

우려보단 기대할 것이 더 많다

조선



#조선 #기계
안유동 책임연구원



♥ ○ ▾

3771-9130
20220081@iprovest.com

Summary

[조선: 우려보단 기대할 것이 더 많다]

현재 조선주 투자에 있어서 가장 큰 고민은 주가 급등으로 인한 밸류에이션 부담. 다만 조선사들의 PBR 배수가 가장 높았던 시점은 2007년으로 당시 지배주주 기준 PBR 평균은 4.95배 수준(25년 평균 PBR 2.93배). 2008년 금융위기 이후 부침을 겪었던 과거 호황기와 달리 지금은 발주 및 수주 모멘텀이 지속될 수 있을 것으로 추정. 과거 호황기와 가장 다른 점 중 하나는 공급자 우위시장에 따른 원가와 판가 추세의 미스매치. 원래 후판가격과 신조선가 지수는 높은 상관관계를 갖음. 현재는 노후선 교체와 친환경 선박의 발주가 이어질 것으로 전망되는 반면 중국과 한국의 대형선 공급 능력은 연간 400~500척 수준(떠다니는 배만 3만대 수준)으로 완전한 공급자 우위 시장임. 실제로 현재 후판가격 하락세가 유지되고 있음에도 불구하고 신조선가(판가)는 높은 수준에서 유지 중

발주시황 측면에서 25년은 기존 수주잔고 선박들의 인도가 본격화되며 일부 선종(LNG선, 컨테이너선)에선 공급 과잉 우려가 있는 등 불확실성이 심한 상황. 그러나 각국의 자원 국유화 등 정치적 문제로 에너지 수송의 비효율화가 지속될 것이란 점(더 먼 거리를 항해해야 함)과 노후선 교체발주가 지속될 것. 따라서 지난 구조조정으로 몇 개 안 남은 조선사들이 장기적인 수혜를 누릴 수 있을 것임.

LNG선 경우 27~35년 가동예상 시기의 프로젝트에서 필요한 선박을 고려하면 매년 90척 이상의 발주가 가능해 보이며 카타르 Phase-III 발주도 기대. 최근 일본 3대 해운사도 LNG 선대 확충계획 발표(2031년까지 약 106척 확충). 컨테이너선의 경우 클락슨에 따르면 2024년 TEU-마일 기준으로 연간 18% 성장, TEU 성장 5.4%를 초과하며 약 10%의 연간 선대 성장률을 능가. 다만 장기 전망으로는 홍해 우회가 2025-26년 동안 지속된다고 가정할 경우에도 TEU-마일 기준 교역 성장률은 2025년 약 3%, 2026년 약 2%로 예상되며, 이는 약 5%와 3%로 예상되는 선대 성장률보다 약간 낮은 수준. 2027년 이후에는 대규모 인도 물량 존재. 홍해 사태가 2026년까지 해결될 경우에는, TEU-마일 수요는 연간 약 4% 감소 예상됨. 다만 선사들의 풍부한 자금력을 바탕으로 중형급 컨테이너선 교체발주가 올해부터 시작될 것으로 기대함(HMM, 양밍, 에버그린 등).

28년 슬롯이 금방 소진될 것이란 점에는 의심의 여지가 없고 29년, 30년 역시 시간문제로 보임

Contents

I**신조선가 및 조선사 증설 우려**

... 5pg

II**선종별 업황 업데이트**

... 12pg

III**친환경 규제 점검**

... 31pg

IV**2025년 고선가 물량 인식 지속**

... 38g

V**후판가격, 환율 영향 점검**

... 46g

VI**기업분석**

HD현대중공업 / HD현대미포 / 삼성중공업 / 한화오션

... 49g

이 페이지는 편집상 공백입니다.

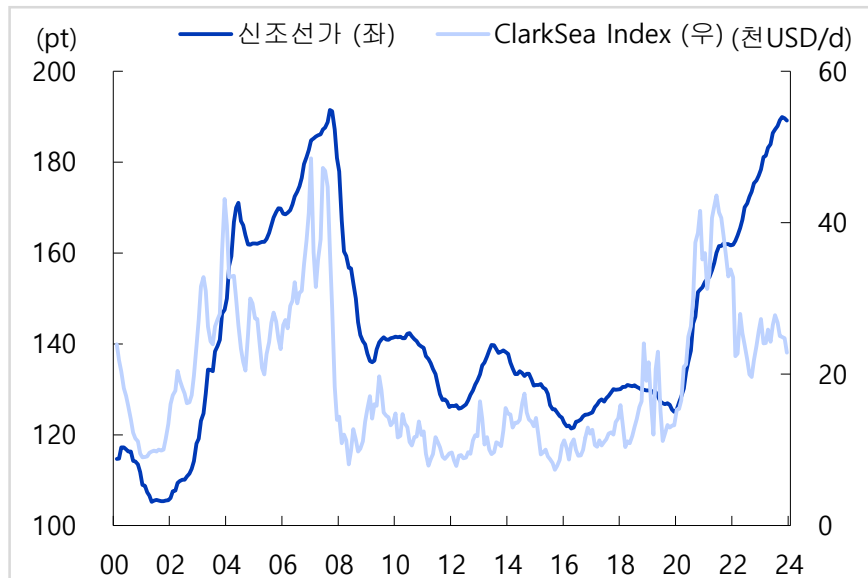
Part 01

신조선가 및 조선사 증설 우려

신조선가

- 클락슨 신조선가 지수는 24년 1월 5일 180pt를 넘어서 현재(25년 1월 3일 기준) 189.09pt 기록 중. 클락슨 신조선가지수는 대표적인 조선업종 주가 선행지표 중 하나로서 180pt이상을 기록한 것은 2007년 10월 5일 이후 처음
- 해상운임지수(Clarksea Index)는 하락세가 이어져 신조선가 지수의 하락 전환이 우려되는 상황. 선박의 PER(P=선박의 가격, E=일일 용선료 연율화)으로 살펴본 가격 배수 기준으로는 신조선가 하방 압력을 받을 수 있는 상황. 다만 뒤에서 살펴보겠지만 과거와 다른 시장환경으로 안정적인 원가율 유지와 높은 판가 유지가 동시에 가능한 상황으로 보임(공급자 우위시장 지속 기대)
- 특히 LNG선 PER 배수가 높는데 LNG선의 경우 카타르 1, 2차 물량이 일단락되었고 바이든 정부에서의 수출 프로젝트 계류 등이 배경. 이연된 프로젝트 나올 시 반등 기대. 전체적으로 현재 국내조선사는 28년 인도 슬롯을 팔고 있는 상황에서 선가를 떨어뜨려야 할 이유가 없음

클락슨 신조선가와 해상운임지수 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

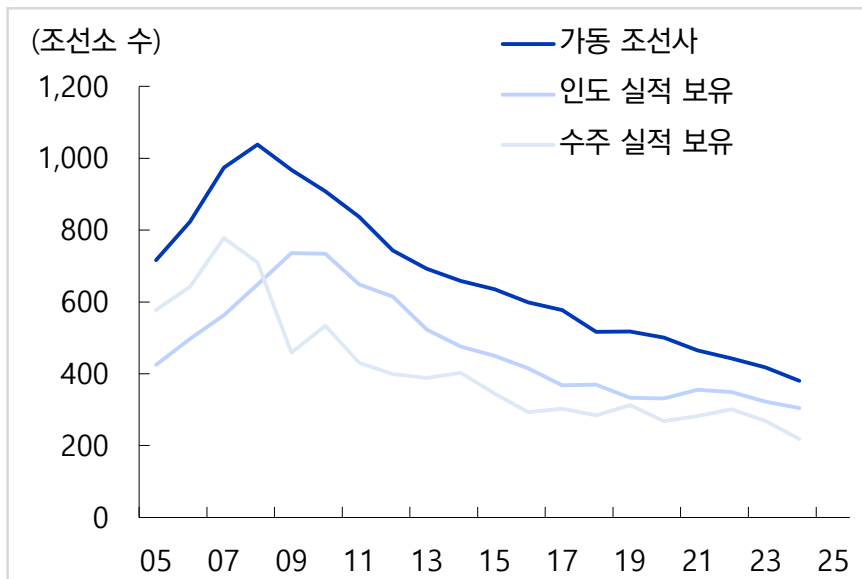
선종별 PER 배수(P=신조선가, E=일일 용선료 또는 운임 연환산)

	LNG선	LPG선	VLCC	벌크선	컨테이너	MR
현재	24.6	8.8	8.3	11.3	4.5	6.3
3년 평균	8.0	7.7	10.7	11.1	5.2	5.5
5년 평균	8.1	7.6	10.1	10.3	5.4	6.2

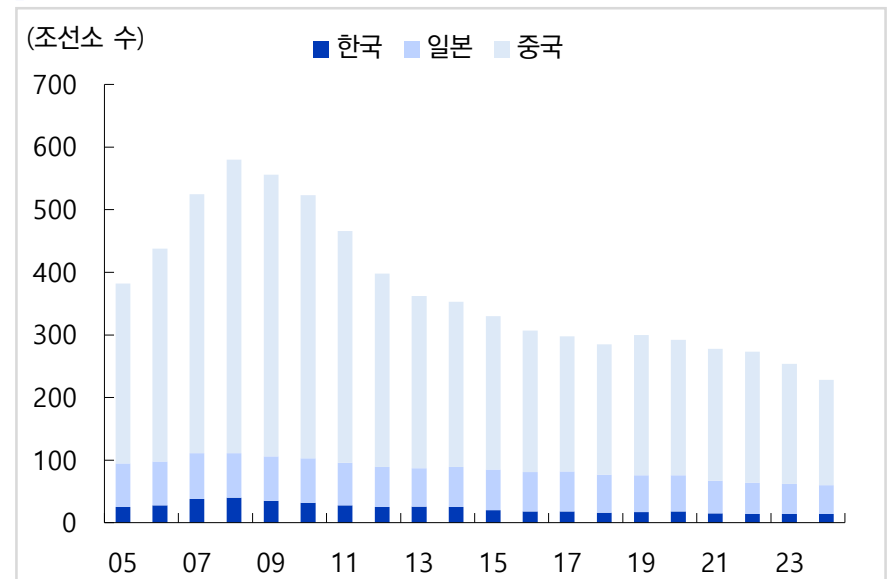
2008년 이후 조선사 수 감소 추세

- 최근 업황을 고려하면 수요보다 공급 측면이 중요해짐
- 중단기적으로는 자원 국유화 등 정치적 문제로 에너지 수송의 비효율화 (더 먼 거리를 항해해야 함), 장기적으로는 선박 탄소배출 규제에 따른 노후선 교체수요, 친환경 선박 발주 증가로 지난 구조조정으로 몇 개 안 남은 조선사들이 이번에도 수혜를 누릴 수 있을 것임
- 현재 가동 중인 조선사 숫자는 2008년 1,038개에서 지속된 구조조정 끝에 24년 현재 380개까지 감소함. 실제로 선박의 인도를 해본 경험이 있는 조선사의 숫자 역시 2008년 649개에서 현재 305개까지 급감한 상황

글로벌 조선사 수 추이



한중일 조선소 수 추이

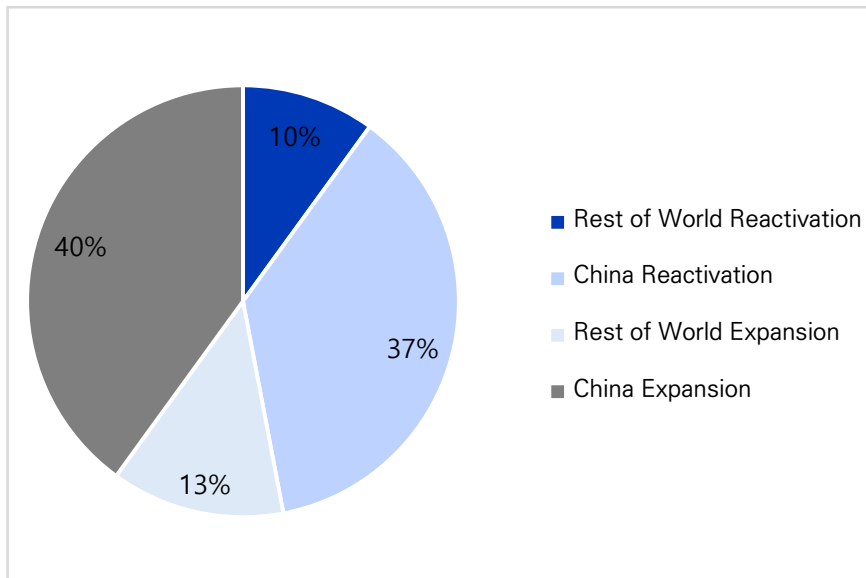


자료: Clakson, 교보증권 리서치센터

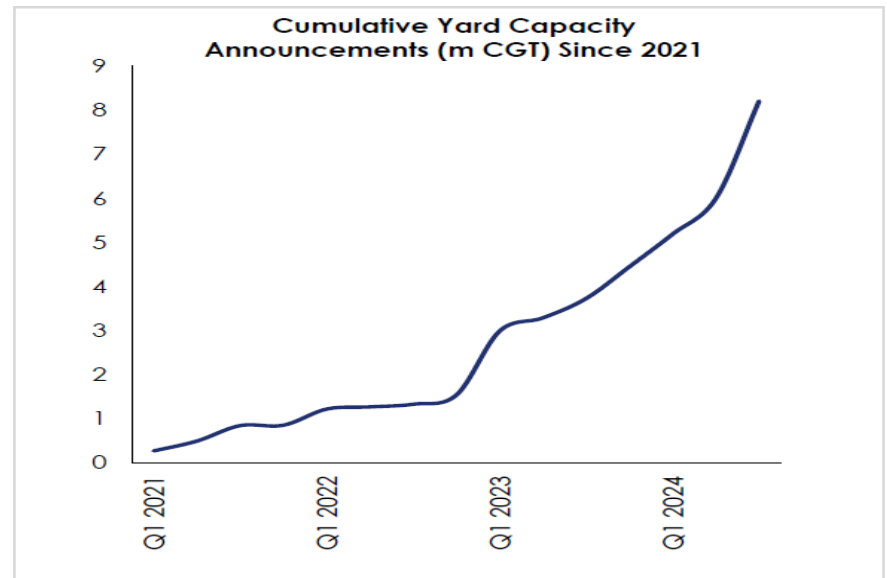
중국, 더 이상 Capa 증설 어려울 것으로 판단

- 그러나 클락슨에 따르면 2021년부터 2024년 3분기까지 최근 글로벌 조선사들의 Capa 확대 규모는 총 820만 CGT(중국 630만 CGT, 나머지 190만 CGT)이라고 함. 75개 이상의 조선소가 재가동 또는 신규 증설 계획을 발표하였음. 이 중 중국이 77%(재가동 37%+신규증설 40%)를 차지함. 이는 2011년 한국 인도(1630만 CGT)의 약 38.7%에 해당하는 물량. 글로벌 조선소 총 Capa는 2030년까지 2020년 대비 약 11% 확대될 전망
- 다만 중국 역시 더 이상 대규모 추가 증설을 하기 어려울 것이라고 판단됨.** 국영조선소가 민영조선소에 대한 통제가 불가능한 상황으로 보임. 민영 조선소는 지방정부가 통제하고 있고 지방에선 조선 제외 다른 산업들이 침체. 실업문제 해결할 수 있는 방법이 그나마 조선. 지방정부에선 설비확장하며 국영 조선소 인력을 대거 채용. 예를 들어 CSSC 경우 지난 3년간 임금 30% 이상 올랐다고 함. 중국, 한국 노동자와 숙련도 감안 시 갭이 많이 줄고 있는 상황에서 민영 조선소가 국영 조선소 인력을 월급 2~3배 주며 채용한 상황으로 알려짐.

21년 이후 Capa 증설 파이



CGT 기준 21년 이후 증설 규모



재가동 조선소

야드	재가동 시기	발표 시기	주요 시설	야드 트랙 레코드			현재 상선 타입
				Max Output		주요 상선 타입	
				dwt	CGT		
Pipavav Shipyard (India)	Aug-24	Aug-24	2 x c.400,000 dwt docks 1 x 980 m outfitting quay 1 x 300m outfitting quay	227,000	67,000	Panamax bulker, small offshore unit	Bulkers, tankers, gas carriers
CIMC Changhong (China) Formerly Jinhai Intelligent	To be partially reactivated	Jul-24	8 x dry docks (some in use for ship repair work)	2,956,000	555,000	Capesizes (among other large vessels)	Large containerships
COSCO HI (Guangdong) (China)	Jun-24	Jun-24	3 x slipways	525,000	159,000	<3,000 TEU Boxship, PSV	Offshore units, Small chem/product
Weihai Wuchan SB (China) Formerly Samjin Shipbuilding	May-24	Feb-23	1 x 100,000 dwt dock 2 x 50,000 dwt slipways 1 x 1.8km outfitting quay	440,000	175,000	Handy bulker, PCTC, Chemical tanker	PCTC, chemical tankers, MR tankers
Agila Subic Shipyard (Philippines) Formerly HHIC-Phil Subic	Partially Reactivated in May-24	May-24	1 x 450,000 dwt dock 1 x 220,000 dwt dock 2 x outfitting quays	2,107,000	625,000	Capesize, VLGC, crude tanker, Boxship	Ship blocks, potentially product tankers
Zhejiang Zengzhou HI (China)	Jan-24	Jan-24	1 x 100,000 dwt slipway 1 x 30,000 dwt slipway 1 x outfitting quays	150,000	50,000	Handymax/ Handysize bulkers, MPPs	Product tankers
Jiangsu Rongsheng (China)	No plan currently	-	4 x large dry docks 8 x berths	3,600,000	620,000	All bulker types, boxship, Suezmax	-

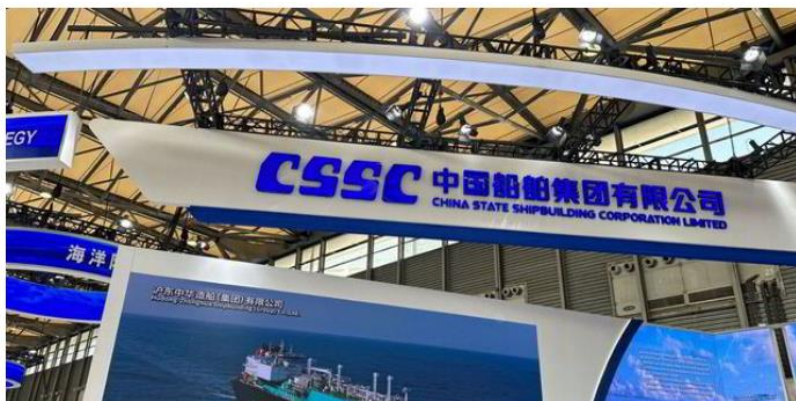
확장 조선소

야드	확장 유형	확장 발표시기	가동시기	야드 트랙 레코드			
				Max Output		주요 상선 타입	비고
				dwt	CGT		
Hengli SB (Dalian) (China)	Planned Facility Expansion	Aug-24	2026	3,061,000	831,000	Capesizes, Kamsarmaxes & VLCCs	LNG 운반선 건조에 적합한 두 개의 건조 Dock을 포함한 새로운 시설에 20억 위안(RMB)(약 2억 8,200만 달러) 투자 계획 발표. 2024년 8월 중순에 '2단계(Phase II)' 프로젝트 건설 시작.
Wison Qidong (China)	Planned Facility Expansion	Aug-24	2026	-	-	Offshore units	Wison New Energy는 기존 Wison Zhoushan을 대체하고 확장을 위해 Qidong에 새로운 조선소를 개발할 계획. 520m x 110m 규모의 해양 Dock과 2,000톤급 갠트리 크레인, 150km² 규모의 모듈 조립 구역 등 여러 시설을 포함할 예정
Yangzijiang Holdings (China)	Planned New Facility	Jul-24	2026	-	-	LNG Carriers	Yangzi Xinfu 인근에 새로운 조선소를 건설할 계획 이 조선소는 LNG 운반선 건조에 적합한 30만 dwt 건조 Dock과 20만 dwt 규모의 의장 부두를 포함한 여러 시설을 갖출 예정
New Times SB (China)	Planned New Drydock	Jul-24	2026	3,960,000	882,000	Tankers, Boxships	새로운 대형 건조 Dock을 개발할 계획
Hantong WinG HI (Ch.)	Planned New Dry Dock	Jul-24	2026	27,000	37,000	Ultramaxs	Boxship 건조를 위한 대형 Dock 건설 계획
CMCS (China)	Planned Facility Expansion	May-24	2026	-	-	Cruise Ships & Ferries	CMI 산하 China Merchants Cruise Shipbuilding은 63km² 규모의 전용 조선 기지를 개발할 예정이며, 1개의 슬립웨이와 2개의 조립 플랫폼을 포함할 예정
Shanghai Waigaoqiao (SWS) (China)	Installing a New Crane	May-24	2025	2,947,000	973,000	Boxships, Tankers & PCTCs	'No.1 Dock'에 1,000톤 SWL 갠트리 크레인을 설치
COSCO HI (Zhoushan) (China)	Building a New Drydock	Apr-24	2026	1,106,000	384,000	Bulkers	새로운 300,000dwt급 드라이 Dock 건설
Chizhou Guichi (China)	Planned Facility Expansion	Feb-24	2026	-	-	Inland/ Coastal	Guichi Ship Intelligent Green Manufacturing Project는 연간 100만 dwt의 설계 용량을 갖추고 2026년 6월에 가동될 예정
Adani Group (India)	New Facility	Aug-24	2027	-	-	-	인도 서해안에 대형 조선소를 건설할 계획이 진행 중
Tsuneishi Cebu (Philippines)	Expansion	Mar-24	2026	1,961,000	413,000	Bulkers & Boxships	Tsuneishi Group은 5단계 확장 준비가 완료되었음을 밝힘. 확장 프로젝트에는 1개의 건조 Dock과 슬립웨이가 포함될 예정이며, 이를 통해 조선소의 생산 능력이 25% 증가하고 새로운 선종 건조에 진출할 것으로 예상됨

중국 선사 및 조선사 Blacklist 등재

- 1/7 미 국방부는 미국에서 직간접적으로 사업활동을 하는 기업 중 **중국 인민 해방군과 관련이 강하다고 간주되는 중국 군사기업 리스트 갱신**. COSCO와 관련 기업이 추가. 국제 물류 관련해서는 CIMC(중국국제해운집장상), CSSC(중국선박집단)과 그 산하 조선소, CSTC(중국선박공업무역), CSSC 오프쇼어&마린엔지니어링 등이 포함. COSCO는 2019년 이란산 석유를 운송한 혐의로 미국의 제재를 받았으나, 해당 제재는 2020년에 해제. COSCO는 1,086척의 선박하고 있는 최대 규모 선사이며, 2위인 MSC 지중해 해운(Mediterranean Shipping Co)의 770척을 훨씬 앞섬. **COSOC는 VLCC(초대형 원유운반선), VLOC(초대형 광석운반선), 초대형 컨테이너선 등 모든 주요 부문에서 선박을 운영 중. 북미 수입은 글로벌 컨테이너 물동량의 약 20%를 차지하며, 이 중 35%에서 45%는 중국이 차지하고 있음. 태평양 횡단 무역은 코스코의 teu(20피트 컨테이너 단위) 기준 최대 노선이며, 이는 코스코 해운 라인의 총 물동량의 28%를 차지**
- CSSC 조선소 등 제재 관련해서는 현재 운항 중인 대부분 선박이 CSSC에서 건조되었기 때문에 현실적으로 가능성이 낮다는 외신의 반응도 있지만 이러한 조치가 한국산과 중국산 선박 간 가격 격차를 크게 증가시킬 것이라고 판단. 만일의 상황을 우려해 선주들이 CSSC 조선소에서 건조한 선박을 기피할 경우, 러시아 무역에 활용되는 그림자 선대와 유사한 해운업계의 또 다른 이중 시장을 초래할 수 있을 것으로 판단됨. 실제로 중동 기반 해운 관계자는 **한국 조선소에 주문을 보유한 사람들은 승자가 될 것, 그 슬롯의 가치는 갑자기 높아졌기 때문**이라 언급(*South Korean yards are winners as those slots are now suddenly worth more – 출처: Tradewind*)

1/7 미 국방부, 중국 조선소 블랙리스트 등재 언급



Blacklisting of giant Chinese shipyards may backfire on US shipping

COSCO, 미국 정부 제재 대상



US 'blacklists' world's largest shipowner and shipyard group in swipe at China

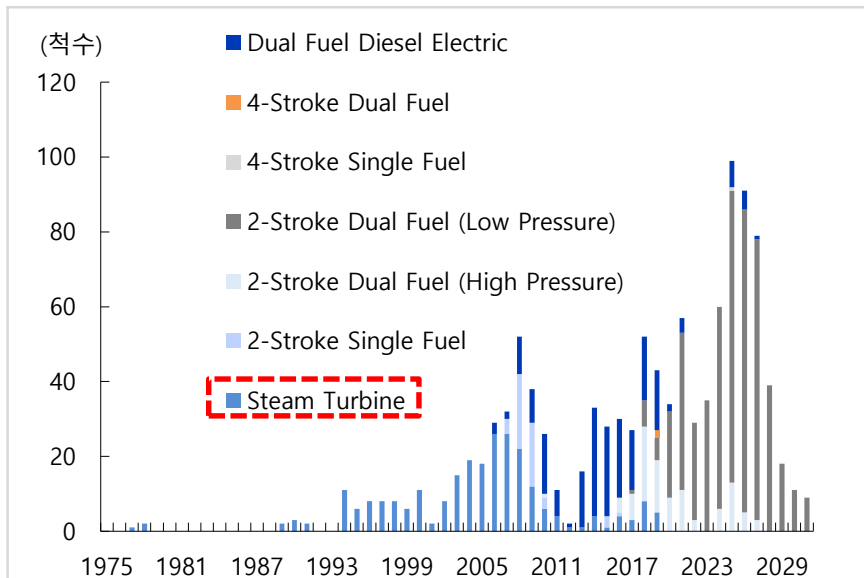
Part 02

선종별 업황 업데이트

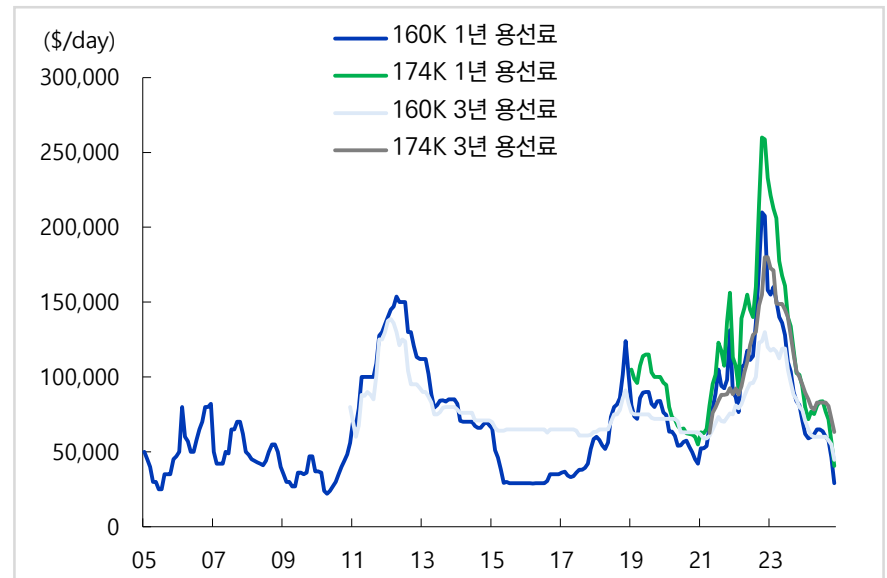
LNG선: 투기성 없는 적절한 발주, 미국 프로젝트 재개+카타르 Phase III+일본까지

- LNG선 인도물량을 살펴보면 올해 60척을 기점으로 25년 99척, 26년 91척, 27년 79척이 예정되어있어(22년 이후로 총 393척)공급과잉에 대한 우려가 부각. 현재 착공 중인 프로젝트(가동예상시기 ~2030년)에서 필요한 선박의 수는 367척. 즉 투기성이 아닌 적절한 발주였던 것으로 추정
- LNG선 경우 카타르 1, 2차 발주 물량이 일단락되었고 바이든 정부에서 LNG프로젝트를 계류시키다보니 선박의 수요는 감소되었는데 공급이 쏟아지며 운임 및 선가도 동행해서 하락됨. 그러나 **25년 트럼프 취임 이후 다시 재개될 미국의 LNG 프로젝트와 카타르 Phase III(30~50척) 등을 고려하면 공급과잉 우려는 다소 완화될 것으로 기대함**. FEED~제안단계 전체 프로젝트에서 필요한 선박의 수는 약 816척(가동예상시기 27~35년) 수준으로 **연평균 91척 발주(클락슨 전망 기준 81척)가 필요한 상황**. 프로젝트가 다시 활성화될 경우 LNG선 수요 증대, 운임 상승, 선가 상승 Cycle이 재시작될 것으로 기대. **최근 일본 3대 해운사마저 30년까지 현재 LNG선 보유량 40%(106척) 늘리기로 발표(MOL 97척 2031년 초까지 150척, NYK Line은 91척 2029년 초까지 120척, K Line은 46척 2031년 초까지 75척).**
- 현재 국내조선사들은 LNG선 28년 슬롯을 영업 중. **28~30년 인도슬롯 품귀현상 발생 기대**

LNG선 인도 예정 물량



LNG선 용선료 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

착공 중인 프로젝트에서 필요한 LNG 선박 수

국가	프로젝트	수출 Capa.	상태	기존 가동 계획	가동 예상시기	예상 선박사이즈	예상 필요선박
United States	Corpus Christi LNG Train 4	1.40	U/C	Jun-22	2024	174,000	3
Canada	LNG Canada	14.00	U/C	Oct-18	2025	174,000	15
Congo	Marine XII Phase 2 (FLNG)	2.40	U/C	Dec-22	2025	174,000	3
Denmark	Nordliq BioLNG	0.00	U/C	N/A	2025	10,000	1
Mauritania	Tortue West Ahmeyim 1 (FLNG)	2.50	U/C	Dec-18	2025	174,000	2
Mexico	Energia Costa Azul LNG	2.40	U/C	Nov-20	2025	174,000	4
Nigeria	Nigeria LNG Train 7	4.20	U/C	Dec-19	2025	174,000	6
Qatar	North Field LNG Expansion Train 1	7.80	U/C	Feb-21	2025	174,000	9
Russia	Arctic LNG 2 Train 2	6.60	U/C	Sep-19	2025	174,000	9
United States	Plaquemines LNG	13.30	U/C	May-22	2025	174,000	24
United States	Corpus Christi LNG Train 5	1.40	U/C	Jun-22	2025	174,000	3
United States	Corpus Christi LNG Train 6	1.40	U/C	Jun-22	2025	174,000	3
Australia	Pluto LNG Train 2	8.00	U/C	Nov-21	2026	174,000	4
Gabon	Cap Lopez (FLNG)	0.70	U/C	Feb-23	2026	174,000	1
Iran	Asaluyeh LNG	1.50	U/C	N/A	2026	174,000	2
Iran	Iran LNG	10.80	U/C	N/A	2026	174,000	14
Mexico	Altamira Onshore - Fast FLNG 2	2.80	U/C	N/A	2026	174,000	1
Qatar	North Field LNG Expansion Train 2	7.80	U/C	Feb-21	2026	174,000	8
Qatar	North Field LNG Expansion Train 3	7.80	U/C	Feb-21	2026	174,000	9
Qatar	North Field LNG Expansion Train 4	7.80	U/C	Feb-21	2026	174,000	8
United States	Corpus Christi LNG Train 10	1.40	U/C	Jun-22	2026	174,000	3
United States	Corpus Christi LNG Train 7	1.40	U/C	Jun-22	2026	174,000	3
United States	Golden Pass LNG Train 1	6.00	U/C	Feb-19	2026	174,000	9
United States	Corpus Christi LNG Train 8	1.40	U/C	Jun-22	2026	174,000	3
United States	Golden Pass LNG Train 2	6.00	U/C	Feb-19	2026	174,000	9
United States	Corpus Christi LNG Train 9	1.40	U/C	Jun-22	2026	174,000	3
Canada	Woodfibre LNG	2.10	U/C	N/A	2027	174,000	2
Malaysia	ZFLNG (FLNG)	2.50	U/C	Dec-22	2027	174,000	3
Qatar	North Field LNG Expansion Train 5	7.80	U/C	Feb-21	2027	174,000	9
United States	Golden Pass LNG Train 3	6.00	U/C	Feb-19	2027	174,000	8
United States	Plaquemines LNG Phase 2	13.80	U/C	Mar-23	2027	174,000	13
United States	Port Arthur LNG	13.50	U/C	Mar-23	2027	174,000	29
Canada	Cedar (FLNG)	3.30	U/C	Jun-24	2028	174,000	3
Indonesia	Teluk Bintuni (FLNG)	1.20	U/C	Jun-24	2028	174,000	1
Oman	Marsa LNG	1.00	U/C	Apr-24	2028	12,500	1
Qatar	North Field LNG Expansion Train 6	7.80	U/C	Feb-21	2028	174,000	8
Russia	Arctic LNG 2 Train 3	6.60	U/C	Sep-19	2028	174,000	9
Russia	Baltic LNG	13.00	U/C	N/A	2028	174,000	14
Mozambique	Mozambique LNG	13.10	U/C	Jun-19	2029	174,000	17
Qatar	North Field LNG Expansion Train 7	8.00	U/C	Feb-24	2029	174,000	11
U.A.E.	Al Ruwais LNG	9.60	U/C	Jun-24	2029	174,000	10
United States	Rio Grande LNG Phase 1	16.20	U/C	Jul-23	2029	174,000	35
United States	Woodside Louisiana LNG 1	5.50	U/C	N/A	2029	174,000	12
Qatar	North Field LNG Expansion Train 8	8.00	U/C	Feb-24	2030	174,000	11
United States	Woodside Louisiana LNG 2	5.50	U/C	N/A	2030	174,000	12
소계 (착공)		266.7					367.0

자료: Clakson, 교보증권 리서치센터

FEED 프로젝트에서 필요한 LNG 선박 수

국가	프로젝트	수출 Capa.	상태	기존 가동 계획	가동 예상시기	예상 선박사이즈	예상 필요선박
Argentina	Vaca Muerta Phase 1 FLNG	5.00	FEED		2027	174,000	5
Papua N. Guinea	PNG LNG Expansion	2.70	FEED	2027	2027	174,000	3
United States	Galveston LNG Bunker Port	0.40	FEED	2026	2027	20,000	1
Canada	LNG Canada Phase 2	14.00	FEED		2028	174,000	15
Mexico	Amigo LNG Train 2	3.60	FEED	2028	2028	174,000	6
Mexico	Amigo LNG Train 1	4.20	FEED	2028	2028	174,000	7
United States	Alaska LNG	20.00	FEED	2023	2028	174,000	19
United States	Freeport LNG Train 4	5.10	FEED	2028	2028	174,000	11
United States	Gulf LNG Phase 1	5.00	FEED	2028	2028	174,000	11
United States	Monkey Island LNG	0.30	FEED	2028	2028	8,000	1
United States	Port Arthur LNG Phase 2	13.50	FEED		2028	174,000	28
Australia	Equus (FLNG)	2.00	FEED	2029	2029	174,000	2
Mexico	Puerto Libertad LNG	14.00	FEED	2027	2029	174,000	19
Papua N. Guinea	Papua LNG	5.60	FEED	2029	2029	174,000	5
United States	Lake Charles LNG Train 2	5.50	FEED		2029	174,000	12
United States	Port Delfin 1 (FLNG)	3.30	FEED	2027	2029	174,000	7
United States	Gulf LNG Phase 2	5.00	FEED	2021	2029	174,000	10
United States	Delta LNG Phase 1	10.00	FEED	2029	2029	174,000	22
United States	Eagle LNG	0.90	FEED	2028	2029	40,000	1
Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.00	FEED		2030	174,000	6
Mozambique	Rovuma LNG	7.60	FEED	2020	2030	174,000	10
Oman	Qalhat LNG Train 4	3.80	FEED	2029	2030	174,000	4
Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.40	FEED		2030	174,000	2
Russia	Yakutia LNG	18.00	FEED	2027	2030	174,000	8
United States	Lake Charles LNG Train 1	5.50	FEED	2027	2030	174,000	12
United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.40	FEED	2030	2030	174,000	9
United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.40	FEED	2030	2030	174,000	9
United States	Delta LNG Phase 2	10.00	FEED	2030	2030	174,000	22
United States	Cameron LNG Train 4	6.80	FEED	2028	2030	174,000	15
Israel	Leviathan (FLNG)	4.50	FEED		2031	174,000	3
United States	Texas LNG	4.00	FEED	2029	2031	174,000	4
United States	Commonwealth LNG	9.40	FEED	2021	2031	174,000	18
United States	Sabine Pass Expansion	20.00	FEED	2028	2031	174,000	44
United States	CP2 LNG Phase 1	10.00	FEED	2028	2032	174,000	22
United States	Lake Charles LNG Train 3	5.50	FEED		2033	174,000	12
United States	Rio Grande LNG Phase 2	10.80	FEED		2035	174,000	24
	소계 (FEED)	256.2					409.0

PRO(제안) 프로젝트에서 필요한 LNG 선박 수

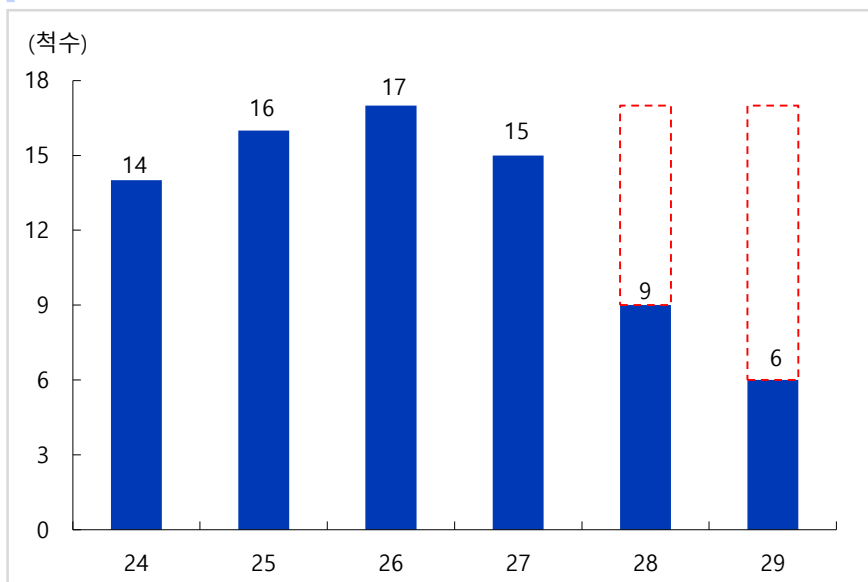
국가	프로젝트	수출 Capa.	상태	기존 가동 계획	가동 예상시기	예상 선박사이즈	예상 필요선박
Denmark	Denmark bioLNG	0.00	PRO		2027	10,000	1
Mauritania	Banda Fast LNG	1.40	PRO	2026	2027	174,000	2
Mexico	Vista Pacifico LNG	4.00	PRO		2027	174,000	4
Nigeria	Niger Delta (FLNG)	1.00	PRO	2027	2027	174,000	1
Russia	Yamal LNG Train 5	6.60	PRO		2027	174,000	10
Australia	Ichthys LNG Train 3	4.50	PRO		2028	174,000	5
Equatorial Guinea	Fortuna (FLNG)	1.50	PRO		2028	174,000	1
Indonesia	Donqai Senoro LNG Phase 2	0.70	PRO	2028	2028	130,000	1
Mexico	Manzanillo	4.00	PRO		2028	174,000	4
Mozambique	Coral North	3.40	PRO		2028	174,000	4
Nigeria	Nigeria LNG Train 8	7.10	PRO		2028	174,000	8
Nigeria	Yoho (FLNG)	1.20	PRO		2028	174,000	2
Papua N. Guinea	Kumul (FLNG)	1.50	PRO		2028	174,000	2
Russia	Arctic LNG 1 Train 1	6.70	PRO	2026	2028	174,000	7
Russia	Vysotsk LNG Train 3	0.30	PRO	2028	2028	11,000	1
Senegal	Tortue West Ahmeyim 3 (FLNG)	2.00	PRO		2028	174,000	2
United States	Qilak LNG	4.00	PRO	2028	2028	174,000	4
Venezuela	Jose Antonio Anzoategui (FLNG)	1.00	PRO	2028	2028	174,000	1
Argentina	Vaca Muerta Phase 2 FLNG 1	4.00	PRO		2029	174,000	4
Australia	Darwin LNG Phase 2	6.30	PRO	2029	2029	174,000	7
Canada	Kitimat LNG Phase 1	12.00	PRO	2013	2029	174,000	10
Canada	Kwispaa LNG	12.00	PRO	2029	2029	174,000	12
Djibouti	Djibouti (FLNG)	3.00	PRO	2021	2029	174,000	3
Indonesia	Aceh Indonesia Offshore	0.40	PRO		2029		1
Russia	Arctic LNG 1 Train 2	6.70	PRO		2029	174,000	7
Russia	Arctic LNG 3	20.00	PRO		2029	174,000	20
Russia	Black Sea LNG	0.50	PRO		2029	40,000	2
Russia	Sakhalin I LNG	6.20	PRO	2029	2029	174,000	3
Russia	Vladivostok LNG	1.50	PRO	2029	2029	174,000	1
Russia	Murmansk LNG	20.40	PRO		2029	174,000	42
Senegal	Tortue West Ahmeyim 4 (FLNG)	2.00	PRO		2029	174,000	2
United States	Woodside Louisiana LNG 3	5.50	PRO	2032	2029	174,000	12
United States	Woodside Louisiana LNG 4	5.50	PRO	2022	2029	174,000	12
United States	Woodside Louisiana LNG 5	5.50	PRO	2022	2029	174,000	12
Argentina	Vaca Muerta Phase 2 FLNG 2	4.00	PRO		2030	174,000	4
Canada	Discovery LNG	20.00	PRO		2030	174,000	20
Indonesia	Abadi LNG	9.50	PRO	2023	2030	174,000	6
Mozambique	Mamba Phase 2 (FLNG 1)	2.00	PRO		2030	174,000	2
Nigeria	Brass	10.00	PRO		2030	174,000	14
Nigeria	OK LNG 1-2	12.60	PRO		2030	174,000	18
Papua N. Guinea	Pasca	0.50	PRO		2030	174,000	1
Russia	Arctic LNG 1 Train 3	6.70	PRO		2030	174,000	7
Senegal	Yakaar-Teranga LNG	10.00	PRO		2030	174,000	10
Tanzania	Tanzania LNG	15.00	PRO	2021	2030	174,000	16
Timor-Leste	Greater Sunrise LNG	8.00	PRO		2030	174,000	8
United States	Port Delfin 2 (FLNG)	3.30	PRO		2031	174,000	7
Canada	Kitimat LNG Phase 2	6.00	PRO		2032	174,000	5
Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.00	PRO		2032	174,000	5
Nigeria	Nigeria Transoceanic (FLNG)	3.00	PRO		2032	174,000	5
Suriname Argentina	Firebird LNG Vaca Muerta Phase 3	2.70	PRO	2027	2032	174,000	2
Mozambique	Mamba Phase 2 (FLNG 2)	15.00	PRO		2033	174,000	15
United States	Avocet 2 (FLNG)	2.00	PRO		2033	174,000	2
United States	CP2 LNG Phase 2	4.00	PRO		2033	174,000	9
United States	Port Delfin 3 (FLNG)	10.00	PRO	2026	2033	174,000	22
Canada	Grassy Point (FLNG)	3.30	PRO		2033	174,000	7
Canada	Ksi Lisims (FLNG 2)	2.50	PRO	2030	2034	174,000	3
Canada	Ksi Lisims (FLNG 2)	6.00	PRO		2034	174,000	6
Namibia	Venus FLNG	3.00	PRO		2034	174,000	1
Namibia	Graff (FLNG)	2.00	PRO		2035	174,000	1
Suriname	Suriname Block 52 (FLNG)	1.00	PRO		2035	174,000	1
소계 (FEED)		327.5					407.0

자료: Clakson, 교보증권 리서치센터

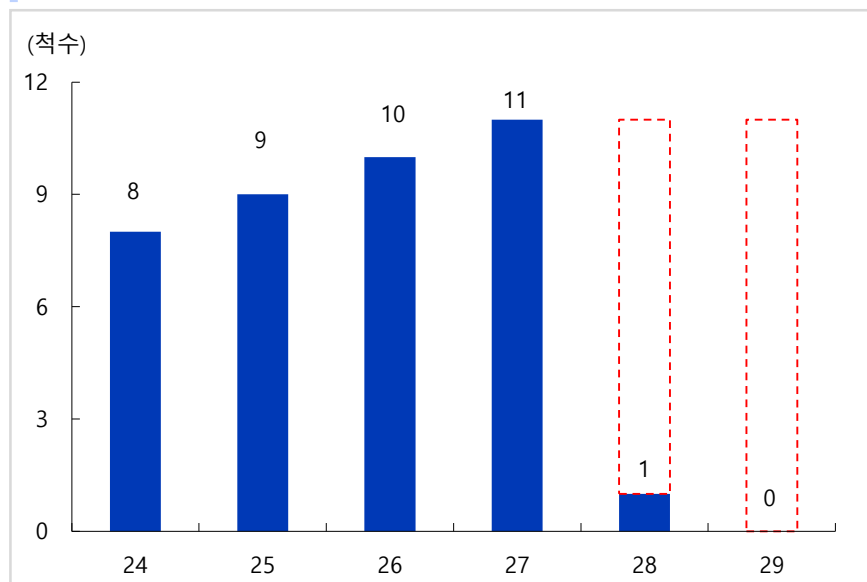
조선사별 LNG선 인도 슬롯 점검

- HD현대중공업의 경우 현재 잔여 슬롯은 28~29년 총 15척~19척 정도로 추정됨.
- HD현대삼호의 경우 현재 잔여 슬롯은 28~29년 총 20척 정도로 추정됨

HD현대중공업 LNG선 인도 스케줄



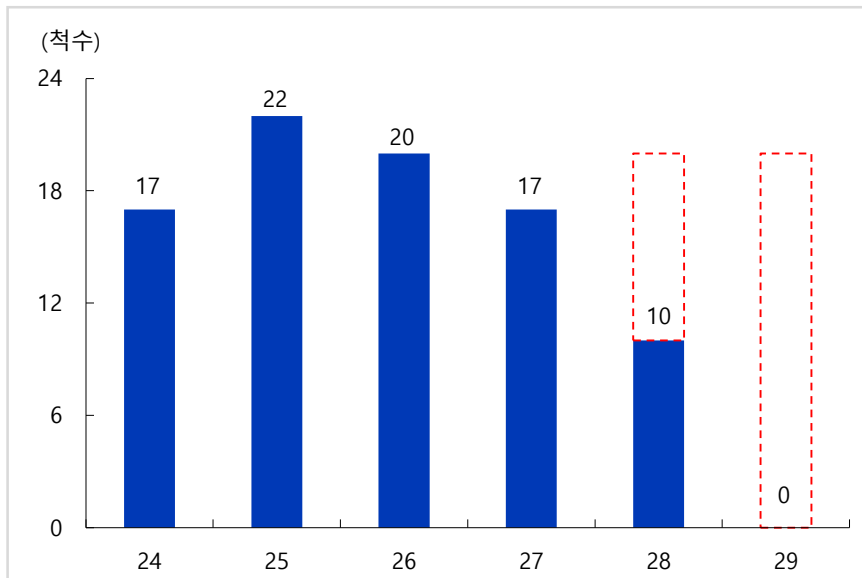
HD현대삼호 LNG선 인도스케줄



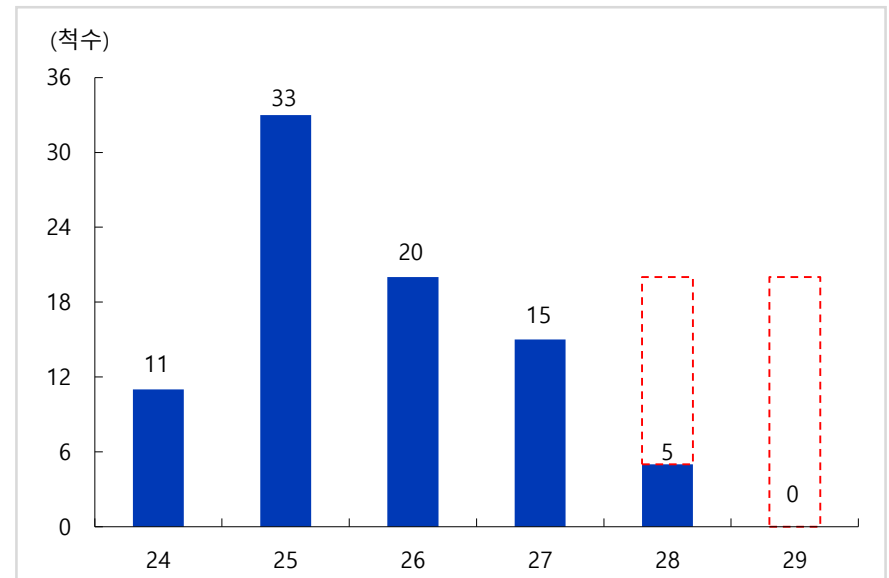
조선사별 LNG선 인도 슬롯 점검

- 삼성중공업의 경우 현재 잔여 슬롯은 28~29년 총 30척 정도로 추정됨
- 한화오션의 경우 현재 잔여 슬롯은 28~29년 총 35척 정도로 추정됨

삼성중공업 LNG선 인도 스케줄



한화오션 LNG선 인도 스케줄

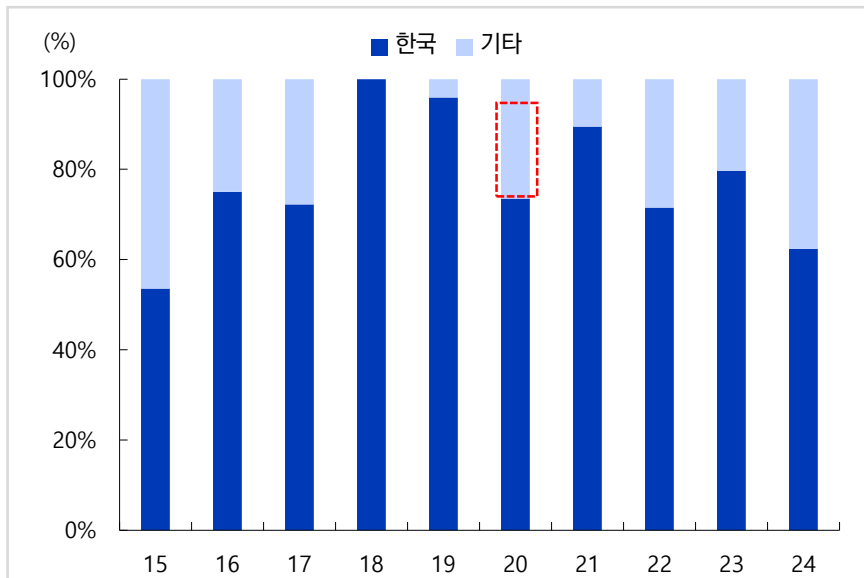


자료: Clakson, 교보증권 리서치센터

중국, 자국 발주 제외 시 한국과 경쟁력 우려할 상황 아님

- 현재 LNG선 수주잔고 348척 중 중국이 수주한 물량은 105척으로 M/S 30.1% 수준으로 과거 평균대비 점유율 대폭 상승
- 2018년 LNG선 발주량 중 한국의 M/S는 100% 수준이었고 19년 95.9%, 20년 95.9%(73.5%이나 즈베즈다 10척 물량 블록을 삼성중공업이 제작하기에 실질 M/S는 더 높음) 수준이었음
- 다만 중국 또는 중국이 JV형태로 참여하는 그룹사를 제외할 경우 중국의 해외선사 수주분은 29척 수준에 불과함. 참고로 한국의 국내 선사를 제외한 해외선사 수주분은 현재 수주잔고 348척 중 195척 수준임

+40K Cu.m급 LNG선 수주 점유율



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

중국 건조 LNG선 품질 문제 우려

Chinese shipyards face quality control concerns over LNG vessels

Growing demand forces shipowners to turn to China despite its limited experience building complex containers

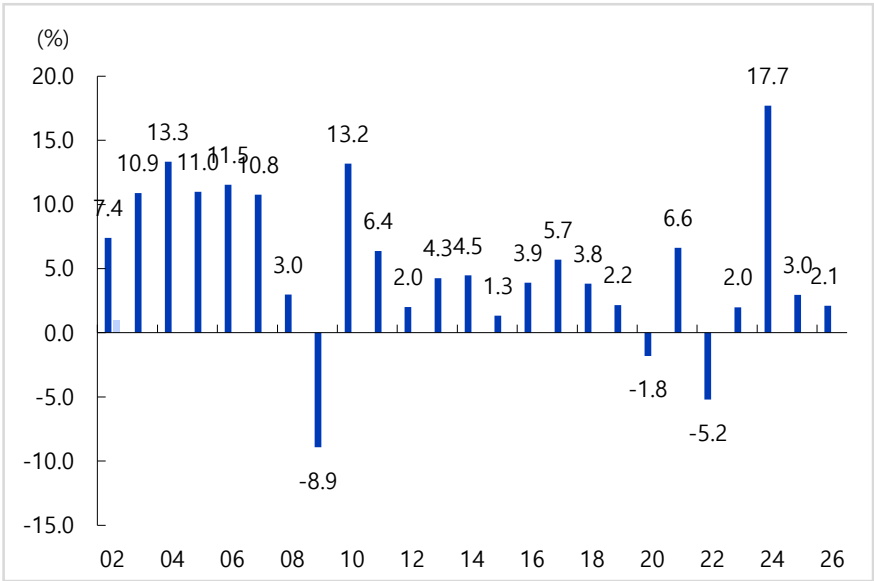


Concerns over the quality of LNG ships being built in China means there is a 'huge demand for supervision teams', according to one expert © CFOTO/Reuters

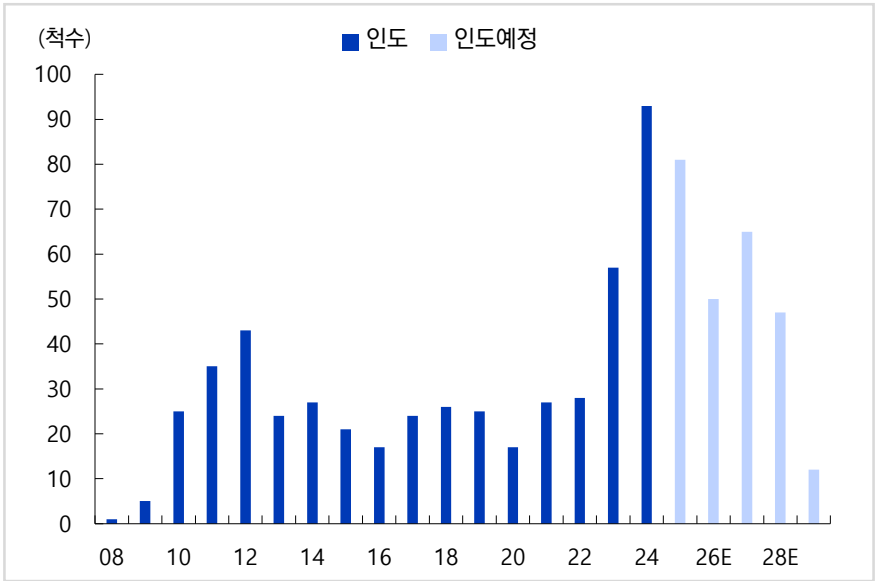
컨테이너선, 24년 수요가 공급 10% 상회. 25~26년 전망은 현 상황 다소 완화

- 클락슨에 따르면 홍해사태(700척 이상의 선박이 희망봉을 경유하며 약 12%의 수요 증가를 유발)과 주요 항로 및 아시아와 개발도상국 간 교역의 견고한 물량, 일부 경로 혼잡 등에 힘입어 2024년 TEU-마일 기준으로 연간 18% 성장, TEU 성장 5.4%를 초과하며 약 10%의 연간 선대 성장률을 능가할 것으로 예상됨.
- 장기 전망으로는 홍해 우회가 2025-26년 동안 지속된다고 가정할 경우에도 TEU-마일 기준 교역 성장률은 2025년 약 3%, 2026년 약 2%로 예상되며, 이는 약 5%와 3%로 예상되는 선대 성장률보다 약간 낮은 수준. 2027년 이후에는 대규모 인도 물량 존재. 다만 미국 대선으로 인한 정책 변화는 글로벌 무역 마찰 증가 가능성을 내포하며, 이는 시장의 주요 리스크 요인으로 작용할 수 있음. 홍해 사태가 2026년까지 해결될 경우에는, TEU-마일 수요는 연간 약 4% 감소 예상. 다만 해운업에서 미-중 정치적 갈등이 지속되고 규제가 구체화 될 경우 운항거리 왜곡에 따른 실질 공급 효과 감소 기대

컨테이너선 물동량 추이 및 전망(TEU-마일 기준)



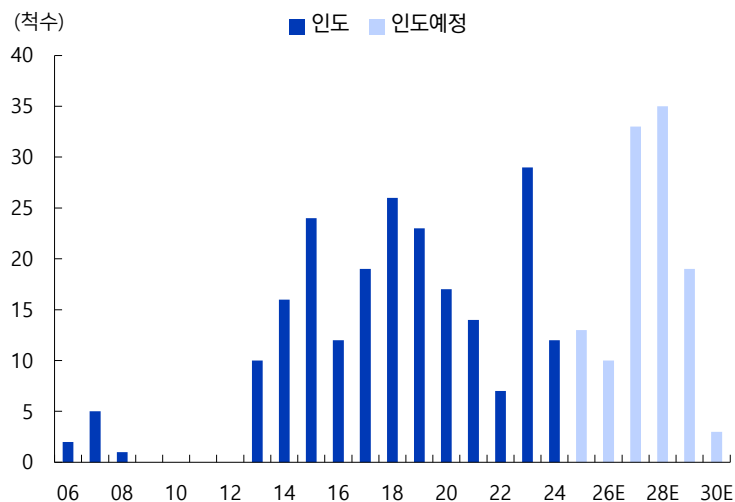
12~16.999K Teu급 컨테이너선 인도 추이 및 전망



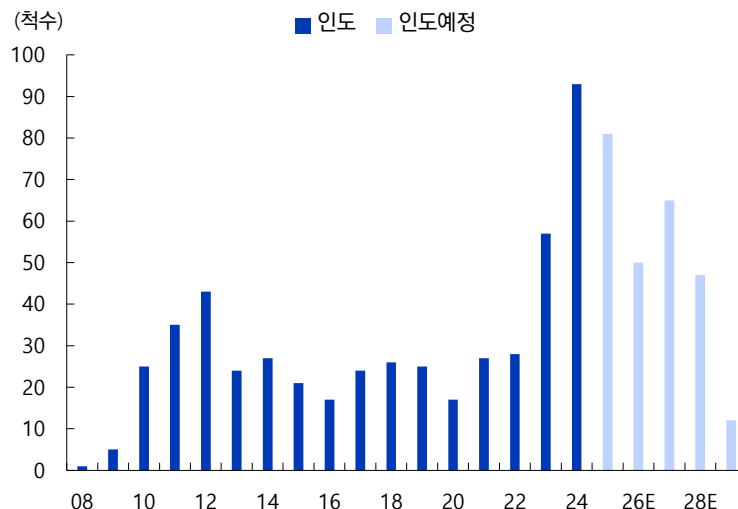
자료: Clakson, 교보증권 리서치센터

선종별 컨테이너선 인도 스케줄

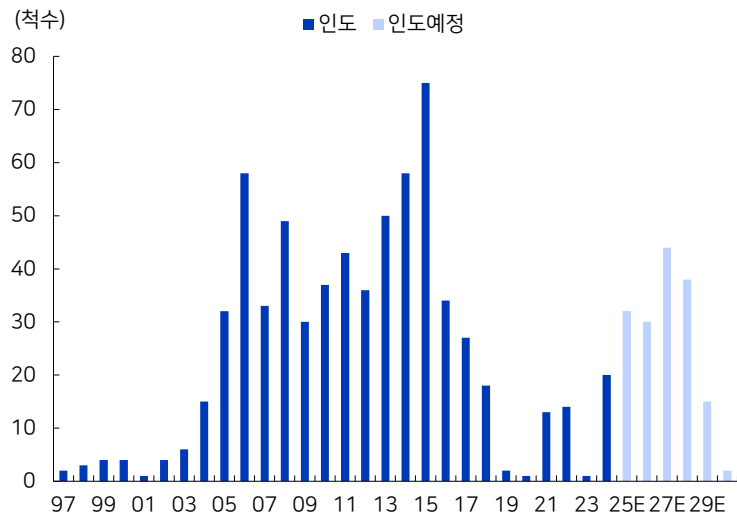
+17K Teu급



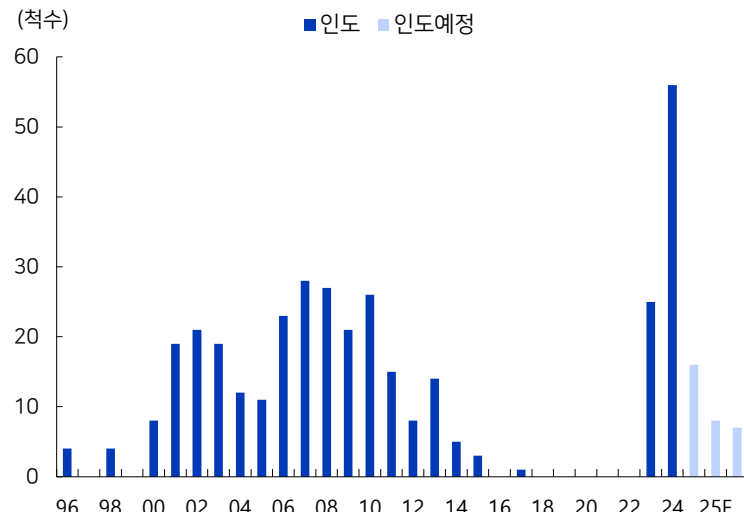
12~16.999K Teu급



8~11.999K Teu급



6~7.999K Teu급



한국, 중국 컨테이너선 슬롯 업데이트(+17K TEU급)

- +17K TEU급 컨테이너선 인도스케줄을 살펴보면 중국은 29년 슬롯을 채우고 있는 것을 추정됨
- 29년 역시 꽤 많은 슬롯이 소진된 것으로 추정

+17K TEU급 컨테이너선 인도스케줄

국가	조선사	2025	2026	2027	2028	2029	2030
중국	Dalian COSCO KHI	0	0	3	2	0	0
	Hantong WinG HI	0	0	4	6	0	0
	Hengli SB (Dalian)	0	0	10	5	2	3
	Hudong Zhonghua	3	2	0	0	0	0
	Nantong COSCO KHI	0	2	3	2	0	0
	New Times SB	0	0	4	6	2	0
	Shanghai Waigaoqiao	0	0	0	3	3	0
	Yangzi Xinfu SB	0	6	4	9	7	0
	Zhoushan Changhong	0	0	5	5	2	0
	합계	3	10	33	38	16	3
한국	Hanwha Ocean	4	0	0	0	0	0
	Hyundai HI (Ulsan)	6	0	0	0	0	0
	합계	10	0	0	0	0	0

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

한국, 중국 컨테이너선 슬롯 업데이트(12~16.999K Teu급)

- 12~16.999K TEU급 컨테이너선 인도스케줄을 살펴보면 중국은 29년 슬롯을 채우고 있는 것을 추정됨.
- 29년 역시 꽤 많은 슬롯이 소진된 것으로 추정

12~16.999K TEU급 컨테이너선 인도스케줄

국가	조선사	2025	2026	2027	2028	2029	2030
중국	Yangzi Xinfu SB	8	1	0	0	0	0
	Shanghai Waigaoqiao	0	0	3	0	0	0
	New Times SB	0	0	4	8	4	0
	Nantong COSCO KHI	5	0	0	0	0	0
	Jiangsu New YZJ	0	0	10	13	6	0
	Jiangnan SY Group	7	7	7	2	0	0
	Hudong Zhonghua	0	4	15	2	0	0
	GSI Nansha	2	0	0	0	0	0
	Dalian COSCO KHI	4	0	0	0	0	0
	Dalian Shipbuilding	1	0	0	0	0	0
	CSSC (Tianjin)	7	5	0	0	0	0
	COSCO HI (Yangzhou)	3	1	4	6	2	0
	합계	37	18	43	31	12	0
한국	Samsung HI	0	8	12	0	0	0
	Hyundai Samho HI	6	6	3	7	0	0
	Hyundai HI (Ulsan)	10	5	3	3	0	0
	Hanwha Ocean	9	0	0	6	0	0
	합계	25	19	18	16	0	0

한국, 중국 컨테이너선 슬롯 업데이트(8~11.999K Teu급)

- 8~11.999K TEU급 컨테이너선 인도스케줄을 살펴보면 중국은 29년 슬롯을 채우고 있는 것을 추정됨.
- 29년 역시 꽤 많은 슬롯이 소진된 것으로 추정

8~11.999K TEU급 컨테이너선 인도스케줄

국가	조선사	2025	2026	2027	2028	2029	2030
중국	Dalian Shipbuilding	0	0	3	2	0	0
	Hudong Zhonghua	0	0	1	4	0	0
	Jiangsu New YZJ	6	8	7	5	9	2
	New Times SB	13	9	8	16	6	0
	Penglai Jinglu SY	0	0	3	5	0	0
	Shanghai Waigaoqiao	0	1	7	6	0	0
	Zhoushan Changhong	6	6	8	0	0	0
	합계	25	24	37	38	15	2
한국	Hyundai Samho HI	5	3	0	0	0	0
	HJSC Yeongdo	2	0	4	0	0	0
	합계	7	3	4	0	0	0

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

한국, 중국 컨테이너선 슬롯 업데이트(6~7.999K Teu급)

- 상대적으로 덜 했던 중형 컨테이너선 발주로 인해 한국, 중국의 6~7.999K급 컨테이너선 수주잔고는 많지 않은 상황
- 25년부터는 중형급 컨테이너선 교체발주 기대

6~7.999K TEU급 컨테이너선 인도스케줄

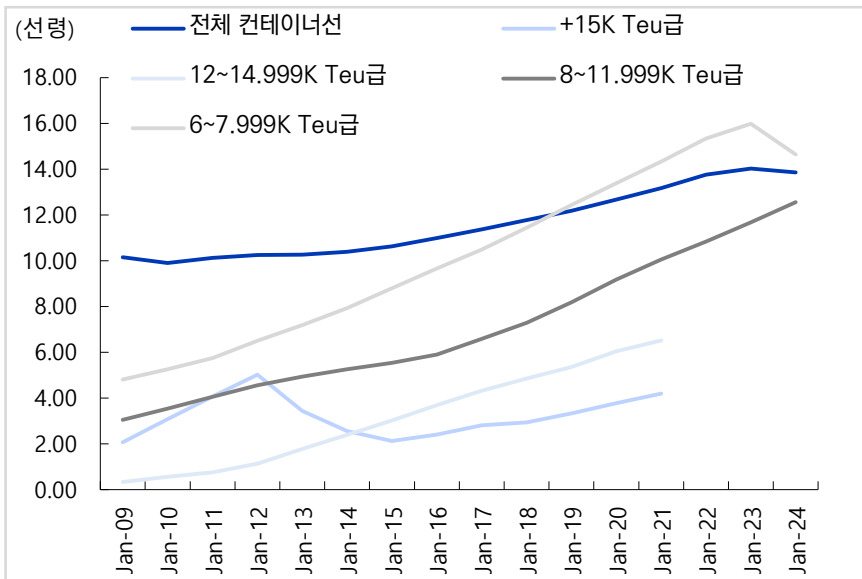
국가	조선사	2025	2026	2027	2028
중국	Jiangsu New YZJ	1	0	0	0
	Shanghai Waigaoqiao	1	5	2	0
	Qingdao Yangfan	2	0	0	0
	Shanghai Waigaoqiao	1	5	2	0
	합계	5	10	4	0
한국	HJSC Yeongdo	2	2	2	0
	Hyundai HI (Ulsan)	4	0	0	0
	Hyundai Samho HI	5	1	3	0
	Samsung HI	1	0	0	0
	합계	12	3	5	0

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

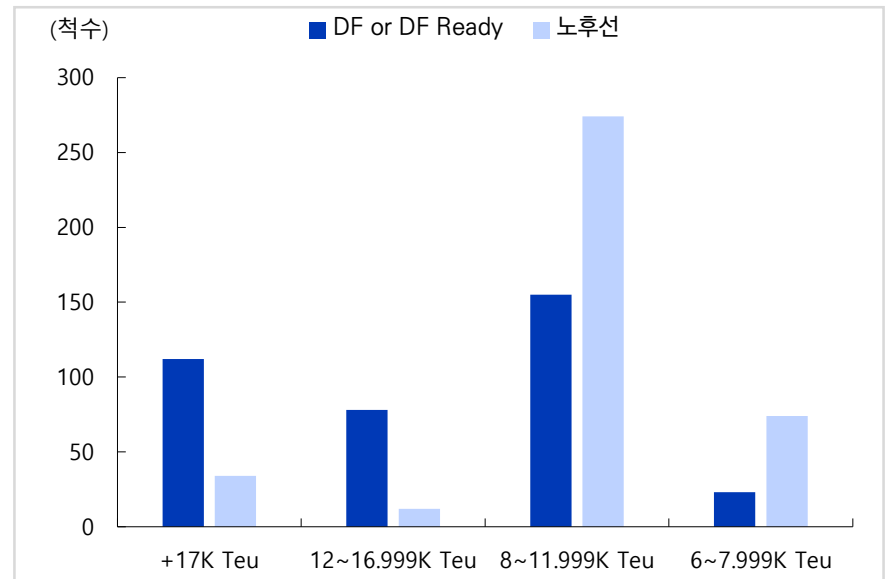
컨테이너선 현재 교체수준 정도 추정

- 인도된 지 15년(컨테이너선 평균 선령 13.8년), DF or DF Ready가 아닌 선박(컨벤셔널)을 노후선이라고 가정
- +17K Teu급 컨테이너선의 현재 선복량 중 약 34척만이 노후선인 반면 현재 수주잔고 112척 모두 친환경 엔진 선박(LNG DF 32척, 메탄올 DF 33척, 암모니아 Or 메탄올 DF Ready 13척)으로 친환경 선박/노후선박 비율은 329.4%에 달함. 12~16.999K Teu급 컨테이너선 기준은 650.0% 수준. 다만 조선사 측은 대형 컨테이너선 관련해서도 아직도 인콰이어리가 들어오고 있다고 안내.
- 8~11.999K Teu급 컨테이너선 56.6%, 6~7.999K급 컨테이너선 31.5% 수준으로 아직 교체발주 여력이 남아있을 것으로 추정됨. 따라서 25년에는 중형급(6~11.999K급) 컨테이너선 교체발주를 기대함. 특히 HMM의 경우 2030년까지 현재 컨테이너선 선복 79만 TEU급에서 2030년까지 130만 TEU급 까지 늘리는 계획(1.5K~1.6K Teu급이 주된 사이즈일 것으로 추정됨)을 발표했으며 양밍, 에버그린 등 세컨티어 선사 발주 기대감 상존.

컨테이너선 선령 추이



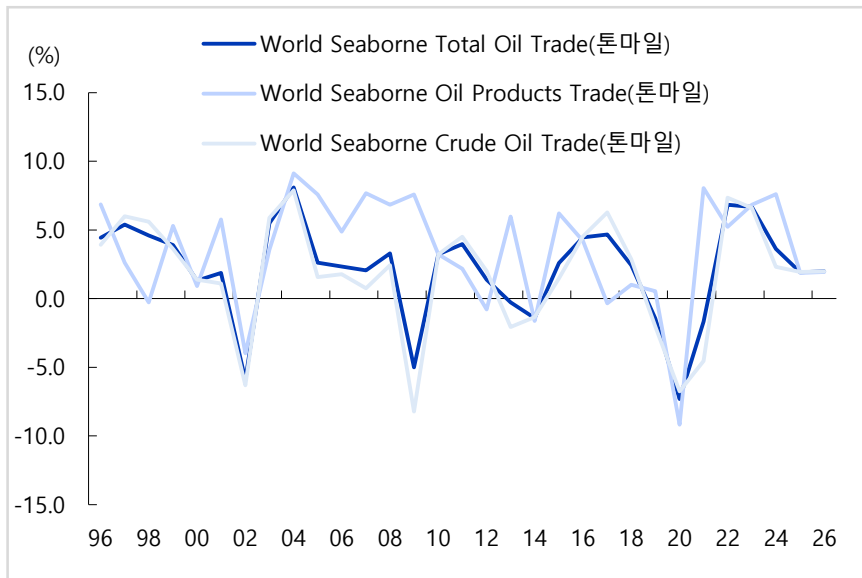
컨테이너 사이즈 별 수주잔고 중 DF or DF Ready 선박, 노후선박 척수



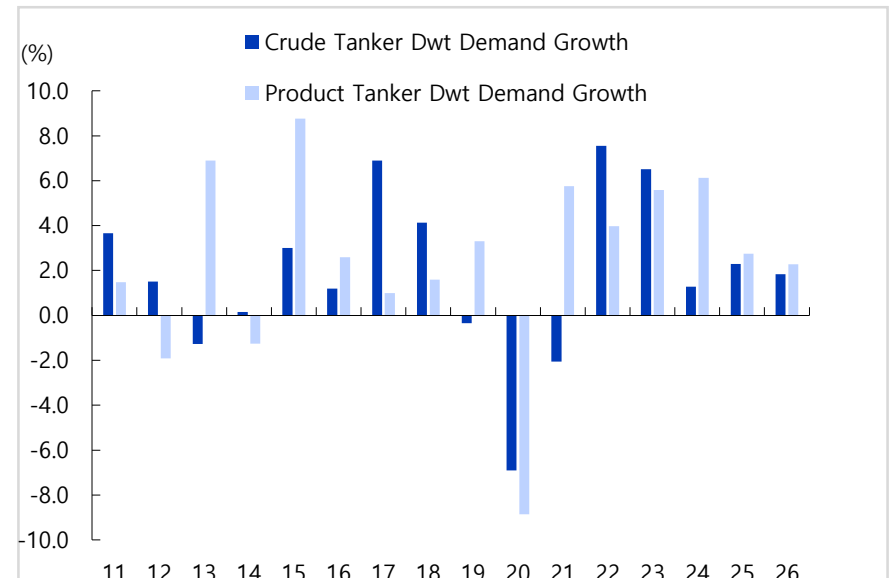
탱커 발주 강세 지속 기대

- 2025년은 OPEC+ 공급 감축이 2025년 2분기부터 일부 완화될 경우 해상 원유 물량이 1.7% 증가할 것으로 예상됨. 대서양-아시아 간 장거리 무역의 견고한 성장(미국, 브라질, 가이아나에서의 총 물량이 2025년 기준 2019년 대비 78% 증가)과 선대 공급 제한은 시장을 지지할 것으로 보이지만, 중국의 석유 수요는 변동성으로 작용할 전망. 원유 유조선(Crude Tanker) dwt 수요는 2.3% 증가하고, 운항 선대 성장은 1.2%로 제한될 것으로 예상됨. 제품 유조선(Product Tanker) 2025년 전망은 최근의 시장 강세에 비해 완화될 것으로 보임. 제품 유조선 dwt 수요는 25년에 2.7% 증가할 것으로 예상되며, 선대 용량은 5.6% 증가할 것으로 예상됨(LR2 선박이 더티 카고를 운송할 경우 '실질적인' 공급 증가율은 다소 완화될 수 있음).
- 클락슨 등 주요 전망기관을 참고하면 2026년은 최근 몇 년간의 신조선 발주 증가(중국 대거 수주)로 인해 선박 공급 성장이 가속화되면서 유조선 시장이 일부 약세를 보일 가능성이 있음. 원유 유조선 선대는 2.4% 성장하고 dwt 수요는 1.8% 증가할 것으로 예상되며, 제품 유조선도 선대 성장(+6.2%)은 수요 증가(+2.4%)로 공급이 초과할 것으로 보임. 다
- 만 해운업에서 미-중 정치적 갈등이 지속되고 규제가 구체화 될 경우 운항거리 왜곡에 따른 실질 공급 효과 감소 기대

Crude, Product Oil 물동량 추이 및 전망



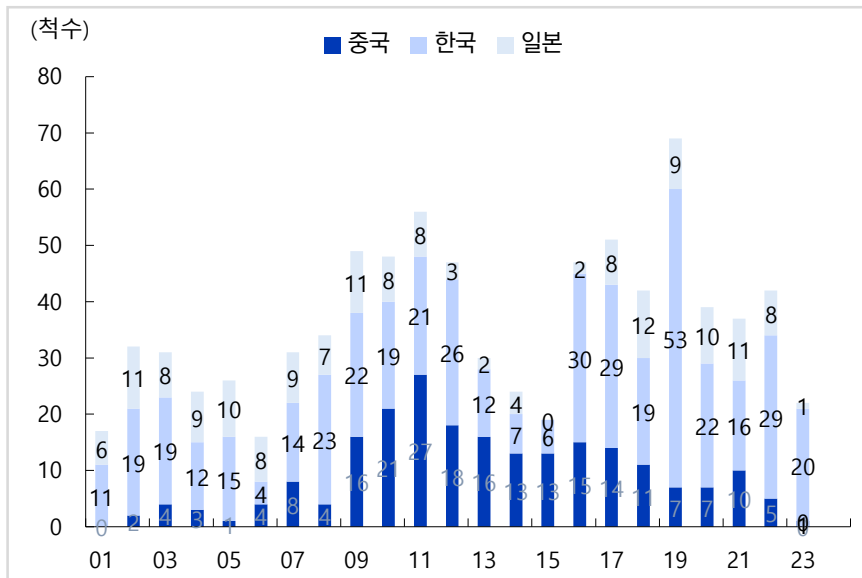
탱커선 수요 전망



탱커 발주 강세 지속 기대

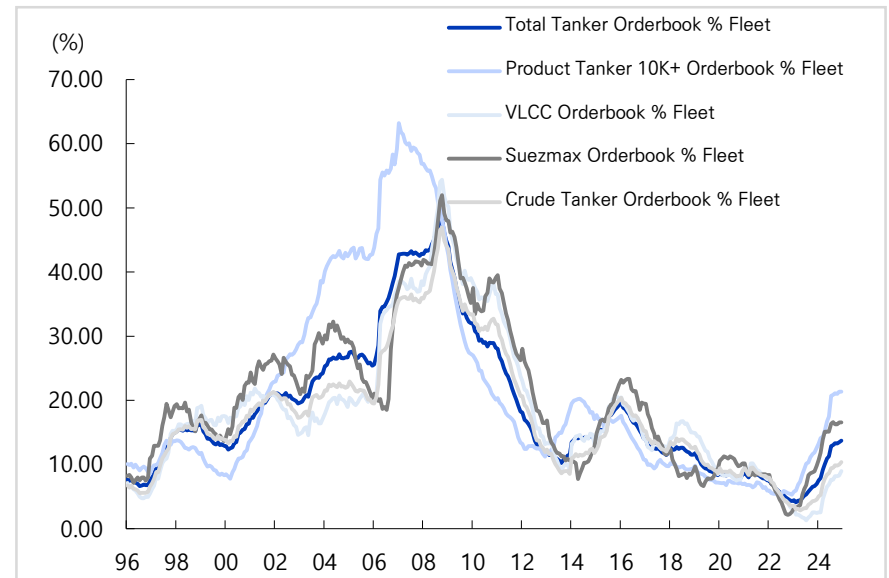
- 과거 2004년 원유(Crude Oil) 톤마일 성장률 YoY +7.9%로 최고치를 기록. 그 이후 톤마일 성장률은 둔화로 접어들며 2008년 2.4%를 기록했지만 이 당시 20% 초반대였던 원유 유조선 수주잔고/선복량 비율은 2008년 10월 46.95%까지 급등(대거 발주). 2022년 전쟁으로 인한 여파로 운항거리 비효율성이 발생해 글로벌 해상 원유 물동량 상승은 톤(화물중량) 대비 톤마일(화물중량*이동거리) 상승이 더욱 커지며 2022년 전고점과 비슷한 수준의 성장률 7.4% 기록.
- 원유(Crude Oil) 톤마일 성장은 22년 7.4%→23년 6.6%→24년 2.3%→25년 1.9%→26년 2.0% 기록할 것으로 전망되지만 과거처럼 이연된 발주가 지속될 것으로 기대함. 탱커선(원유 유조선 기준) 수주잔고/선복량 비율은 2023년 4월 2.8% 최저점을 기록한 뒤 반등하며 현재 10.37% 기록 중 (VLCC 기준 88척 수주잔고 중 중국이 65척 수주).

VLCC 과거 인도 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

탱커선 수주잔고/선대비율



탱커선 공급(슬롯) 업데이트 - VLCC

- 위에서 언급한 바 있듯 최근 VLCC 발주는 대부분 중국이 수주함(88척 수주잔고 중 65척 중국이 수주)
- 중국이 가장 많이 VLCC를 인도했던 해는 2011년 27척. 최근 Capa를 늘린 중국 조선소 중 원유 유조선을 건조하는 조선소는 Hengli SB(주 상선 타입 Capesizes, Kamsarmaxes & VLCCs), New Times SB(Tankers, Boxships), Shanghai Waigaoqiao(Boxships, Tankers & PCTCs) 정도로 보임
- 중국이 인도해야 할 VLCC 스케줄을 볼 경우 26년 15척, 27년 33척, 28년 13척 수준. 반면 한국은 26년 7척, 27년 6척, 28년 0척으로 상대적인 여유가 있는 상황. 물론 한국이 수주하길 원하는 선종 중 탱커선은 가스선, 대형 컨테이너선 대비 후순위이긴 함

VLCC 한중일 인도스케줄

국가	조선사	합계	2025	2026	2027	2028
중국	CSSC (Tianjin)	13	0	1	9	3
	Dalian COSCO KHI	6	1	3	2	0
	Jiangsu New Hantong	6	0	2	4	0
	Dalian Shipbuilding	17	1	2	7	7
	Hengli SB (Dalian)	6	2	2	2	0
	New Times SB	8	0	2	6	0
	Qingdao Beihai SB	5	0	3	2	0
	Shanghai Waigaoqiao	4	0	0	1	3
	합계	65	4	15	33	13
한국	Hyundai Samho HI	6	0	2	4	0
	Hanwha Ocean	7	0	5	2	0
	합계	13	0	7	6	0
일본	JMU Ariake Shipyard	6	1	2	3	0
	합계	6	1	2	3	0

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

탱커선 공급(슬롯) 업데이트 - MR

- 최근 MR 발주는 역시 중국이 우위(314척 수주잔고 중 187척 중국이 수주, 108척은 한국이 수주. 다만 한국은 3개 조선사에서만 수주)
- 주요 중국조선사가 가장 많이 MR탱커를 인도했던 해는 2008년 70척. 최근 Capa를 늘린 중국 조선소 중 Product&Chemical 탱커를 건조하는 조선소는 COSCO HI(최근 타겟 선종 Offshore units, Small chem/product), Weihai Wuchan SB, Zhejiang Zengzhou HI, New Times SB 등
- 중국이 인도해야 할 MR탱커 스케줄을 볼 경우 26년 74척, 27년 53척, 28년 10척 수준. 반면 한국은 26년 43척, 27년 17척, 28년 3척으로 27~28년 상대적인 여유가 있는 상황. 위에서 언급한 바 있듯 25년 Product 탱커의 경우 선복량 공급이 물동량을 상회할 것으로 추정되지만 해운업에서 미-중 정치적 갈등이 지속되고 규제가 구체화 될 경우 운항거리 왜곡에 따른 실질 공급 효과 감소 기대

MR탱커 한중 인도스케줄

국가	조선사	합계	2025	2026	2027	2028
중국	Chengxi Shipyard	18	4	10	4	0
	CMJL (Nanjing)	2	0	1	1	0
	COSCO HI (Dalian)	3	0	1	2	0
	COSCO HI (Guangdong)	2	0	0	2	0
	CSBC (Kaohsiung)	1	1	0	0	0
	Dayang Offshore	2	0	1	1	0
	Fujian Mawei SB	4	0	2	2	0
	GSI Nansha	34	5	9	10	10
	Haidong Shipyard	1	1	0	0	0
	Huanghai SB	8	0	6	2	0
	Jiangsu New YZJ	31	10	13	8	0
	Jingjiang Nanyang	4	0	3	1	0
	Lianyungang Wuzhou	6	4	2	0	0
	New Times SB	6	6	0	0	0
	Penglai Jinglu SY	16	3	7	6	0
	SOHO Chuangke SB	6	3	3	0	0
	Taizhou Kouan SB	4	0	2	2	0
	Wuhu Shipyard	12	1	5	6	0
	Xiamen Shipbuilding	6	2	3	1	0
	Yangzhou Universe SB	2	1	1	0	0
	Yangzi-Mitsui SB	8	6	0	2	0
	Zhoushan Changhong	10	2	5	3	0
	Zhejiang Yongxin	1	1	0	0	0
	합계	187	50	74	53	10
한국	Hyundai Mipo	61	27	30	4	0
	Hyundai Vietnam SB	34	10	9	12	3
	K SB (Jinhae)	13	8	4	1	0
	합계	108	45	43	17	3

자료: : Clarkson, 교보증권 리서치센터

Part 03

친환경 규제 점검

IMO 환경규제

- 선주들에게 가장 강력한 영향을 끼치는 규제는 IMO의 CII 규제. 실제 운항 데이터를 바탕으로 규제되고, 규제를 충족하지 못할 시 폐선해야 하는 유일한 규제이기 때문. EEDI(Energy Efficiency Design Index, 에너지효율설계지수)는 총톤수 400톤 이상의 선박 1톤이 1해리 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값으로 선박의 설계 단계부터 선박 엔진 및 보조엔진의 탄소 배출량, 폐열회수장치와 같은 에너지 저감장치의 감축량 등을 반영하는 기술적 규제. '13년 이후 신조 선박에 대해서 적용. EEXI(Energy Efficiency eXistingIndex, 현존 에너지효율지수)는 EEDI와 지수 산정방식은 동일, 현존선박에까지 규제범위 확대. 기존의 선박에 까지 확대한 지수로서 '23년 1월부터 적용. CO2배출 및 엔진출력이 높을 수록, 선박 속도가 낮을수록 지수가 높게 산출 규제 기준은 감축률에 기초하여 단계적으로 강화. '08년 대비 '23년에는 20%, '25년 이후부터는 30% 감축을 적용
- CII(Carbon Intensity Index, 탄소집약도지수)는 5,000톤 이상의 선박이 1톤의 화물을 1해리 운송하는데 배출되는 CO2배출량을 사후적으로 계산해 지수화한 값으로 적용. 23년 도입. '23년의 운항결과를 바탕으로 산정, '24년부터 등급 발표. A~C등급, D등급 2회 부여 받은 선박까지는 운항이 가능하나 E등급은 운항 불가탄소 배출규모는 '19년 대비 '23년에 5% 감축, 그 이후 매년 2% 씩 추가적으로 낮춰야 하므로 동일한 선박이 매년 동일한 등급을 받지 않을 수 있음

IMO 규제 현황-I

시기	주요내용	업계대응
2000	IMO, NOx(질소산화물) 규제 시작	SOx 규제 강화조치 ① 저유황유 연료사용 ② 선박내 스크러버 설치 등을 통해 단계적 대응 ③ 친환경 연료 추진선발주 등 근본적인 대응에는 다소 미온적 (예: LNG 이중연료 추진선 등)
2005	IMO, SOx(황산화물) 규제 시작, 글로벌 연료유 황함유량 4.5% 이하로 규제	
2013	EEDI 규제 시작	
2016	NOx규제 확대(ECA 지역 Tier3시행)	
2019	선박평형수 관리(화물량에 따라 선박평형수를 비우거나 채워서 선박무게중심 유지)	
2020	SOx 규제 강화(Tier3실시, 글로벌 연료유의 0.5% 이하로 강화)	EEDI, EEXI, CII 등 규제강화 → 친환경 선박 발주 증가 '20~'21 컨테이너 선박을 선두로 교체발주 확대 등
2021	EEXI, CII 채택	
2023	EEXI Phase 2 시행 CII Reporting: CII 데이터 수집 시작. SEEMP에 명시된 이행계획 시행 [2023.07] 온실가스 배출 Net-Zero 시점 2100년 → 2050년으로 강화	

IMO 규제 현황-II

시기	주요내용	업계대응
2024	[2024.04] CII 등급 결과 발표 - E등급 시 보고 1개월 이내 시장 조치 계획 수립 [2024.05] 데이터/CII 검증	친환경 연료추진선 기술 개발 및 발주확대 → 저탄소, 무탄소, 바이오 연료 등 선박연료유 사용 확대 추진
2025	[EEXI Phase 3] 모든 선박의 이론적 탄소배출량 30% 저감	
2026	EEXI & CII 규제 효율성 검토 완료	
2030	[GHG 2030 Target] 2008년 대비 탄소집약도 40% 감축 온실가스 배출량 최소 20%, 목표 30% 감축 Zero-Emission 연료 최소 5%, 목표 10% 보급	무탄소 연료, 선상내 탄소포집 등 Net-Zero 달성을 위한 관련 기술 연구 지속
2040	[GHG 2040 Target] 온실가스 배출량 최소 70%, 목표 80% 감축	
2050	[GHG 2050 Target] 온실가스 배출 Net-Zero 달성	

자료: IMO, 업계자료, 삼일PwC경영연구원, 교보증권 리서치센터

IMO 환경규제

구분	기술적 규제		운항상 규제
규제조치	EEDI	EEXI	CII
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 DCS 를 통해 측정한 연료 소모량을 토대로 실제 탄소 배출량 측정하여 등급 산정
적용대상	신조선 400gt ↑	신조선 + 기존 선박 400gt ↑	신조선+ 기존선박5,000gt ↑
규제내용	• Phase 1('13~) : 08년 대비 탄소배출량 10% 저감 • Phase 2('20~) : 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 • Phase 3('25~) : 08년 대비 탄소배출량 30% 저감 ※ 컨테이너는 '22년부터 Phase 3 도입	• EEDI Phase 2와 3(일부 조정 포함)에 적용되는 모든 신조 및 기존 선박에 동일하게 적용 • Phase 2('23~): 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 • Phase 3('25~): 08년 대비 탄소배출량 30% 저감 ※ 컨테이너는 '23년부터 Phase 3 도입	매년 A~E Rating 부여 A,B Rating 선박에 항만당국 인센티브 부여, E Rating을 받거나 3년 연속 D Rating을 받을 시 (1) Corrective Action Plan 제출 (2) 폐선

IMO 탄소세 도입 시 부담비용

- IMO는 80차 MEPC 에서 탄소세 도입 논의했으나 무산
- 국제해사기구(IMO)가 전 세계 해운업의 온실가스 배출에 대한 가격을 책정하는 방안을 두고 막바지 논의 중
- 10/4일 블룸버그는 2025년에는 해운업계 탄소 배출에 대한 글로벌 세금 부과 메커니즘이 확정될 예정이라고 보도

IMO 탄소세 도입시 부담비용

시나리오	탄소세 가격 (\$/tCO2eq)	제안 주체	2021년 실적 기준 95개 해운선사		2024년 추정 영업이익 대비 탄소세 비용		2025년 추정 영업이익 대비 탄소세 비용	
			탄소세 비용 (백만\$)	탄소세 비용 (억원)	HMM	팬오션	HMM	팬오션
1	100	IMO	2,850	39,900	123.9%	847.0%	314.1%	819.6%
2	150	AP Moller-Maersk	4,274	59,836	185.9%	1270.1%	471.0%	1229.2%
3	56	일본	1,596	22,344	69.4%	474.3%	175.9%	459.0%
4	75	IMF	2,137	29,918	92.9%	635.1%	235.5%	614.6%
5	32.8	탄소세 도입중인 27개국 평균	935	13,090	40.7%	277.9%	103.0%	268.9%

자료: 한국해양수산개발원, Quantiwise, 삼일PwC경영연구원, 교보증권 리서치센터

선종별 CII 등급표

선종	사이즈	2024		2026		%		평균등급	
		A-C	D-E	A-C	D-E	D-E, 2024	D-E, 2026	2024	2026
탱커	VLCC (200,000+ dwt)	679	229	527	381	25%	42%	C	C
	Suezmax (125,000-199,999 dwt)	520	145	347	318	22%	48%	C	C
	Aframax Crude (85,000-124,999 dwt)	214	486	214	486	69%	69%	D	D
	LR2 (85,000-124,999 dwt)	328	126	326	128	28%	28%	B	C
	LR1/Panamax (55,000-84,999 dwt)	335	119	313	141	26%	31%	C	C
	MR & Handy (25-54,999 dwt)	1,691	491	1,668	514	23%	24%	B	B
	Oil Tankers (25,000+ dwt)	3,767	1,596	3,395	1,968	30%	37%	C	C
벌크선	Capesize (100,000+ dwt)	891	1,137	828	1,200	56%	59%	C	D
	Panamax (70,000-99,999 dwt)	3,091	124	1,971	1,244	4%	39%	C	C
	Handymax (40,000-69,999 dwt)	3,235	1,050	2,640	1,645	25%	38%	C	C
	Handysize (25,000-39,999 dwt)	2,128	730	1,630	1,228	26%	43%	C	C
	Bulkcarriers (25,000+ dwt)	9,345	3,041	7,069	5,317	25%	43%	C	C
컨테이너	Post-P'max (17,000+ TEU)	99	117	38	178	54%	82%	C	D
	Post-P'max (12,000-16,999 TEU)	303	173	303	173	36%	36%	C	C
	Neo-P'max (8,000-11,999 TEU)	308	357	308	357	54%	54%	C	C
	Intermed. (3,000-7,999 TEU)	1,325	189	913	601	12%	40%	C	C
	Feeder (100-2,999 TEU)	2,536	763	2,367	932	23%	28%	B	C
	Containerships	4,571	1,599	3,929	2,241	26%	36%	C	C
LNG	40,000+ cu.m.	405	255	359	301	39%	46%	C	C
VLGC	65,000+ cu.m.	399	25	362	62	6%	15%	B	C
PCC	PCCs (6,000+ Vehicles)	295	178	156	317	38%	67%	C	C
	PCCs (4,000-5,999 Vehicles)	19	131	9	141	87%	94%	D	D
	PCCs (<4,000 Vehicles)	34	120	6	148	78%	96%	D	E
	PCCs	348	429	171	606	55%	78%	C	D

EU 규제현황

- '50년 탄소중립 실현을 위한 중간목표로서 '30년까지 온실가스 배출량을 '90년 대비 55% 감축을 목표로 함
- EU-ETS: '23년부터 ETS 적용 범위에 해상운송을 포함시키기로 결정, '24년부터 EU에 기항하는 5,000톤 이상의 선박은 EU 회원국 국내 배출량의 100%, 역외 배출량의 50%에 대해 탄소배출권을 구매하여 EU 당국에 제출 및 지불. '25년에 70%, '26년에 100%로 단계적 상향 계획. '24~'27년까지 전체 해운사의 연평균 비용부담은 91억원 ~ 350억원, 상위 10개사의 경우 1,568억원 ~ 6,023억원 수준으로 추정된다고 함('21년 운항실적 바탕으로 산출, 한국해양수산개발원)
- ReFuelEU: 온실가스 집약도를 낮추기 위해 5,000톤 이상 선박에 지속가능연료의 혼합의무비율을 설정하여 제시. 친환경 연료 사용을 확대해 '50년까지 지속가능연료를 선박연료 전체 믹스의 75% 이상을 구성해야 함. 지속가능연료란 그린수소와 폐기물 기반 바이오 연료(곡물 기반 바이오 연료 인정X)

ETS 도입에 따른 선종별 비용 영향 - 벌크선(Capesize 기준)

Capesize Single Voyage			\$/Day 기준 EU ETS 비용: \$71.3/톤의 EUA CO2 가격 기준												12월 6일 기준 \$/day Earnings			
			40% Liability (2024)				70% Liability (2025)				100% Liability (2026)							
			c.2010-blit	c.2010-blit w/S	c.2015-blit eco	c.2015-blit eco w/S	c.2010-blit	c.2010-blit w/S	c.2015-blit eco	c.2015-blit eco w/S	c.2010-blit	c.2010-blit w/S	c.2015-blit eco	c.2015-blit eco w/S	c.2010-blit	c.2010-blit w/S	c.2015-blit eco	c.2015-blit eco w/S
177kt	ore	Tubarao-Rott.*	590	624	459	493	1,032	1,092	803	863	1,475	1,560	1,147	1,233	-449	2,471	4,998	6,985
177kt	ore	Narvik-Rott.	2,341	2,482	1,820	1,969	4,097	4,344	3,185	3,446	5,853	6,206	4,550	4,923	16,296	18,458	20,173	21,611
156kt	ore	Port Cartier-Rott.	1,501	1,574	1,151	1,228	2,626	2,754	2,014	2,149	3,751	3,934	2,877	3,069	18,782	21,327	23,490	25,230
166.5kt	coal	Bolivar-Rott.	1,496	1,588	1,152	1,244	2,617	2,778	2,015	2,178	3,739	3,969	2,879	3,111	15,063	16,089	19,385	19,962
165kt	coal	Hay Point-Rott.*	1,325	1,400	1,028	1,103	2,318	2,450	1,798	1,931	3,312	3,500	2,569	2,758	999	4,191	6,440	8,661
165kt	coal	Rich. Bay-Rott.*	868	925	680	738	1,519	1,620	1,190	1,291	2,170	2,314	1,700	1,844	1,532	4,174	6,491	8,291
131kt	coal	Baltimore-Rott.	1,464	1,550	1,126	1,214	2,561	2,712	1,971	2,125	3,659	3,874	2,816	3,035	17,812	19,284	22,369	23,292

주: Clarkson, 교보증권 리서치센터

EU 규제현황

ETS 도입에 따른 선종별 비용 영향 – 탱커선(VLCC 기준)

VLCC Single Voyage	\$/Day 기준 EU ETS 비용: \$71.3/톤의 EUA CO2 가격 기준												12월 6일 기준 \$/day Earnings			
	40% Liability (2024)				70% Liability (2025)				100% Liability (2026)							
	c.2010-bl t	c.2010-bl t w/S	c.2015-bl t eco	c.2015-bl t eco w/S	c.2010-bl t	c.2010-bl t w/S	c.2015-bl t eco	c.2015-bl t eco w/S	c.2010-bl t	c.2010-bl t w/S	c.2015-bl t eco	c.2015-bl t eco w/S	c.2010-bl t	c.2010-bl t w/S	c.2015-bl t eco	c.2015-bl t eco w/S
280,000t Ras Tanura-Rott	590	624	459	493	1,032	1,092	803	863	1,475	1,560	1,147	1,233	-449	2,471	4,998	6,985
260,000t Bonny-Rott.	2,341	2,482	1,820	1,969	4,097	4,344	3,185	3,446	5,853	6,206	4,550	4,923	16,296	18,458	20,173	21,611
270,000t STS GOLLA-Rott.*	1,501	1,574	1,151	1,228	2,626	2,754	2,014	2,149	3,751	3,934	2,877	3,069	18,782	21,327	23,490	25,230

ETS 도입에 따른 선종별 비용 영향 – 컨테이너선(대형 컨테이너선 기준)

Large Containership Voyage	\$/Day 기준 EU ETS 비용: \$71.3/톤의 EUA CO2 가격 기준												\$/day 용선료 12월 6일 기준	
	40% Liability (2024)				70% Liability (2025)				100% Liability (2026)					
	c.2010-bl t	c.2010-bl t w/S	c.2015-bl t eco	c.2015-bl t eco w/S	c.2010-bl t	c.2010-bl t w/S	c.2015-bl t eco	c.2015-bl t eco w/S	c.2010-bl t	c.2010-bl t w/S	c.2015-bl t eco	c.2015-bl t eco w/S	Non-Eco	Eco
Far East - Europe 1 20/24,000 TEU*			3882	4054			6794	7095			9705	10136		
Alternative Port Calls 2			4494	4704			7865	8232			11235	11760		
Alternative Port Calls 3			2971	3117			5200	5456			7428	7794		
Via Cape of Good Hope 4			3969	4202			6946	7354			9923	10506		
17/20,000 TEU*			4002	4163			7004	7286			10005	10408		
14/16,000 TEU			2749	2889			4811	5057			6873	7224		
13/14,000 TEU	3720	3857			6510	6750			9300	9642				
Transatlantic 5 8/9,000 TEU	770	785			1347	1374			1924	1963			82,750	98,500
Alternative Port Calls 6	3012	3117			5271	5455			7529	7793			82,750	98,500

주: Clarkson, 교보증권 리서치센터

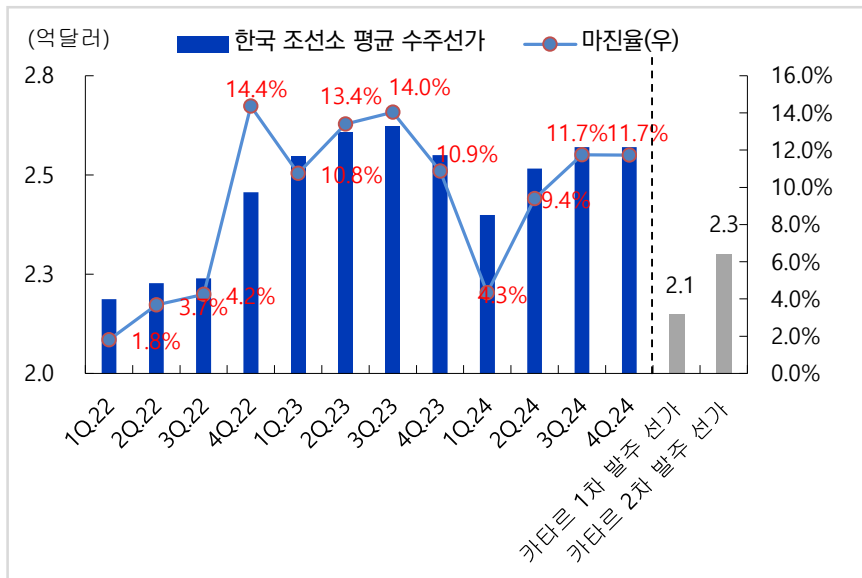
Part 4

2025년 고선가 물량 인식 지속

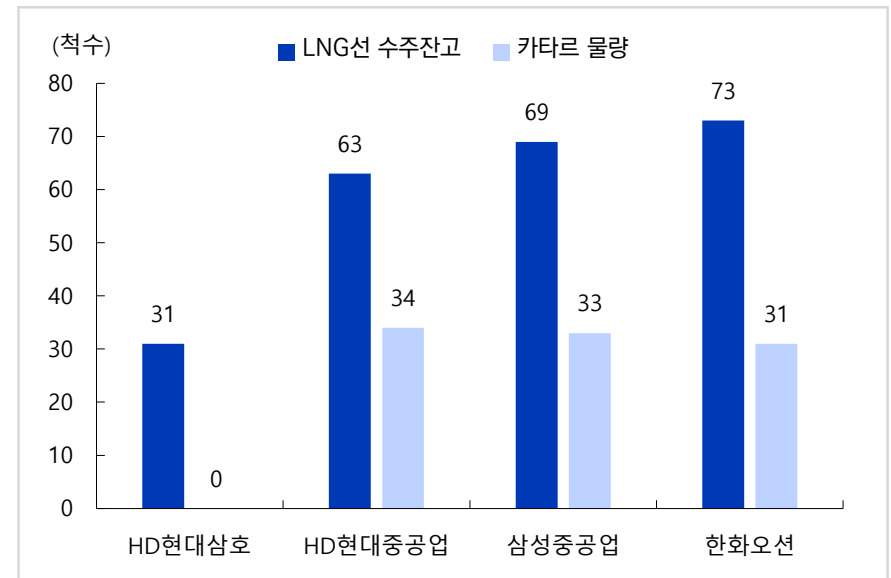
고마진 물량 반영-LNG선

- **LNG선 고선가 물량: 22년 수주분부터 고마진 물량으로 정의함. 2022년 평균 신조선가는 2021년 LNG선 신조선가 평균대비 18.1%로** 인상되어 최근 후판가격 인하 추세(언론보도 상 톤당 60만원에서 22년 상반기 120만원까지 급등, 최근 톤당 90만원 초반 추정) 및 외주가공비 (원가 20% 차지, 삼성중공업 기준 21년 대비 22년 20.5%, 23년은 22년 대비 40.6% 상승) 추세 등을 고려할 경우 해당 시점부터 **원가 상승분 상회하기 시작했을 것으로 판단됨**
- **2023년 평균 선가는 2021년 선가 대비 31.4% 상승하며 원가 상승분을 더욱 크게 상회하기 시작. LNG선의 마진율은 카타르 물량 적당 선가를 역산하여 추정 가능.** 22년 6월부터 발주된 카타르 1차 물량의 적당 선가는 2.15억불, 23년 협상→23년 4분기부터 발주된 2차 물량은 약 2.3억불 수준. 카타르 물량이 BEP를 소폭 상회하는 마진으로 추정된다고 알려짐. **이를 통해 한국 조선사(현대, 삼호, 삼성, 한화)의 분기별 수주 선가 평균을 기준으로 마진율을 추정해보면 1Q22 1.8%, 2Q22 3.7%, 3Q22 4.2%, 4Q22 14.4%, 1Q23 10.8%, 2Q23 13.4%, 3Q23 14.0%, 4Q23 10.9%, 1Q24 4.3%, 2Q24 9.4%, 3Q24 11.7%, 4Q24 11.7% 수준.**
- **여기에 고환율 기조, 후판가 인하, 반복건조 효과 등을 고려 시** 카타르 LNG선 역시 미들싱글에 근접한 마진율을 기록할 것으로 기대되어 지금과 같은 추세가 이어진다면 추후 매출로 인식될 때의 **LNG선 수익성은 더 높을 수 있을 것으로 기대함(LNG선 마진 10%중반 이상, 카타르 발주 LNG선 미들싱글 기대)**

국내조선 4사 수주 당시 선가 마진율 추정



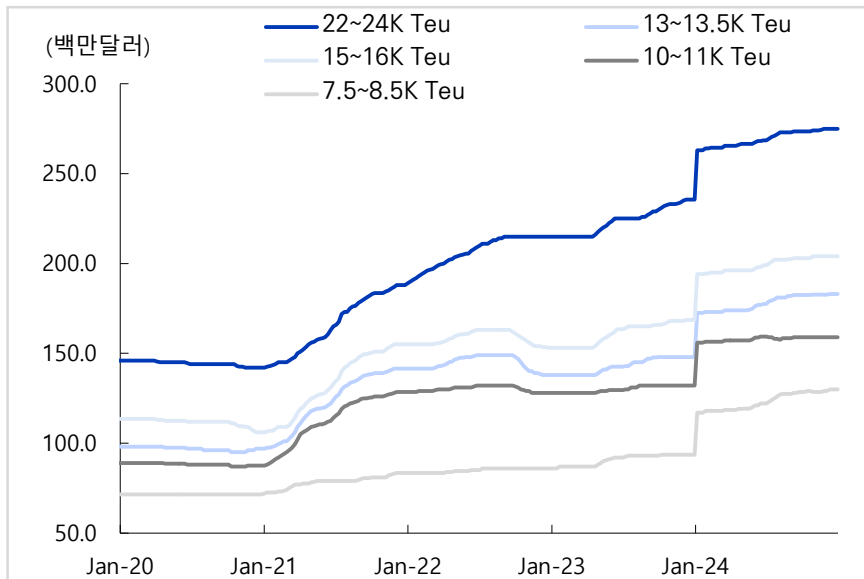
LNG선 수주잔고 중 카타르 물량 척수



고마진 물량 반영-컨테이션

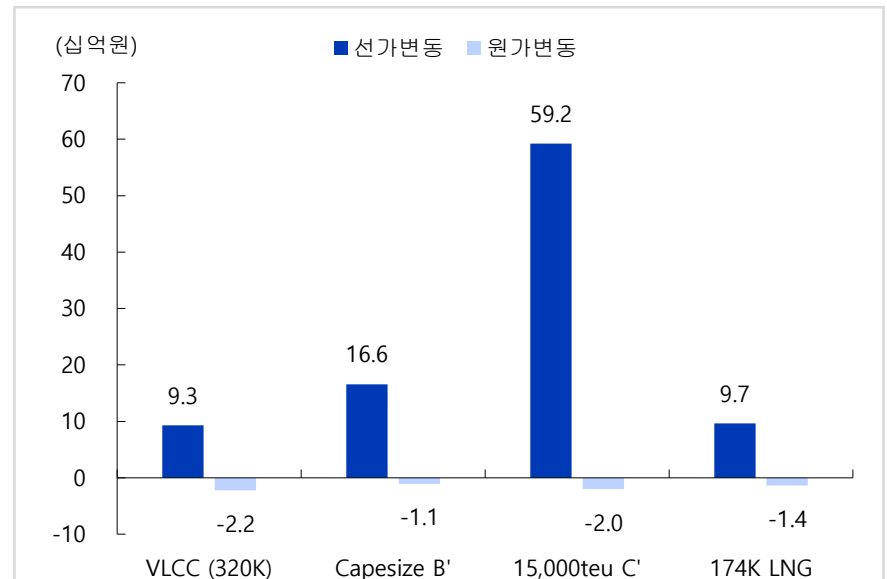
- **컨테이션 고선가 물량: 22년 수주분부터 고마진 물량으로 정의함.** 2022년 평균 22K급 Teu급 기준 컨테이션 신조선가는 2021년 평균대비 21.0%로 급등. 최근 후판가격 인하 추세(언론보도 상 톤당 60만원에서 22년 상반기 120만원까지 급등, 최근 톤당 90만원 초반 추정) 및 외주가공비 (원가 20% 차지, 삼성중공업 기준 21년 대비 22년 20.5%, 23년은 22년 대비 40.6% 상승) 추세 등을 고려할 경우 **원가 상승분을 상회하는 수준이었을 것으로 판단**
- **2023년 평균 선가는 2021년 선가 대비 30.8% 상승하며 크게 상회하기 시작**
- 현재 클락슨 기준 국내 조선사 컨테이션 수주잔고(12~16.999K Teu급 기준) 78척 중 22년 이후 수주분 약 59척. **24년에 LOI 체결한 대형 컨테이션은 두 자릿 수 수준의 마진율일 것으로 기대됨(24년 기준 21년 대비 +43.5%)**

사이즈별 컨테이션 선가 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

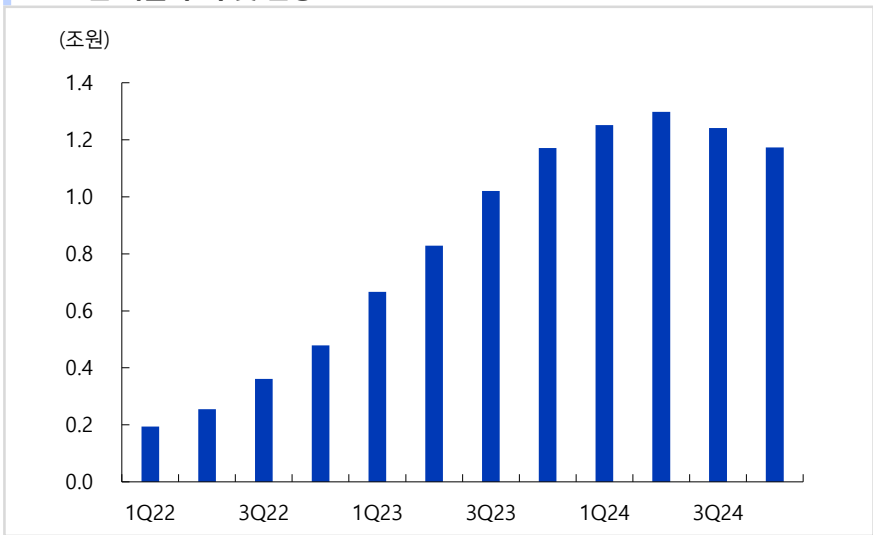
24년 23년 대비 원화선가 변동 및 원가 변동 차이



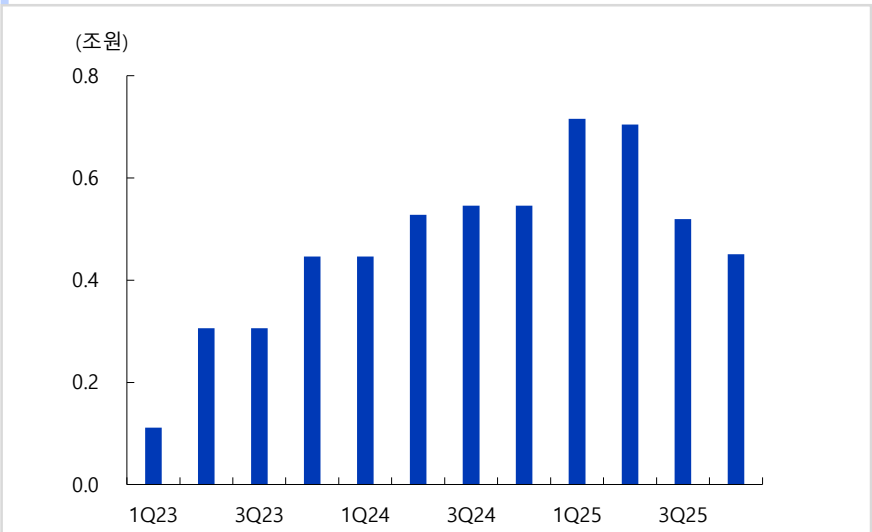
HD현대중공업 25년 매출, 22년 이후 수주분 매출비중 95%(24년 72%)

- HD현대중공업의 24년 매출액에서 연도별 수주분이 차지하는 비중은 22년 69%, 23년 3%, 24년 수주분 0% 수준. 25년 매출에서 차지하는 연도별 수주분은 22년 57%, 23년 35%, 24년 6% 수준으로 변동될 전망
- LNG선의 경우 상대적 저선가 물량인 카타르 LNG선의 매출 반영은 25년 6척, 26년 11척, 27년 8척, 28년 1척, 29년 3척 수준. 3Q24 기준 매출비중 10%에서 25년 20%까지 증대될 전망. 다만 카타르 LNG선의 경우에도 강달러, 후판가격 인하, 반복건조효과 등으로 인해 마진율은 미들싱글에 근접한 수준일 것으로 파악됨
- 또한 고마진 VLAC, 컨테이너선 매출 반영 본격화로 마진 개선은 이어질 전망

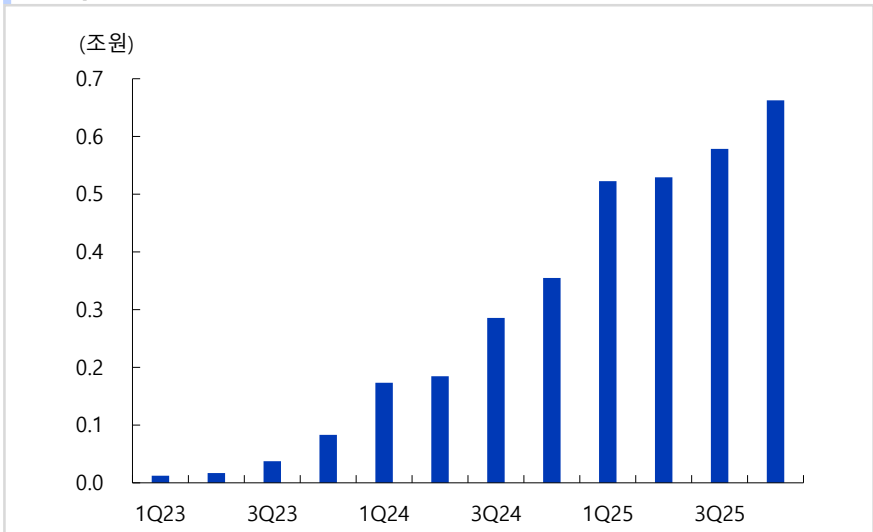
LNG선 매출 추이 및 전망



컨테이너선 매출 추이 및 전망



LPG/VLAC 매출 추이 및 전망

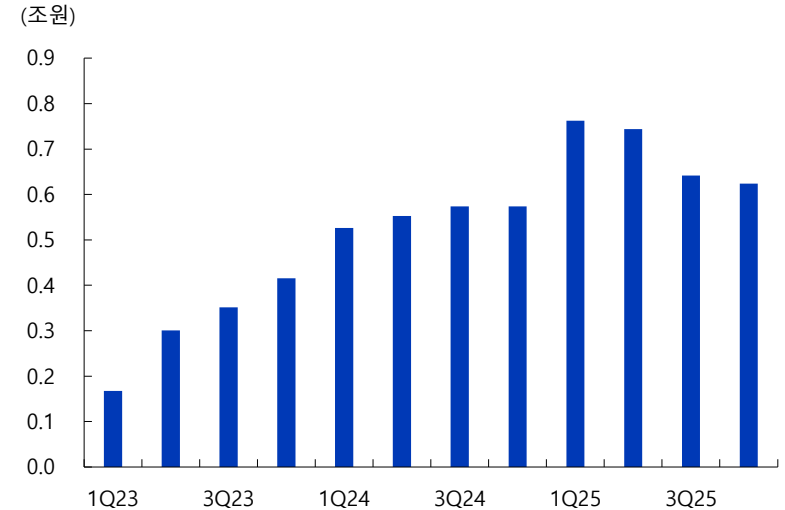


주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

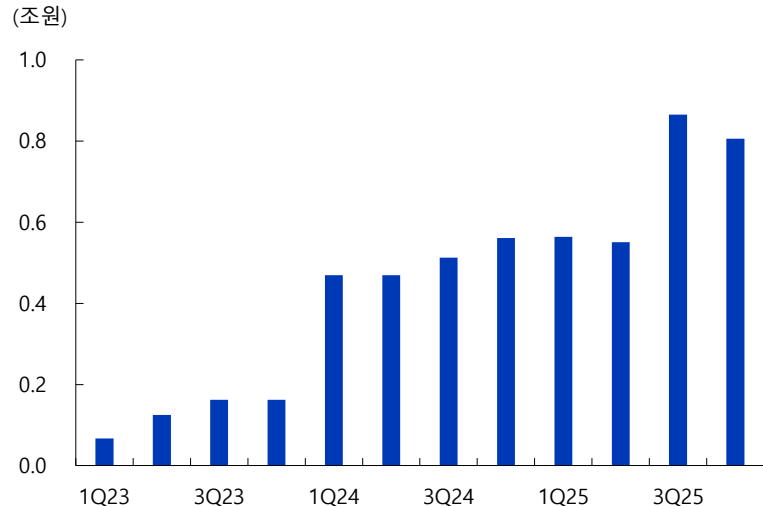
HD현대삼호 25년 매출, 22년 이후 수주분 매출비중 98%(24년 95%)

- HD현대삼호의 24년 매출액에서 연도별 수주분이 차지하는 비중은 22년 72%, 23년 23%, 24년 수주분 0% 수준. 25년 매출에서 차지하는 연도별 수주분은 22년 36%, 23년 54%, 24년 9% 수준으로 변동될 전망
- HD현대삼호의 LNG선 수주잔고는 총 31척으로 카타르 물량이 없는 고선가 물량들임. LNG선의 마진율은 대략 10% 이상, 고환율 기조, 후판가 인하, 반복건조효과 등을 감안할 경우 10% 중반 수준일 것으로 추정됨
- HD현대삼호의 컨테이너선 인도는 24년 6~7.999K TEU급 컨테이너선 4척에서 25년 5척, 12~16.999K TEU급 6척, 8~11.999K TEU급 5척 등으로 늘어날 전망(클락슨 기준)

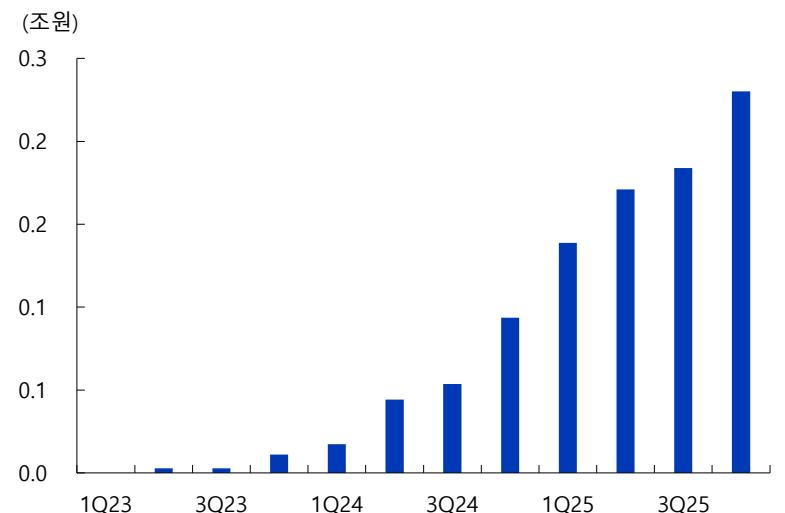
LNG선 매출 추이 및 전망



컨테이너선 매출 추이 및 전망



LPG/VLAC 매출 추이 및 전망

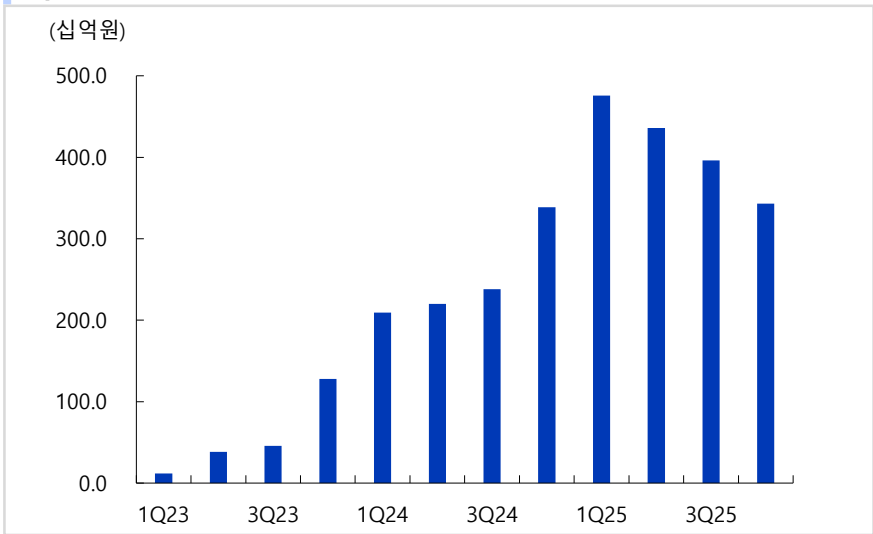


주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

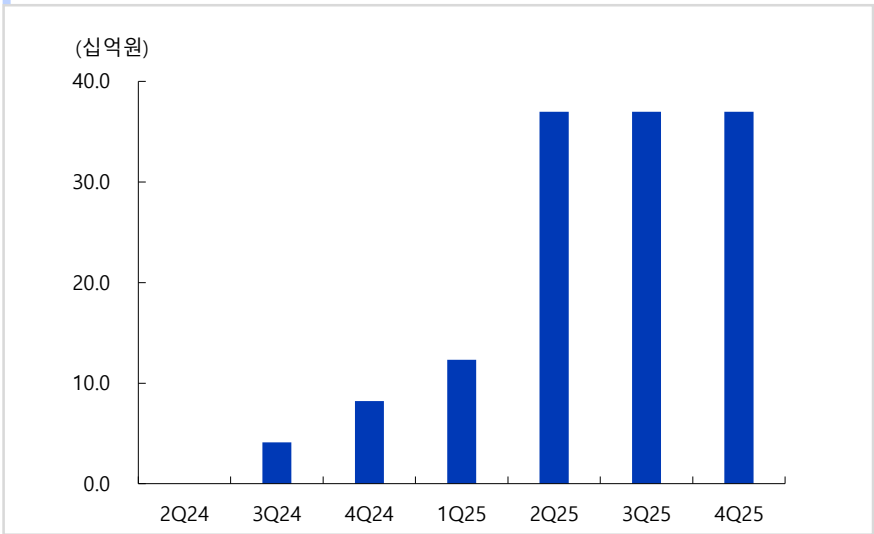
HD현대미포 25년 매출, 22년 이후 수주분 매출비중 100%(24년 87%)

- HD현대미포의 24년 매출액에서 연도별 수주분이 차지하는 비중은 22년 60%, 23년 26%, 24년 수주분 1% 수준. 25년 매출에서 차지하는 연도별 수주분은 22년 8%, 23년 52%, 24년 40% 수준으로 변동될 전망
- HD현대미포의 P/C선 수주잔고는 총 60척으로 23년 대비 24년 수주분의 수익성이 월등히 좋은 것으로 추정됨. 23년 수주분은 26척 vs 24년 수주분 34척. 23년 수주했던 P/C선 척당 선가는 4,600~4,700만불 수준. 24년에는 5,100만불 이상 수준으로 급등.
- 저마진 피더선(22년 상반기 이전 수주분)은 거의 다 인도된 것으로 보이며 24년 제 품믹스(PC선 44%, LPG선 10%, 컨테이너선 30%) 대비 25년 믹스(PC선 53%, 컨테이너선 7%, LPG선 23%) 개선으로 수익성 개선 기대

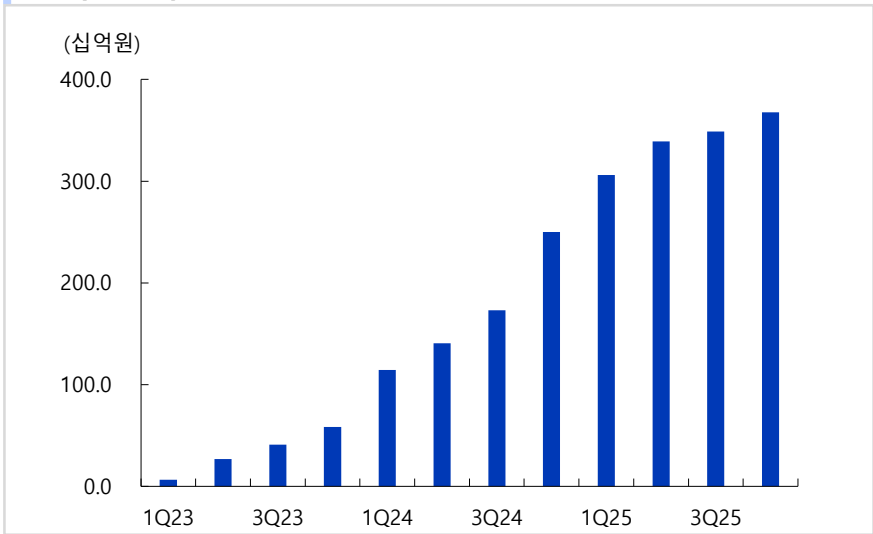
P/C선 매출 추이 및 전망



컨테이너선 매출 추이 및 전망



LPG/LCO2/LNG BV 매출 추이 및 전망

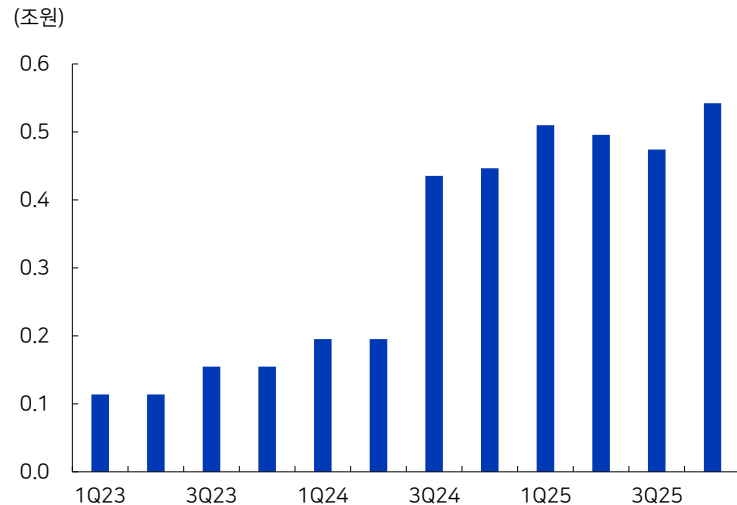


주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

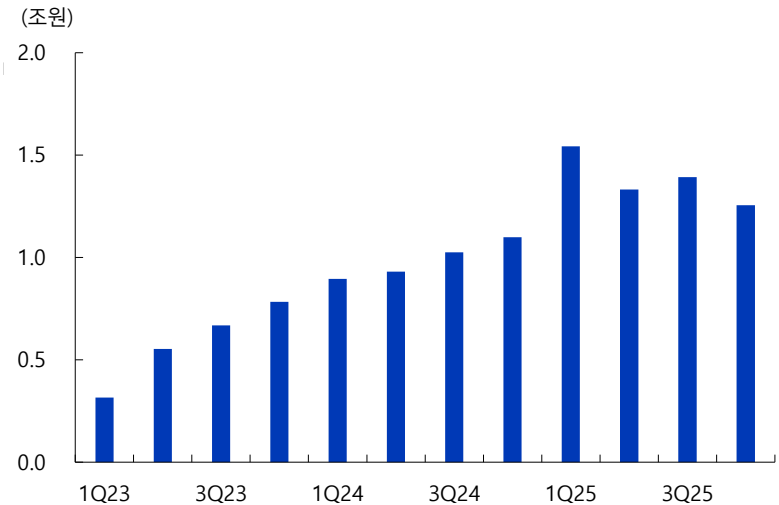
삼성중공업 공사손실충당금 발생호선 매출비중 23년 40%→24년 20% →25년 5~10%

- 삼성중공업의 공사손실충당금 발생호선(적자선종)의 매출비중은 23년 40%에서 24년 20%, 25년에는 5~10%로 급감할 전망
- 24년 선종별 매출비중을 보면 LNG선 50%, 컨테이너선 20%, 탱커 7% 등 조선 약 80%, 해양+건설 약 20% 수준일 것으로 추정됨. 25년에는 2기 FLNG 동시건조 체계 본격화로 해양+건설 비중이 소폭 증대될 것으로 전망(LNG선 55%, 컨테이너선 15% 등 조선 약 75%+해양/건설 25%)
- 25년에는 21년에 에버그린으로부터 수주한 메탄올 DF 컨테이너선 인도가 6월에 대부분 마무리 되어 컨테이너선 물량이 감소. 또한 해양 인력들이 지난 코로나 때 일감이 부재해 상선 쪽으로 투입되었다가 다시 해양 일감을 처리하는 등 상선 매출이 조금 감소 하지만 해양 매출 큰 폭 증대 기대

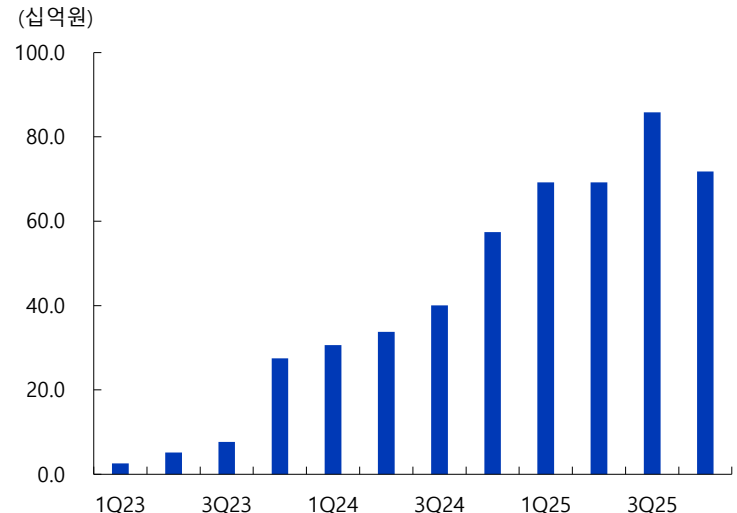
컨테이너선 매출 추이 및 전망



LNG선 매출 추이 및 전망



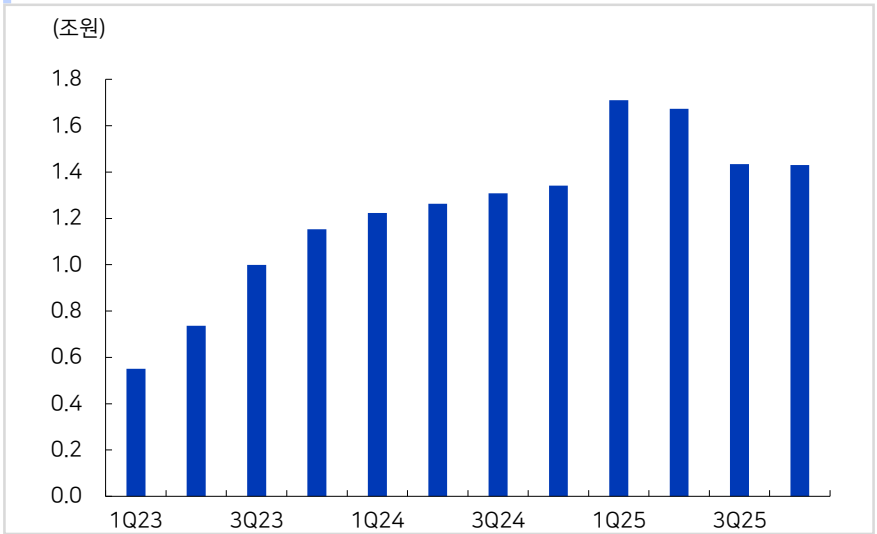
LPG/VLAC 매출 추이 및 전망



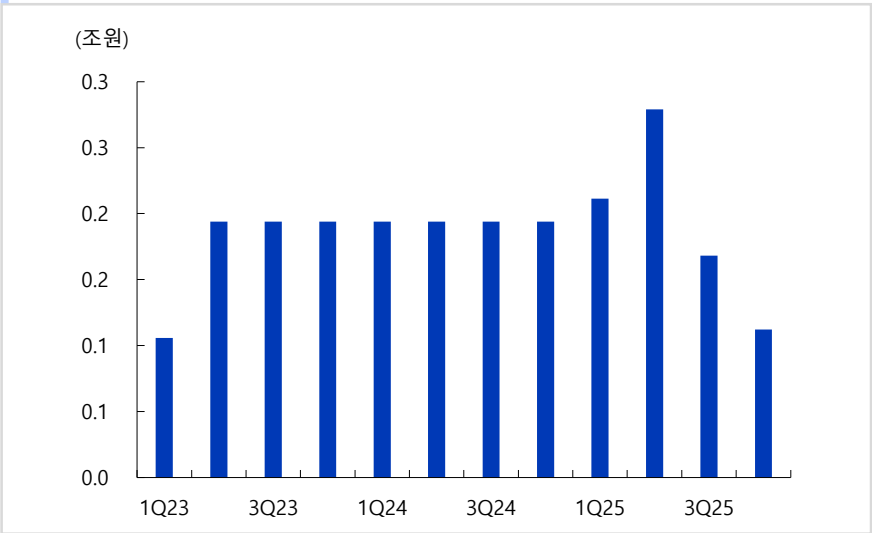
한화오션 공사손실충당금 발생호선 매출비중 23년 63%→24년 30% →25년 5~10%

- 한화오션의 공사손실충당금 발생호선(적자선종)의 매출비중은 23년 60% 수준에서 24년 30%, 25년에는 5~10%로 급감할 전망
- 특히 적자 폭이 상대적으로 큰 컨테이너선 매출비중 급감으로 유의미한 실적 개선 기대. 특히 타사 대비 이연된 공정안정화로 Q 효과 역시 발생될 것으로 기대됨
- 24년 한화오션의 LNG선 인도척수는 11척 수준. 25년에는 14척으로 늘어날 전망. 26년에는 20척까지 늘어날 것으로 기대(클락슨 기준)

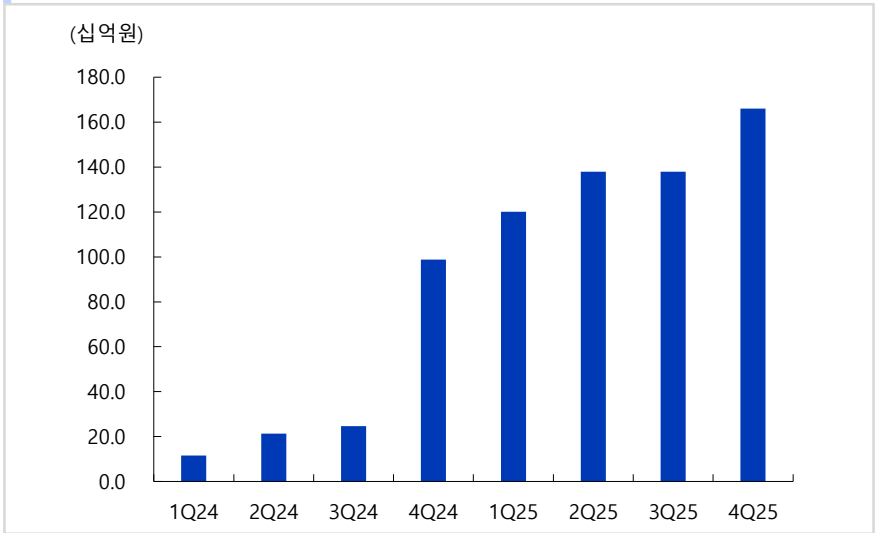
LNG선 매출 추이 및 전망



컨테이너선 매출 추이 및 전망



LPG/VLAC 매출 추이 및 전망



주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

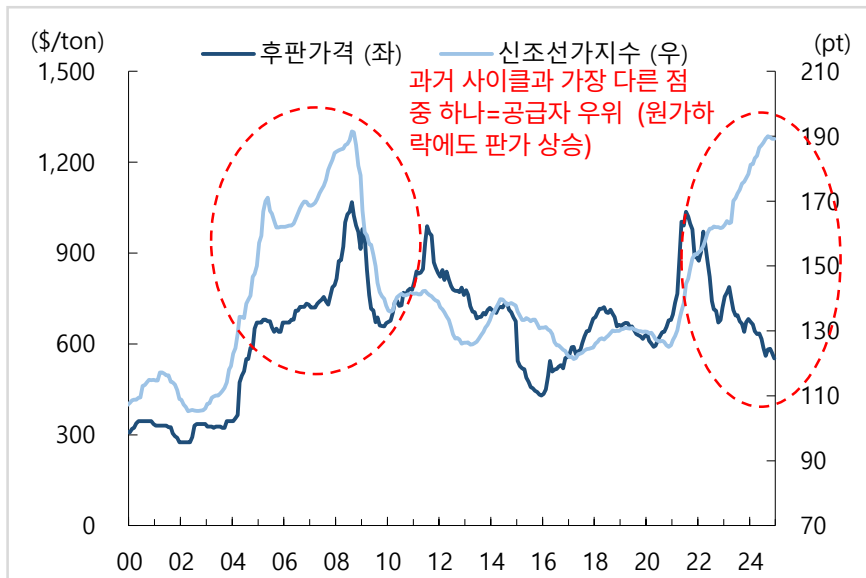
Part 5

후판가격, 환율 영향 점검

후판가격 하락 추세 지속, 공급자 우위 시장으로 판가 유지

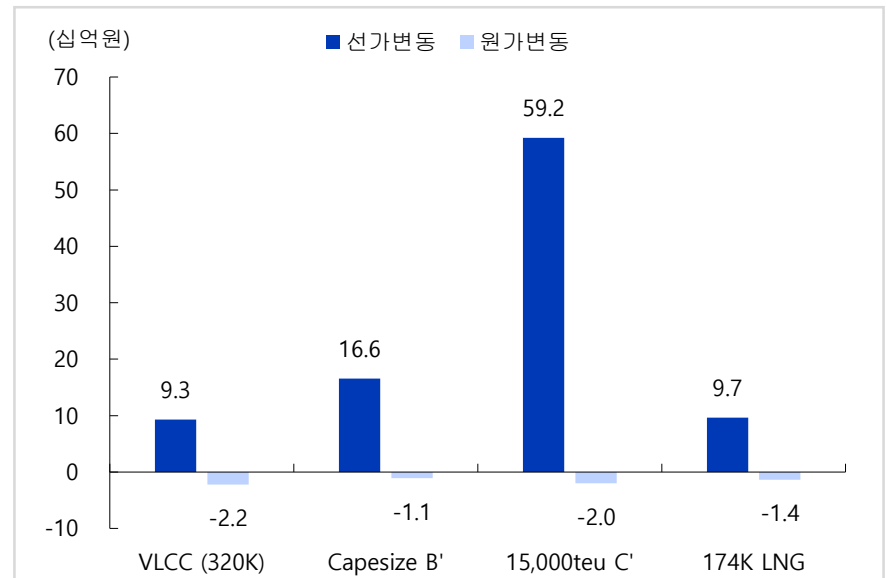
- 22년 상반기 후판가격은 톤당 60만원에서 120만원(언론보도 상)까지 상승. 후판이 원가에서 차지하는 비중이 약 20% 인 점을 감안하면 후판으로만 원가가 20% 상승했던 것으로 추정(외주가공비 상승분까지 포함 시 30~40%까지도 상승했을 것으로 추정됨). 다만 최근 후판가격은 톤당 90만원 초반 선으로 추정되어 원가 하락 중.
- **과거 사이클과 가장 다른 점 중 하나라고 판단됨.** 과거 호황기에도 원가(후판가격)와 신조선가 지수는 높은 상관계수로 동행. 과거 조선사 수익성이 가장 좋았던 **2010년 HD한국조선해양의 영업이익률은 15.4%, 삼성중공업 8.3%(12년도 기준), 한화오션 10.54%, HD현대미포 14.62 수준.** 하지만 당시 호황기 이후 금융위기 등으로 부침을 겪었던 것과 달리 **현재는 노후선 교체 및 새로운 친환경 엔진(브릿지 연료 LNG DF, 메탄올 DF에서 암모니아 DF, 이후 수소연료 등) 선박 발주발주가 이어질 것으로 전망됨.** 반면 중국+한국의 대형선 공급 능력은 연간 400~500척 수준(떠다니는 배만 3만대 수준)으로 공급자 우위시장이 이어질 전망. 따라서 **안정적인 원가를 유지와 높은 판가 유지가 동시에, 지속적으로 유지될 수 있을 것**(과거 수익성 Cap 돌파 기대)으로 기대함
- 가장 높았던 2007년 조선사들의 지배기준 PBR 평균은 4.95배 수준(25년 평균 2.93배). 지속적인 발주 및 실적 모멘텀이 멀티플 부담을 상쇄할 것

한중일 평균 후판가격 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

24년 23년 대비 원화선가 변동 및 원가 변동 차이



현재와 같은 원/달러 수준 유지 시 환율 수혜 지속 전망

- 회사별로 상이하지만 환율 익스포저 비율을 작년 대비 낮춰놓은 상황일 것으로 추정되기에 이 후 환율 영향은 손익에 미칠 영향은 제한적인 상황으로 보임
- 참고로 삼성중공업은 거의 완전 환헤지를 추구한다고 알려져 있어, 이러한 외환위험관리 전략으로 인한 영업이익 변동 효과는 이미 제한적인 상황임
- HD현대중공업과 한화오션의 경우 달러로 지출되는 Cost에서 약 60~70% 헷지할 것으로 추정되는 상황. 양사의 보수적인 스탠스를 감안할 경우 25년 그 이후 예정환율을 보수적으로 산정해 현재와 같은 원/달러 수준 유지 시 영업이익률 및 ROE가 더 높아질 것으로 추정됨

환율 영향 점검

Case1. 환율 10% 상승 시	Case2. 환율 10% 하락 시
외화매출 \$10, 헤지 비중 50% (통화선도환율 1,000원) 환율(원/달러) 1,000원에서 1,100원으로 상승 비용 9,000원이면, 비용 중 외화 비중은 30%(\$2.7)	외화매출 \$10, 헤지 비중 50% (통화선도환율 1,000원) 환율(원/달러) 1,000원에서 900원으로 하락 비용 9,000원이면, 비용 중 외화 비중은 30%(\$2.7)
매출 10,500원(= \$10*50%*1,100+\$10*50%*1,000) (-) 비용 중 원화 발생분 6,300원 (-) 비용 중 외화 발생분 2,970원(=\$2.7*1,100) = 영업이익 1,230원	매출 9,500원(= \$10*50%*900+\$10*50%*1,000) (-) 비용 중 원화 발생분 6,300원 (-) 비용 중 외화 발생분 2,430원(=\$2.7*900) = 영업이익 770원
환율 변동이 없었던 경우와 비교 시 - 매출 5% 증가 (10,000원→10,500원) - 영업이익 23% 증가 (1,000원→1,230원) - 영업이익률 1.7%p 증가 (10%→11.7%)	환율 변동이 없었던 경우와 비교 시 - 매출 5% 감소 (10,000원→9,500원) - 영업이익 29.9% 감소 (1,000원→770원) - 영업이익률 1.9%p 감소 (10%→8.1%)

Part 5

기업분석

1. HD현대중공업
2. HD현대미포
3. 삼성중공업
4. 한화오션

HD현대중공업 (329180) : 밸류에이션 부담? 나는 엔진이 있잖아

Buy

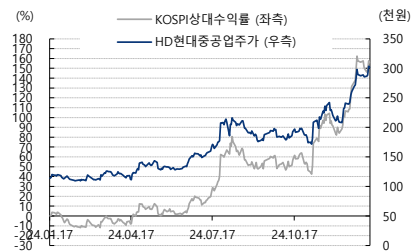
TP 380,000원

유지

상향

Company Data	
현재가(01/09)	301,500원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	303,500원
52주 최저가(보통주)	109,600원
KOSPI (11/03)	2,521.90p
KOSDAQ (11/03)	723.52p
자본금	4,439억원
시가총액	267,651억원
발행주식수(보통주)	8,877만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	34.2만주
평균거래대금(60일)	922억원
외국인지분(보통주)	10.93%
주요주주	HD한국조선해양 등 외 1인 75.03% 국민연금공단 6.3%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	45.0	97.8	146.1
상대주가	35.7	124.9	150.0

▶ 4Q24 preview: 매출 3조 9,879억원(YoY +16.8%), 영업이익 2,827억원(OPM +7.1%)

- HD현대중공업의 4Q24 매출은 3조 9,879억원(YoY +16.8%), 영업이익 2,827억원(OPM +7.1%)로 매출은 컨센서스 3조 9,672억원에 부합하겠으나 영업이익은 컨센서스인 2,510억원을 13% 상회했을 것으로 추정됨
- 2025년은 매출액 16조 4,179억원(YoY +13.5%), 영업이익 1조 2,641억원(YoY +79.1%, OPM +7.7%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이다(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P 효과는 지속될 전망이다.
- 해양부문의 경우 2H25부터 소폭이지만 흑자전환을 기대. 엔진 역시 상선부문과 동행하여 실적 우상향 기대
- HD현대중공업의 12M Fwd PBR(컨센서스)은 약 4.04배 수준으로 삼성중공업 2.24배, 한화오션 2.91배 대비 각각 80.4%, 38.8% 프리미엄을 받고 있음. 다만 12M Fwd PER(컨센서스) 기준으로는 HD현대중공업 29.22배, 삼성중공업 18.75배, 한화오션 32.5배 수준으로 삼성중공업, 한화오션 평균치 25.6배 대비 14% 프리미엄만 받고 있음. 여기에 자체 엔진사업부(힘센엔진)를 보유한 점을 감안해야 함. 필자가 추정하는(힘센엔진 실적에 한화엔진 컨센서스 기준 12M Fwd PER 단순 적용) 엔진사업부의 시가총액은 대략 6.8조원 수준으로 판단됨

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 380,000원으로 상향

- 목표주가 상향조정은 2027년 추정 BPS에 Implied PBR 4.28배를 적용하여 산출

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12결산(십억원)					
매출액 (십억원)	9,045	11,964	14,469	16,418	17,445
YoY(%)	8.8	32.3	20.9	13.5	6.3
영업이익(십억원)	-289	179	706	1,264	1,636
OP마진(%)	-3.2	1.5	4.9	7.7	9.4
순이익(십억원)	-352	25	483	858	1,142
EPS(원)	-3,966	278	5,438	9,660	12,864
YoY(%)	적지	흑전	1,855.5	77.6	33.2
PER(배)	-29.2	463.9	52.9	31.2	23.4
PCR(배)	-44.3	36.1	29.3	19.3	15.4
PBR(배)	1.9	2.2	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA(배)	-347.5	29.6	28.3	18.7	14.9
ROE(%)	-6.5	0.5	8.9	14.1	16.4

HD현대중공업 분기, 연간실적 추이 및 전망

- HD현대중공업의 4Q24 매출은 3조 9,879억원(YoY +16.8%), 영업이익 2,827억원(OPM +7.1%)로 매출은 컨센서스 3조 9,672억원에 부합하겠으나 영업이익은 컨센서스인 2,510억원을 13% 상회했을 것으로 추정됨
- 2025년은 매출액 16조 4,179억원(YoY +13.5%), 영업이익 1조 2,641억원(YoY +79.1%, OPM +7.7%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이다(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P효과는 지속될 전망. HD현대중공업의 24년 매출액에서 연도별 수주분이 차지하는 비중은 22년 69%, 23년 3%, 24년 수주분 0% 수준. 25년 매출에서 차지하는 연도별 수주분은 22년 57%, 23년 35%, 24년 6% 수준.
- LNG선의 경우 상대적 저선가 물량인 카타르 LNG선의 매출 반영은 25년 6척, 26년 11척, 27년 8척, 28년 1척, 29년 3척 수준. 3Q24 기준 매출비중 10%에서 25년 20%까지 증대될 전망. 다만 카타르 LNG선의 경우에도 강달러, 후판가격 인하, 반복건조효과등으로 인해 마진율은 BEP 수준에서 미들싱글에 근접한 수준까지 개선됐을 것으로 파악됨. 또한 고마진 VLAC, 컨테이너선 매출 반영 본격화로 마진 개선은 이어질 전망
- 해양부문의 경우 2H25부터 소폭이지만 흑자전환을 기대. 엔진 역시 상선부문과 동행하여 실적 우상향 기대

HD현대중공업 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,632.9	3,064.4	2,853.5	3,413.1	2,987.7	3,884.0	3,609.2	3,987.9	11,963.9	14,468.8	16,417.9
YoY	31.5%	41.5%	29.5%	27.6%	13.5%	26.7%	26.5%	16.8%	32.3%	20.9%	13.5%
영업이익	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	195.6	206.1	282.7	178.6	707.5	1,264.1
OPM	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	5.0%	5.7%	7.1%	1.5%	4.9%	7.7%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서	단위: 십억원				
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045	11,964	14,469	16,418	17,445
매출원가	8,883	11,309	12,937	14,548	15,177
매출총이익	163	655	1,532	1,870	2,269
매출총이익률 (%)	1.8	5.5	10.6	11.4	13.0
판매비와관리비	452	476	826	606	632
영업이익	-289	179	706	1,264	1,636
영업이익률 (%)	-3.2	1.5	4.9	7.7	9.4
EBITDA	-35	457	958	1,493	1,843
EBITDA Margin (%)	-0.4	3.8	6.6	9.1	10.6
영업외손익	-132	-144	-75	-143	-143
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	1,139	631	644	660	675
금융비용	-1,592	-1,124	-878	-873	-868
기타	321	349	160	70	50
법인세비용차감전순손익	-421	34	631	1,121	1,493
법인세비용	-69	10	148	263	351
계속사업순손익	-352	25	483	858	1,142
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-352	25	483	858	1,142
당기순이익률 (%)	-3.9	0.2	3.3	5.2	6.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-352	25	483	858	1,142
지배순이익률 (%)	-3.9	0.2	3.3	5.2	6.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	46	-110	-100	-100	-100
포괄순이익	-306	-85	383	758	1,042
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-306	-85	383	758	1,042

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표	단위: 십억원				
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	71	169	149	787	927
당기순이익	-352	25	483	858	1,142
비현금항목의 가감	120	292	389	459	506
감가상각비	246	268	243	220	200
외환손익	0	0	-76	-76	-76
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	-128	24	222	315	382
자산부채의 증감	344	-77	-514	-227	-351
기타현금흐름	-40	-71	-209	-302	-370
투자활동 현금흐름	-518	-478	-319	-369	-419
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	-484	-478	-300	-350	-400
기타	-33	1	-19	-19	-19
재무활동 현금흐름	-933	503	360	372	134
단기차입금	0	0	-48	-46	-43
사채	0	0	-18	-17	-17
장기차입금	0	0	-86	-77	-70
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-249
기타	0	0	0	0	0

재무상태표	단위: 십억원				
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,001	8,800	9,163	9,771	10,308
현금및현금성자산	744	928	1,285	1,634	1,954
매출채권 및 기타채권	1,132	1,384	1,495	1,466	1,461
재고자산	1,377	1,310	1,447	1,368	1,342
기타유동자산	4,748	5,178	4,936	5,302	5,551
비유동자산	8,289	8,334	8,395	8,529	8,735
유형자산	6,237	6,452	6,509	6,639	6,840
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타금융자산	494	307	311	316	321
기타비유동자산	1,555	1,574	1,573	1,573	1,573
자산총계	16,289	17,134	17,557	18,300	19,043
유동부채	9,072	9,945	10,007	10,004	9,957
매입채무 및 기타채무	1,574	2,025	2,041	1,989	1,889
차입금	1,385	960	912	867	823
유동성채무	60	600	609	618	627
기타유동부채	6,054	6,360	6,444	6,530	6,617
비유동부채	1,930	1,981	1,873	1,773	1,682
차입금	286	859	773	696	626
사채	873	710	692	675	658
기타비유동부채	771	412	407	402	398
부채총계	11,002	11,926	11,879	11,777	11,639
지배지분	5,288	5,207	5,678	6,523	7,404
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	845	773	1,256	2,113	3,007
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,288	5,207	5,678	6,523	7,404
총차입금	3,055	3,444	3,297	3,161	3,036

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-3,966	278	5,438	9,660	12,864
PER	-29.2	463.9	52.9	31.2	23.4
BPS	59,566	58,660	63,957	73,478	83,405
PBR	1.9	2.2	4.5	4.1	3.6
EBITDAPS	-393	5,145	10,788	16,813	20,764
EV/EBITDA	-347.5	29.6	28.3	18.7	14.9
SPS	101,894	134,770	162,986	184,942	196,517
PSR	1.1	1.0	1.8	1.6	1.5
CFPS	-1,440	-1,681	-250	6,962	7,976
DPS	0	0	0	2,800	4,000

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12월산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	8.8	32.3	20.9	13.5	6.3
영업이익 증가율	적지	흑전	295.1	79.1	29.4
순이익 증가율	적지	흑전	1,855.5	77.6	33.2
수익성					
ROIC	-8.0	4.9	12.8	15.9	19.4

HD현대미포 (010620) : 25년에도 잔고 늘고 수익성 개선은 가장 빠르다

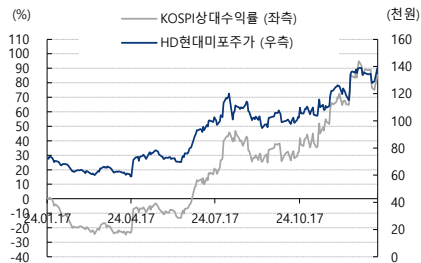
Buy
TP 200,000원

유지

상향

Company Data	
현재가(01/09)	138,700원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	138,900원
52주 최저가(보통주)	59,100원
KOSPI (11/03)	2,521.90p
KOSDAQ (11/03)	723.52p
자본금	1,997억원
시가총액	55,400억원
발행주식수(보통주)	3,994만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	38.4만주
평균거래대금(60일)	513억원
외국인지분(보통주)	21.77%
주요주주	HD한국조선해양 등 외 4인 42.85% 국민연금공단 12.24%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.4	44.8	74.0
상대주가	12.7	64.6	76.7

▶ 4Q24 preview: 매출 1조 4,171억원(YoY +31.5%), 영업이익 709억원(OPM +5.0%)

- HD현대미포의 4Q24 매출은 1조 4,171억원(YoY +31.5%), 영업이익 709억원(OPM +5.0%)로 매출과 영업이익 모두 컨센서스(각각 1조 2,401억원, 영업이익 534억원)을 크게 상회할 것으로 예상됨
- 2025년은 매출액 4조 9,062억원(YoY +6.1%), 영업이익 2,871억원(YoY +155.2%, OPM +5.9%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이다(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P 효과는 지속될 전망
- 클락슨 선표 기준 24년 대비 25~26년 인도량이 소폭 감소하며 매출 성장은 크지 않겠으나 HD현대미포 역시 건조단가 상승으로 인해 수익성 개선이 도드라질 전망. 특히 대형 조선사 대비 짧은 리드타임으로 24년 상반기 수주한 물량이 25년 매출 비중에서 40%를 차지할 것으로 보임
- 25년 수주 가이던스는 3,800만불로 전년 수주액 대비 -38.0%로 크게 낮춰 제시했으나 원화로 환산한 수주액은 대략 5.5조원 수준 이어서 올해도 매출기준 수주잔고는 늘어날 전망

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 200,000원으로 상향

- 목표주가 상향조정은 2026년 추정 BPS에 Implied PBR 3.04배를 적용하여 산출

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12결산(십억원)					
매출액 (십억원)	3,717	4,039	4,624	4,906	5,467
YoY(%)	28.7	8.7	14.5	6.1	11.4
영업이익(십억원)	-109	-153	112	287	490
OP마진(%)	-2.9	-3.8	2.4	5.8	9.0
순이익(십억원)	-44	-139	96	189	335
EPS(원)	-1,116	-3,579	2,463	4,868	8,624
YoY(%)	적지	적지	흑전	97.7	77.2
PER(배)	-75.7	-23.7	54.5	28.5	16.1
PCR(배)	622.8	-34.1	41.1	20.5	11.6
PBR(배)	1.6	1.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	-61.3	-43.7	31.4	16.4	10.2
ROE(%)	-2.1	-7.0	4.9	8.9	14.2

HD현대미포 분기, 연간실적 추이 및 전망

- HD현대미포의 4Q24 매출은 1조 4,171억원(YoY +31.5%), 영업이익 709억원(OPM +5.0%)로 매출과 영업이익 모두 컨센서스(각각 1조 2,401억원, 영업이익 534억원)을 크게 상회할 것으로 예상됨
- 2025년은 매출액 4조 9,062억원(YoY +6.1%), 영업이익 2,871억원(YoY +155.2%, OPM +5.9%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이다(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P효과는 지속될 전망
- 클락슨 선표 기준 24년 대비 25~26년 인도량이 소폭 감소하며 매출 성장은 크지 않겠으나 HD현대미포 역시 건조단가 상승으로 인해 수익성 개선이 도드라질 전망. 특히 대형 조선사 대비 짧은 리드타임으로 24년 상반기 수주한 물량이 25년 매출 비중에서 40%를 차지할 것으로 보임
- 25년 수주가이던스는 3,800만불로 전년 수주액 대비 -38.0%로 크게 낮춰 제시했으나 원화로 환산한 수주액은 대략 5.5조원 수준이어서 올해도 매출기준 수주잔고는 늘어날 전망

HD현대미포 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	909.2	1,033.4	993.8	1,102.7	1,000.5	1,129.1	1,077.7	1,417.1	4,039.1	4,624.3	4,906.2
YoY	3.8%	10.5%	12.6%	7.8%	10.0%	9.3%	8.4%	28.5%	8.7%	14.5%	6.1%
영업이익	-27.4	-52.5	-7.9	-65.2	-11.0	17.4	35.3	70.9	-152.9	112.5	287.1
OPM	-3.0%	-5.1%	-0.8%	-5.9%	-1.1%	1.5%	3.3%	5.0%	-3.8%	2.4%	5.9%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,717	4,039	4,624	4,906	5,467
매출원가	3,704	4,070	4,354	4,481	4,827
매출총이익	13	-31	270	426	640
매출총이익률 (%)	0.3	-0.8	5.8	8.7	11.7
판매비와관리비	122	122	158	139	149
영업이익	-109	-153	112	287	490
영업이익률 (%)	-2.9	-3.8	2.4	5.9	9.0
EBITDA	-48	-84	175	344	542
EBITDA Margin (%)	-1.3	-2.1	3.8	7.0	9.9
영업외손익	46	-4	17	-32	-38
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	359	228	218	219	221
금융비용	-437	-292	-231	-230	-229
기타	123	60	30	-20	-30
법인세비용차감전순이익	-63	-157	129	255	453
법인세비용	-19	-18	34	66	118
계속사업순손익	-44	-139	96	189	335
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-44	-139	96	189	335
당기순이익률 (%)	-1.2	-3.4	2.1	3.9	6.1
비지배자분순이익	1	4	-3	-5	-10
지배자분순이익	-45	-143	98	194	344
지배순이익률 (%)	-1.2	-3.5	2.1	4.0	6.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	18	-21	24	-28	32
포괄순이익	-25	-160	120	161	367
비지배자분포괄이익	3	5	-3	-5	-11
지배자분포괄이익	-29	-165	123	166	378

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	208	-533	-199	-90	58
당기순이익	-44	-139	96	189	335
비현금항목의 가감	50	44	32	58	100
감가상각비	61	69	63	57	52
외환손익	0	0	-51	-51	-51
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-11	-26	20	51	99
자산부채의 증감	196	-438	-299	-278	-270
기타현금흐름	6	1	-27	-59	-106
투자활동 현금흐름	-47	-112	-147	-197	-247
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-114	-117	-150	-200	-250
기타	67	6	3	3	3
재무활동 현금흐름	-72	464	416	421	365
단기차입금	0	0	-47	-43	-38
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-60
기타	72	464	464	464	464

재무상태표	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,724	2,799	2,796	2,776	2,857
현금및현금성자산	490	310	373	386	449
매출채권 및 기타채권	87	165	163	155	154
재고자산	293	230	257	204	195
기타유동자산	1,855	2,094	2,003	2,031	2,059
비유동자산	2,024	2,110	2,199	2,344	2,545
유형자산	1,702	1,757	1,844	1,987	2,185
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	60	44	44	45	45
기타비유동자산	262	309	311	312	314
자산총계	4,748	4,909	4,995	5,120	5,401
유동부채	2,499	2,735	2,716	2,638	2,623
매입채무 및 기타채무	688	567	574	516	517
차입금	108	474	427	384	346
유동성채무	0	4	4	4	4
기타유동부채	1,704	1,689	1,711	1,733	1,756
비유동부채	74	158	156	153	151
차입금	0	96	96	96	96
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	63	60	58	55
부채총계	2,573	2,894	2,872	2,791	2,774
지배자분	2,135	1,970	2,075	2,277	2,568
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,600	1,428	1,527	1,721	2,006
기타자본변동	-41	-41	-41	-41	-41
비지배자분	40	45	48	52	59
자본총계	2,175	2,015	2,123	2,329	2,627
총차입금	162	617	568	523	482

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-1,116	-3,579	2,463	4,868	8,624
PER	-75.7	-23.7	54.5	28.5	16.1
BPS	53,448	49,324	51,957	57,000	64,304
PBR	1.6	1.7	2.6	2.4	2.2
EBITDAPS	-1,210	-2,094	4,392	8,620	13,579
EV/EBITDA	-61.3	-43.7	31.4	16.4	10.2
SPS	93,056	101,123	115,776	122,834	136,861
PSR	0.9	0.8	1.2	1.1	1.0
CFPS	1,696	-15,572	-7,578	-5,214	-2,634
DPS	0	0	0	1,500	2,500

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	28.7	8.7	14.5	6.1	11.4
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	155.2	70.8
순이익 증가율	적지	적지	흑전	97.7	77.2
수익성					
ROIC	-14.2	-35.5	6.7	10.4	16.5
ROA	-1.3	-2.6	2.2	2.6	3.5

삼성중공업 (010140) : 25년 FLNG 동시건조 시작

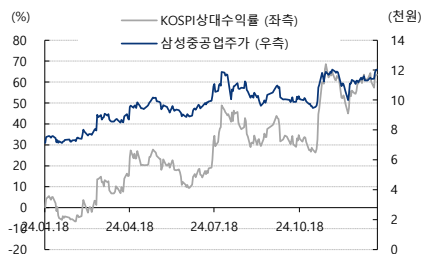
Buy
TP 15,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(01/09)	12,030 원
액면가(원)	1,000 원
52주 최고가(보통주)	12,030 원
52주 최저가(보통주)	7,050 원
KOSPI (11/03)	2,521.90p
KOSDAQ (11/03)	723.52p
자본금	8,801억원
시가총액	105,864억원
발행주식수(보통주)	88,000만주
발행주식수(우선주)	11만주
평균거래량(60일)	515.2만주
평균거래대금(60일)	586억원
외국인지분(보통주)	33.65%
주요주주	삼성전자 외 8인 20.88%
	국민연금공단 8.05%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.4	24.0	64.6
상대주가	12.7	41.0	67.1

▶ 4Q24 preview: 매출 2조 6,378억원(YoY +8.4%), 영업이익 1,448억원(OPM +5.5%)

- 삼성중공업의 4Q24 매출은 2조 6,378억원(YoY +8.4%), 영업이익 1,448억원(OPM +5.5%)로 매출과 영업이익 모두 컨센서스에 부합하는 실적 전망
- 2025년은 매출액 10조 7,103억원(YoY +8.8%), 영업이익 7,440억원(YoY +57.2%, OPM +6.9%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이다(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P 효과는 지속될 전망이다.
- 클락슨 선표 기준 24년 대비 25~26년 인도량이 소폭 감소(45~46척 to 40척)하며 상선 부문 매출액은 소폭 감소 전망. 그러나 FLNG 매출액은 작년 7000억원(상반기 2000억원+하반기 5000억원, ZFLNG) 수준에서 올해는 ZFLNG 1조원+시더 FLNG 7000억원으로 약 1조원 정도 매출이 증액될 전망이다(FLNG 마진율은 고수익성 가스선 수준으로 추정)
- 수주의 경우 상선부문의 경우 작년 수준을 유지할 수 있을 것. 해양의 경우 이연된 코럴 사우스2 FLNG, 델핀 등의 수주로 전체적인 수주액은 작년 74억불 대비 크게 증가할 전망이다

▶ 투자 의견 Buy, 목표주가 15,000원 유지

- 목표주가 산출은 2027년 추정 BPS에 Implied PBR 2.45배를 적용하여 산출

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	5,945	8,009	9,840	10,710	11,719
YoY(%)	-10.2	34.7	22.9	8.8	9.4
영업이익(십억원)	-854	233	473	744	1,020
OP마진(%)	-14.4	2.9	4.8	6.9	8.7
순이익(십억원)	-627	-156	-20	173	372
EPS(원)	-704	-168	-22	188	403
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	115.1
PER(배)	-7.3	-46.0	-516.5	64.1	29.8
PCR(배)	-6.4	13.9	18.3	13.9	10.8
PBR(배)	1.3	2.0	2.9	2.9	2.6
EV/EBITDA(배)	-7.6	17.9	15.8	12.0	9.0
ROE(%)	-16.1	-4.2	-0.6	4.6	9.1

삼성중공업 분기, 연간실적 추이 및 전망

- 삼성중공업의 4Q24 매출은 2조 6,378억원(YoY +8.4%), 영업이익 1,448억원(OPM +5.5%)로 매출과 영업이익 모두 컨센서스에 부합하는 실적 전망
- 2025년은 매출액 10조 7,103억원(YoY +8.8%), 영업이익 4,733억원(YoY +57.2%, OPM +5.9%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이나(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P효과는 지속될 전망.
- 클락슨 선표 기준 24년 대비 25~26년 인도량이 소폭 감소(45~46척>40척)하며 상선 부문 매출액은 소폭 감소 전망. 그러나 FLNG 매출액은 작년 7000억원(상반기 2000억원+하반기 5000억원, ZFLNG) 수준에서 올해는 ZFLNG 1조원+시더 FLNG 7000억원으로 약 1조원 정도 매출이 증액될 전망 (FLNG 마진율은 고수익성 가스선 수준으로 추정)
- 수주의 경우 상선부문의 경우 작년 수준을 유지할 수 있을 것. 해양의 경우 이연된 코렐 사우스2 FLNG, 델핀 등의 수주로 전체적인 수주액은 작년 74억불 대비 크게 증가할 전망

삼성중공업 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,605.1	1,945.8	2,025.4	2,433.2	2,347.8	2,532.0	2,323.0	2,637.8	8,009.4	9,840.5	10,710.3
YoY	8.2%	36.4%	44.7%	48.9%	46.3%	30.1%	14.7%	8.4%	34.7%	22.9%	8.8%
영업이익	19.6	58.9	75.9	79.0	77.9	130.7	119.9	144.8	233.3	473.3	744.0
OPM	1.2%	3.0%	3.7%	3.2%	3.3%	5.2%	5.2%	5.5%	2.9%	4.8%	6.9%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	5,945	8,009	9,840	10,710	11,719
매출원가	6,407	7,364	8,946	9,518	10,217
매출총이익	-462	645	895	1,192	1,502
매출총이익률 (%)	-7.8	8.1	9.1	11.1	12.8
판매비와관리비	392	412	422	448	481
영업이익	-854	233	473	744	1,020
영업이익률 (%)	-14.4	2.9	4.8	6.9	8.7
EBITDA	-655	474	697	951	1,213
EBITDA Margin (%)	-11.0	5.9	7.1	8.9	10.3
영업외손익	300	-529	-501	-508	-513
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	177	143	145	140	144
금융비용	-257	-290	-271	-273	-283
기타	380	-382	-375	-375	-375
법인세비용차감전순손익	-555	-296	-27	236	507
법인세비용	73	-140	-7	62	134
계속사업순손익	-627	-156	-20	173	372
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-627	-156	-20	173	372
당기순이익률 (%)	-10.6	-1.9	-0.2	1.6	3.2
비지배지분순이익	-8	-7	-1	8	17
지배지분순이익	-619	-148	-19	165	355
지배순이익률 (%)	-10.4	-1.9	-0.2	1.5	3.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	102	-7	1	0	0
포괄순이익	-525	-163	-20	173	372
비지배지분포괄이익	-9	-8	-1	8	17
지배지분포괄이익	-517	-155	-19	165	355

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,693	-516	-811	-627	-462
당기순이익	0	0	-20	173	372
비현금항목의 가감	-86	639	563	595	627
감가상각비	197	238	221	205	191
외환손익	-18	-8	-29	-29	-29
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	-266	409	371	418	465
자산부채의 증감	-961	-716	-1,251	-1,245	-1,265
기타현금흐름	-646	-439	-102	-150	-196
투자활동 현금흐름	1,102	-195	-46	-111	-175
투자자산	-32	27	0	0	0
유형자산	-62	-153	-200	-250	-300
기타	1,196	-69	154	139	125
재무활동 현금흐름	947	376	-869	-676	-537
단기차입금	506	445	-555	-388	-272
사채	99	225	-20	-18	-17
장기차입금	871	339	-62	-50	-40
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-530	-632	-232	-220	-209

재무상태표	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,412	9,245	8,406	7,949	7,971
현금및현금성자산	919	584	566	448	544
매출채권 및 기타채권	774	545	606	647	695
재고자산	1,574	1,729	1,789	1,947	2,131
기타유동자산	5,145	6,387	5,445	4,906	4,601
비유동자산	6,080	6,348	6,330	6,398	6,330
유형자산	5,235	5,209	5,188	5,233	5,342
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	384	461	461	481	501
기타비유동자산	460	678	681	684	487
자산총계	14,492	15,593	14,737	14,347	14,302
유동부채	9,216	11,232	10,414	9,862	9,453
매입채무 및 기타채무	1,004	1,147	1,135	1,207	1,291
차입금	1,407	1,850	1,295	906	634
유동성채무	519	1,185	1,067	960	864
기타유동부채	6,285	7,050	6,918	6,789	6,663
비유동부채	1,704	952	876	814	765
차입금	1,017	312	249	199	160
사채	120	205	184	166	149
기타비유동부채	567	436	443	449	456
부채총계	10,920	12,184	11,290	10,677	10,218
지배지분	3,594	3,439	3,477	3,702	4,120
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-1,959	-2,169	-2,188	-2,023	-1,668
기타자본변동	-970	-970	-970	-970	-970
비지배지분	-23	-30	-30	-32	-36
자본총계	3,572	3,409	3,447	3,670	4,084
총차입금	3,530	3,884	3,133	2,575	2,155

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-704	-168	-22	188	403
PER	-7.3	-46.0	-516.5	64.1	29.8
BPS	4,084	3,908	3,951	4,207	4,681
PBR	1.3	2.0	2.9	2.9	2.6
EBITDAPS	-744	539	792	1,081	1,378
EV/EBITDA	-7.6	17.9	15.8	12.0	9.0
SPS	6,755	9,102	11,182	12,171	13,317
PSR	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
CFPS	-2,035	-575	-1,000	-841	-707
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-10.2	34.7	22.9	8.8	9.4
영업이익 증가율	적지	흑전	102.8	57.2	37.1
순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	115.1

수익성	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ROIC	-36.0	7.6	13.1	13.0	17.8
ROA	-4.7	-1.0	-0.1	1.1	2.5

한화오션 (042660) : 상상력을 보태면 어디까지 갈지 몰라

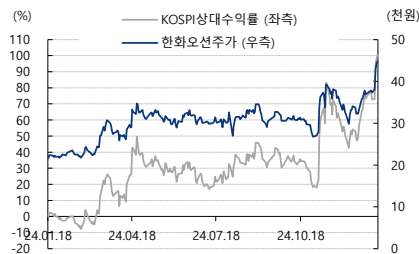
Buy
TP 54,000원

유지

상향

Company Data	
현재가(01/09)	44,750 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	44,750 원
52주 최저가(보통주)	21,400 원
KOSPI (11/03)	2,521.90p
KOSDAQ (11/03)	723.52p
자본금	15,368 억원
시가총액	137,120 억원
발행주식수(보통주)	30,641만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	546.8만주
평균거래대금(60일)	2,071 억원
외국인지분(보통주)	18.90%
주요주주	한화에어로스페이스 외 4인 46.28% 한국산업은행 19.50%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	49.9	47.9	88.0
상대주가	40.3	68.2	91.0

▶ 4Q24 preview: 매출 2조 9,893억원(YoY +34.0%), 영업이익 1,160억원(OPM +3.9%)

- 한화오션의 4Q24 매출은 2조 9,893억원(YoY +34.0%), 영업이익 1,160억원(OPM +3.9%)로 매출은 시장예상치에 부합하겠으나 영업이익은 시장예상치 963억원을 20.5% 상회할 것으로 추정됨. 임단협 비용 반영에도 불구하고 환율효과로 인해 호실적을 기록했을 것으로 추정
- 2025년은 매출액 12조 2,928억원(YoY +16.9%), 영업이익 6,527억원(YoY +253.1%, OPM +5.3%)을 기록할 것으로 추정됨. 타사 대비 24년 대비 25년 매출 성장률이 높은 이유는 뒤늦게 공정안정화 효과가 나타날 것으로 추정했기 때문. 공사손실충당금(적자호선)의 비중은 23년 63%에서 24년 30%, 25년에는 5~10%로 급감할 전망.
- 본업이 턱어라운드 되는 상황에서 지금의 멀티플은 중장기적으로 큰 부담이 없는 상황(25년 PBR 2.9배, 26년 2.6배). 미합정 시장에 대한 진출이 언제, 어떤 방식으로 전개될 지 모르는 가운데 하방리스크보단 상승 업사이드가 클 것이라고 판단됨

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 54,000원 상향

- 목표주가 산출은 2027년 추정 BPS에 Implied PBR 2.79배를 적용하여 산출

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12결산(십억원)					
매출액 (십억원)	4,860	7,408	10,512	12,293	13,194
YoY(%)	8.3	52.4	41.9	16.9	7.3
영업이익(십억원)	-1,614	-196	185	440	720
OP마진(%)	-33.2	-2.6	1.8	3.6	5.5
순이익(십억원)	-1,745	160	22	267	471
EPS(원)	-16,262	757	71	872	1,534
YoY(%)	적지	흑전	-90.6	1,120.9	75.9
PER(배)	-1.2	33.1	522.9	51.3	29.2
PCR(배)	-2.3	-13.7	-17.1	-29.0	-53.0
PBR(배)	2.7	1.8	2.6	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	-2.5	-156.3	32.9	18.8	11.6
ROE(%)	-117.8	6.3	0.5	5.8	9.1

한화오션 분기, 연간실적 추이 및 전망

- 한화오션의 4Q24 매출은 2조 9,893억원(YoY +34.0%), 영업이익 1,160억원(OPM +3.9%)로 매출은 시장예상치에 부합하겠으나 영업이익은 시장예상치 963억원을 20.5% 상회할 것으로 추정됨. 임단협 비용 반영에도 불구하고 환율효과로 인해 호실적을 기록했을 것으로 추정
- 2025년은 매출액 12조 2,928억원(YoY +16.9%), 영업이익 6,527억원(YoY +253.1%, OPM +5.3%)을 기록할 것으로 추정됨. 타사 대비 24년 대비 25년 매출 성장률이 높은 이유는 뒤늦게 공정안정화 효과가 나타날 것으로 추정했기 때문. 공사손실충당금(적자호선)의 비중은 23년 63%에서 24년 30%, 25년에는 5~10%로 급감할 전망.
- 본업이 턴어라운드 되는 상황에서 지금의 멀티플은 중장기적으로 큰 부담이 없는 상황(25년 PBR 2.9배, 26년 2.6배). 미함정 시장에 대한 진출이 언제, 어떤 방식으로 전개될 지 모르는 가운데 하방리스크보단 상승 업사이드가 클 것이라고 판단됨

한화오션 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,439.8	1,820.7	1,916.8	2,230.9	2,283.6	2,536.1	2,703.1	2,989.3	7,408.3	10,512.1	12,292.8
YoY	15.6%	53.8%	95.3%	53.9%	39.3%	35.4%	41.0%	34.0%	52.4%	41.9%	16.9%
영업이익	-62.8	-159.0	74.1	-48.8	52.9	-9.7	25.6	116.0	-196.5	184.9	652.7
OPM	-4.4%	-8.7%	3.9%	-2.2%	2.3%	-0.4%	0.9%	3.9%	-2.7%	1.8%	5.3%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,860	7,408	10,512	12,293	13,194
매출원가	6,207	7,310	9,966	11,233	11,791
매출총이익	-1,347	99	546	1,060	1,403
매출총이익률 (%)	-27.7	1.3	5.2	8.6	10.6
판매비와관리비	267	295	361	407	428
영업이익	-1,614	-196	185	653	975
영업이익률 (%)	-33.2	-2.7	1.8	5.3	7.4
EBITDA	-1,483	-50	331	799	1,122
EBITDA Margin (%)	-30.5	-0.7	3.2	6.5	8.5
영업외손익	-181	80	-375	-325	-357
관계기업손익	0	1	1	1	1
금융수익	540	553	580	708	764
금융비용	-1,137	-899	-897	-955	-1,022
기타	416	425	-60	-80	-100
법인세비용차감전순손익	-1,794	-116	-190	327	619
법인세비용	-50	-276	-49	85	161
계속사업순손익	-1,745	160	-141	242	458
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,745	160	-141	242	458
당기순이익률 (%)	-35.9	2.2	-1.3	2.0	3.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-1,745	160	-141	242	457
지배순이익률 (%)	-35.9	2.2	-1.3	2.0	3.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	272	-170	106	-66	41
포괄순이익	-1,473	-10	-35	176	499
비지배지분포괄이익	0	0	1	-3	-8
지배지분포괄이익	-1,473	-10	-35	179	507

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,065	-1,939	-1,968	-1,165	-782
당기순이익	0	0	-141	242	458
비현금항목의 가감	711	-546	-740	-737	-721
감가상각비	130	146	146	146	147
외환손익	135	47	-63	-63	-63
지분법평가손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	446	-736	-822	-819	-803
자산부채의 증감	39	-1,195	-1,132	-712	-545
기타현금흐름	-1,815	-198	45	42	26
투자활동 현금흐름	88	197	-156	-157	-157
투자자산	37	0	0	0	0
유형자산	-120	-131	-150	-150	-150
기타	171	327	-6	-7	-7
재무활동 현금흐름	-130	2,885	-159	-154	-150
단기차입금	157	-454	-15	-14	-14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-83	-79	-75
자본의 증가(감소)	0	3,497	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-287	-158	-61	-61	-61

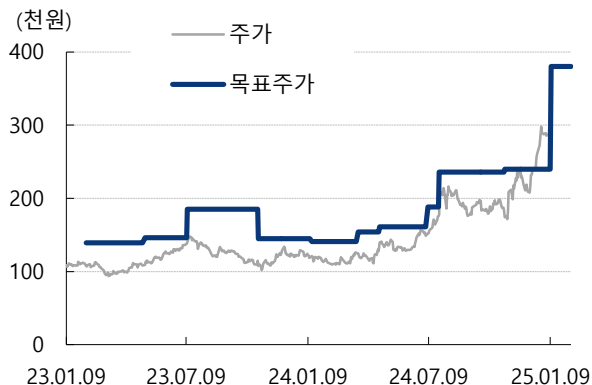
재무상태표	단위: 십억원				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,822	9,218	9,474	9,971	10,677
현금및현금성자산	660	1,799	2,282	4,325	5,201
매출채권 및 기타채권	405	332	299	269	242
재고자산	2,202	2,891	3,504	3,512	3,298
기타유동자산	4,556	4,195	3,389	1,865	1,935
비유동자산	4,413	4,727	4,743	4,760	4,777
유형자산	3,787	4,062	4,066	4,070	4,073
관계기업투자금	4	4	6	7	9
기타금융자산	274	127	125	124	123
기타비유동자산	348	534	546	559	572
자산총계	12,236	13,945	14,218	14,731	15,454
유동부채	10,672	7,459	7,839	8,048	8,219
매입채무 및 기타채무	1,487	1,498	1,656	1,629	1,547
차입금	1,283	486	471	457	443
유동성채무	1,325	64	63	62	61
기타유동부채	6,578	5,412	5,648	5,900	6,167
비유동부채	818	2,173	2,095	2,023	1,956
차입금	100	1,665	1,582	1,502	1,427
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	718	508	514	521	529
부채총계	11,491	9,633	9,934	10,071	10,175
지배지분	745	4,307	4,279	4,655	5,273
자본금	541	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	10	2,740	2,740	2,740	2,740
이익잉여금	-2,701	-2,868	-3,009	-2,767	-2,309
기타자본변동	7	7	7	7	7
비지배지분	0	5	5	5	6
자본총계	745	4,312	4,283	4,660	5,279
총차입금	2,982	2,354	2,253	2,157	2,065

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-16,262	757	-459	790	1,492
PER	-1.2	33.1	-81.3	56.6	30.0
BPS	6,943	14,060	13,964	15,192	17,210
PBR	2.7	1.8	2.7	2.9	2.6
EBITDAPS	-13,823	-239	1,081	2,609	3,662
EV/EBITDA	-2.5	-156.3	33.4	14.0	9.1
SPS	38,321	35,085	34,310	40,118	43,059
PSR	0.5	0.7	1.1	1.1	1.0
CFPS	-14,162	-4,308	-3,259	-758	566
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	8.3	52.4	41.9	16.9	7.3
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	253.1	49.4
순이익 증가율	적지	흑전	적전	흑전	88.9

수익성	단위: 원, 배, %				
12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ROIIC	-343.8	28.8	4.8	16.5	39.1
ROA	-15.3	1.2	-1.0	1.7	3.0

HD현대중공업 최근 2년간 목표주가 변동추이

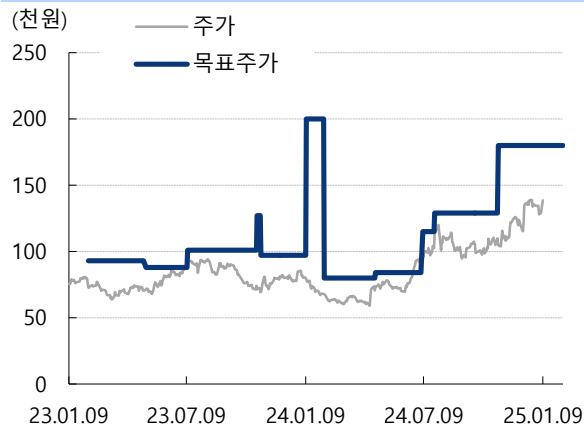


자료: 교보증권 리서치센터

HD현대중공업 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-01-03	매수	144,000	(24.22)	(21.32)	2024-03-25	매수	154,000	(21.71)	(15.45)
2023-02-08	매수	139,000	(26.45)	(18.85)	2024-04-26	매수	161,000	(14.08)	(2.86)
2023-04-18	매수	139,000	(25.67)	(18.85)	2024-07-08	매수	188,000	(12.44)	(6.65)
2023-04-29	매수	139,000	(25.45)	(18.85)	2024-07-25	매수	236,000	(17.10)	(8.47)
2023-05-08	매수	146,000	(15.30)	(5.55)	2024-10-06	매수	236,000	(17.81)	(8.47)
2023-07-11	매수	185,000	(23.08)	(20.11)	2024-11-01	매수	240,000	(1.30)	26.46
2023-07-28	매수	185,000	(31.06)	(20.11)	2025-01-10	매수	380,000		
2023-10-26	매수	145,000	(26.44)	(24.14)					
2023-11-01	매수	145,000	(17.81)	(7.72)					
2024-01-15	매수	141,000	(17.10)	(14.89)					
2024-02-07	매수	141,000	(18.15)	(10.57)					

HD현대미포 최근 2년간 목표주가 변동추이

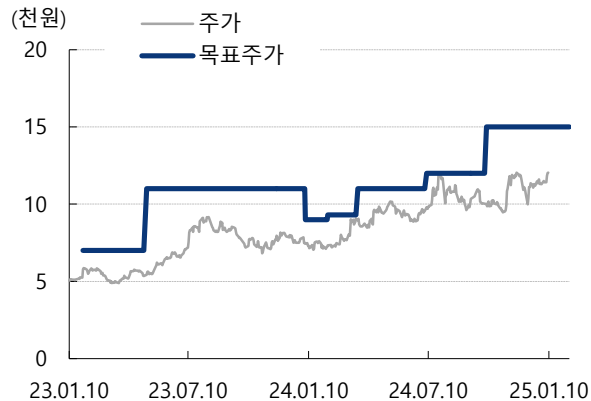


자료: 교보증권 리서치센터

HD현대미포 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-01-03	매수	104,400	(25.62)	(22.61)	2024-03-25	매수	80,000	(20.17)	(8.00)
2023-02-08	매수	93,000	(24.40)	(17.20)	2024-04-26	매수	84,000	(6.89)	13.93
2023-04-19	매수	93,000	(24.00)	(17.20)	2024-07-08	매수	115,000	(12.60)	(9.39)
2023-04-28	매수	93,000	(23.91)	(17.20)	2024-07-26	매수	129,000	(18.45)	(6.98)
2023-05-08	매수	88,000	(10.18)	(0.11)	2024-10-26	매수	162,000	(33.70)	(32.22)
2023-07-11	매수	101,000	(11.12)	(6.73)	2024-11-01	매수	165,000	(49.02)	(27.27)
2023-09-04	매수	101,000	(14.82)	(6.73)	2024-01-10	매수	200,000		
2023-10-26	매수	127,000	(43.86)	(42.99)					
2023-11-01	매수	97,000	(18.83)	(2.89)					
2023-01-15	매수	87,000	(10.02)	8.28					
2024-02-07	매수	80,000	(20.77)	(15.75)					

삼성중공업 최근 2년간 목표주가 변동추이

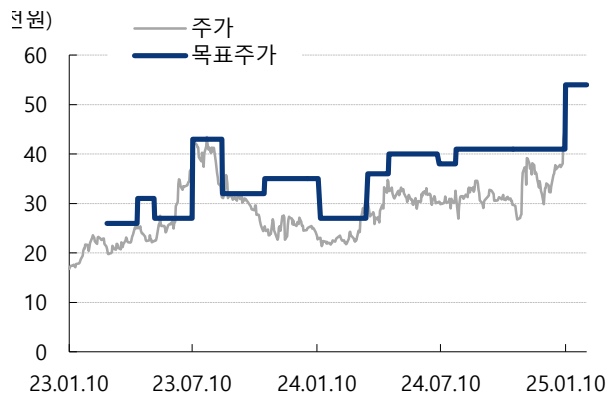


자료: 교보증권 리서치센터

삼성중공업 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-01-03	매수	7,000	(26.97)	(24.86)	2024-03-25	매수	11,000	(15.53)	(7.55)
2023-01-31	매수	7,000	(24.10)	(16.14)	2024-07-08	매수	12,000	(11.93)	(1.08)
2023-04-14	매수	7,000	(23.41)	(16.14)	2024-10-07	매수	15,000	(27.31)	(19.80)
2023-04-28	매수	7,000	(23.32)	(16.14)	2025-01-10	매수	15,000		
2023-05-08	매수	11,000	(42.21)	(34.55)					
2023-07-11	매수	11,000	(38.28)	(21.91)					
2023-07-27	매수	11,000	(31.42)	(16.64)					
2023-10-30	매수	11,000	(31.50)	(16.64)					
2023-11-01	매수	11,000	(31.21)	(16.64)					
2024-01-05	매수	9,000	(18.68)	(15.56)					
2024-02-08	매수	9,300	(14.82)	(2.37)					

한화오션 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

한화오션 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-01-03	매수	22,000	(8.46)	7.01	2024-04-25	매수	40,000	(21.72)	(17.00)
2023-03-07	매수	26,000	(15.08)	1.83	2024-07-08	매수	38,000	(19.96)	(14.21)
2023-04-21	매수	31,000	(22.93)	(18.18)	2024-08-02	매수	41,000	(22.86)	(15.73)
2023-05-08	매수	31,000	(24.60)	(18.18)	2024-10-07	매수	41,000	(19.54)	9.15
2023-05-16	매수	27,000	7.91	38.36	2025-01-10	매수	54,000		
2023-07-11	매수	43,000	(8.63)	1.03					
2023-08-24	매수	32,000	(5.81)	11.75					
2023-10-25	매수	35,000	(30.43)	(29.29)					
2023-11-01	매수	35,000	(28.21)	(21.14)					
2024-01-15	매수	27,000	(12.75)	13.70					
2024-03-25	매수	36,000	(18.86)	(3.47)					

감사합니다.

■ Compliance Notice ■

- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9%	2.5%	0.6%	0.0%

- [업종 투자의견]**
- Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
 - Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- [기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)**
- Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
 - Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
 - Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
 - Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하