

조선 (Overweight)

미국이 쏘아올린 공. 뒤바뀌는 판도

조선업종 포인트

한-미 정상회담 이후 미국 조선 사업 관련 윤곽들이 드러나기 시작함. 8월 27일 HD현대가 HD현대미포 합병을 결정. 군함 등 건조 능력 확대를 위한 결정으로 이해. 미국이 쏘아올린 공에 한국 조선의 판도가 바뀌고 있음.

로봇/방산/조선/항공 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

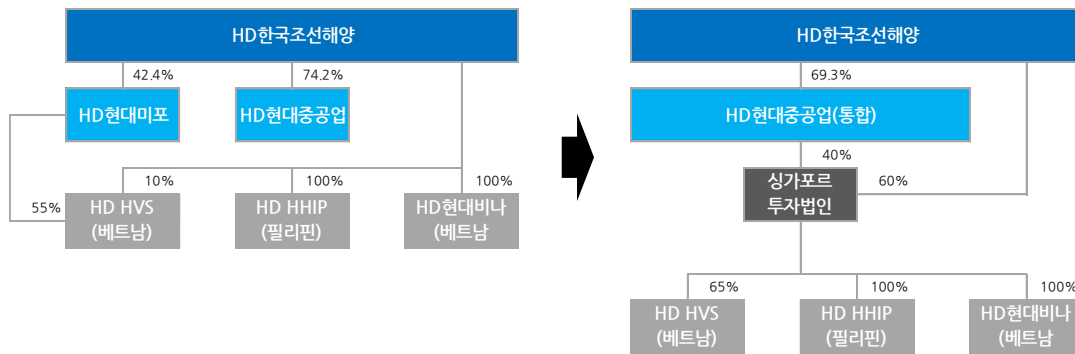
- 한-미 정상회담(8월 25일) 이후 국내 주요 조선사들의 미국 관련 사업의 윤곽이 드러나기 시작. HD현대중공업은 서버러스 캐피탈과 투자 협약을 체결했고, 한화그룹은 필리조선소에 50억불을 투자하여 생산 CAPA를 20척으로 확대하는 계획을 발표. 삼성중공업도 미국 Vigor Marine과 미 해군 지원함 MRO 협업을 추진.
- 미국 사업에서 한화가 필리조선소 및 오스탈 투자, 미 해군 MRO 수행 이력 관점에서 앞서 나갔다면, 헌팅턴 잉글스(HII)와 에디슨 슈에스트 오프쇼어(ECO)와 같은 현지 파트너와 협업을 통해 대응하던 HD현대미포가 승부수를 던짐.
- 8월 27일 HD현대중공업(HHI)과 HD현대미포(HMD)의 합병 결정을 공시(*존속법인 HHI, 합병기일 12/1, HMD 1주당 HHI 0.4059주). HHI-HMD의 합병 이후, HD한국조선해양(KSOE) 산하 해외 법인(베트남, 필리핀 등)을 싱가포르 투자법인(신설) 산하로 정리하는 그림도 제시. 별도 미국 법인도 설립 예정이나, 이는 KSOE 산하에 둘 계획.
- HD현대의 투자 결정은 미국 관련 기회 및 함정 기회 확대 되는 가운데, HMD의 건조 능력을 최대 활용하기 위한 전략으로 이해. HMD 4개 도크 중 2개 도크를 특수선 도크로 전환 계획. HHI는 6번 및 7번 특수선 도크(연 수상함 3척, 잠수함 0.5척 CAPA)와 美 MRO를 위해 비워둔 4번, 5번 도크가 있음. **기존 2035년 특수선 매출 목표 5조원에서 10조원으로 배증 전망. 24~35년 매출 CAGR은 방산이 +23%, 상선 +4%, 엔진 +3%, 해양/에너지 +13%.**
- (1) 美 함정 신조(*한국 건조와 미국 건조 모두 언급, 단기: 지원함 & 장기: 전투함 건조 기회) + MRO, (2) 美 상선 건조(전략상선단 등), (3) 기타 해외 함정 사업 기회 등 복합적인 기회 확보를 위한 선제적 대응. 아직 구체적인 내용은 알려지지 않았으나, 한국에서 미국 함정을 건조하는 경우 미국이 한국에 할인하여 발주하더라도 충분히 수익성 확보가 가능할 것으로 기대함. FFG-62 호위함 기준 30~40% 할인 발주 시 10~20% 이익 확보 추정(도표 14)
- 상선 분야에서는 HD현대베트남조선 CAPA 확장(15척→23척), 필리핀 수빅 조선소 연 10척 건조 계획 외 사우디/모로코/인도 등 다수 해외 야드 개발을 추진 중임. HD현대는 빼앗긴 시장을 '탈환' 하겠다는 웅장한 계획을 제시.
- 구체적인 계획과 타임라인, 효과, 리스크는 지속 확인이 필요하겠으나, 미국이 쏘아올린 공에 분명 한국 조선의 판도가 바뀌기 시작. 미국의 조선 건조 능력 부족은 한국 조선업에 새로운 기회가 되고 있음. 금번 HD현대중공업 - HD현대미포의 합병은 HD현대중공업은 방산 중심의 실적 성장의 기회로, HD한국조선해양에게는 (1) 중복 상장 할인 축소 (2) 해외 야드 법인 주체 (3) 통합 HD현대중공업의 실적 향유 기대감으로 작용할 것으로 전망함. 그 외, 미국 사업을 선제적으로 추진하는 한화오션과 새로이 MRO 시장에 진입하는 삼성중공업의 동향에도 지속 관심.

도표 1. 미국 조선업 관련 사업 추진 현황

조선사	미국 조선 사업 내용
HD 현대중공업	■ 서버리스캐피탈과 한미 조선 공동투자 프로그램 조성 MOU ■ 서울대와 미국 조선산업 인재 육성 추진 ■ 미 해군 MRO 수행 중(앨런 셰퍼드)
삼성중공업	■ 비거마린과 미 해군 지원함 MRO MOU ■ 미국 파트너 조선소 물색 후 공동 건조 추진
한화오션	■ 미국 필리조선소 50 억불 투자 발표 ■ 필리조선소 외 미국 추가 투자 가능성 ■ 미 해군 MRO 수행 중(3 번째 진행 중)

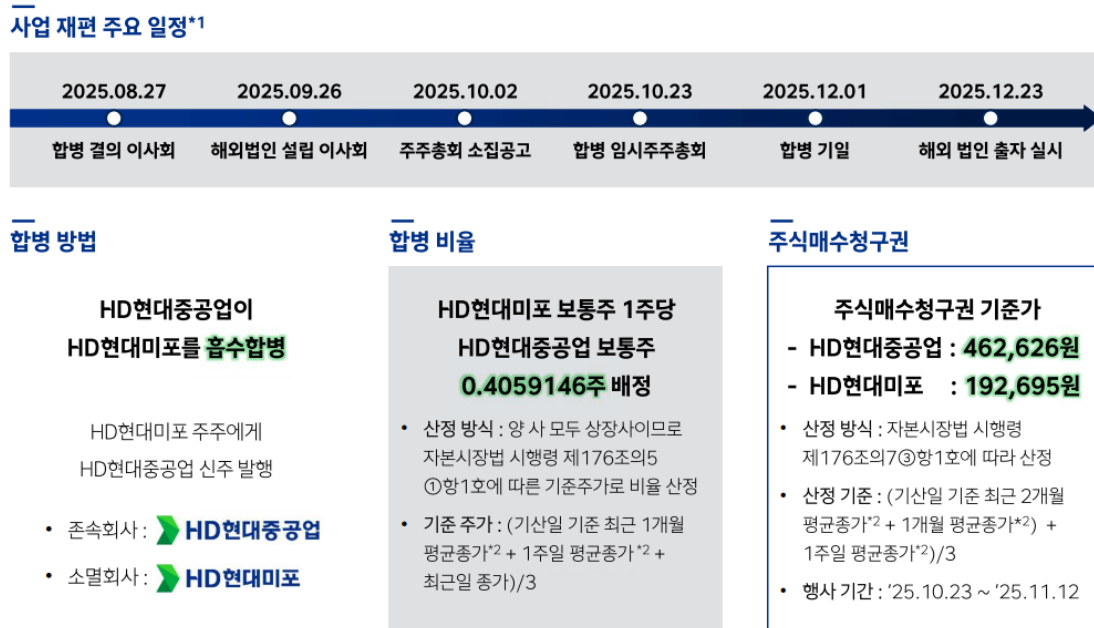
자료: 유진투자증권

도표 2. HD 현대중공업-HD 현대미포 사업 재편 개요



자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

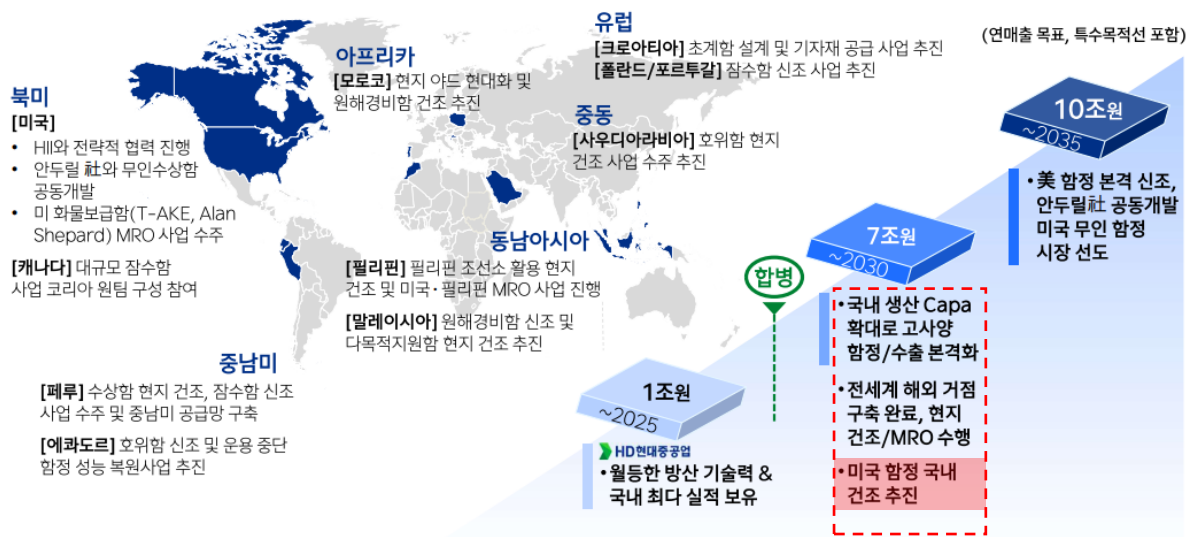
도표 3. HD 현대중공업-HD 현대미포 합병 일정 및 개요



자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

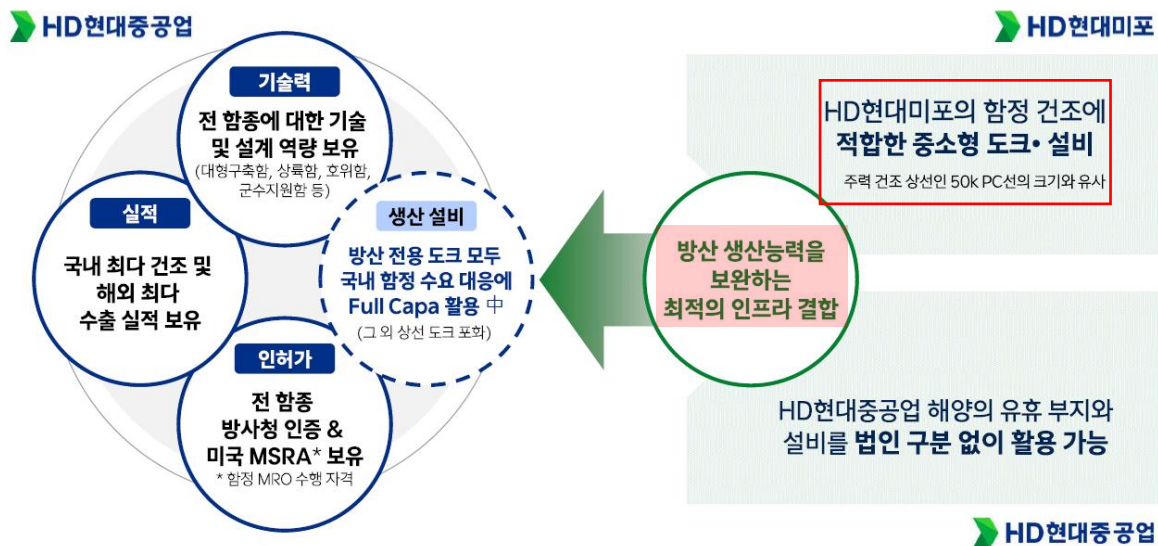
도표 4. HD 현대중공업 방산 사업 현황(해외)

방산 사업 해외 협력 현황 및 사업 확장 로드맵



자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표 5. HD 현대미포와 방산 CAPA 보완



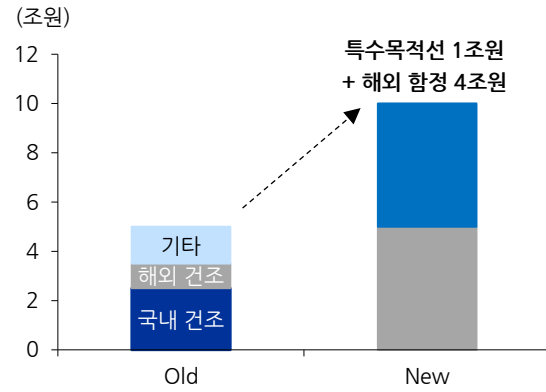
자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표 6. 한화오션과 HD 현대중공업의 CAPA

한화오션			HD 현대중공업		
선종	현재	미래	선종	현재	미래
수상함	2 척	3 척	수상함	3 척	*2030년 2조원 ↓ 5조원
잠수함	2 척	5 척	잠수함	0.5 척	*2035년 5조원 ↓ 10조원
창정비	1 척	2 척	창정비	1 척	

자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

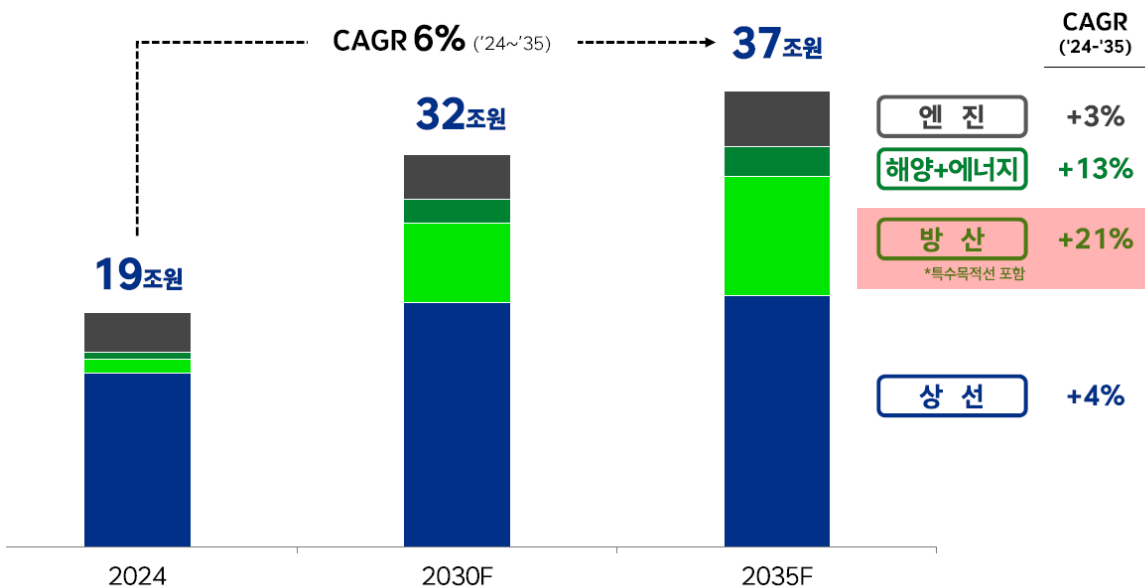
도표 7. HD 현대중공업 특수선 매출 전망('35년)



자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

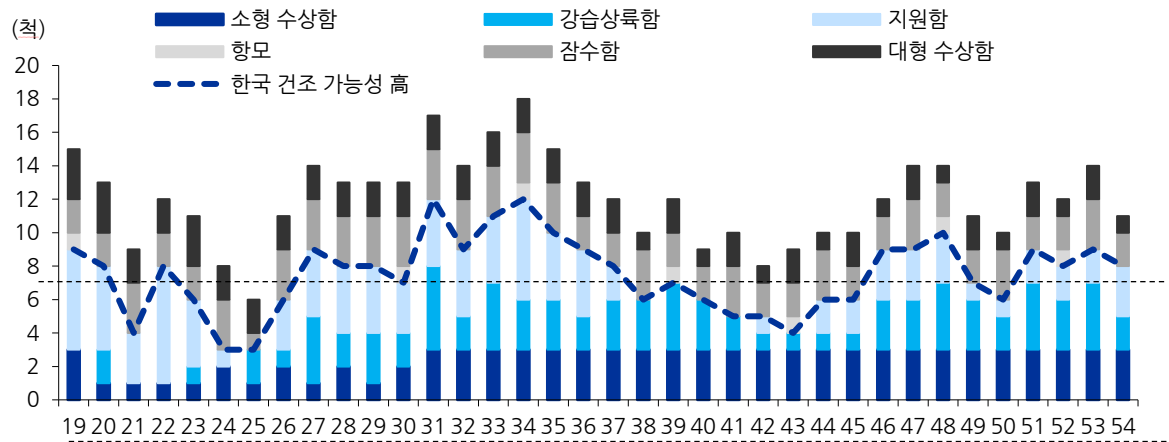
도표 8. 사업 재편 후 매출 전망: 방산으로 쏠리는 성장

“ 2035년 매출 37조원 이상 목표 ”



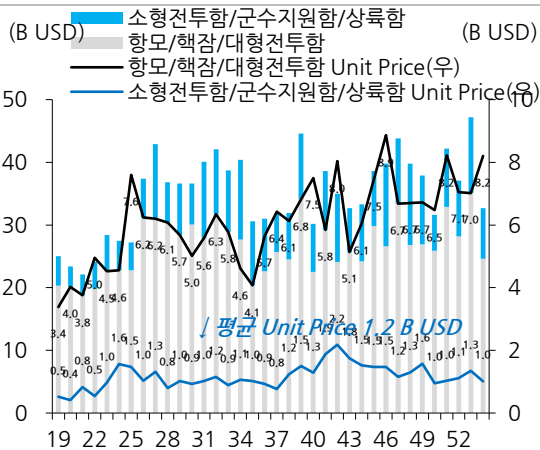
자료: HD 현대중공업, 유진투자증권

도표 9. 미국 군함 건조 계획



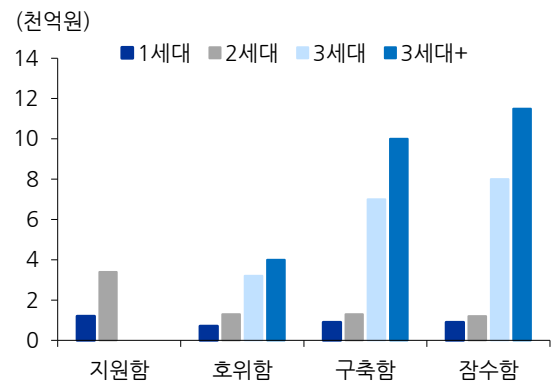
자료: CBO, 유진투자증권

도표 10. 미국 함정 가격



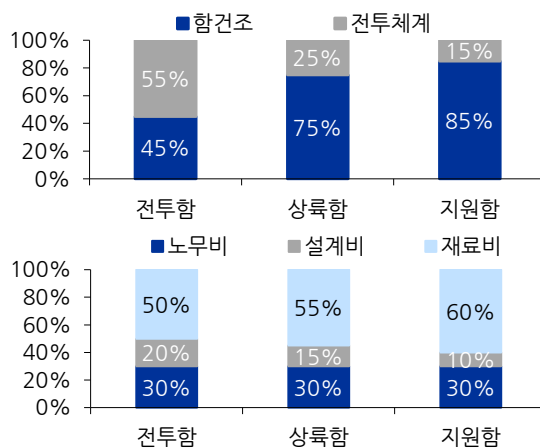
자료: CBO, 유진투자증권

도표 11. 국내 함종/배치별 가격 추이



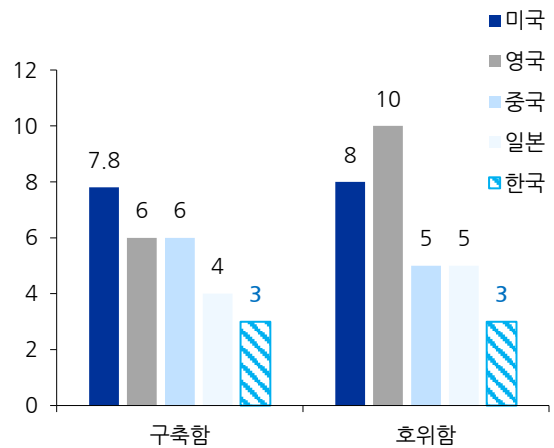
자료: CBO, 유진투자증권

도표 12. 미 함정 건조 비용 구성



자료: 한국국방연구원, 유진투자증권

도표 13. 주요국 함정 건조 소요기간 비교



자료: WSJ, 유진투자증권

도표 14. 미국 군함 건조시 이익 추정

참고 한국 합정 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/현화오션 수주액
KSS(만재배수량 3,600톤)	1,102 십억원	KSS-III Batch-II 3번함/현화오션 수주액
군수지원함(만재배수량 23,000톤)	460 십억원	AOE-II/현화오션 수주액
참고 미국 합정 가격		비고
FFG-62(만재배수량 7,500톤)	1,170 M USD	7번함
	1,697 십억원	
미국 합정을 한국이 만들었을때 한국 조선소 이익 추정		
FFG-62 전체	1,697 십억원	7번함 원화 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 합정 건조 비용 기반으로 재산을 한다면? 건조 비용은 4,500억원 레벨		
한국이 만들었을때 FFG-62 선체 가격	503 십억원	가격배수량 기반 재산출, 한국도 관급 비중 50% 가정
한국이 만들었을때 FFG-62 비용	453 십억원	이익률 10% 가정(현화오션 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)
미국 FFG-62 가격에서 할인 30%	594	141
미국 FFG-62 가격에서 할인 40%	509	56
		24%

자료: 한국국방연구원, 유진투자증권

도표 15. 반스 톨레프슨 법안 내용

7309. Construction of vessels in foreign shipyards: prohibition

(a) Prohibition.—Except as provided in subsection (b), no vessel to be constructed for any of the armed forces, and no major component of the hull or superstructure of any such vessel, may be constructed in a foreign shipyard.

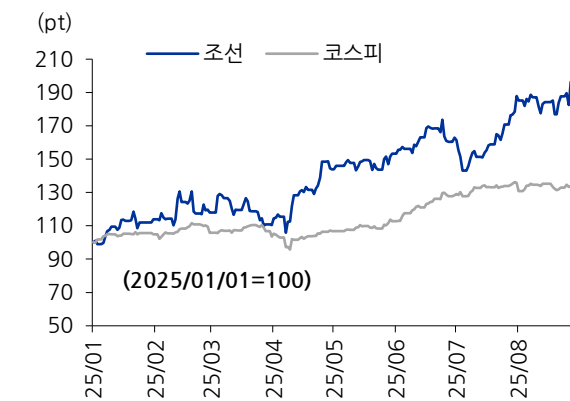
(b) Presidential Waiver for National Security Interest.—(1) The President may authorize exceptions to the prohibition in subsection (a) when the President determines that it is in the national security interest of the United States to do so.

(2) The President shall transmit notice to Congress of any such determination, and no contract may be made pursuant to the exception authorized until the end of the 30-day period beginning on the date on which the notice of the determination is received by Congress.

(c) Exception for Inflatable Boats.—An inflatable boat or a rigid inflatable boat, as defined by the Secretary of the Navy, is not a vessel for the

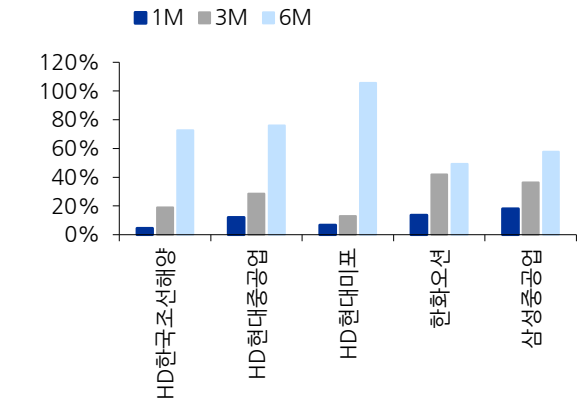
자료: 유진투자증권

도표 16. 조선 업종 주가 수익률



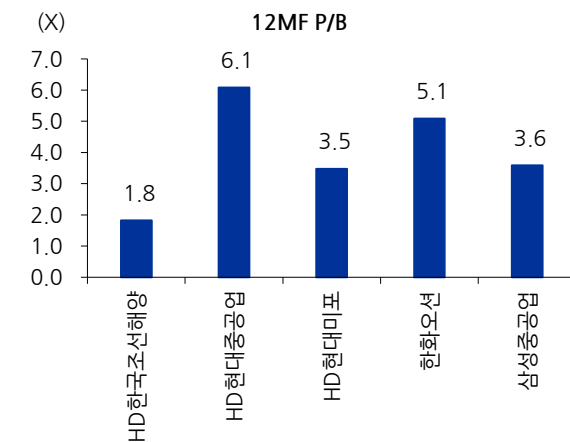
자료: 유진투자증권

도표 17. 주요 조선 5개사 주가 수익률



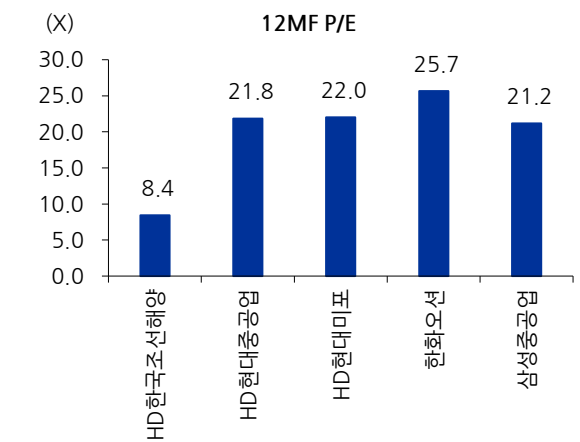
자료: 유진투자증권

도표 18. 조선 12MF P/B



자료: 유진투자증권

도표 19. 조선 12MF P/E



자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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: 12개월 (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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)