

탈카타르의 서막, Make America LNG Again

Analyst 최진영

jinyoing.choi@daishin.com

Analyst 이지니

jini.lee@daishin.com



Contents

Part.1	미국산 LNG로 재편되는 세계 질서	
	빈번해지는 전쟁, 본격화되는 안보의 시대	6
	위기의 중동, 아시아 에너지 위기를 경고하는 미국	10
	탈카타르의 수혜자가 될 미국 LNG	14
	중동 전쟁의 상흔, 미국산 LNG로 재편될 아시아	17
	러시아와 결별한 EU, 카타르와도 헤어질 수 있다	20
Part.2	커지는 파이, 독식할 한국 조선소	
	커지는 아메리카 파이	26
	장기로는 매력적인 수급	33
	선박 연료로도 건재한 LNG	36
Part.3	기업분석	
	HD현대중공업(329180): 큰 그림을 그리는 중	40
	한화오션(042660): LNG도 미국도 내 편	44
	삼성중공업(010140): 실력을 보여줄 때	47
	HD현대마린솔루션(443060): 이런 회사 또 없습니다	50

Summary

빈번해지는 전쟁과 에너지 위기, 더욱 강조되는 에너지와 공급망 안보

미군 전력은 2011년 오바마 미 행정부의 Pivot to Asia(대중국 견제) 선언을 기점으로 유럽과 중동에서 서태평양으로 재편되고 있다. 문제는 그 틈 사이로 전쟁이 빈번해지고 있다는 점이다. 에너지 위기를 일으킨 시리아 내전과 ISIS 쫓기, 돈바스전과 우크라이나-러시아 전쟁, 이스라엘-시아파 전쟁과 이스라엘-이란 전쟁이 그것이다. 2023년 3월 시진핑 중국 주석은 푸틴 러시아 대통령에게 '100년 동안 보지 못한 변화가 오고 있으며 우리가 이 변화를 이끌고 있다'고 언급한 바 있다. 경쟁자들의 도전은 미국과 동맹들이 누린 평화가 종식될 수 있음을 암시한다. 그렇다면 에너지와 공급망 안보는 앞으로도 더 중요해질 수밖에 없다.

중동발 에너지 위기를 경고하는 미국, 탈카타르에 나서기 시작한 아시아

연초 미 정부 관계자들은 아시아 우방국들에게 카타르(친이란)산 LNG에 대한 의존은 안보에 위협이 될 수 있다며 미국산의 필요성을 언급한 바 있다. 이스라엘-이란 전쟁은 종전이 아닌 휴전 상태이다, 이 지역에서 의 전쟁은 카타르산 LNG가 불가항력에 빠질 수 있음을 뜻한다. 2017년 7월에도 트럼프 미 대통령은 EU 정상들에게 러시아산 천연가스에 대한 의존은 에너지 안보에 위협이 될 것이라 경고했다. 그리고 2022년 2월 유럽 에너지 위기를 일으킨 우크라이나-러시아 전쟁이 발발했다. 지금 미국은 이를 경고하고 있는 것이다. 그렇다면 미국산 LNG로 대체하는 것은 선택이 아닌 필수이다. 아시아 우방국들은 미국산에 대한 수입 확대를 넘어 알래스카 LNG 프로젝트에도 참여하기 시작했다. 미국 측의 고관세 협박 탓이라 하지만 모두 탈카타르를 목표로 두고 있다. 유럽에 이어 아시아 시장까지 미국산 LNG로 재편되는 속도가 빨라지기 시작했다.

커지는 미국 LNG 수출량, 그에 따라 한국 조선소에도 훈풍이 분다

멈췄던 미국 LNG 프로젝트 FID(최종투자결정)가 다시 시작됐다. FID를 집행하는데 있어 필요했던 정책들이 완화되었다. 그에 따라 2025년 연내 FID가 가시화 되는 프로젝트 중 미국의 비중이 크게 늘어났다. 기대했던 CP2의 FID가 진행되자 기대감은 더욱 커졌다. 그렇다면 LNG 생산량 증가에 따라 LNGC 생산의 최대 수혜는 누구일까? 당연히 한국일 수 밖에 없다. 미국의 중국 선박 운송 규제에 따른 경제적 리스크 확대와 에너지 안보 차원에서의 중국산 선박 전략적 배제, 미국 조선소의 역량 한계 등이 그 근거이다.

장기적으로는 공급 과잉 우려에서 벗어나 선가 역시 상승 가능, 친환경 모멘텀까지 곳

지난 4년간 LNGC 신규발주 증가로 공급과잉의 우려가 커지고 있다. 하지만 인도되는 LNGC가 늘어나는만큼 글로벌 LNG 교역량에 대한 성장도 커지고 있다. 특히 미국이 유럽 외 일본, 인도, 대만 등 국가와 LNG 수출량 확대를 약속한 부분이 장기 수요에 영향을 미친다. 공급과잉이 해소되면, 선가의 하방 압력 역시 줄어든다. 미국이 중국 선박에 대한 제재가 이루어지는 상황에서 수요가 받쳐준다면 선가는 다시 한번 상승세를 맞이할 것이다. 추가적으로 IMO의 환경 규제가 유지되고 있다. 미국이 IMO에 거부감을 표하더라도 EU는 이를 회피할 수 없다. 글로벌 Maritime이 무탄소로 향하는 과정에서 LNG는 선박연료로서 장기간 과도기적 역할을 수행함에 따라 친환경적인 모멘텀을 주도하는 연료일 것이다. Top-Pick은 HD현대중공업 유지

Part 1.

미국산 LNG로
재편되는 세계 질서

I. 미국산 LNG로 재편되는 세계 질서

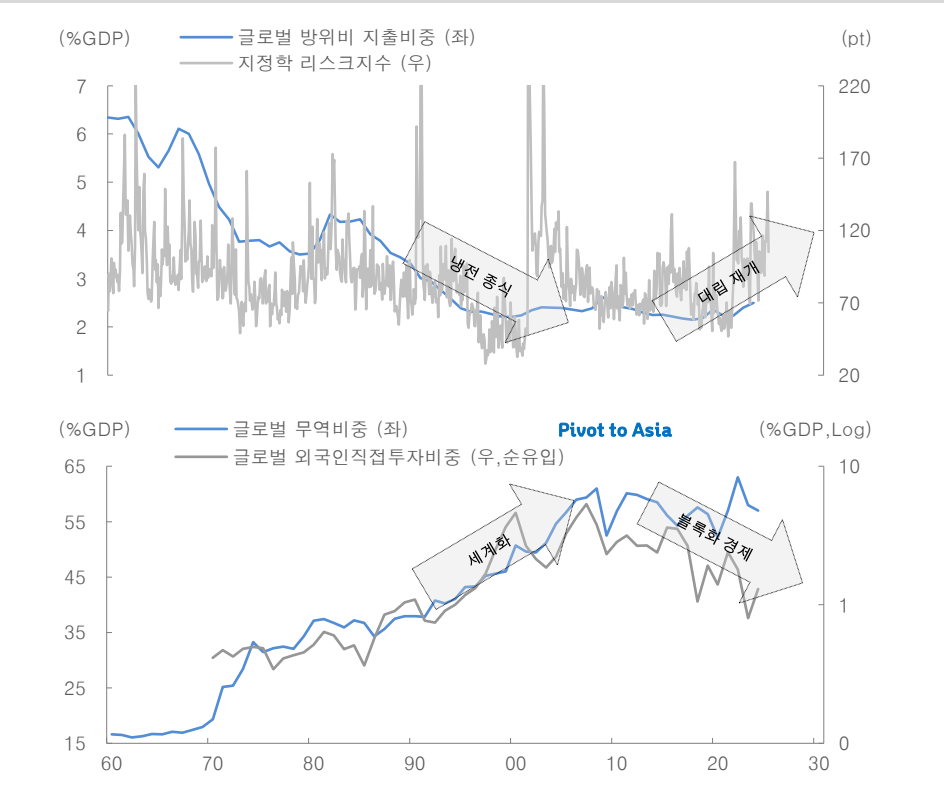
빈번해지는 전쟁, 본격화되는 안보의 시대

2011년 오바마의 Pivot to Asia 선언 이후 재편되는 미군 (중동+유럽 → 서태평양), 그 빈 공백으로 빈번해진 전쟁. 레이 달리오의 주장처럼 지금이 과거 같은 제국의 교체기라면 미래 전쟁은 전보다 더 빈번, 그렇다면 에너지와 공급망 안보에 더 많은 집중 필요

미국이 흔들리고 있다. 외국인들의 미국채 보유 비중은 2015년을 기점으로 매년 축소되고 있다. 이와 달리 각국 중앙정부의 외환보유고 내 금 보유 비중은 23%로 확대되고 있다. 아직 낮은 레벨이지만 구조의 변화가 진행되고 있음을 알 수 있다. 이를 두고 《변화하는 세계 질서》의 저자 레이 달리오는 세계 질서의 변화에서 비롯된 현상이라 주장한다. 바로 패권국 미국의 쇠락이다. 과거 제국의 교체기 때마다 패권국은 경쟁자들과의 전쟁이 잦아지게 되는데 전쟁 수행을 위해 단기간에 막대한 부채를 일으키게 되고 이로 인해 기축통화의 지위가 상실됐었다는 것이다. 즉, 흔들리는 미국채는 자산 시장의 단순 변화가 아닌 미국의 쇠락을 의미한다는 것이다.

이 흐름대로라면 앞으로 다양한 지역에서 더 많은 전쟁과 에너지 위기가 불가피하다. 미군 전력은 2011년 오바마 미 행정부의 Pivot to Asia(대중국 견제) 선언을 기점으로 유럽과 중동 지역에서 서태평양으로 빠르게 재편되고 있다. 그리고 미국이 나간 틈 사이로 크고 작은 전쟁이 빈번해지기 시작했다. 고유가를 연장시킨 리비아-시리아 내전(2011년 3월)과 ISIS 쫓기(2014년 6월), 유럽에 에너지 위기를 불러온 돈바스 전쟁(2014년 6월)과 우크라이나-러시아 전쟁(2022년 2월), 홍해 공급망을 뒤흔든 이스라엘-시아파 전쟁(2023년 10월)과 아시아 국가들에 에너지 위기를 고조시킨 이스라엘-이란 전쟁(2025년 6월)이 바로 그것이다.

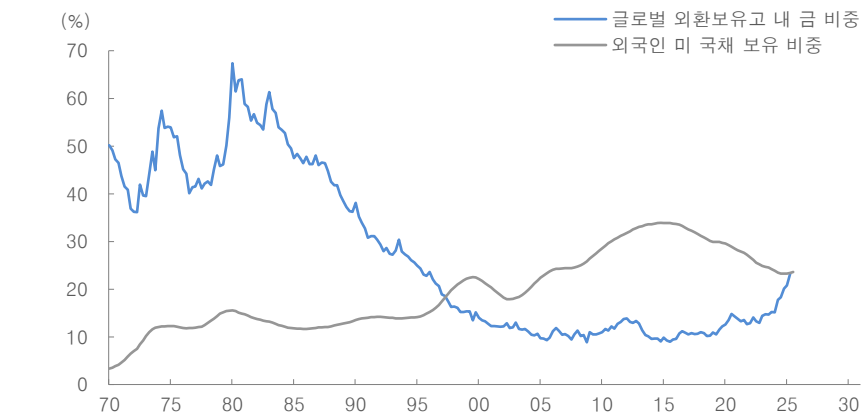
그림 1. 본격화된 안보의 시대, 군사를 넘어 에너지와 공급망 안보에 집중해야 될 때



자료: FRED, IMF, Clank, Foucuet, WB, 대신증권 Research Center

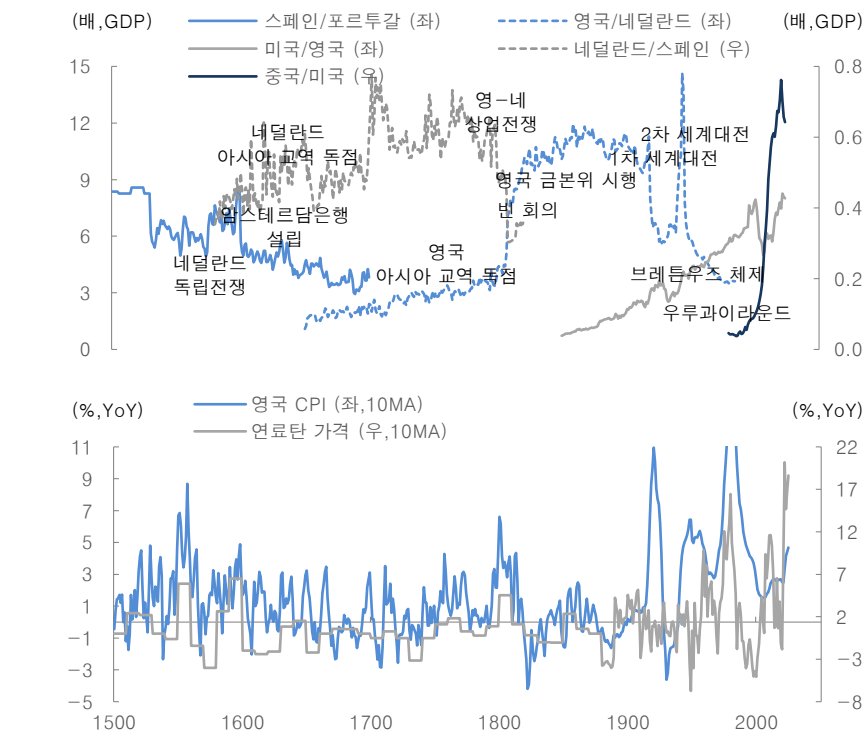
물론 제국의 흥망성쇠는 250년이라는 긴 사이클을 가지고 있다. 지금 나타난 짧은 현상만으로 예단할 수 없는 것이 국제정치이다. 다만, 낮은 조류가 감지된 것은 분명한 사실이다. 2023년 3월 시진핑 중국 공산당 총서기는 푸틴 러시아 대통령에게 ‘지난 100년 동안 보지 못한 변화가 오고 있으며 우리가 이 변화를 이끌고 있다’고 언급한 바 있다. 경쟁자들의 도전은 지금까지 미국과 미국의 동맹들이 누렸던 평화의 시대가 빠르게 종식될 수 있음을 암시한다. 그렇다면 다시 안보의 시대이다. 지난 자료 <흔들리는 ESG, 과도기의 에너지 전환(24.02.15)>에서도 강조한 바와 같이 안보가 중요해진 지금, 에너지와 공급망 안보에 더욱 집중할 때이다.

그림 2. 레이 달리오, 외국인들의 미국채 < 금 선호 현상을 두고 미국의 쇠락이라 주장



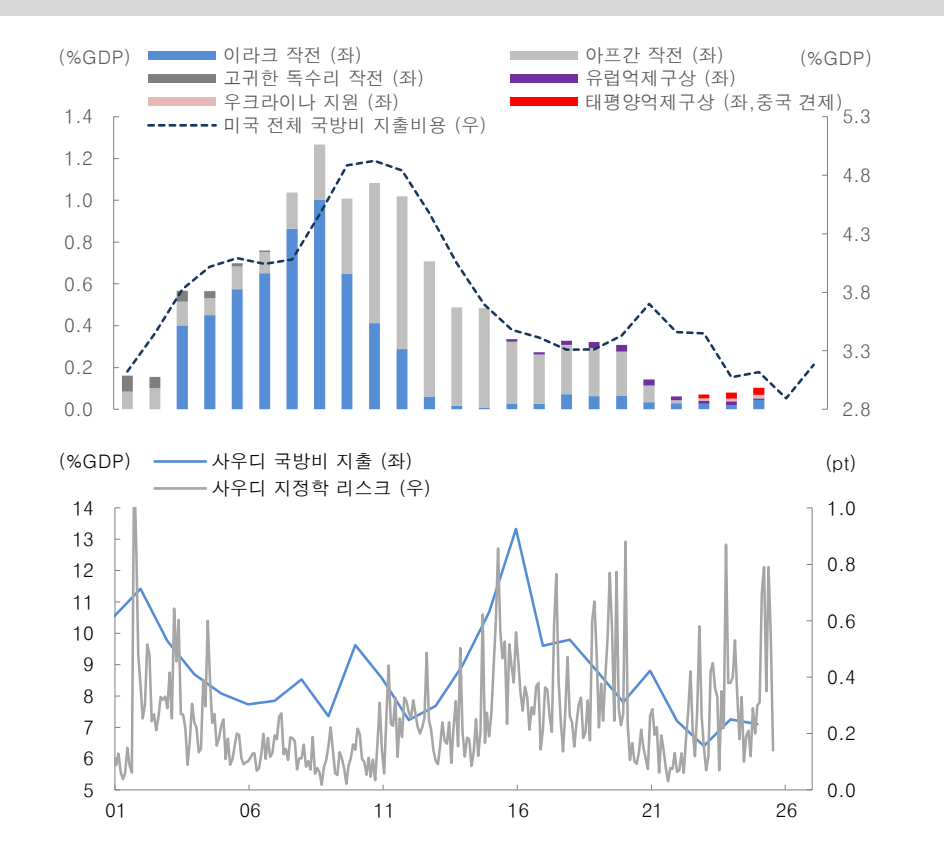
자료: FRED, IMF, 대신증권 Research Center

그림 3. 제국의 교체 시기 전쟁 빈번, 패권국의 무분별한 부채 발행으로 기축통화 붕괴



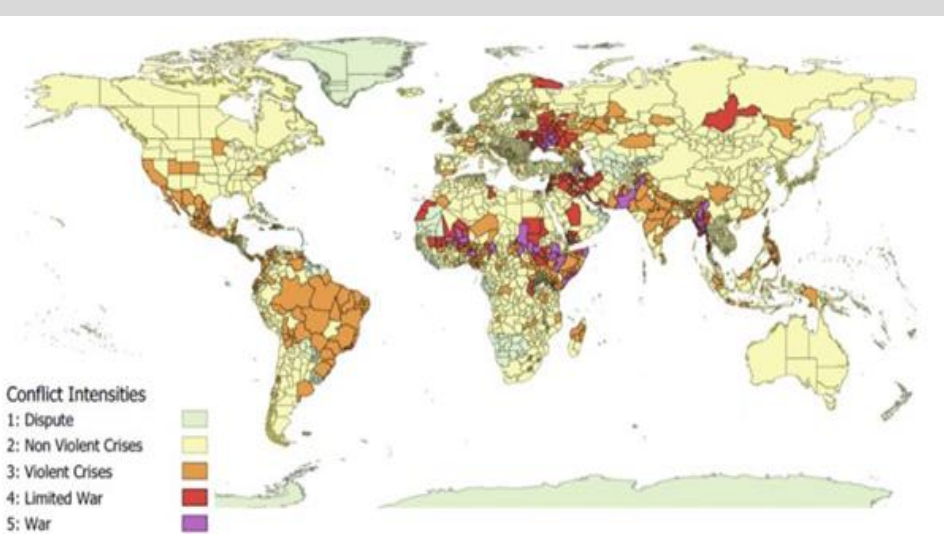
자료: FRED, IMF, Clank, Foucuet, WB, 대신증권 Research Center

그림 4. 이 흐름이 사실이라면 빈번해질 전쟁, 미군은 Pivot to East Asia 선언 후 재편



자료: 미국국방부, EPU, IMF, WB, SIPRI, 대신증권 Research Center

그림 5. 미군은 중동과 유럽 → 서태평양으로 이동, 그 틈 사이로 전쟁 빈번해지기 시작



자료: MBI Worldwide Geodata, 대신증권 Research Center

그림 6. 예단할 수 없는 국제정치. 다만, 닷선 조류가 흐르기 시작한 것은 분명



자료: MBI Worldwide Geodata, 대신증권 Research Center

아시아 동맹들에게
에너지 안보 위한
탈카타르 필요성
강조한 미국 정책.
2017년 트럼프 1기
때도 EU 정상들에게
에너지 안보 위해
탈러시아 강조, 임기
종료 후 우-러 전쟁
발발, 유럽 에너지
위기 직면. 에너지
수입 다변화 + 자립
모두 중요한 시점

위기의 중동, 아시아 에너지 위기를 경고하는 미국

지난 2월 5일 댄 설리번 미 알래스카주 상원의원(공화당)은 에너지 안보 측면에서 한국과 일본, 대만, 인도 등 아시아 우방국들이 카타르(친이란)산 LNG를 의존하는 것은 매우 위험한 결정이 될 수 있다며 알래스카산 LNG를 도입한다면 미 해군의 보호를 받게 될 것이라 언급한 바 있다. 6월 3일 버그 버검 미 내무장관 또한 알래스카 LNG 프로젝트는 우방국들의 에너지와 공급망 안보에 주요한 역할을 하게 될 것이라 밝혔다. 이들 모두 공통적으로 에너지 안보를 위한 탈카타르를 강조하고 있다.

그렇 수밖에 없다. 아시아 국가들이 의존하는 카타르산 LNG는 호르무즈 해협 안에 위치해 있다. 페르시아만과 오만만을 연결해주는 해협으로 전세계 LNG 및 원유 해상 물동량의 20%(아시아향: 85%)가 이곳을 거쳐간다. 폭 55km, 평균 수심 56m이나 VLCC급 운반선이 항해할 수 있는 구간(수심 25~30m)은 폭 3km 정도에 불과하며 그것도 이란 해역에 집중되어 있다. 이스라엘-이란 전쟁처럼 해당 해역에 봉쇄 위협이 발생할 시 우회 가능한 시설은 사우디와 UAE가 유일하며 카타르, 이라크 등은 운송 차질이 불가피하다. 우크라이나-러시아 전쟁(대러 제재)과는 차원이 다른 리스크 요인이라 볼 수 있다.

중요한 것은 미국 측 인사들의 위 발언이 과거의 악몽을 떠올리게 한다는 점이다. 2017년 7월 6일 트럼프 미 대통령은 유럽 정상들에게 러시아산 천연가스(노드-스트림 가스관)에 지나치게 의존하는 것은 에너지 안보에 위협이 될 수 있다며 미국산 LNG 수입을 늘려야 할 것이라 경고했다. 2018년 7월 11일 NATO 정상회담에서도 러시아산 천연가스에 대한 높은 의존도가 유럽의 에너지 안보에 큰 위협이 될 것이라 비판했다. 그리고 트럼프 1기가 끝난 2022년 2월 유럽은 러시아의 우크라이나 침공으로 에너지 위기를 맞았다. 지금 트럼프 미 행정부는 이와 같은 위기가 아시아 지역에서도 재현될 수 있음을 경고하고 있는 것이다.

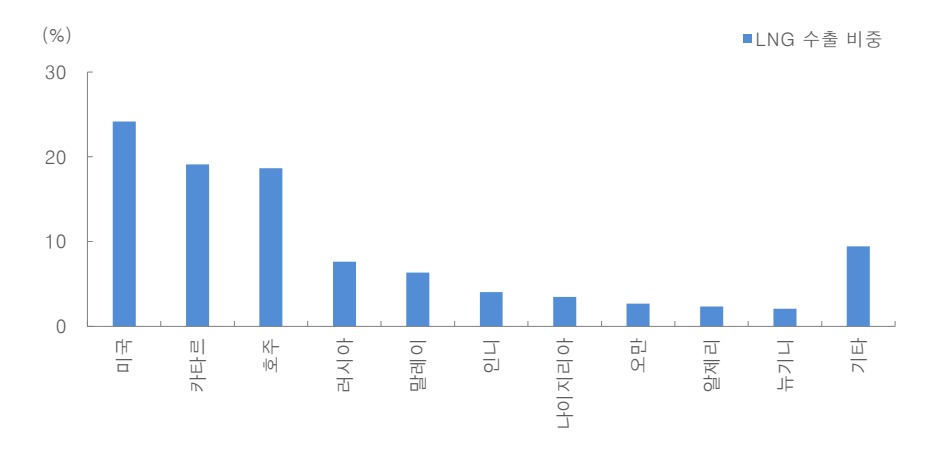
그림 7. 미국, 동맹들에 에너지 안보 위해 카타르산이 아닌 미국산 LNG 선택하라 경고



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

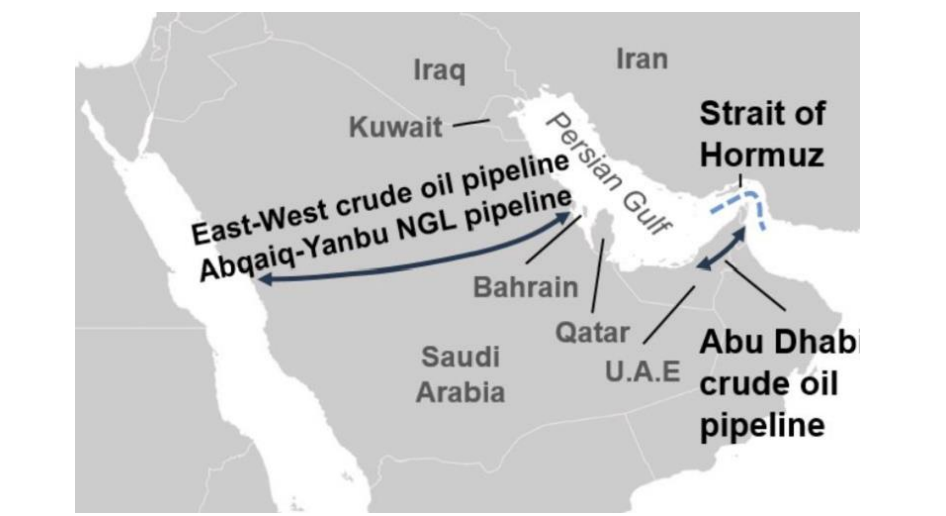
물론 현재 지정학 리스크는 부재한 상황이다. 지난 6월 25일 이스라엘과 이란은 미국의 중재 아래 더 이상의 전쟁 행위는 없을 것이라 합의했다. 그러나 이는 종전이 아닌 휴전 합의로 전쟁은 언제 재발해도 이상하지 않다. 7월 28일, 트럼프 미 대통령은 이란 측이 핵개발을 재개할 시 즉각 공격할 것이라 경고했지만 이란 측은 우라늄 농축을 포기할 수 없다는 기존 입장을 고수하고 있다. 이스라엘 내에서는 미국-이란 협상을 기다리겠지만 최악의 경우 이란의 레짐-체인지 카드까지 고려할 수밖에 없다고 전하고 있다. 즉, 이란 혁명(1978년 1월)과 이란-이라크 전쟁(1980년 9월)처럼 호르무즈 해협과 카타르 산 LNG에 직·간접적인 영향을 줄 이스라엘-이란 상황은 지속적인 경계가 필요하다. 이처럼 안보의 시대가 본격화되는 상황에서 에너지 수입 다변화와 에너지 자립은 빨라질 수밖에 없다.

그림 8. 전세계 2 대 LNG 수출국 카타르(친이란)는 호르무즈 해협 내 위치



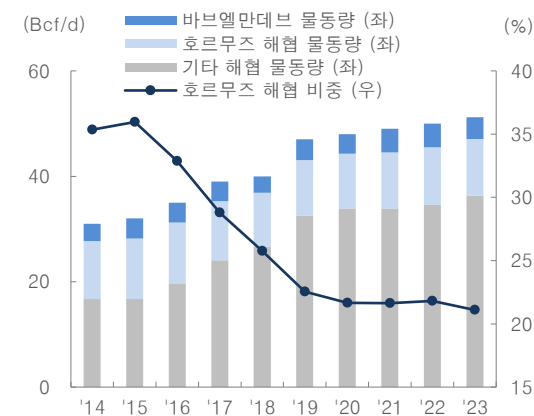
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 9. 이란 앞 바다에 있는 호르무즈 해협은 에너지-운송 안보에 있어 핵심지



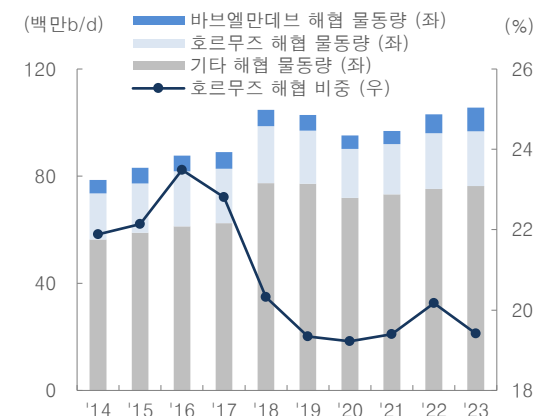
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 10. 전세계 LNG 해상 물동량의 20%가 통과



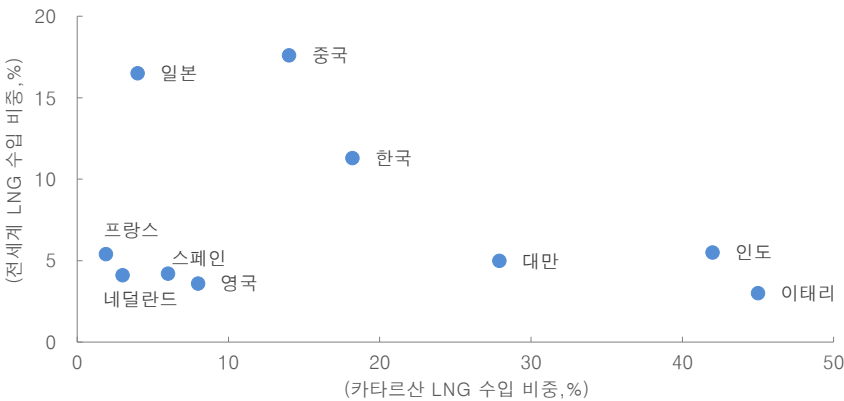
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 11. 원유 역시 20%가 통과



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 12. 10대 LNG 수입국 중 한국, 대만, 인도 등이 중동 리스크에 가장 취약



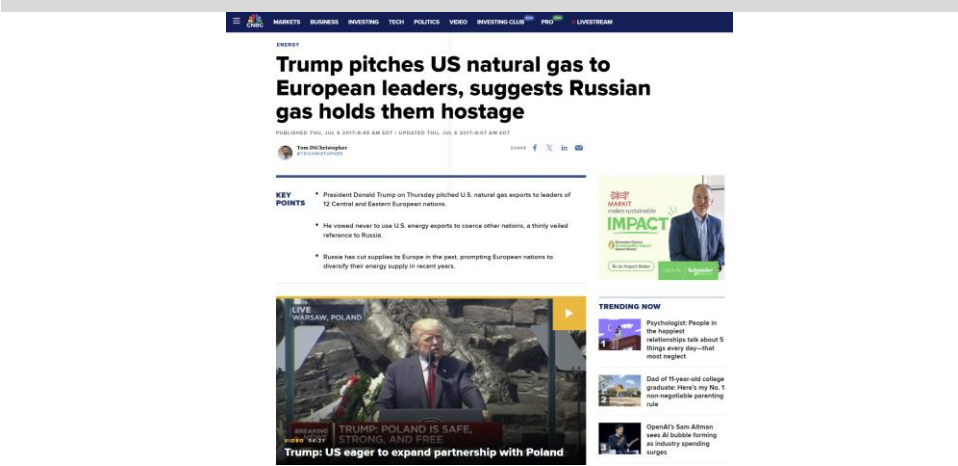
자료: IEEFA, EIA, S&P Global Platts, 대신증권 Research Center

표1. 우회로는 일부에 불과, 우크라이나-러시아 전쟁과는 차원이 다른 리스크 요인 (단위: 백만 b/d)

구분	Country	Capa.	Throughput	Unused Capa.	Status
Petroline(East-West Pipeline)	사우디	4.8	1.9	2.9	가동 중
Abu Dhabi Crude Oil Pipeline	UAE	1.5	0.5	1.0	가동 중
Abqaiq-Yabu Natural Gas Liquids Pipeline	사우디	0.3	0.3	0.0	가동 중
Iraqi Pipeline in Saudi Arabia(IPSA)	사우디	0.0	—	0.0	천연가스로 전환
소계	—	6.6	2.7	3.9	—

자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 13. 2017 년 트럼프 대통령은 EU 측에 에너지 안보 위해 탈러시아 촉구, 이번에도?



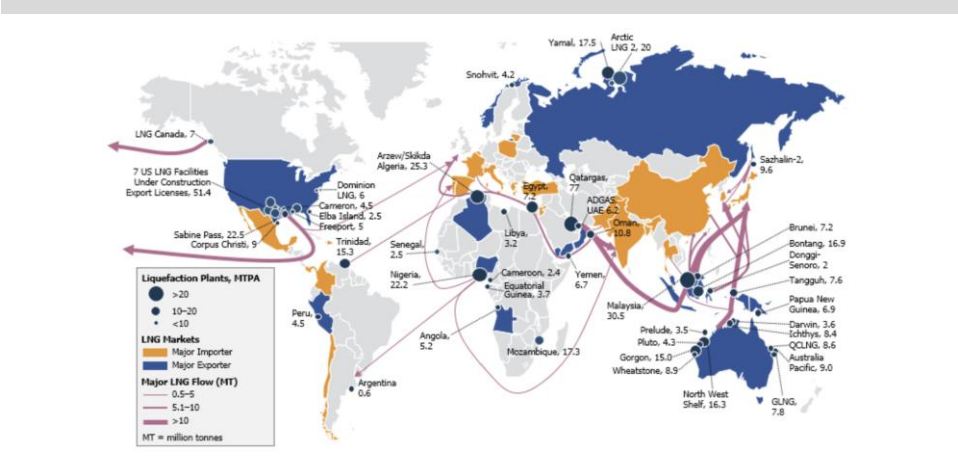
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 14. 핵개발 불변이라는 이란에 경고하는 이스라엘, 여전히 불안정한 호르무즈 해협



자료: MSN, 대신증권 Research Center

그림 15. 2022 년과는 차원이 다른 이스라엘-이란 전쟁, 브라질 에너지 수입 다변화



자료: INCORRYS, 대신증권 Research Center

탈카타르의 수혜자는 미국 LNG. 트럼프 미 행정부는 에너지 안보 위해 LNG 수출 Capa. 확장, 5년 내 수출 Capa. +60% 확장 예정, 전세계 신규 Capa.의 51%. 경쟁자 카타르(22%), 불가항력 발생 시 대체할 유일한 존재는 미국

탈카타르의 수혜자가 될 미국 LNG

1월 16일, 더그 버검 미 내무장관은 IRA처럼 미국 내 화석연료 개발을 막는 행위는 중국산 산업금속과 반자유주의 국가들(러시아, 이란, 베네수엘라)이 생산한 화석연료에 의존도만 높일 뿐이라며 이를 극복하려면 미국이 가장 잘하는 화석연료로 승부해야 한다 강조했다. 에너지 패권을 통해 미국 경제와 에너지 안보를 지키겠다는 메시지이다.

그러한 점에서 에너지와 공급망 안보의 최대 수혜자는 다름아닌 미국이다. 미국은 우크라이나-러시아 전쟁과 유럽 국가들의 탈러시아 행렬에 수혜 받으며 전세계 최대 LNG 수출국으로 부상했다. 지난 1월 20일, 트럼프 미 대통령은 이전 정부가 환경 문제를 이유로 중단했던 LNG 수출 허가(FTA 미체결국향 수출)를 재개했는데 이에 따라 그간 정체됐던 LNG 터미널 건설 사업이 빨라지기 시작했다. 미국의 LNG 수출 Capa.는 2030년이면 현재 수준의 +60% 이상 확장될 예정으로 이는 전세계 신규 Capa.의 51%에 달한다. LNG 수출 Capa.를 확장 중인 카타르(2025~2030년 전세계 신규 Capa. 비중: 22%)가 불가항력 상태에 직면할 경우 이를 대체할 수 있는 유일한 존재인 것이다.

확장되는 LNG 수요에 맞춰 생산 Capa. 확장을 위한 지원 방안까지 도출된 상태이다. 7월 5일, 트럼프 미 행정부는 OBBB 법안을 통해 연방정부 소유지 내 유전/가스전에 대한 임대 사업을 분기별로 의무화하기로 했으며, 알래스카 가스전 개발과 LNG 프로젝트를 위한 행정 비용을 지원하기로 했다. 이뿐만 아니라 연방정부 소유지 내 유전/가스전 개발 시 부과되는 로열티율까지 인하(16.7~18.7% → 12.5~16.7%)하기로 결정했다. 철강(시추 강봉) 관세 인상으로 인한 비용 문제가 일부 해소되는 것이자 인센티브를 제공한 것이다. 이처럼 정부 인센티브와 미래 수요(LNG 수출, 데이터센터 관련 전력향 수요 등)에 대한 낙관적인 방향은 천연가스와 원유 리그카운트의 디커플링으로도 확인되고 있다. 안정된 해상 운송 루트와 준비된 미국의 공급 능력, 탈카타르를 시도하려는 주요 소비국들은 미국산 LNG로 더욱 쏠릴 수밖에 없다.

그림 16. 에너지 안보의 최대 수혜자는 미국, 2022년 이후 최대 LNG 수출국으로 부상

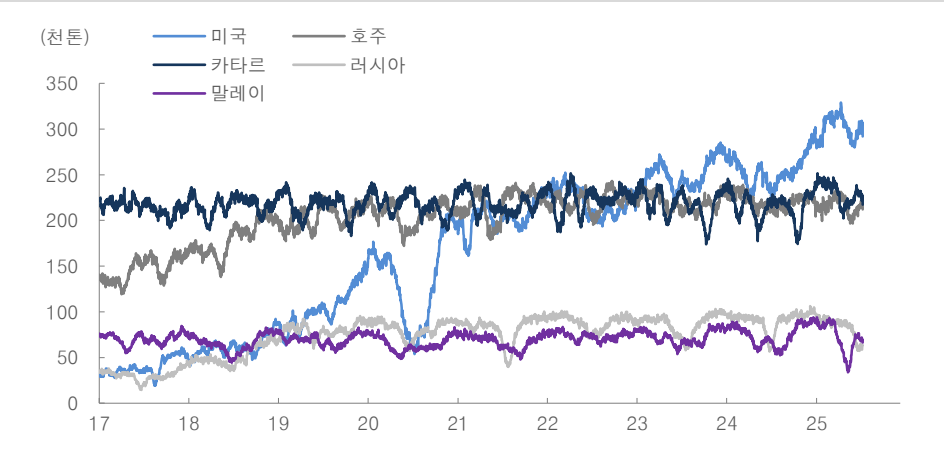
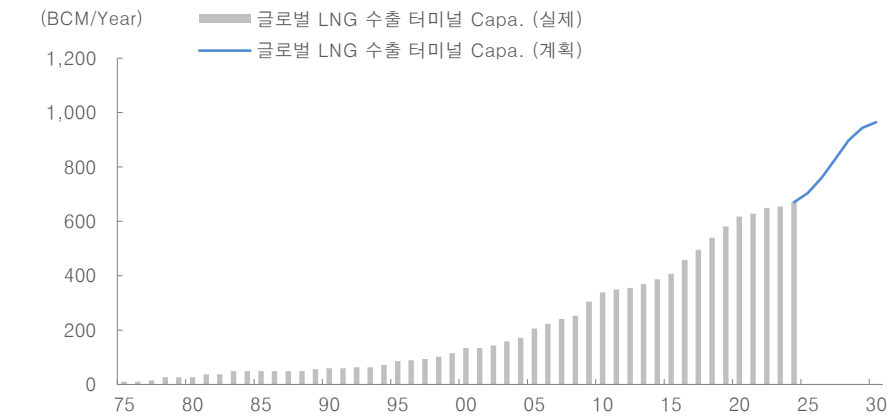
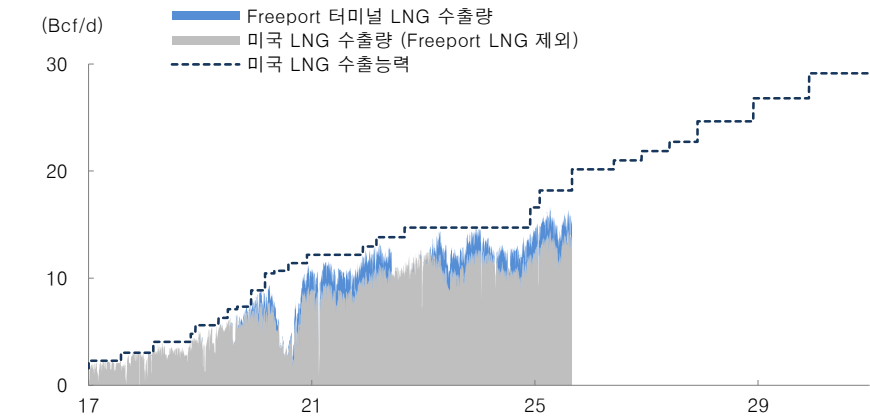


그림 17. 확장 추세의 글로벌 LNG 수출 터미널



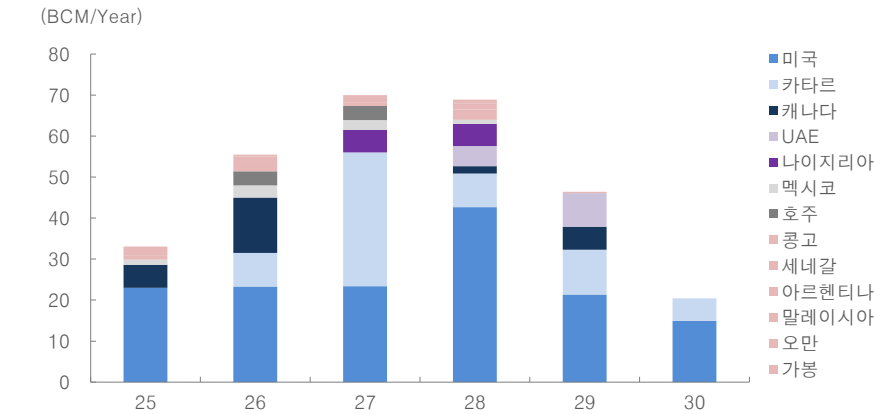
자료: IEA, IMF, 대신증권 Research Center

그림 18. 이를 주도하는 미국, 2030 년경 LNG 수출 Capa.는 +60% 이상 확장 예정



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 19. 카타르도 Capa. 확대 중이지만 지정학 리스크 발생 시 미국산으로 대체 불가피



주: 각국 신규 LNG 수출 터미널(Capa.) 완공 시점
자료: IEA, 대신증권 Research Center

표2. 트럼프 미 행정부, OBBB 법안 통해 천연가스 생산 Capa. 확장 위한 인센티브까지 제공

구분	주요 내용
시추 개발/ 인프라 지원	연방정부 소유 공유지에서의 유전/가스전 분기별 임대 의무화 (와이오밍, 뉴멕시코, 콜로라도, 유타, 몬태나, 노스다코타, 오클라호마, 네바다, 알래스카) 미 멕시코만 내 30건 해상 유전/가스전 임대, 이 가운데 1건은 2025년 이내, 2026~2039년에는 매년 최소 2건 이상 임대 필요 ※ 신재생에너지 사업과 연계 조항 폐지
	알래스카 쿡 만 내 6건의 유전/가스전 임대(2032년), 이 가운데 1건 이상은 2026년 내 임대
	알래스카 국립석유비축지(NPR-A) 내 5건의 유전/가스전 임대 재개, 이 가운데 1건 이상은 12개월 내 임대
	북극국립야생동물보호구역(ANWR) 내 2건의 유전/가스전 임대(2032년)
비용 절감 지원	알래스카 LNG 프로젝트 관련 대출 보증 이행 위한 행정 비용 지원(에너지부)
	연방정부 소유 공유지 내 유전/가스전 개발 시 로열티율 인하(16.7~18.7% → 12.5~16.7%)
	연방정부 소유 토지/수역 유전/가스전에서 발생한 메탄 로열티율 부과 연기(→2035년)
	원유/천연가스 생산 기업의 무형사추비용(IC) 공제 재허용 원유/천연가스 프로젝트에 대한 환경영향평가법(NEPA) 규정 완화, 검토 기간 단축(프로젝트 비용의 125%까지 검토 비용 지원) 전략비축유(SPR) 재비축 예산 축소(13.0억달러 → 1.7억달러)

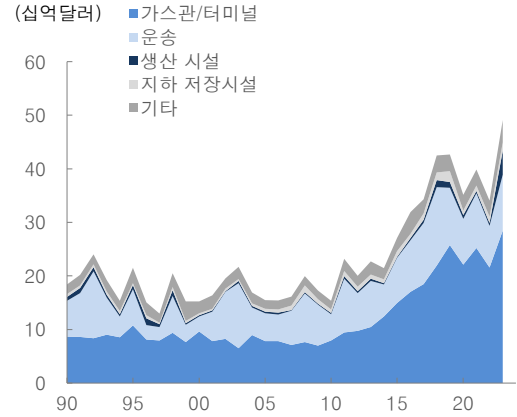
자료: 대신증권 Research Center

그림 20. 디커플링된 천연가스와 원유 리그카운트, 정부 지원과 낙관적 미래 수요 반영



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 21. 더욱 커질 미국의 천연가스 밸류체인 투자



자료: AGA, 대신증권 Research Center

그림 22. 미국 중심 시장 재편 기대감은 더욱 커질 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

이스라엘-이란
전쟁은 종전 아닌
휴전, 언제든지
불가항력 발생 가능.
에너지 수입 다변화
시도하는 아시아,
알래스카 LNG 통한
장기적 탈카타르
계획까지 준비

중동 전쟁의 상흔, 미국산 LNG로 재편될 아시아

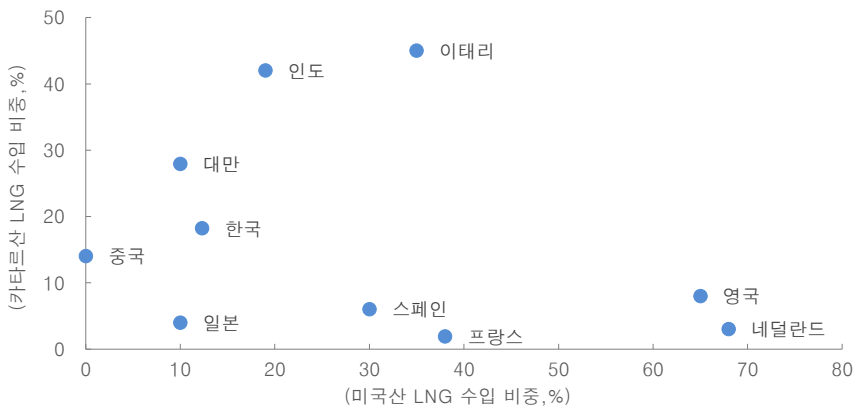
이스라엘-이란 전쟁은 종전이 아닌 휴전일 뿐이다. LNG 수출의 핵심지인 호르무즈 해협은 언제든지 불가항력 상태에 빠질 수 있는 환경이다. 카타르산 LNG 의존도가 높은 한국, 대만, 인도 등 국가들에게는 위협으로 다가올 수밖에 없다. 그렇기에 에너지 수입 다변화(또는 에너지 자립)는 선택이 아닌 필수인 것이다.

이미 미국의 아시아 동맹국들은 에너지 안보를 위해 미국산 LNG로 수입 다변화를 시도 중이다. 한국은 에너지 자립을 목적으로 친원전 정책으로 선화하는 한편, 미국산 LNG 수입량을 2배 확대키로 결정했다. 일본의 최대 전력 공급업체인 JERA 측은 러시아에 이어 카타르산 천연가스에 대한 의존도까지 낮출 목적(12% → 4%)으로 미국산 LNG를 기존 대비 3배(연간 550만톤) 늘리기로 합의했으며, 카타르산 LNG 의존도가 42%에 육박하는 인도는 미국산 에너지에 대한 수입 관세 폐지를 검토 중이다.

이들은 장기적인 탈카타르 전략까지 마련 중이다. 바로 알래스카 LNG 프로젝트 참여이다. 일본 측은 알래스카 LNG 프로젝트에 지분 투자 형태로 참여하여 미국산 LNG 수입을 늘리기로 결정했다. 대만중유공사(CPC) 측은 알래스카 가스라인개발공사(AGDC)와 알래스카산 LNG 도입을 위한 투자약정(LOI)을 체결했는데 이것이 성사될 시 2030년부터 공급의 30%(600만톤)가 대만으로 향하게 된다. 태국석유공사(PTT)는 향후 20년간 연간 200만톤의 알래스카산 LNG를 장기 구매하는 것을 목적으로 알래스카 LNG 프로젝트에 참여하는 협력 협정(Cooperation Agreement)을 체결했으며, 인도 역시 알래스카 LNG 프로젝트로부터 LNG를 장기 도입하는 방안을 논의 중이다. 미국 측의 고관세 협박 탓이라 하지만 모두 탈카타르를 목표로 두고 있다.

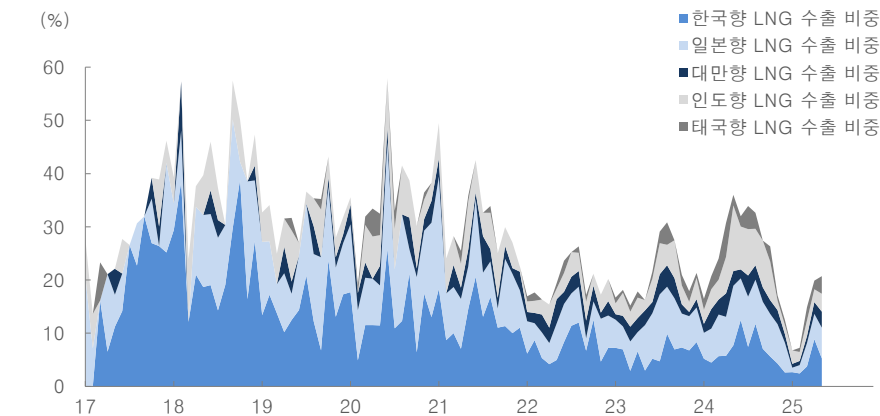
알래스카 LNG 프로젝트는 비용만 보면 우수한 프로젝트라 보기 어렵다. 미국 정권 교체에 따른 LNG 정책의 변화 역시 무시할 수 없는 부분이다. 다만, 우크라이나-러시아 전쟁처럼 중동 지역에서 구조적인 문제가 발생할 시 사업성(JKM-알래스카산 천연가스(액화+재기화+운임비 포함) 가격 스프레드 상승)은 개선이 가능하며 이를 선점한 국가들은 미국의 대외 전략에 따라 우선적으로 지원 받을 수 있다. 2022년 유럽의 에너지 위기를 목도했던 아시아 국가들 입장에서 미래에 대한 고민은 커질 수밖에 없다. 그렇기에 이들의 수입 다변화(탈카타르)는 필연적이며 그 수혜는 미국산 LNG가 가져갈 것이다.

그림 23. 중요한 에너지 안보, 아시아 국가들은 미국산 LNG로 수입 다변화 불가피



자료: IEEFA, EIA, S&P Global Platts, 대신증권 Research Center

그림 24. 이미 한국, 일본 등 미국의 우방은 미국산 LNG 수입을 확대키로 합의



자료: EIA, 대신증권 Research Center

표3. 장기적인 탈카타르 전략 위해 미 알래스카 LNG 프로젝트에도 집중

시기	주관	주요 내용
2025-03-21	대만중유공사 (CPC)	알래스카 가스라인개발공사(AGDC)와 알래스카 LNG 도입 위한 투자의향서 (LOI) 체결, 2030년부터 공급의 30%(600 만톤) 도입 계획
2025-06-30	태국석유공사 (PTT)	알래스카 LNG 프로젝트 주도 기업인 Glenfame 측과 20년간 연간 200 만톤 알래스카 LNG 장기 구매 결정. 이외, 알래스카 LNG 프로젝트에 대한 전략적으로 참여하는 협력 협정 체결
2025-07-17	인도가스공사 (GAIL)	알래스카 LNG 프로젝트와 장기 구매 계약 체결 위한 초기 논의 착수
2025-07-22	일본	알래스카 LNG 수출 위한 조인트벤처(JV) 설립 계약. 관세 협상에서 밝힌 5,500 억달러 규모 투자 펀드 중 일부를 알래스카 LNG 프로젝트에 투입 계획

자료: 대신증권 Research Center

그림 25. 에너지와 공급망 안보, 그리고 운송 기간까지 잡을 수 있는 알래스카산 LNG



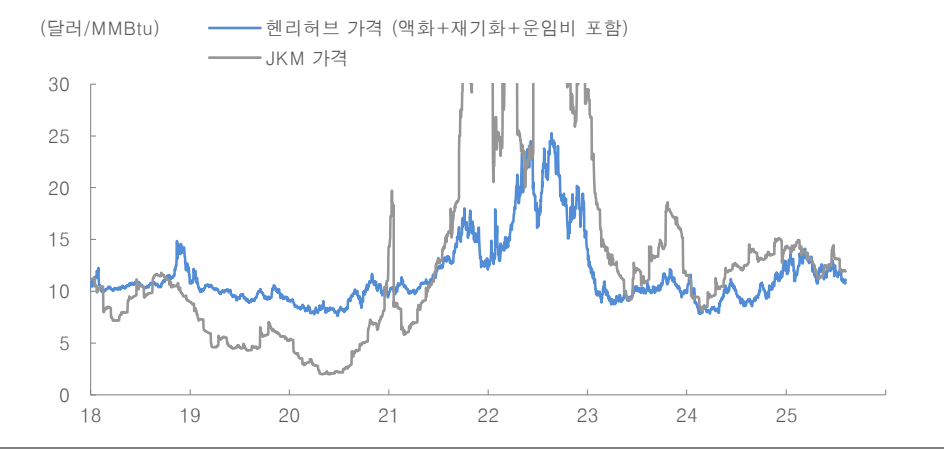
자료: 조선일보, 대신증권 Research Center

표4. 미 알래스카 LNG 프로젝트, 당장 비용 측면에서 좋은 조건은 아니다

항목	알래스카	동남부(텍사스 등)
총 프로젝트 비용	약 440 억달러	100~200 억달러
액화비용(MMBtu 당)	2.2~2.5 달러	1.0~1.3 달러
운송기간(미국→아시아)	7~9 일	20 일 이상(파나마 운하 경유 시)
전체 생산 비용(추정) (MMBtu 당)	5.5~6.5 달러	3.5~4.5 달러
장점	아시아 근접(짧은 운송거리)	저렴한 가스 생산비용
	미국 LNG 수출 다변화 기여	기존 인프라(가스관, 터미널) 구축
단점	기존 인프라 부족/북극 기후 및 지형 변수로 인한 건설/운영 고비용 소요	대유럽 수출 우선 고려
		파나마 운하 혼잡

자료: 한국외교부 경제안보외교센터('25.04.11), 대신증권 Research Center

그림 26. 다만, 중동 상황을 감안하면 미래에 사업성은 좋아질 수 있다



러시아와 결별 앞둔 EU, 이 상황에서 카타르산 마저 CSDDD로 인해 흔들리기 시작, 결국 안보 위해 미국산 LNG가 각광 받을 수밖에

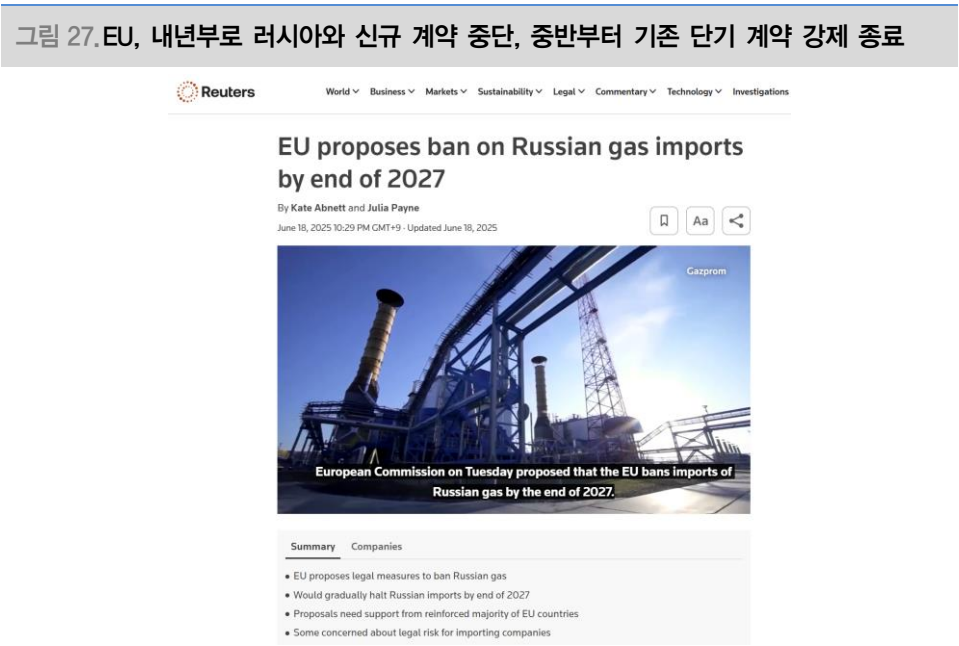
러시아와 결별한 EU, 카타르와도 헤어질 수 있다

6월 17일, EU 집행위는 러시아산 에너지 수입을 전면 금지하는 입법안(초안)을 공개했다. 여기에는 1)2026년 1월부터 러시아산 에너지에 대한 신규 계약과 러시아계 기업이 참여하는 LNG 터미널 서비스 계약을 전면 금지한다는 내용이 포함되어 있다. 2)기존 체결된 단기 계약은 2026년 6월 17일부로 강제 종료되며 3)장기 계약이 체결된 내륙국은 2027년 12월 이후 거래가 전면 무효화된다. 전체 천연가스 수입 중 19%를 차지하는 러시아산 천연가스가 증발하는 것이다.

이는 자연스럽게 미국산 LNG에 대한 수입 확대로 연결된다. 실제로 7월 31일 EU 측은 관세 협상을 통해 향후 3년간 미국산 에너지(LNG, 석유, 핵연료 등)를 7,500억달러까지 수입하기로 합의했다. EU의 연간 에너지 수입 규모가 900~1,000억달러인 점을 감안하면 파격적인 조치라 볼 수 있다. 설사 우크라이나-러시아 전쟁이 종식(대러 제재 해제)된다 하더라도 1)미국과 합의한 내용을 이행해야 한다는 점과 2)러시아발 정치 리스크(에너지 위기)의 경험 등을 감안하면 전쟁 이전 수준으로 수입하기는 쉽지 않다.

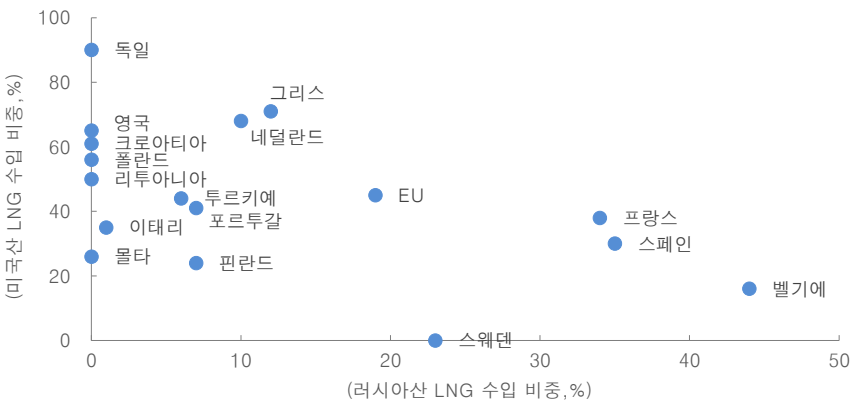
이 같은 상황에서 카타르산 LNG 마저 문제가 될 시 미국산 LNG로의 대체 속도는 한층 더 빨라질 수 있다. 2024년 7월 EU는 공급망 실사법(CSDDD)을 발효했는데 이는 공급망에서 발생하는 환경 피해 또는 인권 침해 문제와 관련하여 실사 의무를 요구하는 법안으로 관련 기준을 미충족할 시 해당 기업은 글로벌 매출의 5%를 벌금으로 납부해야 한다. 카타르 에너지부는 EU 측에서 해당 법안을 예정(2027년)대로 시행할 경우 LNG 수출을 즉각 중단할 것이라 경고하고 있다. 앞서 카타르 측은 2025년 8월 개통된 시리아-튀르키예-아제르바이잔 가스관 프로젝트에 참여해 이를 유럽향 가스관 건설 사업과 연계하려 하지만 지금 같은 상황에서는 이 역시 재무산될 공산이 크다. 이스라엘-이란 전쟁이 아니더라도 EU의 전체 LNG 수입 중 12%에 달하는 카타르산이 미국산으로 잠식될 수 있다. 신뢰가 중요한 안보의 시대에서 미국산 LNG는 미국의 우방으로부터 각광 받게 될 상품이다.

그림 27. EU, 내년부로 러시아와 신규 계약 중단, 중반부터 기존 단기 계약 강제 종료



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

그림 28. EU 수입 중 19%인 러시아산 천연가스, 자연스럽게 미국산 LNG 로 대체



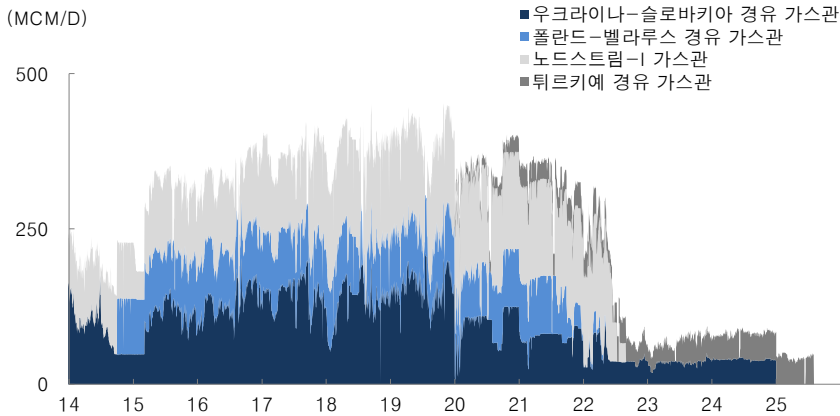
자료: IEEFA, 대신증권 Research Center

그림 29. 관세 합의에 따라 미국산 LNG 수입 약속, 사실상 러시아산 천연가스와 결별



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

그림 30. 과거 에너지 위기의 경험, 우크라이나-러시아 전쟁 끝나더라도 탈러시아 유효



자료: Eustream, GAZ SYSTEM, Gazprom Export LLC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 31.이 같은 상황에서 CSDDD 법안으로 위태로워지고 있는 카타르산 LNG 수입



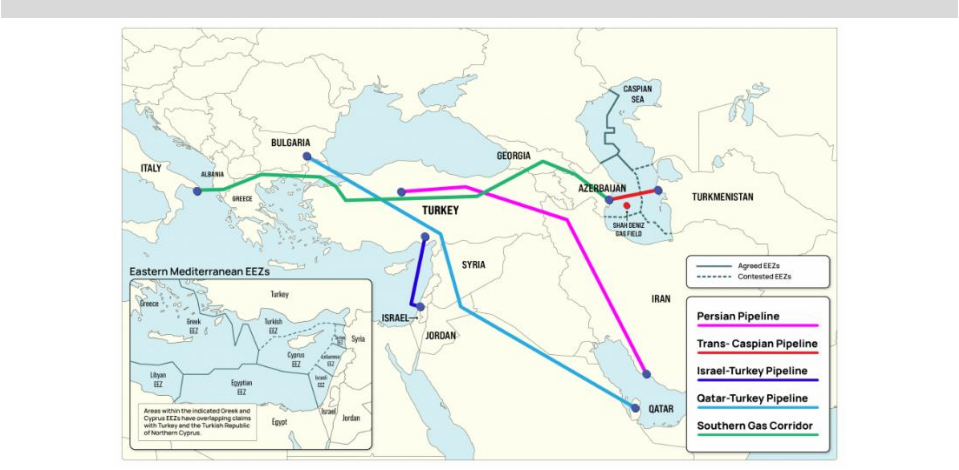
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 32.이는 또 다른 에너지 위기로 연결



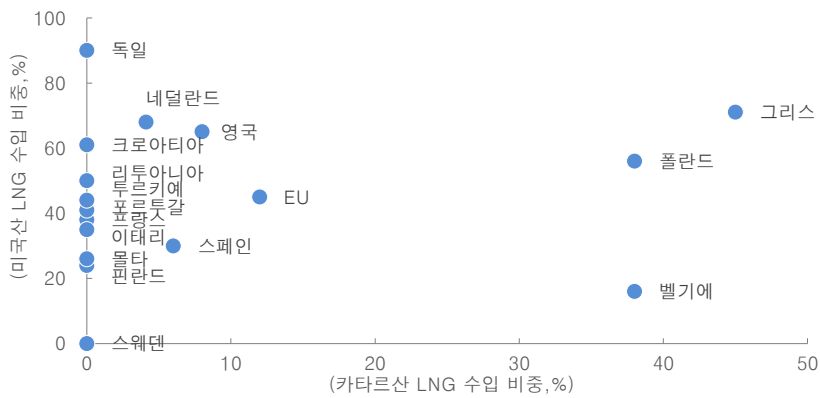
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 33.유럽향 가스관 건설하려는 카타르의 숙원 사업도 다시 무산될 수 있다



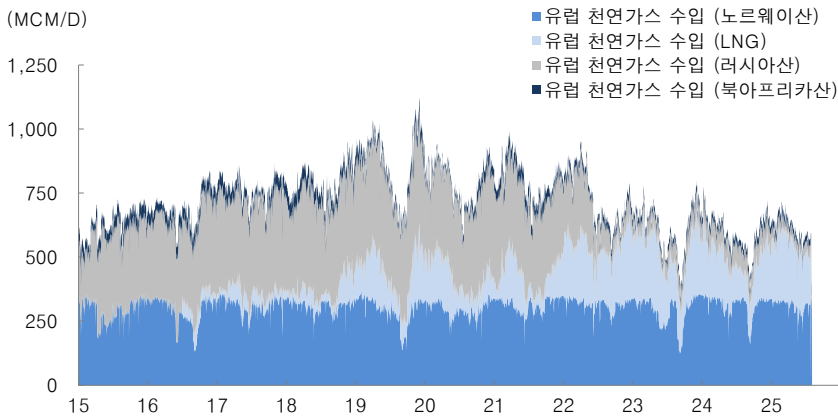
자료: Gateway House, 대신증권 Research Center

그림 34. 다만, 자연스럽게 미국산 LNG를 한층 더 부각시키게 될 부분



자료: IEEFA, 대신증권 Research Center

그림 35. 이스라엘-이란 전쟁(후르무즈 해협 봉쇄)이 아니더라도 미국산 선택할 수밖에



자료: Eustream, GAZ SYSTEM, EIA, 대신증권 Research Center

Part 2.

커찌는 파이,
독식할 한국 조선소

II. 커지는 파이, 독식할 한국 조선소

커지는 아메리카 파이

미국 LNG 프로젝트 가속화를 위한 정책 완화

미국 LNG 프로젝트
정책 완화의 효과로
빨라지는 FID 시계

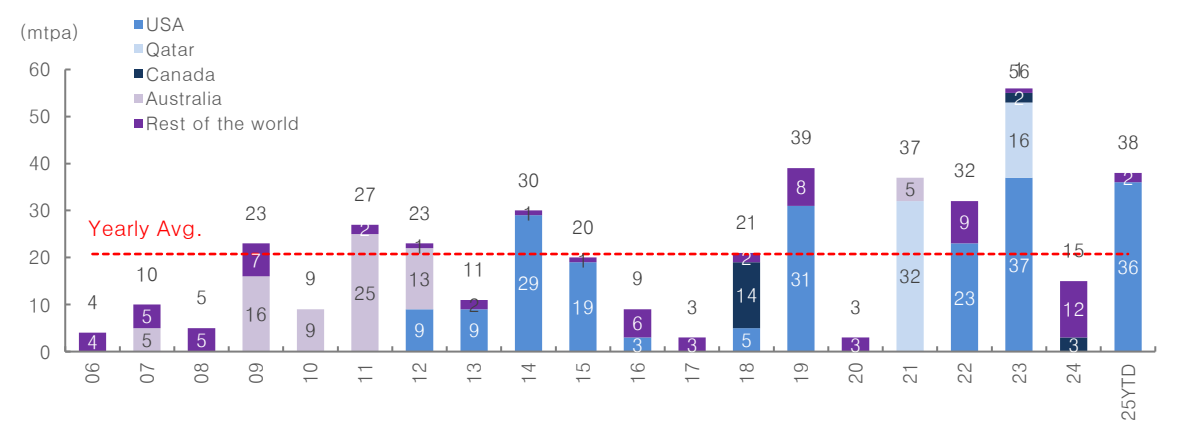
2025년 8월까지 국내 조선소는 총 15척의 LNG 운반선을 수주했다. 총 상반기 미국 LNG 수출량이 늘어난 것 대비 LNG 터미널 FID(최종투자결정)는 다소 지연됐는데 이는 바이든 집권 시기 LNG 수출 제한을 트럼프 집권 시기로 넘어와 해제하는 과정에서 생겨난 지연이었다.

FID를 집행하는데 있어 가장 먼저 필요했던 부분은 정책 완화였다. 관세 협상으로 에너지 타결이 진행되며 생겨난 가장 큰 정책적인 변화는 1) 미국 에너지부(DoE)의 비 FTA 국가로의 LNG 수출 승인과 2) 미국 연방에너지규제위원회(FERC)의 건설 승인과 기한 연장/생산 확대이다.

2025년 연내 FID 가시화 되는 프로젝트 38mtpa 중 미국은 36mtpa를 차지한다. 가장 큰 볼륨을 가지고 있는 프로젝트는 Woodside Louisiana Phase 1과 CP2 Phase 1로 각각 예상 생산량은 16.5mtpa, 14.4mtpa이다. 이 두 프로젝트 중 가장 먼저 FID가 나온 프로젝트는 CP2 Phase 1이다. 지난 7월 29일, LNG 운영사인 Venture Global은 151억 달러로 프로젝트 파이낸싱을 성공적으로 마쳤고, 2025년 기준 단일 프로젝트로는 최대 규모이다. 연간 최대 생산량은 28mtpa이며 SPA 계약은 유럽, 아시아 등 선주들과 14.4mtpa 규모의 SPA가 체결됐다.

FID 정책 완화로 빠르게 증가하는 미국의 LNG 생산량에 따라 필요한 LNG 운반선은 한국 조선소로 발주가 들어갈 것이다. 그 이유는 1) 중국 선박 운용 리스크 증대 2)에너지 안보 차원에서 전략적 발주 배제 3)미국 조선소 역량의 한계이다.

그림 36. LNG Project FIDs by year



자료: GTT, Wood Mackenzie, 대신증권 Research Center

표5. LNG Projects close to FID

	LNG PROJECT*	COUNTRY	OPERATOR	VOLUME (Mtpa)
FIDs in 2025 YTD	Woodside Louisiana Phase 1	US East	Woodside	16.5
	Argentina Phase1 (FLNG)	Argentina	Southern Energy	2.4
	Corpus Christi Midscale Trains 8&9	US East	Cheniere	5.0
	CP2 Phase 1 (확정)	US East	Venture Global	14.4
Most likely FIDs in 2025~2026	Genting FLNG	Indonesia	Genting	1.2
	Woodfibre	Canada West	Pacific O&G	2.1
	Qatar North Field West	Qatar	Qatar Energy	16.0
	Coral Norte FLNG	Mozambique	ENI	3.4
	Rio Grande Train 4 & 5	US East	Next Decade	11.8
	Argentina Ph1 – FLNG 2	Argentina	Golar/YPF	3.5
	Delfin FLNG1	US East	Delfin	3.3
Other possible FIDs	Argentina Ph2 – 2 FLNGs	Argentina	YPF/Shell	12.0
	Lake Charles	US East	Energy Transfer	16.4
	Sabine Pass Stage 5	US East	Cheniere	14.0
	Commonwealth LNG	US East	Commonwealth LNG	9.0
	CP2 Phase 2	US East	Venture Global	5.5
	LNG Canada Phase 2	Canada West	Shell	14.0
	PNG expansion	PNG	Total/Exxon	4.2
	Sur LNG	Oman	Oman LNG	3.8
	Mozambique LNG-1	Mozambique	TotalEnergies	13.1
	Saguaro Energía Phase 1 & 2	Mexico West	Mexico Pacific	15.0

자료: GTT, Wood Mackenzie, 대신증권 Research Center

표6. 가동 예정인 LNG 프로젝트

	Capa (mtpa)			Vessel Required	Avg. Vessel Size (cbm)
	U/C	FEED	Proposed	TOTAL	
2025F	11.8	—	—	19	174,000
2026F	75.6	—	0.2	107	155,882
2027F	51.9	—	13.3	99	151,286
2028F	22.6	36.6	51.2	159	154,371
2029F	58.4	34.5	125.1	330	174,000
2030F	—	77.0	103.1	232	174,000

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

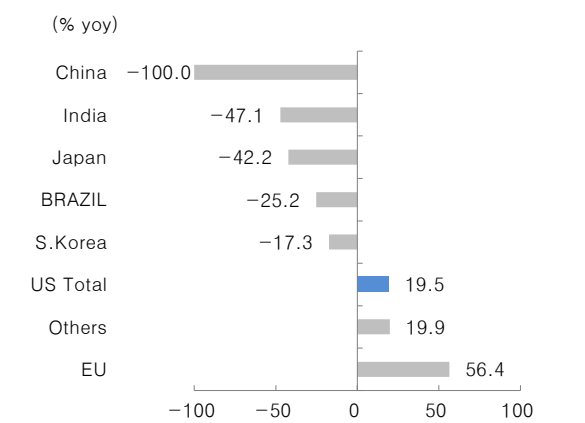
표7. US LNG Export by Continent

(mt)	Volume (mt)						% of Share				
	TOTAL	S. America	FE Asia	EU	SE Asia	Others	S. America	FE Asia	EU	SE Asia	Others
1H21	34.5	2.2	1.3	11.1	1.0	1.4	6.3	3.7	32.0	3.0	4.1
2H21	36.6	2.0	1.3	13.2	1.0	1.1	5.4	3.6	36.0	2.7	3.0
1H22	40.3	1.5	1.3	27.8	0.7	1.5	3.8	3.3	68.8	1.7	3.7
2H22	37.0	0.5	1.3	25.4	0.3	1.1	1.4	3.4	68.7	0.7	2.9
1H23	42.0	1.8	1.1	29.6	0.6	1.2	4.3	2.7	70.4	1.4	2.9
2H23	44.8	1.0	1.4	27.6	1.3	1.6	2.3	3.1	61.5	3.0	3.7
1H24	43.1	1.9	2.2	23.6	1.7	2.1	4.3	5.0	54.7	4.0	5.0
2H24	44.3	1.3	3.9	22.6	1.8	2.0	2.9	8.7	51.2	4.1	4.4
1H25	51.4	2.5	3.6	36.9	1.3	2.0	4.9	6.9	71.7	2.6	3.8

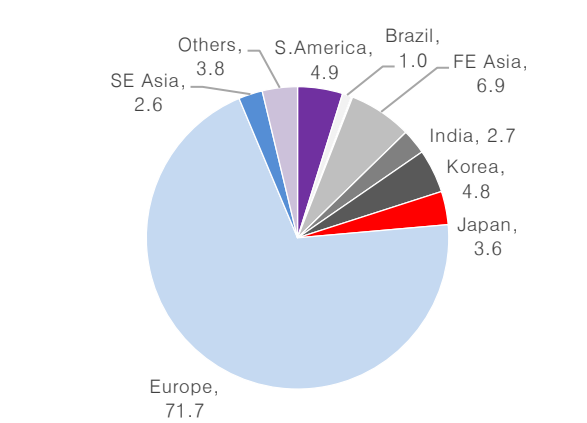
자료: EA, 대신증권 Research Center
주: 캐나다 및 멕시코의 주요 운송수단은 파이프라인과 트럭 운송

그림 37. US LNG Export 1H25 % yoy growth

그림 38. 1H25 US LNG Export by Country



자료: EA, 대신증권 Research Center
주: 주: 캐나다 및 멕시코의 주요 운송수단은 파이프라인과 트럭 운송



자료: EA, 대신증권 Research Center

표8. 2024 LNG Trade Maxtrix

(단위: mt)

Export / Import	Asia				TOTAL	Europe			TOTAL	Other Americas	Total
	Japan	China	Korea	India		Spain	UK	Neth.			
Australia	25.4	26.7	11.9	0.1	79.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	79.9
Indonesia	3.0	3.5	2.9	0.1	16.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	16.8
Malaysia	10.4	7.6	6.4	0.0	27.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.4
Nigeria	0.5	1.4	1.0	1.4	8.1	1.6	0.1	0.1	4.6	1.1	13.8
Oman	3.4	1.1	4.8	1.2	11.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.5
P. N. Guinea	3.7	2.4	0.6	0.0	8.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.2
Qatar	2.9	18.7	8.9	11.4	67.9	0.7	0.6	0.0	10.2	0.0	78.2
Russia	5.6	9.0	2.2	0.1	17.7	5.0	0.0	1.3	16.0	0.0	33.7
United States	6.6	5.2	6.0	5.0	32.4	3.8	5.1	9.3	45.2	8.2	87.0
Others	4.7	3.5	2.7	7.6	26.0	2.3	2.0	2.8	22.1	5.2	52.1
Total	66.2	79.1	47.4	26.9	295.6	13.4	7.8	13.5	98.1	14.8	408.6

자료: GIGNL, Clarkson, 대신증권 Research Center

이 많은 파이를 누가 다 먹을까, 한국이 먹는다

미국의 대중국 제재로
해운사의 중국선박
운용에 리스크로 작용

첫번째로 미국은 USTR 수수료와 SHIPS for America Act 시행을 통해 중국산 선박 및 중국 선사에 불이익을 부과할 예정이다.

USTR은 LNG 생산업체가 2029년부터 수출물량의 일부를 미국 건조 선박으로 운송하지 않을 경우 과징금을 부과하겠다고 밝혔지만 지난 6월 해당 제도를 철회했다. 하지만 중국 건조 선박을 이용하는 선사에 대한 수수료 부과는 유효하다.

USTR 수수료는 2025년 10월부터 본격적으로 패널티가 부과됨에 따라, 중국 선박을 보유하거나 중국 선사를 이용하는 경우 장기적인 선박 운용 비용이 상승할 수밖에 없다. LNG 운반선의 특성상 20년 이상 장기 용선계약이 일반적이라는 점을 고려할 때, 이는 단순히 단기적 비용 부담에 그치지 않고 운영 리스크의 구조적 확대로 연결된다. 따라서 신규 발주 및 장기 운용에서 중국 조선소의 선박은 선택지에서 배제될 가능성이 높다.

표9. SHIPS for America ACT 에 의거한 US Port fee Panalty

Panalty	세부사항
\$5 / net ton	해외 우려 국가를 기반으로 선대를 보유하거나 운영 중인 선사/선주
	최근 3년 내 선박 국적(flag)이 해외 우려 국가인 선박
	선박을 보유하거나 운영하는 회사의 발주잔고 50% 혹은 그 이상이 1) 해외 우려 국가에서 건조된 경우 2) 해외 우려 조선소에서 향후 24개월 안에 인도될 경우
\$3.5 / net ton	선박을 보유하거나 운영하는 회사의 발주잔고 25~50%가 해외 우려 조선소에서 향후 24개월 안에 인도될 경우
\$1.25 / net ton	선박을 보유하거나 운영하는 회사의 소유 선대 중 50% 혹은 그 이상이 1) 해외 우려 조선소에서 건조된 경우 2) 지난 3년 내에 해당 조선소에서 수리를 진행한 적이 있는 경우

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표10. 중국 내 건조 선박을 이용하는 선사에 대한 서비스 수수료 (Annex II)

순톤수 또는 컨테이너 수 기준으로 아래 계산에 따른 더 높은 금액의 수수료를 부과하며, 수수료는 3년간 단계적으로 인상		
기간	순톤수 기준 (\$/NT)	컨테이너 기준 (\$/컨테이너)
최초 180일	\$0	\$0
2025. 10. 14.부터	\$18	\$120
2026. 4. 17.부터	\$23	\$153
2027. 4. 17.부터	\$28	\$195
2028. 4. 17.부터	\$33	\$250

자료: USTR, 대신증권 Research Center

중국 내 LNGC 건조 가능한 조선소는 위험 등급의 Tier 1뿐, 중국 조선소 배제할 수 밖에 없는 환경 조성

두번째로 미국이 에너지 안보를 주시하기 시작했다는 점이다. 대형 LNG 운반선의 경우 LNG를 운반할 때 초저온의 상태로 운반되어 기술력과 안전성을 두루 갖추어야 해 트랙 레코드가 중요하다. 이러한 이유로 LNG 운반선은 고부가가치 선종으로 꼽히며 마진 역시 타 선종 대비 높은 수준이다.

미국 CSIS의 분석에 따르면, 중국 국영 조선소(CSSC, 후동중화)는 상업적 선박 건조를 기반으로 군사적 역량을 강화했다. 이에 따라 중국 조선소의 상선 시장점유율 확대는 곧 안보 리스크로 연결된다.

중국 조선소의 LNG 운반선 수주잔고 80척 중 3척을 제외하고는 모두 CSSC의 자회사인 CSSC, Dalian SB, Jiangnan SY이기 때문에 Tier 1에 속한다. 반면 Tier 2 이하 조선소들은 LNG 운반선 건조 가능한 야드가 없으므로 중국으로 발주 가능성 자체가 구조적으로 제한된다. 따라서 미국과 유럽 메이저 선사들은 LNG 운반선 발주에서 중국 조선소를 배제할 수밖에 없는 환경이 조성된다.

표11. 중국 조선소 Tier 분류표

	리스크레벨	설명
Tier 1	매우 높음	중국 해군의 군함을 건조하는 것으로 알려진 CSSC(중국국영조선공사) 소속 조선소
Tier 2	높음	주로 상업 선박을 건조하지만 군사 프로젝트, 인력, 국가 자금 지원 메커니즘과 밀접한 연관을 유지하는 CSSC 소속 조선소
Tier 3	보통	기타 국영기업이 보유한 조선소로, 군사 및 국가 안보 목적을 위해 동원될 수 있는 조선소
Tier 4	낮음	군사적 개입 사례가 제한적으로 문서화된 민간 혹은 외국 소유의 조선소, 다만 중국의 규제 및 정치적 통제 하에 있음

자료: CSIS, 대신증권 Research Center

표12. 중국 TOP10 조선소의 상선 건조량, 2019-2024

순위	조선소	위험 등급 (Tier)	총 생산량 (m.GT)	생산 비중 (%)
1	뉴타임스 조선소 (New Times Shipbuilding)	4	12.9	7.8
2	상하이 외고교 조선소 (Shanghai Waigaoqiao Shbldg)	2	11.4	6.9
3	장쑤 뉴양쯔 조선소 (Jiangsu Newyangzi Shipbuilding)	4	10.3	6.3
4	칭다오 베이하이 조선소 (Qingdao Beihai Shipbuilding HI)	2	7.3	4.5
5	COSCO 양저우 조선소 (COSCO Shipping HI Yangzhou)	3	7.2	4.4
6	장난 조선소 (Jiangnan Shipyard Group Co Ltd)	1	7	4.3
7	장쑤 양쯔 신푸 조선소 (Jiangsu Yangzi Xinfu Shbldg)	4	6.7	4.1
8	광저우 국제 조선소 (Guangzhou Shipyard Intl Co Ltd)	1	6.5	4
9	후동중화 조선소 (Hudong-Zhonghua Shipbuilding)	1	6.1	3.7
10	난통 COSCO KHI 조선소 (Nantong COSCO KHI Ship Eng)	3	6	3.7

자료: CSIS, 대신증권 Research Center

표13. 글로벌 조선소별 누적 LNGC 신규수주 척 수

Rank	국가	조선소	척수	MS (%)
1	South Korea	Samsung HI	233	23.2
2	South Korea	Hyundai HI (Ulsan)	166	16.5
3	South Korea	Daewoo (DSME)	165	16.4
4	China P.R.	Hudong Zhonghua	95	9.4
5	South Korea	Hyundai Samho HI	92	9.1
6	South Korea	Hanwha Ocean	85	8.4
7	Japan	MHI Nagasaki	46	4.6
8	Japan	Kawasaki HI Sakaide	32	3.2
9	China P.R.	Dalian Shipbuilding	17	1.7
10	Japan	Mitsui SB (Chiba)	12	1.2
전체 (상위 10개 조선사 비중)			1006	93.7

주: Fleet, Orderbook 포함
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표14. 글로벌 조선소별 LNGC 수주잔고 척수

Rank	국가	조선소	척수	MS (%)
1	South Korea	Hanwha Ocean	63	21.9
2	South Korea	Samsung HI	56	19.4
3	China P.R.	Hudong Zhonghua	54	18.8
4	South Korea	Hyundai HI (Ulsan)	51	17.7
5	South Korea	Hyundai Samho HI	32	11.1
6	China P.R.	Dalian Shipbuilding	17	5.9
7	China P.R.	Jiangnan SY Group	6	2.1
8	China P.R.	Yangzi Xinfu SB	2	0.7
9	China P.R.	Jiangsu Yixiang SB	1	0.3
전체 (상위 9개 조선사 비중)			288	100.0

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표15. 글로벌 조선소별 LNGC Fleet

Rank	국가	조선소	척수	MS (%)
1	South Korea	Samsung HI	177	24.7
2	South Korea	Daewoo (DSME)	165	23.0
3	South Korea	Hyundai HI (Ulsan)	115	16.0
4	South Korea	Hyundai Samho HI	60	8.4
5	Japan	MHI Nagasaki	46	6.4
6	China P.R.	Hudong Zhonghua	41	5.7
7	Japan	Kawasaki HI Sakaide	32	4.5
8	South Korea	Hanwha Ocean	22	3.1
9	Japan	Mitsui SB (Chiba)	12	1.7
10	South Korea	STX SB (Jinhae)	6	0.8
전체 (상위 10개 조선사 비중)			718	94.2

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

미국 내 선박
건조하기 위한 환경은
아직 미흡한 상황

마지막으로 미국 조선소 역량의 한계이다. MASGA(Make America Shipbuilding Great Again) 정책의 추진 배경은 분명하다. 미국 정부는 자국 내 조선업 재건을 통해 LNG 운반선 발주를 흡수하고자 한다. 그러나 현 시점에서 미국 조선소들은 설비, 기술, 인력, 비용 경쟁력 측면에서 모두 취약하다. 최근 한화필리조선소가 LNG 운반선 1척을 수주했으나, 상당 부분은 한국 한화 오션 도크에서 제작되고 미국에서는 일부 공정만 수행된다. 이는 미국 조선소가 독자적으로 대형 LNG 운반선을 full-ship 건조하기에는 역량이 부족함을 방증한다. 장기적으로 협업을 통한 구색 맞추기는 가능하겠으나, 경제성을 감안할 때 한국 조선소의 물량을 실질적으로 대체할 수준으로 성장하기는 어렵다.

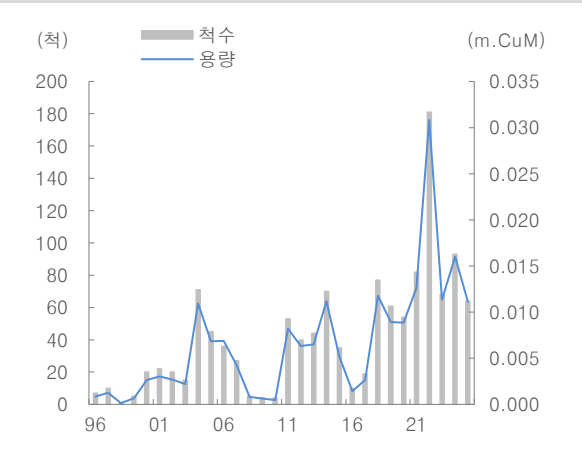
따라서 차세대 LNG 운반선 발주는 한국 조선소가 독점하는 구도가 고착화될 전망이다. 2025년 8월까지 국내 조선소의 LNG 운반선 수주량은 총 15척으로 시장 기대치보다 저조한 실적이다. 하지만 미국의 FID 집행 가속화와 한국 조선소 수주 독식 구도로 국내 조선소의 LNG 운반선 수주량은 2025년 57척, 2026년 105척, 2027년에는 83척으로 전망한다.

표16. 한국과 미국 조선소의 건조능력 차이

	한국	미국
지난 10년간 건조한 선박 수	2,405척	37척
도크당 평균 출하량	4.5척	0.8척
주요 선종	대형 선박 (LNG 운반선 등)	중소형 선박 (컨테이너선 등)

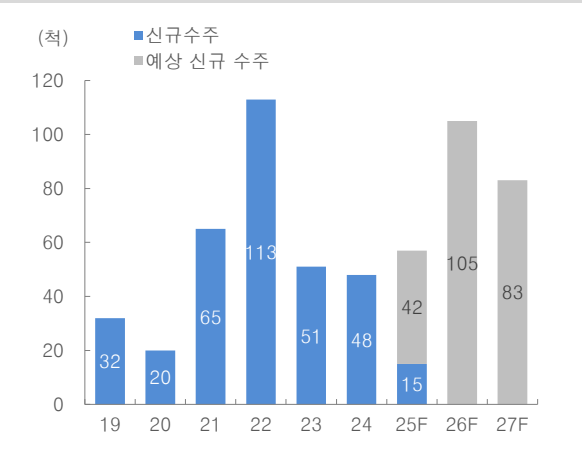
자료: S&P Global Sea-web, 대신증권 Research Centers

그림 39. LNG 신규수주



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 40. 국내 조선소 LNGC 수주 전망



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

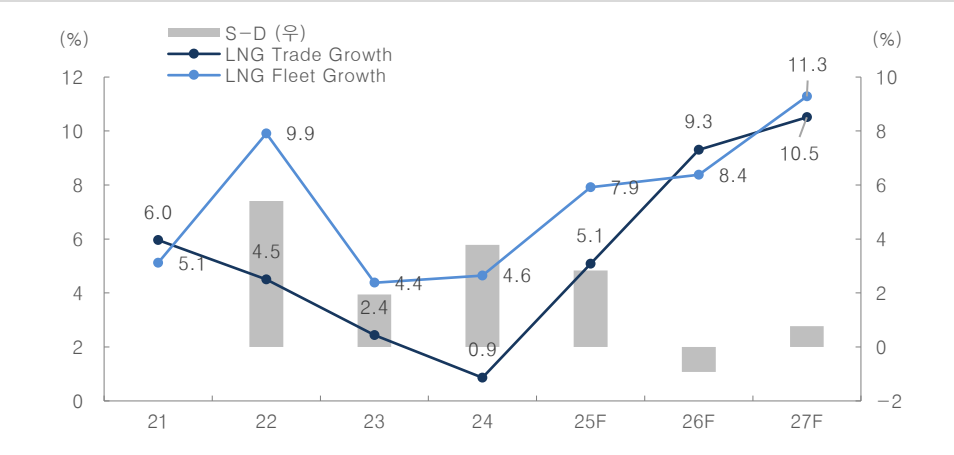
장기로는 매력적인 수급

장기적으로는 LNGC 공급 증가보다 생산량 증가가 가파를 것

장기적으로 수요는
공급보다 가파르게
성장할 것

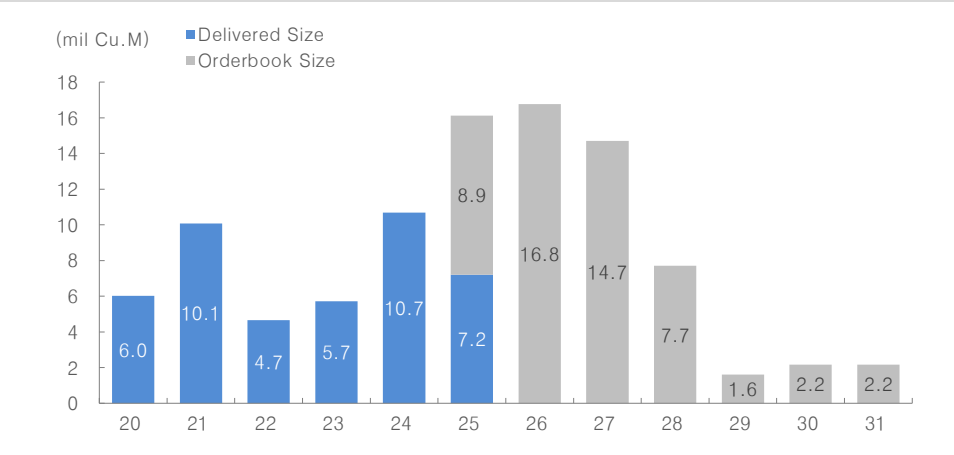
러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 지난 4년간(2021~2024) 신규 발주된 LNG운반선 (BV 제외)은 총 389척, 70.8백만cbm로 이는 전체 LNG 선대 846척 중 46.0%, 121.6백만cbm중 58.2%에 달하는 양이다. 신규수주가 쏟아지면 자연스레 공급 과잉에 대한 우려도 증가한다. 2021년부터 2022년에 수주한 물량이 올해부터 차례대로 인도되는 중인데 2025년 연말부터 2027년까지 예정된 인도량은 40.4백만cbm로 2023~2024년도 인도량인 21.1백만cbm의 두 배에 가까운 물량이다. 단기적으로는 공급 과잉의 우려가 있지만 유럽 외 일본, 인도의 미국 LNG 구매로 Trading 증가를 고려 시 장기적으로는 공급 과잉에 대한 우려는 해소될 것이다.

그림 41. 단기적으로는 공급 과잉이지만 향후 생산량 증가 고려 시 우려는 해소될 것



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center
주: growth는 cbm 기준

그림 42. LNGC Delivery Schedule



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

공급과잉 우려 해소 시 선가는 다시 천천히 올라갈 수 있다

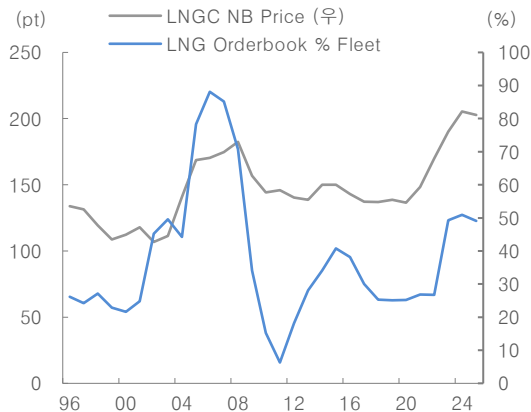
LNG는 공급이
제한적이기 때문에
공급 과잉 우려
해소 시 선가 재상승
구간으로 진입 가능

2021년 이후 급증한 LNG 운반선 수요로 인해 LNG 신조선가 지수는 2021년 평균 148.2pt에서 현재 200.7pt까지 약 35.3% 상승했다. 전체 선복량 대비 수주잔량의 증가가 선가의 하방 압력으로 작용했으나, LNG 운반선은 건조 가능한 조선소가 제한적이라는 구조적 특성으로 인해 가격 결정권이 조선소에 집중되어 하락폭은 제한적이었다. 현재 국내 조선소들은 2028년 인도 슬롯을 세일즈하고 있으나, 이에 매칭되는 신규 프로젝트가 부족해 단기적으로는 협상 과정에서 추가적인 가격 인상 여력은 제한될 수 있다. 그럼에도 불구하고 미국 대형 LNG 프로젝트들의 FID 재개는 중장기적으로 수요(P)와 가격(Q) 모두에 걸쳐 견조한 상승세를 뒷받침할 전망이다.

또한, 미국이 중국 조선소를 대상으로 규제 강화를 추진하는 점 역시 신규 LNG 운반선 발주와 가격 협상 구도에 중요한 변수로 작용한다. 글로벌 조선 시장은 양적으로는 중국·한국·일본의 3강 체제이나, LNG 운반선, 특히 대형 선박 건조에서 한국은 사실상 독점적 지위를 보유하고 있다. 중국은 대형 LNG 운반선 수주 역사가 짧고, 기술력 격차(사고 기록)로 인해 한국 대비 낮은 선가로 계약을 체결하는 구조였다. 글로벌 발주 호황기에 중국 조선소들은 낮은 계약 선가를 제시하며 먼 미래의 도크까지 열어 다량의 수주를 확보했으나, 이는 리드타임을 과도하게 장기화시켰다. 실제로 2022년 기준 한국 조선소의 평균 리드타임은 3.4년이었으나, 후등중화는 4.1년에 달했으며, 신규 수주의 최장 인도 시점은 2028년까지 늘어났다. 현재 한국은 2028~2029년 도크까지만 열어두고 있는 반면, 중국은 2031년까지 도크를 개방한 상태다.

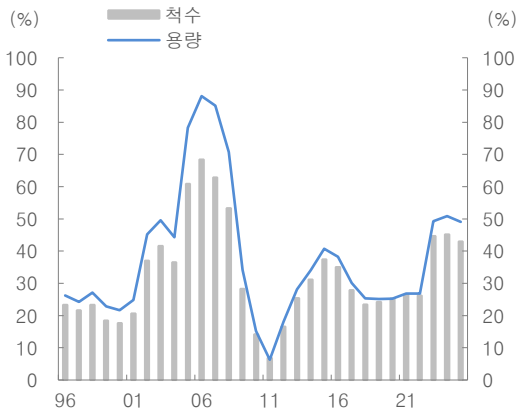
국내 조선소들은 도크 운영 전략에서 양적 확대보다는 질적 수익성 확보를 우선시하고 있다. 평균 3.3년 이내의 리드타임을 유지하며 가격 협상력을 확보하고, 동시에 선박당 마진을 점진적으로 개선하는 전략을 구사한다. 따라서 글로벌 수요가 확대되는 상황에서 국내 조선소의 가격 협상력은 유지될 것이며, 선가는 구조적으로 하방 경직성을 떨 수밖에 없다. 결국 LNG 운반선 신조선가는 추가 하락 가능성이 낮으며, 오히려 중장기적으로 점진적 상승세를 이어갈 가능성이 높다.

그림 43. LNGC 신조선가와 오더북 비중



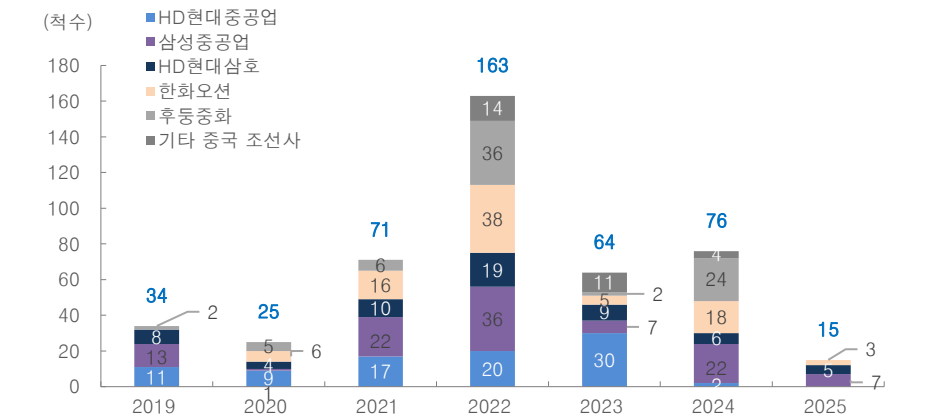
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 44. LNGC ord' b % of fleet



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 45.조선사별 연간 LNGC 신규수주 척수



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center
주: LNG BV, LNG Regas, LNG/Ethy 등 기타 선종 제외

표17. 조선사별 연간 LNGC 인도 척수 (단위: 척)

	25Y	26Y	27Y	28Y	29Y	30Y	31Y
한화오션	17	24	17	5	—	—	—
삼성중공업	8	20	18	10	—	—	—
HD 현대중공업	9	16	14	9	3	—	—
HD 현대삼호	5	10	12	5	—	—	—
후동중화	7	9	10	8	4	8	8
기타 중국 조선소	7	12	10	4	—	—	—
Total	55	94	81	41	7	8	8

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표18. 조선사별 신규수주에서 인도까지 걸리는 평균 리드타임 (단위: 년)

	21	22	23	24	25
한화오션	3.2	3.5	4.1	3.5	2.5
삼성중공업	2.7	3.4	3.8	3.6	2.7
HD 현대중공업	3.0	3.5	4.4	3.9	—
HD 현대삼호	2.5	3.2	4.1	3.8	2.9
후동 중화	2.2	4.1	3.7	5.9	—
Dalian SB	—	3.5	3.8	3.6	—

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

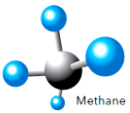
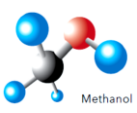
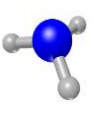
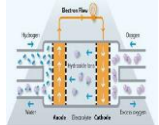
선박 연료로도 건재한 LNG

친환경 대체 연료로 LNG 만한 연료는 아직 나오지 않음

친환경 연료로서
LNG는 가장 현실적인
선택

조선업은 꽤나 오랜 기간 IMO의 환경 규제 강화에 따라 선박 연료의 전환을 강력하게 추진해왔다. 친환경 대체 연료를 무엇으로 채택할지에 대한 해운사들의 의견은 분분했다. 친환경 대체 연료로는 LNG, 메탄올, 암모니아, 수소가 있었지만 해운사들은 LNG와 메탄올 D/F에 집중했고 최근 들어 LNG가 가장 보편화 되는 추세이다. LNG가 대체 연료로 보편화 될 수 있던 가장 큰 이유는 1) 기술적 성숙도 및 안정성과 2) 경제성 및 인프라 확장성에 있다.

표19. 선박 대체연료 후보군

대체연료	이미지	특징
액화천연가스 (LNG)		- HFO 대비 20~25% 가량 CO2 저감이 가능 - 연료저감장치와 함께 환경규제에 대응할 수 있는 현재 가장 경쟁력 있는 연료
메탄올 (Methanol)		- 수소와 CO2를 메탄올 합성을 통해 생산하며, HFO 대비 10% 가량 CO2 저감 가능
암모니아 (Ammonia)		- 천연가스를 개질하여 수소를 생산하고, 이를 질소와 Haber-Bosch 합성을 통해 암모니아를 생산 - 내연기관(암모니아 직접 연소) 그리고 연료전지로 사용 가능
바이오연료 (Bio-fuel)		- 액화천연가스와 완전 동일한 합성연료(설비나 시설, 장비 등의 변화가 거의 없음) → 바이오메탄 - 선박에 사용하기 위해서는 엄청난 생산 증가 필요 → 바이오 메탄/디젤 - 주로 디젤유와 혼합해 사용되는데, 혼합비율에 따라 CO2 저감 효과 변동 → 바이오디젤
수소 (Hydrogen)		- 수소 생산의 95%는 천연가스를 개질하여 얻고 있음 - 내연기관(수소 직접 연소) 그리고 연료전지로 사용 가능 - 화석연료 기반으로 생산하는 경우, 발생하는 CO2 처리방식에 따라 CO2 저감효과 좌우
연료전지 (Fuel Cell)		- 화학에너지를 전기를 통하여 연료로 변환 - 2가지 형태의 Fuel-cell 이 각광받고 있음(PEMFC, SOFC)
배터리 (Battery)		- Hybrid 형태를 통해 추진 및 전력용 사용 가능 - 큰 설치 장소가 필요
재생에너지 (Renewable Energy)		- 풍력 및 태양열 이용 → 다른 대체연료/에너지의 보조 추진 장치로 적용 가능성 높음

자료: HD 한국조선해양, 대신증권 Research Center

무탄소연료로 향하는
과정에서 LNG는
과도기적 역할을 수행

먼저 기술적인 측면에서, LNG는 타 대체연료 대비 상용화 된 기술이 많고 취급 등에 있어서 상대적으로 안정적이다. 탄소배출량 역시 기존 화석연료(HFO) 대비 -26% 감소하고 황산화물과 질소산화물, 미세먼지 등의 배출도 크게 줄일 수 있어 환경 규제의 초기 단계에서 사용하기 적합하다.

다만 탄소배출에서 무결하지 못한데, 그 이유는 메탄 슬립(Methane Slip) 때문이다. 메탄 슬립은 LNG를 연료로 사용 시 일부 메탄이 연소되지 않고 대기 중으로 방출되는 것이다. 이로 인해 LNG는 친환경 무탄소 연료로 가는 과정에서 과도기적 역할을 수행하고 있다.

표20. 친환경 대체 연료 특성 비교

특징	화석연료		저탄소연료			무탄소연료		
	HFO	LFO	LNG	LPG	메탄올	바이오연료	암모니아	수소
끓는 점 (°C @1bar)	177	170	-162	-26	65	315	-33	-253
저위발열량 (MJ/kg)	39	40	48	46	20	40	18	120
인화범위 (% vol.in air)	0.5-7	0.6-7.5	5-15	9-19	6-26	0.6-7.5	15-28	4-74
에너지 밀도	35	39	22	25	16	34	12	9
탱크 사이즈 (LNG 대비)	0.6	0.6	1.0	0.9	1.4	0.6	1.8	2.4
탄소 감소율 (HFO 대비)	-	2%	26%	16%	11%	5-10%	95%	99%
기타	저비용, 탄소배출 ↑	고비용	초저온 저장 (-163°C)	LNG 대비 저장 용이	독성 물질	독성 물질	독성 물질	초저온 저장 (-253°C)

자료: HD 한국조선해양, 대신증권 Research Center

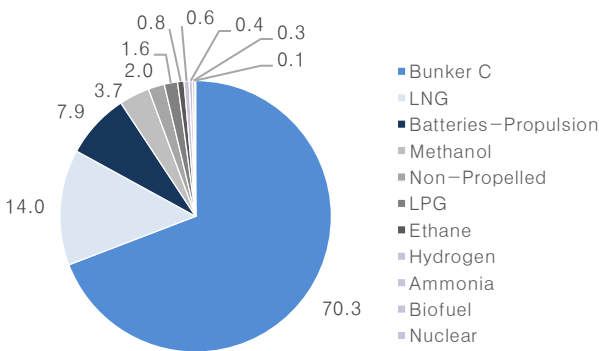
표21. 선종별 LNG D/F 탑재 선복량 및 수주잔고

(단위: 천 kw, %)

	DF existing	existing	% of existing	DF Orderbook	Orderbook	% of Orderbook
Bulkcarrier	780.9	123,550.1	0.6	296.6	8,981.5	3.3
Tanker	1,644.5	100,622.2	1.6	1,150.7	10,906.5	10.6
Containership	6,126.1	176,434.3	3.5	7,866.4	16,984.2	46.3
LNGC	19,128.7	20,912.6	91.5	9,898.5	9,898.5	100.0
Passenger ships	1,188.0	15,920.0	7.5	1,229.2	3,102.7	39.6
Other	2,992.0	198,678.7	1.5	2,443.8	11,593.9	21.1

자료: IHS,대신증권 Research Center

그림 46.전체 수주잔고 내 연료별 비중

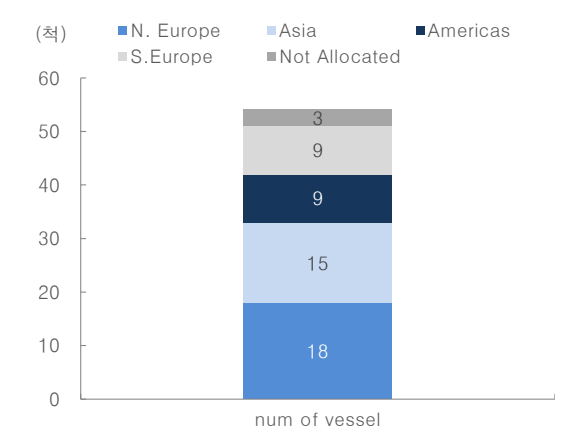


자료: Lloyd's List, 대신증권 Research Center

정책적 규제를 통해
LNG는 연료로서
범용성 확장

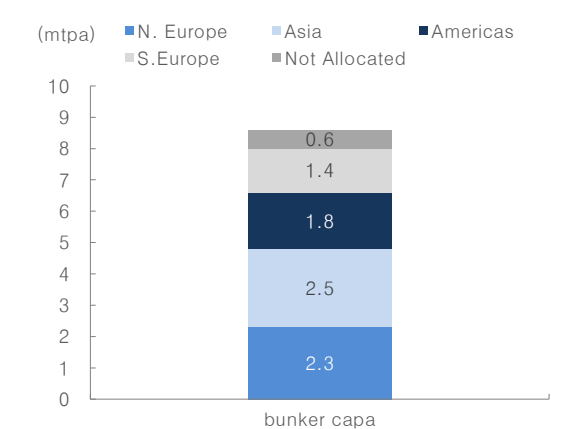
경제적인 측면에서, 가장 중요한 부분은 인프라이다. LNG는 타 연료 대비 병커링 인프라가 많고 다양하다. 현재 전세계 병커링 네트워크는 약 190개의 항만시설로 구성되어있고, 80개 이상의 항만 시설이 LNG 병커링을 시행하거나 적극 검토 중에 있다. 이러한 적극적인 인프라 개설에는 규제 역시 동반된다. EU는 관련 법안을 제정했는데, 2025년 연말까지 EU 내 핵심 항만(EU Core Maritime Ports) 100개 이상의 장소에서 LNG를 공급해야 하고, 2030년까지는 내륙 전체 항만(Inland Ports)으로 범위를 확장해 장기적으로 LNG는 병커링 연료로서 범용성 역시 강해진다.

그림 47. 글로벌 LNG BV 선박 척수



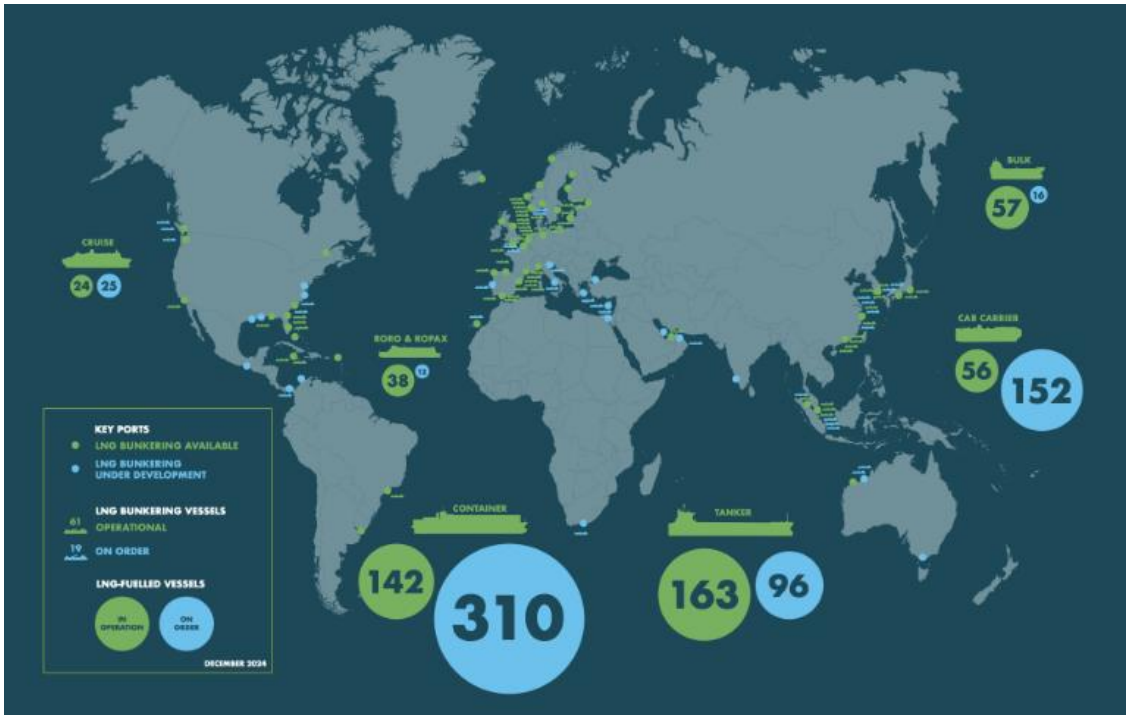
자료: Total Energies, 대신증권 Research Center

그림 48. 글로벌 LNG Bunkering Capa



자료: Total Energies, 대신증권 Research Center

그림 49. Global LNG Bunkering Infrastructure Map



자료: SEA-LNG, 대신증권 Research Center

Part 3.

기업분석

HD

현대중공업

(329180)

이지니

Jini.lee@dashin.com

투자의견

Buy

매수.유지

6개월

목표주가

660,000

유지

현재주가

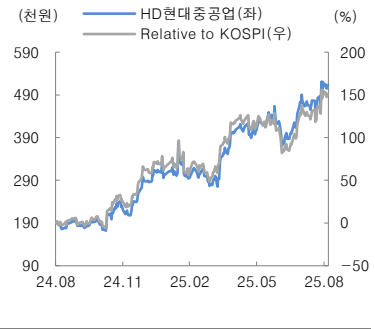
(25.09.05)

513,000

조선

KOSPI	3,205.12
시가총액	45,541십억원
시가총액비중	2.06%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	521,000원 / 171,700원
120일 평균거래대금	1,084억원
외국인지분율	11.02%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1 인
	74.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	20.7	61.8	186.8
상대수익률	10.3	5.9	29.2	130.4



기업분석

큰 그림을 그리는 중

- 사업 재편을 통해 시스템 통합과 비용 절감으로 시너지 창출
- 고수익선박인 23년 LNGC의 매출 인식 증가로 이익 개선 효과
- 친환경 수요에 상응하는 LNG D/F 엔진 수주 물량 증가 기대

투자의견 매수, 목표주가 660,000원 유지

계열사인 HD현대미포와의 합병을 통한 사업 재편으로 1) 설계 · 조달 · 인력 체계가 통합되며 2) R&D 비용, 고정비 금융비용 등 절감 효과를 보일 것. 회사별로 나뉘어져 있던 도크 역시 합병 후 대형 · 중형선 믹스 최적화로 ASP와 마진을 동시에 끌어올릴 수 있음

수주잔고 중 가장 수익성이 좋은 LNG 운반선

25년 7월 말 기준 동사의 수주잔고는 161척, 그 중 LNG 운반선은 52척으로 1/3을 차지. 매출에 인식되는 선박 중 2023년 수주물량이 가장 많은 데 해당 년도에 수주한 LNG 운반선은 30척. 특히 2023년 수주선박은 선가 상승으로 인해 고수익선박으로 분류되어 이익 개선에 기여할 것

친환경 수요로 LNG D/F 엔진 수요 증가

동사는 자회사 HHI-EMD를 통해 MAN ME-GI와 자사 HIMSSEN 등 LNG DF 엔진 생산 레퍼런스 보유. 최근엔 이중연료 엔진용 BOG 처리 신기술의 선급 승인으로 시스템 가치가 높아짐. IMO의 친환경 엔진 수요와 함께 LNG 운반선의 수요가 맞물려 LNG D/F 엔진의 Q 증가 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,552	17,459	19,978
영업이익	179	705	2,030	2,432	3,201
세전순이익	34	798	1,762	2,546	3,108
총당기순이익	25	622	1,372	1,983	2,420
지배지분순이익	25	622	1,372	1,983	2,420
EPS	278	7,001	15,460	22,336	27,260
PER	463.9	41.1	33.0	22.8	18.7
BPS	58,660	64,259	77,432	97,376	122,248
PBR	2.2	4.5	6.6	5.2	4.2
ROE	0.5	11.4	21.8	25.6	24.8

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

표22. HD 현대중공업과 HD 현대미포의 합병비율 (단위: 천주, 원, 십억원)

	HD 현대중공업	HD 현대미포
합병 전 주식 수	88,773	39,942
합병 비율	1	0.4059146
합병 신주	—	16,213
합병 후 주식 수	104,986	216,000
주식매수청구권 기준가	462,626	192,695
현 주가 (08/26)	521,000	—
시가총액	54,698	

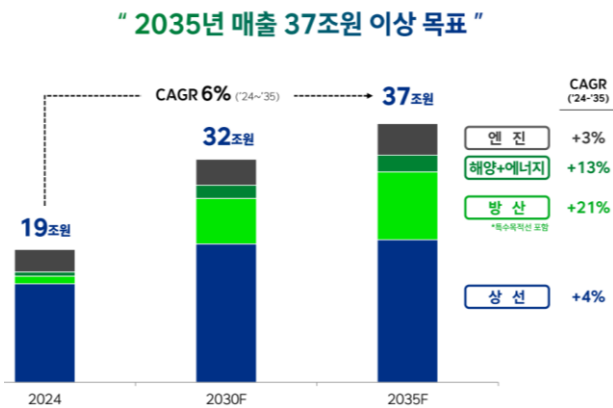
자료: 대신증권 Research Center

표23. Valuation Table (단위: 십억원, %, 배, 백만주, 원)

	2024A	2027F	2030F	2035F
매출액	19,116	25,657	32,000	37,000
영업이익	794	3,644	5,120	7,030
영업이익률 (%)	4.2	14.2	16.0	19.0
당기순이익	1,816	3,497	3,840	5,273
PER (x)			18	
시가총액 (십억원)		48,958	69,120	105,450
발행주식 수	88.8	105.0	105.0	105.0
목표주가			660,000	
현재주가(09/05)			520,000	
Upside (%)			28.6	

자료: HD 현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 50.사업 재편 후 청사진



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

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

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,452	1,399	1,380	1,350	1,363	1,395	1,385
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,472	1,354	1,380	1,350	1,472	1,389	1,385
YoY	13.5	26.7	26.5	17.4	27.9	6.8	9.4	13.6	4.3	1.3	1.4
QoQ	-12.5	30.0	-7.1	11.0	-4.6	8.5	-4.8	15.2	-	-	-
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	187	187	188	189	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	3.2	0.9	-0.3	-0.5	9.2	0.8	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.0	-0.2	0.6	0.2	-	-	-
후판가격(달러톤)	682	660	632	616	597	600	602	608	648	602	602
YoY	-17.4	-17.7	-20.9	-18.3	-12.4	-9.0	-4.8	-1.3	-18.6	-7.0	0.0
QoQ	-9.7	-3.2	-4.2	-2.5	-3.1	0.6	0.3	1.0	-	-	-
매출액	2,988	3,884	3,609	4,006	3,823	4,147	3,950	4,549	14,486	16,468	17,459
YoY	13.5	26.7	26.5	17.4	27.9	6.8	9.4	13.6	21.1	13.7	6.0
매출원가	2,838	3,443	3,202	3,509	3,193	3,453	3,209	3,712	12,993	13,569	14,085
매출원가비율	95.0%	88.6%	88.7%	87.6%	83.5%	83.3%	81.3%	81.6%	89.7%	82.4%	80.7%
판관비	129	245	201	214	195	222	213	249	789	879	943
판관비율	4.3%	6.3%	5.6%	5.3%	5.1%	5.4%	5.4%	5.5%	5.4%	5.3%	5.4%
영업이익	21	196	206	282	434	472	528	588	705	2,021	2,431
YoY	-151.3	185.4	1,497.1	103.5	1,939.6	141.0	156.0	108.4	294.8	186.6	20.3
영업이익률	0.7%	5.0%	5.7%	7.0%	11.3%	11.4%	13.4%	12.9%	4.9%	12.3%	13.9%
부문별 매출액											
조선	2,155	2,840	2,605	3,024	2,743	2,850	2,746	3,059	10,624	11,399	12,098
해양플랜트	113	158	176	203	159	246	206	361	649	972	1,132
엔진기계	703	865	810	757	901	1,029	979	1,105	3,134	4,014	4,147
% yoy											
조선	22.0	44.2	38.1	32.6	27.3	0.4	5.4	1.2	26.7	8.5	3.5
해양플랜트	-75.6	-43.2	-30.8	-26.7	41.3	55.4	17.3	78.2	-48.9	49.8	16.5
엔진기계	80.9	8.7	16.7	-9.0	28.3	18.9	20.8	46.0	15.7	28.0	3.3
부문별 영업이익											
조선	80	201	165	222	355	337	330	369	667	1,392	1,491
해양플랜트	-78	-27	0	4	9	37	15	8	-100	68	75
엔진기계	76	91	99	93	142	184	182	211	359	720	864
% yoy											
조선	40.5	514.4	1,294.1	366.5	345.4	67.9	100.6	66.5	348.1	108.7	7.2
해양플랜트	-6.8	-12.9	-101.5	-96.1	-111.0	-236.3	3,737.4	89.7	169.3	-168.4	9.4
엔진기계	128.7	-28.2	28.8	87.7	86.6	102.2	84.5	126.9	25.3	100.4	20.1
부문별 영업이익률											
조선	3.7%	7.1%	6.3%	7.3%	13.0%	11.8%	12.0%	12.1%	4.6%	12.2%	12.3%
해양플랜트	-69.0%	-17.0%	0.2%	2.0%	5.3%	15.0%	7.5%	2.2%	-0.7%	7.0%	6.6%
엔진기계	10.8%	10.5%	12.2%	12.3%	15.7%	17.9%	18.6%	19.1%	2.5%	17.9%	20.8%

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,552	17,459	19,978
매출원가	11,309	12,993	13,638	14,084	15,684
매출총이익	655	1,494	2,914	3,375	4,294
판매비와관리비	476	789	884	944	1,093
영업이익	179	705	2,030	2,432	3,201
영업이익률	1.5	4.9	12.3	13.9	16.0
EBITDA	457	1,011	2,345	2,772	3,564
영업외손익	-144	93	-268	115	-94
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	631	964	850	911	759
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,124	-3,244	-3,533	-3,255	-3,355
외환관련손실	338	371	642	249	230
기타	349	2,373	2,416	2,459	2,502
법인세비용차감전순손익	34	798	1,762	2,546	3,108
법인세비용	-10	-177	-390	-564	-688
계속사업순손익	25	622	1,372	1,983	2,420
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,372	1,983	2,420
당기순이익률	0.2	4.3	8.3	11.4	12.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	25	622	1,372	1,983	2,420
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-12	-14	-15	-16
포괄순이익	-85	498	1,236	1,833	2,255
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-85	498	1,236	1,833	2,255

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	15,460	22,336	27,260
PER	463.9	41.1	29.1	20.2	16.5
BPS	58,660	64,259	77,432	97,376	122,248
PBR	2.2	4.5	6.6	5.3	4.2
EBITDAPS	5,145	11,389	26,416	31,223	40,148
EV/EBITDA	30.4	26.3	19.3	15.8	11.7
SPS	134,770	163,185	186,449	196,674	225,046
PSR	1.0	1.8	2.8	2.6	2.3
CFPS	3,569	9,342	21,433	25,720	33,220
DPS	0	2,090	2,200	2,200	2,200

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	32.3	21.1	14.3	5.5	14.4
영업이익 증가율	흑전	294.8	187.8	19.8	31.6
순이익 증가율	흑전	2,417.3	120.8	44.5	22.0
수익성					
ROIC	4.2	24.2	47.6	37.1	47.4
ROA	1.1	3.9	10.0	10.8	12.7
ROE	0.5	11.4	21.8	25.6	24.8
안정성					
부채비율	229.0	239.9	210.1	174.8	147.2
순차입금비율	47.0	18.7	-2.5	-21.3	-35.2
이자보상배율	1.4	4.7	34.1	40.1	51.9

자료: HD 현대중공업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	12,035	14,201	17,030
현금및현금성자산	928	1,258	2,602	4,381	6,492
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,863	1,956	2,203
재고자산	1,310	1,511	1,726	1,821	2,084
기타유동자산	5,178	5,975	5,843	6,043	6,252
비유동자산	8,334	8,988	9,281	9,550	9,798
유형자산	6,452	6,610	6,896	7,157	7,394
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타비유동자산	1,881	2,377	2,383	2,392	2,404
자산총계	17,134	19,391	21,315	23,751	26,829
유동부채	9,945	11,796	12,545	13,203	14,067
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,530	2,626	2,893
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	14,442	15,106	15,976
지배지분	5,207	5,704	6,874	8,644	10,852
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,475	4,263	6,487
기타자본변동	868	850	832	815	799
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,874	8,644	10,852
순차입금	2,449	1,067	-175	-1,832	-3,816

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	3,559	3,875	4,263
당기순이익	25	622	1,372	1,983	2,420
비현금항목의 가감	292	208	530	300	529
감가상각비	278	306	315	340	363
외환손익	0	0	94	-335	-255
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	14	-98	121	295	421
자산부채의 증감	-77	2,114	2,052	2,162	2,010
기타현금흐름	-71	-59	-396	-570	-696
투자활동 현금흐름	-478	-499	-664	-666	-668
투자자산	-1	0	-32	-33	-33
유형자산	-469	-452	-590	-590	-590
기타	-8	-47	-43	-44	-45
재무활동 현금흐름	503	-2,049	-2,214	-2,223	-2,222
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	-195	-195
기타	503	-2,049	-2,033	-2,032	-2,032
현금의 증감	184	330	1,344	1,779	2,111
기초 현금	744	928	1,258	2,602	4,381
기말 현금	928	1,258	2,602	4,381	6,492
NOPLAT	128	549	1,581	1,894	2,493
FCF	-107	358	1,296	1,634	2,256

기업분석

한화오션
(042660)

이지니 Jinilee@dashin.com

투자의견

Buy

매수,유지

6개월

130,000

목표주가

유지

현재주가

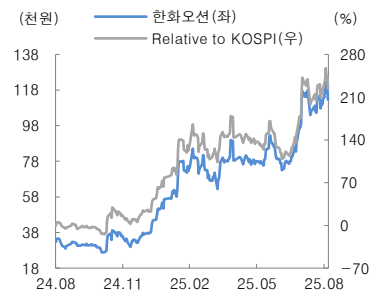
112,500

(25.09.05)

조선

KOSPI	3,206.12
시가총액	34,472십억원
시가총액비중	1.56%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	123,200원 / 26,750원
120일 평균거래대금	3,118억원
외국인지분율	13.07%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인
	46.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	44.2	39.8	250.5
상대수익률	-3.3	26.5	11.5	181.6



LNG도 미국도 내 편

- 국내 가장 큰 LNG 운반선 생산능력과 필리조션소 보유
- 미국 한화쉬핑과의 시너지로 안정적인 LNG 수요가 충족됨
- 오버행에 대한 우려는 단기적일 뿐 펀더멘탈은 견고함

투자의견 매수, 목표주가 130,000원 유지

연간 24척 규모의 대형 LNG 운반선 생산능력은 국내 최고 수준. 그 외에 한화필리조션소를 인수한 후 50억달러를 추가 투자해 연간 캐파 1~1.5 척에서 연간 20척 체제로 증설 계획 발표. 정책 · 안보 프레임에 부합하는 공급자로 포지셔닝되며 후속 수주 가능성 높음

미국 한화쉬핑과의 시너지로 안정적 수요

100% 자회사인 한화쉬핑을 통한 자선 발주는 LNG 수요에 대한 불확실성을 잠재우는 예비책. 이러한 협업을 통해 동사는 LNG 수요 공백 시 내부 물량으로 충당할 수 있고, 외부 수요 강세 국면에서는 슬롯 프리미엄을 극대화 할 수 있음

오버행에 대한 우려보다는 견고한 펀더멘탈을 믿는다

산업은행은 지난 4월 블록딜을 통해 4.2% 지분 매각, 남은 보유 지분 15.25% 로 여전히 오버행의 부담을 지울 수 없음. 다만 이러한 수급 변수로 중장기 수주 모멘텀과 정책 수혜의 본질적 펀더멘탈이 바뀌지 않을 것. 9/5 한화에너지와 한화임팩트는 동사 보유 지분 4.27%를 블록딜로 매각하며 최대주주는 한화에어로스페이스 39.44%, 한화시스템 11.57%.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,532	14,377	15,016
영업이익	-196	238	1,455	1,587	1,892
세전순이익	-116	181	1,360	1,706	2,063
총당기순이익	160	528	1,033	1,297	1,568
지배지분순이익	160	528	1,033	1,297	1,568
EPS	757	1,724	3,373	4,232	5,116
PER	33.1	21.7	33.8	26.9	22.3
BPS	20,400	15,858	19,479	23,991	29,422
PBR	1.2	2.4	5.8	4.7	3.8
ROE	6.3	11.5	19.1	19.5	19.2

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

표25. Valuation Table (단위: 00)

	24A	25F	26F	비고
EPS (원)	1,724	3,373	4,232	
PER (End)		33.8	26.9	
PER (High.)		35.4	28.2	
PER (Avg.)		10.8	8.6	
Target PER (x)			30.0	07~09 평균
적정가치 (원)			130,000	
현재주가 (09/05)			112,500	
Upside (%)			15.5	

자료: 대신증권 Research Center

표26. 한화오션의 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,452	1,399	1,380	1,350	1,363	1,395	1,385
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,472	1,354	1,380	1,350	1,472	1,389	1,385
YoY	4.2	4.3	3.2	5.6	9.3	2.0	1.8	-3.2	4.3	2.4	-0.7
QoQ	4.6	2.2	-4.5	12.0	0.0	-8.0	1.9	-2.2	-	-	-
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	187	187	188	189	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	3.2	0.9	-0.3	-0.5	9.2	0.8	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.0	-0.2	0.6	0.2	-	-	-
후판가격(달러톤)	682	660	632	616	597	600	602	608	648	602	602
YoY	-17.4	-17.7	-20.9	-18.3	-12.4	-9.0	-4.8	-1.3	-18.6	-7.0	0.0
QoQ	-9.7	-3.2	-4.2	-2.5	-3.1	0.6	0.3	1.0	-	-	-
매출액	2,284	2,536	2,703	3,253	3,143	3,294	3,463	3,632	10,776	13,532	14,377
YoY	58.6	39.3	41.0	45.8	37.6	29.9	28.1	11.6	45.5	25.6	6.2
매출원가	2,149	2,459	2,570	2,914	2,721	2,767	2,905	3,026	10,092	11,418	12,096
매출원가비율	94.1%	97.0%	95.1%	89.6%	86.6%	84.0%	83.9%	83.3%	93.7%	84.4%	84.1%
판관비	82	86	107	170	164	156	165	174	446	659	694
판관비율	3.6%	3.4%	4.0%	5.2%	5.2%	4.7%	4.8%	4.8%	4.1%	4.9%	4.8%
영업이익	53	-10	26	169	259	372	393	432	238	1,455	1,587
YoY	-184.3	-93.9	-65.5	-446.1	388.5	흑전	1435.7	155.5	-221.1	511.6	9.1
영업이익률	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	8.2%	11.3%	11.3%	11.9%	2.2%	10.8%	11.0%
부문별 매출액											
상선	1,944	2,112	2,171	2,455	2,569	2,807	2,850	3,024	8,682	11,249	10,791
특수선	142	329	196	386	303	237	263	268	1,053	1,071	1,526
해양	277	199	292	322	232	288	290	284	1,091	1,093	1,392
% yoy											
상선	69.9	53.6	43.8	37.2	32.1	32.9	28.0	20.1	49.2	27.9	-7.0
특수선	10.4	35.4	-13.4	35.2	113.4	-28.0	34.2	-30.6	19.2	1.7	42.5
해양	40.7	-16.7	5.8	21.8	-16.4	44.8	-0.8	-12.0	11.6	0.2	27.3
부문별 영업이익											
상선	18	-43	37	115	233	377	391	399	126	1,400	1,433
특수선	6	73	14	33	41	18	23	27	126	109	128
해양	18	-48	-35	73	2	0	-1	3	8	4	27
% yoy											
상선	-118.0	-73.2	43.8	37.2	32.1	32.9	28.0	20.1	49.2	27.9	-7.0
특수선	-2,000	1,259.3	-13.4	35.2	113.4	-28.0	34.2	-30.6	19.2	1.7	42.5
해양	-33.3	170.5	5.8	21.8	-16.4	44.8	-0.8	-12.0	11.6	0.2	27.3
부문별 영업이익률 (%)											
상선	0.9%	-2.1%	13.7%	13.2%	9.1%	13.4%	13.7%	13.2%	1.5%	12.4%	13.3%
특수선	4.0%	22.3%	8.6%	10.1%	13.6%	7.7%	8.6%	10.1%	12.0%	10.2%	8.4%
해양	6.6%	-23.9%	-0.4%	1.2%	0.9%	0.1%	-0.4%	1.2%	0.8%	0.4%	1.9%

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,532	14,377	15,016
매출원가	7,310	10,092	11,418	12,086	12,387
매출총이익	99	684	2,114	2,281	2,629
판매비와관리비	295	446	659	694	737
영업이익	-196	238	1,455	1,587	1,892
영업이익률	-2.7	2.2	10.8	11.0	12.6
EBITDA	-50	418	1,630	1,776	2,089
영업외손익	80	-57	-95	119	171
관계기업손익	1	15	15	15	15
금융수익	553	697	612	503	546
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-899	-1,172	-1,248	-941	-1,076
외환관련손실	366	488	562	241	362
기타	425	403	526	542	686
법인세비용차감전순손익	-116	181	1,360	1,706	2,063
법인세비용	276	347	-326	-409	-495
계속사업순손익	160	528	1,033	1,297	1,568
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	1,033	1,297	1,568
당기순이익률	2.2	4.9	7.6	9.0	10.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	160	528	1,033	1,297	1,568
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	4	4	5	5
포괄순이익	-10	568	1,078	1,345	1,621
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-10	568	1,078	1,345	1,621

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	757	1,724	3,373	4,232	5,116
PER	33.1	21.7	33.8	26.9	22.3
BPS	20,400	15,858	19,479	23,991	29,422
PBR	1.2	2.4	5.8	4.7	3.8
EBITDAPS	-239	1,363	5,320	5,795	6,816
EV/EBITDA	NA	39.0	23.8	21.7	18.2
SPS	35,085	35,171	44,162	46,920	49,006
PSR	0.7	1.1	2.5	2.4	2.3
CFPS	-3,135	1,156	5,025	5,551	7,014
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	52.4	45.5	25.6	6.2	4.4
영업이익 증가율	적지	흑전	511.6	9.1	19.2
순이익 증가율	흑전	230.0	95.6	25.5	20.9
수익성					
ROIC	21.0	23.7	17.3	12.6	13.6
ROA	-1.5	1.5	8.0	8.4	9.6
ROE	6.3	11.5	19.1	19.5	19.2
안정성					
부채비율	223.4	266.9	208.4	161.6	122.9
순차입금비율	9.9	99.0	71.0	54.1	40.2
이자보상배율	-1.2	1.4	9.2	10.2	12.2

자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	11,514	11,985	12,557
현금및현금성자산	1,799	588	1,045	1,214	1,518
매출채권 및 기타채권	332	892	919	946	975
재고자산	2,891	2,780	3,491	3,709	3,873
기타유동자산	4,195	6,986	6,060	6,116	6,191
비유동자산	4,727	6,598	6,914	7,263	7,557
유형자산	4,062	4,648	4,774	4,929	5,027
관계기업투자금	4	324	496	669	841
기타비유동자산	661	1,625	1,644	1,665	1,690
자산총계	13,945	17,844	18,428	19,249	20,114
유동부채	7,459	10,347	9,589	8,795	7,762
매입채무 및 기타채무	1,498	2,048	2,300	2,377	2,436
차입금	486	3,195	2,876	2,588	2,329
유동성채무	64	73	75	77	80
기타유동부채	5,412	5,030	4,338	3,752	2,917
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	12,453	11,890	11,090
자배지분	4,307	4,859	5,969	7,351	9,015
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	1,270	2,567	4,134
기타자본변동	2,899	2,966	3,043	3,129	3,225
비자배지분	5	5	6	7	9
자본총계	4,312	4,863	5,974	7,358	9,024
순차입금	427	4,814	4,240	3,984	3,623

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	-2,077	-1,679	-1,280
당기순이익	160	528	1,033	1,297	1,568
비현금항목의 가감	-822	-174	506	404	582
감가상각비	146	180	175	189	197
외환손익	47	12	38	-158	-73
지분법평가손익	-1	-15	-15	-15	-15
기타	-1,013	-350	308	389	473
자산부채의 증감	-1,195	-3,158	-3,196	-2,878	-2,844
기타현금흐름	-82	-101	-420	-501	-585
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-893	-940	-893
투자자산	0	-209	-180	-181	-183
유형자산	-130	-372	-295	-340	-290
기타	327	-529	-418	-419	-420
재무활동 현금흐름	2,885	2,803	2,462	2,494	2,523
단기차입금	-454	2,554	-320	-288	-259
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	2,574	2,574	2,574
현금의 증감	1,140	-1,211	457	170	303
기초 현금	660	1,799	588	1,045	1,214
기말 현금	1,799	588	1,045	1,214	1,518
NOPLAT	270	694	1,106	1,206	1,438
FCF	283	495	981	1,045	1,335

기업분석

삼성중공업
(010140)

이지니 Jinilee@dashin.com

투자의견

Buy

매수,유지

6개월

24,000

목표주가

유지

현재주가

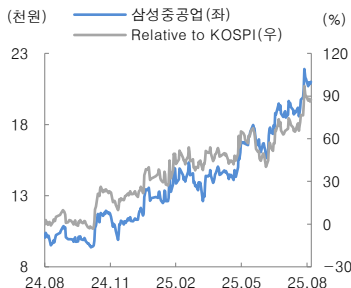
21,100

(25.09.05)

조선

KOSPI	
시가총액	18,568십억원
시가총액비중	0.84%
자본금(보통주)	880십억원
52주 최고/최저	22,000원 / 9,470원
120일 평균거래대금	1,359억원
외국인지분율	31.87%
주요주주	삼성전자 외 7 인 20.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	26.0	40.7	114.9
상대수익률	6.6	10.5	12.3	72.7



실력을 보여줄 때

- 국내 조선사 중 가장 많은 LNGC 수주잔고 보유
- LNG 회복으로 해양 수주 재개 시 FLNG 수주 드라이브도 가능
- MASGA 프로젝트를 통해 미국 군함 MRO 사업 시작

투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 상향

동사는 국내 조선사 중 LNG운반선 수주잔고가 가장 많은 69척. 2025년 8월에는 LNGC 6척(\$2.1~1.5b)을 수주. 특히 과거 러시아 즈베즈다와 Arc7급 쇠빙 LNG선의 선체 블록·기자재 공급, 일부 선체 제작한 바 있음. 비록 계약해지로 인도되진 못했지만 선체 제작 수행 경험은 향후 알래스카 프로젝트의 수주 가능성을 높임

기대되는 FLNG, 터지면 파티다

동사는 모잠비크 FLNG 프로젝트에서 선행공사 계약을 확보함. LNG 업스트림/미드스트림의 회복과 함께 해양 수주가 재개될 경우 조선+해양의 믹스 정상화로 실적 변동성이 완화될 것. 더욱이 해양 프로젝트는 매출 인식 기간이 길어 중장기 수익성 개선을 기대할 수 있음

군함 MRO 사업 시작으로 방산까지 확장

이번 MASGA 프로젝트 진행 중 동사는 미국 비거(Vigor) 마린 그룹과 전략적 파트너십/MOU를 체결. 인도·태평양 지역에서 미 해군·MSC의 전진 배치 MRO 역량을 확대하는 협력에 착수. 국내 대형조선사 중 유일하게 '방산' 분야가 없던 취약점이 보완되며 매출의 저변이 넓어지는 효과 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,920	12,499	13,429
영업이익	233	503	856	1,177	1,434
세전순이익	-296	-316	574	910	1,134
총당기순이익	-156	54	437	692	862
지배지분순이익	-148	64	437	692	862
EPS	-168	73	496	786	979
PER	-46.0	155.7	42.2	26.7	21.4
BPS	3,908	4,311	5,272	6,648	8,375
PBR	2.0	2.6	4.0	3.2	2.5
ROE	-4.2	1.8	10.4	13.2	13.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

표27. Valuation Table (단위: 00)

	24A	25F	26F	비고
EPS (원)	73	496	786	
PER (End)		40.0	25.3	
PER (High.)		40.7	25.7	
PER (Avg.)		31.1	19.6	
Target PER (x)			30.0	07~09 평균
적정가치 (원)			24,000	
현재주가 (09/05)			21,000	
Upside (%)			13.7	

자료: 대신증권 Research Center

표28. 삼성중공업의 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,452	1,399	1,380	1,350	1,363	1,395	1,385
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,472	1,354	1,380	1,350	1,472	1,389	1,385
YoY	4.2	4.3	3.2	5.6	9.3	2.0	1.8	-3.2	4.3	2.4	-0.7
QoQ	4.6	2.2	-4.5	12.0	0.0	-8.0	1.9	-2.2	-	-	-
건조선가지표(pt)	182	185	189	189	187	187	188	189	186	188	187
YoY	10.9	9.8	9.0	7.2	3.2	0.9	-0.3	-0.5	9.2	0.8	-0.2
QoQ	2.8	2.1	1.8	0.3	-1.0	-0.2	0.6	0.2	-	-	-
후판가격(달러톤)	682	660	632	616	597	600	602	608	648	602	602
YoY	-17.4	-17.7	-20.9	-18.3	-12.4	-9.0	-4.8	-1.3	-18.6	-7.0	0.0
QoQ	-9.7	-3.2	-4.2	-2.5	-3.1	0.6	0.3	1.0	-	-	-
매출액	2,348	2,532	2,323	2,700	2,494	2,683	2,870	2,873	9,903	10,920	12,499
YoY	46.3	30.1	14.7	11.0	6.2	6.0	23.5	6.4	23.6	10.3	14.5
매출원가	2,183	2,299	2,096	2,405	2,257	2,358	2,478	2,455	8,983	9,547	10,680
매출원가비율	93.0%	90.8%	90.2%	89.1%	90.5%	87.9%	86.3%	85.4%	90.7%	87.4%	85.4%
판관비	87	102	107	121	115	120	143	140	418	518	643
판관비율	3.7%	4.0%	4.6%	4.5%	4.6%	4.5%	5.0%	4.9%	4.2%	4.7%	5.1%
영업이익	78	131	120	174	123	205	249	279	503	856	1,177
YoY	298.2	121.9	58.0	120.5	58.1	56.7	108.0	60.0	115.4	70.3	37.5
영업이익률	3.3%	5.2%	5.2%	6.5%	4.9%	7.6%	8.7%	9.7%	5.1%	7.8%	9.4%

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,920	12,499	13,429
매출원가	7,364	8,983	9,547	10,680	11,229
매출총이익	645	921	1,374	1,820	2,199
판매비와관리비	412	418	518	643	766
영업이익	233	503	856	1,177	1,434
영업이익률	2.9	5.1	7.8	9.4	10.7
EBITDA	474	792	1,130	1,446	1,700
영업외손익	-529	-818	-281	-267	-300
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	143	182	203	228	257
외환관련이익	181	405	316	316	316
금융비용	-290	-362	-335	-352	-370
외환관련손실	41	83	41	41	41
기타	-382	-639	-150	-142	-187
법인세비용차감전순손익	-296	-316	574	910	1,134
법인세비용	140	369	-138	-218	-272
계속사업순손익	-156	54	437	692	862
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-156	54	437	692	862
당기순이익률	-1.9	0.5	4.0	5.5	6.4
비지배자분순이익	-7	-10	0	0	0
지배자분순이익	-148	64	437	692	862
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	29	29	30	31
포괄순이익	-163	340	732	995	1,175
비지배자분포괄이익	-8	-15	0	0	0
지배자분포괄이익	-155	355	732	995	1,175

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-168	73	496	786	979
PER	NA	155.7	40.0	25.3	20.3
BPS	3,908	4,311	5,272	6,648	8,375
PBR	2.0	2.6	4.0	3.2	2.5
EBITDAPS	539	900	1,284	1,643	1,932
EV/EBITDA	19.5	16.8	19.0	14.6	11.7
SPS	9,100	11,252	12,408	14,202	15,258
PSR	0.9	1.0	1.7	1.5	1.4
CFPS	390	876	1,953	2,347	2,617
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	34.7	23.6	10.3	14.5	7.4
영업이익 증가율	흑전	115.4	70.3	37.5	21.9
순이익 증가율	적지	흑전	710.3	58.4	24.6
수익성					
ROC	6.6	-7.2	20.4	16.1	18.1
ROA	1.6	3.1	4.8	6.0	6.7
ROE	-4.2	1.8	10.4	13.2	13.0
안정성					
부채비율	357.4	358.6	303.8	252.9	210.0
순차입금비율	71.8	90.9	67.6	46.3	20.8
이자보상배율	1.3	2.4	3.8	4.9	5.6

자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245	9,370	10,658	12,504	14,637
현금및현금성자산	584	956	1,474	2,202	3,611
매출채권 및 기타채권	545	1,186	1,300	1,472	1,578
재고자산	1,729	452	1,081	1,024	912
기타유동자산	6,387	6,775	6,802	7,806	8,537
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	18,514	20,400	22,575
유동부채	11,232	12,029	12,437	12,921	13,380
매입채무 및 기타채무	1,147	946	978	1,073	1,128
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	13,929	14,618	15,292
자배자분	3,439	3,795	4,640	5,851	7,371
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,699	-1,008	-146
기타자본변동	232	554	964	1,483	2,141
비지배자분	-30	-45	-55	-70	-88
자본총계	3,409	3,749	4,585	5,781	7,283
순차입금	2,447	3,407	3,099	2,674	1,513

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516	655	651	1,592	1,843
당기순이익	-156	54	437	692	862
비현금항목의 가감	499	717	1,283	1,374	1,441
감가상각비	241	289	274	269	267
외환손익	-8	3	-112	-112	-112
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	266	424	1,121	1,217	1,287
자산부채의 증감	-716	118	-725	-35	49
기타현금흐름	-143	-234	-343	-439	-509
투자활동 현금흐름	-195	311	-351	-397	-473
투자자산	27	-9	-48	-49	-51
유형자산	-152	210	-240	-240	-240
기타	-70	110	-63	-108	-182
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	518	728	1,409
기초 현금	919	584	956	1,474	2,202
기말 현금	584	956	1,474	2,202	3,611
NOPLAT	123	-86	651	894	1,080
FCF	210	30	674	913	1,106

기업분석

HD현대
마린솔루션
(443060)

이지니 Jinilee@dashin.com

투자의견

Buy

매수,유지

6개월

목표주가

250,000

유지

현재주가

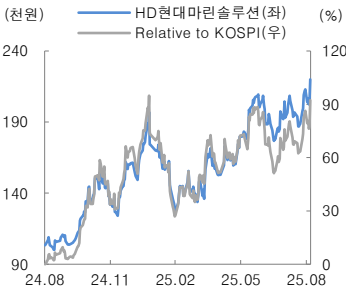
(25.09.05)

220,000

조선

KOSPI	3,205.12
시가총액	9,862십억원
시가총액비중	0.45%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	220,000원 / 100,100원
120일 평균거래대금	314억원
외국인지분율	30.25%
주요주주	에이치디현대 외 3 인 55.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.2	20.4	56.6	112.8
상대수익률	8.9	5.6	25.0	71.0



이런 회사 또 없습니다

- 글로벌 원스탑 솔루션을 제공하는 경쟁력 있는 비즈니스모델 보유
- 동사의 엔진부품 사업부의 성장동력은 힘센엔진의 매출 증가
- IMO의 친환경 수요로 향후 높은 마진의 리트로핏 시장 성장 전망

투자의견 매수, 목표주가 250,000원으로 신규 커버리지 개시

HD현대마린솔루션에 대한 투자의견 매수, 목표주가는 250,000원으로 신규 커버리지 개시. 목표주가 산정은 26F EPS 8,716원에 Target multiple PE 28.7x 적용. Target Multiple은 글로벌 기자재 및 MRO 제공 기업의 평균값

가장 큰 매출 동력은 AM 솔루션의 엔진 부품

동사는 HiMSEN 계열 엔진의 라이선서이자 정품 부품 단독 공급원. IMO의 친환경 규제로 LNG 추진 선박은 24년 638척에서 28F 1,200척까지 늘어날 것으로 전망, 현재 엔진서비스 중 DF의 비중은 22년 4%, 24년에는 9%까지 증가함에 따라 향후 빠른 속도로 매출의 증가세를 실현할 것

친환경 솔루션, 개조 말고 EPLO도 있다

탄소세 시행으로 에너지 세이빙 솔루션에 대한 수요는 지속 증가하지만 해운사들은 캐팩스 대비 페이백이 확실한 프로젝트를 선제적으로 검토 중. 대규모 자본이 투입되는 개조공사보다 EPLO의 시장이 선제적으로 확장. EPLO 접근 가능 시장규모는 약 1천여척 이상. 올해 수주목표치인 150척 중 상반기에만 88척을 수주해 수주잔고 4,700만불이 쌓여있음.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,430	1,745	2,034	2,382	2,816
영업이익	201	272	371	495	659
세전순이익	201	297	388	509	672
총당기순이익	151	228	298	391	516
지배지분순이익	151	228	298	391	516
EPS	3,778	5,302	6,649	8,716	11,504
PER	0.0	30.4	30.0	22.9	17.3
BPS	5,999	17,992	20,773	26,040	33,749
PBR	0.0	9.0	9.8	7.9	6.1
ROE	71.6	45.0	35.0	37.2	38.5

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

표29. Valuation Table

	24A	25F	26F	비고
EPS (원)	5,302	6,649	8,716	
PER (End)		30.0	22.9	
PER (High.)		32.5	24.8	
PER (Avg.)		25.7	19.6	
Target PER (x)		28.7	글로벌 MRO 및 주요 엔진기자재 기업 Peer	
적정가치 (원)	250,000			
현재주가 (09/05)	220,000			
Upside (%)	13.6			

자료: 대신증권 Research Center

표30. HD 현대마린솔루션의 분기 및 연간 실적 추정치

(단위: 십억원, %)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
DUBAI	81.7	85.1	78.7	73.7	75.8	66.1	68.0	72.0	79.8	70.5	76.3
% YoY	2.8	9.7	-9.2	-13.2	-7.2	-22.3	-13.6	-2.3	-2.9	-11.7	8.2
% QoQ	-3.8	4.2	-7.5	-6.4	2.8	-12.8	2.9	5.9	0.0	-	-
매출액	383	438	461	463	486	468	522	558	1,668	2,034	2,382
% YoY	-	20.1	28.6	20.0	26.8	6.8	13.2	20.5	16.6	21.9	17.1
매출원가	310	344	356	373	378	412	394	428	1,158	1,612	1,805
% of 매출액	81.1	78.5	77.2	80.5	77.8	88.1	75.4	76.8	69.4	79.3	75.8
% YoY	-	17.7	21.5	19.1	21.6	19.9	10.7	14.8	1.7	39.3	12.0
매출총이익	73	94	105	90	108	109	128	130	362	475	577
GPM	18.9	21.5	22.8	19.5	22.2	23.3	24.6	23.2	21.7	23.4	24.2
% YoY	-	30.2	60.1	23.7	49.0	15.9	21.8	43.6	32.7	31.1	21.5
판매비	21	23	22	24	25	26	26	27	90	104	114
% of 매출액	5.5	5.3	4.8	5.3	5.1	5.6	5.1	4.8	5.4	5.1	4.8
% YoY	-	31.8	40.6	11.0	18.9	12.6	20.4	10.1	26.6	15.3	8.9
영업이익	51	71	83	66	83	83	102	103	272	370	464
OPM	13.4	16.2	18.1	14.2	17.1	17.7	19.5	18.4	20.4	27.8	34.8
% YoY	12.7	29.6	66.2	29.2	61.7	16.6	22.2	56.0	34.9	36.3	25.1
사업부별 매출액											
1) AM	335	384	400	392	408	413	461	506	1,511	1,787	2,132
A. 선박부품	137	155	181	176	185	185	218	248	649	837	964
B. 육상발전	12	28	19	12	9	20	17	33	70	79	185
C. Smart Care	21	23	19	24	22	25	22	23	87	92	110
D. 방커링	166	178	181	181	191	183	203	202	706	780	873
2. 친환경	30	35	44	55	58	33	45	34	164	169	162
3. 디지털	17	20	17	17	20	22	17	19	71	78	88
핵심사업부 (A+B+C+2+3)	217	260	280	283	294	285	319	356	1,040	1,254	1,509
영업이익											
핵심사업부	51	71	83	65	83	83	101	102	255	369	461
비핵심사업부	0	0	1	0	0	0	1	1	1	2	2
영업이익률											
핵심사업부	23.5	27.1	29.6	23.1	28.2	29.1	31.7	28.5	24.5	29.4	30.6
비핵심사업부	0.2	0.2	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.3	0.6	0.2	0.2	0.3

자료: 대신증권 Research Center

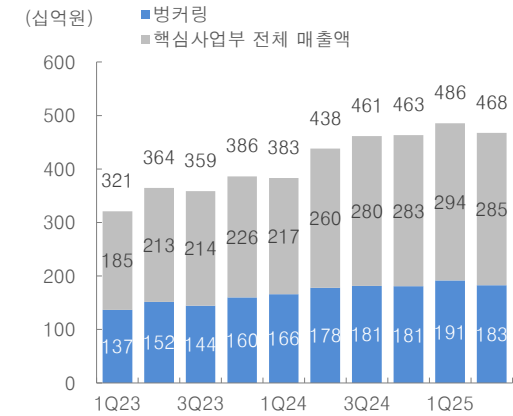
표31. Peer Valuation

	Ticker Company	443060 KS Equity 에이치디현대대마린솔루션	WRT1V FH EQUITY 바르질라	ALFA SS EQUITY 알파 라발	KOG NO EQUITY 콩스버그 그루펜
결산월	Period	12/25 Y	12/25 Y	12/25 Y	12/25 Y
Price	Local Curr	91,003	145	1,775	2,640
Marketcap	USD	6,548	16,940	18,834	26,293
수익률 (%)	1W	-4.2	-0.1	-1.9	2.0
	1M	3.3	2.0	2.3	-3.1
	3M	10.7	34.7	3.9	-17.9
	YTD	91.5	29.0	-3.3	39.5
Sales	2024	1,280	6,976	6,334	4,545
	25E	1,459	8,327	7,365	5,806
	26E	1,713	8,816	7,777	6,741
Operating Profit	2024	199	762	984	605
	25E	256	942	1,273	879
	26E	319	1,032	1,350	959
OP margin	2024	15.6	10.9	15.5	13.3
	25E	17.5	11.3	17.3	15.1
	26E	18.6	11.7	17.4	14.2
Net Income	2024	167.2	544.1	699.2	476.7
	25E	197.1	686.6	917.9	687.4
	26E	250.0	757.5	982.6	794.1
EPS	2024	3.9	0.9	1.7	0.5
	25E	4.4	1.2	2.2	0.8
	26E	5.6	1.3	2.4	0.9
BPS	2024	11.7	4.5	9.2	1.9
	25E	13.3	5.6	11.7	2.5
	26E	15.8	6.2	13.1	2.9
EV/EBITDA(x)	2024	22.0	10.6	14.7	25.5
	25E	23.5	13.9	13.1	25.1
	26E	18.7	12.8	12.0	22.6
PER(x)	2024	30.4	20.1	25.9	43.9
	25E	33.1	24.5	22.4	35.8
	26E	26.1	22.2	19.3	33.4
PBR(x)	2024	9.4	4.0	4.6	12.1
	25E	11.0	5.1	3.8	11.7
	26E	9.3	4.6	3.4	10.3
ROE(%)	2024	45.0	21.2	18.7	29.6
	25E	34.4	21.7	19.3	34.4
	26E	39.2	21.4	18.5	32.9

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

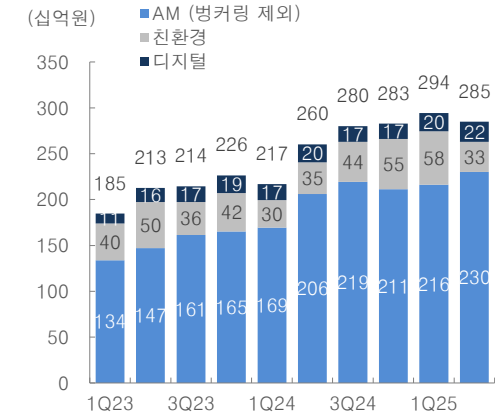
기업개요

그림 51. 핵심사업/벙커링 매출 구분



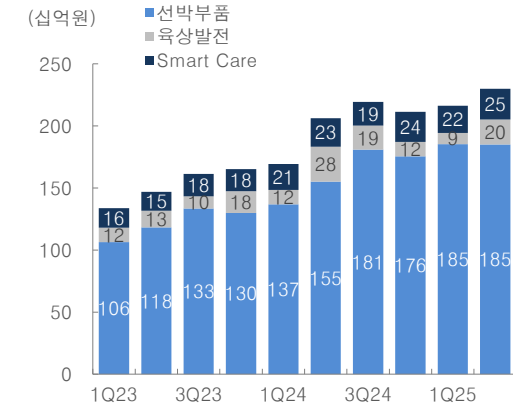
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 52. 핵심사업 부문별 매출액



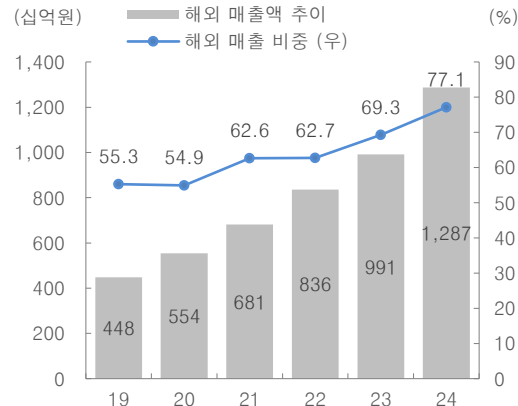
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 53. AM 사업부 제품별 매출액



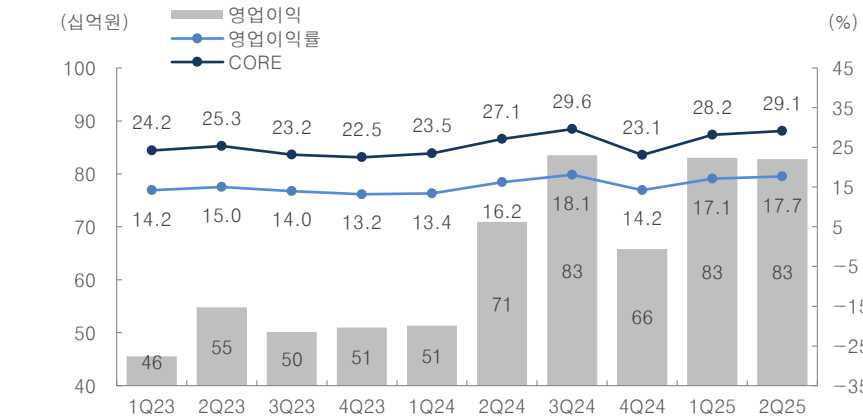
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 54. 해외 매출 비중



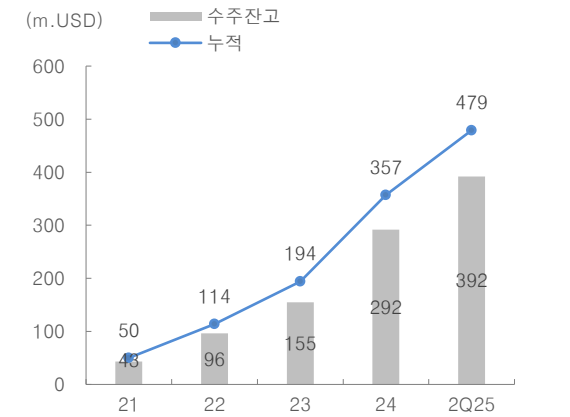
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 55. 분기별 영업이익 및 Core 영업이익률 추이



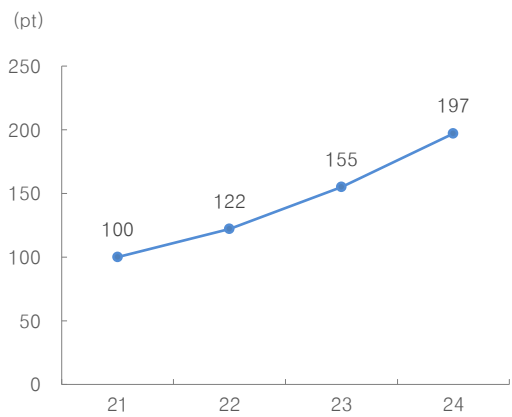
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 56. LTSA 누적 수주액 및 수주잔고



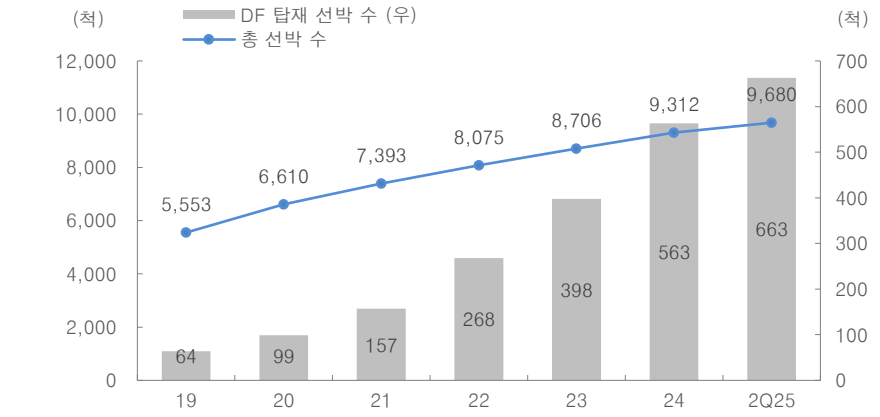
주: LTSA는 Long Term Service Agreement의 약자

그림 57. ASP Index



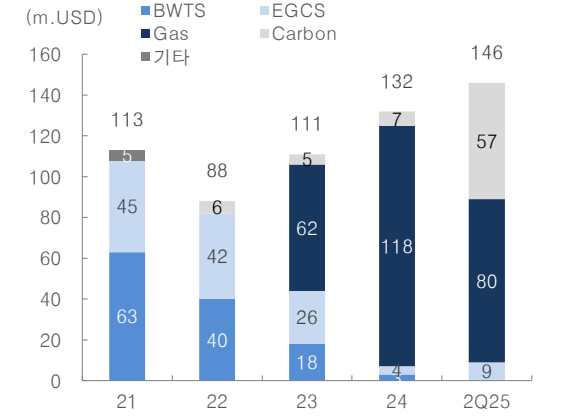
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 58. DF 탑재 선박 수 추이



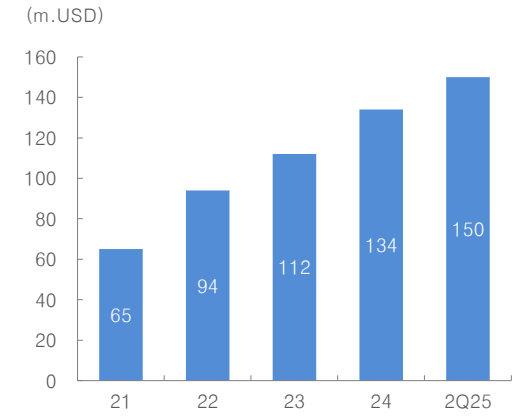
자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 59. 친환경 Retrofit 수주잔고 추이



자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

그림 60. 디지털제어 수주잔고



자료: HD현대마린솔루션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,430	1,745	2,034	2,382	2,816
매출원가	1,158	1,383	1,559	1,774	2,033
매출총이익	273	362	475	608	783
판매비와관리비	71	90	104	114	124
영업이익	201	272	371	495	659
영업이익률	14.1	15.6	18.2	20.8	23.4
EBITDA	212	284	382	504	667
영업외손익	0	25	18	14	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	41	67	64	56	58
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-41	-39	-44	-39	-42
외환관련손실	34	34	37	32	34
기타	-1	-3	-2	-3	-3
법인세비용차감전순손익	201	297	388	509	672
법인세비용	-50	-69	-90	-118	-156
계속사업순손익	151	228	298	391	516
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	151	228	298	391	516
당기순이익률	10.6	13.1	14.7	16.4	18.3
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	151	228	298	391	516
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	147	238	308	402	527
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	147	238	308	402	527

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,778	5,302	6,649	8,716	11,504
PER	0.0	30.4	30.0	22.9	17.3
BPS	5,999	17,992	20,773	26,040	33,749
PBR	2.08	9.0	9.8	7.9	6.1
EBITDAPS	5,288	6,595	8,528	11,235	14,883
EV/EBITDA	0.2	23.7	22.5	16.7	12.3
SPS	35,762	40,599	45,368	53,145	62,825
PSR	0.0	4.0	4.5	3.8	3.3
CFPS	5,521	7,097	8,675	11,379	15,020
DPS	2,500	3,150	3,465	3,812	4,193

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.2	22.0	16.5	17.1	18.2
영업이익 증가율	41.9	34.9	36.4	33.5	33.2
순이익 증가율	44.0	50.8	30.8	31.1	32.0
수익성					
ROC	74.4	76.8	90.5	99.9	109.2
ROA	34.3	30.0	29.7	33.4	36.3
ROE	71.6	45.0	35.0	37.2	38.5
안정성					
부채비율	173.6	49.0	44.5	38.8	33.0
순차입금비율	20.9	-59.6	-61.5	-62.7	-64.8
이자보상배율	32.7	59.8	58.2	69.7	84.2

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	597	1,076	1,264	1,532	1,915
현금및현금성자산	96	298	425	596	855
매출채권 및 기타채권	211	263	304	354	417
재고자산	238	273	319	373	441
기타유동자산	53	241	216	209	202
비유동자산	59	77	82	89	98
유형자산	11	20	20	22	26
관계기업투자금	0	3	6	8	11
기타비유동자산	48	54	57	58	61
자산총계	657	1,152	1,346	1,621	2,013
유동부채	388	343	378	415	460
매입채무 및 기타채무	146	184	209	239	277
차입금	128	0	5	7	9
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	113	159	164	169	174
비유동부채	29	36	37	38	40
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	36	37	38	40
부채총계	417	379	415	453	500
지배자분	240	774	931	1,167	1,513
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	20	385	385	385	385
이익잉여금	198	324	481	716	1,061
기타지분변동	2	43	44	45	45
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	240	774	931	1,167	1,513
순차입금	50	-461	-573	-732	-981

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	73	247	279	358	465
당기순이익	151	228	298	391	516
비현금항목의 가감	70	77	91	119	158
감가상각비	10	12	12	9	8
외환손익	3	-6	-18	-15	-15
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	57	71	97	125	164
자산부채의 증감	-97	-6	-23	-36	-54
기타현금흐름	-51	-53	-87	-116	-155
투자활동 현금흐름	5	-196	-7	-5	-7
투자자산	0	-3	-3	-3	-3
유형자산	-2	-10	-12	-11	-12
기타	7	-183	8	9	7
재무활동 현금흐름	-44	149	-254	-271	-287
단기차입금	0	0	5	2	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	367	0	0	0
현금배당	-90	-100	-141	-155	-171
기타	46	-118	-118	-118	-118
현금의 증감	32	203	126	171	259
기초 현금	0	0	298	425	596
기말 현금	32	203	425	596	855
NOPLAT	151	209	285	380	506
FCF	159	210	283	376	499

[참고]

원자재 리포트 발간 내역 (2024 년 1 월 ~ 현재)

순번	제목	작성자	발간일
1	흔들리는 ESG, 과도기의 에너지 전환	최진영, 이경연, 위정원	2024.02.15
2	원자재의 상승 트리거, 빨라지는 라니냐의 귀환	최진영	2024.03.18
3	유동성과 라니냐의 향연, 다시 원자재와 함께 춤을	최진영	2024.05.20
4	라니냐의 귀환, 기상이변 속에서 살아 남기	최진영, 정한솔, 이경연	2024.09.04
5	비로서 맞춰진 퍼즐, 재개될 원자재의 회복	최진영	2024.10.15
6	맑은 뒤 흐릴 을사년 원자재	최진영	2024.11.18
7	중국 지방 양회 리뷰, 초점은 첨단기술에서 내수로	최진영, 이주원	2025.02.03
8	시나브로 시작될 원자재의 환절기	최진영	2025.03.12
9	하반기 원자재, 유동성과 테마에 집중	최진영	2025.05.27
10	탈카타르의 서막, Make America LNG Again	최진영, 이지니	2025.09.09

조선 리포트 발간 내역 (2024 년 1 월 ~ 현재)

순번	제목	작성자	발간일
1	조선업: 아만의 시대, 기회의 조선	이지니	2025.03.26
2	군함: 고래싸움에서 이기는 새우	이지니	2025.06.10
3	2025 년 하반기 전망(조선업): 관세 협상 테이블의 조커카드	이지니	2025.06.19
4	탈카타르의 서막, Make America LNG Again	최진영, 이지니	2025.09.09

[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: 최진영, 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]

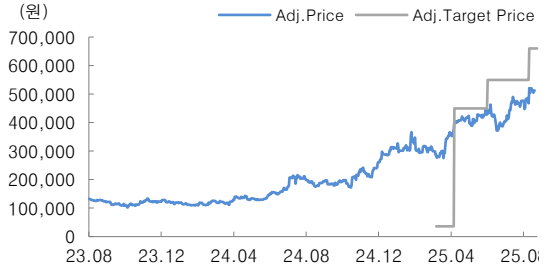
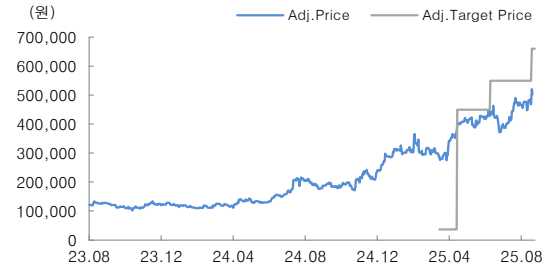
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후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

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.6%	10.4%	0.0%

(기준일자: 20250906)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HD현대중공업(329180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							한화오션(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
													
제시일자	25.09.09	25.08.27	25.08.01	25.07.15	25.06.19	25.05.23	제시일자	25.09.09	25.08.04	25.07.15	25.07.04	25.06.27	25.06.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	660,000	660,000	550,000	550,000	550,000	450,000	목표주가	130,000	130,000	100,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균.%)		(22.62)	(20.14)	(23.29)	(25.48)	(7.84)	과리율(평균.%)		(13.75)	(17.12)	(20.10)	(19.63)	(19.19)
과리율(최대/최소.%)		(21.21)	(5.27)	(10.82)	(15.73)	(0.22)	과리율(최대/최소.%)		(5.23)	17.40	(7.60)	(7.60)	(7.60)
제시일자	25.04.25	25.03.26					제시일자	25.06.10	25.05.23	25.05.16	25.05.10	25.05.02	25.04.29
투자의견	Buy	Buy					투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	36,000					목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균.%)	(9.39)	807.07					과리율(평균.%)	(21.16)	(21.62)	(21.20)	(20.70)	(20.42)	(21.30)
과리율(최대/최소.%)	(5.89)	665.28					과리율(최대/최소.%)	(15.30)	(18.80)	(18.80)	(18.80)	(19.60)	(21.10)
제시일자							제시일자	25.04.25	25.04.18	25.04.11	25.04.07	25.03.31	25.03.26
투자의견							투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가							목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균.%)							과리율(평균.%)	(16.69)	(17.60)	(20.00)	(23.06)	(24.46)	(25.33)
과리율(최대/최소.%)							과리율(최대/최소.%)	(0.11)	(0.11)	(11.00)	(13.78)	(20.44)	(25.00)
제시일자							제시일자						
투자의견							투자의견						
목표주가							목표주가						
과리율(평균.%)							과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)							과리율(최대/최소.%)						

삼성중공업(010140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
(원) Adj.Price Adj.Target Price 30,000 25,000 20,000 15,000 10,000 5,000 0 23.08 23.12 24.04 24.08 24.12 25.04 25.08						
제시일자	25.09.09	25.07.25	25.07.08	25.07.04	25.06.27	25.06.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	22,000	22,000	17,000	17,000	17,000
과리율(평균,%)		(11.93)	(15.84)	(9.58)	(9.82)	(10.34)
과리율(최대/최소,%)		0.00	(11.05)	6.29	6.29	(25.18)
제시일자	25.06.05	25.05.02	25.04.25	25.04.18	25.04.11	25.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000
과리율(평균,%)	(12.42)	(13.93)	(16.73)	(17.44)	(17.97)	(19.52)
과리율(최대/최소,%)	4.06	(0.59)	(10.88)	(12.35)	(12.35)	(14.71)
제시일자	25.03.31	25.03.26				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	17,000	17,000				
과리율(평균,%)	(19.51)	(19.45)				
과리율(최대/최소,%)	(17.35)	(18.65)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						

HD현대중공업(329180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
(원) Adj.Price Adj.Target Price 30,000 25,000 20,000 15,000 10,000 5,000 0 23.08 23.12 24.04 24.08 24.12 25.04 25.08						
제시일자	25.09.09	25.07.25	25.07.08	25.07.04	25.06.27	25.06.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	22,000	22,000	17,000	17,000	17,000
과리율(평균,%)		(11.93)	(15.84)	(9.58)	(9.82)	(10.34)
과리율(최대/최소,%)		0.00	(11.05)	6.29	6.29	(25.18)
제시일자	25.06.05	25.05.02	25.04.25	25.04.18	25.04.11	25.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000
과리율(평균,%)	(12.42)	(13.93)	(16.73)	(17.44)	(17.97)	(19.52)
과리율(최대/최소,%)	4.06	(0.59)	(10.88)	(12.35)	(12.35)	(14.71)
제시일자	25.03.31	25.03.26				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	17,000	17,000				
과리율(평균,%)	(19.51)	(19.45)				
과리율(최대/최소,%)	(17.35)	(18.65)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						

HD현대마린솔루션(443060) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
(원) Adj.Price Adj.Target Price 300,000 250,000 200,000 150,000 100,000 50,000 0 24.05 24.09 25.01 25.05 25.08						
제시일자	25.09.09					
투자의견	Buy					
목표주가	250,000					
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,%)						