

조선업

야만의 시대, 기회의 조선

- 트럼프 2.0 시대 개막으로 조선업은 구조적인 변화를 맞이할 것
- 가장 먼저 변화를 보일 곳은 컨테이너선, LNG선, 그리고 군함(특수선)
- 최선호주 HD현대중공업, 차선호주 한화오션 제시

조선업에 대한 투자 의견을 비중확대로 신규 제시

트럼프 2.0 시대가 개막하며 솔직한 야만의 시대가 도래함. 여러 이해관계가 얽히며 섯법이 복잡해지는 가운데 한국의 조선업은 무풍지대에 자리잡음

지난 4년간, 조선업은 코로나와 러-우 전쟁, 홍해 사태의 여파로 12,783척(2억 3,399만CGT)를 수주 받음. 슈퍼사이클이라 부르는 2006~2008년도 총 수주물량이 20,165척(2억 2,871만CGT)인 것을 감안하면 척수 기준으로는 63%, CGT 기준으로는 102% 수준. 글로벌 경기 침체 기조로 인해 신규수주 둔화는 불가피하지만, 미국의 대 중국 견제로 국내 조선업에 새로운 기회가 만들어질 것으로 판단. 그에 따라 조선업에 대한 투자 의견을 비중확대로 신규 제시함

투자포인트는 1) 미국의 대중견제로 인해 기대되는 상선 물량, 2) 미국의 에너지 수출량 증가로 늘어나는 고부가가치 선박 발주량, 3) 낮은 공급량으로 여전한 공급자 우위 시장으로 선가 하락 가능성은 낮음

Top-Pick: HD현대중공업, 안정적인 수주잔고에 군함은 알파

[조선] 선가 상승기에 수주 받은 대형 컨테이너선과 LNGC 등 고마진 선박의 매출 인식이 시작되면서 동사는 안정적인 이익 성장세를 보일 것. 외국인 인력 도입을 통해 생산 안정화가 된 이후 추가적인 지체보상금은 발생하지 않음

[엔진] 계열사간의 수직계열화를 통해 마진이 높은 중형엔진의 믹스를 높여 수익성 개선을 도모함

[특수선] 새로운 시장을 개척하는 구간에서 동사의 이지스함 건조 이력은 향후 미 해군의 수주에 영향이 있을 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	31,421	39,796	45,321	47,694	50,333
영업이익	63	1,534	3,069	3,454	4,087
세전순이익	-535	810	1,995	3,139	3,890
총당기순이익	-110	1,317	1,645	2,409	2,987
지배지분순이익	-107	1,319	1,636	2,398	2,970
EPS	-207	2,158	2,677	3,923	4,860
PER	NA	39.6	42.0	28.7	23.1
BPS	28,929	26,845	29,951	34,441	40,114
PBR	2.0	3.2	3.8	3.3	2.8
ROE	-0.7	8.4	9.4	12.2	13.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업 HD현대미포 합산, 대신증권 Research Center

이지니 jinilee@daishin.com

투자의견

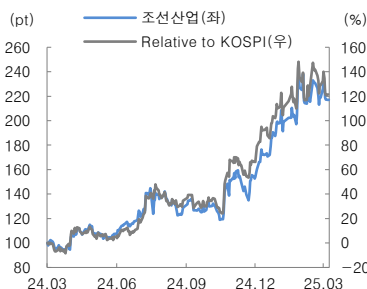
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
HD현대중공업	BUY	360,000
한화오션	BUY	90,000
삼성중공업	BUY	17,000
HD현대미포	BUY	130,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	24.5	53.6	104.5
상대수익률	-7.1	16.2	52.5	114.1



Contents

산업분석

I. Valuation	06
II. 트럼프 2.0은 한국 조선업의 새로운 기회	09
III. 낮은 공급으로 2025년에도 높은 선가 유지 전망	19
IV. 친환경 선박으로의 노후선 교체 이어질 전망	23
V. 선종별 수주 전망	27
Appendix. 해운 친환경 규제 개요	35

기업분석

HD현대중공업	40
한화오션	47
삼성중공업	54
HD현대미포	60

Summary

2023년 이후 국내 조선사 주가는 급등하며 시장의 주목을 받았다. 주가 상승의 핵심 동력은 신조선가 상승과 신규 수주의 폭발적 증가다. 글로벌 경기 둔화 우려 속에서도 조선업은 고부가가치 선박 수요 확대와 선가 상승으로 강력한 실적 모멘텀을 이어갔다. 이러한 상승세는 대규모 신규 수주로 인해 공급 압박 우려가 제기되던 시점에 극적으로 변곡점을 맞았다.

갑작스럽게 미국이 중국 조선소를 견제하는 움직임을 보이면서 시장 분위기는 다시 긍정적으로 반전되었다. 특히 미국 MRO 건조 협력 소식과 군함 수주 가능성까지 부각되면서 조선업의 전략적 가치가 재평가되었고, 이에 따라 국내 조선사들의 기업가치는 단기간에 급상승했다. 이러한 상승 속도와 폭은 밸류에이션 부담 구간이라는 경계심을 불러일으켰다.

그러나 이는 2024년부터 시작된 고수익 물량의 매출 인식이 본격화되며 조선업이 이익 구간에 진입한 상황을 간과한 시각이다. 과거 슈퍼사이클(2006~2008년)과 유사한 밸류를 적용하는 것이 적절하며, 당시 평균 PER 41.4배를 타겟으로 설정해도 무리가 없다. 조선업은 이제 본격적인 실적 성장기를 맞이하고 있으며, 상승 여력은 여전히 충분하다.

조선업은 트럼프 2.0 시대에 진입하며 구조적인 변화를 맞이할 것이다. 첫째로 트럼프 행정부의 대중견제로 인해 한국은 조선의 상선 부문에서 반사수혜를 입을 것으로 전망한다. 둘째로 에너지 수출량 확대를 통한 LNG선 수요 증가, 세번째로 미국의 전략적 파트너국으로서 MRO 시장을 개척으로 특수선 입지 강화고부가 LNG선 수요 증가로 이어졌다. 군함 건조 수요도 늘어나면서 미 해군의 전략적 파트너로서 한국 조선사의 입지가 강화되고 있다. 이에 따라 조선업체의 수익성은 장기적으로 성장할 전망이다.

산업분석

I. Valuation

다시금 도래하는 Golden Age

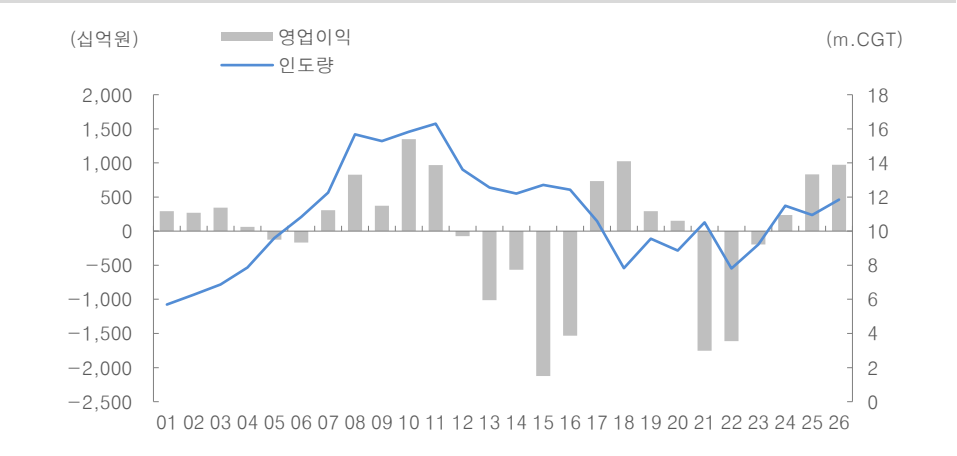
조선업은 수주 기반 산업으로 통상 자산 기반의 PBR 밸류에이션을 활용한다. 수주 이후 매출로 인식되기까지 2-3년의 시차가 생기기 때문에 자산으로 쌓여있는 잔고를 기준으로 주가의 향방을 가늠하기 때문이다. 그러나 안정적인 수주잔고를 기반으로 고수익 물량이 매출에 인식되며 실적이 턴어라운드 되는 구간에서는 밸류에이션을 PER로 설명할 수 있다.

2024년 국내 조선 4사(HD한국조선해양, 구 대우조선해양, 삼성중공업, HD현대미포)의 영업이익은 1조 5,343억원으로 전년 대비 2,352% 증가했으며, 인도량은 1,113만 CGT로 24.5% 증가했다. 실적 개선의 주요 원인은 1) 2021년부터 상승한 신조선가 반영으로 고수익 물량이 매출에 인식된 점, 2) 후판가 안정화로 인한 매출원가 하락, 3) 원화 약세에 따른 환차익 확대다. 이 중 매크로 요인인 2)와 3)를 제외하면, 신조선가 상승 구간에서 수주한 물량이 인도될 때 조선사의 이익이 크게 증가한다는 점이 중요하다. 이는 2006년 슈퍼사이클 초입 당시와 유사하다.

2006년 국내 조선 4사 영업이익은 1조 284억원으로 전년 대비 901% 증가했고, 인도량은 1,082만 CGT로 12.95% 늘었다. 이는 2004년 신조선가가 150pt(+25.9%)로 상승한 뒤 2006년 매출로 반영된 결과다. 신조선가 상승세는 5년간 이어지며 2002년 106pt에서 2007년 184.8pt로 74.2% 올랐다.

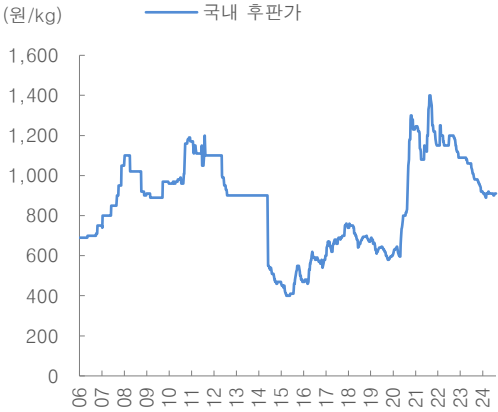
2025년 3월 기준으로 인도 예정 물량은 1,094만 CGT이며, 신조선가는 2020년 125.6pt에서 2024년 말 189.16pt까지 약 45% 상승했다. 국내 조선사들은 2024년부터 본격적인 이익 구간에 진입했고, 수주잔고도 3.5년 이상 보유하고 있다. 따라서 실적이 급증했던 2006~2008년 당시 국내 조선사 평균 PER 41.4배를 현재 업종 평균 타겟 PER로 적용한다.

그림 1. 선박 인도량 증가에 따라 조선사의 영업이익은 상승세



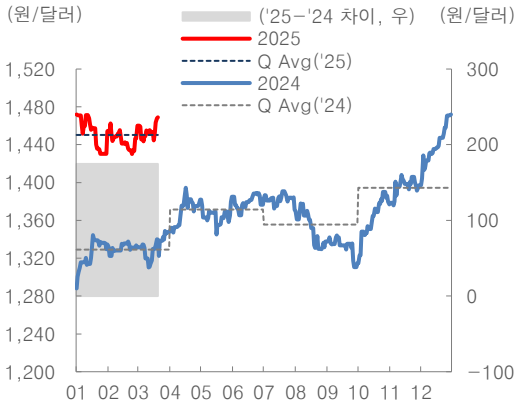
자료: Quantwise, 대산증권 Research Center
주: 25F는 당사 추정치

그림 2. 후판가 추이



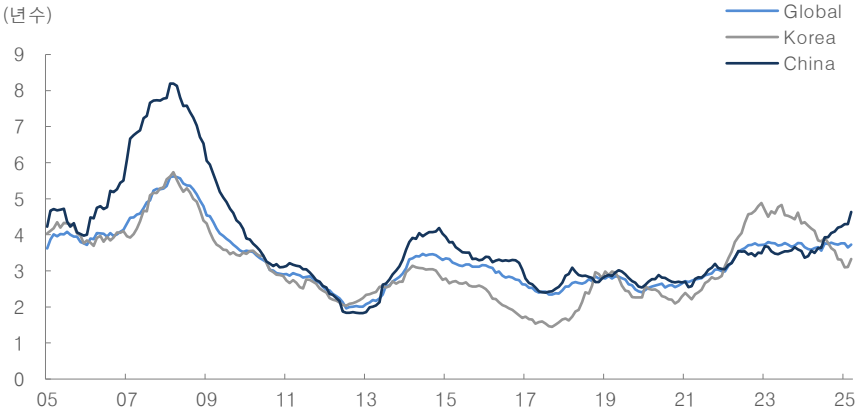
자료: 스틸데일리, 대신증권 Research Center

그림 3. 원달러 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 국가별 조선소에 쌓인 수주잔고 년 수



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

최근 조선주의 급등에 따른 단기 등락은 불가피하나 우호적인 업황에 따른 실적 개선과 미국의 대중경제, 미국 군함 MRO 수주라는 새로운 활로 개척으로 국내 조선업체들의 주가는 여전히 추가 상승 여력이 높다고 본다. 단 기업별 실적 차별화와 향후 신성장 동력원 확보 여부에 따라 업체별로 주가 차별화가 나타날 전망이다.

표1. 글로벌 조선업 Peer Table (단위: 십억달러, %, 배,)

		현대 중공업	현대미포	한화오션	삼성 중공업	중국선박 공업	양쯔강 조선	미쓰비시 중공	가와사키 중공
결산월	Period	12/25 Y	12/25 Y	12/25 Y	12/25 Y	12/24 Y	12/25 Y	03/25 Y	03/25 Y
Price	Local Curncy	288,000	103,100	68,800	14,000	32	2	2,768	9,466
Marketcap	USD	17,396	2,802	14,344	8,383	19,519	7,202	62,012	10,558
수익률 (%)	1W	-9.0	-5.0	-15.5	-9.3	0.2	3.0	-3.5	-2.6
	1M	-6.5	-8.2	-8.5	-7.0	1.9	-9.6	36.5	23.3
	3M	5.9	-22.9	91.1	23.2	-11.8	-16.2	24.3	33.5
	YTD	131.0	57.6	129.3	56.3	-8.9	29.8	103.6	89.7
Sales	24A	10,624	18,730	7,903	7,263	11,454	3,687	32,254	12,808
	25E	11,114	3,382	8,127	7,482	92,625	4,459	33,653	14,668
	26E	12,231	3,808	8,694	8,367	103,607	5,114	36,129	15,812
OP	24A	517	65	174	369	4,771	1,075	1,865	241
	25E	868	200	465	513	8,944	1,132	2,620	885
	26E	1,177	339	684	767	12,387	1,358	3,005	1,021
OPM	24A	4.9	0.3	2.2	5.1	41.7	29.2	5.8	1.9
	25E	7.8	5.9	5.7	6.9	9.7	25.4	7.8	6.0
	26E	9.6	8.9	7.9	9.2	12.0	26.6	8.3	6.5
Net Income	24A	456	77	387	47	3,764	921	1,538	176
	25E	627	159	332	355	7,608	1,039	1,763	552
	26E	884	262	513	560	1,443	1,194	2,083	639
EPS	24A	5.1	1.9	1.0	0.1	0.9	0.2	0.4	1.1
	25E	7.0	4.0	1.1	0.4	1.7	0.3	0.5	3.2
	26E	9.9	6.6	1.7	0.6	0.3	0.3	0.6	3.7
BPS	24A	43.5	34.7	10.7	3.0	11.5	0.9	4.4	25.0
	25E	50.4	39.0	11.3	3.4	13.1	1.1	4.9	28.2
	26E	58.7	44.8	13.0	4.1	15.0	1.3	5.3	31.4
PER(x)	24A	41.1	50.7	22.7	150.7	34.7	9.5	21.9	33.6
	25E	28.1	17.6	42.4	23.7	18.1	7.0	35.3	19.9
	26E	20.0	10.7	27.2	15.0	13.4	6.0	29.9	17.0
PBR(x)	24A	4.5	2.6	2.4	2.5	2.7	2.4	2.2	1.3
	25E	3.9	1.8	4.1	2.8	2.4	1.6	3.8	2.3
	26E	3.4	1.6	3.6	2.4	2.1	1.4	3.5	2.0
ROE(%)	24A	11.4	5.3	11.0	1.8	7.8	28.1	11.1	4.2
	25E	15.2	10.6	10.0	12.8	13.8	25.6	11.3	12.2
	26E	18.0	15.4	13.7	17.0	16.3	24.4	12.1	12.8

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: 중국 기업의 24년도 실적 미발표로 추정치 대체

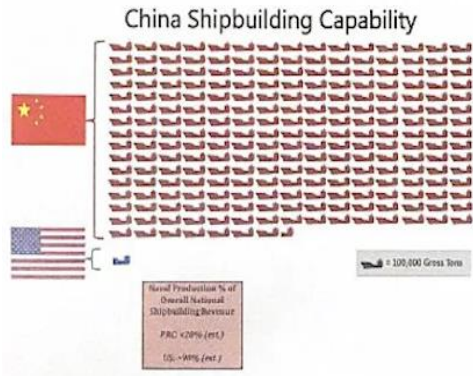
II. 트럼프 2.0은 한국 조선업의 새로운 기회

미국은 한국의 조선업을 선택할 수 밖에 없다

바야흐로 솔직한 야만의 시대가 도래했다. 지정학적으로 여러 변수가 난무하는 가운데 화법은 보다 직설적으로, 이해관계는 더욱 날카로워졌다. 실과 득을 따지는 미국과의 게임에서 조선업은 한국의 든든한 무기가 될 것이다. 미국이 한국을 통해 이루고자 하는 부분은 3가지로 1)대중경제, 2)에너지 수출량 확대, 3)해군력 강화이다. 이에 앞서 미국이 왜 조선업의 발전을 도모하는지와 최근 미국에서 발표된 법안을 순서대로 훑어보려 한다.

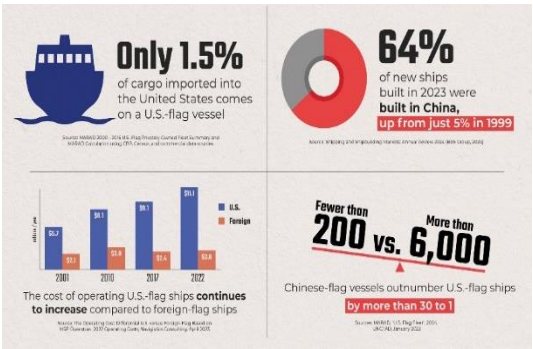
미국 정부가 한국 조선업에 관심을 갖게 된 배경은 중국 조선업의 약진에서 비롯된다. 2000년대 중국이 WTO에 가입해 방대하고 저렴한 노동력을 기반으로 세계의 공장이 되었다. 중국은 수출을 위한 항구 거점 확대와 조선업을 발전시켰다. 2008년 금융위기 이후 긴 불황 기간동안 중국 조선소는 정부의 원조를 받아 선박 건조 능력을 유지하며 해군의 능력을 동시에 강화했다. 중국의 군함은 시진핑 주석 임기 시작인 2013년 이후 9년동안 1백만 톤이 넘게 증가했다. 반대로 미국은 소련과의 냉전 종식 이후 해군 예산을 축소하며 미국의 조선업은 자연스레 쇠퇴했다. 또한 조선업의 노동집약적인 산업 특성상 아시아 대비 높은 인건비도 미국의 조선업 쇠퇴에 영향을 끼쳤다. 그러나 최근 미국은 최근 발의된 SHIPS for America ACT를 통해 미국의 조선업 강화 의지를 보였다.

그림 5. 미국 vs 중국 선박 건조 능력 비교



자료: The War Zone, 대신증권 Research Center

그림 6. SHIPS for America ACT 가 필요한 4 가지 이유



자료: Senator Mark Kelly's Facebook, 대신증권 Research Center

미국의 해군력 강화는 민주당과 공화당의 공통 어젠다이다. 러시아의 우크라이나 침공에 더불어 홍해 후터반군 사태까지 벌어지며 국제 정세가 혼란스럽기 때문이다. 해군력 강화를 위해서는 조선업의 산업생산 능력이 뒷받침 되어야 한다. 그러나 미국의 조선 건조 능력은 유럽과 함께 이미 경쟁에서 밀려난지 오래이다. 조선업을 중후장대라고 부르는만큼 생산성을 다시 예전 수준으로 복구하기까지 막대한 시간과 비용이 필요하다. 그렇기에 미국은 효율적인 방법을 위해 우방국의 선박 건조능력을 활용할 수 밖에 없다. 이는 국내 조선업의 구조적 성장을 기대할 수 있는 대목이다.

표2. 국내 조선사에 영향을 미치는 SHIPS for America Act 항목 요약

분류	항목	세부사항
2 장 해양안보신탁기금	지원 프로그램	a. 미국 상선 아카데미 b. 주립 해양 아카데미 및 국가 안보 다목적 선박 프로그램 c. 전략적 상업 선대 d. 제 11 장(Title XI)의 대출보증 e. 조선업 재정 인센티브 프로그램 f. 소규모 조선소 보조금 프로그램 h. 운송 비용 환급 프로그램
	권한 제한	■ 해당 선박에 톤세 및 항구 조영비 부과 , 대통령령 보류권한 제한 ■ 대상 선박은 외국 우려 기관이 소유 또는 운영하는 선박, 우려 국가에 등 록된 선박에 제한
3 장 해상 수송 능력	수송 능력 증대 방안	■ 미국의 민간, 상업(화물 및 에너지), 군사 해상 수송 능력 확보 및 유지함 에 있어 미국은 해상 수송 요건을 충족하기 위해 조약 동맹국과 협정을 체결할 수 있음 ■ 외국 선박 운송 관행법과 정부 통제 운송업체법 개정으로 외국 국적 화 주들이 운영하는 화물선/크루즈선에 대해 불공정 무역 관행 통제
4 장 국제 무역에서의 미국 선박	의도	■ 미국 조선업 및 해운업 부활을 위해 새로운 프로그램인 '전략적 상업 선 대 프로그램' 수립. 국제무역 시장에서 상업적/군사적으로 유용한 민간 소유 선박에 대한 입찰 진행. 목표는 국제 무역에서 미국 국적 선박의 수 를 250 척으로 만드는 것
	국적 선사 자격	■ 프로그램 참여 자격: 미국 건조, 미국 국적, 미국 승무원을 둔 신규선박 ■ 프로그램은 해당 선박을 선대에 추가하는데 따른 자본비용과 운영비용을 커버하는 제안 지원금을 포함. 선박은 7년 동안 선대에 속해 있어야 하 며, 이 운영 계약은 2회 갱신 가능 (총 21년으로 선박의 수명). 계약이 갱신되지 않으면 운송업체는 선박의 잔존 수명에 따라 지급금을 받게 됨
	해외 선사 자격	■ 빠른 선대 증가를 위해 운송업체는 외국에서 건조된 선박을 선대에 포함시 키고 국적을 변경하는 입찰을 제출할 수도 있으나 이 선박은 "임시 선박"으 로 사용될 수 있음 . 즉, 미국에서 건조된 선박으로 대체될 때까지만 선대에 남아 있거나, 장기 운영 계약 하에 선대에 포함될 수 있음 . "임시 선박" 이외 외국에서 건조된 선박은 2029 회계연도 이후에는 선대에 입고될 수 없음 ■ 미국 수송 사령부(TRANSCOM)는 탱커에 대한 필요성 인지, 해양관리청 과 TRANSCOM 이 '탱커 안보 선대'를 통해 사용 가능한 것보다 더 많은 탱커가 필요하다고 판단할 경우 전략 상업 선대 프로그램을 통해 탱커를 추가를 우선시 함 ■ 현재 미국 국적 선박은 동맹국의 외국 조선소에서 선박을 수리할 경우 50%의 세금 을 내야 하는데 우려 국가 (예: 중국)의 조선소에서 수리할 경우 세금은 200%로 인상됨
	화물우선권	■ 상업적 화물 우대권을 설정하여 15년 이내에 중국에서 미국으로 수입되 는 모든 화물의 10%가 미국 국적 선박을 통해 수입되어야 함 ■ 미국 국적 선박이 외국의 대기 선박보다 미국 항구에서 우선권을 가져야 함

자료: USTR, 대신증권 Research Center

미국의 전략국제센터 CSIS 보고서에 따르면 중국 대형조선소의 국영화로 선박 수주를 통한 조선소의 이익은 중국군의 자금줄로 이용되는 것으로 파악된다. 이를 제한하기 위해 미국은 중국 조선소의 수주를 끊어내는 목적으로 항만세 부과 방안을 제시했다. USTR에서 발표한 항만세 부과 방안은 중국 내 조선소에서 건조한 선박과 해당 선박을 보유한 선사를 대상으로 진행하는 규제방안이다. 2025년 2월 기준 현존 선대에서 중국 조선소에서 건조한 선박이 글로벌 전체 선대에서 차지하는 비중은 선종별로 벌크선(75.3%), LPG선(71.3%), 탱커선(69.5%), 컨테이너선(68.0%)이다. 그 중 미국 항구에 기항하는 횟수가 가장 높은 선종은 컨테이너선, 벌크선이다. 따라서 컨테이너선과 벌크선의 발주는 중국이 아닌 다른 국가의 조선소로 옮겨갈 가능성이 높다 판단한다.

표3. USTR Proposal

입항 수수료 부과 대상	예상 수수료 부과 규모
중국 선사	미국 항구에 입항할 때마다 수수료 부과 a) 척 당 최대 100 만 달러의 정액 수수료 b) 톤수 당 최대 1,000 달러의 수수료
중국산 선박 또는 중국산 선박을 포함하여 선대를 운영하는 선사	중국산 선박을 운영하는 경우 미국 항구에 입항할 때마다 수수료 부과 a) 최대 150 만 달러의 정액 수수료 b) 선사의 선대 중 중국 건조 선박이 차지하는 비율에 따라 차등 적용: - 중국 건조 선박이 50% 이상인 경우 최대 100 만 달러 - 중국 건조 선박이 25~49%인 경우 최대 75 만 달러 - 중국 건조 선박이 25% 미만인 경우 최대 50 만 달러
중국 조선소에 선박 오더북(수주잔고)이 있는 선사의 미국 항구 입항 수수료	중국 조선소에 인도 예정 선박 혹은 중국 조선소에서 24 개월 내 신규 선박을 인도받은 선사는 미국 항구에 입항할 때마다 수수료 부과: a) - 수주잔고/인도 예정 선박의 50% 이상 차지할 경우 최대 100 만 달러, - 수주잔고/인도 예정 선박의 25~49% 차지할 경우 75 만 달러 - 수주잔고/인도 예정 선박의 25% 미만을 차지할 시 50 만 달러 b) 선사의 선박 주문 중 25% 이상이 중국 조선소에서 이루어진 경우 최대 100 만 달러
미국산 선박 운영 선사	위의 수수료에 영향을 받는 선사는, 그들이 운항하는 미국산 선박이 국제 무역에서 미국 항구에 입항할 때마다 최대 100 만 달러까지 환불 가능
미국 수출품 해상 운송 제한	미국 해상 수출품의 일정 비율을 미국 국적, 운영, 건조 선박을 통해 운송해야 하며, 해당 비율은 7 년에 걸쳐 점진적으로 증가할 예정 - 법안 발효 즉시: 연간 수출량의 1%를 미국 국적 및 운영 선박을 통해 운송 - 2년 이내: 3% 운송 - 3년 이내: 5% 운송(이 중 3%는 미국산 선박) - 7년 이내: 15% 운송(이 중 5%는 미국산 선박) 또한, 미국 수출품을 운송하는 선사는 연간 처리하는 수출품의 최소 20%를 미국 국적 및 미국산 선박을 통해 운송해야 함
기타	- 미국의 기관이 중국 해운 기업의 반경쟁적 행위를 조사하도록 권장 - 중국의 '국가 교통 및 물류 공공정보 플랫폼(LOGINK)' 또는 유사 플랫폼이 미국의 무역 데이터를 접근하는 것을 제한하는 방안 검토 미국 항구에서 해당 플랫폼을 차단하는 방안 포함

자료: USTR, 대신증권 Research Center

대중견제: 한국의 시장점유율(Q) 증가

이번 제재안을 통해 국내 조선사가 중국항 반사 수혜를 가장 많이 받을 선종으로는 컨테이너선으로 예상된다. 2024년 기준 미국 항구에 기항하는 선박 중 컨테이너선은 전체의 약 40%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. USTR 제재안은 중국 외 해외 해운사가 운송 중인 선박 외에도 중국 조선사에 발주한 물량(orderbook)을 포함해서 항만세를 부과한다. 해운사 입장에서 노선별로 선박을 재배치 하더라도 중국 조선소 내 수주잔고 비중, 보유 선대 비중 등이 50% 이상이라면 항만세는 기항회차당 최대 \$100만 달러이다. 상위 10개 컨테이너 선사들 중 중국 조선소 수주잔고에 쌓여 있는 비중은 36~92%로 높은 수준이다.

미국에 기항하는 컨테이너 선사들의 선대 중 제재안에 영향을 받는 비중은 83%이다. 상위 10개 컨테이너 선사들의 Fleet과 Orderbook 중 중국 노출도를 제재안 기준별로 나누었을 때, 중국 외 국가에서 건조한 선박 수는 최대 705척에서 최소 37척의 추가 수요가 발생할 것으로 전망한다.

표4. US Port Calls In 2024 By Internationally Trading Ships (단위: call, 척, %)

No. Port Calls	Chinese Operated	Non-Chinese Operated		Total Port Calls	Total US Port Calls By Intl Ships	% Port Calls 'Impacted'
		Chinese Built	Orderbook In China			
Containership	938	4,278	9,670	14,886	18,014	83%
Bulkcarrier	1,069	5,531	204	6,804	15,588	44%
Crude Tanker	84	577	608	1,269	4,230	30%
Products Tanker	151	1,654	831	2,636	9,741	27%
Chem.&Spec. Tanker	258	1,114	1,856	3,228	7,096	45%
LPG	181	375	496	1,052	3,053	34%
LNG	26	137	170	333	1,436	23%
PCC	81	471	2,388	2,940	4,322	68%
Others	100	2,481	866	3,447	22,349	29%
Total	2,888	16,618	17,089	36,595	85,829	43%
% of Total US Intl. Port Calls		3%	19%	20%	43%	

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center
주:Port Calls 가정치는 추정 스코프의 최대값 적용

표5. Liner Company impact by Proposal

Operator Group	Alliance	Total No. Ships Deployed On Routes With US Port Call	% of Total No. Ships Deployed Globally	% of US Calling Ships Built In China	% Orderbook At Chinese Shipyards (no. ships)	% of Ships Calling In US 'Impacted' By Proposals
MSC	Premier Alliance	173	20%	17%	92%	100%
Maersk	Gemini	159	22%	13%	19%	100%
CMA CGM	Ocean Alliance	126	20%	36%	57%	100%
COSCO Shipping	Ocean Alliance	85	18%	46%	100%	100%
Hapag-Lloyd	Gemini	87	9%	91%	91%	100%
ONE	Premier Alliance	102	40%	13%	56%	100%
Evergreen	Ocean Alliance	56	25%	0%	36%	100%
HMM	Premier Alliance	19	22%	0%	0%	0%
ZIM	Transpacific	62	4%	40%	0%	100%
Yang Ming	Premier Alliance	34	34%	15%	0%	15%
Wan Hai Lines	ONE	15	11%	0%	0%	0%
Others	-	155	5%	41%	81%	49%
Total Containership Fleet		1,073	16%	23%	74%	83%

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표6. Top Liner's Chinese built ship 'Fleet' ratio

Fleet	Builder	Rank	Operator	Total No. of Ships	No. of China ships	% of China ships	Total Fleet (,000 TEU)	China Fleet (,000 TEU)	% of Chinese Fleet
	China	1	MSC	559	128	22.9%	3,245	563	17.4%
		2	Maersk	322	43	13.4%	2,493	117	4.7%
		3	CMA CGM	307	118	38.4%	2,212	769	34.8%
		4	COSCO	274	180	65.7%	2,548	1,708	67.0%
		5	Hapag-Lloyd	126	17	13.5%	1,314	89	6.8%
		6	ONE	103	0	0.0%	873	—	0.0%
		7	Evergreen	144	44	30.6%	1,154	305	26.4%
		8	HMM	65	3	4.6%	789	6.6	0.8%
		9	Zim	11	1	9.1%	61	4.3	6.9%
		10	Yang Ming	54	48	88.9%	258	200	77.4%

자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

표7. Top Liner's Chinese built ship 'Orderbook' ratio

Orderbook	Builder	Rank	Operator	Total No. of Ships	No. of China ships	% of China ships	Total Fleet (,000 TEU)	China Fleet (,000 TEU)	% of Chinese Fleet
	China	1	MSC	112	109	97.3%	1,793	1,769	98.7%
		2	Maersk	35	20	57.1%	501	264	52.6%
		3	CMA CGM	74	35	47.3%	1,172	595	50.8%
		4	COSCO	42	42	100.0%	737	737	100.0%
		5	Hapag-Lloyd	27	24	88.9%	382	312	81.6%
		6	ONE	27	22	81.5%	354	286	80.7%
		7	Evergreen	47	17	36.2%	542	65	12.1%
		8	HMM	9	0	0.0%	81	—	0.0%
		9	Zim	0	0	0.0%	—	—	0.0%
		10	Yang Ming	5	0	0.0%	77	—	0.0%

자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

표8. USTR 제제안 기준, 선사별 필요 선박 수

(단위: 척 수)

	Total No. of Ships	No. of China ships	% of China ships	필요한 중국 외 국가에서 건조한 선박 수		
				25% 미만	25~49% 미만	50% 이상
MSC	671	237	35.3	277	241	0
Maersk	357	63	17.6	0	0	0
CMA CGM	381	153	40.2	231	207	0
COSCO	316	222	70.3	572	538	137
Hapag-Lloyd	153	41	26.8	11	5	0
ONE	130	22	16.9	0	0	0
Evergreen	191	61	31.9	53	44	0
HMM	74	3	4.1	0	0	0
Zim	11	1	9.1	0	0	0
Yang Ming	59	48	81.4	133	126	39
TOTAL				1,277	1,160 ~ 176	165
*COSCO 제외				705	622 ~ 39	37

주: Total 은 Fleet과 Orderbook 의 합

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

에너지 수출량 확대: LNG 선 건조량 증가

트럼프 대통령의 에너지 정책은 화석연료 중심 전환과 LNG 수출 확대를 통한 에너지 협력 강화이다. 미국산 LNG선을 수송할 선박은 중국 조선소 제한과 더불어 건조 이력이 많은 한국 조선소 중심으로 발주세가 이어질 전망이다.

트럼프 대통령은 임기 첫날부터 바이든 전 대통령의 주요 에너지 정책을 대거 철회하고, 미국 내 에너지 생산과 관련된 핵심 사안들을 재검토하겠다는 계획을 내놓았다. 주요 조치는 1) 해상풍력 에너지 개발 프로젝트 중단, 2) 알래스카 지역 천연자원 개발 확대, 3) 연방 토지 및 해역에서의 화석연료 탐사·생산 확대, 4) LNG 수출 허가 동결 조치 해제, 5) IRA 및 인프라 투자·일자리법 관련 기후예산 집행 중단(전기차 충전 인프라 포함) 등이다. 이 같은 정책 변화는 화석연료 산업에 대한 지원 강화와 청정에너지 전환 기조의 약화를 의미한다.

정책 방향에 발맞춰, 트럼프 행정부는 동맹국들과의 정상외교를 통해 미국산 LNG 수입 확대에 대한 합의를 이끌어내고 있다. 일본은 미국산 LNG 수입을 늘리고 대미 1조 달러 투자 및 국방비 증액 등을 통해 무역흑자 규모를 줄이겠다는 계획을 내놓았다. 인도 역시 2030년까지 미국으로부터의 수입 규모를 2배 이상 늘리겠다고 밝혔으며, 자국 에너지 믹스 내 가스 비중을 현재 6%에서 2030년까지 15%로 확대할 계획이다.

미국의 LNG 수출 허가가 재개되면서, 대외 수출량 증가가 예상되고 있다. 이에 따라 현재 FEED 단계에 있는 254.0mtpa 규모의 글로벌 LNG 프로젝트 중 미국 내에서만 146.3mtpa가 추진되고 있다. 이러한 대규모 프로젝트들은 향후 LNG 운송 인프라 확충을 수반하게 되며, 이는 LNG 운반선(LNGC)의 수요 증가로 이어진다. 고부가가치 LNG선 분야에서 독보적인 경쟁력을 가진 한국 조선업체들이 이에 따라 가장 큰 수혜를 입을 가능성이 높다.

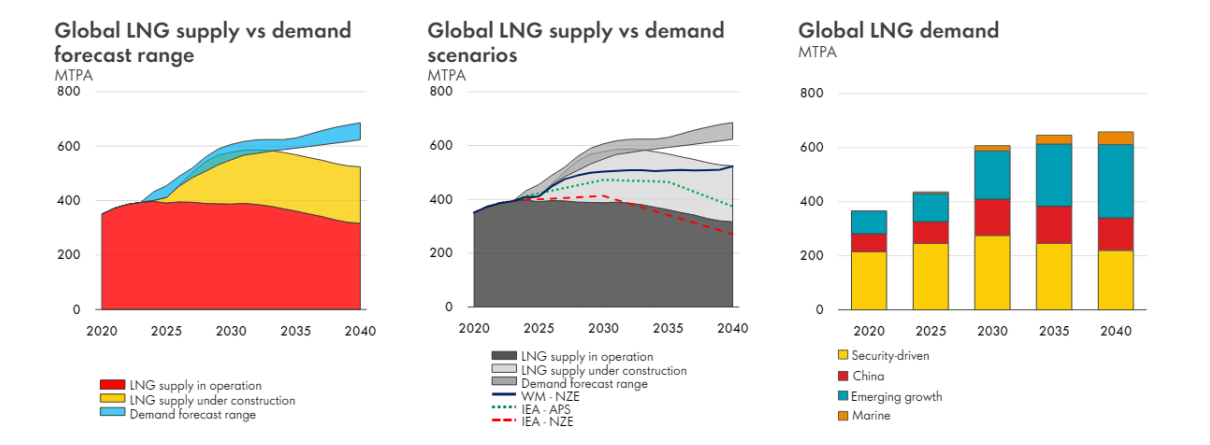
또한, 에너지는 지정학적 변수와 밀접하게 연결되어 있는 만큼, 최근 미국과 러시아 간 경제 관계 개선 여부도 주목할 필요가 있다. 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 러시아와 유럽을 잇는 노드스트림 1, 2 해저 가스관 운영이 중단되면서 LNG선 발주가 급증한 바 있다. 이후 2022년 9월 말, 두 가스관이 폭발했으나 노드스트림2의 일부는 손상되지 않아 연간 275억m³ 수송이 가능한 것으로 알려졌다. 그러나 해당 가스관을 실제로 운영하기 위해선 미국과 러시아 간 제재 해제 및 독일과의 공급 배분 합의가 선행되어야 하므로, 그 전까지는 LNG 수송이 LNG선에 의존할 수밖에 없다.

표9. 진행 및 대기 중인 미국의 LNG 프로젝트

	전체	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
United States	356.37	2.80	31.49	12.93	62.83	73.65	26.57	53.77	36.02	28.27	—	24.05	4.00
U/C	80.56	2.80	31.49	12.53	6.50	21.72	5.52	—	—	—	—	—	—
FEED*	149.83	—	—	0.40	37.93	18.65	21.05	30.00	15.50	15.50	—	10.80	—
PROPOSED*	125.99	—	—	—	18.40	33.28	—	23.77	20.52	12.77	—	13.25	4.00
Global	922.26	37.82	75.89	53.25	156.86	238.97	169.67	58.27	50.72	40.27	11.50	25.05	4.00
U/C	246.05	37.82	75.89	26.33	40.05	52.44	13.52						
FEED*	254.03	—	—	10.40	62.23	40.25	61.85	34.50	18.50	15.50		10.80	
PROPOSED*	422.19	—	—	16.52	54.58	146.28	94.30	23.77	32.22	24.77	11.50	14.25	4.00

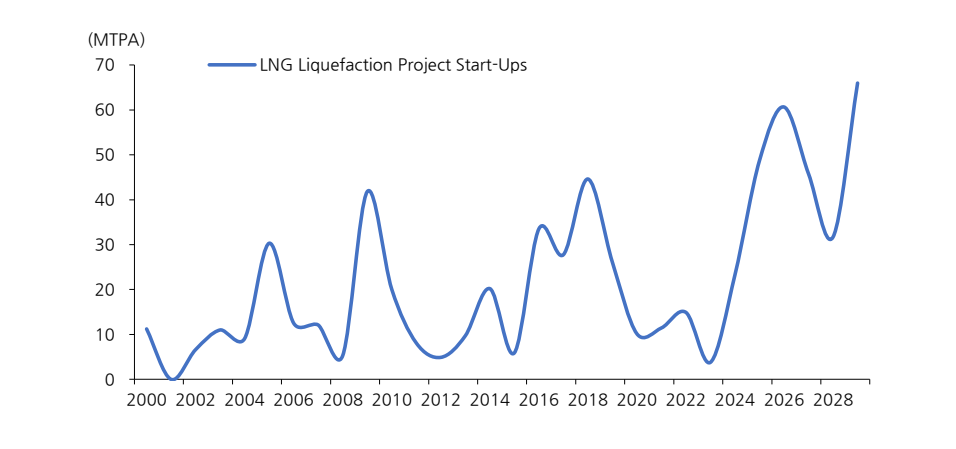
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center
주*: expected

그림 7. 글로벌 LNG S&D 전망 시나리오



자료: Shell, IEA, S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 8. 글로벌 LNG 프로젝트 FEED 추이



자료: Shell, IEA, S&P Global, 대신증권 Research Center

군함: 미국의 전략적 파트너국으로 MRO 시장 개척

지정학적 갈등 속 국내 조선사의 미국 해군 MRO 참여를 시작으로 군함 건조 파트너로서의 위치도 노리고 있다. 이러한 신규 사업 확장은 기존 상업용 선박 시장을 넘어 방산 부문으로의 다각화를 의미하며, 중장기적으로 추가적인 수익 창출 및 수주 경쟁력 제고에 기여할 것으로 전망한다.

지정학적 분쟁이 확산되는 가운데, 중립국인 한국은 방위산업 분야에서 세계 최대 수출국으로 부상했지만, 조선업 부문에서는 미국의 John's Act에 가로막혀 있었다. John's Act는 미국 연안무역법 제27조로, 미국 내에서 제조되고 미국인이 소유 및 운항하는 선박만을 사용하도록 규정하고 있어, 한국 조선소가 미국 정부로부터 군함을 직접 수주받는데 제약이 있었다. 이로 인해 한국 조선소는 군함을 수주하더라도 미국 내 조선소에서 건조해야 하는 제한이 있었다.

이러한 제약을 해소하기 위한 움직임으로, 2025년 2월 5일 공화당 소속 마이클 리(Mike Lee) 상원의원과 존 커티스(John Curtis) 하원의원이 공동으로 '해군 준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)'을 발의했다. 이 법안은 기존 반스-톨레프슨법을 개정해 NATO 회원국이나 미국과 상호 방위조약을 체결한 인도-태평양 지역 국가들에게 해군 함정 건조를 허용하는 내용을 담고 있다.

해당 법안이 통과될 경우, 조선소를 보유한 국가 중에는 NATO 회원국과 파트너국인 한국, 일본, 호주, 태국 등이 포함된다. 그러나 법안에는 '미국 내 건조 비용보다 낮을 것'이라는 조건이 포함되어 있기 때문에, 고비용 구조의 유럽 조선소보다는 상대적으로 가격 경쟁력이 높은 한국, 일본, 호주 조선소가 실질적인 수혜를 볼 가능성이 높다. 이 중에서도 고성능 군함 및 상륙함, 급유선 등 복합 전력 건조에 강점을 가진 한국 조선업체들이 가장 유력한 수혜자로 평가된다.

한편, 미국의회예산국(CBO)이 2025년 1월 발간한 '해군 신규 선박 건조 계획'에 따르면, 미국 해군은 2054년까지 총 3,000억 달러(\$300 billion) 규모의 예산을 투입해 함정을 현재 295척(2024년 기준)에서 390척으로 확대할 계획이다. 현재 미국 내 조선사는 총 10 곳이며, 이 중 군함을 전문으로 건조할 수 있는 조선사는 Austal USA, General Dynamics NASSCO, Newport News Shipbuilding, Huntington Ingalls Industries 등 일부에 불과하다.

가장 시급한 해군 전력으로 꼽히는 버지니아급 공격 원자력 잠수함 건조는 미국 자국 조선소에 집중될 것으로 예상되지만, 비교적 빠른 납기와 낮은 비용으로 건조가 가능한 양륙함, 상륙함·정, 급유선 등은 해외 동맹국 조선소에 발주될 가능성이 높다. 특히 2024~2028년 예산안 중 2025년에 집행이 승인된 103억 달러 중 5.7억 달러가 이 같은 비핵심 전력 함정 건조 예산으로 배정되어 있다.

표10. 미 해군 vs 예산국 예산안 요약 비교본

	미국 해군 예산안	의회예산국(CBO) 분석
비용	30년간 연평균 \$342억 예상 (2024년 달러 기준) 현재 \$2550억에서 2054년 \$3400억으로 증액 필요	해군 예산은 과소추정치, 실제 비용은 연평균 \$400억 규모 예상 과거 5년 평균 예산 대비 46% 증가해야 실현 가능
함대 규모	현재 295 척 → '27년 283 척(일시 감소) → '54년 390 척	'27년까지 함대 규모 축소로 전력 공백 발생 가능성 존재
구매 계획	총 364 척 신규 조달 (전투함 및 보급지원함 포함)	'24년 계획 대비 소형 전투함 및 기존 세대 함정 구매 증가
함대 전력	단기적으로 함대 화력 감소 이후 더 많은 함정에 화력 분산 함정 수를 늘려 생존성과 지속성 강화 전략	향후 10년간 화력 저하로 작전 능력 저하 우려 장기적으로 화력 회복 예상되나, 전력 공백 리스크 존재
산업 기반	기존 대비 조선소 생산 능력 확장 필수 특히 핵잠수함 생산 증가 필수	향후 30년간 과거 10년보다 더 많은 함정의 생산이 필요 현재 조선소 역량 고려 시 병목현상 발생 가능

자료: CBO, 대신증권 Research Center

표11. 2024~2025년 선박에 사용하도록 배정된 예산 중 2024년에 승인된 내역

Cost overruns under the 2024 and 2025 budget requests for ships authorized in previous years			
Ship Class	Funding for 2024~2028 under the 2024 budget request (\$b)	Funding for 2024~2028 under the 2025 budget request (\$b)	Funding for 2029 under the 2025 budget request (\$b)
Ford class CVN-78 aircraft carrier	625	861	0
Nimitz class CVN-68 nuclear refueling and overhaul	212	944	0
Virginia class SSN-774 attack submarine	967	4,644 ^a	849
Arleigh Burke class DDG-51 guided missile destroyer	780	2,629 ^b	113
Freedom class LCS-1 littoral combat ship	23	71	0
Constellation class FFG-62 guided missile frigate	0	43	0
San Antonio class LPD-17 amphibious transport dock	60	126	0
America class LHA-6 amphibious assault ship	72	129	0
John Lewis class T-AO-205 oiler	168	373	0
Navajo T-ATS-6 towing, salvage, and rescue ship	36	52	0
T-AGOS SURTASS ocean surveillance ship	355	355	0
LCAC ship-to-shore connector	107	107	0
T-AGS oceanographic survey ship	12	23	0
Total	3,416	10,357	962
Percentage increase in unit price for selected programs over the past five years			
Nimitz class CVN-68 nuclear refueling and overhaul	25		
Virginia class SSN-774 attack submarine	22		
Arleigh Burke class DDG-51 guided missile destroyer	26		
John Lewis class T-AO-205 oiler	34		
Navajo T-ATS-6 towing, salvage, and rescue ship	22		

자료: CBO, 대신증권 Research Center

표12. 미 해군의 2025 년 계획안 내 주요 신규 선박 건설 비용 추정치 비교(미 해군 vs 미 예산국)

Ship Class (\$bil)	Total Costs per Class Over the 2025-2054 Period			Average Cost per Ship Over the 2025-2054 Period	
	Num of Ships Purchased	Navy's Estimates"	CBO's Estimates"	Navy's Estimates	CBO's Estimates
Ford class CVN-78 aircraft carriers	6	96	103	15.3	16.5
Columbia class SSBN-826 ballistic missile submarines	10	79	95	7.9	9.4
Large payload submarines	6	51	62	8.5	10.4
Virginia class SSN-774 attack submarines with VPMs	9	39	46	4.3	5.1
Virginia class SSN-774 attack submarines	36	168	185	4.7	5.1
SSN(X) next-generation attack submarines	14	99	122	7.1	8.7
Arleigh Burke class DDG-51 Flight III guided missile destroyers	23	61	61	2.7	2.7
DDG(X) next-generation guided missile destroyers	28	92	123	3.3	4.4
Constellation class FFG-62 guided missile frigates	24	24	35	1	1.4
Constellation class FFG-62 Flight II guided missile frigates	57	61	82	1.1	1.4
America class LHA-6 amphibious assault ships	8	35	39	4.4	4.8
San Antonio class LPD-17 Flight II amphibious transport docks	5	10	11	2	2.2
LPD(X) next-generation amphibious ships	12	27	34	2.3	2.8
LSM medium landing ships	55	10	19	0.2	0.4
John Lewis class T-AO-205 oilers	16	12	14	0.8	0.9
T-AOL next-generation logistics ships	30	14	14	0.5	0.5
T-AKE(X) next-generation dry cargo ships	12	9	13	0.7	1.1
T-AGOS(X) next-generation ocean surveillance ships	9	5	8	0.5	0.9

자료 : CBO, 대신증권 Research Center

III. 낮은 공급으로 25년에도 높은 선가 유지 전망

P로 수익성을 도모하는 시기

클락슨 신조선가가 2008년 슈퍼사이클 당시 고점에 근접하며 피크아웃 우려가 제기되지만, 조선소 공급 부족과 대중전제로 인한 한국 조선소 발주 집중으로 국내 조선소의 계약선가는 낮아지지 않을 전망이다.

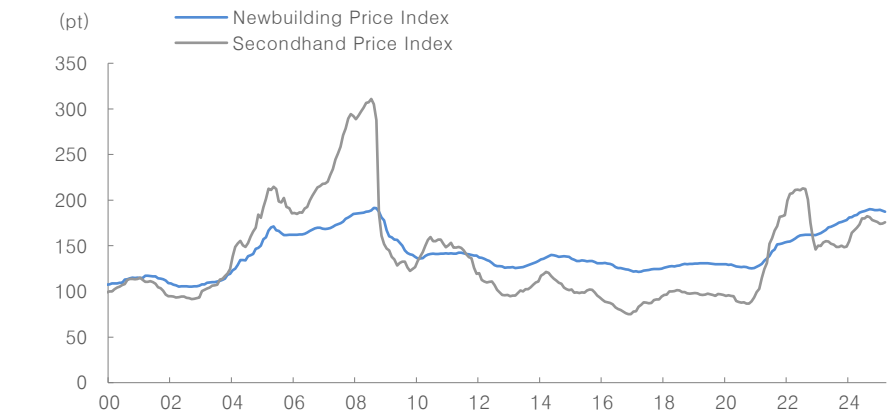
2021년부터 신규수주가 증가하며 수주잔고가 빠르게 쌓이자 선가 가격지표인 클락슨 신조선가는 3월 14일 기준 188.1pt를 유지하고 있다. 이는 조선업이 가장 호황이었던 2008년 역대 최고점인 191.58pt에 근접한 수치로, 과거 슈퍼사이클 수준에 다시 도달했다는 점에서 피크아웃 가능성에 대한 우려가 제기되고 있다. 그러나 현재는 조선소 수 자체가 감소해 공급 부족 현상이 지속되고 있으며, 주요 조선사들이 캐파(생산능력) 확장에 여전히 소극적인 모습을 보이고 있어 공급이 현저히 부족한 상황이다. 따라서 신조선가는 단기적인 고점 우려와는 달리, 높은 수준에서 유지될 가능성이 높다.

이번 신조선가 상승은 코로나19 확산 이후 전개된 일련의 구조적 변화에서 비롯됐다. 팬데믹으로 전 세계 해운업이 멈추었고, 전방산업인 조선업 역시 정상 가동이 어려웠다. 이로 인해 2019년 1월 기준 98.29pt였던 중고선가는 2020년 10월 86.55pt로 하락(-10.8% yoy)했다. 하지만 이후 주요국들이 공격적인 재정정책을 통해 경기를 부양하면서 소비가 회복됐고, 이는 해상 물동량 증가로 이어졌다. 그러나 당시 해운업은 늘어난 물동량을 감당할 수 없었고, 인력 부족까지 겹치며 미국 서안과 영국 등 주요 항만에서 병목 현상이 발생했다. 늘어난 수요를 채우기 위한 가장 빠른 대안은 중고선이었고, 이에 따라 단기적으로 중고선가가 폭등했다. 바닥이었던 2020년 10월 이후 중고선가는 1년 만인 2021년 10월에는 166.57pt(+92.4% yoy)를 기록했고, 2022년 7월에는 213.07pt까지 도달했다. 이는 2차 슈퍼사이클이었던 2005~2008년 이후 최고 수준이었다.

최근 신조선가는 전주 대비 하락세를 보이고 있다. 신조선가의 구체적인 산정 방식은 공개되지 않았지만, 일반적으로 신규 수주 선박의 계약가를 기반으로 결정되는 것으로 알려져 있다. 특히, 최근 중국 조선소들은 저가 수주 전략을 통해 2029년까지 건조 슬롯을 선점하며 수주 잔고를 확보한 상태다. 이러한 저가 수주 경쟁이 신조선가 하락을 일부 유도한 것으로 분석된다.

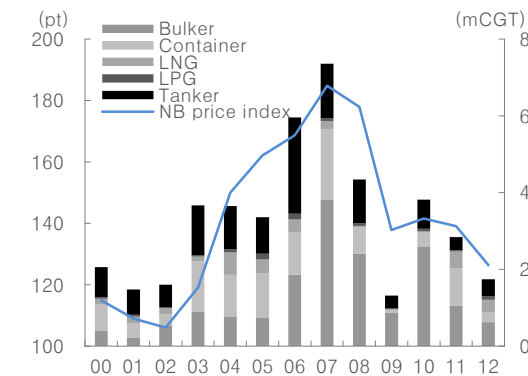
선종별 계약금액이 명확히 공개되지 않아, 전체 선종의 계약금액을 기준으로 적당 단가를 산출한 결과, 한국 조선소가 가장 높은 선가를 기록했다. 이는 LNG 운반선, 초대형 원유운반선(VLCC) 등 고부가가치 선박 수주 비중이 높은 영향도 있지만, 전반적으로 한국 조선소의 계약선가 자체가 중국 대비 상회한다. 한편, 미국의 중국 조선업 견제가 심화되면서 한국 조선소의 경쟁력이 더욱 부각되고 있다. 리스크 회피 차원에서 한국 조선소는 신규선박 수주에서 우위를 점할 가능성이 커지고 있다. 따라서 단기적으로 신조선가가 하락하더라도, 한국 조선소의 계약선가는 견조한 흐름을 유지하며 글로벌 시장 내 입지를 더욱 강화할 것으로 전망한다.

그림 9. 신조선가의 선행지표인 중고선가의 가격은 다시 상승 중



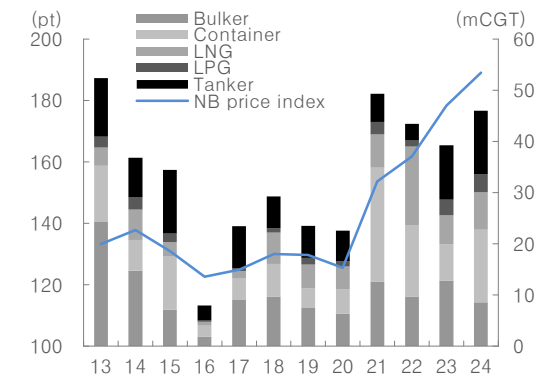
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 10. 96~09년 글로벌 신규수주 추이



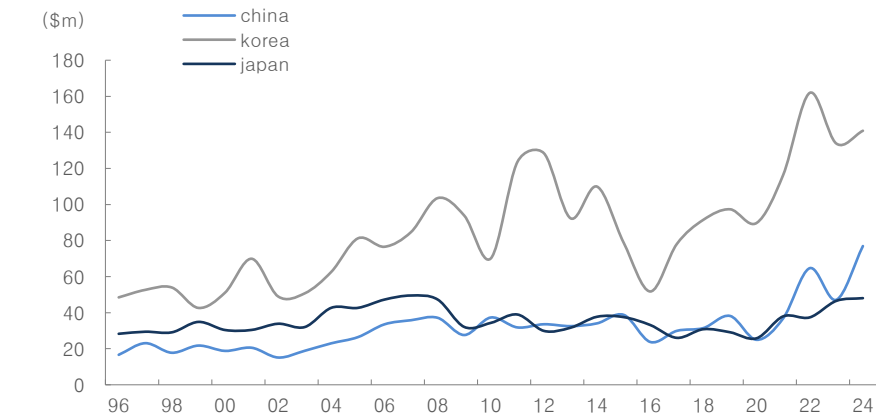
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 11. 10~24년 글로벌 신규수주 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 12. 연평균 척당 계약가는 한국이 가장 높음, 고부가가치선 위주의 계약 덕분



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

글로벌 조선소 공급 부족으로 Seller's Market 지속

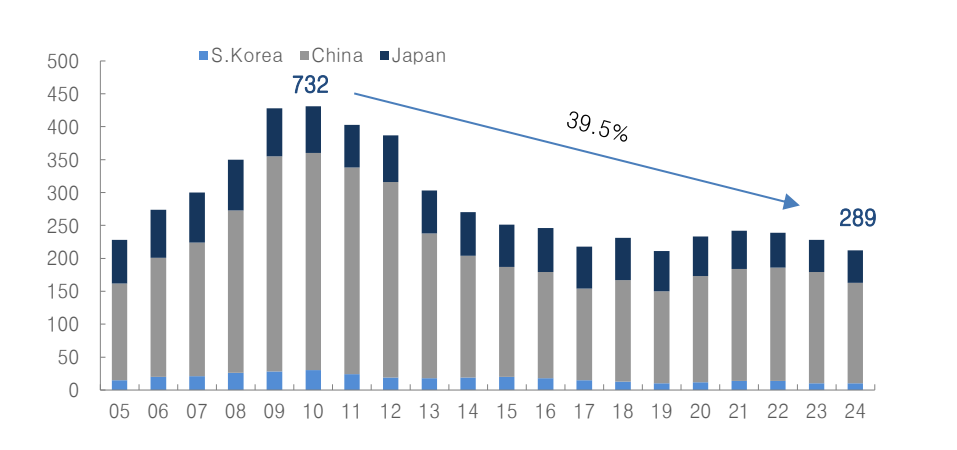
글로벌 조선소의 공급 부족은 현재 선박 수급의 불균형을 야기시키는 주요 원인이며 선가 상승을 유도한다. 과거 2007년 유조선 교체 수주가 촉발한 슈퍼사이클 시기에는 수주 증가에 따라 글로벌 조선소들도 캐파를 확장했으나, 2008년 금융위기 이후 해운사들의 선수금 지급 연기 및 수주 취소 사태가 발생하며, 중소형 조선사들이 가장 먼저 부도에 직면했다. 이후 2008년부터 2020년까지 대형 조선사들조차 저가 수주로 조선소를 운영해야 했고, 장기간 적자를 벗어나지 못했다.

이러한 역사적 경험 때문에, 폭발적인 수요 환경 속에서도 국내 조선소는 캐파 확장에 보수적인 태도를 유지하고 있으며, 수주잔고를 3.5~4년치 수준까지 안정적으로 확보하고 있다. 현재 전 세계에서 선박 건조가 가능한 야드는 289개로, 이는 과거 야드 수가 정점이었던 2010년 대비 약 39% 수준에 불과해 공급이 극도로 제한된 상황이다. 이러한 환경은 조선사의 선가 협상력을 높이는 요인으로 작용한다.

현재 한국과 일본의 조선소들은 2024년 상반기부터 2028년까지의 인도 슬롯을 열어둔 상태다. 반면 중국은 2024년 연말부터 2029년 인도 슬롯까지 개방해 낮은 선가로 수주잔고를 채우는 전략을 택하고 있다. 그러나 한국과 일본은 2028년 중 일부 슬롯만을 열어두며 선별 수주 전략을 유지하고 있다. 특히 한국 조선소들은 수주잔고를 3.5~4년치 수준으로 관리하는 전략을 펼치고 있어, 아직 2028년 인도 슬롯도 일부 여유가 있는 상황이다.

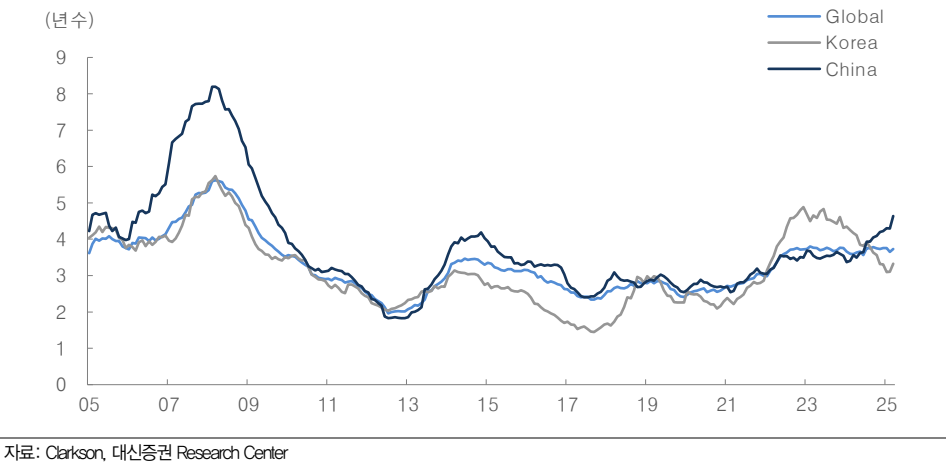
무엇보다 중국 건조 선박에 대한 미국발 리스크가 커지고 있는 상황에서, 빠른 납기와 높은 품질을 제공하는 한국 조선소의 수주 경쟁력은 더욱 부각된다. 공급이 제한된 환경, 고부가가치 선박 중심의 수요, 그리고 지정학적 리스크 회피 수요까지 맞물리며, 한국 조선업체들은 가격 협상력과 수주 우위를 동시에 확보하고 있는 것이다.

그림 13. 글로벌 조선소 야드 수는 10년 대비 39% 수준



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 14. 글로벌 수주잔고 평균 3.7년, 한국 3.3년 중국 4.6년



IV. 친환경 선박으로의 노후선 교체 이어질 전망

IMO의 환경규제로 노후선 교체 수요 2025~26년 증가 예상

친환경 규제 강화로 인한 노후 선박 교체 수요는 한국 조선소에 쌓여있는 수주잔고에 더해지며 장기적으로 안정적인 수주잔고를 쌓는데 기여할 것으로 전망한다. 해운사를 대상으로 한 친환경 규제인 CII(Carbon Intensity Indicator)가 꾸준히 강화되고 있기 때문이다. 2025년에는 선박의 CII 등급이 공개되며 3년 연속 D등급을 기록한 선박에 대해 개선 조치나 폐선 여부를 결정하는 추가 기준이 도입될 예정이고 2026년부터는 등급에 따른 실제 규제가 구체적으로 시행될 예정이다. 이에 따라 노후 선박의 교체 주기가 앞당겨지고, 조선소 야드의 캐파 병목현상은 심화되며, 결과적으로 조선사에 유리한 셀러스 마켓(Seller's Market)이 유지될 것으로 예상된다.

CII란 선박탄소집약도지수(Carbon Intensity Indicator)로, 총톤수 5,000톤 이상인 국제항해 선박에 적용되는 규정이다. 선박이 1톤의 화물을 1마일 운송할 때 발생하는 이산화탄소 배출량을 연료 사용량, 운항 거리 등 실제 '운항 정보'를 활용해 산출하며, 사후적으로 측정된 결과에 따라 선박을 등급화한다.

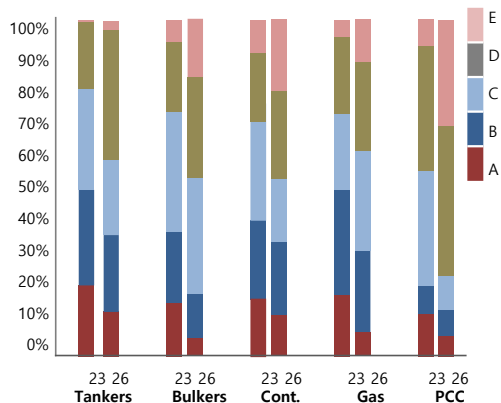
CII는 기존 선박뿐 아니라 신규 발주 선박에도 동일하게 적용되며, 기존의 환경 규제였던 EEDI, EEXI보다 실효성이 높다는 평가를 받고 있다. 연료 소모량을 기반으로 매년 탄소 배출량을 산출하여 A부터 E까지의 등급을 부여하며, 기준점은 C등급이다. 만약 D등급을 3년 연속 받거나 E등급을 받을 경우, 선사는 시행조치계획을 제출하거나 선박을 폐선해야 한다.

2023년 기준으로 현존 선박을 등급별로 나누면, D~E 등급에 해당하는 비중은 선종별로 탱커 25%, 벌크선 13%, 컨테이너선 25%였다. 이 비중은 2026년이 되면 각각 37%(+12%p), 44%(+26%p), 38%(+13%p)로 급증할 것으로 전망된다. 특히 벌크선과 컨테이너선에서 환경 기준 미달 선박의 증가가 두드러진다.

C등급 기준을 충족하지 못한 선박은 운항 속도를 줄여야 하며, D등급은 평균 4%, E등급은 평균 12% 수준의 감속이 요구된다. 이러한 감속은 실질적인 선복량 감소로 이어진다. Clarkson은 이러한 운항 제한 조치로 인해 벌크선은 9.410.4%, 컨테이너선은 9.610.6% 수준의 가용 선복 감소 효과가 발생할 것으로 추정하고 있으며, 이로 인해 신규 선박 발주가 증가할 것으로 예상하고 있다.

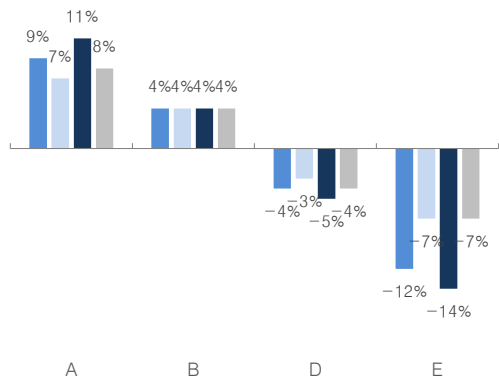
이러한 친환경 규제와 선복 감소 압력은 고효율, 고성능 선박을 건조할 수 있는 기술력을 갖춘 한국 조선업체에 유리한 환경을 조성한다. 특히 LNG 이중연료 추진선, 암모니아 및 메탄올 연료 전환 기술 등 친환경 선박 분야에서 세계 최고 수준의 경쟁력을 보유한 한국 조선소는 교체 수요 확대에 따른 수주 확대와 선별 수주 전략을 통해 수익성과 점유율을 동시에 확보할 수 있는 구조에 있다.

그림 15. DSC fleet by CII rating (2023 vs. 2026F)



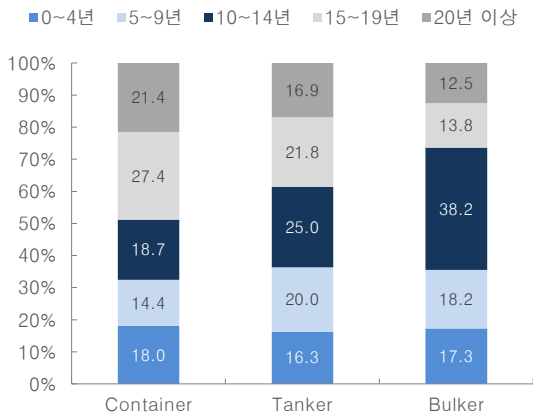
자료: IMO, 대신증권 Research Center

그림 16. C 등급 기준 기타 등급의 선속 조정폭



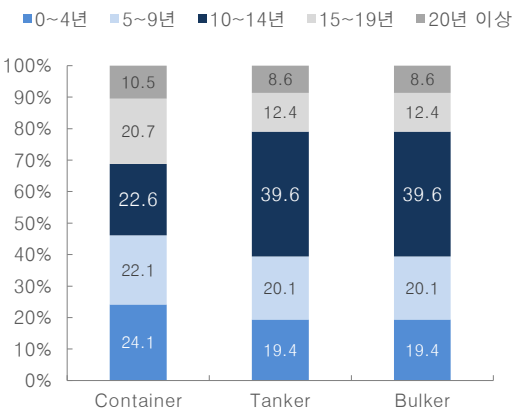
자료: 해양수산부, 대신증권 Research Center

그림 17. 선박 척 수 기준 선종별 선령 분포도



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 18. 선박 사이즈 기준 선종별 선령 분포도



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표13. 23 년과 26 년의 선종별 CII Rating 변화

	2023 년	2026 년	평균 CII 등급 (2023 년)	평균 CII 등급 (2026 년)
탱커	24.00%	37.00%	C	C
벌크선	18.00%	43.00%	C	C
컨테이너	24.00%	37.00%	C	C
LNG 선	36.00%	47.00%	C	C
LPG 선 (VLGC)	4.00%	15.00%	B	C

자료: IMO, 대신증권 Research Center

CII 등급 D, E 선박 비중 2026년 50%에 달할 전망

낮은 등급의 선박이 증가하는 이유로는 조선업이 호황이었던 2003년부터 수주된 선박들이 폐선시기가 도래함에 따라 에너지효율이 떨어지기 때문으로 판단한다. 통상적인 노후 선박의 선령은 20년 이상이다. 전체 선박 기준 20년 이상으로 분류되는 노후선박의 비중은 척 수 기준 16.9%이며 사이즈 기준(CGT) 9.2%에 해당한다. 하지만 15~19살인 예비 노후선박의 비중이 각각 21%, 15%인 부분을 감안하면, 향후 CII 규제에 따라 폐선되어야 할 선박의 수 또한 적지 않다.

표14. Fleet Age Profile

		No of	% of	Size	% of
Containership (TEU)	0~4 yrs	1,135	18.0	6,963	24.1
	5~9 yrs	907	14.4	6,369	22.1
	10~14 yrs	1,175	18.7	6,533	22.6
	15~19yrs	1,724	27.4	5,984	20.7
	20+ yrs	1,349	21.4	3,029	10.5
	Total	6,290		28,878	
Tanker (DWT)	0~4 yrs	379	16.3	—	—
	5~9 yrs	464	20.0	—	—
	10~14 yrs	582	25.0	—	—
	15~19yrs	507	21.8	—	—
	20+ yrs	392	16.9	—	—
	Total	2,324		—	—
Bulk (DWT)	0~4 yrs	2,366	17.3	196.2	19.4
	5~9 yrs	2,495	18.2	203.2	20.1
	10~14 yrs	5,230	38.2	401.6	39.6
	15~19yrs	1,896	13.8	125.2	12.4
	20+ yrs	1,713	12.5	87.2	8.6
	Total	13,700		1,013.4	

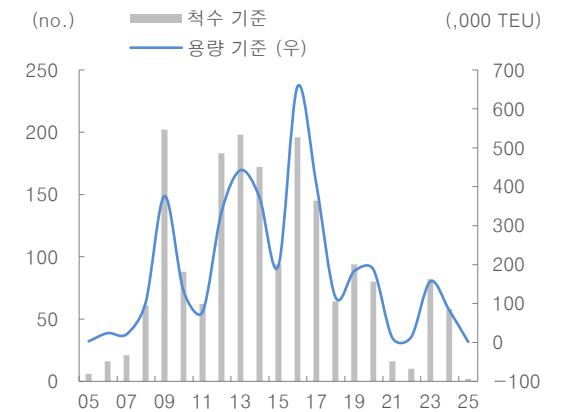
자료: Clarkson, 대신증권 Research center
주: Age Profile 기준은 2024년 말 기준

표15. 자체로 대체연료선박인 LNG 선 제외하고 친환경 전환이 저조한 편

	대체연료 추진 선박	전체 선대 대비 비중	대체연료 추진 선박 오더북	전체 오더북 대비 비중
탱커	193	1.1	181	14.5
벌크선	76	0.5	69	5.5
LPG 선	164	9.8	207	76.4
LNG 선	583	74.1	357	100
컨테이너선	167	2.5	408	58.3
전체	1994	1.8	1816	28.1

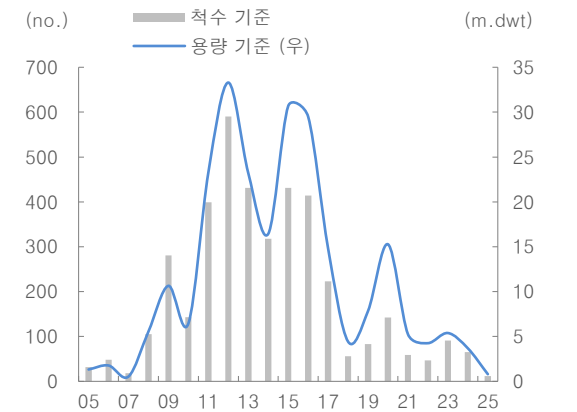
주: Orderboo 과 전체 fleet 은 2024.10 월 말 기준
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 19. 컨테이너 폐선량 추이



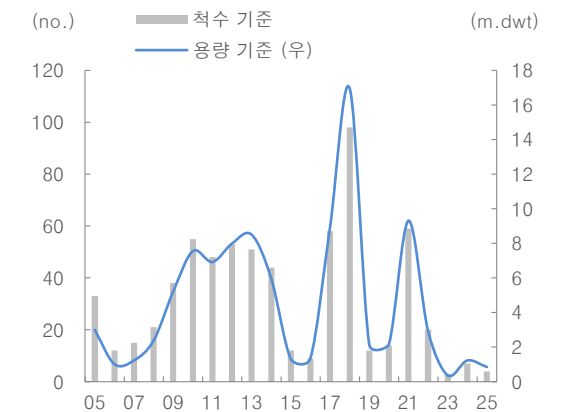
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 20. 벌크선 폐선량 추이



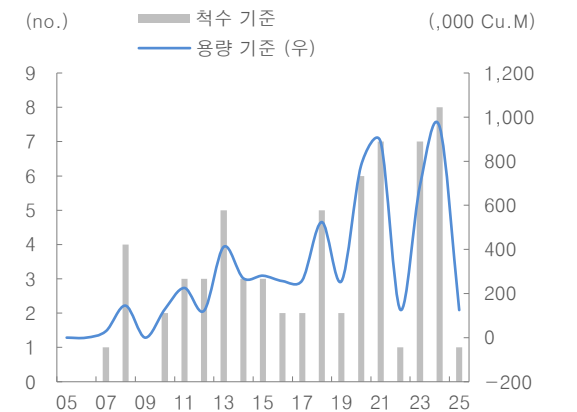
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 21. 탱커선 폐선량 추이



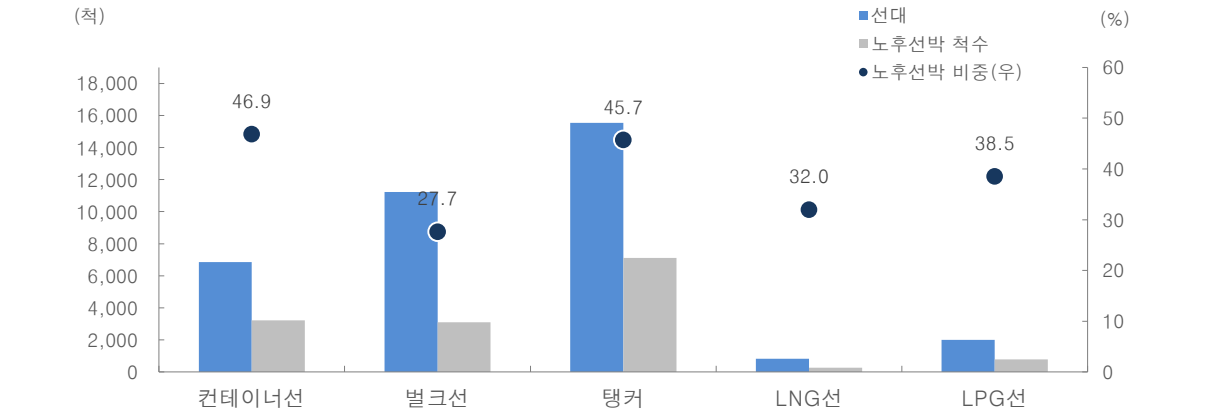
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 22. LNG 선 폐선량 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 23. 전체선박에서 노후선박 비중은 38%

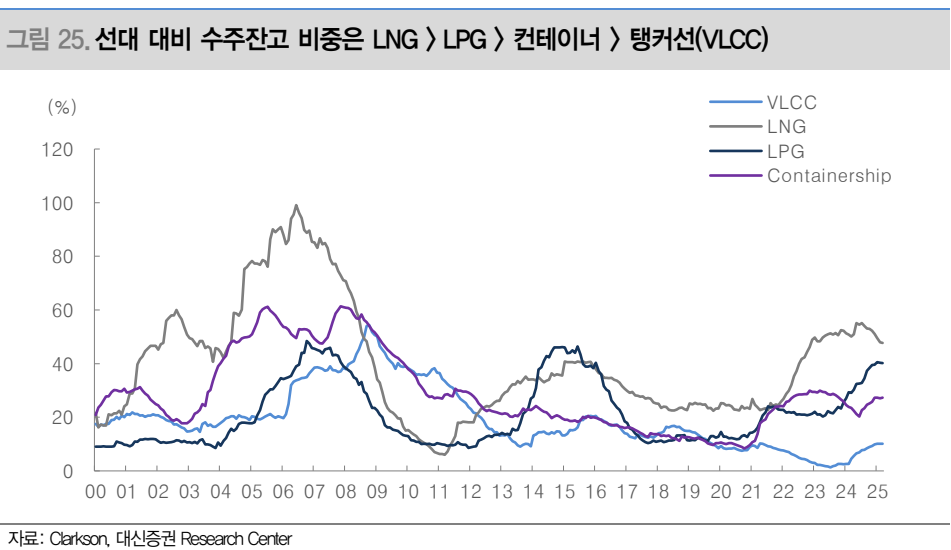
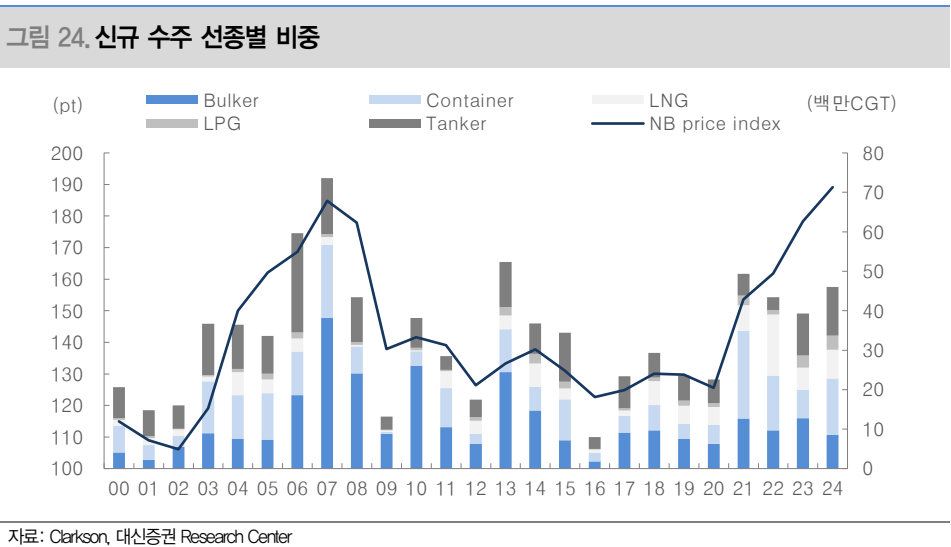


자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

V. 선종별 수주 전망

선종별 수주 전망: 탱커> 컨테이너선> LNG > LPG

전체적인 수주는 좋을 것이나 선종별로 그 강세에는 차이가 있을 것으로 전망한다. 선종 중 노후선대가 가장 높은 벌크선이 가장 수주 강세를 보일 것으로 판단하지만 국내 대형 조선소는 벌크선을 건조하지 않기 때문에 선종별 수주전망에서 제외했다. 벌크선은 선종 중 상대적으로 건조 기술 난이도가 높지 않고 수익성이 낮기 때문에 수주는 대부분 중국 조선소로 들어간다.



[컨테이너선] 미국향 중형 컨테이너선 발주 기대

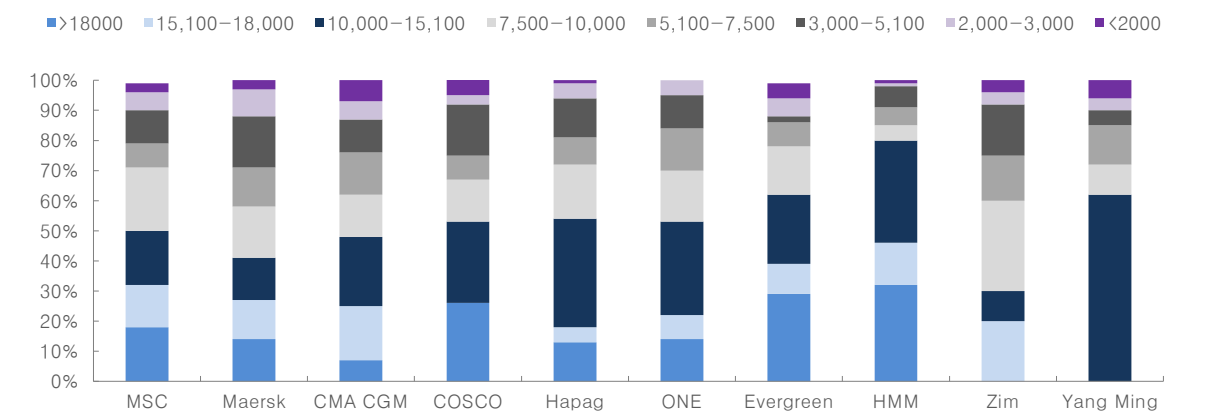
후터 반군의 재공격과 미-중 리스크 확대로 인해 해운사의 선대 전략이 재조정되는 추세이다. 그에 따라 미국 항만을 기항하는 주요 선종인 중형 컨테이너선 위주의 발주세가 이어질 것으로 판단한다.

일단락 되는 줄 알았던 후터 반군의 재습격으로 인해 해운선사들은 수에즈 운하 통과 여부를 두고 고심하며 여전히 희망봉 우회항로를 통해 기항 중이다. 톤마일 감소로 인한 선박량 과잉 공급 우려는 그로 인해 일시적으로 해소되었다. 여기에 더해 미국의 중국산 선박에 대한 지정학적 리스크가 부각되고 있다. 중국 조선소에 발주 비중이 높았던 글로벌 해운선사들은 선대 포트폴리오 리스크를 분산하기 위해 한국 조선소에서 물량 확보를 추진할 가능성이 높아지고 있다.

현재 기준 컨테이너선 수주잔고를 살펴보면, 초대형 컨테이너선(15,200~24,000TEU)의 척수 기준 비중은 32%이며, 중형 컨테이너선(10,000~15,199TEU)은 24%를 차지하고 있다. 특히 아시아-미국 노선을 운항하는 선박의 경우 파나마 운하의 통과 조건으로 인해 대부분 중형 선박으로 구성된다. 최근 가뭄으로 인해 파나마 운하의 제한 흘수가 낮아지면서, 동안(미국 동부)으로 진입하는 선박의 평균 사이즈는 10,000~15,000TEU 수준으로 줄었고, 서안(미국 서부)의 경우 평균 10,000 TEU 미만 선박이 주로 운항되고 있다.

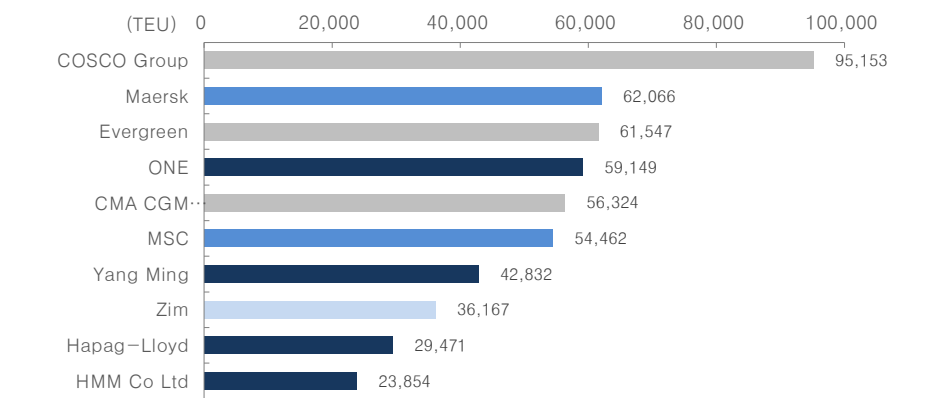
이처럼 글로벌 해운 환경이 초대형에서 중소형 선박 중심으로 재편되는 과정에서, 다양한 선형을 고효율로 건조할 수 있는 기술과 납기 대응력을 갖춘 한국 조선업체들의 경쟁력이 더욱 부각된다. 또한 지정학적 리스크 회피 수요가 중국에서 한국으로 이동하는 구조 역시 한국 조선사에 중형 컨테이너선 수주 확대라는 기회를 제공할 것이다.

그림 26. Operating Containership Size TEU range by Liners



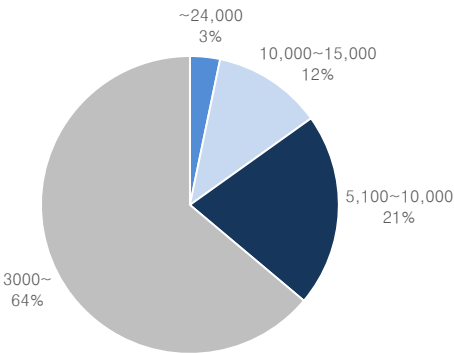
자료: Alphaliner, 대신증권 Research Center

그림 27. FE-US Weekly capacity TEU by Liner



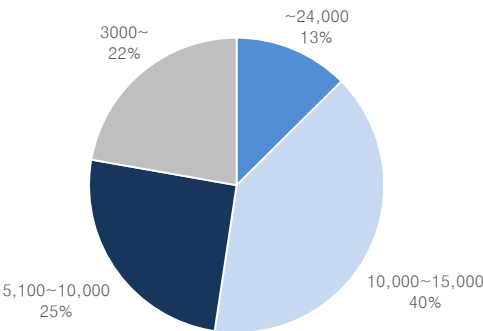
자료: Alphaliner, 대신증권 Research Center

그림 28. 현존선대: 컨테이너선 척수 기준 비중



자료: Alphaliner, 대신증권 Research Center

그림 29. 수주잔고: 컨테이너선 척수 기준 비중



자료: Alphaliner, 대신증권 Research Center

[탱커선] 2025년 수요 증가로 발주 늘어날 전망

탱커선은 노후선박 비중 증가와 친환경 모멘텀으로 인해 교체 수요가 발생할 것으로 예상되는 선종 중 하나이다. 지난 몇 년 간 탱커의 노후 선박 교체 수요는 다른 선종에 비해 상대적으로 더뎠다. 이는 유가 하락의 여파로, 해운사들이 발주를 보류한 결과였다.

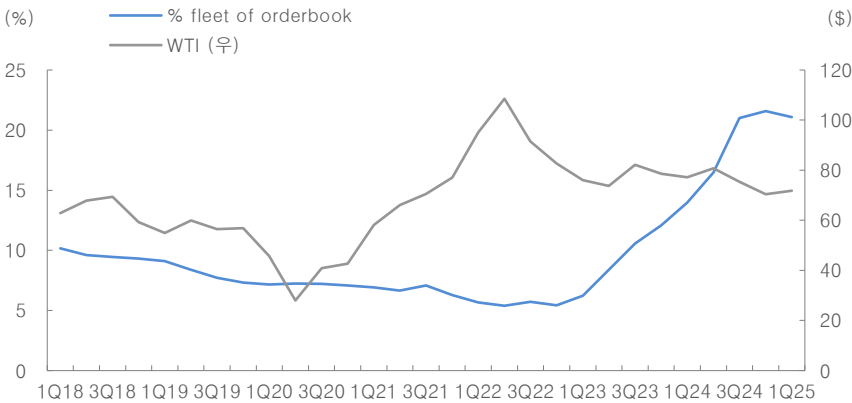
탱커선 발주량은 유가와 밀접한 상관관계를 가지며, 유가가 상승하면 원유 해상 물동량이 증가해 탱커선 발주량이 늘어나는 경향이 있다. 그러나 바이든 행정부의 탈탄소 에너지 전환 정책과 OPEC의 원유 감산 기조로 인해 원유 해상 운송 수요가 줄어들 가능성이 커졌다. 또한 러시아 원유 수출 제재로 인해 일부 지역에서는 원유 물동량이 감소하여 탱커 선주들이 신규 선박 발주에 소극적인 태도를 유지했다.

하지만 노후선박의 비중이 선종 중 가장 높고, IMO의 환경 규제 시행에 따라 일부 고령의 선박들은 교체가 불가피하다. 노르웨이의 원유선사 Frontline은 향후 10년간 선령 20년 이상의 노후 선박이 급증함에 따라 신조 탱커 수요가 약 1,300척에 이를 것으로 전망한 바 있다. 2000년대 이후 집중적으로 발주된 선박들이 선대의 고령화를 가속화시켜 전체 평균 선령이 28~30년으로 대폭 상승했다.

2024년 들어 탱커 신규 수주가 점차 증가하고는 있지만, 전체 선박량 대비 수주잔고 비중은 여전히 20%대에 머무르고 있다. 선종별로는 VLCC 400척, Suezmax 300척, Aframax 400척, LR2 187척의 신조 수요가 중장기적으로 발생할 것으로 판단한다.

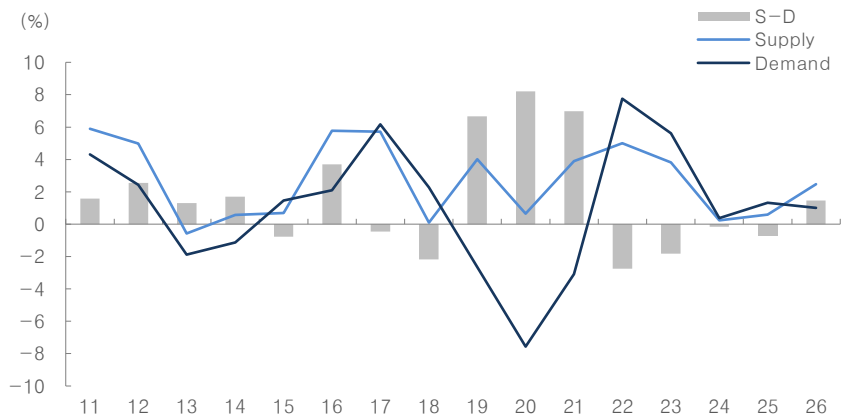
이러한 흐름은 고사양·친환경 유조선 건조 역량을 보유한 한국 조선업체에 명확한 수혜로 작용할 전망이다. 특히 탄소 배출 규제 강화 속에서 LNG 이중연료 추진 기술 등 친환경 솔루션을 갖춘 한국 조선소는 글로벌 탱커 수요 증가에 효과적으로 대응할 수 있으며, 경쟁국 대비 기술력과 신뢰도 측면에서 우위를 점하고 있다. 따라서 본격화되는 유조선 교체 사이클은 한국 조선업체들의 수주 확대 기회로 이어질 것으로 기대한다.

그림 30. 탱커선 전체 선대 대비 수주잔고 비율 및 유가 추이 비교



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 31. 탱커선 S&D



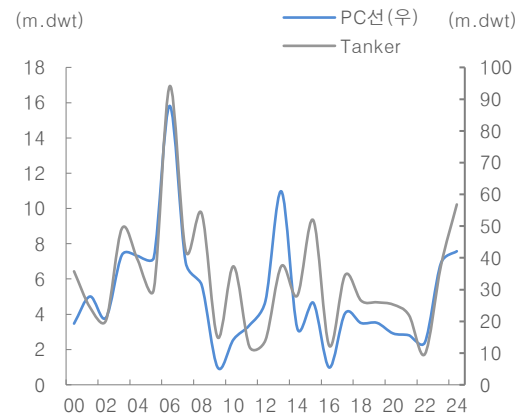
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 32. PC 선과 탱커선 선복량 대비 수주잔고 비중



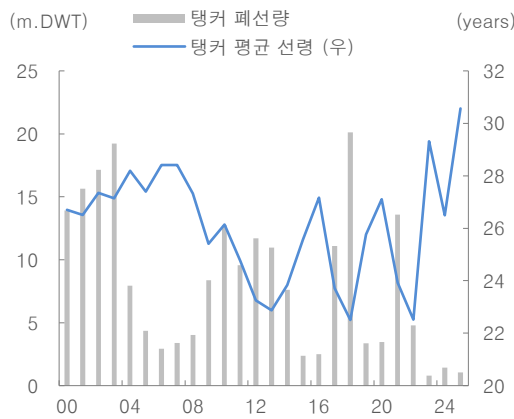
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 33. PC 선과 탱커선의 신규 발주 추이



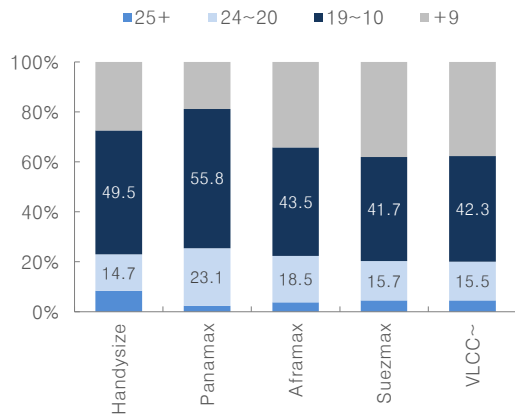
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 34. 탱커선의 더딘 폐선으로 평균 선령은 증가



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 35. 탱커선의 선령 비중은 10~19년에 집중됨



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center
주: 척 수 기준으로 선종별 비중 계산

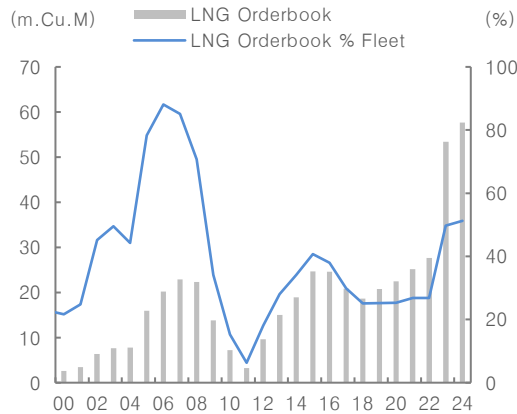
[LNG선] LNG 터미널 승인 증가 예상에 따라 수주 강세 유지 전망

글로벌 LNG 수요 확대와 미국 중심의 수출 확대 기조는 LNG선 발주를 장기적으로 견인할 전망이다. Shell은 2024년 LNG 전망 보고서를 통해 중국이 석탄에서 천연가스로 산업용 에너지원 전환을 가속화하고 있으며, 남아시아 및 동남아시아 국가들 또한 경제 성장을 위해 LNG 사용을 확대하고 있다고 전했다. 이러한 흐름에 따라 2040년까지 글로벌 LNG 수요는 현재 대비 50% 이상 증가할 것으로 전망한다. 여기에 트럼프 행정부의 정책 기조로 인한 미국발 수출 증가까지 더해지면서, LNG 운반선에 대한 수요는 2030년 이후에도 꾸준히 지속될 것으로 보인다. 글로벌 LNG 가동 프로젝트는 2030년 이후로도 지속적으로 확대되고 있으며, 이후 완공되는 LNG 터미널에서 나오는 물량을 운반할 LNG선 발주가 지속적으로 필요하다. 현재 건설 중인 프로젝트 규모는 약 249.3mtpa로, 약 322척의 LNG선이 필요하다. 또한 FEED 단계에 있는 프로젝트는 254mtpa로, 약 413척의 LNG선 수요가 잠재되어 있다.

최근 발주되는 LNG선은 대부분 2029년 납기를 기준으로 하며, 이는 현재 진행 중인 LNG 프로젝트에 투입될 선박들이다. 이로 인해 단기적으로는 공급 과잉에 대한 우려가 일부 존재하지만, 장기적으로는 2030년 이후를 겨냥한 운송 수요에 기반한 신규 발주가 다시 본격화될 가능성이 높다. 특히 협의 중인 프로젝트는 총 422.2mtpa 규모로, 약 517척의 선박 수요가 발생할 것으로 예상된다. 트럼프 행정부의 LNG 수출 역량 강화 기조를 고려할 때, 이러한 프로젝트에 대한 승인 절차는 더 수월해질 것이며, 이에 따라 선박 수요는 더욱 확대될 가능성이 크다. 더욱이 에너지 안보와 직결된 LNG 수출의 안정성 확보를 위해 미국 정부는 동맹국 조선소에 LNG선 발주를 추진할 가능성이 높으며, 이로 인해 선박 확보는 정부 주도 아래 안정적으로 진행될 수 있다.

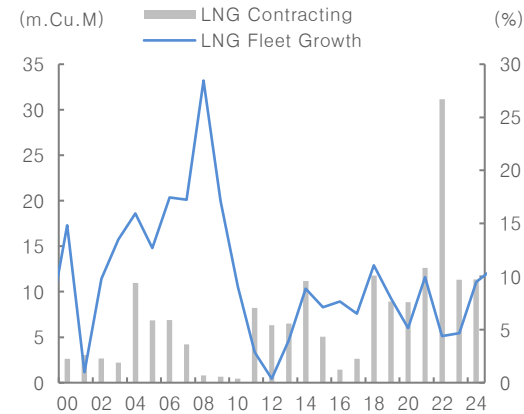
결국 LNG선 발주에 필요한 조선소 공급처는 제한적이다. 특히 한국 조선소들은 세계 최고 수준의 LNG선 건조 기술력을 보유하고 있으며, 현재 수주잔고가 3.5년 이상 채워져 있어 수주 경쟁에 있어 유리한 위치에 있기 때문에 높은 수준의 선가를 유지하면서도 안정적으로 LNG선 수주를 이어갈 수 있을 것으로 판단한다.

그림 36. LNG 선 수주잔고 및 선복량 대비 비중



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 37. LPG 선 신규수주 및 선복량 증가율



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표16. LNG Liquefaction Projects Under Construction

	Country	Project	Export Capacity mtpa	FID Date	Expected Start Up	Est. Ship Size	Est Vessel Requirement
1	Canada	LNG Canada	14.00	Oct-18	2025	174,000	15
2	Congo	Marine XII Phase 2 (FLNG)	2.40	Dec-22	2025	174,000	3
3	Denmark	Nordliq BioLNG	0.02	N/A	2025	10,000	1
4	Nigeria	Nigeria LNG Train 7	4.20	Dec-19	2025	174,000	6
5	Qatar	North Field LNG Expansion Train 1	7.80	Feb-21	2025	174,000	9
6	Russia	Arctic LNG 2 Train 2	6.60	Sep-19	2025	174,000	9
7	US	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 2	1.40	Jun-22	2025	174,000	3
8	US	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 3	1.40	Jun-22	2025	174,000	3
9	Australia	Pluto LNG Train 2	8.00	Nov-21	2026	174,000	4
10	Gabon	Cap Lopez (FLNG)	0.70	Feb-23	2026	174,000	1
11	Iran	Asaluyeh LNG	1.50	N/A	2026	174,000	2
12	Iran	Iran LNG	10.80	N/A	2026	174,000	14
13	Mexico	Energia Costa Azul LNG	+	Nov-20	2026	174,000	4
14	Qatar	North Field LNG Expansion Train 2	7.80	Feb-21	2026	174,000	8
15	Qatar	North Field LNG Expansion Train 3	7.80	Feb-21	2026	174,000	9
16	Qatar	North Field LNG Expansion Train 4	7.80	Feb-21	2026	174,000	8
17	US	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 4	1.40	Jun-22	2026	174,000	3
18	US	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 7	1.40	Jun-22	2026	174,000	3
19	US	Golden Pass LNG Train 1	6.03	Feb-19	2026	174,000	9
20	US	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 5	1.40	Jun-22	2026	174,000	3
21	US	Golden Pass LNG Train 2	6.03	Feb-19	2026	174,000	9
22	US	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 6	1.40	Jun-22	2026	174,000	3
23	US	Plaquemines LNG Phase 2	13.82	Mar-23	2026	174,000	13
24	Canada	Woodfibre LNG	2.10	N/A	2027	174,000	2
25	Malaysia	ZFLNG (FLNG)	2.50	Dec-22	2027	174,000	3
26	Mexico	Altamira Onshore – Fast FLNG 2	1.40	N/A	2027	174,000	1
27	Qatar	North Field LNG Expansion Train 5	7.80	Feb-21	2027	174,000	9
28	US	Golden Pass LNG Train 3	6.03	Feb-19	2027	174,000	8
29	US	Port Arthur LNG Train 1	6.50	Mar-23	2027	174,000	6
30	Canada	Cedar (FLNG)	3.30	Jun-24	2028	174,000	3
31	Canada	Tilbury Phase 1b LNG Expansion	0.65	N/A	2028	10,000	1
32	Indonesia	Teluk Bintuni (FLNG)	1.20	Jun-24	2028	174,000	1
33	Oman	Marsa LNG	1.00	Apr-24	2028	12,500	1
34	Qatar	North Field LNG Expansion Train 6	7.80	Feb-21	2028	174,000	8
35	Russia	Arctic LNG 2 Train 3	6.60	Sep-19	2028	174,000	9
36	Russia	Baltic LNG	13.00	N/A	2028	174,000	14
37	US	Port Arthur LNG Train 2	6.50	Mar-23	2028	174,000	6
38	Mozambique	Mozambique LNG	13.12	Jun-19	2029	174,000	17
39	Qatar	North Field LNG Expansion Train 7	8.00	Feb-24	2029	174,000	11
40	U.A.E.	Al Ruwais LNG	9.60	Jun-24	2029	174,000	10
41	US	Rio Grande LNG Phase 1	16.20	Jul-23	2029	174,000	35
42	US	Woodside Louisiana LNG 1	5.52	N/A	2029	174,000	12
43	Qatar	North Field LNG Expansion Train 8	8.00	Feb-24	2030	174,000	11
44	US	Woodside Louisiana LNG 2	5.52	N/A	2030	174,000	12
Total			249.30				322

자료 : Clarkson, 대신증권 Research Center

표17. LNG Liquefaction Projects in FEED Process Underway/Agreements Signed

	Country	Project	Export Capacity mtpa	FID Date	Expected Start Up	Est. Ship Size	Est Vessel Requirement
45	Argentina	Vaca Muerta Phase 1 FLNG 1	5.00		2027	174,000	2
46	Argentina	Vaca Muerta Phase 1 FLNG 2	5.00		2027	174,000	9
47	US	Galveston LNG Bunker Port	0.40	2026	2027	20,000	1
48	Canada	Tilbury Phase 2 LNG Expansion	2.50		2028	100,000	1
49	Canada	LNG Canada Phase 2	14.00		2028	174,000	15
50	Mexico	Amigo LNG Train 2	3.60	2028	2028	174,000	6
51	Mexico	Amigo LNG Train 1	4.20	2028	2028	174,000	7
52	US	Freeport LNG Train 4	5.10	2028	2028	174,000	11
53	US	Gulf LNG Phase 1	5.00	2028	2028	174,000	11
54	US	Monkey Island LNG	0.33	2028	2028	8,000	1
55	US	Port Arthur LNG Phase 2	13.50		2028	174,000	28
56	US	Texas LNG	4.00	2029	2028	174,000	8
57	US	CP2 LNG Phase 1	10.00	2028	2028	174,000	22
58	Australia	Equus (FLNG)	2.00	2029	2029	174,000	2
59	Mexico	Puerto Libertad LNG	14.00	2027	2029	174,000	19
60	Papua N. G	Papua LNG	5.60	2029	2029	174,000	5
61	US	Port Delfin 1 (FLNG)	3.25	2027	2029	174,000	7
62	US	Commonwealth LNG	9.50	2021	2029	174,000	18
63	US	Gulf LNG Phase 2	5.00	2021	2029	174,000	10
64	US	Eagle LNG	0.90	2028	2029	40,000	1
65	Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.00		2030	174,000	6
66	Mozambique	Rovuma LNG	7.60	2020	2030	174,000	10
67	Oman	Qalhat LNG Train 4	3.80	2029	2030	174,000	4
68	Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.40		2030	174,000	2
69	Russia	Yakutia LNG	18.00	2027	2030	174,000	8
70	US	Lake Charles LNG Train 1	5.50	2027	2030	174,000	12
71	US	Magnolia LNG Trains 1–2	4.40	2030	2030	174,000	9
72	US	Magnolia LNG Trains 3–4	4.40	2030	2030	174,000	9
73	US	Cameron LNG Train 4	6.75	2028	2030	174,000	15
74	Israel	Leviathan (FLNG)	4.50		2031	174,000	3
75	US	Port Fourchon LNG Phase 1	10.00	2031	2031	174,000	10
76	US	Sabine Pass Expansion	20.00	2028	2031	174,000	44
77	Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.00		2032	174,000	5
78	US	Lake Charles LNG Train 2	5.50		2032	174,000	12
79	US	Delta LNG Phase 1	10.00	2029	2032	174,000	22
80	US	Lake Charles LNG Train 3	5.50		2033	174,000	12
81	US	Delta LNG Phase 2	10.00	2030	2033	174,000	22
82	US	Rio Grande LNG Phase 2	10.80		2035	174,000	24
Total			254.03				413

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

Appendix. 해운 친환경 규제 개요

더 이상 물러서지 않는 IMO

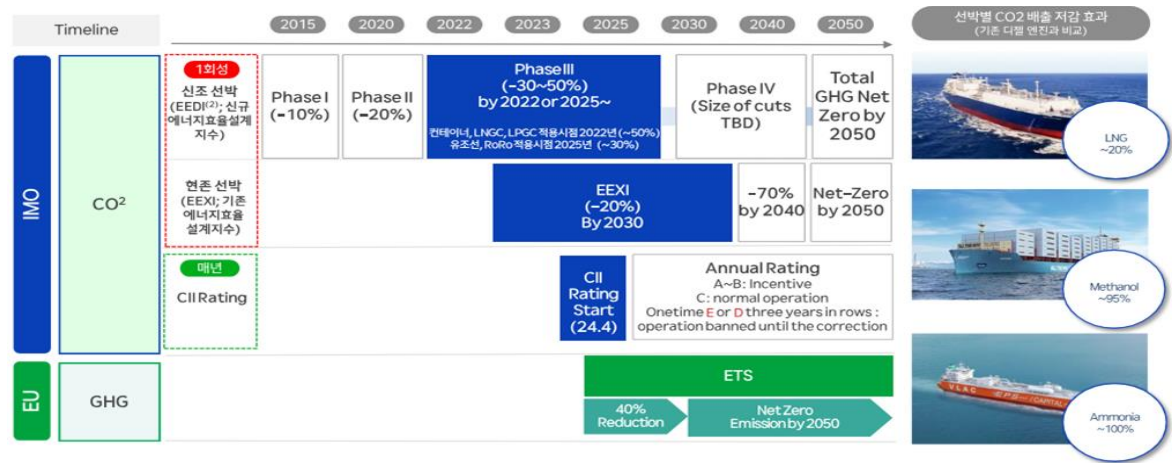
지구는 환경오염으로 몸살을 앓고 있다. 가장 많이 대두되는 요인은 온실가스 배출이다. 국제해사기구(IMO)에 따르면 전 세계 해운 부문의 온실가스 배출량은 2022년 기준 8.6억 톤으로 총배출량의 약 1.6%를 차지한다. 아주 작은 비중 같지만, 이를 국가별 온실가스 배출량과 비교해보면 7위인 인도네시아의 배출량보다 조금 낮고, 8위인 인도보다 높은 수준이다. 해운 부문을 개별 국가라고 가정하면, 배출량 기준 세계 8위에 위치한다.

해운업 온실가스 배출량의 대부분은 선박이 운행 중에 배출하는 배기가스다. 선박 연료로는 화석연료의 채택 비중이 높고 화석연료는 연소 과정에서 황산화물, 질소산화물, 미세먼지는 물론 비메탄계 휘발성 유기화합물, 일산화탄소, 이산화탄소 등 많은 온실가스를 배출한다. 선박에서 배출하는 대기오염물질에 대한 우려가 확산되면서 IMO의 환경규제가 강화되고 있다. 기름이나 유해 액체물질처럼 직접적으로 해양을 오염시키는 물질만 규제하던 형태에서 질소산화물, 황산화물 등 선박기인 대기오염물질로 규제 대상을 확대했고, 선박에 대한 기술적 규제에 더해 운항적 규제도 도입 중이다.

현재 강화 중인 규제에 대응하기 위해 가장 필요한 것은 CO2 배출량을 줄이는 것이며, 가장 근본적 변화를 가져올 수 있는 방안은 ‘저탄소’ 또는 ‘무탄소’인 대체 연료로의 전환이다. 대체 연료 추진 선박으로의 선대 교체가 시작될 것으로 보인다.

2023년 7월, IMO는 국제 해운 부문의 온실가스 순배출량을 제로(0)로 만드는 목표 시점을 2050년으로 결의했다. 2030년까지 해운 시장 내 탄소집약도를 2008년 대비 최소 40%, 2050년에는 70% 감축한다는 로드맵을 제시했다. 해운업이 탈탄소화 경로를 지키려면, 2030년까지 무탄소 연료가 전체 국제 해운 에너지 믹스의 5%를 차지해야 한다. IMO 역시 2030년 국제 해운에서 사용하는 에너지의 10%를 온실가스배출량이 제로 또는 거의 제로에 가까운 에너지원으로 채택해야 한다고 규정하지만 2022년 기준 현존 선박의 친환경 대체 연료 사용 비중은 1.2%에 불과하다.

그림 38. IMO와 EU의 친환경 규제 시행 타임라인

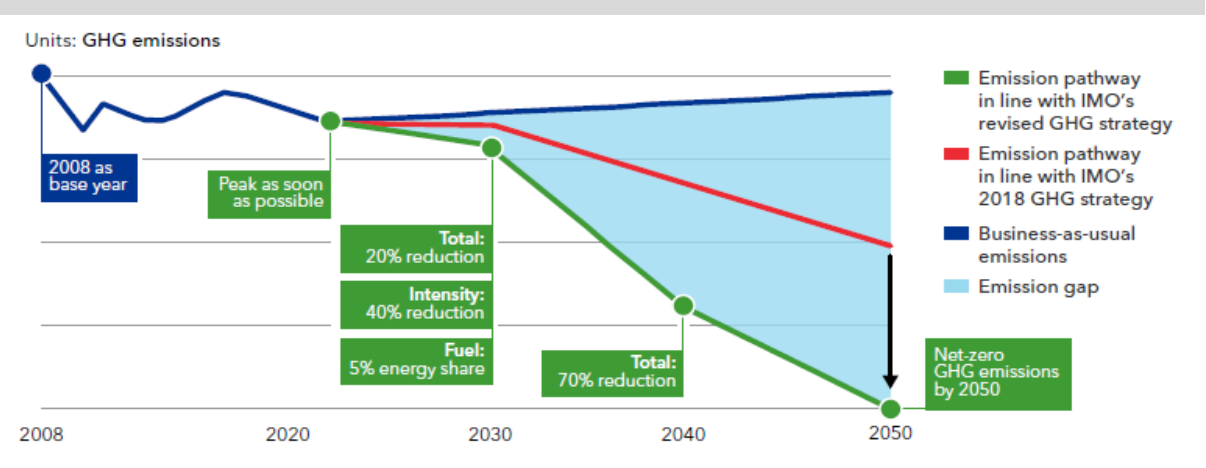


자료: IMO, HD한국조선해양, 대신증권 Research Center

국가 단위의 규제도 강화 중이다. 유럽연합(EU)은 해운업을 탄소배출권 할당 대상 산업에 추가하기로 결정했을 뿐 아니라 EU 해역에서 운항 및 기항하는 선박을 대상으로 온실가스배출 비용을 부담하도록 하고, 친환경 에너지원으로서의 단계적 전환을 의무화하는 제도를 시행한다. 환경규제에 상대적으로 미온적인 미국 의회도 118대 국회에서 해운업의 친환경 전환을 주제로 4건의 법안을 발의했다.

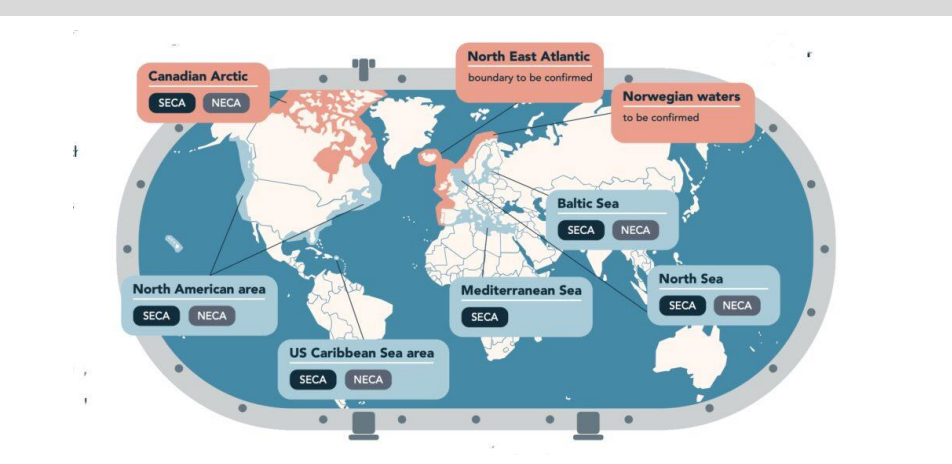
선박이 운행되는 해역의 규제도 법안에 맞추어 시행되고 있다. 친환경에 가장 적극적인 유럽 권역 근처의 해역은 이미 황산화물과 탄소배출 감축을 명령시키고 있고, 최근 법안을 발의한 미국의 경우 역시 순차적으로 규제 지역 확대 계획을 보유하고 있다. 해상물동량의 대부분이 미주-아시아 노선인만큼 선사들은 친환경 선박을 발주할 수밖에 없는 상황이다.

그림 39. IMO의 온실가스 배출 목표치 상황



주: 제 80 차 MEPC 회의자료 내용 도표화
자료: DNV maritime Forecast to 2050, 대신증권 Research Center

그림 40. 황산화물과 탄소배출 제한 해역 역시 확대될 전망

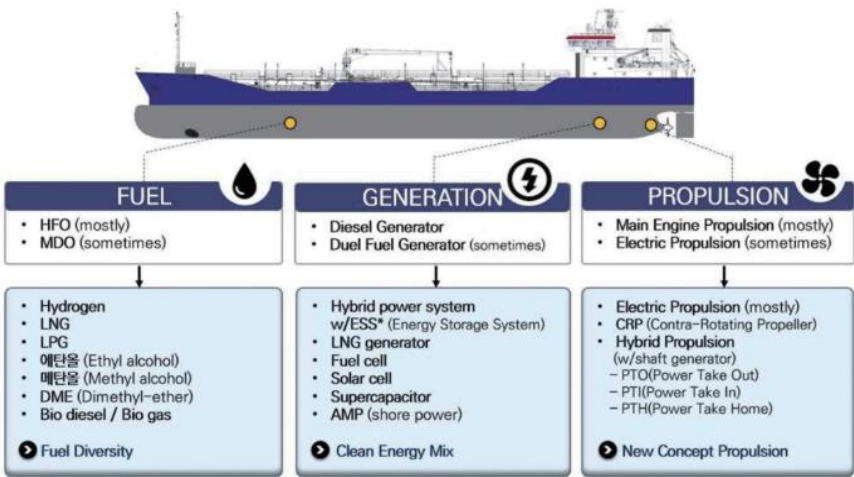


주: SECA는 SOx와 PM 감축 지역, NECA는 NOx 감축지역; 주황색은 이미 시행 중인 해역, 파란색은 시행 예정인 해역
자료: Clean Arctic Alliance, 대신증권 Research Center

친환경 선박이란

IMO가 말하는 친환경 선박은 기존 선박보다 연비가 좋고 대기 및 해양 오염 물질 배출량을 획기적으로 줄여 새로운 국제 환경 규제를 충족하는 선박을 말한다. 국내 ‘환경친화적 선박의 개발 및 보급 촉진에 관한 법률’에서는 환경친화적 선박을 다음 중 하나에 해당하는 선박으로 정의하고 있다. ① 해양오염을 저감하는 기술을 적용하거나 선박 에너지효율을 높일 수 있는 기술을 사용하여 설계된 선박으로서 기준에 적합한 선박 ② 액화천연가스 등 환경친화적인 에너지를 동력원으로 사용하는 선박 ③ 전기 공급원으로부터 충전받은 전기에너지를 동력원(動力原)으로 사용하는 전기추진선박 ④ 휘발유·경유·액화석유가스·천연가스 또는 연료와 전기에너지(전기 공급원에서 충전받은 전기에너지 포함)를 조합하여 동력원으로 사용하는 하이브리드 선박 ⑤ 수소 등을 사용하여 발생시킨 전기에너지를 동력원으로 사용하는 연료전기추진선박

그림 41. 친환경 선박의 기준 (연료, 엔진, 추진기관)



자료: 해양수산부, 대신증권 Research Center

표18. 친환경 규제 종류

	기술적 규제		운항상 규제
규제조치	EEDI	EEXI	CI
개요	Energy Efficiency Design Index 에너지효율설계지수	Energy Efficiency eXisting ship Index 현존선박에너지효율지수	Carbon Intensity Index 탄소집약도지수
도입시기	2013.01.01~	2023.01.01~	2023.01.01~
산출 방식	단위 톤마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값		IMO DCS를 통해 측정된 연료 소모량을 토대로 실제 탄소배출량 측정하여 등급 산정
적용대상	신조선 400gt ↑	신조선+기존선박 400gt ↑	신조선+기존선박 5,000gt ↑
규제내용	Phase1 ('13~): 08년 대비 탄소배출량 10% 저감 Phase2 ('20~): 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 Phase3 ('25~): 08년 대비 탄소배출량 30% 저감	EEDI Phase 2와 3(일부 조정 포함)에 적용되는 모든 신조 및 기존 선박에 동일하게 적용 Phase2 ('20~): 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 Phase3 ('25~): 08년 대비 탄소배출량 30% 저감	매년 A~E 등급 부여, A,B 등급 선박에 항만당국 인센티브 부여, E 등급을 받거나 3년 연속 D 등급을 받을 시 1) Corrective Action Plan 제출; 2) 폐선

자료: IMO, 대신증권 Research Center

친환경 규제의 영향력을 보였던 유조선 원유 유출 사건

1989년, 청정지역으로 유명한 알래스카의 프린스 윌리엄스 앞바다에서 유조선 Exxon Valdez호가 좌초되면서 174만 킬로리터의 원유가 유출된 적이 있다. 기름 제거 작업에만 3년이 걸렸고 당시 한화로 약 2조원의 비용이 투입되었다. 해당 사고 이후 미국 의회는 유조선의 이중 선체를 의무화하는 등 사고 방지를 위한 대책을 마련했다. 1994년 이후 미국 항구에서는 이중선체 탱커선만 입항을 허용, IMO에서는 단일선체 유조선을 2005년부터 퇴출기로 결정한 점이다. 그에 따라 선사들은 이중선체 탱커선에 투자하여 기존 단일선체 탱커선을 대체하는 수요가 2006년부터 폭증하게 되었다.

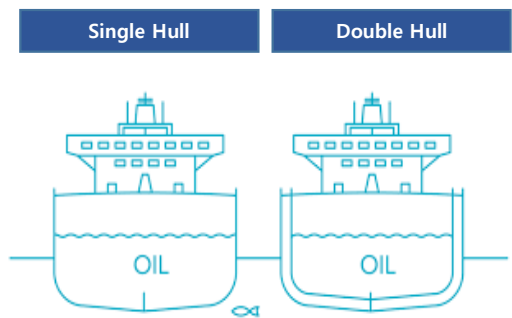
당시 규제 대상은 유조선 한정이었지만 도래하는 친환경 규제는 전체 선종을 대상으로 광범위하게 진행되기 때문에 산업 전체적으로 새로운 수요를 이끌어낼 수 있을 것으로 전망한다.

그림 42. 유조선이 좌초된 알래스카 해협의 오염지역



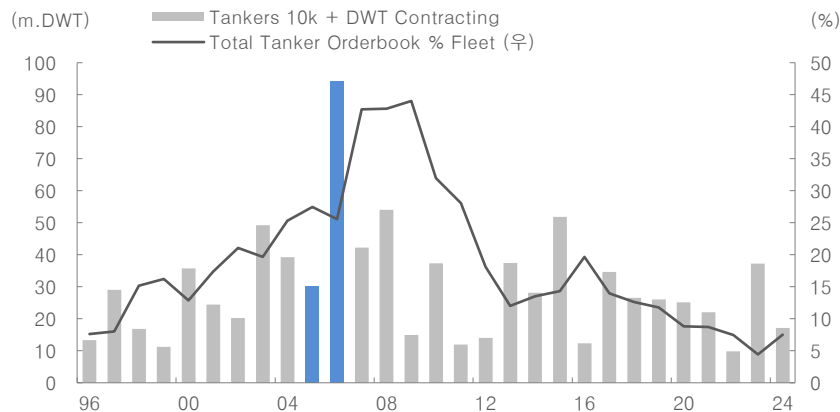
자료: 언론취합, 대신증권 Research Center

그림 43. 단일선체/이중선체 형태



자료: Environpedia, 대신증권 Research Center

그림 44. 단일선체 유조선 퇴출에 따라 폭발적으로 늘어난 탱커 신조발주



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

기업분석

HD현대
중공업
(329180)

이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

신규

6개월

목표주가

360,000

신규

현재주가

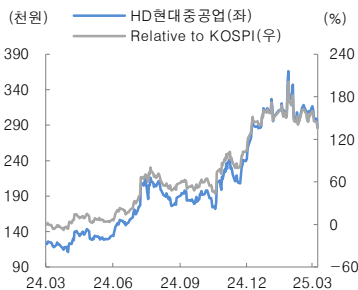
(25.03.25)

287,000

조선업종

KOSPI	2,615.81
시가총액	25,478십억원
시가총액비중	1.19%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	366,000원 / 111,300원
120일 평균거래대금	935억원
외국인지분율	10.21%
주요주주	HD한국조선해양 외 1인 75.03% 국민연금공단 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.8	5.5	46.6	130.2
상대수익률	-6.3	-1.6	45.5	140.9



Innitiation

조선 터줏대감

- 고부가가치선박 중심의 수주 잔고가 인도되며 이익 확대
- 엔진사업부의 제품 믹스 개선으로 이익 개선 효과
- 이지스 구축함 건조 이력으로 미 해군 군함 건조 기대

투자의견 매수, 목표주가 360,000원으로 신규 제시

HD현대중공업을 조선 업종 중 Top-pick으로 제시. 목표주가 360,000원(Upside +25.4%)은 2007년~2009년 국내 조선사 3년 평균 PER 41.4x에 20% 할증을 적용

고부가가치 상선, 엔진, 군함, 빠지는 거 하나 없다

투자포인트는 1)고선가 수주물량의 매출 인식으로 상선 부문의 마진 개선; 2)엔진 사업부의 수직계열화를 통한 마진 확대; 3) 해군 MRO와 더불어 이지스 구축함 건조 가능한 유일한 조선소이다. 이미 2024년에 실적 턴어라운드를 이루어낸 상황에서 높은 마진의 선종 매출 인식, 제품 믹스 개선으로 마진이 극대화된 엔진 사업부, 특수선 건조 수주 가능성 확대는 2025년 실적에 대한 기대감을 높이는 요소임

1Q25 매출액 4.3조, 영업이익 3,196억원 전망

동사의 1Q25 매출액은 4조 2,832억원(+43.4% yoy), 영업이익 3,196억원(+1403%)로 전망. 사업부문별 매출액은 [조선] 매출액 2조 9,181억원(+35.4% yoy), 영업이익 1,996억원(+221.5% yoy), [해양플랜트] 매출액 5,877억원(+43.4% yoy), 영업이익 250억원(-132.2% yoy), 영업이익률 4.2% [엔진기계] 7,771억원(+10.6% yoy), 영업이익 950억원(+25.0% yoy)으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,547	17,359	18,249
영업이익	179	705	1,293	1,368	1,611
세전순이익	34	798	829	1,099	1,368
총당기순이익	25	622	646	856	1,065
지배지분순이익	25	622	646	856	1,065
EPS	278	7,001	7,274	9,637	12,002
PER	463.9	41.1	39.5	29.8	23.9
BPS	58,660	64,259	69,246	76,191	85,505
PBR	2.2	4.5	4.1	3.8	3.4
ROE	0.5	11.4	10.9	13.3	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

I . 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 360,000 원으로 신규 제시

HD현대중공업은 투자 의견 매수, 목표주가 360,000원(Upside +25.4%), 조선사 중 Top-Pick으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2007년부터 2009년까지 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4x에 20% 할증을 적용하여 산출하였다. 할증 요인은 미국의 대중견제로 인해 상선 부문에서 글로벌 MS 확장과 미국의 방산 일감 수주 기대감이다

표19. HD 현대중공업 Valuation

	07~09Y Avg	25F	26F	27F	비고
EPS (원)		7,274	9,637	12,002	
PER (End)		43.5	32.8	26.4	
PER (Avg.)		42.7	32.2	25.9	
Target PER (x)	41.4				06~09 평균 PER 적용
		49.7			20% 할증
적정가치 (원)		360,000			
현재주가 (03/19)		299,500			
Upside (%)		20.5			

자료: 대신증권 ResearchCenter

1Q25 Preview

동사의 2025년 연간 매출액은 16.5조(+14.2% yoy), 영업이익은 1.3조원(+83.3% yoy)로 전망한다.

1Q25 매출액은 4조 2,832억원(+43.4% yoy), 영업이익 3,196억원(+1403%), 사업부문별 매출액은 [조선] 매출액 2조 9,181억원(+35.4% yoy), 영업이익 1,996억원(+221.5% yoy), [해양플랜트] 매출액 5,877억원(+43.4% yoy), 영업이익 250억원(-132.2% yoy), 영업이익률 4.2% [엔진기계] 7,771억원(+10.6% yoy), 영업이익 950억원(+25.0% yoy)으로 전망한다.

[조선] 동사는 2025년 조선 수주 목표치를 63억 달러로 전년동기대비 13.2% 상향했다. 2025년에 인도될 선박의 물량 비중은 높은 선가로 형성되어있는 대형 컨테이너선과 LNG 운반선이 78%를 차지한다. 더불어 선가 상승기인 2022년부터 수주한 물량이 매출로 인식되어 2025년도 매출 성장을 견인할 전망이다

[엔진] 고부가가치선박과 친환경 연료 추진선 발주가 급증함에 따라 선박에 탑재되는 이 중연료 엔진에 대한 수요 역시 늘어난다. 현재 고부가가치 선박들이 수주잔고에 쌓여있어 엔진의 매출 역시 동반 성장할 것이며 계열사간의 엔진 사업부문 수직계열화로 마진의 개선 역시 이루어질 것으로 예상한다.

표20. HD 현대중공업 분기 및 연간 실적 추정치 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,400.0	1,400	1,420	1,400	1,363	1,405	1,325
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,430.0	1,400	1,420	1,400	1,472	1,400	1,300
YoY	13.5	26.7	26.5	17.4	43.4	9.6	14.7	-3.4	4.3	3.1	-5.7
QoQ	-12.5	30.0	-7.1	11.0	6.9	-0.6	-2.7	-6.6	-	-	-
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	186.3	187	188	188	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	2.6	1.1	-0.4	-0.6	9.2	0.6	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.6	0.6	0.3	0.2	-	-	-
후판가격(달러톤)	908	864	829	833	818	823	839	845	859	831	831
YoY	-14.0	-15.1	-13.4	-12.1	-10.0	-4.7	1.2	1.4	-13.7	-3.2	0.0
QoQ	-4.2	-4.9	-4.0	0.5	-1.9	0.7	1.9	0.7	-	-	-
매출액	2,988	3,884	3,609	4,006	4,282.9	4,257	4,139	3,868	14,487	16,547	17,359
YoY	13.5	26.7	26.5	17.4	43.4	9.6	14.7	-3.4	21.1	14.2	4.9
매출원가	2,838	3,443	3,202	3,509	3,735.3	3,710	3,583	3,345	12,993	14,374	15,060
매출원가비율	95.0%	88.6%	88.7%	87.6%	87.2%	87.2%	86.6%	86.5%	89.7%	86.9%	86.8%
판관비	129	245	201	214	228	227	221	205	789	880	931
판관비율	4.3%	6.3%	5.6%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.3%	5.4%
영업이익	21	196	206	282	319.6	319	336	318	705	1,293	1,368
YoY	-151.3	185.4	1497.1	103.5	1,403.0	63.2	62.8	12.8	294.8	83.3	5.8
영업이익률	0.7%	5.0%	5.7%	7.0%	7.5%	7.5%	8.1%	8.2%	4.9%	7.8%	7.9%
부문별 매출액											
조선	2,155	2,840	2,605	3,024	2,918.1	3,064	2,956	2,724	10,624	11,662	12,114
해양플랜트	113	158	176	203	587.7	348	311	260	649	1,507	1,517
엔진기계	703	865	810	757	777.1	845	873	884	3,134	3,379	3,728
% yoy											
조선	22.0	44.2	38.1	32.6	35.4	7.9	13.5	-9.9	26.7	11.3	3.7
해양플랜트	-75.6	-43.2	-30.8	-26.7	422.4	119.6	77.1	28.5	-48.9	132.1	0.7
엔진기계	80.9	8.7	16.7	-9.0	10.6	-2.4	7.8	16.8	15.7	7.8	10.3
부문별 영업이익											
조선	62	201	165	222	199.7	199	210	197	295	83	6
해양플랜트	-78	-27	0	4	25.0	17	17	16	76	59	73
엔진기계	76	91	99	93	95.0	104	109	106	-100	75	96
% yoy											
조선	9.3	514.4	1,294.1	366.5	221.5	-1.2	27.8	-11.2	336.2	24.1	2.2
해양플랜트	-6.8	-12.9	-101.5	-96.1	-132.2	-162.5	4,090.3	288.3	169.3	-174.4	28.9
엔진기계	128.7	-28.2	28.8	87.7	25.0	14.1	9.8	13.5	25.3	15.1	8.6
부문별 영업이익률											
조선	2.9%	7.1%	6.3%	7.3%	6.9%	6.2%	5.9%	5.8%	4.5%	4.9%	4.7%
해양플랜트	-69.0%	-17.0%	0.2%	2.0%	4.2%	4.8%	5.4%	6.1%	-0.7%	0.5%	0.6%
엔진기계	10.8%	10.5%	12.2%	12.3%	12.2%	12.3%	12.4%	12.0%	2.5%	2.5%	2.6%

자료: 대신증권 Research Center

II. 투자포인트

1) 고선가 수주물량의 매출 인식으로 상선 부문의 마진 개선

HD현대중공업의 2025년 매출 성장 모멘텀은 고선가 수주물량 비중 확대와 수익성 개선에 기반한다. 현재 3년 이상의 수주잔고를 확보했고, 대부분이 대형컨테이너선, LNG선과 같은 고부가가치 선종으로 구성되어 있다. 수주잔고 중 LNG선(58척, 34%)과 컨테이너선(40척, 24%)의 비중이 50%를 넘어, 믹스 개선으로 인한 빠른 수익성 개선이 기대된다. 특히 2022년부터 러시아-우크라이나 전쟁과 홍해 사태로 인해 컨테이너선과 LNG선 수요가 폭증하면서 선가가 급등하였고, 그에 따라 선박 계약금액도 크게 증가하였다.

동사는 이러한 수익성 높은 수주잔고를 기반으로 선별수주 전략을 유지하며, 현재 야드는 2028년 인도 슬롯을 열어두어 3년 이상의 수주잔고를 유지하고 있다. 2025년 건조 중인 물량은 대부분 선가 상승기였던 2023~2024년에 수주한 물량으로, 매출 인식 비중은 2022년 수주물량 23%, 2023년 51%, 2024년 26%로 구성되어있다.

그림 45. HD 현대중공업의 선종별 수주잔고

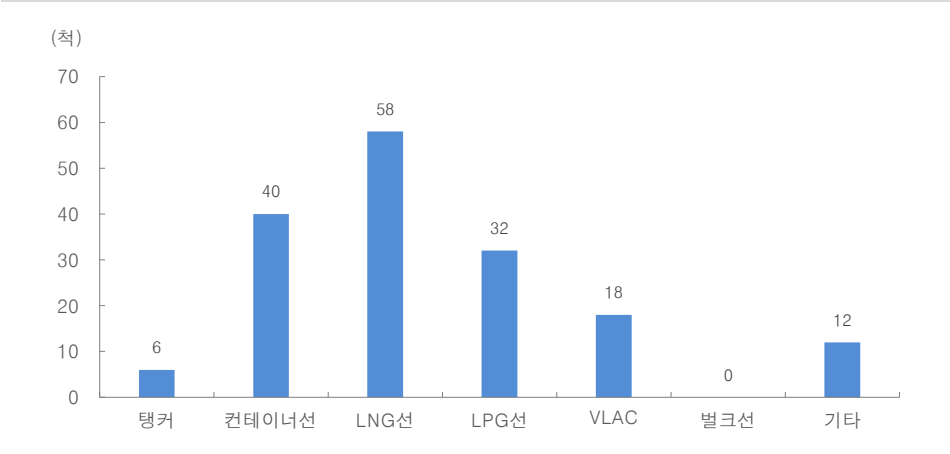


그림 46. 2025 년에 매출인식 되는 비중

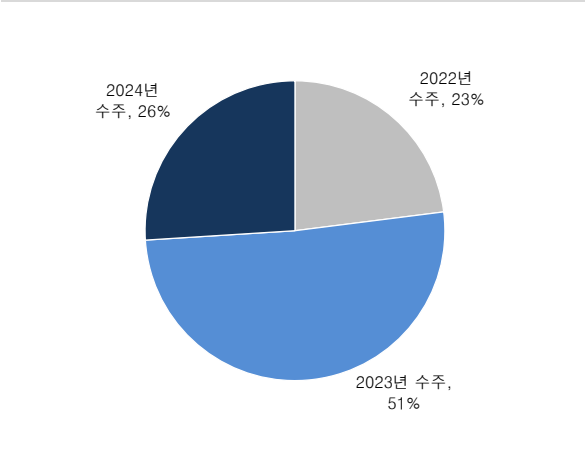
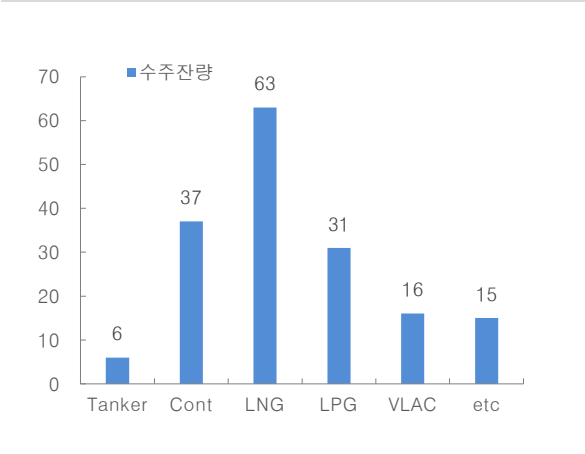


그림 47. 2024 년 선종별 신규수주



2) 엔진 사업부의 수직계열화를 통한 마진 확대

HD현대 조선 계열사의 엔진 사업 부문은 수직계열화를 통해 HD현대중공업의 엔진기계 사업부문과 HD현대엔진, HD현대마린엔진이 함께 엔진 사업을 담당한다.

동사의 엔진기계 사업부문은 2행정과 4행정, 소형부터 초대형 엔진까지 전 범위에 걸쳐 대응이 가능하다. 특히 중형엔진은 동사의 주력 상품으로 자리 잡고 있으며, 독자 기술로 개발한 힘센엔진은 4-stroke(4행정) 중형엔진으로서 2011년부터 전량 자사 생산을 통해 시장을 선도하고 있다.

힘센엔진은 선박용 중속 엔진 시장에서 세계 1위를 기록하고 있으며, 전 세계 60여 개국에 수출하고 있다. 현재 시장 점유율은 약 35%에 달한다. 대형엔진의 경우 독일의 MAN-ES와 스위스의 WinGD로부터 기술 라이선스를 받아 제작하여 기술료 부담이 발생하지만, 중형엔진은 독자 기술로 생산하기 때문에 수익성 기여도가 높다. 통상 중형엔진은 대형엔진 대비 판매 단가가 낮지만, 대형엔진의 기술료 부담을 감안할 때 중형엔진의 수익성이 우수하다. 대형 엔진 물량이 HD현대마린엔진으로 넘어가면서 외형상으로는 축소되는 모습이지만, 중형엔진 비중 확대로 마진은 꾸준히 상승할 것으로 판단한다.

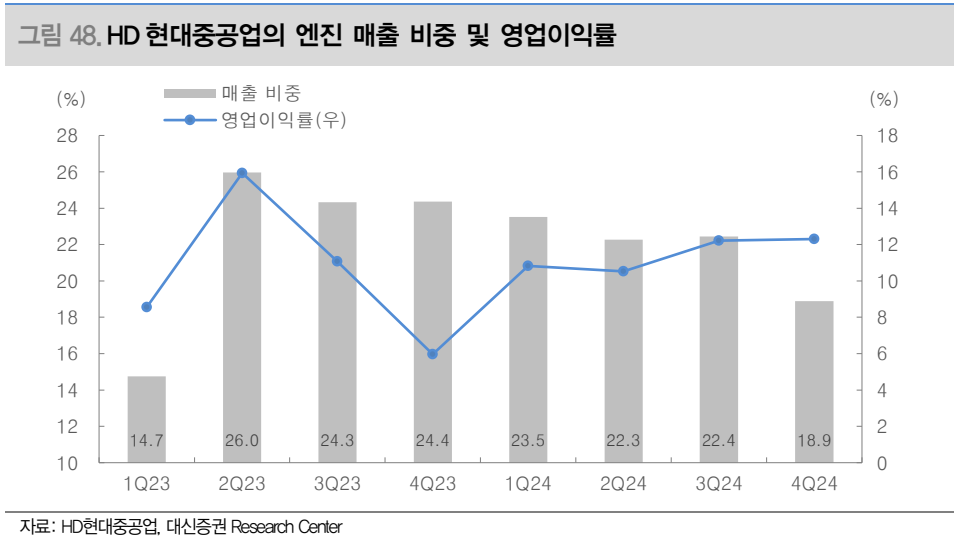
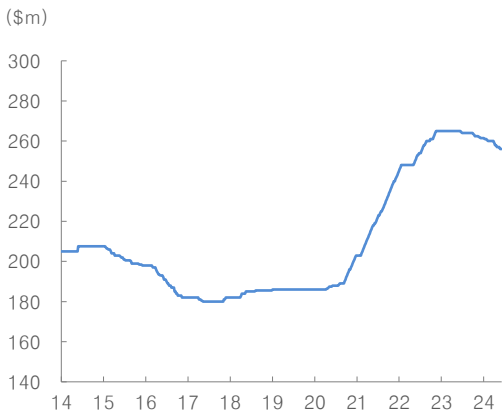


그림 49. HD 현대중공업의 자체개발 '힘센엔진'



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 50. LNG 신조선가 추이



3) MRO? 됨, 이지스함? 됨

HD현대중공업은 미국 해군 함정 유지·보수·정비(MRO) 사업에서 수주 경쟁력을 확보하고 있다. 2024년 7월 미국 해군보급체계사령부와 함정정비협약(MSRA)을 체결하며 MRO 사업 참여 자격을 확보하였고, 2025년부터 본격적으로 수주 경쟁에 나서고 있다. 현재 미 해상수송사령부(MSC) 7함대 소속 군수지원함 1척의 MRO 사업 입찰에 참여 중이며, 이를 위해 울산조선소 내 도크를 배정하며 준비를 진행하고 있다. 동사는 연내 2~3척 수주를 목표로 하고 있으며, 미국 해군 MRO 시장에서의 입지 강화를 위해 적극적인 수주 활동을 전개하고 있다.

그 외에도 해외 특수선 컨소시엄에 활발히 참여하며, 이지스함 건조 이력을 기반으로 미국 이지스함 구축 사업 수주에서 우위를 점하고 있다. 국내에서 군함을 건조할 수 있는 대형 조선사는 HD현대중공업과 한화오션이 있으며, 이 중 HD현대중공업은 국내 유일의 이지스함 건조 이력을 보유하고 있다.

이지스 구축함은 최신 전투체계인 '이지스 시스템'을 탑재한 구축함으로, 고성능 레이더와 중장거리 대공 미사일을 장착하여 대공(空)과 대함(艦) 방어 능력을 갖추고 있다. 최근 인도된 이지스 구축함은 8,200톤급 정조대왕함으로, 오는 5월에 진수를 앞두고 있다. 동사는 연간 5척의 이지스 구축함을 건조할 수 있는 역량을 갖추고 있으며, 이는 미국 내 이지스함 건조 가능 업체인 제너럴다이내믹스와 헌팅턴잉글스인터스트리의 연간 건조량(3척 미만)을 상회한다.

대중국 견제 전략이 해상 분야로 집중되는 상황에서, 미국이 내부 건조보다 낮은 비용으로 빠르게 인도할 수 있는 한국 조선소의 활용 가능성은 더욱 커지고 있다. 이지스 구축함 건조 역량과 속도, 그리고 비용 경쟁력 측면에서 HD현대중공업은 미국 이지스함 구축 사업 수주에 있어 유리한 위치를 점하고 있다.

그림 51. HD 현대중공업이 건조한 이지스구축함 '정조대왕함'



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,547	17,359	18,249
매출원가	11,309	12,993	14,374	15,060	15,653
매출총이익	655	1,494	2,173	2,298	2,596
판매비와관리비	476	789	880	931	986
영업이익	179	705	1,293	1,368	1,611
영업이익률	1.5	4.9	7.8	7.9	8.8
EBITDA	457	1,011	1,599	1,690	1,949
영업외손익	-144	93	-464	-269	-242
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	631	964	650	680	679
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,124	-3,244	-3,351	-3,299	-3,388
외환관련손실	338	371	394	255	255
기타	349	2,373	2,238	2,350	2,467
법인세비용차감전순손익	34	798	829	1,099	1,368
법인세비용	-10	-177	-184	-243	-303
계속사업순손익	25	622	646	856	1,065
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	646	856	1,065
당기순이익률	0.2	4.3	3.9	4.9	5.8
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	25	622	646	856	1,065
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-12	-14	-15	-16
포괄순이익	-85	498	510	706	901
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-85	498	510	706	901

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	7,274	9,637	12,002
PER	463.9	41.1	43.5	32.8	26.4
BPS	58,660	64,259	69,246	76,191	85,505
PBR	2.2	4.5	4.3	3.9	3.5
EBITDAPS	5,145	11,389	18,011	19,040	21,950
EV/EBITDA	30.4	26.3	16.9	15.6	13.1
SPS	134,770	163,185	186,396	195,540	205,574
PSR	1.0	1.8	1.6	1.5	1.5
CFPS	3,569	9,342	10,097	11,593	15,021
DPS	0	2,090	2,500	2,500	2,500

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	32.3	21.1	14.2	4.9	5.1
영업이익 증가율	흑전	294.8	83.3	5.8	17.8
순이익 증가율	흑전	2,417.3	3.9	32.5	24.5
수익성					
ROIC	4.2	24.2	30.7	21.4	25.3
ROA	1.1	3.9	6.5	6.4	7.1
ROE	0.5	11.4	10.9	13.3	14.8
안정성					
부채비율	229.0	239.9	234.9	223.2	208.1
순차입금비율	47.0	18.7	7.5	-2.1	-12.8
이자보상배율	1.4	4.7	8.5	8.8	10.2

자료: HD 현대중공업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	11,398	12,483	13,834
현금및현금성자산	928	1,258	1,967	2,684	3,642
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,863	1,946	2,037
재고자산	1,310	1,511	1,726	1,810	1,903
기타유동자산	5,178	5,975	5,843	6,043	6,252
비유동자산	8,334	8,988	9,190	9,377	9,550
유형자산	6,452	6,610	6,805	6,983	7,145
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타비유동자산	1,881	2,377	2,383	2,392	2,404
자산총계	17,134	19,391	20,588	21,859	23,384
유동부채	9,945	11,796	12,545	13,193	13,883
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,529	2,615	2,710
차입금	960	87	91	96	100
유동성채무	600	313	328	345	362
기타유동부채	6,360	9,086	9,596	10,137	10,712
비유동부채	1,981	1,890	1,896	1,903	1,910
차입금	1,569	752	752	752	752
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	412	1,139	1,145	1,151	1,158
부채총계	11,926	13,686	14,441	15,096	15,793
자배지분	5,207	5,704	6,147	6,764	7,591
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	1,749	2,382	3,226
기타자본변동	868	850	832	815	799
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,147	6,764	7,591
순차입금	2,449	1,067	461	-142	-974

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	2,667	2,856	3,090
당기순이익	25	622	646	856	1,065
비현금항목의 가감	292	208	251	174	268
감가상각비	278	306	306	323	338
외환손익	0	0	-63	-219	-202
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	14	-98	7	69	132
자산부채의 증감	-77	2,114	2,053	2,171	2,163
기타현금흐름	-71	-59	-282	-344	-407
투자활동 현금흐름	-478	-499	-564	-566	-568
투자자산	-1	0	-32	-33	-33
유형자산	-469	-452	-490	-490	-490
기타	-8	-47	-43	-44	-45
재무활동 현금흐름	503	-2,049	-2,214	-2,250	-2,249
단기차입금	0	0	4	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-186	-222	-222
기타	503	-2,049	-2,033	-2,032	-2,032
현금의 증감	184	330	709	717	958
기초 현금	744	928	1,258	1,967	2,684
기말 현금	928	1,258	1,967	2,684	3,642
NOPLAT	128	549	1,007	1,065	1,254
FCF	-107	358	813	888	1,092

Initiation

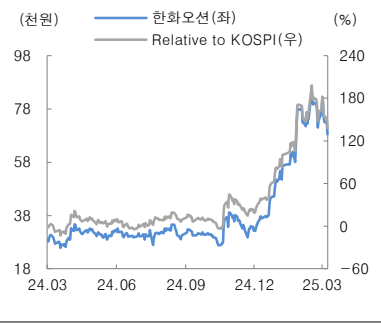
한화오션
(042660)

이지니 jinilee@daishin.com

투자 의견 BUY
신규
6개월 목표주가 90,000
신규
현재주가 68,500
(25.03.25) 조선업종

KOSPI	2,615.81
시가총액	20,989십억원
시가총액비중	0.98%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	85,100원 / 25,850원
120일 평균거래대금	3,057억원
외국인지분율	11.91%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인 46.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	90.3	113.4	128.3
상대수익률	-8.4	77.5	111.8	139.0



팔방미인

- 공정률 정상화로 매출의 성장세는 가팔라질 것으로 판단
- 수주잔고 중 고부가가치 선종의 비중 증가로 마진 성장 가시화
- 방산 계열사의 해외 조선사 인수로 창출해낼 시너지 기대

투자 의견 매수, 목표주가 90,000원으로 신규 제시

한화오션을 조선 업종 차선호주로 제시. 목표주가는 90,000원 (Upside +31.4%)으로 2007년부터 2009년 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4 배에 20% 할증 적용

안정적인 상선 수주잔고를 기반으로 구조적 성장 준비 중

투자포인트로는 1)납기 지연 해소와 저가 수주 물량 인도로 사업 정상화 궤도; 2) 해외 조선사 인수로 해외 군함 MRO 및 건조 기대

동사는 외국인 근로자 채용 등을 통한 생산 안정화를 이루고 있음. 더 불어 LNG 및 컨테이너선 중심의 상선 부문 고수익 물량 인도가 늘어 남에 따라 매출 확대 전망. 한화의 방산 계열사로서 미국의 군함 MRO 수주에 박차를 가하고 있으며 미국 군함 수주를 위한 발판으로 해외 조선사 인수에 적극적으로 임하고 있어 알파 창출 기대

2025년 매출액 13.5조원, 영업이익 8,342억원 전망

2025년 1분기 매출액은 3조 2,797억원(+43.6% yoy), 영업이익 1,701억원(+221.3% yoy), 영업이익률 5.2%로 전망. 사업부문별 실적은 [상선] 매출액 2조 6,088억원(+34.2% yoy), 영업이익 1,287억원(+606.9% yoy) [특수선] 2,420억원(+70.2% yoy), 영업이익 223억원(+29.1% yoy) [해양] 매출액 2,585억원(-6.8% yoy), 영업이익 112억원(-39.4% yoy)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,494	13,783	14,803
영업이익	-196	238	834	975	1,205
세전순이익	-116	181	583	1,141	1,336
총당기순이익	160	528	554	868	1,016
지배지분순이익	160	528	554	868	1,016
EPS	757	1,724	1,808	2,831	3,314
PER	33.1	21.7	37.9	24.2	20.7
BPS	20,400	15,858	17,915	21,026	24,655
PBR	1.2	2.4	3.8	3.3	2.8
ROE	6.3	11.5	10.7	14.5	14.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

I . 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 90,000 원으로 신규 제시

한화오션에 대한 투자 의견은 매수, 목표주가 90,000원(Upside +31.4%), 조선사 중 차선 호주로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2007년~2009년 3개년 평균 PER 41.4배에 20% 할증을 적용하여 산출하였다. 할증 요인은 계열사의 해외 조선소(필리, 오스탈) 지분 매입으로 미국 군함 수주 가능성 확대이다.

최근 동사의 주가는 방산 계열사가 미국에 조선소를 보유한 해외 조선소 지분 매입으로 연초 37,800원 대비 111.9% 상승하며 밸류에이션 부담 우려가 존재한다. 다만 올해부터 고수익 물량의 매출 인식이 시작되고 해외 군함 MRO 추가 수주를 감안한다면 구조적인 성장 구간에 진입했다고 판단하며 실적 개선과 함께 밸류에이션 부담이 완화될 것으로 판단한다.

표21. 한화오션 Valuation

	07~09Y Avg	25F	26F	27F	비고
EPS (원)		1,809	2,799	3,243	
PER (End)		41.1	26.5	22.9	
PER (Avg.)		34.8	22.5	19.4	
Target PER (x)	41.4				07년~09년 조선 4사 평균 PER 적용
		49.68			20% 할증
적정가치 (원)		90,000			
현재주가 (03/19)		73,100			
Upside (%)		23.1			

자료: 대신증권 ResearchCenter

1Q25 Preview

[조선] 지난 2년간 동사가 타 조선사 대비 실적 개선이 더뎠던 이유는 파업과 인력 부족 문제로 인한 일부 공정 지연 때문이었다. 공정 지연 해소를 위해 동사는 외국인 근로자 채용을 통해 생산 안정화를 이루고 있어 2025년은 수주잔고에 쌓여있는 물량을 정상적으로 인도하며 매출 증대에 기여할 것으로 예상한다. 더욱이 타사 대비 슬롯을 늦게 오픈하며 상대적으로 높은 선가로 수주를 받은 덕분에 수익성은 더욱 높아질 것이다.

[특수선] 한화의 방산 계열사로 편입되며 해양 부문의 특수선 역량이 강화됐다. 동사의 전신인 대우조선해양이 과거에도 특수선 건조에서 강점을 이루었던 부분을 특화시켜 최근 해외 군함 MRO 수주에도 박차를 가하고 있다. 그 외에도 계열사간 해외 조선소 인수를 통해 군함 수주에 있어 시너지를 이루고 향후 매출 성장 동력에 일조할 것으로 전망한다.

표22. 한화오션의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,430	1,400	1,420	1,400	1,363	1,413	1,325
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,430	1,400	1,420	1,400	1,472	1,400	1,300
YoY	4.2	4.3	3.2	5.6	7.6	2.1	4.7	0.4	4.3	3.7	-6.2
QoQ	4.6	2.2	-4.5	12.0	-2.9	-2.1	1.4	-1.4	-	-	-
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	186	187	188	188	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	2.6	1.1	-0.4	-0.6	9.2	0.6	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.6	0.6	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
후판가격(달러톤)	908	864	829	833	818	823	839	845	859	831	831
YoY	-14.0	-15.1	-13.4	-12.1	-10.0	-4.7	1.2	1.4	-13.7	-3.2	0.0
QoQ	-4.2	-4.9	-4.0	0.5	-1.9	0.7	1.9	0.7	-	-	-
매출액	2,284	2,536	2,703	3,253	3,280	3,421	3,395	3,398	10,776	13,494	13,783
YoY	58.6	39.3	41.0	45.8	43.6	34.9	25.6	4.5	45.5	25.2	2.1
매출원가	2,149	2,459	2,570	2,914	2,942	3,039	2,998	2,991	10,092	11,970	12,099
매출원가비율	94.1%	97.0%	95.1%	89.6%	89.7%	88.8%	88.3%	88.0%	93.7%	88.7%	87.8%
판관비	82	86	107	170	167	175	174	174	446	690	709
판관비율	3.6%	3.4%	4.0%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	4.1%	5.1%	5.1%
영업이익	53	-10	26	169	170	207	223	234	238	834	975
YoY	18.2	-43.4	36.6	114.5	128.7	161.4	175.1	179.0	125.9	644.1	771.6
영업이익률	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	5.2%	6.1%	6.6%	6.9%	2.2%	6.2%	7.1%
부문별 매출액											
상선	1,944	2,112	2,171	2,455	2,609	2,682	2,591	2,554	8,682	10,435	10,408
특수선	142	329	196	386	242	256	258	262	1,053	1,018	1,074
해양	277	199	292	322	259	266	270	269	1,091	1,063	1,089
% yoy											
상선	69.9	53.6	43.8	37.2	34.2	27.0	19.3	4.0	49.2	20.2	-0.3
특수선	10.4	35.4	-13.4	35.2	70.2	-22.1	31.5	-32.1	19.2	-3.3	5.5
해양	40.7	-16.7	5.8	21.8	-6.8	33.8	-7.7	-16.6	11.6	-2.6	2.5
부문별 영업이익											
상선	18	-43	37	115	129	161	175	179	126	644	772
특수선	6	73	14	33	22	27	30	35	126	114	124
해양	18	-48	-35	73	19	19	18	19	8	76	79
% yoy											
상선	-118.0	-73.2	-340.8	-155.9	606.9	-471.9	378.5	56.3	-126.1	411.6	19.8
특수선	-2,000	1,259.3	-280.3	-61.0	291.0	-63.5	117.0	6.9	53.2	-9.3	8.9
해양	-33.3	170.5	-142.7	34.6	4.0	-140.2	-152.1	-73.4	-94.3	815.5	4.2
부문별 영업이익률 (%)											
상선	4.9%	6.0%	6.8%	7.0%	6.9%	7.9%	7.4%	7.5%	8.4%	8.8%	8.9%
특수선	9.2%	10.4%	11.5%	13.5%	11.4%	12.3%	11.0%	11.5%	11.9%	12.3%	12.5%
해양	7.4%	7.2%	6.8%	7.2%	7.5%	6.8%	7.7%	7.0%	6.2%	6.9%	7.7%

자료: 대신증권 Research Center

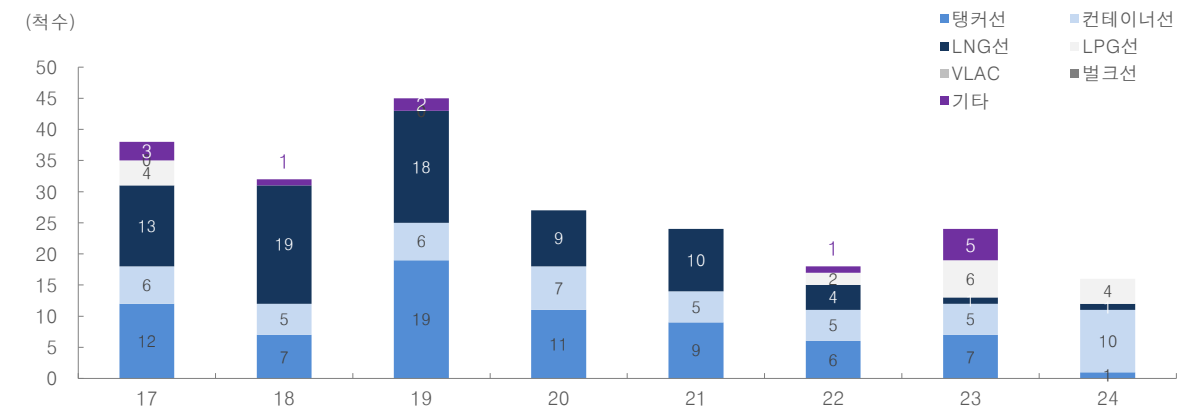
II. 투자포인트

1) 납기 지연 해소와 고수익 선박 비중 증가로 상선 이익 상승

한화오션은 지난 2년간 타 조선사 대비 실적 개선이 더뎠으나, 사업 정상화를 통해 이익 상승폭을 확대하고 있다. 과거 대우조선해양 시절 하청노조의 ‘51일 파업’과 인력 부족 문제로 인해 일부 공정이 지연되며 상선과 특수선 인도 일정이 늦어져 LD(지체배상금)을 251억원 지불했다. 인도일 지연의 주요 원인은 파업 외에도 인력 공백으로 인한 공정을 저하였다. 지난 10년간 조선업 불황기에 발생한 인력 공백이 늘어나는 수주잔고 대비 공정률 하락으로 이어졌으나, 최근 조선업계 전반에서 외국인 근로자 채용을 통해 생산 안정화를 이루고 있다. 한화오션의 경우 소속 외 근로자 수가 2022년 14,108명에서 2023년 18,788명, 2024년 말 기준 20,656명으로 꾸준히 증가하고 있다.

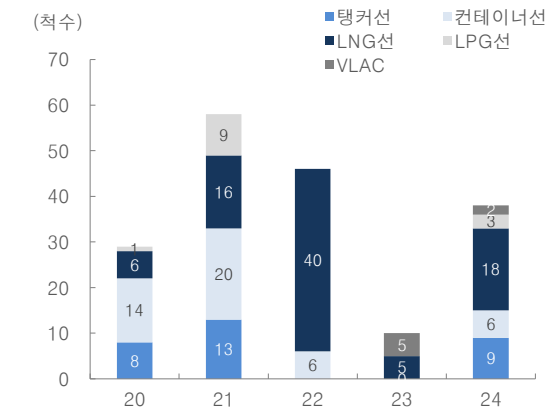
사업 정상화와 더불어 저가수주 물량이 올해 1분기에 인도되면 이익 상승폭은 더욱 확대될 것으로 전망한다. 현재 수주잔고 중 2013년 드릴십 수주물량 1척과 2020년 컨테이너 수주물량 5척이 인도되면 고수익 물량 비중이 증가해 수익성 개선이 기대된다.

그림 52. 한화오션의 연도별 인도량



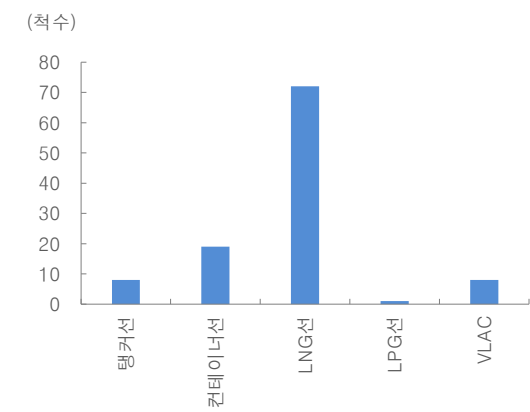
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 53. 한화오션의 연도별 신규 수주



자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

그림 54. 한화오션의 선종별 수주잔고



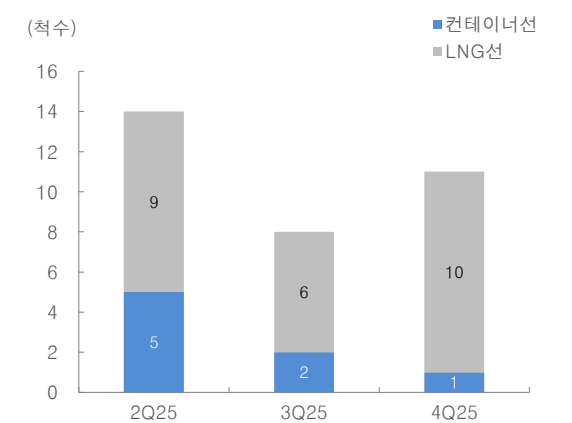
자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

한화오션의 2024년 12월 기준 수주잔고 109척 중 비중이 가장 높은 선종은 LNG선 72척으로 전체 수주잔고의 66.7%를 차지하고, 그 다음으로는 컨테이너선 19척이 전체 수주잔고의 17.6%를 차지한다.

2025년에 인도될 예정인 선박은 총 47척으로 그 중 2013년에 수주한 드릴십 한 척을 제외하고는 전부 컨테이너선과 LNG선으로 이루어져 있다. 수주한 년도의 비중은 2020년 5척, 2021년 13척, 2022년 28척으로, 선가 상승기인 2021년 이후로 수주한 선박은 고수익 선박에 해당한다. 하반기로 갈수록 상선부문에서 고수익 선박들이 인도되며 매출에 인식된다면 수익성 개선은 더욱 빨라질 것으로 판단한다.

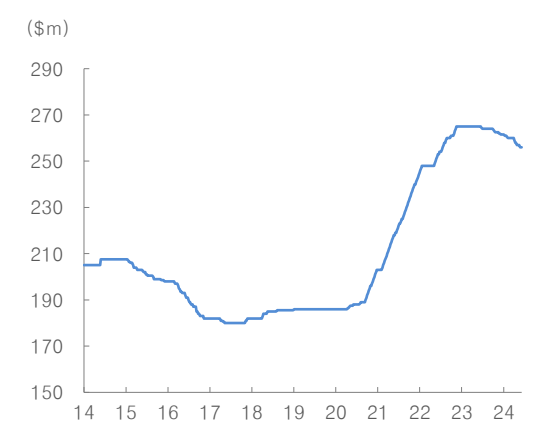
한화오션은 2025년 3월 기준 에버그린으로부터 2027년 납기인 LNG DF 24,000TEU 컨테이너선 3척을 수주하며 2027년 슬롯을 마감했다. 해당 선박계약금액은 \$15.9억~\$17.7억 수준으로 함께 시리즈 발주를 받은 GSI(중국 광저우 조선사)의 계약금액인 \$13.3억~\$14.8억을 상회한다. GSI 조선사의 인도 일정은 2028년으로 일부 중국 조선사들은 2029년 슬롯까지 열어둔 상태이다. 빠른 납기가 가능하다는 점에서, 한국 조선사의 선가 경쟁력이 두드러진다. 그 중 LNG 캐파가 최대 40척까지 건조가 가능한 한화오션의 수익성은 해를 거듭해 좋아질 것이다.

그림 55. 2025년에 인도 예정 선박



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 56. LNG 174k 신조선가 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2) 해외 조선사 인수로 해외 군함 MRO 및 건조 기대

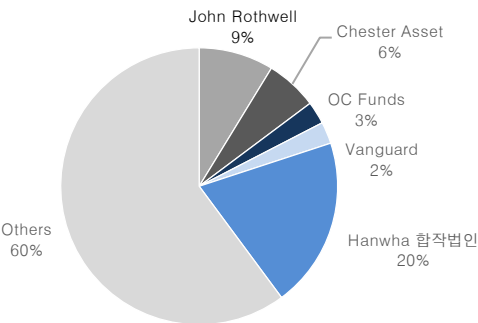
한화오션은 한화그룹의 방산 계열사 중 해양 부문을 담당하며, 특수선 건조 이력을 기반으로 방산과의 시너지를 창출하고 있다. 전신이 대우조선해양인 한화오션은 군함 및 특수선 건조 경험이 풍부하여 방산 수주 확대 가능성이 크다. 특히 최근 한화에어로스페이스가 한화오션의 지분 11%를 추가 인수하여 기존 23%에서 30%로 지배력을 강화하였다. 이를 통해 그룹 내 방산 계열사 간 협력 구조가 더욱 견고해지고 있다.

해외 군함 사업 수주 역량을 강화하기 위해 2024년 6월, 한화오션은 한화시스템과 함께 미국 필라델피아주 필리조션소 지분을 100% 인수하였다. 한화오션의 지분은 40%로, 이 인수를 통해 미국 내 군함 건조 및 MRO 사업 참여 가능성을 확보했다. 이는 자국 해군 함정 건조를 동맹국에 맡기는 것을 허용하는 미국 John's Act 개정안이 발의된 상황에서 더욱 전략적인 의미를 가진다. 개정안 통과 여부와 무관하게 필리조션소를 통한 군함 수주 및 건조가 가능하다는 점에서 경쟁 우위를 확보하고 있어 동사만의 가장 큰 강점이다.

올 3월에는 한화시스템과 한화에어로스페이스는 호주 법인(HAA No.1)을 통해 호주 조선소 오스탈(Austal) 지분 9.9%를 인수하고, 추가로 9.9% 지분에 대한 총수익스왑 계약을 체결하며 총 19.9%의 지분을 확보할 계획이다. 현재는 호주 외국인투자심의위원회에 투자승인을 요청하여 최대 주주 지위를 확보하려 한다. 오스탈 조선소는 호주 외에도 베트남, 필리핀, 미국(알라바마) 등에서 조선소를 운영하며, 연안전투함(LCS), 원정고속수송함(EPF), 다목적상륙정(LCU) 등의 특수선 건조와 MRO 역량을 보유하고 있기 때문에 미국 해군의 군함 수주에 있어서 우위를 점하고 있다.

비록 한화오션이 오스탈에 직접 지분을 가지고 있지는 않으나, 한화에어로스페이스의 종속회사로서 해외 군함 건조 및 수주에서 큰 시너지를 창출할 것으로 기대된다. 이러한 해외 인프라 확충과 방산 사업 확장은 한화오션의 글로벌 경쟁력을 높이는 중요한 투자 포인트로 작용하고 있다.

그림 57. 오스탈 지분구조



자료: 언론종합, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,494	13,783	14,803
매출원가	7,310	10,092	11,970	12,099	12,834
매출총이익	99	684	1,524	1,684	1,969
판매비와관리비	295	446	690	709	764
영업이익	-196	238	834	975	1,205
영업이익률	-2.7	2.2	6.2	7.1	8.1
EBITDA	-50	418	1,000	1,143	1,374
영업외손익	80	-57	-251	154	103
관계기업손익	1	15	15	15	15
금융수익	553	697	814	609	535
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-899	-1,172	-1,563	-978	-964
외환관련손실	366	488	870	265	232
기타	425	403	483	507	517
법인세비용차감전순손익	-116	181	583	1,129	1,308
법인세비용	276	347	-29	-271	-314
계속사업순손익	160	528	554	858	994
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	554	858	994
당기순이익률	2.2	4.9	4.1	6.2	6.7
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	160	528	554	858	994
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	4	4	5	5
포괄순이익	-10	568	599	906	1,047
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	-10	568	599	906	1,047

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	757	1,724	1,809	2,799	3,243
PER	33.1	21.7	41.1	26.5	22.9
BPS	20,400	15,868	17,916	20,995	24,553
PBR	1.2	2.4	4.1	3.5	3.0
EBITDAPS	-239	1,363	3,265	3,730	4,485
EV/EBITDA	NA	39.0	27.4	23.9	19.7
SPS	35,085	35,171	44,039	44,983	48,309
PSR	0.7	1.1	1.7	1.6	1.5
CFPS	-3,135	1,156	3,063	3,579	4,338
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	52.4	45.5	25.2	2.1	7.4
영업이익 증가율	적지	흑전	250.7	16.9	23.5
순이익 증가율	흑전	230.0	4.9	54.7	15.9
수익성					
ROIC	21.0	23.7	12.4	7.9	9.1
ROA	-1.5	1.5	4.6	5.1	6.0
ROE	6.3	11.5	10.7	14.4	14.2
안정성					
부채비율	223.4	266.9	238.7	203.4	175.3
순차입금비율	9.9	99.0	90.7	75.8	62.7
이자보상배율	-1.2	1.4	4.9	5.4	6.4

자료: 한화오션 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	11,489	12,173	13,115
현금및현금성자산	1,799	588	696	1,103	1,571
매출채권 및 기타채권	332	892	919	946	975
재고자산	2,891	2,780	3,481	3,555	3,818
기타유동자산	4,195	6,986	6,393	6,568	6,751
비유동자산	4,727	6,598	7,120	7,366	7,614
유형자산	4,062	4,648	4,677	4,704	4,728
관계기업투자금	4	324	496	669	841
기타비유동자산	661	1,625	1,946	1,993	2,045
자산총계	13,945	17,844	18,609	19,539	20,729
유동부채	7,459	10,347	10,250	10,004	9,870
매입채무 및 기타채무	1,498	2,048	2,297	2,323	2,416
차입금	486	3,195	3,291	3,390	3,492
유동성채무	64	73	74	76	77
기타유동부채	5,412	5,030	4,588	4,215	3,885
비유동부채	2,173	2,634	2,864	3,096	3,328
차입금	1,665	2,028	2,236	2,443	2,651
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	508	606	628	652	677
부채총계	9,633	12,980	13,114	13,100	13,199
자배지분	4,307	4,859	5,490	6,433	7,523
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	791	1,648	2,642
기타지분변동	2,899	2,966	3,043	3,129	3,225
비자배지분	5	5	5	6	7
자본총계	4,312	4,863	5,495	6,439	7,531
순차입금	427	4,814	4,985	4,882	4,720

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	-2,387	-2,076	-2,017
당기순이익	160	528	554	858	994
비현금항목의 가감	-822	-174	384	239	335
감가상각비	146	180	166	168	170
외환손익	47	12	210	-188	-146
지분법평가손익	-1	-15	-15	-15	-15
기타	-1,013	-350	24	274	327
자산부채의 증감	-1,195	-3,158	-3,190	-2,786	-2,907
기타현금흐름	-82	-101	-136	-387	-439
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-1,108	-836	-844
투자자산	0	-209	-482	-207	-210
유형자산	-130	-372	-190	-190	-190
기타	327	-529	-436	-439	-443
재무활동 현금흐름	2,885	2,803	2,876	2,879	2,882
단기차입금	-454	2,554	96	99	102
사채	0	246	100	100	100
장기차입금	0	108	108	108	108
유상증자	3,619	-2,634	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-280	2,529	2,573	2,573	2,573
현금의 증감	1,140	-1,211	108	407	468
기초 현금	660	1,799	588	696	1,103
기말 현금	1,799	588	696	1,103	1,571
NOPLAT	270	694	792	741	915
FCF	283	495	759	709	885

삼성중공업 (010140)

이지니 jinilee@daishin.com

투자의견

BUY

신규

6개월
목표주가

17,000

신규

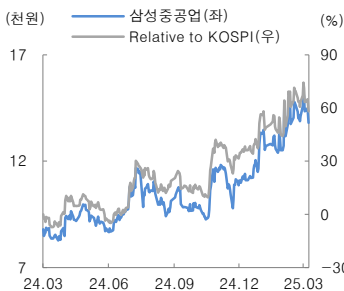
현재주가
(25.03.25)

14,000

조선업종

KOSPI	2615.81
시가총액	12,320십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	880십억원
52주 최고/최저	15,440원 / 8,480원
120일 평균거래대금	1,368억원
외국인지분율	30.27%
주요주주	삼성전자 외 8 인 20.88% 국민연금공단 7.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	23.2	29.7	56.3
상대수익률	-6.5	15.0	28.8	63.5



Initiation

고진감래

- 미국의 LNG 방향성과 유가 하락 구간에서 최대 수혜 기업
- 높은 수익성의 해양플랜트(FLNG)를 수주 받는 국내 유일 조선사
- 중국 Wison 조선소 제재로 셔틀탱커 수주 과독점 가능 전망

투자의견 매수, 목표주가 17,000원으로 신규 제시

목표주가는 17,000원(Upside +21.4%)으로 2007년부터 2009년까지 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4x에 20% 할증을 적용하여 산출

마이너하지만 잘하는 것에만 집중하는 조선소

투자포인트로는 1) 트럼프 2.0 시대 개막으로 에너지 전환이 다시 예견됨에 따라 셔틀탱커 발주세 시작, 2) 국내 유일무이 FLNG 제작 가능성

동사는 탱커와 FLNG 부문에 강점을 지닌 조선사. 올해 유가 하락과 LNG 터미널 승인량 증가로 FLNG와 탱커에 대한 수요가 증가할 것으로 판단. 더욱이 탱커선의 경우 노후선대가 많아 교체수요까지 합쳐질 경우 시너지를 발휘할 것으로 예상

2025년 매출액 10.6조, 영업이익 6,285억 전망

1Q25 매출액은 2조 6,729억원(+13.8% yoy), 영업이익 1,700억원(+118.4% yoy)로 전망. 사업부문별 실적은 [조선+해양] 매출액 2조 4,837억원(+189.2% yoy), 영업이익 1,615억원(+107.3% yoy)

최근 동사는 2조원 규모의 셔틀탱커를 수주함. 중국 조선소로 분산될 예정이던 물량까지 흡수하며 독자적인 위치를 수립. 향후 해양 유전 개발 프로젝트가 개시되면 동사의 독보적인 수주 경쟁력으로 매출 증대에 기여할 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,009	9,903	10,491	11,139	11,602
영업이익	233	503	723	865	928
세전순이익	-296	-316	406	678	872
총당기준이익	-156	54	309	515	663
지배지분순이익	-148	64	309	515	663
EPS	-168	73	351	585	753
PER	-46.0	155.7	39.9	23.9	18.6
BPS	3,908	4,311	5,127	6,302	7,803
PBR	2.0	2.6	2.7	2.2	1.8
ROE	-4.2	1.8	7.4	10.2	10.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

투자의견 매수, 목표주가 17,000 원으로 신규 제시

삼성중공업에 대한 투자의견은 매수, 목표주가 17,000원(Upside +21.4%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2007년~2009년도 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4x에 20%를 할증 적용하여 산출하였다.

할증 요인은 높은 마진의 해양, 플랜트 프로젝트 독점 수주 기대감이다.

표23. 삼성중공업 Valuation

	07~09Y Avg	25F	26F	27F	비고
EPS (원)		351	585	753	
PER (End)		44.0	26.4	20.5	
PER (Avg.)		38.2	22.9	17.8	
Target PER (x)	41.4				07년~09년 조선 4사 평균 PER 적용
		49.68			20% 할증
적정가치 (원)		17,000			
현재주가 (03/19)		14,580			
Upside (%)		16.6			

자료: 대신증권 ResearchCenter

1Q25 Preview

동사의 2025년 연간 매출액은 10.6조(+6.8% yoy), 영업이익은 6,285조원(+25.0% yoy), 1Q25 매출액은 2조 6,729억원(+13.8% yoy), 영업이익 1,700억원(+118.4%)으로 전망한다.

[조선] 동사의 2025년 상선 수주목표는 98억불로 전년 대비 21% 감소하였다. 현재 3년 이상의 수주잔고를 확보하였기에 올해는 수익성 위주의 선별적인 수주를 진행한다. 현재 동사의 LNG선 건조 능력을 연간 20척으로 특히 3번 드라이도크는 LNG 운반선 건조에 특화됐다. 대형 사이즈인 174k도 건조가 가능한 최신 도크이기에 높은 공정률을 통해 LNG선 수주를 극대화 시킬 수 있다.

[해양] 동사는 해양생산설비에 특화된 조선사이다. 특히 FLNG는 중국의 Wison 조선사가 미국의 제재 대상에 포함되며 독자적인 위치를 구축하게 되었다. 최근 트럼프 행정부의 에너지 안보 관심 증가로 해양 부문에 대한 투자가 지속될 전망임에 따라 동사의 독점적인 수주가 향후 해양 부문의 매출 확대에 큰 기여를 할 것으로 전망한다.

표24. 삼성중공업의 분기 및 연간 실적 추정치 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,400	1,400	1,420	1,400	1,363	1,405	1,325
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,430	1,400	1,420	1,400	1,472	1,400	1,300
YoY	4.2	4.3	3.2	5.6	5.3	2.1	4.7	0.4	4.3	3.1	-5.7
QoQ	4.6	2.2	-4.5	12.0	-2.9	-2.1	1.4	-1.4			
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	186	187	188	188	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	2.6	1.1	-0.4	-0.6	9.2	0.6	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.6	0.6	0.3	0.2			
후판가격(달러톤)	908	864	829	833	818	823	839	845	859	831	831
YoY	-14.0	-15.1	-13.4	-12.1	-10.0	-4.7	1.2	1.4	-13.7	-3.2	0.0
QoQ	-4.2	-4.9	-4.0	0.5	-1.9	0.7	1.9	0.7			
매출액	2,348	2,532	2,323	2,700	2,673	2,834	2,613	2,455	9,903	10,576	11,139
YoY	46.3	30.1	14.7	11.0	13.8	11.9	12.5	-9.1	23.6	6.8	5.3
매출원가	2,183	2,299	2,096	2,439	2,399	2,551	2,336	2,229	9,017	9,515	10,085
매출원가비율	93.0%	90.8%	90.2%	90.3%	89.8%	90.0%	89.4%	90.8%	91.1%	90.0%	90.5%
판관비	87	102	107	87	104	120	126	83	384	433	475
판관비율	3.7%	4.0%	4.6%	3.2%	3.9%	4.2%	4.8%	3.4%	3.9%	4.1%	4.3%
영업이익	78	131	120	174	170	164	151	144	503	628	579
YoY	298.2	121.9	58.0	120.5	118.4	25.1	25.8	-17.3	115.4	25.0	-7.9
영업이익률	3.3%	5.2%	5.2%	6.5%	6.4%	5.8%	5.8%	5.9%	5.1%	5.9%	5.2%
부문별 매출액											
조선+해양	2,219	2,302	2,201	2,507	2,484	2,581	2,475	2,264	9,728	9,803	10,371
토건	129	230	122	194	189	254	138	191	764	772	767
% yoy											
조선 (추정)	56.1	26.7	17.9	18.7	11.9	12.1	12.4	-9.7	17.0	0.8	5.8
토건	16.7	1.0	-2.4	23.1	-5.8	7.7	9.0	-23.4	-0.3	1.2	-0.7

자료: 대신증권 Research Center

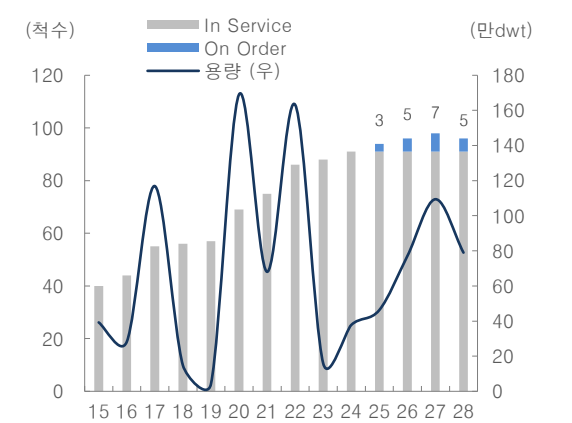
II. 투자포인트

1) 셔틀탱커가 온다

삼성중공업은 3월 18일 약 2조 원 규모의 셔틀탱커 9척 사업을 수주하며 해양 특수선 시장에서 경쟁력을 입증했다. 이번 계약은 브라질 에너지기업 페트로브라스와의 15년 장기 용선 계약을 기반으로 이루어졌으며, 해양플랜트에서 생산된 원유를 육상 저장기지로 운송하는 특수 선박인 셔틀탱커를 건조할 예정이다. 셔틀탱커는 해양 유전에서 생산된 원유를 육상 저장시설로 운송하는 고부가가치 선종이다. 이번 계약은 당초 한국과 중국으로 분산 발주될 예정이었으나, 트럼프 행정부의 대중 견제 기조로 인해 리스크 회피 차원에서 삼성중공업과 단독 계약을 체결한 것으로 보인다.

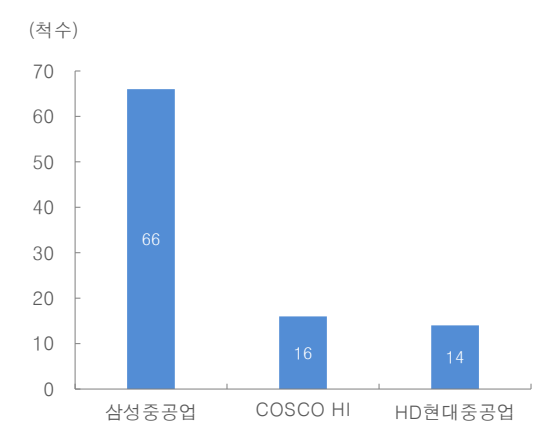
셔틀 탱커는 해양 플랜트와 육상 저장시설 사이를 연결하는 선박이기 때문에 유가 변동보다는 장기적인 해양 유전 개발 계획과 정책에 영향을 받는다. 또한 대중 견제와 관련한 정치적 변수로 인해 한국 조선사의 수주 경쟁력이 더욱 부각되고 있기 때문에 향후 추가적인 발주도 동사가 수주 가능성이 가장 유력하다.

그림 58. Shuttle Tanker 의 Fleet + Orderbook 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 59. 셔틀탱커 건조 이력은 삼성중공업이 우월



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표25. 해외 해양 유전 개발 프로젝트

국가	프로젝트명	개발승인일자	생산 시작 예상 년도	연평균 생산량
브라질	대서양 심해 유전	2027 년까지 추가 개발 계획	2029 년	-
미국	앵커 프로젝트	진행 중	-	7 만 5000 배럴/일
중국	카이핑난 유전	발견 발표: 2024 년	-	1000 톤/일
캐나다	베이 뒤 노르	2022 년	2026 년	-
영국	로즈유전	2022 년	2026 년	-

자료: 언론통합, 대신증권 Research Center

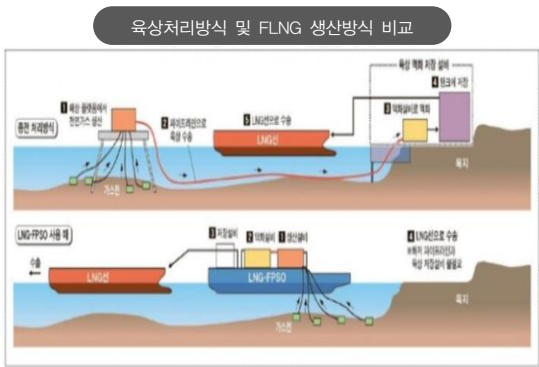
2) chill 한 FLNG

삼성중공업은 부유식 해양 액화천연가스 설비(FLNG) 분야에서 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. FLNG는 해저에서 천연가스를 채굴해 액화한 후, LNG 운반선으로 직접 하역할 수 있는 복합설비로, 기술적 난이도가 높아 두 자릿수의 높은 마진을 확보할 수 있다. 전 세계적으로 FLNG를 건조할 수 있는 조선사는 삼성중공업과 중국의 위슨(Wison) 조선소뿐이지만, 미국이 위슨조선소를 거래 금지 기업으로 지정하면서 사실상 삼성중공업이 유일한 선택지가 되었다.

삼성중공업은 현재 2023년 1월 수주한 Petronas ZFLNG와 2023년 12월 수주한 Cedar FLNG 프로젝트를 확보했다. 또한 ENI Coral 2차, Delfin FLNG 1차, Western LNG의 협상을 진행 중에 있어 올해 프로젝트 추가 수주 가능성도 높다. FLNG 프로젝트는 설계(15-18개월), 생산(30-36개월), 시운전(3-6개월) 단계로 진행되며, 특히 생산 단계 초반에 주요 기자재들이 들어오기 때문에 매출이 강하게 반영된다. 이미 진행 중인 프로젝트는 1-2년이 경과하여 해양플랜트의 높은 마진이 본격적으로 실적에 인식될 시점이다.

특히 FLNG 수주 시장에서 경쟁자가 사실상 사라진 상황에서 동사는 기술적 우위와 독점적 위치를 바탕으로 향후 추가 수주 확보 가능성이 높다. 해양플랜트의 고수익 구조와 기존 프로젝트의 매출 반영이 본격화되면서 수익성 개선에 유리한 환경이 조성되고 있다.

그림 60. FLNG 생산 방식



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 61. 삼성중공업의 해양 프로젝트 수주

프로젝트	투입국가	캐파 (백만톤/년)	진행상황
Petronas ZLNG	말레이시아	2.2	23/01
Cedar	북미	3.3	23/12
ENI Coral 2 호기	모잠비크	3.4	협상중
Delfin	미국	3.7	협상중
Western LNG	캐나다	6	협상중

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,491	11,139	11,602
매출원가	7,364	8,983	9,335	9,786	10,129
매출총이익	645	921	1,155	1,353	1,473
판매비와관리비	412	418	432	488	545
영업이익	233	503	723	865	928
영업이익률	2.9	5.1	6.9	7.8	8.0
EBITDA	474	792	997	1,134	1,195
영업외손익	-529	-818	-317	-187	-57
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	143	182	185	190	194
외환관련이익	181	405	316	316	316
금융비용	-290	-362	-348	-359	-371
외환관련손실	41	83	41	41	41
기타	-382	-639	-154	-17	121
법인세비용차감전순손익	-296	-316	406	678	872
법인세비용	140	369	-98	-163	-209
계속사업순손익	-156	54	309	515	663
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-156	54	309	515	663
당기순이익률	-1.9	0.5	2.9	4.6	5.7
비지배자분순이익	-7	-10	0	0	0
자배자분순이익	-148	64	309	515	663
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	29	0	0	0
포괄순이익	-163	340	309	515	663
비지배자분포괄이익	-8	-15	0	0	0
자배자분포괄이익	-155	355	309	515	663

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-168	73	351	585	753
PER	NA	155.7	44.0	26.4	20.5
BPS	3,908	4,311	5,127	6,302	7,803
PBR	2.0	2.6	2.8	2.3	1.9
EBITDAPS	539	900	1,133	1,289	1,358
EV/EBITDA	19.5	16.8	16.0	13.2	11.5
SPS	9,100	11,252	11,920	12,656	13,182
PSR	0.9	1.0	1.2	1.2	1.1
CFPS	390	876	1,762	2,083	2,319
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	34.7	23.6	5.9	6.2	4.2
영업이익 증가율	흑전	115.4	43.9	19.6	7.4
순이익 증가율	적지	흑전	473.2	66.8	28.6
수익성					
ROIC	6.6	-7.2	17.4	12.8	13.7
ROA	1.6	3.1	4.1	4.5	4.4
ROE	-4.2	1.8	7.4	10.2	10.7
안정성					
부채비율	357.4	358.6	311.8	265.2	223.7
순차입금비율	71.8	90.9	71.0	40.7	14.5
이자보상배율	1.3	2.4	3.2	3.6	3.6

자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245	9,370	10,506	12,122	14,030
현금및현금성자산	584	956	1,410	2,688	4,300
매출채권 및 기타채권	545	1,186	1,255	1,331	1,387
재고자산	1,729	452	1,039	913	788
기타유동자산	6,387	6,775	6,802	7,191	7,554
비유동자산	6,348	7,825	7,856	7,895	7,939
유형자산	5,209	5,116	5,085	5,059	5,035
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	1,139	2,709	2,771	2,836	2,904
자산총계	15,593	17,195	18,362	20,017	21,968
유동부채	11,232	12,029	12,411	12,839	13,270
매입채무 및 기타채무	1,147	946	952	991	1,019
차입금	1,850	2,156	2,264	2,377	2,496
유동성채무	1,185	926	953	982	1,011
기타유동부채	7,050	8,002	8,242	8,490	8,744
비유동부채	952	1,416	1,492	1,697	1,912
차입금	516	137	237	337	437
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	436	1,279	1,255	1,361	1,476
부채총계	12,184	13,445	13,903	14,537	15,183
자배지분	3,439	3,795	4,513	5,547	6,868
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,827	-1,312	-649
기타지분변동	232	554	964	1,483	2,141
비자배지분	-30	-45	-54	-66	-82
자본총계	3,409	3,749	4,459	5,481	6,786
순차입금	2,447	3,407	3,164	2,232	981

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516	655	585	1,525	1,677
당기순이익	-156	54	309	515	663
비현금항목의 가감	499	717	1,242	1,318	1,379
감가상각비	241	289	274	269	267
외환손익	-8	3	-112	-112	-112
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	266	424	1,081	1,162	1,224
자산부채의 증감	-716	118	-664	75	82
기타현금흐름	-143	-234	-303	-383	-446
투자활동 현금흐름	-195	311	-351	-354	-358
투자자산	27	-9	-48	-49	-51
유형자산	-152	210	-240	-240	-240
기타	-70	110	-63	-65	-67
재무활동 현금흐름	376	-599	40	46	53
단기차입금	445	242	108	113	119
사채	225	0	0	0	0
장기차입금	339	487	100	100	100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-632	-1,328	-168	-167	-166
현금의 증감	-335	372	454	1,278	1,613
기초 현금	919	584	956	1,410	2,688
기말 현금	584	956	1,410	2,688	4,300
NOPLAT	123	-86	550	657	706
FCF	210	30	573	676	722

HD현대미포

(010620)

이지니

jinilee@dashin.com

투자 의견

BUY

신규

6개월
목표주가

130,000

신규

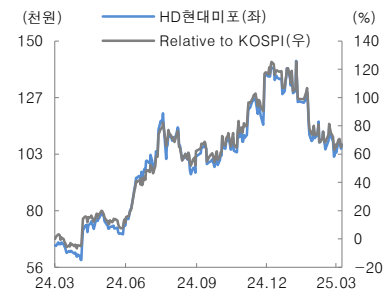
현재주가
(25.03.25)

103,200

조선업중

KOSPI	2615.81
시가총액	4,122십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	141,800원 / 59,100원
120일 평균거래대금	474억원
외국인지분율	17.52%
주요주주	HD한국조선해양 외 4 인 42.85%
	국민연금공단 12.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	-22.9	-2.8	57.8
상대수익률	-7.6	-28.0	-3.5	65.1



Initiation

베트남이 Phở int

- 베트남조선소는 낮은 비용, 반복건조 효과로 수익성 증대 가능
- 캐파 확장으로 24년 15척 → 30년 23척까지 건조 가능
- LNG 연료 추진 선박 발주량 증가에 따라 LNG BV 수요 증가

투자 의견 매수, 130,000원으로 신규 제시

목표주가 130,000원(Upside +26.0%)는 2007년부터 2009년까지 국내 조선사 3개년 평균 PER 41.4배를 적용하여 산출

2025년 매출액 4조 7,890억원, 영업이익 2,191억원 전망

1Q25 매출액은 1조 2,171억원(+21.7% yoy), 영업이익은 564억원(흑전), 영업이익률 4.6%로 전망

투자포인트로는 1) HD현대베트남조선소의 수익성 개선 기대 2) LNG 연료 추진 선박 발주 증가에 따른 급유선(Bunkering Vessel) 수요 증가, 동사의 새로운 주력 수주선종이 될 것으로 판단

동사의 자회사인 베트남조선소는 낮은 비용으로 선박 건조 가능. 동시에 캐파 확장을 통해 건조 캐파를 15척에서 23척까지 확장할 계획. PC 선으로 구성된 수주잔고 덕분에 반복건조 효과로 수익성 확대 예상

친환경 규제에 의해 LNG 추진 선박 발주가 급등함에 따라 LNG Bunkering Vessel 에 대한 수요 역시 증가 중. LNG 연료 추진 선박은 2028년 수주잔고까지 남아있어 연료 공급을 필요로 하는 선박의 수는 꾸준히 증가할 전망. 그에 따라 LNG BV에 대한 선박 수요는 장기적으로 발생하며 동사의 주요 전략 선종이 되어 안정적인 수주잔고를 이어갈 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,039	4,630	4,789	5,414	5,679
영업이익	-153	89	219	247	343
세전순이익	-157	146	177	221	314
총당기순이익	-139	113	137	171	243
지배지분순이익	-143	106	127	159	227
EPS	-3,579	2,642	3,191	3,992	5,675
PER	NA	50.8	33.7	26.9	18.9
BPS	49,324	51,278	53,964	57,466	62,656
PBR	1.7	2.6	2.0	1.9	1.7
ROE	-7.0	5.3	6.1	7.2	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대미포, 대신증권 Research Center

I . 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 130,000 원으로 신규 제시

HD현대미포에 대한 투자 의견은 매수, 목표주가 130,000원(Upside +26.0%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 07년~08도 평균 PER 41.4x를 적용하여 산출하였다.

표26. HD 현대미포 Valuation

	07~09Y Avg	25F	26F	27F	비고
EPS (원)		3,191	3,992	5,675	
PER (End)		33.7	26.9	18.9	
PER (Avg.)		37.1	29.7	20.9	
Target PER (x)	41.4				07년~09년 조선 4사 평균 PER 적용
		41.4			
적정가치 (원)		130,000			
현재주가 (03/19)		106,800			
Upside (%)		23.6			

자료: 대신증권 ResearchCenter

표27. HD 현대미포의 분기 및 연간 실적 추정표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,430	1,400	1,420	1,400	1,363	1,413	1,400
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,430	1,400	1,420	1,400	1,472	1,400	1,400
YoY	4.2	4.3	3.2	5.6	7.6	2.1	4.7	0.4	4.3	3.7	-0.9
QoQ	0.6	3.2	-1.1	2.9	2.6	-2.1	1.4	-1.4			
건조선가치표(pt)	182	185	189	189	186	187	188	188	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	2.6	1.1	-0.4	-0.6	9.2	0.6	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.6	0.6	0.3	0.2			
후판가격(달러톤)	908	864	829	833	818	823	839	845	859	831	831
YoY	-14.0	-15.1	-13.4	-12.1	-10.0	-4.7	1.2	1.4	-13.7	-3.2	0.0
QoQ	-4.2	-4.9	-4.0	0.5	-1.9	0.7	1.9	0.7			
매출액	1,000	1,129	1,078	1,423	1,217	1,251	1,209	1,112	4,630	4,789	5,414
YoY	10.0	9.3	8.4	29.0	21.7	10.8	12.2	-21.8	14.6	3.4	13.0
매출원가	973	1,073	1,003	1,372	1,123	1,156	1,111	1,019	4,422	4,409	4,974
매출원가비율	97.3%	95.1%	93.1%	96.4%	92.3%	92.4%	91.9%	91.6%	95.5%	92.1%	91.9%
판관비	38	38	39	48	38	41	43	39	163	161	193
판관비율	3.8%	3.4%	3.6%	3.4%	3.1%	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.6%
영업이익	-11	17	35	47	56	54	55	54	89	219	247
YoY	-59.7	-133.2	-548.7	-172.0	-610.5	209.4	55.9	14.9	-157.9	147.5	12.6
영업이익률	-1.1%	1.5%	3.3%	3.3%	4.6%	4.3%	4.5%	4.8%	1.9%	4.6%	4.6%

자료: 대신증권 Research Center

II. 투자포인트

1) 현대베트남조선 캐파 증대 및 반복건조로 수익성 개선

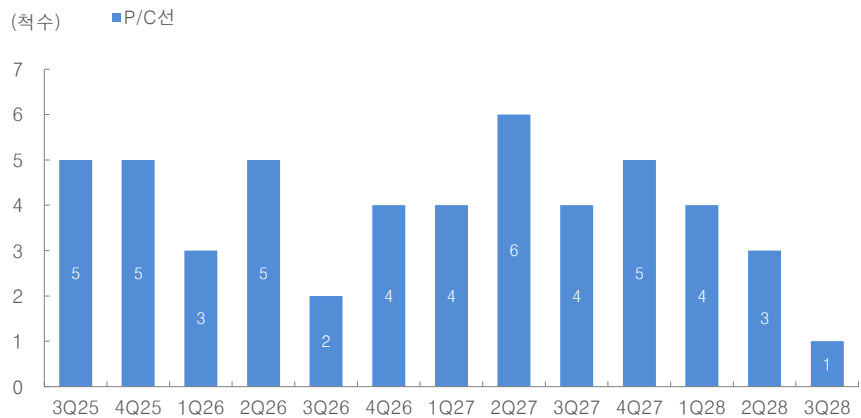
HD현대미포조선은 베트남 현지 조선소를 통한 생산 캐파 확대로 수익성을 극대화하고 있다. 올해 1월 베트남 조선소의 연간 건조 캐파를 2024년 15척에서 2030년까지 23척으로 확대할 계획을 발표하였다. 이러한 캐파 증대는 초호황기를 맞이한 상선 건조 시장에서 경쟁 우위를 확보하기 위한 전략적 행보로, 추가적인 생산 여력을 확보하여 미래 수주 물량 납기일을 앞당길 수 있는 기반을 마련하고 있다.

베트남 조선소의 가장 큰 강점은 낮은 인건비와 우수한 생산성이다. 국내 대비 건조 비용이 낮아 원가 절감 효과가 크며, 풍부한 인력자원을 바탕으로 안정적인 생산이 가능하다. 또한 HD현대미포가 국내에서 축적해온 기술력과 영업망이 결합되어 시너지를 극대화하고 있다.

현대베트남조선의 주력 선종은 PC선(석유화학제품운반선)으로, 반복 건조를 통해 수익성을 극대화하고 있다. 가동률은 HD현대미포가 96.5%, HD현대베트남조선이 94.6%에 달해 도크가 풀가동 중이다. 이는 초호황기에 맞춘 수주 역량 강화를 가능하게 하며, 신규 수주 물량에 대한 안정적인 인도 계획을 확보하고 있다.

HD현대미포조선은 베트남 조선소를 통한 캐파 증대와 비용 절감 효과를 바탕으로 수익성 강화와 생산력 확대라는 두 마리 토끼를 잡고 있다. 2025년은 베트남 조선소의 시너지가 본격화되며 수익성과 시장 경쟁력이 한층 강화될 것으로 기대한다.

그림 62. 현대베트남조선 선종별 수주잔고



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2) LNG BV 로 새로운 시장 개척

HD현대미포조선은 LNG 추진 선박의 확대에 따른 LNG 병커링 선박(LNG Bunkering Vessel) 수요 증가의 수혜를 볼 가능성이 높다. LNG BV는 LNG 연료 추진 선박에 급유하는 특수 선박으로, 최근 인콰이어리가 증가하면서 수요가 확대되고 있다. LNG 추진 선박이 연료를 공급받는 방식은 효율성 측면에서 STS(Ship to Ship)을 선호한다.

Clarkson 보고서에 따르면, 2024년 6월 초 기준으로 전 세계 LNG 연료 추진 선박은 555척(운반선 제외)에 달하며, 수주잔고에는 548척이 쌓여 있다. 특히 컨테이너선의 비중이 수주 잔고 포함 35%로 가장 높다. 이는 LNG 연료 추진 선박의 증가가 LNG 병커링 수요 확대를 견인할 수 있는 주요 근거로 작용한다.

노르웨이 선급협회(DNV)는 LNG 병커링 연간 소비량이 2023년 370만 톤에서 2025년 740만 톤, 2027년 1천만 톤 이상으로 증가할 것으로 예측하고 있다. 이러한 수요 증가는 LNG 연료 추진 선박의 확대와 직접적으로 연관되어 있으며, LNG 병커링 선박에 대한 수요 증가를 뒷받침한다. LNG 연료 추진 선박이 2028년 수주 잔고까지 남아 있어 인도 이후에도 연료 공급을 필요로 하는 선대는 꾸준히 증가할 전망이다. 따라서 LNG 병커링 선박 수요는 장기 시계열로 지속 증가할 가능성이 높다.

동사는 이러한 LNG 병커링 선박 수요 증가를 직접적으로 수혜 받을 수 있는 조선사이다. 동사는 최근 LNG BV 수주를 연이어 수주 받으며 새로운 선종 시장을 장악하고 있다. LNG BV 시장의 장기적인 성장을 토대로 동사는 해당 선종의 수주잔고를 안정적으로 확보하여 매출 성장의 한 축으로 삼을 것이다.

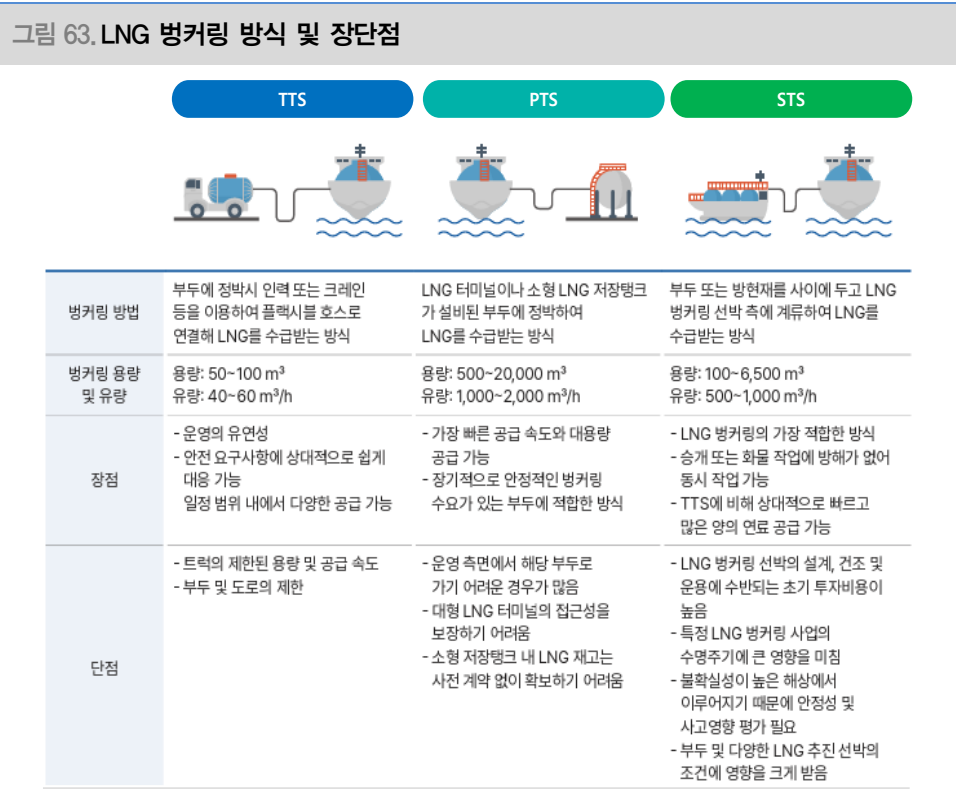


그림 64. HD 현대미포 선종별 수주잔고

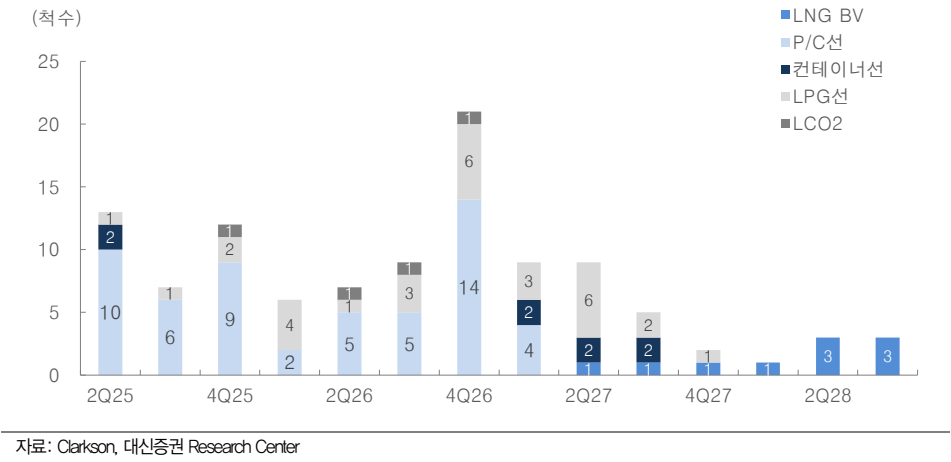


그림 65. LNG 연료 추진 선박 추이

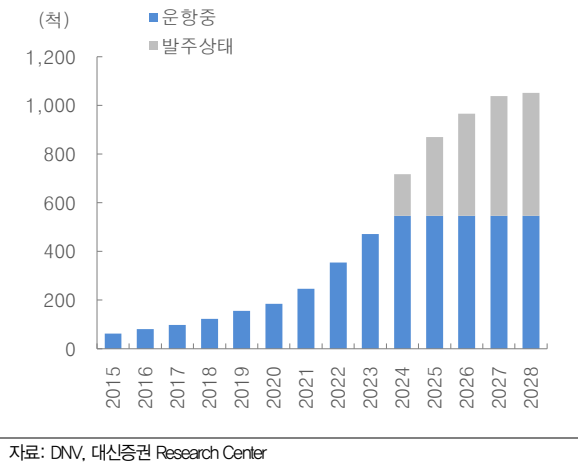
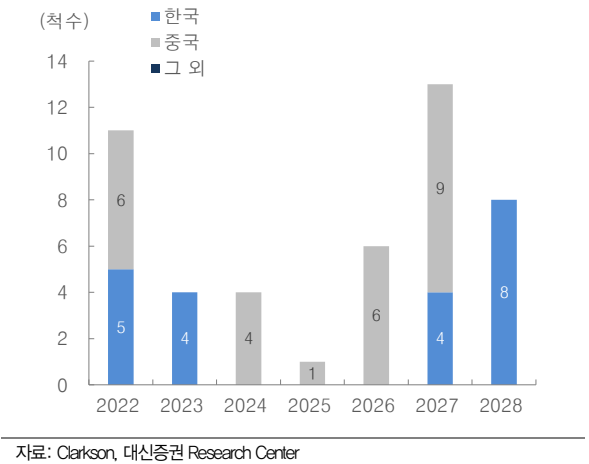


그림 66. LNG BV Fleet & Ord'b by Builder Country



재무제표

포괄손익계산서	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	4,789	5,414	5,679
매출원가	4,070	4,382	4,409	4,974	5,136
매출총이익	-31	248	380	440	542
판매비와관리비	122	159	161	193	199
영업이익	-153	89	219	247	343
영업이익률	-3.8	1.9	4.6	4.6	6.0
EBITDA	-84	167	299	337	444
영업외손익	-4	58	-43	-26	-29
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	228	323	278	275	267
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-292	-677	-494	-503	-514
외환관련손실	149	154	121	120	119
기타	60	411	173	202	218
법인세비용차감전순손익	-157	146	177	221	314
법인세비용	18	-33	-40	-50	-71
계속사업순손익	-139	113	137	171	243
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	113	137	171	243
당기순이익률	-3.4	2.4	2.9	3.2	4.3
비지배자분순이익	4	8	9	12	17
자배자분순이익	-143	106	127	159	227
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	-160	93	117	152	224
비지배자분포괄이익	5	15	8	10	15
자배자분포괄이익	-165	78	109	141	209

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-3,579	2,642	3,191	3,992	5,675
PER	NA	50.8	33.7	26.9	18.9
BPS	49,324	51,278	53,964	57,466	62,666
PBR	1.7	2.6	2.0	1.9	1.7
EBITDAPS	-2,094	4,173	7,496	8,435	11,120
EV/EBITDA	NA	34.3	15.3	13.2	9.6
SPS	101,123	115,919	119,899	135,535	142,170
PSR	0.8	1.2	0.9	0.8	0.8
CFPS	-2,388	4,472	2,515	4,067	6,716
DPS	0	710	700	700	700

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	8.7	146	3.4	130	4.9
영업이익 증가율	적지	흑전	147.5	126	39.1
순이익 증가율	적지	흑전	20.8	25.1	42.1
수익성					
ROIC	-23.9	8.7	10.5	7.9	11.0
ROA	-3.2	1.8	4.3	4.6	6.1
ROE	-7.0	5.3	6.1	7.2	9.4
안정성					
부채비율	1436	1425	1346	1312	1238
순차입금비율	13.7	13.8	11.6	5.4	-2.9
이자보상배율	-11.1	4.5	11.0	12.3	16.8

자료: HD 현대미포, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,799	2,787	2,773	2,914	3,095
현금및현금성자산	310	165	114	248	464
매출채권 및 기타채권	165	131	130	137	149
재고자산	230	271	280	317	332
기타유동자산	2,094	2,219	2,249	2,213	2,150
비유동자산	2,110	2,322	2,428	2,543	2,666
유형자산	1,757	1,862	1,962	2,070	2,187
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	353	461	466	473	479
자산총계	4,909	5,109	5,201	5,457	5,761
유동부채	2,735	2,706	2,783	2,899	2,990
매입채무 및 기타채무	567	754	766	814	834
차입금	474	159	167	176	184
유동성채무	4	0	0	0	0
기타유동부채	1,689	1,793	1,850	1,910	1,971
비유동부채	158	297	201	198	198
차입금	96	80	79	72	68
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	63	217	122	126	130
부채총계	2,894	3,002	2,984	3,097	3,188
자배지분	1,970	2,048	2,155	2,295	2,503
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,428	1,499	1,598	1,729	1,928
기타지분변동	260	268	276	284	293
비자배지분	45	58	61	65	71
자본총계	2,015	2,106	2,217	2,361	2,574
순차입금	277	290	257	128	-75

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-533	361	228	274	348
당기순이익	-139	113	137	171	243
비현금항목의 가감	44	65	-36	-9	25
감가상각비	69	78	80	90	101
외환손익	0	0	-102	-101	-100
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-26	-13	-14	2	24
자산부채의 증감	-438	188	159	160	149
기타현금흐름	1	-5	-31	-48	-69
투자활동 현금흐름	-112	-149	-189	-211	-227
투자자산	0	0	-4	-4	-4
유형자산	-116	-144	-180	-198	-218
기타	4	-5	-6	-9	-6
재무활동 현금흐름	464	-363	-21	-27	-23
단기차입금	0	0	8	8	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-1	-7	-4
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-28	-28	-28
기타	464	-363	0	0	0
현금의 증감	-180	-145	-51	134	216
기초 현금	490	310	165	114	248
기말 현금	310	165	114	248	464
NOPLAT	-135	69	170	191	266
FCF	-194	-5	70	83	149

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

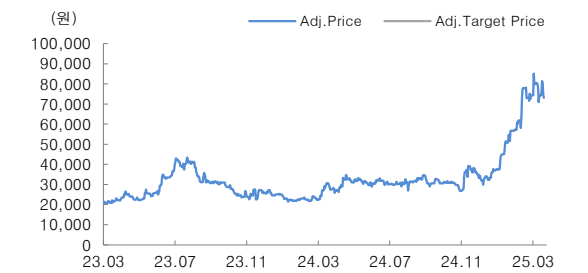
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

(기준일자: 20250322)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

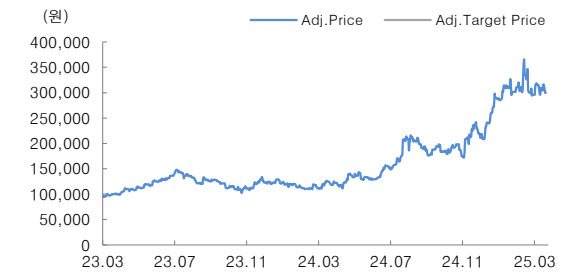
HD현대중공업(329180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용	한화오션(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용
	
제시일자 25.03.27	제시일자 25.03.27
투자의견 Buy	투자의견 Buy
목표주가 360,000	목표주가 90,000
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)

삼성중공업(010140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27
투자의견	Buy
목표주가	17,000
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	

HD현대미포(010620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.27
투자의견	Buy
목표주가	130,000
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	