

항해는 이제 시작이다



2025.11.03

김대성 조선

02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

Con- tents



투자전략 및 Key chart	04
투자의견: 비중확대 / Top Pick: 삼성중공업 Key chart	
다시 시작될 LNG선 사이클	11
미국 LNG프로젝트 확대와 함께 호황기 진입 전망 LNG선 폐선량 확대에 따라 교체 발주도 가속화될 예정 EU의 러시아 천연가스 수입 금지 정책에 따른 수요 확대 본격적으로 개화하는 FLNG	
상선 선종별 수요 전망	25
컨테이너선: 부유한 선사들의 점유율 및 친환경선 확대는 지속될 것 탱커선: 환경은 만들어졌다	
과거와 달라진 정책 환경	34
미국의 대중국 제재 본격화 중국의 점유율 하락과 한국의 점유율 회복 IMO 규제 강화가 이끌 친환경선 사이클	
증익사이클은 이어질 전망	48
높은 수준의 실적 개선세는 지속될 것 리스크 및 비용 점검	
기업분석	57
✓삼성중공업(010140)_ LNG 시대의 최대 수혜자 한화오션(042660)_ MASGA 선봉 대장 HD현대중공업(329180)_ 올라운더 조선사로 도약 HD한국조선해양(009540)_ 잘 키운 자식 하나, 둘, 셋이나? HD현대미포(010620)_ LNG 벙커링선이 온다	58 66 73 78 83

[조선]

항해는 이제 시작이다

투자의견 비중확대, 최선호주 삼성중공업 제시

조선산업에 대해 업종 투자의견 비중확대로 커버리지를 개시한다. 과거 업종 평균 PBR이 두 배 가까이 상승했던 07년의 특징은 가파른 실적 개선세와 신규 수주 확대에 따른 향후 실적 기대감이다. 26년은 LNG선 호황 사이클 진입과 동시에 조선사들이 역대 최고 실적을 달성하며 07년과 같은 국면의 진입을 전망한다. 이와 함께 상선 기반의 업종 전반적인 밸류에이션 리레이팅이 본격화될 가능성이 높다는 판단이다. 최선호주로는 삼성중공업을 제시한다. 동사는 글로벌 2위 수준의 LNG선 건조 역량(연간 20척)과 글로벌 1위 수준의 FLNG 경쟁력(M/S 39%)을 바탕으로 다가올 LNG 호황 사이클의 최대 수혜자가 될 전망이다. 약점으로 평가되던 MASGA 대응력 또한 미국 조선사 협업을 진행 중으로 현 주가는 타 조선사 대비 저평가 구간으로 판단한다.

LNG선 수주 모멘텀 확대, 컨테이너선 수요도 충분

26년은 LNG선 100~110척의 신규 수주와 함께 다시 한번 호황 사이클에 진입할 전망이다. 최근 미국 LNG 프로젝트 FID(최종투자결정) 가속화에 따라 29년 126척, 30년 127척의 LNG선 수요가 예상된다. 그에 반해 현재 인도 예정 물량은 10척 미만에 그쳐 본격 발주는 26년부터 시작될 가능성이 높다. 여기에 노후 스팀터빈 LNG선의 폐선 가속화 따른 교체 수요와 유럽의 미국산 LNG 수요 확대가 맞물리며 LNG선 발주 모멘텀은 가속화될 전망이다. 한편 지난 3년간 높은 발주를 이어온 컨테이너선도 친환경선 교체 수요와 대형 선사의 풍부한 현금유보 기반으로 여전히 견조한 수주 흐름이 기대된다. 한국 주력 선종인 LNG선과 컨테이너선의 수요 확대가 26년 수주 실적을 견인할 전망이다.

미국의 중국 제재 본격화로 국내 선가 협상력도 강화될 전망

미국의 대중국 항만세 부과 제재로 한국 조선사의 공급자 우위가 구조적으로 유지될 전망이다. 최근 공격적인 CAPA 확장으로 24년 70.3%까지 치솟았던 중국의 수주 점유율은 25년 미국의 대중국 제재가 본격화되며 7년만에 58%까지 하락했다. 그와 동시에 한국의 점유율은 23%까지 상승했다. 항만세 익스포저가 가장 큰 선종은 컨테이너선으로 향후 파나마운하(아시아-미국 항로) 통과가 가능한 파나마스를 중심으로 한국의 수주 점유율 상승세가 이어질 전망이다. LNG선은 필요 수주의 약 70%가 미국 주체 프로젝트인 점과 한정된 생산 능력(조선4사 합산 70~80척)을 감안 시 국내 조선사의 공급자 우위는 높게 유지될 가능성이 높다. 결론적으로 26년부터 글로벌 발주 수요 확대에 따라 LNG선 및 컨테이너선의 국내 가격 협상력은 강화될 전망이다.

김대성 조선
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.11.03

비중확대 (신규)

Top Picks

삼성중공업 010140

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	39,000원
상승여력	32.0%

관심종목

한화오션 042660

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	160,000원
상승여력	16.8%

HD현대중공업 329180

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	700,000원
상승여력	16.7%

HD한국조선해양 009540

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	540,000원
상승여력	13.9%

HD현대미포 010620

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	290,000원
상승여력	20.1%

투자전략 및 Key chart

투자의견: 비중확대 / Top Pick: 삼성중공업

07년은 실적 개선과
수주 확대로 연초 대비
2배 이상의 리레이팅 기록

과거 조선업의 슈퍼사이클(02~08년) 중에서도 06~08년은 증익 사이클로 업종 전반의 실적과 밸류에이션이 동반 상승한 구간이다. 특히 07년은 조선사들의 실적이 가파르게 개선됨과 동시에 글로벌 선박 수주 확대와 선가 상승이 맞물리며 향후 실적 기대감이 확산된 시기였다. 이에 따라 업종 평균 PBR이 피크 기준 4.8배까지 상승하며 높은 수준의 리레이팅을 기록했다.

26년은 실적, 수주, 선가
모두 성장 전망

26년 국내 조선업은 07년과 유사한 국면에 진입할 전망이다. 25년부터 이어진 가파른 실적 개선을 바탕으로 2026년에도 고선가 수주 물량의 본격 인식이 진행되며 업종 전반의 이익 레벨이 한 단계 성장할 예정이다. 아울러 국내의 제한된 생산능력에 미국의 대중 제재 본격화가 겹치면서 국내 조선사의 공급자 우위와 가격 협상력은 지속 유지될 가능성이 높다.

LNG선 수주 호황
국면 진입 전망
컨테이너선 수요도 견조

신규 수주 모멘텀도 유효하다. 특히 LNG 수요의 호황 국면 진입에 따른 LNG선 발주 급증이 수주 확대의 트리거로 작용할 전망이다. 26년에는 29년 및 30년에 가동될 LNG프로젝트향으로 강한 수요가 예상된다. 이에 따라 100~110척의 LNG선 수주가 예상됨과 동시에 한정된 생산 능력으로 유의미한 선가 상승을 기대한다. 물론 친환경선 교체 수요도 여전히 견조하다. 그에 따라 컨테이너선 중심의 타 상선 수요 또한 충분할 전망이다. 따라서 26년에는 실적 개선세 지속 및 수주 확대와 함께 상선 기반의 업종 전반적인 밸류에이션 리레이팅이 본격화될 가능성이 높다는 판단이다. 이에 따라 조선산업에 대해 업종 투자의견 '비중확대'로 커버리지를 개시한다.

표1 국내 조선업 주요 지표 추이(과거 증익 사이클)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
선가(pt)	164	166	177	186	148	140
수주잔고(백만CGT)	34.7	40.2	53.5	69.3	61.0	51.1
신조계약(백만CGT)	12.7	22.3	32.1	18.2	4.4	12.6
영업이익률(%)	0.5	3.9	8.5	9.5	7.6	12.2

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 지표는 연간 평균 기준

표2 국내 조선업 주요 지표 추이 (현재 증익 사이클)

	2022	2023	2024	2025	2026F
선가(pt)	160.4	172.5	187.4	186.7	+
수주잔고(백만CGT)	34.2	38.7	38.7	35.7	+
신조계약(백만CGT)	16.6	9.9	10.9	7.3	+
영업이익률(%)	(7.9)	0.7	4.5	10.9	12.9

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 지표는 연간 평균 기준

최선후주: 삼성중공업 제시

삼성중공업은 FLNG 및 LNG 건조 역량 대비 저평가로 상승여력 충분

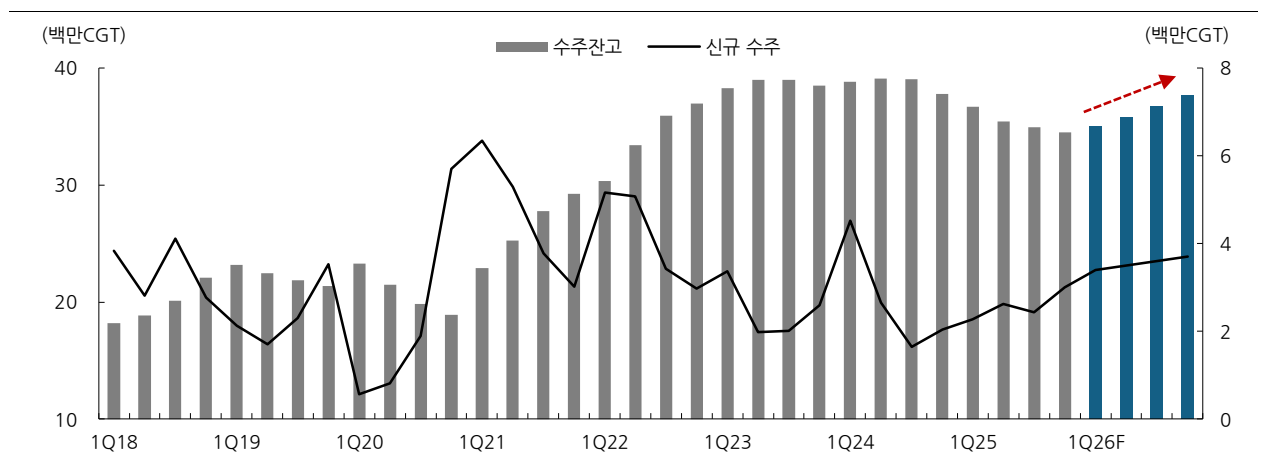
삼성중공업을 최선후주로 제시한다. 다가올 LNG 슈퍼사이클에서 가장 큰 수혜가 기대되며 LNG선 전용 도크를 기반으로 연간 20척(국내 2위)의 생산능력을 보유해 수요 확대 구간에서도 무리 없이 납기 대응이 가능하다. 또한 동사는 FLNG 분야에서 글로벌 1위 수준(M/S 38%)의 경쟁력을 확보하고 있다. 현재 2기 수주잔고에 더해 26년까지 4기를 추가해 총 6기까지 확대될 것으로 기대된다. 6기 수주 확보 시 계약 가격은 총 110억 달러 수준으로 고마진 플랜트 특성상 LNG선 44척 수주에 준하는 이익 레버리지 효과를 예상한다. 제안 단계의 글로벌 FLNG 프로젝트가 27건에 달해 중장기 파이프라인도 충분하다. 동사의 수혜 강도를 고려 시 군함 사업을 영위하지 않는 점을 감안해도 타 조선사 대비 저평가 돼 있다는 판단이다.

표3 조선업 커버리지 5개사 목표 주가 및 밸류에이션 테이블

		HD 현대중공업	한화오션	HD 한국조선해양	삼성중공업	HD 현대미포
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수
시가총액(조원)		53.3	42.2	33.5	26.0	9.6
목표주가(원)		700,000	160,000	540,000	39,000	290,000
현재주가(원)		600,000	137,600	474,000	29,550	241,500
상승여력(%)		16.7	16.3	13.9	32.0	20.1
P/E	42.0	50.3	17.4	65.9	48.4	40.3
	25.9	32.3	10.8	17.5	23.0	19.1
	22.7	26.2	9.5	13.2	17.0	13.9
P/B	7.8	7.8	3.0	6.2	4.4	3.6
	6.2	6.3	2.4	4.6	3.7	3.1
	4.9	5.1	1.9	3.4	3.1	2.5
ROE	20.3	16.4	17.2	9.9	9.3	9.3
	26.6	21.7	24.4	30.2	17.4	17.4
	24.1	21.5	22.6	29.5	19.7	20.0

자료: DS투자증권 리서치센터

그림1 한국 수주잔고 및 신규수주 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표4 국내 조선소 과거 및 현재 사이클 비교

구분	과거 사이클(02~08년)	현재사이클(22년~)
호황기 트리거	중국 WTO 가입에 따른 물동량 급성장 IMO의 유조선 단일선체 퇴출 규제	팬데믹 이후 글로벌 병목현상에 따른 소비재 수요 급증 환경규제 강화
조선소 수	40개(2008년 기준)	13개(2025년 기준)
선가	물동량 고성장에 따른 선박 수요 확대가 선가 주도	선박 수요 대비 한정된 공급이 선가 주도
주요 선종	전 선종 릴레이 수주 (유조선 → 컨테이너선 → LNG선 → 탱커 → 해양플랜트)	고부가가치(가스선 및 컨테이너선) 중심
야드 정책	과잉 증설	보수적 증설
수요 지속 요인	글로벌 물동량 증가에 따른 선종별 수요 일괄적 확대로 신규 운항 수요 확대	친환경선 및 노후 선박 교체 수요 LNG프로젝트 급증에 따른 LNG선 신규 수요
침체기 트리거	금융 위기 발발에 따른 해상 물동량 급락 및 선박 금융 축소 과도한 캐파 증설로 인한 손실 악화	-

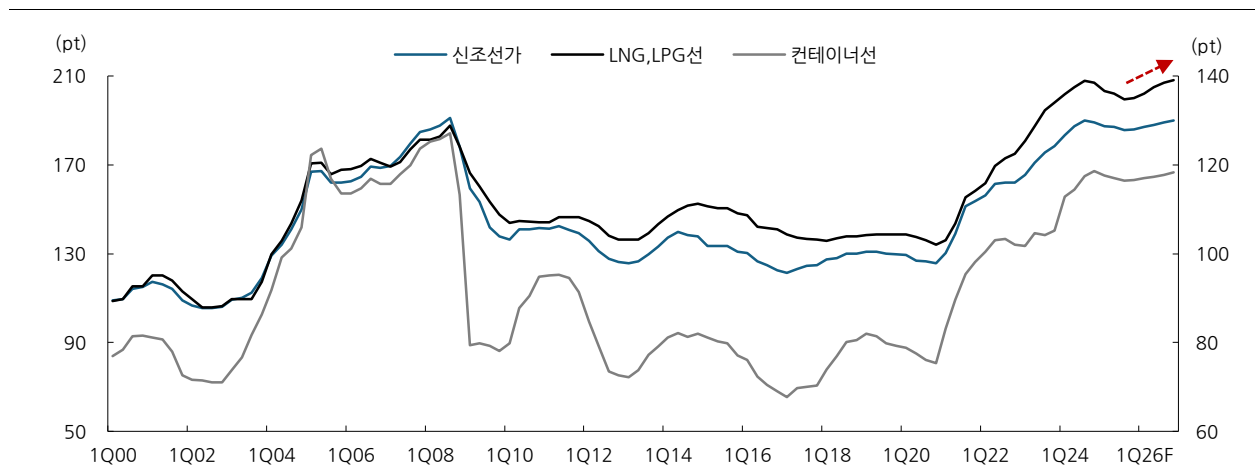
자료: DS투자증권 리서치센터 / 주1: 국내 조선소 기준

그림2 조선 5사 합산 PBR 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림3 신조선가 및 주요 선종 선가 지수 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

Key Chart

그림4 연간 글로벌 LNG선 발주량 추이 및 전망

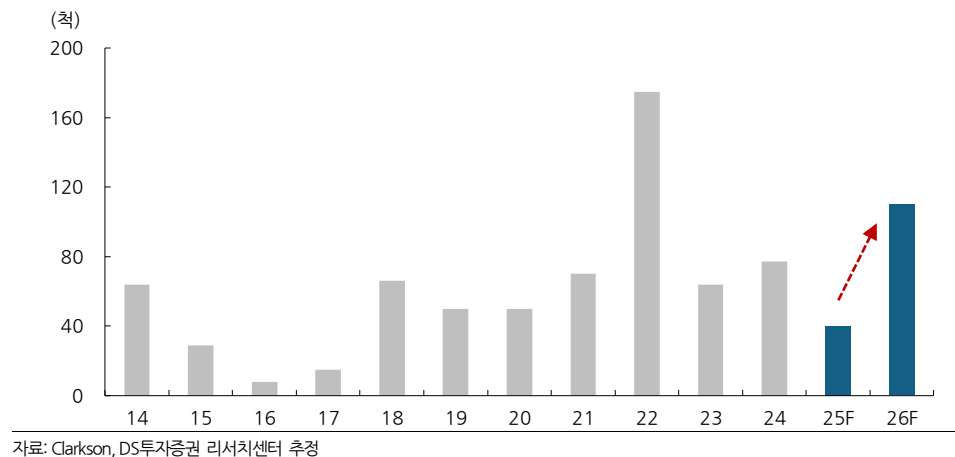


그림5 연간 글로벌 LNG프로젝트 현황 및 필요선박 수 추이

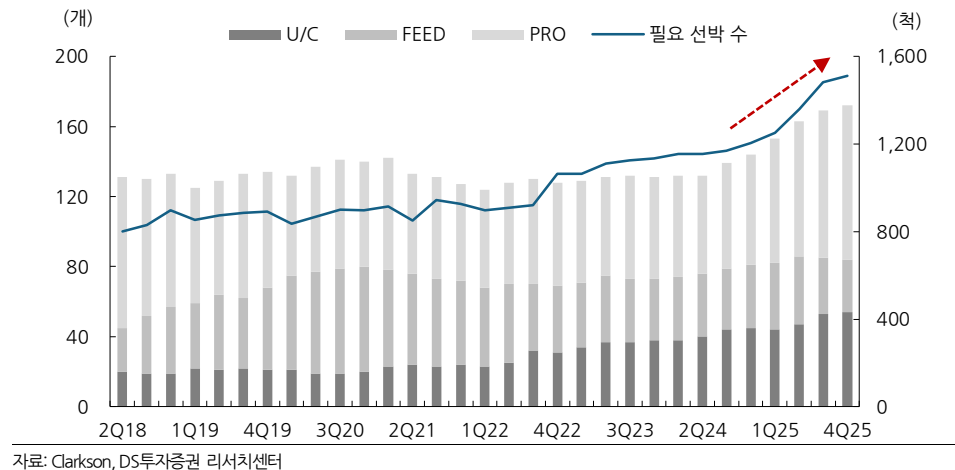


그림6 현재 건설 및 설계 진행 중인 프로젝트별 필요 선박 수 대비 수주잔고

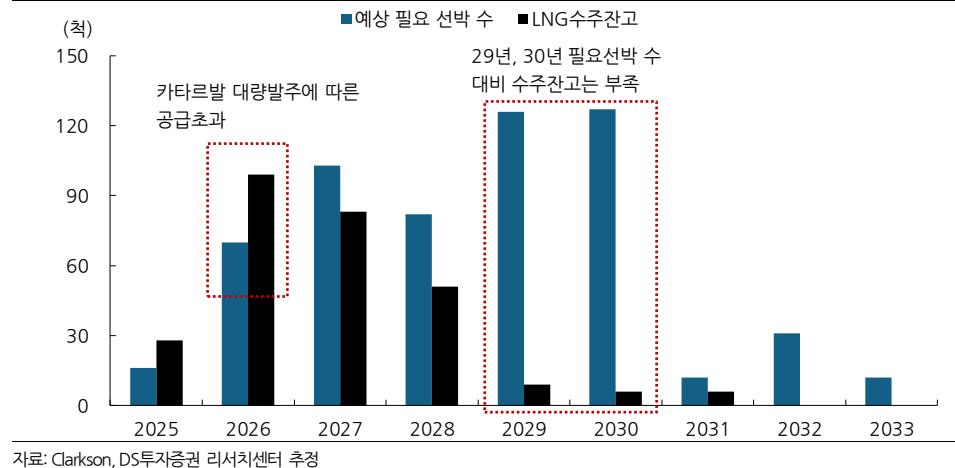
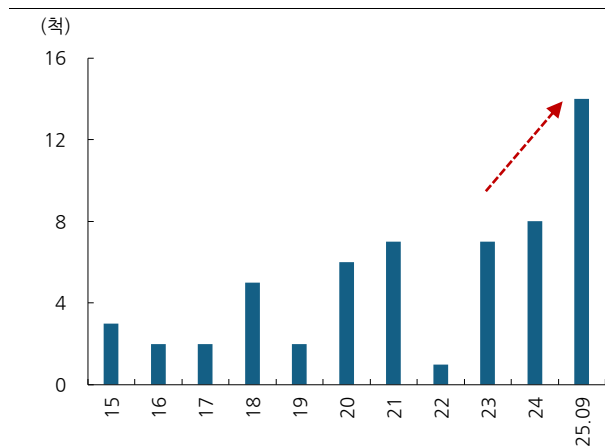


표5 FEED 프로젝트 중 1년내 FID 예상 프로젝트 목록

프로젝트	수출 용량 (mpta)	예상 가동 시점	필요 선박 수	오프테이크 여부	필수 규제현황
Port Arthur LNG Phase 2	13.5	2030	30	- JERA와 SPA(1.5mpta) - ConocoPhillips와 SPA(4mpta) - EQT와 SPA(2mpta) - Aramco와 HOA(5mpta)	FERC/DOE 완료
Texas LNG	4	2029	9	- EQT와 SPA(0.5mpta) - Gunvor와 HOA(2.5mpta) - 임의의 계약자와 HOA(0.5mpta)	FERC/DOE 완료
Papua LNG	5.6	2029	5	- TotalEnergies가 오프테이크 물량 상당수 확보 예정(JV내부 우선 형상 예정)	환경 인허가 완료 석유개발허가 진행 중
Port Delfin 1 (FLNG)	4.4	2029	9	- Vitol와 HOA(0.5mpta) - Centrica와 HOA(1.0mpta) - Hartree Partners와 HOA(0.6mpta) - Gunvor와 SPA(1.0mpta) - 이와 각국 트레이더들과 HOA(3~4mpta) - 위의 계약들은 phase 2까지 합산	FERC/DPE/ MARAD 완료
Lake Charles LNG Train 1	5.5	2030	12	- Chevron - SPA (3.0 MTPA, 20년) - Gunvor - SPA (2.0 MTPA, 20년) - Kyushu Electric - SPA (1.0 MTPA, 장기) - MidOcean Energy - HOA (~5.0 MTPA, 30% 지분/생산량) - 이외 과거 SPA물량 약 2.0 MTPA	FERC/DOE 모든 인허가 완료
Sabine Pass LNG Train 7	6.5	2030	12	- BSAF, ENN, Equinor, KOSPO, OMV, JERA와 SPA(4.825MPT)	FERC/DOE 진행 중
Cameron LNG Train 4	6.8	2030	15	- 파트너간 HOA(TotalEnergies는 Train 4 생산의 16.6% 오프테이크 권리)	FERC/DOE 완료
Ksi Lisims (FLNG 1)	6	2029	6	- TotalEnergies와 SPA(2MTPA)	수출 등 핵심 규제 완료 PRGT 허가 진행 중
Saguaro Energia LNG	15	2032	19	- ExxonMobil, Shell, ConocoPhillips 등과 SPA 체결(약 13MTPA)	FERC 핵심 규제 완료 멕시코 환경 인허가
Lake Charles LNG Train 2	5.5	2032	12	- Lake Charles LNG Train 1과 동일	FERC/DOE 대부분 규제 완료
Lake Charles LNG Train 3	5.5	2033	12	- Lake Charles LNG Train 1과 동일	FERC/DOE 대부분 규제 완료
Rio Grande LNG Train 5	6	2031	12	- Aramco, TotalEnergies, ADNOC와 SPA(Train4 / 4.6mpta) - JERA와 SPA(Train5 / 2.0 mpta) - EQT와 SPA(1.5mpta) - ConocoPhillips와 SPA체결(1.0mpta)	FERC/DOE 대부분 규제 완료

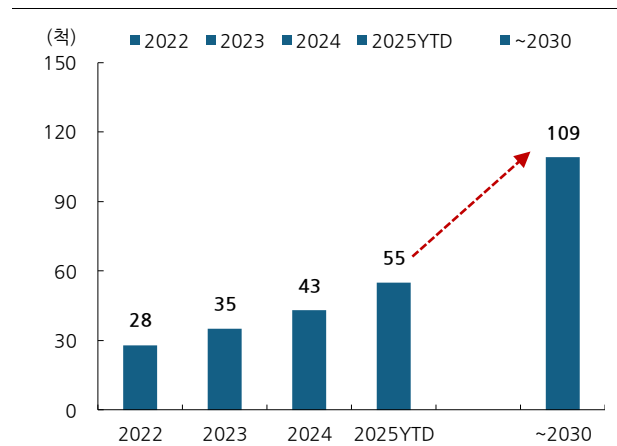
자료: DS투자증권 리서치센터 / 주1: 하늘색은 미국 프로젝트

그림7 LNG선 연도별 폐선량



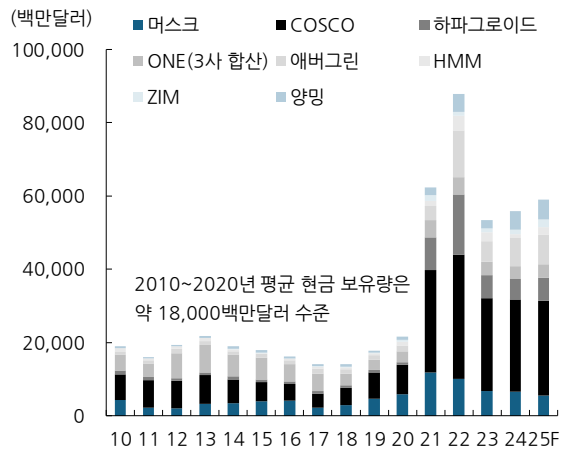
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림8 연도별 LNGC 누적 폐선량 및 예상 폐선량



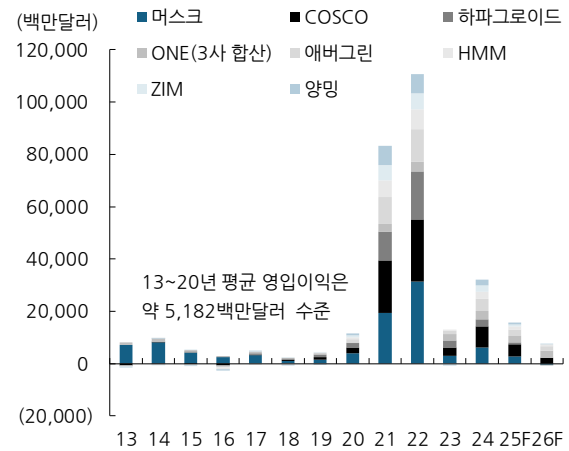
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림9 TOP10 컨테이너선사(상장사) 현금정자산 연도별 추이



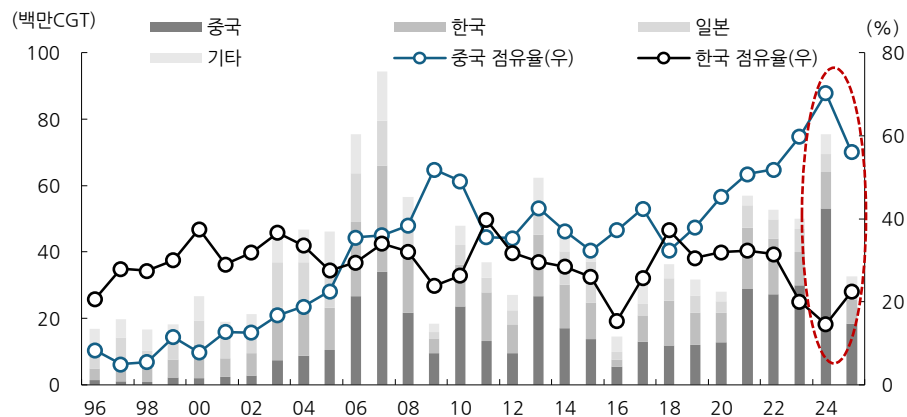
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림10 TOP10 컨테이너선사(상장사) 영업이익 연도별 추이



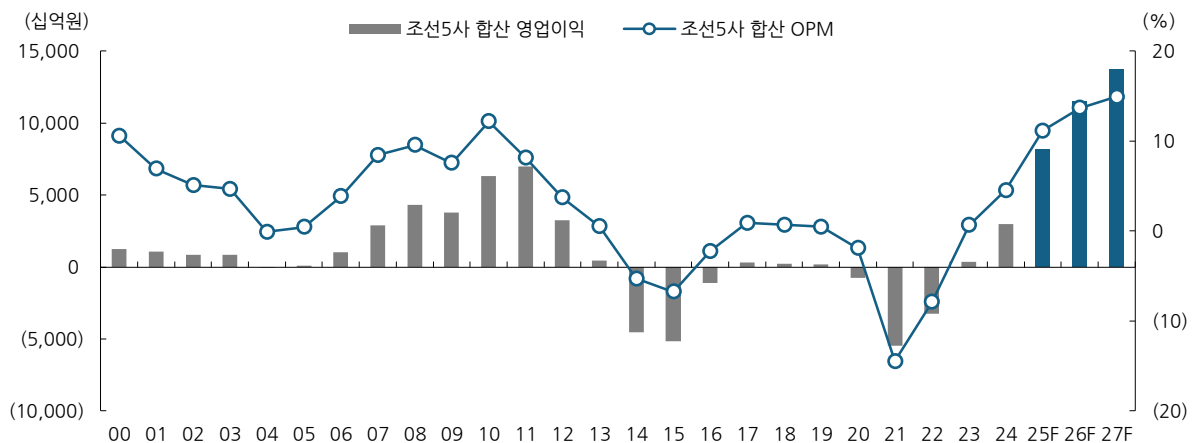
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림11 연간 글로벌 신규 수주량 및 주요 국가 점유율 추이



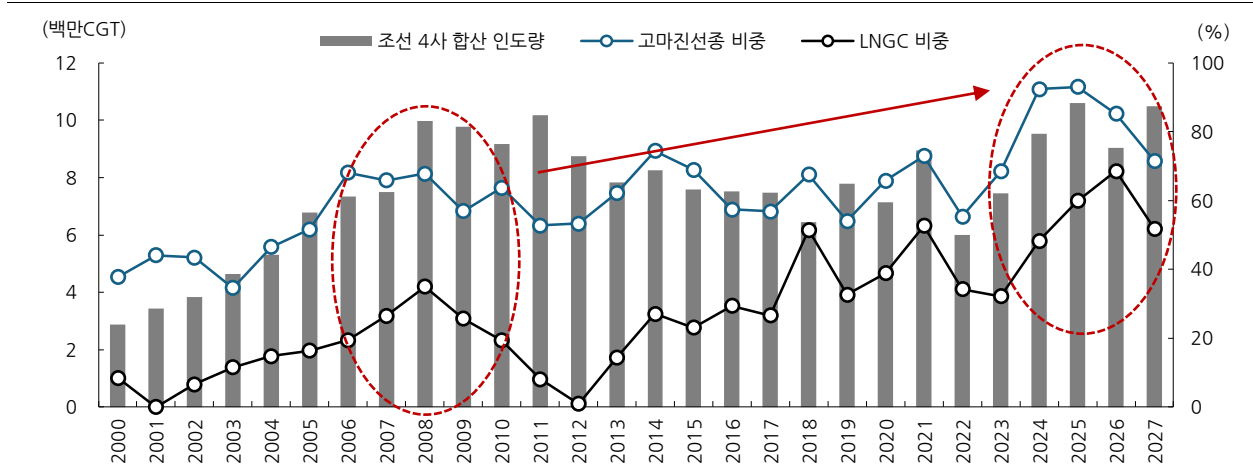
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림12 국내 조선 5사 합산 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



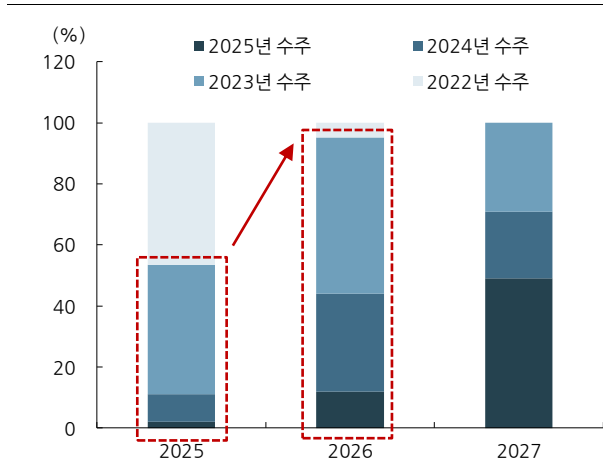
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림13 국내 조선 4사 합산 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



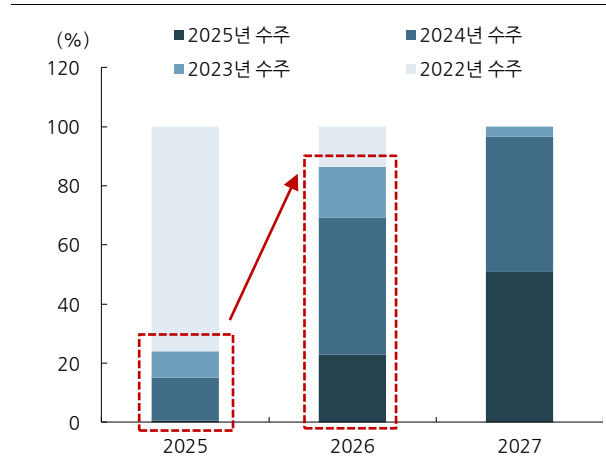
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 현대미포는 LNG선을 건조하지 않으므로 제외

그림14 현대중공업 연도별 인도 선박 비중



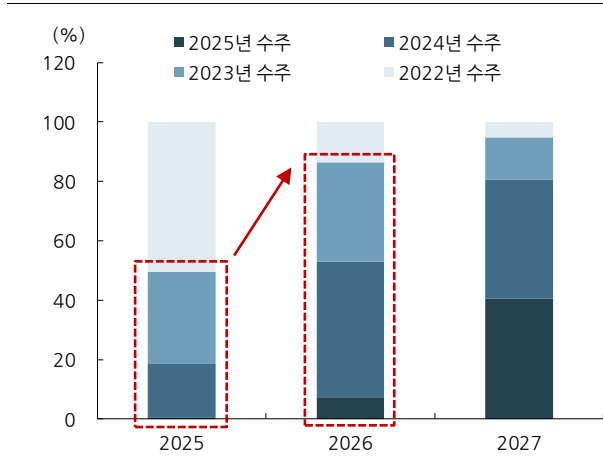
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림15 한화오션 연도별 인도 선박 비중



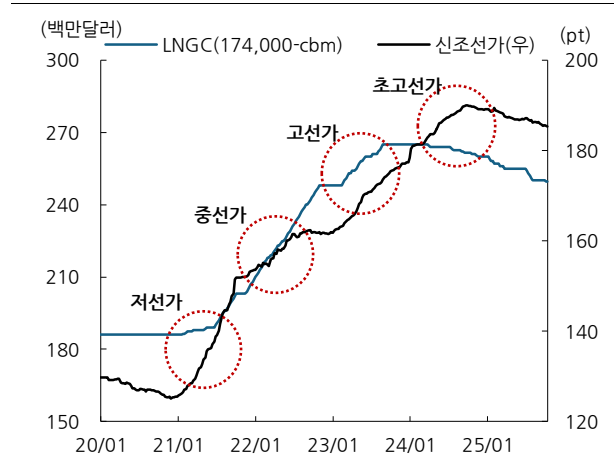
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림16 삼성중공업 연도별 인도 선박 비중



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림17 신조선가 및 LNG선 선가 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

다시 시작될 LNG선 사이클

미국 LNG 프로젝트 확대와 함께 호황기 진입 전망

26년 LNG선 신규 수주 100~110척 전망

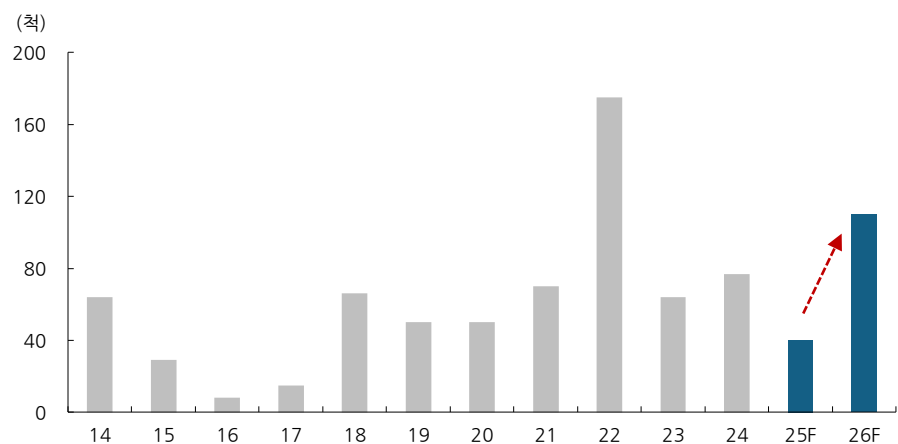
26년 100~110척의
LNG선 발주 전망

26년은 100~110척의 LNG선 신규 수주와 함께 다시 한번 LNG선 호황 사이클에 진입할 전망이다. 근거는 1) 29년 가동 예정인 프로젝트들의 본격적인 발주 개시, 2) 스팀터빈 LNG선 폐선량 급증에 따른 교체 발주, 3) 유럽의 러시아 천연가스 공급 중단에 따른 LNG선대 확대 기대감이다.

29년 가동 예정 프로젝트
기반으로 노후화 스팀터빈
폐선과 유럽의 발주 확대가
LNG선 수요 가속화

25년은 미국발 프로젝트의 FID 지연이 LNG선 발주 지연으로 연결되며 수주 실적이 부진했던 해다. 다만 이번 부진의 나비효과는 26~27년 발주를 전진시킬 요인으로 작용할 전망이다. 하반기 들어 지연됐던 FID가 마무리되고 있고 이에 따라 29, 30년 가동 예정 프로젝트에 필요한 선박 수요가 각각 약 110척에 달한다. 여기에 스팀터빈 LNG선의 폐선 급증, 유럽의 러시아산 가스 수입 중단 정책까지 겹치며 LNG선 발주에 힘을 실어 줄 전망이다. 결과적으로 100척은 보수적 추정이며 추가 업사이드 가능성도 유효하다. 선가 측면도 우호적이다. 25년 신규 수주가 급감했음에도 선가는 2.5억 달러 수준을 견조하게 유지하고 있다. 공급 측에서는 두터운 백로그와 제한된 건조 역량으로 공급자 우위가 지속되고 있고 대외 환경 또한 미국의 중국 제재가 본격화되며 국내 조선소에 유리한 상황(자세한 근거는 [과거와 달라진 정책 환경] 참조)이다. LNG선 호황기의 재개를 기대할 수 있는 구간이다.

그림18 연간 글로벌 LNG선 발주량 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

LNG 프로젝트는 미국 정권 교체와 함께 확대되는 중

25년 LNG선 발주는
바이든 정부의 LNG 수출
제한으로 저조

LNG선은 한정적인 수요처 특성상 스팟 계약보다는 기업간의 오프테이크 계약(프로젝트 물량 장기 계약)에 따른 프로젝트발 발주가 대부분이다. LNG프로젝트는 제안 → Pre-FEED → FEED → FID(최종투자결정) → 건설 → 가동의 단계를 거친다. 대부분의 선주들은 안정적으로 LNG를 공급하기 위해 FID 이후 생산 시점에 맞춰 LNG선 발주가 시작된다.

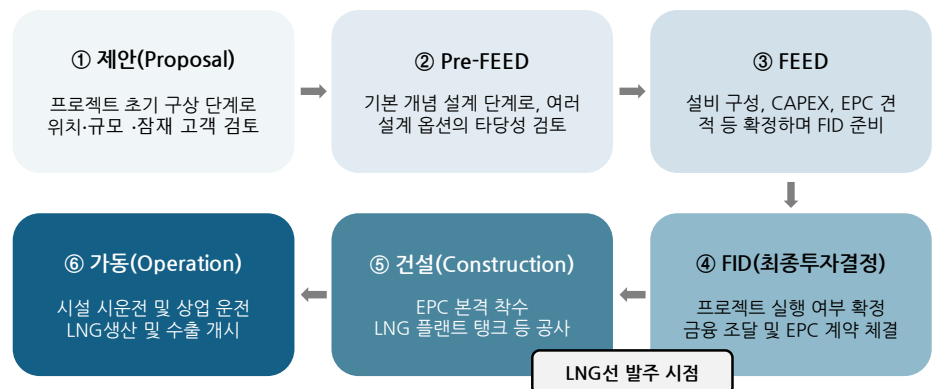
25년 10월 기준
신규 LNG선 수주는 17척

LNG선은 카타르 국가적 LNG프로젝트를 대비한 대규모 발주로 22~24년 도합 316대의 신조 계약을 체결하며 호황기를 누렸다. 하지만 24년 바이든 정부는 LNG 수출 제한 정책을 펼쳤고 이는 25년 상반기까지 FID 지연으로 이어졌다. 프로젝트의 투자 결정 지연은 그대로 LNG선 발주에도 영향을 미치며 25년 10월 기준 신규 LNG선 수주는 17척에 그치고 있다.

미국 정권 교체와 함께
프로젝트 FID 가속화되며
LNG선 수요 상승 전망

반면 트럼프 행정부의 정책 기조는 LNG 산업에 우호적이다. 트럼프 대통령은 재집권 이후 LNG 프로젝트의 FID를 위한 핵심 절차인 DOE(에너지부) 및 FERC(연방에너지규제위원회)의 승인 절차를 간소화했고 LNG를 외교 및 통상 협상의 전략적 카드로 활용하고 있다. 이러한 정책 변화는 LNG 프로젝트 수의 급증으로 이어지고 있다. 실제로 글로벌 LNG 프로젝트 수는 24년 4분기 144개(건설 중 45, FEED 36, 제안 63)에서 25년 3분기 169개(건설 중 53, FEED 32, 제안 84)로 확대되며 명확한 상승 추세를 보이고 있다. 관세 협상 또한 상반기 중 상당 부분 마무리되며 24년까지 저조했던 글로벌 FID 용량도 25년 10월 기준 약 80bcm/년까지 확대됐다. 이중 95% 이상(75.2bcm/년)이 미국 용량이다. 향후 LNG 프로젝트 규모가 확대됨에 따라 필요 LNG선 수요 또한 빠르게 증가할 전망이다.

그림19 LNG프로젝트 진행 과정 및 발주 타이밍



자료: DS투자증권 리서치센터

그림20 연간 글로벌 LNG프로젝트 현황 및 필요선박 수 추이

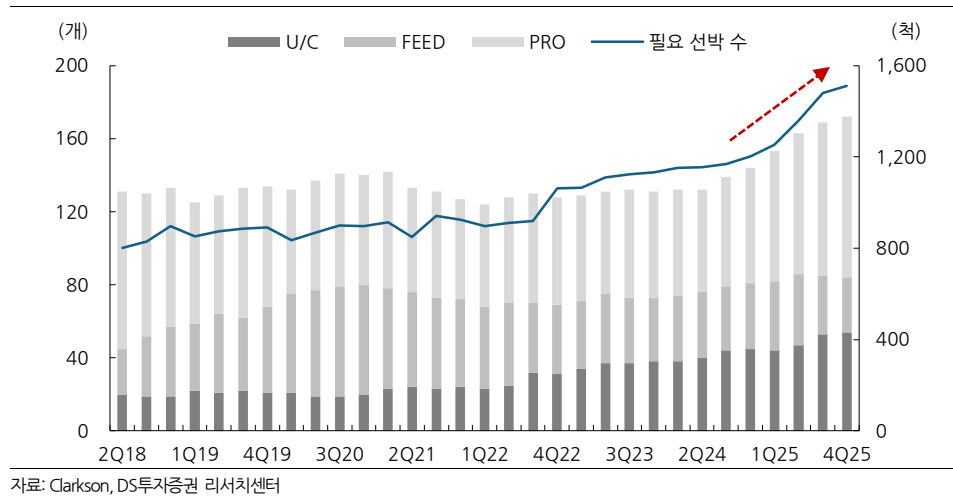


그림21 연도별 FID 추이

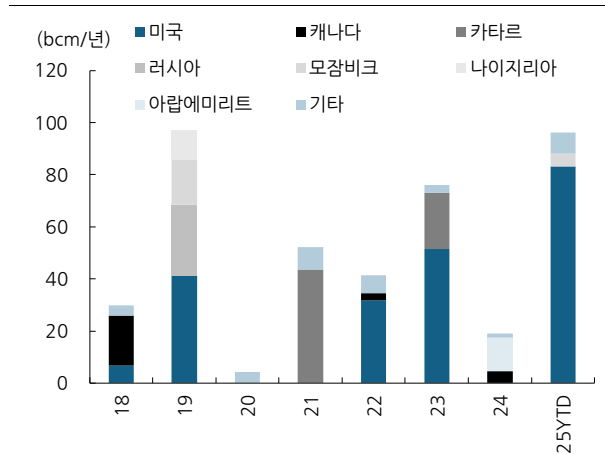
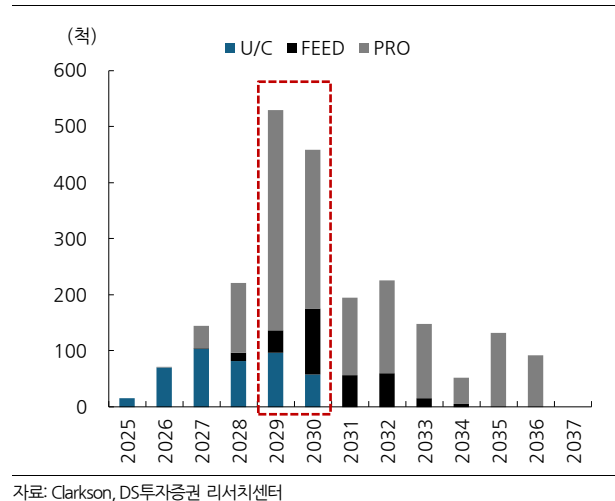


그림22 전체 프로젝트별 가동 예상 시점 대비 필요 선박 수



연료 추진선 및 전력 수요 확대에 따라 LNG 수요는 충분

LNG 수요 확대에 따라
물동량은 가파르게
성장할 전망

글로벌 LNG 물동량은 26년부터 가파르게 성장할 전망이다. 이는 LNG 수요 확대에 따라 장기 공급 계약이 증가하기 때문이다. LNG 수요의 확대 근거로는 1) 친환경 경선 전환 속도 확대 및 LNG 대체연료 채택률 확대 및 2) AI형 데이터센터 전력 수요 확대를 제시한다.

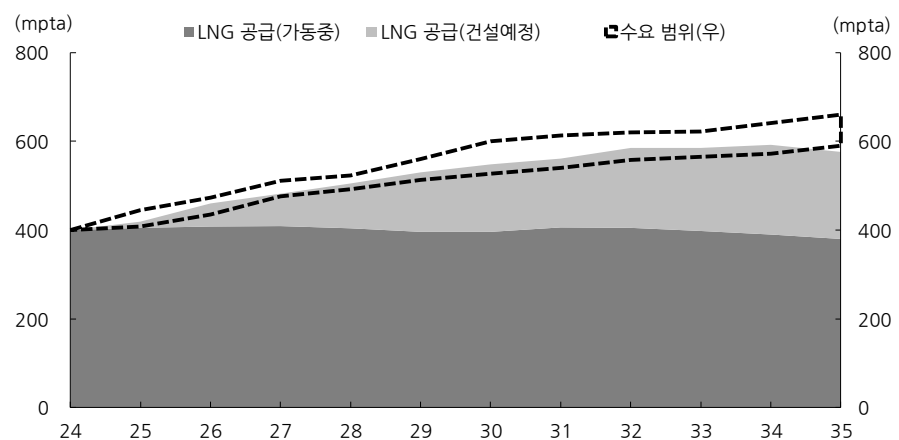
LNG 연료 수요는 점차
확대되는 중
(25년 친환경선 신규 수주
중 60%가 LNG 기반)

LNG는 이산화탄소 배출을 약 30~40% 줄일 수 있는 과도기적 에너지로 탄소중립(Net Zero)으로 가는 핵심 전환 연료로 자리 잡고 있다. 메탄올과 경쟁 구도를 보였던 LNG 이중연료선은 25년 현재 신조 계약의 약 60%를 차지하며 IMO 규제 강화와 함께 컨테이너선을 중심으로 발주가 빠르게 확대되고 있다. 반면 탱커·벌크선의 이중연료 적용률은 아직 10% 미만으로 향후 친환경선 교체 확대에 따라 LNG 수요는 더욱 가파르게 증가할 전망이다.

데이터센터 전력 수요 증가
에 따라 천연가스 수요도
확대될 전망

한편, AI 산업 성장으로 인한 데이터센터 전력 수요 증가도 LNG 수요를 견인할 요인이다. 미국·유럽·중국을 중심으로 데이터센터 전력 소비는 30년까지 두 배 이상 확대될 전망이며 현재 천연가스는 OECD 전력 생산의 약 30%를 차지하고 있어 전력 수요 증가는 곧 가스 수요 확대로 이어진다. 정치적 환경도 이를 뒷받침한다. 트럼프 행정부의 LNG 구매 확대 협상은 에너지 안보와 산업 수요를 동시에 고려한 조치로 이미 한국과 일본은 각각 3.3MTPA, 5.5MTPA 규모의 장기 계약을 체결했다. 유럽 역시 7,500억 달러 규모의 에너지 구매 협약을 맺으며 미국산 LNG 비중 확대를 예고했다. 비록 전량 이행은 어려울 수 있으나 데이터센터 중심의 전력 수요 증가로 인해 유럽의 LNG 수입 증가는 불가피할 것으로 판단한다.

그림23 글로벌 LNG 공급량 및 수요량 전망



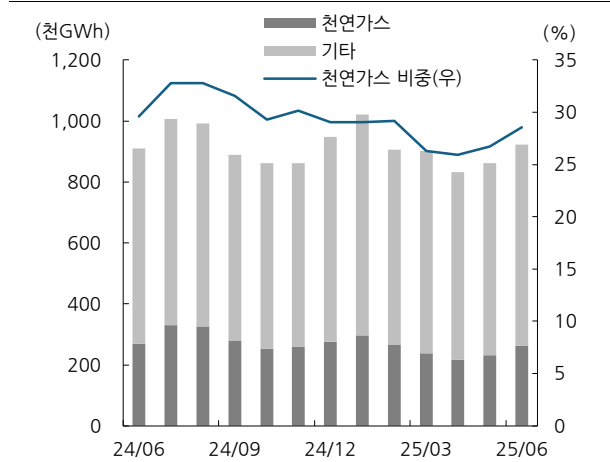
자료: Shell, DS투자증권 리서치센터

표6 트럼프의 에너지 구매 협약

국가	내용	기간	비고
EU	미국 에너지(석유-LNG 포함) 7,500억 달러 구매	3년 (2026-2028)	규모가 비현실적으로 크며, 실제 공급 여력에 대한 의문 있음
한국	US LNG 330만 톤/년 수입 약속	2028년부터	정확 계약 기간 미공개
일본 (JERA)	US LNG 550만 톤/년, 20년 계약	20년	비교적 구체적 수량과 기간
기타 아시아	장기 LNG 수입 확대 제안 중	미공개	구체 수치 발표 없음

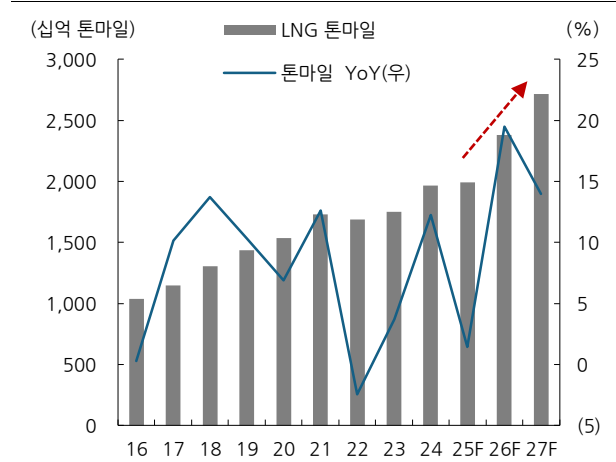
자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

그림24 OECD 기준 전력 생산량 및 천연가스 비중



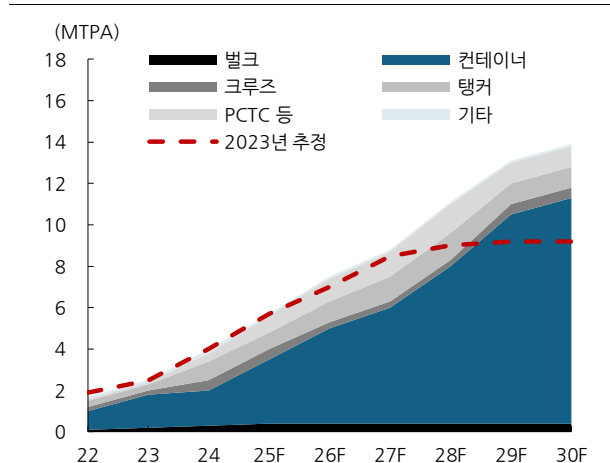
자료: IEA, DS투자증권 리서치센터

그림25 글로벌 LNG 물동량 연간 추이 및 전망



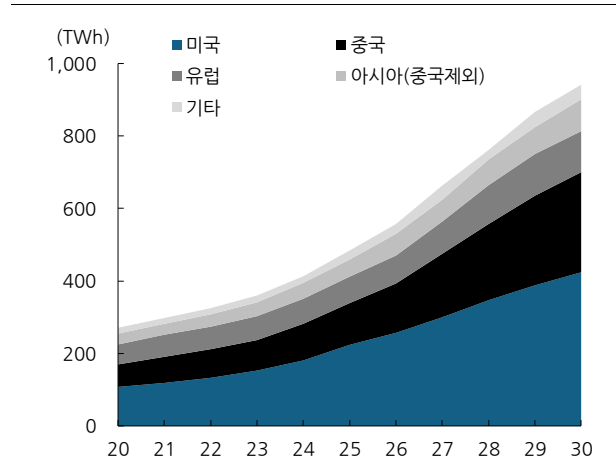
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림26 LNG 이중연료선 확대에 따른 LNG수요 확대 전망



자료: Shell, DS투자증권 리서치센터

그림27 데이터센터 전력 수요 확대



자료: IEA, DS투자증권 리서치센터

29년 126척, 30년 127척의 LNG선 필요

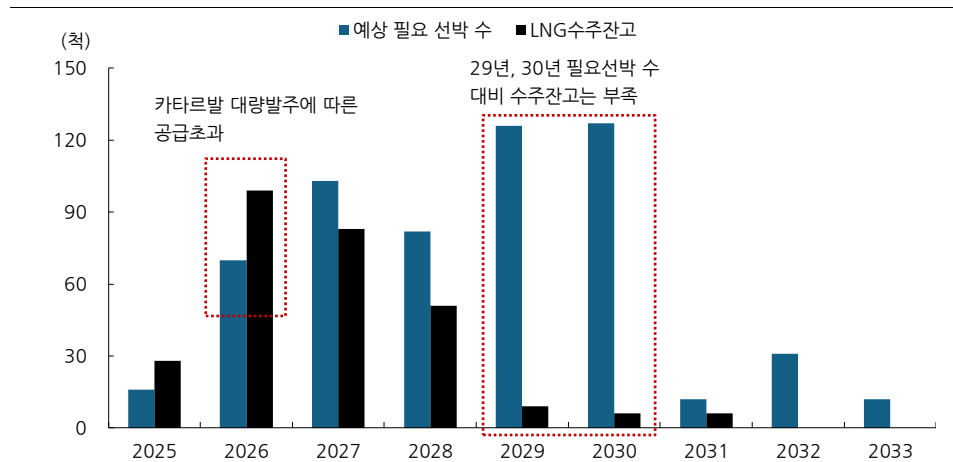
FID에 있어 가장 중요한 조건은 장기계약 달성 여부와 승인 절차 충족

최종투자결정(FID)에 있어 가장 중요한 두 가지 조건은 국가별 각 기관의 승인 절차 충족과 LNG 수출 용량의 장기계약 달성여부다. 예를 들어 미국의 육상 LNG 프로젝트는 상업 가동 전 반드시 FERC로부터 건설 및 운영 승인을 받아야 하며 동시에 DOE의 LNG 수출 허가를 획득해야 한다. 이 두 기관의 승인은 통상 6~12개월 이상 소요되는 복잡한 절차로 프로젝트의 타임라인을 좌우한다. 또한 대규모의 자금이 투자되는 만큼 전체 수출 용량의 장기 계약(10~20년)이 60~80%만큼 달성돼 있어야 최종투자가 결정된다. 즉, 이 두 조건을 만족하면 1년내 FID 가능성이 매우 높다고 해석할 수 있다. 이를 통해 29~30년 가동 예정인 프로젝트의 수출 용량을 추정하면 26년 및 27년의 LNG선 예상 수요를 추정 가능하다. LNG선의 건조기간은 평균 28개월이기 때문이다.

29년, 30년 LNG선 필요척수는 126척, 127척 선박 발주는 26년부터 본격적으로 시작될 것

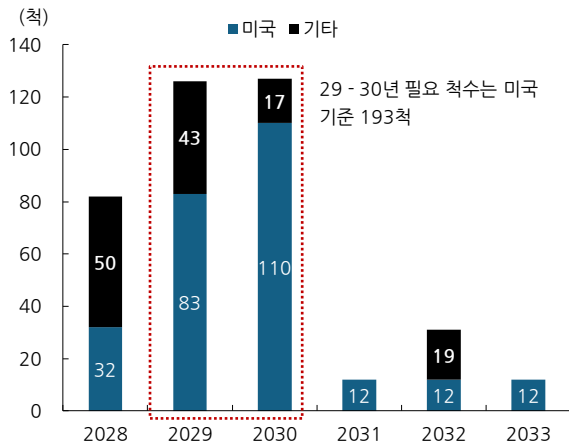
25년 10월 기준 Feed 단계에서 두 가지 조건을 충족해 1년내로 FID가 예상되는 프로젝트의 수는 총 12개다(하단 표 참조). 현재 건설중인 프로젝트에 FID가 기대되는 프로젝트들을 포함할 시 29년과 30년 각각 126척과 127척의 LNG선이 필요할 전망이다. 28년까지의 필요 선박 수는 22~23년 사이에 선발주돼 26년에 인도될 카타르 물량을 감안하면 대부분 채워졌다고 볼 수 있다. 하지만 29년 인도물량의 경우 아직 선박 발주가 본격적으로 진행되지 않아 필요 선박 수가 대부분 채워지지 않은 상황이다. 국내 조선사가 28년 인도 선박 계약을 진행 중인 점을 감안 시 26년 1분기부터 본격적으로 29년 인도 선박 발주가 시작될 전망이다.

그림28 현재 건설 및 설계 진행 중인 프로젝트발 필요 선박 수 대비 수주잔고



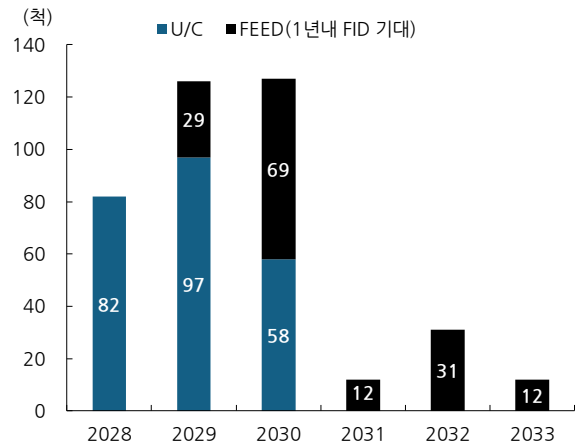
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림29 LNG 프로젝트 주체 국가별 필요 척수



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림30 프로젝트 단계별 LNG선 발주 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표7 FEED 프로젝트 중 1년내 FID 예상 프로젝트 목록

프로젝트	수출 용량 (mtpa)	예상 가동 시점	필요 선박 수	오프테이크 여부	필수 규제현황
Port Arthur LNG Phase 2	13.5	2030	30	- JERA와 SPA(1.5mtpa) - ConocoPhillips와 SPA(4mtpa) - EQT와 SPA(2mtpa) - Aramco와 HOA(5mtpa)	FERC/DOE 완료
Texas LNG	4	2029	9	- EQT와 SPA(0.5mtpa) - Gunvor와 HOA(2.5mtpa) - 임의의 계약자와 HOA(0.5mtpa)	FERC/DOE 완료
Papua LNG	5.6	2029	5	- TotalEnergies가 오프테이크 물량 상당수 확보 예정(JV내부 우선 형상 예정)	환경 인허가 완료 석유개발허가 진행 중
Port Delfin 1 (FLNG)	4.4	2029	9	- Vitol와 HOA(0.5mtpa) - Centrica와 HOA(1.0mtpa) - Hartree Partners와 HOA(0.6mtpa) - Gunvor와 SPA(1.0mtpa) - 이와 각국 트레이더들과 HOA(3~4mtpa) - 위의 계약들은 phase 2까지 합산	FERC/DPE/ MARAD 완료
Lake Charles LNG Train 1	5.5	2030	12	- Chevron - SPA (3.0 MTPA, 20년) - Gunvor - SPA (2.0 MTPA, 20년) - Kyushu Electric - SPA (1.0 MTPA, 장기) - MidOcean Energy - HOA (~5.0 MTPA, 30% 지분/생산량) - 이외 과거 SPA물량 약 2.0 MPTA	FERC/DOE 모든 인허가 완료
Sabine Pass LNG Train 7	6.5	2030	12	- BSAF, ENN, Equinor, KOSPO, OMV, JERA와 SPA(4.825MPT)	FERC/DOE 진행 중
Cameron LNG Train 4	6.8	2030	15	- 파트너간 HOA(TotalEnergies는 Train 4 생산의 16.6% 오프테이크 권리)	FERC/DOE 완료
Ksi Lisims (FLNG 1)	6	2029	6	- Total Energies와 SPA(2MTPA)	수출 등 핵심 규제 완료 PRGT 허가 진행 중
Saguaro Energia LNG	15	2032	19	- ExxonMobil, Shell, ConocoPhillips 등과 SPA 체결(약 13MTPA)	FERC 핵심 규제 완료 멕시코 환경 인허가
Lake Charles LNG Train 2	5.5	2032	12	- Lake Charles LNG Train 1과 동일	FERC/DOE 대부분 규제 완료
Lake Charles LNG Train 3	5.5	2033	12	- Lake Charles LNG Train 1과 동일	FERC/DOE 대부분 규제 완료
Rio Grande LNG Train 5	6	2031	12	- Aramco, TotalEnergies, ADNOC와 SPA(Train4 / 4.6mtpa) - JERA와 SPA(Train5 / 2.0 mtpa) - EQT와 SPA(1.5mtpa) - ConocoPhillips와 SPA체결(1.0mtpa)	FERC/DOE 대부분 규제 완료

자료: DS투자증권 리서치센터 / 주1: 하늘색은 미국 프로젝트

표8 현재 건설중인 프로젝트 목록

국가	프로젝트명	수출 용량(mpta)	상태	예상 가동 시점	필요 선박 수
Congo	Marine XII Phase 2 (FLNG)	2.4	U/C	2025	3
Denmark	Nordliq BioLNG	0	U/C	2025	1
United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 3	1.4	U/C	2025	3
United States	Golden Pass LNG Train 1	6	U/C	2025	9
Australia	Pluto LNG Train 2	8	U/C	2026	4
Gabon	Cap Lopez (FLNG)	0.7	U/C	2026	1
Iran	Asaluyeh LNG	1.5	U/C	2026	2
Iran	Kish Mini LNG Plant	0	U/C	2026	1
Iran	Iran LNG	10.8	U/C	2026	14
Mexico	Energia Costa Azul LNG	3.3	U/C	2026	4
Nigeria	Nigeria LNG Train 7	4.2	U/C	2026	6
Qatar	North Field LNG Expansion Train 1	7.8	U/C	2026	9
Qatar	North Field LNG Expansion Train 2	7.8	U/C	2026	8
United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 4	1.4	U/C	2026	3
United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 5	1.4	U/C	2026	3
United States	Golden Pass LNG Train 2	6	U/C	2026	9
United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 6	1.4	U/C	2026	3
United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 7	1.4	U/C	2026	3
Argentina	Argentina LNG Phase 1 FLNG 1	2.5	U/C	2027	5
Canada	Woodfibre LNG	2.1	U/C	2027	2
Indonesia	Teluk Bintuni (FLNG)	1.2	U/C	2027	1
Malaysia	PFLNG Tiga (FLNG)	2.5	U/C	2027	3
Mexico	Altamira Onshore - Fast LNG 2	1.4	U/C	2027	1
Qatar	North Field LNG Expansion Train 3	7.8	U/C	2027	9
Qatar	North Field LNG Expansion Train 4	7.8	U/C	2027	8
Qatar	North Field LNG Expansion Train 5	7.8	U/C	2027	9
United States	Golden Pass LNG Train 3	6	U/C	2027	8
United States	Port Arthur LNG Train 1	6.5	U/C	2027	15
United States	CP2 LNG Phase 1	14.4	U/C	2027	30
United States	Rio Grande LNG Train 1	6	U/C	2027	12
United States	Rio Grande LNG Train 2	6	U/C	2028	12
Argentina	Argentina LNG Phase 1 FLNG 2	3.5	U/C	2028	7
Canada	Cedar (FLNG)	3.3	U/C	2028	4
Canada	Tilbury Phase 1b LNG Expansion	0.7	U/C	2028	1
Mexico	Amigo FLNG 1	2.1	U/C	2028	3
Mexico	Amigo FLNG 2	2.1	U/C	2028	3
Oman	Marsa LNG	1	U/C	2028	1
Qatar	North Field LNG Expansion Train 6	7.8	U/C	2028	8
Russia	Arctic LNG 2 Train 3	6.6	U/C	2028	9
Russia	Baltic LNG	13	U/C	2028	14
United States	Port Arthur LNG Train 2	6.5	U/C	2028	14
United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 8	1.4	U/C	2028	3
United States	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 9	1.4	U/C	2028	3
United States	Commonwealth LNG	9.5	U/C	2029	20
United States	Rio Grande LNG Train 3	6	U/C	2029	12
Qatar	North Field LNG Expansion Train 7	8	U/C	2029	11
Qatar	North Field LNG Expansion Train 8	8	U/C	2029	11
U.A.E.	Al Ruwais LNG	9.6	U/C	2029	10
United States	Woodside Louisiana LNG 1	5.5	U/C	2029	11
United States	Woodside Louisiana LNG 2	5.5	U/C	2029	11
United States	Woodside Louisiana LNG 3	5.5	U/C	2029	11
United States	Port Arthur LNG Phase 2	13.5	U/C	2030	29
United States	Rio Grande LNG Train 4	6	U/C	2030	12
Mozambique	Mozambique LNG	12.8	U/C	2030	17

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

LNG선 폐선량 확대에 따라 교체 발주도 가속화될 예정

LNG선 연간 폐선량은 25년 10월 기준 14척으로 역대 최대 규모

29년, 30년 LNG선
필요척수는 126척, 127척
선박 발주는 26년부터
본격적으로 시작될 것

25년 들어 LNG선 폐선 흐름이 뚜렷하게 강화되고 있다. 10월 기준 누적 폐선 척수는 14척으로 이미 역대 최고 수준을 기록했으며 연말까지는 이보다 더 늘어날 가능성이 높다. 가장 큰 요인은 4월 MEPC83 이후 도입된 탄소배출 금전 제재 조치다. 해당 조치로 인해 CO₂ 배출량이 높은 구형 스팀터빈 엔진 탑재 LNG선의 경제성이 급격히 악화되며 폐선 압박이 가중되고 있다. 실제로 12척 중 9척이 MEPC83 개최 이후 폐선됐다.

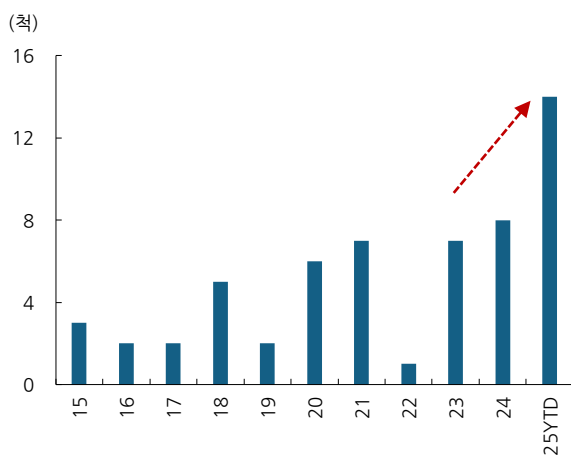
스팀터빈은 낮은 열효율과
높은 CO₂배출량으로
도태되는 중

스팀터빈의 경우 BOG(자연 기화되는 LNG)를 연료로 사용하는 방식으로 낮은 열효율과 높은 CO₂ 배출량이 단점인 엔진이다. 그에 따라 친환경 규제 대응을 위해 타엔진 대비 속도를 가파르게 낮추고 있지만 이제는 한계에 다다랐다. 최근 발주되는 LNG선은 연비와 CII 대응이 유리하고 비용 측면에서도 합리적인 2행정 저압 엔진이 80% 이상을 차지하고 있다.

경제적인 측면에서도
유지보다 폐선이 이득

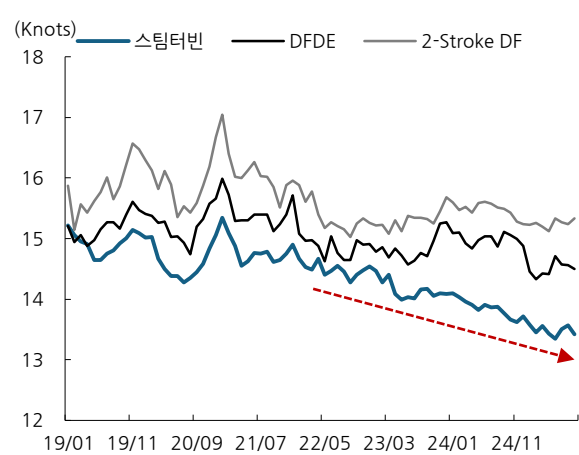
경제성 측면에서도 구형 스팀터빈 선박은 경쟁력을 잃고 있다. 스팟 운임이 2024년 11월 이후 6,000달러 수준에 머물러 장기 용선 계약이 종료된 선박들은 사실상 이익을 내기 어려운 상황이다. 여기에 이중연료 엔진 교체 비용이 3,000~6,000만 달러에 달하는 점을 고려하면 노후 LNG선을 유지하기보다는 폐선 후 신규 발주로 전환하는 것이 훨씬 경제적이다. 이런 상황들을 종합할 시 선주들은 장기 용선이 끝난 스팀터빈 LNG선을 폐선하지 않을 이유가 없다.

그림31 LNG선 연도별 폐선량



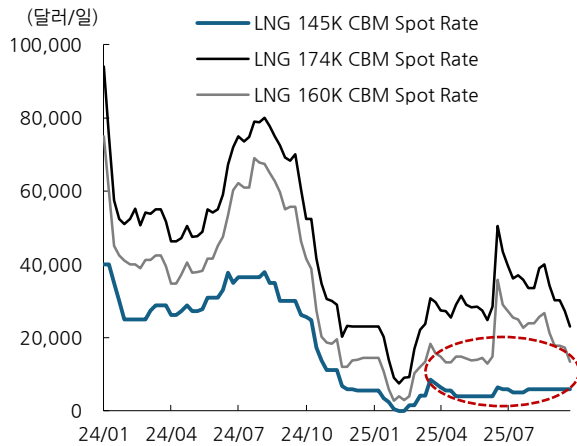
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림32 LNG선 엔진 타입별 속도 추이



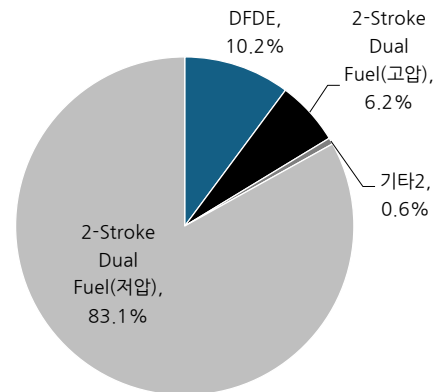
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림33 LNG선 스팟 운임



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림34 LNG선 수주잔고 엔진 종류별 비중



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표9 LNG선 폐선 정보

선박명	사이즈	빌더	폐선 날짜	엔진 타입	선령
Trader II	138,208	Samsung HI	2025-08-01	Steam Turbine	23
Khaza	135,496	Mitsui SB (Chiba)	2025-07-31	Steam Turbine	31
Shaan	137,514	Mitsui SB (Chiba)	2025-07-31	Steam Turbine	30
Hyundai Cosmopia	135,000	Hyundai HI (Ulsan)	2025-07-18	Steam Turbine	25
Techno	135,000	Hyundai HI (Ulsan)	2025-05-23	Steam Turbine	26
Apia	135,000	Hyundai HI (Ulsan)	2025-05-23	Steam Turbine	25
Rasi	138,214	HHIC (Yeongdo)	2025-05-23	Steam Turbine	25
Sur	138,333	HHIC (Yeongdo)	2025-05-23	Steam Turbine	25
Ukhan	137,457	Mitsui SB (Chiba)	2025-03-27	Steam Turbine	21
Trader III	137,489	MHI Nagasaki	2025-03-12	Steam Turbine	23
Pia	125,000	Hyundai HI (Ulsan)	2025-01-23	Steam Turbine	29
Yeong	130,600	HHIC (Yeongdo)	2024-12-22	Steam Turbine	30
MIT	138,000	Daewoo (DSME)	2024-11-22	Steam Turbine	26
Rem	138,200	Samsung HI	2024-11-22	Steam Turbine	25
Lean	138,375	Samsung HI	2024-11-22	Steam Turbine	25
Lar	138,375	Samsung HI	2024-11-22	Steam Turbine	25
Coral Energy	126,400	Gen. Dynamics Quincy	2024-09-13	Steam Turbine	46
Surya Aki	19,474	Kawasaki HI Sakaide	2024-05-21	Steam Turbine	29
YK Sovereign	127,125	Hyundai HI (Ulsan)	2024-05-13	Steam Turbine	31
Golar Spirit	129,000	Keppel Shipyard	2023-07-17	Steam Turbine	44
Kayoh Maru	1,517	Imamura Zosen.	2023-07-01	4-Stroke Single Fuel	37
Lara	89,880	I.H.I. Chita	2023-06-24	Steam Turbine	32
Ria	125,000	Keppel Shipyard	2023-05-16	Steam Turbine	48
Grace Energy	127,427	MHI Nagasaki	2023-03-17	Steam Turbine	36
Adriatic Energy	126,911	MHI Nagasaki	2023-03-03	Steam Turbine	42
Seapeak Arctic	89,880	I.H.I. Chita	2023-02-20	Steam Turbine	32
Dahlia	126,540	Newport News SB	2022-05-27	Steam Turbine	46

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

스팀터빈 LNG선 59척의 폐선에 따른 교체 발주 47척 전망

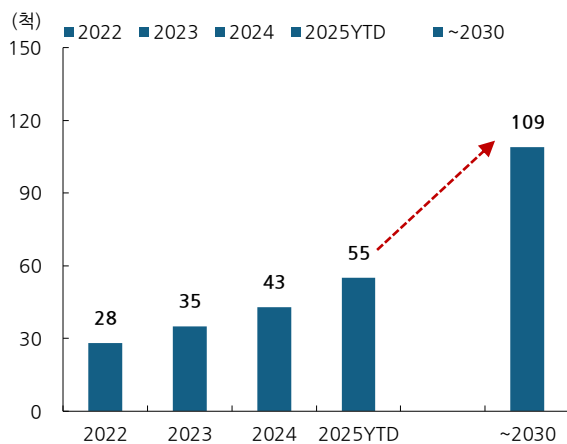
스팀터빈 노후선박은 59척
으로 점차 폐선될 전망

현재 전체 LNG선 750여 척 중 스팀터빈 추진선은 211척으로 전체의 약 28%를 차지하고 있다. 이 중 선령 15년 이상 노후선은 91척이며 그 중에서도 대체연료 적용(또는 Ready) 설계가 불가능한 선박은 59척에 달한다. 해당 선박들은 30년 이전 본격적인 교체 압박에 직면할 것으로 예상되며 장기 용선 계약이 만료되는 시점부터 순차적인 폐선 및 신조 발주 전환이 이뤄질 전망이다.

173kcum으로 환산 시
47척의 교체 발주 기대

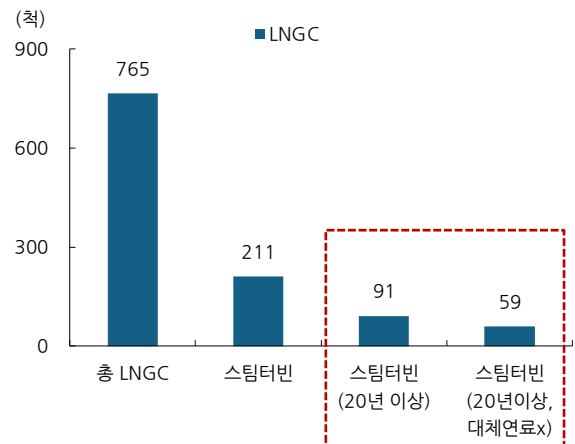
스팀터빈 LNG선의 평균 선박 크기는 약 145,000m³ 수준으로, 최근 신조 LNG선의 평균 규모인 173,000m³로 환산할 경우 약 47척의 교체 발주 잠재 수요가 존재한다. 이는 단순 노후 교체를 넘어 LNG 프로젝트의 장기 운송 계약에 필요한 신규 선박 확보 수요를 촉진하는 요인으로 작용할 전망이다. 결국 스팀터빈 선박의 구조적 교체 사이클 진입은 26년 이후 LNG선 신조 발주 모멘텀을 지지하는 중기 수요 축으로 자리 잡을 것으로 판단한다.

그림35 연도별 LNGC 누적 폐선량 및 예상 폐선량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림36 현재 LNGC 중 스팀터빈 수



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

EU의 러시아 천연가스 금지 정책에 따른 수요 확대

EU의 러시아 수입 물량은 대부분 미국으로 전환될 전망

EU의 러시아 수입
천연가스 물량은 미국산
LNG로 대체될 것

EU의 러시아산 LNG수입 전면 금지 추진 계획은 LNG선 수요 기대감을 더욱 부각시키고 있다. EU는 최근 27년 1월까지 러시아산 천연가스 수입을 전면으로 금지하겠다는 내용을 발표했다. EU는 PNG와 LNG 두 가지 방법으로 러시아로부터 가스를 수입한다. 25년 상반기 천연가스 수입량은 PNG 9.9bcm, LNG 11.0bcm이다. EU는 미국과 3년간 7,500억 달러 에너지 구입 협약을 맺은 만큼 기존 러시아산 물량은 대부분 미국산 LNG로 대체될 가능성이 매우 높다.

유럽의 LNG선 중고 선박
발주에 따라 LNG프로젝트
선박은 신규 수주 전망

먼저 PNG를 미국 LNG 수입으로 대체할 경우 연간 15척의 LNG선이 필요할 전망이다(자세한 계산은 아래 표 참조). 여기에 기존 러시아-유럽 구간을 운항하던 단거리 LNG선들이 미국-유럽 장거리 노선으로 전환될 경우 약 5척 가량의 추가 수주 여력이 생길 수 있다. 즉, 러시아산 수입 금지 조치가 시행될 경우 총 약 20척 수준의 LNG선 수요 증가 효과가 기대된다. 다만 금지 시행 시점이 27년으로 예정되어 이 수요는 대부분 중고선으로 초기 대응될 가능성이 높다. 하지만 이에 따라 이후 LNG프로젝트 가동에 따른 선박 수요는 중고 선박이 아닌 신규 수주로 이루어질 가능성이 높아질 전망이다.

표10 러시아 천연가스 수입량 미국 대체 시 LNG선 필요 척수 계산

주요 가정		
174k cum LNG선 1항차당 수입량(bcm)	0.104	A
평균 항차 수(미국 - EU 항복 28일 수준 가정)	13	B
평균 항차 수(러시아 - EU 항복 18일 수준 가정)	20	C
PNG 대체 시 필요 선박 계산		
PNG 연간 수입량(bcm)	19.9	D
필요 항차(D/A)	190	E
연간 필요 선박 수(E/B)	15	
LNG 대체 시 필요 선박 계산		
LNG 연간 수입량(bcm)	22	F
필요 항차(F/A)	211	G
미국 수입 시 연간 필요 선박 수(G/B)	16	H
러시아 수입 시 연간 필요 선박 수(G/C)	11	I
연간 필요 추가 선박 수(H-I)	5	

자료: IEEFA, DS투자증권 리서치센터

주1: PNG, LNG 모두 상반기 수입량을 기준으로 연간으로 환산 후 계산

본격적으로 개화하는 FLNG

FLNG 기반 LNG 프로젝트는 총 27개로 역대 최대 규모

FLNG는 육상플랜트 대비
소규모 용량 효율성이 좋아
수요가 늘어나는 중

FLNG(Floating LNG)는 해상에서 천연가스를 액화·저장·선적까지 수행하는 부유식 액화 설비로 육상 터미널 대비 인허가부지 제약이 낮고 모듈화로 비용 절감이 가능하다는 장점이 있다. 또한 기존 육상플랜트에선 높은 비용 대비 낮은 효율로 시추하지 않았던 소규모 해상가스전에 대한 개발도 가능해 최근 그 수요는 늘어나고 있는 추세다. 현재 상업 운영 중인 FLNG는 8기에 불과하지만 수주잔고를 포함하면 가동 예정 물량은 13기까지 늘어날 전망이다.

현재 LNG프로젝트 기준
27개 FLNG 기반으로
역대 최대 규모

더 주목할 점은 파이프라인이다. 제안 및 FEED 단계만 합쳐도 27개(제안 23, FEED 4)로 역대 최대 규모를 형성하고 있다. 즉 일부가 FID에 도달하지 못하더라도 기존 대비 최소 2배 이상의 FLNG가 시장에 추가될 가능성이 높다. FLNG 한 기당 가격은 대략 15억~25억 달러 수준으로 이익률 또한 높기 때문에 1기 수주 시 LNG운반선 6~10척을 수주하는 것과 비슷한 임팩트를 낼 수 있다. 따라서 FLNG 수주 확대는 파이프라인과 수익성을 동시에 끌어올리는 핵심 요소가 될 수 있다.

표11 제안/Feed 단계 FLNG 기반 LNG프로젝트 현황

국가	프로젝트명	수출용량(mpta)	단계	예상 가동 시점
Nigeria	Niger Delta (FLNG)	1.0	PRO	2028
Papua N. Guinea	Kumul (FLNG)	1.5	PRO	2028
Senegal	Tortue West Ahmeyim 3 (FLNG)	2.0	PRO	2028
United States	AGP USA (FLNG)	7.2	PRO	2028
Nigeria	Yoho (FLNG)	2.1	PRO	2029
Senegal	Tortue West Ahmeyim 4 (FLNG)	2.0	PRO	2029
Argentina	Argentina LNG Phase 3 (FLNG 1)	6.0	PRO	2031
Argentina	Argentina LNG Phase 3 (FLNG 2)	6.0	PRO	2031
Mozambique	Coral North (FLNG)	3.4	PRO	2031
Nigeria	Nigeria Transoceanic (FLNG)	3.0	PRO	2032
United States	Port Delfin 2 (FLNG)	4.4	PRO	2032
Australia	Equus (FLNG)	2.0	PRO	2033
Canada	Placentia Bay (FLNG)	3.5	PRO	2033
Nigeria	Yoho 2 (FLNG)	2.5	PRO	2033
United States	Avocet 2 (FLNG)	4.0	PRO	2033
United States	Port Delfin 3 (FLNG)	4.4	PRO	2033
Canada	Grassy Point (FLNG)	2.5	PRO	2034
Indonesia	Madura FLNG	3.5	PRO	2034
Namibia	Venus (FLNG)	3.5	PRO	2035
Nigeria	Niger Delta FLNG 2	1.0	PRO	2035
Suriname	Suriname Block 52 (FLNG)	3.5	PRO	2035
Canada	Ksi Lisims (FLNG 2)	6.0	PRO	2036
United States	Avocet 1 (FLNG)	4.0	PRO	2036
Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.0	FEED	2029
United States	Port Delfin 1 (FLNG)	4.4	FEED	2029
Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.0	FEED	2034
Israel	Leviathan (FLNG)	4.5	FEED	2033

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

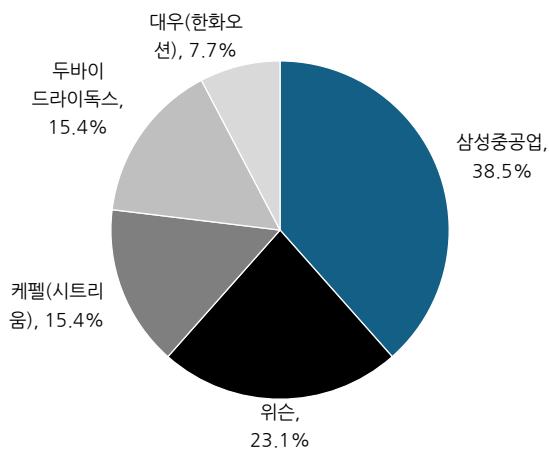
국내 점유율은 약 46%로 더 확대될 예정

국내 점유율은 46%

삼성중공업 점유율은 39%

현재 기준 국내 점유율은 약 46%(삼성중공업 5기, 한화오션 1기)다. FLNG는 LNG 기술 바탕의 해양플랜트인 만큼 멤브레인 탱크, BOG 처리 등에서 높은 기술력과 신뢰가 요구된다. 이에 따라 독보적인 LNG선 건조 기술을 보유한 한국이 강점을 보여왔고 특히 삼성중공업이 압도적인 레퍼런스를 보유하고 있다. 25년에 들어서며 글로벌 FLNG 수주 점유율 2위인 위스조선소가 러시아 Arctic LNG-2 관련 EPC 참여로 미국 제재를 받아 수주 입찰에서 우위를 확보하기 어려운 국면이다. 경쟁 구도가 재편되는 사이에 국내 업체로 수요가 더 쏠릴 여지는 충분하다.

그림37 FLNG 글로벌 점유율 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림38 FLNG 및 육상 플랜트 비교

	육상 플랜트	FLNG
건설	현지 제작 및 설치	조선소 건조 후 이동
파이프라인	필요	불필요
이동성	불가	가능
대상가스전	대규모	소~대규모 커버

자료: DS투자증권 리서치센터

표12 글로벌 FLNG 및 수주잔고 현황

이름	빌더	고객사	용량(mpta)	계약일	인도일
Amigo FLNG	Drydocks World Dubai	LNG Alliance	2.0	2025-08	2028-06
Amigo FLNG	Drydocks World Dubai	LNG Alliance	2.0	2025-08	2028-06
Alam Guyub	Wison (Nantong)	Layar Nusantara	1.0	2024-06	2026-06
Cedar FLNG	Samsung HI	Cedar LNG Partners	3.0	2024-04	2028-02
PFLNG Tiga	Samsung HI	Petronas Carigali	2.0	2022-12	2027-08
Nguya FLNG	Wison (Nantong)	Eni Congo	2.0	2022-12	2025-08
Coral Sul FLNG	Samsung HI	Eni	3.0	2017-06	2021-11
PFLNG Dua	Samsung HI	Petronas Carigali	1.0	2014-02	2020-02
Prelude	Samsung HI	Shell PLC	3.0	2011-05	2018-12
Tango FLNG	Wison (Nantong)	Eni Congo	1.0	2012-04	2017-07
PFLNG Satu	Daewoo (DSME)	Petronas Carigali	1.0	2012-06	2016-05
Gimi	Keppel Shipyard	Golar LNG	2.0	-	1976-12
Hilli Episeyo	Keppel Shipyard	Golar LNG	2.0	-	1975-12

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 하늘색은 국내 조선소 수주 물량

상선 선종별 수주 전망

컨테이너선: 부유한 선사들의 점유율 및 친환경선 확대는 지속될 것

과거대비 약 20배의 이익을 벌어들인 주요 컨테이너선사들

향후 컨테이너선 수요는 견고할 전망이다. 근거는 1) 글로벌 탭티어 선사들의 충분한 현금여력과 2) 친환경선 교체 수요 및 점유율 확대 니즈는 여전히 높다는 점이다.

컨테이너선 발주의 경우 TOP10 선사가 주도

컨테이너선 신조 발주는 보통 선박을 직접 운용하는 해운사(오퍼레이터)나 오퍼레이터에게 선박을 장기로 대여해주는 용선주(차터)의 발주로 이루어진다. 컨테이너 해운 시장의 경우 글로벌 TOP10 선사들이 전체 시장의 84.7%를 점유하고 있기에 탭티어 선사들이 컨테이너선 발주를 좌우하는 경우가 많다.

21~22년 컨테이너 운임 호황기를 통해 탭티어 선사들의 현금 평년 대비 5배 확대

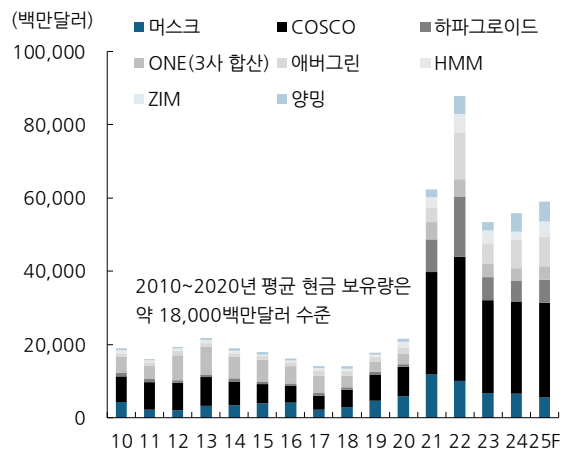
21~22년은 컨테이너 해운 업계의 역사적 호황기였다. 20년 팬데믹으로 인한 글로벌 공급망 붕괴 이후 21년부터 회복소비와 물류 병목현상이 동시에 발생하면서 선박 공급이 수요를 따라가지 못했다. 이에 따라 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 5,000pt까지 급등했고 해운사들의 운임 수익성은 사상 최고 수준을 기록했다. 선복량 점유율이 높았던 탭티어 선사들은 운임 폭등의 수혜를 온전히 누리며 막대한 이익을 벌어들였다. 그 결과, TOP10선사들(상장사 제외)은 21년 830억달러, 22년 1,100억 달러의 영업이익을 기록하며 2년간 기존 대비 약 40배의 수익을 달성했다. 그에 따라 기존 180억달러 수준이던 현금성 자산은 900억달러까지 확대되며 컨테이너선사의 발주 여력은 대폭 확대됐다.

표13 글로벌 탑10 컨테이너선사 현황

순위	오퍼레이터	국적	점유율(%)	전체선박(천 TEU)	전체선박(척)	소유선박(천 TEU)	소유선박(척)	용선률(%)
1	Mediterranean Shg Co	스위스	21.0	6,901	944	4,117	676	40.3
2	Maersk	덴마크	14.0	4,617	735	2,751	344	40.4
3	CMA CGM Group	프랑스	12.4	4,066	703	2,422	340	40.4
4	COSCO Group	중국	10.6	3,485	541	2,114	205	39.4
5	Hapag-Lloyd	독일	7.3	2,390	292	1,449	132	39.4
6	ONE (Ocean Network Express)	일본	6.3	2,076	270	924	103	55.5
7	Evergreen Line	대만	5.7	1,893	233	1,288	156	32
8	HMM Co Ltd	한국	3.0	995	92	812	68	18.4
9	Zim	이스라엘	2.2	739	119	83	14	88.8
10	Yang Ming Marine Transport Corp.	대만	2.2	724	100	334	59	53.9

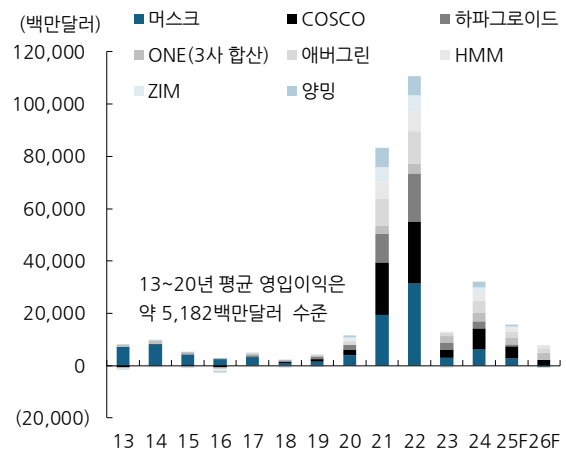
자료: Alphaliner, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 하늘색은 제미니 얼라이언스/ 회색은 오션 얼라이언스/ 진한 하늘색은 더 얼라이언스

그림39 TOP10 컨테이너선사(상장사) 현금정자산 연도별 추이



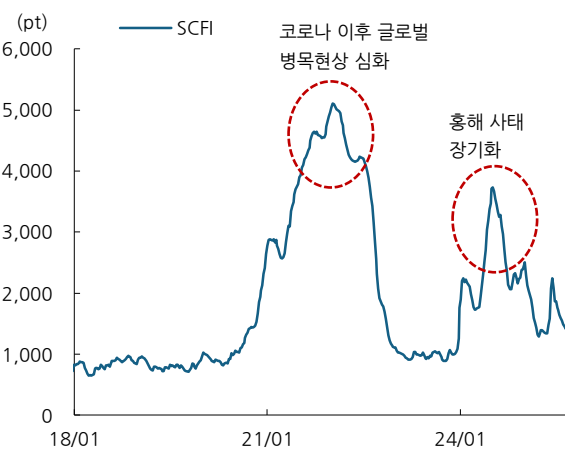
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림40 TOP10 컨테이너선사(상장사) 영업이익 연도별 추이



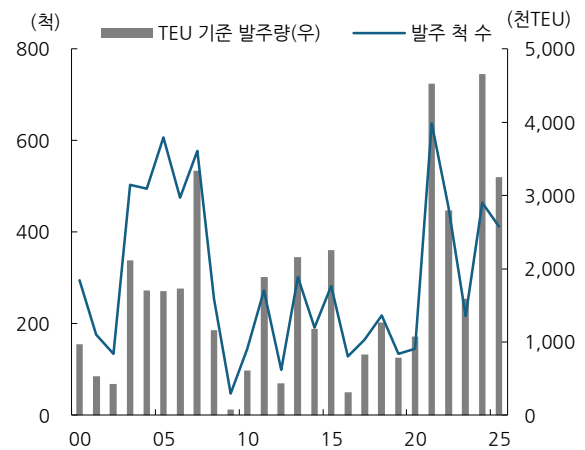
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림41 컨테이너선 운임 추이



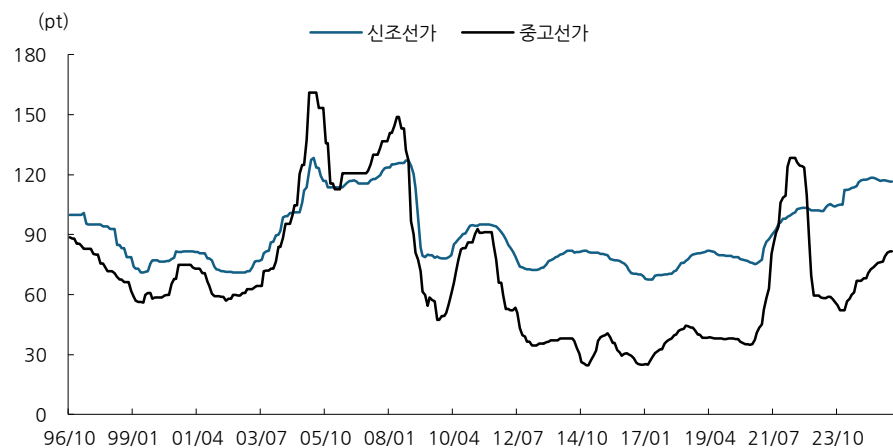
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림42 컨테이너선 연간 신조 발주량 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림43 컨테이너선 선가 지수 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

탐티어 컨테이너 선사들의 친환경선 전환과 점유율 확보 전략은 지속될 예정

현재 발주는 오퍼레이터
중심으로 이루어지는 중

21년 이후 역대 최대 수준의 현금을 보유한 선사들의 컨테이너선 발주는 급격히 증가했다. 흥미로운 점은 과거 슈퍼사이클과 달리 이번 사이클엔 오퍼레이터의 발주량이 차터 대비 압도적으로 높다는 점이다. 이는 글로벌 상위 해운사들이 선복량 확보와 친환경 전환을 직접 추진하며 시장을 주도하고 있음을 의미한다.

친환경선 전환은 탐티어
선사들의 점유율 확대 전략
에 따라 가속화 되는 중

타 선종 대비 탄소배출량이 높은 컨테이너선에 있어 친환경선(이중연료선) 전환은 필수 과제 중 하나다. 게다가 스팟성이 아닌 정기적인 운항을 하는 컨테이너 선사들에게 탄소 배출 제재는 부담으로 다가올 수 밖에 없다. 여기에 가속을 더해준 것은 탐티어 선사들의 점유율 확대 니즈다.

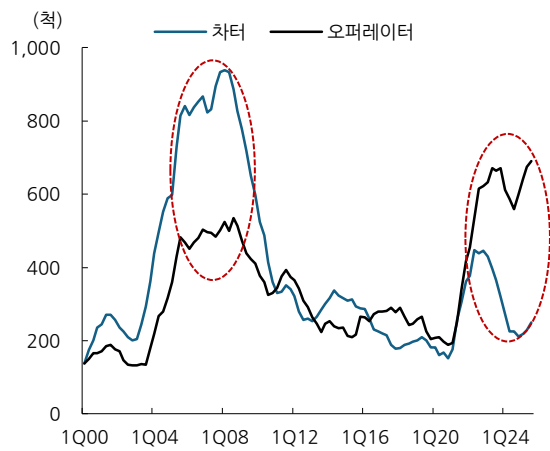
MSC의 점유율 확대에
맞춰 얼라이언스의 경쟁은
심화되는 중

점유율 확대의 시작은 MSC였다. 항상 2위였던 MSC는 21년부터 300척 이상의 선박을 발주하며 선복량을 빠른 속도로 늘렸고 현재는 21%(690만TEU)의 점유율로 1위를 기록하고 있다. 타 선사들도 MSC의 선박 발주에 따라 뒤늦게 점유율 확대에 나섰다. 특히 25년 해운의 40%를 점유하던 2M(MSC, 머스크)이 해체되고 머스크와 하판로이드가 제미니 얼라이언스를 결성하며 세 얼라이언스(제미니, 오션, 더)와 MSC의 점유율 경쟁은 심화되고 있는 추세다.

높은 탄소배출량과 항로
공유 효율성을 근거로
중대형급 컨테이너선의
발주 확대

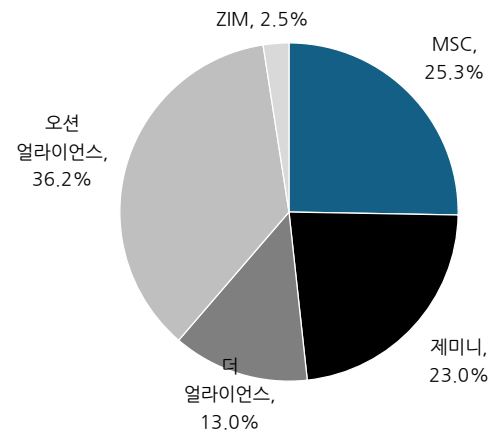
이러한 경쟁 구도 속에서 선사들은 중대형급 컨테이너선(12,000TEU 이상) 중심으로 발주를 확대하고 있다. 중·대형선은 탄소 배출량이 높아 친환경선 전환 우선순위가 높을 뿐 아니라 얼라이언스 간 항로 네트워크 공유 효율성을 높일 수 있는 핵심 수단이다. 즉 대형 선박을 확보함으로써 친환경 규제 대응과 시장 점유율 확대라는 두 가지 목표를 동시에 달성할 수 있는 셈이다. 실제로 TOP10 선사들의 수주잔고 중 12,000TEU 이상 선박의 비중은 약 90%에 달하며 이러한 대형선 중심의 신조 발주 트렌드는 단기적으로 지속될 전망이다.

그림44 컨테이너선 발주 주체별 발주량 추이



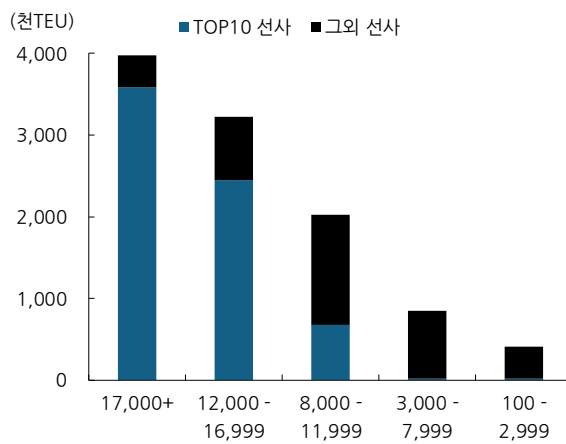
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림45 전체 선복량 기준 점유율 비중



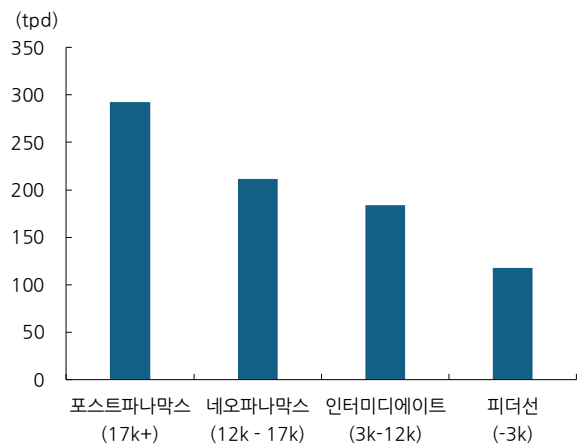
자료: Clarkson, Alphaliner, DS투자증권 리서치센터

그림46 컨테이너선 수주잔고 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림47 컨테이너선 탄소배출량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

컨테이너선 친환경선 전환 수요는 견조할 전망

25년 기준 현금성 자산은
580억 달러 추정

글로벌 탭티어 컨테이너 해운사들의 현금 여력은 여전히 매우 견조한 수준이다. 25년 선사들(상장사 기준)의 현금성 자산 보유량은 580억 달러로 추정된다. 현재 발주된 선박의 남은 대금 정산을 감안해도 평년 대비 높은 수준으로 향후 추가 선박 투자 및 친환경선 발주를 위한 충분한 재무 여력이 존재함을 의미한다.

상대적으로 친환경선
비중이 낮은 선사들의
신규 발주 지속 전망

현재 주요 선사들의 친환경선(이중연료선) 비중은 약 37% 수준에 불과하다. 수주 잔고를 포함하더라도 전체 선복량 대비 절반에도 미치지 못하는 수치로 향후 전환 수요는 충분할 예정이다. MSC의 독자 노선 유지를 위한 점유율 확대와 친환경선 전환 의지 또한 여전하다. 타 얼라이언스도 이에 맞춰 발주를 지속할 것으로 기대된다. 즉, 26년에도 탭티어 선사 중심의 친환경선 발주세는 지속될 전망이다. 특히, 머스크, COSCO, 애버그린, HMM 등 현재 친환경선 비중(TEU 기준)이 상대적으로 낮은 선사들의 신규 발주가 확대될 가능성이 높다.

탭티어 이외의 해운사들도
낮은 친환경선 비중
(8.4%)을 근거로 발주
확대 전망

한편, 탭티어 이외의 해운사들도 점차 친환경 전환 발주 흐름에 합류할 것으로 보인다. 이들의 친환경선 비중은 약 8.4%(TEU 기준)로 글로벌 상위 선사들의 37.2% 대비 크게 낮은 수준이다. 그러나 IMO의 탄소 감축 규제 강화와 GFI-CII 기반 금전적 제재 도입으로 인해 중장기적으로 이들 선사 또한 친환경선 전환 압박을 피하기 어려운 상황이다.

결과적으로 26년 이후 컨테이너선 신조 발주의 핵심 모멘텀은 친환경 전환이 될 전망이다. 상위 선사들은 규제 대응과 점유율 확대, 중소 선사들은 제재 회피와 운항 효율성 확보를 위해 각각 친환경선 발주를 늘릴 것이다. 선복량 대비 수주잔고도 28%로 저점 대비 올라오고 있지만 아직은 여유가 있다는 판단이다. 높은 수주량 지속과 함께 조선사 입장의 안정적인 고선가 수주 환경이 장기화될 가능성이 높다.

표14 주요 컨테이너선사의 친환경선 비중 및 넷제로 달성 시기

(천TEU, %)	총 선박	친환경선	친환경선비중	넷제로 달성 시기
MSC	5,861	2,676	45.7	2050년
머스크	3,002	658	21.9	2040년
CMACGM	3,745	2,023	54	2050년
COSCO	3,542	820	23.1	2040년
하파로이드	1,731	611	35.3	2045년
ONE	783	492	62.8	2050년
애버그린	1,956	662	33.9	2050년
HMM	892	78	8.7	2045년
ZIM	89	-	-	2050년
양밍	471	189	40.1	2050년

자료: Alphaliner, DS투자증권 리서치센터

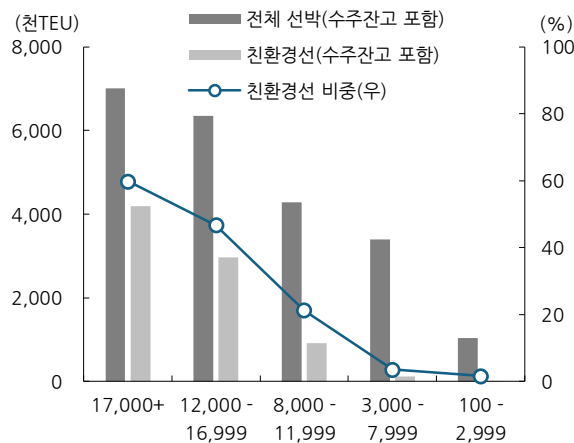
표15 TOP10 컨테이너선사(상장사)의 여유 현금 추정

	현금현황(25년)	수주잔고(천TEU)	수주잔고(백만달러)	잔여 대금(25년)	총 잔여 대금	여유현금(26년기준)
머스크	5,597	406	5,064	506	3,545	5,091
COSCO	25,894	863	10,166	1,017	7,116	24,877
하파그로이드	6,167	312	4,154	415	2,908	5,752
ONE(3사 합산)	3,797	655	8,322	832	5,825	2,965
애버그린	8,039	709	8,790	879	6,153	7,160
HMM	2,002	43	624	62	437	1,940
ZIM	2,077	0	0	0	0	2,077
양밍	5,402	213	2,742	274	1,920	5,128
총계	58,974	3,201	39,861	3,986	27,904	54,989

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

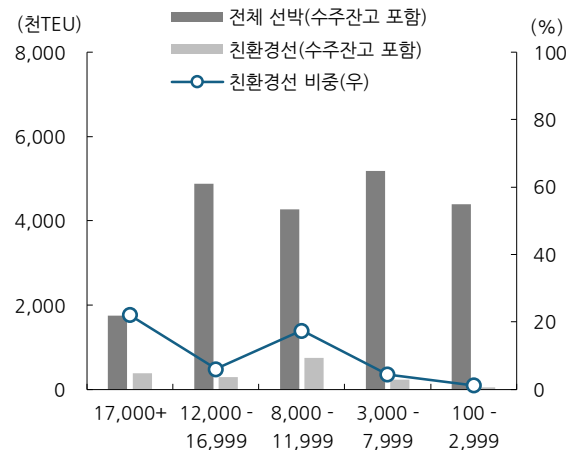
주1: 잔여 대금의 경우 수주일과 대금지급 로직을 감안해 전체 수주잔고(금액기준)의 약 70%로 가정

그림48 친환경선 선박 비중 및 현황(탑10 컨테이너선사 기준)



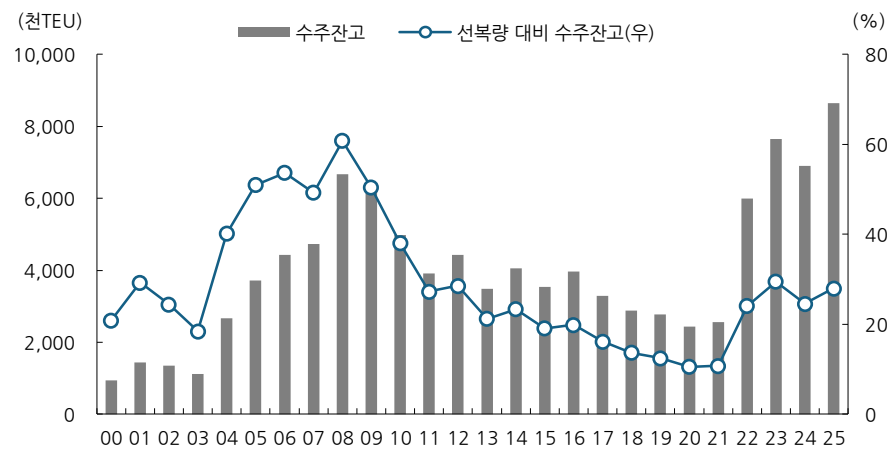
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림49 친환경선 선박 비중 및 현황(그 외 컨테이너선사 기준)



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림50 글로벌 컨테이너선 수주잔고 및 선복량 대비 비중 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

탱커선: 환경은 만들어졌다

탱커선의 수요는 점진적으로 상승할 전망

탱커 수주는 노후선박 교체, 운임 상승 등 수요 강세 전망

탱커선 신규 수주는 VLCC와 수에즈막스를 중심의 점진적 상승을 전망이다. 근거는 1) 노후선박 교체 수요, 원유 증산에 따른 운임 상승 등 수요 강세와 2) 그림자 선단의 노후화 및 제재 강화에 따른 선박 공급 부족이다.

노후선박, 운임 상승, 원유 증산 등 수요를 이끌 요소는 충분하다.

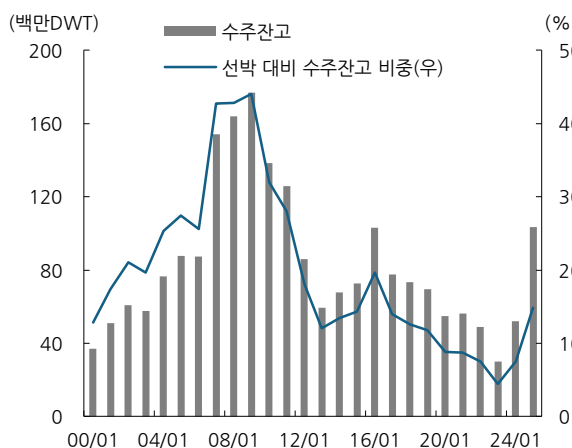
노후 선박 대비 수주잔고 비중은 30~40%로 여전히 부족

탱커선 시장은 여전히 견조한 수요 기반을 유지하고 있다. 24년 한 해 동안 활발한 신조 발주가 이어지며 노후선 대비 수주잔고가 상승했지만 여전히 교체 여력이 충분한 수준이다. 현재 15년 이상 노후 선박 대비 수주잔고 비중은 약 30~40% 수준에 불과하다. 탱커선의 평균 폐선 연령이 약 21.8년임을 감안할 때 향후 수년간 노후 선박의 교체 수요는 꾸준히 유지될 것으로 보인다. 선복량 대비 수주잔고도 약 15% 수준으로 23년 대비 많이 올라왔지만 신조 발주엔 부담 없는 수준이다.

운임도 높은 수준 유지 전망

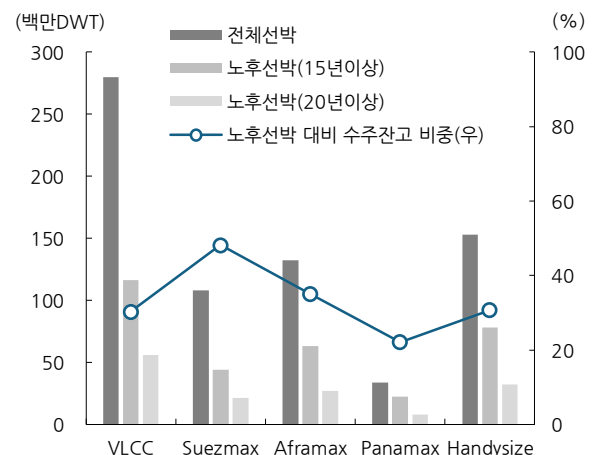
운임 또한 상승 추세에 있다. 특히, VLCC의 운임은 최근 10만 달러/일을 돌파하며 높은 상승을 보여줬다. 이는 OPEC의 증산 기대감에 대비해 2년간 2대의 인도량으로 수급 불균형이 심화됐기 때문이다. 비록 최근 OPEC+이 예상보다 낮은 수준(13.7만 배럴)의 증산을 발표하면서 운임이 6만 달러/일 수준으로 조정되었으나 여전히 공급 부족 구조가 해소되지 않은 만큼 높은 운임 수준은 유지될 전망이다.

그림51 탱커선 수주잔고 및 비중 추이



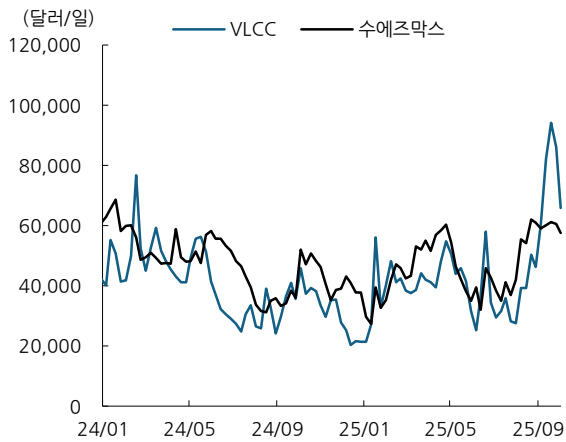
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림52 탱커선 크기별 노후선박 비중



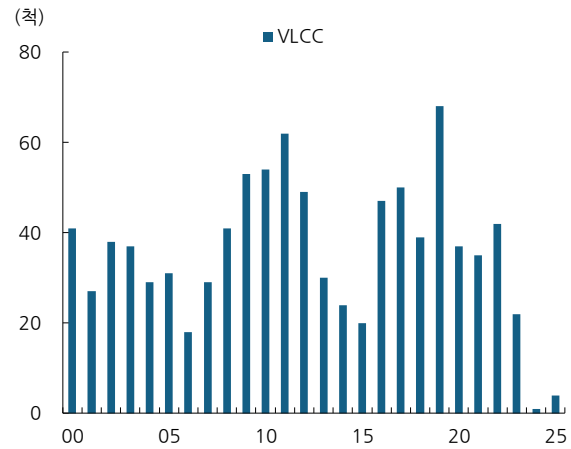
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림53 탱커 주요 선종 운임 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림54 VLCC 연간 인도량 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림자 선단 영향력은 점차 완화될 전망으로 VLCC, 수에즈막스 중심의 수주 기대

그림자 선단 규모는

현재 1,200~1,400척 수준

그림자 선단은 국제 해운망 밖에서 비공식적으로 운항하는 선박 집단으로 주로 러시아 아이란 등 제재 대상국의 원유 및 정제유를 운송하는 비등록 선박들을 의미한다. 22년 러시아 제재 이후 원유 수출을 유지하기 위한 우회 수단으로 그림자 선단의 규모는 급격히 확대되었으며 현재 약 1,200~1,400척 수준으로 추정된다. 문제는 이들 선박이 공식 통계에 잡히지 않아 탱커 시장의 수급 구조를 왜곡한다는 점이다. 특히 공급 측면에서 실제 선복량을 과대평가하게 만들어 운임 변동성과 신조 발주 시그널을 왜곡시키는 대표적 리스크 요인으로 작용하고 있다.

그림자 선단 선박의 평균

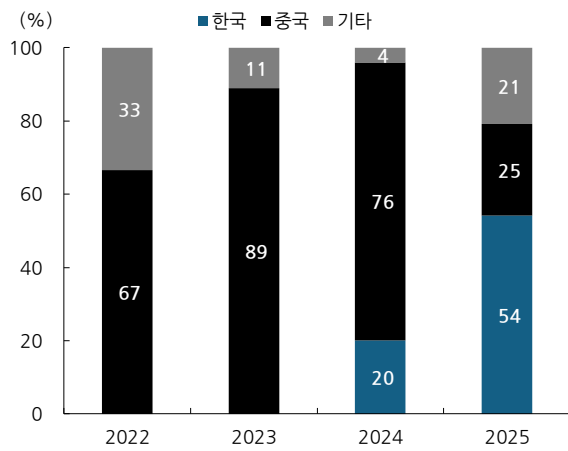
선령은 22년 수준

다만 고무적인 점은 그림자 선단은 주로 노후 선박으로 이루어져 있다는 점이다. 제재 선박인 만큼 정상적인 보험 및 금융 지원을 받을 수 없기에 값싼 노후 선박으로 선대를 구성하기 때문이다. 실제로 러시아 제재 직후 23년 VLCC의 중고선가는 3천만 달러 이상으로 급등하기도 했다. 이들의 평균 선령은 약 22년(탱커선의 평균 폐선령은 21.8년)이며 표준편차도 작기 때문에 운항 가능 규모는 26년부터 큰 폭으로 축소될 전망이다.

EU의 제재는 강화되는 중
그림자 선단 영향력 완화에
따라 VLCC 및 수에즈막스
의 수요 확대 기대

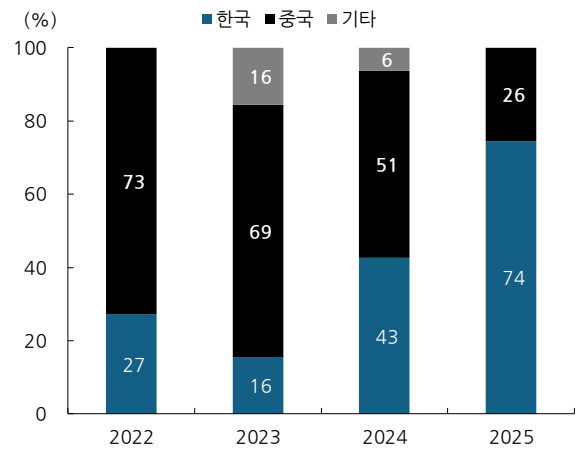
이에 더해 최근 EU가 그림자 선단의 블랙리스트를 590척까지 늘리는 등 국가 단위의 제재도 점차 강화되고 있다. 그림자 선단은 장거리 수송에 용이한 대형선(VLCC, 수에즈막스)이 높은 비중을 차지하고 있다. 공급 왜곡은 점차 완화될 것이며 그에 따라 탱커 선박 내에서도 VLCC 및 수에즈막스의 높은 수요를 기대한다.

그림55 VLCC 국가별 연간 신조 계약 비중 추이



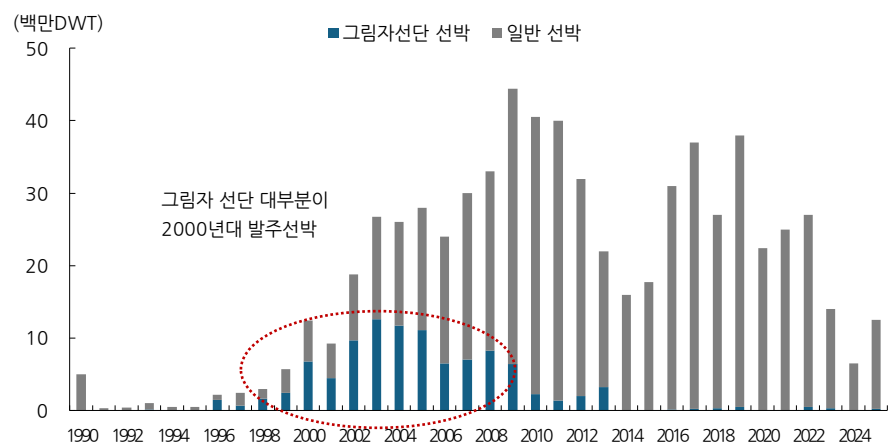
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림56 수에즈막스 국가별 연간 신조 계약 비중 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림57 제재 선박 및 일반 선박 연간 인도량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

과거와 달라진 정책 환경

미국의 대중국 제재 본격화

USTR의 항만 수수료 부과

미국 USTR의 대중국
항만세 부과가
25년 10월 14일부터 시행

25년 4월, 미국 무역대표부(USTR)는 「무역법 301조」에 근거한 중국 조선·해운 부문 제재 조치를 발표했다. 주요 내용은 중국 선주·선사 및 중국산 선박을 이용하는 선사들에 대한 미국 입항 수수료 부과로 6개월의 유예기간을 거쳐 25년 10월 14일부터 시행됐다.

수수료 부과 시
중국의 저선가 메리트는
상쇄될 전망

수수료는 중국 선사들에 대해 톤당 50달러, 중국산 선박에 대해 18달러가 부과되며 연간 최대 5회까지 적용된다. 또한 부과 단가는 매년 상향되어 28년에는 각각 140달러/톤, 33달러/톤 수준까지 확대될 예정이다. 초안 대비 규제 강도는 완화되었으나 미국 항만에 입항하는 주요 선종에는 여전히 상당한 부담이 예상된다. 예를 들어 미국 수에즈 운하를 통과하는 14,000TEU급 컨테이너선의 경우 28년 기준 연간 약 1,540만 달러의 수수료가 부과된다. 이는 2~3년만 운항하더라도 선가의 약 20% 수준에 달해 중국산 선박의 가격 메리트를 사실상 상쇄한다.

저선가 메리트 상쇄에
따라 국내 발주는
확대될 전망

최근 글로벌 선사들이 중국 조선소에 발주를 집중한 가장 큰 이유가 한국 대비 10~20% 저렴한 선가였다는 점을 고려하면 이번 조치는 수주 결정의 방향성을 변화 시키기에 충분하다고 판단한다. 실제로 하팍로이드의 한화오션 LOI 체결이나 양쯔장조선의 탱커선 수주 취소 사례만 봐도 변화는 조금씩 나타나고 있다.

SHIPS법도 통과될 시
중국 조선사 압력은
심화될 예정

이와 더불어 25년 5월 재발의된 SHIPS for America Act에도 중국 선사 혹은 선박에 관한 수수료 항목이 추가됐다. 본 내용엔 선사 보유 선박의 중국 건조 비중에 따라 제재를 가하며 중국향 수주에 관한 불확실성을 높이고 있다. 아직 법의 적용 여부가 결정되지 않았기 때문에 영향은 아직 미미하지만 본 법이 통과되면 중국 조선사에게 가해지는 압력은 더 심화될 전망이다.

표16 USTR의 대중국 조치 관련 타임라인

날짜	내용
2024.03	미국 철강노동조합(USW) 등 5개 노동조합이 무역법 301조에 근거해 USTR에 청원 제출
2024.04	USTR이 청원서 검토 후 중국에 대한 조사 착수 발표
2024.05	첫 공청회 개최
2025.02	USTR이 조치 초안을 공식 공표
2025.04	USTR이 중국 해운·물류·조선업 지배 시도 조사(무역법 301조 조사)의 결과로 최종 조치 발표
2025.06	조치 수정안 발표(PCC 및 LNG 관련 조치 완화)

자료: USTR, DS투자증권 리서치센터

표17 미국 입항 선박 수수료 추정

구분	내용
가정	미국에 입항하는 컨테이너선의 평균 적재율은 80~90% 수준이므로 평균 적재율을 85%로 가정 하박로이드의 'Valparaiso Express'(14,500TEU, 64,000NT)를 기준으로 계산 연 최대 5회 부과, 컨테이너선 연 운항 수는 5회 이상이므로 최대치 적용
선박	14,500TEU(64,000NT)
적재율	85%
계산톤수	12,325TEU(54,400NT)
수수료	28년 기준 Max(3.1m\$, 1.8m\$) / 25년 기준 Max(1.0m\$, 1.5m\$)
총 수수료	28년 기준 15.4m\$/1년 (선가의 약 9% 수준) / 25년 기준 7.4m\$/1년(선가의 약 4% 수준)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표18 최근 주요 선사사의 의사결정 변화 사례

기업	내용
CMA-CGM	25년 1월 컨테이너선 12척 현대중공업 수주는 원래 중국 조선소 물량
에버그린	YZJ와 합의 중이던 컨테이너선 6척 한화오션에게 발주
Capital Maritime	컨테이너선 18척 HD현대미포와 HD현대삼호에게 발주
하박로이드	YZJ 및 New Times SB와 합의 중이던 컨테이너선을 한화오션과 LOI체결
YZJ	구매자의 미국 제재법과 규정 우회 연류 가능성 인지 후 50,000DWT 유조선 4척 계약 해지

자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

표19 SHIPS for America Act에서 논의된 중국 대상 수수료 부과 정책

구분	적용 대상
대상 선박	중국 소유, 운항 선박 중국 소유가 아니더라도 선박회사 전체 선대 중 50% 이상, 또는 수주잔고의 25% 이상이 중국조선소에서 건조 또는 수리된 선박
수수료	기준
\$5/NT	해외 우려 국가*기반의 선대를 보유하거나 운영 중인 선사 최근 3년 내 '우려 대상 국가'에 선적된 선박 수주잔고의 또는 24개월 내 인도 예정 물량의 50% 이상이 '해외 우려 조선소'에서 건조될 예정인 회사가 소유하거나 운영하는 선박
\$3.5/NT	수주잔고의 또는 24개월 내 인도 예정 물량의 25~50%가 '해외 우려 조선소'에서 건조될 예정인 회사가 소유하거나 운영하는 선박
\$1.25/NT	전체 선대의 50% 이상이 '해외 우려 조선소'에서 건조된 회사가 소유하거나 운영하는 선박 전체 선대의 50% 이상이 '해외 우려 조선소'에서 3년 내 수리를 받은 선박

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표20 USTR의 중국 항만 수수료 부과 정리

(Annex I) 중국 선사 및 중국 선주에 대한 서비스 수수료		
순톤수(NT) 기준 수수료부과하며 3년간 단계적으로 인상		
수수료는 선박당 최대 연 5회 부과되며, 각 항로 또는 미국 항구를 경유하는 회차마다 부과		
기간	순톤수 기준(\$/NT)	
최초 180 일	0	
2025. 10. 14.부터	50	
2026. 4. 17.부터	80	
2027. 4. 17.부터	110	
2028. 4. 17.부터	140	
(Annex II) 중국 건조 선박을 이용하는 선사에 대한 수수료		
더 높은 금액의 수수료를 부과하며(순톤수 or 컨테이너 수), 수수료는 3년간 단계적으로 인상		
수수료는 선박당 최대 연 5회 부과되며, 각 항로 또는 미국 항구를 경유하는 회차마다 부과		
기간	순톤수 기준(\$/NT)	컨테이너 기준 (\$/TEU)
최초 180 일	0	0
2025. 10. 14.부터	18	120
2026. 4. 17.부터	23	153
2027. 4. 17.부터	28	195
2028. 4. 17.부터	33	250
부과 대상 선박의 순톤수 동급 이상의 미국 선박 주문 및 인수 시 최장 3년간 수수료 면제 가능		
(Annex III) 미국 외 건조 차량운반선을 이용하는 선사에 대한 수수료		
적재 단위(CEU)에 따라 수수료 부과		
기간	CEU 용량 당 수수료	
2025. 4. 17.부터	\$0 부과	
2025. 10. 14.부터	\$14/CEU 부과	
부과 대상 선박의 CEU동급 이상의 미국 선박 주문 및 인도 시 최대 3년간 수수료 유예		
단, 인도받지 못할 시 수수료 즉시 납부		
(Annex IV) 미국 외 건조 차량운반선을 이용하는 선사에 대한 수수료		
해상운송으로 수출되는 LNG 물량의 일정 비율 이상은 미국 건조, 미국 국적 선박 이용 의무화		
기간	내용	
2025. 4. 17. - 2028. 4. 16.	제한 없음	
2028. 4. 17. - 2029. 4. 16.	미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 1%	
2029. 4. 17. - 2031. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 1%	
2031. 4. 17. - 2032. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 2%	
2032. 4. 17. - 2034. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 3%	
2034. 4. 17. - 2036. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 4%	
2036. 4. 17. - 2038. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 6%	
2038. 4. 17. - 2041. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 7%	
2041. 4. 17. - 2043. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 9%	
2043. 4. 17. - 2045. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 11%	
2045. 4. 17. - 2047. 4. 16.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 13%	
2047. 4. 17.	미국 건조, 미국 국적 및 미국 운영 선박 비율 15%	
부과 대상 선박의 LNG 화물량 동급 이상의 미국 선박을 주문 및 인수 시 최장 3년간 수수료 유예		
비율 보고 의무자는 LNG, 운반선 오너 혹은 오퍼레이터		
Annex I ~ Annex IV는 중복 적용 x		
자료: USTR, DS투자증권 리서치센터		

컨테이너선과 LNG선에 미치는 영향이 가장 클 것

항만 수수료 부과
익스포저는 컨테이너선이
가장 큰 편

USTR 제재 관련한 선사들의 신조 발주 영향은 컨테이너선이 가장 높을 것을 예상한다. 아시아-미국 항로는 컨테이너 해운에 있어 높은 물동량을 차지하는 항로로 미국 항만 이용률이 높다. 또한 스팟성이 아닌 정기적으로 운항하는 특징이 있는 만큼 연간 수수료 부과 횟수도 5회로 최대치로 부과할 가능성이 높다. 실제로 클락슨에서 제시한 25년 기준 선종별 수수료 익스스포저는 컨테이너선이 연간 약 23억 달러로 가장 높다.

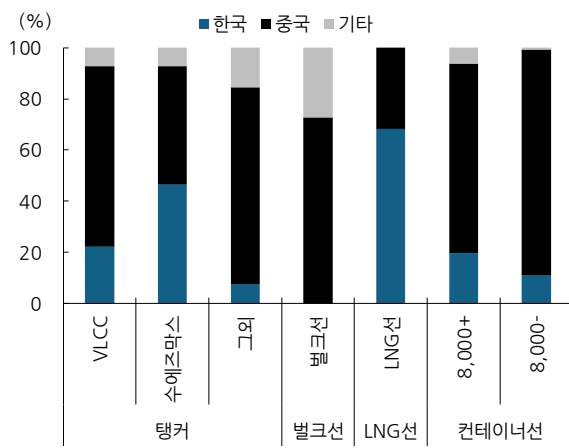
현재 컨테이너선 수주잔고는 중국이 90% 점유 중
으로 향후 수수료 영향은
심화될 전망

물론, 중국산 선박을 미국 항로에서 배제함으로써 제재 강도를 줄일 수 있는 방법도 있다. 하지만 항로 공유와 점유율 확보를 위해 선사간의 얼라이언스를 구성하는 현재 시점에서 운항 효율성 감소, 특정 항로 선대 공급 부족 및 과잉 효과 등의 부작용을 견디며 선대를 재편하는 것은 쉽지 않다. 게다가 21년부터 높은 신조 발주량을 유지했던 컨테이너선의 수주잔고는 약 90%를 중국이 점유하고 있다. 향후 수주잔고 선박이 인도될 시 중국산 컨테이너선의 항만 수수료 영향은 더 심화될 전망이다.

LNG선은 미국 프로젝트의
경우 중국에 수주할
가능성은 0

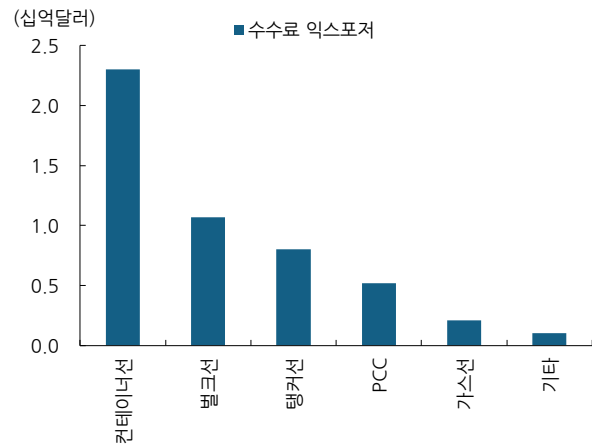
이번 제재는 LNG선에도 의미하는 바가 크다. 현재 예정돼 있는 LNG 프로젝트의 절반 이상은 미국 주체 프로젝트이며 대부분의 LNG 수출은 장기계약(15~20년)으로 이루어진다. 이 경우 중국 조선소에서 건조된 선박이 미국 항만을 이용할 때 계약 기간 전반에 걸쳐 수수료를 부담해야 한다. 따라서 미국발 LNG프로젝트로부터 발주될 선박이 중국 조선소에 수주될 가능성은 0에 가깝다고 판단한다. 실제로 25년 중국의 LNG선 신규 수주는 0척이다.

그림58 수주잔고 내 선종별 한국 및 중국 비중



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림59 2025년 USTR 관련 선종별 수수료 익스스포저



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

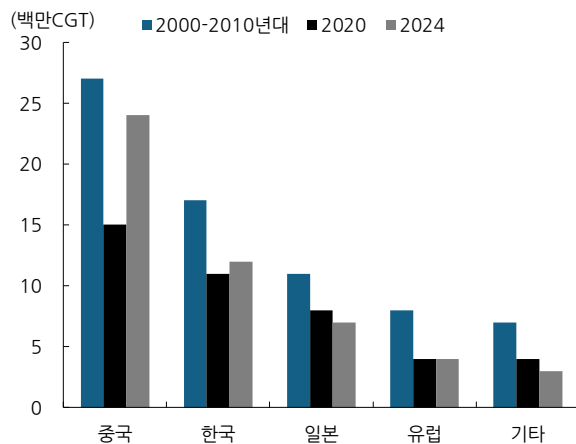
중국의 점유율 하락과 한국의 점유율 회복

한국과 반대되는 중국의 CAPA 증설 전략

중국의 선박 건조능력은
21년부터 점진적으로
확대 중

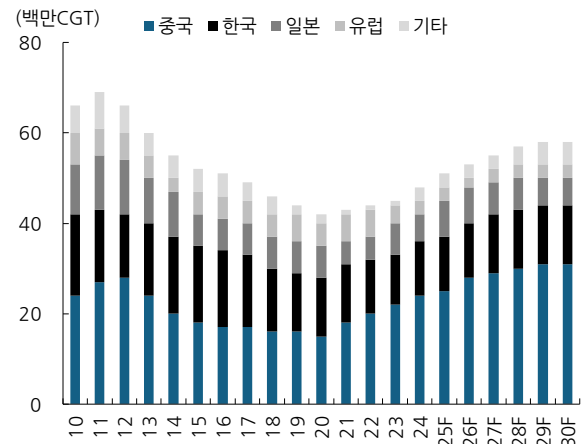
중국 조선사는 글로벌 금융위기 이후 침체기를 거친 뒤 20년부터 조선업을 10대 전략 산업군으로 지정한 정부의 보조금 지원을 바탕으로 생산능력(CAPA) 확대를 진행하고 있다. 이는 CAPA 증설 없이 고부가 선종 중심의 선별 수주 전략을 채택한 한국 조선사와는 뚜렷한 차이를 보인다. 중국의 조선 생산능력은 21년부터 점진적인 증가세를 보이며 24년 기준 2,400만 CGT로 20년 대비 약 1.6배 확대되었다. 반면 한국은 동기간 약 10% 증가에 그쳤으며 일본은 오히려 약 15% 감소한 것으로 나타났다. 25년에도 후동중화조선, COSCO 조선 등 주요 중국 조선사들이 추가적인 CAPA 증설 계획을 발표하며 생산능력 확대 기조를 이어가고 있다.

그림60 국가별 조선사별 고점 및 저점 대비 생산능력 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림61 국가별 조선사 생산능력 연간 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표21 2025년 중국 조선소 CAPA 확장 발표 현황

조선소	발표 시점	가동 예정 시기	확장 유형	연간 최대 생산량
Zhoushan Tongzhou	2025년 8월	2028년	신규 도크	-
GSI Nansha	2025년 8월	2026년	신규 크레인 설치	890,000 CGT
PaxOcean Zhoushan	2025년 7월	2026년	설비 확장	55,000 CGT
Hudong Zhonghua	2025년 7월	2027년	도크 연장	1,100,000 CGT
COSCO HI (Tianjin)	2025년 6월	2028년	신규 조선소	-
Yangzhou Guoyu	2025년 6월	2030년	신규 도크	202,000 CGT
New Jiangzhou SB	2025년 6월	2027년	신규 슬립웨이	130,000 CGT

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

7년 만에 꺾이기 시작한 중국 점유율

중국의 수주 점유율은 25년 YTD 기준 58%로 7년만에 하락

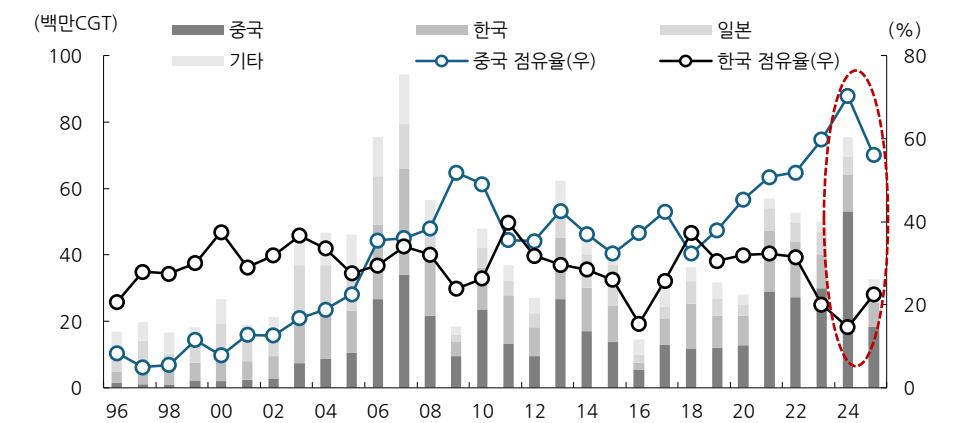
중국은 확장된 생산 능력을 기반으로 저렴한 후판 가격과 인건비를 이용해 저가수주를 전략으로 내세우고 있다. 특히 21년부터 본격적으로 생산 능력이 확대되면서 수주 점유율은 20년 45%에서 27년 70%까지 상승했다. 이에 따라 현재 글로벌 수주 잔고는 LNG선을 제외하면 80~90%를 중국이 점유하고 있다. 그러나 25년에 들어서며 상황이 반전되기 시작했다. 2018년 이후 7년간 상승세를 유지하던 중국의 점유율이 처음으로 하락 전환되었고 동시에 한국의 점유율은 25년 10월 기준 21.8%까지 상승했다.

특히, 컨테이너선과 LNG선이 항만 수수료 영향으로 수혜를 볼 전망

이러한 변화는 선종별로도 뚜렷하게 나타난다. 특히 컨테이너선과 LNG선의 변화가 의미적이다. 컨테이너선의 경우 아직 10월 기준 집계만 완료된 상황임에도 한국의 신규 수주량은 전년 대비 약 70% 증가했다. 이는 미국 USTR의 항만 수수료 제재 강화로 인해 중국 조선소에 집중됐던 발주가 한국으로 이동한 영향이 크다. 컨테이너선은 한국과 중국이 전 세계 건조량의 95% 이상을 차지하는 선종이기 때문에 중국산 선박이 배제될 경우 수혜는 사실상 한국에 집중될 것으로 예상된다.

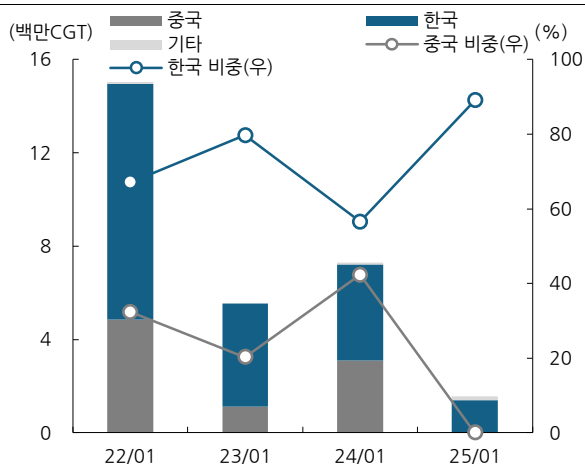
LNG선의 경우도 지금까지 발주된 18척 중 16척을 수주하며 높은 점유율을 유지하고 있다. 나머지 2척도 한화 필리조선소에 발주된 물량으로 사실상 한국의 LNG선 수주 점유율은 100%라고 볼 수 있다.

그림62 연간 글로벌 신규 수주량 및 주요 국가 점유율 추이



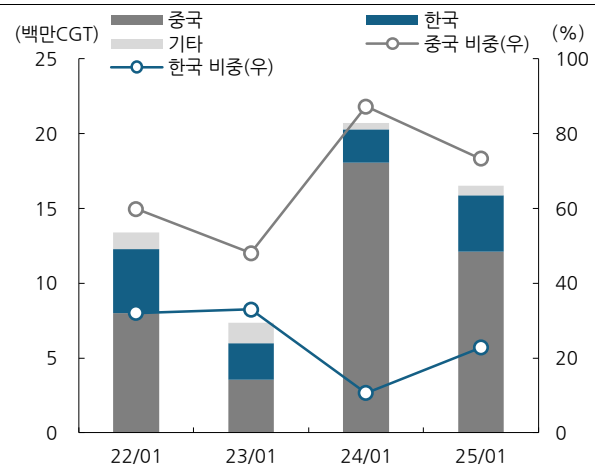
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림63 LNG선 연간 신조량 추이 및 비중



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림64 컨테이너선 연간 신조량 추이 및 비중



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

한국의 공급자 우위는 LNG선을 중심으로 강화될 예정

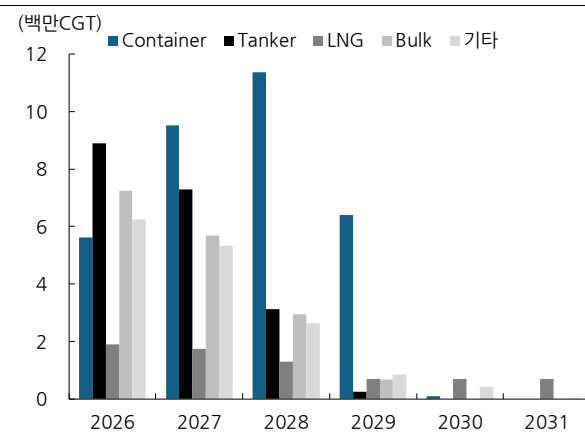
LNG선은 높은 수준의
공급자 우위 전망

앞서 살펴본 것처럼 컨테이너선과 LNG선 부문에서 중국의 경쟁력은 완화되는 추세이며 이에 따른 반사 수혜로 한국 조선사의 글로벌 점유율이 상승세를 보이고 있다. 이러한 흐름은 수수료 부과가 본격화되는 26년에도 지속될 가능성이 높다. 특히 LNG선의 경우 높은 수준의 공급자 우위 시장을 전망한다. 우선 그에 앞서 두 국가의 수주잔고를 살펴 볼 필요가 있다.

수주잔고 측면에서도
한국의 29년 인도 슬롯
여유가 많은 상황

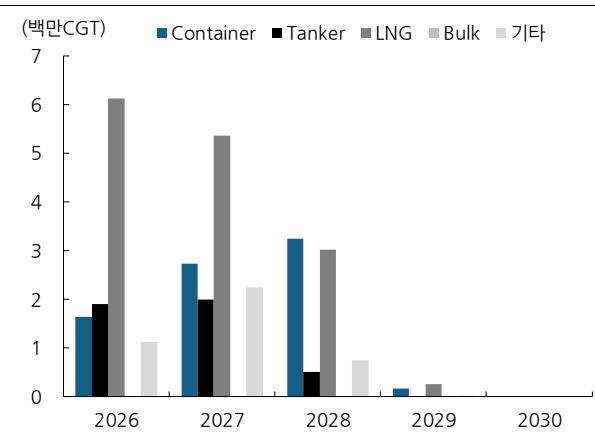
수주잔고 측면에서도 한국이 여유가 많은 상황이다. 중국은 24년 카타르발 LNG선과 대규모 컨테이너선 수주를 대거 확보하며 29년 인도분까지 도크 슬롯이 어느정도 채워진 상태다. 반면 한국 조선소는 현재 28년 도크까지는 대부분 채워져 있으나 29년 인도분 슬롯은 아직 대부분 비어 있는 상태다.

그림65 중국 수주잔고 연도별 인도량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림66 한국 수주잔고 연도별 인도량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

중국의 연간 LNGCAPA는
현재 15척 수준

양국의 LNG선 생산능력을 비교하면 격차는 더욱 명확하다. 중국의 연간 LNG선 생산능력은 약 20~22척 수준으로 후동중화(10척), 다렌조선(6척), CMHI(3척), 장난조선(3척) 등으로 구성되어 있다. 반면 한국의 연간 생산능력은 약 70척 수준으로 중국의 세 배 이상이다. 특히 후동중화조선은 카타르향 Q-MAX 프로젝트로 인해 31년까지 매년 6~7척의 인도 일정이 이미 확정되어 있어 실질적인 중국 조선사의 LNG CAPA는 약 15척 수준에 불과하다.

필요 LNG선은 100~110
척으로 미국 프로젝트
선박 수요만 70척

앞서 기술했듯이 29년 인도가 필요한 LNG선은 약 100~110척으로 추정되며 이 중 미국 프로젝트 발주 선박이 약 70척에 달할 것으로 전망된다. 미국 항만 수수료 제재를 고려할 때 해당 수요는 사실상 100% 한국 조선사로 향할 가능성이 높다.

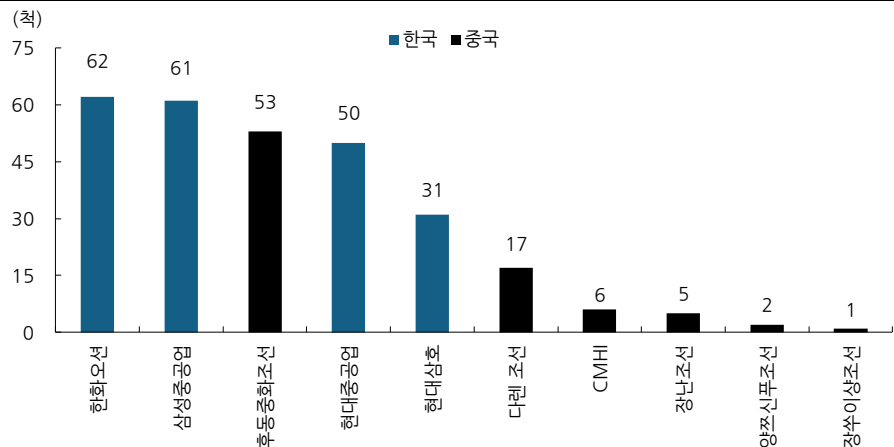
선박 성능 신뢰도 또한
한국이 우위

미국 외 지역의 추가 발주 역시 중국으로 향할 가능성은 제한적이다. LNG선은 고부가가치 선박인 만큼 높은 기술력과 운항 신뢰성이 필수인 선종으로 선박 인도 후 트랙 레코드가 선사들의 발주 결정에 절대적인 영향을 미친다. 중국은 21년부터 LNG선 생산을 본격화했기 때문에 현재 운항 중인 LNG선 비중은 글로벌 전체의 약 7% 수준에 불과하며 아직 신뢰할 만한 운항 실적이 충분히 축적되지 않았다. 또한 후동중화의 LNG선이 18년과 24년에 연이어 기술 결함으로 운항이 중단된 사례가 있어 선박 성능에 대한 신뢰도 측면에서 한국 대비 열위에 있다고 판단한다.

26년 LNG선의
공급자 우위와 함께
선가 상승세 지속 전망

중국의 수주잔고와 운항 중인 선박 중 중동(카타르) 및 자국 선사 비중은 약 90% 수준으로 향후에도 자국 수요를 제외한 나머지 발주는 한국을 향할 가능성이 높다. 26년 높은 LNG선 수요에 비해 한국의 공급능력이 제한적이기 때문에 강한 공급자 우위 시장이 형성과 함께 LNG선 선가 상승세가 이어질 것으로 전망한다.

그림67 LNG선 수주잔고 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

컨테이너선은 네오파나막스 중심의 한국 점유율 상승 전망

파나마운하를 통과할 수
있는 최대크기인
네오파나막스급 선박이
발주 트렌드 주도할 전망

컨테이너선 또한 파나막스 중심의 한국 수요가 강화될 전망이다. 미국 항로를 운항하는 컨테이너선의 경우 지금 발주를 넣을 경우 28년 이후 인도를 받기 때문에 입항 마다 250달러/TEU의 수수료(연 최대 5번)가 부과된다. 특히 포스트파나막스와 네오파나막스의 경우 선박 크기로 인해 수수료가 높기 때문에 선사들의 부담이 가중된다. 이에 따라 파나마운하를 통과할 수 있는 최대 크기인 네오파나막스급 선박이 향후 주요 발주 트렌드를 주도할 가능성이 높다. 해당 선종은 항로 재편 시 미국·유럽 등 다변화된 노선 대응이 용이하며 USTR 제재 환경에서 유연한 선대 운영을 위해 한국 조선소에 발주를 진행하는 것이 선사 입장에서 유리하다.

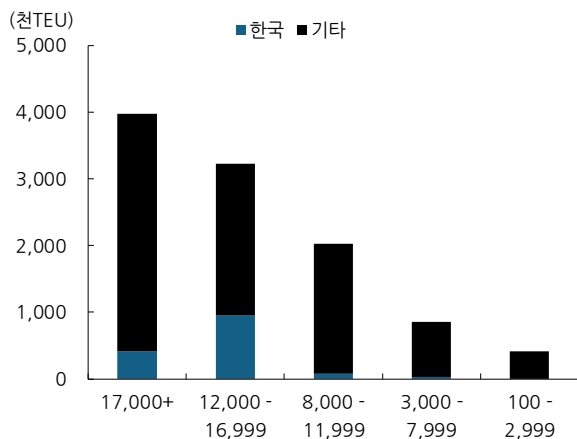
중국의 컨테이너선 29년
인도 수주잔고는 70%
가까이 채워진 상황

한편 중국 조선소의 29년 인도분 컨테이너선 수주잔고는 이미 60~70% 수준으로 포화 상태다. 이로 인해 26년 이후 신규 발주는 30년 인도분으로 이연될 가능성이 높으며 평균 건조 기간이 약 2년인 컨테이너선 특성상 4년 이상 인도 지연은 선주에게 부담 요인으로 작용한다. 반면 한국 조선소의 백로그는 평균 3년 수준으로 중국 대비 약 1년 빠른 인도가 가능하다. 이는 선사 입장에서 운항 일정의 불확실성을 줄일 수 있는 중요한 경쟁력으로 한국 조선소의 컨테이너선 수요를 견인할 요인으로 기대된다.

한국의 LNG선 수주 후
남는 도크 여력은
한정적으로 선별 수주
가능할 전망

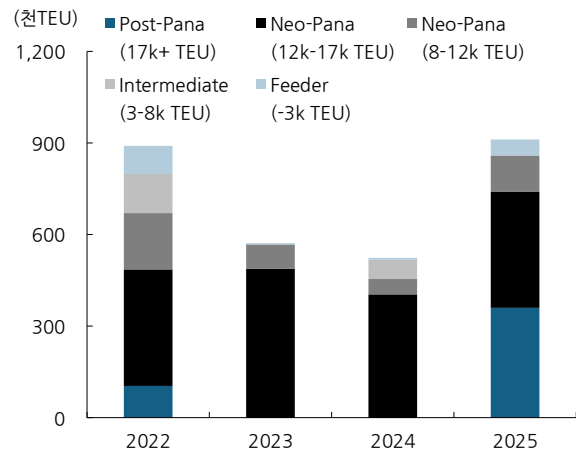
26년에도 글로벌 탭티어 컨테이너 선사들의 친환경 신조 발주세는 지속될 전망이다. 한국 조선사의 신규 수주도 네오파나막스급 친환경 컨테이너선을 중심으로 확대될 것으로 보인다. 26년에는 LNG선 신조 수주가 피크를 맞이할 것으로 예상되는 만큼 한국의 도크 여력은 한정적일 가능성이 높다. 이에 따른 고선가 중심의 선별 수주를 기대한다.

그림68 글로벌 컨테이너선 크기별 수주잔고 및 한국 비중



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림69 컨테이너선 크기별 국내 신규 수주량



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

IMO 규제 강화가 이끌 친환경선 사이클

친환경선 전환은 26년부터 본격화될 전망

26년 이후 친환경선
수요는 컨테이너선 이후 탱
커 및 벌크선으로 점진적
확대 기대

IMO(국제해사기구)는 2050년 탄소중립(Net Zero) 달성을 목표로 CII 및 EEXI 등 온실가스 감축 규제를 단계적으로 강화하고 있다. 초기에는 불명확한 패널티 구조로 인해 실제 선박 교체 수요가 제한적이었으나 최근 규제 강도가 높아지면서 선주들의 노후선박 교체 움직임이 본격화되고 있다. 특히 탱커선과 벌크선의 경우 평균 선령이 높고 연료 효율이 낮은 선박의 비중이 높아 향후 IMO의 감축 기준을 충족하기 위한 교체 압력이 가장 클 것으로 예상된다. 따라서 26년 이후 친환경선 수요는 컨테이너선을 넘어 탱커·벌크선 중심으로도 점진적 확산이 이뤄질 전망이다.

MEPC83으로 본격화된 GHG 규제

MEPC83에서 최초의 선박
탄소가격제 도입

25년 4월, IMO(국제해사기구)는 제83차 해양환경보호위원회(MEPC83)에서 선박 온실가스 감축을 위한 중기조치(Mid-term Measures) 규제를 공식 승인했다. 이번 규제의 핵심은 선박의 온실가스 집약도(GFI, Greenhouse Gas Fuel Intensity)를 측정해 28년부터 감축 수준에 따라 크레딧 또는 패널티를 부과하는 글로벌 탄소가격제를 도입하는 것이다.

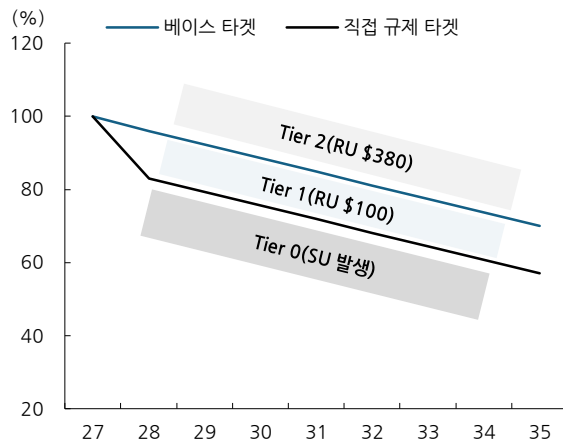
기준 충족 시 크레딧 제공
기준 미달 시 패널티 제공

GFI는 선박이 사용하는 연료 1MJ당 발생하는 온실가스(GHG)의 양으로 단위는 gCO₂eq/MJ을 사용한다. IMO는 08년 GFI를 기준으로 베이스(35년까지 30% 감축)와 다이렉트(35년까지 43% 감축) 두 가지 타겟을 제시했다. 크레딧/패널티 부과 케이스는 세 가지로 나뉘며 베이스와 다이렉트 모두 충족 못할 경우 최대 480달러/톤의 패널티(RU, Remedial Unit)가 부과된다. 반면 다이렉트까지 충족할 경우 크레딧(SU, Surplus Unit)을 수령할 수 있다. RU는 구매해서 상쇄하거나 SU를 통해 상쇄 가능하다.

최초의 금전적 제재로
친환경선 교체 사이클
가속화 기대

기존의 EEXI(Energy Efficiency Existing Ship Index)와 CII(Carbon Intensity Indicator) 규제는 기준 미달 시 운항 제한 등의 행정적 조치에 그쳤으며 금전적인 제재는 존재하지 않았다. 반면 이번 GFI 제도는 해운 최초의 금전적 제재를 포함한 글로벌 탄소가격제로 규제 강도를 한층 높인 조치라 할 수 있다. 이는 단순한 운항 규제가 아닌 경제적 인센티브 체계를 도입했다는 점에서 친환경선 교체 발주 사이클을 가속화하는 핵심 촉매 역할을 할 것으로 판단된다. 25년 10월 총회에서 채택이 1년 연기돼 26년 10월 채택될 경우 본 규제는 29년 상반기부터 시행돼 GFI 측정 후 30년부터 탄소세가 부과될 예정이다.

그림70 연간 GFI 감축률 가이드선



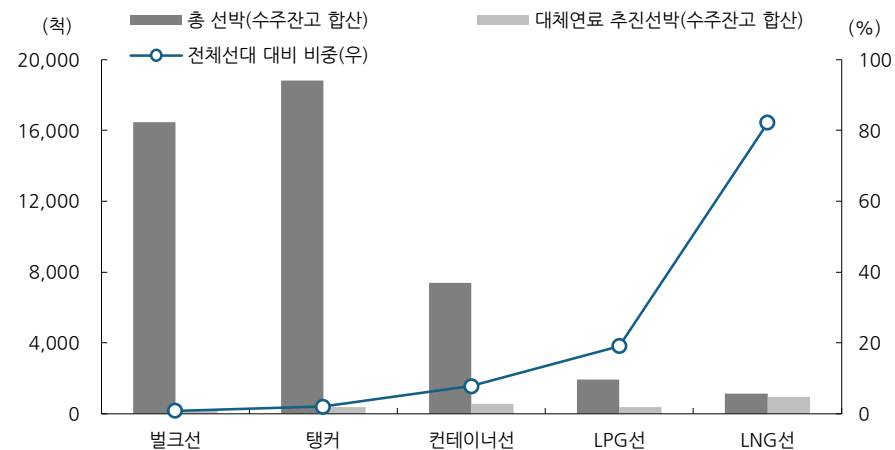
자료: DS투자증권 리서치센터

그림71 IMO 규제 타임라인

선박 환경규제		20	22	23	25
신조 선박	EEDI	Phase II (-20%)	Phase III (-30% ~ -50%) 컨테이너선/LNG선	Phase III (-30%) 유조선/벌크선	
	EEXI			선박 에너지 효율 검증 필요 (-15% ~ -50%) 400GT 이상 국제 항해 선박	
기존 선박	CCI			운항정보 기반 에너지 효율 평가 A~E 등급 부여 5000GT 이상 국제 항해 선박	

자료: IMO, DS투자증권 리서치센터

그림72 선종별 친환경선 전환율 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표22 MEPC83 이후 타임라인 정리

기간	내용
2027.03	공식적 규정 발효(즉시 행동 의무x)
2027.03~2027.04	MEPC 회의에서 연료 인증 제도(SFCS) 승인
3Q27	1. 연료 경로 인증 획득 2. SEEMP 개정안 제출 3. IMO GFI 레지스터 등록
2028.01~2028.12	연료 관련 데이터 수집 시작
2029.01	규정 준수 평가 및 경제적 조치(RU/SU) 시작 연도별 감축률 도입
2029.01~2029.03	선박이 GFI 실적, 규정 준수 여부, 연료 데이터 등을 보고
2029.04~2029.06	행정기관(Administration) 또는 RO(인증기관)에서 데이터 검증 및 GFI 레지스터에 업로드 수행
2029.07	선박이 준수 전략 선택 및 실행(예: SU 사용, RU 구매 등)
2029.08	GFI 레지스터에서 트랜잭션 내역을 요약한 정산서 발급
2029.09	행정기관/RO가 최종 검증 및 준수 확인서 발급 (규정준수 완료 시 Statement of Compliance 발급 / 미이행 시 벌금 확정)

자료: IMO, DS투자증권 리서치센터

26년부터 벌크선과 탱커선의 친환경선 수요 확대 전망

여전히 탱커 및 벌크선의
친환경선 전환률은
10~20%로 저조

현재 컨테이너선을 제외하면 주요 선종의 친환경선 전환률은 10~20%로 저조한 수준이다. 컨테이너선은 정기 운항 특성상 선속 조절을 통한 탄소배출 감축에 한계가 존재하며 기본적인 탄소 배출량이 높은 선종이기 때문에 친환경 연료 전환의 우선순위가 가장 높은 시장으로 평가된다. 이에 따라 21년 이후 글로벌 주요 선사들은 축적된 현금을 기반으로 신조 발주의 70% 이상을 친환경선으로 전환하고 있다.

연료 체계는 LNG연료로
단일화되는 중

연료 체계 또한 점차 단일화되는 흐름을 보이고 있다. 22~23년까지만 해도 LNG와 메탄올의 경쟁 구도가 형성되어 있었으나 24년 이후에는 LNG 연료 중심으로 명확한 우위가 형성되고 있다. 이는 LNG가 메탄올 대비 연료비 절감 효과가 크고 관련 인프라가 이미 글로벌 주요 항만에 구축되어 있어 규제 대응 효율성이 높기 때문이다. IMO 또한 LNG를 전환기 연료(Transition Fuel)로 공식 인정하면서 단기~중기 구간에서 LNG 추진선 발주세가 지속 강화될 가능성이 높다. 연료 선택지가 단일화됨에 따라 선주들의 신조 의사결정 부담이 줄어들어 친환경선 수요 전환을 가속화하는 긍정적 요인으로 작용하고 있다.

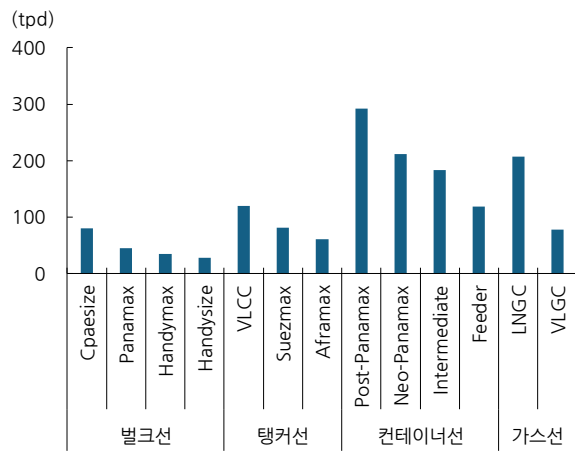
CII감축률 또한 26년부터
강화될 예정

한편, IMO의 강화된 탄소규제 또한 친환경선 전환 압력을 높이고 있다. CII감축률은 26년부터 연간 2.625%씩(기준 2%) 강화되며, 19년 대비 26년에는 11%의 탄소 감축 목표가 적용된다. 현재 기준으로 A~C 레이팅 비중은 탱커선 80%, 벌크선 61% 수준이지만 벌크선의 경우 27~28년에는 D~E 레이팅 선박이 전체의 50%를 초과할 전망으로 절반 이상의 선박이 제재 대상이 될 가능성이 높다. 이제는 본격적으로 친환경선 교체가 필요하다는 판단이다.

26년부터 벌크선 및
탱커선의 친환경선
교체도 활발해질 것

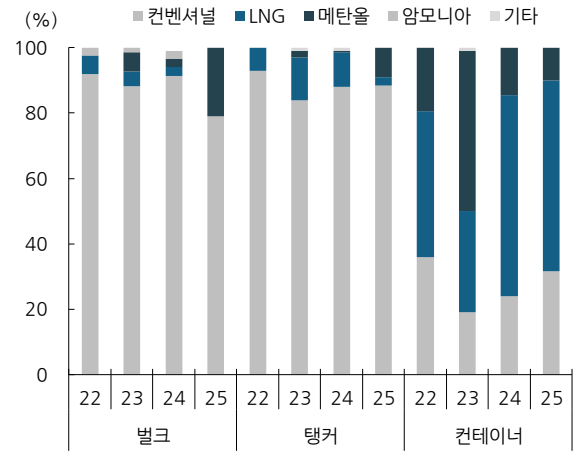
앞서 언급한 GFI 기반의 중기조치 규제 또한 이러한 흐름에 추가적인 가속도를 더할 전망이다. 실제로 MEPC83 이후 벌크선과 탱커선의 친환경선 신조 비중은 각각 전체 발주의 약 100%, 70% 수준으로 상승하며 수요가 나타나고 있다. 이에 따라 26년부터는 컨테이너선을 넘어 벌크선·탱커선 중심의 친환경선 신조 사이클이 본격화될 것으로 전망한다.

그림73 선종별 탄소배출량(2025년)



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림74 선종별 연간 신조 계약 중 친환경선 비중



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표23 선종별 C-레이팅 선박 수 추이 비교

선종	2025년 선박 수		2026년 선박 수		A-C 비중(%)		평균 레이팅	
	A-C	D-E	A-C	D-E	2025	2026	2025	2026
VLCC	745	163	669	239	82	74	C	C
Suezmax	653	34	562	125	95	82	C	C
Aframax	479	217	364	332	69	52	D	D
LR2	490	4	469	25	99	95	B	C
LR1/Panamax	450	1	450	1	100	100	C	C
MR/Handy	1,926	301	1,866	361	86	84	B	B
Oil Tankers	4,743	720	4,380	1,083	87	80	B	C
Capesize	1,102	946	960	1,088	54	47	C	C
Panamax	2,609	686	2,212	1,083	79	67	C	C
Handymax	3,156	1,260	2,810	1,606	71	64	C	C
Handysize	1,914	1,038	1,754	1,198	65	59	C	C
Bulk Carriers	8,781	3,930	7,736	4,975	69	61	C	C
Post-panamax	147	74	138	83	67	62	C	D
Neo-panamax	693	530	686	537	57	56	C	C
Intermed.	1,547	12	1,547	12	99	99	B	B
Feeder	3,388	-	3,387	1	100	100	B	B
Containerships	5,775	616	5,758	633	90	90	B	B
LNG Carriers	452	255	440	267	64	62	C	C
VLGC	380	61	365	76	86	83	B	B

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

주1: 단, 현재 Fleet 기준(수주잔고 포함)

조선업 관련 IMO 규제 지수 정리

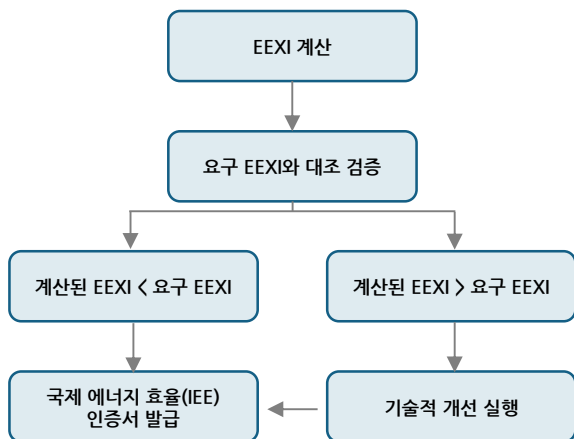
EEEXI는 규제 기준 충족 시
IEEC 발급받게 되며
이 증서가 비치되어야만
선박 운항 가능

EEEXI(선박에너지효율지수)는 일정한 화물을 일정 속도로 운송할 때 CO2 배출량을 선박의 제원을 활용하여 운항 전에 산출한 지수로 400톤 이상 선박에 적용된다. 선사들은 23년 1월 1일 이후 도래하는 첫 번째 선박 검사일까지 EEEXI 규제 충족 여부를 선박 검사기관으로부터 검증받아야 한다. 규제 기준 충족 시 국제에너지효율증서(International Energy Efficiency Certificate, IEEC)를 발급받게 되며 23년부터는 이 증서를 선내 비치해야만 선박 운항이 가능하다. 규제 미충족시에는 규제 기준을 충족시킨 후 IEEC를 재발급받아야 한다. EEEXI 규제기준은 감축률에 기초하여 단계적으로 강화되며 1999년부터 2009년까지 건조된 선박의 에너지효율 평균값을 기준으로 24년까지 20%, 25년부터는 30%의 감축률을 적용한다.

CII는 3년 연속 D등급, 1년
이상 E등급 시 SEEMP
수립 전 까지 운항 제한

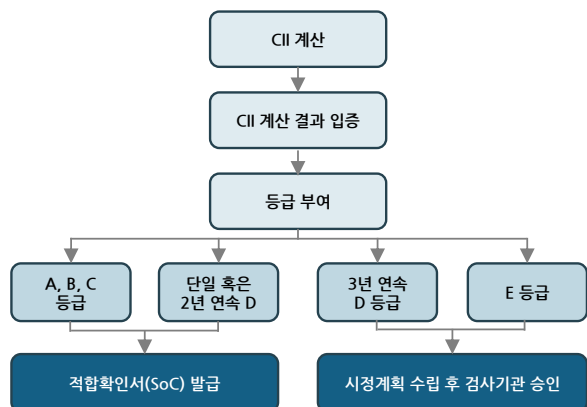
CII(Carbon Intensity Indicator, 선박탄소집약도지수)는 연료 사용량, 운항 거리 등 선박의 운항 정보를 활용해 화물 1톤을 1해리 운송하는 데 배출되는 이산화탄소량을 계산한 값이다. EEEXI가 선박 운항 전에 산출한다면 CII는 운항 후에 산출하는 점에서 차이가 있다. 선박이 얼마나 효율적으로 운항되고 있는지를 평가하기 위한 핵심지표로 모든 선박은 24년부터 매년 CII를 산출해야 한다. 5,000톤 이상 선박을 대상으로 실제 연간 연료 사용량과 운항 거리를 기반으로 계산하며 해당 기간 선박에 요구되는 CII 허용값 대비 달성 값에 따라 A부터 E까지 총 5단계의 등급이 부여된다. 3년 연속 D등급 혹은 1년 이상 E등급을 받은 선박은 에너지효율개선계획(SEEMP, Ship Energy Efficiency Management Plan)을 수립하고 타당성 승인을 받기 전까지 운항이 제한된다. CII 감축률은 19년 기준으로 23년 5%를 시작으로 26년까지 매년 2%pt 상승하며(24년 7%, 25년 9%, 26년 11%) 27년 이후엔 매년 2.625%pt 상승한다.

그림75 EEEXI 규제 정리



자료: IMO, DS투자증권 리서치센터

그림76 CII 규제 정리



자료: IMO, DS투자증권 리서치센터

증익 사이클은 이어질 전망

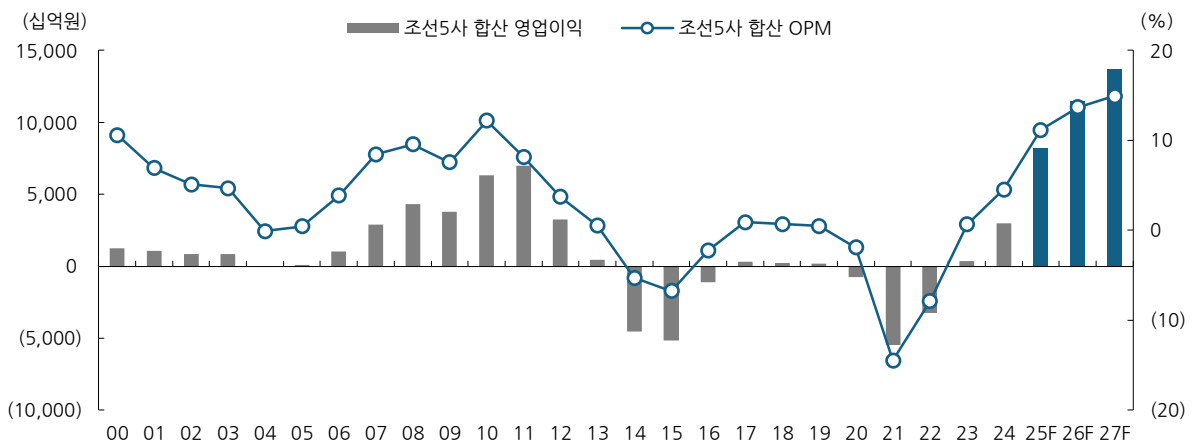
높은 수준의 실적 개선세는 지속될 것

26년 조선 5사 합산 영업이익 11.5조원으로 역대 최고 실적 달성 전망

26년 조선 5사 합산
실적은 역대 최대 실적
달성 전망

국내 주요 조선사들은 25년 2분기 10%의 영업이익률을 기록하며 가파른 수익성 개선세를 이어가고 있다. 2026년에도 높은 수준의 실적 개선 흐름은 지속될 전망으로 조선 5사 합산 영업이익 11조원과 영업이익률 12.9%를 전망한다. 이는 1) 고마진 선종(LNG선, 컨테이너선) 비중 확대, 2) 23~24년 수주한 고선가 물량의 매출 반영 확대, 3) 인력 생산성 개선과 후판 가격 안정화에 따른 비용 구조 안정에 기인한다.

그림77 국내 조선 5사 합산 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



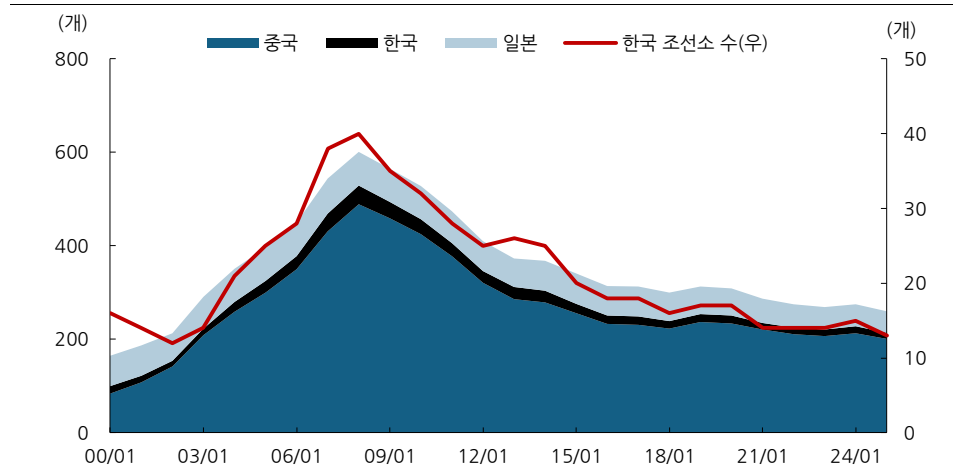
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 25년 이후 전망치는 당사 추정치 기준

고마진 선종 비중은 80~90%로 높은 수준 유지될 것

국내 조선소의 생산 능력이
낮아지며 고부가가치 선종
중심의 선별 수주로
수익성 위주 사업 영위

08년 글로벌 금융위기 이후 무리한 설비(CAPA) 증설과 신규 수주의 부진이 겹치면서 전 세계 다수의 조선사들이 파산하거나 구조조정을 단행했다. 그 결과 신조 계약을 한 건이라도 체결한 글로벌 조선소 수는 08년 794개에서 24년 314개로 급감했다. 국내의 경우에도 과거의 30% 수준인 11개 조선소만이 실제 선박을 건조 중이다. 이 과정에서 인력이 대거 이탈하면서 국내 조선소들의 생산 능력은 과거 슈퍼 사이클 대비 낮아진 상태다. 다만 국내 조선사들은 세계 최고 수준의 가스선 건조 기술력을 바탕으로 대량 수주 경쟁보다는 고부가가치 선종(LNG선, 컨테이너선) 중심의 선별 수주 전략을 통해 수익성 위주의 사업 구조로 전환하고 있다.

그림78 국가별 조선소(한 척이라도 수주한) 수 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

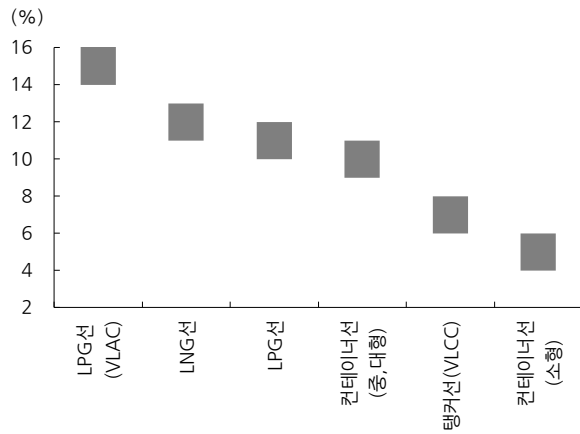
25년 인도 기준 고마진
선종 비중은 약 90%까지
상승

국내 조선사들의 고마진 선종 비중은 22~24년 진행된 카타르발 대규모 LNG선 프로젝트와 컨테이너선의 친환경 교체 수요를 계기로 본격적으로 확대되었다. 이에 따라 25년 인도 기준 고마진 선종 비중은 약 93%까지 상승했으며 특히 LNG선 비중은 전체의 60%를 차지하며 07년 대비 두 배 이상 증가했다. LNG선은 선가 수준과 원가 구조에 따라 영업이익률이 10~20%까지 가능해 국내 조선사 수익성을 견인하는 핵심 선종으로 평가된다. 실제로 25년 주요 조선사들의 매출에서 LNG선이 차지하는 비중은 약 60%에 달하며 실적 개선의 가장 큰 동력으로 작용하고 있다.

26년에도 LNG선
컨테이너선의 수주 강세
지속으로 이익 성장세
지속될 것

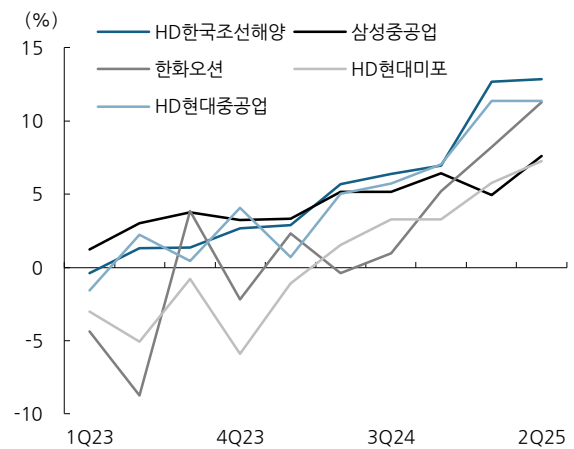
컨테이너선은 LNG선 대비 마진율은 낮지만 건조 기간이 짧고 도크 운영 효율성이 높다는 점에서 조선소 생산성 측면에서 매우 중요하다. 따라서 LNG선과 컨테이너선의 적절한 수주 믹스는 외형 성장과 수익성 제고를 동시에 달성하는 핵심 요인으로 작용하고 있다. 26년에도 LNG선 및 컨테이너선 중심의 수주 강세가 지속될 전망이다. 국내 조선사들은 고마진 선종 중심의 선별 수주 전략을 통해 안정적인 이익 성장세를 예상한다(세부 근거는 [선종별 수주 전망]에서 기술).

그림79 선종별 영업이익률 추정(25년 3분기 선거 기준)



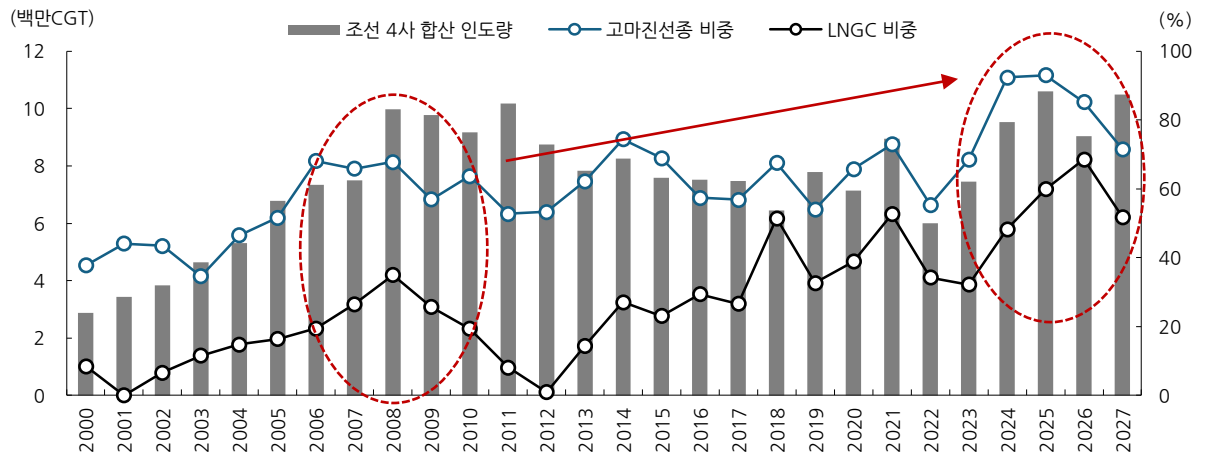
자료: DS투자증권 리서치센터

그림80 조선사 분기별 실적 상승 추세



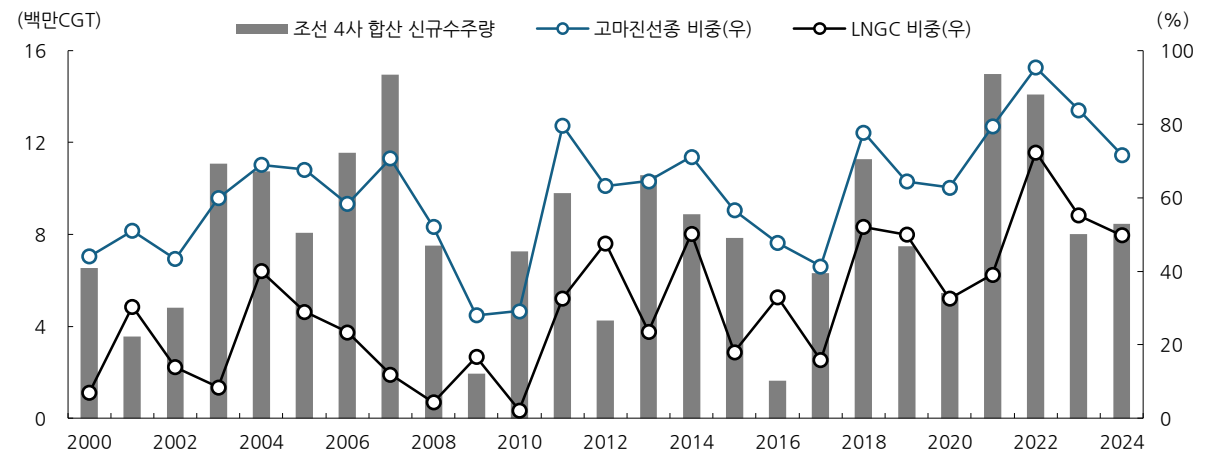
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림81 국내 조선 4사 합산 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



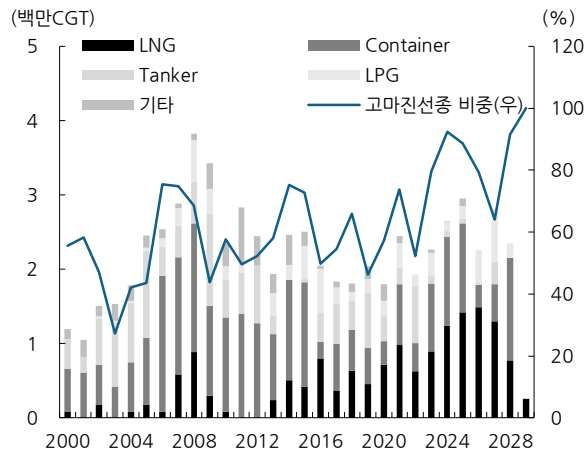
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 현대미포는 LNG선을 건조하지 않으므로 제외

그림82 국내 조선 4사 합산 연도별 수주량 및 고마진 선종 비중 추이



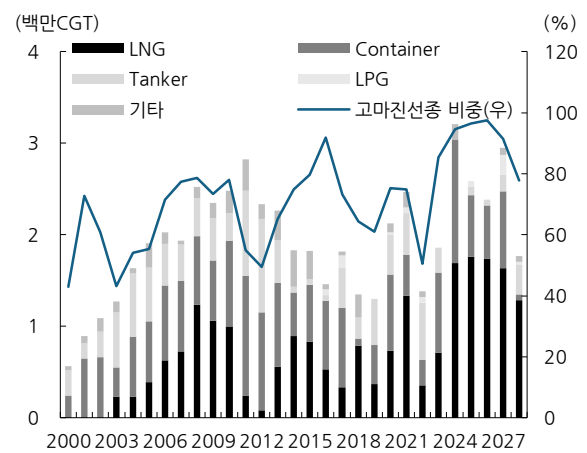
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 현대미포는 LNG선을 건조하지 않으므로 제외

그림83 현대중공업 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



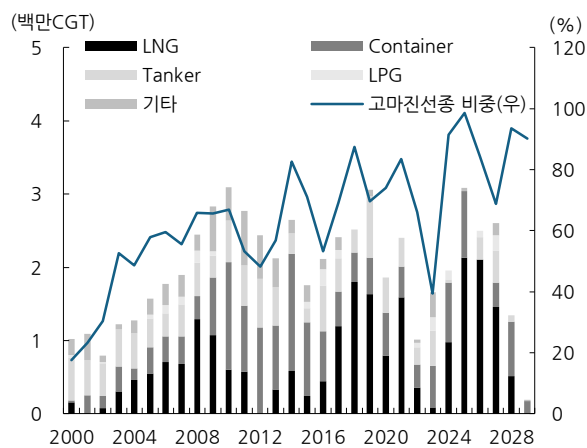
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림84 삼성중공업 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



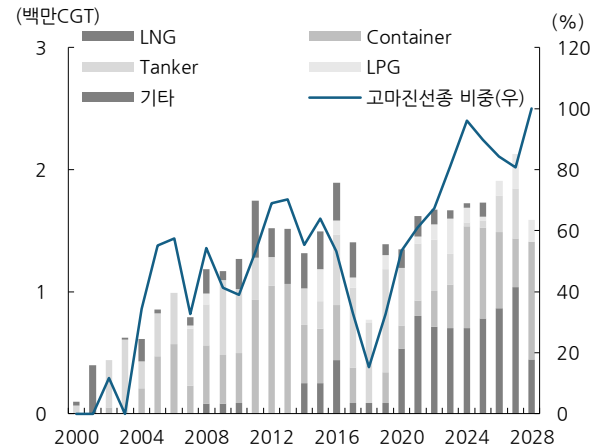
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림85 한화오션 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림86 현대상호 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

26년부터 23년 이후 수주한 고가 및 초고가 물량 비중이 확대될 예정

22년 → 23년 → 24년
으로 갈수록 신조선가는
가파르게 상승

26년부터는 23년 이후 계약한 고선가 수주 물량의 매출 인식이 본격화될 전망이다. 선가는 조선사의 매출과 영업이익을 동시에 결정짓는 핵심 지표로 원가와 환율이 동일하다고 가정할 경우 선가 상승은 곧바로 영업이익률 개선으로 이어진다. 글로벌 신조선가는 22년 159pt에서 23년 170pt, 24년 186pt로 가파른 상승세를 기록했다. 25년에는 일시적인 조정이 예상되지만 여전히 고선가 기조는 유지되고 있다.

23년 이후 수주 물량 비중

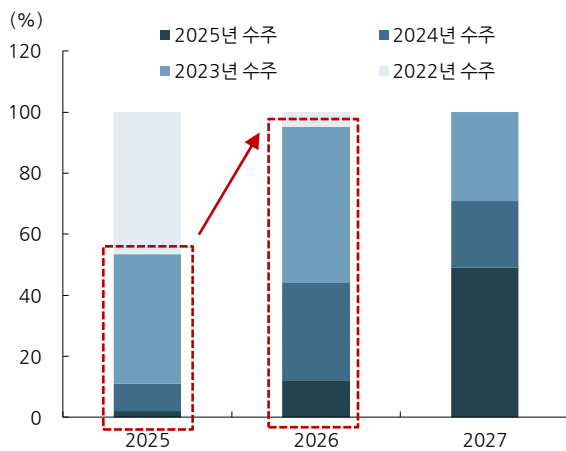
한화오션: 86%

현대중공업: 92%

삼성중공업: 86%

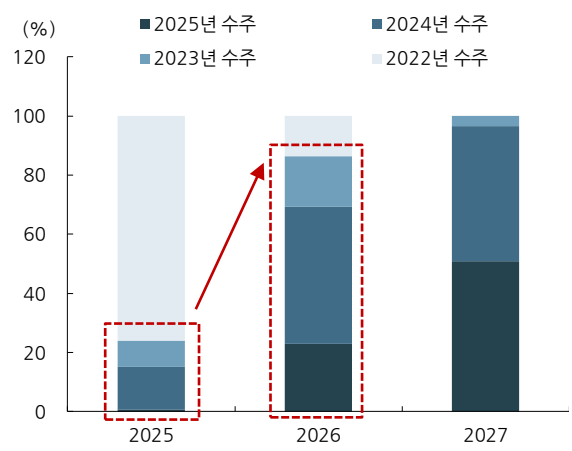
25년은 22년 수주 물량의 인식 비중이 50% 이상을 차지하며 선가 상승보다는 비용 효율화 중심의 수익성 개선이 이루어진 시기였다. 반면 26년부터는 23년 이후 고선가 수주 물량의 반영이 확대되면서 단가 상승 효과가 본격화될 전망이다. 당사 추정에 따르면 26년 매출에서 23년 이후 수주 물량이 차지하는 비중은 한화오션 86%, 현대중공업 92%, 삼성중공업 86% 수준으로 예상된다. 이에 따라 고가 수주 물량의 인식 확대와 고부가가치 선종 믹스 효과가 맞물리며 국내 조선사들의 매출 및 이익 레벨은 동반 상승세를 나타낼 것으로 전망한다.

그림87 현대중공업 연도별 인도 선박 비중



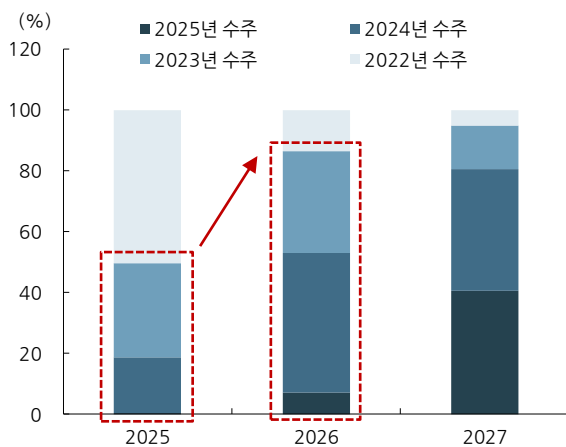
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림88 한화오션 연도별 인도 선박 비중



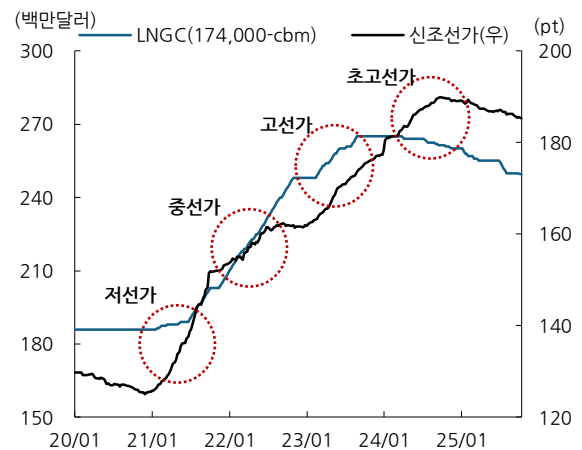
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림89 삼성중공업 연도별 인도 선박 비중



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림90 신조선가 및 LNG선 선가 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

카타르 물량 비중은 서서히 해소될 전망

카타르 발주 LNG선은
시장가 대비 5~15%
낮은 수준

국내 조선 3사는 22~24년 두 차례에 걸쳐 카타르로부터 총 98척의 LNG선을 수주했다(한화오션 31척, 현대중공업 34척, 삼성중공업 33척). 대규모 LNG선 수주를 확보했다는 점은 긍정적이지만 계약 단가는 시장가 대비 5~15% 낮은 수준이었다. 이는 2020년에 체결된 수주약정서(DOA, Delivery Order Agreement)의 영향으로 당시 기준 선가로 계약이 확정되었기 때문이다.

반복건조에 따른
생산 효율성 개선으로
예상 대비 마진 확대

다만 고무적인 점은 대량 물량을 기반으로 한 반복 건조 효과가 본격화되면서 생산 효율성이 개선되고 있다는 것이다. 실제로 25년 2분기 기준 카타르 1차 물량의 영업 이익률은 계약 당시 BEP 수준으로 예상됐던 것과 달리 현재는 미드 싱글(5%대 중반) 이상의 마진을 기록하고 있다.

카타르 1차 물량 비중
축소에 따라 LNG선
매출 반영 선가는 확대

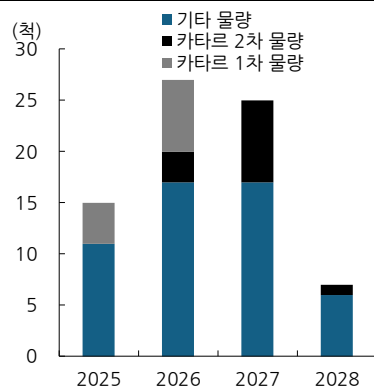
반복 건조 효과에 따른 수익성 개선 흐름은 26년에도 지속될 전망이다. 특히 26년부터는 카타르 2차 물량(약 230만 달러)의 인도 비중이 확대되면서 1차 물량 비중이 점차 축소될 예정이다. 이에 따라 LNG선 전체 평균 선가가 상승할 것으로 예상되며 국내 조선사의 수익성 개선 폭도 확대될 전망이다.

표24 카타르 물량 계약 현황

기업	선종	척 수	계약일	종료일	계약선가	당시 선가	할인율	진행여부
한화오션	LNG선	4	2022-06-05	2025-02-14	214.5	229.0	6.8	1차
	LNG선	7	2022-09-05	2026-02-27	214.5	240.0	11.9	1차
	LNG선	2	2022-09-21	2026-07-16	214.5	241.0	12.4	1차
	LNG선	4	2022-09-30	2026-10-30	214.9	244.0	13.5	1차
	LNG선	2	2022-09-30	2026-05-29	214.9	244.0	13.5	1차
	LNG선	8	2024-03-24	2028-01-31	229.9	265.0	15.3	2차
	LNG선	4	2024-04-01	2027-08-13	229.9	264.0	14.8	2차
HD현대	LNG선	2	2022-06-03	2025-06-30	214.8	229.0	6.6	1차
	LNG선	8	2022-07-06	2026-11-16	214.9	233.0	8.4	1차
	LNG선	7	2022-08-09	2026-12-16	214.9	237.0	10.3	1차
	LNG선	17	2023-10-25	2029-09-15	229.8	265.0	15.3	2차
삼성중공업	LNG선	12	2022-06-21	2026-07-16	214.9	229.0	6.6	1차
	LNG선	2	2022-06-21	2024-12-31	214.6	229.0	6.7	1차
	LNG선	2	2022-09-05	2025-09-16	214.9	240.0	11.7	1차
	LNG선	2	2022-09-05	2025-03-17	214.6	240.0	11.9	1차
	LNG선	15	2024-02-05	2028-10-16	230.0	265.0	15.2	2차

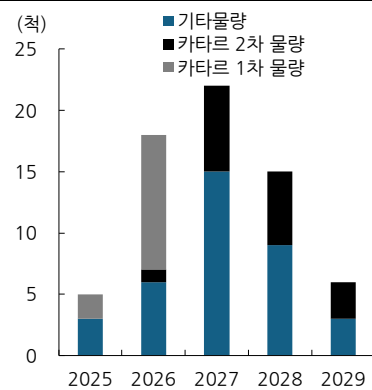
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림91 한화오션 연도별 LNG선 인도량



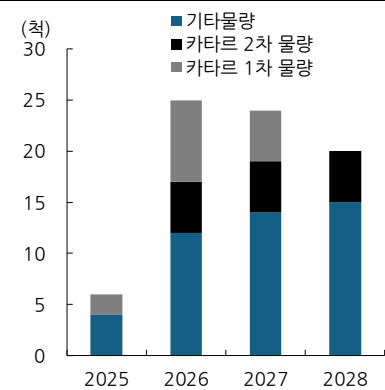
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림92 현대중공업 연도별 LNG선 인도량



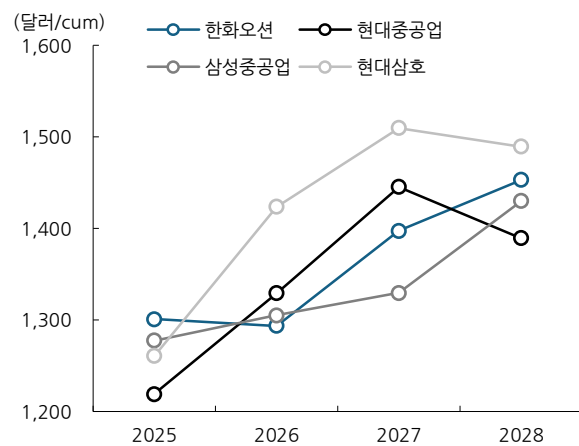
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림93 삼성중공업 연도별 LNG선 인도량



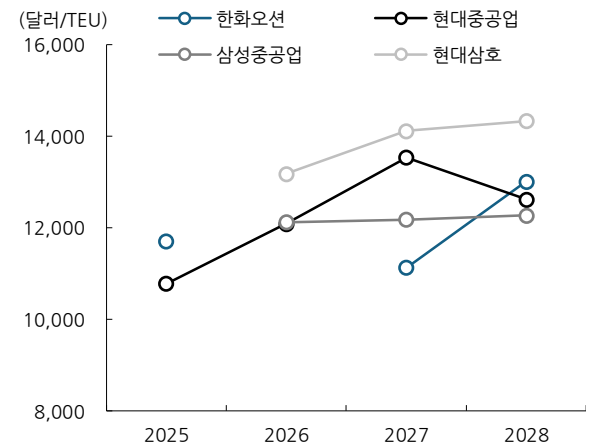
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림94 조선사별 LNG선 연가 인도 단가 추이



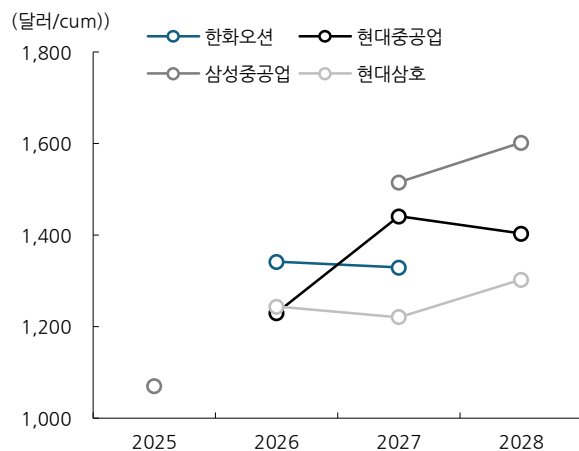
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림95 조선사별 컨테이너선 연가 인도 단가 추이



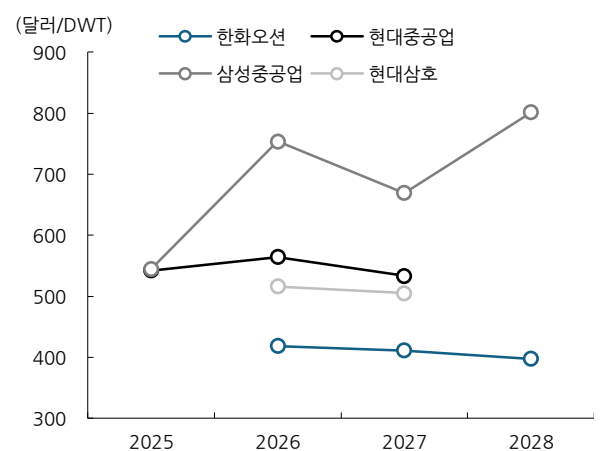
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림96 조선사별 LPG선 연가 인도 단가 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림97 조선사별 탱커선 연가 인도 단가 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

리스크 및 비용 점검

인력 부족은 점차 해소돼 가는 중

지체배상금 리스크
회피를 위해 숙련 인력
확보가 핵심

인력은 조선업 경쟁력의 핵심 요소 중 하나다. 선박 건조는 고도의 숙련 기술과 장기간의 공정을 필요로 하기 때문에 숙련 인력의 확보 여부가 납기 준수와 수익성에 직접적인 영향을 미친다. 수주 계약 후 예정된 납기일까지 선박을 인도하지 못할 경우 조선사는 선주에게 지체배상금(LD, Liquidated Damages)을 지급해야 한다. 통상 한 달의 유예기간이 존재하지만 LNG선 기준으로는 하루 지연 시 약 7~8만 달러의 LD가 발생해 인도 지연이 수익성에 미치는 영향은 상당하다.

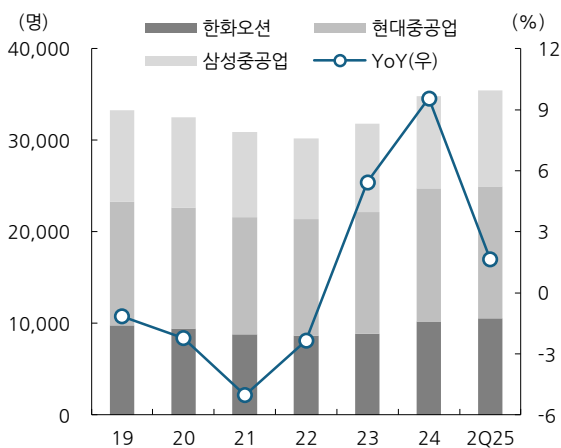
인력 부족은 외국인
근로자 확대 정책으로
해결 중

국내 조선업은 08년 글로벌 금융위기 이후 장기간의 구조조정을 거치며 인력 이탈이 지속되었고 그 결과 인력 부족이 산업 전반의 리스크 요인으로 부상했다. 실제로 22년 조선3사의 합산 임직원 수는 30,168명으로 10년만 최저 수준을 기록했다. 다만 23년 이후 정부가 E-7 비자 제도를 확대하고 기업당 외국인 근로자 상한을 상향 조정하는 등 외국인 인력 유입 확대 정책을 본격화하면서 인력 수급 환경은 점차 개선되고 있다. 그 결과 23년 조선업 외국인 근로자 수는 가파르게 성장했으며 현재 조선3사 모두 최대 외국인 근로자 비중 20%를 유지 중이다.

외국인 근로자의
생산성은 점차 개선될 전망

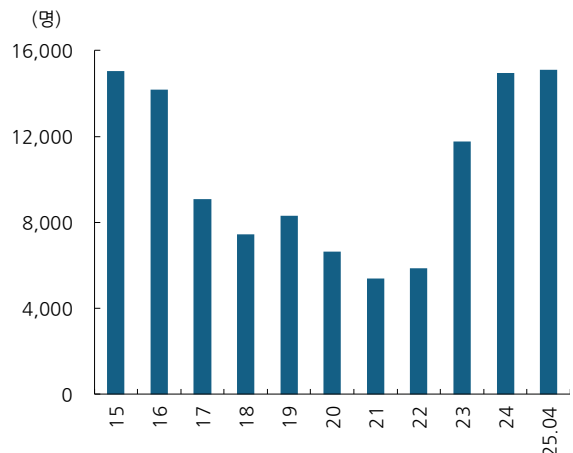
외국인 근로자의 생산성은 23년 기준 국내 근로자의 30%에서 25년 50%까지 올라 오며 점차 개선되고 있다. 이러한 생산성 개선은 주요 조선사들의 영업이익률 상승세를 통해 일부 확인되고 있으며 26년에도 근로자 숙련도 개선에 따른 수익성 확대는 지속될 전망이다.

그림98 조선3사 연도별 인력 추이



자료: DART, DS투자증권 리서치센터

그림99 거제시 등록외국인 추이



자료: 한국조선해양플랜트협회, DS투자증권 리서치센터

후판 가격 및 환율도 안정화 기대

후판가격은 원가의
20~30%를 차지
가격 상승시 수익성 훼손
가능성 확대

선박 계약 시 조선사는 예상 원가를 기반으로 목표 이익률을 산출해 선가 협상을 진행한다. 이 중 후판은 전체 원가의 약 20~30%(LNG선 10%, 컨테이너선 20%, 탱커선 30%)를 차지하는 핵심 원자재로 가격 변동성이 조선사 수익성에 미치는 영향이 매우 크다. 21년에는 글로벌 원자재 가격 급등과 함께 후판 가격이 급등하면서 국내 주요 조선사들이 합산 약 5.5조 원의 영업손실을 기록하기도 했다.

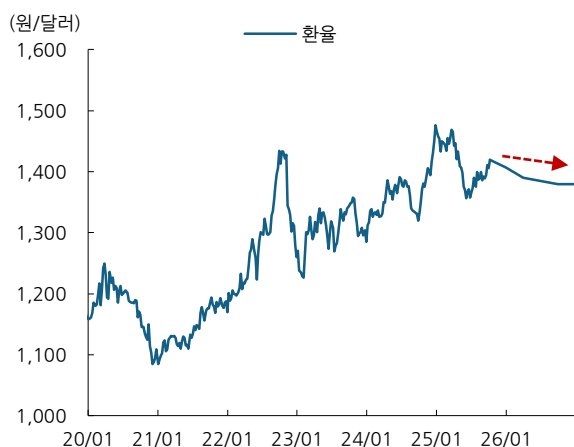
후판 가격은 안정화 추세가
유지되며 원가 리스크는
제한적으로 판단

현재 후판 가격은 21년 고점 대비 약 40% 하락한 톤당 580달러 수준으로 안정화된 상태다. 하반기 후판 가격 협상 또한 중국의 디플레이션 지속과 유럽 철강 관세에 따른 수요 감소에 따라 좋은 조건으로 마무리될 예정이다. 26~27년 선박 착공 물량이 본격화되면서 일시적인 수요 확대와 가격 상승 압력이 발생할 가능성은 있으나 현시점에서는 공급자 우위의 시장 구조가 유지될 전망이다. 이에 따라 조선사들은 후판 가격 상승분의 대부분을 선가 인상에 전가할 수 있을 것으로 예상되며 원가 리스크는 제한적일 것으로 판단된다.

환율 또한 고환율 기조
지속에 따라 환차익
수혜 기대 가능

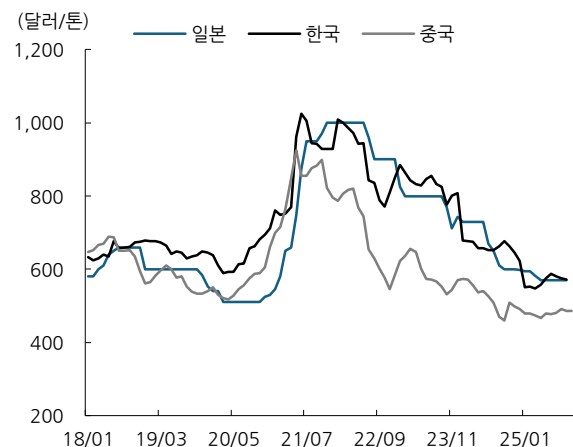
환율 또한 조선소에게 우호적일 전망이다. 조선사 대부분이 70% 이상 환헷지 전략을 펼치기 때문에 영향 자체가 크진 않지만 매출의 수치가 높은 만큼 수익성에는 어느 정도 영향을 미치는 편이다. 26년부터 22년 수주의 매출 비중은 크게 줄어들기 때문에 22년 고환율 수주분에 대한 리스크는 크지 않다. 또한 23년 수주 물량부터는 지금과 같은 고환율 기조가 유지된다면 조선사의 수익성에 기여가 가능할 전망이다. 실제로 당사에서 추정하는 26년 환율 밴드는 1,380~1,400원/달러 수준으로 고환율 기조 지속에 따른 환차익 확대도 기대해 볼만하다.

그림100 원/달러 환율 추이 및 전망



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림101 국가별 후판가 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

✓ 삼성중공업 010140	_58
LNG 시대의 최대 수혜자	
· 한화오션 042660	_66
MASGA 선봉 대장	
· HD현대중공업 329180	_73
올라운더 조선사로 도약	
· HD한국조선해양 009540	_78
잘 키운 자식 하나, 둘, 셋이나?	
· HD현대미포 010620	_83
LNG벙커링선이 온다	



삼성중공업

010140

LNG 시대의 최대 수혜자

김대성 조선
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.11.03

매수(신규)

목표주가(신규)	39,000원
현재주가(10/31)	29,550원
상승여력	32.0%

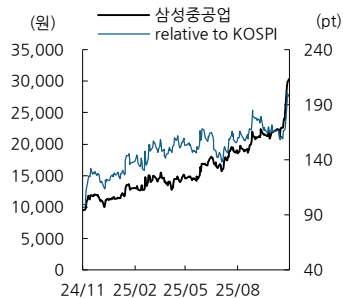
Stock Data

KOSPI	4,107.5pt
시가총액(보통주)	26,004십억원
발행주식수	880,000천주
액면가	1,000원
자본금	880십억원
60일 평균거래량	6,565천주
60일 평균거래대금	149,076백만원
외국인 지분율	31.8%
52주 최고가	32,500원
52주 최저가	9,330원
주요주주	
삼성전자(외 8인)	20.9%
국민연금공단(외 1인)	8.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	34.9	15.0
3M	55.2	28.6
6M	102.8	42.2

주가차트



명실상부 글로벌 FLNG 탑 플레이어

동사는 독보적인 기술력으로 글로벌 FLNG 16기 중 5기(수주 잔고 포함)를 수주 하며 동종사 대비 압도적 레퍼런스를 확보하고 있다. 현재 두 기의 FLNG 수주 잔고에 더해 25년 2기(Coral North항, Delfin항), 26년 2기(웨스턴항, 골라항) 물량까지 수주 시 총 수주잔고는 6기로 계약금액은 110억 달러에 근접할 전망이다. FLNG는 LNG에 근접한 고마진 해양 플랜트이며 체인지 오더까지 감안하면 이익률 상방은 더 높게 열려있다. 사실상 LNG선 44척(현재 선가 기준)을 수주 한 것과 다른 없는 효과다. 현재 예정된 FLNG 기반 LNG 프로젝트는 총 27개로 26년 이후 수요도 충분한 상황이다. LNG 시대가 도래하며 동사의 LNG선 수주강제와 맞물려 탑라인 및 수익성의 높은 성장을 기대한다.

고선가+FLNG 매출 확대는 26년 이후까지 지속될 전망

2025년 매출액 10.8조원(+9.0% 이하 YoY) 영업이익 8,690억원(+72.9% YoY, OPM 8.1%)을 전망한다. 고선가 매출 비중 증가와 Cedar FLNG 생산 착수에 따른 해양플랜트 매출 확대가 주요하다. 22년 이전의 저가 수주 물량 매출 비중은 1Q: 80% → 4Q: 30%로 큰 폭으로 축소될 전망이다. 해양플랜트는 2분기부터 Cedar FLNG의 생산이 시작되며 전체 매출 비중의 25%까지 확대될 예정이다. 26년에도 고선가(23년 이후 수주 물량) 매출 비중 증가(25년 51% → 26년 83%)와 함께 FLNG 매출(총 4기 인식) 확대는 지속될 전망이다.

목표주가 39,000원, 투자 의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 39,000원, 투자 의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 27F BPS 8,688원에 Target P/B 4.4배를 적용해 산출했다. Target P/B는 07년 증익사이클의 조선 3사 평균 P/B를 적용해 산출했다. 동사는 미국 MASGA에 대응해 미국 조선소와 협력 방안을 적극적으로 모색 중으로 타조선사와 밸류에이션 격차는 충분히 줄여 나갈 수 있다는 판단이다. 또한 20척의 LNG선 생산능력과 글로벌 최대 FLNG 건조 역량을 보유해 다가올 LNG 사이클의 최대 수혜주로 판단한다. 이에 근거해 업종 내 최선호주로 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,694	13,303	15,515
영업이익	233	503	869	1,631	2,253
영업이익률(%)	2.9	5.1	8.1	12.3	14.5
세전이익	-296	-316	862	1,960	2,590
지배주주지분순이익	-148	64	395	1,489	1,968
EPS(원)	-168	73	448	1,693	2,237
증감률(%)	적지	흑전	517.6	277.5	32.1
ROE(%)	-4.2	1.8	9.9	30.2	29.5
PER(배)	-46.0	155.7	65.9	17.5	13.2
PBR(배)	2.0	2.6	6.2	4.6	3.4
EV/EBITDA(배)	19.7	16.9	24.2	13.9	9.9

자료: 삼성중공업, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

본격적으로 개화하는 FLNG

FLNG 기반 LNG 프로젝트는 총 27개로 역대 최대 규모

FLNG는 육상플랜트 대비
소규모 용량 효율성이 좋아
수요가 늘어나는 중

FLNG(Floating LNG)는 해상에서 천연가스를 액화·저장·선적까지 수행하는 부유식 액화 설비로 육상 터미널 대비 인허가부지 제약이 낮고 모듈화로 비용 절감이 가능하다는 장점이 있다. 또한, 기존 육상플랜트에선 높은 비용 대비 낮은 효율로 시추하지 않았던 소규모 해상가스전에 대한 개발도 가능해 최근 그 수요는 늘어나고 있는 추세다. 현재 상업 운영 중인 FLNG는 8기에 불과하지만 수주잔고를 포함하면 가동 예정 물량은 13기까지 늘어날 전망이다.

현재 LNG프로젝트 기준
27개 FLNG 기반으로
역대 최대 규모

더 주목할 점은 파이프라인이다. 제안 및 FEED 단계만 합쳐도 27개(제안 23, FEED 4)로 역대 최대 규모를 형성하고 있다. 즉 일부가 FID에 도달하지 못하더라도 기존 대비 최소 2배 이상의 FLNG가 시장에 추가될 가능성이 높다. FLNG 한 기당 가격은 대략 15억~25억 달러 수준으로 이익률 또한 높기 때문에 1기 수주 시 LNG운반선 6~10척을 수주하는 것과 비슷한 임팩트를 낼 수 있다. 따라서 FLNG 수주 확대는 파이프라인과 수익성을 동시에 끌어올리는 핵심 요소가 될 수 있다.

표25 제안/Feed 단계 FLNG 기반 LNG프로젝트 현황

국가	프로젝트명	수출용량(mpta)	단계	예상 가동 시점
Nigeria	Niger Delta (FLNG)	1.0	PRO	2028
Papua N. Guinea	Kumul (FLNG)	1.5	PRO	2028
Senegal	Tortue West Ahmeyim 3 (FLNG)	2.0	PRO	2028
United States	AGP USA (FLNG)	7.2	PRO	2028
Nigeria	Yoho (FLNG)	2.1	PRO	2029
Senegal	Tortue West Ahmeyim 4 (FLNG)	2.0	PRO	2029
Argentina	Argentina LNG Phase 3 (FLNG 1)	6.0	PRO	2031
Argentina	Argentina LNG Phase 3 (FLNG 2)	6.0	PRO	2031
Mozambique	Coral North (FLNG)	3.4	PRO	2031
Nigeria	Nigeria Transoceanic (FLNG)	3.0	PRO	2032
United States	Port Delfin 2 (FLNG)	4.4	PRO	2032
Australia	Equus (FLNG)	2.0	PRO	2033
Canada	Placentia Bay (FLNG)	3.5	PRO	2033
Nigeria	Yoho 2 (FLNG)	2.5	PRO	2033
United States	Avocet 2 (FLNG)	4.0	PRO	2033
United States	Port Delfin 3 (FLNG)	4.4	PRO	2033
Canada	Grassy Point (FLNG)	2.5	PRO	2034
Indonesia	Madura FLNG	3.5	PRO	2034
Namibia	Venus (FLNG)	3.5	PRO	2035
Nigeria	Niger Delta FLNG 2	1.0	PRO	2035
Suriname	Suriname Block 52 (FLNG)	3.5	PRO	2035
Canada	Ksi Lisims (FLNG 2)	6.0	PRO	2036
United States	Avocet 1 (FLNG)	4.0	PRO	2036
Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.0	FEED	2029
United States	Port Delfin 1 (FLNG)	4.4	FEED	2029
Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.0	FEED	2034
Israel	Leviathan (FLNG)	4.5	FEED	2033

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

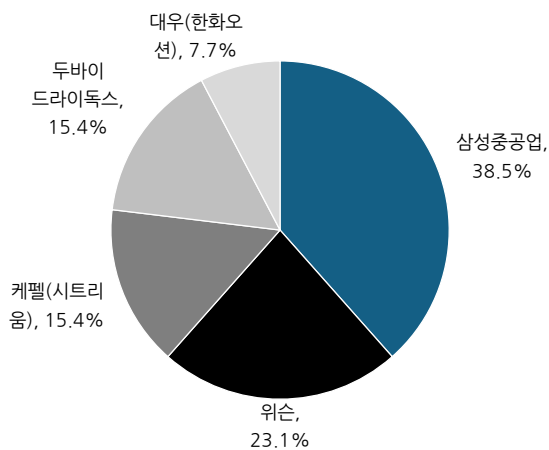
국내 점유율은 약 46%로 더 확대될 예정

국내 점유율은 46%

삼성중공업 점유율은 39%

현재 기준 국내 점유율은 약 46% (삼성중공업 5기, 한화오션 1기)다. FLNG는 LNG 기술 바탕의 해양플랜트인 만큼 멤브레인 탱크, BOG 처리 등에서 높은 기술력과 신뢰가 요구된다. 이에 따라 독보적인 LNG선 건조 기술을 보유한 한국이 강점을 보여왔고 특히 삼성중공업이 압도적인 레퍼런스를 보유하고 있다. 2025년에 들어서며 글로벌 FLNG 수주 점유율 2위인 위스조선소가 러시아 Arctic LNG-2 관련 EPC 참여로 미국 제재를 받아 수주 입찰에서 우위를 확보하기 어려운 국면이다. 경쟁 구도가 재편되는 사이에 국내 업체로 수요가 더 쏠릴 여지는 충분하다.

그림102 FLNG 글로벌 점유율 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림103 FLNG 및 육상 플랜트 비교

	육상 플랜트	FLNG
건설	현지 제작 및 설치	조선소 건조 후 이동
파이프라인	필요	불필요
이동성	불가	가능
대상가스전	대규모	소~대규모 커버

자료: DS투자증권 리서치센터

표26 글로벌 FLNG 및 수주잔고 현황

이름	빌더	고객사	용량(mpta)	계약일	인도일
Amigo FLNG	Drydocks World Dubai	LNG Alliance	2.0	2025-08	2028-06
Amigo FLNG	Drydocks World Dubai	LNG Alliance	2.0	2025-08	2028-06
Alam Guyub	Wison (Nantong)	Layar Nusantara	1.0	2024-06	2026-06
Cedar FLNG	Samsung HI	Cedar LNG Partners	3.0	2024-04	2028-02
PFLNG Tiga	Samsung HI	Petronas Carigali	2.0	2022-12	2027-08
Nguya FLNG	Wison (Nantong)	Eni Congo	2.0	2022-12	2025-08
Coral Sul FLNG	Samsung HI	Eni	3.0	2017-06	2021-11
PFLNG Dua	Samsung HI	Petronas Carigali	1.0	2014-02	2020-02
Prelude	Samsung HI	Shell PLC	3.0	2011-05	2018-12
Tango FLNG	Wison (Nantong)	Eni Congo	1.0	2012-04	2017-07
PFLNG Satu	Daewoo (DSME)	Petronas Carigali	1.0	2012-06	2016-05
Gimi	Keppel Shipyard	Golar LNG	2.0	-	1976-12
Hilli Episeyo	Keppel Shipyard	Golar LNG	2.0	-	1975-12

자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 하늘색은 국내 조선소 수주 물량

명실상부 글로벌 FLNG 탑 플레이어

25년 FLNG 수주잔고는
4기로 마무리될 전망

삼성중공업은 현재까지 총 5기의 FLNG 수주(수주잔고 2기 포함) 실적으로 동종사 대비 압도적 레퍼런스를 확보하고 있다. 여기에 하반기 FID가 완료된 모잠비크 Coral North와 미국 Port Delfin 1의 수주 가능성도 높다. 이에 따라 25년 FLNG 수주잔고 총 4기로 마무리될 전망이다. 특히 Delfin 1을 원활히 체결할 경우 Delfin 2·3으로의 연속 수주 가능성도 커져 중장기 수주 실적에 긍정적 레버리지로 작용할 전망이다. Coral North의 경우도 과거 수주했던 Coral Sul의 경험을 바탕으로 공정 진행에 있어 반복 건조 효과가 존재할 것으로 기대된다.

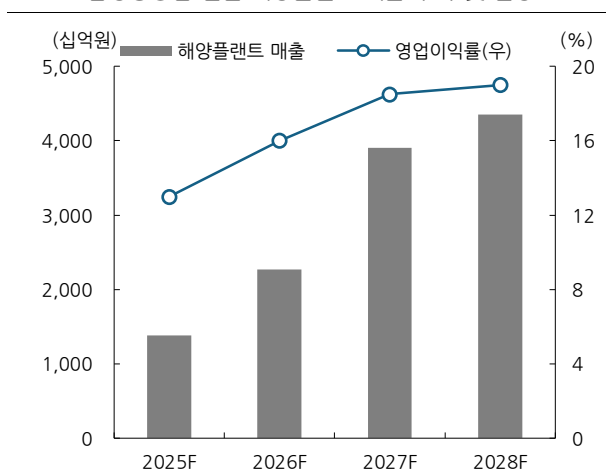
26년 2기 수주 시
수주잔고는 약 110억 달러

26년 파이프라인 역시 견조하다. 웨스턴 연합의 Ksi Lisims항 FLNG(6.0 MPTA)와 Golar의 MK3(5.4 MPTA)를 협의 중에 있으며 수주 가능성은 긍정적이다. 두 FLNG는 이전 FLNG 포트폴리오와 달리 대용량이기 때문에 수주 시 초대형·고단가 프로젝트로써 단기 실적 기여뿐 아니라 향후 대형 FLNG 협상에서의 가격·기술 협상력까지 끌어올릴 카드가 될 전망이다. 계획대로 25년 2기, 26년 2기를 추가로 확보하면 수주잔고는 약 110억 달러로 확대되며 이는 LNG선 약 44척(현재 선가 기준)에 해당하는 규모다. 이에 따라 해양플랜트 사업의 가파른 실적 상승세가 기대된다. 이외에도 아르헨티나항 YTF의 수주 물량이나 멕시코항 수주 등 향후 가동될 프로젝트의 수요가 견조한 것으로 파악돼 당분간 초과수요는 지속될 전망이다.

FLNG 및 LNG 중심의
믹스 개선에 따른
수익성 확대 전망

삼성중공업의 해양플랜트 연간 생산능력이 2척이라는 점은 변수지만 상선 도크 전환 활용을 통해 충분히 흡수 가능하다. 오히려 저마진 선종 도크를 FLNG로 대체할 경우 믹스 개선에 따른 수익성 상향 여지가 커 중기적 관점에서 양적·질적 성장을 동시에 달성할 가능성이 높다.

그림104 삼성중공업 연간 해양플랜트 매출 추이 및 전망



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림105 삼성중공업 FLNG 수주잔고 및 예상 수주 현황

고객사	용량	계약가격	수주일	납기일
Cedar LNG	3.0	1,500	2024-04	2028-02
Petronas	2.0	1,500	2022-12	2027-08
ENI	2.0	2,500	4Q25	2029년
Delfin LNG	3.4	2,200	4Q25	2029년
Wetern LNG	6.0	1,500	2026년	-
Golar LNG	5.4	미정	2026년	-

자료: 삼성중공업, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 하늘색은 협상 진행 중인 FLNG

실적 및 밸류에이션

26년 실적 전망 - 생각보다 더 좋은 FLNG, 생산성도 강화 중

26년 고선가 물량 비중
83% 전망
카타르 1차 물량 비중은
30% → 12%까지 감소

26년 매출액 13.3조원(+23.2% 이하 YoY) 영업이익 1.6조원(+87.7% YoY, OPM 12.3%)을 전망한다. 23년 이후 수주 물량의 매출 비중이 25년 51%에서 26년 83%로 대폭 확대되며 고선가 수주 물량 반영에 따른 탑라인 및 수익성의 동시 성장이 기대된다. 또한 카타르 1차 물량(2.15억 달러)의 매출 비중이 25년 30%에서 26년 12%까지 감소하며 매출에 반영될 LNG선 선가는 큰 폭으로 상승할 전망이다.

해양플랜트 매출 인식 진행
에 따라 이익률 확대 전망

해양플랜트는 10월 체결된 Delfin 1호기와 본계약이 임박한 Coral North의 매출이 26년부터 순차 반영될 전망이다. 이에 따라 탑라인은 견조한 성장 흐름을 이어갈 예정이다. 마진 측면에서도 현재 인식 중인 실적을 감안 시 LNG선에 준하는 고마진이 기대되며 동사 전체 수익성에 유의미하게 기여할 전망이다.

26년 수주 전망 - LNG+FLNG로 기대감은 넘쳐난다.

25년 수주 목표는
충분히 달성 가능

동사의 25년 조선·해양 수주목표는 98억 달러로 10월 기준 45.1억 달러(달성률 46%)를 확보했다. 여기에 확정된 에버그린 컨테이너선 7척(약 14억 달러), Delfin FLNG(약 22억 달러), Coral FLNG(약 25억 달러)의 최종 계약 반영 시 목표 달성은 충분할 전망이다. 아울러 모잠비크항 LNG선 8척(LOI)이 4분기 내 수주될 경우 초과 달성까지 노려볼만하다.

LNG선 및 FLNG
중심의 수주 확대 기대

26년은 LNG선과 FLNG 중심의 수주가 전망된다. LNG는 프로젝트형(29년 가동 예정) 수요 강세에 따라 20~25척 수주는 충분히 가능할 전망이다. FLNG는 협상 중인 웨스턴항(6 mtpa)과 골라항(5.4 mtpa) 선박 모두 무리 없이 수주할 예정이며 각각 약 25억 달러의 계약 금액이 기대된다. 이에 따라 LNG+FLNG만으로도 연간 수주금액 110억 달러 달성에 무리가 없다는 판단이다.

2번 도크 개방을 통한
생산능력 확대 예정
저마진 선종인 탱커는
하청 건조 예정

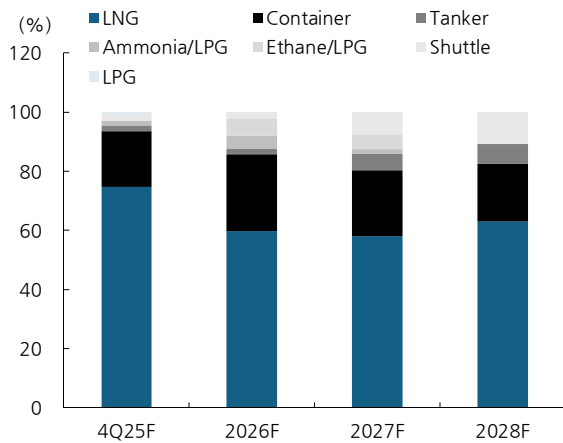
물론, FLNG 수주가 늘어남에 따라 상선 슬롯이 줄어들 리스크도 존재한다. 이에 대비해 동사는 현재 비워둔 2번 도크(26년 기준 연 3~4척 생산능력)를 순차 개방해 상선 도크 부족을 보완할 계획이다. 또한 탱커는 24년부터 수주 후 중국 및 중소 협력사 하청을 통해 건조 중이다. 이를 통해 대형 해양플랜트와 상선 물량을 동시에 소화하며 믹스 개선과 수주 총액 확대를 병행할 전망이다.

표27 삼성중공업 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,348	2,532	2,323	2,700	2,494	2,783	2,635	2,882	9,903	10,794	13,303	15,515
YoY	46.3	30.1	14.7	11.0	6.2	9.9	13.4	6.7	23.6	9.0	23.2	16.6
조선 및 해양	2,165	2,205	2,218	2,534	2,355	2,703	2,535	2,762	9,122	10,354	12,763	14,979
YoY	53.1	24.4	19.2	15.3	8.8	22.5	14.3	9.0	25.9	13.5	23.3	17.4
토건	183	327	105	166	139	80	100	120	781	439	540	536
YoY	(4.1)	89.5	(36.1)	(29.7)	(23.9)	(75.4)	(5.0)	(27.7)	2.2	(43.7)	22.9	(0.7)
영업이익	78	131	120	174	123	205	238	303	503	869	1,631	2,253
YoY	298.2	121.9	58.0	120.6	58.1	56.7	98.6	74.1	115.4	72.9	87.7	38.1
OPM	3.3	5.2	5.2	6.5	4.9	7.4	9.0	10.5	5.1	8.1	12.3	14.5
조선 및 해양	83	(75)	121	164	117	195	227	289	294	828	1,571	2,192
YoY	218.5	적전	33.9	735.3	40.5	흑전	87.5	75.8	44.6	181.9	89.8	39.6
토건	3	214	8	21	17	10	11	15	246	52	60	61
YoY	42.4	76,462.5	흑전	(69.9)	415.5	(95.3)	41.5	(31.8)	243.2	(78.7)	15.2	0.1

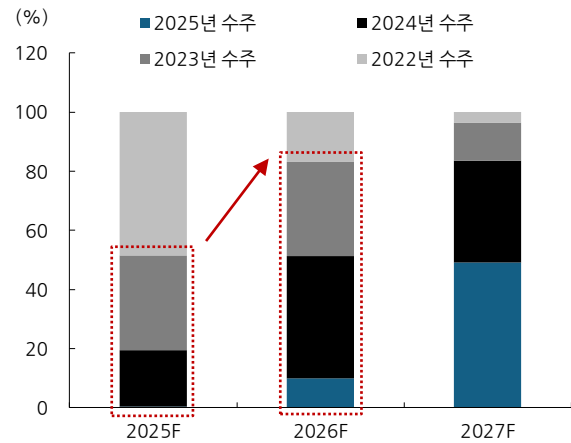
자료: 삼성중공업, DS투자증권 리서치센터

그림106 삼성중공업 연간 선종별 물량 비중 추이 및 전망



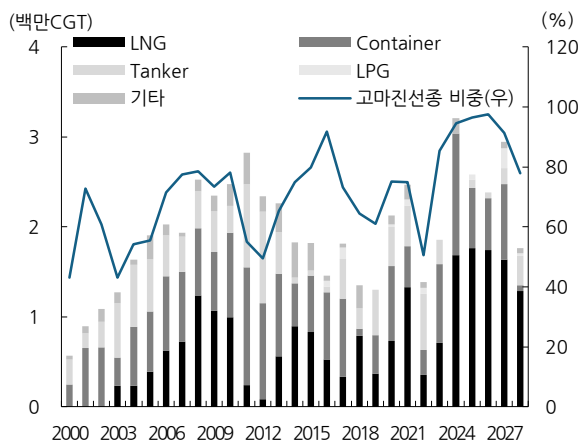
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림107 삼성중공업 연간 수주 년도별 물량 비중 추이 및 전망



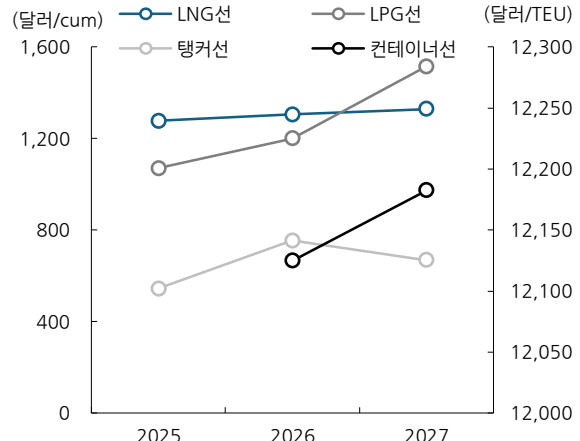
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림108 삼성중공업 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림109 삼성중공업 인도 기준 선종별 단위당 단가 연간 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

목표주가 39,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 39,000원

투자의견 매수

목표주가 39,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 27F BPS 8,688원에 Target P/B 4.4배를 적용해 산출했다. Target P/B은 증익사이클의 중심이었던 07년 조선 3사(한국조선해양, 한화오션, 삼성중공업)의 평균 P/B을 적용했다.

삼성중공업은 LNG

사이클의 최대 수혜주로

최선호주 제시

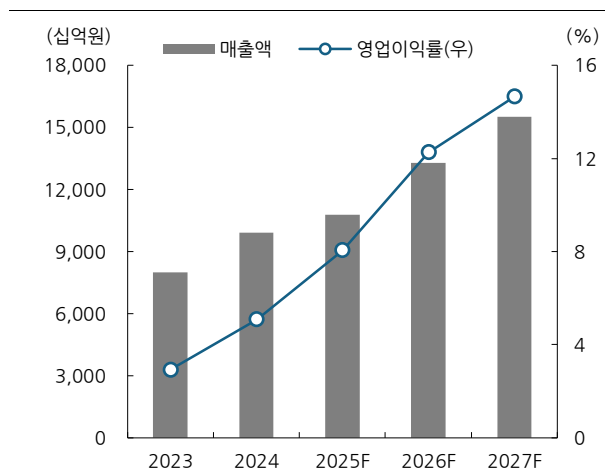
동사가 현재 일부 동종업계 대비 저평가를 받는 요인은 군함 사업을 영위하지 않아서 약화된 미국 MASGA 수혜 기대감과 환율 효과 부재로 인한 상대적으로 낮은 영업이익률로 추정한다. 다만 동사는 MRO 수주 협력과 상선 공동건조를 위해 미국 조선사와의 파트너십을 진전 중으로 타조선사와 밸류에이션 격차는 충분히 줄여 나갈 수 있다는 판단이다. 또한 연간 LNG선 20척 수준의 생산 능력과 글로벌 최대 FLNG 건조 역량을 보유해 다가올 LNG 사이클의 최대 수혜주로 판단한다. 그에 따라 현재 밸류에이션은 이러한 모멘텀 대비 저평가 국면으로 판단하며 업종 내 최선호주로 제시한다.

표28 삼성중공업 밸류에이션 테이블

	단위		비고
주식 수	(주)		
Target BPS	(원)	8,688	27F BPS 적용
Target P/B	(x)	4.4	07년 조선 3사 평균 PBR 적용
목표주가	(원)	39,000	
현재주가	(원)	29,550	전일 종가
Upside	(%)	32.0	

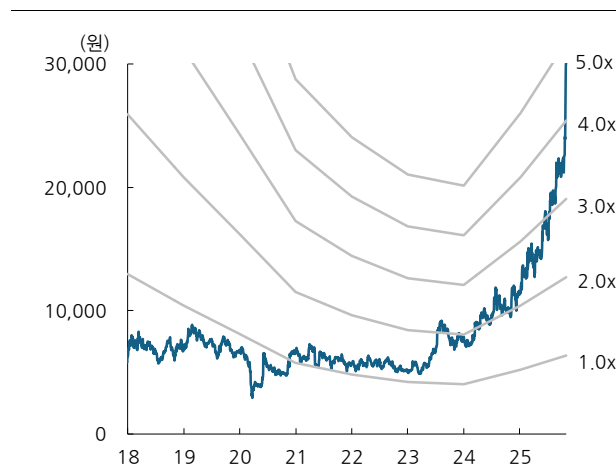
자료: 삼성중공업, DS투자증권 리서치센터

그림110 삼성중공업 연간 실적 추이 및 전망



자료: 삼성중공업, DS투자증권 리서치센터

그림111 삼성중공업 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

[삼성중공업 010140]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245	9,370	7,896	9,019	10,637	매출액	8,009	9,903	10,694	13,303	15,515
현금 및 현금성자산	584	956	1,007	1,970	3,114	매출원가	7,364	8,983	9,401	11,241	12,800
매출채권 및 기타채권	545	1,186	1,105	1,276	1,488	매출총이익	645	921	1,293	2,062	2,715
재고자산	1,729	452	537	620	723	판매비 및 관리비	412	418	424	431	462
기타	6,387	6,775	5,247	5,154	5,313	영업이익	233	503	869	1,631	2,253
비유동자산	6,348	7,825	7,039	7,352	7,741	(EBITDA)	474	792	1,154	1,933	2,571
관계기업투자등	81	87	104	108	113	금융손익	-109	-83	-259	-78	-74
유형자산	5,209	5,116	5,150	5,385	5,693	이자비용	179	213	142	95	90
무형자산	27	28	34	37	40	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	15,593	17,195	14,935	16,371	18,378	기타영업외손익	-420	-735	253	407	411
유동부채	11,232	12,029	9,948	9,948	10,046	세전계속사업이익	-296	-316	862	1,960	2,590
매입채무 및 기타채무	1,147	946	1,105	1,276	1,488	계속사업법인세비용	-140	-369	472	470	622
단기금융부채	3,786	5,212	3,253	3,060	2,924	계속사업이익	-156	54	390	1,489	1,968
기타유동부채	6,299	5,872	5,589	5,612	5,634	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	952	1,416	843	790	730	당기순이익	-156	54	390	1,489	1,968
장기금융부채	849	1,312	792	737	675	지배주주	-148	64	395	1,489	1,968
기타비유동부채	103	104	51	54	56	총포괄이익	-101	376	390	1,489	1,968
부채총계	12,184	13,445	10,791	10,738	10,777	매출총이익률 (%)	8.1	9.3	12.1	15.5	17.5
지배주주지분	3,439	3,795	4,189	5,679	7,647	영업이익률 (%)	2.9	5.1	8.1	12.3	14.5
자본금	880	880	880	880	880	EBITDA마진률 (%)	5.9	8.0	10.8	14.5	16.6
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496	당기순이익률 (%)	-1.9	0.5	3.6	11.2	12.7
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,742	-252	1,716	ROA (%)	-1.0	0.4	2.5	9.5	11.3
비지배주주지분(연결)	-30	-45	-45	-45	-45	ROE (%)	-4.2	1.8	9.9	30.2	29.5
자본총계	3,409	3,749	4,144	5,633	7,602	ROIC (%)	3.1	5.6	6.0	20.2	25.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516	655	777	1,652	2,039	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-156	54	390	1,489	1,968	P/E	-46.0	155.7	65.9	17.5	13.2
비현금수익비용가감	499	717	741	304	320	P/B	2.0	2.6	6.2	4.6	3.4
유형자산감가상각비	238	286	280	297	313	P/S	0.9	1.0	2.4	2.0	1.7
무형자산상각비	3	4	5	5	5	EV/EBITDA	19.7	16.9	24.2	13.9	9.9
기타현금수익비용	258	427	330	2	2	P/CF	19.9	12.9	23.0	14.5	11.4
영업활동 자산부채변동	-716	118	-280	-142	-250	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	235	-619	65	-170	-212	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	43	1,384	-85	-83	-103	매출액	34.7	23.6	8.0	24.4	16.6
매입채무 증가(감소)	125	-625	184	170	212	영업이익	흑전	115.4	72.9	87.7	38.1
기타자산, 부채변동	-1,120	-23	-444	-59	-147	세전이익	적지	적지	흑전	127.3	32.1
투자활동 현금	-195	311	-359	-441	-696	당기순이익	적지	흑전	623.9	281.9	32.1
유형자산처분(취득)	-152	210	-310	-532	-621	EPS	적지	흑전	517.6	277.5	32.1
무형자산 감소(증가)	0	0	-4	-8	-8	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-71	109	-4	170	6	부채비율	357.4	358.6	260.4	190.6	141.8
기타투자활동	28	-9	-40	-71	-74	유동비율	82.3	77.9	79.4	90.7	105.9
재무활동 현금	376	-599	-364	-248	-198	순차입금/자기자본(x)	73.5	92.4	45.3	15.0	-6.4
차입금의 증가(감소)	425	-488	-364	-248	-198	영업이익/금융비용(x)	1.3	2.4	6.1	17.2	24.9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	4,635	6,524	4,045	3,797	3,599
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	2,506	3,466	1,879	843	-489
기타재무활동	-49	-111	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-335	372	51	963	1,144	EPS	-168	73	448	1,693	2,237
기초현금	919	584	956	1,007	1,970	BPS	3,908	4,311	4,760	6,452	8,688
기말현금	584	956	1,007	1,970	3,114	SPS	9,100	11,252	12,150	15,115	17,629
NOPLAT	169	364	393	1,240	1,712	CFPS	390	876	1,285	2,038	2,600
FCF	-568	1,199	492	1,211	1,342	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 삼성중공업, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화오션

042660

MASGA 선봉 대장

김대성 조선
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.11.03

매수(신규)

목표주가(신규) 160,000원
현재주가(10/31) 137,600원
상승여력 16.3%

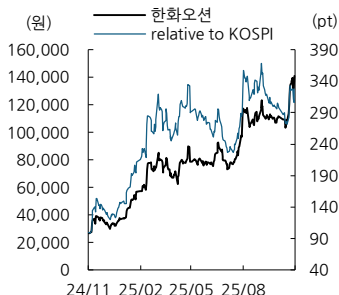
Stock Data

KOSPI 4,107.5pt
시가총액(보통주) 42,162십억원
발행주식수 306,413천주
액면가 5,000원
자본금 1,537십억원
60일 평균거래량 3,134천주
60일 평균거래대금 364,200백만원
외국인 지분율 11.3%
52주 최고가 151,600원
52주 최저가 26,100원
주요주주
한화에어로스페이스(외 3인) 57.3%
국민연금공단(외 1인) 5.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	24.8	4.8
3M	22.5	-4.0
6M	75.3	14.6

주가차트



빛을 발하는 선제적 미국 조선소 투자

동사가 2024년 인수한 한화 필리조선소는 50억 달러 투자로 신설 공사(도크 2 가-안벽 3기)를 진행 중이며 중장기 연 20척 CAPA를 목표로 한다. 인수 후 12 건의 수주(탱커 10, LNG 2)를 확보했고 특히 LNG선은 약 50년 만의 미국 조선소 수주로 상징성이 크다. 해당 LNG선은 향후 미국산 선박 의무화 흐름에 대응해 인도될 예정이다. 단기 실적 기여는 제한적일 수 있으나 기술 이전에 따른 미국과의 협업이라는 관점에서는 의미는 크다. 최근 한미 정상회담 이후 언급된 한화필리조선소의 핵연료 잠수함 건조 승인을 계기로 동사의 미국 시장 진출 선도 지위는 더욱 확고해졌다고 판단한다. 향후 전략 상선 및 군함 등 미국발 특수선 수요에서 구조적 수혜가 기대된다.

고선이 물량 반영은 초입 단계

25년 매출액 12.6조원(+17.2% YoY), 영업이익 1.3조원(+454.2% YoY, OPM 10.4%)을 전망한다. 영업이익률은 24년 2.2% → 10.4%로 큰 폭의 개선이 기대된다. 상선 부문에서 22년 이전 수주한 저선이 물량 매출 비중이 분기별 93% → 79% → 61% → 51%로 점차 축소되는 점이 주요하다. 특수선도 장보고 III 및 MRO 수주 매출 인식에 따라 견조한 실적을 기록 중이다. 26년부터는 고선이 반영에 따른 탑라인 및 수익성의 동시 성장이 기대된다. 23년 이후 수주 물량은 25년 34% → 26년 86%로 대폭 확대될 예정이다. 특히 카타르 1차 물량의 매출 비중이 2%까지 감소해 LNG선 중심의 실적 상승을 전망한다.

목표주가 160,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 160,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 27F BPS 27,037원에 Target P/B 5.8배를 적용해 산출했다. 07년 증익사이클의 조선 3사 평균 P/B를 적용했으며 특수선 사업 운영에 따른 미국 MASGA 관련 기대감으로 30% 할증했다. 현재 국내에서 유일하게 미국 필리조선소 인수 후 생산 능력 확대를 위한 투자를 진행 중으로 MASGA 수혜의 최전방에 있다고 판단한다. 향후 미국 군함 건조 모멘텀이 기대되는 만큼 오스탈 지분 인수 결과에 따라 추가적인 밸류에이션 상향 여지는 충분하다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	12,633	13,593	14,675
영업이익	-196	238	1,318	1,693	2,054
영업이익률(%)	-2.7	2.2	10.4	12.5	14.0
세전이익	-116	181	985	1,627	2,005
지배주주지분순이익	160	528	839	1,305	1,606
EPS(원)	522	1,724	2,737	4,258	5,243
증감률(%)	흑전	230.3	58.8	55.6	23.1
ROE(%)	6.3	11.5	16.4	21.7	21.5
PER(배)	48.1	21.7	50.3	32.3	26.2
PBR(배)	1.8	2.4	7.8	6.3	5.1
EV/EBITDA(배)	-160.7	39.0	30.5	24.0	19.7

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

구체화된 미국 군함 건조

트럼프의 필리조선소 핵추진 잠수함 건조 언급의 배경

트럼프 대통령의
핵추진 잠수함 건조 승인
배경은 미군함의
인도 지연으로 추정

최근 10월 29일 한·미 정상회담 이후 트럼프 대통령이 필리조선소의 핵추진 잠수함 건조를 언급하면서 관련 기대감이 부각되고 있다. 배경에는 미국 조선소의 잠수함 납기 지연이 있다. 현재 미국에서 핵추진 잠수함을 신조할 수 있는 조선소는 제너럴 다이내믹스의 일렉트릭 보트(EB)와 헌팅턴잉글스의 뉴포트 뉴스(NNS) 두 곳뿐이다. 잠수함 라인업은 기존 버지니아급(SSN) 과 차세대 콜럼비아급(SSBN) 으로 구성되며 정부는 FY2025 기준 신조 계획에서 버지니아급 연 2척, 콜럼비아급 연 1척의 목표를 제시했다.

콜럼비아급, 버지니아급
모두 1년 이상 지연되며
생산능력 확대가 시급

다만 미 의회 보고에 따르면 현재 콜럼비아급은 12~16개월, 버지니아급은 24~36개월 인도 지연이 진행 중이다. 원인은 노후·부족한 인프라와 숙련 인력의 공백이다. 특히 잠수함은 해군 신조 포트폴리오 가운데 납기 차질이 심하고 총 16척(콜럼비아급 5척, 버지니아급 11척)으로 목표 건조 물량도 가장 많은 만큼 생산능력 확대가 시급한 상황이다. 이와 맞물려 한화가 인수한 필리조선소의 인프라 확장과 한국의 핵추진 잠수함 건조 의지가 부각되면서 필리조선소에 한화오션의 기술력을 결합해 미국 측 지연 물량의 일부를 분담하려는 의도로 해석된다.

표29 FY2025 해군 예산 기준 신규 함정 건조 계획

함종	함급	24	25	26	27	28	29	24~29
잠수함	콜롬비아 (SSBN)	1		1	1	1	1	5
	버지니아 (SSN)	2	1	2	2	2	2	11
구축함	알레이버크	2	2	2	2	2	2	12
호위함	컨스텔레이션	2	1	2	1	2	1	9
강습상륙함	아메리카				1			1
수송선거함	샌안토니오		1		1		1	3
상륙함			1	1	2	2	2	8
연료보급함	존 루이스	1		2	1	2	1	7
Light Replenishment Oiler					1	1	1	3
Submarine Tender Replacement (AS(X))		1			1		1	3
원양 감시용 특수선	빅토리어스			1	1	1	1	4
총 건조 계획 (척)		9	6	11	14	13	13	66
총 건조 비용 (십억 달러)		29.5	28.4	33.2	38.3	35	32.7	167.7

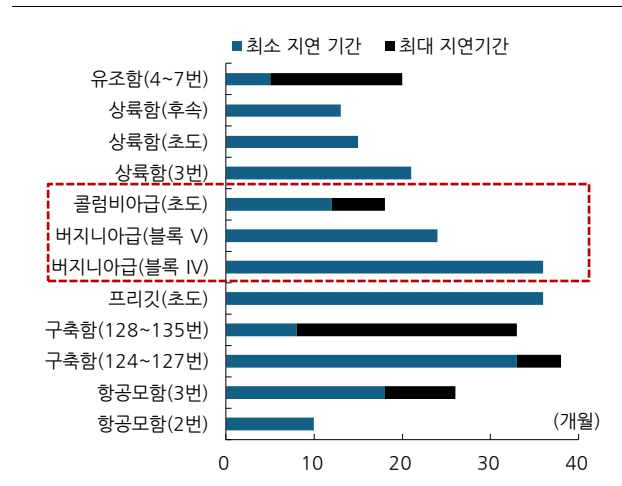
자료: Department of Defense, DS투자증권 리서치센터

그림112 핵추진 잠수함과 디젤 잠수함 비교

구분	핵추진 잠수함	디젤 잠수함
추진기관	소형 원자로	디젤기관 및 연료전지
작전 지속성	핵연료 수명이 길어 장기간 연속 작전 가능	1일 2회 이상 수면 위 부상 필요
수중 작전 기간	최대 6개월 (사실상 무제한)	최대 2주
노출 가능성	긴 잠항 시간으로 높은 은밀성	짧은 잠항시간과 느린 속도로 노출 가능성 높음
수중 속도	빠름(30노트 이상)	느림(최대 20노트)
건조 비용	높음	비교적 저렴

자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

그림113 미국 군함 선종별 지연기간



자료: GAO, DS투자증권 리서치센터

한화오션의 미국향 최전방 입지는 굳건해졌다

버지니아급 1척만
수주해도 선가는 8.2조원
으로 높은 실적 기여 기대

선가는 버지니아급(SSN)의 경우 FY2025 예산서 기준 1척 57.6억 달러(약 8.2조원)다. 콜럼비아급은 차세대 모델이기에 초도함이 152억 달러(약 21.7조원)이고 후속함부터는 93억 달러(약 13.3조원) 수준이다. 필리조선소의 경우 핵추진 잠수함 첫 수주시엔 버지니아급 수주가 전망된다. 이 경우 한 척만 수주해도 선가는 약 8.2조원 수준으로 건조기간을 고려해도 높은 실적 기여를 기대 가능하다.

한화오션의 미국향 최전방
입지는 굳건해졌지만 수주
시점은 모니터링 필요

다만, 핵추진 잠수함 건조를 위해서는 한·미 원자력 협정 개정과 같은 절차적인 부분과 인프라(방사선 점검 장비, 차폐 시설) 등 해결해야 하는 부분이 많이 남아있다. 한화오션이 필리조선소 인프라 투자를 25년 5월부터 시작했기에 발주는 최소 2~3년 뒤에 진행될 가능성이 높다. 하지만 MASGA 발표 이후 처음으로 구체적인 군함 건조 계획이 생겼다는 점과 그 조선소를 한화필리조선소로 지정했다는 점은 한화오션의 미국향 최전방 입지를 굳건히 하기에 충분하다. 구체적인 시점은 모니터링이 필요하겠지만 동사가 이미 핵추진 잠수함 시뮬레이션을 통해 현 기술로 설계·건조가 가능하다는 자신감을 밝힌 만큼 수주 시점이 앞당겨 지는 것도 기대 가능하다.

실적 및 수주 전망

26년 실적 전망 - 고선가 물량 효과 본격화(고선가 물량 비중 34% → 86%)

고선가 물량 비중
25년 34% → 26년 86%
카타르 1차 물량 비중
25년 30% → 26년 2%

26년 매출액 13.6조원(+7.6% YoY), 영업이익 1.7조원(+28.4%, OPM 12.5%)을 전망한다. 상선 부문은 23년 이후 수주 물량의 매출 반영이 25년 34% → 26년 86%로 대폭 확대되며 고선가 물량 효과 본격화에 따른 탑라인과 이익률의 동반 상승이 기대된다. 카타르 1차 물량(2.15억 달러)의 매출 비중은 25년 30%에서 26년 2%까지 감소하며 매출에 반영될 LNG선 선가는 큰 폭으로 상승할 예정이다.

군함 추가 수주에 따른
실적 추정치 상향 가능

다만 LNG선 매출 비중은 25년 78% → 26년 62%로 낮아지며 마진 희석 우려가 존재한다. 그럼에도 컨테이너선 비중 확대와 고선가 수주분의 순차적 인식이 이를 충분히 상쇄할 것으로 판단한다. 군함 부문도 장보고-Ⅲ Batch-Ⅱ 매출 인식과 MRO 추가 수주로 견조한 실적 흐름이 기대된다. 특히 해외 군함이 국내 군함보다 높은 이익률이 기대되는 만큼 추가 계약이 확보시 실적 추정치 상향에 따른 실적 기여도는 높아질 전망이다.

26년 수주 전망 - LNG 건조 역량은 최대, 특수선 수주 모멘텀도 기대

25년 수주 목표 달성 가능

동사의 25년 상선 총 수주 금액은 총 60.4억 달러(LNG선 6척, 컨테이너선 13척, 탱커선 12척)이다. 여기에 HMM 컨테이너선 4척과 에퀴노르 LNG선 2척(+옵션 2척)이 추가될 경우 연간 80억 달러 수준 달성은 충분히 가능하다는 판단이다.

연간 LNG선 건조 역량
24척으로 국내 중
최다 물량 수주 기대

26년 상선 부문은 미국 LNG 프로젝트 FID 가속화에 힘입어 LNG선 중심의 수주 강세가 이어질 전망이다. 동사는 연간 24척의 LNG선 건조 역량(글로벌 1위)을 보유하고 있다. 29년 및 30년 인도 물량의 공급 초과가 예상되는 만큼 빠른 인도 경쟁력을 바탕으로 국내 조선사들 중 최대 물량 수주를 기대한다.

특수선은 오르카
프로젝트와 태국향 수상함
수주 기대

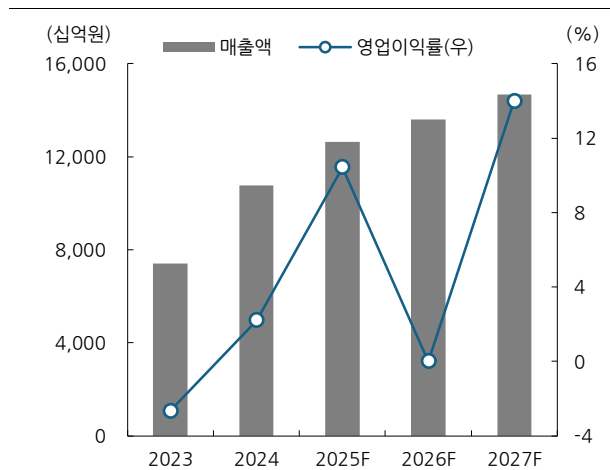
특수선 부문은 현재 협의가 진행 중인 태국향 수상함 계약과 제안서 제출 예정인 폴란드 오르카 프로젝트(6조원)가 가장 수주 가시권에 있는 계약들이다. 두 계약 모두 26년 상반기 내 결론이 나올 전망이다. 이외에도 그리스, 콜롬비아, 칠레, 필리핀, 중동 등의 잠수함 계약도 협의 진행 중에 있어서 중장기적인 수주 물량은 충분한 상황이다. 특히 현대중공업과 원팀으로 참여 중인 캐나다 CPSP(약 60조원)는 숏리스트에 있으며 수주에 성공할 시 높은 실적 기여가 기대된다.

표30 한화오션 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,284	2,536	2,703	3,253	3,143	3,294	3,023	3,172	10,776	12,633	13,593	14,675
YoY	58.6	39.3	41.0	45.8	37.6	29.9	11.8	(2.5)	45.5	17.2	7.6	8.0
상선	1,944	2,112	2,171	2,455	2,569	2,807	2,464	2,672	8,682	10,511	10,683	11,309
YoY	69.8	53.6	43.8	37.2	32.1	32.9	13.5	8.8	49.2	21.1	1.6	5.9
특수선	142	329	196	386	303	237	375	380	1,053	1,295	1,425	1,567
YoY	10.4	35.4	(13.4)	35.2	113.4	(28.0)	91.2	(1.4)	19.2	23.0	10.0	10.0
해양플랜트	277	199	292	322	232	288	102	56	1,090	678	809	1,102
YoY	40.7	(16.7)	5.7	21.6	(16.4)	44.7	(64.9)	(82.6)	11.6	(37.8)	19.3	36.2
E&I	0	0	143	194	152	172	169	164	337	657	677	697
YoY	-	-	-	-	-	-	18.1	(15.3)	-	95.0	3.0	3.0
영업이익	53	(10)	26	169	259	372	290	398	238	1,318	1,693	2,054
YoY	흑전	적지	(65.5)	흑전	388.5	흑전	1,032.8	135.5	(221.1)	454.2	28.4	21.3
OPM	2.3	(0.4)	0.9	5.2	8.2	11.3	9.6	12.5	2.2	10.4	12.5	14.0
상선	18	(43)	37	115	233	377	307	361	126	1,278	1,519	1,834
YoY	흑전	적지	흑전	흑전	1,181.9	흑전	736.8	215.0	흑전	914.5	18.8	20.7
특수선	6	73	14	33	41	18	29	30	126	119	150	180
YoY	흑전	1,259.3	흑전	(61.0)	624.6	(75.1)	109.5	(7.9)	53.2	(5.6)	26.0	20.5
해양플랜트	18	(48)	(35)	73	2	0	(48)	2	9	(44)	24	33
YoY	(33.3)	적지	적전	35.2	(89.1)	(100.0)	적지	(97.3)	(94.0)	적전	흑전	36.2
E&I	0	0	3	(8)	(20)	(7)	(5)	0	(5)	(32)	0	7
YoY	-	-	-	-	-	-	적전	(100.0)	-	적지	(100.0)	-

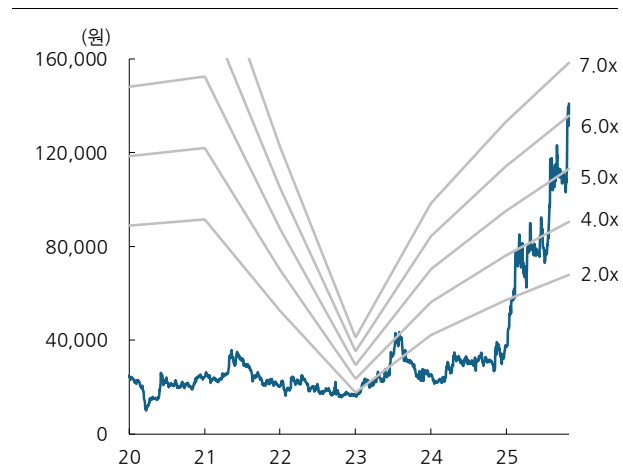
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

그림114 한화오션 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림115 한화오션 12MF PBR 밴드



자료: Quantivise, DS투자증권 리서치센터

표31 한화오션 밸류에이션 테이블

	단위		비고
주식 수	(주)		
Target BPS	(원)	27,037	12F EPS 적용
Target P/B	(x)	5.8	07년 조선 3사 평균 PBR에 30% 프리미엄 할증
목표주가	(원)	160,000	
현재주가	(원)	137,600	전일 종가
Upside	(%)	16.3	

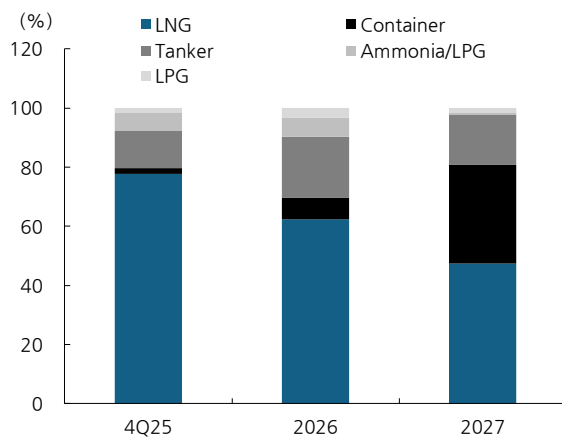
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

표32 한화필리 조선소 수주잔고 현황

발주사	선종	인도일	계약일
HanwhaShipping	탱커선	2029-02	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2029-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2029-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2029-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2029-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2030-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2030-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2030-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2030-	2025-08-27
HanwhaShipping	탱커선	2030-	2025-08-27
HanwhaShipping	LNG선	2028-02	2025-08-26
HanwhaShipping	LNG선	2028-01	2025-07-21
MatsonInc	컨테이너선	2026-11	2022-11-03
MatsonInc	컨테이너선	2027-03	2022-11-03
MatsonInc	컨테이너선	2027-11	2022-11-03
GLDD	StoneDump/Fallpipe	2026-09	2021-11-15

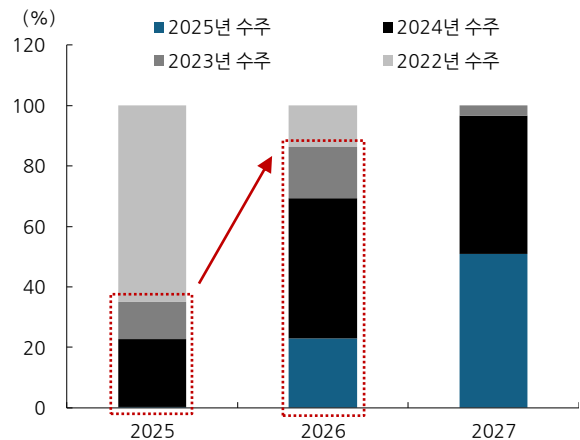
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림116 한화오션 연간 선종별 물량 비중 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림117 한화오션 연간 수주 년도별 물량 비중 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

[한화오션 042660]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	11,381	12,248	13,499	매출액	7,408	10,776	12,633	13,593	14,675
현금 및 현금성자산	1,799	588	696	1,025	1,677	매출원가	7,310	10,092	10,688	11,146	11,814
매출채권 및 기타채권	332	892	877	939	1,014	매출총이익	99	684	1,945	2,447	2,862
재고자산	2,891	2,780	2,540	2,721	2,937	판매비 및 관리비	295	446	627	754	808
기타	4,195	6,986	7,269	7,564	7,871	영업이익	-196	238	1,318	1,693	2,054
비유동자산	4,727	6,598	6,954	7,298	7,680	(EBITDA)	-50	418	1,529	1,905	2,278
관계기업투자등	43	576	679	706	735	금융손익	-25	26	-405	-125	-108
유형자산	4,062	4,648	4,961	5,227	5,518	이자비용	159	173	202	182	168
무형자산	4	394	399	413	436	관계기업등 투자손익	-90	44	-30	-44	-44
자산총계	13,945	17,844	18,335	19,547	21,179	기타영업외손익	195	-127	103	102	103
유동부채	7,459	10,347	10,427	10,517	10,670	세전계속사업이익	-116	181	985	1,627	2,005
매입채무 및 기타채무	1,498	2,048	1,654	1,772	1,913	계속사업법인세비용	-276	-347	147	322	398
단기금융부채	778	3,616	3,225	2,972	2,749	계속사업이익	160	528	839	1,305	1,607
기타유동부채	5,184	4,683	5,548	5,773	6,008	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2,173	2,634	2,531	2,347	2,220	당기순이익	160	528	839	1,305	1,607
장기금융부채	1,805	2,180	1,995	1,792	1,644	지배주주	160	528	839	1,305	1,606
기타비유동부채	369	454	536	555	576	총포괄이익	165	596	839	1,305	1,607
부채총계	9,633	12,980	12,957	12,864	12,890	매출총이익률 (%)	1.3	6.3	15.4	18.0	19.5
지배주주지분	4,307	4,859	5,374	6,678	8,285	영업이익률 (%)	-2.7	2.2	10.4	12.5	14.0
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	EBITDA마진률 (%)	-0.7	3.9	12.1	14.0	15.5
자본잉여금	2,740	119	150	150	150	당기순이익률 (%)	2.2	4.9	6.6	9.6	10.9
이익잉여금	-2,868	236	1,060	2,365	3,971	ROA (%)	1.2	3.3	4.6	6.9	7.9
비지배주주지분(연결)	5	5	5	5	5	ROE (%)	6.3	11.5	16.4	21.7	21.5
자본총계	4,312	4,863	5,378	6,683	8,289	ROIC (%)	-3.9	2.5	12.3	14.5	16.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	-1,193	1,186	1,528	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	160	528	839	1,305	1,607	P/E	48.1	21.7	50.3	32.3	26.2
비현금수익비용가감	-822	-174	-1,927	72	141	P/B	1.8	2.4	7.8	6.3	5.1
유형자산감가상각비	146	173	194	206	217	P/S	1.0	1.1	3.3	3.1	2.9
무형자산상각비	0	6	17	7	7	EV/EBITDA	-160.7	39.0	30.5	24.0	19.7
기타현금수익비용	-968	-354	-2,150	-140	-84	P/CF	n/a	32.3	n/a	30.6	24.1
영업활동 자산부채변동	-1,195	-3,158	-36	-192	-219	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	25	-291	55	-62	-75	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-803	-340	160	-181	-217	매출액	52.4	45.5	17.2	7.6	8.0
매입채무 증가(감소)	260	210	-51	118	141	영업이익	적지	흑전	454.2	28.4	21.3
기타자산 부채변동	-677	-2,738	-200	-66	-69	세전이익	적지	흑전	444.3	65.1	23.3
투자활동 현금	197	-1,110	-542	-604	-654	당기순이익	흑전	230.0	58.8	55.6	23.1
유형자산처분(취득)	-130	-372	-371	-471	-509	EPS	흑전	230.3	58.8	55.6	23.1
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-28	-20	-30	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	342	-331	-88	-75	-76	부채비율	223.4	266.9	240.9	192.5	155.5
기타투자활동	-12	-402	-55	-37	-39	유동비율	123.6	108.7	109.2	116.5	126.5
재무활동 현금	2,885	2,803	1,854	-253	-222	순차입금/자기자본(x)	9.9	99.6	82.5	54.6	31.6
차입금의 증가(감소)	-581	2,826	-374	-253	-222	영업이익/금융비용(x)	-1.2	1.4	6.5	9.3	12.2
자본의 증가(감소)	3,497	0	1,994	0	0	총차입금 (십억원)	2,583	5,795	5,220	4,763	4,393
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	427	4,845	4,435	3,646	2,620
기타재무활동	-31	-23	235	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,140	-1,211	108	329	652	EPS	522	1,724	2,737	4,258	5,243
기초현금	660	1,799	588	696	1,025	BPS	14,060	15,857	17,537	21,795	27,037
기말현금	1,799	588	696	1,025	1,677	SPS	24,182	35,168	41,228	44,362	47,893
NOPLAT	-142	172	1,122	1,358	1,646	CFPS	-2,161	1,155	-3,551	4,495	5,703
FCF	-1,661	-3,914	-1,666	582	875	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

HD 현대중공업

329180

올라운더 조선사로 도약

김대성 조선
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.11.03

매수 (신규)

목표주가(신규) 700,000원
현재주가(10/31) 600,000원
상승여력 16.7%

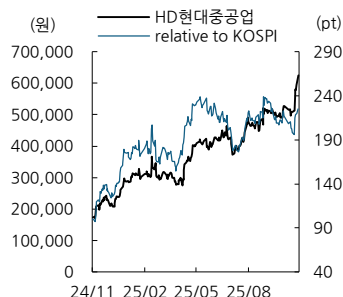
Stock Data

KOSPI 4,107.5pt
시가총액(보통주) 53,264십억원
발행주식수 88,773천주
액면가 5,000원
자본금 444십억원
60일 평균거래량 227천주
60일 평균거래대금 115,607백만원
외국인 지분율 11.4%
52주 최고가 640,000원
52주 최저가 168,900원
주요주주
에이치디한국조선해양(외 2인) 74.1%
국민연금공단(외 1인) 7.4%

추가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	16.5	-3.4
3M	22.3	-4.2
6M	49.3	-11.4

주가차트



현대 미포 합병을 통해 올라운더 조선사로 도약

HD현대미포와의 합병이 완료되면 동사는 소형 및 초대형 상선, 군함, 해양플랜트까지 아우르는 올라운더 조선사로 재편된다. 이에 따라 수주 및 물동량 사이클에 맞춰 효율적인 도크 배분이 가능해 선별 수주에 따른 선종 믹스 개선이 기대된다. 합병 후에는 그간 미사용하던 4·5번 도크를 개방하고 현대미포의 3·4번 도크까지 연계해 미국 전략상선단 및 특수선(군함) 수요에 선제 대응할 계획이다. 방산 라이선스를 보유한 동사는 현대미포의 숙련 인력과 결합해 함정·특수선 분야에서 경쟁력을 확보할 것으로 판단한다.

기대에 부응 중인 실적 상승세, 더 기대되는 26년

25년 매출액 16.3조원(+12.7% YoY), 영업이익 1.9조원(+175.6% YoY, OPM 11.9%)을 전망한다. 영업이익률은 24년 4.9% → 11.9%로 큰 폭의 개선이 기대된다. 상선 부문에서 23년 이후 수주한 고선가 물량 매출 비중이 분기별 20% → 34% → 56% → 74%로 점차 확대되는 점이 주요하다. 엔진 부문도 올해 컨테이너선의 친환경선 교체 수요 강세가 지속되며 DF 수요 확대에 따라 견조한 실적이 지속될 예정이다. 26년부터는 고선가 반영에 따른 탑라인 및 수익성의 동시 성장이 기대된다. 23년 이후 수주 물량은 25년 43% → 26년 94%로 대폭 확대될 예정이다. 특히 카타르 1차 물량(2.15억 달러)의 매출 비중이 5%까지 감소해 LNG선 중심의 실적 상승을 전망한다.

목표주가 700,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 700,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 27F BPS 121,910원에 Target P/B 5.8배를 적용해 산출했다. 07년 증익사이클의 조선 3사 평균 PBR을 적용했으며 군함 사업 운영에 따른 미국 MASGA 관련 및 합병 기대감으로 30% 할증했다. 현재 미국 조선소 인수 계획 및 헌팅턴 잉겔스와 협력 강화 등 미국 군함 수주에 적극적으로 대응 중이며 현대 미포 합병 이후 특수선의 수주 성과에 따라 향후 실적 및 밸류에이션 상향 여지는 충분하다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,322	17,978	19,811
영업이익	179	705	1,944	2,599	2,971
영업이익률(%)	1.5	4.9	11.9	14.5	15.0
세전이익	34	798	1,650	2,641	3,017
지배주주지분순이익	25	622	1,269	2,056	2,349
EPS(원)	278	7,001	14,293	23,165	26,464
증감률(%)	흑전	2,417.7	104.2	62.1	14.2
ROE(%)	0.5	11.4	20.3	26.6	24.1
PER(배)	463.9	41.1	42.0	25.9	22.7
PBR(배)	2.2	4.5	7.8	6.2	4.9
EV/EBITDA(배)	30.4	26.3	22.6	16.9	14.5

자료: HD현대중공업, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

수주 및 실적 전망

26년 실적 전망 - 사업부 전반적인 이익 개선세 지속

고선가 물량 비중
25년 43% → 26년 94%
카타르 1차 물량 비중
25년 29% → 26년 5%

26년 매출액 17.9조원(+10.1% 이하 YoY), 영업이익 2.6조원(+33.7%, OPM 14.5%)을 전망한다. 상선 부문에서는 23년 이후 수주 물량의 매출 비중이 25년 43%에서 26년 94%로 대폭 확대되며 고선가 반영에 따른 탑라인 및 수익성의 동시 성장이 기대된다. 특히 카타르 1차 물량(2.15억 달러)의 매출 비중이 25년 29%에서 26년 5%까지 감소하며 매출에 반영될 LNG선 선가는 큰 폭으로 상승할 전망이다. 외국인 인력의 생산성 향상이 가시화되고 있다는 점도 긍정적이다. 25년 상반기 컨센서스 상회 실적의 배경은 외국인 인력의 숙련도 상승이 주요했다. 현재 국내 인력 대비 약 50% 수준인 생산성은 숙련도 제고에 따라 추가 개선 여지는 충분하며 이에 따른 수익성 개선은 26년에도 기대 가능하다.

해양 부문에서는 25년 3분기부터 본격적으로 Ruya의 매출이 실적에 반영되며 Trion의 매출과 견조한 실적을 유지할 전망이다. 엔진 부문도 컨테이너선 친환경선 교체 발주가 견조함에 따라 DF엔진 수요 강세 유지를 기대한다.

26년 수주 전망 - LNG선과 특수선의 주도를 기대

25년 수주 목표는
충분히 달성 가능

동사의 25년 조선 및 해양 수주 목표는 93억 달러며 현재 수주 금액은 25년 10월 기준 79.5억 달러로 82%를 달성 중이다. 현재 논의 중인 해양플랜트(10억 달러) 수주와 함께 4분기 LNG선 수주 확보 시 수주 목표는 충분히 달성 가능할 전망이다.

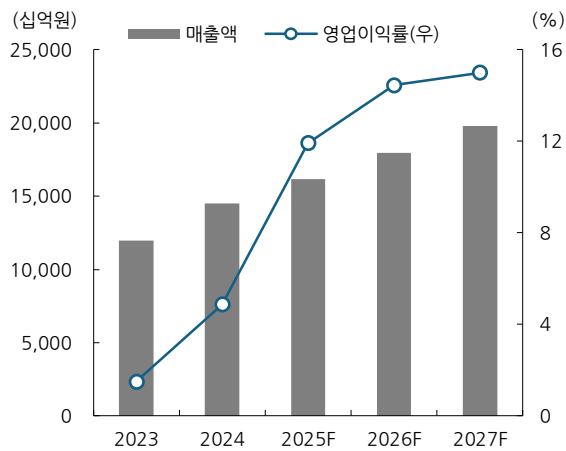
상선 부문은
LNG 중심의 수주 강세
특수선은 프로젝트 수주
가시화될 것

26년 상선 부문은 글로벌 LNG 프로젝트 FID 가속화에 힘입어 LNG선 중심의 수주 강세가 예상되며 탑티어 선사들의 친환경선 교체 발주에 따른 대형 컨테이너선의 수주도 견조할 전망이다. 방산 부문에서도 한화오션과 원팀으로 참여 중인 캐나다 CPSP(약 60조원), 폴란드 ORKA(약 8조원)의 수주 경쟁 결과가 가시화되며 수상함 위주의 수주 모멘텀이 기대된다.

현대미포 합병 후
특수선 도크 확대로
향후 미국 관련 특수선
수주 기대

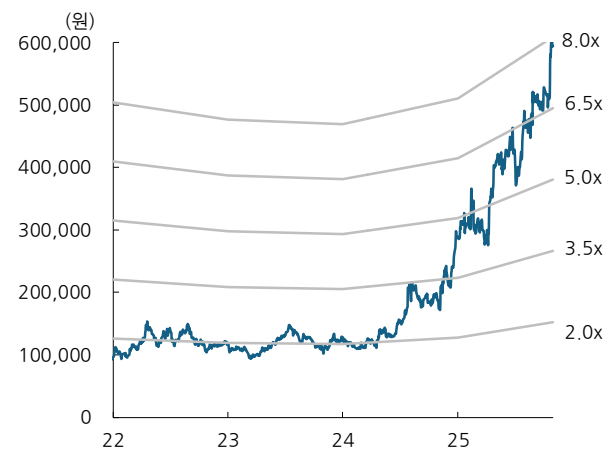
또한 동사는 중장기 선제 대응 측면에서 향후 현대미포 합병 시 기존에 사용하지 않던 4·5번 도크를 특수선 전용으로 전환할 예정이다. 이에 더해 6·7번 특수선 도크 및 현대미포의 3·4번 도크까지 통합 활용해 미국 전략상선단 및 군함 건조 수요에 기민하게 대응할 계획이다. 결과적으로 LNG선 수주 사이클 + 특수선 생산 인프라 재배치의 결합이 26년 신규 수주와 중기 백로그 질적 개선을 동시에 견인할 전망이다.

그림118 HD현대중공업 연간 실적 추이 및 전망



자료: HD현대중공업, DS투자증권 리서치센터

그림119 HD현대중공업 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표33 HD현대중공업 실적 테이블

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,988	3,884	3,609	4,006	3,823	4,147	3,994	4,358	14,486	16,322	17,978	19,811
YoY	13.5	26.7	26.5	17.4	27.9	6.8	10.7	8.8	21.1	12.7	10.1	10.2
조선	2,155	2,839	2,605	3,023	2,743	2,850	2,615	2,906	10,623	11,114	12,489	13,567
YoY	22.0	44.2	38.1	32.6	27.3	0.4	0.4	(3.9)	34.4	4.6	12.4	8.6
해양	112	158	176	203	159	246	344	397	649	1,146	1,234	1,777
YoY	(75.6)	(43.2)	(30.8)	(26.7)	41.4	55.4	95.9	96.0	(48.9)	76.6	7.7	43.9
엔진	703	865	810	757	901	1,029	1,015	1,035	3,134	3,980	4,255	4,467
YoY	80.9	8.7	16.7	(9.0)	28.2	18.9	25.3	36.8	15.7	27.0	6.9	5.0
기타	25	18	21	18	23	19	23	20	80	82	-	-
YoY	15.7	(2.7)	(1.0)	(3.4)	(7.7)	8.7	7.2	8.3	(3.9)	2.4	-	-
영업이익	21	196	206	282	434	472	476	562	705	1,944	2,599	2,971
YoY	흑전	185.4	1,497.1	103.5	1,939.8	141.0	131.0	99.2	294.8	175.6	33.7	14.3
OPM	0.7	5.0	5.7	7.0	11.3	11.4	11.9	12.9	4.9	11.9	14.5	15.0
조선	80	201	165	257	355	337	266	346	703	1,305	1,702	1,966
YoY	40.6	514.0	1,291.4	442.3	345.2	67.9	61.8	34.6	372.2	85.8	30.4	15.5
해양	(78)	(27)	0	4	8	37	34	42	(100)	122	110	147
YoY	적지	적지	흑전	(96.1)	흑전	흑전	7,558.7	937.3	적지	흑전	(9.7)	34.2
엔진	76	91	99	93	142	184	176	174	359	675	787	858
YoY	127.7	(28.2)	28.7	87.8	86.7	102.2	77.5	86.8	25.3	88.1	16.6	9.0
기타	(57)	(69)	(58)	(72)	(72)	(87)	0	0	(256)	(159)	0	0
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	적지	적지	-	-

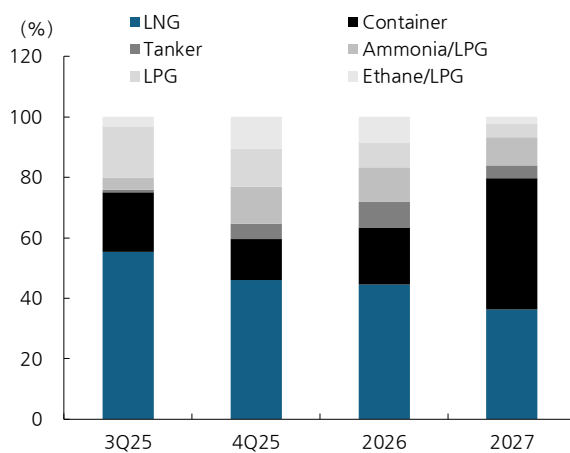
자료: HD현대중공업, DS투자증권 리서치센터 추정

표34 HD현대중공업 밸류에이션 테이블

	단위		비고
주식 수	(주)		
Target BPS	(원)	121,910	27FBPS 적용
Target P/B	(x)	5.8	07년 조선 3사 평균 PBR에 30% 프리미엄 할증
목표주가	(원)	700,000	
현재주가	(원)	600,000	전일 종가
Upside	(%)	16.7	

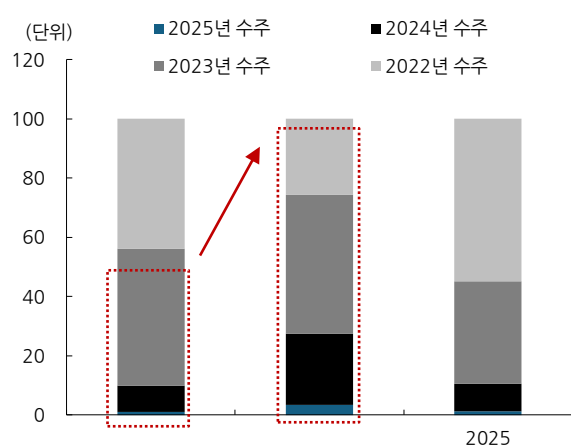
자료: HD현대중공업, DS투자증권 리서치센터

그림120 현대중공업 연간 선종별 물량 비중 추이 및 전망



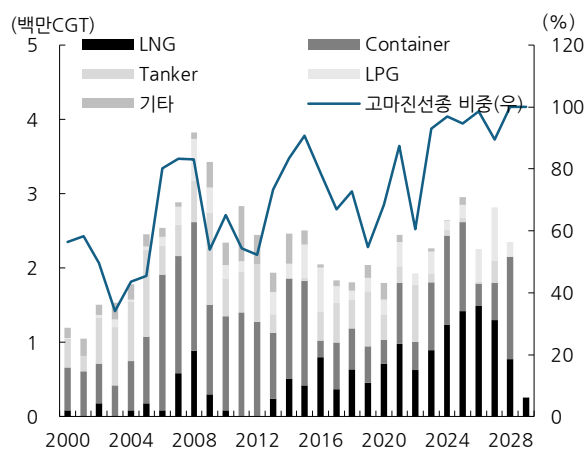
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림121 현대중공업 연간 수주 년도별 물량 비중 추이 및 전망



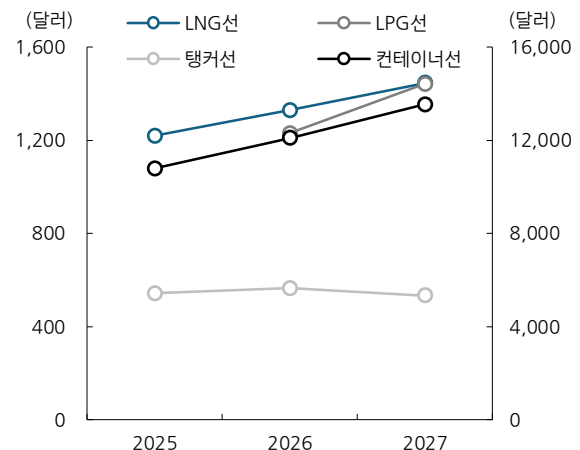
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림122 현대중공업 연도별 인도량 및 고마진 선종 비중 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림123 현대중공업 인도 기준 선종별 단위당 단가 연간 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

[HD 현대중공업 329180]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	12,084	13,875	16,106	매출액	11,964	14,486	16,322	17,978	19,811
현금 및 현금성자산	928	1,258	2,795	4,244	5,852	매출원가	11,309	12,993	13,562	14,652	16,047
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,884	1,943	2,141	매출총이익	655	1,494	2,760	3,326	3,764
재고자산	1,310	1,511	1,773	1,828	2,015	판매비 및 관리비	476	789	817	727	793
기타	5,178	5,975	5,631	5,860	6,098	영업이익	179	705	1,944	2,599	2,971
비유동자산	8,334	8,988	8,581	8,893	9,253	(EBITDA)	457	1,011	2,268	2,942	3,327
관계기업투자등	12	12	12	12	13	금융손익	-73	317	-368	-36	-32
유형자산	6,452	6,610	7,077	7,324	7,618	이자비용	132	150	93	80	78
무형자산	108	128	138	147	156	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	17,134	19,391	20,665	22,768	25,358	기타영업외손익	-72	-224	75	78	79
유동부채	9,945	11,796	12,875	13,127	13,569	세전계속사업이익	34	798	1,650	2,641	3,017
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,439	2,515	2,771	계속사업법인세비용	10	177	381	584	668
단기금융부채	1,928	1,514	744	724	711	계속사업이익	25	622	1,269	2,056	2,349
기타유동부채	5,992	7,971	9,692	9,888	10,087	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,981	1,890	1,002	983	967	당기순이익	25	622	1,269	2,056	2,349
장기금융부채	1,884	1,766	872	848	827	지배주주	25	622	1,269	2,056	2,349
기타비유동부채	97	124	130	135	140	총포괄이익	12	604	1,269	2,056	2,349
부채총계	11,926	13,686	13,877	14,110	14,536	매출총이익률 (%)	5.5	10.3	16.9	18.5	19.0
지배주주지분	5,207	5,704	6,788	8,659	10,822	영업이익률 (%)	1.5	4.9	11.9	14.5	15.0
자본금	444	444	444	444	444	EBITDA마진률 (%)	3.8	7.0	13.9	16.4	16.8
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123	당기순이익률 (%)	0.2	4.3	7.8	11.4	11.9
이익잉여금	773	1,288	2,372	4,243	6,406	ROA (%)	0.1	3.4	6.3	9.5	9.8
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	0.5	11.4	20.3	26.6	24.1
자본총계	5,207	5,704	6,788	8,659	10,822	ROIC (%)	1.7	7.6	25.8	40.6	42.9

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	2,939	2,341	2,556	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	25	622	1,269	2,056	2,349	P/E	463.9	41.1	42.0	25.9	22.7
비현금수익비용가감	292	208	552	324	340	P/B	2.2	4.5	7.8	6.2	4.9
유형자산감가상각비	268	293	309	328	340	P/S	1.0	1.8	3.3	3.0	2.7
무형자산상각비	10	13	16	15	16	EV/EBITDA	30.4	26.3	22.6	16.9	14.5
기타현금수익비용	14	-98	227	-19	-16	P/CF	36.1	30.8	29.2	22.4	19.8
영업활동 자산부채변동	-77	2,114	1,121	-39	-133	배당수익률 (%)	n/a	0.7	0.3	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	-228	-156	-248	-59	-198	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	67	-201	-262	-55	-186	매출액	32.3	21.1	12.7	10.1	10.2
매입채무 증가(감소)	371	223	-18	76	256	영업이익	흑전	294.8	175.6	33.7	14.3
기타자산 부채변동	-287	2,248	1,649	-1	-5	세전이익	흑전	2,222.7	106.7	60.0	14.2
투자활동 현금	-478	-499	-946	-687	-749	당기순이익	흑전	2,417.3	104.2	62.1	14.2
유형자산처분(취득)	-469	-452	-544	-575	-634	EPS	흑전	2,417.7	104.2	62.1	14.2
무형자산 감소(증가)	-36	-33	-22	-24	-24	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	30	0	-366	-33	-34	부채비율	229.0	239.9	204.4	163.0	134.3
기타투자활동	-4	-14	-14	-55	-57	유동비율	88.5	88.2	93.9	105.7	118.7
재무활동 현금	503	-2,049	-457	-205	-199	순차입금/자기자본(x)	47.0	18.7	-29.0	-40.3	-47.8
차입금의 증가(감소)	-14	-14	22	-20	-13	영업이익/금융비용(x)	1.4	4.7	20.9	32.6	38.2
자본의 증가(감소)	0	0	-186	-186	-186	총차입금 (십억원)	3,812	3,280	1,616	1,572	1,537
배당금의 지급	0	0	186	186	186	순차입금 (십억원)	2,449	1,067	-1,967	-3,492	-5,168
기타재무활동	517	-2,035	-293	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	184	330	1,538	1,449	1,608	EPS	278	7,001	14,293	23,165	26,464
기초현금	744	928	1,258	2,795	4,244	BPS	58,660	64,259	76,462	97,537	121,910
기말현금	928	1,258	2,795	4,244	5,852	SPS	134,770	163,185	183,862	202,516	223,163
NOPLAT	128	549	1,495	2,024	2,313	CFPS	3,569	9,342	20,514	26,812	30,299
FCF	-238	2,444	1,996	1,654	1,807	DPS	n/a	2,090	2,090	2,090	2,090

자료: HD현대중공업, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

HD 한국조선해양

009540

잘 키운 자식 하나, 둘, 셋이나?

김대성 조선
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.11.03

매수 (신규)

목표주가(신규)	540,000원
현재주가(10/31)	474,000원
상승여력	13.9%

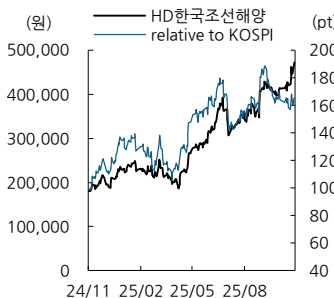
Stock Data

KOSPI	4,107.5pt
시가총액(보통주)	33,546십억원
발행주식수	70,773천주
액면가	5,000원
자본금	354십억원
60일 평균거래량	276천주
60일 평균거래대금	111,370백만원
외국인 지분율	32.7%
52주 최고가	484,000원
52주 최저가	175,600원
주요주주	
에이치디현대(외 8인)	36.7%
국민연금공단(외 1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	15.3	-4.6
3M	32.0	5.5
6M	74.3	13.6

주가차트



합병 후 해외 법인의 실적을 온전히 반영할 유일한 상장사

동사는 지배구조 개편과 함께 해외 투자법인을 통합하는 '아시아홀딩스'를 신설해 지분 60%를 취득할 예정이다. 이에 따라 현대비나신조선(HVS)과 현대 수빅조선소의 실적이 연결로 편입되며 높은 수익성이 동사 손익에 직접 반영된다. 두 조선소의 주력 선종은 탱커지만 국내 대비 80% 이상 낮은 인건비를 기반으로 LNG선 이상의 높은 마진을 실현 중이다. HVS는 30년까지 연간 건조능력을 12~13척 → 24척으로 확대할 계획이다. 수빅조선소도 추가 도크 임대를 통해 생산능력 증설이 진행돼 연결 실적 기여는 점차 확대될 전망이다. 이외에도 해외 투자 법인은 아시아 홀딩스에 편입될 예정으로 향후 HD그룹의 MASGA 대응 전략에서도 동사가 전진기지 역할을 할 가능성이 높다.

효자, 현대삼호 중심의 수익성 개선세는 지속

25년 매출액 28.7조원(+12.2% 이하 YoY), 영업이익 3.7조원(+156.9%, OPM 12.9%)을 전망한다. 이는 HD그룹 조선 3사의 수익성이 큰 폭으로 개선된 영향이 주요하다. 특히 현대삼호는 타조선사 대비 빠른 저가 수주 물량 해소를 통해 25년 영업이익률 17.5%로 국내 조선사 중 가장 높은 이익률 실현이 기대된다. 자회사별 외국인 근로자의 생산성이 국내 근로자 대비 50% 가까이 올라온 점도 실적 확대 요인 중 하나다. 26년에 들어서며 23년 이후 수주 물량(고선가)의 매출 비중은 현대중공업 94%, 현대삼호 97%, 현대미포 100%로 고선가 수주 물량 비중 확대에 따른 수익성 개선세는 이어질 전망이다.

목표주가 540,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 540,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시한다. 목표주가는 27F BPS 243,439원에 Target P/B 2.2배를 적용해 산출했다. 07년 증익사이클의 조선 3사 평균 P/B를 적용했으며 지주사인 점을 감안해 50% 할인했다. 자회사들의 실적 개선세를 감안시 해당 밸류에이션은 합당하다는 판단이다. 지배 구조 개편 후 해외 법인 투자 여부에 따라 밸류에이션 상향 여지는 충분하다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296	25,539	28,656	33,278	35,625
영업이익	282	1,434	3,684	4,956	5,621
영업이익률(%)	1.3	5.6	12.9	14.9	15.8
세전이익	-8	1,823	3,031	4,866	5,550
지배주주지분순이익	222	1,172	1,925	3,096	3,531
EPS(원)	3,133	16,565	27,216	43,785	49,935
증감률(%)	흑전	428.8	64.3	60.9	14.0
ROE(%)	2.3	11.2	17.2	24.4	22.6
PER(배)	38.6	13.8	17.4	10.8	9.5
PBR(배)	0.9	1.5	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA(배)	11.2	7.5	6.9	4.8	3.9

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

수주 및 실적 전망

26년 실적 전망 - 자회사들의 LNG선 실적 기여도는 확대될 전망

현대삼호의 26년 매출
반영 LNG선가 2.6억 달러

26년 매출액 33.3조원(+16.1% 이하 YoY) 영업이익 5조원(+34.6%, OPM 14.9%)을 전망한다. 26년부터 고선가로 수주한 LNG선의 매출 인식이 본격적으로 시작될 예정이다. 특히 현대삼호의 경우 카타르 물량이 없기 때문에 26년 인식되는 LNG선 평균 선가는 2.6억 달러로 예상된다. 현대중공업 역시 카타르 1차(약 2.15억 달러) 비중 축소와 카타르 2차(약 2.3억 달러) 비중 확대가 병행되며 LNG선 마진이 상향될 전망이다. 현대미포는 LNG선을 건조하지 않지만 LNGBV의 매출인식이 본격적으로 시작되며 동사 수익성 개선에 기여할 전망이다. 자회사별 23년 이후 수주 물량의 26년 매출 반영 비중은 현대중공업 94%, 현대삼호 97%, 현대미포 100%로 추정한다. 저가 수주 물량의 인식은 사실상 종료되었다.

26년 수주 전망 - 해외 야드 신규 수주 확대 기대

25년 수주 목표
초과 달성 기대 가능

현대삼호의 25년 수주 목표는 45.7억 달러이며 현재 수주 금액은 25년 10월 기준 40억 달러로 목표의 88%를 달성 중이다. 4분기 추가적인 상선 수주를 통해 목표 달성은 가능할 전망이다. 특히 20년 LOI를 맺었던 모잠비크의 LNG선 9척 수주(약 20억 달러)가 가시화될 시 초과 달성도 기대 가능하다.

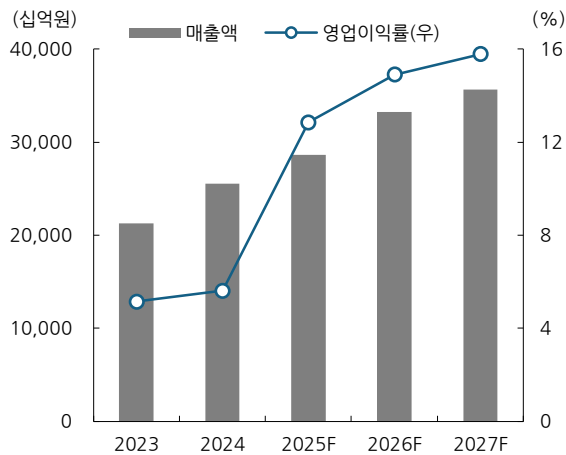
현대 그룹 연간 LNG 생산
능력은 28척 수준

26년은 29년 가동 예정인 글로벌 LNG프로젝트의 발주로 높은 LNG선 수요 강세가 예상된다. 동사의 LNG선 연간 생산능력은 총합 28척(현대중공업 16척, 현대삼호 12척)으로 상선의 수주물량은 LNG선을 중심으로 이루어질 전망이다.

해외 야드의 저렴한
인건비를 바탕으로
수주 경쟁 우위 전망

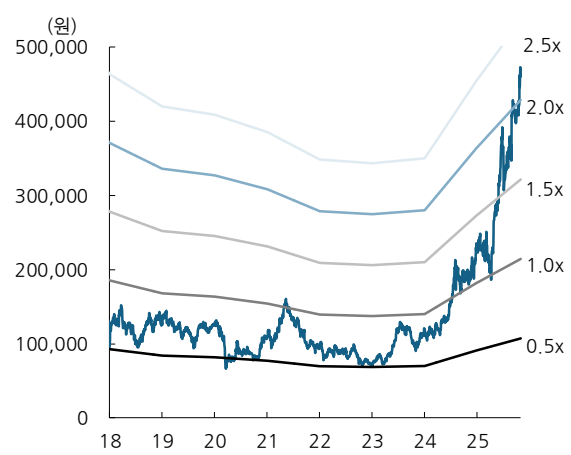
또한 동사의 해외 야드에 주목할 필요가 있다. 지배구조 개편 이후 연결 편입이 예상되는 현대비나신조선(HVS)과 현대수빅조선소는 국내 대비 각각 1/8, 1/10 수준의 인건비를 바탕으로 주력 선종이 탱커임에도 LNG선에 준하는 마진을 시현 중이다. 낮은 원가율로 중국과의 수주 경쟁에서도 선가 측면에서 우위를 차지할 수 있어 수주 물량 선점에는 문제가 없다는 판단이다. 중요한건 생산능력이다. 두 조선소의 생산능력은 각각 12~13척, 4~5척 수준이며 현재 캐파 확대도 진행 중으로 관련 수주는 계속 늘어날 전망이다.

그림124 HD한국조선해양 연간 실적 추이 및 전망



자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

그림125 HD한국조선해양 12MF PER 밴드차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표35 한국조선해양 실적 테이블

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,516	6,615	6,246	7,162	6,772	7,428	6,802	7,654	25,539	28,657	33,279	35,625
YoY	13.9	21.3	24.6	19.6	22.8	12.3	8.9	6.9	19.9	12.2	16.1	7.0
현대삼호	1,706	1,811	1,644	1,843	1,966	2,119	1,701	2,132	7,004	7,918	9,543	9,560
YoY	30.3	11.1	24.2	8.6	15.2	17.0	3.5	15.7	17.5	13.0	20.5	0.2
현대중공업	2,988	3,884	3,609	4,006	3,823	4,147	3,940	4,257	14,486	16,166	17,944	19,809
YoY	13.5	26.7	26.5	17.4	27.9	6.8	9.2	6.3	21.1	11.6	11.0	10.4
현대미포	1,000	1,129	1,078	1,423	1,184	1,235	1,162	1,265	4,630	4,845	5,792	6,255
YoY	10.0	9.3	8.4	29.0	18.3	9.3	7.8	(11.1)	14.6	4.6	19.5	8.0
연결조정 및 기타	(179)	(209)	(85)	(110)	(201)	(72)	0	0	(582)	(273)	0	0
YoY	1,951.9	(23.8)	(46.8)	(50.9)	12.3	(65.4)	(100.0)	(100.0)	(12.6)	(53.1)	-	-
영업이익	160	376	398	499	859	954	847	1,023	1,434	3,684	4,957	5,620
YoY	흑전	428.3	477.7	209.8	436.4	153.3	112.7	105.1	30.8	156.9	34.6	13.4
OPM	2.9	5.7	6.4	7.0	12.7	12.8	12.5	13.4	5.6	12.9	14.9	15.8
현대삼호	186	176	178	184	366	372	286	365	724	1,388	1,765	1,824
YoY	222.7	183.2	138.6	71.5	96.8	111.1	60.5	98.3	11.8	91.7	27.1	3.3
현대중공업	21	196	206	282	434	472	471	551	705	1,927	2,596	2,972
YoY	흑전	185.4	1,497.1	103.5	1,939.8	141.0	128.5	95.3	25.6	173.3	34.7	14.5
현대미포	(11)	17	35	47	68	89	91	108	89	356	596	824
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	413.1	157.1	129.3	흑전	302.2	67.5	38.1
연결조정 및 기타	(36)	(13)	(21)	(14)	(9)	21	10	10	(84)	32	0	0
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	-	-

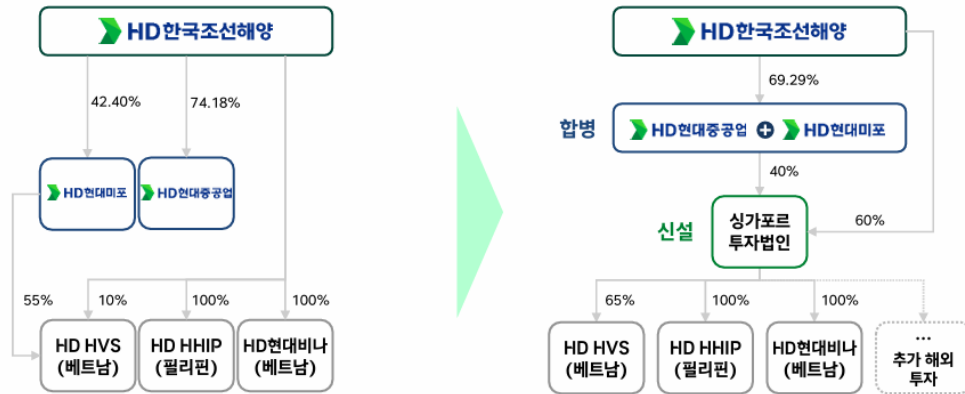
자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

표36 한국조선해양 밸류에이션 테이블

	단위		비고
주식 수	(주)		
Target BPS	(원)	243,439	27F BPS 적용
Target P/B	(x)	2.2	07년 조선 3사 평균 PBR에 할인 50% 적용
목표주가	(원)	540,000	
현재주가	(원)	474,000	전일 종가
Upside	(%)	13.9	

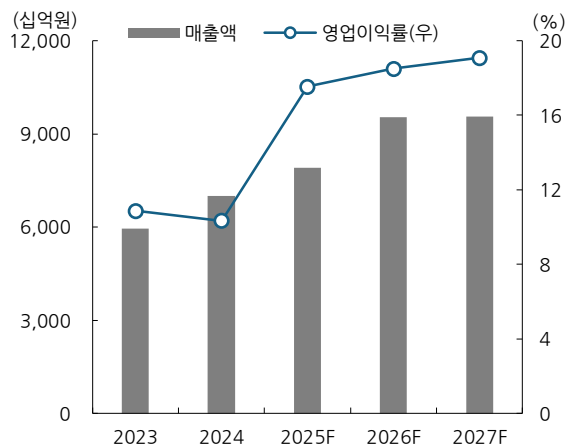
자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

그림126 합병 후 사업 구조 재편



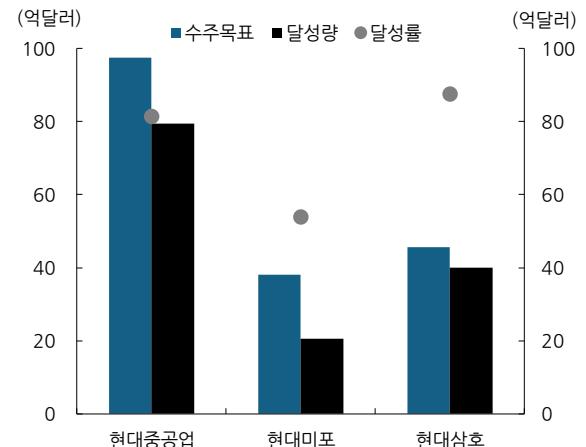
자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

그림127 현대삼호 연간 실적 추이 및 전망



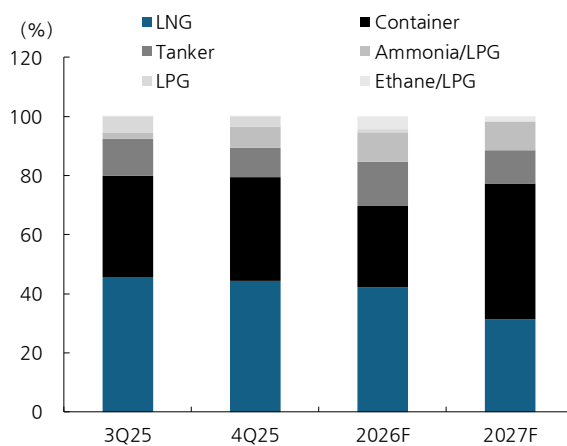
자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터 추정

그림128 2025년 자회사별 수주 목표 및 달성률



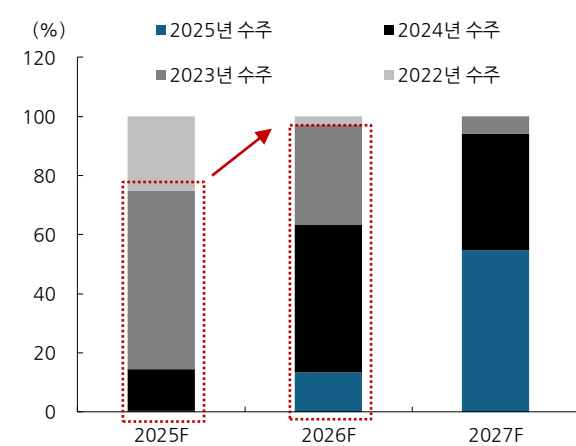
자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

그림129 현대삼호 연간 선종별 물량 비중 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림130 현대삼호 연간 수주년도별 물량 비중 추이 및 전망



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

[HD 한국조선해양 009540]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,735	20,431	22,358	25,105	28,177	매출액	21,296	25,539	28,656	33,278	35,625
현금 및 현금성자산	3,018	3,717	5,322	7,282	9,518	매출원가	20,248	22,943	23,301	26,624	28,499
매출채권 및 기타채권	1,452	1,634	1,902	2,021	2,151	매출총이익	1,048	2,595	5,355	6,654	7,126
재고자산	2,006	2,232	2,496	2,652	2,823	판매비 및 관리비	766	1,161	1,671	1,698	1,505
기타	11,259	12,848	12,637	13,150	13,684	영업이익	282	1,434	3,684	4,956	5,621
비유동자산	14,507	16,288	15,561	16,300	17,096	(EBITDA)	754	1,960	4,253	5,561	6,257
관계기업투자등	541	390	349	364	378	금융손익	64	869	-575	35	53
유형자산	10,504	11,111	11,927	12,508	13,142	이자비용	194	206	157	162	152
무형자산	191	375	406	433	459	관계기업등 투자손익	0	6	-135	-181	-181
자산총계	32,243	36,719	37,918	41,405	45,272	기타영업외손익	-354	-486	58	56	56
유동부채	17,498	19,325	20,588	21,397	22,210	세전계속사업이익	-8	1,823	3,031	4,866	5,550
매입채무 및 기타채무	3,204	3,884	4,169	4,430	4,715	계속사업법인세비용	-153	368	627	983	1,121
단기금융부채	2,791	2,285	1,308	1,243	1,132	계속사업이익	145	1,455	2,404	3,884	4,429
기타유동부채	11,504	13,157	15,111	15,724	16,363	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2,375	3,238	2,696	2,639	2,523	당기순이익	145	1,455	2,404	3,884	4,429
장기금융부채	2,186	3,021	2,479	2,414	2,290	지배주주	222	1,172	1,925	3,096	3,531
기타비유동부채	189	217	217	225	232	총포괄이익	176	1,800	2,404	3,884	4,429
부채총계	19,872	22,563	23,284	24,035	24,732	매출총이익률 (%)	4.9	10.2	18.7	20.0	20.0
지배주주지분	9,904	11,099	11,323	14,058	17,229	영업이익률 (%)	1.3	5.6	12.9	14.9	15.8
자본금	354	354	354	354	354	EBITDA마진률 (%)	3.5	7.7	14.8	16.7	17.6
자본잉여금	2,460	2,600	2,723	2,723	2,723	당기순이익률 (%)	0.7	5.7	8.4	11.7	12.4
이익잉여금	14,374	15,084	16,650	19,386	22,556	ROA (%)	0.7	3.4	5.2	7.8	8.1
비지배주주지분(연결)	2,466	3,056	3,311	3,311	3,311	ROE (%)	2.3	11.2	17.2	24.4	22.6
자본총계	12,370	14,156	14,634	17,369	20,540	ROIC (%)	1.7	9.5	26.4	39.0	42.0

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,082	4,289	4,554	4,092	4,565	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	145	1,455	2,404	3,884	4,429	P/E	38.6	13.8	17.4	10.8	9.5
비현금수익비용가감	434	385	859	6	-74	P/B	0.9	1.5	3.0	2.4	1.9
유형자산감가상각비	459	504	543	580	609	P/S	0.4	0.6	1.2	1.0	0.9
무형자산상각비	13	22	26	25	26	EV/EBITDA	11.2	7.5	6.9	4.8	3.9
기타현금수익비용	-38	-141	290	-599	-709	P/CF	14.8	8.8	10.3	8.6	7.7
영업활동 자산부채변동	1,510	2,369	1,236	202	210	배당수익률 (%)	n/a	2.2	1.1	1.1	1.1
매출채권 감소(증가)	-373	-3	-275	-119	-130	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	199	-126	-274	-156	-171	매출액	23.1	19.9	12.2	16.1	7.1
매입채무 증가(감소)	332	265	125	260	285	영업이익	흑전	408.1	156.9	34.5	13.4
기타자산, 부채변동	1,351	2,233	1,660	217	226	세전이익	적지	흑전	66.3	60.5	14.0
투자활동 현금	-1,267	-1,233	-1,959	-1,641	-1,733	당기순이익	흑전	903.6	65.3	61.5	14.0
유형자산처분(취득)	-798	-866	-983	-1,161	-1,243	EPS	흑전	428.8	64.3	60.9	14.0
무형자산 감소(증가)	-60	-58	-46	-52	-52	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-380	-257	-928	-311	-317	부채비율	160.6	159.4	159.1	138.4	120.4
기타투자활동	-29	-52	-2	-117	-122	유동비율	101.4	105.7	108.6	117.3	126.9
재무활동 현금	-485	-2,359	-985	-491	-595	순차입금/자기자본(x)	-0.6	-10.8	-30.1	-38.0	-44.8
차입금의 증가(감소)	-33	-35	783	-130	-235	영업이익/금융비용(x)	1.5	7.0	23.5	30.6	37.0
자본의 증가(감소)	-3	-1	-1,898	-361	-361	총차입금 (십억원)	4,976	5,306	3,787	3,657	3,422
배당금의 지급	3	1	361	361	361	순차입금 (십억원)	-75	-1,533	-4,399	-6,605	-9,197
기타재무활동	-449	-2,323	130	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	321	699	1,605	1,960	2,236	EPS	3,133	16,565	27,216	43,785	49,935
기초현금	2,697	3,018	3,717	5,322	7,282	BPS	139,936	156,831	159,989	198,642	243,439
기말현금	3,018	3,717	5,322	7,282	9,518	SPS	300,908	360,851	404,901	470,207	503,369
NOPLAT	205	1,144	2,922	3,955	4,486	CFPS	8,180	25,995	46,112	54,957	61,536
FCF	822	2,976	2,541	2,450	2,832	DPS	n/a	5,100	5,100	5,100	5,100

자료: HD 한국조선해양, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

HD 현대미포

010620

LNG병커링선이 온다

김대성 조선
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.11.03

매수 (신규)

목표주가(신규)	290,000원
현재주가(10/31)	241,500원
상승여력	20.1%

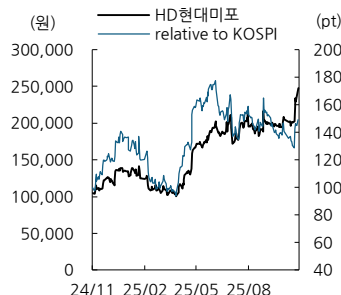
Stock Data

KOSPI	4,107.5pt
시가총액(보통주)	9,646십억원
발행주식수	39,942천주
액면가	5,000원
자본금	200십억원
60일 평균거래량	363천주
60일 평균거래대금	74,605백만원
외국인 지분율	21.4%
52주 최고가	253,500원
52주 최저가	99,500원
주요주주	
에이치디한국조선해양(외 3인)	42.8%
국민연금공단(외 1인)	10.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.7	-1.3
3M	13.9	-12.6
6M	44.9	-15.8

주가차트



LNG병커링선의 수주는 더욱 확대될 전망

LNG 이중연료선 수주 급증에 따라 LNG병커링선(LNGBV) 수요는 확대될 전망이다. 현재 LNG 연료선은 673척이며 수주잔고를 감안하면 2029년까지 1,440척으로 증가한다. 반면 LNGBV는 수주잔고 포함 71척에 그쳐 공급 격차가 뚜렷한 상황이다. 추정치 기준 29년까지 최소 140척의 LNGBV가 필요해 추가 발주 여지는 충분하다. 동사는 중형선 특화 도크와 고부가 선종 건조 역량을 바탕으로 현재 수주잔고 기준 약 30%의 수주를 점유하고 있다. LNGBV의 건조기간이 2~2.5년임을 감안 시 26년부터 본격적인 발주를 예상된다. LNGBV는 LNG운반선과 유사한 고마진 선종으로 향후 수주 확대 시 선종 믹스 개선과 함께 이익 레버리지에 기여를 기대하며 이에 따라 향후 수익성 개선은 가속화될 전망이다.

23년 이후 수주 물량만 남았다.

25년 매출액 4.8조원(+4.6% 이하 YoY), 영업이익 3,560억원(+302.2%, OPM 7.3%)을 전망한다. 영업이익률은 24년 1.9% → 25년 7.3%로 큰 폭으로 개선될 예정이다. 이는 중형 선박 특성상 짧은 건조 기간으로 22년 이전 수주 물량이 빠르게 소진된 영향이 주요하다. 후판 가격 안정화에 따른 원가 절감과 신규 채용 인력의 숙련도 향상에 따른 생산 효율성 상승도 수익성 향상에 기여했다. 26년부터는 LNG병커링선의 매출 인식(9%)이 시작됨과 동시에 23년 이후 수주 물량 비중이 100%까지 확대(25년 77%)되며 추가적인 수익성 개선이 기대된다.

목표주가 290,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 290,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 27F BPS 78,664원에 Target P/B 3.7배를 적용해 산출했다. Target P/B는 과거 07년 증익사이클의 조선 4사 평균 PBR을 적용해 산출했다. 합병 후 특수선 수주 가능성과 LNG병커링선 수주 확대에 따라 향후 밸류에이션 상향 여지는 충분하다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	4,845	5,791	6,254
영업이익	-153	89	356	596	810
영업이익률(%)	-3.8	1.9	7.3	10.3	13.0
세전이익	-157	146	275	614	829
지배주주지분순이익	-143	106	199	420	567
EPS(원)	-3,579	2,642	4,992	10,520	14,205
증감률(%)	적지	흑전	88.9	110.7	35.0
ROE(%)	-7.0	5.3	9.3	17.4	19.7
PER(배)	-23.7	50.8	48.4	23.0	17.0
PBR(배)	1.7	2.6	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA(배)	-43.9	33.9	21.1	13.1	9.4

자료: HD현대미포, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

수주 및 실적 전망

26년 실적 전망 - 23년 이후 수주 물량 100%, 실적 개선은 여전히 유효

23년 이후 수주 물량은 100%, LNG병커링선 매출 반영도 본격적으로 시작

26년 매출액 5.8조원(+19.5% 이하 YoY), 영업이익 5,960억원(+67.5%, OPM 10.3%)로 25년에 이어 실적 상승세는 이어질 전망이다. 1) LNG 병커링선의 본격적인 매출 반영 개시와 2) 23년 이후 수주 물량의 매출 비중이 100%인 점이 주요하다. LNG병커링선의 매출비중은 26년 9%로 기대되며 향후에도 LNG 연료선 확대에 따른 신규 수주 성장이 기대돼 비중은 더 상승할 전망이다. 26년 매출 비중은 수주 년도 기준 23년 11%, 24년 49%, 25년 40%로 고선가(23, 25년) 및 초고선가(24년) 수주 물량 비중이 확대돼 탑라인 및 수익성의 동시 성장을 기대한다.

26년 수주 전망 - LNGBV, 특수선 등 기대 요소 가득

25년 수주 목표 달성은 불투명

25년 수주 목표는 38억 달러였지만 25년 10월 기준 20.5억달러로 달성률은 54%에 불과하다. 4분기 피더선 및 LNG병커링선 수주 가능성은 남아있지만 목표 달성은 어려울 전망이다. 이는 글로벌 수주 강세를 보였던 컨테이너선의 발주 트렌드가 대형선 위주였던 점과 탱커선 및 LPG선의 글로벌 발주 약세 영향이 주요했다.

26년은 LNG병커링선 및 피더선 발주 기대. 합병 이후 특수선 도크 활용으로 전략상선단 건조도 기대

26년은 LNG병커링선의 수요 강세 및 소형 컨테이너선(피더선) 발주 확대 트렌드에 따라 두 선종 중심의 수주 강세를 전망한다. 또한 합병 후 도크활용에 따른 선종 믹스 개선도 기대 가능하다. 현대미포는 현재 1~4번의 중형 도크를 보유 중이다. 합병 후 3,4번은 특수선 및 군함, 1,2번은 상선용으로 활용될 예정이다. 이에 따라 상선 생산 능력 감소는 불가피하지만 오히려 저마진 선종을 상대적 고마진 선종인 군함 및 특수선으로 대체하며 수익성 위주의 믹스 개선을 기대할 수 있다. 동사는 또한 Ships Act법 통과 후 전략 상선단 건조(중형 위주 선종)에 가장 적합한 도크를 보유 중인 만큼 향후 수주 모멘텀은 점차 부각될 전망이다.

표37 HD현대미포 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,000	1,129	1,078	1,423	1,184	1,235	1,162	1,265	4,630	4,845	5,791	6,254
YoY	10.0	9.3	8.4	29.0	18.3	9.3	7.8	(11.1)	14.6	4.6	19.5	8.0
판관비	38	38	39	44	38	38	37	38	159	152	157	165
YoY	3.8	3.4	3.6	3.1	3.3	3.1	3.2	3.0	3.4	3.1	2.7	2.6
영업이익	(11)	17	35	47	68	89	91	108	89	356	596	810
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	413.1	157.1	129.3	(157.9)	302.2	67.5	35.9
OPM	(1.1)	1.5	3.3	3.3	5.8	7.2	7.8	8.5	1.9	7.3	10.3	13.0

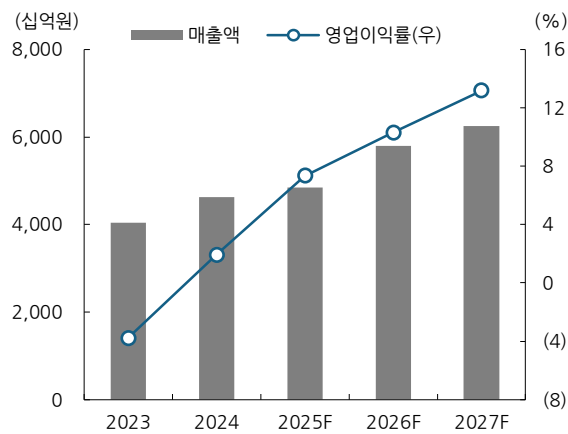
자료: HD현대미포, DS투자증권 리서치센터

표38 HD현대미포 밸류에이션 테이블

	단위		비고
주식 수	(주)		
Target BPS	(원)	78,664	27F BPS 적용
Target P/B	(x)	3.7	07년 조선 4사 평균 PBR 적용
목표주가	(원)	290,000	
현재주가	(원)	241,500	전일 종가
Upside	(%)	20.1	

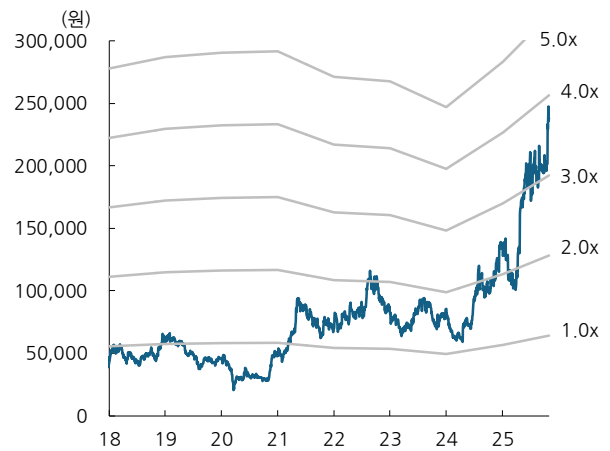
자료: HD현대미포, DS투자증권 리서치센터

그림131 HD현대미포 연간 실적 추이 및 전망



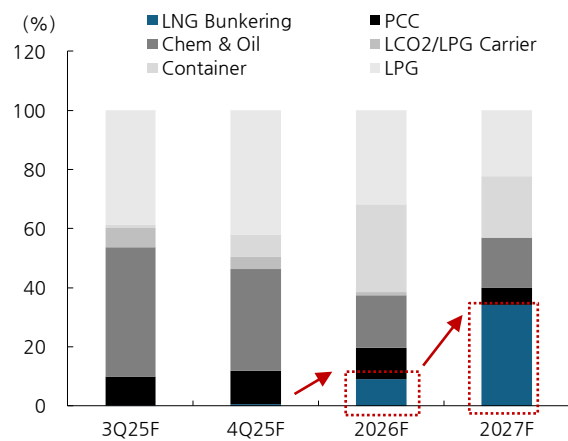
자료: HD현대미포, DS투자증권 리서치센터 추정

그림132 HD현대미포 12MF PER 밴드차트



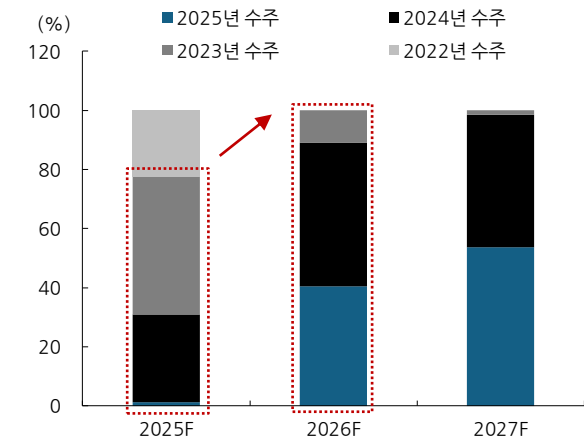
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림133 HD현대미포 연간 선종별 물량 비중 추이 및 전망



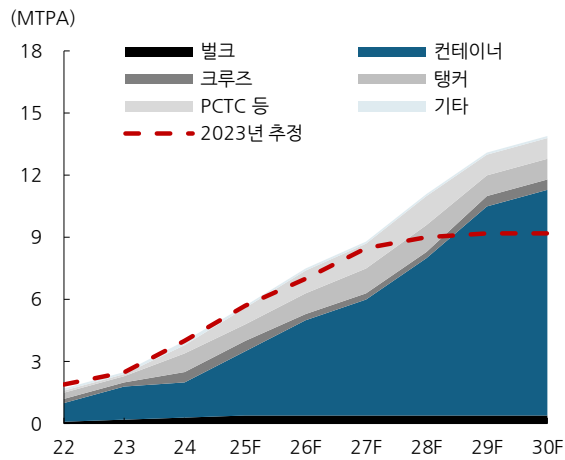
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림134 HD현대미포 연간 수주년도별 물량 비중 추이 및 전망



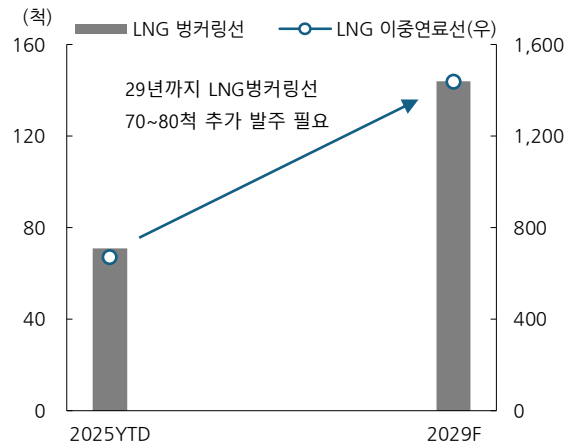
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림135 LNG 이중연료선 확대에 따른 LNG수요 확대 전망



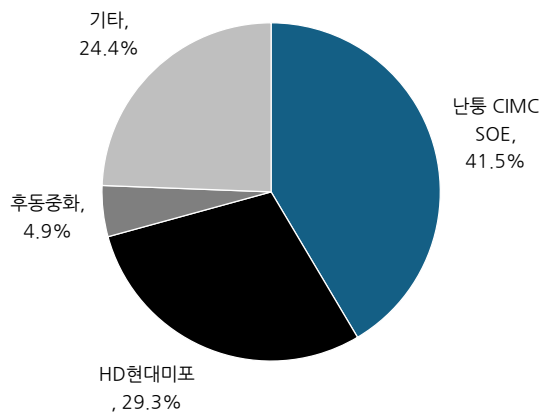
자료: Shell, DS투자증권 리서치센터

그림136 LNG벙커링선 필요 척수 전망



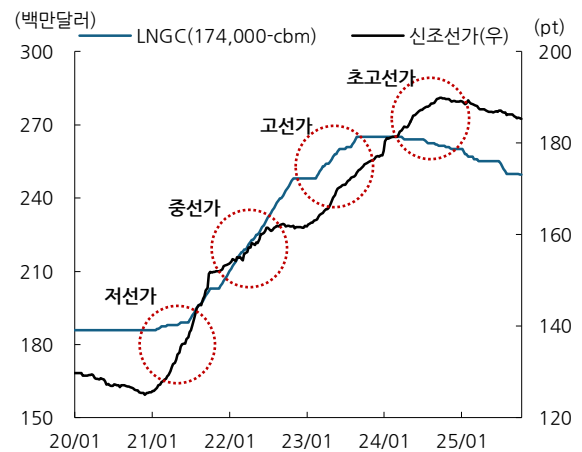
자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터 추정

그림137 LNG벙커링선 수주잔고 조선사별 비중 현황



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

그림138 신조선가 및 LNG선 선가 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

[HD 현대미포 010620]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,799	2,787	3,033	3,475	4,036	매출액	4,039	4,630	4,845	5,791	6,254
현금 및 현금성자산	310	165	600	904	1,343	매출원가	4,070	4,382	4,332	5,038	5,278
매출채권 및 기타채권	165	131	110	126	136	매출총이익	-31	248	513	753	976
재고자산	230	271	267	306	330	판매비 및 관리비	122	159	157	157	165
기타	2,094	2,219	2,056	2,139	2,226	영업이익	-153	89	356	596	810
비유동자산	2,110	2,322	2,288	2,395	2,514	(EBITDA)	-84	167	441	685	903
관계기업투자등	14	14	14	15	15	금융손익	30	143	-90	9	10
유형자산	1,757	1,862	1,969	2,062	2,165	이자비용	14	19	6	3	3
무형자산	15	21	23	26	28	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	4,909	5,109	5,321	5,870	6,550	기타영업외손익	-34	-85	8	8	9
유동부채	2,735	2,706	2,868	3,046	3,194	세전계속사업이익	-157	146	275	614	829
매입채무 및 기타채무	567	754	761	871	940	계속사업법인세비용	-18	33	53	138	187
단기금융부채	536	350	189	179	176	계속사업이익	-139	113	222	475	642
기타유동부채	1,632	1,602	1,919	1,997	2,078	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	158	297	183	163	157	당기순이익	-139	113	222	475	642
장기금융부채	139	280	168	148	141	지배주주	-143	106	199	420	567
기타비유동부채	20	17	15	15	16	총포괄이익	-132	121	222	475	642
부채총계	2,894	3,002	3,051	3,210	3,351	매출총이익률 (%)	-0.8	5.4	10.6	13.0	15.6
지배주주지분	1,970	2,048	2,213	2,604	3,142	영업이익률 (%)	-3.8	1.9	7.3	10.3	13.0
자본금	200	200	200	200	200	EBITDA마진률 (%)	-2.1	3.6	9.1	11.8	14.4
자본잉여금	82	82	82	82	82	당기순이익률 (%)	-3.4	2.4	4.6	8.2	10.3
이익잉여금	1,428	1,499	1,669	2,061	2,599	ROA (%)	-3.0	2.1	3.8	7.5	9.1
비지배주주지분(연결)	45	58	57	57	57	ROE (%)	-7.0	5.3	9.3	17.4	19.7
자본총계	2,015	2,106	2,269	2,661	3,199	ROIC (%)	-5.4	2.9	13.3	23.7	31.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-533	361	651	562	693	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-139	113	222	475	642	P/E	-23.7	50.8	48.4	23.0	17.0
비현금수익비용가감	44	65	83	33	18	P/B	1.7	2.6	4.4	3.7	3.1
유형자산감가상각비	69	78	84	88	92	P/S	0.8	1.2	2.0	1.7	1.5
무형자산상각비	0	0	1	0	0	EV/EBITDA	-43.9	33.9	21.1	13.1	9.4
기타현금수익비용	-26	-13	-2	-55	-75	P/CF	n/a	30.0	31.6	19.0	14.6
영업활동 자산부채변동	-438	188	347	53	33	배당수익률 (%)	n/a	0.5	0.3	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	-72	34	30	-16	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	63	-30	-4	-39	-24	매출액	8.7	14.6	4.6	19.5	8.0
매입채무 증가(감소)	-149	30	20	110	70	영업이익	적지	흑전	302.2	67.5	35.9
기타자산 부채변동	-282	154	301	-2	-2	세전이익	적지	흑전	87.9	123.4	35.0
투자활동 현금	-112	-149	-152	-200	-215	당기순이익	적지	흑전	95.8	114.4	35.0
유형자산처분(취득)	-116	-144	-138	-181	-195	EPS	적지	흑전	88.9	110.7	35.0
무형자산 감소(증가)	-10	-7	-3	-3	-3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	14	2	-6	-4	-4	부채비율	143.6	142.5	134.5	120.6	104.7
기타투자활동	1	0	-5	-11	-12	유동비율	102.3	103.0	105.7	114.1	126.4
재무활동 현금	464	-363	-60	-58	-39	순차입금/자기자본(x)	13.7	13.8	-14.6	-25.1	-35.1
차입금의 증가(감소)	-2	-6	78	-30	-10	영업이익/금융비용(x)	-11.1	4.5	62.7	182.0	264.6
자본의 증가(감소)	0	0	-28	-28	-28	총차입금 (십억원)	675	629	357	327	317
배당금의 지급	0	0	28	28	28	순차입금 (십억원)	277	290	-331	-668	-1,122
기타재무활동	465	-357	-110	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-180	-145	434	304	440	EPS	-3,579	2,642	4,992	10,520	14,205
기초현금	490	310	165	600	904	BPS	49,324	51,278	55,393	65,189	78,664
기말현금	310	165	600	904	1,343	SPS	101,123	115,919	121,300	144,979	156,577
NOPLAT	-111	69	287	462	628	CFPS	-2,388	4,472	7,637	12,735	16,525
FCF	-645	217	500	362	478	DPS	n/a	710	710	710	710

자료: HD현대미포, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼성중공업 (010140) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-06	매수	12,000	-20.5	13.9	
2024-01-24	매수	12,000	-16.9	13.9	
2024-02-23	매수	12,000	-15.0	13.9	
2024-03-06	매수	12,000	-14.3	13.9	
2024-09-13	매수	12,000	-7.0	13.9	
2024-10-25	매수	12,000	-4.2	13.9	
2025-02-05	매수	18,000	-22.0	-14.2	
2025-04-25	매수	20,000	-4.9	51.5	
2025-11-03	담당자변경				
2025-11-03	매수	39,000			

한화오션 (042660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-01-24	매수	35,000	-26.5	-0.7	
2024-04-05	매수	35,000	-14.1	-0.7	
2024-04-25	매수	42,000	-23.7	-6.7	
2024-07-22	매수	42,000	-22.6	-6.7	
2024-08-27	매수	42,000	-21.6	-6.7	
2024-10-14	매수	42,000	-20.3	-6.7	
2024-10-30	매수	42,000	-18.4	-6.7	
2025-01-07	매수	45,000	13.2	35.3	
2025-02-05	매수	75,000	-1.6	13.5	
2025-03-19	매수	100,000	-25.1	-10.1	
2025-03-27	매수	100,000	-24.7	-10.1	
2025-05-07	매수	120,000	-18.5	17.5	
2025-11-03	담당자변경				
2025-11-03	매수	160,000			

HD현대중공업 (329180) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-13	매수	160,000	-14.3	35.0	
2023-11-28	매수	160,000	-13.5	35.0	
2024-01-24	매수	160,000	-11.0	35.0	
2024-08-30	매수	230,000	-8.1	29.6	
2024-10-14	매수	230,000	-3.6	29.6	
2025-01-07	매수	350,000	15.8	78.3	
2025-11-03	담당자변경				
2025-11-03	매수	700,000			

HD한국조선해양 (009540) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-05-28	매수	165,000	6.6	29.1	
2024-11-01	매수	230,000	-7.2	8.0	
2025-02-05	매수	280,000	13.0	68.9	
2025-11-03	담당자변경				
2025-11-03	매수	540,000			

HD현대미포 (010620) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-11-13	매수	115,000	-30.6	4.4		
2023-11-28	매수	115,000	-30.5	4.4		
2024-04-26	매수	115,000	-20.7	4.4		
2024-07-22	매수	115,000	-6.3	4.4		
2024-09-05	매수	135,000	-23.5	-18.2		
2024-11-01	매수	150,000	-19.8	5.7		
2025-02-10	매수	150,000	-23.8	5.7		
2025-04-25	매수	200,000	-3.0	23.8		
2025-11-03	담당자변경					
2025-11-03	매수	290,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.