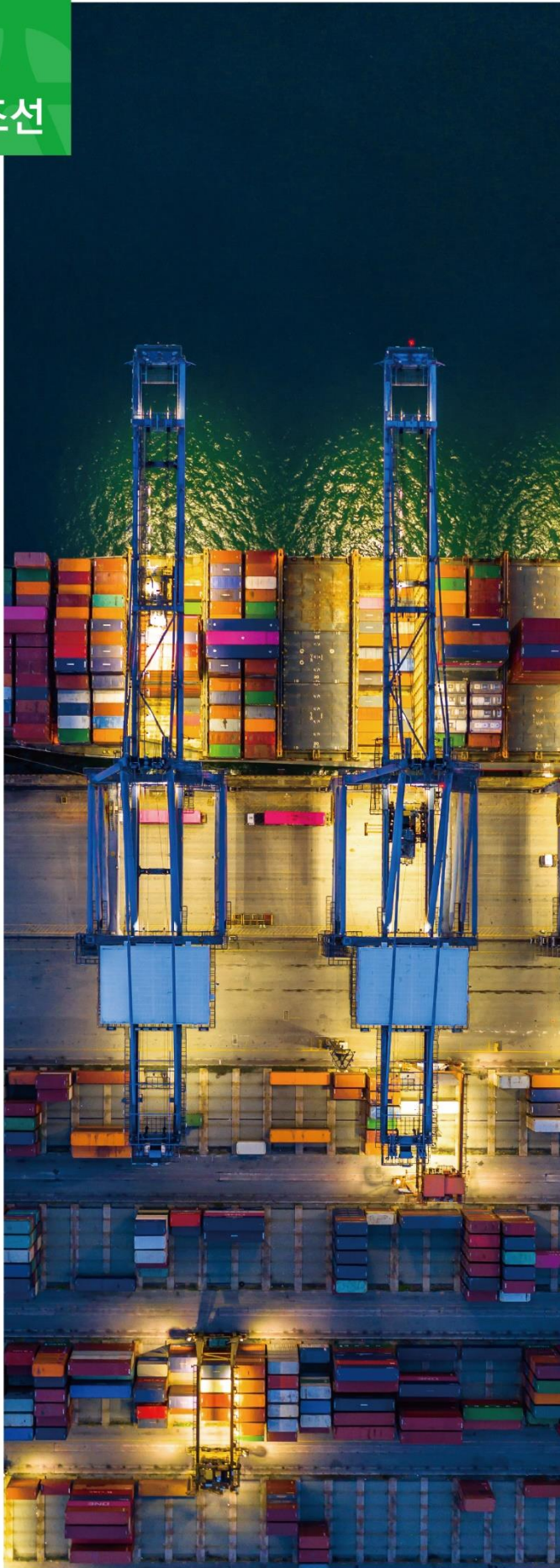


조선



업사이클을 넘어서 뉴사이클

업사이클을 넘어서 뉴사이클



김용민

조선/자동차

02 3770 5606

yongmin.kim@yuantakorea.com



CONTENTS

I. 업황에 대한 이야기	07
---------------	----

II. 실적에 대한 이야기	17
----------------	----

III. 꿈에 대한 이야기	22
----------------	----

IV. 밸류에이션에 대한 이야기	32
-------------------	----

V. 기업분석	39
---------	----

조선

업사이클을 넘어서 뉴사이클

업황은 긍정적, 수주잔고와 신조선가 지수는 보합 예상

하반기 글로벌 신조선가 지수와 수주잔고는 각각 185-190pts와 3.5년 수준에서 보합할 것이라 예상. 그러나, USTR이 발표한 중국산 선박에 대한 입항 수수료 부과로 인한 실질적 OPEX상승으로 국내 조선사들의 가격 경쟁력은 더욱 강화될 것이라 전망. LNGC는 2028-2029년 인도슬롯을 개방하며 순조로운 수주, 컨테이너선은 해운사들의 친환경 선박 전환 트렌드로 인한 기저 대비 낮지만 꾸준한 수주, VLCC의 경우 교체발주 수요의 증가로 인한 발주량 증가를 예상.

영업이익률: FY21-23 최악의 3년 이후 FY25-27F 최고의 3년

국내 조선산업은 1) FY21-22 후반기의 급격한 인상과 2) FY22-23 인건비 문제로 3년간 막대한 영업손실 발생. 그러나, 산업 내 가장 높은 두 생산비용 요소의 상승폭 정상화 이후 현재 마주하고 있는 것은 FY22-24 신조선가 상승에 기반한 고수익성 매출인식의 점진적 비중확대. 향후 3년간의 영업이익률 개선은 기정사실화 되었다고 판단.

미국: USTR 제재의 상선 수혜, MRO를 넘어 신조의 영역까지

USTR의 중국 선사 및 중국산 선박에 대한 제재안이 확정되었으며, 당사는 Annex 2 (중국산 선박에 대한 제재)가 국내 조선업체들의 상선부문 가격 프리미엄을 매우 강화할 것이라 예상. 또한, 기존 미 해군 지원함 MRO를 넘어 국내 조선사들이 미 해군 함정의 신조 사업의 영역 진출에 대한 가능성 또한 존재한다고 판단. 다만, 1) 미국내 조선업 재부흥의 미명 과 2) 국가안보상 함정 완전 해외건조의 리스크를 고려하여 국내 업체들이 진출할 수 있는 영역은 미 해군 함정의 블록 생산 (이후 미국내 최종건조)이라고 예상.

밸류에이션: P/B의 한계와 P/O, SOTP의 도입

P/B multiple을 통한 조선업종 밸류에이션의 한계는 1) 업황과 book value간의 괴리, 2) 업종내 forward P/B의 맹점, 3) 기업별로 상이해진 re-rating trigger. 1)과 2)를 해결하기 위해 당사는 상선 사업부문에 P/O (시가총액/수주잔고) multiple을 대안으로 제시. 또한 3)을 해결하기 위해 상선 제외 사업부문에 별도의 적정가치를 도출 후 SOTP 밸류에이션을 목표주가 산정 방법으로 제시.

업종내 Top picks: 한화오션, HD한국조선해양

업종 내 최선호주로는 한화오션과 HD한국조선해양을 제시. 한화오션은 미 해군과의 국내 조선업종 협력 이벤트 추가 발생시 가장 큰 상승폭을 보일 수 있으며, HD한국조선해양은 연결회사들의 실적 개선세와 추가적인 주주환원정책 가능성이 매력적.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
HD 한국조선해양	매수 (I)	420,000 (I)
한화오션	매수 (I)	102,000 (I)
삼성중공업	매수 (I)	22,000 (I)
HD 현대중공업	매수 (I)	502,000 (I)
현대미포조선	매수 (I)	229,000 (I)
HD 현대마린솔루션	매수 (I)	220,000 (I)

업사이클을 넘어서 뉴사이클

2000년대 국내 조선업계는 **글로벌 선박 확장 수요**에 힘입어 전례 없는 업사이클을 맞이했다. 과도하게 확장된 생산능력을 보유하게 된 조선업계는, 이후 정상화된 발주수요로 인해 수주 경쟁이 심화되었고, 이익을 내기 위한 수주보다는 **고정비 부담을 줄이기 위한 수주**가 이어졌다.

그러나, COVID-19 이후 급증한 컨테이너 해운사들의 이익과, 강화되는 해상 운송 탄소 배출 규제에 의해 글로벌 조선시장은 다시 활황을 보이기 시작했다. 비록 국내 조선사들은 강재가의 급등과 인건비의 상승이라는 **성장통으로 인해 FY21-23 막대한 손실**을 기록했으나, 이러한 비용 요인들의 상승세가 정상화된 현재, 향후 막대한 이익 개선세가 전망된다.

여기에 더해, **업사이클을 넘어 뉴사이클**이라고 부를 수 있는 요인이 발생하였다. 단순한 글로벌 신조 수요-공급에 갇혀 있던 조선시장에 **미국이 개입**하게 되었고, 이는 결과적으로 국내 조선업종이 **글로벌 지정학적 수혜**를 받을 수 있는 **몇 안 되는 섹터**로 부상하게 되었다. 과거를 답습하는 밸류에이션으로도 설명할 수 있는 주가를 넘어, **업종은 새로운 미래를 반영**하고 있다.

본 보고서에서는, 기존의 상선사업 적정가치 도출과 더불어 미국의 개입으로 인해 과거 단순 경기순환 산업이었던 조선업이 어떤 방식으로 변화하고 있는지 설명하고, 이를 목표주가에 포함시키기 위해 **새로운 밸류에이션 방법론**을 도입한다. 당사의 판단 하에, 최근 1년간의 국내 조선업체별 **상이한 주가 변동성**을 설명하기 위해서는 단일 multiple을 통한 적정주가 도출은 **비합리적**이다. 따라서, 상선부문 적정가치에는 P/O multiple (시가총액/수주잔고), 방산부문 적정가치에는 P/E multiple (현존과 미국 분리) 등을 적용하여 결론적으로 각 조선업체별 사업부문에 대한 적정가치를 더하는 SOTP 방식을 채택한다.

업종 내 최선호주로는 **한화오션과 HD 한국조선해양**을 제시한다. 한화오션은 **미 해군과의 국내 조선업종 협력 이벤트** 추가 발생시 가장 큰 상승폭을 보일 수 있으며, HD 한국조선해양은 연결회사들의 **실적 개선세와 추가적인 주주환원정책** 가능성이 매력적이다. 다만, 향후 급격한 달러 대비 원화 강세가 이어질 경우 **삼성중공업**의 선호도가 상승할 수 있으며, 장기적 관점 (FY28F 이후)에서 **유기적인 실적 성장세**가 더 보장되는 **종목은 HD 현대마린솔루션**이다. **HD 현대중공업** 또한 **미 해군 사업 협력**에 진척을 보일 수 있으며, **HD 현대미포의 지속적인 LNGBV 수주**는 FY27F 이후 유기적인 이익률 상승에 기여할 수 있다.

업황에 대한 이야기

올해 신조선가 “지수”는 보합 예상하나, 실상은 상승여력 존재

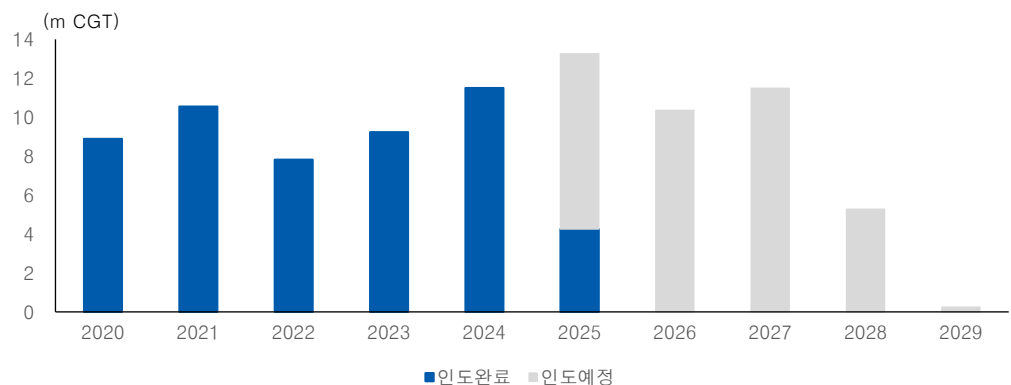
당사는 2025 년 Clarksons 에서 제공하는 글로벌 신조선가 지수가 185-190 pts 수준으로 **보합**할 것이라 예상한다. 이에 대한 근거로는 1) 글로벌 발주 모멘텀 정상화, 2) 생산비용 상승세의 완화, 3) 해운시장 불확실성에 따른 선주사들의 발주 딜레이다.

다만, 이에 대해서는 복합적인 요인들을 고려하여 “국내” 조선사에 한정하여 (엄밀히 말하면 비중국 조선사) 추가적인 신조선가의 상승 여력이 존재할 것이라 예상한다. 트럼프 행정부에서 중국의 해운 및 조선업을 견제하기 위한 법안이 발표된 가운데, 선주사 입장에서 잠재적인 OPEX 상승의 부담을 덜기 위해 **선대의 일정 비중을 비중국산 선박으로 구성하기 위한 수요가 발생**하고 있다고 판단한다. 이에 대한 내용은 22P 에서 더 자세히 다루었다.

따라서, 글로벌 신조선가 지수는 **정상화된 발주 모멘텀에 기반한 보합**을 예상하나, 국내 조선사는 중국 조선사 대비 가격 경쟁력을 강화하며 실질적인 선가의 추가 상승을 예상하며, 이에 따라 당사는 신조선가 지수 자체의 변동치보다는 **수주 공시의 건조 단가에 집중**해야 한다고 판단한다.

선종별 업황 전망으로는, LNGC 발주 수요는 글로벌 LNG 물동량 확장세에 따라 **지속적**일 것이며, 컨테이너선 발주 수요는 정상화된 수준에서 친환경 선박으로의 전환 트렌드로 인한 **간헐적**이지만 **꾸준한** 발주수요를, VLCC 의 경우 노후 선대 교체 발주 수요가 여전히 매우 유효하다고 판단하여 발주 증가세를 보일 것이라 예상한다.

[그림 1] 국내 조선사들의 인도 스케줄



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

업사이클 말고 뉴사이클을 말할 수 있는 이유

동사는 2H22 이후의 신조선가 지수의 지속적인 상승에 대해 이전과는 다른 견인 요인들이 있었다고 판단한다. 역사적으로 신조선가 지수와 중고선가 지수는 강력한 상관관계를 유지했다. 그러나, 2H22 를 기점으로 중고선가는 급락 이후 횡보를 기록한 반면 신조선가 지수는 역사상 최고점인 190 pts 까지 지속 상승하는 모습을 보였다. 당사는 이러한 가격적 괴리를 조선사들이 주장해왔던 “선주사를 대상으로 한 가격 경쟁력” 이 확보되었다는 근거라 판단한다.

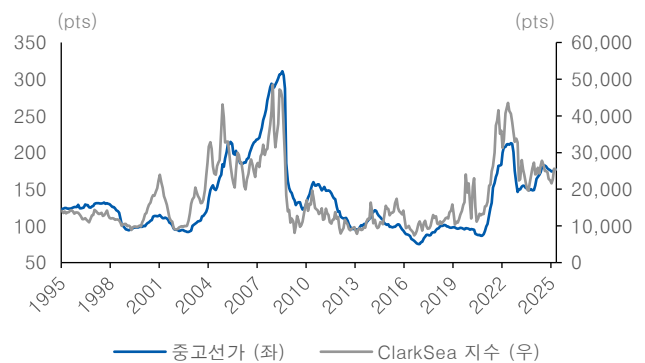
이는 중고 선박과 신조 선박의 근본적인 성격 차이에 기반한다. 신규 선박 발주의 경우, 조선사가 보유한 기존의 수주잔고로 인해 단기 인도가 불가능하다는 특성이 있다. 이에 반해, 중고 선박의 경우 거래되는 즉시 운항하여 해운시장의 호황기 특수를 즉시 누릴 수 있다. 따라서, 2H22 이전 글로벌 신조선가의 향방은 해운시장 업황에 의해 결정되었다. 다시 말하자면, 조선사의 의지와 관계없이 해운시장의 업황에 따라 신조선가가 등락했다는 것이다.

[그림 2] 중고선가 및 신조선가 트렌드



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 3] Clarksea 운임지수와 동행하는 중고선가 지수



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

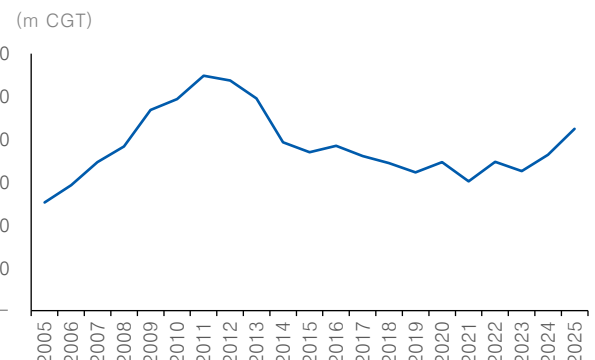
그러나, 2H22 컨테이너 해운시장의 운임 안정화 시기 이후 상황은 달랐다. 하락하는 중고선가와 달리 신조선가는 재차 상승하는 모습을 보였다. 증장기 교체 발주, 친환경 선박 수요 등의 다양한 요인들이 존재할 것이나, 결론적으로 조선업체들은 중고선가에 휘둘리지 않는 가격 경쟁력을 확보하였다. 이를 반대로 해석하자면, **중고가 아무리 싸도 새 배를 살 수밖에 없는, 진정한 의미의 선박 교체 수요가 발생했다는 것이다.** 더욱이, 충분한 수주잔고를 확보한 조선사들의 선별적 수주 트렌드와 맞물려 신조선가는 역사적 고점까지 상승하였다. 최근 중국 조선사의 생산능력 확장세가 우려로 제기되었으나, 앞서 언급한 비중국산 선박에 대한 프리미엄으로 인해 충분히 상쇄시킬 수 있다고 판단한다.

[그림 4] 연환산 수주잔고 및 신조선가



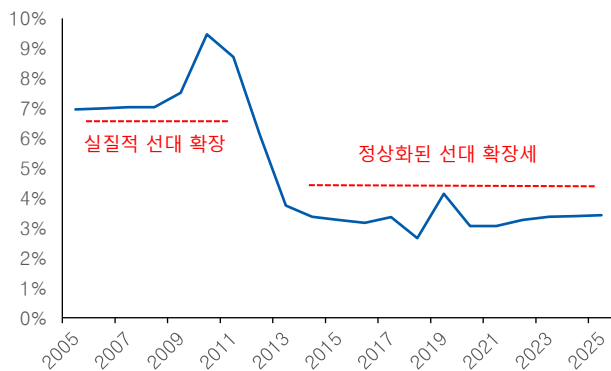
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 5] 글로벌 선박 건조 Capacity



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 6] 연간 글로벌 선대 증가율 (2000년대 - 확장, 현재 - 안정)



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 7] 글로벌 선령 최고치 갱신중 - 장기화된 선박 고령화 (교체발주 수요)



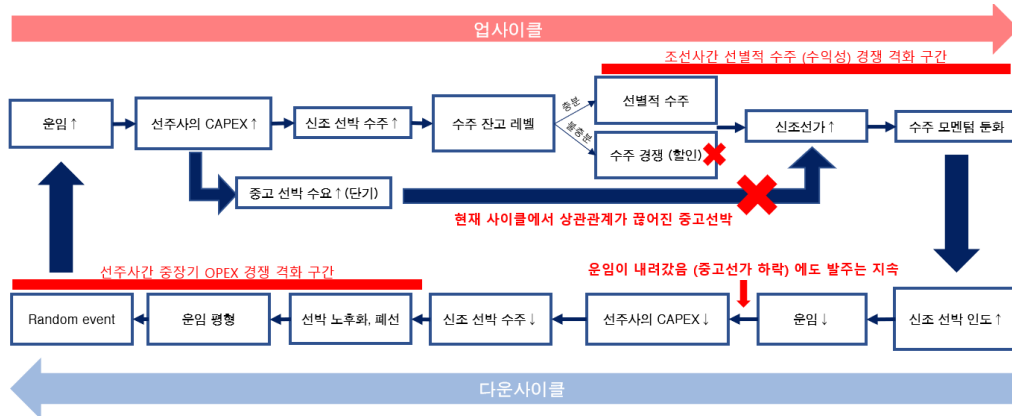
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

수주잔고 역시 보험 예상 – 보험이 제일 좋은 이유

수주잔고의 보험이 가지는 의미는 다소 간단하다. 조선사가 한 해 인식하는 매출만큼 (혹은 인도하는 선박의 척수만큼) 신규수주를 하는 것이다. 그리고 이러한 보험이 조선사의 입장에서 가장 유리하다. 실제로, 앞서 언급한 2H22 이후 상승하는 신조선가 지수와 관계없이 글로벌 연환산 수주잔고는 보험세를 유지하였다.

선박의 수주잔고의 증가세는 (그 기간에 차이는 존재할 수 있으나) 사이클이 분명한 장치산업의 특성상 영구적인 지속성을 가질 수 없다. 그렇기에 조선사의 신규수주 영업 전개 방식은 충분한 수주잔고를 확보했다는 전제 하에 가장 수익성이 높은 계약만을 선별적으로 수주하는 것이 유리하다. 글로벌 조선시장에는 선주사-조선사 사이의 눈치 싸움이 존재하는 만큼, 조선사-조선사 사이의 수익성 경쟁 또한 존재하기 때문이다.

[그림 8] 조선업 사이클 도식화 - 현재 사이클은 신조선가와 중고선이 decoupling, 수주잔고는 충분



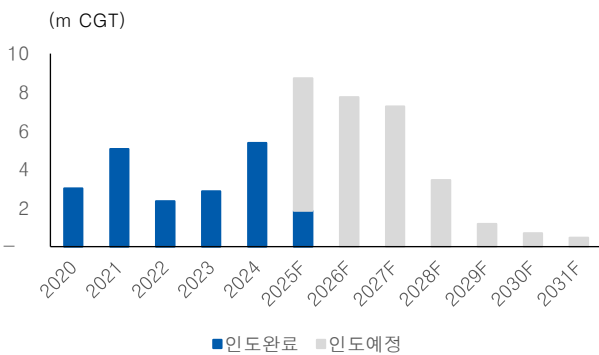
자료: 유안타증권 리서치센터

선종별 전망

LNGC 걱정은 하는거 아니다

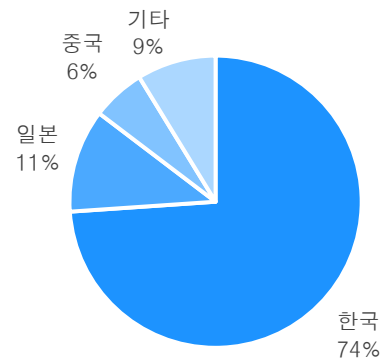
신조선가 지수의 회복에 따라 글로벌 신조 발주 모멘텀에 대한 둔화 우려가 부상한 것은 사실이나, LNGC의 경우는 그 궤를 완전히 달리한다. 글로벌 LNGC 수주잔고는 이미 2028년 인도물량을 수주하고 있으며, Clarkson에 따르면 400척 이상의 LNGC 발주로 이어질 수 있는 LNG 액화 프로젝트가 FEED 단계에 있다. 글로벌 조선사들의 연간 LNGC 인도 척수를 100척으로 상정하여도 4년치 물량이 아직 발주되지 않은 것이다.

[그림 9] 글로벌 LNGC 인도 스케줄



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

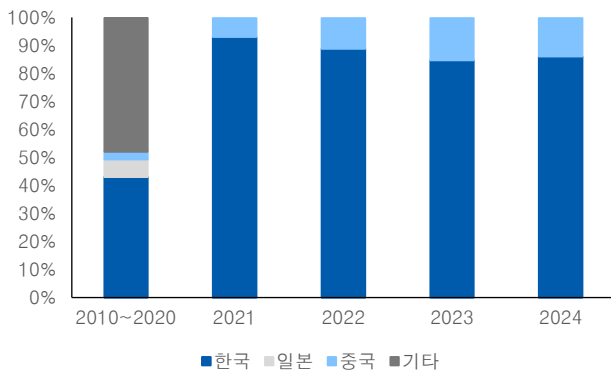
[그림 10] 글로벌 LNGC 시장 점유율 (Fleet 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

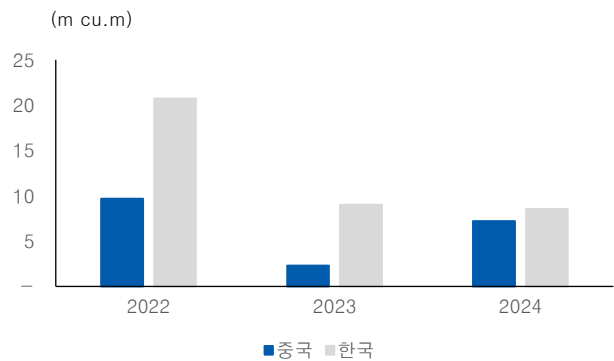
최근 중국 조선사의 LNGC 수주 및 인도 물량이 증가한 것이 우려로 제기되는 경우가 있으나, 이에 대해서도 크게 걱정할 필요가 없다고 판단한다. 물론 2024년 기준 중국 조선사가 국내 조선사의 LNGC 신규 수주 대비 85% 수준의 신규 LNGC 수주를 달성하며 (2022년 47%) 수주 물량 관점에서 빠르게 추격한 것은 사실이나, 이것이 중국 조선사들의 유기적인 LNGC 수주 능력의 개선이라 보기는 힘들다.

[그림 11] 글로벌 LNGC 연간 수주잔고 점유율



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson's

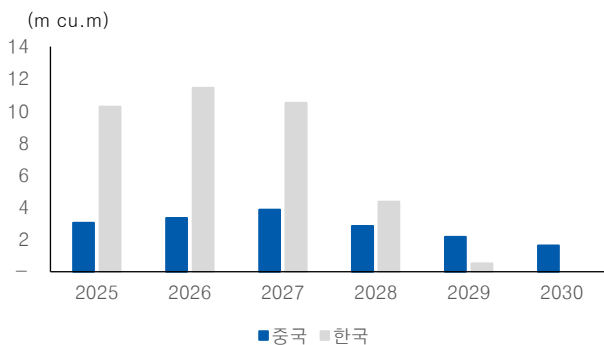
[그림 12] 국가별 연간 LNGC 수주량



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson's

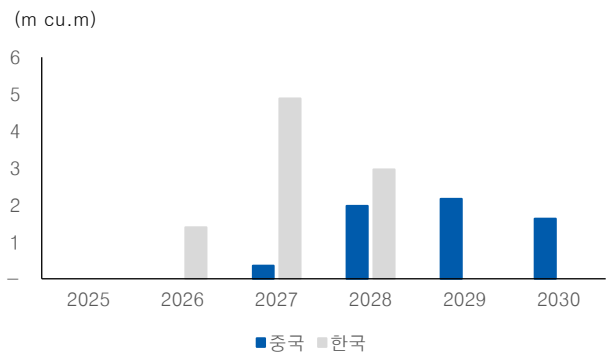
11-12번 차트에서 확인할 수 있듯, 중국 조선업체들이 국내 조선사들의 LNGC 부문 경쟁 관계에 있는 것은 분명한 사실이다. 그러나, 2024년 중국의 LNGC 수주량 급증은 국내 조선사의 수주 방식과는 분명히 성격이 다르다. 그림 13-14와 같이, 국내 조선사들은 중장기 불확실성을 최소화하고 수익성을 극대화하기 위해 수주를 매출 발생분만큼 “차곡차곡” 쌓는다. 이에 반해, 중국 조선사들의 2024년 LNGC 수주 실적들은 2028년 인도 슬롯이 완전히 채워지지 않았음에도 불구하고 2028-2030년 인도물량을 먼저 받았다. 다시 말해, 국내 조선사와 경쟁해서 확보한 수주 물량이 아니라 “어차피 채워질 것들”을 받은 것이다. 수익성 측면에서 국내 조선사의 수주 전략이 더욱 우세하고, 수주 경쟁력 또한 우위에 있다고 판단하는 근거이다.

[그림 13] 국가별 LNGC 인도 스케줄



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson's

[그림 14] 2024년 수주한 LNGC의 국가별 인도시점 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson's

VLCC - 노후선박, 이제는 놓아줄 시간

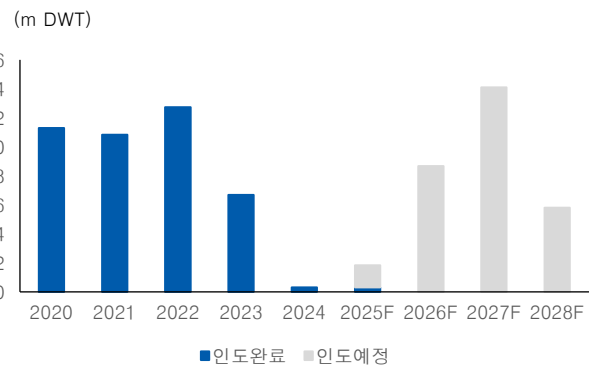
VLCC는 잔여 노후 선대의 교체 수요가 본격적으로 회복세를 보일 것이라 예상된다. COVID-19의 여파로 컨테이너 해운 시장은 항만 적체로 인해 유례없는 대호황을 맞이했으나, 2H20-1H22 원유 운반선 시장의 경우 원유 물동량의 급락으로 VLCC의 수익성은 바닥을 쳤다. 이로 인해, VLCC 신조 시장은 얼어붙었으며, 2023년 선복 대비 수주잔고 비율은 1% 초반이라는 역사상 가장 낮은 지점까지 도달했다. 이후 1) 선박 수익성의 회복과 2) 컨테이너선 발주 모멘텀의 정상화로 2023-24년 VLCC 발주는 회복세를 보였는데, 당사는 향후 VLCC 발주 모멘텀이 더욱 상승할 수 있다고 예상한다.

[그림 15] 글로벌 VLCC 선복 대비 수주잔고 비율



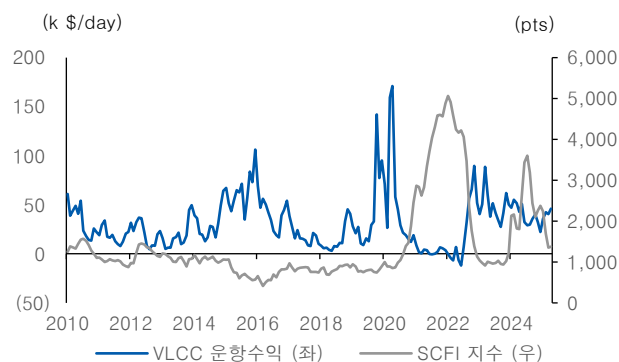
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 16] 글로벌 VLCC 인도 스케줄



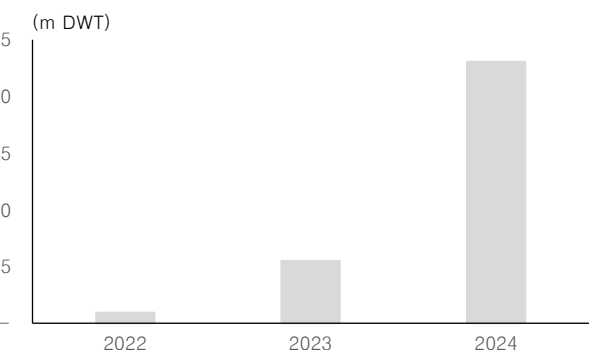
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 17] COVID-19 수혜를 입지 못한 VLCC



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 18] 연간 글로벌 VLCC 신규수주

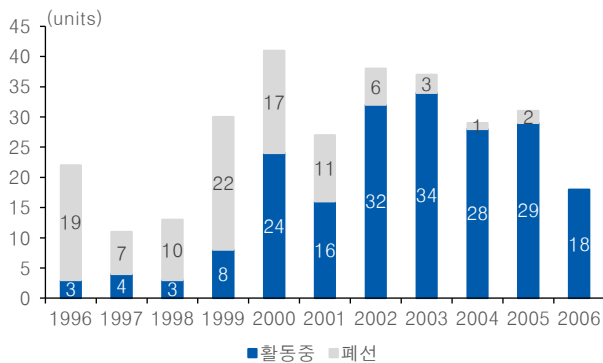


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

선복 대비 수주잔고 비율이 10%대로 회복된 현재, 향후 98 척의 VLCC가 인도될 예정이기에 추가적인 VLCC 발주 모멘텀에 대한 의문을 가질 수도 있으나, 반대로 이러한 수주 잔고가 결국 현재 선복의 10%밖에 대체할 수 없으며, VLCC 선박 사이클을 고려시 여전히 많은 선박 교체 수요가 남아있다고 판단한다. 그림 19에서 보듯, 향후 인도될 98 척의 VLCC는 2002년까지

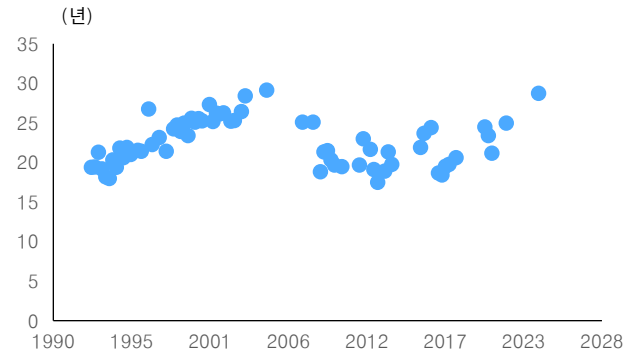
건조된 VLCC 를 대체할 수 있는 수준이다. 이후 2003-2006 년 인도 물량들에 대해서는 교체 발주가 이뤄지지 않은 상황이며, VLCC 의 평균 폐선 연령은 25 년 정도에 불과하다는 점을 고려시 향후 VLCC 발주 모멘텀은 견조할 것이라 예상한다.

[그림 19] 연도별 인도된 VLCC 의 운항 여부



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 20] 분기별 VLCC 평균 폐선 연령

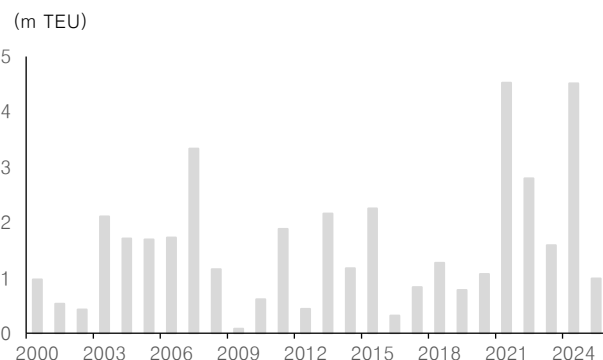


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

컨테이너- 독심 그 자체, 모멘텀 급락은 없다

컨테이너선 신조 발주 시장은 2021-22 발주 물량 급등 이후 다소 기이한 현상을 겪었다. 항만 적체 현상으로 막대한 자금을 확보한 해운사들은 2021-22 년 7.3m TEU (현재 글로벌 선복량의 23% 수준)에 해당하는 발주를 기록하였는데, 이로 인해 2023 년 당시 컨테이너선의 교체 발주 수요는 급락할 것이라는 것이 컨센서스였다. 그러나, 2024 년 컨테이너선 신조 발주량은 4.5m TEU 를 기록하며 2000-2020 년 평균 연간 수주량의 3.5 배이자 연간 최대 수주 기록인 2021 년과 근사한 수치를 달성하였다.

[그림 21] 글로벌 컨테이너선 연간 발주량



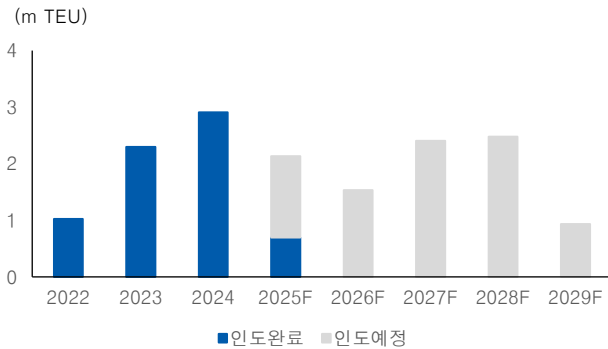
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 22] 글로벌 컨테이너선 수주잔고



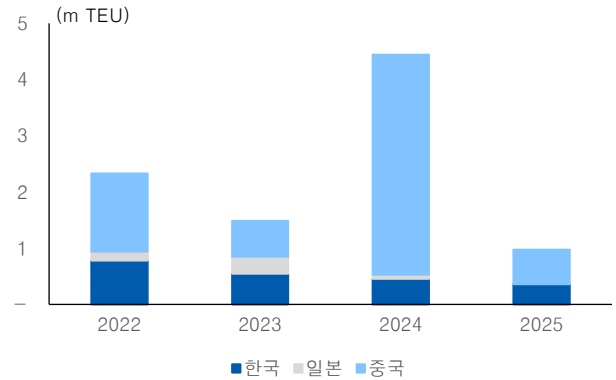
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 23] 글로벌 컨테이너선 인도 스케줄



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

[그림 24] 다만 24년 국내 조선사 선별수주로 인해 중국이 대거 수주

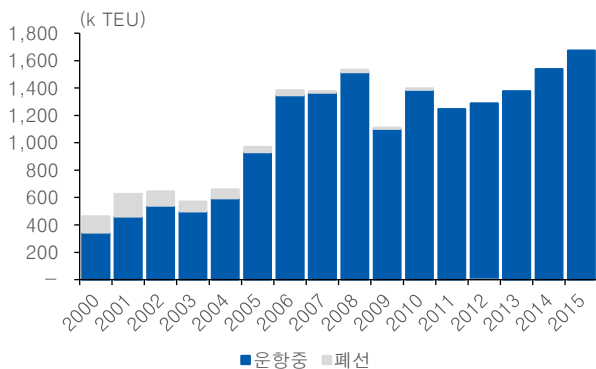


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

이는 앞서 언급한 VLCC의 노후 선박 교체 수요와는 사뭇 다른 동인이 존재한다. 현재 글로벌 컨테이너선 수주잔고는 8.8m TEU 인데, 이는 **현재 활동중인 글로벌 선박 중 2008년까지 인도된 컨테이너선들을 모두 대체할 수 있는 수준** (vs. VLCC 2002년)이다. 또한, 2000년대 초반 인도된 선박의 폐선을 또한 20% 수준에 불과하여 **단순 교체 발주 수요만으로는 설명하기 힘든 발주 모멘텀**을 보였다.

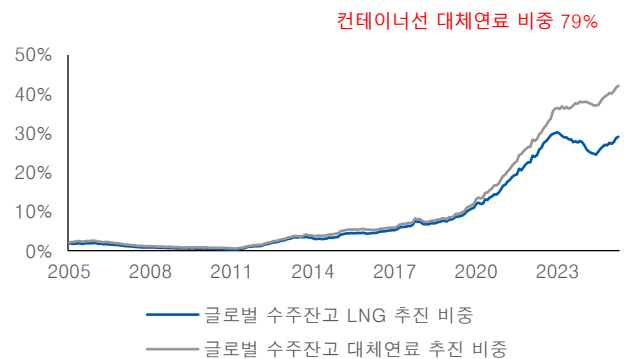
이에 대해서는 다양한 해석이 가능하다. 가장 먼저, 조선업체들의 설명에 따르면 원유를 운송하는 VLCC 선주사보다 **B2C 성격이 강한 컨테이너 해운사들이 해상 운송 환경규제에 더욱 민감하게 반응**하고, 이에 따라 친환경 선박 교체 수요가 급증하게 되었다. 실제로, 글로벌 수주잔고 내 친환경 대체연료 추진선의 비중은 2025년 4월 기준 42%라는 역사상 최고치를 기록중이나, 글로벌 컨테이너선 수주잔고내 대체연료 추진선의 비중은 79%로 향후 압도적인 친환경 선박 전환율을 기록할 전망이다.

[그림 25] 아직도 대부분 운항중인 2000년대 인도된 컨테이너선들



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

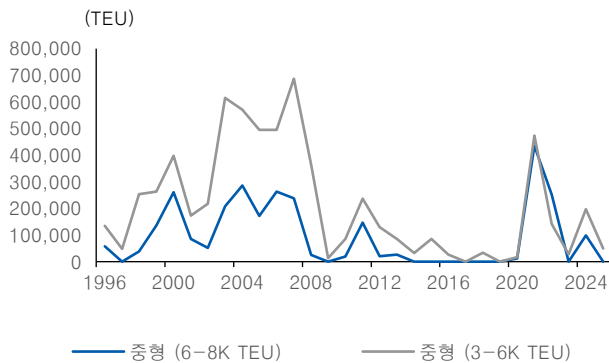
[그림 26] 글로벌 수주잔고 친환경 전환율을 매우 상회하는 컨테이너선



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

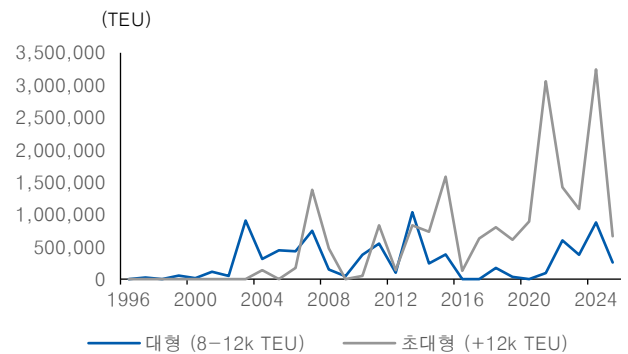
다음으로, 선박의 캐스케이딩 현상을 주요 발주요인이라 판단한다. 선박의 대형화 (혹은 양극화) 현상이 심화됨에 따라, 중형 컨테이너선보다 효율적인 OPEX 를 자랑하는 초대형 컨테이너선으로의 전환 시기가 앞당겨지고 있다. 2000년대 컨테이너 해운 시장의 성장에 따른 컨테이너선 발주 모멘텀은 중형 컨테이너선에 집중되는 양상을 보였으나, COVID 이후 폭발적인 발주 사이클은 초대형 컨테이너선의 비중이 높았다.

[그림 27] 2000년대 대거 발주된 3000-8000TEU급 컨테이너선



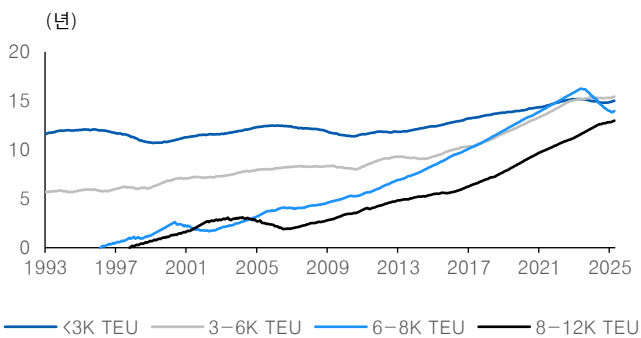
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

[그림 28] COVID 이후 급증한 초대형 컨테이너선 발주



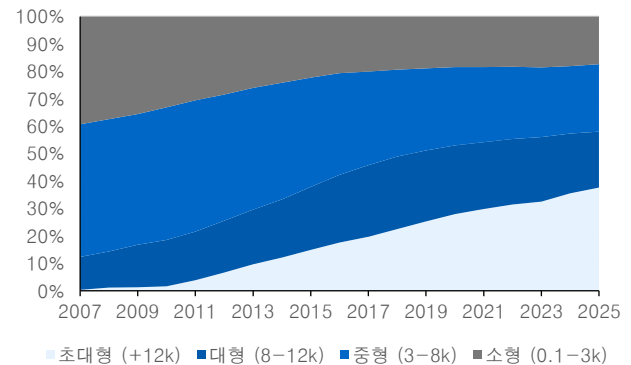
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

[그림 29] 실제로 가파르게 상승하는 중형 컨테이너선의 평균 선령



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

[그림 30] 글로벌 컨테이너 선박 내 Class 별 비중 추이

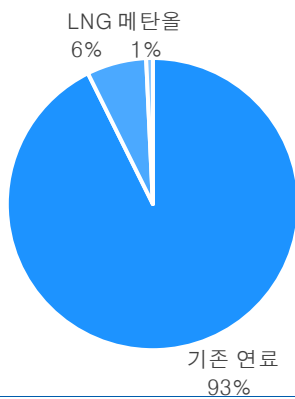


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson

결론적으로, 컨테이너선 신조 발주 또한 지속적으로 이어질 것이라 예상한다. 다만, 현재까지 발주된 물량이 2008년까지 인도된 중형 컨테이너선 선박을 대체할 수 있는 수준이라는 점을 감안한다면, 캐스케이딩 현상으로 인한 교체발주 모멘텀보다는 친환경 선박에 대한 수요가 주요 트리거가 될 것이라 예상한다.

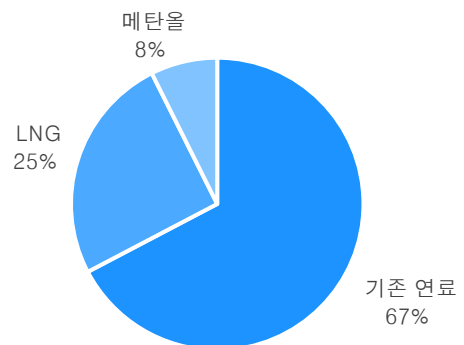
앞서 언급했듯이 글로벌 컨테이너선 수주잔고내 대체연료 추진선의 비중은 79%이지만, 이것이 해운사들의 선복 대부분을 친환경 선박으로 교체해주지는 않는다. 전체 선복량의 변동이 없다고 가정했을 때, 현재 수주잔고내 친환경 컨테이너선들이 전부 인도되었을 때 **글로벌 컨테이너선 선복의 친환경 연료 탑재비중은 현재의 7%에서 33%까지 상승**하게 된다. 고무적인 수치로 보일 수 있으나, 반대로 말하면 주요 해운사들이 Net zero 를 선언한 2040-2050 년까지 나머지 70%에 해당하는 기존 선복을 친환경 선박으로 교체해야 한다는 의미이다.

[그림 31] 현재 컨테이너선 선복의 친환경 전환율



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 32] 2028 년 컨테이너선 선복의 친환경 전환율



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

실적에 대한 이야기

이제는 누구나 다 아는, 기정 사실화된 25-27년 실적 개선

국내 조선업체들의 **향후 3년간 실적 개선세**는 이미 예정되어 있다. 신조선가는 지속적으로 상승했으며, 수주와 매출인식의 시차를 고려했을 때 **향후 인식될 매출의 영업이익률은 점점 상승하는 것이 당연하다**. 조선업에서 가장 중요한 두 가지 비용 요인으로 작용하는 **후판 가격과 생산인력 관련 비용이 잠재적인 수익성 저해 요소가 될 수는 있으나**, 이는 2021-23년 이미 조선사들의 실적에 빅배스를 통해 반영되었다.

관건은, 얼마나 좋아지냐는 것

환율을 포함한 신조선가 지수의 상승

결국 조선업도 제조업에 속하기 때문에, **가격(P) 수량(Q) 비용(C)의 조합으로 실적을 예측해야 한다**. 다만, 선박의 경우 **규격이 정해지지 않기에, 계약 단가가 공개되어도 그에 따른 수익성을 예측하는 것이 매우 어렵다**. 따라서, 당사는 가장 일반적인 산업 업황 평가지표인 Clarkson 신조선가 지수를 통해 **대략적인 매출 상승 여력을 도출, 이후 비용을 추정하여 향후 수익성을 예측하였다**.

국내 조선사들의 선박 인도 스케줄을 추정 및 정리한 표는 아래 그림 33과 같다. 수직축에는 분기별 신조선가 지수를 기입하였으며, 가장 아래의 평균매출인식지수는 **조선사들이 해당 분기에 매출인식하는 신조 물량의 계약 당시 신조선가 지수의 가중평균 값**이다. 다시 말해, 선종 믹스와 환율을 고려하지 않았다는 전제하에 **조선사들의 상선부문 외형성장을 계량화**해서 보여준 것이다. 당사의 추정에 기반한 **평균매출인식지수는 1Q24 대비 4Q27에 21% 상승하며**, 이는 쉽게 말해 **4년간 선박 “시세”의 상승만으로 순매출이 21% 상승할 수 있다는 것**을 의미한다.

또한, 환율은 조선사들의 매출에 매우 큰 영향을 주는 요소이다. 모든 신조 계약은 USD를 기준으로 이루어지기에, **계약당시 환율에 대해서 (비록 회사마다 다른 순노출도를 보일지라도) 비교하는 것 또한 중요하다**. 25년 국내 조선사들은 2022-1H23 당시 수주한 물량에 대한 매출인식이 예상되는데, 해당 기간 원/달러 환율의 밴드는 1,250-1,350원 수준이었다. 3Q23 이후 원화는 지속적으로 약세를 보였으며, 4Q24 기준 1,400원까지 상승하였다. 이러한 **환율**을 감안한다면, 당사의 추정에 기반한 평균매출인식지수의 상승폭은 **1Q24 대비 4Q27에 환효과 제외 21%에서 36%로 확대된다**.

[그림 33] 국내 조선업체들의 선박 인도 스케줄

환율	신조선가	지수	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
1Q21	1,114	130	7	4	3	6	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	16	8	8	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	6	5	6	8	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	5	6	8	7	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	11	23	16	10	9	11	9	10	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	1	3	4	12	17	10	8	7	8	4	2	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	1	4	3	4	10	10	6	4	5	4	6	1	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	1	1	2	4	3	6	6	8	6	3	1	3	2	1	2	1
1Q23	1,276	166	4	1	3	3	12	9	9	6	7	7	5	7	5	1	1	0
2Q23	1,315	171	1	1	0	0	3	7	5	7	5	3	2	3	1	2	3	3
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	1	1	2	6	5	8	2	5	3	2	6	5
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	0	0	3	5	6	5	1	6	5	1	2
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	0	1	0	0	4	3	5	12	10	9	8	6
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	0	1	3	2	6	8	10	6	4	2
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	13	9	4	2
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	6	7	8	9
평균매출인식지수			153	156	158	161	164	167	169	172	176	178	180	181	182	183	183	185
평균매출인식지수 (환율보정)			186	192	198	205	211	217	222	227	233	238	242	244	246	248	249	252

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

두 번째 외형 결정 요소 - 선종 믹스

추가적으로, 선종 믹스 또한 외형에 큰 영향을 준다. HD 현대중공업의 1분기 컨퍼런스 콜에 따르면, 가스선 비중이 1Q25 60%, 2Q25 69%, 2H25 79%로 증가할 예정인데, 이는 점진적으로 동일 노동투입량/신조선가 대비 높은 매출 성장을 보일 것이란 의미이다. 이는 아래와 같이 최근 국내 조선업체들의 수주 내역에도 단위 화물중량당 매우 높은 건조단가로 표현되어 있다. 조선업체별 선종 믹스에 대한 내용은 기업 부분에 작성하였다.

[그림 34] 선종별로 상이한 화물중량당 건조단가

DWT	CGT	조선사	수주일자	신조선가 (USDm)	Type	DWT 당 건조단가 (USD)
158,000	30,248	Samsung HI	2025-04-08	83	탱커	525
97,000	87,720	Hyundai Samho HI	2025-04-02	262	LNG	2,699
157,000	30,139	Hyundai Samho HI	2025-04-01	88	탱커	558
320,000	43,784	Hanwha Ocean	2025-03-31	129	탱커	403
62,000	25,123	Samsung HI	2025-03-17	160	Ethane/LPG	2,584
240,000	83,540	Hanwha Ocean	2025-03-14	267	Container	1,114
60,000	24,658	Hyundai HI (Ulsan)	2025-02-28	159	Ethane/LPG	2,655
96,000	85,721	Hanwha Ocean	2025-02-07	253	LNG	2,635
195,000	68,055	Hyundai HI (Ulsan)	2025-01-22	215	Container	1,105
96,000	85,721	Hanwha Ocean	2025-02-07	253	LNG	2,635
195,000	68,055	Hyundai HI (Ulsan)	2025-01-22	215	Container	1,105

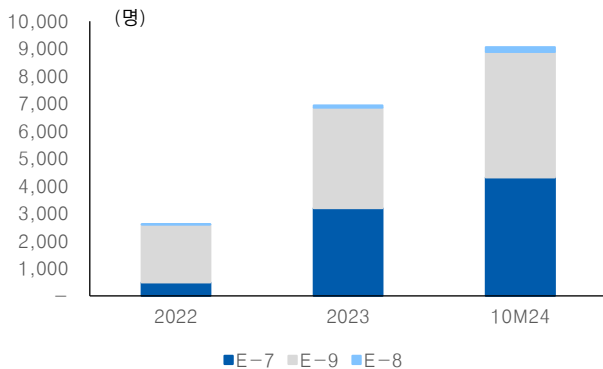
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

세 번째 외형 결정 요소 - 노동력 투입

국내 조선업체는 기존의 저임금 구조로 인해 인력난에 시달렸고, 이를 극복하기 위해 외국인 노동자 투입을 증가시켰다. 이로 인해 대표적인 조선도시인 거제시의 외국인 노동자는 2024년 10월 기준 2022년 대비 2.5배 증가하는 등의 성과를 보였으며 이는 향후에도 꾸준히 증가할 가능성이 존재한다. 그러나 결론적으로, 이러한 비숙련 외국인 노동자의 노동력 관점에서의 기여도와 국내 숙련공들의 조선업 복귀를 모두 포함하고 있는 Man-hour (M/H)의 상승이 외형 상승에 대한 노동력 상승의 기여도를 평가하기에 가장 적합하다.

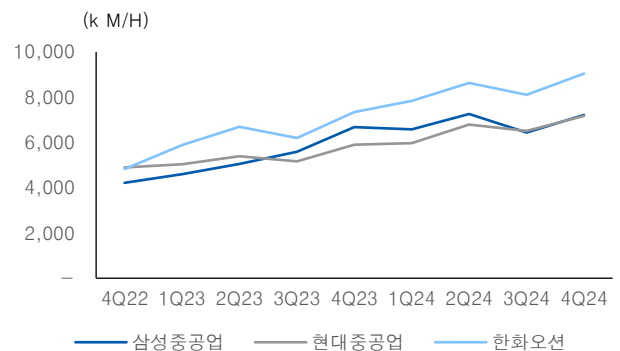
매출 일정이 상대적으로 고정되어 있는 조선산업 내에서, 향후 M/H 투입량이 최근 2년만큼 폭증할 가능성은 낮다고 판단하나, 노동 숙련도 상승 및 지속적인 추가 인력 유입 또한 현재까지의 외형을 상승시켜온 요소이며, 향후 국내 조선사들의 실질생산능력 확장에 기여할 요소이다.

[그림 35] 급증한 거제시 외국인 노동자



자료: 유안타증권 리서치센터, 경남신문

[그림 36] 꾸준히 상승한 분기별 M/H 투입량

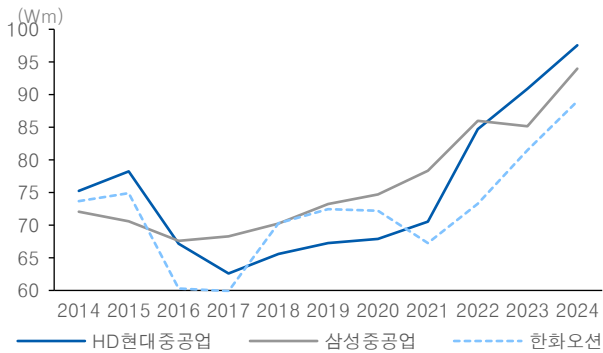


자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

비용: 2021-23 최악, 2025-27 매우 양호

앞서 언급한 것처럼, 조선업에서 가장 중요한 두 가지 비용 요인으로 작용하는 것은 **후판 가격과 인건비**이다. 그리고 이 두 요인들은 2021-23 조선사들의 실적을 해치는 핵심 요소들이었다. 2021년 글로벌 경기회복의 여파로 **후판 가격은 급등하였고** 이는 국내 조선사들의 선박 **예정원가를 급등**시키며 전례없는 빅배스를 초래했다. 이후 2022-23년에 후판가는 정상화되는 움직임을 보였으나, 다음은 **인건비 상승**의 차례였다. 지속적인 산업 쇠퇴로 인한 저임금 구조와 숙련공들의 이탈현상이 심화된 와중에 수주는 몰려들어 왔으니, 임금 인상과 외주비 증가라는 성장통이 찾아왔다. 결론적으로, 2024년 기준 현대중공업, 삼성중공업, 한화오션 3사의 평균 1인당 급여액은 2021년 대비 30% 상승하였으며, 이는 자동차를 제외한 운송수단 제조업과 동일한 수준이다.

[그림 37] 조선사별 연간 1인당 평균 급여액



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

[그림 38] 급등 후 제자리를 되찾은 후판 가격

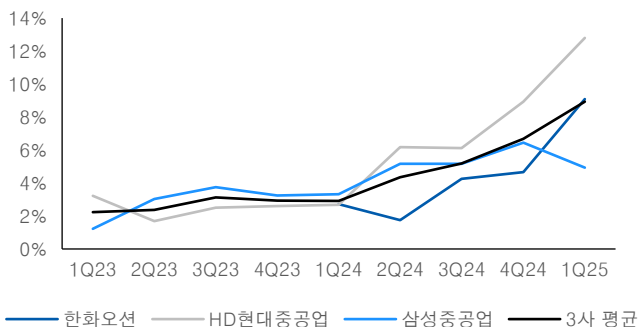


자료: 유안타증권 리서치센터, 블룸버그

급격한 비용상승이 다시 일어나지 말라는 법은 없다. 후판가와 인건비 모두 언제나 인상될 여지가 있다. 그러나, 지나온 빅배스를 통해 상당 부분 정상화가 이뤄진 점을 고려했을 때, 앞서 기술한 향후 **외형 확장의 폭과 비교했을 때 매우 적은 폭의 선형적 비용상승을 예상한다**. 실제로, 조선 3사의 상선부문 (삼성중공업은 해양 포함) 실적을 합산하면 1Q25 기준 **매출은 1Q23 대비 69% 상승, 비용은 54% 상승**하였다.

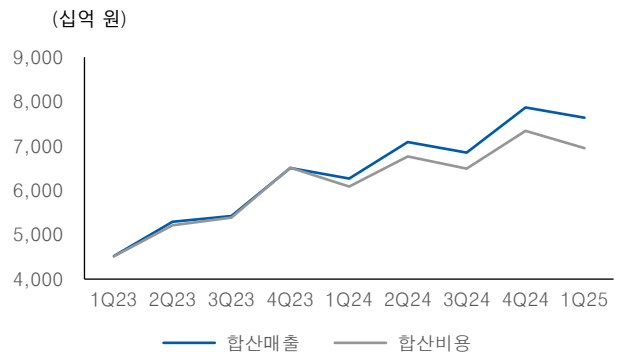
향후 조선업종의 상선 부문 수익성을 예상하기 위해 1Q23-1Q25 영업이익에서 역산한 가상의 “평균비용지수”를 도출하면, 비용지수의 상승률이 점차 정상화되고 있는 모습을 알 수 있다. 다시 말해, **매출-비용의 스프레드가 갈수록 더 커진다는 것**이다. 결론적으로, 당사 추정치에 의하면, **신조선가 지수의 상승, 우호적 환율, 비용 상승세의 정상화로 인해 국내 조선업체들의 상선부문 영업이익률은 FY26-27F 기준 최소 11-13%를 기록할 것이라 예상한다**. 이러한 추정치에는 아직 1) 선종 믹스 개선, 2) 노동효율성 개선이 포함되지 않았다. 다만, 각 회사별로 상이한 수주잔고 내 계약들과 비용 및 환 관련 정책이 상이하므로, 이러한 추정치는 대략적인 Top-down 방식의 접근이라는 점을 명시한다.

[그림 39] 조선 3사의 일회성 제외 영업이익률 변화 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사 주: 한화오션 FY23 일회성 요인 제외 불가하여 평균에서 제외

[그림 40] 점점 벌어지는 조선 3사 매출-비용 스프레드



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

[그림 41] 평균비용지수의 도입으로 역산하여 추정된 향후 국내 조선업체들의 상선부문 평균 OPM 예상치

	환율	신조선가 지수	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
1Q21	1,114	130	7	4	3	6	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	16	8	8	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	6	5	6	8	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	5	6	8	7	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	11	23	16	10	9	11	9	10	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	1	3	4	12	17	10	8	7	8	4	2	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	1	4	3	4	10	10	6	4	5	4	6	1	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	1	1	2	4	3	6	6	8	6	3	1	3	2	1	2	1
1Q23	1,276	166	4	1	3	3	12	9	9	6	7	7	5	7	5	1	1	0
2Q23	1,315	171	1	1	0	0	3	7	5	7	5	3	2	3	1	2	3	3
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	1	1	2	6	5	8	2	5	3	2	6	5
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	0	0	3	5	6	5	1	6	5	1	2
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	1	0	0	4	4	3	5	12	10	9	8	6
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	1	3	2	6	8	10	6	4	2	1
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	13	9	4	2
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	6	7	8	9
평균매출인식지수			153	156	158	161	164	167	169	172	176	178	180	181	182	183	183	185
평균매출인식지수 (환율보정)			186	192	198	205	211	217	222	227	233	238	242	244	246	248	249	252
평균비용지수 (환율보정)			181	184	187	191	192	196	199	203	204	208	211	214	214	217	220	223
yoy 비용지수 상승률			13.3%	11.6%	8.9%	6.2%	6.4%	6.7%	6.5%	6.2%	6.1%	5.9%	5.8%	5.4%	5.0%	4.6%	4.4%	4.5%
역산 추정영업이익률			2.9%	4.5%	5.2%	6.8%	9.0%	9.8%	10.0%	10.7%	12.7%	12.9%	12.7%	12.4%	13.0%	12.2%	11.4%	11.4%

주: 회색 음영은 실제 발표된 평균 영업이익률을 역산하여 비용 (매출원가+판매비) 상승률을 지수화, 푸른색 예상치는 비용 내에서 25%는 매출인식지수 상승분을 90% 반영하며 75%는 연간 5% 고정 상승

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

꿈에 대한 이야기

미지의 영역, 개척의 영역

알려진 사실들

중국의 지속적인 해운 및 조선 시장 점유율 확대의 결과로, 1) 대선을 앞두고 USW 라는 초거대 노동자 표심 확보에서 시작된 USTR 의 중국산 선박 제재, 2) 국가 안보 관점에서의 해군력 강화에 필요한 협력이 대두되었다. 이 사건들은 결국 누가 미국의 편에서 중국을 견제할 수 있느냐는 질문으로 귀결되었고, 자연스럽게 국내 조선업종의 매우 강력한 re-rating trigger 로 작용하였다.

다만 이러한 현상은 섹터 전반적으로 걸친 의문점을 낳게 되었는데, 이는 1) USTR 의 확정된 제재가 상선 부문에 미치는 영향, 2) 방산 부문의 중장기적 이익기여 수준 2 가지로 요약 가능하다.

USTR 제재 여파 분석

가장 먼저, USTR 의 제재안이 국내 조선업체에 미칠 영향을 직관적으로 해석하면 다음과 같다. 기본적인 전제는 점진적 제재가 최대치를 달성하는 2028 년을 기준으로 하며, 이는 현재 글로벌 조선사들이 2028 년 인도물량을 수주하고 있기 때문이다.

[그림 42] USTR 제재안에 대한 직관적 해석

	대상	수수료	해석
Annex 1	중국 선사 소유, 운영 선박	\$140/NT	중국 선사의 미국 항만 입항 사실상 원천 차단
Annex 2	중국산 선박	\$33/NT 혹은 \$250/TEU	한국산 컨테이너선 프리미엄 매우 강화
Annex 3	외국산 차량운반선	\$150/CEU	사실상 자동차 수입 관세 효과
Annex 4	외국산 LNG선	미국산 비중 1-15% "의무화"	미국에서 LNG선 건조 (조립이 아닌 실제 건조)

자료: 유안타증권 리서치센터, USTR

Annex 1 - 중국 선사는 미국 들어오지 마라

Annex 1 의 순톤수(NT)당 수수료의 규모는 Annex 2 의 중국산 선박에 대한 수수료를 4 배 이상 상회한다. 다시 말하자면, 중국 국적의 선사의 입장에서는 미국 항만에 입항할 여지 자체가 사라지는 것이다. 기존 노선의 빈자리는 비중국 선사들로 채워질 것이고, 반대로 비중국 선사들의 미국행 노선이 증가함에 따라 부족해지는 기타노선의 수요를 중국 선사들이 채우는, 일종의 노선 교환이 이루어지는 의미 정도로 해석한다.

Annex 3 - 차 한 대에 150불 추가 관세라고 가정하는 것이 편하다

CEU 당 \$150 의 과징금을 상정했을 때, 선박의 적재용량과 연간 최대 과징금 부과 횟수, 선박의 사용연수 등을 고려한 단일 PCC 선박의 생애주기 내 OPEX 상승치는 하기와 같다. Annex 3 의 PCC 에 대해서는, 후술할 Annex 2 와는 달리, **해운사들이 과징금을 지불하는 쪽으로 컨센서스가 형성될 것**이라고 예상한다.

[그림 43] PCC 선에 부과되는 선박 생애주기 내의 과징금

CEU	입항시 과징금 (\$)	입항 횟수	연간 과징금 (\$)	선박 사용연수	총 OPEX상승 (\$)	NPV (5% 가정)
7,500	1,125,000	5	5,625,000	20	112,500,000	70,099,933
10,500	1,575,000		7,875,000		157,500,000	98,139,906
[A]	[B] = [A] * 150	[C]	[D] = [B] * [C]	[E]	[F] = [D] * [E]	

자료: 유안타증권 리서치센터

7,500CEU 급 PCC 의 신조선가는 현재 \$93m 이며, **미국산이 아닌** PCC 선을 20 년 운항시 과징금으로 인한 OPEX 상승의 NPV 는 \$70m 수준이다. 다만, Annex 2 와는 달리 **PCC 에 대해서는 중국산이 아닌 모든 해외 건조 선박에 과징금을 부과함**으로 미국에서 PCC 선박 건조 단가가 \$163m (신조선가 \$93m+전체 과징금 \$70m) 수준에 형성되어야 발주를 넣을 수 있는 것이다. 최근 3 년래 유일하게 선가가 공개된 22 년 3 월 필리조선소의 3,600TEU 급 컨테이너선 신조선가가 당시 글로벌 신조선가의 6 배에 발주되었다는 점을 고려한다면, **선주 입장에서는 CEU 당 \$150 의 과징금을 내는 것이 더욱 경제적인 선택**이 될 것이라 예상한다. PCC 가 만차가 아닌 상태로 입항 시 과징금 규모가 축소될 수도 있으나, 현재 글로벌 완성차 수출시장의 주요 운송루트가 동아시아-미주라는 점을 고려시 과징금 규모는 그리 크게 다르지 않을 것이다.

Annex 2 - 줄어든 것 같아도 그 영향은 여전히 게임체인저 수준

가장 중요한 Annex 2는 1) 비중국 국적의 선사, 2) PCC 선을 제외한 선박이 미국에 입항할 때 발생하는 수수료이며 이는 비중국산 선박 (=국내산 선박)의 가격 프리미엄을 매우 강화할 것이라 예상한다. 연간 5 회라는 입항당 과징금 부과 횟수의 제한이 있으나, 아래의 추정치에 따르면 단일 선박의 생애 주기를 고려시 선주의 입장에서 중국산 선박이 미국으로 입항할 경우 매우 큰 OPEX의 상승을 초래한다는 점을 알 수 있다.

[그림 44] Annex 2 시행하에 부과되는 과징금 - 컨테이너선 예시

NT-base	입항시 과징금 (\$)	입항 횟수	연간 과징금 (\$)	선박 사용연수	총 OPEX상승 (\$)	NPV (5% 가정)
63,000	2,079,000	5	10,395,000	20	207,900,000	129,544,677
84,000	2,772,000		13,860,000		277,200,000	172,726,235
112,000	3,696,000		18,480,000		369,600,000	230,301,647
TEU-base	입항시 과징금 (\$)	입항 횟수	연간 과징금 (\$)	선박 사용연수	총 OPEX상승 (\$)	NPV (5% 가정)
9,000	2,250,000	5	11,250,000	20	225,000,000	140,199,866
12,000	3,000,000		15,000,000		300,000,000	186,933,155
16,000	4,000,000		20,000,000		400,000,000	249,244,207

자료: 유안타증권 리서치센터

현재 Clarkson의 9,000TEU 급 컨테이너선 신조선가는 \$130m 이라는 점을 감안하면, 단일 선박의 20년간 누적 과징금은 해당 선박의 신조선가를 초과하는 수준이다. 물론, 이러한 과징금 스프레드가 국내 조선사들에게 직접적 프리미엄이 될 수는 없겠으나, 분명한 점은 미국에 입항하는 선박은 중국산이 되어서는 안된다는 것이다.

Appendix - Annex 2에 대한 반론: 글로벌 선박의 재배치? 쉽지 않다

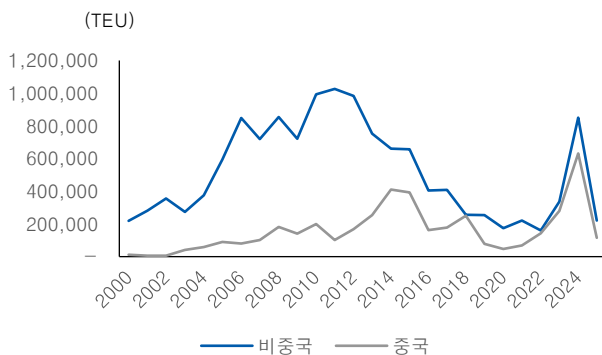
위와 같은 중국산 선박에 대한 막대한 과징금을 회피하기 위한 수단으로, 글로벌 선사들이 기존에 활용하던 비중국산 선박을 모두 미국 노선에 투입하고, 나머지 노선에 중국산 선박을 투입하면 된다는 반론이 종종 제기된다. 그러나, 당사는 컨테이너선 Class 별 적재 용량의 차이와 이에 따른 노선 교체의 한계로 인해 필연적으로 국내 조선사가 수혜를 입을 것이라 예상한다.

가장 단순한 비교로, 2024년 글로벌 컨테이너 물동량은 213m TEU를 기록했으며, 이중 28m TEU가 미국으로 수입되었다. 이는 미국에 입항하는 글로벌 컨테이너선 선박 비중이 13%라는 직관적인 결과를 암시하나, 실제 미국에 입항하기 적합한 크기의 선대 내에서 미국의 노출도 비중은 30% 이상이다. Alphaliner에 의하면, 유럽-북미 노선과 극동아시아-북미 노선의 글로벌 컨테이너선 선박비중은 21%이다. 문제는, 항만 인프라와 같은 기타 요인들로 인해 북미에 입항하는 90%이상의 선박들의 크기가 4K-15K TEU급으로 제한된다는 것이다. 그리고 해당 4K-15K TEU급 컨테이너선 선대의 34%가 북미를 목적지로 삼고 있다.

현재를 기준으로, 현존 해당 선대 (4K-15K TEU 급)의 76%는 비중국산이다. 다시 말해, **지금 당장은 문제가 없다**. 그러나, 2010년대 이후 지금까지 중국산 4K-15K TEU 급 컨테이너선 선대의 인도물량이 비중국산 물량에 근접했으며, 수주잔고 기준으로는 오히려 **중국산 컨테이너선이 해당 선급에서 비중국산보다 4 배 가까운 인도물량을 기록할 예정**이다. 선복량의 변동 없이 선박 세대교체가 이뤄진다는 전제 하에, **현재 수주잔고는 2007년까지 인도된 컨테이너선을 모두 대체하며 비중국산 비중을 59%까지 낮춘다**. 이후, 2013년 인도물량이 대체되는 시점에는 중국산 4K-15K TEU 급 컨테이너선의 글로벌 비중이 63%까지 상승할 것으로 예상된다.

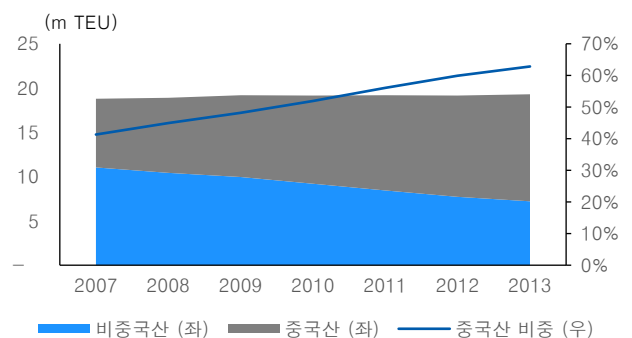
요약하자면, 지금은 비중국산 컨테이너선을 미국 노선으로 변경하기에 충분하지만, 최근 상승한 중국의 컨테이너선 신규수주 점유율이 유지된다면, 수 년 내에 미국으로 향하지 않는 컨테이너선은 100% 중국산이 될 것이라는 것이다. 글로벌 선사들은 위험관리 차원에서 이러한 상황을 절대 묵인할 수 없기 때문에, Annex 2에 의해 국내 조선사들의 컨테이너선 수주 경쟁력 및 가격 차별성은 더욱 강화될 것이라 예상된다.

[그림 45] 현존 4-15K TEU 컨테이너선 대부분은 2000년대 인도됨



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 46] 해당 연도에 인도된 컨테이너선 폐선시 증가하는 글로벌 중국산 선박 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

미 해군 MRO – MSC 말고 OPN 주세요

다 같은 MRO 가 아니다

한화오션은 지금까지 두 척의 미 해군 함정 MRO 수주를 기록했는데, 두 함정은 모두 Military Sealift Command (MSC) 소속의 비전투함이었다. 이는 미 해군이 최초로 해외 조선소에 정기 유지보수를 위탁한 사례로 향후 국내 조선사들의 **미 해군 대상 MRO 사업 확장 여력을 보여주는 사례였으나, 그럼에도 불구하고 여전히 가야 할 길이 멀다.**

가장 먼저, 두 함정 (USNS Wally Schirra, USNS Yukon)은 모두 “비전투함”이다. USNS (United States Naval Ship)은 대부분 **비전투 임무 (보급, 수송 등)을 수행하며 MSC 소속으로** 민간 선원에 의해 운용되고, 정비 또한 MSC 자체 예산으로 집행되며 HD 현대중공업과 한화오션이 취득한 **MSRA (Master Ship Repair Agreement) 체결을 통해 수주요건이 충족된다.**

통상 연간 20 조원이라 언급되는 미 해군의 MRO 관련 예산은 **OMN (Operation & Maintenance, Navy)와 OPN(Other Procurement, Navy)**로 나뉘는데, 2025 년 미 해군의 함정 유지보수 예산 항목은 OMN 에 \$12.1bn, OPN 에 \$2.4bn 이 배정되었다. OMN 은 미국내 위치한 공공 조선소에 집행되는 예산이며, OPN 은 2020 년부터 시범적으로 민간 조선소도 함정 유지보수가 가능하도록 예산 집행을 허가하고 있다.

[그림 47] 예산 항목별 MRO 관련 예산과 적용대상

항목	대상	예산	적용대상	정비 위치	해외 조선소 외주여부
OMN	USS	\$75bn (MRO \$12.1bn)	전투함정 (USS)	공공 조선소	불가
OPN		\$16bn (MRO \$2.4bn)	전투함정 (USS)	미국 민간 조선소	제도 개선시 가능
MSC	USNS	\$4.5bn	보조함정 (USNS)	미국 및 해외 민간 조선소	가능

자료: 유안타증권 리서치센터, US DON Transportation MSC FY2025 budget, US DON FY2025 budget

OPN 을 뚫는 것이 시작

정리하자면, MSC 의 예산하에 집행되는 USNS 의 MRO 사업은 연간 20 조의 함정 MRO 시장에서는 조금 동떨어져 있다. 그리고 OMN 의 경우에도 무기체계 및 함정 운용시스템의 민감도상 해외 조선소에 외주를 맡길 가능성은 매우 제한적이다. 따라서, **미 해군에서 민간 조선소 외주를 통한 유지보수 비용 합리화 목적의 OPN 예산집행에 국내 조선사들이 포함되는 것이 가장 현실적인 목표**라고 판단한다. 물론, 이 또한 지금까지는 미국내 민간 조선소에 국한되어 왔다. 그럼에도 불구하고 국내 조선사들의 진출 가능성이 증가하고 있는 이유는, 미국내 조선업체들이 이를 모두 수용할 만한 능력이 없기 때문이다.

US Government Accountability Office (GAO)에서 올해 2 월 발간한 “함정 건조와 수리: 해군의 전략적 민간 조선산업 투자 필요성” 보고서에 따르면, 2022 년 기준 미국내 수리조선소는 비핵수상함 수리작업이 오직 36%만 완료되었으며 2015-2022 년 사이 구축함 수리에 소요된 기간은 총합 10,000 일을 초과했고 순양함 수리는 5,500 일을 초과했다.

더욱이, Congressional Research Service (CRS)에서 올해 3 월 발간한 “해군력 구조와 함정건조 계획” 보고서에 따르면, 전시상황에서 역내에 국한된 유지보수 사업의 구조는 매우 비합리적이며, 따라서 **해외에 배치된 해군 전력의 정비를 외국 항구에서 수행할 수 있다는 법령을 최대한 실질적으로 활용할 것을 강력히 권장**한다. 그리고 여기에 예시로 활용된 것이 바로 앞서 언급한 MSC 이다. MSC 휘하 선박들은 기술적으로 미국을 모항으로 두고 있지 않기 때문에 국내 조선소에서 수리가 가능했고, **이를 실질적으로 활용한다는 것은 국내 조선사들의 OPN 예산집행 진출 가능성이 분명히 존재한다는 것을 의미**한다. 또한, CRS 에 따르면 하원 군사위원회는 해군 장관에게 2025 년 12 월 1 일까지 수리 역량 확보 방안을 모색할 방안을 보고할 것을 지시했으므로, **올해 안에 추가적인 유지보수 사업 확장 가능성 또한 열려있다.**

미 해군 함정 건조 – 이거 진짜예요?

낙관과 비관 모두 가능한 이야기

앞서 언급한 미 해군의 함정 수리 수용능력 미달과 함께, **자체 건조 능력의 한계 또한 명백하게 지적**되어 최근 미 해군 함정 건조의 외주화의 가능성에 대한 논의가 지속되고 있다. 2월 5일 미 상원의원 Mike Lee는 Ensuring Naval Readiness Act를 발의하며 해군 함정 및 주요 구조물을 해외에서 건조할 수 있도록 기존의 법안을 수정할 것을 요구하고 있다. 이처럼 **유지보수뿐만 아니라 함정 건조의 관점에서도 국내 조선사의 수혜가 전망되는 가운데, 이에 대한 낙관론과 비관론은 그 간극이 너무나도 크다.**

미 해군 함정 건조의 해외 조선소 발주에 대해 낙관적인 의견에 대한 주요 근거는 명백하다. 1) 미국 조선소의 캐파 부족, 2) 비용 과다 및 납기 지연, 3) 동맹국 조선소의 앞선 기술력과 효율성 등이다. 더욱이 **핵심전력이 아닌 비전투함의 건조에 있어 기밀 유출 가능성 또한 최소화**할 수 있기 때문에 전체 선박을 건조한 뒤 미국에 인도하는 것에도 안보 관점에서의 리스크가 제한적이라는 것이다.

비관적인 의견 또한 매우 분명한 근거가 있다. 1) 자국 산업 기반 및 고용 보호, 2) 전시상황내 공급 단절 리스크, 3) 기밀 유출 가능성 등이 있는데, 이중에서 가장 중요한 것은 역시나 **기밀 유출 가능성이다. 비전투함이라 해도 전술지휘정보체계, 전파방호설계 등의 기술이 유출**될 수 있으며, 기본적으로 해외에서 군용 함선을 완전 건조한 전례가 없다.

[그림 48] 함정 건조 해외 발주에 대한 낙관론과 비관론

	낙 관 론	비 관 론
핵심 주장	미국 조선소만으로는 원활한 공급 불가	국가안보 자산을 외국에 맡길 수 없음
주요 근거	국내 조선소의 생산능력 부족 비용 과다 및 납기 지연 동맹국 조선소의 높은 기술력과 생산효율성	해외조선소의 기밀유출 가능성 자국 산업 기반 및 고용 보호 전시상황내 공급망 단절 리스크
법적 토대	Ensuring Navy Readiness Act (발의)	Buy American, USC 8679등 다수
비전투함에 대한 시각	비전투함의 구조는 민간 선박과 유사 핵심 무장, 시스템은 미국내에서 설치 가능	통신, 전파 등의 군사 기밀 포함 해외 건조 자체의 안보적 리스크 배제 불가

자료: 유안타증권 리서치센터

절충안이 가장 현실적인 이유

이에 당사는 절충안으로 **국내 조선소의 미 해군 함정 블록 건조 시나리오**가 가장 가능성이 높은 옵션이라 예상한다. 주요 근거로는 1) **미 해군 함정의 해외 조선소 완전건조 사례 부재**, 2) **해외 완전건조시 자국 산업 재부흥에 치명적인 타격**, 3) **관련 법령 우회 가능성** 등이다.

가장 먼저, 미 해군 함정의 해외 조선소 완전건조 발주는 전례가 없다. 미 해군 소속이 아닌 MSC의 경우 상선을 리스, 매입하여 군용 지원함으로 전환하는 사례가 있으나, 바뀔 말한다면 이러한 상선→함정 전환이 가능한 사례들은 이미 전환이 완료되었다 (이미 MSC 보유선박중 60%이상이 이러한 경우이다). 안보 리스크의 관점에서, **해외 조선소의 보안 통제의 한계, 핵심 기술의 노출 우려** 등으로 인해 여러 제약이 발생할 것이라 예상한다.

다음으로, USW가 제기한 상선 부문의 중국 조선업 제재 청원에서도 드러나듯, **미국의 조선업 재부흥이라는 미명 하에 해외 조선사의 함정 완전건조는 labor vote를 앗아갈 수 있는 치명적인 리스크**로 작용한다. 앞서 언급한 GAO의 보고서에서도, 현재 미국 조선사들이 수용능력을 확장하지 못하고 있는 가장 큰 이유는 발주물량의 지속가능성에 대한 근본적인 의구심이다. 미국내 조선업체들은 1) 발주의 불안정성이 민간 투자를 억제하며, 2) 계약이 있어도 선투자를 꺼리고 있으며, 3) 이는 해군 자체가 기본적인 수요 예측에 실패하기 때문이라고 주장한다. 반대로 말하자면, 기적적으로 국내 조선소가 미 해군 함정의 완전건조 계약 자격을 취득한다고 하더라도 국내 조선소 또한 해당 물량 수주를 위한 생산능력 확장에 대해 망설일 수도 있다.

마지막으로, 관련 법령 우회 가능성이다. 앞서 언급한 Ensuring Naval Readiness Act의 골조는 10 USC 8679 (함정의 해외 조선소 건조 금지) 법안을 수정하는 것인데, 현재는 **해외 조선소에서 함정을 건조하는 것은 이에 명백히 위반된다**. 그러나, 블록 형태로 생산 및 미국내에서 최종적인 선박 조립을 하는 경우, 이를 함정의 주요한 구성요소로 볼 것인지에 대한 여부는 **법률적 회색지대**에 놓일 수 있다. 실제로 트럼프 행정부 산하 해군 장관으로 임명된 존 펠런은 4월 일본 요코스카 해군기지에서 인터뷰 중 수리 및 유지보수뿐만 아니라 다른 분야로도 (신조 건조) 확장하려고 하는 관심이 있다는 점을 확인했으나, 이에 대해서는 할 수 있는 것과 없는 것이 있다고 분명히 선을 그었다. 펠런 장관이 바이든 행정부 아래의 전임자 카를로스 델 토로 장관에 비해 미국 조선업에 대한 재부흥의 필요성을 더 강조하는 만큼, 해외 조선소에서 전체 함정 건조를 맡길 확률은 높지 않다고 평가한다.

[그림 49] 블록생산과 원전건조의 법령 해석에 따른 회색지대 활용 여부

	해외 블록 생산 + 미국 최종 조립	해외 완전 건조
적용 법령	USC 8679에 직접 명시되지는 않음	USC 8679에 명확히 위배
법률적 해석	함정의 "주요 구성요소"의 정의가 모호, 법률적 해석의 회색지대 존재	명백한 위반
회색지대 활용 여부	블록을 "단순 구조물"로 간주 시 예외 적용 가능	매우 제한적

자료: 유안타증권 리서치센터

결국 문제는 파이의 크기

낙관적 (신조), 비관적 (실패), 절충 (블록)으로 나뉜 모든 시나리오는 결국 최종적으로 **진입할 수 있는 시장 규모가 얼마나 되느냐는 질문으로 귀결된다**. 당사는 이에 대해 **내년부터 건조에 착수하는 함정들이** 국내 조선사가 블록생산 계약을 획득할 수 있는 부분이라 판단한다. 미 국방부의 2025 예산안 내에 Shipbuilding and Conversion, Navy 를 살펴보면 건조 예정인 함정들의 함종과 예산이 기입되어 있다.

해당 문서를 살펴보면 비용에 대한 분류가 되어 있는데, 설계비, 전자기기, 무기체계, 추진체계 등의 분야는 **국내 조선사들이 진입할 수 없는 부분**이라 판단하고, 오직 기본 플랫폼 건조단가 (Basic construction) 만을 진입 가능한 시장으로 상정한다. 미 해군의 목표가 1) 건조 일정의 지연 없이 2) 저렴한 비용으로 3) 기밀유출 없이 함정을 건조하는 것이라는 점을 감안하였을 때, 이미 **발주가 완료된 함정들에 대해서도 블록 외주가 이루어질 수 있다고** 예상한다 (다만, 인도 예정이긴 하나 현재 건조공정이 시작되었거나 올해 안에 건조공정을 시작하는 함정들은 제외하였다).

플랫폼 건조라 하여도 결국 조립 프로세스는 미국내에서 완료된다는 점을 감안하여, 전체 플랫폼 건조단가의 **30%가 해외로 외주되며, 이중 국내 조선사의 점유율이 80% 달성**이 가능하다는 전제 하에 향후 5년간 (FY26-30) 발생 가능한 매출액은 US\$23bn 이다. 국내 조선사의 점유율을 매우 높게 잡은 이유로는 블록생산은 기술 유출 리스크가 없어 상선 야드에서도 건조가 가능한데, 사실상 중국을 제외한 상선 시장은 국내 조선사가 잠식하고 있다고 판단해서이다.

[그림 50] FY26-30 미 해군에서 건조를 착수할 함정들과 이에 따른 국내 조선사 수혜 가능 규모

분류코드	함종	역할	단가 (USDm)	플랫폼 건조단가 (USDm)	FY26-30 공사착수 척수	플랫폼 건조단가 총액 (USDm)	해외생산 커버리지	국내 조선사 점유율	5년간 매출액 (USDm)
1045	Columbia Class Submarine	전략 핵잠수함	9,283	5,768	3	17,304	30%	80%	22,870
2013	Virginia Class Submarine	공격형 핵잠수함	5,759	3,829	9	34,461			
2122	DDG-51	구축함	2,500	1,400	14	19,600			
2127	Littoral Combat Ship	연안전투함	544	466	-	-			
2128	FFG-Frigate	호위함	1,170	577	8	4,616			
3010	LPD Flight 2	상륙수송함	1,813	1,416	3	4,248			
3041	LHA Replacement	강습상륙함	3,834	3,011	1	3,011			
3043	Expeditionary Fast Transport	고속수송함	323	269	2	538			
3050	Medium Landing Ship	중형 상륙함	268	129	8	1,032			
5010	AS Submarine Tender	잠수함 지원함	1,733	1,365	3	4,095			
5025	TAO Fleet Oiler	해상 보급유조선	815	747	6	4,482			
5035	Towing, Salvage, and Rescue ship (ATS)	예인, 구난, 구조함	96	82	1	82			
5087	Oceanographic ships	해양조사선	205	168	-	-			
5100	LCU 1700	상륙주정	31	29	8	232			
5112	Ship to shore connector	상륙용 공기부양정	91	64	16	1,021			
5113	Service Craft	항만작업 보조정	15	15	25	365			
5114	Auxiliary Personnel Lighter	생활용 바지선	71	68	3	204			

자료: 유안타증권 리서치센터, DOD FY2025 Budget Estimates Navy

밸류에이션에 대한 이야기

P/B multiple 의 한계

P/B, 왜 쓰는지 알겠지만...

조선업과 같은 장치산업은 고정자산 중심으로 운영되며 초기 막대한 자본 투입 이후 **장기간에 걸쳐 설비를 활용**해 수익을 창출한다. 또한 이는 일반적으로 **경기 사이클에 크게 영향**을 받으며, 이에 따라 **이익의 변동성 또한 심하다**. 이러한 특성 때문에, 조선업 내에서 일반적인 적정가치 산출방식으로는 PER (주가수익비율)보다 PBR (주가순자산비율)에 기반한 적정주가를 산출한다.

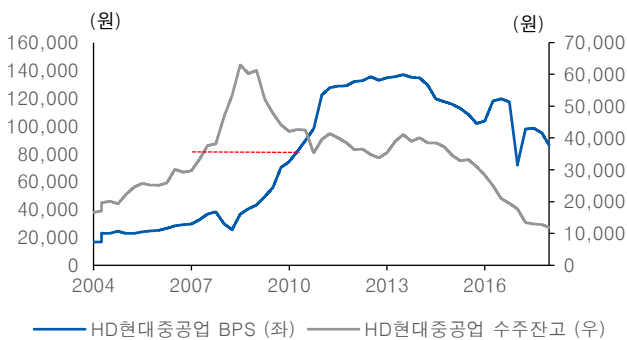
첫 번째 단점: 실제 업황을 반영하는 주가와 그렇지 못한 장부

조선업종의 주가(P)는 신조선가의 방향성, 수주 모멘텀 등 실제 업황을 반영한다. 반면에 수주 이후 **매출인식까지 상당한 시간이 소요**되는 산업 특성상 이러한 업황이 실적으로 반영되고 장부가치에 누적되기까지는 수 년간의 시간이 필요한데, 따라서 **장부가치(B)의 상승은 주가 상승을 매우 후행**한다.

다시 말해, P의 상승이 진행되는 구간에 B는 큰 변동이 없으며, 이후 본격적인 B의 상승이 이뤄질 때는 오히려 업황 정상화에 따라 P가 하락하기도 한다. 이러한 괴리의 결과로,

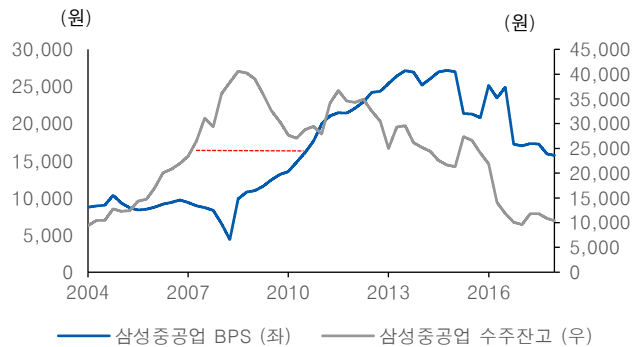
조선업체의 P/B multiple은 매우 비정상적인 등락폭을 갖게 된다. 기존의 PBR 밸류에이션 방법론 하에 Target P/B multiple을 설정하는 데에 매우 큰 어려움이 있는 첫 번째 이유이다.

[그림 51] 업황을 반영하는 수주잔고 증가구간과 BPS 상승구간의 시차 - 현대중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 52] 업황을 반영하는 수주잔고 증가구간과 BPS 상승구간의 시차 - 삼성중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 53] 업황에 따른 주가의 상승은 BPS 상승을 매우 선행 - HD 현대중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 54] 업황에 따른 주가의 상승은 BPS 상승을 매우 선행 - HD 현대중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 55] 결론: PBR의 변동폭 격화, 밸류에이션에 어려움 가중 - HD 현대중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 56] 결론: PBR의 변동폭 격화, 밸류에이션에 어려움 가중 - 삼성중공업



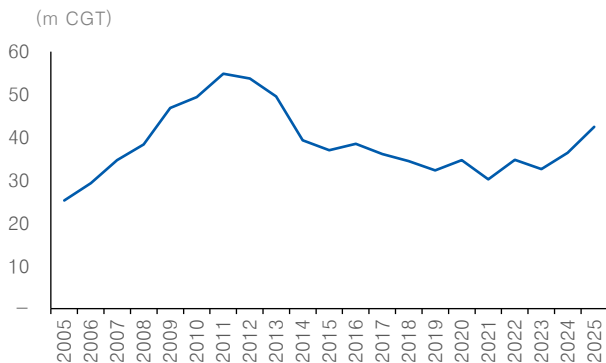
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

두 번째 단점: Forward P/B의 불편한 진실

업황이 지속적으로 개선되고 새로운 re-rating trigger가 발견될 때마다, Target P/B multiple과 함께 미래 회계연도의 장부가치를 목표주가 산출에 사용하는 것 또한 맹점이 존재한다. 자본잉여금의 변동이나 평가손익의 큰 변화 등의 별다른 이벤트가 없다면 장부가치는 이익잉여금의 변화에 의해 움직인다. 즉, 미래 회계연도의 장부가치에 1.0x 이상의 멀티플을 부여하는 것은 회사가 향후 이익잉여금으로 누적하게 되는 회계상 이익을 더욱 부풀려서, 사전에 반영한다는 것을 의미한다.

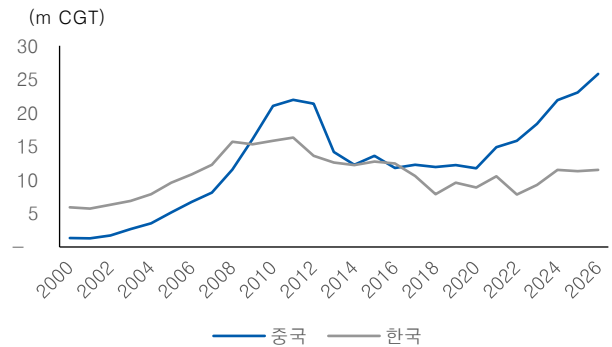
발생한 이익잉여금이 지속적인 수요의 확장이 예상되는 산업에서 향후 더욱 큰 미래 수익 창출을 위한 재투자에 사용된다면 이러한 방법론을 신뢰할 수 있으나, 신조 시장이 현재와 같은 활황을 유지할 수 있는 가장 큰 이유 중 하나가 글로벌 생산능력의 쇠퇴에 의한 선풍 초과수요라는 점을 고려할 때 이러한 가정은 매우 비합리적이다.

[그림 57] 글로벌 신조 역량이 최근 증가한 것은 사실이나...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

[그림 58] 연간 인도량 예상치로 보아 이는 중국 조선사들의 캐파확장



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

세 번째 단점: 조선사마다 상선 외 핵심사업의 영역이 다르다

국내 상장되어 있는 대형조선사 3 사 (HD 현대중공업, 한화오션, 삼성중공업)의 상선 외 **핵심 사업영역은 현재 각자 매우 다르다**. 이로 인해, **re-rating**의 영역 또한 분리되어 있으며, 주가의 향방 또한 각기 매우 다른 모습을 보였다. 당사의 기준에서 각 조선사별 핵심 사업 영역과 특성을 분리한 현황은 아래와 같다. 이러한 상황에서, **회사의 적정가치를 단일 PBR 을 통해 해석하는 것에는 매우 높은 밸류에이션 부담이 가중된다**.

[그림 59] 국내 대형 조선사간 사업 부문 비교

	상선	특수선	엔진	해양플랜트
HD현대중공업	공통 주력사업	O	O	존재 (수익성 제한적)
한화오션	공통 주력사업	O	X	존재 (수익성 제한적)
삼성중공업	공통 주력사업	X	X	존재 (수익성 높음)

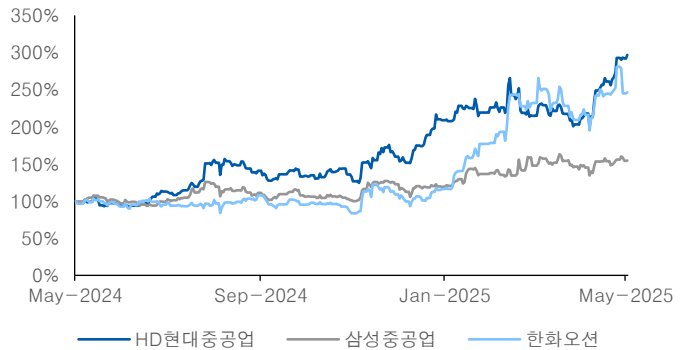
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 60] 2007년 업사이클 당시 조선 3사의 주가 상승 트렌드는 유사하였으나...



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 61] 최근 조선 3사의 주가 행방은 회사별로 상이하였음



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

대안 제시: POR 과 SOTP

상선 부문에 PBR 대신 POR 밸류에이션 제안

당사는 앞서 언급한 PBR 밸류에이션의 첫 번째와 두 번째 단점을 극복하기 위한 대안으로 **고안한 Price to Order Backlog (POR) 밸류에이션**을 채택한다. 이는 PBR 밸류에이션에서 장부가치를 수주잔고로 대체한 것이며, 이에 따라 기존의 문제점을 보완할 수 있다고 판단한다.

가장 먼저, 실제 업종내 발주 모멘텀을 반영하는 **수주잔고의 변동에 따라 즉각적인 적정가치 재설정**이 가능해진다. 수주 이후 이익 인식까지 몇 년의 시차가 존재하는 장부가치와 달리, 수주잔고의 기간별 등락에 따른 업황을 반영할 수 있다. 또한, 조선업종 특성상 **일정 수준 이상의 수주잔고를 확보한 상황이 전제되어야 수익성 위주의 선별적 수주가 가능**하다는 점을 감안했을 때, 수주잔고의 양적 충족은 장기적인 장부가치 상승과 매우 밀접한 연관이 있다.

[그림 62] 시가총액과 수주잔고의 유사한 방향성 - HD 현대중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 63] 시가총액과 수주잔고의 유사한 방향성 - 삼성중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

[그림 64] 시가총액/수주잔고의 P/B 대비 일정한 변동폭 - HD 현대중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

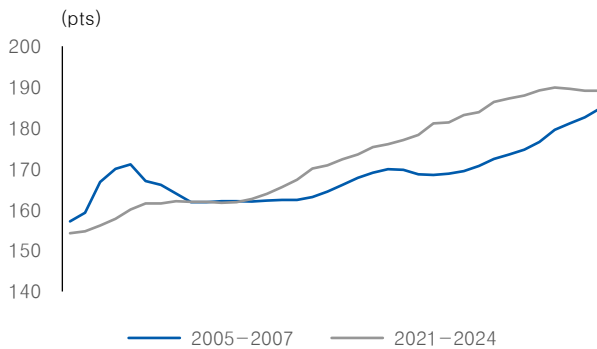
[그림 65] 시가총액/수주잔고의 P/B 대비 일정한 변동폭 - 삼성중공업



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

두 번째로, 최근과 같은 수주잔고의 변동폭이 제한적일 경우에, 수주잔고의 수익성 quality에 따라 target P/O multiple을 상향할 수 있다. 앞서 언급한 것처럼, 글로벌 연환산 수주잔고는 2022년 하반기부터 지금까지 꾸준히 3.6~3.8년 사이를 유지하고 있다. 그러나, 수주잔고의 수익성을 비교한다면 22년 당시의 잔고는 대부분이 저가수주 물량이었으며, 현시점의 수주잔고는 선별적 수주에 따른 수익성 극대화 물량이다. 이와 비슷한 상황을 찾아 historical P/O multiple을 대입하자면, 2005~2007년 신조선가 지수 상승 시기 (157~185 pts) 물량이 채워진 2008년 상반기의 수주잔고와 2022~2024년 유사한 지수 상승 (154~189 pts) 물량이 채워진 2025년 상반기의 수주잔고가 가장 유사한 상황이다.

[그림 66] 2005~2007 사이클과 2021~2024 당시의 신조선가 지수 상승세



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

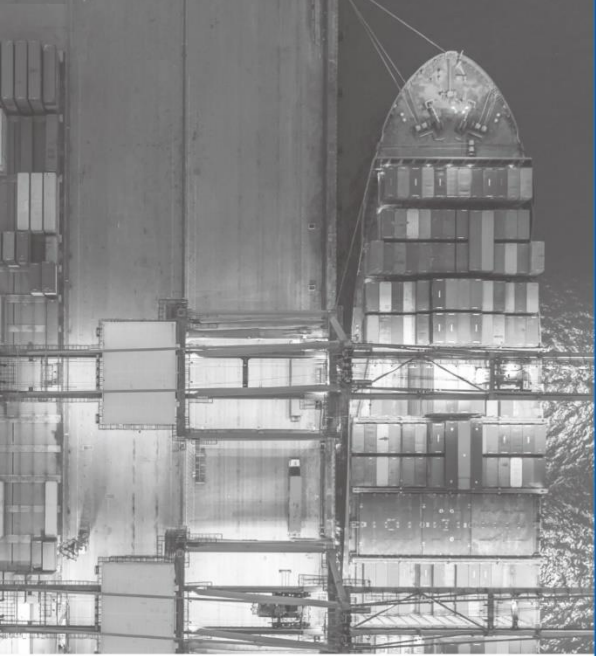
[그림 67] 조선 3사 평균 P/O multiple - 현재 상선부문의 target P/O band 유추 가능



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

개별 주력 사업부문에 별도의 밸류에이션 적용 이후 SOTP

또한, 세 번째 단점을 해결하기 위해, 상선 부문 POR 밸류에이션 적용 이후 각각의 조선사의 **개별 주력 사업부문에 별도의 밸류에이션 방법론을 적용한 이후 SOTP** (Sum-of-the-parts) 밸류에이션으로 목표주가를 설정한다. HD 현대중공업과 한화오션이 보유한 방산, HD 현대중공업이 보유한 선박 엔진, 삼성중공업이 보유한 고수익성 해양플랜트 사업은 각각의 적정가치를 산출한 이후 기존 상선부문 적정가치에 더하였다. 개별 기업에 대한 SOTP 밸류에이션은 기업 부분에 기술하였다.



기업분석

HD한국조선해양 (009540)

한화오션 (042660)

삼성중공업 (010140)

HD현대중공업 (329180)

HD현대미포 (010620)

HD현대마린솔루션 (443060)

HD한국조선해양 (009540)

제한적인 리스크, 열려있는 상방

조선업체 실적 개선의 최종 수혜주

동사는 1Q25 별도기준 배당수익 W418bn을 인식. 이는 HD현대중공업 (W139bn), HD현대삼호 (W265bn), HD현대미포(W12bn)의 배당수익 덕분인데, HD현대중공업과 HD현대미포의 FY25-27F 영업이익률이 매출인식 신조선가의 상승에 따른 본격적인 회복세에 돌입함에 따라 향후 더욱 높은 배당수익의 수혜주가 될 것이라 예상.

HD현대의 추가 지분확대 가능성 존재

동사의 최대주주 HD현대는 1Q25 배당수익금 W250bn을 인식. 이는 1Q24 W255bn과 유사한 수준이나, 동사의 배당기여는 1Q24 기준 0원에서 1Q25 기준 W127bn까지 상승. 1) 1Q24 기준 배당기여도 75%를 기록한 HD현대오일뱅크의 24년 연간순손실 전환, 2) 조선 자회사들의 이익개선폭 확대에 의해 HD현대의 동사에 대한 배당의존도는 향후 추가적으로 상승할 것이라 예상하며, 현재 35%의 다소 낮은 동사 지분율을 확보한 HD현대의 입장에서는 추가 지분확대 수요가 존재할 것이라 판단.

목표주가 420,000원으로 커버리지 개시. Sector top pick

동사에 대한 목표주가 420,000원으 제시하며 커버리지 개시. 상장 연결회사의 시가총액에 60%의 지주사 할인율 적용한 뒤 배당할인모형을 통한 HD현대삼호의 적정가치를 11조 원으로 제시. Re-rating trigger는 1) 기존 선언한 30%를 상회하는 주주환원율과 분기배당 도입, 2) HD현대의 동사 지분 매입 (ex. KCC의 3.91% 동사 지분), 3) 1Q25기준 1.8조의 별도순이익을 통한 추가 개별사업확장 (ex. 미국 현지 조선소 인수). 주요한 Downside risk로는 조선업종 전체적 주가 하락이 사실상 유일하겠으나, 실제로 그러한 이벤트가 발생한다 가정해도 지주사 할인으로 인하 낙폭 또한 업종내 상대적으로 제한적일 것이라 판단. 연결회사들의 이익 회복에 의한 점진적 배당 확대라는 기회 대비 업종내 제한적인 하방압력을 고려하여 동사를 Sector top pick으로 선정함.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 420,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (5/27) 296,000원

상승여력 42%

시가총액	209,488억원
총발행주식수	70,773,116주
60일 평균 거래대금	637억원
60일 평균 거래량	269,589주
52주 고/저	296,500원 / 130,400원
외인지분율	32.34%
배당수익률	2.24%
주요주주	에이치디현대 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.5	36.7	120.4
상대	7.6	35.9	127.6
절대 (달러환산)	16.9	44.1	119.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,679	16.1	13.4	7,278	5.5
영업이익	1,079	186.7	25.6	863	25.0
세전계속사업이익	1,287	182.4	61.1	766	68.2
지배순이익	774	165.0	56.3	516	50.1
영업이익률 (%)	14.1	+8.4 %pt	+1.4 %pt	11.9	+2.2 %pt
지배순이익률 (%)	10.1	+5.7 %pt	+2.8 %pt	7.1	+3.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	21,296	25,539	29,783	32,365
영업이익	282	1,434	4,007	4,513
지배순이익	222	1,172	2,813	3,071
PER	31.7	9.5	7.4	6.8
PBR	0.7	1.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.5	6.5	4.6	4.1
ROE	2.3	11.2	23.0	21.4

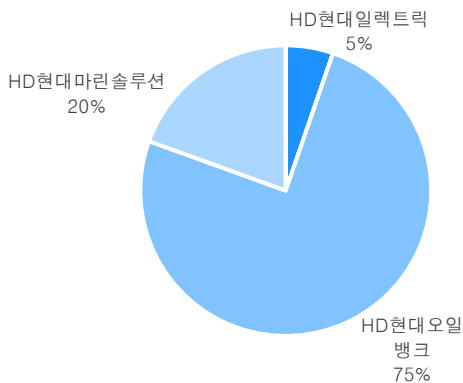
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

밸류에이션 및 목표주가

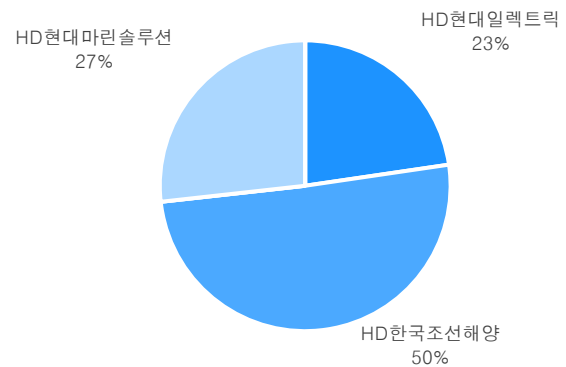
동사에 대한 목표주가 산출에서 가장 주요한 쟁점은 **상장 연결회사의 지주사 할인율**이다. 주요 상장사인 HD현대중공업과 HD현대미포의 합산 시총은 44조원이며, 지분율을 곱해도 현재 동사의 시총을 뛰어넘는 30조원의 가치를 보인다. 당사는 해당 **연결회사들에 대한 지주사 할인율 60%를 적용**하였다. 이는 상대적으로 **보수적인 할인율** 적용이라 판단하는데, 그 근거로는 1) 동사의 밸류업 핵심목표 **주주환원율 30%를 고려시 향후 연결회사들의 주주환원율 또한 30% 이상으로 상승**할 것이며, 2) 실제로 HD현대중공업, HD현대미포의 2024년 COVID-19 이후 **최초의 결산배당은 각각 30%, 25%의 연간 배당성향을 기록**하였기 때문이다. 과거 주요 연결회사들이 실적 악화로 인해 **배당을 할 수 없었던 상황에서는 60-80%의 극단적인 지주사 할인율**을 적용할 수 있었겠으나, 향후 배당 증가세가 확실시되는 연결회사들의 지주사 할인율은 60%만으로도 충분히 보수적이라 판단한다.

HD 현대의 1Q24 별도 기준 배당수익 기여도



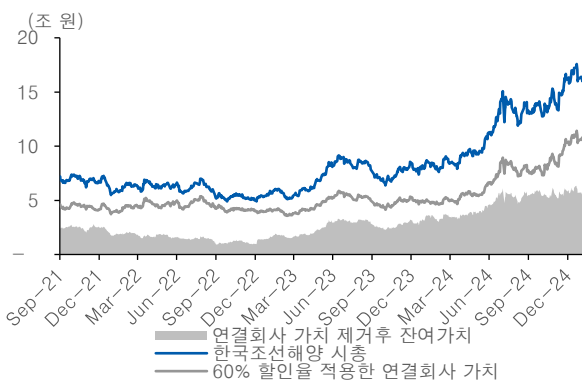
자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

HD 현대의 1Q25 별도 기준 배당수익 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

HD 한국조선해양 지주사 할인율 고려한 잔여가치



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise

HD 한국조선해양 상장 연결회사 지분가치

	FY25F
HD현대중공업 시총 (십억 원)	36,397
KSOE 지분율	74.6%
HD현대미포 시총 (십억 원)	7,569
KSOE 지분율	42.4%
에너지솔루션 시총 (십억 원)	466
KSOE 지분율	53.6%
할인율	60%
상장사 지분가치 (십억 원)	18,367

자료: 유안타증권 리서치센터

다음으로, 비상장 자회사인 HD현대삼호의 가치에 대해서는 배당할인모형 (Dividend Discount Model, DDM)을 적용한다. 그 이유로는 1) 현대삼호의 경우 peer대비 **매우 높은 영업이익률을 갖고 있으며** (1Q25 18.6% vs. 현대중공업 11.3%), 2) 24년 결산기준 **38.7%의 압도적인 배당성향**을 기록했음에도 불구하고 3) 비상장 자회사의 시장가치 **평가기준이 모호**하여 별도의 가치를 인정받지 못하고 있기 때문이다. 따라서, 당사는 HD현대삼호의 적정가치를 다소 보수적인 DDM을 통해 도출하였다.

HD 한국조선해양 밸류에이션 및 목표주가

	2025F	2026F	2027F	Terminal value
DPS	12,544	14,244	15,819	
DDM fair value	11,723	12,441	12,913	332,509
요구수익률(r)=7%, 영구배당성장률(g)=3%, DPS는 삼호 연간 추정EPS의 35%				
Multi-year DDM 기반 삼호 적정 주가 (원)				369,587
HD현대삼호의 DDM 적정 기업가치 (십억 원)				11,336

$$P = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(r-g)} \cdot \frac{1}{(1+r)^3}$$

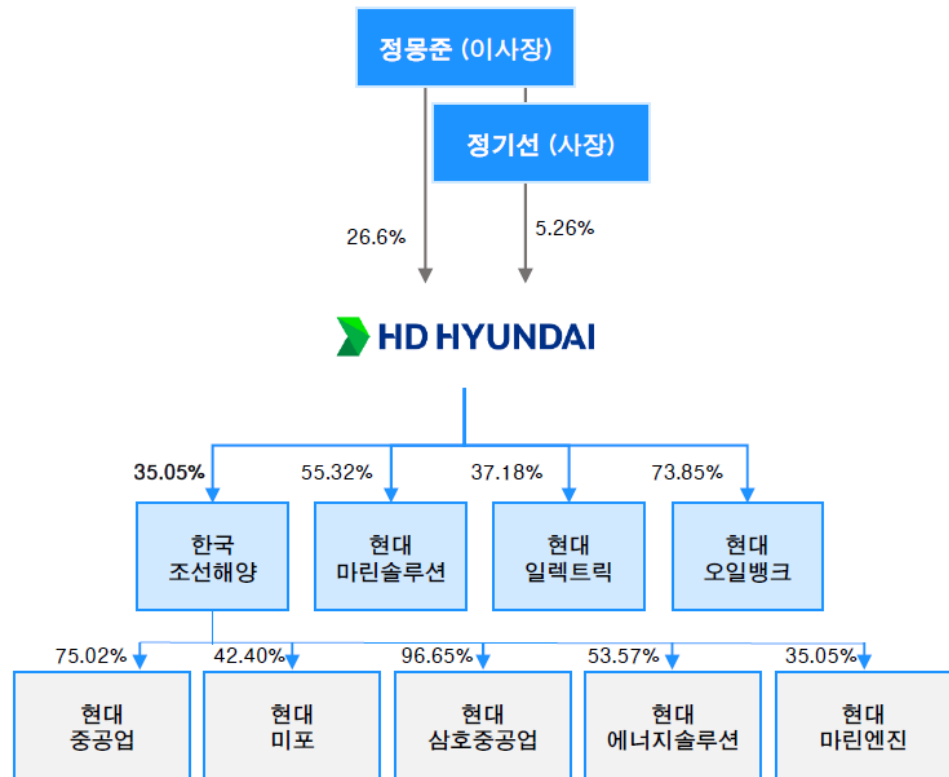
상장사 지분 (십억 원)	18,367
발행주식수 (천 주)	70,773
목표주가 (원)	420,000

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: HD 현대삼호 2024 결산 DPS 는 8,635 원

HD 현대의 지분을 확대 가능성

앞서 언급한 내용을 정리하자면, 동사는 1) 향후 연결회사의 이익성장으로 **높은 배당수익을 기록**할 것이며, 2) 이는 **또다시 동사의 연 30%이상 주주환원율의 재원으로 활용**되는데, 이는 3) 최종 지주사인 **HD 현대의 배당수익에도 매우 높은 기여도를 차지**할 것이다. 다만 여기서 발생 하는 구조적 문제점은 **HD 현대의 동사 지분율이 35%로 낮**다는 점이다. 따라서 당사는 향후 1) 한국조선해양의 주주환원율에 포함될 수 있는 자사주 매입-소각을 통한 HD 현대의 실질적 지분 상승 혹은 2) HD 현대의 직접적인 동사 지분율 확대 (예: KCC 보유지분 3.9% 매입) 가능성이 존재한다고 판단한다. 이는 각각 1) 실질적 주주가치 상승과 2) 오버행 리스크 해소로 인식 되어 추가적인 주가상승 요인이 될 수 있다.

HD 한국조선해양 밸류에이션 및 목표주가



자료: 유안타증권 리서치센터

HD 한국조선해양 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296	25,539	29,783	32,365	33,979
매출원가	20,248	22,943	24,265	26,132	27,453
매출총이익	1,048	2,595	5,518	6,233	6,527
판매비	766	1,161	1,511	1,720	1,899
영업이익	282	1,434	4,007	4,513	4,627
EBITDA	754	1,960	4,547	5,066	5,193
영업외손익	-290	389	709	636	542
외환관련손익	49	858	1,150	1,020	890
이자손익	8	7	69	126	162
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-348	-477	-510	-510	-510
법인세비용차감전순이익	-8	1,823	4,716	5,149	5,169
법인세비용	-153	368	1,226	1,339	1,344
계속사업순이익	145	1,455	3,490	3,810	3,825
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	145	1,455	3,490	3,810	3,825
지배지분순이익	222	1,172	2,813	3,071	3,083
포괄순이익	-11	1,275	3,310	3,631	3,645
지배지분포괄이익	103	1,055	2,739	3,004	3,016

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,082	4,289	5,333	7,050	7,645
당기순이익	145	1,455	3,490	3,810	3,825
감가상각비	459	504	520	535	549
외환손익	0	0	-1,150	-1,020	-890
중속, 관계기업관련손익	48	61	0	0	0
자산부채의 증감	1,510	2,369	2,240	2,290	2,304
기타현금흐름	-81	-100	234	1,434	1,857
투자활동 현금흐름	-1,267	-1,233	-1,197	-1,139	-1,062
투자자산	-101	74	-199	-199	-152
유형자산 증가 (CAPEX)	-822	-891	-700	-700	-700
유형자산 감소	24	24	0	0	0
기타현금흐름	-368	-440	-298	-241	-210
재무활동 현금흐름	-485	-2,359	-3,268	-3,860	-4,087
단기차입금	-73	413	-86	-49	-63
사채 및 장기차입금	-457	-89	0	0	0
자본	-8	140	0	0	0
현금배당	-3	-1	-361	-990	-1,202
기타현금흐름	56	-2,821	-2,821	-2,821	-2,821
연결범위변동 등 기타	-8	2	935	-1,065	-1,802
현금의 증감	321	699	1,803	985	694
기초 현금	2,697	3,018	3,717	5,520	6,505
기말 현금	3,018	3,717	5,520	6,505	7,199
NOPLAT	282	1,434	4,007	4,513	4,627
FCF	1,260	3,398	4,633	6,350	6,945

자료: 유안타증권

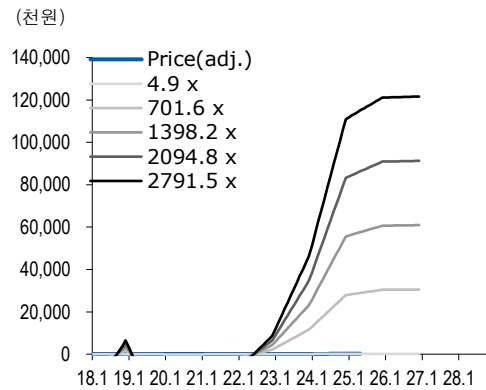
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,735	20,431	22,830	24,369	25,627
현금및현금성자산	3,018	3,717	5,520	6,505	7,199
매출채권 및 기타채권	1,452	1,634	1,767	1,856	1,895
재고자산	2,006	2,232	2,344	2,414	2,462
비유동자산	14,507	16,288	16,646	16,991	17,277
유형자산	10,504	11,111	11,291	11,455	11,606
관계기업 등 지분관련 자산	309	257	277	299	323
기타투자자산	667	1,916	2,095	2,271	2,399
자산총계	32,243	36,719	39,476	41,360	42,904
유동부채	17,498	19,325	19,096	18,318	17,405
매입채무 및 기타채무	3,204	3,884	4,399	4,795	5,082
단기차입금	926	187	187	187	187
유동성장기부채	1,294	375	375	375	375
비유동부채	2,375	3,238	3,274	3,296	3,310
장기차입금	986	202	202	202	202
사채	710	652	652	652	652
부채총계	19,872	22,563	22,371	21,614	20,715
지배지분	9,904	11,099	13,372	15,273	16,974
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	14,374	15,084	17,536	19,617	21,498
비지배지분	2,466	3,056	3,734	4,473	5,215
자본총계	12,370	14,156	17,105	19,746	22,189
순차입금	-75	-1,533	-3,578	-4,710	-5,536
총차입금	4,976	5,306	5,220	5,171	5,107

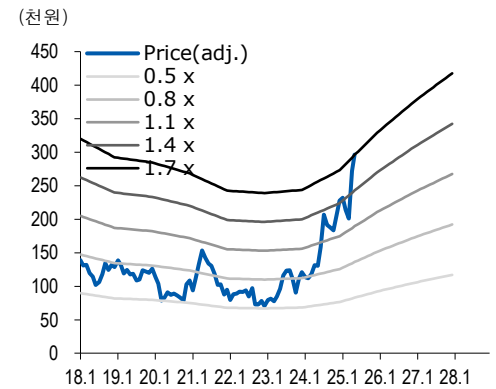
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,133	16,565	39,742	43,391	43,561
BPS	140,052	156,961	189,094	215,979	240,034
EBITDAPS	10,657	27,692	64,251	71,586	73,382
SPS	300,908	360,851	420,821	457,309	480,114
DPS	0	5,100	14,000	17,000	19,000
PER	31.7	9.5	7.4	6.8	6.8
PBR	0.7	1.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.5	6.5	4.6	4.1	4.0
PSR	0.3	0.4	0.7	0.6	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	23.1	19.9	16.6	8.7	5.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	408.1	179.4	12.6	2.5
지배순이익 증가율 (%)	흑전	428.8	139.9	9.2	0.4
매출총이익률 (%)	4.9	10.2	18.5	19.3	19.2
영업이익률 (%)	1.3	5.6	13.5	13.9	13.6
지배순이익률 (%)	1.0	4.6	9.4	9.5	9.1
EBITDA 마진 (%)	3.5	7.7	15.3	15.7	15.3
ROIC	-54.8	13.7	35.3	35.4	31.6
ROA	0.7	3.4	7.4	7.6	7.3
ROE	2.3	11.2	23.0	21.4	19.1
부채비율 (%)	160.6	159.4	130.8	109.5	93.4
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-13.8	-26.8	-30.8	-32.6
영업이익/금융비용 (배)	1.5	7.0	19.0	21.6	22.4

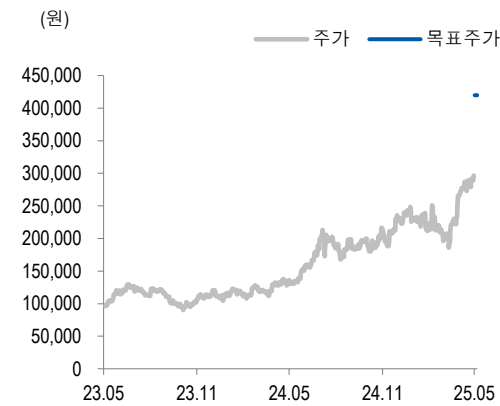
P/E band chart



P/B band chart



HD 한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	420,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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

한화오션 (042660)

방산의 한화 – 안 비쌉니다

2H25F 지속적인 영업이익률 개선 예상

동사는 1Q25 영업이익 W259bn (OPM 8.2%, +5.9% pts yoy) 기록하며 호실적 기록. 1) 1Q25 LNGC 매출비중 59% 대비 4Q25 60% 후반에 도달한다는 점과 2) 21년 Hapag에서 수주한 2척의 컨테이너선이 2Q25 인도가 완료된다는 점을 감안시 2H25F에 1) 매출인식하는 물량의 평균 신조선가 상승분만 아니라 2) 믹스 관점에서의 수혜 또한 누릴 수 있다고 판단하고 FY25F OPM 9.2%를 기록할 것이라 예상함. 다만 1Q25 가동시간 7.9m M/H는 전년동기대비 불과 1% 상승했기에 **조업 효율화 관점의 개선세는 제한적일 것이라** 예상.

방산 관점의 대장주

동사의 주가는 연중 +109% 상승하여 **업종내 가장 높은 상승률**을 기록하였는데, 이에 대해서는 **방산부문의 수혜 기대감**이 가장 크게 작용하였다고 판단. 경쟁업체인 현대중공업 대비 1) 높은 **방산매출 비중** (1Q25 기준 9.7% vs. 현대중공업 4.4%), 2) **필리조선소의 선제적 인수**, 3) **계열사간 방산사업 시너지**로 투자매력 부각된 상황. MRO 사업 선제적 수주와 마찬가지로, 신조 관련 파일럿 물량 발생시에도 선제적인 수주 가능할 것이라 예상.

SOTP-based 목표주가 102,000원 제시. Sector top pick

SOTP-based 목표주가 102,000원 제시하며 BUY의견으로 커버리지 개시. 상선부문 0.7배 P/O multiple 적용하며, 기존 방산 사업에는 15배의 P/E, 미국발 함정 건조에 대해서는 30배의 P/E multiple 적용. Re-rating trigger는 1) 추가적인 원화 약세, 2) 미국발 조선시장 관련 긍정적인 뉴스, 3) 필리조선소의 미국내 신조 물량 수주. 주요한 Downside risk는 1) 급격한 원화 강세, 2) 주요 주주의 지분 매각, 3) 경쟁 조선업체의 미국 시장 진입. 급격한 주가상승으로 인한 주가 하방압력 존재했으나, **산은의 지분 일부 매각으로 단기하락 이후 충분한 상승여력 확보**했으며, 미국발 이벤트에 최선호주로 부각되며 가장 높은 주가상승 폭을 보일 것이라 예상함.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **102,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (5/27) **78,800원**

상승여력 **29%**

시가총액	241,454억원
총발행주식수	306,413,394주
60일 평균 거래대금	3,329억원
60일 평균 거래량	4,373,706주
52주 고/저	89,900원 / 26,750원
외인지분율	12.73%
배당수익률	0.00%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.3)	6.5	155.8
상대	(15.4)	5.9	164.2
절대 (달러환산)	(8.1)	12.2	154.8

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,549	39.9	12.9	3,190	11.2
영업이익	359	흑전	38.7	240	49.3
세전계속사업이익	342	흑전	57.3	204	67.6
지배순이익	344	흑전	59.3	166	106.7
영업이익률 (%)	10.1	흑전	+1.9 %pt	7.5	+2.6 %pt
지배순이익률 (%)	9.7	흑전	+2.8 %pt	5.2	+4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	7,408	10,776	13,831	15,554
영업이익	-196	238	1,278	1,761
지배순이익	160	528	939	1,373
PER	35.6	17.3	25.7	17.6
PBR	1.9	1.9	4.1	3.3
EV/EBITDA	-115.3	33.4	18.5	13.0
ROE	6.3	11.5	17.6	21.0

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

밸류에이션 및 목표주가

산업 부문에 언급한 대로, 각 핵심사업 영역의 적정가치를 따로 도출한 뒤 합산하는 SOTP 밸류에이션 방식을 채택한다. 가장 먼저, **상선 부문**에는 **0.7배의 FY25F target P/O multiple**을 적용한다. 이는 과거 07-08년 조선업 업사이클 당시 조선3사 평균 P/O multiple band인 0.5-0.7배의 상단인데, 적용 근거는 1) 21년 수주 물량 인도 후 더욱 개선될 수주잔고 믹스, 2) 1Q25 실적 개선으로 확인한 저가수주 물량 매출인식의 마감이다.

다음으로, **기존의 방산부문**에는 **15배의 FY25F target P/E multiple**을 적용하였다. 이는 주요 글로벌 방위산업용 운송수단 업체들의 FY25F P/E multiple band의 하단이며, 적용 근거로는 1) 안정적인 영업이익률과 수주잔고, 2) 비교적 제한적인 사업 확장 가능성이다.

미국으로부터 받을 수 있는 **함정 블록 건조**에 대한 적정가치는 산업부분에서 다른 국내 조선사들이 진입 가능한 미 해군 함정건조 시장을 HD현대중공업과 양분한다는 전제 하에, **33배의 Target P/E multiple**을 적용하였다 (필리조선소 보유, 계열사 시너지로 현대중공업 대비 10% 할증). 기존 방산 사업부문 대비 2배에 가까운 multiple을 적용하는 근거로는 1) 기존 미국내 함정 건조업체 대비 월등한 생산 효율성, 2) 블록생산 외주시 글로벌 상선시장 내에서 국내 조선업체들의 중국 제외 압도적 시장 점유율, 3) 향후 함정의 외주 허용범위 확대에 따른 시장 확장 가능성, 4) 비전투함의 경우 완전건조 물량 확보의 가능성이다.

한화오션 - 밸류에이션 및 목표주가

		FY25F
상선	수주잔고 (십억 원)	26,000
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	18,200
방산(기존)	연간 NOPAT (십억 원)	75
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	1,125
방산(미국)	연간 매출규모 (십억 원)	3,202
	연간 NOPAT (십억 원)	360
	Target P/E multiple (x)	33
	적정가치 (십억 원)	11,887
전체	적정가치 (십억 원)	31,212
	주식수 (백만 주)	306
	목표주가	102,000

자료: 유안타증권 리서치센터

리스크 요인 – 잠재적 오버행

1. 산업은행의 지분

4월 29일 산업은행이 보유한 동사 지분 19.5%중 4.3%가 블록딜로 매각되었다. 1) BIS 자기자본 비율을 개선하기 위해서라는 의견이 지배적이라는 점과 2) 위험가중자산 (RWA)에 대한 BIS 산출기준에서 자회사 외 기업의 지분을 15% 이상 보유시 1250%의 가중치가 부과된다는 점, 마지막으로 3) 매각 이후 산업은행의 동사 잔여지분 이 15.25%으로 RWA가 의미있게 축소될 것이 라는 점을 감안시 단기적인 추가 매각을 예단할 수는 없지만, 향후 추가 매각의 가능성은 분명 존재한다고 판단한다.

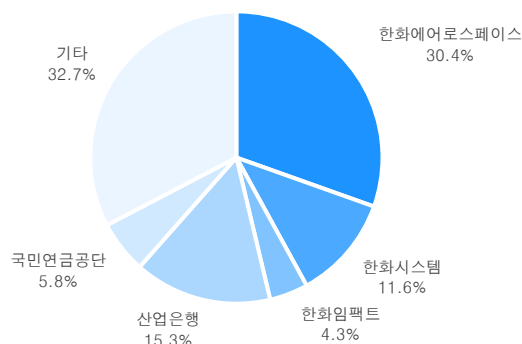
2. 수출입은행의 영구채

1분기말 기준 수출입은행은 2.3조원의 동사 CB (2046-48년 만기가 도래하나 이 또한 연장이 가능한 영구채)를 보유하고 있다. 그러나, 1) CB의 금리가 1%로 매우 낮다는 점, 2) 전환가액이 현재 추가보다 매우 낮은 40,350원임을 감안하면 오버행 위험으로 작용할 수 있다. 2016-2018년 세 번의 CB발행의 목적 자체가 국책은행의 국내 기간산업 지원을 위한 것이었으나, 산업은행이 배임을 근거로 HMM의 주가상승 이후 사채를 전환했다는 전적을 고려했을 때 수출입은행의 전환 가능성을 배제할 수는 없다. 다만, 2024년 3분기 기준 수출입은행의 BIS는 15.7%이며 CB의 경우 RWA에 포함되지 않는다는 점을 고려한다면 그 가능성은 낮은 편이라 판단한다.

3. 한화임팩트의 잔여지분

올해 3월 한화임팩트파트너스는 동사 지분 5%를 한화에어로스페이스에 매각하였고, 현재 4.27%의 잔여지분을 보유하고 있다. 한화에어로스페이스와 한화시스템이 합산 42%의 동사 지분을 보유하고 있다는 점을 감안한다면 한화임팩트가 소유한 잔여지분은 지배구조상 끊어져도 문제가 없는 연결고리이다.

한화오션: 주요주주 현황



자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션: 산업은행 지분율 변동

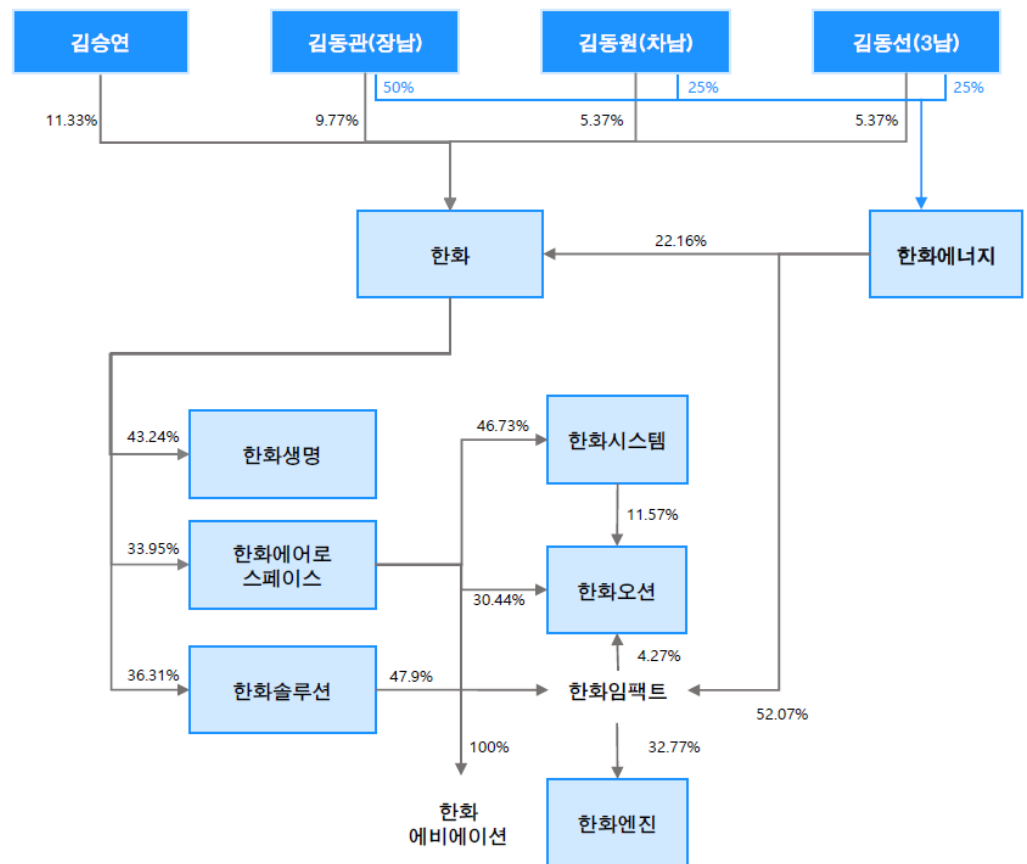
날짜	산업은행 지분율	보유주식수
2001-02-09	41.26%	80,988,578
2003-07-07	31.10%	59,825,596
2013-05-21	31.46%	60,217,183
2015-12-24	49.74%	135,986,494
2016-12-30	79.04%	51,834,073
2017-06-29	68.64%	58,499,054
2017-08-12	57%	59,862,126
2017-11-01	55.70%	59,738,211
2023-05-23	27.55%	59,738,211
2025-04-29	15.25%	46,738,211

자료: 유안타증권 리서치센터. 주: 2016년 12월 산업은행은 무상소각을 포함 18:1 감자

그럼에도 불구하고 Top pick 인 이유 – 방산으로 오른다면

동사의 상반기내 주가 상승세는 작년 하반기 미 해군으로부터의 함정 MRO 수주에 이어 1) **필리조선소 인수** 마무리, 2) 함정 건조로 **확대된 미국발 수혜** 가능성에 기인한다. 경쟁사인 현대중공업 또한 방산사업을 영위하고 있으나, 1) **현대중공업은 MOU에 그쳤던 필리조선소를 동사는 인수했다는 점**, 2) **HD현대와 비교했을 때 방산에 집중하는 계열사 포트폴리오** 등으로 인해 방산 관련 이벤트에 더욱 민감하게 반응할 수 있다고 판단한다. 특히, Pilot 물량의 성격이 강한 미 해군 MRO 수주 두 건 (월리 쉬라, 유콘)의 성공적인 인도 이후 동사는 경쟁업체 대비 앞선 Track record를 활용해 이후 추가적인 MRO 수주에 있어서도 우위를 점할 수 있을 것이라 예상한다.

한화그룹 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,831	15,554	16,637
매출원가	7,310	10,092	11,842	13,030	13,552
매출총이익	99	684	1,989	2,524	3,085
판매비	295	446	711	762	809
영업이익	-196	238	1,278	1,761	2,276
EBITDA	-50	418	1,459	1,942	2,457
영업외손익	80	-57	-25	69	165
외환관련손익	16	134	115	131	137
이자손익	-41	-108	-158	-82	4
관계기업관련손익	1	15	15	15	15
기타	104	-98	2	4	8
법인세비용차감전순이익	-116	181	1,252	1,831	2,441
법인세비용	-276	-347	313	458	610
계속사업순이익	160	528	939	1,373	1,831
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	939	1,373	1,831
지배지분순이익	160	528	939	1,373	1,831
포괄순이익	-10	568	980	1,413	1,871
지배지분포괄이익	-10	568	979	1,413	1,871

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	728	1,141	1,589
당기순이익	160	528	939	1,373	1,831
감가상각비	146	173	175	176	177
외환손익	47	12	-115	-131	-137
중속, 관계기업관련손익	-1	-15	-15	-15	-15
자산부채의 증감	-1,195	-3,158	-178	-176	-174
기타현금흐름	-1,095	-445	-78	-85	-93
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-719	-649	-635
투자자산	0	-207	-15	-10	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-131	-374	-200	-180	-190
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	327	-531	-504	-460	-438
재무활동 현금흐름	2,885	2,803	-1,338	-1,327	-1,317
단기차입금	-862	2,829	-1,010	-1,007	-1,003
사채 및 장기차입금	201	384	-300	-300	-300
자본	3,725	-2,621	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-180	2,212	-27	-20	-13
연결범위변동 등 기타	-3	1	1,874	1,242	1,411
현금의 증감	1,140	-1,211	545	407	1,047
기초 현금	660	1,799	588	1,134	1,540
기말 현금	1,799	588	1,134	1,540	2,587
NOPLAT	-196	694	1,278	1,761	2,276
FCF	-2,070	-3,278	528	961	1,399

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

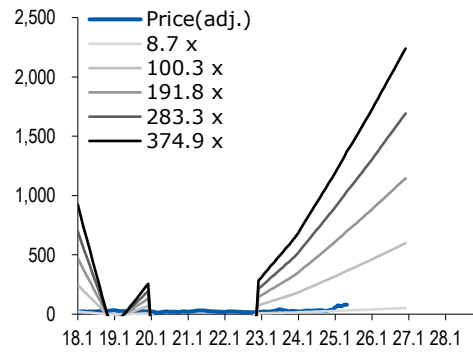
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	10,856	10,964	11,454
현금및현금성자산	1,799	588	1,134	1,540	2,587
매출채권 및 기타채권	332	892	1,145	1,288	1,378
재고자산	2,891	2,780	2,807	2,836	2,864
비유동자산	4,727	6,598	6,631	6,641	6,657
유형자산	4,062	4,648	4,673	4,677	4,690
관계기업 등 자본관련 자산	4	324	327	331	334
기타투자자산	127	292	304	310	314
자산총계	13,945	17,844	17,488	17,605	18,111
유동부채	7,459	10,347	9,287	8,275	7,193
매입채무 및 기타채무	1,498	2,048	2,140	2,225	2,325
단기차입금	486	3,195	2,195	1,195	195
유동성장기부채	64	73	73	73	73
비유동부채	2,173	2,634	2,357	2,074	1,790
장기차입금	1,665	2,028	1,728	1,428	1,128
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,633	12,980	11,645	10,349	8,983
지배지분	4,307	4,859	5,838	7,251	9,122
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	1,176	2,548	4,379
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	4,312	4,863	5,843	7,256	9,127
순차입금	427	4,814	2,856	1,084	-1,303
총차입금	2,583	5,795	4,485	3,178	1,875

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	757	1,724	3,065	4,480	5,974
BPS	14,061	15,857	19,054	23,666	29,771
EBITDAPS	-239	1,363	4,761	6,338	8,020
SPS	35,085	35,171	45,137	50,761	54,297
DPS	0	0	0	0	0
PER	35.6	17.3	25.7	17.6	13.2
PBR	1.9	1.9	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA	-115.3	33.4	18.5	13.0	9.3
PSR	0.8	0.8	1.7	1.6	1.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	52.4	45.5	28.3	12.5	7.0
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	437.1	37.9	29.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	230.3	77.8	46.2	33.3
매출총이익률 (%)	1.3	6.3	14.4	16.2	18.5
영업이익률 (%)	-2.7	2.2	9.2	11.3	13.7
지배순이익률 (%)	2.2	4.9	6.8	8.8	11.0
EBITDA 마진 (%)	-0.7	3.9	10.5	12.5	14.8
ROIC	7.8	10.7	11.9	17.8	24.4
ROA	1.2	3.3	5.3	7.8	10.3
ROE	6.3	11.5	17.6	21.0	22.4
부채비율 (%)	223.4	266.9	199.3	142.6	98.4
순차입금/자기자본 (%)	9.9	99.1	48.9	15.0	-14.3
영업이익/금융비용 (배)	-1.2	1.4	6.0	11.2	21.9

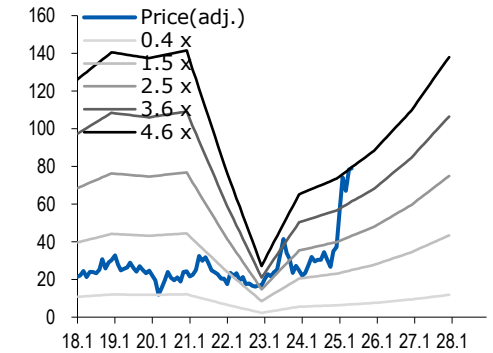
P/E band chart

(천원)



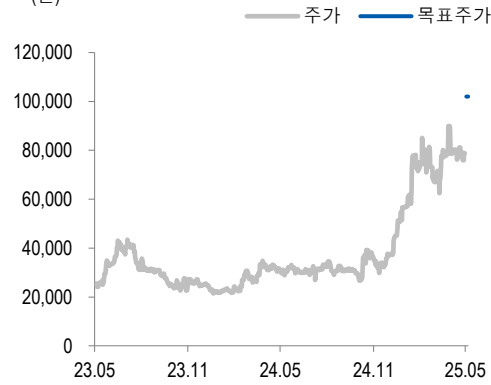
P/B band chart

(천원)



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 최고(최저) 대비 주가 대비	
2025-05-28	BUY	102,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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

삼성중공업 (010140)

FLNG야 부탁해 – pure value pick

FY25F 매출 가이드스 부합, 영업이익 가이드스 상회 예상

동사는 FY25F 매출 W10.7tr, 영업이익 W738bn 기록하며 기존 가이드스를 각각 2%, 17% 상회할 것이라 전망함. 환헛지 100% 정책에 따라 **계약한-매출한 괴리에 따른 추가적인 외형성장을 기대할 수는 없으나**, 보수적 예정원가 설정에 기인한 영업이익 상회 예상.

아쉬운 점은 방산의 부재와 상대적 달러 강세

동사 주가는 최근 1년 +58% 상승하였으나, 한화오션 (+156%), HD현대중공업 (+210%) 대비 부진하였고, 이는 1) 방산의 부재와 2) 상대적 달러 강세에 기인함. 1) MRO로 시작된 미 해군발 수혜가 제한적이며 2) 환헛지 100% 정책은 FY25F 매출인식 주요물량 계약들이 체결된 FY22 당시 평균환율인 1,294원 수준에 동사의 외형을 고정시킴.

실적도, 주가도, FLNG가 차별화 요인

2023년 수주한 ZLNG 프로젝트는 1Q25말 기준 진행률 54%로 건조공정 진행중. Cedar FLNG는 2분기말 설계 마무리되며 3분기부터 본격 매출인식 시작될 예정. 1Q21 수주한 20척의 컨테이너선 중 잔여 5척의 3Q25F내 공정 종료 이후 **해당인력 FLNG 공사투입으로 해양매출 점진적 증가할 전망**. 향후 Coral의 FID, Delfin 2호기의 단가상승 등을 기대.

SOTP-based 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

목표주가 22,000원으로 커버리지 개시. 상선부문 0.6배의 P/O multiple을 적용하며, 해양 부문에는 10배의 target P/E multiple (글로벌 해양플랜트 peer 하단) 적용. 상선부문 0.6 배 (vs. 경쟁업체 0.7배) 적용의 근거는 1) 달러 약세 환차익 기회 부재와 2) 3Q23 (당시 신조선가 지수 175pts) Evergreen으로부터 수주한 16척의 컨테이너선이 1Q26-4Q27 주요 매출처가 되는 것. 이와 같은 보수적인 밸류에이션에도 불구하고, **충분한 상승여력**을 가지고 있다고 판단함. Re-rating trigger: 1) 급격한 달러 약세, 2) FLNG 프로젝트 수주. Downside risk: 1) FLNG 시장 경쟁 격화, 2) 기존 수주예정 FLNG 프로젝트 일정 지연



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 22,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (5/27) 16,350원

상승여력 35%

시가총액	143,880억원
총발행주식수	880,114,845주
60일 평균 거래대금	1,565억원
60일 평균 거래량	10,702,842주
52주 고/저	16,350원 / 8,860원
외인지분율	30.73%
배당수익률	0.00%
주요주주	삼성전자 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.1	8.9	70.8
상대	7.2	8.2	76.4
절대 (달러환산)	16.5	14.7	70.1

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,688	6.2	7.8	2,724	-1.3
영업이익	164	25.5	33.3	178	-7.8
세전계속사업이익	150	97.8	65.4	162	-7.3
지배순이익	179	134.2	94.7	116	54.8
영업이익률 (%)	6.1	+0.9 %pt	+1.2 %pt	6.5	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.7	+3.7 %pt	+3.0 %pt	4.3	+2.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,009	9,903	10,662	12,089
영업이익	233	503	738	1,238
지배순이익	-148	64	619	1,077
PER	-40.3	132.0	23.2	13.4
PBR	1.7	2.2	3.1	2.5
EV/EBITDA	17.7	14.9	17.8	11.1
ROE	-4.2	1.8	15.0	21.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

상대적 주가 부진 – 방산 부재에 환율까지

지난 1년간 동사의 상대적 주가 부진에 대해서는 방산부문의 부재가 가장 크다. 한화오션과 HD현대중공업은 미 해군 MRO사업 진출과 더불어 함정 신조 사업으로의 확장 가능성을 보이며 주가가 급등하였으나, 상선과 해양플랜트에 집중하는 동사의 경우 리레이팅 기회가 제한적이었다.

이에 더해, 환율 헷지 정책의 차이로 인해 발생하는 외형 변동성의 부재 또한 주가 부진의 요인이라고 판단한다. HD현대중공업과 한화오션의 경우, 매출 일부의 순외화노출로 인해 원화약세 시 추가적인 외형성장이 가능하다. 이에 반해 동사의 경우 100% 환헷지 정책을 고수하여 계약 당시 환율이 매출과 비용에 그대로 반영되는데, 현재 동사의 주요 매출인식 물량은 1Q21 (1,114원), FY22 (W1,294원) 당시 계약환율을 반영하고 있어 경쟁사가 수혜를 누리는 현재의 원화 약세 상황에서 상대적으로 낮은 외형성장세와 이익률을 기록할 수밖에 없다.

HD현대중공업과 동사의 FY24 매출액 전망 대비 오차율 비교

(십억 원)	HD현대중공업			삼성중공업		
	전망	실적	오차율	전망	실적	오차율
매출액	13,298	14,531	9%	9,700	9,903	2%
영업이익				400	503	26%

자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

본업의 측면에서 본다면 향후 실적 개선세 매우 매력적

1Q21 동사는 Evergreen으로부터 20척의 컨테이너선을 수주, 현재 5척의 잔여물량이 3Q25F까지 매출인식될 예정이다. 당시 신조선가 지수는 130pts로 해당 물량은 전사 이익률의 지속적인 저해 요인으로 작용해왔다. 그러나, 3Q25F 이후 해당 인력의 FLNG 프로젝트 투입으로 인해 사업부문별 매출 믹스의 개선이 가능할 것이며 상선부문 내에서도 평균 매출인식 신조선가의 의미 있는 상승을 기대할 수 있다.

FLNG 사업 또한 지속 성장할 일만 남았다. 동사가 FY25F 연간 해양부문 매출비중으로 제시한 25%에는 삼성전자 P3항 토건매출 6-7천억원이 반영되어 있다 (역산시 FY25F FLNG 매출은 1.9조원 수준). 하반기 Cedar FLNG 건조공정이 시작되는데, 이에 따라 내년 FLNG 매출은 2조 원 대 중후반까지 상승할 것으로 전망된다. 1) 현재 low-teen 수준의 FLNG 영업이익률과 2) 건조 숙련도 개선으로 인한 향후 수익성 추가상승, 3) 지속적으로 이어질 FLNG 발주를 감안한다면, 조선소 본업 (상선/해양)의 범위에 있어 동사의 실적 개선세는 앞서 언급한 매출인식 신조선가의 상승과 FLNG 매출상승에 힘입어 FY26F 경쟁사 대비 큰 폭을 기록할 것이라 예상된다.

삼성중공업: 선박 인도 스케줄

항목	신조선가	지수	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	130	3	3	2	5	3	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	3	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	0	1	3	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	0	1	3	1	2	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	0	0	1	4	0	1	3	2	4	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	0	0	0	2	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	0	0	0	0	2	1	2	2	0	0	0	2	1	2	1	0	0	0	0
1Q23	1,276	166	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	171	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	1	1	3	3	0	0	0	0	0
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	1	2	1	1	3	1	3	1	1
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	0
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	3	5	0	0	0	0
평균매출인식지수			147	149	151	154	158	162	165	171	174	176	178	179	180	181	181	182	184	185	185	183
평균매출인식지수 (환율보정)			174	178	183	190	198	207	212	223	230	235	238	241	243	245	245	246	247	248	248	244

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons, 주: 붉은색 박스에 Evergreen 이 발주한 20 척의 컨테이너선 포함

밸류에이션 – 다 깎아도 충분한 상승여력

동사 수주잔고의 경쟁사 대비 단점인 1) 1Q21 수주한 20척의 컨테이너선 중 잔여물량 5척 (~3Q25F), 2) 3Q23 수주한 16척 컨테이너선의 1Q26-4Q27 매출인식, 3) 계약환-매출환 괴리에서 오는 현재 달러 강세의 수혜 부재를 고려하여 Target P/O multiple을 peer 대비 0.1배 할인한 0.6배 적용한다. 해양 부문에는 1) FLNG의 수주 지속성이 완전히 확인되지 않았으며, 2) 인도 이후 프로젝트 결산 영업이익률이 아직 확인되지 않았다는 점을 고려하여 글로벌 해양플랜트 peer avg P/E multiple의 하단인 10배의 target P/E multiple을 적용한다.

삼성중공업: 밸류에이션

		FY25F
상선	수주잔고 (십억 원)	28,900
	Target P/O multiple (x)	0.6
	적정가치 (십억 원)	17,340
해양	Annual NOPAT (십억 원)	197
	Target P/E multiple (x)	10
	적정가치 (십억 원)	1,973
전체	Fair value (십억 원)	19,313
	주식수 (백만 주)	880
	목표주가	22,000

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업: historical P/O multiple



자료: 유안타증권 리서치센터, 삼성중공업

다소 보수적인 valuation multiple을 적용했음에도 불구하고, 동사의 상승여력은 충분하다. 비록 방산부문의 부재로 인해 향후 미 해군 관련 event-driven 주가 상승에 관해서는 상대적 약세를 보일 수 있으나, 상선과 해양부문 만으로도 현재의 주가는 저평가되어 있는 상태라고 판단한다.

삼성중공업 (010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,662	12,089	12,672
매출원가	7,364	8,983	9,446	10,333	10,602
매출총이익	645	921	1,216	1,757	2,069
판매비	412	418	478	519	568
영업이익	233	503	738	1,238	1,501
EBITDA	474	792	975	1,475	1,739
영업외손익	-529	-818	-33	-10	13
외환관련손익	37	109	100	100	100
이자손익	-146	-192	-214	-191	-168
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-420	-735	81	81	81
법인세비용차감전순이익	-296	-316	705	1,228	1,514
법인세비용	-140	-369	183	319	394
계속사업순이익	-156	54	522	909	1,120
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-156	54	522	909	1,120
지배지분순이익	-148	64	619	1,077	1,328
포괄순이익	-163	340	555	942	1,154
지배지분포괄이익	-155	355	580	983	1,205

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516	655	1,508	1,885	1,986
당기순이익	-156	54	522	909	1,120
감가상각비	238	286	233	235	236
외환손익	-8	3	-100	-100	-100
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-716	118	71	61	-51
기타현금흐름	126	194	782	781	781
투자활동 현금흐름	-195	311	-379	-506	-313
투자자산	27	-9	32	47	61
유형자산 증가 (CAPEX)	-153	-173	-250	-250	-250
유형자산 감소	2	384	0	0	0
기타현금흐름	-70	110	-161	-303	-124
재무활동 현금흐름	376	-599	-927	-891	-735
단기차입금	66	1,686	-89	-100	-94
사채 및 장기차입금	-88	203	-538	-491	-341
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	398	-2,488	-300	-300	-300
연결범위변동 등 기타	0	6	-738	-485	-528
현금의 증감	-335	372	-537	4	410
기초 현금	919	584	956	419	423
기말 현금	584	956	419	423	833
NOPLAT	233	503	738	1,238	1,501
FCF	-670	481	1,258	1,635	1,736

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

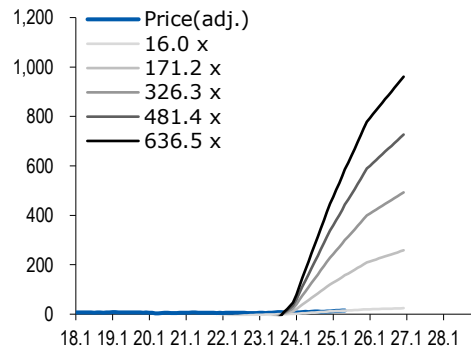
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245	9,370	8,868	8,978	9,413
현금및현금성자산	584	956	419	423	833
매출채권 및 기타채권	545	1,186	1,116	1,101	1,138
재고자산	1,729	452	489	533	570
비유동자산	6,348	7,825	7,806	7,772	7,723
유형자산	5,209	5,116	5,132	5,148	5,162
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	461	1,680	1,648	1,601	1,540
자산총계	15,593	17,195	16,675	16,750	17,136
유동부채	11,232	12,029	11,169	10,482	9,882
매입채무 및 기타채무	1,147	946	1,018	1,154	1,210
단기차입금	1,850	2,156	2,024	1,859	1,675
유동성장기부채	1,185	926	611	315	147
비유동부채	952	1,416	1,201	1,021	854
장기차입금	312	62	50	39	31
사채	205	75	62	47	28
부채총계	12,184	13,445	12,370	11,503	10,736
지배지분	3,439	3,795	4,447	5,557	6,919
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,517	-440	888
비지배지분	-30	-45	-142	-311	-519
자본총계	3,409	3,749	4,305	5,247	6,401
순차입금	2,447	3,407	3,156	2,258	1,289
총차입금	4,635	6,524	5,896	5,306	4,870

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-168	73	703	1,224	1,509
BPS	4,027	4,443	5,206	6,506	8,101
EBITDAPS	539	900	1,108	1,676	1,976
SPS	9,100	11,252	12,115	13,736	14,398
DPS	0	0	0	0	0
PER	-40.3	132.0	23.2	13.4	10.8
PBR	1.7	2.2	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	17.7	14.9	17.8	11.1	8.7
PSR	0.7	0.9	1.3	1.2	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	34.7	23.6	7.7	13.4	4.8
영업이익 증가율 (%)	흑전	115.4	46.9	67.6	21.3
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	868.9	74.0	23.3
매출총이익률 (%)	8.1	9.3	11.4	14.5	16.3
영업이익률 (%)	2.9	5.1	6.9	10.2	11.8
지배순이익률 (%)	-1.9	0.6	5.8	8.9	10.5
EBITDA 마진 (%)	5.9	8.0	9.1	12.2	13.7
ROIC	2.6	-1.8	11.5	18.4	21.5
ROA	-1.0	0.4	3.7	6.4	7.8
ROE	-4.2	1.8	15.0	21.5	21.3
부채비율 (%)	357.4	358.6	287.3	219.2	167.7
순차입금/자기자본 (%)	71.1	89.8	71.0	40.6	18.6
영업이익/금융비용 (배)	1.3	2.4	3.1	5.8	7.7

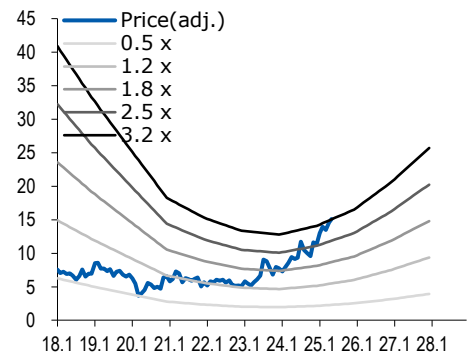
P/E band chart

(천원)

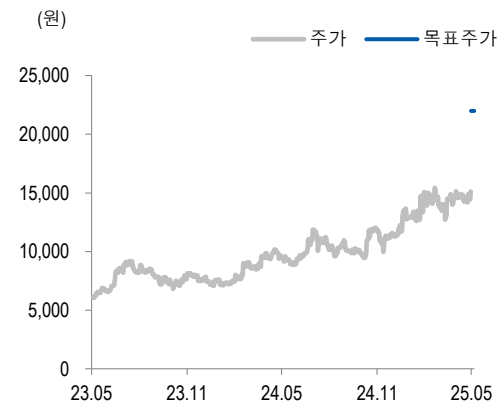


P/B band chart

(천원)



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 최고(최저) 대비 주가 대비	
2025-05-28	BUY	22,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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

HD현대중공업 (329180)

다 가진 회사 - 이유 있는 대장주

1분기 실적 서프라이즈 이후 수익성 추가상승 예상

동사는 1Q25 영업이익 W434bn (OPM 11.3%, +10.6% pts yoy) 기록하며 실적 서프라이즈 달성. 이에 대한 주요 요인은 생산성 개선이었는데, 실제로 1Q25 가동시간은 6.7m M/H로 +13% yoy 달성. 2Q24 가동시간이 6.8m M/H이었던 점과 분기별 계절성 감안시 향후 2분기 가동시간 7.7m M/H로 상승할 것이라 예상. 이는 매출인식 신조선가의 상승과 함께 비용상승이 제한적인 매출상승으로 이어질 것이며, 2분기 영업이익 W650bn (OPM 14.1%, +9.1% pts)로 이어질 것이라 예상.

선종 믹스 또한 긍정적. 가스선의 힘

28년 말까지 동사가 인도 예정인 141척의 선박 중 101척은 가스선. 34척의 컨테이너선은 25년 11척 인도, 26년 5척 인도될 예정이며 잔여 18척은 3Q24-1Q25에 수주한 초고선가 물량. 다시 말해, 상대적 저수익성 컨테이너선 물량들은 점진적으로 소진되며 고수익성 가스선의 매출비중이 압도적으로 상승할 것이라 전망. 회사에 의하면 24년 가스선 매출비중 40%에서 1Q25 60%, 4Q25 79%까지 상승 예정. 26년도 70%의 비중으로 소폭 하락은 앞서 언급한 3Q24-1Q25 수주한 고선가 컨테이너선 매출인식으로 인한 것이라 추정.

SOTP-based 적정주가 502,000원 제시하며 커버리지 개시

SOTP-based 적정주가 502,000원 제시하며 BUY의견으로 커버리지 개시. 가장 폭넓은 사업부문 (상선, 방산, 해양, 엔진)의 적정가치를 각각 환산하여 SOTP 방식으로 목표주가 산정. Re-rating trigger는 1) 당사 예상치 수준의 2분기 영업이익 서프라이즈, 2) 미국발 조선시장 관련 긍정적인 뉴스, 3) 신조선가 지수를 역행하는 고가수주. 주요한 Downside risk는 1) 일회성 비용으로 인한 실적 악화, 2) 예상보다 지연되는 추가 미 해군 관련 사업 수주, 3) HD한국조선해양의 지분매각.



김용민 조선/자동차

yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant

hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 502,000원 (I)
직전 목표주가 -원
현재주가 (5/27) 412,000원
상승여력 22%

시가총액	365,745억원
총발행주식수	88,773,116주
60일 평균 거래대금	975억원
60일 평균 거래량	286,058주
52주 고/저	423,500원 / 128,300원
외인지분율	10.51%
배당수익률	0.73%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.2	39.0	209.8
상대	(1.3)	38.1	219.8
절대 (달러환산)	7.2	46.4	208.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,988	13.5	-12.5		
영업이익	21	흑전	-84.7		
세전계속사업이익	29	흑전	-28.3		
지배순이익	29	흑전	-7.7		
영업이익률 (%)	0.7	흑전	-3.4 %pt		
지배순이익률 (%)	1.0	흑전	+0.1 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	11,964	14,486	17,823	19,359
영업이익	179	705	2,429	2,706
지배순이익	25	622	1,823	2,130
PER	422.5	23.2	20.1	17.2
PBR	2.0	2.5	5.1	4.2
EV/EBITDA	28.2	15.3	13.2	11.7
ROE	0.5	11.4	28.2	26.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

밸류에이션 및 목표주가

산업 부분에 언급한 대로, 각 핵심사업 영역의 적정가치를 따로 도출한 뒤 합산하는 SOTP 밸류에이션 방식을 채택한다. 가장 먼저, **상선 부문**에는 **0.7배의 FY25F target P/O multiple**을 적용하였다. 이는 과거 07-08년 조선업 업사이클 당시 조선3사 평균 P/O multiple band인 0.5-0.7 배의 상단인데, 적용 근거는 1) 가스선 위주의 견조한 수주잔고 믹스, 2) 1Q25 실적개선으로 확인한 저가수주 물량 매출인식의 마감, 3) 향후 추가적으로 개선될 노동효율성이다.

다음으로, **기존의 방산부문**에는 **15배의 FY25F target P/E multiple**을 적용하였다. 이는 주요 글로벌 방위산업용 운송수단 업체들의 FY24 P/E multiple band의 하단이며, 적용 근거로는 1) 안정적인 영업이익률과 수주잔고, 2) 비교적 제한적인 사업 확장 가능성이다.

미국으로부터 받을 수 있는 **함정 블록 건조**에 대한 적정가치는 산업부분에서 다른 국내 조선사들이 진입 가능한 미 해군 함정건조 시장을 한화오션과 양분한다는 전제 하에, **30배의 Target P/E multiple**을 적용하였다. 기존 방산 사업부문 대비 2배에 가까운 multiple을 적용하는 근거로는 1) 기존 미국내 함정 건조업체 대비 월등한 생산 효율성, 2) 블록생산 외주시 글로벌 상선 시장 내에서 국내 조선업체들의 중국 제외 압도적 시장 점유율, 3) 향후 함정의 외주 허용범위 확대에 따른 시장 확장 가능성, 4) 비전투함의 경우 완전건조 물량 확보의 가능성이다.

마지막으로, 엔진부문에 대해서는 18배의 FY25F target P/E multiple을 적용하였다. 이는 Wartsila, Caterpillar와 같은 글로벌 peer들과 유사한 수준이다.

HD 현대중공업: 밸류에이션 및 목표주가

		FY25F
상선	수주잔고 (십억 원)	34,272
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	23,990
방산(기존)	Annual NOPAT (십억 원)	112.5
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	1,688
방산(미국)	Annual revenue pool (십억 원)	3,202
	Annual NOPAT (십억 원)	360
	Target P/E multiple (x)	30
	적정가치 (십억 원)	10,806
엔진	Annual NOPAT (십억 원)	450
	Target P/E multiple (x)	18
	적정가치 (십억 원)	8,100
전체	Fair value (십억 원)	44,584
	주식수 (백만 주)	89
	적정주가	502,000

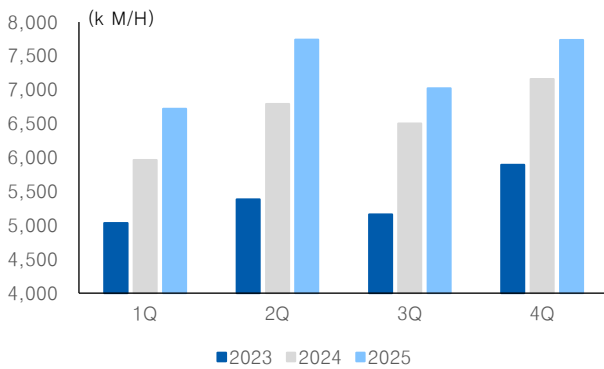
자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대중공업: 선박 인도 스케줄

월	신조선가	지수	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
1Q21	1,114	130	7	5	3	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	1	2	2	4	7	5	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	0	0	0	0	2	2	2	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	0	0	0	1	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	0	0	0	0	0	2	2	2	3	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	0	0	0	0	0	0	0	2	6	6	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	4	2	3	1	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	4	5	1	1	0	0	0	0	0	0
1Q23	1,276	166	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	2	1	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	171	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	2	1	1	1	2	1
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	0	1	0	0	3	2	2
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	3	2	3
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	7	2	3	2
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	1
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
평균매출인식지수			139	142	145	149	153	156	159	161	163	164	166	170	174	176	179	181	182	182	181	182
평균매출인식지수 (원율보정)			158	163	169	177	184	192	200	205	211	215	219	225	231	234	238	241	243	243	243	244

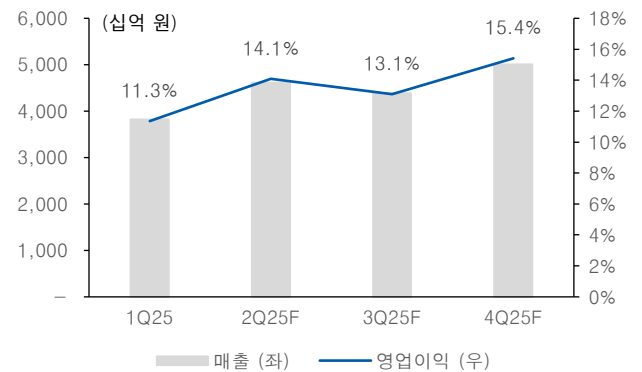
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

HD현대중공업: 분기별 가동시간 추이



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: 2Q25-4Q25는 당사 예상치

HD현대중공업: 분기별 매출 및 영업이익률 예상



자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	17,823	19,359	20,316
매출원가	11,309	12,993	14,378	15,517	16,262
매출총이익	655	1,494	3,444	3,842	4,055
판매비	476	789	1,015	1,136	1,212
영업이익	179	705	2,429	2,706	2,843
EBITDA	457	1,011	2,743	3,026	3,170
영업외손익	-144	93	35	173	293
외환관련손익	10	413	320	322	317
이자손익	-83	-96	-49	-13	12
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-72	-224	-237	-137	-37
법인세비용차감전순이익	34	798	2,464	2,878	3,135
법인세비용	10	177	641	748	815
계속사업순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
지배지분순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
포괄순이익	-85	498	1,700	2,006	2,196
지배지분포괄이익	-85	498	1,700	2,006	2,196

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	2,103	2,473	2,726
당기순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
감가상각비	268	293	302	310	317
외환손익	0	0	-320	-322	-317
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-77	2,114	564	622	673
기타현금흐름	-46	-144	-266	-267	-268
투자활동 현금흐름	-478	-499	-479	-587	-549
투자자산	-1	0	21	-90	-56
유형자산 증가 (CAPEX)	-478	-463	-400	-400	-400
유형자산 감소	10	12	0	0	0
기타현금흐름	-8	-47	-100	-98	-93
재무활동 현금흐름	503	-2,049	-938	-1,670	-2,083
단기차입금	-444	-127	-197	-100	-90
사채 및 장기차입금	813	-405	-200	-200	-200
자본	5	-1	0	0	0
현금배당	0	0	-186	-488	-621
기타현금흐름	129	-1,516	-355	-881	-1,171
연결범위변동 등 기타	-10	-6	324	316	315
현금의 증감	184	330	1,010	532	409
기초 현금	744	928	1,258	2,268	2,800
기말 현금	928	1,258	2,268	2,800	3,209
NOPLAT	179	705	2,429	2,706	2,843
FCF	-309	2,420	1,703	2,073	2,326

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

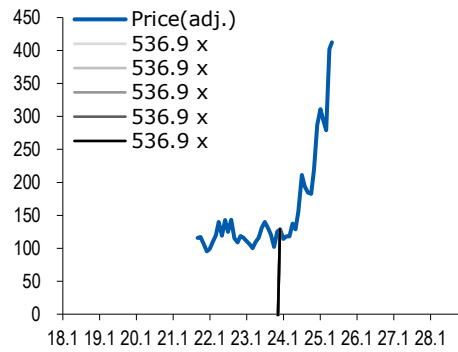
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	11,477	12,272	12,737
현금및현금성자산	928	1,258	2,268	2,800	3,209
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,913	2,078	2,180
재고자산	1,310	1,511	1,738	1,887	1,981
비유동자산	8,334	8,988	9,053	9,222	9,351
유형자산	6,452	6,610	6,708	6,798	6,881
관계기업 등 지분관련 자산	1	1	1	2	2
기타투자자산	307	1,069	1,048	1,137	1,193
자산총계	17,134	19,391	20,531	21,495	22,088
유동부채	9,945	11,796	11,416	10,850	9,862
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,627	2,853	2,994
단기차입금	960	87	1	1	1
유동성장기부채	600	313	213	113	13
비유동부채	1,981	1,890	1,896	1,908	1,915
장기차입금	859	100	100	100	100
사채	710	652	652	652	652
부채총계	11,926	13,686	13,312	12,758	11,776
지배지분	5,207	5,704	7,218	8,736	10,311
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,926	4,568	6,267
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	7,218	8,736	10,311
순차입금	2,449	1,067	-326	-1,142	-1,820
총차입금	3,812	3,280	2,983	2,782	2,592

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	20,539	23,994	26,136
BPS	58,660	64,259	81,313	98,412	116,154
EBITDAPS	5,145	11,389	30,898	34,089	35,708
SPS	134,770	163,185	200,767	218,073	228,855
DPS	0	2,090	5,500	7,000	8,000
PER	422.5	23.2	20.1	17.2	15.8
PBR	2.0	2.5	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	28.2	15.3	13.2	11.7	11.0
PSR	0.9	1.0	2.1	1.9	1.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	32.3	21.1	23.0	8.6	4.9
영업이익 증가율 (%)	흑전	294.8	244.5	11.4	5.1
지배순이익 증가율 (%)	흑전	2,417.7	193.4	16.8	8.9
매출총이익률 (%)	5.5	10.3	19.3	19.8	20.0
영업이익률 (%)	1.5	4.9	13.6	14.0	14.0
지배순이익률 (%)	0.2	4.3	10.2	11.0	11.4
EBITDA 마진 (%)	3.8	7.0	15.4	15.6	15.6
ROIC	2.2	10.3	38.1	39.2	36.0
ROA	0.1	3.4	9.1	10.1	10.6
ROE	0.5	11.4	28.2	26.7	24.4
부채비율 (%)	229.0	239.9	184.4	146.0	114.2
순차입금/자기자본 (%)	47.0	18.7	-4.5	-13.1	-17.7
영업이익/금융비용 (배)	1.4	4.7	18.4	22.2	25.1

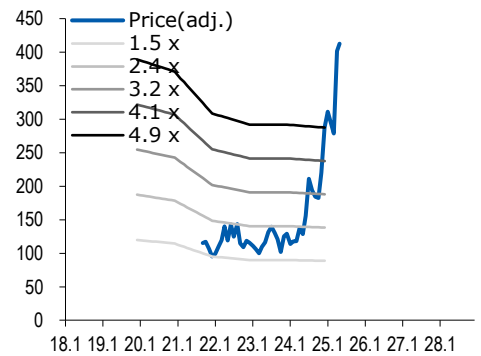
P/E band chart

(천원)



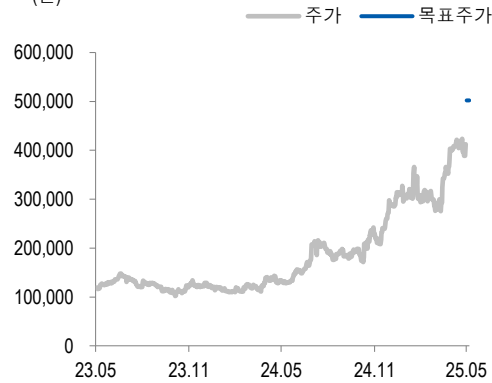
P/B band chart

(천원)



HD현대중공업 (329180) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	502,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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

현대미포조선 (010620)

하던 일 잘 하는 중입니다

FY25~26F OPM 성장세 두드러질 것

동사의 FY25~26F 연간 OPM은 각 7.1%, 9%를 기록하며 FY24 (1.9%) 대비 성장세가 두드러질 것이라 예상. 1Q25 가동시간이 전년동기 대비 크게 변화하지 않았다는 점에서 생산 효율성의 개선으로 인한 추가 외형 성장보다는 매출인식 물량의 신조선가 상승분에 기인하며, FY27F 이후의 추가적인 이익률 성장세는 향후 수주 믹스에 따라 변동성을 가질 것이라 예상.

방산과는 관계없지만, 가스선의 추가수주가 관건

동사의 사업부문은 방산을 포함하지 않아 미 해군 관련 주가상승 트리거는 매우 제한적일 것이라 판단. 미 해군 전략상선단의 확충 수요에 따른 중소형 선박 간접 발주수요가 발생할 수는 있으나, 전략상선단은 평시 상선의 역할을 하기에 기존 선박 균형을 초과하는 발주세로 이어지지는 않을 것이라 전망. 오히려, 2H24부터 발주가 시작된 LNGBV의 추가적인 수주가 FY27~28F 전사 영업이익률을 견인할 요인이라 판단. 대형조선사의 주력 선종인 LNGC 대비 동사의 주력 선종이었던 MR탱커의 수익성이 낮아 (OPM high-single vs. double-digit LNGC) 한계가 존재했으나, LNGBV가 MR탱커를 대체할 경우 동사의 중장기적 영업이익률은 low-teen까지 상승이 가능할 것이라 예상.

목표주가 213,000원 제시하며 커버리지 개시

상선부문 0.63배의 P/O multiple을 적용한 목표주가 213,000원 제시하며 커버리지 개시. 대형 조선소 대비 10% 할인한 multiple의 근거는 동사의 LNG선 부재로 인한 유기적 영업이익률의 한계. Re-rating trigger는 1) LNGBV의 추가적 발주세로 인한 수주잔고내 믹스 개선, 2) 강재가의 추가하락으로 인한 FY25~26F MR탱커의 수익성 개선. Downside risk는 1) 가스선에서 MR탱커로의 수주 트렌드 회귀 (FY27~28F 이익률 개선 제한요인), 2) 대형 조선사 대비 제한된 FY25F 매출인식 선종 믹스 개선세.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 229,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (5/27) 189,300원

상승여력 21%

시가총액	75,610억원
총발행주식수	39,942,149주
60일 평균 거래대금	534억원
60일 평균 거래량	394,439주
52주 고/저	189,600원 / 69,600원
외인지분율	20.12%
배당수익률	0.53%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 2인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.8	76.8	160.0
상대	11.8	75.7	168.5
절대 (달러환산)	21.4	86.2	158.9

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,288	14.0	8.8	1,266	1.7
영업이익	105	500.6	52.8	75	40.1
세전계속사업이익	96	170.8	61.1	76	27.2
지배순이익	75	174.5	53.3	56	34.0
영업이익률 (%)	8.1	+6.6 %pt	+2.3 %pt	5.9	+2.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.8	+3.4 %pt	+1.7 %pt	4.4	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,039	4,630	4,959	5,394
영업이익	-153	89	352	483
지배순이익	-143	106	207	305
PER	-22.0	34.2	36.6	24.8
PBR	1.6	1.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	-41.4	23.8	17.5	12.4
ROE	-7.0	5.3	9.7	12.8

자료: 유안타증권

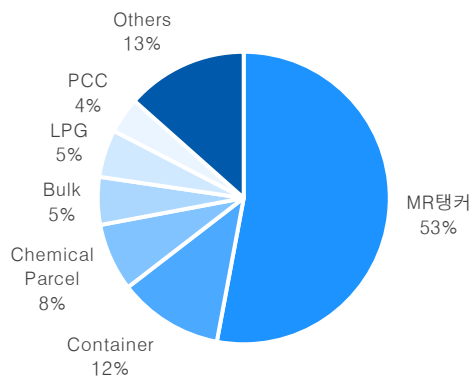
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

향후 수주에 주목해야 하는 이유

동사는 대형 조선사 대비 비교적 **매우 간단한 사업구조** (상선 단일)을 가지고 있다. 따라서, 상선 수주잔고 내 선종 믹스를 확인하면 (선가 상승분을 제외한) 향후 전사 수익성의 방향성을 알 수 있다. 역사적으로 동사의 **주력 선종은 MR탱커**였으며 (2020년 이전 전체 수주물량의 53%), 이 선종은 일반적으로 mid-to-high-single 정도의 수익성을 가지고 있어 **대형조선사의 LNGC 대비 상대적으로 수익성에 한계가 있었다.**

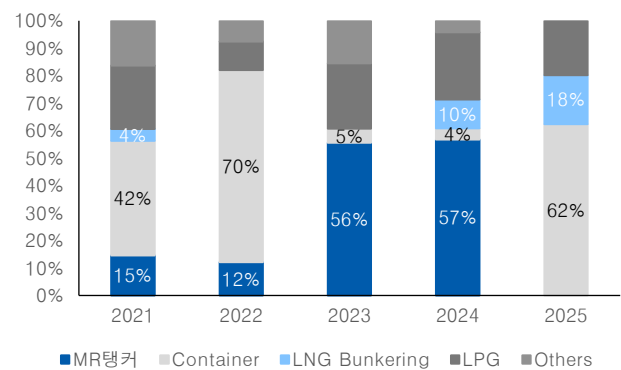
21-22년 피더 컨테이너선의 발주 모멘텀 이후 23-24년 MR탱커의 신규수주 비중은 50%대로 회귀하며 기존의 수주잔고 믹스를 되찾아가는 듯하였으나, **24-25년 LNGBV의 신규수주 비중이 상승하고 있다는 점을 주목할 필요**가 있다. 가스운반선인 LNGBV의 수익성은 double digit을 기록할 수 있을 것이라 예상하며, 향후 MR탱커 대신 LNGBV의 추가적인 수주 모멘텀이 이어진다면 FY27-28F 동사의 전사 영업이익익률은 **추가 상승이 가능할 것이라** 전망한다.

HD 현대미포: 2020년 이전 수주 물량의 선종별 분류



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

HD 현대미포: 최근 5년간 연도별 신규수주 선종 트렌드



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

Clarksons 데이터에 기반한 당사 추정치에 따르면, 1Q23-3Q24에 수주한 MR탱커의 매출인식은 1Q27에 종료될 예정이다 (이후 컨테이너선이 2H26-3Q27의 주요 매출원이 된다). 이에 반해, LPG선을 포함한 가스선의 수주잔고는 FY28F까지 이어져 있으며, 현재 동사가 2H27-FY28F 인도물량을 수주하고 있다는 점을 감안하면 올해 추가적으로 수주하는 가스선의 비중이 FY27-28F 동사의 영업이익익률을 결정짓게 된다는 것이다.

HD 현대미포: 수주잔고 내 가스선 인도 예정표

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
3Q22	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	0	1	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q23	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q23	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	0	0	0	0	1	2	5	1	1	0	0	0	0	0	0
2Q24	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1	0	0	0	0
3Q24	0	0	0	0	0	0	0	2	4	2	1	0	0	0	0
4Q24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1
1Q25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	0
2Q25	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	0	0	0	0

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대미포: 수주잔고 내 MR 탱커 인도 예정표

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
3Q22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q23	4	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	1	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	0	0	4	4	3	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q24	0	0	1	2	5	5	3	1	0	0	0	0	0	0	0
3Q24	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0
4Q24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대미포: 수주잔고 내 컨테이너선 인도 예정표

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
3Q22	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q24	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	0	0	0	0	0
4Q24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q25	0	0	0	0	0	0	3	3	4	5	1	0	0	0	0

자료: 유안타증권 리서치센터

현대미포조선 (010620) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	4,959	5,394	5,608
매출원가	4,070	4,382	4,436	4,723	4,883
매출총이익	-31	248	523	671	725
판매비	122	159	170	188	204
영업이익	-153	89	352	483	522
EBITDA	-84	167	433	568	611
영업외손익	-4	58	-53	-41	-10
외환관련손익	28	146	155	137	113
이자손익	2	-3	4	24	49
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-34	-85	-212	-202	-172
법인세비용차감전순이익	-157	146	300	442	511
법인세비용	-18	33	78	115	133
계속사업순이익	-139	113	222	327	379
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	113	222	327	379
지배지분순이익	-143	106	207	305	353
포괄순이익	-160	93	226	337	393
지배지분포괄이익	-165	78	191	284	332

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-533	361	256	383	464
당기순이익	-139	113	222	327	379
감가상각비	69	78	80	84	89
외환손익	0	0	-155	-137	-113
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-438	188	154	154	154
기타현금흐름	-25	-18	-45	-45	-45
투자활동 현금흐름	-112	-149	-110	-130	-151
투자자산	0	0	6	9	7
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-145	-110	-130	-150
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	4	-5	-6	-9	-8
재무활동 현금흐름	464	-363	-254	-217	-210
단기차입금	319	-182	29	30	22
사채 및 장기차입금	89	136	-55	-34	-31
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-28	-28	-28
기타현금흐름	55	-318	-200	-185	-173
연결범위변동 등 기타	1	6	430	509	455
현금의 증감	-180	-145	322	544	557
기초 현금	490	310	165	487	1,031
기말 현금	310	165	487	1,031	1,589
NOPLAT	-153	89	352	483	522
FCF	-651	216	146	253	314

자료: 유안타증권

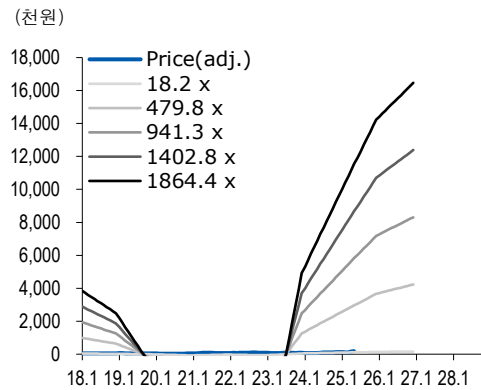
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,799	2,787	3,103	3,595	4,007
현금및현금성자산	310	165	487	1,031	1,589
매출채권 및 기타채권	165	131	143	155	161
재고자산	230	271	290	316	328
비유동자산	2,110	2,322	2,346	2,382	2,435
유형자산	1,757	1,862	1,891	1,937	1,997
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	44	202	196	187	180
자산총계	4,909	5,109	5,449	5,977	6,442
유동부채	2,735	2,706	2,901	3,153	3,283
매입채무 및 기타채무	567	754	807	878	913
단기차입금	474	159	174	186	199
유동성장기부채	4	0	0	0	0
비유동부채	158	297	244	211	181
장기차입금	96	80	60	45	29
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,894	3,002	3,145	3,364	3,464
지배지분	1,970	2,048	2,231	2,517	2,856
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,428	1,499	1,677	1,953	2,278
비지배지분	45	58	73	96	121
자본총계	2,015	2,106	2,305	2,613	2,978
순차입금	277	290	-63	-620	-1,195
총차입금	675	629	603	599	590

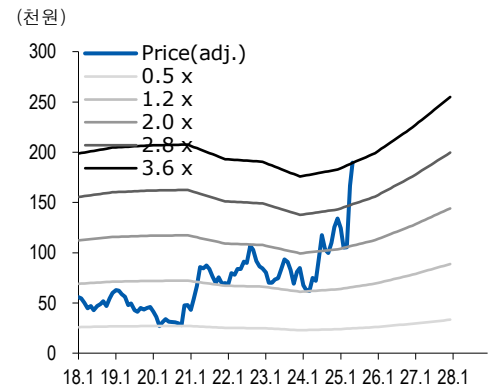
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-3,579	2,642	5,173	7,632	8,830
BPS	49,396	51,353	55,941	63,117	71,619
EBITDAPS	-2,094	4,173	10,844	14,212	15,308
SPS	101,123	115,919	124,149	135,042	140,402
DPS	0	710	710	710	710
PER	-22.0	34.2	36.6	24.8	21.4
PBR	1.6	1.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	-41.4	23.8	17.5	12.4	10.6
PSR	0.8	0.8	1.5	1.4	1.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	8.7	14.6	7.1	8.8	4.0
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	298.1	37.1	8.0
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	95.8	47.6	15.7
매출총이익률 (%)	-0.8	5.4	10.5	12.4	12.9
영업이익률 (%)	-3.8	1.9	7.1	9.0	9.3
지배순이익률 (%)	-3.5	2.3	4.2	5.7	6.3
EBITDA 마진 (%)	-2.1	3.6	8.7	10.5	10.9
ROIC	-7.7	3.5	13.7	20.9	26.0
ROA	-3.0	2.1	3.9	5.3	5.7
ROE	-7.0	5.3	9.7	12.8	13.1
부채비율 (%)	143.6	142.5	136.5	128.7	116.3
순차입금/자기자본 (%)	14.1	14.2	-2.8	-24.6	-41.8
영업이익/금융비용 (배)	-11.1	4.5	19.2	26.9	29.4

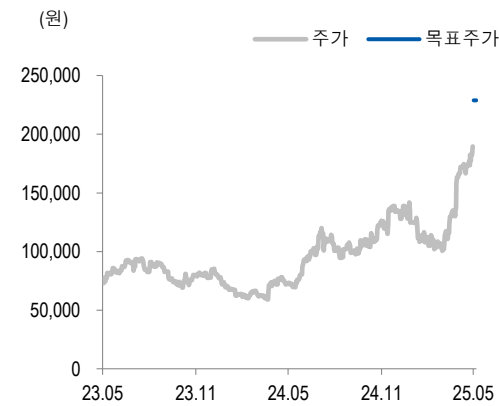
P/E band chart



P/B band chart



현대미포조선 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 최고(최저) 대비 주가 대비	
2025-05-28	BUY	229,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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

HD현대마린솔루션 (443060)

업황 무관 증장기 고속 성장 - 길게 봐야 한다

조선업종내 유기적 장기 성장성은 단연 1위

동사는 향후 조선업종의 **업황과 무관한 실적 성장**을 보일 것이라 예상. After-market 과 상선 MRO 사업의 특성상 1) 경쟁이 제한적인 영업환경, 2) 신조선가에 영향을 받지 않는 판가, 3) 친환경 선박 엔진 도입에 따른 블랙마켓 공급자의 점진적 퇴출 등의 수혜를 누릴 것이라 판단하며, 제품 생산이 아닌 솔루션 제공 사업을 영위함으로써 **향후 수익성의 하방 압력으로 작용할 수 있는 비용 불확실성 또한 매우 제한적**.

핵심 성장 동력은 본격적 영업 전개와 친환경 엔진 채택 트렌드

2024년 동사의 선박 척당 AM솔루션 매출액은 yoy 27% 증가. 이는 1) 영업을 통한 서비스 범위 증가와 판가 상승, 2) 친환경 (DF) 엔진 비중 증대에 기인하였는데, 해당 요인들이 갈수록 강화될 것이라 예상. **DF엔진 채택 비중 상승 트렌드**로 인한 수혜는 1) ASP상승뿐만 아니라 2) **블랙마켓 공급자 퇴출**, 결론적으로는 3) **AM포함 선박 솔루션 단위 수주영업** 전개까지 이어질 수 있다고 예상. 블랙마켓 공급자의 존재는 순정품 사용 유인을 저해하며 AM부품 시장을 일부 잠식하고 있었으나, DF엔진 탑재시 신뢰성 문제로 **순정품 수요 증가**하며 **솔루션 단위 수주가 가능할 것**.

목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

동사의 적정주가는 FY25-27F 평균 EPS에 글로벌 MRO 및 중장기 솔루션 공급자의 평균 P/E multiple 25배를 적용한 220,000원으로 제시하며 커버리지 개시. 향후 3개년의 평균 EPS를 제시하는 근거는 1) **선박 AM솔루션 시장은 개화기에 있으며**, 2) 동사 또한 **본격적인 영업 확장 중이며** 3) 선박 AM시장 특성상 **경쟁이 제한적**이라는 점. Re-rating trigger는 1) CII규제 본격화로 인한 Retrofit 수주 급증, 2) DF엔진 채택률 상승으로 인한 LTSA 수주 잔고 증가, 3) 추가적인 해상 환경규제. 주요한 Downside risk는 2대주주 (10%) KKR의 추가적인 블록딜 매각이나, 단기적인 저점매수 기회가 될 것이라 판단.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **220,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (5/27) **174,600원**

상승여력 **26%**

시가총액	78,272억원
총발행주식수	44,829,210주
60일 평균 거래대금	356억원
60일 평균 거래량	236,998주
52주 고/저	197,000원 / 100,100원
외인지분율	28.63%
배당수익률	1.95%
주요주주	에이치디현대 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.4	34.6	27.4
상대	6.6	33.8	31.6
절대 (달러환산)	15.8	41.8	26.9

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	505	15.4	4.1	524	-3.5
영업이익	85	20.2	2.8	88	-3.1
세전계속사업이익	95	24.0	13.7	94	1.2
지배순이익	65	13.9	1.9	71	-9.6
영업이익률 (%)	16.9	+0.7 %pt	-0.2 %pt	16.8	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	12.8	-0.1 %pt	-0.2 %pt	13.6	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,430	1,745	2,074	2,582
영업이익	201	272	361	488
지배순이익	151	228	299	391
PER	-	24.8	26.2	20.0
PBR	-	7.6	9.1	7.3
EV/EBITDA	-	19.0	19.5	14.1
ROE	71.6	45.0	36.6	40.3

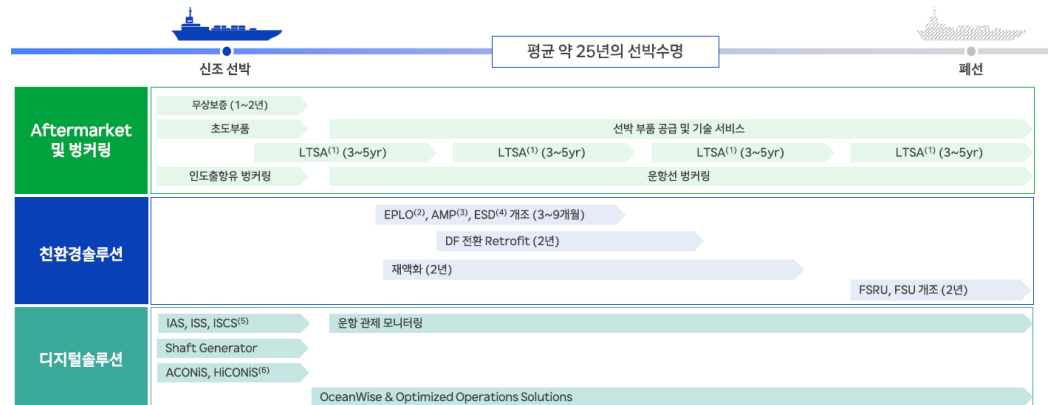
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

투자 포인트 – 조선업종 내 차별화된 사업구조

동사는 조선업종에 속해 있으나 제조를 하지 않는 특이한 사업구조를 가지고 있다. 선박 생애주기 전반에 필요한 서비스를 통합적으로 제공하나, 이를 위한 제품은 HD현대 산하 및 국내 선박기자재 업체를 통해 조달받아 서비스를 제공한다. 추가적으로, “신조선 인도 이후 선박”이 서비스 대상인 사업 특성상, 조선-기자재 업체들에 비해 상대적으로 매우 제한적인 실적 변동성을 갖게 된다. 따라서, 산업의 Cycle과 원자재의 변동, 산업 내 인건비 변동에 크게 영향을 받지 않는 사업 구조를 가지고 있다.

HD 현대마린솔루션 - 사업 영역



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

사업의 구조상 중장기적 성장 보장

동사의 사업은 신조 선박의 생애주기를 아우르는 Solution providing이다. 비핵심사업인 병커링 외에도 AM솔루션, 친환경솔루션, 디지털솔루션 사업을 영위하고 있으며, AM사업은 또다시 엔진, 비엔진, 육상발전, Smartcare로 나뉜다. 이와 같은 다양한 사업영역 간의 유기적인 영업 시너지를 통해 단순한 AM부품 공급자가 아닌 친환경 개조, 소프트웨어 솔루션 등의 전체적인 사업 영역에서 확장을 일으킬 것이라 예상한다.

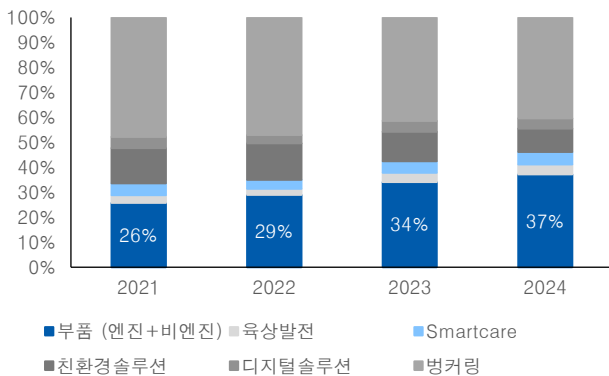
HD 현대마린솔루션: 각 사업부분별 설명과 이익 성장성 비교

사업	설명	단/장기 이익 성장
AM사업	엔진	선박 엔진 AM 부품 전반적 공급
	비엔진	엔진을 제외한 선박의 주요 AM 부품 공급
	육상발전	육상발전에 필요한 발전소용 엔진 공급
	Smartcare	예방정비, 유지보수 및 선박 유지보수 (LTSA)
친환경솔루션	친환경 선박 개조 (BWTS, 스크러버, Gas, Carbon)	단기 (적당 매출 및 단가 인상), 장기 (친환경 전환 따른 수요 증가) 모두 큰 성장성
디지털솔루션	선박 운항 및 해양 플랫폼 제품	엔진 AM 성장에 따른 번들 효과로 중장기 성장
병커링	국내외 항구 대상 병커링 서비스	선박 솔루션이 아니므로 중장기 성장성 제한적.
		사업 특성상 중장기 성장
		단/장기 이익 성장성
		환경규제로 인한 수혜 예상하나 성장 규모 예측 어려움
		사업 특성상 중장기 성장
		비핵심 사업으로 단/장기 이익 성장성 제한적

자료: 유안타증권 리서치센터

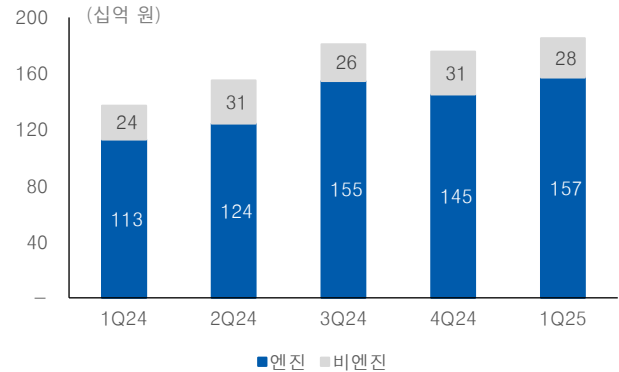
사업부문의 특성을 고려했을 때, 당사는 **엔진부문 AM사업이 단기 실적을 견인할 주요 사업**이라고 판단한다. 비엔진, LTSA, 디지털솔루션과 같은 사업들은 분명 중장기 성장성이 열려있지만, **2-3년 내 실적 개선의 측면에서는 엔진 대비 낮은 성장성**을 기록할 것이다. 실제로 2024년 동사의 전사 매출은 2021년 대비 36% 상승했으나 엔진과 비엔진을 합친 선박 AM (엔진+비엔진) 매출은 132% 성장했으며, 2024년 기준 엔진 AM 매출이 비엔진 AM 매출보다 5배가량 높다.

지속적으로 성장한 AM 부품사업 매출기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

AM 부품사업내 엔진매출이 높은 비중 차지



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 현대마린솔루션

AM 엔진사업 중장기 매출 예상

정리하자면, 엔진사업을 주축으로 AM솔루션 사업이 성장하고, AM솔루션 사업과 함께 확장되는 솔루션사업이 HD현대마린솔루션의 전체 사업 성장 청사진이다. 아래는 당사의 AM사업내 엔진 부문의 중장기 매출 성장 예상치이다. 1) **디젤엔진 AM시장은 블랙마켓 공급자들이 존재하여** 동사의 기존 시장 점유율에 다소 제한적이었으나, 2) **DF엔진의 경우 기술적 진입장벽이 높아** 동사의 점유율이 매우 높으며, 3) 동사가 제공한 AM ASP Index에 의하면 AM 서비스 적당 매출액이 2024년 기준 전년대비 27% 상승했다는 점을 고려하여 아래와 같은 수치를 제시한다.

HD 현대마린솔루션 - 중장기 엔진 AM 사업부 매출 성장 예상

	(단위)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 디젤엔진 선대	GTm	1,460	1,499	1,524	1,546	1,559	1,569	1,576	1,580
HMS 디젤엔진 시장 점유율	%	20%	21%	22%	23%	24%	24%	23%	22%
HMS 디젤엔진 시장 대상고객	GTm	292	315	335	356	374	377	363	348
글로벌 DF엔진 선대	GTm	84	103	133	171	214	262	310	360
HMS DF엔진 시장 점유율	%	43%	44%	45%	48%	49%	49%	49%	49%
HMS DF엔진 시장 대상고객	GTm	36	45	60	82	105	128	152	176
HMS 전체 고객 선대	GTm	328	360	395	438	479	505	514	524
DF엔진 단가 보정 후 고객 선대	GTm	336	369	407	454	500	531	545	559
		2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
고객 확장을 감안한 HMS 엔진 매출	Wbn	388	427	471	525	578	614	630	647
연간 적당매출 상승 (ASP+서비스범위)	%		27%	13%	13%	8%	4%	3%	2%
HMS 최종 엔진부문 매출	Wbn	388	543	676	852	1,014	1,119	1,183	1,239

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

밸류에이션 및 목표주가

동사의 목표주가는 FY25-27F 평균 EPS에 target P/E multiple 25배를 적용한 220,000원이다. Target P/E multiple의 산출은 글로벌 MRO 및 솔루션 제공 기업 peer의 평균값이다. FY25-27F 평균 EPS를 적용하는 이유는 1) 동사가 아직 지속적인 서비스 척당 매출액 상승세를 기록 중이며 (2022-24년 연간 yoy 22%/27%/27% 상승) 2) 향후 HD현대 산하 조선업체들의 DF엔진 인도비중 증가에 따른 추가 수혜를 감안하기 위해서이다.

HD 현대마린솔루션: 글로벌 Peer valuation table

	Ticker	단위	주가	시총 (US\$m)	절대수익률 (%)				Rel Index	지수대비 수익률 (%)				P/E (x)		P/BV (x)	
					1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
HD현대마린솔루션	443060 KS	KRW	160,300	5,263	(1.4)	14.9	14.6	10.2	KOSPI Index	(4.0)	17.3	11.0	15.0	25.2	20.3	8.3	7.0
MTU Aero Engine	MTX GR	EUR	339	20,706	22.3	12.2	7.2	47.2	DAX Index	14.7	6.2	(15.1)	20.8	21.1	19.1	4.5	3.9
ST Engineering	STE SP	SGD	7.5	18,304	7.7	49.8	64.3	86.5	STI Index	6.4	51.0	60.7	69.6	28.3	24.6	8.0	7.2
SIA engineering	SIE SP	SGD	2.6	2,237	19.0	7.5	8.4	15.0	STI Index	17.7	8.7	4.8	(1.8)	19.8	18.4	1.6	1.6
Larsen&Toubro	LT IN	INR	3,600	58,123	9.1	8.6	(0.1)	1.2	SENSEX Index	7.1	0.1	(3.4)	(7.2)	33.2	27.0	5.1	4.5
산업 평균				20,927	11.3	18.6	18.9	32.0		8.4	16.7	11.6	19.3	25.5	21.9	5.5	4.8

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

HD 현대마린솔루션 (443060) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,430	1,745	2,074	2,582	3,172
매출원가	1,158	1,383	1,606	1,971	2,404
매출총이익	273	362	468	611	768
판매비	71	90	107	123	141
영업이익	201	272	361	488	626
EBITDA	212	284	376	507	645
영업외손익	0	25	42	40	40
외환관련손익	4	21	26	20	12
이자손익	-4	7	19	23	31
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	201	297	404	528	666
법인세비용	50	69	105	137	173
계속사업순이익	151	228	299	391	493
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	151	228	299	391	493
지배지분순이익	151	228	299	391	493
포괄순이익	147	238	309	401	503
지배지분포괄이익	147	238	309	401	503

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	73	247	293	399	521
당기순이익	151	228	299	391	493
감가상각비	10	12	15	19	19
외환손익	3	-6	-26	-20	-12
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-97	-6	-3	0	13
기타현금흐름	5	18	9	9	9
투자활동 현금흐름	5	-196	-9	-32	-35
투자자산	0	-3	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-10	-18	-23	-18
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	7	-183	9	-9	-16
재무활동 현금흐름	-44	149	-213	-172	-225
단기차입금	83	-126	2	2	3
사채 및 장기차입금	-32	1	0	0	0
자본	0	367	0	0	0
현금배당	-90	-100	-222	-182	-235
기타현금흐름	-5	7	7	7	7
연결범위변동 등 기타	-2	3	-30	-45	-51
현금의 증감	32	203	41	150	210
기초 현금	64	96	298	340	490
기말 현금	96	298	340	490	700
NOPLAT	201	272	361	488	626
FCF	70	237	275	376	503

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

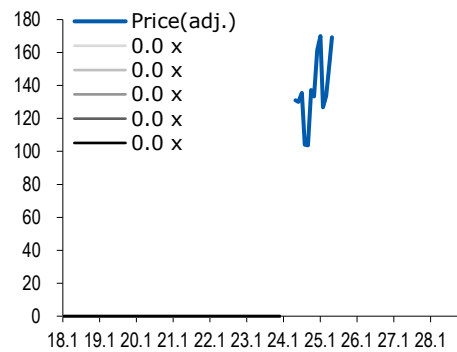
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	597	1,076	1,176	1,418	1,717
현금및현금성자산	96	298	340	490	700
매출채권 및 기타채권	211	263	300	355	413
재고자산	238	273	301	325	335
비유동자산	59	77	80	84	84
유형자산	11	20	23	27	26
관계기업 등 자본관련 자산	0	3	3	3	3
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	657	1,152	1,256	1,503	1,801
유동부채	388	343	360	388	418
매입채무 및 기타채무	146	184	208	246	285
단기차입금	128	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	36	35	35	36
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	417	379	395	423	454
지배지분	240	774	860	1,079	1,347
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	20	385	385	385	385
이익잉여금	198	324	400	610	868
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	240	774	860	1,079	1,347
순차입금	50	-461	-491	-648	-872
총차입금	146	21	22	25	27

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,778	5,302	6,664	8,724	11,000
BPS	5,999	17,255	19,188	24,080	30,047
EBITDAPS	5,288	6,595	8,396	11,320	14,389
SPS	35,762	40,599	46,274	57,589	70,755
DPS	2,500	3,150	4,050	5,250	6,650
PER	-	24.8	26.2	20.0	15.9
PBR	-	7.6	9.1	7.3	5.8
EV/EBITDA	-	19.0	19.5	14.1	10.8
PSR	-	3.2	3.8	3.0	2.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	7.2	22.0	18.8	24.5	22.9
영업이익 증가율 (%)	41.9	34.9	33.0	35.1	28.3
지배순이익 증가율 (%)	44.0	50.8	31.1	30.9	26.1
매출총이익률 (%)	19.1	20.7	22.6	23.7	24.2
영업이익률 (%)	14.1	15.6	17.4	18.9	19.8
지배순이익률 (%)	10.6	13.1	14.4	15.1	15.5
EBITDA 마진 (%)	14.8	16.2	18.1	19.7	20.3
ROIC	70.3	76.3	86.0	97.8	109.6
ROA	25.7	25.2	24.8	28.4	29.9
ROE	71.6	45.0	36.6	40.3	40.6
부채비율 (%)	173.6	49.0	46.0	39.2	33.7
순차입금/자기자본 (%)	20.9	-59.6	-57.1	-60.0	-64.7
영업이익/금융비용 (배)	32.7	59.8	307.4	381.1	441.2

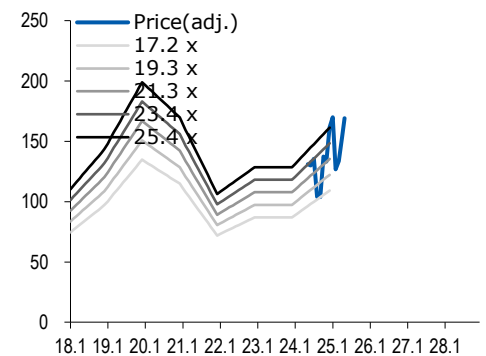
P/E band chart

(천원)



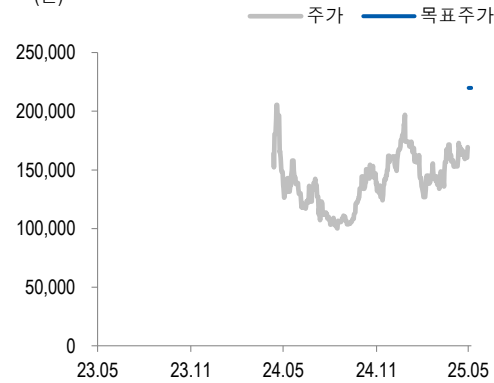
P/B band chart

(천원)



HD 현대마린솔루션 (443060) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	220,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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

Head of Research Center **윤여철**
 3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지 **이안나**
 3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Global Strategist 민병규 3770-3635 byungkyu.min@yuantakorea.com

Derivatives Analyst	정인지	3528	inji.jung@yuantakorea.com
Fund Analyst	김후정	3605	hujung.kim@yuantakorea.com
Strategist	김용구	3521	yg.kim@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Quant/ETF Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지 이안나 3770-5599 anna.lee@yuantakorea.com

인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
화학/정유	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스물캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주/방송/우주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com

금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
스물캡	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
Research Assistant	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst 유태인 3770-5571 taein.yoo@yuantakorea.com

Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화	5721	yeonhwa.shin@yuantakorea.com

Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소은	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com

리서치지원

팀장 조병준 3770-5581 byungjun.cho@yuantakorea.com

업사이클을 넘어서 뉴사이클

