

조선

Quarterly Report (1Q25)

- 훌륭한 차선택 -

로봇/방산/조선/항공 양승윤
02)368-6139
syyang0901@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
신조선가 지수	선박 신조 가격 변동을 나타내는 지표
USTR	미국의 통상 정책을 총괄하는 무역대표부
MEPC 83	IMO 주관 제 83 차 해양환경보호위원회 회의
MSRA	미 정부가 조선업체와 맺는 함정 정비 인증 협약
호위함	함대 보호 및 정찰 임무 수행용 중형 군함
구축함	대공/대함/대잠 임무 수행하는 고속 다목적 전투함
FPSO	해상에서 원유 저장/생산/하역하는 설비
FLNG	해상에서 천연가스 저장/생산/하역하는 설비

Contents

I. 1Q25 Preview	6
순항 중	6
II. 상선	8
선방. 하반기가 대목	9
III. 특수선	18
미국 함정 스토리에는 공감	18
IV. 해양	24
기회는 여전하다	24
기업분석	27
HD 현대중공업(329180)	
삼성중공업(010140)	
한화오션 (042660)	

훌륭한 차선택

지난 수개월간 한국 조선업의 주가 흐름을 이끌었던 것은 미국의 함정 사업에 대한 기대감이다. 여전히 함정과 해양 등 상선 외 분야에 대한 관심은 유효하다고 판단하지만, 조선 업종이 다시 한 번 주가 상승 국면으로 진입하기 위해서는 본업인 상선이 뒷받침되어야 할 필요가 있을 것이다.

상선 분야에서는 지난 수년간 이어졌던 수주 랠리와 글로벌 조선 공급 부족이 신조선가 상승을 이끌어 왔지만, 최근에는 발주 흐름도 주춤하고 중국의 조선 공급 능력 확대로 무언가 천장에 부딪힌 모양새다. 그리고, 아쉽게도 한국은 중국에게 수주 점유율 1 등을 내어준 상황이기도 하다. 그러나, 한국이 아쉬워할 필요는 없다. **1 등보다 나은 차선택이 될 것이기 때문이다.**

미국에서 트럼프 대통령이 취임한 이래로 미국의 최대 경쟁국인 중국에 대한 견제 움직임이 한층 강화되고 있다. 중국이 1 등을 차지하고 있는 조선업도 당연히 예외는 아니다. 미국이 전세계 선주들에게 중국 조선소를 이용하지 않도록 직/간접적으로 요구하고 있고, 아직은 눈치 싸움 중이지만 선주들은 조금씩 중국에 대한 노출도를 줄이기 위한 움직임을 보이기 시작했다. 실제로 상반기 한국의 상선 수주는 생각보다 나쁘지 않았고, 조금씩 점유율이 올라가는 모습을 보여주고 있다. 하반기에는 이러한 흐름에 더해 한국의 주력 선종인 LNGC 발주가 미국 LNG 수출 승인 재개 영향으로 확대될 예정이기도 하다. 드라마틱한 변화를 예상하기는 쉽지 않지만, 잔잔한 파도가 솟아 없어질 것이다. 조선업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다.

Executive Summary

by 양승윤

I. 1Q25 Preview

순항 중

1 분기 조선 업종의 실적은 시장 예상치에 부합하는 무난한 실적을 기록할 것으로 전망. 1 분기는 전년 4 분기 대비 영업일수 8% 감소해(63 일 → 58 일) 매출은 QoQ 소폭 감소 전망하나, 선박 Mix 개선 및 생산 안정화, 환율 효과 등으로 이익률은 4Q 에 준하는 수준 유지할 것으로 전망함.

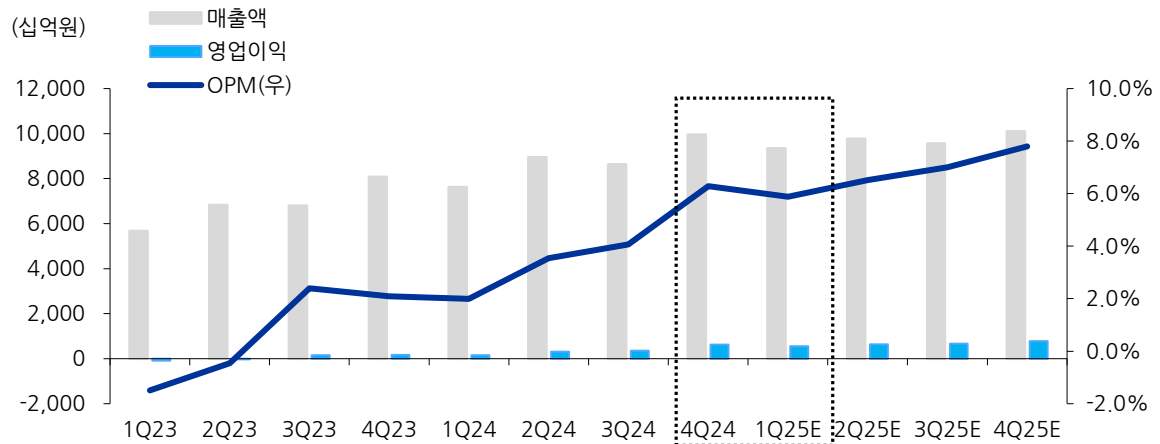
주가는 작년 연말부터 미국 함정 기대감으로 상승 랠리를 기록. 최근 주가 흐름 다소 쉬어가는 가운데, 중요해보이는 것은 결국 상선. 신조선가 하락 추세 지속 및 연초 글로벌 상선 발주 주춤하나, 강화되는 미국의 중국 조선업 견제와 LNG 수출 드라이브가 한국 조선소의 신조 기회로 이어질지 주목 필요

도표1. 조선사 실적 및 컨센서스 추이

기업명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
HD 현대중공업 (Buy, TP 35 만원)	실적	21.3	195.6	206.2	282.2	-	-	-	-
	컨센	48.2	111.9	181.5	265.7	257.0	303.7	322.8	377.5
	판별	하회	상회	상회	상회	-	-	-	-
삼성중공업 (Buy, TP 1.8 만원)	실적	77.9	130.7	119.9	174.2	-	-	-	-
	컨센	85.8	95.0	113.0	147.5	151.5	178.8	188.0	219.0
	판별	하회	상회	상회	상회	-	-	-	-
한화오션 (Buy, TP 7.9 만원)	실적	52.9	-9.7	25.6	169.0	-	-	-	-
	컨센	14.6	18.2	56.6	115.2	143.5	152.4	161.8	191.3
	판별	상회	하회	하회	상회	-	-	-	-

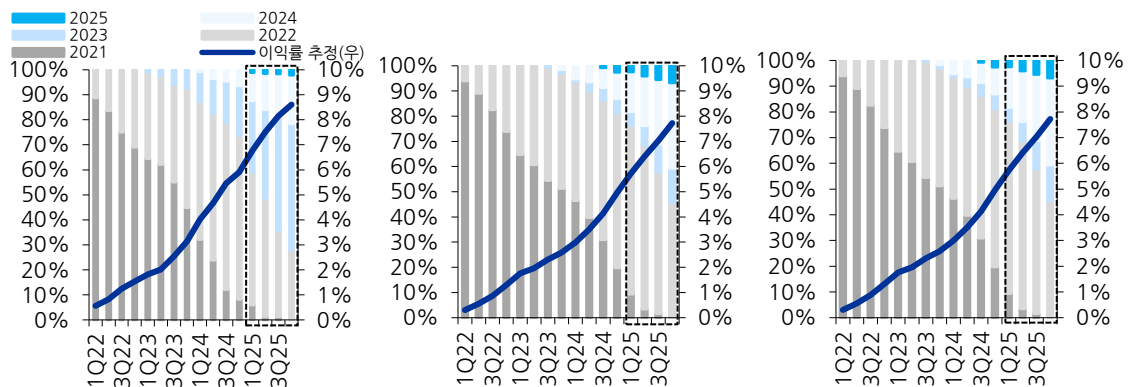
자료: 유진투자증권

도표2. 주요 3 사(HHI, SHI, HO) 실적 추이 및 컨센스스



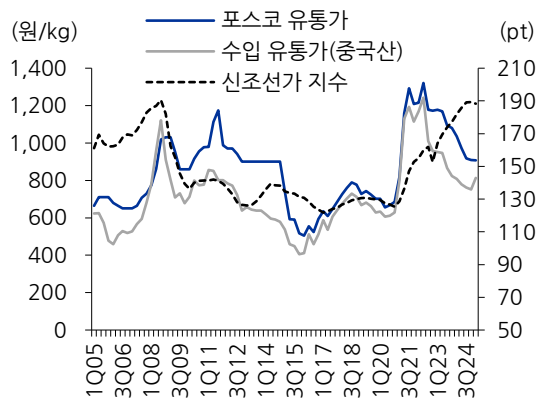
자료: 유진투자증권

도표3. 조선사별 건조 Vintage 및 이익률 추정치(HHI, SHI, HO 순)



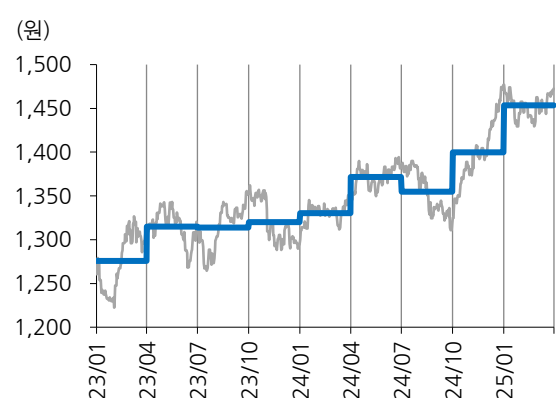
자료: 유진투자증권

도표4. 후판가 추이



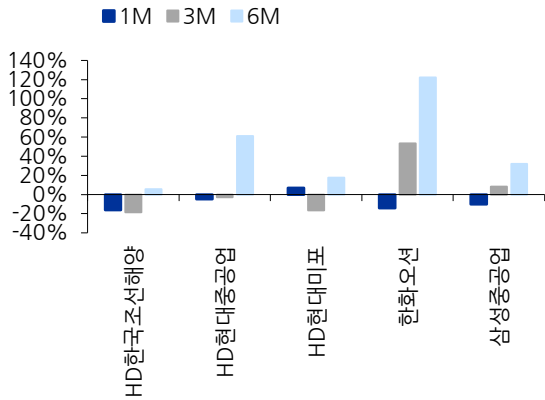
자료: 스틸데일리, 유진투자증권

도표5. 환율 추이(USD/KRW)



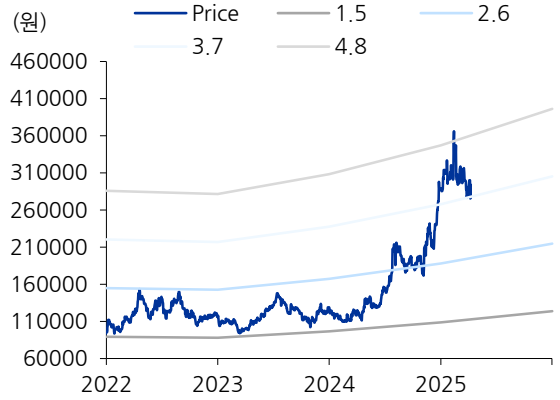
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표6. 조선 업종 주가 수익률



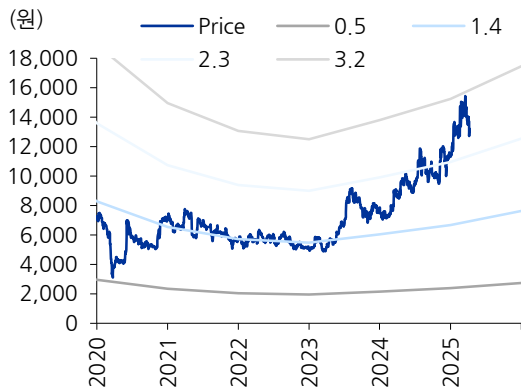
자료: 유진투자증권

도표7. HD 현대중공업 12MF P/B 밴드 차트



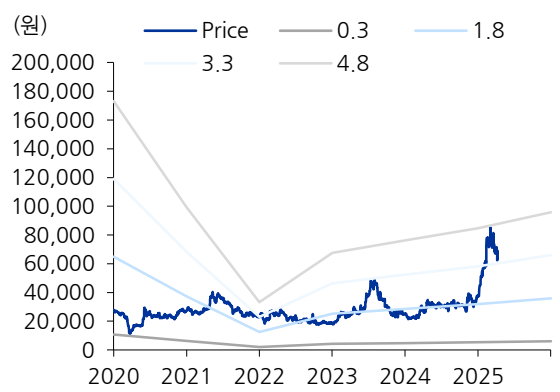
자료: 유진투자증권

도표8. 삼성중공업 12MF P/B 밴드 차트



자료: 유진투자증권

도표9. 한화오션 12MF P/B 밴드 차트



자료: 유진투자증권

II. 상선

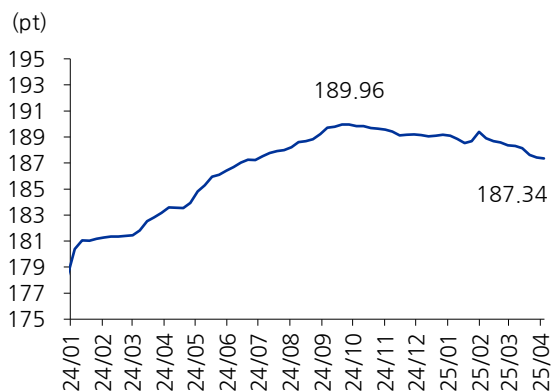
선방. 하반기가 대목

상선 시황은 좋다고 볼 수는 없지만, 나쁘지만도 않음. 신조 발주는 전년비 확연히 줄어든 모습. 그럼에도 한국 조선소들은 꾸준히 수주 랠리를 이어가고 있음. 신조선가는 소수점 단위로 9 주 연속 하락. 고점(189.96pt)에서 1.4% 하락한 187.34pt 기록. 큰 폭 하락이 아니고, 환율 강세 속 우려할 만한 상황은 아니나, 반등은 필요. 하반기 수주 흐름과 함께 신조선가 추이도 지속 관찰 필요

최대 관전 포인트는 USTR 을 비롯한 미국의 중국 조선 견제 정책과 미국 LNG 수출 승인에 따른 LNGC 발주 증가임. 추가로, 4 월 7 일~11 일 진행되는 MEPC 83 도 주목 필요. USTR 의 항만세 부과 여부는 빠르면 4 월 17 일 발표될 것으로 예상됨. 미국 LNG 수출 승인도 속속 이루어지는 중(Commonwealth, CP2 등). 선박 발주까지는 FID 이후 6 개월~1 년여 래깅 고려해야함. 즉, **하반기 이후 상선 상황이 본게임**이라고 볼 수 있겠음. MEPC 83 에서 중기 조치 이행 승인되고 친환경 전환 속도 붙는 점 주목. 리스크는 미국 관세 부과와 이에 따른 경기 침체 영향으로 화물 물동량 감소하고 해상 운임 하락 등.

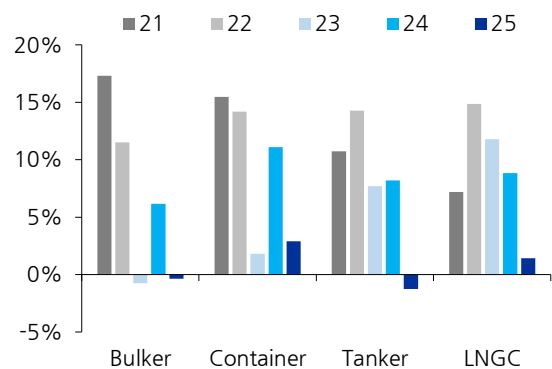
최신 동향으로 미국 벤처글로벌이 12 척 LNGC 를 한국 조선소에 6 월 중 발주를 시사했으며, 미국이 IMO 탄소 협상 보이콧을 선언한 상황.

도표 10. 신조선가 지수 추이



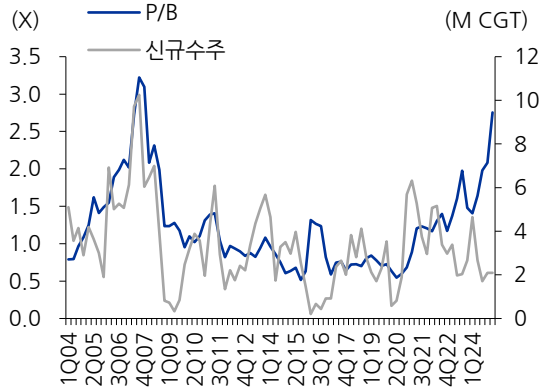
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 11. 선종별 신조선가 yoy%



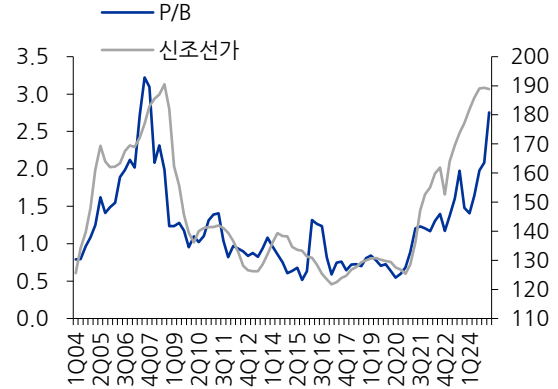
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 12. 조선사 P/B 평균 & 신규수주 추이



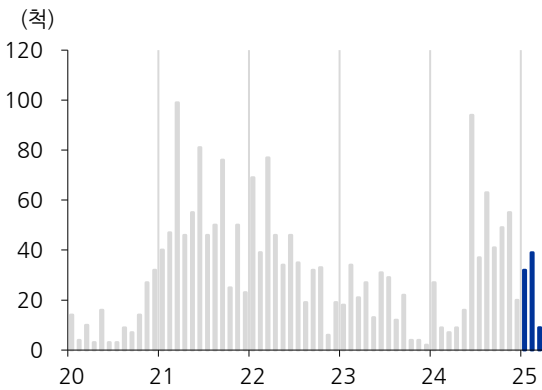
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 13. 조선사 P/B 평균 & 신조선가 추이



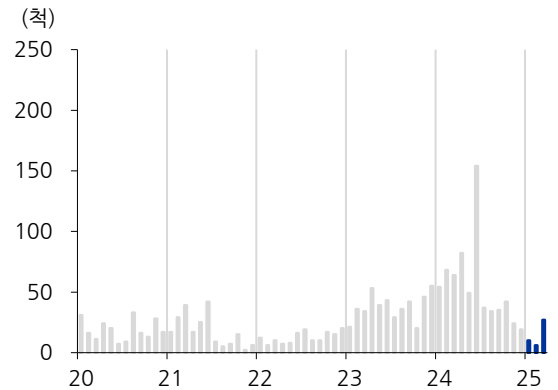
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 14. 컨테이너선 신조 발주 동향



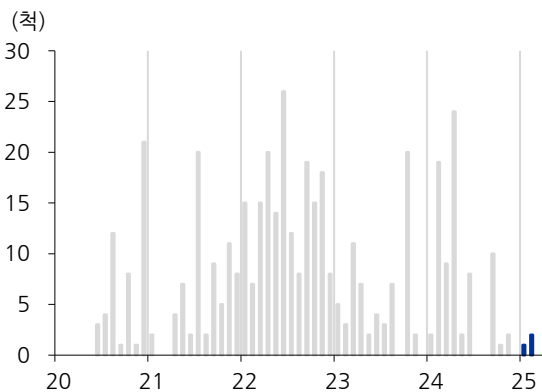
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 15. 탱커 신조 발주 동향



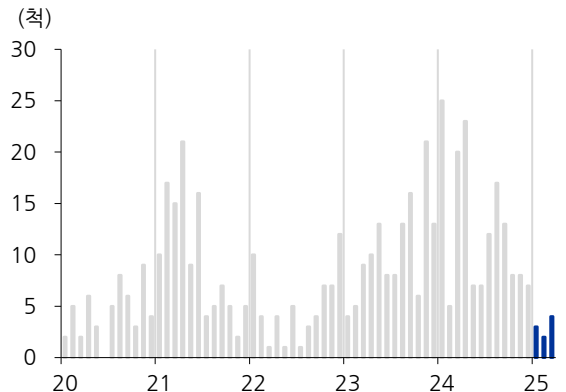
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 16. LNG 운반선 신조 발주 동향



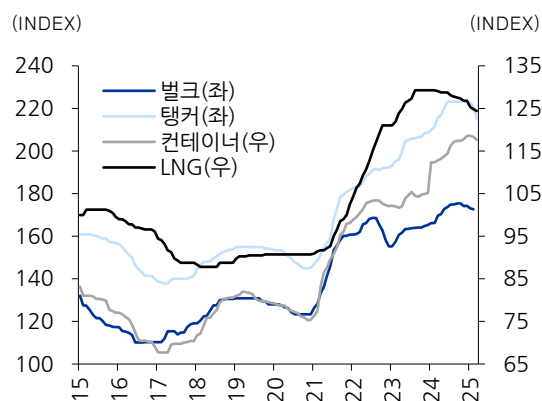
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 17. LPG 운반선 신조 발주 동향



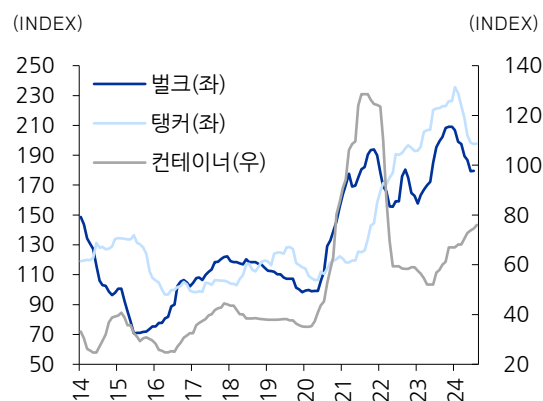
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 18. 선종별 신조선가 지수



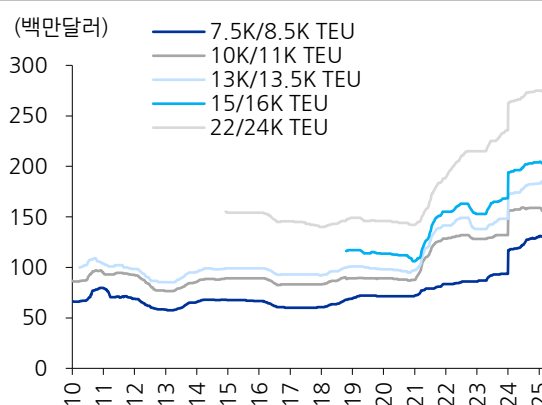
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 19. 선종별 중고선가 지수



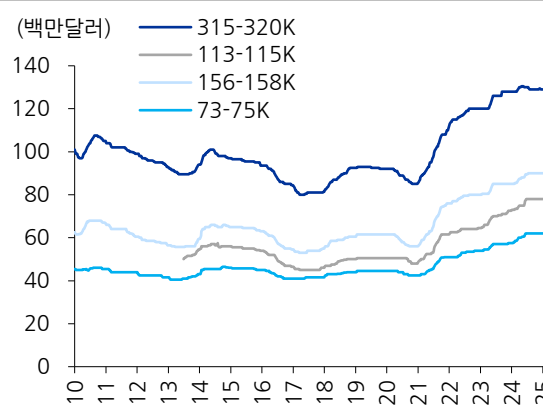
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 20. 컨테이너 신조선가



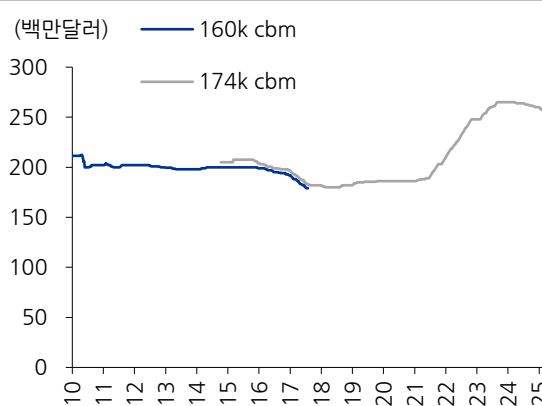
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 21. 탱커 신조선가



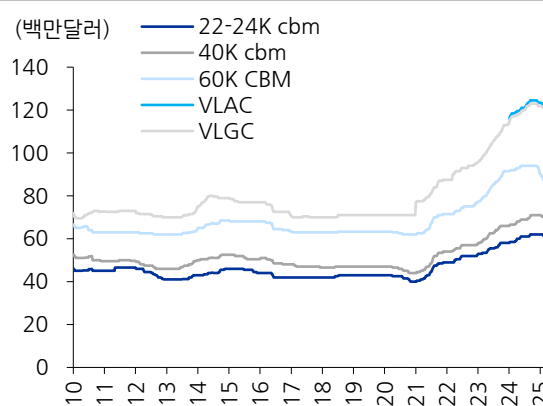
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 22. LNGC 신조선가



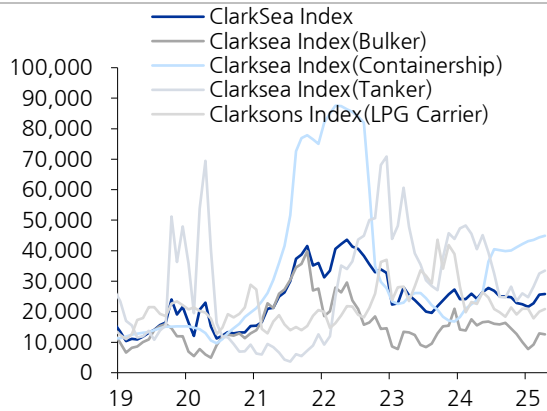
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 23. LPGC 신조선가



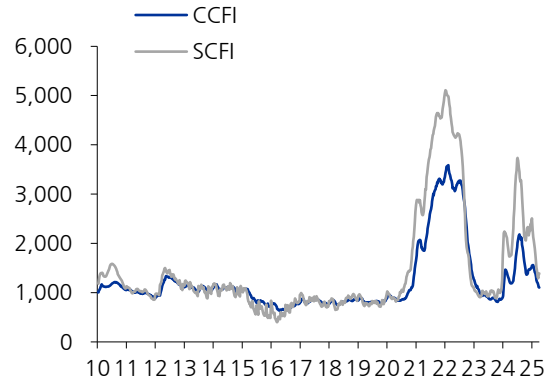
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 24. 선종별 운임지수



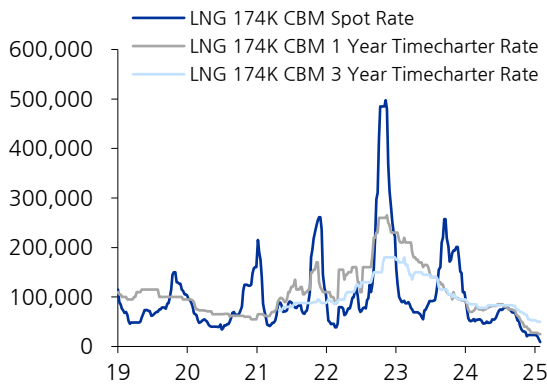
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 25. 컨테이너선 운임지수



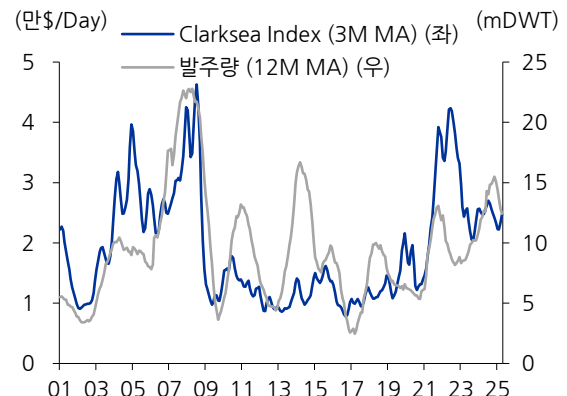
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 26. LNGC 운임



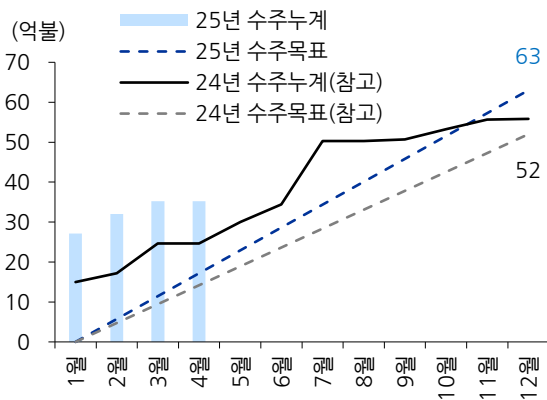
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 27. 운임과 발주량



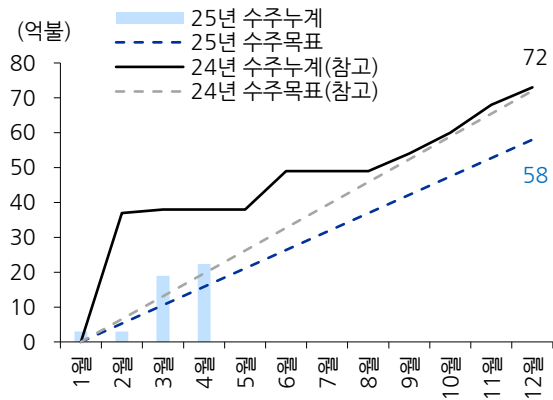
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 28. HD 현대중공업 수주 실적(상선)



자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표 29. 삼성중공업 수주 실적(상선)



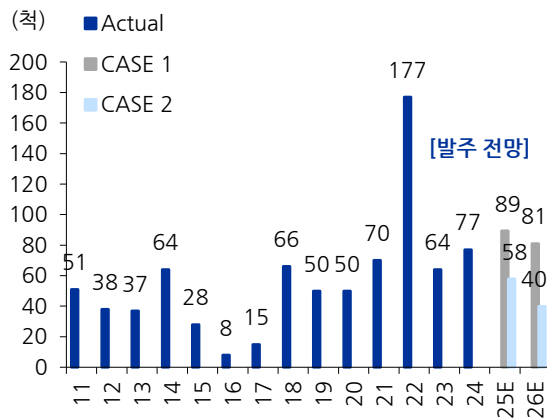
자료: 삼성중공업, 유진투자증권

도표 30. LNG 프로젝트 서머리 & LNGC 수주 전망(척수)

국가명	PJ 수	Capacity (mTon)	척 수 (Total)	U/C	FEED	PRO	FEED (가동 예상 연도)	PRO (가동 예상 연도)
United States	48	325	559	128	308	123	2030	2030
Russia	15	125	142	32	10	100	2030	2029
Canada	11	93	90	21	22	47	2029	2030
Qatar	8	63	73	73	-	-	n/a	n/a
Nigeria	8	42	59	6	5	48	2032	2029
Mexico	9	45	68	5	32	31	2028	2028
Argentina	4	30	30	-	11	19	2027	2031
Mozambique	4	26	33	17	10	6	2030	2029
Australia	4	21	18	4	2	12	2029	2029
Iran	2	12	16	16	-	-	n/a	n/a
Senegal	3	14	14	-	-	14	n/a	2029
Papua N. Guinea	3	8	8	-	5	3	2029	2029
U.A.E.	1	10	10	10	-	-	n/a	n/a
Indonesia	4	12	9	1	-	8	n/a	2029
Oman	2	5	5	1	4	-	2030	n/a
Cyprus	1	5	5	-	-	5	n/a	2027
Mauritania	1	1	2	-	-	2	n/a	2027
Israel	1	5	3	-	3	-	2031	n/a
Congo	1	2	3	3	-	-	n/a	n/a
Malaysia	1	3	3	3	-	-	n/a	n/a
Denmark	2	-	2	1	-	1	n/a	2027
Venezuela	1	1	1	-	-	1	n/a	2028
Equatorial Guinea	1	2	1	-	-	1	n/a	2028
Gabon	1	1	1	1	-	-	n/a	n/a
전체	136	849	1,155	322	412	421	2030	2029
CASE 1: 상기 프로젝트 기반 필요 LNG 척 수 산출 값(FEED 통과 가능성 70%, Proposal 통과 가능성 30%)								368 척
CASE 2: 상기 프로젝트 기반 필요 LNG 척 수 산출 값(FEED 통과 가능성 50%, Proposal 통과 가능성 10%)								221 척

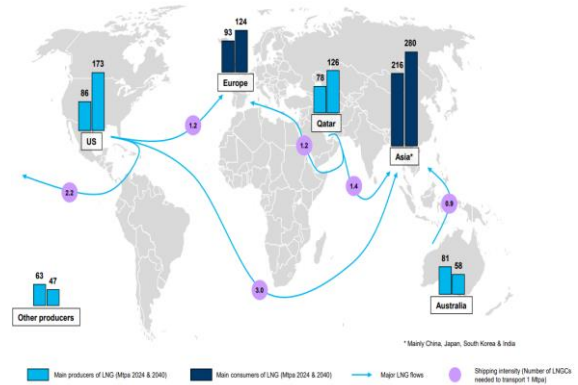
자료: 유진투자증권

도표 31. LNGC 발주 전망



자료: 유진투자증권

도표 32. LNG 수요/공급 변화



자료: GTT, 유진투자증권

도표 33. DOE LNG 관련 동향

일자	내용	캐파
2월 14일	Commonwealth LNG 수출 승인	1.21Bcfd
2월 28일	LNG 벙커링 연료 사용 규제 완화	
3월 5일	Golden Pass LNG 터미널 수출 개시 연장	2,4 Bcfd
3월 10일	Delfin LNG 수출 개시 추가 기간 부여	1,8 Bcfd
3월 19일	CP(Calcasieu Pass) 2 LNG 수출 승인	3.96 Bcfd
4월 1일	LNG 프로젝트 승인 후 7년 이내 수출 규정 철폐	

자료: DOE, 유진투자증권

도표 34. 2025년 수주 동향

일자	조선소	발주처	선종	크기	대수	계약금액 (MUSD)	단가 (MUSD)	비고
가능성 제기		캐피탈(그리스)	CONT	8.8k, 2.8k, 1.8k	20	1,550	-	중국 조선소 물량 전환
가능성 제기		양밍	CONT	8k TEU, 15k TEU	13	-	-	8k TEU 6척, 15k TEU 7척
가능성 제기		벤차글로벌	LNGC	158k DWT	8	-	-	6~8척 문의, 3척은 확정, 3척 옵션
가능성 제기		에퀴노르	Shuttle Tanker (Ice Class)	156k DWT	2	300	150	1+1, 쇄빙은 아닌듯. 한중, 오션, 삼중 경쟁
2025-04-08	삼성중공업	오세아니아 선주	Suezmax Tanker	-	4	332	83	2028년 인도
2025-04-03	HD현대삼호조선	Purus Marine (영국)	LNGC	18k	1	262	262	2027년 인도
2025-04-02	HD현대삼호조선	SONANGOL (앙골라)	Suezmax Tanker	157K DWT	2	175	88	2027년 인도
2025-04-01	한화오션	캐피탈(그리스)	VLCC		2	258	129	2027년 인도
2025-03-18	삼성중공업	MOL(일본)	VLEC	100k cbm	2	320	160	2028년 인도
2025-03-17	삼성중공업	페트로브라스 (브라질)	Shuttle Tanker	158k DWT	9	1,333	148	2027년 2척 인도, 2028년 7척 순차 인도
2025-03-17	한화오션	에버그린(대만)	CONT	24k TEU	6	1,604	267	2028년~
2025-03-04	HD현대중공업	아시아 선주	VLEC	-	2	319	159	~2028년
2025-02 (공시 X)	HD현대중공업	SONANGOL (앙골라)	Suezmax Tanker	158k DWT	2	190	95	2027~2028년 인도, LOI 체결
2025-02 (공시 X)	HD현대중공업	판테온탱커 (그리스)	Suezmax Tanker	158k DWT	2	176	88	2026~2027년, LOI 체결
2025-02-10	한화오션	한화슈핑	LNGC	174k	2	506	253	~2027년
2025-02-10	HD현대미포조선	에발렌드슈핑 (그리스)	LNG 벙커링	18k	4	372	93	~2028년
2025-02 (공시 X)	한화오션	하픽로이드 (독일)	CONT	16.8k TEU	6	1,200	200	2027년 말, LOI 체결, 양쯔강 옵션 6척 물량 전환
2025-01-23	HD현대중공업	CMA-CGM (프랑스)	CONT	15.5k TEU	12	2,584	215	~2028년
2025-01-20	삼성중공업	바나디스 (유럽)	LNGC	180k	1	261	261	~2027년

자료: 유진투자증권

도표 35. 2025년 미국의 조선 관련 동향: 수혜는 결국 한국?

일자	내용
2025-01-07	미 국방부가 중국 주요 조선소(CSSC, CSTC, GWS 등)를 중국 군사기업(블랙리스트)로 지정 → 해외 선사 중국 조선소 발주 감소 가능성 ↑
2025-01-16	USTR은 301 조에 의거, 중국 조선업의 불공정 관행 인정. 구체적인 대응 조치 추후 결정 → 관세, 항구 이용료 부과 등 가능성 ↑
2025-01-17	미 재무부 해외자산통제국(OFAC)에 중국 Wison 조선소 블랙리스트 등재 → 삼성중공업 FLNG 독주 체제 구축 가능성 ↑
2025-02-11	미 의회, 해군/해안경비대 준비태세 보장법 발의(해외 동맹국 조선소 건조 허용 예외 규정 마련) → 합정 해외 건조 가능성 ↑
2025-02-27	USTR, 중국 해운/물류/조선업 관련 조치안 공개 → 중국 조선소 발주 축소 가능성 ↑
2025-03-04	(WSJ 단독) 트럼프 행정부 조선업 지원 관련 행정명령 초안 내용(18개 조치) 보도 → 트럼프 중국 조선업 견제 지속
2025-03-05	트럼프 연설에서 조선소 부활 위한 세제 혜택 및 백악관 내 특별 조직 신설 언급 → 미국의 조선업 부활에 대한 강한 의지 재확인
2025-03-07	(동아일보 단독) 미국 군함 5~6척 정비 한국이 맡아달라 제안 → MRO 관련 협업 모멘텀 계속
2025-03-08	(로이터 단독) 조선업 지원 관련 행정명령 내 수수료 부과 선사 대상 확대 → 중국 선박 보유하는 선단의 모든 선박에 영향. 선사 부담 가중
2025-03-13	월리 쉬라호 한화오션 MRO 수행 6개월만에 작업 완료 후 출항 → 성공적 MRO 수행으로 후속 사업 확대 기대
2025-03-24	USTR 301 조 조치안 공청회 개최 (이후 추가 의견 수렴 거쳐 최종 조사 결과 → 대통령 승인 및 행정명령)

자료: 유진투자증권

도표 36. USTR 301 조 조치 제안 내용

내용	구분
중국 선사 수수료 부과 (Service Fee on Chinese Maritime Transport Operators)	중국 선사 선박 미국 항구 입항 시 선박 당 최대 100만 달러 또는 선박용적물 1t 당 최대 1,000 달러 수수료 부과
중국 제조 선박 '보유' 해운사 수수료 부과 (Service Fee on Maritime Transport Operators with Fleets Comprised of Chinese Built Vessels)	(a) 미국 항구에 입항하는 중국산 선박 조건에 따라 최대 150만 달러 수수료 부과. (b) 선사의 중국산 선박 비중 50% 이상인 경우 미국 항구 기항 시마다 100만 달러 부과. 중국산 선박 비중 26~49%의 경우 75만 달러, 25% 이하인 경우 50만 달러(1척 이상 보유) (c) 중국 조선소에서 건조한 선박 비중이 25% 이상일 경우 최대 100만 달러 추가 수수료 부과
중국 제조 선박 '발주' 해운사 수수료 부과 (Service Fee on Maritime Transport Operators with Prospective Order for Chinese Built Vessels)	(a) 미국 항구에 입항하는 해운사가 중국 조선소에 발주한 선박 비율에 따라 최대 수수료 부과 (b) 중국 조선소 발주 비중(잔고 기준 또는 24개월 이내 인도 받는 선박 기준) 50% 이상 100만 달러, 26~49% 75만 달러, 25% 이하 50만 달러 (c) 중국 조선소에 발주한 비중이 전체 잔고의 25% 이상일 경우 최대 100만 달러 추가 수수료 부과
미국산 선박 이용 시 수수료 감면 조치 (Service Fee Remission for Maritime Transport via US Built Vessels)	미국에서 건조된 선박으로 미국 항구 입항 시 최대 100만 달러 환급
미국 화물 미국 선박 운송 촉진 위한 제한 조치 (Service Fee on Maritime Transport Operators with Prospective Orders for Chinese Vessels)	1 단계: 시행 직후/미국산 제품 최소 1% 미국 국적 선박 통해 수출 2 단계: 시행 후 2년/미국산 제품 최소 3%는 미국 국적 선박 통해 수출 3 단계: 시행 후 3년/미국산 제품 최소 5%는 미국 국적 선박 통해 수출, 최소 3%는 미국산 선박 4 단계: 시행 후 7년/미국산 제품 최소 15%는 미국 국적 선박 통해 수출, 최소 5%는 미국산 선박

자료: 유진투자증권

도표 37. 선종별 미국 USTR 영향도

품목	미국 수출입 비중 (전 세계 무역 대비, 중량 기준)	중국 운용 선박 비중 (전 세계 선박 대수 기준)	중국 건조 선박 비중 (전 세계 선박 대수 기준)	중국 건조 선박 비중 (전 세계 수주잔량 기준)	중국 건조 선박 비중 (기존 선대 + 수주잔량 기준)	미국 항만 입항 비중 중 최대 영향 예상 비율	전 세계 항만 입항 중 최대 영향 예상 비율
건화물선	8%	24%	48%	69%	50%	44%	1.70%
원유	18%	9%	19%	63%	23%	30%	2.30%
정제유	18%	17%	31%	70%	33%	27%	0.70%
석유 총계	18%	15%	29%	68%	32%	28%	1.00%
LPG	47%	10%	16%	44%	20%	34%	1.00%
LNG	22%	6%	11%	30%	17%	23%	1.60%
화학제품	19%	12%	26%	71%	30%	46%	1.10%
컨테이너선	16%	20%	39%	73%	43%	83%	2.80%
자동차선	25%	8%	19%	83%	32%	68%	5.20%
기타	5% 미만	8%	15%	32%	16%	15%	0.10%
총합	12%	12%	23%	53%	25%	나열된 품목 기준 52% (기타 포함 시 43%)	나열된 품목 기준 1.9% (기타 포함 시 0.7%)

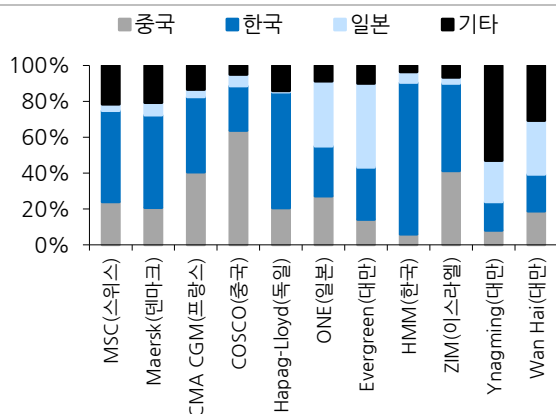
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 38. 라이너별 USTR 영향도

오퍼레이터	얼라이언스	미 항만 기항 노선 배치 선박 수	전 세계 배치 선박 대비 비중	미국 기항 선박 중 중국 건조 비중	중국 조선소 수주잔량 비중	미국 기항 선박 중 수수료 부과 영향 받는 비율
MSC	Premier Alliance 및 ZIM 과 슬롯 공유	173	20%	17%	92%	100%
Maersk	Gemini	159	22%	13%	79%	100%
CMA CGM	Ocean Alliance	126	20%	36%	57%	100%
China COSCO Shipping	Ocean Alliance	85	18%	46%	100%	100%
Hapag-Lloyd	Gemini	87	29%	9%	91%	100%
ONE	Premier Alliance, Wan Hai 와 슬롯 공유	102	40%	13%	56%	100%
Evergreen	Ocean Alliance	56	25%	0%	36%	100%
HMM	Premier Alliance	19	22%	0%	0%	100%
ZIM	MSC 와 슬롯 공유	62	46%	40%	0%	40%
Yang Ming	Premier Alliance	34	34%	15%	0%	15%
Wan Hai Lines	ONE 과 슬롯 공유	15	11%	0%	0%	0%
기타		155	5%	41%	81%	49%
총계 (컨테이너 선대)		1,073	16%	23%	74%	83%

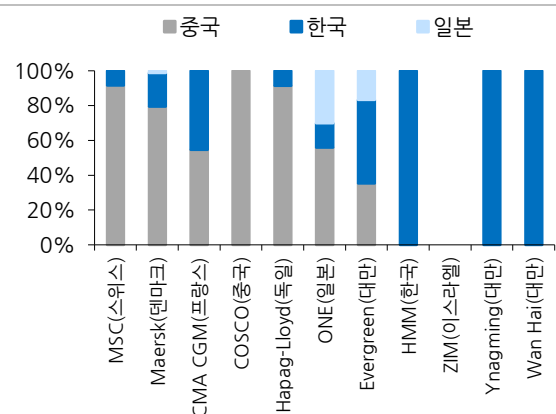
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 39. 상위 선사 건조 조선소 국가 비중(Fleet)



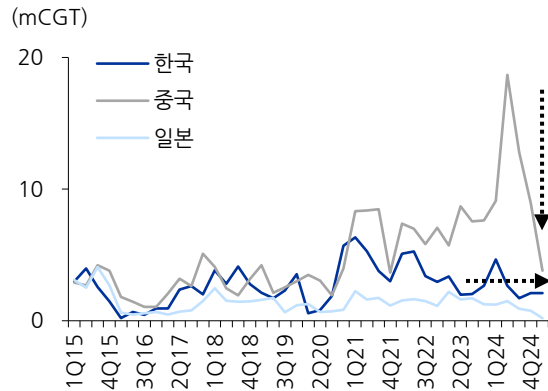
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 40. 상위 선사 건조 조선소 국가 비중(Order)



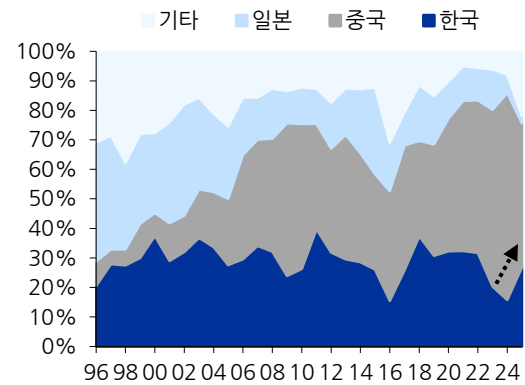
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표41. 국가별 수주량 (분기별)



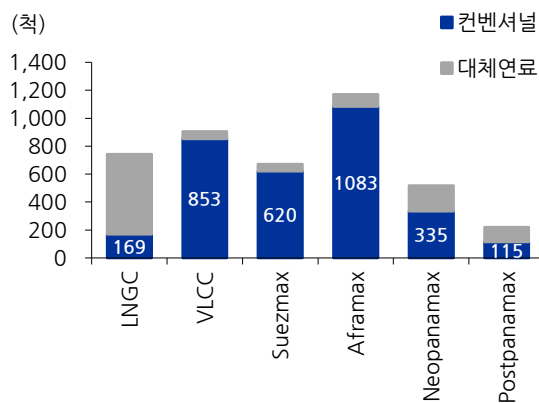
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표42. 세계시장 수주 점유율(연간)



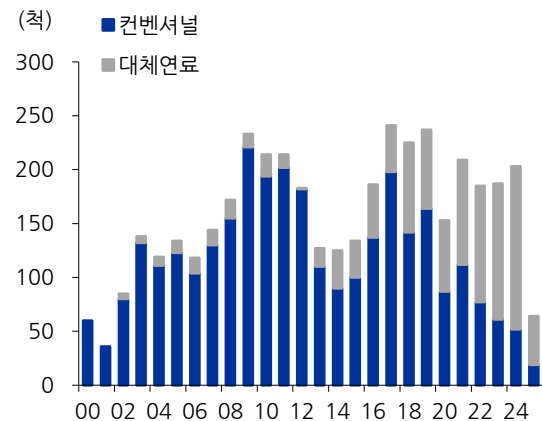
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표43. 선종별 연료 채택 현황(Fleet 기준)



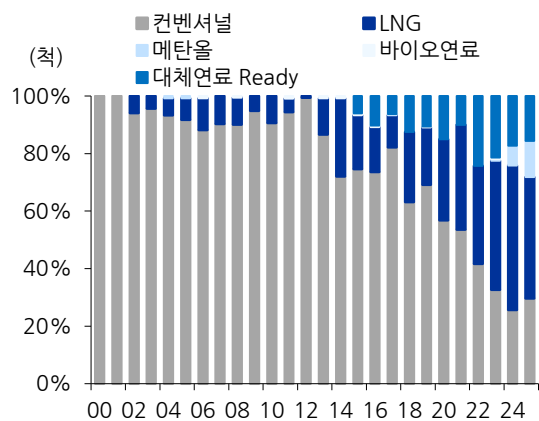
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표44. 주요 선종 대체연료 선택 현황(Fleet 기준)



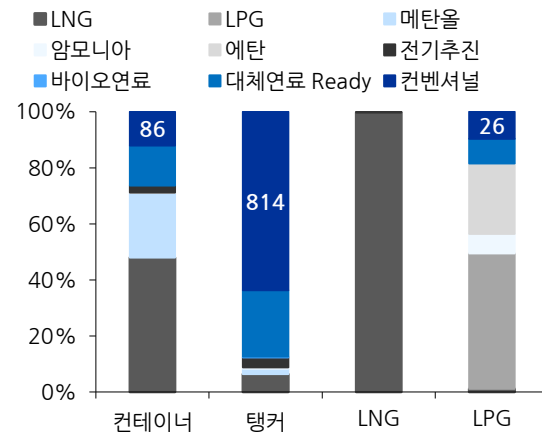
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표45. 대체연료 선택 현황 세부(Fleet 기준)



자료: Clarksons, 유진투자증권

도표46. 선종별 오더북 내 연료 채택 비중



자료: Clarksons, 유진투자증권

Ⅲ. 특수선

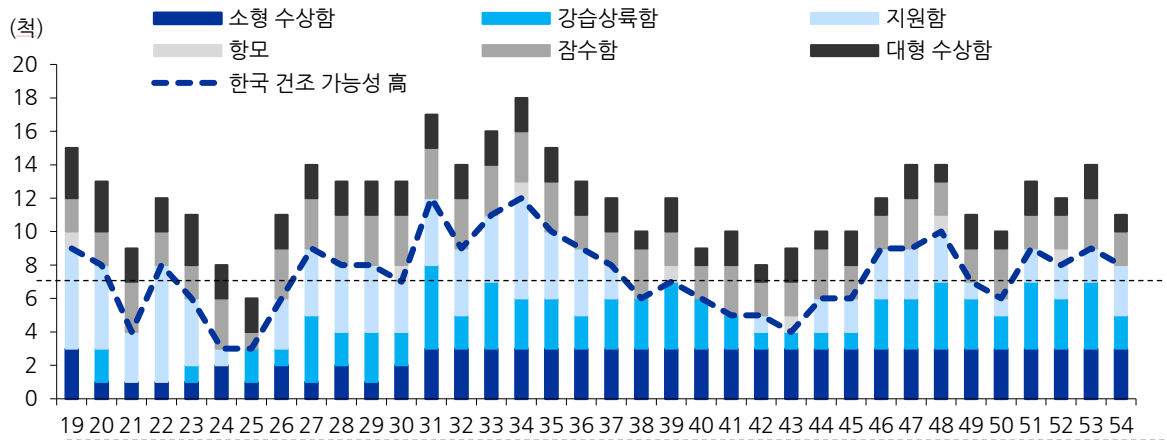
미국 함정 스토리에는 공감

전년 말부터 이어지고 있는 미 군함 모멘텀은 합리적으로 접근 가능한 스토리임. 시간이 조금 걸릴 뿐. 중국 대비 미국 군함 건조 능력 턱없이 부족해 경쟁력 있는 한국과 일본 등 동맹국 활용하는 방법이 가장 합리적. 중국을 견제하는 미국의 대외정책기조는 정권 변화에도 불변할 것. 미국은 반스-톨레프슨 수정법에 의해 함정을 외국 조선소에서 건조할 수 없도록 규정되어 있으나, 최근 미 의회에서 동맹국에게도 함정 건조를 가능하도록 하는 미 해군 및 해안 경비대 준비태세 강화 법안이 발의된 바 있음.

일단 한국은 MRO 부터 접근 중. 한화오션이 MRO 1 호인 윌리쉬라호를 작년 8월부터 올해 3월까지 약 6개월 동안 성공적으로 정비작업을 수행함. 당초 계획으로는 3개월을 예상했으나, 추가 정비 사항 발견되고 Work Scope 가 증가함. 지금은 두번째 MRO 로 유콘함 정비를 진행 중. 한화오션은 연 5~6척 MRO 수행을 목표(최대 10척)로 삼고 있음. 아직 일년이 채 되지 않았지만, 수행 경험 쌓이면서 이익률 또한 개선되고 있는 것으로 추정됨. HD 현대중공업 또한 지난해 MSRA 취득 후 MRO 수주전에 참여 중이며, 올해 2척 MRO 수행을 계획 중. 빠르면 5월에 첫 MRO 계약 나올 것으로 예상됨. 한화오션, HD 현대중공업 외 HI 중공업도 MSRA 취득 추진 중. 올해 1월 1일부로 MSRA 없이도 군수지원함 MRO 가 가능해짐(*전투함은 MSRA 필요).

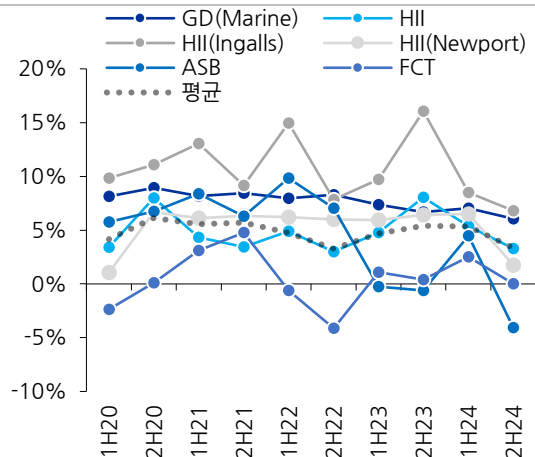
한국이 바라보는 것은 신조 시장임. MRO 을 발판 삼아 신조 건조 시장 접근을 시도 중. 당사가 추정하는 접근 가능한 신조 시장은 연 10척 내외로 추정됨(지원함~소형 수상함). 사업 구조에 대하여 아직 구체화된 내용은 없으나, 한국 조선소가 선체(Hull) 건조하고 전투체계는 RTX 등 미 방산 업체 체계를 공급 형태로 받아 건조하는 그림으로 예상. 미국 군함 건조 가격과 한국 건조 가격 차이를 고려, 미국이 한국에 할인하여 발주할 가능성이 높은 가운데, 당사 추정에 따르면 30~40% 할인해도 10~20% 이상의 OPM 확보 가능할 것으로 추정됨. 아직 MRO 수행 단계이고, MRO 도 무한 경쟁에 신조 건조 위해서는 미국 법안 개정이 필요한 바, 기대감이 현실로 바뀌기에는 2~3년여 남아있다는 판단. 한화그룹을 중심으로 미국 필리조션소 인수, 오스탈 인수 시도 등 준비가 진행 중.

도표47. 미국 군함 건조 계획



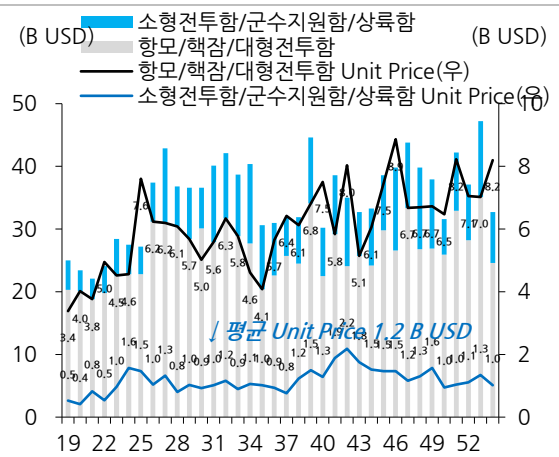
자료: CBO, 유진투자증권

도표48. 해외 주요 조선사(미국/유럽) OPM 추이



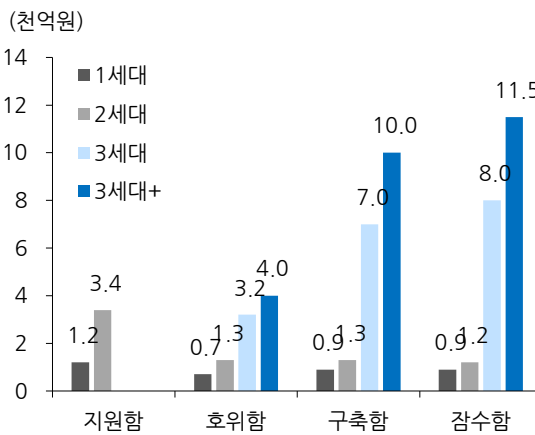
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표49. 미국 함정 가격



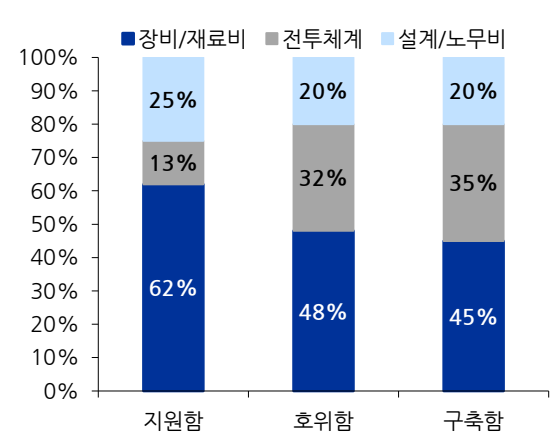
자료: CBO, 유진투자증권

도표50. 국내 함종/배치별 가격 추이



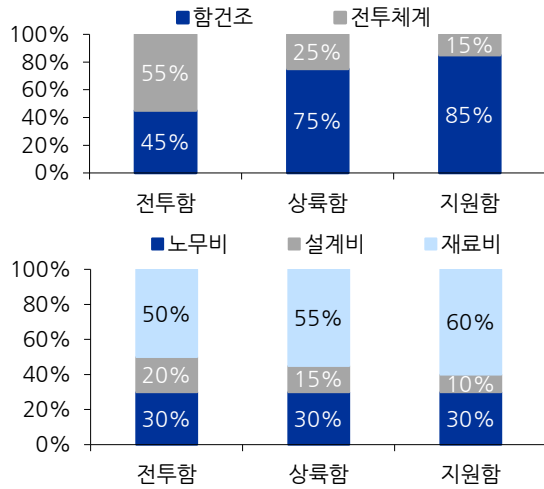
자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표51. 함정 건조비 실질 구성비



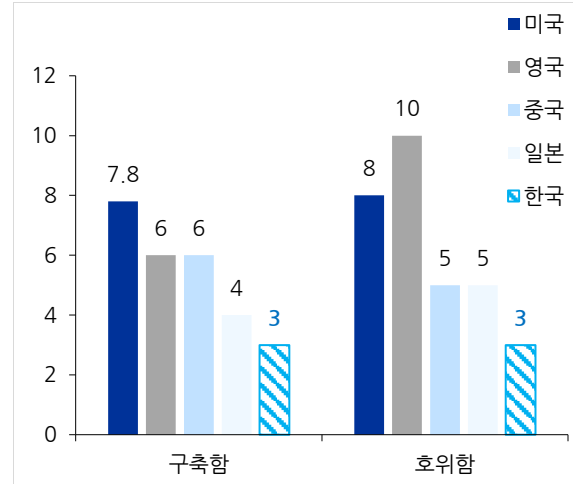
자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표 52. 미 함정 건조 비용 구성



자료: 한국국방연구원, 유진투자증권

도표 53. 주요국 함정 건조 소요기간 비교



자료: WSJ, 유진투자증권

도표 54. 미국 내 준대형 해군 함정 건조 조선소 리스트

모회사	조선소	최근 건조 선종
Austal	Austal USA	LCS(연안전투함) EFP(고속수송함) 등
Fincantieri	Marinette Marine	LCS(연안전투함) FFG(미사일 호위함) 등
Bollinger Shipyards		FRC(USCG 소형순찰함)
Eastern Shipbuilding Group		OPC(USCG 중형순찰함)
Aker → Hanwha 에 매각	Philly Shipyards	훈련선 등
Bollinger Shipyards	Gulf Island Ship Yards	T-ATS(구난함)
ST Engineering	VT Halter Marine → Bollinger 에 매각	T-AGS(정보함) 등



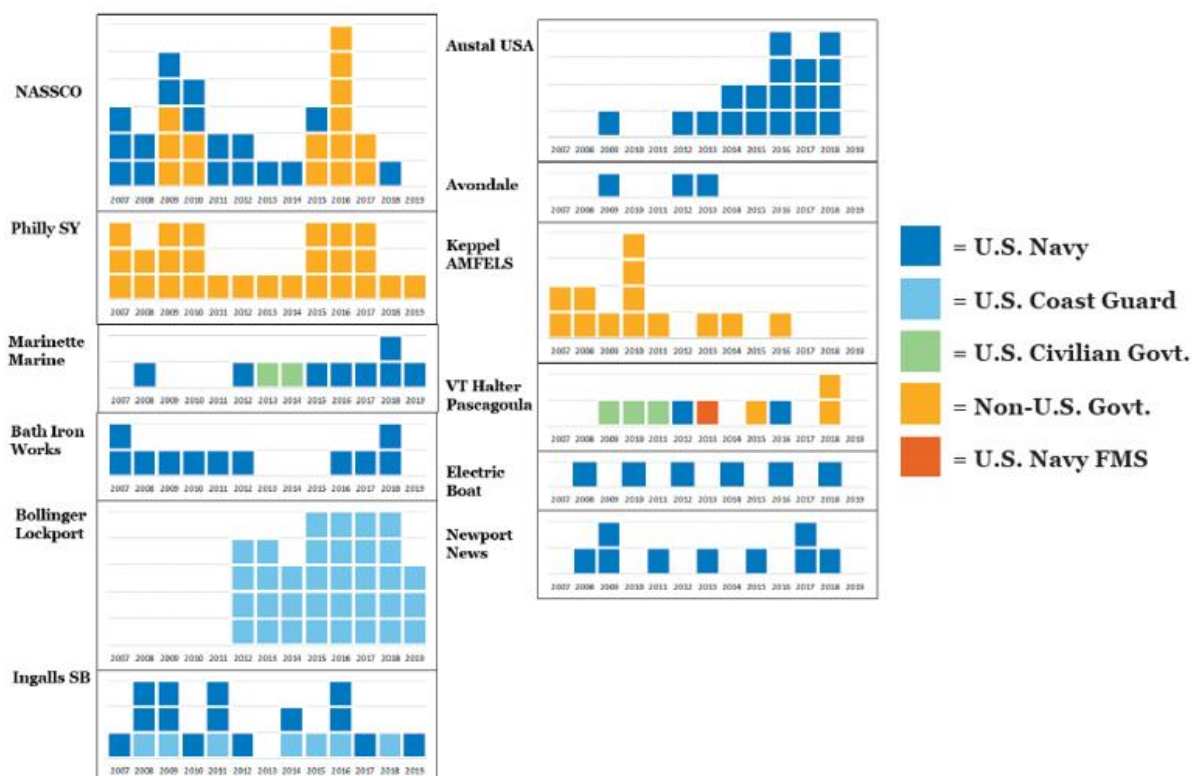
자료: JSMEA, CSBA, 유진투자증권

도표 55. 미국 주요 함정별 건조 조선사

구분	제조사
CV(항모)	HII/NNS(헌팅턴 잉겔스, 뉴포트 조선소)
DDG 51(알레이버크급 구축함)	GD/BIW(제네럴 다이내믹스, 배스 아이언 워크스) or HII/IS(헌팅턴 잉겔스, 잉겔스 조선소)
LCS(연안전투함)	MMC(핀칸티에리) or Austal USA
SSN(버지니아급 잠수함)	GD/EB(제네럴 다이내믹스, 일렉트릭 보트) or HII/NNS(헌팅턴 잉겔스, 뉴포트 조선소)
SSBN(콜롬비아급 잠수함)	GD/EB(제네럴 다이내믹스, 일렉트릭 보트)
FFG(호위함)	F/MM(핀칸티에리)
LPD(상륙함)	HII/IS(헌팅턴 잉겔스, 잉겔스 조선소)
LHA(강습상륙함)	HII/IS(헌팅턴 잉겔스, 잉겔스 조선소)

자료: 유진투자증권

도표 56. 미국 중형 조선소 선박 인도 추이



자료: CSBA, 유진투자증권

도표 57. 해외 함정 수출 프로젝트



자료: 한화오션, 유진투자증권

도표 58. 정비를 마친 윌리쉬라호



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 59. 미국 함정 신조 사업 가치 = 약 10 조원/year

미 함정 사업 가치			
(a) 미 함정 신조 시장 (지원함~소형수상함)	10.0	척	
(b) 1 척 가격	10.0	억 달러	
(c) 선체 비중(50%)	50	%	
(d) Discount	30	%	
(e) 한국 수주 가격	3.5	억 달러	(e)=(b)×(c)×(d)
(f) 이익률	20%		
(g) 척당	0.7	억 달러	(g)=(e)×(f)
(h) 전체	7.0	억 달러	(h)=(a)×(g)
(i) 한국 M/S(50%)	50	%	
(j) 환율	1,450	원	
(k) 연간 이익(한국)	507.5	십억원	(k)= (h)×(i)×(j)
(l) 방산 멀티플	20.0	배	
(m) Value	10,150	십억원	(m)=(k)×(l)

자료: 유진투자증권

도표 60. 미국 군함 건조시 이익 추정

참고: 한국 함정 가격			비고	
KDX(만재배수량 10,000톤)	671	십억원	KDX-III Batch-II 2번함/현대중공업 수주액	
울산급 호위함(만재배수량 4,300톤)	420	십억원	울산급 Batch-IV 1,2번함/한화오션 수주액	
KSS(만재배수량 3,600톤)	1,102	십억원	KSS-III Batch-II 3번함/한화오션 수주액	
군수지원함(만재배수량 23,000톤)	460	십억원	AOE-II/한화오션 수주액	
참고: 미국 함정 가격			비고	
FFG-62(만재배수량 7,500톤)	1,170	M USD	7번함	
	1,697	십억원		
미국 함정을 한국이 만들었을때 한국 조선소 이익 추정				
FFG-62 전체	1,697	십억원	7번함 원화 가격 기준(환율 1 USD=1,450원)	
FFG-62 선체	849	십억원	비중 50%	
FFG-62 관급(전투장비 등)	849	십억원	비중 50%	
만약에 FFG-62를 한국 함정 건조 비용 기반으로 재산출 한다면? 건조 비용은 4,500억원 레벨				
한국이 만들었을때 FFG-62 선체 가격	503	십억원	가격/배수량 기반 재산출, 한국도 관급 비중 50% 가정	
한국이 만들었을때 FFG-62 비용	453	십억원	이익률 10% 가정(한화오션 특수선 부문 OPM)	
한국이 Prime으로 수주 후 미국으로부터 관급품 Sub Contract으로 받아서 수행(Hull 비중 50%, 관급 비중 50% 가정)				
CASE	매출	이익(한국 원가 기반)	이익률	
미국 FFG-62 가격에서 할인 30%	594	141	24%	
미국 FFG-62 가격에서 할인 40%	509	56	11%	

자료: 유진투자증권

도표 61. 한화그룹(한화시스템 & 한화오션)이 투자한 필리 조선소

회사개요

- 설립/소재지: 1997년, 필라델피아
- 회사명: Hanwha Philly Shipyard
- 임직원 수 (24년말 기준): 직영 570명 (사무직: 290명 생산직: 280명), 외주 920명
- 주요제품: Containership, Aframax tanker, Product carrier, Repair vessel 등
- 설비현황

도크	길이/너비	용도	크레인/케바
#4 (Dry)	330m*45m	선박 건조 (2척 동시 건조 가능)	콜리나스 크레인* 1개 (660 톤)
#5 (Dry)		Final Outfitting, commissioning	후프팅 크레인 2개 (각 50톤)
			AL-94 크레인 1개 (60톤)

(*) 콜리나스 크레인: 미국 조선소 중 큰 규모의 크레인, 상선의 경우 Aframax Tanker 까지 건조 가능하며 미 군함의 경우 구축함 (울랄루크), 알레이버크급) 까지 건조 가능

투자개요

- 인수배경: 조력자 생산 구현을 위한 해외 생산거점 확보

구분	HS USA Holdings Corp. (한화시스템 100% 자회사)	Hanwha Ocean USA International LLC (한화오션 100% 손자회사)
취득지분	60%	40%
인수대금	\$60 million USD (약 861억원)	\$40 million USD (약 574억원)
회계처리	연결회계 적용	자본법 회계 적용
총인수가액	\$100 million USD (약 1,435억원)	
주요일자	• 본계약 체결: '24년 6월 • 외국인 투자 승인 위원회 승인 획득 (CFIUS): '24년 9월 • 국방고역통제국 승인 (DDTC): '24년 11월 • Deal Closing: '24년 12월 19일	

※ 원율: 1,434.99원/USD 적용 ('24. 12.17. 서울외국환공개 고시 제재기준율)

PhillyShipyard 입지 및 주요전경



#4 Dry dock 3600 TEU Container vessel 건조장면

#5 Dry dock 미해군 함정 MRO 건조 광활 보유

자료: 한화오션, 유진투자증권

도표 62. 한화그룹(한화시스템 & 한화에어로스페이스)이 투자하는 호주 오스탈

투자개요

투자회사

- 회사명: 한화시스템, 한화에어로스페이스 (60%, 40%)
- 투자금액: 약 3,000억원(미정)

피투자회사

- 회사명: Austal Ltd. (1988년 설립, 호주 Henderson 소재)
- 임직원 수: 약 4,300명
- 주요사업: 방산 및 상업용 선박 제조 및 MRO
- 사업장: 호주, 미국 캘리포니아, 베트남 (총 30만평)

주요사업장



미국 함정 타입별 시장 규모 및 조선사 점유율

함정 분류	조선소	건조척수(척)	시장점유율	척당단가(억달러)
소형 수상전투함	오스탈	14	40%	5
	미스트라선	4	12%	5
	문턴트레라	8	23%	8
	한팅턴 잉글스	8	22%	12
	북비트머인	1	3%	5
	잠재수주(Potential Order)	10	28%	7
군수지원함	오스탈	21	56%	4
	다코타 크릭	1	3%	1
	제너럴 다이나믹스	7	17%	13
	컬트 아일랜드 패브리케이션	5	13%	1
	57면지니어링	4	11%	5
	잠재수주(Potential Order)	52	138%	6

Source: James

Facility and Product



Source: Austal Ltd. * 총 면적: 467,000㎡

자료: 한화에어로스페이스, 유진투자증권

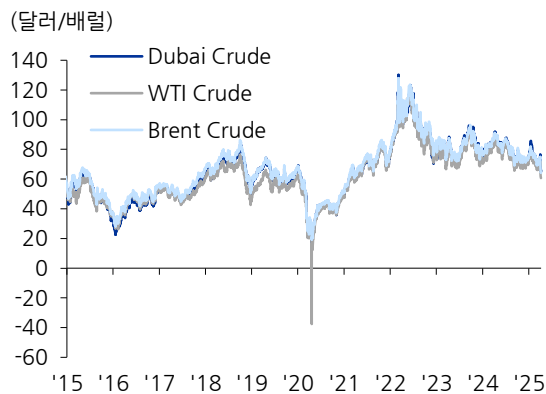
IV. 해양

기회는 여전하다

친환경 전환 속도 조절과 화석 연료에 대한 견조한 수요 전망으로 인해 해양 (Offshore) 개발이 활성화되어옴. 최근 경기 불확실성 등으로 에너지 가격이 출렁이고 있으나, 과거 대비 해양 개발 BEP 레벨 낮아져 채산성이 나오는 구간인 점에는 변함없음. 해양 개발 투자는 지속될 전망.

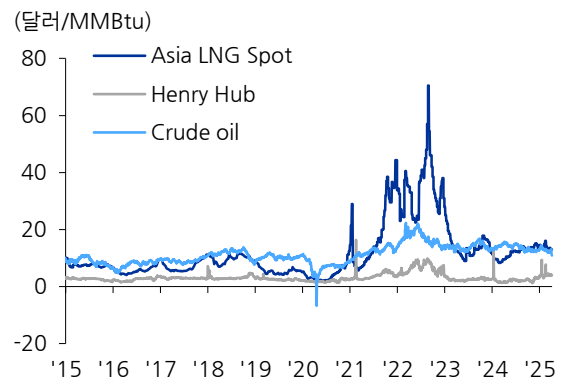
특히 주목하는 것은 FLNG(Floating LNG). 향후 5년간 FLNG는 11 척 가량 발주될 전망이다. FLNG 분야의 중국 경쟁사(Wison)가 미국의 블랙 리스트 등재되면서 실질적인 한국 독주 체제가 형성. 해양 사업에 대한 낮은 수익성과 공정 부하에 대한 우려는 최근 삼성중공업의 안정적인 FLNG 공정 진척율로 확인되며 불식되어가는 중. 함정 분야 외 한국 조선소의 명실상부한 성장 축으로서 자리매김했다는 판단. FLNG 외 FPSO 발주 증가는 셔틀 탱커 발주로 이어질 것.

도표 63. 국제유가 추이



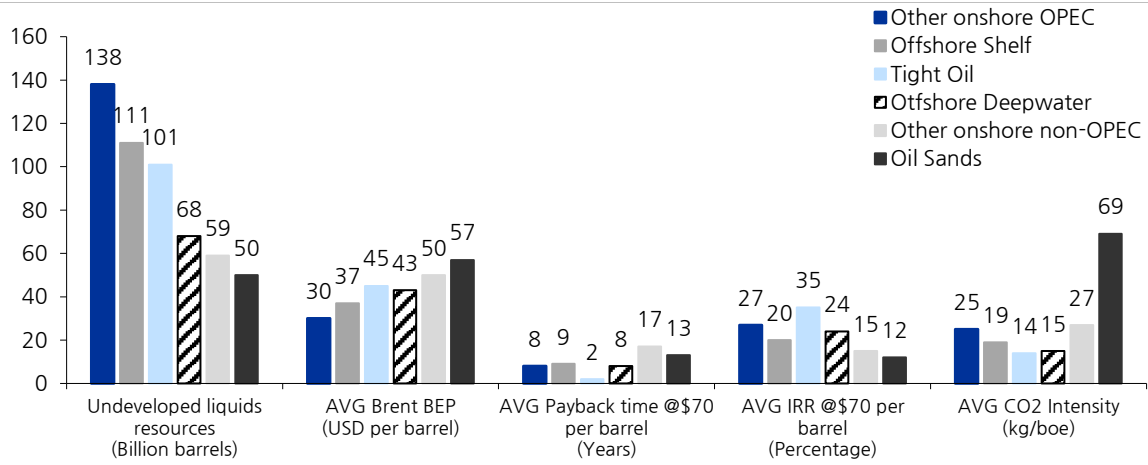
자료: 유진투자증권

도표 64. 국제 에너지 가격



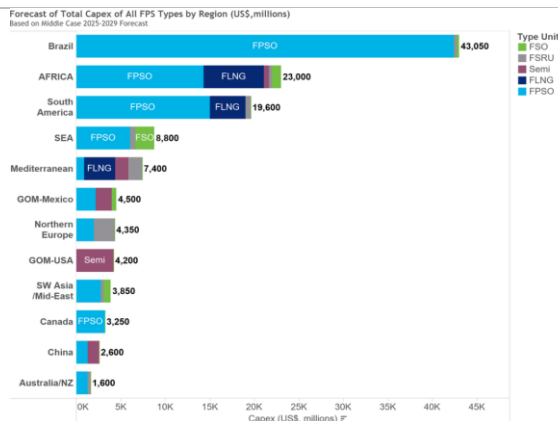
자료: 유진투자증권

도표 65. 주요 방산 기업 분기 실적 추정치



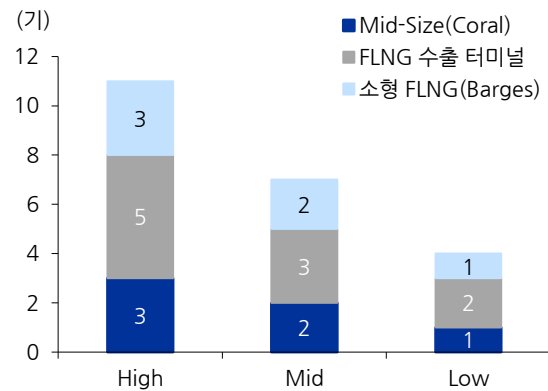
자료: 유진투자증권

도표 66. 부유식 생산플랫폼 CAPEX 전망



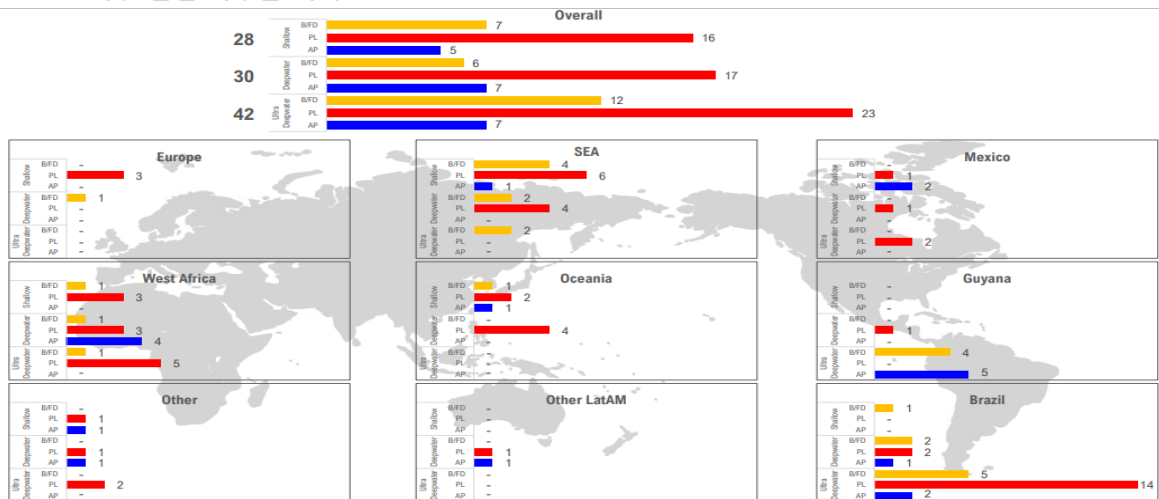
자료: EMA, 유진투자증권

도표 67. 25~29 년 FLNG 발주 전망



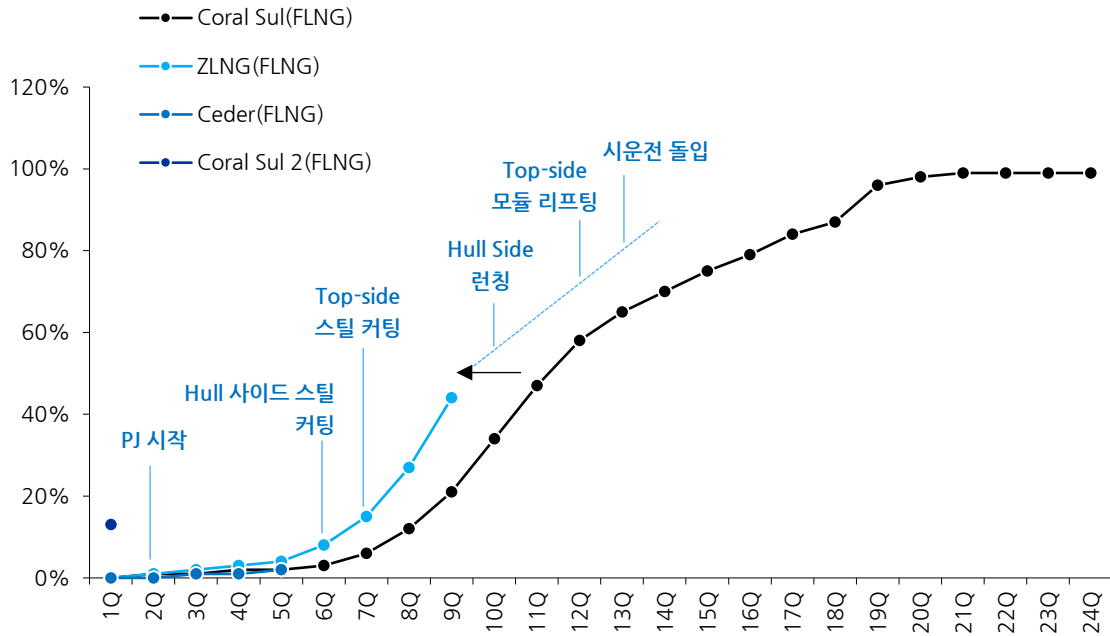
자료: EMA, 유진투자증권

도표 68. 해양 관련 다양한 기회



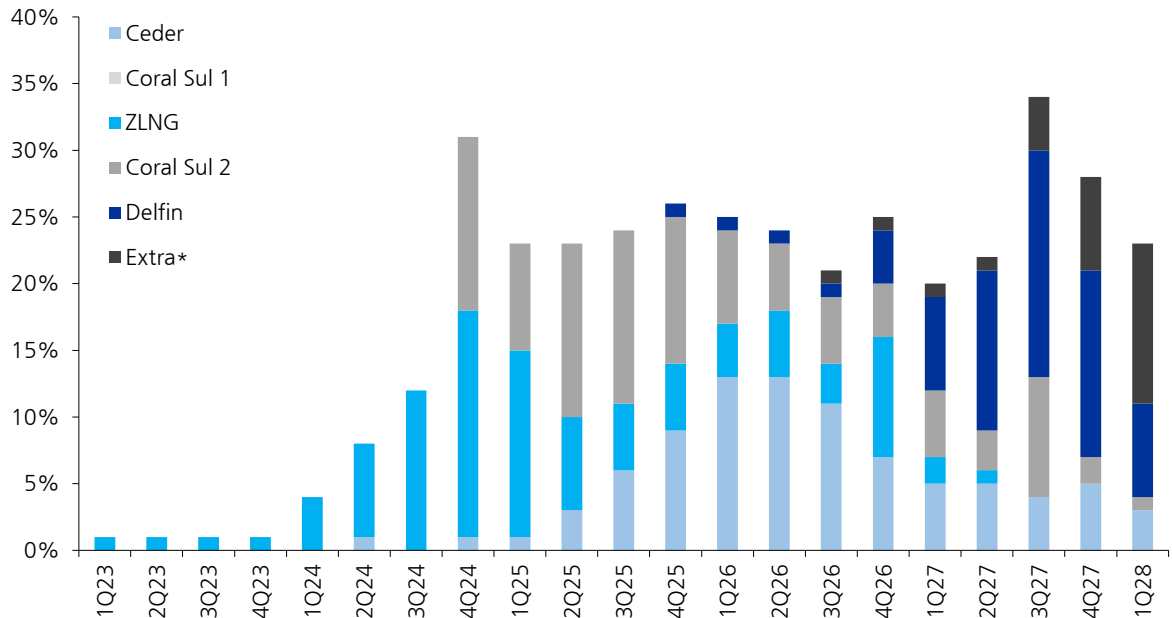
자료: 유진투자증권

도표 69. 삼성중공업 FLNG 공정률 추이



자료: 삼성중공업, 유진투자증권

도표 70. 삼성중공업 분기별 프로젝트 진척률 합계



자료: 삼성중공업, 유진투자증권

기업분석

HD 현대중공업(329180)

BUY(유지) / TP 350,000 원

안정적인 운영

삼성중공업(010140)

BUY(유지) / TP 18,000 원

뜨거운 FLNG

한화오션 (042660)

BUY(유지) / TP 79,000 원

앞서 나가는 함정 사업

HD 현대중공업 (329180)

안정적인 운영

투자의견

BUY(유지)

목표주가

350,000 원(유지)

현재주가

293,500 원(04/09)

시가총액

26,055(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syayang0901@eugenefn.com

- 1Q25 매출액 3조 7,512억(+24%yoy), 영업이익 2,544억원(+1099%yoy, OPM 6.8%)를 기록할 것으로 전망함
- 1분기 조업일수 감소로 비수기이지만, 안정적인 매출 시험 중. 외부 인력 숙련도도 올라와서 공정 효율성 지속 개선 중. 카타르 LNG는 올해 6척, 내년 11척 인도 예정. 저마진에도 반복 건조 효과로 수익성 향상되고 있음
- 상선 외로는 엔진 부문이 4Q24 이연 물량 반영 전망. 마진도 견조. 중기 관점 마진은 현 11~12% 수준에서 15% 이상까지 개선될 가능성. 미 함정 MRO는 올해 2척 목표. 입찰 진행 중이며 다음달 결과 예상. 미국 1 Tier 조선소인 HH와 MOU도 체결. 공동 건조, MRO 등 본격적인 움직임 기대. 해양은 하반기 Ruya 공정 본격화 기다리는 중
- 상선 수주는 3월까지 35억불 달성 추정. 연간 상선 수주 목표 대비 56%. 수주 선종 보면 컨테이너선 중심. 하반기 미국발 LNG 추가 수주 통한 목표 달성 예상함.
- 안정적인 사업 운영과 실적 흐름이 돋보임. 동사에 대한 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 350,000원 유지함

주가(원,04/09)	293,500
시가총액(십억원)	26,055

발행주식수	88,773천주
52주 최고가	371,500원
최저가	110,800원
52주 일간 Beta	0.40
60일 일평균거래대금	1,252억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.7%

주주구성	
에이치디한국조선해양 (외 2인)	75.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.4%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	3.6%	74.9%	165.6%
절대기준	-7.0%	63.3%	150.4%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	350,000	350,000	-
영업이익(25)	1,248	1,346	▼
영업이익(26)	1,425	1,648	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	11,964	14,486	17,258	17,696
영업이익	179	705	1,248	1,425
세전손익	34	798	1,184	1,381
당기순이익	25	622	900	1,091
EPS(원)	278	7,001	10,136	12,292
증감률(%)	흑전	2,417.7	44.8	21.3
PER(배)	463.9	41.1	29.0	23.9
ROE(%)	0.5	11.4	14.8	15.9
PBR(배)	2.2	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA(배)	30.4	26.3	17.2	15.1

자료: 유진투자증권

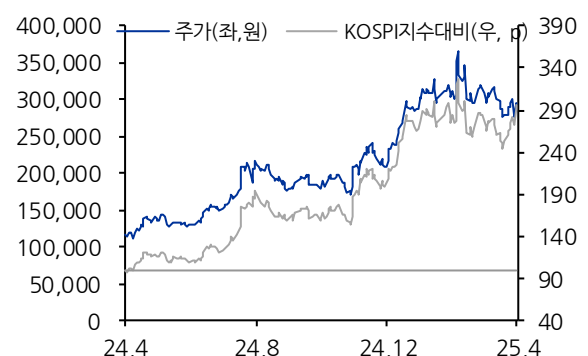
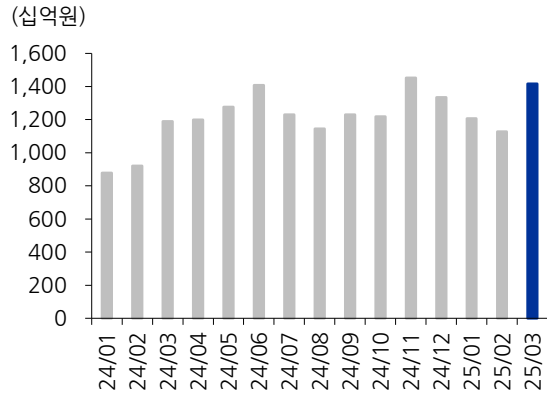
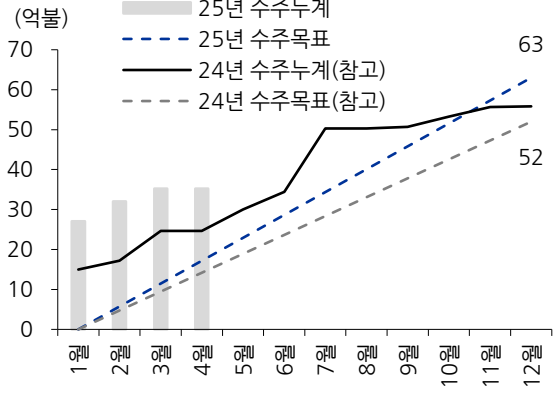


도표 71. 월별 실적 추이



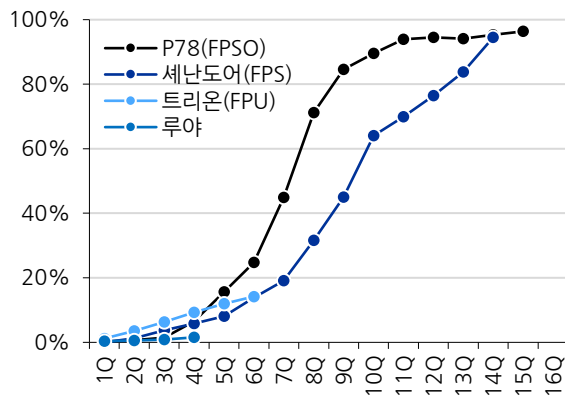
자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표 72. 상선 수주 동향



자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표 73. HHI 해양 공정률 추이



자료: DART, 유진투자증권

도표 74. HHI와 HHI의 MOU



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 75. 실적 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,988	3,884	3,609	4,006	3,751	4,369	4,218	4,920	14,487	17,258	17,696
yoy%	39.6	21.7	43.2	31.7	33.5	33.28	33.06	32.84	21%	19%	3%
영업이익	21	196	206	282	254	327	288	379	705	1,248	1,425
yoy%	흑전	186%	1498%	104%	1099%	67%	40%	34%	295%	77%	14%
opm%	1%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	8%	5%	7%	8%

자료: 유진투자증권

HD현대중공업(329180.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	17,134	19,391	20,626	21,674	23,605
유동자산	8,800	10,403	11,146	11,702	13,076
현금성자산	1,363	2,213	2,208	2,633	3,492
매출채권	1,384	1,659	1,991	2,032	2,272
재고자산	1,310	1,511	1,877	1,915	2,141
비유동자산	8,334	8,988	9,480	9,972	10,528
투자자산	1,773	2,250	2,341	2,436	2,535
유형자산	6,452	6,610	6,969	7,328	7,752
기타	108	128	170	207	241
부채총계	11,926	13,686	14,207	14,349	14,766
유동부채	9,945	11,796	12,312	12,450	12,861
매입채무	2,025	2,311	2,747	2,804	3,134
유동성이자부채	1,928	1,514	1,514	1,514	1,514
기타	5,992	7,971	8,051	8,132	8,213
비유동부채	1,981	1,890	1,895	1,900	1,905
비유동이자부채	1,884	1,766	1,766	1,766	1,766
기타	97	124	129	134	139
자본총계	5,207	5,704	6,419	7,324	8,839
지배지분	5,207	5,704	6,419	7,324	8,839
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,003	2,908	4,423
기타	868	850	850	850	850
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,419	7,324	8,839
총차입금	3,812	3,280	3,280	3,280	3,280
순차입금	2,449	1,067	1,072	647	(212)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	169	2,884	997	1,448	2,003
당기순이익	25	622	900	1,091	1,736
자산상각비	278	306	325	346	367
기타비현금성손익	14	(98)	2	2	3
운전자본증감	(77)	2,114	(232)	7	(105)
매출채권감소(증가)	(228)	(156)	(332)	(41)	(239)
재고자산감소(증가)	67	(201)	(366)	(39)	(225)
매입채무증가(감소)	371	223	436	57	330
기타	(287)	2,248	30	30	30
투자현금	(478)	(499)	(855)	(877)	(965)
단기투자자산감소	30	0	(39)	(40)	(42)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	478	463	668	685	767
유형자산처분	10	12	0	0	0
무형자산처분	(36)	(33)	(58)	(58)	(58)
재무현금	503	(2,049)	(186)	(186)	(222)
차입금증가	(14)	(14)	0	0	0
자본증가	0	0	(186)	(186)	(222)
배당금지급	0	0	186	186	222
현금 증감	184	330	(44)	385	817
기초현금	744	928	1,258	1,214	1,599
기말현금	928	1,258	1,214	1,599	2,415
Gross Cash flow	317	829	1,229	1,441	2,108
Gross Investment	585	(1,614)	1,048	830	1,027
Free Cash Flow	(268)	2,444	180	611	1,081

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	17,258	17,696	19,811
증가율(%)	32.3	21.1	19.1	2.5	12.0
매출원가	11,309	12,993	15,090	15,327	16,528
매출총이익	655	1,494	2,169	2,369	3,284
판매 및 일반관리비	476	789	920	944	1,056
기타영업손익	5	66	17	3	12
영업이익	179	705	1,248	1,425	2,227
증가율(%)	흑전	294.8	77.0	14.2	56.2
EBITDA	457	1,011	1,574	1,771	2,594
증가율(%)	흑전	121.4	55.6	12.5	46.5
영업외손익	(144)	93	(64)	(44)	(29)
이자수익	49	54	68	81	90
이자비용	132	150	133	126	120
지분법손익	(0)	(0)	1	1	1
기타영업손익	(61)	189	(0)	(0)	0
세전순이익	34	798	1,184	1,381	2,198
증가율(%)	흑전	2,222.7	48.4	16.6	59.1
법인세비용	10	177	285	290	462
당기순이익	25	622	900	1,091	1,736
증가율(%)	흑전	2,417.3	44.8	21.3	59.1
지배주주지분	25	622	900	1,091	1,736
증가율(%)	흑전	2,417.7	44.8	21.3	59.1
비지배지분	0	0	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	278	7,001	10,136	12,292	19,559
증가율(%)	흑전	2,417.7	44.8	21.3	59.1
수정EPS(원)	278	7,001	10,136	12,292	19,559
증가율(%)	흑전	2,417.7	44.8	21.3	59.1

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	278	7,001	10,136	12,292	19,559
BPS	58,660	64,259	72,304	82,507	99,566
DPS	0	2,090	2,090	2,500	4,000
밸류에이션(배, %)					
PER	463.9	41.1	29.0	23.9	15.0
PBR	2.2	4.5	4.1	3.6	2.9
EV/EBITDA	30.4	26.3	17.2	15.1	10.0
배당수익률	0.0	0.7	0.7	0.9	1.4
PCR	36.1	30.8	21.2	18.1	12.4
수익성(%)					
영업이익률	1.5	4.9	7.2	8.1	11.2
EBITDA이익률	3.8	7.0	9.1	10.0	13.1
순이익률	0.2	4.3	5.2	6.2	8.8
ROE	0.5	11.4	14.8	15.9	21.5
ROIC	1.7	7.6	13.3	14.6	21.2
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	47.0	18.7	16.7	8.8	(2.4)
유동비율	88.5	88.2	90.5	94.0	101.7
이자보상배율	1.4	4.7	9.4	11.3	18.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9
매출채권회전율	9.5	9.5	9.5	8.8	9.2
재고자산회전율	8.9	10.3	10.2	9.3	9.8
매입채무회전율	6.6	6.7	6.8	6.4	6.7

편집상의 공백페이지입니다

삼성중공업 (010140)

뜨거운 FLNG

투자의견

BUY(유지)

목표주가

18,000 원(유지)

현재주가

13,040 원(04/09)

시가총액

11,475(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syayang0901@eugenefn.com

- 1Q25 매출액 2조 5,251억원(+8%yoy), 영업이익 1,497억원(+92%yoy, OPM 5.9%)를 기록할 것으로 전망함
- 특별한 이슈는 없음. 4Q24 대비 매출액은 조업일수 줄며 감소하겠으나, 이익률은 견조. 4Q24 FLNG 기자재 조기 입고로 인한 1Q 실적 공백 우려는 없음. 후속 공정 순차 진행 중
- 연초 LNGC, 셔틀탱커, 탱커 등 수주하며 상선 연간 수주 목표 대비 33% 달성. 해양도 상반기 코랄, 하반기 델핀 수주 무난히 달성할 듯. 델핀은 최근 미 DOE 수출 허가가 연장됨. 코랄 노스 가스전도 모잠비크 정부가 투자 승인
- 다수의 FLNG 수주 Pool 확보 속 경쟁사 중국 Wison 미국 블랙리스트 등재되며 사실상 독주 체제. 공정 부하도 문제 없음. 설계-도크-진수의 공정 스케줄 시차를 통해 안정적 관리 시험 중. 아직 채용되지는 않았지만 FLNG 핵심 기자재인 SENSE IV 액화 시스템 국내 최초 개발 달성함. 향후 프로젝트에서 적용되면 수익성 개선 드라이버로 작용할 것. 현재 ZLNG는 진수했고, 8월부터 모듈 리프팅 시작 예정. FLNG 마진은 10% 이상의 눈높이
- 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 18,000원 유지함

주가(원,04/09)	13,040
시가총액(십억원)	11,475

발행주식수	880,000천주
52주 최고가	15,840원
최저가	8,380원
52주 일간 Beta	0.34
60일 일평균거래대금	2,170억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.0%

주주구성	
삼성전자 (외 8인)	20.9%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1.7%	43.8%	65.6%
절대기준	-12.2%	32.3%	50.4%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	18,000	18,000	-
영업이익(25)	739	830	▼
영업이익(26)	1,019	1,127	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	8,009	9,903	10,651	11,541
영업이익	233	503	739	1,019
세전손익	-296	-316	514	828
당기순이익	-156	54	406	629
EPS(원)	-168	73	448	695
증감률(%)	na	흑전	517.6	55.1
PER(배)	na	155.7	29.1	18.8
ROE(%)	-4.2	1.8	9.9	13.6
PBR(배)	2.0	2.6	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	19.7	16.9	14.1	10.7

자료: 유진투자증권

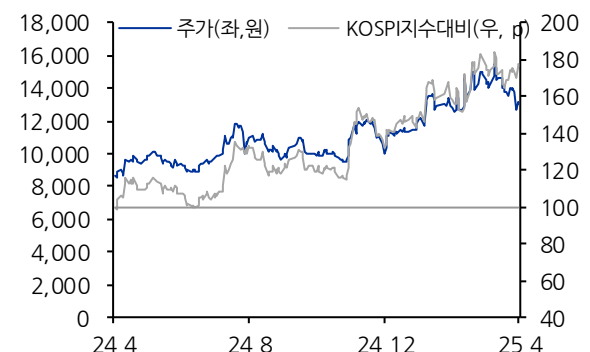
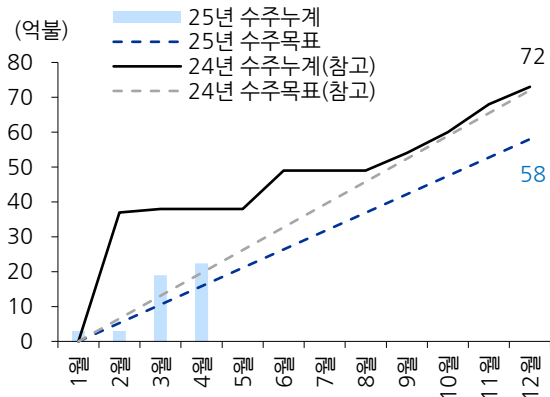


도표 76. 주요 금리 추이



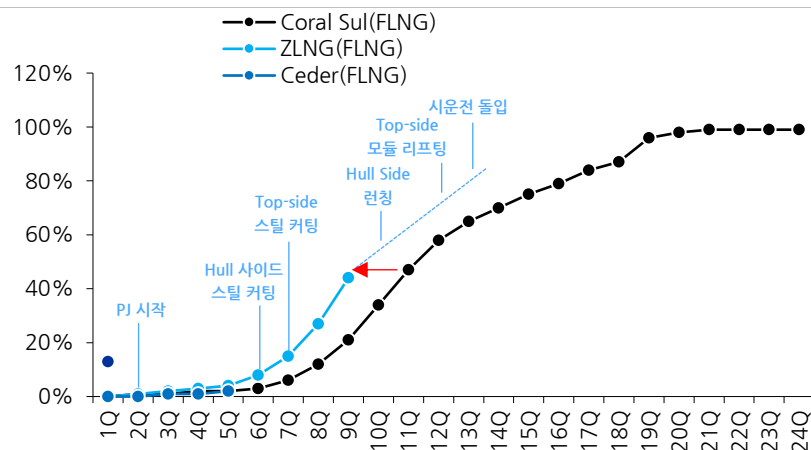
자료: 삼성증권, 유진투자증권

도표 77. FLNG 액화 설비 SENSE-IV



자료: 언론 보도, 유진투자증권

도표 78. FLNG 해양 공정 추이



자료: DART, 유진투자증권

도표 79. 실적테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,348	2,532	2,323	2,700	2,525	2,723	2,498	2,904	9,903	10,651	11,541
yoy%	46%	30%	15%	11%	8%	8%	8%	8%	24%	8%	8%
영업이익	78	131	120	174	150	190	171	229	503	739	1,019
yoy%	298%	122%	58%	121%	92%	45%	43%	31%	115%	47%	38%
opm%	3%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	8%	5%	7%	9%

자료: 유진투자증권

삼성중공업(010140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	15,593	17,195	17,682	18,437	19,366
유동자산	9,245	9,370	9,849	10,570	11,438
현금성자산	2,129	3,058	3,517	4,056	4,718
매출채권	545	1,186	874	947	1,033
재고자산	1,729	452	738	799	872
비유동자산	6,348	7,825	7,833	7,867	7,927
투자자산	1,112	2,681	2,790	2,903	3,021
유형자산	5,209	5,116	5,019	4,942	4,887
기타	27	28	24	21	19
부채총계	12,184	13,445	13,538	13,681	13,839
유동부채	11,232	12,029	12,121	12,262	12,418
매입채무	1,147	946	978	1,060	1,156
유동성이자부채	3,786	5,212	5,212	5,212	5,212
기타	6,299	5,872	5,930	5,990	6,050
비유동부채	952	1,416	1,418	1,419	1,421
비유동이자부채	849	1,312	1,312	1,312	1,312
기타	103	104	106	108	109
자본총계	3,409	3,749	4,144	4,756	5,527
지배지분	3,439	3,795	4,189	4,801	5,572
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	(2,169)	(2,136)	(1,742)	(1,130)	(359)
기타	232	554	554	554	554
비지배지분	(30)	(45)	(45)	(45)	(45)
자본총계	3,409	3,749	4,144	4,756	5,527
총차입금	4,635	6,524	6,524	6,524	6,524
순차입금	2,506	3,466	3,007	2,468	1,806

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(516)	655	755	854	1,000
당기순이익	(156)	54	406	629	793
자산상각비	241	289	287	282	278
기타비현금성손익	258	427	(10)	(16)	(20)
운전자본증감	(716)	118	71	(41)	(50)
매출채권감소(증가)	235	(619)	312	(73)	(86)
재고자산감소(증가)	43	1,384	(285)	(62)	(73)
매입채무증가(감소)	125	(625)	33	82	96
기타	(1,120)	(23)	12	12	12
투자현금	(195)	311	(381)	(404)	(431)
단기투자자산감소	(71)	109	(85)	(89)	(92)
장기투자증권감소	0	0	(4)	(4)	(4)
설비투자	153	173	186	202	220
유형자산처분	2	384	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	376	(599)	0	0	0
차입금증가	425	(488)	0	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(335)	372	374	450	570
기초현금	919	584	956	1,330	1,780
기말현금	584	956	1,330	1,780	2,350
Gross Cash flow	343	771	683	895	1,051
Gross Investment	840	(319)	224	356	389
Free Cash Flow	(497)	1,090	459	539	662

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,651	11,541	12,590
증가율(%)	34.7	23.6	7.6	8.3	9.1
매출원가	7,364	8,983	9,428	9,998	10,813
매출총이익	645	921	1,223	1,542	1,776
판매 및 일반관리비	412	418	484	524	571
기타영업손익	5	1	16	8	9
영업이익	233	503	739	1,019	1,205
증가율(%)	흑전	115.4	47.1	37.7	18.3
EBITDA	474	792	1,026	1,300	1,483
증가율(%)	흑전	67.1	29.6	26.7	14.0
영업외손익	(529)	(818)	(226)	(191)	(162)
이자수익	33	21	23	29	31
이자비용	179	213	249	219	193
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업손익	(383)	(626)	(0)	0	0
세전순이익	(296)	(316)	514	828	1,043
증가율(%)	적지	적지	흑전	61.2	26.0
법인세비용	(140)	(369)	108	199	250
당기순이익	(156)	54	406	629	793
증가율(%)	적지	흑전	653.2	55.1	26.0
지배주주지분	(148)	64	395	612	771
증가율(%)	적지	흑전	517.6	55.1	26.0
비지배지분	(7)	(10)	11	18	22
EPS(원)	(168)	73	448	695	876
증가율(%)	적지	흑전	517.6	55.1	26.0
수정EPS(원)	(168)	73	448	695	876
증가율(%)	적지	흑전	517.6	55.1	26.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(168)	73	448	695	876
BPS	3,908	4,311	4,760	5,455	6,331
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	155.7	29.1	18.8	14.9
PBR	2.0	2.6	2.7	2.4	2.1
EV/ EBITDA	19.7	16.9	14.1	10.7	9.0
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	19.9	12.9	16.8	12.8	10.9
수익성(%)					
영업이익률	2.9	5.1	6.9	8.8	9.6
EBITDA이익률	5.9	8.0	9.6	11.3	11.8
순이익률	(1.9)	0.5	3.8	5.5	6.3
ROE	(4.2)	1.8	9.9	13.6	14.9
ROIC	3.1	5.6	8.2	10.9	12.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	73.5	92.4	72.6	51.9	32.7
유동비율	82.3	77.9	81.3	86.2	92.1
이자보상배율	1.3	2.4	3.0	4.6	6.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	12.1	11.4	10.3	12.7	12.7
재고자산회전율	4.9	9.1	17.9	15.0	15.1
매입채무회전율	7.4	9.5	11.1	11.3	11.4

편집상의 공백페이지입니다

한화오션

(042660)

앞서 나가는 함정 사업

투자의견

BUY(유지)

목표주가

79,000 원(상향)

현재주가

68,600 원(04/09)

시가총액

21,020(십억원)

기계/로보틱스/운송 양승윤_02)368-6139_syayang0901@eugenefn.com

- 1Q25 매출액 3조 1,736억원(+39%yoy), 영업이익 1,724억원(+226%yoy, OPM 5.4%)를 기록할 것으로 전망함
- 안정적인 조업 진행 중. 작년 실적 발목 잡던 생산 안정화나 비용 이슈는 더 이상 없고, 달러 환율 높게 추이 하면서 환 효과가 열려있는 상황
- 함정 MRO의 경우 3월에 윌리쉬라호가 정비 마치고 출항. 당초 계획 대비 워크 스코프 증가하면서 수익성도 개선. MRO는 연 5~6척 수주 목표(최대 10척)로 하나, 경쟁사 진입으로 경쟁 환경은 심화. 앞선 MRO 수행으로 미 해군과의 관계 구축 및 필리 조선소 투자 등으로 신조 시장까지 접근 우위 확보. 현재 특수선 캐파 증설 진행 중. 수상/수중함 다목적 공항 올해 10월 준공 예정. 캐파 우려는 더 이상 없음
- 해양은 올해 FPSO 2기, FP 2기, WITV 1기 정도 수주 기대. 해양 관련 전문 인력 지속 충원하면서 경쟁력 강화 중
- 투자의견 BUY 유지하며 목표주가를 79,000원으로 상향 조정. 미 함정 기대감을 반영하여 멀티플 할증 반영

주가(원,04/09)	68,600
시가총액(십억원)	21,020

발행주식수	306,413천주
52주 최고가	87,200원
최저가	25,400원
52주 일간 Beta	0.67
60일 일평균거래대금	4,590억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.0%

주주구성	
한화에어로스페이스 (외 4인)	65.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4.2%	134%	167%
절대기준	-14.7%	122.4%	151.7%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	79,000	41,000	▲
영업이익(25)	737	650	▲
영업이익(26)	949	899	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	7,408	10,776	13,274	13,739
영업이익	-196	238	737	949
세전손익	-116	181	698	930
당기순이익	160	528	552	707
EPS(원)	522	1,724	1,801	2,307
증감률(%)	흑전	230.3	4.5	28.1
PER(배)	48.1	21.7	38.1	29.7
ROE(%)	6.3	11.5	10.7	12.3
PBR(배)	1.8	2.4	3.9	3.4
EV/EBITDA(배)	-	39.0	27.8	22.3

자료: 유진투자증권

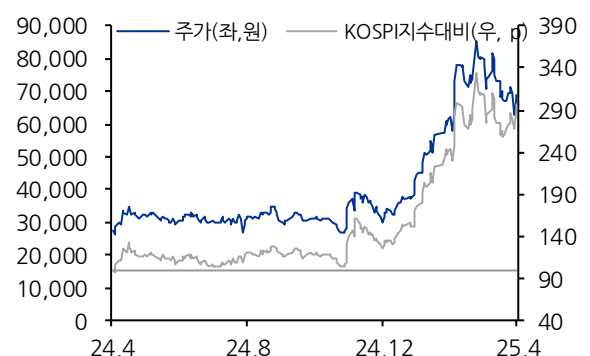
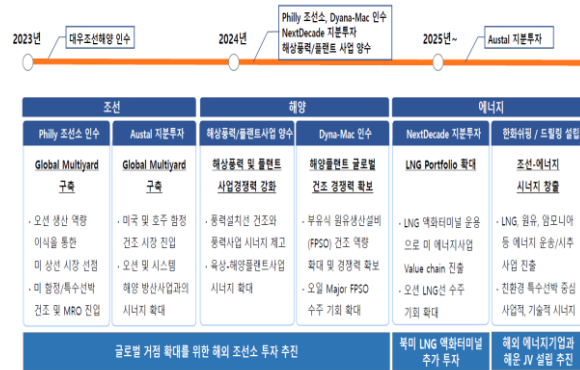


도표 80. 한화그룹의 해양 비전



자료: 한화에어로스페이스, 유진투자증권

도표 81. 월리쉬라호 정비 전/후



자료: 언론 보도, 유진투자증권

도표 82. 목표주가 산정

구분	산정가치 (십억원)	비고
@Sustainable ROE	15.7%	2027 년 기준
㉞영구성장률	3.0%	
㉞COE(자기자본비용)	7.9%	㉞=㉞+ (㉞×㉞)
㉞ 무위험수익률	2.4%	3 년 국고채 금리
㉞ 리스크프리미엄	6.3%	
㉞ 베타	0.88	104 주 베타(조정)
@Target PBR	3.3	㉞=(㉞-㉞)/(㉞-㉞), 30% 할인
BPS	23,372	2027 년 기준
주당주주가치	78,284	
목표주가	79,000	
현재주가	68,600	
상승여력	15%	

자료: 유진투자증권

도표 83. 실적 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,284	2,536	2,703	3,253	3,174	3,318	3,016	3,765	10,776	13,274	13,739
yoy%	59%	39%	41%	46%	39%	31%	12%	16%	45%	23%	4%
영업이익	53	-10	26	169	172	183	151	231	238	737	949
yoy%	흑전	적지	-65%	흑전	226%	흑전	489%	37%	흑전	210%	29%
opm%	2%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	6%	7%

자료: 유진투자증권

한화오션(042660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	13,945	17,844	18,549	19,490	20,764
유동자산	9,218	11,246	11,620	12,221	13,127
현금성자산	2,156	950	781	989	1,512
매출채권	332	892	895	965	1,033
재고자산	2,891	2,780	3,254	3,510	3,758
비유동자산	4,727	6,598	6,930	7,269	7,637
투자자산	661	1,555	1,618	1,684	1,753
유형자산	4,062	4,648	4,915	5,188	5,486
기타	4	394	396	397	399
부채총계	9,633	12,980	13,134	13,368	13,598
유동부채	7,459	10,347	10,483	10,698	10,908
매입채무	1,498	2,048	2,137	2,305	2,468
유동성이자부채	778	3,616	3,616	3,616	3,616
기타	5,184	4,683	4,729	4,777	4,824
비유동부채	2,173	2,634	2,652	2,670	2,690
비유동이자부채	1,805	2,180	2,180	2,180	2,180
기타	369	454	472	491	510
자본총계	4,312	4,863	5,415	6,122	7,166
지배지분	4,307	4,859	5,410	6,117	7,162
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	(2,868)	236	788	1,495	2,539
기타	2,899	2,966	2,966	2,966	2,966
비지배지분	5	5	5	5	5
자본총계	4,312	4,863	5,415	6,122	7,166
총차입금	2,583	5,795	5,795	5,795	5,795
순차입금	427	4,845	5,014	4,806	4,284

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(1,939)	(2,905)	218	614	968
당기순이익	160	528	552	707	1,044
자산상각비	146	180	200	210	222
기타비현금성손익	(968)	(354)	(415)	(414)	(413)
운전자본증감	(1,195)	(3,158)	(407)	(177)	(173)
매출채권감소(증가)	25	(291)	(2)	(70)	(68)
재고자산감소(증가)	(803)	(340)	(475)	(255)	(248)
매입채무증가(감소)	260	210	89	168	163
기타	(677)	(2,738)	(19)	(20)	(20)
투자현금	197	(1,110)	(402)	(421)	(461)
단기투자자산감소	341	(174)	(15)	(15)	(16)
장기투자증권감소	0	(156)	121	120	119
설비투자	131	374	460	476	513
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(3)	(5)	(8)	(8)	(8)
재무현금	2,885	2,803	0	0	0
차입금증가	(581)	2,826	0	0	0
자본증가	3,497	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	1,140	(1,211)	(184)	193	507
기초현금	660	1,799	588	404	597
기말현금	1,799	588	404	597	1,104
Gross Cash flow	(662)	354	625	791	1,141
Gross Investment	1,340	4,094	794	583	619
Free Cash Flow	(2,002)	(3,739)	(169)	208	522

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,274	13,739	14,804
증가율(%)	52.4	45.5	23.2	3.5	7.7
매출원가	7,310	10,092	11,902	12,129	12,714
매출총이익	99	684	1,372	1,610	2,091
판매 및 일반관리비	295	446	635	661	712
기타영업손익	11	51	42	4	8
영업이익	(196)	238	737	949	1,379
증가율(%)	적지	흑전	209.8	28.8	45.2
EBITDA	(50)	418	937	1,160	1,601
증가율(%)	적지	흑전	124.3	23.8	38.0
영업외손익	80	(57)	(39)	(19)	(5)
이자수익	118	64	42	50	54
이자비용	159	173	225	214	203
지분법손익	(90)	44	144	144	144
기타영업손익	212	7	(0)	0	(0)
세전순이익	(116)	181	698	930	1,374
증가율(%)	적지	흑전	285.7	33.2	47.7
법인세비용	(276)	(347)	147	223	330
당기순이익	160	528	552	707	1,044
증가율(%)	흑전	230.0	4.4	28.1	47.7
지배주주지분	160	528	552	707	1,044
증가율(%)	흑전	230.3	4.5	28.1	47.7
비지배지분	0	0	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	522	1,724	1,801	2,307	3,408
증가율(%)	흑전	230.3	4.5	28.1	47.7
수정EPS(원)	522	1,724	1,801	2,307	3,408
증가율(%)	흑전	230.3	4.5	28.1	47.7

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	522	1,724	1,801	2,307	3,408
BPS	14,060	15,857	17,657	19,964	23,372
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	48.1	21.7	38.1	29.7	20.1
PBR	1.8	2.4	3.9	3.4	2.9
EV/ EBITDA	-	39.0	27.8	22.3	15.8
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	32.3	33.6	26.6	18.4
수익성(%)					
영업이익률	(2.7)	2.2	5.6	6.9	9.3
EBITDA이익률	(0.7)	3.9	7.1	8.4	10.8
순이익률	2.2	4.9	4.2	5.1	7.1
ROE	6.3	11.5	10.7	12.3	15.7
ROIC	(3.9)	2.5	6.1	7.2	9.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	9.9	99.6	92.6	78.5	59.8
유동비율	123.6	108.7	110.8	114.2	120.3
이자보상배율	(1.2)	1.4	3.3	4.4	6.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	20.1	17.6	14.9	14.8	14.8
재고자산회전율	2.9	3.8	4.4	4.1	4.1
매입채무회전율	5.0	6.1	6.3	6.2	6.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

