한화투자증권

INDUSTRY

2025년 10월 13일

조선 (Positive)

신항로 (新航路)

조선/방산/우주/기계 배성조
seongjo.bae@hanwha.com
3772-7611

Contents

Ⅰ. 핵심요약 ····· 03

Ⅱ. 주요 도표 ····· 04

Ⅲ. 투자전략 ····· 09

Ⅳ. 결론: 선별 수주와 수익성 개선 사이클 지속

0. 신규 발주가 잠시 쉬었어도 끄덕없다 ····· 11
1. 고마진 선박들은 이제부터 본격 인식 ····· 15
2. 고부가가치 선박 중심의 믹스가 중요 ····· 19
3. 신항로 개척 시대, 특수선으로의 새로운 길 ····· 21

Ⅴ. LNG: 북미 수요와 교체 발주에 거는 기대

0. 단기 공급 과잉 우려 있으나 여전히 중장기 수요 견조 ····· 24
1. 북미 중심으로 펼쳐질 강력한 LNG 프로젝트 수요 ····· 27
2. 스팀터빈선 등 노후선 교체 가속화 ····· 30
3. LNG선은 여전히, 앞으로도 한국 ····· 32

Ⅵ. 컨테이너: 돈 많은 선사들의 친환경 발주 지속

0. 투기적 발주라고 보지 않는 이유 ····· 33
1. 얼라이언스 재편 후 선복량 확장 경쟁 심화 ····· 35
2. 거스를 수 없는 친환경 교체 발주 현상 ····· 38
3. 중소형 컨테이너선의 노후화에 주목 ····· 40
4. 대중국 조선 제재안 영향은 서서히 나타날 것 ····· 42
5. 탱커 수주 병행은 야드 효율성 차원에서 긍정적 ····· 46

Ⅶ. 특수선: 미국에서 열리는 새로운 길

0. 미국 해군력 증강 시급하나 역량 부족 ····· 48
1. 한국은 미 함정 MRO부터 차근차근 진출 ····· 51
2. 함정 블록 제작 가능성도 열리는 중 ····· 55
3. 선제 현지 투자 전략을 긍정적으로 해석 ····· 58

Ⅷ. 기업분석

1. HD현대중공업 (329180) ····· 66
2. 한화오션 (042660) ····· 70
3. 삼성중공업 (010140) ····· 74

I. 핵심 요약

조선 업종 Positive 투자의견 제시

조선 업종에 대해 Positive 투자의견을 제시한다. 조선사들의 신규 수주가 전년 대비 줄었음에도 주가는 계속해서 강세를 시현할 것으로 전망한다. 이는 1) 고선가 물량 매출 비중 증가로 인한 가파른 실적 개선세가 전망되는 가운데, 2) 내년에도 LNG선과 컨테이너선 등 고부가가치 선박들을 선별 수주하며 수주잔고 3년치 수준을 유지할 것으로 기대하고, 3) 한미 조선업 협력을 기반으로 미국 해양방산 진출도 가시화되는 구간이라고 판단하기 때문이다.

1) 고선가 물량 매출 비중 증가로 인한 실적 개선세

첫째, 고선가 물량 매출 인식 비중 증가로 인한 가파른 실적 개선세가 신규 수주 감소에도 주가가 상승하는 가장 강력한 요인이다. Clarksons 신조선가 지수는 '21년 1월 127.11pt에서 '24년 12월 189.16pt까지 꾸준히 우상향했다. 이에 '21년~'22년 이후에 수주한 물량들의 매출 인식 비중이 올라가면서 조선사들의 마진도 함께 개선됐다. HD 현대중공업의 경우, 2Q25 기준 연도별 매출 인식 비중은 '22년 65%, '23년 31%, '24년 2%다. 여전히 마진 개선의 Room이 많이 남아있는 상황이다.

2) 고부가가치 선박들의 발주 지속

둘째, 한국 조선사들이 계속해서 3년치 인도 물량 수준의 수주잔고를 유지할 수 있을 것으로 전망한다. 고부가가치 선박들, 특히 LNG선과 컨테이너선의 발주 지속으로 믹스도 양호할 것으로 예상한다. 친환경 교체발주를 비롯한 선종별 수요 확대 요인들이 공급 과잉 우려를 불식시킬 것으로 기대한다. LNG선의 경우, 1) 미국을 중심으로 한 글로벌 LNG 프로젝트 본격화, 2) 스팀터빈선 중심 노후선 교체 가속화 등으로 인해 향후 발주 시황을 낙관한다. 컨테이너선의 경우, 1) 컨테이너 선사 얼라이언스 재편 후 선복량 확장 경쟁 심화, 2) IMO의 CII 감축률 상향 등으로 인한 친환경 교체 발주 압력 강화 등으로 인해 내년에도 꾸준한 발주를 전망한다.

3) 미국을 중심으로 한 글로벌 해양방산 진출

셋째, 미국과의 조선업 협력을 기반으로 상선뿐 아니라 함정 분야에도 진출 가능성이 열리고 있다. 이는 우리가 경험해 보지 못 한 사이클로, 단순 밸류에이션 확장 요인에 그치지는 않을 것이다. 미 해군 지원함 MRO를 시작으로 전투함 MRO, 함정 블록 건조 등 수주가 확대되면서 P·Q 확장이 동시에 나타날 수 있을 것으로 예상한다.

미국 시장 진출에 보다 적극적인 업체 선호

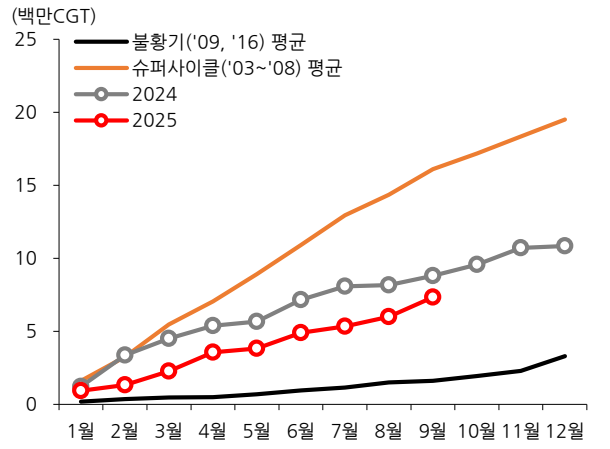
상선 믹스 개선과 선별 수주 지속을 통한 수주잔고 길이 유지는 국내 대형 조선 3사의 공통된 투자 포인트다. 업종 내에서는 조선 업종에게 신항로(新航路)가 될 미국 시장 진출에 있어 보다 적극적인 업체를 선호하며, 한화그룹의 선제적인 현지 투자 전략을 긍정적으로 평가한다. SHIPS Act의 ①전략상선단 250척 구축('30년 이후 미국산만 편입 허용), ②미국에서 수출되는 LNG 15%에 대한 미국산 선박 운송 조항('47년 목표), ③미국 내 조선소 투자에 별도로 최대 25% 투자세액공제 적용 등 미국이 추진 중인 여러 조항들의 최종 수혜자는 결국 현지 조선소이기 때문이다. 현지 거점을 바탕으로 다양한 컨소시엄 및 사업 기회를 창출할 수도 있을 것이다.

최선호주 한화오션 투자의견 Buy 목표주가 143,000원

최선호주로 한화오션을 제시하며, 143,000원으로 커버리지를 개시한다. 필리조선소 등 현지 조선소를 활용한 미국 시장 진출 가속화가 기대되는 가운데, 향후 한미 조선업 협력 관련 수혜 강도가 가장 높을 것으로 판단하기 때문이다. 아울러, 연말 LNG선 수주 재개와 더불어 상선 부문의 가파른 수익성 개선 또한 기대한다.

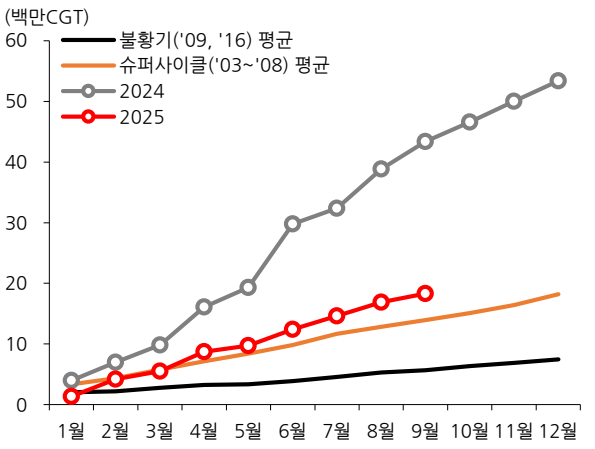
Ⅱ. 주요 도표

[그림1] 한국 월별 선박 수주량 추이



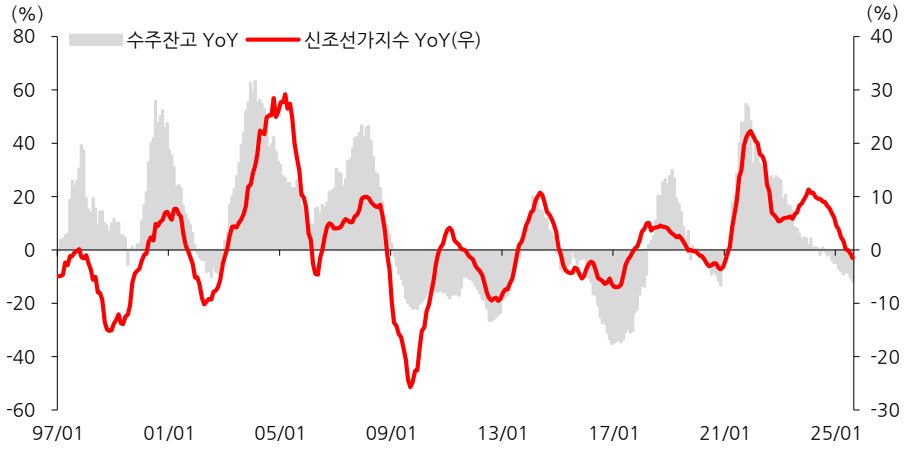
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 월별 선박 수주량 추이



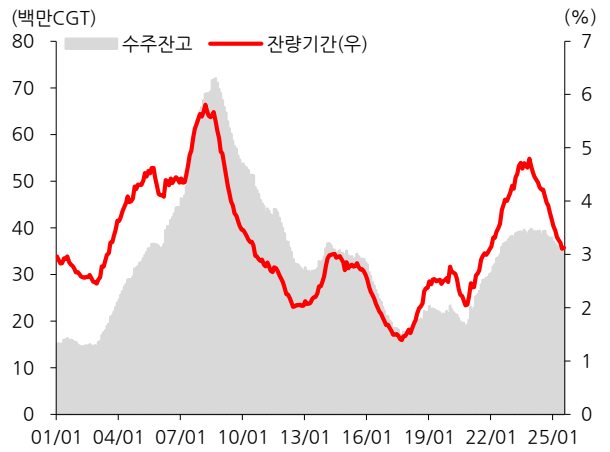
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국 수주잔고 및 신조선가지수 YoY 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

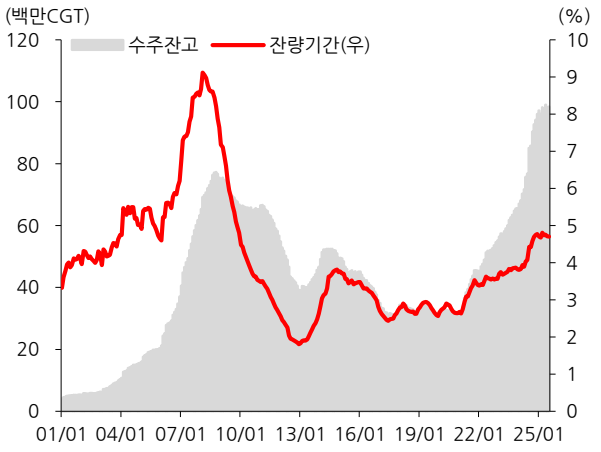
[그림4] 한국 수주잔고 및 잔량기간 추이



주: 잔량 기간은 수주잔고를 최근 2년 인도 평균톤수로 나눠서 단순계산

자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

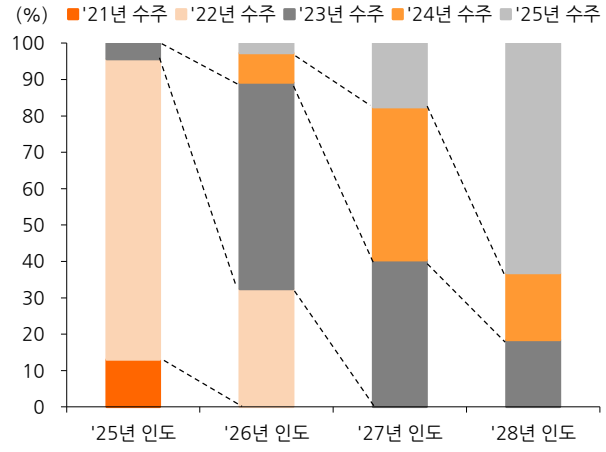
[그림5] 중국 수주잔고 및 잔량기간 추이



주: 잔량 기간은 수주잔고를 최근 2년 인도 평균톤수로 나눠서 단순계산

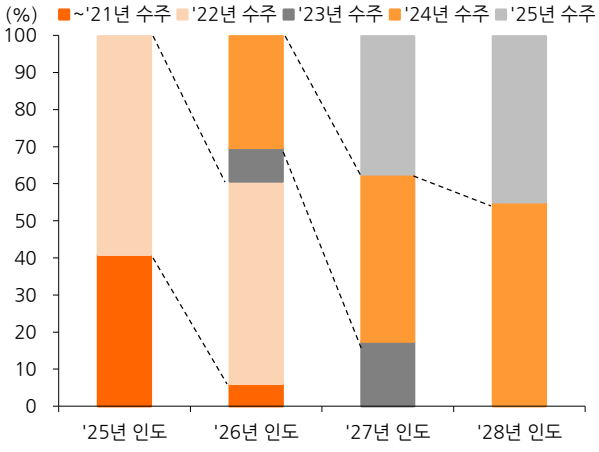
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] HD 현대중공업 인도 연도별 수주시점 비율



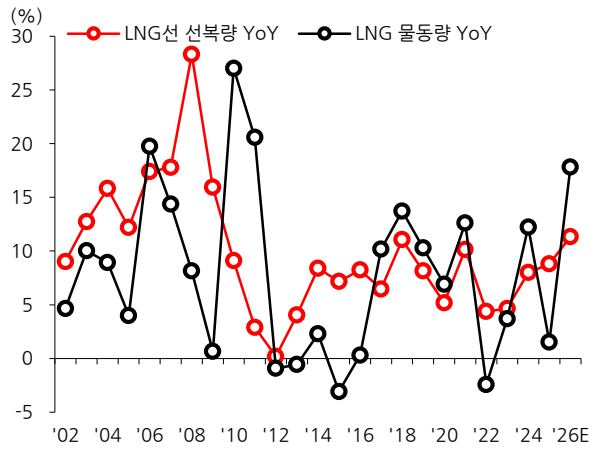
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한화오션 인도 연도별 수주시점 비율



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

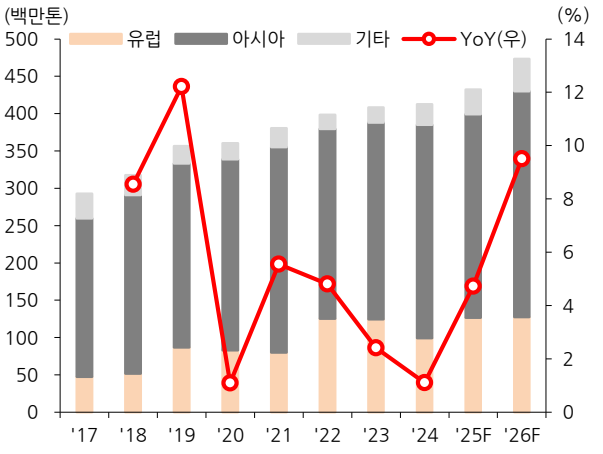
[그림8] LNG 선 선복량 및 물동량 YoY 증감율 비교



주: '25E, '26E는 Clarksons 추정치

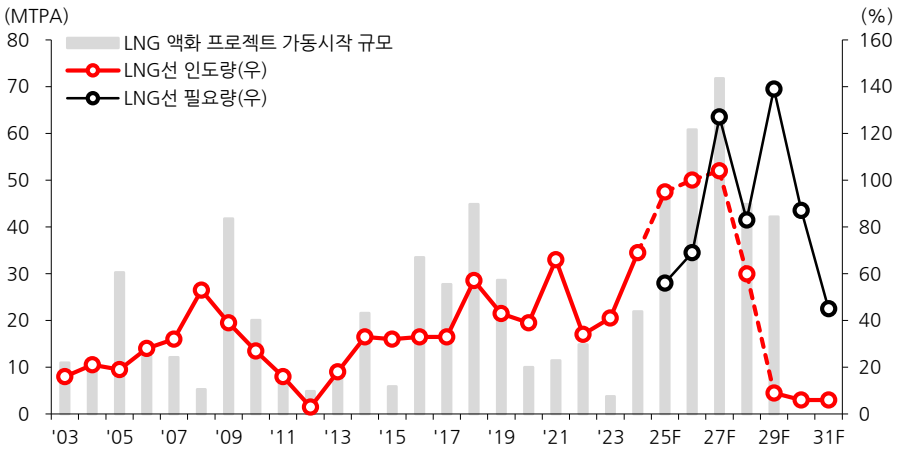
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 글로벌 LNG 수입 추이 및 전망



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] LNG 액화 프로젝트 가동시작 규모 및 LNG 선 인도량

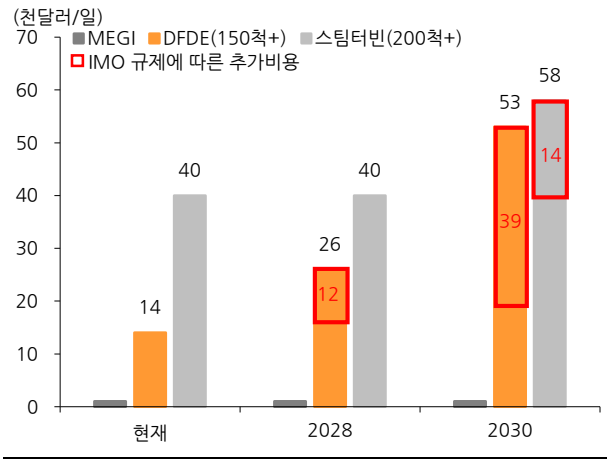


주1: '25F~'29F 인도량은 현재 수주잔고 상 인도 스케줄에 따른 인도량

주2: '25F~'29F 필요량은 해당 연도의 LNG 프로젝트(U/C+FEED)에 필요한 LNG선 추정치

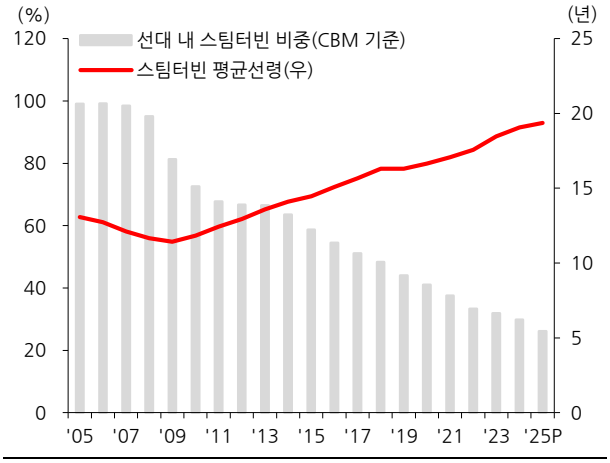
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 174K LNG 선 엔진별 연료비용 전망



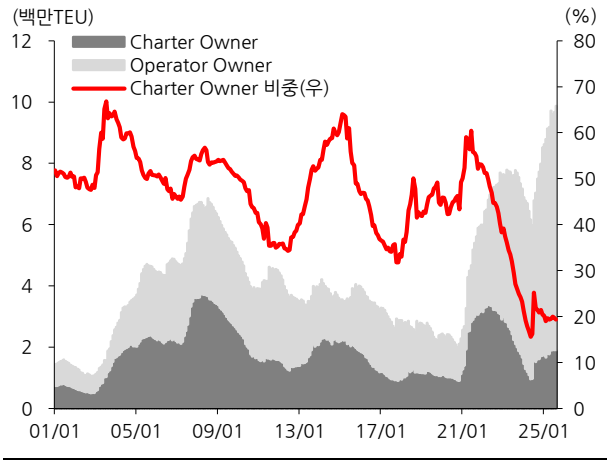
자료: GTT, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 스팀터빈 LNG 선의 선대 내 비중 및 평균선령



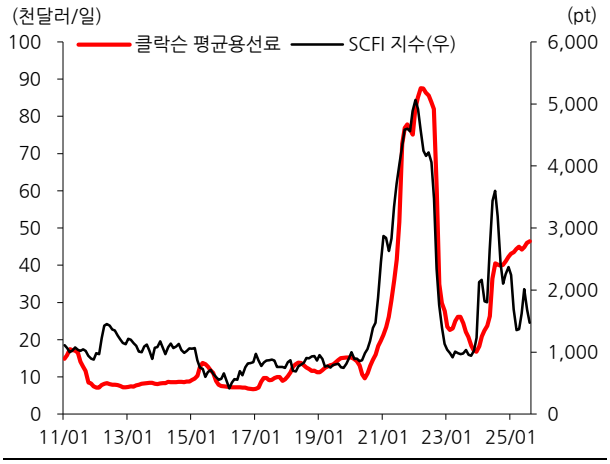
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] Owner 성격별 컨테이너선 수주잔고 추이



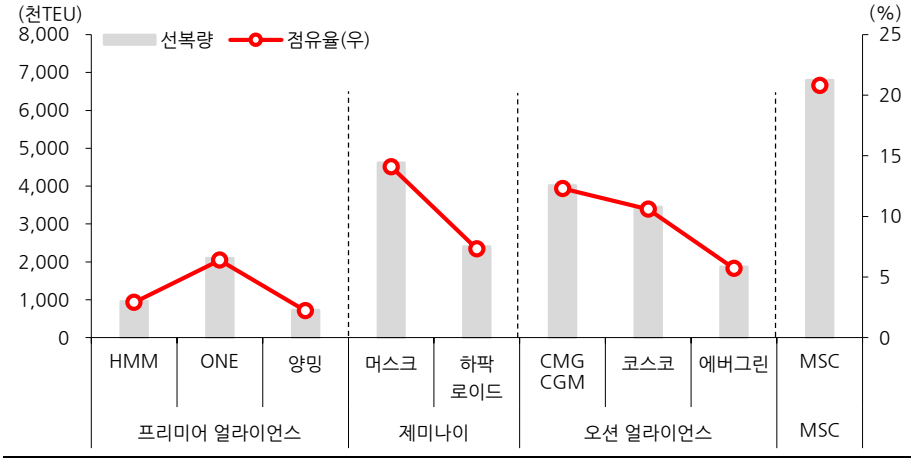
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 컨테이너선 평균용선료 및 SCFI 운임지수 추이



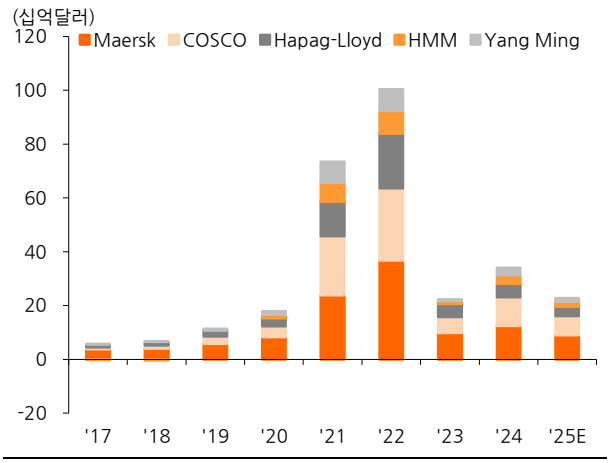
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 컨테이너 선사 얼라이언스 선복량 및 점유율 현황



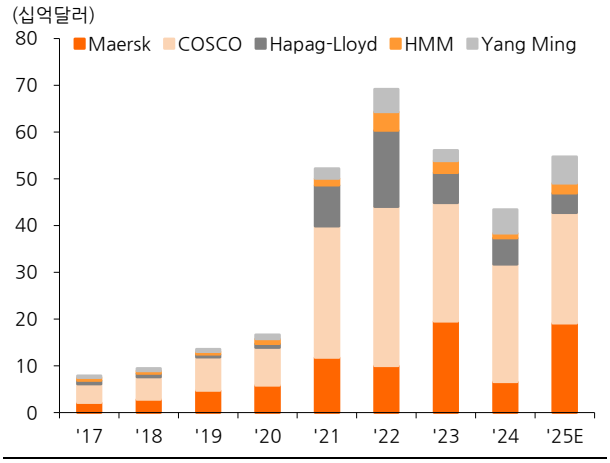
주: '25년 9월 기준 / 자료: Alphaliner, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 컨테이너 주요 선사들의 EBITDA 추이



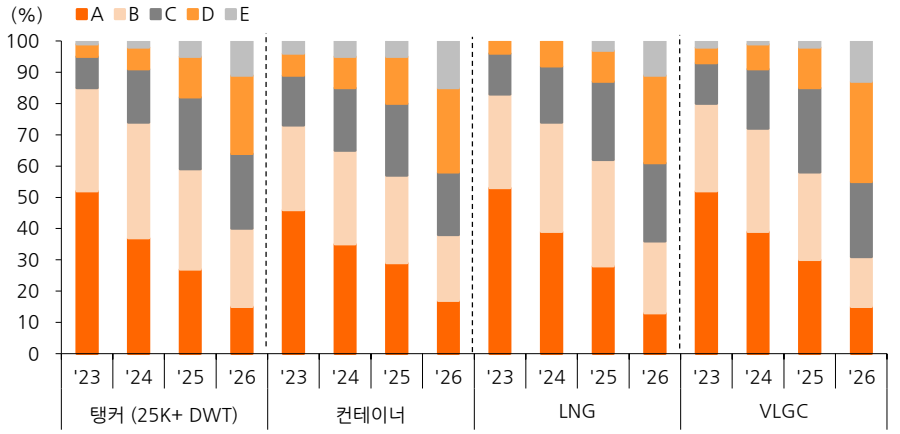
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 컨테이너 주요 선사들의 현금&현금성자산 추이



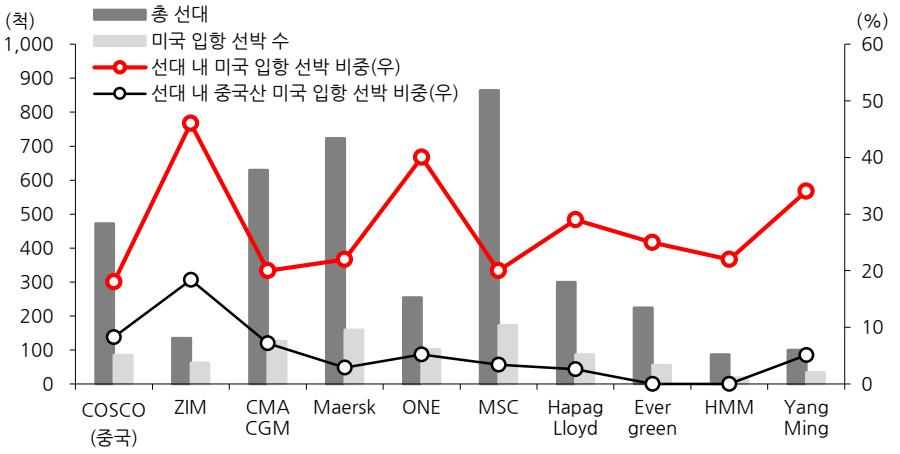
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 선종별 선대 내 CII 등급 변화 추이 및 전망



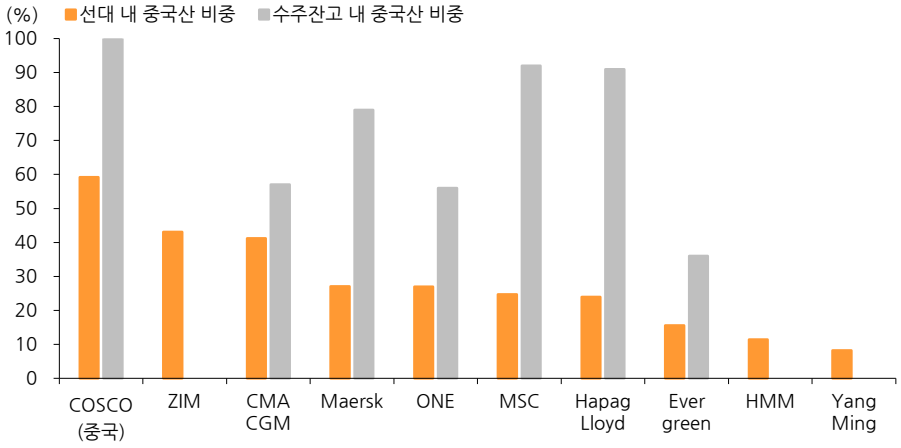
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 컨테이너 주요 선사들의 미국 입항 선박 비교



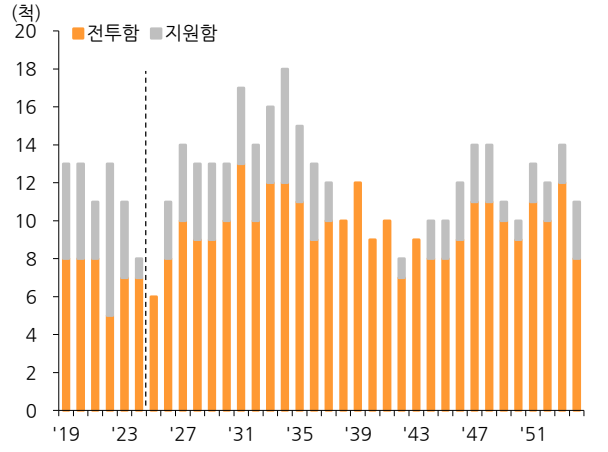
주: '25년 2월 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 컨테이너 주요 선사들의 선대/수주잔고 내 중국산 비중



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

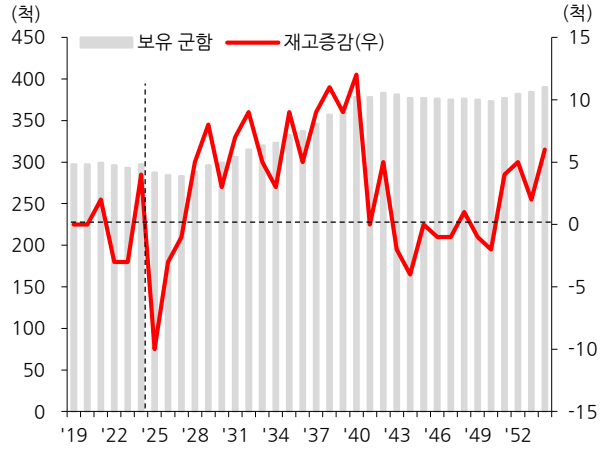
[그림21] 미 해군 함정 구매/조달 계획



주: '25년부터는 계획

자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

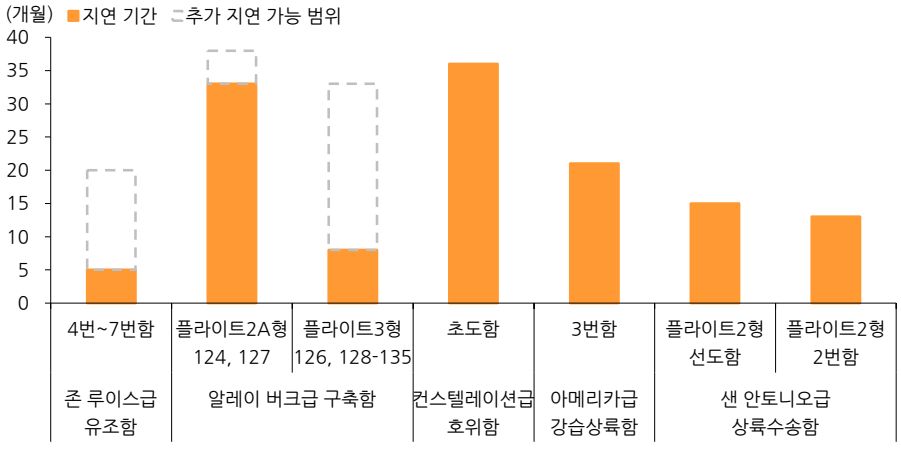
[그림22] 미 해군 함정 재고 추이 및 전망



주: 전망치는 CBO가 US Navy의 계획을 바탕으로 전망한 데이터를 사용

자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 미 해군 주요 함종별 납기 지연 사례



자료: US GAO, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 투자전략

미국 시장 진출에 보다 적극적인 업체 선호

조선 업종 Positive 투자의견 제시

조선 업종에 대해 Positive 투자의견을 제시한다. 조선사들의 신규 수주가 전년 대비 줄었음에도 주가는 계속해서 강세를 시현할 것으로 전망한다. 이는 1) 고선가 물량 매출 비중 증가로 인한 가파른 실적 개선세가 전망되는 가운데, 2) 내년에도 LNG선과 컨테이너선 등 고부가가치 선박들을 선별 수주하며 수주잔고 3년치 수준을 유지할 것으로 기대하고, 3) 한미 조선업 협력을 기반으로 미국 해양방산 진출도 가시화되는 구간이라고 판단하기 때문이다.

매출 믹스 개선과 LNG선·컨테이너선 중심 선별 수주 지속은 공통 분모

국내 대형 조선 3사(HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업)는 공통적으로 향후 2~3년간 고선가 물량 매출 비중 증가로 인한 수익성 개선이 기대된다. '23년 이후에 수주 받은 고선가 물량들이 '25년이 되어서야 본격적으로 인식되기 시작했다. 특히, '22년 말~'24년 초에 조선 3사가 각각 2차례에 걸쳐 수주한 카타르 프로젝트 LNG선은 시장가 대비 낮은 가격에 수주했다. 일례로, HD현대중공업의 경우 '23년 이후 수주 물량의 매출 인식 비중은 '24년 2%에 불과했으나 '25년 45%에 달할 것으로 전망된다.

LNG선과 컨테이너선 중심의 선별 수주 지속 또한 국내 조선 3사에게 공통적으로 기대되는 전략이다. 국내 주력 도크 가동률이 100%에 도달함에 따라 국내 조선소들은 국내에서는 친환경 선박 등 고부가가치 선박에 집중하고 해외 야드를 활용해 포트폴리오 다변화를 시도하고 있다. 다만, 해외 야드는 주로 탄력적 공급 조절 및 전략 시장 진입에 활용될 예정이기 때문에 결국에는 고부가가치 선박 수주 지속 여부가 주가의 Key Factor다. LNG선과 컨테이너선 모두 타 선종보다 선복량 대비 수주잔고가 높은 상황이다. 공급과잉 우려에도 불구하고, 두 선종 모두 중장기 수요가 여전히 견조하다고 판단한다. LNG선은 북미 중심의 LNG 프로젝트 진행에 따른 공급 확대, 컨테이너선은 얼라이언스 재편으로 인한 교체발주 경쟁 등을 기대하기 때문이다.

미국 시장 진출에 보다 적극적인 업체 선호

따라서 업종 내에서는 조선 업종에게 신항로(新航路)가 될 미국 시장 진출에 있어 보다 적극적인 업체를 선호하며, 한화그룹의 선제적인 현지 투자 전략을 긍정적으로 평가한다. SHIPS Act의 ①전략상선단 250척 구축('30년 이후 미국산만 편입 허용), ②미국에서 수출되는 LNG 15%에 대한 미국산 선박 운송 조항('47년 목표), ③미국 내 조선소 투자에 별도로 최대 25% 투자세액공제 적용 등 미국이 추진 중인 여러 조항들의 최종 수혜자는 결국 현지 조선소이기 때문이다. 현지 거점을 바탕으로 다양한 컨소시엄 및 사업 기회를 창출할 수도 있을 것이다. 향후 상선 외에 새로운 P·Q 확장을 꾀할 수 있는 MASGA, 해외 잠수함 사업 등과 연관된 업체들이 계속해서 상대적으로 더 높은 밸류에이션을 적용받을 수 있을 것으로 전망한다.

최선호주 한화오션 투자의견 Buy 목표주가 143,000원

최선호주로 한화오션을 제시하며, 143,000원으로 커버리지를 개시한다. 필리조선소 등 현지 조선소를 활용한 미국 시장 진출 가속화가 기대되는 가운데, 향후 한미 조선업 협력 관련 수혜 강도가 가장 높을 것으로 판단하기 때문이다. 아울러, 연말 LNG선 수주 재개와 더불어 상선 부문의 가파른 수익성 개선 또한 기대한다.

[표1] 조선업 커버리지 개시 3 개사 목표주가 및 밸류에이션

항목		HD현대중공업	한화오션	삼성중공업
투자의견		Buy(신규)	Buy(신규)	Buy(신규)
목표주가(원)		650,000	143,000	28,000
현재주가(원, 10/10)		515,000	109,300	22,400
시가총액(십억원, 10/10)		45,718	33,491	19,712
상승여력(%)		▲26.2	▲30.8	▲25.0
2027E EPS(원)		30,922	6,172	1,538
Target Multiple (P/E)		21	23	18.5
2025E	P/E	36.6	36.6	28.0
	P/B	6.7	5.8	3.9
	ROE	20.0	17.2	15.6
2026E	P/E	23.1	25.7	19.3
	P/B	5.4	4.7	3.3
	ROE	26.1	20.3	18.0
2027E	P/E	16.7	17.7	14.6
	P/B	4.3	3.7	2.7
	ROE	28.7	23.6	19.8

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 글로벌 조선 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	상대수익률			P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE		
			1M	6M	1Y	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27
HD 한국조선해양	SK	20.7	-8.8	47.2	78.9	12.9	9.3	7.5	2.3	2.0	1.7	5.7	4.0	2.8	17.6	21.1	22.5
HD 현대중공업	SK	32.2	-6.7	11.3	135.7	34.7	27.4	21.5	8.1	6.6	5.4	20.3	15.6	12.1	21.4	26.1	27.4
HD 현대미포	SK	5.7	-6.6	15.9	57.9	33.4	18.3	14.2	3.6	3.1	2.7	17.7	11.5	8.6	11.4	18.0	20.3
한화오션	SK	23.6	-10.2	1.9	205.9	34.3	25.6	21.0	5.7	4.7	3.8	23.9	19.2	15.7	18.3	20.1	19.9
삼성중공업	SK	13.9	-5.0	12.9	81.1	29.8	19.3	15.3	4.2	3.4	2.8	19.2	12.9	10.4	15.8	19.9	20.3
중국선박중공	CH	16.3	-2.2	-1.5	-26.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
중국선박공업	CH	36.9	-10.2	-1.4	-35.1	20.6	14.7	11.2	2.7	2.4	2.1	23.1	17.1	13.0	13.6	16.7	18.9
CSSC 해상 해양	CH	4.3	0.8	-8.2	-16.0	39.4	25.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5.2	7.6	N/A
양쯔장 십빌딩	CH	10.3	5.0	54.9	19.5	8.9	7.9	6.8	2.3	1.9	1.6	5.9	5.2	4.4	28.4	26.2	25.2
미쓰비시중공	JP	89.1	-1.7	21.8	60.6	50.3	45.7	37.3	5.5	5.1	4.7	25.8	23.4	20.1	11.4	12.0	13.2
가와사키중공	JP	10.7	-2.2	-8.6	31.3	20.2	19.3	15.7	2.3	2.1	1.9	10.9	9.9	8.8	12.2	11.4	12.9
오스탈	AU	2.0	-13.4	46.7	161.1	46.3	35.6	28.7	2.4	2.3	2.1	16.5	13.2	10.6	5.4	6.7	7.7
핀칸티에리	IT	9.9	34.6	139.5	417.3	63.4	43.3	31.1	8.8	7.5	6.1	15.7	13.7	11.9	14.1	18.2	21.5
헌팅턴 잉걸스	US	11.2	2.1	14.6	-3.4	20.0	17.7	15.8	2.2	2.1	2.0	14.0	12.6	11.3	11.3	11.8	13.2
Avg						31.2	23.7	18.8	4.2	3.6	3.1	16.6	13.2	10.8	15.1	17.3	18.6

주: 2025.10.10 Bloomberg 기준

자료: WiseFn, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 결론: 선별 수주와 수익성 개선 사이클 지속

0. 신규 발주가 줄었어도 끄덕없다

신규 발주가 줄었어도 끄덕없다

조선 업종은 현재 신규 수주는 전년 대비 줄고 있으나 실적 개선이 지속되는 사이클을 지나고 있다. 실제로 글로벌 9월 누계 선박 발주량은 32.6백만 CGT로 YoY -47% 감소했으며, 한중일 모두 수주 감소세가 나타나고 있다(그림24). 그러나 여전히 공급자 우위 시장이 유지되고 있다고 판단한다. 과거 섹터 주가에 절대적인 영향력을 행사해 온 수주잔고의 YoY 증감율이 꺾였음에도 주가는 계속 강할 것으로 기대한다. 이는 1) 믹스 개선, 2) 고부가가치 선박 발주 지속, 3) 미국 해양방산 진출에 대한 기대감 때문이다.

1) 고선가 물량 매출 비중 증가로 인한 실적 개선세

첫째, 고선가 물량 매출 인식 비중 증가로 인한 가파른 실적 개선세가 신규 수주 감소에도 주가가 상승하는 가장 강력한 요인이다. Clarksons 신조선가 지수는 '21년 1월 127.11pt에서 '24년 12월 189.16pt까지 꾸준히 우상향했다. 이에 '21년~'22년 이후에 수주한 물량들의 매출 인식 비중이 올라가면서 조선사들의 마진도 함께 개선됐다. HD현대중공업의 경우, 2Q25 기준 연도별 매출 인식 비중은 '22년 65%, '23년 31%, '24년 2%다. 여전히 마진 개선의 Room이 많이 남아있는 상황이다.

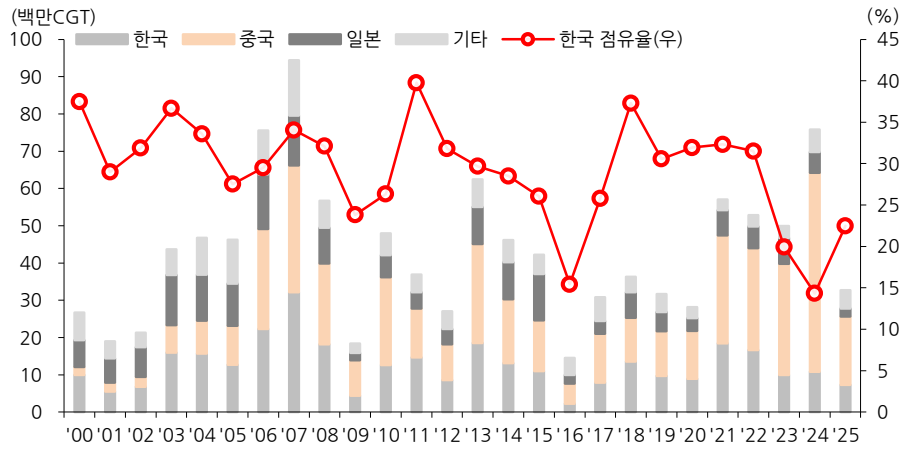
2) 고부가가치 선박들의 발주 지속

둘째, 한국 조선사들이 계속해서 3년치 인도물량 수준의 수주잔고를 유지할 수 있을 것으로 전망한다. 고부가가치 선박들, 특히 LNG선과 컨테이너선의 발주 지속으로 믹스도 양호할 것으로 예상한다. 친환경 교체발주를 비롯한 선종별 수요 확대 요인들(LNG 프로젝트 및 얼라이언스 재편 등)이 공급 과잉 우려를 불식시킬 것으로 기대한다. V(5)장과 VI(6)장에서 LNG선과 컨테이너선 시황 전망에 대해 보다 자세히 다루고자 한다.

3) 미국을 중심으로 한 글로벌 해양방산 진출

셋째, 미국과의 조선업 협력을 기반으로 상선뿐 아니라 함정 분야에도 진출 가능성이 열리고 있다. 이는 우리가 경험해 보지 못 한 사이클로, 단순 밸류에이션 확장 요인에 그치지는 않을 것이다. 미 해군 지원함 MRO를 시작으로 전투함 MRO, 함정 블록 건조 등 수주가 확대되면서 P·Q 확장이 동시에 나타날 수 있을 것으로 예상한다. Ⅶ(7)장에서는 미국과의 조선업 협력 및 미국 해양방산 진출에 대해서 다루고자 한다.

[그림24] 글로벌 국가별 선박 수주량 및 한국 점유율 추이



주: '25년은 9월 누계 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

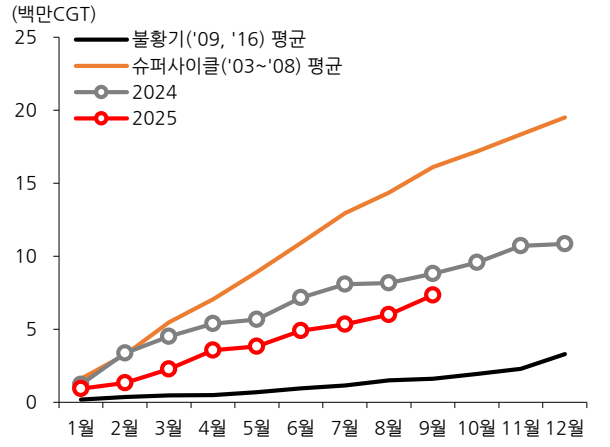
투기적 발주가 아닌 선별 수주로 인한 수익성 강화 사이클

'25년은 한국과 중국 모두 선박 수주량이 작년 대비 줄었다. 9월 누계 기준 한국은 7.3백만CGT, 중국은 18.3백만CGT로 각각 YoY -17%, -58% 감소했다(그림 25, 26). 그러나 국내 조선사들의 주가는 YTD +80% 이상씩 상승했다. 이는 지금이 투기적 발주가 아닌 잔고를 3년치 이상 쌓아놓고 선별 수주하는 수익성 강화 사이클임을 의미한다.

가동률 높은 상황에서 공급자 우위 지위 유지

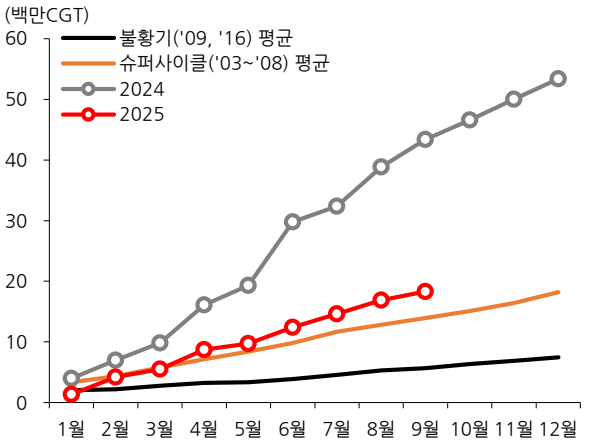
국내 조선 5사(HD현대중공업, 미포, 삼호, 삼성중공업, 한화오션)의 합산 생산능력은 약 1.2억M/H로, 과거 슈퍼사이클 때의 1.5억M/H 대비 20% 이상 줄어들었다. 반면, 가동률은 105% 이상으로 올라온 모습이다(그림27). 조선사들의 가동률은 '15~'18년에도 높았으나 그때와 지금이 다른 점은 두 가지다. 하나는 생산능력이 과거보다 현저히 내려간 상태에서 Capa 확장을 제한적으로 하고 있다는 점이고, 하나는 신조선가가 상승하면서 수익성을 확보하게 되었다는 점이다. 이에 주가도 선가에 동행한다(그림28).

[그림25] 한국 월별 선박 수주량 추이



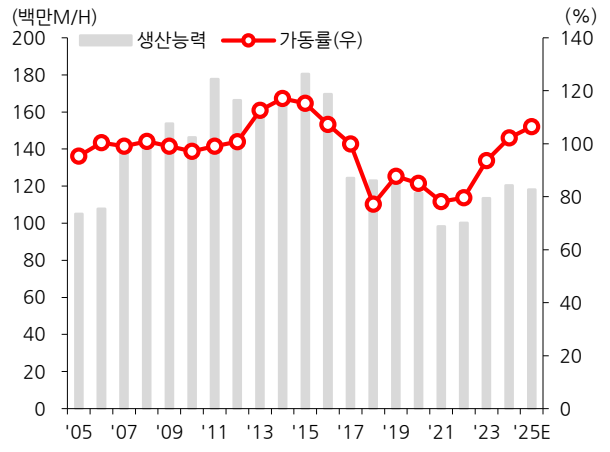
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 중국 월별 선박 수주량 추이



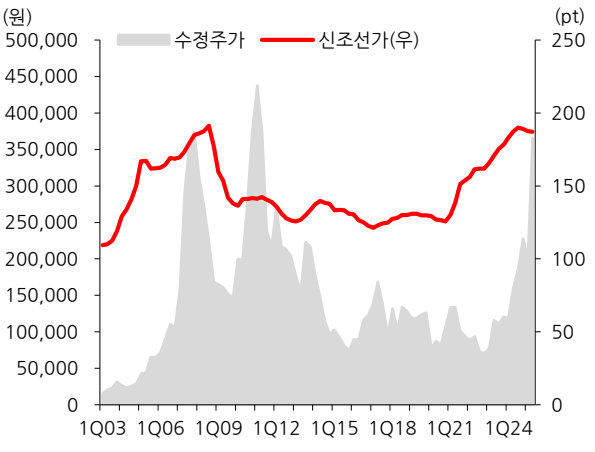
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 조선 5사 생산능력 및 가동률 추이



주: '25E는 1H25 실적에 단순 2를 곱해서 산출
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] HD 한국조선해양 주가 및 신조선가 추이



자료: Wisefn, Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

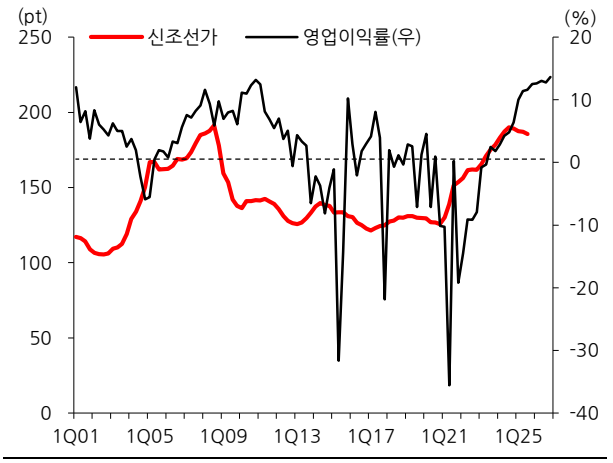
3년 뒤의 수익성 개선세 둔화 가능성에 대한 고민이 시작되는 시점

조선 5사의 합산 영업이익률은 3Q23에 흑자전환한 이후 2Q25에는 11% 이상까지 빠르게 개선됐다(그림29). 신조선가 상승 추세에 마진 개선도 2~3년 정도 후행하는 모습이다. 결국 신조선가는 2년~3년 뒤 영업이익률을 결정하는 요소다. 최근에는 신규 수주량이 감소하며 수주잔고가 감소하고 있는 가운데 신조선가도 조금씩 조정 받고 있다(그림30). 이미 받아놓은 수주를 바탕으로 '27년~'28년까지의 수익성 개선세는 기대해 볼 수 있겠으나 문제는 그 다음이다. 지금의 신조선가 정체가 3년 뒤의 수익성 개선세 둔화로 이어질 수 있기 때문이다.

해당 시점에서 중요한 포인트 2가지
- 믹스와 백로그 길이

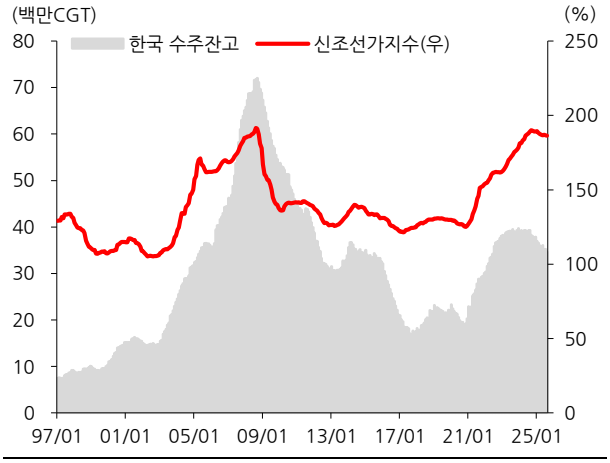
한국 조선소들의 수주잔고의 YoY 증감율과 신조선가 지수의 YoY 증감율은 현재 둘 다 (-) 전환한 상태다. 해당 시점에서 중요한 포인트는 1) 앞으로 선별 수주를 통해 믹스를 지속적으로 개선할 수 있을지, 2) 3년치 수주잔고를 유지할 수 있을지가 될 것이다. 아울러, 미국 조선·방산 시장 진출을 통해 새로운 P·Q의 확장을 이뤄낼 수 있을지가 추가적인 변수로 남아있다.

[그림29] 신조선가 및 조선 5 사 합산 영업이익률 추이



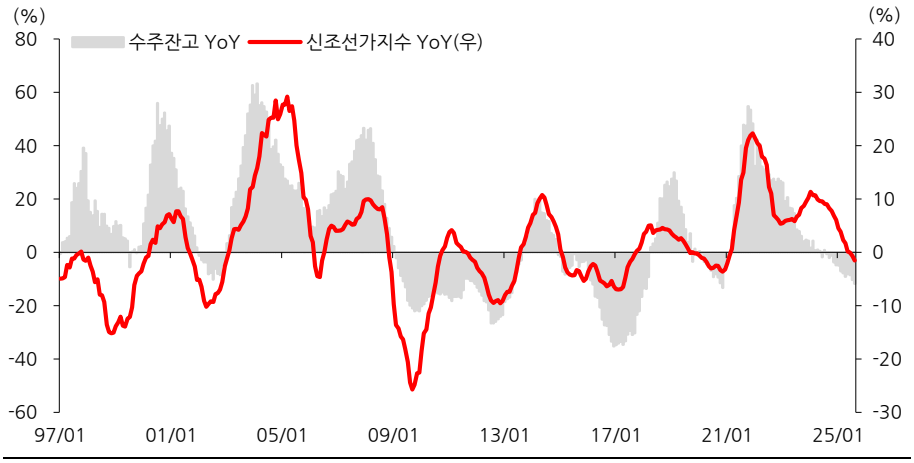
주: 조선5사는 HD한국조선해양+삼성중공업+한화오션 기준
자료: Clarksons, WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 한국 조선사 수주잔고 및 신조선가지수 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 한국 수주잔고 및 신조선가지수 YoY 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

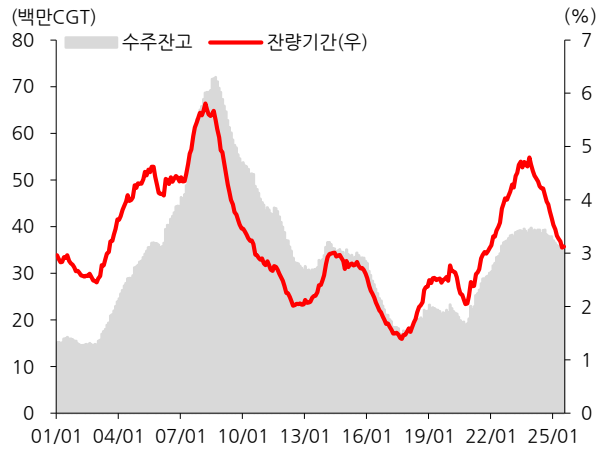
1) 국내 업체들은 선별 수주 전략 지속 중

먼저, 국내 업체들은 선별 수주 전략을 지속하고 있다. '27년 건조 슬롯까지 대부분 채워져 있는 상황에서 물량 확대보다는 수익성 중심의 수주를 이어 나가고 있다. '25년 3분기에도 조선 3사는 수익성이 상대적으로 좋은 컨테이너선, LNG선 위주로 슬롯을 채우고 있는 모습이다. 신조선가의 일부 조정에도 불구, 전반적으로 고수익성 선종 위주의 믹스 개선이 일어나고 있다는 점에 주목한다. 외국인 인력 숙련도 향상 및 자동화 설비 등 설비투자로 인한 생산성 개선 또한 미래 수익성 개선에 기여할 전망이다.

2) 수주잔량 기간은 당분간 3년치 수준으로 유지될 것으로 전망

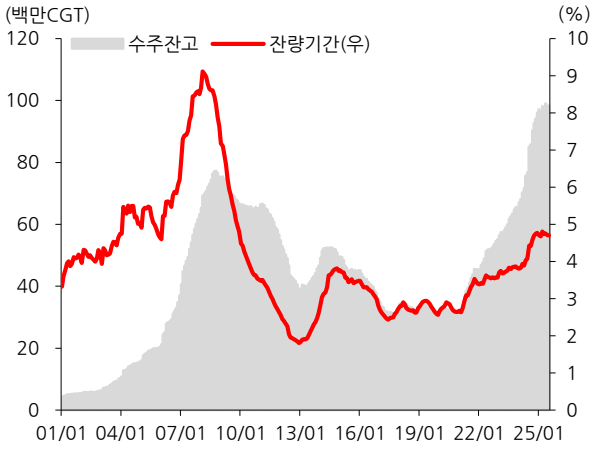
다음으로, 한국은 여전히 수주잔량 기간(백로그 길이)을 3년치 수준으로 유지하고 있다. 잔량 기간은 수주잔고를 최근 2년 평균 인도량으로 나눠서 자체적으로 계산했다. 현재 한중일 합산 야드 수는 129개로 과거 대비 여전히 제한적(그림34)인 상황이다. 잔량 기간이 2.5년까지 소진되기 전까지는 조선소가 저가 수주 경쟁에 나설 필요가 없다고 판단한다. 이에 실질적인 신조선가 하락은 당분간 제한적일 것으로 판단한다. 후술하겠지만, LNG선 및 컨테이너선 위주의 상선 발주 회복을 통해 백로그 길이는 지금 수준에서 당분간 유지될 것으로 전망한다.

[그림32] 한국 수주잔고 및 잔량기간 추이



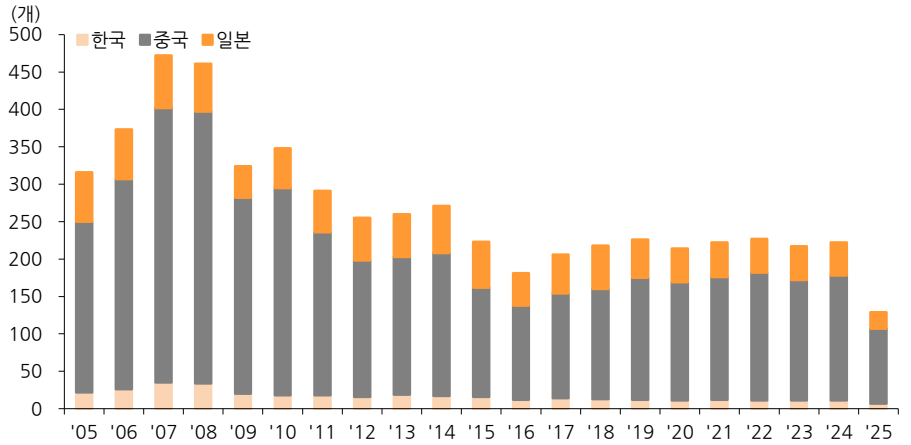
주: 잔량 기간은 수주잔고를 최근 2년 인도 평균톤수로 나눠서 단순계산
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 중국 수주잔고 및 잔량기간 추이



주: 잔량 기간은 수주잔고를 최근 2년 인도 평균톤수로 나눠서 단순계산
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 한중일 야드 개수 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

1. 고마진 선박들은 이제부터 본격 인식

고마진 선박들은 이제부터 본격 인식

'23년 이후에 수주 받은 고선가 물량들의 경우 '25년이 되어서야 본격적으로 인식되기 시작했다. 특히, '22년 말~'24년 초에 국내 조선 3사(HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업)가 각각 2차례에 걸쳐 카타르 에너지로부터 수주한 카타르 프로젝트 LNG선의 경우, 시장가 대비 낮은 가격에 수주한 것으로 알려져 있다. 이는 '20년에 체결한 DOA에 합의된 조건을 바탕으로 협상을 진행한 영향이다.

LNG선 내 저마진 카타르 물량은 점차 소화 중

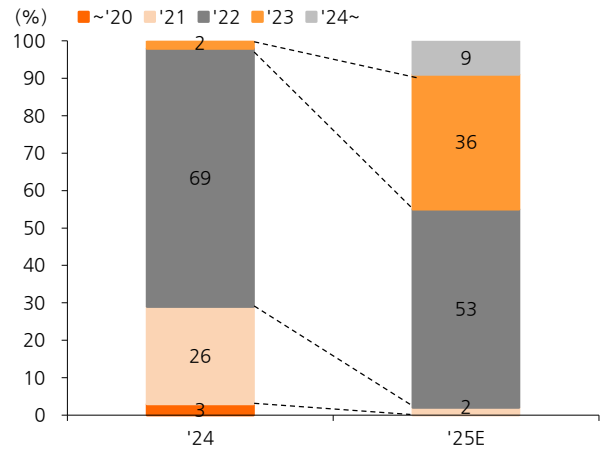
HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업은 각각 카타르 1·2차에서 17+17척, 18+15척, 19+12척을 수주했다. 2차 수주 시 척당 선가는 약 230백만달러로 당시 신조선가 대비 약 13~15% 낮은 것으로 파악된다. 다만, 시간이 흐르면서 반복 건조 및 강재가 하락 효과로 인해 조선소들이 일정 마진을 확보하기 시작한 것으로 추정된다. 고부가가치 선박인 LNG선 내 카타르 물량이 소화됨에 따라 마진 개선이 점차 일어날 수 있다. LNG선 선가는 '23년 말 265백만달러, '24년 말 260백만달러, '25년 현재 250백만달러 수준으로 조금씩 고점 대비 둔화되는 모습이나 여전히 카타르 물량과는 가격 차이가 크다.

빠르게 변화 중인 국내 조선사들의 수주 연도별 매출 인식 비중

국내 조선사들의 수주 연도별 매출 인식 비중은 작년과 비교했을 때 드라마틱하게 변화하고 있으며, 내년에도 비슷한 속도일 것으로 예상한다. HD현대중공업의 경우, '23년과 '24년 이후 수주 물량의 매출 인식 비중은 '24년에 각각 2%, 0%에 불과했으나 '25년에는 36%, 9%에 달할 것으로 전망된다(그림35). HD현대미포는 동일한 기준 하 26%, 1%였던 비중이 51%, 40%로 증가할 전망이다(그림36). HD현대중공업의 2Q25 기준 수주 연도별 상선 매출 비중은 '22년 65%, '23년 31%, '24년 2%로 파악된다. HD현대미포는 '22년 12%, '23년 56%, '24년 32%다.

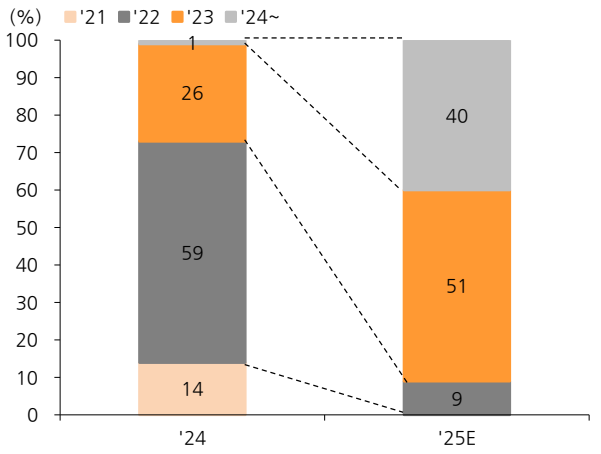
한화오션은 2Q25 기준 '22년도 수주분이 상선 매출의 80%를 차지한 것으로 추정하나 연말에는 40% 수준으로, 내년에는 10% 이하로 비중이 급격히 떨어질 것으로 전망한다. 삼성중공업은 2Q25 기준 '22년도 수주분이 상선 매출의 60%를 차지한 것으로 추정한다. 해당 비중은 연말에 20% 이하로, 내년에 10% 이하로 떨어질 것으로 예상한다.

[그림35] HD 현대중공업 수주 연도별 매출 인식 비중



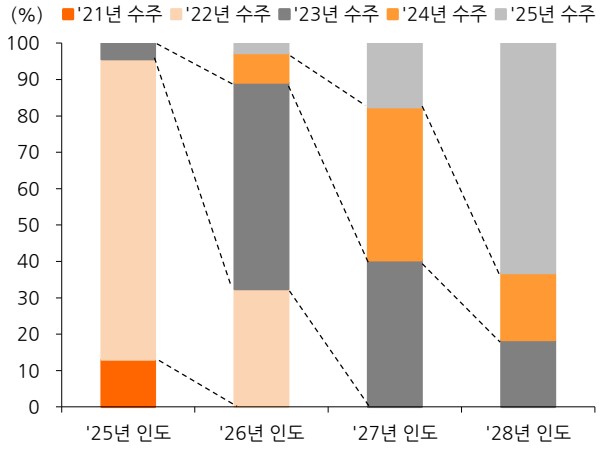
자료: HD현대중공업, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] HD 현대미포 수주 연도별 매출 인식 비중



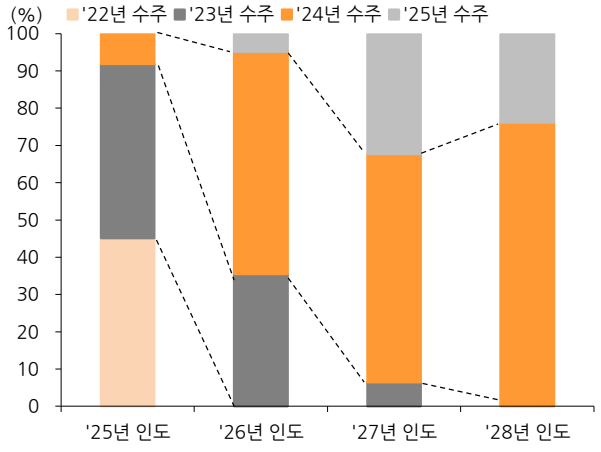
자료: HD현대미포, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] HD 현대중공업 인도 연도별 수주시점 비율



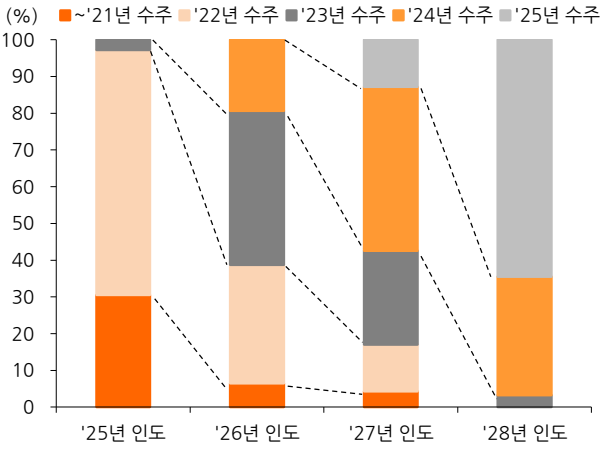
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] HD 현대미포 인도 연도별 수주시점 비율



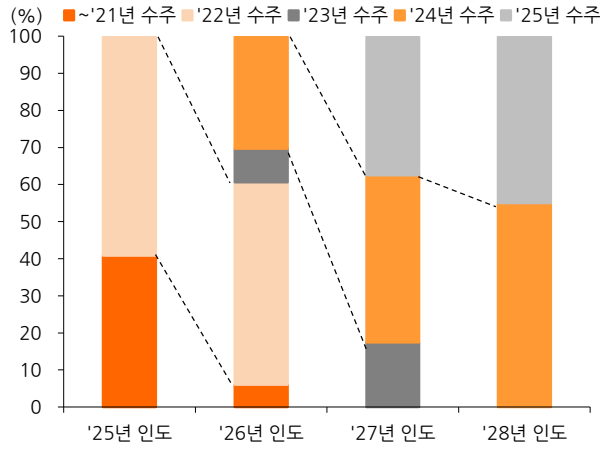
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 삼성중공업 인도 연도별 수주시점 비율



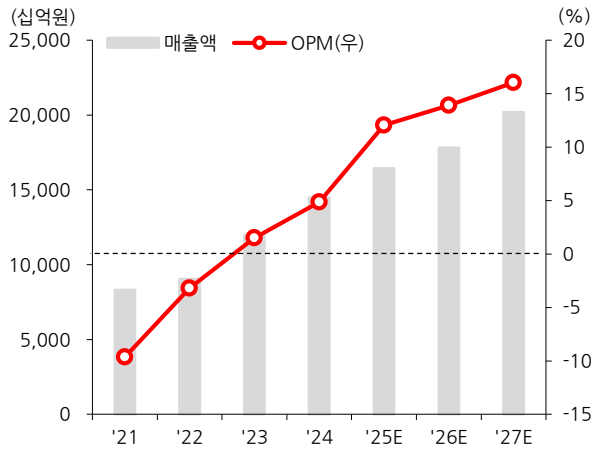
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 한화오션 인도 연도별 수주시점 비율



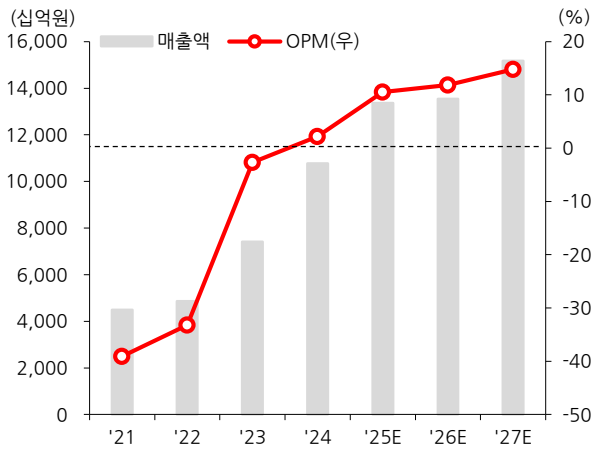
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] HD 현대중공업 실적 추이 및 전망



자료: HD현대중공업, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 한화오션 실적 추이 및 전망



자료: 한화오션, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

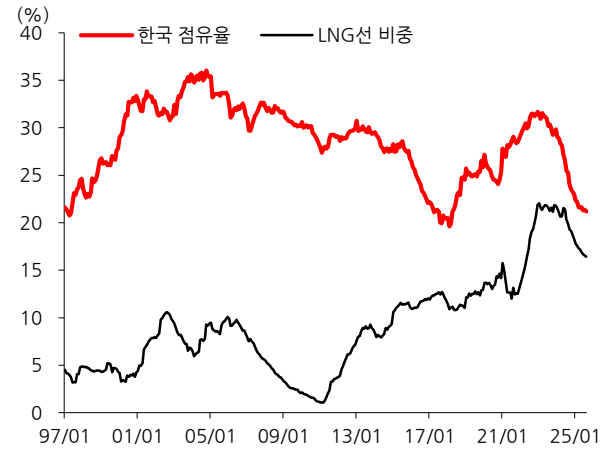
한국은 LNG선과 같은 고부가가치 선박에서의 기술적 우위 보유

한국 조선소들은 중국의 저가 물량 공세에 시장 점유율을 일부 내어준 것은 사실이나 여전히 LNG선과 같은 고부가가치 선박에서는 기술 및 신뢰도의 우위를 점하고 있다. 따라서 신조선가를 중국 대비 10~20% 높게 받고 있지만 여전히 LNG선 수주 점유율은 60% 이상을 기록하고 있다. 최근 글로벌 수주잔고 내 LNG선 비중 감소와 한국 조선소의 시장 점유율 하락이 연동된 것은 한국 조선소에게 있어 LNG선의 존재감이 크다는 점을 시사한다(그림43).

친환경 선박 수요 증가로 전반적인 잔고 내 믹스 개선 일어나는 중

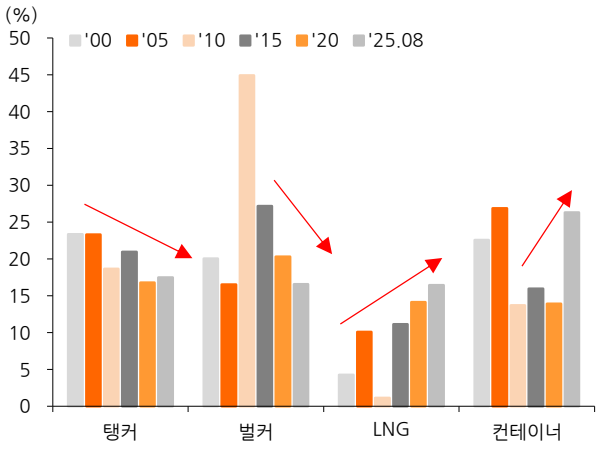
글로벌 수주잔고 내 선종별 비중 추이를 보면, 상대적 고마진 선종으로 분류되는 LNG선과 컨테이너선의 비중이 증가 추세다(그림44). LNG선과 컨테이너선의 잔고 내 비중은 '15년 11.1%와 16.0%에서 현재 16.4%와 26.3%까지 증가했다. 이는 환경 규제로 인한 친환경 선박 및 연료 수요 증가에 기인한다. 컨테이너선의 경우, 온실가스 감축을 위한 규제가 직접적으로 컨테이너 선사들에게 집중되고 주요 화주들의 친환경 물류 요구 또한 적극적이기 때문에 DF(이중연료) 엔진 선박 발주 비중이 압도적이다(그림45). 그리고 친환경 선박은 가격이 더 비싸다. 잔고 내 믹스 개선이 일어나는 중이다.

[그림43] 글로벌 수주잔고 내 한국 및 LNG 선 비중



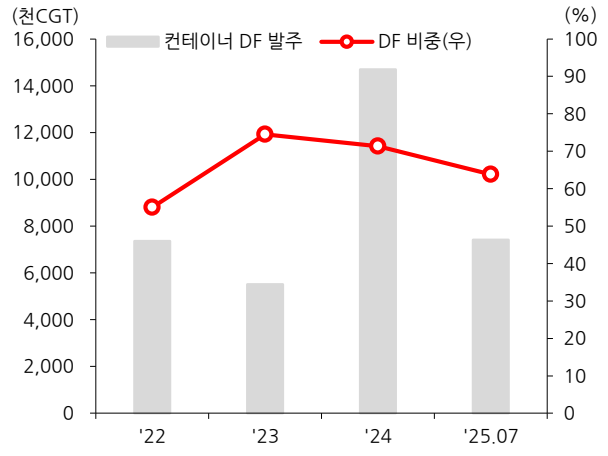
주: CGT 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 글로벌 수주잔고 내 선종별 비중 추이



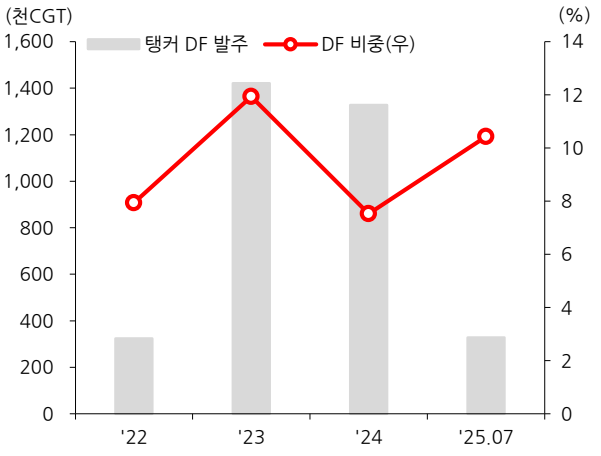
주: CGT 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 컨테이너선 친환경 DF 선박 발주 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 탱커 친환경 DF 선박 발주 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

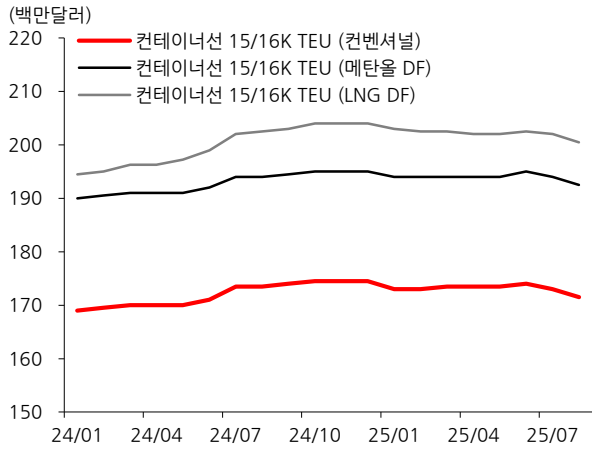
친환경 선박 비중 증가 및 후판가 안정화로 마진 개선

친환경 선박들은 선가가 상대적으로 높고 마진이 양호해 잔고 내 비중이 늘어날수록 믹스가 개선된다. LNG선은 타 선종 대비 선가가 가장 높고, 15/16K TEU급 컨테이너선의 경우 LNG DF 엔진 신조선가가 컨벤셔널 선박 대비 17%가량 비싸다(그림47). 반면 후판가는 다소 안정화된 모습을 보이고 있는데(그림48), 특히 중국산 후판 가격은 국내산보다 20%가량 저렴해 중국산 사용 비중도 20% 내외로 올라온 것으로 추정한다.

설비투자로 인한 생산성 개선

자체 설비투자 등을 통한 생산성 개선 또한 일어나고 있다. 예컨대, HD현대는 '30년까지 3,200억원 이상을 투입해 미래 첨단 조선소 FOS(Future of Shipyard) 구축을 목표로 하고 있다. '23년 12월 1단계(눈에 보이는 조선소; 디지털 플랫폼에 현장정보 가시화) 구축을 완료하고 현재 '26년 완료를 목표로 2단계(연결-예측 최적화된 조선소; AI 빅데이터 기반 최적 공정관리) 작업을 진행 중이다. '30년 최종 단계(지능형 자율 운영 조선소) 구축을 완료하고 생산성 30% 향상, 건조 기간 30% 단축을 목표로 하고 있다. 한화오션도 AI·로봇 기반 스마트 야드를 구축을 목표로 하고 있다. 동사는 '26년까지 3,000억원을 투입해 현장 자동화율을 10%에서 70%까지 끌어올릴 계획이다. 외국인 근로자들의 숙련도가 50~60% 이상으로 올라간 것도 생산성 개선에 큰 역할을 하고 있다.

[그림47] 15/16K TEU 급 컨테이너선 연료별 선가

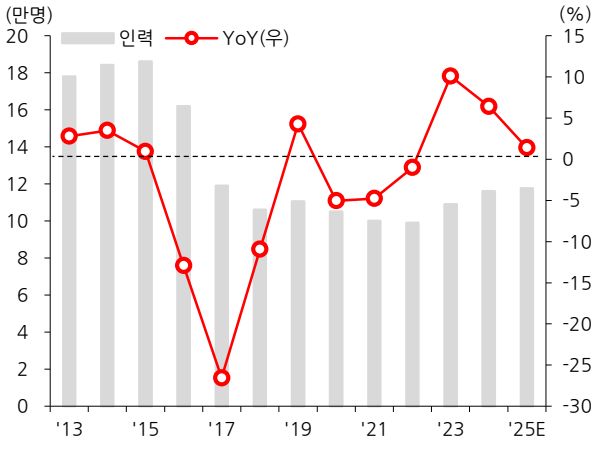


자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 국내 20mm 후판 가격 추이

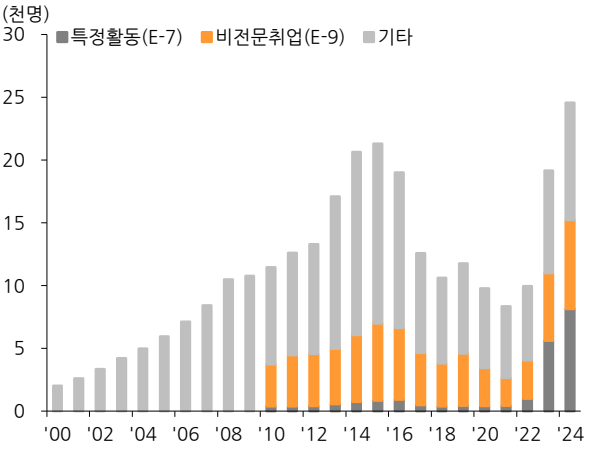
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 한국 조선업 근로자 규모 추이



자료: 한국고용정보원, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 거제시+울산광역시(동구) 등록 외국인 추이



자료: 법무부, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2. 고부가가치 선박 중심의 믹스가 중요

슬롯은 여전히 제한적이나 앞으로의 믹스가 중요

한국 조선소들은 앞으로도 LNG선과 대형 DF 컨테이너선을 중심으로 한 고부가가치 선박을 중심으로 선별 수주를 이어나가 수주잔고 길이를 3년 이상으로 유지할 수 있을 것으로 판단한다. 8월 누계 기준 한국의 YTD 인도량은 8.4백만CGT로, 수주량 5.9백만 CGT를 넘어섰다(그림51). 그럼에도 여전히 3년치 이상의 일감을 쌓아둔 상태다.

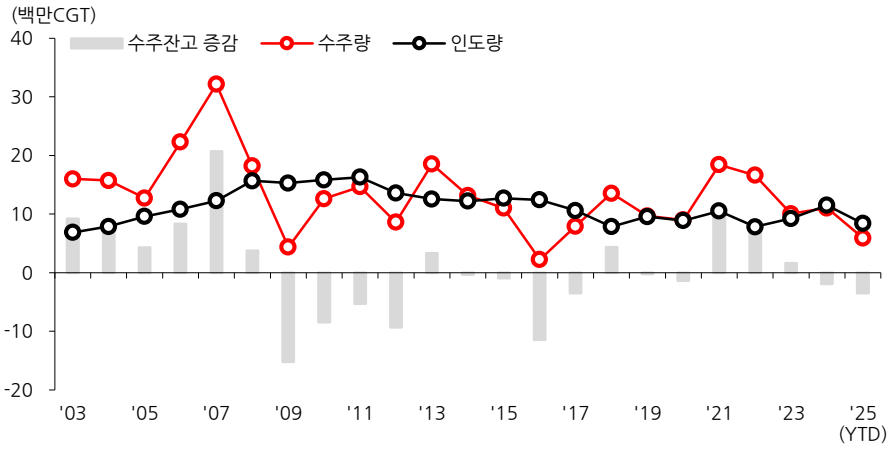
우리도 캐파를 조심스럽게 늘리는 중
- 해외 야드를 활용

앞서 살펴본 바와 같이 국내 주력 도크 가동률이 100%에 도달함에 따라 한국 조선소들도 캐파를 조심스럽게 늘리고 있다. 다만, 과거와 다르게 국내에서는 친환경 선박 등 고부가가치 선박에 집중하고 해외 야드를 활용해 포트폴리오 다변화를 시도하고 있다. 투기적 발주가 일어나지 않고 있다는 점을 고려 시 해외 야드 인수 및 임차, 하청 등의 형태로 조심스럽게 캐파를 늘리는 전략은 긍정적이다. 해외 야드를 통해 저가 물량을 효율적으로 처리하고 도크 유연성을 극대화할 수 있기 때문이다. 해당 전략은 양적 증설이 아닌 공급 탄력성, 맞춤형 발주에 초점을 두고 있다. 따라서 이를 향후 과잉 공급 리스크 요인으로 판단하지 않는다.

중국/동남아 야드의 경우 낮은 인건비 등 해외 조선소의 원가 경쟁력을 활용해 포트폴리오 다변화 시에도 수익성 방어가 가능하다. 실제로 삼성중공업은 중국 팍스오션과 원유운반선 하도급 계약을 지난해 11월, 올해 4월 각각 4척씩 체결했다. 설계와 주요 기자재 구매는 삼성중공업이 담당하지만 팍스오션이 도크와 인력을 제공하는 형태다. 아울러, 올해 5월부터는 페트로베트남과 현지 유조선 건조를 논의하는 등 동남아와의 협력 관계도 넓혀가는 모습이다.

HD현대의 경우, 지난해 5월 Cerberus Capital과 필리핀 수빅조선소 일부 부지에 대한 임차계약을 체결하면서 HD현대베트남조선에 이어 HD현대필리핀을 출범시켰다. HD현대필리핀은 지난 9월 2일, 11만 5,000DWT급 PC선 강재절단식을 시작으로 선박 건조를 시작했다. HD현대중공업은 '22년 필리핀에 군수지원센터를 설립해 함정 MRO 사업을 펼쳐온 바, 한-미-필리핀 간 협력 강화도 모색할 수 있을 것으로 기대한다.

[그림51] 한국 조선 수주잔고 증감 추이



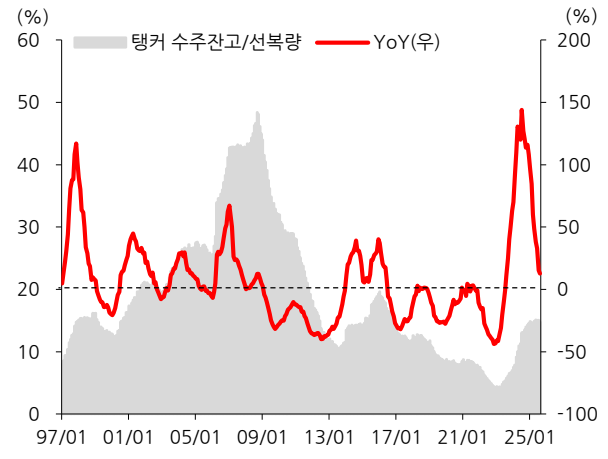
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

한화그룹은 싱가포르 다이나맥 인수를 통해 해양플랜트(FPSO/FLNG) 생산 거점을 다각화하고 있다. 싱가포르는 글로벌 물류 허브로서 다양한 기업들이 진출해 있어 사업 확장에도 용이할 것으로 기대된다. 이외에도 한화그룹은 '24년 미국 필리조선소를 인수한 이후 한미 조선업 협력 투자펀드 1,500억 달러를 주요 재원으로 삼아 50억 달러를 투자해 선박 건조 능력을 연간 1.5척 수준에서 20척까지 확대하겠다고 밝히기도 했다. 아울러, 한화그룹은 미국에 조선소를 보유한 호주 오스탈의 지분 인수도 추진 중이다.

공급 과잉 우려에도 LNG, 컨테이너 발주 기대

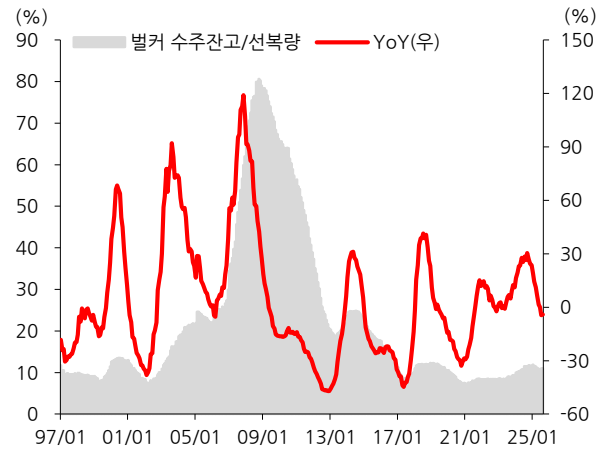
위와 같이 해외 야드는 주로 탄력적 공급 조절 및 전략 시장 진입에 활용될 것이므로 국내 야드의 고부가가치 선박 수주 지속 여부가 결국 주가의 Key Factor로 작용할 전망이다. LNG선과 컨테이너선은 타 선종보다 선복량 대비 수주잔고가 높은 상황(그림 52~55)이다. 공급과잉 우려에도 불구하고, 두 선종 모두 여전히 중장기 수요가 견조하다고 판단한다. LNG선은 북미 중심의 LNG 프로젝트 진행에 따른 공급 확대, 컨테이너선은 얼라이언스 재편으로 인한 교체발주 경쟁 등을 기대하기 때문이다. 이외에 친환경 발주 및 선대 노후화, 미국의 중국 제재안 등에 따른 영향까지 V장(LNG선)과 VI장(컨테이너선)에서 후술하고자 한다.

[그림52] 탱커 선복량 대비 수주잔고 추이



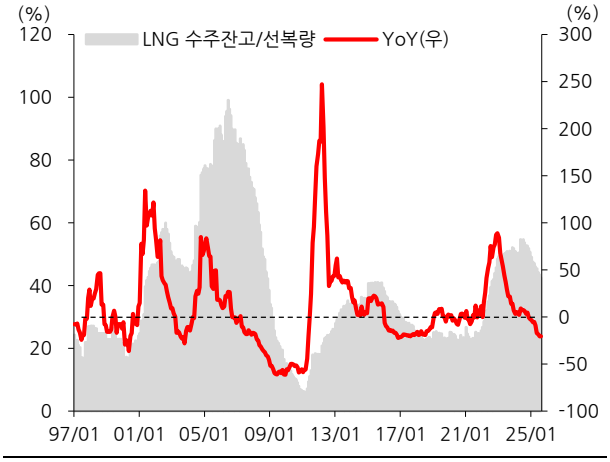
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 벌커 선복량 대비 수주잔고 추이



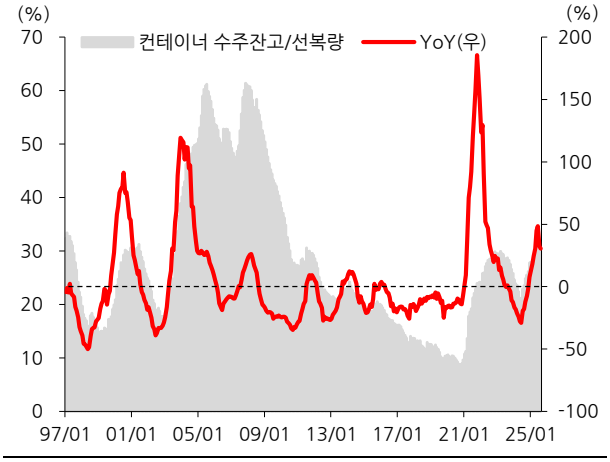
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] LNG 선복량 대비 수주잔고 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 컨테이너 선복량 대비 수주잔고 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

3. 신항로 개척 시대, 특수선으로의 새로운 길

미국 조선업 재건에는 한국이라는 파트너가 필요

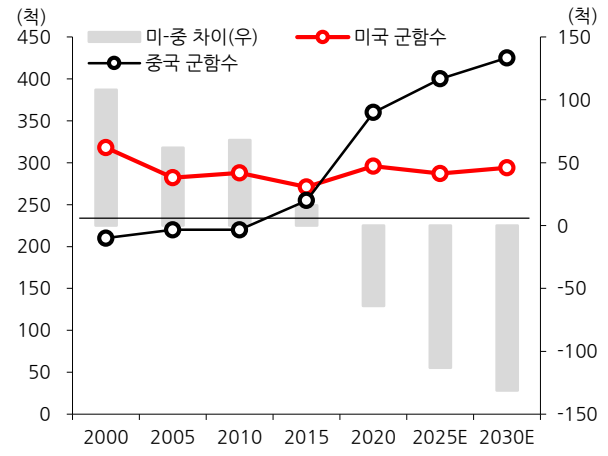
미국과의 조선업 협력을 통해 상선 및 특수선에서 새로운 기회가 열릴 것으로 기대한다. 지난 5월 〈미국 조선방산으로의 진출: 한화 필리조선소 탐방기〉에서 다룬 것처럼 미중 해양 패권 경쟁으로 인해 미국은 조선업 재건이 절실한 상황이다. 단순 군함 수만 놓고 보면 '20년부터 중국 군함 수가 미국을 넘어섰으며, '30년에는 그 격차가 130척 이상까지 벌어질 것으로 전망된다(그림57). 반면, 후술하겠지만 미국 내 군함 건조가 가능한 민간 조선소는 7~8개 내외에 불과하다. 상선의 경우도 마찬가지다. 실질적으로 잔고를 3척 이상 보유한 조선소는 필리 포함 10개 내외로, 그마저도 대부분 노후화됐다.

지난 4월 미국에서는 SHIPS Act 법안이 재발의됐으며 250척 규모의 전략상선단 구축 목표('30년까지 외국 건조선 편입 허용) 등이 제시됐다. 미국은 1차적으로는 조선업 생태계 전반의 복원을, 최종적으로는 해군력 강화를 목표로 하는 것으로 보인다. 전략상선단 구축 목표 역시 유사 시에는 상선을 군사적으로 전환(병력·물자 수송 등)해 사용하겠다는 이중 목적을 담고 있는 것으로 해석된다.

[그림56] MASGA 프로젝트를 통한 미국 조선업에서의 사업 기회 구상

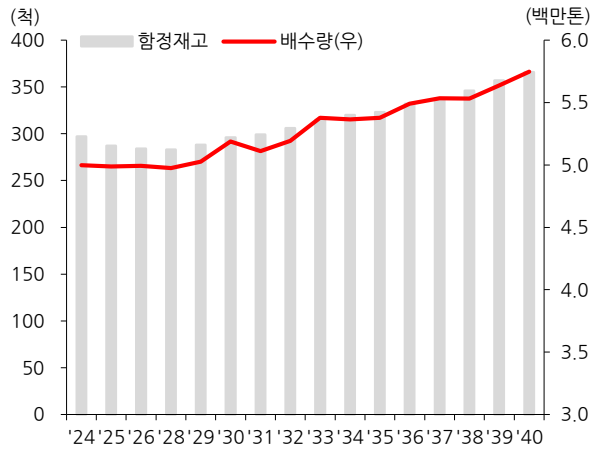
자료: HD한국조선해양, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 미-중 해군 함정 규모 비교



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

[그림58] 미 해군 함정 재고 및 배수량 계획



자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 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)·해안경비대(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

[표4] SHIPS ACT: 2024 년 12 월 vs 2025 년 4 월 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/정비 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

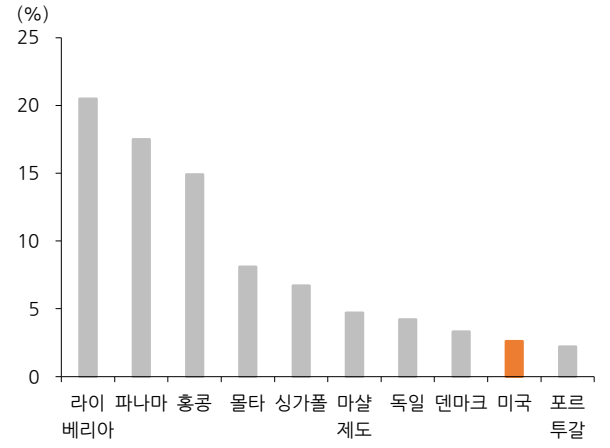
선제적인 미국 현지 투자 전략을 긍정적으로 평가

지난 〈필리조선소 탐방기〉에서 선제적인 현지 투자가 미국 진출에 있어 최선의 전략이라는 의견을 제시한 바 있으며, 이를 유지한다. SHIPS Act의 ①전략상선단 250척 구축('30년 이후 미국산만 편입 허용), ②미국에서 수출되는 LNG 15%에 대한 미국산 선박 운송 조항('47년 목표), ③미국 내 조선소 투자에 별도로 최대 25% 투자세액공제 적용 등 미국이 추진 중인 여러 조항들의 최종 수혜자는 결국 현지 조선소이기 때문이다. 현지 거점을 바탕으로 다양한 컨소시엄 및 사업 기회를 창출할 수도 있을 것이다. 따라서 미국 내 건조 능력 확보에 가장 적극적인 한화그룹의 전략을 긍정적으로 평가한다.

MASGA와 특수선 관련 포인트를 가진 업체들에게 프리미엄 부여

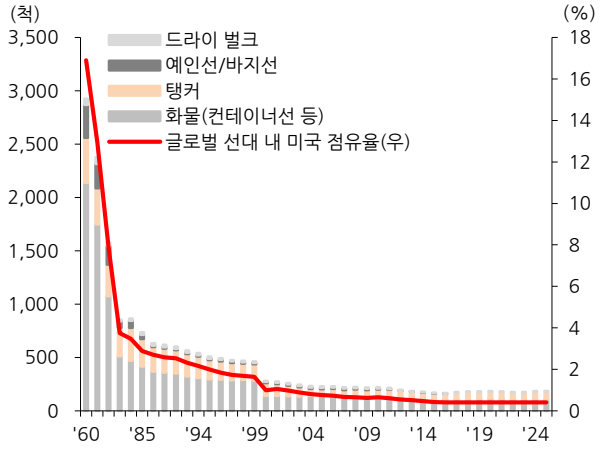
'24년 11월 트럼프 대통령이 당선, 한국과의 조선 협력을 요청하면서부터 한화오션, HD현대중공업 등 한미 조선 협력 수혜 기대감이 높은 업체들에게 밸류에이션 프리미엄이 부여되기 시작했다(그림61). 한화오션과 HD현대중공업의 또다른 공통점은 특수선 사업부에서도 두각을 드러낼 수 있다는 점이다. 앞으로도 당분간 상선 외에 새로운 P·Q 확장을 꾀할 수 있는 MASGA, 해외 잠수함 사업 등과 연관된 업체들이 더 높은 밸류에이션을 적용받는 현상이 유지될 것으로 전망한다.

[그림59] 미국 해상 무역의 국적별 상선 비중



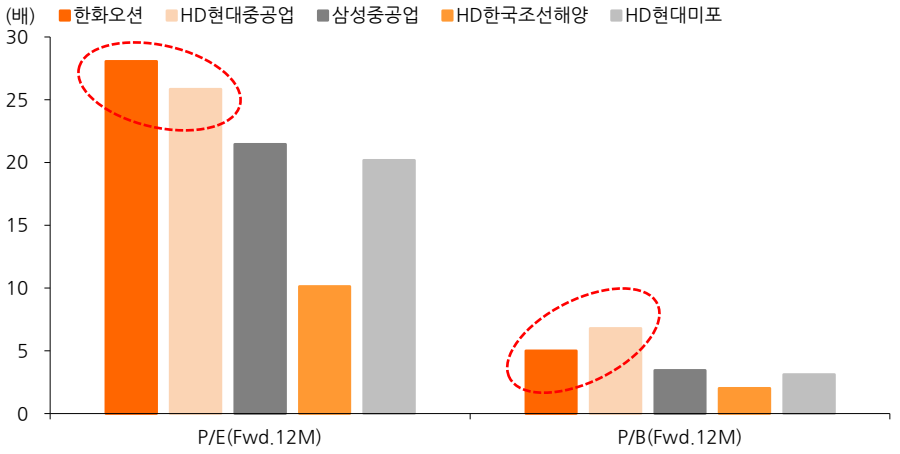
자료: MDS Transmodal, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 미국 국적(US-Flg) 상선 수 및 글로벌 선대 내 점유율



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

[그림61] 한국 조선 5 개사 밸류에이션 비교



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

V. LNG: 북미 수요와 교체 발주에 거는 기대

0. 단기 공급 과잉 우려 있으나 여전히 중장기 수요 견조

단기 공급 과잉 우려에도 구조적 성장세 유효

LNG선은 단기 공급 과잉 우려가 제기되고 있으나 구조적 성장세는 유효하다고 판단한다. 최근 3년간 LNG선 발주가 집중적으로 이뤄지면서 올해는 글로벌 LNG선 발주가 척수 기준 YoY -60% 가량 감소했다(그림62). 반면, '26년과 '27년 LNG선 인도량은 각각 100척을 넘길 전망(그림63)이라, 선복량 증가가 과하다는 우려가 있다. 그럼에도 LNG선 발주 시황을 낙관하는 이유는 ①미국을 중심으로 한 글로벌 LNG 프로젝트 본격화, ②스팀터빈선 중심 노후선 교체 가속화 때문이다.

LNG 발주량 감소 원인

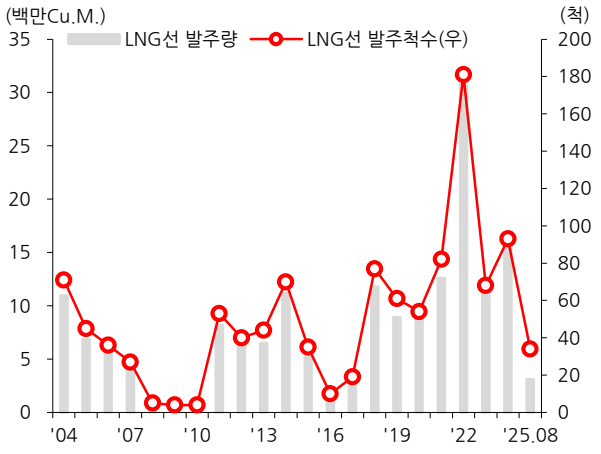
LNG선 발주 회복 전망의 2가지 이유에 대해 다루기 앞서 현재 발주 상황에 대해서 점검해 보고자 한다. 올해 LNG선 발주량 감소의 가장 큰 원인은 LNG 프로젝트의 지연 발생으로 판단한다. 이에 선주들이 '29년 이후에 필요한 LNG선 발주를 늦춘 것이 발주량 감소로 이어진 것으로 보인다. Clarksons에 따르면, '25년 예상 LNG선 선복량 YoY 증가율은 8.8%인데 반해 LNG 물동량 YoY 증가율은 1.5%에 불과하다. 이는 일시적 공급과잉으로 해석된다. 후술하겠지만 현재 U/C(건설 중) 단계인 LNG 생산 프로젝트만 감안하더라도 LNG선은 '26년~'31년 330척이 필요하고, 이는 계속 증가할 수 있다. 같은 기간 예정된 인도량은 약 285척이다.

1) 프로젝트 지연으로 인한 선주들의 발주 연기

2) 중국 '25년 LNG 수입량 17% 감소 전망

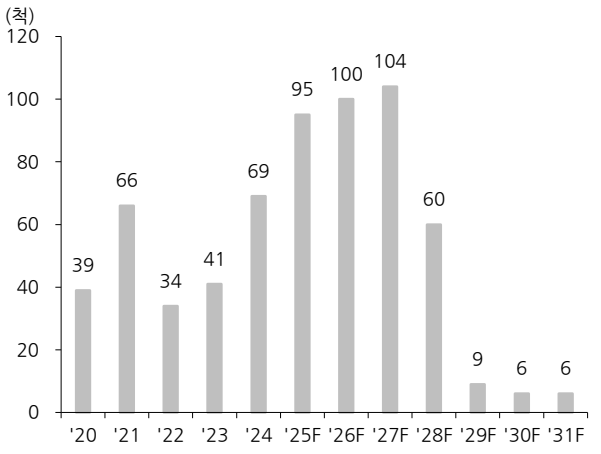
중국 LNG 수입량 또한 '25년 크게 감소했다. Clarksons에 따르면, 중국 LNG 수입량은 Power of Siberia 파이프라인을 통한 가스 수입 증가 등의 영향으로 올해 약 17% 감소할 것으로 전망된다. 9월 초 중국과 러시아는 기존 가스 파이프라인 용량을 연 80억 ㎥(LNG 약 600만 톤) 확대하는 데 합의했으며, 추가로 연 500억㎥(LNG 약 3,700만 톤) 규모의 Power of Siberia 2 가스관 건설 계획도 추진 중이다. 이는 중국 수입량 회복의 리스크 요인으로 작용할 것이다. 다만, 내년부터는 대규모 신규 프로젝트 가동으로 인해 공급 증가, 가격 안정화로 인해 중국 수입량도 회복세를 보일 수 있다고 판단한다.

[그림62] LNG 선 발주량 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 글로벌 LNG 선 인도 스케줄



주: '25F~'31F는 수주잔고 기반 추정치 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

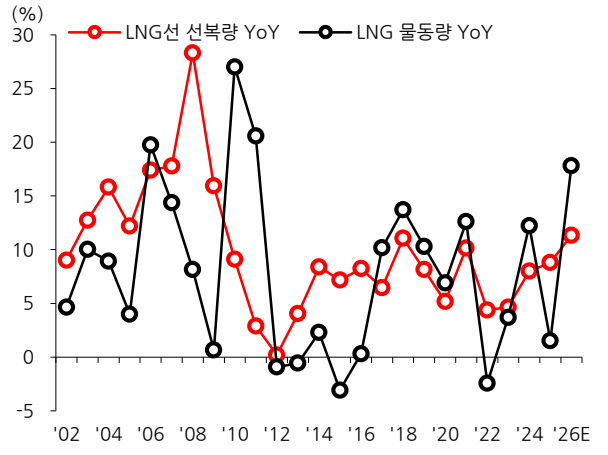
'26년부터는 다시 물동량 증가율이 선복량 증가율을 넘어설 것으로 예상

'25년의 공급 과잉을 지나 '26년부터는 LNG 물동량 증가율(+17.8%)이 LNG선 선복량 증가율(+11.3%)을 능가할 것으로 전망된다(그림64). Clarksons에 따르면, '26년 글로벌 LNG 거래량은 9.5% 성장, 톤마일은 17.6% 증가할 것으로 전망된다. 이는 액화 설비 증가세 가속화 및 미국-아시아 간 장거리 물동량 회복이 기대되기 때문이다. 아울러, LNG 생산량은 '26년에는 약 80mtpa, '27~'30년에는 약 140mtpa 이상 추가될 것으로 추정된다. 프로젝트 지연 가능성으로 인해 구체적인 발주 시점을 예측하는 것은 어렵지만 결국 중장기적으로는 여전히 수요가 공급을 능가하는 상황이다.

중국 LNG 수입량도 '26년 반등 전망

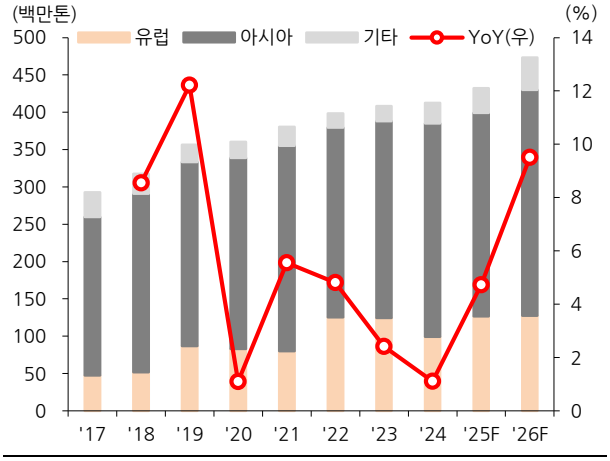
중국 수입량의 경우, Clarksons는 '26년에는 YoY +18% 반등할 것으로 전망하고 있다(그림67). 결국 신규 액화설비 대규모 공급 재개로 인한 가격 안정화가 중국 수입량 회복에도 기여할 수 있을 것으로 예상한다. IEA는 7월 보고서에서 '26년 글로벌 LNG 공급이 YoY +7% 증가해 중국의 수입량 역시 YoY +25% 증가할 것으로 전망한 바 있다.

[그림64] LNG 선 선복량 및 물동량 YoY 증감율 비교



주: '25E, '26E는 Clarksons 추정치
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 글로벌 LNG 수입 추이 및 전망

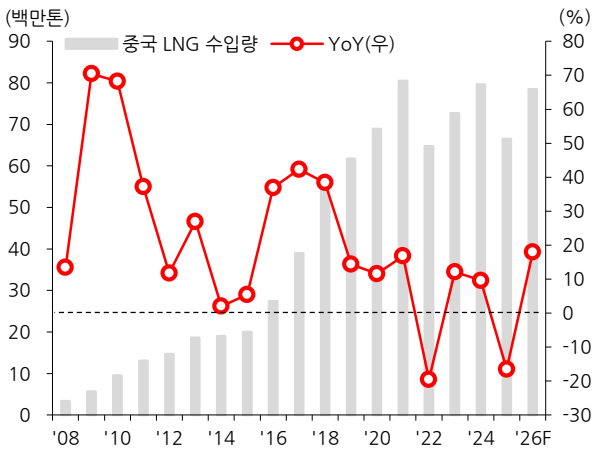


자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] GTT의 LNG 수요/공급 전망

주: '25년 6월 말 기준, Mozambique, Arctic LNG-2 제외
자료: GTT, Wood Mackenzie, Shell, BP

[그림67] 중국 연간 LNG 수입량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

결국엔 LNG선 공급은 다시 늘어나야 한다

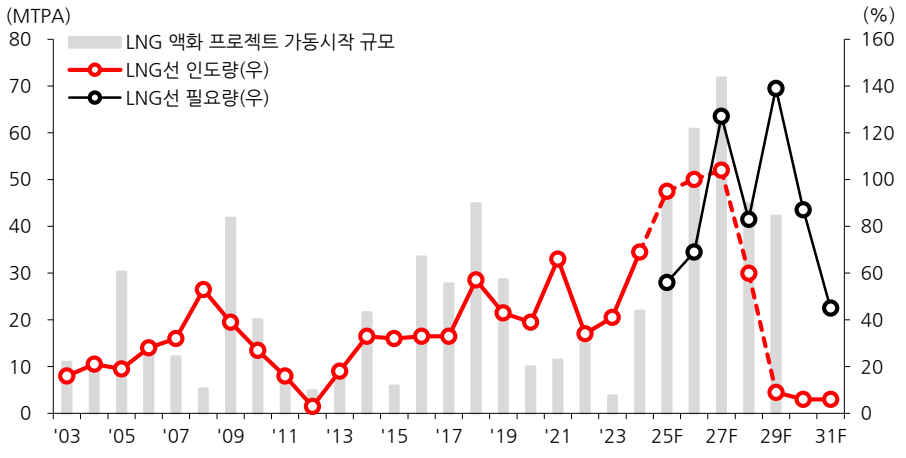
결론적으로, '27년부터는 다시 LNG선의 수요가 공급을 앞지를 것으로 전망한다. 현재 U/C 및 FEED 단계에 있는 LNG 액화 프로젝트들로 인해 생길 '26년~'31년의 LNG 운반선 수요는 각각 330대, 220대 총 550대로 추정된다. '27년부터는 다시 LNG선의 필요량이 인도량을 앞설 전망이다(그림68). 특히, '29년부터는 인도 슬롯이 아직 많이 비어 있는 상황이다. 프로젝트 지연으로 인해 LNG선 발주도 잠시 쉬었으나 결국에는 재개되어야 하는 상황이다.

LNG 생산 확대는 미국과 카타르 중심으로

LNG 생산 확대는 미국과 카타르 중심으로 이뤄질 전망이다. IEEFA에 따르면, 실제로 건설 중이거나 확정된 프로젝트 기준 글로벌 LNG 생산 능력은 '24년 약 474mtpa에서 '28년 667mtpa로 약 40% 증가할 것으로 전망된다. 이 성장세는 미국과 카타르가 주도하며, '28년에는 미국이 단일 국가로서 180mtpa에 가까운 액화 능력을 보유해 세계 최대 LNG 생산국이 될 예정이다.

카타르의 경우, NGL-5 프로젝트를 통해 연간 LNG 생산 캐파를 128mtpa에서 142mtpa로 확대하기로 했다. 해당 프로젝트 EPC 입찰이 마무리되고 나서 빠르면 연내 20척 이상의 발주가 기대된다. 앞서 언급한대로 한국 조선사들은 '20~'23년 카타르 프로젝트에서 발주한 128척 중 98척을 수주한 바 있어 이번 수주전에서도 주도적인 역할을 할 것으로 예상된다.

[그림68] LNG 액화 프로젝트 가동시작 규모 및 LNG 선 인도량



주1: '25F~'29F 인도량은 현재 수주잔고 상 인도 스케줄에 따른 인도량

주2: '25F~'29F 필요량은 해당 연도의 LNG 프로젝트(U/C+FEED)에 필요한 LNG선 추정치

자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

1. 북미 중심으로 펼쳐질 강력한 LNG 프로젝트 수요

북미 중심으로 펼쳐질 강력한 LNG 프로젝트 수요

방금 언급한 바와 같이 글로벌 LNG 생산은 앞으로 미국과 카타르가 주도할 것으로 전망하며 특히 북미의 생산량 확대에 주목한다. 이는 곧 대량 LNG선 발주로 이어질 수 있기 때문이다. 아울러, 필리조선소라는 현지 조선소를 활용하고 있는 한화그룹이 중장기적으로 미국 내 LNG선 관련 사업 기회를 다수 창출해 낼 수 있다고 판단한다.

'26년 LNG 공급량은 7%(약 400억 ㎥, 2,940만 톤) 증가할 것으로 예상되며 이는 '19년 이후 가장 큰 연간 증가다. 이 중 북미(미국/캐나다/멕시코)가 신규 용량 증분의 70% 이상을 차지할 전망이다. EIA에 따르면, 미국은 '28년까지 LNG 수출량을 '24년 대비 2배 이상 늘릴 것으로 예상('23년 11.4 Bcf/d→ '28년 24.4 Bcf/d)된다. 현재 건설 중인 프로젝트들이 가동될 경우, 북미(미국/캐나다/멕시코)의 수출 캐파는 '24년 대비 '28년 각각 9.7, 2.5, 0.8 Bcf/d(billion cubic feet per day) 증가할 전망이다.

CP2 LNG 프로젝트를 시작으로 미국 내 FID 확산 분위기

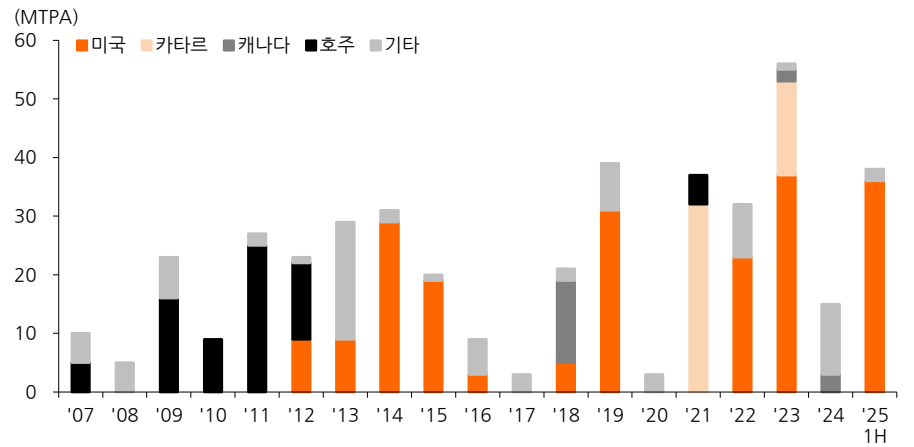
지난 7월 말에는 미국 Venture Global의 CP2 LNG 프로젝트가 FID를 받았다. 동사는 1단계 건설을 위해 151억달러(약 21조원)의 자금 조달을 완료했으며, 이는 올해 미국 LNG 프로젝트 중 최대 규모의 단일 사업 FID다. CP2 프로젝트는 모든 단계 완공 시 28mtpa의 생산 캐파를 갖추게 된다. 이를 고려하면 Venture Global의 연간 LNG 수출 규모는 39.2mtpa에서 67.2mtpa로 확대되며 이는 미국 내 가장 큰 규모가 될 것이다.

미국은 '30년 글로벌 LNG 공급의 40% 이상을 담당

CP2 FID를 시작으로 미국 내 LNG 프로젝트들의 FID가 이어질 것으로 기대한다. Clarksons에 따르면, 올해 최대 100mtpa의 추가 LNG 생산에 대한 FID(최종 투자 결정)이 나올 수 있을 것으로 분석된다. 이 중 75mtpa는 '24년 미국에서 지연됐던 프로젝트에서 발생할 전망이다. 이에 '25년 연말~ '26년 LNG선 발주 회복세를 전망한다.

GTT의 2Q25 실적발표 내용에 따르면, 올해 LNG 프로젝트 FID는 약 38mtpa가 승인됐다. 이 중 주요 FID는 미국의 Woodside Louisiana, CP2 Phase 1, Corpus Christi에서 발생했다. 현재 FID가 기대되는 미국 프로젝트들은 Commonwealth(9.5mtpa) 등이 있으며, Port Arthur Phase 2(13.5mtpa)는 9월 FID를 발표했다. 주요 프로젝트들이 모두 FID를 받을 경우, 미국은 '30년에 글로벌 LNG 공급의 40% 이상을 담당할 전망이다.

[그림69] 글로벌 LNG 프로젝트 FID 추이



주: 러시아('19년 20 mtpa, '21년 13 mtpa) 및 모잠비크('19년 13 mtpa) 제외 / 자료: GTT, 한화투자증권 리서치센터

미국 USTR의 LNG 운송 관련 과징금은 폐지됐으나 의무 운송 비율 목표는 유지

한편, 미국 USTR(무역대표부)은 지난 4월 제재안 Section 301에서 LNG 운송 관련 규제를 발표했다. USTR은 LNG 운반선의 미국 내 건조를 장려하기 위해 '28년 4월 17일부터 전체 LNG 수출 물량의 1%를 미국 국적 선박으로, '29년부터는 1%를 미국 국적 및 미국 건조 선박으로 운송하도록 하는 규정을 제안했다. 이후 비율을 점진적으로 상향해 '47년에는 전체 수출의 15%가 미국산 LNG선을 통해 운송되도록 하는 내용도 담겼다. U/C 및 FEED 단계에 있는 미국 LNG 프로젝트 관련 '26년~'30년 LNG선 발주 예상선대만 하더라도 290척 이상으로 추정(그림70)되는데, 미국 LNG 수출 시 자국산 LNG선 의무 운송 비율까지 제시한 것이다.

미국 업계 부담 및 해외 경쟁력 저하 등에 대한 우려가 커지자 USTR은 LNG 수출 물량과 관련된 과징금을 폐지했다. LNG선 의무 운송 비율 미달 시 수출허가 박탈 규정 또한 철회했다. 대신 단계별 LNG 운송 비율 의무화 목표 자체는 종전 계획대로 유지하고 있다. 다만, 미달 시 금전적 벌칙 없이 보고·감독 등 비금전적 조치가 행해질 예정이다. 선주 입장에서 부담은 완화되었으나 중장기적 구조적 변화는 과제로 남았다.

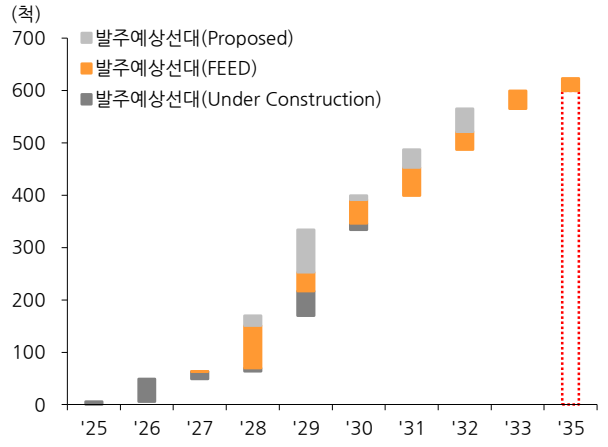
현실적으로 LNG선 국산화 목표 달성이 버거운 미국

USTR의 목표치에 따르면, 미국은 미국산(미국국적·미국건조) LNG선이 '30년까지 3척, '35년까지 약 16척, '45년까지 약 60척이 필요할 것으로 추정된다. 그러나 미국은 현재 실질적으로 LNG선 건조 능력이 없으며 이를 달성하는 것은 매우 버거워보인다. 현재 미국에서 건조된 LNG선은 '70년대에 제작된 125K 스팀터빈 선박 3척뿐이며 이마저도 모두 계류 상태다. 이들은 미국 소유 또는 미국 국적 선박도 아니다.

결국 한국의 도움이 필요,

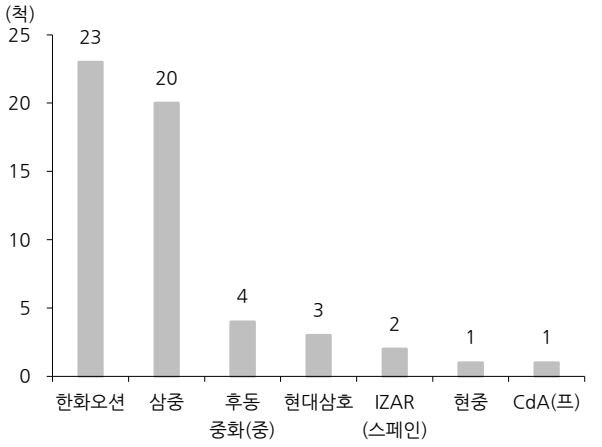
Drewry는 미국에서 건조된 LNG선 가격은 한국이 일반적으로 받는 선가(약 2.6억달러) 대비 2~4배까지도 더 비쌀 가능성이 있다고 분석한다. LNG선은 한국처럼 숙련된 조선소에서 건조하는 데도 30개월 정도가 필요하다. 따라서 미국의 LNG선 국산화는 한국의 도움 없이는 불가능할 것으로 보인다.

[그림70] 미국 LNG 프로젝트 관련 연간 선박 발주 전망



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 미국 선주 보유 LNG 선의 건조 조선소



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

필리조선소를 보유한 한화그룹이 미국산 의무화 정책에 있어 유리

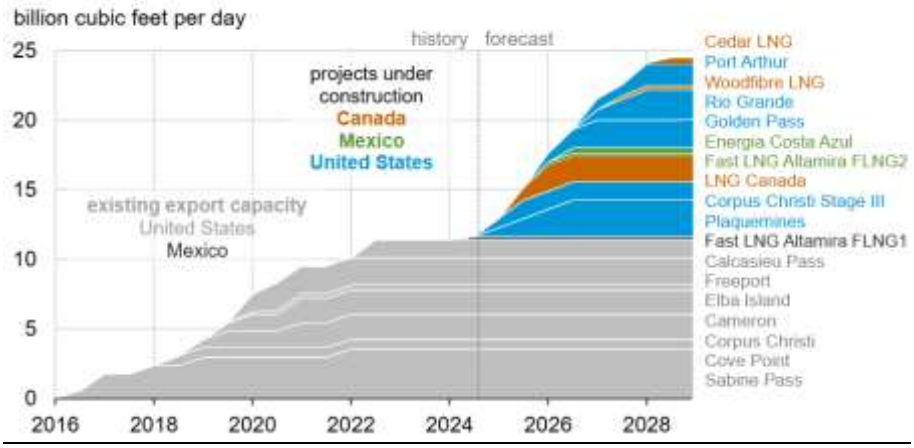
미국이 미국에서 100% 건조한 선박만을 미국산으로 인정해 줄지, 한국에서 대부분 건조한 선박을 미국에서 완성하는 경우도 유예 기간을 두고 인정해 줄지는 아직 불명확하다. 그러나 어떤 경우라도 필리조선소를 보유한 한화그룹이 유리하다고 판단한다.

한화그룹은 지난 8월 26일 MASGA 프로젝트의 출발을 기념하는 행사에서 필리조선소에 50억 달러를 투자하겠다고 밝혔다. 한미 조선업 협력 투자펀드 1,500억 달러가 주요 투자 재원인 것으로 알려졌다. 이를 통해 선박 건조능력을 연간 1.5척에서 20척까지 확대할 계획이다. 도크 2개 및 안벽 3개를 추가 확보하고 약 12만평 규모의 블록 생산기지 신설을 추진할 것으로 보인다. 한화오션의 스마트 야드 시스템도 도입한다.

한편, 이 날 한화해운은 필리조선소에 MR 탱커 10척과 LNG선 1척을 발주했다. 필리조선소는 지난 7월 한화해운으로부터 이미 3,500억원 규모의 LNG선을 수주한 바 있다. 미국 조선소가 LNG선을 50년 만에 수주한 것이다. 8월의 LNG선 1척 추가 발주는 당시의 추가 1척 옵션을 이행한 것이다. 그리고 해당 LNG선들은 한화오션과 함께 건조하게 된다.

계약 구조는 한화해운(미국 선주)→필리조선소(미국 수주)→한화오션(하청) 형태로, 건조의 상당 부분은 오션 거제 사업장에서 이뤄질 예정이다. 오션은 건조 기술을 필리에 단계적으로 이양할 전망이다. 필리는 미국 선박 등록을 위해 USCG(해양경비대) 등의 미국 법령과 해양안전 기준을 충족하기 위한 인증 작업을 주도할 것으로 보인다. 한화그룹이 북미 LNG 수출 캐파 증가와 자국산 LNG선 운송 비율을 높이려는 미국의 중장기적 니즈에 대응하기에 적합한 위치에 있다는 판단이다.

[그림72] 북미 LNG 프로젝트별 수출 캐파 전망



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

2. 스팀터빈선 등 노후선 교체 가속화

스팀터빈선 등 노후선 교체 가속화 예정

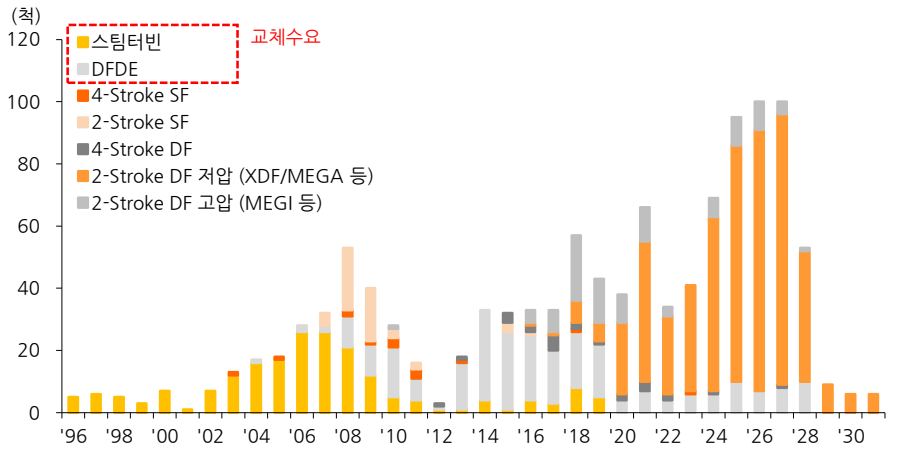
앞으로 LNG선은 스팀터빈선 중심의 노후선 교체가 가속화될 것으로 전망한다. 이는 LNG 프로젝트 본격화와 함께 LNG선 발주 압력을 강화하는 요소로 작용할 전망이다. 스팀터빈선은 여전히 전체 LNG선 선대의 25% 이상을 차지하고 있는 것으로 추정되며, 평균선령은 20년에 근접했다(그림75). 스팀터빈 추진 방식은 최신 ME-GI, X-DF 등 이중연료 엔진에 비해 연료 효율이 약 30% 낮다. IMO의 탄소 배출 규제도 맞출 수 없기 때문에 신조선에서는 '20년부터 신조선에서는 채택되지 않고 있다(그림73).

DFDE 추진선 또한 교체 대상

스팀터빈뿐 아니라 DFDE(Dual Fuel Diesel Electric) 추진선 역시 교체 대상이다. 기본적으로는 차세대 이중연료 2행정 엔진(ME-GI, X-DF) 대비 연료/추진 효율이 낮기 때문이다. DFDE의 연료 효율은 스팀터빈보다는 높지만, 최신 이중연료 2행정 엔진 대비 10~15% 낮은 것으로 평가된다. SFOC(연료 소비율) 수치가 170~200g/kWh 수준으로 ME-GI의 135~150g/kWh 대비 높다. 174K LNG선 기준, 13노트 항속 시 DFDE는 2행정 DF 대비 약 24~28톤의 연료를 더 필요로 한다.

향후 3~4년 동안 DFDE의 상당수가 IMO의 환경규제 D/E 판정을 받아 감속 및 조기 퇴출 압박에 직면할 것으로 전망된다. GTT에 따르면, 현재 스팀터빈 및 DFDE 추진 LNG선의 일일 연료비용은 각각 4.0만달러, 1.4만 달러다(그림74). 해당 비용은 '30년 5.8만 달러, 5.3만 달러까지 치솟을 전망이다. 특히, DFDE의 경우 5.3만 달러 중 3.9만 달러가 IMO 규제에 따른 추가비용이다.

[그림73] LNG 선 엔진별 인도 스케줄 (교체수요 확인)



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

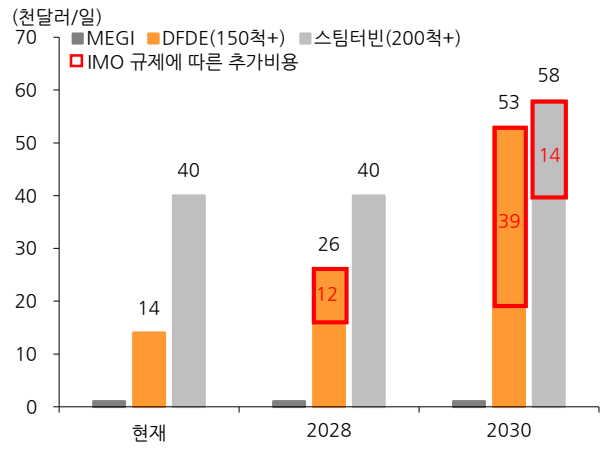
실제로 LNG선 폐선량 급증

최근 LNG선 폐선량이 급격히 늘고 있다(그림76). 이는 평균 선령이 20년을 초과하고 연비와 추진 효율이 떨어지는 스팀터빈 노후선 정리가 가속화되기 때문이라고 판단한다. LNG선은 지난해 8척 폐선되며 역대 최고치를 기록했으나 올해는 7월 YTD로 이미 10척이 폐선됐다. 장기 용선이 끝나는 스팀터빈 LNG선은 모두 폐선의 길을 걸을 것으로 전망한다.

LNG선 운임 하락으로 인한 우려는 제한적

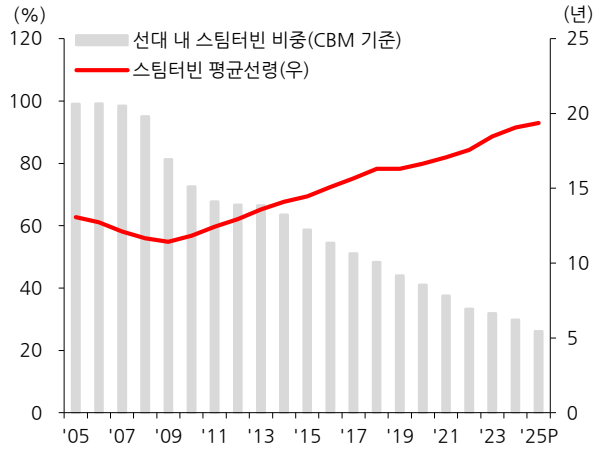
LNG선 운임 및 용선료도 작년 대비 하락세를 보인 바 있다(그림77). '25년 8월 기준 174K LNG선 운임은 35,000달러/일 수준까지 떨어졌다. 연초 10,000달러/일 수준까지 하락한 뒤 회복했으나 여전히 작년 대비 약 절반 수준이다. 그러나 이는 노후선 해제를 가속화하는 요인일 수 있다. 그리고 앞서 살펴본 LNG 프로젝트 수요로 인해 공급 과잉에 대한 우려를 줄이면서 신조선 발주 사이클로 이어질 수 있다는 점에 주목한다.

[그림74] 174K LNG 선 엔진별 연료비용 전망



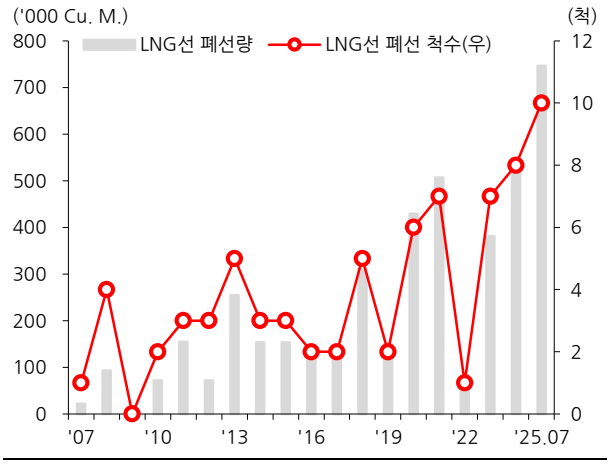
자료: GTT, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 스팀터빈 LNG 선의 선대 내 비중 및 평균선령



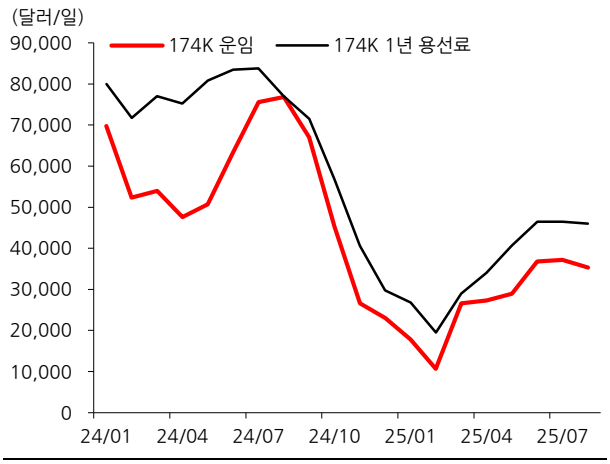
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] LNG 선 폐선량 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] LNG 선 운임 및 용선료 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

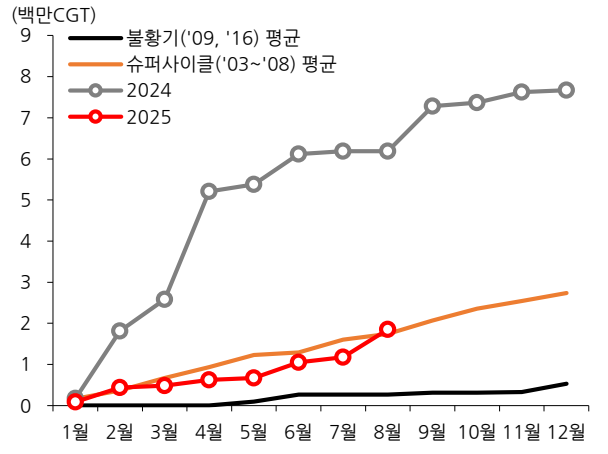
3. LNG 선은 여전히, 앞으로도 한국

LNG선은 여전히, 앞으로도 한국

LNG선은 여전히 한국 조선소의 기술 및 레퍼런스가 중국 대비 우위에 있다고 판단한다. 앞으로도 LNG선 신조 시장에서 한국 조선소의 지위가 유지될 것이라고 예상한다. 한국이 중국 대비 우위를 점하고 있는 분야는 이중연료 엔진 통합, 압도적인 납기·품질 신뢰도다. 대형 선주는 중국의 가격 경쟁력에도 불구하고 한국의 슬롯 부족 시 중국을 선택하는 패턴을 고수할 것으로 판단한다.

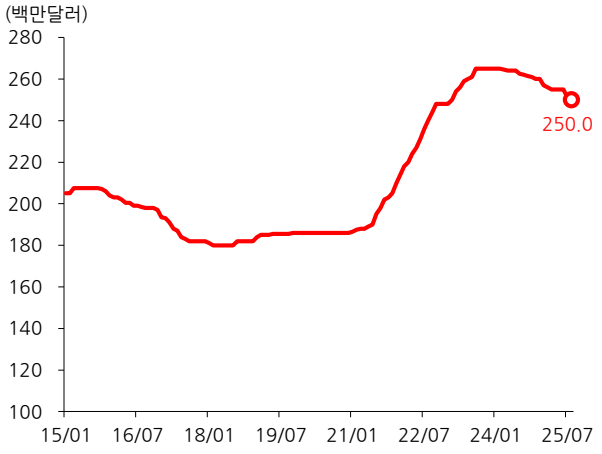
지난 '22년 LNG선 대량 발주 사이클에서는 중국 조선소들도 2~3년 이후 물량들을 수주했다(그림80). 그러나 이는 중국의 가격 경쟁력 때문에 중국의 비중이 증가했다기 보다는 한국 조선소의 슬롯을 고려한 발주라고 해석한다. 중국의 후동중화 조선소는 '29~'30년 인도 물량까지 미리 6척씩 채워놓기도 했다. 한국 조선소는 아직 채우기 전이다.

[그림78] 글로벌 LNG 선 월별 발주량 추이



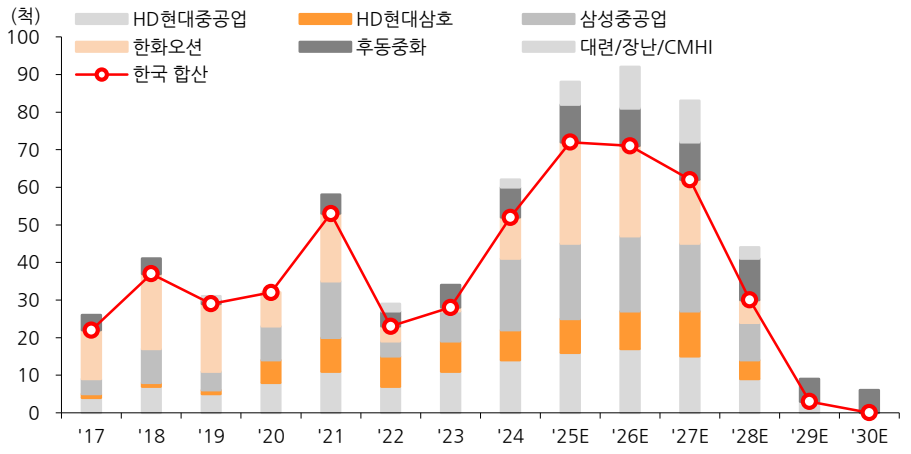
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 174K LNG 선 신조선가 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 한국 및 중국 조선소 LNG 선 인도 척수 추이 및 전망



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

Ⅵ. 컨테이너: 돈 많은 선사들의 친환경 발주 지속

0. 투기적 발주라고 보지 않는 이유

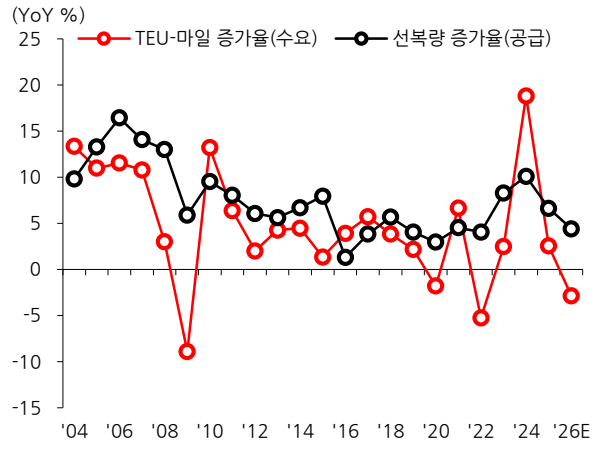
컨테이너선 공급 과잉 우려에도 발주 지속 전망

컨테이너선 시장은 공급 과잉 우려가 지속되고 있으나 현재 발주 사이클을 투기적 발주로 해석하지 않으며 발주는 지속될 수 있다고 판단한다. 9월 기준 글로벌 컨테이너선 수주잔고는 43.5백만CGT로, 지난 슈퍼사이클 이후 가장 높은 수준에 도달해 공급 과잉 우려가 커지고 있다. 컨테이너선의 선복량 대비 수주잔량은 30% 수준으로 '20년 8~9%에서 꾸준히 증가했다. Clarksons은 컨테이너선의 TEU-마일 증감률은 '25년과 '26년 각각 +2.5%, -2.9%로 전망하는 데 반해 선복량 증가율은 +6.6%, +4.4%로 전망한다(그림81).

컨테이너선 시장은 홍해 사태로 인해 운임이 폭등한 이후 현재는 운임과 병목 현상이 어느정도 안정화 되고 있다. 그럼에도 여전히 컨테이너선 발주는 지속되고 있으며, 선사들은 '28년 인도 슬롯까지 채우고 있다(그림82). 글로벌 상위 선사(MSC, Maersk 등)의 직접 운영분 비중이 높기 때문에 이를 단순히 투기적 발주라고 해석하지는 않는다. 이들은 실운영에 필요한 선복과 차세대 선박 위주의 계획적 발주를 중심으로 하고 있다. 환경규제 대응 및 컨테이너 선사들의 교체발주 경쟁으로 인해 컨테이너선 신조선가도 여전히 116pt를 웃돌고 있다(그림84).

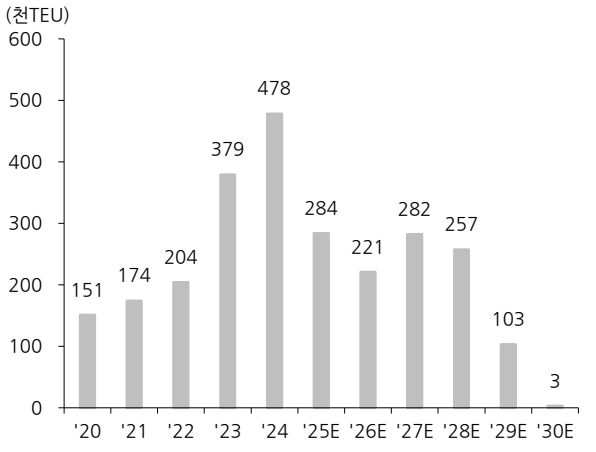
본 장에서는 공급 과잉 우려에도 향후 컨테이너선 신조 시장을 낙관할 수 있는 이유를 다음 4가지를 통해 점검해 보고자 한다. ①컨테이너 선사 얼라이언스 재편, ②환경 규제 대응, ③중소형 노후선 교체 수요, ④미국의 중국 제재안 영향이 그것이다.

[그림81] 컨테이너선 시장 수요-공급 분석



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 컨테이너선 글로벌 인도 스케줄



주: '25F~'31F는 수주잔고 기반 추정치 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

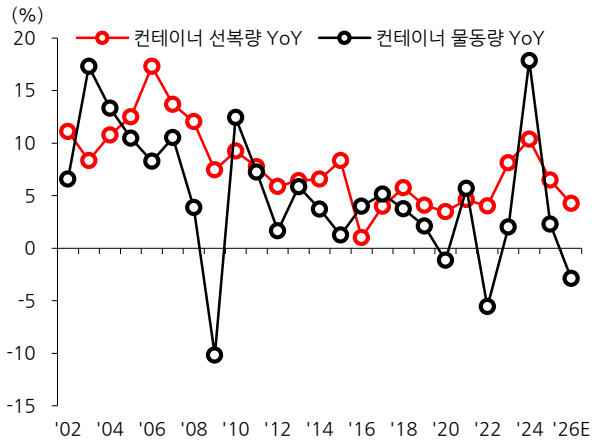
수주잔고 내 임대 사업자 비중은 20% 아래 - 투기적 발주 아님

컨테이너선 수주잔고 내 Charter Owner(임대 사업자) 비중은 현재 20% 밑으로 하락했다(그림85). 임대 사업자 및 전문 투자펀드가 아닌 시장 주요 운영사들이 실제 내부 교체 수요 및 환경규제 대응에 집중해 발주했다는 의미다. 따라서 투기적 발주로 인한 잔고 증가는 아니라고 판단한다.

운임과 다르게 용선료는 견조한 모습

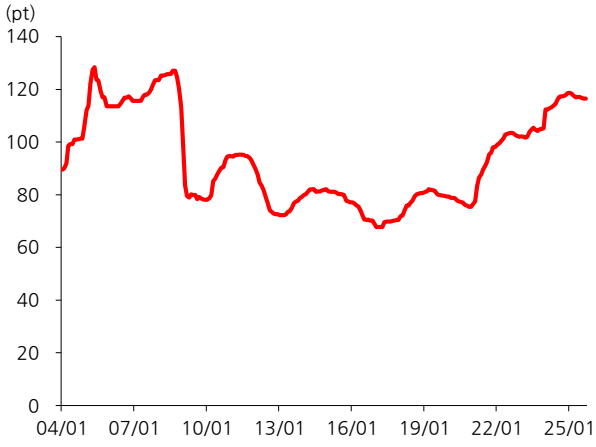
컨테이너선 운임은 공급 확대로 인해 하락 압력을 받고 있으나 선사들은 장기 용선에 나서면서 용선료는 반대로 견조한 모습이다(그림86). 이는 선사들이 환경 규제 대응 및 미래 운임 반등 경계, 선대 재편을 위한 교체 발주를 지속하는 현상과 일맥상통한다. 용선료 상승은 선사들이 특정 항로에 최적화된 선복을 빠르게 확보하기 위해 외부 선주로부터의 용선도 고려하기 때문일 수도 있다. 우회 및 스케줄 조정 등으로 불규칙적 수요 증가도 하나의 원인이 될 수 있다. 선사들의 해운 시장 전망은 다소 엇갈리고 있으나, Maersk의 경우 최근 실적발표에서 컨테이너 수요가 예상보다 많다는 이유로 연간 EBIDA 가이던스를 60~90억 달러에서 80~95억 달러로 상향 조정하기도 했다.

[그림83] 컨테이너 선복량 및 물동량 YoY 증감율 비교



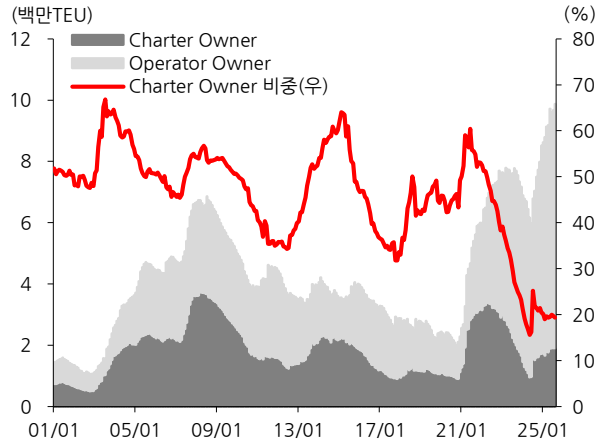
주: '25E, '26E는 Clarksons 추정치 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 컨테이너선 신조선가 추이



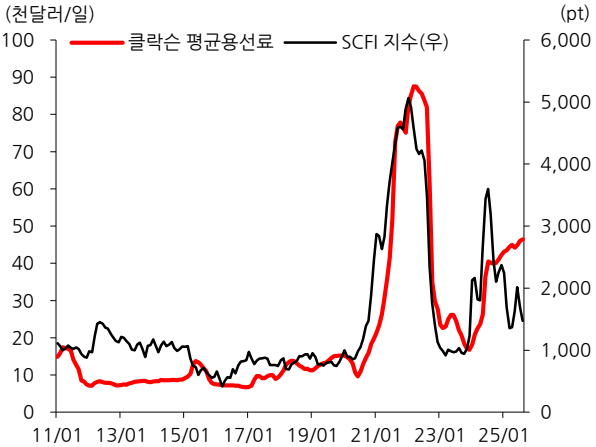
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] Owner 성격별 컨테이너선 수주잔고 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 컨테이너선 평균용선료 및 SCFI 운임지수 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

1. 얼라이언스 재편 후 선복량 확장 경쟁 심화

얼라이언스 재편 후 선복량 확장 경쟁 심화

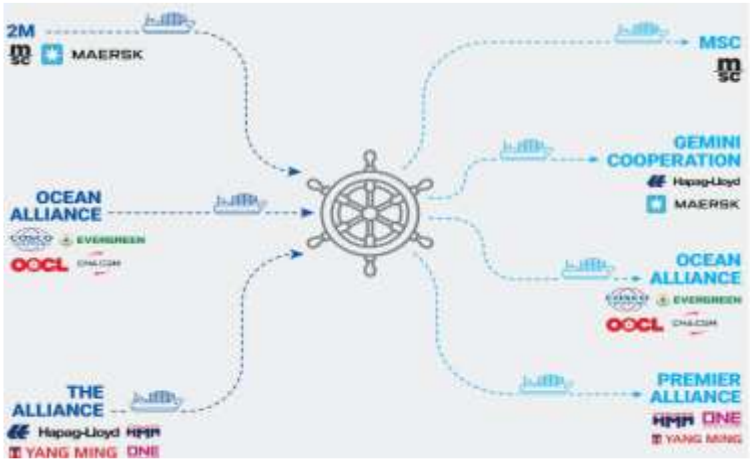
컨테이너선 발주를 낙관하는 가장 큰 요인은 글로벌 해운동맹 재편으로 인한 발주 경쟁 심화다. 얼라이언스들의 선복량 확장이 가속화되고 있다. 동맹 간 VSA(Vessel Sharing Agreement; 선복공유) 및 Hub&Spoke(대형선 허브 집결, 소형선 지역항만 운송) 전략 모델이 확대되면서 다양한 크기의 선박에 대해 장기 발주 필요성이 늘어났다.

아울러, 고객의 ESG 요구 대응을 위해 친환경 교체 발주 경쟁이 치열해졌다. 실제로 애플, 아마존 등 글로벌 대형 화주사들이 공급망 관리 정책에서 저탄소 운송을 계약 조건에 포함시키는 사례가 늘고 있다.

올해 2월 컨테이너 얼라이언스가 재편됐다. 글로벌 선복량 1위 MSC가 독자 노선을 걷기로 했고, 2위 Maersk와 5위 Hapag-Lloyd가 Gemini 동맹을 출범했다(그림87). MSC의 선복량은 약 680만 TEU로 이미 가장 많은 선복량을 보유하고 있으나 계속된 발주로 체급을 키워나가고 있다. 이에 맞서 Maersk는 Gemini를 통해 Hapag-Lloyd와 함께 약 700만 TEU급의 선복량을 확보했다. Gemini는 Hub&Spoke 전략을 통해 노선별 스케줄 신뢰도 강화를 추진하고 있다.

Ocean Alliance는 그대로다. COSCO, CMA-CGM, Evergreen을 합친 선복량은 930만 TEU 이상이다. 이들은 정기노선 서비스를 40개 이상을 운영한다. 서비스 개수와 커버리지 측면에서는 최상위권이다. The Alliance는 Hapag-Lloyd가 빠지면서 이름을 Premier Alliance로 변경했다. 총 선복량은 약 380만 TEU로 가장 열세다. 유럽항로 네트워크가 부족하다는 약점이 있어, 미주항로에 집중하는 전략을 사용할 전망이다.

[그림87] 컨테이너 선사 얼라이언스 재편 구조

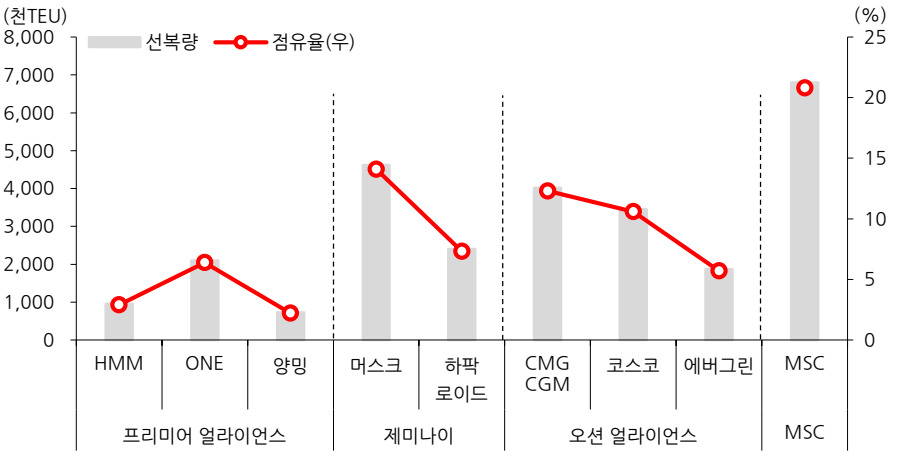


자료: AlixPartners, 한화투자증권 리서치센터

MSC의 2M 얼라이언스 종료는 협력사 없이도 전 세계 커버리지가 가능할 것이라는 자신감에서 비롯됐다. MSC는 공급 과잉과 운임 하락 우려가 일시적이고 현재를 팬데믹 이후의 정상화 과정이라고 평가하는 모습이다.

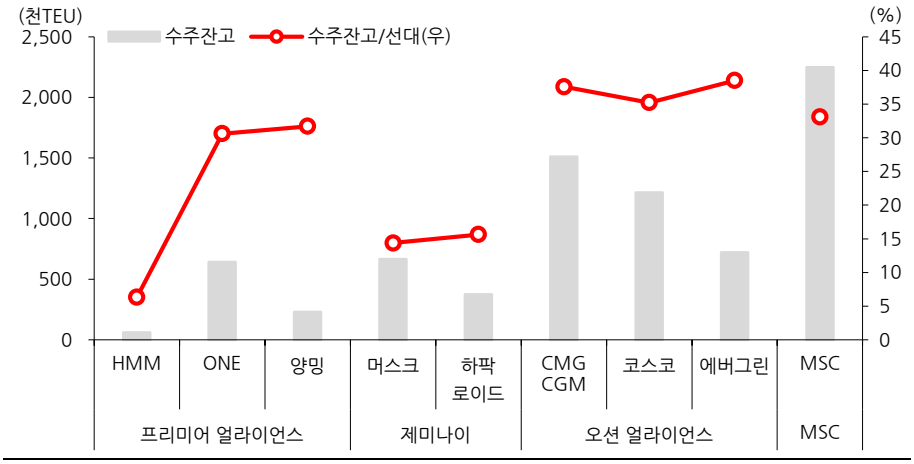
동사는 선복 확대 정책이 단순 물량 증대가 아닌 노후 선박(선령 20년 이상 함대 비중 35% 이상 추정)의 교체 및 친환경 선박 도입 등 포트폴리오 전환을 포함한 장기 전략이라고 밝히고 있다. MSC는 올해 선복량이 약 5~6% 증가한 것으로 추정된다. 우위 선점을 위한 발주가 지속되고 있다.

[그림88] 컨테이너 선사 얼라이언스 선복량 및 점유율 현황



주: '25년 9월 기준 / 자료: Alphaliner, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 컨테이너 선사 얼라이언스 수주잔고 현황



주: '25년 9월 기준 / 자료: Alphaliner, 한화투자증권 리서치센터

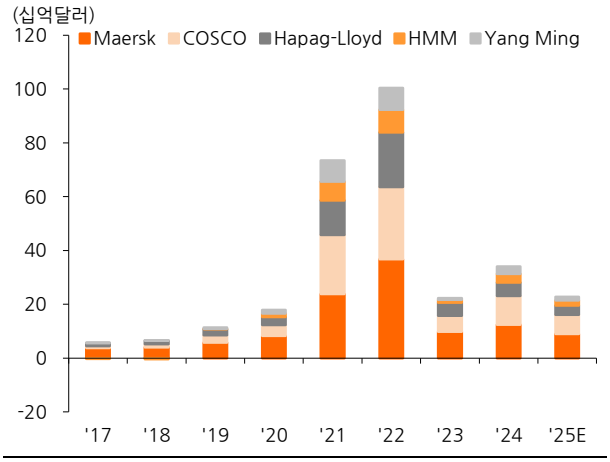
현금을 많이 쌓게 된 선사들

컨테이너 선사들이 대량 발주를 지속할 수 있는 이유는 '21년~'22년의 EBITDA 급증으로 설명할 수 있다. '21년 주요 컨테이너 선사들의 EBITDA는 YoY +300% 이상, '22년에는 '21년보다도 +30% 이상 급증했다(그림90). 이에 해당 선사들의 현금 및 현금성 자산 또한 늘어나 아직까지도 '20년 대비 3배 이상 높은 수준을 유지하고 있다(그림91).

'21년~'22년 선사들의 이익이 급증한 주된 이유는 팬데믹 이후의 수요 폭증, 공급망 붕괴 및 항만혼잡, 수요 대비 선복 부족으로 인한 운임 급등이다. 즉, 역대급 운임 상승과 물동량 급증이 동시에 발생하면서 사상 최대 현금 흐름을 기록할 수 있었다.

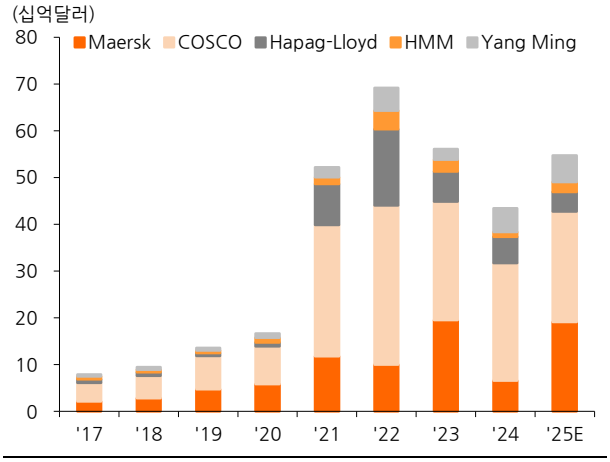
실제로 선사들은 해당 현금을 적극적인 선대 확장에 투입했다. 따라서 지난 5년간 선복량을 빠르게 확보할 수 있었다. 여전히 '21년 이전 대비 현금 여유가 있는 상황이기 때문에 얼라이언스 재편 이후 교체 발주 경쟁도 큰 무리 없이 지속될 수 있을 것으로 전망한다.

[그림90] 컨테이너 주요 선사들의 EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 컨테이너 주요 선사들의 현금&현금성자산 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 거스를 수 없는 친환경 교체 발주 현상

거스를 수 없는 친환경 교체 발주 현상

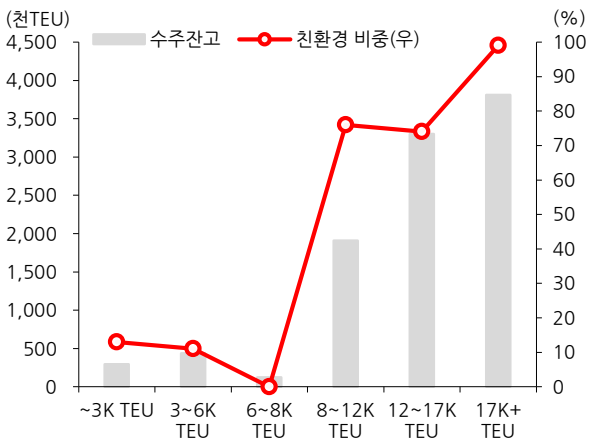
컨테이너선의 친환경 교체 발주 현상은 거스를 수 없을 전망이다. IMO의 탄소 중립 목표와 CII 등의 규제로 인해 친환경 교체 발주는 계속될 예정이다. 컨테이너 선사들이 발주를 멈추지 않는 데는 해당 영향도 크다. 실제로 17,000 TEU급 대형 컨테이너선 수주잔고 내 친환경 비중은 99%에 달하고, 중형선 친환경 비중도 70% 이상이다(그림92). 이에 비해 아직 컨테이너선 선대 내 친환경 비중은 50% 이하에 머물고 있다(그림93).

IMO, '28년부터 연료표준제 적용

IMO는 '23년에 '2050 탄소중립'을 공식 목표로 설정했다. 그리고 올해 4월 MEPC 83에서는 이를 달성하기 위한 중기조치 규제안을 포함한 Net Zero Framework가 최종 승인됐다. '28년부터 5,000톤 이상인 대형 선박을 대상으로 연료표준제를 시행하고 현재 적용 중인 CII(선박운항탄소집약도지수)의 감축률 상향 등이 결정됐다.

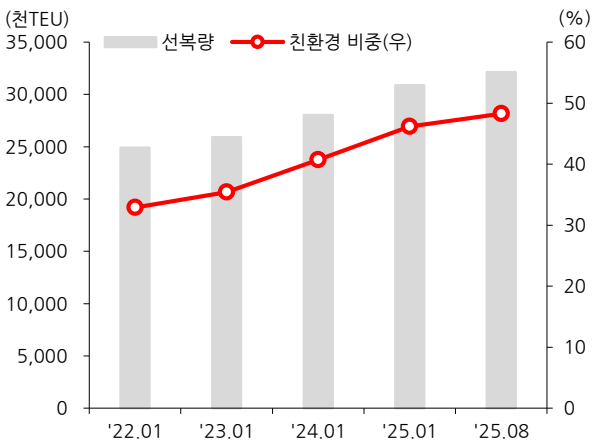
연료표준제는 선박 사용 연료 탄소함량에 대한 제한선을 정하고, 이를 초과한 선박은 탄소부과금이 부과될 예정이다. 탄소함량 기준치는 매년 강화되고, 부과금은 초과 배출량의 정도에 따라 톤당 100달러와 380달러 등 2단계로 구분된다. 탄소함량이 기준치를 넘지 않는 선박은 그만큼의 초과유닛(SI; Surplus Unit)을 인센티브로 지급받는데, 해운사는 이를 탄소부과금을 상쇄하는 용도로 사용 가능하다. 결국 해운사들은 연료 비용과 탄소부과금을 분석하여 대응해야 하며, 중장기적인 친환경 선대 재편은 필수적이다.

[그림92] 컨테이너선 수주잔고 내 친환경 비중



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 컨테이너선 선대 내 친환경 비중 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

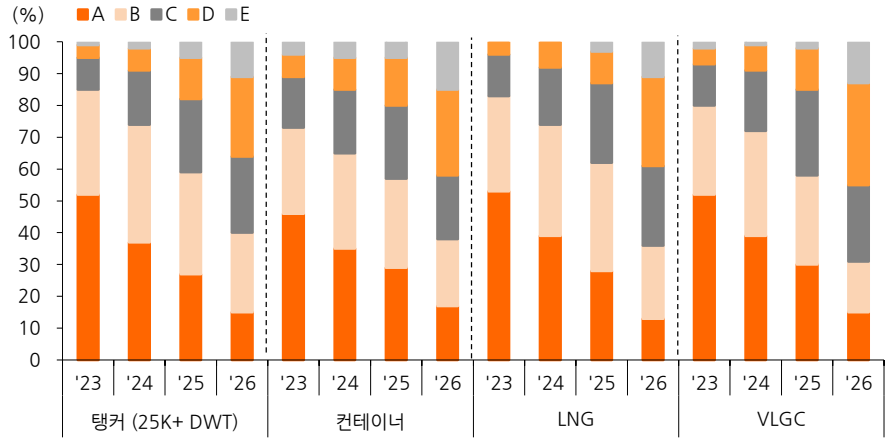
IMO의 CII 감축률 상향으로 인한 교체 발주 압력 강화

MEPC 83에서 결정된 CII 감축률 상향 목표는 다음과 같다. '19년 대비 연차별 감축 목표는 '27년 13.625%, '28년 16.2%, '29년 18.875%, '30년 21.5%로 설정됐다. 감축 기준 Z-factor가 연도별로 점진적으로 상향 조정됐다. 3년 연속 D 혹은 1년 E 등급을 받을 경우 반드시 시정계획서를 제출해 IMO 승인을 받아야 한다.

등급은 IMO가 고시한 연도별 기준치에 실제 선박의 성과값이 얼마나 근접했는지를 선종 및 크기별로 정한 계수로 구간화해서 구분한다. Clarksons에 따르면, 컨테이너선 전체 선대 중 CII D/E 등급에 해당하는 물량은 '24년 15%에 불과하나 '26년에는 42%까지 늘어날 것으로 전망된다(그림94). CII 기준을 준수하지 못 할 경우 노선 투입 제한, 용선료 하락, 퇴출 가능성 등의 불이익이 발생한다. 이는 신조선 발주 압력을 크게 강화하는 효과로 작용할 것으로 판단한다.

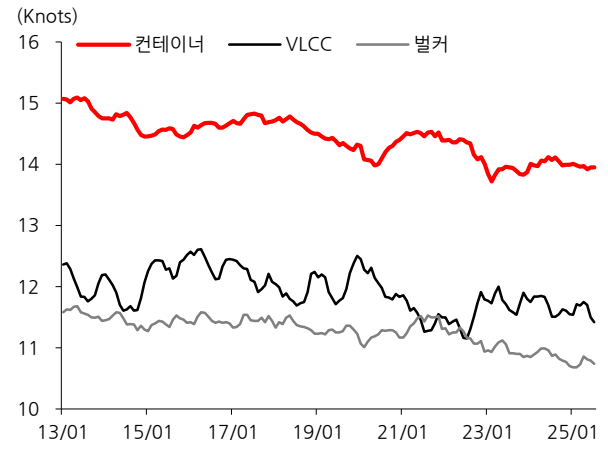
컨테이너선의 평균 운항 속도도 계속해서 하락해서 '12년 16 knots에서 현재 14 knots 이하까지 약 13% 감소했다(그림95). 이는 온실가스 감축을 위한 것으로, 선속 경쟁력 확보를 위해서는 친환경 선박 도입이 필요하다.

[그림94] 선종별 선대 내 CII 등급 변화 추이 및 전망



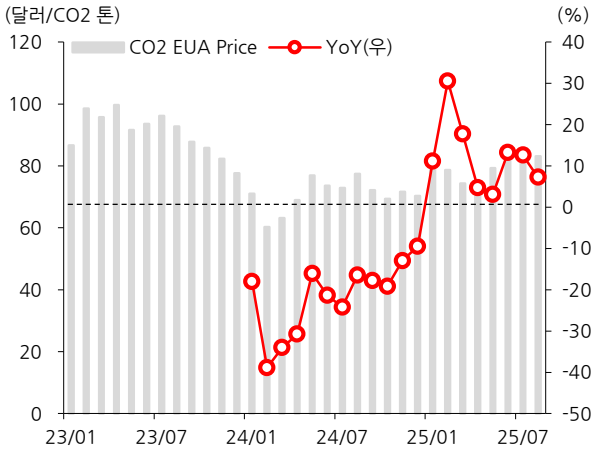
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 선종별 운항속도 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] EU 탄소배출권 가격 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

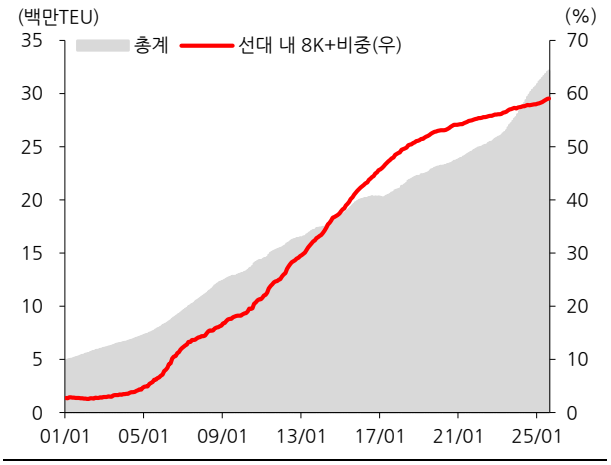
3. 중소형 컨테이너선의 노후화에 주목

중소형 컨테이너선의 노후화에 주목

중소형 컨테이너선에서는 노후선 교체 수요에 따른 기회를 찾을 수 있을 것으로 기대한다. 그동안 피더급 선박은 교체가 지연돼 왔으며 노후선 비율이 여전히 높다. 친환경 대응은 피더급 선박에게도 동일하게 필수기 때문에 중소형 컨테이너선의 교체 수요가 가파르게 증가할 수 있다고 판단한다.

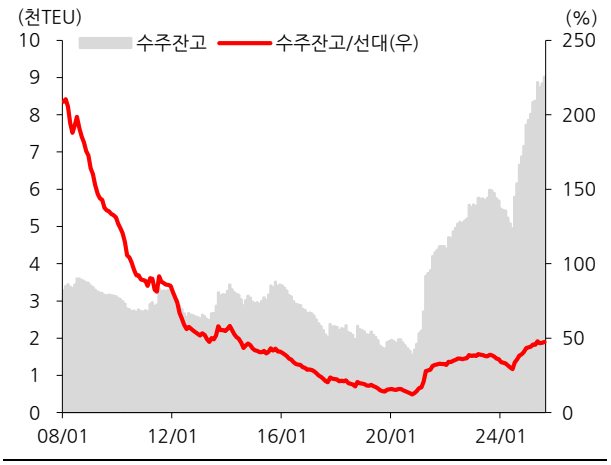
컨테이너선 선대 중 8,000 TEU급 이상의 대형선 비중은 TEU 기준 약 60%에 달한다(그림97). 다만, 대형선의 선령은 젊은 편이다. 15년 이상 선령 비중은 15%에 불과하다(그림99). 반면, 8,000 TEU급 이하의 중소형선은 59%가 선령 15년 이상 선박이다(그림100). 대형선 위주의 집중 발주가 중소형 선박의 공백을 심화시켰다. 중소형 선박은 기항 유연성이 높아 신조 발주 압력이 높을 것으로 판단한다.

[그림97] 컨테이너선 선대 및 8K+ 대형선 비중 추이



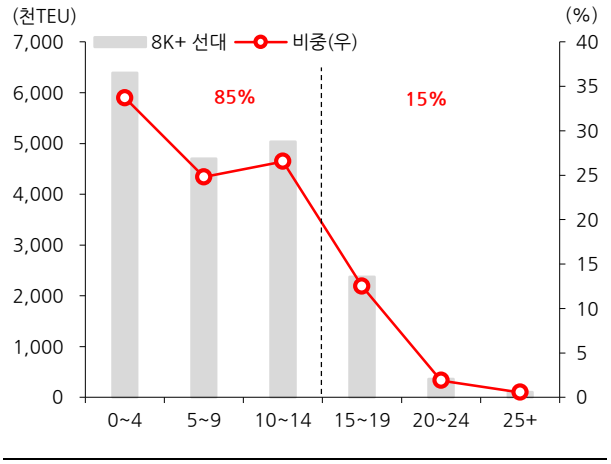
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 컨테이너선(8K+) 수주잔고 및 수주잔고/선대 추이



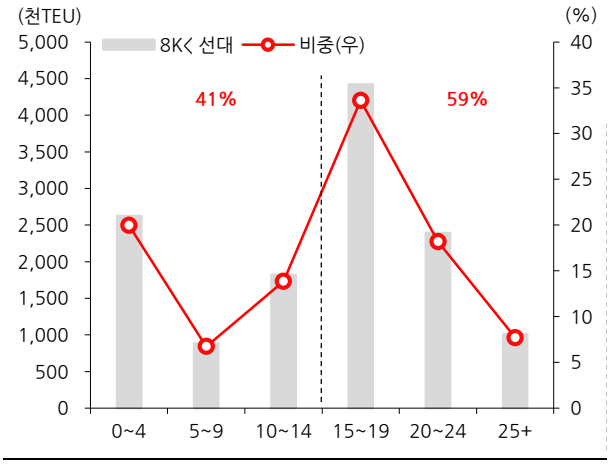
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 컨테이너선(8K+) 선령별 비중



주: '25년 8월 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 컨테이너선(8K<) 선령별 비중



주: '25년 8월 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

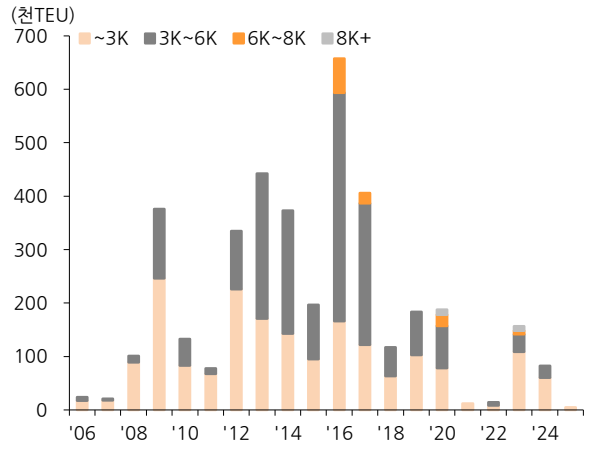
피더급 컨테이너선은 오히려 공급 공백 우려

중소형 컨테이너선은 오히려 공급 공백 우려가 제기된다. 실제로 MPCC CEO는 올해 실적발표를 통해 피더 및 중형급 컨테이너선의 현재 발주 속도로는 시장 수요를 충족할 수 없다는 의견을 제시했다. 대형선의 경우 수주잔고/선대 비율이 약 50%(그림98)에 달하는 데 반해 피더급은 한 자릿수에 불과한 것으로 알려져 있다.

컨설팅사 ADL에 따르면, '19~'23년간 피더선의 ROA는 17~23%로, 대형선의 7~12%를 상회한 것으로 추정된다. 이는 공급망 세분화 및 단거리 운임 상승에 따른 것으로 판단된다. 피더급의 수익성도 나쁘지 않음을 감안할 때, 국내 조선사들의 중소형 컨테이너선 수주 가능성이 높은 환경이라고 판단한다.

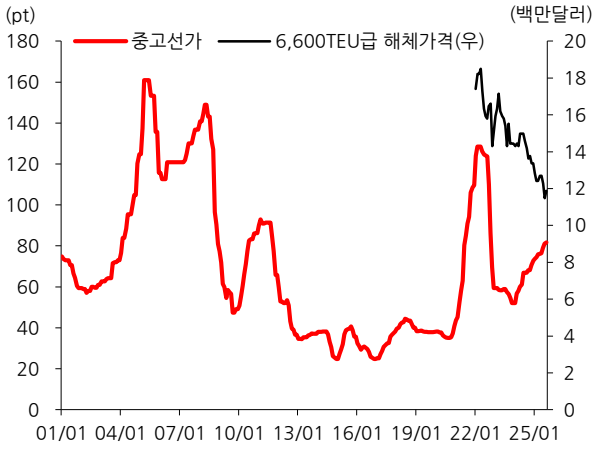
최근에는 8K+ 이상의 대형선의 폐선은 거의 없다시피 하고, 대신 피더급 중심의 폐선만 일부 진행됐을 뿐이다(그림101). 이는 해체 가격(Scrap Price)의 약세 영향도 있을 것이다. 선사들의 선복 대형화 및 친환경 규제 대응이 컨테이너선 발주의 주 목적이었기 때문에 옛 대형선을 폐선하기보다는 신규 친환경 대형선을 증대시키는 모습이다. 하지만 중소형선은 그만큼 대형선 대비 노후선 비중이 높기 때문에 결론적으로 교체 발주가 필요한 상황이라고 판단한다.

[그림101] 컨테이너선 크기별 폐선량 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 컨테이너선 중고선가 및 해체가격 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

4. 대중국 조선 제재안 영향은 서서히 나타날 것

대중국 조선 제재안에 따른 영향은 서서히 나타날 것

컨테이너선 시장에서 미국의 중국 조선 제재안에 따른 영향은 서서히 나타날 것으로 전망한다. USTR의 규제안은 6월 수정안에서 4월 대비 완화됐고, 이에 따라 선사들이 중국산 선박 보유로 인해 당장 발주 전략을 수정해야 할 필요성은 크게 줄었다. 실제로 여전히 중국 조선사로의 발주도 계속되고 있다. 그러나 중장기적으로는 미국 규제 리스크 방지 차원에서 한국산 및 일본산 컨테이너선 주문 비중이 늘어날 것으로 판단한다. 특히 미주 서비스 노선용 신조선은 한국 중심으로 발주가 이동할 수 있을 것이다.

USTR은 지난 6월 대중국 선박 규제안 수정본을 발표했다. 수정본은 당초보다 훨씬 좁은 대상만 미국 입항 시 규제 대상으로 삼았다. 초안은 '중국에서 건조된 선박과 중국이 소유하거나 운영하는 선박 모두'를 대상으로 삼았으나 수정본은 적용 대상을 제한시켰다. 4,000TEU 이하 컨테이너선은 대상에서 제외됐으며 실질적으로 하물이 없는(Ballast or empty) 선박 또는 단거리 서비스(2,000NM) 미만 선박, 미국 소유(75% 이상)·운영·등록 선박 등이 대거 예외로 적용받게 됐다. 또한, 초안에는 건조국, 소유국, 운영국 등 복수 기준이 동시 적용됐으나 수정본은 한 선박의 항차(voyage)당 한 번만 적용하고 중복 산정은 금지했다.

[표5] USTR 주요 조치 요약 (2025 년 6 월 기준)

순번	조치명	설명	요금/제한 구조	예외
1	LNG 수출 운송 제한	미국산 LNG 수출물량의 증가분은 미국 국적, 미국에서 건조 및 운항되는 선박으로 운송해야 함 (최신 제안은 LNG 수출 허가 정지 위협 요건은 삭제, 허가 미충족 시 적용)	미국 국적 - 운항 선박으로 LNG 수송 비율 2028년 4월 17일부터: 1% 미국 건조 - 운항 선박으로 LNG 수송 비율 2029년: 1%, 2031년: 2%, 2032년: 3%, 2034년: 4%, 2036년: 6%, 2038년: 7%, 2041년: 9%, 2043년: 11%, 2045년: 13%, 2047년: 15%	선박 소유주가 동등한 미국 건조 LNG 운반선을 주문할 경우, 최대 3년간 제한 적용 유예(선박 인도 시까지)
2	해외 건조 자동차운반선 (Ro-Ro) 단계적 요금 부과	미국 외 건조 자동차운반선(Ro-Ro)이 미국 세관 영통 외에서 최초 입항 시 순톤수 기준으로 요금 부과 (2025년 6월 전엔 Ro-Ro 미포함)	2025년 10월 14일부터: 순톤당 $14 (2025년 6월 전: 차량 당 $150)	선박 소유주가 동등한 미국 건조 선박을 주문하고 인도받을 경우, 해당 선박에 한해 최대 3년간 요금 부과 유예
3	중국 선박운영자/소유주 단계적 요금 부과	중국 소유/운영* 선박이 미국 세관 영토 외에서 최초 입항 시 순톤수 기준으로 요금 부과 (연 최대 5회 한도)	2025년 10월 14일부터 순톤당 $50 2026년 4월 17일부터: $80 2027년 4월 17일부터: $110 2028년 4월 17일부터: $140	해당 없음
4	중국 건조 선박 단계적 요금 부과	중국 건조 선박이 미국 세관 영토 외에서 최초 입항 시 순톤수 또는 컨테이너 수 기준 요금 부과 (연 최대 5회 한도) - 두 기준 중 높은 금액 적용	순톤수 기준 2025년 10월 14일부터: 톤당 $18 2026년 4월 17일부터: $23 2027년 4월 17일부터: $28 2028년 4월 17일부터: $33 컨테이너 기준 2025년 10월 14일부터: 컨테이너당 $120 2026년 4월 17일부터: $153 2027년 4월 17일부터: $195 2028년 4월 17일부터: $250	다음의 경우 적용 안 됨: - 동등한 미국 건조 선박을 주문 및 인도 시 (최대 3년간 유예) - 미 정부 프로그램 참여 선박 - 빈 선박/배수 선박 - 선박 기준 미만(TEU 4,000 미만, 55,000 dwt 미만 또는 대량 화물선 80,000 dwt 미만) - 외국 항구에서 2,000해리 미만 항해 - 미국/Great Lakes 전용 선박 - 화학물질 벌크수송 전용선

주1: 위 4가지 요건 중 한 가지만 적용, 순서대로 자격요건 판단

주2: 소유주 또는 운영자 주체가 중국 본토, 홍콩, 마카오에 본사/지분/의결권 주요 지분(25% 이상) 보유시 해당

자료: USTR, Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

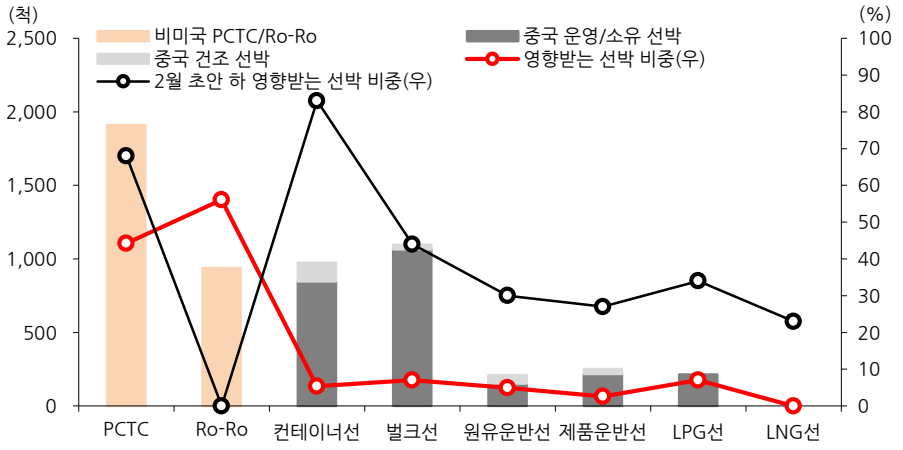
단기적으로는 USTR 제재안이 미치는 영향 제한적

Clarksons에 따르면, 미국 항만에 입항한 국제 운항 컨테이너선 중 실제로 USTR 6월 수정본 제재 영향을 받는 선박은 전체의 5.4%에 불과하다(그림103). 2월 초안대로라면 제재 범위가 83%에 달했겠지만 수정안에서는 적용 건수가 5% 수준으로 크게 줄어들었다. 대형 중국 건조 및 중국 운영 선박이나 미-중 특화 항로 선박에 제재가 집중되고 대부분의 소형 및 부분적 입항 선박은 영향에서 제외됐기 때문이다. 이에 단기적으로는 전체 시장에 미치는 영향이 제한적이라는 해석이 합리적이라고 판단한다.

그러나 점진적으로는 한국 조선소 발주 비중 늘려나갈 것으로 기대

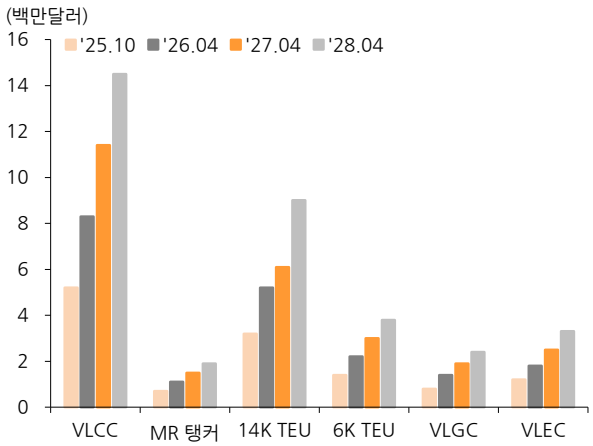
다만, 중국 소유/운영 선박에 대한 미국 입항 수수료 부담은 단계적으로 크게 늘어날 전망이다(그림104). 14,000 TEU급 컨테이너선 기준 중국 소유/운영 선박의 입항 수수료는 '25년 10월 3.2백만달러에서 '28년 4월에는 9백만달러가 될 것으로 전망된다. 중국 건조 선박의 경우, 같은 기간 1.1백만달러에서 2.1백만달러로 증가할 전망이다(그림105). 따라서 선사들이 초기 대응은 급하게 하지 않지만 점진적으로 한국 조선소 발주를 늘려나갈 것으로 전망한다. 꼭 USTR이 아니더라도, 4월 재발의된 SHIPS Act 등의 추가 입법 가능성까지 고려할 때 중국산 신조선과 관련한 리스크 관리가 필요할 것이다.

[그림103] 미국 항만에 입항한 국제 운항 선박 현황



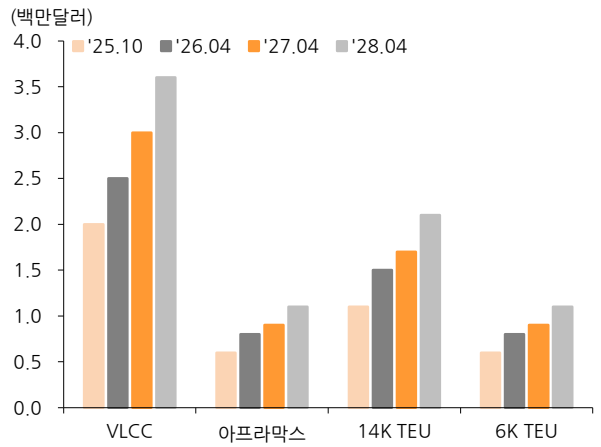
주: 중국 운영/소유 선박 및 중국 건조 선박
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 중국 소유/운영 선박에 대한 미국 입항 수수료 예시



주: '25년 6월 추정치 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 중국 건조(수입 기준) 선박에 대한 입항수수료 예시



주: '25년 6월 추정치 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

중국 제재안으로 인한 컨테이너 선대의 즉각 재편은 아직 불필요

선사들은 아직까지 컨테이너선 발주를 중국에서 한국으로 적극적으로 전환하고 있지는 않다. 미국 제재안의 영향이 단기적으로는 크지 않고, 중국의 가격 경쟁력이 충분하기 때문이다. Hapag-Lloyd의 경우 상반기 12,500 TEU급 LNG 추진 컨테이너선 12척에 대한 발주 대상을 중국에서 한국으로 돌리는 듯하더니, 결국 다시 중국 조선소에 발주하는 방안을 검토하고 있다고 보도되기도 했다.

컨테이너선의 국가별 신규 수주 추이를 보면, 1분기 한국 비중이 38%로 작년 말 20% 대비 올라왔으나, 2분기 25%, 3분기 14%로 다시 내려오는 모습이다(그림106). 아직 선사들은 중국에서 한국으로의 발주 전환이 급하지 않다.

선사들이 즉각 구조적으로 발주 전략을 수정해야 할 필요까지는 없다. 컨테이너 주요 선사들의 선대 내 중국산 비중은 COSCO, CMA-CGM, Maersk, ONE, MSC, Hapag-Lloyd가 각각 59.2%, 41.2%, 27.1%, 27.0%, 24.7%을 기록하고 있다(그림107). 이들의 선대 내 중국산이면서 미국에 입항하는 선박의 비중은 모두 10% 이하다(그림108). 따라서 당장 컨테이너 선사들은 미국의 중국 제재안으로 인해 즉각 선대를 재편해야 할 필요성이 떨어진다고 해석한다.

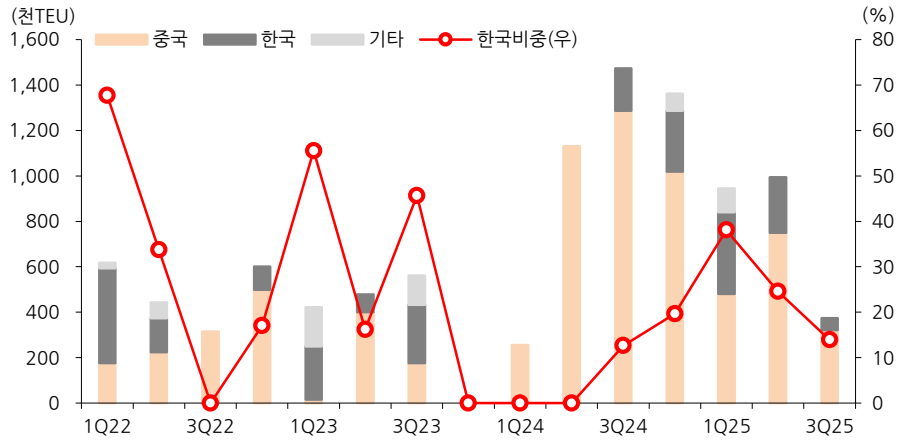
그러나 수주잔고 내 중국산 비중 다소 높아

그럼에도 현재 수주잔고 내 중국산 비중은 다소 높다고 판단된다. 위에서 언급한 컨테이너 주요 선사들의 수주잔고 내 중국산 비중은 척수 기준으로 각각 100%, 57%, 79%, 56%, 92%, 91%에 달한다(그림109).

규제 리스크 관리 차원으로 신규 발주분에서는 한국 비중 증가 예상

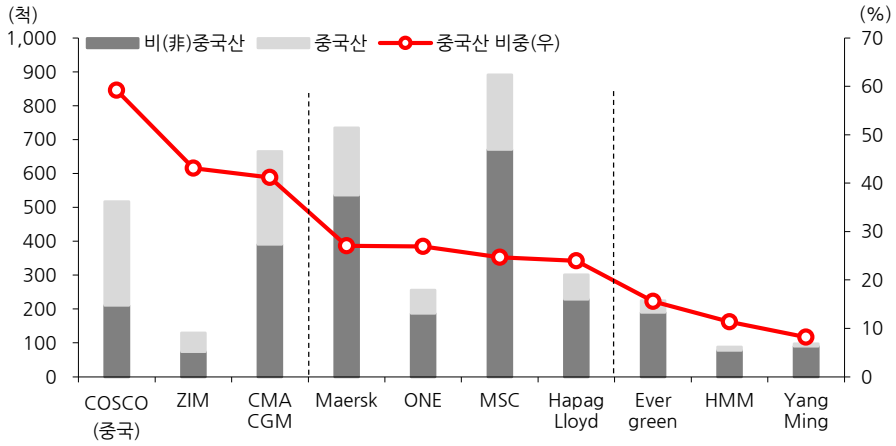
따라서 이미 계약된 선박 인도분 중 일부는 미주 노선 투입계획에서 제외하는 방식을 사용할 수 있어보인다. 그러나 신규 발주분에서는 안정성과 규제 리스크 관리 차원에서 한국/일본 발주 비중을 늘릴 가능성이 충분하다고 판단한다.

[그림106] 컨테이너선(+8K) 국가별 수주 추이



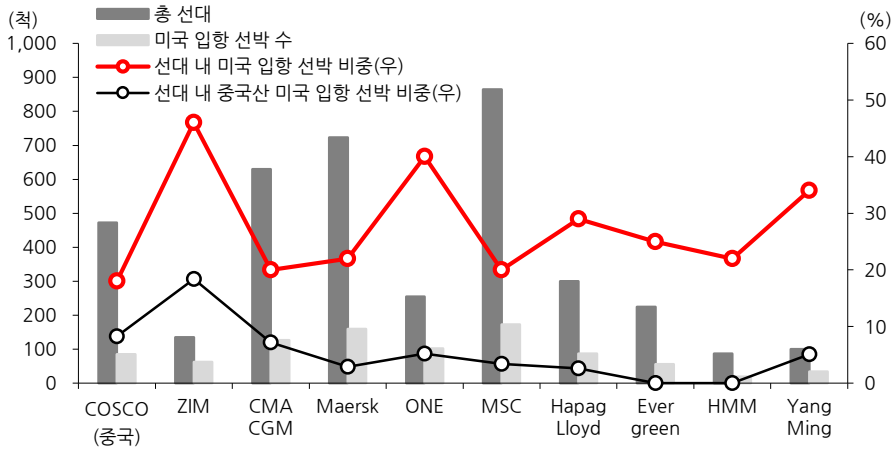
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 컨테이너 주요 선사들의 선대 내 중국산 비중



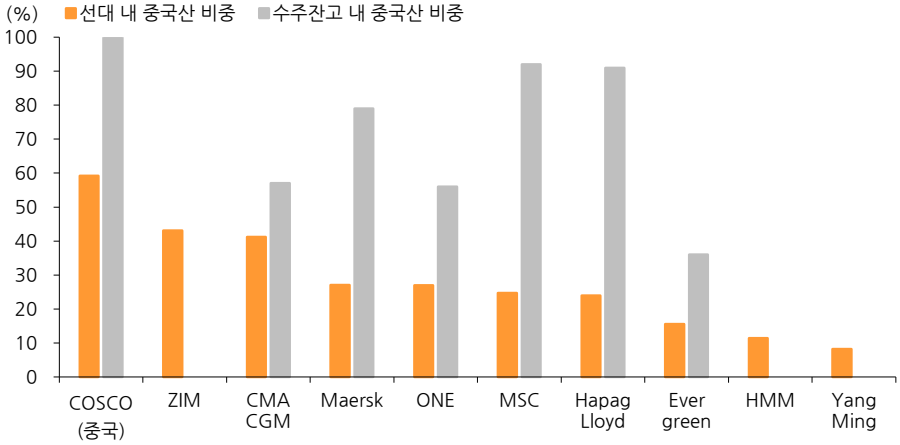
주: '25년 4월 기준 / 자료: Clarksons, Hillebrand GORI, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 컨테이너 주요 선사들의 미국 입항 선박 비교



주: '25년 2월 기준 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 컨테이너 주요 선사들의 선대/수주잔고 내 중국산 비중



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

5. 탱커 수주 병행은 야드 효율성 차원에서 긍정적

탱커 수주가 병행되는 건 야드 효율성 차원에서 긍정적

운임 강세, 선대 노후화 및 친환경 대응 필요성 증가로 인해 VLCC와 수에즈막스를 중심으로 한 탱커 수주가 병행될 것으로 판단한다. 가격 경쟁력에서 우위인 중국이 '28년 이후 탱커 슬롯을 어느정도 채우기 시작하면 한국의 발주 차례가 돌아올 것으로 판단한다. LNG선과 컨테이너선 위주의 믹스가 수익성 극대화에 도움이 될 것으로 보일 수 있으나 야드 및 도크 오퍼레이션 상의 효율성 차원에서 일정 탱커 수주는 도움이 될 것으로 판단한다.

컨테이너선의 곡블록은 크고 무거워 야드의 저장 공간 및 대형 크레인 활용률이 높아야 한다. 블록 입출고 빈도도 높아 일정 수준 이상의 야드 캐파가 확보되어야 효율적 운영이 가능하다. 따라서 대형 컨테이너선 곡블록이 도크에 집중될 경우 공정 처리에 병목 현상이 발생할 수 있다. 이때 탱커를 병행 건조하게 되면 야드 전체의 공정 유연성이 올라가고, 오히려 수익성 극대화에 기여할 수 있다고 판단한다.

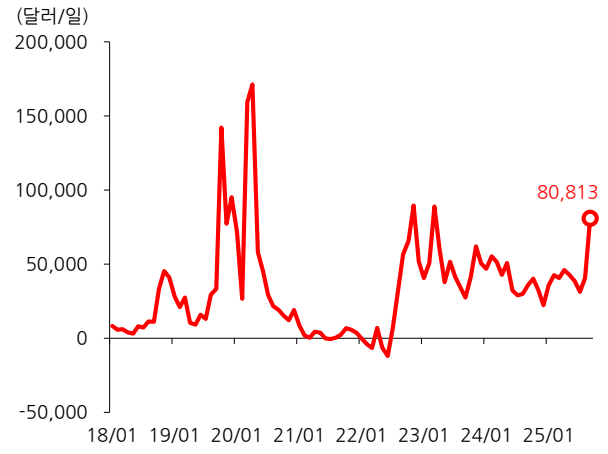
탱커 운임 상승

OPEC+ 증산 움직임과 러시아 제재로 인한 톤마일 증가 등으로 인해 탱커 운임이 상승하고 있다. VLCC의 일평균 Long Run 수익은 9월 80,000달러를 넘어섰다(그림110). 이는 작년 동기 대비 2배 이상 증가한 수치다. 탱커는 수요 대비 상대적으로 발주가 적었던 선종이기 때문에 해운사 입장에서는 다시 선박을 구매할 여력이 생기게 됐다.

선대 노후화

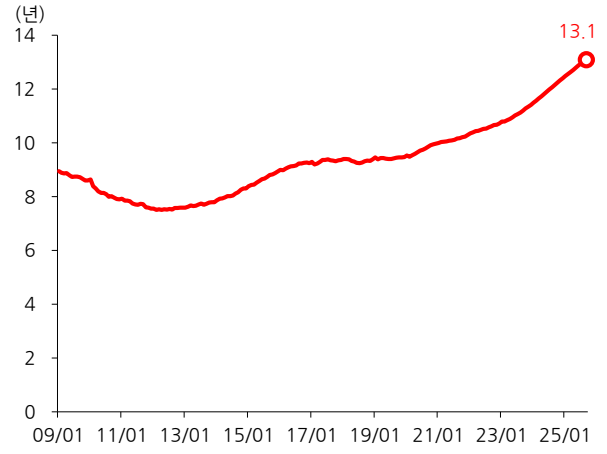
탱커의 선대 노후화도 눈에 띈다. VLCC의 평균 선령은 13.1년에 달한다(그림111). 이는 '00년 이후 가장 높은 수치다. 2월 기준 평균 VLCC 폐선 선령은 28.1년으로, 일반적인 교체 수명인 25년을 넘겼다. 이에 운임 증가와 맞물려 선사들의 노후선 교체 수요가 증가할 것으로 판단한다.

[그림110] VLCC 평균 Long Run Earnings 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] VLCC 선대 평균 선령



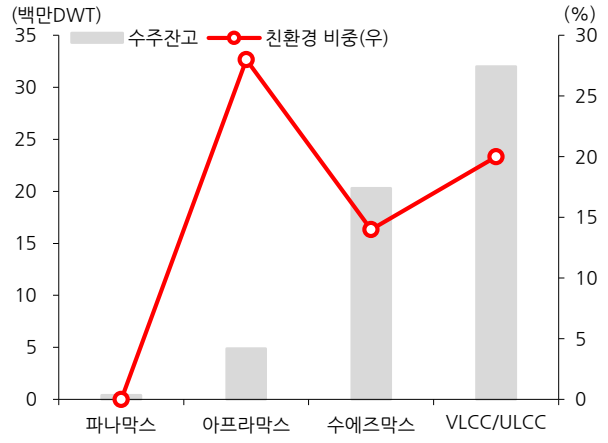
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

VLCC의 DF 엔진 도입 비중은 아직 낮음

VLCC 수주잔고 중 DF 엔진 도입 비중은 아직 20%에 불과하다(그림112). 8K+ 컨테이너선의 85% 대비 현저히 낮다. 신규 발주의 경우에도 탱커 내 DF 발주 비중은 여전히 15%를 밑도는 수준이다(그림113). 탱커는 주요 항로에서의 친환경 연료 경쟁력이 컨테이너선에 비해 낮아 추가적인 초저황유 사용이나 스크러버 장착으로 IMO 규제 대응을 해 온 것으로 보인다. 아울러, 상대적으로 탱커는 저속/장거리 연속 운항이 많고 화주들의 친환경 운송 압력이 상대적으로 낮은 것으로 판단된다.

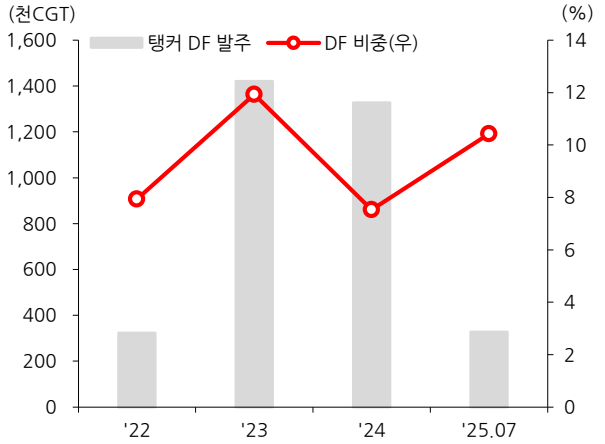
그럼에도 불구하고 VLCC를 포함한 탱커의 DF 엔진 전환이 가속화될 수 있다고 판단한다. IMO의 CII 규제 및 EU ETS 배출권 규제 등이 강화될수록 단순 저가 연료 및 스크러버 전략으로는 버티기 어려워지기 때문이다. IMO D/E 등급 노후선의 조기 폐선 가능성 및 값싼 스크러버 선박의 중고 가치 하락도 리스크 요인이다.

[그림112] 탱커 수주잔고 내 친환경 비중



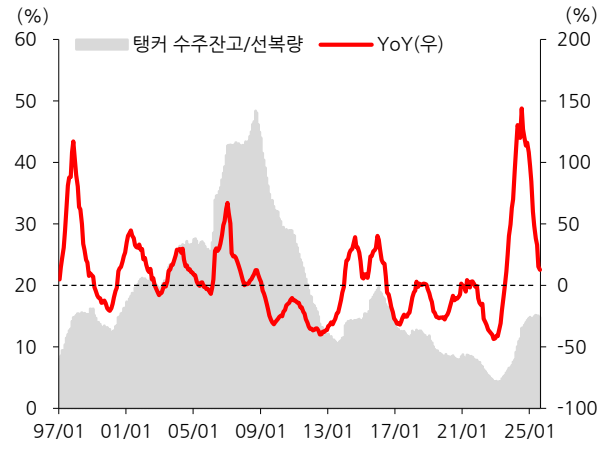
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 탱커 친환경 DF 선박 발주 추이



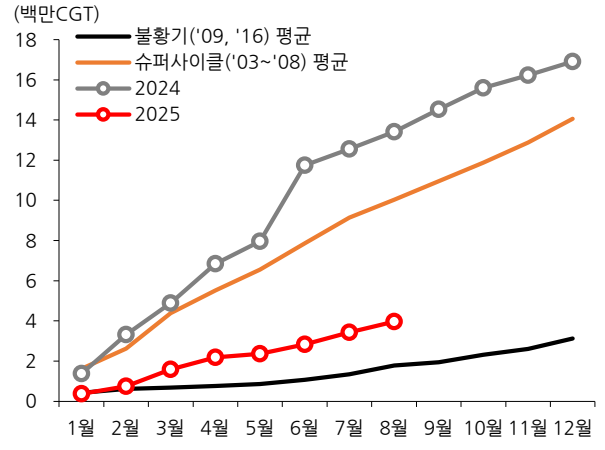
자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 탱커 선복량 대비 수주잔고 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 탱커 월별 발주량 추이



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

VII. 특수선: 미국에서 열리는 새로운 길

0. 미국 해군력 증강 시급하나 역량 부족

미국 해군력 증강 시급하나 역량 부족

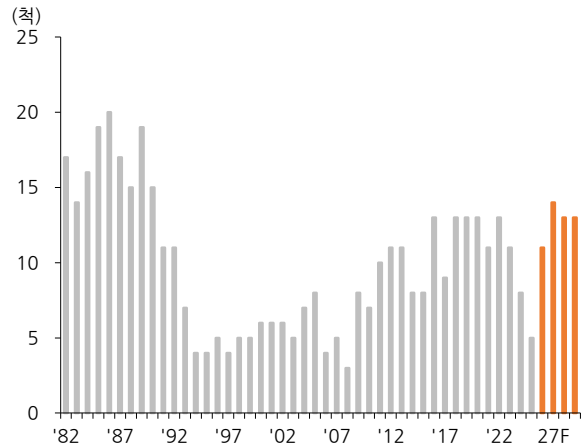
MASGA 프로젝트가 국내 조선업계에 새로운 기회를 창출할 것으로 기대를 모으고 있다. 미국은 LNG 수출 및 함정 확대를 추진하고 있으나 현지 건조 역량이 턱없이 부족한 상황이다. 이에 한국과 같은 동맹국 활용 필요성이 대두되고 있다. 이에 본 장에서는 한국 조선소 입장에서 1) MRO, 2) 블록 제작, 3) 현지 투자를 통한 미국 조선업 진출 기회를 분석해 보고자 한다.

미국은 1980년대 이후 조선소의 잇따른 폐쇄로 현재 수주잔고를 보유한 조선소가 20개 이하(과거 400개 수준으로 추정)로 줄어들었다. 미국의 상선 및 전반적인 조선업 역량 쇠퇴는 곧 중국과의 해군 함정 건조 역량 격차 확대 우려로 이어진다. 이에 2월 공화당 상원의원 Mike Lee, John Curtis는 해군 준비태세 보장법(ENRA; Ensuring Naval Readiness Act)을 발의하기도 했다. 해당 법안은 기존 미국 내에서만 가능했던 함정 및 주요 부품 건조를 신뢰할 수 있는 동맹국 조선소에서도 허용하는 내용을 담고 있다.

CRS(Congressional Research Service)에 따르면, '25년 미국 군함은 287대, 중국 군함은 400대에 달할 것으로 추정된다. 이 격차는 '30년 각각 294대, 425대로 130대 이상 벌어질 전망이다. 미국과 중국의 주요 전투함정 진수(Launch) 추이를 비교해 보면, '70~'99년까지는 미국이 112대, 중국이 13대를 진수했으나 '00~'24년에는 미국이 107대, 중국이 220대를 진수했다(그림117).

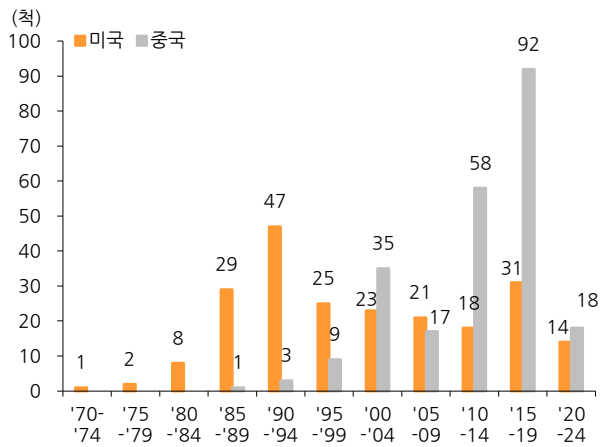
물론 아직 총 배수량과 질적인 전력(항모전단 미국 11개, 중국 3개, 핵추진 잠수함 미국 66척, 중국 12척 등)에서는 미국이 앞선다고 평가받는다. 그러나 미국은 인도-태평양페르시아만, 유럽 등 주요 지역에 항모를 나눠서 배치해야 하고 순양함/구축함/호위함/초계함 등 균형 잡힌 함대 구성이 필요하다. 이에 중국 해군력 증강 속도를 경계할 필요가 분명히 존재한다.

[그림116] 미국 해군 전투함정 조달 현황 및 계획



주: 주황색 음영은 계획(FY26~FY29) / 자료: CRS, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 미-중 연도별 주요 전투함정 진수(Launch) 추이



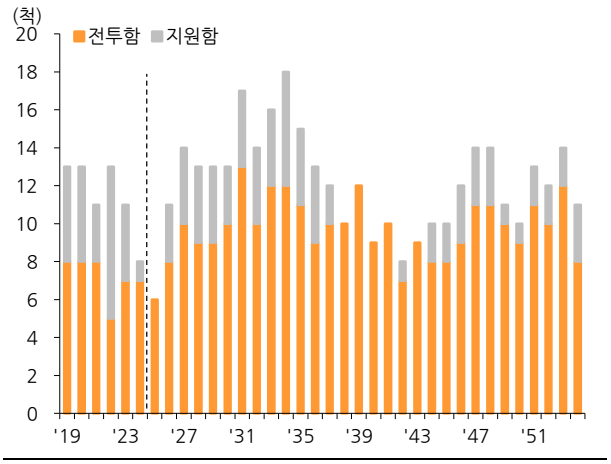
자료: CSIS, 한화투자증권 리서치센터

30년간 군함 360척 이상 조달 전망

CBO(미 의회예산국)에 따르면, 미 해군이 향후 30년 동안 신규 함정 건조에 필요한 연평균 비용은 약 400억 달러로 추정된다. 미 해군은 2025 건조 계획 등을 통해 군함을 '24년 297척에서 '54년까지 381척으로 확대하는 계획을 수립했다. CBO의 분석에 따르면, 미 해군은 30년간 전투함 293척, 지원함 71척 등 총 364척의 군함을 조달할 것으로 전망된다(그림118). 퇴역 고려 시 '54년 군함 수는 390척을 달성할 수 있다(그림119).

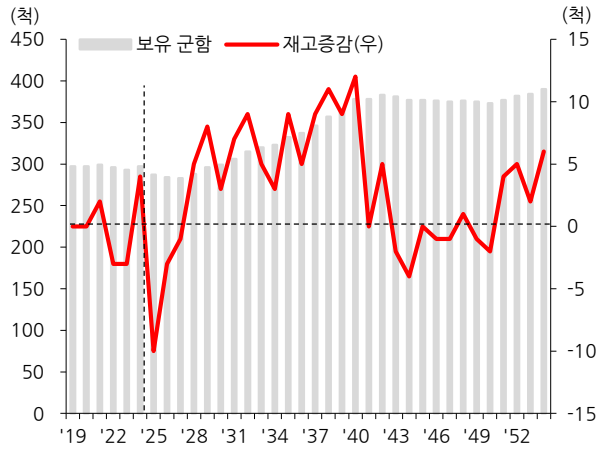
미국 내 주요 군함 건조 조선사는 4개 정도다(그림120). 이들이 보유한 건조 야드는 MRO 전문 야드를 제외하면 총 8개로 파악된다(표6). 각 야드별로 특화된 선종이 있으며, 건조 비용 및 납기를 고려하면 해군 계획 대비 야드 대비 그 수가 극히 제한적이다. 한화 필리조선소 등이 군수지원함 시장 등으로 진출하고자 하는 것도 이 때문이며, 더 나아가 한국 조선소의 MRO 및 건조 지원도 필요해 보이는 상황이다.

[그림118] 미 해군 함정 구매/조달 계획



주: '25년부터는 계획
자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 미 해군 함정 재고 추이 및 전망



주: 전망치는 CBO가 US Navy의 계획을 바탕으로 전망한 데이터를 사용
자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 미 해군 함정 주요 건조 조선소 분포도

자료: US GAO, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 미 해군 함정 주요 건조 조선소 목록

조선소	야드	위치(state)	주력 함종	비고
Huntington Ingalls	Newport News	버지니아	항공모함(CVN), 강습상륙함(LHA), 공격핵잠수함(SSN)	신조 및 MRO
	Ingalls	미시시피	상륙수송선거함(LPD), 구축함(DDG), 순양함(CG)	신조 및 MRO
General Dynamics	Bath Iron Works	메인	구축함(DDG)	신조 중심(제한적 MRO)
	Electric Boat	코네티컷	핵잠수함(SSN, SSBN, SSGN)	신조 및 MRO(전략/공격잠수함 특화)
	NASSCO	캘리포니아	원정해상기지(ESB), 해상보급함(T-AO), 군수지원함(MSC)	신조 및 MRO(지원함·군수지원함 위주) 가능
		버지니아	MRO: 지원함·보조함정 위주	MRO 특화
		플로리다	MRO: 지원함·보조함정 위주	MRO 특화
		워싱턴	MRO: 지원함·보조함정 위주	MRO 특화
BAE Systems (영국)	Jacksonville	플로리다	MRO: 구축함(DDG), 상륙함(LPD/LHD), 군수지원함(MSC)	MRO 특화
	San Diego	캘리포니아	MRO: 구축함(DDG), 상륙함(LPD/LHD), 군수지원함(MSC)	MRO 특화
	Norfolk	버지니아	MRO: 구축함(DDG), 상륙함(LPD/LHD), 군수지원함(MSC)	MRO 특화
Fincantieri (이탈리아)	Marinette Marine	위스콘신	호위함(FFG)	신조 중심(제한적 MRO)
	Bay Shipbuilding	위스콘신	MRO: 상선, 군수지원함(T-AO)	MRO 특화
	ACE Marine	위스콘신	연안경비정(RBM), 고속정/모듈	신조 중심
Hanwha Philly Shipyard (한국)	Philly	필라델피아	상선/훈련함 위주, 군함(군수지원함 등) 진출도 목표	MRO 및 군함 신조 가능성 검토 중
Austal USA (호주)	Austal USA	앨라배마	연안전투함(LCS), 지원함(EPF 등)	신조 중심(제한적 MRO)

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 미 해군 함정 주요 MRO 전문 조선소 목록

구분	조선소	야드	위치(State)	주력 함종	비고
민간	Colonna's Shipyard	Main	버지니아	상업선(예인선·바지선, 연안 작업선, 페리/여객선, 연구선), 중소형 정부/군 보조함	선박 수리와 오버홀 전문, 미 해군 및 상선 MRO 특화
		West	버지니아	중소형 상선·작업선(예인선·바지선·페리선) 및 요트 리핏	신속 하울아웃 및 단기 수리 특화
	Lyon Shipyard Caddell Dry Dock & Repair Co.	North/Main	버지니아	중소형 군수지원선(USN/USCG/MSC), 상업선(예인선·작업선·바지선·페리선·연구선)	미 해군 및 민간 선박 정비·개조, 80년 이상 전통의 MRO 전문
		South (No.1 Dock)	버지니아	군/정부·상업 중소형선	미 해군 및 민간 선박 정비·개조, 80년 이상 전통의 MRO 전문
		Main/East	뉴욕	여객선, 작업선(예인선·바지선)	대형 부유식 드라이독 활용 선박 수리·개장
	Bayonne Dry Dock & Repair	Graving Dock	뉴저지	대형 상선, 정부/군 보조함(MSC/USNS)	대형 그레이빙 도크 기반 MRO
		MBH	뉴저지	중소형선(예인선·바지선)	중소형 상업선 중심
	Vigor Marine Group	Seattle	워싱턴	미 해군 수상함(CG/DDG), Washington State Ferries 상업선(예인선·작업선·어선·여객선)	해군 프로그램 비중 높은 MRO 거점
		Portland	오리건	대형 정부/상업선(크루즈·USACE 준설선·보조함)	대형 선박 MRO/개조 중심
	Alabama Shipyard	Main	앨라바마	USACE 호퍼준설선, 정부/군 보조함(MARAD /MSC), 상업선(RO/RO, 화물선)	선박 유지·개조, 오버홀 중심(상업선 영역)
	Boston Ship Repair	South Boston Dry Dock	매사추세츠	대형 정부/상업선(MSC EPF, 오일러)	대형 상업선/보조함 등 MRO, 미 해군 대형 지원함 등 정비사업 수주 경력 보유
공공	Norfolk Naval Shipyard (NNSY)		버지니아	핵추진 항모(CVN), 공격잠수함(SSN)	미 해군 공공 MRO 허브
	Pearl Harbor Naval Shipyard & IMF (PHNSY & IMF)		하와이	공격잠수함(SSN), 수상함(DDG/CG 등)	태평양 전진 정비 거점(수상함·잠수함 일괄 MRO 중심)
	Portsmouth Naval Shipyard (PNSY)		메인	공격잠수함(LA/버지니아급 SSN)	SSN 전문 MRO 조선소
	Puget Sound Naval Shipyard & IMF (PSNS & IMF)		워싱턴	핵추진 항모(CVN), 잠수함(SSN/일부 SSBN 지원)	MRO + 핵선박 퇴역/해체/재활용(SRP) 수행하는 유일 공공 조선소

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

1. 한국은 미 함정 MRO 부터 차근차근 진출

한국은 미 함정 MRO부터 차근차근 진출

한국은 미국 해군력 증강을 위한 조선업 협력에 있어 함정 MRO부터 차근차근 진출하고 있다. 미 해군은 '27년까지 함정 작전 가용률 80% 달성이 목표이나 현재 달성률은 60%대 중반에 머물러 있는 것으로 알려져 있다. 이에 MRO 사업이 한미 조선업 협력의 기반이 될 수 있을 것으로 기대한다.

한화오션은 총 3건의 미 해군 MRO 사업을 수주했다. '24년 8월 군수지원함 Wally Schirra호를 시작으로 Yukon함과 Charles Drew함 계약을 차례로 따냈다. 세 함정 모두 MSC(Military Sealift Command; 군사해상수송사령부) 7함대 소속의 지원함이다. HD 현대중공업은 수익성 한계를 이유로 기존에는 MRO 사업에 비교적 소극적인 입장이었으나 최근 Alan Shepard함 MRO 사업을 수주했다. 삼성중공업도 최근 Vigor Marine Group과 지원함 MRO 협력을 위한 MOU를 체결하며 사업 참여 의지를 확인했다.

미국은 MRO 사업 지연이 심각한 상황

미 해군 함정 MRO 사업 규모는 연간 11조원에 달하는 것으로 알려져 있다. 미 함정 MRO는 Norfolk, Pearl Harbor, Portsmouth, Puget Sound 등 4개의 해군 조선소에서 주로 수행된다. 해군 조선소들은 중요 선박 정밀 검사, 개조·복원, 핵연료 보급 등 시간이 오래 걸리는 작업을 주로 담당한다. Huntington Ingalls 및 General Dynamics 등이 소유한 민간 조선소에서는 일반적으로 순양함, 구축함 등 재래식 함정에 대한 MRO가 이루어진다.

해군 조선소와 민간 조선소 모두에서 MRO 작업은 제때 이루어지지 못 해 추가 비용이 발생되고 있다. GAO(미 회계감사원)에 따르면, FY14~FY19 동안 유지보수 작업의 약 75%가 지연됐다. 지연의 원인으로는 숙련된 인력 부족 및 열악한 인프라가 지목된다. 이에 미 해군은 외국 조선소에서 MRO 사업을 수행하는 방안을 검토하기 시작했으며 '24년부터 해군 장관 및 태평양함대 사령관 등이 한국을 방문하며 관심을 보였다.

[그림121] 미국 MSC(군수지원사령부) 권역별 거점 분포도

주: 1함대는 알래스카/북태평양을 담당했으나, '73년 1차 해군 조직개편으로 3함대로 통합됨
자료: MSC, 한화투자증권 리서치센터

제한 규정으로 인해 아직까지 MRO 사업에 참여 가능한 함정은 다소 제한적

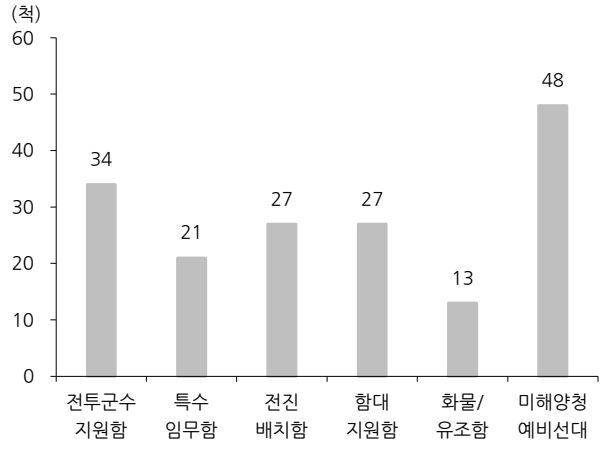
그러나 한국 조선소에서 미 함정 MRO 사업을 수주하는 데는 분명 한계가 있다. 자국 보호주의 정책에 의한 제한 규정 때문이다. 10 U.S.C. § 8680에 따르면, 미국 또는 괌을 모항으로 하는 해군 선박은 미국 또는 괌 외부의 조선소에서 정비, 수리 및 유지보수를 받을 수 없다. 다르게 말하면, 미국/괌을 모항으로 하지 않는 함정의 경우 외국에서도 MRO가 가능하다. 다만, 해당 함정의 수는 40~50척 내외에 불과한 것으로 추정된다.

MSC(해상수송사령부)가 운용하는 선박은 약 170척으로 파악되는데(그림122), 이 중 모든 선박이 미국 외 지역을 모항으로 두고 있는 것은 아니다. MSC 선박들은 괌, 진주만, 일본, 바레인, 싱가포르, 유럽 등으로 분산돼 운항 중이지만 상당수는 미국 본토 주요 해군기지(Norfolk, Charleston, Seattle 등)를 모항이나 주요 정비 거점으로 사용한다.

LCS(연안 전투함)의 경우에만 제한적으로 외국 조선소에서 정비가 가능한데, 이마저도 미국 정부 직원이나 미 계약 업체에 의해서만 가능하고 아주 예외적인 경우에만 외국 인력이 수행할 수 있다. 따라서 LCS를 제외하고 한국 조선소가 현실적으로 MRO 사업을 수행할 수 있는 선박은 미국/괌을 모항으로 하지 않는 함정으로, 다소 제한적이다.

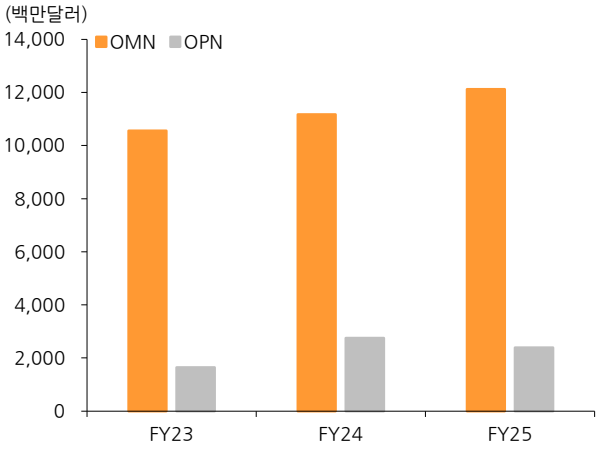
실제로 한화오션과 HD현대중공업이 수주한 미 해군 MRO 건들은 모두 MSC 7함대 소속이었고, 일본도 주로 요코즈카 해군기지를 모항으로 하는 7함대 함정들의 MRO를 수행해 왔다. 우리나라는 사업 참여는 일본보다 늦었으나 설계, 인력, 기자재 등의 관리 능력은 더 뛰어나다고 평가받는다.

[그림122] MSC(해상수송사령부) 선종별 보유현황



자료: MSC, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 미 해군 MRO 관련 예산 추이



주: OPN 항목 통해 MSC 소속 등 지원함 MRO는 해외 조선소에서 집행 가능
자료: Department of Defense, 한화투자증권 리서치센터

향후 대상 선박이 제한적으로라도 늘어날 가능성은 충분

한국은 1차적으로는 일본 사세보, 요코즈카를 모항으로 하는 군함들의 MRO를 타겟으로 삼을 것으로 보인다. 그리고 SHIPS Act, 해군준비태세 보장법 등이 발의된 이후 현행법 개정 가능성도 끊임없이 제기되고 있기 때문에 제한적으로라도 대상 선박이 늘어날 가능성은 충분하다.

한화오션이 수주한 미 해군 MRO 사업은 척당 500억원 미만 수준의 규모로 추정한다. 3개의 수주 건 중 2개는 인도를 완료했다. 첫 MRO 사례인 Wally Schirra호의 경우, 설계 도면이 없는 상태에서 역설계를 통해 부식을 복원했다고 알려졌다. 초기 계약 시 인지하지 못 한 새로운 정비 요소를 발견해 기존 계약보다 증가한 매출을 보장하는 수정계약을 체결하기도 했다. 따라서 작업 기간은 5~6개월 정도 소요된 것으로 파악된다.

마진율은 상황에 따라 상이하겠으나 두자릿수의 영업이익률도 가능할 것으로 기대한다. 동사는 미 해군 MRO를 연간 5~6척 수행할 수 있는 캐파를 보유하고 있으며 연말까지 3개 이상의 추가 수주도 가능한 상황이라고 판단한다.

[표8] 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
	국가안보상 필요하다고 판단 시 대통령 또는 국방장관의 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)

자료: U.S.C., 한화투자증권 리서치센터

[표9] 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

MRO 사업은 향후 군함 건조 사업 진출을 위한 교두보이기도 함

미 해군 MRO 사업은 해당 사업 자체로서도 의미가 있겠으나 향후 군함 건조 사업 진출을 위한 레퍼런스를 쌓을 수 있다는 점에서 전략적인 의미를 가진다. 한화오션과 HD 현대중공업은 미국 해군과 MSRA(Master Ship Repair Agreement; 함정정비협약)를 체결했으나 올해부터는 군수지원함 정비 사업에는 MSRA 없이도 입찰이 가능하도록 규정이 완화됐다. 다만, 전투함 MRO 사업에 참여하기 위해서는 MSRA가 필요하다.

전투함 MRO를 위해서는 FCL 취득도 필요

보다 높은 Tier의 미 해군 전투함 MRO 사업에 참여하기 위해서는 FCL(시설인증보안)도 획득해야 할 것으로 보인다. FCL 등급은 Confidential, Secret, Top Secret 등으로 구분되며 참여하고자 하는 사업에 따라 적절한 등급 획득이 필요할 것으로 판단된다. 한화그룹은 필리조선소에 대한 FCL을 신청했다. 전투함의 MRO를 위해서는 무기체계 업그레이드 등을 위해서 설계도가 필요하므로 FCL이 필요할 것으로 판단한다.

이미 필리를 인수하고 FCL도 신청한 한화그룹

따라서 향후 번스-톨레프슨 법의 예외조치 등이 이루어진다고 하더라도 군함 건조 및 MRO 사업 참여를 위해서는 FCL 획득과 더불어 미국이 요구하는 자격 요건을 충족이 선행되어야 할 것이다. 이에 현지 필리조선소를 인수하고 FCL 신청까지 마친 한화그룹이 현재로서는 중장기적인 미국 함정 시장 진출에 유리한 위치에 있다고 판단한다.

결국 미국의 함정 건조 및 정비 조선소 부족 문제는 단기간에 해결할 수 없기에 한국의 도움이 필요하다. 다양한 제도로 인해 미국 내 산업이 보호받고 있으나, 중국과의 건조 역량 격차 해소를 위해서는 한국의 도움이 절실한 상황이다. 이에 정부 차원에서 일어나는 법안 개정 및 협력 방안 개진에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

[그림124] 미 해군의 함정 정비 작업을 수행하는 민간 업체 분포도

자료: US GAO, 한화투자증권 리서치센터

2. 함정 블록 제작 가능성도 열리는 중

한국에서의 함정 블록 제작 가능성도 열리는 중

한국에서의 미 함정 블록 제작 가능성도 열리는 중이다. 지난 8월 방사청이 블록 모듈을 한국에서 생산해 납품하고 미국 현지 조선소에서 최종 조립하는 방안을 미 해군성에 제안했다는 보도가 있었다. 한국과 미국의 거리가 멀어 운반 비용이 문제가 될 수 있으나, 미국의 건조 비용이 한국의 4배에 달한다는 점에서는 충분히 고려 가능하다.

미 해군 함정의 외국 내 건조를 금지하는 번스-톨레프슨법이 개정될 가능성도 있다. 실제로 8월 방사청이 미 해군성과의 논의에서 번스-톨레프슨법 개정 등의 규제 완화 필요성에 공감대를 형성하고 세부적인 협의를 위해 워킹그룹을 신설하기로 했다는 보도가 있었다. 그러나 개정 전까지는 '한국 내 블록 생산, 미국 현지 최종 조립'이 가장 현실적인 우회 방식이 될 것으로 보인다. 번스-톨레프슨법은 군함 선체(Hull)와 주요 구성품(블록, 모듈 포함)의 해외 건조 또한 금지하고 있다. 따라서 블록만 한국에서 생산할 경우에도 행정명령이나 실제 법 개정이 선행되어야 할 것으로 판단한다. 최근 미국에서 행정명령을 통해 규제를 우회할 수 있다는 관측이 다수 보도된 점은 긍정적이다.

미 해군준비태세 보장법이 의회에서 통과된다면 번스-톨레프슨법에 예외를 두어 한국 등 동맹국에서의 미 해군 함정의 완전 옥외건조가 제한적으로 허용될 수도 있다. 다만, 이 경우에도 보안 기준이 덜 엄격한 지원함 등이 대상이 될 것으로 예상한다. 전투함 건조를 위해서는 전투함 MRO와 동일하게 FCL 취득이 필요할 것이기 때문이다. 매출 및 수익성 극대화를 위해서는 전투체계 통합 역량이 반영되는 전체 함정 건조가 유리하기 때문에 관련 법 개정 여부는 관심있게 지켜볼 필요가 있다.

HD현대중공업 합병 법인 기준 '35년 특수선 연 매출 계획은 10조원으로, 미포 인수를 통해 5.8조원(약 1조원은 쇄빙선 등 특수목적선으로 추정)가량이 증분될 것으로 추정된다(그림125). 미포 도크 4개 중 2개를 방산용으로 전환해, 연간 특수선 생산 캐파를 3척에서 11척으로 늘릴 계획이다. 한미 조선 협력이 가속화됨에 따라 HD그룹도 미국 함정의 국내 건조를 본격 추진하는 모습이다.

[그림125] HD 현대중공업 방산 사업 해외 협력 현황 및 로드맵

자료: HD현대중공업, 한화투자증권 리서치센터

지원함 및 소형 전투함부터 타겟

한국은 보안 등급이 낮은 지원함 및 소형 전투함부터 타겟으로 삼을 것으로 예상한다. 미 해군은 '35년까지 향후 10년간 매년 평균 14척 이상 꾸준히 함정을 구매할 계획이며, 선박 수 기준 구매의 28%는 군수지원함이, 16%는 소형수상전투함이 될 예정이다(그림126). 매년 5~6척 이상의 군수지원함 및 소형수상전투함 조달을 계획하고 있다(그림127).

미군은 함정 건조 목표를 계속해서 달성하지 못 하는 중

반면, 미 해군은 함정 건조 목표를 계속해서 달성하지 못 하고 있으며 구축함, 호위함 등 거의 전 선종에서 지연 사례가 발생하고 있다(그림128). GAO(미 회계감사원)는 최근 보고서를 통해 미 해군의 건조 지연 원인으로 설계 안정성 미확보, 숙련 인력 및 시설 부족 등을 지목한 바 있다. 보고서는 용접, 도장, 배선 등 핵심 기술직 인력의 50% 이상이 입사 5년 이하이며 고령 숙련자 은퇴 속도는 빨라지고 있다고 지적한다. 도크 수는 제한적이고, 선체 규격 문제로 사용할 수 없는 경우도 많다.

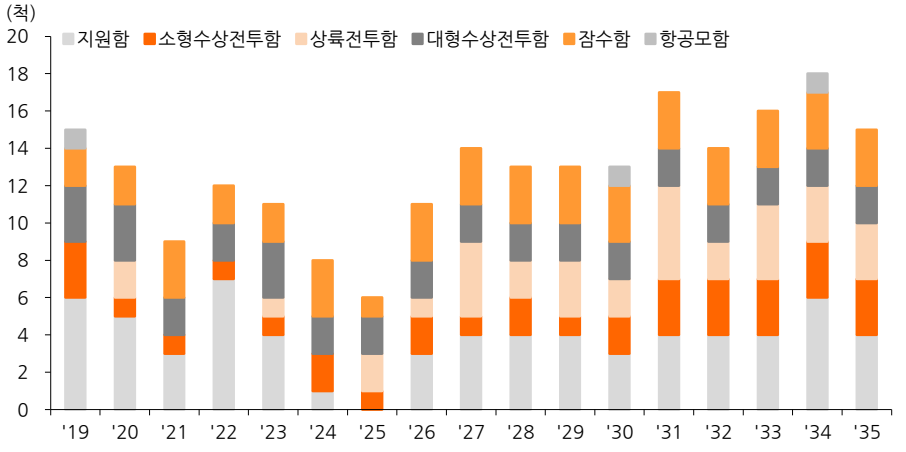
한국 조선소와의 협력을 기대할 수밖에 없는 상황

이에 한국 조선소와의 협력을 기대할 수밖에 없는 상황이라고 판단한다. 한미간 선가 차이는 크다. 이지스함 선가의 경우 한국은 약 6억 달러인 반면, 미국은 16억 달러 수준으로 알려져 있다. 노동비, 재료비, 설계생산 효율 차이로 건조비가 2~3배 차이나는 것으로 파악된다. 전체 함정이 아닌 대형 블록(전체 가격의 40~50% 비중 추정)을 한국에서 공급할 경우, 미국은 실질 조달가를 20% 이상 절감할 수 있을 것으로 예상한다.

한국 입장에서도 양호한 이익률 달성 가능할 전망

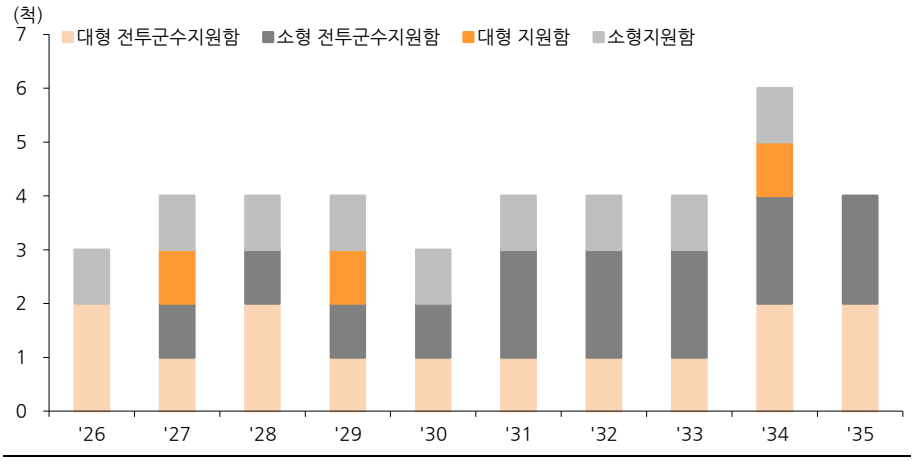
선가가 2배 이상 차이나기 때문에 미국 군함 대비 가격을 낮게 책정하더라도 한국 입장에서는 20% 내외의 높은 이익률을 충분히 달성할 수 있을 것으로 판단한다. 미국 측에서 특수 기자재, 무장, 통신체계 등 핵심 시스템은 별도 조달함에 따른 디스카운트도 발생할 수 있겠으나 한국이 우선적으로 타겟하는 소형전투함 및 군수지원함의 경우 해당 이슈로 인한 할인률은 제한적일 것으로 판단한다.

[그림126] 미 해군 함종별 구매 계획



자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

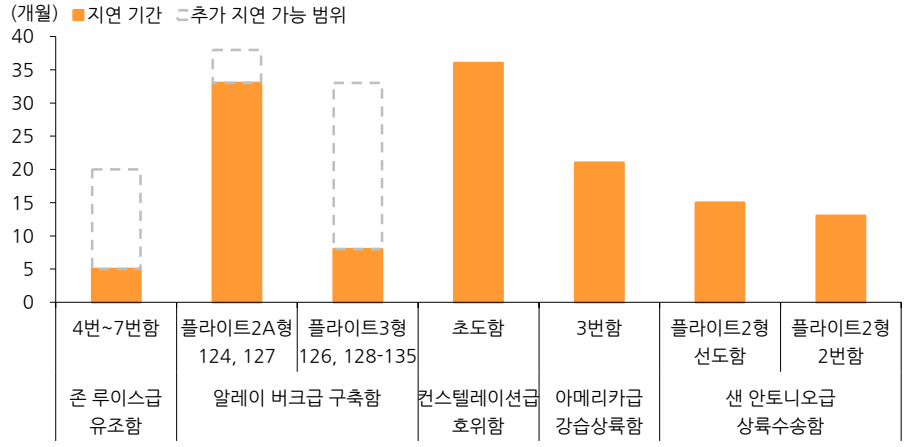
[그림127] 미 해군 지원함 구매 계획



주: 지원함은 군수 외 공학·구난·의료 등 다양한 역할 포함

자료: CBO, US Navy, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 미 해군 주요 함종별 납기 지연 사례



자료: US GAO, 한화투자증권 리서치센터

3. 선제 현지 투자 전략을 긍정적으로 해석

한화그룹의 선제적인 미국 현지 투자 전략을 긍정적으로 해석

지난 5월 〈미국 조선방산으로의 진출: 한화 필리조선소 탐방기〉 보고서에서 다룬 바 있듯이, 미국 함정 시장 진출의 중장기 우월 전략은 현지 조선소 투자라고 판단한다. 당장 급한 불을 끄기 위해 한국과의 협력이 불가피한 상황이나 결국 동맹국 조선소 활용은 미국 내 생산역량 확충 전까지 예외적으로 허용될 가능성이 높기 때문이다. FCL 획득을 통한 전투함 MRO 및 건조 사업 영위도 현지조선소가 유리할 것으로 예상한다.

따라서 필리조선소를 인수한 한화그룹(한화시스템 60%, 한화오션 40% 지분)의 선제 현지 투자 전략을 긍정적으로 평가한다. 필리조선소는 컨테이너선, 탱커, NSMV 등 30척 이상의 건조 이력과 3건의 MRO 사업 수행 이력이 있다. 지난 8월 NSMV 3호선 명명식에서 한화그룹은 MASGA 투자펀드 1,500억 달러를 주요 재원으로 필리에 50억 달러를 투자하겠다고 밝혔다. 추가 도크 및 안벽 확보, 생산기지 신설 등을 통해 연간 선박 건조 능력을 1~1.5척에서 20척까지 확대할 것으로 전망된다. 필리의 물리적 한계를 보완하기 위해 휴스턴 등 동부 지역에 새로운 생산부지를 검토할 가능성도 있다.

한화해운과 필리조선소를 다방면으로 활용 가능

한화오션 입장에서는 한화해운(Hanwha Shipping; 한화그룹이 미국에 설립한 해운 계열사)과 필리조선소를 미국 진출에 다방면으로 활용할 수 있다는 점이 긍정적이다. NSMV 3호선 명명식이 있던 날 한화해운은 필리조선소에 MR 탱커 10척과 LNG 운반선 1척을 발주하기도 했다. 지난 7월 필리는 한화해운으로부터 3,500억원 규모의 LNG선을 수주했으며 이번 수주는 당시의 추가 1척 옵션 계약을 이행하는 건이다.

미국 내 조선사가 LNG선을 수주한 사례는 50년 만에 처음이다. 물론 당장 필리가 LNG선을 건조할 역량은 없으므로 대부분 한화오션 거제사업장에서 건조하고, 그동안 필리는 기술이전 및 캐파 확장을 통해 건조 역량을 확보할 것으로 예상한다. 한화해운의 최근 행보는 단순한 선박 확보가 아닌 미국 내 해운 시장 진출 자격 요건을 충족하기 위한 움직임으로 해석된다. 한화그룹으로서는 현지 조선소와 해운사를 아우르는 공급망을 구축한 셈이다. 한화해운 CEO는 인터뷰에서 존스법 적용 대상 업체와 신조선의 용선 및 매각 가능성을 모두 열어두고 있다고 밝히기도 했다.

[그림129] 한화 필리조선소 야드 구성

자료: 한화 필리조선소, 한화투자증권 리서치센터

오스탈 최대주주 등극 가능성에도 주목

한화그룹이 향후 호주 오스탈(Austal USA 보유) 지분까지 추가로 확보할 수 있을지 여부에 주목한다. 오스탈은 미국에 Mobile(Alabama) Shipyard와 San Diego(California) Service Center를 보유하고 있다. 동사는 이미 미국 연안전투함(LCS), 고속수송함(EPF), 예인구조선, 해양감시함 등 다양한 함정 건조 실적을 보유하고 있다. 매출의 75% 이상이 미국에서 발생하고 있으며, 소형 수상전투함 및 군수지원함 부문 MS 1위다.

한화그룹이 오스탈의 지배력을 높이게 될 경우, 존스법 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.

[그림130] Austal Ltd. 주요사업장 현황

자료: 한화에어로스페이스, Austal, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 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 다이나믹스	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

지난 3/18 HAA No. 1 Pty Ltd.(지분율 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%)는 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 외국인투자심의위원회)에 추가 지분 취득을 위한 검토를 요청한 상태로, 승인 시 HAA가 오스탈 지분 약 19.8%를 인정받아 최대주주에 등극할 전망이다. 호주 회사법에 의해 외국인 투자자가 상장기업 지분 10% 이상을 보유하기 위해서는 FIRB 승인이 필요하다. 호주 재무장관은 지난 6월 오스탈 지분 인수 승인에 4개월이 더 걸릴 수 있다고 언급한 바 있으며, FIRB의 결정은 연내 빠른 시일 내에 나올 수 있을 것으로 기대한다. CFIUS(미국 외국인투자심의위원회)의 경우 지난 6월 이미 한화그룹이 최대 100% 지분 보유까지 가능하다고 승인한 바 있다.

한편, 오스탈은 최근 호주 정부와 SSA(전략적 조선협정)를 체결했으며, 새 자회사 ADA(Austal Defense Australia)가 서호주 헨더슨에서 2단계 수상 전투함의 주요 조선소로 지정됐다. ADA는 '32년까지 중형 상륙정 18척, 대형 상륙정 8척 건조를 맡게 됐다. 아울러, 호주 정부는 제3자가 오스탈 지분을 20% 이상 취득할 경우 정부가 ADA 지분을 인수할 수 있는 콜옵션을 갖게 됐다. 호주 정부가 콜옵션을 행사할 경우 오스탈은 헨더슨 조선소와 생산 인력을 자회사로 이전하게 된다.

FIRB 승인이 이뤄지더라도, 한화그룹의 지분이 20% 이상이 되는 것은 아니다. 호주 정부 입장에서는 만약 한화가 지분을 20% 이상으로 늘리게 될 경우에 대비해 자국 방산 주권 보호를 위한 조치를 미리 취한 것으로 보인다. 한화그룹은 최대주주 지위를 바탕으로 이사회 참여 등을 통한 미국에서의 전략적 협업 강화를 모색하고 있는 단계이기에 호주 정부의 ADA 인수 콜옵션이 당장 문제될 것은 없다고 판단한다. 오스탈 주가도 지난 3월 이후 2배 가까이 상승한 상황이라, 지분 20% 이상 획득 여부는 FIRB 승인 이후에 차차 논의해도 늦지 않을 것이다.

[표11] Austal 주요 주주 구성 현황 (25.09.30 기준)

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
Austro Pty Ltd.	18,601,692	4.42
State Street Global Advisors (US)	14,937,134	3.55
DFA Australia Ltd	10,435,639	2.48
The Vanguard Group, Inc.	10,116,382	2.40
총 발행주식수	421,180,044	

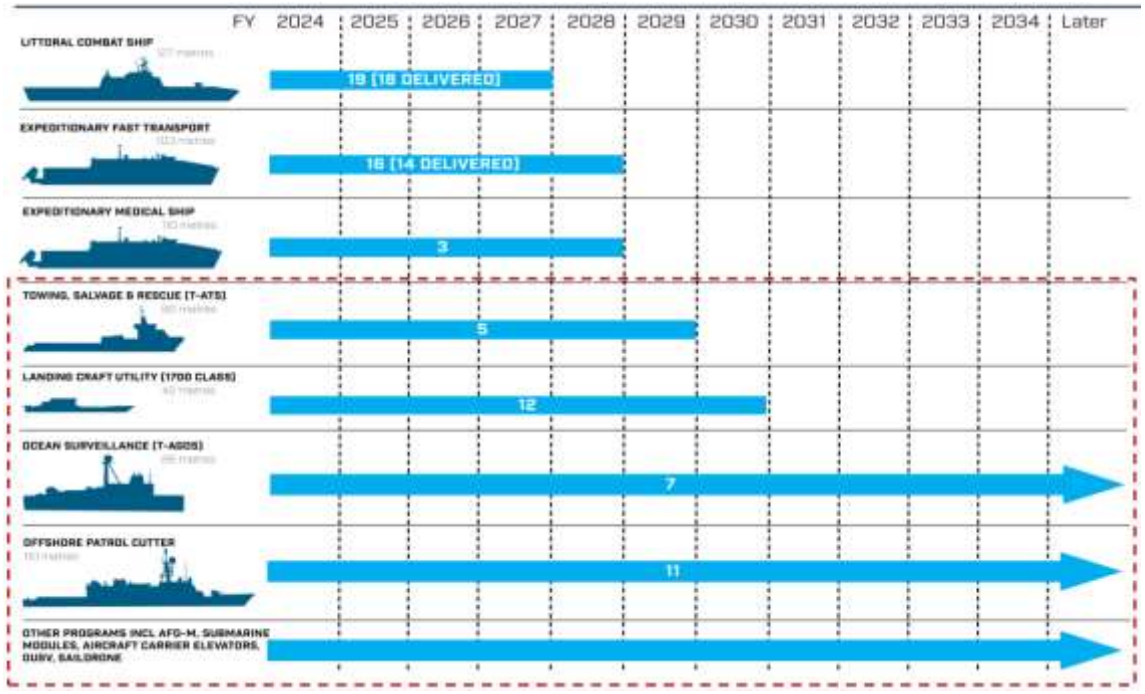
주: Austal이 4/8 SPP(Share Purchase Plan)을 통해 발행한 신주로 인해 총 주식수가 415,916,886주에서 421,180,044주로 변경됨. 이에 따라 HAA No. 1 Pty Ltd.(지분율 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%)의 지분율도 일부 희석됨(9.91%→9.78%)
자료: Austal, 한화투자증권 리서치센터

한화그룹과 오스탈 USA의 시너지 기대

한화오션의 기술력과 오스탈의 미국 시장 접근성을 결합한다면 큰 시너지를 낼 수 있다. 따라서 HAA의 오스탈 최대주주 등극은 오션을 비롯한 한화그룹에게 긍정적인 투자포인트로 작용할 것으로 판단한다. 오스탈은 '25년 3월 FA2(Final Assembly 2) 시설 투자를 목적을 2.2억 호주달러 규모의 유상증자를 단행했다. 동사는 이를 통해 대형 강선(Steel Ship) 건조 능력을 확충하겠다고 밝혔다. 완공 목표 시점은 '27년, 총 투자액은 3억 달러다. 기존 알루미늄 선박 중심의 사업 구조에서 탈피해 강철 군함 건조 역량을 확보하기 위한 조치로 해석한다.

오스탈은 이미 미 해군의 해양감시함(TAGOS-25), 해안경비함(OPC), 예인구조함(TATS) 등 강철 선박을 수주한 성과가 있어, 이번 시설투자로 미국 내 특수선 생산능력을 대폭 강화할 것으로 예상된다. 한화오션은 이미 대형 강철 선박 건조 경쟁력을 갖추고 있으며, 디지털트윈, 자동화/로봇 공정, AI 기반 설계 기술을 FA2에 적용하면 생산 효율성 극대화도 기대할 수 있다. 이에 한화그룹의 오스탈 투자는 양사 모두에게 전략적으로 도움이 될 수 있다고 판단하며, 지분 인수와 관련한 긍정적인 결과를 기대한다.

[그림131] 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

HD현대그룹도 현지 투자 및 해외 방산 사업 협력 강화 기대

HD현대중공업은 오는 12월 출범을 목표로 HD현대미포와 합병을 추진 중이다. 동사는 이번 사업 재편을 통해 방산 사업 해외 협력을 강화할 것이라고 발표한 바 있다. 아울러, 최근에는 HD현대그룹도 MASGA 본격 가동을 앞두고 미국 현지 조선소 인수 협상에 나섰다는 보도가 있었다. 이에 HD현대중공업도 미국 현지 투자를 통한 중장기 사업 기회 확대가 충분히 가능할 것으로 기대한다. 동사는 지난 4월 Huntington Ingalls와 선박 생산성 향상 및 첨단 조선 기술 협력을 위한 MOU를 체결하기도 했다.

HD현대그룹은 현중-미포 합병 추진 계획을 발표하면서 미포의 도크와 안벽을 활용해 해외 함정 사업을 확대하겠다고 밝혔다. HD한국조선해양과 합병법인은 해외 사업을 공동으로 발굴 및 투자하고 매출도 공유할 전망이다. 이에 공동 투자법인으로 싱가포르 법인이 설립될 예정이다(그림132). 싱가포르 법인은 베트남, 필리핀 등에 위치한 동남아 법인을 통합 운영하고 해외 야드 추가 투자의 주체가 될 것으로 예상한다. 필리핀 MRO 사업은 필리핀 야드에서 진행할 것으로 예상하며, 향후 HHIP(필리핀) 야드에서 타국 MRO 사업을 수행할 가능성도 있다고 판단한다.

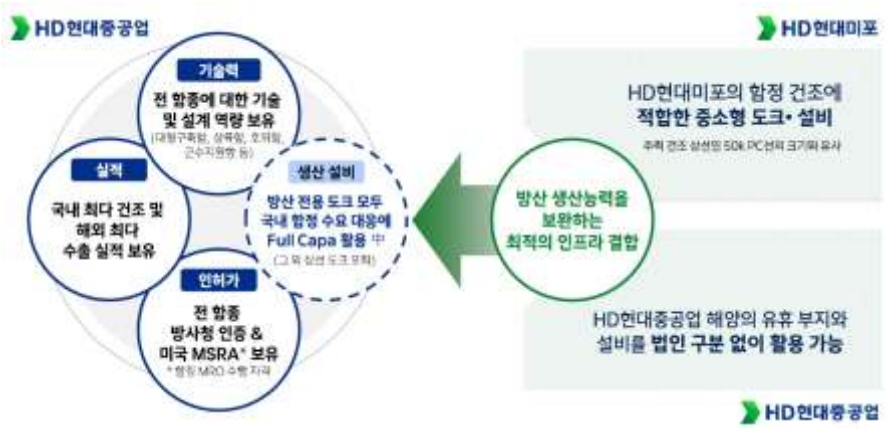
미국 투자를 위해서 향후 미국 법인도 따로 설립될 것으로 전망한다. HD한국조선해양이 컨트롤타워 역할을 하겠지만 생산법인이 필요할 경우 싱가포르 법인처럼 HD현대중공업도 지분에 일부 참여하고 HD현대중공업 인력을 활용할 가능성이 있다고 판단한다. 합병법인은 미포 도크를 Full Capa로 활용하면서 상선 매출을 줄이지 않으면서 특수선 건조 역량을 확보할 것으로 전망한다.

합병 시 미포의 숙련된 한국인 인력을 함께 건조 현장에 투입할 수 있다는 점도 중요하다. 특수선은, 특히 미국 함정 제작 시에는 한국인 인력을 채용해야 할 것이기 때문이다. 합병법인은 특수선 매출을 '25년 1조원에서 '30년 7조원, '35년 10조원으로 증대하겠다고 발표했다. HD현대중공업의 국내 최다 함정 건조 및 수출 실적과 HD현대미포의 중소형 도크(함정 건조에 적합) 및 인력을 활용해 전략상선단 및 미국 함정 MRO 및 건조 사업 기회에 적극 대응할 것으로 기대한다.

[그림132] HD 현대중공업 그룹 사업 재편

자료: HD현대중공업, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] HD 현대중공업-HD 현대미포 합병 시 방산 분야 기대 시너지 효과



자료: HD현대중공업, 한화투자증권 리서치센터

[그림134] HD 현대미포 야드 전경

자료: HD현대미포, 한화투자증권 리서치센터

www.hanwhawm.com
본 페이지는 한경삼 공식 페이지입니다

VIII.

기업분석

1. HD현대중공업 (329180)
2. 한화오션 (042660)
3. 삼성중공업 (010140)

2025년 10월 13일
기업분석

HD현대중공업 (329180)

상선 믹스 개선에 더해지는 특수선 스토리

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

Buy (신규)

목표주가(신규): 650,000원

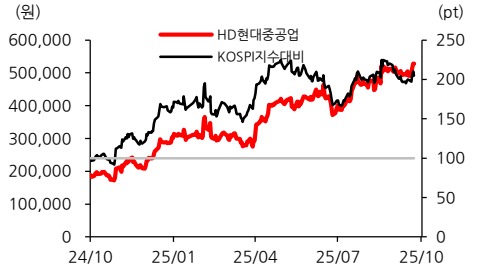
현재 주가(10/10)	515,000원
상승여력	▲26.2%
시가총액	457,182억원
발행주식수	88,773천주
52 주 최고가 / 최저가	528,000 / 171,700원
90 일 일평균 거래대금	1,101.78억원
외국인 지분율	11.3%
주주 구성	
에이치디한국조선해양 (외 1 인)	74.2%
국민연금공단	7.4%
현대중공업우리사주	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.2	28.6	59.0	172.6
상대수익률(KOSPI)	-6.7	15.2	11.3	133.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	14,486	16,440	17,815	20,188
영업이익	705	1,979	2,475	3,239
EBITDA	1,011	2,296	2,805	3,590
지배주주순이익	622	1,249	1,982	2,745
EPS	7,001	14,070	22,330	30,922
순차입금	1,067	-1,398	-2,394	-3,294
PER	41.1	36.6	23.1	16.7
PBR	4.5	6.7	5.4	4.3
EV/EBITDA	26.3	19.3	15.4	11.8
배당수익률	0.7	0.8	0.8	0.9
ROE	11.4	20.0	26.1	28.7

주가 추이



3Q25 Preview: 영업이익 컨센서스 소폭 상회 추정

HD현대중공업의 3Q25 실적은 매출액 4조 1,788억원(YoY +15.8%, 이하 YoY), 영업이익 5,047억원(+144.8%, OPM 12.1%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 추정한다. 외국인 근로자들의 조업 지속으로 3분기 하계 휴가로 인한 조업일수 감소폭이 제한적이었을 것으로 판단하기 때문이다. 아울러, VLAC 매출 비중이 미드싱글 수준까지 증가하는 등 믹스 개선도 지속됐을 것으로 판단한다.

믹스 개선은 계속된다

상선 부문 매출 믹스 개선은 계속될 전망이다. 2분기 LNG선 매출액의 약 50% 비중을 차지한 카타르 1차 물량은 내년 연말 5% 내외까지 비중이 감소할 것으로 예상한다. 카타르 1차(선가 $215M)의 빈자리는 카타르 2차($230M)와 '23년 10월 이후 수주분($265M 이상)이 채워나갈 전망이다. 글로벌 LNG 생산 프로젝트로 인해 LNG선은 '29년 인도분부터 수요가 많은 상황으로 파악된다. 다만, '28년 하반기 납기 슬롯이 비어있다 보니 조선소가 선가를 낮춰 제시하는 과정에서 선가 하락 트렌드가 발생했다고 해석한다. 연말부터 '29년 슬롯 발주가 개시되면서 선가도 함께 회복할 수 있을 것으로 판단한다.

미국 특수선 모멘텀도 누릴 차례

현재 추진 중인 HD현대미포와의 합병 이후에는 미국 전략상선단 및 함정 MRO/건조 사업 기회에 적극 대응할 것으로 기대한다. 미포 도크 4개 중 2개를 방산용으로 전환해 특수선 연 생산 Capa는 기존 3척에서 11척으로 늘어날 것으로 예상한다. 동사의 방산 라이선스를 기반으로 미포의 숙련된 한국인 인력이 건조 현장에 투입될 수 있다는 점도 긍정적이다. 향후 미국 법인 설립 시 HD한국조선해양이 컨트롤타워 역할을 하겠지만 생산법인이 필요할 경우 싱가포르 법인처럼 동사가 지분에 일부 참여할 가능성도 높다고 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 650,000원으로 커버리지 개시

HD현대중공업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 650,000원으로 커버리지를 개시한다. 상선 믹스 개선에 더해지는 합병 후 특수선 스토리에 주목하며 업종 내 차선호주로 제시한다.

투자의견 Buy, 목표주가 650,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy
목표주가 650,000원

HD현대중공업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 650,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 EPS 30,922원에 Target P/E 21배를 적용해 산출했다. '27년 EPS를 적용한 이유는 현재 3년치의 수주잔고를 쌓아놓은 상황에서 '27년까지 믹스 개선으로 인한 수익성 개선이 뚜렷하게 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 2분기 기준 동사의 수주 연도별 매출 비중은 '22년 65%, '23년 31%, '24년 2% 수준으로, 아직 '23년 이후의 고선가 매출이 충분히 반영되기 전이다. Target P/E는 국내 조선 3사의 과거 호황기 '07년도 평균 PER을 10% 할인해 설정했다.

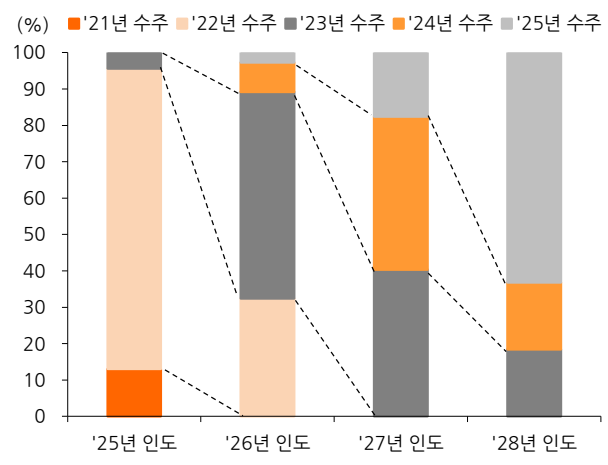
동사의 투자포인트는 1) 상선 부문 믹스 개선 지속, 2) 합병 이후 미국 특수선 모멘텀 본격화 기대, 3) 연말 이후 고수익성 LNG선 및 컨테이너선 수주 재개 전망으로 제시한다. 특수선 부문에서는 미국 외에도 캐나다 잠수함, 필리핀 호위함, 사우디 호위함, 페루 수상함 및 잠수함 등 다양한 해외 방산 사업 파이프라인이 존재한다. 캐나다 잠수함 사업(12척 약 28조원; MRO 포함 최대 60조원 규모) 및 미국 함정 건조 사업 등은 수주 시 특수선 사업부 실적 추정치에 큰 업사이드 요인으로 작용할 수 있다. 상선 믹스 개선에 더해지는 합병 후 특수선 스토리에 주목하며 업종 내 차선호주로 제시한다.

[표12] HD 현대중공업 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	30,922	'27년 기준
Target P/E(배)	21	국내 조선 3사의 '07년 P/E 평균 10% 할인
목표 주가(원)	650,000	
현재 주가(원)	515,000	25.10.10 종가 기준
상승여력(%)	▲26.2	

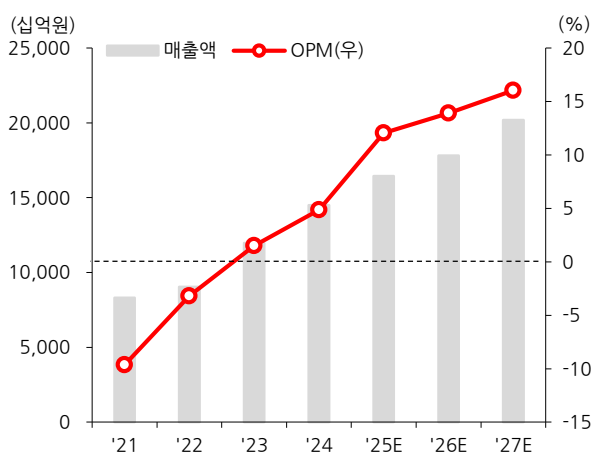
주: 국내 조선 3사는 HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림135] HD 현대중공업 인도 연도별 수주시점 비율



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림136] HD 현대중공업 실적 추이 및 전망



자료: HD현대중공업, 한화투자증권 리서치센터

실적 추정

HD현대중공업의 '25년 연간 실적은 매출액 16조 4,403억원(YoY +13.5%, 이하 YoY), 영업이익 1조 9,791억원(+180.6%, OPM 12.0%)으로 전망한다. '23년~'24년 수주분이 매출 인식됨에 따라 조선 부문 영업이익률은 '25년 12.6%에서 '27년 16.6%까지 개선될 것으로 전망한다. 동사가 '26년에 인도하는 선박은 척수 기준 '22년 수주분이 약 30%, '23년 수주분이 약 55%를 차지한다. 반면, '27년에 인도하는 선박은 '23년 수주분이 약 40%, '24년 수주분이 약 42%다. '28년에 인도하는 선박은 '23년 수주분이 20% 이하로 줄어들고 나머지는 '24년 이후 수주분이 차지하게 된다.

3Q25 실적은 매출액 4조 1,788억원(+15.8%), 영업이익 5,047억원(+144.8%, OPM 12.1%)을 기록한 것으로 추정한다. 외국인 근로자들의 조업 지속으로 3분기 하계 휴가로 인한 조업일수 감소폭이 제한적이었을 것으로 판단한다. 해양 부문은 하반기부터 카타르 Ruya 프로젝트 매출이 본격 반영되면서 점차 매출 비중을 늘려나갈 것으로 판단한다. 이는 전사 영업이익률 희석 요인으로 작용할 수 있으나 10% 미만의 매출 비중을 감안하면 그 영향은 제한적일 것이다.

[표13] HD 현대중공업 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,988**	**3,884**	**3,609**	**4,006**	**3,823**	**4,147**	**4,179**	**4,292**	**14,486**	**16,440**	**17,815**	**20,188**
조선	2,155	2,839	2,605	3,023	2,743	2,850	2,846	2,939	10,623	11,378	12,435	14,224
해양플랜트	112	158	176	203	159	246	256	308	649	969	1,122	1,367
엔진기계	703	865	810	757	901	1,029	1,057	1,024	3,134	4,011	4,177	4,519
기타	18	21	18	23	19	23	20	21	80	83	81	78
영업이익	**21**	**196**	**206**	**282**	**434**	**471**	**505**	**569**	**705**	**1,979**	**2,475**	**3,239**
영업이익률	0.7	5.0	5.7	7.0	11.3	11.4	12.1	13.3	4.9	12.0	13.9	16.0
조선	80	201	165	257	355	337	352	394	703	1,438	1,814	2,364
영업이익률	3.7	7.1	6.3	8.5	13.0	11.8	12.4	13.4	6.6	12.6	14.6	16.6
해양플랜트	-78	-27	0	4	8	37	25	31	-100	101	103	120
영업이익률	-69.0	-17.0	0.3	2.0	5.3	15.0	9.7	9.9	-15.4	10.4	9.2	8.8
엔진기계	76	91	99	93	142	184	189	206	359	721	807	978
영업이익률	10.8	10.5	12.2	12.3	15.7	17.9	17.9	20.1	11.5	18.0	19.3	21.6
기타	-57	-69	-58	-72	-72	-87	-61	-61	-256	-281	-250	-223
YoY 성장률												
매출액	**13.5**	**26.7**	**26.5**	**17.4**	**27.9**	**6.8**	**15.8**	**7.1**	**21.1**	**13.5**	**8.4**	**13.3**
조선	22.0	44.2	38.1	32.6	27.3	0.4	9.2	-2.8	34.4	7.1	9.3	14.4
해양플랜트	-75.6	-43.2	-30.8	-26.7	41.4	55.3	45.8	52.0	-48.9	49.3	15.8	21.8
엔진기계	80.9	8.7	16.7	-9.0	28.2	18.9	30.5	35.3	15.7	28.0	4.1	8.2
영업이익	흑전	185.4	1,497.1	103.5	1,939.8	141.0	144.8	101.7	294.8	180.6	25.1	30.9

자료: HD현대중공업, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	11,964	14,486	16,440	17,815	20,188
매출총이익	655	1,494	3,085	3,495	4,458
영업이익	179	705	1,979	2,475	3,239
EBITDA	457	1,011	2,296	2,805	3,590
순이자손익	-83	-96	4	34	55
외화관련손익	10	413	-70	281	352
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	34	798	1,656	2,358	3,181
당기순이익	25	622	1,249	1,982	2,745
지배주주순이익	25	622	1,249	1,982	2,745
증가율(%)					
매출액	n/a	21.1	13.5	8.4	13.3
영업이익	n/a	294.8	180.6	25.1	30.9
EBITDA	n/a	121.4	127.1	22.1	28.0
순이익	n/a	2,417.3	101.0	58.7	38.5
이익률(%)					
매출총이익률	5.5	10.3	18.8	19.6	22.1
영업이익률	1.5	4.9	12.0	13.9	16.0
EBITDA 이익률	3.8	7.0	14.0	15.7	17.8
세전이익률	0.3	5.5	10.1	13.2	15.8
순이익률	0.2	4.3	7.6	11.1	13.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,800	10,403	11,329	13,169	15,024
현금성자산	1,363	2,213	2,985	3,982	4,883
매출채권	1,384	1,659	2,134	2,882	3,533
재고자산	1,310	1,511	1,460	1,549	1,847
비유동자산	8,334	8,988	8,535	8,783	9,141
투자자산	1,773	2,250	1,366	1,421	1,478
유형자산	6,452	6,610	7,033	7,215	7,499
무형자산	108	128	137	147	164
자산총계	17,134	19,391	19,864	21,952	24,165
유동부채	9,945	11,796	12,074	12,546	12,418
매입채무	2,025	2,311	1,761	2,224	2,082
유동성이자부채	1,928	1,514	714	714	714
비유동부채	1,981	1,890	1,002	1,003	1,003
비유동이자부채	1,884	1,766	874	875	875
부채총계	11,926	13,686	13,076	13,549	13,420
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,204	3,819	6,160
자본조정	868	850	1,018	1,018	1,018
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,788	8,403	10,744

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	169	2,884	2,463	1,941	2,013
당기순이익	25	622	1,249	1,982	2,745
자산상각비	278	306	317	330	351
운전자본증감	-77	2,114	507	-370	-1,084
매출채권 감소(증가)	-228	-156	-498	-749	-651
재고자산 감소(증가)	67	-201	51	-89	-298
매입채무 증가(감소)	371	223	-695	463	-142
투자현금흐름	-478	-499	-877	-578	-709
유형자산처분(취득)	-469	-452	-491	-494	-616
무형자산 감소(증가)	-36	-33	-22	-29	-36
투자자산 감소(증가)	30	0	-350	0	0
재무현금흐름	503	-2,049	-634	-366	-404
차입금의 증가(감소)	-14	-14	-7	1	0
자본의 증가(감소)	0	0	-334	-367	-404
배당금의 지급	0	0	-334	-367	-404
총현금흐름	317	829	1,960	2,312	3,096
(-)운전자본증가(감소)	-107	-1,512	-925	370	1,084
(-)설비투자	478	463	493	494	616
(+)자산매각	-26	-21	-20	-29	-36
Free Cash Flow	-80	1,857	2,371	1,419	1,361
(-)기타투자	188	-587	431	55	57
잉여현금	-268	2,444	1,940	1,364	1,304
NOPLAT	128	549	1,493	2,080	2,795
(+) Dep	278	306	317	330	351
(-)운전자본투자	-107	-1,512	-925	370	1,084
(-)Capex	478	463	493	494	616
OpFCF	35	1,904	2,241	1,545	1,447

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	278	7,001	14,070	22,330	30,922
BPS	58,660	64,259	76,468	94,661	121,032
DPS	0	2,090	3,970	4,370	4,800
CFPS	3,569	9,342	22,076	26,043	34,881
ROA(%)	0.1	3.4	6.4	9.5	11.9
ROE(%)	0.5	11.4	20.0	26.1	28.7
ROIC(%)	1.7	7.6	24.6	36.6	41.6
Multiples(x,%)					
PER	463.9	41.1	36.6	23.1	16.7
PBR	2.2	4.5	6.7	5.4	4.3
PSR	1.0	1.8	2.8	2.6	2.3
PCR	36.1	30.8	23.3	19.8	14.8
EV/EBITDA	30.4	26.3	19.3	15.4	11.8
배당수익률	n/a	0.7	0.8	0.8	0.9
안정성(%)					
부채비율	229.0	239.9	192.6	161.2	124.9
Net debt/Equity	47.0	18.7	-20.6	-28.5	-30.7
Net debt/EBITDA	536.2	105.5	-60.9	-85.4	-91.8
유동비율	88.5	88.2	93.8	105.0	121.0
이자보상배율(배)	1.4	4.7	29.5	94.4	121.9
자산구조(%)					
투하자본	70.9	60.2	55.3	52.6	53.9
현금+투자자산	29.1	39.8	44.7	47.4	46.1
자본구조(%)					
차입금	42.3	36.5	19.0	15.9	12.9
자기자본	57.7	63.5	81.0	84.1	87.1

주: IFRS 연결 기준

2025년 10월 13일
기업분석

한화오션 (042660)

미국 현지 투자가 빛을 볼 시간

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

Buy (신규)

목표주가(신규): 143,000원

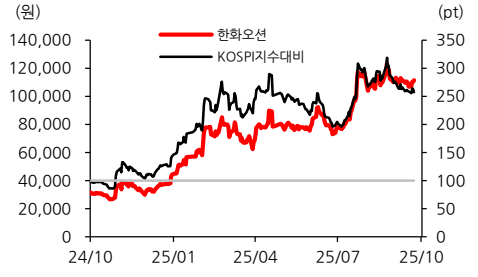
현재 주가(10/10)	109,300원
상승여력	▲30.8%
시가총액	334,910억원
발행주식수	306,413천주
52 주 최고가 / 최저가	123,200 / 26,750원
90 일 일평균 거래대금	3,344.91억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 2 인)	57.3%
국민연금공단	5.8%
한화오션우리사주	4.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.3	39.8	49.5	244.8
상대수익률(KOSPI)	-10.2	26.3	1.9	205.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	10,776	13,361	13,543	15,173
영업이익	238	1,406	1,604	2,245
EBITDA	418	1,632	1,841	2,491
지배주주순이익	528	915	1,301	1,891
EPS	1,724	2,985	4,245	6,172
순차입금	4,845	3,617	2,623	930
PER	21.7	36.6	25.7	17.7
PBR	2.4	5.8	4.7	3.7
EV/EBITDA	39.0	22.7	19.6	13.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	11.5	17.2	20.3	23.6

주가 추이



3Q25 Preview: 영업이익 컨센서스 소폭 하회 추정

한화오션의 3Q25 실적은 매출액 3조 2,402억원(YoY +19.9%, 이하 YoY), 영업이익 3,299억원(+1,189.6%, OPM 10.2%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 추정한다. 임단협 타결금 약 300억원이 일회성 비용으로 반영된 것으로 가정했기 때문이다. 조업일수가 전 분기 대비 7일 감소했으나 LNG선 매출 비중이 2분기 60% 초반대비 7~8%p 늘면서 이를 상쇄한 것으로 추정한다. 또한, 9월 초 해양플랜트 현장 사고와 관련한 비용 반영 여부가 변수로 작용할 전망이다.

상선 부문의 가파른 수익성 개선

상선 부문 영업이익률은 올해 연간 12%를 달성할 것으로 전망한다. 2분기에는 '22년 수주분이 약 80%의 매출 비중을 차지했으나 연말에는 40% 이하로 감소할 것으로 추정한다. 내년에는 '22년 수주분 매출 비중은 10% 이하로 떨어지고, '23년~'25년 수주분의 비중이 각각 15%, 40%, 30% 내외를 기록하면서 고가 물량 비중이 증가할 것으로 예상한다. 연말부터 LNG선의 '29~'30년 인도 슬롯 발주가 재개될 것으로 기대하며, '28년 인도 슬롯에 여유(현재 '28년 인도 예정 LNG선 6척 기수주)가 있는 동사의 경우 단납기 물량도 기대해 볼 수 있다.

미국 현지 투자가 빛을 볼 시간

필리조선소를 인수한 한화그룹의 전략이 빛을 볼 시간이다. 지난 8월 한화그룹은 MASGA 투자펀드 1,500억 달러를 주요 재원으로 필리에 50억 달러를 투자하겠다고 밝혔으며, 선박 건조 능력은 연 1.5척에서 20척까지 확대될 것으로 전망된다. 오션 입장에서는 한화해운과 필리조선소를 미국 진출에 다방면으로 활용할 수 있다는 점이 긍정적이다. 3분기 한화해운은 필리에 LNG선 2척을 발주했는데, 필리가 건조 역량을 확보하는 동안 대부분은 오션 거제사업장에서 건조될 것으로 예상한다. 연내 2건 이상의 미 함정 MRO 사업 추가 수주도 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 143,000원으로 커버리지 개시

한화오션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 143,000원으로 커버리지를 개시한다. 선제 현지 투자를 통해 미국 진출 기반을 다진 동사의 마스가 관련 업사이드 포텐셜에 주목하며 업종 내 최선호주로 제시한다.

투자의견 Buy, 목표주가 143,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy
목표주가 143,000원

한화오션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 143,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 EPS 6,172원에 Target P/E 23배를 적용해 산출했다. '27년 EPS를 적용한 이유는 기수주 물량을 바탕으로 '27년까지 믹스 개선으로 인한 수익성 개선이 뚜렷하게 나타날 것으로 예상되는 가운데, '27년부터 필리 등을 활용한 미국 사업이 실적으로 본격 가시화될 것으로 판단하기 때문이다. Target P/E는 국내 조선 3사의 과거 호황기 '07년도 평균 PER을 적용했다. 향후 한미 조선업 협력 관련 수혜 강도가 가장 높을 것으로 판단해 Peer와는 다르게 Target P/E 산정 시 할인율은 따로 적용하지 않았다.

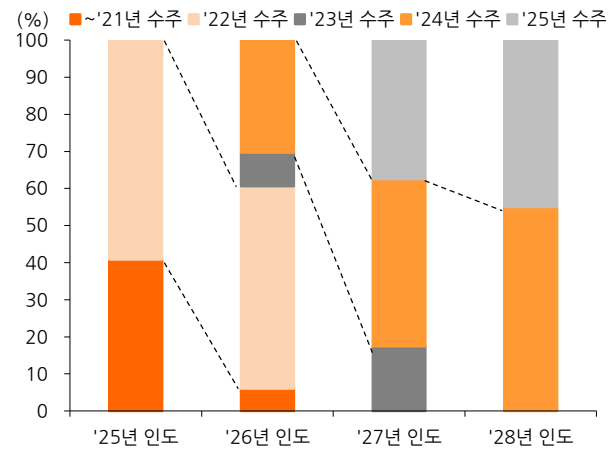
동사의 투자포인트는 1) 상선 부문 믹스 개선 지속, 2) 필리 등을 활용한 미국 시장 진출 가속화, 3) 연말 이후 LNG선 수주 재개 전망으로 제시한다. 미국 함정 시장 진출의 중장기 우월 전략은 선제적인 현지 투자라고 판단하며, FCL 획득을 통한 전투함 MRO 및 건조 사업 영위를 위해서도 현지조선소 확보가 유리할 것으로 예상한다. 동사는 지난 4월 약 6,000억원을 투자해 부유식 도크 1기(480m x 97m; '27년 3월 말까지)와 6,500톤급 초대형 해상 크레인('27년 11월 말까지) 도입 계획을 발표하기도 했다. 이에 국내 사업장 생산성 개선을 통해 향후 미 해군 함정 블록 건조 등의 사업을 영위하게 되더라도 충분히 대응할 수 있을 것으로 판단한다. 가파른 상선 부문 수익성 개선과 더불어 마스가 관련 업사이드 포텐셜에 주목하며 동사를 업종 내 최선호주로 제시한다.

[표14] 한화오션 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	6,172	'27년 기준
Target P/E(배)	23	국내 조선 3사의 '07년 P/E 평균
목표 주가(원)	143,000	
현재 주가(원)	109,300	25.10.10 종가 기준
상승여력(%)	▲30.8	

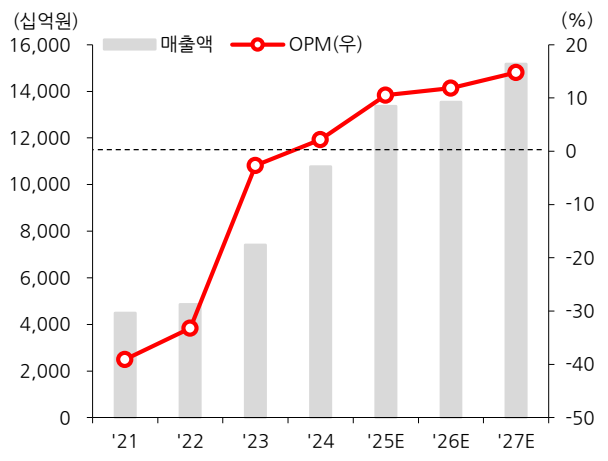
주: 국내 조선 3사는 HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림137] 한화오션 인도 연도별 수주시점 비율



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림138] 한화오션 실적 추이 및 전망



자료: 한화오션, 한화투자증권 리서치센터

실적 추정

한화오션의 '25년 연간 실적은 매출액 13조 3,614억원(YoY +24.0%, 이하 YoY), 영업이익 1조 4,064억원(+491.2%, OPM 10.5%)으로 전망한다. 상선 부문 영업이익률은 지난 3개 분기 동안 가파르게 상승했으며(4.7%→9.1%→13.4%), 올해 연간으로는 12%를 달성할 것으로 전망한다. 내년에는 '22년 수주분 매출 비중은 10% 이하로 떨어지고, '23년~'25년 수주분의 비중이 각각 15%, 40%, 30% 내외를 기록하면서 고가 물량 비중이 증가할 것으로 예상한다. 고가 물량 비중 증가로 상선 영업이익률은 '26년 13.1%, '27년 16.2%를 달성할 것으로 전망한다.

3Q25 실적은 매출액 3조 2,402억원(+19.9%), 영업이익 3,299억원(+1,189.6%, OPM 10.2%)으로 추정한다. 임단협 타결금 약 300억원이 일회성 비용으로 반영된 것으로 가정했다. 조업일수가 전 분기 대비 7일 감소했으나 LNG선 매출 비중이 2분기 60% 초반 대비 7~8%p 늘면서 이를 상쇄한 것으로 추정한다. 동사의 환 헤지 전략은 여전히 유동적으로 가져가고 있는 것으로 파악되며, 최근의 환율 상승은 동사에게 우호적인 환경이라고 판단한다.

[표15] 한화오션 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,284**	**2,536**	**2,703**	**3,253**	**3,143**	**3,294**	**3,240**	**3,684**	**10,776**	**13,361**	**13,543**	**15,173**
상선	1,944	2,112	2,171	2,455	2,569	2,807	2,646	3,027	8,682	11,049	10,798	11,938
특수선	142	329	196	386	303	237	298	323	1,053	1,162	1,354	1,670
해양	277	199	292	322	232	288	280	272	1,091	1,072	1,237	1,325
E&I(플랜트, 풍력)	0	0	143	194	152	172	145	197	337	666	725	791
기타(연결조정 등)	-80	-104	-99	-104	-113	-209	-129	-136	-386	-586	-571	-551
영업이익	**53**	**-10**	**26**	**169**	**259**	**372**	**330**	**446**	**238**	**1,406**	**1,604**	**2,245**
영업이익률	2.3	-0.4	0.9	5.2	8.2	11.3	10.2	12.1	2.2	10.5	11.8	14.8
상선	18	-43	37	115	233	377	301	410	126	1,321	1,415	1,930
영업이익률	0.9	-2.1	1.7	4.7	9.1	13.4	11.4	13.5	1.5	12.0	13.1	16.2
특수선	6	73	14	33	41	18	26	33	126	119	141	221
영업이익률	4.0	22.3	7.0	8.6	13.6	7.7	8.8	10.2	12.0	10.2	10.4	13.2
해양	18	-48	-35	73	2	0	1	5	8	8	48	66
영업이익률	6.6	-23.9	-12.0	22.6	0.9	0.1	0.3	1.7	0.8	0.8	3.9	4.9
E&I(플랜트, 풍력)			3	-8	-20	-7	4	3	-5	-20	28	53
영업이익률			1.9	-4.0	-13.2	-4.1	2.6	1.4	-1.5	-3.1	3.9	6.7
기타(연결조정 등)	11	8	8	-43	2	-17	-2	-4	-17	-21	-29	-24
YoY 성장률												
매출액	**58.6**	**39.3**	**41.0**	**45.8**	**37.6**	**29.9**	**19.9**	**13.2**	**45.5**	**24.0**	**1.4**	**12.0**
상선	69.8	53.6	43.8	37.2	32.1	32.9	21.9	23.3	49.2	27.3	-2.3	10.6
특수선	10.4	35.4	-13.4	35.2	113.4	-28.0	52.0	-16.2	19.2	10.3	16.6	23.3
해양	40.7	-16.7	5.8	21.8	-16.4	44.8	-4.3	-15.6	11.6	-1.8	15.4	7.2
E&I(플랜트, 풍력)							1.5	1.6		97.6	8.9	9.1
영업이익	**흑전**	**적지**	**-65.5**	**흑전**	**388.5**	**흑전**	**1,189.6**	**164.0**	**흑전**	**491.2**	**14.0**	**40.0**

자료: 한화오션, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,408	10,776	13,361	13,543	15,173
매출총이익	99	684	2,297	2,296	3,106
영업이익	-196	238	1,406	1,604	2,245
EBITDA	-50	418	1,632	1,841	2,491
순이자손익	-41	-108	-158	-138	-106
외화관련손익	16	134	-27	325	367
지분법손익	-90	44	-12	3	20
세전계속사업손익	-116	181	1,026	1,584	2,204
당기순이익	160	528	915	1,301	1,892
지배주주순이익	160	528	915	1,301	1,891
증가율(%)					
매출액	-52.0	45.5	24.0	1.4	12.0
영업이익	적지	흑전	491.2	14.0	40.0
EBITDA	적지	흑전	290.8	12.8	35.3
순이익	흑전	230.0	73.2	42.2	45.4
이익률(%)					
매출총이익률	1.3	6.3	17.2	17.0	20.5
영업이익률	-2.7	2.2	10.5	11.8	14.8
EBITDA 이익률	-0.7	3.9	12.2	13.6	16.4
세전이익률	-1.6	1.7	7.7	11.7	14.5
순이익률	2.2	4.9	6.8	9.6	12.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,218	11,246	12,198	13,535	15,434
현금성자산	2,156	950	1,670	2,688	4,388
매출채권	332	892	777	842	879
재고자산	2,891	2,780	2,704	2,958	3,109
비유동자산	4,727	6,598	6,828	6,929	7,093
투자자산	661	1,555	1,580	1,618	1,656
유형자산	4,062	4,648	4,868	4,927	5,046
무형자산	4	394	379	384	391
자산총계	13,945	17,844	19,025	20,464	22,527
유동부채	7,459	10,347	10,596	10,714	10,883
매입채무	1,498	2,048	2,000	2,113	2,270
유동성이자부채	778	3,616	3,151	3,155	3,159
비유동부채	2,173	2,634	2,652	2,672	2,675
비유동이자부채	1,805	2,180	2,136	2,156	2,159
부채총계	9,633	12,980	13,248	13,386	13,558
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	150	150	150
이익잉여금	-2,868	236	1,136	2,437	4,328
자본조정	2,899	2,966	616	616	616
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	4,312	4,863	5,777	7,078	8,969

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-1,939	-2,905	1,587	1,330	2,083
당기순이익	160	528	915	1,301	1,892
자산상각비	146	180	225	237	246
운전자본증감	-1,195	-3,158	276	-206	-34
매출채권 감소(증가)	25	-291	156	-65	-37
재고자산 감소(증가)	-803	-340	-4	-254	-152
매입채무 증가(감소)	260	210	295	113	157
투자현금흐름	197	-1,110	-410	-336	-390
유형자산처분(취득)	-130	-372	-294	-293	-361
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-7	-8	-10
투자자산 감소(증가)	341	-174	36	0	0
재무현금흐름	2,885	2,803	-171	24	7
차입금의 증가(감소)	-581	2,826	-407	24	7
자본의 증가(감소)	3,497	0	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-662	354	1,380	1,536	2,117
(-)운전자본증가(감소)	1,653	3,184	-482	206	34
(-)설비투자	131	374	295	293	361
(+)자산매각	-2	-4	-5	-8	-10
Free Cash Flow	-2,448	-3,207	1,562	1,029	1,712
(-)기타투자	-446	532	351	35	19
잉여현금	-2,002	-3,739	1,211	994	1,693
NOPLAT	-142	172	1,254	1,317	1,928
(+) Dep	146	180	225	237	246
(-)운전자본투자	1,653	3,184	-482	206	34
(-)Capex	131	374	295	293	361
OpFCF	-1,781	-3,206	1,666	1,056	1,778

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	522	1,724	2,985	4,245	6,172
BPS	14,060	15,857	18,838	23,084	29,256
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-2,161	1,155	4,504	5,011	6,909
ROA(%)	1.2	3.3	5.0	6.6	8.8
ROE(%)	6.3	11.5	17.2	20.3	23.6
ROIC(%)	-3.9	2.5	14.0	14.8	21.1
Multiples(x,%)					
PER	48.1	21.7	36.6	25.7	17.7
PBR	1.8	2.4	5.8	4.7	3.7
PSR	1.0	1.1	2.5	2.5	2.2
PCR	-11.6	32.3	24.3	21.8	15.8
EV/EBITDA	-160.7	39.0	22.7	19.6	13.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	223.4	266.9	229.3	189.1	151.2
Net debt/Equity	9.9	99.6	62.6	37.1	10.4
Net debt/EBITDA	-845.8	1,160.4	221.7	142.5	37.3
유동비율	123.6	108.7	115.1	126.3	141.8
이자보상배율(배)	n/a	1.4	6.6	8.3	11.3
자산구조(%)					
투하자본	62.5	78.5	72.9	67.7	60.4
현금+투자자산	37.5	21.5	27.1	32.3	39.6
자본구조(%)					
차입금	37.5	54.4	47.8	42.9	37.2
자기자본	62.5	45.6	52.2	57.1	62.8

주: IFRS 연결 기준

2025년 10월 13일
기업분석

삼성중공업 (010140)

FLNG로 차별화

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

Buy (신규)

목표주가(신규): 28,000원

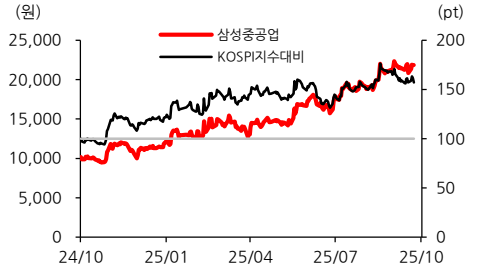
현재 주가(10/10)	22,400원
상승여력	▲25.0%
시가총액	197,120억원
발행주식수	880,000천주
52 주 최고가 / 최저가	22,400 / 9,470원
90 일 일평균 거래대금	1,232.28억원
외국인 지분율	32.0%
주주 구성	
삼성전자 (외 7 인)	20.9%
국민연금공단	8.0%
자사주	3.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.9	25.3	60.6	120.0
상대수익률(KOSPI)	-5.0	11.9	12.9	81.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,903	10,786	12,582	13,922
영업이익	503	769	1,356	1,709
EBITDA	792	1,025	1,594	1,955
지배주주순이익	64	684	990	1,313
EPS	73	801	1,159	1,538
순차입금	3,466	725	-35	-1,087
PER	155.7	28.0	19.3	14.6
PBR	2.6	3.9	3.3	2.7
EV/EBITDA	16.9	19.9	12.3	9.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.8	15.6	18.0	19.8

주가 추이



3Q25 Preview: 영업이익 컨센서스 부합 추정

삼성중공업의 3Q25 실적은 매출액 2조 7,068억원(YoY +16.5%, 이하 YoY), 영업이익 2,103억원(+75.4%, OPM 7.8%)으로 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 동사는 3분기 여름 휴가가 1주로 경쟁사의 약 2주 대비 짧고, 올해는 추석 연휴가 4분기에 있기 때문에 2~4분기 조업일수에 큰 차이가 없다고 가정했다. 컨테이너선 매출 비중은 2분기 약 20%였다고 추정하며, 3분기는 약 18%, 4분기에는 약 15%까지 감소할 것으로 예상한다. 대신 해양(FLNG) 비중이 상승하며 분기별로 믹스 개선이 일어날 전망이다.

FLNG로 차별화

동사의 차별화 포인트는 고수익성(OPM 13% 이상 추정)의 FLNG 해양 프로젝트 매출 비중 증가로 인한 전사 수익성 개선이다. 2분기 해양 매출 비중은 25%로 추정하며, 내년에는 30%까지 상승할 것으로 전망한다. 현재 말레이시아 Z-FLNG(진행률 약 65% 추정), 캐나다 Cedar FLNG(2분기부터 생산 착수)이 매출 인식되고 있다. 모잠비크 FLNG 2호기 Coral Norte는 연내 본계약을 체결하고 내년부터 본격 매출 발생할 것으로 전망한다. 이미 일부 예비 작업은 진행 중(실제 작업은 2월부터)으로 매출도 발생하고 있으며 지난 7월 약 6.5억불 규모의 예비 작업 수주 공시도 있었다. 연말 Delfin FLNG도 수주하게 된다면 내년부터 설계에 돌입할 예정이다. '26년 이후 해양 수주분의 경우 초과 수요에 따라 수익성이 추가로 개선될 수 있을 것으로 기대한다.

나도 미국으로 진출

동사는 지난 8월 미국 특수선 MRO 전문 조선사 Vigor Marine Group과 미 해군 지원함 MRO 등에 관한 MOU를 체결했다. 동사도 지원함 MRO 사업을 기반으로 미국 상선 및 지원함 건조까지 진출을 노릴 것으로 판단한다. 전투함까지는 아니더라도 국내 Peer와의 밸류에이션 격차를 줄여 나갈 수 있는 요인이라고 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시

삼성중공업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 28,000원으로 커버리지를 개시한다. 연말 LNG선 및 FLNG 수주 모멘텀을 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 28,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy
목표주가 28,000원

삼성중공업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 28,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 EPS 1,538원에 Target P/E 18.5배를 적용해 산출했다. '27년 EPS를 적용한 이유는 현재 3년치의 수주잔고를 쌓아놓은 상황에서 '27년까지 믹스 개선으로 인한 수익성 개선이 뚜렷하게 나타날 것으로 예상하기 때문이다. Target P/E는 국내 조선 3사의 과거 호황기 '07년도 평균 PER을 20% 할인해 설정했다. 미국 함정 건조(블록 건조 포함) 모멘텀 부재로 국내 Peer 대비 높은 할인율을 적용했다.

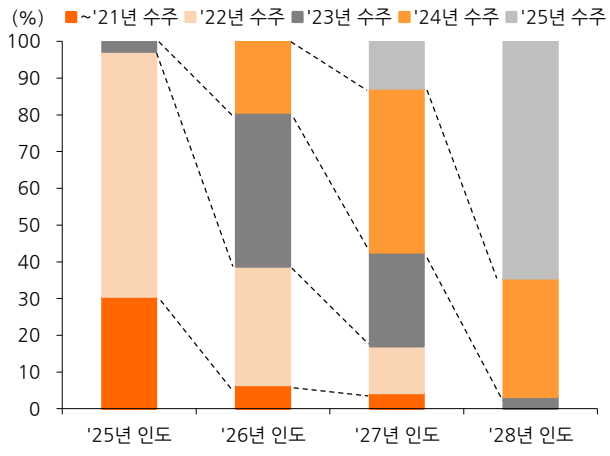
동사의 투자포인트는 1) 상선 부문 믹스 개선 지속, 2) 고수익성 FLNG 매출 비중 증가 및 연내 2기 이상 추가 수주 가능성, 3) 지원함 MRO를 기반으로 한 미국 시장 진출 가시화로 제시한다. 2분기 상선 매출의 약 60%는 ~'22년 수주분에서 발생했으나 연말에는 약 20%까지 감소할 것으로 추정한다. 내년은 '23년~'24년 초 수주분이 매출의 70% 이상 비중을 차지할 것으로 전망한다. 동사도 국내 Peer와 마찬가지로 상선 부문의 고선가 물량 인식 비중이 가파르게 증가하는 구간이다. 아울러, 미국 LNG 프로젝트 수요 증가로 인한 LNG선 발주 재개 등에 힘입어 수주잔고 길이도 3년치 수준을 유지해 나갈 것으로 기대한다. 이에 더해 FLNG 신규 수주 모멘텀이 지속될 것이다.

[표16] 삼성중공업 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	1,538	'27년 기준
Target P/E(배)	18.5	국내 조선 3사의 '07년 P/E 평균
목표 주가(원)	28,000	
현재 주가(원)	22,400	25.10.10 종가 기준
상승여력(%)	▲25.0	

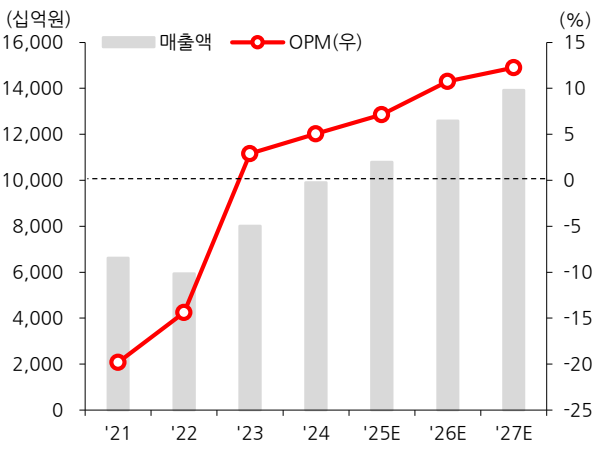
주: 국내 조선 3사는 HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림139] 삼성중공업 인도 연도별 수주시점 비율



자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림140] 삼성중공업 실적 추이 및 전망



자료: 삼성중공업, 한화투자증권 리서치센터

실적 추정

삼성중공업의 '25년 연간 실적은 매출액 10조 7,863억원(YoY +8.9%, 이하 YoY), 영업이익 7,694억원(+53.1%, OPM 7.1%)으로 전망한다. 상선 부문 믹스 개선 및 해양 비중 증가로 전사 영업이익률은 '26년 10.8%, '27년 12.3%까지 개선될 것으로 기대한다. 2분기 해양 매출 비중은 25%로 추정하며, 내년에는 30%까지 상승할 것으로 전망한다.

현재 말레이시아 Z-FLNG(진행률 약 65% 추정), 캐나다 Cedar FLNG(2분기부터 생산 착수; 내년에는 매 분기 10%씩 생산 진행 예상)이 매출 인식되고 있다. 모잠비크 FLNG 2호기 Coral Norte는 연내 본계약을 체결하고 내년부터 본격 매출 발생할 것으로 전망한다. 이미 일부 예비 작업은 진행 중(실제 작업은 2월부터)으로 매출도 발생하고 있으며 지난 7월 약 6.5억불 규모의 예비 작업 수주 공시도 있었다. 연말 Delfin FLNG도 수주하게 된다면 내년부터 설계에 돌입할 예정이다.

FLNG 건조 비중이 증가함에 따라 상선 건조량이 줄더라도 단위 매출액은 FLNG가 크기 때문에 볼륨 자체는 증가할 수 있는 구조다. 국내 사업장 Capa가 꽉 참에 따라 상선 일부는 팍스오션 등 외부 도크를 활용해서 매출을 확보할 것으로 전망한다.

3Q25 실적은 매출액 2조 7,068억원(YoY +16.5%, 이하 YoY), 영업이익 2,103억원(+75.4%, OPM 7.8%)으로 추정한다. 동사는 3분기 여름 휴가가 1주로 경쟁사의 약 2주 대비 짧고, 올해는 추석 연휴가 4분기에 있기 때문에 2~4분기 조업일수에 큰 차이가 없다고 가정했다.

[표17] 삼성중공업 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,348**	**2,532**	**2,323**	**2,700**	**2,494**	**2,683**	**2,707**	**2,902**	**9,903**	**10,786**	**12,582**	**13,922**
조선해양	2,212	2,253	2,264	2,581	2,399	2,651	2,654	2,824	9,310	10,528	12,242	13,555
토건	184	329	109	170	145	90	104	129	792	468	542	563
기타(연결조정 등)	-48	-50	-50	-51	-49	-58	-51	-51	-199	-209	-203	-196
영업이익	**78**	**131**	**120**	**174**	**123**	**205**	**210**	**231**	**503**	**769**	**1,356**	**1,709**
영업이익률	3.3	5.2	5.2	6.5	4.9	7.6	7.8	8.0	5.1	7.1	10.8	12.3
조선해양	83	-75	121	164	117	204	210	225	294	756	1,353	1,699
영업이익률	3.8	-3.3	5.4	6.4	4.9	7.7	7.9	8.0	3.2	7.2	11.1	12.5
토건	3.3	214	8	21	17	10	9	14	246	50	36	39
영업이익률	1.8	65.1	7.1	12.6	11.7	10.7	9.0	10.9	31.1	10.7	6.6	6.9
기타(연결조정 등)	-9	-8	-9	-11	-11	-8	-9	-8	-37	-36	-33	-29
YoY 성장률												
매출액	**46.3**	**30.1**	**14.7**	**11.0**	**6.2**	**6.0**	**16.5**	**7.5**	**23.6**	**8.9**	**16.6**	**10.6**
조선해양	52.3	24.1	17.4	15.3	8.4	17.7	17.2	9.4	25.2	13.1	16.3	10.7
토건	-3.7	89.3	-34.1	-27.9	-21.4	-72.6	-4.5	-24.2	3.4	-40.9	16.0	3.8
영업이익	**298.2**	**121.9**	**58.0**	**120.6**	**58.1**	**56.7**	**75.4**	**32.7**	**115.4**	**53.1**	**76.3**	**26.0**

자료: 삼성중공업, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,009	9,903	10,786	12,582	13,922
매출총이익	645	921	1,522	2,021	2,530
영업이익	233	503	769	1,356	1,709
EBITDA	474	792	1,025	1,594	1,955
순이자손익	-146	-192	-118	-89	-86
외화관련손익	37	109	-202	-89	-103
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-296	-316	727	1,091	1,515
당기순이익	-156	54	677	981	1,302
지배주주순이익	-148	64	684	990	1,313
증가율(%)					
매출액	-17.6	23.6	8.9	16.6	10.6
영업이익	흑전	115.4	53.1	76.3	26.0
EBITDA	흑전	67.1	29.4	55.5	22.7
순이익	적지	흑전	1,156.8	44.9	32.7
이익률(%)					
매출총이익률	8.1	9.3	14.1	16.1	18.2
영업이익률	2.9	5.1	7.1	10.8	12.3
EBITDA 이익률	5.9	8.0	9.5	12.7	14.0
세전이익률	-3.7	-3.2	6.7	8.7	10.9
순이익률	-1.9	0.5	6.3	7.8	9.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,245	9,370	7,705	8,267	9,314
현금성자산	2,129	3,058	2,567	2,990	3,921
매출채권	545	1,186	517	604	687
재고자산	1,729	452	445	490	518
비유동자산	6,348	7,825	6,981	7,116	7,315
투자자산	1,112	2,681	1,852	1,923	1,997
유형자산	5,209	5,116	5,096	5,155	5,274
무형자산	27	28	33	38	45
자산총계	15,593	17,195	14,686	15,383	16,629
유동부채	11,232	12,029	8,920	8,622	8,554
매입채무	1,147	946	903	938	985
유동성이자부채	3,786	5,212	2,534	2,191	2,069
비유동부채	952	1,416	808	815	815
비유동이자부채	849	1,312	758	765	765
부채총계	12,184	13,445	9,729	9,437	9,369
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,452	-462	851
자본조정	232	554	1,078	1,078	1,078
자기주식	-970	-970	-970	-970	-970
자본총계	3,409	3,749	4,957	5,947	7,260

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-516	655	873	1,132	1,497
당기순이익	-156	54	677	981	1,302
자산상각비	241	289	255	237	246
운전자본증감	-716	118	4	-94	-62
매출채권 감소(증가)	235	-619	653	-87	-83
재고자산 감소(증가)	43	1,384	7	-45	-28
매입채무 증가(감소)	125	-625	-18	35	47
투자현금흐름	-195	311	-308	-372	-445
유형자산처분(취득)	-152	210	-227	-293	-361
무형자산 감소(증가)	0	0	-3	-8	-10
투자자산 감소(증가)	-71	109	-38	0	0
재무현금흐름	376	-599	-147	-336	-121
차입금의 증가(감소)	425	-488	-1,117	-336	-121
자본의 증가(감소)	0	0	970	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	343	771	943	1,227	1,559
(-)운전자본증가(감소)	382	-175	-744	94	62
(-)설비투자	153	173	246	293	361
(+)자산매각	2	384	16	-8	-10
Free Cash Flow	-191	1,156	1,457	831	1,126
(-)기타투자	306	66	780	71	74
잉여현금	-497	1,090	677	760	1,052
NOPLAT	169	364	717	1,220	1,469
(+) Dep	241	289	255	237	246
(-)운전자본투자	382	-175	-744	94	62
(-)Capex	153	173	246	293	361
OpFCF	-126	655	1,470	1,069	1,292

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-168	73	801	1,159	1,538
BPS	3,908	4,311	5,684	6,808	8,300
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	390	876	1,071	1,394	1,772
ROA(%)	-1.0	0.4	4.3	6.6	8.2
ROE(%)	-4.2	1.8	15.6	18.0	19.8
ROIC(%)	3.1	5.6	11.3	21.4	24.7
Multiples(x,%)					
PER	-46.0	155.7	28.0	19.3	14.6
PBR	2.0	2.6	3.9	3.3	2.7
PSR	0.9	1.0	1.8	1.6	1.4
PCR	19.9	12.9	20.9	16.1	12.6
EV/EBITDA	19.7	16.9	19.9	12.3	9.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	357.4	358.6	196.3	158.7	129.1
Net debt/Equity	73.5	92.4	14.6	-0.6	-15.0
Net debt/EBITDA	528.6	437.7	70.8	-2.2	-55.6
유동비율	82.3	77.9	86.4	95.9	108.9
이자보상배율(배)	1.3	2.4	5.9	14.0	17.6
자산구조(%)					
투하자본	64.3	55.4	55.8	54.2	50.6
현금+투자자산	35.7	44.6	44.2	45.8	49.4
자본구조(%)					
차입금	57.6	63.5	39.9	33.2	28.1
자기자본	42.4	36.5	60.1	66.8	71.9

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 10 월 10 일)

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 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
한화오션은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

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.

[HD현대중공업 주가와 목표주가 추이]

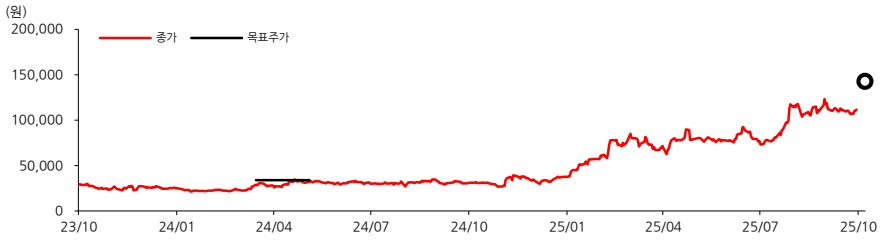
[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.10.17	2023.11.28	2024.01.09	2024.02.14	2024.03.18	2024.04.26
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2025.10.10	2025.10.10				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	배성조	650,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.10.10	Buy	650,000		

[한화오션 주가와 목표주가 추이]



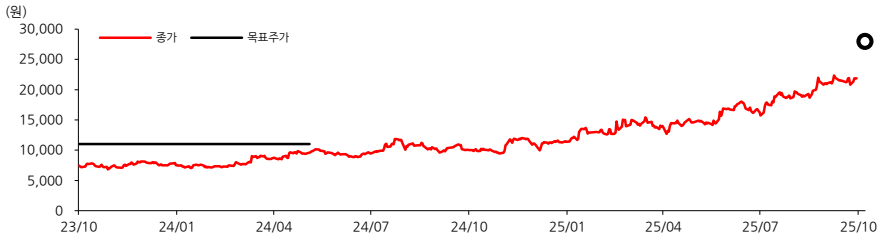
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.03.18	2024.04.04	2025.10.10	2025.10.10		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격	34,000	34,000	배성조	143,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.03.18	Buy	34,000	11.41	150.29
2025.10.10	Buy	143,000		

[삼성중공업 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.10.17	2023.11.28	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.09	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
일 시	2024.02.14	2024.02.29	2024.03.18	2024.03.29	2024.04.26	2025.10.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	배성조
일 시	2025.10.10					
투자의견	Buy					
목표가격	28,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.10.10	Buy	28,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%