

조선

팩트는 핵잠수함이 건조된다는 거임

한미 팩트시트 발표: 핵잠수함 건조 승인

백악관과 대통령실이 발표한 팩트시트에 의하면 미국은 한국에 핵추진 잠수함을 건조할 수 있도록 승인 완료. 위성락 안보실장은 핵잠수함이 처음부터 한국에서 건조하는 것으로 전제 되었다고 언급 (“어떤 부분에 있어서는 미국과의 협업 혹은 도움을 청할 수 있지만, 건조는 국내에서 진행할 것”). 당사는 이것이 핵추진 동력과 같은 핵심자산은 외부에서 공급받고 선체는 국내에서 조립하는 형태일 것이라 판단.

타산지석의 시간: AUKUS에서 찾을 수 있는 향후 전개

국내 최초의 핵잠수함 건조이기 때문에 사업의 범위에 대한 갈피는 AUKUS 사례에서 확인 가능. 호주에서 “건조”할 핵잠수함은 봉합된 핵추진기관을 영국에서 제공받음. 다시 말해, 건조의 의미는 선체 모듈에 한정될 것이라 예상. 국내 조선업체들의 경우 선체모듈 건조 계약 수주 가시성이 매우 높아진 상황.

생각했던 것보다 일이 커지고 있다

AUKUS를 염두에 둔다면, 최근 호주 정부가 서호주 핸더슨 조선단지를 핵추진 잠수함 거점으로 육성하기 위한 250억 달러 규모의 투자 계획을 추진하며 이에 대한 국내 조선업체의 협력 가능성 또한 지켜봐야 할 내용임. 핸더슨 조선단지는 Austal, Cvmec, BAE Systems 등이 운영하고 있으며, 호주 정부는 핵잠수함 건조를 남호주 오스본에서 진행하되, 핸더슨 또한 정비 및 운영, 대형 함정 건조를 위한 거점이라는 것을 명시함.

핵잠수함 건조의 실익은 해외에서 발생할 수 있다

국내 핵잠수함 건조 승인의 실질적 이익은 해외 핵잠수함 사업에도 개입할 수 있는 기회라고 판단. 국내 사업의 경우 원가형 계약으로 이익규모가 상대적으로 제한적일 수 있으나, 이로 인한 핵잠수함 플랫폼 부분건조 계약을 미국과 호주로부터 수주할 경우 생산 효율성 격차로 인한 높은 영업이익률을 기록할 수 있다고 예상.

업종 비중확대 의견 유지

이전 연간전망 자료에서 언급하듯 2026년은 방산부문의 진전 (트럼프 행정부의 법제적 변화, MASGA 펀드 구체화로 시작되는 본격 대미 투자)이 업종 내 주요 트리거가 될 것이라 예상. 김정관 산업부장관은 1,500억불의 MASGA펀드가 조선분야 민간투자, 보증, 선박금융 등을 지원한다 밝혔고, 이로 인한 수익은 모두 국내 업체에게 귀속될 것이라 발표. 따라서, 정부 보증 금융지원의 틀이 마련됨과 동시에 주요 조선업체들의 대미투자 가속화와 이에 따른 수혜의 범위와 방향성이 업데이트될 때마다 업종 전체에 대한 긍정적 투자심리 지속 반영될 것이라 예상.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
한화오션	매수 (M)	179,000 (M)

핵잠수함 건조 사업이 가지는 의미는 사업 영역의 대폭 확장

국내 조선업체가 핵추진잠수함 (핵잠수함)을 건조할 수 있을 때의 수혜는 내수용 핵잠수함 건조보다 **글로벌 핵잠수함 건조 시장으로 사업 영역이 확장될 수 있다**는 점에 주목해야 한다. 당사는 백악관의 핵잠수함 건조 승인이 **장기적으로 미국과 호주에서 확보할 핵잠수함의 선체 건조 측면에서 협력을 요청하고자 발생한 이벤트**라고 판단한다.

한미 팩트시트 발표: 핵잠수함 건조 승인

백악관과 대통령실은 공동 설명자료에서 한-미 원자력 협력 협정에 부합하고 미국의 법적 요건을 준수하는 범위 안에서 우라늄 농축 및 핵연료 재처리 권한을 가질 수 있을 것이라 발표했다. 권한을 주는 방향에는 합의했으나, 그 권한의 범위에 대해서는 아직 협의의 여지가 남아있다. (2015년 한미 원자력협력협정에는 20% 미만의 저농축우라늄 생산-농축으로 범위를 제한한다).

위성락 안보실장은 “한미 정상 간 논의는 처음부터 끝까지 **한국에서 건조하는 것을 전제로 진행**” 됐는데, 당사는 이것이 선체의 건조에 무게를 둔 것이라 판단한다. 다시 말해, **핵추진 동력과 같은 핵심자산은 외부에서 공급받고 선체는 국내에서 조립하는 형태일 것**이라 판단한다.

AUKUS에서 찾을 수 있는 시나리오

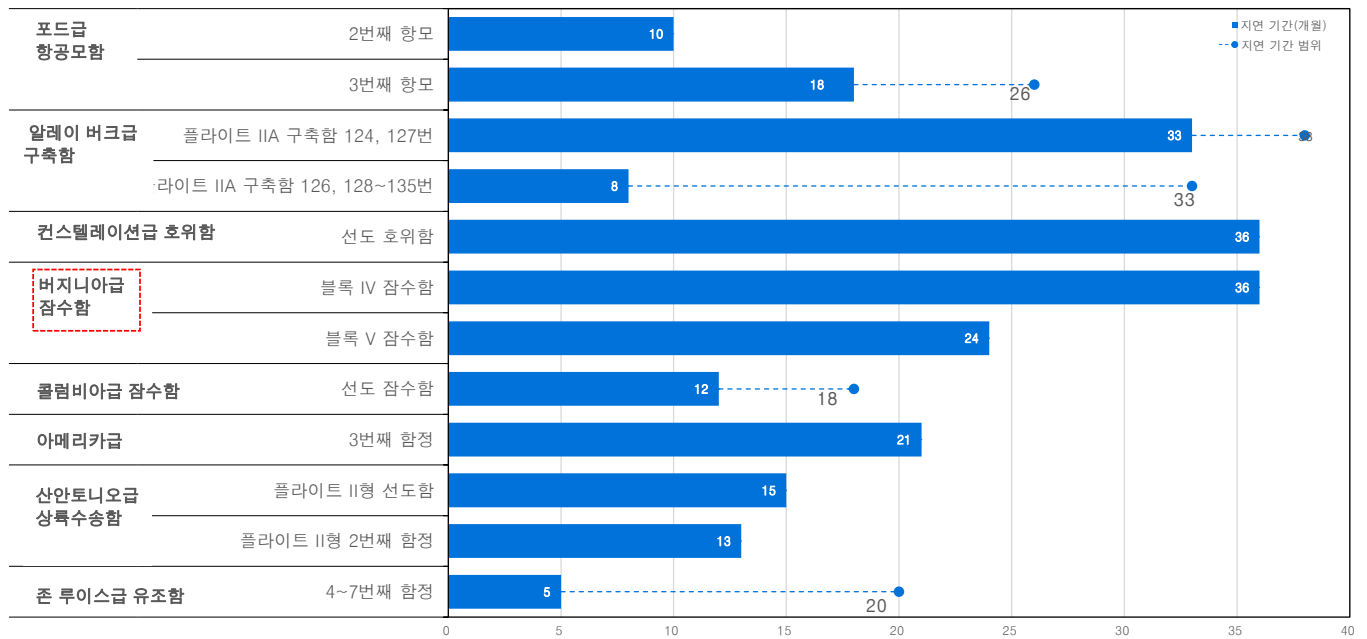
위성락 안보실장이 언급한 미 원자력법 91조 기반 예외조항을 적용한 AUKUS의 사례에서 향후 시나리오를 예상할 수 있다. 호주 정부에 따르면, 향후 호주에서 건조될 핵잠수함은 밀봉-용접된 원자로 동력을 제공받을 예정이다 (호주 내에서는 어떠한 우라늄 농축이나 핵연료 재처리도 금지한 상황).

따라서, 100% 국내 건조 시나리오는 **기술적으로는 가능성이 보일지라도 외교적으로 불가능할 것**이라 예상된다. 고농축 우라늄 (HEU)을 연료로 쓰는 나라는 영국과 미국이며, 호주가 AUKUS를 통해 HEU를 사용하는 핵잠수함을 보유하는 첫 비핵무기국이다 (호주내 건조물량 또한 Osborne에서 원자로 동력을 제외한 선체만을 건조한다).

그럼 핵잠수함 건조를 왜 허락했을까? – HEU 핵잠수함 선체 건조 외주화 전개될 것

이전 보고서에 언급한 것처럼, 핵잠수함 건조 승인의 의도를 파악하자면 향후 국내 조선업체들이 핵잠수함 선체 건조 계약에 접근할 수 있는 제도적 발판을 놓아준 것이라 판단한다. 버지니아급 잠수함은 납기가 지연되고 있는 미 해군의 함정 목록 내에서도 지연 기간이 매우 상위권에 위치해 있으며, MRO 여력조차 부족하여 실질적 선복 또한 지속적으로 감소하고 있는 상황이다. 다시 말해 핵잠수함도 미국 해군 입장에서 국내 조선업체들의 협력이 절실하던 참이다.

버지니아급 잠수함 (핵추진잠수함)의 납기 지연



자료: 유안타증권 리서치센터, US GAO

미국내 핵추진잠수함 변화

(단위: 척)

연도	선박	유지보수중	유지보수 대기	실질 배치 선박	연도	선박	유지보수중	유지보수 대기	실질 배치 선박
FY08	51	11	0	40	FY16	52	12	1	39
FY09	52	10	1	41	FY17	50	12	2	36
FY10	52	10	0	42	FY18	50	14	2	34
FY11	52	11	0	41	FY19	50	13	3	34
FY12	53	10	1	42	FY20	50	10	5	35
FY13	53	12	0	41	FY21	49	14	4	31
FY14	53	13	2	38	FY22	49	11	5	33
FY15	53	9	1	43	FY23	48	14	2	32

자료: 유안타증권 리서치센터, US CRS

15일 국내 조선업체를 방문한 Daryl Caudle 미 해군 참모총장은 7월 상원 군사위원회 인준청문회에서 “미국내 핵잠수함 납기의 지연으로 인해 호주에 버지니아급 핵잠수함을 인도할 수 없을 것” 이라고 말했다. AUKUS Pillar 1에 따르면 미국은 1) 4척의 핵잠수함을 호주 서부에 배치하며 2) 3-5척의 버지니아급 핵잠수함을 호주에 매각하고 3) 이에 따라 3-5척의 버지니아급 핵잠수함을 추가 건조하고 4) 호주가 직접 3-5척 (도합 8척 보유)의 핵잠수함을 보유하도록 도와야 한다.

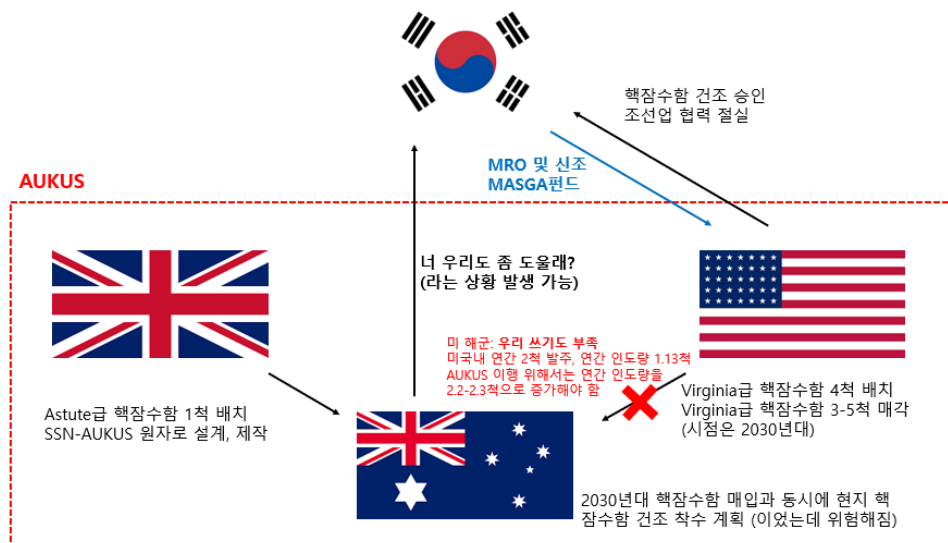
호주 입장에서든 뒤통수가 서늘한 상황 – MASGA의 A가 Australia가 될 수도 있나?

Australian Defence Magazine (ADM)에 따르면 한국의 핵잠수함 또한 미국 기술에 부분적으로 통제되기 때문에 국내 조선업체들은 미국 및 호주의 핵잠수함과 중복되는 건조, 정비 능력을 갖추게 된다. 그리고 현재, 미 해군의 핵잠수함 납기 지연이 지속된다면 호주는 기존 AUKUS 계획과 달리 핵잠수함 확보 시점이 요원해질 것이다.

이러한 와중에 호주 정부 또한 9월 서부 핸더슨 조선단지에 120억 AUD의 신규 투자를 발표했다. 이는 1) 주력 수상함 건조 및 운용, 2) 2030년 이후 핵잠수함의 비상도크를 위한 것이며, 향후 10년간 130억 AUD의 추가 투자가 있을 예정이다. 호주 정부는 핵잠수함 건조를 남호주 오스본에서 진행하되, 핸더슨 또한 정비 및 운용, 대형 함정 건조를 위한 거점으로 삼으려 한다.

즉, 호주 입장에서는 미국으로부터 기운용 핵잠수함을 매입하여 2030년대 본격적인 핵잠수함 건조를 위한 포석을 준비해왔으나 **여차하면 미국은 핵잠수함 매각을 미루고 정작 한국이 7번째 핵잠수함 확보국가가 될 수도 있는 것이다.**

AUKUS 3국 내에서 핵잠수함 생산 병목현상으로 인해 발생 가능한 시나리오



자료: 유안타증권 리서치센터

만약 한국이 AUKUS Pillar 1 대비 핵잠수함 건조 준비의 실질적 가속화에 성공한다면 호주 또한 국내 조선업체들에게 협력을 요청할 가능성이 존재한다고 예상하며, 장기적으로 (안정적 핵잠수함 자급자족을 하고 있는) 영국을 제외한 호주와 미국 양쪽에서 HEU 핵잠수함 선체 건조 계약을 수주할 수도 있다고 판단한다.

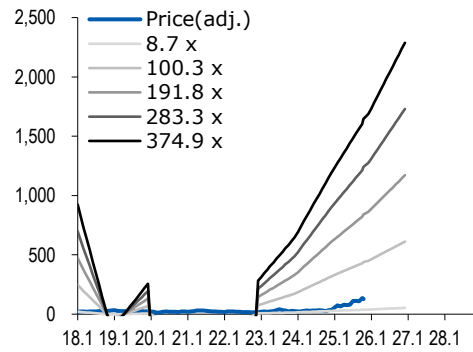
자꾸 눈을 해외로 돌리는 이유 – 돈이 되니까

국내 핵잠수함 건조 계약은 방위사업청의 첨단 무기체계 계약 특성상 원가보장형 (cost-plus) 약이 될 가능성이 높다. 다시 말해, 해당 계약 자체에서 매우 높은 영업이익률이 책정될 확률은 높지 않다.

이에 반해 미국 혹은 호주로부터 핵잠수함 선체 계약을 수주한다면 (물론 이를 위해 원자력협정, AEA, NNPI 등의 개정 및 승인 필요) 돈보다는 납기가 우선인 해당 국가들로부터 상대적으로 매우 높은 수익성을 확보할 수 있을 것이라 판단한다 (수익성 근거는 이전 [연간전망 자료](#) 참고).

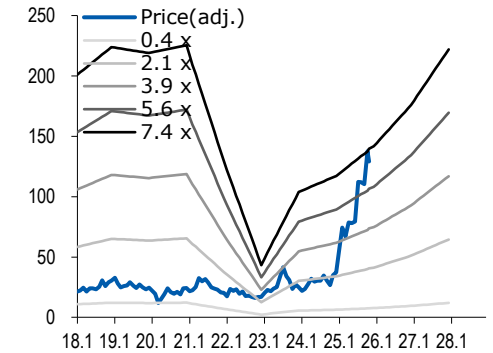
P/E band chart

(천원)



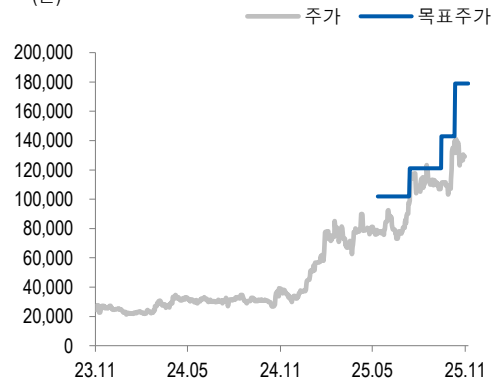
P/B band chart

(천원)



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-17	BUY	179,000	1년		
2025-10-28	BUY	179,000	1년		
2025-10-01	BUY	143,000	1년	-17.63	-2.31
2025-07-30	BUY	121,000	1년	-7.73	1.82
2025-05-28	BUY	102,000	1년	-19.59	-4.31
2025-05-15	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.