

방위산업 (Positive)

미국 조선방산으로의 진출 : 한화 필리조선소 탐방기

방산/우주/기계 배성조

seongjo.bae@hanwha.com

3772-7611



| C o n t e n t s |

I. 핵심요약.....	03
II. 주요 도표.....	05
III. 미국 조선방산으로의 진출	09
1. 미국 상선 시장 부흥에 동참하라.....	09
2. 미국 해군력 강화에 따른 기회	15
3. 한화 필리조선소의 밝은 미래.....	19
4. 필리+오스탈을 꿈꾸며.....	28
IV. 기업분석	33
한화시스템 (272210).....	34

I. 핵심 요약

방위산업 업종 Positive 투자의견 유지	방위산업 업종에 대해 Positive 투자의견을 유지한다. 미국은 1980년대 이후 조선업 쇠퇴가 지속됨에 따라 상선의 외국 의존도 상승 및 중국과의 해군력 격차 확대 우려에 직면했다. 이에 최근 미국 정부는 조선업 재건을 꾀하고 있으나 인프라 노후화 및 현실적인 건조 능력 부족으로 동맹국과의 협력 및 투자 유치를 통해 수요를 충족하고자 하고 있다. 따라서 본 보고서는 한국 기업들이 미국 조선-방산 시장에 진출하기 좋은 환경이 조성되었다고 판단하고 '25년 5월 진행한 한화 필리조선소 투어 및 US Navalist Steven Wills 미팅을 바탕으로 미국 상선과 군함 시장에서의 신규 투자 기회를 점검했다.
미국 상선 시장 진출에 있어 현지 투자가 우월 전략	당사는 현지 조선소 확보 전략이 중장기 우월 전략이라고 판단한다. 지난 4월 30일 미 의회에서는 '24년 12월에 이어 미국 해운-조선업 부흥을 핵심 목표로 하는 SHIPS Act가 재발의됐다. 수요 측면에서 주목할 만한 항목인 전략상선단 250척 구축('30년 이후 미국산 선박만 편입 허용), 22년차('47년)부터 미국 수출 LNG의 15% 미국산(US-Built) 선박 운송 등의 조항들의 최종 수혜자는 미국 현지 조선소라고 판단한다. 아울러, SHIPS Act는 미국 내 상선 건조 투자액에 최대 33% 세액공제를 제공하고, 미국 내 조선소 투자 시 별도로 최대 25%의 투자세액공제를 적용하는 방안을 추진 중이다.
미국 함정 시장 진출도 결국엔 현지화가 답	미 해군은 '25~'54년 30년간 전투함 293척, 지원함 71척 총 364척의 군함을 구매/조달할 것으로 전망된다. ENRA(미 해군 준비태세 보장법) 발의 등으로 국내 조선소의 미 함정 시장 진출에 대한 기대감이 커진 것이 사실이나, 결국엔 현지 조선소 투자 전략이 중장기적 우월 전략이라고 판단한다. 미 연방법 § 8679(번스-톨레프슨법)는 미국 군함을 외국 조선소에서 건조할 수 없다고 규정하고 있으며, § 8680은 미국/팜을 모함으로 하는 해군 함정은 미국/팜 이외의 조선소에서 MRO를 할 수 없다고 규정하고 있다. ENRA가 시행되더라도 기존 법률의 예외 조항을 활용해야 하며, 동맹국 조선소 활용은 미국 내 생산역량 확충 전까지 예외적으로 허용될 가능성이 높다고 판단한다.
필리조선소를 인수한 한화그룹을 주목	따라서 당사는 필리조선소를 인수한 한화그룹(한화시스템 60%, 한화오션 40% 지분)의 중장기 수혜 가능성에 주목한다. '24년 한화그룹이 인수한 필리조선소는 컨테이너선 6척, 탱커 24척, NSMV 2척의 총 32척의 건조 이력과 3건의 MRO 사업 수행 이력이 있는 미국 현지 조선소다. 한화 필리조선소의 경우 향후 FCL(시설보안인증) 획득 등을 통해 전투함 등 다양한 선박에 대한 MRO 사업도 수행할 수 있을 것으로 전망한다. 이미 훌륭한 레퍼런스(윌리 쉬라호 MRO 6개월 만에 완료 등)를 보유한 한화오션과의 기술 협력을 통해 정비 역량도 타 미국 조선소 대비 빠르게 강화할 수 있을 것으로 기대한다.
한화 필리조선소의 생산성 개선	한화 필리조선소에 크게 3가지를 기대한다. 먼저, 한화와의 시너지를 통한 생산성 개선을 기대한다. 현재 필리 인건비는 한국 대비 평균 1.5배 이상이나 생산성은 2배 이상 낮은 경우도 존재하는 것으로 파악된다(선종별 차이 존재). 그러나 한화오션의 용접 전문가들이 미국 현지 인력들에게 작업 방식을 전수해 생산성이 2~3배 개선되는 사례가 나오고 있다는 회사의 안내가 있었다. 아울러, 기본설계 및 상세설계 등을 한화 계열사와 협업하면서 설계 품질 및 효율성이 높아진 것으로 판단한다. 당사는 한화오션 등 한국 인력을 강사로 활용해 도제식 견습(Apprenticeship) 프로그램도 적극 운영 중이다.

한화 필리조선소의 생산 Capa 확장에 주목

둘째, 생산 Capa 확대를 통한 볼륨 확대 가능성에 주목한다. 현재 필리조선소의 연간 생산능력은 1~1.5척으로 파악된다. 동사는 도장 공장 및 옥외 PE장 확대, 자동화 설비 일부 도입 등을 통해 향후 2~3년 내 4번 도크의 생산 Capa를 3~4척으로 확대할 것으로 전망한다. 현재 안벽으로 활용 중인 5번 드라이도크의 경우, '28년 전후로 신조 도크로 전환해 활용할 것으로 전망한다. 5번 도크 활용 시 기대되는 연간 총 생산 Capa는 6~8척이다. 크레인, 도장/도색 공정, 조립공장 등 핵심 설비 투자도 병행되어야 할 것이다. 2028~2030년 이후에는 인근 South Wharf(남쪽 부두) 등 기존에 사용하지 못 했던 안벽들도 추가로 확보하면서 연간 10척 이상 건조 체제로 돌입할 것으로 기대한다.

향후 ①공정 효율화 및 자동화 도입, ②계열사 기술 교육/이전, ③계열사 통합 물류/공급망 운영을 통한 생산성 개선이 일어난다면 '26년 흑자전환할 수 있을 것으로 전망한다. 2~3년 내 생산량 2배 이상 증가를 가정 시, '27년 이후에는 매출 볼륨 증가(연 매출 7,000~8,000억원 이상) 및 이에 따른 레버리지 효과도 충분히 기대할 수 있다.

'27년 이후 한화 필리조선소의 함정 시장 진출 기대

마지막으로, '27년 이후에는 필리조선소의 함정 시장 진출을 기대한다. 처음에는 MRO 시장 진출으로 시작할 것으로 예상하며 이후에는 미 해군함 블록/모듈 공급 및 지원함 건조 등으로 사업을 확대할 수 있을 것으로 기대한다. 본격적인 군함 시장 진출을 위해 한화 필리조선소는 당국에 FCL(시설보안인증)을 신청한 것으로 알려져 있다. 인증 획득 시까지는 일반적으로 12~18개월이 소요되나 미 해군의 시급성에 의해 기간이 단축될 여지도 충분히 있다고 판단한다.

필리+오스탈을 꿈꾸며

한화그룹이 필리조선소 인수를 통해 미국 현지 조선소를 확보한 가운데, 향후 호주 오스탈(Austal USA 보유)까지 추가로 확보할 수 있을지 여부에 주목한다. 오스탈은 미국에 Mobile Shipyard와 San Diego Service Center를 보유하고 있다. 오스탈은 미국 해군 전투함 시장에 이미 진출한 업체로, 매출의 75% 이상이 미국에서 발생하고 있으며 소형 수상전투함 및 군수지원함 부문 MS 1위다.

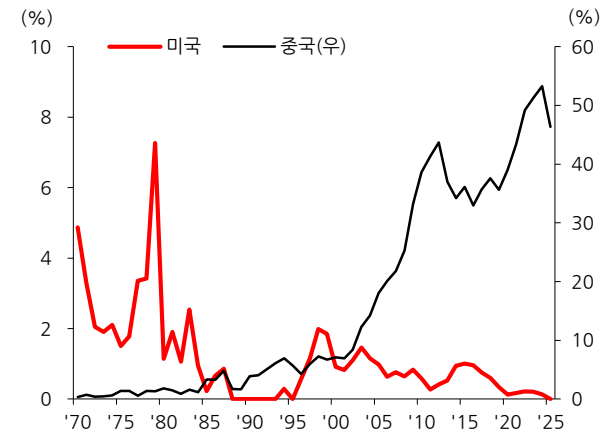
이에 한화그룹이 오스탈의 지배력을 높이게 될 경우, 존스범 산하 상선 위주 플레이어 필리조선소와 Tier 2 이하급 군함 위주 플레이어 오스탈을 모두 활용할 수 있게 된다는 점에서 긍정적이다. 필리조선소는 동부에, 오스탈은 남부에 위치해 생산거점 및 포트폴리오 다각화가 가능하고, 인력 교류 및 설계/생산 표준화, 부품 공동 조달, 블록/모듈 사업 공유 등의 시너지 효과도 기대해 볼 수 있다. 지난 3월 HAA No. 1(지분을 한화시스템 60%, 한화에어로 40%)은 오스탈의 9.91% 지분을 장외 매수 방식으로 취득했으며, 추가로 지분 9.9%를 기초자산으로 하는 TRS 계약을 호주 증권사와 체결했다. 현재 FIRB에 추가 지분 취득 검토를 요청한 상태로, 승인 시 최대주주에 등극할 전망이다.

한화시스템 투자의견 Buy 목표주가 57,000원

한화시스템에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 57,000원으로 24% 상향한다. 1) 연결종속회사 필리조선소의 존스범 산하 상선 추가 수주, '27년 이후 미 해군 함정 시장 신규 진출 및 실적 개선세 돌입이 기대되고, 2) 향후 한화그룹의 오스탈 지분 추가 인수에 따른 신규 주가 모멘텀 발생 가능성이 존재하고, 3) 중동향 M-SAM 등 방산 수출 비중 증가로 인한 수익성 개선 트렌드가 이어질 것으로 전망하기 때문이다. 한국 지상방산과 미국 조선방산에 동시에 투자할 수 있는 종목이라고 판단한다.

II. 주요 도표

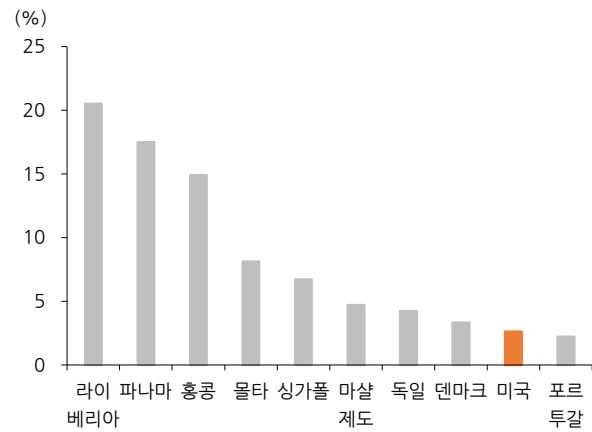
[그림1] 미-중 선박 인도 기준 점유율 추이



주: '25년 4월, CGT 기준

자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국 해상 무역의 국적별 상선 비중



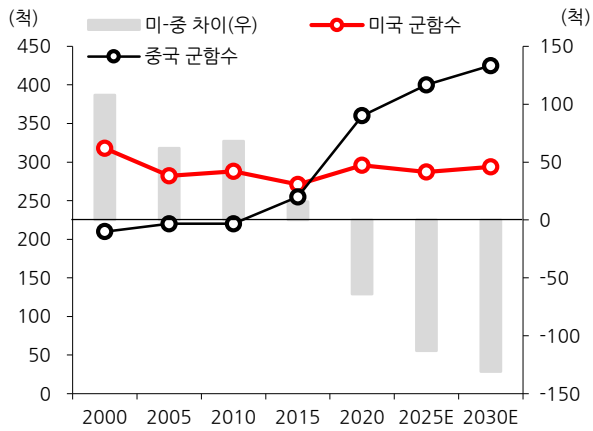
자료: MDS Transmodal, 한화투자증권 리서치센터

[표1] SHIPS for America Act 주요 내용

구분	주요 내용
발의 시점	- 2024년 12월 발의 후 의회 회기 종료로 파기, 2025년 4월 재발의
법안 목적	- 미국 상선대 및 조선업 재건, 해운 조선 산업 경쟁력 강화, 국가안보 및 공급망 안정 확보
전략상선단(SCF) 신설	- 미국 국적(US-Flagged) 국제 상선대 250척 확보 목표 (민간-상업-군사 선박 포함) - 외국 건조 선박도 2030년까지 한시적으로 편입 가능, 이후 미국산 선박만 허용
해양안보신탁기금(MSTF)	- 연간 2.5억달러(2025~2034년)의 조선소 현대화, 신조선 건조, 인력 양성 등 직접 지원 - 우려국가(중국, 러시아, 이란, 북한)가 소유·운항하거나 해당국에 등록된 선박, 또는 일정 비율 이상 중국 조선소에서 신조·수리된 선박에 대해 톤당 \$5 벌금(Port Fees) 부과 - CSSC(중국국영선박공사)와 거래한 선주사 추가 제재
대중국 견제	- 15년 내 중국산 수입화물 10% 미국선박 운송 의무화
조선업 세제 혜택	- 미국 내 건조(US-Built) 혹은 개조된 미국 국적 상선 투자금에 최대 33% 세액공제 부여 - 선주가 미국 내 보험사 및 검사기관(Class Society) 이용 시 추가 세액공제 적용 - 미국 내 조선소 및 핵심 부품 제조시설에 투자 시 최대 25% 투자세액 공제 제공
항만·화물 우선권	- 미국 정부 화물 100% 미국 국적선 운송 의무화 - 미국 항만에서 미국 국적선 우선 접안권 부여
관세 우대	- 미국 국적선이 운송한 수입품에는 우대 관세율 적용 - 외국선이 운송한 수입품에는 자동으로 10% 관세 할증(surcharge) 부과 (단, 외국선과 미국선 운임이 동일할 경우에는 예외 적용 가능)
LNG 의무 운송비율	- 2047년까지 전체 해상 LNG 수출의 15%를 미국산(US-Built) 선박이 운송 - 초기 2%에서 점진적으로 상향, 22년차(2047년)부터 15% 달성 - 미국 내 LNGC 건조 실적 부족으로 인해 초기에는 외국(한국 등) 조선소 발주 허용
시행·감독	- 해양청(MARAD)·해양경비대(USCG) 이행계획 수립 및 2년 주기 보고 - 정부감사원(GAO)가 2년 주기로 독립적으로 법안의 시행 상황 및 효과 검토

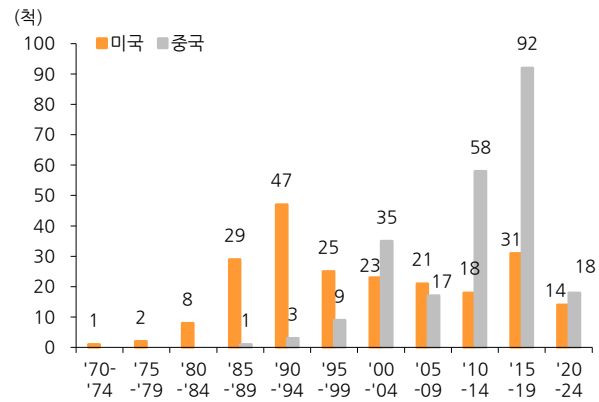
자료: US Senator Tammy Baldwin, US Congress, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미-중 해군 함정 규모 비교



주: 보조함 포함, 미사일 고속정 제외
 자료: CRS, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미-중 연도별 주요 전투함정 진수(Launch) 추이



자료: CSIS, Janes, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 미국 함정 건조 및 MRO 관련 연방법 주요 내용

법령/조항	주요내용
10 U.S.C. §8679 (번스-톨레프슨법)	미국 군함과 그 주요 선체 또는 상부구조물은 외국 조선소에서 건조 할 수 없음 대통령 예외권: 국가안보상 필요하다고 판단 시 예외 허용 (의회 통보 후 30일 대기)
10 U.S.C. §8680	미국/팜을 모항으로 하는 해군 함정은 미국/팜 이외의 조선소에서 MRO(정비 및 수리) 불가 예외1) 항해 중 긴급 수리(Voyage repairs) 예외2) 적대행위로 인한 손상 복구 등 불가피한 상황 예외3) LCS(Littoral Combat Ship)의 해외 배치 시 미국 정부 또는 미국 계약업체 인력이 수행하는 경우(불가피한 경우 외국 인력 허용) 예외4) 일정 조건을 충족하는 MSC(Military Sealift Command) 소속 선박 등 일부 특수한 경우 (미 해군과의 MSRA: Master Ship Repair Agreement 체결해야 MRO 입찰 가능)

자료: U.S.C., 한화투자증권 리서치센터

[표3] Made in America Navy Act 주요 내용

구분	내용
발의 배경	해군 공급망 국산화 및 안보 강화 제조업 일자리 창출 및 Buy America 정책 강화
주요 내용	미 해군 신조함정 '26년 65%→'28년 75%→'33년 100% 국산 부품소재 의무화 모든 연방 선박 적용, 미국 내 생산 불가 혹은 동맹국(영국·호주·캐나다·뉴질랜드)만 생산 가능한 경우, 또는 비용이 25% 이상 증가할 경우 국방장관 예외 허용 가능 연차별 보고 및 원산지 추적, 위반 시 5년간 조달 금지 등 제재
입법 절차	2023~2024년 상원 발의, NDAA(국방수권법) 수정안 반영 2024년 하원상원 통과, 대통령 서명 2026~2033년 단계적 시행 (2033년 100% 국산화 목표)

자료: US Congress, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 필리조선소 매출액 및 선종별 진행률 추이

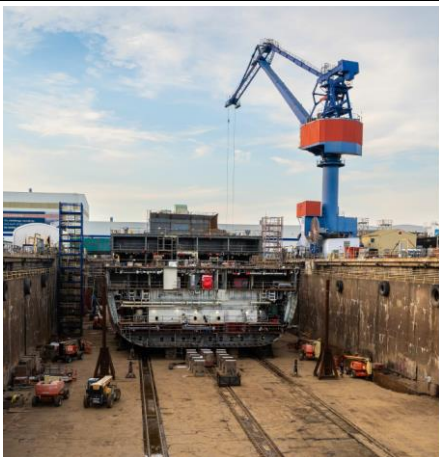
(단위: 백만달러, %)

구분	선종	2021	2022	2023	2024P
누적매출	NSMVs 1-2	212.7	484.9	601.1	644.6
	NSMVs 3-4	5.7	110.1	376.3	482.4
	NSMVs 5		6.4	29.1	119.5
	SRIV	0.0	7.5	37.7	118.9
	CVs 1-3		1.1	7.4	38.1
잔여매출	NSMVs 1-2	423.0	157.3	42.3	0.0
	NSMVs 3-4	583.2	499.5	233.7	124.4
	NSMVs 5		295.4	280.3	187.7
	SRIV	197.1	193.9	168.3	77.0
	CVs 1-3		997.6	994.6	963.5
진행률 = 누적매출 / (누적+잔여매출)	NSMVs 1-2	33.5%	75.5%	93.4%	100.0%
	NSMVs 3-4	1.0%	18.1%	61.7%	79.5%
	NSMVs 5		2.1%	9.4%	38.9%
	SRIV	0.0%	3.7%	18.3%	60.7%
	CVs 1-3		0.1%	0.7%	3.8%
연간매출 = 연간 누적매출 - 작년 누적매출	NSMVs 1-2		272.2	116.3	43.5
	NSMVs 3-4		104.4	266.2	106.1
	NSMVs 5		6.4	22.7	90.4
	SRIV		7.5	30.2	81.2
	CVs 1-3		1.1	6.3	30.7
Shipbuilding Revenue		189.3	391.6	441.6	351.8
Government Design Studies		5.0	1.1	0.2	1.2
Ship Repair and Maintenance		19.8			
Total Operating Revenue		214.1	392.7	441.8	353.0

주: 2024P는 2024-12-19 기준 Annual Report 수치 반영

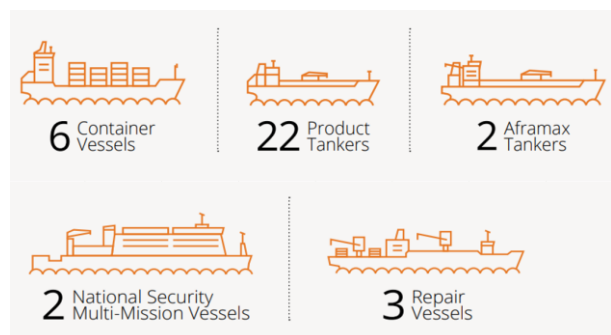
자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화 필리조선소 4번 도크



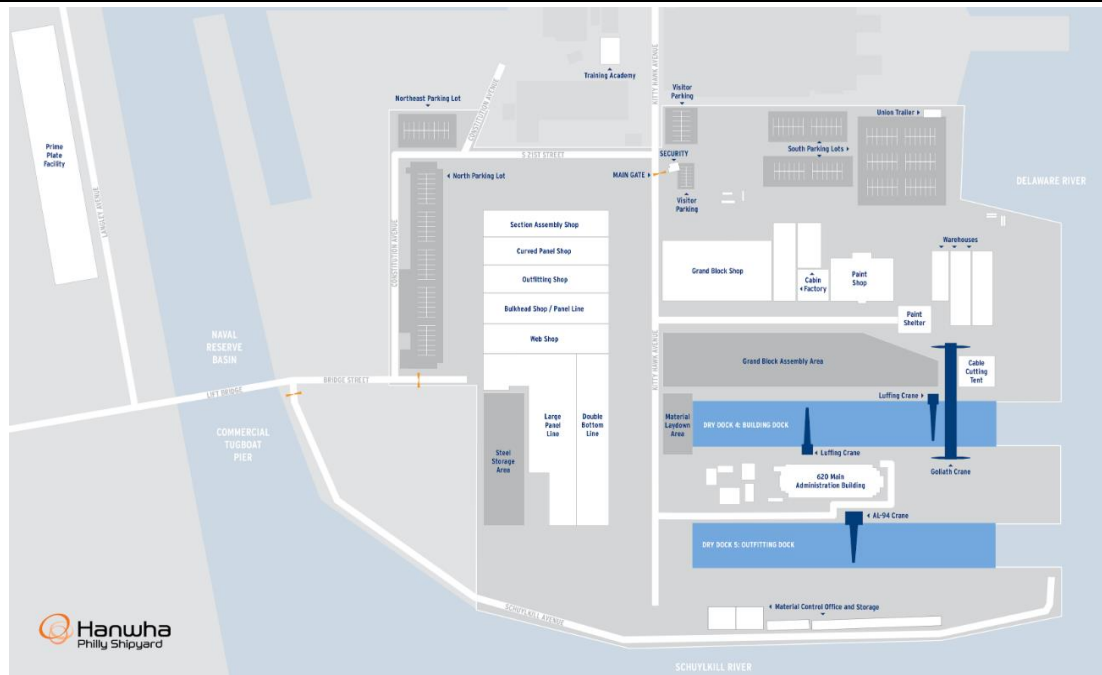
자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 필리조선소 사업 수행 이력



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] Hanwha Philly Shipyard 야드 구성



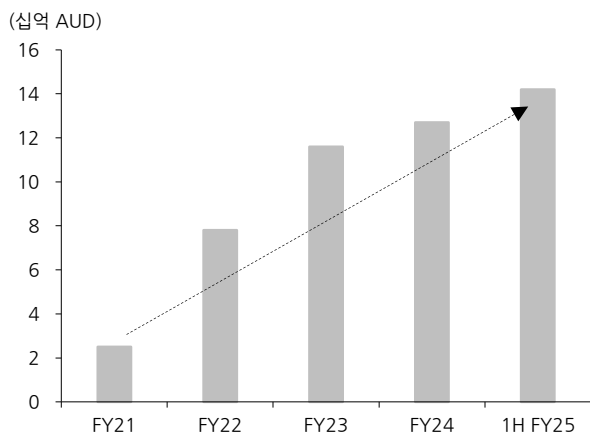
자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[표5] Austal 주요 주주 구성 현황

주주명	보유주식수	지분율
Tattarang Ventures Pty Ltd.	71,073,651	16.87
HAA No. 1 Pty Ltd	41,200,000	9.78
Chester Asset Management Pty Ltd.	21,940,000	5.21
Rothwell (John)	18,601,692	4.42
State Street Global Advisors (US)	11,190,264	2.66
OC Funds Management Pty Ltd.	9,605,000	2.28
The Vanguard Group, Inc.	9,220,000	2.19
총 발행주식수	421,180,044	

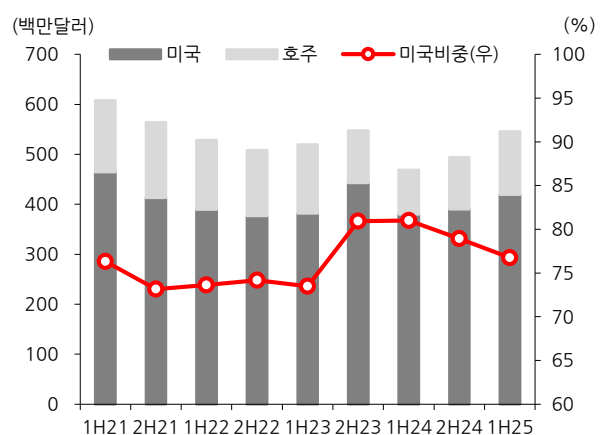
자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 오스탈 수주잔고 추이



자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 오스탈 국가별 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. 미국 조선방산으로의 진출

1. 미국 상선 시장 부흥에 동참하라

>> 미국 조선업의 쇠퇴

미국 조선·방산 시장 진출
기회와 중장기 우월전략

미국은 1980년대 이후 조선업 쇠퇴가 지속됨에 따라 상선의 외국 의존도 상승 및 중국과의 해군력 격차 확대 우려에 직면했다. 이에 최근 미국 정부는 조선업 재건을 꾀하고 있으나 인프라 노후화 및 현실적인 건조 능력 부족으로 동맹국과의 협력 및 투자 유치를 통해 수요를 충족하고자 하고 있다. 따라서 미국 조선·방산 시장에 진출하고자 하는 한국 기업들이 마주한 기회에 대해 상선과 군함 순서로 살펴보고자 한다.

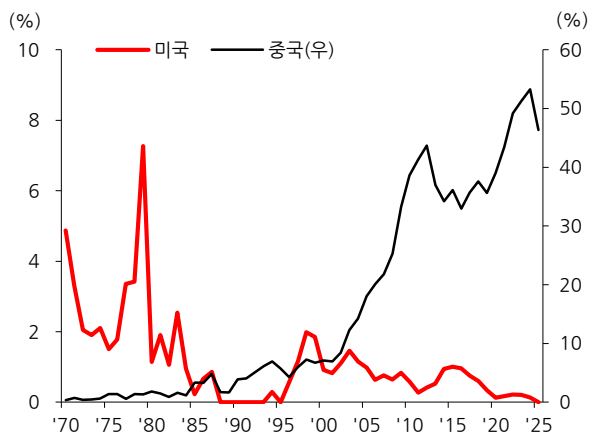
특히 당사는 미국 시장 진출에 있어 현지 조선소 확보 전략이 중장기 우월 전략이라고 판단하는 바, '25년 5월 진행한 한화 필리조선소 탐방을 바탕으로 한화그룹의 현지화 전략을 중심으로 해당 문제를 접근하고자 한다.

미국 조선업의 쇠퇴

미국 조선업 부흥의 배경 파악을 위해서는 먼저 미국 조선업 쇠퇴의 역사를 들여다볼 필요가 있다. 미국은 1908년대 레이건 행정부 시절부터 조선업을 포함한 산업 보조금 및 지원을 축소하면서 조선 건조 능력이 크게 감축됐다. 당시 미국 해군은 약 420척의 군함을 보유하고 있었고 이를 600척까지 늘릴 계획이었으며, 이에 대부분의 조선소가 군함 건조에만 전념하면서 상선 시장은 더욱 축소됐다.

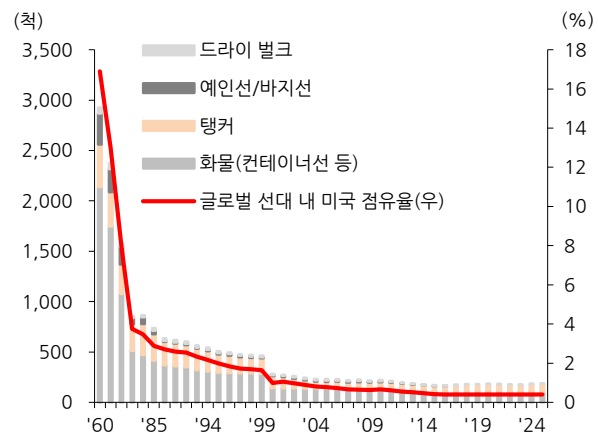
반면 중국은 1) 경제 성장에 따른 물동량 확대, 2) 정부 주도 노후 선박의 조기 폐기 및 교체 장려, 3) 중국 수출입은행 및 국영 상업은행들의 선박금융 회사 설립(리스회사가 직접 선박을 발주하고 해운사에 재임대) 및 대규모 대출·보증 제공에 힘입어 조선 시장 점유율이 크게 확대됐다. 이에 미-중 선박 인도 기준 점유율은 '70년 미국 4.9%, 중국 0.3%에서 '24년 각각 0.1%, 53.3%까지 역전됐다(그림10).

[그림10] 미-중 선박 인도 기준 점유율 추이



주: '25년 4월, CGT 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 미국 국적(US-Flag) 상선 수 및 글로벌 선대 내 점유율



주: 1,000 GT 이상의 화물 운반(Cargo-Carrying) 상선 기준
자료: US DOT, 한화투자증권 리서치센터

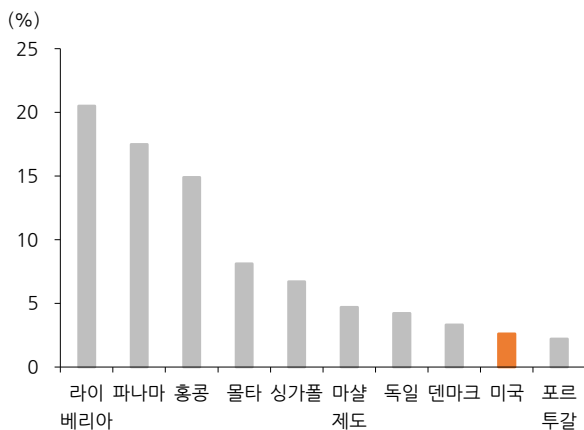
존스법과 미국 국적 상선의 축소

미국 해상 무역에서 활동하는 상선 중 미국 국적의 비중은 '24년 2.6%에 불과한 것으로 파악된다(그림12). 미국 국적 상선의 축소에는 존스법(Jones Act)의 영향도 있다고 분석된다. 존스법은 미국 내 항만 간 화물 운송을 미국에서 건조되고, 미국 국적이며, 미국인이 소유·운영하고, 미국인 선원이 승선한 선박만 할 수 있도록 강제한다.

이로 인해 미국산 선박 건조 비용이 외국 조선소 대비 6~8배 높아졌고, 인건비 등 운항 비용도 비싸지면서 미국 해운사의 발주가 감소하게 됐다. 또한, 경쟁 부재로 인해 선대 노후화, 혁신 저하, 운임 인상이 반복되면서 현재 존스법을 충족하는 미국 국적 선박은 92척까지 감소한 상황이다. 존스법 미충족 선박도 결국에는 높은 운항비용과 투자 위축 등으로 95척까지 줄어들었다(그림13, 14).

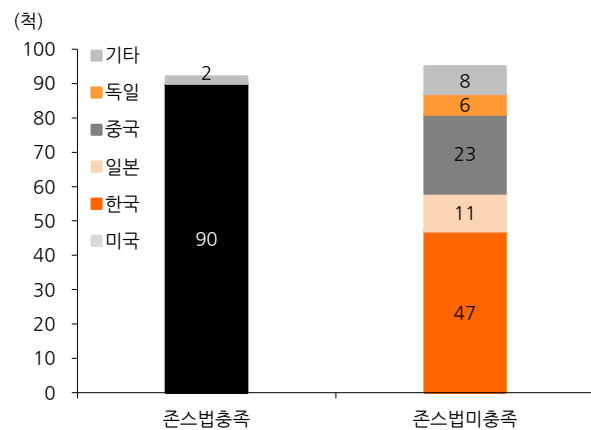
1990년대에 들어서면서는 냉전체제 종식으로 인해 대규모 해군 건설의 필요성도 사라졌으며 이에 군함 또한 1991년 550척 규모에서 2005년 282척까지 줄게 되었다. 1980년대 미국에는 배수량 3,000~6,000톤급의 호위함을 건조할 수 있는 조선소가 20개 이상 존재했으나 현재는 10개 이하로 떨어진 것으로 파악된다. 결론적으로 현재 미국의 조선업 건조 능력은 상선과 군함 모두 과거 대비 현저히 떨어진 상태다.

[그림12] 미국 해상 무역의 국적별 상선 비중



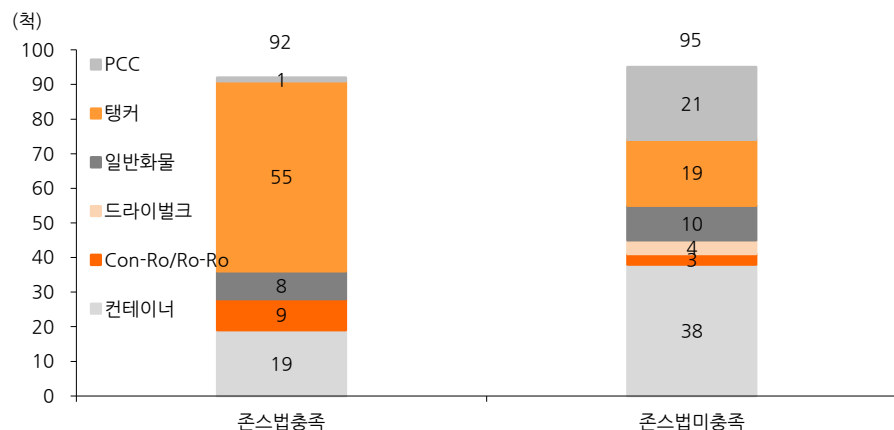
자료: MDS Transmodal, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 미국 국적(US-Flag) 선박의 국가별 구성



자료: US DOT, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 미국 국적(US-Flag) 선박의 선종별 구성



자료: US DOT, 한화투자증권 리서치센터

>> SHIPS Act 재발의, 美 상선 시장 부흥 계획

SHIPS ACT 재발의

미 의회에서는 지난 '24년 12월 19일 미국 해운-조선업 부흥과 중국 국적-건조 선박의 시장 지배력 견제를 핵심 목표로 하는 SHIPS for America Act(SHIPS Act)가 초당적으로 발의됐다. 해당 법안은 118대 의회가 종료됨에 따라 폐기됐으나 공화당 상원의원 토드 영, 하원의원 트랜트 켈리, 민주당 상원의원 마크켈리, 하원의원 존 가라맨디가 119대 의원직에 연임하면서 '25년 4월 30일 SHIPS Act를 재발의했다(표6, 7).

전략상선단 250척 구축 목표

수요 측면에서 SHIPS Act에서 가장 주목할 만한 점은 250척 규모의 전략상선단(SCF; Strategic Commercial Fleet) 구축 목표다. '25년 3월 기준 존스법 적용을 받지 않는 미국 국제무역상선은 95척으로, 이 중 50.5%는 선령이 15년 이상인 노후선대다(그림15). 250척 중대 목표의 핵심은 노후선박 교체에 있지는 않으나 노후선대 비율을 고려 시 향후 교체 수요 역시 발생할 수 있을 것으로 판단한다.

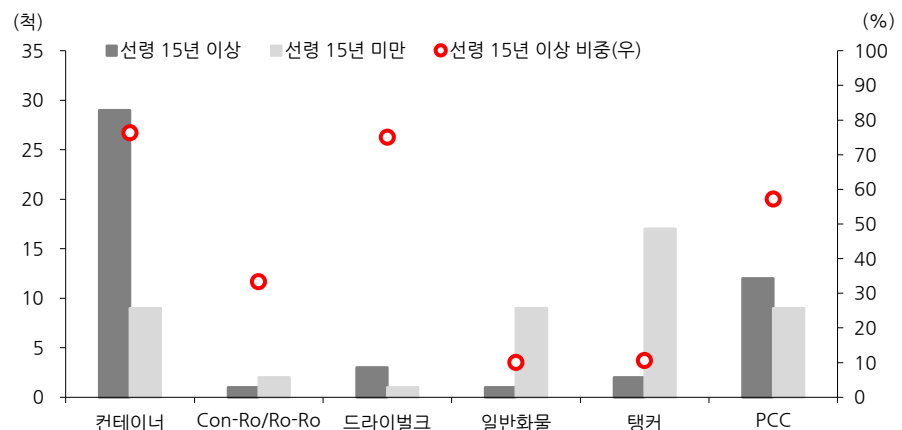
전략상선단의 경우, '24년 12월 발의안에서는 '29년까지 외국 건조선도 편입을 허용했으나 '25년 4월 재발의안에서는 이를 '30년까지 연장했다. 따라서 단기적으로는 한국 등의 동맹국에 위치한 조선소들의 미국 선주 대상 수주 기회 확대가 기대된다. 그러나 '30년 이후에는 SCF 신규 편입 선박이 미국산이어야 하므로 중장기적으로는 필리조선소 등 미국 현지 조선소에 대한 투자 전략이 관련 수주에 유리하다고 판단한다.

2047년까지 전체 해상 LNG 수출의 15% 미국산 선박 운송 목표

아울러, 재발의된 SHIPS Act에 따르면 2047년까지 미국에서 해상으로 수출되는 전체 LNG의 15%를 미국산(US-Built) 선박이 운송해야 한다. 초기(1~5년차)에는 수출의 2%를 미국 국적(US-Flagged) LNG선이 운송해야 하고, 6~7년차에는 2%를 미국산(US-Built) LNG선이 운송해야 하도록 명시하고 있다.

현재 미국 내에서는 LNG선 건조 실적이 없기 때문에 초기(1~5년차) 수요는 동맹국, 특히 한국 조선소에서 충당할 가능성이 높다고 판단한다. 그러나 2030년 이후부터는 미국 내 조선소에서 건조된 선박만 신규 편입이 가능하기 때문에 결국 필리조선소의 LNG선 건조 역량 확보(한화오션과의 기술연계) 등이 주목받을 것으로 기대한다.

[그림15] 미국 국제무역상선의 선종별 노후선대 비중



자료: US DOT, 한화투자증권 리서치센터

[표6] SHIPS for America Act 주요 내용

구분	주요 내용
발의 시점	- 2024년 12월 발의 후 의회 회기 종료로 파기, 2025년 4월 재발의
법안 목적	- 미국 상선대 및 조선업 재건, 해운-조선 산업 경쟁력 강화, 국가안보 및 공급망 안정 확보
전략상선단(SCF) 신설	- 미국 국적(US-Flagged) 국제 상선대 250척 확보 목표 (민간-상업군사 선박 포함) - 외국 건조 선박도 2030년까지 한시적으로 편입 가능, 이후 미국산 선박만 허용
해양안보신탁기금(MSTF)	- 연간 2.5억달러(2025~2034년)의 조선소 현대화, 신조선 건조, 인력 양성 등 직접 지원 - 우려국가(중국, 러시아, 이란, 북한)가 소유 운항하거나 해당국에 등록된 선박, 또는 일정 비율 이상 중국 조선소에서 신조·수리된 선박에 대해 톤당 \$5 벌금(Port Fees) 부과 - CSSC(중국국영선박공사)와 거래한 선주사 추가 제재
대중국 견제	- 15년 내 중국산 수입화물 10% 미국선박 운송 의무화
조선업 세제 혜택	- 미국 내 건조(US-Built) 혹은 개조된 미국 국적 상선 투자금에 최대 33% 세액공제 부여 - 선주가 미국 내 보험사 및 검사기관(Class Society) 이용 시 추가 세액공제 적용 - 미국 내 조선소 및 핵심 부품 제조시설에 투자 시 최대 25% 투자세액 공제 제공
항만·화물 우선권	- 미국 정부 화물 100% 미국 국적선 운송 의무화 - 미국 항만에서 미국 국적선 우선 접안권 부여
관세 우대	- 미국 국적선이 운송한 수입품에는 우대 관세를 적용 - 외국선이 운송한 수입품에는 자동으로 10% 관세 할증(surcharge) 부과 (단, 외국선과 미국선 운임이 동일할 경우에는 예외 적용 가능)
LNG 의무 운송비율	- 2047년까지 전체 해상 LNG 수출의 15%를 미국산(US-Built) 선박이 운송 - 초기 2%에서 점진적으로 상향, 22년차(2047년)부터 15% 달성 - 미국 내 LNGC 건조 실적 부족으로 인해 초기에는 외국(한국 등) 조선소 발주 허용
시행·감독	- 해양청(MARAD)·해양경비대(USCG) 이행계획 수립 및 2년 주기 보고 - 정부감사원(GAO)가 2년 주기로 독립적으로 법안의 시행 상황 및 효과 검토

자료: US Senator Tammy Baldwin, US Congress, 한화투자증권 리서치센터

[표7] SHIPS ACT: 2024년 12월 vs 2025년 4월 발의안 주요 변경 사항

구분	2024년 12월 발의안	2025년 4월 재발의안
전략상선단(SCF) 편입 기한	2029년까지 외국 건조선 허용	2030년까지 연장
LNG 수출 미국산 선박 운송	미명시	2047년 15% 명시적 목표 추가
중국 수입화물 미국선박 운송 의무화	미포함	Section 415 추가: 15년 내 10% 의무화
세제 지원 범위	일반적 인센티브 제시	25~33% 세액공제 구체화 (미국 내 조선소)
우려국가에서 수리/경비 시 벌금 체계	기본 톤세/관세 부과(약 50%)	미국 입항 시 관세/톤세 200%로 상향, 우방국 조선소에서 수리 시 70% 관세, 미국 내 수리 시 면제 또는 낮은 세율 적용
해외 수리 면제 조건	미명시	Section 401: 미국 내 수리 시도 후 해외 수리 시 면제 가능

자료: US Senator Tammy Baldwin, US Congress, 한화투자증권 리서치센터

>> 국내 기업의 미국 진출, 현지 투자가 최선의 전략

현지 투자가 최선의 전략

국내 기업의 미국 상선 시장 진출에는 현지 투자가 최선의 전략이라고 판단한다. 앞서 언급한 바와 같이 미국 조선업 부흥을 위해 재발의된 SHIPS Act의 주요 항목인 전략상 선단 250척 구축(‘30년 이후 미국산 선박만 편입 허용), 22년차(‘47년)부터 미국 수출 LNG의 15% 미국산(US-Built) 선박 운송 등의 조항들의 최종 수혜자는 미국 현지 조선소이기 때문이다.

미국 내 조선소 및 핵심 부품 제조시설에 대한 25% 투자 세액공제 제공

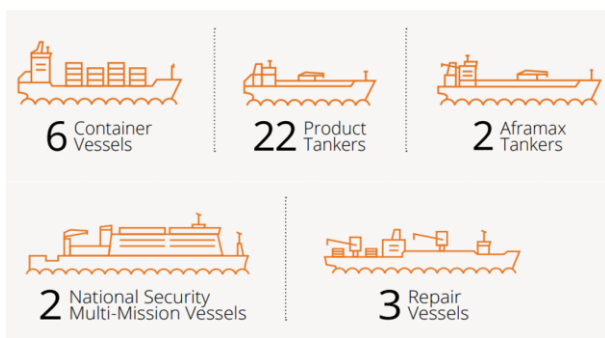
미국은 1980년대 이후 조선소의 잇따른 폐쇄로 인해 현재 수주잔고를 보유한 조선소는 19개 수준(과거 400개 수준으로 추정)으로 줄어들었다(표8). SHIPS Act는 미국 내에서 상업용 선박을 건조, 개조, 재건조하는 데 투자한 금액의 최대 33%를 연방 법인세 또는 소득세에서 세액공제로 차감하는 방안을 추진하고 있다. 아울러, 미국 내 보험사 및 검사기관 이용 시 추가 세액공제를 제공하고, 조선소 및 핵심부품 제조시설 투자에는 별도로 최대 25% 투자세액공제를 적용하게 된다.

결론적으로 SHIPS Act의 함의는 중단기적으로는 동맹국과의 협력이 불가피해 한국 조선소들의 신규 수주 가능성이 높아졌으나 중장기적으로 수혜 강도를 높이기 위해서는 미국 내 조선소 및 시설 투자가 필요하다는 데 있다.

필리조선소를 인수한 한화그룹을 주목

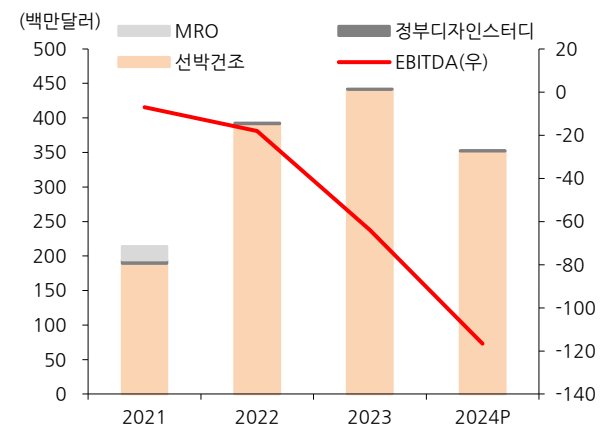
따라서 필리조선소를 인수한 한화그룹(한화시스템 60%, 한화오션 40% 지분)의 중장기 수혜 가능성에 주목한다. ‘24년 한화그룹이 인수한 필리조선소는 컨테이너선 6척, 탱커 24척, NSMV 2척의 총 32척의 건조 이력과 3건의 MRO 사업 수행 이력이 있는 미국 현지 조선소(그림16).

[그림16] 필리조선소 사업 수행 이력



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 필리조선소 연간 실적 추이



주: 2024P는 2024.12.19 기준 Annual Report 기준으로 작성

자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 미국 주요 조선사(상선 기준) 현황

구분	조선사	장소	야드 설립	수주잔고 척수
1	Eastern (Allanton)	Panama City	2000 년 이전	8
2	Hanwha Philly SY	Philadelphia	2000~2010 년	7
3	Master Boat Builders	Coden	2000 년 이전	6
4	C & C Marine	Belle Chasse	2000~2010 년	5
5	Chesapeake S.B.	Salisbury	2000 년 이전	4
6	All American Marine	Bellingham	2000~2010 년	4
7	Thoma-Sea S.B.	Lockport	2000 년 이전	4
8	Gulf Island	Houma	2010 년 이후	3
9	Bollinger Marine	Amelia	2010 년 이후	3
10	Sterling Shipyard	Beaumont	2000~2010 년	2
11	Fincantieri Bay SB	Sturgeon Bay	2010 년 이후	1
12	Eastern S.B.	Panama City	2000 년 이전	1
13	ECO	Cut Off	2010 년 이후	1
14	Midship Marine	Harvey	2000~2010 년	1
15	Fraser Shipyards Inc	Superior	2000 년 이전	1
16	Washburn & Doughty	East Boothbay	2000 년 이전	1
17	Conrad Morgan City	Morgan City	2000 년 이전	1
18	Great Lakes Towing	Cleveland, Ohio	2010 년 이후	1
19	Keppel AmFELS	Brownsville, Texas	2000 년 이전	1

주: 수주잔고 보유 조선사 기준, Hanwha Philly SY 수주잔고에는 NSMV 3척, SRIV 1척, CV 3척 포함

자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국 해군력 강화에 따른 기회

>> 미-중 함정 격차 확대 우려

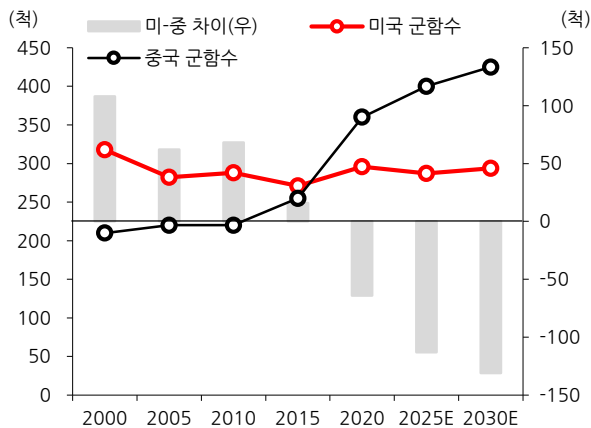
미-중 함정 격차 확대 우려

미국은 상선 분야뿐 아니라 해군 함정 분야에서 특히 중국과의 격차 확대 우려에 직면해 있다. 이에 미 해군은 2025 건조 계획 등을 통해 군함을 '24년 297척에서 '54년까지 381척으로 확대하는 계획을 수립하는 등 함정 규모 확대 등 해군력 강화를 목표로 하고 있다. CBO(미국 의회예산국)는 '54년까지 미 해군이 군함 총 390척을 달성할 수 있을 것으로 추정하고, 연평균 건조 비용을 약 400억 달러로 계산했다.

그러나 미국 조선업의 비용·납기 문제로 인해 '25년 2월 공화당 상원의원 Mike Lee와 John Curtis에 의해 해군 준비태세 보장법(ENRA; Ensuring Naval Readiness Act)이 발의됐다. 미 해군 함정(Tier 1 항공모함, 핵추진 잠수함 등 제외)의 신조 및 부품 조달 시 동맹국 조선소 활용 가능성도 제기되고 있다. 따라서 이와 관련한 국내 업체들의 신규 사업 기회도 기대되는 상황이다.

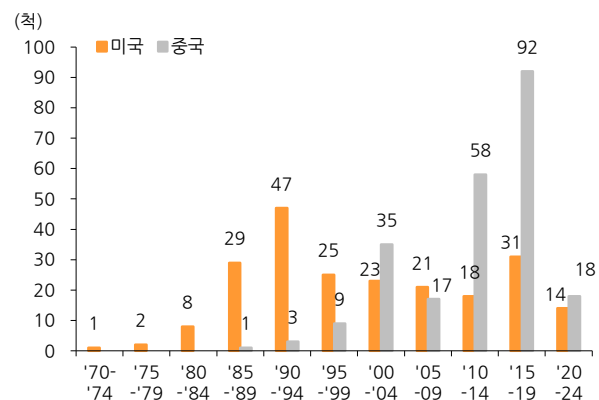
CRS(Congressional Research Service)에 따르면, 2025년 미국 군함은 287대, 중국 군함은 400대에 달할 것으로 추정되며 이 격차는 2030년 각각 294대, 425대로 130대 이상 벌어질 것으로 전망된다(그림18). 미국과 중국의 연도별 주요 전투함정 진수(Launch) 추이를 비교해 보면, '70년~'99년까지는 미국이 112대, 중국이 13대를 진수했으나 '00~'24년에는 미국이 107대, 중국이 220대를 진수했다(그림19).

[그림18] 미-중 해군 함정 규모 비교



주: 보조함 포함, 미사일 고속정 제외
자료: CRS, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 미-중 연도별 주요 전투함정 진수(Launch) 추이



자료: CSIS, Janes, 한화투자증권 리서치센터

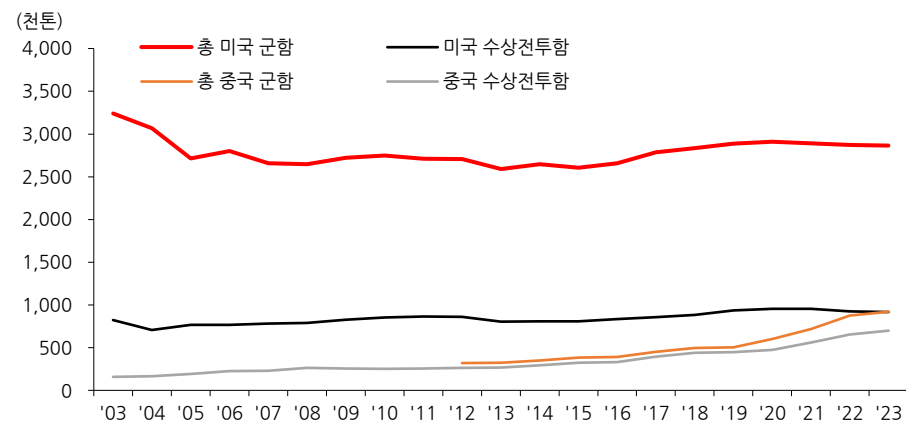
배수량 면에서는 여전히
미국이 우위

물론, 중국이 강력한 조선 건조 능력을 바탕으로 전투함을 늘리고 있으나 총 배수량 면에서는 미국이 여전히 우위로 평가받는다(그림20). 이는 주로 항공모함 전력 차이에서 기인하는데(배수량 차이의 약 90%), 미국은 경험이 풍부한 11개 항모전단을 보유한 데 비해 중국은 항모전단이 3개에 불과하다. 아울러, 미국은 핵추진 잠수함 66척을 운용하는 반면 중국은 12척을 운용하고 있다.

그러나 중국 해군력 증강
속도를 경계할 필요성 분명

그럼에도 최근의 확장 속도를 감안하면 중국은 10년 이내에 구축함, 호위함, 초계함 등의 총 배수량에서 미국을 추월할 가능성이 높다고 판단된다. 중국의 구축함, 호위함, 초계함 합산 척수는 '10년 78대에 불과했으나 '23년 163대까지 확대됐다(그림21). 또한, 미국은 인도-태평양, 페르시아만, 유럽 등 주요 지역에 항공모함을 나눠서 배치해야 하고 순양함, 구축함, 호위함, 초계함 등 균형 잡힌 함대 구성이 필요하다. 이에 해군력에서 미국이 여전히 우위를 점하고 있다고 하더라도 중국 해군력 증강 속도를 경계할 필요성은 분명히 존재한다고 판단한다.

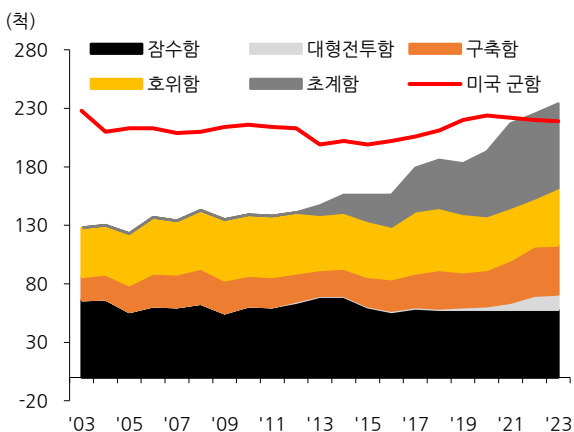
[그림20] 미-중 해군 전투함정 카테고리별 총 배수량



주: 수상전투함은 항공모함 및 상륙강습함 제외한 군함

자료: CSIS, The Military Balance, Janes, 한화투자증권 리서치센터

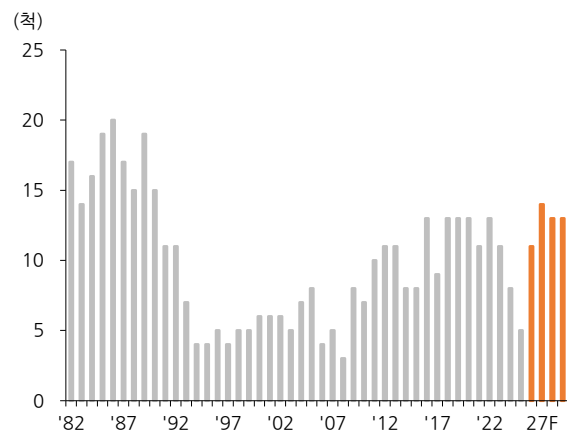
[그림21] 중국 현역 전투함정 선종별 변화



주: 잠수함=SSBN+SSN+SSK, 대형전투함=상륙강습함, 항공모함, 순양함

자료: CSIS, Janes, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 미국 해군 전투함정 조달 현황 및 계획



주: 주황색 음영은 계획(FY26~FY29)

자료: CRS, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

>> 美 함정 시장 진출: 결국엔 현지화가 답

함정 시장 진출도 결국
현지화가 답

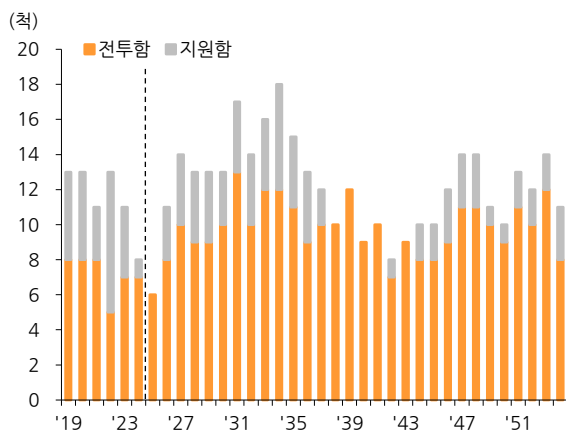
CBO의 분석에 따르면, 미 해군은 '25~'54년 30년간 전투함 293척, 지원함 71척 총 364척의 군함을 구매/조달할 것으로 전망된다(그림23). ENRA(해군 준비태세 보장법) 발의 등으로 국내 조선소의 미 함정 시장 진출에 대한 기대감이 커진 것이 사실이나, 결국에는 현지 조선소 투자 전략이 중장기적 우월 전략이라고 판단한다.

미 연방법 § 8679(번스-톨레프슨법)는 미국 군함을 외국 조선소에서 건조할 수 없다고 규정하고 있으며, § 8680은 미국 또는 괌을 모항으로 하는 해군 함정은 미국 또는 괌 이외의 조선소에서 MRO를 할 수 없다고 규정하고 있다(표9). ENRA가 시행되더라도 기존 법률의 예외 조항을 활용해야 하며, 동맹국 조선소 활용은 미국 내 생산역량 확충 전까지 예외적으로 허용될 가능성이 높다고 판단한다.

해군 신조함정 국산화 비율
'33년 100% 시행 목표

아울러, 2024년 NDAA(국방수권법) 수정안에 Buy America 조항의 형태로 포함된 American Made Navy Act에 따라 미 해군은 '26년부터 해군 신조함정 65% 이상의 부품 및 소재를 미국산으로 조달해야 한다. 해당 의무 국산화 비율은 '28년 75%, '33년 100%로 단계적 시행된다.

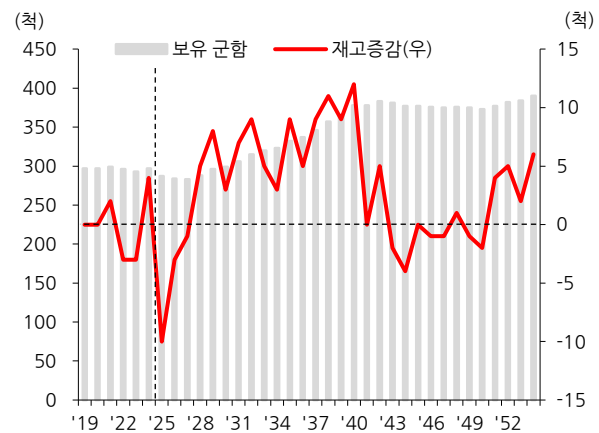
[그림23] 미 해군 함정 구매/조달 계획



주: '25년부터는 계획

자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 미 해군 함정 재고 추이 및 전망



주: 전망치는 CBO가 US Navy의 계획을 바탕으로 전망한 데이터를 사용

자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 미국 함정 건조 및 MRO 관련 연방법 주요 내용

법령/조항	주요내용
10. U.S.C. §8679 (번스-톨레프슨법)	미국 군함과 그 주요 선체 또는 상부구조물은 외국 조선소에서 건조 할 수 없음 대통령 예외권: 국가안보상 필요하다고 판단 시 예외 허용(의회 통보 후 30일 대기)
10. U.S.C. §8680	미국/괌을 모항으로 하는 해군 함정은 미국/괌 이외의 조선소에서 MRO(정비 및 수리) 불가 예외1) 항해 중 긴급 수리(Voyage repairs) 예외2) 적대행위로 인한 손상 복구 등 불가피한 상황 예외3) LCS(Littoral Combat Ship)의 해외 배치 시 미국 정부 또는 미국 계약업체 인력이 수행하는 경우(불가피한 경우 외국 인력 허용) 예외4) 일정 조건을 충족하는 MSC(Military Sealift Command) 소속 선박 등 일부 특수한 경우 (미 해군과의 MSRA; Master Ship Repair Agreement 체결해야 MRO 입찰 가능)

자료: U.S.C., 한화투자증권 리서치센터

궁극적으로는 미국 내 부품
및 소재 조달 업체가 유리

American Made Navy Act 법안은 미국내 생산이 불가하고 Five Eyes(캐나다, 영국, 호주, 뉴질랜드) 국가에서만 생산이 가능한 경우, 또는 비용이 25% 이상 증가할 경우 국방장관의 예외 허용이 가능하다. 이를 고려했을 때 비용 측면에서 한국 기업이 25% 이상 우위를 가져간다는 가정 하에 일부 예외 허용이 가능할 수는 있겠으나 궁극적으로는 미국 내 부품 및 소재 조달 업체가 유리한 환경에 놓일 것이다.

MRO 사업 참여도 현지
조선소 확보가 가장 유리

MRO 사업의 경우, 항해 중 긴급 수리, 적대행위로 인한 손상, LCS 해외 배치 시, MCS(미 해군 군수지원사령부; Military Sealift Command) 소속 선박 등 일부 특수한 경우에만 § 8680 법안의 예외를 적용 받는다. 국내에서는 HD현대중공업과 한화오션이 MSRA(미 해군 MRO 사업 참여 자격증; Master Ship Repair Agreement)를 획득했으며 한화오션은 실제로 USNS Wally Schirra호 프로젝트를 성공적으로 수행했다.

한화오션이 정비한 Wally Schirra호와 Yukon함은 모두 미 해군 7함대에 배속된 급유함으로, MSC 소속 군수지원함(USNS; United States Naval Ship)이다. 반면, 한화 필리조선소의 경우에는 향후 FCL(시설보안인증) 획득 등을 통해 전투함 등 다양한 선박에 대한 MRO 사업을 수행할 수 있을 것으로 전망한다. 아울러, 이미 훌륭한 레퍼런스(윌리 쉬라호 MRO 6개월 만에 완료, 함정 성능 개선 요소 추가 발견 후 솔루션 제시 등)를 보유한 한화오션과의 기술 협력을 통해 정비 역량도 타 미국 조선소 대비 빠르게 강화할 수 있을 것으로 기대한다.

[표10] 미 해군/해안경비대 준비태세 보장법 주요 내용

구분	Ensuring Naval Readiness Act	Ensuring Coast Guard Readiness Act
발의 배경	해군 전력 부족(최소 전력 목표 355척에 비해 2024년 기준 291척만 운용), 비용·납기 문제 등	해안경비대 노후화, 임무 확대(북극 작전 등) 및 신속 조달 필요성 확인 등
주요 내용	NATO, 인도-태평양 동맹국 조선소의 신조 및 주요 부품 건조 허용	
	중국 소유·운영 조선소 배제	
	미국 내 건조 대비 비용 절감 조건	
	미 해군 장관의 외국 조선소의 소유·운영 구조, 비용, 국가안보 위험성 등을 사전 인증 필요	해안경비대 사령관의 외국 조선소의 소유·운영 구조, 비용, 국가안보 위험성 등을 사전 인증 필요
입법 절차	2025.02.05 상원 발의→위원회 심의→상원 본회의→하원 송부→대통령 서명(초당적 지지 기반으로 5년 내 신속 처리 가능성 제기)	

자료: US Congress, US Senator Mike Lee, 한화투자증권 리서치센터

[표11] Made in America Navy Act 주요 내용

구분	내용
발의 배경	해군 공급망 국산화 및 안보 강화
	제조업 일자리 창출 및 Buy America 정책 강화
주요 내용	미 해군 신조함정 '26년 65%→'28년 75%→'33년 100% 국산 부품·소재 의무화
	모든 연방 선박 적용, 미국 내 생산 불가 혹은 동맹국(영국·호주·캐나다·뉴질랜드)만 생산 가능한 경우, 또는 비용이 25% 이상 증가할 경우 국방장관 예외 허용 가능
	연차별 보고 및 원산지 추적, 위반 시 5년간 조달 금지 등 제재
입법 절차	2023~2024년 상원 발의, NDAA(국방수권법) 수정안 반영
	2024년 하원·상원 통과, 대통령 서명
	2026~2033년 단계적 시행 (2033년 100% 국산화 목표)

자료: US Congress, 한화투자증권 리서치센터

3. 한화 필리조선소의 밝은 미래

>> 한화그룹의 필리조선소 인수, 생산성 개선

이제는 ‘한화’ 필리조선소

지난 ‘24년 12월 한화그룹이 필리조선소 인수(한화시스템 60%, 한화오션 40% 지분)를 완료하면서 필리조선소는 이제 ‘Hanwha’ Philly Shipyard가 되었다. 필리조선소는 2차 세계대전 이전부터 운영되던 필라델피아 해군조선소가 1995년 미 해군의 구주조정으로 폐쇄된 뒤 해당 부지에 새롭게 설립됐다. 필리조선소는 333m x 45m 급의 드라이도크 2개(4번 도크, 5번 도크)를 운영하고 있다. 한국 대형 조선소의 대형 도크(500~700m급)에 비해 가로폭 대비 세로폭이 좁은 수준으로, 2척 이상의 선박을 병렬 건조하기에는 어려움이 있을 수 있다. 동사는 현재까지 6척의 컨테이너선, 22척의 MR 탱커, 2척의 아프라막스 탱커, 2척의 NSMV 등 총 32척의 건조/인도 이력을 갖고 있다.

동사는 미국 존스법 시장의 약 50%를 점유해 왔으며 앞으로도 한화오션의 선박 설계· 건조 기술과 첨단제어·전자장비 기술을 결합해 존스법 하에서의 상선 시장을 주로 타겟할 것으로 보인다. 동사는 Matson(컨테이너선), Crowley(Product 탱커) 등에 상선을 인도한 경험이 있으며 대부분 재구매 고객들이다. 현재는 NSMV 3척(2척 인도 완료)과 SRIV 1척, 컨테이너선 3척 등을 수주잔고로 보유하고 있다(그림25).

NSMV는 1,000명 이상 수용이 가능한 다목적 훈련선으로, 헬리패드, 차량 탑재(Roll-On, Roll-Off) 등이 가능하다. 현재 SRIV 등 미국 최초의 Rock Installation 선박도 건조 중이다. 1분기 말 수주잔고는 17억 달러 수준(약 1.8조원)으로 파악된다.

현재 5번 도크는 안벽으로
사용 중

현재 필리조선소는 철강이 입고된 다음 각 공정을 거쳐 4번 도크에서 선박을 조립· 건조한 뒤 최종적으로 5번 도크에서 시험·시운전을 진행하고 있다. 즉, 5번 도크는 사실상 안벽으로 활용 중인 상황이다. 4번 도크에는 미국 조선소 중 최대 규모인 660톤급 골리앗 크레인이 설치되어 있으며, 양쪽에는 50톤급 러핑 크레인 2기가 배치되어 자재와 장비를 도크 내로 공급하고 있다.

[그림25] 필리조선소의 선박 인도 현황 및 오더 백로그

PHILLY SHIPYARD RECENT DELIVERIES AND ORDER BACKLOG							
Customer	Vessel	Delivery	2023	2024	2025	2026	2027
MARAD/TOTE Services	NSMV 1	8 Sept. 2023	■				
	NSMV 2	1st half 2024		■			
	NSMV 3	2nd half 2024		■			
	NSMV 4	1st half 2025			■		
	NSMV 5	1st half 2026				■	
Great Lakes Dredge & Dock Company	SRIV	2nd half 2025			■		
Matson Navigation Company	CV 1	2nd half 2026				■	
	CV 2	1st half 2027					■
	CV 3	2nd half 2027					■

주: '23년 사업보고서 기준

자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

약 1,500명 인력 보유 한화 필리조선소에는 현재 약 1,500명의 인력이 근무하고 있다. 이 중 약 1,000명 정도는 하청업체 직원이고, 500명 이상은 정규직 직원으로 구성되어 있다. 전가·설비 등 특정 분야는 하청업체에 맡기면서 유연하게 인력을 운용하고 있는 것으로 파악된다.

동사의 인력은 COVID-19 이전인 '18~'19년에는 프로젝트 부재로 생산작을 포함해 80명 이하로 줄어든 적이 있었다. 이후 TOTE Services로부터 미 교통부 MARAD의 NSMV(국가안보다목적선박) 5척을 수주하고 정부 프로그램의 도움 등을 받아 회생했다. 현재는 노사관계도 안정적인 것으로 파악된다.

도제식 견습 프로그램
적극 운영 동사는 도제식 견습(Apprenticeship) 프로그램도 적극적으로 운영 중인데, 한화오션 등 한국 인력을 강사로 활용하고 있다. 현재 39개월 프로그램에 약 150명의 교육생(선박 건조, 용접공, 기계조작, 크레인기사 등)을 보유하고 있으며, '24년에는 80명의 교육생이 신규로 등록했다. '25년에는 신규 등록 인원을 120명으로 늘리고, '27년부터는 매년 200명 이상으로 늘릴 계획이다.

[표12] 필리조선소 매출액 및 선종별 진행률 추이

(단위: 백만달러, %)

구분	선종	2021	2022	2023	2024P
누적매출	NSMVs 1-2	212.7	484.9	601.1	644.6
	NSMVs 3-4	5.7	110.1	376.3	482.4
	NSMVs 5		6.4	29.1	119.5
	SRIV	0.0	7.5	37.7	118.9
	CVs 1-3		1.1	7.4	38.1
잔여매출	NSMVs 1-2	423.0	157.3	42.3	0.0
	NSMVs 3-4	583.2	499.5	233.7	124.4
	NSMVs 5		295.4	280.3	187.7
	SRIV	197.1	193.9	168.3	77.0
	CVs 1-3		997.6	994.6	963.5
진행률 = 누적매출 / (누적+잔여매출)	NSMVs 1-2	33.5%	75.5%	93.4%	100.0%
	NSMVs 3-4	1.0%	18.1%	61.7%	79.5%
	NSMVs 5		2.1%	9.4%	38.9%
	SRIV	0.0%	3.7%	18.3%	60.7%
	CVs 1-3		0.1%	0.7%	3.8%
연간매출 = 연간 누적매출 - 작년 누적매출	NSMVs 1-2		272.2	116.3	43.5
	NSMVs 3-4		104.4	266.2	106.1
	NSMVs 5		6.4	22.7	90.4
	SRIV		7.5	30.2	81.2
	CVs 1-3		1.1	6.3	30.7
Shipbuilding Revenue		189.3	391.6	441.6	351.8
Government Design Studies		5.0	1.1	0.2	1.2
Ship Repair and Maintenance		19.8			
Total Operating Revenue		214.1	392.7	441.8	353.0

주: 2024P는 2024-12-19 기준 Annual Report 수치 반영

자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

한화 필리조선소에 기대하는
3가지

한화 필리조선소의 미래에 크게 3가지를 기대한다. 1) 한화그룹과의 시너지를 활용해 생산성 개선을 통한 존스법 시장 점유율 확대, 2) 생산 Capa 확대(연간 1.5척→3~4척→6~8척→10척+)를 통한 볼륨 확장, 3) 미 해군 MRO 및 건조 시장 진출이 그것이다.

한화와의 시너지를 통한
생산성 개선 기대

먼저, 한화와의 시너지를 통한 생산성 개선을 기대한다. 현재 필리 인건비는 한국 대비 평균 1.5배 이상이나 생산성은 2배 이상 낮은 경우도 존재하는 것으로 파악된다(선종별 차이 존재). 그러나 한화조선의 용접 전문가들이 미국 현지 인력들에게 작업 방식을 전수해 생산성이 2~3배 개선되는 사례가 나오고 있다는 회사의 안내가 있었다. 아울러, 기본설계 및 상세설계 등을 한화 계열사와 협업하면서 설계 품질 및 효율성이 높아진 것으로 판단한다.

수주 받는 상선 선가의 경우, 동사가 '22년 Matson Navigation으로부터 LNG 추진 컨테이너선 3척을 약 10억 달러에 수주받은 점을 감안하면 존스법 산하 선가가 한국 대비 4~5배 이상 높은 것으로 보인다. 한화와의 협업을 통해 실시간 모니터링, 자동화 시스템, AI 품질관리 시스템 등을 도입해 스마트 야드 구축도 추진하고 있다. 그룹사의 공급망 네트워크 활용을 통한 원가 절감 효과도 기대한다.

[그림26] NSMV 1 호선(국가 안보 다목적 선박)



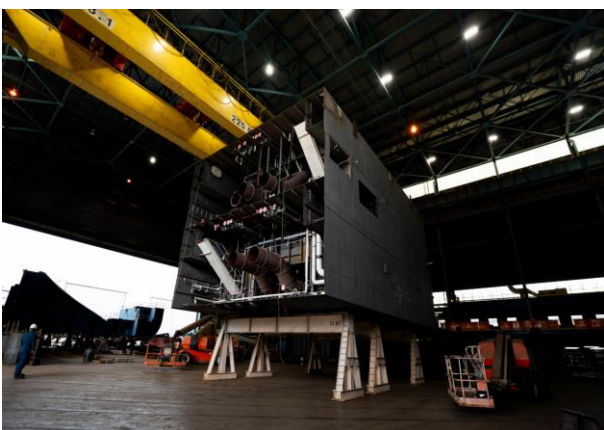
자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] SRIV(해저 암반 설치 선박)



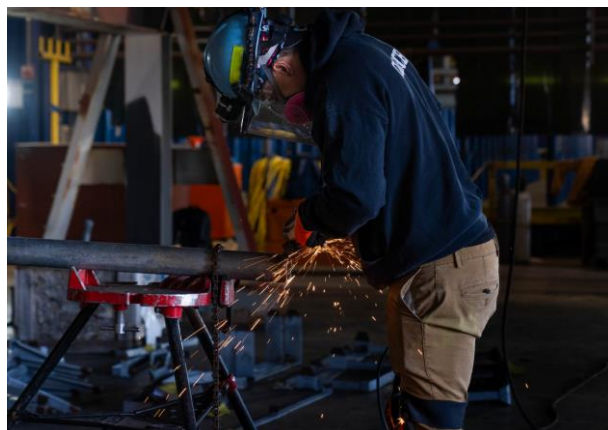
자료: Professional Mariner, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 한화 필리조선소 블록제작 및 선행의장(PE)



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 한화 필리조선소 용접공



자료: Professional Mariner, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 필리조선소 주요 연혁

구분	주요 연혁
1997-2002	미국 정부 기관과 Kvaerner Shipbuilding Division 간의 민관 합작으로 설립 2000 년: 두 대의 컨테이너선 건조 시작
2003-2006	Matson 에 컨테이너선 4 척(001~004 번 선체) 인도 2005 년: Aker American Shipping 설립 및 오슬로 증권거래소 상장 2005 년: 10 척의 제품 운반선 건조 프로그램 시작
2007-2011	AMSC 와 OSG 에 제품 운반선 12 척(005~016 번 선체) 인도 2007 년: 제품 운반선 2 척 추가 주문(서틀 탱커로 개조 예정) 2007 년: Aker American Shipping, 선박 운영과 조선 부문으로 분리, Aker Philadelphia Shipyard 오슬로 증시 상장 2011 년: SeaRiver Maritime 과 아프라막스 탱커 2 척 계약
2012-2013	Crowley 에 제품 운반선 2 척(017~018 번 선체) 인도 2013 년: Matson 과 CV3600 컨테이너선 2 척 계약 2013 년: Crowley 와 Product Tanker 4 척 합작 계약
2014-2016	SeaRiver Maritime 에 아프라막스 탱커 2 척(019~020 번 선체) 인도, Crowley 에 제품 운반선 4 척(021~024 번 선체) 및 Kinder Morgan 에 제품 운반선 1 척(025 번 선체) 인도 2014 년: Philly Tankers 설립(순수 Jones Act 해운사) 2014~2015 년: Philly Tankers 와 Product Tankers 계약 2015 년: Philly Tankers, 모든 Product Tankers 계약을 Kinder Morgan 에 매각 합의 2015 년: Philly Shipyard 로 사명 변경
2017-2019	Kinder Morgan 에 Product Tankers 3 척(026~028 번 선체) 및 Matson 에 CV3600 컨테이너선 2 척(029~030 번 선체) 인도 2019 년: TOTE Services 에 FSS Antares, FSS Pollux 등 대형 MARAD 선박 2 척 정비·보수 계약 수주 2019 년: 미 해군 CHAMP 프로그램 설계 주계약자 선정 2019 년: FSS Antares 선박 정비 및 유지보수 완료
2020	TOTE Services 로부터 미 교통부 MARAD 의 NSMV 최대 5 척 건조 계약 수주 NSMV 1·2 번 선체 건조 계약 체결(계약금 약 6 억 3 천만 달러) 미 해군 FSS Pollux 선박 정비 및 유지보수 완료 미 해안경비대 OPC, 미 해군 TAGOS 프로그램 산업연구 계약 수주
2021	NSMV 3·4 번 선체 추가 건조 계약(총 계약금 약 6 억 달러) 미 해군 군수지원사령부를 대표해 Patriot Contract Services 로부터 USNS Charlton 호의 MRO 계약 수주 및 완료 미 해군 T-ARC(X) 부설선(케이블선) 연구개발 산업연구 계약 수주 Great Lakes Dredge & Dock Company 와 존스법 총족 SRV 선 계약 NSMV 1 번 선체 기공 및 NSMV 2 번 선체 생산 시작
2022	NSMV 5 번 선체 및 전체 NSMV 프로젝트(총 계약금 약 15 억 달러) 수주 Matson Navigation 과 LNG 추진 컨테이너선 3 척 건조 계약(계약금 약 10 억 달러) 2022 SCA "안전 우수상" 수상 및 2 년 연속 무사고 기록 달성 NSMV 1 번 선체 진수 및 NSMV 2 번 선체 기공
2023	NSMV 1 번선, Empire State, MARAD 에 인도 및 SUNY Maritime College 에서 운항 시작 NSMV 2 번선 진수, NSMV 3 번선 기공, NSMV 4 번선 강재 절단 SRV(해양연구선) 강재 절단식 개최, 미 해군 T-AH(X) 병원선 연구 계약 수주
2024	Philly Shipyard, Inc. 를 한화에 성공적으로 매각 NSMV 2 번선, Patriot State, MARAD 에 인도 및 Massachusetts Maritime Academy 에서 운항 시작. NSMV 3 번선 진수, NSMV 5 번선 강재 절단 등 주요 건조 이정표 달성 SRV 선체 기공, Matson 컨테이너선용 첫 강재 절단식 개최

자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

>> 한화 필리조선소의 생산 Capa 확장에 주목

향후 연간 10척 건조까지
Capa 확대

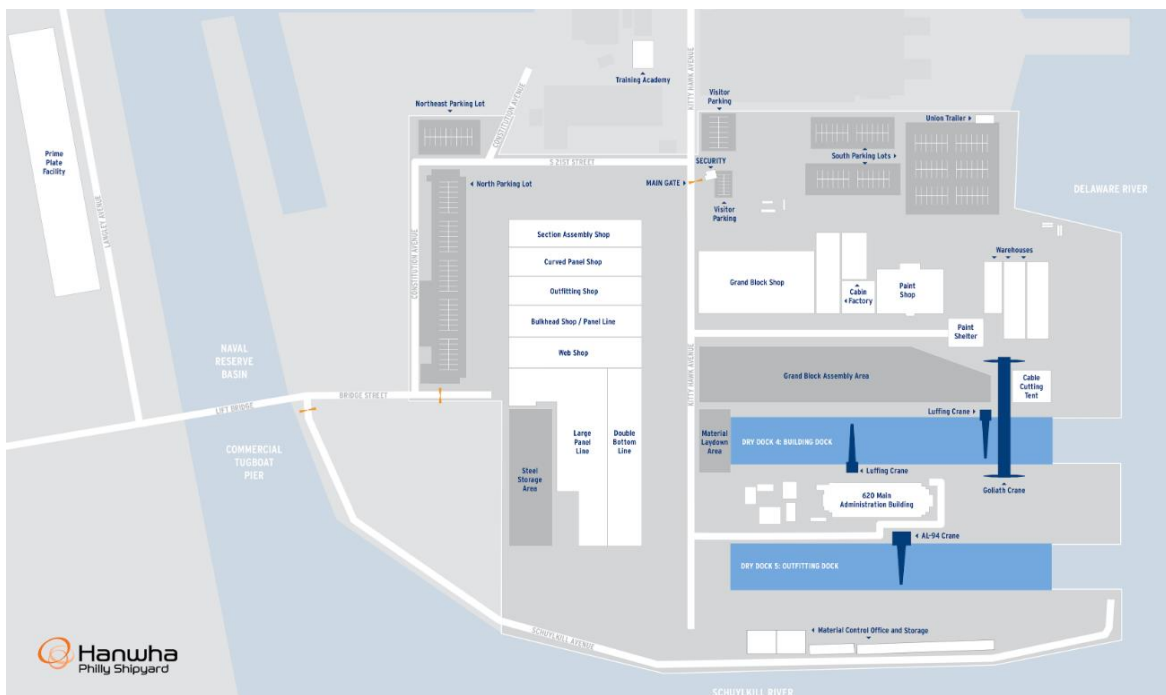
다음으로, 동사의 생산 Capa 확대를 통한 볼륨 확대 가능성에 주목한다. 현재 필리조선소의 연간 생산능력은 1~1.5척(생산톤수 13,000톤 수준)으로 파악된다. 동사는 궁극적으로 연 생산 Capa를 10척 이상으로 확대할 계획을 갖고 있다. 먼저, 도장 공장 확대 및 옥외 PE장 확대, 자동화 설비 일부 도입 등을 통해 향후 2~3년 내 4번 도크의 생산 Capa를 3~4척으로 확대할 것으로 전망한다.

앞서 언급한 도제식 견습 프로그램 등을 적극 활용하는 동시에 공정 효율화를 통해 생산량이 늘어나면 자연스레 생산성도 개선될 것으로 기대하기 때문에 4번 도크의 Capa 확대 가능성은 긍정적으로 평가하며, 생산톤수도 40,000톤 이상으로 확장을 기대한다.

현재 안벽으로 활용 중인 5번 드라이도크의 경우, '28년 전후로 신조 도크로 전환해 활용할 것으로 전망한다. 5번 도크 활용 시 기대되는 연간 총 생산 Capa는 6~8척이다. 크레인, 도장/도색 공정, 조립공장 등 핵심 설비 투자도 병행되어야 할 것이다. 2028~2030년 이후에는 인근 South Wharf(남쪽 부두) 등 기존에 사용하지 못 했던 안벽들도 추가로 확보하면서 연간 10척 이상 건조 체제로 돌입할 것으로 기대한다.

현재 1,500명의 인원으로 연간 1~1.5척을 생산 중이므로 생산 Capa 확장을 위해서는 수천 명 단위의 증원이 필요하다. 그러나 자동화 및 공정 효율화를 통해 1:1 비율로 인력이 필요하지는 않을 것이다. 신규 인력은 필라델피아뿐 아니라 뉴저지, 델라웨어 등 인근 지역에서도 충원이 쉽게 가능할 것으로 판단한다. 미국 동부에 경쟁 야드가 제한적이기 때문이다.

[그림30] Hanwha Philly Shipyard 야드 구성



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

생산성 개선을 위한 CAPEX 투자 단행

필리조선소는 현재 인력과 시설에 대한 투자를 병행하고 있으며, 1Q25 설비투자액이 전년도 연간 투자액을 이미 넘어섰다는 안내가 있었다. 앞서 언급한 도장 확대, 크레인 및 스마트 설비 투자, 안벽 추가 확보, 견습생 프로그램 관련 CAPEX 투자가 이뤄질 것으로 전망한다. 아직 CAPEX 금액에 대한 구체적인 예측은 어려운 상황이다.

투자 재원 조달과 관련해서는 필리조선소가 현지에서 회사채 발행 혹은 차입 등의 방법을 충분히 활용할 수 있을 것으로 판단한다. SHIPS Act 하에서 세제 혜택(미국 내 조선소 및 핵심 부품 제조시설 투자 시 최대 25% 투자세액 공제, 미국 내 건조 혹은 개조된 미국 국적 상선 투자금에 최대 33% 세액공제 등) 등을 활용하는 방법도 있다. 한화의 자체 자본도 선제적으로 투입되었으나, 미국 정부의 지원(1~2년 내 빠르게 시행될 가능성 존재) 및 이를 유동화하는 방법 등을 통해 재원을 마련할 수 있을 것으로 기대한다.

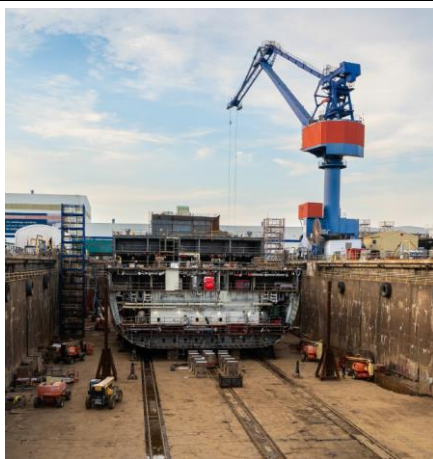
볼륨 확대와 수익성 개선 모두 기대

필리조선소의 '24년 연간 매출은 3.64억 달러, 현재 수주잔고는 17억 달러 수준으로 파악된다. 1분기 필리조선소 실적은 매출액 1,164억원, 영업손실 20억원을 기록했다. 대규모 CAPEX 투자에도 영업손실을 전년 동기 대비 1/3 수준으로 줄인 모습이다. 이는 '23~'24년 NSMV, SRIV 관련 공사손실충당금이 대거 반영된 이후 보다 수익성이 양호한 것으로 추정되는 CV선 건조 및 생산성 개선을 진행하고 있기 때문으로 판단한다.

앞서 언급한 ①공정 효율화 및 자동화 도입, ②계열사 기술 교육/이전, ③계열사 통합 물류/공급망 운영을 통한 생산성 개선이 일어난다면 '26년에 흑자전환할 수 있을 것으로 전망한다. 향후 2~3년 내에 생산량이 2배 이상 증가한다고 가정한다면, '27년 이후에는 매출 볼륨 증가(연 매출 7,000~8,000억원 이상) 및 이에 따른 레버리지 효과도 충분히 기대할 수 있다.

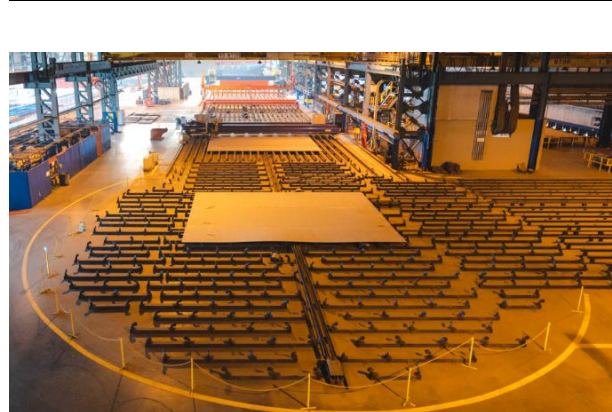
아직까지는 향후 추가 수주에 대한 가정이 실적 추정에 불확실성으로 작용하고 있다. 다만, 1장에서 살펴본 바와 같이 미국의 조선업 재건 움직임으로 필리조선소의 수주 환경은 어느 때보다 밝은 상황이다. 존스범 산하 신규 상선 수주의 시점과 규모에 따라 미래 실적 추정치의 업사이드는 매우 큰 상황이라고 판단한다.

[그림31] 한화 필리조선소 4번 도크



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 한화 필리조선소 사전 가공 및 부분 조립 공장



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

>> '27년 이후 함정 시장 진출 기대

'27년 이후 함정 시장 진출 기대

마지막으로, '27년 이후에는 필리조선소의 함정 시장 진출을 기대한다. 처음에는 MRO 시장 진출으로 시작할 것으로 예상하며 이후에는 미 해군함 블록/모듈 공급 및 지원함 건조 등으로 사업을 확대할 수 있을 것으로 기대한다.

본격적인 군함 시장 진출을 위해 한화 필리조선소는 당국에 FCL(시설보안인증)을 신청한 것으로 알려져 있다. FCL은 미 국방부 산하 국방산업보안국(DCSA)가 발급하며, 미국 정부 기밀 정보에 접근하거나 이를 취급해야 하는 모든 군함 건조·정비 사업의 필수 요건이다. 인증 획득 시까지는 일반적으로 12~18개월이 소요되나 미 해군의 시급성에 의해 기간이 단축될 여지도 충분히 있다고 판단한다. 한화오션이 수행한 월리 쉬라함 MRO 사업 등은 비기밀 MRO 사업에 해당하여 MSRA만으로 프로젝트 수행이 가능했으나 필리의 본격적인 핵심 군함 시장 진출을 위해서는 FCL이 필요하다.

필리는 한화그룹에 인수되었기 때문에 FCL(Facility Clearance) 취득을 위해서는 미국 내 법인의 외국기업 영향력(FOCI; Foreign Ownership, Control or Influence) 해소가 선행되어야 할 것으로 예상된다. 현재 50명 내외의 한화오션 인력이 필리조선소에 파견되어 있으나 이와 별개로 FOCI 해소 및 완화를 통한 FCL 획득은 가능하다.

DCSA와 협의해 적합한 완화 방안(SSA 특별보안 협정, Proxy 대리인 협정 등)을 도입하면 FCL 취득이 가능하다. 실제로 BAE Systems, Leonardo, Austal 등은 FOCI 완화 조치를 거쳐 FCL을 획득해 미국 방산 시장에서 활동 중이다(표14). 일례로 호주 Austal의 경우, FCL 획득 과정에서 미국 정부와 SSA(Special Security Agreement)를 체결했다. SSA는 호주 모기업의 경영 및 의사결정 영향력 행사를 제한하고 미국 현지법인의 독립성을 보장하는 제도다. Austal USA는 별도의 이사회(미국 시민 중심)와 독립 경영 구조를 구축해 FOCI 문제를 해소하고 군함 건조 사업 참여 자격을 갖추게 되었다.

2장에서 다룬 바와 같이 미 해군은 향후 30년간 전투함 293척, 지원함 71척 총 364척의 군함을 구매/조달할 것으로 전망된다. 중장기적으로는 현지 조선소들이 최종 수혜자가 될 것으로 판단하는 바, 사실상 미국 내에서 생산성 개선 및 Capa 확장이 가장 현실적으로 일어나고 있는 조선소인 필리의 군함 사업 관련 수주 소식을 기대한다.

[표14] 외국계 기업의 FOCI 완화 및 FCL 획득 사례

구분	BAE Systems	Leonardo	Austal
FCL 획득 시기	2000년대 초반	2008년	2008년
미국 내 수행 사업	전자전 시스템 개발(F-35 전자전 장비), 함정(상륙함, 보급함 등) 건조 및 MRO 등	함대 방공 시스템(Sea Sentinel) 개발, 전자 열화상 조준경(TWS) 생산 등	해군 고속함(LCS, EPF), 해안경비대 순찰함 등 건조
FOCI 완화 조치	Proxy Agreement(대리인 협정) 체결, SSA(특별보안협정) 체결, 미국 법인 독립 운영 등	SSA(특별보안협정) 체결, 주요 의사결정권 미국인 위원회 위임 등	SSA(특별보안협정) 체결, Austal USA 보드 구성(호주 모회사와 독립) 등
미국 내 주요 사업 지역	버지니아(본사), 텍사스, 뉴햄프셔, 앨라배마 등	버지니아(본사), 플로리다, 위스콘신 등	앨라배마, 캘리포니아 등

자료: 언론 종합, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

>> 필리도 결국 USTR의 중국 조선업 제재안의 수혜자

LNG선 건조도 검토 중

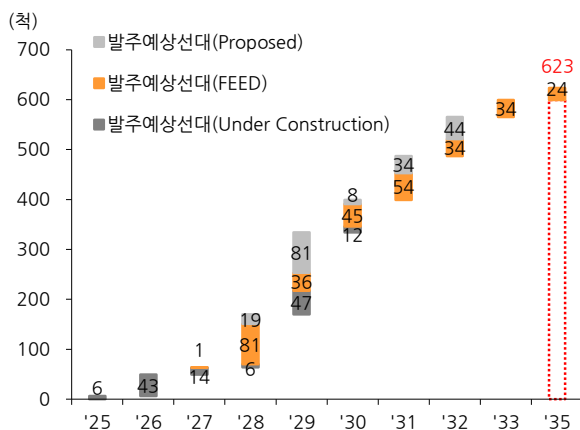
필리조선소의 LNG선 건조 가능성을 추가 투자포인트로 제시한다. '25년 4월 USTR(무역대표부)가 발표한 대중국 301조 조치에 따르면, 미국은 '28년 4월 17일~'29년 4월 16일까지 미국 LNG 전체 수출량의 1%를 미국 국적 및 운항 선박으로 수송해야 한다. '29년 4/17 이후에는 1%를 미국에서 건조된 선박으로 수송해야 한다는 조건이 추가된다. 해당 의무 비율은 점진적으로 증가해 '47년 4월 17일에는 15%까지 확대된다.

1장에서 살펴본 SHIPS Act는 입법안, USTR은 행정명령으로 적용 대상, 면제 조건, 의무 비율의 연도별 구간 등 세부 내용에 일부 차이가 존재하지만 '47년 15% 달성이라는 최종 목표는 일치한다. 이에 필리조선소는 한화오션의 LNG선 건조 역량을 도입해 미국 최초의 LNG선 건조에 도전할 것으로 전망한다.

다만, 필리의 기존 도크(333m x 45m)로는 174K급 LNG선(300m x 47m) 건조는 현실적으로 어려워 보인다. 따라서 대형 LNG선 시장 진출을 위해서는 도크 확장이 필요하다. 좀 더 현실적인 단기 대안은 중소형 LNG선 위주로 먼저 제작하는 것이다. 현재에는 관련 공급망이 없기 때문에 한국에서 주요 기자재/부품 등을 조달하는 방법을 활용해야 할 것으로 판단하며, 이에 따른 국내 계열사 수요도 발생할 수 있다.

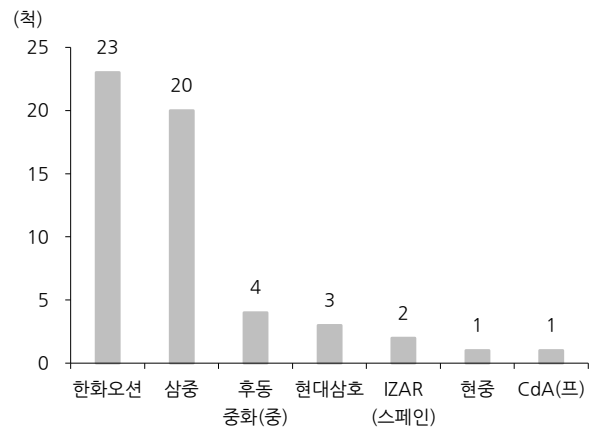
미국은 현재 LNG선 건조 능력이 없기 때문에 USTR 규제를 '29년부터 바로 충족시키는 것은 쉽지 않을 것으로 평가한다. 다만, 규정의 방향성이 유지된다는 가정 하에 초기에 필리조선소를 통해 미국산 LNG선 밸류체인에 진출한다면 시장 선점 효과를 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

[그림33] 미국 LNG 프로젝트 관련 연간 선박 발주 전망



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 미국 선주 보유 LNG 선의 건조 조선소



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[표15] USTR(2025.05) 중국규제안의 LNG 운송 의무화 일정

연차	미국 국적 및 미국산 LNG 운반선 운송 비율
2028.04.17~2029.04.16	LNG 수출의 1%를 미국 국적(US-Flagged) LNG운반선이 운송
2029.04.17~2031.04.16	LNG 수출의 1%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2031.04.17~2032.04.16	LNG 수출의 2%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2032.04.17~2034.04.16	LNG 수출의 3%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2034.04.17~2036.04.16	LNG 수출의 4%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2036.04.17~2038.04.16	LNG 수출의 6%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2038.04.17~2041.04.16	LNG 수출의 7%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2041.04.17~2043.04.16	LNG 수출의 9%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2043.04.17~2044.04.16	LNG 수출의 11%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2045.04.17~2047.04.16	LNG 수출의 13%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송
2047.04.17~	LNG 수출의 15%를 미국 국적(US-Flagged) 및 미국산(US-Built) LNG운반선이 운송

자료: USTR, 한화투자증권 리서치센터

4. 필리+오스탈을 꿈꾸며

>> 한화의 다음 타겟은 오스탈?

한화의 다음 타겟은 오스탈?

한화그룹이 필리조선소 인수를 통해 미국 현지 조선소를 확보한 가운데, 향후 호주 오스탈(Austal USA 보유)까지 추가로 확보할 수 있을지 여부에 주목한다. 오스탈은 미국에 Mobile(Alabama) Shipyard와 San Diego(California) Service Center를 보유하고 있다. 오스탈은 미국 해군 전투함 시장에 이미 진출한 업체로, 연안전투함(LCS), 고속수송함(EPF), 예인구조선, 해양감시함 등 다양한 미 해군-해안경비대 함정 건조 실적을 보유하고 있다. 실제로 오스탈 매출의 75% 이상은 미국에서 발생하고 있으며(그림38), 소형 수상전투함 및 군수지원함 부문에서 MS 1위를 기록하고 있다(표17).

이에 한화그룹이 오스탈의 지배력을 높이게 될 경우, 존스범 산하 상선 위주 플레이어 필리조선소와 Tier 2 이하(중소형)급 전투함 및 지원함 위주 플레이어 오스탈을 모두 활용할 수 있게 된다는 점에서 긍정적이다. 필리조선소는 동부에, 오스탈은 남부에 위치해 생산거점 및 포트폴리오 다각화가 가능하고, 인력 교류 및 설계/생산 표준화, 부품 공동 조달, 블록/모듈 사업 공유 등의 시너지 효과도 기대해 볼 수 있다.

자회사 HAA No. 1을 통해
지분 9.9% 취득

지난 3/18 HAA No. 1 Pty Ltd.(지분율 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%)은 오스탈의 9.91%(발행주식수 415,916,886주 기준) 지분을 장외 매수 방식으로 취득했다. 당시 HAA의 자산총액은 337,779,460,920원, 오스탈 지분 9.91% 취득금액은 168,742,469,200원이다. HAA는 추가로 오스탈 지분 약 9.9%를 기초자산으로 하는 TRS(Total Return Swap) 계약을 호주 현지 증권사와 체결한 상황이다. 현재 FIRB(호주 외국인투자심사위원회)에 추가 지분 취득을 위한 검토를 요청한 상태로, 승인 시 HAA가 최대주주에 등극할 전망이다.

[표16] Austal 주요 주주 구성 현황

주주명	보유주식수	지분율
Tattarang Ventures Pty Ltd.	71,073,651	16.87
HAA No. 1 Pty Ltd	41,200,000	9.78
Chester Asset Management Pty Ltd.	21,940,000	5.21
Rothwell (John)	18,601,692	4.42
State Street Global Advisors (US)	11,190,264	2.66
OC Funds Management Pty Ltd.	9,605,000	2.28
The Vanguard Group, Inc.	9,220,000	2.19
총 발행주식수	421,180,044	

주: Austal이 4/8 SPP(Share Purchase Plan)을 통해 발행한 신주로 인해 총 주식수가 415,916,886주에서 421,180,044주로 변경됨. 이에 따라 HAA No. 1 Pty Ltd.(지분율 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%)의 지분율도 일부 희석됨(9.91%→9.78%)

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

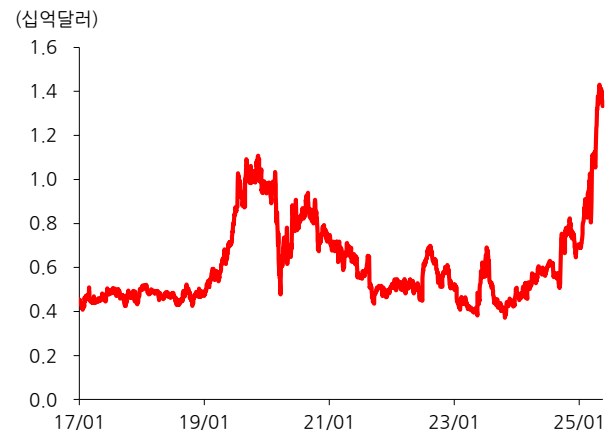
[표17] 미국 함정 타입별 시장 규모 및 조선사 점유율

함정 분류	조선소	건조척수(척)	점유율	척당단가(억달러)
소형 수상전투함	오스탈	14	40%	5
	이스트조선	4	11%	5
	핀칸티에리	8	23%	8
	헌팅턴 잉겔스	8	23%	12
	록히드마틴	1	3%	5
	잠재수주(Potential Order)	10		7
군수지원함	오스탈	21	55%	4
	다코타 크릭	1	3%	1
	제너럴 다이내믹스	7	18%	13
	걸프 아일랜드 패브리케이션	5	13%	1
	ST 엔지니어링	4	11%	5
	잠재수주(Potential Order)	52		6

주: 점유율은 잠재수주 제외한 척수 기준으로 계산

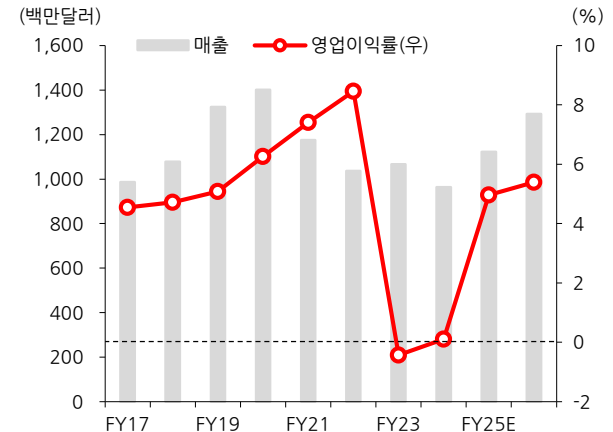
자료: 한화에어로스페이스, Janes, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 오스탈(호주상장) 시가총액 추이



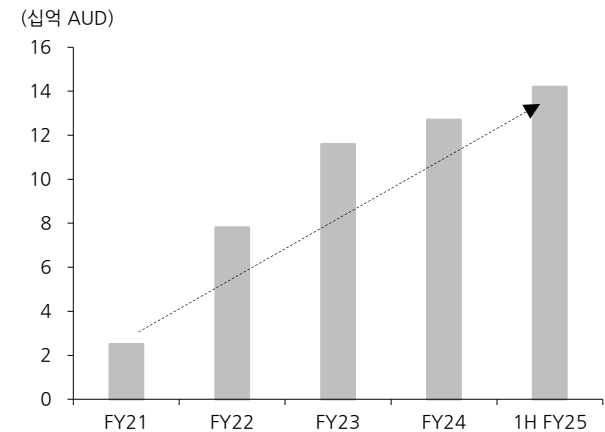
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 오스탈 연간 실적 추이 및 전망



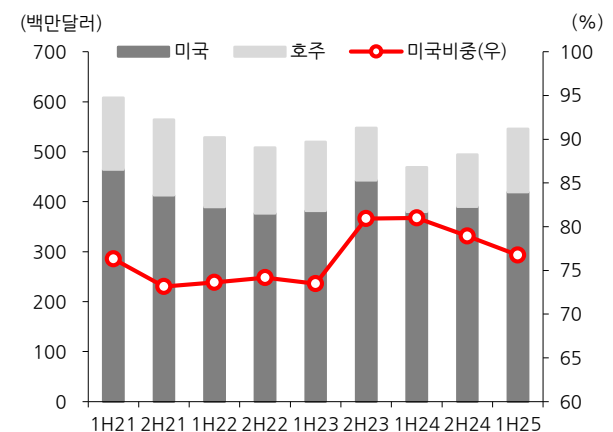
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 오스탈 수주잔고 추이



자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 오스탈 국가별 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

호주의 20% Rule

FIRB 승인에는 통상 3개월, 최대 6개월 정도 소요되므로 승인 여부는 연내 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 호주는 외국인이 기업 지분 20% 이상 취득 시 FIRB 승인이 필수인데, 방산 등 보안 관련 민감 분야는 10%만 넘어도 승인이 필요해 오스탈의 경우 10% 이상 지분 매입 시 FIRB 승인이 필요하다. 따라서 FIRB 승인이 된다면, 한화그룹은 TRS 상품의 주식 전환을 통해 오스탈 지분 약 19.8%를 확보할 것으로 전망한다.

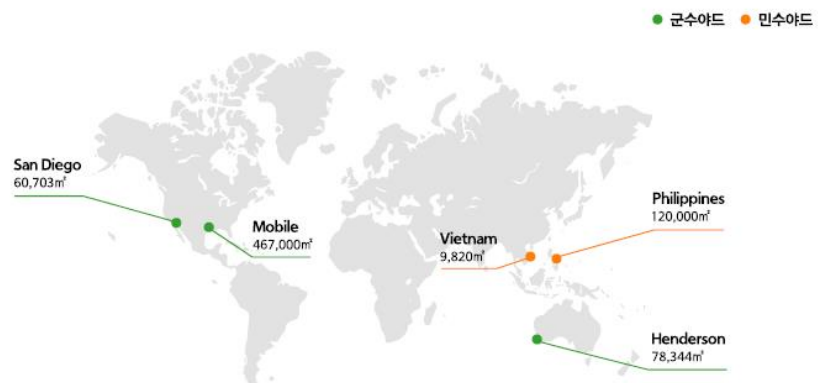
한화그룹은 FIRB 승인 시 오스탈 이사회(Board)에 진출해 경영 의사결정에 직접 참여할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 한화는 이미 호주 질롱 공장 등 지상방산 부문에서는 성공적인 투자 경험이 있고, 현지 생산 및 고용 확대, 기술 이전 등 Sovereign 산업 역량 강화에 기여할 수 있기 때문에 FIRB 승인 가능성은 낮지 않다고 판단한다.

오스탈 지분 약 19.8% 확보 이후 한화그룹의 행보를 예단하기는 어려우나 지분 추가 확대 및 인수 시도 가능성도 배제할 수는 없다. 일단 한화가 20% 바로 밑의 지분까지 확보하고자 하는 것은 호주 20% Rule을 고려해 다양한 전략적 가능성을 열어두고자 했기 때문이라고 판단한다.

호주의 20% Rule이란 외국인을 포함한 투자자가 호주 상장기업 또는 일정 규모 이상의 비상장사 지분을 20% 초과해 취득하는 것을 원칙적으로 금지하는 법칙이다. 이를 초과할 경우 공식적 예외 절차를 따라야 하는데, 예외 절차로는 공개매수(Off-market Takeover Bid)나 법원 및 주주 승인 절차(Scheme of Arrangement)가 대표적이다. 공개매수의 경우 모든 주주에게 동일한 조건으로 매수 제안을 해야 하고, 주주가 원하면 지분을 매각할 수 있도록 해야 한다.

오스탈은 한화그룹과 필리조선소 모두에게 전략적으로 중요한 자산이 될 수 있기에 FIRB 승인 여부 및 이후 한화의 행보에 지속적인 관심을 가져볼 필요가 있다. 현재 HAA의 지분은 한화시스템이 60%로 한화에어로의 40%보다 더 많은 상황이다. 향후 HAA가 오스탈 지분을 20% 이상 인수하게 될 경우에도 HAA의 지분율이 그대로 유지될지는 아직 알 수 없으나, 한화시스템 입장에서는 필리에 이어 오스탈 실적까지 연결로 인식하게 된다면 큰 주가 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 전망한다.

[그림39] Austal Ltd. 주요사업장 현황



자료: 한화에어로스페이스, Austal, 한화투자증권 리서치센터

>> 강선 경쟁력 확보 노력, 한화와의 시너지가 더욱 빛날 수 있는 환경

오스탈의 강선 경쟁력
확보를 위한 유상증자

오스탈은 '25년 3월 FA2(Final Assembly 2) 시설투자를 목적으로 2.2억 AUD규모의 유상증자를 단행했다. 동사는 이를 통해 앨라배마주 모빌 조선의 대형 강선(Steel Ship) 건조 능력을 확충하겠다고 밝혔다. 완공 목표 시점은 '27년, 총 투자액은 3억 달러다.

FA2 시설은 기존 모빌 조선소 남쪽 부지에 신축되며 총 17,800m² 규모의 대형 실내 조립동, 신형 Shiplift 시스템(18,000톤급 선박 진수 및 도크인/아웃 가능) 등을 포함하게 된다. 해당 설비 확장은 기존 알루미늄 선박 중심의 사업 구조에서 탈피해 강철 군함 건조 역량을 확보하기 위한 조치다.

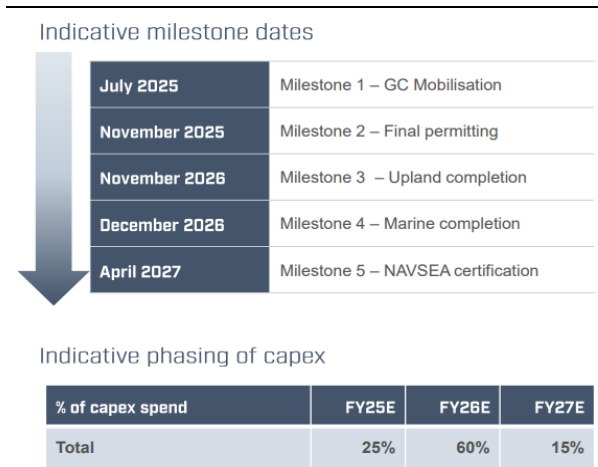
오스탈은 이미 미 해군의 해양감시함(TAGOS-25), 해안경비함(OPC), 예인구조함(T-ATS) 등 강철 선박을 수주한 성과가 있어(그림42), 이번 시설투자로 미국 내 특수선 생산능력을 대폭 강화할 것으로 예상된다.

한화와의 시너지가 더욱
빛날 수 있는 환경

한화오션은 VLCC, LNG선, 특수선 등 대형 강철 선박 건조 관련 경쟁력을 갖추고 있는 업체로서 오스탈 지분 확대 시 강철 선박 경쟁력을 확보하고자 하는 오스탈과의 다양한 시너지를 낼 수 있을 것으로 판단한다. 특히, 디지털트윈, 자동화/로봇 공정, AI 기반 설계 기술을 FA2에 적용한다면 생산 효율성을 극대화할 수 있을 것으로 기대한다.

아울러, 한화그룹의 방산 기술 등을 접목해 차기 구축함 등의 고부가가치 프로젝트 수주 가능성도 높일 수 있을 것이다. 호주는 AUKUS(미국-영국-호주), Five Eyes(미국-영국-호주-캐나다-뉴질랜드) 등의 형태로 미국과 동맹을 맺고 있는 국가로, 한화-오스탈 연합은 동맹국과의 조선업 협력 강화를 추진 중인 미국 시장 진출에도 긍정적인 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 예상된다. 이에 한화그룹의 오스탈 투자는 양사 모두에게 전략적으로 도움이 될 수 있는 전략적 행보라고 판단하며 연내 FIRB 승인 및 한화의 긍정적인 추가 행보를 확인할 수 있기를 기대한다.

[그림40] FA2 CAPEX 투자 타임라인



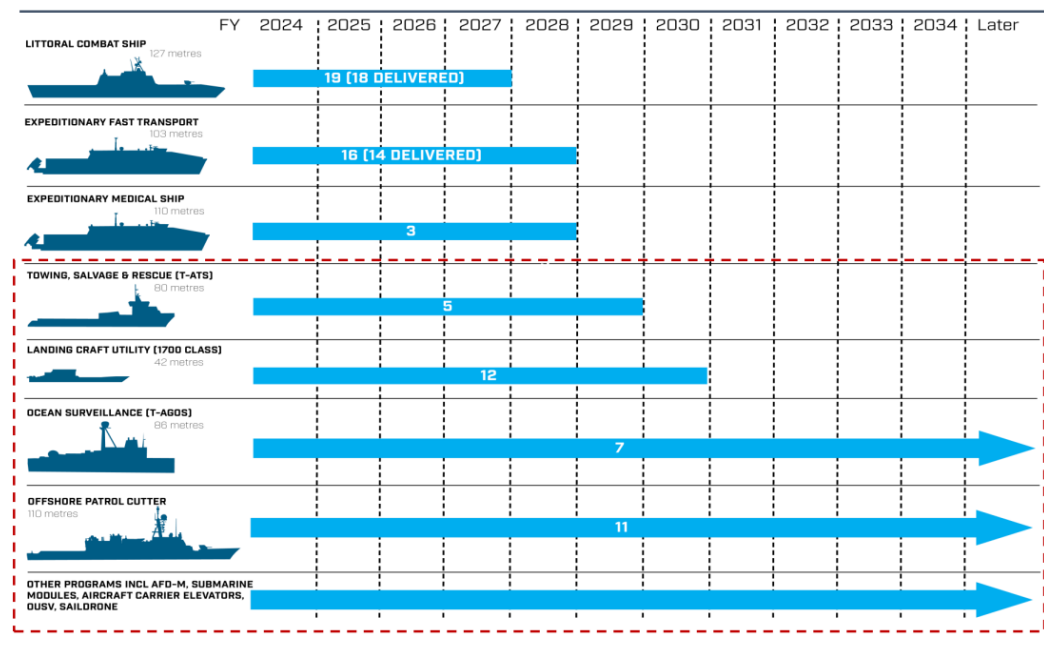
자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 오스탈 FA2(Final Assembly 2) 구현도



자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] Austal Ltd. 미국 프로젝트 진행 현황 및 전망

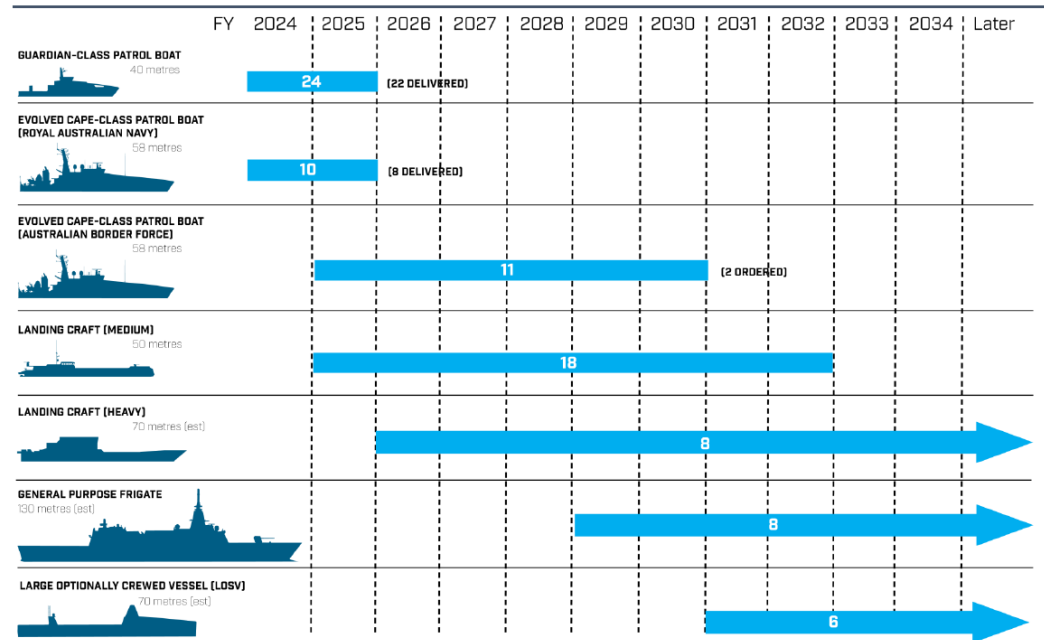


주1: 빨간색 점선 안 프로젝트는 Steel Programs(해군 및 해안경비대 강철 선박 공급)

주2: 선박 종류는 위에서부터 연안전투함, 원정고속수송함, 원정의료선, 예인/구조 및 구난선, 상륙용 다목적함정, 해양감시선, 근해초계함

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] Austal Ltd. 호주 프로젝트 진행 현황 및 전망



주: 선박 종류는 위에서부터 가디언급 순찰정, 진화형 케이프급 순찰정(호주해군), 진화형 케이프급 순찰정(호주 국경수비대), 중형 상륙정, 대형 상륙정, 다목적 호위함, 대형 유무인 복합함(LOS)

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

방위산업 (Positive)

미국 조선방산으로의 진출 : 한화 필리조선소 탐방기



IV.

기업분석

한화시스템 (272210)



한화시스템 (272210)

한국 지상방산과 미국 조선방산을 한 번에 담으려면

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 57,000원

현재 주가(5/19)	45,300원
상승여력	▲25.8%
시가총액	85,580억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	47,350 / 16,820원
90 일 일평균 거래대금	1,949.19억원
외국인 지분율	7.6%

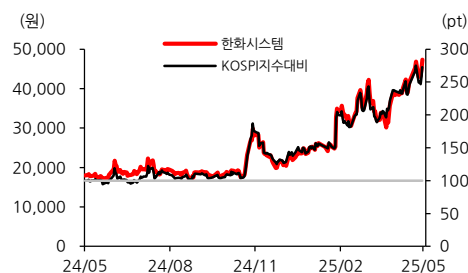
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 2 인)	59.5%
국민연금공단	8.2%
한화시스템우리사주	1.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.2	31.9	60.4	151.7
상대수익률(KOSPI)	12.4	34.4	55.0	156.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,804	3,733	4,262	4,905
영업이익	219	269	376	473
EBITDA	333	502	662	765
지배주주순이익	454	190	327	411
EPS	2,405	1,014	1,750	2,199
순차입금	152	191	19	-166
PER	9.4	44.7	25.9	20.6
PBR	1.7	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	13.3	17.4	13.0	11.0
배당수익률	1.5	0.8	0.9	0.9
ROE	19.6	6.3	8.9	10.3

주가 추이



방산 수출 비중 증가로 마진 서프라이즈

한화시스템은 1분기 매출액 6,901억원(YoY +26.8%, 이하 YoY), 영업이익 582억원(YoY +27.9%, OPM 8.4%)을 시현했다. 1분기 방산 부문은 매출액 4,303억원(+12.7%), 영업이익 503억원(+47.9%, OPM 11.7%)을 기록했다. TICN 4차 양산 사업이 종료됨에 따라 수출 비중이 일시적으로 35%까지 상승했다. 1분기 수출 마진은 20%대의 양호한 수준을 기록한 것으로 추정한다. 1분기 말 방산 수주잔고는 8조 4,275억원으로 역대 최고 수준이다.

미국 조선 시장 진출, 현지 투자가 우월 전략

국내 기업의 미국 상선 시장 진출에는 현지 조선소 확보가 최선의 전략이라고 판단하며 이에 한화 필리조선소 지분 60%를 보유한 한화시스템을 주목한다. 미국 조선업 부흥을 위해 재발의된 SHIPS Act의 주요 항목인 전략상선단 250척 구축(‘30년 이후 미국산 선박만 편입 허용), 22년차(‘47년)부터 미국 수출 LNG의 15% 미국산 선박 운송 등의 조항들의 최종 수혜자는 미국 현지 조선소가 될 것이기 때문이다.

필리조선소의 밝은 미래

‘23~‘24년 NSMV/SRIV 관련 공손충 대거 반영 이후 1분기 필리 실적은 매출액 1,164억원, 영업손실 20억원을 기록하며 영업손실을 YoY 1/3 수준으로 감축했다. 현재 필리의 연간 생산능력은 1~1.5척 수준이나 4번 도크 공정 효율화 및 생산인력 견습 프로그램 활용 등을 통해 2~3년 내 생산능력을 3~4척으로 확대할 것으로 전망한다. 이후 현재 안벽으로 활용 중인 5번 도크도 ‘28년 전후로 신조 도크로 전환해 생산 Capa는 6~8척까지 늘어날 전망이다. 이에 ‘27년 이후에는 매출 볼륨 증가 및 이에 따른 레버리지 효과를 기대한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 57,000원으로 상향

한화시스템에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 57,000원으로 상향한다. 목표주가는 필리가 흑자전환할 것으로 예상되는 시점인 ‘26~‘27E EPS에 글로벌 Peer의 ‘26~‘27E 평균 예상 PER을 적용해 산출했다. 필리의 미 존스법 산하 상선 추가 수주 모멘텀이 기대되는 가운데, 향후 오스탈 지배력 확대 여부도 계속 지켜볼 필요가 있다.

[표18] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	544	687	639	933	690	932	877	1,235	2,804	3,733	4,262
방산	382	493	468	756	430	584	548	864	2,099	2,427	2,864
ICT	161	190	170	175	142	200	197	204	695	742	795
기타(필리 등)	2	4	2	3	118	148	132	166	10	564	603
영업이익	46	84	60	29	58	82	68	62	219	269	376
영업이익률	8.4	12.3	9.4	3.1	8.4	8.8	7.7	5.0	7.8	7.2	8.8
방산	34	61	46	28	50	63	54	54	169	221	303
영업이익률	8.9	12.3	9.9	3.7	11.7	10.8	9.8	6.2	8.1	9.1	10.6
ICT	12	23	15	6	11	22	18	11	56	62	68
영업이익률	7.5	12.2	8.7	3.6	7.6	11.2	9.0	5.5	8.1	8.4	8.5
기타(필리 등)	-1	0	-1	-5	-3	-4	-4	-3	-6	-14	5
YoY 성장률											
매출액	23.9	12.5	2.9	19.4	26.8	35.6	37.2	32.3	14.3	33.2	14.2
방산	30.5	10.1	1.8	22.5	12.7	18.4	17.2	14.3	15.5	15.6	18.0
ICT	9.3	17.1	5.1	5.9	-11.8	5.2	16.1	16.9	9.3	6.9	7.1
영업이익	124.1	118.7	32.5	59.9	27.9	-3.1	11.9	111.3	78.9	22.6	39.6

주: '23~'24년 중단 사업(엔터프라이즈블록체인, 바닐라스튜디오, 한화인텔리전스) 영업이익이 반영된 수치

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표19] 한화시스템 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	1,975	'26~'27년 평균 기준
Target P/E(배)	28.9	글로벌 Peer의 '26E~'27E P/E 평균을 적용
목표 주가(원)	57,000	
현재 주가(원)	45,300	25.05.19 종가 기준
상승여력(%)	▲25.8	

주: 글로벌 Peer는 Elbit Systems, Hensoldt 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 필리조선소의 선박 인도 현황 및 오더 백로그

PHILLY SHIPYARD RECENT DELIVERIES AND ORDER BACKLOG							
Customer	Vessel	Delivery	2023	2024	2025	2026	2027
MARAD/TOTE Services	NSMV 1	8 Sept. 2023	■				
	NSMV 2	1st half 2024		■			
	NSMV 3	2nd half 2024		■			
	NSMV 4	1st half 2025			■		
	NSMV 5	1st half 2026				■	
Great Lakes Dredge & Dock Company	SRIV	2nd half 2025			■		
Matson Navigation Company	CV 1	2nd half 2026				■	
	CV 2	1st half 2027					■
	CV 3	2nd half 2027					■

주: '23년 사업보고서 기준

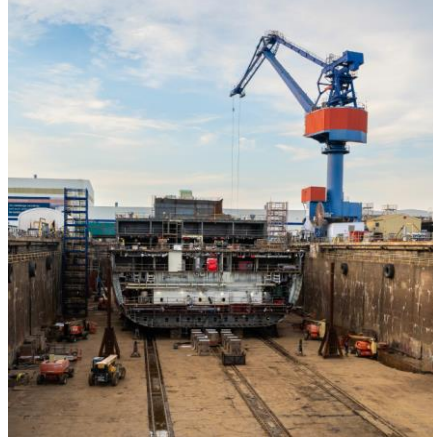
자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] NSMV 1 호선(국가 안보 다목적 선박)



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 한화 필리조선소 4번 도크



자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[표20] 필리조선소 매출액 및 선종별 진행률 추이

(단위: 백만달러, %)

구분	선종	2021	2022	2023	2024P
누적매출	NSMVs 1-2	212.7	484.9	601.1	644.6
	NSMVs 3-4	5.7	110.1	376.3	482.4
	NSMVs 5		6.4	29.1	119.5
	SRIV	0.0	7.5	37.7	118.9
	CVs 1-3		1.1	7.4	38.1
잔여매출	NSMVs 1-2	423.0	157.3	42.3	0.0
	NSMVs 3-4	583.2	499.5	233.7	124.4
	NSMVs 5		295.4	280.3	187.7
	SRIV	197.1	193.9	168.3	77.0
	CVs 1-3		997.6	994.6	963.5
진행률 = 누적매출 / (누적+잔여매출)	NSMVs 1-2	33.5%	75.5%	93.4%	100.0%
	NSMVs 3-4	1.0%	18.1%	61.7%	79.5%
	NSMVs 5		2.1%	9.4%	38.9%
	SRIV	0.0%	3.7%	18.3%	60.7%
	CVs 1-3		0.1%	0.7%	3.8%
연간매출 = 연간 누적매출 - 작년 누적매출	NSMVs 1-2		272.2	116.3	43.5
	NSMVs 3-4		104.4	266.2	106.1
	NSMVs 5		6.4	22.7	90.4
	SRIV		7.5	30.2	81.2
	CVs 1-3		1.1	6.3	30.7
Shipbuilding Revenue		189.3	391.6	441.6	351.8
Government Design Studies		5.0	1.1	0.2	1.2
Ship Repair and Maintenance		19.8			
Total Operating Revenue		214.1	392.7	441.8	353.0

주: 2024P는 2024-12-19 기준 Annual Report 수치 반영

자료: Hanwha Philly Shipyard, 한화투자증권 리서치센터

[표21] Austal 주요 주주 구성 현황

주주명	보유주식수	지분율
Tattarang Ventures Pty Ltd.	71,073,651	16.87
HAA No. 1 Pty Ltd	41,200,000	9.78
Chester Asset Management Pty Ltd.	21,940,000	5.21
Rothwell (John)	18,601,692	4.42
State Street Global Advisors (US)	11,190,264	2.66
OC Funds Management Pty Ltd.	9,605,000	2.28
The Vanguard Group, Inc.	9,220,000	2.19
총 발행주식수	421,180,044	

주: Austal이 4/8 SPP(Share Purchase Plan)을 통해 발행한 신주로 인해 총 주식수가 415,916,886주에서 421,180,044주로 변경됨
이에 따라 HAA No. 1 Pty Ltd.(지분율 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%)의 지분율도 일부 희석됨(9.91%→9.78%)

HAA No. 1은 3/18(발행주식수 415,916,886주 기준) 9.91% 지분율 장외 매수 방식으로 취득

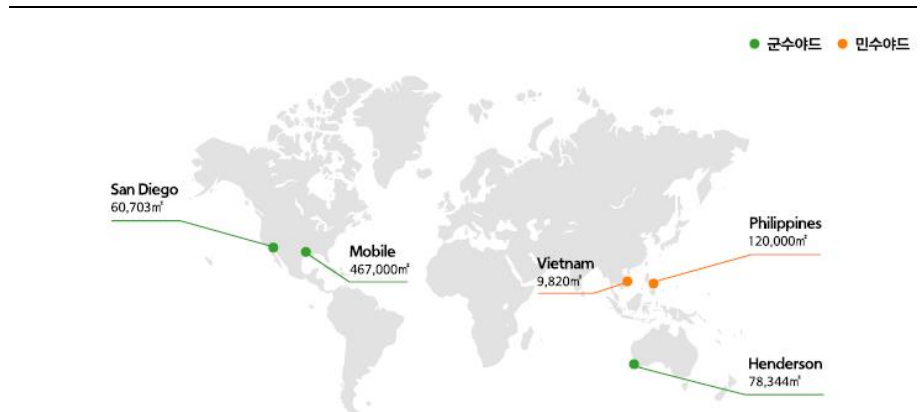
HAA의 자산총액은 337,779,460,920원, Austal 지분 9.91% 취득금액은 168,742,469,200원

추가로 Austal 지분 약 9.9%를 기초자산으로 하는 TRS(Total Return Swap) 계약을 호주 현지 증권사와 체결한 상황

현재 FRB(호주 외국인투자심사위원회)에 추가 지분 취득을 위한 검토 요청한 상태, 승인 시 HAA가 최대주주 등극할 전망

자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] Austal Ltd. 주요사업장 현황



자료: 한화에어로스페이스, Austal, 한화투자증권 리서치센터

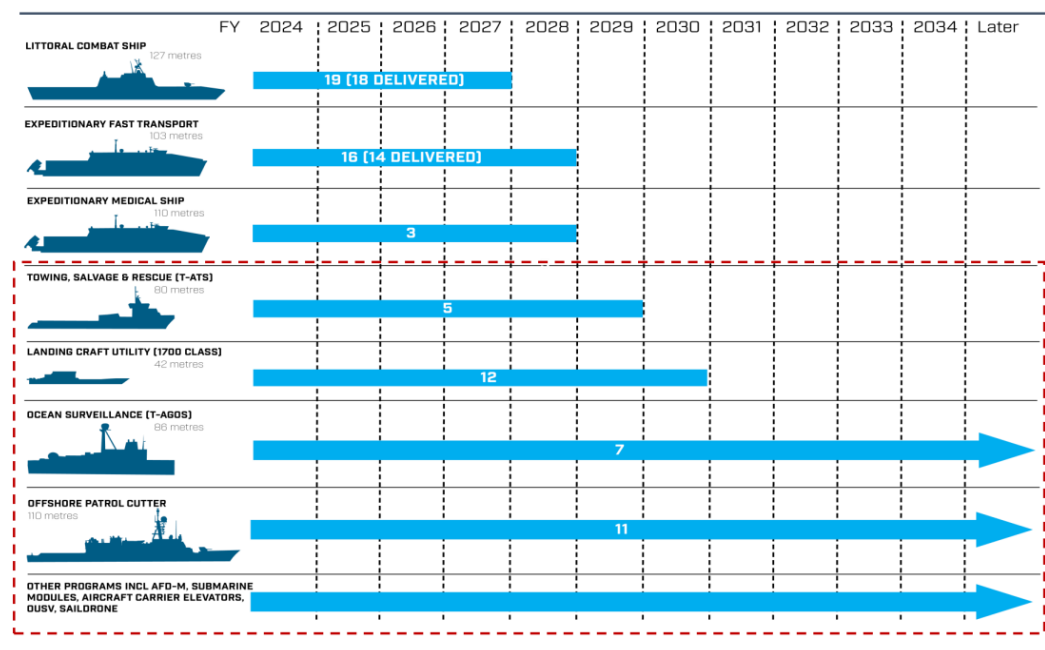
[표22] 미국 함정 타입별 시장 규모 및 조선사 점유율

함정 분류	조선소	건조척수(척)	점유율	척당단가(억달러)
소형 수상전투함	오스탈	14	40%	5
	이스트조선	4	11%	5
	핀칸티에리	8	23%	8
	헌팅턴 잉걸스	8	23%	12
	록히드마틴	1	3%	5
	잠재수주(Potential Order)	10		7
군수지원함	오스탈	21	55%	4
	다코타 크릭	1	3%	1
	제너럴 다이내믹스	7	18%	13
	걸프 아일랜드 패브리케이션	5	13%	1
	ST 엔지니어링	4	11%	5
	잠재수주(Potential Order)	52		6

주: 점유율은 잠재수주 제외한 척수 기준으로 계산

자료: 한화에어로스페이스, Janes, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] Austal Ltd. 미국 프로젝트 진행 현황 및 전망

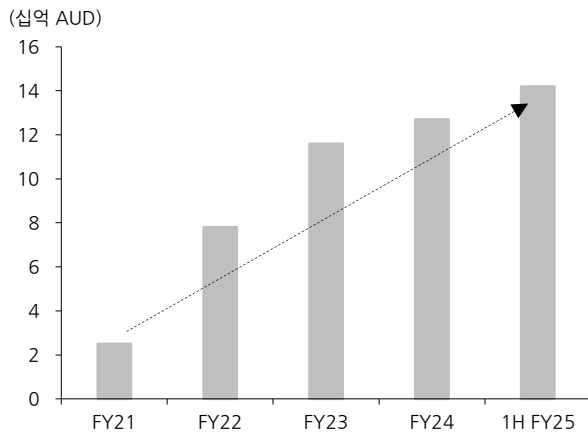


주1: 빨간색 점선 안 프로젝트는 Steel Programs(해군 및 해안경비대 강철 선박 공급)

주2: 선박 종류는 위에서부터 연안전투함, 원정고속수송함, 원정의료선, 예인/구조 및 구난선, 상륙용 다목적함정, 해양감시선, 근해초계함

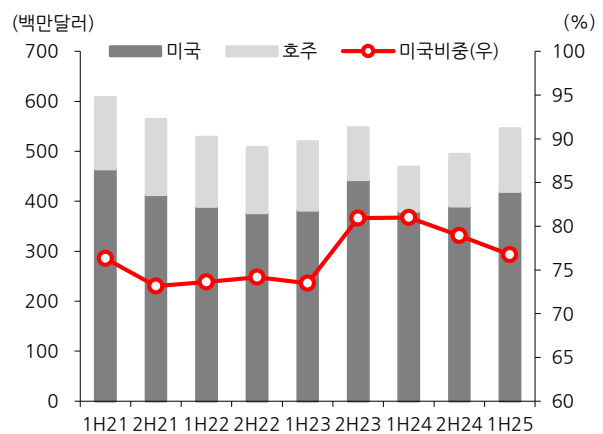
자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 오스탈 수주잔고 추이



자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 오스탈 국가별 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,452	2,804	3,733	4,262	4,905
매출총이익	304	416	514	661	792
영업이익	123	219	269	376	473
EBITDA	244	333	502	662	765
순이자손익	13	-8	-25	-40	-37
외화관련손익	1	16	-2	3	0
지분법손익	-46	329	22	0	0
세전계속사업손익	444	581	222	383	483
당기순이익	343	445	190	321	403
지배주주순이익	349	454	190	327	411
증가율(%)					
매출액	n/a	14.3	33.2	14.2	15.1
영업이익	n/a	78.9	22.6	39.6	25.9
EBITDA	n/a	36.4	50.5	32.0	15.6
순이익	n/a	29.8	-57.4	69.1	25.7
이익률(%)					
매출총이익률	12.4	14.8	13.8	15.5	16.1
영업이익률	5.0	7.8	7.2	8.8	9.6
EBITDA 이익률	10.0	11.9	13.4	15.5	15.6
세전이익률	18.1	20.7	5.9	9.0	9.9
순이익률	14.0	15.9	5.1	7.5	8.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	83	133	419	689	698
당기순이익	343	445	190	321	403
자산상각비	122	114	233	287	292
운전자본증감	-168	-218	-21	75	-5
매출채권 감소(증가)	6	-92	-46	-36	-26
재고자산 감소(증가)	-128	-106	28	85	-69
매입채무 증가(감소)	42	2	89	23	87
투자현금흐름	-864	-442	-602	-452	-439
유형자산처분(취득)	-132	-240	-290	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-27	-25	-92	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-32	-129	-215	0	0
재무현금흐름	27	35	365	-65	-75
차입금의 증가(감소)	72	84	196	0	0
자본의 증가(감소)	-47	-52	-31	-65	-75
배당금의 지급	-47	-52	-65	-65	-75
총현금흐름	260	386	444	614	704
(-)운전자본증가(감소)	55	-224	-31	-75	5
(-)설비투자	132	240	290	291	281
(+)자산매각	-27	-25	-92	-134	-130
Free Cash Flow	45	345	93	264	287
(-)기타투자	785	490	56	27	28
잉여현금	-740	-146	36	237	260
NOPLAT	107	180	221	314	394
(+) Dep	122	114	233	287	292
(-)운전자본투자	55	-224	-31	-75	5
(-)Capex	132	240	290	291	281
OpFCF	41	279	195	385	400

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,890	2,286	2,547	2,673	2,957
현금성자산	509	321	484	655	840
매출채권	204	313	360	396	422
재고자산	501	610	582	497	566
비유동자산	2,593	3,438	4,924	5,090	5,236
투자자산	1,687	2,106	3,447	3,474	3,502
유형자산	348	570	673	739	791
무형자산	559	762	804	876	943
자산총계	4,483	5,724	7,471	7,763	8,193
유동부채	1,951	2,677	2,970	3,000	3,094
매입채무	301	436	512	535	622
유동성이자부채	191	109	273	273	273
비유동부채	378	631	902	902	902
비유동이자부채	139	364	402	402	402
부채총계	2,329	3,308	3,872	3,902	3,996
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,100	1,092	1,092	1,092	1,092
이익잉여금	212	589	713	975	1,312
자본조정	-117	-136	793	793	793
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	2,154	2,416	3,599	3,861	4,197

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,849	2,405	1,014	1,750	2,199
BPS	11,327	13,181	18,758	20,144	21,925
DPS	280	350	350	400	400
CFPS	1,376	2,041	2,350	3,250	3,725
ROA(%)	8.3	8.9	2.9	4.3	5.2
ROE(%)	16.9	19.6	6.3	8.9	10.3
ROIC(%)	22.9	28.6	25.4	30.1	33.8
Multiples(x, %)					
PER	9.4	9.4	44.7	25.9	20.6
PBR	1.5	1.7	2.4	2.2	2.1
PSR	1.3	1.5	2.3	2.0	1.7
PCR	12.6	11.1	19.3	13.9	12.2
EV/EBITDA	12.7	13.3	17.4	13.0	11.0
배당수익률	1.6	1.5	0.8	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	108.1	136.9	107.6	101.1	95.2
Net debt/Equity	-8.3	6.3	5.3	0.5	-4.0
Net debt/EBITDA	-72.9	45.6	38.0	2.9	-21.7
유동비율	96.9	85.4	85.8	89.1	95.6
이자보상배율(배)	8.8	9.8	6.6	8.1	10.2
자산구조(%)					
투자자본	19.1	23.4	20.3	20.9	22.2
현금+투자자산	80.9	76.6	79.7	79.1	77.8
자본구조(%)					
차입금	13.3	16.4	15.8	14.9	13.8
자기자본	86.7	83.6	84.2	85.1	86.2

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 5월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

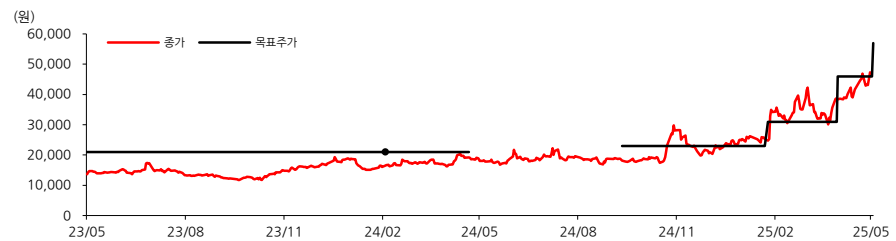
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화에어로스페이스, 한화시스템, 한화오션은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

당사의 애널리스트(배성조)는 2025년 5월 11일~5월 16일 기간 동안 한화에어로스페이스, 한화시스템, 한화오션 주관 Hanwha Philly Shipyard 사업장의 해외 탐방 등을 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2022.12.13	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표 가격	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000	배성조
일 시	2024.09.27	2024.10.31	2025.02.10	2025.04.16	2025.04.30	2025.05.20
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	23,000	23,000	31,000	46,000	46,000	57,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	21,000	-26.28	-3.10
2024.09.27	Buy	23,000	-2.78	29.78
2025.02.10	Buy	31,000	10.72	36.29
2025.04.16	Buy	46,000	-9.66	2.93
2025.05.20	Buy	57,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%