

[2026년 연간전망]

조선

미국이 못하는 걸 우리가 잘할 때

조선. 한승한



조선 비중확대(유지)

미국이 못하는 걸 우리가 잘할 때

25년 리뷰:
불확실성 속 수주와 실적 모두 견조

올해 글로벌 선박 발주량은 전년 동기 대비 약 43% 감소했으나, 국내 조선 3사 수주는 올해 수주목표에 근접한 수주 실적 기록하면서 견고한 펀더멘탈 지속되는 중이다. 올해 남은 기간 인콰이어리 및 계약 예정 물량을 고려하면 3년치 수주잔고 레벨 유지는 충분하다는 판단이다. 주력 선종 중심의 선별 수주 전략과 더불어 생산성 향상 및 후판 가격 안정화를 기반으로 선가 하락 구간에서의 수주 물량이 추후 조선주 실적에 끼칠 악영향은 상당히 제한적일 수밖에 없다.

26년 전망:
탄탄한 펀더, 마스가는 이제 시작

국내 조선업의 상선 펀더멘탈은 견고할 전망이다. ①LNGC: 내년부터 북미 LNG 프로젝트에 필요한 LNG 운반선 대규모 발주가 예상된다. ②컨테이너선: 탭티어 라이너들의 선대 확장 경쟁과 중하위 티어 라이너들의 친환경 선대 교체 수요는 지속되며 올해 대비 소폭 감소한 발주세를 전망한다. ③탱커: 노후선대 교체 수요, EU의 러시아 그림자함대 제재 확대, OPEC+의 증산 재개 등에 따른 운임 상승과 이에 따른 신조 발주 확대가 내년부터 본격적으로 시작될 것으로 예상된다.

1) 상선 펀더는 견고할 것

2) 마스가(MASGA)는 이제 시작

1,500억 달러 규모의 마스가(MASGA)는 이제 시작이다. 'SHIPS For America Act' 및 '미 해군 준비태세 보장법'의 승인 가능성 높다는 판단이며, 현실화 시 미국 조선업 재건 과정에서 미국 상선과 함정 수주를 통한 주가 상승 모멘텀 이어갈 전망이다. 또한 중국과 러시아 함대를 견제하기 위한 글로벌 주요 국가들의 함정 발주 사이클이 도래했다. 다수의 주요 함정 프로젝트 수주를 통해 국내 조선주의 구조적 성장 이어질 전망이며, 이에 따른 주가 리레이팅 필요하다.

3) 글로벌 함정 발주 사이클의 도래

조선주 최선후주(Top-Pick):
HD 현대중공업(=HD 현대미포)

LNGC 중심의 상선의 펀더는 견고할 예정임에 따라 원가 측면에서 큰 변동만 없다면 실적 개선세는 '27년 말까지 이어질 것이다. 실적 개선 모멘텀은 이미 어느정도 주가에 반영되어 있기 때문에 내년 조선주 주가 상승은 멀티플 확장에 기인할 것이며, 이는 마스가를 포함한 글로벌 함정 수주에 집중될 것이다. ①SHIPS Act 승인 시 전략상선단(SCF) 수주 가능성 높으며, ②미 해군준비태세 보장법 승인 시 헌팅턴강철(HII)와 협력을 통한 미 해군 함정 수주 예상되고, ③페루, 필리핀, 모로코, 사우디, 캐나다, 폴란드 등 주요 함정 프로젝트 수주를 통해 합병 이후 구조적 성장이 전망되는 HD 현대중공업을 조선주 최선후주(Top-Pick)로 제시한다.

조선. 한승한

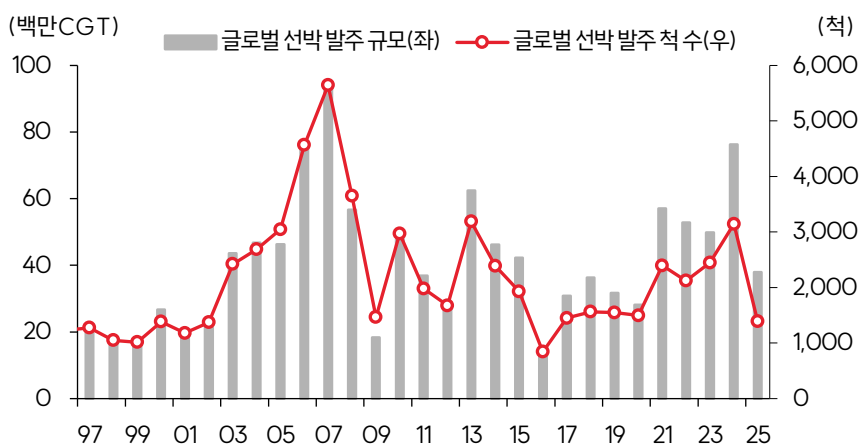
shane.han@sks.co.kr / 3773-9779

25년 리뷰: 불확실성 속 수주와 실적 모두 견조

(1) 수주: 글로벌 발주 급감, but 조선 3사 수주는 견조

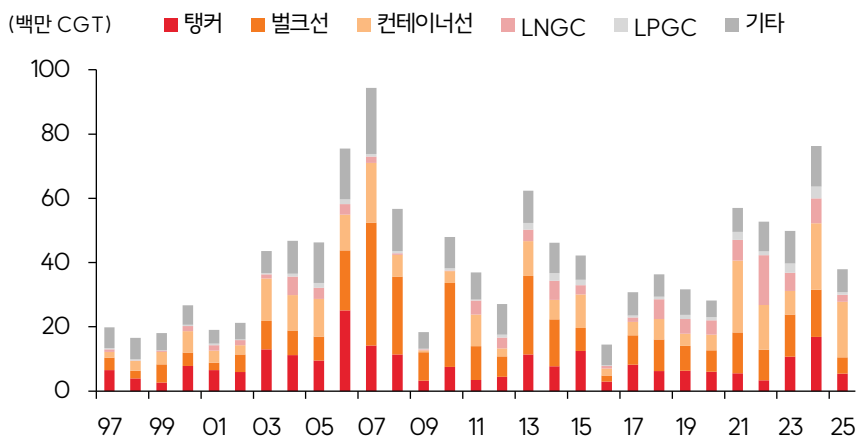
올해 10월까지 글로벌 선박 발주 누적 규모는 약 3,789 만 CGT 로, 전년 동기 6,649 만 CGT 대비 약 43% 감소하면서 글로벌 선박 발주 둔화세가 나타나는 중이며, 컨테이너선을 제외한 대부분의 선종들이 모두 작년 대비 급감했다. '21년부터 이어진 급격한 글로벌 선박 발주로 인해 글로벌 수주잔고 레벨이 '25년 10월 기준 약 3.8년까지 상승하면서 단납기 슬롯이 제한적인 점과 관세 불확실성 등으로 인해 해상 물동량 수요 또한 줄어들면서 글로벌 선주들의 선박 발주가 감소 및 지연됐다.

글로벌 선박 발주 규모 및 척 수 추이



자료: Clarksons, SK 증권

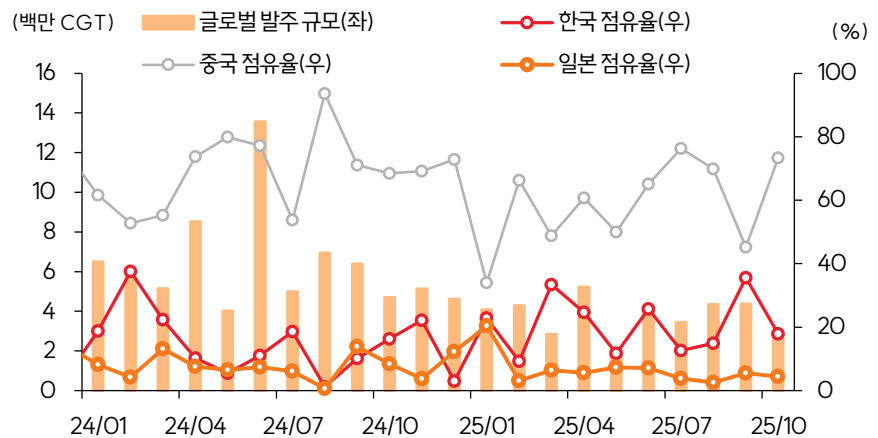
글로벌 선종별 선박 발주 규모 추이



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선박 발주가 아닌 조선사 수주관점에서 한국과 중국의 수주 규모를 살펴보면, 올해 10월 누적 선박 수주 규모는 한국이 806만 CGT, 중국이 2,239만 CGT로, 글로벌 선박 발주 규모 중 각각 21.3%, 59.1%를 수주했다. 중국은 전년 동기 대비 약 52.1% 감소하며, 미국의 중국 조선업 제재 및 관세 확대 정책에 따른 영향을 직격탄으로 맞았다. 이에 반해 한국은 전년 동기 대비 약 15.4% 감소에 불과해 견고한 수주 실적 및 수주잔고 레벨을 이어가는 중이다.

글로벌 선박 발주 규모와 한국 및 중국 조선소 수주 점유율 추이



자료: Clarksons, SK 증권

국내 조선 3사는 올해 수주목표치에 근접한 수주실적을 달성했으며, 올해 남은 기간 수주 예정 및 인콰이어리 물량 고려하면 다시 한번 3년치 레벨의 백로그 유지하는데 큰 무리 없을 전망이다.

▶ HD 현대

HD 한국조선해양은 올해 조선/해양 수주목표 180.5 억불 중 143.7 억불 수주하면서 목표치의 약 80%를 달성했다. HD 현대 조선 3사를 나눠서 살펴보자면, HD 현대중공업의 경우 올해 조선/해양 수주목표 97.5 억불 중 73.9 억불 수주하며 75.8%, HD 현대삼호는 상선 수주목표치 45 억불 중 45.4 억불 수주하며 100.8%, HD 현대미포는 상선 수주목표치 38 억불 중 23.6 억불 수주하며 약 62.2%를 달성했다.

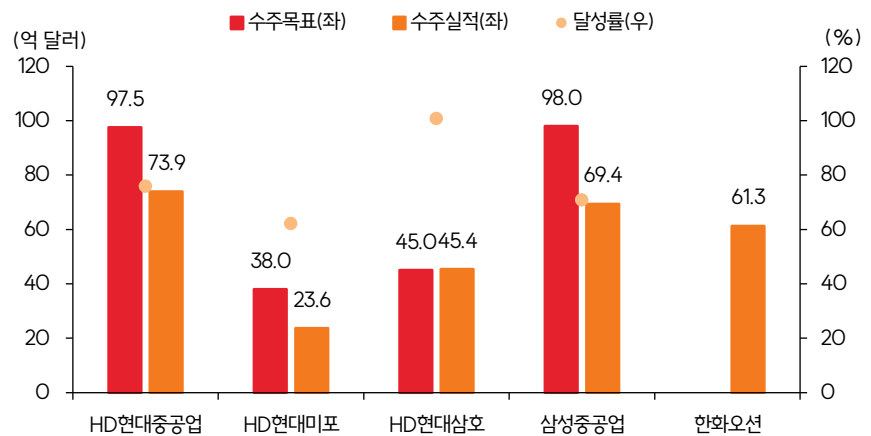
▶ 삼성중공업

삼성중공업은 올해 수주목표 98 억불 중 69.4 억불 수주하면서 약 71% 달성했다. 이 중 상선부문은 수주목표치(58 억불)를 초과달성한 61 억불을 수주했으며, 해양부문은 수주목표 40 억불 중 8.3 억불 수주했으나, Coral Norte FLNG 잔여분 및 미국 Delfin FLNG 1기 수주가 연내 체결될 가능성 높은 상황으로 초과달성 예상한다.

▶ 한화오션

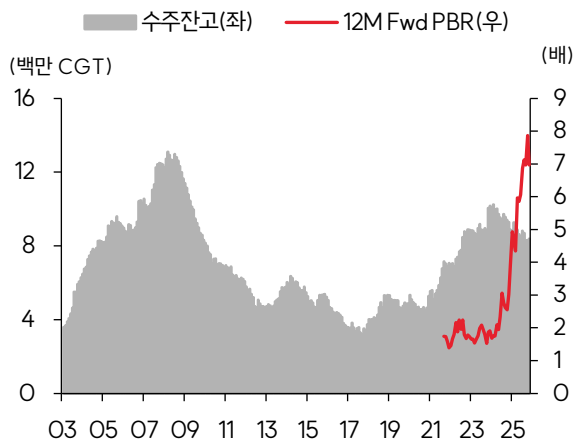
한화오션은 작년에 이어 올해도 수주목표치를 제시하지 않았으나, 61.3 억불 수주하면서 견조한 수주잔고 레벨을 유지하고 있다.

국내 조선 3사 2025 년 수주목표 및 수주실적



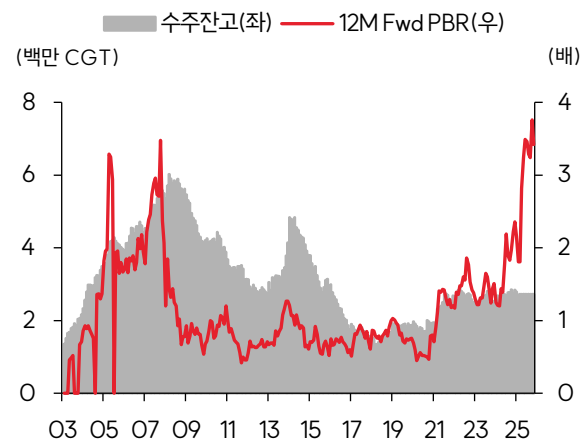
자료: 각 사, Clarksons, SK 증권

HD 현대중공업 수주잔고 및 12M Fwd PBR 추이



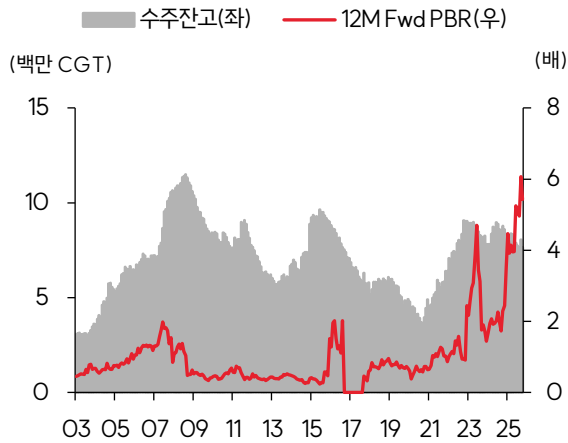
자료: Clarksons, SK 증권

HD 현대미포 수주잔고 및 12M Fwd PBR 추이



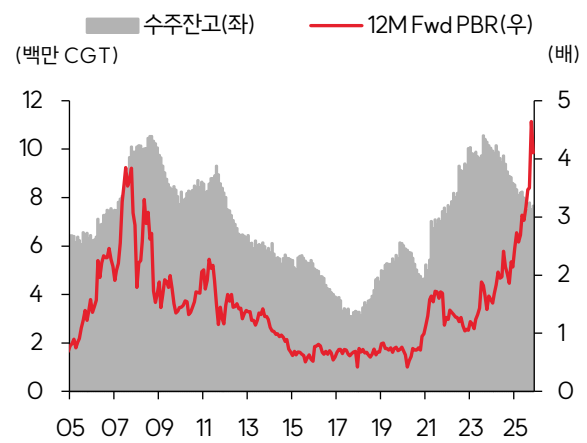
자료: Clarksons, SK 증권

한화오션 수주잔고 및 12M Fwd PBR 추이



자료: Clarksons, SK 증권

삼성중공업 수주잔고 및 12M Fwd PBR 추이



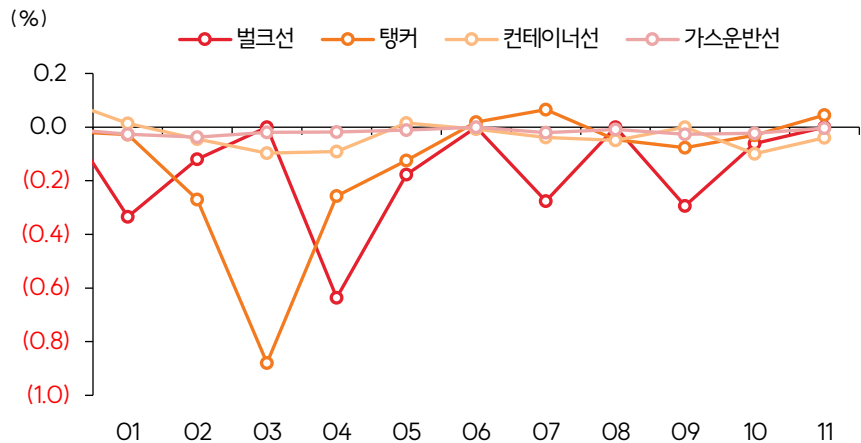
자료: Clarksons, SK 증권

(2) 선가: 주력 선종의 하락 폭은 제한적

올해 신조선가지수는 1월 3일 기준 189.09pt에서 11월 14일 기준 184.86pt까지 약 3.2% 하락했다. 신조선가지수는 선종별 선대 규모만큼 선가 상승/하락분을 가중 평균하여 합산하는 방식을 사용하기 때문에 어떤 선종이 신조선가지수의 하락을 견인했는지 추정이 가능하다.

올해 1월부터의 신조선가지수의 하락세는 탱커와 벌크선이 대부분 견인했으며, 해당 기간 조선 3사의 벌크선 수주는 전무했으며, 탱커 또한 중국 조선소가 대부분 수주했기 때문에 중국의 저가 수주가 신조선가지수 하락을 견인했다.

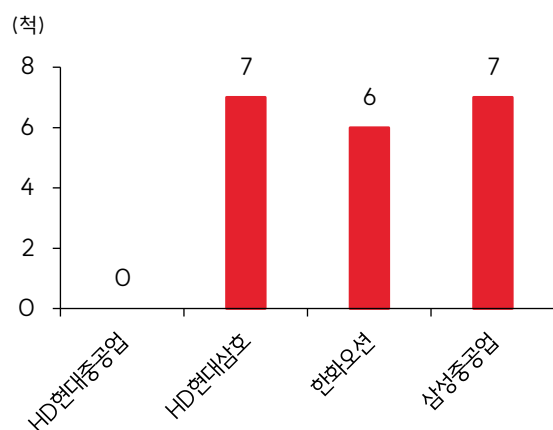
2025년 선종별 선대 규모를 고려한 신조선가 상승률



자료: Clarksons, SK 증권

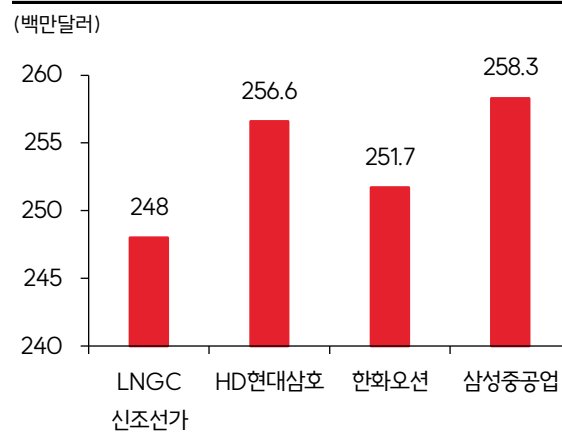
LNGC 신조선가는 올해 지속적인 하락세를 보이고 있으나, 해당 구간에서 조선 3사가 수주한 LNGC는 총 20 척이며, 이는 작년 조선 3사가 수주한 49 척에 비해 약 59.2% 감소한 수준이다. 또한 현재 LNGC 신조선가가 \$248m에 형성되어 있는 반면 \$250m 미만으로 수주한 건은 없으며, \$255m 미만 수준의 계약도 총 8척으로 절반도 되지 않는다. 조선 3사의 생산성 개선과 외국인 노동자들의 숙련도 향상, 그리고 후판 가격의 안정화가 지속되는 이상 해당 물량 수주로 인한 실적 악영향은 충분히 상쇄 가능할 것으로 예상된다.

2025년 조선 3사의 LNGC 수주 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

2025년 조선 3사의 LNGC 수주 평균 선가



자료: Clarksons, SK 증권

26년 전망: 탄탄한 펀더, 마스가는 이제 시작

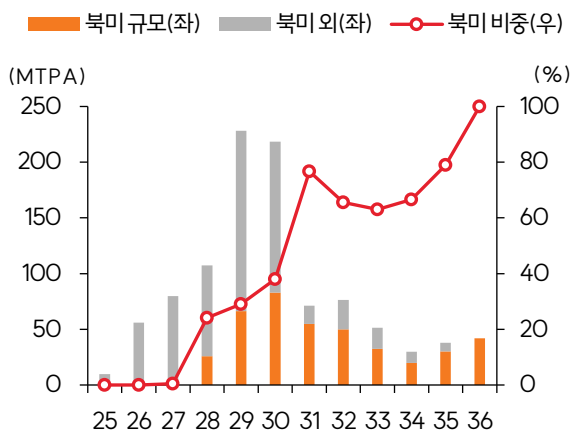
(1) 상선의 펀더멘털은 견고할 것

국내 조선업의 상선 펀더멘털은 견고할 전망이다. 1) LNGC: 내년부터 북미 LNG 프로젝트에 필요한 LNG 운반선 대규모 발주가 예상되며, 2) 컨테이너선: 탭티어 라이너들의 인프라 투자 개념 및 선대 확장 경쟁을 위한 수요와 중하위 티어 라이너들의 친환경 선대 교체 수요는 지속되며 올해 대비 소폭 감소한 발주세 나타날 전망이다. 또한 3) 탱커: 노후선대 교체 수요, EU의 러시아 그림자함대 제재 확대, OPEC+의 증산 재개 등에 따른 운임 상승과 이에 따른 신조 발주 확대가 본격적으로 시작될 것으로 예상된다.

▶ LNG 운반선(LNG Carrier)

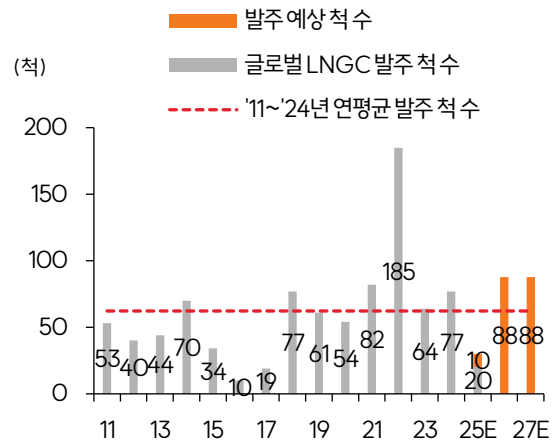
2026년에 발주될 북미 LNGC 척 수는 올해 FID(최종투자결정) LNG 프로젝트 규모만 고려해도 약 100 척으로 예상되며, 글로벌 제한적인 캐파 내에서 조선사가 선가를 낮춰 수주할 이유가 전혀 없다.

글로벌 LNG 액화 프로젝트 규모 및 북미 비중



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 척 수 추이 및 전망

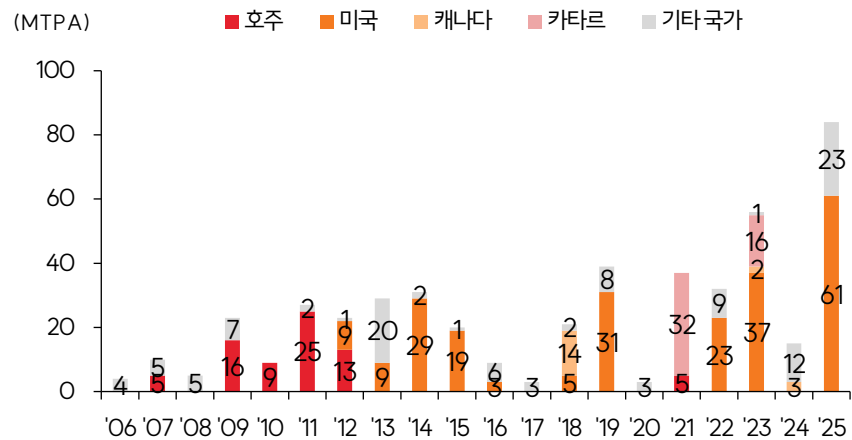


자료: Clarksons, SK 증권

올해 글로벌 LNG 액화 프로젝트 중 FID(최종투자결정) 규모는 총 84Mtpa이며, 이 중 61Mtpa가 미국이다. GTT에 따르면 올해 FID가 확정된 글로벌 LNG 프로젝트에 약 150척의 LNGC가 필요할 전망이다. 67Mtpa는 미주에서 나와 나머지 국가로 가는 물량으로 보고 있고, 해당 항로의 운송 집약도는 1Mtpa당 약 2척의

LNGC 가 필요할 것으로 추정되기 때문에 134 척의 LNGC 가 필요하다. 나머지 17Mtpa 는 모잠비크 등 타 지역에서 운송되는 것으로, 해당 항로의 운송 집약도는 1Mtpa 당 약 1 척의 LNGC 가 필요하다. 올해 남은 기간 어느 정도의 신조 발주가 이어질 예정이며, 2026 년은 LNGC 발주 규모 측면에서 상당한 물량이 쏟아져 나올 것으로 전망한다.

글로벌 LNG 액화 프로젝트 FID(최종투자결정) 규모 추이



자료: GTT, SK 증권

2025년 FID 및 2025~2026년 FID 가능성 높은 글로벌 LNG 액화프로젝트

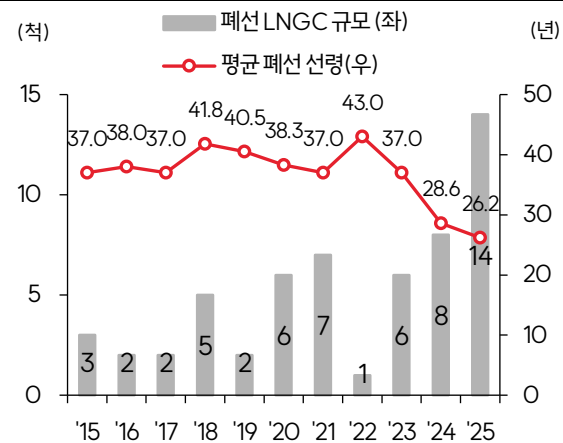
구분	LNG 프로젝트명	지역	운영사	생산량 (Mtpa)	계약 (SPA)	비고
'25년 FID 확정	Argentina Phase 1 - FLNG 1	아르헨티나	Southern Energy	2.4		예정 생산연도: 2027년
	CP2 Phase 1	미국 동부	Venture Global	14.4		예정 생산연도: 2027년
	Corpus Christi Midscale Trains 8&9	미국 동부	Cheniere	5.0		예정 생산연도: 2028년
	Argentina Phase 1 - FLNG 2	아르헨티나	Golar/YPF	3.5		예정 생산연도: 2028년
	Coral Norte FLNG	모잠비크	ENI	3.4		예정 생산연도: 2028년
	Woodside Louisiana Phase 1	미국	Woodside	16.5		예정 생산연도: 2028년
	Rio Grande Train 4	미국 동부	Next Decade	5.9		예정 생산연도: 2029년
	Port Arthur Phase 2	미국 동남부	Sempra	13.5		예정 생산연도: 2030년
	Rio Grande Train 5	미국 동부	Next Decade	5.9		예정 생산연도: 2030년
'25~'26년 내 FID 가능성 높은 프로젝트	Mozambique LNG-1	모잠비크	Total Energies	13.1		예정 생산연도: 2031년
	Genting FLNG	인도네시아	Genting	1.2	자본 투자	건설 시작, 타설 진행
	Woodfibre	캐나다 서부	Pacific O&G	2.1	90% 이상	건설 순조롭게 진행 중이며, 첫 LNG 모듈 투입
	Qatar North Field West	카타르	Qatar Energy	16.0	자본 투자	
	Sabine Pass Stage 5 Phase 1	미국 동부	Cheniere	7.0	90%	6월 FERC 공동 승인 신청, '26년 FID 목표
기타 FID 가능성 높은 프로젝트	Delfin FLNG1	미국 동부	Delfin	3.3	100%	해양교통정(MARAD) 및 에너지부(DoE) 승인 완료, 연내 FID 목표
	Argentina Ph2 - 2 FLNGs	아르헨티나	YPF/Shell	12	자본 투자	
	Lake Charles	미국 동부	Energy Transfer	16.4	70%	미국 에너지부(DoE) 신규 승인 신청 진행 중
	Sabine Pass Stage 5 Phase 2	미국 동부	Cheniere	12.0	20%	
	Commonwealth LNG	미국 동부	Commonwealth LNG	9.5	65%	에너지부(DoE) 승인, 6월 FERC 건설 승인 완료, 최근 SMPTA SPA 체결
	CP2 Phase 2	미국 동부	Venture Global	5.5	0%	'26년 FID 목표
	LNG Canada Phase 2	캐나다 서부	Shell	14.0	자본 투자	
	PNG expansion	파푸아뉴기니	Total/Exxon	4.2	자본 투자	
	Sur LNG	오만	Oman LNG	3.8	0%	오만에서 확장 계획 발표 (4번째 Train)
	Saguaro Energía Phase 1&2	멕시코 서부	Mexico Pacific	15	약 90%	

자료: GTT, SK 증권

글로벌 LNGC 노후선대 교체 수요가 점진적으로 증가하면서 선대 공급 과잉을 해소시키고 있다. 글로벌 LNGC 선대 중 선령 20 년 이상의 노후선대 비중(CBM 기준)은 '25 년 11월 기준 약 14.4%를 차지한다. 해당 선대들의 점진적으로 강화되는 IMO 환경규제 속에서 올해 현재까지 폐선 된 LNGC는 총 14 척으로 역대 최고 규모이며, 최근 단기적 LNGC 운임 약세와 남은 기간까지 고려하면 더 확대될 전망이다. 또한 노후 스팀터빈 LNGC 선대들의 평균 폐선 선령이 점진적으로 낮아지면서 26.2년까지 빠른 속도로 내려왔다. 현재 시장에서 선대 공급과잉 및 낮은 운임은 스팀터빈 노후 LNGC 선대의 폐선 속도를 증가시키고 동시에 신조 발주 수요 증가로 이어질 전망이다.

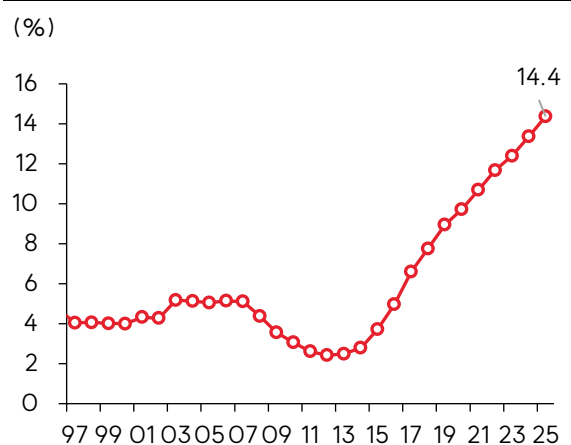
현재 글로벌 운항중인 LNGC 선대는 총 860 척이며, 이 중에서도 탄소배출량이 많고, 운항 효율성이 낮은 스팀터빈 선대들이 총 213 척으로 현재 선대 중 24.7%를 차지한다. 이들 모두 점진적으로 폐선 될 잠재적 교체 수요이며, 최근 단기적으로 낮은 LNGC 운임은 해당 수요를 더욱 확대시켜 향후 신조 발주 트리거로 이어질 것을 예상한다.

글로벌 LNGC 폐선 척 수 및 폐선 평균 선령 추이



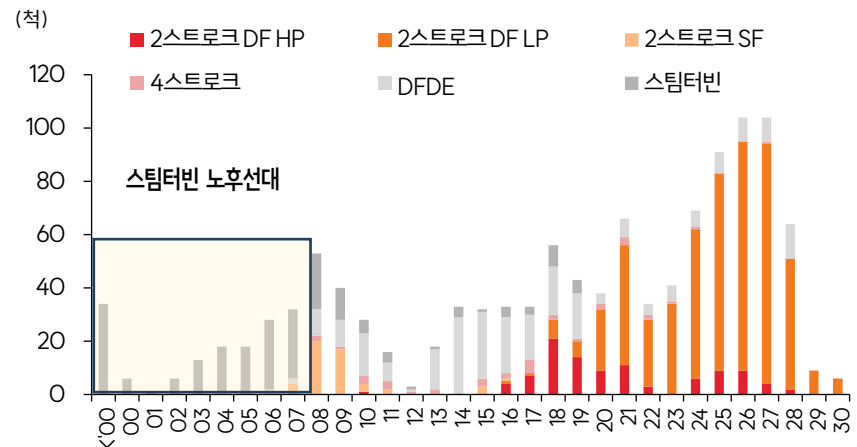
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNGC 선대 중 선령 20 년 이상 노후선대 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNGC 선대

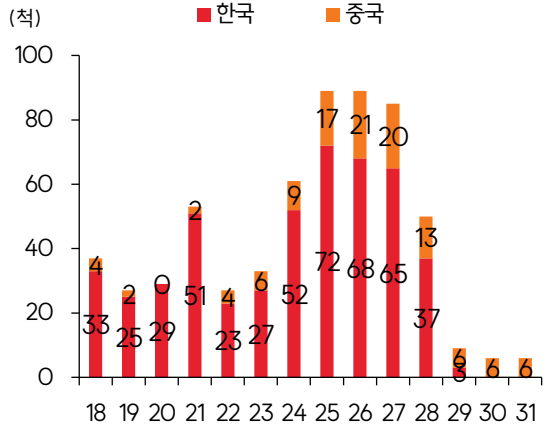


자료: SK 증권

현재 글로벌 LNGC 발주 계획 중인 선주들 사이에서 현재 선가 레벨 수준이 바닥이라는 컨센서스가 형성되고 있으며, 글로벌 LNGC 건조 슬롯은 제한적인 건 변화 없기 때문에 상대적 단납기 슬롯을 두고 선주들 사이의 경쟁으로 인한 선가 상승세는 불가피 할 전망이다.

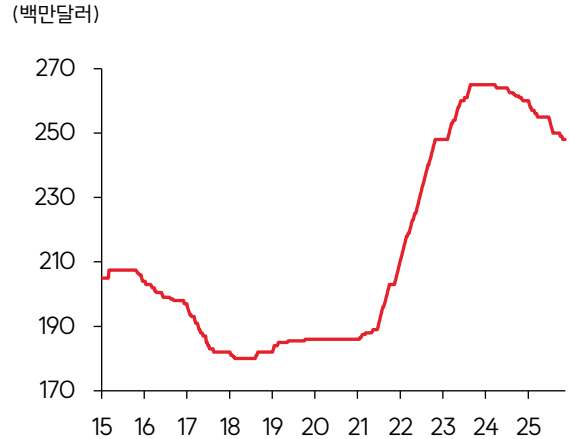
언론 보도에 따르면 지난 11월 17일 HD 현대삼호중공업이 수주한 LNGC 2척의 발주처는 BW LNG 인것으로 파악되며, 해당 선주는 장기 용선 계약 확보 없이 해당 물량을 투기적으로 발주한 것으로 알려졌다. 이는 글로벌 LNGC 신조선가가 다시 상승세로 전환될 가능성이 높다고 판단했거나 내년부터 북미 LNG 프로젝트에 필요한 LNGC 대규모 발주를 앞두고 상대적 단납기 슬롯을 노린 것으로 추정된다. 국내 조선 3사의 '28년 하반기 슬롯이 채워진 이후부터 '29~'30년 LNG 생산 스케줄에 필요한 신조 슬롯을 확보하기 위한 글로벌 선주들의 경쟁 발주가 치열해질 전망이다.

인도 및 인도예정 연도별 글로벌 LNGC 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

174k-cbm 급 LNG 운반선 신조선가 추이



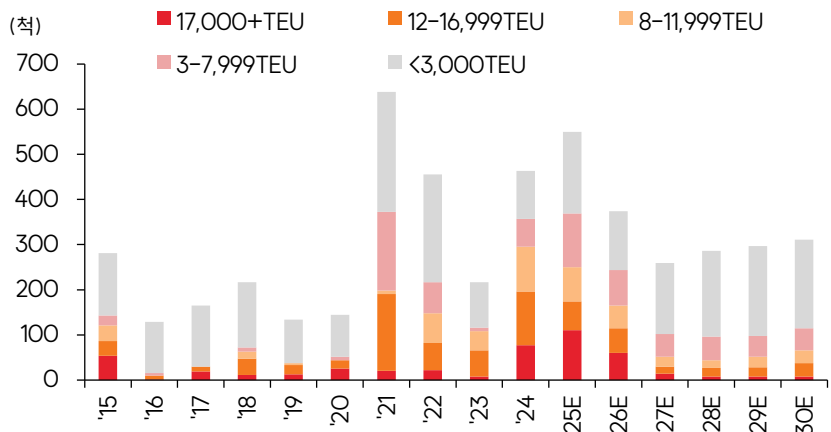
자료: Clarksons, SK 증권

▶ 컨테이너선(Container ship)

내년 컨테이너선 발주 시장은 올해 대비 둔화될 것으로 예상된다. 아직 중하위 티어 선사들의 친환경 교체 발주 수요는 견조하나, 탑티어 선사들의 대규모 발주가 올해 까지 계속되면서 선대 공급과잉에 따른 발주 물량 감소를 피하기 어려울 전망이다.

조선 3 사의 수주 관점에서도 마찬가지다. 올해 4 월부터 USTR(미 무역대표부)의 중국 선박 및 선사를 대상으로 항만수수료를 10 월부터 적용하겠다고 발표했기 때문에 글로벌 선사들이 선제적으로 한국 조선소로의 우회 발주 및 선대 재편이 어느정도 완료된 상황이다. 또한 최근 미-중 정상회담을 통해 해당 제재를 1 년간 유예하기로 결정함에 따라 해당 요인으로 인한 대형 컨테이너선 수주 가능성도 낮아졌다.

글로벌 컨테이너선 발주 추이 및 전망

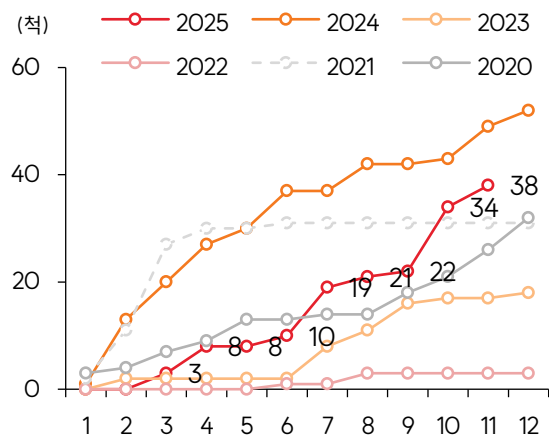


자료: Clarksons, SK 증권

▶ 탱커(Tanker)

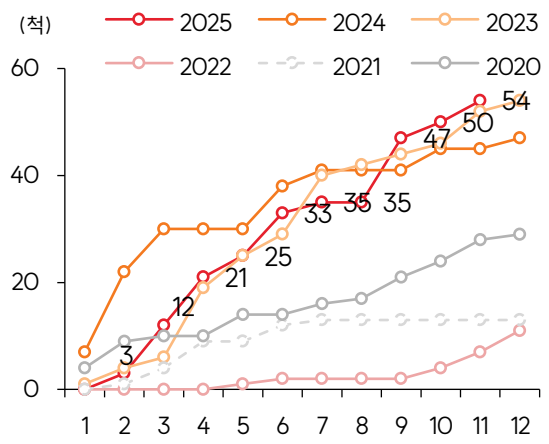
최근 탱커 시장이 심상치 않다. 국내 조선 3 사의 탱커 중 수주 타겟 사이즈인 VLCC(초대형원유운반선)과 Suezmax급 원유탱커 모두 평년 대비 높은 수준의 발주세를 보이고 있다. 올해 상반기 저조한 수준의 VLCC 발주는 하반기에 접어들면서 대폭 확대되면서 총 38 척이 발주됐다. Suezmax 급 원유 탱커의 경우 양호한 상반기 발주세에 이어 하반기에도 해당 기조를 이어가면서 총 54 척이 발주됐다.

연도별 VLCC 누적 발주 척 수 추이



자료: Clarksons, SK 증권

연도별 Suezmax 원유탱커 누적 발주 척 수 추이

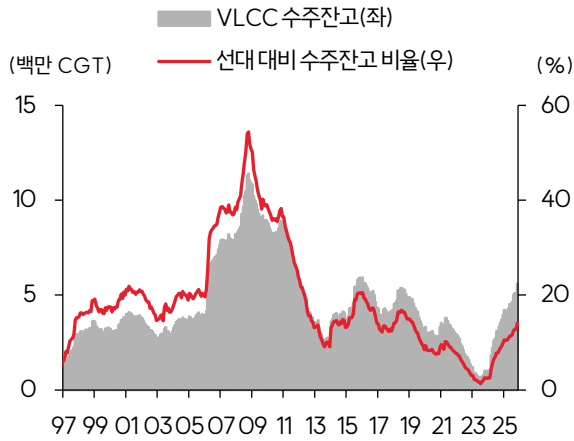


자료: Clarksons, SK 증권

'25년 11월 기준 글로벌 VLCC 수주잔고 규모는 약 560만 CGT이며, 선대 대비 수주잔고 비율은 약 14.1%를 기록하고 있다. 이는 과거 10년 평균 10.2% 대비 높은 수준이다. 또한 선령 20년 이상의 노후선대 비중은 13.3%를 기록하면서 역대 최고치를 경신 중이다.

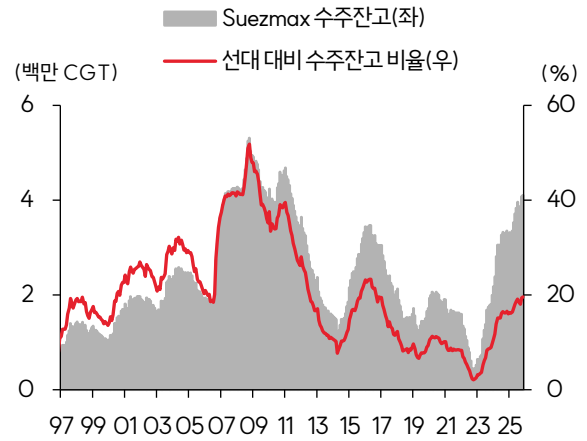
'25년 11월 기준 글로벌 Suezmax급 탱커 수주잔고 규모는 약 410만 CGT이며, 선대 대비 수주잔고 비율은 약 19.6%를 기록 중이다. 이는 과거 10년 평균 11.7% 대비 높은 수준이다. 또한 선령 20년 이상의 노후선대 비중은 15.8%를 기록하면서 역대 최고치를 경신 중이다.

글로벌 VLCC 수주잔고 및 선대 대비 비율 추이



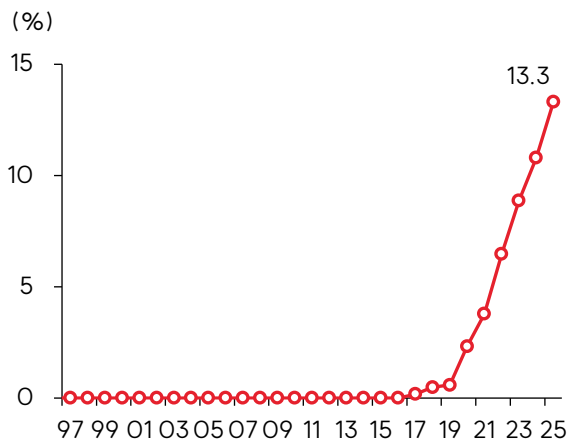
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 Suezmax 탱커 수주잔고 및 선대 대비 비율 추이



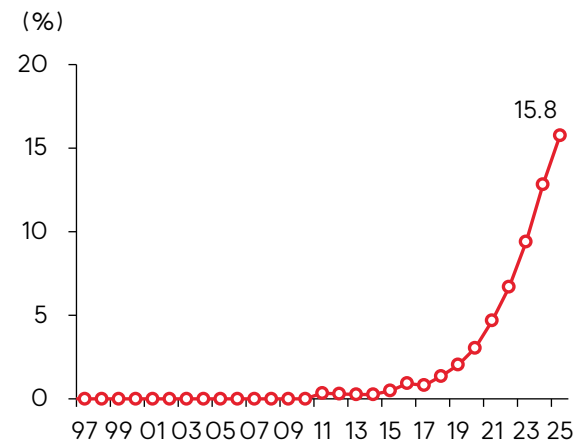
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 VLCC 중 선령 20년 이상 노후선대 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권

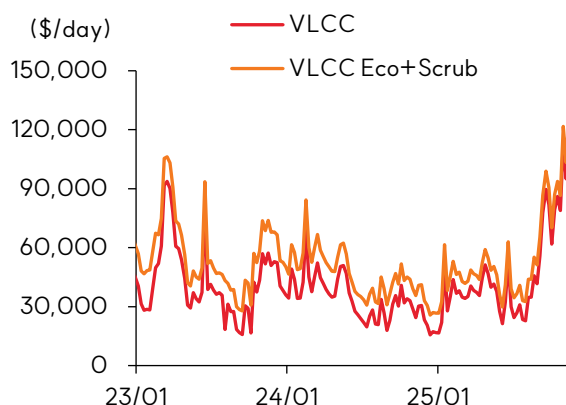
글로벌 Suezmax 탱커 중 선령 20년 이상 노후선대 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권

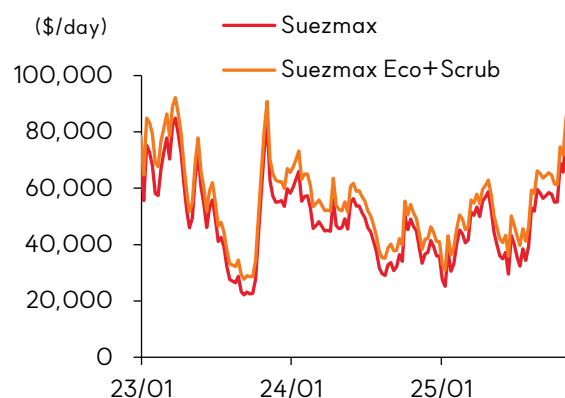
VLCC 스팟 운임이 최근 \$10 만/day 수준을 넘기면서 올해 연초 대비 약 3 배 이상 상승했다. 지난 10 월 23 일 유럽연합(EU)이 러시아 그림자 함대(Shadow Fleet) 중 117 척을 추가 제재 대상으로 지정하면서 총 557 척으로 확대됐고, 이에 따른 가용 선대 감소한 영향이 큰 것으로 추정된다. 이에 더해 최근 OPEC+의 증산 재개에 따른 영향까지 더해지고 있다.

글로벌 VLCC 스팟 운임 추이



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 Suezmax 탱커 스팟 운임 추이



자료: Clarksons, SK 증권

결론적으로 ①선령 20 년 이상의 노후 VLCC 와 Suezmax 급 원유탱커의 노후선대 교체 수요가 점진적으로 증가하고 있는 점과 ②EU 와 미국의 러시아 그림자 함대 제재 확대에 따른 가용 선대 감소 효과 및 운임 상승세, 그리고 ③OPEC+의 증산 계획에 따라 올해 하반기 들어 다시 발주세가 확대되는 중이다. 이러한 기조는 올해 하반기뿐만 아니라 내년부터 더욱 강화될 것으로 예상됨에 따라 탱커 선가의 상승세 및 발주 확대를 예상한다.

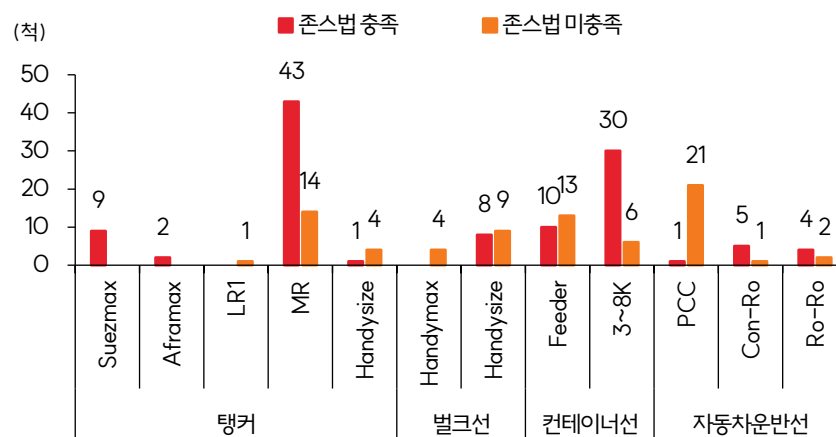
(2) 마스가(MASGA)는 이제 시작일 뿐이다

미국 조선업 재건 과정에서 한국과 미국 정부는 1,500 억 달러 규모의 MASGA 프로젝트에 대한 팩트시트가 공개됐다. 주요 내용으로 ①양국은 MRO, 인력양성, 조선소 현대화, 공급망 회복 등을 포함한 분야에서 조선업 실무협의체를 통해 협력을 더욱 진전시킬 계획이며, ②미국의 상선과 군사 임무 수행이 가능한 선박 (combat-ready U.S. military vessels)의 수를 가능한 신속하게 확대할 것이며, 여기에는 미국 선박을 한국에서 건조할 가능성도 포함된다. 또한 ③미국은 한국 핵추진 공격잠수함을 건조하는 것을 승인했으며, 미국은 이 프로젝트의 요구사항을 진전시키기 위해 연료조달 방안을 포함한 여러 사안에서 한국과 긴밀히 협력할 계획이다.

미국 의회의 섰다운 해제 이후 조선업 재건을 위한 움직임은 다시 강화될 것으로 예상된다. '미국 선박법(SHIPS For America Act)'의 및 '미 해군준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)'이 승인되어야 국내 조선 3사의 미국 상선 및 함정 투자와 관련된 내용이 이전보다 구체화되면서 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

이번 한-미 팩트시트 내용 중 관련 법안들이 승인되지 않은 상황에서 '군사 임무 수행이 가능한 선박(combat-ready U.S. military vessels)'의 수를 가능한 신속하게 확대한다는 문구를 비추어 보았을 때, 이는 곧 전략상선단(SCF)을 뜻할 가능성이 높다. 시장에서는 전략상선단이 평시에는 일반 상선으로 사용되기 때문에 해당 물량을 발주 낼 선주 및 선사가 있을까라는 점에 의구심을 품고 있지만, 이는 미국 정부와 협력하기로 한 프랑스 CMA-CGM 이 담당할 가능성이 높으며, 이미 어느정도 전략상선단 건조에 대해 HD 현대와 협의 중인 것으로 파악되기 때문에 SHIPS Act 승인 시 HD 현대중공업(=HD 현대미포)의 수주 가능성 상당히 높다는 판단이다.

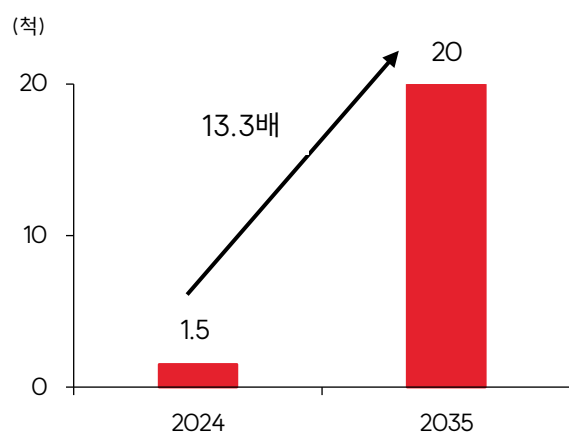
미국 국적 선박



자료: U.S. DoT, SK 증권

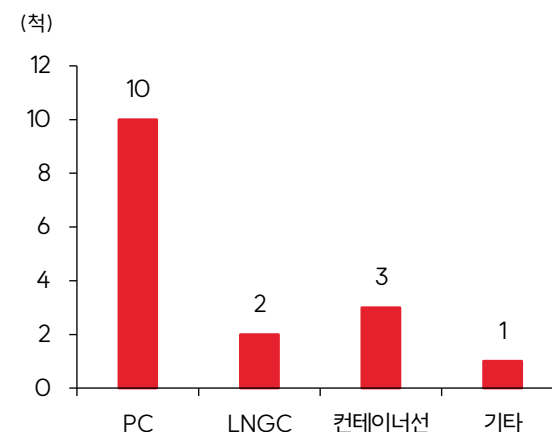
전략상선단을 제외하면 일반 미국 상선은 존스법(Jones Act)이 폐지되거나 이에 대체되는 법안인 '미국 수역 개방 법안(Open America's Waters Act)'이 미 의회에서 통과되지 않는 이상, 미국 내 조선소에서 건조될 수밖에 없으며, 이는 이미 미국 존스법 적용 MR 탱커를 수주한 한화필리조선소 중심으로 진행될 가능성이 높다. 이번 마스가(MASGA) 협력에서 한화그룹은 필리조선소에 50 억불을 투자해 선박 건조 캐파를 최대 연 20 척까지 확대할 계획이기 때문이다. HD 현대는 미국 에디슨 슈에스트 오프쇼어(ECO)와, 삼성중공업은 미국 비거 마린 그룹(Vigor Marine Group)과 함께 미국 상선 건조 협력을 이어갈 전망이다.

한화필리조선소 선박 건조 캐파



자료: Clarksons, SK 증권

한화필리조선소 상선 수주잔고



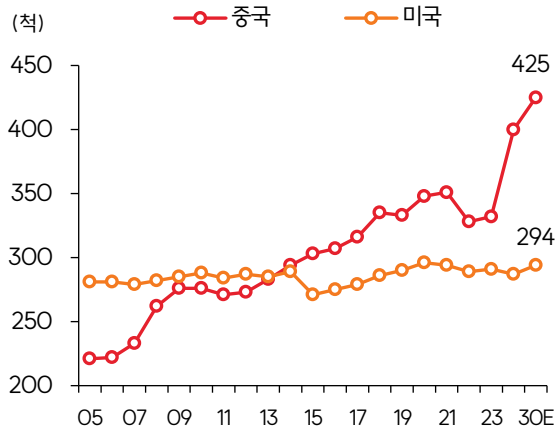
자료: Clarksons, SK 증권

함정 MRO 사업만으로는 현재 조선사들의 밸류에이션을 정당화할 수 없다. 결국 함정 건조 사업까지 이어져야 한다.

지난 20 년이 넘는 시간 동안 중국 조선업 역량이 빠르게 확대됨과 동시에 중국 해군력 또한 빠른 속도로 강화되고 있다. 러시아 또한 2050 년까지 해군 현대화 계획을 공식화함에 따라 이들을 견제하기 위한 미국의 해군력 강화는 더 이상 미룰 수 없는 상황이다.

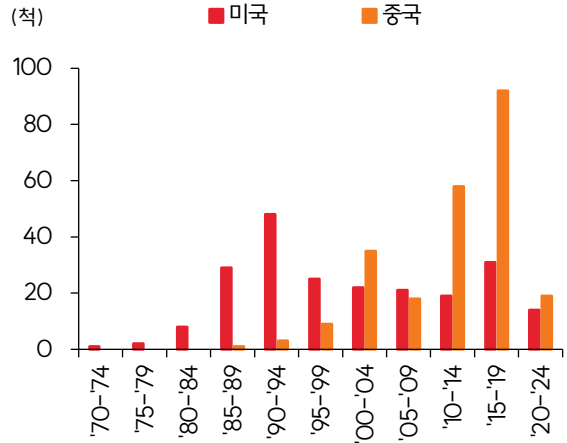
하지만 미국은 1980 년 이후 조선업이 급격하게 쇠퇴하면서 함정 건조 역량 또한 빠른 속도로 약화됐으며, 2015 년 이후부터는 척 수 기준으로 중국 해군 함정이 미국 해군 함정을 추월하면서 둘의 격차는 더욱 벌어질 것으로 전망된다. 또한 진수 연도별 두 국가의 함정 규모를 비교해보면 현대화된 함정 규모가 중국이 압도적으로 많은 것을 확인할 수 있다. 결국 둘의 격차를 빠르게 좁히기 위해서는 조선업 동맹 국가인 한국과 일본에 함정 건조 사업을 발주하는 것이 현실적이다.

중국과 미국의 함정 척 수 추이



자료: CRS, SK 증권

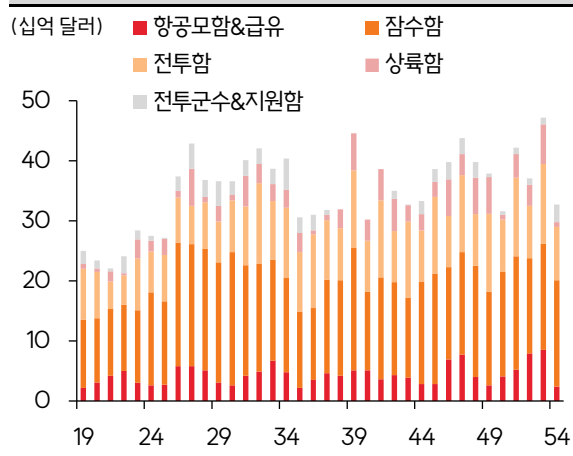
중국과 미국의 진수 연도별 함정 척 수



자료: CRS, SK 증권

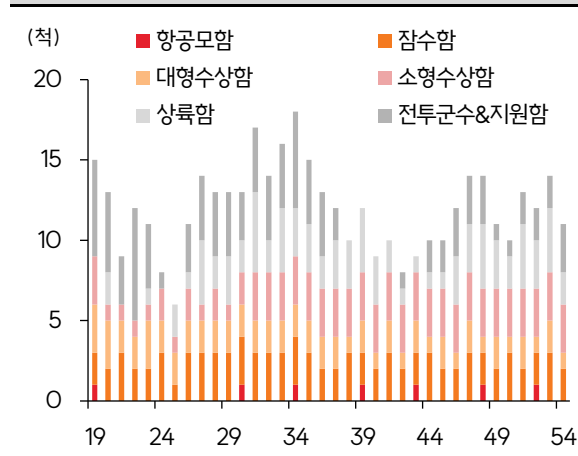
향후 30년간 (2026~2055) 미 해군의 함정 구매 계획에 따른 CBO의 예산 추정이 발표될 것이며, 평균적으로 미 해군이 계획하고 있는 향후 30년간의 함정 건조 비용은 실제 집행 비용보다 약 40~50% 낮게 잡히기 때문에 실제로 필요한 예산은 이보다 약 40~50% 이상 높아질 것으로 예상된다.

2025년 미 해군 함정 구매 계획 및 예산



자료: CBO, US Navy, SK 증권

2025년 미 해군 함정 구매 계획 및 척 수



자료: CBO, US Navy, SK 증권

미 해군 함정 구매 예산도 중요하지만, 국내 조선주 입장에서 가장 중요한 건 아직 반스-톨레프슨 수정법(10 U.S.C Section 8679)에 대치되는 법안인 '미 해군준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)'의 승인이다. 해당 법안 승인 다음으로 중요한 것은 어느 정도의 비중을 한국 조선소에서 건조하게 될 것인지다. 또한 구체적으로 전선 건조 형태의 사업이 될지 혹은 약 40~60% 정도의 비중을 선체 블록 제작을 통해 납품하는 형태의 사업이 될지에 대한 협의도 이루어져야 한다. 물론 이중 전투함 같은 안보와 보안이 중요시되는 함정에 대해 전선건조 형태로 한국 조선소에 발주할 가능성은 낮다는 판단이다.

미국 주계약자(Prime Contractor)들의 해당 형태의 사업 진행에 대한 수요도 중요하다. 미 함정 프로젝트 입찰은 헌팅턴 잉겔스(HII)나 NASSCO, Austal USA, Fincantieri Marinette 와 같은 주계약자로 선정되어 있는 미국 내 조선소들만 가능하다. 따라서 주계약자들이 해당 물량을 수주하고, 한국 조선소들은 일부를 블록 제작, 모듈화, 기술 이전 등의 하도급 형태로 수주할 가능성이 높다.

이는 '미 해군 준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)'이 승인된다고 가정해도 마찬가지다. DFARS(Defense Federal Acquisition Regulation Supplement)는 국방 조달의 Tier-1(Prime Contractor)은 반드시 미국 법인 및 미국 내 생산시설을 보유해야 하며 해당 시설들은 FCL(시설 보안)을 포함한 여러 인증을 받아야 한다. 물론 이론적으로 해외 조선소에 Tier 1 자격을 부여할 수도 있으나, 이는 미 조선 노조의 반대, 미 의회의 국가안보 위협 인식, 핵심 기술 ITAR(International Traffic in Arms Regulations) 이슈, 미국 조선업계의 정치자금 로비력 등 여러 현실적인 요인들을 고려해보면 해당 가능성은 '0'에 수렴한다.

미국 내주 계약자들도 하도급 형태로 한국 조선소에 일부 물량을 발주하는 방식을 원할 것이다. 미 해군 함정 가격이 대한민국 해군 함정 대비 약 3~4 배 이상 비싼 점과 미국 내 인력 부족과 납기 지연 등의 문제를 고려해봤을 때, 한국 조선소에 하도급 형태로 사업을 속행하는 방식이 물량 확보 및 납기 충족, 그리고 마진 확보 측면에서도 유리하기 때문이다.

결론적으로 내년 상반기 내 '미 해군 준비태세 보장법'의 승인 이후, FY2027 미 함정 구매 예산이 포함된 NDAA 승인, 그리고 2027년부터 미 해군 함정 선체 블록 건조를 한국 조선소에서 하도급을 통한 수주가 가능할 것으로 전망한다.

(3) 글로벌 함정 발주 사이클이 도래했다.

현재 미국을 제외하더라도 아래와 같이 발주 추진 및 입찰 진행 중인 글로벌 다수의 주요 함정 프로젝트가 남아있다. 세계 2 차 대전 이후 주요 국가들이 해군 현대화 사업을 한번 단행했으나, 해당 시점이 40 년 이상 흘러가면서 해군 함정 노후화에 따른 교체발주 시기가 도래했다. 이에 따라 미국과 주변 주요 국가들의 해군력 강화 수요는 급증하고 있다.

미국의 함정 건조 사업은 법안 승인이라는 선결 조건과 함께 함정 종류, 물량, 건조 방식, 가격 등의 여러 변수가 있으나, 다른 해외 함정 사업들은 해당 변수들이 이미 어느정도 정해져 있기 때문에 수주할 시 향후 중장기적 실적 개선 영향이 가시화되면서 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다. 따라서 해당 프로젝트들의 입찰 진행 과정 및 수주 예상 시점, 그리고 기업별 수주 가능성을 면밀하게 모니터링 할 필요가 있다.

해외 잠수함 사업 수주 파이프라인						
국가	프로젝트	잠수함 크기	척 수	사업 규모	내용	진행현황 및 예상
캐나다	CPSP, 캐나다 신형 잠수함 사업	3천톤급+	12	60조원	3천톤급 디젤-전기 추진 잠수함 12척 건조 & 30년 MRO 패키지	- '26년 상반기 우선협상자 선정 예상
폴란드	ORKA, 폴란드 신형 잠수함 사업	3천톤급+	3~4	8조원	3천톤급 디젤-전기 추진 잠수함 3척 건조	- '25년 말 숏리스트 선정 예상
사우디	사우디 잠수함 도입 사업	3천톤급+	4	6조원	3천톤급 잠수함 4척 건조	- 한화오션이 KSS-III Batch II 수출 관련 협상 진행 중
페루	페루 차세대 잠수함 사업	1,500톤급	2+	-	HD 현대중공업과 1,500톤급 잠수함 공동 개발 및 건조	- '25.11HD 현대중공업, 페루 차세대 잠수함 공동 개발 LOI 체결 - 올해 말까지 공동 개발 계약 체결 목표, 최소 2척 이상 수주 예정
필리핀	필리핀 잠수함 도입 사업	3천톤급+	2	2조원	군 3차 현대화사업 계획을 통해 첫 잠수함 도입	- '25.11 필리핀 대통령, APEC서 한화오션과 잠수함 도입 논의 - 군 3차 현대화사업은 '23~'28년 진행 예정
이집트	이집트 구형 잠수함 교체 사업	4천톤급+	4	-	현재 보유한 4척의 로미오급(1,830톤급) 잠수함 교체 및 현대화 목적	-
모로코	모로코 잠수함 도입 사업	1~2천톤급	2	-	약 1,500~2천톤급 잠수함 2척 건조	- '25.09 모로코가 첫 잠수함 도입을 위한 협상에 착수했다는 보도 발표 - '25.04 KSS-III 도입 검토했으나, 현재 프랑스 NAVAL Group이 유력한 후보로 거론 중
칠레	칠레 구형 잠수함 교체 사업	-	2	-	구형 독일 잠수함 2척 교체 사업	- '24.05 칠레 신형 잠수함 사업 소요 제기 - '24.11 칠레 군 관계자들이 한화오션 거제 사업소 및 HD 현대사업장 방문
그리스	그리스 차세대 잠수함 사업	-	4	4.6조원	1970년대부터 운용된 노후 함정을 대체할 신규 잠수함 4척 건조	- '24.05 그리스해군이 차세대 잠수함 사업의 기술 가이드라인을 발표 - 주요 요구사항: ①최소 4척 신규 도입 ②그리스 방산업체 25% 이상 참여 보장 ③그리스 현지 건조

자료: 언론보도, SK 증권

해외 수상함 사업 수주 파이프라인

국가	프로젝트	수상함 크기	척 수	사업 규모	내용	진행현황 및 예상
사우디	사우디 호위함 사업	6천톤급+	4~6	3조원	6천톤급 이상의 호위함 4~6척 건조	- 이르면 '26년 우선협상대상자 선정 예상
페루	페루 해군 수상함 사업 (2차)	3,400톤/ 2,200톤/ 1,400톤	11	15억불	호위함 5척, 원해경비함 4척, 상륙함 2척 건조	- 향후 후속 사업 입찰 예정. HD 현대중공업이 우선협상대상자 지위를 확보
필리핀	호라이즌 3기 (필리핀 해군 현대화 사업)	3,200톤급	2	-	3,200톤급 신형 호위함 2척 추가 발주	- HD 현대중공업이 현재 막바지 협상 중으로, 12월 전 수주 예상
태국	태국 해군 2단계 호위함 사업	4천톤급	4	3조원	4천톤급 호위함 4척 건조	- '26년 입찰, '27년 도입 예정 - 초기 2척 해외 건조, 2척 현지 건조 예상

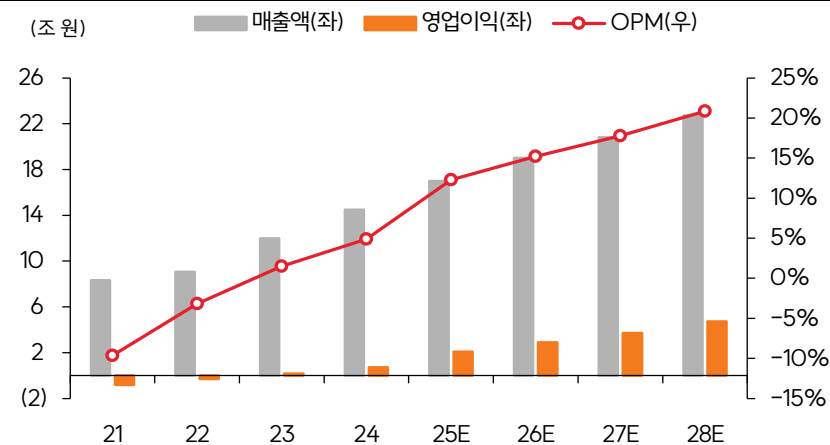
자료: 언론보도, SK 증권

Top Pick: HD 현대중공업

상선&엔진 펀더 견고, 특수선 부문의 구조적 성장 전망

- > '26년 연결 매출액 11.5조원(+8.5% YoY), 영업이익 2.4조원(+20.3% YoY) 전망. 상선과 엔진 부문 모두 최소 '27년 말까지 이익 성장 이어질 전망
- > 마스가(MASGA) 협력 과정에서 헌팅턴잉겔스(HII)와 JV 형태의 미국 법인 설립 예상되며, 현실화 시 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것
- > SHIPS Act 승인 시 전략상선단(SCF) 수주 가능성 높음. 또한 미 해군준비태세 보장법 승인 시 헌팅턴잉겔스(HII)와 협력을 통한 미 해군 함정 수주 예상되며 합병 이후 HD 현대미포 2개 도크를 이용해 구조적 성장 예상
- > 3Q25 특수선 부문 실적에서 높은 해외 함정 건조마진 확인. 페루, 필리핀, 모로코, 사우디, 캐나다, 폴란드 등 주요 함정 프로젝트 수주 기대

HD 현대중공업 실적 추이 및 전망



자료: SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	14,486	16,979	18,996
영업이익	십억원	705	2,089	2,887
순이익(지배주주)	십억원	622	1,418	2,252
EPS	원	7,001	13,512	21,453
PER	배	41.1	44.9	28.3
PBR	배	4.5	9.2	7.3
EV/EBITDA	배	26.3	17.6	12.9
ROE	%	11.4	22.4	28.6
배당성향	%	29.9	28.2	28.8

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도