상만 전체 선대의 8.8%로, 통상적인 경제수명을 초과해 퇴역 대상인 선복들이 폐선되지 않고 적체된 셈이다. 현재 선박 해체는 이례적으로 낮은 수준에 머물러 있다. 26년 1~5월 해체 선박은 116척, 260만 GT, 370만 DWT에 그쳤으며, 22~25년 연평균 해체량 역시 720만 GT로 '10년대 평균의 30% 수준에 불과하다.

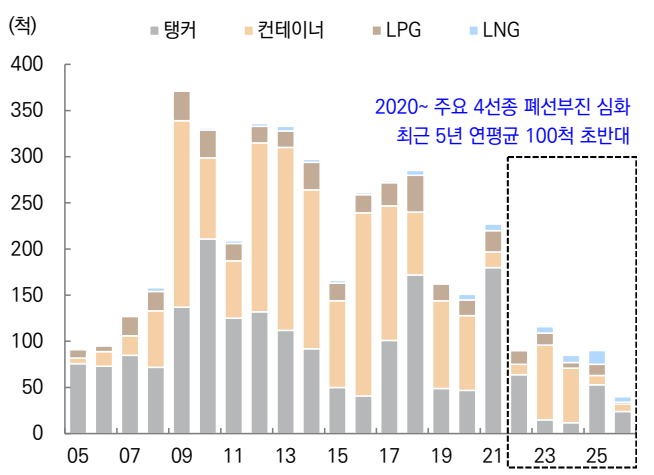
폐선이 장기간 지연된 배경에는 ① 높은 해운 시황에 따른 노후선의 운항 지속 유인, ② 높은 스크랩 가격, ③ 차세대 친환경 연료와 환경규제에 대한 불확실성이 복합적으로 작용한 것으로 판단한다. 시황 정상화와 친환경 선박 기술의 방향성이 구체화될수록 누적된 노후선의 퇴역과 교체가 본격화되며, 공급 부담은 상당 부분 자연스럽게 완화할 것이다.

그림 82. 선종별 연간 해체량 (05~25)



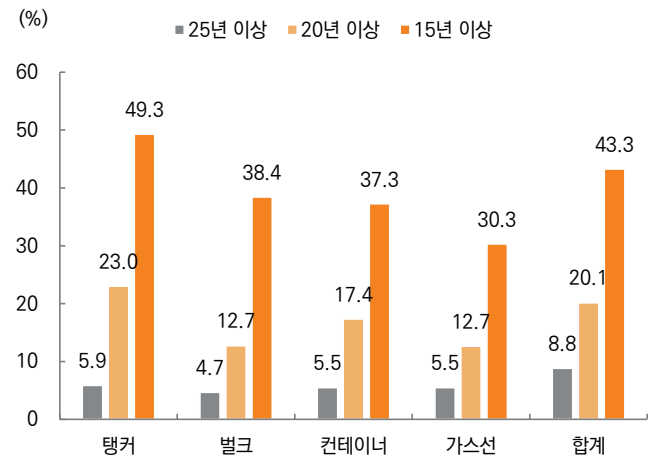
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 국내선사 주요 선종의 연간 해체량 (05~25)



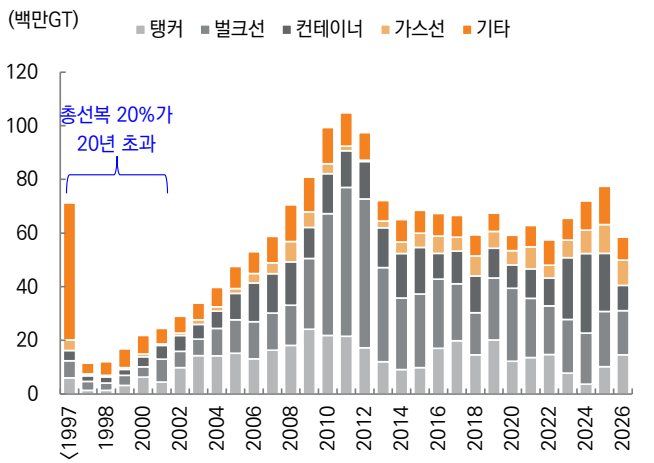
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 글로벌 운항선대의 선종별 선령 (GT)



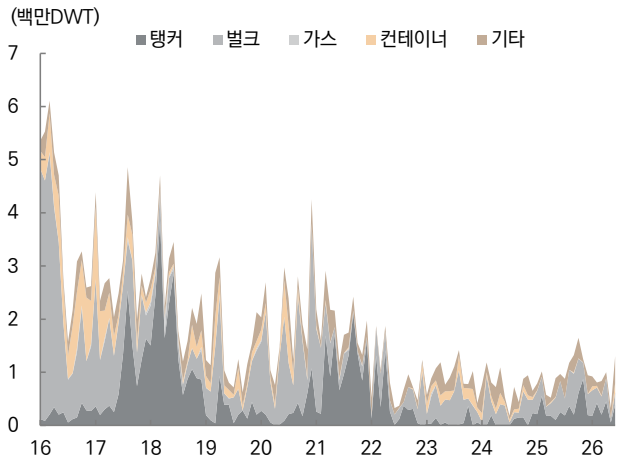
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 글로벌 운항선대의 인도연도별 분류



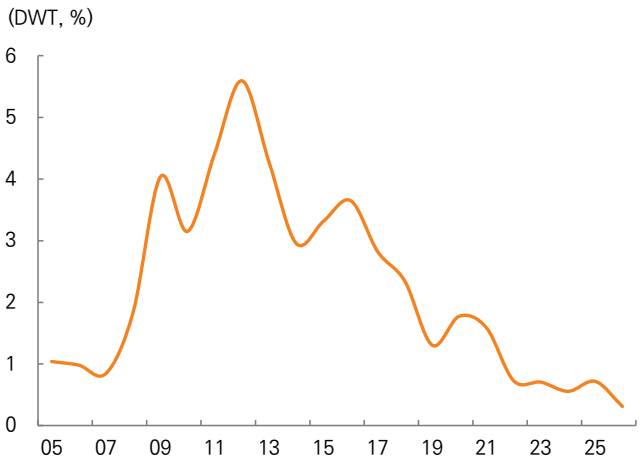
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 선종별 월간 해체량



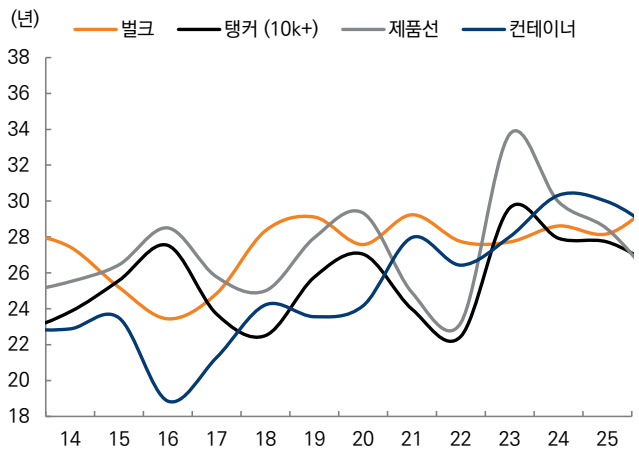
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 총 선복의 연초 선복량 대비 폐선율



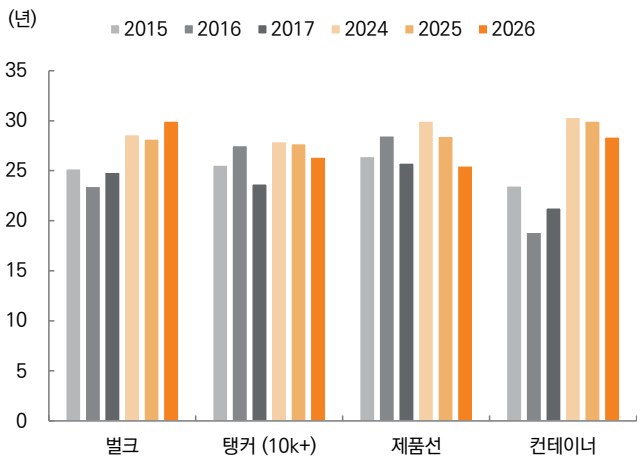
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 퇴역 선대의 선종별 운항연수 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 퇴역 선대의 선종별 운항연수

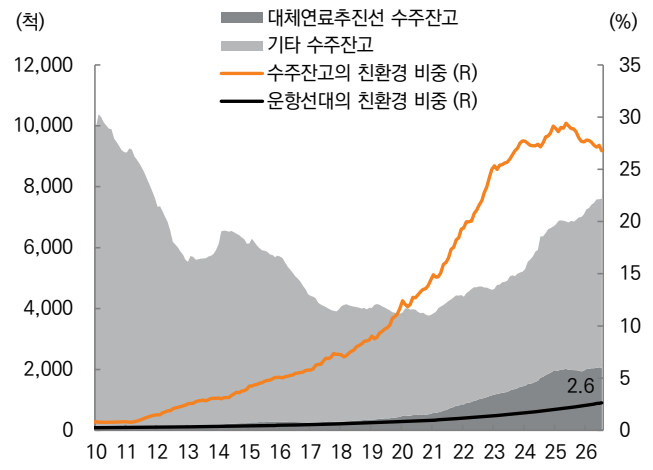


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

노후 선대의 신조 수요 전환은 정해진 미래지만 그 시점을 특정하기는 어렵다. 프로젝트 매칭이 가능한 LNGC 제외 대부분 상선선사의 발주 판단은 운임, 선가, 금융여건, 규제 강도 등이 복합적으로 작용해 사실상 블랙박스의 성격이 짙기 때문이다. 여러 변수 중 **비교적 명확한 데드라인을 제공하는 것은 환경 규제**였다. 노후선의 경제성을 직접적으로 낮춰, 교체 발주를 앞당기기 때문이다. 단 트럼프 행정부 아래 IMO의 규제 추진력이 약화되며, 친환경 연료선 발주는 잠시 소강 국면이다. 선사들은 발주 대신 현존선의 감속 운항으로 대응 중이다. 가장 민감한 컨테이너선의 운항속도는 12년 대비 14%, 탱커는 8% 감소했다.

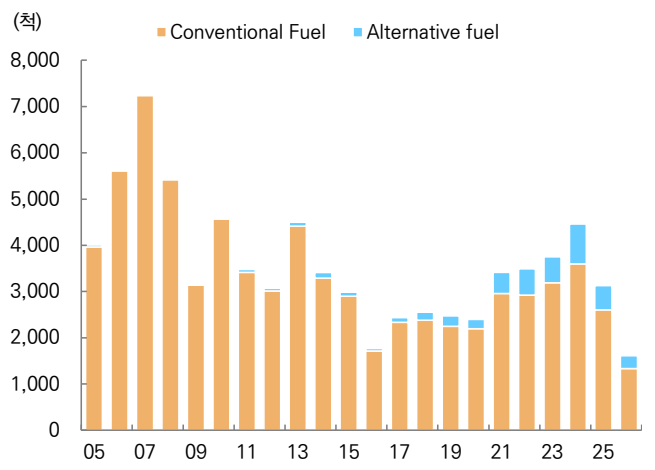
그러나 운항속도 저하는 곧 가동률 하락으로 이어지는 만큼 무한정 지속될 수 없다. 점증하는 탄소세 부담으로 선사들의 운영비용은 2005년 대비 평균 37% 증가했다. IMO는 2028년까지 경제적 조치에 대한 합의를 마쳐야 하고, EU-ETS의 시행으로 탄소배출권 비용 부담은 점차 무게감을 높일 것이다. 규제 전환 속도는 초기 기대보다 느릴 수 있지만, 2030년 이후 신규발주의 핵심 동인이라는 점은 변함없다.

그림 90. 글로벌 수주잔고 내 친환경 비중



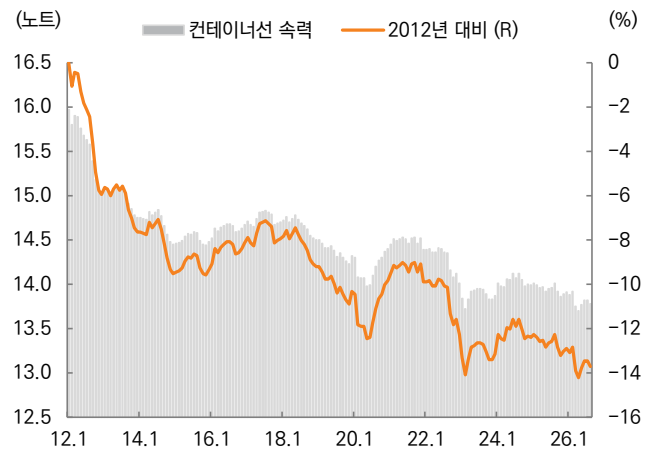
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 글로벌 신조발주 척수의 연료 유형별 구성



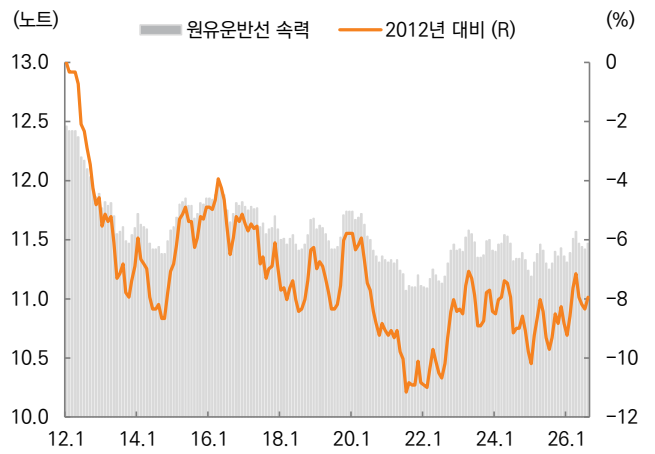
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 컨테이너선 운항속도 및 12년 대비 감속률



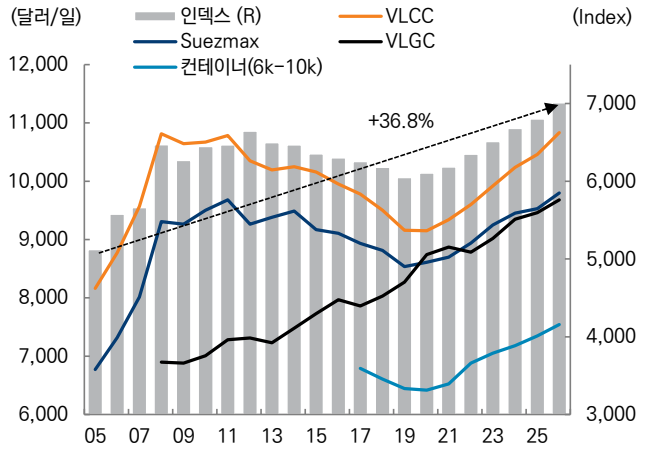
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 원유운반선 운항속도 및 12년 대비 감속률



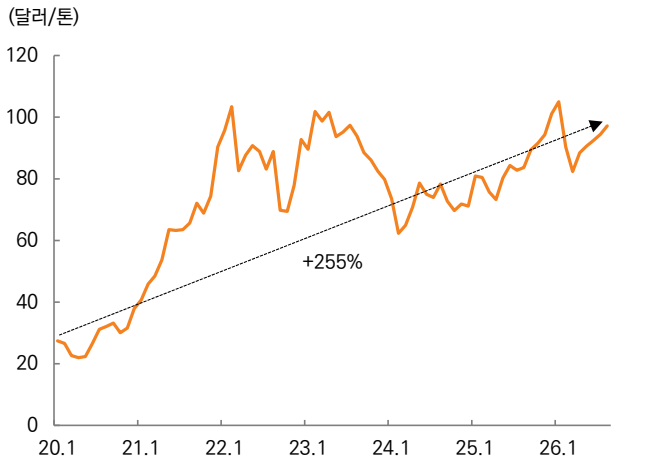
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 종합 및 선종별 운영비용 증가 추이



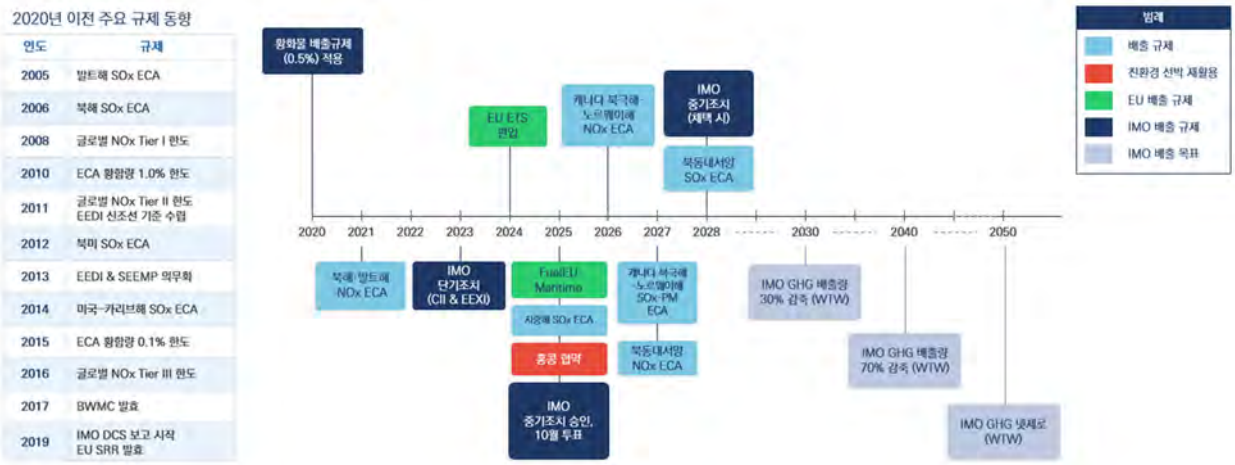
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 탄소배출권 가격 추이



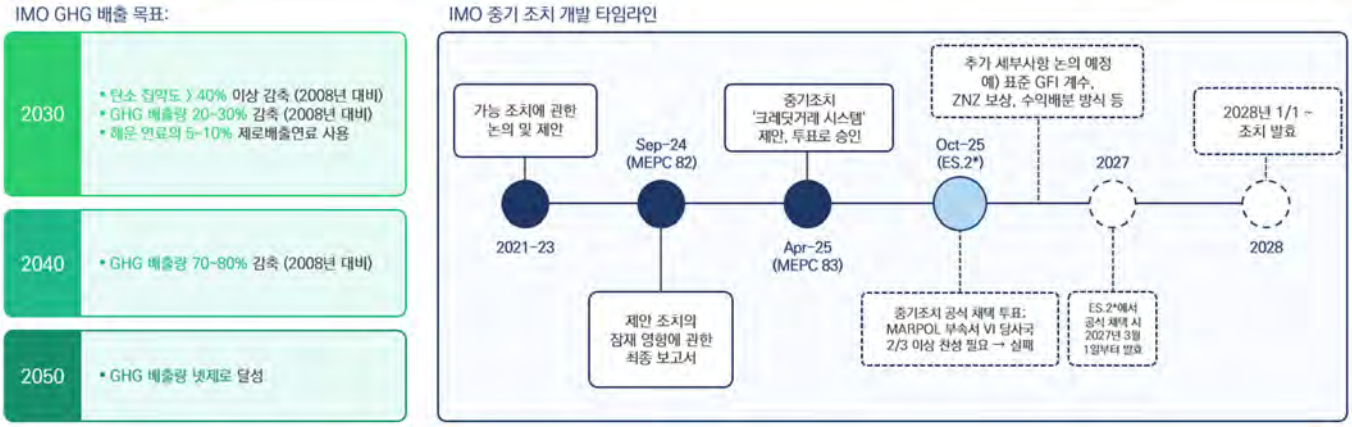
주: 12월 만기물, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. IMO 규제 타임라인: 2025년 10월 중기 조치 채택 목표하였으나, 정권 영향으로 실패



주: WTW(Well-to-Wake) 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 재가공

그림 97. IMO 중기 조치: 연내 이벤트 제한적, 27년간 추가 사항 논의, 28년 1월부터 조치 발효



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상선: 선종별 발주 Catalyst 및 현안

글로벌 신조 업황을 살펴보면 YTD 1억 8,330만 DWT가 발주, 현행 사이클 고점 24년의 동기 대비 10.6% 빠르다. VLCC가 24년 동기 대비 187%, Suezmax가 120% 증가하며 가스선(LPGC -7.4%, LNGC -29%) 및 컨테이너선 발주 완만화(4%)를 상쇄했다. 선가지수는 연초 대비 1%, 전고점 대비 1.8% 낮은 수준을 유지중이다. 탱커와 중소형 컨테이너선, VLGC가 LNGC/대형 컨테이너선의 부진을 상쇄하는 흐름이다.

표 19. 글로벌 신조발주 동향

구분		규격	기존 사이클			현행 사이클						고점 대비 (%)	
			2006	2007	2008	2021	2022	2023	2024	2025	2026	~2024.09	~2007.09
주요선종	VLCC	m. dwt	33.2	10.6	33.6	9.4	0.9	5.5	23.1	23.3	52.1	187.1	665.4
	Suezmax	m. dwt	13.6	7.3	7.1	2.0	1.7	9.1	7.4	12.1	14.2	119.9	112.7
	LNGC	m. cbm	6.9	4.1	0.8	12.3	30.7	11.3	15.7	6.1	10.9	-28.6	351.1
	LPGC	m. cbm	3.0	0.9	0.9	6.2	3.1	7.9	10.1	2.2	7.7	-7.4	979.8
	컨테이너	m. TEU	1.7	3.3	1.2	4.5	2.8	1.6	4.7	5.3	3.4	4.0	22.7
총계		m. dwt	212.6	264.2	183.3	142.8	105.4	128.0	206.2	175.0	183.3	10.6	-6.1
점유율	중국	%	39.7	38.3	38.4	52.6	55.3	65.4	75.0	71.6	82.1		
	한국	%	30.1	35.2	37.3	29.7	24.2	15.4	11.7	20.2	12.8		

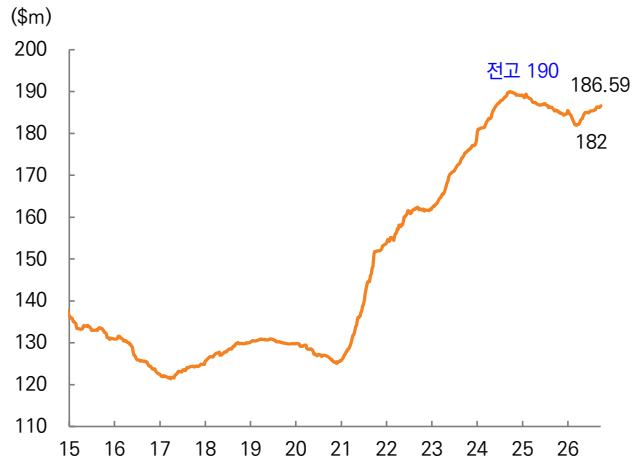
주: 26년은 YTD
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 글로벌 신조선가 동향

선종	규격	2006	2007	2008	2021	2022	2023	2024	2025	2026.09	전고점
백만달러											
탱커	VLCC	129.0	146.0	150.0	112.0	120.0	128.0	129.0	128.0	131.0	131.0
	Suezmax 156-158K dwt	80.5	90.0	91.0	76.0	80.0	85.0	90.0	86.0	90.0	90.0
	Aframax 113-115K dwt				61.5	64.5	72.5	78.0	75.0	78.5	78.5
가스선	LNGC 174k cbm				210.0	248.0	265.0	260.0	248.0	246.5	265.0
	VLGC 88-91k cbm	92.0	93.0	92.0	87.5	95.5	113.5	122.0	114.5	115.5	123.0
컨테이너	22,000/24,000 TEU					189.0	215.0	235.5	275.0	262.0	248.5
	15,000/16,500 TEU					155.0	153.0	168.5	204.0	194.0	194.0
	8,500/9,500 TEU		101.0	106.5	100.0	83.5	86.0	93.5	130.0	128.0	130.5
	2,700/3,000 TEU		51.0	53.0	50.0	40.0	42.0	41.3	43.5	43.3	45.5
신조선가 지수	Index	168.7	184.8	178.0	153.6	161.8	178.4	189.2	184.7	186.6	190.0
YoY											고점 대비
탱커	VLCC	7.5	13.2	2.7	31.0	7.1	6.7	0.8	-0.8	2.3	0.0
	Suezmax 156-158K dwt	13.4	11.8	1.1	35.7	5.3	6.3	5.9	-4.4	4.7	0.0
	Aframax 113-115K dwt				28.1	4.9	12.4	7.6	-3.8	4.7	0.0
가스선	LNGC 174k cbm				12.9	18.1	6.9	-1.9	-4.6	-0.6	-7.0
	VLGC 88-91k cbm	2.2	1.1	-1.1	23.2	9.1	18.8	7.5	-6.1	0.9	-6.1
컨테이너	22,000/24,000 TEU				33.1	13.8	9.5	16.8	-4.7	-5.2	-9.6
	15,000/16,500 TEU				46.2	-1.3	10.1	21.1	-4.9	0.0	-4.9
	8,500/9,500 TEU	13.5	5.4	-6.1	16.0	3.0	8.7	39.0	-1.5	2.0	0.0
	2,700/3,000 TEU	5.2	3.9	-5.7	33.3	5.0	-1.8	5.5	-0.6	5.2	0.0
신조선가 지수		4.1	9.6	-3.7	22.3	5.3	10.2	6.1	-2.4	1.0	-1.8

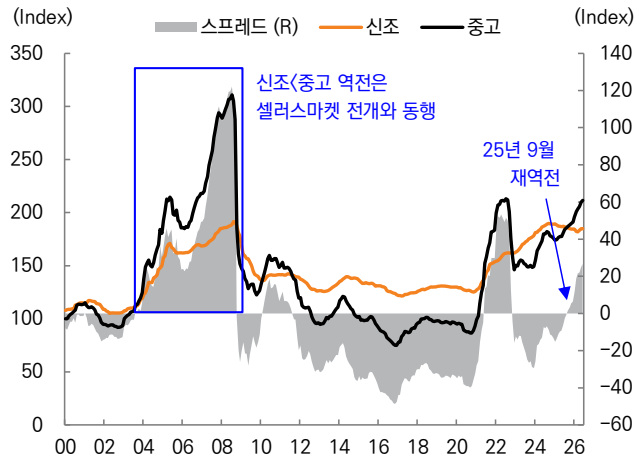
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 글로벌 신조선가 인덱스



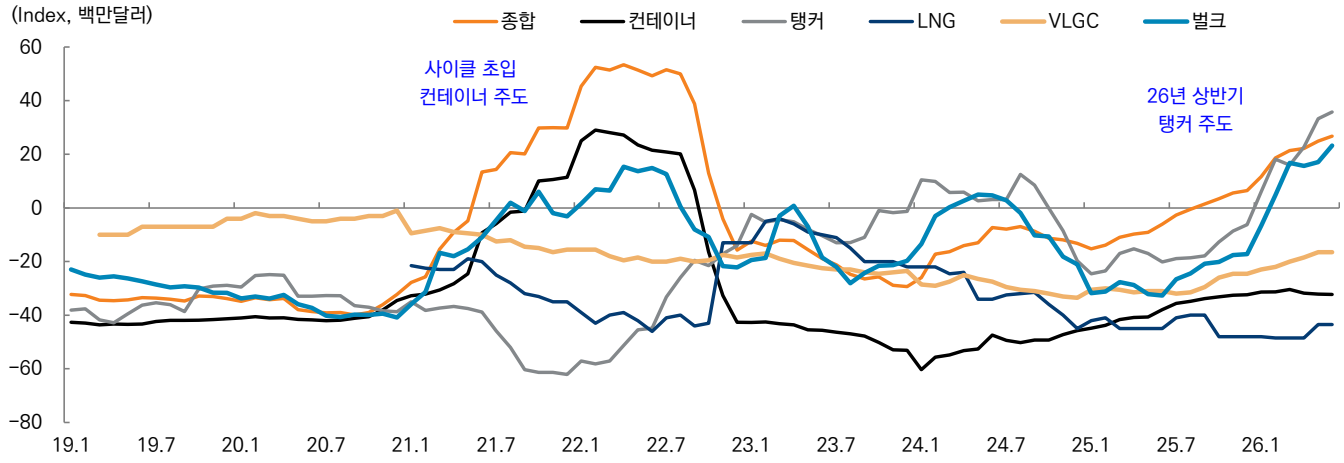
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 글로벌 중고선가-신조선가 스프레드



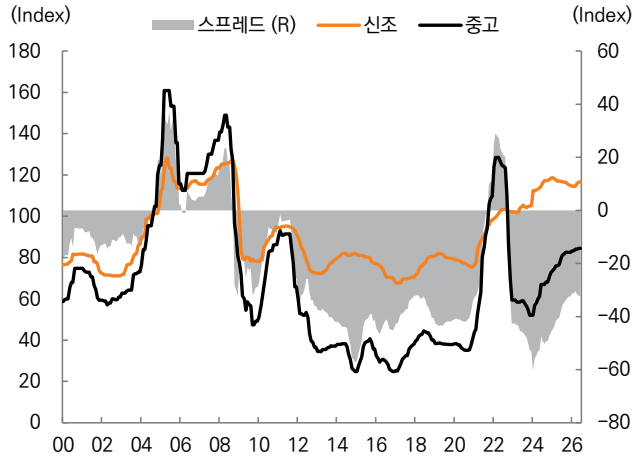
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 선종별 중고선가-신조선가 역전 추이



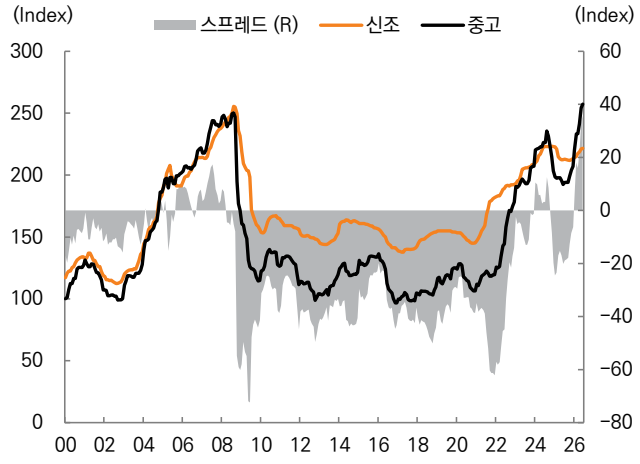
주: LNG는 174k 5년물-신조, VLGC는 82k 5년물-신조, 타 선종은 모두 인덱스 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 컨테이너 신조-중고선가 인덱스



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 탱커 신조-중고선가 인덱스



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. VLCC 원유선 신조-중고

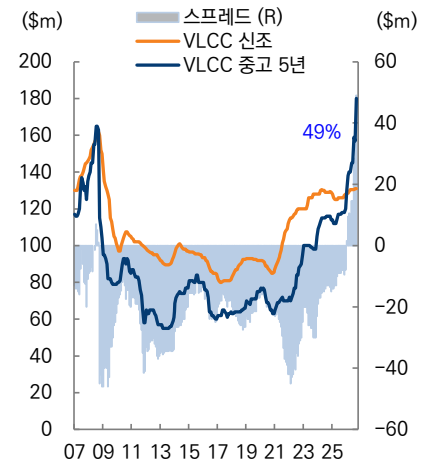


그림 104. Suezmax 원유선 신조-중고

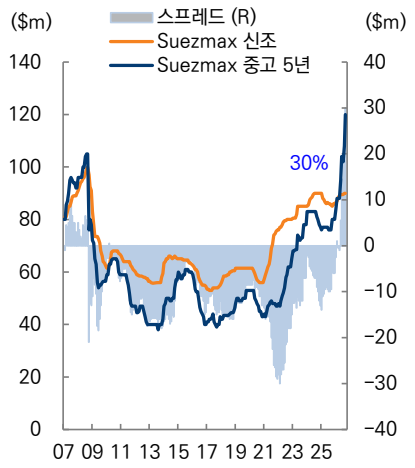
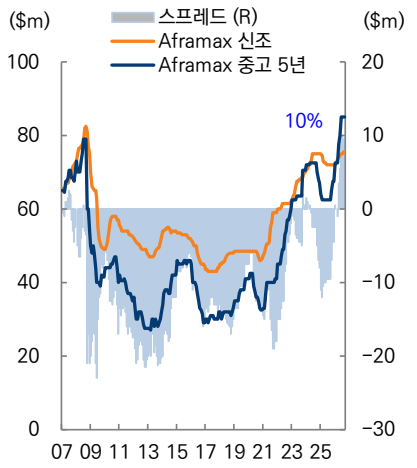


그림 105. Aframax 원유선 신조-중고



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. LR2 제품선 신조-중고

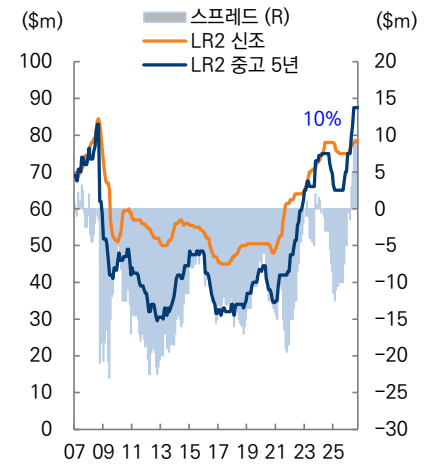


그림 107. MR PC 신조-중고

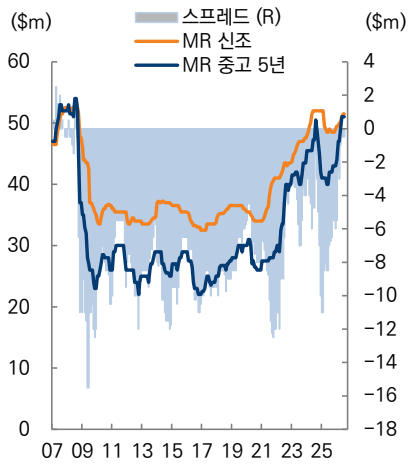
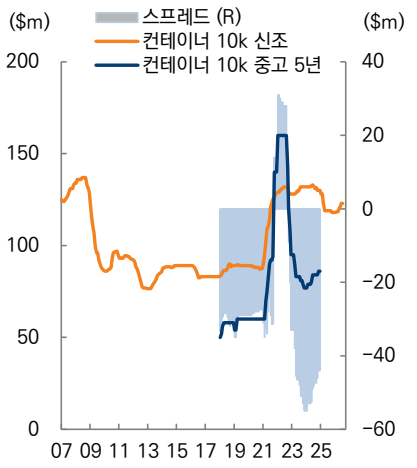


그림 108. 컨테이너 대형 신조-중고



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 컨테이너 소형 신조-중고

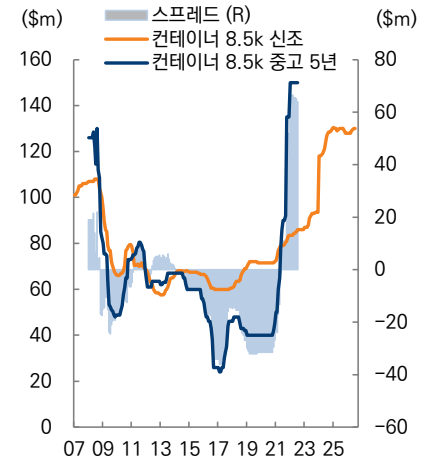


그림 110. 가스선 신조-중고

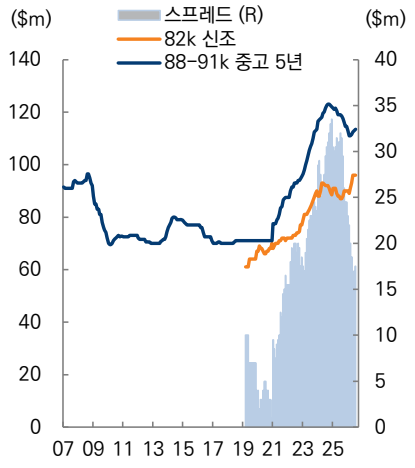
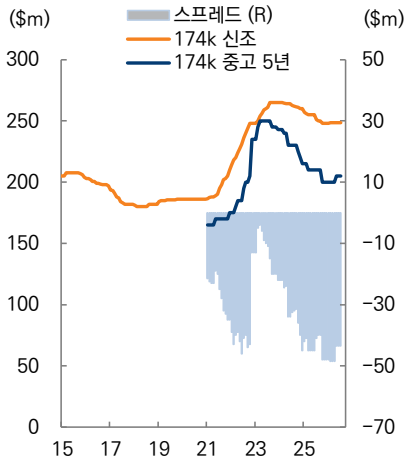


그림 111. LNGC 신조-중고



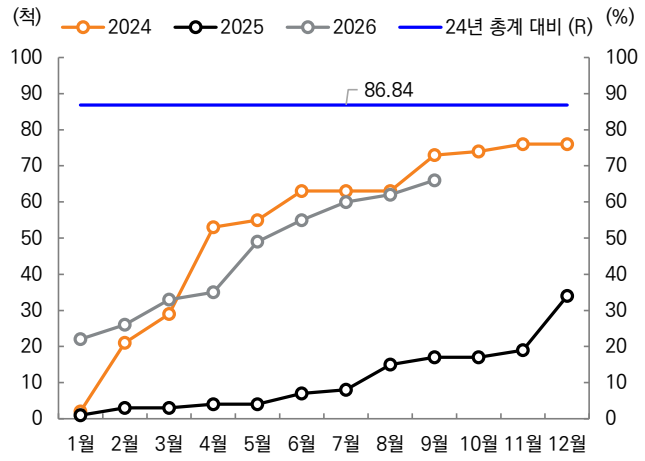
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

LNGC: 2030년까지 말달리는 Q, P 모멘텀은 4분기부터 기대

26년 YTD 글로벌 LNGC 발주량은 68척으로, 전년(25년 34척)의 부진을 두 배 이상 상회하며 회복세다. 국내사는 그중 40척을 수주하며, DWT 기준 점유율 62.6%를 유지중이다. 중국 조선소가 기타 37.4%로 24년(44%) 대비 소폭 하락, 25년(8.5%) 대비해서는 약진 중이다. 174k+ 대형선 기준, 아직까지 중국 수주는 후동중화와 장난조선이 유일한데, 기존 국수국조 물량 외 아부다비, Shell 등 한국과의 경쟁 고객까지 수주가 확장된 영향이다.

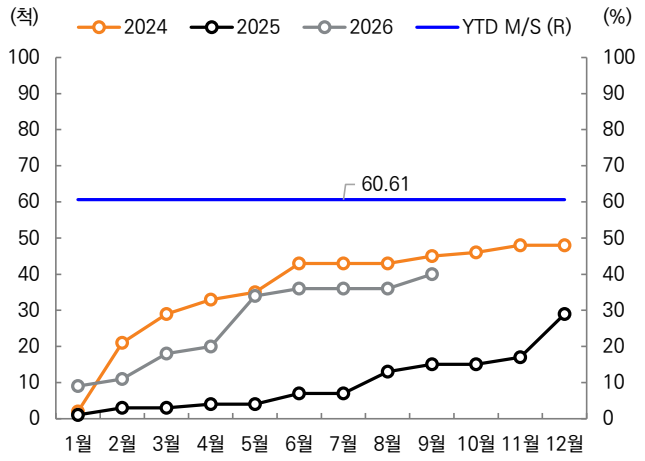
선가는 174k cbm 기준 $247m로 전고점($265m, 24/3)을 7% 하회한다. 8월 마지막 주($249m)에서 근 1달간 주간 $0.5m씩 후퇴하였다. 국내사 실체결가 밴드는 $250m~$254m으로 형성된다. 중국 선가는 국내 대비 척당 $25m 이상 낮은 것으로 추정된다. 장난조선의 ADNOC(아부다비)향 7월초 174k급 5척 계약선가는 $225m로 체결되었으며, 6월 COSCO(Shell 용선) 4척은 위안화 기준 1,611.3(약 $235m)로 알려졌다.

그림 112. 글로벌 월간 YTD 발주량, 전년 총계 대비 달성률



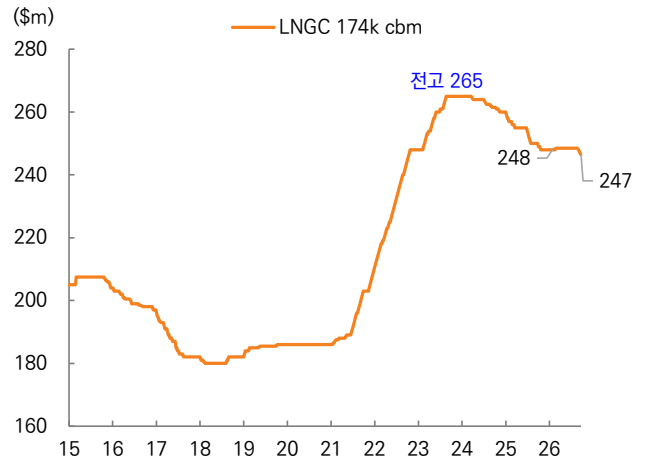
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 국내사 월간 YTD 수주량 및 글로벌 M/S



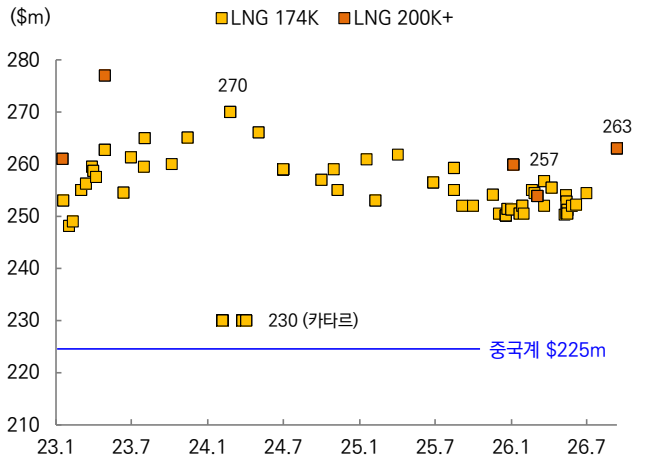
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 글로벌 선가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 국내사 계약선가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. LNGC 계약선가

(척, 백만달러)

일자	발주처	선종	Size	Unit	척수	단가	인도연도	현대	한화	삼성	중국	건조사
26-09-11	Unknown	LNG	200,000	cu.m.	4	263.0	2029			○		Samsung HI
26-07-10	ADNOC L&S	LNG	175,000	cu.m.	4	225.0	2029				○	Jiangnan SY Group
26-06-30	Tsakos Energy Nav	LNG	174,000	cu.m.	1	254.4	2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-06-05	Purus	LNG	174,000	cu.m.	1	252.2	2029			○		Samsung HI
26-06-02	COSCO Shpg Energy	LNG	175,000	cu.m.	4		2029				○	Jiangnan SY Group
26-05-28	Knutsen OAS Shipping	LNG	174,000	cu.m.	1	250.3	2029		○			Hanwha Ocean
26-05-26	Oceonix Services Ltd	LNG	174,000	cu.m.	1	252.0	2028			○		Samsung HI
26-05-15	Seapeak	LNG	174,000	cu.m.	3	251.2	2029			○		Samsung HI
26-05-15	Maran Gas Maritime	LNG	174,000	cu.m.	2	250.5	2029		○			Hanwha Ocean
26-05-13	TMS Cardiff Gas	LNG	174,000	cu.m.	2	252.8	2029			○		Samsung HI
26-05-13	Hayfin Capital	LNG	174,000	cu.m.	2	250.6	2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-05-12	BW LNG	LNG	177,000	cu.m.	2	254.0	2029	○				HD Hyundai Samho
26-05-08	Knutsen OAS Shipping	LNG	174,000	cu.m.	1	250.3	2029		○			Hanwha Ocean
26-04-07	Sonangol	LNG	174,000	cu.m.	2	255.5	2029	○				HD Hyundai Samho
26-03-20	Purus	LNG	174,000	cu.m.	1	252.0	2029			○		Samsung HI
26-03-20	Celsius Tankers	LNG	180,000	cu.m.	2	256.8	2028			○		Samsung HI
26-03-04	NYK Line/Ocean Yield	LNG	200,000	cu.m.	4	253.9	2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-02-27	Malaysia Int Shpg Co	LNG	174,000	cu.m.	2		2029				○	Hudong Zhonghua
26-02-25	Tsakos Energy Nav	LNG	174,000	cu.m.	1	254.4	2028	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-02-19	Celsius Tankers	LNG	180,000	cu.m.	1	255.0	2028			○		Samsung HI
26-01-30	Sonangol	LNG	174,000	cu.m.	1	250.5	2028	○				HD Hyundai Samho
26-01-30	Minsheng Leasing	LNG	175,000	cu.m.	4		2028				○	Jiangnan SY Group
26-01-30	Malaysia Int Shpg Co	LNG	174,000	cu.m.	3		2029				○	Hudong Zhonghua
26-01-27	Oceonix Services Ltd	LNG	174,000	cu.m.	2	252.0	2028			○		Samsung HI
26-01-21	TMS Cardiff Gas	LNG	174,000	cu.m.	4		2028				○	Hudong Zhonghua
26-01-20	Alpha Gas	LNG	174,000	cu.m.	2	250.5	2029		○			Hanwha Ocean
26-01-15	Eastern Pacific Shpg	LNG	175,000	cu.m.	2		2028				○	Jiangnan SY Group
26-01-05	NYK Line/Ocean Yield	LNG	200,000	cu.m.	4	259.9	2028	○				HD Hyundai HI (HHI)
25-12-31	Seapeak	LNG	174,000	cu.m.	2	251.3	2028			○		Samsung HI
25-12-22	Purus	LNG	174,000	cu.m.	2	251.4	2028			○		Samsung HI
25-12-18	Knutsen OAS Shipping	LNG	174,000	cu.m.	7	250.2	2028		○			Hanwha Ocean
25-12-16	Bonny Gas Transport	LNG	174,000	cu.m.	3		2029				○	Hudong Zhonghua
25-12-01	Hyundai Glovis	LNG	174,000	cu.m.	1	250.5	2028	○				HD Hyundai Samho
25-11-17	BW LNG	LNG	177,000	cu.m.	2	254.1	2028	○				HD Hyundai Samho
25-09-30	GasLog	LNG	174,000	cu.m.	1	252.0	2028		○			Hanwha Ocean
25-09-04	GasLog	LNG	174,000	cu.m.	1	252.0	2028		○			Hanwha Ocean
25-08-26	Hanwha Shipping	LNG	174,000	cu.m.	1	250.0	2028					Hanwha Philly SY
25-08-15	TMS Cardiff Gas	LNG	174,000	cu.m.	4	259.3	2028			○		Samsung HI
25-08-15	Celsius Tankers	LNG	180,000	cu.m.	2	255.0	2027			○		Samsung HI
25-07-21	Hanwha Shipping	LNG	174,000	cu.m.	1	250.0	2028					Hanwha Philly SY
25-06-26	Capital Clean ECC	LNG	174,000	cu.m.	3	256.5	2028	○				HD Hyundai Samho
25-04-02	Purus	LNG	180,000	cu.m.	1	261.8	2027	○				HD Hyundai Samho
25-02-07	Hanwha Shipping	LNG	174,000	cu.m.	2	253.0	2027		○			Hanwha Ocean
25-01-17	Celsius Tankers	LNG	180,000	cu.m.	1	260.9	2027			○		Samsung HI

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

확실한 쇼티지: 28년까지 지속되고 29년 이후 심화

LNGC의 장점은 높은 발주 가시성이다. 기확정 액화 프로젝트에는 선박 매칭이 반드시 필요하기 때문이다. 1) 25년까지 FID(최종투자결정)이 내려져 건설중인 설비들이 중기 수요를 보장한다. 전년까지 미국발 사이클이 강했고, 25년 연간으로만 72mtpa가 추가됐다. 27~28년까지 더해질 신규 설비는 150mtpa로, 약 240척이 필요하다는 분석이다(운영중 선대 872척/운영중 CAPA 538mtpa=mtpa당 1.6척 역산). 현재 오더북상 27~28년 인도 예정 LNG선은 각 104척, 118척으로, 28년까지 이미 선복이 부족하다.

단위당 필요 척수의 증분도 업사이드 요인이다. 기존 카타르보다 항로길이가 2.2배~2.9배 긴, 미국의 비중 확대가 동시에 나타나고 있기 때문이다. 29년까지 예정된 신규 추가 액화 설비의 45%가 미국이다. 실제 노후선 비중(약 20%)을 제하면, 신규 1mtpa당 표준적으로 2척의 발주가 후행함이 중론이다. 톤마일 효과에 더해, 대부분의 발주가 국내사로 향할 가능성이 크다. 가격 협상력의 증대 요인이다.

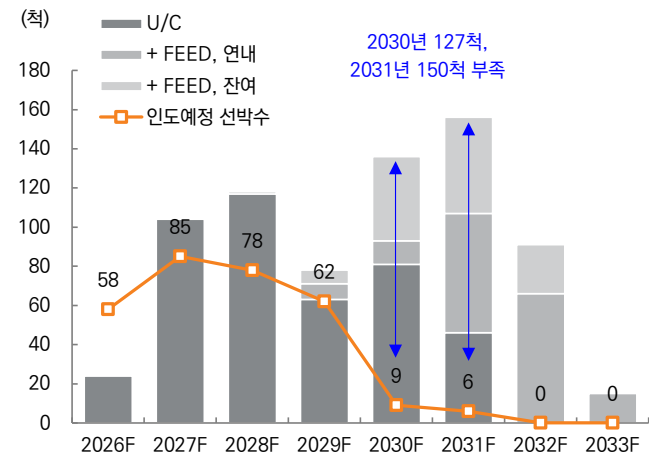
29년 슬롯 이후로 시계열을 넓히면 쇼티지는 더욱 확대된다. 400척 이상의 LNGC 발주로 이어질 수 있는 LNG 액화프로젝트가 FEED/마케팅 중이다. 30년 127척, 31년 150척이 더 필요하다. 글로벌 LNG CAPA를 넉넉하게 상회하는 수치다. 국내 조선3사의 캐파는 합산 70척(삼성 20척, 현대 30척, 오션 20~24척) 정도이고, 중국은 현재 30척을 하단으로 증설 중이며, 일본은 가세하더라도 35년 이후부터 영업이 가능하다.

표 22. 연도별 LNGC 인도스케줄 vs. 액화설비 프로젝트의 추가 수요 (척)

항목	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	비고
인도예정 선박	63	111	93	56	9	6	0	0	26년 7월 오더북 기준
U/C	24	104	117	63	81	46	0	0	프로젝트당 필요 (클락슨 추정)
+ FEED, 연내	0	0	0	8	12	61	66	15	Offtake 60%+
+ FEED, 잔여	0	0	1	7	43	49	25	0	
총계	**24**	**104**	**118**	**78**	**136**	**156**	**91**	**15**	
추가발주 필요	-39	-7	25	22	127	150	91	15	총계-인도예정

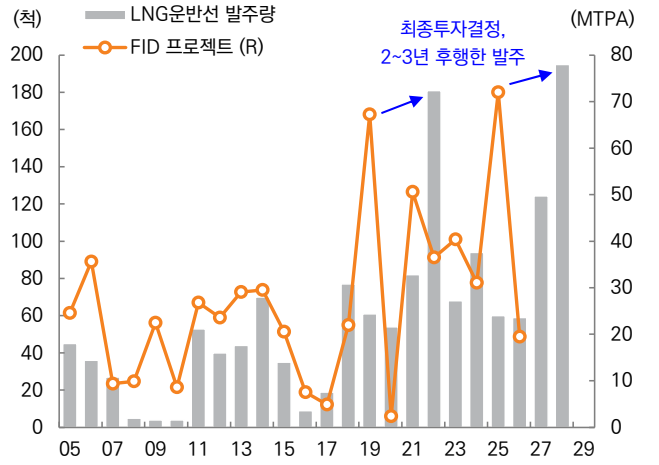
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 116. 인도예정 척수 vs. 추가 필요 척수



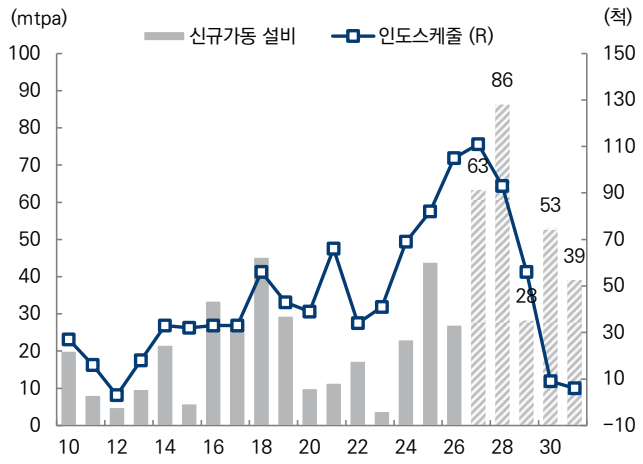
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 117. 글로벌 LNGC 신규발주량 추이 및 전망



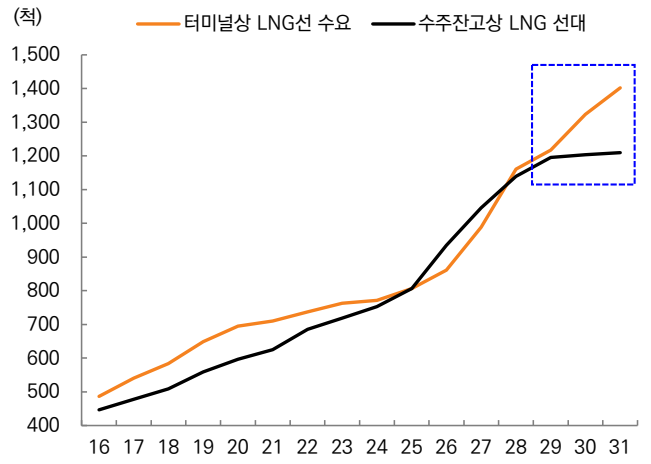
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 글로벌 LNG 설비 신규가동분 vs. 인도스케줄



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 119. 액화설비 vs. 수주잔고상 LNGC 선대



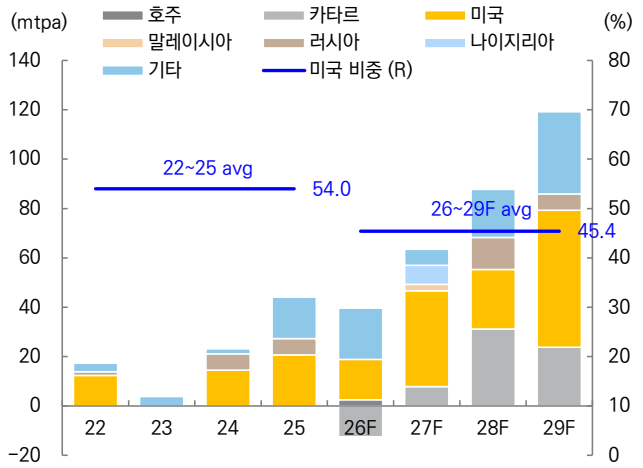
주: 25년 이전까지는 25년의 비중을 기준으로 단순 역산, 26F 부터는 순증설비의 *2
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. LNG 해상운송 루트별 거리 및 소요시간: 카타르 대비 미국 항로 2.2~2.9배

루트	선적→양하	항로	거리	소요(편도)
카타르→아시아	라스라판→홍콩	수에즈·말라카	약 5,000해리	약 13일
카타르→아시아	라스라판→도쿄	스리랑카·싱가포르	약 6,500해리	약 17일
미국→아시아 (파나마)	코퍼스→홍콩	파나마 운하	약 11,000해리	약 28일
미국→아시아 (수에즈)	코퍼스→홍콩	수에즈 운하	약 13,300해리	약 34일
미국→아시아 (희망봉)	코퍼스→홍콩	희망봉	약 14,500해리	약 37.5일

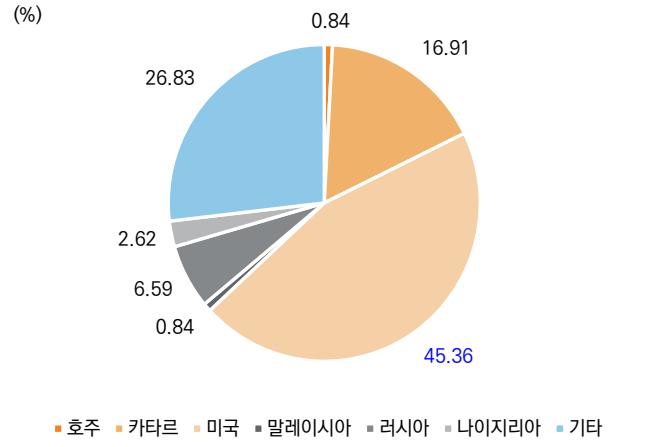
자료: OIES(옥스퍼드 에너지연구소), 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 연간 신규 액화설비 증분의 절반을 점유하는 미국



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 121. 예정 신규 액화설비 증분의 국가별 비중 (2026~2029)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. U/C 프로젝트들 중, 2029~2030년 완공 일정

(MTPA/연, 척)

국가	프로젝트명	수출 CAPA	FID 시기	가동시기 (추정)	선박수	비고
India	JN LNG	10.8	N/A	2029	14	
Qatar	North Field LNG Expansion Train 6	7.8	21-Feb	2029	8	
U.A.E.	Al Ruwais LNG	9.6	24-Jun	2029	10	
United States	Port Delfin 1 (FLNG)	4.4	26-Jun	2029	9	
United States	Louisiana LNG 1	5.5	25-Apr	2029	11	Woodside
United States	Louisiana LNG 2	5.5	25-Apr	2029	11	Woodside
Mozambique	Mozambique LNG	12.8	19-Jun	2030	17	
Russia	Arctic LNG 2 Train 3	6.6	19-Sep	2030	9	
United States	Commonwealth LNG	9.5	26-May	2030	20	
United States	Port Arthur LNG Train 3	6.5	25-Sep	2030	12	
United States	Louisiana LNG 3	5.5	25-Apr	2030	11	Woodside
United States	Rio Grande LNG Train 4	6	25-Sep	2030	12	Nextdecade
Qatar	North Field LNG Expansion Train 7	8	24-Feb	2031	11	
Qatar	North Field LNG Expansion Train 8	8	24-Feb	2031	11	
United States	Port Arthur LNG Train 4	6.5	25-Sep	2031	12	
United States	Rio Grande LNG Train 5	6	25-Oct	2031	12	Nextdecade

주: 음영 표시는 26년 신규, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. FEED/마케팅 중 프로젝트들: 건설 중으로 넘어갈 파이프라인

(MTPA/연, 척)

국가	프로젝트명	수출 CAPA	가동시기 (예정)	가동시기 (추정)	선박수	비고
Canada	Tilbury Phase 2 LNG Expansion	2.5	-	2028	1	
Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6	-	2029	6	
Mexico	Amigo LNG Train 2	3.6	-	2029	5	
Nigeria	Yoho (FLNG)	2.1	-	2029	2	
United States	Galveston LNG Bunker Port	0.4	2029	2029	1	
United States	Eagle LNG	0.9	2028	2029	1	
Papua N. Guinea	Papua LNG	4	2030	2030	3	
Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.4	-	2030	2	
United States	Coastal Bend LNG	22.5	2030	2030	41	
United States	Texas LNG	4	2030	2030	9	Glenfarne
Argentina	Argentina LNG Phase 1 (FLNG 1)	6	2031	2031	12	
Argentina	Argentina LNG Phase 1 (FLNG 2)	6	2031	2031	12	
Canada	LNG Canada Phase 2	14	-	2031	15	천연자원부, 연말 추진(26.05)
Mozambique	Rovuma LNG	18	2031	2031	22	ExxonMobil
United States	Gulf LNG Phase 1	5	2028	2031	11	
United States	Port Fourchon LNG Phase 1	10	2031	2031	20	
United States	Magnolia LNG Trains 1–2	4.4	2031	2031	9	
United States	Magnolia LNG Trains 3–4	4.4	2031	2031	9	
Indonesia	Abadi LNG	10.5	2032	2032	6	Inpex와 인니 Pertamina MoU
Mexico	Saguaro Energia LNG	15	2027	2032	19	
Nigeria	Padan LNG	3.4	-	2032	5	
United States	Freeport LNG Train 4	5.5	2032	2032	10	
United States	Gulf LNG Phase 2	5	2021	2032	10	
United States	Monkey Island LNG Phase 1	15.6	2032	2032	29	
United States	Sabine Pass LNG Train 7	6.5	2032	2032	12	EPC 발주
United States	Cameron LNG Train 4	6.8	2028	2033	15	
Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3	-	2034	5	
합계		**190.5**			**292**	
연내 FID 가시성 높음		**114.5**			**162**	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

미국 FID 풍년에도, 대규모 발주가 가뭄인 이유

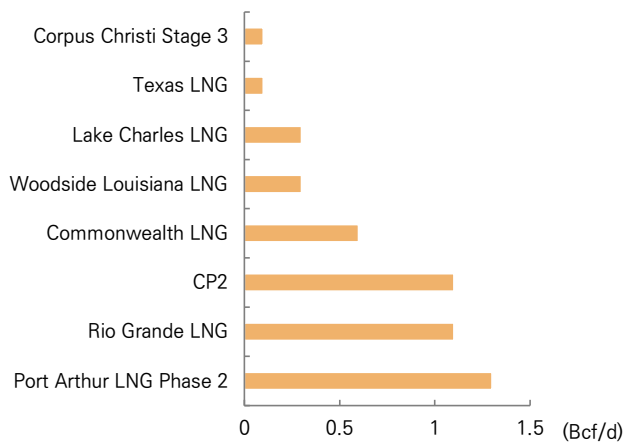
양호한 FID 진전에도 불구하고 대규모 LNGC 발주는 소강 국면에 머물며 일부 실망감을 주고 있다. 이는 미국 LNG 프로젝트의 90% 이상이 FOB 조건으로 계약되면서 과거의 'FID=발주' 공식이 약화하고 있음도 영향이다. 구매자가 LNG 터미널에서 물량을 직접 인수하고 이후 운송까지 책임지는 구조다. 이에 따라 LNG 개발사와 실제 선박 확보 주체가 분리되고, 발주처 역시 여러 오프테이커로 분산된다. 전년 최대 규모 프로젝트였던 Port Arthur Phase 2 역시 약 13Mtpa의 물량을 4개 오프테이커가 나눠 가져갔다. 카타르처럼 한 번에 수십~100척 규모의 선박을 확보하는 대규모 발주 공시를 기대하기 어려운 이유다.

현재 주요 미국 LNG 프로젝트의 First LNG는 2029~2031년에 집중돼 있어 실제 생산 개시까지 약 3년의 시간이 남아 있다. 선가가 $250m대에서 반등을 시도중인 가운데 카타르 Train 중단발 용선 물량이 풀리는 상황이다. 장기용선 선복을 지켜보면서, 신조 발주를 최대한 뒤로 미루는 회피형의 의사결정이 가능하다. 미국 프로젝트의 발주는 언젠가 반드시 현실화할 것이나, 그 시점을 당기려면 단기적으로 대형 프로젝트들의 진전이 중요할 전망이다. 단일 규모가 커 조선사 슬롯 점유에 영향이 큰 대규모 프로젝트 4건: 모잠비크(17척, TotalEnergies), 엑슨모빌(20척, Rovuma) 우드사이드(20척) 및 카타르(Phase 3) 등이다. 먼저 슬롯을 점유하거나, 풀린 선복을 흡수하며 29년 슬롯을 압박할 것으로 기대한다.

그림 122. 미국 LNG 액화 프로젝트의 LNGC 발주 과정

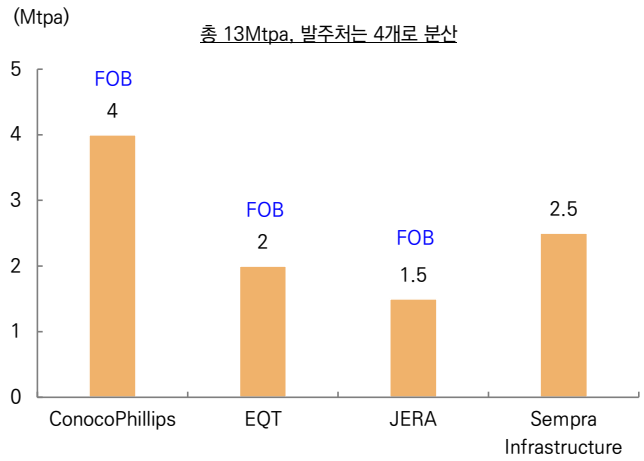
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 2025 LNG 프로젝트별 SPA 규모



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. Port Arthur LNG Phase 2의 물량 오프테이크 구성



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

모잠비크 LNG는 TotalEnergies 주도 17척 규모(12.8 MTPA, $4.3bn)로 HD현대가 9척(MOL 5척, K-Line 4척), 삼성이 8척(NYK, Maran 이탈) 양분한다. 2020년 잠정 주문 이후 여러 차례 조정되어 왔고, 21년 4월 선언한 force majeure를 해제하고 올 1월 공식 재개되었다. 발주는 기존 7월 예정에서 9월로 재연기됐고, 인도시점도 29~30년으로 밀렸지만, 국내사 슬롯 점유를 통한 선가 상승 요인이라는 데 의미가 있다.

ExxonMobil 주도 모잠비크 Rovuma 프로젝트는 20~30척의 신조가 필요한 건이다 (18 MTPA, $23.6bn). Area 4의 Mamba 가스전을 기반으로 Afungi 부지에 육상 2개 train을 건설, 전술 TotalEnergies의 프로젝트와 같은 부지다. 현재 정부 평가 진행 중으로, 마무리 후 연내 FID가 내려질 전망이다. 3Q26 조선소 컨택, 올 연말 혹은 27년초 Tender 스케줄이 계획되어 있다. 8월 대우건설에 EPC LOI를 접수, Pemba 물류기지 입찰을 진행하며 제반 작업이 한창이다. 기지는 2단계로 구축되어 1단계(2~4 헥타르)는 2027년, 2단계(잔여 시설)는 2028년 운영 개시가 목표다. 운반선 발주도 순차 후행할 것으로 기대한다.

Woodside 장기적으로 2032년까지 연간 LNG 생산능력을 40MTPA로 2024년 대비 2배 확대 목표를 추진중이다. 건설중인 미국 Louisiana LNG 프로젝트(27.6MTPA)를 확보, 1단계(16.5mtpa) 첫 가동시점은 29년이다. 1단계와 연계해 20척의 신조 물량이 알려졌으며, 순차적으로 확정 6~8척과 옵션 4척으로 보도된다. 용선에 Maran, Seapeak 등이 거론된다. Seapeak의 경우 삼성중공업이 수주 물망으로 알려졌다.

카타르 NFW(=phase 3)는 최대 규모로 약 70MTPA(77→142) 확장이다($20bn). 필요 척수에 대한 전망은 출처별로 상이하나 기존 1~2차(128척)에 이어 규모상 적어도 70~100척의 밴드가 예상된다. 단 진행 척도에는 현재 중동 분쟁의 영향이 크다. 전쟁으로 가동이 중단된 설비가 대부분이고, 역내 보험료 상승으로 투자비 증가도 무시할 수 없다. 보도상 기존 추진사업은(해상 WHP topsides EPCI 4기 입찰) 일정대로 진행한다고 알려졌다.

표 26. 조선사 슬롯에 영향력이 큰, 4대 LNG 프로젝트들 (척, MTPA, 십억달러)

회사	프로젝트명/지역	척수	MTPA	금액	FID	가동시점	비고
TotalEnergies Mozambique LNG	Cabo Delgado / Afungi (Area 1)	17척	12.8	프로젝트 20.0 선박 4.3	2019.06	2029~2030	HD현대 9 / 삼성 8 발주시점 2026년 7월 → 9월
QatarEnergy North Field West	카타르	70~100척	77 → 142	20.0 +	2026년 이후	N/A	중동 분쟁으로 지연 해양 부문 입찰 중
ExxonMobil Rovuma LNG	Afungi (Area 4)	22척	18	23.6	2026년 (목표)	2031	최대 30척
Woodside	Louisiana	33척 22척	16.5 11	총 17.5	2025.04 2027년 (목표)	2029~2030 2032~2033	Train 1-3 Train 4, 5
	Greater Sunrise	N/A	5	20	2030년 이후	~2033(시운전)	2029년까지 기자재 발주

주: 예상 척수, MTPA는 클락슨 추정치. 자료: Clarksons, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

이외에도 미국에 산재한 파이프라인에 주목한다. 26년 현재까지 미국에서만 총 19.5mtpa, 3개 프로젝트(CP2, Commonwealth, Delfin FLNG)가 FID에 도달했다. 트럼프 행정부 하에서 인허가 기간이 크게 단축, 추진속도가 빠른 점이 특징이다. 전술하였듯 가동시점은 2029~2031년에 몰려 있다.

Commonwealth는 총 9.5Mtpa 규모로, 20척 내외의 LNGC가 필요하다. 지난 5월 FID를 득하였고 2030년 가동을 목표한다. 최대 216k-CBM 선박이 접안 가능하도록 설계되어 고수익성 향유가 가능한 대형선 발주도 기대된다. **벤처글로벌**은 CP2 Phase 2 FID를 올 3월에 완료, 5.6MTPA 증설로 12척의 신조수요가 발생한다. 이외 시점은 30년대 전후로 멀지만 Plaquemines에서 66척(36만 MPTA), CP3에서 86척(48만MPTA)의 신조를 요할 것으로 보인다.

Texas LNG는 6~9척(4MTPA) 규모의 Glenfarne 주도 프로젝트로 27년내 FID 예상된다. 상업운전 시작 시점은 당초 2028년에서 2030년으로 2년 밀렸다. 단 Kiewit이 LNTP(한정착공지시서)를 발급받았고, 기자재 주문 및 FID 준비를 위한 지질조사에 착수한 만큼 시점이 머지않았다는 판단이다. **Sabine Pass**도 27년에 가세한다. Cheniere의 +6.5MTPA(기존 30 MTPA) 증설 프로젝트로 LNG선 9~12척을 요한다. 이번에 6MTPA 용량의 새로운 train 1개를 추가하고, 향후 2개의 train을 더 추가하는 대규모 계획이다. Baker Hughes가 Train 7에 들어갈 BOG 재액화장치 수주를 따냈다. 설비확보가 선행된 만큼 발주도 근시일내 기대한다.

NextDecade의 Rio Grande LNG는 초기 트레인 5기 이후 3기(T6~8) 확장 계획을 추진하고 있다. 작년 11월 FERC 예비신청을 냈고 올해 2분기에 본신청, T6 FID는 2027년 말 목표, 약 18척의 LNGC가 필요한 물량이다(18MTPA). 가동 시점이 2032년으로 멀지만, 규모가 큰 만큼 슬롯 선점은 빠르게 진행할 가능성이 있다. 기존 Train 4 및 Train 5를 위한 추가 선박 용선도 검토 중이다.

표 27. 미국 내 건설중/유력 FID 단계의, 대규모 LNG 프로젝트들 (척, MTPA, 십억달러)

회사	프로젝트명/지역	척수	MTPA	금액	발주/FID	가동시점	비고
Nextdecade	T1~5	60척	30	18.4	(T1) 2023.07		T4~5 용선 추가 검토
Rio Grande LNG	T6~8	18척	+ 18		2027년말 목표	2032	25.11 FERC 예비신청, 2Q26
Caturus	미국 루이지애나	20척	9.5	13.5	2026.05	2030	
Commonwealth							
Venture Global	CP2	30척	14.4		2025.7	2027	Phase 1
		12척	+ 5.6		2026.3	2028	Phase 2
		18척	+ 10		Proposed	2028	Expansion
	Plaquemines	12+54	6.4+30		Proposed	2029	Bolt-On Phase 1 & Phase 3
	CP3	43+43	24+24		Proposed	2031	Phase 1 & 2
Glenfarne	미국 브라운스빌	6~9척	4		FEED	2030	LNTP 발급 완료
Texas LNG						(당초 2028+2년)	
Cheniere	미국 루이지애나	12척	+ 6.5		FEED	2032	기자재 발주 진행 중
Sabine Pass 확장			(Train 7+2)				

주: 예상 척수, MTPA는 클락슨 추정치. 자료: Clarksons, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

선가 Catalyst: 1) 전쟁 영향 및 2) 카타르 용선물량 소화, 3) 한중 슬롯 마감

LNGC 시장의 장기 호황을 부정하기는 힘들다. 보다 주목되는 것은 P상승 본격화의 시점이다. 본질적으로는 전술한 FID 완료 프로젝트 매칭 선박의 발주가 필요하나, 단기로는 변동성 요인의 해소: 1) 중동 리스크로 인한 물동량 타격 우려, 2) 카타르 트레인 중단발 용선 공급 흡수가 선결되어야 하겠다. 여기에 3) 한/중, 그리고 복귀하는 일본까지, 건조가능 슬롯의 마감 가시화가 선가 상승 시점을 가속화할 것으로 보인다.

1) 중동 전쟁으로 인한 LNG 물동량 감소분은 46MTPA이나, 톤마일 기여로 실제 26년 수요는 2% 성장(vs. 물동량 -2%)한다. 특히 27년으로 넘어가면서 사상 최대 규모의 신규 설비 추가(60mtpa), EU의 러시아산 수입 금지가 운항거리를 끌어올린다. 이에 종합적인 톤마일 성장은 크게 강화(14%), 선복량 증가(8%)를 크게 상회할 전망이다(Clarksons).

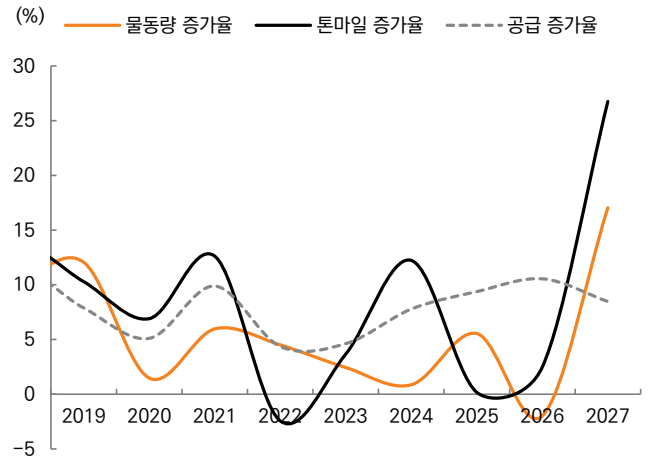
2) 카타르 Ras Laffan 4/6번 트레인 중단으로 인한 용선 공급 소화가 핵심이다. 생산 재개까지 약 3~5년이 걸리기에, 단기 발주를 둔화시킬 수 있다는 논지다. 카타르는 LNGC 선대 113척, 수주잔고 78척을 보유하고, 이중 파나마운하를 통과할 수 없는 초대형선(Q-Max·Q-Flex)을 제외하면 각 68척, 54척이다. 운영 선대내 영향은 8.7%, 수주잔고 합산 시 약 12.5%의 증분이다.

표 28. 글로벌 LNGC 선대 내 카타르 관련 물량의 비중: 실질 선대 8.7%, 잔고 27.7%

구분	선대			수주잔고			합계		
	전체 시장	카타르	비중	전체 시장	카타르	비중	전체 시장	카타르	비중
전체	839	113	13.5	278	78	28.1	1117	191	17.1
(-) 상위 선형	58	45	77.6	83	24	28.9	141	69	48.9
174K CBM	**781**	**68**	**8.7**	**195**	**54**	**27.7**	**976**	**122**	**12.5**

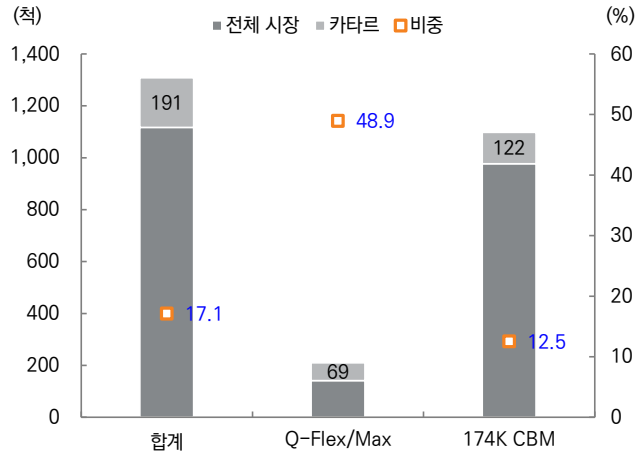
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. LNG운반선 연간 수급 전망



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 카타르 선대 출회시 선복 비중



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

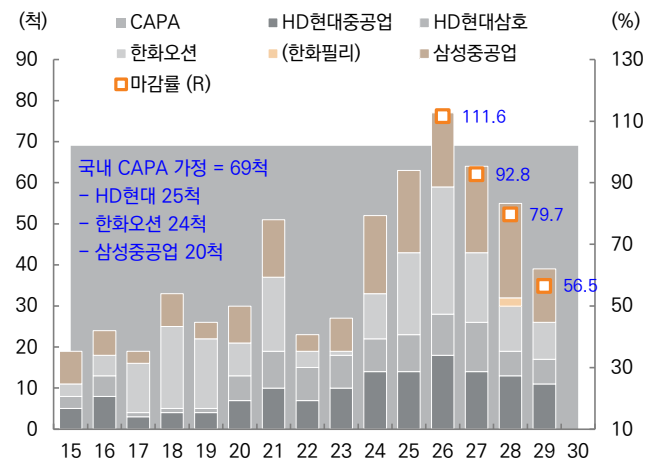
3) 슬롯 마감 가시화가 관건이다. 국내 4개 야드는 29년 상반기까지 슬롯을 완판시키고, 하반기 마케팅을 개시하고 있다. 추정 CAPA(69척, 현대 25척+한화오션 20~24척, 삼성 20척) 대비 29년 마감률은 이미 50.7%까지 차올랐다. 중국은 22년 후동중화 이후 신규 4개사가 오더북을 쌓으며 신규 진입하였다. CAPA의 경우 기존 약 25척의 생산능력에서, 사측의 가이던스들(후동중화 24척, 장난조선 10척 등) 및 신규 진입사들의 생산 현실화 시 45척 전후까지 가능하다. 일본 2개사: 이마바리조선이 3~5척의 건조 CAPA를 계획, 나무라 조선소가 대형 드라이도크 1기 건설을 추진하고 있지만, 양 프로젝트 모두 실질 CAPA 기여는 2035년 이후로 물량 분산 가능성은 낮다.

표 29. 글로벌 조선사별 LNG선 수주잔고 현황 (인도 기준) (척)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HD현대중공업	5	8	3	4	4	7	10	7	10	14	14	18	14	13	11	-
HD현대삼호	3	5	1	1	1	6	9	8	8	8	9	10	12	6	6	-
한화오션	3	5	12	20	17	8	18	4	1	11	20	31	17	11	9	-
(한화필리)												-	-	2	-	-
삼성중공업	8	6	3	8	4	9	14	4	8	19	20	18	21	23	13	-
후동중화									4	7	11	5	8	14	13	7
장난조선												1	1	4	8	2
다롄조선												4	7	3	-	-
CMHI (Jiangsu)												2	2	1	-	-
Jiangsu Yixiang SB												1	-	-	-	-
Yangzi Xinfu SB												2	-	-	-	-
Zvezda SB												2	2	-	-	-
(일본) Imabari SB																
(일본) Namura SB																

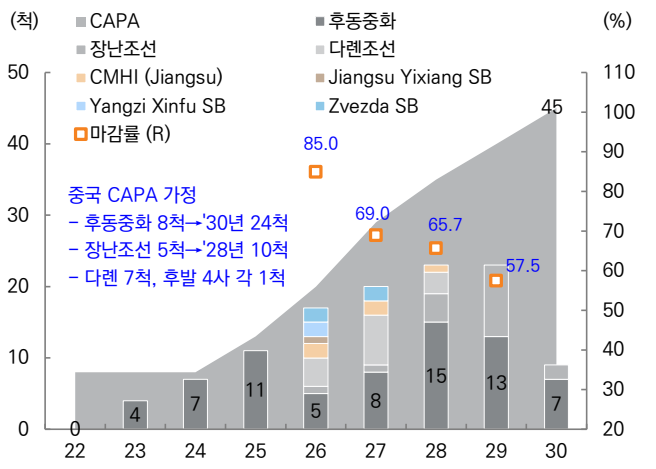
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 국내 조선사 LNGC 슬롯 현황



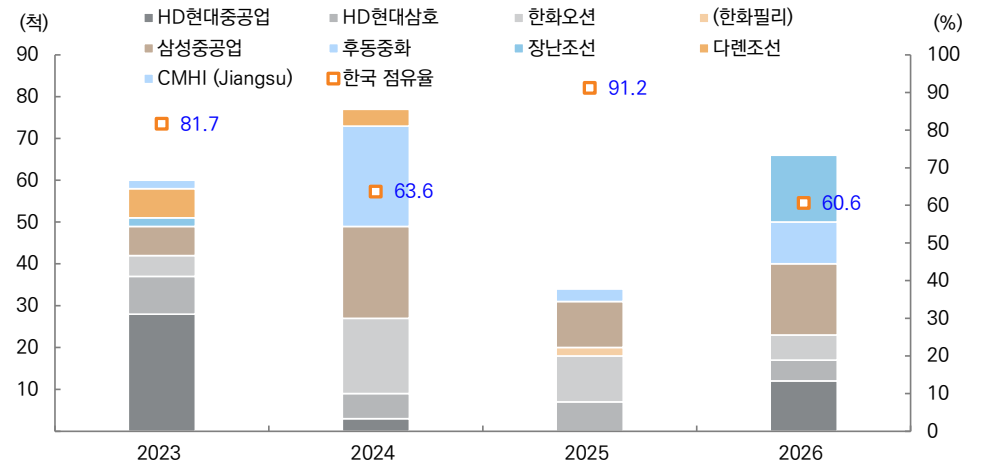
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 128. 중국 조선사 LNGC 슬롯 현황



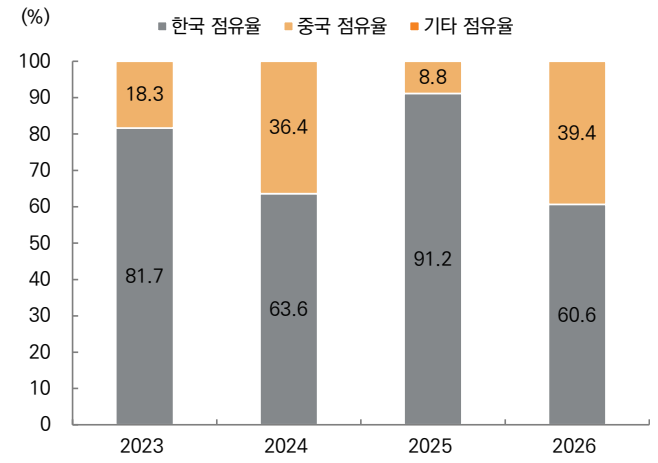
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 129. 주요 조선사 LNGC 신규 수주 및 점유율



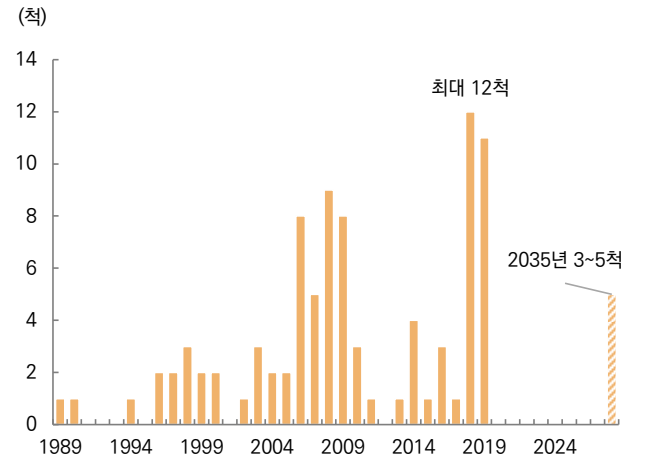
주: 2026년은 YTD, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 2026 YTD 선사별 LNGC 수주척수 기준 점유율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 일본 조선사의 LNGC 인도 이력 및 계획



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 일본 조선업 재건 계획 구체화 타임라인

시점	주체	이벤트	핵심 수치
25-06-19	이마바리조선	신임 회장 취임	글로벌 점유율 20% 목표 제시; 日 점유율 1990년대 약 40% → 2024년 8%
25-06-20	자민당	해운·조선대책특별위	상선·함정 생산능력 확대, 자국선주 발주 환기; 국가가 도크 신설, 민간 대여·관민기금 1조엔
25-10-23	JSIA	관민기금 1조엔 실현 위한 청취회	이마바리 등 17개사 구성 업계단체, 총 3,500억엔 출자 의향을 표명, 나머지는 정부 부담
25-11-21	각의/국교성	종합경제대책	10년 국가지원기금 3,500억엔 창설, 추경예산 1,204억엔 ('26~'28 3년분)
25-12-26	국교성+내각부	「조선업 부활 로드맵」	현재 약 900만GT인 연간 건조량을 2035년 1,800만GT로 배증 목표
			총 1조엔 = 민(조선업계) 3,500억엔 + 관 3,800억엔 + 관민 그린투자 2,800억엔
26-01-05	이마바리조선	JMU 자회사화 완료 (지분 60%)	합산 국내 점유율 50% 이상; 이마바리는 탱커·컨테이너선, JMU는 함정·쇄빙선
26-03-14	이마바리조선	국산 LNGC 건조 재개	2019년 이후 국내 건조가 끊긴 LNG운반선 부활을 검토
	(교도통신 보도)		후보지는 미쓰비시重의 舊 LNG선 거점 고야기공장('22년 오시마 취득, 현재 벌커/일부 유휴)
26-06-01	내각부·경산성·국교성	「LNG운반선 투자촉진책」	30년대 건조수요 50~130척 전망, 건조기술 보유 필요성
26-06-15	조선 3사	공동건조 방침 발표	**2035년 LNGC 건조 재개, 연 3~5척 CAPA 확보** 목표; 생산거점은 가와사키重의 사카이데 유력
		(이마바리·나무라·가와사키)	ㄴ GTT 라이선스 및 제조노하우 보유 한국 조선 대형사에 협력 요청 검토
26-08-19	나무라조선	대형 도크 신설 계획	35년까지 사가현 이마리만에 대형선 건조도크 신설; 총투자액 1,000억엔 추정
26-08-21	국교성	LNG선 간담회	조선 3사+선주협회·JERA, 자립적 LNG운반선 건조체제 확립 목표

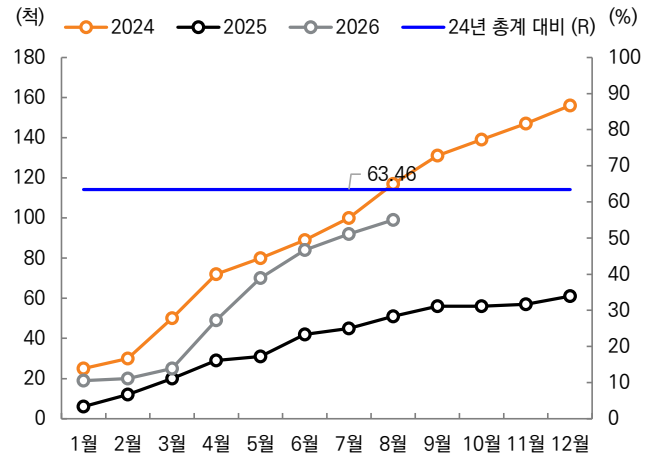
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

가스선: 상반기의 주인공, HD현대 수주 주도

26년 YTD 글로벌 가스선 발주량은 99척으로, 전년(61척) 수준을 이미 넘어섰으며, 24년 온기 대비 63.5%다. 고부가 VLGC/VLAC 발주가 67척으로, 14척에 그쳤던 2025년 침체기를 지나 강한 회복세다. 가스선 운임 호황과, 무역 경로 변경에 따른 톤마일 수요 증가가 기여한 결과다. HD현대 계열의 약진(48척)으로 한국 조선사는 YTD 60척을 석권하였고, 중국은 장난조선, 헝리중공업이 각 16척/6척 수주하며 경쟁중이다.

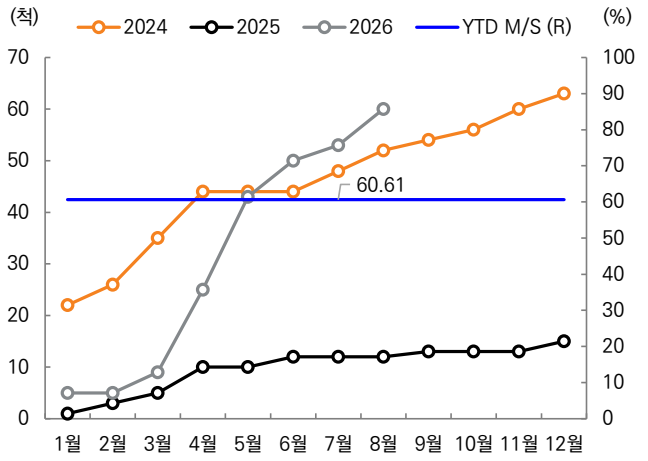
선가의 경우 전고점($123m) 대비 6% 낮은 $115.5m까지 회복했다. 한국 선사의 수주 비중이 높고, 이들 계약가는(90k-CBM D/F) $115~118m선으로 형성되며 견인하고 있다. 5/30 BW LPG로부터 수주한 90k급 8척 물량은 $117.6m로 전량 (구)미포 야드에서 건조되며, 7/10 HD현대삼호의 VLAC $121m(30년 5월 납기), HD현대중공업의 영국 Union Maritime향 VLGC 2척은 29년 인도물로 $118m을 받아냈다.

그림 132. 글로벌 월간 YTD 발주량, 전년 총계 대비 달성률



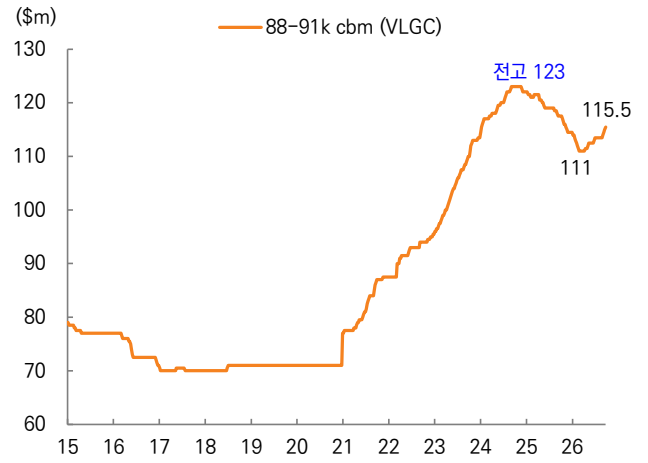
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 국내사 월간 YTD 수주량 및 글로벌 M/S



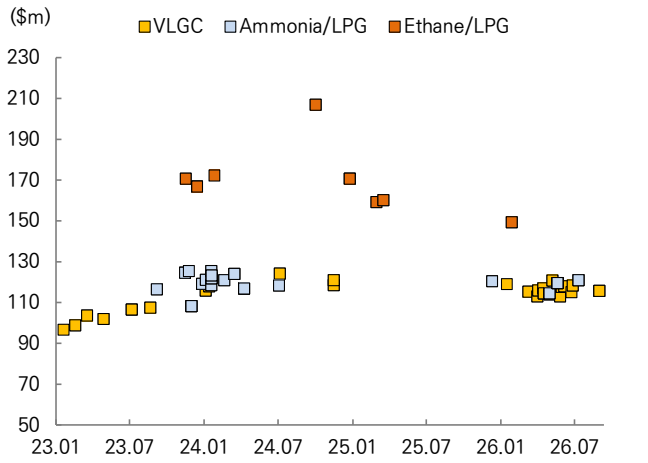
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 글로벌 가스선 신조선가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 국내선사 가스선 체결선가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

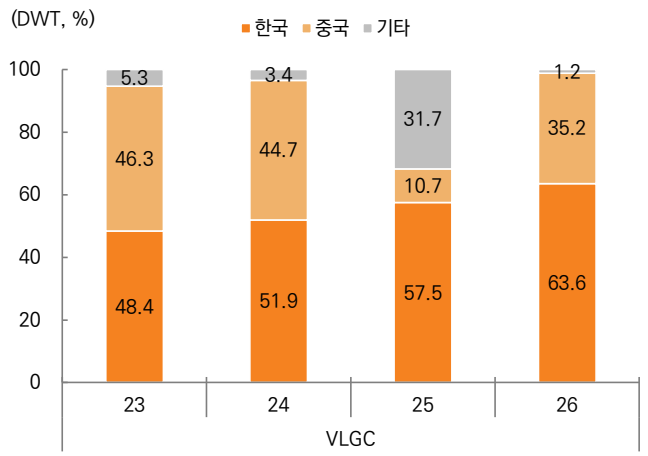
표 31. 가스선 계약선가 (88k 이상)

(척, 백만달러)

일자	발주처	선종	Size	Unit	척수	단가	인도연도	현대	한화	삼성	중국	건조사
26-08-31	Dorian LPG	LPG	90,000	cu.m.	3	115.7	2030		○			Hanwha Ocean
26-08-21	PascoGas	LPG	60,000	cu.m.	4	92.5	2029	○				HD Hyundai (Medium)
26-07-10	Unknown	Ammonia/LPG	90,000	cu.m.	3	120.9	2030	○				HD Hyundai Samho
26-07-07	CYH Shipping	LPG	90,000	cu.m.	4		2030				○	Jiangnan SY Group
26-06-30	Union Maritime	Ammonia/LPG	90,000	cu.m.	2		2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-06-30	Union Maritime	LPG	90,000	cu.m.	2		2029				○	Yangzi-Mitsui SB
26-06-26	HMM	LPG	90,000	cu.m.	2	118.4	2029	○				HD Hyundai Samho
26-06-23	Dorian LPG	LPG	90,000	cu.m.	1	115.0	2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-06-10	Thenamaris	Ammonia/LPG	90,000	cu.m.	1		2029				○	Jiangnan SY Group
26-06-05	BGN International	LPG	93,000	cu.m.	2	118.0	2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-06-01	Dynagas Ltd	Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-06-01	Capital Gas	Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-05-30	BW LPG	LPG	90,000	cu.m.	8	117.6	2028	○				HD Hyundai (Medium)
26-05-26	Global Meridian	LPG	88,000	cu.m.	2	113.0	2029			○		Samsung HI
26-05-20	Ciner Shipping	Ammonia/LPG	90,000	cu.m.	6	119.5	2029	○				HD Hyundai Samho
26-05-07	TMS Cardiff Gas	LPG	90,000	cu.m.	2	120.9	2028	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-05-01	Seaspan Corporation	Ethane/LPG	100,000	cu.m.	2		2028				○	Jiangnan SY Group
26-04-30	Zodiac Maritime	Ammonia/LPG	88,000	cu.m.	3	114.6	2029		○			Hanwha Ocean
26-04-30	KSS Line	LPG	90,000	cu.m.	3	114.0	2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-04-16	BGN International	LPG	90,000	cu.m.	4	114.5	2028	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-04-15	Aygaz A.S.	LPG	90,000	cu.m.	2	117.0	2028	○				HD Hyundai Samho
26-04-03	Thenamaris	Ammonia/LPG	90,000	cu.m.	2		2029				○	Jiangnan SY Group
26-04-02	Oceangold Tankers	LPG	90,000	cu.m.	2	116.0	2028	○				HD Hyundai Samho
26-04-01	Emarat Maritime	Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2		2027				○	Hengli SB (Dalian)
26-03-31	Global Meridian	LPG	88,000	cu.m.	2	113.0	2029			○		Samsung HI
26-03-09	Transpetrol Services	LPG	90,000	cu.m.	2	115.4	2028	○				HD Hyundai Samho
26-01-27	Bharat Ethane JV	Ethane/LPG	100,000	cu.m.	2	149.3	2028			○		Samsung HI
26-01-26	Southwest Maritime	Ammonia/LPG	90,000	cu.m.	2		2028				○	Jiangnan SY Group
26-01-15	Seaspan Corporation	Ethane/LPG	100,000	cu.m.	3		2028				○	Jiangnan SY Group
26-01-15	Aygaz A.S.	LPG	93,000	cu.m.	1	119.0	2028	○				HD Hyundai Samho
26-01-06	Eastern Pacific Shpg	Ammonia/LPG	90,000	cu.m.	2		2028				○	Jiangnan SY Group

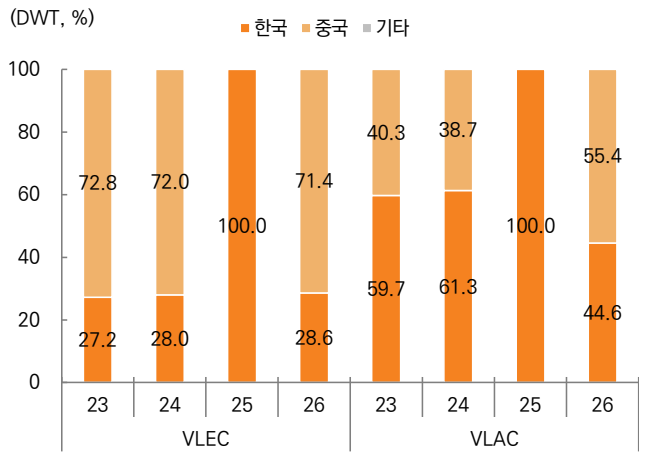
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. VLGC 국가별 연간 수주 점유율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. VLEC/VLAC 국가별 연간 수주 점유율



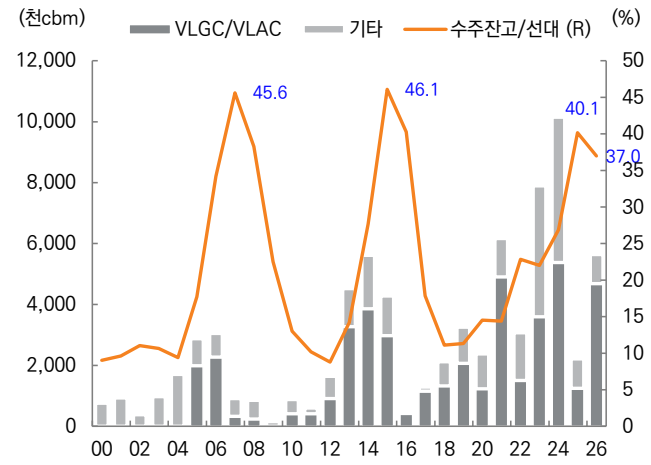
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

중장기 수급 전망 우호적: 북미 LPG 수출과 '30년 가세할 노후선 교체

톤마일 수요와 중장기 노후선 교체수요를 감안해 신조 시황의 급락 우려는 제한적일 것으로 전망한다. 현재 LPG선 수주잔고가 2,030만cbm으로 증가해 수주잔고/선대 비율이 40%에 육박한다. 24년 이후 누적 신조 발주량은 1,800만cbm, 이는 현재 운영 선대 약 4,700만cbm의 38%에 해당하는 규모이며 15년 이상(2010년 이전 건조) 노후선 약 1,600만cbm을 대체하고도 남는 규모다.

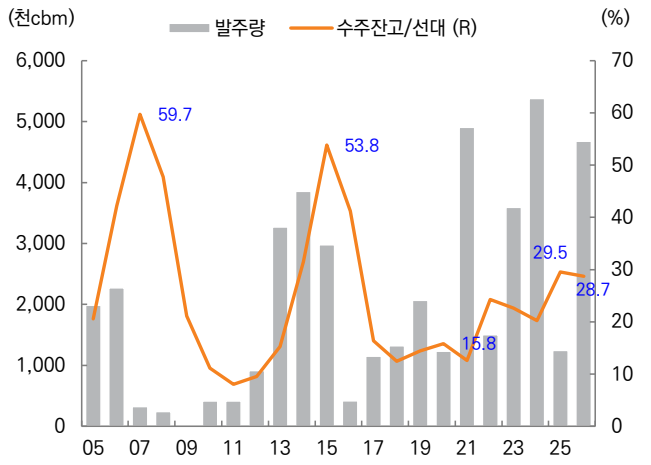
단 27년까지 수급 상황을 보면, 23년부터 누적된 수주분이 거의 모두 반영된 공급(9%)을 수요(12%)가 크게 상회한다. 미국발 장거리비중 확대, 우회항로 증가가 복합적으로 기여했다. LPG 물동량은 LNG 물동량 성장에 1~2년 후행해 왔음을 고려할 때, 중장기적 동행 가능성이 높다. 국내사가 현재 30년 슬롯 판매까지 나선 가운데 하반기 잔여 슬롯 선점을 통한 계약선가 개선을 기대해봄직 하다.

그림 138. 가스선 선형별 발주량 및 수주잔고/선대 비중



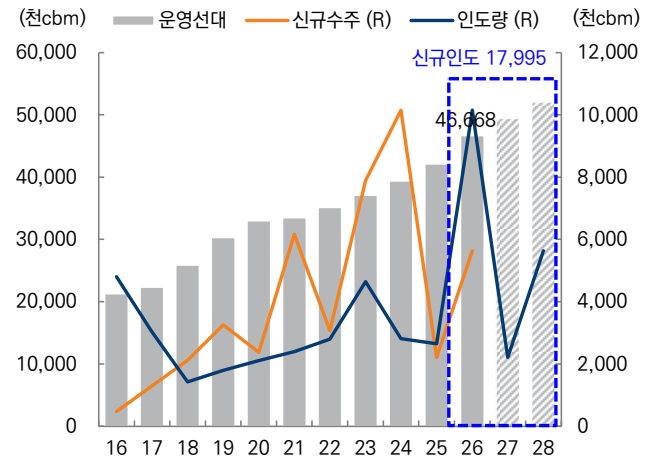
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. VLGC/VLAC 발주량 및 수주잔고/선대 비중



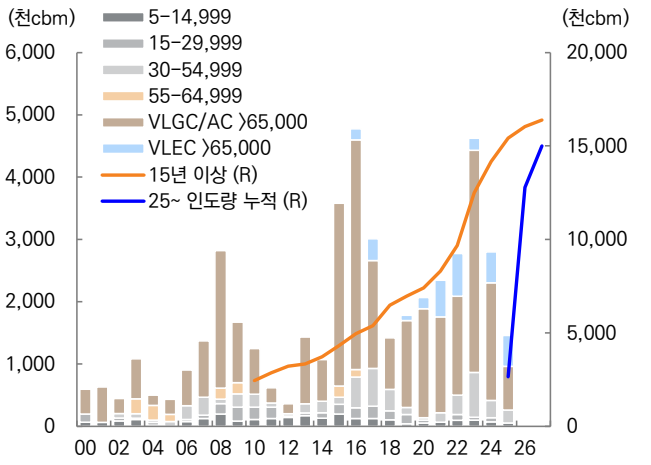
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 가스선 선대, 신규수주 및 인도량 추정



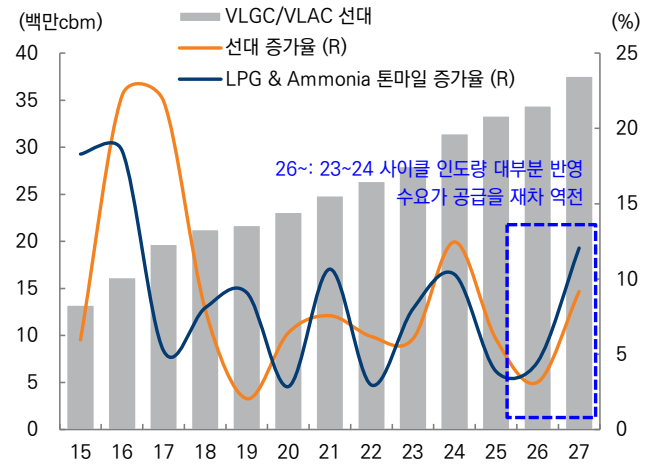
주: 인도시기=수주시기의 단순 +2년
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 141. 가스선 선대의 인도연도별 분류 및 노후선 비중



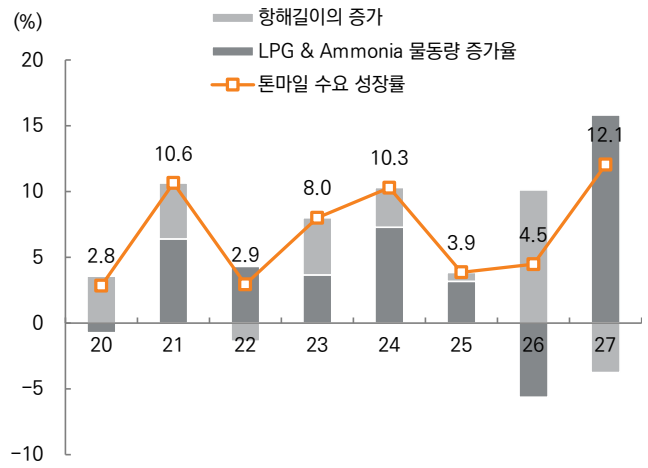
주: 선령 15년 이상=2010년 이전 건조
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 27년까지 VLGC/VLAC 수급 상황 우호적



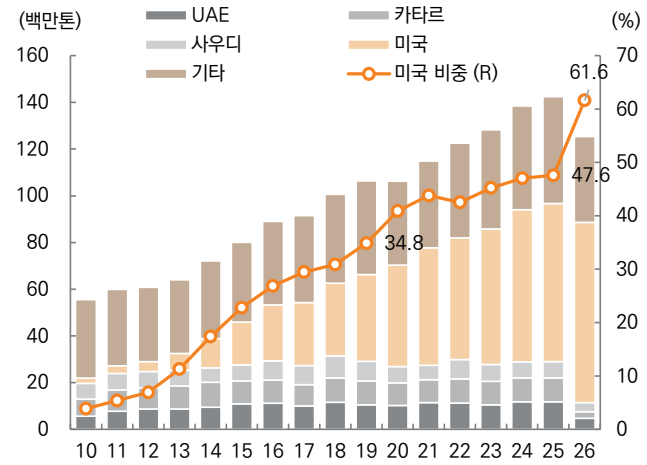
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 단기 물동량 둔화에도 톤마일 증분이 상쇄한 결과



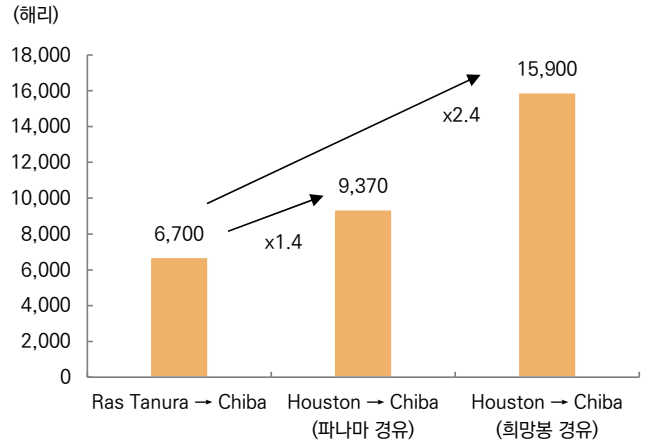
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. 글로벌 LPG 물동량 및 미국 수출 점유율



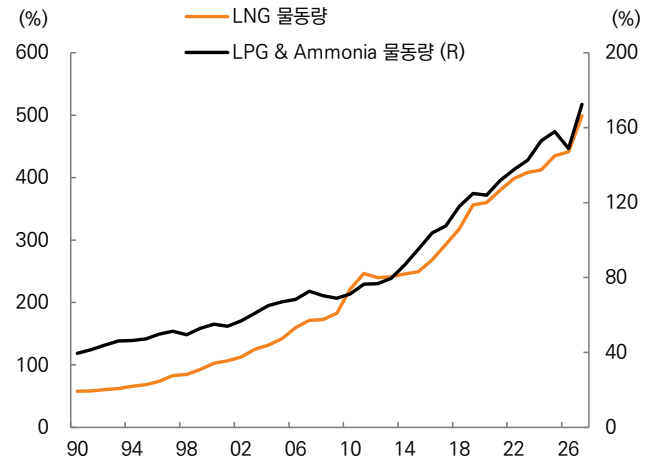
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 미국 비중 상승이 뒷받침할 중장기 톤마일



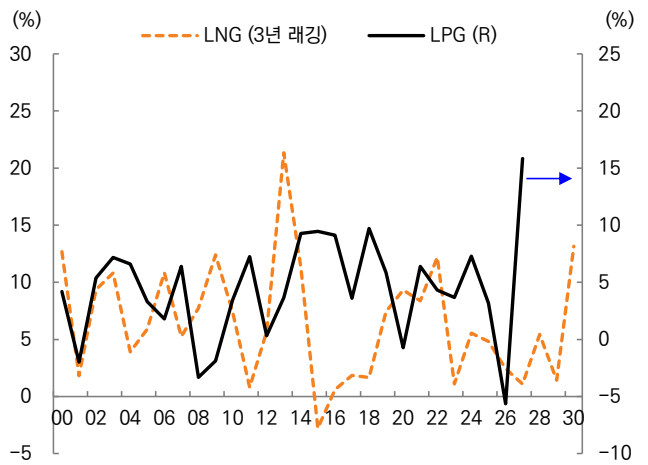
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 28년 이후로는, LNG에 후행한 물동량 성장 이어질 것



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 경험적으로 LNG에 후행하는 LPG 물동량 성장



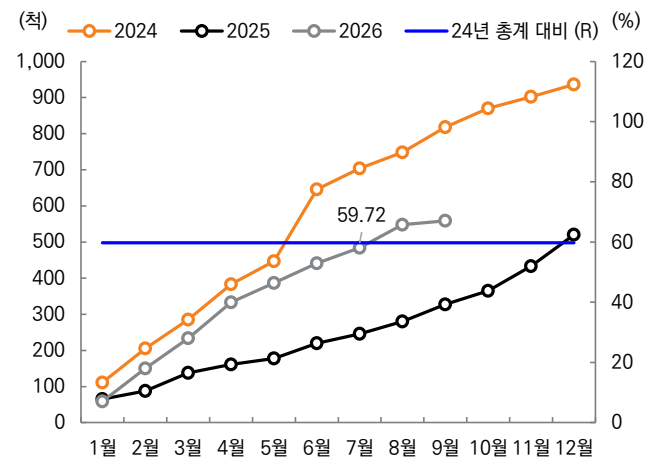
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

탱커: 폭발하는 물량을 글로벌 오퍼레이션으로 흡수할 것

26년 YTD 글로벌 탱커 발주량은 577척(10k+)으로, 전년 온기(398척)를 이미 넘어섰으며, 24년 연간(730척) 대비 80%다. VLCC가 주도하며 YTD 168척이 발주되며 각 75척/73척에 그쳤던 24~25년의 2배를 상회한다. 다만 물량의 중심은 중국으로, YTD 395척을 석권, VLCC 146척을 수주했다. 헝리중공업이 90척(VLCC 62척)으로 최대 비중이며 한국은 탱커 합산 103척(M/S 18%)으로, 한화오션이 VLCC 16척, 대한조선·삼성중공업이 수에즈막스 각 17척/12척, HD현대미포는 MR PC 26척을 수주했다.

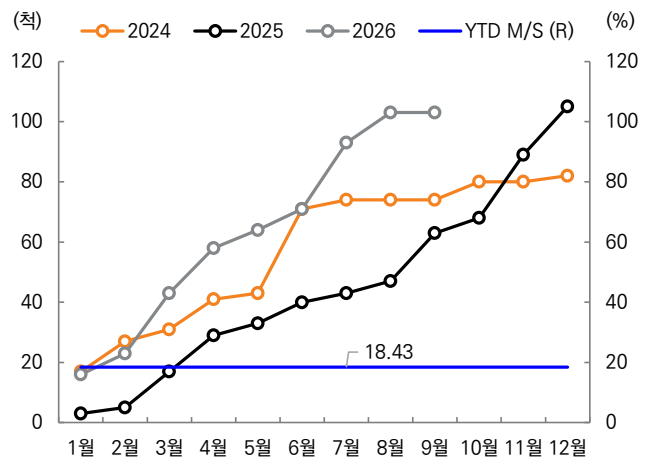
신조선가지수는 223.76pt, 중고(267.35pt) 스프레드는 19.5%까지 확대됐다. VLCC(신조 $131m-중고 $180m)가 주도하며 최근 $250m선의 중고선 거래까지 물망으로 파악된다. 국내사 계약가는 한화오션의 1월 $129.5m(Asyad 3척)에서 3월 $130m(Angelicoussis 3척), 6월 $131m(팬오션 4척)으로 올라섰고, 7/14 Global Meridian향 2척도 $131m(30년 1·3월 납기)으로 확인되며 25년 11월 HD현대삼호의 $130.1m 전고점을 경신했다.

그림 148. 글로벌 월간 YTD 발주량, 전년 총계 대비 달성률



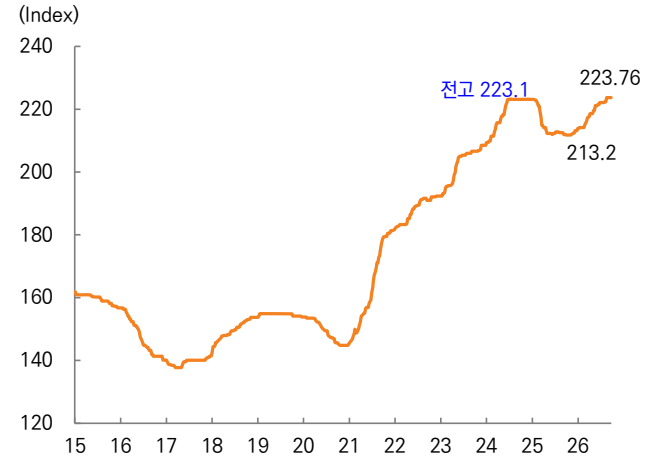
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 국내사 월간 YTD 수주량 및 글로벌 M/S



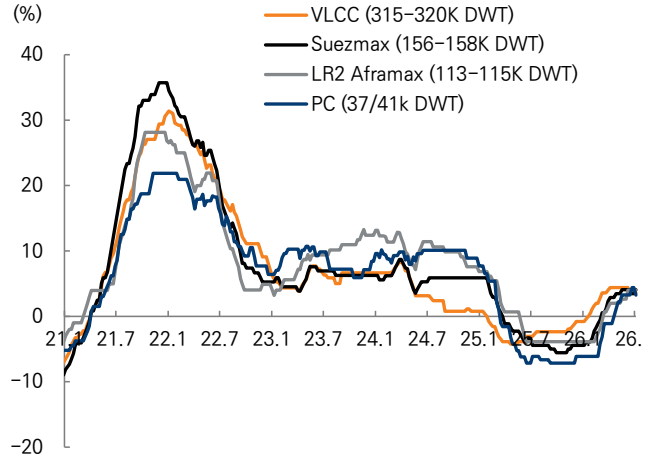
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 150. 탱커 신조선가 인덱스



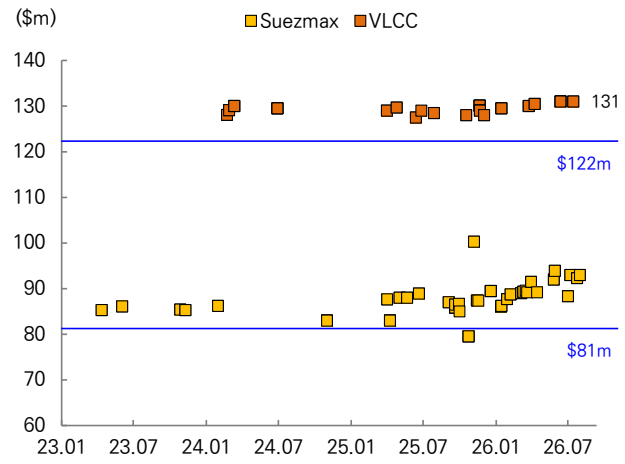
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 탱커 선형별 신조선가의 전년비 증감률



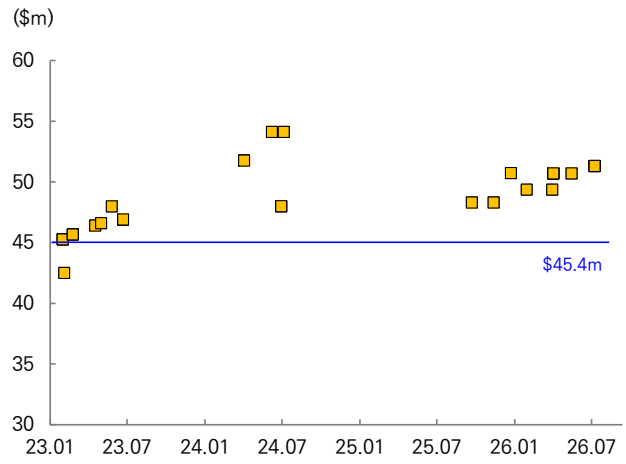
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 국내 대형 유조선 체결선가



주: 표지는 중국계 최근 체결선가, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 국내 제품선 체결선가 (MR P/C)



주: 표지는 중국계 최근 체결선가, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. VLCC 계약선가 (1/2)

(척, 백만달러)

일자	발주처	Type	Size	Unit	척수	단가	인도연도	현대	한화	삼성	중국	건조사
26-09-01	Aegean Shipping Mgmt	Tanker	306,000	DWT	1		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-08-28	K-Line	Tanker	311,000	DWT	3		2029					JMU Ariake Imabari
26-08-10	Dynacom Tankers Mgmt	Tanker	306,000	DWT	4		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-08-01	Unknown	Tanker	301,800	DWT	1		2028					JMU Ariake Imabari
26-07-21	Navios MLP	Tanker	319,000	DWT	1	120.5	2029				○	Wuhu (Nantong)
26-07-14	Global Meridian	Tanker	320,000	DWT	2	131.0	2030		○			Hanwha Ocean
26-07-03	Pan Ocean	Tanker	319,000	DWT	2	122.3	2030				○	Qingdao Beihai SB
26-06-21	Navios MLP	Tanker	319,000	DWT	2		2029				○	Wuhu (Nantong)
26-06-12	Pan Ocean	Tanker	300,000	DWT	4	131.0	2030		○			Hanwha Ocean
26-06-03	DHT Management	Tanker	320,000	DWT	1		2028		○			Hanwha Ocean
26-06-01	Dynacom Tankers Mgmt	Tanker	307,000	DWT	12		2029				○	Hudong Zhonghua
26-06-01	Aegean Shipping Mgmt	Tanker	306,000	DWT	2		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-05-31	YZJ Maritime	Tanker	319,000	DWT	4		2030				○	Jiangsu New Hantong
26-05-28	HMM	Tanker	306,000	DWT	4		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-05-21	Navios MLP	Tanker	319,000	DWT	4	120.5	2028				○	Wuhu (Nantong)
26-05-01	Cido Shipping	Tanker	300,000	DWT	4		2030					Hyundai Philippines
26-04-30	Yasa Holding	Tanker	319,000	DWT	4		2029				○	Jiangsu New Hantong
26-04-30	Mercuria Energy	Tanker	307,000	DWT	2		2029				○	Dalian Shipbuilding
26-04-30	Global Meridian	Tanker	319,000	DWT	4		2029				○	Jiangsu New Hantong
26-04-16	YZJ Maritime	Tanker	319,000	DWT	8		2028				○	Jiangsu New Hantong
26-04-10	United Overseas	Tanker	319,000	DWT	6		2027				○	Wison New Energies
26-04-09	AET Tankers	Tanker	306,000	DWT	2		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-04-08	Stealth Maritime	Tanker	300,000	DWT	2	130.5	2030		○			Hanwha Ocean
26-04-01	JHI Steamship	Tanker	320,000	DWT	1		2029		○			Hanwha Ocean
26-03-31	Pan Ocean	Tanker	319,000	DWT	1	121.8	2029				○	Qingdao Beihai SB
26-03-31	Global Meridian	Tanker	307,000	DWT	2		2029				○	Dalian Shipbuilding
26-03-30	CMES Shipping	Tanker	306,000	DWT	10		2029				○	Dalian Shipbuilding
26-03-24	Maran Tankers Mgmt	Tanker	300,000	DWT	3	130.0	2029		○			Hanwha Ocean
26-03-20	Bruton Ltd.	Tanker	319,000	DWT	4	124.8	2028				○	Yantai CIMC Raffles

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. VLCC 계약선가 (2/2)

(척, 백만달러)

일자	발주처	Type	Size	Unit	척수	단가	인도연도	현대	한화	삼성	중국	건조사
26-03-14	Dynacom Tankers Mgmt	Tanker	306,000	DWT	4		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-03-06	Unknown	Tanker	306,000	DWT	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-03-06	Monte Nero Mngt	Tanker	306,000	DWT	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-03-03	Unknown European	Tanker	306,000	DWT	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-03-01	Advantage Tankers	Tanker	307,000	DWT	2		2028				○	Dalian Shipbuilding
26-02-28	Mercuria Energy	Tanker	307,000	DWT	2		2029				○	Dalian Shipbuilding
26-02-26	Eastern Pacific Shpg	Tanker	306,000	DWT	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-02-26	Capital Tankers Corp	Tanker	306,000	DWT	3		2027				○	Hengli SB (Dalian)
26-02-13	Unknown European	Tanker	306,000	DWT	8		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-02-12	Unknown European	Tanker	306,000	DWT	4		2030				○	Hengli SB (Dalian)
26-02-12	Capital Ship Mngt	Tanker	306,000	DWT	11		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-02-11	Zodiac Maritime	Tanker	319,000	DWT	4		2029				○	Jiangsu New Hantong
26-02-07	Unknown Singapore	Tanker	306,000	DWT	2		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-02-06	Cape Shipping	Tanker	319,000	DWT	1		2029				○	Qingdao Beihai SB
26-02-01	Trafigura Maritime	Tanker	319,906	DWT	2		2030				○	Jiangsu New Hantong
26-01-30	Monte Nero Mngt	Tanker	306,000	DWT	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-01-30	Bruton Ltd.	Tanker	302,000	DWT	2		2029				○	New Times SB
26-01-23	Eastern Pacific Shpg	Tanker	306,000	DWT	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-01-17	Dynacom Tankers Mgmt	Tanker	306,000	DWT	4		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-01-15	Seatankers Mgmt	Tanker	306,000	DWT	2		2028				○	Hengli SB (Dalian)
26-01-14	Asyad Shipping	Tanker	300,000	DWT	3	129.5	2029		○			Hanwha Ocean
26-01-06	Cape Shipping	Tanker	319,000	DWT	1		2028				○	Qingdao Beihai SB

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 수에즈막스 계약선가 (1/2)

(척, 백만달러, 백만위안)

일자	발주처	Type	Size	Unit	척수	단가	인도연도	현대	한화	삼성	대한	중국	건조사
26-08-05	CMES Shipping	Shuttle	154,000	DWT	1	895.0	2028					○	Dalian Shipbuilding
26-08-01	Venergy	Tanker	158,000	DWT	2		2029					○	Hengli SB (Dalian)
26-07-31	Ditas-Denizcilik	Tanker	157,000	DWT	2	93.0	2029			○			Samsung HI
26-07-24	Ditas-Denizcilik	Tanker	157,000	DWT	2	92.3	2029				○		DH Shipbuilding
26-07-07	Global Meridian	Tanker	157,000	DWT	2	93.0	2029			○			Samsung HI
26-07-01	Advantage Tankers	Tanker	157,000	DWT	2	88.3	2029			○			Samsung HI
26-06-01	Venergy	Tanker	158,000	DWT	2		2028					○	Hengli SB (Dalian)
26-05-29	Swiss Maritime	Tanker	157,000	DWT	2	93.9	2028				○		DH Shipbuilding
26-05-26	Global Meridian	Tanker	158,000	DWT	2	92.0	2028			○			Samsung HI
26-05-14	CMES Shipping	Shuttle	154,000	DWT	1	895.0	2028					○	Dalian Shipbuilding
26-05-05	Beacon Tankers	Tanker	158,000	DWT	2		2029					○	Hengli SB (Dalian)
26-04-30	Zodiac Maritime	Tanker	157,000	DWT	4		2029					○	Jiangsu New Hantong
26-04-24	X-Press Feeders	Tanker	158,000	DWT	3		2029					○	Penglai Jinglu SY
26-04-14	Laskaridis Shipping	Tanker	157,000	DWT	1	89.2	2029				○		DH Shipbuilding
26-04-07	Eastern Pacific Shpg	Tanker	157,000	DWT	2		2028					○	GSI Nansha
26-04-02	Venergy	Tanker	157,000	DWT	2		2029					○	GSI Nansha
26-04-01	Venergy	Tanker	158,000	DWT	2		2029					○	Shanghai Waigaoqiao
26-04-01	Maran Tankers Mgmt	Shuttle	153,000	DWT	2		2030					○	New Times SB
26-03-30	Swiss Maritime	Tanker	157,000	DWT	2	91.5	2029				○		DH Shipbuilding
26-03-20	Laskaridis Shipping	Tanker	157,000	DWT	1	89.2	2029				○		DH Shipbuilding

주: 회색 표기는 위안 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 수에즈막스 계약선가 (2/2)

(척, 백만달러)

일자	발주처	Type	Size	Unit	척수	단가	인도연도	현대	한화	삼성	대한	중국	건조사
26-03-16	Golden Energy Mgmt	Tanker	157,000	DWT	1	89.5	2029				○		DH Shipbuilding
26-03-10	Global Meridian	Tanker	158,000	DWT	3	89.3	2028			○			Samsung HI
26-03-09	Knutsen NYK	Shuttle	153,380	DWT	1		2028					○	COSCO HI (Zhoushan)
26-03-05	Petrochem GM	Tanker	157,000	DWT	2	89.0	2029	○					HD Hyundai Samho
26-03-02	Performance Shipping	Tanker	158,000	DWT	2	81.5	2028					○	Shanghai Waigaoqiao
26-02-28	Cardiff Marine	Tanker	156,800	DWT	1		2030					○	New Times SB
26-02-10	Unknown European	Tanker	158,000	DWT	1		2029					○	Hengli SB (Dalian)
26-02-10	Dynacom Tankers Mgmt	Tanker	158,000	DWT	9		2030					○	Hengli SB (Dalian)
26-02-09	AET Tankers	Shuttle	154,000	DWT	1		2028					○	Dalian Shipbuilding
26-02-07	Minerva Marine	Tanker	158,000	DWT	2		2028					○	Hengli SB (Dalian)
26-02-06	Atlas Maritime	Tanker	157,000	DWT	2	88.7	2028				○		DH Shipbuilding
26-02-05	Mercuria Energy	Tanker	158,000	DWT	2		2029					○	Shanghai Waigaoqiao
26-02-01	Eastern Pacific Shpg	Tanker	157,000	DWT	2		2029					○	Hengli SB (Dalian)
26-01-31	Yasa Holding	Tanker	157,000	DWT	4		2029					○	GSI Nansha
26-01-28	Advantage Tankers	Tanker	157,000	DWT	2	87.7	2029				○		DH Shipbuilding
26-01-19	Stealth Maritime	Tanker	157,000	DWT	2		2029	○					HD Hyundai HI (HHI)
26-01-19	Cardiff Marine	Tanker	156,800	DWT	2		2029					○	New Times SB
26-01-16	JHI Steamship	Tanker	157,000	DWT	2		2028	○					HD Hyundai Samho
26-01-14	Laskaridis Shipping	Tanker	157,000	DWT	2	86.2	2029				○		DH Shipbuilding
26-01-13	Nordic American	Tanker	157,000	DWT	2	86.0	2028				○		DH Shipbuilding
26-01-07	New Shipping	Tanker	161,800	DWT	1		2029					○	Qingdao Beihai SB
26-01-01	Zodiac Maritime	Tanker	157,000	DWT	1		2029			○			Samsung HI

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 탱커선 선형별 주요국 수주 비중

(척, 천 DWT, %)

선형	연도	척수			DWT			점유율		
		한국	중국	전체	한국	중국	전체	한국	중국	기타
VLCC	2023	0	16	18	0	4,910	5,534	0.0	88.7	11.3
	2024	15	57	75	4,641	17,551	23,105	20.1	76.0	4.0
	2025	28	39	73	8,840	12,033	22,712	38.9	53.0	8.1
	2026 YTD	16	146	168	4,880	45,366	52,680	9.3	86.1	4.6
Suezmax	2023	22	27	58	3,459	4,229	9,120	37.9	46.4	15.7
	2024	20	24	47	3,136	3,773	7,384	42.5	51.1	6.4
	2025	51	26	77	7,988	4,102	12,090	66.1	33.9	0.0
	2026 YTD	35	50	85	5,500	7,855	13,355	41.2	58.8	0.0
Aframax	2023	3	91	103	345	10,261	11,646	3.0	88.1	8.9
(80k~120k)	2024	0	90	106	0	10,292	12,132	0.0	84.8	15.2
	2025	3	47	58	345	5,328	6,593	5.2	80.8	14.0
	2026 YTD	6	69	86	690	7,879	9,834	7.0	80.1	12.9
LR1 & LR2	2023	9	99	207	1,534	33,916	38,899	3.9	87.2	8.9
(55k~120k)	2024	6	106	216	449	10,805	13,093	3.4	82.5	14.1
	2025	0	51	103	0	5,444	5,904	0.0	92.2	7.8
	2026 YTD	4	65	80	295	7,296	8,396	3.5	86.9	9.6
MR PC	2023	30	59	113	5,993	13,042	22,433	26.7	58.1	15.1
(~55k)	2024	38	112	164	1,857	5,166	7,723	24.0	66.9	9.1
	2025	18	31	66	900	1,447	3,161	28.5	45.8	25.8
	2026 YTD	37	80	132	1,762	3,551	5,981	29.5	59.4	11.2

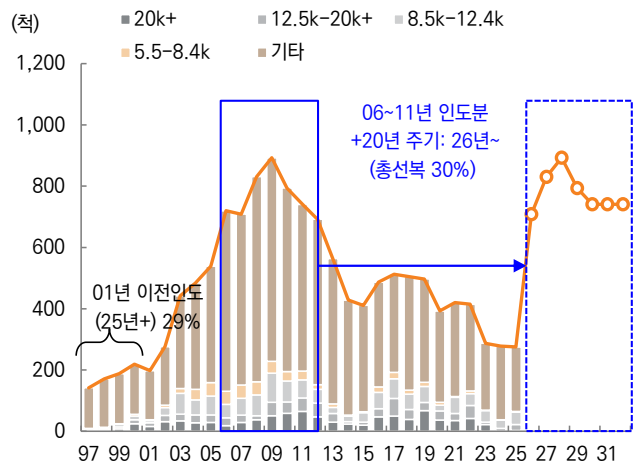
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

수주 Catalyst 1& 2: 미룰 만큼 미룬 교체와 그림자선대

발주 Catalyst: **1) 높은 노후화율, 2) 그림자 선단 (러시아+이란, 전체선대의 20%), 3) 운임 강세→4) 선주 발주여력(현금) 개선**으로 요약된다. 근본적인 선대 교체 수요가 상당하다. 10k 이상 크기의 유효선형 기준, 선대의 21%가 선령 20년 이상이다. 올해 발주 호조로 수주잔고/선대 비중이 25.5%까지 개선되면서 20년령은 커버되나, 향후 교체수요에 가세할 15~20년령의 선박들이 추가(26%)적으로 가세한다.

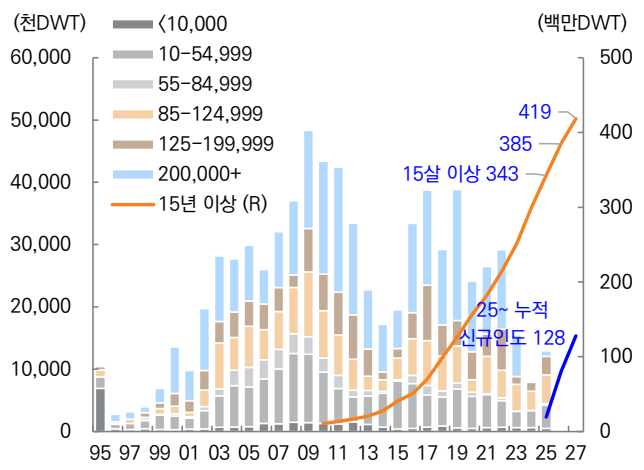
2) 그림자 선단 압박이 본격화하면서 교체 속도가 가팔라질 것으로 기대한다. 대다수가 2000년대 초반에 인도되었기 때문에, 평균 선령은 25년 전후에 이르는 물량으로 제재 확대시 발주 촉진 요인이다. 미국이 이란, 베네수엘라 제재 강도를 높이면서 현재 블랙리스트에 올린 선박은 1,000척에 달한다. 클락슨 등록 기준 982척, DWT 기준 비중은 16.8%로 공급 흡수에 기여할 전망이다.

그림 154. 탱커 기존 인도사이클 및 교체수요



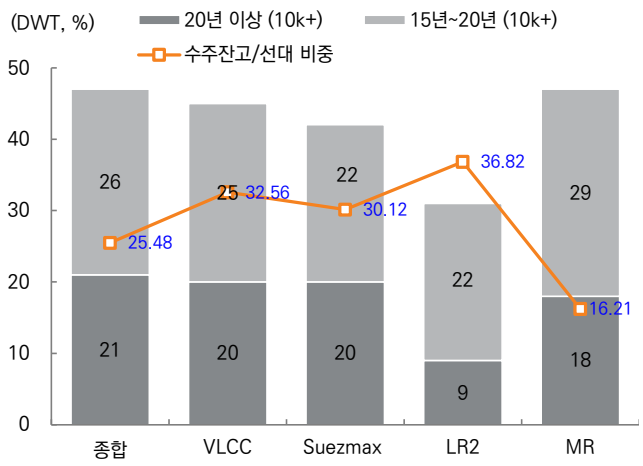
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 탱커 노후선대 축적 vs. 신규인도량



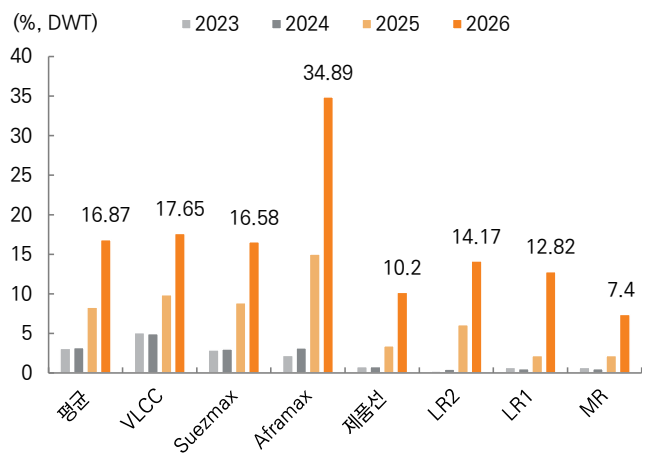
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 탱커 선종별 노후화율: 20년은 커버, 곧 내려올 15년



주: 8월말 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 탱커 선형별 제재 비중: 추가 17%의 공급 흡수 요인



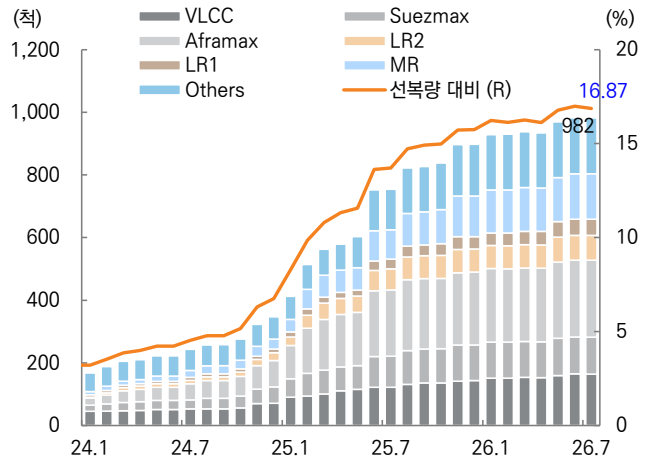
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. 그림자선대 선형별 차지 비중 및 주요사항 (척, %)

선종	VLCC	Suezmax	Aframax/LR2	총계	비고
운영선대	907	671	1,202	2,780	2025년말 기준
이란 Dark fleet	50	50	100	200	제재회피, 베네수엘라 원유 운송
러시아 Gray fleet	70	150	250	470	주로 인도, UAE 기반 유령회사
그림자 선대	120	200	350	670	소형선 포함, 추정 실가동 780~850척 (IEA)
침투율	**13.2**	**29.8**	**29.1**	**24.1**	

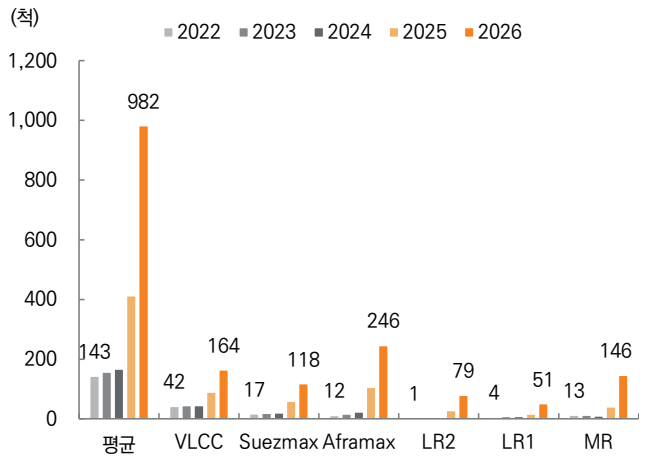
자료: 언론 보도 종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 158. 탱커 선형별 제재대상 척수 및 총선복 내 비중



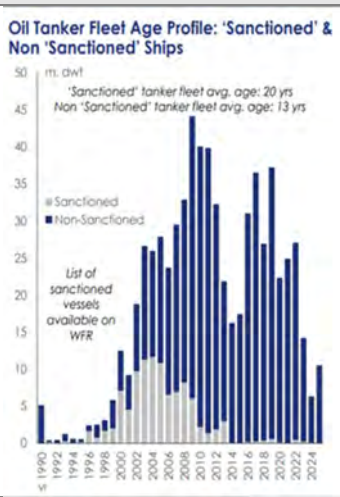
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. 전 선종에 걸쳐 제재대상 척수 확대 추세



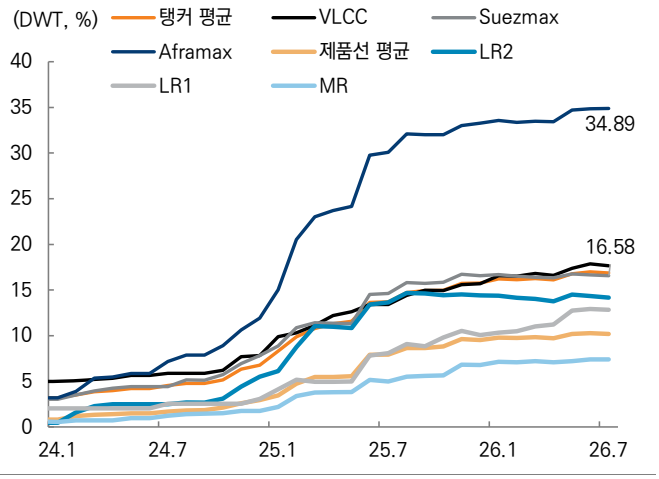
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 대다수가 2000년대 초반 발주, 평균선령 20년 이상



자료: Clarksons

그림 161. 탱커 선형별 제재대상 비중 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

수주 Catalyst 3: 전쟁은 끝나겠지만 번 돈은 사라지지 않는다

전술 2가지 요인은 탱커시장의 오랜 투자포인트였으나 뚜렷한 촉발제가 없었기에 실제 발주 강세로 이어지지 못했던 점이 아쉬웠다. 지정학적 긴장이 불러일으킨 역대급 운임 강세가 가세하며 신조 투자 촉매로 역할하고 있다. 현재 탱커 운임은 일 6.7만달러로 장기 사이클 평균인 2.5만~3.0만달러의 두 배 이상이며, 1990년 시계열 집계 이후 최고 수준이다. 러-우 전쟁 직후 운임이 급등했던 2022년 평균 4.1만달러보다도 65% 높다.

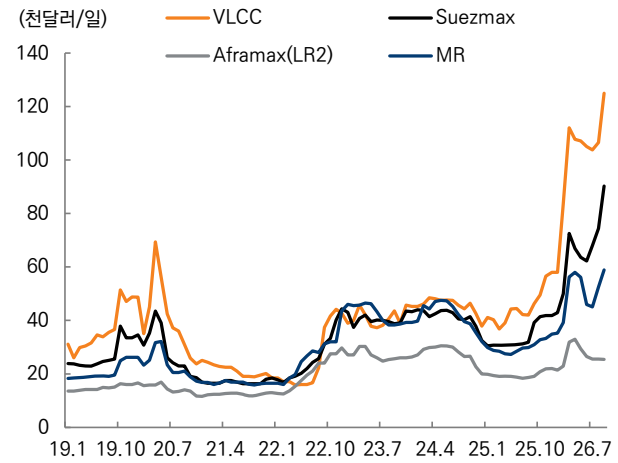
발주 경제성이 어느 때보다 높아졌다. 탱커는 기본적으로 선박 공급 측 왜곡이 잦아 시황 변동성이 큰 시장이지만, 금번 사이클에서는 장기 용선료의 동반 상승이 강하게 나타나고 있다는 점이 다르다. VLCC 1년 용선료는 일 18.3만달러로 사상 최고치를 경신하고 있다. 연간으로 환산하면 약 4,500만달러, 현재 신조선가의 약 35%에 해당한다. 20년 이상 운항 가능한 선박의 투자원금을 불과 3년 만에 회수할 수 있는 수준이다.

표 38. 탱커 1년 정기용선료 (달러/일, %)

평균	유조선						제품선			
	VLCC		Suezmax		Aframax		LR2		MR	
	310k dwt	스크러버	150k dwt	스크러버	110k dwt	스크러버	110k dwt	스크러버	50k dwt	스크러버
2019	41,072	-	29,221	-	24,007	-	23,663	-	16,418	-
2020	44,036	48,248	31,053	33,276	24,541	25,731	25,063	27,077	15,700	15,706
2021	24,967	28,769	20,123	22,623	18,394	19,795	19,783	21,033	14,483	14,983
2022	32,082	38,274	31,221	34,952	29,101	31,361	32,418	34,678	24,216	25,904
2023	48,375	54,740	45,918	49,601	46,938	49,620	47,668	50,668	30,063	32,159
2024	50,207	55,457	45,231	48,481	45,029	47,529	46,418	49,168	30,543	31,918
2025	50,334	54,065	37,894	40,125	33,611	35,341	33,002	34,733	21,651	22,541
26-01	63,900	67,400	48,000	50,000	41,150	42,650	38,800	40,300	23,250	24,250
26-08	115,000	118,500	85,500	87,500	57,000	58,500	58,500	55,500	25,375	26,375
26-09	182,500	186,000	135,000	137,000	87,750	89,250	117,500	99,000	29,000	30,000
연초 대비	185.6	176.0	181.3	174.0	113.2	109.3	202.8	145.7	24.7	23.7
vs. 25	262.6	244.0	256.3	241.4	161.1	152.5	256.0	185.0	33.9	33.1

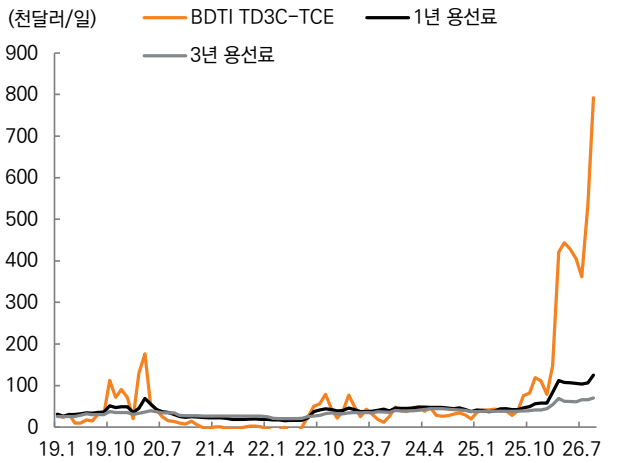
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 탱커 선형별 1년 용선료 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. VLCC 스팟운임, 1년 용선료, 3년 용선료 추이

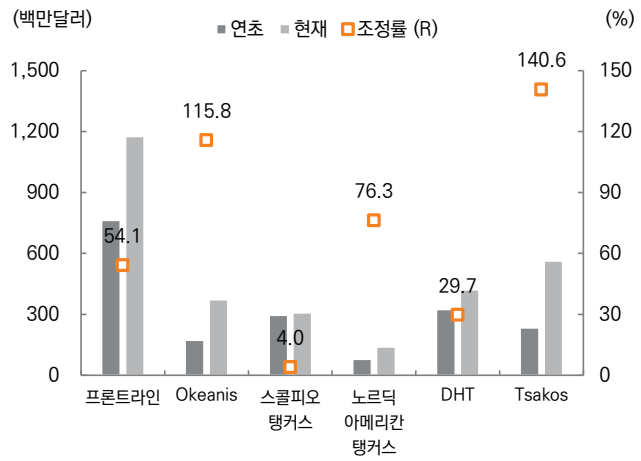


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

현재 단기 오버슈팅된 운임의 향방은 결국 호르무즈/후티 등 지정학 변수에 달려있어 변동성은 잔존하지만, 선주들이 이미 벌어들인 현금성 자산은 불변한다. **풍부한 현금 축적량을 바탕으로 선대 갱신을 검토하고 있음**에 주목한다. 주요 8개 탱커선사의 합산 현금 및 현금성자산은 2022년 약 18억달러에서 2025년 약 27억달러로 3년간 50% 증가했으며, 2019년 약 14억달러와 비교하면 두 배에 가까운 수준이다. 경험적으로 발주 여력의 확보는 선대 투자를 앞당긴다. 금번 사이클의 개화를 이끌었던 컨테이너 부문의 2년전이 그리하였으며, 탱커선사들이 전술하였듯 신조 투자를 미룰 수 있을 때까지 미뤄왔던 점도 배경이다.

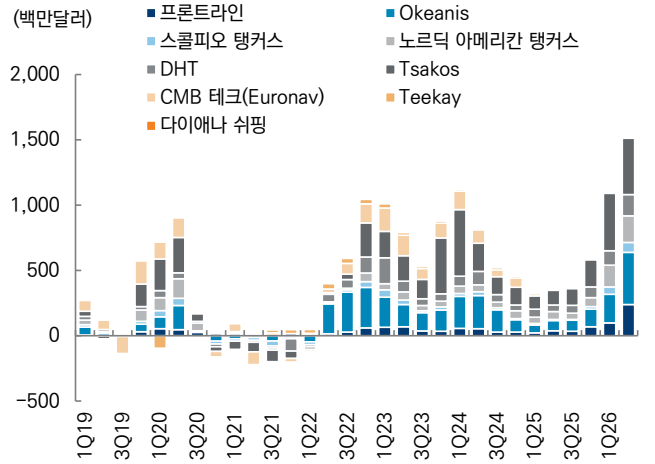
친환경선 발주의 상대적 경제성이 점차 부각될 것이다. 1년 연기되었던 탄소가격제가 본격 시행될 경우 **컨테이너선 다음으로 규제 영향이 큰 선종은 탱커**이기 때문이다. VLCC 기준 2028년부터 부과될 탄소세는 일일 최소 3,210달러로 시작해 매년 증액될 예정이며 최소가 기준으로 산출해도 20년 운항 시 약 2,000만 달러 이상의 비용이 발생한다. 향후 MEPC 84(4~5월)를 통해 탄소가격제에 대한 세부 지침이 구체화된다면 노후 선박 교체 타이밍과 맞물려 대대적인 교체 발주 잠재력을 보유한다.

그림 164. 주요 탱커선사 27F 영업이익 컨센서스 및 상향률



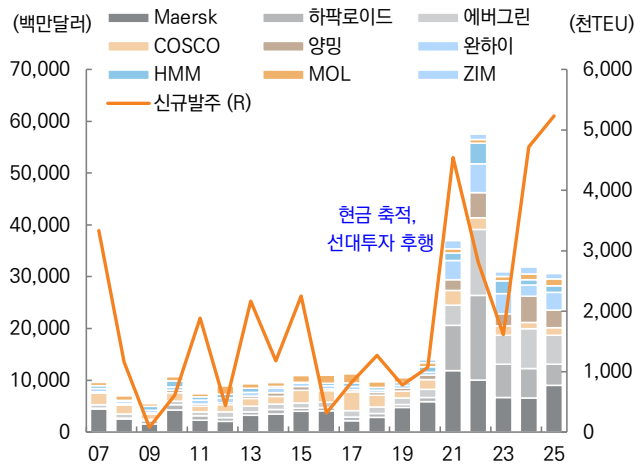
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 165. 주요 탱커선사 분기 영업이익 추이



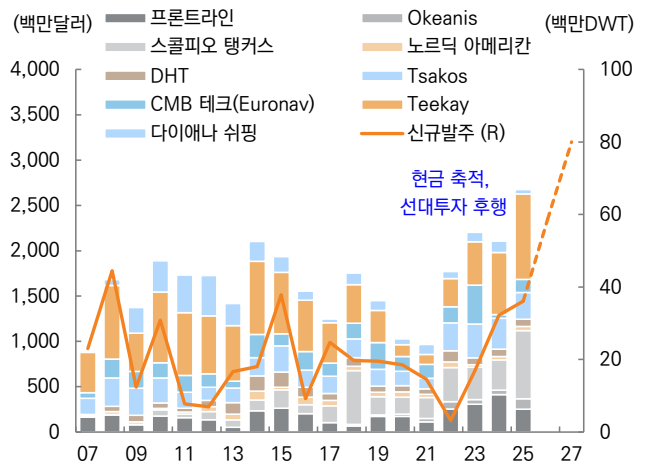
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 주요 컨테이너선사 현금 및 현금성자산, 발주



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 주요 탱커선사 현금 및 현금성자산, 발주



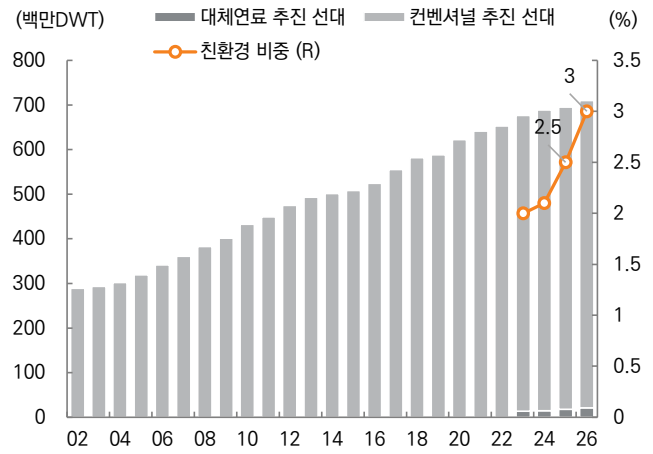
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 탱커 수주잔고 내 인도 연도별 추진타입 분류

인도연도	척수				천 DWT			
	D/F	Conventional	전체	친환경 비중	D/F	Conventional	전체	친환경 비중
2025	144	230	374	38.5	9,969	5,641	15,610	63.9
2026	326	425	751	43.4	27,807	13,541	41,348	67.3
2027	228	384	612	37.3	26,880	24,165	51,046	52.7
2028	147	303	450	32.7	21,709	35,957	57,666	37.6
2029	48	223	271	17.7	7,001	38,644	45,645	15.3

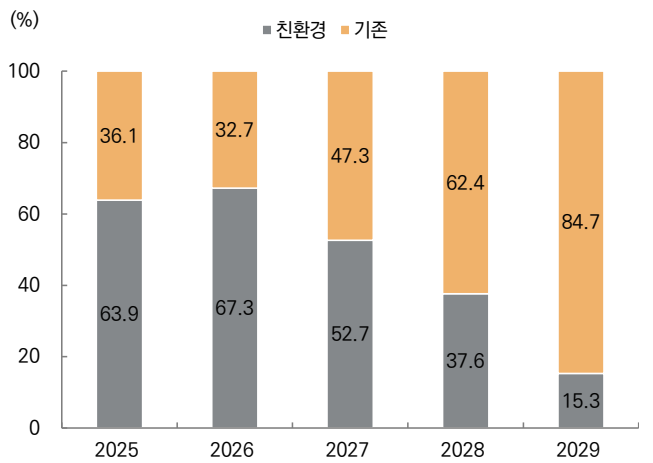
주: 26년 7월말 기준 수주잔고 기반 당사 추정
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 탱커 선대 내 친환경 비중: 29년에도 4% 이하



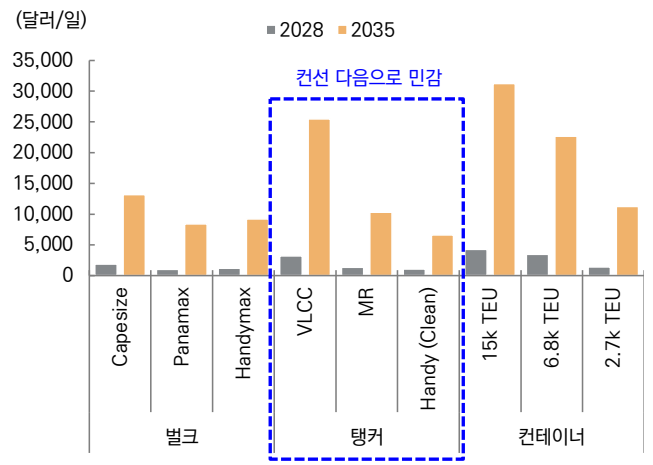
주: Capable 한정 오더북 기준 당사 추정, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 169. 탱커 수주잔고 내 친환경 비중: 채택률 역주행



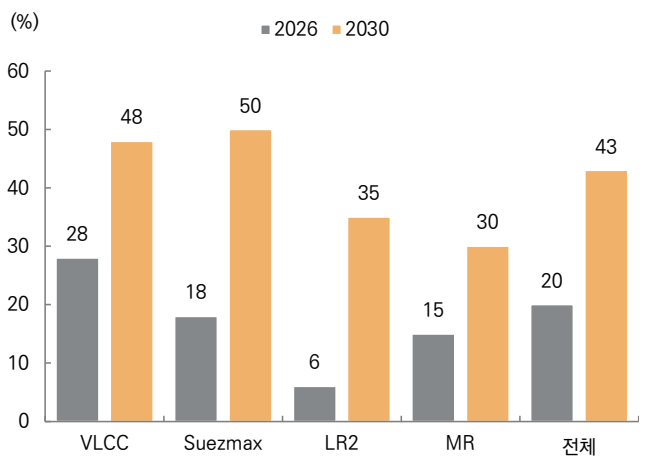
주: Ready 포함, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 탱커 탄소세: 컨테이너 이후 2위



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

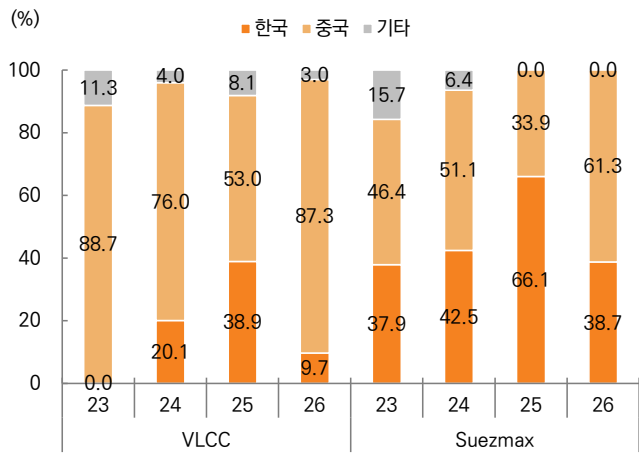
그림 171. 탱커 CII 등급 비중



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

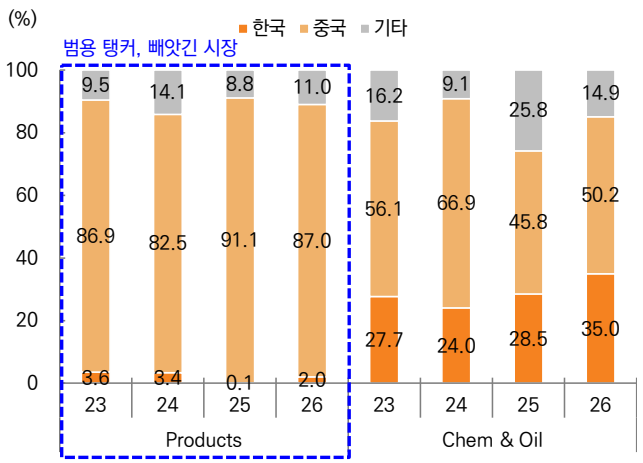
장기 교체수요를 아시아 생산 거점을 통해 흡수할 것이다. 올초 본격화된 사이클의 수혜가 중국으로 향했던 점은 아쉽다. 대형선(VLCC+Suezmax) 시장에서 국내사 점유율은 25년 48%에서 26년 15.5%로 하락했다. 단 중국에 내줬던 범용선 시장부터(Aframax급 유조선 및 LR2 제품선) HVS/HHIP의 수주가 활발하며, Aframax 이하급에서 글로벌 물량 포함시 26년 YTD 수주 점유율은 +4%pt 오른다. 중장기적으로는 아시아 생산 거점의 건조 범위 확대를 통해 대형선 교체수요까지 흡수하는 그림을 기대한다. 필리핀 조선소의 VLCC 건조 레퍼런스(5월 시도상선, 4척) 축적이 지속된다면 범용선을 넘어 VLCC·Suezmax 등 고부가 대형선에서도 점유율 회복이 가능할 전망이다.

그림 172. 대형 유조선: 한국, 중국의 신규수주 점유율



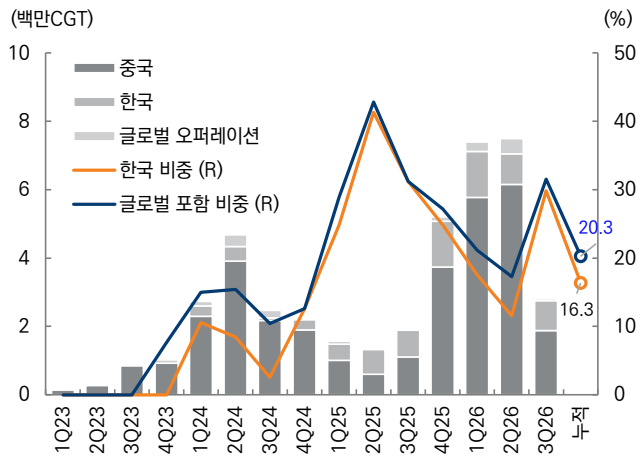
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 제품선: 한국, 중국의 신규수주 점유율



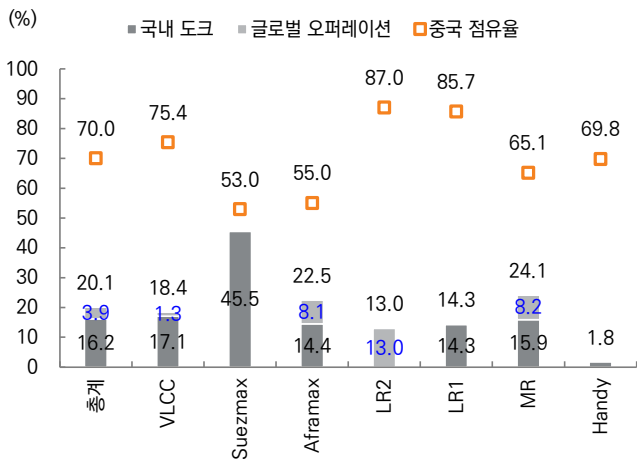
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 글로벌 탱커 수주 내 한국 M/S: 글로벌 포함 +4%pt



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 글로벌 탱커 잔고 내 한국 M/S: 글로벌 포함 +3.9%pt



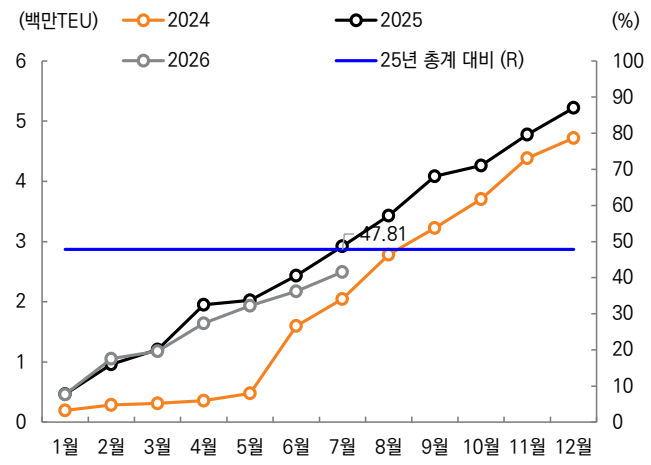
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

컨테이너: 중소형 다변화로 실수요 확산, 대형선 발주는 잠시 소강

26년 YTD 글로벌 컨테이너선 발주량은 502척(302만TEU)으로, 사상 최대였던 전년 온기(791척·523만TEU) 대비 둔화세다. 척수로는 24년 온기(507척)에 이미 근접했으나, TEU 기준으로는 63.9%로 대형선 공백이 뚜렷하다. 21년, 25년 사이클로 수주잔고/선대 비중이 35.5%, 8k+ 대형선은 48.5%까지 차오른 부담이 배경이다. 점유율의 경우 COSCO의 자국 발주에 힘입어 중국이 YTD 450척(척수 M/S 90%)을 수주, 한국은 42척(TEU M/S 12.1%) HD현대 피더 18척/중형선 10척(ONE향 15.9k 6척), 한화오션 6척 등이다. 9/10 보도된 Maersk의 42척(24k 12척, 19k 24척, 18.6k 6척) 프로젝트가 단기 핵심으로 중국향 26척(Hengli 20+12, New Times 6) 확정된 가운데 한화오션이 24k급에 경합 중이다.

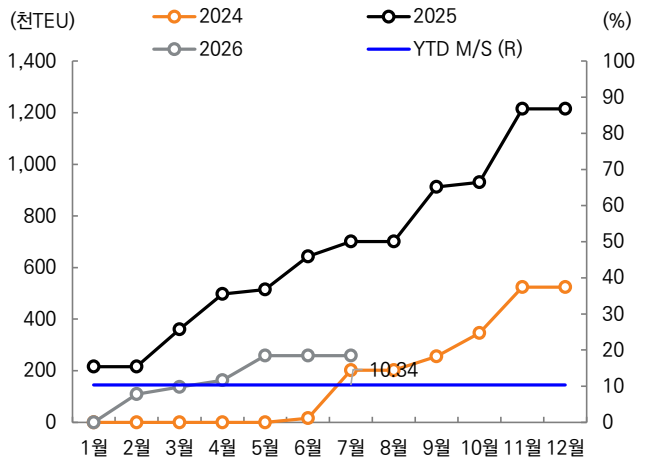
선가는 종합지수 117pt로 전고(118.8pt) 대비 1.5% 낮다. 9/2 한화오션이 Yang Ming향 13,650TEU 6척을 $188.9m에 수주, 11월 HMM향 13k급($182~183m) 대비 상단을 경신했다. 중국의 추격으로는 후동중화가 COSCO향 13,640TEU 12척을 $185m(4/29)에, SWS가 21,700TEU 12척을 $224m(8/28)에 수주하며 격차를 $4~5m까지 좁혔다.

그림 176. 글로벌 월간 YTD 발주량, 전년 총계 대비 달성률



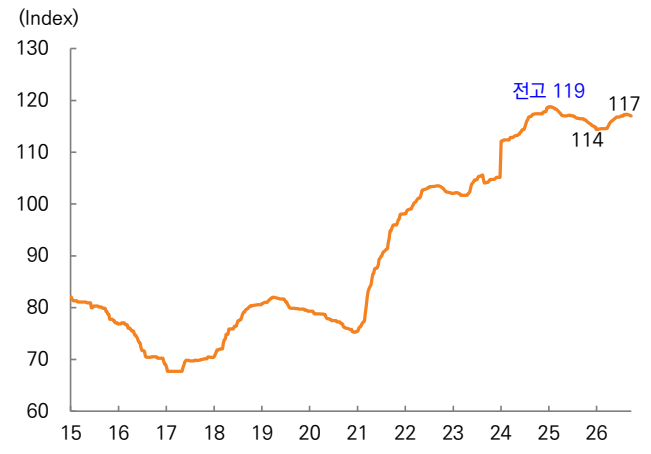
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 국내사 월간 YTD 수주량 및 글로벌 M/S



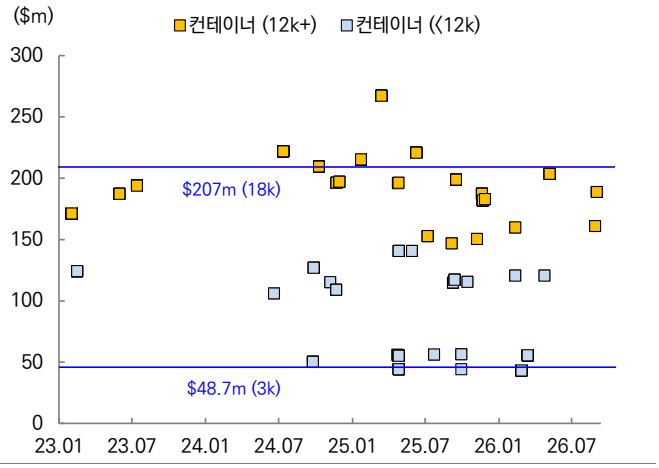
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 컨테이너 신조선가 인덱스



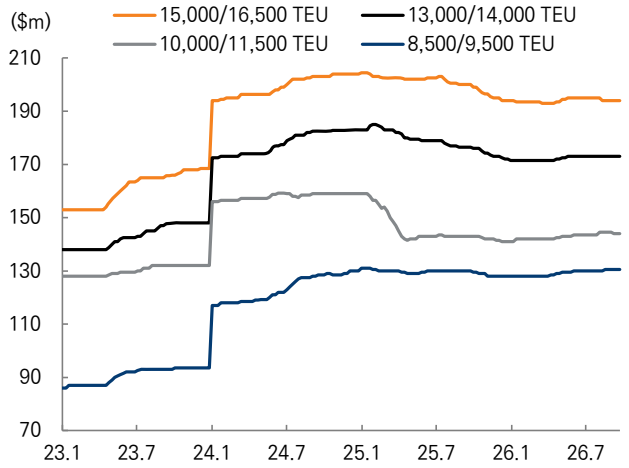
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 컨테이너 국내 체결선가



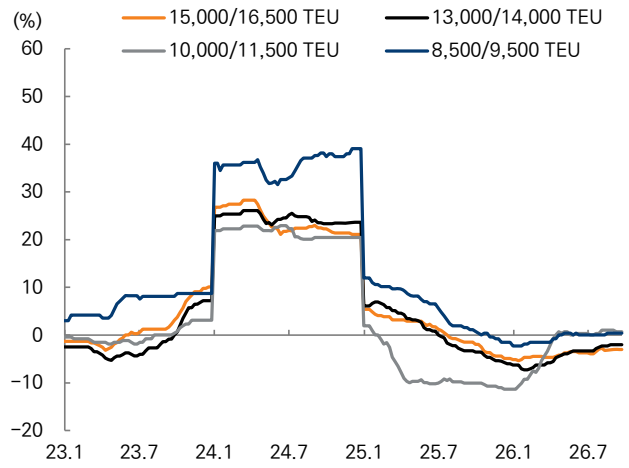
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 컨테이너 선형별 신조선가 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 컨테이너 선형별 신조선가 전년비 증감률 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. 컨테이너 체결선가 (8,000TEU 이상)

(척, 백만달러)

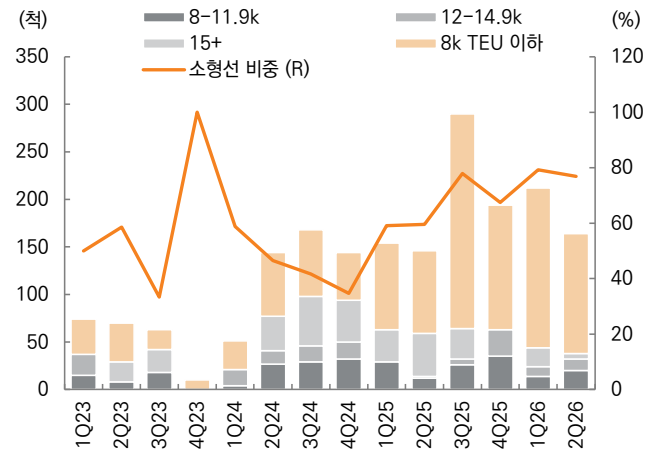
일자	발주처	선종	Size	Unit	척수	단가	인도연도	현대	한화	삼성	중국	건조사
26-09-02	Yang Ming	Container	13,650	TEU	6	188.9	2028		○			Hanwha Ocean
26-09-01	Peter Dohle	Container	14,170	TEU	2		2028				○	Hudong Zhonghua
26-08-28	Unknown	Container	13,000	TEU	2	161.0	2028			○		Samsung HI
26-08-28	COSCO Shipping	Container	21,700	TEU	12	224.0	2028				○	Shanghai Waigaoqiao
26-08-12	Wan Hai Lines	Container	11,000	TEU	6		2029				○	Shanghai Waigaoqiao
26-07-30	MSC	Container	22,000	TEU	10		2029				○	Hengli SB (Dalian)
26-05-15	Wan Hai Lines	Container	9,200	TEU	2		2029				○	Shanghai Waigaoqiao
26-05-15	Sinolines	Container	8,200	TEU	4		2028				○	CMHI (Jiangsu)
26-05-07	ONE	Container	15,900	TEU	6	203.5	2029	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-04-29	OOCL	Container	13,640	TEU	12	185.0	2028				○	Hudong Zhonghua
26-04-24	D. Oltmann	Container	10,100	TEU	2	120.6	2028					HJSC Yeongdo
26-04-23	Costamare Shipping	Container	9,200	TEU	12		2028				○	Shanhaiguan SB
26-03-01	Unknown Japanese	Container	8,600	TEU	2		2028					JMU Kure Imabari
26-02-27	BAL Container Line	Container	11,000	TEU	2	118.0	2028				○	Shanghai Waigaoqiao
26-02-10	Nissen Kaiun	Container	13,000	TEU	2	160.0	2028			○		Samsung HI
26-02-10	D. Oltmann	Container	10,100	TEU	2	120.6	2028					HJSC Yeongdo
26-02-09	Maersk	Container	18,600	TEU	8		2029				○	New Times SB
26-02-06	PIL	Container	13,000	TEU	4		2028	○				HD Hyundai HI (HHI)
26-02-04	MSC	Container	11,500	TEU	8		2029				○	Penglai Jinglu SY
26-01-20	PIL	Container	13,000	TEU	4		2028				○	Hudong Zhonghua
26-01-13	COSCO Shipping	Container	18,000	TEU	12	206.7	2028				○	Jiangnan SY Group

자료: 미래에셋증권 리서치센터

단기 발주는 중소형 선대 교체가 주도 중

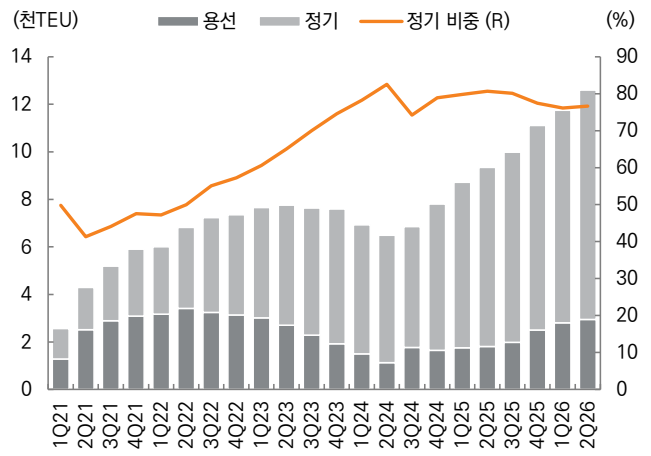
현 시점에서 컨테이너 신규수주의 대부분을 견인하고 있는 것은 1) 중소형 선대 교체발 피더/소형선 수주 확산이다. 24년도까지 Neo-Panamax급 대형선 중심의 발주가 이끌었다면, 최근에는 8,000 TEU 미만 중소형 선박으로 사이클 중추가 이동하였다. 2026년 상반기 발주 선복량의 약 40%가 8,000 TEU 미만 선박이다. 2024년 온기로 약 10%에 그쳤던 비중이다. 국내사도 현대미포의 피더(2.8k)를 필두로 중소형선박을 일부 수주하고 있으나, 중국 대비 척수로 밀리는 것도 사실이다. 점유율 기준 경쟁력을 발휘하기에 쉽지 않은 선형으로 결국 고부가 대형선박의 발주 재개가 필요하다.

그림 182. 컨테이너 선종별 발주량 및 소형선 비중



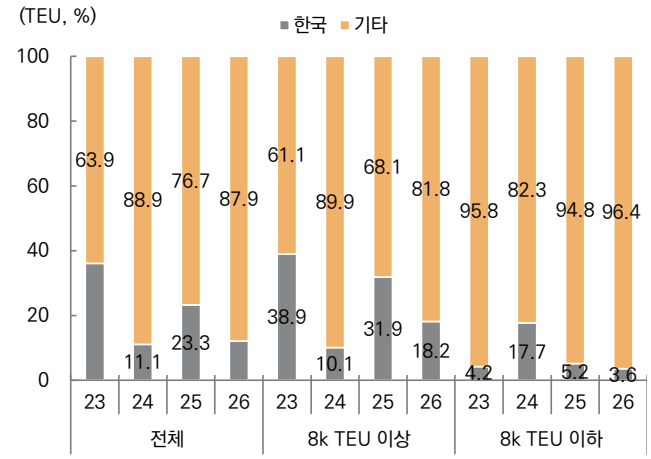
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 컨테이너 수주잔고 내 정기선, 용선 비중



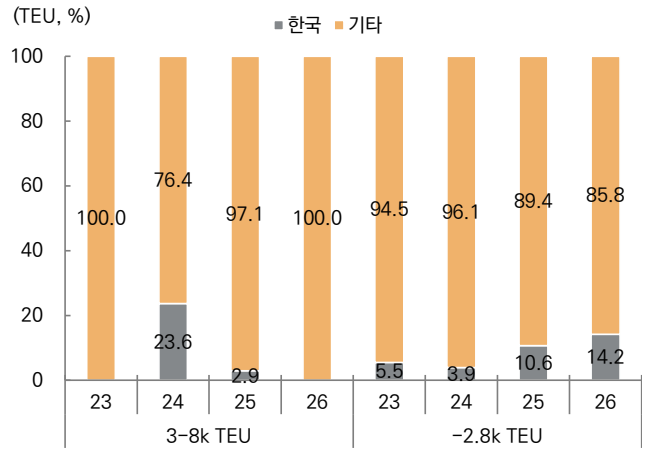
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. 연간 컨테이너선 발주량 내 국내사 점유율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. 국내사의 중소형 컨테이너선 신규수주 점유율



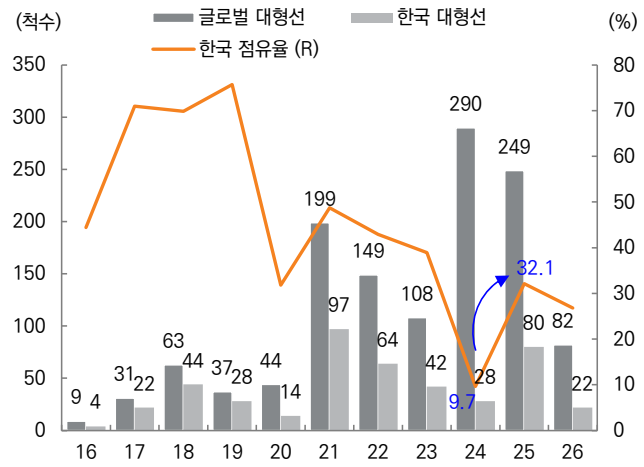
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

결국 환경규제와 중국 규제가 본격화할 필요

컨테이너에서는 결국 **3) 규제 효과: 중국 조선소 비중 축소 그리고 친환경 전환** 2개 요인이 중요할 전망이다. 주요 전방은 전 선종을 통틀어 USTR 제재 영향이 가장 높다. 특히 현재 발주를 주도하고 있는 정기선사들은 1) 높은 미국항만 이용률과 입항횟수, 2) 중국산 건조 선박 비중으로 3) 부문중 USTR 수수료 비용 부담이 가장 크다. 실제로 클락슨 추정상 컨테이너선은 수수료 익스포저가 연간 약 27억 달러로 선종을 통틀어 가장 컸으며, (현재는 제안 단계이지만) 28년까지 이론상 최대 75억달러까지 상승할 수 있다.

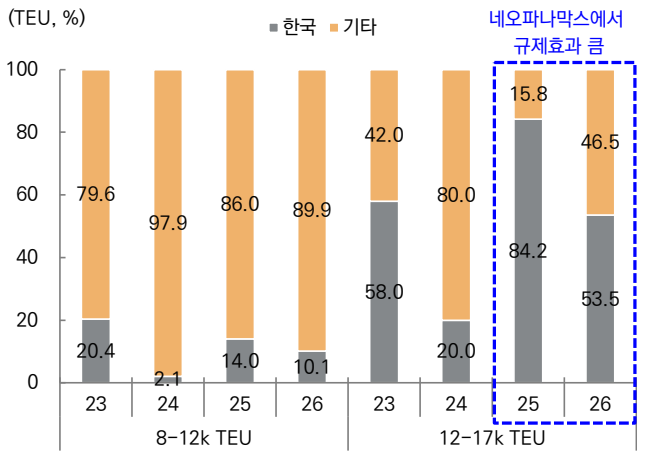
실제 USTR 규제 강도가 강했을 시기 국내사로의 수주 이전이 강하였다. 지난해 네오파나막스선 한정 국내사 수주비중은 85%에 달한다. 얼라이언스 단위에서, 중국 비중이 높은 동맹은 전략적인 비중국산 선조선박 확대에 나설 수 있다. HMM과 함께 프리미어에 속한 ONE/양밍을 시작으로, 중국 COSCO와 동행하는 CMA-CGM, 에버그린 및 미국노선 의존도가 높은 하팍로이드(현 수주잔고 중국 비중 100%)도 잠재 고객이다. 재부각될 수 있는 규제발 변동성에서 자유로운 안전 자산으로서 한국산 건조선박의 프리미엄은 용인된다.

그림 186. 연간 대형 컨선 발주량 및 국내사 점유율



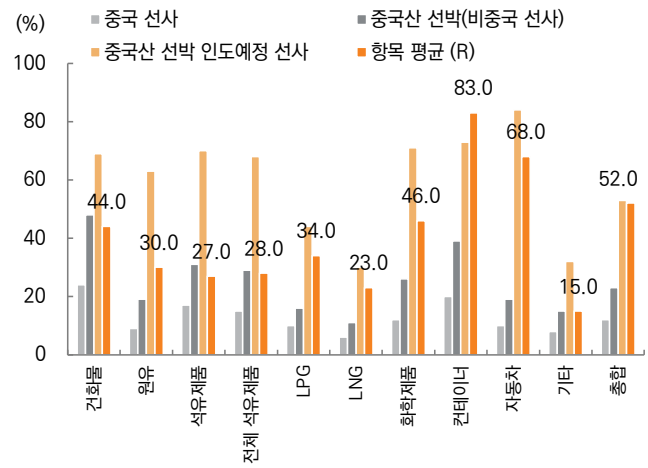
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. 국내사의 대형 컨테이너선 신규수주 점유율



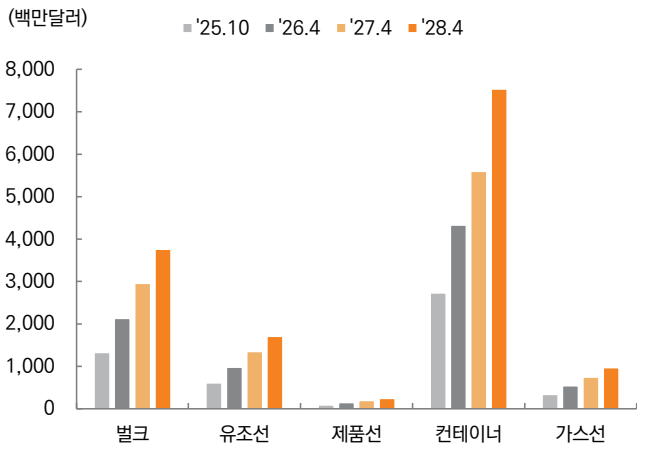
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 선종별 수주잔고 한국 및 중국 비중



자료: Alphaliner, 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. 선종별 USTR 수수료 지출액 추정



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 41. 대형 컨테이너선 국가별 수주비중

(척, 천 TEU, %)

선형	연도	척수		천 TEU		점유율	
		한국	전체	한국	전체	한국	전체
8-12k TEU	2023	9	41	76.7	376.1	20.4	79.6
	2024	2	92	18.0	851.5	2.1	97.9
	2025	16	98	137.1	976.9	14.0	86.0
	2026 YTD	4	34	40.4	333.2	12.1	87.9
12-17k TEU	2023	33	57	499.3	861.4	58.0	42.0
	2024	26	136	404.0	2024.2	20.0	80.0
	2025	46	55	666.4	791.8	84.2	15.8
	2026 YTD	12	28	173.4	389.1	44.6	55.4

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 선종별 USTR 수수료 지출액 추정

(척, 횟수, 백만달러)

선종	기항척수	입항횟수	연간 수수료				연간 총액			
			'25.10	'26.4	'27.4	'28.4	'25.10	'26.4	'27.4	'28.4
벌크	435	2.0	1.5	2.5	3.4	4.3	1,327	2,132	2,958	3,763
유조선	90	2.0	3.4	5.45	7.5	9.5	612	981	1,350	1,710
컨테이너	273	5.0	2.0	3.2	4.1	5.5	2,730	4,334	5,597	7,542
가스선	68	5.0	1.0	1.6	2.2	2.85	340	544	748	969

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 43. USTR 이후 주요 컨테이너 선사의 중국 → 한국 발주 이전 사례

선사	USTR 발표 초기	규제 완화 이후
CMA-CGM	25.01~02, HD현대중공업-中장난에 18,000 TEU 12척씩 분산발주	이후 中(장난·DSIC) 대형 발주 지속
Evergreen	한화오션-中 GSI에 24,000 TEU 6척/5척 분산발주 (에버그린의 첫 한화 발주) 10월 14,000 TEU 14척을 삼성重 7/GSI 7로 분산발주	中 병행 발주 지속
Capital Maritime	4월 삼호 8,800 TEU 6척 + 미포 2,800 TEU 8척·1,800 TEU 6척(피더)	8,800 TEU 6척 中 New Times에 병행 발주
Hapag-Lloyd	2월 한화오션과 16,800 TEU 6척 LOI 체결 (YZJ 옵션 포기)	5월 긴장 완화되며 YZJ와 재협상·중국 회귀. 12월엔 中 CIMC Raffles에 4,500 TEU 8척 발주.

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 라이너별 운영선대 내 중국산 선박 비중 (2025)

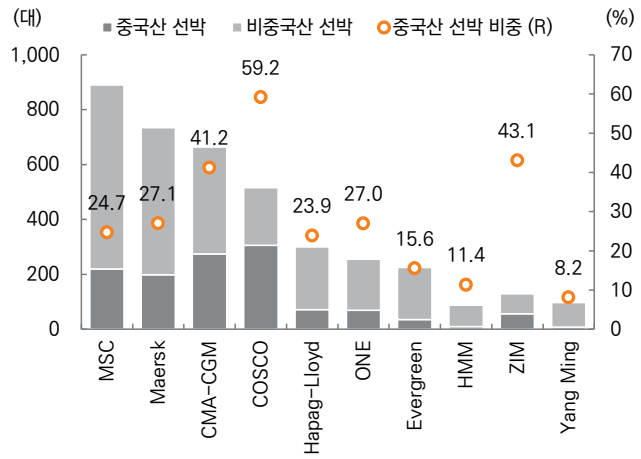
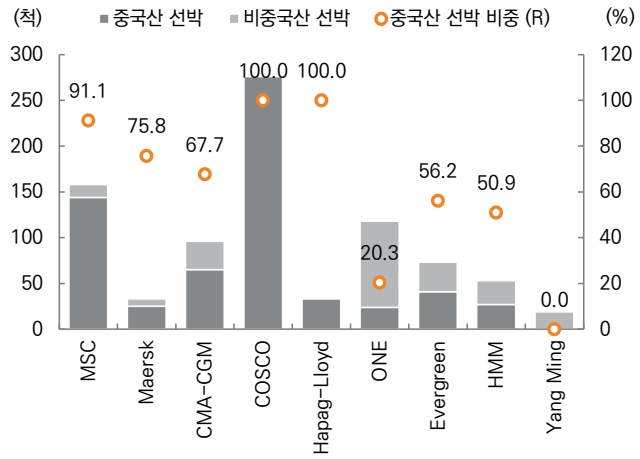


그림 191. 라이너별 수주잔고 내 중국산 선박 비중 (1H26)



자료: Alphaliner, 미래에셋증권 리서치센터

주: ONE는 MOL, NYK, K Line의 합, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

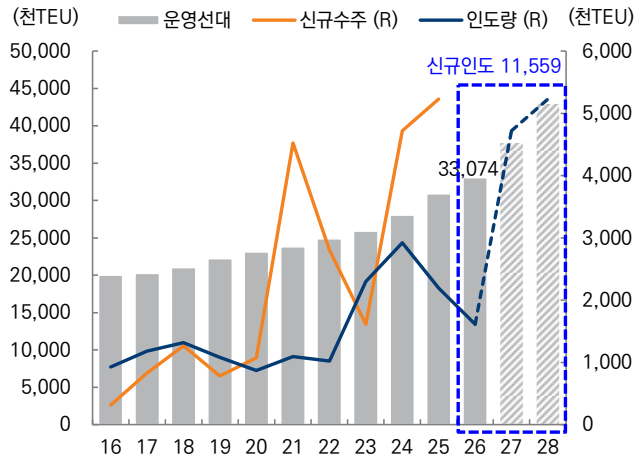
28년 이후 친환경/노후선대 교체 여력 양호

컨테이너에서 본질적 고민은 지난 사이클 간 발주가 강했다는 점에서 온다. 사이클을 주도했던 선종으로 24~25년도간 신조 발주량만 470만-520만 TEU다. 3년의 공기를 가정하면 28년까지 추가 선대 1,156만 TEU가 더해진다. 전년말 기준, 2010년 이전에 건조된 15년 이상 노후선은 총선대 중 35%, 약 1,103만 TEU로 교체수요가 상당 소진되는 것이다. 대형선 신조가 단기 숨고르기에 들어간 것은 일부 자연스러운 흐름이다.

그래서 환경규제가 필요하다. 21년, 24년 컨테이너 발주 사이클은 1) 코로나 전후 운임 수혜를 입은 선주들이, 2) 친환경 전환에 일찍이 나선 영향이 컸다. 탄소세 부담이 가장 높은 선종으로, 선속이 가장 빠르게 느려졌던 상황이다. 빠른 투자로 현재 컨테이너선 잔여 수주잔고 내 친환경선(D/F 추진선, LNG, 메탄올 등) 비중은 약 77%로, 29년 물량에 한정하면 87%에 달한다.

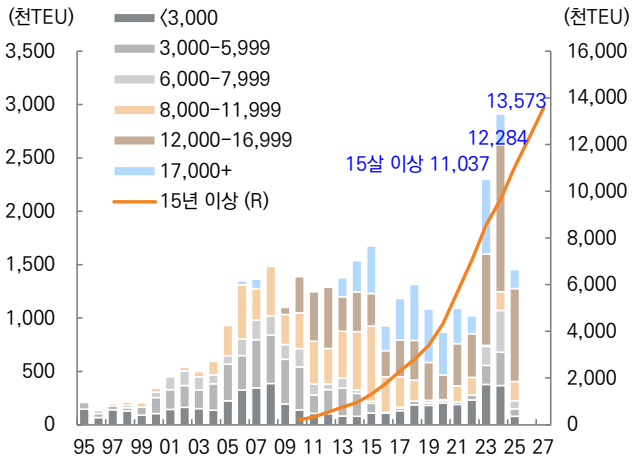
단 시계열을 현재의 수주잔고가 소진되는 28년까지만 확장해도, 발주 여력은 대폭 상승한다. 25년말 기준 글로벌 컨테이너 선대 내 친환경선 비중은 11.1%였고, 여기에 현재 수주잔고 누적 물량들을 고려하면 약 4,302만 TEU의 선단이 구성된다(폐선 미반영). 이중 1,042만TEU의 선대만이, 환경규제를 충족하는 친환경 선박일 전망이다. 잔여 3,000만 TEU 이상이 장기적 교체 대상이며, '14~'20년에 인도된 선박들이 대부분 컨벤셔널 추진선이었던 점에 인한다. 현 트럼프 정권 아래 IMO의 목소리가 단기에 힘을 되찾긴 어렵겠지만, 탄소중립 목표 달성 기한은 결국 다가오면서 중장기 교체 수요를 보장할 전망이다.

그림 192. 컨테이너 선대, 신규수주 및 인도량 추정



주: 인도시기=수주시기의 단순 +3년
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 193. 컨테이너 선대의 인도연도별 분류 및 노후선 비중



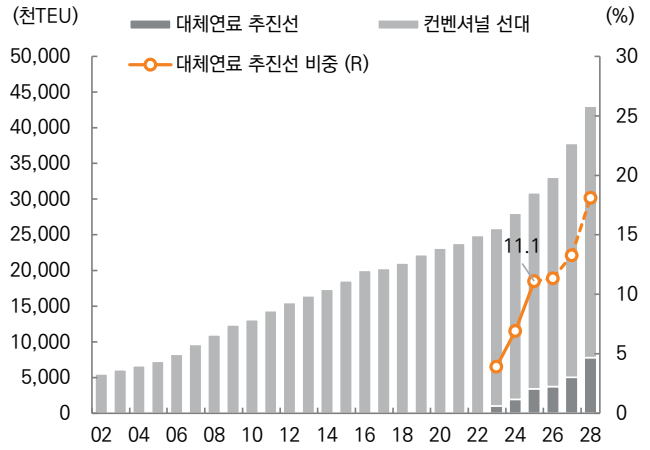
주: 선령 15년 이상=2010년 이전 건조
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 컨테이너 수주잔고 내 인도연도별 추진타입 분류

인도연도	척수				천 TEU			
	D/F	Conventional	전체	친환경 비중	D/F	Conventional	전체	친환경 비중
2025	37	64	101	36.6	246.6	96.9	343.5	71.8
2026	129	143	272	47.4	1,070.9	336.8	1,407.7	76.1
2027	223	293	516	43.2	2,270.4	909.7	3,180.0	71.4
2028	314	358	672	46.7	3,820.5	1,375.1	5,195.6	73.5
2029	258	116	374	69.0	3,500.9	417.6	3,918.5	89.3

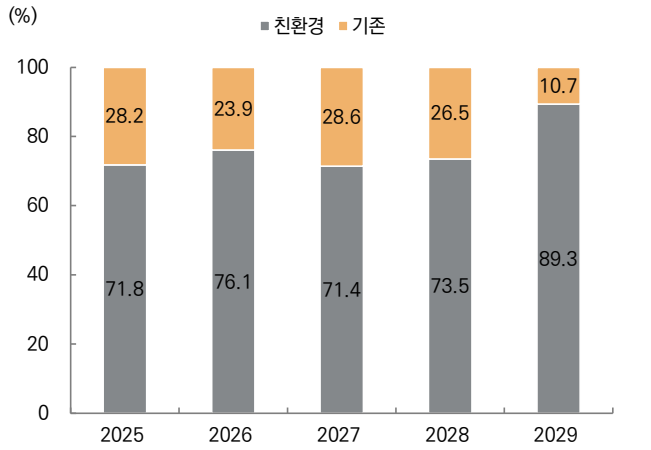
주: 현재 수주잔고 기반 당사 추정, 친환경은 Capable, Ready를 모두 포함
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. 컨테이너 선대 내 친환경 비중



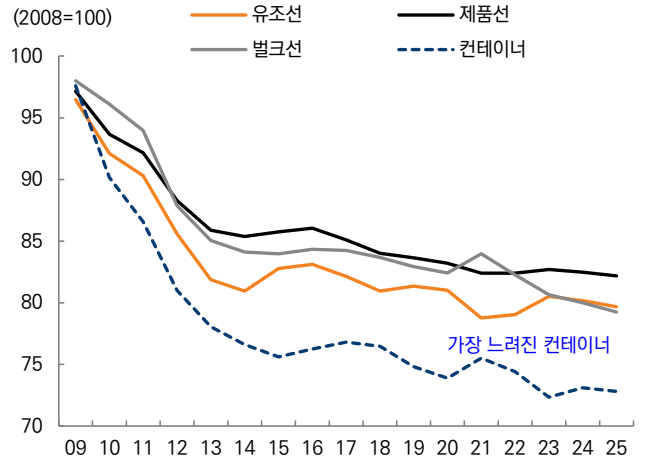
주: 현재 수주잔고 기반 당사 추정, 대체연료 추진선은 Capable 한정
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 컨테이너 수주잔고 내 인도연도별 친환경 비중



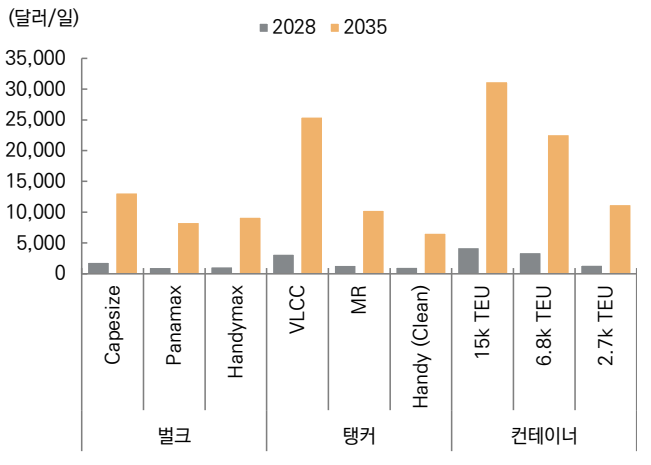
주: 현재 수주잔고 기반 당사 추정, 친환경은 Capable, Ready를 모두 포함
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 196. 선종별 저속운항 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. 선종별 VLSFO 연료 유지시 탄소세



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

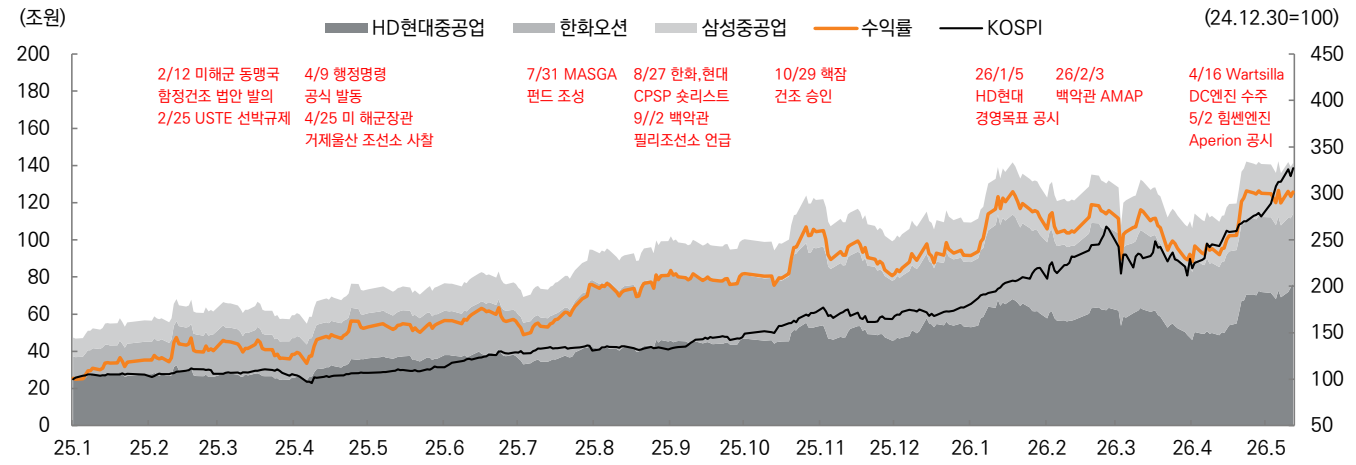
II. MASGA: 폭발적인 물량과 OPM을 보게될 것

미국 시장 진입을 위해 걸어온 길과, 걸어갈 길

MASGA는 미국발 군함/상선 수주로 1) 약 5배에 이르는 선가, 2) 30%를 상회할 마진 기대감 및 3) 슬롯 판매를 통한 신조선가 상승 촉매로 28년 이후 성장의 열쇠다. 미국은 2대 보호규제로 자국 신조수요를 보호하며, 군함의 **번스-톨레프슨법**, 상선의 **존스법**이 허들이다. 지난해 발의된 **해군 준비태세 보장법(Ensuring Naval/Coast Guard Readiness Act)**으로 미국의 비전투함·일부 전투함에 모듈·공동건조 진입 방식을 제시했다. 상선의 **SHIPS for America Act(미국 조선업 부흥법)은** 10년간 미국적 전략상선단 250척 확대와 산업 기반 확충을 목적한다. 시계열로 1) 25년 2/5 미 상원에서 Ensuring Naval Readiness Act가 발의되며 미 함정 신조시장 개방 기대가 본격적으로 국내 업체 리레이팅을 주도하기 시작했다. 2) 4/9 행정명령 E.O. 14269 서명으로 MAP(Maritime Action Plan) 수립 근거가 마련, 3) 7/31 MASGA가 한미 무역협상에서 제시되며 MRO를 넘어 선박 건조까지 협력 범위를 확대했다.

26년 들어서는 4) 2/13, AMAP(America's Maritime Action Plan)이 E.O. 14269의 실행 계획으로서 동맹국 활용을 처음 명문화, 선도함을 외국 조선업체의 본국 조선소에서 건조한 뒤 생산을 이전하는 '브릿지 전략'이 제시됐다. 5) 4월 해군의 FY2027 예산안에서도 동맹국 조선소 활용 가능성이 언급됐다. 이후 제도적 진전이 더뎌진 가운데 6) 6월 하원 NDAA에 해외 군함 건조 금지 조항이 포함되기도 했는데, 주도 의원의 지역구에 GD의 Bath Iron Works가 위치해 지역 일감 보호 성격이 강했다. 7) 8월 13일 트럼프 대통령은 국가안보 각서(NSPM)에 서명해 번스-톨레프슨법의 예외조항을 활용한 해외 건조 추진 방침을 공식화했다. 실제 제도화 여부는 FY27 NDAA 컨퍼런스에서 판가름날 전망이다. ① 해군이 요구한 보조함·비민감 모듈 관련 조항이 최종안에 반영되는지, ② 반대로 Golden 수정안과 SASC의 국가안보 예외 삭제 조항이 살아남는지가 핵심 쟁점이다.

그림 198. 국내 조선3사 시가총액과 MASGA 이벤트: 1Q25~2Q26 주도, 2분기 이후 강도 약화



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 미국 조선업 재건 정책 타임라인 (1/2)

날짜	분류	소제목	세부 내용
바이든 행정부 (2024)			
2024.03.12	규제·무역조치	Section 301 청원 제출	• 5개 노동조합(USW 등), USTR에 중국 해운·항만·조선 지배 관행 조사 청원
2024.04.17	규제·무역조치	USTR Section 301 조사 공식 개시	• 중국 해운·물류·조선 부문 지배력 급증 문제화; 1999년 5% → 2023년 50% 이상
2024.05.29	규제·무역조치	USTR 공청회 개최	• 중국: 컨테이너 95%, 인터모달 섀시 86%, STS 크레인 70% 이상 공급
2024.07	한미협력	한국 조선사 미 해군 MRO 자격 취득	• 미 해군, HD현대·한화오션에 MSRA(Master Ship Repair Agreement) 부여 • 5년간 해군 유지보수 사업 입찰 가능
2024.09	규제·무역조치	STS 크레인에 Section 301 관세 확장	• 바이든 행정부, 중국산 선박-육상 크레인(STS)에 25% 관세 확대 적용
2024.12	**법안·의회**	**SHIPS for America Act 최초 발의**	• 미 상업선단·조선업 부흥 목표에 대한 초당적 지지 확보 • ① 미상선 80척 → 250척 ② 필요시 외국 건조상선 허용 ③ 해외 수리비 50% 면세
트럼프 2기 – 출범 초기 (2025.01 ~ 2025.03)			
2025.01.06	**해군·예산**	**장기 함정 건조계획(FY 2025, 30-Year)**	• 향후 30년간 신규 군함 및 군수지원함(71척) 도합 364척 구매
2025.02.05	**법안·의회**	**Ensuring Naval/Coast Guard Readiness Act** (Byrnes-Tollefson 수정법 개정)	• 동맹국(NATO/상호방위조약국) 조선소 미해군 함정건조 허용 • ① 동맹국 소재 조선소 ② 미국 내 건조보다 비용 절감 ③ 中자본 무관 인증 → 한국은 상기 3요건 자동 충족, 한국야드 미해군함 신조 법적 근거 마련
2025.02.21	규제·무역조치	USTR 대응조치 초안 공표	• 중국 선사 운항·중국 건조 선박에 항만 입항료 부과 제안 • 최초 제안: 선박당 최대 $150만 (이후 완화)
2025.03.04	행정명령·계획	트럼프 의회 연설, 조선업 재건 선언	• 트럼프, 상하원 합동 연설에서 미국 조선업 재건 관련 행정명령 18개 조치 보도 • 트럼프, 조선 세제혜택·백악관 특별조직(Maritime Rapid Capabilities Office) 신설
2025.03.07	행정명령·계획	미 국방부, 한국에 함정 5~6척 MRO 수임제안	• MSRA 체제 확대 및 한국 MRO 능력에 대한 공식 수요 확인
트럼프 2기 – 정책 확대 (2025.04 ~ 2025.10)			
2025.04.09	**행정명령·계획**	**행정명령 E.O. 14269 서명**	• Maritime Action Plan(MAP) 수립 지시, USTR 반경쟁 관행 대응 권고 의무화 • 해양안보신탁기금·조선 인센티브 프로그램·Maritime Prosperity Zone 창설 • DoD에 Defense Production Act Title III 활용 방안 검토 지시
2025.04.17	규제·무역조치	USTR Section 301 최종 조치 공표	• 중국 선사 운항 선박: $50/NT → 매년 $30/NT 인상 (3년간) • 중국 건조·비중국 운항 선박: 별도 소규모 요금 / 외국 건조 차량운반선: 정액 • LNG 운반: 미국 건조선 수송 의무비율 부과로 대체 — 2월 초안 대비 대폭 완화
2025.04.24	한미협력	한미 2+2 관세 협상	• 한국, 미국 조선업 재건 지원을 관세 협상 협력 카드로 제시 • 이후 한미 무역협상에서 조선이 핵심 투자 분야로 부상하는 계기
2025.04.30	한미협력	미 해군장관 방한	• John P. Roth 해군장관, 울산 HD현대·거제 한화오션 방문, MRO 협력 강화 논의
2025.05.02	법안·의회	SHIPS for America Act 재발의	• S.1541/H.R.3151, 10년 내 250척 미국기 국제선단 확대 목표 • 조선소 설비 투자 세액공제 25%, 미국 건조선 투자 세액공제 33% • 동맹국과의 협력을 통한 해상 수송 능력 보강, 양측 해양 산업 지원 조항
2025.04.30	법안·의회	Building Ships in America Act 발의	• S.1536, SHIPS Act 세금 인센티브 파트 별도 분리 법안 • 선박투자 세액공제(48F), 조선소 시설투자 세액공제(48G) 제시
2025.05.15	한미협력	CSIS, 미국-동북아 동맹국 선박건조 협력 방안	• 미국의 조선 협력 대상국으로 한국과 일본을 지목, 4가지 대안 제시; ① MRO 위탁, ② 동맹국의 미국 조선소 인수, ③ 모듈화 통한 군함 공동건조, ④ 동맹국 건조함정 구매
2025.06.12	**법안·의회**	**Open America's Waters Act 발의** (*존스법 폐지)	• Jones Act(46 U.S.C. § 55102) 폐지 추진; 미국 연안 운항 건조선 독점 철폐 시도 • 통과 시 외국 건조 선박의 미국 연안 운항 허용
2025.07.25	**한미협력**	**MASGA, 한미 무역협정 기본 합의**	• 한국, 총 $3,500억 투자 중 $1,500억을 조선 분야 집중 투자로 지정 • 'Make American Shipbuilding Great Again(MASGA)' 이니셔티브 명명 • 미국 내 신규 조선소 건설·인력 훈련·공급망 재건·해군함 정비 포함
2025.08.01	법안·의회	미국 상선 동맹국 파트너십법 발의 (Merchant Marine Allies Partnership Act)	• 동맹국 건조 선박에 Jones Act 관세 50% 면제 • 관세 우회 없이 동맹국 선박을 미국 상업 시장에 편입하는 절충안
2025.08.28	법안·의회	Byrnes-Tollefson 우회 행정명령 검토 착수	• 백악관, 대통령 면제권 또는 행정명령으로 동맹국 조선소 건조 허용 검토 • 입법) 우회한 행정부 단독 처리 가능성 타진

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 46. 미국 조선업 재건 정책 타임라인 (2/2)

날짜	분류	소제목	세부 내용
2025년 계획 구체화 및 예산 확정			
2025.10.28	**한미협력**	**HD현대-HII, NGLS 공동 건조 협약**	• HD현대중공업 + Huntington Ingalls Industries(HII) 협약 체결 • 미 해군 차세대 군수지원함(NGLS) 공동 설계·건조
2025.10.29	한미협력	트럼프-이재명 2차 정상회담 (경주 APEC)	• Korea Strategic Trade and Investment 최종 확정 • $2,000억(현금, $200억/년 상한) + $1,500억(조선 투자) 구조화
2025.11.14	한미협력	57차 한미안보협의회의(SCM)	• "미 전투함정이 한국에서 최초로 MRO를 받게 될 것" 언급 • 군수지원함(AKE) 한정이던 MRO가 전투함으로 확대 예고
2025.12.18	**법안·의회**	**FY2026 NDAA (P.L.119-60) 서명**	• 총 17척 확보, 비전투함 9척 (T-AO 급유함 8척, T-AGOS 음향측정함 1척) • 최종본에서 '韓 조선사 우대 조항'(동맹국 조선소 건조 허용)은 제외 • 제한적 허용 조항: 미사일 방어 시험 지원 비전투 보조함 한정 2척의 해외건조 허용
2025.12.19	해군·예산	FF(X) 프리깃 프로그램 공식 발표	• HII의 Legend급 해안경비대 커터 설계를 기반으로 한 새 프리깃 FF(X)를 공식 발표 • 11/25 취소된 기존 Constellation급 프리깃 프로그램(Fincantieri, 2020년 계약) 대체
2025.12.22	**한미협력**	**트럼프 "Golden Fleet" 공식 선언**	• 트럼프, 마러라고 기자회견에서 Hegseth 국방장관, Rubio 국무장관 등과 함께 Golden Fleet 공식화: Trump급 전함 2척 건조 계획(USS Defiant, BBG-1) • 한화오션 언급: "프리깃은 반드시 빠르게 추진해야 하므로 한화와 협력할 것"
2026년 – 계획 구체화 및 예산 확정			
2026.02.13	**행정명령·계획**	**America's Maritime Action Plan (AMAP)**	• ① 조선역량 재건 ② 인력 교육 ③ 방산 산업기반 보호 ④ 국가안보·산업 회복력 • Bridge Strategy: 시리즈 초도함은 동맹국 조선사 본국 야드 건조 가능 (조건: 동맹국 조선사는 미국 내 야드를 소유·운영 중인 등 투자 의무화) → 한화오션은 필리조선소 통해 요건 충족해 거제·울산 야드 건조 가능
2026.04	해군·예산	해군, FY2027 예산안 제출	• 총 국방비 $1.5조 (FY2026 대비 +44%): 재량 $1.15조 + 조정예산 $3,500억 • 27년 조선 예산 $658억: 유인함정 34척(전투함 18척 + 비전투함 16척), 무인 5기 • 향후 5년간 유인함정 122척, 무인 플랫폼 63척
2026.05.09	한미협력	한미 조선협력 MOU 체결 (KUSPI)	• 상무부 ITA + 산업통상자원부 MOU 체결 • Korea-U.S. Shipbuilding Partnership Initiative(KUSPI) 공식 출범 • 워싱턴 D.C. 한미조선협력센터 연내 설립 예정 (R&D·직접투자·인력훈련·정보공유)
2026.05.11	**해군·예산**	**미 해군 함정 건조계획(FY2027)**	• 'Golden Fleet': Trump급 핵추진 전함($175억/척), 차세대 프리깃, 무인수상·수중함 • 해외 조선소 협력 및 동맹국 생산 활용 방안 제시: 2027 NDAA 통한 입법 변경 제안 ① 지원함 최대 2척 해외건조, ② 전투함 모듈 해외제작 허용
2026.06.05	법안·의회	하원, FY2027 예산안 제출	• 미국 하원 군사위원회(HASC), 2027 NDAA 44:12로 가결 • 해외 군함 건조 금지조항 포함 (민주당, 제러드 골든 하원의원) • 메인 2선거구 내 배스 아이언 웍스 조선소 영향 예상
2026.06.20	한미협력	G7 정상회의 등 유럽 순방 결과 브리핑	• 트럼프, 미 군함 10척 빠르게 건조해줄 수 있느냐 질의
2026.07.08	한미협력	NATO 정상회의 계기 한미 정상 조우	• 美군함 건조 관련 후속협의, 실무 협의 이어나갈 계획 • **미 국방부와 해군, 국내 조선사에 전투함/급유함 RFI(정보요청서) 송부 확인**
2026.08.13	**행정명령·계획**	**트럼프, 국가안보 대통령각서(NSPM) 서명**	• **10 U.S.C. §8679(b)의 국가안보 예외조항 활용, 함정 해외건조 추진 방침을 공식화 (Rebuilding the U.S. Navy and America's Shipbuilding Industrial Base)** • 통보 후 30일간 입법적 제동이 없을 경우 적용 가능 • 최대 3개 함급(수상전투함·콘솔탱커·Ro-Ro) 초도 2척은 해외, 3번함부터 미국 건조
2026.09.03	해군·예산	해군, 신형 호위함 사업에 한국·일본·터키 검토	• 백악관과 미 해군이 새로운 호위함(frigate) 함급 후보로 한국·일본·터키 설계를 검토 • 핀란드 모델에 따라 초도 최대 2척을 해외 건조, 이후 현지 조선소 이전 방식 고려 • 검토 결과는 2026년 11월 12일까지 제출될 예정

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 47. 미국 조선업 보호 2대규제: 상선의 존스법, 전투함의 번스-톨레프슨

구분	존스법 (Jones Act)	번스-톨레프슨법 (Byrnes-Tollefson)
근거	1920년 상선법(Merchant Marine Act of 1920) 제27조	10 U.S.C. §8679 (구 §7309), 1965 등장 → 1968 수정
대상	미국 내항 상업 운송(민간 상선). (= 미국 항구↔항구, 영해·EEZ 자원운송, 미국령 포함)	정부 조달·지원 함정 (=해군 전투함·보조함 등)
목적	1차대전 후 조선업 육성·전시 상선대 유지	냉전기 조선업 보호·군사기밀 유출 차단
핵심 요건	4대 요건 100% 충족: ① 미국 건조 (Built): 건조 장소가 미국이어야 함 ② 미국 소유 (Owned): 지분 75%↑ 시민권자가 보유해야 함 ③ 미국 등록 (Flagged): 소유와는 별개의 기국 요건 ④ 미국인 승선 (Crewed): 선원 75%↑ 이상이 미국 시민·영주권자	함정 100% 미국 본토 건조 원칙 - 엔진·추진계 등 주요 구성품도 미국산
외국 조달 허용	의장품(주기·보조엔진·크레인·스퍼드)은 해외 가능. - 주요 구조물(블록 등)은 강재중량의 1.5% 초과 불가	원칙적 전량 미국 - 미국 건조선이 없거나 비용·일정상 불가할 시 제한적 예외조항 발효
예외 조항	46 U.S.C. §501, 국토안보부 장관이 국가안보 목적 면제 - 국방부 요청/재난/소형선/특수상황 - 30~180일 한정	대통령 국가안보 재량 - 의회 사전통지 후 30일 경과 시 계약 가능 ㄴ 실제 이행된 적 없음

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 48. 미국 조선업 부흥 관련 법안

명칭	시점	유형	핵심 내용	소관 상임위 심사 현황
① Ensuring Naval/ Coast Guard Readiness Act S.406/407, H.R.4951 (Lee·Curtis)	2025.2.5 2025.8	상원 발의 하원 발의	• NATO 회원국/상호방위조약 체결 인태국가(한국·일본 등) 조선소 • 함정·주요 구성품(선체·상부구조) 건조 허용 • 단, 국내 건조 대비 비용이 저렴할 것 • 대통령이 의회 통지 후 30일 경과 시 계약 가능 • 중국계 기업 소유·운영 조선소 배제(사전 인증 의무)	상원/하원 군사위 계류 상원 상무위 계류
② SHIPS for America Act S.1541, H.R.3151 (Kelly·Young·Garamendi)	2025.4.30	입법 (재발의)	• 10년간 미국적 전략상선단 250척 확대(Strategic Commercial Fleet) • 정부 화물 100% 미국적선 수송 의무화(현행 50%→상향) • 해양안보신탁기금·해양안보보좌관실 신설 • 중국 수입화물 일정비율 미국적선 의무화·외국선 관세 활증 방향	상원 상무위 계류
③ Merchant Marine Allies Partnership Act H.R.4839	2025.8 발의	존스법 개정 (조건부 완화)	• 지정 우방국(Foreign Ally Shipping Registry 등재국) 건조선박 • 존스법 "미국 건조" 요건을 우방국 건조까지 확대(전면 폐지 아님) • 조건부 연안운송(coastwise) 자격 부여 • 최대 5년(갱신 가능) 운송 허가	하원 계류.
④ Open America's Waters S.2043 / H.R.3940 (Lee·McClintock)	2025.6.12	발의	• 존스법(46 U.S.C. 연안운송 제한) 전면 폐지 • 미국 건조·등록·소유·승선 4대 요건 모두 삭제 • 에너지 물류비 절감·대러 의존 해소	상원 상무위 계류. 폐지 반대 로비 강력
⑤ Save Our Shipyards (Green·Kiggans·Davis)	2025.3.13	발의	• 해양산업기반 국가위원회설립 (Ntional commission on the maritime industrial base) • 조선·수리·항만·인력 실태조사 후 재건 정책 권고	하원 국토안보위 계류

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

군함, 법안 정체 vs 행정부 우회 추진

군함의 경우 해군 준비태세 보장법(ENRA) 통과 여부보다는, FY27 NDAA 협상 과정에서 해외 건조를 어디까지 허용할지가 관건이다. ENRA는 상원에서 S.406이 2025년 2월 5일 발의된 뒤 상원 군사위원회(SASC)에 회부됐으며, 하원에서도 H.R.4951이 2025년 8월 발의된 후 하원 군사위원회(HASC)에 회부됐지만 이후 위원회 단계에서 별다른 진전이 없다. 이유는 **1) 의회 내 주요 게이트키퍼들의 지역구 이해관계**다. 양원 군사위원회와 시파워 소위의 핵심 인사들은 미시시피(Wicker, Kelly), 메인(Golden), 코네티컷, 버지니아 등 미국 주요 조선소가 위치한 지역을 기반으로 적극적으로 진전시키기에는 정치적 부담이 크다. **2) 양원 군사위원회의 입법 추진도 견제를 강화하는 방향**으로 움직이고 있다. FY27 NDAA 논의 과정에서 SASC는 기존 국가안보 예외조항의 삭제를 추진했고, HASC에서는 Golden 수정안을 통해 해외에서 건조되는 함정에 대한 예산 집행을 제한하려는 움직임이 나타났다.

다만 행정부 입장에서는 ENRA 통과가 반드시 필요한 것은 아니다. 현행 §8679에는 이미 대통령이 국가안보를 이유로 해외 건조 제한을 예외 처리할 수 있는 권한이 존재하고, 8월 13일 국가안보 각서(NSPM)가 이에 발판한 것이다. 정치적 비용이 큰 법률 개정보다는 기존 예외조항 활용 → 관련 예산 반영 → 해군이 요구하는 제한적 법 개정이라는 우회로를 택하고 있는 것으로 판단된다. 예산안에는 외국 군함 설계 검토를 위한 18.5억달러가 반영됐으며, 해군 역시 보조함 2척과 비민감 모듈 등 제한된 범위의 개정을 요청하고 있다.

실제 제도화는 FY27 NDAA 컨퍼런스에서 (1) 해군이 요청한 보조함·모듈 조항이 반영되는지, (2) 반대로 Golden 조항과 SASC의 예외 삭제 조항이 생존하는지의 쟁점에서 갈릴 것으로 보인다. 의회의 견제가 여전히 강하다는 점에서 해외 군함 건조가 단기간에 전면 허용될 가능성을 높게 보기는 어렵다. 그러나 대통령 권한 행사와 실제 예산 숫자로 구체화되기 시작했다는 점, RFI(정보요청서) 송부로 수주 가시성이 점증하고 있는 점을 들어 행정부의 건조 추진 의지 역시 강력하다. 보조함·모듈 등 제한된 분야에서 시작할 순 있겠지만, 점진적으로 범위가 확대되는 경로가 보다 현실적인 시나리오로 판단된다.

그림 199. 트럼프, 8/13 NSPM 통해 함정 해외건조 금지 면제권(Waiver) 행사

자료: 백악관, 미래에셋증권 리서치센터

상선의 Ship's Act: 초당적 지지 형성 중

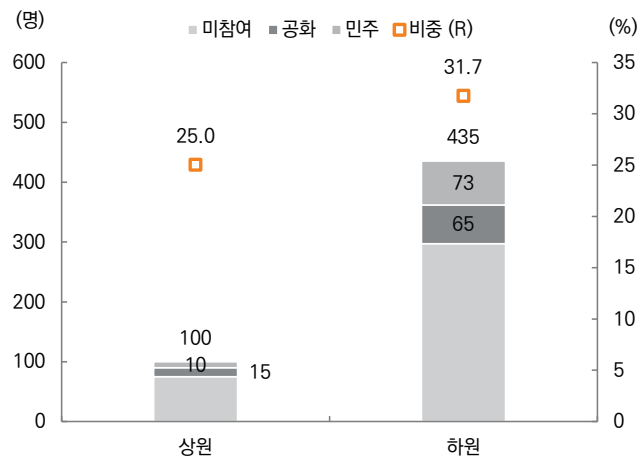
상선의 경우 7월 하원의 FY27 NDAA(H.R.8800)아래 관련 2개 수정안이 채택됐다. **SHIPS Act 편입 수정안(Amendment #133)**은 전략상선단(10년간 미국적선 250척 확대) 이외 조선 금융·세제 인센티브(조선소 투자세액공제 25%, Title XI 선박금융의 리볼빙 전환), 해양 인력 개발 등 상선 재건 조항을 대거 포함했고, **2) AMAP 이행 수정안(Amendment #1311)**은 조선 인프라·항만·해양 인력 예산, Maritime Prosperity Zone, 조선소 Capital Construction Fund 등을 담았다.

남은 절차는 양원 각 본회의 통과→컨퍼런스(최근 수 년간 비공식)로 차이 조정→조정안 양원 재통과→서명이다. NDAA는 지난 60여 년간 매년 통과됐으나 통상 12월에 대통령 서명이 이뤄지는 만큼, 최종 판단 시점은 연말이다. 해당 시점까지 상기 조항의 최종 생존 여부를 지켜볼 필요가 있다. 현재 상원 공동발의자가 24명(공화 15·민주 9, 24%), 하원에서도 137명(공화 64·민주 73, 435석의 31.5%)으로 초당적 지지가 형성되는 점은 긍정적이다.

그림 200. 미국 연방 입법절차 도식

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 201. SHIPS Act 공동발의 의원수 및 비중



자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. 연간 NDAA 입법 경로 및 일자

주: 날짜는 지난해 발효된 FY2026의 단계별 완료시기를 기재
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

한국의 대미 조선투자: 협의체 중심의 공동투자, 개별사 투자도 병행

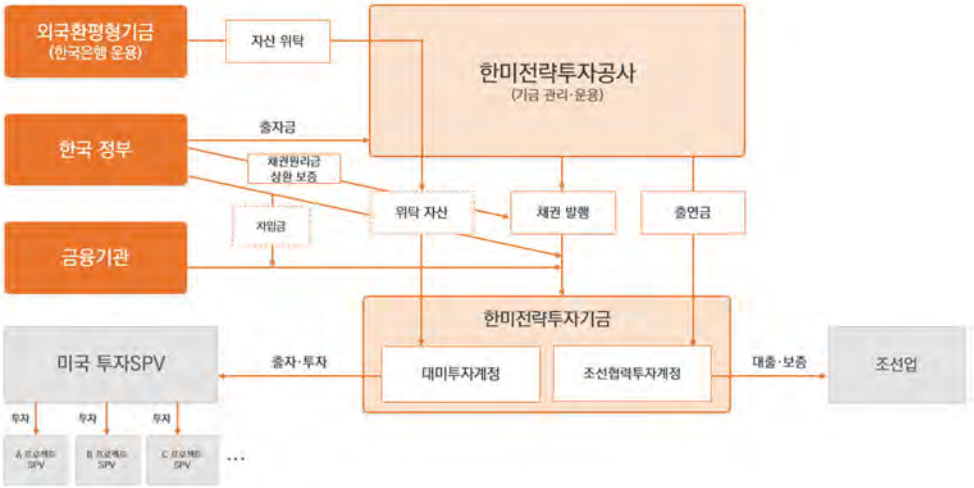
한국 측의 구심점은 지난 6월 25일 '한미 조선협력투자의 효과적 이행을 위한 업무협약(MOU)' 체결 통한 조선협력투자 협의체가 될 것으로 보인다. 한미전략투자공사(KUIC)와 정책금융기관(수출입은행·산은·무역보험공사·해진공), 조선 3사가 모두 참여한다. 등기일로부터 20년간 존속하는 투자 기구로 총 3,500억달러의 계정에서 핵심산업투자용 2,000억달러(원전, 반도체 등) 이외, 1,500억달러의 조선업 목적 계정이 별도 조성되었다. 동반된 한미전략적투자특별법이 6월 18일부터 시행에 들어갔으며, 협의체를 통해 발생하는 모든 수익은 한국 기업에 귀속되도록 뒷받침한다.

표 49. 한국 대미투자 규모 및 운영 매커니즘 (한미 전략적 투자 양해각서('25.11) 기준)

구분	세부 분야	주요 내용
대미 전략투자 (2,000억달러)	투자선정 기준 및 방법	• 상업적 합리성을 기준으로, 원리금 회수 가능성이 전제된 수익성 있는 투자
	투자일정	• 트럼프 대통령 임기가 끝나는 2029년 1월까지 투자 사업 대상 우선 선정
	투자금 집행	• 연간 200억 달러 한도 내에서 사업 진척도에 따른 자금 요청(Capital call) 방식
	투자금 배분 방식	• 상위 투자 SPV와 개별 프로젝트 수행을 담당하는 프로젝트 SPV를 분리
	회수 방식	• 투자금을 프로젝트별로 배분·투입하고, 각 프로젝트 수익을 통해 원리금 회수
	수익 배분	• 간주배분액 충족 전까지는 한·미 5:5, 충족 이후에는 1:9 • 각 프로젝트의 수익은 해당 프로젝트 SPV가 수취 • 상위 투자 SPV가 이를 모아 한국이 투자한 만큼 이자 상환에 활용
	미국 지원	• 추진에 필요한 연방부지 임대, 용수·전력 공급, 구매계약 주선, 절차 간소화
조선협력투자 (1,500억달러)	추진 방식	• 미국 투자위원회가 승인한 사업에 대해 한국 정부가 민간투자, 보증, 선박금융
	수익 귀속	• 투자 수익은 전부 한국 기업에 귀속
	미국 지원	• 추진에 필요한 연방부지 임대, 용수·전력 공급, 구매계약 주선, 절차 간소화

자료: 국회예산정책처, 미래에셋증권 리서치센터

그림 203. 한미전략투자기금의 재원 조성 및 자금집행 구조



자료: 국회예산정책처, 미래에셋증권 리서치센터

회사별로는 한화오션이 필리조선소 인수와 Austal 지분투자를 통해 가장 앞서 있는 가운데, HD현대가 HII와의 파트너십 및 공동투자펀드 조성으로 뒤를 잇고 있으며, 삼성중공업도 GD NASSCO와의 컨소시엄 구성과 현지 R&D 역량 확충을 통해 미국 시장 진출 기반을 마련하고 있다.

표 50. 국내 조선 3사 미국 투자 현황

기업	투자 프로젝트	개시 시점	투자 금액	설명
현대	해외 투자법인 신설	2025.8	미정	HD현대미포를 흡수합병, HD한국조선해양이 해외사업 전담 투자법인을 설립 미국 직접 인수·집행은 아직 미확정
	HII 파트너십	2025.4 MOU	미정	2025년 4월 해양항공우주전시회 통해 방산 협력 MOU
		2025.10 MOA	미정	경주 APEC서 HII 자회사 Newport News, Ingalls에 블록·자재 공급방안 모색 현지 생산시설 인수·신설 투자 및 엔지니어링 합작사 설립 검토 2026년 4월 NGLS 개념설계 입찰은 탈락 (한화·삼성이 수주)
	한미 조선 공동투자펀드	2025.8 MOU	50억달러	산업은행·서버러스캐피털과 투자펀드 조성 미국 조선소 인수·기자재 투자 지원
	ECO (Edison Chouest Offshore)	2025.6	미공개	미국 현지 상선 공동건조 위한 전략적·포괄적 파트너십 2028년까지 중형급 컨테이너선 공동건조; 설계, 기자재 구매대행 및 블록 공급 **ECO는 현지 상선 건조 야드 5곳 운영, 해양지원선(OSV) 직접 건조*
	미해군 MRO	2025.10~	건별 수백억원대	화물보급함(USNS 앨런 셰퍼드) 등 7함대 물량 수주
한화	필리조선소	2024.12 인수	1억달러 (1,380억원)	2024년 6월 아커 본계약 2024년 12월 한화시스템 60%($6천만) + 한화오션 40%($4천만), 지분 100% 인수
		2025.8 추가	50억달러 투자 (7조원)	2025년 8월 한미정상회담 통해 추가투자 발표; 건조능력 연 1~1.5척→최대 20척 2026년 6월 해저 SRIV 인도; 미국 내 존스법 준수 건조/인도 첫 사례
	오스탈	2025.3 취득	9.9% + TRS	2025년 3월 지분 9.9% 취득 + TRS, 동시 CFIUS·FIRB에 19.9% 확대 승인 신청
		2025.6 미국 승인		2025년 6월 미국 CFIUS는 "미해결 국가안보 우려가 없다"며 100%까지 확대 허용
		2025.12 호주 승인	〈 19.9% (최대주주) 〈 100% (경영권)	2025년 12월 호주 FIRB 최종 승인, 단 19.9% 초과 금지 2026년 ~ 지분 매입 미완, 최대주주(타타랑벤처스 19.28%) 지위 유지 CFIUS·FIRB 외 미 국방방첩안보국(DCSA) 승인 필요
	VARD Marine	2026.3 계약	~130억원 약 9조원 (13척)	한화디펜스USA·필리조선, VARD Marine 하청으로 NGLS 개념설계 참여 2027년 1분기까지 개념설계 완료 예정 향후 필리조선소 연계 통한 건조매출 공략 (총 13척, 9조원대 추산)
	Gibbs & Cox 설계 MOU	2026.4	미공개	2026년 4월 SAS에서 함정 설계역량 강화 MOU – 전투함(DDG·FFG) 초점 **깁스앤콕스는 2차대전 이후 미 수상함 70% 이상을 설계*
	미해군 MRO	2024.8~ 2026.3	건별 수백억원대 1,654억원 (유상증자)	2024년 8월 군수지원함(USNS Wally Schirra) 시작으로 유콘·찰스드류 등 수주 한화오션USA홀딩스(미국투자 총괄 중간지주) 통해 추가 운영자금 수혈
삼성	GD NASSCO·디섹 컨소시엄	2026.4 수주	~130억원	서부 최대 조선소 GD NASSCO, DSEC과 개념설계 수주에 성공 *"한화와 동시 수주 후 건조 물밑경쟁.*
	비거마린(Vigor Marine)	2025.8.25 MOU	미공개	2025년 8월 25일 한미정상회담 계기로 비거마린과 MRO 체결. 비거가 원청·삼성이 하청, 현지법인 설립·MSRA 인증 추진 2026년 상반기 7함대 첫 입찰
	디섹(DSEC) 밸류체인 MOU	2025.11	미공개	2025년 11월 설계·기자재 전문기업 디섹과 마스가 밸류체인 구축 MOU
	샌디에이고 주립대	2026.3	미공개	2026년 3월 공동 R&D센터(SSAM) 설립 GD NASSCO와 인접 지역으로 기술협력 관계 및 MASGA 협력방안 모색

자료: 미래에셋증권 리서치센터

최대 600조원 이상의 OPM 30%+ 시장, 전투함 수주 현실화가 조건

1) 미국 함정 신조시장 TAM 1.2조달러: 미 해군의 25년 함정 건조계획(25~54년)상 향후 30년간 364척의 신규함정 건조 수요가 발생한다. 운용선대 규모를 24년 295척에서 30년 초반 300척, 54년도 390척까지 증강할 계획이다. 예산의 경우, 미 해군은 30년 총 9,030억달러, 연평균 301억달러의 지출을 추산했으며 CBO(의회예산처)는 조선 인건비 및 자재비 증가를 반영하여 향후 30년간 1조 2,036억달러, 연평균 40조원의 예산을 전망했다.

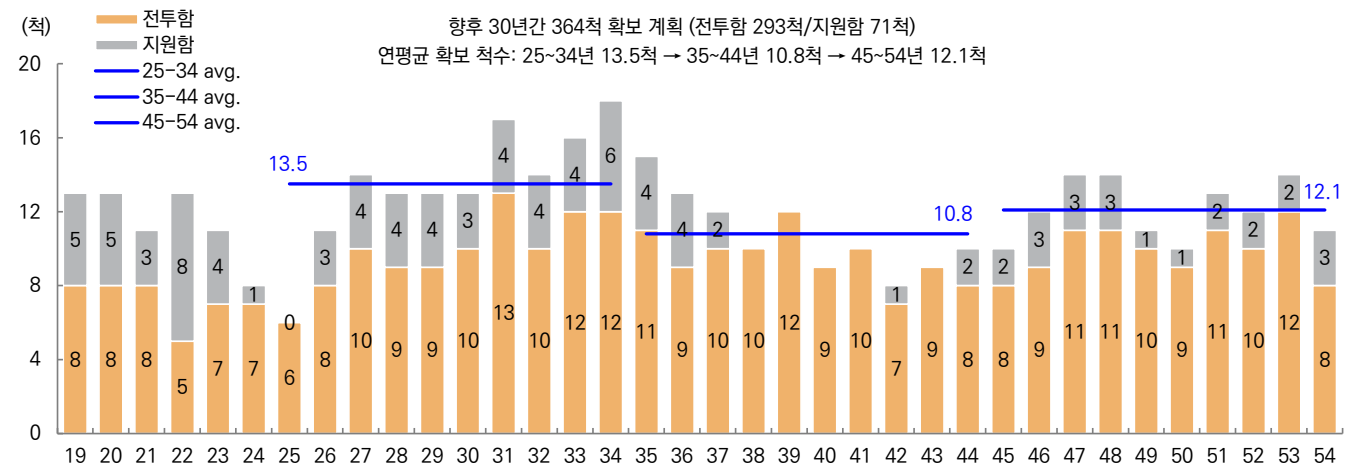
2) 한국 조선사 유효시장, 진입 선종에 따라 386조원 ~ 600조원 이상: 초기 수주 가능성이 높은 선종으로 소형 프리깃과 상륙함, 비전투함(군수지원함/보급함) 배정예산을 합하면 22.9%, 예산 기준 2,759억달러, 한화 386조원이다. 여기에 대형 수상전투함(구축함, 1,850억달러)까지 블록으로 건조할 수 있다면, 접근 가능한 한국 조선사들의 유효시장 규모는 약 4,610억달러, 한화 622조원(TAM 대비 38.3%)에 달한다.

표 51. 미해군 함정 건조계획(2025): 선종별 30년 구매계획 및 예산, 한국 TAM 규모 추산

분류	원문 명칭	25~54 구매계획 및 예산			
		척수	십억달러	조원	
항공모함	**Aircraft carriers**	6	137	192	
잠수함		75	511	716	
탄도미사일 잠수함	Ballistic missile submarines	10			
순항미사일 잠수함	Large payload submarines	6			
공격형 잠수함	Attack submarines	59			
	Virginia class submarines with the Virginia payload module	9			
	Virginia class submarines	36			
	SSN(X) next-generation attack submarines	14			
구축함	**Destroyers (Large surface combatants)**	**51**	**185**	**259**	
	DDG-51 Flight III destroyers	23			
	DDG(X) next-generation surface combatants	28			
호위함	**Frigates (Small surface combatants)**	**81**	**118**	**165**	
	FFG-62 frigates	24			
	FFG-62 Flight II frigates	57			
상륙함	**Amphibious ships**	**25**	**102**	**143**	
	LHA-6 amphibious assault ships	8			
	LPD-17 Flight II amphibious transport docks	5			
	LPD(X) next-generation amphibious ships	12			
비전투함	**Amphibious ships**	**126**	**56**	**79**	
군수지원함	Landing ships	55			
전투보급함	Combat logistics and support ships	71			
기타			94	132	
총계		364	1,204	1,685	**총 TAM 대비 (%)**
초기 수주가능성 高 시장		232	275.9	386	22.9
한국 조선사 유효시장		**283**	**460.9**	**645**	38.3

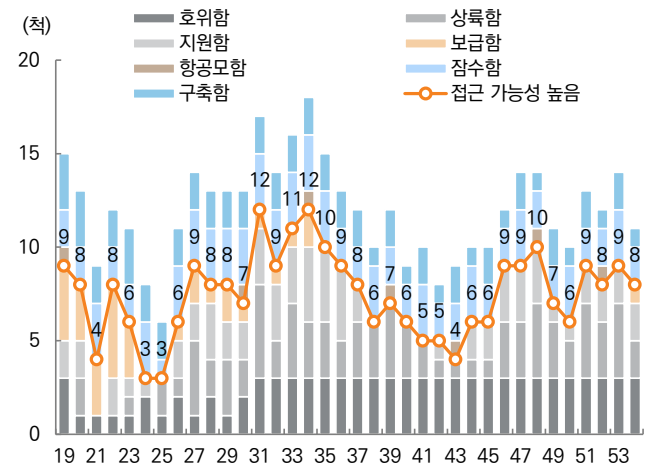
주: USDKRW=1,400, 기타 = 해양조사선(oceanographic survey ships), 수송·군수지원선(sealift ships), 무인수상정(USV) 및 의장·인도후 장비/공구 구매비용 (outfitting & postdelivery)
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 204. 미 해군 함정 건조계획(2025): 연간 신규 구매척수



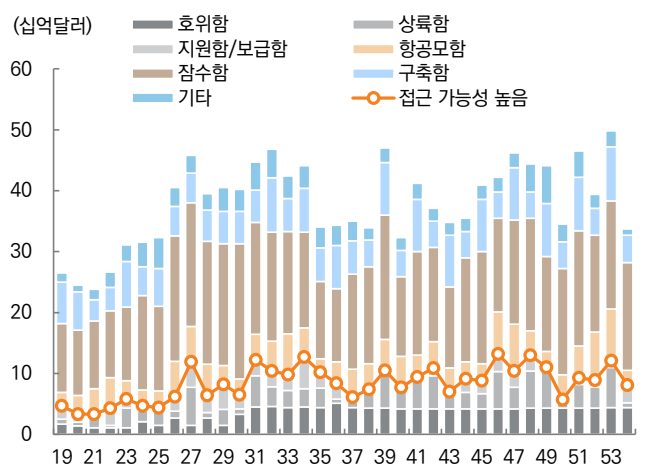
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 205. 미 해군 선종별 연간 신규 확보 척수



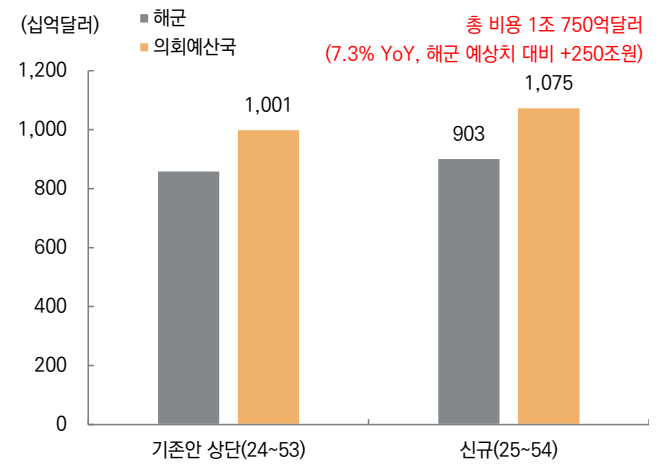
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 206. 미 해군 선종별 연간 발주예산



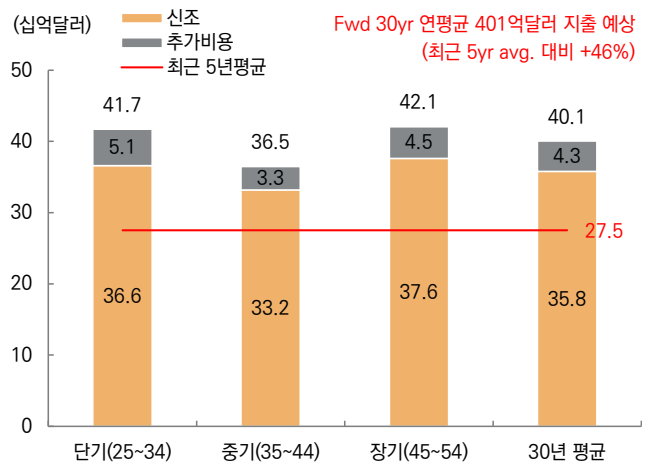
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 207. 미 해군 함정 건조계획(2025): 건조예산 총액



자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 208. 미 해군 함정 건조계획(2025): 연평균 지출 비용



자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

3) 한국 조선사 단기 유효시장(Fwd 5년, FY27~FY31) 70척, 1,274억달러로 추산한다. 항모/잠수함 등 민감선종을 제외하고, 동맹국 야드의 모듈 제작 또는 선도함 건조가 명시적으로 언급한 선종들을 반영하였다. 해군은 FY27 건조계획을 제출하면서 국방수권법(NDAA)에1) 수상전투함에서 미국 주계약사가 동맹국 조선소에 비민감 대형 모듈(선체 구조물 등) 제작을 하도급할 수 있도록 허용하는 방안을 제시했다. 2) 비전투함은 더 직접적으로 최대 2척을 해외에서 직접 건조할 수 있도록 허용하는 방안도 담겼다.

동맹국 외주 유력 선종으로 BBG(X), DDG 51, LHA, LPD 등이 명시됐다. FY27~FY31 신조 예정 함정 60척, 총 2,525억달러 가운데 수상전투함과 상륙함에는 44척, 1,052억달러가 배정됐다. 전체 신조 예산의 약 42%에 해당하는 규모다. 미국이 함정 설계를 주도하되 비민감 모듈은 해외 조선소에서도 제작할 수 있도록 우회할 전망이다. 단기적으로 사업 가시성이 높은 FF(X) 차세대 호위함이 우선적인 진입 기회로 판단되며, 중장기적으로는 대규모 예산이 투입되는 DDG급 구축함, 상륙함으로의 확대가 이상적이다.

표 52. 미국 향후 5개년 함정 발주계획 및 프로그램별 건조일정 (척, 십억달러)

분류	선종	신조 함급	척수					총계		비고
			FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	척수	예산	
전투함	항공모함	CVN 78 (Ford급)			1			1	22.3	FY29 선도함, Nimitz급 대체
	잠수함	SSBN 826 (Columbia급)	1	1	1	1	1	5	62.0	FY26~ 연1척 직렬생산 (GDEB, HII-NNS)
		SSN 774 (Virginia급)	2	2	2	2	2	10	62.9	Block VI(6척)+Block VII(4척)
		SSN(X)								2040년대초 선도함 건조
	수상함	BBG(X) (Trump급)		1		1	1	3	43.5	FY28 선도함, $12~13bn/척
		DDG(X)								FY30~ 퇴역하는 DDG-51 대체, 병행추진 논의
		DDG 51 (Arleigh Burke Flight Ⅲ)	1	1	1	2	2	7	25.3	차세대 실전배치까지 직렬생산 지속, 연 2척
		FF(X) (Legend급 개량)	1		1		2	4	7.0	FY27 선도함 건조, 총 70척 (HII+멀티야드)
	상륙함	LHA 6 (America급)	1		1			2	9.6	HII Ingalls
		LPD 17 (San Antonio급)	1	1	1	1	1	5	12.9	HII Ingalls
		LSM	6	6	4	4	3	23	6.8	2026.2 RFP, FY27~ Bollinger(1)·Fincantieri(4)
	전투함 소계		13	12	12	11	12	60	252.5	
	전투함 소계 (동맹국 외주)		**10**	**9**	**8**	**8**	**9**	**44**	**105.2**	
비전투함	군수지원함	T-AO 205	2	1	1	1	2	7	7.5	5척 기인도, 총 20척 계획 (GD NASSCO)
		T-AOL					1	1	0.6	잠정 13척~(30척), 개념설계 수주
		T-AGOS(X)	1	1	1	1	1	5	3.1	설계 (Austal)
		CONSOL 탱커							2.3	선도함 동맹국 건조
	잠수함모함	AS(X)	2					2	4.4	
	비전투함 소계		**5**	**2**	**2**	**2**	**4**	**15**	**17.9**	
해안경비대	경비함	NSC (Legend급)						10		HII Ingalls, ~$670M/척, 10번함 취역(2024.04)
		OPC (Heritage급)						11	4.3	Austal Stage2 주계약
		FRC (Sentinel급)						10	0.6	Bollinger 건조종, FY28~ 옵션 +10척
	쇄빙선	WCC (내륙수로커터)						~30	0.8	Birdon America 계약
		ASC (북극안보커터)						11	3.5	RMC(핀란드)-Bollinger 공동건조
		PSC (대형쇄빙선)						3	5.1	Bollinger Mississippi 건조중
해사청	다목적선	NSMV (다목적선)						5		필리조선소 건조, 5번함 인도 (2026)
	전략수송선	RO/RO 신조 (Sealift)	1	1		1	2	5		NSMV VCM 모델 준용
		대형 RO/RO 중고	1	1				2		
단기 유효시장								**70**	**127.4**	

주1: Navy FY27 건조계획상 전투함, 비전투함 반영, 무인수상정은 제외, USCG(해안경비대)는 Force Design 2028(OBBBA 2025.7.4)의 예산 기준, PSC는 CBO 추산
주2: 적색 음영은 국내사 진입 가능시장에 포함한 획득사업
자료: US Navy, USCG, MARAD, CBO, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

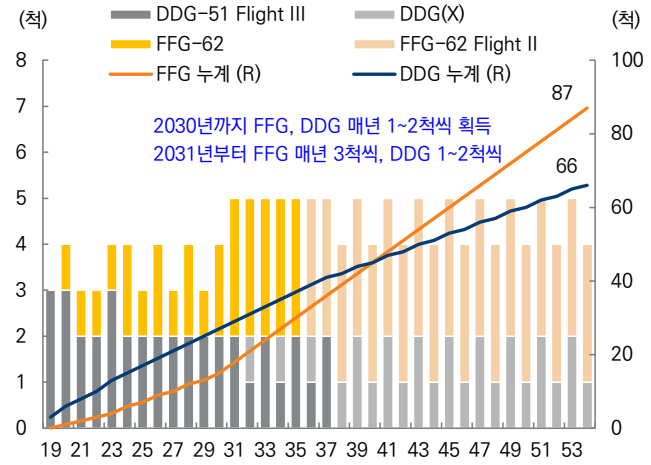
전투함: FF(X)로 진입, DDG 51로 확장 – 연간 방산매출 +2조원 이상

FF(X)는 차세대 호위함 사업으로, 기존 FFG(X) 사업이 Fincantieri의 Constellation급(FFG-62) 납기지연을 겪으며 건조중 2척외 사업 진행이 취소된 뒤, 해안경비대가 이미 운용 중인 Legend급 NSC를 기반으로 전환된 프로그램이다. 기존 (20척, 220억달러) 대비 소형화된 대신, 척수는 3배로 키웠다(70척, 1,000억달러). 건조가 복잡하지 않은 모델로 가능한 빠르게, 많이 건조한다는 목표다. 리드야드인 HII는 취소된 Legend급 11번함의 기성부품을 직접 전용해 초기 리드타임을 최소화 중이다. 28년말 초도함 진수, 2Q30 인도 목표로 **착수~초도함 획득까지 4년의 시한,** 31년부터는 매년 3척씩을 추가로 획득할 계획이다. 장기적으로 71척의 프리깃 함대 구성을 위함이며, 필요 발주척수는 80척 이상이다(CBO).

납기 준수를 위해, 현지 조선사들도 국내사의 **모듈/선체 공급을 통한 협력을 환영할 것으로 전망한다.** 초도함 설계와 리드야드는 HII가 맡되, 2029년부터는 멀티야드 전략으로 복수의 조선소가 연간 3~4척을 병행 건조할 것이다. LCS를 건조했던 Austal USA 도 참여가 유력하다. HD현대는 HII와, 한화는 Austal과 협력하는 상황에서 법제화가 이루어진다면 블록/Hull 제작을 2사가 양분할 가능성이 크다. 건조단가는 척당 10억달러로(CBO), 선체비중 40%(excl. 무기체계), 국내사 공급비중 60%(HII/Austal/GD) 가정시 척당 매출 3~4억달러(0.4~0.5조원), **연간 3~4척 건조체제 정착시, 28년부터 연간 6천억원씩**의 증분이다.

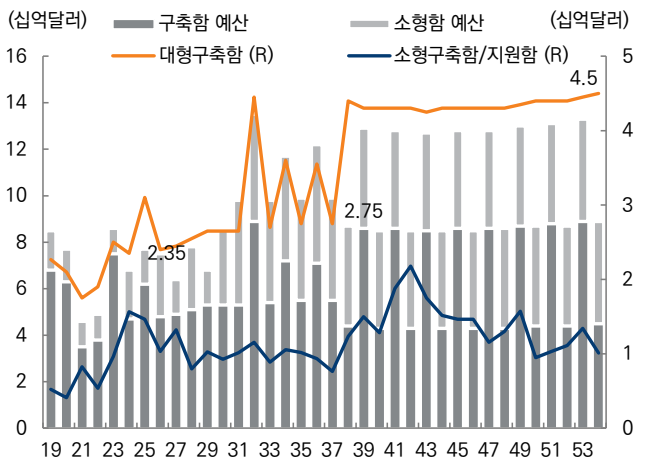
호위함을 발판으로, 차기 구축함 사업으로의 확대도 기대한다. 미 해군은 현행 알레이버크급 DDG-51 7척에 253억달러를 투입하고 있으며, 차세대함정(BBG(X) or DDG(X))의 실전배치 이전까지 연간 2척의 직렬생산을 지속할 계획이다. 해군은 원청 조선사가 외부에 공정을 배분하는 분산건조 방식을 제시하였다. 현재 건조공정의 10%가 외주되는데, 장기 목표는 50%로 +40%p의 갭이 국내선사 물량으로 이전될 가능성도 유효하다. DDG는 실제 LHA·LPD·BBG(X)과 함께 해외 동맹국 시설에서 대형 비민감 모듈(선체 구조물)을 제작할 대상 설계로 명시되었다. 사업단가는 소형함 대비 2배 이상인데, (24년 23.5억달러) 장기적으로는 척당 45억달러까지 증액 예정이다 (CBO). **연 2척 건조체제에서 2030년부터 사별 연간 8천억원 전후의 증분**이다(선체비중 40%, 국내사 M/S 60% + 단가 할인율 50%).

그림 209. 미 해군의 호위함, 구축함 발주계획



주: 우측은 19년부터의 누적치
자료: CBO(2025), 미래에셋증권 리서치센터

그림 210. 미 해군의 호위함, 구축함 발주예산 및 단가



자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

기타 함정: HII의 상륙함 블록 건조 및 차세대 군수지원함 발주에 기대

상륙함에서는 LHA 6(~FY31 2척, 96억달러), LPD 17(~FY31 5척, 129억달러) 가 동맹국 외주 유력 프로그램으로 제시되었다. HII Ingalls가 2024년 MSP 계약을 체결한 프로그램으로 2030년대까지 건조 물량이 확정돼 있으며 협력사인 현대중공업의 참여를 기대한다. **중형급**에서는 LSM(~FY31, 23척, 68억달러)이 척수 기준 최대 프로그램이다. 해군은 2월 RFP를 발행하며 지난해 NDAA를 통해 부여받은 **VCM 방식**(build-to-print 설계를 제공, 다수 야드의 인도과정 총괄)을 채택하였다. 1번함은 Bollinger, 후속 4척을 Fincantieri가 수주하였고 **잔여 18척은 분산 발주된다**. 장기 건조계획상 LSM의 척당 건조비는 약 3.5억달러로 대형 상륙함 대비해서는 낮지만, 국내 유사급(LST-II, 현중 3번함, 2018년 취역, 건조계약가 1,500억원) 대비해서는 3배 이상 높은 수준으로 역시 양질의 파이프라인이다.

비전투함은 쇄빙선 협력협정(ICEPACT)을 준용해 **완성 선박의 해외 선도건조**가 열려 있다. 벌크연료 탱커(5척, 23억달러)가 첫 적용 대상으로 언급되었으며, 임박한 핵심사업으로 NGLS(차세대 군수지원함) 사업에 주목한다. 해군은 2054년까지 총 91척의 지원함을 척당 7억달러에 조달할 계획이다. NGLS는 초기 사업으로 60억달러 규모, 척당 5억달러 전후로 13~18척 발주가 예상된다. 4월 한화와 삼성-GD NASSCO 컨소시엄이 개념설계를 수주했다. 1Q27까지 완료 후 상세설계, 건조계약은 28년, 본선건조 입찰은 2031년으로 예상된다. 선체 건조까지 이어진다면 양사의 수주잔고 기준 각 1.3조원의 증분이 전망된다(Hull 비중 50%, 양사 M/S 50%). 35년까지 선대 배치 계획을 감안하면 연간 3척 전후의 건조체제가 유지될 가능성이 크고, 현실화 시 양사의 매년 기대 매출은 5,600억원대로 추정한다.

표 53. 함정 주요 선종별 미국 건조비 vs. 한국 건조비(가격) 비교 (십억원)

(USDKRW=1,400)	상륙함 (소형)	지원함	호위함	구축함	잠수함
미국	496	972	1,976	4,860	10,850
한국	150	460	400	1,000	2,000
단가 배수	3.3	2.1	4.9	4.9	5.4

주: 미국은 FY19~54 건조비/획득척수의 평균, 한국은 순서대로 LST-II, AOE-52(소양급, 현중), 충남급, KDX-3, 핵잠예산 순
자료: CBO, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 54. 미 해군 함정 획득 프로그램의, 국내선사 블록건조 진입 시 기대 연간 매출액 추산 (십억원)

구분	계약선가		가정					연간 매출액
	십억달러	십억원	선체 비중	블록 매출	연간 건조척수	각 사 M/S	단가	
FFX	1.0	1,400	40%	560	3.5	30%	1	588
DDG	4.5	6,300	40%	2520	2	30%	0.5	756
NGLS	0.5	700	50%	350	3	50%	1	525

주: DDG는 예상 계약선가에서 50%의 외주단가 할인을 반영
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터 추정

수익성: 미국의 Cost Overrun을 걷어내면 OPM 30%+

실제 전개 OPM 추산을 위해, 현지 함정 건조사(HII ING)의 실적을 참고하여 한국 조선사들의 진입 시 수익성을 어림잡아본다. 1) 수상함 OPM base 7.6%: 헌팅턴의 산하 2개 자회사 중 핵항모, 핵잠수함을 위주로 건조하는 NNS 제외, **ING(잉걸스)의 별도 수상함 세그먼트 OPM은 7.6%**(FY24 매출 28억달러, 영업이익 2.1억달러)를 하단으로 가정한다. 총 건조비용이 초기 예정원가를 초과하고 있는데도, 마진이 발생하고 있다는 점에 주목한다.

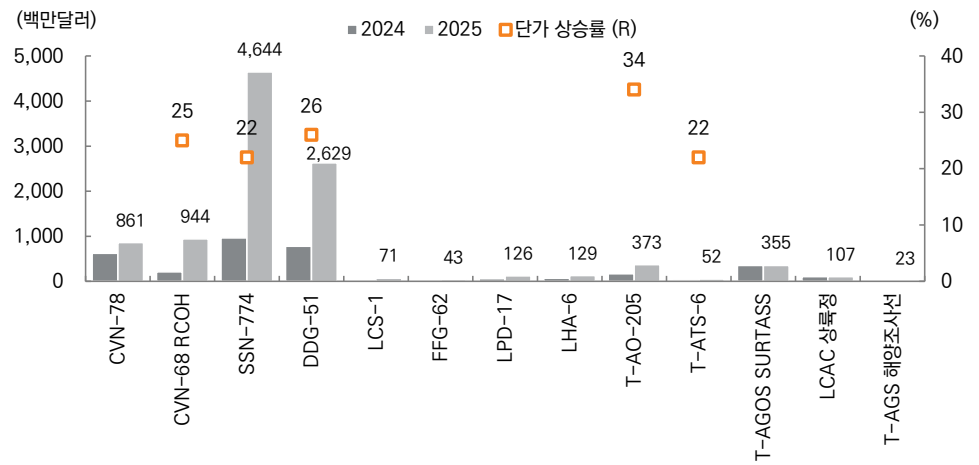
이는 2) 비용 초과분 (cost overrun 22%~40%)을 미국 정부가 감내하고 있음에 인한다. 고질적 숙련공 부족 문제로 현지 조선사들은 BEP 도달이 사실상 불가능해, 모든 투입비용(재료비, 인건비 등)을 원가로 인정하고 10~15%의 이익을 보장하고 있다. 이 때문에 최종 가격이 치솟는다. **최근 5년간 항모, 원잠 등 주요 프로그램 단가상승률은 22%(원잠)~34%(군수지원유조함)**에 달한다. 소형함으로 갈수록 비율은 커진다. 2017년 출범한 차기 호위함 FFG(X)는 2020년 Fincantieri가 건조사로 선정되었던 바 있으나, **초도함 인도가 26년에서 29년으로 3년 지연, 척당 건조비용은 초기 10~11억달러에서 40% 상승**했다.

표 55. 미 해군 함정 건조계획(2025): 최근 5년간 주요 프로그램 단가 상승률

프로그램	단가 상승률
Nimitz급 항공모함 원자로 재급유·성능개량 (CVN-68 RCOH)	25%
Virginia급 공격원잠 (SSN-774)	22%
Arleigh Burke급 구축함 (DDG-51)	26%
John Lewis급 군수지원유조함 (T-AO-205)	34%
Navajo급 예인·구난함 (T-ATS-6)	22%

자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 211. 미 해군 함정 건조계획(2025): 비용 초과액 추정치 상향분 및 단가상승률



자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

표 56. 미 해군 함정 건조계획(2025): 과거 승인 함정의 비용 초과액 추정치

(단위: 백만달러

추정 시점	2024 예산안	2025 예산안	
발생 시점	2024~2028	2024~2028	2029~
Ford급 항공모함 (CVN-78)	625	861	-
Nimitz급 항공모함 원자로 재급유·성능개량 (CVN-68 RCOH)	212	944	-
Virginia급 공격원잠 (SSN-774)	967	4,644	849
Arleigh Burke급 구축함 (DDG-51)	780	2,629	113
Freedom급 연안전투함 (LCS-1)	23	71	-
Constellation급 호위함 (FFG-62)	-	43	-
San Antonio급 상륙수송도크함 (LPD-17)	60	126	-
America급 강습상륙함 (LHA-6)	72	129	-
John Lewis급 군수지원유조함 (T-AO-205)	168	373	-
Navajo급 예인·구난함 (T-ATS-6)	36	52	-
T-AGOS SURTASS 해양감시함	355	355	-
LCAC 상륙정(공기부양정)	107	107	-
T-AGS 해양조사선	12	23	-
합계	**3,416**	**10,357**	**962**

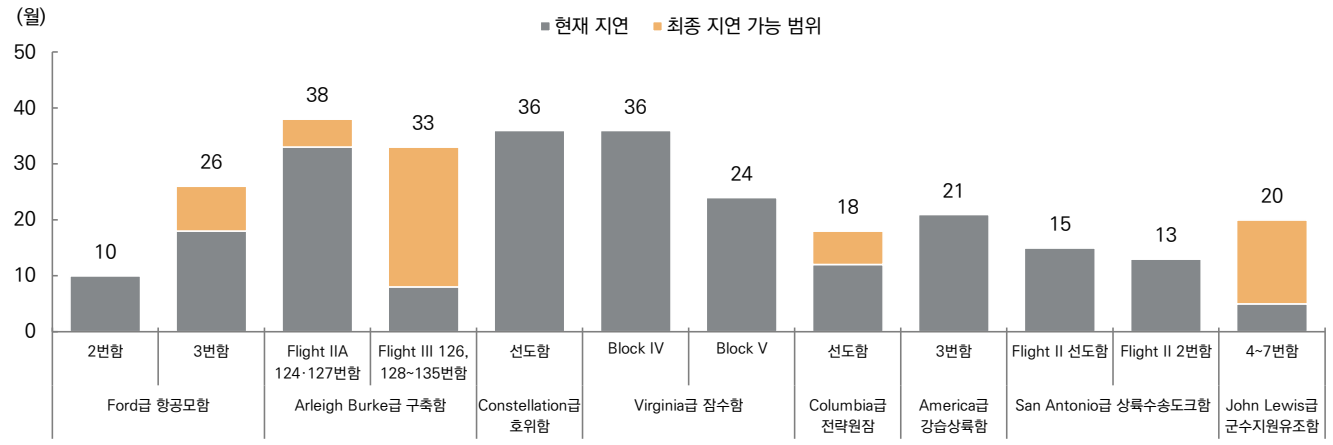
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

표 57. '45일검토'에 명시된 주요 프로젝트

함급	함종	조선소	납기지연(개월)
콜롬비아급	전략 원자력 잠수함	General Dynamics Electric Boat	12~16
	전략 원자력 잠수함	Huntington Ingalls Industries	12~16
버지니아급	공격 원자력 잠수함	General Dynamics Electric Boat	24~36
	공격 원자력 잠수함	Huntington Ingalls Industries	24~36
컨스텔레이션급	호위함	Fincantieri	36
CVN-80	항공모함	Huntington Ingalls Industries	18~26

자료: Congress Research Service, 미래에셋증권 리서치센터

그림 212. 미 해군 함정 건조기간 지연 추이



자료: GAO(미국 회계감사원), 미래에셋증권 리서치센터

전술 지표들을 초기 계약가에서 역산하면 정상원가에 일부 가까워질 수 있다. 총비용이 예정원가의 120%에 도달하면 정부 분담(50:50)이 제한된다는 원칙을 반영했다. 추정상 **계획원가를 준수하기만 하면, OPM은 한자릿수에서 20% 중반으로 개선** 가능하다. 여기서 추가 상방 요인 두 가지를 고려하며 첫째는 1) 원가우위 효과다. 국내 건조원가 대비 미국 추정 건조원가는 3.5배로 추정하며, 주범은 인건비다. 국내 대비 3배에 달하는 근로자 평균임금, 절반을 하회하는 낮은 생산성이 근원이다. 이외 국내 대비 높은 기자재/엔진조달가(1.5~2배)도 복합적으로 영향을 미친다.

국내사 진입의 효력은 고정비 완화만으로 상당할 전망이다. 원재료비 등 변동성 비용은 미국산 기자재 및 조립시설 구비가 필요하기에 법제화를 먼저 요한다. 단 이론적으로 **원가의 20%를, 기존 50%만 절감하더라도 경상 OPM은 30%까지 상승**할 수 있는데, 이는 고정비만 건드려도 현실성 있는 목표다. 필리조선소의 인수 이전(FY23) 실적을 참고하면 건조원가는 조선 매출의 112%, 기타 SG&A는 4% 수준(필리는 야드를 장기 임차했었기에, 상각비의 과소계상이나 보수적 적용)이었다. 건조원가에 포함된 고정성 인건비(평균 연봉 11만달러 × 고정인력 504명)만 더해도, 고정비 비중이 20%를 넘는다(vs. HD현대삼호 8%). 블록건조를 통해 국내 숙련공의 생산성(함정 공기 3년vs.7년, 상선 초도함 납기 27개월 vs. 48개월) 효과를 전이하면, 충분히 달성 가능한 수준으로 판단한다.

여기에 2) 빠른 납기를 통해 확보할 수 있는 비용 절감(cost underrun)효과도 가세한다. 해군 함정계약의 80% 이상이 고정가-인센티브(fixed-price incentive) 형식이다. GAO에 따르면 주요 프로젝트 5건의 인센티브 배정액은 $700mn, 추정 계약가($30bn) 대비 2.5%로 크지 않았다. 인센티브의 성격이나 성과보수의 성격은 옅고, 상기 6건중 5건이 납기 지연과 비용 초과를 겪으며 발생한 손실을 보상하는 완충 계정으로 사용되었다.

제너럴 다이내믹스(이하 GD) NASSCO 조선소의 ESD/ESB 사업이 표본 중 유일하게 목표원가를 하회한 사례다. GAO는 GD가 Cost underrun 인센티브를 통해 수천만 달러의 추가 이익을 확보했다고 분석했다. 계약상 실비 지출이 초기 예정원가를 하회할 경우, 그 절감분을 정부와 조선사가 나눠서 취득하기(share line) 때문이다. 국내사의 원가 경쟁력을 감안시, 현지의 높은 건조원가를 효율화하는 과정에서 상당한 초과이익 확보 여지가 존재한다.

표 58. 납기 지연으로 인한 비용 초과분 정상화시 경상 영업이익률 추정

항목		단위	수치	산식	비고
(a)	미 함정 매출액	Index	100		
(b)	미 함정 OPM	%	7.6		HII FY24
(c)	미 함정 건조비용	Index	92.4	(c) = (a) - (a) x (b)	
(d)	원가 초과율	%	28		CBO 집계 밴드 평균 22~34%
(e)	회수율 상한	%	120		예정원가의 120%까지 ceiling price
(f)	정부 분담률	%	50		Ceiling 이하 초과분에 대한 분담률
(g)	원가 전가율	%	35.7	(g) = ((f) x (e)-1) / (d)	
(h)	원가 초과액	Index	20.2	(h) = (c) x (d) / (1+(d))	
(i)	정상 원가	Index	72.2	(i) = (c) / (1+(d))	
(j)	기초 매출액	Index	92.8	(j) = (a) - (g) x (h)	
	경상수준 영업이익	Index	20.6		
	경상수준 영업이익률	%	**22.2**		

자료: GAO(미국 회계감사원), 업계 자료 바탕 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 59. 건조원가의 항목별 비중 추정: 국내 대비 미국의 추정 건조원가는 최소 3.5배

국내 건조원가 (탱커 기준)			미국 현지의 국내 대비 비용				미국 추정 건조원가	
항목	비중		항목	배수	비고		항목	Index
강재	20%		강재가	2			강재가	40%
선박지원장비	22%		선박지원장비	2			선박지원장비	44%
인건비	40%	→	인건비	6	단가 3배, 생산성 1/2 배	→	인건비	240%
엔진	10%		엔진	1.5	현지 엔진 조달가격		엔진	15%
기타 (설계/관리)	8%		기타 (설계/관리)	2			기타 (설계/관리)	16%
합계	**100%**						**합계**	**355%**

자료: 한국산업연구원, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 60. 필리조선소 재무제표: 건조원가만 110%, 인건비 외 고정비 4%

항목	백만달러			매출액 대비 (%)		
	2022	2023	2024	2022	2023	avg.
매출·기타수익	392.706	441.845	352.960			
조선 매출액	391.575	441.603	351.806	100	100	100
정부 설계용역	1.131	0.242	1.154			
건조원가(Cost of vessel construction)	403.11	497.73		102.9	112.7	107.8
인건비(SG&A)	3.16	3.46		0.8	0.8	**0.8**
기타영업비용(SG&A)	5.66	4.54		1.4	1.0	**1.2**
EBITDA	-18.1	-63.9	-116.555	-4.6	-14.5	-9.5
감가상각	6.19	7.72	4.24	1.6	1.7	**1.7**
EBIT	-24.3	-71.6	-120.792	-6.2	-16.2	-11.2

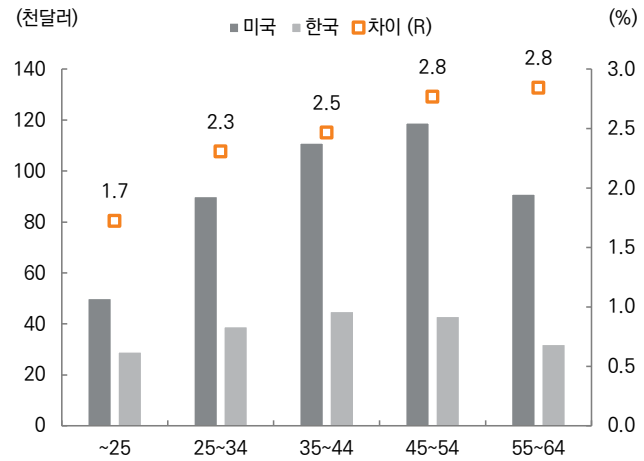
주: 24년부터 중단사업, 자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 61. 필리조선소 vs. HD현대삼호: 동일사양 선박 기준 계약선가 및 비용구조 추정

항목		선가	고정비	상각비	인건비	변동비	재료비	인건비	기타경비
한국	금액 ($m)	63.7	5.1	0.9	4.2	58.6	44.0	12.7	1.9
(삼호)	선가대비 비중 (%)		8.0	1.4	6.6	92.0	69.0	20.0	3.0
미국	금액 ($m)	333.3	67.8	12.3	55.4	265.5	126.3	129.3	10.0
(필리)	선가대비 비중 (%)		20.3	3.7	**16.6**	79.7	37.9	**38.8**	3.0

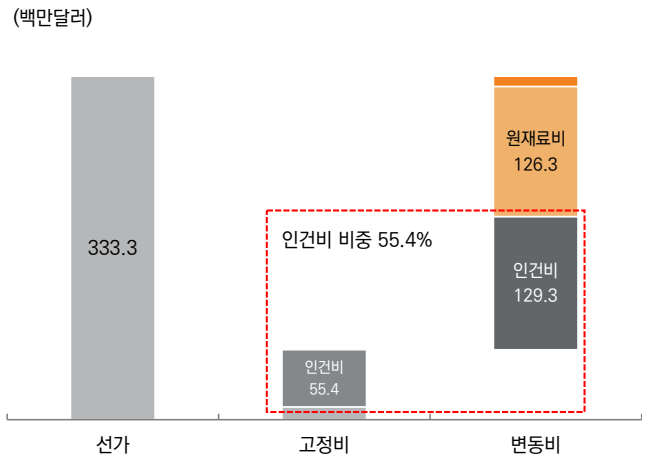
주: 선가는 유사시기 수주한 동일 사양의 LNG D/F 추진선, 자료: Clarksons, 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 213. 미국, 한국 근로자 평균임금 단가 차이 2.5배



주: 2023년 기준, 원화임금은 당시 환율기준 환산
자료: FRED, 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 214. 건조원가의 변동비, 고정비성 분류



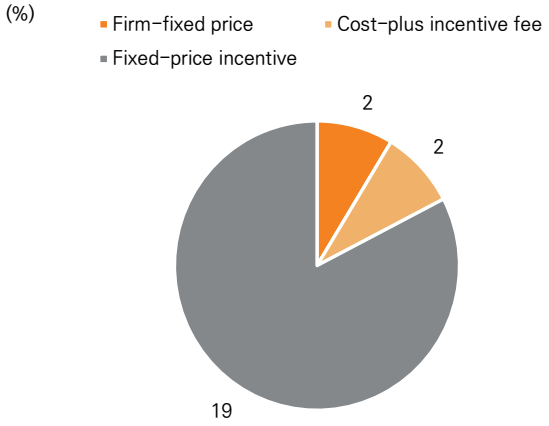
자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 62. 원가우위 효과 반영시, 기대 영업이익률 범위: 하단 23%~35% 이상 양호

구분		절감 가능 원가의 비중				
		10%	20%	30%	40%	50%
절감률	90%	23.0%	23.8%	24.5%	25.3%	26.1%
	80%	23.8%	25.3%	26.9%	28.4%	30.0%
	70%	24.5%	26.9%	29.2%	31.5%	33.9%
	60%	25.3%	28.4%	31.5%	34.6%	37.8%
	50%	26.1%	30.0%	33.9%	37.8%	41.6%

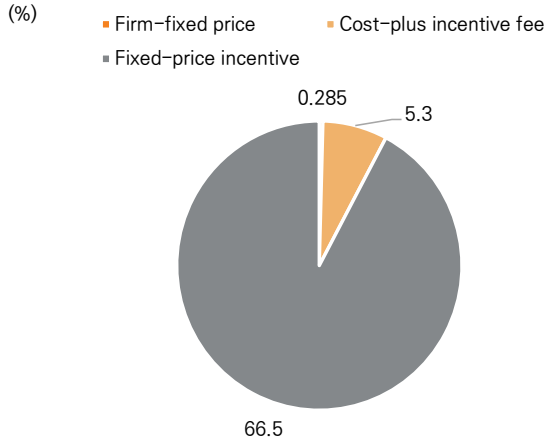
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 215. 2005~2015 함정 발주 23건중 19건이 FPI



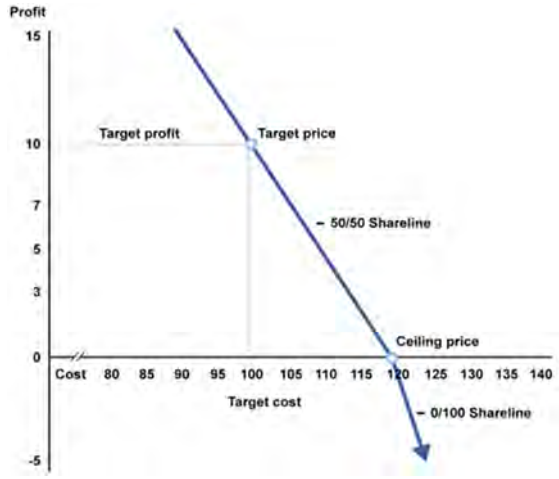
주: 표시는 건수, 자료: GAO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 216. 금액 기준 FPI 비중은 90% 상회



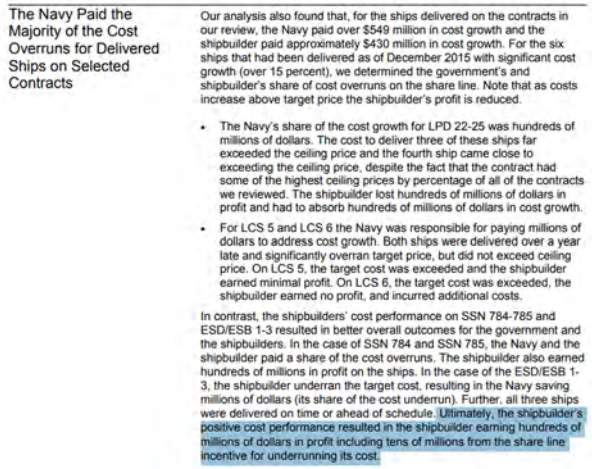
주: 표시는 금액($bn), 자료: GAO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 217. FPI: 초과비용 50:50 분담, 단 예정원가의 120% 까지



자료: GAO

그림 218. 초과수익도 50:50, GD 수취 인센티브 "수천만 달러"



The Navy Paid the Majority of the Cost Overruns for Delivered Ships on Selected Contracts

Our analysis also found that, for the ships delivered on the contracts in our review, the Navy paid over $549 million in cost growth and the shipbuilder paid approximately $430 million in cost growth. For the six ships that had been delivered as of December 2015 with significant cost growth (over 15 percent), we determined the government's and shipbuilder's share of cost overruns on the share line. Note that as costs increase above target price the shipbuilder's profit is reduced.

- The Navy's share of the cost growth for LPD 22-25 was hundreds of millions of dollars. The cost to deliver three of these ships far exceeded the ceiling price and the fourth ship came close to exceeding the ceiling price, despite the fact that the contract had some of the highest ceiling prices by percentage of all of the contracts we reviewed. The shipbuilder lost hundreds of millions of dollars in profit and had to absorb hundreds of millions of dollars in cost growth.
- For LCS 5 and LCS 6 the Navy was responsible for paying millions of dollars to address cost growth. Both ships were delivered over a year late and significantly overran target price, but did not exceed ceiling price. On LCS 5, the target cost was exceeded and the shipbuilder earned minimal profit. On LCS 6, the target cost was exceeded, the shipbuilder earned no profit, and incurred additional costs.

In contrast, the shipbuilders' cost performance on SSN 784-785 and ESD/ESB 1-3 resulted in better overall outcomes for the government and the shipbuilders. In the case of SSN 784 and SSN 785, the Navy and the shipbuilder paid a share of the cost overruns. The shipbuilder also earned hundreds of millions in profit on the ships. In the case of the ESD/ESB 1-3, the shipbuilder underran the target cost, resulting in the Navy saving millions of dollars (its share of the cost underrun). Further, all three ships were delivered on time or ahead of schedule. Ultimately, the shipbuilder's positive cost performance resulted in the shipbuilder earning hundreds of millions of dollars in profit including tens of millions from the share line incentive for underrunning its cost.

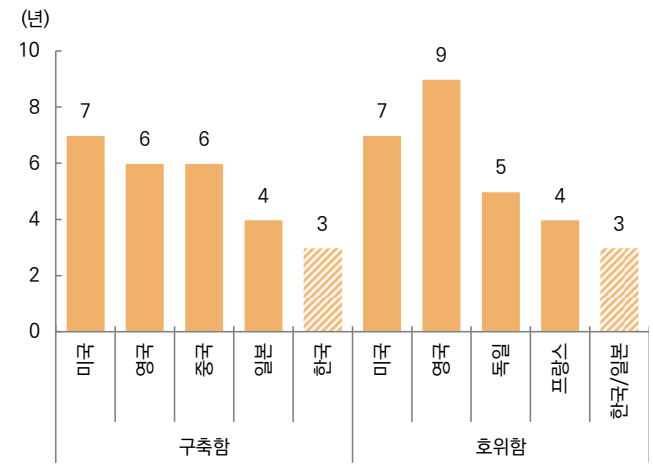
자료: GAO

표 63. 2005~2015 주요 함정 발주계약 인센티브 구성

프로그램	건조사	함번	인센티브 유형				비고
			성과보수	비용	마일스톤	설비투자	
Arleigh Burke급 구축함 (DDG-51)	GD	DDG 115-116			✓	✓	Over target cost, behind schedule
원정환적도크/기지함 (ESD/ESB)	GD NASSCO	ESD 1-2ESB 3-4					정시/조기 인도 + Cost underruns
연안전투함 (Littoral Combat Ship)	Austal	LCS 5-23 (odd ships)		✓	✓		
		LCS 6-24 (even ships)		✓	✓		
San Antonio급 상륙수송함 (LPD 17)	HII	LPD 22-25	✓	✓	✓		초기 일정 대비 15~20개월 지연, 4척 중 3척이 Ceiling price 초과
		LPD 26			✓		
		LPD 27b					
Virginia급 공격원잠 (SSN-774)	HII, GD	SSN 784-791		✓	✓	✓	

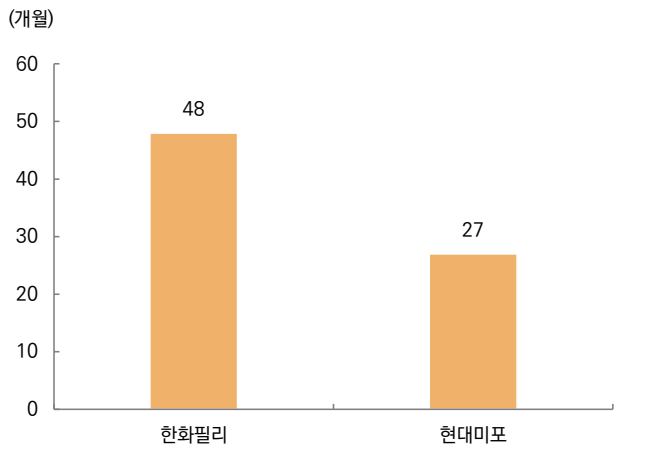
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 219. 함정 건조기간: 미국이 한국 대비 2배



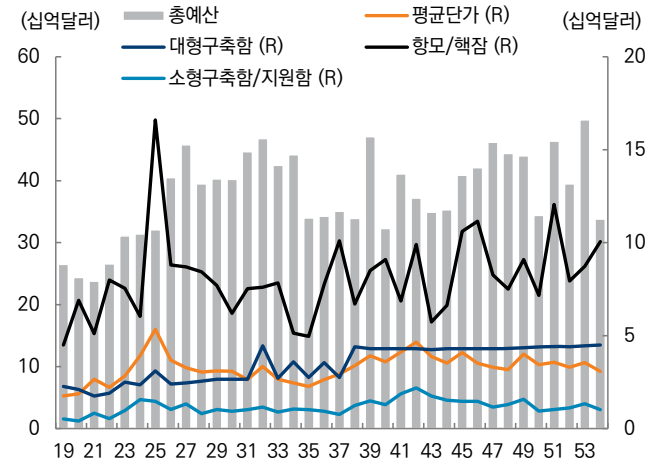
자료: WSJ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 220. 초도함 납기기간(상선): 미국, 국내



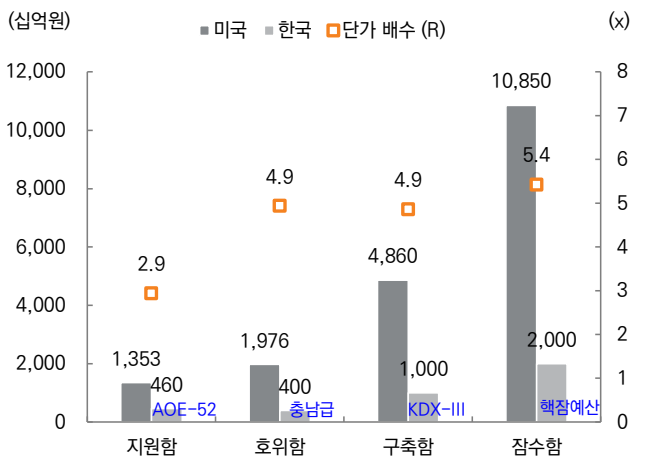
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 221. 미국 함정 건조비: 소형전투함도 척당 10억달러 이상



자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 222. 국내 함정 사업가: 미국의 20~35% 수준



주: USDKRW 1,400
자료: CBO, 언론 보도, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

블록 사업 영업가치, 사업 초기에도 30조원 이상은 무난

미 해군·해안경비대의 ~FY31 신조 배정예산은 합산 $282.7bn이다. 이 중 수상함·상륙함·군수지원함·경비함 예산을 TAM으로 반영하였으며 $127.4bn으로 전체의 45%다. 연평균 $25.5bn, 약 38조원이다. 여기에 ① 건조예산 내 선체비중 40%, ② 국내사 점유율 60%, ③ 현지대비 단가 할인율 50%, ④ OPM 30% 와 법인세율를 가정시 블록 사업 NOPLAT은 1.02조원, 미국 진출에 따른 선행 P/E(30x) 적용시 영업가치는 30.8조원이다. 현지 원가절감 성과가 확인될수록 수익성 및 기대 영업가치의 추가 상향 여력 양호하다.

표 64. 국내선사의 미국 함정 신조시장 진입시 영업가치 추정

항목		단위	값	산식	비고
(a)	미국 함정 건조예산 (~FY31)	십억달러	127		
(b)	미국 함정 건조예산 (~FY31)	십억원	178,346	(b) = (a) x 1,400	USDKRW 1,400
(c)	연간 미국 함정 건조예산	십억원	35,669	(c) = (b) / 5	
(d)	연간 미국 블록 건조예산	십억원	14,268	(d) = (c) x 0.4	건조예산 내 선체비중 40%
(e)	국내 블록 건조시장 TAM	십억원	7,134	(e) = (d) x 0.5	단가 할인율 50%
(f)	국내 블록 건조매출	십억원	4,280	(f) = (e) x 0.6	국내선사 점유율 60%
(g)	국내 블록 건조이익	십억원	1,284	(g) = (f) x 0.3	OPM 가정 30%
(h)	국내 블록 건조사업의 NOPLAT	십억원	1,027	(h) = (g) x 0.8	법인세율 20%
(i)	Target P/E	x	30		
(j)	국내선사 블록 건조 영업가치	십억원	30,818		

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 65. 미국 향후 5개년 함정 획득 프로그램의 연도별 배정예산 (십억달러)

분류	선종	프로그램	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	총계
전투함	항공모함	CVN		4.1	4.8	5.4	5.0	3.1	22.3
	잠수함	SSN 774 Virginia		14.0	12.6	13.6	11.6	11.1	62.9
		SSBN 826 Columbia		15.2	11.7	11.0	12.1	12.0	62.0
	수상함	BBG(X) 전함		1.0	17.0	1.0	13.0	11.5	43.5
		DDG 51		3.3	5.8	3.7	6.1	6.5	25.3
		FF(X) 프리깃		1.4	0.3	1.7	0.9	2.8	7.0
	상륙함	LHA(R)		3.9	0.5	0.4	2.4	2.4	9.6
		LPD 17		2.5	2.3	2.8	2.7	2.5	12.9
		LSM 중형상륙함		1.9	1.8	1.2	1.2	0.8	6.8
비전투함	군수지원함	T-AO 205 유류보급		2.2	1.1	1.0	1.0	2.1	7.5
		T-AOL 차세대군수						0.6	0.6
		T-AGOS 25 해양감시		0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	3.1
		CONSOL 탱커							2.3
		AS(X) 잠수함모함		4.4					4.4
	경비함	OPC (Heritage급)	4.1	0.1	0.1	0.1			4.3
		FRC (Sentinel급)	0.1	0.1	0.1	0.2			0.5
	쇄빙선	WCC (내륙수로커터)	0.1						0.1
		ASC (북극안보커터)	1.9	1.5	0.0	0.0			3.5
		중형쇄빙선	0.0	0.1	0.2	0.5			0.8
		PSC (대형쇄빙선)	2.9	0.1	0.1				3.1
5년 신조예산			**9.2**	**56.4**	**59.0**	**43.1**	**56.7**	**56.0**	**282.7**
한국 TAM			**4.1**	**21.4**	**29.4**	**12.5**	**27.9**	**29.8**	**127.4**

주: 보조함-경비함, 쇄빙선 부문은 FY30, FY31 예산 발표 이전으로 29년까지의 계획안만 반영하였음
자료: USN FY2025, USCG, 미래에셋증권 리서치센터

표 66. (참고) 국내선사의 미국 함정 신조시장 진입시 절대 영업가치 추정

(십억원)

항목	단위	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
미함정 건조예산	$bn	4.1	21.4	29.4	12.5	27.9	29.8				
미함정 건조예산	십억원	5,740	29,960	41,160	17,500	39,060	41,720				
블록 건조예산	십억원	2,296	11,984	16,464	7,000	15,624	16,688				
국내 블록 TAM	십억원	1,148	5,992	8,232	3,500	6,250	5,006				
국내 블록 매출액	십억원					1,148	5,992	8,232	3,500	6,250	5,006
			계약		설계	매출인식→					
영업이익	십억원					131	967	1,719	897	1,897	1,757
OPM	%			HD현대의 FY25→		11.4	16.1	20.9	25.6	30.4	35.1
(+) D&A	십억원					50	50	50	50	50	50
EBITDA	십억원					181	1,017	1,769	947	1,947	1,807
(-) 법인세	십억원					29	213	378	197	417	387
(-) CAPEX	십억원					11	60	82	35	62	50
FCF	십억원					141	744	1,308	714	1,467	1,371
할인계수	X	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.67	0.63	0.59	0.55	0.52
PV of FCF	십억원					101	501	824	421	810	708
Sum of PV	십억원	3,365									
Terminal Value	십억원	26,038									
Operating Value	십억원	29,403									

주요가정	
USDKRW	1,400
선체 비중	40%
한국 점유율	100% → 60%
외주 할인율	50%
영업이익률	11.4% → 30%
감가상각비	50
법인세율	22%
매출액 대비	1%
WACC	6.8%

영구성장률	%	4.0%
WACC	%	6.8%
부채 비중	%	40%
COE	%	8.0%
무위험수익률	%	5.0%
베타	X	0.5
위험프리미엄	%	6.0%
COD	%	5.1%
Debt premium	%	1.5%
이자율	%	6.5%
(1-tax rate)	%	78%

Cf. 해군 함정구매 예산 성장률(15yr) 4.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 67. (참고) WACC, 영구성장률 가정에 대한 절대 영업가치의 민감도

구분		영구성장률				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	6.0%	29,858	35,267	43,379	56,900	83,942
	7.0%	21,263	23,925	27,475	32,445	39,901
	8.0%	16,161	17,685	19,589	22,038	25,303
	9.0%	12,803	13,759	14,906	16,309	18,062
	10.0%	10,438	11,077	11,822	12,703	13,760

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

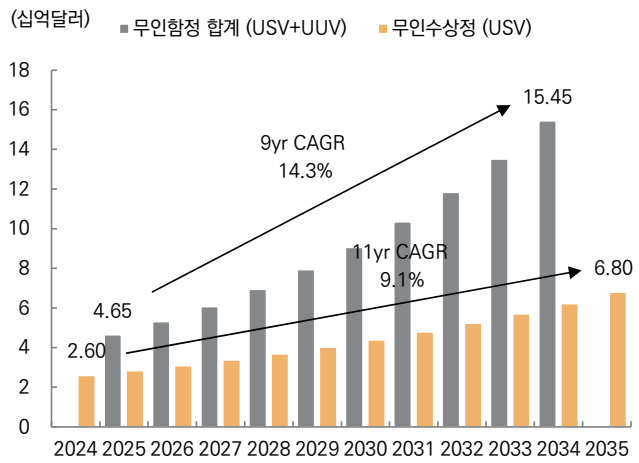
무인체계(USV, UUV), 장기적 먹거리로 가세해줄 것

중장기 해양 방산 시장은 유인 함정과 무인체계를 함께 공급할 수 있는 기업이 주도할 가능성이 높다. 승조원 탑승 없이 원격 조종만으로 바다 위나 수중에서 감시·정찰·공격 등 임무를 수행하는 차세대 전력으로 수상정(USV)과 잠수정(UUV)으로 구분된다. 글로벌 무인 해양체계 시장은 2025년 46.5억달러에서 2034년 154.5억달러로 성장할 전망이다. 무인 수상정은 그중 2024년 26억달러(약 3.8조원)에서 2035년 68억달러(약 10조원)를 기여할 것으로 추정된다. 향후 해외 함정 수주에서도 무인체계와의 연동 능력이 중요한 경쟁력이 될 수 있다.

무인함정 확대는 해군의 분산 운용 전략과 맞닿아 있다. 미국 해군의 DMO(Distributed Maritime Operations, 분산 해상 작전) 가 대표적이다. 다수의 플랫폼을 분산 배치해 작전 범위와 생존성을 높이는 개념이다. 중국의 해군력 확대와 남중국해를 중심으로 한 해양 영향력 강화에 대응하는 과정에서 중요성이 커졌다. 승조원 확보와 운용비 부담에서 상대적으로 자유로운 것이 장점이다. 대규모로 배치하면 기존 유인함정만으로는 감당하기 어려웠던 광범위한 해역에서 감시·정찰과 경계 임무를 수행할 수 있다.

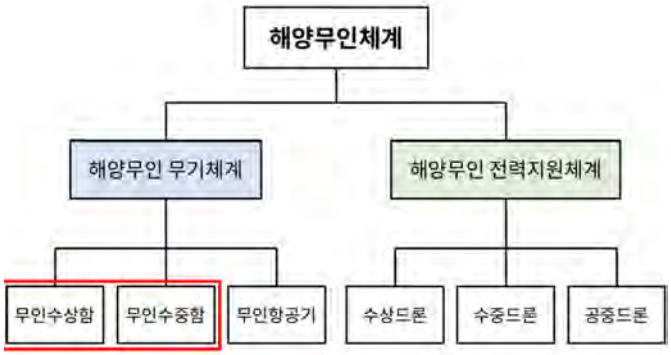
미국이 가장 적극적일 전망이다. 중국 해군이 함정 수에서 이미 미 해군을 앞지른 상황에서, **미국이 가장 원하는 것은 함대 규모의 빠른 스케일업**이다. 건조기간이 긴 유인함정 대신 무인수상정을 대거 붙여 함대 규모를 불리는 방식을 특히 환영할 입장이다. 실제 최근 이란 남부 반다르아바스 해군기지에 정박해 있던 잠수함을 미군의 자폭형 USV 3척이 폭발시켰다. 해당 무인정은 미 방산업체 사로닉이 제작한 것으로 대당 가격이 100만달러(약 15억원)를 밑돈다. 저가의 무인체계로 고가 함정을 무력화할 수 있음이 실전에서 증명된 사례다.

그림 223. 해양 무인체계(USV, UUV) 시장 규모



주: 국내 언론 보도상 밴드의 중간값을 활용
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 224. 해양 무인체계(USV, UUV)의 구분



자료: 국방기술품질원

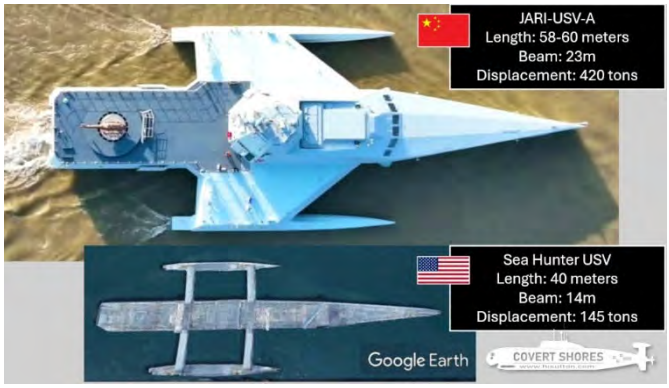
그림 225. 미국 USV Sea Hunter (2016)

자료: X

그림 226. 사로닉 Corsair, 이란 잠수함 타격 (2026)

자료: X

그림 227. 중국 USV JARI (2024)



자료: Corvert Shores

그림 228. 대만 Endeavor Manta (2025)

자료: Taipei Times

그림 229. 미국 무인잠수정 Orca (2024, 26m, 80톤)

자료: Boeing

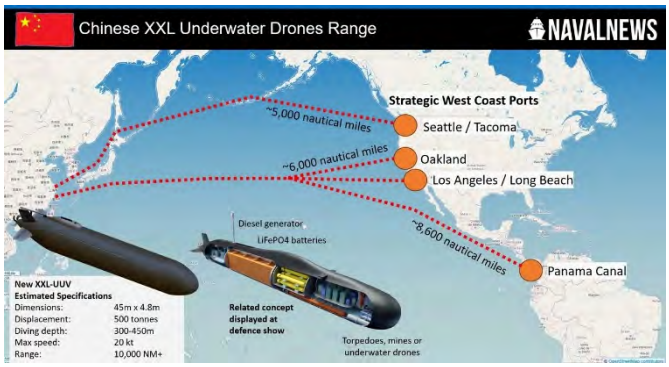
그림 230. 안두릴 무인수중정 Ghost Shark 시제품

자료: Reuters

그림 231. 중국 무인잠수정 HSU-001 (2025)

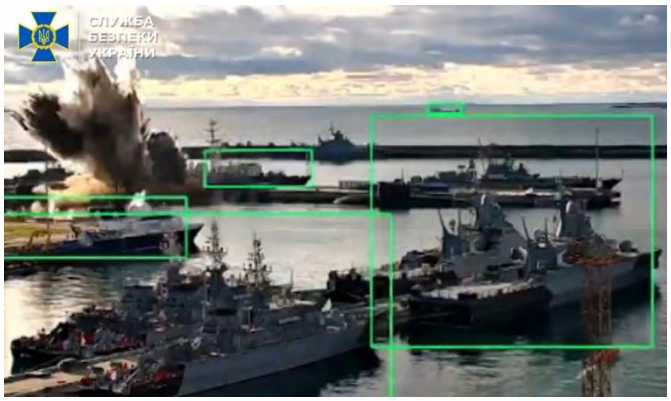
자료: China Military Forum

그림 232. 중국 무인잠수정, 미국 서부 해안 위협으로 부상



자료: Naval News

그림 233. 우크라이나, 수중 드론으로 러시아 잠수함 폭파 주장



자료: 언론 보도

그림 234. 우크라이나 수중 드론 Toloka (2024)

자료: GPS World

표 68. 실전 배치 또는 개발이 완료된 국가별 주요 해양 무인체계

국가	시스템	참여기관	특징
미국	Sea Hunter (MD-USV)	Leidos / DARPA	• 중형 무인 자율운항 수상정 • 132톤급, 대잠·타격 임무 수행, 10,000해리 자율항해
	Orca (XL-UUV)	Boeing	• XLUUV(Extra Large Uncrewed Undersea Vehicle, 초대형 무인잠수정) • 길이 26m, 무게 80톤, 디젤·리튬이온 배터리, 최고속도 8노트 • 3개월 이상 단독 작전 수행 가능, 최대 15,000km 잠항
	NOMARS 프로젝트 (No Manning Required Ship)	DARPA, Serco, Gibbs & Cox, Leidos	• 완전자율 수상정 USX-1 Defiant, 진수 • 1년 자율항해, 최소 유지비 및 저가 양산형을 목표로 개발
	Ghost Fleet Overlord	Austal USA, L3 Harris, Leidos, US Navy PMS406 등	• Mariner, Ranger 등 대형 USV의 실용화 시험 진행 ('24~'25) • '모듈형 USV(MASC)' 형태의 대량생산을 목표로 추진
영국	Cetus (XL-UUV)	영국 해군	• 길이 12m, 무게 17톤, 작전심도 400m 이상 및 항속거리 1,600km • 장시간 자율작전
호주	Ghost Shark (XL-UUV)	호주 해군, Anduril	• 25년 10월 최종 스케일 프로토타입 완성, 26년부터 호주 해군 초기물량 배치 •
러시아	Poseidon (UUV)		• 핵탄두와 재래식 탄두를 탑재할 수 있는 핵추진 UUV. 핵잠수함 Belgorod 등에 탑재 • 최대 사정거리 10,000km, 해저 1,000m에서 최대 100노트(시속 185km)로 이동
중국	HSU-001	중국선박중공업(CSIC)	• 대형 감시·전자전·자폭형 USV/UUV
대만	Endeavor Manta	대만국제조선공사(CSBC)	• 경량 어뢰와 폭발물 등 최대 1톤의 탑재물 운반 가능

자료: Pwc, 미래에셋증권 리서치센터

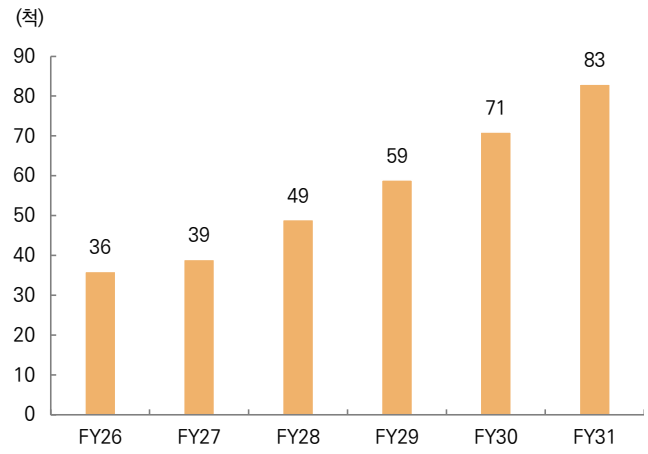
올해부터 시작되는 미국의 대규모 양산

미국 정부는 3월 MUSV(중형무인수상정) 사업을 발표했다. 기존(25년 7월) 공고했던 MASC(모듈형공격수상정)의 대체다. 입찰 과정에서 산업계가 이미 요구성능을 상회하는 설계를 보유하고 있음을 확인했다는 설명이다. 5월 말 7곳의 설계사를 선정(Sea Machines, Leidos, Saronic, Galliano Marine Services, PacMar, Birdon, HII), 6월 해상시험을 시작해 10월 종료 예정이다. 별도 시제품 단계 없이 검증 즉시 양산으로 넘어가는 구조다. 27 회계연도에 해군이 임대 또는 구매할 수 있는 함정을 확보할 계획이다.

예산 규모의 경우 25년 통과된 OBBBA에 이미 무인체계 예산 50억달러, 이중 21억달러가 MUSV에 배정되었다. 해당 재원으로 FY26 36척의 MUSV를 발주할 계획이다. 여기에 향후 5년간 30억달러가 추가 배정, FY31까지 81척을 조달할 예정이다. 해군의 MUSV 운용선대는 FY27 39척에서 FY32년 95척까지 늘어나며, UUV·소형 USV를 포함해 FY31까지 83척의 무인함정을 현역 운용할 계획이다. 이는 FY30 예정된 미 해군 함정규모(299척) 목표의 28%, 특히 지원함 수(77척)도 넘어서는 규모다. 낮은 비용으로 함정 수를 빠르게 늘리기 위한 핵심 수단으로 높은 비중을 두고 있다.

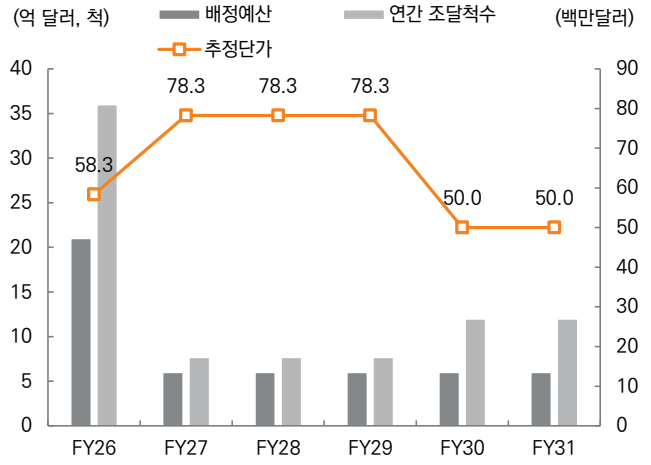
오는 10월 해상시험 종료 후 FY26 물량(36척)의 양산 계약이 확인될 가능성이 높다. 내재 척당 단가는 약 5,500만~5,800만 달러로 추산된다. 트럼프급 전함, 레전드급 호위함에 이어 공개된 만큼 골든 플릿 구상의 핵심 축으로 자리 잡을 가능성이 높다.

그림 235. 해군의 MUSV 운영선대 확보 계획 (발주 기준)



자료: Naval news, 미래에셋증권 리서치센터

그림 236. 해군의 MUSV 선대 척당 조달원가 추정



자료: Naval news, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내사 현황: HD현대와 안두릴, 삼성과 사로닉, 한화와 마그넷

한국 조선사가 강점을 보유한 영역을, 중국의 침공에서 자유로운 시장에서 전개할 수 있기에 의미가 크다. 자율항법과 센서 시스템을 제외하고, 대량으로 양산될 무인함대의 하드웨어 제작과 생산은 모두 조선사의 영역이다. 데드라인 내 정해진 예산으로 투입함이 중요하다. 현지 회사들도, 한국 조선사의 건조 효율화 도움을 반길 것으로 예상한다.

HD현대중공업은 팔란티어, 안두릴과 협력 중이다. 팔란티어와는 24년 4월 무인수상정 공동 개발을 위한 MOU를 체결, 2026년까지 정찰용 USV 개발에 일찍이 나서왔다. 25년 4월 안두릴과도 무인수상정 개발 MOU를 체결, 11월 MOA에 서명하고 개발에 진입했다. 안두릴과의 협력 범위는 26년 4월에 잠수정까지 넓혔다. 미 해군이 MUSV 해상 시험평가에 진출한 7개 컨소시엄을 선정했고, 안두릴이 포함되지 못한 점은 아쉽다. 단 오는 10월까지 본격적인 성능 검증을 진행 중인 만큼. 10월 완료 시한까지 건조를 마쳐 진수, 연말까지 시험운항에 착수할 예정이다. 사측은 타 컨소시엄 대비 빠르게 시재를 제작중이기 때문에, 시험 이후 기회가 가능할 것으로 소통하고 있다. 시제품은 울산에서 건조, 이후 미국 시애틀 Foss 조선소에서 생산할 계획이다. 구체적 발주는 내년 이후일 것으로 보인다.

삼성중공업의 경우 사로닉과 USV 개발에 나선다. 26년 7월 전략적 파트너십을 체결, 미국 정부 및 기업 고객을 위한 무인수상정 개발에 협력한다. 사로닉은 30억 달러 규모의 자율운항 조선소인 '포트 알파(Port Alpha)' 건설 부지로 텍사스주 브라운스빌을 선정했다.

한화는 미국 방산법인(한화디펜스USA)을 통해 현지 자율항행 전문기업 마그넷디펜스와 파트너십을 체결, 38m급 MUSV 'H38' 공동 건조에 나섰다. 연내 시제품 개발을 완료, 입찰에 나선다. 각사는 미국 현지 조선소를 인수한 입장인 만큼, 현지 건조역량 및 MRO 강점을 내세울 것으로 예상된다.

표 69. 국내사의 무인체계 개발 관련 미국 현지 협력 추진현황

회사	시점	해외 파트너	개발대상	주요 추진 내용
HD현대중공업	2024.04	Palantir	무인수상정	무인수상정 개발을 위한 양해각서(MOU) 체결 2026년까지 정찰용 USV 개발 목표, 전투용 USV 개발로 확대
	2025.04	Anduril Industries	무인수상정	HD현대의 선박 설계·건조 역량 + Avikus 자율운항 기술 + Anduril AI 시스템 결합. 2026년 내 진수·시험 목표, 이후 미국 해역 실증 추진. 실수주 본격화는 2027년 이후
	2025.08			AI 기반 함정 개발협력을 위한 MOA
	2025.11			자율 무인수상함 설계 및 건조 합작계약
	2026.04	Anduril + ABS	무인잠수정	첨단 UUV 시스템 공동개발 MOU ABS와 '자율 해양 시스템 및 관련 규정·인증 프레임워크 개발에 관한 3자 MOU'
삼성중공업	2026.07	Saronic Technologies	무인수상정	자율운항·AI 디지털 솔루션과 로봇 기반 생산자동화 공동 연구 미국 정부 및 기업 고객을 위한 무인수상정 개발에 협력
한화시스템	2025.10	HavocAI	대형 ASV (200ft급)	Hanwha Defense USA·한화시스템·HavocAI, 200ft(61m) 자율수상정 공동개발 기존 美 MASC 사업 대응 목적. 필리조선소를 생산기지로 검토
	2026.04	Magnet Defense	MUSV	38m급 공동 건조, 자율운항 SW·AI 기반 로봇 조선소 협력

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 237. HD현대-안두릴, 무인수상정(USV) 개발 MOU (25.04)

자료: HD현대

그림 238. HD현대-안두릴, 무인잠수정(UUV) 공동개발 (26.04)

자료: HD현대

그림 239. 안두릴, HD현대 협업 자율 운항 수상함(ASV)

자료: 안두릴

그림 240. HD현대-팔란티어, AI기반 무인정 테네브리스

자료: HD현대

그림 241. 삼성중공업-사로닉, MUSV 공동연구협약

자료: 삼성중공업

그림 242. 사로닉, $3bn 투자 자율조선소 착공, 2028년 가동

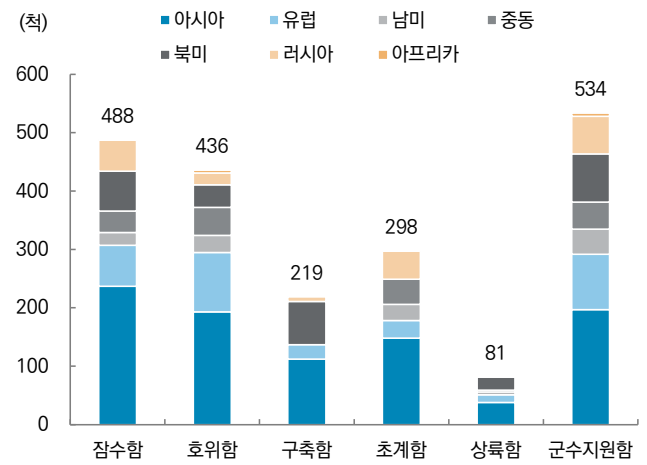
자료: Naval News

III. 군함: KSS와 KDX에 쇄도할 러브콜

글로벌 군함 수주시장: 매년 20조원의 TAM 형성

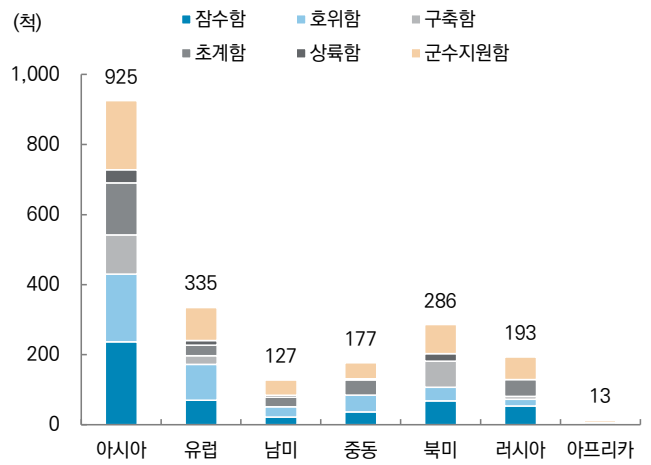
비미국 시장에서도 해양 방산의 수출 수요는 견조할 전망이다. 노후함정의 교체 수요가 누적된 가운데 각국의 구조적인 국방비 증액이 맞물리고 있다. **국내 조선사의 글로벌 군함 수주풀은 연간 20조원**대로 형성된다. 최근 5년간 선종별 국제 거래 척수의 평균, 함정당 추정 단가를 적용하였다. 선종별로는 잠수함에서 연간 약 10조원의 신조 TAM, 주요 수상함(호위함·구축함·초계함) 합산 약 7조원의 기대 시장이 존재한다.

그림 243. 글로벌 운영 함정의 지역별 분류



자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 244. 지역별 보유 함정의 선종별 분류



자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

표 70. 글로벌 함정의 선종별 수주 TAM 추정: 연간 20조원의 시장 (척, 조원)

함종	척수	척당 단가			연간 수주 TAM			비고(척수 및 단가 가정의 근거이력)
	(5yr avg)	하단	기준	상단	하단	기준	상단	
잠수함	7.2	1.5	1.9	2.2	10.8	13.3	15.8	국내 1조원 초반~폴란드 A26 3척 $4.8bn(2.2조/척, 지원 포함)
호위함	9.6	0.5	0.9	1.2	4.8	8.2	11.5	HD현대 필리핀 2척 340억페소(0.5조/척) ~ 모가미급 1조/척
구축함	1.0	1.0	1.5	2.0	1.0	1.5	2.0	국제거래 표본이 적어 연간 1척, 국내단가(1조원 초반/척) 단순 가정
초계함	3.4	0.4	0.6	0.7	1.4	1.9	2.4	HD현대 필리핀 3,200톤급 2척 5.5억달러(0.4조/척)
상륙함	12.2	0.3	0.7	1.0	3.7	7.9	12.2	
군수지원함	0.8	0.2	0.4	0.6	0.2	0.3	0.5	
경비함·고속정	18.2	0.1	0.2	0.3	1.8	3.6	5.5	
주요선종					**15.6**	**21.5**	**27.4**	잠수함+호위함+구축함+초계함
합계					23.6	36.7	49.9	

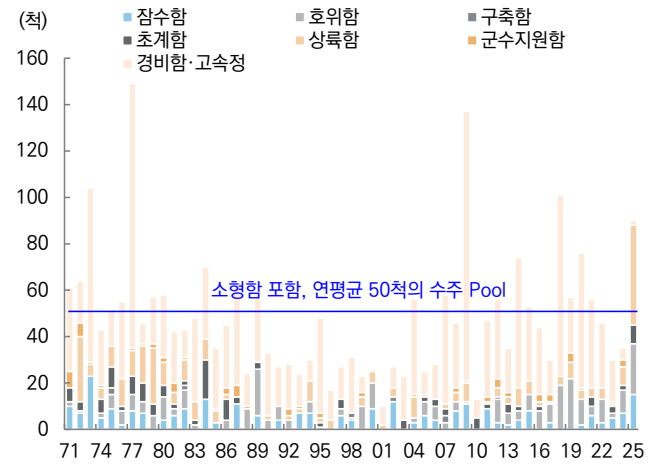
자료: SIPRI, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 71. 글로벌 군함 선종별 신조 수주현황 (척, 백만달러)

구분	시기	잠수함	호위함	구축함	초계함	상륙함	군수지원함	경비함·고속정	합계
척수	5년 평균 (21~25)	7.2	9.6	0.0	3.4	12.2	0.8	18.2	51.4
	10년 평균 (16~25)	4.1	11.6	0.0	1.9	7.9	1.5	29.5	56.5
금액	5년 평균 (21~25)	1,010.0	1,063.9	0.0	188.9	190.4	29.0	162.1	2,644.3
	10년 평균 (16~25)	574.0	1,473.1	0.0	113.4	151.4	123.2	276.4	2,711.6

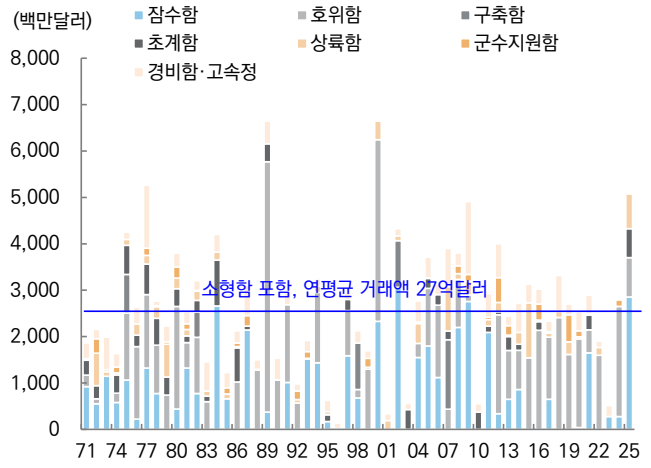
주: 국가 간 Transfer register, 라이선스 생산건 포함, 자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 245. 글로벌 군함 선종별 신조발주 추이



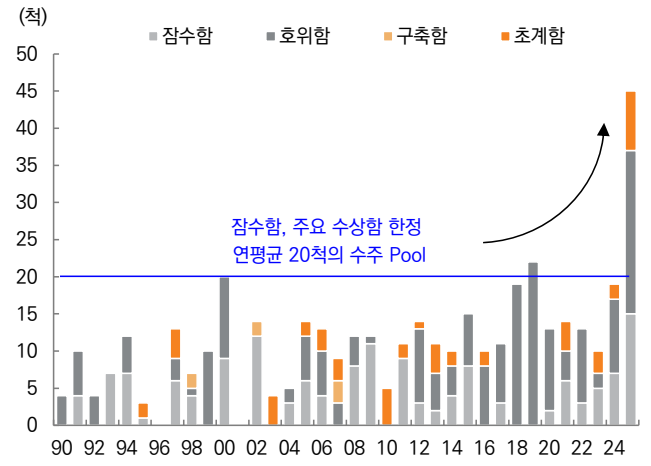
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 246. 글로벌 군함 선종별 신조발주 추이



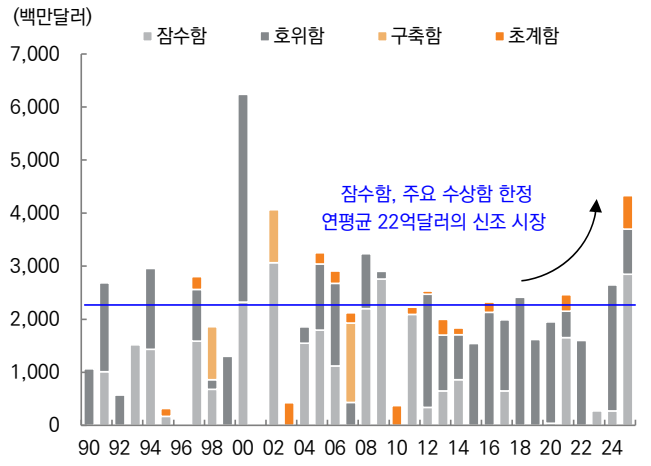
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 247. 주요 선종별 신조발주 추이 (척수)



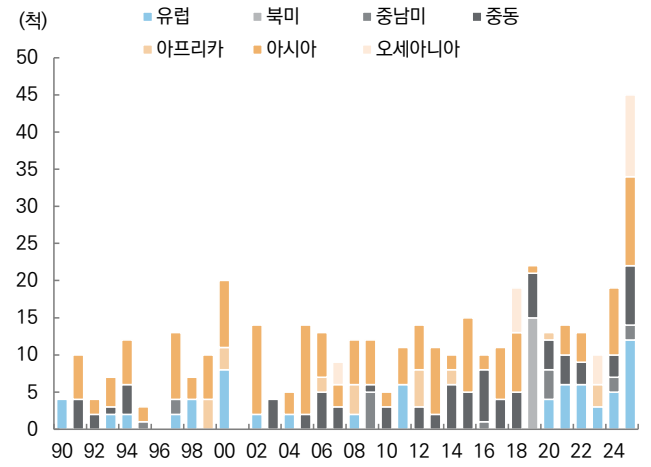
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 248. 주요 선종별 신조발주 추이 (금액)



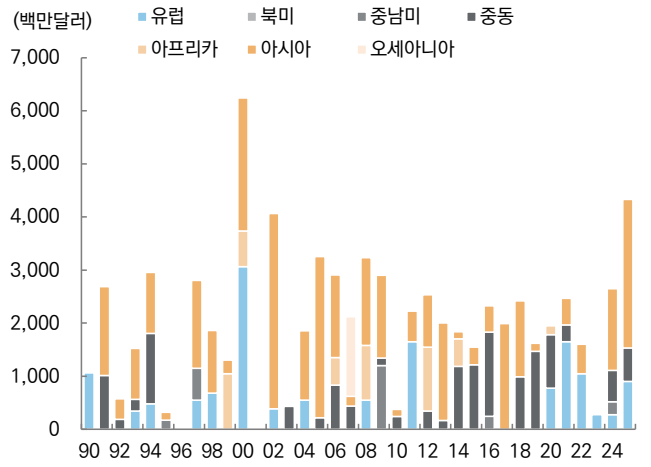
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 249. 주요 선종의 지역별 신조발주 추이 (척수)



자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 250. 주요 선종의 지역별 신조발주 추이 (금액)



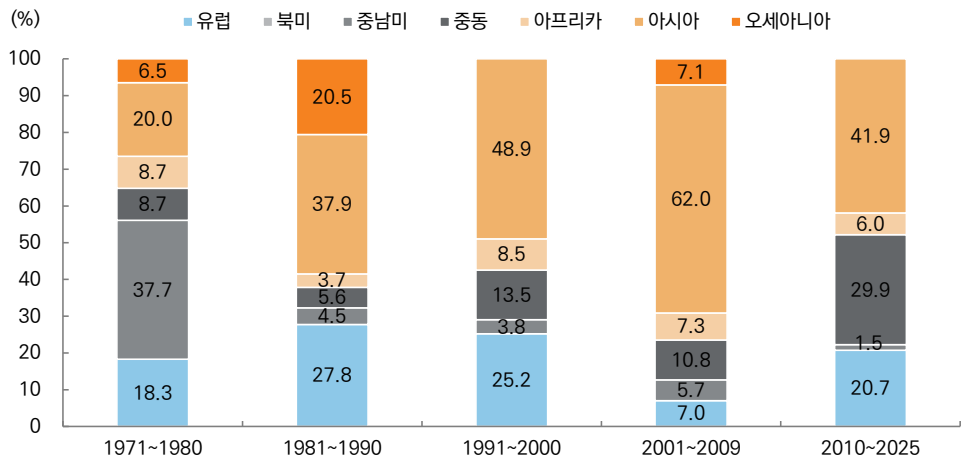
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

지역별: 동남아의 후발, 걸프의 신조, 남미의 현대화에 기대

유럽이 2000년대 이전 전체 수입액의 30% 가까이를 차지하며 핵심으로 자리했으나, 중동(수입 비중 '81~'90 5.6%→'91~'00 13.5%, '10~'25 29.9%)을 시작으로 동남아시아의 신조 확대, 남미의 풍부한 대양 전력 운용경험 및 노후선대 교체 잠재력이 부가되고 있다. 국내사 입장에서는 유럽/NATO를 제외하고 단기 진입 가능성이 높은 신시장이 확장되는 것으로 긍정적이다. 미·유럽 업체가 고가·장기 납기구조를 유지하는 가운데, 경제성, 빠른 납기 및 기술이전, 현지 건조옵션 및 MRO 패키지 제시로 진입을 타진하고 있다.

동남아는 2013년부터 시작된 남중국해 긴장 고조와 중국 해군 팽창이 계기로 필리핀, 태국, 인도네시아 주도의 함정 현대화 및 신조 확대가 가시적이다. **중동**은 2017년 걸프 위기를 촉매로 사우디의 노후화 동부함대(걸프작전) 교체, 이집트의 지중해/홍해 해안선 및 수에즈 운하 방어 등 대규모 프로젝트가 주도한다. **중남미**는 브라질·아르헨티나·콜롬비아·칠레가 함대 재정비에 적극적이며 HD현대와 잠수함 협력중인 페루도 기회다. 획득 사업별 참여 및 경쟁 현황은 표77과 같다.

그림 251. 시기별 주요 함정의 수입국 비중 변화: 전통 강자 아시아, 중동과 남미의 부상



자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

표 72. 글로벌 주요 함정의 수입 지역별 획득예산 및 비중 (백만달러, %)

구분	금액						총액	비중					
	유럽	중남미	중동	아프리카	아시아	오세아니아		유럽	중남미	중동	아프리카	아시아	오세아니아
1971~1980	3,828	7,880	1,813	1,825	4,185	1,350	20,881	18.3	37.7	8.7	8.7	20.0	6.5
1981~1990	6,199	1,005	1,243	815	8,463	4,583	22,308	27.8	4.5	5.6	3.7	37.9	20.5
1991~2000	5,111	769	2,742	1,720	9,915	0	20,256	25.2	3.8	13.5	8.5	48.9	0.0
2001~2009	1,485	1,198	2,290	1,551	13,105	1,497	21,127	7.0	5.7	10.8	7.3	62.0	7.1
2010~2025	6,570	491	9,483	1,890	13,308	0	31,741	20.7	1.5	29.9	6.0	41.9	0.0

주: 주요 4선종(잠수함, 호위함, 구축함, 초계함)에 한정
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

표 73. 국내사 주요 시장의 지역별 함정 획득사업

(척, %)

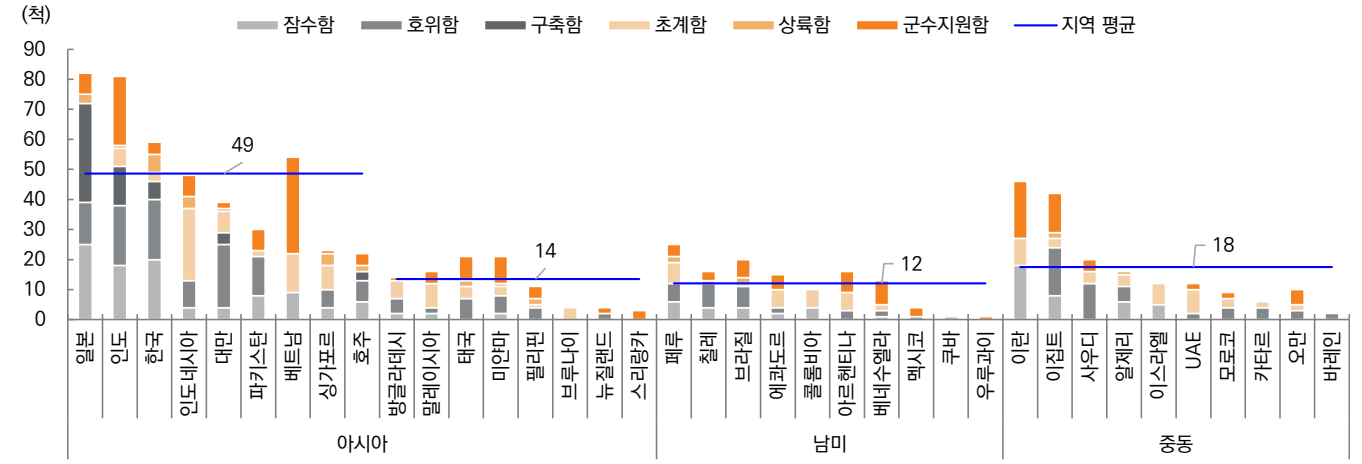
지역	국가	잠수함			수상함 (호위+구축+초계)			핵심전투함			비고
		총계	노후	노후화율	총계	노후	노후화율	총계	노후	노후화율	(수출불가/자국건조/수출난이/타국선정/사업부재)
아시아	중국	61	45	74%	156	16	10%	217	61	28%	수출불가
	북한	72	72	100%	13	13	100%	85	85	100%	수출불가
	일본	25	8	32%	47	33	70%	72	41	57%	자국건조; Mogami·New FFM
	인도	18	18	100%	39	14	36%	57	32	56%	자국건조; P-17A·P-75I
	한국	20	8	40%	29	8	28%	49	16	33%	자국건조; KDDX·FFX-III·KSS-III
	인도네시아	4	4	100%	33	25	76%	37	29	78%	타국선정; 잠수함(Naval), 수상함(밥콕/핀칸티에리/터키)
	대만	4	4	100%	32	25	78%	36	29	81%	수출난이; 정치적 제약
	파키스탄	8	8	100%	15	5	33%	23	13	57%	수출난이; 중·터키 고착(잠수함 中 Yuan 8척)
	베트남	9	9	100%	13	9	69%	22	18	82%	자국건조; Z173 신조착수(26.5), 기술이전/장비 수출여력
	싱가포르	4	2	50%	14	-	-	18	2	11%	자국건조; ST 엔지니어링
	호주	6	6	100%	10	7	70%	16	13	81%	타국선정; GPF 11척 일본 Mogami 확정
	방글라데시	2	2	100%	11	7	64%	13	9	69%	장보고급 잠수함 6척 도입추진 (20억달러, 25.5)
	말레이시아	2	2	100%	10	10	100%	12	12	100%	'15-to-5' 현대화계획 하 다목적지원함 도입사업 추진중
	태국	-	-	-	11	10	91%	11	10	91%	37년까지 호위함 4척→8척, RTN 한화 선호
	미얀마	2	2	100%	9	6	67%	11	8	73%	수출난이; 중·러산+소량 국산화, 제재 불안 등
	필리핀	-	-	-	5	1	20%	5	1	20%	수상함 12척(HD현대), 잠수함 도입 제안중(한화, Horizon 3)
	브루나이	-	-	-	4	4	100%	4	4	100%	대형사업 부재; OPV 위주 소규모함대
	뉴질랜드	-	-	-	2	2	100%	2	2	100%	타국선정; 일본 Mogami 협의 초기
	스리랑카	-	-	-	-	-	-	-	-	-	대형사업 부재; 연안경비·중고함 위주
	합계	**227**	**180**	**79%**	**453**	**195**	**43%**	**680**	**375**	**55%**	
남미	페루	6	6	100%	13	13	100%	19	19	100%	HD현대 수상함 공동생산+차세대잠 공동개발 중
	칠레	4	4	100%	8	8	100%	12	12	100%	호위함/잠수함~'35, 현지조선소(ASMAR) 협력추진
	브라질	4	4	100%	8	8	100%	12	12	100%	타국선정; 타만다레급(독일) 4+4척, 프랑스 잠수함 협력
	에콰도르	2	2	100%	8	8	100%	10	10	100%	대형사업 부재; 예산 제약
	콜롬비아	4	4	100%	6	6	100%	10	10	100%	'22~'42(30억달러); 호위함 네덜란드(Damen), 잠수함 예정
	아르헨티나	-	-	-	9	9	100%	9	9	100%	수출난이; 재정난으로 유럽산 중고 위주 검토
	베네수엘라	1	1	100%	4	2	50%	5	3	60%	수출난이; 제재·경제난으로 도입정체
	멕시코	-	-	-	1	-	-	1	-	-	대형사업 부재
	쿠바	1	-	-	-	-	-	1	-	-	대형사업 부재
	우루과이	-	-	-	-	-	-	-	-	-	대형사업 부재
	합계	**22**	**21**	**95%**	**57**	**54**	**95%**	**79**	**75**	**95%**	
중동	이란	18	18	100%	9	9	100%	27	27	100%	수출불가
	이집트	8	8	100%	19	9	47%	27	17	63%	수상함(유럽계) 도입완료, 잠수함 협의중
	사우디	-	-	-	16	8	50%	16	8	50%	호위함(6천톤급 5척), 잠수함(3천톤급 4~6척) 입찰중
	알제리	6	6	100%	9	3	33%	15	9	60%	러·중·서방 등 수입국 다변화
	이스라엘	5	-	-	7	-	-	12	-	-	수출난이; 독일계 고착(TKMS Sa'ar6, 돌핀급), 정치적 제약
	UAE	-	-	-	10	-	-	10	-	-	대형사업 부재; 방산협력 MOU(26.02), 단기 군함수주 제한
	모로코	-	-	-	7	3	43%	7	3	43%	유럽계 호위함(FREMM·SIGMA 보유), 잠수함 검토중
	카타르	-	-	-	6	-	-	6	-	-	타국선정; Fincantieri 초계함/상륙함 총 7척 인도(~23)
	오만	-	-	-	5	2	40%	5	2	40%	대형사업 부재
	바레인	-	-	-	2	2	100%	2	2	100%	대형사업 부재
	합계	**37**	**32**	**86%**	**90**	**36**	**40%**	**127**	**68**	**54%**	

주: 옅은 적색은 유력시장+타국선점 등으로 단기 수주기회 제한적인 국가, 짙은 유력시장+수출기회/국내사 참여의사 표명한 국가
자료: IISS, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터 종합

먼저 고급함정 공백이 기회다. 각국의 함정 보유 현황을 살펴보면, 국내사의 주력시장 3권역(동남아/중동/남미)은 평균 함정 보유척수가 10척대에 불과한 실정이다. 유럽만 보아도 프랑스(~55)·영국(~45)·이탈리아(~42)·그리스(~40)·독일(~35)·스페인(~30) 등 중견국 한 나라가 30~55척을 안정적으로 운영한다. 중장기적 함대 확충을 통한 신조 수요 풍부하다.

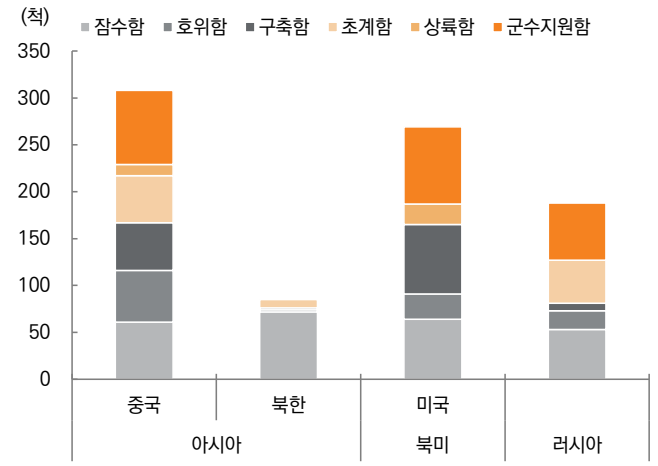
동남아는 베트남, 인도네시아를 필두로 남중국해 긴장 고조를 기점으로 2015년부터 해양 전력 증강 프로젝트가 활발히 진행되었으며 후발 필리핀, 말레이시아, 태국, 방글라데시 등에 수출 기회 유효하다. **중동**은 잠수함이 이란(18)·이집트(8)·알제리(6)·이스라엘(5)에 몰려 있는 반면, 걸프 5개국(사우디·UAE·카타르·오만·바레인)는 보유 잠수함대가 없다. 수상함은 호위함대 위주다(역내 48척). 상기 시장에 있어 한국 군함은 미·중간 균형을 모색하는 국가들에 정치적 부담이 낮은 대안이다. 30년 이상 운용한 퇴역함 무상 공여(베트남 김천·여수·제천함, 필리핀 충주·안동함 등) 이력으로 한국 체계에 익숙한 점도 배경이다.

그림 252. 아시아/남미/중동 권역 내 국가들의 선종별 보유현황



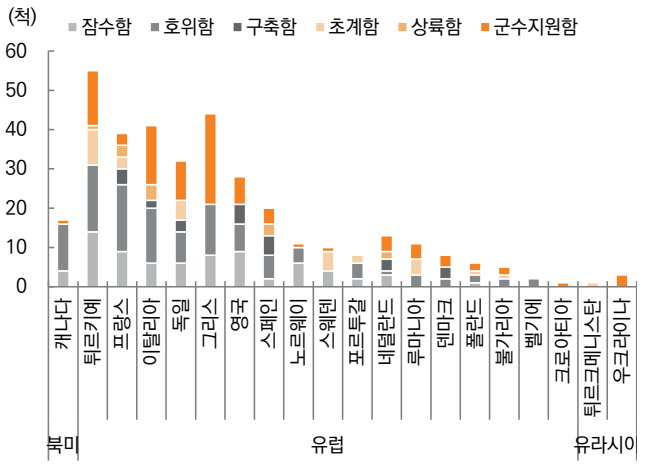
주: 중국, 북한은 제외, 자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 253. Top4(중국/북한/미국/러시아) 국가의 선종별 보유현황



자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 254. 유럽/NATO, 러시아의 선종별 보유현황

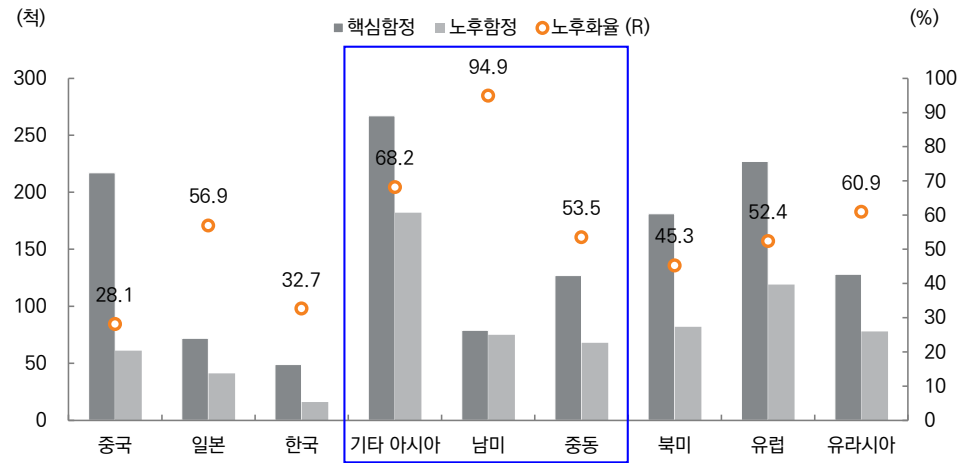


자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

남미는 지켜야 할 수역이 넓은 만큼 전통적으로 대양 해군을 운용해왔고, 페루(잠6)·칠레(잠4)·브라질(잠4)·콜롬비아(잠4)가 넓게 갖추고 있으나, 무기체계 평균 연식이 최대 45년으로 현대화 수요가 크다. 운영함정의 노후화율은 실제로 95%에 달한다(IISS의 주요 4함정 분류 기준). 구리 등 원자재 수출을 기반으로 재정 여력이 양호해 기존 동남아권 수출국 대비 탄탄한 국방예산이 장점이며, 치안 수요 증가로 예산은 지속적 증강 추세다. 전통적으로 유럽 방산업체의 영향력이 강한 시잔이었으나, 조달처 다변화 움직임이 나타나면서 한국, 이스라엘, 터키 등 대안 공급국의 부상이 대두되고 있다.

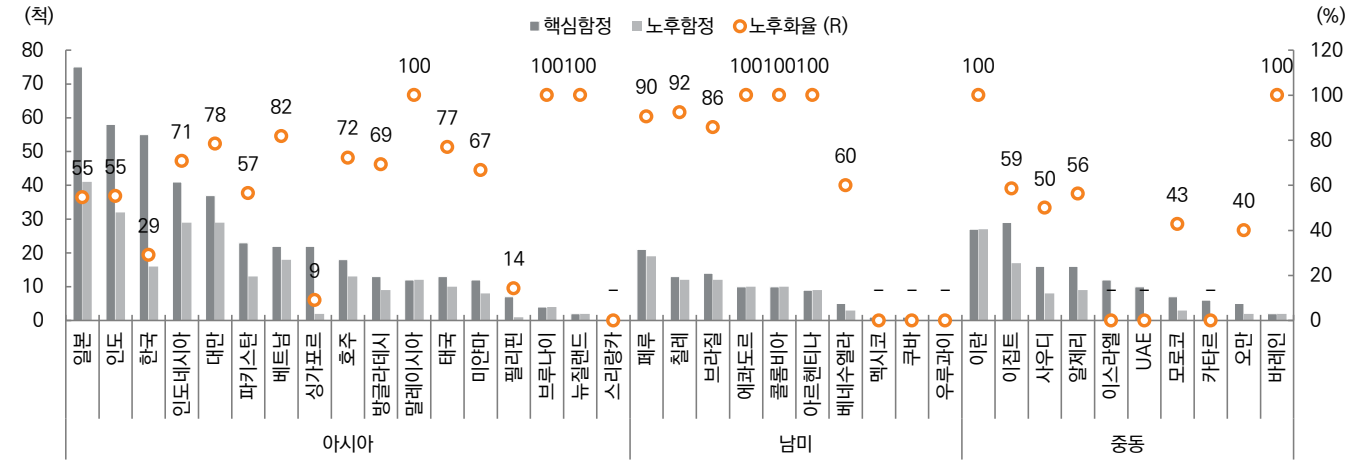
국내 업체들은 단일국가 공략을 통한 초기 진입, 이후 시장 전반으로의 단계적 확장을 목표 중이다. 시작은 페루로, HD현대중공업이 현지 조선소(SIMA)와 협력을 통해 수상함 공동건조 및 잠수함 신조 개발 중이다. 칠레도 전력 현대화 사업에 적극 나서고 있으며, 최근 현지 최대 방산전시회(FIDAE 2026)를 통해 한화그룹과의 접촉과 HD현대와의 협력 논의가 확인된 바 있다. 이외 브라질, 콜롬비아가 잠재 수출국으로 꼽힌다.

그림 255. 권역별 핵심함대 보유 현황 및 노후화율



주1: 기타 아시아에서 북한은 제외, / 주2: 잠수함, 호위함, 구축함, 초계함의 합산
자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 256. 아시아/남미/중동 권역 내 국가들의 핵심함대 보유 현황 및 노후화율



주: 잠수함, 호위함, 구축함, 초계함의 합산
자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

표 74. 국내사 주요 시장(동남아시아/중동/남미): 권역별 주요국가의 함정 보유현황 및 선종별 분류 (척)

지역	국가	잠수함	호위함	구축함	초계함	상륙함	군수지원함	핵심전투함	총계
아시아	중국	61	55	51	50	12	79	**217**	308
	북한	72	2	2	9	-	-	**85**	85
	일본	25	14	33	-	3	7	**72**	82
	인도	18	20	13	6	1	23	**57**	81
	한국	20	20	6	3	6	4	**49**	59
	인도네시아	4	9	-	24	4	7	**37**	48
	대만	4	21	4	7	1	2	**36**	39
	파키스탄	8	13	-	2	-	7	**23**	30
	베트남	9	-	-	13	-	32	**22**	54
	싱가포르	4	6	-	8	4	1	**18**	23
	호주	6	7	3	-	2	4	**16**	22
	방글라데시	2	5	-	6	-	1	**13**	14
	말레이시아	2	2	-	8	-	4	**12**	16
	태국	-	7	-	4	2	8	**11**	21
	미얀마	2	6	-	3	1	9	**11**	21
	필리핀	-	4	-	1	2	4	**5**	11
	브루나이	-	-	-	4	-	-	**4**	4
	뉴질랜드	-	2	-	-	-	2	**2**	4
	스리랑카	-	-	-	-	-	3	**0**	3
	소계	237	193	112	148	38	197	690	925
남미	페루	6	6	-	7	2	4	**19**	25
	칠레	4	8	-	-	1	3	**12**	16
	브라질	4	7	-	1	2	6	**12**	20
	에콰도르	2	2	-	6	-	5	**10**	15
	콜롬비아	4	-	-	6	-	-	**10**	10
	아르헨티나	-	3	-	6	-	7	**9**	16
	베네수엘라	1	2	-	2	-	8	**5**	13
	멕시코	-	1	-	-	-	3	**1**	4
	쿠바	1	-	-	-	-	-	**1**	1
	우루과이	-	-	-	-	-	1	**0**	1
	소계	22	29	-	28	5	37	79	121
중동	이란	18	-	-	9	-	19	**27**	46
	이집트	8	16	-	3	2	13	**27**	42
	사우디	-	12	-	4	-	4	**16**	20
	알제리	6	5	-	4	1	-	**15**	16
	이스라엘	5	-	-	7	-	-	**12**	12
	UAE	-	2	-	8	-	2	**10**	12
	모로코	-	4	-	3	-	2	**7**	9
	카타르	-	4	-	2	-	-	**6**	6
	오만	-	3	-	2	-	5	**5**	10
	바레인	-	2	-	-	-	-	**2**	2
	소계	37	48	-	42	3	45	127	175

주: 정렬은 핵심전투함 (잠수함+호위함+구축함+초계함) 순
자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

파이프라인: 동남아, 중동, 남미 순으로 풍부하게 개화

향후 핵심시장에 있어서도 동남아가 첫 번째 주력시장으로, 필리핀(Horizon 3 후속), 태국 호위함 사업(4척, 최대 4조원)이 근시일내 가시화되어 있다. 이후 남미와 중동이 부상한다. 남미의 풍부한 국방예산과 현대화수요를 공략, 페루와 칠레를 첫 수출국으로 타진하고 있다. 중동의 경우 이집트의 잠수함 도입사업, 사우디 호위함/잠수함 사업이 가시화 단계다.

표 75. 한화오션, HD현대중공업의 글로벌 군함 수출 실적

시기	국가	함종	함급	HD현대	한화오션	규모 (십억원)	척수	단가	비고 (인도연도)
1986	뉴질랜드	군수지원함	8,400t	◎					1988
1998	방글라데시	호위함	2,400t		◎				2001
2010	말레이시아	훈련함	1,270t		◎				2018
2011	인도네시아	잠수함	1,400t		◎	1,160	3	387	2017~2021
2012	영국	군수지원함	40,000t		◎	920	4	230	2019
2013	노르웨이	군수지원함	26,000t		◎	260	1	260	2019
	태국	호위함	3,600t		◎	520	1	520	2018
2016	필리핀	호위함	2,600t	◎		404	2	202	2021
	뉴질랜드	군수지원함	23,000t	◎		400	1	400	2020
2021	필리핀	호위함	3,200t	◎		583	2	291	2025
2022	필리핀	원해경비함	2,400t	◎		745	6	124	2028E
2024	페루	상륙정	1,500t	◎					2026E
		원해경비함	2,200t	◎		641	4	160	2028E
		호위함	3,400t	◎					2030E
2025	필리핀	호위함	3,200t	◎		845	2	422	2029E

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 76. 한화오션, HD현대중공업의 글로벌 군함 수출 파이프라인

시기	국가	함종	함급	HD현대	한화오션	규모 (조원)	척수	단가 (조원)	비고
2H26	태국	호위함	4,000t		◎	3~4	4	0.7	1+3, MRO
	페루	잠수함	HDS-MGP	◎		6	6	1	공동개발 중
	필리핀	호위함		◎		0.8	2	0.4	
	필리핀	잠수함	3,000t	✓	✓	2.4	2	1.2	
2027	사우디	호위함	HDF-6000급	✓		3	5	0.6	
	사우디	잠수함			✓	5	4~6	1.3	
	이집트	잠수함		✓	✓	4	4	1	
	모로코	잠수함			✓	2~3	2~3	1	
	그리스	잠수함	3,000t	✓	✓	4~5	4	1~2	
2028	칠레	호위함	4,000t	✓	✓	6.4	8	0.8	
	칠레	잠수함	2,000t		✓	2	2	1	
	콜롬비아	잠수함	209급 대체		✓	2~3	2~3	1	

주: ◎ = 우선협상·유력 / ✓ = 참여·경쟁 중 / - = 해당 없음, 시기는 당사 추정, 규모는 보도자료 기반 예상 척수x추정단가
자료: 언론 보도, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

필리핀은 향후 10년간 2조페소(약 45조원) 규모의 군 현대화 프로그램을 추진하고 있으며, 이 과정에서 한국산 함정 도입이 적극적이다. HD현대에 총 12척을 발주, Jose Rizal급 호위함 2척('16년 수주)과 Miguel Malvar급 초계함 2척('21년 수주, '25년 인도) 이후 OPV 6척('22년 수주)은 '26년 1월 1번함 인도를 시작으로 순차 건조 중이다. 후속 호위함 2척(8천억원 중반~1조원)과 잠수함 신규 도입사업, Horizon 3 전력증강계획에 따른 추가 도입 가능성도 열려 있다.

태국은 현재 4척인 호위함 전력을 2037년까지 8척으로 확대할 계획으로 4,000톤급 4척 도입사업을 진행중이다. 한화오션, HD현대, 싱가포르 ST Engineering, 스페인 Navantia, 튀르키예 ASFAT와 TAIS 등 6개사가 제안서를 제출했으며, 기존 함정 인도 실적을 보유한 한화오션이 상대적으로 유리한 위치를 점할 것으로 기대되었고 9/8 우협 선저이 보도되었다. 후속 3척 포함 전체 약 4조원 규모까지 확대 가능하다.

말레이시아는 수상전투함의 절반 이상이 선령 30년을 넘겼지만, Maharaja Lela급 LCS 사업이 3년 이상 지연되고 예산도 초과되면서 해외 도입을 대안으로 검토하고 있다. 26년 7월 15-to-5 개편계획에 따른 차세대 다목적지원함(MRSS) 사업의 정식 입찰이 개시됐다. 총 3척 도입을 목표로 HD현대가 대형 상륙지원함 HDL-10000을 제안, 주요 경쟁자는 튀르키예 STM과 이탈리아 Fincantieri가 될 전망이다. **방글라데시**는 제한적인 수상전력과 노후 중국산 함정에 대한 교체 수요가 점증할 가능성에 기대한다. 25년 5월 현지 국방매체가 해군이 한화오션의 1,400톤급 개량형 장보고급 잠수함 6척을 약 20억달러에 도입하는 방안을 추진 중이라고 보도했으나 일축되었다. 배타적경제수역 수호를 배경으로 전력 증강을 본격화중인 상황을 감안하면 중장기 도입수요 현실화 가능성 역시 낮지 않다.

베트남은 역내에서 해군 현대화에 비교적 앞서 나갔지만 (Project 636.3 잠수함 6척 21억달러, '14~'17년 인도, Gepard-3.9급 호위함 4척, Tarantul-V급 초계함 10척) 예산 제약으로 확충에 어려움을 겪었고, 한국의 퇴역함 도입을 대안으로 활용해왔다. '17년 김천함을 HQ-18로 재취역한 데 이어 '18년 여수함, '25년 말 제천함을 양도받았다. 최근에는 Z173 조선소를 중심으로 현지 건조 역량을 강화하고 있어 완성함을 직접 수입할 가능성은 제한적일 수 있다. 기술이전, 설계지원 및 장비공급 방식으로 참여하는 선택지가 잔존한다.

남미는 탄탄한 국방예산과 현대화 및 마약밀매 대응을 위한 특수선 수요로 잠재력이 양호한 시장이다. **페루**는 HD현대가 지난해부터 국영 시마(SIMA)조선소와 6,406억원 규모, 함정 4척에 대한 공동생산 중이다(탈라라함 8/8, 침보테함 8/20 진수). '25.12 HDS-MGP(1,500t) 잠수함 공동개발 계약 이후 올해 기본설계를 완료, 후속으로 호위함·OPV 각 1척, 상륙지원함 2척 도입을 추진한다. **칠레**는 2035년까지 대규모 해군 현대화(프로이에크토 푸엔테, 프로젝트 알카트라스 등)를 추진하며 신형 호위함 및 잠수함 도입사업을 진행중이다. 국영 조선소 아스마르(ASMAR)의 현대화 및 현지 건조역량 확충이 목표다. 특히 잠수함은 209급 2척('84 취역)이 40년을 넘겨 상원의원 26명이 교체를 촉구하는 상황이다. 한화오션이 참여하며, 현대의 경쟁입찰, 이외 호주, 영국, 캐나다 등이 가능성을 타진하고 있다. 한화는 호위함(4500)과 잠수함(2,000t)와 ASMAR 현지건조 제안을, 영국 Babcock도 현지 건조와 기술 이전을 전제로 '애로우헤드 140' 호위함을 제안한 상태다.

콜롬비아는 22년 2042년까지 약 30억 달러(약 4조700억원) 상당을 투입하는 군 현대화 계획을 수립했다. 차기 호위함(PES)이 현재 초점으로 네덜란드 Damen의 플랫폼으로 건조 중이며, 잠수함에서 노후 2척의(Type 209/1200형, Pijao급) 대체수요가 잔존한다. 초기 검토 단계나 한화오션의 참여 유력하며, 기존 운영모델과의 연속성을 고려하면 TKMS의 Class 214/Class 212CD가 경쟁모델로 부상할 가능성이 있다.

브라질은 남미 해군전력 증강의 핵심이나 아직 유럽 지배력이 짙다. 차세대 주력 전투함인 타만다렉급 호위함은 독일 TKMS의 MEKO A100 설계를 기반으로 건조 중이다. 1차 4척이 발주되어 29년까지 인도 예정, 4척을 추가로 도입해 총 8척의 중장기 계획을 확정했다. 잠수함은 프랑스의 기술 협력으로 남미 최초의 6,000톤급 원잠(Álvaro Alberto)을 개발 중이다. 현지 이타구아이(Itaguaí) 해군 조선소에서 건조가 진행 중이나, 예산난의 여파로 전력화 시기가 다소 지연되었다.

중동의 경우 이집트, 사우디가 가시화 정도가 높다. **이집트** 해군 현대화를 위해 유럽(프랑스, 이탈리아, 독일)위주로 다수의 호위함을 수입해 왔다. FREMM 1척·MEKO A-200 4~6척·Gowind 2500 콜벳(Alexandria 현지건조)·Mistral LHD 2척 등이다. 최근 스페인과도 신형 호위함 도입 협상을 진행하고 있다(Navantia F-110). 기회는 잠수함에서 잔존한다. 총 4척 규모의 신형 잠수함 도입을 추진하고 있으며, 현재 한국의 214급(손원일급) 잠수함 도입 및 현지 공동 생산을 위한 패키지 협상을 진행 중이다. 9월 중국이 Type 039A/B로 참전해 한국·독일·프랑스·중국 4파전 구도로, 한화오션과 HD현대의 입찰이 예상된다.

사우디는 중동 역내 최대규모로 8조원 규모의 해군 현대화 사업을 추진중이다(호위함 3조원, 잠수함 5조원). HD현대가 호위함, 한화오션은 잠수함 사업에 각각 참여하는 방안이 유력하다. 호위함은 6,000톤급 5척($2bn)을 도입하며 HD현대는 HDF-6000 및 기술이전, 현지건조를 병행해 독일(TKMS) 등과 경쟁 중이다. 이란의 해상교통로 안보 위협에 대응한 3000톤급 디젤 공격잠수함 4~6척 도입 예정이며(Tactical Report), 한화오션과 TKMS, Naval Group의 참여 및 Fincantieri Todaro급(2~4척) 협상설도 부상한다.

모로코는 잠수함의 첫 도입을 추진중으로 2~3척 확보를 목표, 27년 전후 사업자 선정을 목표하는 것으로 알려졌다(스페인 Escudo Digital). 알제리가 러시아제 잠수함 6척을 운용하는 데 대한 대응으로 보인다. 한화오션이 주력 KSS-III급 2척의 수출 제안서를 전달, 가격 경쟁력과 빠른 건조를 내서울 것으로 보인다. 프랑스(Naval Group)는 Scorpène에 카사블랑카 조선소 건설을, 독일(TKMS)은 209급 또는 Dolphin급을 금융 패키지와 함께 제안한 것으로 파악된다. 2월 스페인 Navantia가 생산병목과 납기 지연, S-80의 수출형 모델 부재로 탈락이 보도되었고 한국-독일-프랑스의 3파전 구도로 좁혀진 상황이다.

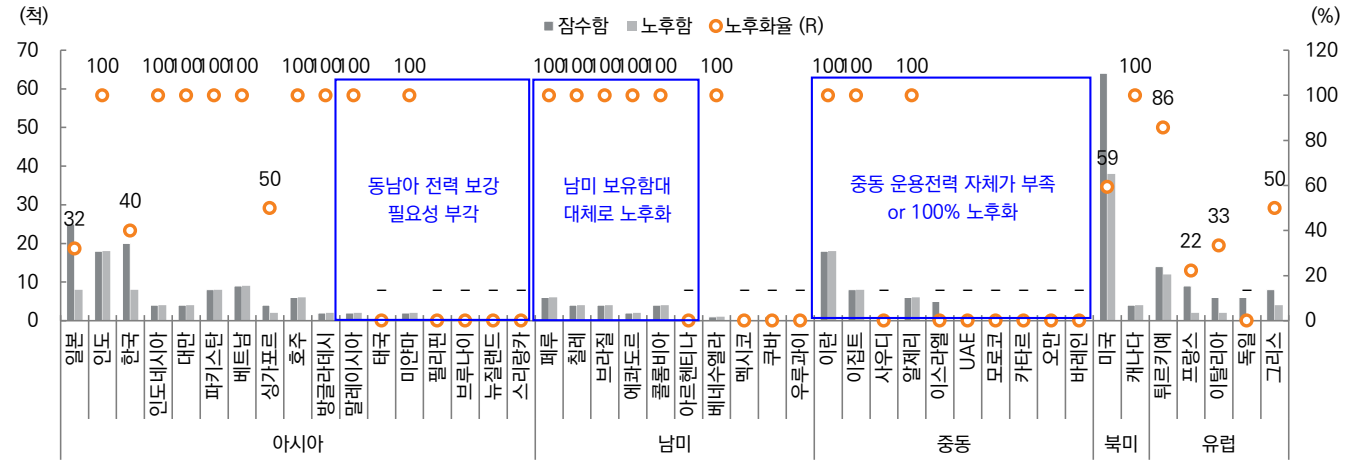
알제리는 270억달러에 달하는 아프리카 최대 수준의 국방 예산을 바탕으로 해군 전력을 확충하고 있다. 과거 러시아 무기에 크게 의존했으나, 최근 서울 ADEX 방산전시회 등에 국방 수뇌부가 직접 방문해 폭넓은 협력을 요청했다.

잠수함: 연간 10조원대의 신조 시장

잠수함은 건당 단가가 높고 약 1.3조원~2.2조원(신흥국~유럽), 수상함 대비 높은 공정난이도로 고마진 프로젝트로서 개별 점검이 유효하다. 국내사 글로벌 수출이 가능한 재래식 잠수함은 연간 5~7척이 거래된다. 금액기준 연평균 6.5~15조원의 신조 시장이 열리는 것이다. 향후에도 1) 노후선대 교체수요, 2) 비대칭 전력의 특성으로 미보유 국가들의 후행적 함대 확장을 통한 시장 성장 지속을 전망한다. 특히 국내사에 있어서 3) 핵심 경쟁사였던 TKMS의 수주잔고 포화를 통한 점유율 이전이 추가 업사이드 요인이다.

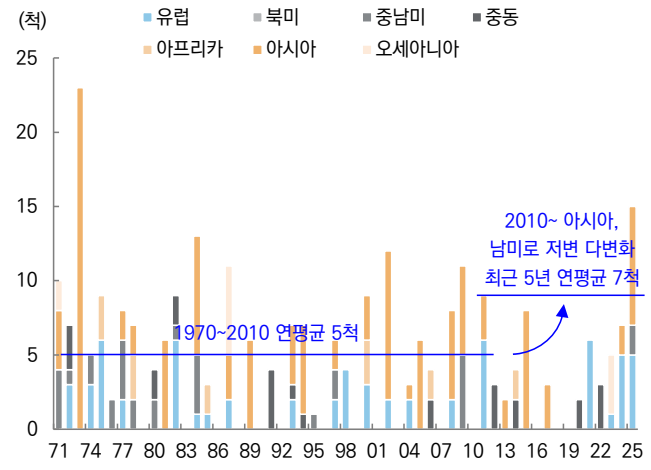
지역별 교체수요 및 신규함대 도입 의지 활발하다. 잠수함은 비대칭 전력 성격이 강해 적성국 또는 주변국의 잠수함 보유는 자국의 잠수함 및 대잠전력 도입 유인이 강화될 수 있다. 유럽/북미는 러시아, 중동은 이란, 아시아-태평양은 중국의 잠수함 도입 확대가 촉매로 작용 중이다. 국내 2사의 잠재 파이프라인 단위에서도, 중동을 시작으로 풍부하다.

그림 257. 글로벌 잠수함 보유현황 및 노후화율



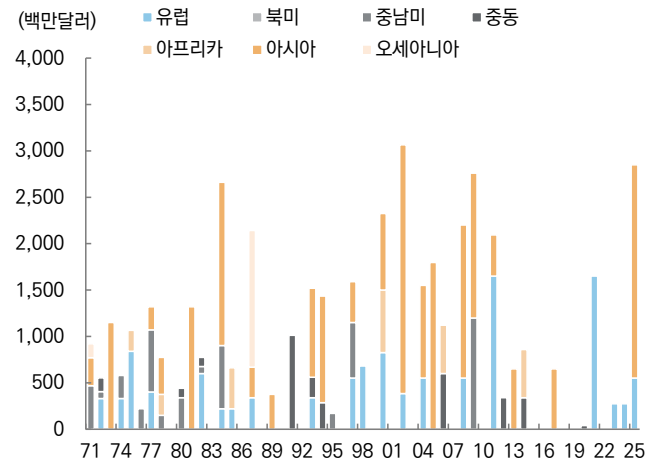
주: 유럽은 상위 5개국만 리스트업, 노후선대는 IISS의 분류를 따름
자료: IISS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 258. 잠수함 수입지역별 신조발주 추이 (척수)



자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 259. 잠수함 수입지역별 신조발주 추이 (금액)



자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

파이프라인이 다양한 지역에서 부상한다. **필리핀**에서 2조원 규모의 중형 잠수함 2척 도입 사업이 추진되며, 기존 연내 사업자 선정을 목표했다. 한화오션이 Naval(Scorpène), 스페인 나반티아(S-80), 핀칸티에리-TKMS 컨소시엄과 경쟁 중이다. **사우디**는 5조원 규모의 3,000톤급 잠수함 4~6척 도입을 추진 중이다. 한화오션과 TKMS, Naval이 후보로 거론되며 Fincantieri의 Todaro급(Type 212A) 협상도 일부 보도된다.

그리스에서 사용연수 45년이 넘은 209/1100형 및 209/1200형 잠수함 4척의 교체사업이 예정되어 있으며 5조원대 규모다. 한화와 HD현대가 경쟁입찰하며, 유럽의 전통 강자들도 다수 진입한다. Naval, Saab에 더해 TKMS도 기존 모델과의 호환성을 앞세워 진입할 전망이다. 70년대 이래 그리스 전력 전체가 독일 기술 기반으로 우위가 있지만, 한화오션은 현지화 카드로(그리스 정부-ONEX 13.5억유로, 부품 국산화율 70%) 대응할 계획이다.

이집트는 차기 AIP 잠수함 추가 도입을 추진중이다. 또다시 TKMS가 209/1400mod 4척과 MEKO A-200EN 호위함(알렉산드리아 현지건조 포함) 실적을 보유한 강력한 후보다. 한화오션·HD현대는 기술이전을 앞세워 입찰하며, 제시안이 KSS-II(Type 214 기반)으로 호환성에 부합한다. **칠레**는 사용연수 40년 초과의 2척 교체를 추진중이다. 한화오션은 24년 11월 거제조선소를 방문한 칠레 군 관계자들을 대상으로 역량을 홍보했으며, FIDAE 2026 참가를 통해 참여의지를 피력하였다. Scorpène 2척을 공급한 나발그룹, Type 209/1400L 원 건조사인 독일(TKMS/HDW)이 경쟁한다.

이외 시점이 상대적으로 멀지만, 확실한 교체물량이 있거나, RFP 및 협의 이력이 있는 국가들에 기회가 산재하다. **모로코**는 첫 도입사업을 추진하며 스페인 Navantia의 생산 병목으로 한국, 독일, 프랑스의 3파전까지 좁혀졌다. 한화오션은 KSS-III 제안서를 전달, HD현대는 카사블랑카 조선소 운영권 확보를 추진 중이다(MRO 거점). **콜롬비아**는 75년 인도된 209/1200 Pijao급 2척이 사용연수 50년을 초과해 확실한 교체수요가 존재허하며 기존 함대(209/1200+206A)는 독일제 중심이다. **아르헨티나**는 17년 사고로 수중 전력이 전멸한 상태로, 3~6척 도입 및 나발그룹의 Scorpène급의 유력 검토 중이었으나 최근 기술이전 협상 난항으로 HD현대의 HDS-1500이 후보로 부상한다는 보도가 확인된다. 페루와의 협력 경험, MRO 패키지를 제시한 점이 부각된 것으로 전해진다.

표 77. 국내2사(한화, 현대)의 잔여 잠수함 수주 파이프라인 (톤, 척, 조원)

프로젝트	사업규모				모델 및 경쟁현황			타임라인	
국가	제원 (톤)	척수	단가	금액	국내 제안 모델	국내 업체	해외 경쟁업체	선정시기	비고
폴란드 Orka	3,000	3	〉2조원	7조원	KSS-III Batch-II	한화, 현대	TKMS, Naval, Saab, Fincantieri, Navantia	25.11	Saab
캐나다 CPSP	3,000	8~12	〉2조원	60조원	KSS-III Batch-II	팀코리아	TKMS, 한화오션	26.07	TKMS
필리핀	3,000	2	약 1조원	약 2조원	KSS-III (개량)	한화, 현대	Naval, TKMS+Fincantieri, Navantia	2H26E	협의중
사우디	3,000	4~6	약 1조원	약 5조원	KSS-III Batch-II	한화	TKMS, Naval, Fincantieri	2027E	MOU
이집트		4			KSS-II (Type 214)	한화, 현대	TKMS, Naval, Navantia	2027E	검토
그리스		4			KSS-III Batch-II	한화, 현대	TKMS, Saab, Naval	2027E	시장조사
모로코		2~3				한화, 현대	Naval, TKMS	2027E	
칠레		2			Ocean 2000	한화	Naval, TKMS	2028E	
콜롬비아		2~3				한화	TKMS	2028E	
아르헨티나		3~6			HDS-1500	현대	Naval, TKMS, Saab, Navantia	미정	

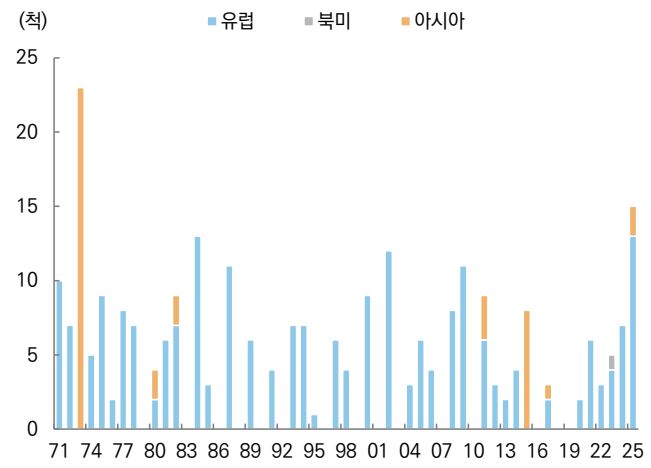
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

유럽 CAPA 포화가 기회, 납기 경쟁력이 부각될 시점

전통 강자들의 CAPA 포화로 국내사의 납기 경쟁력이 더욱 부각될 환경이다. 실제 유럽은 1970년부터 272척의 잠수함 수출 프로젝트에서 무려 230건을 점유하였다(M/S 85%). 핵심은 독일이고, 그중 전술 파이프라인의 사실상 모두에 유력한 TKMS가 중심이다. 장보고 1번함을 기술이전한 독일의 HDW가 지난해 10월 그룹에서 분할해 현재의 TKMS가 되었다. 25년 10월 상장당시 약 186억유로의 수주잔고를 보유, 26척(독일/노르웨이 10척, 튀르키예 4척, 이탈리아 4척 등)으로 구성되어 있었다.

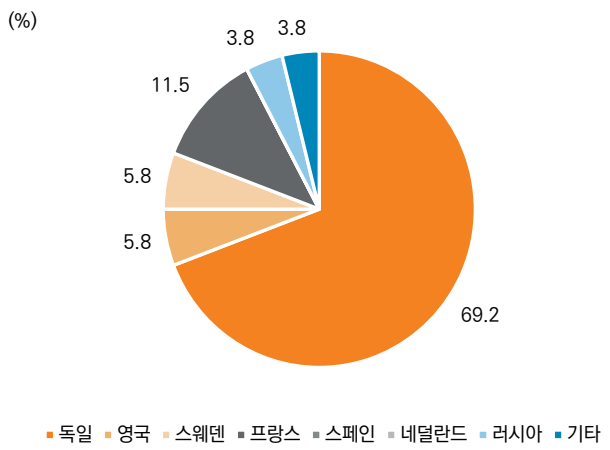
CEO는 잠수함 1척당 통상 5~15년의 건조기간을 감안할 때, 2040년경까지 풀캐파가 유지될 것으로 언급하였다. 여기에 올해 1월 노르웨이 잠수함 2척, 7월의 CPSP로 8~12척이 추가되었다. 3월 실적발표상(H1 FY25/26) 수주잔고액은 206억유로였고, 신규 수주를 반영하면 300억유로 이상이다. 향후 수주시 인도가능 슬롯은 2040년대 중반을 초과할 전망이다. 글로벌 프로젝트 경쟁에서 KSS의 비교우위가 크게 높아질 수 있는 환경이다.

그림 260. 잠수함 수출지역별 수주 추이: 유럽이 사실상 압도



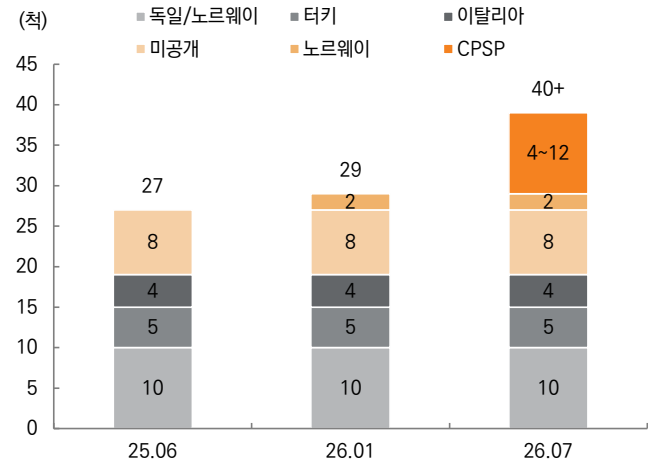
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 261. 유럽 잠수함 수출국별 비중 (2010~2025)



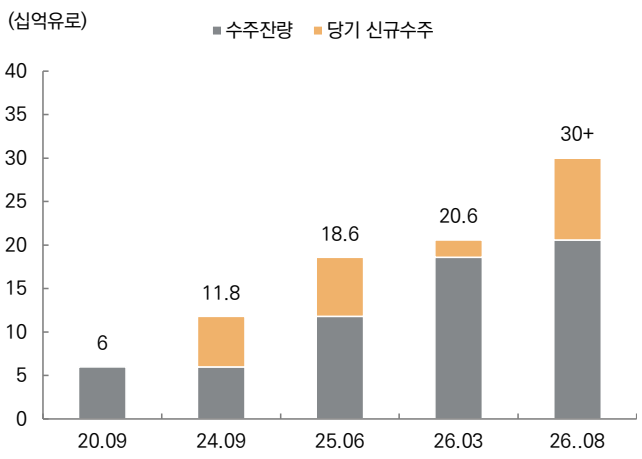
자료: SIPRI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 262. TKMS 신규수주 및 누적 수주잔고 추이 (척수)



자료: TKMS, 미래에셋증권 리서치센터

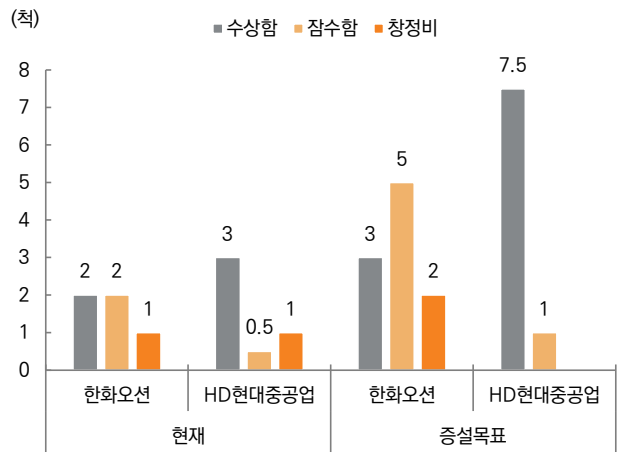
그림 263. TKMS 신규수주 및 누적 수주잔고 추이 (금액)



자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

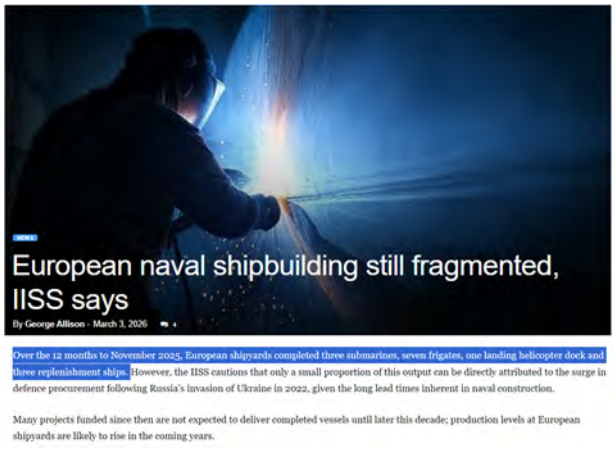
건조능력 증강을 고려해도 CAPA 부족은 여전하다. TKMS의 기존 잠수함 야드 Kiel의 증설('19년~'23년, 2.5억유로, 연면적 +14,400㎡) Wismar('22년 인수, '29년 완전 가동) 온기 반영시 +1~2척을 감안해도 합산 CAPA는 연 4~5척이다. 산술적으로 2040년대 후반까지 라인이 찬다. 실제 CPSP 첫 4척 인도일을 앞당기기 위해 독일·노르웨이 물량에서 슬롯을 당겨오는 방식도 제시되었다. 독일을 제외한 주요사들도 수출용 슬롯 분배 여력이 부족하다. 재래식 잠수함 수출 시장의 실질적인 경쟁자가 유럽 4개사로 압축된 가운데, Naval을 제외하면 단기간 내 추가 물량을 소화할 수 있는 업체가 많지 않다. Navantia는 자국 발주 S-80 4척의 건조 지연으로 2029년까지 납기 신뢰도에 부담이 있고, Saab 역시 Orka 사업 수주 이후 A26의 예상 리드타임이 최대 16년에 달한다. 현지 보도에 따르면 유럽사의 25년 연간 인도척수는 잠수함 3척, 호위함 7척에 불과하다. 현재 핵심 경쟁사들이 현실적으로 소화할 수 있는 연간 건조능력과도 대체로 부합한다.

그림 264. 국내 2사의 건조 CAPA와 증설 계획



자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 265. 유럽, 25년 1년간 잠수함 3척, 프리깃 7척 인도



자료: UK defence journal, IISS 인용

표 78. 글로벌 주요 함정 조선소별 건조 CAPA 및 수주 현황

국가	조선소	분류	야드	주력선종	CAPA	비고 (최근 수주 및 입찰 현황 등)
독일	TKMS	잠수함	Kiel	~2,000톤급 (212CD)	2~3척	
			Wismar	~2,000톤급 (212CD)	1~2척	2029년 완전 가동
		수상함	Hamburg	프리깃 (MEKO·F127)		
스페인	Navantia	잠수함	Cartagena	~3,000톤급 (S-80 Plus)	1척 (목표)	Orka·CPSP 탈락 + 네덜란드 Walrus 입찰 중
		수상함	Ferrol	호위함 (F-110/100 프리깃)		노르웨이/호주 13척
			San Fernando	초계함 (Avante 2200 코르벳)		사우디 5척 인도완료
스웨덴	Saab	잠수함	Karlskrona	(잠수함) A26	2척 동시건조	폴란드 Orka(3척, 인도 '31~'38), 자국 2척('31·'33)
		/수상함		(수상함) 호위함(Lulea급)	-	24.05~ 기본설계, Babcock 협력→Naval
프랑스	Naval Group	잠수함	Cherbourg/	~5,300톤급 (Barracuda SSN 등)	SSN(1척	오더북 €250억+. 수출 이력 풍부
			현지건조	Scorpène	-	그리스 차기 4척 RFI
		수상함	Lorient	호위함 (FDI·FREMM 프리깃)	2척	확정 13척(프랑스 5/그리스 3/스웨덴 4), 덴마크/사우디/인니 FDI = 총 27척
이탈리아	Fincantieri	잠수함	Muggiano	~1,600톤급 (U212 NFS)		+ 수상함 의장
		수상함	Riva Trigoso	호위함 (FREMM/PPA 프리깃)		선제 건조 및 진수
			Castellammare	지원함		2026년 군용 전환
일본	Kawasaki	잠수함	Kobe	~3,000톤급 (Taigei)	1척~	총 10척, 31년까지 취역; 격년 교대로 매년 1척씩 인도
	Mitsubishi	잠수함	Kobe	~3,000톤급 (Taigei)	1척~	
		수상함	Nagasaki	호위함 (Mogami급/New FFM)		23척(일본 12척 + 호주 11척, ~29)

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 79. KSS-III Batch-II vs. 유럽 경쟁사 동급 라인업 비교

모델		KSS-III Batch-II	S-80 Plus	A26 / Blekinge	Scorpène	U212 NFS	Type 212CD
구분	제조사 국가	한화오션/HD현대 한국	Navantia 스페인	Saab 스웨덴	Naval 프랑스	Fincantieri 이탈리아	TKMS 독일
제원	길이 배수량	89.4m 3,600t / 4,000t	81m 2,700t / 3,000t	65m 1,900t / 2,100t	75m 약 1,870~2,000t급	59m 1,600t / 2,000t	73m 2,500t / 2,800t
	추진방식	디젤+AIP+리튬이온	디젤+Bio-ethanol AIP	디젤+Stirling AIP	디젤+AIP	디젤+PEM AIP	디젤+PEM AIP
무장	어뢰	533mm × 6	533mm × 6	533mm × 4 + 400mm × 2	533mm × 6	533mm × 6	212CD 533mm × 6, 212A 533mm × 6
	수직발사관 미사일	10셀 현무 SLBM·순항미사일	없음	옵션/파생형 제안 잠대지/잠대함 옵션	없음	없음 장거리 순항미사일 옵션	없음
작전능력	승조원 최고속도	33~50명 잠항 20kt	32명 + 특수부대 8명 잠항 19kt	26명 잠항 약 12kt	31~35명 잠항 20kt	29명 + 8명 〉20kt	27~30명 〉20kt
	최대잠항 AIP잠항	20일 이상	최대 50일 28일	45일 작전, 18일	약 45~50일, 21일	공개 제한	41일
레퍼런스	운용	한국 해군 운용	스페인 해군 1척 운용 3척 건조중	스웨덴 2척 건조중 (31-33~)		이탈리아 해군 4척 건조중 (27-32~)	독일·노르웨이 각 6척 건조중 (30~)
	수출실적	-	-	폴란드 ORKA	칠레2, 말레이2, 인도6, 브라질 4, 인니 2	-	캐나다 CPSP

주: 배수량은 수상/수중, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 80. 대한민국 해군 잠수함 세대별 지표 비교

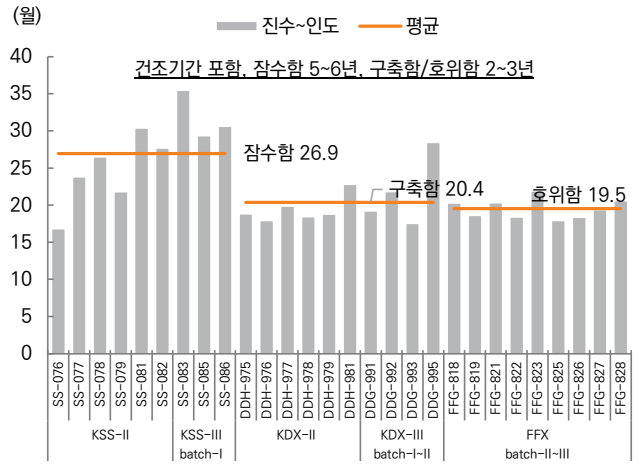
구분	KSS-I 장보고급	KSS-II 손원일급	KSS-III B-I 도산안창호급	KSS-III B-II 장영실급	KSSN 핵추진잠수함	비고
톤수	1,200t	1,800t	3,000t	3,600t	6,000~7,000t	
길이	56.4m	65.3m	83.5m	89m	110m	
추진 방식	디젤-납축전지	디젤-납축전지 + AIP	디젤-납축전지 + AIP	디젤-리튬전지 + AIP	LEU기반 원자로	디젤 → AIP → 핵추진
속력	잠항 시 22kt	최대 20노트	최대 20노트	최대 20노트	최대 30노트	
잠항시간	약 2~3일	약 2주	약 20일	약 3주 이상	약 2~3달	
전투체계	ISUS-83 (독일)	ISUS-90 (독일)	국산 CMS	국산 CMS	국산 CMS	전투체계의 완전 국산화
기반 기술	독일 HDW (Type-209)	독일 HDW (Type-214)	국내 독자설계	국내 독자설계		기술 자립화 완성 단계
SLBM	✗	✗	✗(순항미사일)	✓	✓ (탑재 예정)	Batch-II부터 탑재
무장체계 (어뢰/유도탄/ 수직발사관)	전방발사관 8기	533mm 어뢰발사관 8문	533mm 어뢰발사관 6문	533mm 어뢰발사관 6문	-	사거리·위력의 단계적 확장
	하푼미사일, 기뢰 28발	하푼 대함미사일 등 무장 16발	K731백상어, 범상어 중어뢰, 잠대함유도탄(UGM-84),	K731백상어, 범상어 중어뢰, 잠대함유도탄(하푼), 자항기뢰		
	-	-	수직발사관(KSLCM) 6 cell	수직발사관(KSLCM) 10 cell		
승조원	40명	27명	약 50명	약 50명	약 110명	
역할	전술 어뢰	대잠·대함	지상타격	수중 전략	전략 순찰	어뢰 → 순항 → 탄도
	잠수함	잠수함	전술 플랫폼	억제 플랫폼	억제 플랫폼	
국산화율	33.7	38.6	76.2	80.0	80.0	
취역 기간	1993~2001	2007~2014	2021~진행중	2025~예정	2030년대 목표	약 10년 주기로 세대 교체

주: KSSN 수치는 한국군 무기연감 기준
자료: 방위사업청, 한국군 무기연감, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

따라서, 국내 조선사의 향후 글로벌 함정 수주 전망을 긍정적으로 평가한다. K-군함의 핵심 경쟁력에서 ① 가격 경쟁력을 넘어 ② 풍부한 CAPA, 이를 기반으로 한 ③ 빠른 납기 역량이 부각될 수 있는 환경이다. 그간 예산 제약이 큰 신흥국 시장을 위주로, 경제성을 주요 수주 요인으로 내세우며 성과를 거둬왔으나 Orka·CPSP·호주 호위함 등 NATO 및 선진국 프로젝트는 가격과 납기보다는 자국 산업 기반이나 NATO 동맹국과의 협력 여부가 우선시 되면서 국내사의 경쟁력이 충분히 부각되기 어려웠다.

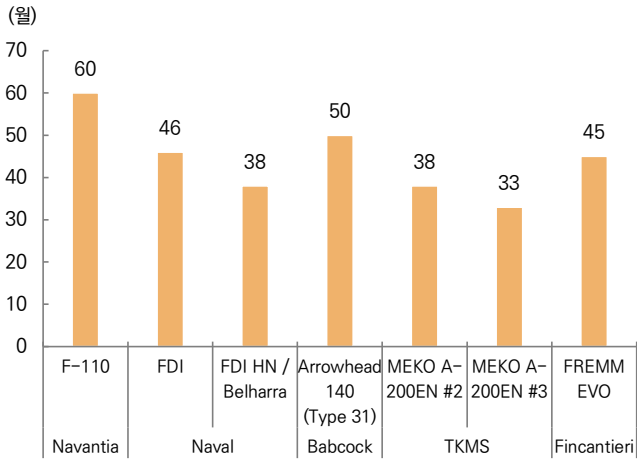
그러나 지난 2년간 경쟁 건조사의 인도가능 슬롯이 포화한 점이 변수다. 수상함에서는 납기 차이가 더 커진다. 글로벌 주요 호위함 프로젝트 기공~인도 공기 평균은 39개월에 달하고, 계획부터 4~5년이 표준이다. 국내 공기는 선도함 기준 글로벌 평균 대비 약 20% 짧고, 함형이 안정된 후속함 구간에서는 격차가 1.5~2배로 확대된다. Naval은 27척의 오더북 확보를 목표로 FDI 수출에 나서고 있으나, 현재 연간 약 2척 수준의 생산능력으로 잔고(프랑스 5척, 그리스 3척, 스웨덴 4척 등) 소화에 야드의 상당이 점유될 가능성이 높다. 일본 역시 호주 호위함 사업 수주 이후 신규 입찰 움직임이 제한적인 상황이다. 전력 확보의 데드라인을 맞추어야 하는 압박 아래 국내 조선사의 여유 CAPA가 부각될 가능성이 높다.

그림 266. 국내 주요 함정 건조 프로젝트 건조기간 (진수~인도)



자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 267. 글로벌 주요 함정 건조 프로젝트 건조기간 (기공~인도)



자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 81. 글로벌 주요 군함 건조 프로젝트 마일스톤

제조사	수입국	프로젝트	기공일	진수일	인도일	기공~인도
Navantia	스페인 (자국)	F-110	2023.08.09	2025.09.11	2028 예정	약 53~64개월
Naval	프랑스 (자국)	FDI	2021.12.17	2022.11.07	2025.10.17	46개월
	그리스 (수출)	FDI HN / Belharra	2022.10.21	2023.10.04	2025.12.18	약 38개월
Babcock	영국 (자국)	Arrowhead 140 (Type 31)	2022.04.26	2025.06.14	미정	약 50개월+
TKMS	이집트 (수출)	MEKO A-200EN 2번함	2020.03	2021.08	2023.05.26	약 38개월
	이집트 (수출)	MEKO A-200EN 3번함	2021.03	2022.04	2023.12.15	약 33개월
Alexandria Shipyard (TKMS 라이선스)	이집트 (현지건조)	MEKO A-200EN 4번함	2022.03	2023.12.04	미확인	미확인
Fincantieri	이탈리아 (자국)	FREMM EVO	2025.07.08	미정	2029 예정	약 42~48개월

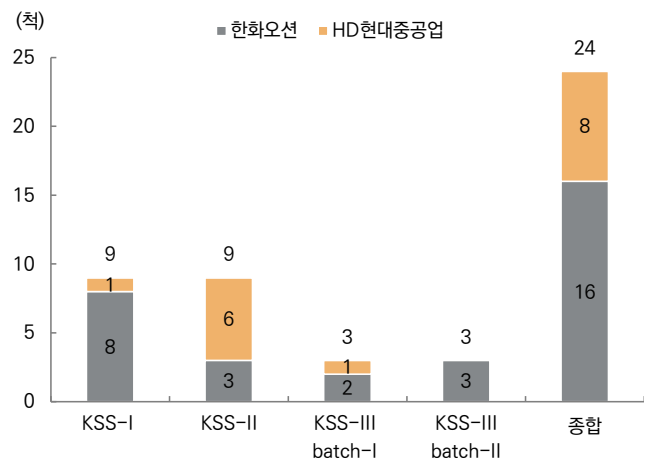
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 82. 국내 방사청 발주 잠수함 건조현황

함명	함번	취역	한화오션	HD현대중공업	비고
KSS-I · 장보고급 (209형)					2번함부터 국내 건조
1번함 장보고함	SS-061	1993			독일 HDW 직도입
2번함 이천함	SS-062	1994	✓		
3번함 최무선함	SS-063	1995	✓		
4번함 박위함	SS-065	1995	✓		
5번함 이종무함	SS-066	1996	✓		
6번함 정운함	SS-067	1997	✓		
7번함 이순신함	SS-068	2000	✓		
8번함 나대용함	SS-069	2000	✓		
9번함 이억기함	SS-071	2002	✓		
KSS-II · 손원일급 (214형)					2차(4~9번함)부터 1척씩 교대수주
1번함 손원일함	SS-072	2007		✓	
2번함 정지함	SS-073	2008		✓	
3번함 안중근함	SS-075	2010		✓	
4번함 김좌진함	SS-076	2014	✓		
5번함 윤봉길함	SS-077	2016		✓	
6번함 유관순함	SS-078	2017	✓		
7번함 홍범도함	SS-079	2018		✓	
8번함 이범석함	SS-081	2019	✓		
9번함 신돌석함	SS-082	2020		✓	
KSS-III Batch-I · 도산안창호급					
1번함 도산안창호함	SS-083	2021	✓		
2번함 안무함	SS-085	2023	✓		
3번함 신채호함	SS-086	2024		✓	
KSS-III Batch-II · 장영실급					건조 진행 중
1번함 장영실함	SS-087	2027(E)	✓		
2번함 (미명명)			✓		
3번함 (미명명)			✓		
총 건조척수			16	7	

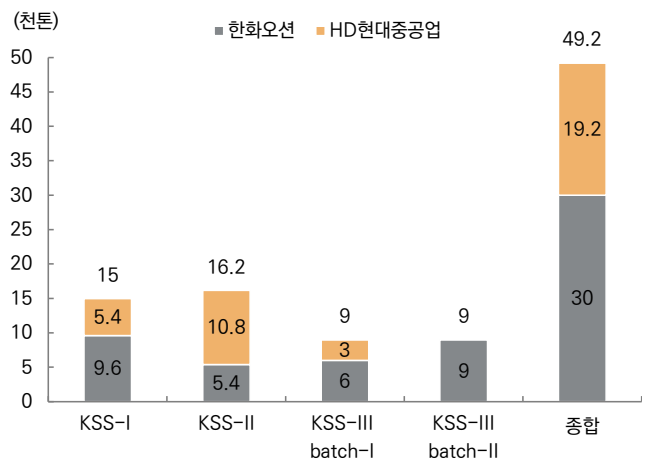
자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 268. 국내 방사청 발주 잠수함 건조사별 분류



자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 269. 국내 방사청 발주 잠수함 건조사별 분류



자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 83. 국내 방사청 발주 구축함 건조현황

함명	함번	취역	한화오션	HD현대중공업	비고
KDX-I · 광개토대왕급					전량 대우조선
1번함 광개토대왕함	DDH-971	1998.7	✓		
2번함 을지문덕함	DDH-972	1999.8	✓		
3번함 양만춘함	DDH-973	2000.6	✓		
KDX-II · 충무공이순신급					1척씩 교대건조
1번함 충무공이순신함	DDH-975	2003.12	✓		
2번함 문무대왕함	DDH-976	2004.9		✓	
3번함 대조영함	DDH-977	2005.6	✓		
4번함 왕건함	DDH-978	2006.11		✓	
5번함 강감찬함	DDH-979	2007.10	✓		
6번함 최영함	DDH-981	2008.9		✓	
KDX-III Batch-I · 세종대왕급					
1번함 세종대왕함	DDG-991	2008.12		✓	
2번함 율곡이이함	DDG-992	2010.8	✓		
3번함 서애류성룡함	DDG-993	2012.8		✓	
KDX-III Batch-II · 정조대왕급					
1번함 정조대왕함	DDG-995	2024.12		✓	
2번함 다산정약용함	DDG-996	2026년말 예정		✓	
3번함 대호김종서함	DDG-997	2027년말 예정		✓	
KDDX · 한국형 차기구축함					
1번함 (미명명)	-	2032년말 예정	✓		
2~6번함	-	-			
총 건조척수			8	8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 84. 국내 방사청 발주 호위함 건조현황

함명	함번	취역	한화오션	HD현대중공업	기타	
FFX Batch-I · 인천급						
1번함 인천함	FFG-811	2013.1		✓		
2번함 경기함	FFG-812	2014.10		✓		
3번함 전북함	FFG-813	2014.12		✓		
4번함 강원함	FFG-815	2015.12			STX조선	
5번함 충북함	FFG-816	2016.1			STX조선	
6번함 광주함	FFG-817	2016.11			STX조선	
FFX Batch-II · 대구급						
1번함 대구함	FFG-818	2018.2	✓			
2번함 경남함	FFG-819	2020.12	✓			
3번함 서울함	FFG-821	2021.7		✓		
4번함 동해함	FFG-822	2021.11		✓		
5번함 대전함	FFG-823	2023.2	✓			
6번함 포항함	FFG-825	2023.2	✓			
7번함 천안함	FFG-826	2023.5		✓		
8번함 춘천함	FFG-827	2023.10		✓		
FFX Batch-III · 충남급						
1번함 충남함	FFG-828	2024.12		✓		
2번함 경북함	FFG-829	2026.6 예정			SK오션플랜트	
3번함 전남함	FFG-831	2026.12 예정			SK오션플랜트	
4번함 제주함	FFG-832	2027.6 예정			SK오션플랜트	
5번함 (미명명)	FFG-833	2027.12 예정	✓			
6번함 (미명명)	FFG-835	2028.6 예정	✓			
총 건조척수			6	8	6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

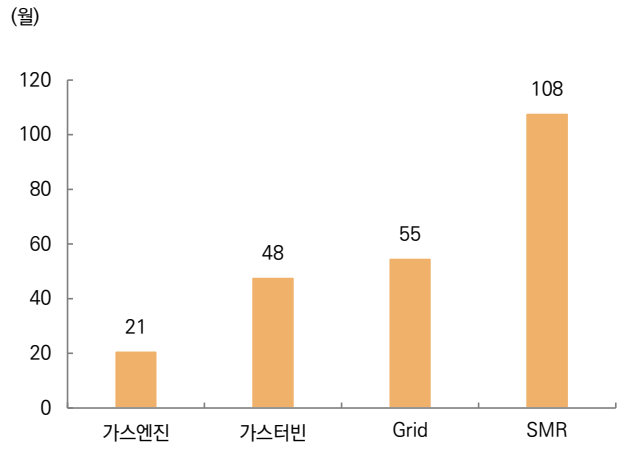
IV. AI가 안겨준 새로운 먹거리들

4행정 가스엔진, AIDC 전력원으로 부상

대형 발전설비의 공급 부족으로 기존 선박용 저속엔진으로 활용되던 4행정 중속 가스엔진이 데이터센터의 전력 공급원으로 진출하고 있다. 현재 시장확대의 핵심은 가스터빈 대비 2년 이상 빠른 납기다. 전력원 선택의 기준에 있어 리드타임이 지배적인 상황에서 가스터빈의 가장 빠른 인도일정이 29년 하반기~30년을 넘나드는 한편 4행정 중속엔진의 백로그는 3년 내외다. 해당 격차가 해소되기 전까지 수요 확대는 구조적이다.

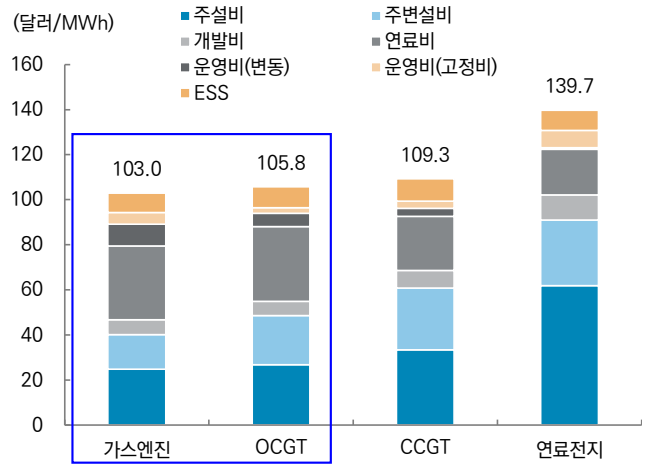
납기 외적으로도, 장기적으로 주전원의 한 축으로 올라설 잠재력을 보유한다. **모듈형 발전설비라는 특성에서 비롯되는 높은 가용성과 확장성**이 부각될 전망이다. 여러 대의 엔진을 병렬로 구성해 필요한 용량만큼 단계적으로 증설할 수 있어, 데이터센터 시장이 초대형 멀티GW 프로젝트 중심에서 중소형·분산형 수요까지 저변이 확대될수록 적용 범위가 넓어질 수 있다. 최근 BNEF의 분석에 따르면 30년 동안 behind-the-meter 전력수요 공급을 가정하고, 발전설비 초과 구축(overbuild)을 고려하면 LCOE 기준 가장 저렴한 옵션은 가스엔진이다. CCGT 대비 열효율이 낮음에도 경제성이 앞선다.

그림 270. 발전원별 리드타임 비교



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 271. 발전원별 LCOE 비교



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

표 85. 가스발전의 전력원별 비용 구성 및 항목별 비중

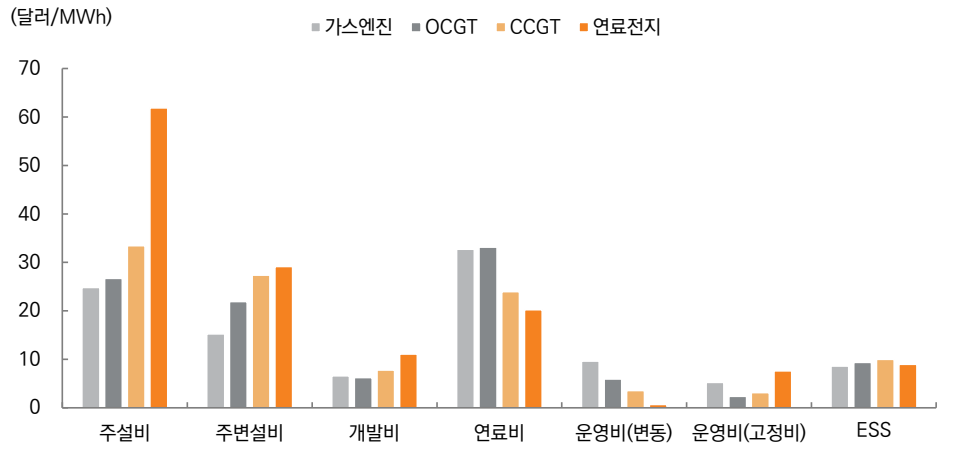
항목	전력원	주설비	주변설비	개발비	연료비	운영비(변동)	운영비(고정비)	ESS	총계
달러/MWh	가스엔진	24.8	15.3	6.6	32.7	9.7	5.2	8.6	103.0
	OCGT	26.7	21.9	6.2	33.2	6.0	2.4	9.4	105.8
	CCGT	33.4	27.4	7.8	24.0	3.6	3.2	10.0	109.3
	연료전지	61.9	29.1	11.1	20.3	0.7	7.6	9.0	139.7
%	가스엔진	24.1	14.8	6.4	31.8	9.4	5.1	8.4	100.0
	OCGT	25.3	20.7	5.9	31.3	5.6	2.3	8.9	100.0
	CCGT	30.6	25.1	7.1	21.9	3.3	2.9	9.1	100.0
	연료전지	44.3	20.9	8.0	14.5	0.5	5.5	6.4	100.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이유는 **1) 초기 투자비용 차이로 인한 낮은 고정비 부담이다.** 가스발전 설비 가운데 자본집약도는 연료전지>CCGT>OCGT>가스엔진 순으로 낮아진다. 가스엔진의 설비 구축비용은 1,797$/kW로 가장 저렴하고, 연료전지(3,899$/kW)의 두 배 이하다. 최근 가스터빈 공급 부족으로 가격이 빠르게 상승하면서, 2~3위 선택지 대비 투자비 격차는 확대되고 있다(NextEra: 가스터빈 All-in CAPEX '22년 785$/kW→'25년 2,400$/kW).

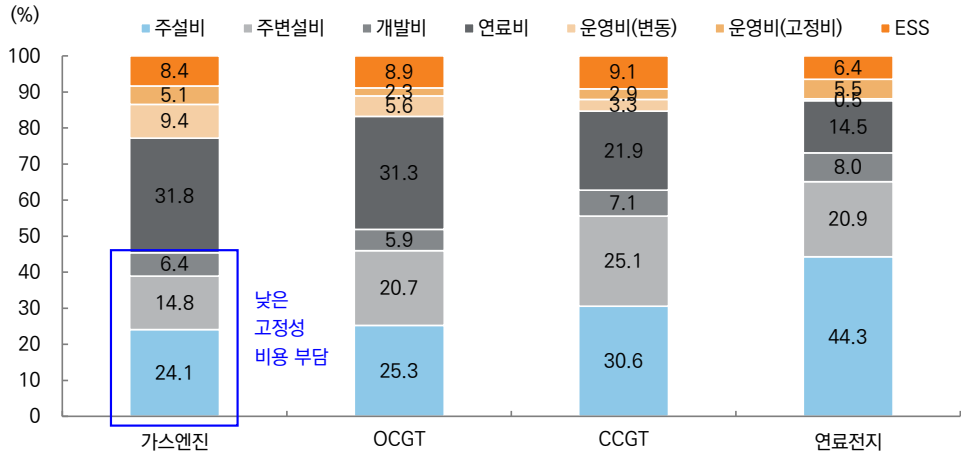
2) 오버빌드(Overbuild) 페널티도 요인이다. 가스엔진은 불연속적으로 커지는 예비설비 투자 부담에서 자유롭다. 500MW IT 용량의 데이터센터에 PUE 1.2를 적용하면, 실제 사업자가 구축해야 할 전력은 600MW다. 공급 요건을 맞추려면 예비 발전설비를 추가해야 하기 때문이다. 가스엔진은 모듈형 구조여서 18MW급 3기만 추가하면 필요한 예비력을 확보할 수 있지만, CCGT는 150MW 블록 1기를 통째로 추가해야 한다. 이론적으로 LCOE 측면에서 10.1$/MWh의 격차가 벌어지게 된다.

그림 272. 가스발전의 전력원별 비용 항목



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 273. 가스발전의 전력원별 비용 구조 비교



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

다만 엔진의 원가 우위는 사이트 규모가 커질수록 줄어든다. 전술 가정은 목표 발전용량 600MW로 452MW급 9F.04와 640MW급 7HA.03을 적용하면 오버빌드율이 각각 126%, 113%에 달한다. 반면 사이트가 6GW로 커지면 21%, 28%까지 낮아진다. 대형 터빈의 고정비 부담은 멀티GW급에서는 규모의 경제로 상당 부분 희석되는 구조다.

가스엔진은 1GW 이하 및 전후의 중소형 사이트에 브릿지 전원으로 침투할 것으로 전망한다. 아직 파이프라인상 터빈이 채택률에서 크게 앞서고 있는데(기계획 123.5GW 중 터빈 69.2GW, 엔진 34.9GW), 멀티-GW급 캠퍼스가 먼저 계획되면서 공급이 타이트한 대형 터빈 슬롯을 먼저 확보하고 있기 때문으로 판단한다. 향후에는 데이터센터 개발이 초대형 캠퍼스 중심에서 1GW 이하의 중형·분산형 프로젝트로 저변이 확대되면서 가스엔진의 침투율도 높아질 전망이다. BNEF에 따르면 주요 프로젝트 가운데 개발사들이 발전설비를 19~80% 초과 구축하는 모습이 나타나며, 이중 상당수는 1GW급 전후 혹은 이하로 확인된다. 트렌드가 지속되며 향후 모듈형의 장점은 더욱 부각될 수 있다

표 86. 가스엔진의 CAPEX 우위 핵심은 오버빌드 페널티

	단위기 출력	최소 대수	총 설치	오버빌드	오버빌드율	LCOE 기여
Engine	18 MW	34기	666 MW	66	11.00%	4.3
OCGT	34.5 MW	18기	724.5 MW	124.5	20.80%	7.9
CCGT	150 MW	4기	750 MW	150	25.00%	14.4

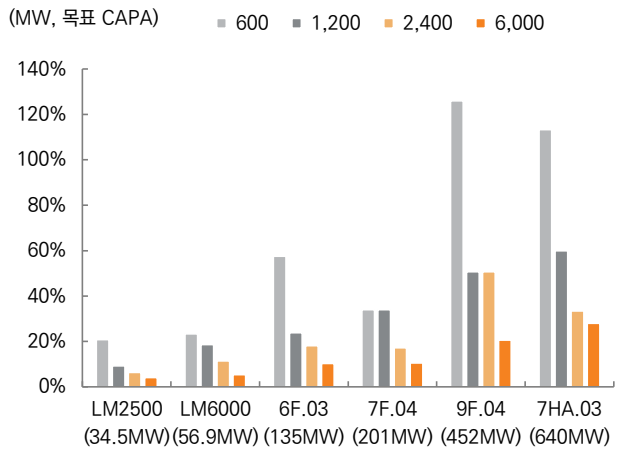
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 87. 이러한 우위는 GW급 이하 중소형 사이트에서 가장 강함

목표 용량	LM2500 (34.5MW)	7HA.03 (640MW)
600 MW	20.80%	113.30%
1,200 MW	9.30%	60.00%
2,400 MW	6.40%	33.30%
6,000 MW	4.10%	28.00%

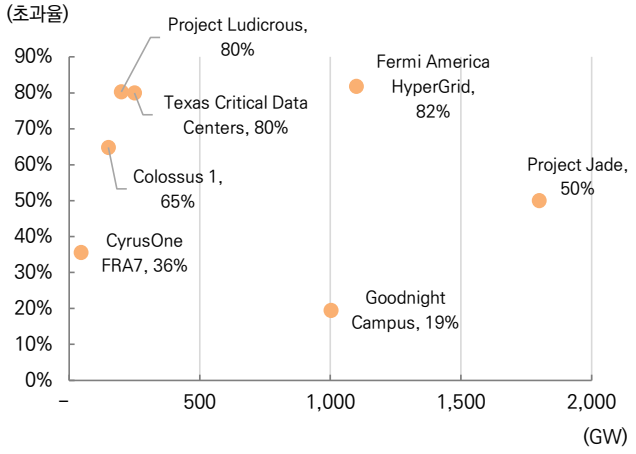
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 274. 터빈 크기에 따른 필요 오버빌드 vs 목표 가스발전 용량



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 275. ~1GW급, 오버빌드 발생시 가스엔진 우위



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

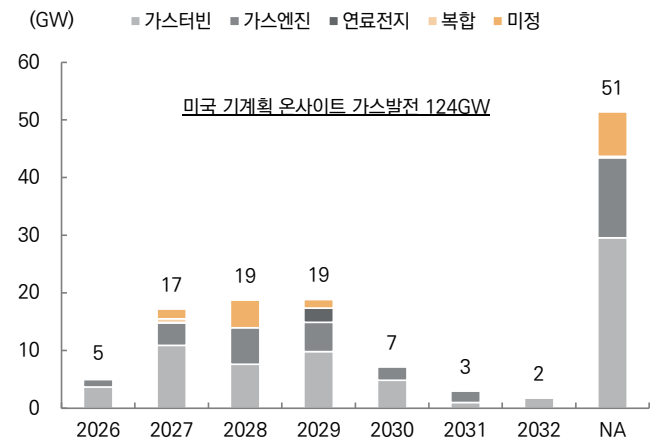
그중에서도 중속엔진의 부각에 주목한다. 1기당 출력이 10~20MW급의 소형으로, 여러 대를 병렬로 구성해 필요 발전용량을 확보하는 모듈형 방식이다. 특히 50~400MW급이 Sweet Spot으로 중소형 사이트에서 경제성/납기 측면에서 경쟁력이 가장 높다. 실제 미국 데이터센터 온사이트 가스발전 프로젝트 가운데 엔진을 채택한 사례는 26건, 총 35GW에 달하는데, 27년 개시 예정 물량 20GW 중 9.5GW가 중속엔진을 채택했다.

진출 선두인 바르질라의 미국 데이터센터향 4행정 가스엔진 수주는 불과 5개 분기 만에 누적 3.42GW를 돌파했으며, 이 중 1.2GW가 2Q26 한 분기에 집중됐다. 바르질라는 중속엔진의 강점으로 ① 50% 이상의 높은 발전효율, ② 2분 이내 전부하 도달이 가능한 빠른 기동성을 꼽는다. 급격한 부하 변동에 신속히 대응하면서도 높은 연료효율을 유지할 수 있다는 의미다. 여기에 모듈형 설계와 높은 내구성, 가스 공급 및 용수 사용 측면의 높은 운용 유연성까지 갖춰, 안정적인 전력 공급과 신속한 출력 대응이 동시에 요구되는 데이터센터용 분산전원에 적합하다는 설명이다.

그림 276. 300MW 오프그리드 데이터센터 (미국 텍사스) 발전설비 옵션 비교

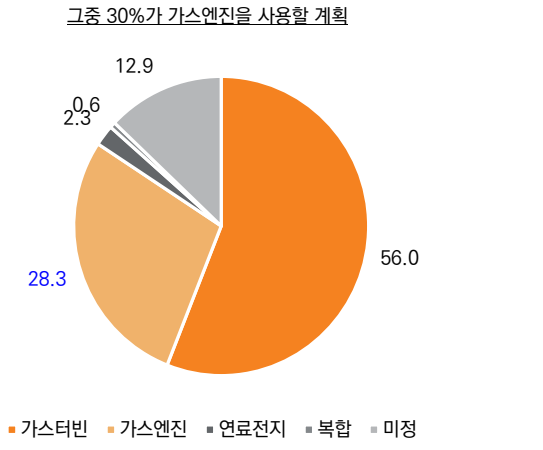
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 277. 미국 온사이트 가스발전 124GW 예정



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 278. 사용 전력원을 발표한 프로젝트 중 엔진이 28%



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

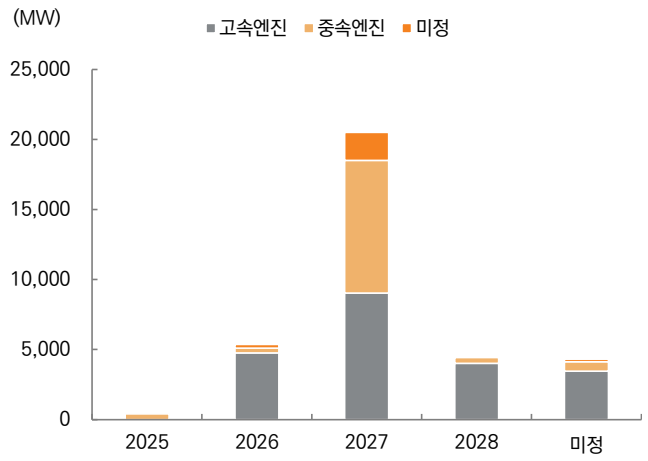
표 88. 미국 데이터센터 온사이트 가스발전 中 엔진 채택 프로젝트 (26건, 35GW)

(MW)

위치	규모	제반기술	제조사	모델	연도별 설치 용량									
					개시연도	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	미정
Virginia	10	High speed	Caterpillar	G3520	2022	10	-	-	-	-	-	-	-	-
Utah	4,000	High speed	Caterpillar	G3520K	2026	-	455	945	1,300	1,300	-	-	-	-
Texas	2,000	미확인	Cummins		2027	-	-	150	316	317	317	-	-	900
	366	High speed	Enchanted Rock	ERT500A	2027	-	-	366	-	-	-	-	-	-
	684	Medium speed	HD현대중공업		미정	-	-	-	-	-	-	-	-	684
	709	High speed	INNIO	J620, J624	2026	-	709	-	-	-	-	-	-	-
	673	High speed	INNIO	J620, J624	2027	-	-	400	273	-	-	-	-	-
	2,300	High speed	INNIO		미정	-	-	-	-	-	-	-	-	2,300
	149	High speed	INNIO	J624	미정	-	-	-	-	-	-	-	-	149
	7,200	Medium speed	MAN	18V51/60G	2027	-	-	612	-	-	-	-	-	6,588
	265	미확인	Not found		2026	-	-	-	-	-	-	-	-	265
	98	미확인	Not found		미정	-	-	-	-	-	-	-	-	98
	1,000	High speed	Rolls Royce		2028	-	-	-	1,000	-	-	-	-	-
	1,000	High speed	Rolls Royce		2028	-	-	-	1,000	-	-	-	-	-
	518	High speed	Rolls-Royce		2028	-	-	-	518	-	-	-	-	-
South Carolina	51	High speed	Cummins		2026	-	51	-	-	-	-	-	-	-
Pennsylvania	1,000	Medium speed	Bergen Engines	B36:45V20 AG1	2027	-	-	11	-	-	-	-	-	989
Ohio	336	Medium speed	바르질라, INNIO 등	18V50SG 등	2026	-	120	-	-	-	-	-	-	216
New Jersey	403	Medium speed	Bergen Engines		2025	100	-	-	-	-	-	-	-	303
Navada	8,000	High speed	Caterpillar		2027	-	-	1,000	1,000	2,000	2,000	2,000	-	-
Georgia	90	미확인	미확인		미정	-	-	-	-	-	-	-	-	90
미확인	750	Medium speed	Bergen Engines		2027	-	-	438	-	-	-	-	-	310
	1,500	High speed	INNIO		2028	-	-	-	-	1,500	-	-	-	-
	1,000	High speed	INNIO		미정	-	-	-	-	-	-	-	-	1,000
	507	Medium speed	바르질라		2027	-	-	-	507	-	-	-	-	-
	412	Medium speed	바르질라	34SG	2028	-	-	-	412	-	-	-	-	-

자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 279. 미국 온사이트 가스발전 엔진의 개시 연도별 제반기술



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 280. 온사이트 가스엔진 제조사별 공급 발전용량

주: 2025년부터 누적, 2032년 및 이후 미계획 설치예정 용량
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

중속엔진의 부각이 의미 있는 이유는 원천기술을 보유한 HD현대중공업, 그리고 라이선스 생산을 영위하는 국내 엔진업체까지 진출 가능성이 열리기 때문이다. HD현대는 기존 중형 선박엔진 시장에서 35%의 점유율을, DF 엔진 한정시 50%를 확보하는 1위 사업자였다. 발전용에서는 후발이지만, 선두업체의 공급여력이 빠르게 소진되고 있다는 점에서 온기가 확산될 가능성이 크다. 바르질라는 28년 슬롯을 완판하고 SDH(생산시설)의 풀가동 상태다. 누적 2.4GW 수주와 1GW+ 추가 계약을 바탕으로 지난해 말 35%, 이후 추가 30%의 증설을 발표하며 전년비 총 65% 증설 중이다.

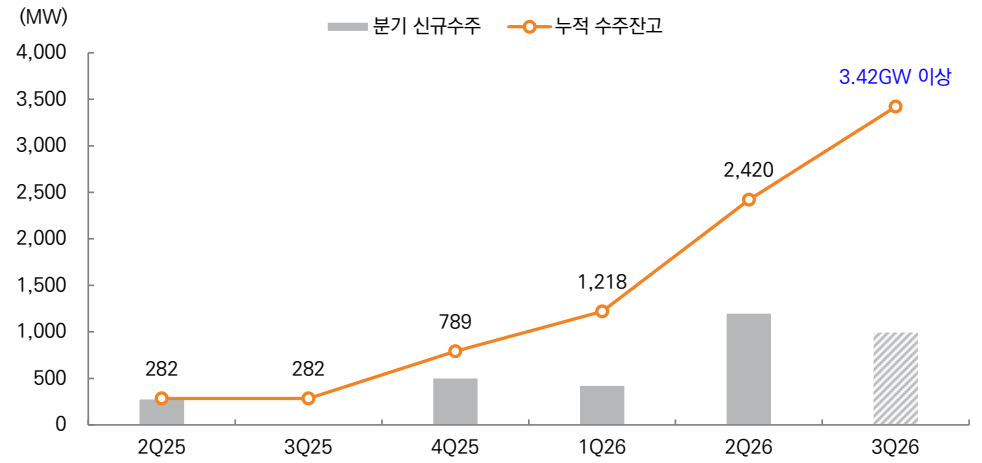
가스터빈의 백로그 길이 유지에 따른 수요 확대는 지속적일 것으로 전망한다. 실제 바르질라의 1분기 컨퍼런스콜에서 경쟁사 질의로 HD현대중공업이 직접 언급되기도 했는데, 사측은 양사간의 점유율 침식보다 현재 시장 자체가 빠르게 확대되고 있어 후발의 진입을 충분히 흡수할 수 있다는 취지로 답변했다.

표 89. 바르질라 데이터센터 수주현황

수주시점	고객	MW	엔진	대수	대당 MW
2Q25	오하이오 DC	282	18V50SG	15	18.8
4Q25	미국 DC (고객 비공개)	507	50SG	27	18.8
1Q26	DC 수요 대응 유틸리티 발전소 (비공개)	429	50SG	24	17.9
2Q26	오하이오 하이퍼스케일 DC	412	34SG	40	10.3
2Q26	텍사스 DC (오프그리드)	790	50SG	42	18.8
3Q26	AI DC — Liberty Energy	1GW + 확장	34SG	미공개	10.3
합계		**3,420 + α**		**148**	

자료: 바르질라, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 281. 바르질라의 분기별 데이터센터 수주



자료: 바르질라, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 90. 바르질라 증설 발표 이력

(백만유로)

발표 시점	내용	투자금액	가동 시점
2025.04	Vaasa STH 확장	EUR 50m	-
FY25 실적발표	STH +35% (누적)	EUR 140m	1Q28
	Kampen 스페어파트 센터 +40%	EUR 14m	2027
2Q26 실적발표	STH +30% 추가	EUR 90m	1Q29
합산	**+65%; 2025 실 운영의 2.2배**	**EUR 230m+**	**1Q29**

자료: 바르질라, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 91. 바르질라 실적발표 주요 내용 정리

1Q26 실적발표 주요 내용

[실적]
- (수주) 총 21억 유로(+10% yoy), organic +22%
- (수주-Energy) +56% yoy, organic +66%로 큰 폭 반등
- (수주잔고) 89억 유로, 사상 최고치 경신
- (매출) 15.6억 유로(flat yoy), organic +8%
- (수익성) 조정 EBIT 1.99억 유로(+16% yoy), 12.8%
- (Energy 마진) 15.2% → 14.7%, 신규 장비 믹스 확대 영향
- (현금흐름) 영업CF 700만 유로. 배치 인도용 선제 생산에 기인
- 26년 가이던스: Marine 유사, Energy·ESS 모두 개선 전망

[사업 업데이트]
- 바사 STH 공장, 기술 캐파에 근접해 가동 → 영업레버리지 개선
- 캐파 +35%(28년초 가동) = 25년 가동률 75% → 135%, 실질 +80%
- 추가 증설 가능하나 공급망과 보조 맞춰 단계적으로 진행
- 잔여 가용 캐파 많지 않음. 경쟁 사유로 세부 수치 공개 거부
- 병목은 데이터칩과 전력 둘, 동사도 병목의 일부
- ESS 장비 수주 사실상 0, 하반기 적자 경고. 사업부 대표 교체
- Section 232 관세: 고객 부담 세율은 개정 전과 유사한 수준
- 메탄올 엔진 누적 약 350대 수주, 취소 0건(전량 이중연료)

[수주 업데이트]
- 미국 DC 수요 대응 유틸리티 발전소 429MW(50SG 24대) 수주
- 비(非)DC Energy 수주는 북미·남미·아시아로 분산
- 2Q 초 미국 DC 대형 2건 추가 확보(790MW·412MW) 선공시
- 미국 DC 수주 갈수록 대형화, 파이프라인 내 GW급 잠재 건 존재
- 경쟁사 HD현대중공업의 DC향 수주 관련 코멘트
  신규 엔진 진입보다 엔진 vs 가스터빈 구도가 훨씬 중요한 상황
  근거: 연비 우위, 물 소비 없음(미국 핵심 이슈), 변동부하 대응
- DC 가격실현 양호 주장. 매출은 26년 4Q부터 → 27년 본격화
- DC 신조 → 서비스 매출 전환에 4~5년 소요(O&M시 준공부터)

2Q26 실적발표 주요 내용

[실적]
- (수주) 총 28억 유로(+33% yoy), organic +43% — 사상 최대 분기
- (수주-Energy) 약 17억 유로(+82% yoy) — 2개 분기 연속 사상 최대
- (수주잔고) 90억 유로 육박(+13%). Energy 잔고 25년초 대비 2배 이상
- (잔고 마진) Energy 장비 GPM 25년초 대비 +500bp 이상 개선 (최초 공개)
- (매출) 15.6억 유로(flat yoy), organic +5%
- (수익성) 조정 EBIT 2.18억 유로(+7%), 14.0%. LTM 13.5%로 목표 14% 달성
- (Energy) 매출 +10%, EBIT 0.9억 유로, LTM 마진 15.5%
- (현금흐름) 영업CF 4.97억 유로, 2분기 기준 사상 최대
- 26년 가이던스: Marine·Energy 모두 유사(과거 12M 누계 대비 기준)

[사업 업데이트]
- 바사 STH 사실상 풀가동 — "만들 수 있는 건 다 만드는 중"
- 추가 증설 9천만 유로·+30% 결정 → 29년 1Q 산출능력 25년 대비 2.2배
- 2028년 생산슬롯 sold out. 현재 29~30년 물량 부킹 중
- 신규 Energy 수주 납기는 주로 2029년 이후로 이연
- 선수금 잔액 약 18억 유로(FY25 13억 → +5억). 운전자본 -12.6억 유로
- 포트폴리오 사업 11개 전량 매각 완료 → 사업 구조 단순화
- ESS: RCT와 50:50 JV 설립, 중단영업 분류. 26년 OP -4~5천만 유로
- 관세 리스크 고객 전가. 대법원 판결로 영향 소멸
- 세계 최초 대형 100% 수소엔진 실계통 전력공급 실증(스페인 Bermeo)
- Capital Markets Day 11/3 개최 예정 — 장기 마진 타깃 재설정 가능성

[수주 업데이트]
- 텍사스 오프그리드 DC 790MW(W50 42대) — 2Q 수주 계상
- 오하이오 하이퍼스케일 DC 412MW(34SG 40대) — 34SG 첫 적용 사례
- DC 1.2GW는 협상 물량 아닌 확정 계약분(선수금 수반 주문)
- 밸런싱 파워 0.5GW 이상 수주. 브라질 Origem 185MW 포함
- BNEF: 왕복동엔진이 DC향 $/MWh 기준 최저비용 기술로 결론
- GT·엔진 경쟁사 모두 증설 중. DC M/S는 비밀유지로 산정 불가
  현 미국 시장 1순위 구매기준은 리드타임. 납기 짧으면 어떤 기술이든 수요 확인
  수급 균형 도달 시 fundamentals로 회귀한다는 것이 회사 가설
- 잔고 마진의 손익 반영은 28년 이후, DC 서비스 기여는 30년 이후

자료: 미래에셋증권 리서치센터

HD현대중공업은 9/10 2030년까지 7.2GW 생산능력 확보를 위한 증설(영암 HD현대엔진 1GW, 울산 온산 신축공장 3GW)을 공시했다. 기존 생산능력 2.94GW에, AIDC 수주 1.7GW가 누적되며(4월 Aperion, 8월 Corban) 30년 슬롯 포화가 확실시되던 상황이었다. 금번 3.3GW 증설은 부족분을 크게 상회하며, 특히 육상 전용은 예상 밴드(2~3GW)를 넘어서는 규모다. 온산 신규 공장의 3GW 설비는 모두 20MW급(16H54GV) 대출력 전용 라인이다. 기존 CAPA 대부분은 선박용에 할애되어 육상발전용은 0.7GW, 실 생산량은 200MW 전후였으나 2030년 4.0GW로 5.7배 확대될 전망이다.

표 92. HD현대중공업의 AIDC향 4행정 엔진 수주 2건 (십억원, MW)

항목	세부	Aperion Energy	Corban Energy
인도시기	시작일	2026-04-21	2026-08-27
	종료일	2030-10-21	2030-07-30
계약규모	금액 (십억원)	627.1	956
	MW	684	1,248
	대수	33	130
모델 사양	대당 출력	20	9
	라인업	H54GV	20H35/40GV

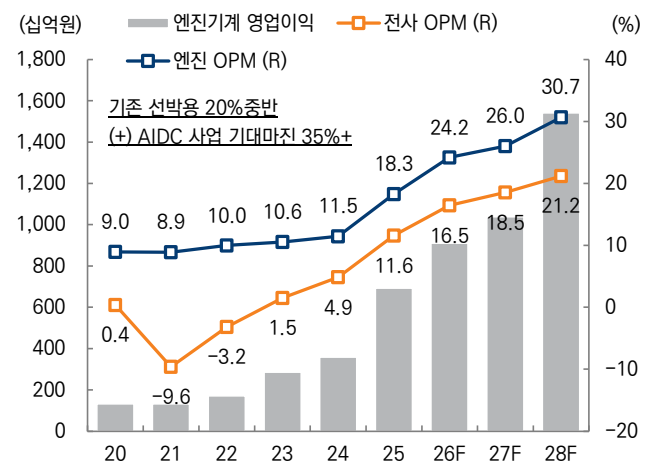
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 93. HD현대중공업 4행정 엔진 생산능력 포화 현황 추정 (MW)

항목	2026	2027	2028	2029	2030	2031~	비고
그룹사 엔진	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000		3사 합산 100척, 척당 5MWx4대
국내 non-captive 엔진	600	600	600	600	600		30척 가정
중국 non-captive 엔진	+ α	+ α	+ α	+ α	+ α		미공시
데이터센터	**-**	**-**	**477**	**727**	**727**		
Aperion Energy	-	-	228	228	228		11대/11대/11대
Corban Energy	-	-	250	499	499		26대/52대/52대
수요 총계	**2,600 + α**	**2,600 + α**	**3,077 + α**	**3,327 + α**	**3,327 + α**		
ㄴ 여유분	340	340	-137	-387	-387		
생산 CAPA	2,940	2,940	2,940	2,940	2,940	2,940	

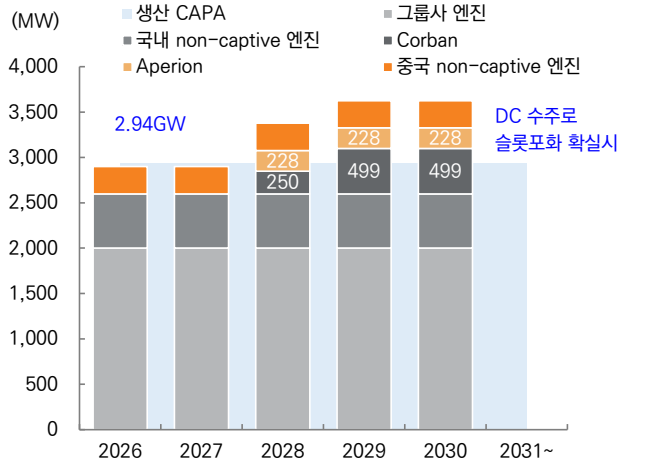
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 282. HD현대중공업 엔진기계 사업부 기대마진 추정



자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 283. HD현대중공업 4행정 엔진 생산능력 추정 (증설 전)



자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

대규모 증설에 따라 힘센엔진의 육상발전 시장 내 점유율 확대가 기대된다. 중속엔진 라이센서 가운데 대출력 모델 라인업을 보유한 업체는 글로벌리 바르질라, Everllence, HD현대중공업 3사로 압축된다. 기존 선박용에서 존재감이 유의미하던 일본 제조사들은 대출력 제품군이 부재하다. IDC용 발전 시장이 개화 초기인 만큼 선두 3사가 초기 수주를 선점할 가능성이 높다. 세 업체 모두 9MW·20MW급 제품을 보유해 라인업 차이가 크지 않은 상황에서, 전방의 공급업체 선정은 생산능력과 이에 따른 납기 대응력이 좌우할 전망이다.

바르질라는 발전용 엔진의 정확한 생산능력을 공개하고 있지 않으나, **인도 기준 연 3~4GW를 확보하고 있는 것으로 추정**한다(25년 전사 매출 €69억 중 Energy 장비매출 €15~20억, 추정단가 €0.55~0.6m/MW로 환산). 동일한 기준을 적용하면 Everllence의 생산능력은 약 1.5GW 내외, 양사의 합산 CAPA는 현재 약 5GW 수준이다. 바르질라가 계획 중인 2029년까지의 65% 증설을 완료하면 생산능력은 연간 약 5.5GW 수준으로 확대될 전망이다. HD현대의 증설이 완료되면 육상발전 전용 생산능력은 기존 0.7GW에서 4.0GW, 여기에 힘센엔진 기존 본공장의 생산능력까지 포함하면 총 CAPA는 7.2GW에 달해 단일 업체 기준 최대 규모이자 경쟁사 합산(7GW 미만)을 초과한다.

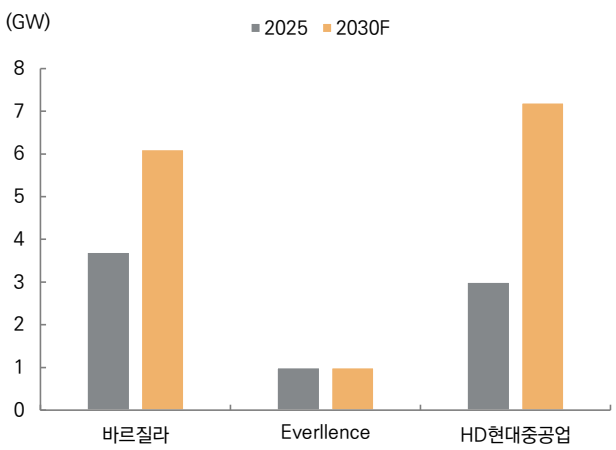
라이센서 기준 중장기 30% 중반대 이상 OPM 타겟이 가능할 전망이다. 기수주 2건의 단가를 살펴보면 Aperion이 660MW/4.2억달러, Corban 1GW/6.7억달러로 환율 기준 1GW당 약 1조원의 매출액 기여다. 연계해 1GW 가동에 따른 기업가치 증분은 7조원 전후로 추정한다(매출액 1조원 x Target OPM 35% x 유효세율 22% x 바르질라 P/E 25배).

표 94. HD현대중공업 엔진기계 CAPA 확장 계획 (연도말, GW)

공장	2025	2026	2027	2028	2029	2030	비고
울산 본공장 (선박용)	2.3	2.3	2.3	2.5	2.9	3.2	선박용, 3~5MW급
울산 본공장 (기존 육상)	0.2	0.2	0.2				선박용 전환
영암 HD현대엔진	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	보완투자('27년 6월 완료), 9MW급
온산 신축 공장				0.9	2.1	3.0	육상발전 전용, 20MW급
육상발전 소계	**0.7**	**0.7**	**1.2**	**1.9**	**3.1**	**4.0**	
전체	**3.0**	**3.0**	**3.5**	**4.4**	**6.0**	**7.2**	

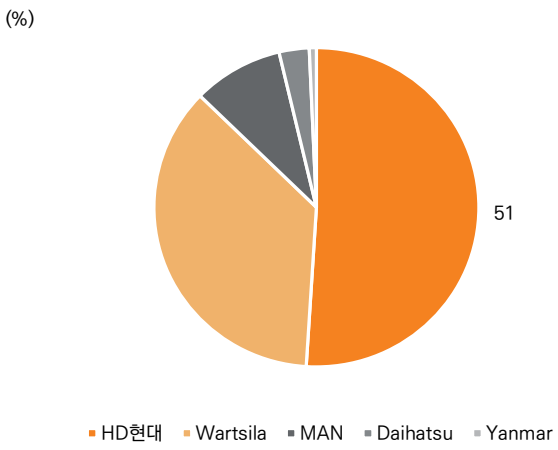
주: 30년은 마일스톤, 시기별 CAPA 기여 속도는 당사 추정 , 자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 284. 라이센서별 4행정 AIDC 엔진 CAPA 추정



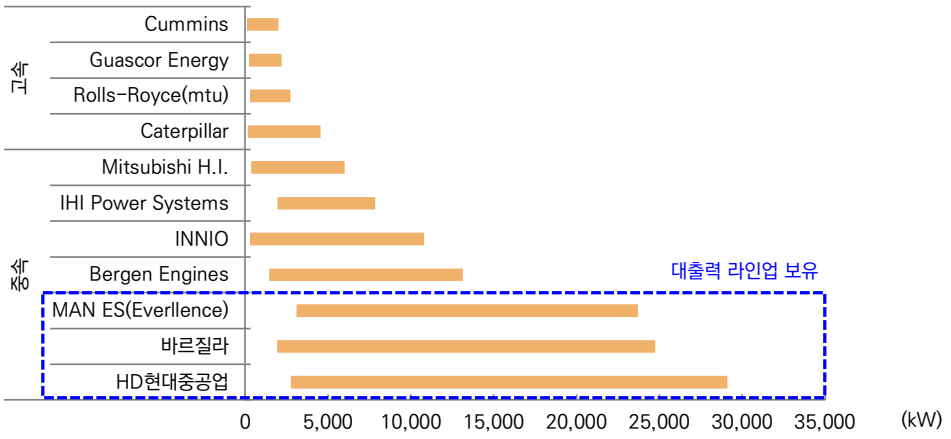
자료: 회사 소통, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 285. 4행정 DF(이중연료 추진) 선박엔진 시장 점유율



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 286. 4행정 가스엔진 라이센서 제품 라인업



주: LNG 가스연료 기준 스펙
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 95. 4행정 가스엔진 라이센서 제품 라인업

(kW)

구분	업체	출력		모델	
		하단	상단	출력 하단	출력 상단
중속	HD현대중공업	2,700	26,460	H35GV (2,700)	H54DFV (26,460)
	바르질라	1,890	22,900	W25DF (1,890)	46TS-SG 20V (22,900)
	MAN ES(Everllence)	3,060	20,700	6L35/44G (3,060)	18V51/60G TS (20,700)
	Bergen Engines	1,400	11,785	C26:33 (1,400)	B36:45V 20V (11,785)
	INNIO	250	10,600	Jenbacher 소형 (250)	J920 FleXtra (10,600)
	IHI Power Systems	1,900	6,000	28AGS 최소 (1,900)	18V28AGS (6,000)
	Mitsubishi H.I.	315	5,750	GSR 소형 (315)	KU30GSI-PLUS (5,750)
고속	Caterpillar	100	4,500	가스발전기 최소 (100)	CG260-16 (4,500)
	Rolls-Royce(mtu)	250	2,535	Series 500 (250)	20V4000 GS (2,535)
	Guascor Energy	180	2,065	SR시리즈 (180)	G-100EM (2,065)
	Cummins	55	2,000	상용 최소 (55)	HSK78G (2,000)

주: LNG 가스연료 기준 스펙
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 96. HD현대중공업 4행정 엔진 1GW 기여 시 기업가치 증분 추정

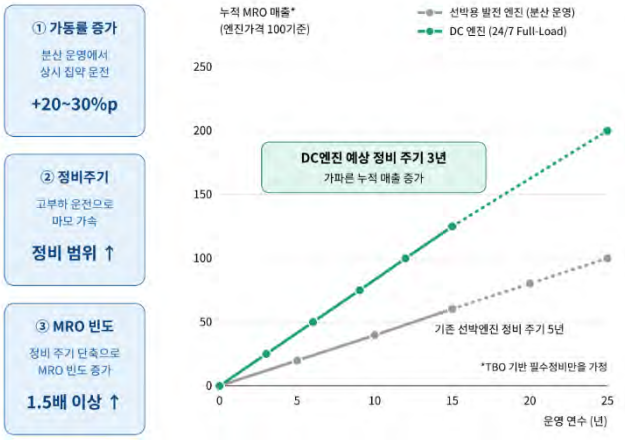
(십억원)

항목	1GW	비고
매출액	1,000	
영업이익	350	OPM 35%
당기순이익	273	실효세율 22%
P/E	25	바르질라 28F, CAPA 프리미엄
NOPLAT	6,825	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

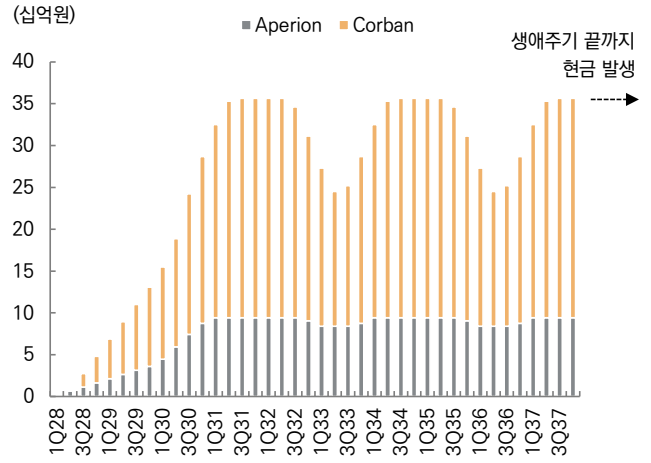
이후에는 MRO 서비스가 수익 확대의 핵심이다. 바르질라는 실제 AIDC 프로젝트에서 20년 장기계약을 체결, 기존 대비 높은 서비스 단가에 따른 고마진 수익을 언급한다. 데이터센터용 엔진은 24시간 고부하 운전으로 선박용 대비 정비 주기가 짧고(기존 5년→3년) MRO 빈도가 잦으며(1.5배 이상), 교체 소모품의 단가가 높기 때문이다. 인도 후 보증기간 종료(4~5년) 이후 전 생애주기에 걸쳐 서비스 매출과 이익이 발생하며, O&M계약의 경우 시운전 단계부터 수익화가 가능하다. 국내에서는 **HD현대마린솔루션**이 기존 힘센엔진의 순정 부품 공급과 AS·O&M을 독점 체제를 유지한다. **GW당 연간 550~780억원(Aperion H54GV~Corban H35/40GV), 30년 누적 서비스 매출액은 각 1.65~2.3조원** 발생을 추정한다.

그림 287. 선박용 vs DC엔진 누적 MRO 매출 비교



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 288. HD현대마린솔루션의 LTSA 매출액 추정



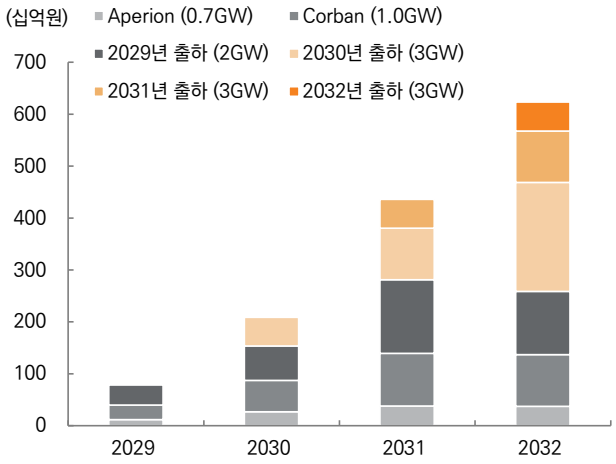
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 97. HD현대중공업 신규 CAPA에 따른 MRO 매출액 전망 (생산능력 100% 활용 시) (십억원)

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Aperion (0.7GW)	3.63	11.55	26.57	37.62	37.29	33.99	37.62	37.29	33.99	37.62	37.29	33.99	37.62
Corban (1.0GW)	4.90	28.35	60.73	101.50	99.75	71.75	101.50	99.75	71.75	101.50	99.75	71.75	101.50
2029년 출하 (2GW)	-	38.17	66.00	142.34	121.66	66.00	142.34	121.66	66.00	142.34	121.66	66.00	142.34
2030년 출하 (3GW)	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00
2031년 출하 (3GW)	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12
2032년 출하 (3GW)	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88
2033년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00
2034년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12
2035년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88
2036년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00
2037년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12
2038년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88
2039년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00
…	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44
매출액	**8.53**	**78.07**	**208.73**	**435.90**	**623.02**	**722.18**	**930.90**	**1,118.02**	**1,217.18**	**1,425.90**	**1,613.02**	**1,656.74**	**1,766.46**

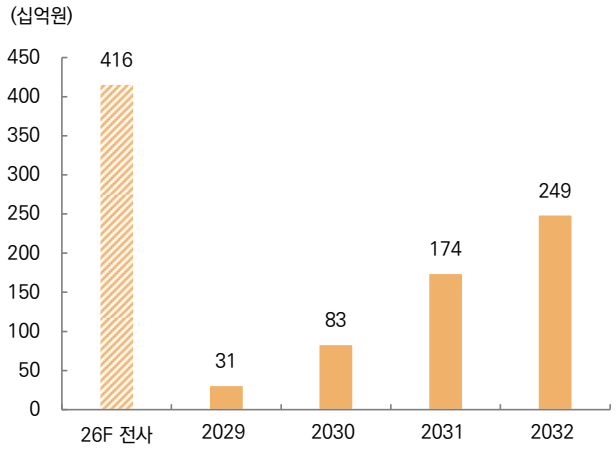
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 289. HD현대중공업 신규 CAPA에 따른 MRO 매출액 전망



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 290. HD현대중공업 신규 CAPA에 따른 MRO 영업이익 전망



주: OPM 40%, 자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 98. Aperion 33대 LTSA 계약 체결시 HD현대마린솔루션의 매출액 발생 예시 (십억원)

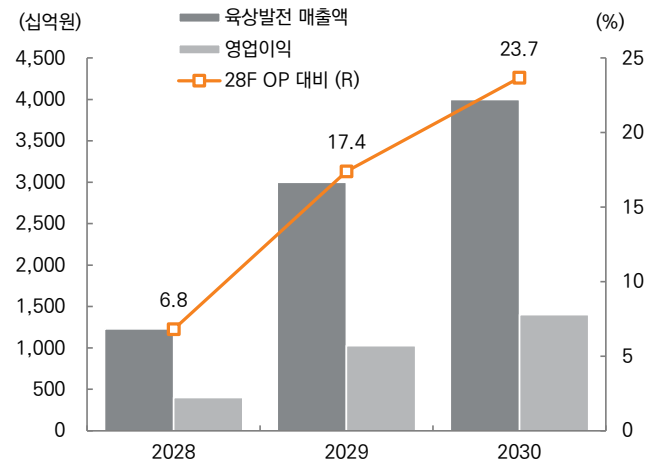
엔진	인도월	ASP	LSTA	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28	1Q29	2Q29	3Q29	4Q29	1Q30	2Q30	3Q30	4Q30
1	28.02	11	3	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385	0.495	0.495	0.495
2	28.03	11	3	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275	0.495	0.495	0.495
3	28.04	11	3	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.495	0.495	0.495
4	28.05	11	3	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385	0.495	0.495
5	28.06	11	3	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275	0.495	0.495
6	28.07	11	3	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.495	0.495
7	28.08	11	3	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385	0.495
8	28.09	11	3	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275	0.495
9	28.10	11	3	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.495
10	28.11	11	3	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385
11	28.12	11	3	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275
12	29.01	11	3	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
13	29.02	11	3	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
14	29.03	11	3	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
15	29.04	11	3	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
16	29.05	11	3	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
17	29.06	11	3	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
18	29.07	11	3	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
19	29.08	11	3	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
20	29.09	11	3	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
21	29.10	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
22	29.11	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165
23	29.12	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165
24	30.01	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165
25	30.02	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165
26	30.03	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165
27	30.04	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165
28	30.05	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165
29	30.06	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165
30	30.07	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165
31	30.08	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165
32	30.09	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165
33	30.10	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165
합계				0.165	0.66	1.155	1.65	2.145	2.64	3.135	3.63	4.455	5.94	7.425	8.745

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

라이센시와 부품 밸류체인으로 수혜가 확산될 전망이다. **한화엔진**은 7월 준공한 신규 공장을 기반으로 3Q26부터 4행정 엔진 사업을 재개한다. Everllence의 라이센시로 육상용 면허생산 자격 갱신을 통한 인콰이어리 대응 기대도 충분하다. 총 900MW(대당 5MW, 180대)의 CAPA는 2배 증설이 용이하도록 설계됐다는 설명이다. 육상발전 사업에 상대적으로 후발 주자인 Everllence의 일부 할인(20%) 진입, 라이센시로서 로열티(5~7%) 납부를 가정하더라도, 현재 28년의 잔여 슬롯을 500MW급 데이터센터향 수주에 할애시 당해연도 매출액/영업이익 컨센서스의 각 16%/21% 증분이 발생한다.

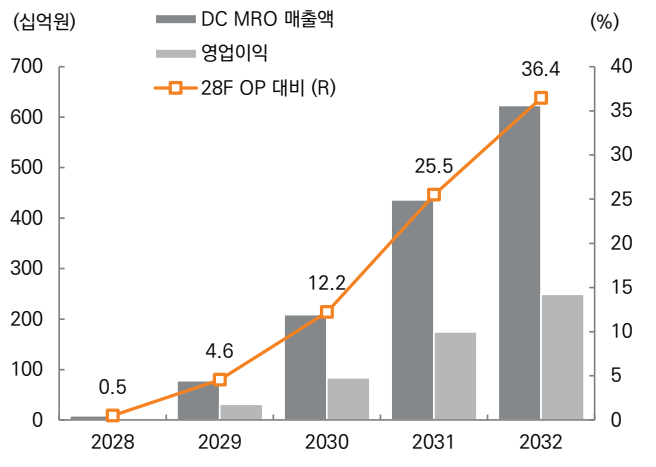
HD현대마린엔진은 현재 2행정 대형엔진만 생산하나, 부품 사업부에서 Acelleron 터보차저의 위탁생산이 24년말부터 시작되며 힘센엔진에 탑재되는 바 일부 간접적인 수혜가 가능하다. 생산라인을 공유하는 가스터빈 블레이드 양산 확대시(두산에너빌리티 MOU, ~2H26 시제품 납품) 증설 발표와 더불어 AIDC 벤더로서의 주목이 가능할 것으로 기대한다. 업체별 구체적인 수혜 경로와 산출 로직은 기업별로 후술하였다.

그림 291. HD현대중공업 DC향 실적 전망



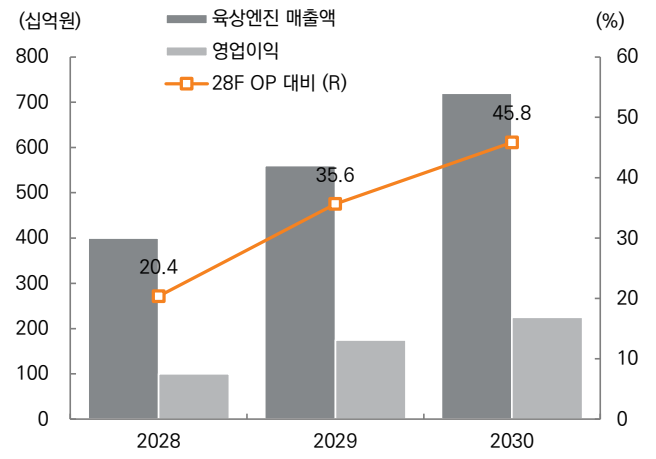
주: CAPA 실기여 28년 1.2GW→30년 4GW, OPM 30%→35%
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 292. HD현대마린솔루션 DC향 실적 전망



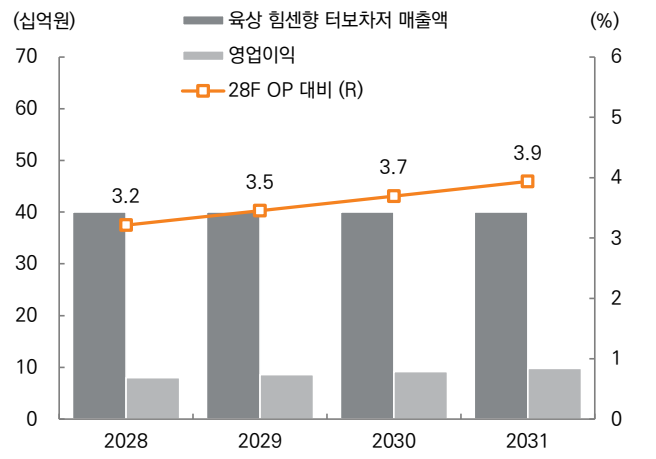
주: 연도별 출하량 28년 1.8GW(AEG+CEG)→29년 2GW→30년 3GW
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 293. HD현대중공업 DC향 실적 전망



주: 1조원/GW*Everllence 20% 할인 진입*라이센시 OPM 25%
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 294. HD현대마린엔진 DC향 실적 전망



주: 증설 미반영, 현 CAPA 가동률 120%*총단가 내 터보차저 비중 5%
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

FDC: 육상 데이터센터 공급 병목의 대안으로 부상

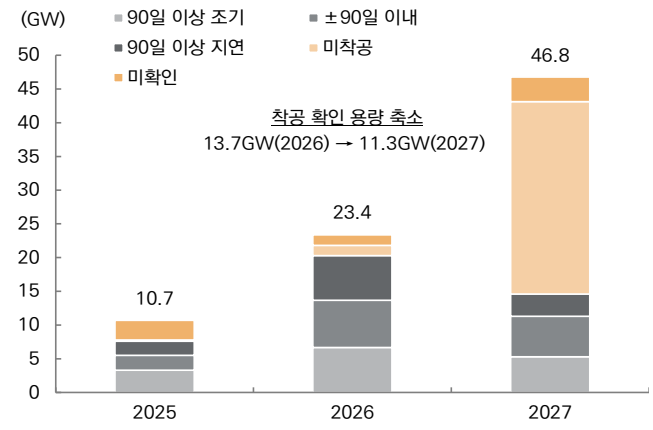
해상 부유식 데이터센터(이하 FDC)는 육상 AIDC 공급 병목 완화의 대안으로 부상한다. 육상 AI 데이터센터의 병목은 자본이 아니라 물리적 인도(delivery)다. 지난 4월 기준 주요 외신 보도에 따르면 내년도 완공 예정 미국 데이터센터 용량 46.8GW 중 61%가 착공조차 확인되지 않았고, 가동 예정일 대비 90일 이상 지연된 물량도 7%다. 발표 파이프라인이 26년 23.4GW에서 27년 46.8GW로 두 배 늘어나는 동안, 착공이 확인된 절대 용량은 13.7GW에서 11.3GW로 오히려 감소했다.

원인은 크게 세 갈래로 **1) 부지 수용성**이다. 26년 상반기 미국에서만 주민 반대로 중단·지연된 프로젝트가 75건에 달한다. **2) 공기**다. 건물 자체는 12~24개월이면 완공되지만, 부지 확보와 인허가, 전력 인입까지 포함한 총 공기는 3년을 상회한다. **3) 계통연계**다. NERC는 건물 건설이 12~18개월인 반면 계통연계 소요는 중간값 약 5년이라고 지적했고, IEA는 신규 송전선 건설에 4~8년, 변압기 리드타임이 3년간 2배로 늘었다고 집계했다.

FDC는 냉각, 부지 확보 및 리드타임 단축에서 확실한 우위를 보유한다. **1) 부지 확보 및 냉각/운영비 부담**이 크게 감축된다. 바다는 사실상 무한한 냉각원으로, 해수를 데이터센터 냉각 자원으로 활용한다는 구상이다. 25MW급 IT부하의 중대형 데이터센터 기준, 육상 DC 대비 수중 침수식데이터센터(UDC)는 연간 약 75GWh의 전력을 절감할 수 있다고 전해진다(한국태양에너지학회). **2) 리드타임 단축**은 부지 매입·조성, 토목·건축 공정이 통째로 제거되면서 획기적이다. FDC는 도크에서 표준화된 선체를 반복 건조하는 구조여서, 2호기 이후 학습효과가 유효하고 병렬 건조도 가능하다. 조선사들은 실제 공정상 뚜렷한 롱리드 아이템이 없다고 전하고 있어, 상대적으로 빠른 상업운전 개시가 기대된다. 실제 국내 뉴스플로우상 가장 선두인 삼성중공업은 연내 계약 발표, 28년 2분기 상업운전을 목표하고 있다.

3) 계통연계 대기에서 상대적으로 자유로울 수 있다. 현재 상용화에서 가장 앞서있는 싱가포르 Keppel/Seatrium과, 국내 HD현대중공업은 BMPP(Barge Mounted Power Plant)를 구상하며 파워십(PowerShip) 형태로 전력원을 자체 공급할 구상이다. 전술 20MW급 대형 발전엔진의 동일 적용이 가능하다.

그림 295. 데이터센터 가동 예정 시점별 공사 현황



자료: FT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 296. 육상 데이터센터의 님비 현상 발생 요인

자료: 미래에셋증권 리서치센터

하이퍼스케일러의 CAPEX를 2%만 흡수하더라도, 28년 매출의 25%

AI가 붙는다는 것은 모수가 압도적인 시장으로의 진입을 의미한다. 높은 전환율을 가정하지 않더라도, 수십조원대의 신규 먹거리가 만들어진다. 아마존·마이크로소프트·알파벳·메타가 26년 집행할 것으로 예상되는 CAPEX는 (기관별 추정 편차가 있지만) 러프하게 약 1,000조원으로 가정한다. 총지출 내 서버 및 기타 하드웨어 비중(서버 60%, epoch AI), 해상 데이터센터의 점진적 상용화를 고려해 침투율 5%만 가정하더라도 연간 50조원이다.

FDC 밸류체인 내, 조선사가 해상 플랫폼(선체 or 바지선), 전력 설비 통합을 통해 30%만 가져가더라도 매출액 기준 약 15조원이다. 조선3사의 현 시장 컨센서스 기준 28년 추정 합산 매출액은 60조원대로 형성되어 있는 바, 기대 매출의 25%가 더해지는 것으로 유의미한 규모다. 2030년까지 AI 데이터센터 인프라 구축에 최대 3조 달러(약 4,400조원)에 달하는 자금이 투입될 것으로 추산(무디스)되는 한편 기대감의 장기적 지속 가능성 역시 양호하다. FDC가 육상 전체를 대체하지 않고, 병목을 해결하기 위한 일부만 해상으로 이동하더라도, 사업 개화에 대한 지속적 관심이 필요하다.

그림 297. 하이퍼스케일러 CAPEX→FDC 매출 기회 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 99. FDC 침투율·조선사 확보 비중별 수혜 민감도 (%, 조원)

		FDC 사업비 내 조선사 비중 (선체 신조/개조 등)			
		20%	30%	40%	50%
FDC 침투율	3%	6	9	12	15
	5%	10	15	20	25
	7%	14	21	28	35
	10%	20	30	40	50

자료: 미래에셋증권 리서치센터

바지선(Barge)
자체 추진력이 없는 평저형 선박

경쟁 현황

FDC는 3가지 형태로 발전해왔고 ① 침수식(잠수정), ② 반잠수식 및 ③ 수상 플랫폼형(연안 바지선/일반 선박)으로 나뉜다. 먼저 침수식에서 '15년 Microsoft가 프랑스 Naval과 실증사업을 수행한 사례가 있다. 실제 냉각을 통해 전력비용을 획기적으로 줄였다고 전해진다(PUE 1.07). 단 밀봉 구조상 운용 기간 중 서버 교체가 불가능하고, GPU 세대 교체 주기가 2~3년으로 짧아진 AI 워크로드에서는 제약이 명확하며, 모듈 단위 증설이 어려운 점도 확장에 제약으로 작용했다.

장기적으로 수상 플랫폼형이 상용화될 것으로 전망한다. 침수식의 경우 압력용기 제작에 가까워 조선사들의 참여 여지가 제한적이지만, 수상형부터는 바지선 혹은 일반 선박으로 참여가 가능하다. 실물 진척으로는 **싱가포르 Keppel**이 앞서 있으며 23년 규제 승인, 26년 착공해 28년 가동 예정이다(25MW). 하이퍼스케일러 고객과의 실계약 확보에 기반한다. 건조는 계열 **Seatrium**이 담당하며 26년 7월 30MW급 AiP(개념설계 승인)을 득했다. 바지선에 5MW짜리 'Data-In-A-Box' 6기를 얹는 구조다. 각 모듈에 IT 장비, 냉각, 배전, 지원설비가 통합돼 있어 모듈 단위 증설이 가능, 100MW급 이상도 병행 개발 중이다.

일본 MOL은 터키 Karpowership과 PCTC(120m)를 개조해 모듈 구성에 따라 20~73MW를 구현할 계획이다. Karpowership은 총 10GW 이상의 부유식 발전 실적(35척+, 척당 30~470MW)을 19개국에서 보유하고 있다. 26년 개조 착수, 2027년 운영 개시가 목표다. 히타치와 벌크선 기반 파이프라인(27년 이후)도 병렬로 진행중이다.

표 100. 해외 상용화 / 개발 예정 FDC 모델 현황

상용화	사업자	국가	유형	규모	비고
2021	Nautilus	미국	바지선	6.5MW	미국 캘리포니아, 72m×17m, 최대 540랙 설계
2024	Denv-R	프랑스	컨테이너	0.2MW	프랑스, 100㎡, 4랙
2026	NYK	일본	컨테이너 모듈 (25m×80m)	미공개	NYK주도 5자 컨소시엄: NTT퍼실리티스, 유러스에너지, MUFG, 요코하마시 DC+태양광+BESS로 100% 재생에너지 운전
	Highlander	중국	침수식	24MW	서버 약 2,000대. 투자비 16억 위안(약 2.3억달러) 현시점 유일한 상용 대형 해상 DC
2027	MOL ·Karpowership (자회사 Kinetics)	일본	중고선 개조 (PCTC)	20~73MW (20MW/모듈)	9,700GT급 자동차운반선(120m) 화물창을 모듈 랙으로 개조 파워십(LNG/다연료_+계통연계 검토. 인터넷 접속은 육상 또는 해저케이블 세계 첫 상용 부유식 DC 플랫폼 목표
	MOL · 히타치	일본	중고선 개조 (선종 미정)	미정	26년 3월 MOU; MOL이 개조·히타치가 DC 설계·IT 인프라 확보
2028	Keppel	싱가포르	신조	25MW	(4층 수상모듈 19.2MW + 육상분) 1Q26 착공, 하이퍼스케일러 1곳 커밋 완료
미정	Seatrium	싱가포르	신조	30MW	5MW 모듈 6기, 100MW 컨셉 개발 중 2026.7 BV AiP, 부두계류 비자항 바지 + "Data-in-a-Box" 모듈 방식
	Panthalassa	미국	신조	미정	파력 발전, offshore

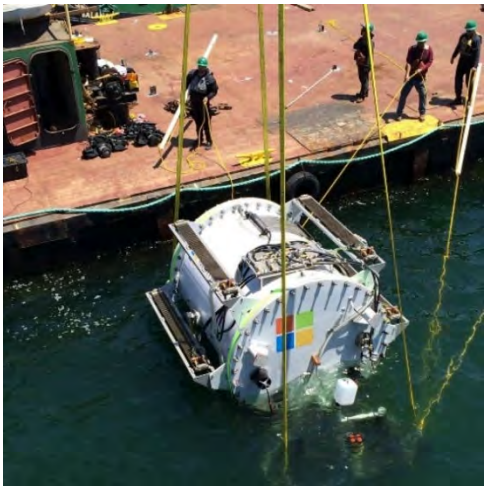
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 101. FDC 모델의 세대별 발전 현황 및 사양

세대	단계	상용화 시점	규모	전력	사업자	국내사 (예상)
1세대	소형 실증	2021~2024	0.2~6.5MW	계통	Nautilus, Denv-R	
2세대	연안 바지선/모듈	2026~2028	25~30MW	계통+예비	Keppel, Seatrium, NYK	삼성중공업
2.5세대	중고선 개조	2027~	20~73MW	파워십	MOL×Kinetics, MOL×히타치	HD현대마린솔루션
3세대	대형 신조·자체발전	2028~	50~200MW	SOFC·엔진 자체발전 등	-	삼성중공업, HD현대

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 298. Microsoft의 침수식 FDC 프로젝트 (2015)



자료: Data center dynamics

그림 299. 중국 Highlander의 하이난 침수식 FDC (2025)

자료: China Media Group

그림 300. 싱가포르 종합인프라사 Keppel의 19MW급 (착공)

자료: Keppel

그림 301. 일본 MOL-Karpowership : 20~73MW급 (2027)

자료: MOL

그림 302. 싱가포르 Seatrium의 30MW 파일럿

자료: Data center dynamics

그림 303. 미국 스타트업 Panthalassa의 프로토타입

자료: Forbes

국내업체 진입 현황: 신조의 삼성, 개조의 현대

삼성중공업이 가장 앞서 있다. 연초부터 적극적인 파트너 물색으로 밸류체인 윤곽이 가시화됐다(EPC 구심점+프로젝트 개발/투자-Capital, 전력 시스템-ABB, 서버 Supermicro, 인증-LR). 6월 전담사업부를 신설하고, 7월 상용화 로드맵을 공개하며 첫 상업 출시 시점을 28년 2분기로 제시했다. 스케줄상, 연내 본계약 체결 소식이 들릴 가능성도 크다.

공개된 표준 제원은 길이 190m의 바지선이다. 갑판에 50MW 규모 서버를 탑재하고, 선체 하부에 1만㎥급 LNG탱크 2기를 배치한다. 선급 인증은 자체발전이 가능한 오프쇼어형이지만, 초기 시장은 니어쇼어 모델로 공략하는 모습이다. 7월 무스테리안(M3)과 첫 계류형 배치를 위한 설계계약을 체결했다(8/3 발표). 진행중 프로젝트 2건: **Zeus(텍사스 CCGT 인접, 500MW급)는 1H28, Sandpiper(캘리포니아, 860MW)는 29년** 가동 계획이다.

수주 경쟁력은 1) FLNG로 검증된 해양플랜트 공사 역량, 2) 재가동 2도크를 활용한 전용 CAPA 확보 그리고 3) 계열사 네트워크로 판단한다. FDC의 본질은 결국 육상 플랜트를 한정된 해상 공간에 통합하는 설계·건조 역량으로 글로벌 FLNG 1위(11척중 7척) 동사의 해수 냉각·안전 설비 기술력이 부각될 가능성이 크다. 25년 10월 OpenAI와 그룹4사 공동으로 AI인프라 협력 LOI를 체결했다. 시공 노하우를 갖춘 삼성물산과 FDC·부유식 발전설비·관제센터 공동 개발을 추진하고 있다.

표 102. 삼성중공업의 FDC 사업 추진 현황

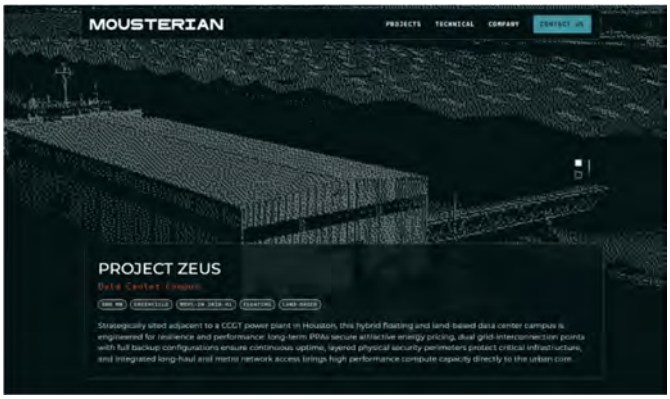
날짜	대상	내용
2025.10	삼성그룹	삼성전자, 삼성물산, 삼성SDS, 삼성중공업 4사와 OpenAI AI 인프라 협력 LOI
2026.04	삼성중공업, 미국 ABS, 영국 LR	Data Center World 2026, 50MW급 FDC 기본설계 인증
	삼성중공업, 미국 M3(Mousterian), 스위스 ABB	FDC 개발 및 전력시스템 개발을 위한 MOU
2026.06.01	삼성중공업, 미국 Supermicro	타이베이 Innovate APAC 2026; 해상환경 AI 서버 운용조건 검증 JDP(공동개발 협력)
2026.06.02	삼성중공업, 그리스 Capital, 영국 LR	포시도니아 2026; 3자 사업협력 체결
2026.06.12	선주 배포	FDC 표준모델 제원의 대외 공개 (190m×60m×20m 바지선형)
2026.07	삼성중공업	상용화 로드맵 공개; 28년 2분기 상업 출시
	삼성중공업, 미국 M3	기본·상세설계 엔지니어링 계약: 시설당 50MW, 텍사스 등 美 시장, 향후 EPC 본계약 추진

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 304. 삼성중공업의 FDC 컨셉

자료: 삼성중공업

그림 305. M3의 텍사스 500MW급 하이브리드 캠퍼스 계획



자료: 미래에셋증권 리서치센터

HD현대도 가세한다. HD한국조선해양은 지난 7월 슈나이더 일렉트릭과 해상 DC구축을 위한 전력, 냉각 인프라 및 해양 엔지니어링 MOU를 체결했다. 8월 삼성과 마찬가지로 전담 TF 구성이 보도로 확인된다. 9/10 엔진 시설투자 공시에는 FDC 시장 개화에 대한 준비도 배경이었을 것으로 판단한다. 육상발전용 2건의 대형 수주에 이어, 최근 인콰이어리에서는 FDC향 엔진 문의가 전체의 40~50%에 달한다는 사측의 안내가 뒷받침한다.

구조의 경우 FDC 건조부터 발전·연료 공급 인프라를 함께 공급하는 방안을 검토하고 있다. BMPP(Barge Mounted Power Plant)로 자체 발전원을 PowerShip 형태로 구축한다. 신축 온산 공장의 3GW는 20MW급 전용 라인으로 설계되며, 해당 대출력 제품이 파워십에 주력 탑재될 것으로 추정한다. 선체는 개조를 우선적으로 검토할 것으로 보인다. 하이퍼스케일러 수요의 근간은 빠른 가동에 있다는 점에서 상대적으로 짧은 공사기간이 경쟁력이다.

경쟁력은 1) 자체 중속엔진(힘센엔진) 라이센스와 CAPA 역량, 2) 계열사를 통한 패키지 조달 및 3) HD현대마린솔루션의 개조 레퍼런스로 구심점 역할이 기대된다. 그룹 내에서 선체-전력원-전력기기-개조·정비로 이어지는 밸류체인의 수직 계열화가 가능하다. 엔진과 마찬가지로, HD현대마린솔루션이 발전 엔진 유지보수(MRO)로 시공 이후 애프터마켓 흡수가 가능하다.

표 103. HD현대그룹 계열사별 FDC 밸류체인 역할 및 레퍼런스

계열사	FDC 밸류체인 내 역할	비고
HD한국조선해양	FDC 개발 총괄, 통합 설계	슈나이더 MOU (7/7)
HD현대중공업	발전엔진(힘센)·SMR 등	엔진, SMR 시설투자 (9/10)
HD현대마린솔루션	중고선·바지선 개조, 엔진 MRO·AM	
HD현대일렉트릭	변압기·배전기기 패키지 조달	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 306. HD현대중공업의 FDC 컨셉

주: 사측 안내 기반 당사 AI 생성 이미지
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 조선사별 환율 변동에 따른 영업이익 민감도 추정

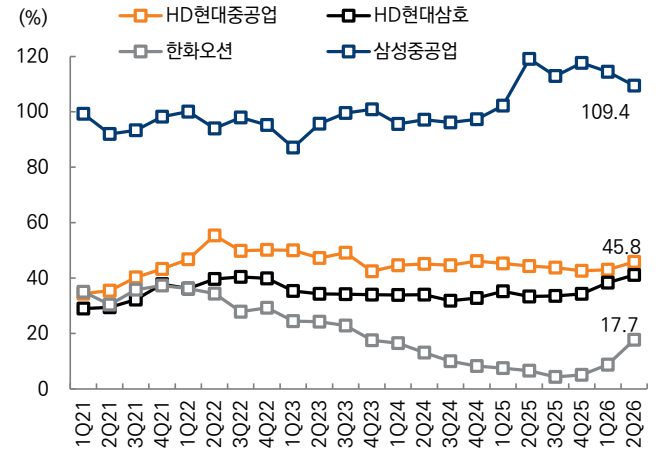
주요 조선사별 당기말 수주잔고 대비 선도환 매도금액 비중

(%, 십억달러)

항목	회사명	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
환헷지율	HD현대중공업	50.0	47.2	49.1	42.4	44.6	45.1	44.6	46.1	45.3	44.3	43.8	42.6	43.0	45.8
	HD현대삼호	35.3	34.3	34.2	34.0	33.9	34.0	31.8	32.8	35.2	33.3	33.5	34.3	38.4	41.1
	한화오션	24.4	24.3	22.8	17.5	16.5	13.1	10.0	8.3	7.5	6.6	4.3	5.0	8.7	17.7
	삼성중공업	87.1	95.7	99.6	100.9	95.6	97.1	96.1	97.3	102.3	119.0	113.0	117.6	114.4	109.4
수주잔고	HD현대중공업	26.8	29	28.9	32.3	34.3	33.5	33.4	32.1	34	34.3	32.2	39.4	41.2	45.2
	HD현대삼호	17	16.9	15.8	15.3	17.1	16.2	17.6	17.4	15.9	17.4	17	18.1	17.2	18
	한화오션	22.1	20.6	19.7	19.4	20.6	21.4	20.1	21.7	21.4	19.7	20.8	23.8	24.1	22
	삼성중공업	22.5	21.1	23	21.5	25	24.3	23.2	22.5	22.2	18.4	19.3	19.3	20.1	23.3
선물환	HD현대중공업	13.4	13.7	14.2	13.7	15.3	15.1	14.9	14.8	15.4	15.2	14.1	16.8	17.7	20.7
	HD현대삼호	6	5.8	5.4	5.2	5.8	5.5	5.6	5.7	5.6	5.8	5.7	6.2	6.6	7.4
	한화오션	5.4	5	4.5	3.4	3.4	2.8	2	1.8	1.6	1.3	0.9	1.2	2.1	3.9
	삼성중공업	19.6	20.2	22.9	21.7	23.9	23.6	22.3	21.9	22.7	21.9	21.8	22.7	23	25.5

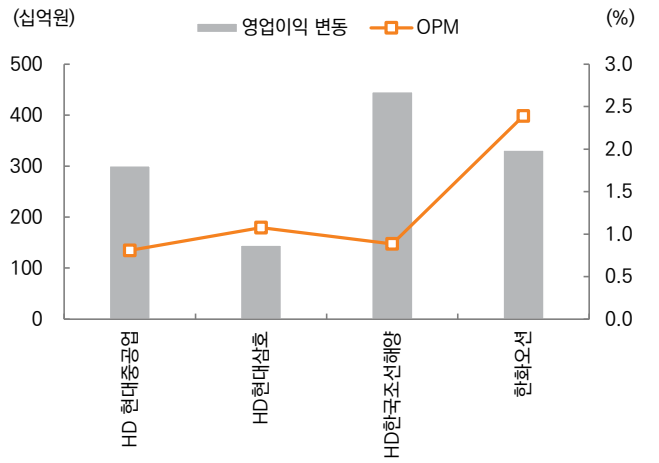
자료: 미래에셋증권 리서치센터

주요 조선사 환헷지율 추이 (선도환 매도금액/수주잔고)



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

평균 환율 100원 변동에 따른 연간 영업이익 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

평균환율 변동에 따른 12MF 영업이익 및 OPM 변동 추정

(백만달러, %, 십억원)

구분		HD 현대중공업					HD 현대삼호					한화오션				
		평균약정	1,375	1,350	1,400	1,450	평균약정	1,375	1,350	1,400	1,450	평균약정	1,375	1,350	1,400	1,450
수주잔고	백만달러	45,200		61,541	62,766	63,991	18,000		24,486	25,016	25,546	22,000		29,798	30,703	31,608
(2Q26말)	환헷지	45.8%	20,700	28,466	28,466	28,466	41.1%	7,400	10,176	10,176	10,176	17.7%	3,900	5,363	5,363	5,363
	환오픈	54.2%	24,500	33,075	34,300	35,525	58.9%	10,600	14,310	14,840	15,370	82.3%	18,100	24,435	25,340	26,245
총공사예정원가	백만달러	36,160					14,400					17,600				
투입원가	십억원			14,809	15,026	15,243			5,897	5,984	6,070			7,208	7,313	7,419
	환헷지	60.0%	6,509	8,951	8,951	8,951	60.0%	2,592	3,564	3,564	3,564	60.0%	3,168	4,357	4,357	4,357
	환오픈	40.0%	4,339	5,858	6,075	6,292	40.0%	1,728	2,333	2,419	2,506	40.0%	2,112	2,851	2,957	3,062
매출액	십억원			18,462	18,830	19,197			7,346	7,505	7,664			8,939	9,211	9,482
영업이익	십억원			3,654	3,804	3,955			1,449	1,521	1,594			1,732	1,898	2,063
OPM	%			19.8	20.2	20.6			19.7	20.3	20.8			19.4	20.6	21.8
환율 100원당 민감도		OPM		0.8	%pt		OPM		1.1	%pt		OPM		2.4	%pt	
		영업이익		301	십억원		영업이익		145	십억원		영업이익		332	십억원	

주: 총공사예정원가=분기말 잔고x80%, 투입원가 및 매출액은 진행률 30% 가정에 따름, 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

Company Analysis

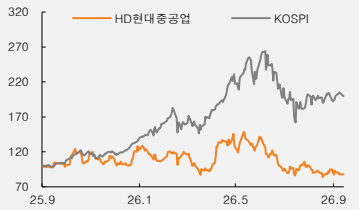
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**800,000원**
현재주가(26/9/28)	442,000원
상승여력	81.0%

영업이익(26F,십억원)	4,077
Consensus 영업이익(26F,십억원)	4,054
EPS 성장률(26F,%)	98.4
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	14.2
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	46,288
발행주식수(백만주)	105
유동주식비율(%)	30.6
외국인 보유비중(%)	13.7
베타(12M) 일간수익률	0.69
52주 최저가(원)	422,000
52주 최고가(원)	745,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.3	-11.3	-10.1
상대주가	-4.7	-30.0	-55.8



[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

329180 · 조선

HD현대중공업

제일 잘하는 회사의 가장 큰 증설

목표주가 800,000원, 업종 최선호주로 커버리지 개시

목표주가 80만원, 업종 최선호주 의견으로 커버리지 개시한다. SOTP 밸류에이션으로 산출한 목표 시가총액은 83.7조원이다. 28F 엔진기계 영업이익에 글로벌 가스엔진 Peer 4사의 현 28F P/E를 참조해 적용했다(20x). 1) 경쟁 라이센서의 합계치를 상회하는 CAPA 경쟁력, 2) 수익성 우위(그림 294)를 감안한 프리미엄을 적용하지 않은 배수이다. 기존 사업부의 경우 상선 및 해양에는 07년 섹터 P/E의 역사적 값을, 특수선 부문에는 글로벌 군함 수출사업에 따른 배수(25x)를 적용했다. 당사 추정 28F EPS 대비 18.3배로, 현행 사이클 고점(24x) 및 Peer 평균을 하회한다.

2H26 및 중장기 전망: 확실한 상선 P효과, 특수선 턴어라운드

전사 OPM은 2H26 17% 전후에서 변동하다 28년 21%를 초과할 전망이다. 상선은 단기 환율 및 조업일수 축소(-6~7%)로 3Q 수익성이 소폭 둔화(-1.6%p QoQ), LNGC 믹스 하락(2Q 45%→4Q 37% 추정)이 영향을 미치겠으나 28F 20.3%로 중장기 우상향을 전망한다. 24년 이후 빈티지 비중은 2Q 39% 선행지표 삼호(66%, OPM 22.5%)의 수익성을 후행하며 개선 여력 양호하다. 특수선은 1H 국내사업 위주 공정으로 수익성 개선이 더뎠으나, 하반기 해외 PJT(필리핀 경비함 #4, 페루 현지사업 #1) 진전으로 믹스가 유리해지는 구간이다(국내 2Q 56%→연간 46%). 페루 사업 진행률은 현 20%, 필리핀 OPV(28년 진수)/호위함(30년 인도) 인식을 통한 중장기 마진 우상향을 전망한다. 해양은 2Q27부터 부하 하락 우려를 상선 투입을 통한 고정비 흡수와, 28년 매출 발생을 안내한 SMR의 기여로 방어할 계획이다. SMR은 시설투자까지 가시화된 상황에서 가격 구체화시 추정치에 가산할 계획이다.

28F 엔진기계 매출액 5조원, OP 1조 5천억원으로 전사 26% 기여 전망

9/10 증설은 상반기 2건(1.66GW) 수주로 30년 슬롯 포화(>400MW)가 확정되었던 바 예상이 가능했던 공시이나 기대 밴드(2~3GW, 육상 +3.3GW)와 경쟁사 라이센서 합계치(7GW)를 상회하는 목표 규모로 의미가 크다. 온산 신규 3GW는 전량 20MW급(16H54GV) 대출력 전용으로, 28년 5월 준공 후 4Q28 첫 출하 일정이다. 육상발전 실적은 28년 매출액/영업이익 1.2조원/4,000억원, 30년 100% 가동 아래 4조원/1.4조원으로 추정한다. FDC용 파워십도 출하 엔진의 잠재적 전방인 점을 감안하면, 신규 CAPA의 최대 활용을 전제한 실적 증분의 현실화 가능성은 충분하다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	14,486	17,581	24,743	26,278	27,920
영업이익 (십억원)	705	2,038	4,077	4,871	5,913
영업이익률 (%)	4.9	11.6	16.5	18.5	21.2
순이익 (십억원)	622	1,415	3,270	3,793	4,597
EPS (원)	7,001	15,702	31,154	36,140	43,793
ROE (%)	11.4	18.8	31.3	30.1	30.7
P/E (배)	41.1	32.4	14.2	12.2	10.1
P/B (배)	4.5	5.7	4.0	3.4	2.8
배당수익률 (%)	0.7	1.1	3.2	3.9	4.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

목표주가 800,000원, 업종 최선호주로 커버리지 개시

HD현대중공업에 대한 투자의견 매수, 목표주가 800,000원으로 커버리지 개시한다. SOTP 밸류에이션으로 산출한 목표 시가총액은 83.7조원이다. 현재 시장이 동사의 멀티플 산정에 가장 우선적으로 고려하는 것은 AIDC향 4행정 엔진 수주로, 28F 예상 영업이익에 글로벌 가스엔진 Peer 4사의 현 28F P/E를 참조해 적용했다(20x). 1) 경쟁 라이센서의 합계치를 상회하는 CAPA 경쟁력, 2) 수익성 우위(그림 294)를 감안한 프리미엄을 적용하지 않은 배수이다. 기존 사업부의 경우 상선 및 해양에는 07년 업종 P/E의 역사적 값을, 특수선 부문에는 글로벌 군함 수출사업에 따른 배수(25x)를 적용했다. 당사 추정 28F EPS 대비 18.3배로, 현행 사이클 고점(24x) 및 Peer 평균치를 하회한다.

사측의 가이던스를 반영한 28F(가동률 30%) 육상발전을 통한 매출액 증분은 1.2조원, 영업이익 증분은 4,000억원으로 추정한다. 종합한 28F 엔진기계 부문 매출액은 5조 260억원으로 전사 매출액의 18%, 영업이익은 1조 5,417억원으로 전사 26%의 비중이다. 육상용 제품의 효과만 고려한 것이다. 선박용 엔진이 본업보다 강한 쇼티지를 겪고 있다는 점을 고려할 때, 단가 상승의 현실화를 확인하며 실적 추정치의 추가 상향 여력 풍부하다.

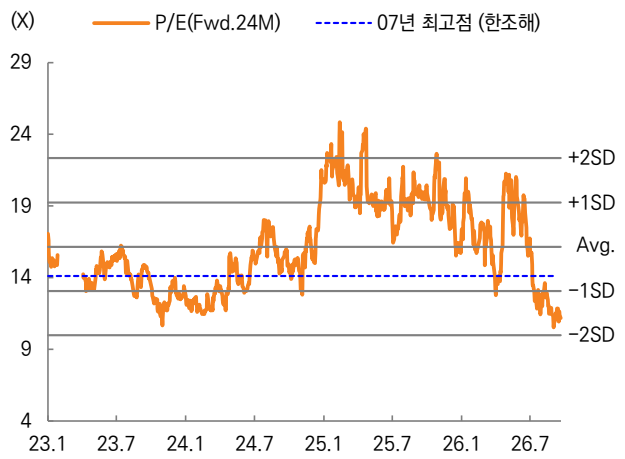
기업가치 산정 시점이 28년 이후로 이동하며 목표 시가총액의 계단식 상향이 가능할 전망이다. 육상발전은 30년 100% 가동 체제 아래 연간 매출액 4조원, 영업이익 증분은 1.4조원으로 2.5배 확장도 용이한 상황이다. 가스터빈 메이저 5사의 증설효과 반영 시점이 2031~2032년으로 예정된 점, FDC용 파워십도 출하 엔진의 잠재적 전방인 점을 감안하면, 신규 CAPA의 최대 활용을 전제한 실적 증분의 현실화 가능성은 충분히 높다.

표 104. 목표주가 산출: SOTP 밸류에이션 (십억원, %, 주)

구분	항목	영업이익	실효세율	적용배수	값	비고
영업가치	조선	4,331			54,581	
	상선	4,155	23.00%	16	51,195	
	특수선	176	23.00%	25	3,385	
	해양	40	23.00%	16	493	
	엔진기계	1,542	23.00%	20	23,742	
	합계				78,816	
기타	순현금				4,950	2Q26말
	비지배지분				0	
	합계				4,950	
적정 기업가치					83,766	
주식수 (백만주)					104.9	발행주식수-자사주
목표주가 (원)					**800,000**	
현재주가 (원)					442000	
상승여력 (%)					81.0	
Implied P/E (x)					18.3	
EPS (원)					43,793	2028F

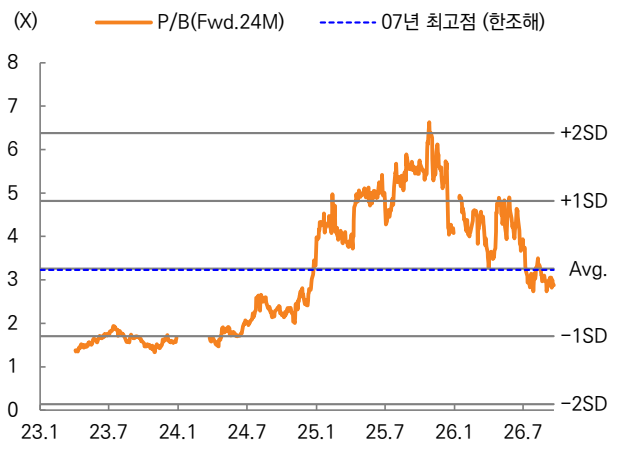
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 307. HD현대중공업 24MF P/E 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 308. HD현대중공업 24MF P/B 밴드



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

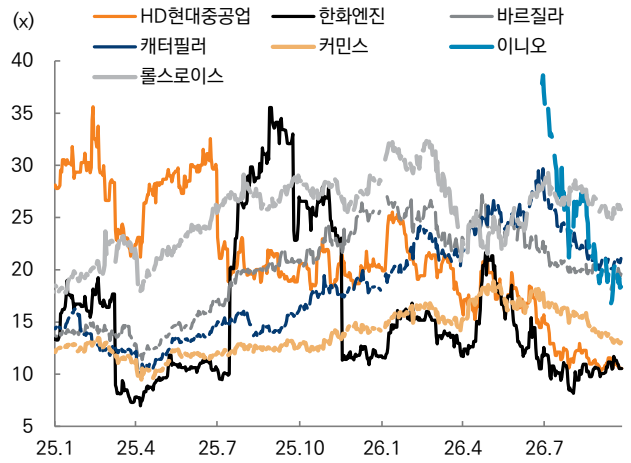
표 105. 글로벌 조선사 및 육상엔진 제조사 Peer 밸류에이션 테이블

(x, %)

분류	회사명	시가총액	PER				EV/EBITDA				PBR				ROE			
			25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F
조선사	HD현대중공업	46,288	17.5	14.5	12.3	10.6	16.6	9.3	8.0	6.9	4.4	3.8	3.2	2.6	30.1	29.9	28.5	27.1
	한화오션	23,532	11.9	12.2	12.1	10.7	18.0	11.6	10.3	9.2	3.3	3.0	2.4	1.9	32.3	27.8	21.7	20.0
	HD한국조선해양	24,391	6.8	6.1	5.1	4.5	3.2	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0	25.7	26.1	25.7	24.6
	삼성중공업	17,820	30.3	18.3	11.7	9.8	14.0	10.4	7.6	6.5	3.6	3.4	2.6	2.1	13.4	20.4	25.1	23.7
	대한조선	1,733	6.2	5.8	5.7	5.0	6.7	2.9	2.8	2.5	1.6	1.3	1.1	0.9	32.2	24.5	20.7	19.7
	Avg.		14.6	11.4	9.4	8.1	11.7	7.3	6.2	5.4	2.9	2.6	2.1	1.7	26.7	25.8	24.3	23.0
일본	미쓰비시중공업	11,007	32.9	31.5	26.3	21.3	24.4	24.2	19.4	15.7	12.3	11.1	9.6	8.2	41.3	38.7	39.5	41.7
	가와사키중공업	3,976	-	20.3	13.2	10.5	-	14.4	9.3	7.6	6.1	5.3	3.8	2.8	36.6	30.3	33.8	31.0
	나무라 조선소	1,666	8.6	13.1	9.6	8.0	13.3	7.7	5.9	4.8	3.2	2.8	2.1	1.7	44.3	23.3	25.1	23.6
	Avg.		20.7	21.6	16.4	13.3	18.9	15.4	11.5	9.4	7.2	6.4	5.2	4.2	40.7	30.8	32.8	32.1
중국	CSSC	113,706	31.2	29.9	25.5	21.9	17.4	16.7	14.4	12.6	4.1	3.9	3.5	3.1	14.4	13.2	14.0	14.2
	YZJ	18,255	16.8	17.0	14.8	13.4	13.8	10.0	9.2	8.4	2.3	2.0	1.8	1.8	14.8	12.9	12.9	13.4
	Hengli	2,887	13.6	12.7	11.7	9.4	4.1	6.0	5.3	4.3	2.4	-	-	-	19.7	18.2	-	-
	Avg.		20.5	19.8	17.3	14.9	11.8	10.9	9.6	8.4	2.9	2.9	2.6	2.4	16.3	14.8	13.4	13.8
미국	제너럴 다이내믹스	58,019	18.4	14.1	10.5	8.7	-	7.4	5.6	4.6	1.9	1.8	1.6	1.4	14.5	13.2	15.7	16.7
	헌팅턴 잉걸스	43,714	36.0	25.8	14.5	10.6	-	18.8	11.2	8.7	15.8	9.8	6.0	4.0	67.7	49.1	46.4	39.4
	Avg.		10.8	9.7	8.6	8.1	-	7.2	6.4	6.1	3.2	2.8	2.3	2.0	32.2	31.2	29.6	26.8
육상엔진	바르질라	41,098	21.7	16.5	11.2	9.1	-	11.1	7.7	6.5	6.9	4.8	3.3	2.5	38.1	31.1	30.6	27.6
	캐터필러	123,824	20.5	19.8	18.1	16.7	16.1	13.8	12.7	11.9	3.4	3.2	3.1	2.9	17.8	17.3	17.6	17.7
	커민스	14,140	17.4	14.3	12.6	10.8	13.7	12.2	10.6	9.5	2.0	1.9	1.8	1.6	13.0	13.8	14.1	14.7
	이니오	68,982	19.0	17.1	15.3	13.7	14.9	13.0	11.7	10.7	2.7	2.6	2.4	2.3	15.4	15.6	15.8	16.2
	롤스로이스	26,123	25.0	24.9	21.9	19.2	16.9	14.5	12.9	11.4	6.6	5.9	5.2	4.6	26.2	24.0	26.2	27.0
	Avg.		34.9	30.2	25.3	21.1	32.3	21.6	18.2	15.7	19.7	17.5	14.8	11.4	57.0	64.3	68.5	65.0

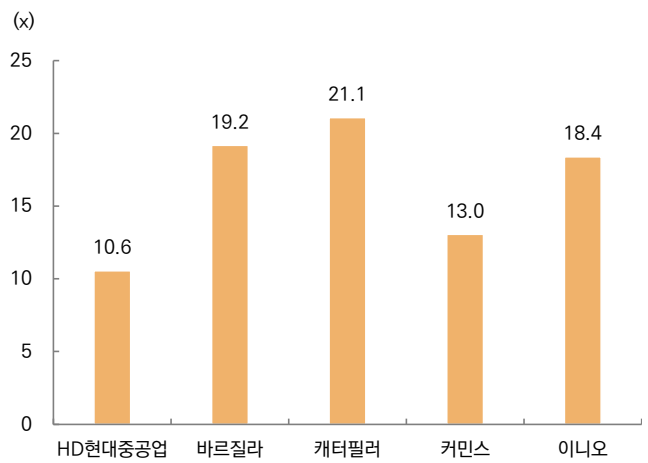
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 309. 글로벌 육상 가스엔진 Peer 28F P/E 추이



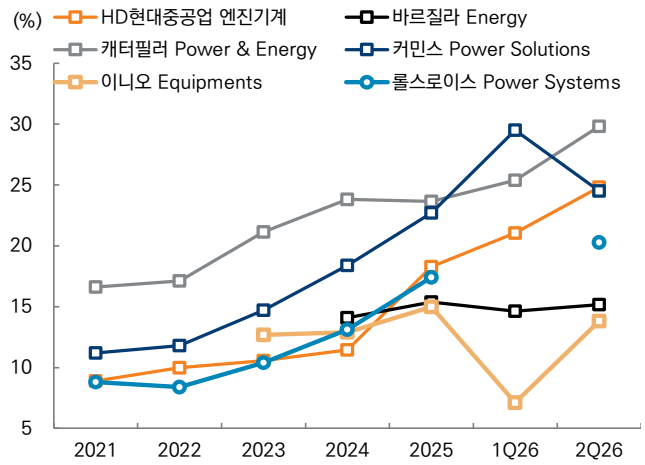
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 310. 글로벌 육상 가스엔진 Peer 28F P/E 현황



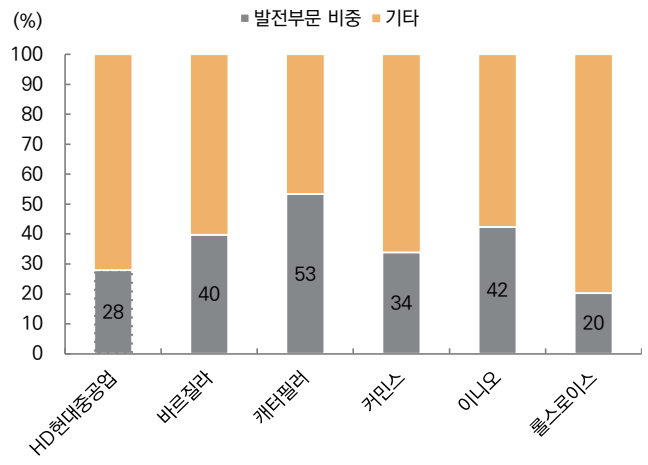
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 311. 글로벌 가스엔진 Peer 에너지 부문 영업이익률 추이



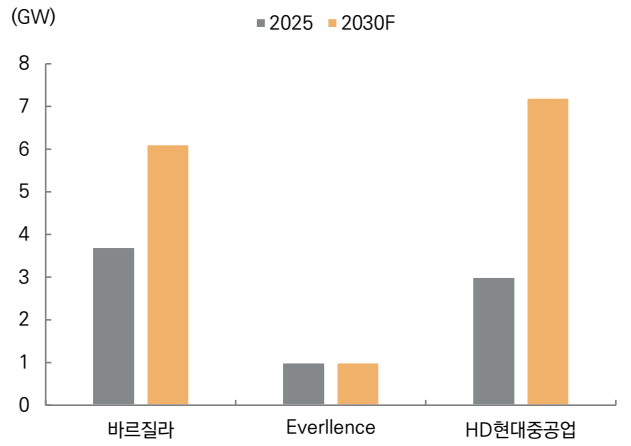
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 312. 영업이익 내 발전부문 비중 (1Q25~2Q26)



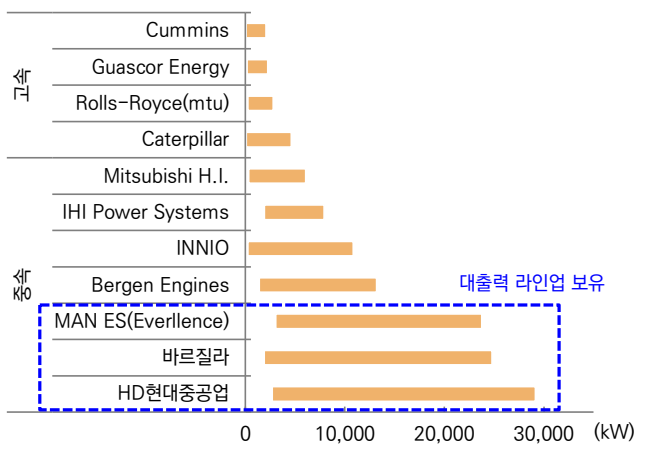
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 313. 글로벌 4행정 가스엔진 라이센서별 CAPA 추정



자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 314. 4행정 가스엔진 라이센서별 제품 라인업



주: LNG 가스연료 기준 스펙
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 106. HD현대중공업 엔진기계 CAPA 확장 계획

(연도말, GW)

공장	2025	2026	2027	2028	2029	2030	비고
울산 본공장 (선박용)	2.3	2.3	2.3	2.5	2.9	3.2	선박용, 3~5MW급
울산 본공장 (기존 육상)	0.2	0.2	0.2				선박용 전환
영암 HD현대엔진	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	보완투자('27년 6월 완료), 9MW급
온산 신축 공장				0.9	2.1	3.0	육상발전 전용, 20MW급
육상발전 소계	**0.7**	**0.7**	**1.2**	**1.9**	**3.1**	**4.0**	
전체	**3.0**	**3.0**	**3.5**	**4.4**	**6.0**	**7.2**	

주: 30년은 마일스톤, 시기별 CAPA 기여 속도는 당사 추정
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

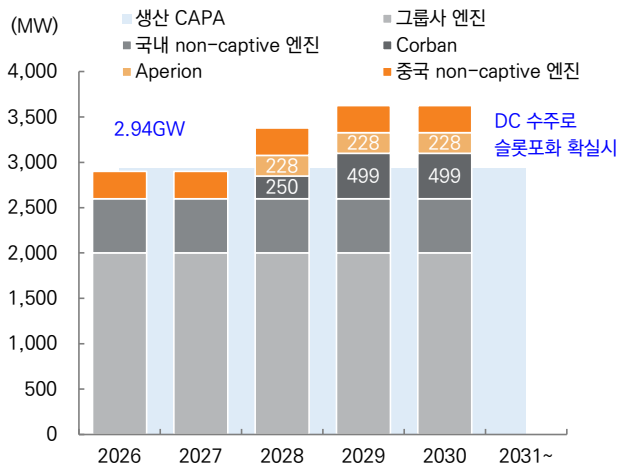
표 107. 육상용 발전엔진: CAPA 100% 활용시 기대 실적 추정

(연간 GW, 십억원)

실적 기여	단위	2026	2027	2028	2029	2030	비고
울산 본공장 (육상)	GW	0.20	0.20				28년부터 선박용에 할애
영암 HD현대엔진	GW		0.50	1.00	1.00	1.00	27년 반기 기여
온산 신축공장	GW			0.23	2.00	3.00	30년 100%
육상발전 생산량	GW	0.20	0.70	1.23	3.00	4.00	
육상발전 매출액	십억원		**700**	**1,225**	**3,000**	**4,000**	GW당 약 1조원 (Corban)
육상발전 영업이익	십억원		**210**	**401**	**1,028**	**1,400**	
OPM	%		**30.0**	**32.8**	**34.3**	**35.0**	

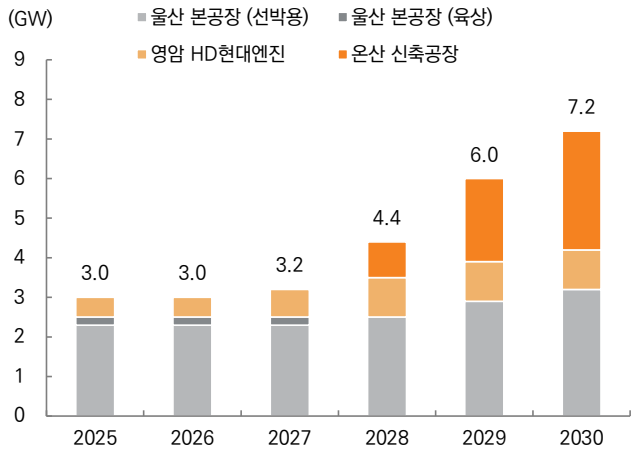
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 315. HD현대중공업 4행정 엔진 생산능력 추정 (공시 전)



자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 316. HD현대중공업 엔진기계 생산능력 추정 (공시 후)



자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

2H26 및 중장기 실적 전망: 엔진이 이끌고, 상선·특수선이 뒷받침할 것

전사 OPM은 2H26 17% 전후에서 변동하다 내년 18.5%, 28년 21.2%까지 상승할 전망이다. 엔진기계 부문 매출액이 보완투자(영암) 효과가 반기 반영되는 27년 6% YoY, 28년 온산 3GW CAPA의 초기 기여(4분기 출하, 정상 가동률 대비 30%)로 26% 증가해 5조원을 초과할 것으로 전망한다. 부문 수익성은 26년 24.2%에서, 28F 30%를 초과할 것으로 추정한다. 라이선스 생산의 4행정 비중 상승이(2Q 32%→28F 50%) 견인하는 믹스 효과다.

상선은 단기 환율 및 조업일수 축소(-6~7% 추정)로 3Q 수익성이 소폭 둔화(-1.6%p QoQ), LNGC 믹스 하락(2Q 45%→4Q 37% 추정)이 영향을 미치겠으나 28F 20.3%로 중장기 우상향을 전망한다. 24년 이후 빈티지 비중은 2Q 39%에 불과했으며, 선행지표 삼호(66%, OPM 22.5%)의 수익성을 후행할 전망으로 개선 여력 양호하다. 특수선은 상반기 국내사업 위주 공정으로 수익성 개선이 더뎠으나, 하반기 해외사업(필리핀 경비함 #4, 페루 현지사업 #1) 진전으로 유리한 믹스 구간에 진입(국내 2Q 56%→연간 45%), 마진의 순차적 상승을 추정한다. 페루 현지사업 진행률은 아직 20% 이하이며, 필리핀 원해경비함(28년 진수)/호위함(30년 인도) 등 중장기 일감 확보 안정적이다.

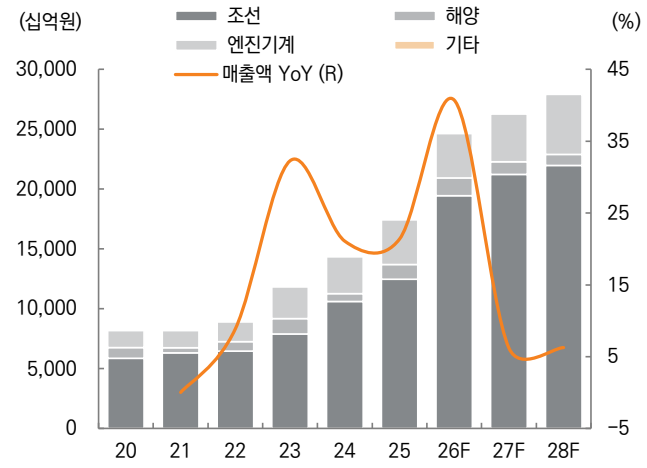
해양에서 연내 수주 가능성은 보수적으로 접근하나, 부하가 하락하는 2Q27부터 상선 물량 투입을 통한 고정비 흡수, 28년부터 매출 발생을 안내한 SMR이 기여하며 흑자 기조 유지는 가능할 전망이다. 시설투자까지 가시화된 상황에서, 가격 구체화와 더불어 실적 추정치에 가산할 요인이다.

표 108. HD현대중공업 영업실적 추이 및 전망 (십억원, %)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	전사	3,823	4,147	4,418	5,193	5,916	6,332	6,031	6,464	17,581	24,744	26,278	27,920
	조선	2,743	2,850	3,055	3,815	4,560	4,978	4,746	5,159	12,463	19,443	21,215	21,958
	상선	2,575	2,623	2,684	3,465	4,278	4,677	4,426	4,820	11,347	18,201	19,878	20,531
	특수선	168	227	371	350	282	301	320	339	1,116	1,242	1,337	1,428
	해양	159	246	281	553	458	377	329	330	1,239	1,494	1,074	936
	엔진기계	901	1,029	1,060	801	879	952	956	976	3,791	3,763	3,989	5,026
	기타	19	23	22	24	20	25			88	44		
매출액 YoY	전사	27.9	6.8	22.4	29.6	54.8	52.7	36.5	24.5	21.4	40.7	6.2	6.2
	조선	27.3	0.4	17.3	26.2	66.2	74.7	55.4	35.2	17.3	56.0	9.1	3.5
	해양	41.4	55.3	60.0	172.8	188.0	53.3	17.2	-40.4	90.9	20.6	-28.1	-12.8
	엔진기계	28.2	18.9	30.9	5.8	-2.5	-7.5	-9.9	21.9	20.9	-0.7	6.0	26.0
영업이익	전사	434	471	557	575	905	1,040	1,004	1,128	2,038	4,077	4,872	5,913
	조선	355	337	397	437	713	851	733	845	1,526	3,142	3,750	4,331
	상선	330	310	346	414	678	833	710	808	1,400	3,029	3,604	4,155
	특수선	26	27	51	23	34	18	23	38	126	113	146	176
	해양	9	37	1	97	87	60	33	32	143	212	84	40
	엔진기계	142	184	220	147	185	236	239	250	693	910	1,038	1,542
	기타	-72	-87	-60	-106	-79	-108			-325	-187		
OPM (%)	전사	11.3	11.4	12.6	11.1	15.3	16.4	16.7	17.4	11.6	16.5	18.5	21.2
	조선	13.0	11.8	13.0	11.4	15.6	17.1	15.4	16.4	12.2	16.2	17.7	19.7
	상선	12.8	11.8	12.9	11.9	15.9	17.8	16.0	16.8	12.3	16.6	18.1	20.2
	특수선	15.2	11.9	13.8	6.4	12.2	6.0	7.1	11.1	11.3	9.1	11.0	12.3
	해양	5.3	15.0	0.2	17.5	18.9	15.9	9.9	9.8	11.5	14.2	7.8	4.3
	엔진기계	15.7	17.9	20.8	18.4	21.1	24.8	25.0	25.6	18.3	24.2	26.0	30.7
세전이익		376	280	571	574	1,056	1,156	1,039	1,164	1,801	4,416	4,992	6,048
법인세비용		92	69	140	84	283	334	249	279	385	1,146	1,198	1,452
순이익 (지배)		284	211	431	490	774	822	789	885	1,415	3,270	3,794	4,596

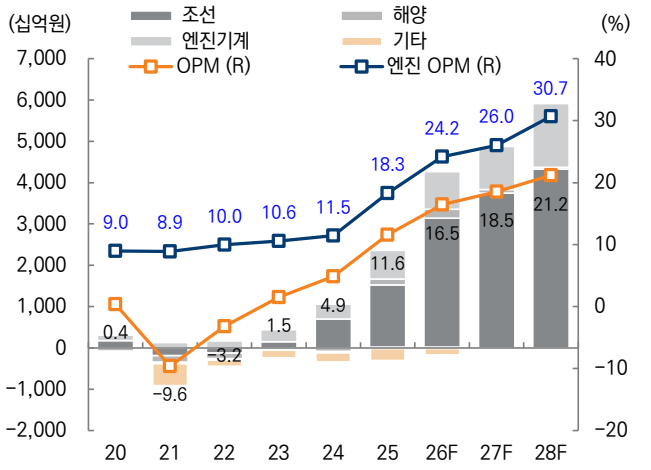
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 317. HD현대중공업 연간 매출액 및 성장률 전망



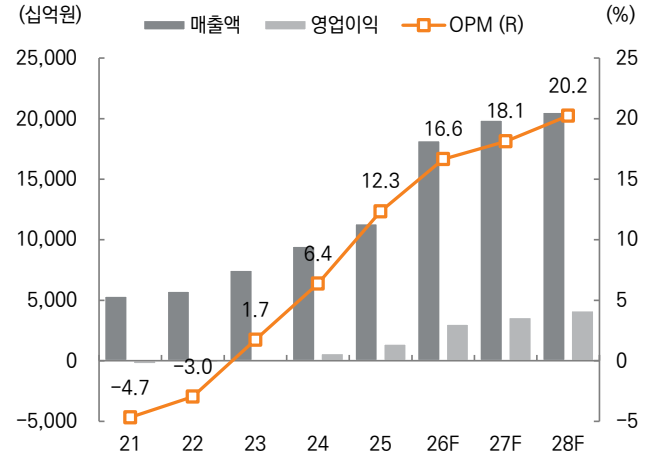
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 318. HD현대중공업 연간 영업이익, 영업이익률 전망



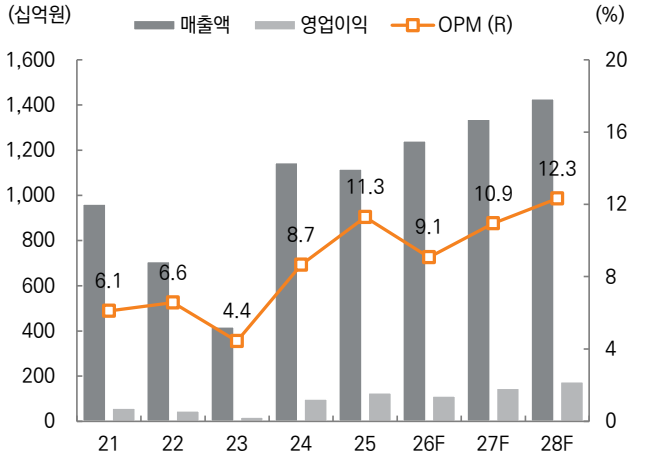
주: 조선=상선+특수선의 합, 자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 319. 상선 매출액, 영업이익 및 OPM 추정



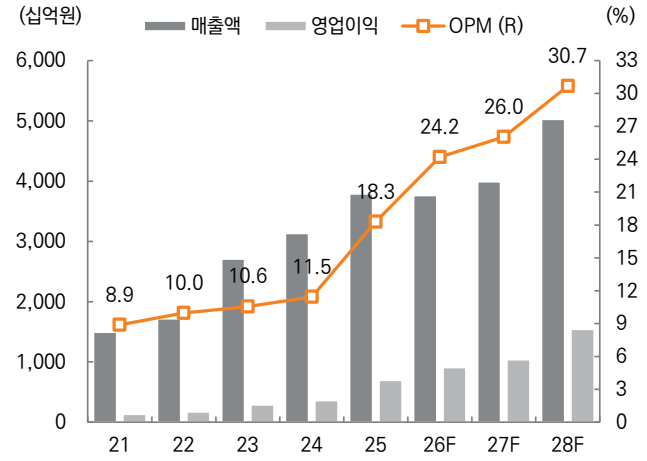
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 320. 특수선 매출액, 영업이익 및 OPM 추정



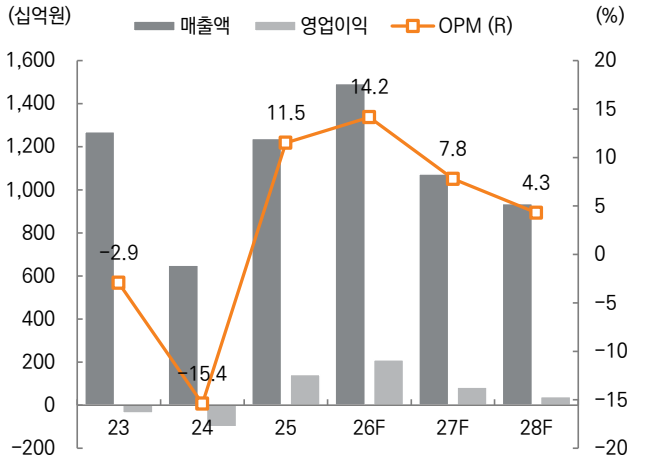
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 321. 엔진기계 매출액, 영업이익 및 OPM 추정



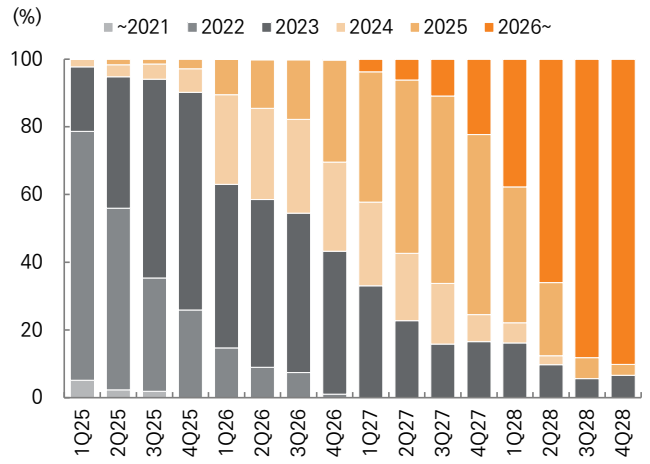
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 322. 해양 매출액, 영업이익 및 OPM 추정



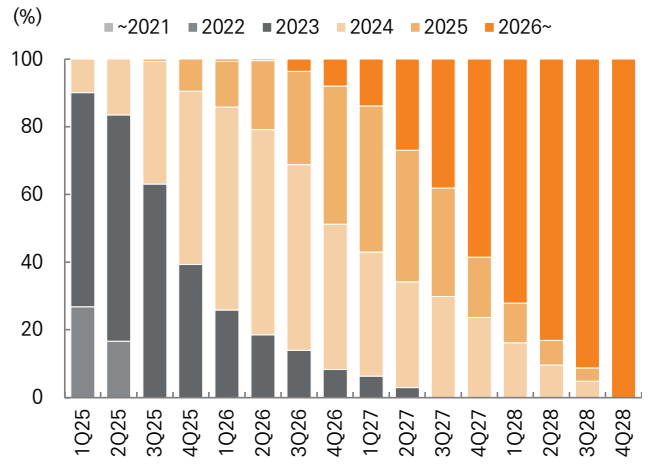
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 323. 상선 매출액의 수주연도별 비중 변화 추정 (대형선)



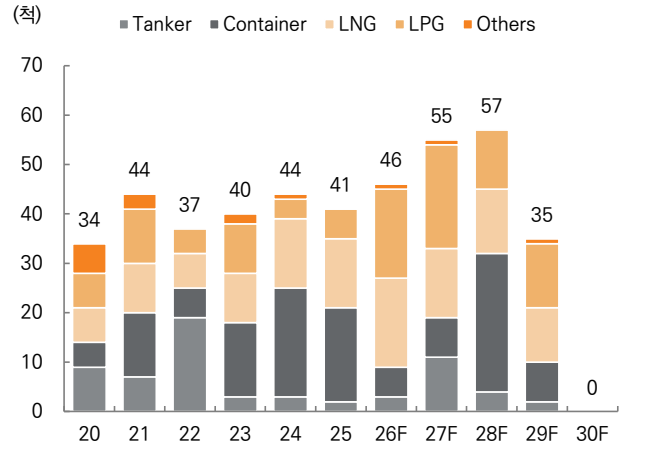
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 324. 상선 매출액의 수주연도별 비중 변화 추정 (중형선)



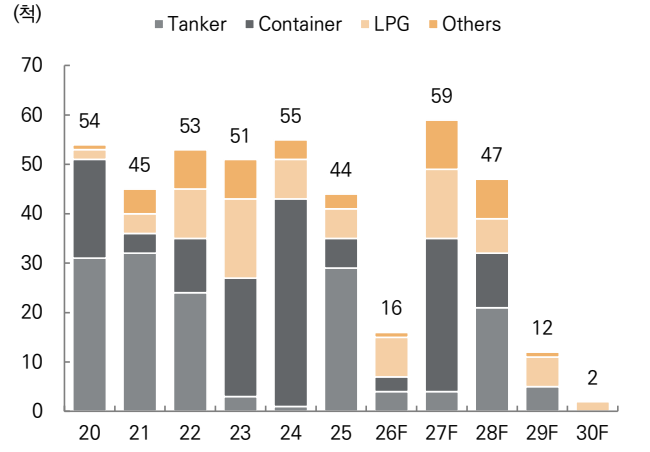
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 325. HD현대중공업 연도별 인도예정 척수 (대형선)



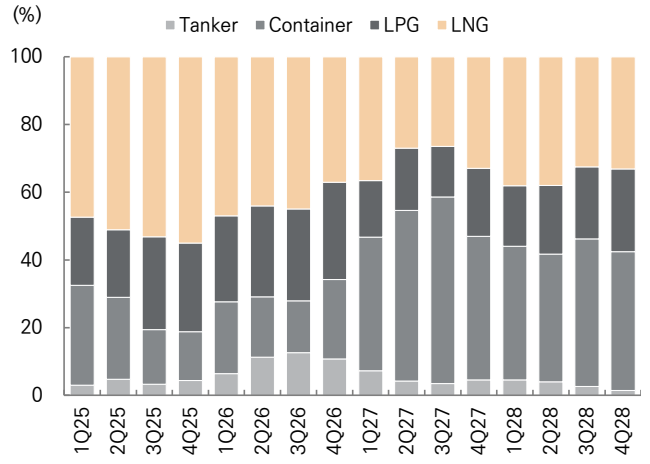
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 326. HD현대중공업 연도별 인도예정 척수 (중형선)



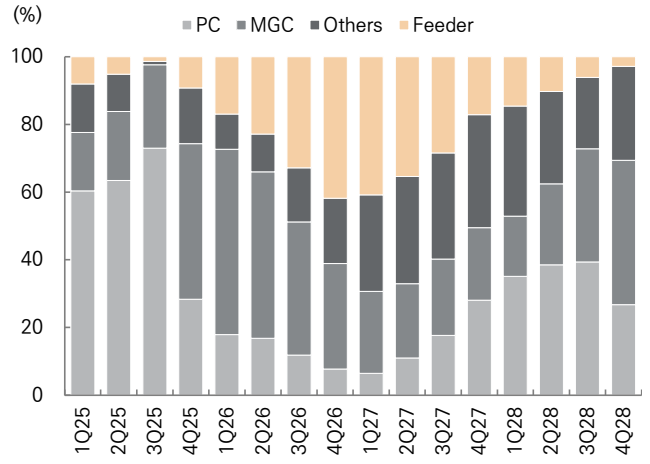
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 327. 상선 매출액의 선종별 비중 변화 추정 (대형선)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 328. 상선 매출액의 선종별 비중 변화 추정 (중형선)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD현대중공업 (329180)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**17,581**	**24,743**	**26,278**	**27,920**
매출원가	**14,616**	**19,556**	**20,211**	**20,693**
매출총이익	**2,965**	**5,187**	**6,067**	**7,227**
판매비와관리비	**927**	**1,111**	**1,196**	**1,314**
조정영업이익	**2,038**	**4,077**	**4,871**	**5,913**
영업이익	**2,038**	**4,077**	**4,871**	**5,913**
비영업손익	**-237**	**338**	**120**	**135**
금융손익	8	51	68	102
관계기업등 투자손익	-4	1	0	0
세전계속사업손익	1,801	4,415	4,991	6,048
계속사업법인세비용	385	1,146	1,198	1,452
계속사업이익	1,415	3,270	3,793	4,597
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,415**	**3,270**	**3,793**	**4,597**
지배주주	1,415	3,270	3,793	4,597
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**1,582**	**3,294**	**3,793**	**4,597**
지배주주	1,582	3,294	3,793	4,597
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,371	4,491	5,298	6,342
FCF	2,998	2,925	1,555	3,905
EBITDA 마진율 (%)	13.5	18.2	20.2	22.7
영업이익률 (%)	11.6	16.5	18.5	21.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.0	13.2	14.4	16.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**14,980**	**19,072**	**21,709**	**24,891**
현금 및 현금성자산	1,870	4,304	4,723	7,225
매출채권 및 기타채권	1,680	1,800	2,149	2,235
재고자산	2,017	2,127	2,401	2,497
기타유동자산	9,413	10,841	12,436	12,934
비유동자산	**11,183**	**11,360**	**11,489**	**11,615**
관계기업투자등	305	329	329	329
유형자산	8,781	9,054	9,149	9,240
무형자산	161	170	159	149
자산총계	**26,163**	**30,432**	**33,197**	**36,507**
유동부채	**15,333**	**17,276**	**17,962**	**18,661**
매입채무 및 기타채무	2,417	3,009	3,132	3,258
단기금융부채	857	1,395	1,431	1,467
기타유동부채	12,059	12,872	13,399	13,936
비유동부채	**1,489**	**1,578**	**1,586**	**1,594**
장기금융부채	1,341	1,394	1,394	1,394
기타비유동부채	148	184	192	200
부채총계	**16,821**	**18,854**	**19,548**	**20,255**
지배주주지분	**9,342**	**11,578**	**13,649**	**16,252**
자본금	525	525	525	525
자본잉여금	5,130	5,130	5,130	5,130
이익잉여금	2,394	4,606	6,677	9,280
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**9,342**	**11,578**	**13,649**	**16,252**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3,510**	**3,770**	**2,481**	**4,834**
당기순이익	1,415	3,270	3,793	4,597
비현금수익비용가감	945	1,181	1,291	1,510
유형자산감가상각비	315	393	405	409
무형자산상각비	18	22	21	20
기타	612	766	865	1,081
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,158	-190	-1,474	76
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-82	-72	-336	-73
재고자산 감소(증가)	-329	-110	-274	-96
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	418	89	91
법인세납부	-51	-577	-1,198	-1,452
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,040**	**255**	**-802**	**-804**
유형자산처분(취득)	-497	-842	-926	-929
무형자산감소(증가)	-24	-32	-10	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,081	-79	-130	-132
기타투자활동	-438	1,208	264	267
재무활동으로 인한 현금흐름	**-860**	**-1,803**	**-1,686**	**-1,957**
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,082	591	36	36
자본의 증가(감소)	2,088	0	0	0
배당금의 지급	-334	-1,058	-1,722	-1,994
기타재무활동	-1,532	-1,336	0	1
현금의 증가	**612**	**2,434**	**419**	**2,502**
기초현금	1,258	1,870	4,304	4,723
기말현금	1,870	4,304	4,723	7,225

자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	32.4	14.2	12.2	10.1
P/CF (x)	19.4	10.4	9.1	7.6
P/B (x)	5.7	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA (x)	21.7	9.5	8.0	6.3
EPS (원)	15,702	31,154	36,140	43,793
CFPS (원)	26,187	42,404	48,443	58,184
BPS (원)	89,148	110,453	130,188	154,986
DPS (원)	5,661	14,000	17,000	21,000
배당성향 (%)	40.1	44.9	47.0	47.9
배당수익률 (%)	1.1	3.0	3.6	4.5
매출액증가율 (%)	21.4	40.7	6.2	6.2
EBITDA증가율 (%)	134.5	89.4	18.0	19.7
조정영업이익증가율 (%)	188.9	100.1	19.5	21.4
EPS증가율 (%)	124.3	98.4	16.0	21.2
매출채권 회전율 (회)	12.5	16.9	15.8	15.0
재고자산 회전율 (회)	10.0	11.9	11.6	11.4
매입채무 회전율 (회)	8.9	9.9	9.1	8.9
ROA (%)	6.2	11.6	11.9	13.2
ROE (%)	18.8	31.3	30.1	30.7
ROIC (%)	27.8	50.2	47.8	52.5
부채비율 (%)	180.1	162.8	143.2	124.6
유동비율 (%)	97.7	110.4	120.9	133.4
순차입금/자기자본 (%)	-20.2	-31.0	-29.7	-40.7
조정영업이익/금융비용 (x)	21.1	50.0	60.3	71.6

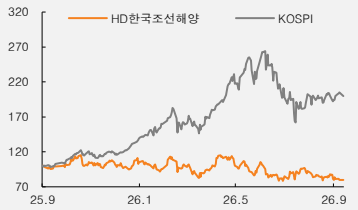
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**470,000원**
현재주가(26/9/28)	332,000원
상승여력	41.6%

영업이익(26F,십억원)	6,207
Consensus 영업이익(26F,십억원)	6,193
EPS 성장률(26F,%)	83.5
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	5.9
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	23,532
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	63.2
외국인 보유비중(%)	33.2
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	327,000
52주 최고가(원)	479,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.3	-9.5	-16.5
상대주가	-7.7	-28.6	-59.0



[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

009540 · 조선

HD한국조선해양

배당률 어디까지 올라가는 거에요

투자의견 매수, 목표주가 470,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 470,000원으로 커버리지 개시한다. SOTP로 산출한 목표 시가총액은 33.3조원이다. 상장 4사 지분가치(13.4조원, 할인율 60%), 비상장 2사(14.6조원)와 별도 순현금(3조원) 및 기발행 EB의 전량 교환을 가정했다. 목표 시가총액은 추정 28F Implied P/B 1.5배로, 최근 사이클 트렌드(25년 평균 12M fwd P/B 1.5배) 대비 유사한 밸류에이션이다.

2H26 및 중장기 전망: 삼호의 가스선 반복건조, 30년 해외매출 4조원

HD현대삼호는 28F 매출액 10.1조원, OPM 23.3%를 기록할 전망이다. 24년 이후 수주 선박의 매출 비중 65%(24년 52%, 25년 13%)는 당사 선표모델(24년 50%, 25년 10.7%)과 유사하며, 해당 비중은 26년 연간 67%에서 27년 91%로 상승해 2H26 단기 환영향(한조해 연결 약 500억원)을 완화할 전망이다. 27년 이후 OPM 상승폭은 1) 26~27F LNGC 매출 비중 하락(42%→29%), 2) LNGC 신조 계약가 유지(2.6억달러 미만) 및 3) 컨테이너선 기여 확대(26~27F 25%→44.6%)를 근거로 보수적으로 유지했으나, 27~29F 슬롯의 가스선 반복건조(연간 8~10척)에 따른 생산 효율 개선과 신조 계약가 상승을 확인하며 추정치 상향 여력이 있다.

아시아홀딩스는 베트남·필리핀 증설(2030년 HVS 15→23척, HHIP 4→10척)로 합산 연간 33척, 매출액 4조원으로 외형 확대를 추진중이다. MR PC 주력의 HVS는 30년 23척 체제로 연간 매출액 2조원, 중장기 추가 확대(35년 30척) 가능성도 열려있다. HHIP는 27년 LR2 4척 인도와 함께 흑자전환, 5월 수주 VLCC의 28년 S/C 진입→29/30년 3척/1척 인도로 연매출 1조원을 초과할 것으로 전망한다. 미국 가산 전에도, 양국 합산 해외법인의 28F 기업가치는 1.5조원에 달할 전망이다.

미국이 이끌 리레이팅, 배당과 더불어 벌어지는 할인율

상장 자회사 대비 동사의 투자매력 제고는 1) HD현대삼호의 실적 차별화, 2) 해외법인 실적 기여 그리고 3) 주주환원 강화(배당)가 이끈다. 5월 설립 미국법인은 동사의 단독 출자 자회사로 향후 투자 대상 구체화와 함께 추정치 가산 요인이다. 자회사 수취 배당금은 올해 1.7조원(삼호 6,521억원, 현중 1조원)으로 전년비 배증, 기말 DPS 16,500원을 하단으로 추정하며 현주가 대비 시가배당률 5%다. 현재 NAV 할인율은 재차 50%대로 확대된 것으로 추정한다. 편안하게 매수할 시점이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	25,539	29,933	34,278	37,324	39,341
영업이익 (십억원)	1,434	3,904	6,207	7,426	8,583
영업이익률 (%)	5.6	13.0	18.1	19.9	21.8
순이익 (십억원)	1,172	2,168	3,980	4,602	5,290
EPS (원)	16,565	30,639	56,233	65,025	74,750
ROE (%)	11.2	17.8	27.0	26.4	26.2
P/E (배)	13.8	13.3	5.9	5.1	4.4
P/B (배)	1.5	2.2	1.5	1.3	1.1
배당수익률 (%)	2.2	3.0	6.9	8.4	9.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

투자의견 매수, 목표주가 470,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 470,000원으로 커버리지 개시한다. SOTP로 산출한 목표 시가총액은 33.3조원이다. 비상장 2사 지분가치의 경우 HD현대삼호의 28F EBITDA 2.4조원에, 가스선 중심 포트폴리오를 공유하는 삼성중공업의 24MF EV/EBITDA, 할인율 30%를 반영해 산출했다. 해외 투자법인인 HD Hyundai Asia Holdings 가치 반영은 동사만이 누린다. HVS, HHIP의 추정 합산 28F EBITDA 1,460억원에, HD현대미포의 25년 연간 24MF EV/EBITDA 평균(10x)을 적용하였다. 미국 사업가치 역시 동사의 실적으로 투영되며, 그룹사의 현지 투자대상 구체화와 함께 가산할 계획이다. 이외 상장 4사 지분가치(13.4조원, 할인율 60%), 별도 순현금(3조원)과 기발행 EB의 전량 교환을 가정했다.

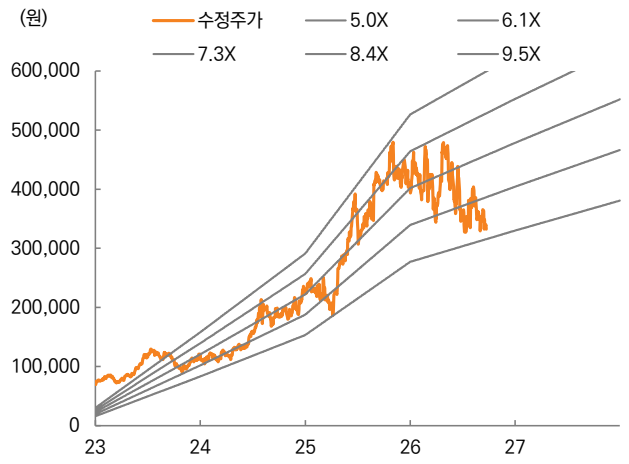
목표 시가총액은 당사 추정 28F BPS 대비 Implied P/B 1.5배에 해당하는 것으로 최근 사이클 트렌드(25년 평균 12M fwd P/B 1.5배) 대비 부담스럽지 않다. 자회사 수취 배당금은 전년 8,215억원(삼호 4,209억원, 현중 3,924억원 등)에서 올해 1.7조원(삼호 6,521억원, 현중 1조원)으로 배증할 것으로 전망한다. 전년도 배당성향 40%대의 유지를 가정해 26F 연간 DPS 23,000원을 하단으로 추정하며, 기말배당(16,500원)은 현재 시가배당률 5%에 해당한다. 지속된 조정으로 현재 상장 및 비상장 자회사 가치 대비 동사의 추정 NAV 할인율은 재차 50%대로 확대된 것으로 추정한다. 저가 매력 부각되는 상황에서 매수 유효하다.

표 109. 목표주가 산출: SOTP 밸류에이션 (십억원, %, 주)

구분	항목	적정가치	지분율	할인율	값	비고
상장사 지분가치	HD현대중공업	46,393	69.21%	60%	12,843	시가총액
	HD현대에너지솔루션	1,401	53.57%	60%	300	시가총액
	HD현대마린엔진	1,666	35.05%	60%	234	시가총액
	현대힘스	462	20.84%	60%	39	시가총액
	합계				13,416	
비상장사 지분가치	HD현대삼호	20,642	96.65%	30%	13,966	
	EBITDA	2,443				2028F
	Target EV/EBITDA	8				삼성중공업 24MF
	HD Hyundai Asia Holdings	1,459	60.00%	30%	613	
	EBITDA	146				2028F
	Target EV/EBITDA	10				미포 24MF, 25년 avg.
	합계				14,578	
기타	순현금				2,961	2Q26말 별도
	교환사채				2,372	7/29 미행사 총액
	합계				5,333	
적정 기업가치					33,327	
주식수 (백만주)					70.8	발행주식수-자사주
목표주가 (원)					**470,000**	
현재주가 (원)					332,000	
상승여력 (%)					41.6	
Implied P/B (x)					1.5	
BPS (원)					308,133	2028F

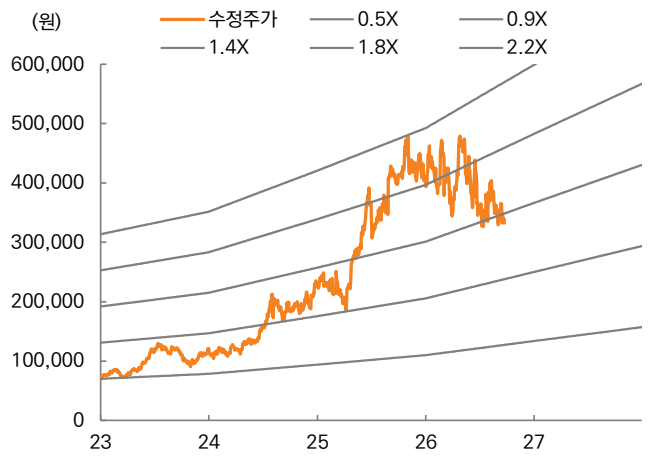
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 329. HD한국조선해양 12MF P/E 밴드



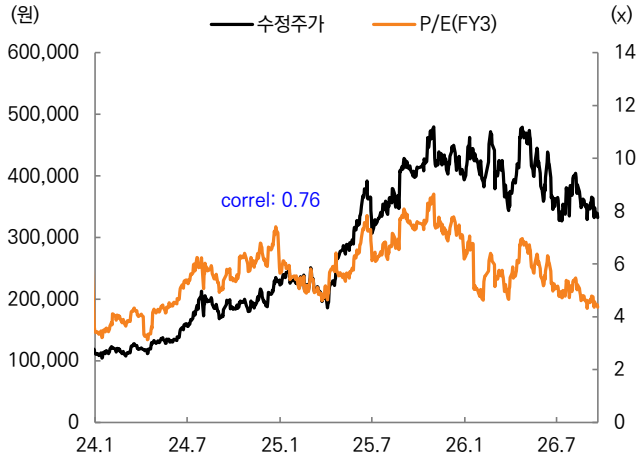
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 330. HD한국조선해양 12MF P/B 밴드



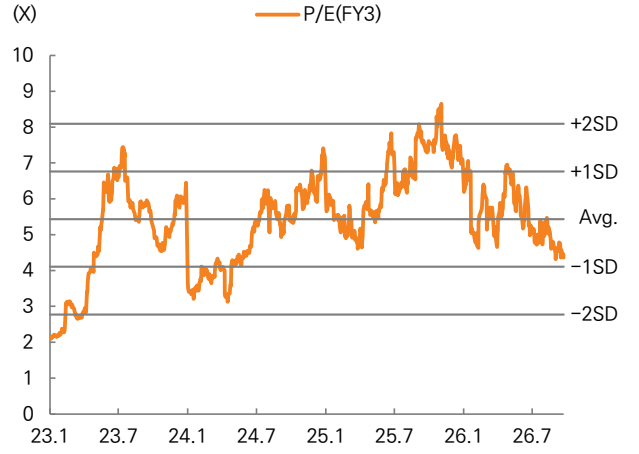
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 331. HD한국조선해양 주가 vs. 3년 선행 P/E 배수



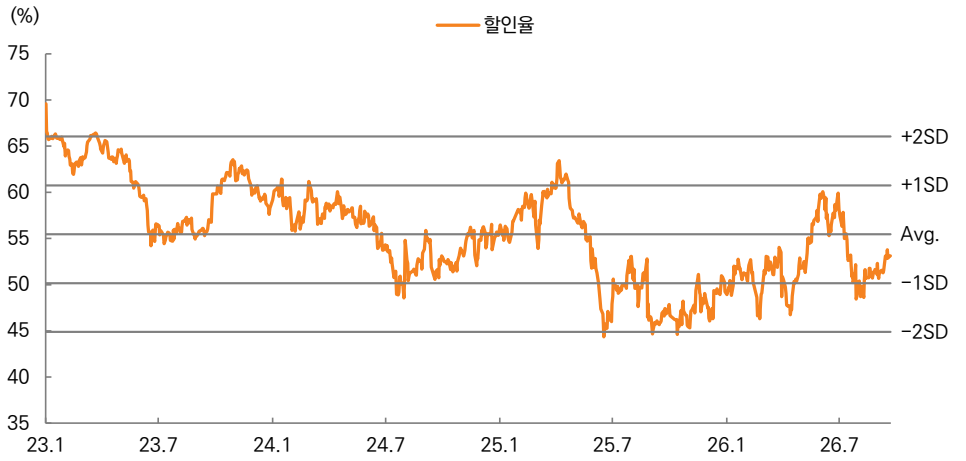
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 332. HD한국조선해양 3년 선행 P/E 배수 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 333. HD한국조선해양 자회사 대비 NAV 할인율



주: 상장사는 시가 기준, HD현대삼호는 예상 24MF EPS에 Target P/E 10배 적용해 산정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

2H26 및 중장기 전망: 삼호 28F OPM 23.3%, 30년 해외 매출 4조원

HD현대삼호의 28F 매출액 10.1조원, OPM 23.3% 도달을 전망한다. 2분기 OPM 22.5%와 24년 이후 빈티지 66%(24년 52%, 25년 13%)을 보고, 당사 선표모델(24년 50%, 25년 10.7%)과 유사하다. 해당 비중은 26년 온기 67%에서 27년 91%로 상승하며, 2H26 단기 환영향(한조해 연결 약 500억원)를 완화할 전망이다. 27년 이후 OPM 상승폭을 보수적으로 유지한 것은 1) 26~27F LNGC 매출 비중 하락(42%→29%)과 2) LNGC 계약가 유지(<$260), 3) 컨테이너선 기여 확대(25%→44.6%)에 근거하며 상향 요인은 27~29F 슬롯의 가스선 반복건조(연간 8~10척) 생산효율성 확인, 신조 계약가의 상승이다.

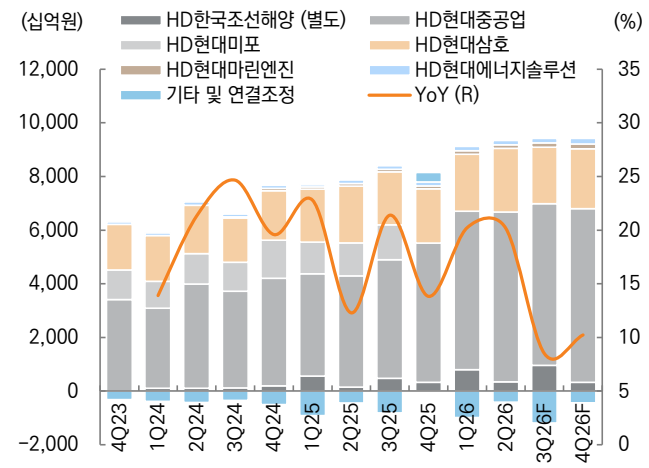
아시아홀딩스는 동사와 HD현대중공업이 6:4로 출자하는 동사의 지배회사로 베트남/필리핀 증설(2030년 HVS 15→23척, HHIP 4→10척)을 통한 합산 연간 CAPA 33척/4조원의 실적 확장을 반영한다. HHIP는 4Q25부터 LR2 건조 진입, 27년 4척 인도와 함께 흑자전환을 추정한다. 5월 수주 VLCC는 28년 S/C 진입, 29/30년 각 3/1척 인도와 함께 연간 매출액 1조원 초과를 추정한다. HVS는 현재 15척에서 '30년 23척 체제 진입시 매출 2조원 외형 달성이 목표다. 5월 설립한 미국 법인(HD Hyundai USA LLC)은 동사의 단독 출자 자회사로 향후 미국 내 조선소 인수 및 투자 전반의 구심점이다. 향후 구체적인 투자 대상 가시화시 실적 반영도 동사의 몫으로 추정치에 가산할 요인이다.

표 110. HD한국조선해양 영업실적 추이 및 전망 (십억원, 원, %)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	전사	6,772	7,428	7,581	8,152	8,141	8,927	8,225	8,986	29,933	34,278	37,324	39,341
	HD한국조선해양(별도)	552	140	480	322	791	345	961	328	1,494	2,425	3,035	3,300
	HD현대중공업	3,823	4,147	4,418	5,193	5,916	6,332	6,031	6,464	17,581	24,743	26,278	27,920
	HD현대미포	1,184	1,234	1,300						3,719			
	HD현대삼호	1,966	2,119	1,967	2,020	2,125	2,371	2,105	2,240	8,071	8,841	9,941	10,053
	HD현대마린엔진	83	99	109	111	134	128	158	178	402	597	779	855
	HD현대에너지솔루션	85	134	121	153	160	165	163	208	493	697	943	1,146
	연결조정	-921	-445	-814	354	-984	-415	-1,192	-433	-1,826	-3,025	-3,652	-3,933
매출액 YoY		22.8	12.3	21.4	13.8	20.2	20.2	8.5	10.2	17.2	14.5	8.9	5.4
영업이익		859	954	1,054	1,038	1,356	1,645	1,486	1,720	3,904	6,207	7,426	8,583
OPM (%)		12.7	12.8	13.9	12.7	16.7	18.4	18.1	19.1	13.0	18.1	19.9	21.8
세전이익		799	546	1,139	1,082	1,568	2,163	1,666	1,794	3,566	7,191	7,589	8,724
법인세비용		188	99	262	89	426	568	403	434	638	1,832	1,837	2,111
순이익 (지배)		495	356	633	683	844	1,287	912	936	2,168	3,980	4,602	5,290
현금배당		0	226	0	644	0	460	0	1,167	870	1,626	1,980	2,334
DPS (원)		0	3,197	0	9,100	0	6,500	0	16,500	12,300	23,000	28,000	33,000
배당성향 (%)										40.1	40.9	43.0	44.1
주요 계열사 실적													
HD한국조선해양 (별도)	매출액	552	140	480	322	791	345	961	328	1,494	2,425	3,035	3,300
	영업이익	416	-9	289	4	529	0	770	3	701	1,301	1,908	2,162
	OPM (%)	75.4	-6.6	60.3	1.3	66.8	-0.1	80.1	1.0	46.9	53.7	62.9	65.5
HD현대삼호	매출액	1966	2119	1967	2020	2,125	2,371	2,105	2,240	8,071	8,841	9,941	10,053
	영업이익	366	372	306	319	395	534	455	495	1,363	1,879	2,264	2,344
	OPM (%)	18.6	17.5	15.6	15.8	18.6	22.5	21.6	22.1	16.9	21.3	22.8	23.3
	순이익 (지배)	271	196	256	279	355	414	350	381	1,002	1,499	1,741	1,802
	현금배당	0	187	0	249	0	337	0	338	436	675	784	811
	배당성향 (%)									43.5	45.0	45.0	45.0

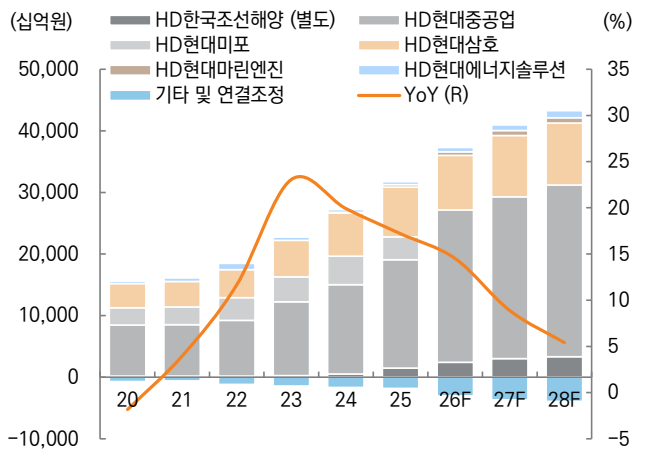
주: HD현대중공업, HD현대마린엔진은 당사 추정, HD현대에너지솔루션은 컨센서스
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 334. 분기 매출액 및 성장률 전망



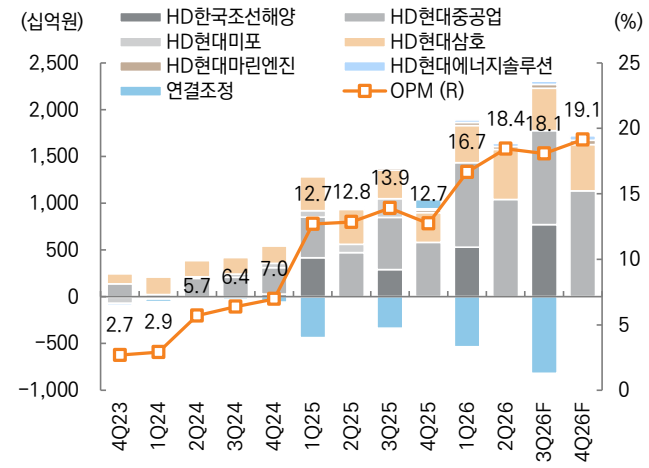
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 335. 연간 매출액 및 성장률 전망



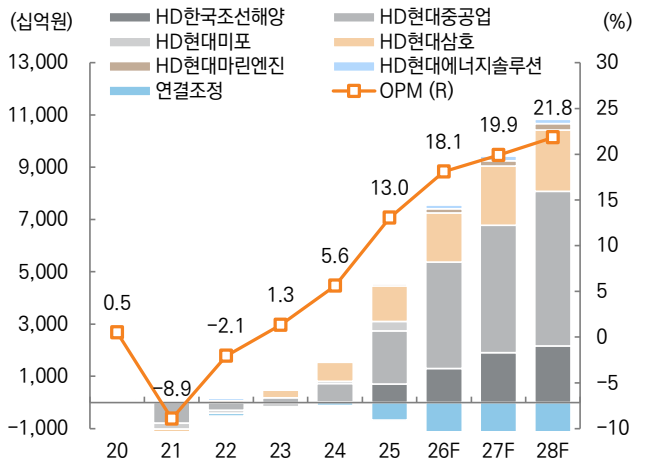
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 336. 분기 영업이익, 영업이익률 전망



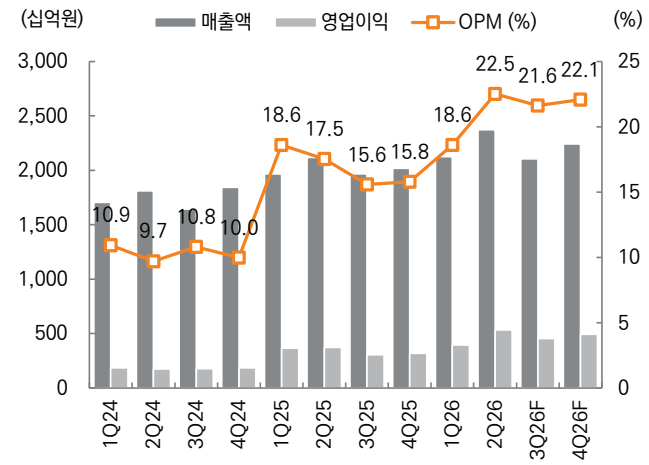
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 337. 연간 영업이익, 영업이익률 전망



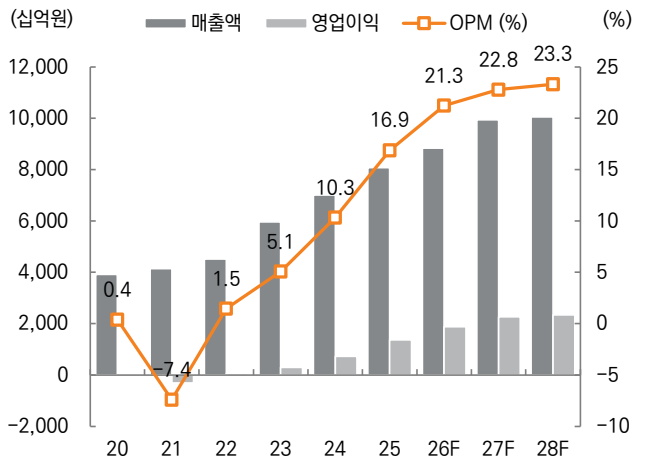
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 338. HD현대삼호 분기 매출액 및 영업이익 전망



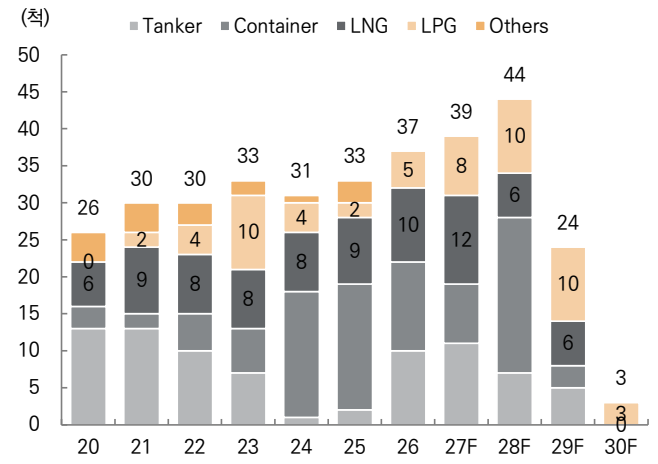
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 339. HD현대삼호 연간 매출액 및 영업이익 전망



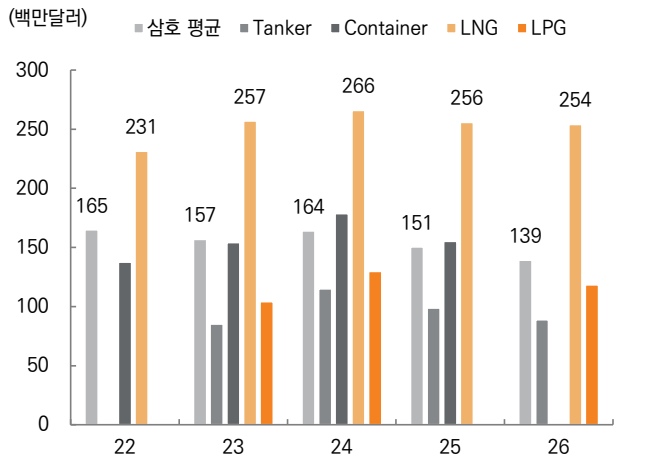
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 340. HD현대삼호 연도별 인도예정 척수



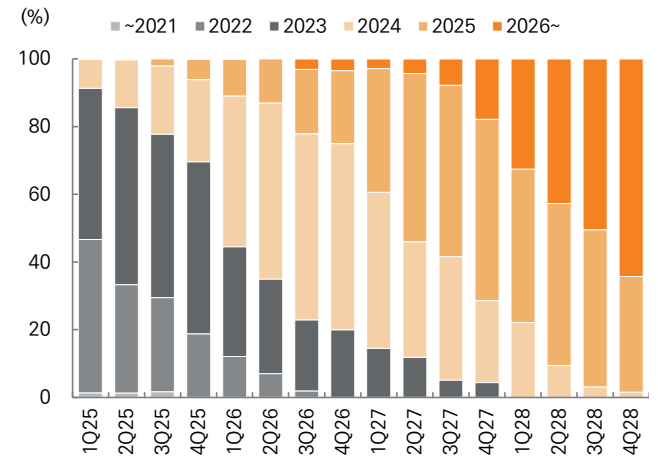
주: 표지는 가스선, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 341. HD현대삼호 연도별 평균 수주가격



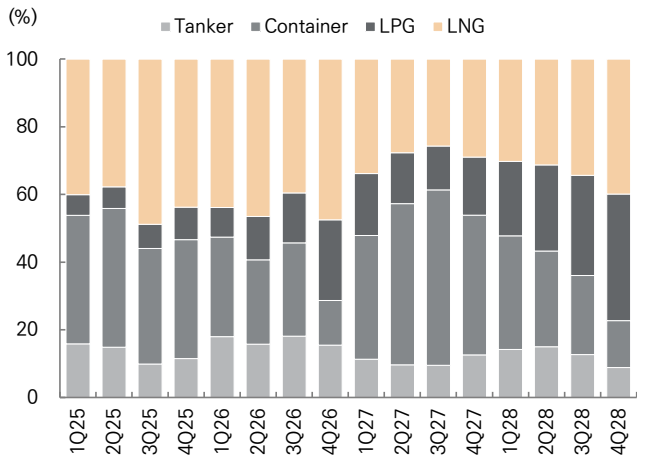
주: 26년은 YTD, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 342. HD현대삼호 매출액의 수주연도별 비중 추정



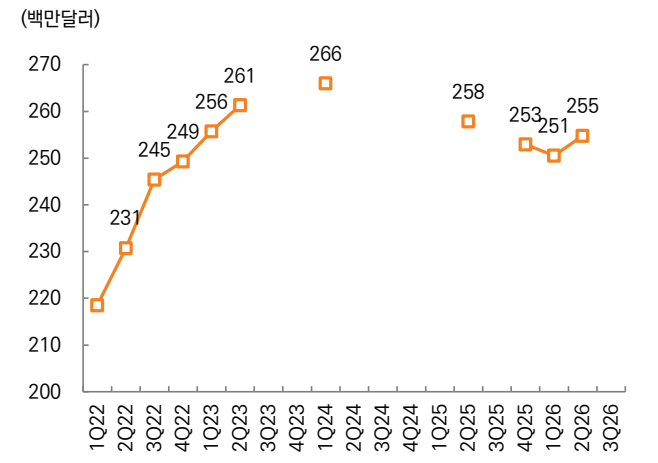
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 343. HD현대삼호 매출액의 선종별 비중 추정



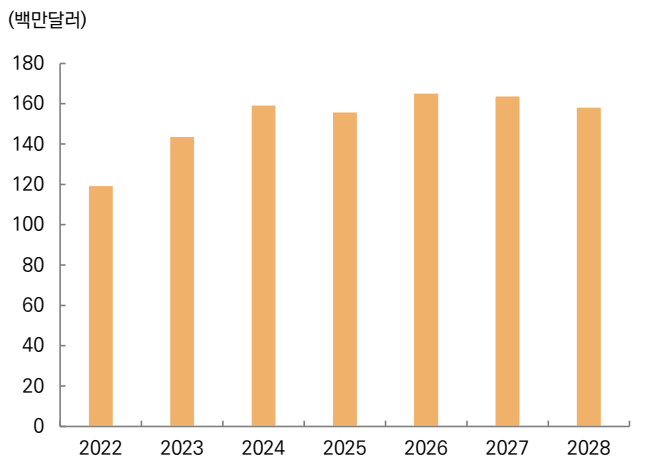
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 344. HD현대삼호 LNGC 분기 평균 계약선가



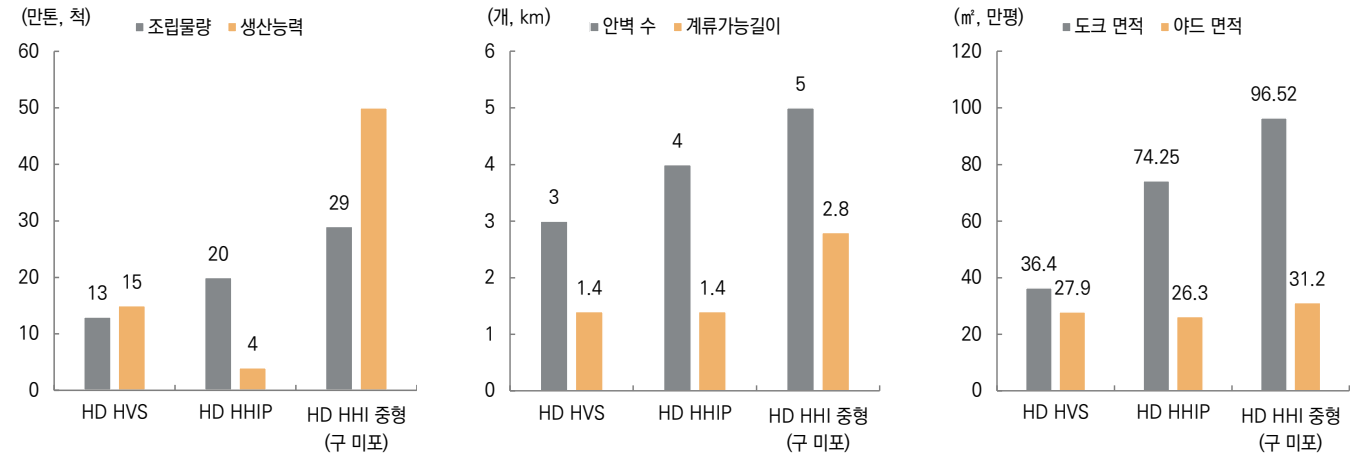
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 345. 상선 매출액의 연평균 건조선가 추정



주: 현재 수주잔고 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 346. HD HVS, HD HHIP vs. HD현대 국내 중형선 사업부 생산역량 비교



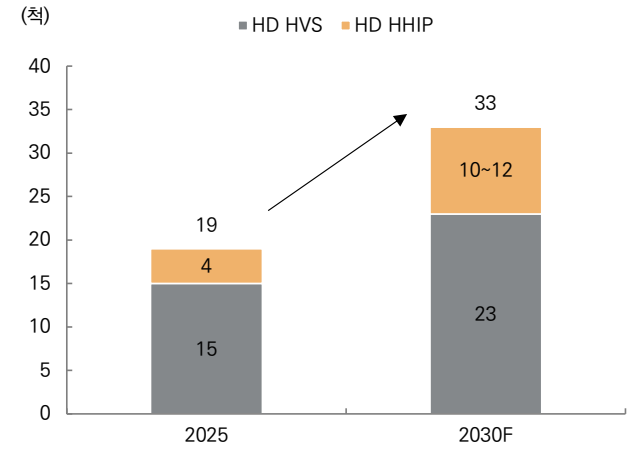
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

표 111. HD현대그룹 해외 조선소 투자 현황

거점	베트남		필리핀	사우디
	HD HVS (HD현대베트남조선)	HD HEV (에코비나)	HD HHIP (Hyundai Philippines)	IMI (International Maritime Industries)
설립시기	1996	2025.08	2024.05 계약	2017 발표
생산시기 (예상)	2005 신조 개시, 2025 증설~	2027 매출 발생	2025.09 S/C ~ 2027 1Q 인도	2018 JV ~
투자금액	1억달러	2.07억달러	5.5억달러	-
투자방식	그린필드	지분인수 (100%)	10년 장기임차	JV; 아람코 50.1%, HHI 20%
주력 선종	중소형 탱커(MR PC)	LNG D/F용 독립형 탱크	클린탱커(LR2, 115k) → VLCC 확대	상선/MRO
연간 건조량	2025년 15척 → 2030년 23척 → 장기 30척+	-	4척 → 2030년 10~12척 → 장기 15척+	장기 상선 40척, MRO 260척
생산능력	144만 DWT	인수전 매출 0.5조원 (두산비나, FY24)	6도크, (길이 550m x 폭 135m)	대형 도크 3개, 골리앗크레인 4기
비고		기자재, 항만크레인 사업 거점화	구 한진수빅 경력직 활용	기술이전 + 운영 노하우 제공

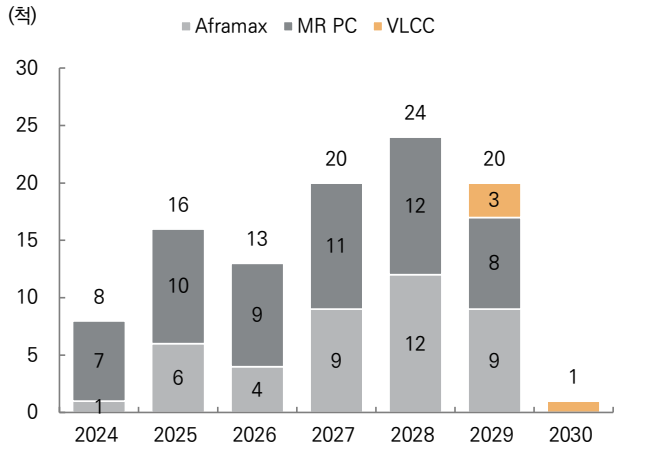
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 347. 아시아홀딩스 30년 CAPA 33척 계획



자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

그림 348. 아시아홀딩스 인도일정



주: 현재 수주잔고 기준, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

HD한국조선해양 (009540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**29,933**	**34,278**	**37,324**	**39,341**
매출원가	**24,605**	**26,533**	**28,249**	**29,021**
매출총이익	**5,328**	**7,745**	**9,075**	**10,320**
판매비와관리비	**1,424**	**1,539**	**1,649**	**1,737**
조정영업이익	**3,904**	**6,207**	**7,426**	**8,583**
영업이익	**3,904**	**6,207**	**7,426**	**8,583**
비영업손익	**-338**	**984**	**163**	**141**
금융손익	96	28	38	112
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	3,566	7,191	7,589	8,724
계속사업법인세비용	638	1,832	1,837	2,111
계속사업이익	2,928	5,358	5,753	6,613
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**2,928**	**5,358**	**5,753**	**6,613**
지배주주	2,168	3,980	4,602	5,290
비지배주주	760	1,379	1,151	1,323
총포괄이익	**3,196**	**5,411**	**5,753**	**6,613**
지배주주	2,356	4,309	4,660	5,357
비지배주주	840	1,102	1,092	1,256
EBITDA	4,488	6,851	8,086	9,251
FCF	3,475	4,615	3,543	4,874
EBITDA 마진율 (%)	15.0	20.0	21.7	23.5
영업이익률 (%)	13.0	18.1	19.9	21.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.2	11.6	12.3	13.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**23,424**	**32,581**	**37,429**	**42,320**
현금 및 현금성자산	3,742	9,842	11,891	15,537
매출채권 및 기타채권	1,695	1,971	3,061	3,141
재고자산	2,766	3,203	3,710	3,807
기타유동자산	15,221	17,565	18,767	19,835
비유동자산	**16,118**	**15,986**	**16,240**	**16,422**
관계기업투자등	206	227	243	249
유형자산	12,025	12,242	12,412	12,574
무형자산	519	524	498	473
자산총계	**39,542**	**48,567**	**53,669**	**58,742**
유동부채	**20,011**	**24,707**	**26,196**	**26,807**
매입채무 및 기타채무	2,910	3,208	3,427	3,517
단기금융부채	1,281	4,061	4,139	4,170
기타유동부채	15,820	17,438	18,630	19,120
비유동부채	**2,623**	**2,772**	**2,789**	**2,796**
장기금융부채	2,389	2,522	2,522	2,522
기타비유동부채	234	250	267	274
부채총계	**22,634**	**27,480**	**28,986**	**29,603**
지배주주지분	**13,286**	**16,218**	**18,664**	**21,797**
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	3,017	3,026	3,026	3,026
이익잉여금	16,668	19,547	21,992	25,126
비지배주주지분	**3,622**	**4,869**	**6,019**	**7,342**
자본총계	**16,908**	**21,087**	**24,683**	**29,139**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,422**	**5,723**	**5,003**	**6,341**
당기순이익	2,928	5,358	5,753	6,613
비현금수익비용가감	1,574	1,649	2,027	2,224
유형자산감가상각비	556	613	630	638
무형자산상각비	28	32	30	29
기타	990	1,004	1,367	1,557
영업활동으로인한자산및부채의변동	-143	-506	-982	-502
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-270	-92	-1,072	-73
재고자산 감소(증가)	-528	-422	-507	-97
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	231	198	175	72
법인세납부	-84	-924	-1,837	-2,111
투자활동으로 인한 현금흐름	**-3,604**	**-137**	**-1,519**	**-1,232**
유형자산처분(취득)	-915	-1,096	-1,460	-1,467
무형자산감소(증가)	-53	-23	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,490	-654	-482	-198
기타투자활동	-1,146	1,636	427	437
재무활동으로 인한 현금흐름	**-792**	**65**	**-2,079**	**-2,125**
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,630	1,941	78	32
자본의 증가(감소)	417	10	0	0
배당금의 지급	-715	-1,243	-2,157	-2,157
기타재무활동	1,136	-643	0	0
현금의 증가	**25**	**6,099**	**2,050**	**3,645**
기초현금	3,717	3,742	9,842	11,891
기말현금	3,742	9,842	11,891	15,537

자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	13.3	5.9	5.1	4.4
P/CF (x)	6.4	3.4	3.0	2.7
P/B (x)	2.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	6.1	2.8	2.3	1.7
EPS (원)	30,639	56,233	65,025	74,750
CFPS (원)	63,617	99,014	109,915	124,864
BPS (원)	187,877	229,308	263,858	308,133
DPS (원)	12,300	23,000	28,000	33,000
배당성향 (%)	29.7	30.4	34.4	35.3
배당수익률 (%)	3.0	6.6	8.0	9.5
매출액증가율 (%)	17.2	14.5	8.9	5.4
EBITDA증가율 (%)	129.0	52.7	18.0	14.4
조정영업이익증가율 (%)	172.3	59.0	19.6	15.6
EPS증가율 (%)	85.0	83.5	15.6	15.0
매출채권 회전율 (회)	22.0	21.7	16.7	14.0
재고자산 회전율 (회)	12.0	11.5	10.8	10.5
매입채무 회전율 (회)	10.8	10.8	10.6	10.4
ROA (%)	7.7	12.2	11.3	11.8
ROE (%)	17.8	27.0	26.4	26.2
ROIC (%)	33.1	49.3	49.6	53.0
부채비율 (%)	133.9	130.3	117.4	101.6
유동비율 (%)	117.1	131.9	142.9	157.9
순차입금/자기자본 (%)	-30.8	-42.3	-45.7	-51.6
조정영업이익/금융비용 (x)	24.6	18.9	18.0	20.6

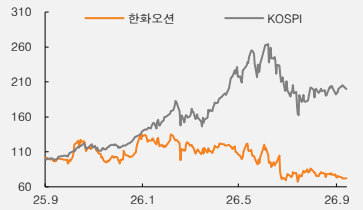
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**128,000원**
현재주가(26/9/28)	80,000원
상승여력	60.0%

영업이익(26F,십억원)	2,220
Consensus 영업이익(26F,십억원)	2,254
EPS 성장률(26F,%)	69.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	11.6
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	24,391
발행주식수(백만주)	306
유동주식비율(%)	46.4
외국인 보유비중(%)	10.0
베타(12M) 일간수익률	0.69
52주 최저가(원)	74,600
52주 최고가(원)	149,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.6	-35.1	-25.2
상대주가	-10.9	-48.7	-63.3



[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

042660 · 조선

한화오션

MASGA 프리미엄은 회복이 마땅

투자의견 매수, 목표주가 128,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 128,000원으로 커버리지 개시한다. 목표 P/E 17배는 미국 기대감을 반영(25.2~)해 부여받아온 동사의 24MF P/E 평균, 시점은 조정을 반영한 현재까지의 누적치를 적용했다. Big3 중 가장 가파른 배수 조정을 거치며 MASGA 프리미엄(1H25~1H26 24MF P/E 경쟁 2사+35%)이 제거된 상황이다. 1) 미 호위함 사업에 충남급 선정, 2) 오스탈USA 인수 혹은 3) 중간선거 전후 조선 재건 재부각을 통한 전투함 수주 가시성 강화 확인시 상향 조정할 계획이다.

2H26 및 중장기 전망: 단기 변동성을 넘어 28년 실적 재부각 기대

상선은 2Q 기록적 OPM(22.7%) 이후 원화 강세와 인건비 부담으로 하반기 숨고르기를 거치겠으나(3Q 20.7%, 4Q 15.5%, 성과급 등 일회성 제외 경상 23%), 부문 OPM은 28년 20.5%로 중장기 우상향을 추정한다. 3Q26을 기점으로 LNGC 인도량 감소(26F 31척→27F 17척→28F 11척)와 매출 내 VLCC 비중 상승이 부담이나, 1Q27부터 D/F 컨선 건조 비중이 유의미해지며 상쇄가 가능할 전망이다. 미-러 제재로 계류 중인 Arc7 LNGC 6척 리세일 협상 진전시 단기 실적 상향 요인이다.

특수선은 연내 국내사업(장보고 Batch-II #2, 울산급 #5,6) 위주 공정으로 수익성 개선은 제한되겠으나, KDDX(4Q28~)와 태국 초도함(6,833억원, 2H28) 건조 진입으로 28년까지 OPM의 높은 한 자릿수대 회복을 추정한다. 아직 반영하지 않은 태국 후속함(3~4척) 수주 가능성이 높은 바 현실화와 함께 추정치 상향 여력 양호하다. EPU는 해양공사 물량 공백을 연말 WTIV(신안우이, 2월 7,687억) 공정 진입으로 완화, 국내건조 요건에 따른 추가 수주(한전 1척, 민간 2척) 가능성에 기대한다.

본격화할 MASGA, 오스탈USA 인수는 양사에게 윈윈

멀티플 회복을 촉발할 이벤트는 하반기 오스탈USA 인수다. 지난 24년 대상사의 실사 거부로 무산된 바 있으나, 군함 수주 이후 적자 심화(FY26 OPM -19.7%)로 기존 대비 매각 의지가 강화했다는 추정이다. 동사는 필리조선을 통해 트럼프 행정부가 8월 각서에 내건 건조자격을 충족하지만, 현지 역량상 아직 지원함 이상의 고난도 건조는 무리다. 중간선거 전후 조선 재건 재부각 가능성, 현지 건조에 우선권을 부여하는 기조를 고려할 때, 전투함 수주 가시성이 크게 확대될 수 있는 이벤트다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	10,776	12,784	15,736	14,714	15,463
영업이익 (십억원)	238	1,168	2,220	2,372	2,686
영업이익률 (%)	2.2	9.1	14.1	16.1	17.4
순이익 (십억원)	528	1,246	2,105	2,121	2,300
EPS (원)	1,724	4,066	6,870	6,922	7,506
ROE (%)	11.5	22.6	28.8	22.4	19.7
P/E (배)	21.7	27.9	11.6	11.5	10.6
P/B (배)	2.4	5.6	2.9	2.3	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

투자의견 매수, 목표주가 128,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 128,000원으로 커버리지 개시한다. 28F 지배순이익 추정치 2.3조원, 목표 P/E 17배를 적용하였다. MASGA 기대감이 부각되기 시작한 시점부터(25년 2월~), 동사가 부여받아온 24MF P/E의 역사적 평균이다. 동사는 국내 Big3중 미국 진출의 선봉장으로 선제적 현지 투자에 대한 프리미엄을 부여받아 왔으며, 1H25~1H26 간 24MF P/E 기준 경쟁 2사 대비 35%의 할증으로 거래되어 왔다. 단 상반기 더딘 MASGA 진행, CPSP 실주 및 원화 강세발 환차손 우려로 가파른 배수 조정을 거치며 현재 경쟁 2사와 대동소이해진 상황이다. 1) 미국 차기 호위함 사업에 충남급 선정, 2) 오스탈USA 인수와 3) 중간선거 전후 전투함 수주 가시성 강화를 확인하며 회복이 가능할 전망이다.

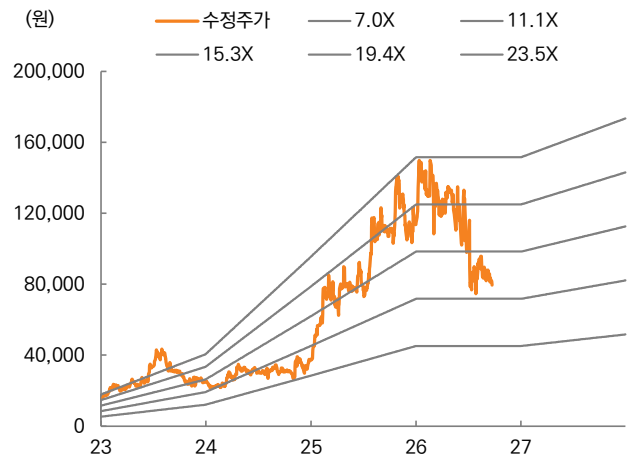
8월 대통령 각서, 거제조선소 방문(5, 8, 9월) 등 구체화 시점이 머지않은 분위기다. 동사는 필리를 보유해 미국 수주를 위한 모든 요건을 이미 구비했으며, 24년 실사 거부로 무산된 오스탈USA 인수도 재추진 중에 있다. 군함 수주 이후 적자 심화(FY26 조선 부문 OPM -19.7%)로 매각 의지가 강화했다는 추정이다. 행정부의 중간선거 전후 조선 재건 재부각, 현지 건조 우선권 기조를 고려시 전투함 수주 가시성이 크게 확대될 이벤트다.

표 112. 목표주가 산출: P/E 밸류에이션

항목	단위	값	비고
적용 EPS	원	7,506	2028F
Target P/E	배	17.0	
목표주가	원	128,000	
현재주가	원	80,000	
목표시가총액	조원	39.2	
현재시가총액	조원	24.4	
상승여력	%	60.0	

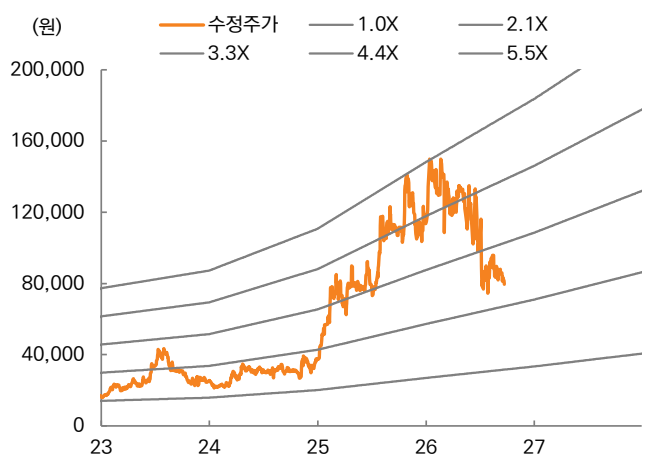
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 349. 한화오션 12MF P/E 밴드



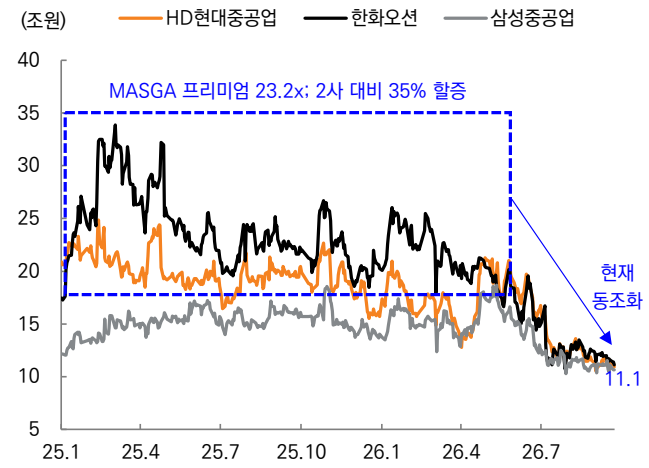
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 350. 한화오션 12MF P/B 밴드



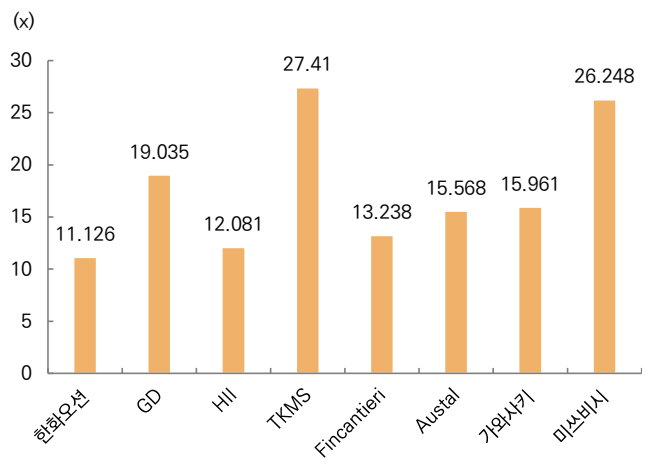
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 351. 국내 조선3사 컨센서스 24MF P/E 배수 추이



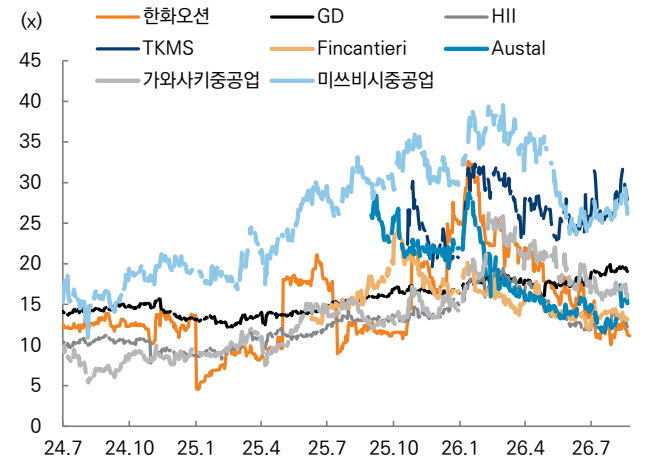
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 352. 글로벌 해양 방산업체 28F P/E 배수 비교



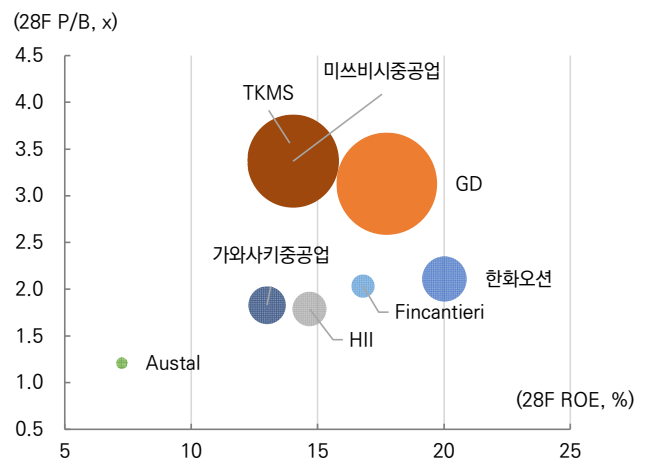
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 353. 글로벌 해양 방산업체 28F P/E 배수 추이



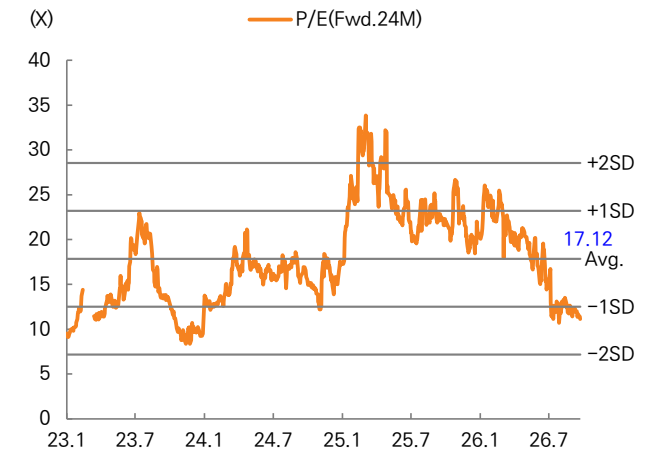
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 354. 글로벌 해양 방산업체 28F P/B vs. ROE



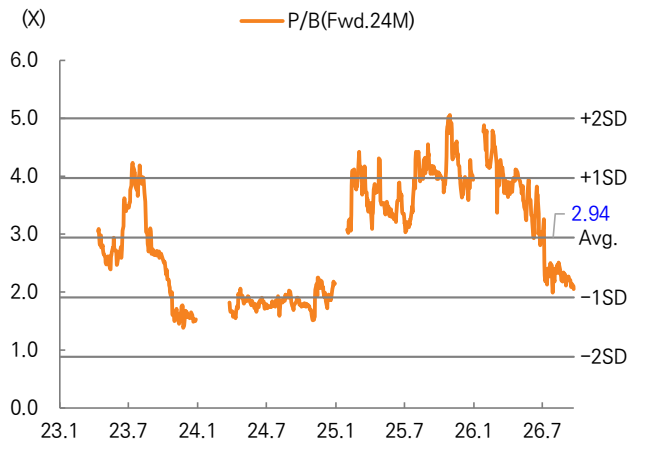
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 355. 한화오션 컨센서스 24MF P/E 멀티플 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 356. 한화오션 컨센서스 24MF P/B 멀티플 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

2H26 및 중장기 전망: 단기 변동성을 넘어 28년 펀더멘털 부각 기대

상선은 2Q 기록적 OPM(22.7%)에서 하반기 환영향(10원당 연간 OP 약 300억원 추정) 및 인건비 부담으로 단기 둔화하겠으나(3Q 20.7%, 4Q 15.5%, 성과급 일시반영 등 제외 경상 23%), 28년 20.5%로 우상향을 추정한다. 기조에 맞춰 6월 말부터 헷지율을 60% 이상으로 높였다는 것이 사측의 설명이다. 27년 수익성 개선이 더딘 것은 LNGC 인도량 감소(26F 31척→27F 17척→28F 11척)에 인한다. 당사 선표 모델상 3Q26을 기점으로 건조 물량 내 LNGC 비중의 50%대 하강, VLCC 비중 상승을 반영한 결과다. 단, 27년부터 고선가 D/F 컨선의 건조가 본격화해 일부 상쇄가 가능할 전망이다. 러시아 계약 취소로 안벽 계류 중인 Arc7 쇄빙 LNGC 6척은 20년 수주의 2.9억불(당시 LNGC 선가 2억불 초반) 물량으로 미-러 갈등 완화 혹은 양호한 선가에 리세일 가능성 부각이 업사이드 요인이다.

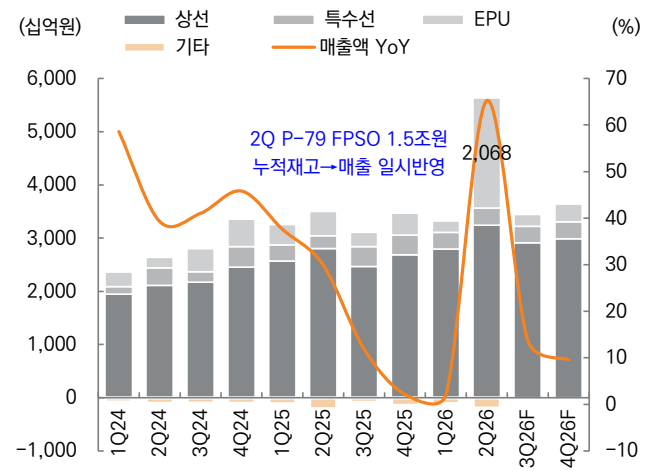
특수선은 상반기 부담이었던 CPSP 마케팅비의 제거로 하반기 및 27년 흑자 기조는 회복, 잔고 일감으로 분기 외형은 유지하겠으나 마진이 상대적으로 불리한 국내사업(장보고 Batch-II #2, 울산급 #5,6) 위주 공정으로 수익성 개선은 제한될 전망이다. 본격 개선세 진입 시기는 28년으로 추정한다. KDDX(4Q28~)와 9월 수주 태국 호위함(6,833억원)이 28년 하반기 건조 진입, 후속함(3~4척) 수주시 실적 상향 여지 양호하다. EPU는 해양공사 물량 공백을 연말 WTIV(신안우이, 2월 7,687억) 공정 진입으로 완화할 전망이다. 법령으로 자국 발주가 보호되는 바 민간 추가 수주 가능성도 열려 있다(2척, ~30년 인도).

표 113. 한화오션 영업실적 추이 및 전망 (십억원, %)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	전사	3,143	3,294	3,023	3,323	3,210	5,443	3,441	3,641	12,784	15,736	14,714	15,463
	상선	2,569	2,807	2,464	2,686	2,793	3,240	2,913	2,988	10,525	11,934	11,758	12,217
	특수선	303	237	375	369	318	327	310	316	1,284	1,272	1,343	1,648
	EPU	384	460	271	414	211	2,068	218	337	1,529	2,834	1,613	1,599
	기타	-113	-209	-87	-146	-112	-192			-555	-304		
매출액 YoY	전사	37.6	29.9	11.8	2.1	2.1	65.2	13.8	9.6	18.6	23.1	-6.5	5.1
	상선	32.1	32.9	13.5	9.4	8.7	15.4	18.2	11.3	21.2	13.4	-1.5	3.9
	특수선	113.4	-28.0	91.2	-4.3	4.9	38.2	-17.3	-14.3	22.0	-1.0	5.6	22.7
	EPU	38.4	131.1	-37.6	-19.8	-45.0	349.7	-19.6	-18.6	7.1	85.3	-43.1	-0.9
	기타	40.9	101.4	-11.9	40.6	-0.7	-8.5			43.6	-45.3		
매출원가		2,721	2,767	2,569	2,887	2,584	4,494	2,699	2,942	10,943	12,718	11,710	12,143
매출총이익		422	528	454	436	626	950	742	700	1,840	3,018	3,004	3,320
판관비		164	156	164	189	185	213	187	212	673	797	633	634
영업이익	전사	259	372	290	248	441	736	555	488	1,168	2,220	2,372	2,686
	상선	233	377	307	175	501	736	602	464	1,092	2,301	2,279	2,503
	특수선	41	18	29	3	-21	-3	-5	12	92	-17	56	114
	EPU	-18	-7	-53	28	-57	6	-41	12	-50	-80	37	68
	기타	2	-17	6	42	19	-3			33	16		
OPM (%)	전사	8.2	11.3	9.6	7.4	13.7	13.5	16.1	13.4	9.1	14.1	16.1	17.4
	상선	9.1	13.4	12.5	6.5	17.9	22.7	20.7	15.5	10.4	19.3	19.4	20.5
	특수선	13.6	7.7	7.7	0.9	-6.5	-0.9	-1.6	3.7	7.1	-1.3	4.2	6.9
	EPU	-4.6	-1.5	-19.4	6.7	-27.2	0.3	-19.0	3.7	-3.2	-2.8	2.3	4.3
	기타	-1.6	8.1	-7.4	-28.9	-16.7	1.5			-6.0	-5.3		
세전이익		217	151	273	202	506	669	489	434	842	2,098	2,233	2,632
법인세비용		1	2	3	-410	6	-24	6	5	-404	-7	112	332
순이익 (지배)		216	148	269	612	500	693	483	429	1,246	2,105	2,121	2,300

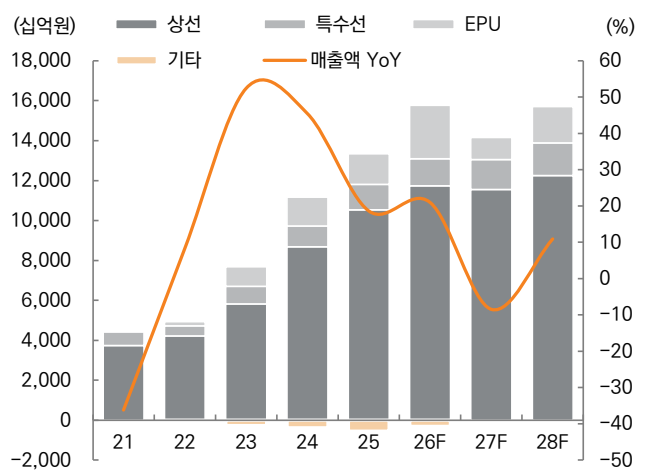
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 357. 한화오션 분기 매출액 및 전사 성장률 전망



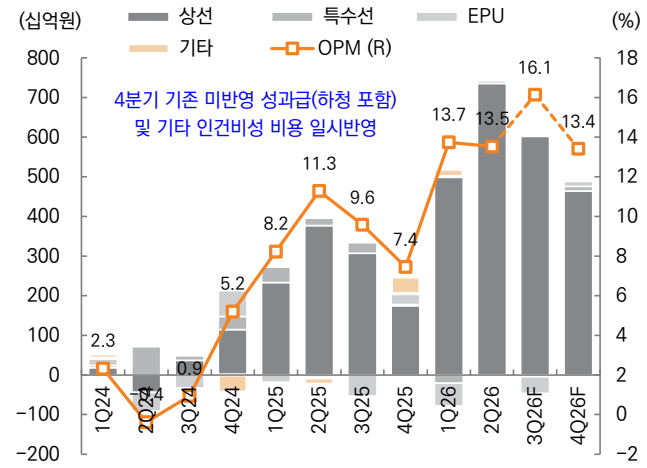
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 358. 한화오션 연간 매출액 및 전사 성장률 전망



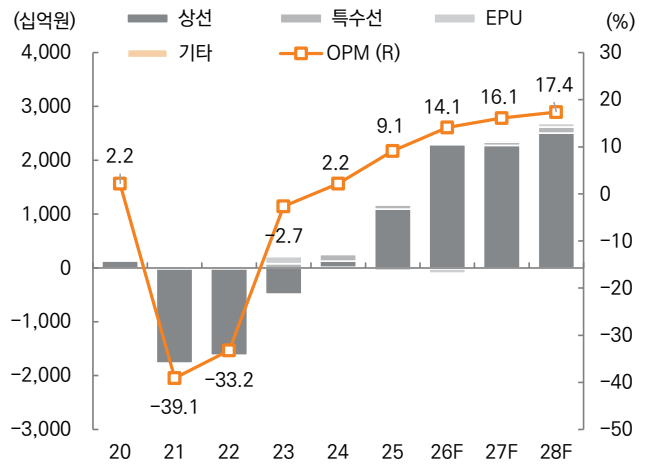
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 359. 한화오션 분기 영업이익, 영업이익률 전망



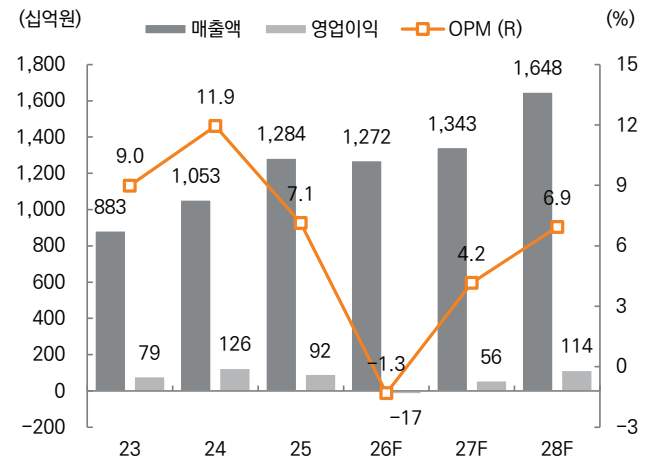
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 360. 한화오션 연간 영업이익, 영업이익률 전망



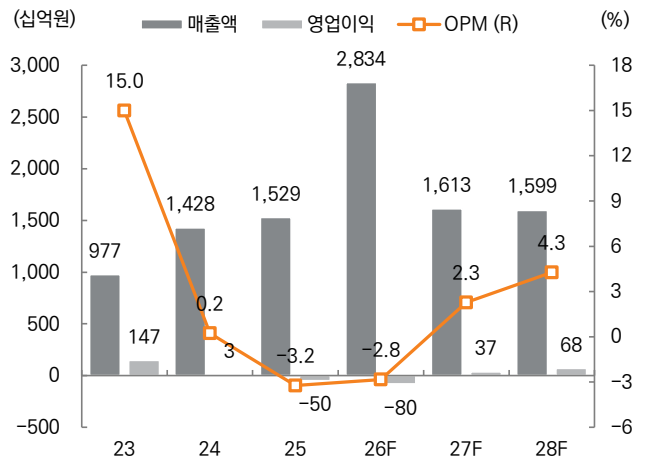
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 361. 한화오션 특수선 매출액, 영업이익 전망



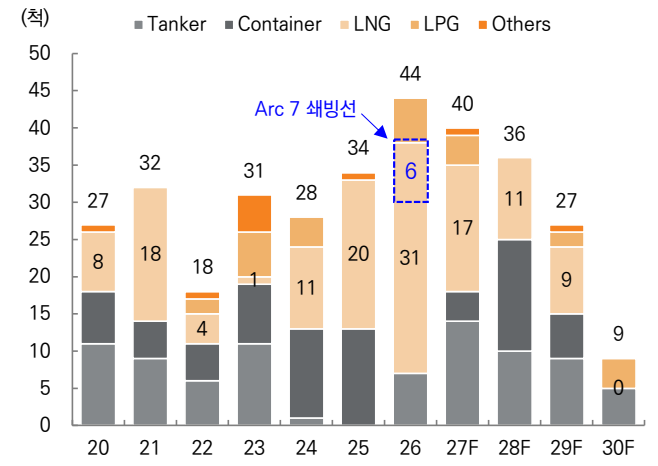
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 362. 한화오션 해양 매출액, 영업이익 전망



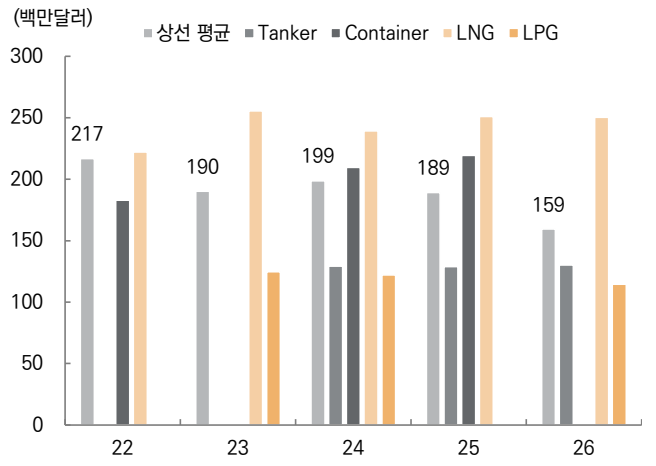
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 363. 한화오션 연도별 인도예정 척수



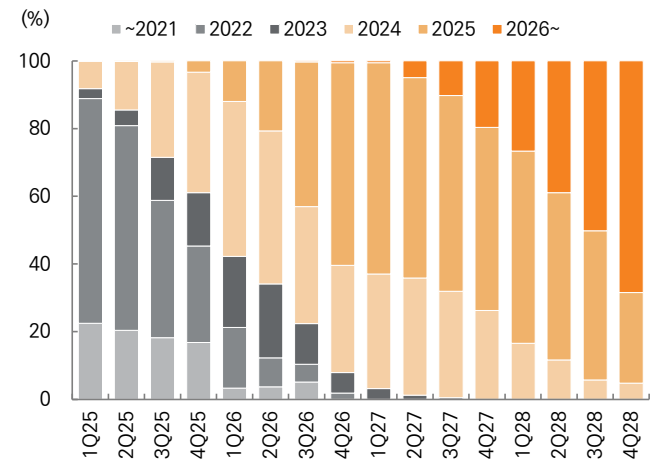
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 364. 한화오션 연도별 평균 수주가격



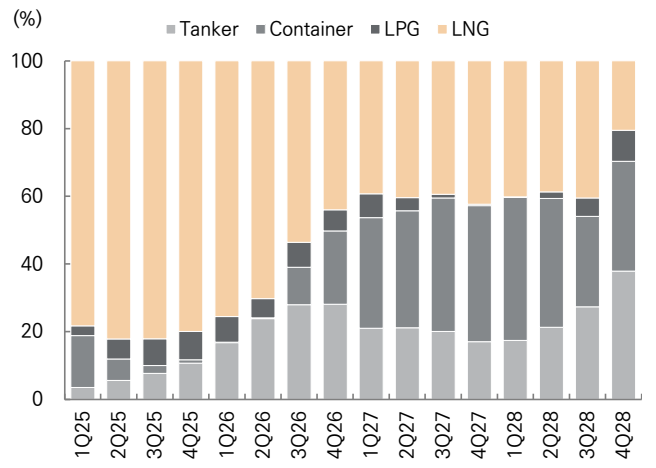
주: 26년은 YTD, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 365. 한화오션 상선 매출액의 수주연도별 비중 추정



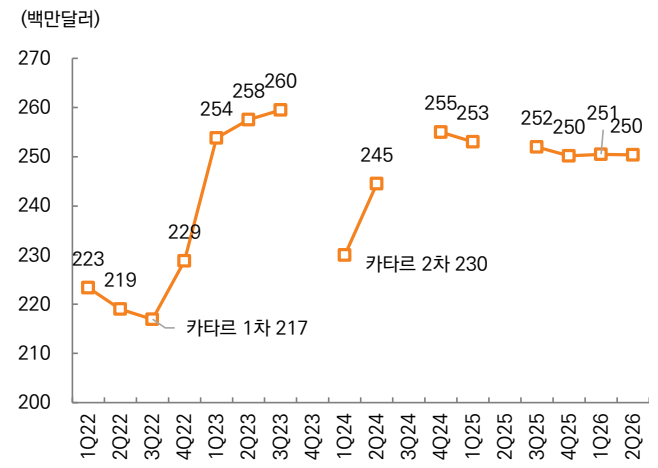
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 366. 한화오션 상선 매출액의 선종별 비중 추정



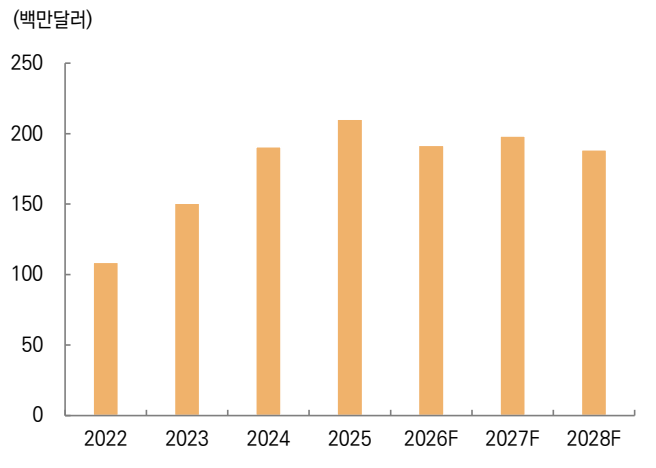
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 367. 한화오션 분기 평균 LNGC 계약선가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 368. 한화오션 상선 매출액의 연평균 건조선가 추정



주: 현재 수주잔고 기준
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 114. 국내 함정 수출 파이프라인

시기	국가	함종	함급	HD현대	한화오션	규모 (조원)	척수	단가 (조원)	비고
2H26	태국	호위함	4,000t		◎	3~4	4	0.7	1+3, MRO
	필리핀	잠수함	3,000t	✓	✓	2.4	2	1.2	
2027	사우디	호위함	HDF-6000급	✓		3	5	0.6	
	사우디	잠수함			✓	5	4~6	1.3	
	이집트	잠수함		✓	✓	4	4	1	
	모로코	잠수함			✓	2~3	2~3	1	
	그리스	잠수함	3,000t	✓	✓	4~5	4	1~2	
2028	칠레	호위함	4,000t	✓	✓	6.4	8	0.8	
	칠레	잠수함	2,000t		✓	2	2	1	
	콜롬비아	잠수함	209급 대체		✓	2~3	2~3	1	

주: ◎ = 우선협상·유력 / ✓ = 참여·경쟁 중 / - = 해당 없음, 시기는 당사 추정, 규모는 보도자료 기반 예상 척수x추정단가
자료: 언론 보도, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 115. 국내 잠수함 수주 파이프라인

(톤, 척, 조원)

프로젝트	사업규모				모델 및 경쟁현황			타임라인	
국가	제원 (톤)	척수	단가	금액	국내 제안 모델	국내 업체	해외 경쟁업체	선정시기	비고
폴란드 Orka	3,000	3	〉2조원	7조원	KSS-III Batch-II	한화, 현대	TKMS, Naval, Saab, Fincantieri, Navantia	25.11	Saab
캐나다 CPSP	3,000	8~12	〉2조원	60조원	KSS-III Batch-II	팀코리아	TKMS, 한화오션	26.07	TKMS
필리핀	3,000	2	약 1조원	약 2조원	KSS-III (개량)	한화, 현대	Naval, TKMS+Fincantieri, Navantia	2H26E	
사우디	3,000	4~6	약 1조원	약 5조원	KSS-III Batch-II	한화	TKMS, Naval, Fincantieri	2027E	
이집트		4			KSS-II (Type 214)	한화, 현대	TKMS, Naval, 중국	2027E	검토
그리스		4			KSS-III Batch-II	한화, 현대	TKMS, Saab, Naval	2027E	시장조사
모로코		2~3				한화, 현대	Naval, TKMS	2027E	
칠레		2			Ocean 2000	한화	Naval, TKMS	2028E	
콜롬비아		2~3				한화	Naval, TKMS	2028E	

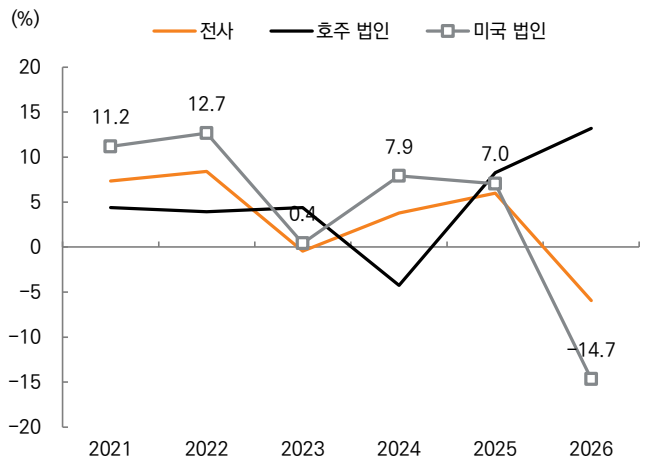
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 116. 국내 WTIV 확보 계획: 현재 2척, 장기 6척

구분	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
연간 공급물량	1.0GW	1.0GW	1.0GW	1.75GW	2.5GW	4.0GW	4.0GW	4.0GW
선박조성계획								
인도/건조중	현대 프론티어호 10MW (500MW/년)							
		한산 1호 10MW (500MW/년)						
				한화오션 15MW (750MW/년)				
입찰 예정					한전 15MW (750MW/년)			
						민간투자 15MW × 2		

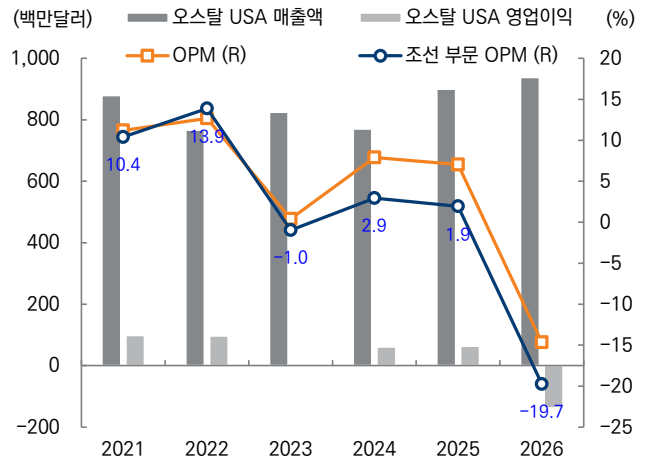
주: 정부 관계부처 합동회의, 2025.12.10
자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 369. 오스탈 전사 및 지역별 연간 OPM 추이



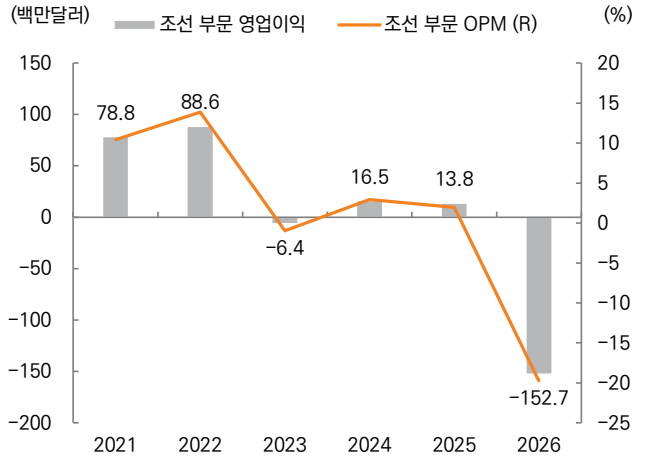
주: 6월말 결산
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 370. 오스탈USA 전사 및 조선 부문 OPM 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 371. 심화하는 오스탈USA 조선 부문 적자

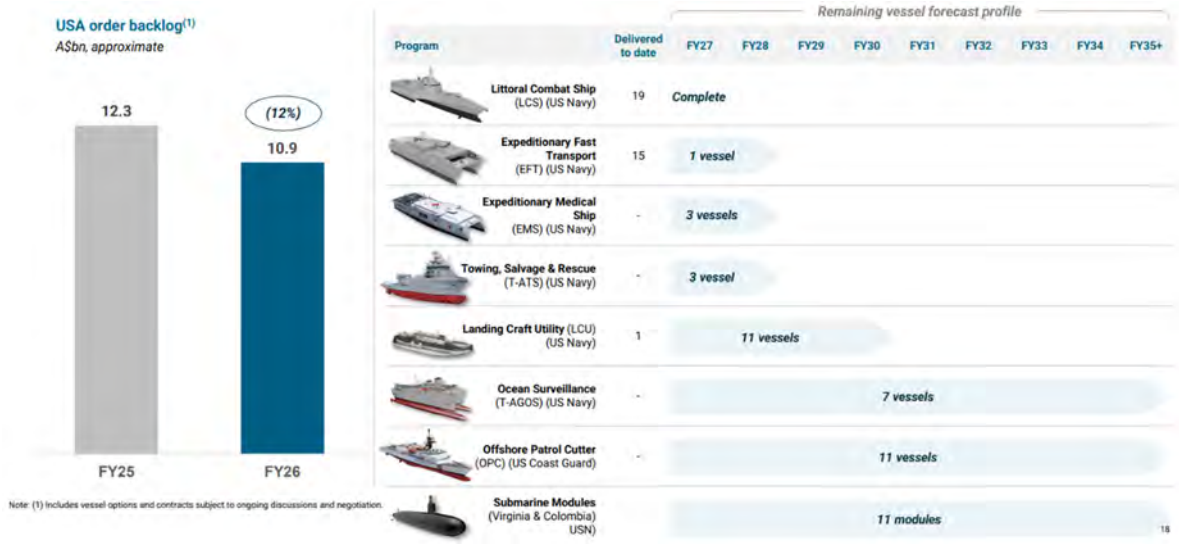


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 372. 오스탈USA 건조의 연안경계함 (LCU)

자료: Austal

그림 373. 수주잔고 A$109억(한화 10.6조원): 소형 전투함과 지원함에서 탄탄한 입지, 잠수함 모듈까지 공략 가능



자료: Austal

한화오션 (042660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**12,784**	**15,736**	**14,714**	**15,463**
매출원가	**10,943**	**12,718**	**11,710**	**12,143**
매출총이익	**1,841**	**3,018**	**3,004**	**3,320**
판매비와관리비	**673**	**797**	**633**	**634**
조정영업이익	**1,168**	**2,220**	**2,372**	**2,686**
영업이익	**1,168**	**2,220**	**2,372**	**2,686**
비영업손익	**-326**	**-122**	**-139**	**-54**
금융손익	-120	-139	-50	10
관계기업등 투자손익	-77	-90	0	0
세전계속사업손익	842	2,098	2,233	2,632
계속사업법인세비용	-404	-7	112	332
계속사업이익	1,246	2,105	2,121	2,300
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,246**	**2,105**	**2,121**	**2,300**
지배주주	1,246	2,105	2,121	2,300
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**1,266**	**2,255**	**2,121**	**2,300**
지배주주	1,266	2,255	2,121	2,300
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,401	2,500	2,671	2,995
FCF	605	1,049	1,300	1,728
EBITDA 마진율 (%)	11.0	15.9	18.2	19.4
영업이익률 (%)	9.1	14.1	16.1	17.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.7	13.4	14.4	14.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**12,082**	**14,852**	**16,039**	**17,184**
현금 및 현금성자산	778	2,152	3,069	4,480
매출채권 및 기타채권	869	1,026	1,048	1,026
재고자산	3,040	3,485	3,559	3,486
기타유동자산	7,395	8,189	8,363	8,192
비유동자산	**8,059**	**8,807**	**9,131**	**9,299**
관계기업투자등	1,000	1,096	1,120	1,097
유형자산	5,273	5,814	6,136	6,348
무형자산	362	341	319	299
자산총계	**20,141**	**23,659**	**25,170**	**26,482**
유동부채	**11,200**	**12,004**	**11,387**	**10,407**
매입채무 및 기타채무	1,589	1,742	1,779	1,742
단기금융부채	3,407	3,463	2,665	1,863
기타유동부채	6,204	6,799	6,943	6,802
비유동부채	**2,765**	**3,223**	**3,231**	**3,223**
장기금융부채	2,446	2,874	2,874	2,874
기타비유동부채	319	349	357	349
부채총계	**13,966**	**15,227**	**14,618**	**13,630**
지배주주지분	**6,170**	**8,426**	**10,547**	**12,848**
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	182	209	209	209
이익잉여금	1,552	3,616	5,737	8,037
비지배주주지분	**5**	**5**	**5**	**5**
자본총계	**6,175**	**8,431**	**10,552**	**12,853**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,315**	**1,897**	**2,199**	**2,537**
당기순이익	1,246	2,105	2,121	2,300
비현금수익비용가감	338	13	299	463
유형자산감가상각비	208	257	277	289
무형자산상각비	25	23	22	20
기타	105	-267	0	154
영업활동으로인한자산및부채의변동	-121	-82	-79	78
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	17	283	0	0
재고자산 감소(증가)	-94	-13	-74	73
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	244	199	22	-22
법인세납부	-8	-21	-112	-332
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,449**	**-920**	**-740**	**-640**
유형자산처분(취득)	-706	-848	-899	-809
무형자산감소(증가)	13	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	321	-8	-2	2
기타투자활동	-1,077	-63	161	167
재무활동으로 인한 현금흐름	**330**	**113**	**-818**	**-819**
장단기금융부채의 증가(감소)	57	484	-798	-802
자본의 증가(감소)	63	27	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	210	-398	-20	-17
현금의 증가	**190**	**1,374**	**917**	**1,411**
기초현금	588	778	2,152	3,069
기말현금	778	2,152	3,069	4,480

자료: 한화오션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	27.9	11.6	11.5	10.6
P/CF (x)	22.0	11.5	10.1	8.8
P/B (x)	5.6	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	28.4	11.4	10.0	8.2
EPS (원)	4,066	6,870	6,922	7,506
CFPS (원)	5,168	6,913	7,898	9,019
BPS (원)	20,139	27,520	34,442	41,948
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	18.6	23.1	-6.5	5.1
EBITDA증가율 (%)	235.4	78.5	6.8	12.1
조정영업이익증가율 (%)	390.8	90.2	6.8	13.2
EPS증가율 (%)	135.9	69.0	0.8	8.4
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	4.4	4.8	4.2	4.4
매입채무 회전율 (회)	11.4	12.9	11.3	11.7
ROA (%)	6.6	9.6	8.7	8.9
ROE (%)	22.6	28.8	22.4	19.7
ROIC (%)	18.0	21.3	20.1	20.5
부채비율 (%)	226.2	180.6	138.5	106.0
유동비율 (%)	107.9	123.7	140.9	165.1
순차입금/자기자본 (%)	81.0	48.7	22.6	1.4
조정영업이익/금융비용 (x)	6.0	9.8	11.1	14.5

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**33,000원**
현재주가(26/9/28)	20,100원
상승여력	64.2%

영업이익(26F,십억원)	1,380
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,369
EPS 성장률(26F,%)	68.7
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	19.4
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	17,820
발행주식수(백만주)	880
유동주식비율(%)	76.2
외국인 보유비중(%)	28.2
베타(12M) 일간수익률	0.45
52주 최저가(원)	19,400
52주 최고가(원)	34,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.2	-22.7	-3.6
상대주가	-6.6	-39.0	-52.6

[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

010140 · 조선

삼성중공업

28년까지 압도적 믹스, FDC의 선봉장

목표주가 33,000원, 상승여력 64.2%로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시한다. 목표 P/E 16x로 경쟁사 대비 보수적 배수를 적용했다. MASGA 익스포저 부재로 2H24~1H26간 경쟁 2사의 28년 컨센서스 P/E, P/B 대비 25%, 15% 할인되어 왔으나, 현재는 갭이 각 7.3%, 1.1%까지 좁혀진 상황이다. 리레이팅 촉매로 1) 24년 이후 빈티지 비중 확대발 상선 OPM 개선 본격화, 2) FDC 사업 규모 확대 및 3) 미국 사업에서 간접적 협력 이상의 실질 수주성과 적립(NGLS 본선 건조 등)이 유효할 것으로 판단한다.

2H26 및 중장기 전망: 원화 강세와 믹스로, 28F OPM 15% 내다볼 것

전사 수익성은 2Q 10.1%에서 연말 12.5%, 28년 14.9% 도달을 전망한다. 3분기 조업일수(-6~7% QoQ) 영향에도 상선(2Q 11%→3Q 12.1%→4Q 13.2%)이 이끄는 단기 턴어라운드가 뚜렷할 것으로 판단한다. 고선가 비중이 3Q26 50%를 초과하며(24년 이전 2Q 45%→3Q 45%→4Q 30%), 단기 LNGC 믹스 하락(상반기 50%→45%) 영향을 상쇄할 전망이다. 2도크 재개 및 글로벌 오퍼레이션 Q 효과는 2Q26부터 가시화, 올해 매출액 기준 +9,000억원으로 내년 온기 반영된다.

28년까지 선종 믹스가 압도적이다. Big3 중 유일하게 28년 LNGC 슬롯을 완판(23척, 3도크 20척)했고, FLNG는 낮은 경쟁 강도와 지속적 C/O 수취로 상선 상단을 상회하는 수익성을 추정한다. 올해 4기 수주를 가이드했고 상반기 2기(Coral Norte $2,390m, Delfin #1 $2,880m) 본계약에 성공, 기존 추이($2,300m)를 상회하는 계약가가 눈에 띈다. 연말 캐나다 Western, Delfin #2까지 6기 적립을 목표, 28년까지 3기 동시건조 체제의 유지 전망이 유력하다.

2도크의 다음 고객은 하이퍼스케일러의 FDC

신사업 측면에서 그간 가장 보수적인 행보를 보여왔지만, 최근 부상 FDC에서는 가장 선제적인 입지를 구축한다. 6월 신설한 미래사업본부는 FDC와 미주 사업을 전담한다. Mousterian과 50MW급 FDC 2기 엔지니어링 계약(7/22, 8월 공개) 이후 2Q28 가동을 목표로 하고 있어 이르면 연내 본계약 소식을 기대한다. 올해 재가동한 2도크에서 연간 2기 건조가 가능해, 가동률 상승을 통한 고정비 환수도 장점이다. 시리즈 수주를 통한 반복건조 체제 진입시 수익성 업사이드 요인이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	9,903	10,650	12,744	15,102	15,972
영업이익 (십억원)	503	862	1,380	1,980	2,380
영업이익률 (%)	5.1	8.1	10.8	13.1	14.9
순이익 (십억원)	64	546	920	1,514	1,830
EPS (원)	73	620	1,045	1,720	2,080
ROE (%)	1.8	13.7	19.3	24.7	23.5
P/E (배)	155.7	38.9	19.4	11.8	9.7
P/B (배)	2.1	4.1	2.8	2.3	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

투자의견 매수, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시한다. 28F 지배주주순이익 1.83조원, 07년도 사이클 당시 업종 평균 P/E 16배를 적용했다. 현 사이클 진입 이후 경쟁사들이 동일 기준 20배 이상의 배수를 부여받았던 점을 감안하면 동사의 밸류에이션 확장 여력은 여전히 크다. 경쟁 2사의 28년 컨센서스 P/E와 P/B 대비 각 25%, 15% 할인되어 왔으며, 25년 연내 할증의 핵심이었던 MASGA, 방산 부문에서 보수적인 사업 노출도에 기인한다.

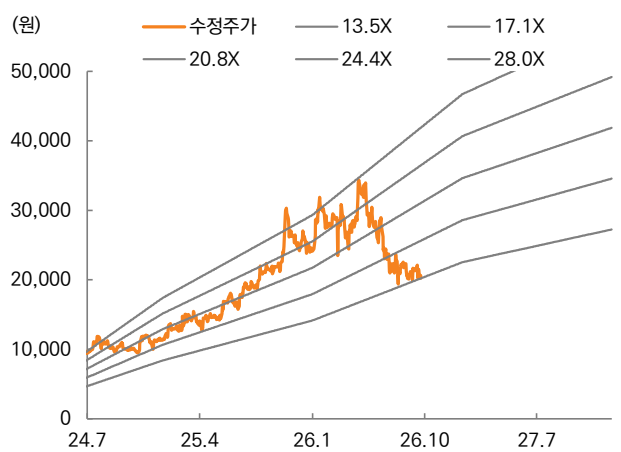
최근 각 할인율은 P/E, P/B 기준 각 7.3%, 1.1%까지 좁혀졌다. 섹터 전반의 MASGA 기대감 완화와, 원화 강세 국면에서 동사의 상대적 방어력이 부각된 것으로 파악한다. 추가적 리레이팅 촉매로 1) 24년 이후 빈티지 비중 확대를 통한 상선 수익성 개선 가속화, 2) FDC 사업의 규모 확대 및 3) 미국 사업에서 간접적 협력 이상의 실질 수주성과 적립(NGLS 본선 건조 등)이 유효할 것으로 판단한다.

표 117. 목표주가 산출: P/E 밸류에이션

항목	단위	값	비고
적용 EPS	원	2,080	2028F
Target P/E	배	16.0	
목표주가	원	33,000	
현재주가	원	20,100	
목표시가총액	조원	29.0	
현재시가총액	조원	17.8	
상승여력	%	64.2	
Implied P/B	배	3.0	
BPS	원	10,998	2028F

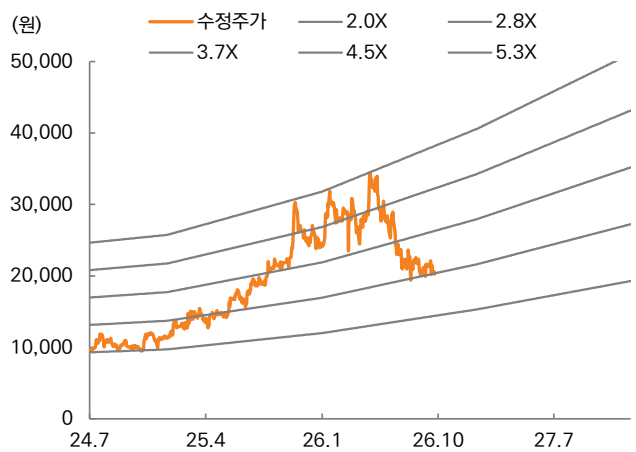
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 374. 12MF P/E 밴드



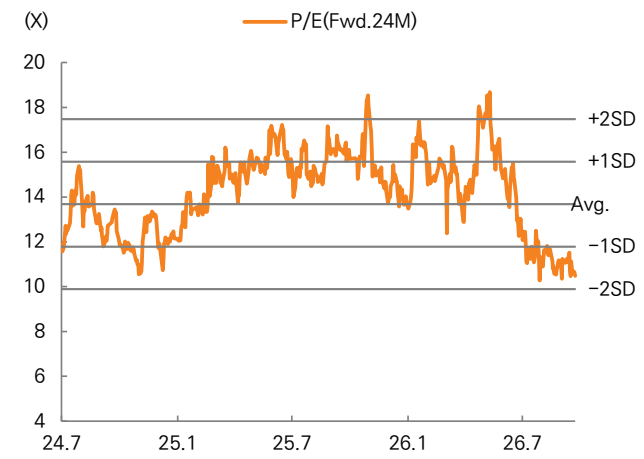
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 375. 12MF P/B 밴드



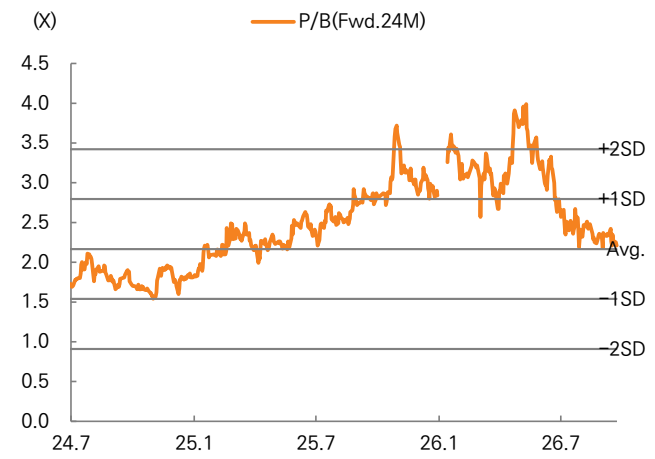
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 376. 12MF P/E 밴드



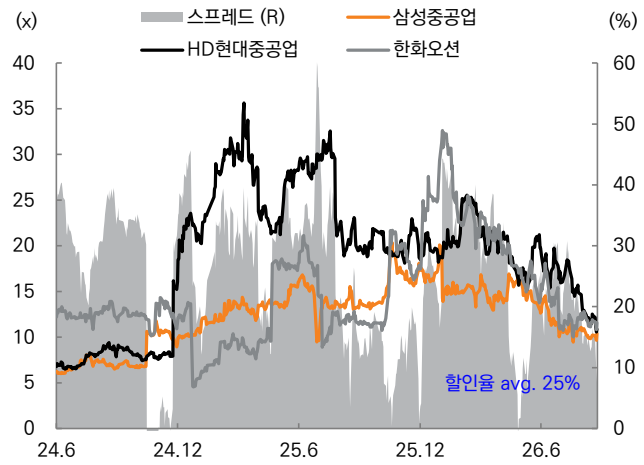
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 377. 12MF P/B 밴드



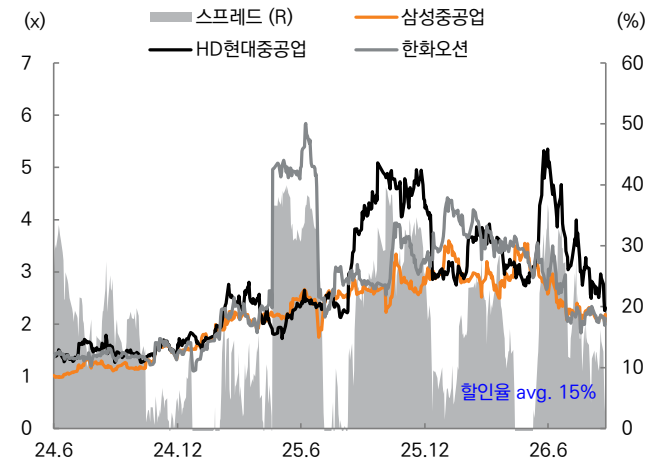
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 378. HD현대중공업, 한화오션 대비 28F P/E 스프레드



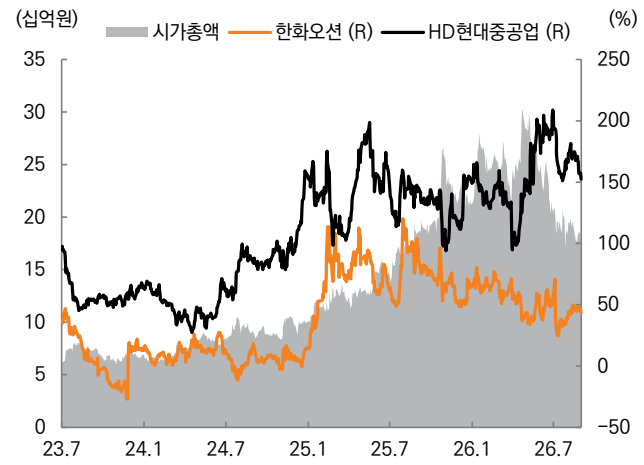
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 379. HD현대중공업, 한화오션 대비 28F P/B 스프레드



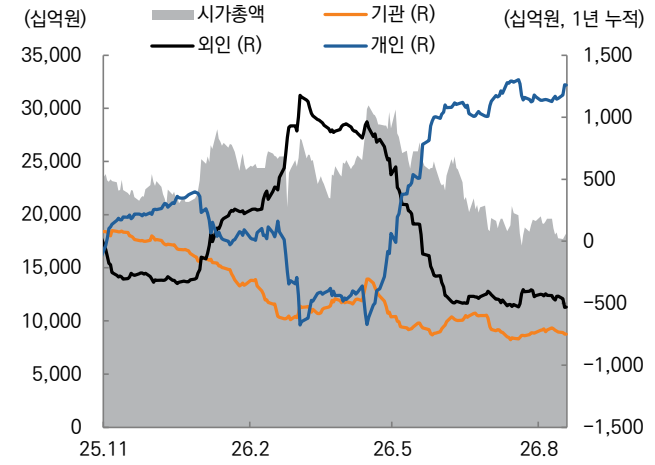
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 380. HD현대중공업, 한화오션 대비 시가총액 격차



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 381. 삼성중공업 수급 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망: 원화 강세와 믹스로, 28F OPM 15% 내다볼 것

전사 수익성은 2분기 10.1%에서 연말 12.4%까지 상승, 28년 14.9%로 개선을 전망한다. 3분기 조업일수(-6~7% QoQ, 전년 늦은 추석 및 거제 폭우 등) 영향에도 상선(2Q 11%→3Q 12.1%→4Q 13.2%)이 이끄는 단기 턴어라운드가 뚜렷할 것으로 판단한다. 고환율기 수주물량 비중이 3Q26 50%를 초과하며(24년 이전 2Q 45%→3Q 45%→4Q 30%), 단기 LNGC 비중의 소폭 하락(상반기 50%→45%)과 유조선 건조비중 확대 영향을 상쇄할 전망이다. 2도크 재개 및 글로벌 오퍼레이션(Suezmax 13척 전선 건조 외주, 팍스오션 27년 4척, 28년 4척+PVSM/성동 3척 인도)을 통한 Q 효과가 2Q26부터 가시화 중인 점도 배경이다. 합산 올해 매출액 기준 9,000억원의 증분 효과이며, 내년부터 온기 반영된다.

동사의 장점은 또한 선종 믹스에서 뚜렷하다. Big3중 유일하게 28년 납기 LNGC 슬롯을 완판 (인도량 기준 23척, 3도크 풀캐파 20척), 마진효율에 유리한 구성이다. FLNG는 낮은 경쟁 강도, 조기 인도를 통한 지속적 C/O 수취로 상선 상단인 LNG를 상회하는 수익성을 추정한다. 사측은 올해 4기의 수주를 가이드했으며, 상반기 2기(Coral Norte $2,390m, Delfin #1 $2,880m) 본계약에 성공, 연말 캐나다 Western, Delfin #2까지 6기 적립을 목표한다. 계획 달성시 3기 동시건조(기존 1.5기) 체제가 28년까지 지속된다. 상반기 계약가는 기존 평균($2,300m)을 상회해, 후속 단가 상승시 실적 추정치의 추가 상향 요인이다.

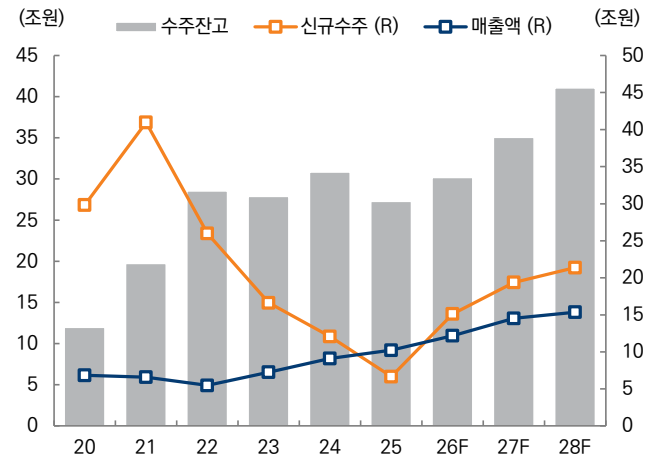
토건 부문에서는 그룹사 투자 규모 확대, 속도 가속화에 따른 수혜가 나타난다. P4 Ph4 (상동) 마감공사(5,000억원, ~27년 4월), P4 Ph2(하동) FAB동 마감공사(6,400억원, ~27년 12월)를 수행중이며, 공정 본격화에 따른 2분기 외형 확장세가 28년까지 지속될 전망이다. 수익성의 경우 점차적 고정비 환수를 통해 계열사 하이테크 공사 평균(12~17%)에 다가갈 것으로 판단한다.

표 118. 삼성중공업 영업실적 추이 및 전망 (십억원, %)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	전사	2,494	2,683	2,635	2,838	2,902	3,231	3,187	3,424	10,650	12,744	15,102	15,972
	조선해양	2,355	2,603	2,700	2,569	2,810	3,093	3,033	3,260	10,227	12,195	14,528	15,373
	토건	139	80	100	122	155	213	203	217	442	787	803	819
	연결조정	0	0	-165	147	-62	-76	-49	-52	-19	-239	-230	-220
매출액 YoY	전사	6.2	6.0	13.4	5.1	16.4	20.4	21.0	20.6	7.5	19.7	18.5	5.8
	조선해양	8.8	18.0	21.7	1.4	19.3	18.9	12.3	26.9	12.1	19.2	19.1	5.8
	토건	-23.9	-75.4	-4.8	-26.3	11.5	165.0	102.4	77.1	-43.4	78.2	2.0	2.0
매출원가		2,257	2,358	2,281	2,380	2,504	2,759	2,688	2,844	9,276	10,795	12,483	12,947
매출총이익		238	325	353	458	398	472	499	580	1,374	1,949	2,619	3,025
판관비		115	120	115	162	125	147	140	157	512	569	639	646
영업이익	전사	123	205	238	296	273	325	359	423	862	1,380	1,980	2,380
	조선해양	117	204	209	259	285	340	365	430	789	1,420	1,978	2,327
	토건	17	10	37	52	4	-1	8	9	116	20	62	113
	연결조정	-11	-8	-9	-15	-15	-15	-15	-15	-42	-60	-60	-60
OPM (%)	전사	4.9	7.6	9.0	10.4	9.4	10.1	11.3	12.4	8.1	10.8	13.1	14.9
	조선해양	5.0	7.8	7.8	10.1	10.1	11.0	12.1	13.2	7.7	11.6	13.6	15.1
	토건	12.1	11.9	37.2	42.6	2.6	-0.2	4.0	4.0	26.2	2.6	7.8	13.7
세전이익		91	215	141	204	130	300	356	423	650	1,208	1,983	2,398
법인세비용		1	2	1	111	30	77	86	102	115	295	480	580
순이익 (지배)		92	214	142	97	102	224	272	322	546	920	1,513	1,830

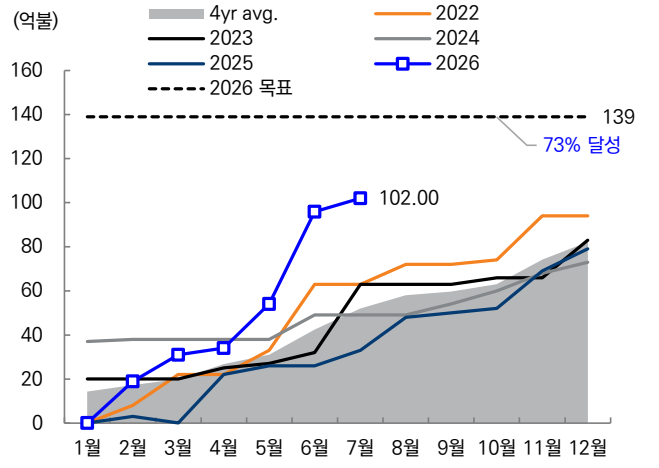
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 382. 상선 부문 수주잔고, 신규수주 및 매출액



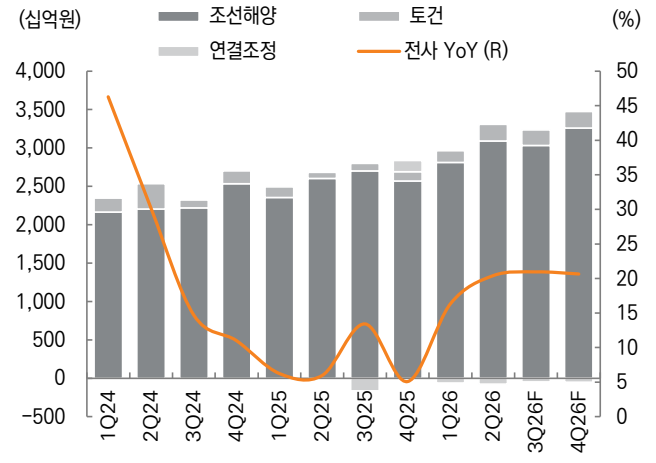
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 383. 상선 부문 월간 신규수주 및 연간 목표 달성률



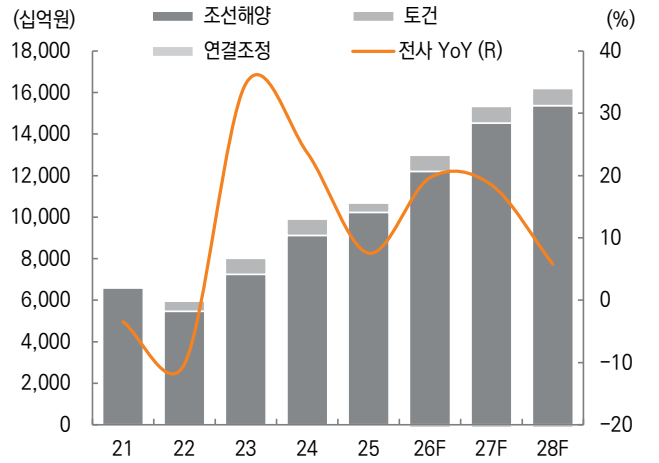
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 384. 삼성중공업 분기 매출액, 성장률 전망



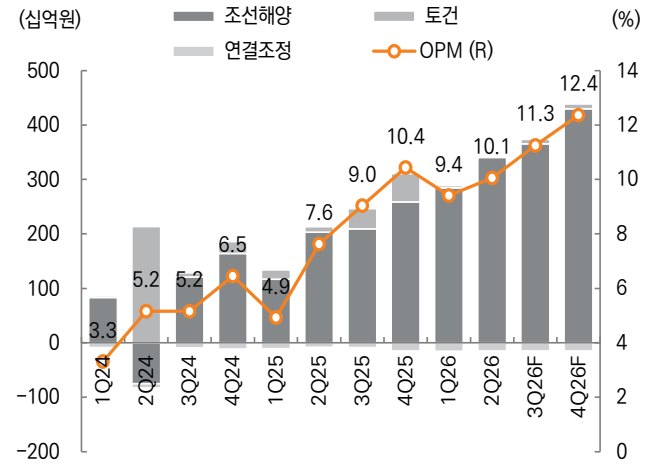
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 385. 삼성중공업 연간 매출액, 성장률 전망



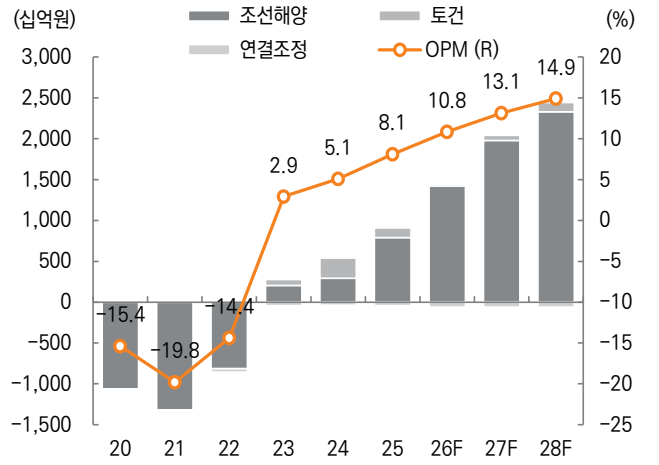
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 386. 삼성중공업 분기 영업이익, 영업이익률 전망



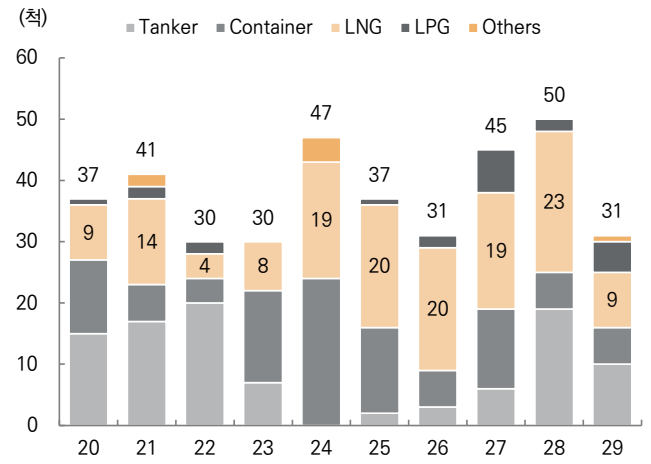
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 387. 삼성중공업 연간 영업이익, 영업이익률 전망



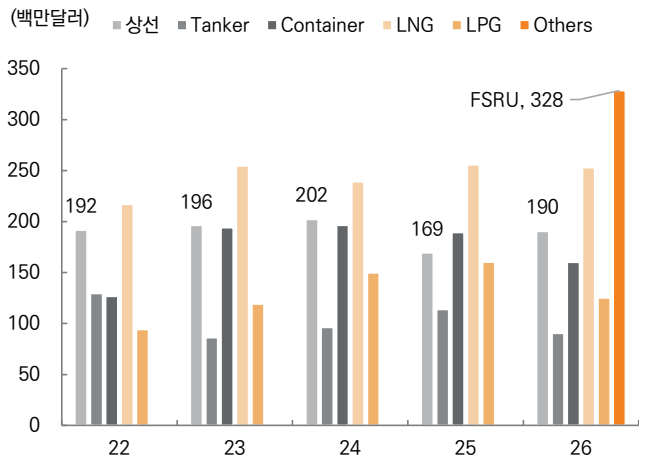
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 388. 연도별 인도예정 척수



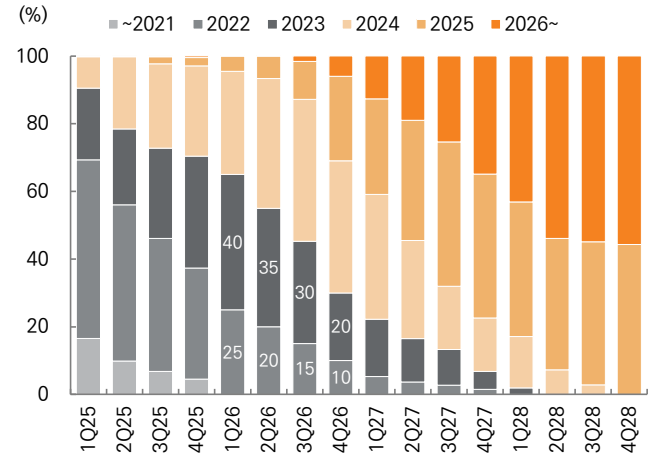
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 389. 연도별 평균 수주가격



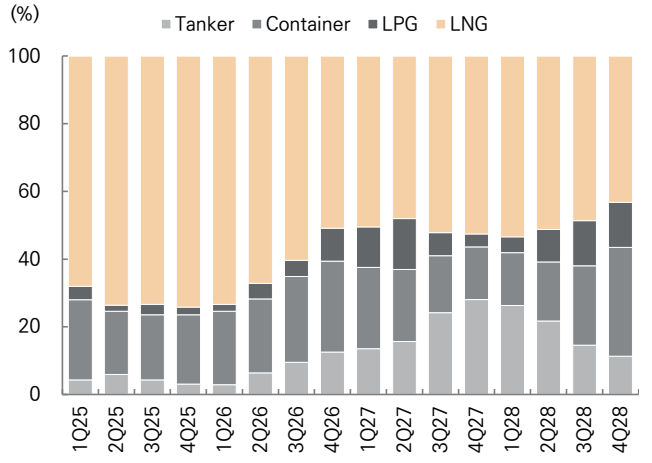
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 390. 상선 매출액의 수주연도별 비중 추정



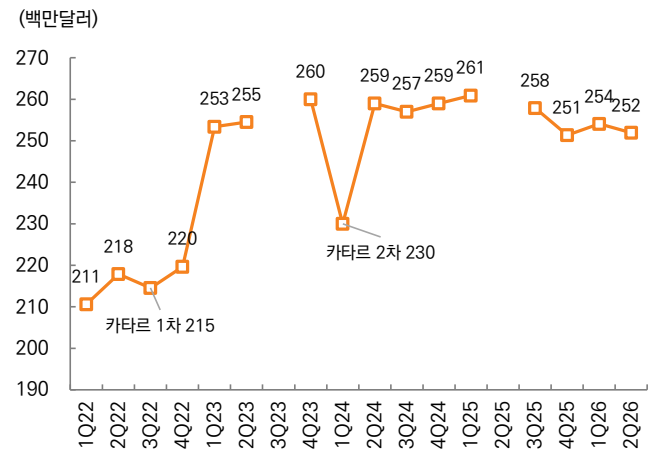
주: 레이블은 회사 가이드, 자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 391. 상선 매출액의 선종별 비중 추정



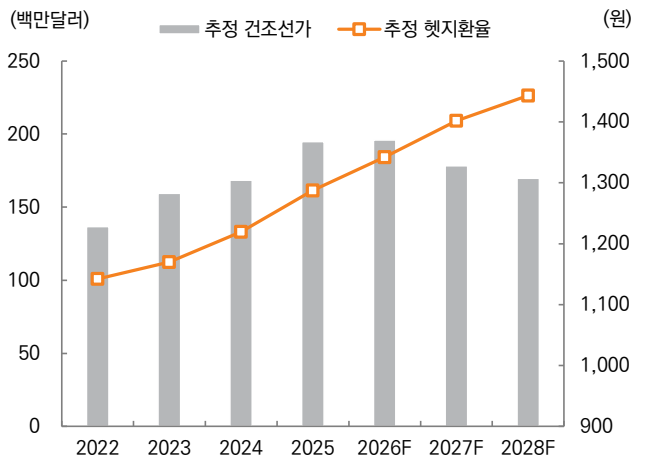
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 392. LNGC 분기 평균 계약선가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 393. 상선 매출액의 연평균 건조선가, 헷지환율 추정



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 119. 삼성중공업 FLNG 프로젝트 건조이력 및 향후 파이프라인: 올해 가이던스 4기, 2기 수주 완료

프로젝트명	운영사	설비 유형	공사 착수	인식 종료	진행단계	CAPA	계약가
Prelude	Shell PLC	LNG/FPSO	1Q10	4Q18	인도	360만톤/년	3,600
Petronas DUA	PTTEP Sabah	LNG/FPSO	1Q14	1Q20	인도	160만톤/년	1,500
Coral Sul	Mozambique Rovuma	LNG/FPSO	2Q17	4Q21	인도	340만톤/년	2,500
Petronas ZLNG	Petronas Carigali	LNG/FPSO	4Q22	2Q27	공정 후반부	220만톤/년	1,500
Pembina Cedar	Cedar LNG Partners	LNG/FPSO	2Q24	1Q28	선체/상부제작	330만톤/년	2,300
Coral Norte	Eni	LNG/FPSO	2Q26	3Q29	선체 진수	340만톤/년	2,390
Delfin #1	Delfin Midstream	LNG/FPSO	2Q26	-	상세설계	430만톤/년	2,880
Ksi Lisims	Western LNG	LNG/FPSO	2H26	-	FEED 완료	600만톤/년	2,300
Delfin #2	Delfin Midstream	LNG/FPSO	2H26	-	FEED 완료	430만톤/년	2,300
MarK III	Golar LNG	LNG/FPSO	2027	-	협의중	500만톤/년	2,300
Ksi Lisms #2	Western LNG	LNG/FPSO	2027	-	FEED 예정	600만톤/년	
Delfin #3	Delfin Midstream	LNG/FPSO	2027	-	FEED 예정	430만톤/년	
아르헨티나			2028	-	FEED 예정	600만톤/년	
수리남			2028	-	FEED 예정		
멕시코			2028	-	FEED 예정		

주1: 건조중 건은 회색 음영, 연내 본계약 수주 임박건은 적색 음영, 공사 착수시기는 가이드 반영 당사 추정
자료: Clarksons, 삼성중공업, DART, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

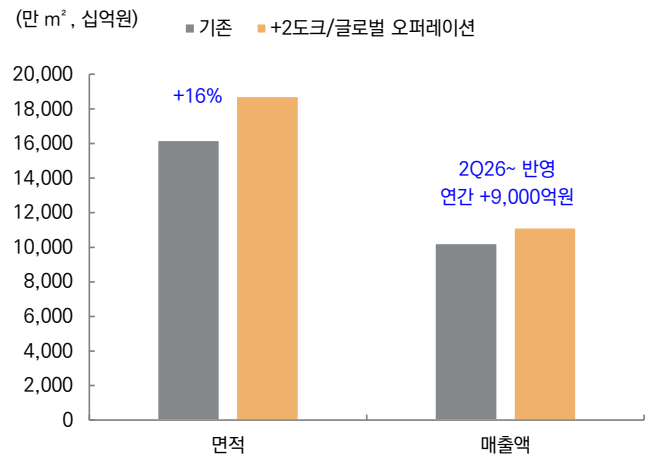
표 120. 삼성중공업 생산 CAPA 현황

(m, m²)

구분	도크명/사명	길이	폭	면적	비고
드라이도크	B.D No.1	283	46	13,018	적치장
	B.D No.2	390	65	25,350	재개(2Q26~), VLEC or FDC
	B.D No.3	640	97.5	62,400	LNGC (연 20척)
플로팅도크	F.D No.1	270	52	14,040	
	F.D No.2	400	55	22,000	LNGC, 상선
	F.D No.3	400	70	28,000	컨테이너, FLNG
	F.D No.4	420	70	29,400	컨테이너, FLNG
	OFD	153.6	130.6	20,060	해양 전용
글로벌 오퍼레이션	HSG성동조선 (국내)				수주잔고 8척
	Paxocean (중국)				
	PVSM (베트남)				

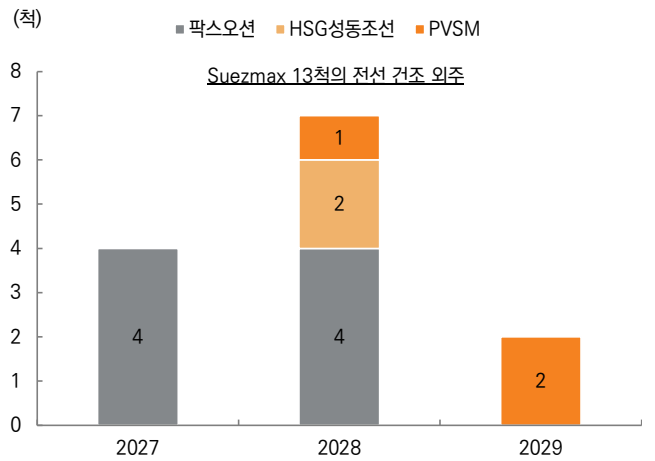
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 394. 2도크 재개 및 글로벌 오퍼레이션 통한 CAPA 효과



주: 매출액은 2026년 연간(2Q26~) 기준 회사 가이던스
자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 395. 삼성중공업 외주 탱커선 13척 인도 스케줄



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 121. 삼성중공업의 FDC 사업 추진 현황

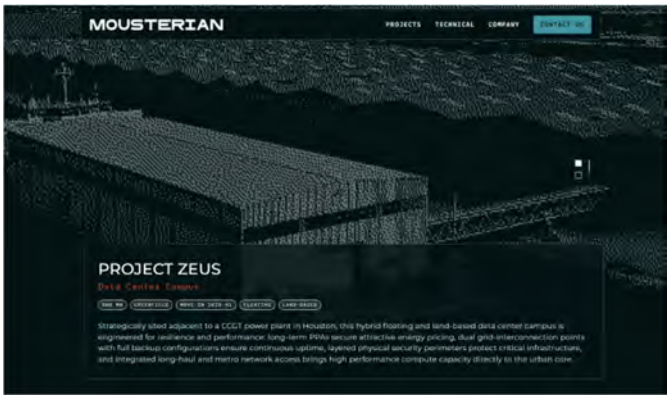
날짜	대상	내용
2025.10	삼성그룹	삼성전자, 삼성물산, 삼성SDS, 삼성중공업 4사와 OpenAI AI 인프라 협력 LOI
2026.04	삼성중공업, 미국 ABS, 영국 LR	Data Center World 2026, 50MW급 FDC 기본설계 인증
	삼성중공업, 미국 M3(Mousterian), 스위스 ABB	FDC 개발 및 전력시스템 개발을 위한 MOU
2026.06.01	삼성중공업, 미국 Supermicro	타이베이 Innovate APAC 2026; 해상환경 AI 서버 운용조건 검증 JDP(공동개발 협력)
2026.06.02	삼성중공업, 그리스 Capital, 영국 LR	포시도니아 2026; 3자 사업협력 체결
2026.06.12	선주 배포	FDC 표준모델 제원의 대외 공개 (190m×60m×20m 바지선형)
2026.07	삼성중공업	상용화 로드맵 공개; 28년 2분기 상업 출시
	삼성중공업, 미국 M3	기본·상세설계 엔지니어링 계약: 시설당 50MW, 텍사스 등 美 시장, 향후 EPC 본계약 추진

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 396. 삼성중공업의 FDC 컨셉

자료: 삼성중공업

그림 397. M3 ZEUS: 500MW 하이브리드(100MW 해양)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 122. 삼성중공업의 미국 파트너 협력 현황

상대회사	시점	내용
Vigor Marine Group	2025.8.25	· 미 해군 지원함 MRO 전략적 파트너십(MOU)
	2026.7.23	· 미 북서부 인력양성센터 공동 설립 협약
		· VR·AR 융합교육 등 첨단 인프라
Conrad Shipyard	2025.12	· 12,000㎥급 LNG 벙커링선 공동건조 협력 개시
		· 현지 설계·건조 협약 (후속)
		· (2026.07, w/ ABS) 12,000㎥급 벙커링선 기본설계인증(AiP) 취득
GD NASSCO	2026.04	· NGLS(미해군 차세대 군수지원함) 개념설계 지원 (~2027.03)
		· NASSCO 경영진, 거제조선소 방문 및 기술협력 협의
Saronic Technologies	2026.7.23	· 무인수상정(USV) 자율운항·AI 디지털솔루션 공동개발 MOU
		· 로보틱스 기반 공정 자동화·현지 적용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**10,650**	**12,744**	**15,102**	**15,972**
매출원가	**9,276**	**10,795**	**12,483**	**12,947**
매출총이익	**1,374**	**1,949**	**2,619**	**3,025**
판매비와관리비	**512**	**569**	**639**	**646**
조정영업이익	**862**	**1,380**	**1,980**	**2,380**
영업이익	**862**	**1,380**	**1,980**	**2,380**
비영업손익	**-212**	**-172**	**4**	**19**
금융손익	-115	-20	3	19
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	650	1,208	1,984	2,399
계속사업법인세비용	115	295	480	580
계속사업이익	536	913	1,504	1,818
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**536**	**913**	**1,504**	**1,818**
지배주주	546	920	1,514	1,830
비지배주주	-10	-7	-10	-12
총포괄이익	**346**	**1,206**	**1,504**	**1,818**
지배주주	354	1,219	1,519	1,837
비지배주주	-9	-13	-15	-19
EBITDA	1,146	1,635	2,223	2,613
FCF	1,347	2,242	1,104	1,419
EBITDA 마진율 (%)	10.8	12.8	14.7	16.4
영업이익률 (%)	8.1	10.8	13.1	14.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.1	7.2	10.0	11.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**7,407**	**10,148**	**12,494**	**14,251**
현금 및 현금성자산	773	2,417	3,194	4,539
매출채권 및 기타채권	1,419	851	954	959
재고자산	490	623	698	702
기타유동자산	4,725	6,257	7,648	8,051
비유동자산	**7,542**	**7,537**	**7,540**	**7,361**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	5,107	5,028	4,831	4,642
무형자산	32	36	34	33
자산총계	**14,949**	**17,685**	**20,034**	**21,611**
유동부채	**9,422**	**10,073**	**10,897**	**10,656**
매입채무 및 기타채무	690	832	933	939
단기금융부채	2,596	1,837	1,663	1,370
기타유동부채	6,136	7,404	8,301	8,347
비유동부채	**1,432**	**2,311**	**2,332**	**2,333**
장기금융부채	1,286	2,135	2,135	2,135
기타비유동부채	146	176	197	198
부채총계	**10,854**	**12,384**	**13,229**	**12,989**
지배주주지분	**4,149**	**5,366**	**6,879**	**8,709**
자본금	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-1,603	-683	831	2,661
비지배주주지분	**-54**	**-65**	**-75**	**-87**
자본총계	**4,095**	**5,301**	**6,804**	**8,622**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,563**	**2,485**	**1,391**	**1,697**
당기순이익	536	913	1,504	1,818
비현금수익비용가감	591	843	713	786
유형자산감가상각비	279	249	238	228
무형자산상각비	5	6	6	5
기타	307	588	469	553
영업활동으로인한자산및부채의변동	577	954	-352	-348
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-275	580	-87	-5
재고자산 감소(증가)	-37	-132	-75	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-30	230	85	4
법인세납부	-2	-206	-480	-580
투자활동으로 인한 현금흐름	**-480**	**743**	**-688**	**-296**
유형자산처분(취득)	-195	-241	-287	-278
무형자산감소(증가)	0	0	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	951	-566	-401	-21
기타투자활동	-1,236	1,550	4	7
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,267**	**-1,715**	**-174**	**-293**
장단기금융부채의 증가(감소)	-2,642	91	-174	-293
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	1,376	-1,806	0	0
현금의 증가	**-183**	**1,645**	**777**	**1,345**
기초현금	956	773	2,417	3,194
기말현금	773	2,417	3,194	4,539

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	38.9	19.4	11.8	9.7
P/CF (x)	18.8	10.1	8.0	6.8
P/B (x)	4.1	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	20.0	10.8	7.4	5.7
EPS (원)	620	1,045	1,720	2,080
CFPS (원)	1,280	1,995	2,518	2,959
BPS (원)	5,817	7,199	8,919	10,998
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.5	19.7	18.5	5.8
EBITDA증가율 (%)	44.7	42.7	36.0	17.5
조정영업이익증가율 (%)	71.5	60.1	43.5	20.2
EPS증가율 (%)	754.1	68.7	64.5	20.9
매출채권 회전율 (회)	9.1	12.6	19.8	19.7
재고자산 회전율 (회)	22.6	22.9	22.9	22.8
매입채무 회전율 (회)	15.4	16.7	16.7	16.3
ROA (%)	3.3	5.6	8.0	8.7
ROE (%)	13.7	19.3	24.7	23.5
ROIC (%)	14.0	25.5	32.4	36.9
부채비율 (%)	265.0	233.6	194.4	150.6
유동비율 (%)	78.6	100.7	114.6	133.7
순차입금/자기자본 (%)	42.7	-1.7	-18.2	-33.5
조정영업이익/금융비용 (x)	6.1	22.2	34.5	43.5

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**75,000원**
현재주가(26/9/28)	45,550원
상승여력	64.7%

영업이익(26F,십억원)	355
Consensus 영업이익(26F,십억원)	365
EPS 성장률(26F,%)	8.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	5.7
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	1,733
발행주식수(백만주)	38
유동주식비율(%)	51.7
외국인 보유비중(%)	2.2
베타(12M) 일간수익률	0.36
52주 최저가(원)	43,450
52주 최고가(원)	106,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.0	-46.8	-42.1
상대주가	-8.4	-58.0	-71.6

[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

439260 · 조선

대한조선

OPM 1등에 필요한 마지막 한 수

투자의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 당기순이익 3,580억원에, Target P/E 8배의 보수적 배수를 적용했다(HD현대미포의 24MF P/E 22~24 avg. 20% 할인). 목표 멀티플은 Peer 시점 조정(MASGA 프리미엄 당시)만으로 2배 확장도 무리없다. 1) 외형 확장 계획의 구체화, 2) 내년 MSRA 획득을 통한 MASGA 수혜 가시화 및 3) 주주환원 확대를 확인하며 상향 여지 양호하다.

2H26 및 중장기 실적 전망: 독보적 수익성, 27년 숨 고르고 28년 재도약

25년 연간 OPM 23.9%, 2Q26 26.9%로 Peer 대비 10%pt 이상 낮은 원가율이 핵심이다. 1) 단일선형의 반복건조와, 2) 낮은 외주화율 등 통제가능 원가의 개선('21년 23.8%→'25년 16.7%) 및 3) 적절한 중국산 강재의 활용이 배경이다.

전사 OPM은 2H26 환영향(연간 10원당 OP +12억원)으로 26% 초반대로 소폭 둔화, 27년 27% 전후에서 변동하다 28년 28%에 도달할 전망이다. 27년 숨고르기는 25년 수주 선박들의 계약가 상승이 더뎠던 점, 믹스 영향(컨테이너선 2척)으로 반복건조 효과가 소폭 완화할 추정에 인한다. 동사의 Suezmax 수주선가 상승은 1Q26 본격화했으며(25년 $86m→1Q $88.5m→2Q $92m), 28년부터 기여할 물량이다.

백로그 너머의 업사이드는 1) 선종 다변화(VLGC), 2) MRO 진출 및 3) 중장기 증설로 모색한다. 공정개선(배치기간 4.5주→4주)과 선가 효과로 28년 연매출액 1.58조원으로 25년 대비 29% 확장을 추정한다. 함정 MRO를 위한 MSRA를 하반기 신청해 내년초 획득, 2030년 이후 시장 개화시 진입할 계획이다.

그대로인 오버행, 증설 또는 주주환원을 통한 자본 효율화에 기대

상반기 이후 멀티플 조정만 60%에 달한다(24MF P/E 2월 13.3x 현재 5.5x). 오버행 부담(안다 25%, ~'27/10)이 여전한 가운데 시장의 CAPA 상단에 대한 할인이 지속되는 것으로 판단한다. 가장 뜨거운 탱커 시황을 순수하게 반영하는 유일한 조선사로 투자 매력도는 여전하다. 현재 가용현금(2Q26말 순현금 7,660억원) 및 연간 현금창출력(27~28F 연간 FCF>3,000억원) 대비 증설(드라이독 1기당 약 5,000억원) 기대감 역시 이르지 않다. 사측은 2분기 실적발표 중 3분기내 증설 혹은 주주환원 확대를 소통할 것으로 가이드했다. 현 절대적 저평가 해소의 촉매로 기대한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,075	1,228	1,330	1,385	1,580
영업이익 (십억원)	158	294	355	377	441
영업이익률 (%)	14.7	23.9	26.7	27.2	27.9
순이익 (십억원)	173	249	303	310	358
EPS (원)	12,457	7,310	7,915	8,152	9,407
ROE (%)	55.3	32.2	24.8	20.8	19.7
P/E (배)	-	9.2	5.7	5.6	4.8
P/B (배)	-	2.4	1.3	1.1	0.9
배당수익률 (%)	-	0.4	0.7	0.7	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

투자의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 당기순이익 3,580억원, Target P/E 8배를 적용하였다. 중형선 포트폴리오를 공유하는 합병 이전 HD현대미포의 24MF P/E, 시점은 MASGA 기대감 반영 이전(2022~2024년말)의 평균에서 20% 할인했다. 목표 배수는 커버리지 가운데 가장 보수적으로 Peer 시점 조정만으로(MASGA 이후 미포 avg. 18.5x) 2배 확장이 유효하다. 1) 외형 확장계획 구체화, 2) 함정 MRO사업 진출을 통한 MASGA 수혜 현실화를 확인하며 순차적으로 상향이 가능하다.

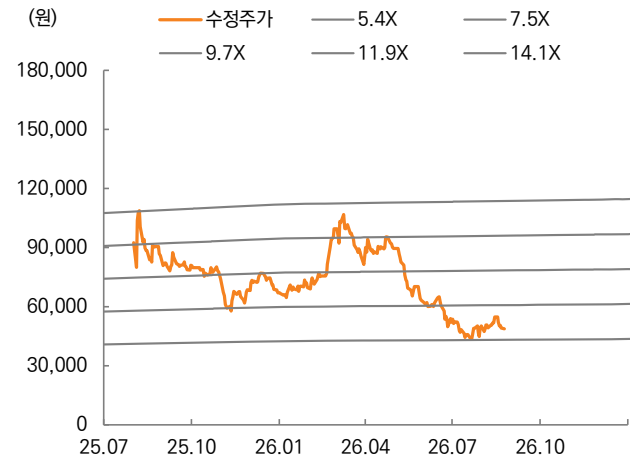
동사 주가는 또한 수에즈막스 운임과 높은 상관성을 보인다. 전쟁을 기점으로 더티탱커 호조가 지속되는 가운데, 동사의 퓨어한 사업 구조는 높은 투자 매력도로 이어진다. 전년말부터 업황 동행이 유의미했으나, 6월 이후 연이은 수주성과와 호실적에도 주가 괴리는 심화했다. 1) 풍부한 현금 보유액 및 창출력 대비 제한적인 자본 효율화, 2) 주주가치 제고 및 3) 아직 그대로인 오버행(2대주주 근질권 설정기한 26년 7월→27년 10월로 연장)이 복합적으로 영향을 미쳤다. 회사는 3Q26 중 증설 계획의 구체화 또는 주주환원 확대안을 소통할 것으로 가이드했다. 이를 기점으로 절대적 저평가 해소를 기대해본다.

표 123. 목표주가 산출: P/E 밸류에이션

항목	단위	값	비고
적용 EPS	원	9,407	2028F
Target P/E	배	8.0	HD현대미포(24MF P/E 22~24 avg.) 20% 할인
목표주가	원	75,000	
현재주가	원	45,550	
목표시가총액	조원	2.9	
현재시가총액	조원	1.7	
상승여력	%	64.7	
Implied P/B (x)	배	1.4	
BPS	원	52,282	2028F

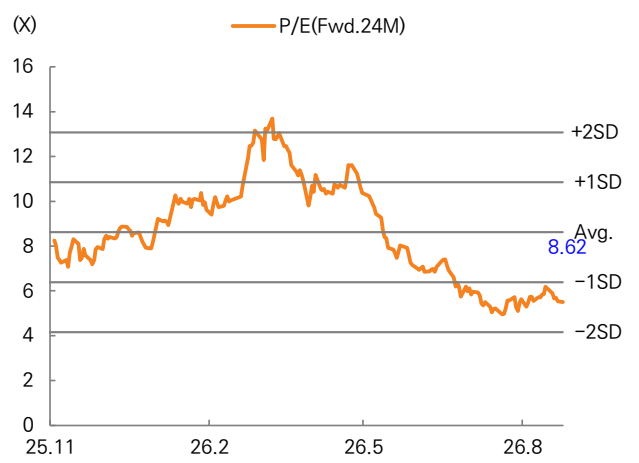
자료: 대한조선, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 398. 대한조선 12M FWD PER 밴드차트



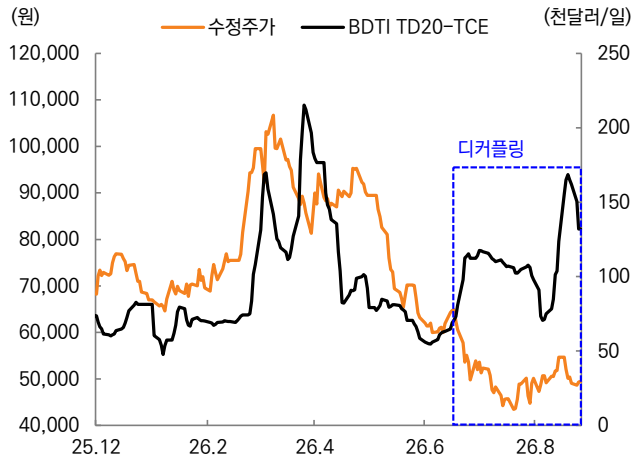
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 399. 대한조선 24M FWD PER 멀티플 추이



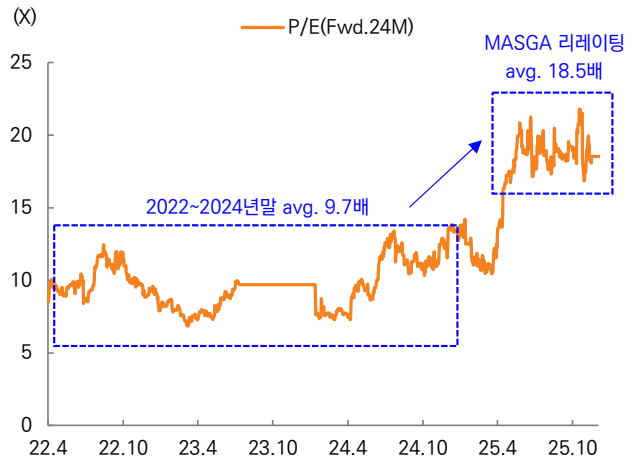
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 400. 대한조선 주가 vs. 수에즈막스 운임



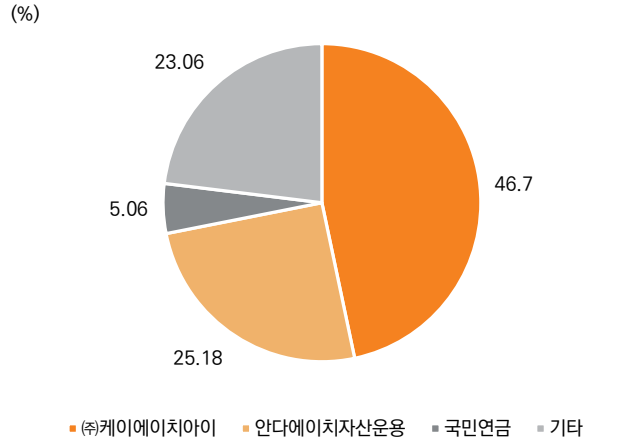
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 401. HD현대미포의 24MF FWD P/E 이력



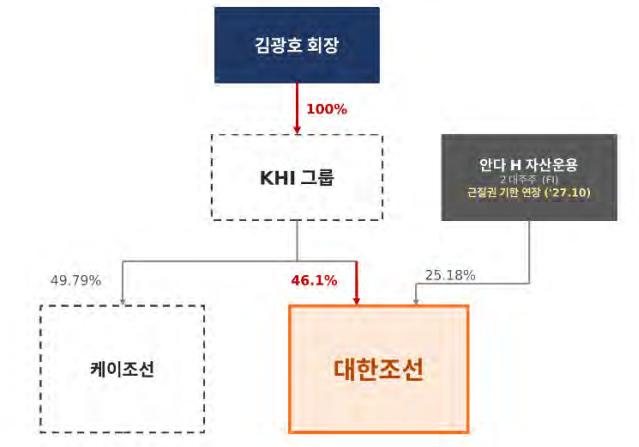
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 402. 대한조선 주주 현황



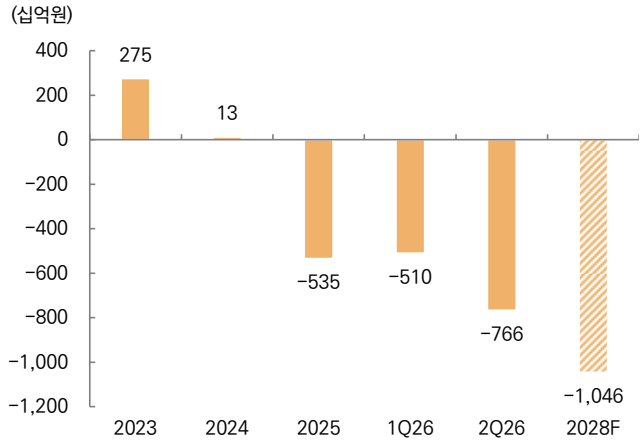
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 403. 대한조선 지배구조



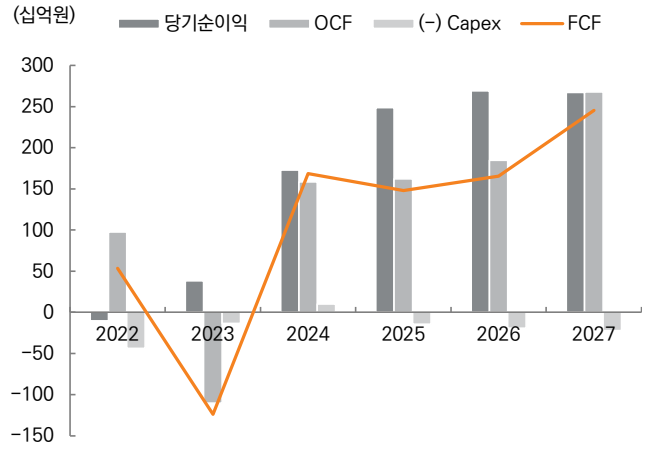
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 404. 대한조선 순차입금 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 405. 대한조선 연간 자유현금흐름 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

실적 전망: 독보적 수익성, 27년 숨 고르고 28년 재도약

25년 연간 OPM 23.9%, 2Q26 26.9%로 단일 조선사 기준 국내 최대 수익성을 시현하고 있다. Peer 대비 10%pt 이상 낮은 원가율이 배경이다. 1) 동일 선형의 반복건조를 통한 장점을 누리면서(설계비 절감, 설비 재배치 최소화 등), 2) 사외외주비 내재화를 통한 통제가능 원가의 개선(매출 대비 '21년 23.8%→'25년 16.7%) 및 3) 적절한 중국산 강재의 활용이 이끈다. 전사 OPM은 2H26 환영향(3Q 연간 10원당 OP 12억원)으로 26% 초반대로 소폭 둔화할 것으로 추정하나, 사실상 100% 헷지(재료비 50%, 선물환 50%) 구조로 단기 영향에서 통제가 가능할 전망이다. 전사 수익성은 27년 27% 초반대에서 머물다 28년 28%에 근접할 전망이다. 27년 인식할 25년 수주 선박들의 계약가 상승이 더뎠음을 반영했다. 믹스 측면에서 컨선 2척이 도크에 배치되는데, 주력선종 대비 고선가인 한편 반복건조 효과가 소폭 완화하며 수익성 효과를 상쇄할 것으로 추정한다.

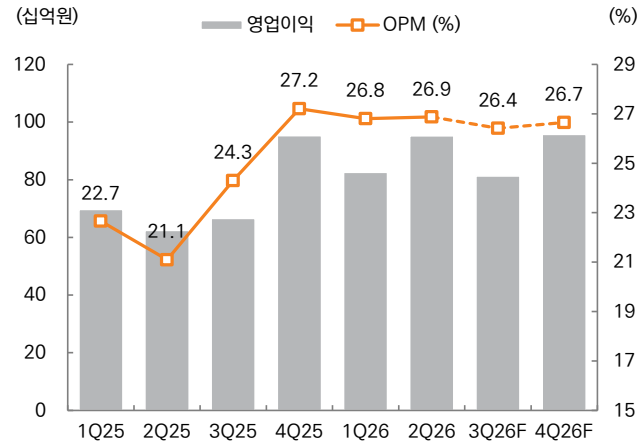
1Q26부터 본격화된 Suezmax 업황 호조는(동사 수주선가 25년 $86m→1Q $88m→2Q $92m) 28년부터 본격 기여한다. 증설 결정은 아직이나 공정개선(배치기간 4.5주→4주)과 선가 효과로 연간 외형은 28년 1조 5,800억원으로 25년 대비 29% 증가할 전망이다. VLGC는 잔여 CAPA 고려시 2030년 슬롯부터 마케팅, 실적 기여가 가능할 전망이다. 기존 선종 대비 약 25% 높은 선가, 현 생산능력 체제상 3척의 동시건조가 가능하다.

표 124. 대한조선 영업실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	308	296	274	350	308	354	308	359	1,228	1,330	1,385	1,580
매출액 YoY					0.2	19.7	12.4	2.5	14.2	8.3	4.2	14.1
매출원가	232	227	201	246	217	252	221	258	906	947	983	1,113
매출총이익	75	69	73	104	91	103	87	102	322	382	403	467
판관비	6	7	7	9	8	8	6	6	28	27	26	26
영업이익	70	62	67	95	83	95	81	96	294	355	377	441
OPM (%)	22.7	21.1	24.3	27.2	26.8	26.9	26.4	26.7	23.9	26.7	27.2	27.9
세전이익	73	53	81	106	102	104	87	106	312	399	410	473
법인세비용	12	9	15	27	25	25	21	26	64	97	99	114
순이익 (지배)	61	44	66	79	77	79	66	81	249	303	310	358

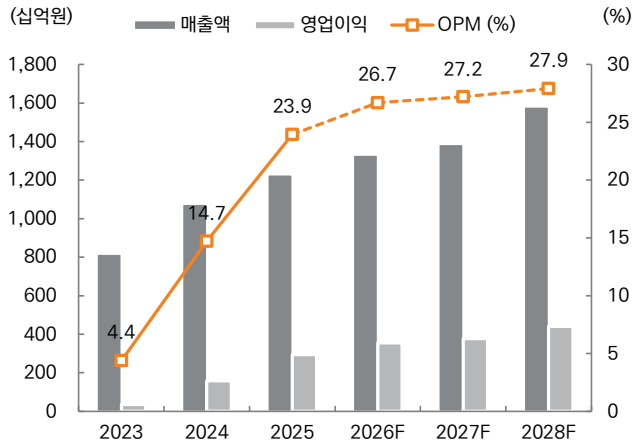
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 406. 대한조선 분기 영업이익 및 영업이익률 추정



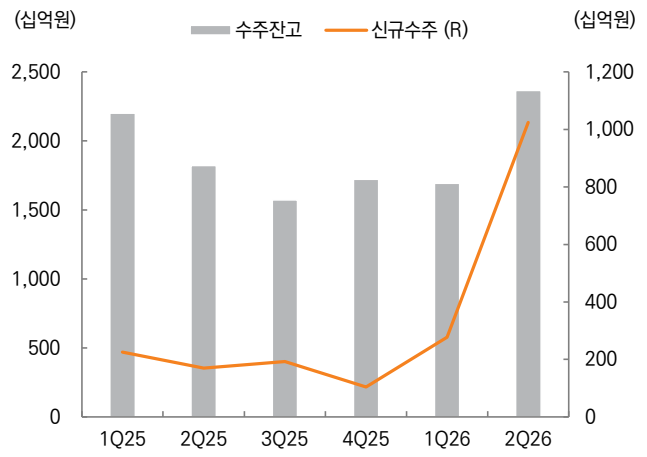
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 407. 대한조선 연간 영업이익 및 영업이익률 추정



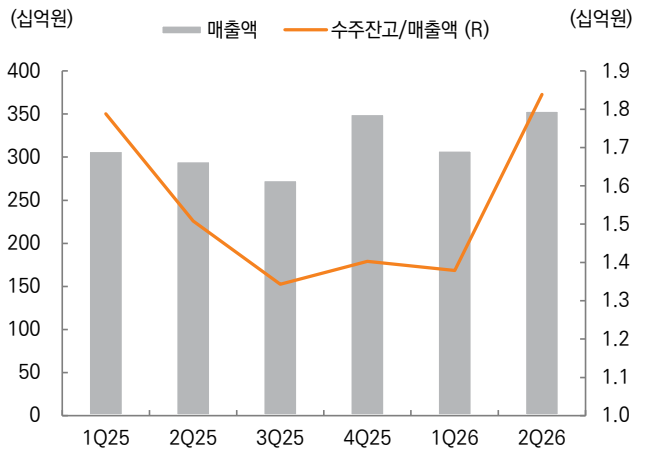
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 408. 대한조선 분기말 수주잔고 및 신규수주



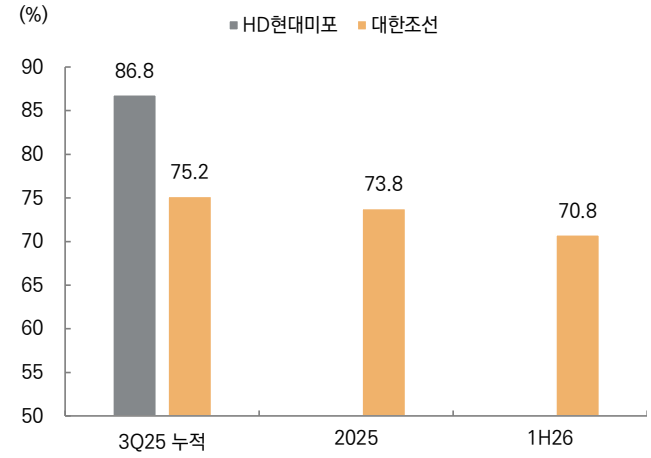
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

그림 409. 대한조선 분기 매출액 및 수주잔고/매출액 추이



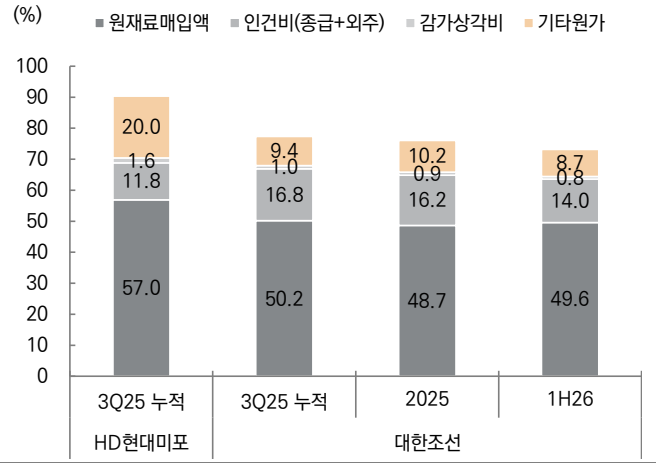
주: 3Q25까지 연율화, 4Q25부터 TTM
자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

그림 410. 대한조선 vs. HD현대미포 매출원가율 비교



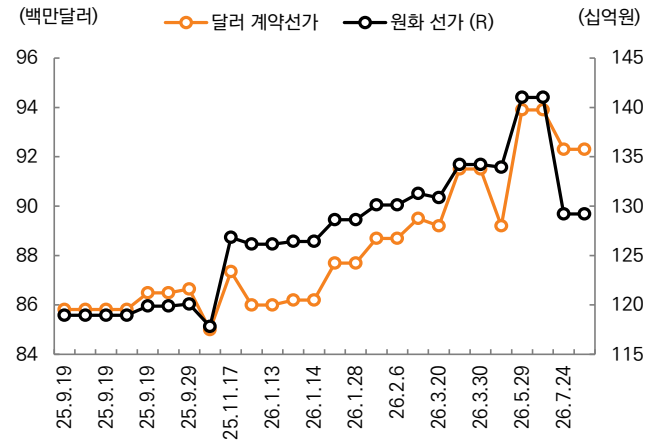
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 411. 대한조선 vs. HD현대미포 비용의 매출액 대비 비중



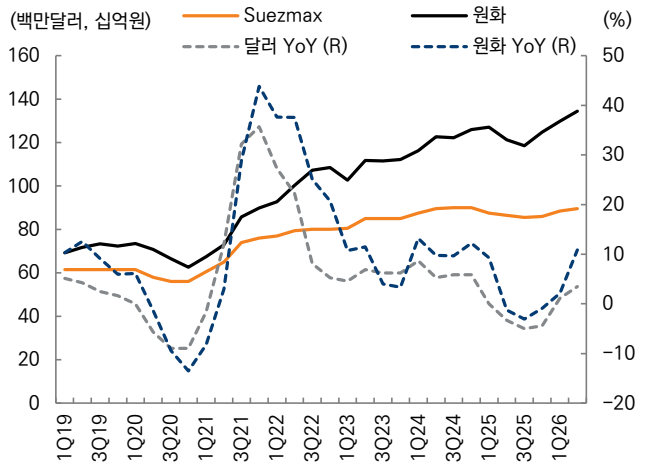
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 412. 대한조선 척당 수주선가 추이 (달러)



주: 원화 선가는 수주 분기 평균환율의 곱
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 413. 글로벌 수에즈막스 신조선가 성장률 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

대한조선 (439260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,228**	**1,330**	**1,385**	**1,580**
매출원가	**906**	**947**	**983**	**1,113**
매출총이익	**322**	**383**	**402**	**467**
판매비와관리비	**28**	**27**	**26**	**26**
조정영업이익	**294**	**355**	**377**	**441**
영업이익	**294**	**355**	**377**	**441**
비영업손익	**18**	**44**	**33**	**32**
금융손익	-1	9	11	16
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	312	399	410	473
계속사업법인세비용	64	97	99	114
계속사업이익	249	303	310	358
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**249**	**303**	**310**	**358**
지배주주	249	303	310	358
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**248**	**303**	**310**	**358**
지배주주	248	303	310	358
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	306	367	389	453
FCF	153	218	337	354
EBITDA 마진율 (%)	24.9	27.6	28.1	28.7
영업이익률 (%)	23.9	26.7	27.2	27.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.3	22.8	22.4	22.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,123**	**1,255**	**1,550**	**1,924**
현금 및 현금성자산	215	534	845	1,154
매출채권 및 기타채권	102	102	100	109
재고자산	36	46	45	49
기타유동자산	770	573	560	612
비유동자산	**415**	**563**	**557**	**570**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	354	351	350	348
무형자산	1	5	4	3
자산총계	**1,538**	**1,818**	**2,108**	**2,494**
유동부채	**411**	**421**	**412**	**449**
매입채무 및 기타채무	124	128	125	136
단기금융부채	43	44	43	47
기타유동부채	244	249	244	266
비유동부채	**35**	**52**	**51**	**54**
장기금융부채	14	23	23	23
기타비유동부채	21	29	28	31
부채총계	**446**	**473**	**463**	**503**
지배주주지분	**1,092**	**1,345**	**1,644**	**1,991**
자본금	193	193	193	193
자본잉여금	399	399	399	399
이익잉여금	461	714	1,013	1,360
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,092**	**1,345**	**1,644**	**1,991**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**162**	**218**	**315**	**332**
당기순이익	249	303	310	358
비현금수익비용가감	60	75	86	97
유형자산감가상각비	11	11	11	11
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	49	63	74	85
영업활동으로인한자산및부채의변동	-135	-97	6	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-73	4	2	-9
재고자산 감소(증가)	-3	-10	1	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-16	-5	-2	7
법인세납부	-8	-70	-99	-114
투자활동으로 인한 현금흐름	**-326**	**183**	**41**	**17**
유형자산처분(취득)	-9	0	22	22
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-134	5	-19
기타투자활동	-335	318	14	14
재무활동으로 인한 현금흐름	**68**	**-81**	**-12**	**-8**
장단기금융부채의 증가(감소)	-383	10	-1	4
자본의 증가(감소)	391	0	0	0
배당금의 지급	0	-10	-11	-11
기타재무활동	60	-81	0	-1
현금의 증가	**-99**	**318**	**311**	**310**
기초현금	314	215	534	845
기말현금	215	534	845	1,154

자료: 대한조선, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	9.2	5.7	5.6	4.8
P/CF (x)	7.4	4.6	4.4	3.8
P/B (x)	2.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	7.8	3.3	2.4	1.3
EPS (원)	7,310	7,915	8,152	9,407
CFPS (원)	9,083	9,871	10,420	11,946
BPS (원)	28,354	35,324	43,175	52,282
DPS (원)	250	300	300	350
배당성향 (%)	3.9	3.8	3.7	3.7
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	14.2	8.3	4.2	14.1
EBITDA증가율 (%)	79.4	20.2	5.9	16.5
조정영업이익증가율 (%)	86.1	20.7	6.1	17.1
EPS증가율 (%)	-41.3	8.3	3.0	15.4
매출채권 회전율 (회)	20.5	13.5	14.2	15.7
재고자산 회전율 (회)	35.5	32.5	30.4	33.6
매입채무 회전율 (회)	10.7	12.8	13.2	14.5
ROA (%)	17.2	18.0	15.8	15.6
ROE (%)	32.2	24.8	20.8	19.7
ROIC (%)	44.1	42.7	41.2	47.9
부채비율 (%)	40.8	35.1	28.2	25.2
유동비율 (%)	273.6	298.2	376.5	428.6
순차입금/자기자본 (%)	-18.1	-37.6	-49.7	-56.6
조정영업이익/금융비용 (x)	36.5	262.0	116.4	124.9

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**85,000원**
현재주가(26/9/28)	47,650원
상승여력	78.4%

영업이익(26F,십억원)	223
Consensus 영업이익(26F,십억원)	226
EPS 성장률(26F,%)	9.6
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	20.9
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	3,972
발행주식수(백만주)	83
유동주식비율(%)	66.7
외국인 보유비중(%)	14.0
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	38,000
52주 최고가(원)	89,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.2	2.1	13.6
상대주가	-2.7	-19.4	-44.2

[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

082740 · 조선

한화엔진

말달리는 본업에 AIDC로 가속 페달

목표주가 85,000원, 국내 엔진 최선호주로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 지배주주순이익 3,856억원에, 목표 P/E 18.5배를 적용하였다. Peer 대비 할인은 라이센시인 입장으로 사업 전개시 발생하는 로열티 지출(5~8%)에 인한다. 목표주가는 당사 추정치 기준 28F Implied P/B 4.9배에 해당한다. AIDC향 수혜 가능성이 부각되지 않았던 지난해 연간, 동사가 선박엔진 본업의 성장 기대감으로 부여받았던 24MF P/B 고점(5x) 대비 유사하다.

2H26 및 중장기 실적 전망: 하반기 정상화, 27년이 실적의 변곡점

2분기 영업이익은 379억원(컨센서스 -32%), OPM 10.5%로 -4.4%p QoQ 축소되었다. 주력사업 2행정에서 납품 대수가 29대로 분기비 유사했으나, 선종 믹스 영향으로 ASP가 -5.7% QoQ 하락한 영향이다. 납기 일정상 1분기에 고단가의 메탄올 추진선 물량이 몰렸고, 당분기 에어로 민수용 ESS 사업 양수, 노르웨이 SEAM 인수 및 중국 자회사 신설 등 일회성 관리비용이 겹쳤다(판관비율 +6.2%p QoQ).

3분기 전사 OPM은 15%로 회복을 추정한다. 일회성 제거와 더불어 컨테이너선 인도 스케줄(2Q 2대→3Q 4대→4Q 7대) 고려시 P 회복을 즉시 확인할 수 있을 전망이다. 27년이 실적의 변곡점으로, 매출액 2.3조원, 영업이익 3,995억원으로 Fnguide 컨센서스를 각 5.7%, 6.2% 상회할 전망이다. 증설효과 온기 반영으로 Q 반등(25년 127대→26년 117대→27년 135대), ASP 상승(17% YoY)이 동반되고, 1H27 캡티브 2사향 24년 이전 빈티지의 제거, 중국향 비중(=컨선) 상승을 통한 믹스효과 유효하다. AM 매출액은 연초 가이던스(26F 1,960억원) 대비 매출 성장이 더뎠지만(1H 750억원), 하반기 소모품 교체가 몰리는 계절성으로 상저하고 흐름을 기대한다.

28년 AIDC 수주 시 매출액 16%+, 영업이익 20%+ 상향 가능

4행정은 3Q26 준공, 총 900MW의 CAPA로 공기 1년 이하의 라인 증설을 통해 2배 확장이 가능하다. 현재 수주잔고(선박용 170대) 제외 유휴 CAPA(27F/28F 70/120대)만을 고려하더라도, 28년의 잔여 슬롯을 500MW급 데이터센터 프로젝트 수주로 채운다면, 동사의 28년 매출액/영업이익 추정치는 각 15.6%/20% 상향이 가능하다(1조원/GW*Everllence 20% 할인 진입*라이센시 OPM 25%).

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,202	1,371	1,594	2,279	2,567
영업이익 (십억원)	72	130	223	399	491
영업이익률 (%)	6.0	9.5	14.0	17.5	19.1
순이익 (십억원)	79	174	190	315	386
EPS (원)	970	2,082	2,282	3,781	4,621
ROE (%)	20.1	36.6	29.1	34.6	30.5
P/E (배)	19.0	20.6	20.9	12.6	10.3
P/B (배)	3.9	6.4	5.3	3.7	2.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

목표주가 85,000원, 국내 엔진 최선호주로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 지배주주순이익 3,856억원에, 목표 P/E 18.5배를 적용하였다. Peer 대비 할인은 라이센시인 입장으로 사업 전개시 발생하는 로열티 지출(5~8%)에 인한다. 목표주가는 당사 추정치 기준 28F Implied P/B 4.9배에 해당한다. AIDC향 수혜 가능성이 부각되지 않았던 지난해 연간, 동사가 선박엔진 본업의 성장 기대감으로 부여받았던 24MF P/B 고점(5x) 대비 유사하다.

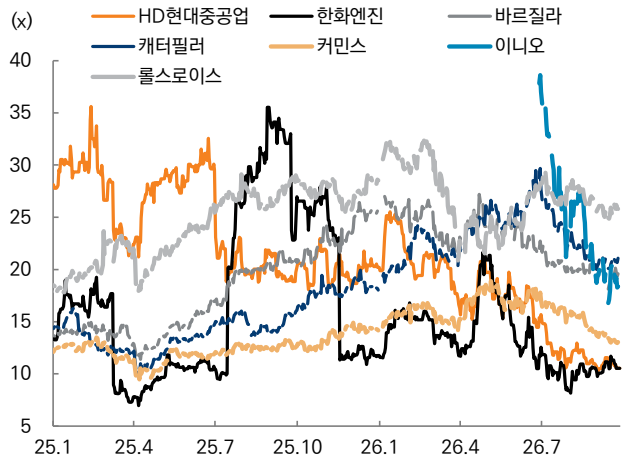
4행정은 3Q26 준공, 총 900MW의 CAPA로 공기 1년 이하의 라인 증설을 통해 2배 확장이 가능하다. 현재 수주잔고(선박용 170대) 제외 유휴 CAPA(27F/28F 약 70대/120대)는 각 350MW, 600MW 수준으로 추정한다. 중속엔진의 데이터센터향 적정 수주 규모(250~400MW)를 감안하면 수주 대응 기대감 역시 무리하지 않다. 28년의 잔여 슬롯을 500MW급 데이터센터 프로젝트 수주로 채운다면, 동사의 28년 매출액/영업이익 추정치는 15.6%/20% 상향, 현 컨센서스 대비 16.1%/21%의 증분이 가능하다(경쟁사의 GW당 1조원*AIDC 수주시장에 후발 진입하는 Everllence의 초기 ASP 할인 약 20%, 라이센서 로열티 고려 초기 OPM 20%25%).

표 125. 목표주가 산출: P/E 밸류에이션

항목	단위	값	비고
적용 EPS	원	4,621	2028F
Target P/E	배	18.5	바르질라 28F P/E(20x)에서 7.5% 할인
목표주가	원	85,000	
현재주가	원	47,650	
목표시가총액	조원	7.1	
현재시가총액	조원	4.0	
상승여력	%	78.4	
Implied P/B (x)	배	4.9	
BPS	원	17,442.1	2028F

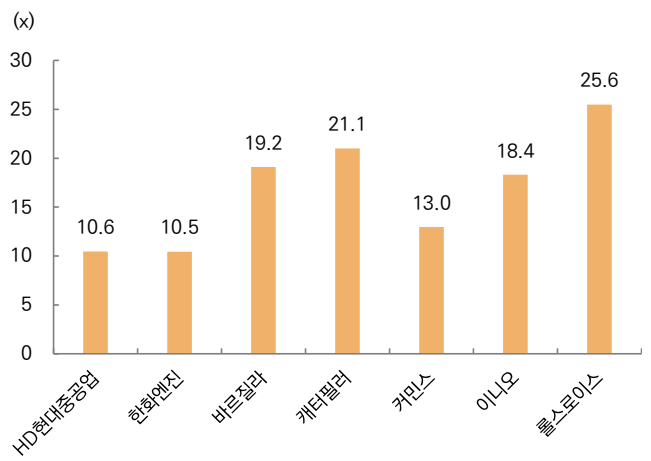
자료: 한화엔진, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 414. 글로벌 가스엔진 제조사 28F P/E 추이



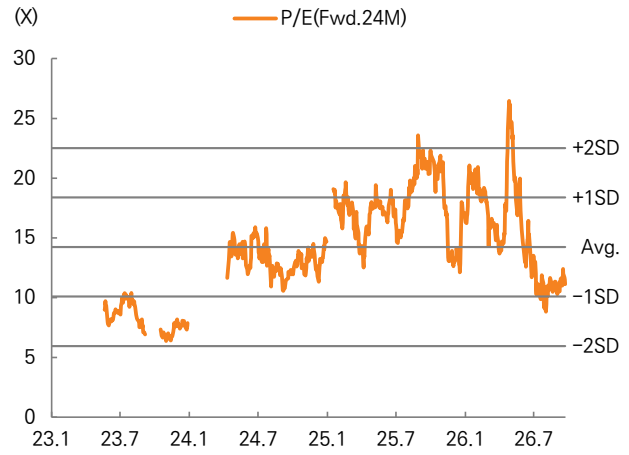
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 415. 글로벌 가스엔진 제조사 28F P/E 배수 현황



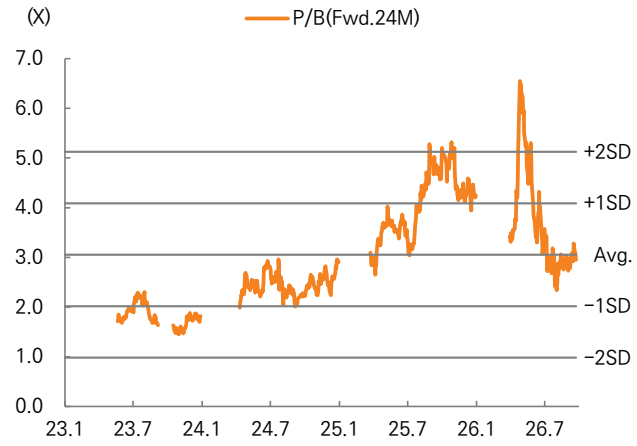
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 416. 한화엔진 컨센서스 24MF P/E 멀티플 추이



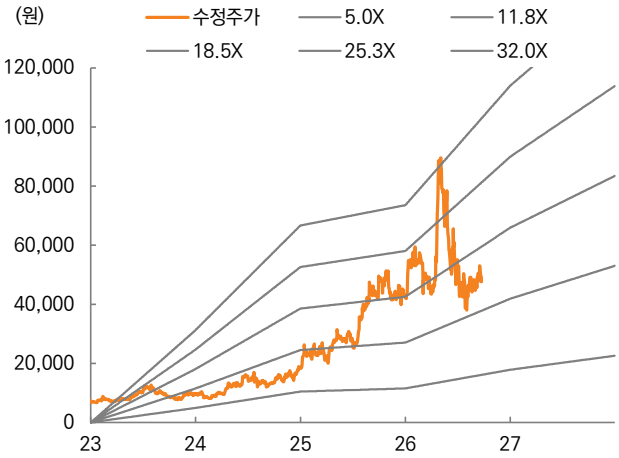
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 417. 한화엔진 컨센서스 24MF P/B 멀티플 추이



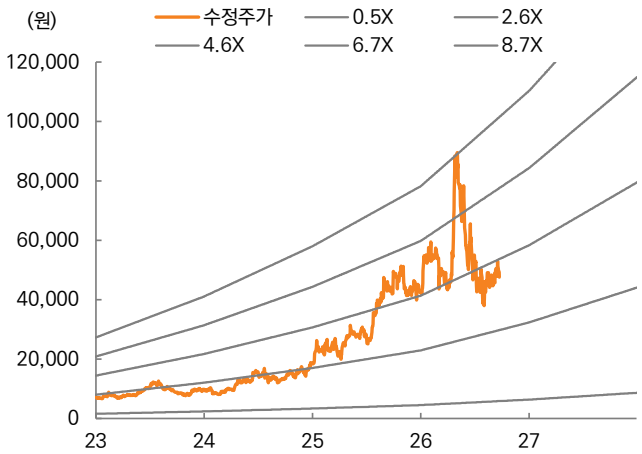
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 418. 한화엔진 12M FWD PER 밴드차트



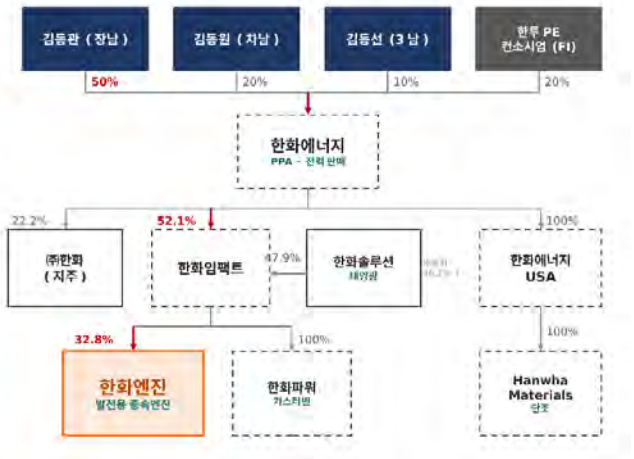
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 419. 한화엔진 12M FWD PBR 밴드차트



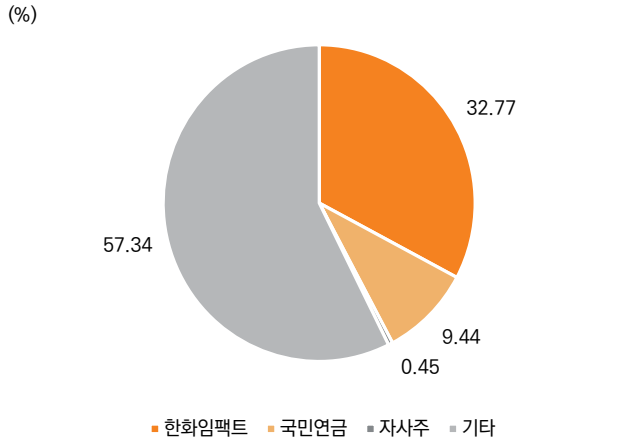
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 420. 한화에너지-한화엔진 지배구조 도식



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 421. 한화엔진 주주 현황



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

표 126. 국내 및 글로벌 엔진 Peer 밸류에이션 테이블

(x, %)

분류	회사명	시가총액	PER				EV/EBITDA				PBR				ROE			
			25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F
국내	한화엔진	3,972	-	20.3	13.2	10.5	-	14.4	9.3	7.6	6.1	5.3	3.8	2.8	36.6	30.3	33.8	31.0
	HD현대마린엔진	1,662	8.6	13.1	9.6	8.0	13.3	7.7	5.9	4.8	3.2	2.8	2.1	1.7	44.3	23.3	25.1	23.6
	STX엔진	881	13.4	10.4	9.1	6.0	18.2	9.5	8.2	5.6	2.3	2.1	1.7	1.3	18.4	22.0	20.4	24.6
	Avg.	2,174	11.0	14.6	10.6	8.2	15.8	10.6	7.8	6.0	3.9	3.4	2.5	1.9	33.1	25.2	26.4	26.4
육상엔진	HD현대중공업	46,288	17.5	14.5	12.3	10.6	16.6	9.3	8.0	6.9	4.4	3.8	3.2	2.6	30.1	29.9	28.5	27.1
	바르질라	26,123	25.0	24.9	21.9	19.2	16.9	14.5	12.9	11.4	6.6	5.9	5.2	4.6	26.2	24.0	26.2	27.0
	캐터필러	513,308	34.9	30.2	25.3	21.1	32.3	21.6	18.2	15.7	19.7	17.5	14.8	11.4	57.0	64.3	68.5	65.0
	커민스	98,244	24.1	18.0	15.2	13.0	20.7	11.3	9.9	8.8	5.6	5.1	4.3	3.6	22.0	28.3	31.8	29.1
	이니오	19,491	-	55.7	24.3	18.4	-	21.7	14.5	11.7	68.5	33.1	14.1	8.1	29.4	74.0	78.0	53.8
	롤스로이스	220,450	40.6	34.2	29.9	25.6	20.8	21.3	19.4	17.3	43.0	38.0	32.5	38.4	115.5	126.5	131.2	156.4
	Avg.	93,271	21.9	23.6	17.1	14.0	19.3	14.2	11.4	9.6	16.3	11.7	8.4	7.7	41.3	44.8	47.0	46.4
선박엔진	나부테스코	4,897	31.8	22.7	20.3	19.0	13.4	10.5	9.3	8.5	2.0	2.0	1.9	1.7	7.8	8.7	9.0	9.1
	미쓰이 E&S	3,776	10.8	11.9	11.4	10.5	9.6	10.0	8.8	7.6	1.9	1.9	1.7	1.5	19.6	15.2	15.6	14.1
	Japan Engine	849	20.4	-	-	-	9.4	-	-	-	5.1	-	-	-	28.0	-	-	-
	Daihatsu	784	13.4	11.8	11.2	10.3	5.5	-	-	-	1.7	1.5	1.4	1.3	13.5	13.0	-	-
	Avg.	3,174	21.0	17.3	15.9	14.7	10.8	10.2	9.1	8.0	3.0	1.9	1.8	1.6	18.5	11.9	12.3	11.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 127. 국내 및 글로벌 엔진 Peer 최근 실적 및 컨센서스 테이블

(십억원, %)

분류	회사명	매출액				영업이익				OPM				당기순이익			
		25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F
국내	한화엔진	1,371	1,600	2,195	2,538	130	234	380	476	9.5	14.6	17.3	18.8	174	196	301	378
	HD현대마린엔진	402	603	748	870	76	151	203	249	18.9	25.1	27.2	28.6	165	128	174	209
	STX엔진	789	904	989	1,321	70	100	119	183	8.8	11.1	12.0	13.8	69	85	97	148
	Avg.	854	1,036	1,311	1,576	92	162	234	303	12.4	16.9	18.8	20.4	136	136	190	245
육상엔진	HD현대중공업	17,581	25,029	27,181	29,373	2,038	4,033	4,738	5,385	11.6	16.1	17.4	18.3	1,415	3,170	3,726	4,345
	바르질라	11,042	10,088	10,750	11,914	1,274	1,392	1,581	1,817	11.5	13.8	14.7	15.2	1,006	1,025	1,190	1,367
	캐터필러	96,100	104,981	117,315	127,643	15,855	21,357	25,483	28,649	16.5	20.3	21.7	22.4	12,632	17,338	20,246	22,958
	커민스	47,873	51,634	56,551	60,786	5,723	7,527	8,832	10,056	12.0	14.6	15.6	16.5	4,042	5,565	6,506	7,417
	이니오	3,749	5,259	7,032	8,093	493	718	1,234	1,551	13.1	13.7	17.5	19.2	205	337	794	1,054
	롤스로이스	39,750	42,566	47,435	52,716	8,270	8,612	9,552	10,873	20.8	20.2	20.1	20.6	10,948	6,587	7,303	8,367
	Avg.	21,951	24,370	27,151	29,683	3,402	4,429	5,235	5,954	13.5	16.6	18.2	19.4	3,079	3,457	4,053	4,649
선박엔진	나부테스코	2,927	3,050	3,264	3,413	197	295	337	371	6.7	9.7	10.3	10.9	149	215	240	258
	미쓰이 E&S	3,341	3,294	3,472	3,686	356	353	398	446	10.7	10.7	11.5	12.1	364	314	327	362
	Japan Engine	281				52				18.4				45			
	Daihatsu	833	930	1,030	1,087	72	81	91	104	8.7	8.7	8.9	9.6	56	58	65	74
	Avg.	2,183	3,172	3,368	3,549	202	324	367	408	11.9	10.2	10.9	11.5	186	265	284	310

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망: 하반기 경상수준 회복, 27년 컨센서스 상향 여력 양호

전사 OPM은 2분기 부진(10.5%, -4.4%pt, 컨센서스 -32%)에서 하반기 경상수준 15% 회복, 28년 19%를 상회할 전망이다. 2행정 단가 부진(1Q 103억원→2Q 97억원)은 믹스 핵심인 컨테이너선 인도 스케줄(2Q 2대→3Q 4대→4Q 7대)영향이다. 고출력 물량 인도에 따른 하반기 P 회복 기대감 유효하다. 분기별 인도대수(3Q 31대 내외→4Q 25대 내외) 변동은 가능하나, Q 감소(25년 127대→26년 115~117대)를 ASP 상승폭(25년 19.8% YoY, 26F 16% 추정)이 넉넉히 상회하면서 매출액의 전년비 한자릿수 성장은 담보될 전망이다.

변곡점은 1Q27이다. 2행정 증설 효과 온기반영(4Q26 준공, 330만→530만)을 통한 Q 반등(15.4% YoY, 135대), ASP 개선이 동반될(27F 17% YoY) 전망이다. 2Q27 캡티브 2사향 24년 이전 빈티지의 완전한 제거, 중국 선사향 D/F 컨테이너선 인도비중 증가로 수익성에 유리한 구간에 진입한다(컨테이너 $9~14m〉VLCC $8~10m〉LNGC $7m*2). AM은 사측의 연초 안내(26F 1,960억원, 27년 매출액은 24년 대비 배증) 대비 매출 성장이 더디지만(750억원), 하반기 소모품 교체가 몰리는 계절성으로 상저하고 흐름을 전망한다. 유지보수 사업의 고수익성(OPM〉25%)으로, SEAM/ESS 등 신사업 안정화 비용을 상쇄할 요인이다. 외형 성장의 현실화 확인과 함께, 가이던스 근접 수준까지 단계적 상향 계획이다.

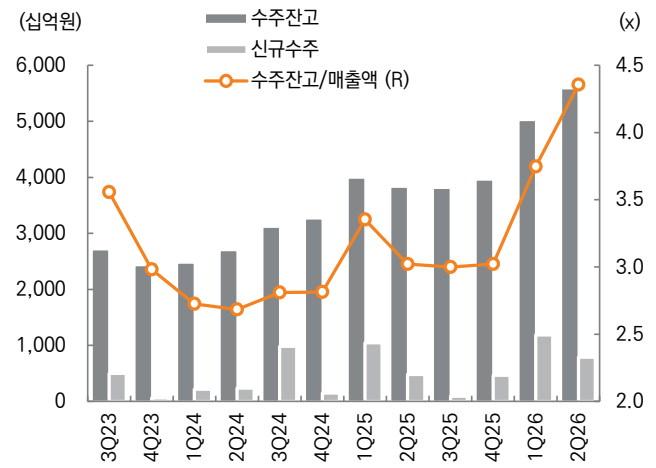
4행정 신공장은 3Q26 준공, 900MW(5MW*180대) 규모로 3~4분기 그룹사 컨선 5대향 초도물량 납품과 함께 실적 기여가 시작된다. 신규 CAPA는 북미 에너지 PJT발 추가 인콰이어리에 대비, 1년 이내 생산능력의 두 배(+900MW) 확장이 용이하도록 설계됐다는 설명이다. 현 실적 추정치는 기확정 170대의 선박용 매출액만 반영한 것으로, 육상용 수주와 증설을 확인하며 상향이 가능할 전망이다.

표 128. 한화엔진 영업실적 추이 및 전망 (십억원, %)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	전사	318	388	297	368	345	362	424	463	1,371	1,594	2,279	2,567
	선박엔진	273	347	258	319	299	282	351	374	1,197	1,306	1,938	2,192
	2행정	273	347	258	319	299	282	342	338	1,197	1,261	1,737	1,962
	4행정							9	36		46	201	231
	비선박엔진	45	41	39	49	46	80	73	89	175	288	341	374
	AM	39	37	34	46	35	40	39	55	157	169	186	214
	SCR 등	6	4	5	3	11	9	5	3	18	29	29	30
	SEAM						30.7	29.0	30.7		90	126	131
매출액 YoY	전사	8.5	35.3	0.4	12.7	8.5	-6.6	42.5	25.9	14.0	16.3	42.9	12.6
	선박엔진	9.6	44.8	1.5	14.0	9.6	-18.6	35.8	17.5	17.0	9.2	48.3	13.1
	비선박엔진	1.8	-12.7	-5.9	5.0	2.1	94.9	86.3	80.2	20.6	64.9	18.4	9.8
매출원가		283	342	258	303	280	287	345	370	1,186	1,283	1,796	1,993
매출총이익		35	46	40	65	65	75	78	93	185	312	483	573
판관비		13	12	13	17	14	37	16	21	55	88	83	82
영업이익		22	34	27	47	51	38	62	72	130	223	399	491
OPM (%)		7.0	8.7	9.0	12.9	14.9	10.5	14.6	15.6	9.5	14.0	17.5	19.1
세전이익		20	15	31	54	69	36	60	72	121	237	404	494
법인세비용		1	-7	1	-48	16	3	13	15	-53	47	89	109
순이익 (지배)		19	22	30	102	53	33	47	57	174	190	315	386

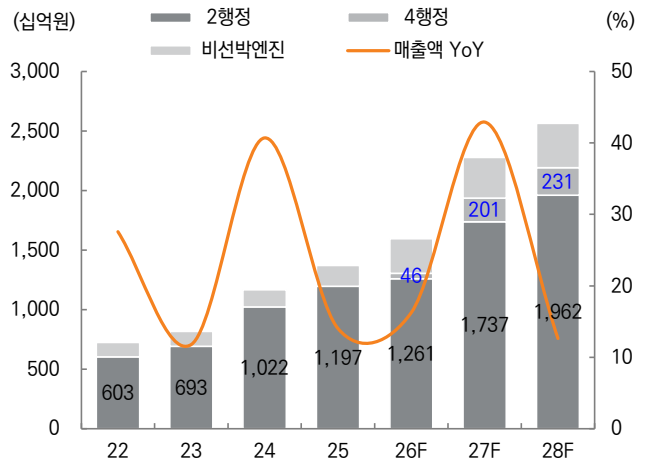
주: 3Q25까지 개별, 4Q25부터 연결 기준
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 422. 한화엔진 분기 수주잔고 및 신규수주 추이



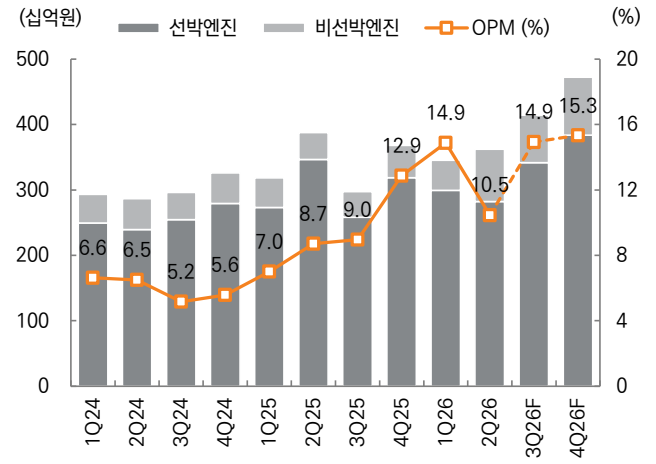
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터

그림 423. 한화엔진 부문별 연간 매출액 및 성장률



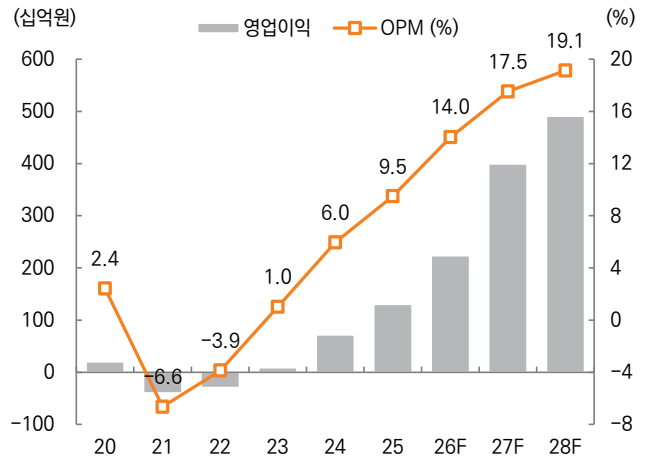
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 424. 한화엔진 부문별 분기 매출액 및 영업이익률



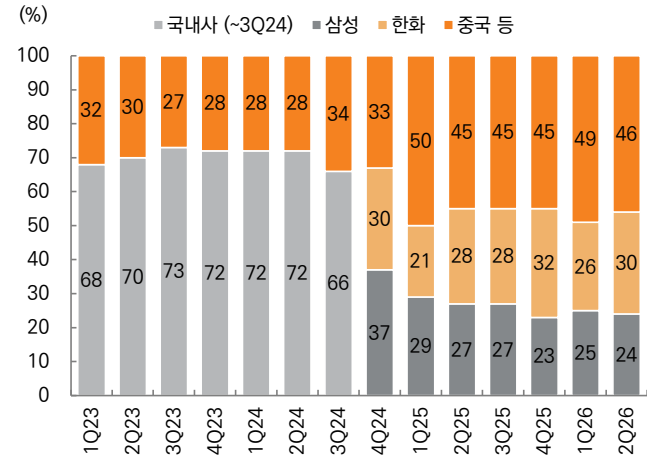
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 425. 한화엔진 연간 영업이익 및 영업이익률



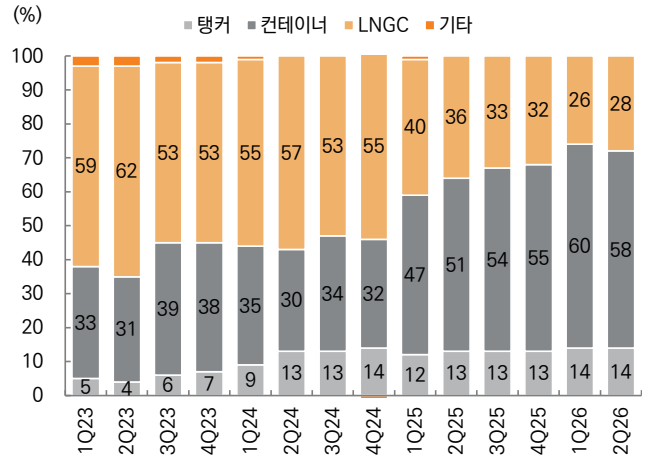
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 426. 한화엔진 저속엔진 수주잔고의 고객사별 믹스 현황



주: 3Q24까지 국내사 미분류
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터

그림 427. 한화엔진 저속엔진 수주잔고의 선종별 믹스 현황



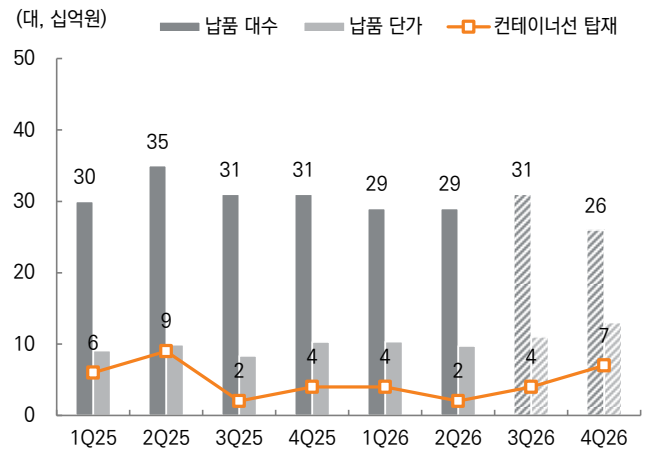
자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터

표 129. 캡티브 2사(한화오션, 삼성중공업) 인도일정에 따른 2행정 대형엔진 납기 스케줄 추정 (척, %)

구분		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
합계		21	15	25	14	24	16	22	23	22	18	20	24	20	18	7	5
선종별	탱커	3	2	3	2	3	5	6	6	6	7	6	10	6	3	2	2
	컨테이너	1	1	2	2	2	2	6	7	5	4	4	6	5	2	2	1
	LNGC	14	10	19	8	18	8	6	4	10	7	10	7	7	10	1	1
	기타	3	2	1	2	1	1	4	6	1	0	0	1	2	3	2	1
%	탱커	14.3	13.3	12.0	14.3	12.5	31.3	27.3	26.1	27.3	38.9	30.0	41.7	30.0	16.7	28.6	40.0
	컨테이너	4.8	6.7	8.0	14.3	8.3	12.5	27.3	30.4	22.7	22.2	20.0	25.0	25.0	11.1	28.6	20.0
	LNGC	66.7	66.7	76.0	57.1	75.0	50.0	27.3	17.4	45.5	38.9	50.0	29.2	35.0	55.6	14.3	20.0
	기타	14.3	13.3	4.0	14.3	4.2	6.3	18.2	26.1	4.5	0.0	0.0	4.2	10.0	16.7	28.6	20.0
빈티지	2022	13	9	15	3	3	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	2023	4	3	4	6	6	3	4	4	1	0	0	0	0	0	0	0
	2024	4	3	6	5	13	6	9	9	8	5	4	3	0	0	0	0
	2025	0	0	0	0	2	5	8	9	10	9	13	16	10	5	3	1
	2026~	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4	3	5	10	13	4	4
%	2022	61.9	60.0	60.0	21.4	12.5	12.5	4.5	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	2023	19.0	20.0	16.0	42.9	25.0	18.8	18.2	17.4	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	2024	19.0	20.0	24.0	35.7	54.2	37.5	40.9	39.1	36.4	27.8	20.0	12.5	0.0	0.0	0.0	0.0
	2025	0.0	0.0	0.0	0.0	8.3	31.3	36.4	39.1	45.5	50.0	65.0	66.7	50.0	27.8	42.9	20.0
	2026~	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.6	22.2	15.0	20.8	50.0	72.2	57.1	80.0

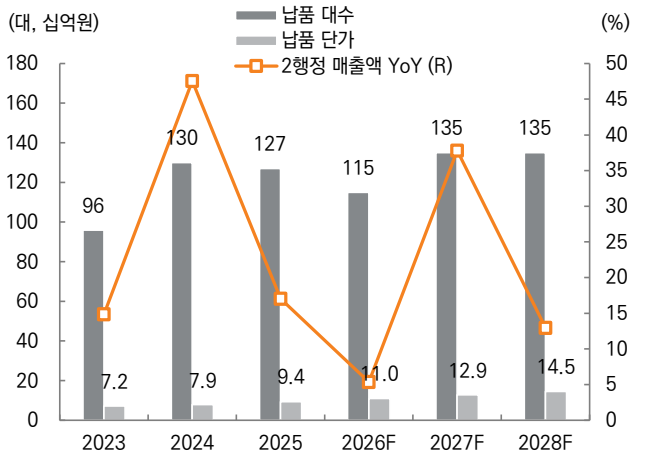
주: 척당 2대 탑재, 각 사의 추정 선표모델상 선박의 인도 분기에서 4분기씩 선행
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 428. 한화엔진 분기 저속엔진 납품 대수 및 단가 추정



자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 429. 한화엔진 연간 저속엔진 납품 대수 및 단가 추정



자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

한화엔진 (082740)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,371**	**1,594**	**2,279**	**2,567**
매출원가	**1,186**	**1,283**	**1,796**	**1,993**
매출총이익	**185**	**311**	**483**	**574**
판매비와관리비	**55**	**88**	**83**	**82**
조정영업이익	**130**	**223**	**399**	**491**
영업이익	**130**	**223**	**399**	**491**
비영업손익	**-9**	**14**	**5**	**3**
금융손익	7	8	15	24
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	121	237	404	494
계속사업법인세비용	-53	47	89	109
계속사업이익	174	190	315	386
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**174**	**190**	**315**	**386**
지배주주	174	190	315	386
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**160**	**191**	**315**	**386**
지배주주	160	191	315	386
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	148	248	428	521
FCF	297	385	327	410
EBITDA 마진율 (%)	10.8	15.6	18.8	20.3
영업이익률 (%)	9.5	14.0	17.5	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.7	11.9	13.8	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,032**	**1,393**	**2,093**	**2,659**
현금 및 현금성자산	277	349	638	1,048
매출채권 및 기타채권	163	223	320	355
재고자산	356	501	721	798
기타유동자산	236	320	414	458
비유동자산	**664**	**1,256**	**1,374**	**1,432**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	434	583	654	688
무형자산	10	365	365	365
자산총계	**1,696**	**2,648**	**3,467**	**4,091**
유동부채	**611**	**1,041**	**1,340**	**1,482**
매입채무 및 기타채무	175	249	322	356
단기금융부채	124	201	254	279
기타유동부채	312	591	764	847
비유동부채	**528**	**853**	**1,057**	**1,154**
장기금융부채	91	160	160	160
기타비유동부채	437	693	897	994
부채총계	**1,140**	**1,894**	**2,397**	**2,636**
지배주주지분	**556**	**754**	**1,070**	**1,455**
자본금	83	83	83	83
자본잉여금	353	356	356	356
이익잉여금	90	281	596	982
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**556**	**754**	**1,070**	**1,455**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**330**	**563**	**462**	**511**
당기순이익	174	190	315	386
비현금수익비용가감	10	62	103	114
유형자산감가상각비	17	20	24	26
무형자산상각비	1	6	4	4
기타	-8	36	75	84
영업활동으로인한자산및부채의변동	140	331	115	92
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-33	-39	-97	-34
재고자산 감소(증가)	13	-140	-219	-77
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	57	66	31
법인세납부	-1	-31	-89	-109
투자활동으로 인한 현금흐름	**-161**	**-511**	**-262**	**-163**
유형자산처분(취득)	-33	-178	-135	-101
무형자산감소(증가)	-5	-6	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-42	-126	-123	-58
기타투자활동	-81	-201	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-22**	**-7**	**49**	**21**
장단기금융부채의 증가(감소)	-104	146	53	25
자본의 증가(감소)	3	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	79	-156	-4	-4
현금의 증가	**144**	**72**	**289**	**410**
기초현금	133	277	349	638
기말현금	277	349	638	1,048

자료: 한화엔진, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	20.6	20.9	12.6	10.3
P/CF (x)	19.5	15.7	9.5	8.0
P/B (x)	6.4	5.3	3.7	2.7
EV/EBITDA (x)	22.3	15.0	8.0	5.8
EPS (원)	2,082	2,282	3,781	4,621
CFPS (원)	2,198	3,027	5,011	5,987
BPS (원)	6,666	9,039	12,820	17,441
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	14.0	16.3	42.9	12.6
EBITDA증가율 (%)	70.7	67.6	72.1	21.8
조정영업이익증가율 (%)	81.8	71.8	78.8	23.0
EPS증가율 (%)	114.6	9.6	65.7	22.2
매출채권 회전율 (회)	9.3	8.3	8.5	7.7
재고자산 회전율 (회)	3.8	3.7	3.7	3.4
매입채무 회전율 (회)	7.9	6.7	6.9	6.5
ROA (%)	11.2	8.8	10.3	10.2
ROE (%)	36.6	29.1	34.6	30.5
ROIC (%)	35.5	30.9	31.6	34.7
부채비율 (%)	204.9	251.2	224.1	181.1
유동비율 (%)	168.8	133.8	156.1	179.4
순차입금/자기자본 (%)	-50.3	-32.1	-51.7	-66.9
조정영업이익/금융비용 (x)	39.4	79.2	112.5	128.2

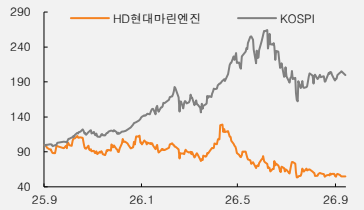
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**85,000원**
현재주가(26/9/28)	49,100원
상승여력	73.1%

영업이익(26F,십억원)	151
Consensus 영업이익(26F,십억원)	155
EPS 성장률(26F,%)	-22.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	12.9
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	1,662
발행주식수(백만주)	34
유동주식비율(%)	64.9
외국인 보유비중(%)	12.5
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	47,900
52주 최고가(원)	115,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.5	-36.0	-38.0
상대주가	-8.9	-49.5	-69.5



[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

071970 · 조선

HD현대마린엔진

엔진 쇼티지를 가장 강하게 체감 중

상승여력 73.1%로 커버리지 개시: AIDC 수혜 잠재력 부각 기대

투자의견 매수, 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 지배주주순이익 2,000억원에, 목표 P/E 14.5배를 적용하였다. 참고 시점 축소를 통한 보수적 배수 적용으로 6월 이후 가팔랐던 조정을 반영하였으나, 상승여력은 70%를 상회한다. 제한적 펀더멘털 훼손에도 국내 및 일본 Peer를 통틀어 YTD 하락률이 가장 가파르다. 명백한 과매도 구간에서 리레이팅 촉매: 1) 터보차저 쇼티지→증설, 2) 가스터빈 블레이드 양산을 통한 AIDC 밸류체인 역량 부각이 기여할 것으로 판단한다.

2H26 및 중장기 실적 전망: 부품이 주도할 28F OPM 30% 근접

2Q26 매출액 1,281억원, 영업이익 313억원(-3.9% QoQ)로 컨센서스(356억원)를 11.5% 하회했다. 사측은 2Q 생산완료된 엔진 2기의 3Q 인도와, 4Q25 유형자산 손상환입(720억원) 이후 감가상각비 증가를 소통하였다. 외형 축소에도 OPM은 24.4%(flat QoQ)로 방어되었다. 부품 내 터보차저 비중 증대로 인한 믹스 효과다.

하반기 및 중장기 실적 전망 양호하다. 3분기 예정대로 엔진 2기의 인도가 후행할 것이며, 1H25 체결한 그룹사향 직계약 물량 반영이 시작된다. 중장기 ASP 개선요소는 DF엔진 비중 확대이다. 동사는 LPG DF에 독점적 지위를 보유하며 컨벤셔널 대비 마진 기준 +20% 기여 효과다. 그룹사의 28~29년 슬롯 구성이 LPG선에 집중된 만큼 쇼티지가 심화할 가능성이 크다. 동 제품의 현재 매출 내 비중은 2분기 7%에 불과해 상승 여력 양호하다. 종합한 ASP는 기존의 성장(25년 연간 16.2% YoY, 1Q 16.3% QoQ, 2Q -2.2%) 추이로 복귀할 전망이다.

힘센엔진과 동행하는 터보차저, 증설이 촉발할 리레이팅

엔진 업종 리레이팅에 핵심은 4행정 중속엔진의 AIDC 진출이다. 동사는 4행정을 직접 생산하지 않아 모멘텀에서 소외되어 왔으나 24년말부터 HD현중의 힘센엔진에 터보차저의 납품(기존 Acelleron 수입→위탁생산)을 시작했다. 그룹사의 DC향 엔진 판매 확대가 동사의 부품 매출로 연결된다. 4ST 터보차저 가동률은 작년 30%에서 현재 선박용만으로 110%를 초과한 상황이며, 증설을 전제한 발전용 납품에 따른 Q 성장 잠재력을 보유한다. 생산라인을 공유하는 가스터빈 블레이드 양산 확대시(2H26 시제품 납품) 증설 결정이 앞당겨질 수 있다. AIDC 전력원 양대 축(가스터빈, 가스엔진) 모두에 벤더가 되는 바 리레이팅 촉매로 유효할 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	316	402	597	779	855
영업이익 (십억원)	33	76	151	212	249
영업이익률 (%)	10.4	18.9	25.3	27.2	29.1
순이익 (십억원)	76	165	129	170	200
EPS (원)	2,458	4,867	3,796	5,018	5,900
ROE (%)	28.3	41.4	23.9	25.2	23.2
P/E (배)	9.9	18.4	12.9	9.8	8.3
P/B (배)	2.7	6.2	2.8	2.2	1.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

투자의견 매수, 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시한다. 28년 예상 지배주주순이익 2,000억원에, 목표 P/E 14.5배를 적용하였다. 공정위의 기업결합 승인(24년 8월) 이후 연말까지, 편입 효과를 반영해 움직였던 동사의 24MF P/E 평균이다. 시점 축소를 통한 보수적 배수 적용으로 6월 이후 가팔랐던 조정을 반영하였으나, 상승여력은 70%를 상회한다. 당사 추정치 기준 28F Implied P/B 3배로, 역사적 평균(3x)과 유사하다.

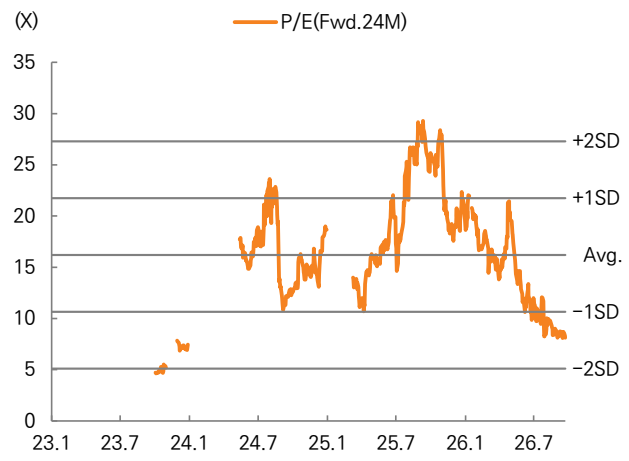
지난해 업종 내 가장 높은 밸류에이션(27x)을 형성했던 바 있으며 1) 그룹사 편입으로 외형 성장 여력이 양호했던 점, 2) 신조선가를 상회하는 ASP성장(FY25 16.2% YoY)과 3) 뚜렷한 수익성 개선(4Q25 +6.5%p)이 배경이다. 올해 조정은 업종 전반의 미국 기대감 소멸, 수급 꼬임과 2분기 인도 스케줄로 인한 컨센서스 하회(-11.5%)가 복합적이었다. 현 주가는 명백한 과매도 구간으로 판단한다. 유의미한 펀더멘털 훼손이 없었고, 실적과 수주가 모두 순항하고 있으나 글로벌 대형 선박엔진 메이커를 통틀어 YTD 하락률이 가장 가파르다. 단 멀티플 측면에서 전년도 수준을 회복하려면 촉매가 필요한 것이 사실이며, 1) 터보차저 쇼티지→증설, 2) 가스터빈 블레이드 양산 및 AIDC 벤더 부각이 기여할 것으로 판단한다.

표 130. 목표주가 산출: P/E 밸류에이션

항목	단위	값	비고
적용 EPS	원	5,900	2028F
Target P/E	배	14.5	24년 8월~12월 avg.
목표주가	원	85,000	
현재주가	원	49,100	
목표시가총액	조원	2.9	
현재시가총액	조원	1.7	
상승여력	%	73.1	
Implied P/B (x)	배	3.0	
BPS	원	28,334	2028F

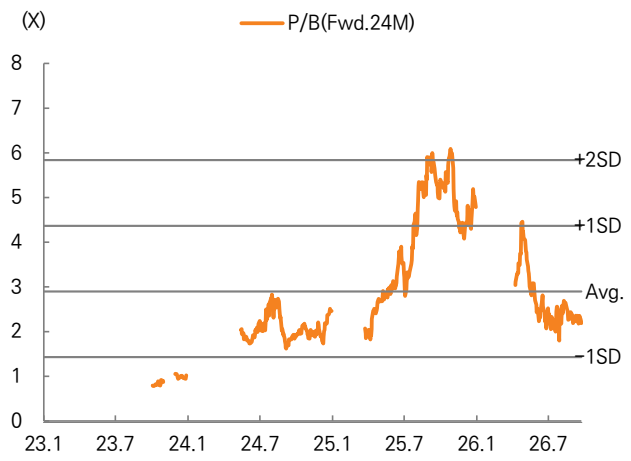
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 430. HD현대마린엔진 컨센서스 24MF P/E 멀티플 추이



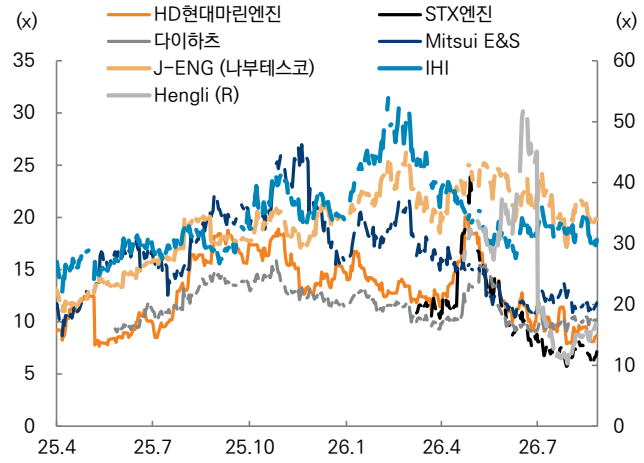
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 431. HD현대마린엔진 컨센서스 24MF P/B 멀티플 추이



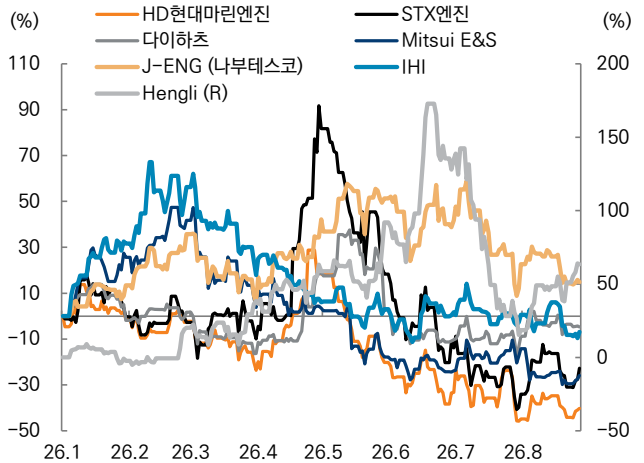
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 432. 글로벌 선박엔진 제조사 28F P/E 추이



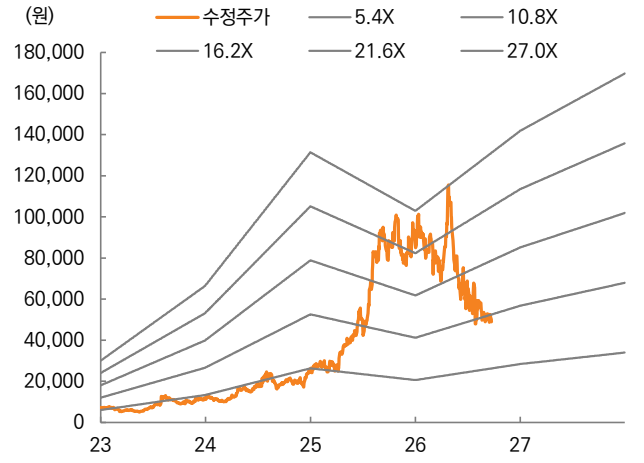
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 433. 글로벌 선박엔진 제조사 26년 YTD 수익률



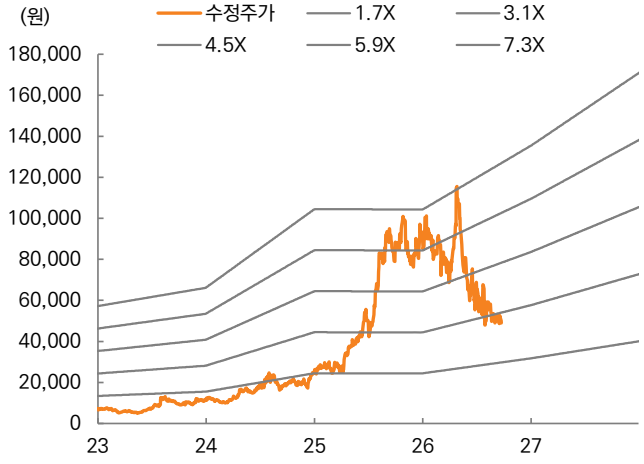
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 434. HD현대마린엔진 12M FWD PER 밴드차트



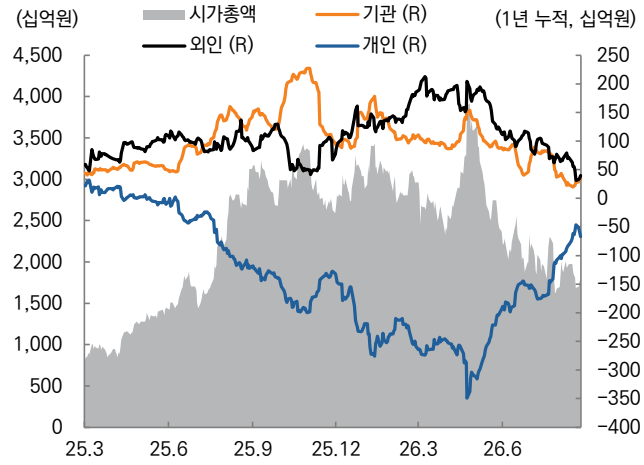
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 435. HD현대마린엔진 12M FWD PBR 밴드차트



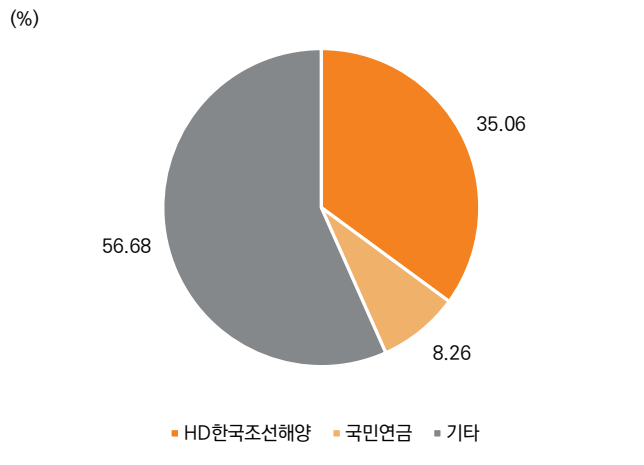
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 436. HD현대마린엔진 수급 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 437. HD현대마린엔진 주주 현황



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

2H26 및 중장기 실적 전망: 부품이 주도할 28F OPM 30% 근접

2Q26 매출액 1,281억원, 영업이익 313억원(-3.9% QoQ)으로 분기 OPM 24.4%, 전분기(24.4%)와 유사했으며 전년말(4Q 25.1%) 대비해서는 소폭 둔화했다. 전분기 대비 엔진 인도 대수가 2대 감소했고, 4분기 유형자산 손상환입(720억원)에 따른 감가상각비 증가가 있었다. 매출 축소에도 분기비 수익성이 유지된 것은 고마진 부품 비중 확대에 인한다. 터보차저 매출액이 QoQ 2배 증가하며 이끌었다(4행정 가동률 FY25 30%→2Q26 114%).

하반기 및 중장기 실적 전망 양호하다. 엔진에서 3분기 +2대 납품이 진행되고, 1H25 체결한 그룹사향 직계약물량이 2H26부터 반영된다. ASP 성장률 회복(25년 연간 16.2% YoY, 1Q 16.3% QoQ, 2Q -2.2% QoQ)을 낙관할 수 있는 배경이다. 올해 연간 매출액 5,972억원으로 동사가 연초 공시한 가이던스와 유사한 실적을 달성할 전망이다. 중장기적으로는 LPG DF가 기여할 것이다. 동 제품은 2분기 매출 내 비중이 7% 수준으로 향후 상승 여력 양호하다. 컨벤셔널 대비 마진 기준 +20% 기여가 가능한 제품이다. 특히 그룹사의 최근 수주와 28~29 오더북이 LPGC에 집중되어 쇼티지 기조가 강화할 가능성도 풍부하다.

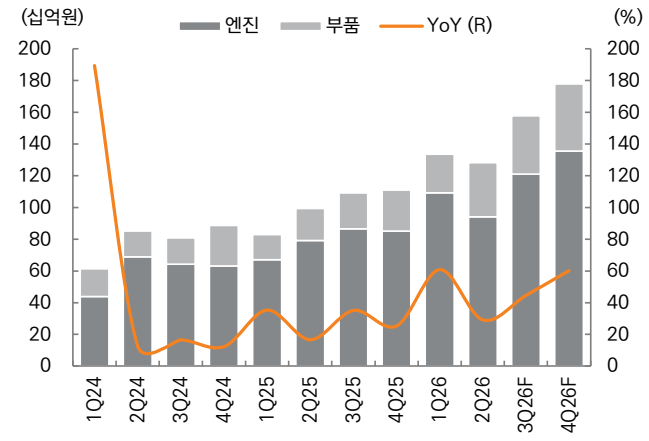
부품에서는 터보차저가 핵심으로 OPM은 기존 낮은 한자릿수대에서 중장기 30%를 향할 것으로 추정한다. 기존 STX엔진에 한했던 고객사가 HD현대중공업과 한화엔진으로 다변화되었다. 24년말부터 Acelleron의 위탁생산을 담당하기 시작했고, 특히 데이터센터향 납품 확장시 동사 매출로 이어진다. 생산라인을 공유하는 가스터빈 블레이드 양산 확대시(두산에너빌리티 MOU, ~2H26 시제품 납품) 증설도 검토할 계획이다. 크랭크샤프트는 현재 풀캐파 수준의 가동률(110%)을 지속 유지할 전망이다. 물량이 최대치인 상황에서 수익성은 내부매출 비중 변동에 따라 좌우될 것으로 보인다. 한화엔진 납품분의 경우 그룹사 인수 당시 공정위의 물량 및 판가 보전 조건이 있었고, 이는 27년까지 유지된다. AM은 동사 제작한 물량에 대한 계열사 네트워크를 공유하며 기존의 안정적 성장을 유지할 것이다.

표 131. HD현대마린엔진 영업실적 추이 및 전망 (십억원, %)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	전사	83	99	109	111	133	128	158	178	402	597	779	855
	엔진	67	79	87	85	109	94	121	136	318	460	611	673
	부품	16	20	23	26	24	34	37	42	85	137	169	182
매출액 YoY	전사	35.3	16.6	35.1	25.3	60.8	29.1	44.5	60.2	27.4	48.4	30.5	9.8
	엔진	53.0	14.8	34.7	34.9	63.0	19.0	40.0	59.3	32.4	44.8	32.7	10.3
	부품	-9.1	24.7	36.1	1.6	51.9	68.3	62.5	63.1	11.6	62.1	22.8	8.2
매출원가		67	75	82	77	93	90	110	122	300	414	536	574
매출총이익		16	25	27	34	41	39	48	56	103	183	244	282
판관비		6	7	7	6	8	7	8	9	27	32	32	33
영업이익	전사	10	17	20	28	33	31	40	47	76	151	212	249
	엔진	9	15	15	19	27	22	30	36	57	114	164	194
	부품	2	3	6	9	6	9	10	12	19	37	47	55
OPM (%)	전사	12.4	17.6	18.6	25.1	24.4	24.4	25.5	26.5	18.9	25.3	27.2	29.1
	엔진	13.0	18.5	17.1	22.7	24.3	23.4	25.0	26.3	18.1	24.9	26.9	28.8
	부품	10.0	13.9	24.3	33.2	25.1	27.4	27.0	27.3	21.8	26.8	28.2	30.1
세전이익		17	17	24	103	35	35	40	48	160	158	218	257
법인세비용		3	1	1	-9	7	4	9	11	-5	30	48	56
순이익 (지배)		14	17	23	112	28	32	31	37	165	129	170	200

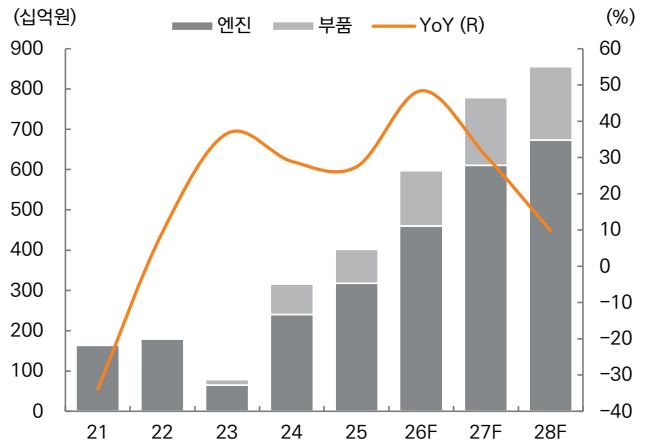
자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 438. HD현대마린엔진 분기 매출액, 성장률 전망



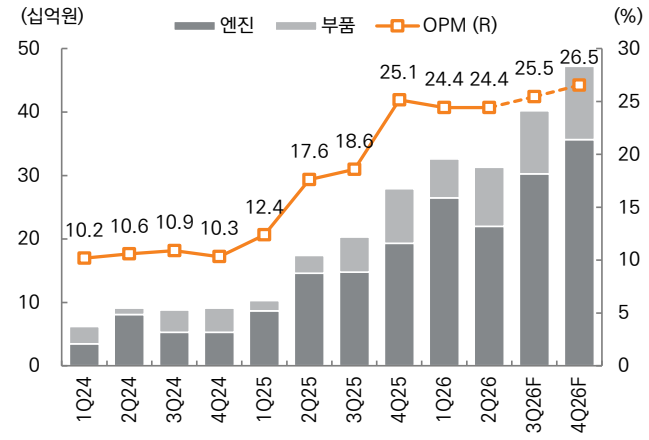
자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 439. HD현대마린엔진 연간 매출액, 성장률 전망



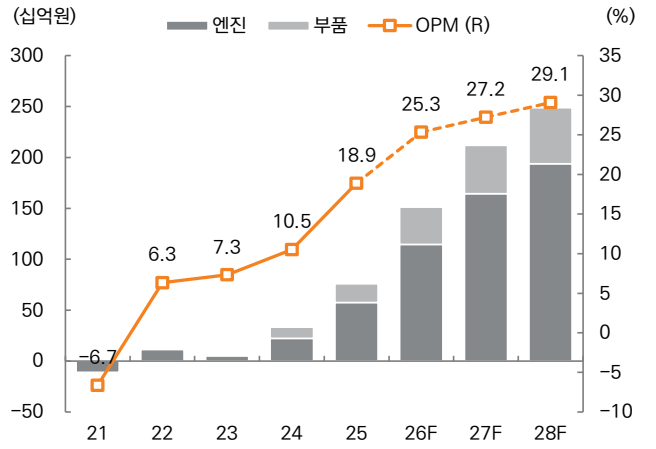
주: 22년 이전은 미분류, 자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 440. HD현대마린엔진 분기 영업이익, 영업이익률 전망



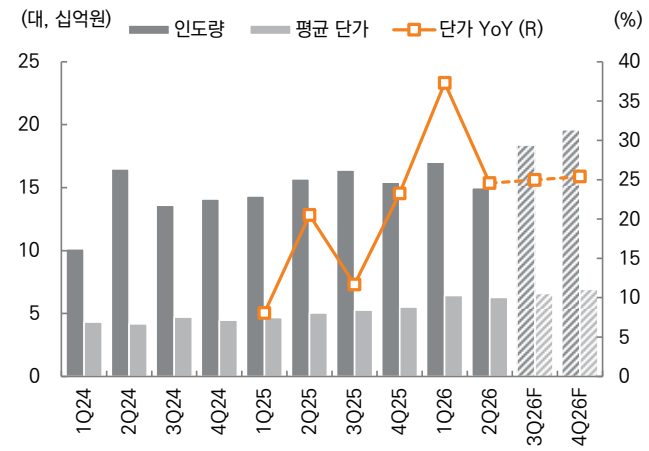
자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 441. HD현대마린엔진 연간 영업이익, 영업이익률 전망



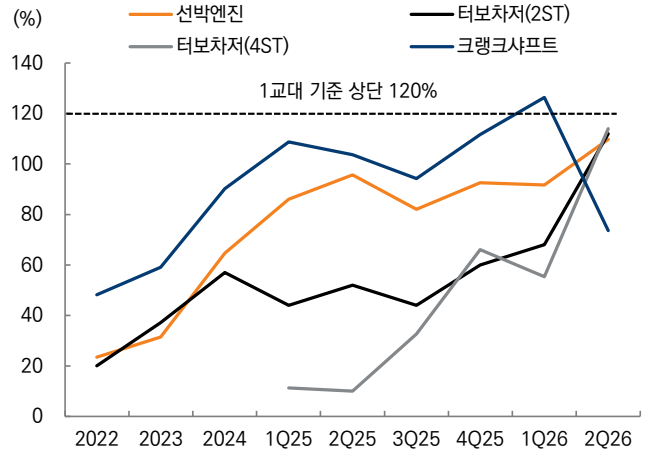
주: 22년 이전은 미분류, 자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 442. HD현대마린엔진 분기 선박엔진 인도량 및 단가 추정



주: 인도량은 전자공시의 매출실적 기준 제품 가격변동을 통해 역산
자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 443. HD현대마린엔진 분기 제품별 가동률 추이



주: 터보차저 분류는 1Q25부터
자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대마린엔진 (071970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**402**	**597**	**779**	**855**
매출원가	**300**	**414**	**536**	**574**
매출총이익	**102**	**183**	**243**	**281**
판매비와관리비	**27**	**32**	**32**	**33**
조정영업이익	**76**	**151**	**212**	**249**
영업이익	**76**	**151**	**212**	**249**
비영업손익	**84**	**7**	**6**	**8**
금융손익	7	11	14	19
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	160	158	218	257
계속사업법인세비용	-5	30	48	56
계속사업이익	165	129	170	200
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**165**	**129**	**170**	**200**
지배주주	165	129	170	200
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**180**	**102**	**170**	**200**
지배주주	180	102	170	200
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	80	164	226	263
FCF	168	112	133	198
EBITDA 마진율 (%)	19.9	27.5	29.0	30.8
영업이익률 (%)	18.9	25.3	27.2	29.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	41.0	21.6	21.8	23.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**516**	**766**	**942**	**1,176**
현금 및 현금성자산	94	322	435	615
매출채권 및 기타채권	52	90	103	114
재고자산	117	220	251	278
기타유동자산	253	134	153	169
비유동자산	**299**	**307**	**323**	**337**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	234	246	260	274
무형자산	1	2	1	1
자산총계	**815**	**1,073**	**1,264**	**1,514**
유동부채	**320**	**452**	**471**	**519**
매입채무 및 기타채무	41	69	79	87
단기금융부채	2	17	17	17
기타유동부채	277	366	375	415
비유동부채	**6**	**31**	**32**	**34**
장기금융부채	1	19	19	19
기타비유동부채	5	12	13	15
부채총계	**326**	**483**	**503**	**553**
지배주주지분	**489**	**591**	**761**	**961**
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	338	338	338	338
이익잉여금	296	147	317	517
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**489**	**591**	**761**	**961**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**181**	**130**	**161**	**226**
당기순이익	165	129	170	200
비현금수익비용가감	-86	36	48	52
유형자산감가상각비	4	13	14	14
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-90	23	34	38
영업활동으로인한자산및부채의변동	100	-25	-24	10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	-34	-11	-10
재고자산 감소(증가)	-30	-103	-31	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	24	8	7
법인세납부	-3	-21	-48	-56
투자활동으로 인한 현금흐름	**-145**	**98**	**-48**	**-45**
유형자산처분(취득)	-13	-18	-28	-28
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-216	122	-19	-17
기타투자활동	85	-5	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
장단기금융부채의 증가(감소)	-9	34	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	8	-35	-1	-1
현금의 증가	**35**	**228**	**113**	**180**
기초현금	60	94	322	435
기말현금	94	322	435	615

자료: HD현대마린엔진, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	18.4	12.9	9.8	8.3
P/CF (x)	38.4	10.1	7.6	6.6
P/B (x)	6.2	2.8	2.2	1.7
EV/EBITDA (x)	33.9	7.6	5.0	3.5
EPS (원)	4,867	3,796	5,018	5,900
CFPS (원)	2,328	4,863	6,444	7,443
BPS (원)	14,413	17,416	22,434	28,334
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	27.4	48.4	30.5	9.8
EBITDA증가율 (%)	118.9	106.4	37.3	16.6
조정영업이익증가율 (%)	128.7	99.2	40.1	17.4
EPS증가율 (%)	98.0	-22.0	32.2	17.6
매출채권 회전율 (회)	11.0	9.2	9.0	8.8
재고자산 회전율 (회)	4.0	3.5	3.3	3.2
매입채무 회전율 (회)	10.6	10.0	9.2	8.8
ROA (%)	25.2	13.6	14.6	14.4
ROE (%)	41.4	23.9	25.2	23.2
ROIC (%)	55.1	98.9	97.6	101.2
부채비율 (%)	66.6	81.7	66.2	57.5
유동비율 (%)	161.2	169.5	199.9	226.7
순차입금/자기자본 (%)	-69.3	-69.5	-71.1	-76.7
조정영업이익/금융비용 (x)	594.5	261.0	298.6	350.5

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.9.29

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**360,000원**
현재주가(26/9/28)	245,500원
상승여력	46.6%

영업이익(26F,십억원)	416
Consensus 영업이익(26F,십억원)	414
EPS 성장률(26F,%)	33.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	283.0
P/E(26F,x)	29.8
MKT P/E(26F,x)	6.8
KOSPI	7,080.92
시가총액(십억원)	10,715
발행주식수(백만주)	45
유동주식비율(%)	43.0
외국인 보유비중(%)	30.4
베타(12M) 일간수익률	0.26
52주 최저가(원)	159,100
52주 최고가(원)	280,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.1	33.5	20.6
상대주가	9.5	5.4	-40.7

[조선]
김주희
joohee.kim@miraeasset.com

443060 · 조선

HD현대마린솔루션

마르지 않는 현금의 종착역

목표주가 360,000원, 상승여력 46.6%로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 360,000원으로 커버리지 개시한다. 28F 지배주주 EPS 12,002원에, 목표 P/E 30배를 적용했다. 유사 엔진 MRO 서비스 사업을 영위하는 글로벌 Peer 3사 평균(25x) 대비 20% 할증한 것이다. CAPEX 지출이 없는 사업구조, 이에 말미암은 수익성 격차(Core OPM 30%〉 Peer 27F 16.4%)를 반영했다. DCF 방법론으로 도출한 AM 사업가치만 13.5조원으로, 목표 시가총액의 84%를 설명한다. 높은 주주환원율(별도 50~70%)과 배당 매력으로 매수 유효하다.

실적 전망: 보장된 AM의 성장, 26~28F 핵심사업 CAGR 15% 전망

올해 연간 매출액 2.37조원, 영업이익 4,163억원으로 전사 OPM 17.6%, 핵심사업 OPM 28.6%를 기록할 것으로 추정한다. 전년(핵심사업 29.2%) 대비 소폭 하락은 상반기 일회성(판매보증충당금 20억원, 컨설팅 32억원, 싱가포르 물류창고 10억원) 비용 및 하반기 컨설팅비(분기 약 20억원)의 하반기내 유지 가정에 기인한다.

핵심사업 OPM은 28년 34%에 도달할 것으로 추정한다. AM 매출액이 26년 1.14조원으로 21.5% YoY 증가, 28년 1.5조원으로 확대될 전망이다. 선박엔진(21% YoY, 7,877억원, 28년 1.12조원)은 서비스 선박 수(25년 +569척)의 계단식 증가 지속, 고단가 D/F비중 확대(1Q 15%, 28F 25%)와 연계한 ASP 상승분에 동행한다. 비선박에서 올해 비엔진(-3%, 1,125억원) 부진을 육상발전(93.3%, 1,320억원)이 상쇄하는데, 25년 이연(100억원)매출 및 2월 에콰도르($53m, 올해 $40m) 수주 영향이다. 기존 육상엔진 O&M 전방 2,000대 중, 분쟁으로 인한 미서비스(쿠바 500대, 베네수엘라 200대) 지역의 정상화 확인과 더불어 추정치 상향이 가능하다.

LTSA 사이클은 29년부터, AIDC 수혜는 32년부터 본격화

본업 선박엔진의 LTSA 사이클은 29년부터, 최근 화두인 AIDC향 힘센엔진의 경우 32년부터 본격화한다(28년 출하+5년). 첫 출하(4Q28) 시점부터 힘센엔진 순정부품의 독점 공급자인 동사에 현금흐름이 후행한다. 선박용 대비 높은 가동률(+20~30%p), 짧은 정비주기(5년→3년)로 40% 이상의 수익성이 기대된다. 온산 신축공장 가동(28F 0.9GW→30F 3GW)을 고려한 추정 육상엔진 MRO 영업이익은 29년 312억원에서 32년 2,492억원으로 증가, 26F 전사(4,160억원) 대비 60%다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,745	1,983	2,369	2,667	3,081
영업이익 (십억원)	272	350	416	538	684
영업이익률 (%)	15.6	17.7	17.6	20.2	22.2
순이익 (십억원)	228	270	359	430	538
EPS (원)	5,302	6,013	8,016	9,594	12,002
ROE (%)	45.0	33.7	39.6	39.8	41.9
P/E (배)	30.4	32.2	29.8	24.9	19.9
P/B (배)	9.4	10.5	10.8	9.1	7.7
배당수익률 (%)	2.0	2.0	2.3	2.9	3.3

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

목표 시가총액 16조원, 확정 MRO 사업가치만 13.5조원

투자의견 매수, 목표주가 360,000원으로 커버리지 개시한다. 28F 지배주주 EPS 12,002원에, 목표 P/E 30배를 적용했다. 엔진 MRO사업을 영위하는 해외 Peer 3사 평균(25x) 대비 20% 할증으로 시설투자를 동반하지 않는 사업구조, 이에 말미암은 수익성 격차(Core OPM 30%〉 vs. Peer 27F 16.4%, 28F ROE 40% vs. 32%)를 반영해야 한다는 판단이다.

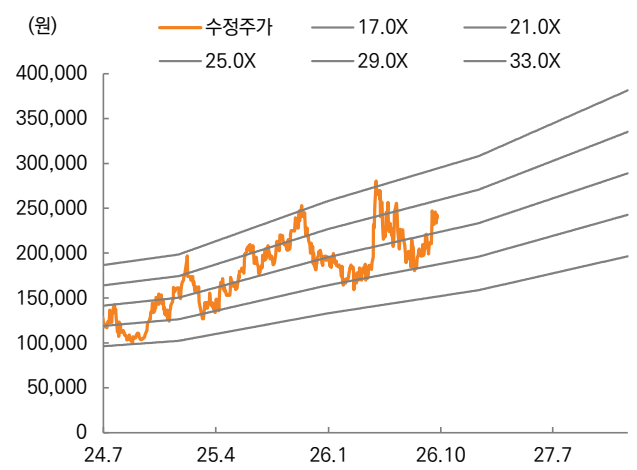
MRO 수익은 2029년부터 본격화되는 한편 현재의 P/E 밸류에이션은 핵심 수혜가 충분히 반영되지 않은 시점의 이익에 기준한다. DCF로 산출한 AM 사업부 가치는 13.5조원으로, 현재 시가총액 10.7조원을 웃돌고 P/E 기준 목표 시가총액의 84%를 설명한다. 해당 추정에는 2035년까지의 선박·기존 육상발전 엔진과 AIDC향 기수주 2건(AEG·CEG)만 반영했다. 신규 생산능력이 모두 활용된다고 가정하면, 엔진 공급이 누적되며 연간 MRO 매출액은 정상 가동 첫해 약 2,000억원에서 2040년 1.8조원까지 계단식 상승을 지속하게 된다.

표 132. 목표주가 산출: P/E 밸류에이션

항목	단위	값	비고
적용 EPS	원	12,002	2028F
Target P/E	배	30.0	글로벌 Peer 평균 대비 20% 할증
목표주가	원	360,000	
현재주가	원	245,500	
목표시가총액	조원	16.1	
현재시가총액	조원	11.0	
상승여력	%	46.6	
Implied P/B (x)	배	11.5	
BPS	원	31,169	2028F

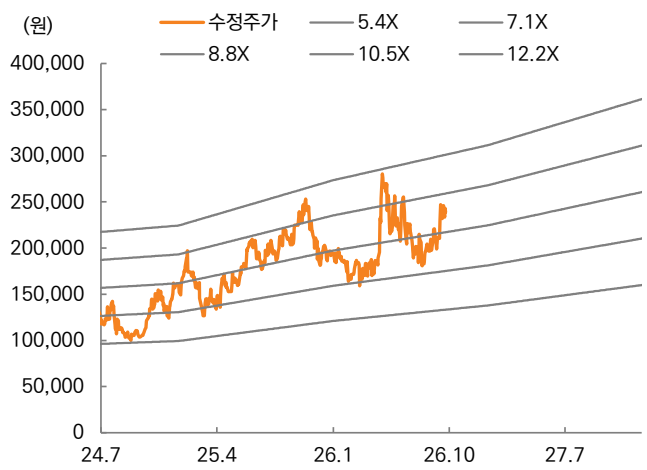
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 444. HD현대마린솔루션 12M FWD PER 밴드차트



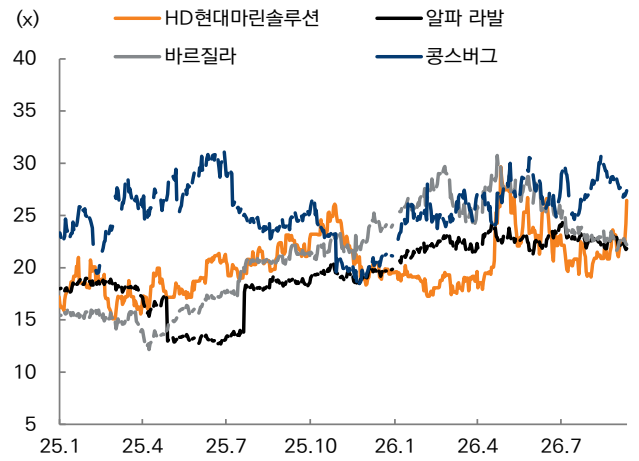
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 445. HD현대마린솔루션 12M FWD PBR 밴드차트



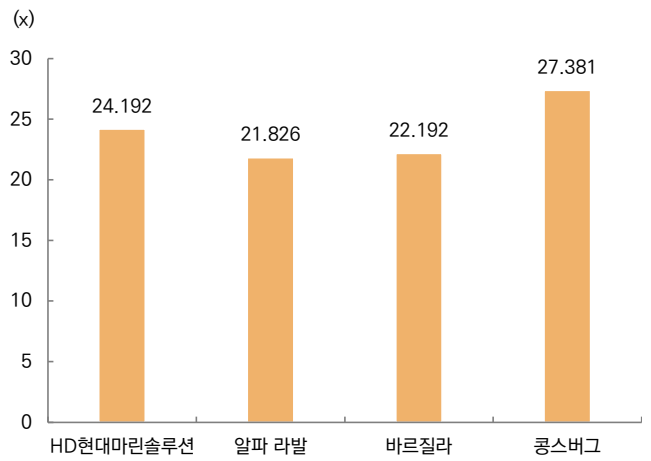
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 446. 글로벌 Peer 27F P/E 추이



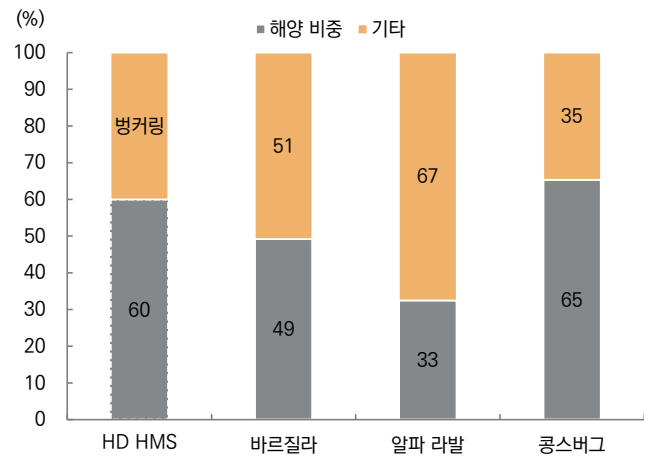
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 447. 글로벌 Peer 27F P/E 비교



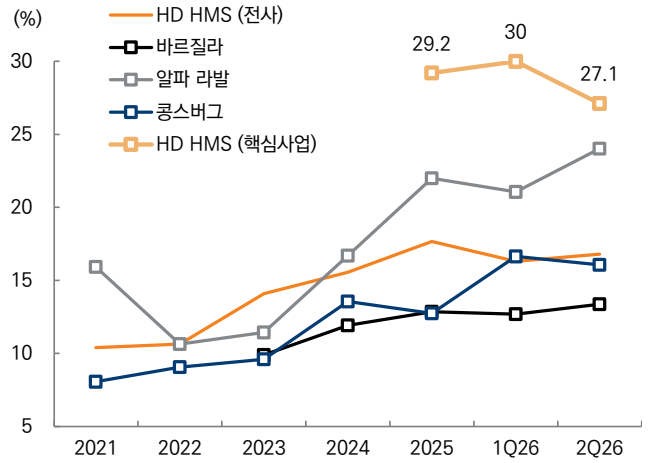
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 448. 글로벌 Peer 해양 부문 매출비중 (1Q25~2Q26)



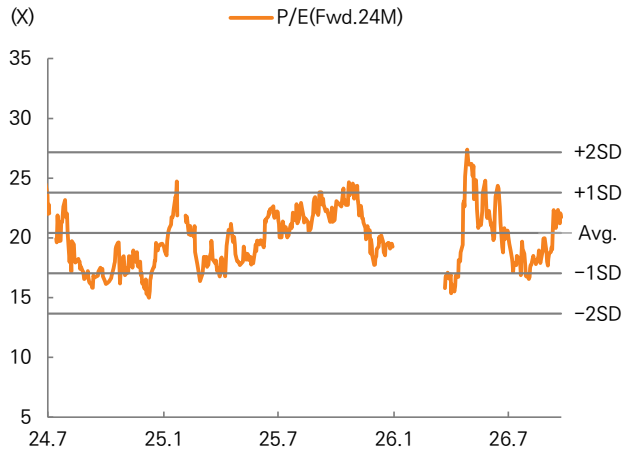
주: 바르질라는 Marine Power, 알파 라발은 Ocean, 콩스버그는 Maritime 사업부
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 449. 글로벌 Peer OPM 비교



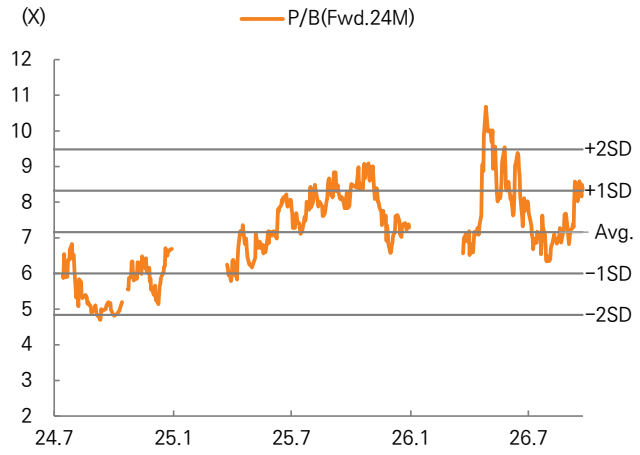
주: 콩스버그는 2Q26부터 전사로 대체
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 450. HD현대마린솔루션 컨센서스 24MF P/E 멀티플 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 451. HD현대마린솔루션 컨센서스 24MF P/B 멀티플 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 133. 국내 및 글로벌 엔진 MRO업체 밸류에이션 테이블 (x, %)

분류	회사명	시가총액	PER				EV/EBITDA				PBR				ROE			
			25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F
MRO	HD현대마린솔루션	10,715	32.9	31.5	26.3	21.3	24.4	24.2	19.4	15.7	12.3	11.1	9.6	8.2	41.3	38.7	39.5	41.7
	바르질라	26,123	25.0	24.9	21.9	19.2	16.9	14.5	12.9	11.4	6.6	5.9	5.2	4.6	26.2	24.0	26.2	27.0
	알파 라발	31,885	28.5	26.0	22.5	20.6	17.7	16.6	14.7	13.7	5.1	4.8	4.2	3.8	19.1	19.5	20.0	19.2
	콩스버그 그루펜	39,377	46.0	43.7	29.3	21.4	30.7	31.6	21.0	15.6	22.4	15.2	11.9	9.5	47.8	29.4	47.5	50.8
	Avg.	27,098	33.1	31.5	25.0	20.6	22.4	21.7	17.0	14.1	11.6	9.2	7.8	6.5	33.6	27.9	33.3	34.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 134. 국내 및 글로벌 엔진 MRO업체 연간 실적 컨센서스 테이블 (십억원, %)

분류	회사명	매출액				영업이익				OPM				당기순이익			
		25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F	25A	26F	27F	28F
MRO	HD현대마린솔루션	1,983	2,351	2,650	3,054	350	416	526	654	17.7	17.7	19.8	21.4	270	350	419	517
	바르질라	11,042	10,088	10,750	11,914	1,274	1,392	1,581	1,817	11.5	13.8	14.7	15.2	1,006	1,025	1,190	1,367
	알파 라발	10,123	10,366	11,474		1,707	1,755	2,016		16.9				1,202	1,277	1,475	
	콩스버그 그루펜	4,326	6,103	9,062	11,851	643	1,022	1,644	2,242	14.9	16.8	18.1	18.9	1,090	892	1,362	1,862
	Avg.	7,716	7,602	8,291	7,484	1,110	1,188	1,374	1,235	15.4	15.7	17.3	18.3	826	884	1,028	942

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 135. HD현대마린솔루션의 선박엔진, 기존 육상엔진 및 AIDC 엔진 MRO 사업 영업가치 추정

(십억원)

항목	단위	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	주요 가정	
선박엔진		788	963	1,122	1,286	1,438	1,693	1,928	2,228	2,560	2,842		
비엔진		113	117	122	127	132	137	142	148	154	160	28~35 CAGR	4%
기존 육상발전		132	124	138	145	152	160	168	176	185	194	28~35 CAGR	5%
DC (AEG+CEG)		-	-	9	40	87	139	137	106	139	137		
스마트케어		104	105	106	107	108	110	111	112	114	115	선박용 성장률과 연동	
MRO 매출액	십억원	920	1,087	1,269	1,471	1,677	1,992	2,233	2,510	2,884	3,173		
YoY			18.1	16.8	15.9	14.0	18.8	12.1	12.4	14.9	10.0		
영업이익	십억원	276	350	437	539	652	819	967	1,143	1,378	1,587		
OPM	%	30.0	32.2	34.4	36.7	38.9	41.1	43.3	45.6	47.8	50.0	OPM	30% → 50%
(+) D&A	십억원	16	13	10	10	10	10	10	10	10	10	28년~ flat	
EBITDA	십억원	292	363	447	549	662	829	977	1,153	1,388	1,596		
(-) 법인세	십억원	69	88	109	135	163	205	242	286	345	397	법인세율	25%
(-) CAPEX	십억원	22	18	15	15	15	15	15	15	15	15	28년~ flat	
(-) ⊿ NWC		-111	38	46	46	47	48	49	50	51	52	28년~ 영구성장률	
FCF	십억원	311	220	277	353	437	561	671	802	977	1,132		
할인계수	X	0.93	0.86	0.80	0.75	0.69	0.65	0.60	0.56	0.52	0.48	WACC	7.6%
PV of FCF	십억원	289	190	222	263	303	362	402	447	506	545		
Sum of PV	십억원	3,531											
Terminal Value	십억원	9,970	74%										
Operating Value	십억원	13,501											

영구성장률	%	2.0%
WACC	%	7.6%
부채 비중	%	0%
COE	%	**7.6%**
무위험수익률	%	5.0%
베타	X	0.4
위험프리미엄	%	6.0%
COD	%	**4.2%**

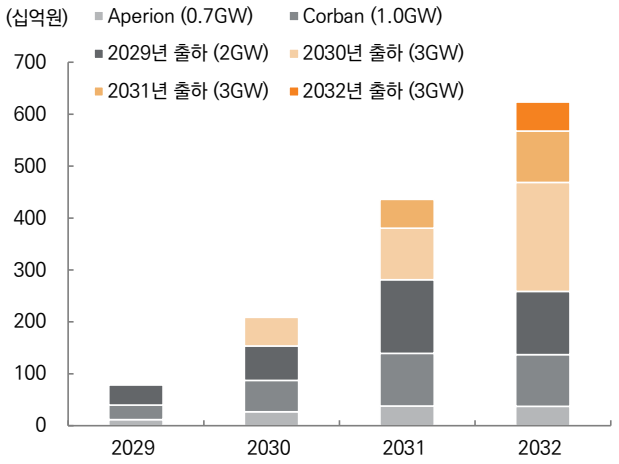
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 136. WACC, 영구성장률 가정에 대한 영업가치의 민감도

구분		영구성장률				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.5%	13,117	13,927	14,884	16,033	17,437
	7.0%	11,941	12,605	13,381	14,296	15,396
	7.5%	10,930	11,481	12,117	12,858	13,735
	8.0%	10,053	10,514	11,041	11,650	12,359
	8.5%	9,285	9,675	10,116	10,621	11,203

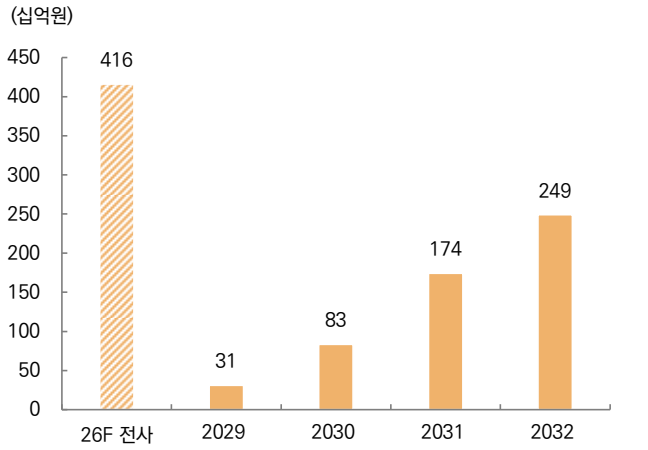
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 452. HD현대중공업 신규 CAPA에 따른 MRO 매출액 전망



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 453. HD현대중공업 신규 CAPA에 따른 MRO 영업이익 전망



주: OPM 40%, 자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

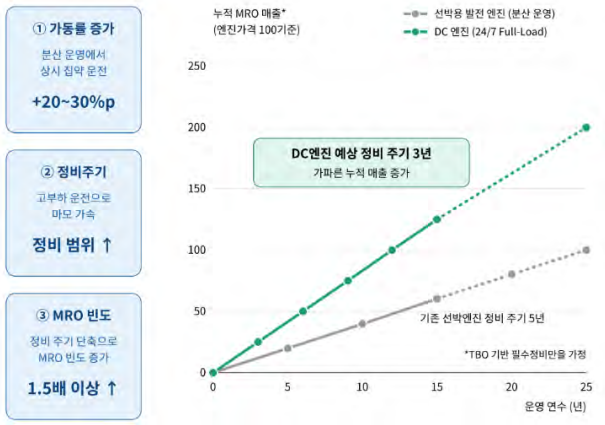
표 137. HD현대중공업 신규 CAPA에 따른 MRO 매출액 전망 (생산능력 100% 활용 시)

(십억원)

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Aperion (0.66GW)	3.63	11.55	26.57	37.62	37.29	33.99	37.62	37.29	33.99	37.62	37.29	33.99	37.62
Corban (1.17GW)	4.90	28.35	60.73	101.50	99.75	71.75	101.50	99.75	71.75	101.50	99.75	71.75	101.50
2029년 출하 (2GW)	-	38.17	66.00	142.34	121.66	66.00	142.34	121.66	66.00	142.34	121.66	66.00	142.34
2030년 출하 (3GW)	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00
2031년 출하 (3GW)	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12
2032년 출하 (3GW)	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88
2033년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12	99.00
2034년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88	186.12
2035년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00	209.88
2036년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12	99.00
2037년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88	186.12
2038년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00	209.88
2039년 출하 (3GW)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44	99.00
…	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.44
매출액	**8.53**	**78.07**	**208.73**	**435.90**	**623.02**	**722.18**	**930.90**	**1,118.02**	**1,217.18**	**1,425.90**	**1,613.02**	**1,656.74**	**1,766.46**

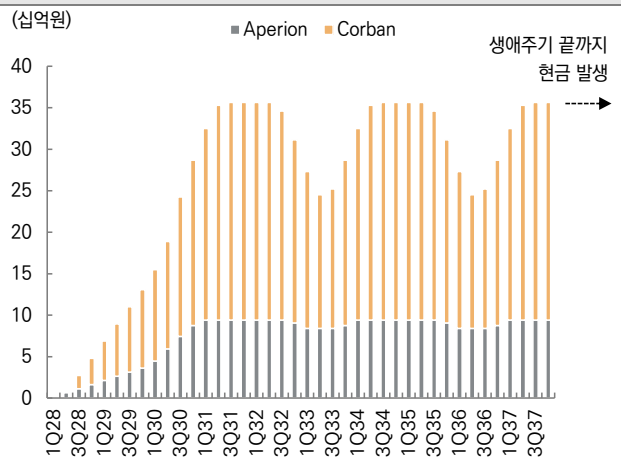
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 454. 데이터센터 MRO는 선박용 대비 높은 수익성의 사업



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 455. HD현대마린솔루션의 Aperion, Corban AM매출 추정



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 138. HD현대마린솔루션의 Aperion향 33대 공급계약 분기 MRO 수익 추정 예시 (십억원)

엔진	인도월	ASP	LSTA	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28	1Q29	2Q29	3Q29	4Q29	1Q30	2Q30	3Q30	4Q30
1	28.02	11	3	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385	0.495	0.495	0.495
2	28.03	11	3	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275	0.495	0.495	0.495
3	28.04	11	3	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.495	0.495	0.495
4	28.05	11	3	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385	0.495	0.495
5	28.06	11	3	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275	0.495	0.495
6	28.07	11	3	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.495	0.495
7	28.08	11	3	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385	0.495
8	28.09	11	3	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275	0.495
9	28.10	11	3	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.495
10	28.11	11	3	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.385
11	28.12	11	3	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.275
12	29.01	11	3	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
13	29.02	11	3	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
14	29.03	11	3	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
15	29.04	11	3	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
16	29.05	11	3	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
17	29.06	11	3	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
18	29.07	11	3	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
19	29.08	11	3	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
20	29.09	11	3	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
21	29.10	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165	0.165
22	29.11	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165	0.165
23	29.12	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165	0.165
24	30.01	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165	0.165
25	30.02	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165	0.165
26	30.03	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165	0.165
27	30.04	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165	0.165
28	30.05	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165	0.165
29	30.06	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165	0.165
30	30.07	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165	0.165
31	30.08	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.11	0.165
32	30.09	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.055	0.165
33	30.10	11	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.165

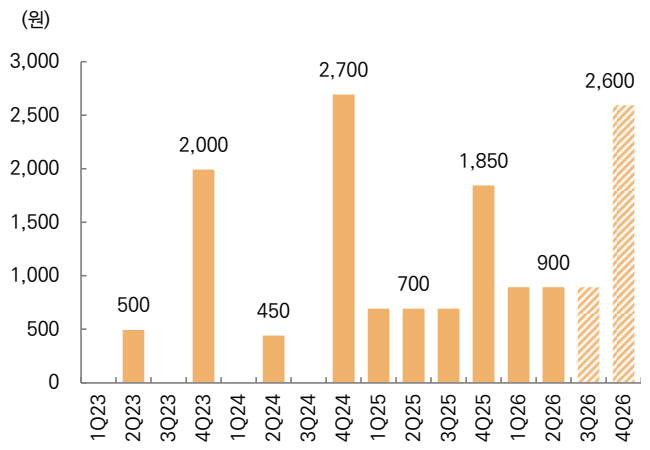
주: 분기 유지보수 계약가 = 대당 엔진가의 30%, 36개월 사이클에 연차별 인식률 20% / 20% / 60% (1~12M / 13~24M / 25~36M)
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 139. HD현대중공업의 AIDC향 4행정 엔진 수주 2건 (십억원, MW)

	세부	Aperion Energy	Corban Energy
인도시기	시작일	2026-04-21	2026-08-27
	종료일	2030-10-21	2030-07-30
계약규모	금액 (십억원)	627.1	956
	대수	33	130
모델 사양	대당 출력	20	9
	라인업	H54GV	20H35/40GV

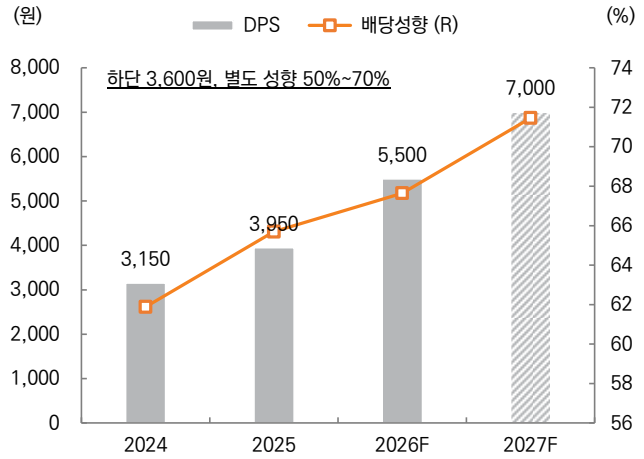
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 456. HD현대마린솔루션 DPS 추이 및 전망



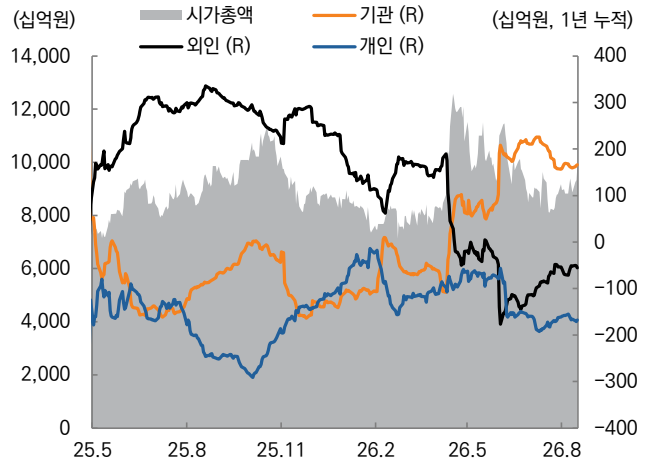
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 457. HD현대마린솔루션 연간 배당액 및 연결 배당성향



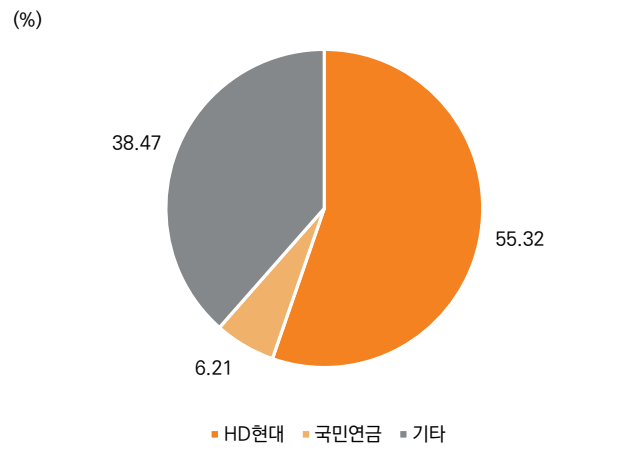
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 458. HD현대마린솔루션 수급 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 459. HD현대마린솔루션 주주 현황



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

2H26 및 중장기 실적 전망: 힘센엔진과 함께, 28F OPM 34% 도달 추정

올해 연간 매출액 2.37조원, 영업이익 4,163억원으로 전사 OPM 17.6%, 핵심사업 OPM 28.6%를 기록할 것으로 추정한다. 전년(29.2%)대비 소폭 하락하는 것으로 상반기 영향을 미쳤던 일회성 비용(판매보증충당금 20억원, 컨설팅비 32억원, 싱가포르 물류창고 10억원), 이중 일부(Palantir 컨설팅비, 분기 약 20억원)의 하반기내 유지 가정에 기인한다.

핵심사업 OPM은 2분기 27.1%에서, 27년 30%를 상회, 28년 34%에 도달할 것으로 추정한다. AM 매출액은 26년 1.14조원으로 21.5% YoY 증가, 28년까지 1.5조원으로 확대되며 이끌 것이다. 선박엔진(21% YoY, 7,877억원, 28년 1.12조원)은 서비스 선박 수(25년 +569척)의 계단식 증가 지속, DF비중 확대(1Q 15%, 28F 25%)와 연계한 ASP 상승분에 동행한다. AM 비선박 부문에서는, 올해 비엔진(-3.9%, 1,125억원) 부진을 육상발전(93.3%, 1,320억원)이 상쇄할 전망이다. 25년 이연(100억원) 매출액 및 2월 에콰도르 전력청($53m, 올해 $40m 인식) 수주 영향이다. 육상 O&M 전방 2,000대 중 분쟁발 미서비스(쿠바 500대, 베네수엘라 200대) 지역 정상화를 확인하며 추가 상향이 가능하다.

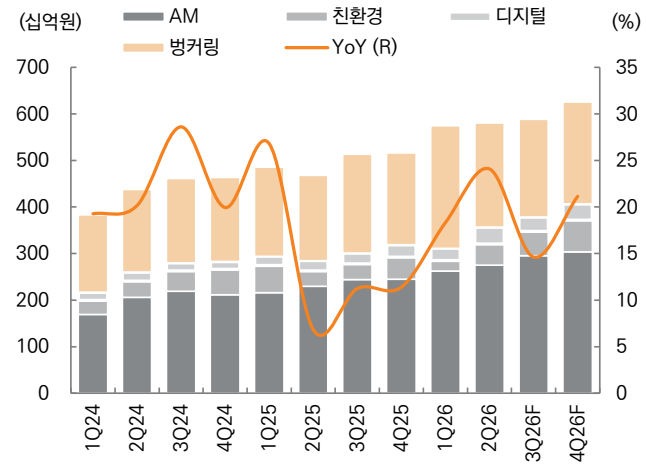
디지털 사업부의 경우 26F 연매출액 1,280억원(39.3% YoY)으로 샤프트 제너레이터 탑재처 확대(LNG·LPG→대형 컨테이너선)가 주도하는 성장이 가파르다. 2분기(매출액 65.5% YoY, 8척) 호조를 하반기 인도량 증가(12척), 잔여 수주잔고(2Q말 2,661억원, 2년 인식)가 뒷받침하며 지속할 전망이다. 친환경 사업의 경우 단기 환경규제 답보를 FSU, FSRU 등 부유식 LNG설비 공사수주로 상쇄하고 있다. 26F 매출액은 1,888억원(9.6% YoY)으로 추정한다. 대내외 불확실성으로 인한 지연 프로젝트들이(2H 재액화 개조 2척, 4Q FSU 1척, 1Q27 FSRU 1척) 차례로 순연할 전망이다. Carbon Solution의 경우 28년 MEPC 구체화 이전까지 고객사 관망세가 유지될 공산이 크지만, 그룹사의 FDC 사업 진행과 함께 중고선 개조 물량 확보시 가동률 상승을 기대할 수 있다.

표 140. HD현대마린솔루션 영업실적 추이 및 전망 (십억원, %)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	전사	486	468	513	516	575	580	588	625	1,983	2,369	2,667	3,081
	AM	216	230	244	245	262	275	295	303	935	1,136	1,313	1,497
	친환경	58	33	33	48	23	45	52	69	172	189	258	292
	디지털	20	22	23	27	26	36	30	35	92	128	172	225
	벙커링	191	183	212	197	263	224	210	219	783	916	924	1,067
매출액 YoY	전사	26.8	6.8	11.3	11.4	18.3	24.1	14.6	21.2	13.6	19.5	12.6	15.5
	AM	27.7	11.6	11.5	15.8	21.4	19.6	20.9	24.0	16.0	21.5	15.5	14.0
매출원가		378	359	395	397	453	451	451	478	1,528	1,833	2,011	2,284
매출총이익		108	109	118	120	121	130	137	147	455	535	656	797
판관비		25	26	25	29	28	32	29	30	105	119	118	112
영업이익	전사	83	83	94	91	93	98	108	117	350	416	538	684
	핵심사업	83	83	94	91	93	97	108	117	350	415	538	684
	비핵심사업	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0	1.0	0.0	0.0	0	1	0	0
OPM (%)	전사	17.1	17.7	18.2	17.5	16.3	16.8	18.4	18.8	17.7	17.6	20.2	22.2
	핵심사업	28.2	29.1	31.1	28.4	30.0	27.1	28.5	28.8	29.2	28.6	30.8	34.0
	비핵심사업	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
세전이익		84	68	105	98	120	109	113	122	355	464	567	710
법인세비용		21	15	25	24	21	26	27	30	85	104	137	172
순이익 (지배)		63	53	80	74	98	83	86	93	270	359	430	538

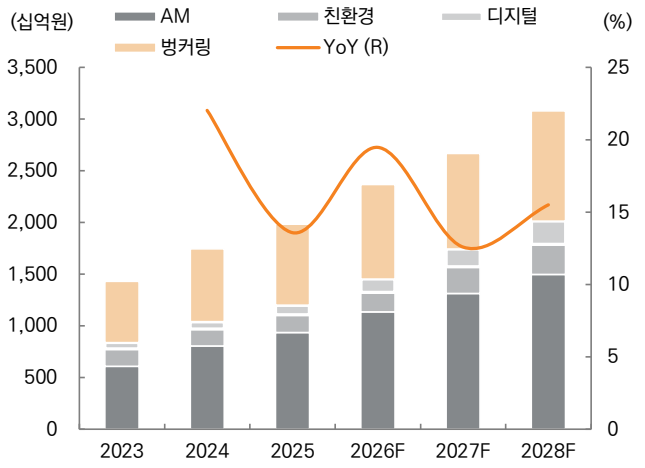
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 460. HD현대마린솔루션 분기 매출액, 성장률 전망



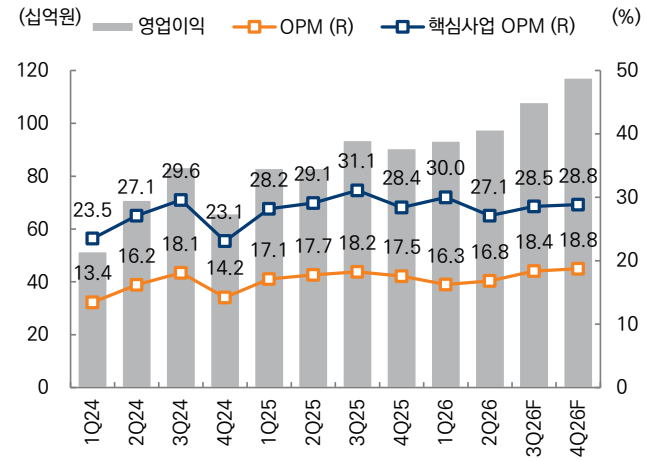
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 461. HD현대마린솔루션 연간 매출액, 성장률 전망



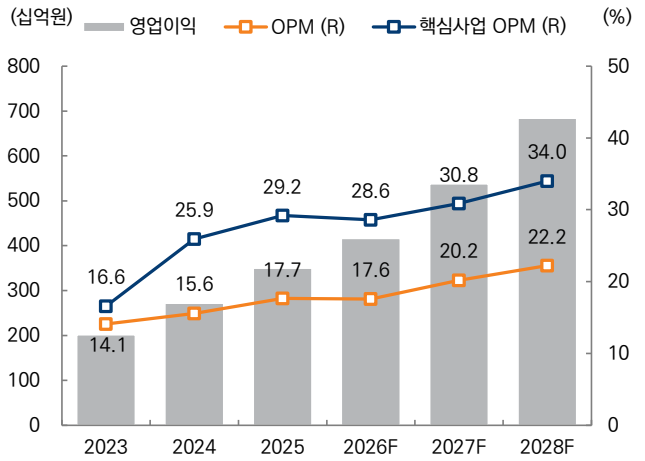
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 462. HD현대마린솔루션 분기 영업이익, 영업이익률 전망



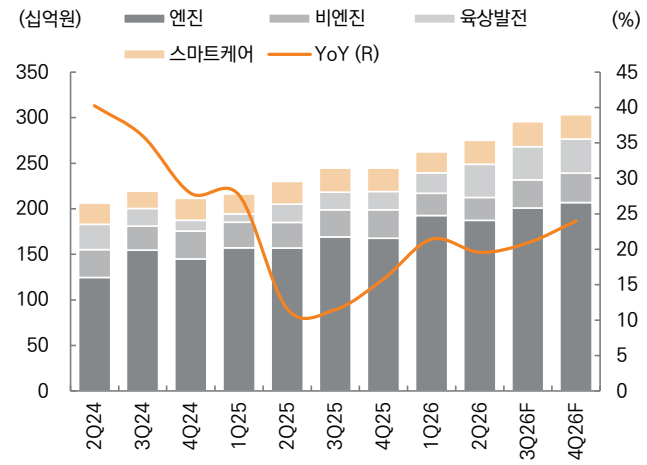
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 463. HD현대마린솔루션 연간 영업이익, 영업이익률 전망



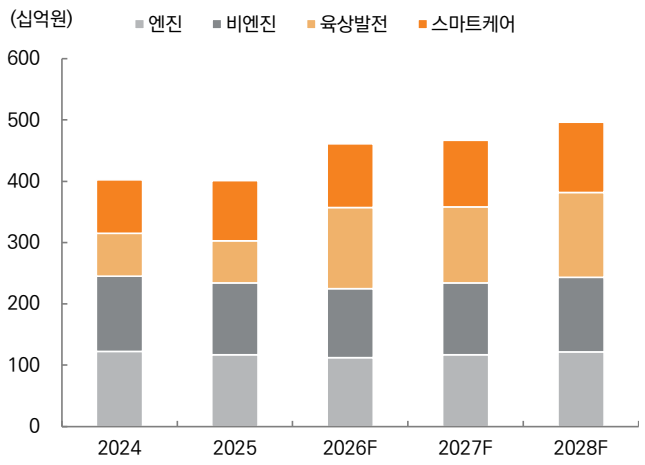
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 464. HD현대마린솔루션 AM 부문 제품군별 매출액 및 성장률



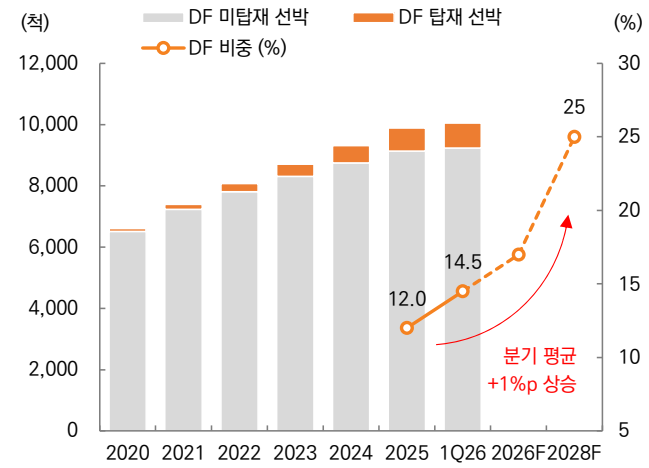
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 465. HD현대마린솔루션 AM 부문 제품군별 매출액



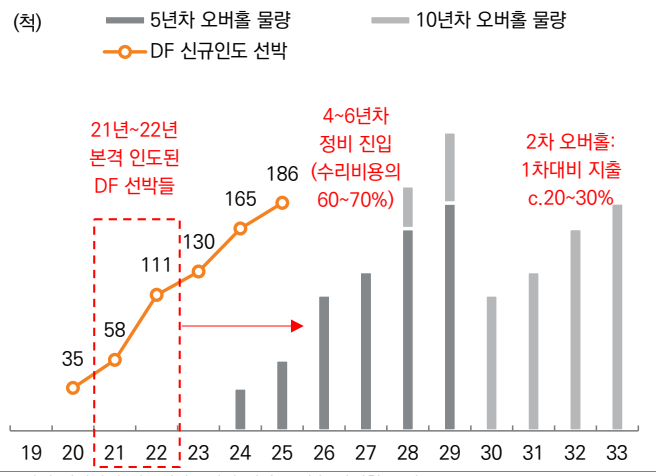
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 466. 선박엔진 AM: 매출 발생 선박의 척수 및 DF 비중



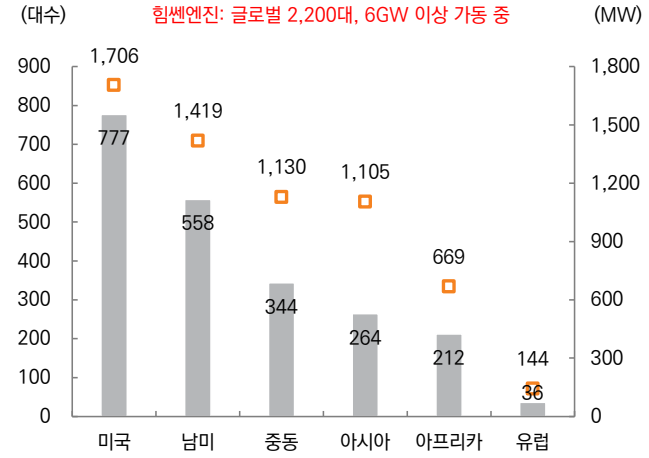
주: 25%는 사측 소통 목표치
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 467. 선박엔진 AM: DF 탑재선박의 오버홀 주기 추정



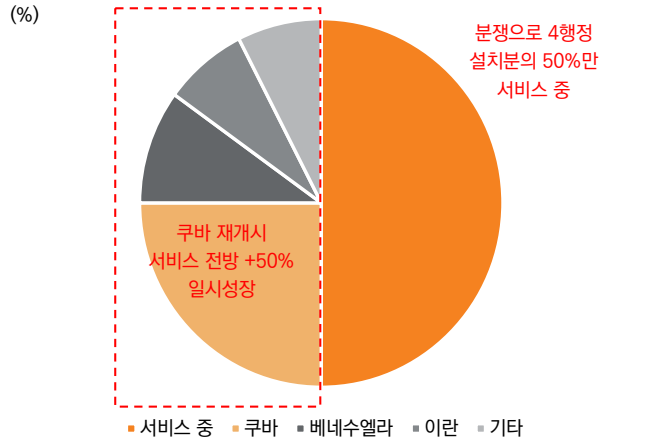
주: 실제 러닝아워 기준이나 5년의 시차를 단순 가정한 도식
자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 468. 육상발전 AM: 현대중공업 4행정 인도 레코드



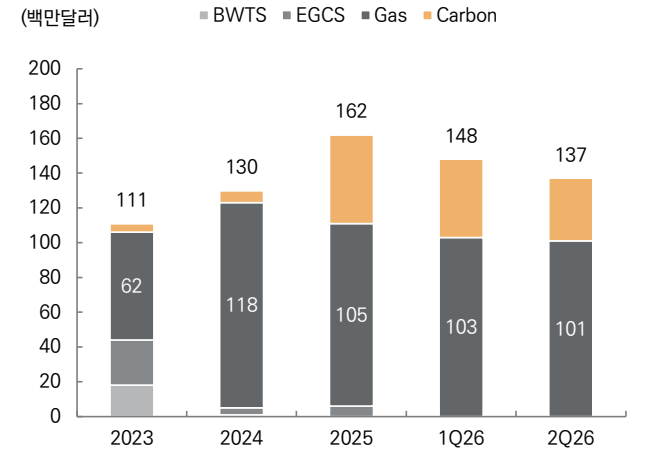
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 469. 육상발전 AM: 4행정 서비스 현황



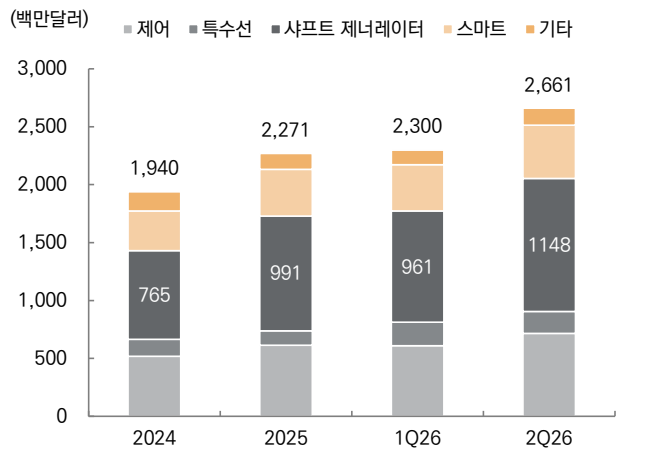
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 470. HD현대마린솔루션 친환경 Retrofit 수주잔고



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 471. HD현대마린솔루션 디지털제어 부문 수주잔고



자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대마린솔루션 (443060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,983**	**2,369**	**2,667**	**3,081**
매출원가	**1,528**	**1,833**	**2,011**	**2,284**
매출총이익	**455**	**536**	**656**	**797**
판매비와관리비	**105**	**119**	**118**	**112**
조정영업이익	**350**	**416**	**538**	**684**
영업이익	**350**	**416**	**538**	**684**
비영업손익	**5**	**48**	**29**	**26**
금융손익	15	15	19	25
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	355	464	567	710
계속사업법인세비용	85	104	137	172
계속사업이익	270	359	430	538
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**270**	**359**	**430**	**538**
지배주주	270	359	430	538
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**266**	**369**	**430**	**538**
지배주주	266	369	430	538
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	363	432	551	694
FCF	307	249	459	576
EBITDA 마진율 (%)	18.3	18.2	20.7	22.5
영업이익률 (%)	17.7	17.6	20.2	22.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.6	15.2	16.1	17.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,187**	**1,440**	**1,702**	**2,047**
현금 및 현금성자산	378	390	589	804
매출채권 및 기타채권	310	436	451	468
재고자산	271	337	348	389
기타유동자산	228	277	314	386
비유동자산	**86**	**98**	**91**	**87**
관계기업투자등	3	3	4	4
유형자산	30	28	21	16
무형자산	5	5	5	5
자산총계	**1,272**	**1,538**	**1,792**	**2,134**
유동부채	**409**	**491**	**557**	**665**
매입채무 및 기타채무	181	215	244	276
단기금융부채	8	10	11	14
기타유동부채	220	266	302	375
비유동부채	**39**	**58**	**62**	**72**
장기금융부채	10	23	23	23
기타비유동부채	29	35	39	49
부채총계	**448**	**549**	**619**	**737**
지배주주지분	**825**	**990**	**1,173**	**1,397**
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	404	405	405	405
이익잉여금	377	532	716	940
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**825**	**990**	**1,173**	**1,397**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**324**	**266**	**478**	**591**
당기순이익	270	359	430	538
비현금수익비용가감	85	108	128	154
유형자산감가상각비	13	16	13	10
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	72	92	115	144
영업활동으로인한자산및부채의변동	20	-111	38	46
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-62	-106	-13	-15
재고자산 감소(증가)	0	-60	-11	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	30	21	28	30
법인세납부	-66	-105	-137	-172
투자활동으로 인한 현금흐름	**-21**	**-55**	**-46**	**-75**
유형자산처분(취득)	-17	-17	-18	-15
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-39	-30	-62
기타투자활동	0	1	2	2
재무활동으로 인한 현금흐름	**-223**	**-210**	**-245**	**-311**
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	14	1	3
자본의 증가(감소)	20	0	0	0
배당금의 지급	-215	-204	-247	-314
기타재무활동	-26	-20	1	0
현금의 증가	**79**	**12**	**199**	**214**
기초현금	298	378	390	589
기말현금	378	390	589	804

자료: HD현대마린솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

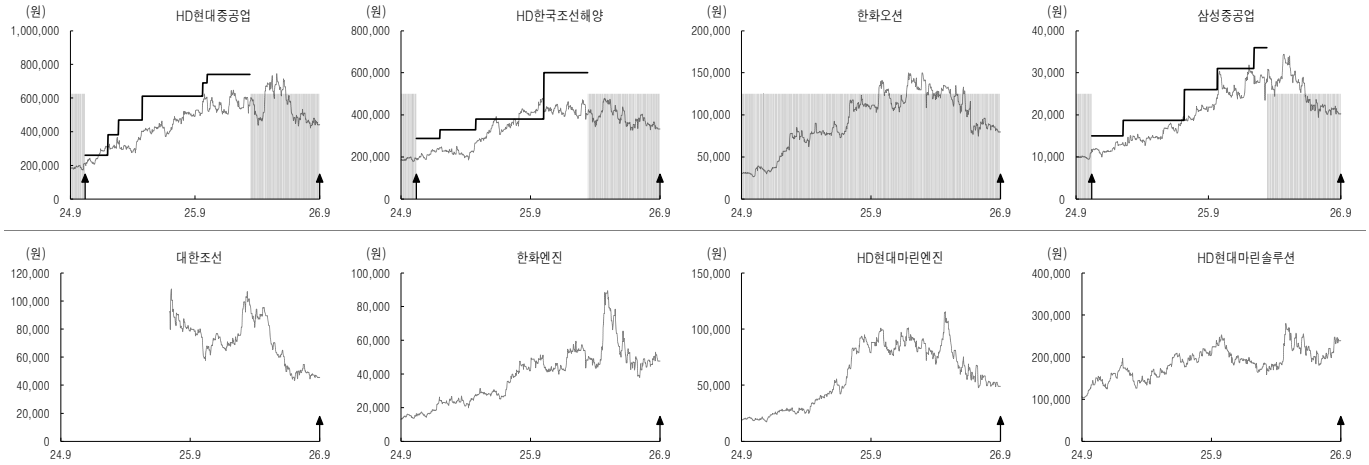
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	32.2	29.8	24.9	19.9
P/CF (x)	24.5	22.9	19.2	15.5
P/B (x)	10.5	10.8	9.1	7.7
EV/EBITDA (x)	22.4	23.5	18.0	13.9
EPS (원)	6,013	8,016	9,594	12,002
CFPS (원)	7,910	10,415	12,454	15,445
BPS (원)	18,396	22,073	26,167	31,169
DPS (원)	3,950	5,500	7,000	8,000
배당성향 (%)	65.7	68.6	73.0	66.7
배당수익률 (%)	2.0	2.5	3.2	3.6
매출액증가율 (%)	13.6	19.5	12.6	15.5
EBITDA증가율 (%)	28.0	19.1	27.4	26.1
조정영업이익증가율 (%)	28.9	18.9	29.2	27.3
EPS증가율 (%)	13.4	33.3	19.7	25.1
매출채권 회전율 (회)	7.2	6.5	6.1	6.9
재고자산 회전율 (회)	7.3	7.8	7.8	8.4
매입채무 회전율 (회)	9.4	9.6	9.1	9.1
ROA (%)	22.2	25.6	25.8	27.4
ROE (%)	33.7	39.6	39.8	41.9
ROIC (%)	85.9	90.2	101.1	142.7
부채비율 (%)	54.3	55.4	52.8	52.7
유동비율 (%)	290.4	293.3	305.5	307.8
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-59.0	-69.2	-77.7
조정영업이익/금융비용 (x)	330.2	280.9	302.9	368.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가대비
HD현대중공업 (329180)				
2026.09.29	매수	800,000	-	-
2026.03.10	분석 대상 제외		-	-
2025.11.04	매수	740,000	-23.92	-12.43
2025.10.22	매수	690,000	-13.32	-9.57
2025.04.28	매수	610,000	-25.75	-7.70
2025.02.17	매수	470,000	-32.80	-14.26
2025.01.17	매수	383,000	-17.21	-4.44
2024.11.11	매수	260,000	-3.44	20.77
HD한국조선해양 (009540)				
2026.09.29	매수	470,000	-	-
2026.03.10	분석 대상 제외		-	-
2025.11.06	매수	600,000	-29.32	-21.33
2025.04.28	매수	380,000	-3.75	26.18
2025.01.17	매수	329,000	-32.51	-19.30
2024.11.11	매수	288,000	-26.03	-15.45
한화오션 (042660)				
2026.09.29	매수	128,000	-	-
삼성중공업 (010140)				
2026.09.29	매수	33,000	-	-
2026.03.10	분석 대상 제외		-	-
2026.02.02	매수	36,000	-21.79	-18.06
2025.10.24	매수	31,000	-13.27	2.74
2025.07.25	매수	26,000	-19.79	-7.31
2025.02.06	매수	18,700	-17.99	4.65
2024.11.11	매수	15,000	-21.09	-8.87
대한조선 (439260)				
2026.09.29	매수	75,000	-	-
한화엔진 (082740)				
2026.09.29	매수	85,000	-	-
HD현대마린엔진 (071970)				
2026.09.29	매수	85,000	-	-
HD현대마린솔루션 (443060)				
2026.09.29	매수	360,000	-	-

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HD한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션, HD현대중공업 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.