조선



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

상선 시장에 드리운 암운, 그 너머의 빛

종목	투자의견	목표주가 (원)
HD 현대중공업	매수 (M)	643,000 (D)
한화오션	매수 (M)	104,000 (D)
삼성중공업	매수 (M)	31,000 (D)
HD 현대마린솔루션	매수 (M)	388,000 (M)

FY27F Clarksons 신조선가 지수 186pts ±3pts 예상

현재 신조선가 지수가 **187.2 pts (3월 저점 대비 +2.9%)**임에도 보수적인 관점을 택하는 이유는 1) 고수익 선종 (LNGC, 컨테이너선)의 발주 약화, 2) 중국 조선업체의 생산능력 확장, 3) 신형 고수익 선종 (VLAC, VLEC 등)의 제한적 발주 규모.

LNGC: 절반의 성공, 예상대로 물량은 늘고 단가는 내리고

연중 글로벌 LNGC 수주는 FY25 대비 +115% 증가 (13.7m cbm)했으나, 174k cbm 이상의 대형선 수주는 78척 (국내 46척)으로 작년말 Clarksons와 GTT의 115-150척 발주수요 예측에 미달. 이는 1) 당사의 기존 의견인 LNGC 수요의 스팟시장 선복 대체 및 2) 미국-이란 전쟁으로 인한 LNGC 해운시장의 부정적 여파에 기인.

중국 조선업체의 확장: 방 안의 코끼리가 흐린 눈으로도 보인다

지금껏 중국 조선업체와의 경쟁 구도 심화 우려에 대한 반박 근거였던 **수주의 질적 격차가 축소되고 있음.** 동시에, 중국 조선업체들의 지속적인 생산능력 확장은 이미 글로벌 신조 수요를 흡수하고 있어 향후 국내 조선업체들의 **가격 결정력에도 부정적**.

연중 하락은 MASGA의 지연에서 발생, 그렇기에 다시 확보된 상방

2H24 한미 해양방산 협력 가능성 부각 이후 FY25 MASGA로 대두된 G2G 협력 논의로 업종 시가총액 상승. 그러나, 연중 실질적 진전의 부재로 인한 기대감 정상화 구간을 경험. 블루 웨이브를 상정한 MASGA 기대심리 악화가 반영된 현재, 해당 사업의 방향성은 결국 초당적인 동의에서 시작했다는 점을 상기하며 여전히 주가 **상승여력 확보된 상황**이라 판단.

또 하나의 빛, AIDC향 사업

상선 사업의 대중국 경쟁 격화에서 벗어난 (완전히 다른 전방산업 수요에 노출된) AIDC 관련 사업 영위하는 종목에 대한 선호의견 제시. 1) 연중 부각된 신사업임에도 업종 전체 조정으로 적정가치가 충분히 반영되지 않았으며, 2) 시장 확장으로 인한 밸류에이션 멀티플 프리미엄 부여가 가능.

업종 비중확대 의견 유지, 사업 포트폴리오 차별화 종목 선호

상선부문 이익기여도가 높은 대형 조선업체 대비 신사업의 이익기여도 확대에 따른 리레이팅 여력이 높은 업체들의 주가 상방이 더 크게 확보된 상황. Top picks는 MASGA 관점의 한화오션, AIDC 관점의 HD현대마린솔루션.

무엇이 달라졌고, 무엇을 봐야 하는가

이번 연간전망에서는 조선업종의 **주가 조정을 바라보는 관점과 향후 상승여력을 판단하는 기준을 재정립**하고자 함. 특히 상선 발주시장의 업황 전망에서 출발하는 기존의 접근법과 달리, 밸류에이션에 대한 논의를 보고서의 첫머리에 배치함. 이는 FY26 연중 업종 주가 하락의 주된 원인이 상선사업의 펀더멘털 훼손보다는 한미 해양방산 협력 (MASGA)에 대한 기대가치 축소에 있다고 판단하기 때문임.

조선업종의 밸류에이션은 역사적 P/B Multiple 적용을 넘어 상선사업의 이익에 방산사업의 성장 기대감을 반영한 P/E Multiple을 적용하는 방식으로 이루어져 왔음. 그러나 이러한 접근법은 서로 다른 성장성과 이익 가시성을 지닌 두 사업을 하나의 기준으로 평가한다는 한계가 존재함. 이에 이번 보고서에서는 상선부문에 POR, 방산부문에 P/E Multiple을 적용하는 방식으로 사업가치를 분리하고, 과거 주가에 반영되었던 MASGA 기대가치가 현재 어느 수준까지 축소되었는지를 살펴보고자 함. 이를 통해 단순히 **P/E Multiple 이 하락했기 때문에 저렴하다는 판단에서 벗어나, 현재 주가에 내재된 사업별 가치와 향후 상승여력을 구분**하는 데 초점을 맞춤.

이후 상선과 방산사업의 전망 또한 분리하여 접근함. 상선부문에서는 중국 조선업체의 양적, 질적 성장과 국내 조선업체의 수주잔고 구성을 중심으로 중장기 수익성 개선 여력을 점검함. 반면 방산부문에서는 연중 MASGA 관련 기대감이 정상화되었음에도 사업의 본질적인 기회가 사라진 것은 아니라는 점에 주목함. 특히 기존 국내 건조 중심의 전망을 한미 양국의 건조 분담 시나리오로 수정하고, 실현 가능성과 수익성에 따른 적정가치 변화를 제시함.

마지막으로 상선 및 방산과는 다른 전방산업 수요에 기반한 AIDC 관련 사업을 별도로 조명함. 상선사업의 중장기 성장 여력이 제한적인 환경에서, 신규 성장사업의 이익기여도 확대가 종목별 밸류에이션 차별화를 이끌 수 있다고 판단하기 때문임.

결국 이번 연간전망을 통해 전달하고자 하는 핵심은 상선의 업황 개선과 조선업종의 주가 상승을 반드시 동일한 관점에서 바라볼 필요는 없다는 것임. **상선사업에 대해서는 보수적인 전망을 유지하되, 기대가치가 상당 부분 축소된 MASGA 와 아직 성장가치가 충분히 반영되지 않은 AIDC 에서 새로운 투자 기회**를 찾고자 함.

밸류에이션: 역설적으로, 가장 중요한 시점

업종 주가는 "왜" 여기까지 왔을까?

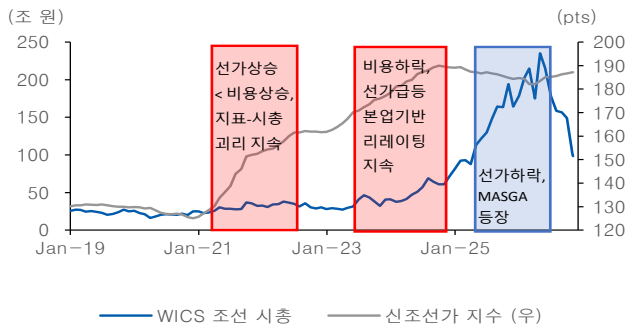
FY26 YTD 국내 조선업종의 주가 조정은 복합적인 요인에 기인한다. 1) 상선 발주시장의 둔화, 2) 선종별 수급 불균형, 3) MASGA 관련 기대심리의 정상화 등이 복합적으로 작용한 결과다. 당사는 이러한 조정의 **가장 큰 원인을 상선부문의 펀더멘털 훼손보다는 방산부문에 선반영되었던 기대가치의 축소**라고 판단한다.

국내 조선업종의 시가총액이 본격적으로 재평가되기 시작한 시점은 한미 해양방산 협력사업에 대한 기대감이 부각되었던 2024년 말이다. 이후 국내 조선업체들은 MASGA 를 통해 미국 해군의 함정 건조 및 유지보수, 나아가 미국 조선산업 재건의 핵심 파트너로 주목받기 시작했다. 이러한 기대감은 국내 조선업종의 시가총액을 **과거 상선사업의 가치만으로 설명하기 어려운 수준까지 끌어올렸다**. 특히, FY24-25 본격화된 고수익성 수주물량의 매출인식 확대와 MASGA 리레이팅이 겹치게 되며 업종내 전체적 시가총액 상승 근거가 1) 실적의 개선인지, 2) 한미 해양방산 협력 기대감인지 명확히 구분하기 힘들다.

본업보다 MASGA 를 하락의 원인으로 지목하는 이유

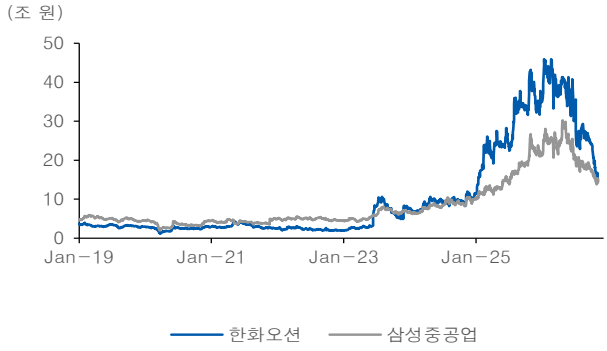
24년말 이후 업종 시가총액 상승과 최근 하락의 주된 요인으로 한미 해양방산 협력 기대감을 제시하는 근거는 1) (실적 개선세가 이를 부분 상쇄한 점도 있으나) 신조선가 하락은 2H24에 이미 시작했으며 2) 특수선 사업의 수혜 유무가 명확한 한화오션과 삼성중공업의 시가총액 변화에서 확인할 수 있다. FY25 한화오션의 시가총액은 201% 상승한 반면, 삼성중공업은 110%에 그쳤다. 이후 FY26 연중 하락을 지속하는 기간에도 한화오션의 시가총액 낙폭이 확대되어 시가총액이 근접한 점 또한 MASGA 관련 투자심리의 악화가 업종내 가장 주요한 부정적 요인이었다고 판단하는 근거이다.

조선업종 시가총액과 Clarksons 신조선가 지수 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons, Fnguide Quantiwise

한화오션과 삼성중공업 시가총액 변화 비교

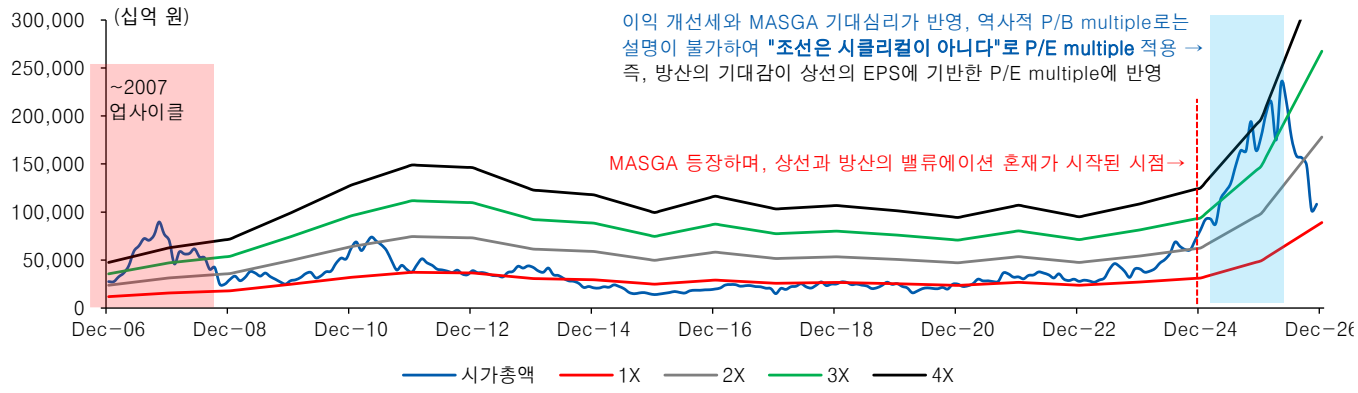


자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

너무 싸다 vs 아직 아니다, 쟁점은 밸류에이션 방법론

지속적 업종 시가총액 하락 이후 소위 "저점"이라 부를 수 있는 가격에 도달했는지에 대한 논의가 최우선인 현재, 문제는 **MASGA 로 확대된 시가총액을 설명하기 위해 채택된 밸류에이션 방법론**에 있다. 한미 해양방산 사업은 장기적인 성장 잠재력에도 불구하고 구체적인 수주 규모와 사업화 시점, 수익성을 예측하기 어렵고, 이에 방산사업의 가치를 독립적으로 산출하기보다 기존 상선사업의 이익에 적용하는 Target P/E Multiple 을 상향하는 방식으로 대응해 왔다. 결과적으로 **상선사업의 이익에 방산사업의 미래 기대가치를 반영하는 구조가 형성**된 것이다.

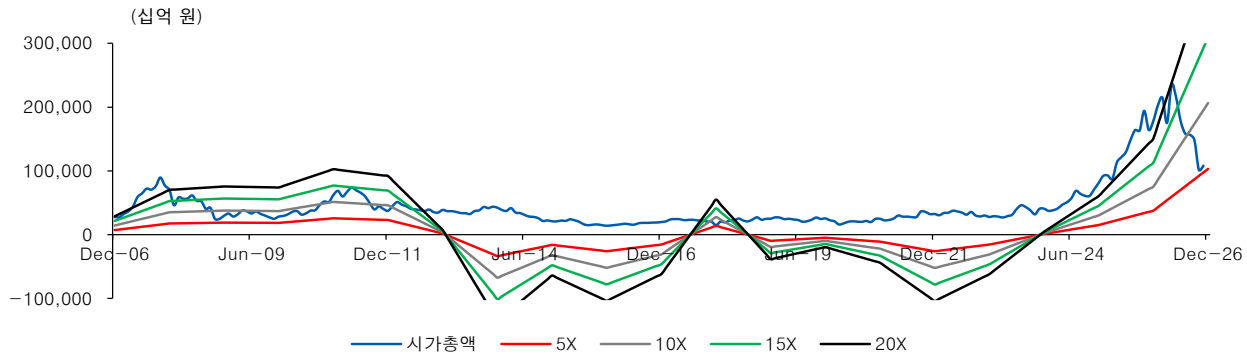
WICS 조선업종: 역사적 P/B 밴드 차트를 통한 밸류에이션 방법론의 변화 시점과 근거



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

이 방식은 방산사업에 대한 기대감이 확대되는 국면에서는 업종 시가총액 상승을 설명하는 수단으로 기능했지만, 기대심리가 정상화되는 과정에서는 밸류에이션의 불투명성을 초래했다. 한때 15x 이상으로 확대되었던 주요 조선업체의 12M 선행 P/E Multiple 은 현재 7~9x 수준까지 하락했다. 표면적으로는 밸류에이션 부담이 상당 부분 해소된 것처럼 보이지만, 조선업종을 "**중장기 이익 피크아웃 제조업종**"이라 본다면 여전히 이를 저평가라고 표현할 수 없다.

WICS 조선업종: 방산부문 보유한 주요 업체가 아닌 업종 전체로 범위 확대시 P/E multiple 5 배까지 하락, 그럼에도 이익 피크아웃에 대한 우려는 상존



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

이러한 문제의 근본적인 원인은 서로 다른 가치평가 기준을 적용해야 할 **상선과 방산사업을 하나의 P/E Multiple 로 평가**해 왔다는 점에 있다. 상선사업은 신조선가와 수주잔고, 선종별 믹스 변화 등 관찰 가능한 지표를 통해 사업가치의 변화를 추적할 수 있다. 반면 방산사업은 아직 구체화되지 않은 중장기 성장 기대가 기업가치의 상당 부분을 설명하고 있어, 상선사업과 동일한 기준으로 평가하기 어렵다. 따라서 두 사업의 가치를 구분하지 않은 통합 P/E Multiple 만으로는 주가 변동의 원인과 현재 밸류에이션의 적정성을 충분히 설명할 수 없다.

상선부문 POR, 방산부문 P/E multiple 적용방식 유지

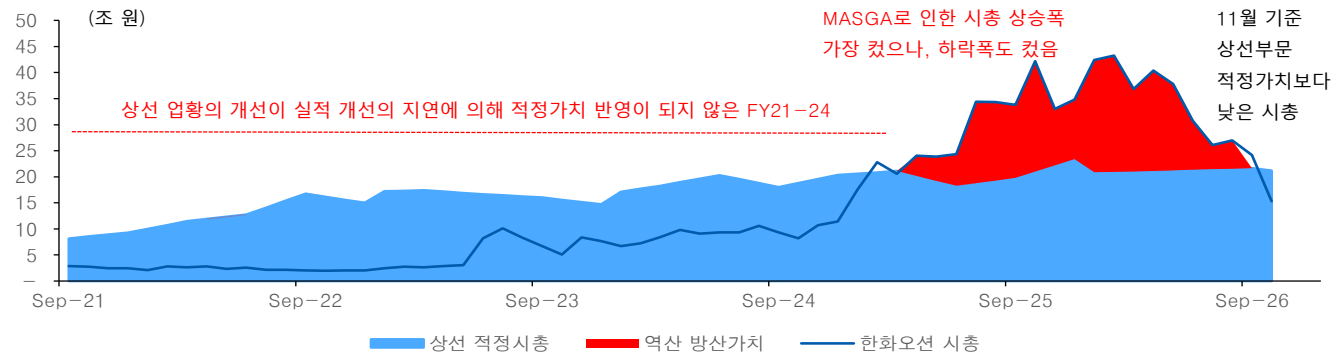
상선사업은 신조선가 및 수주잔고의 양적, 질적 변화를 반영하는 Price/Orderbook Ratio (POR)을 통해 적정가치를 산출한다. 과거 신조선가 상승/하락과 시가총액 변동을 고려한 시점별 차등화된 POR을 적용하고, 한미 해양방산 협력에서 발생하는 적정가치에 대해서는 P/E multiple을 적용한다.

이를 통해 FY26 YTD 조선업종의 주가 조정을 상선사업의 적정가치 변화와 방산사업의 기대가치 변화로 분해하고자 한다. 나아가 현재 주가에 반영된 방산 프리미엄의 수준을 확인함으로써, 낮아진 P/E Multiple 이 의미하는 실질적인 투자매력을 재검토한다.

결국 중요한 것은 **조선업종의 P/E가 얼마나 하락했는지가 아니라**, 현재의 **시가총액이 상선/방산 사업의 가치에 각각 얼마를 지불하고 있는지 구분**하는 것이다. 임의의 POR을 상정하는 방식 또한 한계가 분명 (ex. 이익개선세, 비용변동, 전방산업 변화 등)하나, 업종내 두 갈래의 사업 가치를 가늠할 수 있는 대용지표 (Proxy)라고 판단한다.

해마다 상이했던 상선 발주시장 업황과 이익 개선세를 근거로, 기간별 다른 POR (21-22년 0.7x, 23년 0.8x, 24-25년 0.9x, 26년 0.8x)을 적용 (FY27F 0.7x)한다. 이러한 적정가치를 과거 시가총액에서 차감하여, 주요 조선 3사의 시가총액에 한미 해양방산 협력에 대한 기대가치가 최대 50조원 수준까지 반영된 이후 현재 당사 추정 상선 적정가치 초과분이 소멸된 상태이다.

현대, 한화, 삼성 조선 3 사의 시가총액과 당사 추정 상선 적정시총 및 이를 차감한 방산 기대가치



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

상선: 지금의 상황이, 진심으로 괜찮습니까?

FY27F Clarksons 신조선가 지수 186pts ±3pts 예상

단기 쇠락은 없으나, 큰 상승도 힘들다. 1) FY26F 연간전망 보고서에서 제시한 180-185pts는 2H26F전망에서 미국-이란 전쟁으로 인한 해운 시장 특수를 고려해 184-189pts로 상향했으며, FY27F 전망치 하단을 소폭 하향한다.

멀티플이 낮아졌으니 싸다는 의견은 상선 사업에서 통하지 않는다

중장기 수익성에 대한 상승 여력이 제한된 상황에서 P/E multiple이 전고점 대비 하락했다는 이유로 주가 상승을 기대할 수는 없다. 상선 부문의 **중장기 이익 피크아웃 리스크**를 고려한다면, 밸류에이션 멀티플이 저렴하다는 근거는 설득력을 잃는다.

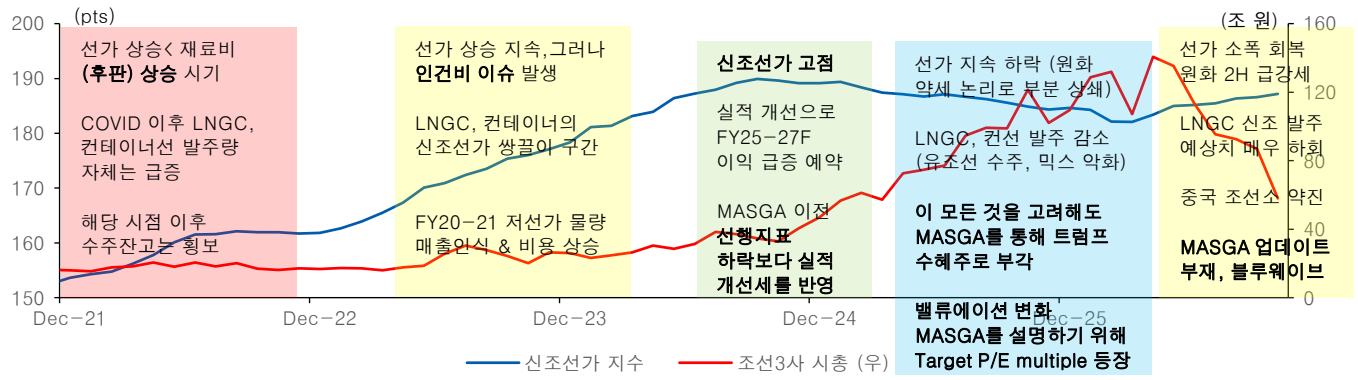
"망했다"가 아니라, 분위기 반전이 어렵다는 것

중국의 성장 속에서 국내 조선업체는 **신조선가 지수 방어에 성공**했다. 그럼에도, 상선 본업에서 발생하는 주가 상승 여력 (=신조선가의 본격적 반등)을 확보하기에는 점점 더 어려운 환경으로 접어들고 있으며, 이를 고려한 상선부문 적정가치 하락은 합리적이라 판단한다.

결론: 보수적 업황 전망과 믹스 악화를 감안, Target POR 하향

믹스의 개선과 매출인식 호선의 수주 당시 선가 상승이 중복되어 수익 성장이 가속화된 FY24-26F 이후, FY27F 수익성 개선세의 소폭 둔화, FY28-29F 매출인식 물량의 **선가 소폭 상승 및 횡보 vs. 믹스 악화로 인한 상선 수익성 리스크**를 고려하여 Target POR을 하향 (0.7x)한다.

상선 업황 지표와 조선 3 사 시총의 변화, 인과관계

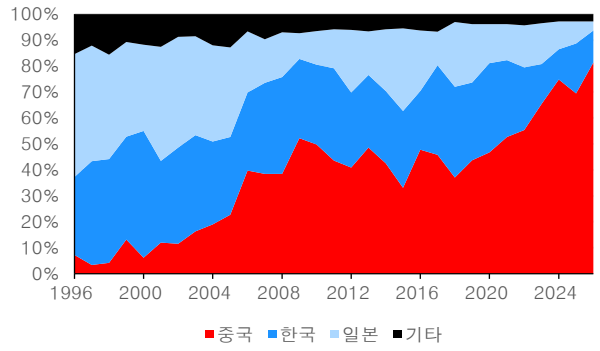


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

1. 상선 시장의 수급 블랙홀 중국, 공급 역량 강화 중

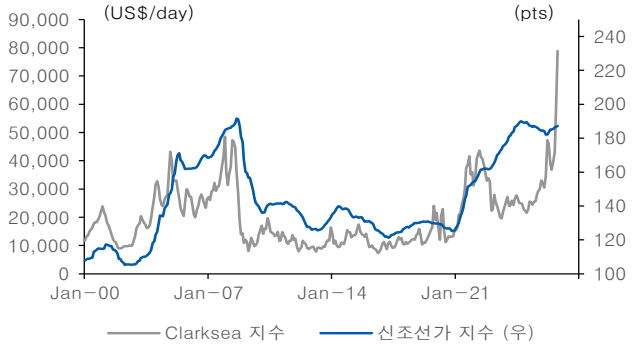
상선 시장에서 중국의 공급자 입지가 강화되고 있다. 중국의 상선 공급능력은 매년 성장세이며, 앞으로도 지속될 것이기에 이는 해운업황 호조가 **신조선가 지수 상승으로 이어지는 데 강한 저항 요소**이다. 최근 미국-이란 전쟁으로 인한 Clarksea 운임지수의 역사적 급등에도 신조선가 지수 (P)의 상승폭은 제한적인 반면, 중국의 수주잔고 (Q)가 해운업 호황의 수혜를 받았다.

중국, 3Q26 기준 글로벌 상선시장 연도별 신규수주 점유율 80% 최초 돌파



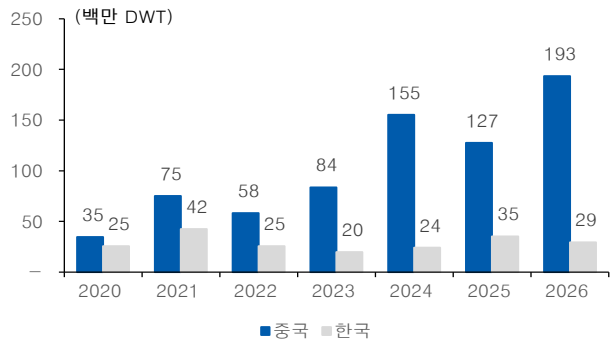
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

Clarksea 운임지수는 역사적 고점임에도, 신조선가 지수 상승폭 제한



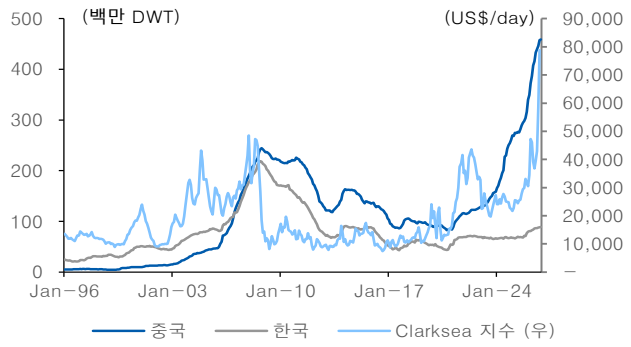
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

중국의 상선 신규수주는 최근 급성장



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

해운업종 대호황의 수혜는 중국의 수주잔고 확장으로 귀결

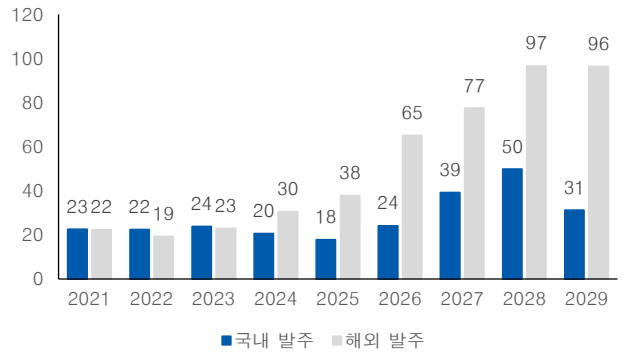


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

중국의 확장은 어제 오늘 일이 아니고, 그거 다 자국발주 아닌가? – 아니다

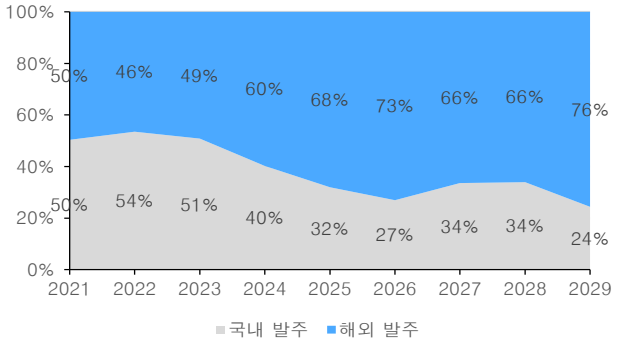
중국 조선업체의 연간 인도량 증가세는 이미 FY23-24 시기 확인되었다. 그럼에도, 1) 신조선가 지수는 지속 상승했으며, 2) 중국 조선업체의 고수익 선종 수주는 자국발주에 기인한다는 근거로 이를 무마할 수 있었다. 그러나 중국의 FY26-29F 인도 스케줄을 보면 해외 발주 물량이 자국 발주 물량을 압도하는 모습을 보여준다. 즉, 수요-공급 관점에서 중국은 과거보다 높은 발주수요를 보여온 것이 사실이나, 글로벌 상선 시장에서 공급자로서의 입지가 더욱 강화됐다.

중국의 선박 인도 스케줄에서 국내 발주와 해외 발주량 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons, 주: 해외 발주 물량은 중국 수주량 - 발주량

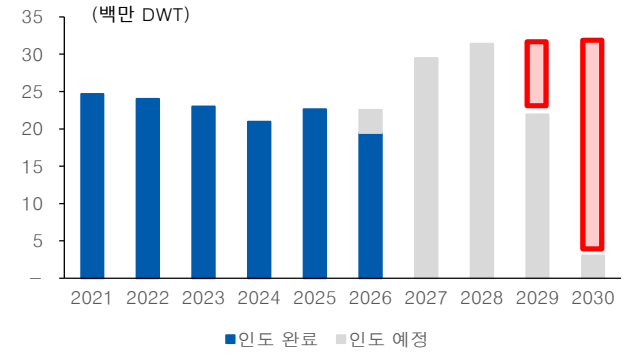
FY29F 중국내 인도 예정인 상선 중 76%는 비중국 고객의 발주



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons, 주: 해외 발주 물량은 중국 수주량 - 발주량

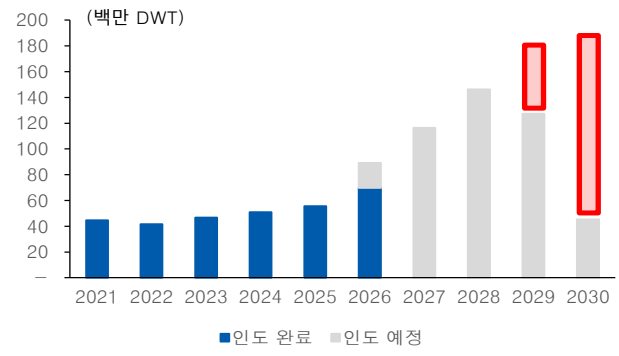
중국의 수주잔고 확장 이후 **국내 조선업체들이 상대적 단납기 슬롯을 확보하며 가격 프리미엄을 받을 수 있다는 가능성도 요원**하다. 중국의 수주잔고 확장은 납기 슬롯을 선제적으로 채운 것이 아니라, 연간 생산 능력 자체를 증설한 것이기 때문에 현재 중국과 한국의 납기 슬롯은 시기적으로 크게 차이가 나지 않는다.

국내 조선업체 납기 슬롯은 4Q29F 인도 여력이 있음



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

그건 중국도 마찬가지



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

2. 고수익 선종, 중국의 시장 잠식 진행중

중국 조선업체의 양적 성장과 국내 조선업체를 비교할 경우, 지속적으로 등장하는 질적 우위론은 결국 고수익 선종 (LNGC, VLGC 혹은 대형 선박)의 경우 국내 점유율이 기타 선종 대비 더 우세하다는 점이었다. 글로벌 선박 인도 기록 및 스케줄을 종합했을 때, 중국은 상선 발주시장 내 국내 조선업체가 보유하던 고수익 선종 점유율 또한 상당부분 잠식을 진행중이다. 이에 대한 선종별 데이터는 다음과 같다.

LNGC: 최후의 보루 역할은 하겠으나…

LNGC 발주 시장에서 중국 조선업체의 수주를 외면하는 가장 쉬운 방법은 "중국을 고객으로 뒀기 때문에 사실상 자국발주 물량이다" 였다. 그러나 올해 1월 TMS Cardiff Gas와 Eastern Pacific Shipping이 중국 조선사에 LNGC를 최초 발주한 것처럼, 향후 국내 조선업체들의 기존 핵심 고객사의 추가 이탈 가능성이 존재한다. FY21-25 중국의 글로벌 LNGC 인도량 점유율은 14%에 불과했으나, FY26-30F 인도 기준으로 32%까지 상승했다.

LNGC 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	**0%**	**2%**	**3%**	**6%**	**9%**	**14%**	**32%**
한국	**14%**	**73%**	**79%**	**85%**	**77%**	**85%**	**66%**
일본	39%	18%	16%	8%	14%	0%	0%
기타	47%	7%	3%	1%	0%	0%	2%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

LNG 제외 가스운반선: 신형 선종에 대한 차별화 가능성에 의문

LNGC를 제외한 가스운반선은 1) LPGC, 2) 암모니아 (VLAC), 3) 에탄 (VLEC)가 주를 이룬다. FY20까지는 LPGC가 글로벌 가스선 (LNGC 제외)의 90% 이상을 형성했으나, VLAC와 VLEC의 시장 성장이 두드러지는 상황이다.

가스운반선 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
LPG	95%	97%	94%	94%	89%	78%	44%
Ammonia/LPG	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%
Ethane/LPG	0%	0%	0%	0%	6%	20%	21%
Ethy/LPG	4%	3%	6%	6%	5%	2%	1%
Others	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

문제는 위의 3가지 (LPG, VLAC, VLEC) 모든 선종에서 중국의 시장 점유율이 확대되고 있다는 점이다. 단순 LPGC 시장 점유율 관점에서, FY20까지 일본의 줄어드는 점유율을 국내 조선업체가 잠식하고 있었다면, FY21 이후 중국이 한일 양국의 LPGC 수주 물량을 잠식하여 FY26-30F 기준 시장 점유율이 40%에 육박한다.

LPGC 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	4%	3%	3%	16%	16%	31%	40%
한국	6%	22%	69%	66%	62%	55%	53%
일본	77%	69%	25%	17%	19%	13%	5%
기타	13%	6%	3%	1%	2%	0%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

VLAC, VLEC의 경우 선종의 역사가 길지 않지만, VLAC의 경우 중국이 FY26-30F 기준 45%, VLEC는 이미 FY26-30F 기준 69%의 점유율을 확보했다.

VLAC, VLEC 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	선종	26-30	선종	16-20	21-25	26-30
중국	VLAC	45%	VLEC	21%	61%	69%
한국		55%		79%	39%	31%
일본		0%		0%	0%	0%
기타		0%		0%	0%	0%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

컨테이너선: 대형과 초대형 너마저

컨테이너선은 대규모 교체 발주 사이클 이후 수주 물량 감소 전망이 지속되어 왔다. 그러나, 국내 조선업체들의 FY26F 컨테이너선 수주 감소의 배경에는 중국의 대형-초대형 컨테이너선 수주 증가가 더 큰 영향을 미쳤다.

FY20까지 한중 양국간의 컨테이너선 수주 경쟁은 한국 (초대형 및 대형 집중)과 중국(중형 및 소형 집중)으로 다소 나뉘는 모습을 보였으나, FY21이후 초대형 및 대형 컨테이너선 발주 또한 중국으로 집중되기 시작했다.

컨테이너선 (전체) 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	3%	8%	18%	**23%**	**34%**	**53%**	**81%**
한국	32%	53%	56%	**65%**	**44%**	**38%**	**15%**
일본	20%	14%	10%	3%	14%	9%	3%
기타	44%	25%	16%	8%	8%	0%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

초대형 컨테이너선 (17,000 TEU 이상) 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	N.A.	N.A.	0%	**6%**	**21%**	**56%**	**94%**
한국	N.A.	N.A.	0%	**94%**	**63%**	**36%**	**6%**
일본	N.A.	N.A.	0%	0%	13%	8%	0%
기타	N.A.	N.A.	100%	0%	3%	0%	0%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

대형 컨테이너선 (8-17,000 TEU) 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	0%	0%	4%	**17%**	**31%**	**42%**	**64%**
한국	0%	66%	81%	**73%**	**41%**	**50%**	**28%**
일본	0%	7%	10%	4%	18%	8%	6%
기타	100%	28%	6%	6%	10%	0%	2%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

중형 컨테이너선 (3-8,000 TEU) 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	0%	9%	19%	**39%**	**76%**	**70%**	**92%**
한국	58%	66%	57%	**35%**	**0%**	**15%**	**5%**
일본	22%	15%	11%	4%	10%	15%	2%
기타	20%	10%	13%	22%	14%	0%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

소형 컨테이너선 (<3,000 TEU) 선복+수주잔고 내 인도 시점별 시장 점유율

	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	6%	12%	40%	67%	70%	74%	89%
한국	19%	18%	18%	14%	14%	15%	9%
일본	23%	14%	10%	4%	7%	8%	1%
기타	51%	56%	32%	14%	10%	3%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터

수주잔고 수익성: FY27F ASP 상승세는 둔화, LNG 매출비중도 하락

국내 조선업체들의 FY24-26F 지속된 수익성 개선세는 매출인식 물량 내에서 1) FY20-24 지속된 절대적 Clarksons 신조선가, 2) 선가 상승과 중복된 원화 약세, 3) 고수익 선종의 매출비중 확대라는 **긍정적 요인이 겹쳐 발생**했다.

FY27F 매출인식 물량의 변화는 1) 절대적 신조선가 상승세의 둔화, 2) 고수익 선종 매출비중의 하락을 예상하며, 이에 따라 **상선부문 OPM은 FY27F 전년대비 상승하나, 그 폭은 FY26F 대비 제한적**일 것이다.

아래의 상선 인도 스케줄에서 이를 확인할 수 있다. 해당 자료는 수직축에 쓰인 분기에 수주한 선박이, 수평축에 쓰인 분기에 인도되는 선박의 척수를 추정하여 정리한 것이다. 하단의 추정지표상 FY27F 1) 신조선가 yoy 상승률 둔화, 2) 환율 보정시 yoy 둔화 심화, 3) 수주 환율의 개선세는 유지된다.

국내 조선 3 사 + 현대삼호의 상선 인도 스케줄

	환율	신조선가 지수	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	129	3	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	136	2	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	147	4	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	153	7	2	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	155	7	9	7	5	5	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	160	12	8	10	6	3	7	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	4	3	6	4	4	3	6	4	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	1	4	6	3	8	4	2	4	2	1	1	1	0	0	0	0
1Q23	1,276	164	3	3	3	4	9	5	4	5	5	1	1	1	0	0	0	0
2Q23	1,315	169	1	1	0	0	2	5	1	1	2	2	3	3	1	0	0	0
3Q23	1,313	174	0	0	0	3	2	6	2	4	2	2	4	4	0	0	0	0
4Q23	1,321	177	0	0	0	0	6	2	2	5	5	2	2	6	2	2	1	2
1Q24	1,330	182	0	0	0	0	4	3	5	10	0	10	11	5	5	3	0	2
2Q24	1,371	186	0	0	0	0	1	1	4	1	3	3	2	0	4	6	3	1
3Q24	1,356	189	0	0	0	0	0	2	2	0	2	3	2	4	1	2	2	3
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	2	2	1	4	8	7	2	3	2	3
1Q25	1,454	188	0	0	0	0	0	0	1	1	2	5	4	4	8	4	6	5
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	1	2	7	5	5	6	6	4	2
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4	11	8	5	2
4Q25	1,450	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	3	8	13	16
1Q26	1,469	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6	6	10
2Q26	1,504	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	1	5
3Q26	1,420	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3
4Q26	1,350	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
평균 신조선가 지수			160	164	167	170	174	177	179	181	**183**	**184**	**184**	**185**	185	185	185	185
환율 보정 이후 신조선가 지수			204	211	217	225	232	238	243	248	**252**	**256**	**258**	**261**	264	266	267	268
수주평균환율			1,269	1,288	1,301	1,316	1,330	1,342	1,354	1,365	**1,377**	**1,390**	**1,401**	**1,415**	1,430	1,439	1,445	1,449

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons 주: 평균 신조선가 지수: 분기내 매출인식 선박들의 수주 당시 신조선가 지수의 가중평균
환율 보정: 분기내 매출인식 선박 수주 당시 [분기평균환율 * 신조선가 지수/1,000]의 가중평균,
수주평균환율: 분기내 매출인식 선박 수주 당시 분기평균환율의 가중평균

분기별 매출인식 되는 선종 변화의 추정치는 다음과 같다. FY27F 주요 변화는 1) LNGC 매출비중 40% 초반대로 하락, 2) 컨테이너선 (2H24-FY25 수주) 매출비중 확대, 3) LNGC 제외 가스선 (VLAC, VLEC 포함) 매출비중 소폭 하락이 있다. FY23-24 수주한 카타르 2차물량 인도가 점차 완료되는 것이 LNGC 매출비중 하락의 원인이다.

국내 조선 3 사 + 현대삼호의 분기별 상선 매출인식 비중

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
유조선	6%	7%	7%	10%	12%	12%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
가스선	8%	10%	12%	14%	15%	15%	14%	14%	13%	11%	10%	10%
컨테이너	27%	22%	18%	15%	14%	17%	21%	25%	**29%**	**33%**	**35%**	**35%**
LNG	59%	61%	62%	62%	59%	56%	**52%**	**48%**	**44%**	**42%**	**41%**	**41%**

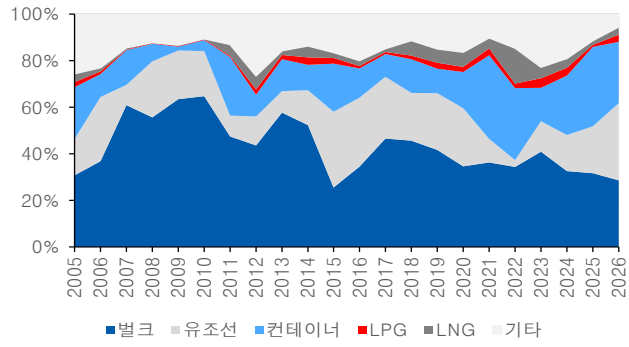
자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

외형의 상승세가 둔화되는 상황에서, 국내 조선업체의 상선부문 수익성 추가 개선 여력은 비용의 변동성에 의해 결정될 것이다. 인력 숙련도 향상과 공정 효율화를 통한 납기 단축으로 고정비를 낮추고, 원재료비 절감 노력 등에 따라 앞서 언급한 외형 성장세 둔화 효과를 일부 상쇄할 수 있을 것이다.

상선 Appendix 1: VLGC 수주 랠리, LNGC 를 대체할 수 있을까?

LNGC 수주 부재를 대체하긴 힘들 것이다. 가스선 발주수요가 급등한다 해도 전체 상선 발주 시장에서 차지하는 규모가 매우 제한적이며, 앞서 언급한 것처럼 중국이 LPGC 점유율을 확대 중이며 VLAC+VLEC의 경우 이미 국내 조선업체 대비 점유율이 앞선 상황이다.

연간 상선 신조 발주량 중 가스선 비중은 극소



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

중국의 가스선 시장 점유율 또한 급등 중

가스선 선복+수주잔고 시장 점유율							
	~2000	01-05	06-10	11-15	16-20	21-25	26-30
중국	4%	3%	3%	16%	16%	31%	40%
한국	6%	22%	69%	66%	62%	55%	53%
일본	77%	69%	25%	17%	19%	13%	5%
기타	13%	6%	3%	1%	2%	0%	1%

VLAC, VLEC 선복+수주잔고 시장 점유율							
		26-30		16-20	21-25	26-30	
중국	VLAC	45%	VLEC	21%	61%	69%	
한국		55%		79%	39%	31%	
일본		0%		0%	0%	0%	
기타		0%		0%	0%	0%	

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

상선 Appendix 2: LNGC 발주 예측이 제대로 빗나간 이유, 향후 전망

연중 글로벌 LNGC 수주는 FY25 대비 +115% 상승 (13.7m cbm)했으나, 174k cbm 이상의 대형선 수주는 76척으로 작년말 Clarksons와 GTT의 115-150척 발주수요 예측 대비 당사 예상대로 저조했고, 기존 근거에 더해 연초 대비 미국-이란 전쟁으로 인한 부정적 영향이 발생했기 때문이다.

국가별 연간 LNG 수출 물량 예상치의 전쟁 전 (1 월)과 후 (10 월) 비교 (단위: 백만 톤)

지역	국가	2025	2026F (1월)	2026F (10월)	2027F (1월)	2027F (10월)	26F 변동	27F 변동
중동	**카타르**	**81**	**82**	**25**	**96**	**69**	**-69%**	**-28%**
	오만	12	11	13	11	12	12%	6%
APAC	호주	77	76	80	77	82	6%	7%
	말레이시아	27	28	31	28	32	12%	11%
	인도네시아	16	17	16	17	16	-5%	-5%
대서양	**미국**	**109**	**127**	**126**	**149**	**148**	**0%**	**0%**
	러시아	**34**	**36**	**41**	**36**	**42**	**16%**	**17%**
	나이지리아	15	15	19	20	19	22%	-6%
	트리니다드토바고	8	8	8	8	8	-2%	5%
기타		56	66	67	70	70	1%	0%
전체		**435**	**465**	**425**	**511**	**497**	**-9%**	**-3%**
톤마일 (십억)		**1,968**	**2,267**	**2,025**	**2,638**	**2,530**	**-11%**	**-4%**

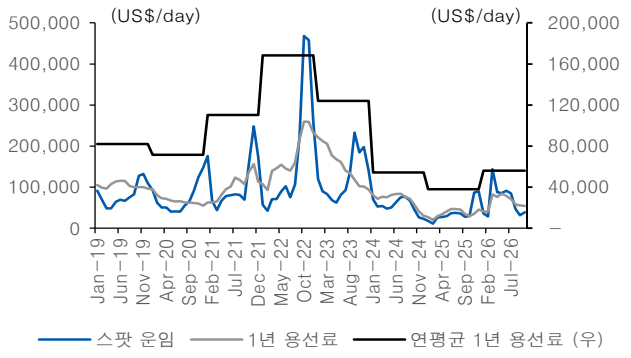
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

그럼 전쟁이 끝나면 LNGC 붐은 오는가? 당장 그렇지도 않을 것

글로벌 LNG 교역량 및 LNGC 운송 수요 회복에 긍정적이나, LNGC 신조 발주의 급격한 반등으로 이어질 가능성은 제한적이다. LNG 수출량이 이전 수준으로 정상화되기까지는 상당한 시간이 필요하다 (Clarkson: 중동 전쟁으로 손상된 카타르의 LNG 액화설비는 약 16mtpa 규모로, 복구 시점은 2029년). 따라서 호르무즈 해협의 통항이 정상화되더라도 카타르발 LNG 공급이 즉각적으로 전쟁 이전 수준을 회복하기는 어려울 것이다.

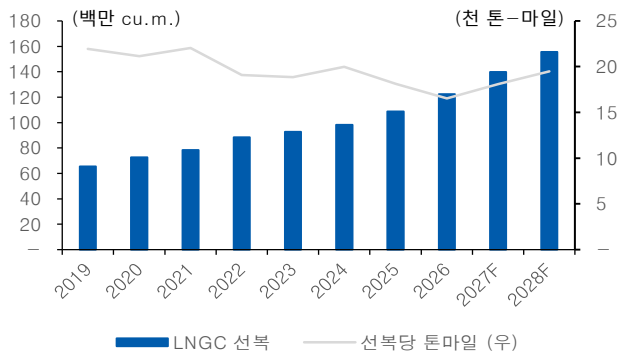
보다 근본적인 제약 요인은 전쟁 이전부터 지속된 LNGC 선복 과잉이다. 낮은 스팟 운임과 단기 용선료는 기존 선박을 활용한 운송 수요 충족을 유도해 신규 선박 확보의 필요성을 낮추고, LNG 프로젝트 개발사 및 용선주 입장에서는 신조 발주와 기존 선박 용선을 비교하며, 이러한 대체 효과는 LNG 운송 수요 회복이 신조 발주로 연결되는 속도를 지연시킬 것이다.

FY19-22 수준의 용선료 기저를 회복하려면 톤-마일 회복이 우선인데



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

FY28F 는 되어야 톤-마일이 회복될 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons, 주: 선복량은 매년 초 기준

결국 중동 전쟁 종식은 LNGC 시장의 수요 회복을 위한 필요조건 중 하나이나, 신조 발주 시장의 즉각적인 반등을 보장하는 충분조건은 아니다. LNGC 발주 시장의 본격적인 회복 여부는 전쟁 종식 시점보다는 글로벌 LNG 톤-마일 증가 속도가 선대 공급 증가율을 상회하는 시점과 신규 프로젝트의 운송 수요가 실제 신조 계약으로 전환되는 속도에 의해 결정될 것이다.

소회: 저쪽은 국가가 밀어주는데, 우리는 누가 밀어줄 수 있을까?

중국의 조선업 생산능력 확대는 단순한 수출산업 육성이 아니라, 해양강국 전략 아래 상선과 군함을 하나의 산업기반으로 통합하는 국가 산업정책의 결과이다. 인력, 설비, 공급망을 공유하는 군민융합 (军民融合) 전략으로 해군력 증강에 힘쓰고 있으며, 결국 상선과 특수선이 유기적으로 엮어져 동반 성장하고 있다.

한국은 시장경제 체제와 국제 통상규범의 제약으로 중국과 동일한 형태의 생산능력 지원 정책을 추진할 수 없다. 따라서, 향후 국내 조선산업의 구조적 성장 여부는 개별 선종의 시황보다도 우방국과의 제도적 협력 수준에 의해 결정될 가능성이 높다. **중국이 군민융합을 통해 국가가 생산능력을 전략자산으로 육성하고 있다면, 한국은 우방국 안보 네트워크 속에서 생산능력을 전략자산으로 활용하는 방향으로 차별화를 노려야** 한다. 향후 투자 판단의 핵심 변수는 이러한 제도적 협력 범위가 어디까지 확대되는지가 될 것이다.

선종별 교체발주 사이클에 대한 전망은 2H26F 전망자료와 같다.

방산: 기대가 없지, 기회가 없는 게 아니다

사업의 방향은 국내 생산 시나리오에서 한미 분담으로

기존 전망과 가장 큰 차이점은 한미 해양방산 협력 사업 이후 **건조 물량이 국내 야드에 집중될 것이라는 예상을 한미 분담으로 바꾸는 것**이다. 이로 인해, 국내 건조의 경우 얻게 되는 원가 경쟁력 측면의 수익성 개선에 대한 예상치와 적정가치를 조정하여 제시한다.

올해 국내 조선업종의 주가 부진은 **악재 발생이 아닌, MASGA 관련 호재의 부재에서 기인**했다. 미국 방산사업에 대한 기대는 여전히 유효하나, 기대만큼 빠르게 구체적인 사업 성과로 진척되지 않았기 때문이다. FY26F 연간전망에서 언급했듯, 해외건조를 제한하는 Byrens-Tollefson 조항으로 인해 국내 조선 업체는 미국 함정 건조 참여에 제도적 장벽이 존재했다. 여기에 미국 중간선거를 둘러싼 정치적 불확실성과 미국 함정 발주계획의 구체화 지연이 맞물린 결과로 판단한다.

그렇다고 해서 사업의 본질적인 가치가 훼손된 것은 아니다. MASGA는 미국 조선업의 구조적인 생산능력 부족을 해소하기 위한 초당적 협력 과제로, 중장기적 관점에서 접근해야 한다. 연중 **주가 조정을 통해 과도했던 기대감이 정상화되었고, 하나의 줄기가 아닌 여러 갈래의 가능성**이 발생했다.

연중 발생한 이벤트로 MASGA 의 방향성 다양화

누가	어디서	무엇을	가능성	사례 존재	수익성
한화오션, 현대중공업	미국	지원함	매우 높음	O	보통
한화오션, 현대중공업	미국	군함	높음	O	높음
한화오션, 현대중공업, 삼성중공업	한국	지원함	높음	X	높음
한화오션, 현대중공업	한국	군함	낮음	X	매우 높음

자료: 유안타증권 리서치센터

1. 우리가, 미국에서, 지원함을 (가능성 매우 높음)

국내 조선사가 미국 함정시장에 진입할 수 있는 가장 빠른 경로다. 군수지원함은 전투함 대비 상선과 기술적 공통점이 높기 때문에 국내 조선사의 상선 건조 경험과 생산 효율화 역량을 활용할 수 있다. 특히 현지 건조를 통해 이미 생산거점을 확보한 국내 기업의 수주 확대 기회가 존재한다.

이를 위해 국내 주요 조선사들은 미 해군 차세대 군수지원함(NGLS) 개념설계 사업에 참여하고 있다. NGLS는 상용 기술과 건조공법을 활용한 차세대 군수 지원함으로, 2026년 3월 한화 필리조선소와 한화디펜스 USA는 미국 VARD Marine US의 협력사로, 삼성중공업은 GD NASSCO 및 DSEC와 설계 및 생산 기술을 제공하고 있다.

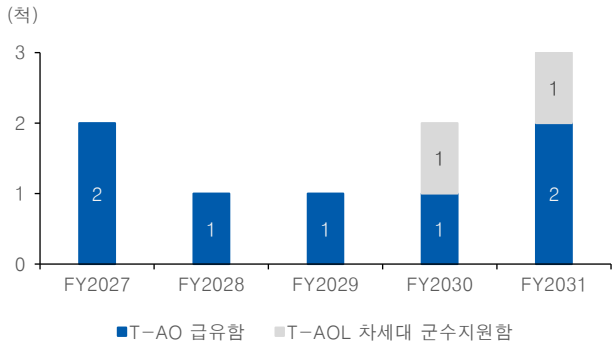
아직은 개념설계 단계이지만, 건조사업 진출을 위한 교두보를 확보했다는 점에서 의미가 있다. 지난 5월 미 해군이 발표한 함정 건조계획에 따르면 NGLS는 2031년 1척의 조달 예정으로 관련 예산은 약 6.23억 달러로 제시했다. 실제 건조계약은 별도 경쟁 절차를 거쳐야 하지만, 후속 건조사업 참여 기회로 판단한다.

국내 조선사별 미 해군 NGLS 개념설계 참여 현황

구분	한화그룹	삼성중공업
사업명	미 해군 NGLS(T-AOL)	미 해군 NGLS(T-AOL)
미국 계약사	VARD Marine US	General Dynamics NASSCO
국내 참여사	한화디펜스 USA, 한화 필리조선소	삼성중공업, DSEC
협력 발표	2026.03.30	2025.12.03
계약 구조	VARD 의 하도급 계약	NASSCO 와 개념설계 협력
개념설계 일정	2027 년 1 분기까지	2027 년 3 월까지

자료: 유안타증권 리서치센터, 언론 종합

미 해군 주요 군수지원함 조달계획



자료: 유안타증권 리서치센터, U.S Navy, Shipbuilding Plan (May 2026), Appendix 1.

2. 우리가, 미국에서, 군함을 (가능성 높음)

지원함에서 나아가 군함 건조는 중장기적인 경로로 판단한다. 미국은 중국의 해군력 확대에 대응해 함대 전력 확충을 추진하고 있으나, 고질적인 함정 건조 지연과 생산능력 부족에 직면해 있다. 이에 2025년 4월 행정명령을 통해 조선산업 기반 재건을 본격화했으며, 단기간 내 생산능력 확충을 위한 동맹국의 자본과 기술을 도입하는 방안을 추진하고 있다. 그로 인해 다양한 함정 경험과 기술력을 보유한 국내 조선사들이 미 해군 함정 건조사업 진출 가능성이 높아지고 있다.

실제로 지난 10월 한화그룹은 한화디펜스 USA 를 통해 미 해군 중형상륙함(LSM) 1척의 건조계약을 확보했다. 해당 함정은 2024년에 인수한 필리조선소에서 건조될 예정으로 국내 조선사의 미국 현지 생산거점을 활용한 첫 군함 건조 사례라는 점에서 의미가 있다. HD 현대중공업 또한 키윗(Kiewit)과 합작 조선소 설립을 추진하며 함정 사업진출을 위한 기틀을 마련하고 있다.

국내 조선업체의 미국 현지 건조 사업 추진 현황

구분	HD 현대-키윗 합작 조선소	한화 필리조선소
사업 형태	미국 현지 신규 조선소 합작 설립	기존 미국 조선소를 통한 함정 건조
주요 참여 기업	HD 현대, Kiewit	Hanwha Defense USA, Hanwha Philly Shipyard
주요 발표 시점	2026.10.22	2026.10.29
사업 진행 단계	합작 조선소 설립 추진	함정 건조계약 확보
주요 내용	미국 현지 조선소 신설	미 해군 중형상륙함(LSM) 1척 건조
투자 · 계약 규모	미확정	2.69억 달러(1척)
추가 물량	미확정	3척 옵션
주요 일정	2027년 착공, 2029년 가동 목표	2027년 4분기 건조 개시, 2030년 인도 예정

자료: 유안타증권 리서치센터, 언론 종합

다만, 미국 현지 조선소에서의 건조는 높은 인건비와 숙련인력 부족 등으로 **수익성 확보가 주요 과제**가 될 것이다. 국내 조선사가 보유한 생산 효율화 역량을 현지에 도입해도 초기 설비투자와 인력 양성에 따른 비용 부담은 불가피할 것으로, 현지 생산체계 구축과 안정적인 수익성 확보를 통한 중장기 수주 경쟁력 확보에 주목할 필요가 있다.

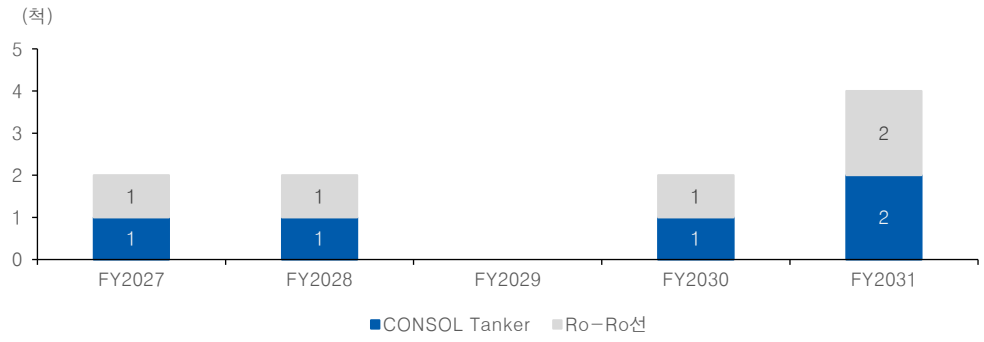
3. 우리가, 한국에서, 지원함을 (가능성 높음)

국내에서의 건조는 수익성 측면에서 가장 유리한 선택지이다. 미국 현지 건조와 달리 기존 생산 설비와 숙련인력을 활용할 수 있어 안정적인 생산과 원가 절감이 가능하기 때문이다. 그러나 미국은 자국 군함의 해외 건조를 원칙적으로 제한하고 있어, 국내 조선소를 활용한 수주에는 제도적 제약이 존재해 왔다.

이러한 가운데 지난 7월 미 해군은 국내 조선 3사를 대상으로 중형 급유함 건조능력에 대한 정보요청(RFI)을 진행한 것으로 알려졌다. 이어 8월 13일 대통령 각서는 핀란드 쇄빙선 협력 모델을 적용하는 방안을 제시했다. 초도 최대 2척을 해외에서 건조하고, 후속함은 미국 현지에서 진행하는 방식으로 미국의 부족한 생산능력을 동맹국 조선소를 통해 보완하려는 취지다.

7월 RFI 가 국내 조선사의 건조 가능성을 확인하려는 움직임이었다면, 대통령 각서를 통해 해외 건조를 조달할 수 있는 경로를 제시한 점에서 의미가 있다. 향후 개별 사업에 대한 예외 승인과 의회 통지 절차의 구체화 여부가 국내 건조 수주 가능성을 결정할 것으로 전망한다.

미 해군 CONSOL Tanker, Ro-Ro 조달계획



자료: 유안타증권 리서치센터, U.S. Navy Shipbuilding Plan (May 2026), Appendix 5.

4. 우리가, 한국에서, 군함을 (가능성 상대적 낮음)

국내 조선소에서 군함을 건조한다면 가장 좋겠지만, 여전히 입법적 장벽을 넘어야 한다. 미국은 연방법에 따라 군함의 해외 건조를 원칙적으로 금지하고 있으며, 국가안보상 필요성이 인정되는 경우에만 예외를 허용하고 있다. 지난 8월 대통령 각서는 이러한 예외 규정을 활용해 해외 건조의 가능성을 열었으나, 실제 사업 추진을 위해서는 개별 계약에 대한 예외 승인과 의회 통지 후 30일의 대기기간을 거쳐야 한다.

특히 FY2027 국방수권법(NDAA) 하원안 제1025조는 해외 조선소에서 건조하는 전투전력함(Battle Force Ship)의 조달계약에 해당 법안으로 승인된 예산을 사용하지 못하도록 규정하고 있다. 이는 대통령의 국가안보상 예외 승인과 별개로 작용하는 예산상의 제약이다. 실제 백악관은 지난 7월 하원안에 대한 공식 입장문을 통해 해당 조항에 강하게 반대하며, 해외 조선소에서 수상전투함 2척과 비전투 지원함 2척을 건조할 수 있도록 하는 입법안을 제안했다. 행정부가 해외 건조를 추진하는 반면 의회에서는 예산 사용을 제한하는 등 정책 방향에 차이가 나타나고 있는 것이다.

결국 국내 전투함 건조의 핵심 변수는 FY2027 국방수권법의 최종 입법 결과다. 상·하원 조정 과정에서 해외 건조 예산 제한 조항이 유지될 경우 대통령의 예외 승인에도 불구하고 해당 예산을 활용한 수주에는 제약이 발생할 수 있다. 반면 제한 조항이 완화되거나 삭제된다면 개별 사업의 예외 승인과 경쟁조달 절차를 통해 국내 건조 가능성이 구체화될 것이다.

MASGA 적정가치 조정

여러 갈래의 사업 방향성으로 인해, 국내 건조에서 오는 매우 높은 수익성 예상치에 기반한 기존 한미 해양방산 협력 사업의 적정가치를 조정한다. MASGA를 통해 진입 가능한 시장 전체 규모 (TAM)은 FY26F 연간전망과 같으나, 1) 국내-현지, 지원함-전투함 생산으로 다양화된 시나리오에 따라 발생 가능한 매출의 규모, 이익률, Target P/E multiple을 조정한다. 이로 인해 FY26F 연간전망 보고서에서 제시한 적정가치 48조 원 대비 62% 감소한 18조 원을 MASGA 적정가치로 제시한다.

업종내 MASGA 사업가치 재산정

(단위: 백만 불)	항목	비고
5년간 미국내 함정 건조 초기예산	95,291	A
5년간 미국내 함정 건조 실제지출	152,465	B=A*1.6
핀란드 모델 적용을 통한 국내건조 매출	7,623	C=B*0.05
국내건조 지원함 영업이익률	30%	D
5년간 국내건조 영업이익	**2,287**	**E=C*D**
미국내 생산되는 함정 건조 매출	144,842	F=B-C
국내 조선업체 미국내 진출시 점유율	10%	G
미국 현지건조 함정 영업이익률	15%	H
5년간 현지건조 영업이익	**2,173**	**I=F*G*H**
연간 MASGA 영업이익	**892**	**J=(E+I)/5**
원화 환산 연간 세후영업이익 (십억 원)	903	K=J*1.35*0.75
Target P/E multiple	20	L
MASGA 적정가치 (십억 원)	**18,061**	**M=K*L**

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 환율 1,350 원 가정, 미국내 함정 건조 초기예산 대비 실제 지출로 인한 초과액은 60%로 가정

DC 관련: 시기가 좋다. 그런데 시기가 좋지 않았다.

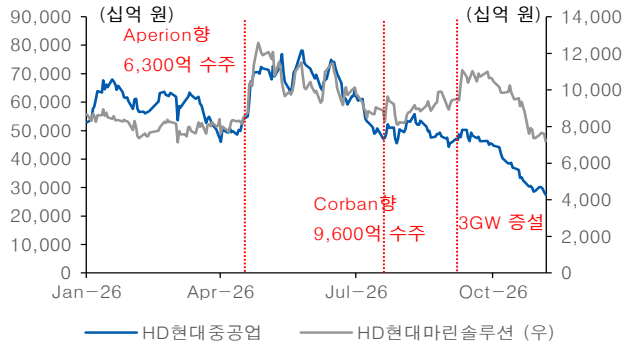
시기가 좋다: 새로운 전방 산업 수요가 확장되는 개화기

별도의 연구개발 없이 선박용 중속엔진이 AIDC향 BTM 발전원으로 활용되기 시작했다. 이러한 신사업 기회에 대해서는 기존의 사업과 차별화된 밸류에이션을 부여할 수 있는데, 이는 1) 기존의 조선해양 관련 기술력을 활용하지만 2) 발주 수요가 완전히 다른 전방산업에서 발생하기에 3) Cyclical 산업이 아닌 신규 성장산업 밸류에이션을 적용할 수 있다.

시기가 좋지 않았다: 업종과 지수 조정 앞에 장사 없다

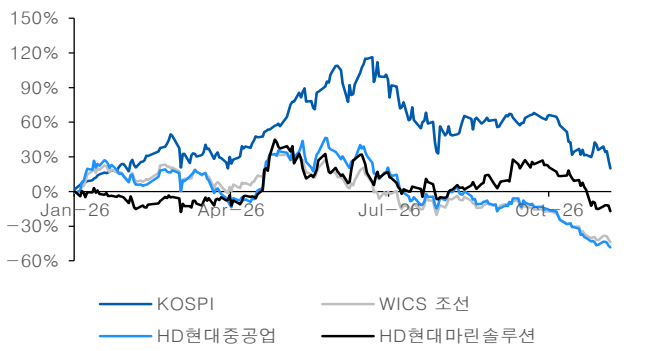
연중 새롭게 발생한 AIDC 관련 사업 (엔진, FDC 등)에 대한 별도의 적정가치를 부여할 기회는 업종 및 지수의 전반적 조정에 휩쓸려 확보되지 못했다. 특히, **MASGA 기대가치와 비교했을 때, 수주 규모와 매출액에 따른 향후 이익기여도의 비교적 높은 가시성으로 인해** (=적정가치 산정이 상대적으로 수월하기 때문에)상선부문 감익 리스크를 상쇄하기에는 부족했다.

연중 AIDC 관련 이벤트 발생시 단기 시총에는 영향을 주었으나…



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

업종 및 지수의 전체적 조정 앞에서 크게 힘을 쓰지 못함



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

업종 내 주요 종목 선별: 이익의 기여도 관점의 차별화

종목별 AIDC향 사업의 범위가 상이하고, 해당 사업에서 발생하는 이익이 기존의 전사 이익 대비 기여도 또한 상이하여 종목 자료에서 SOTP 방법론으로 설명한다. 그럼에도, 신사업이 추가될 때 발생하는 영업 레버리지 효과가 큰 종목이 가장 높은 추가 상승여력을 확보한다는 점을 근거로, **HD현대마린솔루션을 AIDC 관점 Top pick**으로 유지한다.

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)



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

다재다능 드래프트 1순위, 높은 몸값이 증명

상선, 방산, 해양, 엔진 모든 사업 영위하는 전천후 기업

경쟁사 대비 1) 가장 넓은 사업 영역을 보유, 2) 시가총액 또한 높음. 이러한 특성은 동사의 사업 포트폴리오 균형 관점에서 장점이나, 반대로 투자 매력의 집중을 일정 부분 희석. 경쟁사 대비 주가 **상승 트리거가 가장 폭넓게 존재하나, 상승 탄력은 그만큼 제한**.

상선: FY27F 매출인식은 FY23-25 수주 물량, 가스선 매출비중 하락

FY27F 상선부문 매출은 FY23-25 수주 물량이 인식되며 (일부 FY26F 수주), FY25 수주한 물량이 연간 40% 수준의 가장 높은 매출기여도를 보일 것. 2H27F부터 올해 수주한 일부 선박의 매출인식 또한 발생하며, 연중 가스선 매출 비중이 하락하고 컨테이너선 매출 비중이 상승.

방산: 좋게 보자면 불안하고, 나쁘게 보자면 아쉬운

MASGA를 국내 야드에서 진행한다는 대전제로 경쟁사와 같은 적정가치를 부여해 왔으나, 미국 현지 건조와 같은 여러 가능성을 고려하면 다음과 같은 불확실성 존재: 1) 중간지주사와의 미국내 JV 설립 관련 투자 지분 미정, 2) 신규 조선소 건립시 미국내 수주와 매출까지 걸리는 시간.

투자의견 BUY 유지, 다 깎아서 봐도 충분한 상승여력

상선부문 26.5조, 방산 8조, 선박엔진 9조, 발전엔진 (FY30F 기준) 13.5조 수준의 SOTP 밸류에이션 기반하여 목표주가 643,000원 제시. 발전엔진 증설로 인한 미래가치를 반영하나, 상선부문 Target P/O multiple 하향 (0.7x, 업종 공통)과 MASGA 적정가치 하향으로 목표주가 자체는 하락. 보수적 멀티플 제시함에도 주가 상승 여력은 충분히 확보된 상황. 업종 전체적 긍정요인 외의 동사 주가 상승 트리거는 1) 미국 현지 조선소 투자주체 발탁, 2) DC향 발전엔진 추가 수주, 3) MASGA 국내 건조 물량 수주.

BUY (M)

목표주가	643,000원 (D)
직전 목표주가	842,000원
현재주가 (11/11)	262,500원
상승여력	145%

시가총액	275,523억원
총발행주식수	104,961,225주
60일 평균 거래대금	1,092억원
60일 평균 거래량	285,180주
52주 고/저	745,000원 / 257,500원
외인지분율	14.03%
배당수익률	0.00%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(31.6)	(47.8)	(50.8)
상대	(15.7)	(38.4)	(62.4)
절대 (달러환산)	(31.4)	(44.6)	(46.1)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,754	30.2	-9.1	6,018	-4.4
영업이익	899	61.4	-13.5	979	-8.2
세전계속사업이익	268	-53.0	-87.9	1,001	-73.2
지배순이익	-117	적전	적전	753	-115.5
영업이익률 (%)	15.6	+3.0 %pt	-0.8 %pt	16.3	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	-2.0	적전	적전	12.5	-14.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	14,486	17,581	24,070	25,547
영업이익	705	2,038	3,756	4,238
지배순이익	622	1,415	3,018	3,485
PER	23.2	24.8	9.1	7.9
PBR	2.5	4.4	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.3	13.8	5.8	4.9
ROE	11.4	18.8	27.8	25.4

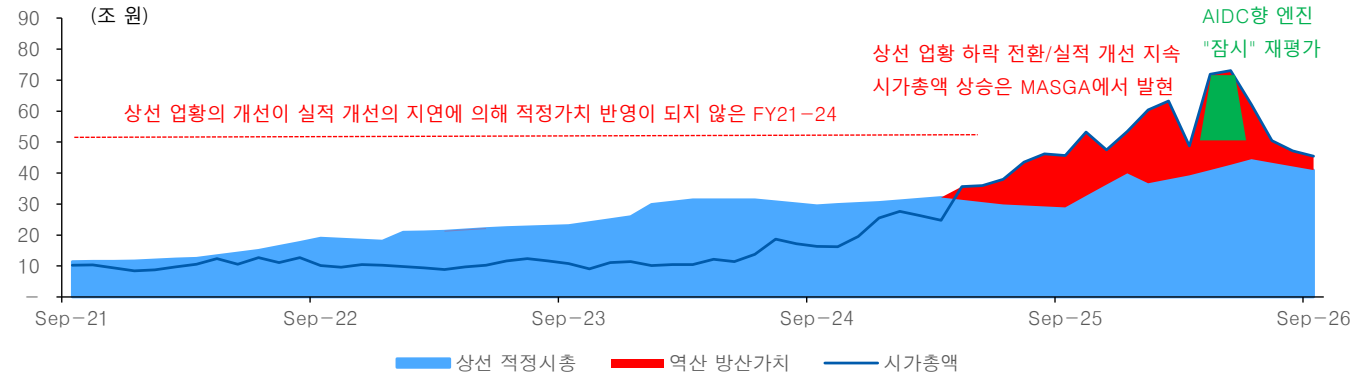
자료: 유안타증권

HD 현대중공업: 밸류에이션 및 목표주가

		FY27F
상선	수주잔고 (십억 원)	37,800
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	**26,460**
방산 (기존)	연간 NOPAT (십억 원)	112.5
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	**1,688**
방산 (미국)	국내건조 세후영업이익 (십억 원)	232
	해외건조 세후영업이익 (십억 원)	88
	Target P/E multiple (x)	20
	적정가치 (십억 원)	**6,391**
엔진 (기존)	연간 NOPAT (십억 원)	600
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	**9,000**
엔진 (DC) (FY30F)	연간 NOPAT (십억 원)	900
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	**13,500**
전체	적정가치 (십억 원)	57,038
	주식수 (백만 주)	89
	목표주가	643,000

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대중공업: 기간별 POR (21-22 년 0.7x, 23 년 0.8x, 24-25 년 0.9x, 26 년 0.8x) 적용한 상선부문 가치와 시가총액 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

HD 현대중공업: 대형 상선 인도 스케줄

	환율	신조선가	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	129	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	136	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	147	3	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	153	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	155	3	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	160	6	5	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	1	0	2	2	2	2	3	4	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	1	2	5	2	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q23	1,276	164	0	0	0	0	6	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	169	0	0	0	0	1	2	1	1	2	1	2	1	0	0	0	0
3Q23	1,313	174	0	0	0	1	1	4	0	2	2	1	1	1	0	0	0	0
4Q23	1,321	177	0	0	0	0	0	1	0	2	3	2	2	4	2	2	1	2
1Q24	1,330	182	0	0	0	0	0	0	3	4	4	1	3	1	2	1	0	0
2Q24	1,371	186	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	1	0	1	1	0	0
3Q24	1,356	189	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	1	1	2	0	0
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0
1Q25	1,454	188	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1	3	2	4	4
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3	1	3	2	1
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1	0	0
4Q25	1,450	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	2	2	4	2
1Q26	1,469	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	2
2Q26	1,504	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
3Q26	1,420	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q26	1,350	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
평균 신조선가 지수			161	165	168	171	173	176	179	180	**182**	**184**	**184**	**184**	184	184	184	184
환율 보정 이후 신조선가 지수			208	216	222	227	230	236	241	245	**250**	**254**	**257**	**260**	263	266	268	268
수주평균환율			1,286	1,307	1,322	1,326	1,328	1,339	1,349	1,357	**1,367**	**1,385**	**1,397**	**1,411**	1,426	1,444	1,455	1,455

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

HD 현대중공업: 분기별 대형상선 매출 내 선종별 기여도

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
유조선	7%	8%	9%	7%	7%	7%	6%	5%
가스선	32%	27%	24%	23%	22%	17%	14%	14%
컨테이너	11%	15%	**20%**	**27%**	**36%**	**41%**	**42%**	**44%**
LNG	50%	49%	46%	42%	36%	35%	38%	37%

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

HD 현대중공업: 분기별 대형상선 매출 내 수주 연도별 기여도

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
2022	23%	15%	10%	5%	0%	0%	0%	0%
2023	51%	51%	45%	43%	37%	30%	27%	22%
2024	20%	22%	24%	24%	23%	19%	15%	12%
2025	6%	12%	**20%**	**27%**	**37%**	**44%**	**42%**	**41%**
2026	0%	0%	0%	0%	3%	7%	16%	25%

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

3Q26 실적 컨퍼런스 콜 도중 언급한 대형선 수주연도별 매출인식 비중은 FY22-25 각 4%, 45%, 31%, 20%이다. Clarksons 데이터 기반 당사 추정치는 10%, 45%, 24%, 20%이므로, FY22 수주물량의 일부 조기인도 이후 FY24 수주물량 매출인식이 진행되고 있다고 판단한다.

HD 현대중공업 (329180) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**14,486**	**17,581**	**24,070**	**25,547**	**26,638**
매출원가	12,993	14,616	19,147	20,029	21,156
매출총이익	1,494	2,964	4,923	5,517	5,482
판관비	789	927	1,167	1,279	1,407
영업이익	**705**	**2,038**	**3,756**	**4,238**	**4,074**
EBITDA	1,011	2,371	4,094	4,580	4,420
영업외손익	93	-237	321	471	612
외환관련손익	413	-201	322	317	312
이자손익	-96	8	88	143	189
관계기업관련손익	0	-4	4	4	4
기타	-224	-40	-93	7	107
법인세비용차감전순손익	798	1,801	4,078	4,709	4,687
법인세비용	177	385	1,060	1,224	1,219
계속사업순손익	622	1,415	3,018	3,485	3,468
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	622	1,415	3,018	3,485	3,468
지배지분순이익	**622**	**1,415**	**3,018**	**3,485**	**3,468**
포괄순이익	498	1,582	3,184	3,651	3,635
지배지분포괄이익	498	1,582	3,184	3,651	3,635

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**2,884**	**3,510**	**4,155**	**5,115**	**5,144**
당기순이익	622	1,415	3,018	3,485	3,468
감가상각비	293	315	321	327	332
외환손익	0	0	-322	-317	-312
종속,관계기업관련손익	0	4	-4	-4	-4
자산부채의 증감	2,114	1,158	906	1,390	1,427
기타현금흐름	-144	618	236	234	233
투자활동 현금흐름	**-499**	**-2,040**	**-753**	**-404**	**-364**
투자자산	0	-264	-439	-100	-74
유형자산 증가 (CAPEX)	-463	-512	-400	-400	-400
유형자산 감소	12	15	0	0	0
기타현금흐름	-47	-1,279	86	96	110
재무활동 현금흐름	**-2,049**	**-860**	**-1,326**	**-2,344**	**-2,733**
단기차입금	336	-438	-70	-63	-57
사채 및 장기차입금	-868	-644	-200	-200	-200
자본	-1	2,088	0	0	0
현금배당	0	-334	-175	-910	-1,015
기타현금흐름	-1,516	-1,532	-881	-1,171	-1,461
연결범위변동 등 기타	-6	2	-669	-1,177	-1,125
현금의 증감	**330**	**612**	**1,407**	**1,190**	**922**
기초 현금	928	1,258	1,870	3,277	4,467
기말 현금	1,258	1,870	3,277	4,467	5,389
NOPLAT	**705**	**2,038**	**3,756**	**4,238**	**4,074**
FCF	**2,420**	**2,998**	**3,755**	**4,715**	**4,744**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**10,403**	**14,980**	**17,715**	**19,037**	**19,881**
현금및현금성자산	1,258	1,870	3,277	4,467	5,389
매출채권 및 기타채권	1,659	1,713	2,335	2,478	2,584
재고자산	1,511	2,017	2,761	2,931	3,056
비유동자산	8,988	11,183	11,684	11,842	11,971
유형자산	6,610	8,781	8,859	8,932	9,000
관계기업등 지분관련자산	1	305	418	444	463
기타투자자산	1,069	909	1,235	1,309	1,364
자산총계	**19,391**	**26,163**	**29,399**	**30,879**	**31,851**
유동부채	11,796	15,333	15,505	14,232	12,576
매입채무 및 기타채무	2,311	3,295	4,511	4,788	4,992
단기차입금	28	4	4	4	4
유동성장기부채	372	153	53	-47	-147
비유동부채	1,890	1,489	1,543	1,555	1,565
장기차입금	100	0	0	0	0
사채	652	488	488	488	488
부채총계	**13,686**	**16,821**	**17,049**	**15,788**	**14,141**
지배지분	5,704	9,342	12,350	15,091	17,711
자본금	444	525	525	525	525
자본잉여금	3,123	5,130	5,130	5,130	5,130
이익잉여금	1,288	2,394	5,236	7,811	10,263
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**5,704**	**9,342**	**12,350**	**15,091**	**17,711**
순차입금	**1,067**	**-1,883**	**-3,637**	**-5,157**	**-6,389**
총차입금	3,280	2,198	2,028	1,865	1,708

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	7,001	15,709	28,748	33,199	33,041
BPS	64,259	88,999	117,663	143,778	168,735
EBITDAPS	11,389	26,313	39,005	43,630	42,107
SPS	163,185	195,115	229,322	243,388	253,783
DPS	2,090	1,671	8,671	9,671	9,671
PER	**23.2**	**24.8**	**9.1**	**7.9**	**7.9**
PBR	**2.5**	**4.4**	**2.2**	**1.8**	**1.6**
EV/EBITDA	**15.3**	**13.8**	**5.8**	**4.9**	**4.8**
PSR	**1.0**	**2.0**	**1.1**	**1.1**	**1.0**

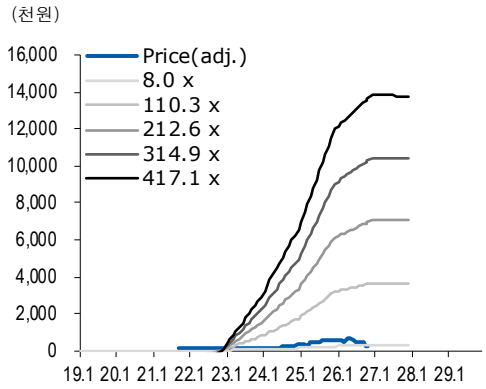
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**21.1**	**21.4**	**36.9**	**6.1**	**4.3**
영업이익 증가율 (%)	**294.8**	**188.9**	**84.4**	**12.8**	**-3.9**
지배순이익 증가율 (%)	**2,417.7**	**127.7**	**113.2**	**15.5**	**-0.5**
매출총이익률 (%)	10.3	16.9	20.5	21.6	20.6
영업이익률 (%)	**4.9**	**11.6**	**15.6**	**16.6**	**15.3**
지배순이익률 (%)	4.3	8.1	12.5	13.6	13.0
EBITDA 마진 (%)	7.0	13.5	17.0	17.9	16.6
ROIC	10.3	32.0	47.9	46.1	37.5
ROA	3.4	6.2	10.9	11.6	11.1
ROE	**11.4**	**18.8**	**27.8**	**25.4**	**21.1**
부채비율 (%)	239.9	180.1	138.0	104.6	79.8
순차입금/자기자본 (%)	18.7	-20.2	-29.4	-34.2	-36.1
영업이익/금융비용 (배)	4.7	21.1	50.4	61.8	64.7

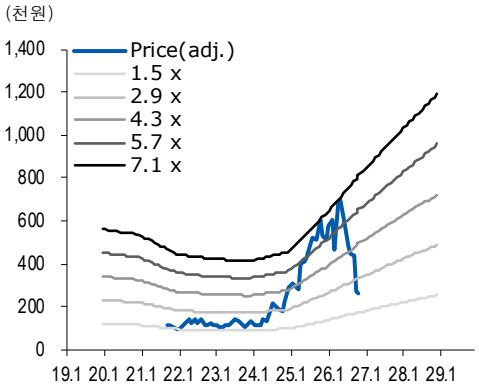
자료: 유안타증권

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 기준일로 함

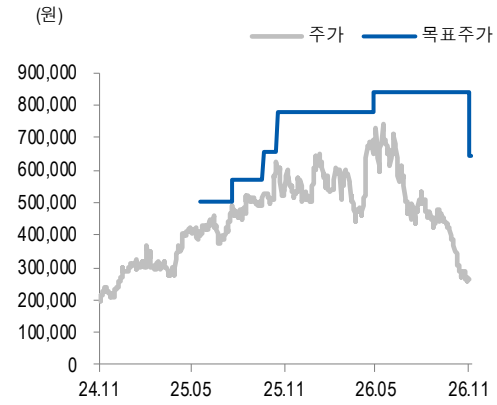
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대중공업 (329180) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-12	BUY	643,000	1년		
2026-05-08	BUY	842,000	1년	-41.38	-11.52
2025-10-28	BUY	781,000	1년	-28.14	-11.27
2025-10-01	BUY	658,000	1년	-17.80	-5.17
2025-08-01	BUY	573,000	1년	-14.36	-9.08
2025-05-28	BUY	502,000	1년	-16.02	-2.29

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-12

※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)



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

(FY25) 높은 산, (FY26) 깊은 골, 적막한 산하

바다 위 전선을 우리는 간다

FY25 경쟁사 대비 최대 상승도, FY26F 연중 최대 하락도 MASGA에서 발생. 업종 내 가장 높은 주가 변동성으로 높은 산과 깊은 골을 형성한 이후, 현재 모든 상승분을 반납하며 상선부문 적정가치 이하의 시가총액 형성.

상선: 고선가 컨테이너 In, 저선가 LNGC Out, 환율은 선방

FY27F 연중 동사의 LNGC 매출기여도는 4Q26F 55% 대비 4Q27F 38%까지 하락하나, 이는 대부분 FY22-23 수주한 저선가 LNGC의 인도 (FY24이후 수주분 매출비중은 37%에서 38%로 소폭 상승). 이를 FY24-25 수주한 컨테이너선이 대체하며 믹스는 양호. 기존의 낮은 환헷지로 인한 상대적 감익은 작년 말부터 변경된 환헷지 전략 (3분기말 기준 순노출 대비 50% 헷지, 환율 1,400원 후반)으로 상쇄될 것.

적막을 깨는 것은 상선보다 방산이 될 것

보수적 전망을 가진 상선부문의 업종 전체적 리레이팅보다 MASGA 진전에 대해 주가 상승 기회가 클 것이라 예상. 지분율과 별개로 필리조선소, 오스탈과 같은 그룹사 차원의 미국내 현지 조선소 선제적 인수는 동사의 협력 참여 가시성을 경쟁사 대비 높일 수 있는 요인.

투자의견 BUY 유지, 낙폭이 만든 비대칭적 기회, FY27F Top pick

연중 낙폭 확대로 인해 상선부문 적정가치 미만으로 시가총액이 하락. 업종이 공유하는 상선부문 업황 개선과 별개로 주가 상승이 가능한 이벤트는 여전히 한미 해양방산 협력의 진전이 가장 영향이 클 것이라 판단하여 동사를 FY27F 대형 조선업체 중 Top pick으로 선정. MASGA 국내 건종 물량 수주는 HD현대중공업과 동일한 주가 상승 트리거이나, 1) 필리조선소와 오스탈의 함정 수주 확대, 2) 미국내 조선소 건조물량의 일부 국내생산 허용과 같은 이벤트는 동사의 주가에 더욱 긍정적일 것.

BUY (M)

목표주가	104,000원 (D)
직전 목표주가	179,000원
현재주가 (11/11)	48,350원
상승여력	115%

시가총액	148,151억원
총발행주식수	306,413,394주
60일 평균 거래대금	613억원
60일 평균 거래량	865,954주
52주 고/저	149,900원 / 45,550원
외인지분율	10.13%
배당수익률	0.00%
주요주주	한화에어로스페이스

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(32.8)	(45.7)	(61.8)
상대	(17.2)	(35.9)	(70.8)
절대 (달러환산)	(32.6)	(42.3)	(58.1)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,246	7.4	-40.4	3,472	-6.5
영업이익	486	67.6	-34.0	541	-10.3
세전계속사업이익	442	62.3	-45.2	460	-3.9
지배순이익	439	62.9	-45.5	418	5.1
영업이익률 (%)	15.0	+5.4 %pt	+1.5 %pt	15.6	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	13.5	+4.6 %pt	-1.3 %pt	12.0	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	10,776	12,784	15,309	14,509
영업이익	238	1,168	2,156	2,372
지배순이익	528	1,246	2,756	2,316
PER	17.3	20.3	5.4	6.4
PBR	1.9	4.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	33.4	21.6	6.9	5.1
ROE	11.5	22.6	36.5	22.9

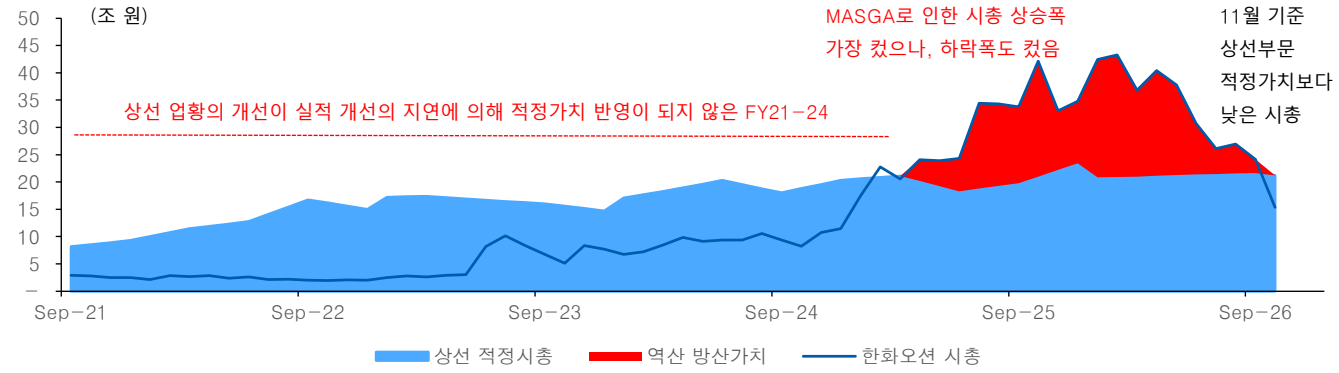
자료: 유안타증권

한화오션: 밸류에이션 및 목표주가

		FY27F
상선	수주잔고 (십억 원)	27,000
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	**18,900**
방산(기존)	연간 NOPAT (십억 원)	90
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	**1,350**
방산 (미국)	국내건조 세후영업이익 (십억 원)	232
	해외건조 세후영업이익 (십억 원)	352
	Target P/E multiple (x)	20
	적정가치 (십억 원)	**11,670**
전체	**적정가치 (십억 원)**	**31,920**
	주식수 (백만 주)	306
	목표주가	104,000

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션: 기간별 POR (21-22 년 0.7x, 23 년 0.8x, 24-25 년 0.9x, 26 년 0.8x) 적용한 상선부문 가치와 시가총액 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

한화오션: 상선 인도 스케줄

	환율	신조선가	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	129	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	136	2	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	147	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	153	4	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	155	0	0	5	4	4	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	160	3	0	1	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	3	1	2	1	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	0	0	1	1	2	2	4	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q23	1,276	164	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	169	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
3Q23	1,313	174	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
4Q23	1,321	177	0	0	0	0	2	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	1,330	182	0	0	0	0	2	1	0	2	1	1	4	0	0	0	1	0
2Q24	1,371	186	0	0	0	0	0	1	2	1	3	2	1	0	0	1	2	1
3Q24	1,356	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	2	1	1	2	1	2
1Q25	1,454	188	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3	2	2	0	0	0
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	1	2	3	2	1
4Q25	1,450	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	4	6
1Q26	1,469	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
2Q26	1,504	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
3Q26	1,420	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
4Q26	1,350	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
평균 신조선가 지수			158	162	165	169	173	177	180	183	185	186	186	186	185	185	185	185
환율 보정 이후 신조선가 지수			198	207	213	222	232	241	248	252	257	260	262	264	265	266	267	269
수주평균환율			1,248	1,274	1,291	1,313	1,336	1,356	1,373	1,381	1,392	1,403	1,410	1,422	1,431	1,435	1,440	1,452

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

한화오션: 분기별 상선 매출 내 선종별 기여도

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
유조선	17%	18%	20%	21%	22%	20%	18%	18%
가스선	9%	8%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
컨테이너	3%	7%	**13%**	**19%**	**26%**	**34%**	**41%**	**45%**
LNG	72%	67%	**61%**	**55%**	**48%**	**42%**	**39%**	**37%**

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

한화오션: 분기별 상선 매출 내 수주 연도별 기여도 (단위: 억원)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
2022	40%	30%	**19%**	**8%**	**0%**	0%	0%	0%
2023	14%	13%	**13%**	**13%**	**11%**	**4%**	**2%**	0%
2024	32%	35%	37%	39%	38%	35%	32%	23%
2025	14%	22%	**31%**	**38%**	**45%**	**53%**	**54%**	**53%**
2026	0%	0%	0%	2%	5%	7%	12%	24%

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

2Q26 실적 컨퍼런스 콜에서 FY22-23/24/25 매출비중이 각 22-25%/45-50%/22-25% 수준이었음을 감안하면, 당사 추정치 대비 FY22 수주한 LNGC 물량에 대한 조기 매출인식 발생(Clarksons 데이터상 22년 수주하여 연중 인도된 LNGC는 1-4분기 각 6/7/5/1척). 현재 매출인식은 FY24 발주된 카타르 2차 LNGC 물량 비중이 추정치 대비 클 것이라 판단.

한화오션 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**10,776**	**12,784**	**15,309**	**14,509**	**15,068**
매출원가	10,092	10,943	12,324	11,331	11,935
매출총이익	684	1,840	2,984	3,179	3,133
판관비	446	673	828	807	858
영업이익	**238**	**1,168**	**2,156**	**2,372**	**2,275**
EBITDA	418	1,401	2,381	2,590	2,489
영업외손익	-57	-325	141	353	508
외환관련손익	134	-72	131	137	143
이자손익	-108	-120	-21	186	334
관계기업관련손익	15	-77	77	77	77
기타	-98	-56	-46	-46	-46
법인세비용차감전순손익	181	842	2,297	2,725	2,783
법인세비용	-347	-404	-459	409	696
계속사업순손익	528	1,246	2,756	2,317	2,087
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	528	1,246	2,756	2,317	2,087
지배지분순이익	**528**	**1,246**	**2,756**	**2,316**	**2,087**
포괄순이익	568	1,266	2,777	2,337	2,108
지배지분포괄이익	568	1,266	2,777	2,337	2,108

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**-2,905**	**1,315**	**2,899**	**2,444**	**2,202**
당기순이익	528	1,246	2,756	2,317	2,087
감가상각비	173	208	206	205	204
외환손익	12	-54	-131	-137	-143
종속,관계기업관련손익	-15	77	-77	-77	-77
자산부채의 증감	-3,158	-121	-272	-270	-268
기타현금흐름	-445	-41	417	407	398
투자활동 현금흐름	**-1,110**	**-1,449**	**-241**	**-230**	**-249**
투자자산	-207	-726	-12	-10	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-374	-710	-180	-190	-200
유형자산 감소	1	3	0	0	0
기타현금흐름	-531	-17	-49	-30	-38
재무활동 현금흐름	**2,803**	**330**	**-1,090**	**-1,084**	**-1,078**
단기차입금	2,829	-418	-1,001	-1,001	-1,000
사채 및 장기차입금	384	476	-300	-300	-300
자본	-2,621	63	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2,212	209	212	217	222
연결범위변동 등 기타	1	-5	425	811	-277
현금의 증감	**-1,211**	**190**	**1,993**	**1,942**	**599**
기초 현금	1,799	588	778	2,771	4,713
기말 현금	588	778	2,771	4,713	5,312
NOPLAT	**694**	**1,727**	**2,588**	**2,372**	**2,275**
FCF	**-3,278**	**605**	**2,719**	**2,254**	**2,002**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**11,246**	**12,082**	**13,587**	**14,519**	**15,139**
현금및현금성자산	588	778	2,771	4,713	5,312
매출채권 및 기타채권	892	962	1,152	1,092	1,134
재고자산	2,780	3,040	3,071	3,102	3,133
비유동자산	6,598	8,059	8,026	8,008	8,004
유형자산	4,648	5,273	5,247	5,233	5,229
관계기업등 지분관련자산	324	1,000	1,010	1,021	1,031
기타투자자산	292	196	198	197	197
자산총계	**17,844**	**20,141**	**21,613**	**22,527**	**23,143**
유동부채	10,347	11,200	10,169	9,046	7,843
매입채무 및 기타채무	2,048	2,143	2,226	2,325	2,442
단기차입금	3,195	3,055	2,055	1,055	55
유동성장기부채	73	282	282	282	282
비유동부채	2,634	2,765	2,492	2,192	1,903
장기차입금	1,929	2,093	1,793	1,493	1,193
사채	100	253	253	253	253
부채총계	**12,980**	**13,966**	**12,661**	**11,238**	**9,746**
지배지분	4,859	6,170	8,947	11,284	13,392
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	119	182	182	182	182
이익잉여금	236	1,552	4,308	6,624	8,712
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	**4,863**	**6,175**	**8,952**	**11,289**	**13,397**
순차입금	**4,814**	**5,001**	**1,693**	**-1,545**	**-3,447**
총차입금	5,795	5,853	4,551	3,251	1,951

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,724	4,066	8,995	7,560	6,812
BPS	15,857	20,138	29,200	36,827	43,707
EBITDAPS	1,363	4,571	7,769	8,453	8,124
SPS	35,171	41,720	49,960	47,352	49,175
DPS	0	0	0	0	0
PER	**17.3**	**20.3**	**5.4**	**6.4**	**7.1**
PBR	**1.9**	**4.1**	**1.7**	**1.3**	**1.1**
EV/EBITDA	**33.4**	**21.6**	**6.9**	**5.1**	**4.6**
PSR	**0.8**	**2.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**

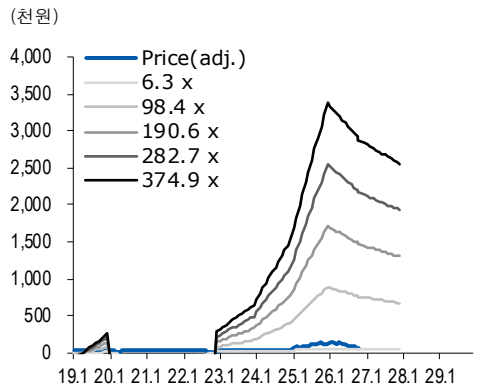
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**45.5**	**18.6**	**19.8**	**-5.2**	**3.9**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**390.8**	**84.7**	**10.0**	**-4.1**
지배순이익 증가율 (%)	**230.3**	**135.9**	**121.2**	**-16.0**	**-9.9**
매출총이익률 (%)	6.3	14.4	19.5	21.9	20.8
영업이익률 (%)	**2.2**	**9.1**	**14.1**	**16.3**	**15.1**
지배순이익률 (%)	4.9	9.7	18.0	16.0	13.9
EBITDA 마진 (%)	3.9	11.0	15.6	17.9	16.5
ROIC	10.7	19.6	29.4	24.9	22.0
ROA	3.3	6.6	13.2	10.5	9.1
ROE	**11.5**	**22.6**	**36.5**	**22.9**	**16.9**
부채비율 (%)	266.9	226.2	141.4	99.5	72.7
순차입금/자기자본 (%)	99.1	81.1	18.9	-13.7	-25.7
영업이익/금융비용 (배)	1.4	6.0	12.3	18.1	26.0

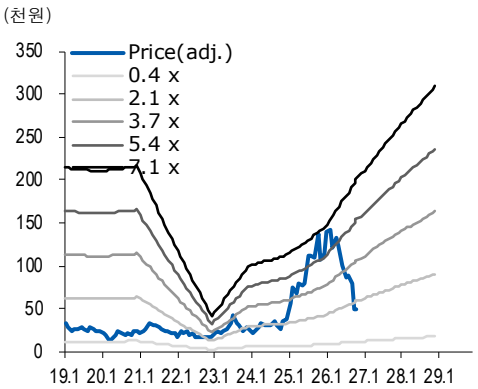
자료: 유안타증권

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 기준일로 함

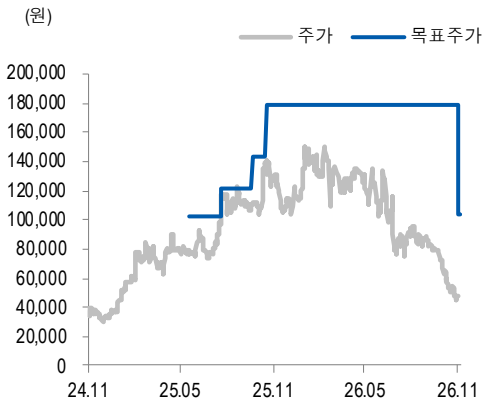
P/E band chart



P/B band chart



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-12	BUY	104,000	1년		
2026-10-28	1년 경과 이후		1년	-72.03	-69.33
2025-10-28	BUY	179,000	1년	-37.85	-16.26
2025-10-01	BUY	143,000	1년	-17.63	-2.31
2025-07-30	BUY	121,000	1년	-7.73	1.82
2025-05-28	BUY	102,000	1년	-19.59	-4.31
2025-05-15	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-11

※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.

삼성중공업 (010140)



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

수 년째 2차선 정속 주행, 올해 추월을 하려면

투명한 사업, 정직한 이익, 확실한 밸류에이션

동사는 1) 100% 환헷지 정책, 2) 특수선 사업부 부재, 3) 해양부문 FLNG 독보적 입지를 보유. 1), 2) 특징으로 **사업적 불확실성이 제한적이나, 그만큼 주가 상승 트리거 또한 제한적**이었음. 3) 의 경우 수주와 이익의 가시성이 MASGA 대비 매우 높아, 그만큼 적정가치 산정에 대한 이견이 없음 (= 급격한 밸류에이션 재평가 발생하기 어려움).

상선: FY27F LNGC 매출비중이 빠지지 않는 반가운 기현상

경쟁사들의 FY27F 연중 LNGC 매출비중 하락하나, 동사의 상선부문 매출 내에서 LNGC 매출기여도는 오히려 60% 이상으로 반등. 2H25 이후 수주한 74억 불의 LNGC 신규수주 영향이며, 연중 FY22 수주한 컨테이너선 시리즈 물량 전량 건조하며 이를 FY25-26 수주한 유조선으로 대체할 것.

해양: 차선변경 후 추월을 한다면 그건 해양 덕분일 것

FLNG의 독보적 입지 (글로벌 11기 중 7기 수주)는 단연 동사의 밸류에이션에 포함되는 프리미엄 요소이나, 이보다 중요한 것은 FDC 관련 수주. 상선과 해양 (FLNG) 사업의 이익 가시성이 뚜렷한 만큼, 주가 관점의 트리거는 미지의 영역인 FDC의 사업 전개에 달려 있음. 특히, 추진 중인 무스테리안 FDC (Nearshore)를 넘어선 Offshore FDC 수주 가능성이 부각될 경우 해양사업부 밸류에이션 방법론은 완전히 달라질 것.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 하향은 보수적 상선 업황에 기인

Target P/O multiple을 0.7x로 하향 (업종 공통). 특수선 기대감의 반영과 하락에서 자유로워 주가 상승 및 하락폭 또한 제한적. FY27F 매출인식 물량의 수주평균환율 1,400원 수준에 근접하며 환헷지 100%의 수혜도 가능. 그럼에도, 유기적 이익 개선보다 FDC 수주 관련 진전이 동사 주가의 가장 큰 동인이 될 것.

BUY (M)

목표주가	31,000원 (D)
직전 목표주가	34,000원
현재주가 (11/11)	16,490원
상승여력	88%

시가총액	145,112억원
총발행주식수	880,114,845주
60일 평균 거래대금	612억원
60일 평균 거래량	3,212,235주
52주 고/저	34,400원 / 15,320원
외인지분율	28.40%
배당수익률	0.00%
주요주주	삼성전자 외 9 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.6)	(24.4)	(37.5)
상대	7.8	(10.7)	(52.3)
절대 (달러환산)	(12.2)	(19.7)	(31.5)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,150	19.6	-2.5	3,183	-1.0
영업이익	338	42.1	4.1	350	-3.3
세전계속사업이익	262	85.4	-12.8	442	-40.8
지배순이익	263	85.4	17.4	336	-21.6
영업이익률 (%)	10.7	+1.7 %pt	+0.6 %pt	11.0	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	8.4	+3.0 %pt	+1.5 %pt	10.5	-2.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	9,903	10,650	12,875	14,176
영업이익	503	862	1,359	2,011
지배순이익	64	546	1,165	1,671
PER	132.0	26.3	12.5	8.7
PBR	2.2	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA	14.9	13.9	9.3	6.1
ROE	1.8	13.7	25.1	28.5

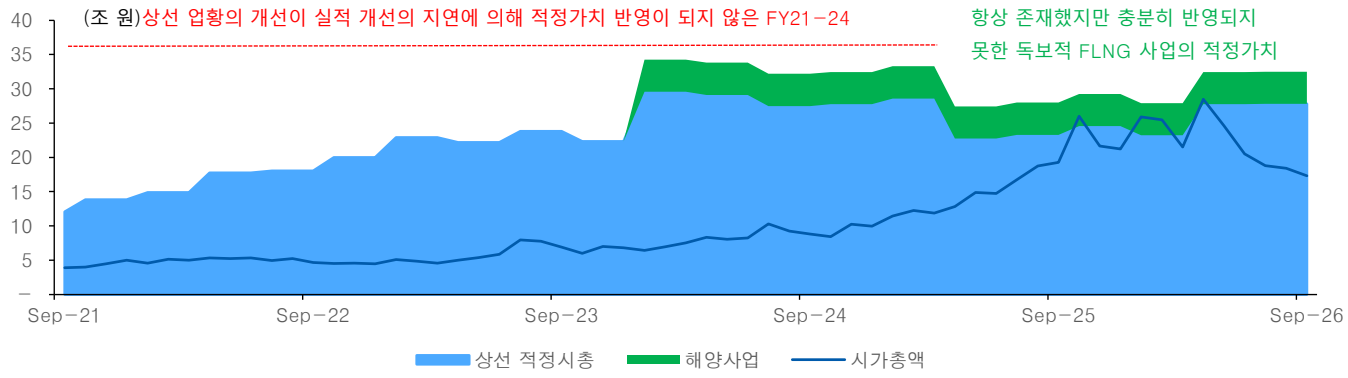
자료: 유안타증권

삼성중공업: 밸류에이션 및 목표주가

		FY27F
상선	수주잔고 (십억 원)	32,000
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	**22,400**
해양	Annual NOPAT (십억 원)	472
	Target P/E multiple (x)	10
	적정가치 (십억 원)	**4,721**
전체	**적정가치 (십억 원)**	**27,121**
	주식수 (백만 주)	880
	목표주가	31,000

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업: 기간별 POR (21-22 년 0.7x, 23 년 0.8x, 24-25 년 0.9x, 26 년 0.8x) 적용한 상선부문 가치와 시가총액 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, Fnguide Quantiwise

삼성중공업: 대형 상선 인도 스케줄

	환율	신조선가	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
1Q21	1,114	129	3	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	136	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	147	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	153	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	155	2	4	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	160	0	2	2	3	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	2	1	0	4	0	0	0	2	1	2	1	0	0	0	0
1Q23	1,276	164	0	0	0	0	0	0	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	169	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0
3Q23	1,313	174	0	0	0	2	1	2	2	2	0	1	3	3	0	0	0	0
4Q23	1,321	177	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
1Q24	1,330	182	0	0	0	0	0	0	1	3	2	4	1	2	2	1	1	1
2Q24	1,371	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	1	0
3Q24	1,356	189	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	1	3	3	5	0	0	0	0
1Q25	1,454	188	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2	1	2	3
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	1	1
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	2	1
4Q25	1,450	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	4
1Q26	1,469	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	4
2Q26	1,504	185	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	1
3Q26	1,420	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
4Q26	1,350	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
평균 신조선가 지수			156	160	163	169	173	176	179	181	182	183	184	184	185	185	185	185
환율 보정 이후 신조선가 지수			195	203	210	222	230	235	241	247	251	254	258	262	265	266	267	268
수주평균환율			1,249	1,267	1,281	1,307	1,325	1,334	1,350	1,367	1,378	1,389	1,404	1,420	1,432	1,438	1,444	1,447

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

삼성중공업: 분기별 상선 매출 내 선종별 기여도

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
유조선	4%	5%	5%	6%	7%	9%	11%	13%
가스선	6%	9%	10%	10%	9%	8%	8%	7%
컨테이너	22%	27%	27%	25%	22%	22%	21%	16%
LNG	**68%**	**59%**	**58%**	**59%**	**63%**	**61%**	**60%**	**64%**

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

삼성중공업: 분기별 상선 매출 내 수주 연도별 기여도

	1Q26	2Q26	**3Q26**	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
2022	30%	17%	**10%**	8%	8%	5%	3%	1%
2023	33%	36%	**32%**	23%	17%	14%	11%	7%
2024	34%	41%	**44%**	48%	46%	39%	28%	22%
2025	2%	6%	**11%**	15%	21%	28%	31%	32%
2026	0%	0%	**2%**	5%	8%	15%	27%	38%

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

3Q26 실적 컨퍼런스 콜 도중 언급한 상선 수주연도별 매출인식 비중은 FY22-23 45%, FY24 이후 물량 55%이다. Clarksons 데이터 기반 당사 추정치는 10%, 32%, 44%, 11, 2%이므로, 추정치와 실제 매출의 큰 차이가 없다.

삼성중공업 (010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**9,903**	**10,650**	**12,875**	**14,176**	**14,755**
매출원가	8,983	9,276	10,952	11,574	11,895
매출총이익	921	1,374	1,922	2,602	2,861
판관비	418	512	563	591	625
영업이익	**503**	**862**	**1,359**	**2,011**	**2,235**
EBITDA	792	1,146	1,640	2,289	2,511
영업외손익	-818	-212	187	207	227
외환관련손익	109	-125	100	100	100
이자손익	-192	-115	-74	-54	-34
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-735	29	161	161	161
법인세비용차감전순손익	-316	650	1,546	2,218	2,462
법인세비용	-369	115	402	577	640
계속사업순손익	54	536	1,144	1,641	1,822
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	54	536	1,144	1,641	1,822
지배지분순이익	**64**	**546**	**1,165**	**1,671**	**1,855**
포괄순이익	340	346	954	1,451	1,632
지배지분포괄이익	355	354	978	1,488	1,673

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**655**	**1,563**	**2,431**	**2,791**	**2,847**
당기순이익	54	536	1,144	1,641	1,822
감가상각비	286	279	277	274	272
외환손익	3	20	-100	-100	-100
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	118	577	1,049	915	793
기타현금흐름	194	151	61	61	60
투자활동 현금흐름	**311**	**-480**	**-501**	**-371**	**-268**
투자자산	-9	-15	41	54	64
유형자산 증가 (CAPEX)	-173	-216	-250	-250	-250
유형자산 감소	384	22	0	0	0
기타현금흐름	110	-271	-293	-175	-82
재무활동 현금흐름	**-599**	**-1,267**	**747**	**888**	**983**
단기차입금	1,686	-1,968	-139	-148	-157
사채 및 장기차입금	203	-674	-491	-341	-237
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-1	0	0	0
기타현금흐름	-2,488	1,377	1,377	1,377	1,377
연결범위변동 등 기타	6	1	-2,662	-2,682	-2,713
현금의 증감	**372**	**-183**	**15**	**626**	**849**
기초 현금	584	956	773	787	1,414
기말 현금	956	773	787	1,414	2,263
NOPLAT	**503**	**862**	**1,359**	**2,011**	**2,235**
FCF	**481**	**1,347**	**2,181**	**2,541**	**2,597**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**9,370**	**7,407**	**7,583**	**8,341**	**9,340**
현금및현금성자산	956	773	787	1,414	2,263
매출채권 및 기타채권	1,186	1,422	1,419	1,473	1,610
재고자산	452	490	534	571	600
비유동자산	7,825	7,542	7,469	7,388	7,298
유형자산	5,116	5,107	5,080	5,056	5,034
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1,680	1,532	1,490	1,437	1,372
자산총계	**17,195**	**14,949**	**15,052**	**15,729**	**16,638**
유동부채	12,029	9,422	8,736	8,118	7,584
매입채무 및 기타채무	946	1,023	1,236	1,361	1,417
단기차입금	2,156	1,454	1,289	1,105	902
유동성장기부채	926	277	-19	-187	-227
비유동부채	1,416	1,432	1,267	1,112	923
장기차입금	62	17	6	-2	-7
사채	75	299	284	265	242
부채총계	**13,445**	**10,854**	**10,003**	**9,230**	**8,506**
지배지분	3,795	4,149	5,124	6,604	8,269
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,136	-1,603	-438	1,233	3,088
비지배지분	-45	-54	-75	-105	-138
자본총계	**3,749**	**4,095**	**5,049**	**6,500**	**8,131**
순차입금	**3,407**	**1,688**	**759**	**-523**	**-1,840**
총차입금	6,524	3,881	3,251	2,762	2,368

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	73	620	1,324	1,899	2,108
BPS	4,443	4,857	5,998	7,732	9,681
EBITDAPS	900	1,302	1,864	2,601	2,853
SPS	11,252	12,101	14,629	16,107	16,765
DPS	0	0	0	0	0
PER	**132.0**	**26.3**	**12.5**	**8.7**	**7.8**
PBR	**2.2**	**3.4**	**2.7**	**2.1**	**1.7**
EV/EBITDA	**14.9**	**13.9**	**9.3**	**6.1**	**5.0**
PSR	**0.9**	**1.3**	**1.1**	**1.0**	**1.0**

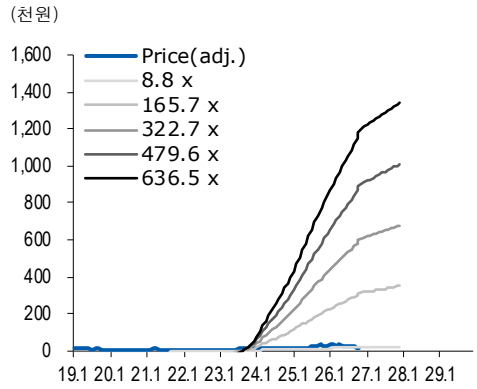
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**23.6**	**7.5**	**20.9**	**10.1**	**4.1**
영업이익 증가율 (%)	**115.4**	**71.5**	**57.7**	**47.9**	**11.2**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**754.1**	**113.5**	**43.5**	**11.0**
매출총이익률 (%)	9.3	12.9	14.9	18.4	19.4
영업이익률 (%)	**5.1**	**8.1**	**10.6**	**14.2**	**15.1**
지배순이익률 (%)	0.6	5.1	9.0	11.8	12.6
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.8	12.7	16.1	17.0
ROIC	-1.8	17.5	28.1	39.8	40.8
ROA	0.4	3.4	7.8	10.9	11.5
ROE	**1.8**	**13.7**	**25.1**	**28.5**	**24.9**
부채비율 (%)	358.6	265.0	198.1	142.0	104.6
순차입금/자기자본 (%)	89.8	40.7	14.8	-7.9	-22.3
영업이익/금융비용 (배)	2.4	6.1	14.1	24.8	32.3

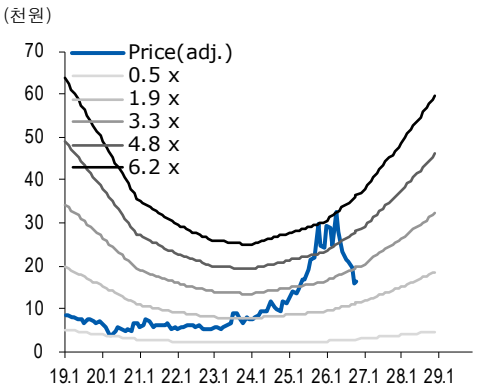
자료: 유안타증권

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 기준일로 함

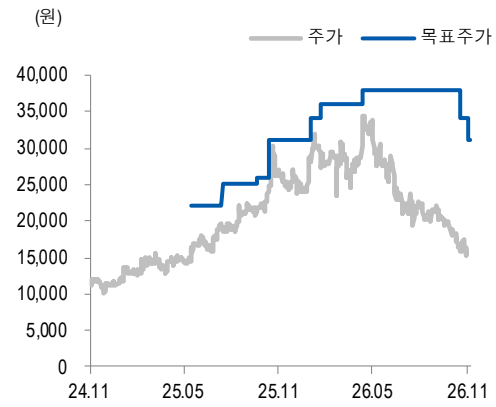
P/E band chart



P/B band chart



삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-12	BUY	31,000	1년		
2026-10-30	BUY	34,000	1년	-51.00	-48.65
2026-04-23	BUY	38,000	1년	-38.25	-9.47
2026-02-02	BUY	36,000	1년	-22.09	-11.67
2026-01-12	BUY	34,000	1년	-11.64	-6.32
2025-10-24	BUY	31,000	1년	-16.09	-2.26
2025-10-01	BUY	26,000	1년	-13.15	-7.31
2025-07-25	BUY	25,000	1년	-18.32	-10.60
2025-05-28	BUY	22,000	1년	-20.95	-11.05

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-11

※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.