



조선 Initiation

Made in KorUS

2025.07.08 | 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com



하나증권

조선 Overweight

Made in KorUS

Summary

- ✓ 우호적인 규제 흐름과 미국의 정책
- ✓ 환율 우려에도 실적 개선 추세는 지속
- ✓ Top Picks: HD현대중공업

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(7월7일)
HD한국조선해양(009540)	BUY	390,000원	315,000원
HD현대중공업(329180)	BUY	490,000원	377,500원
HD현대미포(010620)	BUY	220,000원	174,600원
HD현대마린솔루션(443060)	BUY	230,000원	188,500원
HD현대마린엔진(071970)	BUY	55,000원	44,450원
삼성중공업(010140)	BUY	20,000원	16,210원
한화오션(042660)	BUY	90,000원	73,900원

목차

1. 해가 지기 전까지 놀이는 계속된다	3
1) 2025년 하반기 실적 전망	3
2) 우호적인 규제 흐름	4
2) 역사적 고점과 지속 가능성	5
3) Top Picks와 투자포인트	6
2. 평균의 함정	7
1) 미국의 대외 전략	7
2) 중국 선가와 점유율 하락	11
3) 중국 생산능력 확장 무력화	12
3. 수주잔고는 협상력의 근간	13
1) 여전히 제한적인 슬롯	13
2) 선종 Mix는 달라질 수 있음	15
3) LNG선의 사이클을 기다리며	16
4. 원가 안정화로 양호할 실적	19
1) 생산성 개선과 매출 증가	19
2) 후판 가격은 당분간 경계	20
3) 원/달러 환율은 일부 우려 요인	21
5. 미국과 중국 사이 한국의 새로운 역할	22
1) 미국의 선택. 돈과 시간을 아끼거나 아끼지 않거나	22
2) 해외 직접 진출 유무는 전략의 차이	24
3) 향후 법안 방향이 멀티플 차이를 만들 것	26
기업분석	27
HD한국조선해양(009540)	28
HD현대중공업(329180)	32
HD현대미포(010620)	36
HD현대마린솔루션(443060)	40
HD현대마린엔진(071970)	44
삼성중공업(010140)	48
한화오션(042660)	52

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 7월 7일

HD현대중공업(329180)

BUY | TP 490,000원 | CP 377,500원

HD현대마린엔진(071970)

BUY | TP 55,000원 | CP 44,450원



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

2025년 7월 8일 | 산업분석_Initiation

조선

Made in KorUS

우호적인 규제 흐름과 미국의 정책

MEPC 제83차 회의에서 온실가스 배출 감축을 위한 중기조치 이행 개정안이 승인되었다. 기본목표와 직접목표를 기준으로 준수 여부에 따라 비용 또는 인센티브를 부과한다. 조건에 따라 온실가스 초과 배출량 1톤당 480달러까지 비용이 증가하기 때문에 친환경 엔진 채택 비중이 크게 늘어날 수 있다. 한국은 엔진 제작능력에서 경쟁국을 압도하고 있어 오랜 기간 수주 경쟁력이 유지될 전망이다. 최근 미국이 세계 조선업 질서를 재편하기 위해서 노력을 기울이는 중이다. 중국 조선업, 해운업 지배력을 약화시키고 동시에 자국 조선업 밸류체인 부활을 달성하기 위한 법안을 다수 발의했다. 한편 후자의 경우 상당한 수준의 비용 증가로 이어질 수 있고 연초 제시되었던 중국 대상 수수료 정책도 초기와 다르게 소폭 완화되었다. 이상과 현실의 접점을 찾아가는 과정이 불가피하다. 그럼에도 미국의 의도는 중국 견제로 압축되며 해당 기조가 유지되는 한 한국 등 우방국의 반사 수혜를 기대할 수 있다.

환율 우려에도 실적 개선 추세는 지속

2025년 하반기 조선 커버리지 합산 매출과 영업이익은 38.9조원, 4.2조원으로 전년대비 9.1%, 95.9% 증가할 것으로 예상된다. 과거 수주한 저가 선박의 인도가 대부분 마무리되며 고가 물량으로 대체되기 때문이다. 원가 이슈는 제한적이고 인력 효율성 제고가 확인되고 있어 중장기 실적 우상향 추세는 바뀌지 않을 전망이다. 원/달러 환율 강세 흐름은 실적에 일부 부정적인 영향으로 반영될 여지가 있으나 아직은 건조 Mix 개선 영향이 더 클 것으로 판단된다. 대형 조선소 건조 가능 슬롯은 시간이 갈수록 감소한다. VLCC는 2024년 대규모 발주 이후 잠시 쉬어가고 있지만 LNG선 수요를 뒷받침할 수 있는 미국, 카타르, 호주 등의 LNG 프로젝트가 진행되고 있다. 컨테이너선은 미국의 중국 견제로 한국으로의 발주 랠리가 확인된다. VLCC는 선복량 대비 수주잔고의 비율이 여전히 낮기 때문에 야드 효율성 개선 목적 이상의 수주는 언제든지 가능하다. 수주잔고 길이가 3년 미만으로 줄어들기 전까지는 공급자 우위 시장이 지속될 수밖에 없다.

Top Picks: HD현대중공업

2025년 하반기 조선 섹터 Top Picks로 HD현대중공업을 제시한다. 상선, 해양, 특수선, 엔진 등 모든 부문을 영위하는 프리미엄이 정당화될 필요가 있다. 전체적인 시장 강세 국면에서 기존 주도주로서의 지위를 잃지 않는 한 개선되는 실적에 비례하여 우상향하는 주가 흐름이 예상된다. 관심종목은 HD현대마린엔진이다. 아직 매출에서 D/F 엔진의 비중이 10% 미만인 점에서 향후 개선될 포인트가 상당하다. HD현대 계열사로 인수된 이후 가동률 및 캡티브 비중이 상승하고 있으며 앞으로도 그룹사 시너지가 수주로 증명될 전망이다.

1. 해가 지기 전까지 높이는 계속된다

1) 2025년 하반기 실적 전망

2025년 하반기 실적 전망

매출액 38.9조원
(YoY +9.1%)

영업이익 4.2조원
(YoY +95.9%)

2025년 하반기 조선 커버리지 합산 매출과 영업이익은 38.9조원, 4.2조원으로 전년대비 9.1%, 95.9% 증가할 것으로 예상된다. 개별 업체별 선종 차이는 있으나 과거 수주한 저가 선박의 인도가 대부분 마무리되며 고가 물량으로 대체되기 때문이다. 원가 이슈가 제한적인 가운데 외국인 인력 효율성 제고도 확인되고 있어 중장기 실적 우상향 추세는 바뀌지 않을 전망이다. 원/달러 환율의 강세 흐름은 실적에 일정 부분 부정적인 영향으로 반영될 여지가 있으나 아직은 건조 Mix 개선 영향이 더 클 것으로 판단된다. 향후 환율 하락 지속 여부 및 강도에 유의할 필요가 있다.

대형 조선소의 건조 가능 슬롯은 시간이 갈수록 감소한다. VLCC는 2024년 유의미한 규모의 발주 이후 잠시 쉬어가고 있지만 LNG선 수요를 뒷받침할 수 있는 미국, 카타르, 호주 등의 LNG 프로젝트가 진행되고 있다. 컨테이너선은 미국의 중국 견제로 한국으로의 발주 랠리가 확인된다. VLCC는 선복량 대비 수주잔고의 비율이 여전히 낮기 때문에 야드 효율성 개선 목적 이상의 수주는 언제든지 가능하다. 수주잔고 길이가 3년 미만으로 줄어들기 전까지는 공급자 우위 시장이 지속될 수밖에 없다.

도표 1. 조선 커버리지 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	구분	2023	2024	2025F	2026F
HD한국조선해양 009540	매출액	21,296.2	25,538.6	28,815.3	32,177.0
	영업이익	282.3	1,434.1	3,682.1	5,082.1
	순이익	144.9	1,454.6	2,562.7	3,629.6
HD현대중공업 329180	매출액	11,963.9	14,486.5	16,105.3	17,987.6
	영업이익	178.6	705.2	1,832.3	2,330.1
	순이익	24.7	621.5	1,329.3	1,745.0
HD현대미포 010620	매출액	4,039.1	4,630.0	5,139.4	5,648.6
	영업이익	(152.9)	88.5	329.7	507.0
	순이익	(139.0)	113.2	264.5	421.0
HD현대마린솔루션 443060	매출액	1,430.5	1,745.5	1,985.5	2,284.0
	영업이익	201.5	271.7	324.1	392.3
	순이익	151.1	227.9	256.3	313.3
HD현대마린엔진 071970	매출액	244.4	315.8	393.3	486.7
	영업이익	18.4	33.2	60.2	85.8
	순이익	31.6	75.8	54.6	70.9
삼성중공업 010140	매출액	8,009.4	9,903.1	10,709.3	12,573.3
	영업이익	233.3	502.7	674.6	996.2
	순이익	(155.6)	53.9	508.9	797.3
한화오션 042660	매출액	7,408.3	10,776.0	12,933.4	14,343.1
	영업이익	(196.5)	237.9	1,091.3	1,443.2
	순이익	160.0	528.2	919.4	1,268.9

자료: 하나증권

2) 우호적인 규제 흐름

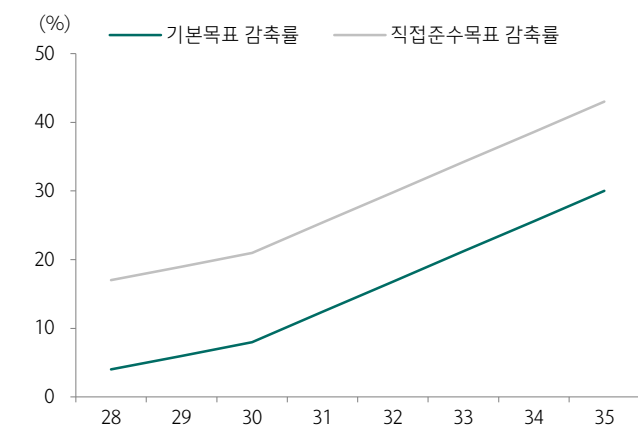
미국의 패권 회복 전략과 중국 조선해운업 견제 정책

IMO(국제해사기구) 산하 MEPC(해양환경보호위원회) 제83차 회의에서 온실가스(GHG) 배출 감축을 위한 중기조치 이행 관련 MARPOL Annex VI 개정안이 승인되었다. 10월 공식 채택 절차를 거치면 2027년 3월부터 GF(연료집약도, GHG Fuel Intensity) 규제가 시행된다. 기본 목표와 직접목표를 기준으로 준수 여부에 따라 비용 및 인센티브를 부과한다. 조건에 따라 온실가스 초과 배출량 1톤당 480달러까지 비용이 증가할 수 있다. 향후 친환경 엔진 채택 비중이 크게 늘어날 수 있는 규제이며 아직 추진연료에 대한 결론이 확립되지 않은 탱커는 어떤 방향이든 선택이 강제되는 시점이 다가올 것이다. 친환경 엔진 제작능력에서 경쟁국을 압도하고 있기 때문에 오랜 기간 한국의 상선 수주 경쟁력이 유지될 전망이다.

미국이 세계 조선업 질서를 재편하기 위해 노력을 기울이는 중이다. 중국 조선업 및 해운업 지배력을 약화시키면서 자국 조선업 밸류체인 부활을 동시에 달성하기 위한 SHIPS for America Act, 미국 조선업 경쟁력 둔화 원인으로 여겨지던 존스법(Jones Act)의 폐지법안인 미국 수역 개방 법안(Open America's Waters Act), 미국 함정의 존스법으로 간주할 수 있는 반스-톨레프슨 수정법(Byrnes-Tollefson Amendment)의 예외를 두는 해군 준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)과 해안경비대 준비태세 보장법(Ensuring Coast Guard Readiness Act) 등 다수 법안이 발의되고 있다.

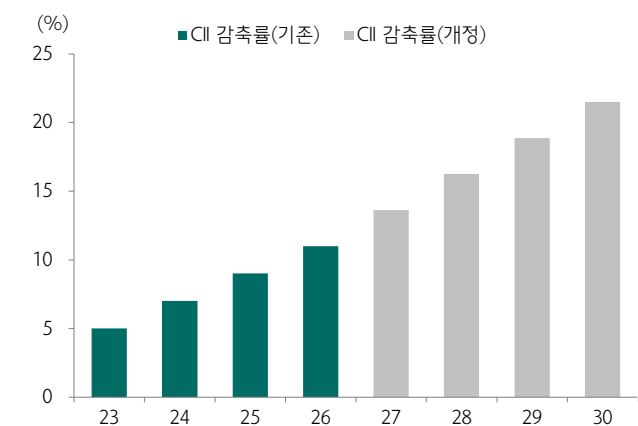
물론 실제 통과 여부는 알기 어렵다. 과거에 같은 법안이 발의되었지만 다양한 이해관계로 인해 도입이 무산된 바가 있다. 동맹국으로의 예외 확대와 자국의 조선업 밸류체인 강화는 동시에 달성하기 어려운 과제다. 특히 후자의 경우 상당한 수준의 비용 증가로 이어질 수 있는 정책이다. 실제로 연초 제시된 중국 대상 수수료 정책도 초기에 강력한 영향력을 내포 하던 것과 다르게 점차 완화되는 모습이다. 물론 이상과 현실 사이 접점을 찾아가는 과정이 불가피하겠으나 적어도 현실의 문제 인식은 중국 견제로 압축할 수 있고 해당 기조가 유지 되는 한 한국과 일본 등 미국 우방국의 반사수혜는 당연히 따라오는 결과물일 것이다.

도표 2. 연간 온실가스 연료집약도 목표



자료: 한국선급, 하나증권

도표 3. CII 감축률 가이드라인 개정



자료: 한국선급, 하나증권

3) 역사적 고점과 지속 가능성

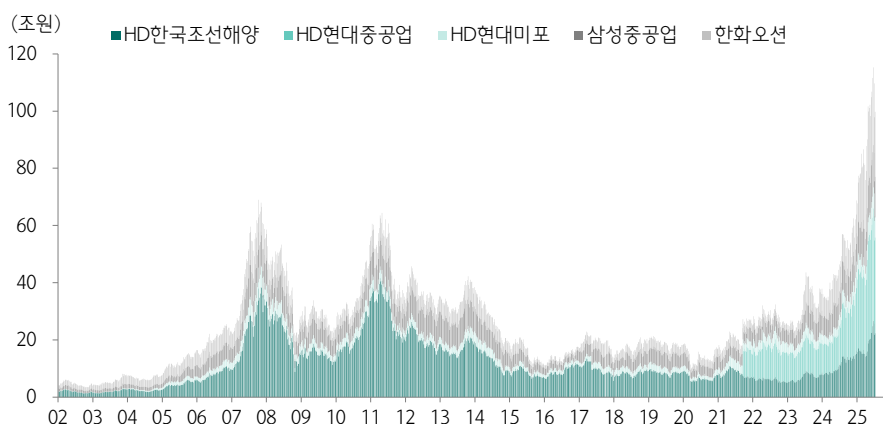
시장 주도주 지위는
실적 성장 지속되는 한
유지될 수 있을 것

현재 조선업 밸류체인 종목 대부분의 시가총액은 역사적 고점을 기록하고 있다. 시클리컬 산업 특성 상 고점 도달 여부 또는 지속 가능성에 대한 판단이 필요한 시점으로 간주된다. 아직 절대적인 주가 측면에서도 상대적인 산업의 매력도 측면에서도 시장 대비 성과가 좋지 않을 가능성은 낮을 것으로 판단된다. 우선 시장 지수 상승 국면에서 주도주의 지위를 잃을 가능성을 점검해볼 필요가 있다. 지배구조 관점에서 상법 개정안 등 정부 정책 반대 방향의 중복 상장 이슈가 추가 부각될 기업은 없다고 판단된다. 시장이 우려할만한 리스크는 크지 않다면 개별 업체 실적 또는 오버행 이슈 외에 특별한 악재는 없다고 볼 수 있다.

현재 주도주의 입지를 강화하게 된 것은 실적과 규제다. 실적은 유의미한 수준의 환율 변화 정도를 제외하면 장기 우상향 기초를 바꿀 요소는 없다. 만약 발주가 감소하고 수주잔고가 줄어들면 상황은 달라지겠지만 제한적인 증설을 감안하면 공급자 우위 시장 기초가 약화될 가능성은 희박하다. 미국의 중국 견제 또는 규제 변화 여부가 일부 종목의 단기 멀티플에 영향을 줄 수 있다. 다만 개별 업체별 대응 방식과 의사결정 시점에 따른 차이가 있을 뿐 미국 패권 전략이 유지되는 한 한국 조선업과 협업이 불가피한 상황은 바뀌지 않을 것이다.

도표 4. 조선업체 합산 시가총액 추이

분할 전 HD한국조선해양 제외
모두 역사적 신고가 구간



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 5. 조선업체 12MF PBR 추이

PBR 멀티플의 경우
아직 역사적 고점 도달 전



주: HD한국조선해양은 자본총계에서 상장 자회사 부분 차감자료: Quantiverse, 하나증권

4) Top Picks와 투자포인트

Top Picks: HD현대중공업

2025년 하반기 조선 섹터 Top Picks로 HD현대중공업을 제시한다. 상선, 해양, 특수선, 엔진 등 모든 핵심 역량을 갖춘 프리미엄이 정당화될 필요가 있다. 전체적인 시장 강세 국면에서 기존 주도주로서의 지위를 잃지 않는 한 개선되는 실적에 비례하여 우상향하는 주가 흐름이 예상된다. 관심종목은 HD현대마린엔진이다. 아직 매출에서 D/F 엔진의 비중이 10% 미만인 점에서 향후 개선될 포인트가 상당하다. HD현대 계열사로 인수된 이후 가동률 및 캡티브 비중이 상승하고 있으며 앞으로도 그룹사 시너지가 수주로 증명될 전망이다.

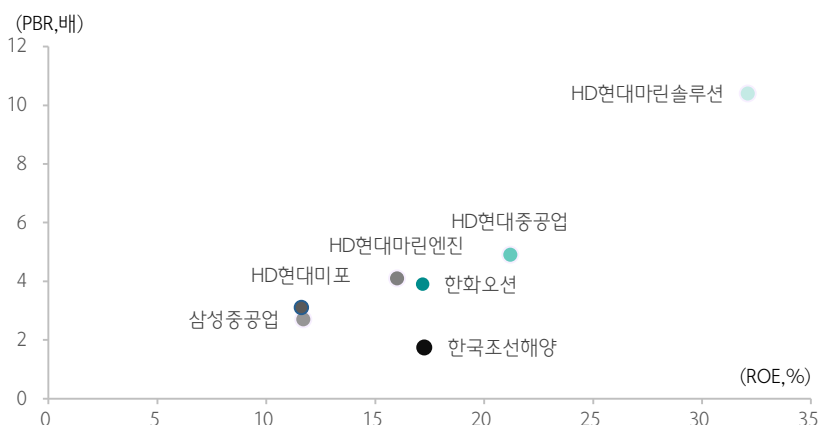
미국의 전략상선 법안이 현실화될 경우 건조 선종과 접점이 많은 HD현대미포가 수혜주로 부각될 가능성이 높다. 미국의 정책이 자국 밸류체인 강화를 최종 종착지로 설정하는 경우 현지 생산시설 투자를 선제적으로 단행한 한화오션의 멀티플 제고가 나타날 것이다. 자회사 이익 개선으로 배당수익률이 높아진 HD한국조선해양, 그룹사 캡티브 물량의 안정적 확대와 LTSA의 고성장 주기가 찾아온 HD현대마린솔루션도 장기적인 관점에서 투자 매력력이 높다. 다른 조선사 대비 멀티플 확장 여지가 제한적이었던 삼성중공업도 올해 하반기 FLNG 수주 달성 및 그에 따른 재평가 가능성에 대비할 필요가 있다.

도표 6. 조선 커버리지 PBR-ROE Chart (2025년 실적 기준)

PBR(배) / ROE(%)

HD현대중공업 4.9 / 21.2

HD현대마린엔진 4.1 / 16.0



자료: 각 사, 하나증권

도표 7. 조선 커버리지 DPS-예상배당수익률 (2025년 실적 기준)

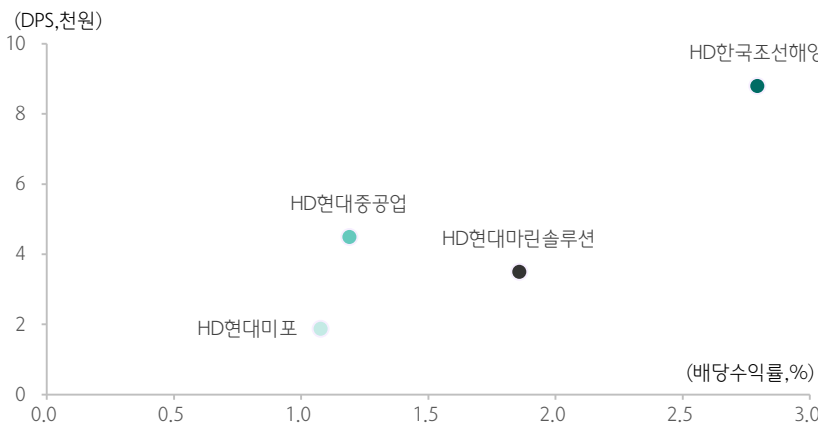
DPS(천원) / 배당수익률(%)

HD한국조선해양 8.8 / 2.8

HD현대중공업 4.5 / 1.2

HD현대미포 1.9 / 1.1

HD현대마린솔루션 3.5 / 1.9



자료: 각 사, 하나증권

2. 평균의 함정

1) 미국의 조선업 부활 전략

중국 조선해운업에 대한 견제 수수료 부과를 통한 배제 정책

미국 국적 선박의 정의는 미국 선원이 운항하고 미국 해사법을 적용받는 선박이다. 미국의 경우 보호무역을 기반으로 하는 법령에 의하여 선박 건조능력이 쇠퇴한 반면 중국은 지속적으로 점유율이 증가하고 있다. 선박 공급망뿐만 아니라 선원에 대한 공급도 부족하다. 이런 불평등의 기원을 근본적으로 해소하기보다 지원책을 마련하면서 문제를 해결하려는 양상이 확인된다. 2024년 12월에 발의된 SHIPS for America Act는 해양 산업 자금 지원 보장, 미국 선박 경쟁력 강화, 미국 조선소 기반 재건, 숙련된 선원 및 조선소 근로자 확보 등을 동시에 달성하려는 법안이다. 회기 종료로 폐기된 이후 올해 4월 재발의되었고 전략적 상업 함대 프로그램으로 미국 국적 선박을 10년 안에 250척으로 확대할 계획이다.

미국 주요 5개 노조의 청원에 따라 무역법 301조에 근거한 조사가 이뤄졌고 2025년 2월에 미국 무역대표부(USTR)가 중국 해운업을 대상으로 하는 규제를 발표했다. 중국 정책이 외국 기업 시장 접근 차단, 시장경제 공급망 훼손, 중국 의존도 심화 결과를 일으키는 상황으로 결론을 내렸다. 미국이 경제 안보와 상업 활동에는 선박과 해운이 필수적이기 때문에 견제 조치를 통해서 공급망 리스크 완화 및 미국 조선업 수요 활성화를 추진한다.

중국 해상, 물류, 조선 부문에 대한 지배력 강화를 위한 조치로 서비스 수수료 부과가 제시되었다. 법안에 따르면 중국 선사 선박이 미국 항구 입항 시 최대 백만달러 또는 순톤수당 천달러의 수수료가 부과된다. 중국 선사가 아니더라도 중국 선박 비중 또는 중국 조선소에 발주하는 비율에 따라 구간별로 최대 150만달러의 추가 수수료가 부과된다. 미국산 선박은 수수료가 면제되며 조치일 이후 연도별 미국 선사 및 건조 선박 비중 확대도 반영되었다.

도표 8. 미국 조선업 강화법

(단위: MW)

조항	기능	목표	시행시기
전략상선대 계획	군용 목적의 특수한 미국 국적선과 갱신 가능한 7년 계약의 상업용 국적선 건조를 수립	해상 운송 준비 태세와 미국 상업적 입지 중대를 확보	2026~2047
해양안보 신탁기금	조선소 보조금, 선박 건조 보조금, 인력 개발 계획 기금을 수립	인프라 현대화, 산업 역량 증대	FY2026 시작
선대 확장 목표	전략적 프로그램과 장려책으로 10년 동안 총 250척의 미국 내 국적선 건조 계획	상업과 군사 방어 목적의 상선대를 재건	2025~2035
외국적선 할증 관세	외국적선을 통해 수입되는 항목들에 10% 할증료 부과 만약 미국 국적선 요금이 저렴하다면 면제	미국 운송과 가격 균형을 장려	제정 후 12개월 경과한 시점
해양 인력 양성	신설 장학금, 무역 프로그램, 해양대학교와 교육기관에 인프라 기금 지원	차세대 선원과 조선 인력을 양성	2025년 시작 진행 중
연방정부 해양 전략 요건	연방정부기관은 단일화된 전략, 조달 협력 활동, 물류, 상선대 필요 항목을 의무 조정	해양 정책과 자원 배분을 효율화	통과 후 180일 이내

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 9. 전략상선대계획 세부사항

요건	세부항목	목적	기간
미국 내 건설	선박은 국내 조선소에서만 건조	국내 조선 산업 재활성화	21개년 내
미국 국적선 & 소유권	미국 시민 혹은 자격을 충족한 기관에서 미국 국적선을 운영 및 소유	미국 규제 관리 감독과 통제를 이행	21개년 내
군사 유틸리티	국방부의 해양 수송 군사 작전 요건 충족	충돌 혹은 위기 준비태세를 확립	21개년 내
사업 실행 가능성	높은 경쟁력으로 국제 무역 시장에서 운영	유류 용량과 보조금에 대한 높은 의존도를 방지	정기 검토
여용 선박 구분	컨테이너선, RoRo선, 중량물운송선, 유조선, 벌크선(승인 조건)	상선대 다양성과 유동성을 확보	해당 없음

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 10. 해양안보 신탁기금 개요

종류	지원 범위	수혜자	목적
조선소 현대화	설비 확장, 자동화, 개선을 위한 보조금 및 대출 지원	민간 및 공공 조선소	미국 국적선 생산량 증대
신-선박 건조	미국 국적선 전략상선 선박을 위한 보조금 지급과 비용분담	승인 받은 미국 선박사 및 운영사	미국 국적 상선대 성장
인력 양성 교육	장학금, 무역 학교 지원, 해양대학교 자금 지원	대학교, 조합, 교육기관	기술 특화 노동력 발전
항만 및 물류 기반 시설	화물 처리, 연계 운송 개선 및 해안 시설 지원	항만공사 및 물류법인	항만 효율화 개선
관리감독 & 보고	해사청(MARAD) 감시와 국회 및 감사 조항을 위한 연례보고서 제출	연방정부 감독 기관	투명성 확보

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 11. 상선대 예상 증설안(2025~2035)

연도	선박 구분	사용 목적	핵심 근거	예상 신설 선박
2025~2026	RoRo선, 중량물운송선, 컨테이너선	해상수송 준비, 항구 활성화	국방부 긴급 요구 사항 해결	20척
2027~2028	유조선, 피더선, 벌크선	연료 운송, 연안운송	국내 항로 선택권 확대	40척
2029~2030	컨테이너, LNG-수송 다목적 선박	수출 경쟁력, 청정에너지 거래	상선대 및 배출물 현대화	50척
2031~2032	로로선, 유조선, 다기능 지원 선박	물류, 복합운송	유통 준비태세 강화	70척
2033~2035	복합 상선대(신조 선박 및 대체선박)	유지보수 및 선박 주기 순환	장기 운영 안전성	70척
합산(10년 목표)	-	-	-	250척

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 12. 외국적선 할증 관세 예시 시나리오

시나리오	세부 운송 항목	관세 적용 여부	사유
외국적선 수입 표준	외국 국적 컨테이너선을 통한 아시아 전자제품 수입	해당	면제 적용 대상 아닌 외국적선 사용
국적선 미사용	국적선 사용이 가능함에도 걸프 지역에서 벌크 화학 물질을 외국적선으로 운반	해당	면제 거부 - 국적선 미사용
국적선을 통한 수입	미국 국적 RoRo선을 통한 유럽 가구 수입	없음	국내 운송 요구사항 충족
국적선 선박 용량 초과	미국산 대체제가 없는 남미산 건설자재 수입	없음(면제)	선박 용량 초과는 제외 대상 적용
신선식품	긴급 운송이 필요한 신선 해산물	없음(면제)	부패성/시간 산출로 면제 확정

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 13. 인력양성 프로그램 개요

프로그램 구분	자격 기관	인력 계층 세분화	예상 결과
해양대학교 지원	미국 상선사관학교, 주립 해양대학교	갑판 사관, 기술사	상위 기술사 배출
숙련 기술직 훈련 지원	커뮤니티 칼리지, 기술 학교, 조합 프로그램	용접공, 기계공, 전기사	조선소 노동력 확장
장학금 인센티브	산업 파트너 및 인증 해양 프로그램	퇴역군인, 사회소약계층	접근성과 다양성 개선
인력 조정 자금지원	조선소, 위탁생산, 물류 회사 (교육 파트너 포함)	고용주가 요구하는 취업 준비 졸업생	맞춤형 인재 확보

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 14. 해상운송 전략 (기관 책임 분야)

기관	책임 분야	전략적 역할
교통부(DOT)	기관 통솔, 전략적 해상운송 능력 로드맵 최신화 및 배포	정책 리더십 및 조정
해사청(MARAD)	프로그램 규정 시행, 선박 적격성 관리, 상선대 개발 및 인력 재정지원 관리감독	실행 및 감독
국방부(DOD)	군사적 유틸리티 표준 정의, 해상 수송 용량 격차 식별, 이중용도 자원 계획 수립 지원	국가 안보 조정
해안경비대(USCG)	안전과 프로그램을 통해 신선박 검수를 위한 규제 준수사항 확보	해상 단속 및 규정 준수 여부 확인
국가안전보장회의(NSC)	전략적 위험, 국제물류 의존도 및 비상상황 시나리오 자문	전략적 정책 조언

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 15. 미국 조선업 강화법 추가 핵심규정

규정	종류	예상 효과
선박 문서작업 효율화	이중사용 가능성 보유 및 자격 부여된 미국 상업용 선박 등록 간소화	행정적 장벽 완화
조선소 세금 인센티브	세액 공제 혹은 상선대 확장 지원의 투자자격을 갖춘 조선소. 가속상각법 제공	미국 조선소 투자 촉진
미국 국적선 조달 우선권	연방정부 기관들은 해양운송 관련 계약을 미국 내 건조 선박과 국적선에 우선권 부여할 의무	미국 상업용 상선대 공급 강화
연례보고 의무	해사청과 교통부는 진행 상황, 자금 사용, 참가자 준수 여부에 대해 보고 의무	투명성과 정책 균형성 확보

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

도표 16. 미국 조선업 강화법 대상 수혜 내용 및 범위

주주	수혜	수혜 범위
미국 조선소	신선박 수요 보장, 세금 경감, 계약 확대	매출액 & 역량 증대
항만 운영사	국적선 수요 증대, 제반 시설 자금지원 및 부피 화물 용량 증대	처리율 & 현대화
해양운송 원청사	해양운송 서비스, 설비 향상 및 유지보수 수요 증가	직업 & 전문 기술 서비스
선박 운영사 및 운송사	자금 접근성, 계약 선호도, 미국 해상 수송 자격	상선대 확장 & 계약 접근성
선원 & 교육 기관	맞춤형 인재 확보, 장학금 지원 입학, 인력 양성 자금지원	인력양성 확대

자료: SHIPS for America Act, 하나증권

다만 규제는 현실적인 이유로
다소 완화될 가능성 존재

한편 공청회와 시장 반응을 통해 다소 완화된 조치가 4월 17일 발표되었다. 1단계는 180일 유예 이후 2025년 10월 14일부터 시행된다. 중국 소유 또는 운영 선박에 대해서 순톤수당 입항수수료 50달러를 부과하며 매년 30달러씩 3년에 걸쳐 추가로 인상된다. 컨테이너선의 경우 톤당 18달러 또는 TEU당 120달러가 부과되며 자동차운반선은 CEU당 150달러가 부과된다. 예외로 공선, 소형선, 2천해리 미만 단거리 수송은 적용되지 않는다. 2단계는 2028년 4월 16일부터 시행되며 2047년까지 확대된다. 미국산 상선 건조 촉진을 위해 LNG 수출량 대비 일정 비율을 미국 건조 선박으로 운송하는 것을 의무화하며 2028년 1%, 2035년 4%, 2047년 15%로 확대된다.

6월 6일에는 개정안을 통해 자동차운반선 입항수수료를 기존 CEU당 150달러에서 순톤수당 14달러로 인하였다. 해양안보프로그램(MSP)에 속한 선사들의 선박이거나 미국 정부 화물 운송 시에 수수료가 면제된다. LNG 수출에 있어 미국산 LNG 운반선이 없어도 LNG 수출 허가를 중단하지 않는 것으로 방침을 변경했다. 다만 2028년부터는 미국산 선박의 해상 LNG 수출량과 외국산 선박 운송량을 에너지부(DOE)에 의무적으로 보고해야 한다. 2028년 1% 물량에 해당되는 LNG선은 최소 5척 가량인데 현실적으로 확보하기 어렵고 LNG선처럼 공급망과 기술력이 요구되는 선종이 아니더라도 규제를 당장 적용함으로써 나타나는 피해가 더 크기 때문에 규제가 완화된 것으로 해석된다.

미국의 규제는 전반적인 해상 지배력 강화 전략에서 기인한다. 중국 선사, 조선소에 대한 수수료를 통해 자국내 발주 외 물량을 차단함으로써 경쟁력을 약화시키려는 의도다. 아직 전투기 등 무기체계에 있어 압도적인 위상을 잃지 않고 있지만 급증하는 중국 물량에 대해 경계가 불가피하다. 한편 수수료 규제 등은 관세와 비슷한 효과를 갖기 때문에 미국 내에서 추가 인플레이션 요소 및 물류 공급망 이탈 요인으로도 작용 가능하다. 물론 전세계 GDP의 상당 비율을 차지하는 미국을 무역 대상에서 제외하기는 쉽지 않다. 강대국 갈등 국면에서 진행 방향을 예측하기 어려운 국면이다.

도표 17. 중국 해운 산업에 대한 조치 시행 - Annex I ~ V 조치별 시행일 및 주요 내용

시행일	Annex I	Annex II	Annex III	Annex IV	Annex V
	입항수수료 부과			미국산 선박 사용 의무 도입	관세 부과
2025년 10월 14일	\$50/NT	\$18/NT 또는 \$120/TEU	\$150/CEU → \$14/NT	-	중국산 항만 장비 고율 관세 검토 중
2025년 04월 17일	\$80/NT	\$23/NT 또는 \$153/TEU		-	
2027년 04월 17일	\$110/NT	\$28/NT 또는 \$195/TEU		-	
2028년 04월 17일	\$140/NT	\$33/NT 또는 \$250/TEU		의무비율 1% 도입 시작	
2029년~2049년	-	-	-	매년 1~2% 증가 2047년 15% 도달	

자료: USTR, 하나증권

2) 중국 선가와 점유율 하락

신조선가 지수 약보합세

미국의 규제 강도에 따라 중국 견제 효과 확인될 전망

최근 클락슨 신조선가 지수는 약보합세다. 다만 국가별 계약 단가를 고려하면 한국의 수주 가격은 지수보다 양호할 것으로 추정된다. 2025년 5월 기준 2024년 9월 고점 이후 클락슨 신조선가보다 중국 신조선가 하락폭이 더 빨라지고 있다. 입항수수료 등 중국 선박에 대한 패널티가 강화되는 국면에서 2025년 6월 누적 중국 조선소 수주는 1,004만CGT로 전년대비 65.4% 감소했고 척수 기준 370척으로 69.6% 줄어들었다. 전체 시장이 CGT, 척수 기준 54.5%, 63.8% 줄어든 것 대비 큰 폭의 감소다. 특히 컨테이너와 PCC 수주가 각각 135척, 0척으로 2024년 6월 누적 172척, 44척 대비 감소했다. 선주의 발주 심리에 영향을 미치는 모습이다. 수수료 규제가 일부 완화되었지만 이후에도 불확실성 회피 흐름이 예상된다.

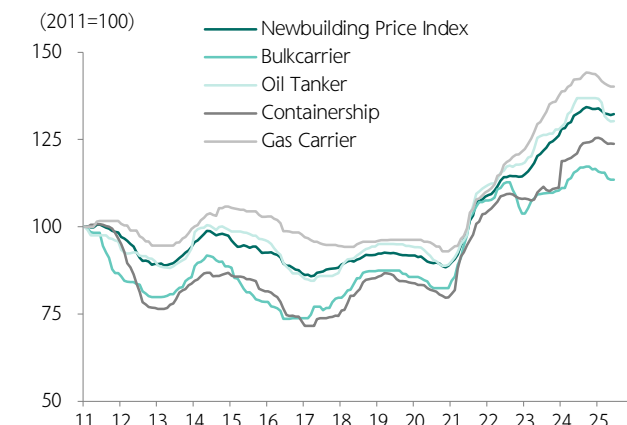
한국 수주는 2025년 6월 누적 487만CGT, 113척으로 전년대비 각각 33.5%, 32.3% 감소에 그쳤다. 한국 조선소가 갖는 고유 경쟁력에 더해 중국에 대한 미국 규제로 인한 반사수혜가 일정 부분 나타나는 것으로 판단된다. 실제로 CMA-CGM, 에버그린 등 한국으로 발주 전환 물량이 확인된 바 있다. 물론 발주 전환을 고민하다가 규제 완화 이후 기존 입장으로 선회 하려는 독일 하파그로이드처럼 선가 차이에 매력을 느낄 수 있다. 다만 규제의 목적은 뚜렷하고 재차 강화될 가능성을 감안하면 안전한 선택지로 의사결정이 집중될 개연성이 크다.

도표 18. 신조선가 지수 추이



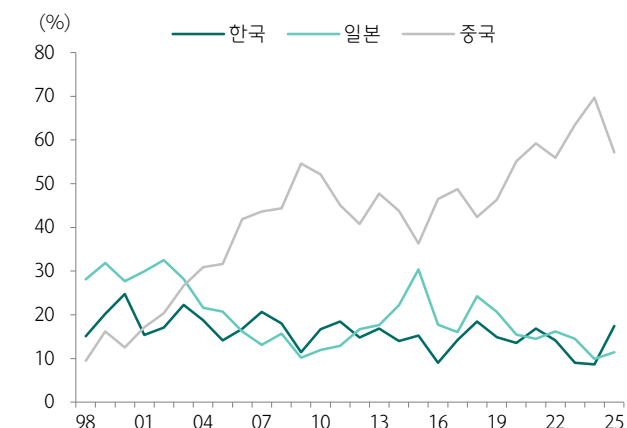
자료: Clarksons, 하나증권

도표 19. 주요 선종 신조선가 추이



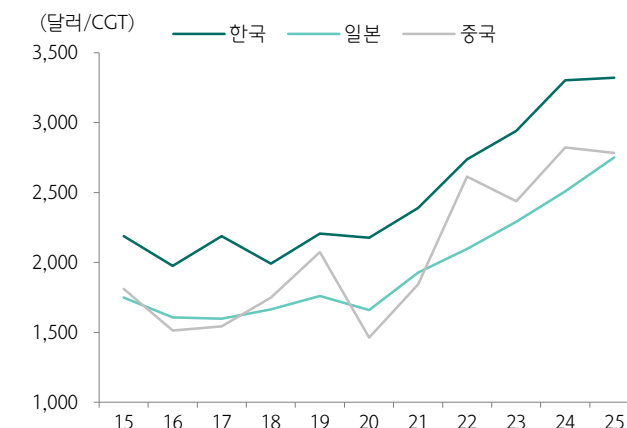
자료: Clarksons, 하나증권

도표 20. 주요 국가별 점유율 추이 (CGT 기준)



자료: Clarksons, 하나증권

도표 21. 주요 국가별 수주단가 추이 (CGT 기준)



자료: Clarksons, 하나증권

3) 중국 생산능력 확장 무력화

중국의 생산능력 확장은
장기 선가 하락 요인

다만 미국의 견제 정책으로
우방국의 선가 협상력이
제고될 개연성 존재

2024년 양프장조선, 뉴타임즈조선 등 중국의 여러 민영조선소들이 가동을 중단한 설비를 매입하거나 신규 투자를 단행하는 등 생산능력을 확장했다. 2025년 6월에는 후동중화조선의 LNG선 건조능력을 2배로 증가하기 위한 신규 야드가 가동했다. 조선업은 글로벌 단일 시장이고 정부 지원으로 고정비 측면에서 강점을 갖는 중국의 증설은 다른 경쟁국가에게 부담이 될 수밖에 없다. 하지만 미국 규제가 본격화되면 중국 수주는 둔화될 수 있고 우방국으로 수혜가 나타날 전망이다. 한편 해당 우방국의 제한된 생산능력과 이미 길어진 수주잔고는 새롭게 부각될 미국의 수요에 부합하지 못할 여지가 있다. 이는 수주협상력으로 작용하며 선가의 장기 추세를 정체 국면에서 벗어나게 하는 동력이 될 수 있다.

그렇다고 단가 협상력에만 기여하는 카드로 제한되지는 않을 전망이다. 한국과 일본도 2024년의 중국과 같이 Capa가 늘어날 수 있기 때문이다. 일본은 정부 주도로 야드 확장을 추진한다. 지난 6월 20일 자국 조선업 부활을 위한 국립 조선소 설립 검토가 보도되었다. 일본 정부와 여당이 국립 조선소를 건설 및 취득하고 이후 민간에 운영을 위탁하는 형태를 고려하는 모습이다. 한국에게 빼앗긴 기술 주도권 및 점유율을 회복하기는 어렵겠지만 미국의 동맹국 협력 요청 가능성에 대응하려는 목적으로 해석된다. 한국 조선업체 모두 현재 생산능력을 최대로 활용 중이지만 가동을 하지 않는 도크가 일부 존재하기 때문에 상황에 따라 적극적으로 대응할 여지가 있다. 따라서 선가(P)는 중국 견제에 의한 글로벌 실질 생산능력 감소로 상승 기초가 가능하고 수주(Q) 미국의 잠재적 수요가 현실화되는 흐름에 맞춰 생산능력 제고와 동반될 전망이다.

도표 22. 중국의 조선산업 녹색발전 분야, 성장 및 혁신 방면 주요 정책

일시	발표부서	문서/회의 명칭	주요 내용
2023년 11월	국무원	대기질 지속 개선 행동 계획	신에너지 및 청정에너지 선박 개발 촉진. 육상 전력 사용을 제고
2023년 12월	교통운수부 등	현대 항운 서비스업의 고품질 발전을 가속화하기 위한 지도의견	텐진 등 자유무역시험구의 금융리스 신속처리 서비스 모델 보급
			선박 금융리스 비즈니스 환경 최적화
			다양한 해운 금융 방식 적극적으로 발전
			녹색 스마트 선박 산업 체인 발전 적극 지원
2024년 3월	국무원	대규모 설비 갱신과 소비재 교체 행동 방안 추진	고에너지 소비 및 고배출 노후 선박 폐기 및 갱신 가속화
			신에너지 동력 선박 발전 적극 지원
			신에너지 동력 선박 인프라와 표준 규범 완비
			전기, 액화천연가스 동력, 바이오 디젤 동력, 녹색 메탄올 동력 등 신재생 에너지 선박의 응용 범위 점진적 확대
2024년 3월	공업정보화부 등	산업 분야 설비 갱신 추진 실시 방안	시험 검사 설비 갱신 및 업그레이드
			석유화학, 의약, 선박, 전자 등 주요 산업에서 중간 검증 및 단계에 중점을 두고 첨단 장비를 갱신
			엔지니어링 및 산업화 능력 향상
2024년 5월	재정부, 교통운수부	도로 및 수로 교통 운수 인프라의 디지털 전환 및 업그레이드 지원에 관한 통지	도로와 수로 교통 인프라의 디지털 전환, 스마트 업그레이드, 융합 혁신 추진. 생산력 발전 가속화
			선박 산업과 디지털 기술의 깊은 융합 촉진. 선박 제조와 운영의 지능화 수준 향상

자료: 한국무역협회, 하나증권

3. 수주잔고는 협상력의 근간

1) 여전히 제한적인 슬롯

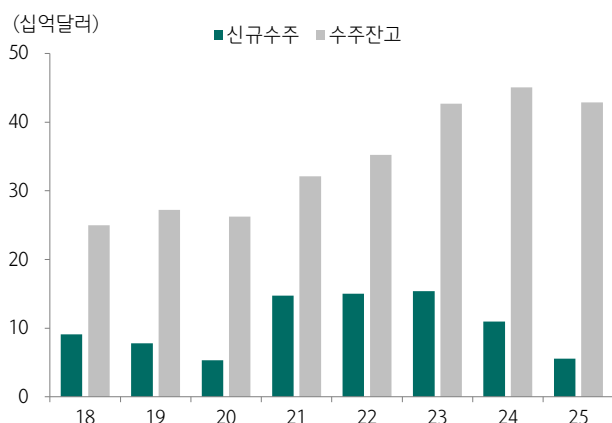
신조 발조 감소 국면에도
여전히 견조한 수주잔고

2025년 신조 발주가 전년대비 감소하는 국면에 있다. 과거 몇 년에 걸친 발주 랠리로 인한 자연적인 수요 감소로 볼 수 있으나 미국의 규제에 대한 관망세로 해석할 여지도 일부 존재한다. 전세계 발주에서 중국이 차지하는 비중은 여전히 높다. 자국 선사로부터 받는 물량이 상당하지만 외국 선사들도 낮은 가격에 우호적으로 반응하는 모습이다.

한편 2024년 중국도 슬롯을 많이 채웠기 때문에 지금은 특정 조선소가 빠른 납기를 갖고 있다는 장점을 누리기가 힘든 상황이다. 클락슨에 따르면 한국 조선소 대부분이 2028년 인도 일정으로 수주를 받는 중이다. 2028년 슬롯은 시간이 지날수록 마감되며 3년 가량 수주잔고 길이를 유지하면서 협상력을 발휘할 수 있는 조건으로 작용할 것이다.

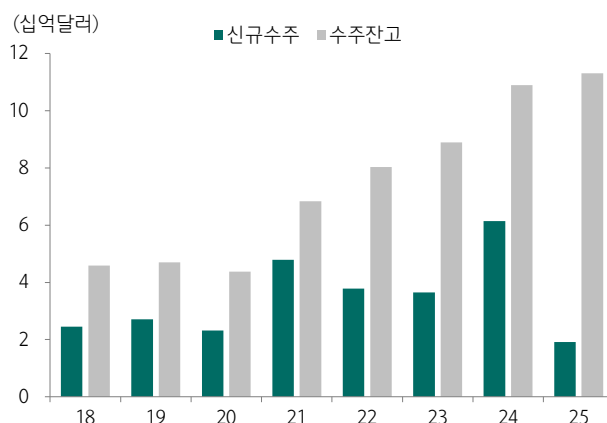
건조 능력이 우수한 한국 조선소 슬롯이 얼마 남지 않았다. 노후선뿐만 아니라 환경규제에 대응하기 위한 선대 교체 목적의 발주 물량만 고려하더라도 향후 발주처가 고려할 수 있는 최선의 옵션을 선택할 기회가 줄어들고 있는 것이다. 잔고가 줄어들지 않는 한 공급자 우위 시장은 유지된다.

도표 23. HD현대중공업 신규수주와 수주잔고 (5월 말)



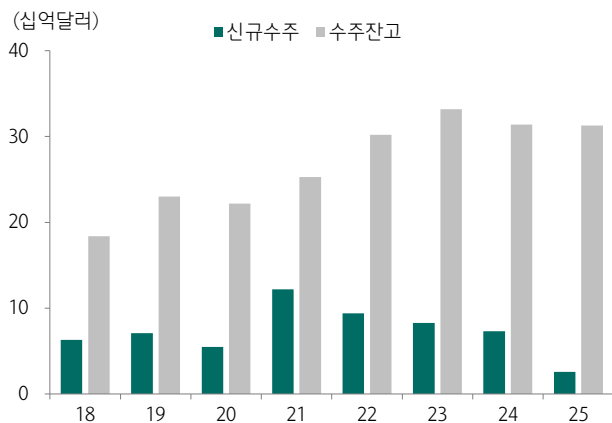
자료: HD현대중공업, 하나금융투자

도표 24. HD현대미포 신규수주와 수주잔고 (5월 말)



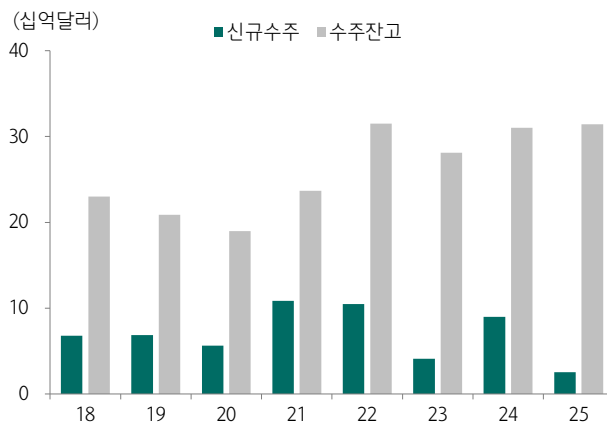
자료: HD현대미포, 하나금융투자

도표 25. 삼성중공업 신규수주와 수주잔고 (5월 말)



자료: 삼성중공업, 하나금융투자

도표 26. 한화오션 신규수주와 수주잔고 (3월 말)



자료: 한화오션, 하나금융투자

도표 27. HD현대중공업 인도실적 추이 및 전망 (클락슨 데이터 기준)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
컨테이너선	5	13	6	15	22	20	5	7	19
탱커선	9	7	19	3	3	2	1	9	0
가스선	15	22	12	21	18	23	31	40	16
해양/기타	5	2	0	1	1	1	0	0	0
합계	34	44	37	40	44	46	37	56	35

자료: Clarksons, 하나증권

도표 28. HD현대삼호 인도실적 추이 및 전망 (클락슨 데이터 기준)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
컨테이너선	3	2	5	6	17	16	13	8	12
탱커선	13	13	10	7	1	2	9	10	0
가스선	6	11	12	18	12	10	13	12	5
기타	4	4	3	2	1	3	1	7	6
합계	26	30	30	33	31	31	36	37	23

자료: Clarksons, 하나증권

도표 29. HD현대미포 인도실적 추이 및 전망 (클락슨 데이터 기준)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
컨테이너선	20	4	11	24	42	6	3	19	0
탱커선	31	32	24	3	1	30	26	4	0
가스선	2	7	16	20	9	8	17	19	11
기타	1	2	1	4	3	2	2	3	1
합계	54	45	52	51	55	46	48	45	12

자료: Clarksons, 하나증권

도표 30. 삼성중공업 인도실적 추이 및 전망 (클락슨 데이터 기준)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
컨테이너선	12	6	4	15	24	11	9	13	1
탱커선	15	17	20	7	0	3	2	6	11
가스선	10	17	6	8	19	22	20	26	11
해양/기타	1	2	1	0	4	0	0	1	1
합계	38	42	31	30	47	36	31	46	24

자료: Clarksons, 하나증권

도표 31. 한화오션 인도실적 추이 및 전망 (클락슨 데이터 기준)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
컨테이너선	7	5	5	8	12	13	0	4	8
탱커선	11	9	6	11	1	0	7	7	0
가스선	9	18	6	7	15	29	27	24	5
해양/기타	0	0	1	5	0	1	1	1	0
합계	27	32	18	31	28	43	35	36	13

자료: Clarksons, 하나증권

2) 선종 Mix는 달라질 수 있음

LNG 건조량은 당분간 유지

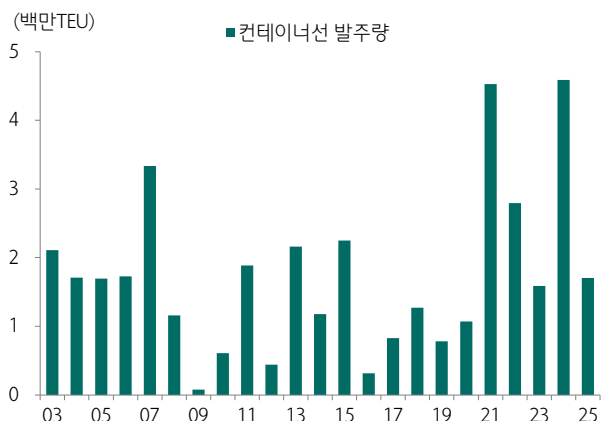
다만 수주잔고에서 비중은 감소
반면 컨테이너와 탱커 비중 상승

중요한 것은 수주잔고의 길이를
유지시켜 줄 수 있는지의 여부

국내 조선소별 수주잔고를 살펴보면 LNG선 비중이 조금씩 감소하는 것이 확인된다. 반면 컨테이너선 및 탱커의 비중은 늘어나고 있다. 이는 LNG선 인도량 증가에 따른 자연스러운 선종 Mix 변화로 해석할 수 있다. 탱커-컨테이너선-LNG선 순서로 건조 마진이 높은 것이 일반적으로 알려진 사실이다. 한편 친환경 엔진을 탑재하는 대형 컨테이너선의 경우 LNG선 대비 선가 차이가 크지 않다. 이는 제한된 슬롯에서 나오는 가격 협상의 결과물로 판단되며 단순 Mix 변화를 이익률의 감소로 해석할 필요는 없다. 선복량 대비 높은 오더북 비율에도 컨테이너선 발주는 주요 선사들의 양호한 재무상황을 기반으로 지속되고 있다. 상대적으로 오더북 비율이 낮은 탱커는 언제든지 한국 조선소의 수주로 이어질 수 있는 선종이다.

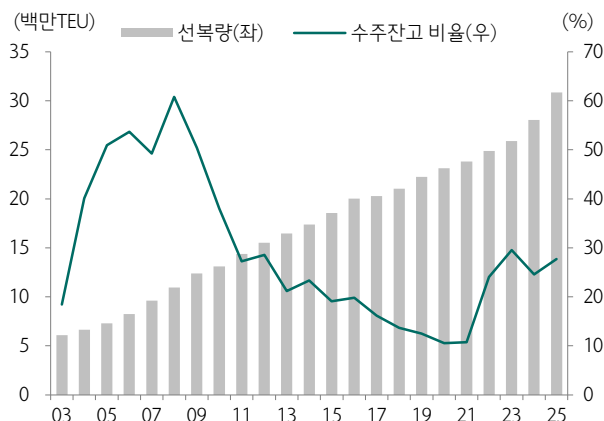
일부 업체별로 VLCC 비중이 높을수록 전체 수익성은 둔화될 수 있으나 아직까지 Mix 측면에서 우려할만한 상황은 아니라고 판단된다. LNG선이 일정 수준 이상의 비율을 유지하는 동안에는 대부분 상선 부분에서 두 자리 수 마진이 가능할 것으로 예상된다. 물론 지금의 높은 LNG 건조 비중은 향후 1~2년에 걸쳐 점차 감소할 수 있다. 다만 이는 수주를 무한정 길게 가져갈 수 없으며 발주 환경도 종합적으로 고려해서 결정되는 사안이다. 따라서 장기 수주 Mix와 마진은 향후 LNG선 신규 물량과 가격에 달린 문제로 치환될 수밖에 없다.

도표 32. 컨테이너선 신규발주 추이



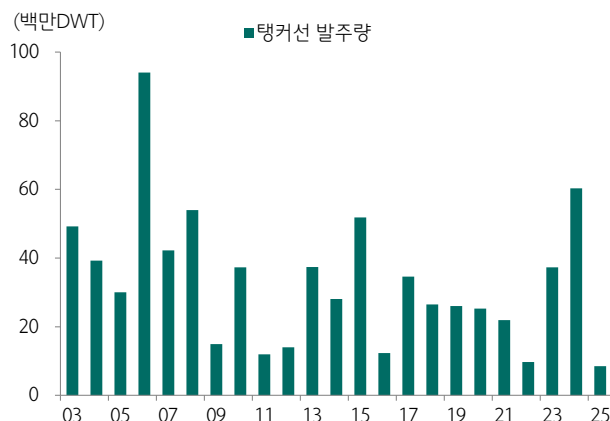
자료: Clarksons, 하나금융투자

도표 33. 컨테이너선 선복량과 수주잔고 비율 추이



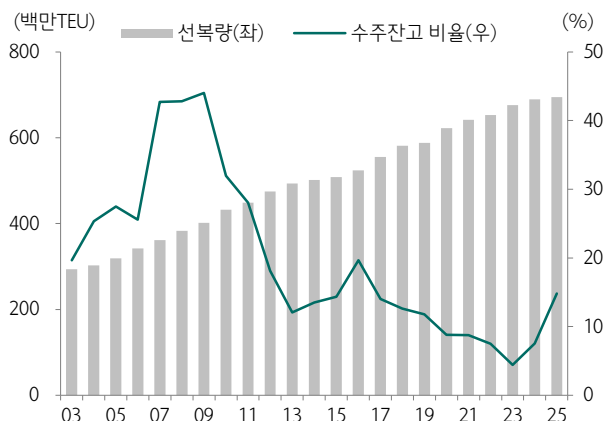
자료: Clarksons, 하나금융투자

도표 34. 탱커선 신규발주 추이



자료: Clarksons, 하나증권

도표 35. 탱커선 선복량과 수주잔고 비율 추이



자료: Clarksons, 하나증권

3) LNG선의 사이클을 기다리며

2025년 6월 기준 LNG선 수요

건설 중인 프로젝트 365척

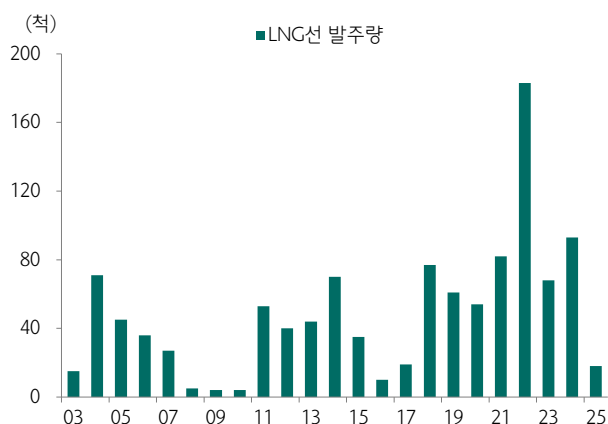
FEED 진행/계약체결 428척

제안 단계 567척

클락슨에 따르면 현재 건설 중인 프로젝트에 필요한 선박 수는 365척 수준이다. 기본설계와 제안 단계를 포함할 경우 1,360척으로 늘어난다. 2024년 중국 수주 점유율이 크게 상승했기 때문에 경쟁 강도가 심화될 수 있겠으나 전체 LNG선 수요를 감안하면 당장 우려할 수준은 아니라고 판단된다. 미국의 LNG 수출 승인이 재개되며 FID가 완료된 프로젝트가 증가했다. 한편 고금리와 관세 등 EPC 비용 증가 국면에서 프로젝트의 진행이 다소 느려질 수 있는 환경이다. 다만 전체 프로젝트 일부만 진행되어도 유의미한 규모이며 LNG선에 대한 수요는 오랫동안 높은 수준이 유지될 수 있다. 통상 EPC 수행에 요구되는 3년 가량의 기간을 고려하면 본격적인 수출은 2028년~2029년부터 시작되어야 한다. 현재 대형 조선소의 인도 가능 슬롯이 2028년 물량이기 때문에 향후 미국 LNG 수출 물량과 연계된 선박이 수주로 연결될 가능성이 높다. 아직 LNG선 건조 국가에 대한 규제는 없으나 중국을 대하는 미국의 입장과 입항수수료 관련 이슈 감안하면 한국이 수요를 가져올 여지가 많다. 카타르 등 여러 장기 프로젝트들을 감안하면 LNG선 수주는 단기 시점의 문제로 간주된다.

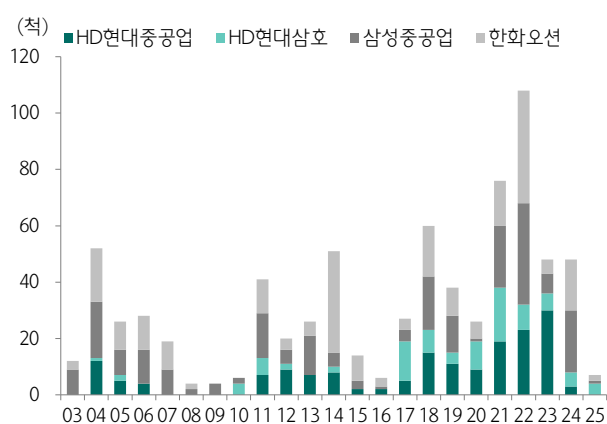
최근 중국의 LNG 의존도가 감소하고 있다. 인도에서도 에너지 Mix에서 석탄을 대신하는 연료인 LNG를 건너뛰고 재생에너지와 원전의 조합으로 바로 진출하려는 시도가 확인된다. 향후 소비가 크게 늘어날 것으로 기대되는 지역의 수요가 감소하고 있고 있어 동남아 수요 증가가 관건이 될 것이다. 카타르, 호주, 미국 등의 생산량 증가로 인한 LNG 가격 하락은 물동량 증가로 이어질 수 있으나 가격 약세는 액화/수출 설비 가동을 하락으로 이어질 수도 있다. 물론 현재 운항 중인 노후 스팀터빈 추진 LNG 226척의 선복량 대비 비중이 28%로 높고 현재 진행 중인 LNG 프로젝트 수출 대응 물량만 감안해도 단기 우려는 제한적이다.

도표 36. 연도별 LNG선 발주량 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

도표 37. 한국 조선업체 LNG선 수주실적 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

도표 38. 건설 중인 LNG 프로젝트(2025년 6월 기준)

	국가	프로젝트	수출용량(백만톤/년)	추정생산시기	필요선박수	선형(CBM)
1	Canada	LNG Canada	14.0	2025	15	174,000
2	Congo	Marine XII Phase 2 (FLNG)	2.4	2025	3	174,000
3	Denmark	Nordliq BioLNG	0.0	2025	1	10,000
4	Nigeria	Nigeria LNG Train 7	4.2	2025	6	174,000
5	Qatar	North Field LNG Expansion Train 1	7.8	2025	9	174,000
6	Russia	Arctic LNG 2 Train 2	6.6	2025	9	174,000
7	Sweden	Monstera BioLNG Production Plant	0.0	2025	1	174,000
8	United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 2	1.4	2025	3	174,000
9	United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 3	1.4	2025	3	174,000
10	Australia	Pluto LNG Train 2	8.0	2026	4	174,000
11	Gabon	Cap Lopez (FLNG)	0.7	2026	1	174,000
12	Iran	Asaluyeh LNG	1.5	2026	2	174,000
13	Iran	Iran LNG	10.8	2026	14	174,000
14	Mexico	Energia Costa Azul LNG	3.3	2026	4	174,000
15	Qatar	North Field LNG Expansion Train 2	7.8	2026	8	174,000
16	Qatar	North Field LNG Expansion Train 3	7.8	2026	9	174,000
17	Qatar	North Field LNG Expansion Train 4	7.8	2026	8	174,000
18	United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 4	1.4	2026	3	174,000
19	United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 7	1.4	2026	3	174,000
20	United States	Golden Pass LNG Train 1	6.0	2026	9	174,000
21	United States	Plaquemines LNG Phase 2	13.8	2026	27	174,000
22	United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 5	1.4	2026	3	174,000
23	United States	Golden Pass LNG Train 2	6.0	2026	9	174,000
24	United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 6	1.4	2026	3	174,000
25	Argentina	Argentina LNG Phase 1 FLNG 1	2.5	2027	5	174,000
26	Canada	Woodfibre LNG	2.1	2027	2	174,000
27	Malaysia	ZFLNG (FLNG)	2.5	2027	3	174,000
28	Mexico	Altamira Onshore – Fast FLNG 2	1.4	2027	1	174,000
29	Qatar	North Field LNG Expansion Train 5	7.8	2027	9	174,000
30	United States	Golden Pass LNG Train 3	6.0	2027	8	174,000
31	United States	Port Arthur LNG Train 1	6.5	2027	15	174,000
32	Canada	Cedar (FLNG)	3.3	2028	3	174,000
33	Canada	Tilbury Phase 1b LNG Expansion	0.7	2028	1	10,000
34	Indonesia	Teluk Bintuni (FLNG)	1.2	2028	1	174,000
35	Oman	Marsa LNG	1.0	2028	1	12,500
36	Qatar	North Field LNG Expansion Train 6	7.8	2028	8	174,000
37	Russia	Arctic LNG 2 Train 3	6.6	2028	9	174,000
38	Russia	Baltic LNG	13.0	2028	14	174,000
39	United States	Port Arthur LNG Train 2	6.5	2028	14	174,000
40	Qatar	North Field LNG Expansion Train 7	8.0	2029	11	174,000
41	Qatar	North Field LNG Expansion Train 8	8.0	2029	11	174,000
42	U.A.E.	Al Ruwais LNG	9.6	2029	10	174,000
43	United States	Rio Grande LNG Phase 1	16.2	2029	35	174,000
44	United States	Woodside Louisiana LNG 1	5.5	2029	10	174,000
45	United States	Woodside Louisiana LNG 2	5.5	2029	10	174,000
46	United States	Woodside Louisiana LNG 3	5.5	2029	10	174,000
47	Mozambique	Mozambique LNG	13.1	2032	17	174,000
합계			257.3		365	

자료: Clarksons, 하나증권

도표 39. FEED 설계 진행 또는 계약 체결 LNG 프로젝트(2025년 6월 기준)

	국가	프로젝트	수출용량(백만톤/년)	추정생산시기	필요선박수	선형(CBM)
48	United States	Galveston LNG Bunker Port	0.4	2027	1	20,000
49	Argentina	Argentina LNG Phase 1 FLNG 2	3.5	2028	7	174,000
50	Canada	Tilbury Phase 2 LNG Expansion	2.5	2028	1	100,000
51	Mexico	Amigo LNG Train 2	3.6	2028	6	174,000
52	Mexico	Amigo LNG Train 1	4.2	2028	7	174,000
53	United States	Gulf LNG Phase 1	5.0	2028	11	174,000
54	United States	Monkey Island LNG	0.3	2028	1	8,000
55	United States	Port Arthur LNG Phase 2	13.5	2028	29	174,000
56	United States	Texas LNG	4.0	2028	9	174,000
57	United States	CP2 LNG Phase 1	10.0	2028	22	174,000
58	Argentina	Argentina LNG Phase 2	10.0	2029	8	174,000
59	Australia	Equus (FLNG)	2.0	2029	2	174,000
60	Mexico	Puerto Libertad LNG	14.0	2029	19	174,000
61	Papua N.Guinea	Papua LNG	5.6	2029	5	174,000
62	United States	Port Delfin 1 (FLNG)	3.3	2029	7	174,000
63	United States	Commonwealth LNG	9.5	2029	20	174,000
64	United States	Gulf LNG Phase 2	5.0	2029	10	174,000
65	United States	Eagle LNG	0.9	2029	1	40,000
66	Indonesia	Abadi LNG	9.5	2030	6	174,000
67	Mozambique	Rovuma LNG	7.6	2030	10	174,000
68	Oman	Qalhat LNG Train 4	3.8	2030	4	174,000
69	Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.4	2030	2	174,000
70	Russia	Yakutia LNG	18.0	2030	8	174,000
71	United States	Freeport LNG Train 4	5.1	2030	12	174,000
72	United States	Lake Charles LNG Train 1	5.5	2030	12	174,000
73	United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.4	2030	9	174,000
74	United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.4	2030	9	174,000
75	United States	Cameron LNG Train 4	6.8	2030	15	174,000
76	Canada	LNG Canada Phase 2	14.0	2031	15	174,000
77	United States	Port Fourchon LNG Phase 1	10.0	2031	10	174,000
78	Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.0	2032	6	174,000
79	United States	Lake Charles LNG Train 2	5.5	2032	12	174,000
80	United States	Sabine Pass Expansion	20.0	2032	44	174,000
81	United States	Delta LNG Phase 1	10.0	2032	22	174,000
82	Israel	Leviathan (FLNG)	4.5	2033	3	174,000
83	United States	Lake Charles LNG Train 3	5.5	2033	12	174,000
84	United States	Delta LNG Phase 2	10.0	2033	22	174,000
85	Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.0	2034	5	174,000
86	United States	Rio Grande LNG Phase 2	10.8	2037	24	174,000
합계			267.0		428	

자료: Clarksons, 하나증권

4. 원가 안정화로 양호할 실적

1) 생산성 개선과 매출 증가

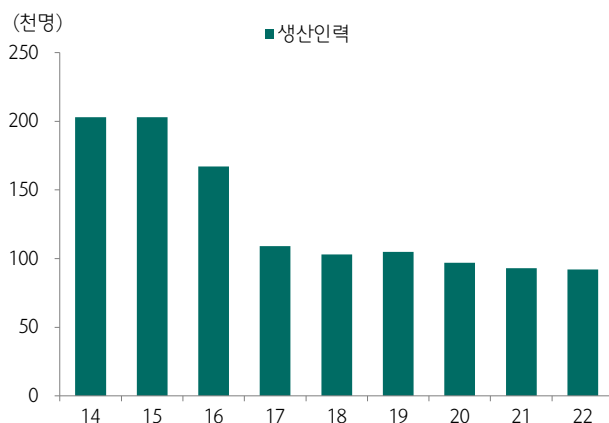
인건비 상승 부담은 점차 완화
생산성 개선으로 매출 상승 기대

2010년대 중반부터 조선업 불황과 인구구조 변화에 따른 생산인력 감소 추세가 나타났다. 하지만 2022년부터 정부의 적극적인 해외 인력 도입 정책으로 외국인 노동자 조선소 근무 요건이 완화되고 특정활동 비자발급 지침도 개정된 바 있다. 이후 조선업 전용 E-9 비자의 쿼터를 신설하는 등 전폭적인 지원으로 인력 수급난이 해소되는 모습이다.

한국 제조업 인건비 지수에 따르면 2020년 4분기 말 118.04포인트에서 2024년 4분기 말 142.15포인트로 20.4% 상승한 것으로 확인된다. 같은 기간 동안 주요 업체 합산 직원수는 8.6만명에서 10.1만명으로 17.6% 증가했다. 인건비성 계정(종업원비용과 외주비)의 증가 추세가 지속되고 있지만 전체적인 매출 규모 증가 대비 안정적인 수준으로 간주된다.

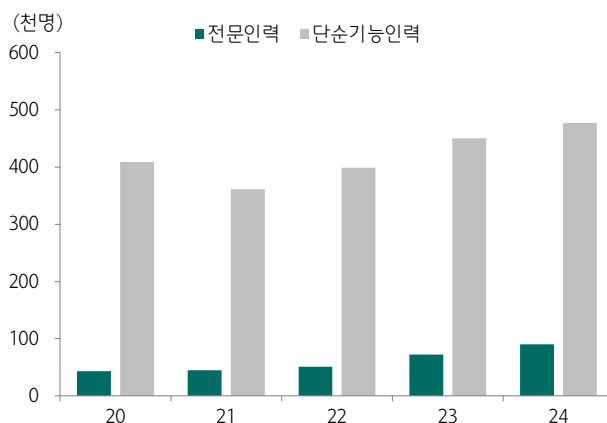
국내 조선업체 실적발표 당시 언급된 내용에 따르면 야드의 생산효율성이 제고되고 있다. 충원한 외국인 인력의 적응이 완료되어 매출의 추가 성장에 기여하는 모습이다. 분기 기준 하루만 선표가 당겨져도 매출액의 1% 이상이 이익으로 반영되기 때문에 고정비 레버리지 효과가 극대화된다. 인건비 측면에서 유일한 리스크 요인은 국내 임금 관련 정책이다.

그림 40. 조선사 생산인력 추이



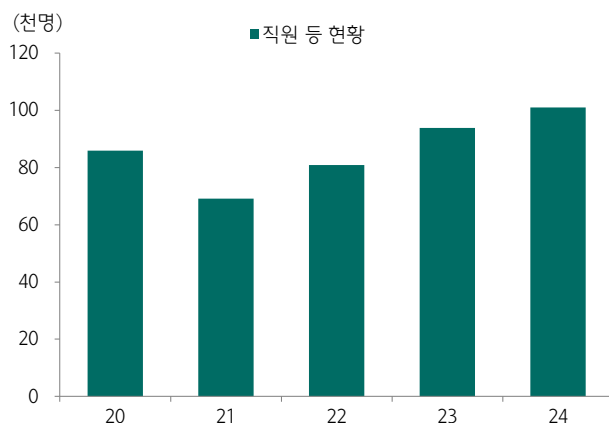
자료: 한국조선해양플랜트협회, 하나금융투자

그림 41. 연도별 취업자격 외국인 추이



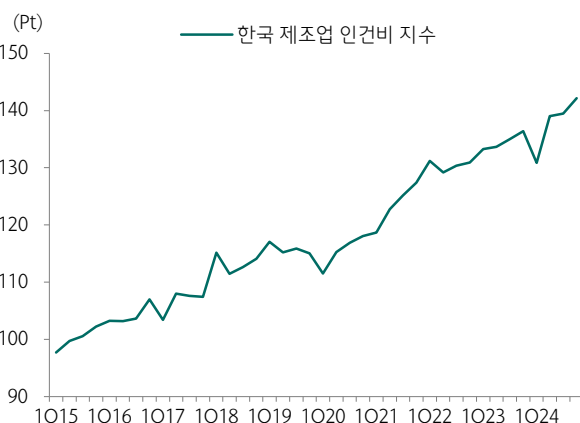
자료: 법무부, 하나금융투자

도표 42. 조선업체 직원 및 소속 외 근로자 추이



주: HD한국조선해양 조선 3사, 삼성중공업, 한화오션 합산, 자료: Dart, 하나증권

도표 43. 한국 제조업 인건비 지수 추이



자료: Clarksons, 하나증권

2) 후판 가격은 당분간 경계

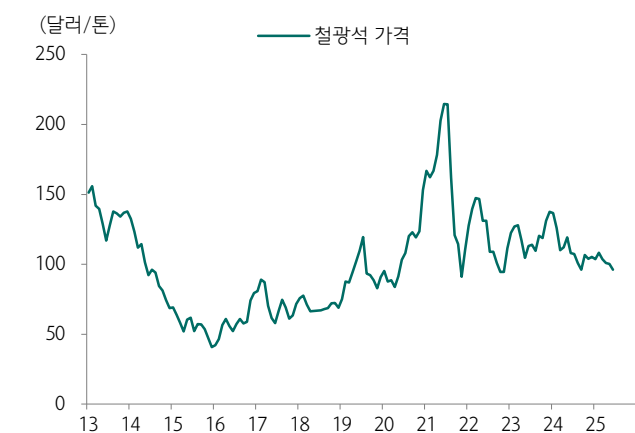
중국산 후판 반덤핑 관세 부과로
국내 후판 가격 상승 중

분기 단위 후판 가격 협상 진행
향후 추이를 확인할 필요

국내 철강 업체는 건설 등 주요 산업 수요 부진, 미국 관세 부과, 저가 중국산 제품 유입에 따른 수익성 악화로 조강 생산량 감소가 진행 중이다. 이에 정부는 중국산 열간압연 후판에 27.91~38.02%의 잠정 반덤핑 관세를 결정했고 스테인리스 후판에는 향후 5년간 21.62% 반덤핑 과세를 부과했다. HD한국조선해양 등 일부 대형 조선사들은 종합보세구역 활용이 가능해 반덤핑 관세 영향이 제한적일 수 있으나 국산 사용분에 대한 원가 상승은 불가피한 상황이다. 중국산 후판 가격은 70만원대 중반에서 90만원대 중반으로 상승했으며 수입량은 40% 가량 감소했다. 일부 일본산 대체에도 전반적인 국산 후판 의존도 상승이 예상된다.

철광석 가격은 6월 기준 톤당 100달러를 하회하고 있으며 원료탄도 톤당 200달러 미만으로 낮아진 모습이다. 연초부터 주요 원자재 가격이 하향 안정화되는 국면에 있기 때문에 지표 흐름 상 특별한 이슈는 없다. 포스코와의 2분기 후판 가격 협상은 톤당 80달러 초반으로 2024년 하반기 대비 소폭 상승했다. 내수 수요 부진이 지속될 경우 조선업체에게 유리해질 수 있으나 일부 철강업체 수익성이 여전히 적자 구간에 머물고 있는 점에서 추가 가격 상승 여지는 존재한다. 다만 가격 협상 주기가 반기에서 분기로 축소되었기 때문에 가격 변화에 따른 실적 변동성은 상당 부분 완화될 수 있다.

도표 44. 철광석 가격 추이



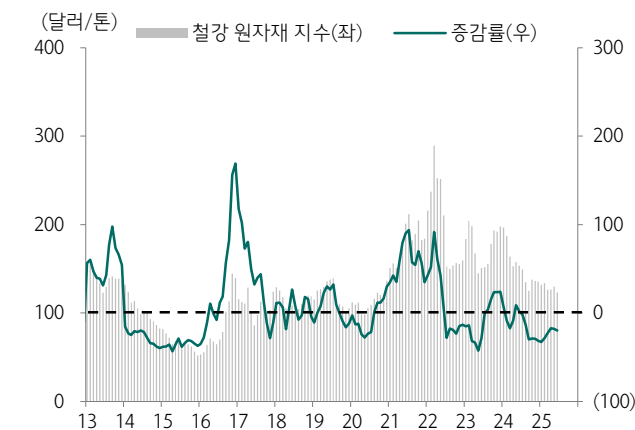
자료: Datastream, 하나증권

도표 45. 원료탄 가격 추이



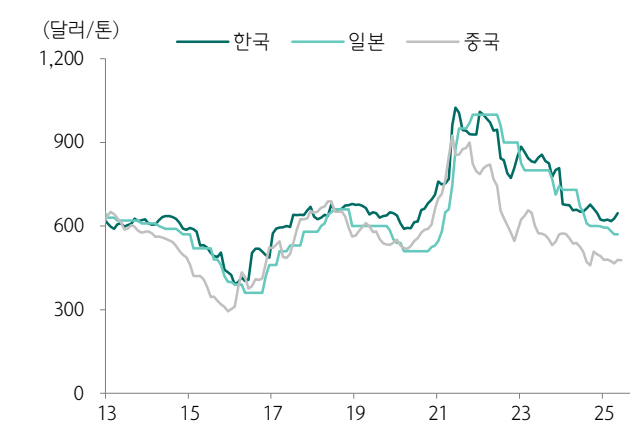
자료: Datastream, 하나증권

도표 46. 주요 철강 원자재 지수 추이 (철광석:원료탄=0.68:0.32)



자료: Datastream, 하나증권

도표 47. 국가별 후판가격 추이



자료: Clarksons, 하나증권

3) 원/달러 환율이 거의 유일한 문제

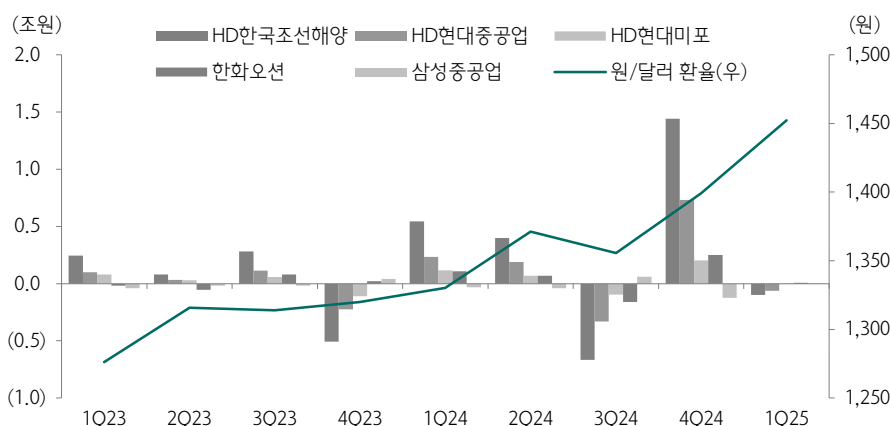
원/달러 환율 강세 국면
환헤지 전략 차이로 인해
업체별 실적 차별화 가능성

트럼프 당선 이후 환율의 변동성이 주기적으로 높아지면서 방향성도 가늠하기 어려워졌다. 미국의 관세 부과로 인한 국내 수출 하방 압력, 미중 무역갈등 장기화로 인한 국내 수출의 추가 악화 가능성 등은 원화의 약세 요인이다. 달러의 안전통화 신뢰도 약화, 관세 발 미국 경제 부진 가능성, 하반기 미국 고용시장 둔화 본격화 시 미 연준의 금리 인하 단행 등이 달러 약세를 견인할 수 있다. 다만 한국 경기 펀더멘털 고려 시 원/달러 환율의 추가 하락 속도는 빠르지 않을 소지가 많다. 또한 미국 무역협상 과정에서 통화절상을 요구할 수 있는 점은 원화 강세 요인이다. 원/달러 환율은 상고하저 흐름을 보일 것으로 전망되며 무역분쟁 불확실성으로 인해 높은 변동성은 불가피한 상황이다.

신조 계약 당시 설정한 헷지 비율에 따라 실적 변동성이 확대된다. 개별 업체별로 원/달러 강세 흐름이 미치는 영향은 상이하다. 삼성중공업은 100%에 가까운 환헤지 전략을 지속적으로 유지해왔다. HD현대는 60~70% 수준이고 한화오션은 상대적으로 낮은 레벨로 알려져 있다. 환헤지 전략으로 인한 실적의 차이는 2025년 1분기 실적으로 증명되었다. 최근 환율 변화는 향후 개별 업체 실적 추이가 1분기와는 다른 방향으로 전개될 가능성을 내포한다.

도표 48. 주요 조선업체 외환손익 추이

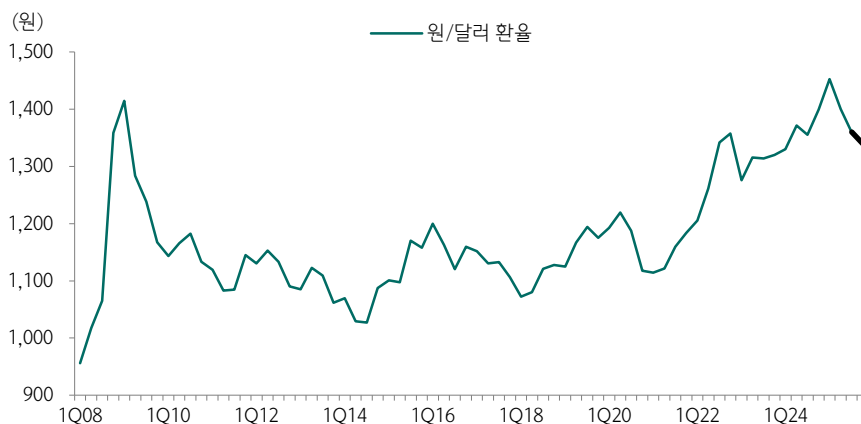
환율 강세 구간에서는
환헤지 비중이 높을수록 유리



자료: Quantiwise, 하나금융투자

도표 49. 분기별 원/달러 환율 추이 및 전망

환율 하반기 추가 강세 전망



자료: Datastream, 하나금융투자

5. 새로운 기대감 - 방위산업. 미국과 중국 사이 한국

1) 미국의 선택. 돈과 시간을 아끼거나 아끼지 않거나

얻는 것과 잃는 것

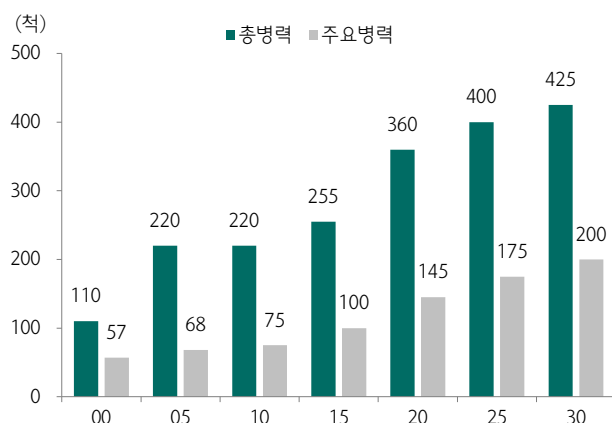
미국 밸류체인 vs 비용과 시간

국가의 패권 유지에 있어 해상의 중요성은 역사로 증명된다. 고대 아테네, 근대 포르투갈과 스페인, 현대 영국까지 해상 지배력을 바탕으로 다수 식민지를 유지할 수 있었다. 한편 2차 세계대전 이후 패권은 미국으로 건너온다. 제조업 기반의 빠른 성장을 달성한 이후 금융과 서비스업으로의 전환에 성공했으며 세계 최대 소비국가가 되었다. 오일쇼크 등의 이벤트를 통해 에너지 가격 급등에 따른 인플레이션을 경험하면서 강한 군사력을 바탕으로 하는 해상 패권 유지를 통해 에너지 흐름의 안정성을 가져왔고 리스크를 줄여왔다. 압도적인 군사력과 달러 패권을 활용하여 도전자를 맞이하고 물리치기 위해 노력하고 있다.

문제는 지역 패권을 허락하지 않는 미국의 대외 정책과 빠르게 부상하는 중국의 군사력이 충돌하는 지점이다. 최근 중국에서 지리적인 불리함을 해상 점유율 확대를 통해 극복하려는 시도가 확인된다. 정부 지원에 따른 공격적 수주정책과 생산능력 확장 등이 경계 요소다. 문제는 생산성 증가가 상선 및 해양플랜트에 그치지 않는다는 점이다. 현재 미국은 해군력 세계 1위지만 단순 함정 수 및 선박 연령에서 중국이 우위를 나타내는 중이다. 2030년 전망 기준 중국은 425척으로 미국 해군 전투함정 294척보다 많아질 수 있다. 미국 기존 함대는 노후화 되었고 교체 속도도 느리다. 이에 미국은 준전시체제로 경계를 확대하고 있다.

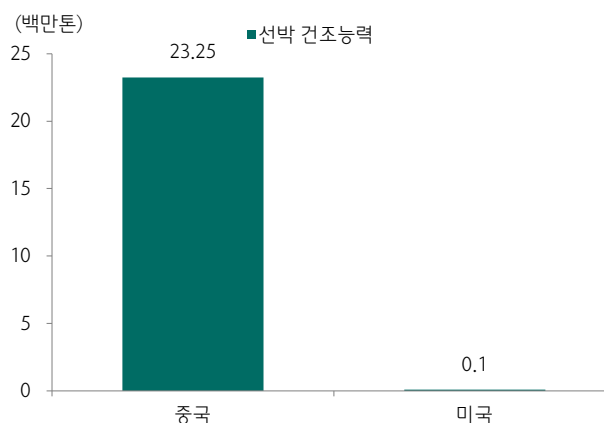
물론 미국도 물가와 지배력을 맞바꾸는 등가교환이 필요하다. 자국 건조 확대가 우선인지 척수 확보가 우선인지 향후 규제를 통해 구체화될 것이다. 개별 목표 달성을 위해 포기해야 하는 것은 전자의 경우 시간과 비용, 후자의 경우 제조 밸류체인이다. 규제가 느슨해진다면 후자에 가까워질 것이다. 의도적으로 중국을 배제하여 중국의 생산능력을 줄이는 과정으로 접어들더라도 방산은 포기하지 않을 수 있다. 결국 필요한 것은 시간이고 시간을 얻기 위한 선택지는 자국이 아닌 글로벌 조선업 밸류체인이다. 동맹국을 활용하여 선단을 확보하려는 노력에 대해 높은 가중치를 둘 여지도 있다.

도표 50. 미국 해군정보국의 중국 해군 전력 추정 (2020년 6월 기준)



자료: 언론보도, 하나증권

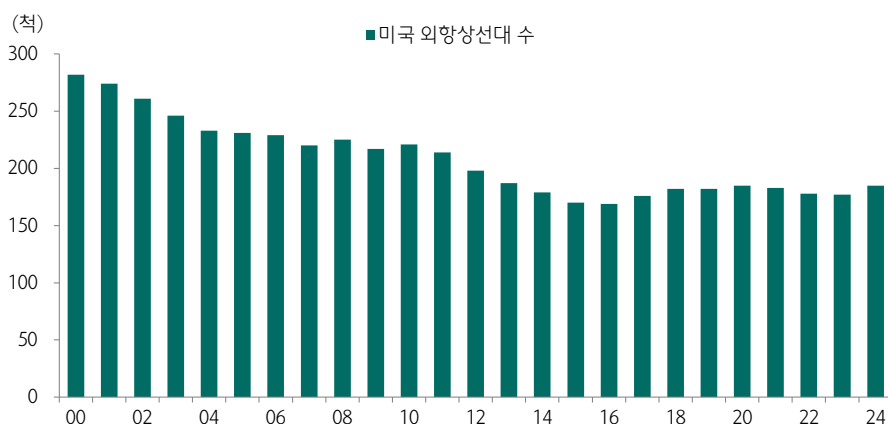
도표 51. 중국과 미국의 선박 건조능력 비교



자료: 미국 해군 브리핑 관련 언론보도, 하나증권

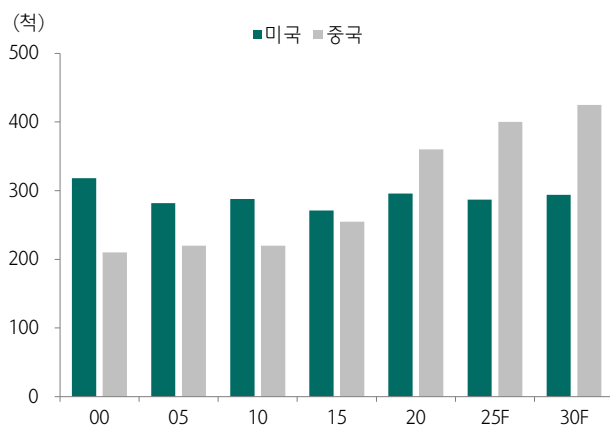
도표 52. 미국 외항상선대 수 추이

미국 상선대 지속 감소
유사시 전략수송 역량 기반 약화



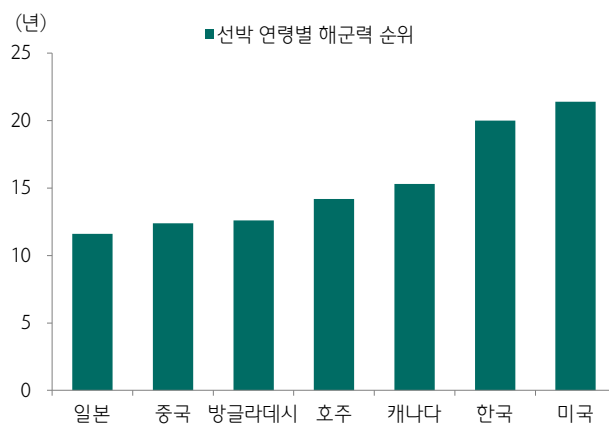
자료: 대외경제정책연구원, 미국 교통부, 하나금융투자

도표 53. 미-중 전투함정 수 (2000년~2030년)



자료: 대외경제정책연구원, CRS, 하나증권

도표 54. 선박 연령별 해군력 순위 비교 (2025년)



자료: 대외경제정책연구원, WDMW, 하나증권

도표 55. 중국선박그룹유한공사(CSSC)와 중국정부 간 협력 사례

	프로젝트명	협력 주체 (정부-협력조선소)	내용
1	항공모함 건조 프로젝트 (Type 002-003)	중앙군사위원회, CSSC(장난조선소)	• Type 002-003 항공모함(푸젠함)의 건조 수요를 정부가 배정하고 CSSC가 설계·건조 수행
2	자국 LNG선 개발	교통운수부·국가발전개혁위, CSSC(후둥중화조선소)	• LNG선 기술 자립화 목표 설정, 고부가 친환경선박 공동개발 및 기자재 국산화 추진
3	스마트 조선소 시범 사업	공업정보화부, CSSC(살해외고교조선소, 광저우조선소, 산시중공업 등)	• 스마트 제조 시범 기업 지정, 디지털 트윈·IoT 등 공정 실증 및 정책 연계
4	크루즈선 공동개발 (Adora Crusies)	CSSC, Carnival Corp, CIC(중국투자공사)	• 중국 최초 대형 크루즈선 건조 및 운영을 위한 합작법인 설립, 기술 이전 및 생산체계 구축

자료: 대외경제정책연구원, CSSC, 하나증권

2) 해외 거점 확보 방식은 전략의 차이

제조업 부활과 선대 확장 사이

미국은 20세기 중반까지 세계 최대 조선업 강국이었다. 2차 세계대전 당시 반복 설계, 블록 용접을 통해 건조 패러다임을 변화시켰고 대량생산을 가능하게 했다. 한편 이후 미국 산업 보호정책으로 경쟁력이 약화되었다. 미국 조선소 수는 전성기 400여개 수준에서 현재 수주 잔고 보유 조선소는 20여개 남짓으로 감소했고 2024년 글로벌 1,910척 발주 가운데 미국 수주는 2척에 그치는 상황이다.

아직 핵항공모함, 전략잠수함, 이지스함 등 고부가가치 선박 특화된 생산 역량을 잃지 않고 있다. HII, General Dynamics Electric Boat, Austal USA 등이 미 해군과의 계약을 기반으로 운영되고 있다. 한편 상업용 조선 역량이 약화되면서 군함 건조 능력도 점차 저하되는 모습이다. 존스법(Jones Act), 번스-톨레프슨 수정법(Burns-Tollefson Amendment) 등 산업보호 정책은 여전히 작동 중이기 때문이다. 미국 조선업 부진에 의한 인력, 기자재, 인프라, 부품 등 밸류체인 약화는 주요 군함 건조 건조, 정비, 유지보수의 지연으로 연결되고 있다.

최근 미국 의회에서 동맹국의 해군 함정 건조를 허용하는 해군준비태세 보장법(Ensuring Naval Readiness Act)을 발의한 바 있다. 일련의 법안을 보면 다소 상충되는 요소가 보인다. 해군준비태세 보장법은 미국 조선업 밸류체인 회복과 건조능력 제고를 일정 부분 포기하는 대신 동맹국의 생산능력을 최대한 활용하는데 목적이 있다고 판단된다. 반면 SHIPS for America Act는 외국의 조선, 해운 경쟁력 약화와 미국 밸류체인 회복이 주요 목적으로 담겨 있다. 이는 아직 방향이 확실하게 정해지지 않았다는 의견과 Two Track 전략 추진 등으로 나뉘어질 수 있다. 결국 시간이 흘러야 최종적인 결론을 내릴 수 있으며 개별 조선업체별 특수선 부문의 전략은 각기 다른 가능성에 대비하는 상황으로 판단된다.

향후 MRO를 넘어 일부 건조의 영역까지 진출하게 될 가능성을 고려할 때 해당 시점에서는 야드 여유가 있는지의 여부가 중요해질 것이다. KDDX, 폴란드 및 캐나다 잠수함 등 사업자 선정 결과에 관심을 가져야 하고 이후 미국발 수요가 어느 정도인지 확인할 필요가 있다.

도표 56. HD현대-현타턴 잉걸스 MOU 체결



자료: HD현대중공업, 하나증권

도표 57. 한화시스템-한화오션 미국 필리조션소 인수



자료: 한화오션, 하나증권

도표 58. 미국의 조선업 주요 기업

	기업명	주요 내용	비고
1	Huntington Ingalls Industries(HILL)	- 미국 최대의 군용 조선업체 - 미 해군 및 해안경비대를 위한 함정 건조에 특화된 방위산업체 - 뉴포트 뉴스, 잉걸스에 주요 조선소를 운영, 항공모함·잠수함·상륙함 등 핵심 전력을 설계 및 건조 - 첨단 IT·무인 시스템 등 방산 솔루션 분야로도 사업을 확장	2025년 3월: 미 해군과 5년간 1억 4,700만 달러 규모 전투 훈련 지원 계약을 체결 2024년 9월: 미 해군으로부터 96억 달러 규모의 상륙전함 건조 계약 수주
2	General Dynamics NASSCO	- 선박 설계, 조선, 건조, 수리·개조에 특화, 미국 서해안 최대 신조 조선소 - 미 해군보조함, 산업용 선박, 선박 수리·개조, 친환경·첨단 선박이 주력 품목 - 해군 및 민간 시장 모두에서 중요한 역할	2024년 9월: John Lewis급 함대 보급 유조선 8척 건조 계약 2025년 2~4월: 항공모함 및 강습상륙함 정비 계약
3	Bath Iron Works, General Dynamics	- General Dynamics의 자회사로써 미국 해군의 첨단 수상 전투함(특히 구축함) 설계 및 건조에 특화된 조선소 - 구축함 건조 및 함정 유지보수에 특화, 첨단 생산방식 도입	2024년 3월: Zumwalt급(DDG 1000) 3척에 대한 유지보수 및 업그레이드 계약(2,270만 달러, 옵션 포함 최대 3억 4,370만 달러), 2029년까지 연장 가능
4	Philly Shipyard	- 미국 필라델피아에 위치한 미국의 주요 조선소로, 상업용 선박 및 정부 프로젝트를 수행 2024년 한화그룹이 약 1억 달러에 인수하여 'Hanhwa Philly Shipyard'로 리·브랜딩 - 미국 내 해상 운송을 위한 선박은 미국에서 건조되어야 한다는 'Jones Act'를 준수하며, 이에 따라 미국 내 상업용 선박의 약 50%를 공급 - 친환경 선박 기술 개발 및 적용에 특화	- 국가안보 다목적선박(NSMV) 5척 건조계약 2024년 8월: 미 해군 연간 유지보수, 수리 및 정비(MRO) 계약 확보 2023년 7월: T-AH(X) 병원선 예비 설계 연구 계약
5	Austal USA	- 미 해군과 해안경비대 주요 군함과 특수함정, 첨단 기술 선박을 건조하는 미국내 대표적 조선소 - 첨단 제조 기술과 자동화, 글로벌 네트워크 및 높은 안정성으로 조선 및 방산 산업에 주요 역할을 담당	2024년 초~9월: 미 해군 잠수함 생산확대 및 상륙주정(LCU 1700 Class) 건조 계약 체결(2건) 2024년 5월: 해양감시함(T-AGOS 25) 건조 위한 계약 체결 - 기타: Independence급 LCS, Spearhead급 EPF, Heritage급 OPC, Navajo급 T-ATS 등 미 해군·해안경비대 프로그램에 참여

자료: 대외경제정책연구원, 하나증권

3) 향후 법안 방향이 멀티플 차이를 만들 것

한국의 생산기지화 전략과 현지 거점 확보 전략의 차이

특수선 사업을 영위하는 HD현대중공업과 한화오션의 전략은 명확한 차이점을 보이고 있다. HD현대중공업은 미국 조선소와 협력을 강화하는 방식이며 한화오션은 미국 현지 조선소를 인수하는 정책이다. HD현대중공업은 4월 미국 방산 조선업체 헌팅턴 잉글스와 선박 생산성 향상 및 첨단 기술 협력 MOU를 체결했으며 기자재 업체 페어뱅크스 모스 디펜스와 공급망 협력도 추진한 바 있다. 최근 에디슨 슈에스트 오프쇼어(ECO)와 상선 건조 협약을 체결했고 2028년까지 현지 조선소에서 중형 컨테이너선을 공동 건조할 계획이다. 한화오션은 미국에 직접 진출하고 있다. 계열사와 함께 지분을 인수하며 업스트림부터 다운스트림까지 사업을 확장하는 모습이다. 미국 필리조선소를 인수했으며 호주 오스탈 지분 확보도 추진 중이다. 한화수평을 통해 국내 건조 LNG선의 미국 국적 변경을 진행하고 있으며 MRO 수주를 통해 미국의 전략 변화 가능성에 대비하고 있다.

미국이 원하는 바가 궁극적으로 투자 유치를 통한 자국 제조업 밸류체인 정상화인지 빠른 선대 확장을 위한 동맹국 밸류체인 활용인지에 따라 멀티플 재평가는 달라질 여지가 있다. 최근 사례에서 볼 수 있듯이 규제가 불가역적이지 않기 때문에 어떤 방향이든지 불확실성은 존재한다. 다만 큰 틀에서 상위 명제로 중국 견제가 위치하고 있다는 점에서 특별히 나쁘게 볼 이유는 없다. 리스크는 미국의 패권 상실 또는 중국의 치킨게임 돌입 두 가지로 압축할 수 있다. 적어도 전자는 투자 포인트 상실을 넘어서는 변화 요인이기 때문에 단순히 조선업만의 리스크 요인으로 고려할 수 없다. 한편 후자는 가능성이 있다. 패널티가 집행되더라도 버틸 수 있는 체력 또는 의지가 중국에게 있다면 조선업의 수주 양상은 경쟁 강화로 악화될 수 있다. 손해를 감수하면서 경쟁사의 많은 것을 망가뜨리는 상황이 만들어졌을 때 언더독 입장에서는 잃는 것이 적기 때문이다. 물론 이는 과도한 상상일 수 있고 만약 전개되더라도 개별 업체 재무상황에 따라 대응 여력 및 기간은 달라질 것이다.

도표 59. 2037년까지 미국 최대 발주 예상 선박 수 - '미국 조선산업 분석 및 한미 협력에서의 시사점' 보고서

	유형	최대 발주예상척수	비고
상업	전략상선대	100척 이상	전략상선대 250척으로 확충 계획
	LNG운반선	42~65척 (알래스카 LNG 개발 시 +22척)	미국 수출물량의 15%를 미국 건조 선박으로 운송하는 계획
	LCO2운반선	9척	알래스카 니키스키 액화플랜트 CO2 포집 후 폐유가스전에 저장 사업 진행 시
	쇄빙선	10척 이내	트럼프 대통령 40척 언급
군수	함정	전투함 129척, 지원함 46척	미해군 2025 계획
	NDRF(National Defence Reserve Fleet)	67척	40년 이상된 선박 10년내 교체 가정
합계		403~448척	

자료: 한국경제인연합, 하나증권

기업분석

HD한국조선해양(009540)	28
HD현대중공업(329180)	32
HD현대미포(010620)	36
HD현대마린솔루션(443060)	40
HD현대마린엔진(071970)	44
삼성중공업(010140)	48
한화오션(042660)	52

2025년 7월 8일 | 기업분석_Update

BUY (신규)

목표주가(12M) 390,000원
현재주가(7.07) 315,000원

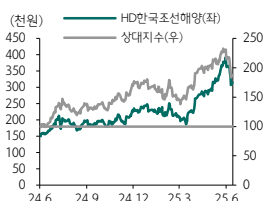
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	392,000/155,700
시가총액(십억원)	22,293.5
시가총액비중(%)	0.89
발행주식수(천주)	70,773.1
60일 평균 거래량(천주)	296.7
60일 평균 거래대금(십억원)	89.6
외국인지분율(%)	33.19
주요주주 지분율(%)	
에이치디연대 외 7인	36.65
국민연금공단	6.80

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	29,006.5	32,067.9
영업이익(십억원)	3,627.5	4,490.7
순이익(십억원)	2,675.1	3,425.9
EPS(원)	31,410	39,985
BPS(원)	186,069	216,772

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	21,296.2	25,538.6	28,815.3	32,177.0
영업이익	282.3	1,434.1	3,682.1	5,082.1
세전이익	(8.0)	1,822.7	3,262.1	4,602.1
순이익	221.7	1,172.3	2,075.7	2,939.8
EPS	3,133	16,565	29,329	41,539
증감율	흑전	428.73	77.05	41.63
PER	38.59	13.76	10.47	7.39
PBR	0.86	1.45	1.68	1.42
EV/EBITDA	14.52	9.01	5.15	3.50
ROE	2.26	11.16	17.26	20.84
BPS	140,085	156,980	183,121	215,867
DPS	0	5,100	8,800	12,500



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

HD한국조선해양(009540)

의외로 배당성장주

목표주가 390,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

HD한국조선해양 목표주가 390,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 상장사 지분가치(14.5조원), 비상장사 지분가치(11.2조원), 별도 순현금 합산을 통해서 산출했다. 지분가치 급등에 따른 주가 재평가가 나타났고 연결 비상장사의 높은 이익 기여도에 따른 배당 성장이 기대된다. 별도 순이익 대비 30% 이상 배당성향을 정책으로 시행 중이며 연결 기준으로 보더라도 높은 수준이 유지되고 있다. 자회사 실적 개선에 비례하여 DPS는 유의미한 수준으로 증가할 전망이다. 장기적으로 자회사 지분가치 상승에 따른 NAV 증가에 더해 주주환원정책 강화에 따른 재평가 모멘텀도 고려할 필요가 있다. 2025년 추정치 기준 PER 10.7배, PBR 1.7배다.

2Q25 영업이익 9,102억원(QoQ +5.9%) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 7.4조원으로 전분기대비 8.6% 증가할 전망이다. 원/달러 환율 추세가 강세 기조로 전환되었지만 하락폭이 크지 않고 영업일수 및 조선사 건조물량 증가와 Mix 개선에 따른 성장이 나타날 것으로 기대된다. 영업이익은 9,102억원을 기록하며 전분기대비 5.9% 증가할 전망이다. 연결 자회사 이익 성장이 주된 원인이다. 조선업황은 여전히 셀러스 마켓 구조가 지속되고 있으며 미국의 대중국 규제 강도가 강화됨에 따라 선가 차별화도 확인되는 중이다. 환율 변동성이 크지만 당장 주의를 갖고 살펴볼 수준은 아닌 상황이며 유연한 환헷지 정책을 감안하면 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

자회사 실적 성장과 배당금 증가. 주주환원에 대한 재평가 필요

2025년 사업연도에 자회사로부터 수취한 배당금은 HD현대중공업, 1,392억원, HD현대미포 120억원, HD현대삼호 2,648억원 등이다. 해당 자회사들의 영업실적 우상향 추세가 명확한 가운데 배당금 수익도 지속적인 개선이 가능하다. 외부에 공표된 공식적인 배당정책은 별도 배당성향 30% 이상이지만 이미 200%를 상회하는 배당성향을 기록한 바 있다. 지주사의 수익 원천 중 하나이기 때문에 당분간 배당성향은 높은 수준을 유지할 것으로 기대된다. 2025년 배당수익률 2.23%에서 향후 2년 동안 3%, 4% 또는 그 이상으로 확대될 개연성이 존재한다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 390,000원
커버리지 개시

HD한국조선해양 목표주가 390,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 상장사 지분가치(14.5조원), 비상장사 지분가치(11.2조원), 별도 순현금 합산을 통해서 산출했다. 지분가치 급등에 따른 주가 재평가가 나타났고 연결 비상장사의 높은 이익 기여도에 따른 배당 성장이 기대된다. 별도 순이익 대비 30% 이상 배당성향을 정책으로 시행 중이며 연결 기준으로 보더라도 높은 수준이 유지되고 있다. 자회사 실적 개선에 비례하여 DPS는 유의미한 수준으로 증가할 전망이다. 장기적으로 자회사 지분가치 상승에 따른 NAV 증가에 더해 주주환원정책 강화에 따른 재평가 모멘텀도 고려할 필요가 있다.

2025년 사업연도에 자회사로부터 수취한 배당금은 HD현대중공업, 1,392억원, HD현대미포 120억원, HD현대삼호 2,648억원 등이다. 해당 자회사들의 영업실적 우상향 추세가 명확한 가운데 배당금 수익도 지속적인 개선이 가능하다. 외부에 공표된 공식적인 배당정책은 별도 배당성향 30% 이상이지만 이미 200%를 상회하는 배당성향을 기록한 바 있다. 지주사의 수익 원천 중 하나이기 때문에 당분간 배당성향은 높은 수준을 유지할 것으로 기대된다. 2025년 배당수익률 2.23%에서 향후 2년 동안 3%, 4% 또는 그 이상으로 확대될 개연성이 존재한다.

2025년 추정치 기준 PER 10.7배, PBR 1.7배다.

도표 1. HD한국조선해양 목표주가 산정

구분		비고	
상장사 지분가치(조원)	14.5	상장 7개사 시가총액 50% 할인	
비상장사 지분가치(조원)	11.2	HD현대삼호 '27년 BPS에 PBR 4배 적용, 50% 할인	
순차입금(조원)	(1.6)	2025년 1분기 말 기준	
적정주가(원)	392,656	목표주가(원)	390,000원
상승여력(%)	23.8	현재주가(원)	315,000원

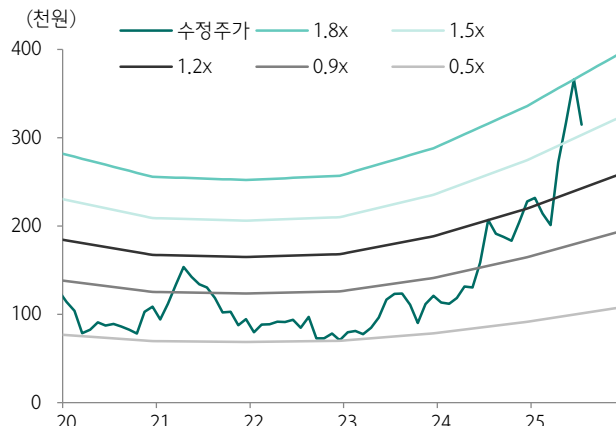
자료: HD한국조선해양, 하나증권

도표 2. HD한국조선해양 12M Fwd PER 추이



자료: HD한국조선해양, 하나증권

도표 3. HD한국조선해양 12M Fwd PBR 추이



자료: HD한국조선해양, 하나증권

2Q25 영업이익 9,102억원(QoQ +5.9%) 전망

2Q25 전망
매출액 7.4조원
(QoQ 8.6%)
영업이익 9,102억원
(QoQ 5.9%)

2분기 매출액은 7.4조원으로 전분기대비 8.6% 증가할 전망이다. 원/달러 환율 추세가 강세 기조로 전환되었지만 하락폭이 크지 않고 영업일수 및 조선사 건조물량 증가와 Mix 개선에 따른 성장이 나타날 것으로 기대된다. 영업이익은 9,102억원을 기록하며 전분기대비 5.9% 증가할 전망이다. 연결 자회사 이익 성장이 주된 원인이다. 조선업황은 여전히 셀러스 마켓 구조가 지속되고 있으며 미국의 대중국 규제 강도가 강화됨에 따라 선가 차별화도 확인되는 중이다. 환율 변동성이 크지만 당장 주의를 갖고 살펴볼 수준은 아닌 상황이며 유연한 환헷지 정책을 감안하면 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

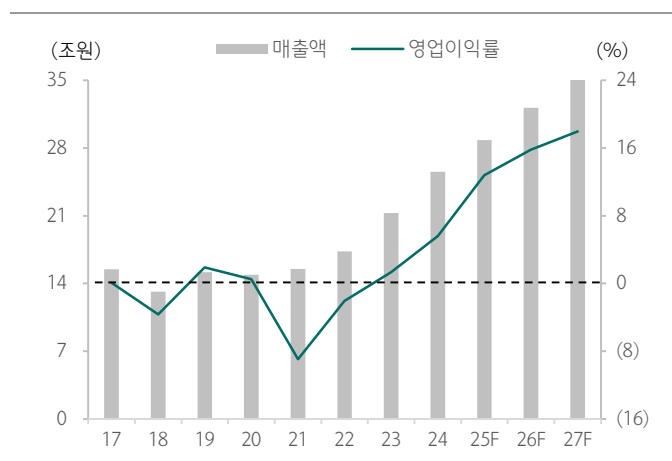
도표 4. HD한국조선해양 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	55,156	66,155	62,458	71,617	67,717	73,568	68,831	78,036	11.2	8.6
영업이익	1,602	3,764	3,984	4,991	8,592	9,102	8,372	10,756	141.8	5.9
세전이익	2,492	4,558	2,169	9,008	7,992	8,802	8,072	10,456	93.1	10.1
순이익	1,889	2,921	1,510	5,402	4,954	5,489	5,034	6,521	87.9	10.8
영업이익률(%)	2.9	5.7	6.4	7.0	12.7	12.4	12.2	13.8	-	-
세전이익률(%)	4.5	6.9	3.5	12.6	11.8	12.0	11.7	13.4	-	-
순이익률(%)	3.4	4.4	2.4	7.5	7.3	7.5	7.3	8.4	-	-

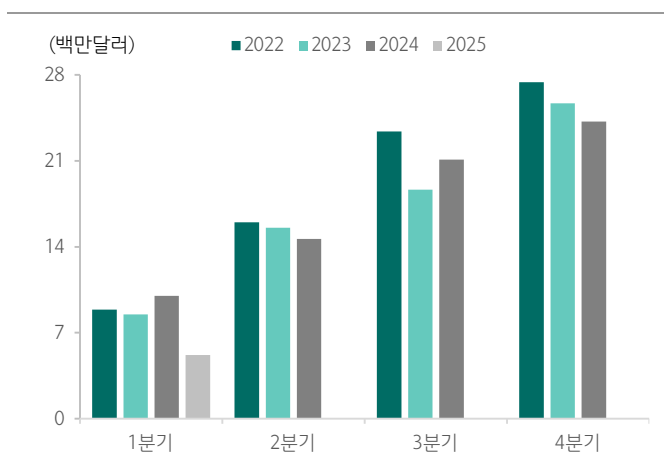
자료: HD한국조선해양, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: HD한국조선해양, 하나증권

도표 6. 분기별 신규 수주 금액 추이



자료: HD한국조선해양, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296.2	25,538.6	28,815.3	32,177.0	35,771.9
매출원가	20,248.2	22,943.2	23,951.3	25,778.9	27,829.4
매출총이익	1,048.0	2,595.4	4,864.0	6,398.1	7,942.5
판매비	765.8	1,161.3	1,181.9	1,316.0	1,518.4
영업이익	282.3	1,434.1	3,682.1	5,082.1	6,424.1
금융손익	(866.2)	(3,301.5)	(585.9)	(480.0)	(480.0)
종속/관계기업손익	0.1	(0.1)	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	575.8	3,690.2	165.8	0.0	0.0
세전이익	(8.0)	1,822.7	3,262.1	4,602.1	5,944.1
법인세	(153.0)	368.1	699.4	972.5	1,252.2
계속사업이익	144.9	1,454.6	2,562.7	3,629.6	4,691.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	144.9	1,454.6	2,562.7	3,629.6	4,691.9
비배주주지분 순이익	(76.8)	282.2	487.0	689.7	891.6
지배주주순이익	221.7	1,172.3	2,075.7	2,939.8	3,800.3
지배주주지분포괄이익	103.2	1,054.8	2,091.5	2,942.3	3,803.5
NOPAT	(5,084.5)	1,144.5	2,892.6	4,008.2	5,070.8
EBITDA	754.2	1,959.9	4,211.0	5,564.3	6,863.8
성장성(%)					
매출액증가율	23.09	19.92	12.83	11.67	11.17
NOPAT증가율	적지	흑전	152.74	38.57	26.51
EBITDA증가율	1,049.70	159.86	114.86	32.14	23.35
영업이익증가율	흑전	408.01	156.75	38.02	26.41
(지배주주)순이익증가율	흑전	428.78	77.06	41.63	29.27
EPS증가율	흑전	428.73	77.05	41.63	29.27
수익성(%)					
매출총이익률	4.92	10.16	16.88	19.88	22.20
EBITDA이익률	3.54	7.67	14.61	17.29	19.19
영업이익률	1.33	5.62	12.78	15.79	17.96
계속사업이익률	0.68	5.70	8.89	11.28	13.12

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,133	16,565	29,329	41,539	53,697
BPS	140,085	156,980	183,121	215,867	257,074
CFPS	8,180	25,995	52,876	69,472	86,502
EBITDAPS	10,657	27,692	59,500	78,622	96,984
SPS	300,908	360,851	407,150	454,650	505,445
DPS	0	5,100	8,800	12,500	16,100
주가지표(배)					
PER	38.59	13.76	10.47	7.39	5.72
PBR	0.86	1.45	1.68	1.42	1.19
PCFR	14.78	8.77	5.81	4.42	3.55
EV/EBITDA	14.52	9.01	5.15	3.50	2.45
PSR	0.40	0.63	0.75	0.68	0.61
재무비율(%)					
ROE	2.26	11.16	17.26	20.84	22.72
ROA	0.71	3.40	5.41	7.01	8.23
ROIC	(42.67)	10.80	27.60	37.71	47.03
부채비율	160.65	159.39	143.86	125.84	108.76
순부채비율	(0.61)	(10.83)	(22.97)	(34.20)	(43.83)
이자보상배율(배)	1.46	6.95	24.43	33.96	43.49

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,735.1	20,431.4	24,002.6	28,112.5	32,964.8
금융자산	5,051.5	6,839.1	9,260.6	12,008.7	15,423.1
현금성자산	3,018.4	3,717.3	5,819.0	8,252.8	11,335.3
매출채권	1,049.2	1,264.3	1,377.6	1,504.9	1,639.4
재고자산	2,005.7	2,232.1	2,432.1	2,656.9	2,894.2
기타유동자산	9,628.7	10,095.9	10,932.3	11,942.0	13,008.1
비유동자산	14,507.4	16,287.8	16,045.0	15,768.1	15,545.2
투자자산	975.5	2,173.0	2,355.7	2,561.0	2,777.8
금융자산	666.6	1,916.4	2,076.1	2,255.6	2,445.1
유형자산	10,503.5	11,110.9	10,926.4	10,467.6	10,049.1
무형자산	190.8	374.7	364.9	341.5	320.3
기타비유동자산	2,837.6	2,629.2	2,398.0	2,398.0	2,398.0
자산총계	32,242.6	36,719.1	40,047.6	43,880.6	48,510.0
유동부채	17,497.9	19,325.1	20,259.1	21,263.0	22,261.4
금융부채	2,790.6	2,284.6	2,357.9	2,433.9	2,507.3
매입채무	1,915.1	2,247.2	2,448.6	2,674.9	2,913.9
기타유동부채	12,792.2	14,793.3	15,452.6	16,154.2	16,840.2
비유동부채	2,374.6	3,238.3	3,366.2	3,188.0	3,011.1
금융부채	2,185.7	3,021.3	3,129.8	2,929.8	2,729.8
기타비유동부채	188.9	217.0	236.4	258.2	281.3
부채총계	19,872.5	22,563.3	23,625.3	24,451.0	25,272.5
지배주주지분	9,903.7	11,099.4	12,949.5	15,267.1	18,183.5
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,459.7	2,599.8	2,599.8	2,599.8	2,599.8
자본조정	(8,609.9)	(8,609.0)	(8,488.5)	(8,488.5)	(8,488.5)
기타포괄이익누계액	1,325.6	1,670.9	1,684.9	1,684.9	1,684.9
이익잉여금	14,374.5	15,083.9	16,799.4	19,117.0	22,033.3
비지배주주지분	2,466.4	3,056.4	3,472.8	4,162.5	5,054.1
자본총계	12,370.1	14,155.8	16,422.3	19,429.6	23,237.6
순금융부채	(75.2)	(1,533.2)	(3,772.9)	(6,645.1)	(10,186.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,081.6	4,288.7	1,845.6	3,600.8	4,537.3
당기순이익	144.9	1,454.6	2,562.7	3,629.6	4,691.9
조정	426.8	465.3	750.4	482.2	439.8
감가상각비	471.9	525.8	528.9	482.2	439.7
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	48.4	60.9	1.8	0.0	0.0
기타	(93.5)	(121.4)	219.7	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	1,509.9	2,368.8	(1,467.5)	(511.0)	(594.4)
투자활동 현금흐름	(1,266.9)	(1,232.8)	(956.1)	(519.7)	(548.7)
투자자산감소(증가)	179.2	(1,197.3)	(182.6)	(205.3)	(216.8)
자본증가(감소)	(798.3)	(866.5)	(301.2)	0.0	0.0
기타	(647.8)	831.0	(472.3)	(314.4)	(331.9)
재무활동 현금흐름	(485.2)	(2,359.0)	629.6	(746.3)	(1,010.5)
금융부채증가(감소)	(530.3)	323.4	181.5	(124.0)	(126.6)
자본증가(감소)	(7.8)	140.1	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	56.0	(2,821.5)	808.7	0.0	0.0
배당지급	(3.1)	(1.0)	(360.6)	(622.3)	(883.9)
현금의 증감	321.2	698.9	1,998.7	2,433.7	3,082.5
Unlevered CFO	578.9	1,839.8	3,742.2	4,916.7	6,122.0
Free Cash Flow	1,259.6	3,397.7	1,540.2	3,600.8	4,537.3

2025년 7월 8일 | 기업분석_Update

BUY(신규)

목표주가(12M) 490,000원
현재주가(7.07) 377,500원

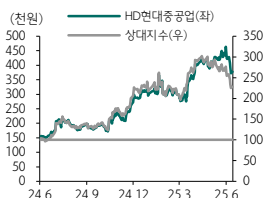
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	463,500/148,800
시가총액(십억원)	33,511.9
시가총액비중(%)	1.34
발행주식수(천주)	88,773.1
60일 평균 거래량(천주)	281.5
60일 평균 거래대금(십억원)	111.8
외국인지분율(%)	11.00
주요주주 지분율(%)	
에이치디한국조선해양 외 1인	74.38
국민연금공단	7.38

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	16,368.7	17,983.8
영업이익(십억원)	1,884.4	2,373.1
순이익(십억원)	1,334.9	1,751.6
EPS(원)	15,034	19,577
BPS(원)	75,858	91,382

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	11,963.9	14,486.5	16,105.3	17,987.6
영업이익	178.6	705.2	1,832.3	2,330.1
세전이익	34.4	798.1	1,759.8	2,310.1
순이익	24.7	621.5	1,329.5	1,745.2
EPS	278	7,001	14,976	19,659
증감율	흑전	2,418.35	113.91	31.27
PER	464.03	41.07	24.84	18.92
PBR	2.20	4.47	4.82	4.03
EV/EBITDA	30.44	26.30	16.72	13.18
ROE	0.47	11.39	21.18	23.19
BPS	58,660	64,259	77,178	92,347
DPS	0	2,090	4,490	5,900



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

HD현대중공업(329180)

품질 좋은 종합선물세트

목표주가 490,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

HD현대중공업 목표주가 490,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS에 목표 PBR 4.4배를 적용했다. 엔진 부문 내재화를 통해 상대적인 마진 격차를 만들어낼 수 있는 점이 다른 업체 대비 프리미엄을 부여할 수 있는 근거다. 2025년 가이드ansom로 매출 15.8조원, 수주 125.8억달러를 제시했다. 5월 말 신규 수주는 상선 17척 등 55.6억달러로 목표치 대비 44.2%를 달성하고 있다. 수주잔고는 329억달러로 3년치 이상 일감을 보유 중이다. 2025년 추정 실적 기준 PER 25.2배, PBR 4.9배다.

2Q25 영업이익 4,785억원(QoQ +10.3%) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 4.2조원으로 전분기대비 9.6% 증가할 것으로 예상된다. 원/달러 환율 분기 단위 하락에도 불구하고 선종 Mix 개선 효과로 외형 성장이 지속될 수 있다. 생산성 증가로 고선가 물량이 조기 반영되고 있기 때문이다. 상선 부문에서 가스선 비중이 70%에 가까운 수준까지 상승한 것으로 추정되며 카타르 1차 물량이 소진되는 만큼 실적 기여도가 상승할 전망이다. 엔진 부문은 D/F 대형 비중이 확대되고 있으며 계열사 엔진 업체로 OEM, 중형선 물량을 배분하면서 효율성도 개선되는 모습이다. 해양은 직전분기 체인지오더의 기저효과가 나타날 수 있으나 외형 및 수익 측면의 유의미한 변화는 없을 것으로 기대된다. 영업이익은 4,785억원으로 전분기대비 10.3% 증가할 전망이다. 지난 분기와 달리 환율 효과가 희석될 수 있지만 엔진 수익성 기여도 상승과 선종 Mix 개선에 따른 효과가 더 유의미할 전망이다. 후반 가격 하락에 따른 비용 개선도 점진적으로 반영될 수 있다. 반덤핑 영향은 국내 수급 상황을 고려할 때 제한적일 수밖에 없다.

고선가 수주분이 매출로 반영되는 시점까지 실적은 우상향

상선, 해양, 특수선, 엔진까지 모든 부문이 존재하기 때문에 다른 경쟁업체 대비 프리미엄 부여는 당연히 정당화된다. 상선 선종 Mix 개선은 현재 진행 중이며 2023년 고가 수주분이 본격적으로 건조되는 시점까지 실적은 우상향하는 흐름이 예상된다. 해양은 중동, 중남미 등 다수 프로젝트의 발주가 기대되며 적정 물량 수주를 통한 안정적 외형 및 수익성 유지가 기대된다. 특수선은 캐나다, 사우디, 필리핀, 페루 등 다수 국가에 여러 사업이 진행 중이며 하반기 중 가시화될 것으로 예상된다. 미국 HHI와의 MOU 체결로 향후 사업 확장 실마리도 마련한 상황이다. 엔진은 캡티브 수요에 그치지 않고 경쟁사 및 해외까지 확대되고 있다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 490,000원
커버리지 개시

HD현대중공업 목표주가 490,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS에 목표 PBR 4.4배를 적용했다. 엔진 부문 내재화를 통해 상대적인 마진 격차를 만들어낼 수 있는 점이 다른 업체 대비 프리미엄이 부여될 수 있는 근거다. 2025년 가이드선으로 매출 15.8조원, 수주 125.8억달러를 제시했다. 5월 말 신규 수주는 상선 17척 등 55.6억달러로 목표치 대비 44.2%를 달성하고 있다. 수주잔고는 329억달러로 3년치 이상 일감을 보유 중이다. 2025년 추정 실적 기준 PER 00.0배, PBR 2.1배다.

상선, 해양, 특수선, 엔진까지 모든 부문이 존재하기 때문에 다른 경쟁업체 대비 프리미엄 부여는 당연히 정당화된다. 상선 선종 Mix 개선은 현재 진행 중이며 2023년 고가 수주분이 본격적으로 건조되는 시점까지 실적은 우상향하는 흐름이 예상된다. 해양은 중동, 중남미 등 다수 프로젝트의 발주가 기대되며 적정 물량 수주를 통한 안정적 외형 및 수익성 유지가 기대된다. 특수선은 캐나다, 사우디, 필리핀, 페루 등 다수 국가에 여러 사업이 진행 중이며 하반기 중 가시화될 것으로 예상된다. 미국 HH와의 MOU 체결로 향후 사업 확장 실마리도 마련한 상황이다. 엔진은 캡티브 수요에 그치지 않고 경쟁사 및 해외까지 확대되고 있다.

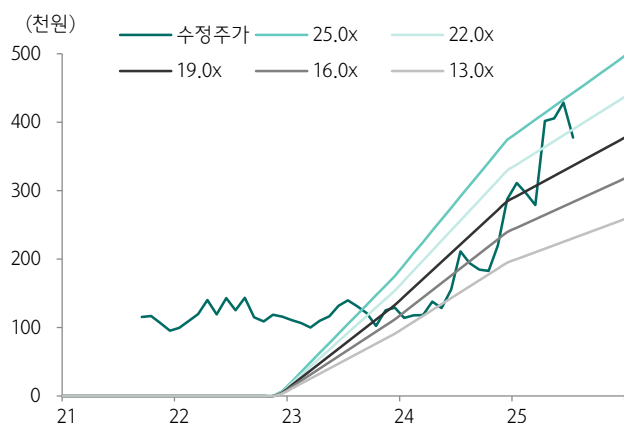
2025년 추정 실적 기준 PER 25.2배, PBR 4.9배다.

도표 1. HD현대중공업 목표주가 산정

구분		비고	
주당순자산(원)	111,097	2027년 기말 기준	
적정PBR(배)	4.4		
적정주가(원)	488,826	목표주가(원)	490,000원
상승여력(%)	29.8	현재주가(원)	377,500원

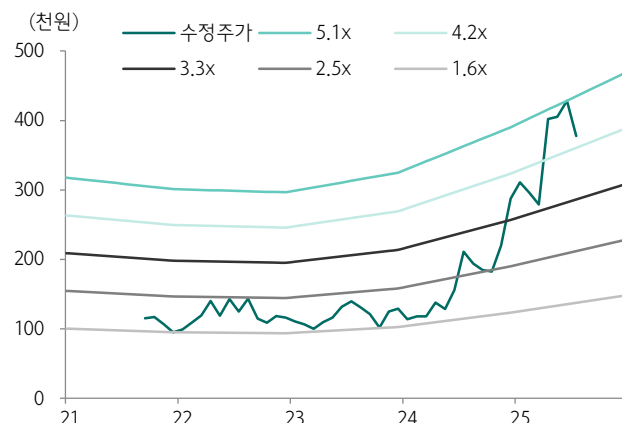
자료: HD현대중공업, 하나증권

도표 2. HD현대중공업 12M Fwd PER 추이



자료: HD현대중공업, 하나증권

도표 3. HD현대중공업 12M Fwd PBR 추이



자료: HD현대중공업, 하나증권

2Q25 영업이익 4,785억원(QoQ +10.3%) 전망

2Q25 전망
매출액 4.2조원
(QoQ 9.6%)
영업이익 4,785억원
(QoQ 10.3%)

2분기 매출액은 4.2조원으로 전분기대비 9.6% 증가할 것으로 예상된다. 원/달러 환율 분기 단위 하락에도 불구하고 선종 Mix 개선 효과로 외형 성장이 지속될 수 있다. 생산성 증가로 고선가 물량이 조기 반영되고 있기 때문이다. 상선 부문에서 가스선 비중이 70%에 가까운 수준까지 상승한 것으로 추정되며 카타르 1차 물량이 소진되는 만큼 실적 기여도가 상승할 전망이다. 엔진 부문은 D/F 대형 비중이 확대되고 있으며 계열사 엔진 업체로 OEM, 중형선 물량을 배분하면서 효율성도 개선되는 모습이다. 해양은 직전분기 체인지오더의 기저효과가 나타날 수 있으나 외형 및 수익 측면의 유의미한 변화는 없을 것으로 기대된다. 영업이익은 4,785억원으로 전분기대비 10.3% 증가할 전망이다. 지난 분기와 달리 환율 효과가 희석될 수 있지만 엔진 수익성 기여도 상승과 선종 Mix 개선에 따른 효과가 더 유의미할 전망이다. 후판 가격 하락에 따른 비용 개선도 점진적으로 반영될 수 있다. 반덤핑 영향은 국내 수급 상황을 고려할 때 제한적일 수밖에 없다.

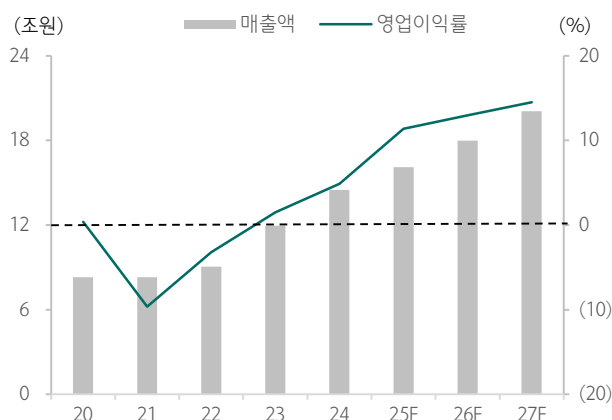
도표 4. HD현대중공업 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	29,877	38,840	36,092	40,547	38,225	41,885	38,951	41,991	7.8	9.6
영업이익	213	1,956	2,062	2,822	4,337	4,785	4,153	5,049	144.6	10.3
세전이익	294	2,020	871	4,797	3,762	4,735	4,103	4,999	134.4	25.8
순이익	286	1,541	722	3,666	2,842	3,577	3,099	3,776	132.1	25.8
영업이익률(%)	0.7	5.0	5.7	7.0	11.3	11.4	10.7	12.0	-	-
세전이익률(%)	1.0	5.2	2.4	11.8	9.8	11.3	10.5	11.9	-	-
순이익률(%)	1.0	4.0	2.0	9.0	7.4	8.5	8.0	9.0	-	-

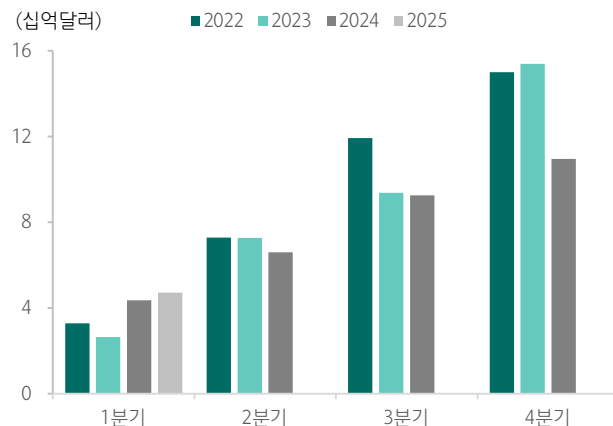
자료: HD현대중공업, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: HD현대중공업, 하나증권

도표 6. 분기별 신규 수주 금액 추이



자료: HD현대중공업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,963.9	14,486.5	16,105.3	17,987.6	20,080.4
매출원가	11,309.1	12,992.5	13,512.6	14,801.6	16,164.4
매출총이익	654.8	1,494.0	2,592.7	3,186.0	3,916.0
판매비	476.2	788.7	760.4	856.0	999.4
영업이익	178.6	705.2	1,832.3	2,330.1	2,916.6
금융손익	(493.0)	(2,280.1)	(183.4)	(40.0)	(40.0)
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	348.7	2,373.2	111.0	20.0	20.0
세전이익	34.4	798.1	1,759.8	2,310.1	2,896.6
법인세	9.7	176.6	430.5	565.1	708.6
계속사업이익	24.7	621.5	1,329.3	1,745.0	2,188.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.7	621.5	1,329.3	1,745.0	2,188.0
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)
지배주주순이익	24.7	621.5	1,329.5	1,745.2	2,188.3
지배주주지분포괄이익	(85.2)	497.7	1,332.3	1,745.0	2,188.0
NOPAT	128.3	549.2	1,384.1	1,760.1	2,203.1
EBITDA	456.7	1,011.0	2,156.5	2,692.7	3,316.5
성장성(%)					
매출액증가율	32.26	21.09	11.17	11.69	11.63
NOPAT증가율	흑전	328.06	152.02	27.17	25.17
EBITDA증가율	흑전	121.37	113.30	24.86	23.17
영업이익증가율	흑전	294.85	159.83	27.17	25.17
(지배주주)순이익증가율	흑전	2,416.19	113.92	31.27	25.39
EPS증가율	흑전	2,418.35	113.91	31.27	25.39
수익성(%)					
매출총이익률	5.47	10.31	16.10	17.71	19.50
EBITDA이익률	3.82	6.98	13.39	14.97	16.52
영업이익률	1.49	4.87	11.38	12.95	14.52
계속사업이익률	0.21	4.29	8.25	9.70	10.90

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	278	7,001	14,976	19,659	24,650
BPS	58,660	64,259	77,178	92,347	111,097
CFPS	3,569	9,342	24,021	30,144	36,849
EBITDAPS	5,145	11,389	24,292	30,333	37,359
SPS	134,770	163,185	181,421	202,625	226,199
DPS	0	2,090	4,490	5,900	7,390
주가지표(배)					
PER	464.03	41.07	24.84	18.92	15.09
PBR	2.20	4.47	4.82	4.03	3.35
PCFR	36.14	30.77	15.49	12.34	10.10
EV/EBITDA	30.44	26.30	16.72	13.18	10.44
PSR	0.96	1.76	2.05	1.84	1.64
재무비율(%)					
ROE	0.47	11.39	21.18	23.19	24.23
ROA	0.15	3.40	6.59	8.02	9.30
ROIC	1.80	8.92	25.06	29.35	32.72
부채비율	229.02	239.93	205.68	175.13	148.43
순부채비율	47.03	18.70	1.01	(6.06)	(14.00)
이자보상배율(배)	1.35	4.71	20.22	25.99	33.67

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,799.7	10,403.1	11,688.8	12,780.0	14,237.3
금융자산	1,363.2	2,213.2	3,103.1	3,555.8	4,333.0
현금성자산	928.0	1,257.9	2,101.6	2,479.9	3,177.7
매출채권	1,099.1	1,392.7	1,460.0	1,568.6	1,684.2
재고자산	1,309.8	1,510.9	1,583.9	1,701.7	1,827.2
기타유동자산	5,027.6	5,286.3	5,541.8	5,953.9	6,392.9
비유동자산	8,333.9	8,987.8	9,254.1	9,774.1	10,262.1
투자자산	308.4	1,070.2	1,121.4	1,204.0	1,292.0
금융자산	307.0	1,069.1	1,120.2	1,202.7	1,290.6
유형자산	6,452.1	6,609.8	6,976.2	7,427.7	7,840.1
무형자산	108.4	128.1	116.0	101.9	89.5
기타비유동자산	1,465.0	1,179.7	1,040.5	1,040.5	1,040.5
자산총계	17,133.6	19,390.9	20,942.9	22,554.0	24,499.4
유동부채	9,945.0	11,796.2	12,363.7	12,718.7	13,089.5
금융부채	1,928.3	1,513.9	1,574.4	1,561.2	1,553.8
매입채무	1,298.9	1,535.4	1,609.5	1,729.2	1,856.7
기타유동부채	6,717.8	8,746.9	9,179.8	9,428.3	9,679.0
비유동부채	1,981.2	1,890.3	1,728.1	1,637.8	1,548.1
금융부채	1,884.0	1,766.2	1,598.0	1,498.0	1,398.0
기타비유동부채	97.2	124.1	130.1	139.8	150.1
부채총계	11,926.2	13,686.5	14,091.7	14,356.5	14,637.6
지배주주지분	5,207.4	5,704.4	6,851.3	8,197.9	9,862.4
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,123.2	3,122.5	3,122.5	3,122.5	3,122.5
자본조정	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	869.1	851.4	854.3	854.3	854.3
이익잉여금	772.8	1,288.3	2,432.3	3,778.9	5,443.4
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.6)
자본총계	5,207.4	5,704.4	6,851.2	8,197.6	9,861.8
순금융부채	2,449.1	1,067.0	69.3	(496.6)	(1,381.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.8	2,883.9	1,283.6	1,836.0	2,284.4
당기순이익	24.7	621.5	1,329.3	1,745.0	2,188.0
조정	221.5	148.9	440.9	362.7	399.9
감가상각비	278.1	305.8	324.2	362.7	399.9
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
기타	(56.6)	(157.1)	116.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(77.4)	2,113.5	(486.6)	(271.7)	(303.5)
투자활동 현금흐름	(477.9)	(499.1)	(911.8)	(957.1)	(967.4)
투자자산감소(증가)	187.5	(761.6)	(51.1)	(82.6)	(88.0)
자본증가(감소)	(468.6)	(451.7)	(674.2)	(800.0)	(800.0)
기타	(196.8)	714.2	(186.5)	(74.5)	(79.4)
재무활동 현금흐름	502.8	(2,048.8)	132.1	(511.7)	(631.2)
금융부채증가(감소)	369.3	(532.1)	(107.7)	(113.1)	(107.4)
자본증가(감소)	4.9	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	128.6	(1,516.0)	425.3	0.0	(0.0)
배당지급	0.0	0.0	(185.5)	(398.6)	(523.8)
현금의 증감	183.9	329.8	807.2	378.3	697.7
Unlevered CFO	316.9	829.3	2,132.4	2,676.0	3,271.2
Free Cash Flow	(309.4)	2,420.4	608.3	1,036.0	1,484.4

2025년 7월 8일 | 기업분석_Update

BUY(신규)

목표주가(12M) 220,000원
현재주가(7.07) 174,600원

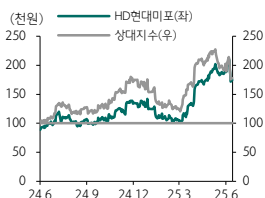
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	211,000/93,200
시가총액(십억원)	6,973.9
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	39,942.1
60일 평균 거래량(천주)	421.9
60일 평균 거래대금(십억원)	72.0
외국인지분율(%)	22.75
주요주주 지분율(%)	
에이치디한국조선해양 외 2 인	42.84
국민연금공단	11.17

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,070.3	5,715.7
영업이익(십억원)	338.2	512.5
순이익(십억원)	260.3	404.9
EPS(원)	6,180	9,577
BPS(원)	56,539	64,665

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,039.1	4,630.0	5,139.4	5,648.6
영업이익	(152.9)	88.5	329.7	507.0
세전이익	(156.9)	146.2	306.0	487.0
순이익	(142.9)	105.5	250.7	399.0
EPS	(3,579)	2,642	6,277	9,990
증감율	적지	흑전	137.59	59.15
PER	(23.72)	50.79	27.40	17.22
PBR	1.72	2.61	3.02	2.64
EV/EBITDA	(44.39)	34.25	18.83	12.85
ROE	(6.96)	5.25	11.61	16.40
BPS	49,485	51,439	57,004	65,116
DPS	0	710	1,880	3,000



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

HD현대미포(010620)

향후 실적은 선종 Mix로 증명

목표주가 220,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

HD현대미포 목표주가 220,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS에 PBR 2.9배를 적용해 산출했다. 연초 제시된 2025년 가이던스는 매출 4.8조원, 수주 38억달러다. 5월 말 기준 신규 수주는 28척, 19.2억달러로 가이던스 대비 50.5% 달성 중이다. 수주잔고는 113.1억달러를 기록하며 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 미국 전략 상선단은 컨테이너선, PCC 등 중형선 중심이고 인도 가능한 빠른 일정의 슬롯이 남아있기 때문에 향후 수주로 이어질 개연성이 높다. 2025년 기준 PER 27.8배, PBR 3.1배다.

2Q25 영업이익 763억원(QoQ +11.4%) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 12,393억원으로 전분기대비 4.7% 증가할 전망이다. 환율 하락은 부정적인 요소지만 생산성 개선 효과가 유의미하게 작동할 것으로 기대된다. 고선가 PC선 매출 반영 시점이 빨라지면서 매출 비중이 60% 중반 수준까지 상승한 것으로 보인다. LPG선도 10% 중반대 기여도가 예상되며 하반기에는 20%대로 개선될 전망이다. 영업이익은 763억원으로 전분기대비 11.4% 증가할 것으로 예상된다. 기존 잔고 중 저마진 컨테이너선 인도가 점차 완료되는 가운데 저선가 PC선도 3분기까지는 물량이 해소될 수 있다. 향후 고선가 PC 및 LPG 선박 Mix 상승 효과가 나타날 전망이다. LNG 벙커링은 향후 수주 확대 개연성이 높고 기존 수주분은 경우 하반기부터 매출 기여가 확인될 것으로 기대된다.

선종 Mix 개선 현재 진행 중. 2026년까지 확보된 실적 성장

기존 수주잔고 중 RoRo선 1척 인도가 완료되면서 현재 잔고는 PC선, LPG선, 컨테이너선, LNG BV선 등으로 압축되어 있다. 기존 저선가 컨테이너선과 PC선 인도가 연내 마무리될 예정이며 생산성 제고로 인한 매출 증가는 고선가 물량 기여도 상승으로 이어지는 중이다. 하반기부터 LNG BV 건조가 시작될 수 있다. 건조 기간은 다른 중형선 대비 상대적으로 긴 편이지만 매출 규모를 감안하면 기간 단위 매출은 훨씬 높기 때문에 수익성에 기여할 전망이다. 현재 벙커링선 잔고가 11척이기 때문에 지속 건조에 따른 마진 상승도 기대해볼 수 있다. 그룹사 엔진 생산능력 확대 및 효율화로 건조 일정에 무리가 없을 전망이며 생산성이 개선되는 흐름을 감안하면 2026년 이후까지 양호한 실적 추세가 예상된다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 220,000원
커버리지 개시

HD현대미포 목표주가 220,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS에 PBR 2.9배를 적용해 산출했다. 연초 제시된 2025년 가이드언스는 매출 4.8조원, 수주 38억달러다. 5월 말 기준 신규 수주는 28척, 19.2억달러로 가이드언스 대비 50.5% 달성 중이다. 수주잔고는 113.1억달러를 기록하며 2년치 이상 일감을 보유하고 있다. 미국 전략 상선단은 컨테이너선, PCC 등 중형선 중심이고 인도 가능한 빠른 일정의 슬롯이 남아있기 때문에 향후 수주로 이어질 개연성이 높다.

기존 수주잔고 중 RoRo선 1척 인도가 완료되면서 현재 잔고는 PC선, LPG선, 컨테이너선, LNG BV선 등으로 압축되어 있다. 기존 저선가 컨테이너선과 PC선 인도가 연내 마무리될 예정이며 생산성 제고로 인한 매출 증가는 고선가 물량 기여도 상승으로 이어지는 중이다. 하반기부터 LNG BV 건조가 시작될 수 있다. 건조 기간은 다른 중형선 대비 상대적으로 긴 편이지만 매출 규모를 감안하면 기간 단위 매출은 훨씬 높기 때문에 수익성에 기여할 전망이다. 현재 벙커링선 잔고가 11척이기 때문에 지속 건조에 따른 마진 상승도 기대해볼 수 있다. 그룹사 엔진 생산능력 확대 및 효율화로 건조 일정에 무리가 없을 전망이며 생산성이 개선되는 흐름을 감안하면 2026년 이후까지 양호한 실적 추세가 예상된다.

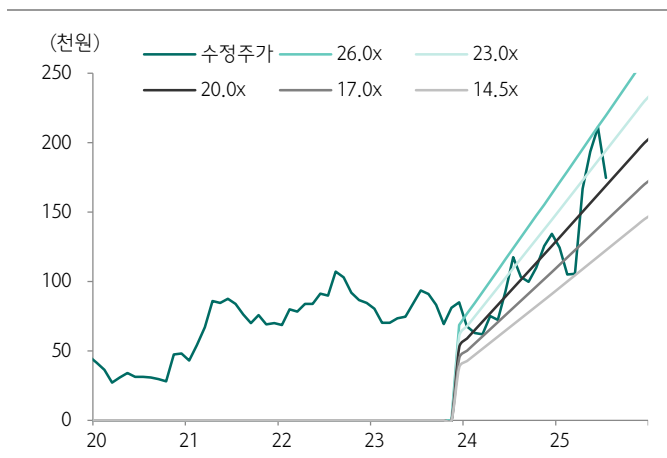
2025년 기준 PER 27.8배, PBR 3.1배다.

도표 1. HD현대미포 목표주가 산정

구분		비고	
주당순자산(원)	75,067	2027년 기말 기준	
적정PBR(배)	2.9		
적정주가(원)	217,694	목표주가(원)	220,000원
상승여력(%)	26.0	현재주가(원)	174,600원

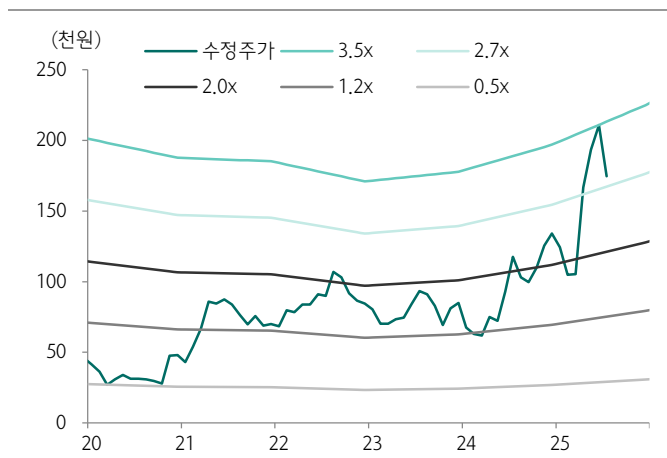
자료: HD현대미포, 하나증권

도표 2. HD현대미포 12M Fwd PER 추이



자료: HD현대미포, 하나증권

도표 3. HD현대미포 12M Fwd PBR 추이



자료: HD현대미포, 하나증권

2Q25 영업이익 763억원(QoQ +11.4%) 전망

2Q25 전망
매출액 1.2조원
(QoQ 4.7%)
영업이익 763억원
(QoQ 11.4%)

2분기 매출액은 12,393억원으로 전분기대비 4.7% 증가할 전망이다. 환율 하락은 부정적인 요소지만 생산성 개선 효과가 유의미하게 작동할 것으로 기대된다. 고선가 PC선 매출 반영 시점이 빨라지면서 매출 비중이 60% 중반 수준까지 상승한 것으로 보인다. LPG선도 10% 중반대 기여도가 예상되며 하반기에는 20%대로 개선될 전망이다. 영업이익은 763억원으로 전분기대비 11.4% 증가할 것으로 예상된다. 기존 잔고 중 저마진 컨테이너선 인도가 점차 완료되는 가운데 저선가 PC선도 3분기까지는 물량이 해소될 수 있다. 향후 고선가 PC 및 LPG 선박 Mix 상승 효과가 나타날 전망이다. LNG 벙커링은 향후 수주 확대 개연성이 높고 기존 수주분의 경우 하반기부터 매출 기여가 확인될 것으로 기대된다.

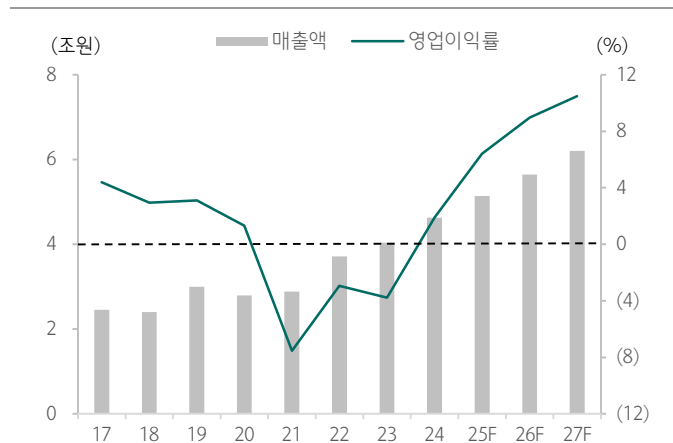
도표 4. HD현대미포 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	10,005	11,291	10,777	14,228	11,838	12,393	11,414	15,749	9.8	4.7
영업이익	(110)	174	353	469	685	763	629	1,220	337.8	11.4
세전이익	33	356	28	1,045	598	713	579	1,170	100.3	19.2
순이익	21	289	26	796	517	616	501	1,011	113.0	19.2
영업이익률(%)	(1.1)	1.5	3.3	3.3	5.8	6.2	5.5	7.7	-	-
세전이익률(%)	0.3	3.2	0.3	7.3	5.1	5.8	5.1	7.4	-	-
순이익률(%)	0.2	2.6	0.2	5.6	4.4	5.0	4.4	6.4	-	-

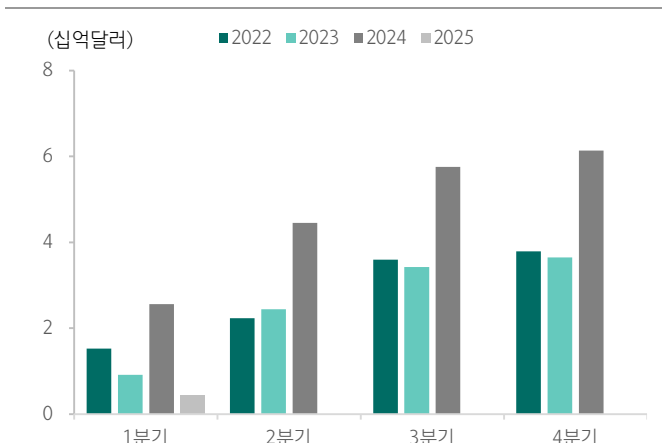
자료: HD현대미포, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: HD현대미포, 하나증권

도표 6. 분기별 신규 수주 금액 추이



자료: HD현대미포, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039.1	4,630.0	5,139.4	5,648.6	6,205.9
매출원가	4,069.7	4,382.1	4,640.2	4,957.5	5,347.9
매출총이익	(30.6)	247.9	499.2	691.1	858.0
판매비	122.2	159.4	169.5	184.1	206.9
영업이익	(152.9)	88.5	329.7	507.0	651.2
금융손익	(63.8)	(353.6)	(57.6)	(40.0)	(40.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	59.8	411.3	33.9	20.0	20.0
세전이익	(156.9)	146.2	306.0	487.0	631.2
법인세	(17.9)	33.0	41.5	66.1	85.6
계속사업이익	(139.0)	113.2	264.5	421.0	545.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(139.0)	113.2	264.5	421.0	545.6
비배주주지분 순이익	4.0	7.7	13.8	21.9	28.4
지배주주순이익	(142.9)	105.5	250.7	399.0	517.1
지배주주지분포괄이익	(164.7)	78.0	251.0	399.8	518.1
NOPAT	(135.4)	68.6	285.0	438.2	562.8
EBITDA	(83.6)	166.7	414.8	595.1	742.0
성장성(%)					
매출액증가율	8.67	14.63	11.00	9.91	9.87
NOPAT증가율	적지	흑전	315.45	53.75	28.43
EBITDA증가율	적지	흑전	148.83	43.47	24.68
영업이익증가율	적지	흑전	272.54	53.78	28.44
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	137.63	59.15	29.60
EPS증가율	적지	흑전	137.59	59.15	29.60
수익성(%)					
매출총이익률	(0.76)	5.35	9.71	12.23	13.83
EBITDA이익률	(2.07)	3.60	8.07	10.54	11.96
영업이익률	(3.79)	1.91	6.42	8.98	10.49
계속사업이익률	(3.44)	2.44	5.15	7.45	8.79

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(3,579)	2,642	6,277	9,990	12,947
BPS	49,485	51,439	57,004	65,116	75,067
CFPS	(2,388)	4,472	9,987	14,206	17,701
EBITDAPS	(2,094)	4,173	10,386	14,900	18,577
SPS	101,123	115,919	128,670	141,419	155,373
DPS	0	710	1,880	3,000	3,880
주가지표(배)					
PER	(23.72)	50.79	27.40	17.22	13.28
PBR	1.72	2.61	3.02	2.64	2.29
PCFR	(35.55)	30.01	17.22	12.11	9.72
EV/EBITDA	(44.39)	34.25	18.83	12.85	10.01
PSR	0.84	1.16	1.34	1.22	1.11
재무비율(%)					
ROE	(6.96)	5.25	11.61	16.40	18.51
ROA	(2.96)	2.11	4.72	6.95	8.28
ROIC	(5.90)	2.91	12.05	17.68	21.15
부채비율	143.60	142.54	135.92	121.91	109.72
순부채비율	13.75	13.77	4.40	(2.99)	(10.56)
이자보상배율(배)	(11.05)	4.55	29.70	49.62	71.19

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,799.4	2,786.5	3,159.9	3,547.0	4,060.9
금융자산	397.9	339.3	451.1	565.0	784.2
현금성자산	310.0	165.1	258.3	352.7	550.8
매출채권	118.3	88.7	98.2	108.1	118.8
재고자산	230.2	270.8	299.8	330.0	362.7
기타유동자산	2,053.0	2,087.7	2,310.8	2,543.9	2,795.2
비유동자산	2,109.7	2,322.3	2,360.3	2,413.2	2,465.0
투자자산	43.9	201.9	222.0	243.0	265.7
금융자산	43.9	201.9	222.0	243.0	265.7
유형자산	1,756.8	1,861.5	1,893.6	1,927.1	1,957.7
무형자산	14.7	20.9	19.7	18.1	16.6
기타비유동자산	294.3	238.0	225.0	225.0	225.0
자산총계	4,909.1	5,108.9	5,520.2	5,960.2	6,526.0
유동부채	2,735.4	2,705.6	2,977.1	3,069.2	3,206.9
금융부채	536.0	349.9	369.9	300.7	271.5
매입채무	323.5	354.9	392.8	432.4	475.2
기타유동부채	1,875.9	2,000.8	2,214.4	2,336.1	2,460.2
비유동부채	158.5	296.9	203.3	205.2	207.3
금융부채	138.9	279.5	184.1	184.1	184.1
기타비유동부채	19.6	17.4	19.2	21.1	23.2
부채총계	2,893.9	3,002.4	3,180.3	3,274.4	3,414.2
지배주주지분	1,970.1	2,048.1	2,270.5	2,594.5	2,992.0
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
자본조정	(40.9)	(40.9)	(40.9)	(40.9)	(40.9)
기타포괄이익누계액	300.5	308.5	308.3	308.3	308.3
이익잉여금	1,428.4	1,498.6	1,721.0	2,045.0	2,442.5
비지배주주지분	45.1	58.3	69.4	91.4	119.8
자본총계	2,015.2	2,106.4	2,339.9	2,685.9	3,111.8
순금융부채	277.0	290.2	102.9	(80.2)	(328.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(533.3)	360.9	291.3	369.4	478.5
당기순이익	(139.0)	113.2	264.5	421.0	545.6
조정	44.2	60.1	100.6	88.0	90.8
감가상각비	69.3	78.1	85.1	88.1	90.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(25.1)	(18.0)	15.5	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(438.5)	187.6	(73.8)	(139.6)	(157.9)
투자활동 현금흐름	(111.6)	(149.2)	(189.3)	(160.5)	(163.7)
투자자산감소(증가)	15.7	(158.0)	(20.1)	(21.0)	(22.7)
자본증가(감소)	(115.9)	(144.4)	(117.9)	(120.0)	(120.0)
기타	(11.4)	153.2	(51.3)	(19.5)	(21.0)
재무활동 현금흐름	463.6	(363.1)	(42.4)	(144.2)	(148.8)
금융부채증가(감소)	408.7	(45.5)	(75.4)	(69.2)	(29.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	54.9	(317.6)	61.3	0.0	(0.0)
배당지급	0.0	0.0	(28.3)	(75.0)	(119.7)
현금의 증감	(180.1)	(144.9)	99.4	94.4	198.1
Unlevered CFO	(95.4)	178.6	398.9	567.4	707.0
Free Cash Flow	(650.6)	216.3	173.3	249.4	358.5

2025년 7월 8일 | 기업분석_Update

BUY(신규)

목표주가(12M) 230,000원
현재주가(7.07) 188,500원

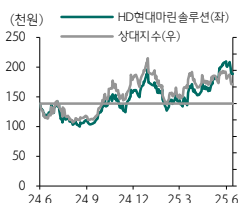
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	209,500/100,100
시가총액(십억원)	8,450.3
시가총액비중(%)	0.34
발행주식수(천주)	44,829.2
60일 평균 거래량(천주)	249.8
60일 평균 거래대금(십억원)	42.0
외국인지분율(%)	29.81
주요주주 지분율(%)	
에이치디현대 외 3인	55.34
Global Vessel Solutions, L.P.	9.99

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,097.9	2,466.7
영업이익(십억원)	364.4	469.3
순이익(십억원)	292.3	371.9
EPS(원)	6,520	8,296
BPS(원)	19,262	23,049

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,430.5	1,745.5	1,985.5	2,284.0
영업이익	201.5	271.7	324.1	392.3
세전이익	201.0	296.9	337.8	412.3
순이익	151.1	227.9	256.3	313.3
EPS	3,778	5,302	5,717	6,989
증감율	44.03	40.34	7.83	22.25
PER	0.00	30.44	32.95	26.96
PBR	0.00	9.35	10.37	8.82
EV/EBITDA	0.24	23.68	22.41	18.32
ROE	71.59	44.98	32.28	35.37
BPS	5,999	17,255	18,168	21,357
DPS	2,500	3,150	3,500	4,000



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

HD현대마린솔루션(443060)

가지 않은 길

목표주가 230,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

HD현대마린솔루션 목표주가 230,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 목표 PER 27배를 적용했다. 높은 이익 가시성 및 성장성에 대해 높은 멀티플을 부여할 필요가 있다. 그룹사 조선업과 궤를 같이하면서도 다소 다른 독자적 성장 추세를 지속할 전망이다. After Market 비즈니스 특성 상 선형 노후화, 규제 강화의 교집합에서 그룹사의 수주잔고와 연계된 실적 이상의 잠재력이 있기 때문이다. 오버행 리스크가 존재하나 상장 당시 대비 잔여 지분이 크게 감소했고 유동시총 증가라는 측면에서 긍정적인 해석도 가능하다. 2026년 사업연도까지 별도 순이익 50~70% 수준의 배당성향이 유지되며 이익 증가에 비례한 DPS 성장이 기대된다. 2025년 추정치 기준 PER 33.0배, PBR 10.4배다.

2Q25 영업이익 802억원(QoQ -3.4%) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 4,801억원으로 전분기대비 1.1% 감소할 전망이다. 유가와 환율 하락으로 벙커링 부문 외형 둔화가 예상되기 때문이다. 그럼에도 불구하고 핵심 사업부문의 성장은 여전히 유지될 것으로 판단된다. AM솔루션은 전년대비 25% 증가할 것으로 전망된다. D/F 비중이 점차 늘어나고 있으며 향후 개선 여지가 많기 때문에 안정적이면서도 가파른 성장 추세가 지속될 수 있다. 친환경솔루션은 직전 분기 집중된 매출의 기저효과로 감소가 예상된다. 분기 실적 변동성을 일정 부분 감안할 필요가 있다. 디지털솔루션은 두 자리 수 성장 추세가 지속될 것으로 판단된다. 벙커링은 매크로 지표 변화에 따른 매출 감소가 예상된다. 영업이익은 802억원으로 전분기대비 3.4% 감소할 전망이다. 실적 기여가 낮은 벙커링 매출 감소는 이익 체력과 다소 무관한 요소로 해석할 수 있다. AM솔루션 부문의 성장으로 Core 이익률은 20%대 중반을 유지할 것으로 기대된다.

AM솔루션의 안정적이면서 높은 성장이 핵심

AM솔루션 부문의 높은 마진은 HiMSEN 엔진이 핵심이다. 독점 라이선스 보유하고 있으며 신조 D/F 시장에서 발전용 중속엔진 점유율은 60% 수준을 기록하고 있기 때문이다. 부품 조달 능력도 확보된 상황이기 때문에 향후 LTSA 잔고가 누적될수록 비용 개선도 기대할 수 있다. 2024년 9% 수준이었던 HiMSEN D/F 엔진 누적 인도 비중은 2028년 25%로 확대될 전망이다. 기존 디젤 엔진 대비 1.5배 가량 높은 판가를 감안하면 AM솔루션의 ASP도 상승 개연성이 충분하다. LTSA 매출 실적은 선박 인도 시점부터 인식되며 인도 이후 정비 주기가 도래하는 4년차부터 급격히 증가하기 때문에 D/F 채택 선박이 늘어나는 국면에서 구조적인 장기 성장 요인으로 작용할 수 있다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 230,000원
커버리지 개시

HD현대마린솔루션 목표주가 230,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 목표 PER 27배를 적용했다. 높은 이익 가시성 및 성장성에 대해 높은 멀티플을 부여할 필요가 있다. 그룹사 조선업과 궤를 같이하면서도 다소 다른 독자적 성장 추세를 지속할 전망이다. After Market 비즈니스 특성 상 선령 노후화, 규제 강화의 교집합에서 그룹사의 수주잔고와 연계된 실적 이상의 잠재력이 있기 때문이다. 오버행 리스크가 존재하나 상장 당시 대비 잔여 지분이 크게 감소했고 유동시총 증가라는 측면에서 긍정적인 해석도 가능하다. 2026년 사업연도까지 별도 순이익 50~70% 수준의 배당성향이 유지되며 이익 증가에 비례하는 DPS 성장이 기대된다.

AM솔루션 부문의 높은 마진은 HiMSEN 엔진이 핵심이다. 독점 라이선스 보유하고 있으며 신조 D/F 시장에서 발전용 중속엔진 점유율은 60% 수준을 기록하고 있기 때문이다. 부품 조달 능력도 확보된 상황이기 때문에 향후 LTSA 잔고가 누적될수록 비용 개선도 기대할 수 있다. 2024년 9% 수준이었던 HiMSEN D/F 엔진 누적 인도 비중은 2028년 25%로 확대될 전망이며 기존 디젤 엔진 대비 1.5배 가량 높은 판가를 감안하면 AM솔루션의 ASP도 상승 개연성이 충분하다. LTSA 매출 실적은 선박 인도 시점부터 인식되며 인도 이후 정비 주기가 도래하는 4년차부터 급격히 증가하기 때문에 D/F 채택 선박이 늘어나는 국면에서 구조적인 장기 성장 요인으로 작용할 수 있다.

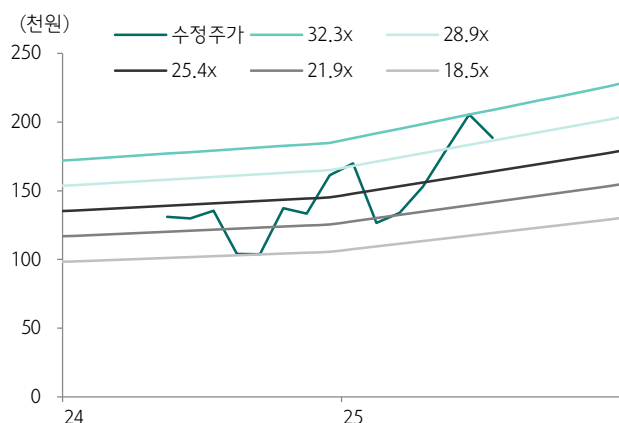
2025년 추정치 기준 PER 33.0배, PBR 10.4배다.

도표 1. HD현대마린솔루션 목표주가 산정

구분		비고	
주당순이익(원)	8,475	2027년 기말 기준 추정치	
적정PER(배)	27		
적정주가(원)	228,825	목표주가(원)	230,000원
상승여력(%)	22.0	현재주가(원)	188,500원

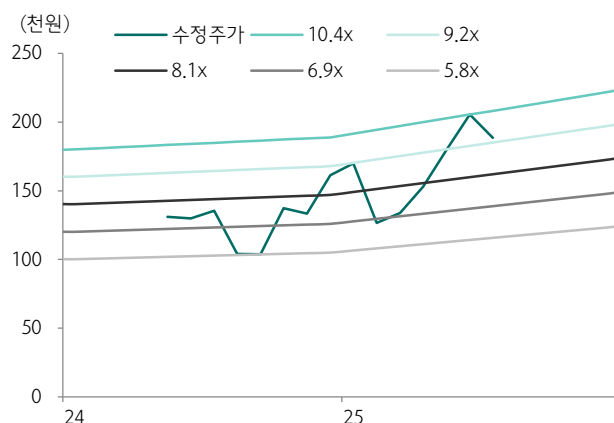
자료: HD현대마린솔루션, 하나증권

도표 2. HD현대마린솔루션 12M Fwd PER 추이



자료: HD현대마린솔루션, 하나증권

도표 3. HD현대마린솔루션 12M Fwd PBR 추이



자료: HD현대마린솔루션, 하나증권

2Q25 영업이익 802억원(QoQ -3.4%) 전망

2Q25 전망
매출액 4,801억원
(QoQ -1.1%)
영업이익 802억원
(QoQ -3.4%)

2분기 매출액은 4,801억원으로 전분기대비 1.1% 감소할 전망이다. 유가와 환율 하락으로 병커링 부문 외형 둔화가 예상되기 때문이다. 그럼에도 불구하고 핵심 사업부문의 성장은 여전히 유지될 것으로 판단된다. AM솔루션은 전년대비 25% 증가할 것으로 전망된다. D/F 비중이 점차 늘어나고 있으며 향후 개선 여지가 많기 때문에 안정적이면서도 가파른 성장 추세가 지속될 수 있다. 친환경솔루션은 직전 분기 집중된 매출의 기저효과로 감소가 예상된다. 분기 실적 변동성을 일정 부분 감안할 필요가 있다. 디지털솔루션은 두 자리 수 성장 추세가 지속될 것으로 판단된다. 병커링은 매크로 지표 변화에 따른 매출 감소가 예상된다. 영업이익은 802억원으로 전분기대비 3.4% 감소할 전망이다. 실적 기여가 낮은 병커링 매출 감소는 이익 체력과 다소 무관한 요소로 해석할 수 있다. AM솔루션 부문의 성장으로 Core 이익률은 20%대 중반을 유지할 것으로 기대된다.

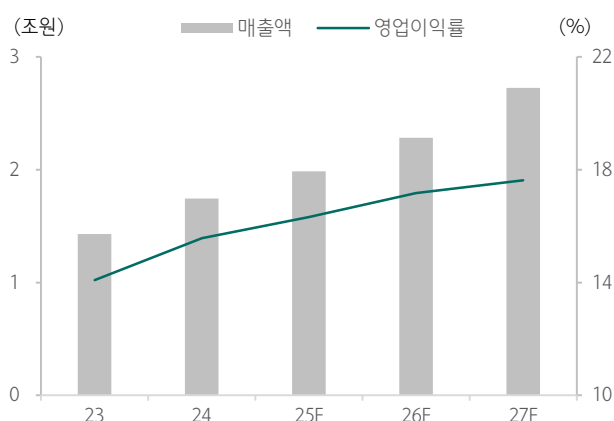
도표 4. HD현대마린솔루션 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	3,830	4,379	4,613	4,634	4,856	4,801	5,168	5,030	9.6	(1.1)
영업이익	515	710	834	659	830	802	889	714	13.0	(3.4)
세전이익	563	769	773	863	839	833	938	762	8.3	(0.7)
순이익	443	567	585	684	633	633	713	579	11.7	(0.0)
영업이익률(%)	13.4	16.2	18.1	14.2	17.1	16.7	17.2	14.3	-	-
세전이익률(%)	14.7	17.6	16.8	18.6	17.3	17.4	18.2	15.2	-	-
순이익률(%)	11.6	12.9	12.7	14.8	13.0	13.2	13.8	11.6	-	-

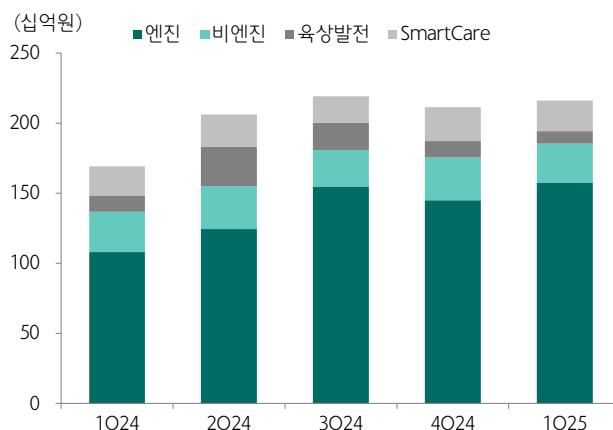
자료: HD현대마린솔루션, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: HD현대마린솔루션, 하나증권

도표 6. 분기별 AM 사업 제품별 매출액 추이



자료: HD현대마린솔루션, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,430.5	1,745.5	1,985.5	2,284.0	2,723.8
매출원가	1,157.6	1,383.3	1,559.4	1,774.2	2,103.8
매출총이익	272.9	362.2	426.1	509.8	620.0
판매비	71.4	90.4	102.0	117.6	140.0
영업이익	201.5	271.7	324.1	392.3	480.0
금융손익	0.1	28.3	17.7	23.5	23.5
종속/관계기업손익	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	(0.6)	(2.9)	(3.7)	(3.2)	(3.2)
세전이익	201.0	296.9	337.8	412.3	499.9
법인세	49.9	69.0	81.5	98.9	120.0
계속사업이익	151.1	227.9	256.3	313.3	379.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	151.1	227.9	256.3	313.3	379.9
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	151.1	227.9	256.3	313.3	379.9
지배주주지분포괄이익	147.2	237.7	256.1	313.3	379.9
NOPAT	151.5	208.6	245.9	298.1	364.8
EBITDA	211.5	283.6	338.1	408.9	498.1
성장성(%)					
매출액증가율	7.25	22.02	13.75	15.03	19.26
NOPAT증가율	44.29	37.69	17.88	21.23	22.38
EBITDA증가율	41.66	34.09	19.22	20.94	21.81
영업이익증가율	41.90	34.84	19.29	21.04	22.36
(지배주주)순이익증가율	44.04	50.83	12.46	22.24	21.26
EPS증가율	44.03	40.34	7.83	22.25	21.26
수익성(%)					
매출총이익률	19.08	20.75	21.46	22.32	22.76
EBITDA이익률	14.79	16.25	17.03	17.90	18.29
영업이익률	14.09	15.57	16.32	17.18	17.62
계속사업이익률	10.56	13.06	12.91	13.72	13.95

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,778	5,302	5,717	6,989	8,475
BPS	5,999	17,255	18,168	21,357	25,232
CFPS	5,521	7,097	7,496	9,147	11,057
EBITDAPS	5,288	6,595	7,542	9,121	11,111
SPS	35,762	40,599	44,290	50,950	60,760
DPS	2,500	3,150	3,500	4,000	5,000
주가지표(배)					
PER	0.00	30.44	32.95	26.96	22.23
PBR	0.00	9.35	10.37	8.82	7.47
PCFR	0.00	22.74	25.13	20.60	17.04
EV/EBITDA	0.24	23.68	22.41	18.32	14.83
PSR	0.00	3.98	4.25	3.70	3.10
재무비율(%)					
ROE	71.59	44.98	32.28	35.37	36.38
ROA	25.69	25.20	21.48	23.43	24.21
ROIC	67.88	79.70	88.83	96.39	101.83
부채비율	173.63	48.96	51.55	50.43	50.20
순부채비율	20.87	(59.55)	(58.77)	(59.16)	(59.08)
이자보상배율(배)	32.69	59.77	271.88	309.54	351.94

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	597.3	1,075.5	1,147.0	1,349.0	1,605.0
금융자산	95.7	481.4	502.1	591.3	695.3
현금성자산	95.7	298.5	303.5	357.9	415.0
매출채권	201.2	248.6	269.9	317.1	380.8
재고자산	237.6	273.4	296.8	348.8	418.9
기타유동자산	62.8	72.1	78.2	91.8	110.0
비유동자산	59.4	76.7	87.3	91.2	93.9
투자자산	0.0	3.0	3.2	3.8	4.6
금융자산	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
유형자산	11.2	19.6	24.4	27.8	29.6
무형자산	4.1	4.5	4.5	4.5	4.5
기타비유동자산	44.1	49.6	55.2	55.1	55.2
자산총계	656.6	1,152.2	1,234.3	1,440.3	1,698.9
유동부채	387.8	342.6	379.8	438.4	517.3
금융부채	134.0	8.1	8.8	10.3	12.4
매입채무	127.9	151.6	164.6	193.4	232.3
기타유동부채	125.9	182.9	206.4	234.7	272.6
비유동부채	28.9	36.1	40.1	44.5	50.5
금융부채	11.8	12.7	14.7	14.7	14.7
기타비유동부채	17.1	23.4	25.4	29.8	35.8
부채총계	416.7	378.7	419.8	482.9	567.8
지배주주지분	240.0	773.5	814.5	957.4	1,131.1
자본금	20.0	22.2	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	20.0	384.6	404.4	404.4	404.4
자본조정	0.5	29.5	9.6	9.6	9.6
기타포괄이익누계액	1.1	13.7	13.5	13.5	13.5
이익잉여금	198.4	323.5	364.6	507.6	681.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	240.0	773.5	814.5	957.4	1,131.1
순금융부채	50.1	(460.6)	(478.7)	(566.4)	(668.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	72.9	246.5	134.6	297.0	353.7
당기순이익	151.1	227.9	256.3	313.3	379.9
조정	18.3	24.4	22.6	16.6	18.2
감가상각비	10.0	11.8	14.0	16.6	18.1
외환거래손익	2.9	(6.0)	(0.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
기타	5.4	18.4	9.3	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(96.5)	(5.8)	(144.3)	(32.9)	(44.4)
투자활동 현금흐름	4.7	(195.9)	(34.8)	(55.4)	(67.6)
투자자산감소(증가)	0.1	(2.7)	(0.1)	(0.6)	(0.8)
자본증가(감소)	(2.6)	(9.6)	(18.7)	(20.0)	(20.0)
기타	7.2	(183.6)	(16.0)	(34.8)	(46.8)
재무활동 현금흐름	(38.9)	170.8	(95.8)	(168.8)	(204.1)
금융부채증가(감소)	50.6	(125.0)	2.7	1.5	2.1
자본증가(감소)	0.0	366.8	19.9	0.0	0.0
기타재무활동	0.5	29.0	96.8	0.1	0.0
배당지급	(90.0)	(100.0)	(215.2)	(170.4)	(206.2)
현금의 증감	38.7	221.5	207.9	54.3	57.1
Unlevered CFO	220.8	305.1	336.0	410.0	495.7
Free Cash Flow	70.3	236.9	115.9	277.0	333.7

2025년 7월 8일 | 기업분석_Update

BUY(신규)

목표주가(12M) 55,000원
현재주가(7.07) 44,450원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	55,600/16,260
시가총액(십억원)	1,507.8
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	33,921.5
60일 평균 거래량(천주)	602.9
60일 평균 거래대금(십억원)	24.1
외국인지분율(%)	13.89
주요주주 지분율(%)	
에이치디한국조선해양 외 4 인	35.09
국민연금공단	6.09

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	399.1	607.7
영업이익(십억원)	47.9	99.7
순이익(십억원)	41.5	71.0
EPS(원)	1,221	2,093
BPS(원)	11,157	13,092

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	244.4	315.8	393.3	486.7
영업이익	18.4	33.2	60.2	85.8
세전이익	18.4	27.7	66.2	85.9
순이익	31.6	75.8	54.6	70.9
EPS	1,108	2,458	1,611	2,090
증감율	122.04	121.84 (34.46)		29.73
PER	10.56	9.95	26.26	20.24
PBR	1.48	2.68	3.90	3.27
EV/EBITDA	17.09	19.99	20.76	14.28
ROE	15.16	28.34	16.14	17.59
BPS	7,893	9,120	10,836	12,925
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

HD현대마린엔진(071970)

본격적인 성장은 이제 시작

목표주가 55,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

HD현대마린엔진 목표주가 55,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 목표 PER 22배를 적용했다. 아직 전체 매출에서 D/F 엔진이 차지하는 비중이 10% 미만이라는 점에서 향후 개선될 포인트가 상당하다. 현재 수주잔고에서 D/F의 비중은 20% 수준으로 보이며 향후 LPG D/F와 LNG D/F의 수주 증가가 기대된다. HD현대 계열사로 인수된 이후 가동률이 상승하고 있고 현재 캡티브 비중이 우상향하고 있는 추세인 점을 감안할 때 향후 그룹사와의 시너지가 수주로 증명될 전망이다. 2025년 1분기 말 수주 잔고는 8,325억원으로 연간 예상 매출액 기준 2년치 이상이다. 2025년 추정치 기준 PER 27.6배, PBR 4.1배다.

2Q25 영업이익 147억원(QoQ +43.1%) 컨센서스 상회 전망

2분기 매출액은 1,015억원으로 전분기대비 22.2% 증가할 전망이다. 물량 및 단가 상승이 외형 성장에 복합적으로 작용하는 중이다. 직전분기 크랭크샤프트 외부 매출 이연에 따른 효과에 더해 D/F 엔진 비중이 우상향하는 효과로 판단된다. 터보차저도 1분기 물량이 감소했으나 하반기 그룹사향으로 물량 회복이 기대된다. 영업이익은 147억원을 기록하며 전분기 대비 43.1% 증가할 전망이다. 1분기 두 자리 수를 기록한 엔진 부문 마진이 지속될 것으로 기대된다. 그룹사 엔진 부문 OEM 물량과 컨벤셔널 엔진 중심이지만 점차 고마진 물량으로 전환되면서 이익률이 빠르게 상승할 수 있다. 부품 부문도 이연된 매출이 정상적으로 인식되며 고정비 부담을 극복하고 마진 및 실적 기여도가 상승할 전망이다.

선박보다 공급부족이 심한 엔진. 구조적 성장 가능 국면

그룹사 캡티브 물량 증가에 더해 중국 조선소 등 외부 매출도 확대되는 흐름에 있다. 물론 최근 중국 조선소의 수주가 둔화될 수 있는 조건이 마련되고 있으나 기존 수주잔고 규모가 유의미하고 엔진 제작 능력은 선박 건조 대비 부족하기 때문에 당분간 우려할 요인은 없다. 사업보고서에 따르면 1분기 엔진 부문 가동률은 86.1%를 기록했다. 경쟁업체의 가동률이 100%를 상회하고 있으며 양호한 업황을 공유하고 있다는 점을 감안하면 HD현대마린엔진 가동률도 추가 상승이 가능하다. 엔진 수요의 가파른 증가는 생산능력 확장으로 이어질 수 있다. 기존 생산시설에 유휴 부지가 많기 때문에 생산능력 확대를 계획할 경우 단기에 달성 가능할 전망이다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 55,000원
커버리지 개시

HD현대마린엔진 목표주가 55,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 목표 PER 22배를 적용했다. 아직 전체 매출에서 D/F 엔진이 차지하는 비중이 10% 미만이라는 점에서 향후 개선될 포인트가 상당하다. 현재 수주잔고에서 D/F의 비중은 20% 수준으로 보이며 향후 LPG D/F와 LNG D/F의 수주 증가가 기대된다. HD현대 계열사로 인수된 이후 가동률이 상승하고 있고 현재 캡티브 비중이 우상향하고 있는 추세인 점을 감안할 때 향후 그룹사와의 시너지가 수주로 증명될 전망이다. 2025년 1분기 말 수주 잔고는 8,325억원으로 연간 예상 매출액 기준 2년치 이상이다.

그룹사 캡티브 물량 증가에 더해 중국 조선소 등 외부 매출도 확대되는 흐름에 있다. 물론 최근 중국 조선소의 수주가 둔화될 수 있는 조건이 마련되고 있으나 기존 수주잔고 규모가 유의미하고 엔진 제작 능력은 선박 건조 대비 부족하기 때문에 당분간 우려할 요인은 없다. 사업보고서에 따르면 1분기 엔진 부문 가동률은 86.1%를 기록했다. 경쟁업체의 가동률이 100%를 상회하고 있으며 양호한 업황을 공유하고 있다는 점을 감안하면 HD현대마린엔진 가동률도 추가 상승이 가능하다. 엔진 수요의 가파른 증가는 생산능력 확장으로 이어질 수 있다. 기존 생산시설에 유휴 부지가 많기 때문에 생산능력 확대를 계획할 경우 단기에 달성 가능할 전망이다.

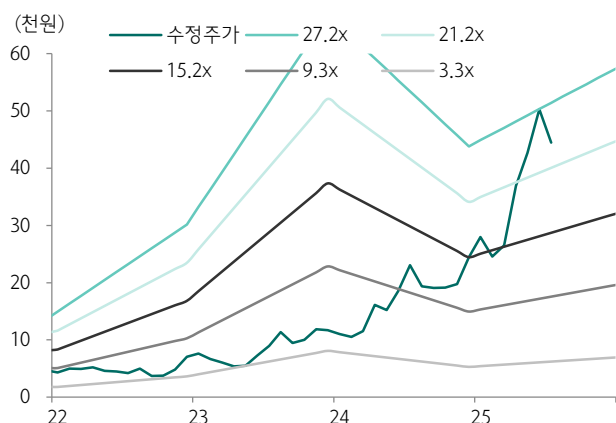
2025년 추정치 기준 PER 27.6배, PBR 4.1배다.

도표 1. HD현대마린엔진 목표주가 산정

구분		비고	
주당순이익(원)	2,544	2027년 기말 기준	
적정PER(배)	22		
적정주가(원)	54,696	목표주가(원)	55,000원
상승여력(%)	23.7	현재주가(원)	44,450원

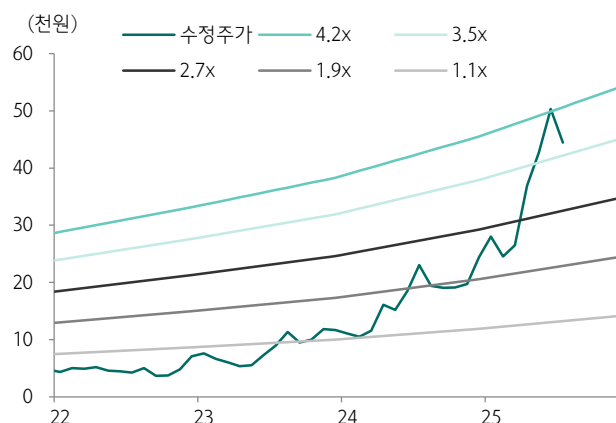
자료: HD현대마린엔진, 하나증권

도표 2. HD현대마린엔진 12M Fwd PER 추이



자료: HD현대마린엔진, 하나증권

도표 3. HD현대마린엔진 12M Fwd PBR 추이



자료: HD현대마린엔진, 하나증권

2Q25 영업이익 147억원(QoQ +43.1%) 전망

2Q25 전망
매출액 1,015억원
(QoQ 22.2%)
영업이익 147억원
(QoQ 43.1%)

2분기 매출액은 1,015억원으로 전분기대비 22.2% 증가할 전망이다. 물량 및 단가 상승이 외형 성장에 복합적으로 작용하는 중이다. 직전분기 크랭크샙프트 외부 매출 이연에 따른 효과에 더해 D/F 엔진 비중이 우상향하는 효과로 판단된다. 터보차저도 1분기 물량이 감소했으나 하반기 그룹사향으로 물량 회복이 기대된다. 영업이익은 147억원을 기록하며 전분기 대비 43.1% 증가할 전망이다. 1분기 두 자리 수를 기록한 엔진 부문 마진이 지속될 것으로 기대된다. 그룹사 엔진 부문 OEM 물량과 컨벤셔널 엔진 중심이지만 점차 고마진 물량으로 전환되면서 이익률이 빠르게 상승할 수 있다. 부품 부문도 이연된 매출이 정상적으로 인식되며 고정비 부담을 극복하고 마진 및 실적 기여도가 상승할 전망이다.

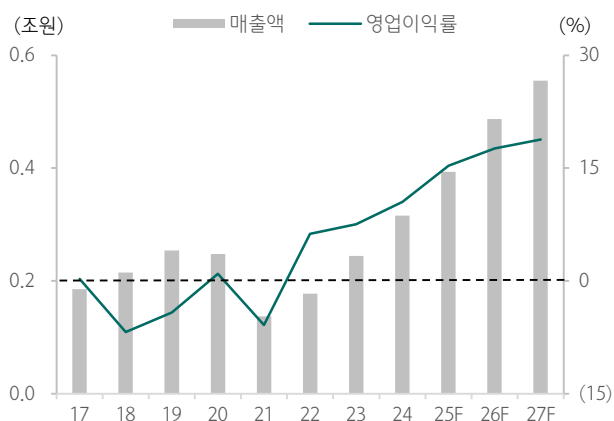
도표 4. HD현대마린엔진 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	614	851	808	886	830	1,015	1,002	1,207	19.2	22.2
영업이익	62	90	88	91	103	147	150	196	63.2	43.1
세전이익	68	106	103	(1)	168	159	160	169	50.8	(5.2)
순이익	68	94	95	502	139	131	132	139	40.0	(5.2)
영업이익률(%)	10.2	10.6	10.9	10.3	12.4	14.5	15.0	16.2	-	-
세전이익률(%)	11.2	12.4	12.8	(0.1)	20.2	15.7	16.0	14.0	-	-
순이익률(%)	11.2	11.0	11.8	56.7	16.7	12.9	13.2	11.5	-	-

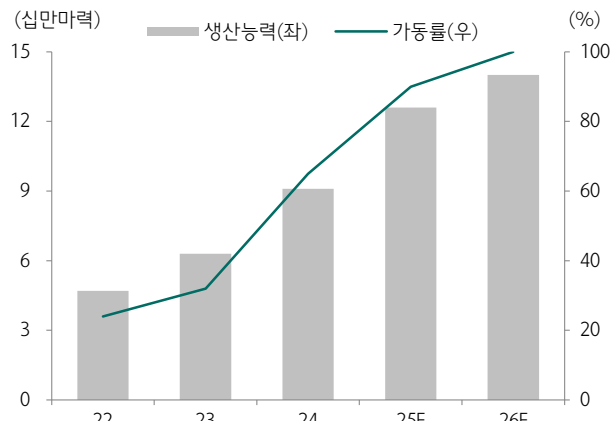
자료: HD현대마린엔진, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: HD현대마린엔진, 하나증권

도표 6. 대형엔진 생산실적 및 계획



자료: HD현대마린엔진, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	244.4	315.8	393.3	486.7	555.0
매출원가	202.0	246.2	295.4	347.5	391.2
매출총이익	42.4	69.6	97.9	139.2	163.8
판매비	24.0	36.4	37.7	53.5	59.4
영업이익	18.4	33.2	60.2	85.8	104.4
금융손익	(4.5)	6.8	(1.0)	0.4	2.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.5	(12.3)	7.1	(0.2)	(1.8)
세전이익	18.4	27.7	66.2	85.9	104.6
법인세	(16.6)	(48.2)	11.6	15.1	18.3
계속사업이익	35.0	75.9	54.6	70.9	86.3
중단사업이익	(3.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	31.6	75.8	54.6	70.9	86.3
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	31.6	75.8	54.6	70.9	86.3
지배주주지분포괄이익	33.2	41.9	58.2	70.9	86.3
NOPAT	35.0	91.0	49.6	70.7	86.1
EBITDA	20.9	36.4	65.1	93.0	113.5
성장성(%)					
매출액증가율	37.69	29.21	24.54	23.75	14.03
NOPAT증가율	227.10	160.00	(45.49)	42.54	21.78
EBITDA증가율	68.55	74.16	78.85	42.86	22.04
영업이익증가율	65.77	80.43	81.33	42.52	21.68
(지배주주)순이익증가율	124.11	139.87	(27.97)	29.85	21.72
EPS증가율	122.04	121.84	(34.46)	29.73	21.72
수익성(%)					
매출총이익률	17.35	22.04	24.89	28.60	29.51
EBITDA이익률	8.55	11.53	16.55	19.11	20.45
영업이익률	7.53	10.51	15.31	17.63	18.81
계속사업이익률	14.32	24.03	13.88	14.57	15.55

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,108	2,458	1,611	2,090	2,544
BPS	7,893	9,120	10,836	12,925	15,469
CFPS	777	1,569	1,765	2,479	3,011
EBITDAPS	733	1,181	1,918	2,740	3,347
SPS	8,559	10,245	11,593	14,349	16,360
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	10.56	9.95	26.26	20.24	16.63
PBR	1.48	2.68	3.90	3.27	2.73
PCFR	15.06	15.58	23.97	17.06	14.05
EV/EBITDA	17.09	19.99	20.76	14.28	11.40
PSR	1.37	2.39	3.65	2.95	2.59
재무비율(%)					
ROE	15.16	28.34	16.14	17.59	17.92
ROA	7.27	15.97	10.36	11.78	12.51
ROIC	16.18	64.40	33.45	34.23	33.29
부채비율	101.45	59.99	52.37	46.62	40.30
순부채비율	10.52	(32.94)	(43.60)	(41.98)	(41.46)
이자보상배율(배)	3.20	7.64	584.16	698.75	762.39

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	196.5	293.9	343.4	411.6	492.4
금융자산	67.2	113.6	175.0	201.0	236.6
현금성자산	33.9	59.8	88.8	106.7	134.7
매출채권	34.5	24.3	33.2	39.0	44.4
재고자산	89.1	86.7	126.9	161.9	200.5
기타유동자산	5.7	69.3	8.3	9.7	10.9
비유동자산	257.5	201.1	216.7	231.3	243.8
투자자산	0.1	7.5	10.2	12.0	13.6
금융자산	0.1	7.5	10.2	12.0	13.6
유형자산	146.4	151.3	165.2	178.1	189.0
무형자산	0.4	0.7	0.6	0.5	0.4
기타비유동자산	110.6	41.6	40.7	40.7	40.8
자산총계	454.0	495.0	560.1	642.8	736.2
유동부채	206.6	180.9	186.8	197.9	204.2
금융부채	88.7	10.4	13.6	15.8	17.9
매입채무	28.7	27.9	38.0	44.7	50.9
기타유동부채	89.2	142.6	135.2	137.4	135.4
비유동부채	22.0	4.7	5.7	6.5	7.3
금융부채	2.2	1.3	1.1	1.1	1.1
기타비유동부채	19.8	3.4	4.6	5.4	6.2
부채총계	228.6	185.6	192.5	204.4	211.5
지배주주지분	225.4	309.4	367.6	438.5	524.7
자본금	71.4	84.8	84.8	84.8	84.8
자본잉여금	338.3	338.3	338.3	338.3	338.3
자본조정	(306.3)	(277.6)	(277.6)	(277.6)	(277.6)
기타포괄이익누계액	66.6	33.5	37.1	37.1	37.1
이익잉여금	55.4	130.3	184.9	255.8	342.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	225.4	309.4	367.6	438.5	524.7
순금융부채	23.7	(101.9)	(160.3)	(184.0)	(217.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	33.1	101.4	5.4	44.8	54.5
당기순이익	31.6	75.8	54.6	70.9	86.3
조정	(8.2)	(22.7)	2.7	7.3	9.3
감가상각비	2.6	3.2	4.9	7.2	9.2
외환거래손익	0.4	(0.5)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(11.2)	(25.3)	(2.1)	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	9.7	48.3	(51.9)	(33.4)	(41.1)
투자활동 현금흐름	(10.2)	(24.1)	16.1	(29.9)	(29.2)
투자자산감소(증가)	1.5	(7.4)	(2.7)	(1.8)	(1.7)
자본증가(감소)	(5.4)	(7.8)	(18.7)	(20.0)	(20.0)
기타	(6.3)	(8.9)	37.5	(8.1)	(7.5)
재무활동 현금흐름	(14.9)	(41.4)	5.5	2.1	1.9
금융부채증가(감소)	(9.2)	(79.2)	3.0	2.2	2.1
자본증가(감소)	0.4	13.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.1)	24.4	2.5	(0.1)	(0.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	8.0	35.9	28.8	17.9	28.0
Unlevered CFO	22.2	48.4	59.9	84.1	102.1
Free Cash Flow	27.7	93.6	(13.4)	24.8	34.5

2025년 7월 8일 | 기업분석_Update

BUY(신규)

목표주가(12M) 20,000원
현재주가(7.07) 16,210원

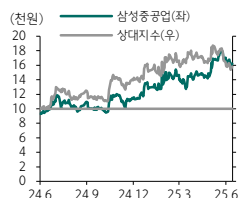
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	18,070/9,470
시가총액(십억원)	14,264.8
시가총액비중(%)	0.57
발행주식수(천주)	880,000.0
60일 평균 거래량(천주)	8,115.8
60일 평균 거래대금(십억원)	127.7
외국인지분율(%)	31.19
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 7인	20.90
국민연금공단	7.98

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	10,869.4	12,424.4
영업이익(십억원)	729.6	1,146.0
순이익(십억원)	490.3	834.5
EPS(원)	559	968
BPS(원)	5,171	6,271

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,009.4	9,903.1	10,709.3	12,573.3
영업이익	233.3	502.7	674.6	996.2
세전이익	(295.7)	(315.5)	556.2	906.0
순이익	(148.3)	63.9	510.9	797.3
EPS	(168)	73	580	906
증감율	적지	폭전	694.52	56.21
PER	(46.13)	154.79	27.10	17.35
PBR	1.55	2.09	2.64	2.29
EV/EBITDA	19.49	16.80	18.53	13.19
ROE	(4.22)	1.77	12.66	17.06
BPS	5,010	5,414	5,958	6,864
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

삼성중공업(010140)

상선과 해양과 환율의 안정적인 조합

목표주가 20,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

삼성중공업의 목표주가 20,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 BPS에 PBR 2.5배를 적용하여 산출했다. 환헷지 정책 상 원/달러 강세 구간에서는 경쟁업체 대비 수익성 방어가 부각될 수 있다. 연초 제시된 2025년 연간 가이드런스는 매출 10.5조원, 영업이익 6,300억원, 조선해양 수주 목표 98억달러다. 5월 말 기준 신규 수주는 상선 18척, 26억달러로 가이드런 대비 26.5% 달성 중이다. 수주잔고는 5월 말 기준 313억 달러지만 계약이 취소된 러시아 프로젝트를 제외하면 265억달러 수준이다. 여전히 3년치 이상 일감을 보유하고 있어 향후 수익성 위주의 선별 수주가 지속될 수 있다. 2025년 기준 PER 27.9배, PBR 2.7배다.

2Q25 영업이익 1.728억원(QoQ +40.4%) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 2.7조원으로 전분기대비 6.6% 증가할 전망이다. 원/달러 환율 변화에 따른 영향은 헷지 정책으로 제한적이며 선종 Mix 일부 개선과 영업일수 감소가 상쇄되며 외형의 큰 변화는 없을 것으로 추정된다. 하반기에 Cedar FLNG 공정이 본격화되면서 외형 성장이 나타날 수 있다. 영업이익은 1,728억원으로 전분기대비 40.4% 증가할 전망이다. 과거 수주 물량인 저가 컨테이너선과 카타르 1차 LNG선의 인도가 진행되면서 선종 Mix는 개선되는 상황이나 속도는 아직 빠르지 않다. 하지만 해양 프로젝트 공정 진행률 상승과 카타르 2차 물량의 설계 및 건조 본격화로 마진은 우상향 추세가 지속될 수 있다. 수에즈막스 탱커선 하청계약 등 생산능력 증대를 위해 외주를 활용하고 있고 향후 베트남 등에서도 추가 물량 확보가 예상된다. 러시아 Zvezda 관련 계약 해지로 수주잔고가 감소했으나 선포에 미치는 영향은 없고 선물환 평가를 진행 중이기 때문에 최근 원/달러 강세는 영업외손익 개선으로 반영될 전망이다.

환율 하락 구간 방어주 역할. 하반기 FLNG 추가 수주 기대

모잠비크 Coral North FLNG의 경우 8,694억원 규모 예비작업 수주로 가시권에 진입했으며 Delfin FLNG 2~4호기도 미국의 중국 조선소 제재 부과의 영향으로 수주 기대감이 부각되고 있다. 기존 FLNG 1호기의 인도 불확실성을 고려할 경우 선형 변경과 그에 따른 수주금액 증가도 기대해볼 수 있는 환경이다. 캐나다 Western LNG 등의 프로젝트도 2026년 이후의 일감으로 이어질 개연성이 크다. 국내 경쟁업체 FLNG 수주 추진 소식으로 향후 수주 경쟁 강도 심화를 우려할 수 있으나 건조 경험의 우위가 있고 아직 FLNG 제작 업체 대비 수요가 더 많기 때문에 특별히 리스크로 부각되기는 어렵다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 20,000원
커버리지 개시

삼성중공업의 목표주가 20,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 BPS에 PBR 2.5배를 적용하여 산출했다. 환헛지 정책 상 원/달러 강세 구간에서는 경쟁업체 대비 수익성 방어가 부각될 수 있다. 연초 제시된 2025년 연간 가이던스는 매출 10.5조원, 영업이익 6,300억원, 조선해양 수주 목표 98억달러다. 5월 말 기준 신규 수주는 상선 18척, 26억달러로 가이던스 대비 26.5% 달성 중이다. 수주잔고는 5월 말 기준 313억 달러지만 계약이 취소된 러시아 프로젝트를 제외하면 265억달러 수준이다. 여전히 3년치 이상 일감을 보유하고 있어 향후 수익성 위주의 선별 수주가 지속될 수 있다.

모잠비크 Coral North FLNG의 경우 8,694억원 규모 예비작업 수주로 가시권에 진입했으며 Delfin FLNG 2~4호기도 미국의 중국 조선소 제재 부과의 영향으로 수주 기대감이 부각되고 있다. 기존 FLNG 1호기의 인도 불확실성을 고려할 경우 선형 변경과 그에 따른 수주금액 증가도 기대해볼 수 있는 환경이다. 캐나다 Western LNG 등의 프로젝트도 2026년 이후의 일감으로 이어질 개연성이 크다. 국내 경쟁업체 FLNG 수주 추진 소식으로 향후 수주 경쟁 강도 심화를 우려할 수 있으나 건조 경험의 우위가 있고 아직 FLNG 제작 업체 대비 수요가 더 많기 때문에 특별히 리스크로 부각되기는 어렵다.

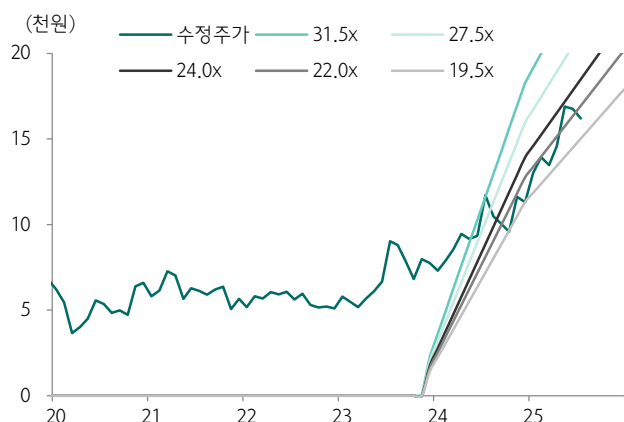
2025년 기준 PER 27.9배, PBR 2.7배다.

도표 1. 삼성중공업 목표주가 산정

구분		비고	
주당순자산(원)	8,063	2027년 기말 기준	
적정PBR(배)	2.5		
적정주가(원)	20,158	목표주가(원)	20,000원
상승여력(%)	23.4	현재주가(원)	16,210원

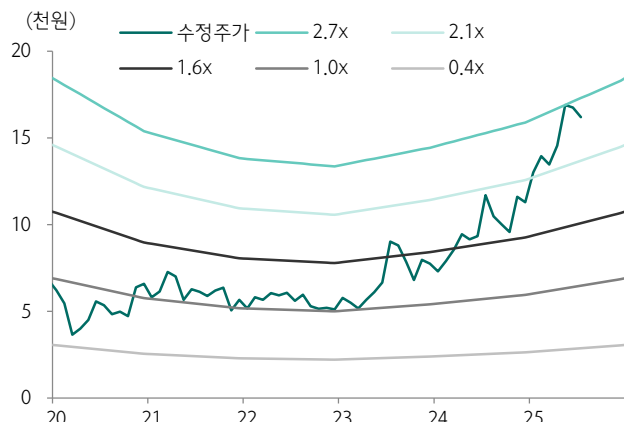
자료: 삼성중공업, 하나증권

도표 2. 삼성중공업 12M Fwd PER 추이



자료: 삼성중공업, 하나증권

도표 3. 삼성중공업 12M Fwd PBR 추이



자료: 삼성중공업, 하나증권

2Q25 영업이익 1,728억원(QoQ +40.4%) 전망

2Q25 전망

매출액 2.7조원(QoQ 6.6%)

영업이익 1,728(QoQ 40.4%)

2분기 매출액은 2.7조원으로 전분기대비 6.6% 증가할 전망이다. 원/달러 환율 변화에 따른 영향은 헷지 정책으로 제한적이며 선종 Mix 일부 개선과 영업일수 감소가 상쇄되며 외형의 큰 변화는 없을 것으로 추정된다. 하반기에 Cedar FLNG 공정이 본격화되면서 외형 성장이 나타날 수 있다. 영업이익은 1,728억원으로 전분기대비 40.4% 증가할 전망이다. 과거 수주 물량인 저가 컨테이너선과 카타르 1차 LNG선의 인도가 진행되면서 선종 Mix는 개선되는 상황이나 속도는 아직 빠르지 않다. 하지만 해양 프로젝트 공정 진행률 상승과 카타르 2차 물량의 설계 및 건조 본격화로 마진은 우상향 추세가 지속될 수 있다. 수에즈막스 탱커선 하청계약 등 생산능력 증대를 위해 외주를 활용하고 있고 향후 베트남 등에서도 추가 물량 확보가 예상된다. 러시아 Zvezda 관련 계약 해지로 수주잔고가 감소했으나 선포에 미치는 영향은 없고 선물환 평가를 진행 중이기 때문에 최근 원/달러 강세는 영업외손익 개선으로 반영될 전망이다.

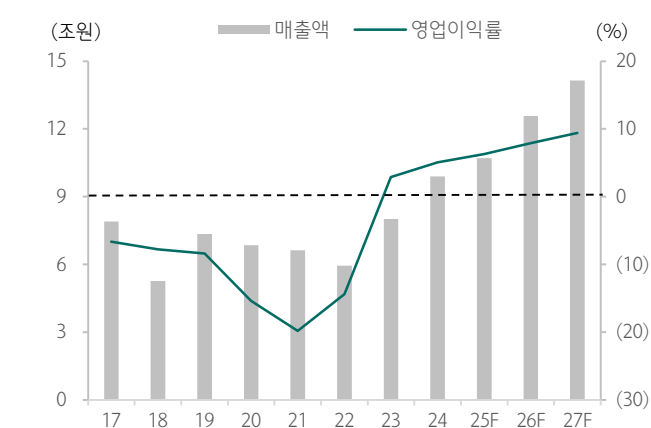
도표 4. 삼성중공업 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	23,478	25,320	23,230	27,004	24,943	26,586	25,320	30,244	5.0	6.6
영업이익	779	1,307	1,199	1,742	1,231	1,728	1,519	2,268	32.2	40.4
세전이익	152	760	717	(4,784)	909	1,411	1,224	2,019	85.7	55.3
순이익	78	740	714	(994)	901	1,270	1,101	1,817	71.6	40.9
영업이익률(%)	3.3	5.2	5.2	6.5	4.9	6.5	6.0	7.5	-	-
세전이익률(%)	0.6	3.0	3.1	(17.7)	3.6	5.3	4.8	6.7	-	-
순이익률(%)	0.3	2.9	3.1	(3.7)	3.6	4.8	4.3	6.0	-	-

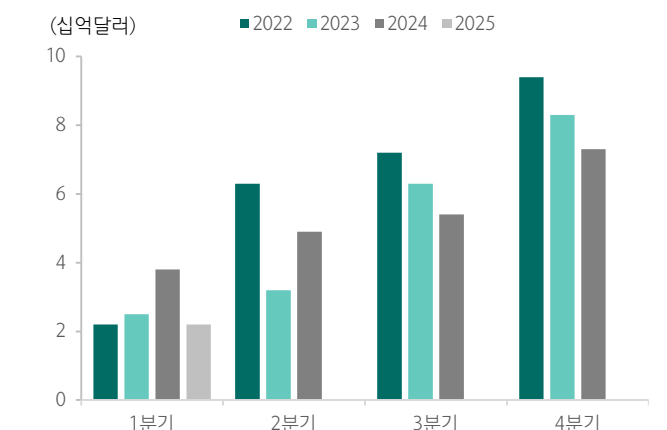
자료: 삼성중공업, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 삼성중공업, 하나증권

도표 6. 분기별 신규 수주 금액 추이



자료: 삼성중공업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009.4	9,903.1	10,709.3	12,573.3	14,150.1
매출원가	7,364.0	8,982.5	9,486.4	10,969.9	12,146.7
매출총이익	645.4	920.6	1,222.9	1,603.4	2,003.4
판매비	412.1	417.9	548.2	607.2	668.9
영업이익	233.3	502.7	674.6	996.2	1,334.6
금융손익	(146.5)	(179.4)	(67.9)	(90.1)	(93.1)
종속/관계기업손익	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(382.5)	(638.8)	(50.5)	0.0	0.0
세전이익	(295.7)	(315.5)	556.2	906.0	1,241.4
법인세	(140.2)	(369.4)	47.3	108.7	186.2
계속사업이익	(155.6)	53.9	508.9	797.3	1,055.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(155.6)	53.9	508.9	797.3	1,055.2
비지배주주지분 순이익	(7.3)	(10.0)	(2.0)	0.0	0.0
지배주주순이익	(148.3)	63.9	510.9	797.3	1,055.2
지배주주지분포괄이익	(155.1)	355.2	492.8	823.1	1,089.4
NOPAT	122.7	(85.8)	617.3	876.6	1,134.4
EBITDA	474.0	791.9	922.4	1,250.3	1,589.5
성장성(%)					
매출액증가율	34.73	23.64	8.14	17.41	12.54
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	42.01	29.41
EBITDA증가율	흑전	67.07	16.48	35.55	27.13
영업이익증가율	흑전	115.47	34.20	47.67	33.97
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	699.53	56.06	32.35
EPS증가율	적지	흑전	694.52	56.21	32.34
수익성(%)					
매출총이익률	8.06	9.30	11.42	12.75	14.16
EBITDA이익률	5.92	8.00	8.61	9.94	11.23
영업이익률	2.91	5.08	6.30	7.92	9.43
계속사업이익률	(1.94)	0.54	4.75	6.34	7.46

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(168)	73	580	906	1,199
BPS	5,010	5,414	5,958	6,864	8,063
CFPS	390	876	1,138	1,479	1,848
EBITDAPS	539	900	1,048	1,421	1,806
SPS	9,100	11,252	12,168	14,286	16,078
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(46.13)	154.79	27.10	17.35	13.11
PBR	1.55	2.09	2.64	2.29	1.95
PCFR	19.87	12.90	13.81	10.63	8.51
EV/EBITDA	19.49	16.80	18.53	13.19	9.79
PSR	0.85	1.00	1.29	1.10	0.98
재무비율(%)					
ROE	(4.22)	1.77	12.66	17.06	18.85
ROA	(0.99)	0.39	2.88	4.14	4.98
ROIC	1.95	(1.50)	13.19	19.39	25.84
부채비율	357.39	358.59	333.69	301.05	266.05
순부채비율	71.76	90.88	69.43	46.52	23.09
이자보상배율(배)	1.31	2.36	4.21	6.17	8.77

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245.5	9,370.0	10,419.7	11,924.2	13,775.4
금융자산	2,188.2	3,116.5	3,416.9	3,872.5	4,517.5
현금성자산	583.8	956.0	1,063.2	1,165.7	1,404.7
매출채권	388.3	1,030.5	1,154.1	1,327.2	1,526.3
재고자산	1,729.2	452.5	506.7	582.8	670.2
기타유동자산	4,939.8	4,770.5	5,342.0	6,141.7	7,061.4
비유동자산	6,347.9	7,824.7	7,911.2	8,224.7	8,477.5
투자자산	460.9	1,679.7	1,886.2	2,153.9	2,461.7
금융자산	460.9	1,679.6	1,886.2	2,153.8	2,461.6
유형자산	5,208.7	5,115.9	5,007.7	5,057.1	5,005.4
무형자산	27.0	27.8	30.0	26.3	23.2
기타비유동자산	651.3	1,001.3	987.3	987.4	987.2
자산총계	15,593.4	17,194.6	18,330.9	20,148.9	22,253.0
유동부채	11,231.9	12,029.2	12,746.1	13,749.3	14,778.1
금융부채	3,785.7	5,212.0	5,110.1	4,968.1	4,679.7
매입채무	832.8	622.9	697.7	802.3	922.6
기타유동부채	6,613.4	6,194.3	6,938.3	7,978.9	9,175.8
비유동부채	952.3	1,415.9	1,358.0	1,375.5	1,395.6
금융부채	849.2	1,311.8	1,241.4	1,241.4	1,241.4
기타비유동부채	103.1	104.1	116.6	134.1	154.2
부채총계	12,184.2	13,445.2	14,104.2	15,124.9	16,173.7
지배주주지분	3,439.3	3,794.6	4,273.7	5,071.0	6,126.3
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0
자본조정	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
기타포괄이익누계액	1,202.1	1,524.7	1,493.0	1,493.0	1,493.0
이익잉여금	(2,168.7)	(2,136.0)	(1,625.1)	(827.9)	227.4
비지배주주지분	(30.1)	(45.1)	(47.0)	(47.0)	(47.0)
자본총계	3,409.2	3,749.5	4,226.7	5,024.0	6,079.3
순금융부채	2,446.6	3,407.3	2,934.7	2,337.0	1,403.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(516.5)	654.5	660.9	1,233.8	1,519.9
당기순이익	(155.6)	53.9	508.9	797.3	1,055.2
조정	355.4	483.0	300.9	254.1	255.0
감가상각비	240.6	289.2	247.8	254.1	255.0
외환거래손익	(8.0)	3.4	10.5	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	122.7	190.4	42.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(716.3)	117.6	(148.9)	182.4	209.7
투자활동 현금흐름	(194.7)	310.5	(940.9)	(920.7)	(913.8)
투자자산감소(증가)	(76.7)	(1,218.7)	(206.6)	(267.6)	(307.8)
자본증가(감소)	(151.7)	210.3	(123.3)	(300.0)	(200.0)
기타	33.7	1,318.9	(611.0)	(353.1)	(406.0)
재무활동 현금흐름	376.0	(599.2)	634.3	(142.1)	(288.4)
금융부채증가(감소)	(21.5)	1,889.0	(172.3)	(142.1)	(288.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	397.5	(2,488.2)	806.6	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(335.4)	372.2	107.8	102.5	239.0
Unlevered CFO	343.3	770.5	1,001.3	1,302.1	1,626.3
Free Cash Flow	(669.9)	481.1	(1,384.3)	(3,073.1)	(2,787.0)

2025년 7월 8일 | 기업분석_Update

BUY(신규)

목표주가(12M) 90,000원
현재주가(7.07) 73,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	92,400/26,750
시가총액(십억원)	22,643.9
시가총액비중(%)	0.90
발행주식수(천주)	306,413.4
60일 평균 거래량(천주)	3,205.7
60일 평균 거래대금(십억원)	261.0
외국인지분율(%)	12.08
주요주주 지분율(%)	
한화에어로스페이스 외 2인	46.28
한국산업은행	15.25

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	12,875.1	13,698.2
영업이익(십억원)	1,036.6	1,283.6
순이익(십억원)	783.6	975.1
EPS(원)	2,515	3,153
BPS(원)	18,457	21,700

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,408.3	10,776.0	12,933.4	14,343.1
영업이익	(196.5)	237.9	1,091.3	1,443.2
세전이익	(116.3)	181.0	925.7	1,277.5
순이익	159.9	528.1	919.3	1,268.8
EPS	757	1,724	3,000	4,141
증감율	흑전	127.74	74.01	38.03
PER	33.16	21.66	24.37	17.65
PBR	1.78	2.36	3.87	3.17
EV/EBITDA	(160.84)	38.95	21.73	16.57
ROE	6.33	11.52	17.27	19.76
BPS	14,063	15,859	18,890	23,031
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

한화오션(042660)

역량을 발휘할 수 있는 규제 환경

목표주가 90,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

한화오션 목표주가 90,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 BPS에 PBR 3.2배를 적용하여 산출했다. 1분기 말 기준 신규 수주는 상선 11척, 해양 1기로 26억달러 규모를 달성했고 인도기준 수주잔고는 314.3억달러다. 2분기 중 VLCC 4척 수주가 이뤄졌으며 일부 해양 공사 금액 증액도 공시로 확인된다. 일부 상선의 인도 일정 변경은 공정 관련한 이슈는 아닌 것으로 판단되며 향후 선종 건조 Mix 개선에 따른 실적 우상향 추세가 기대된다. 2025년 추정치 기준 PER 24.6배, PBR 3.9배다.

2Q25 영업이익 2,644억원(QoQ +2.2%) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 3.2조원으로 전분기대비 1.5% 증가할 전망이다. 원/달러 환율 강세 흐름이 영업일수 증가에 따른 영향을 일부 상쇄할 것으로 보인다. 상선에서 LNG선 비중은 60%대 수준이 유지될 것으로 예상되며 양호한 추세가 기대된다. 특수선은 신조 잠수함 원가 반영으로 성장이 유지될 전망이다. 해양은 주요 프로젝트가 마무리된 영향으로 외형이 안정화될 것으로 보인다. 영업이익은 2,644억원으로 전분기대비 2.2% 증가할 전망이다. 이번 분기에 기존 컨테이너선과 카타르 1차 물량 등 저마진 Mix가 거의 마무리될 것으로 보이며 앞으로 고마진 물량으로 대체되면서 상선 부문 이익률은 우상향 추세가 기대된다. 특수선은 신조 함정 건조와 MRO 수익성 기여로 안정적 마진이 기대된다. 해양은 매출 성장 둔화에 따른 실적 방향성 변화 여부를 확인할 필요가 있다.

외형 확장 정책 이후 생산성 제고에 집중하는 시점

국내에서 수행한 두 건의 MRO를 통해서 향후 해당 사업의 확장성과 수익성을 상당 부분 증명하고 있는 과정으로 판단된다. 전사 매출에 비해 규모는 작았지만 마진이 전사 이익률 개선에 기여할 수 있는 수준이었고 향후 물량이 증가하면 유의미한 사업 부문으로 부각될 수 있기 때문이다. 현재 북미 조선소는 단기적으로 실적에 부정적인 영향을 미치고 있지만 점진적 투자와 생산성 향상을 통해 적자폭을 축소시킬 것으로 기대된다. 물론 시간은 상당 기간 소요되겠지만 미국의 법률과 선대 확장 정책 상 프리미엄이 부여될 수 있는 요소다. 해양은 플로팅 도크 투자를 통해 상선/해양 야드 효율성 제고를 추진 중이며 충분한 규모의 신규 프로젝트 물량이 확보될 필요가 있다. 현재 다수 FPSO 입찰이 진행되고 있으며 과거 수행 경험을 살려 FLNG 시장 재진출도 모색 중이다.

Valuation 및 투자의견

투자의견 매수
목표주가 90,000원
커버리지 개시

한화오션 목표주가 90,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 BPS에 PBR 3.2배를 적용하여 산출했다. 1분기 말 기준 신규 수주는 상선 11척, 해양 1기로 26억달러 규모를 달성했고 인도기준 수주잔고는 314.3억달러다. 2분기 중 VLCC 4척 수주가 이뤄졌으며 일부 해양 공사 금액 증액도 공시로 확인된다. 일부 상선의 인도 일정 변경은 공정 관련한 이슈는 아닌 것으로 판단되며 향후 선종 건조 Mix 개선에 따른 실적 우상향 추세가 기대된다.

국내에서 수행한 두 건의 MRO를 통해서 향후 해당 사업의 확장성과 수익성을 상당 부분 증명하고 있는 과정으로 판단된다. 전사 매출에 비해 규모는 작았지만 마진이 전사 이익률 개선에 기여할 수 있는 수준이었고 향후 물량이 증가하면 유의미한 사업 부문으로 부각될 수 있기 때문이다. 현재 북미 조선소는 단기적으로 실적에 부정적인 영향을 미치고 있지만 점진적 투자와 생산성 향상을 통해 적자폭을 축소시킬 것으로 기대된다. 물론 시간은 상당 기간 소요되겠지만 미국의 법률과 선대 확장 정책 상 프리미엄이 부여될 수 있는 요소다. 해양은 플로팅 도크 투자를 통해 상선/해양 야드 효율성 제고를 추진 중이며 충분한 규모의 신규 프로젝트 물량이 확보될 필요가 있다. 현재 다수 FPSO 입찰이 진행되고 있으며 과거 수행 경험을 살려 FLNG 시장 재진출도 모색 중이다.

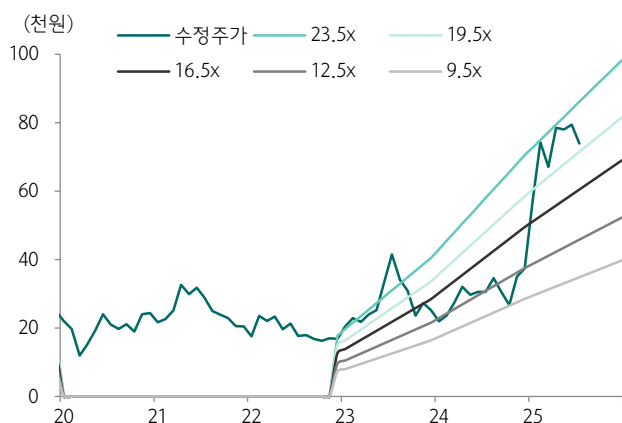
2025년 추정치 기준 PER 24.6배, PBR 3.9배다.

도표 1. 한화오션 목표주가 산정

구분		비고	
주당순자산(원)	28,243	2027년 기말 기준	
적정PBR(배)	3.2		
적정주가(원)	90,378	목표주가(원)	90,000원
상승여력(%)	21.8	현재주가(원)	73,900원

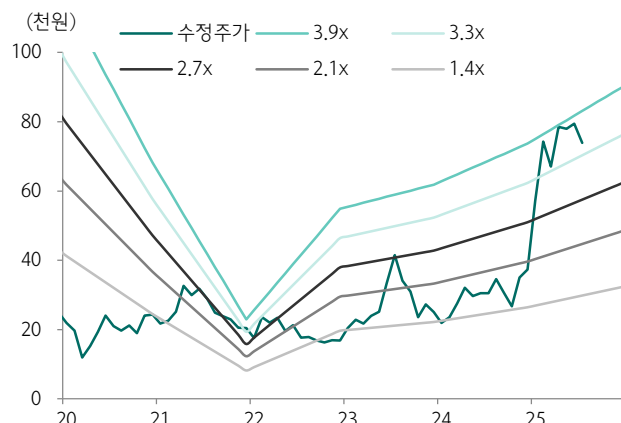
자료: 한화오션, 하나증권

도표 2. 한화오션 12M Fwd PER 추이



자료: 한화오션, 하나증권

도표 3. 한화오션 12M Fwd PBR 추이



자료: 한화오션, 하나증권

2Q25 영업이익 2,644억원(QoQ +2.2%) 전망

2Q25 전망
매출액 3.2조원
(QoQ 1.5%)
영업이익 2,644억원
(QoQ 2.2%)

2분기 매출액은 3.2조원으로 전분기대비 1.5% 증가할 전망이다. 원/달러 환율 강세 흐름이 영업일수 증가에 따른 영향을 일부 상쇄할 것으로 보인다. 상선에서 LNG선 비중은 60%대 수준이 유지될 것으로 예상되며 양호한 추세가 기대된다. 특수선은 신조 잠수함 원가 반영으로 성장이 유지될 전망이다. 해양은 주요 프로젝트가 마무리된 영향으로 외형이 안정화될 것으로 보인다. 영업이익은 2,644억원으로 전분기대비 2.2% 증가할 전망이다. 이번 분기에 기존 컨테이너선과 카타르 1차 물량 등 저마진 Mix가 거의 마무리될 것으로 보이며 앞으로 고마진 물량으로 대체되면서 상선 부문 이익률은 우상향 추세가 기대된다. 특수선은 신조 함정 건조와 MRO 수익성 기여로 안정적 마진이 기대된다. 해양은 매출 성장 둔화에 따른 실적 방향성 변화 여부를 확인할 필요가 있다.

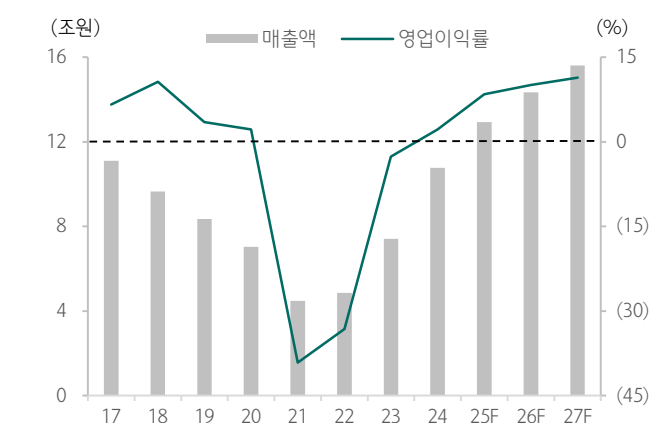
도표 4. 한화오션 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	22,836	25,361	27,031	32,532	31,431	31,916	31,299	34,687	25.8	1.5
영업이익	529	(96)	256	1,690	2,586	2,644	2,430	3,254	2,854.2	2.2
세전이익	539	(251)	(729)	2,252	2,172	2,230	2,015	2,840	988.5	2.7
순이익	510	(275)	(749)	5,795	2,157	2,215	2,002	2,820	904.7	2.7
영업이익률(%)	2.3	(0.4)	0.9	5.2	8.2	8.3	7.8	9.4	-	-
세전이익률(%)	2.4	(1.0)	(2.7)	6.9	6.9	7.0	6.4	8.2	-	-
순이익률(%)	2.2	(1.1)	(2.8)	17.8	6.9	6.9	6.4	8.1	-	-

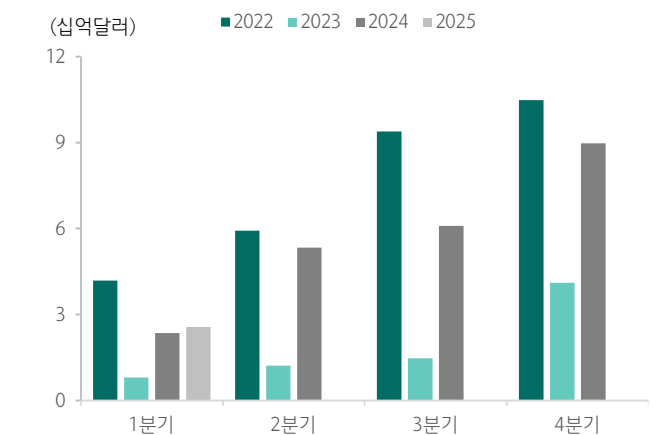
자료: 한화오션, 하나증권

도표 5. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 한화오션, 하나증권

도표 6. 분기별 신규 수주 금액 추이



자료: 한화오션, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408.3	10,776.0	12,933.4	14,343.1	15,610.6
매출원가	7,309.5	10,092.1	11,242.9	12,234.7	13,115.0
매출총이익	98.8	683.9	1,690.5	2,108.4	2,495.6
판매비	295.3	446.0	599.1	665.3	721.9
영업이익	(196.5)	237.9	1,091.3	1,443.2	1,773.8
금융손익	(346.2)	(475.7)	(175.9)	(175.9)	(175.9)
종속/관계기업손익	1.5	15.5	10.0	10.0	10.0
기타영업외손익	424.9	403.4	0.2	0.2	0.2
세전이익	(116.3)	181.0	925.7	1,277.5	1,608.1
법인세	(276.3)	(347.2)	6.3	8.6	10.9
계속사업이익	160.0	528.2	919.4	1,268.9	1,597.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	160.0	528.2	919.4	1,268.9	1,597.2
비배주주지분 손이익	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
지배주주순이익	159.9	528.1	919.3	1,268.8	1,597.1
지배주주지분포괄이익	(10.0)	568.3	921.7	1,268.7	1,597.0
NOPAT	270.5	694.1	1,084.0	1,433.4	1,761.8
EBITDA	(50.5)	417.5	1,312.5	1,714.7	2,091.6
성장성(%)					
매출액증가율	52.43	45.46	20.02	10.90	8.84
NOPAT증가율	흑전	156.60	56.17	32.23	22.91
EBITDA증가율	적지	흑전	214.37	30.64	21.98
영업이익증가율	적지	흑전	358.72	32.25	22.91
(지배주주)순이익증가율	흑전	230.27	74.08	38.02	25.87
EPS증가율	흑전	127.74	74.01	38.03	25.86
수익성(%)					
매출총이익률	1.33	6.35	13.07	14.70	15.99
EBITDA이익률	(0.68)	3.87	10.15	11.95	13.40
영업이익률	(2.65)	2.21	8.44	10.06	11.36
계속사업이익률	2.16	4.90	7.11	8.85	10.23

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	757	1,724	3,000	4,141	5,212
BPS	14,063	15,859	18,890	23,031	28,243
CFPS	(3,135)	1,156	4,232	5,321	6,438
EBITDAPS	(239)	1,363	4,283	5,596	6,826
SPS	35,085	35,171	42,209	46,810	50,946
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	33.16	21.66	24.37	17.65	14.03
PBR	1.78	2.36	3.87	3.17	2.59
PCFR	(8.01)	32.31	17.27	13.74	11.35
EV/EBITDA	(160.84)	38.95	21.73	16.57	13.51
PSR	0.72	1.06	1.73	1.56	1.43
재무비율(%)					
ROE	6.33	11.52	17.27	19.76	20.33
ROA	1.22	3.32	4.93	6.18	7.00
ROIC	4.72	8.28	10.10	12.17	13.31
부채비율	223.38	266.90	236.25	206.12	177.14
순부채비율	9.90	98.99	79.05	63.43	49.83
이자보상배율(배)	(1.24)	1.38	5.26	6.89	8.42

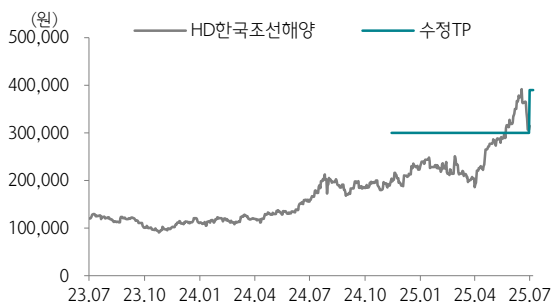
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,217.5	11,246.0	12,391.0	13,959.7	15,819.7
금융자산	2,155.7	981.4	1,446.0	1,586.3	1,786.6
현금성자산	1,799.3	588.3	1,059.9	1,158.3	1,321.0
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	2,890.8	2,779.7	2,963.8	3,433.4	4,078.7
기타유동자산	4,171.0	7,484.9	7,981.2	8,940.0	9,954.4
비유동자산	4,727.2	6,597.8	7,085.7	7,656.3	8,176.3
투자자산	130.9	616.6	642.2	684.4	722.3
금융자산	126.7	292.4	296.5	301.2	305.4
유형자산	4,062.2	4,648.4	5,158.9	5,695.7	6,184.1
무형자산	4.3	394.1	385.5	377.2	370.9
기타비유동자산	529.8	938.7	899.1	899.0	899.0
자산총계	13,944.8	17,843.8	19,476.7	21,616.0	23,996.0
유동부채	7,459.4	10,346.6	10,950.4	11,768.3	12,503.9
금융부채	778.2	3,615.8	3,775.2	3,815.4	3,851.5
매입채무	892.7	985.0	1,050.2	1,164.1	1,266.5
기타유동부채	5,788.5	5,745.8	6,125.0	6,788.8	7,385.9
비유동부채	2,173.2	2,633.8	2,734.0	2,786.5	2,833.7
금융부채	1,804.5	2,179.6	2,249.6	2,249.6	2,249.6
기타비유동부채	368.7	454.2	484.4	536.9	584.1
부채총계	9,632.6	12,980.5	13,684.4	14,554.8	15,337.6
지배주주지분	4,307.5	4,858.6	5,787.5	7,056.3	8,653.3
자본금	1,536.8	1,537.1	1,537.1	1,537.1	1,537.1
자본잉여금	2,740.2	118.7	131.6	131.6	131.6
자본조정	2,339.6	2,339.3	2,339.3	2,339.3	2,339.3
기타포괄이익누계액	559.0	627.2	631.2	631.2	631.2
이익잉여금	(2,868.2)	236.4	1,148.2	2,417.0	4,014.1
비지배주주지분	4.7	4.7	4.8	4.9	5.1
자본총계	4,312.2	4,863.3	5,792.3	7,061.2	8,658.4
순금융부채	427.1	4,814.0	4,578.8	4,478.7	4,314.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(1,939.2)	(2,904.6)	877.5	852.0	923.5
당기순이익	160.0	528.2	919.4	1,268.9	1,597.2
조정	(903.8)	(275.0)	286.8	295.2	341.7
감가상각비	146.0	179.6	221.2	271.6	317.9
외환거래손익	46.5	12.0	(17.1)	0.0	0.0
지분법손익	90.4	(13.9)	(2.5)	0.0	0.0
기타	(1,186.7)	(452.7)	85.2	23.6	23.8
영업활동 자산부채변동	(1,195.4)	(3,157.8)	(328.7)	(712.1)	(1,015.4)
투자활동 현금흐름	196.7	(1,110.1)	(861.4)	(884.0)	(875.5)
투자자산감소(증가)	148.7	(470.2)	(23.2)	(42.1)	(37.9)
자본증가(감소)	(130.2)	(372.3)	(692.4)	(800.0)	(800.0)
기타	178.2	(267.6)	(145.8)	(41.9)	(37.6)
재무활동 현금흐름	2,885.2	2,803.0	229.4	16.5	12.4
금융부채증가(감소)	(660.2)	3,212.7	229.4	40.2	36.1
자본증가(감소)	3,725.4	(2,621.3)	13.0	0.0	0.0
기타재무활동	(180.0)	2,211.6	(13.0)	(23.7)	(23.7)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,139.6	(1,211.0)	424.7	98.4	162.7
Unlevered CFO	(661.9)	354.0	1,296.7	1,630.4	1,972.8
Free Cash Flow	(2,069.8)	(3,278.2)	184.6	52.0	123.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

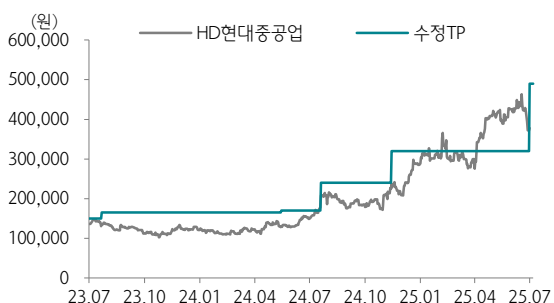
HD한국조선해양



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	390,000		
24.11.20	BUY	300,000	-16.60%	30.67%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

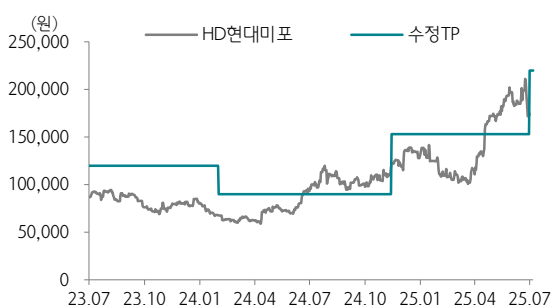
HD현대중공업



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	490,000		
24.11.20	BUY	320,000	3.58%	44.84%
24.7.26	BUY	240,000	-18.71%	-5.21%
24.5.21	BUY	170,000	-13.62%	4.41%
23.7.28	BUY	165,000	-26.54%	-13.03%
22.8.1	BUY	150,000	-21.65%	-0.33%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HD현대미포



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	220,000		
24.11.20	BUY	153,000	-7.96%	37.91%
24.2.7	BUY	90,000	-3.20%	33.33%
22.8.1	BUY	120,000	-30.43%	-3.33%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

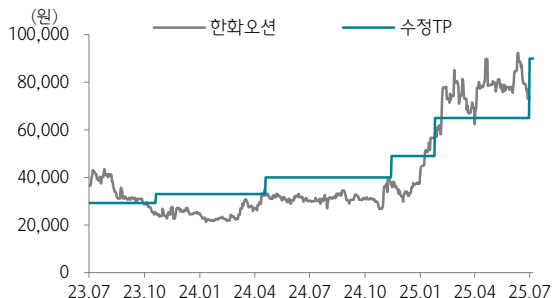
HD현대마린솔루션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	230,000		

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

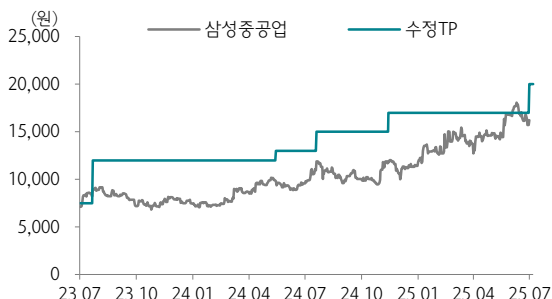
한화오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	90,000		
25.1.31	BUY	65,000	17.66%	42.15%
24.11.20	BUY	49,000	-19.53%	15.71%
24.4.25	BUY	40,000	-21.57%	-2.00%
23.10.26	BUY	33,000	-23.44%	5.30%
22.8.17	BUY	29,318	-17.79%	48.18%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

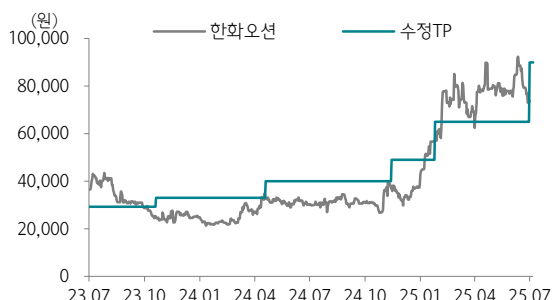
삼성중공업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	20,000		
24.11.20	BUY	17,000	-18.08%	6.29%
24.7.26	BUY	15,000	-30.08%	-20.73%
24.5.21	BUY	13,000	-25.89%	-14.69%
23.7.28	BUY	12,000	-32.36%	-15.25%
22.8.1	BUY	7,500	-23.59%	14.53%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	90,000		
25.1.31	BUY	65,000	17.66%	42.15%
24.11.20	BUY	49,000	-19.53%	15.71%
24.4.25	BUY	40,000	-21.57%	-2.00%
23.10.26	BUY	33,000	-23.44%	5.30%
22.8.17	BUY	29,318	-17.79%	48.18%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 7월 7일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 04일