

조선 (비중확대/신규)

E A R N I N G S I M P A C T

조선의 귀환



CONTENTS

Executive Summary	3
투자전략 및 Valuation	7
잊고 지냈던 조선업 호황기	7
이제는 실적랠리를 준비할 시기	8
밸류에이션 Re-rating 조건: 1) 이익개선, 2) 견조한 발주량	11
Top Picks: HD현대미포 / 차선회: HD한국조선해양	13
되짚어보는 사이클의 역사	15
조선업 60년 사이클 Case study	15
스테디 사이클은 10년 이상 지속	21
신조선가는 쉽게 꺾이지 않을 것	26
교체수요에 따라 발주 모멘텀 지속될 것	30
본 게임은 시작도 안했다	32
한국 조선업 주가 및 수주성과 점검	32
2025년 실적 턴어라운드 본격화	35
조선업 주가결정변수: 수주잔고와 영업이익	41
패러다임 시프트: 친환경과 방산	43
환경규제: 몰려오는 Green wave	43
지정학: 무너지는 힘의 균형 (feat. 군비증강)	49
선종별 발주 현황	57
LNG 운반선: 액화시설 캐파 순증 및 교체수요로 발주 지속될 것	57
컨테이너선: 많이 진행된 교체수요, 물동량 회복이 관건	60
원유운반선: 수주잔량/선복량 여전히 낮아 발주여력 잔존	63
벌크선: 조선업 초호황의 시그널로서 주목할 필요	66
Global Company Analysis	69
HD현대미포	70
HD한국조선해양	77
삼성중공업	84
HD현대중공업	91

Executive Summary

15년만에 찾아온 조선업 호황기

15년만에 조선업의 업사이클 진입과 실적 턴어라운드 명확해진 현 시점이 조선주 매수 호기라고 판단한다. 조선사의 주요 고객인 해운사들은 지정학과 환경규제에 따라 선박교체가 불가피해질 전망이다. 반면 조선사들은 그간 불황 속에서 구조조정과 캐파축소를 거쳐왔기 때문에 당분간 선박공급 상황은 타이트할 것이다. 또한, 이미 3.3년치의 수주잔고를 확보하고 있어 공급자우위시장 (Seller's market) 환경은 지속될 것으로 예상된다. 현재 조선업은 회복기에 나타나는 스테디 사이클 (Steady cycle) 구간에 위치하고 있다. 향후 슈퍼 사이클의 트리거는 경기회복 또는 재건수요에 따른 물동량 회복이 될 것이다.

2025년 실적랠리를 준비할 시기

조선사가 수주잔고를 충분히 확보해놓은 경우 시장의 시선은 1) 수주잔고/매출액 3년+ 유지 및 2) 이익개선 여부로 옮겨간다. 따라서, 현재 조선사 일감이 넉넉하고 향후 수주전망도 양호한 만큼 내년에는 이익 (Earnings)이 증가를 견인하는 핵심 변수가 될 것으로 판단한다. 2025년을 기점으로 조선업은 본격적인 실적 랠리 구간에 진입할 전망이다. 고가 선박의 매출인식 비중이 지속 확대되기 때문이다. 이에 따라, 조선5사의 건조선가 (ASP)는 매년 8.6%씩 개선, 영업이익률은 2026F 10.1%, 2027F 11.5%로 추정한다.

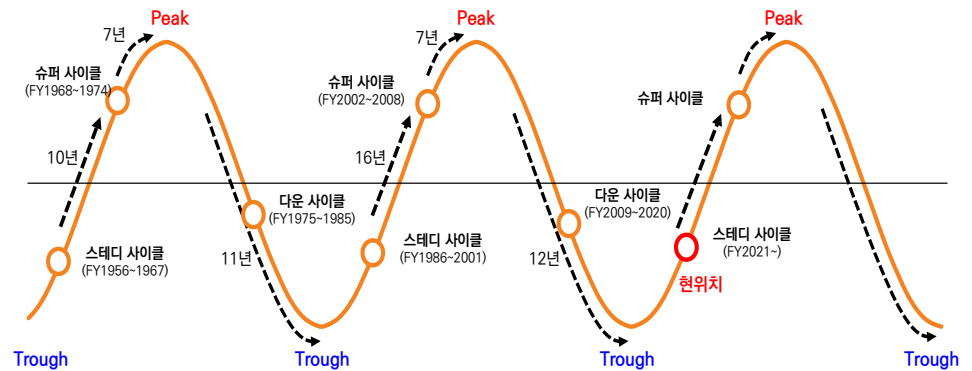
Top Picks: HD현대미포 / 차선회: HD한국조선해양

당사는 조선업종 Top Picks으로 HD현대미포 (010620)를 제시한다. 투자이견 '매수', 목표주가 170,000원 (Upside 56.4%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 78,955원에 Target P/B 2.1배 (26~27F Sustainable ROE 19.5%, COE 10.5%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 미포의 강점은 빠른 건조속도와 반복건조를 기반으로 한 강력한 이익 모멘텀이다. 2025년 인식물량의 60%가 고선가, 40% 초고선가로 예상되며, 제품믹스도 PC선 및 LPG운반선 위주로 개선될 전망이다.

더불어, 자회사인 현대베트남조선 캐파증대도 미포의 실적성장에 힘을 더해줄 것이다. 현재 캐파 15척에서 매년 1~2척씩 증가해 2030년까지 23척으로 확대될 예정이다. 당사는 HD현대미포의 1) 빠른 이익 턴어라운드, 2) 매출볼륨 확대 가능성에 주목한다.

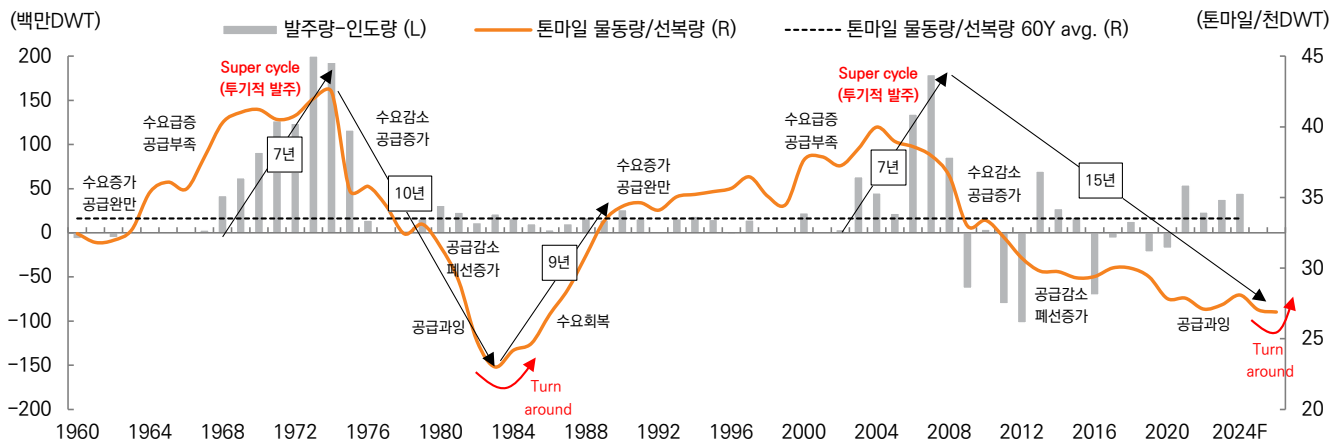
차선회주로 HD한국조선해양 (009540)을 추천한다. 투자이견 '매수', 목표주가 288,000원 (Upside 48.5%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 235,404원에 Target P/B 1.2배 (26~27F Sustainable ROE 16.2%, COE 10.9%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 주요 투자포인트는 1) HD현대삼호의 강력한 이익 모멘텀, 2) HD현대마린엔진을 통한 엔진사업 확보, 3) 주주환원이 기대되는 건전한 현금흐름이다. 조선주 중 가장 편안한 선택지라고 판단하여 차선회주로 추천한다.

그림 1. 조선업 60년 사이클 도식화



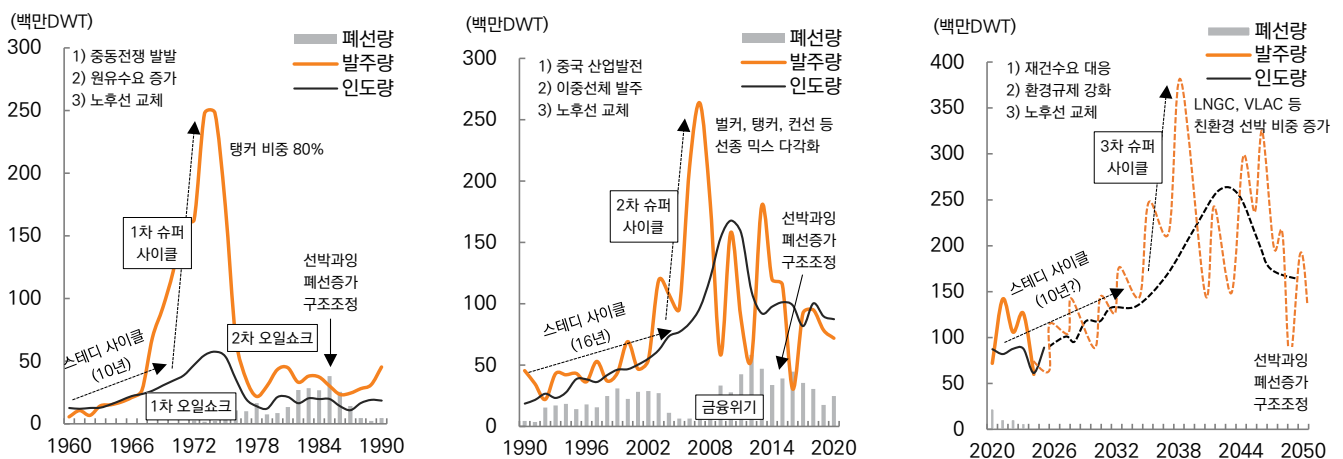
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지금은 1980년대 중반과 유사. 톤마일 물동량/선복량의 반등 (수요회복) 필요



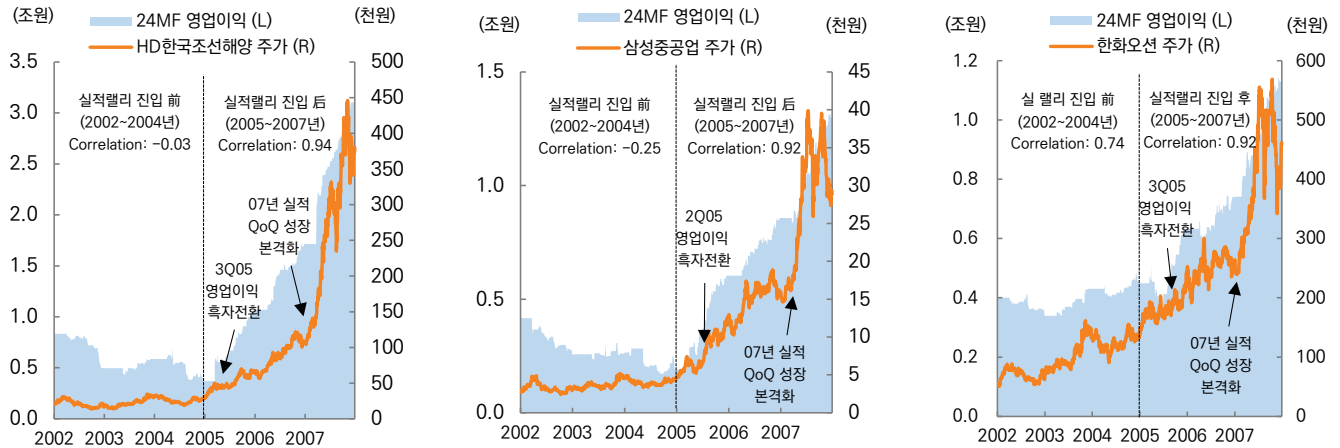
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 선박 수요-공급 밸런스로 본 조선업의 역대 사이클 패턴과 향후 궤적 전망



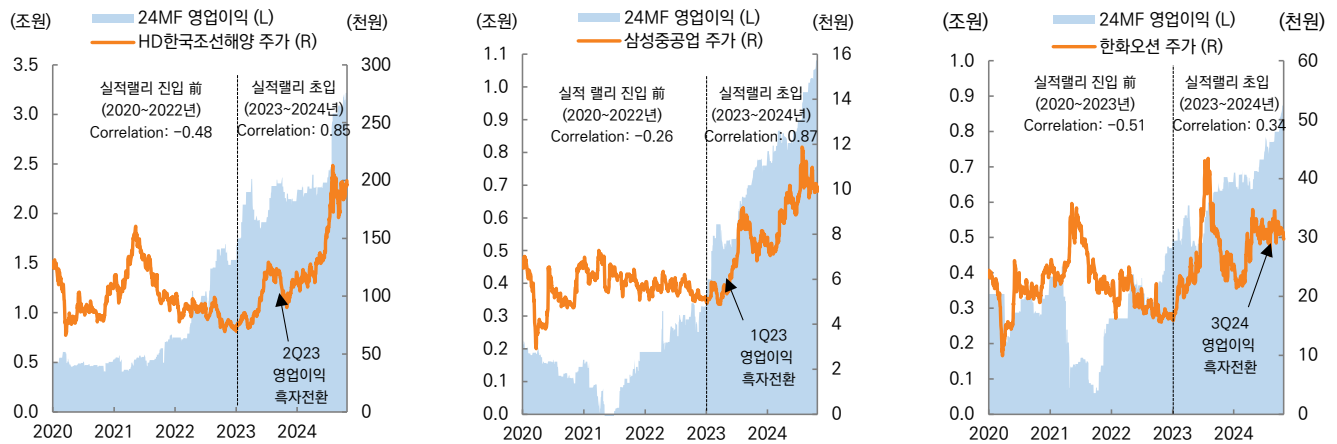
자료: Clarksons, UNCTAD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 조선업 실적 랠리 전후 3년간의 주가-24MF 영업이익의 상관계수 변화 (2002~2007년)



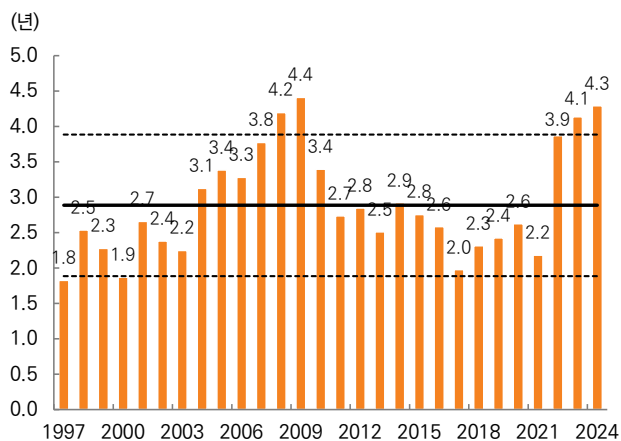
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 조선업 실적 랠리 전후 3년간의 주가- 24MF 영업이익의 상관계수 변화 (2020~2024년)



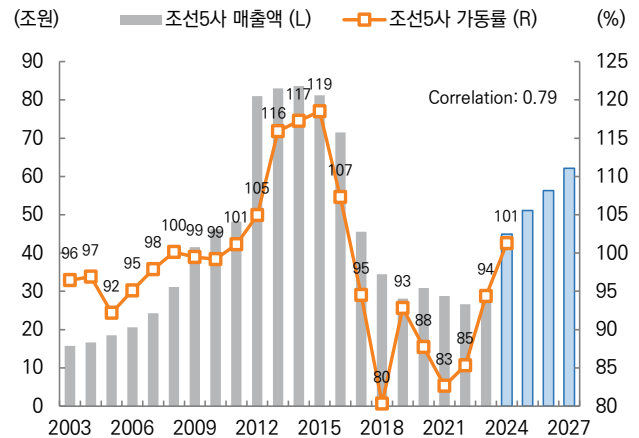
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 국내 조선사 일감 4.3년치 확보



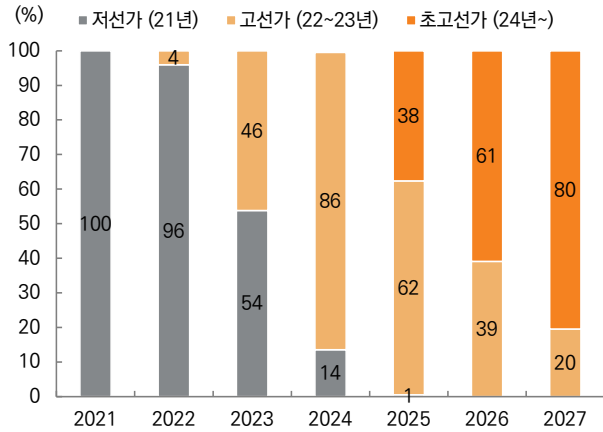
자료: Dart, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 조선5사 가동률 회복에 따라 탑라인 본격 성장 전망



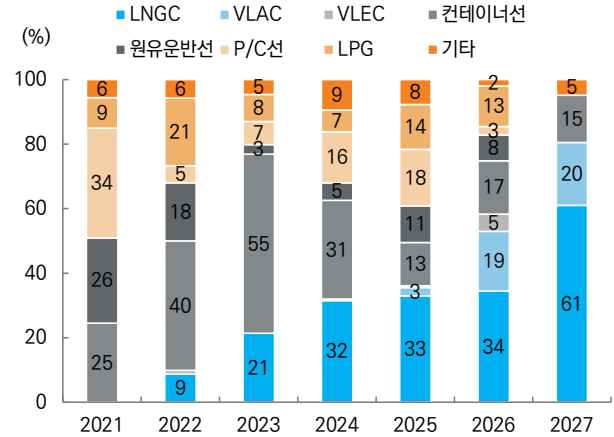
자료: Clarksons, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 2025년부터 고선이 인식비중 확대 (스틸커팅 기준)



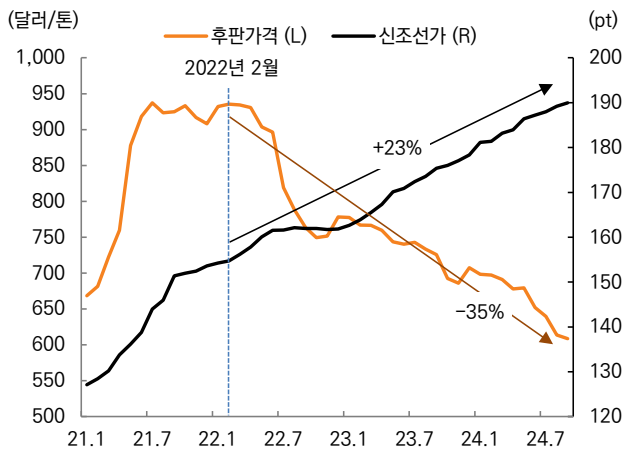
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 고부가가치 선박 인식비중도 확대 (스틸커팅 기준)



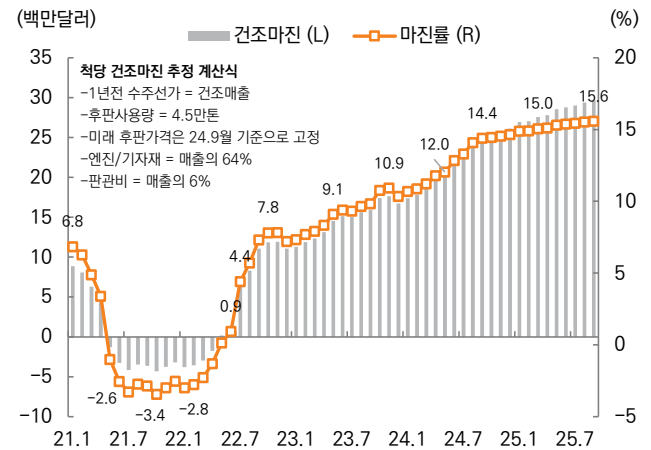
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 평균 후판가격 35% 하락, 신조선가 23% 상승



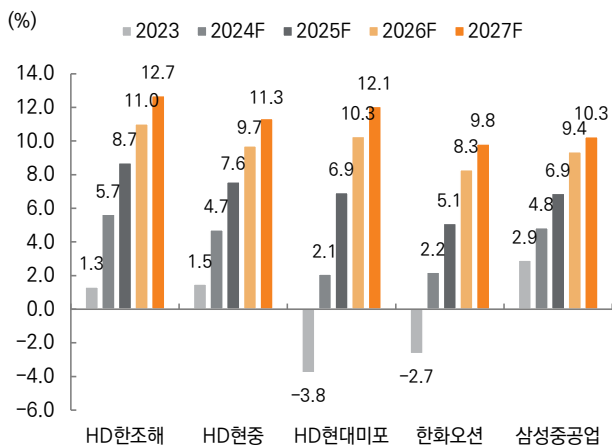
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 선박 건조마진 16% 수준까지 개선 전망



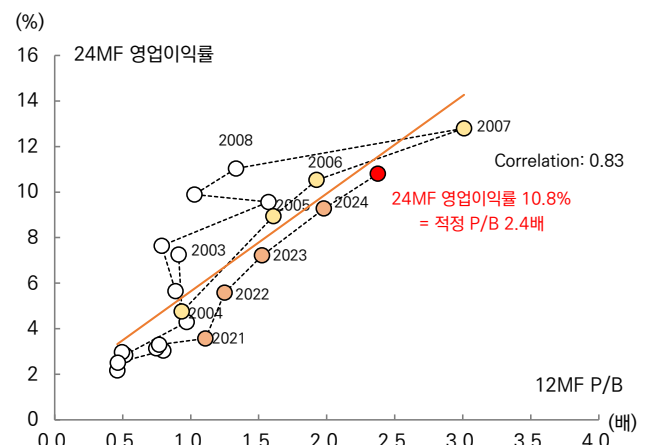
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 조선5사 2026~27F 영업이익률 10.8%



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 13. 24MF 영업이익률 10.8% = 적정 P/B 2.4배



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

투자전략 및 Valuation

잊고 지냈던 조선업 호황기

당사는 조선업종에 대해 투자 의견 비중 확대 (Overweight)로 커버리지를 개시한다.

2025년에도 지정학 리스크와 경기 불확실성이 짙어짐에 따라 주식시장은 실적 가시성 높은 섹터 및 종목 위주로 선별할 것으로 예상된다. 이런 환경에서 조선업처럼 일감과 매출인식 시기가 정해져 있는 수주산업에 대한 선호도는 올라갈 것이라 판단한다.

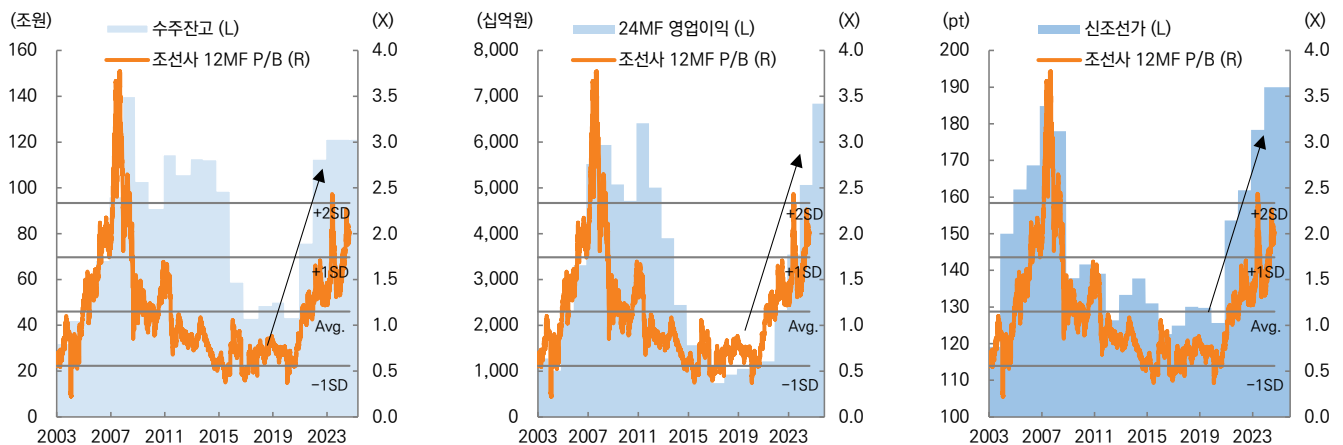
15년만에 조선업의 업사이클 진입과 실적 턴어라운드가 명확해진 현 시점이 조선주 매수 호기라고 판단한다. 조선사의 주요 고객인 해운사들은 지정학과 환경규제에 따라 선박교체가 불가피해질 전망이다. 반면, 조선사들은 그간 불황 속에서 구조조정과 캐파축소를 거쳐왔기 때문에 당분간 타이트한 선박공급 환경이 지속될 것이다. 또한, 이미 3.3년치의 수주잔고를 확보하고 있어 공급자우위시장 (Seller's market) 기조는 유지될 가능성이 크다.

조선업 투자포인트는 단순명확하다. 3가지로 압축하면 아래와 같다.

- 1) 공급자우위시장 진입에 따른 높은 신조선가 (P) 지속
- 2) 경기둔화에도 노후선 및 친환경 선박 교체수요로 선박 발주량(Q) 견조
- 3) 고가 선박 건조비중 증가 및 비용 완화에 따른 조선사 실적 개선

조선업 투자에 앞서 두 가지 포인트를 인지할 필요가 있다. 첫째는 턴어라운드의 중요성이다. 전통 시클릭 산업인 만큼 턴어라운드가 시작되면 최소 2~3년간은 업사이클이 지속된다. 둘째는 이익이다. 조선업에서 수주는 1~2년 후의 실적을 대변하기 때문에 매우 중요하다. 그러나, 충분한 공간을 확보해놓았다면 시선은 이익으로 옮겨간다. 결국, 기업이 돈을 잘 벌어야 시장에서 합리적인 가치평가와 적절한 베팅이 가능하다는 본질은 다르지 않다.

그림 14. 조선5사 12MF P/B와 상관계수 높은 주요지표 간 비교



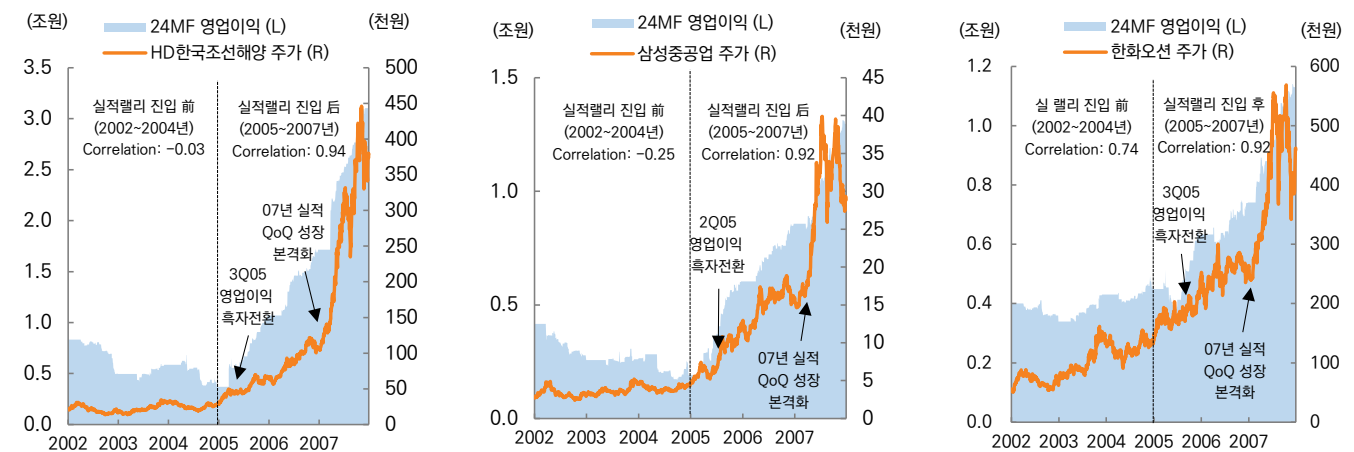
자료: Quantiwise, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

이제는 실적랠리를 준비할 시기

국내 조선5사는 23년말 기준 3.3년치 일감(수주잔고/매출액)을 쌓아놓았다. 조선사가 수주 잔고를 충분히 확보해놓은 경우 시장의 시선은 1) 수주잔고/매출액 3년+ 유지 및 2) 이익 개선 여부로 옮겨간다. 따라서, 현재 조선사 일감이 넉넉하고 향후 수주전망도 양호한 만큼 내년에는 **이익 (Earnings)이 주가를 견인하는 핵심 변수가 될 것으로 판단한다**. 2024년에는 흑자궤도에 안착하는데 성공했다. 2025년부터는 본격적인 실적 QoQ 성장국면에 들어서며 실적 가시성 (영업이익 추정치 상향)에 따라 증익 프리미엄이 확대될 것으로 기대한다.

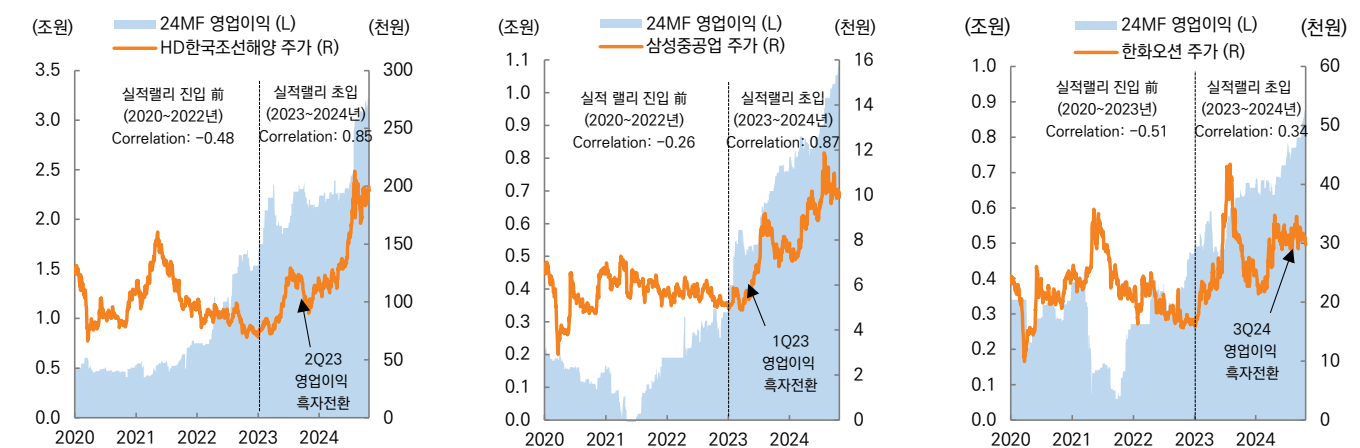
실제로, 과거 2000년대 슈퍼 사이클 당시 조선주 주가와 24MF 영업이익간 상관관계를 살펴보면, 실적랠리 진입 전에는 상관계수가 크게 떨어지는 반면, 영업이익 흑자전환을 달성하고 실적 랠리에 진입한 뒤부터는 상관계수가 0.94까지 크게 상승하는 모습을 보인 바 있다. 지난 4년간의 조선주 흐름도 매우 유사하다. 2023년부터 HD한국조선해양과 삼성중공업 등 흑자전환에 성공한 일부 조선주들은 상관계수가 0.85를 상회하고 있다.

그림 15. 조선업 실적 랠리 전후 3년간의 주가-24MF 영업이익 상관계수 변화 (2002~2007년)



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

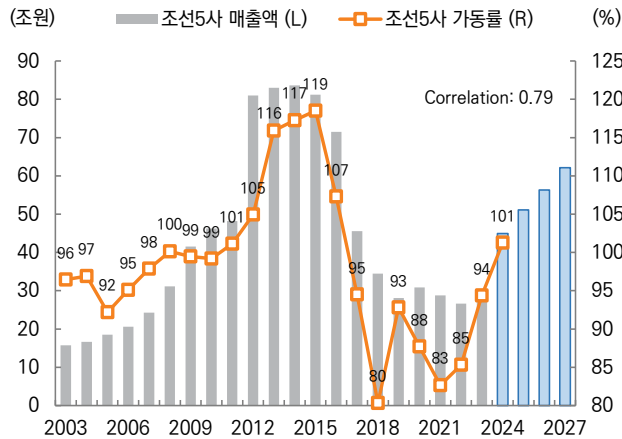
그림 16. 조선업 실적 랠리 전후 3년간의 주가- 24MF 영업이익 상관계수 변화 (2020~2024년)



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

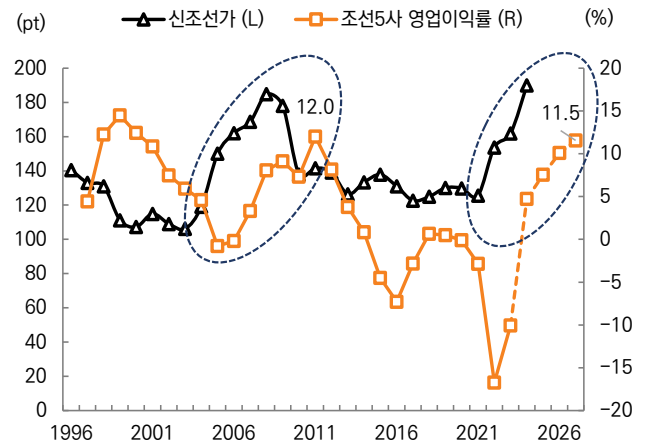
당사는 2025년을 기점으로 조선업이 본격적인 실적밸리 구간에 진입할 것으로 기대한다. 1) 조선5사의 가동률 상승에 따라 탑라인 성장세 가속화가 예상되며, 2) 2022~2023년에 고선가로 수주한 고가 선박들의 매출인식 비중이 확대될 예정이기 때문이다. 조선5사의 건조선가 (ASP) 연평균 8.6% 개선과 두 자릿수 영업이익률 달성 (2026F 10.1%, 2027F 11.5%)을 전망한다. 그 중에서도 HD현대 조선3사의 실적 성장세가 가장 가파를 것으로 예상한다.

그림 17. 조선5사 가동률 회복에 따라 탑라인 본격 성장 전망



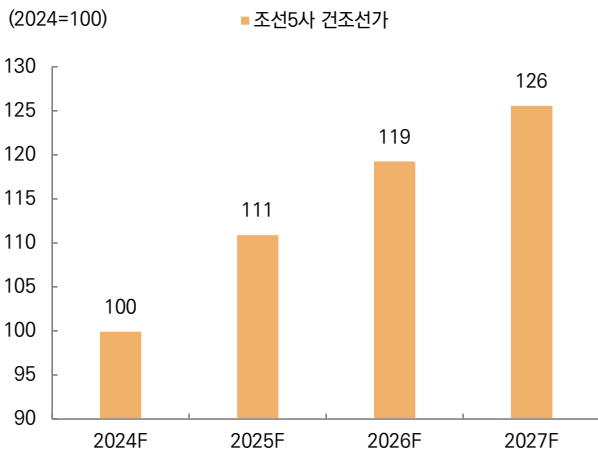
자료: Dart, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 18. 신조선가는 2년 뒤의 조선사 영업이익률을 결정



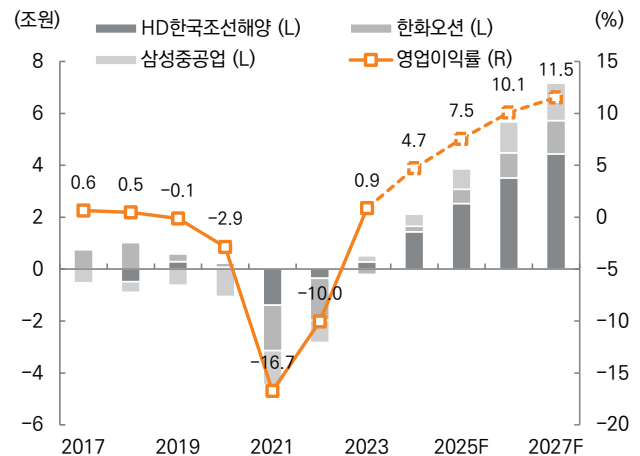
자료: Clarksons, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 조선5사 건조선가 (ASP) 연평균 8.6%씩 상승



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

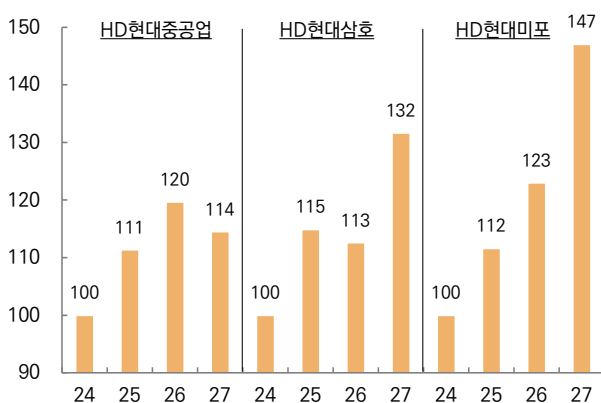
그림 20. 조선5사 27F 영업이익률 11.5% 전망



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

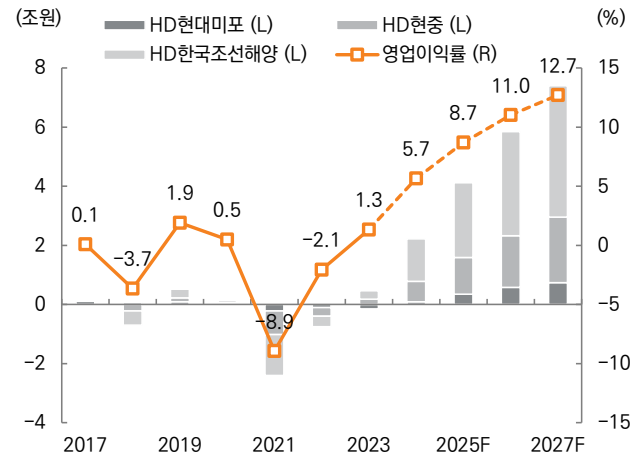
그림 21. HD현대 조선3사 상선 건조선가 추이

(2024=100)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

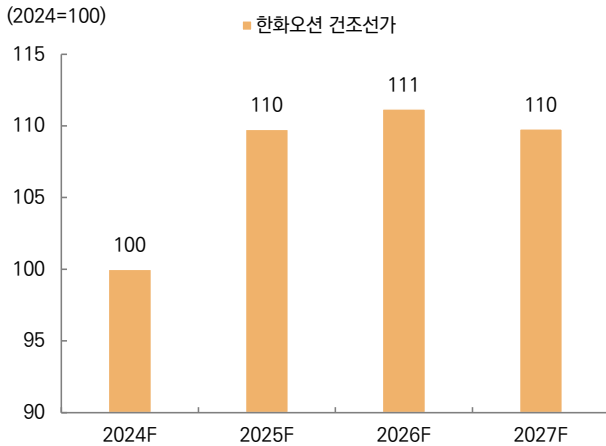
그림 22. HD현대 조선3사 2027F 영업이익률 12.7%



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

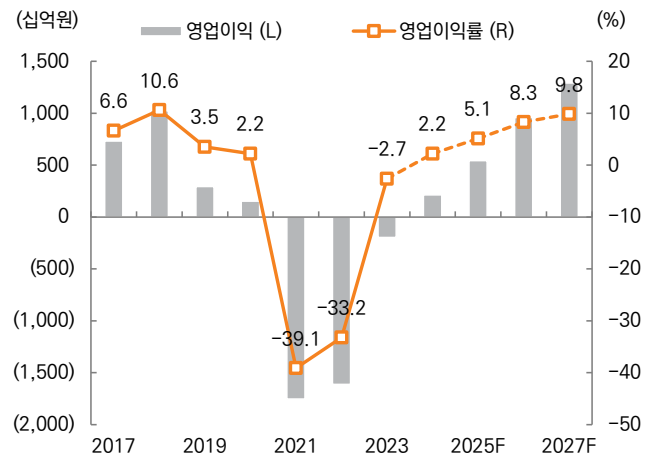
그림 23. 한화오션 상선 건조선가 추이

(2024=100)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

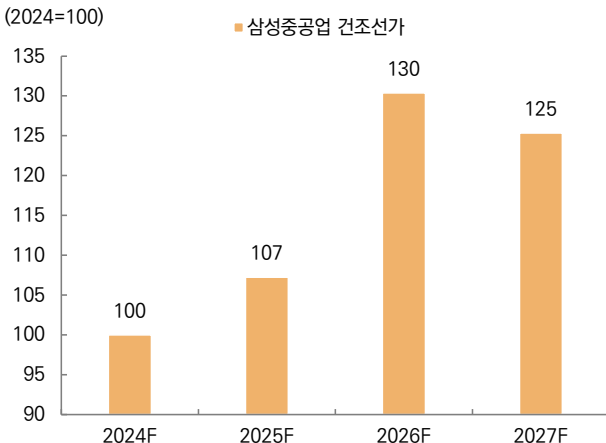
그림 24. 한화오션 2027F 영업이익률 9.8%



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

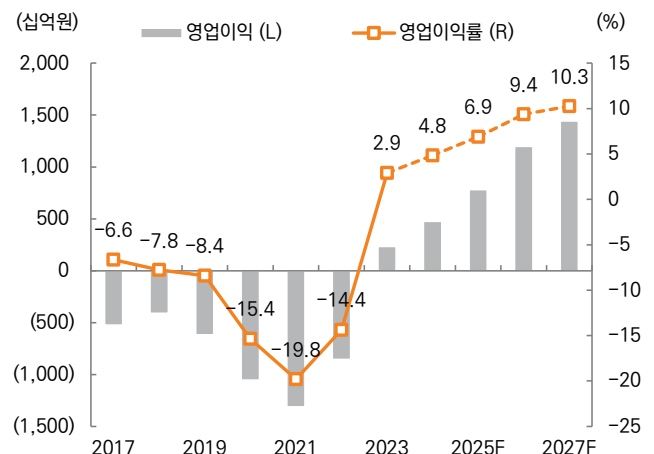
그림 25. 삼성중공업 상선 건조선가 추이

(2024=100)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 삼성중공업 2027F 영업이익률 10.3%



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

밸류에이션 Re-rating 조건: 1) 이익개선, 2) 견조한 발주량

조선업에 대한 시장의 기대감을 대변하는 12개월 선행 P/B는 어느덧 2배에 달하고 있다. 이는 과거 초호황기 (Super cycle)였던 2005~2007년 수준의 밸류에이션이다. 당사는 현재 신조선가와 국내 조선사의 수주잔량이 이미 과거 수준을 상회하고 있기 때문에 부담스러운 밸류에이션은 아니라고 분석하나, 추가 Re-rating을 기대하기 위해서는 조선업종 전반의 이익개선 (또는 미래 추정치 상향)과 발주량 확대가 불가피하다는 판단이다.

조선업종 밸류에이션과 주요 지표들의 상관관계를 계산해보면, 12MF P/B와 24MF 영업이익률의 상관계수가 0.83로 가장 높았고, 다음으로는 신조선가 (0.82), 글로벌 발주량 (0.77), 24MF ROE (0.73), Clarksea index (0.64) 순으로 상관성이 높았다. 이를 과거 슈퍼 사이클 기간인 2005~2007년 수준과 비교해보면, 현재 기준 1) 신조선가는 189.5pt로 12MF P/B 2배 이상 받기에 무리없는 수준이다. 2) 24MF 영업이익률은 최소 10% 이상에서 P/B 2배 이상의 밸류에이션 업사이드를 기대할 수 있으며, 3) 연간 글로벌 선박 발주량도 6~7천만CGT는 되어야 설명력이 생긴다.

표 1. 조선업 밸류에이션-주요 지표간 상관계수 및 현재/과거 비교

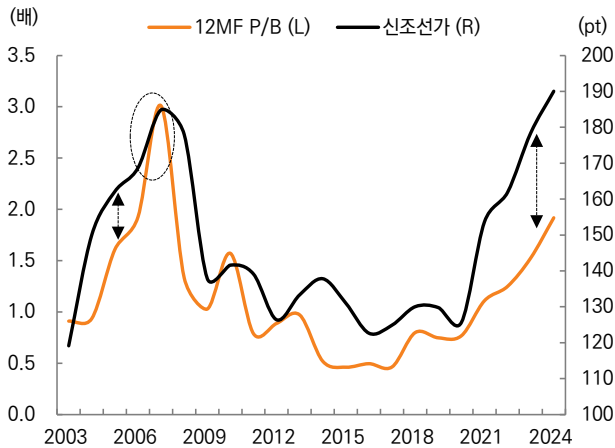
항목	단위	상관계수	2005~2007년	2024년	필요 상승률
12MF P/B	배	1.00	2.2	2.0	9.3%
24MF 영업이익률	%	0.83	11.2	9.1	18.4%
신조선가	pt	0.82	172	190	-10.6%
글로벌 발주량	백만CGT	0.77	71.8	49.8	30.7%
24MF ROE	%	0.73	25.4	14.1	44.5%
Clarksea index	달러/일	0.64	28,417	25,492	10.3%
한국 수주잔량	백만 CGT	0.36	38.1	38.8	-1.9%

자료: Clarksons, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

따라서, 향후 조선업 밸류에이션의 Re-rating 여부는 1) 이익개선과 2) 견조한 글로벌 선박 발주량에 달렸다. 당사는 두 조건 모두 달성될 수 있을 것으로 판단한다. 먼저, 이익개선의 경우 앞서 언급한 것과 같이 1) 2025년부터 고선가/고부가가치 물량들의 매출인식 (Product mix 개선) 본격화, 2) 생산 안정화로 인한 건조량 증가, 3) 후판가와 인건비 등 원가 하향 안정화 등에 따라 건조마진이 Double-digit까지 개선될 것으로 기대한다. 글로벌 발주량도 환경규제 강화로 인한 친환경 선박 발주 밸리가 지속될 것으로 예상된다.

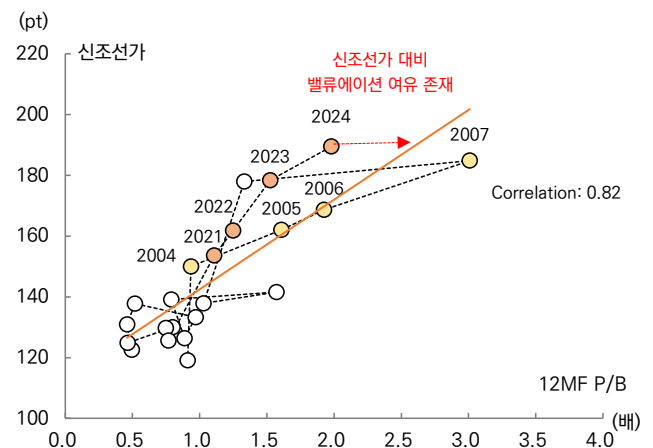
한편, 제 47대 미국 대통령 선거에서 트럼프 당선 후 한국 조선업과의 협력을 시사한 바 있다. 조선주들은 일제히 급등했다. 이를 통해 지정학 리스크 심화 및 군비증강 환경 속에서 방산 비즈니스 (함정, 잠수함 등)가 조선업의 밸류에이션을 끌어올릴 새로운 기회요인이 될 수 있음을 엿볼 수 있었다. 현재 방산 섹터의 12MF P/B는 4배, 12MF P/E는 18배 수준이다. 중장기로 조선사들의 방산 사업비중 (특히, 수출사업) 확대가 가시화될 경우 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능해져 조선업의 업사이드가 새롭게 열릴 것으로 기대한다.

그림 27. 밸류에이션-신조선가 괴리는 결국 붙어왔음



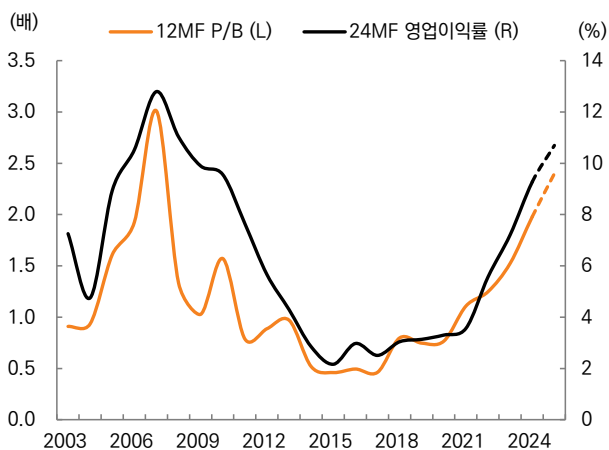
자료: Quantwise, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 선가 189.5pt 기준 밸류에이션 상승여력 최소 30%+



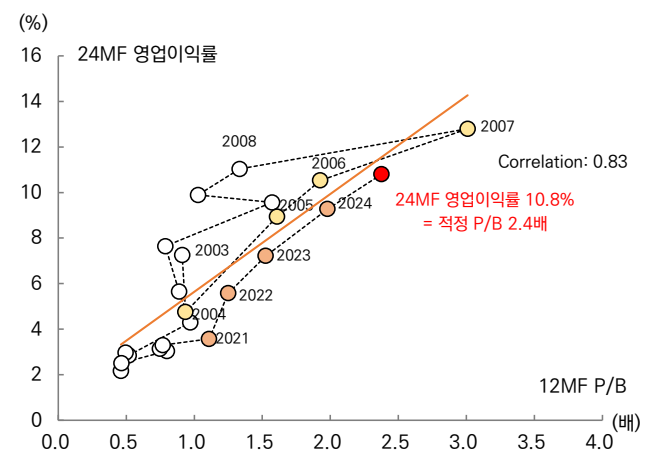
자료: Quantwise, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 밸류에이션은 2년 후 이익 기대감과 동행



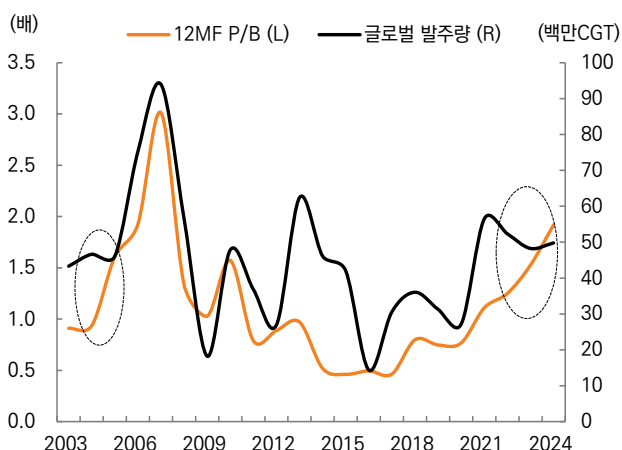
자료: Quantwise, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 30. 24MF 영업이익률 10.8% = 적정 P/B 2.4배



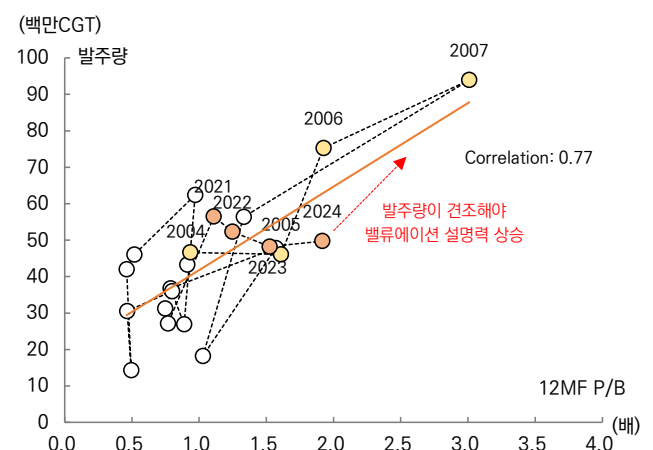
자료: Quantwise, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 31. 2004년에도 밸류에이션-발주량 비동조화



자료: Quantwise, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 발주량 7천만CGT+ 되어야 밸류에이션 설명력 상승



자료: Quantwise, Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Top Picks: HD현대미포 / 차선회: HD한국조선해양

당사는 조선업종 Top Picks으로 HD현대미포 (010620)를 제시한다. 투자이견 ‘매수’, 목표주가 170,000원 (Upside 56.4%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 78,955원에 Target P/B 2.1배 (26~27F Sustainable ROE 19.5%, COE 10.5%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 미포의 강점은 빠른 건조속도와 반복건조를 기반으로 한 강력한 이익 모멘텀이다. 2025년 인식물량의 60%가 고선가, 40% 초고선가로 예상되며, 제품믹스도 PC선 및 LPG운반선 위주로 개선될 전망이다.

더불어, 자회사인 현대베트남조선 캐파증대도 미포의 실적성장에 힘을 더해줄 것이다. 현재 캐파 15척에서 매년 1~2척씩 증가해 2030년까지 23척으로 확대될 예정이다. 당사는 HD현대미포의 1) 빠른 이익 턴어라운드, 2) 매출볼륨 확대 가능성에 주목한다.

차선회주로 HD한국조선해양 (009540)을 추천한다. 투자이견 ‘매수’, 목표주가 288,000원 (Upside 48.5%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 235,404원에 Target P/B 1.2배 (26~27F Sustainable ROE 16.2%, COE 10.9%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 주요 투자포인트는 1) HD현대삼호의 강력한 이익 모멘텀, 2) HD현대마린엔진을 통한 엔진사업 확보, 3) 주주환원이 기대되는 건전한 현금흐름이다. 조선주 중 가장 편안한 선택지라고 판단하여 차선회주로 추천한다.

표 2. 조선업 신규 커버리지 및 투자포인트 요약

(십억원, 원, %, 배)

종목			투자포인트	연도	매출액	OP	OPM	ROE	P/B	P/E
HD현대미포 010620	시가총액	4,394	1) 빠른 건조속도 및 생산성 제고로 27F OPM 12.1% 전망	2024F	4,423	92	2.1	3.5	2.2	64.9
	투자이견	매수	2) 2025년 고가선 60%, 초고가선 40% 매출인식	2025F	4,978	346	6.9	13.2	2.0	15.9
	목표주가	170,000	3) 저가 컨테이너선 해소 및 P/C선, LPG선 위주로 믹스개선	2026F	5,650	581	10.3	19.0	1.6	9.4
	상승여력	54.5%	4) 현대베트남조선 캐파증설에 따른 매출/이익볼륨 확대	2027F	6,085	734	12.1	20.1	1.3	7.3
HD한국조선해양 009540	시가총액	13,730	1) HD현대삼호의 강력한 이익 모멘텀 (27F OPM 15.9%)	2024F	25,376	1,434	5.7	9.1	1.3	14.6
	투자이견	매수	2) 삼호 2025년 고가선 77%, 초고가선 23% 매출인식	2025F	29,097	2,533	8.7	13.8	1.1	8.4
	목표주가	288,000	3) 건전한 영업현금흐름 바탕으로 주주환원 정책 기대	2026F	31,917	3,518	11.0	17.0	0.9	5.9
	상승여력	48.5%	4) HD현대마린엔진 인수로 엔진사업 수직계열화	2027F	34,934	4,435	12.7	19.2	0.8	4.4
삼성중공업 010140	시가총액	9,689	1) 고수익성 선종 위주의 수주/건조로 실적 안정성 확보	2024F	9,837	477	4.8	6.9	1.9	18.4
	투자이견	매수	2) 2025년 고가선 77%, 초고가선 19% 매출인식	2025F	11,353	783	6.9	11.8	1.7	10.9
	목표주가	15,000	3) LNG운반선 건조비중 24년 45%→26년 65% 확대	2026F	12,796	1,198	9.4	17.1	1.5	8.7
	상승여력	36.2%	4) 해양 부문 FLNG 수주지속 및 10%대 수익성 기대	2027F	14,061	1,442	10.3	18.0	1.3	7.5
HD현대중공업 329180	시가총액	18,598	1) 높은 영업레버리지 효과 및 자본효율성으로 월등한 ROE	2024F	14,596	689	4.7	8.2	3.3	41.8
	투자이견	매수	2) 2025년 고가선 97%, 초고가선 3% 매출인식	2025F	16,347	1,239	7.6	15.2	2.8	20.0
	목표주가	260,000	3) 캐시카우인 엔진 부문 (OPM 10%) 기반의 탄탄한 수익성	2026F	17,976	1,746	9.7	18.9	2.3	13.5
	상승여력	24.1%	4) 군함 수출 및 미해군 함정 MRO 매출 Add-up	2027F	19,592	2,224	11.3	20.2	1.9	10.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 글로벌 조선사 Peer 및 밸류체인 요약 테이블

분류	회사명	시가총액 (조 원)	주가 수익률 (%)		매출액 성장률 (%)		영업이익률 (%)		ROE (%)		P/E (X)		P/B (X)	
			1M	YTD	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
한국 조선사	HD현대중공업	18.6	15.5	63.2	12.0	8.1	7.4	9.4	14.0	16.9	22.4	15.8	2.9	2.5
	HD한국조선해양	13.7	3.5	58.6	13.4	8.5	8.7	10.9	14.2	17.0	8.2	6.0	1.1	0.9
	한화오션	11.1	19.1	46.4	8.7	7.6	5.6	7.6	9.0	13.0	26.5	16.3	2.4	2.1
	삼성중공업	9.7	18.0	50.3	13.2	12.5	7.0	9.2	12.9	16.8	18.8	12.3	2.2	1.9
	HD현대미포	4.4	12.4	30.4	13.2	10.5	6.2	9.3	11.1	16.0	18.5	11.4	1.9	1.7
	평균		13.7	49.8	12.1	9.5	7.0	9.3	12.2	15.9	18.9	12.4	2.1	1.8
중국 조선사	중국선박공업	32.5	-7.6	27.0	10.0	11.0	10.5	13.1	14.0	16.6	20.5	15.1	2.8	2.5
	중국선박중공	22.9	-3.6	24.9	17.2	25.5	8.6	12.4	4.9	8.1	27.9	15.2	1.3	1.2
	양쯔강 조선소	10.8	4.0	74.5	15.6	19.3	24.2	25.0	25.0	23.8	7.6	6.6	1.8	1.5
	CSSC O&M	5.6	5.1	5.5	14.8	21.9	7.5	16.9	4.8	14.2	40.2	13.8	2.2	2.0
	평균		-0.5	33.0	14.4	19.4	12.7	16.9	12.2	15.7	24.1	12.7	2.0	1.8
일본 조선사	나무라 조선소	1.1	22.7	39.4										
	나이카이 조선	0.1	15.2	-19.1										
	평균		18.9	10.1										
선박엔진	한화엔진	1.3	9.4	62.8	10.3	8.9	8.3	9.7	19.6	20.9	17.2	13.1	3.1	2.5
제조사	HD현대마린엔진	0.7	1.0	70.9	13.0	10.5	12.8	13.2	16.6	11.6	19.8	17.3	2.1	1.9
	STX엔진	0.5	6.9	75.5										
	다이하스디젤	0.4	2.5	47.1										
	평균		4.9	64.1	11.6	9.7	10.5	11.4	18.1	16.3	18.5	15.2	2.6	2.2
군함/MRO 조선사	제너럴 다이내믹스	118.9	3.3	19.2	5.5	3.6	11.0	11.4	19.0	19.8	19.2	17.5	3.5	3.3
	미쓰비시중공업	71.9	5.8	183.9	6.8	7.4	8.2	8.8	12.4	13.0	26.0	22.2	3.0	2.7
	마자곤 도크 조선소	13.7	-6.5	79.8	20.2	23.5	20.4	17.3	33.4	23.4	22.4		6.8	5.5
	IHI	13.2	15.4	238.5	4.4	4.8	8.1	8.6	18.3	17.9	16.3	14.5	2.7	2.4
	가와사키중공업	10.2	3.0	114.7	7.5	6.0	6.3	6.8	12.4	12.3	12.2	10.3	1.4	1.3
	현팅턴 잉겔스	11.1	-21.9	-21.9	3.6	4.0	5.8	6.3	14.2	15.3	13.4	11.7	1.8	1.6
	핀칸티에리	2.6	11.1	24.5	10.9	6.0	4.1	4.6	9.4	13.5	18.3	12.0	1.9	1.7
	오스탈	1.1	11.3	64.5	9.7	10.5	5.1	5.7	5.7	7.0	20.2	16.1	1.1	1.0
	필리 조선소	0.1	5.1	28.3										
	평균		3.0	81.3	8.6	8.2	8.6	8.7	15.6	15.3	18.5	14.9	2.8	2.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

되짚어보는 사이클의 역사

조선업 60년 사이클 Case study

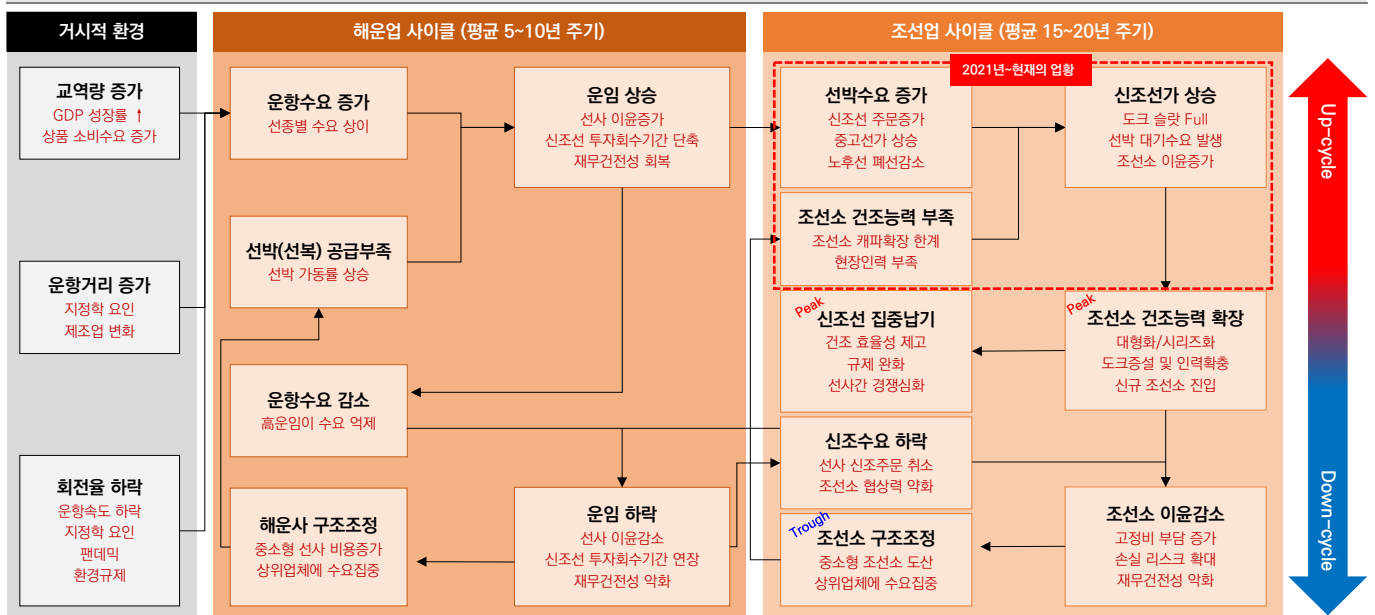
당사는 조선업 분석에 앞서 과거 60년 사이클의 Case study를 통해 현재 업황에 대한 판단을 명확히 하고자 했다. 과거와 동일한 패턴이 반복된다는 보장은 없다. 그러나, 시클릭 특성상 산업구조가 크게 달라지지 않는 한 유사하게 흘러갈 확률이 높다.

조선/해운업의 산업주기는 호황기(Up-cycle)와 불황기(Down-cycle)로 이분화할 수 있다. 각 기간별 현상을 살펴보면, 호황기는 [경기회복→물동량 증가→운임/용선료 상승→선박부족/중고선 거래증가/폐선량 감소→신조발주 증가→중고/신조선가 상승], 불황기는 [물동량 감소/선박과잉→운임/용선료 하락→신조발주 감소→중고/신조선가 하락] 순으로 진행된다.

조선업은 과거 60년 동안 1970년대와 2000년대 두 차례의 슈퍼 사이클을 경험했다. 통상 슈퍼 사이클은 1) 경기호황으로 인한 **신규수요**와 2) 지정학/환경규제/노후화에 따른 선박 **교체수요** 등이 선사들의 투기적 발주를 자극하면서 형성되어 왔다. 이후 어느정도 선박인도가 이루어지면 1) 선박과잉에 따른 운임/용선료 감소로 선사들의 수익이 악화되거나, 2) 경기침체로 물동량이 줄게되면 불황기로 접어들며 발주감소/폐선증가/구조조정으로 이어진다. 불황기를 지나 수급이 균형을 찾으면 다시 회복기로 접어드는 식의 패턴을 반복해왔다.

현재 조선업은 회복기에 나타나는 **스테디 사이클 (Steady cycle)** 구간에 위치하고 있다는 판단이다. 선가와 발주량만 가지고 슈퍼 사이클이라 말하기엔 시기상조다. 글로벌 경기침체 우려 및 지정학 이슈로 인해 해운 수요가 미진하기 때문이다. 자세한 내용은 다음 장에서 각 사이클별 기간과 지표 추이들을 통해 살펴볼 예정이다.

그림 33. 조선/해운업 사이클 개념도



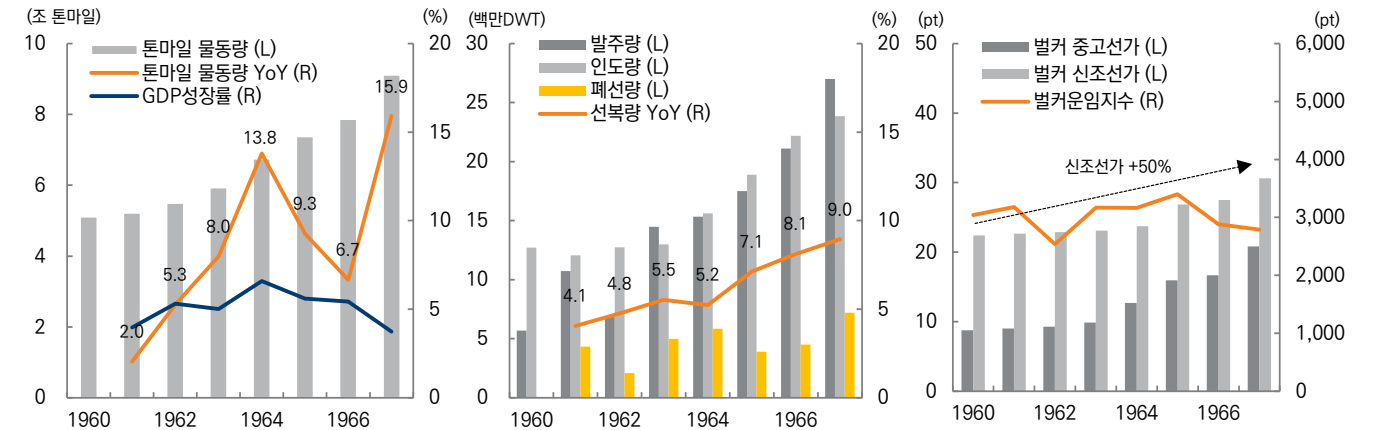
자료: 미래에셋증권 리서치센터

스태디 사이클 (~1967)

- 종전 후 경기회복과 재건수요
- 조선/해운업 회복기 진입
- 일본 조선 용접공법 도입

1956~1967년 (Steady cycle, 10년): 과거 20년간 전쟁과 조선업 조정기를 거친 후 경기회복 단계로 진입한 시기이다. 전쟁 후 재건 수요와 산업발전이 교역량을 견인했고 이에 해상 물동량 증가율(평균 10% 전후)이 선박량 증가율(평균 7% 전후)을 상회하며 건조한 해운 수요가 지속되었다. 당시 벌크선 기준 신조선가와 중고선가가 각각 +50%/+202% 상승했으나, 운임은 큰 반등이 없었다. 2022년 우-러 전쟁과 2023년 이-팔 분쟁이 진행 중인 현재에 대입해보면, 추후 재건 수요에 따른 물동량 증가를 기대해볼 수 있다.

그림 34. 재건 수요와 산업발전에 따라 물동량 증가



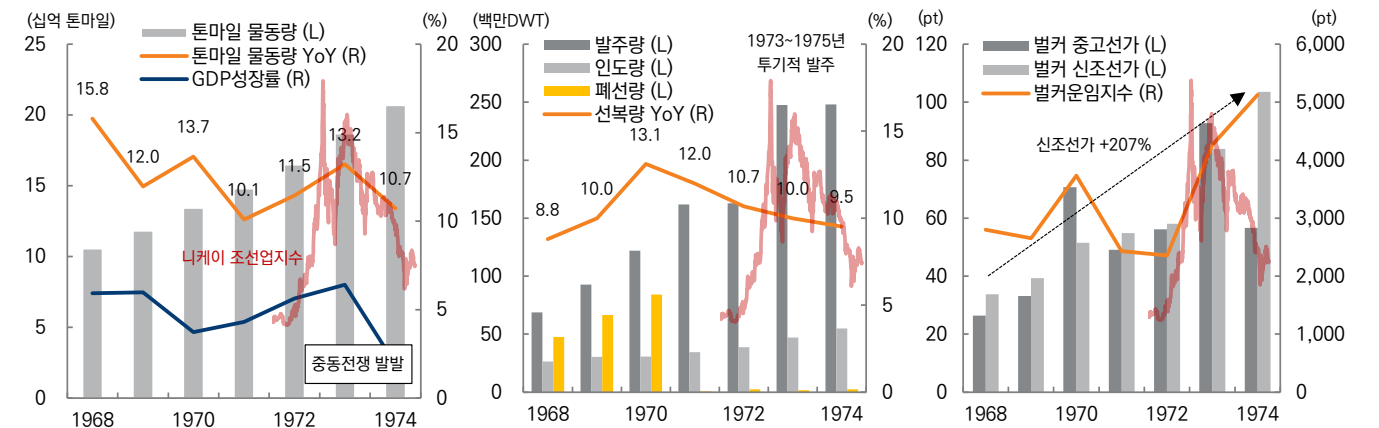
자료: Clarksons, World bank, 미래에셋증권 리서치센터

슈퍼 사이클 (1968~1974)

- 견고한 원유 수요환경 지속
- 중동전쟁 지정학 리스크 발발
- 오일쇼크로 유가 및 운임 급등
- 탱커 위주로 투기적 발주 발생
- 조선업 호황에 설비확대

1968~1974년 (Super cycle, 7년): 해상 물동량 및 선박량 증가율이 10%대로 유지, 벌크선 신조선가 +207%, 중고선가 +115%, 운임 +83% 기록하며 수요 견인의 슈퍼 사이클이 나타났다. 1971~74년 간 평균 발주량은 2억DWT에 달했고, 1972년 니케이 조선업 지수는 YTD 수익률 180%를 기록했다. 당시 슈퍼 사이클의 주요 동인은 건조한 원유 수요와 유가 폭등에 기인한다. 1973년 중동 욤키푸르 전쟁 발발 이후 미국의 이스라엘 지원에 반하여 OPEC국가들이 감산 및 유가를 인상했고, 이에 선사들은 높은 운임 수익에 대한 기대와 선가 상승으로 인해 FOMO를 느끼며 VLCC에 대한 투기적 발주로 대응했다.

그림 35. 유가 급상승에 따라 원유운반선 투기적 발주 발생, 선가/운임 동반 상승



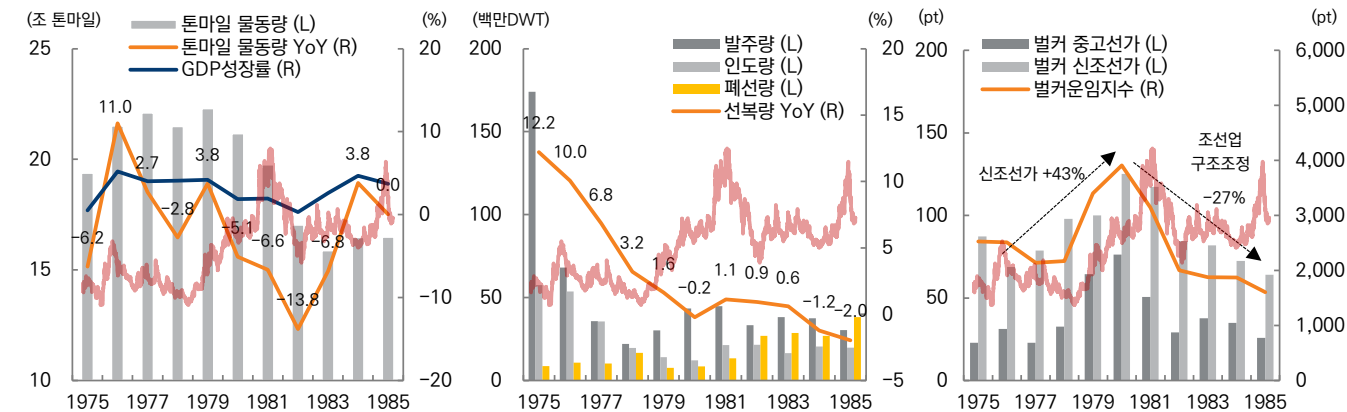
자료: Clarksons, World bank, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

다운 사이클 (1975~1985)

- 오일쇼크 이후 경기침체 경험
- 선복과잉으로 운임 및 발주 하락
- 조선/해운업 구조조정 진행

1975~1985년 (Down cycle, 11년): 1차 오일쇼크 이후 급격한 인플레이션과 경기침체 발생했고, 물동량이 기록적인 선복량에 못 미치면서 1975년에 운임이 YoY -51% 하락했다. 이후 1979년 2차 오일쇼크로 선가와 운임이 일시 반등했으나, 물동량이 지속적으로 하락하며 본격적인 불황기로 접어들었다. 1980년대 중후반까지 선복과잉 지속 및 폐선량이 증가했고, 당시 M/S 1위였던 일본 조선업도 구조조정에 들어갔다. 한국 조선업의 2009년 이후의 하락 사이클과 유사한 패턴이다.

그림 36. 오일쇼크 이후 경기침체. 선복과잉에 따라 발주시황 급랭



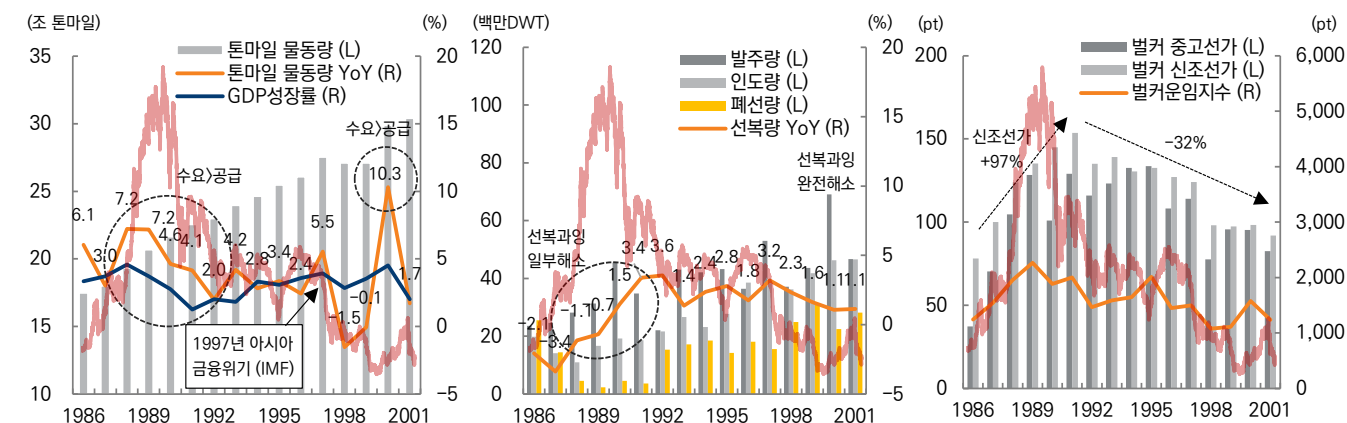
자료: Clarksons, World bank, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

스태디 사이클 (1986~2001)

- 조선업 1차 구조조정 종료
- 경기회복 및 노후선 교체수요
- 연비효율 높은 선박으로 교체
- 니케이 조선업 지수 급등
- 이후 IMF 영향으로 단기부진

1986~2001년 (Steady cycle, 16년): 신흥국의 부상이 세계 경제성장 및 조선/해운 시장 확대의 시작에 큰 촉매제가 되었다. 물동량 증가율이 GDP 성장률을 상회했으며, 선복량도 과잉구간을 지나는 시기였다. 동시에, 선박 노후화와 기술발전으로 인해 연비가 우수한 선박으로 교체하려는 수요도 발생했다. 이에 따라, 1986~1991년 (6년) 동안 발주량이 인도량을 상회하면서 운임과 신조선가가 각각 +61%/+97% 상승했다. 일본 조선업은 구조조정 이후 생산 효율성 및 기술력을 제고시켜 고품질 선박 경쟁력을 확보했으며, 당기간 니케이 조선업 지수의 YTD 수익률은 149%을 기록했다. 그러나, 1992년부터 물동량과 운임 부진으로 신조선가가 고점 대비 -17% 하락, 1997년에는 아시아 금융위기 (IMF) 여파로 인해 업황에 단기 부진을 경험했다.

그림 37. 일부 선복과잉 해소 및 구조조정 마무리, 경기회복에 따라 해운시황 온기 확산



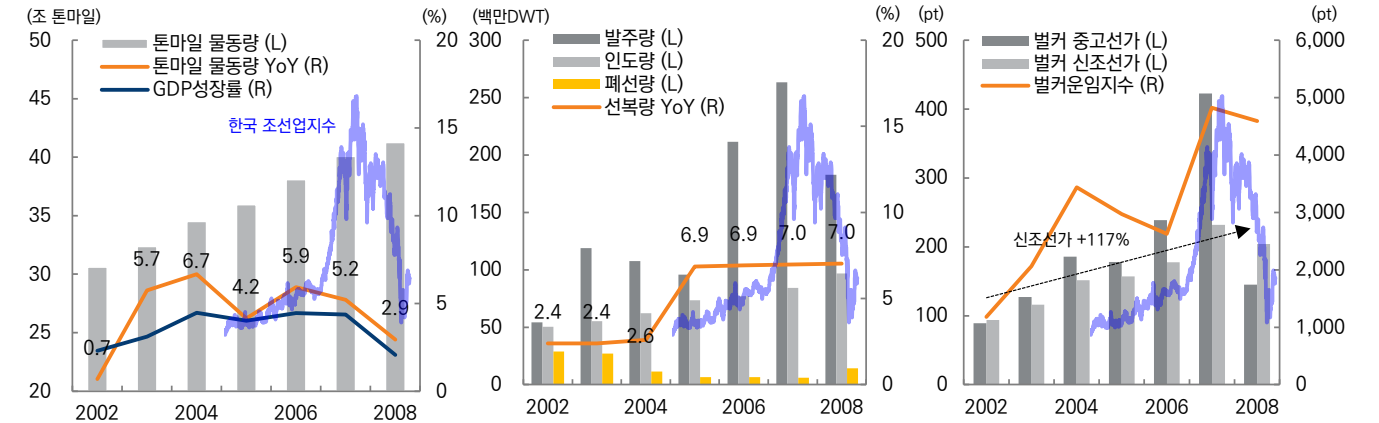
자료: Clarksons, World bank, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

슈퍼 사이클 (2002~2008)

- 세계화와 중국 경제성장
- 이종선체 탱커 교체수요 발생
- 한국/중국 조선 급부상
- 조선업 초호황기 연출

2002~2008년 (Super cycle, 7년): 2000년대 초반부터는 중국의 경제/산업 급신장으로 인해 물동량이 폭발적으로 증가했다. 조선/해운 시장은 단순히 초호황기로 진입했으며, 당시 운임과 선가가 각각 +290%/+117% 상승했다. 조선/해운업 호황이 중장기 지속될 것이라는 시각이 지배적이었으며, 이에 선사들은 2006년부터 대량의 투기적 발주를, 조선사들은 도크증설에 나섰다. 2006~2008년 평균 발주량은 7,513만CGT (2.2억DWT) 기록했으며, 2007년 한국 조선업 지수는 YTD 수익률 173%를 달성하는 기염을 토했다.

그림 38. 중국 중심의 경기호황 속 선박 신규/교체발주 지속, 선가/운임 우상향



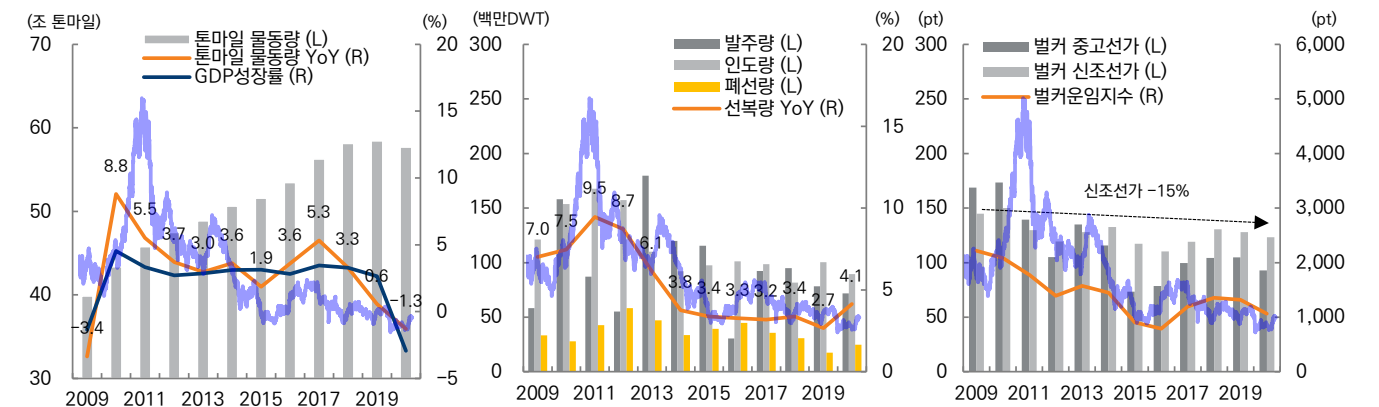
자료: Clarksons, World bank, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

다운 사이클 (2009~2020)

- 08년 금융위기에 경제불황 경험
- 조선/해운 수요위축 및 구조조정
- 19~20년 팬데믹으로 경기급랭

2009~2020년 (Down cycle, 12년): 2008년 글로벌 금융위기와 유럽 채무위기 등에 따른 경제불황에 교역량이 급감했다. 2009년 발주량은 1,809만CGT (5,827만DWT)로 YoY 68% 감소했으며, 2010년 물동량 및 발주량의 일시적 반등에 따라 한국 조선업 주가도 상승했으나, 2011년부터 모든 지표들이 하락하면서 10년 간의 침체기로 접어들었다. 심각한 선복과 잉여로 인해 운임과 선사들의 발주량이 급감했고, 조선사들은 인력, 도크 등 생산캐파가 호황기 수준에 맞춰져 있었기 때문에 고정비 커버 부담이 확대되며 적자를 시현했다.

그림 39. 서브프라임 모기지 사태 이후 조선/해운 시장 급랭. 선복과잉 해소 및 구조조정 진행



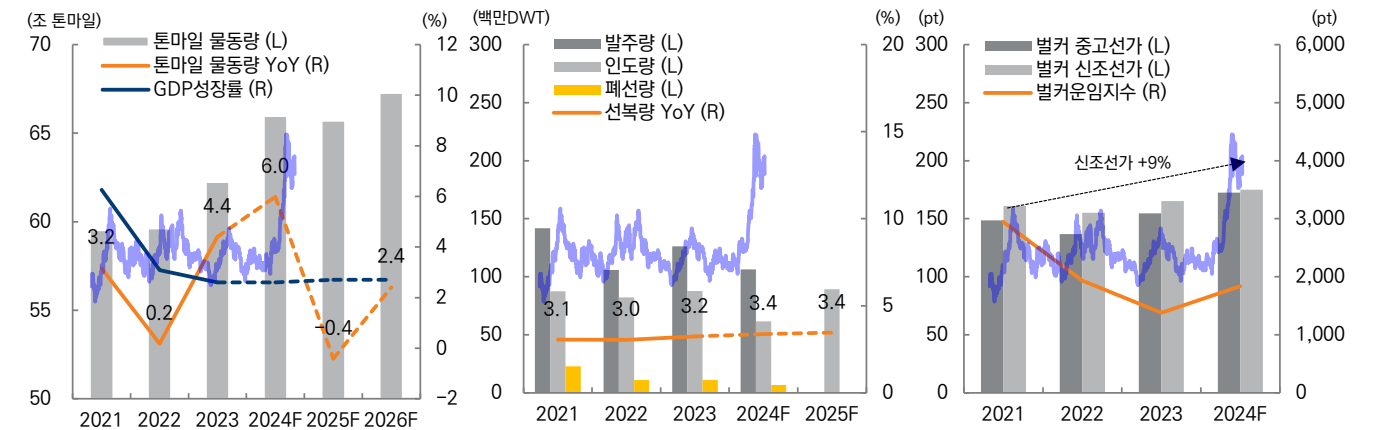
자료: Clarksons, World bank, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

스테디 사이클 (2021~)

- 이연 수요 및 지정학 리스크로 해운 톤마일 물동량 일시 회복
- EEXI, CII 등 환경규제 강화
- D/F 컨선 및 LNGC 발주 지속
- 20년비 운임 +63%/선가 +51%

2021년~ (Steady cycle, ?년): 팬데믹 이후 1) 이연 수요, 2) 전쟁 발발, 3) 환경규제 강화 등에 따라 해운 톤마일 물동량과 선박 발주량이 회복되었다. 컨테이너선과 LNGC의 대규모 발주가 잇따랐으며 조선사들의 일감이 3년치 이상 채워지며 공급자위시장 조성 및 신조선가의 급등세가 연출되었다. 결과적으로, 2024년 9월 기준 발주량과 수주잔량은 2020년 대비 각각 55%/84% 증가했으며, 동기간 신조선가와 운임은 51%/63% 상승했다.

그림 40. 팬데믹 이후 물동량 일부 회복, 이연된 신규선 발주와 환경규제 강화로 교체발주 지속



자료: Clarksons, World bank, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

현재 조선업황을 슈퍼 사이클이 아닌 스테디 사이클로 판단하는 이유는 세 가지이다. 첫째는 부진한 해운 시장이다. 경기둔화에 따라 물동량 증가와 운임 상승을 기대하기 어렵다. 둘째는 질적성장이다. 환경규제가 강화되면서 친환경 선박 발주가 나오고 있다. 통상 회복기에 규제강화 및 선사들의 선대 효율성 개선과 미래 경쟁력 확보를 위한 선박투자 현상이 나타나고, 이후 초호황기에 접어들면 규제완화 및 투기적 발주, 양적성장이 시작된다.

마지막은 증설 사이클의 부재다. 선사들의 투기적 발주로 인한 조선업 증설 여부로 초호황기를 판별하곤 하는데, 이 역시 작금의 미진한 해운 수요로 발주 및 증설 동기가 충분치 않다. 그럼에도, 최근 조선사들이 3년치가 넘는 일감을 확보하는데 성공했고, 친환경 선박 발주 모멘텀 및 고선가 기조가 유지되고 있어 업사이클 구간임은 분명하다.

표 4. 선박 수요공급 밸런스 추이에 따른 업황 분류

(백만CGT)

연도별 수요공급		Demand: 선종별 발주량							Supply: 국가별 선박 인도량				
연도	발주량-인도량	Tanker	Bulk	Cont.	LNG	LPG	Others	Total	China	Korea	Japan	Others	Total
2000	8.1	7.8	4.1	6.7	1.5	0.4	6.0	26.7	1.3	5.9	6.2	5.2	18.6
2001	0.5	6.6	2.3	3.7	1.7	0.5	4.2	18.9	1.3	5.7	6.1	5.4	18.5
2002	1.1	5.9	5.5	2.8	1.6	0.2	5.1	21.1	1.7	6.3	6.2	5.8	20.0
2003	21.5	12.9	8.9	13.2	1.2	0.4	6.6	43.3	2.7	6.9	6.6	5.6	21.8
2004	22.1	11.2	7.6	11.0	5.8	0.8	10.1	46.6	3.4	7.9	7.7	5.5	24.5
2005	18.0	9.5	7.4	11.7	3.6	1.4	12.5	46.1	4.9	9.6	8.2	5.5	28.1
2006	42.0	25.1	18.7	11.0	3.3	1.5	15.6	75.3	6.5	10.8	9.2	6.7	33.3
2007	56.8	14.1	38.1	18.5	2.1	0.7	20.3	93.9	8.0	12.3	9.0	7.8	37.1
2008	10.9	11.4	24.1	6.8	0.4	0.7	13.0	56.4	11.3	15.7	10.0	8.5	45.5
2009	-29.6	3.3	8.8	0.5	0.3	0.2	5.1	18.2	15.6	15.3	9.6	7.3	47.8
2010	-6.4	7.5	26.1	3.7	0.2	0.7	9.6	47.8	20.8	15.8	9.9	7.7	54.2
2011	-16.2	3.4	10.5	9.8	4.3	0.3	8.4	36.8	21.8	16.3	9.1	5.8	53.0
2012	-21.9	4.4	6.3	2.5	3.3	0.9	9.5	26.9	21.2	13.6	8.2	5.7	48.8
2013	24.3	11.4	24.4	10.9	3.5	2.1	10.1	62.4	14.1	12.6	6.9	4.6	38.2
2014	10.3	7.7	14.7	6.0	5.9	2.4	9.3	46.1	12.2	12.2	6.6	4.8	35.8
2015	4.4	12.4	7.1	10.4	2.8	1.7	7.6	42.0	13.5	12.7	6.7	4.7	37.6
2016	-21.2	3.0	1.9	2.1	0.7	0.2	6.4	14.3	11.6	12.4	7.1	4.4	35.6
2017	-3.6	8.2	9.1	4.2	1.4	0.6	7.2	30.6	12.1	10.6	6.8	4.6	34.2
2018	4.6	6.2	9.7	6.4	6.1	0.8	6.8	36.0	11.7	7.8	7.6	4.3	31.4
2019	-2.7	6.3	7.6	3.7	4.7	1.3	7.7	31.3	11.9	9.6	8.2	4.3	33.9
2020	-2.6	6.0	6.3	4.8	4.5	1.0	4.6	27.1	11.4	8.9	6.2	3.2	29.7
2021	22.9	5.5	12.7	22.2	6.5	2.5	7.1	56.5	14.2	10.5	5.3	3.5	33.6
2022	20.7	3.3	9.7	13.9	15.5	1.1	8.9	52.3	15.3	7.8	4.8	3.7	31.6
2023	12.7	10.6	12.7	7.1	5.6	3.1	9.1	48.2	18.2	9.2	5.0	3.2	35.5
2024	9.6	11.7	7.8	12.7	7.0	3.0	7.5	49.8	20.9	10.8	4.9	3.6	40.2
연도별 시장상황		Demand: 선종별 발주비중							Supply: 국가별 선박 인도비중				
연도	업황분류	Tanker	Bulk	Cont.	LNG	LPG	Others	Total	China	Korea	Japan	Others	Total
2000	Neutral	29%	15%	25%	6%	2%	23%	100%	7%	32%	33%	28%	100%
2001	Neutral	35%	12%	20%	9%	3%	22%	100%	7%	31%	33%	29%	100%
2002	Neutral	28%	26%	13%	8%	1%	24%	100%	8%	31%	31%	29%	100%
2003	Seller's market	30%	21%	30%	3%	1%	15%	100%	12%	32%	30%	26%	100%
2004	Seller's market	24%	16%	24%	13%	2%	22%	100%	14%	32%	31%	22%	100%
2005	Seller's market	21%	16%	25%	8%	3%	27%	100%	17%	34%	29%	20%	100%
2006	Seller's market	33%	25%	15%	4%	2%	21%	100%	20%	33%	28%	20%	100%
2007	Seller's market	15%	41%	20%	2%	1%	22%	100%	22%	33%	24%	21%	100%
2008	Seller's market	20%	43%	12%	1%	1%	23%	100%	25%	34%	22%	19%	100%
2009	Over supply	18%	48%	3%	2%	1%	28%	100%	33%	32%	20%	15%	100%
2010	Over supply	16%	54%	8%	1%	1%	20%	100%	38%	29%	18%	14%	100%
2011	Over supply	9%	29%	27%	12%	1%	23%	100%	41%	31%	17%	11%	100%
2012	Over supply	16%	23%	9%	12%	3%	35%	100%	44%	28%	17%	12%	100%
2013	Seller's market	18%	39%	17%	6%	3%	16%	100%	37%	33%	18%	12%	100%
2014	Seller's market	17%	32%	13%	13%	5%	20%	100%	34%	34%	19%	13%	100%
2015	Seller's market	30%	17%	25%	7%	4%	18%	100%	36%	34%	18%	12%	100%
2016	Over supply	21%	13%	15%	5%	2%	45%	100%	33%	35%	20%	12%	100%
2017	Over supply	27%	30%	14%	5%	2%	24%	100%	35%	31%	20%	14%	100%
2018	Seller's market	17%	27%	18%	17%	2%	19%	100%	37%	25%	24%	14%	100%
2019	Over supply	20%	24%	12%	15%	4%	25%	100%	35%	28%	24%	13%	100%
2020	Over supply	22%	23%	18%	16%	4%	17%	100%	39%	30%	21%	11%	100%
2021	Seller's market	10%	22%	39%	11%	4%	13%	100%	42%	31%	16%	11%	100%
2022	Seller's market	6%	19%	26%	30%	2%	17%	100%	48%	25%	15%	12%	100%
2023	Seller's market	22%	26%	15%	12%	6%	19%	100%	51%	26%	14%	9%	100%
2024	Seller's market	24%	16%	25%	14%	6%	15%	100%	52%	27%	12%	9%	100%

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

스테디 사이클은 10년 이상 지속

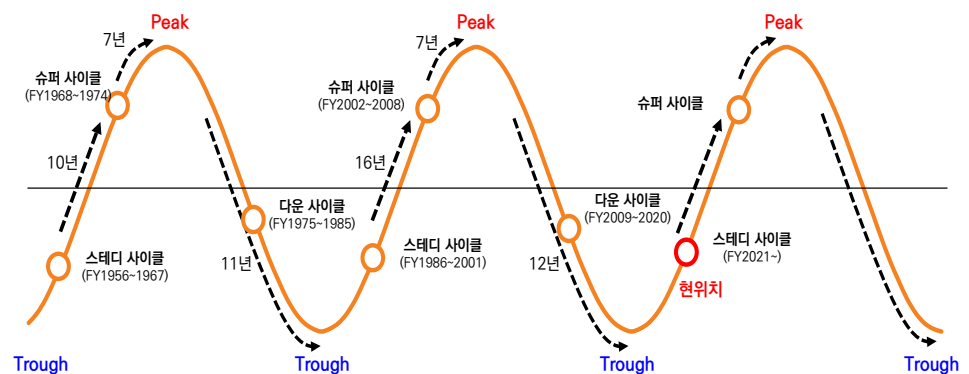
조선업의 회복과 장기 호황의 시작을 의미

스테디 사이클 (Steady cycle)이란 조선/해운 시장의 수급균형이 안정을 찾는 주기로 통상 불황기와 초호황기 사이의 회복기~호황기에서 나타나며, 역사적으로 10년 이상 지속되어왔다. 즉, 오랜 불황에서 벗어나 슈퍼 사이클의 전 단계로 들어섰다고 해석할 수 있다.

슈퍼 사이클이 아님에 선불리 실망할 필요는 없다. 과거 1986~2001년 2차 스테디 사이클 당시 일본 조선업은 1차 구조조정을 마무리하고 해운 선복과잉 일부 해소, 물동량과 운임, 선가 회복 등에 힘입어 P/B 10배까지 상승한 경험이 있다. 무려 6년간 발주 모멘텀이 지속되었으며, 동기간 운임과 신조선가는 각각 +61%/+97% 상승했다.

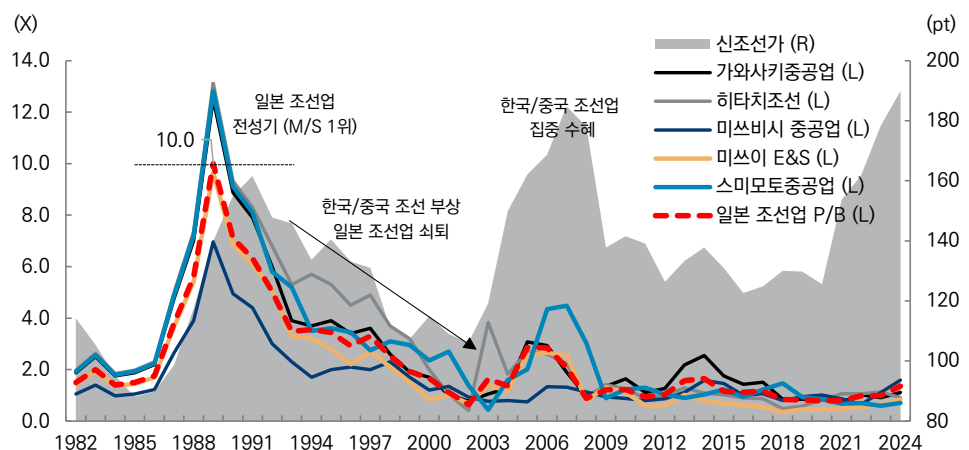
최근에도 선가와 발주량은 호조를 보이고 있다. 반면, 물동량과 운임은 상반된 모습이 연출되고 있다. 이는 발주가 경기회복이 아닌 1) 환경규제 심화, 2) 지정학 이슈, 3) 노후화 등의 교체수요 위주이며, 그 조차도 글로벌 조선업 건조캐파가 소화하지 못하기 때문에 물동수요와 운임은 미미한데, 선가는 계속해서 올라가는 현상이 나타나고 있다.

그림 41. 조선업 60년 사이클 도식화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 1980년 중후반 스테디 사이클 당시 일본 조선업 P/B는 10배까지 상승

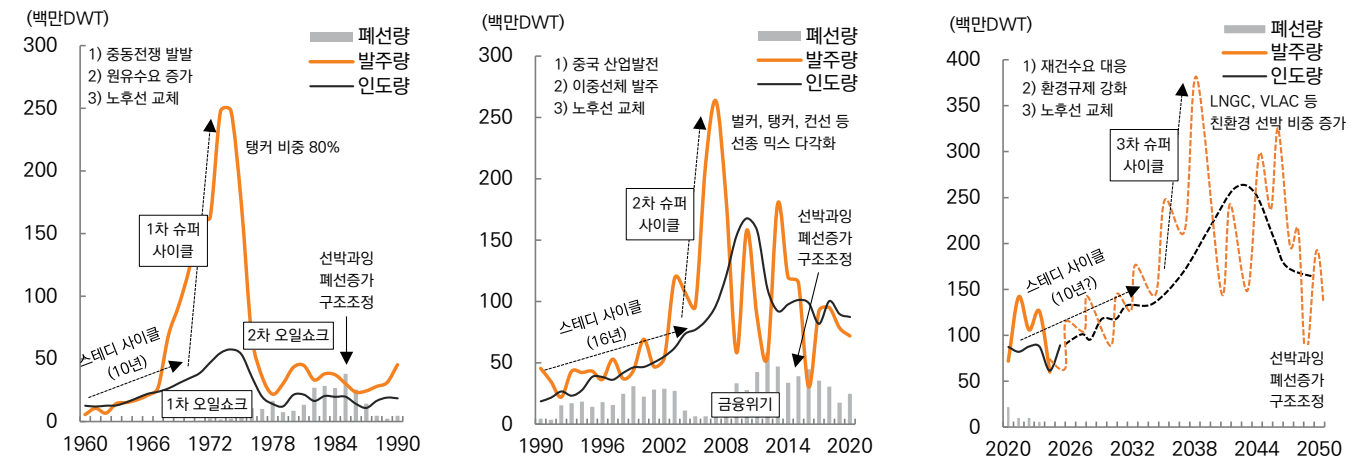


자료: Clarksons, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

조선업은 15~20년의 긴 주기로 사이클이 반복되는 만큼 긴 호흡으로 접근할 필요가 있다. 당사가 기대하는 조선업의 궤적은 1) 앞으로 5~10년간 친환경 선박 및 노후선 교체수요로 발주가 지속되고, 2) 추후 경기회복 또는 재건수요에 따른 물동량/운임의 구조적 상승으로 제3차 슈퍼 사이클에 진입하는 시나리오다. 더불어, 이번 사이클은 이전에 영향력이 미미했던 환경 규제라는 변수가 강력하게 작용할 것으로 예상되기 때문에, 슈퍼 사이클의 시점을 앞당길 가능성도 배제할 수 없다.

지정학 리스크도 조선업에는 긍정적 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 1) 글로벌 군비증강으로 인해 군함 수요가 확대되어 새로운 일감이 생기고, 2) 상선들의 희망봉 우회 지속되면서 실질적인 선박량 감소 및 톤마일 증가에 따라 기계적인 선박수요가 발생하고 있기 때문이다. 또한, 3) 휴전 후에는 재건수요로 인한 물동량 증가를 기대할 수 있기 때문에 중장기 투자포인트로 유효할 것으로 판단한다.

그림 43. 선박 수요-공급 밸런스로 본 조선업의 역대 사이클 패턴과 향후 궤적 전망



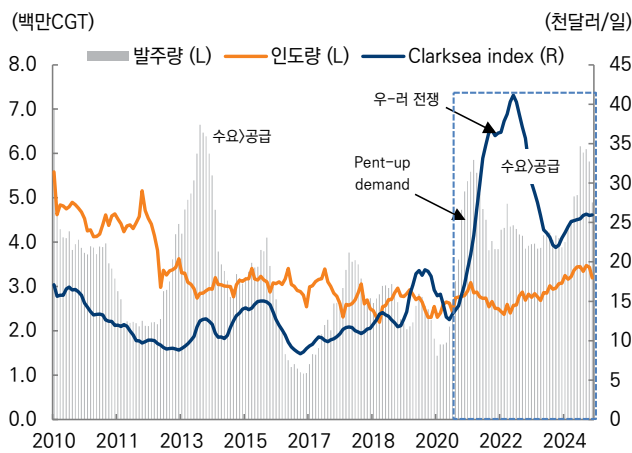
자료: Clarksons, UNCTAD, 미래에셋증권 리서치센터

지난 4년간의 업황 회고 (2021~2024년)

2021~2024년 글로벌 선박 발주량은 2억 1,154만CGT로 2004~2007년 합산 발주량의 80.8%에 달한다. 2024년부터는 발주감소가 예상되었음에도 1~10월 발주량은 5,217만 CGT (+8.2% YoY)로 견조했다. 2024년 1~10월 누적 발주량과 수주잔량은 2020년 대비 각각 99.3%/91.6% 증가했으며, 동기간 신조선가와 운임은 50.9%/50.6% 상승했다.

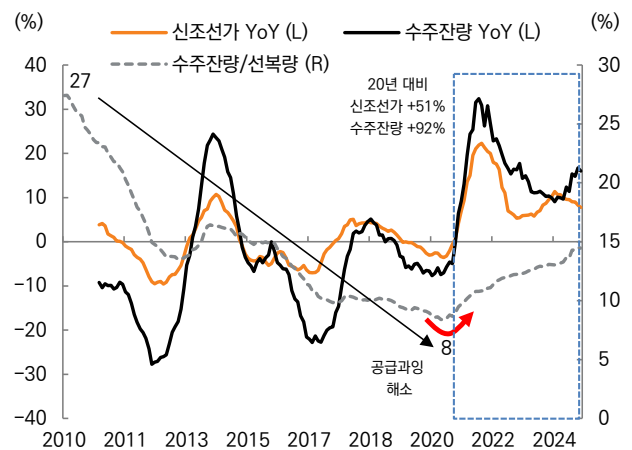
조선/해운 지표들이 호조를 띤 배경에는 1) 이연 수요, 2) 지정학 이슈, 3) 환경규제가 있다. 업황의 전환점은 팬데믹이었다. 2021년부터 놀려있던 소비가 살아나면서 물동량 회복과 운임 상승에 따라 대량의 컨테이너선 발주(당해 전체 발주량의 39%)가 나왔다. 이후 2022년에는 우-러 전쟁 여파로 LNG 해상 운반수요가 급증하면서 대규모 LNGC (당해 전체 발주량의 30%)발주로 이어졌다. 이때부터 이미 조선사의 일감은 3년치에 달했다.

그림 44. 2020년 대비 2024년 발주량 +99.3%, 운임 +50.6%



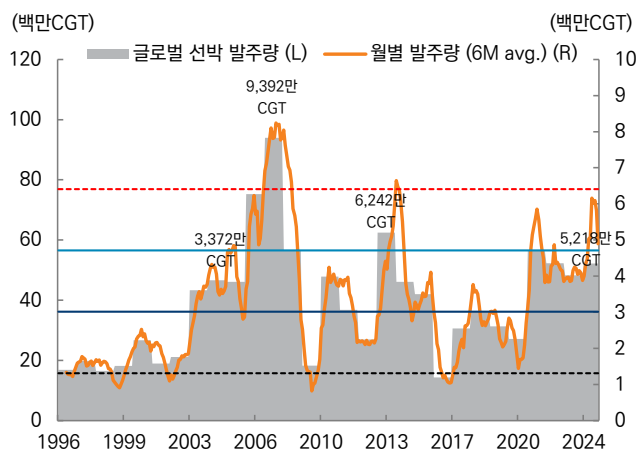
주: 월별 발주량, 인도량, Clarksea index의 6개월 평균 데이터
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 동기간 신조선가 +50.9%, 수주잔량 +91.6%



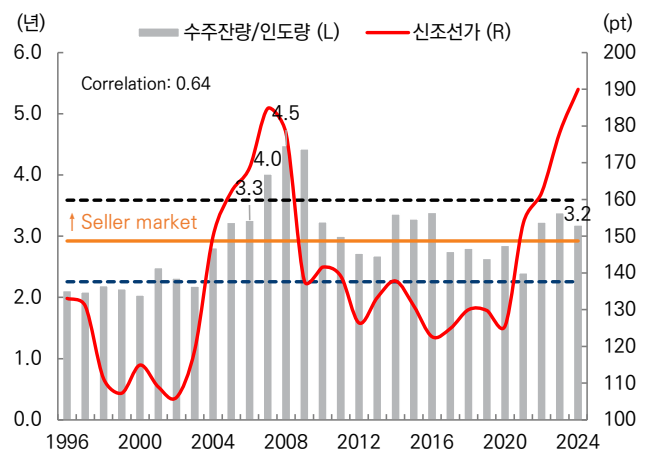
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 월평균 선박 발주량 상승추세 지속



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 공급자우위시장 (Seller's market) 진입



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

이중연료 (D/F, Dual fuel)

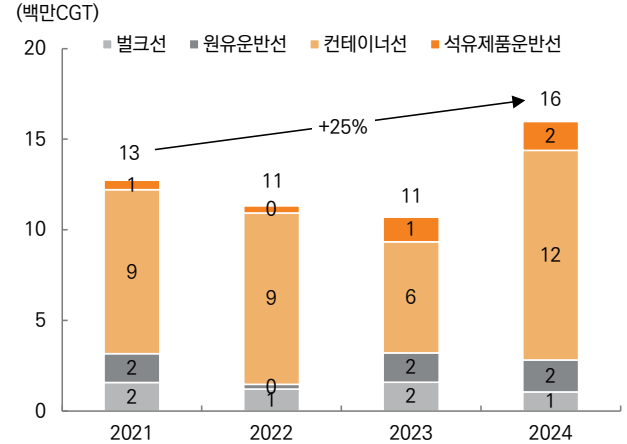
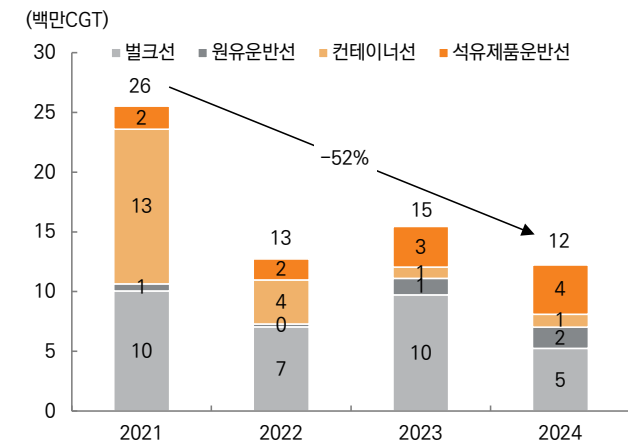
선박에서 전통적인 중유와 친환경 연료(예: LNG, 암모니아, 메탄올 등)를 선택적으로 사용할 수 있도록 설계된 엔진을 의미

2024년 발주 모멘텀은 환경규제에 따른 LNG D/F, 메탄올 D/F 등 친환경 연료 전환에 기인한다. LNG운반선을 제외한 주요 선종들의 전통연료 선박 발주량은 2024년 기준 1,222만CGT로 2021년 대비 52% 감소한 반면 친환경 D/F 선박 발주량은 1,598만CGT로 2021년 대비 25% 증가했다. 그 중에서도 컨테이너선은 전체 발주량에서 친환경 D/F 선박 비중이 91%를 차지하면서 선사들이 환경규제에 적극 대응하는 모습이다.

즉, 오늘날 글로벌 경기침체 우려에 따라 물동량과 운임이 둔화됨에도 발주량과 신조선가가 견조한 수준을 유지하고 있는 가장 큰 이유는 **환경규제 (친환경 트렌드)**이다. 선사들은 포스트 코로나 기간 (2021~2022년) 동안 벌어들인 막대한 자금을 보유하고 있다. 이를 바탕으로 향후 미래 선대 경쟁력을 확보하기 위해 친환경 선박을 발주하고 있다. 덕분에 조선사들은 3.3년치 일감을 확보 및 유지하고 있으며, 현재는 2027~2028년 납기슬랏 조차도 거의 다 소진되어 조선사의 협상력이 높아지는 공급자우위시장 기조가 계속되고 있다.

그림 48. 선종별 전통연료 선박 발주량은 52% 감소

그림 49. 친환경 이중연료 (D/F) 선박 발주량은 25% 증가

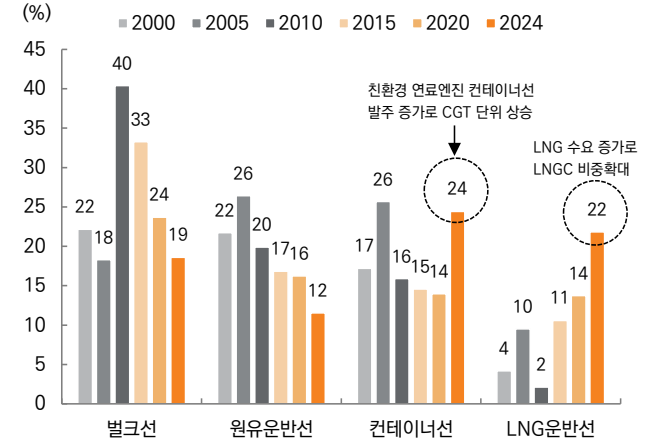
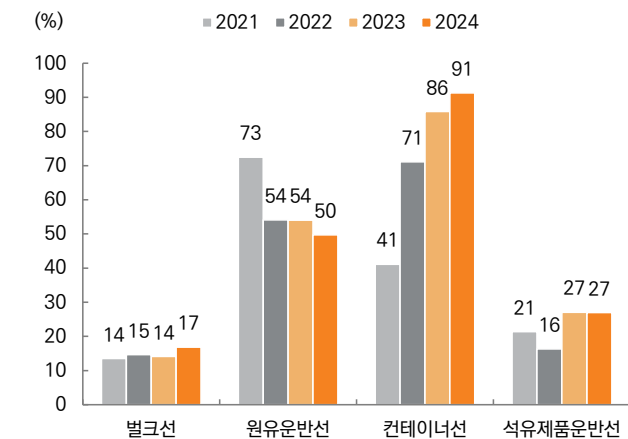


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 컨테이너선 친환경 연료엔진 발주비중 91%

그림 51. CGT 기준 연간 수주잔량 내 선종별 비중 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

경기주도 사이클이 오려면 물동량 회복이 선결조건

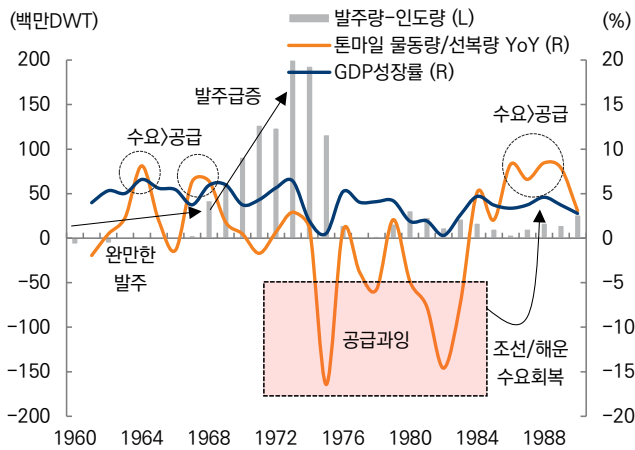
산업의 사이클은 통상 **수급불균형**에 따라 형성된다. 또한, 조선/해운업은 수요가 공급을 주도하는 산업인 만큼 수요 지표가 중요하다. 따라서, **물동량 회복이 첫 번째 선결조건**이다. 과거 사례 (1970년대와 2000년대)를 살펴보면, 두 차례 모두 발주가 급증하기 전에 톤마일 물동량/선복량 증가율이 GDP성장률을 넘어섰던 기간이 존재한다. 이는 선박당 운반하는 물동량과 운송거리가 급격히 증가함 (수요확대 및 공급부족)을 의미하며, 해운수요가 견조한 만큼 향후 운임상승→발주증가→선가상승으로 이어질 확률이 높아지는 것이다.

톤마일 물동량 (Ton-mile demand)

화물의 무게(톤)와 운송 거리(마일)를 곱한 수치. 해상 운송에서 물동량을 측정하는 지표. 운송량과 거리를 모두 반영하여 주로 해운수요 평가에 활용

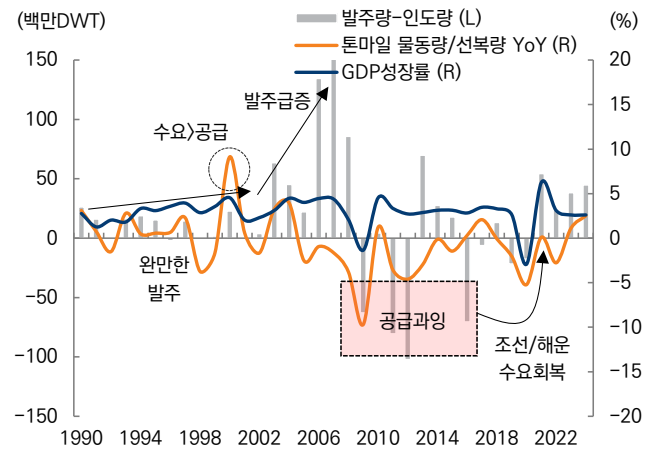
현재 물동량은 슈퍼 사이클을 기대할 만큼은 아니다. 톤마일 물동량/선복량도 이제 막 턴어라운드 구간에 접어들 것으로 판단되며, 최소 역사적 평균치인 33.5톤마일/천DWT는 상회해야 경기주도 사이클을 논할 수 있다. 그러나, 지난 15년간 2008년 이후의 선복과잉을 해소해온 만큼 글로벌 경기만 유의미하게 돌아선다면 제3차 슈퍼 사이클을 기대할 수 있다.

그림 52. 조선/해운 수급 밸런스 사이클 추이 (1960~1990년)



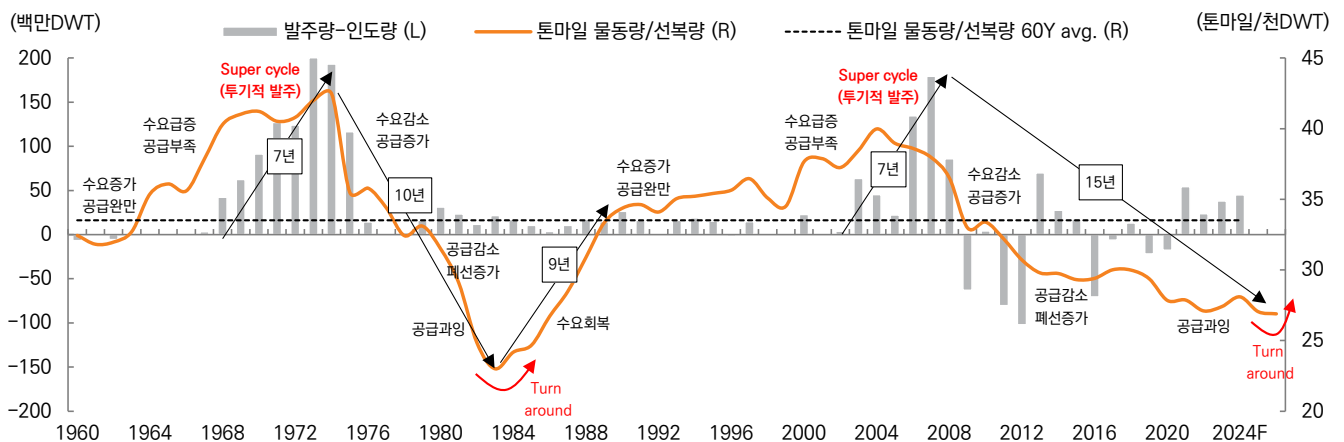
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 조선/해운 수급 밸런스 사이클 추이 (1990~현재)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 지금은 1980년대 중반과 유사. 톤마일 물동량/선복량의 반등 (수요회복) 필요



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

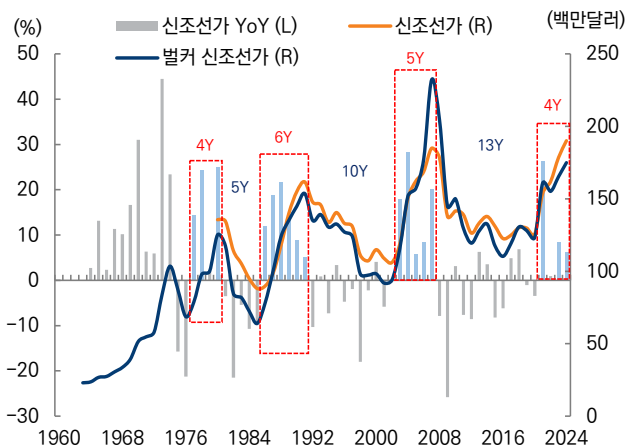
신조선가는 쉽게 꺾이지 않을 것

신조선가는 역사적 고점 부근

신조선가는 189.49pt까지 상승하여 역사적 고점에 근접했다. 당사는 **선가의 단기 조정은 있을 수 있으나, 급락 가능성은 적다**는 판단이다. 1) 조선소의 제한적인 건조능력 지속, 2) 공급자우위 환경 속 Cost-push 용이, 3) 친환경 선박 발주비중 확대로 선가의 하방이 견고하게 지지될 것이다. 현재는 수요가 아닌 공급요인이 선가를 견인하고 있다. 현재 선가와 운임 간 비동조화 현상이 나타나는 이유다. 향후 완만한 중장기 고선가 기조가 예상된다.

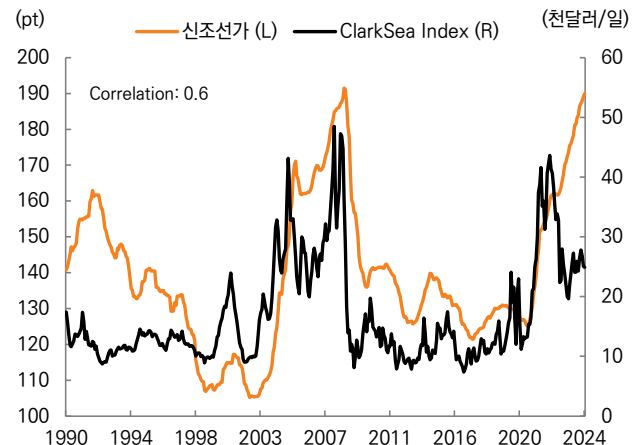
과거 스테디 사이클 (1986~1992년) 사례를 살펴보면, 경기회복 외에도 선박 노후화 및 기술발전에 따라 연비효율이 높은 선대로 교체수요가 발생하면서 **선가상승이 6년간 지속**된 바 있다. 현재도 환경규제 강화에 따라 선사들의 현존선 OPEX 부담이 늘고 있으며, 미래 녹색선대 경쟁력 확보를 위한 선제적 발주가 지속될 공산이 크다. 더불어, 한중일 조선소의 유희슬랏은 더욱 줄어들며 수주경쟁 완화 및 가격 협상력 유지를 기대한다.

그림 55. 역대 신조선가 상승기간은 4~6년



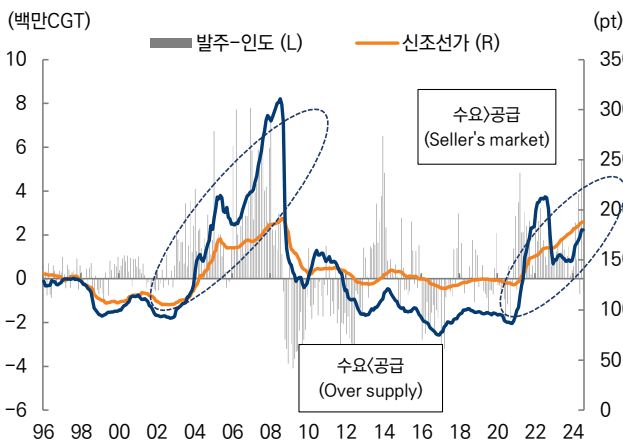
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 신조선가-운임 (상관계수 0.6) 비동조화 뚜렷



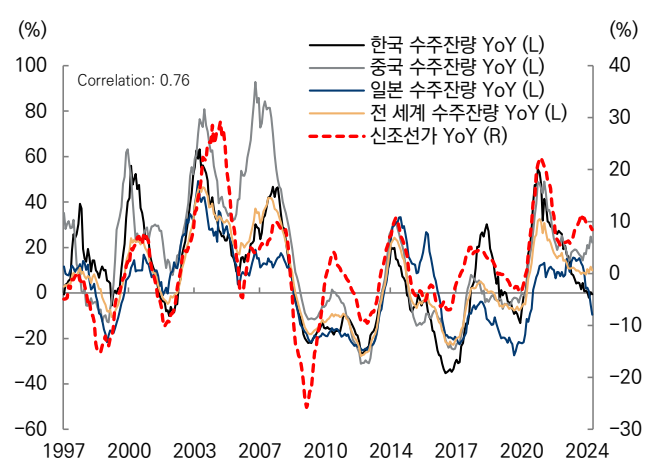
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 발주량>인도량 시 선가 상승폭 확대



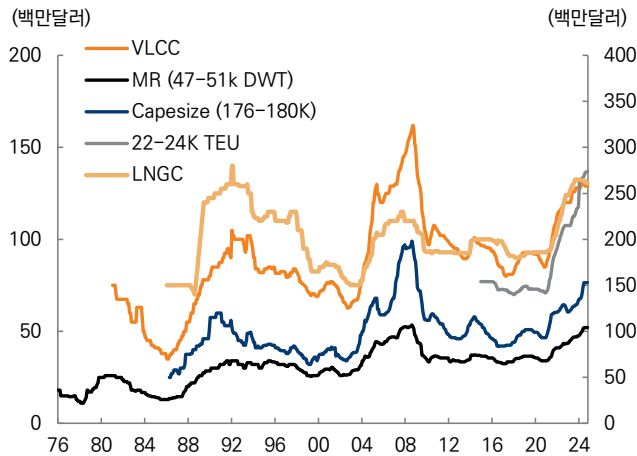
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 수주잔량 증가 = 유희슬랏 value 상승 = 선가상승



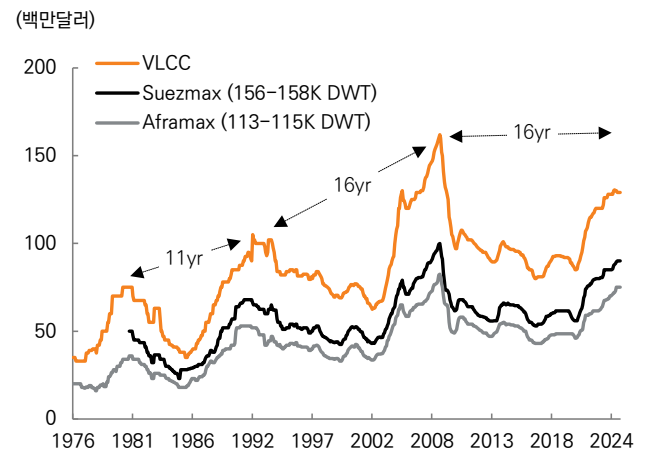
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 선종별 주요 선형 신조선가 추이



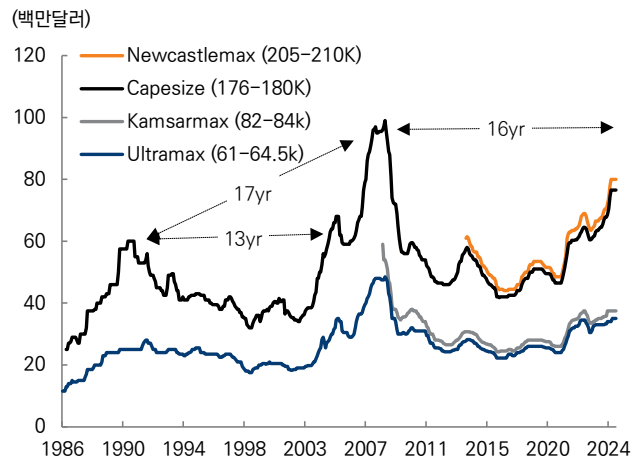
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 원유운반선 신조선가 추이



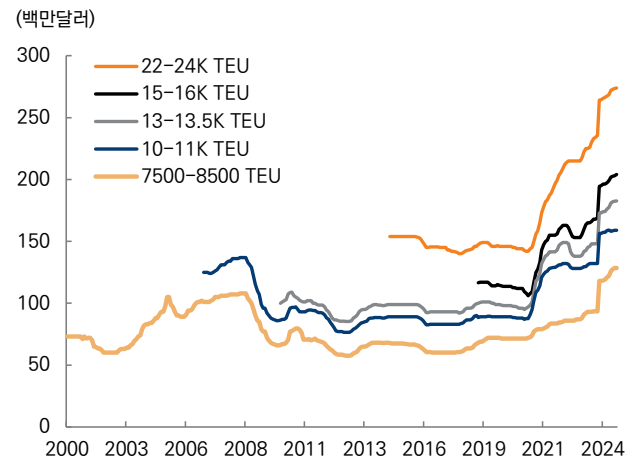
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 벌크선 신조선가 추이



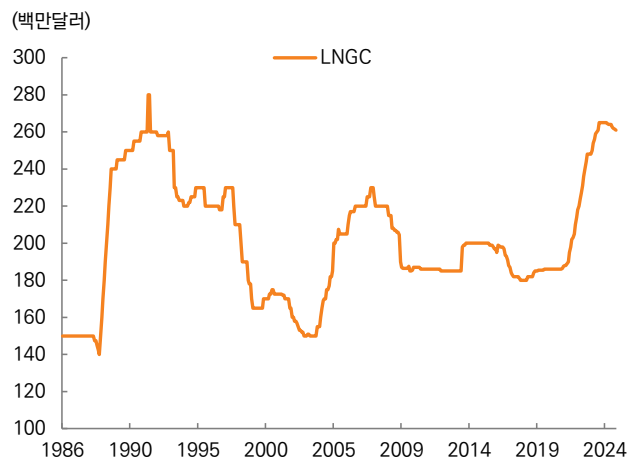
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 컨테이너선 신조선가 추이



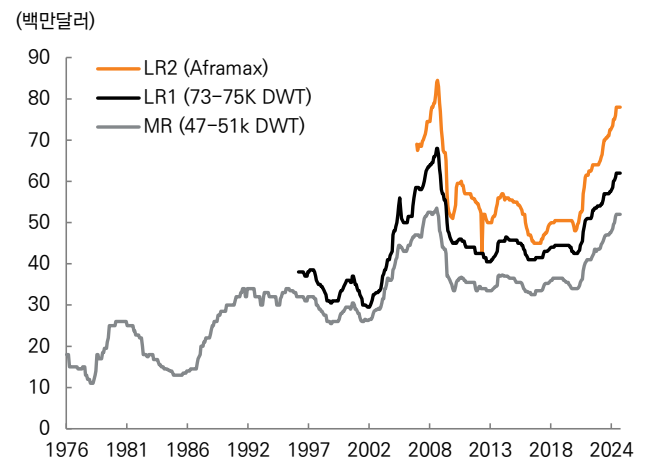
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. LNG운반선 신조선가 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 석유제품운반선 신조선가 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

조선소의 제한적인 건조능력

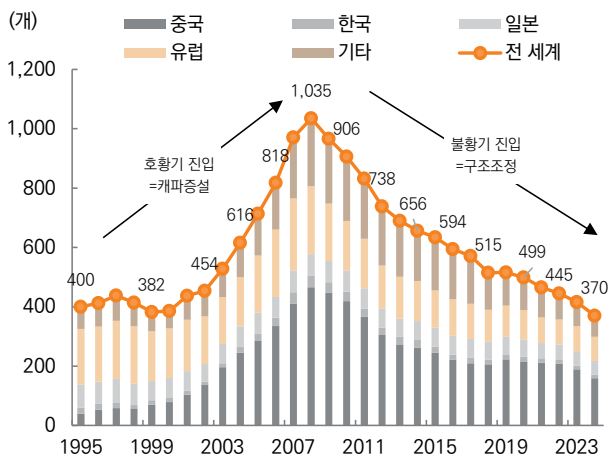
작금의 전 세계 선박 공급능력은 매우 제한적이다. 2008년 슈퍼 사이클 이후 조선사 합종연횡과 구조조정을 거치며 한중일 모두 조선소, 도크, 인력 등 생산능력이 급격히 축소되어 왔기 때문이다. 2024년 기준 전 세계 조선소 수는 2008년 1,031개에서 370개로 64.3% 줄었으며, 그 중 건조계약을 1개라도 수주할 수 있는 조선소의 수는 2007년 769개에서 177개로 77% 급감했다. 중국은 효율성 및 경쟁력 제고를 위해 여전히 조선소 합종연횡을 진행 중인 반면 한국은 상대적으로 감소세가 완화되어 점유율이 반등하는 모습이다.

도크 (Dock)

선박을 건조하거나 수리하기 위해 사용되는 구조물. 선박이 물에 떠 있는 상태에서 작업할 수 있도록 물을 채우거나 뺄 수 있는 공간을 제공

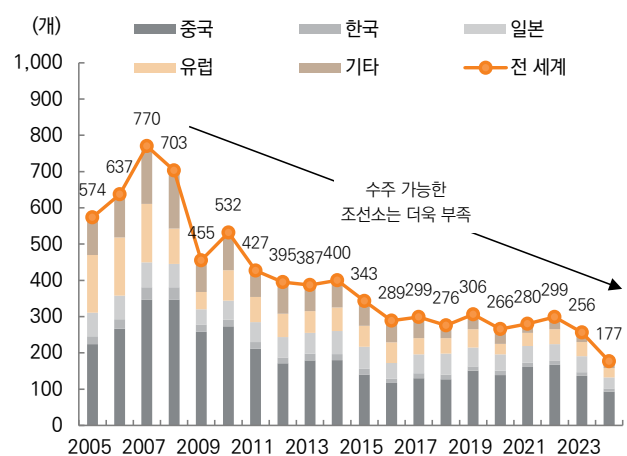
당장 2000년대와 같은 글로벌 조선소의 연쇄적인 도크증설이 재현될 가능성은 낮다. 당분간 전 세계 경기둔화 및 물동량/운임 약세가 예상되어 빠르게 캐파를 확대할 동인이 부족하기 때문이다. 정부지원이 풍부한 중국 조선사들은 공격적으로 도크 증설에 나서고 있으나, 그외 한국과 일본 조선사들은 무리한 설비증설을 통해 고정비 부담을 키우기 보단 계획적인 수주와 고용전략으로 시장 상황에 보다 유연하게 대처하는 것이 합리적이다.

그림 65. 전 세계 조선소 수 Peak 대비 64.3% 감소



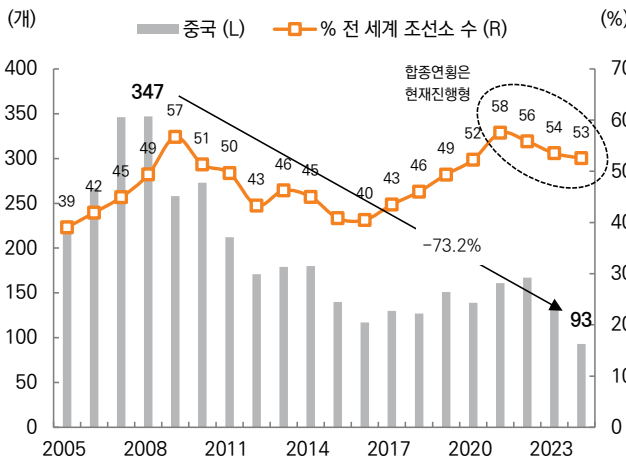
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 수주 가능한 조선소는 Peak 대비 77% 감소



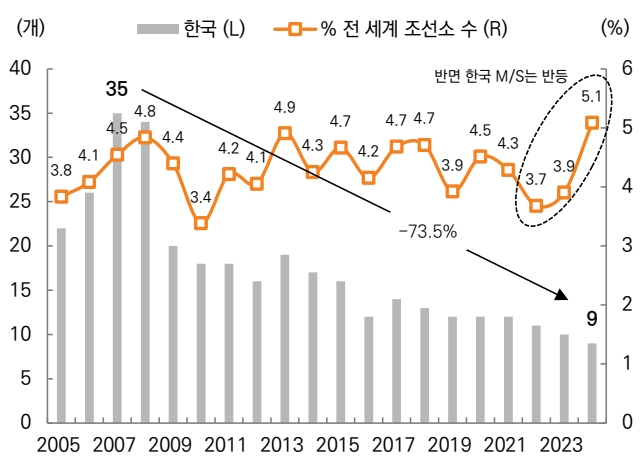
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 중국 조선소 수 Peak 대비 73.2% 감소



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 한국 조선소 수 Peak 대비 73.5% 감소



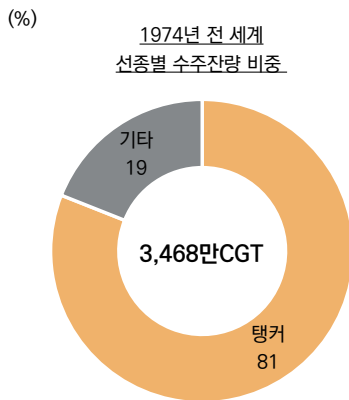
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

친환경 선박 발주비중 증가 = 척당 선가 (Value) 상승

신조선가는 과거부터 선종믹스 및 선형변화에 따라 꾸준히 상승해왔다. 1970년 수주잔량 내 선종믹스를 살펴보면 원유운반선이 80% 이상을 차지했으며, 2000년대는 벌크선, 컨테이너선, 원유운반선 등 다양한 선종들로 다변화했다. 현재는 LNGC와 친환경 D/F 컨테이너선의 발주비중 증가가 선가를 지탱하고 있다. 2024년 기준 수주잔량 내 LNGC의 비중이 22%까지 올라오며 새로운 주요 선종으로 떠올랐고, 기존들도 선종 친환경 D/F 선박으로 교체 발주가 시작되면서 선형변화가 발생하고 있다.

LNGC의 선가는 타선종 대비 63%, 친환경 D/F 컨테이너선은 전통연료 선박 대비 14% 높게 형성된다. 게다가, 두 선박 모두 일반선 대비 건조기간이 길기 때문에 도크를 해당 선종들로 채우기 시작하면 추가적인 공급병목이 발생하여, 선사들의 대기수요와 투기적 발주를 자극할 가능성도 무시할 수 없다. 이러한 트렌드로 인해 향후 선박당 가격 (Value)은 지속 상승하고 선가의 하단도 구조적으로 높아지게 될 것이라는 판단이다.

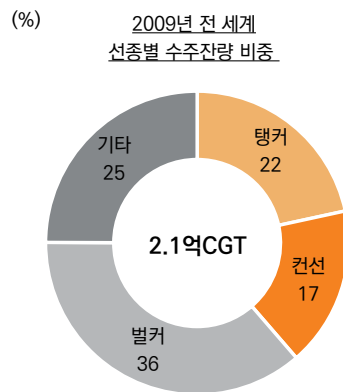
그림 69. 1974년 탱커 비중 고



Key driver: 원유 수요 급증

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

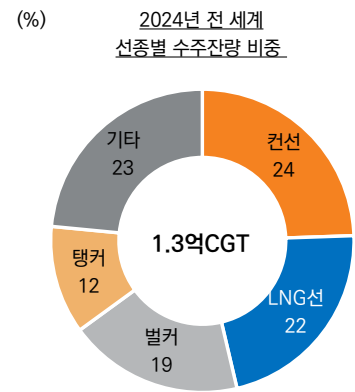
그림 70. 2009년 제품믹스 다변화



Key driver: 중국 산업발전, 경기호황

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

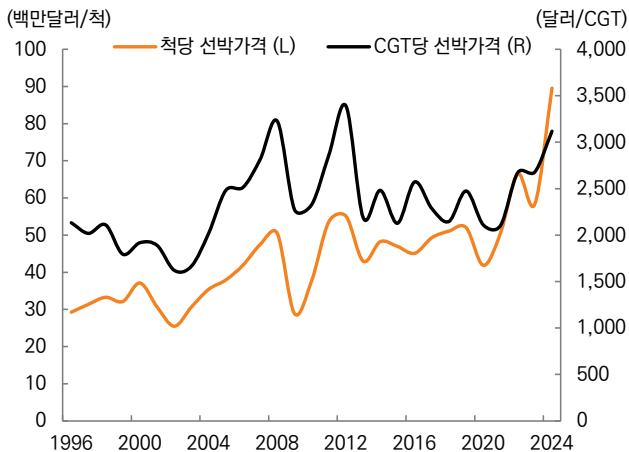
그림 71. 2024년 친환경 선박 비중 고



Key driver: 공급부족, 친환경 투자

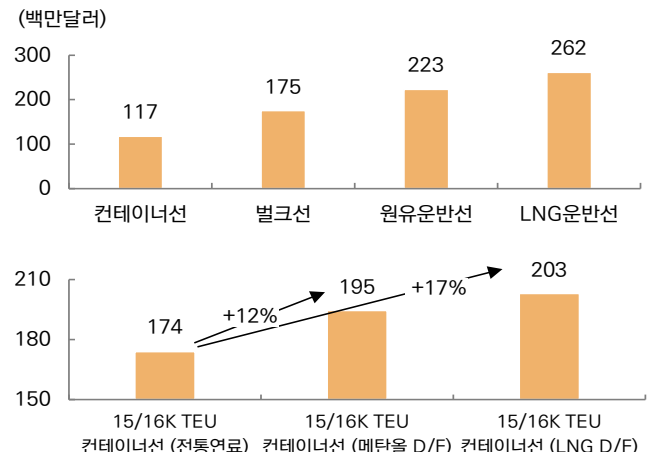
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 선박 단위당 부가가치는 지속적으로 상승



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. LNGC 및 친환경 D/F 컨선은 타선종 대비 고가



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

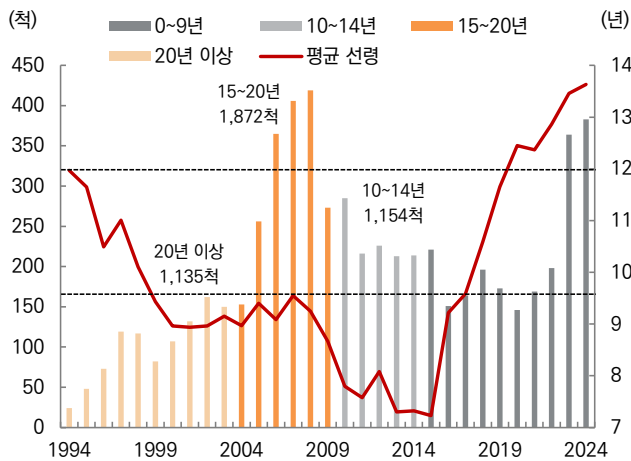
교체수요에 따라 발주 모멘텀 지속될 것

노후선 교체 니즈로 인해 중장기 신조선 발주전망은 양호할 것으로 판단한다. 앞서 언급한 것과 같이 물동량과 운임 등 해운 수요에 따른 신규수요는 미진할 수 있으나, 노후선과 친환경 경 선박 등으로 인한 교체수요가 이어질 것으로 기대한다.

대표 선종인 컨테이너선, 원유운반선, 벌크선의 평균 선령이 12~14년에 도달했으며, 그 중 15년 이상이 되어 교체요구도가 강한 노후선의 경우 컨테이너선은 3,007척, 원유운반선은 1,017척, 벌크선 2,514척에 달한다. 뿐만 아니라, 각 선종별 수주잔량/선복량 비율도 컨테이너선 24.5% (vs. 역사적 평균 28.2%), 원유운반선 7.5% (vs. 역사적 평균 18.6%), 벌크선 9.8% (vs. 역사적 평균 22.5%)로 발주여력은 충분하다.

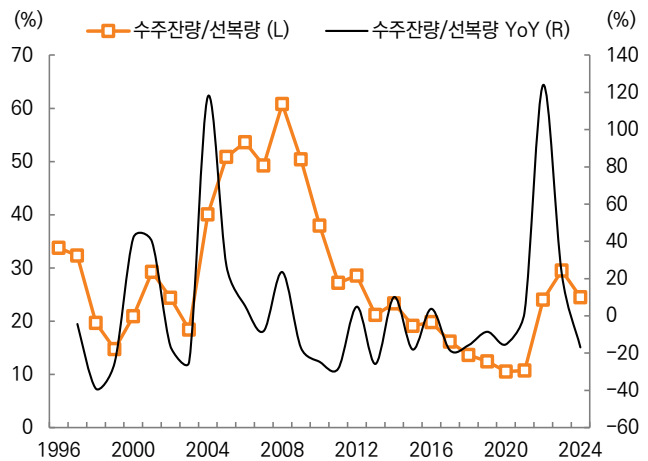
LNG운반선의 경우 수주잔량/선복량 비율이 51.3%로 매우 높지만, 1) LNG 수요 및 생산 개파 확대, 2) 과거 스팀터빈 및 디젤엔진으로 만들어진 LNG운반선의 교체수요 407척 등을 고려했을 때 건조한 발주 흐름을 이어갈 전망이다.

그림 74. 컨테이너선 교체수요 3,007척 (선령 15년 이상)



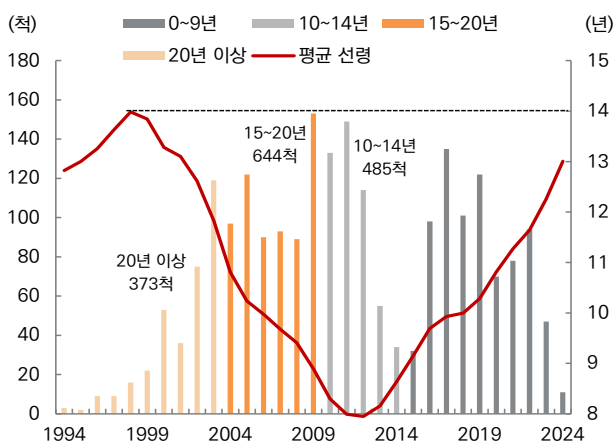
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 컨테이너선 수주잔량/선복량 비율 추이



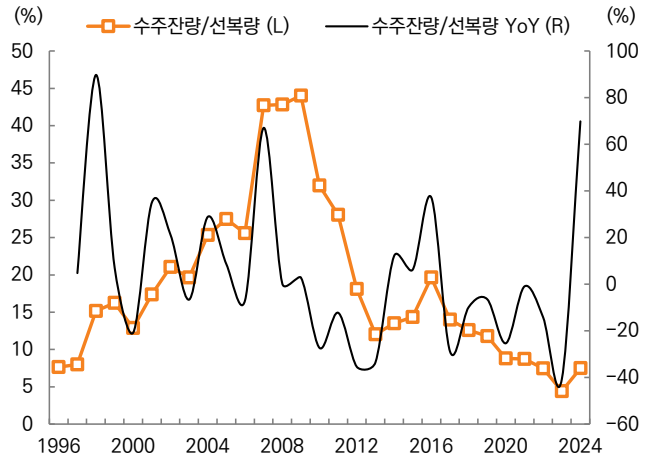
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 원유운반선 교체수요 1,017척 (선령 15년 이상)



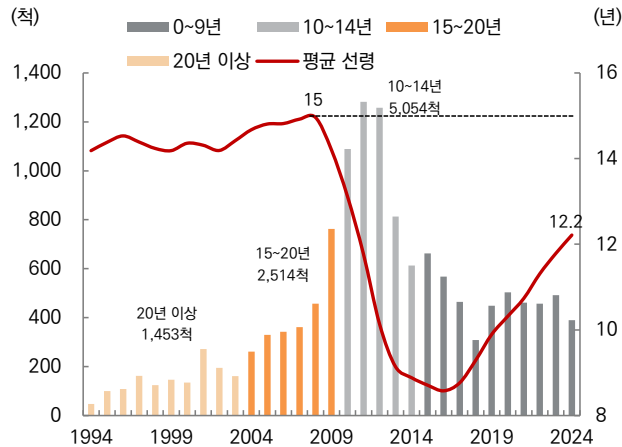
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 원유운반선 수주잔량/선복량 비율 추이



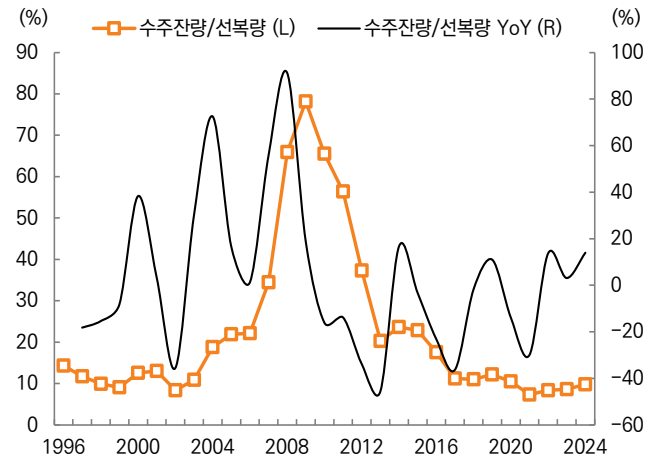
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 벌크선 교체수요 3,967척 (선령 15년 이상)



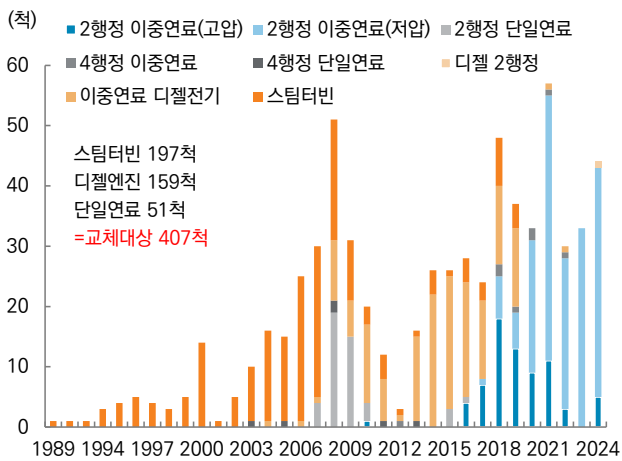
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 벌크선 수주잔량/선복량 비율 추이



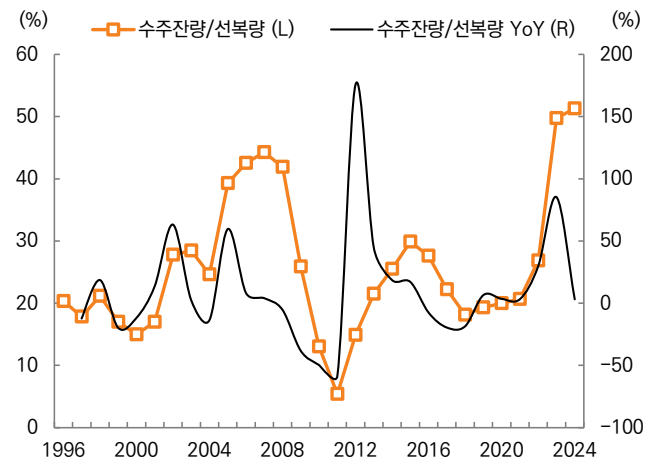
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. LNG운반선 교체수요 407척 (구식엔진)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. LNG운반선 수주잔량/선복량 비율 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

본 게임은 시작도 안했다

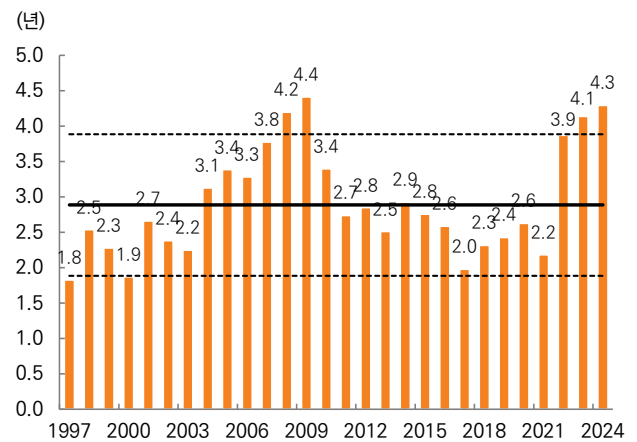
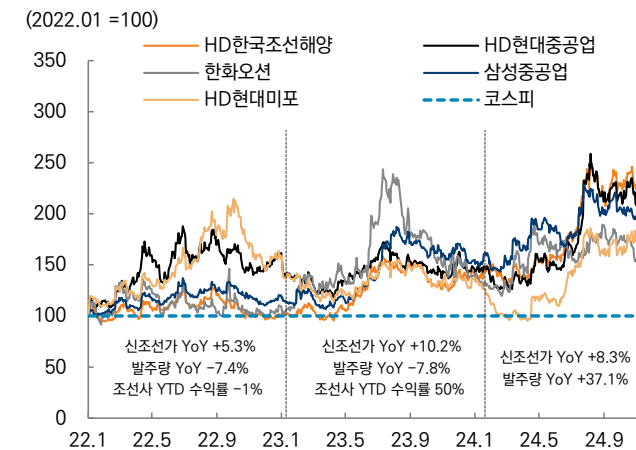
한국 조선업 주가 및 수주성과 점검

조선업종 주가 수익률은 2022년부터 코스피 대비 평균 43% 상회했다. 현재가 기준 조선5사의 코스피 대비 상대 수익률은 평균 2배에 달한다. 2024년도 조선5사의 YTD 수익률은 47% (코스피 대비 상대 수익률 53%)를 기록하며 시장 대비 아웃퍼폼 중이다. 주가 상승배경에는 1) 신조선가 상승세와 2) 조선업 흑자전환 및 향후 증익 기대감이 크게 작용했다.

한국 조선사들의 일감 (수주잔량/인도량)은 4.3년치로 매우 넉넉하게 쌓아놓았다. 2027년 납기슬라까지 소진되고 있으며, 2028년 너머의 주문을 받는 중이다. 2025년에도 공급자위 시장 기조 속, 수익성 위주의 선별수주 전략은 지속될 것으로 예상된다.

그림 82. 코스피 대비 조선5사 상대 수익률

그림 83. 한국 조선사 일감 (수주잔량/인도량) 추이

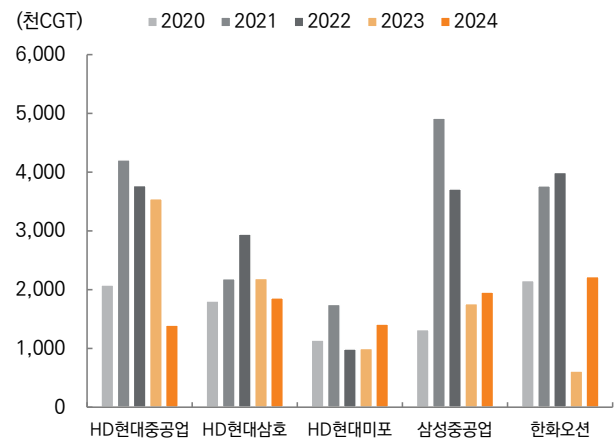
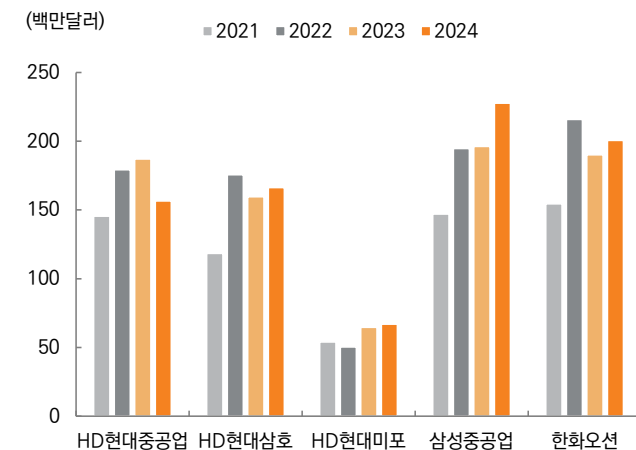


자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 조선5사 상선 수주선가 (P) 추이

그림 85. 조선5사 신규수주 (Q) 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

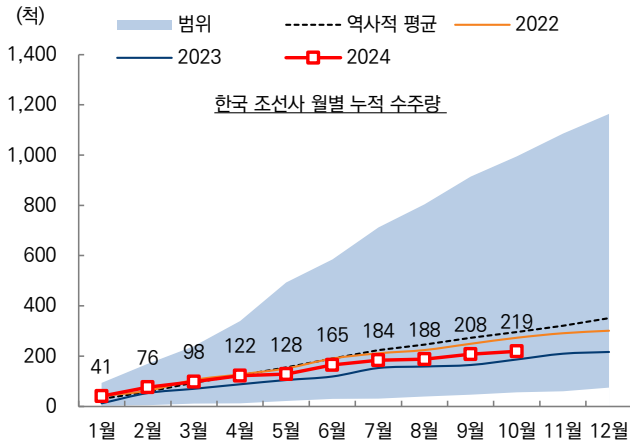
2024년 1~10월 한국 조선사의 수주량은 219척 (YoY +17.1%), 수주액은 319억달러 (YoY +22.3%)으로 양호한 수주성적을 달성했다. 그 중 조선5사의 수주량은 186척 (전체의 84.9%), 주요 선종별로는 LNG운반선 46척 (21%), 석유제품운반선 35척 (16%), VLAC 28척 (12.8%), 컨테이너선 28척 (12.8%), LPG운반선 25척 (11.4%)을 수주했다. 친환경 및 에너지 안보 수혜로 인한 가스선 및 D/F 컨테이너선이 주를 이루었다.

표 5. 2024년 조선5사 주요 선종별 수주성과

선종	조선사	선박 사이즈 (개별단위)	수주척수 (척)	수주량 (천CGT)
LNG운반선	전체	174,000 CBM	46	3,956
	삼성중공업	174,000 CBM	22	1,886
	한화오션	174,000 CBM	16	1,372
	HD현대삼호	174,000 CBM	6	527
	HD현대중공업	174,000 CBM	2	171
컨테이너선	전체	11,272 TEU	28	1,389
	HD현대삼호	12,460 TEU	10	551
	HD현대중공업	15,500 TEU	6	390
	한화오션	16,000 TEU	6	389
	HD현대미포	1,127 TEU	6	60
원유운반선	전체	220,421 DWT	24	894
	HD현대삼호	257,111 DWT	9	350
	한화오션	308,571 DWT	7	302
	삼성중공업	158,000 DWT	4	121
	HD현대중공업	158,000 DWT	4	121
석유제품운반선	전체	48,514 DWT	35	842
	HD현대미포	48,514 DWT	35	842
LPG운반선	전체	74,541 DWT	25	568
	HD현대미포	42,622 DWT	18	366
	HD현대중공업	88,000 DWT	6	173
	한화오션	93,000 DWT	1	29
암모니아운반선 (VLAC)	전체	90,500 CBM	28	998
	HD현대중공업	90,000 CBM	14	495
	HD현대삼호	91,000 CBM	10	359
	한화오션	93,000 CBM	2	74
	삼성중공업	88,000 CBM	2	71
조선5사 주요 선종 수주합계			186	8,647
국내 조선사 수주성과			219	9,658

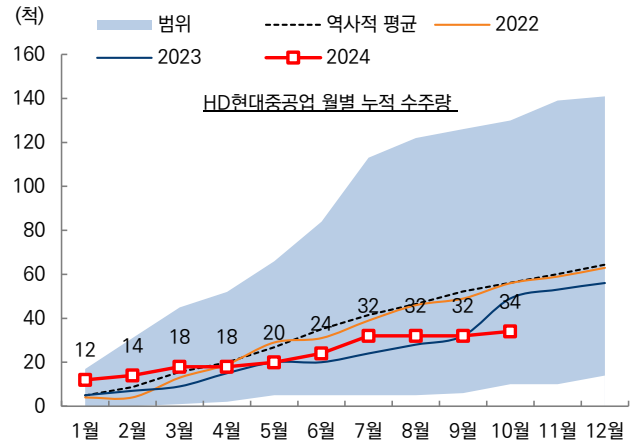
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 국내 조선사 1~10월 수주척수 219척 (966만CGT)



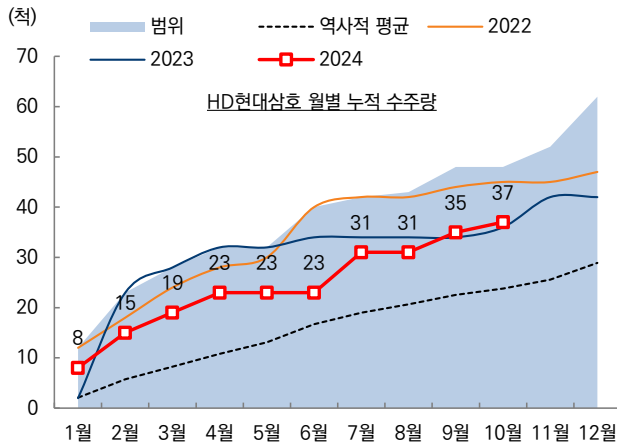
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. HD현대중공업 1~10월 수주척수 34척 (147만CGT)



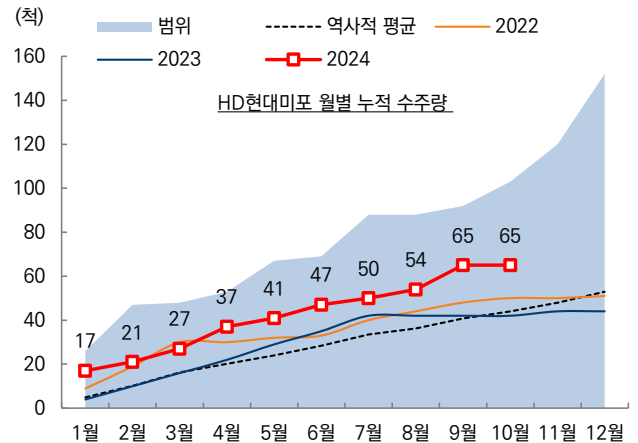
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. HD현대삼호 1~10월 수주척수 37척 (186만CGT)



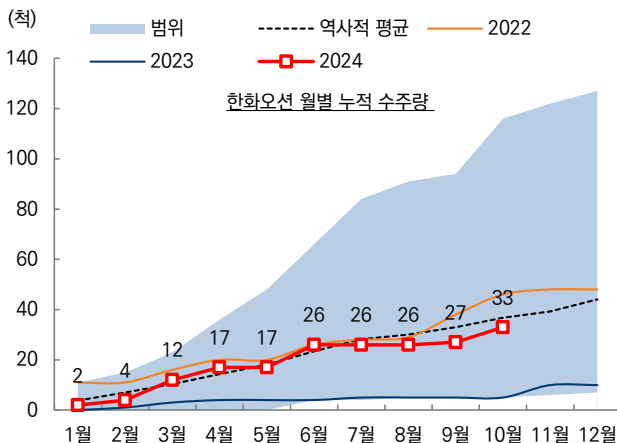
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. HD현대미포 1~10월 수주척수 65척 (141만CGT)



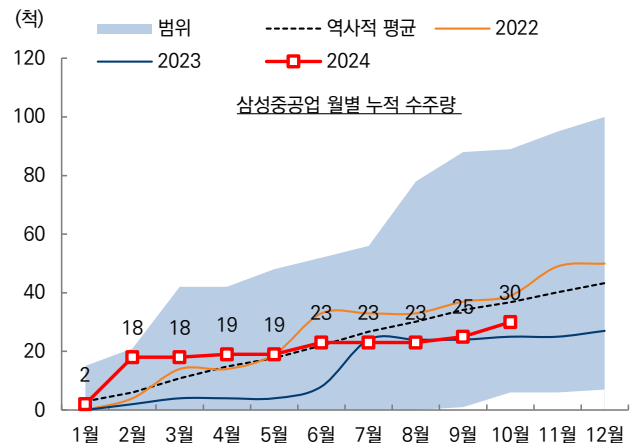
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 한화오션 1~10월 수주척수 33척 (222만CGT)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 삼성중공업 1~10월 수주척수 30척 (217만CGT)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

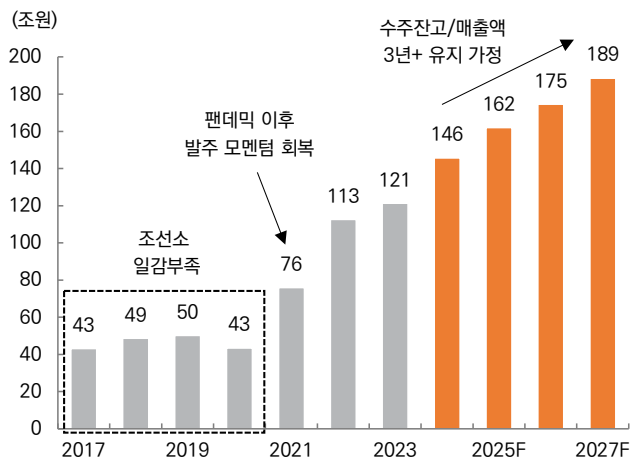
2025년 실적 턴어라운드 본격화

국내 조선5사의 본격적인 실적 성장세 기대

2025년부터는 국내 조선5사의 실적 성장세가 본격화될 것으로 기대한다. 이유는 1) 고선가/고부가가치 선종 건조비중 확대에 따른 제품믹스 개선과 2) 후판가격, 인건비 등 비용 하향 안정화에 따른 수익성 개선이다. 당사는 27년까지 국내 조선5사의 합산 매출액 62조원 (5년 CAGR +11%), 영업이익 7.2조원 (5년 CAGR +86%)을 달성할 것으로 추정한다.

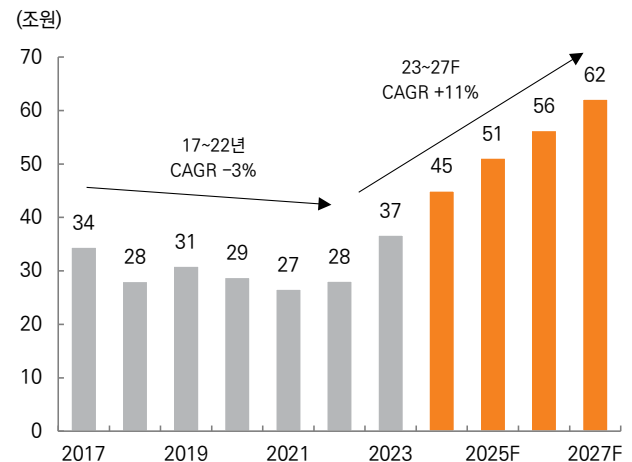
더불어, 영업이익률은 건조마진 개선 영향으로 두 자릿수까지 레벨업할 전망이다. 2024년은 조선업 턴어라운드의 변곡점이자 향후 실적밸리의 예고편에 불과하다.

그림 92. 조선5사 수주잔고는 3년+ 유지 기대



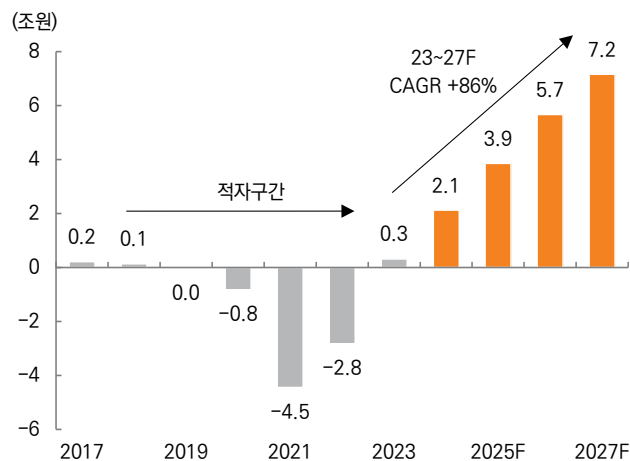
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 93. 조선5사 매출액 5년 CAGR +11%



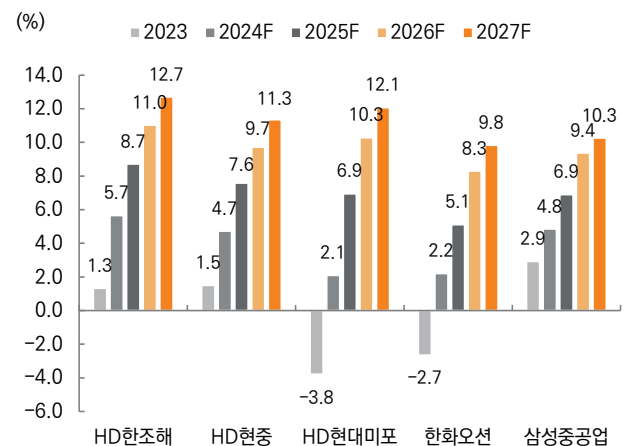
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 94. 조선5사 영업이익 5년 CAGR +86%



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 95. 조선5사 영업이익률 10% 상회 기대



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

고선가/고부가가치 선종 위주로 Product Mix 개선

조선사들의 고가 선박 건조비중은 확대될 전망이다. 고가 선박은 1) 22~24년 선가로 수주한 선박 및 2) LNGC, VLAC, D/F 선박 등 고부가가치 선박을 의미한다. LNGC, VLAC의 건조마진은 13~15%, D/F 선박들은 컨벤셔널 대비 높은 8~9% 정도로 추정한다.

스틸커팅 (Steel cutting)

건조선박의 도면 설계 완료 후 건조 시 사용되는 선체 외벽용 강재를 자르는 단계. 약 3~6개월 소요되며, 진행률 매출의 40~50%가 인식되는 구간

현재 신조선가 (P)는 21년 대비 24% 상승했으며, 한국의 선박 수주잔량 (Q)은 21년 대비 69% 증가했다. 설계 포함 선박 건조기간이 평균 2년인 점을 고려했을 때, 2022~2024년에 고선가로 수주한 고부가가치 선박들의 건조비중이 2025년부터 점차 증가할 예정이다. 스틸커팅 (S/C) 기준 25년 고선가 건조비중 62%, 초고선가 건조비중 38%로 예상된다.

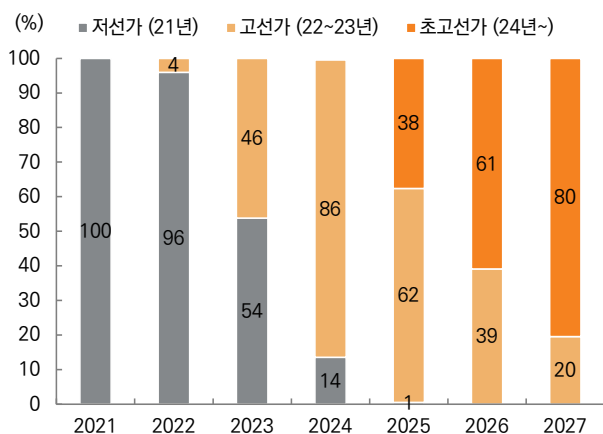
표 6. 선종별 수익성 분석

(백만 달러)

	벌크선 Capesize	컨테이너선 15,500TEU	원유운반선 VLCC	LNG운반선 174K CBM
건조매출 (신조선가)	76.5	203	129	262
(-) 건조원가	69	177	110	212
강재비용	43	109	64	127
기타자재비	27	68	46	85
매출총이익	7	26	19	50
GPM (%)	9.2	13.0	15.0	19.0
(-) 판관비	5	12	8	16
건조마진	2	14	12	34
건조마진율 (%)	3.1	6.9	9.0	13.0

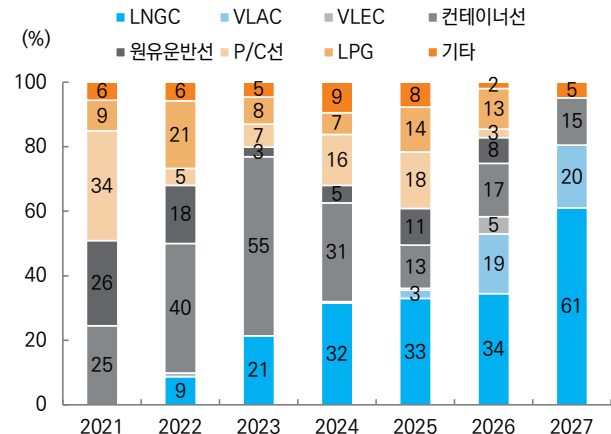
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 96. 국내 조선사 고가물량 인식비중 (스틸커팅 기준)



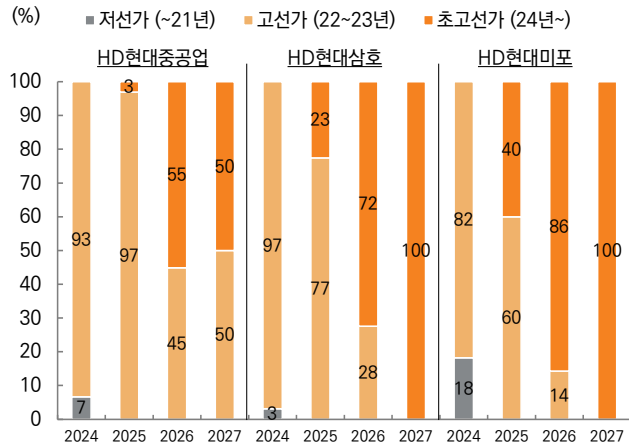
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 국내 조선사 선종별 인식비중 (스틸커팅 기준)



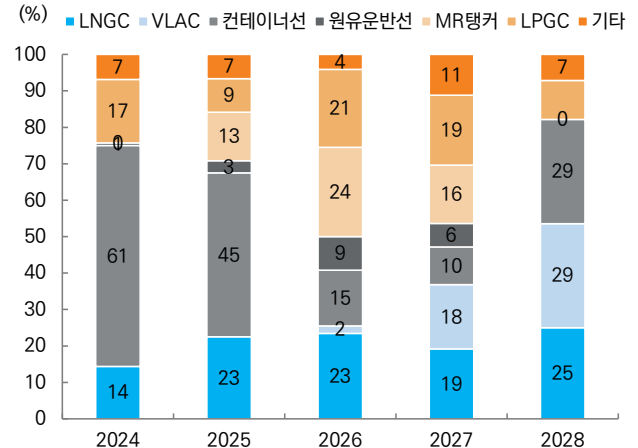
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. HD현대 조선3사 고가물량 인식비중 (스틸커팅 기준)



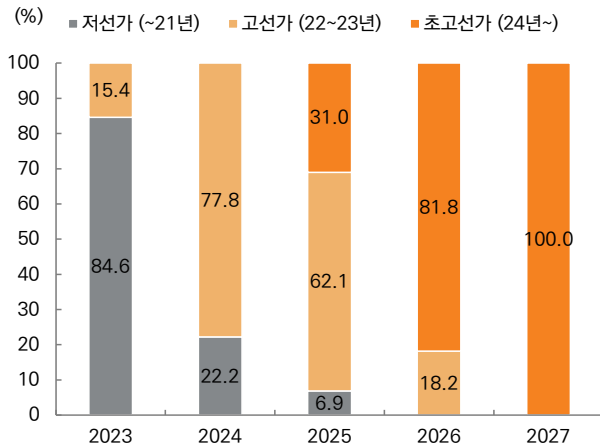
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 99. HD현대 조선3사 선종별 인식비중 (스틸커팅 기준)



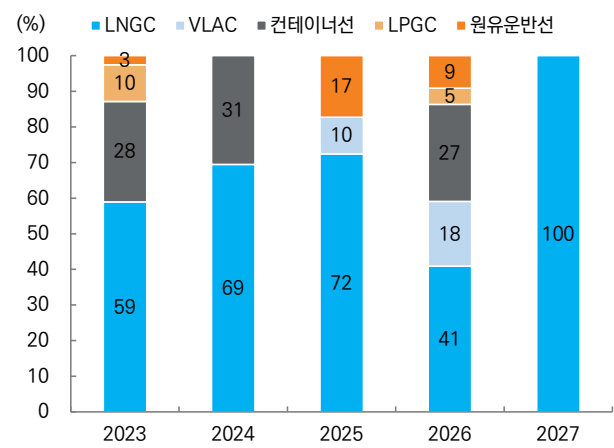
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 100. 한화오션 고가물량 인식비중 (스틸커팅 기준)



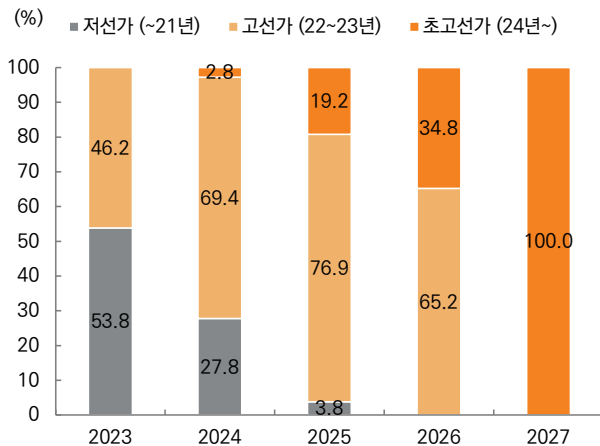
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 101. 한화오션 선종별 인식비중 (스틸커팅 기준)



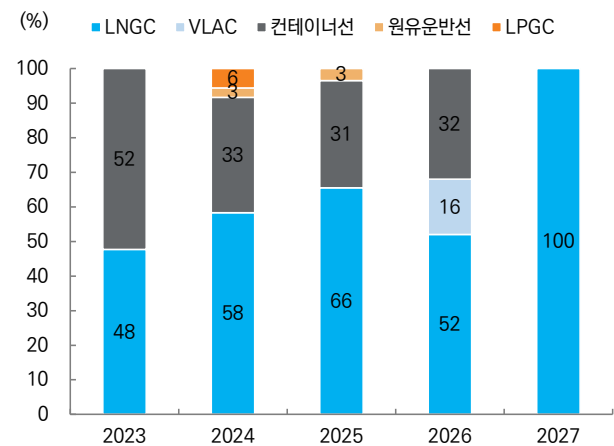
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 102. 삼성중공업 고가물량 인식비중 (스틸커팅 기준)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 103. 삼성중공업 선종별 인식비중 (스틸커팅 기준)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

후판가격 하락에 따른 이익개선 모멘텀 유효

후판

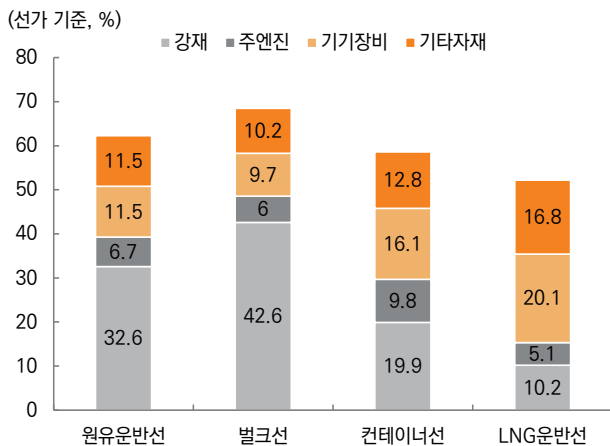
두께가 6mm 이상인 두꺼운 강판. 선박 외판과 주요 구조물의 강도를 유지하기 위해 사용. 주로 고강도 후판이 사용되어 상선의 내구성과 안정성을 높이는 역할

최근 컨테이너선과 가스선 건조비중이 커지면서 과거 벌크선 및 탱커 위주로 건조했던 시절 대비 후판의 원가비중은 낮아지는 추세다. 그럼에도 후판은 여전히 선박 건조비용에서 평균 26%를 차지하는 주요 원자재인 만큼 조선사들의 수익성을 결정하는 핵심 변수이다.

후판가격은 매년 반기마다 철강업체와 협상을 통해 결정되며, 조선소는 선박 건조 3~6개월 전에 후판을 주문한다. 주요 생산 및 소비국가는 한국, 중국, 일본인데, 현재 한중일 후판가격은 2022년 1~4월 고점 대비 평균 35% 하락했으며, 동기간 신조선가는 23% 상승했다. 즉, 조선사의 P는 상승, C는 하락하는 추세로 향후 이익개선에 효과적일 전망이다.

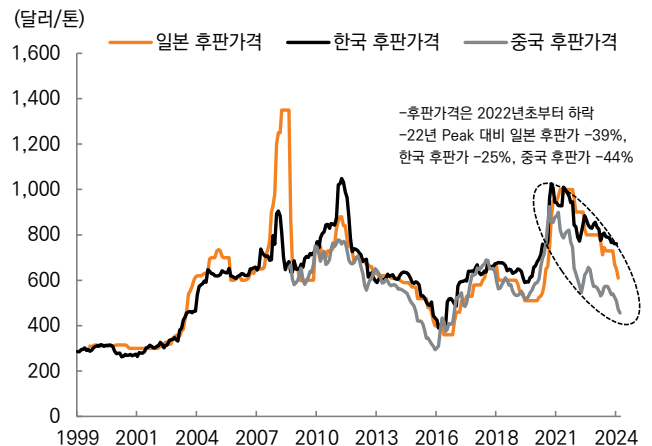
가상의 초대형 선박 건조 프로젝트를 설정하고, 선가와 후판가격 변동치만 고려하여 건조마진을 추정해보면 **건조마진이 2024년부터 10~14%대, 2025년부터는 16%까지 개선될 것으로 추정**한다. 조선사별 상선 제품믹스 및 비용관리에 따라 실제 건조마진은 상이하겠지만, 2025년 이후부터는 대부분 두 자릿수 구간에 들어설 것으로 기대한다.

그림 104. 선가 내 후판비중은 평균 26%



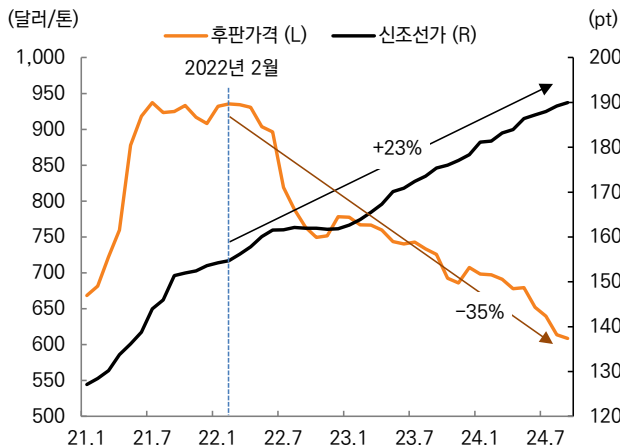
자료: 한국노동연구원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 2022년초부터 한중일 후판가격 하락세 지속



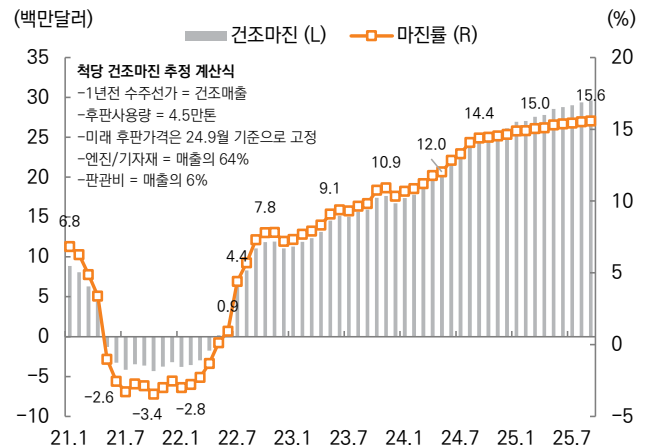
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 평균 후판가격 35% 하락, 신조선가 23% 상승



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 선박 건조마진 16% 수준까지 개선 전망



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

외국인 노동자 비증확대 및 생산 안정화로 비용절감 기대

인건비는 선박 건조비용의 20%로 큰 비중을 차지하며, 숙련공 유무가 선박의 품질과 납기를 좌우할 정도로 중요하다. 그러나, 국내 인구감소 및 조선소 현장작업 기피현상으로 인해 오늘날 숙련된 인력을 확보하는 것은 조선사들의 중대한 과제가 되고 있다.

E-7 비자 (특정활동 비자)

고도의 기술 및 전문성이 요구되는 직종에 종사하는 외국인 근로자에게 발급. 조선소에서는 용접, 기계 조립 등 전문 기술을 가진 근로자가 E-7 비자를 통해 고용됨

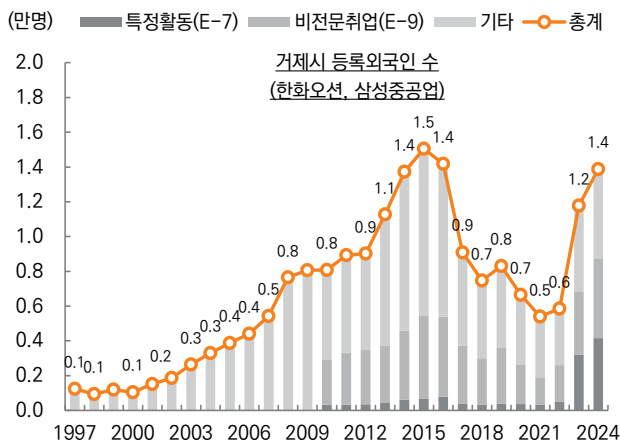
E-9 비자 (비전문취업 비자)

숙련도가 낮은 단순 기능직에 종사하는 외국인 근로자에게 발급. 조선소에서는 주로 조립 보조나 단순 노동 업무에 종사하는 외국인 근로자가 E-9 비자를 통해 고용됨

현재 정부와 국내 조선사들은 **외국인 노동자를 확보함으로써 인력부족에 대응**하고 있다. 정부는 2022년부터 E-7(단순노무)과 E-9 (숙련기능) 비자 규제를 완화하고 조선 쿼터를 신설한 바 있다. 결과적으로, 조선소 외국인 노동자는 2023년 9,198명 (E-7 4,611명, E-9 2,331명), 2024년 9월 기준 3,558명 (E-7 2,033명, E-9 1,330명)이 증가하여 총 2만 2,708명 (E-7 7,643명, E-9 6,726명) 것으로 나타났다. 물론, 외국인 노동자가 장기적인 인력난의 해결책이 되지는 않겠으나, 단기적으로 조선사들의 인력부족 해소 및 인건비 완화에 효과적일 것으로 판단한다.

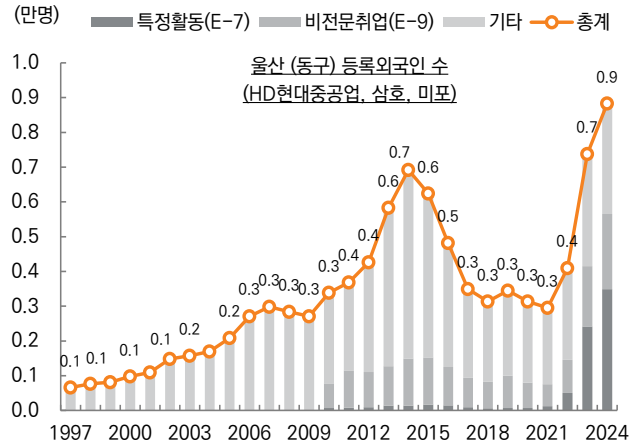
이를 반증하듯 **조선5사의 가동률은 2023년부터 크게 개선되어 2024년 2분기 기준 101%를 기록했다**. 2025년에는 조선사들의 최대 과제였던 인력문제와 생산 안정화 이슈가 해소되면서 비용절감 효과 및 실적 개선세로 나타날 것으로 전망한다.

그림 108. 거제시 (한화오션, 삼성중공업) 등록외국인 수



자료: 법무부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 울산시 동구 (현대중공업, 미포, 삼호) 등록외국인 수



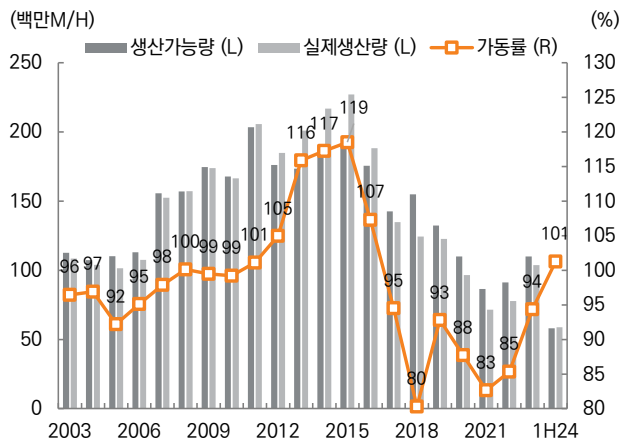
자료: 법무부, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 조선업 인력난 해소를 위한 정부의 주요 대응방안

구분	내용
K-조선업 초격차 확보전략 생산기술 분야 인력확충 지원을 통한 인력난 완화 방안	E-9(단순노무) 외국인력의 E-7(숙련기능) 자격변경 시 조선업 별도 쿼터 신설 기업 수요 맞춤형 인력 교육 프로그램 마련 → 신규 인력 현장 신속투입 특별연장근로 연간 활용가능시간 한시적 확대 (최대 180일) → 숙련 인력 활용 제고 채용 지원금 지급 기간 확대 → 생산인력의 취업 및 근속 촉진
	조선업 비자 특별심사지원인력 증원: 비자발급 소요기간 5주 → 10일 이내로 단축 기업별 외국인력 도입 허용 비율을 20%→30%로 한시적 (2년간) 확대
조선업 외국인력 도입으로 해소방안	국내 이공계 (조선관련) 졸업 유학생 E-8 비자 발급시 실무능력검증 면제 숙련기능인력 (E-7-4) 연간 쿼터 2천→5천명으로 확대, 조선 별도 쿼터 (400명) 신설 예비추천/고용추천/영사인증 등 외국인력 도입 관련 절차 처리기간 최소화

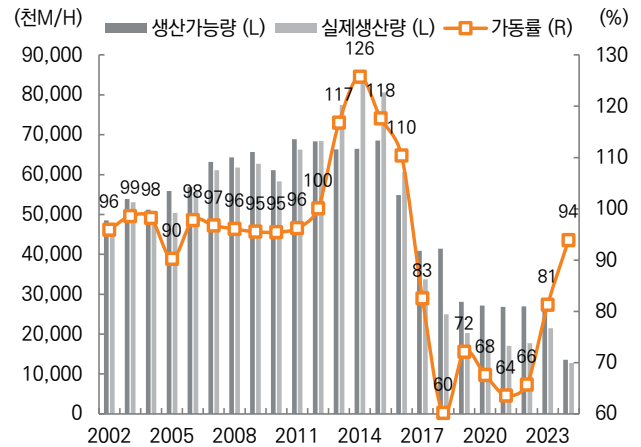
자료: 산업자원통상부, 법무부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 국내 조선5사 가동률 추이



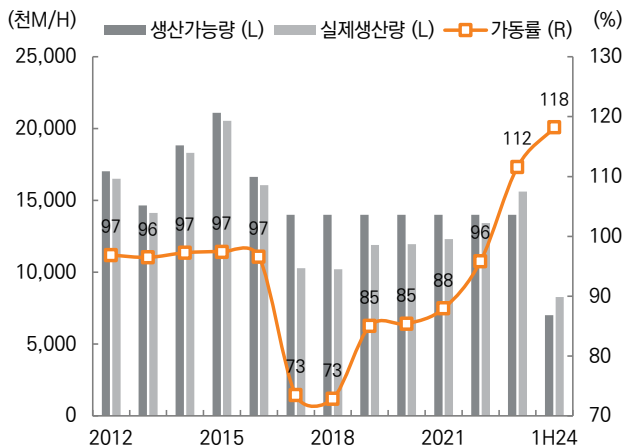
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. HD현대중공업 가동률 추이



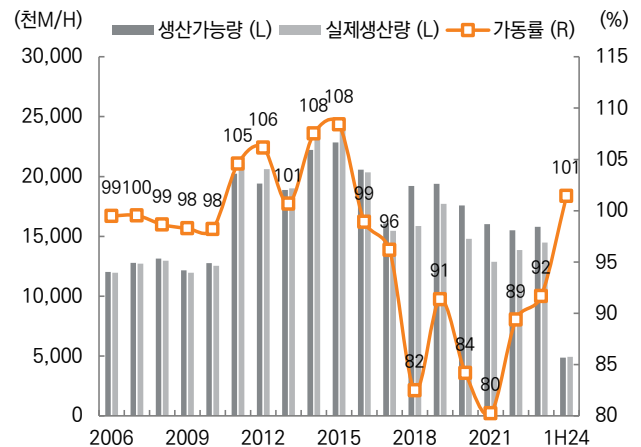
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. HD현대삼호 가동률 추이



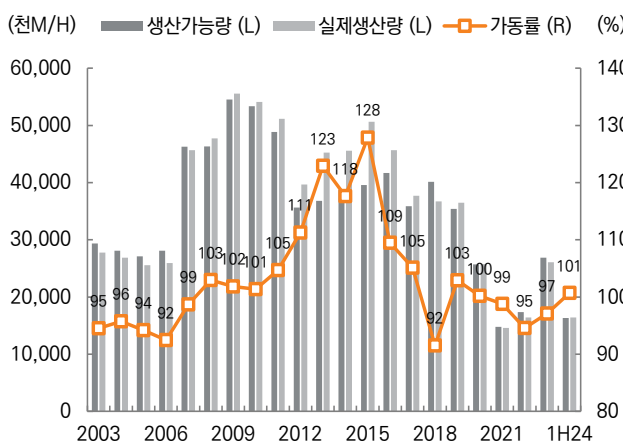
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. HD현대미포 가동률 추이



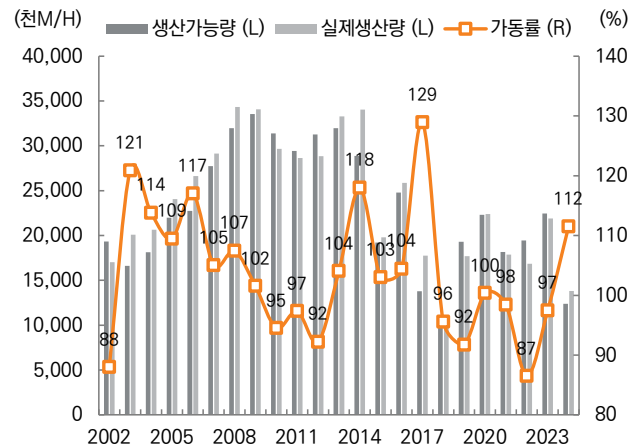
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 한화오션 가동률 추이



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 삼성중공업 가동률 추이



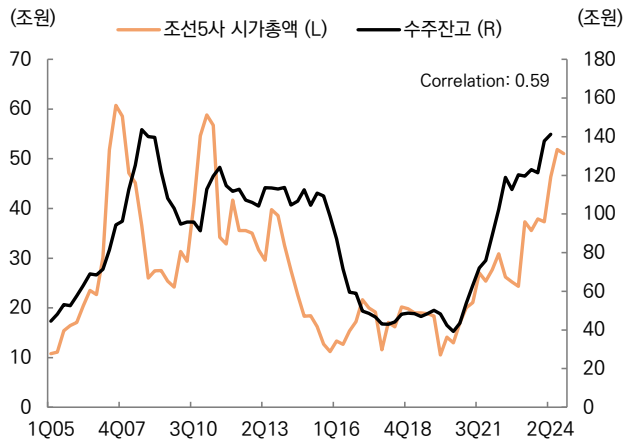
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

조선업 주가결정변수: 수주잔고와 영업이익

조선업 주가는 수주잔고와 영업이익의 함수이다. 조선업은 대표 수주산업이며 실적은 수주잔고를 기반으로 발생한다. 즉, 실적은 수주잔고에서 파생되는 후행적 요소라고 보는 것이 타당하다. 그러나, 지난 20년간 조선5사의 주가 흐름을 보면, 시가총액과 수주잔고의 상관관계수는 0.59, 24MF 영업이익과의 상관관계수는 0.72로 장기 시계열에서 주가는 실적 기대치와 상관관계가 더 높았다. 수주잔고가 채워진 후부터는 시장의 시선이 수주에서 이익으로 옮겨간다. 특히, 조선업의 오랜 불황으로 인해 실적 성장에 대한 의구심이 완전히 해소되지 않은 구간에서는 이익이 주가를 끌어올릴 핵심 요인으로 작용할 것이라 판단한다.

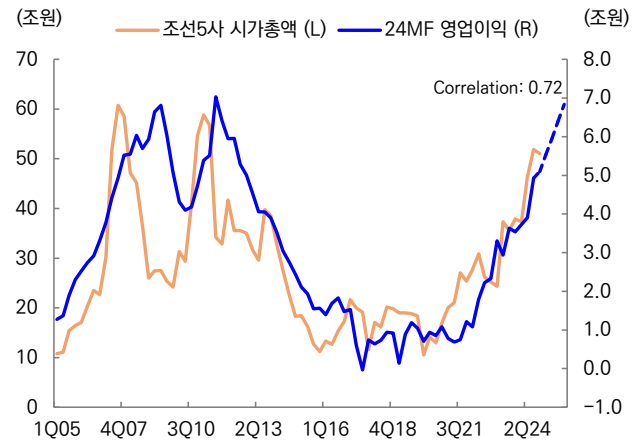
현재 조선업종 2026F 영업이익률 컨센서스는 9.1%이며, 당사 추정치는 10.1%이다. 추후 어닝 서프라이즈를 낼 때마다 이익에 대한 눈높이는 지속 상향 조정될 것이며, 2026~27F 영업이익률 기준 두 자릿수를 상회하는 실적을 기록할 것으로 추정한다.

그림 116. 조선5사 시가총액-수주잔고 상관관계수 0.59



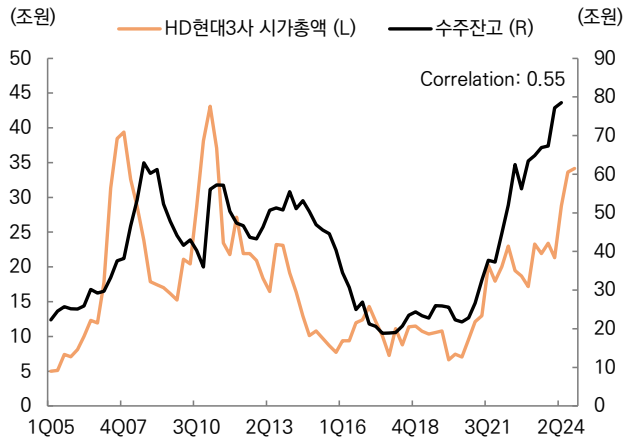
자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 조선5사 시가총액-24MF 영업이익 상관관계수 0.72



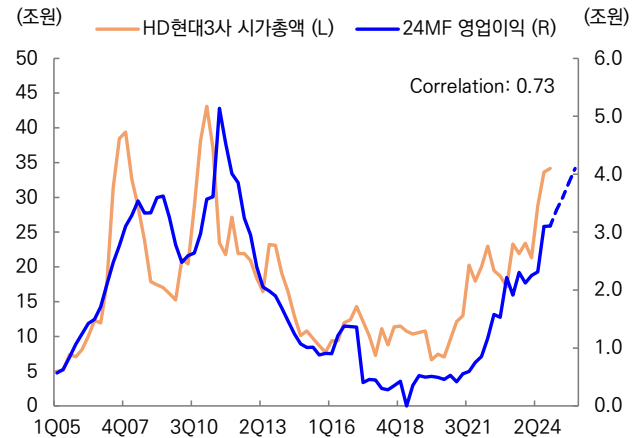
자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. HD현대 조선3사 시총-수주잔고 상관관계수 0.55



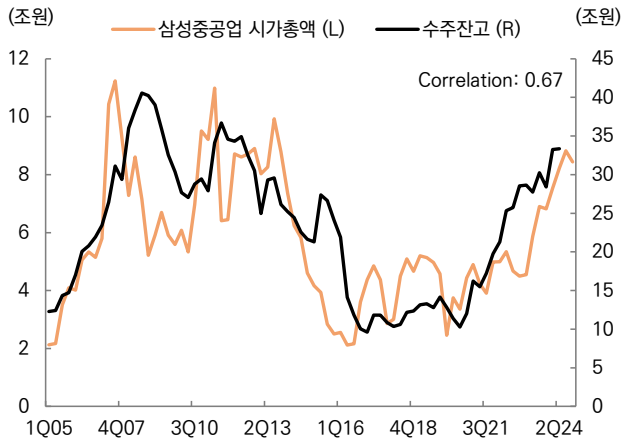
자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. HD현대 조선3사 시총-24MF 영업이익 상관관계수 0.73



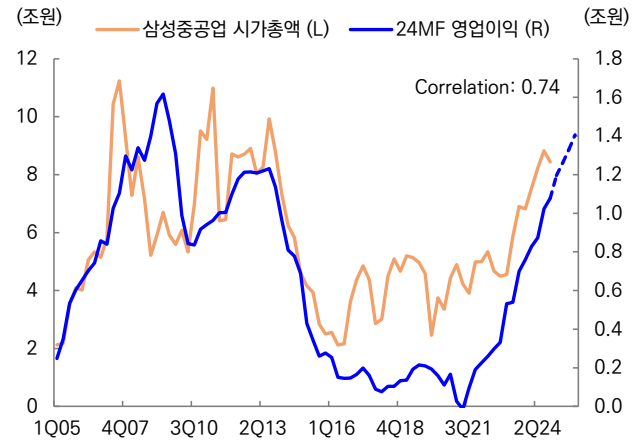
자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 삼성중공업 시총-수주잔고 상관계수 0.67



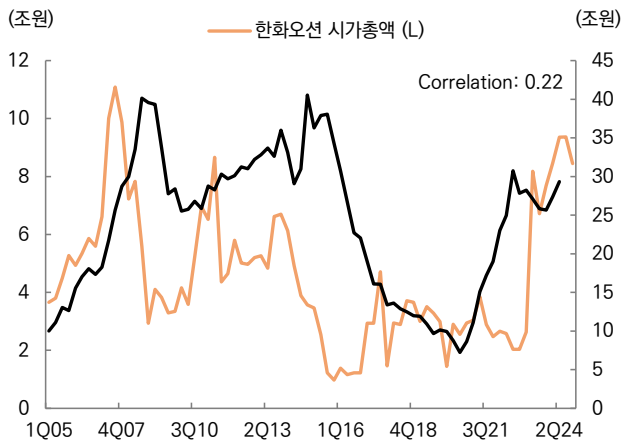
자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 삼성중공업 시총-24MF 영업이익 상관계수 0.74



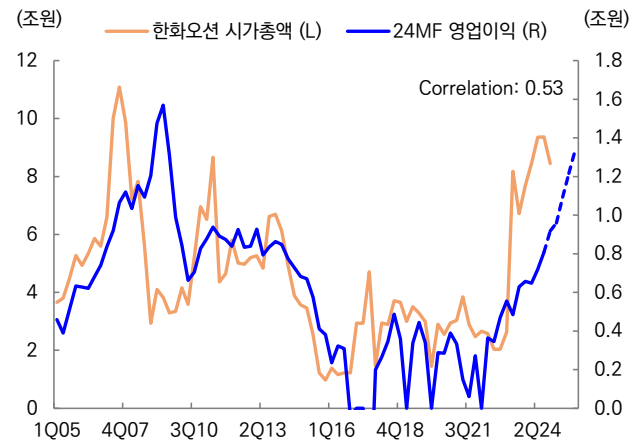
자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 한화오션 시총-수주잔고 상관계수 0.22



자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 한화오션 시총-24MF 영업이익 상관계수 0.53



자료: Quantwise, Dart, 미래에셋증권 리서치센터

패러다임 시프트: 친환경과 방산

환경규제: 몰려오는 Green wave

강해지는 환경규제 압박

IMO

국제해사기구. 해운업 안전, 보안, 환경보호를 위한 글로벌 기준을 설정하는 UN 산하 전문 기구. 특히, 온실가스 배출규제 및 해양오염 방지 규제관리

EU

유럽 내 27개 회원국으로 구성된 정치적, 경제적 협력체. 기후 변화 대응을 위한 다양한 환경 규제 및 정책을 수립

Fit for 55

유럽연합(EU)의 기후 정책 패키지로, 2030년까지 온실가스 배출량을 1990년 대비 55% 감축하는 것을 목표로 함. 이를 위해 에너지, 교통, 산업 부문에서 여러 법적 조치를 포함

FuelEU Maritime

EU가 해운업계 연료 온실가스 배출을 줄이기 위한 규제. 2025년부터 시행되며, EU 항구에 입항하는 선박들이 친환경 연료를 사용하도록 유도

조선/해운업의 환경규제 강화와 함께 **녹색전환 (Green Transition)**이 가속화되고 있다. 이에 따라, 중장기로 대체연료 테스트 베드로서 유용한 가스선 (LNGC, VLAC 등)의 성장 잠재력이 커질 것으로 예상된다. 더불어, 현존선 개조 및 친환경 선박 전환 가속화로 글로벌 선복량 감소와 선박 건조기간 증가가 예상되며 공급갭티지를 심화시킬 가능성도 존재한다.

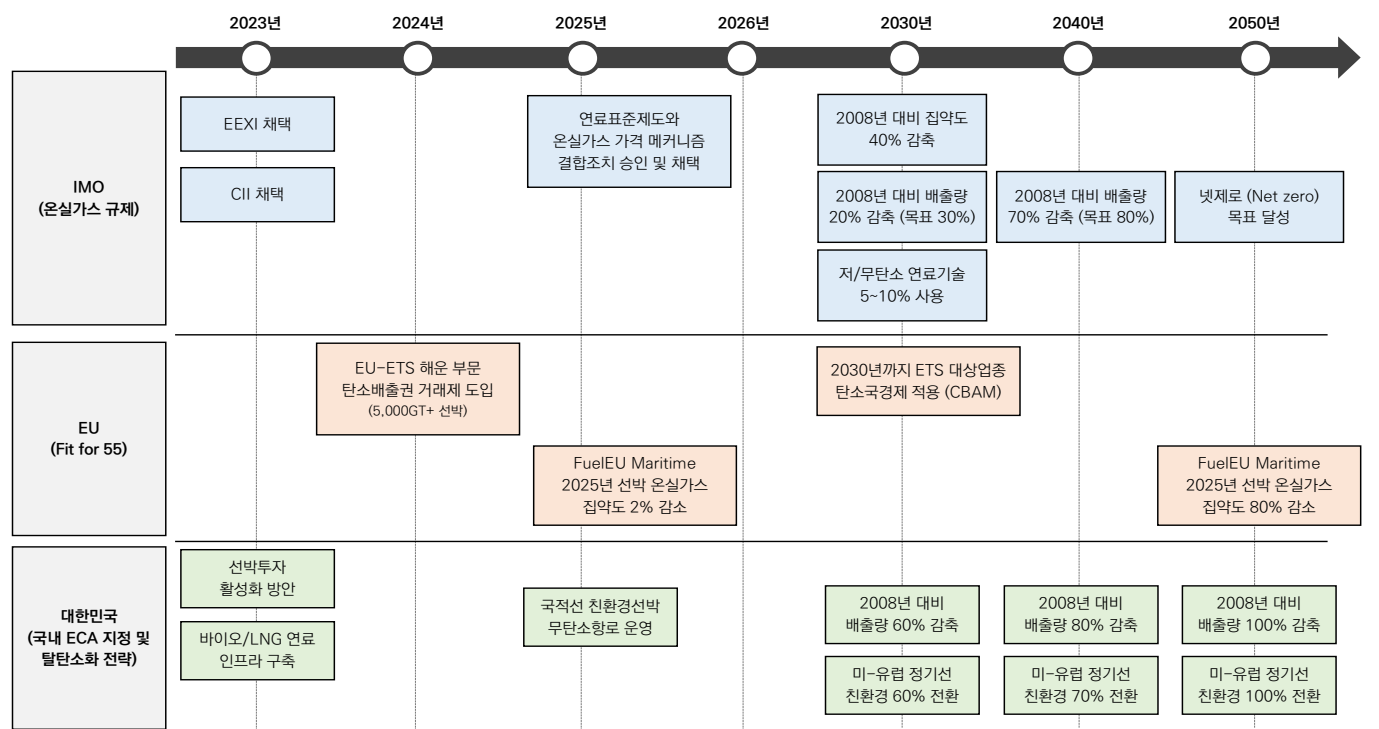
국제해사기구 (IMO)는 2050년까지 온실가스 배출량 넷제로를 목표로 하고 있다. 관련 단기 조치로 기술적 조치인 EEDI와 EEXI, 운항적 조치인 CII를 시행하고 있다. CII는 감축목표 달성도에 따라 선박운항 효율등급 (A~E등급)을 부여하며, 3년 연속 D등급 또는 1년 이상 E등급인 선박은 에너지효율 개선 전까지 운항이 제한된다.

중기 조치부터는 감축률 강화 및 경제적 조치가 예상되나 아직 협의 중에 있다. 한편, EU도 2024년부터 탄소배출권 거래제인 EU ETS를 해운업계에 도입했다. 이에 선사들은 온실가스 배출량의 40% (24년), 70% (25년), 100% (26년~)에 대한 탄소배출권을 구매해 제출해야하므로 OPEX 부담이 계속 늘어날 전망이다. 2025년에는 IMO의 단기 조치 수립 및 EU의 FuelEU Maritime도 추가 시행될 예정이기 때문에 선사들 입장에서 친환경 선박 전환 압박이 더욱 커질 수 밖에 없는 상황이다.

환경규제가 조선업에 미치는 영향으로 1) 친환경 선박 건조비중 확대, 2) 노후선 폐선 및 교체발주 가속화, 3) 무탄소 연료엔진 연구개발 증가 등이 예상된다. 특히, 조선사의 엔진기술 및 캐파확보가 선사들의 발주를 집중시킬 수 있는 핵심 경쟁력이 될 것이다.

당사는 중장기 조선업 공급부족 및 공급자우위시장 지속을 기대한다. 2027년부터는 규제가 성숙되며 녹색전환이 더욱 거세질텐, 현재 대체연료 선박은 전체 선대의 1.6%에 불과하다. 향후 전 세계 선대 10만척 중 20%가 교체된다고 해도 최근 3년 평균 건조량인 1,670척 기준 12년이 소요된다. 게다가, 컨벤셔널 상선 대비 LNGC의 건조기간은 2배, D/F 선박은 2~3개월 소요된다. 따라서, 1) 규제 적용속도/목표가 완화되거나, 2) 선사들의 우회책이 통하거나, 3) 조선업이 캐파를 확장하지 않는 한 수급불균형은 심화될 전망이다.

그림 124. 해운업계 환경규제 강화



자료: 해양수산부, KOBC, EU, IMO, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. IMO MEPC 82차 회의 코멘트 요약

규정	코멘트
중기 조치	-중기 조치에 대한 제안 및 법적 프레임워크 준비 논의 지속 -명확한 조치 합의도출 연기. 온실가스 배출에 대한 보편적 경제적 조치 지지 증가. 중국과 미국을 포함한 일부 국가들은 기술적 조치의 유연한 준수와 관련된 거래 시스템 지지 -중기 조치가 선박 및 개별 주체에 미치는 잠재적 영향을 평가한 보고서의 결과에 대해 논의. 25년 4월 MEPC 83 회의 전에 법적규제가 식량안보에 미칠 영향에 대해 추가로 작업할 필요가 있음 -경제적 조치로 발생한 수익을 관리/감독할 기금설립 건에 대한 합의가 이루어졌으나, 특정기관의 책임소재(MEPC, 의회 등)는 미정 -수익 배분 방법에 대한 논의 필요. 규제 채택 후에 세부사항 결정될 것 -기술적 조치(온실가스 연료 집약도 기준)에 대한 논의 진행. 추가 진전 이후 세부 사항 합의 예정 -추가 논의를 위해 2025년 2월 에 중간 회기 간 실무그룹 예정
단기 조치 (CII 리뷰)	-CII 검토를 위한 2단계 접근 방식 수립 -EEXI에 대해 제기된 문제는 없었음 -1단계 (2026.1.1 이전 해결 예상): 2027~2030년 동안의 CII 감축 계수 결정, 운영 에너지 효율 성과 지표로서 CII 견고성 평가 -2단계 (2026.1.1 이후 해결 예상): 특정 선박 유형 및 기술에 대한 조정. 수명주기 온실가스 배출량 및 '폴링' 접근방식 잠재력 검토 -중간 회기 간 실무 그룹 2025년 3월말 회의 예정. 2025년 4월 MEPC 83 회의에서 보고할 예정
데이터 수집	-DCS를 통한 데이터 세분성 증대 계획 채택, 주 엔진/보조 엔진 연료 소비량 및 운송 작업 데이터 별도 보고 -개정안 2025년 8월 1일부터 시행 예정
배출 통제 구역(ECAs)	-캐나다 북극(질소산화물 및 황산화물 ECA): 2026년 3월 발효 , 2027년 3월부터 0.1% 이상의 황 함유 연료 사용 불가. 2026년 3월부터 2025년 이후 건조(용골 건조)된 모든 ECA 선박에 Tier III 질소산화물 배출 제한 적용 -노르웨이 해(질소산화물 및 황산화물 ECA): 2026년 3월 발효 , 2027년 3월부터 0.1% 이상의 황 함유 연료 사용 불가. 2026년 9월 이후 계약된 선박 또는 2027년 3월 이후 인도된 선박에 Tier III NOx 배출 제한 적용
NOx 배출 기준	-엔진 작동 프로파일 수정 허용, 2027년 MEPC 83에서 개정안 발효 예정

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 해운업종 온실가스 배출량 및 에너지 효율관리 규제

규제명	적용 주체	빈도	규제 대상	적용 내용
EEDI, 에너지효율설계지수 (Energy Efficiency Design Index for new ships)	IMO	일회성	신조선	- 선박의 건조 과정에서 선박의 에너지효율을 지표화하기 위한 지수로서, 1톤 화물을 1해리 운송할 때 발생하는 이산화탄소 배출량 - Phase I은 15년부터 CO2 배출량 10% 감축, Phase II는 20년부터 20% 감축, Phase III는 22년부터 30% 감축
EEXI, 에너지효율지수 (Energy Efficiency Existing Ship Index)	IMO	일회성	현존선	- 1톤 화물을 1마일 운송하는 과정에서 발생하는 탄소 배출량을 산출해서 지수화한 값으로, 400GT 이상의 선박에 적용되는 규제 - 기존에 건조된 선박의 에너지효율 평균값을 기준으로 2024년까지는 약 20%, 2025년 이후부터는 약 30%의 감축률 적용
CII, 탄소집약도지수 (Carbon Intensity Indicator)	IMO	매년	현존선	- 1톤 화물을 1해리 운송하는데 배출되는 이산화탄소량을 선박 운항 정보를 활용해 사후 계산해 지수화한 값으로, 5,000GT 이상의 선박에 적용되는 규제 - 1년간의 실제 운항정보를 바탕으로 CII 산출. A~E등급 부여. 3년 연속 D등급 또는 1년 이상 E등급 부여 시 에너지효율 개선 전까지 운항제한. 매년 감축률 강화
ETS, 배출권거래제도 (Emissions Trading System)	EU	상시	EU EEA 기항 선박	- 운송 및 물류를 포함한 특정 분야가 배출하는 온실가스의 총량에 상한선을 설정 - 전력 생산, 산업 시설 및 운송업은 EU 전체 배출량의 약 45%를 커버 - EU EEA 항구로 운항하는 운송업체는 배출량에 해당하는 허가 구매 필요 (이산화탄소 1톤당 1개의 ETS 허가 방식)

자료: IMO, EU, KORIES, 미래에셋증권 리서치센터

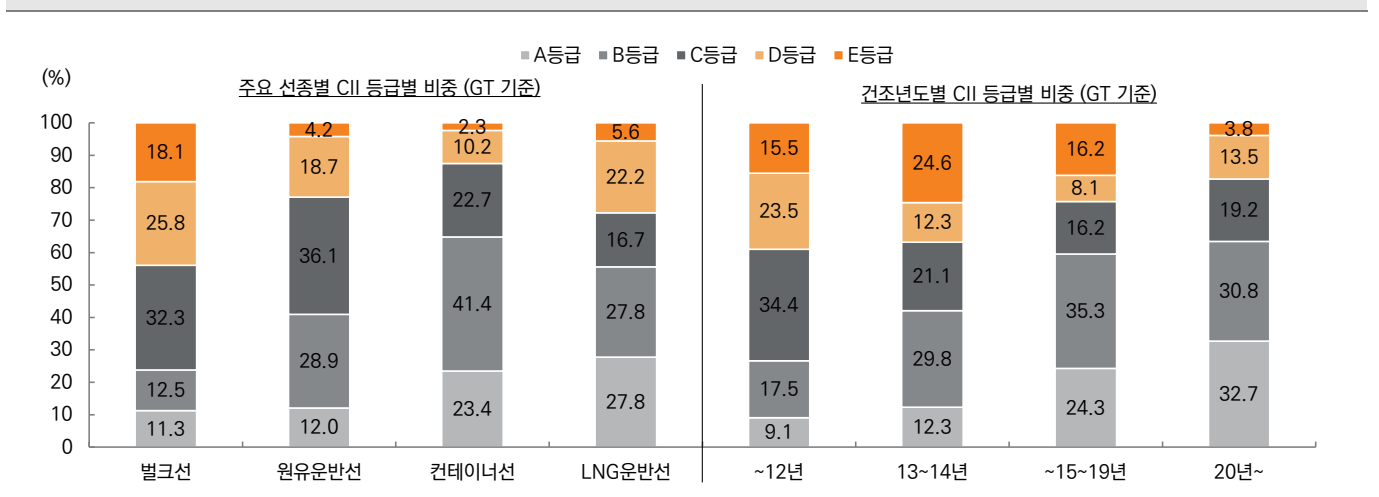
표 10. EEXI 및 CII 규제 적용 대상 및 로드맵

분류	적용 대상	2023.1.1 이전	2023	2024	2025	2026.1.1. 이전
EEXI (기술적 조치)	총톤수 400톤 이상 국제항해선박 중 선종별/톤수별 감축률 적용 선박	2023.1.1 이후 첫 번째 선박검사일까지 EEXI 충족, 만족 시 IEEC 증서 발급	-	-	-	협약규정 재검토 (EEXI 감축률, 낮은 등급 선박 강화 조치 도입 필요성 등 검토)
CII (운항적 조치)	총톤수 5,000톤 이상 국제항해선박	SEEMP 개정 적합확인서(CoC) 발급	- -	CII 등급 산정 (단년 E등급 및 3년 연속 D등급 선박)	CII 등급 산정	

주: IEEC는 국제에너지효율증서(International Energy Efficiency Certificate), CoC는 적합확인서(Certification of Conformity)를 지칭

자료: 해양수산부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 국내 현존 국적선 CII 적용 결과



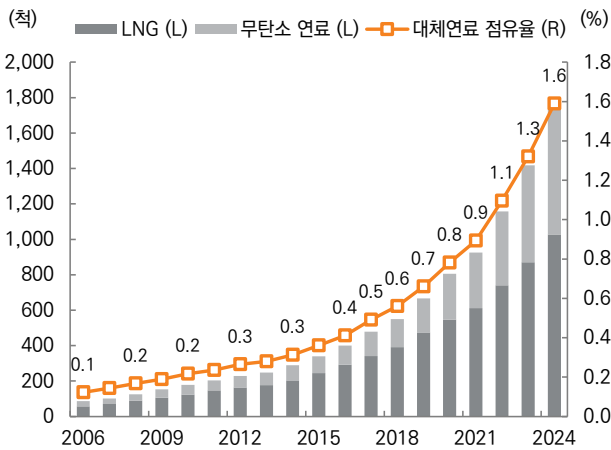
자료: 해양수산부, 미래에셋증권 리서치센터

친환경 선박 전환은 이제 시작

친환경 선박 전환은 이미 시작되었다. 전 세계 선대 중 대체연료 선박 비율은 1.6%에 불과하여 초기단계이지만, 환경규제 강화로 인해 발주가 점차 강해지고 있음은 분명하다. 2022년부터 친환경 D/F 선박 주문이 급격히 늘었다. 지난 3년간 글로벌 발주량 (척수 기준)의 22.8%가 친환경 D/F 선박 (LNG D/F 36.9%, 메탄올 D/F 11.4%, 암모니아 D/F 3.6%) 주문이었으며, 수주잔량 내 비율은 21.4%까지 확대되었다.

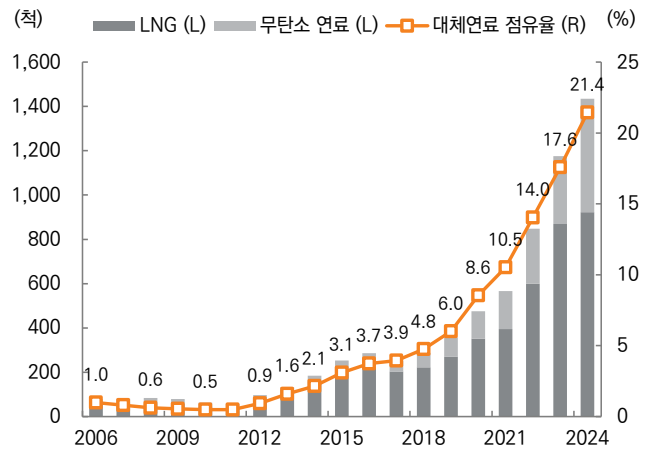
당분간 무탄소 연료의 브릿지 역할을 해줄 수 있는 D/F 선박이 최선의 대안이 될 것이다. 차세대 대체연료의 최종 승자가 아직 결정되지 않았기 때문이다. 암모니아, 메탄올, 수소 등 무탄소 연료 엔진개발은 여전히 진행 중이며, 개발이 완료되더라도 안전성 테스트 등 운항 레퍼런스를 쌓는데 시간이 필요하고 벙커링 등 관련 인프라도 고려해야 한다.

그림 126. 전 세계 선대 내 대체연료 점유율 1.6%



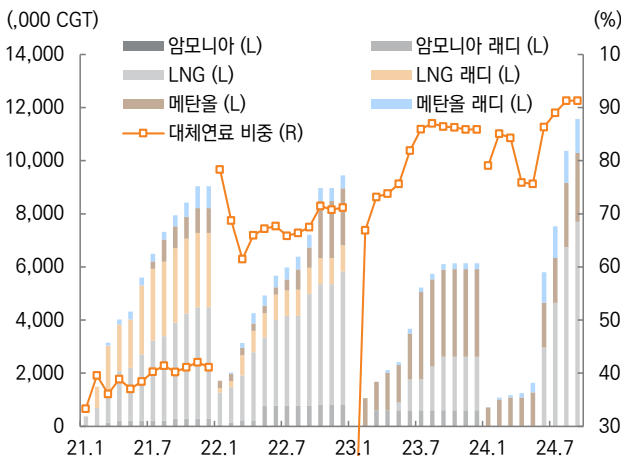
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 전 세계 선박 수주잔량 내 대체연료 점유율 21.4%



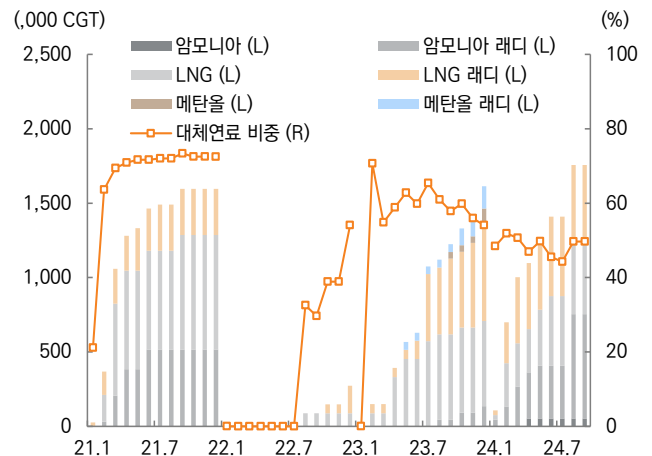
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 월별 누적 컨테이너선 대체연료 발주량



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

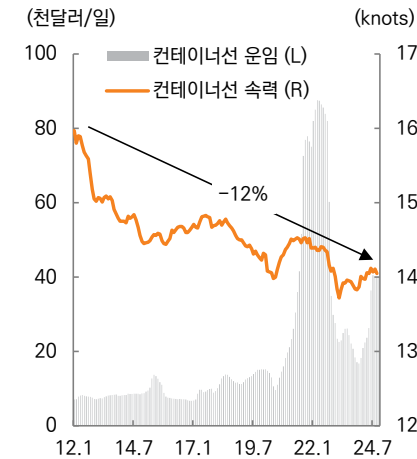
그림 129. 월별 누적 원유운반선선 대체연료 발주량



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

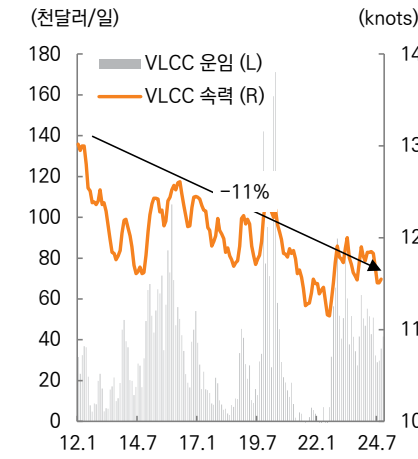
선사들은 현존선의 감속운항으로 환경규제에 대응해왔지만 한계에 다다르고 있다. 온실가스 배출량 감축방법 중 하나는 운항속도를 줄이는 것이다. 3대 선종인 컨테이너선, 원유운반선, 벌크선의 운항속도는 2012년 대비 평균 13% 감소했다. 특히, 컨테이너선 같은 경우 선속이 매우 중요하기 때문에, 글로벌 탭티어 컨테이너 선사들은 이미 친환경 D/F 선박을 경쟁사보다 빠르게 도입해 향후 시장지배력을 확대하려 하고 있다.

그림 130. 컨테이너선 운임 및 운항속도



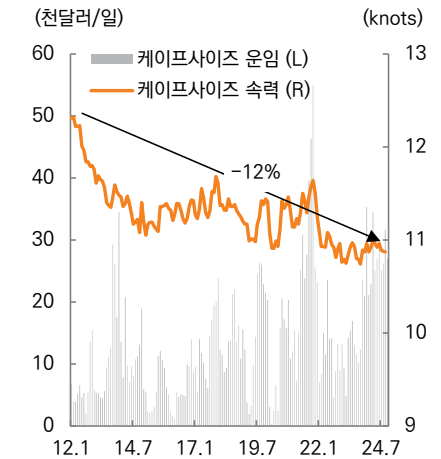
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 원유운반선 운임 및 운항속도



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

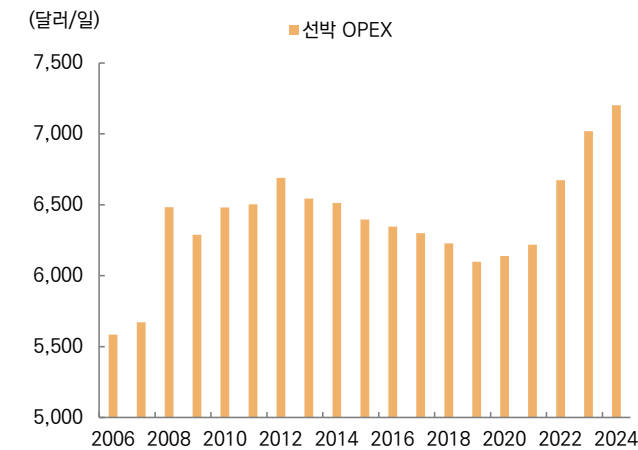
그림 132. 벌크선 운임 및 운항속도



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

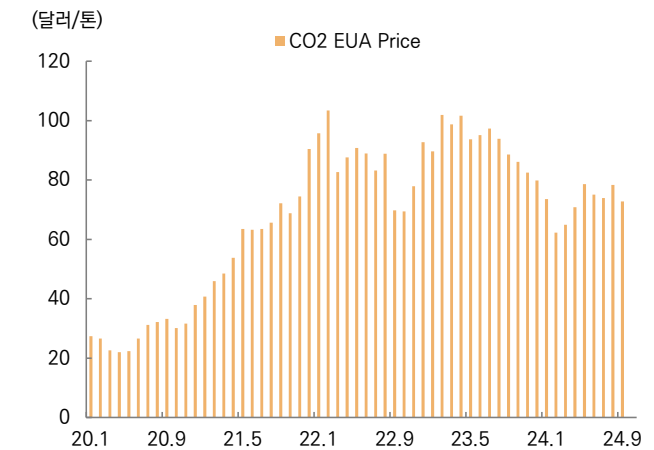
선사들의 OPEX 부담은 더욱 가중될 전망이다. IMO는 2025년 전후로 경제적 조치 등 세부규정 합의를 끝마칠 것으로 예상된다. 더불어, 올해부터 시행된 EU-ETS 탄소배출권 거래제에 따라 선사들의 탄소배출권 구매비용이 추가될 예정이므로 선박 OPEX는 지속적으로 증가할 것이다. 이는 선사들의 현존선 개조, 경제성이 떨어지는 노후선 폐선, 친환경 선박 전환 등을 유발하며 선박 수급불균형을 심화시키는 촉매제가 될 것으로 예상된다. 결과적으로, 글로벌 선박량 감소와 선박 OPEX 비용 전가에 따라 운임이 상승할 수 있으며, 친환경 선박 발주 모멘텀과 선가 상승으로 이어지는 주요 요인이 될 것으로 기대한다.

그림 133. 선박 운영비용 (OPEX) 증가



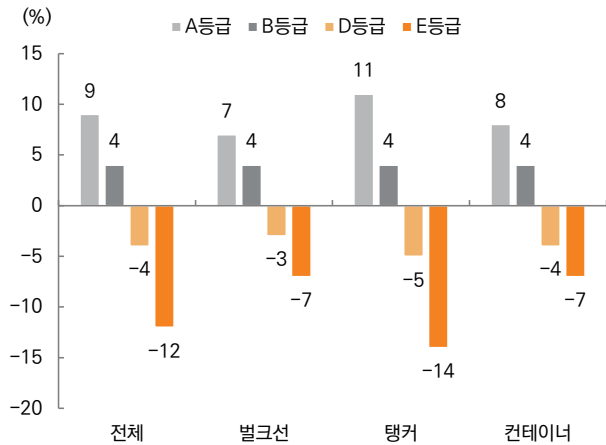
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 탄소배출권 구매 부담까지 가중



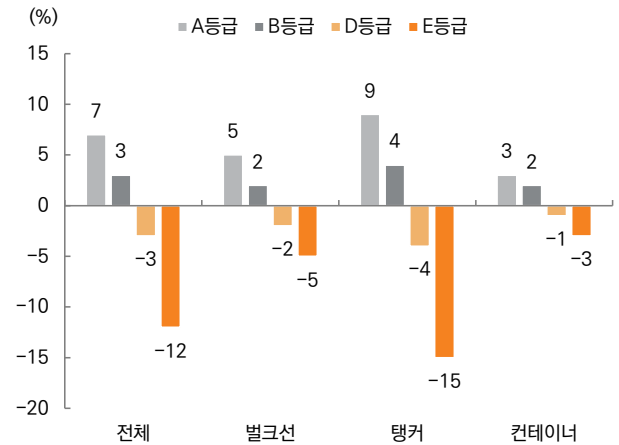
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. C등급 대비 운항속도 변동률



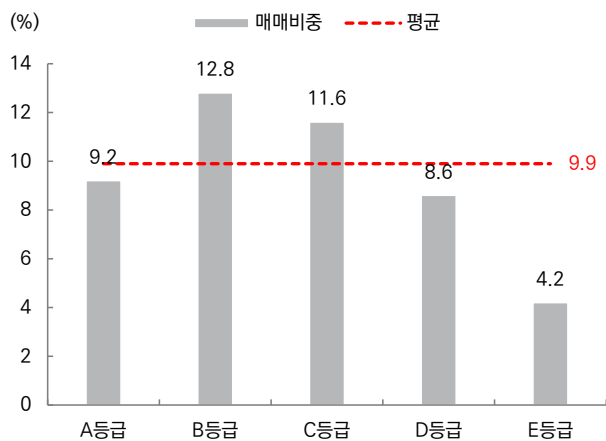
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. C등급 대비 예상 선박가치 변동률



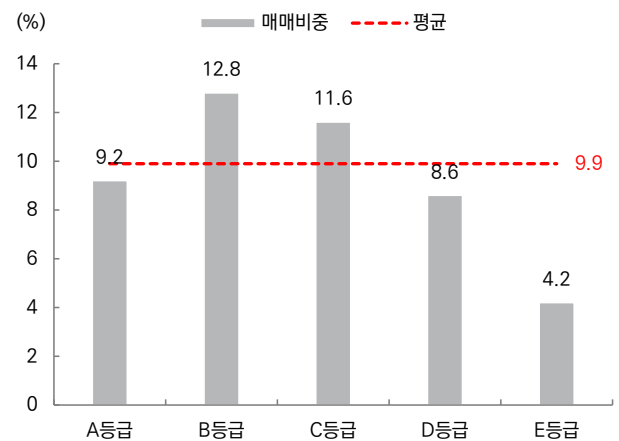
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. CII 등급별 전체 선박 매매비중



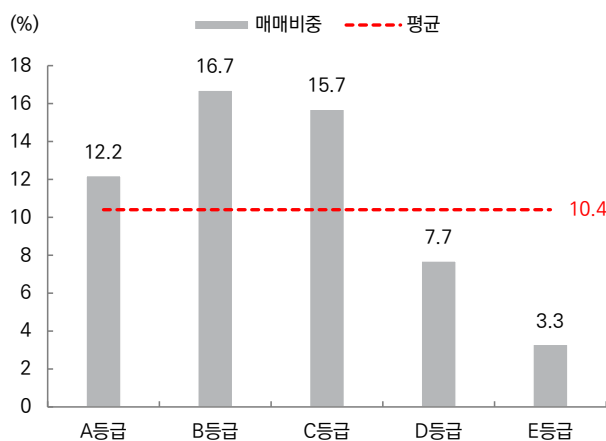
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. CII 등급별 벌크선 매매비중



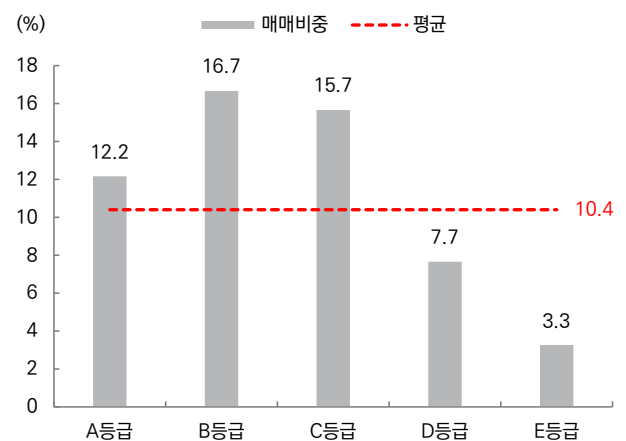
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. CII 등급별 탱커선 매매비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. CII 등급별 컨테이너선 매매비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

지정학: 무너지는 힘의 균형 (feat. 군비증강)

계속되는 글로벌 안보불안에 군비증강 지속

2025년에도 지정학 리스크와 안보 불안에 따른 글로벌 군비증강 기조가 계속될 전망이다. 폴란드는 2025년 예산초안을 통해 국방예산이 역대 최대인 65조원으로 GDP의 4.7%를 달성할 것이라 군비증강 계획을 알렸다. 중동의 군사적 대립상황도 날로 고조되고 있다.

제 47대 미국 대선에서 트럼프가 당선되었으므로, 군비증강에 대한 톤은 더욱 거세질 것으로 예상된다. 트럼프는 대선에서 승리할 경우 NATO의 국방예산 지출 가이드라인을 기존 GDP 대비 2%에서 3%로 상향하겠다고 강조한 바 있다. 당사 글로벌 국방예산 모델에 의하면, 2030년까지 NATO 국가가 3%를 달성할 경우 주요국 (중국, 러시아, 우크라이나 등 제외한 지역별 주요국가) 국방예산/GDP 비율은 2.7%를 기록할 것으로 전망되며, 이에 따른 국방예산 추가 지출분은 1,013조원, 그 중 무기획득예산은 284조원 수준으로 추산된다.

표 11. 시나리오별 주요국* 국방예산 및 무기획득예산 규모 추정

(십억달러)

시나리오	예산종류	FY2023	FY2030	추가 상승분	원화환산 (조원)	추가 상승률
Case 1) NATO 3% 달성 = FY30: 2.7%	국방예산	1,595	2,345	750	1,013	47%
	무기획득예산**	446	657	210	284	47%
Case 2) 중동 군비증강 = FY30: 3.5%	국방예산	1,595	2,740	1,145	1,546	72%
	무기획득예산**	446	767	321	433	72%
Case 3) 아시아 군비증강 = FY30: 4.3%	국방예산	1,595	3,332	1,737	2,345	109%
	무기획득예산**	446	933	486	657	109%
시대별 국방예산/GDP 비율	냉전시대 (1947~1991)			4.8%		
	탈냉전 (1992~2008)			2.4%		
	평화시대 (2009~)			2.3%		
	신냉전 (2022~)			2.2%		

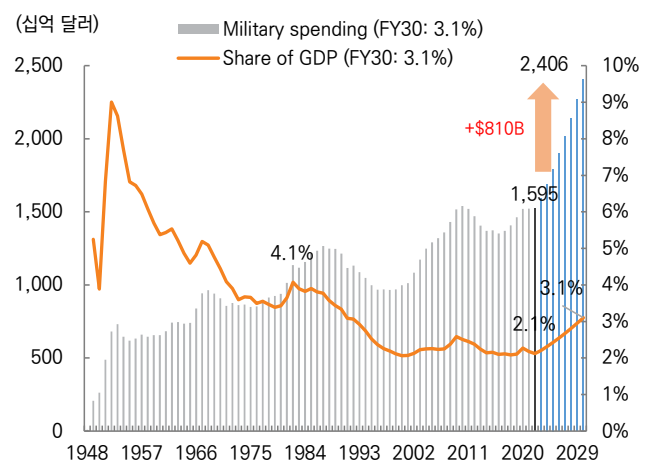
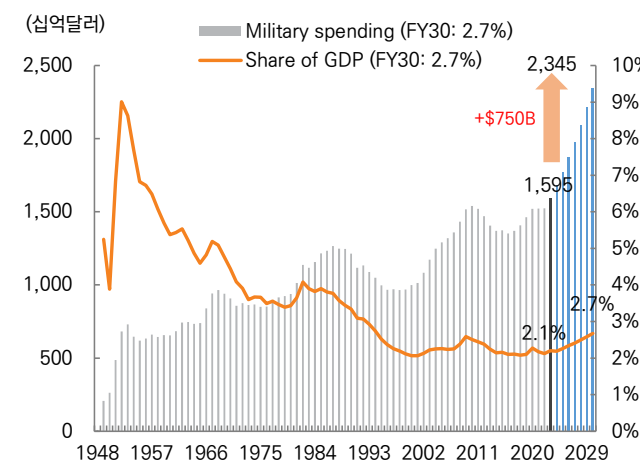
*주요국 국방예산은 중국, 러시아, 우크라이나를 제외한 각 지역별 주요국가의 국방예산의 합산이며, 전 세계 국방예산의 68% 수준

**무기획득예산은 국방예산의 28%로 가정 (평시에는 15~20%, 전시에는 21~40%)

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 141. NATO 3% 충족 시 예상 주요국 국방예산 추이

그림 142. 주요국 국방예산/GDP 비율 3.1% 가정



주: 중국, 러시아, 우크라이나 제외. 지역별 주요국가만 포함

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 중국, 러시아, 우크라이나 제외. 지역별 주요국가만 포함

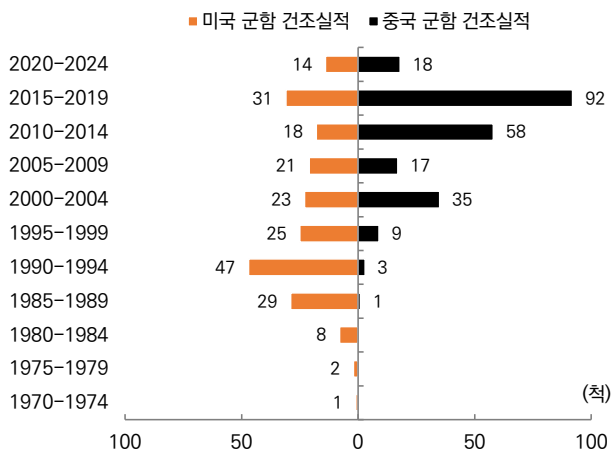
자료: 미래에셋증권 리서치센터

NATO 가이드라인 3% 조치는 유럽국가들의 자체 국방투자를 촉진하기 위함도 있겠으나, 궁극적으로는 **중국의 군사력 확장을 의식한 결과라고 해석된다**. 중국의 해군 현대화는 1990년대 초반부터 중반까지 약 30년간 진행되어 왔으며, 막강한 조선업 인프라 기반으로 이미 2000년대부터 군함 건조실적에서 미국을 상회해왔다.

미국 의회조사국 (CRS)은 2024년 중국 해군 현대화 보고서에서 중국의 함대가 2023년 기준 328척으로 미국 (289척)을 추월한지 오래이며, 2030년까지 중국 함대는 425척, 미국 함대는 290척으로 격차가 더욱 벌어질 것이라는 전망을 내놓았다. 미 해군 연구소 (USNI)에 따르면, 총 28번의 역사적 해상전투 사례 중 함대의 양적규모가 우세한 쪽이 승리했던 케이스가 25번 (89%)이었다. 질적으로 뛰어난 함대가 두 배 빠르게 미사일을 발사하는 것보다 양적으로 두 배 많은 함대가 일제 사격하는 것이 더욱 위협적이라는 논리이다.

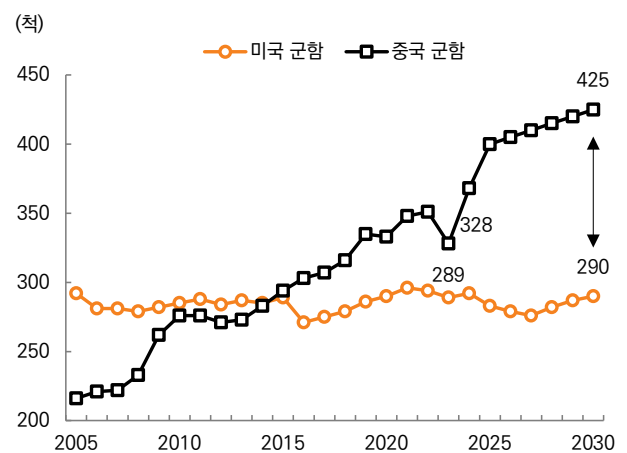
미국의 함대가 질적으로 우세하다는 주장도 의구심이 커지고 있다. 노후화로 인한 퇴역이 가속화되고 있기 때문이다. 절반 이상의 잠수함과 순양함 연식이 30~40년에 달한다. 미 해군이 제출한 2025년 중장기 함대 건설계획을 살펴보면 2030년까지 75척의 군함을 퇴역시킬 예정이다. 현재 미 함대 규모에 계획 건조량과 퇴역량을 계산해보면 2054년까지 373척을 보유하게 되는데, 이는 여전히 중국의 2030년 예상 함대 규모보다도 작은 수준이다.

그림 143. 1970~2024년 미국 vs. 중국 군함 건조실적 비교



자료: CRS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. 미-중 군함 양적격차는 더욱 벌어질 전망



자료: CSIC, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 미 해군 중장기 군함 획득/건조/퇴역 계획에 따른 함대 규모 전망치

(척)

계획	종류	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	
획득계획	CV																															
	LCS	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	
	SSC	1	2	1	2	1	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
	SS	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
	SSB		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
	SSG															1					1			1				1			1	
	AWS	1		2		1		2		1	1					1	1	1	2	1	1	1	1	1	2	1		1	1	1	1	
	LCS		2	2	3	2	2	3	3	3	4	4	4	4	2				1		2	2	3	3	3	1	1		2	2	2	2
	SV	1	2	4	3	4	3	4	3	4	4	3	2	3	2	3	2					2	2	2	2	2	2		3	2	3	3
총 획득규모		6	11	14	13	13	12	17	14	16	17	15	13	12	10	11	9	10	8	8	10	10	12	14	13	11	10	13	11	14	11	
건조계획	CV	1				1		1									1			1					1				1			
	LCS	2	2	3	3	2	3	3	3	3	2	7	2	1	2	2	3	1	3		1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	
	SSC	2			2	2	2	2	2	1	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
	SS	3	2	1		3	1	2	3	2	2	2	2	4	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
	SSB				1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1													
	SSG																				1				1				1		1	
	AWS		2		1	2		1		1	1	1		1	1	1		1			2	1	1	2	1	1			2	1	1	
	LCS	1	2	1	3		2	2	3	2	3	3	4	3	4	4	4						1	2	2	3	3		3	1	1	2
	SV	1	5	4	3	4	6	3	3	4	4	4	4	4	3	3	3	3	2	3	2						2	2		2	2	3
총 건조량		10	13	9	13	14	14	14	16	14	15	20	16	16	17	16	17	10	11	8	6	10	8	10	12	13	12	13	12	11	13	
퇴역계획	CV		1				1			1					1			1				1	1	1					1			
	LCS	4	3	2	2	3	5	4	4	3	4	2	1				2	4	3	3	4	4	2	2	2	3	2		2	1		
	SSC	6	1	4															2	4	3	3	2	4	2	3	2			2	2	
	SS	3	3	1	1	1	3	1	1		1	1	2	3	2	3	1	3		2	1	1	1	1	1	12	2		2			
	SSB		2		2																											
	SSG			1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1													
	AWS	1	2		1	2		1		1	1	1		1	1	1		1			2	1	1	2	1	1			2	1	1	
	LCS		2	3		2		1	1	1	2	1	1	1	1							1	2	2	3	3		3	1	1	2	
	SV	5	3	1		1	1	2	1	1		2	3	1	1	2	2			1	1	1	1		1	2	4		2	3	4	3
총 퇴역량		19	17	12	7	9	11	10	8	8	9	8	8	8	6	7	5	10	6	10	9	11	9	11	11	24	14	9	7	11	8	
순증 (건조-퇴역)		-9	-4	-3	6	5	3	4	8	6	6	12	8	8	11	9	12	0	5	-2	-3	-1	-1	-1	1	-11	-2	4	5	0	5	
미 함대 전망치		283	279	276	282	287	290	294	302	308	314	326	334	342	353	362	374	374	379	377	374	373	372	371	372	361	359	363	368	368	373	

주: CV: 항공모함 / LCS: 연안전투함 / SSC: 소형수상전투함 / SS: 공격잠수함 / SSB: 탄도미사일 잠수함 / SSG: 순항미사일 잠수함 / AWS: 상륙함 / CLS: 전투군수전력 / SV: 지원함
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

A2/AD (Anti-Access, Area Denial)

A2/AD 전략은 1990~2000년대 초반에 구체화. 남중국해, 동중국해, 대만 주변 해역에 미군을 포함한 외국 군대가 접근하거나 작전을 수행하는 것을 저지하여 자국의 안보와 주권을 지키는 것이 주 목적

도련선 (Island china)

1951년 미국 국무장관 고문이었던 존 포스터 델레스가 소련과 중국을 봉쇄하기 위해 고안한 개념. 이후 1980년 중국 인민해방군 해군사령관 류화칭이 PLAN 도련선 전략을 주창. 도련선은 태평양 섬을 사슬처럼 이은 가상의 선이자 중국 해군의 작전반경을 의미. 중국 근해인 제1 도련선과 제2 도련선을 공표. 제1~2 도련선의 재해권을 장악하고, 2040년에 미국과 태평양 지배력 양분 목표

중국 해군력이 주도하는 남중국해 안보불안

한편, 중국은 우-러 전쟁과 이-팔 전쟁으로 인해 미 군사력이 분산된 틈을 타 남중국해를 중심으로 서태평양 해양 지배력 확보 의지를 적극적으로 내비치고 있다.

중국은 도련선 및 A2/AD 전략의 첫 단추인 제1 도련선 재해권 장악을 위해 2027년 대만 침공을 계획 중인 것으로 파악된다. 이를 위해 2035년까지 총 6척의 항공모함을 확보할 계획이다. 실제로 중국은 지속적으로 대만 방공식별구역 (ADIZ) 침범해오고 있다. 최근 대만 봉쇄 모의훈련인 Joint Sword 2024B가 실시된 10월 14~15일 이틀동안 중국 전투기 278기/군함 60척이 ADIZ를 침범했다. 2024년 1~10월 대만 ADIZ 침범 횟수는 전투기 3,951기 (+19.5% YoY), 군함 1,772척 (+50% YoY)을 기록했다.

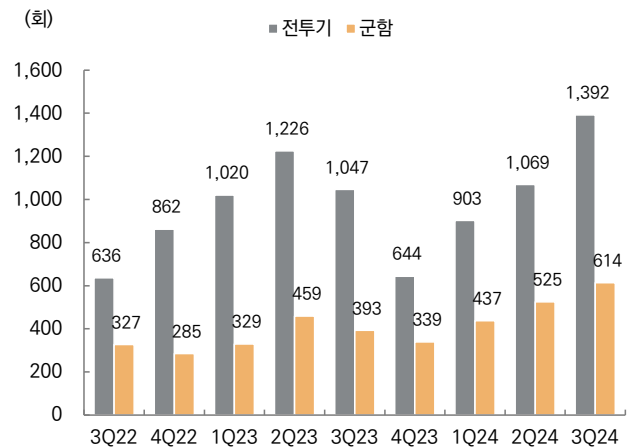
중국-필리핀 간의 영유권 분쟁도 멈추지 않고 있다. 양측은 2024년 8월에만 공중과 해상 통틀어 6차례 충돌했으며, 그 중 5건은 스프래틀리 제도 인근에서 발생했다. 남중국해 주변국가들이 중국과 대립하는 가장 큰 이유는 9단선이다. 9단선은 중국이 주장하는 영유권으로 필리핀, 대만, 베트남, 말레이시아, 인도네시아 등 국가들의 배타적 경제수역 (EEZ)과 겹친다. 해당 구역은 중요한 운송수로이며, 석유 (110억 배럴), 천연가스 (5.4조 입방미터), 희토류 등 막대한 양의 자원이 매장되어 있는 것으로 알려져 경제적 가치가 매우 크다.

우-러 전쟁과 이-팔 전쟁은 지상전/비대칭전이었던 만큼 전차, 자주포, 다연장로켓 등 지상화력 무기체계와 유도 미사일, 방공시스템 등 비대칭 자산의 소요가 확대되었다. 덕분에 관련 방산업체들은 6~8년치 수주잔고를 확보할 수 있었다. 남중국해는 전장이 해상인 만큼 긴장감이 고조될수록 주변국가들의 군함 및 해양 무기체계 소요가 예상되기 때문에, 군함을 건조할 수 있는 조선업체와 대함 미사일 등 유도무기 개발업체에 수혜가 기대된다.

그림 145. 제1 도련선에 대만, 남중국해, 동중국해 포함



그림 146. 중국 전투기 및 군함 대만 ADIZ 침범 횟수



자료: Defense Priorities, 미래에셋증권 리서치센터

자료: MnD, 미래에셋증권 리서치센터

무너진 미국의 군함 건조능력은 한국에게 기회

미국은 조선업 기반이 무너지지 오래다. 미국 조선소 시설은 1980년대 수준에 머물러 있으며, 산업 내 핵심 인력들도 계속해서 유출되어 왔다. 미국의 패착은 1) 해군력 증강에 꾸준히 힘써온 반면 기반이 되는 해운업과 조선업 발전에 소홀했던 부분, 그리고 2) 지나친 보호주의가 현지 조선사들의 글로벌 경쟁력 약화를 초래했다는 것이다.

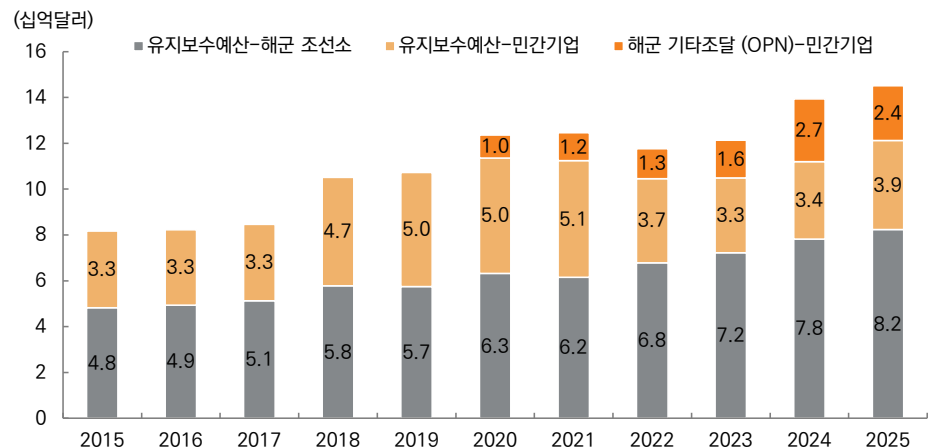
그나마 다행인 점은 한국, 일본 등 주요 동맹국들이 글로벌 항만 네트워크와 조선업 기반을 잘 유지해왔다는 것이다. 과거 미해군은 인력문제와 해군력 유지 문제를 지속적으로 제기해 왔으나, 최근엔 건조능력을 단기간에 확보하는 것이 사실상 어렵다고 판단한 것처럼 보인다. 지난 1~2년간 미 함정 사업을 동맹국에 아웃소싱하는 방안을 고려하고 있다며, 미해군 장관 카를로스 델 토로 등 주요 인사들이 한국 조선소를 방문하는 빈도 수가 늘고 있다. 더불어, 트럼프 당선인도 대선승리 후 윤석열 대통령과의 첫 통화에서 한국과 미국의 조선업 협력을 언급한 바 있다. 작금의 미해군이 당면한 어려움과 시급성을 엿볼 수 있는 대목이다.

한국 조선업에 주어진 두 가지 기회는 미국의 1) 함정 MRO와 2) 신조 프로젝트를 확보하는 것이다. 그 첫 단추는 함정 MRO가 될 것이다. 2024년 9월, 미해군은 프로젝트 33 지침을 발표했다. 2027년까지 중국의 잠재적 전쟁과 태평양 갈등고조에 대비하여 전투능력을 확보하는 것을 골자로 한다. 해당 계획의 7대 실행 목표 중 첫 번째는 함정과 잠수함, 항공기의 가동률을 80%로 개선시켜 전투 준비태세를 갖추는 것이다.

즉, 미해군의 최우선 과제는 함정 MRO로 현존함정의 가동률을 끌어올리는 것이다. 미해군 MRO 예산을 자세히 들여다보면, 함정 유지보수예산 (Ship maintenance)과 해군 기타조달 (Other Procurement Navy, OPN) 항목으로 나누어진다. 또한, 유지보수예산도 해군 조선소와 계약하는 Organic과 민간기업과 계약하는 Other contract로 나뉜다. 여기서 한국 조선사들의 타겟 시장은 민간기업이 할당받는 예산은 유지보수예산의 Other Contract와 기타조달 항목이다. 금액으로 환산하면 약 15~16조원 규모의 시장 (MRO 계약기간이 통상 1~2년인 점을 감안하여 2년치 합산액을 시장 규모라 판단)이다.

Other Procurement, Navy (OPN)
미 의회는 2020년부터 태평양 함대 수상함 유지보수 및 수리 (MRO) 가용성을 제고시키기 위한 자금지원 용도로 해군 기타조달 (OPN) 계정을 활용하는 시범 프로젝트를 마련

그림 147. 미해군 함정 유지보수 관련 예산 추이



자료: USN, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. FY2024~2025 미해군 예산안에 포함된 민간기업항 군함 유지보수 (O&M) 계약 리스트

소속	예산분류	함정명	군함종류	배수량	국가	성격분류	계약종류	시작일	종료일	계약규모
태평양함대	유지보수	CVN-0068	원자력 항공모함	100,000	미국	민간기업	PIA	2024-01	2024-06	48
태평양함대	유지보수	ARDM-0005	부유식 수리 도크 (지원함)	3,900	미국	민간기업	SCO	2024-05	2024-11	22
태평양함대	유지보수	CVN-0070	원자력 항공모함	100,000	미국	민간기업	CIA	2024-05	2024-06	14
태평양함대	유지보수	CVN-0072	원자력 항공모함	100,000	미국	민간기업	CIA	2024-08	2024-09	14
태평양함대	유지보수	DDG-0085	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	SIA	2024-06	2024-08	4
태평양함대	유지보수	CVN-0076	원자력 항공모함	100,000	일본	민간기업	SRA	2024-01	2024-05	45
태평양함대	유지보수	LPD-0018	상륙 수송함	25,000	일본	민간기업	SRA	2024-09	2024-12	29
태평양함대	유지보수	DDG-0086	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SRA	2024-01	2024-09	20
태평양함대	유지보수	DDG-0065	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SRA	2023-10	2024-05	17
태평양함대	유지보수	DDG-0113	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SRA	2024-04	2024-11	15
태평양함대	유지보수	DDG-0115	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SRA	2024-09	2025-04	14
태평양함대	유지보수	LPD-0022	상륙 수송함	25,000	일본	민간기업	SIA	2024-03	2024-05	11
태평양함대	유지보수	LHA-0006	강습 상륙함	45,000	일본	민간기업	SIA	2024-09	2024-12	10
태평양함대	유지보수	MCM-0009	소해함	1,300	일본	민간기업	SRA	2024-10	2025-02	7
태평양함대	유지보수	MCM-0014	소해함	1,300	일본	민간기업	SRA	2024-04	2024-09	7
태평양함대	유지보수	LCC-0019	지휘함	19,000	일본	민간기업	SIA	2024-09	2024-12	7
태평양함대	유지보수	CG-0062	유도미사일 순양함	9,600	일본	민간기업	SIA	2024-08	2024-09	6
태평양함대	유지보수	DDG-0105	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SIA	2024-05	2024-07	4
태평양함대	유지보수	DDG-0076	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SIA	2024-07	2024-09	4
태평양함대	유지보수	DDG-0083	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SIA	2024-09	2024-11	4
태평양함대	유지보수	DDG-0114	유도미사일 구축함	9,200	일본	민간기업	SIA	2023-10	2023-12	4
태평양함대	유지보수	LPD-0018	상륙 수송함	25,000	일본	민간기업	SIA	2023-10	2023-12	3
태평양함대	유지보수	MCM-0007	소해함	1,300	일본	민간기업	SIA	2024-08	2024-10	2
태평양함대	유지보수	MCM-0009	소해함	1,300	일본	민간기업	SIA	2024-01	2024-02	2
태평양함대	유지보수	MCM-0010	소해함	1,300	일본	민간기업	SIA	2023-11	2023-12	2
태평양함대	기타조달	LPD-0020	상륙 수송함	25,000	미국	민간기업	SRA	2024-08	2025-09	163
태평양함대	기타조달	LHD-0004	강습 상륙함	40,500	미국	민간기업	SRA	2024-12	2025-11	155
태평양함대	기타조달	DDG-0100	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	OH	2025-01	2027-02	92
태평양함대	기타조달	DDG-0056	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	SRA	2024-09	2025-11	90
태평양함대	기타조달	CVN-0071	원자력 항공모함	100,000	미국	민간기업	PIA	2024-10	2025-04	88
태평양함대	기타조달	DDG-0097	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	OH	2024-09	2026-11	83
태평양함대	기타조달	DDG-0092	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	OH	2024-02	2025-11	77
태평양함대	기타조달	DDG-0093	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	OH	2023-10	2025-12	72
태평양함대	기타조달	LCS-0026	연안 전투함	3,500	미국	민간기업	SRA	2024-10	2025-10	67
태평양함대	기타조달	LCS-0024	연안 전투함	3,500	미국	민간기업	SRA	2024-02	2025-02	63
태평양함대	기타조달	LCS-0010	연안 전투함	3,500	미국	민간기업	SRA	2024-09	2025-11	61
태평양함대	기타조달	DDG-0059	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	SRA	2025-01	2025-12	54
태평양함대	기타조달	DDG-0070	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	SRA	2024-05	2025-03	37
태평양함대	기타조달	LCS-0014	연안 전투함	3,500	미국	민간기업	SRA	2025-01	2025-08	34
태평양함대	기타조달	DDG-0073	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	SRA	2024-01	2024-09	32
태평양함대	기타조달	DDG-0060	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	SRA	2024-06	2025-03	25
태평양함대	기타조달	DDG-0063	유도미사일 구축함	9,200	미국	민간기업	SRA	2024-01	2024-10	25

*MMP (Major Maintenance Period, 주요 유지보수): 함정의 주요 시스템과 장비를 집중적으로 유지보수하는 기간을 의미

*SRA (Selected Restricted Availability, 선택적 제한적 가용성): 함정의 특정 수리와 업그레이드를 제한된 기간 동안 수행하는 유지보수

*PIA (Planned Incremental Availability, 계획된 단계적 가용성): 계획에 따라 여러 단계로 나누어 수행되는 유지보수

*OH (Overhaul, 전면 점검): 함정의 주요 시스템을 철저히 점검하고 필요한 부분을 교체하는 대규모 수리

*CIA (Continuous Incremental Availability, 연속 단계적 가용성): 함정의 지속적인 유지보수를 위해 일정한 간격으로 단계적으로 수행하는 수리

*SIA (Ship Intermediate Availability, 함정 중간 가용성): 특정 작업이 필요할 때 짧은 기간 동안 수행되는 중간 유지보수

*SCO (Shipboard Corrective Opportunity, 함상 수정 기회): 해상에서 필요할 경우 수행하는 비상 수리 및 수정 작업

자료: USN, 미래에셋증권 리서치센터

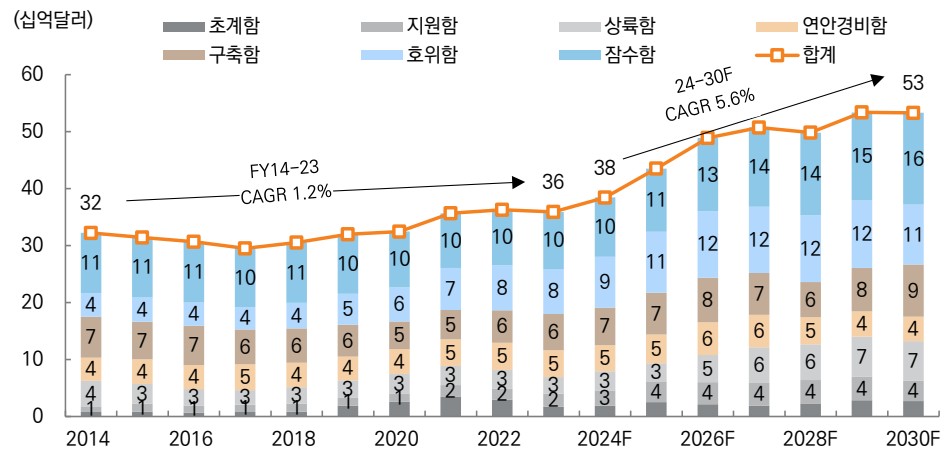
K-조선업에 새로운 먹거리로 떠오를 군함 수출사업

2025~2027년 글로벌 군함 수요 확대가 예상되는 가운데, 한국 조선사의 군함 수출사업에 주목할 필요가 있다. Janes에 따르면, 글로벌 군함 획득사업 규모는 533억달러 (한화 720조원)로 2024~2030F 연평균 5.6% 성장 (vs. 과거 2014~2023년 CAGR 1.2%)할 것으로 추산된다. 그 중 잠수함 시장 규모가 160억달러 (전체의 30%)로 가장 크며, 다음으로 호위함 시장이 105억달러 (전체의 16%)이다.

한국 조선사들은 두 시장 분야에서 모두 탄탄한 건조 레퍼런스를 보유하고 있어 글로벌 수출 경쟁력 측면에서 전혀 뒤지지 않을 것이라 판단한다. 특히, 잠수함의 경우 한화오션이 국내 잠수함 24척 중 17척 (71%)를 건조했으며, 2021년에 취역한 도산한창호급 잠수함 (KSS-III)은 전 세계 3,000톤급 재래식 잠수함 중 탑티어급 스펙을 갖추고 있다.

글로벌 잠수함 획득사업 트렌드는 1) 리튬이온전지 및 AIP 기반의 수중작전 지속능력, 2) 수직발사관 (VLS) 등으로 한국이 보유 중인 기술들이다. 전 세계 디젤 잠수함 획득수요는 110척으로 추산되며, 현재 캐나다, 폴란드, 필리핀, 사우디 등 각지에서 잠수함 획득사업을 추진하고 있다. 3,000톤급 디젤 잠수함은 척당 8,000억~1조원으로 LNG운반선 2~3척 값과 동일하다. 게다가, G2G 사업인 만큼 계약취소 등 리스크가 적고 방산 수출사업의 경우 마진율이 최소 15~20%대 이상인 점을 감안하면 안정적인 이익 창출이 가능하다.

그림 148. 글로벌 군함 획득사업 규모 추정 (2014~2030F)



주: 1) 중국, 러시아 제외; 2) 양산사업만 포함; 3) 기계계약/확정/잠재 획득사업 모두 포함, 4) 계약별 진행률 기준 추정
자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

다만, 방산업의 1) G2G 사업 특성과 2) 군함 프로젝트는 대부분 규모가 매우 크고 장기계약인 점을 감안하면 사업 자체가 긴 호흡으로 진행될 가능성이 크다. 실제로 방산 획득사업은 RFI 발행 후 최종계약까지 3~4년, 길게는 5~10년이 소요되는 경우도 있으며, 매출인식도 최소 3~5년에 걸쳐 반영되기 때문에, 당장 군함 수출에 대한 기대감을 급하게 높힐 필요는 없다. 당사는 군함의 수출계약이 성사된 후에 실적 추정치와 밸류에이션 프리미엄을 반영해도 늦지 않다는 판단이다.

표 14. 글로벌 잠수함 획득사업 파이프라인

(백만달러)

국가	상태	분류	사업명	예상시점	계약규모	건조척수	척당단가
영국	확정사업	핵잠수함	S 35 King George VI	2028	8,700	1	8,700
미국	확정사업	핵잠수함	SSBN 828-837	2026-2028	76,360	10	7,636
파키스탄	잠재사업	핵잠수함	SSBN #1	TBD	2,017	1	2,017
핵잠수함					87,077	12	7,256
미국	확정사업	핵추진잠수함	SSN 823-831	2030-2040	42,098	9	4,678
호주	확정사업	핵추진잠수함	SSN #01-08	2030	31,630	8	3,954
영국	확정사업	핵추진잠수함	SSN(R) (S 101) #01-06	2040	17,250	6	2,875
호주	확정사업	핵추진잠수함	SSN #1-3	2040	8,470	3	2,823
튀르키예	확정사업	핵추진잠수함	SSN #01	2025	2,065	1	2,065
인도	확정사업	핵추진잠수함	SSN #1-6	TBD	8,244	6	1,374
핵추진잠수함					111,775	34	3,287
인도	확정사업	재래식잠수함	SSK Project 76 #1-6	TBD	6,123	6	1,021
캐나다	잠재사업	재래식잠수함	880 Future Submarine	2030-2035	6,400	8	800
독일	잠재사업	재래식잠수함	U 39-40 Future Sub #3-4	TBD	1,600	2	800
그리스	잠재사업	재래식잠수함	Submarine #01-04	2025-2027	1,440	2	800
독일	잠재사업	재래식잠수함	Future Sub #6	TBD	800	1	800
칠레	확정사업	재래식잠수함	SSK Future Submarine	TBD	1,540	2	770
사우디	확정사업	재래식잠수함	SSK #1-6	2026-2028	3,548	5	755
루마니아	확정사업	재래식잠수함	Future Submarine #1-2	TBD	1,498	2	749
이탈리아	확정사업	재래식잠수함	SSK #1-6	2040	4,410	6	735
폴란드	확정사업	재래식잠수함	Future Submarine #1-3	2025-2026	2,096	3	699
말레이시아	확정사업	재래식잠수함	SSK Future #1-2	2030	1,355	2	678
브라질	확정사업	재래식잠수함	SSK #1-12	2025-2026	7,930	12	661
아르헨티나	잠재사업	재래식잠수함	Submarine #1-4	2026-2027	1,314	2	657
대만	확정사업	재래식잠수함	SSK IDS #2-8	2024-2025	4,585	7	655
인도	확정사업	재래식잠수함	SSK Project 75(I) #1-6	2024-2026	3,879	6	647
인도네시아	확정사업	재래식잠수함	Future Submarine #4-5	2024	1,270	2	635
UAE	잠재사업	재래식잠수함	SSK #1-2	TBD	1,179	2	589
이집트	확정사업	재래식잠수함	SSK #5-6	2024-2025	1,168	2	584
일본	잠재사업	재래식잠수함	Future Submarine #01-10	2030	2,553	5	567
튀르키예	확정사업	재래식잠수함	Project MILDEN Submarine #1-6	2035-2040	3,321	6	554
페루	확정사업	재래식잠수함	Future Submarine #1-4	TBD	2,139	4	535
모로코	확정사업	재래식잠수함	SSK #1-3	2025-2027	1,551	3	517
필리핀	확정사업	재래식잠수함	SSK #1-3	TBD	1,515	3	505
콜롬비아	잠재사업	재래식잠수함	DO 30-32 Future Submarine #1-3	TBD	1,434	3	478
태국	잠재사업	재래식잠수함	SSK #1-2	TBD	860	2	430
카타르	잠재사업	재래식잠수함	Future SSK #1-2	TBD	597	2	298
아제바이잔	확정사업	재래식잠수함	SSK #1-2	2025	554	2	277
인도	확정사업	재래식잠수함	Future Midget Submarine #1-4	2024-2026	1,053	4	263
나이지리아	잠재사업	재래식잠수함	Future Coastal Submarine #1-2	2026-2028	400	2	250
파키스탄	잠재사업	재래식잠수함	Future Coastal Submarine #1-2	TBD	400	2	250
폴란드	확정사업	재래식잠수함	Interim Submarine #1-2	2024-2025	322	2	161
재래식잠수함					68,835	110	625
합계					267,686	156	

주: 진하늘색은 한국 조선사들이 도입의지 표명한 사업. 연하늘색은 한국과 방산협력 가능성 높은 국가의 사업

자료: Janes, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

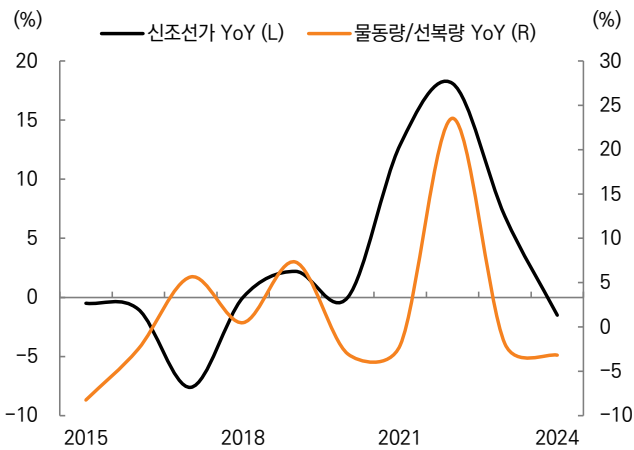
선종별 발주 현황

LNG 운반선: 액화시설 개파 순증 및 교체수요로 발주 지속될 것

LNG운반선은 타 상선과 달리 순환적 요인보다는 구조적인 요인들에 근거하여 발주가 나오고 있다. 앞으로 주목해야할 요인들은 1) 지정학 리스크와 환경규제로 인한 LNG 수요급증, 2) LNG 액화터미널 개파확장, 3) 노후선 교체시기 도래로 요약할 수 있다.

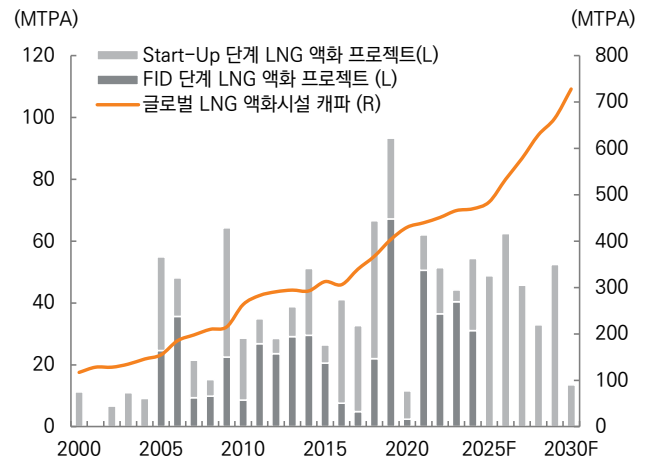
2024년 10월 기준 LNG운반선 1cbm당 물동량은 8.3cbm (-3.2% YoY)으로 감소했다. 이에 따라, 운임과 용선료, 신조선가 모두 급등했던 2022년 대비 하향 안정화되었다. 시장이 바라보는 LNG운반선의 발주전망은 여전히 밝다. LNG운반선 발주는 물동량보다 LNG 액화시설 개파 증분, LNG 계약량 등과 상관성이 높기 때문이다. 클락슨에 따르면, 2030년 글로벌 LNG 액화시설 개파는 연 7억 2,816만톤으로 2024년 대비 55% 증가할 전망이다.

그림 149. 신조선가 증감율 및 물동량/선복량 증감율 추이



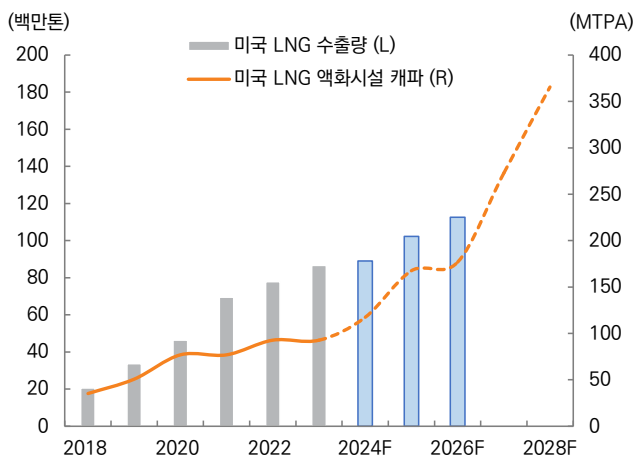
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 150. 글로벌 LNG 액화시설 개파 및 관련 프로젝트 추이



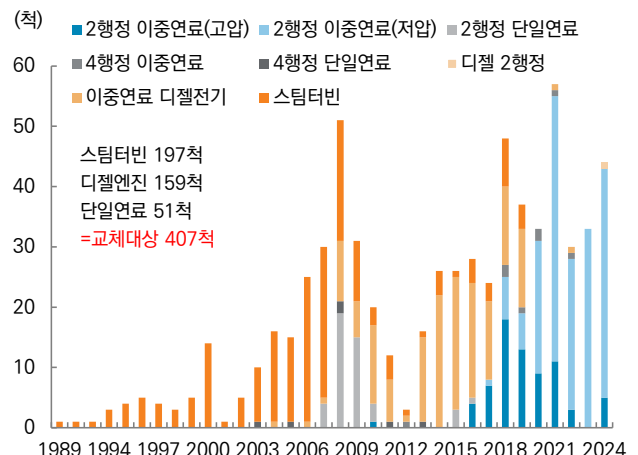
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 미국 LNG 수출량 및 액화시설 개파 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 엔진타입별 LNG운반선 선대분포 (인도 기준)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

2025년부터는 중단되었던 미국 LNG 수출이 본격화될 전망이다. 2028년 미국 LNG 액화 시설 개파는 2024~28년 연평균 32.8% 성장한 연 3억 6,540만톤으로 예상된다. 이에 LNG 수출량 및 LNG운반선 수요 증가에 따른 발주를 기대해볼 수 있다.

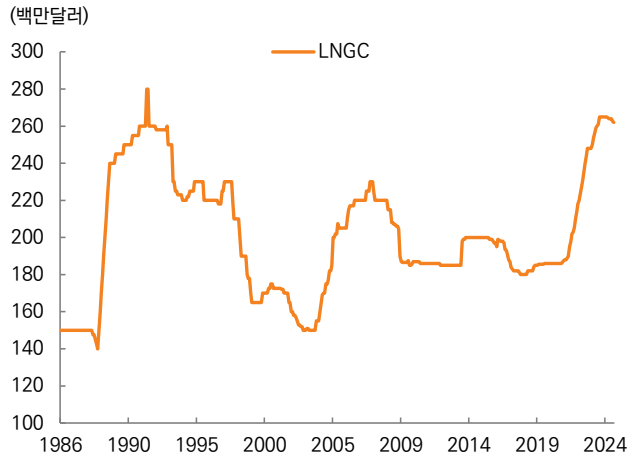
한편, 스팀터빈 및 디젤엔진 등 노후화된 LNG운반선 교체수요도 407척 수준이다. LNG운반선 발주는 연평균 60~80척 수준을 유지하며 꾸준히 나올 것으로 예상된다. 관련 업체별 전망을 살펴보면, 삼성중공업은 3Q24 실적발표에서 연평균 70척 규모의 발주를 예측했으며, 글로벌 LNG 화물창 1위 업체인 GTT사도 2028년부터 LNG운반선 건조슬롯이 현재 85척에서 100척까지 확대될 것이라 언급한 바 있다. 노르웨이 선급협회(DNV)도 향후 5~10년간 매년 40~60척 규모의 LNG운반선 발주를 예상하고 있다.

표 15. LNG운반선 시황 및 수요/공급 요약 테이블

분류	항목	단위	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
시황	스팟운임	달러/일	36,038	33,528	46,058	88,692	69,337	71,173	112,283	167,548	124,837	60,250
	용선료	달러/일	36,346	31,132	39,962	77,846	104,135	68,500	102,009	172,096	152,308	75,907
	신조선가	백만달러	199	197	182	182	186	186	210	248	265	261
	중고선가	백만달러	170	163	154	158	158	145	145	235	243	230
	투자회수기간	년	15.0	17.3	12.5	6.4	4.9	7.4	5.6	3.9	4.8	9.4
	중고선가/신조선가	%	85.4	82.7	84.6	86.8	84.9	78.0	69.0	94.8	91.7	88.1
수요 (Demand)	물동량	백만CBM	552	581	645	713	799	811	859	898	919	931
	수주잔량	백만CBM	25	25	21	19	21	22	25	28	53	58
	발주량	백만CBM	5	1	3	12	9	9	13	31	11	15
공급 (Supply)	선복량	백만CBM	83	89	94	103	107	112	122	103	107	112
	인도량	백만CBM	5	5	5	9	7	6	10	5	6	7
	폐선량	백만CBM	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0
수요/공급 밸런스	수주잔량/선복량	%	29.9	27.6	22.2	18.1	19.3	20.0	20.7	26.8	49.7	51.3
	수주잔량/인도량	년	5.2	4.7	4.3	2.1	2.9	3.7	2.5	5.9	9.4	8.4
	발주량/인도량	년	1.1	0.3	0.6	1.3	1.2	1.5	1.3	6.7	2.0	2.2
	물동량/선복량	CBM/CBM	6.7	6.5	6.9	6.9	7.4	7.2	7.1	8.7	8.6	8.3
증감율	스팟운임 YoY	%	-49.9	-7.0	37.4	92.6	-21.8	2.6	57.8	49.2	-25.5	-51.7
	용선료 YoY	%	-48.1	-14.3	28.4	94.8	33.8	-34.2	48.9	68.7	-11.5	-50.2
	신조선가 YoY	%	-0.5	-1.0	-7.6	0.0	2.2	0.0	12.9	18.1	6.9	-1.5
	중고선가 YoY	%	-1.7	-4.1	-5.5	2.6	0.0	-8.2	0.0	62.1	3.4	-5.3
	투자회수기간 YoY	%	91.6	15.6	-28.0	-48.7	-23.6	52.0	-24.2	-30.0	20.7	97.6
	중고선가/신조선가 YoY	%	-1.2	-3.1	2.3	2.6	-2.2	-8.2	-11.4	37.2	-3.2	-3.9
	물동량 YoY	%	1.9	5.2	11.1	10.5	12.0	1.5	6.0	4.5	2.4	1.3
	수주잔량 YoY	%	30.0	-0.2	-15.4	-10.4	11.3	8.4	11.8	9.8	93.4	8.0
	발주량 YoY	%	-54.8	-71.8	85.8	346.5	-24.3	-0.9	42.7	147.0	-63.6	32.1
	선복량 YoY	%	11.0	7.9	5.1	9.9	4.4	4.7	8.2	-15.4	4.4	4.7
	인도량 YoY	%	-11.3	10.5	-7.9	87.5	-20.2	-16.1	67.4	-53.7	22.5	19.9
	폐선량 YoY	%	4.3	-8.7	1.2	101.9	-51.3	205.6	13.6	-85.7	445.0	-60.4
	수주잔량/선복량 YoY	%	17.1	-7.6	-19.5	-18.5	6.6	3.5	3.3	29.9	85.3	3.2
	수주잔량/인도량 YoY	%	46.6	-9.7	-8.1	-52.2	39.5	29.2	-33.2	137.4	57.9	-9.9
	발주량/인도량 YoY	%	-49.1	-74.5	101.8	138.1	-5.1	18.2	-14.7	433.8	-70.3	10.2
	물동량/선복량 YoY	%	-8.2	-2.5	5.6	0.5	7.3	-3.0	-2.1	23.5	-1.9	-3.2

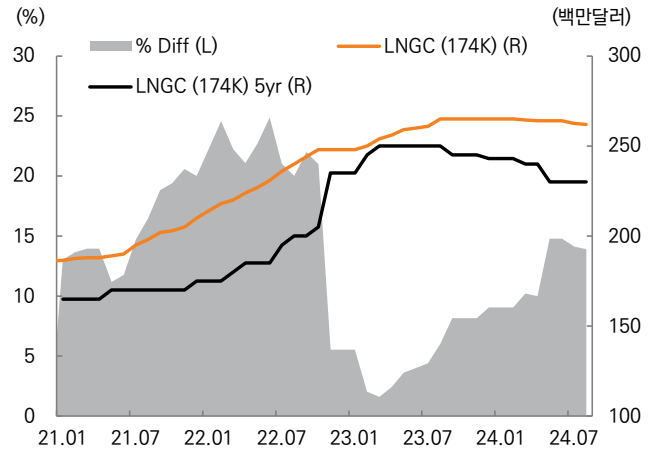
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. LNG운반선 신조선가 추이



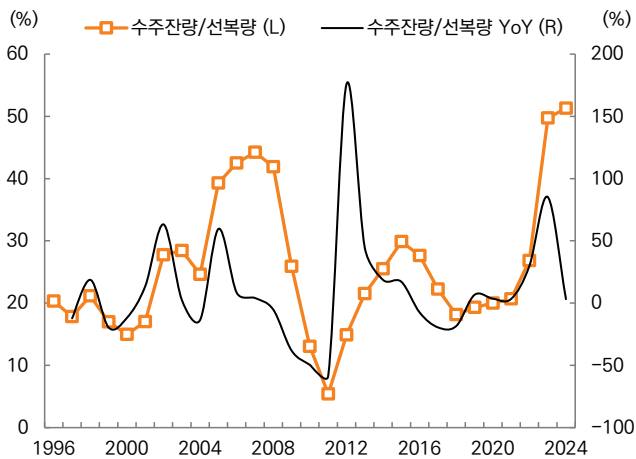
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. LNGC (174K) 5년 중고선가-신조선가 차이



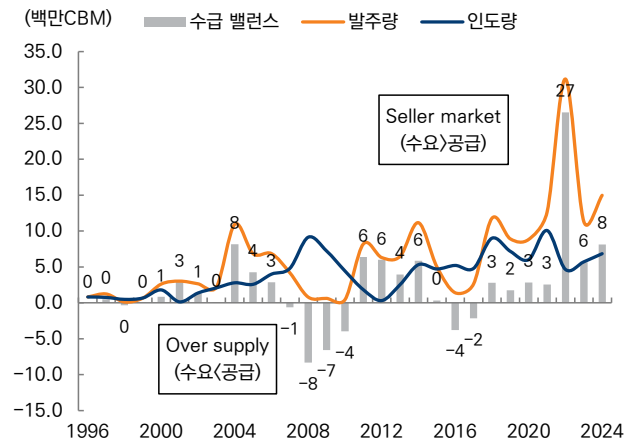
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 수주잔고/선복량 비율



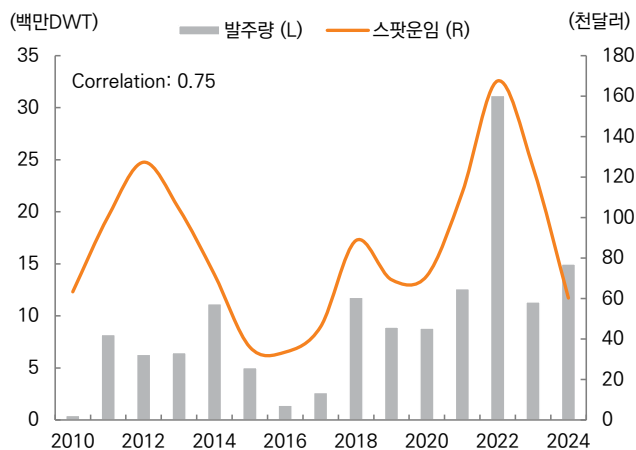
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 선박 수급 밸런스 (발주량-인도량) 추이



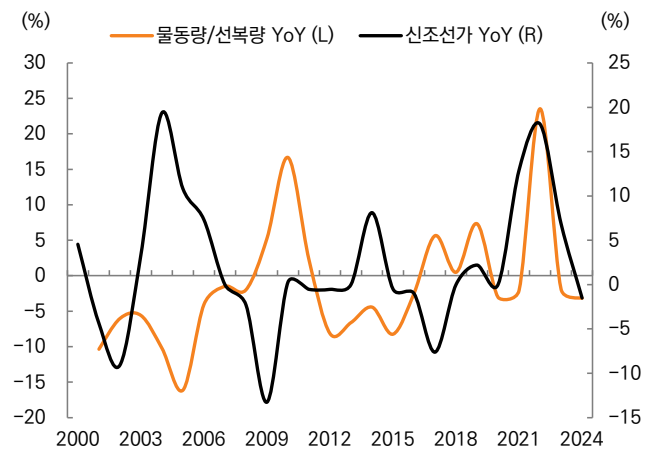
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 선박 발주량 vs. 스팟운임 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 해운 수급 밸런스 (물동량/선복량) vs. 신조선가 증감율



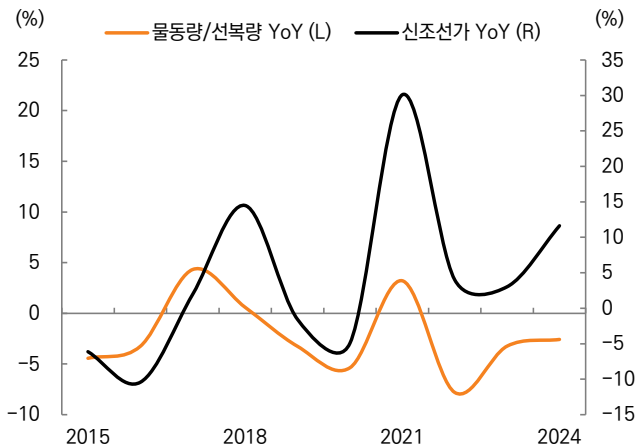
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

컨테이너선: 많이 진행된 교체수요, 물동량 회복이 관건

2024년 글로벌 컨테이너 물동량은 2억 1,160만TEU (+5.4% YoY)로 증가했으나, 컨테이너선 공급 증가로 1TEU당 물동량은 7.6TEU (-2.6% YoY)로 3년 연속 감소했다. 제한적인 경기회복세에 따라 물동량 성장률은 미미하다. 그럼에도 불구하고, 컨테이너 발주량은 327만TEU (286척, +107.9% YoY)로 2021년 이후 최대치를 기록했고, 동기간 운임 +153%, 신조선가 +11.6%, 중고선가 +30.6% 상승했다.

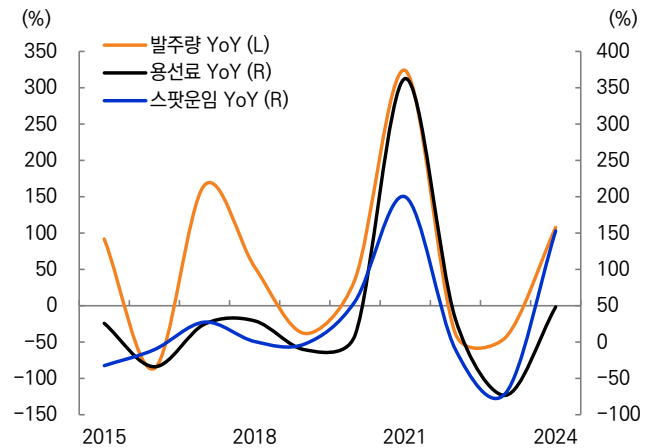
발주가 이어졌던 가장 큰 이유는 1) 홍해사태 지속에 따른 선박수요 및 운임 상승, 2) 노후선 교체, 3) 친환경 D/F 선박 전환이다. 선사들은 포스트 코로나 기간동안 쌓아놓은 막대한 현금으로 친환경 선박 투자에 나서고 있다. 2023년에는 머스크만 메탄올 D/F 위주로 발주를 냈으나, 2024년부터는 LNG D/F 위주로 머스크, CGM 외 세컨터어 및 중형 업체까지 가세하고 있다. 그러나, 앞으로 2~3년간 발주량은 Flat할 것으로 예상된다. 이유는 1) 지난 4년간 총 1,440척의 컨테이너선이 발주되어 단기 신규/교체수요는 대부분 충족되었고, 2) 선박증가 및 물동량 한계로 추가 발주를 기대하기 어렵다는 판단이다.

그림 159. 물동량/선복량 증감율 vs. 신조선가 증감율



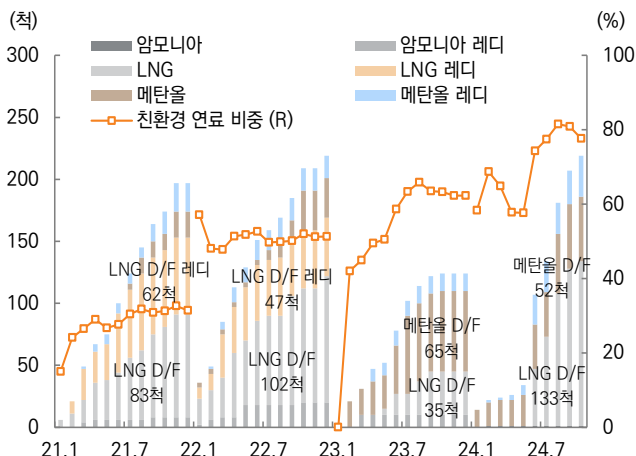
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 홍해 사태 지속으로 운임, 용선료 반등



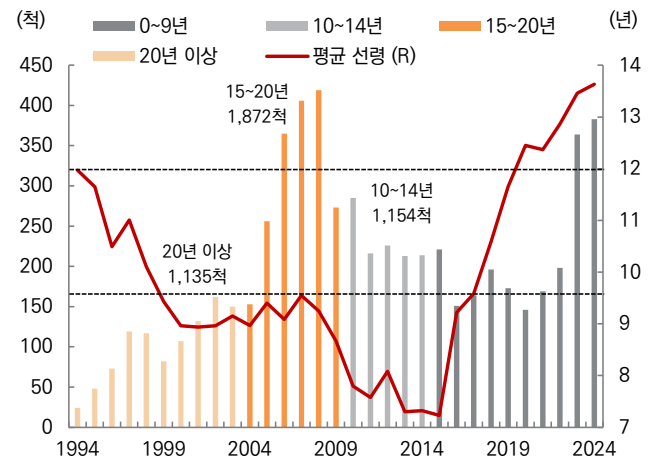
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 친환경 D/F 컨테이너선 발주비중 지속 확대



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 컨테이너선 노후선 교체수요 1,135~3,007척



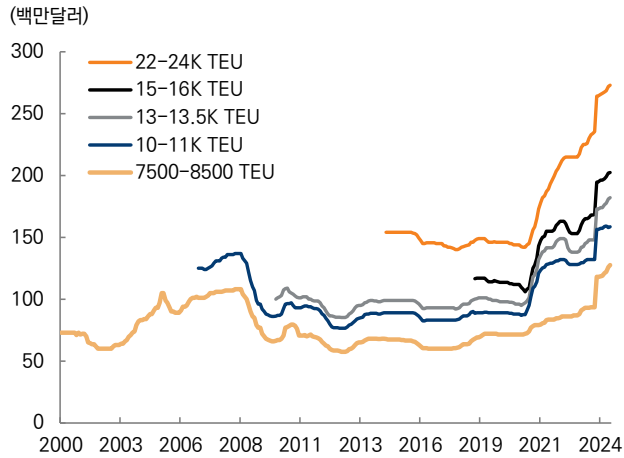
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 컨테이너선 시황 및 수요/공급 요약 테이블

분류	항목	단위	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
시황	스팟운임	달러/TEU	724	649	827	833	811	1,265	3,792	3,410	1,006	2,545
	용선료	달러/일	8,571	5,678	7,091	9,171	8,215	9,004	41,653	55,031	14,830	22,019
	신조선가	pt	77	69	70	81	79	75	98	102	105	117
	중고선가	pt	36	25	38	40	38	41	110	59	52	68
	투자회수기간	년	24.6	33.3	27.2	24.1	26.5	22.9	6.5	5.1	19.4	14.6
	중고선가/신조선가	%	46.3	35.9	54.2	49.7	47.9	54.3	111.7	58.2	49.5	58.0
수요 (Demand)	물동량	백만TEU	168	175	185	193	198	194	207	199	201	211.60
	수주잔량	백만TEU	4	4	3	3	3	2	3	6	8	7
	발주량	백만TEU	2	0	1	1	1	1	5	3	2	3
공급 (Supply)	선복량	백만TEU	19	20	20	21	22	23	24	25	26	28
	인도량	백만TEU	2	1	1	1	1	1	1	1	2	3
	폐선량	백만TEU	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
수요/공급 밸런스	수주잔량/선복량	%	19.1	19.8	16.2	13.6	12.5	10.6	10.7	24.0	29.5	24.5
	수주잔량/인도량	년	2.1	4.3	2.8	2.2	2.6	2.8	2.3	5.9	3.3	2.7
	발주량/인도량	년	1.3	0.3	0.7	1.0	0.7	1.2	4.1	2.7	0.7	1.3
	물동량/선복량	TEU/TEU	9.1	8.8	9.2	9.2	8.9	8.4	8.7	8.0	7.8	7.6
증감율	스팟운임 YoY	%	-32.4	-10.4	27.4	0.7	-2.6	56.0	199.8	-10.1	-70.5	153.0
	용선료 YoY	%	26.0	-33.8	24.9	29.3	-10.4	9.6	362.6	32.1	-73.1	48.5
	신조선가 YoY	%	-6.1	-10.4	2.0	14.5	-1.6	-4.9	30.1	4.0	3.0	11.6
	중고선가 YoY	%		-30.5	53.8	4.9	-5.1	7.7	167.8	-45.7	-12.4	30.9
	투자회수기간 YoY	%	-25.5	35.2	-18.3	-11.5	9.9	-13.3	-71.9	-21.3	282.4	-24.8
	중고선가/신조선가 YoY	%		-22.4	50.8	-8.3	-3.6	13.2	105.8	-47.8	-15.0	17.2
	물동량 YoY	%	1.9	4.4	5.7	4.4	2.2	-1.6	6.4	-3.7	0.7	5.4
	수주잔량 YoY	%	-12.6	12.0	-17.4	-12.5	-3.3	-11.9	4.6	133.9	27.6	-10.0
	발주량 YoY	%	91.9	-86.2	166.1	53.1	-38.1	36.6	323.7	-38.2	-43.6	107.9
	선복량 YoY	%	6.7	7.9	1.3	3.8	5.6	4.0	3.1	4.5	4.0	8.2
	인도량 YoY	%	8.8	-44.9	28.3	10.6	-17.7	-19.2	25.3	-6.4	124.7	9.6
	폐선량 YoY	%	-47.2	233.8	-38.3	-71.2	57.3	2.2	-93.6	32.5	894.2	-59.3
	수주잔량/선복량 YoY	%	-18.1	3.8	-18.4	-15.7	-8.5	-15.3	1.5	123.8	22.6	-16.8
	수주잔량/인도량 YoY	%	-19.7	103.2	-35.6	-20.9	17.4	9.0	-16.5	149.9	-43.2	-17.9
	발주량/인도량 YoY	%	76.3	-75.0	107.4	38.4	-24.9	68.9	238.2	-34.0	-74.9	89.6
	물동량/선복량 YoY	%	-4.4	-3.3	4.3	0.6	-3.3	-5.4	3.2	-7.8	-3.2	-2.6

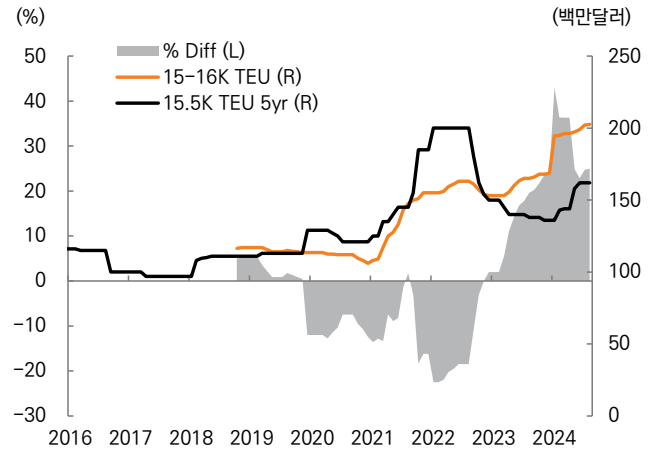
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. 컨테이너선 신조선가 추이



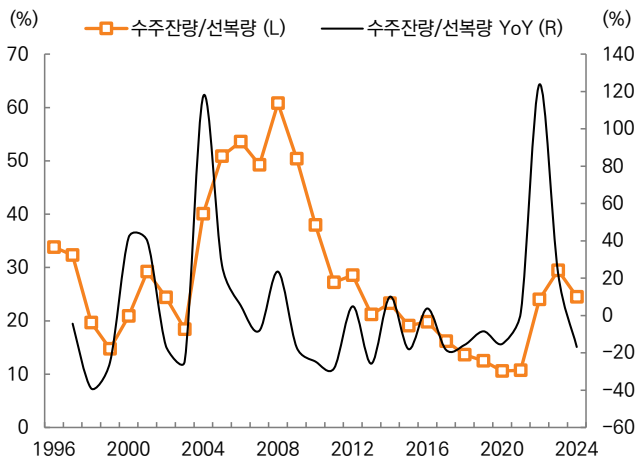
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. 15-16K TEU 5년 중고선가-신조선가 차이



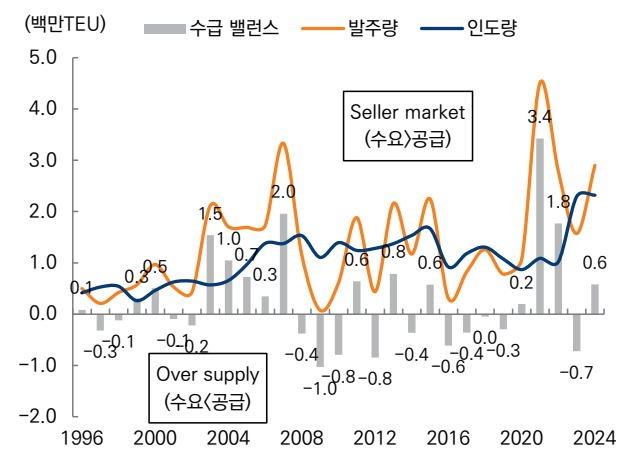
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 165. 수주잔고/선복량 비율



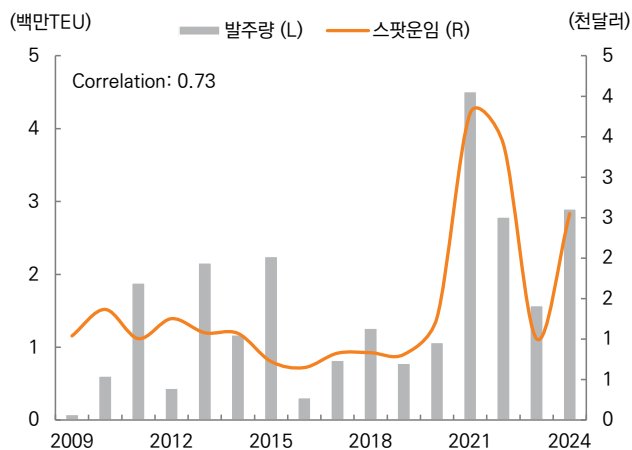
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 선박 수급 밸런스 (발주량-인도량) 추이



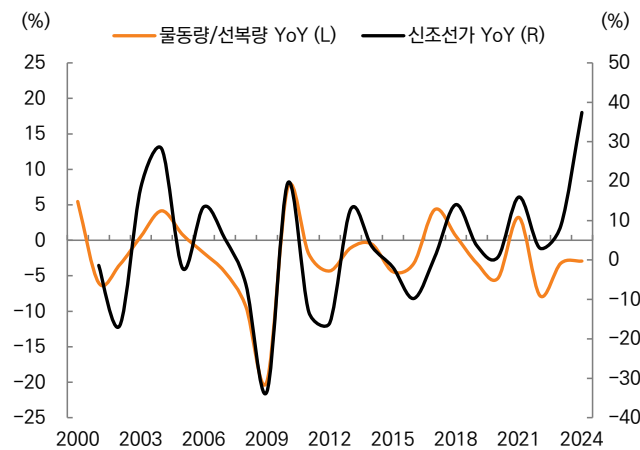
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 선박 발주량 vs. 스팟운임 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 해운 수급 밸런스 (물동량/선복량) vs. 신조선가 증감율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

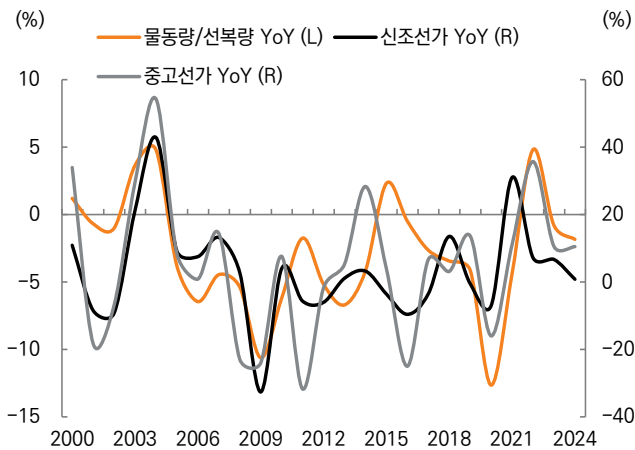
원유운반선: 수주잔량/선복량 여전히 낮아 발주여력 잔존

2024년 글로벌 원유 해상 물동량은 지정학 이슈로 인해 DWT당 2.9톤 (-1.8% YoY)으로 감소세를 이어가고 있다. 홍해사태 지속 시 물동량 회복은 더디겠으나, 해운 병목현상 등 공급요인이 운임 또는 용선료 상승을 주도할 가능성을 배제할 수 없다.

원유운반선 발주환경은 우호적이다. 2H23부터 수에즈막스의 발주가 나타났고, 2H24에는 VLCC 발주가 뒤따르고 있다. 선형별 수주잔량/선복량 비율은 연초 대비 VLCC 2.6%→8.3%, 수에즈막스 10.8%→16%로 상승했으나 여전히 낮다. 한편, 조선소의 도크가 대부분 컨테이너선, 가스선으로 차 있어 올해 VLCC 인도량은 단 1척에 불과하다. 선박부족으로 인해 중고선가도 상승 중이다. 당분간 VLCC 품귀현상 지속 및 운임 상승을 전망한다.

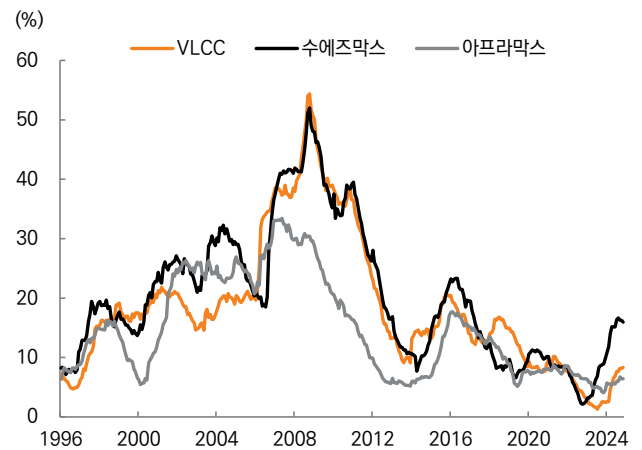
원유수요 회복에 따른 발주보단 교체수요가 주를 이룰 것으로 예상한다. 친환경 D/F 선박 발주(발주량의 40~50%)가 시작되었으나, 전체 선대 대체연료 비율은 1.1%에 불과하다. 20년 이상된 선박이 373척으로 노후선 교체수요로 인한 추가 발주여력도 충분하다.

그림 169. 물동량/선복량 증감을 vs. 선가 증감을 추이



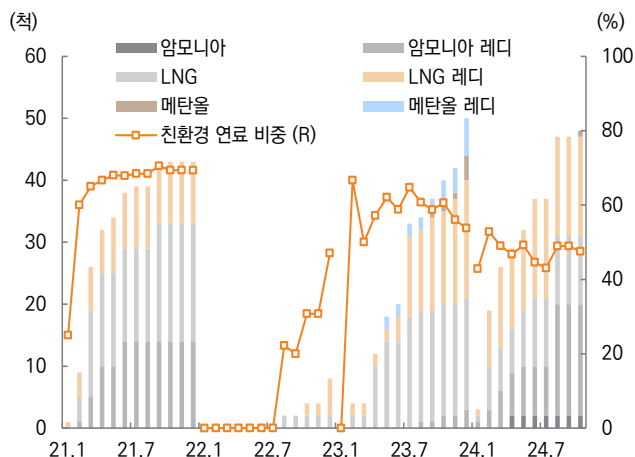
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 원유운반선 수주잔량/선복량 비율은 여전히 낮은 편



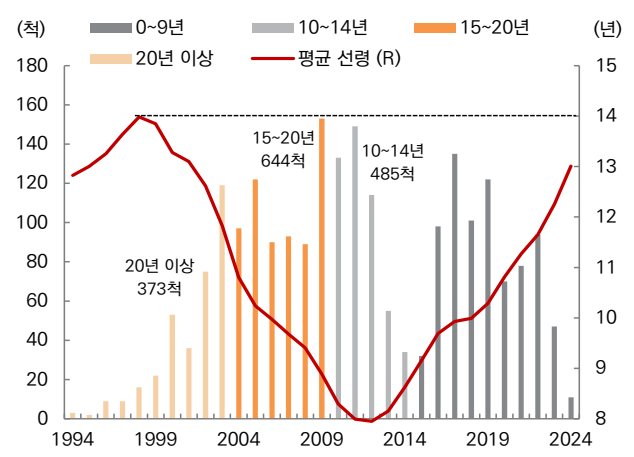
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 원유운반선 발주의 40~50%가 친환경 D/F로 주문



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 172. 원유운반선 교체수요 373~1,007척 잔존



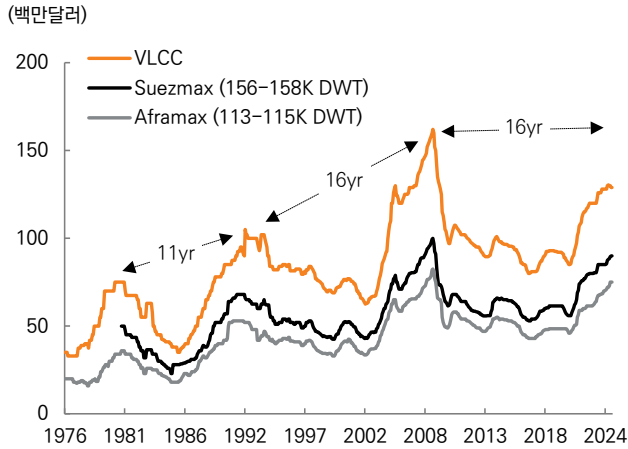
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 원유운반선 시황 및 수요/공급 요약 테이블

분류	항목	단위	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
시황	VLCC 스팟운임	달러/일	64,846	41,488	17,794	15,561	41,364	53,145	3,218	23,885	49,376	41,436
	VLCC 용선료	달러/일	48,433	36,585	27,084	22,899	36,358	39,788	20,932	25,644	41,303	46,670
	VLCC 신조선가	백만달러	94	85	82	93	92	86	112	120	128	129
	VLCC 중고선가	백만달러	80	60	64	66	75	63	70	95	105	116
	투자회수기간	년	5.3	6.3	8.2	11.1	6.9	5.9	14.7	12.8	8.5	7.6
	중고선가/신조선가	%	85.6	71.0	78.5	71.4	81.5	73.7	62.5	79.2	82.0	89.9
수요 (Demand)	물동량	백만 톤	1,919	1,969	2,031	2,054	1,993	1,842	1,814	1,937	1,988	1,990
	수주잔량	백만DWT	73	103	78	73	69	55	56	49	48	52
	발주량	백만DWT	52	12	35	27	26	25	22	10	37	45
공급 (Supply)	선복량	백만DWT	508	524	555	581	588	623	641	653	676	689
	인도량	백만DWT	19	33	38	28	38	24	26	29	15	6
	폐선량	백만DWT	2	3	11	20	3	3	14	5	1	1
수요/공급 밸런스	수주잔량/선복량	%	14.3	19.7	14.0	12.6	11.8	8.8	8.7	7.5	7.1	7.5
	수주잔량/인도량	년	3.8	3.1	2.0	2.6	1.8	2.3	2.2	1.7	3.2	8.3
	발주량/인도량	년	2.7	0.4	0.9	0.9	0.7	1.1	0.8	0.3	2.5	7.2
	물동량/선복량	톤/DWT	3.8	3.8	3.7	3.5	3.4	3.0	2.8	3.0	2.9	2.9
증감율	스팟운임 YoY	%	116.0	-36.0	-57.1	-12.5	165.8	28.5	-93.9	642.2	106.7	-16.1
	용선료 YoY	%	72.3	-24.5	-26.0	-15.5	58.8	9.4	-47.4	22.5	61.1	13.0
	신조선가 YoY	%	-3.6	-9.6	-3.6	13.5	-0.5	-7.1	31.0	7.1	6.7	0.8
	중고선가 YoY	%	3.9	-25.0	6.7	3.1	13.6	-16.0	11.1	35.7	10.5	10.5
	투자회수기간 YoY	%	-44.0	19.6	30.3	34.2	-37.4	-15.1	149.0	-12.5	-33.8	-10.8
	중고선가/신조선가 YoY	%	7.8	-17.0	10.6	-9.1	14.3	-9.6	-15.2	26.7	3.6	9.6
	물동량 YoY	%	3.7	2.6	3.1	1.1	-3.0	-7.6	-1.5	6.7	2.7	0.1
	수주잔량 YoY	%	7.7	41.4	-24.6	-5.6	-5.3	-21.0	2.3	-12.6	-1.5	7.7
	발주량 YoY	%	84.4	-76.3	181.5	-23.4	-1.9	-2.7	-13.3	-55.8	286.3	20.3
	선복량 YoY	%	1.4	3.1	5.9	4.8	1.2	5.8	3.0	1.8	3.5	1.9
	인도량 YoY	%	16.5	71.7	15.6	-25.5	35.1	-38.3	9.5	10.3	-47.7	-58.2
	폐선량 YoY	%	-69.0	6.2	342.4	81.3	-83.3	3.0	293.7	-64.9	-83.5	11.5
	수주잔량/선복량 YoY	%	6.2	37.1	-28.8	-9.9	-6.5	-25.3	-0.7	-14.2	-4.8	5.6
	수주잔량/인도량 YoY	%	-7.6	-17.7	-34.8	26.8	-30.0	28.1	-6.6	-20.8	88.5	157.6
	발주량/인도량 YoY	%	58.2	-86.2	143.6	2.8	-27.4	57.8	-20.8	-60.0	639.2	187.6
	물동량/선복량 YoY	%	2.3	-0.5	-2.6	-3.5	-4.1	-12.6	-4.4	4.8	-0.8	-1.8

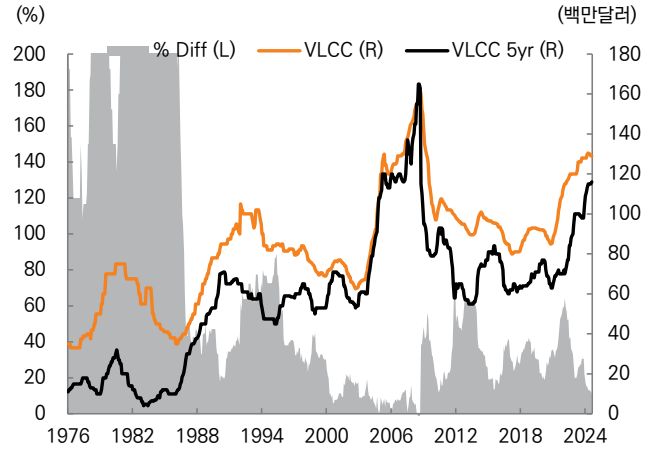
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 원유운반선 선형별 신조선가 추이



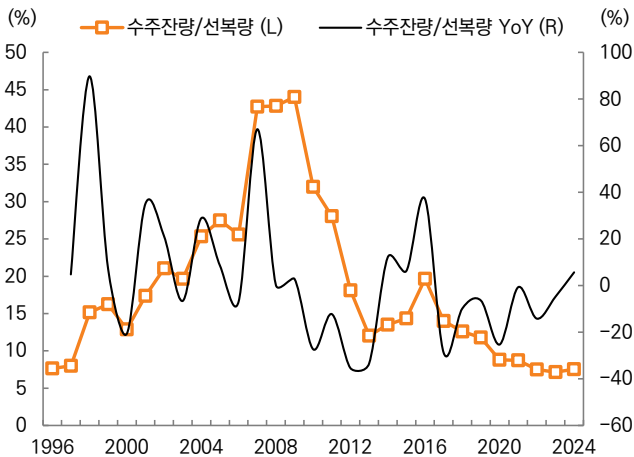
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. VLCC 5년 중고선가-신조선가 차이



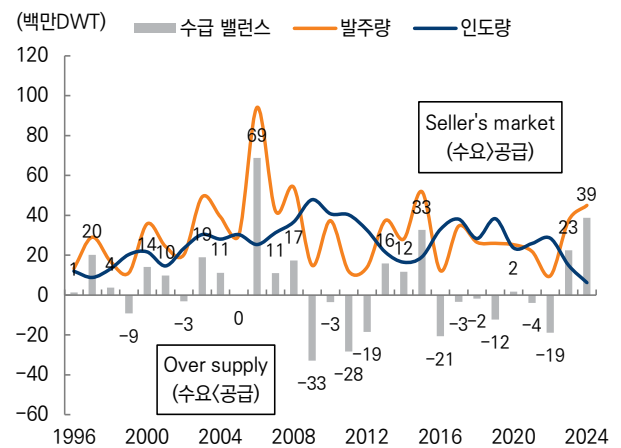
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 수주잔량/선복량 비율



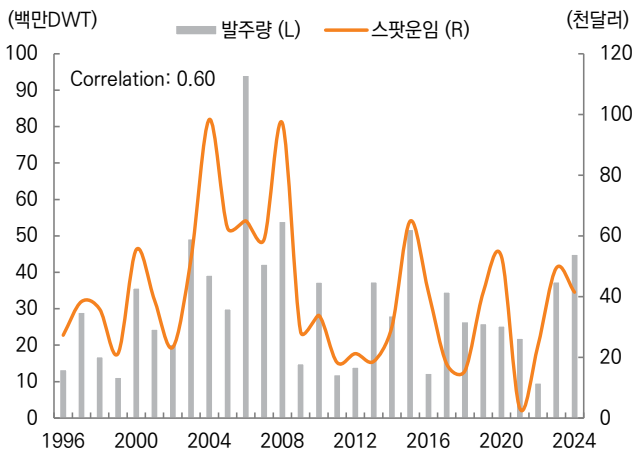
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 176. 선박 수급 밸런스 (발주량-인도량) 추이



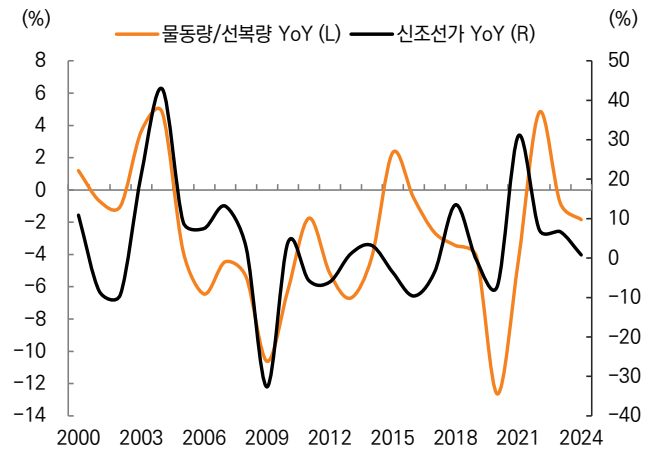
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 선박 발주량 vs. 스팟유임 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 해운 수급 밸런스 (물동량/선복량) 및 신조선가 증감율



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

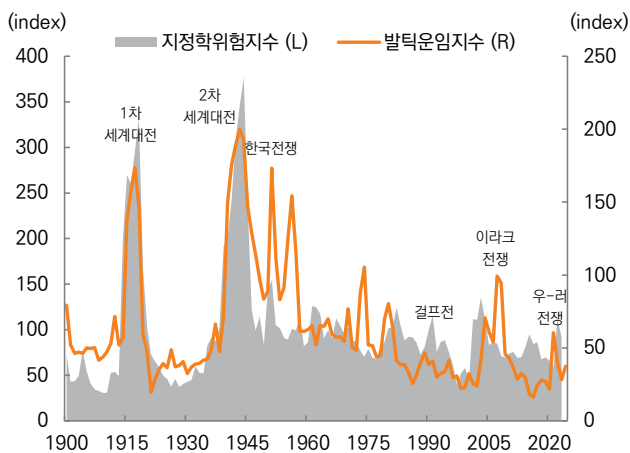
벌크선: 조선업 초호황의 시그널로서 주목할 필요

한국은 더 이상 벌크선을 수주 및 건조하지 않으나, 신규주문이 중국/일본 조선소로 쏠려 유류도크가 벌크선으로 채워지면 가스선, 컨테이너선, 탱커 등 비교적 돈이 되는 선종들은 한국 조선소로 올 것이기 때문에 벌크선 발주가 중요하다. 게다가, 벌크선 발주증가는 통상 경기회복, 해운수요 호전, 조선업의 양적성장의 시그널로 해석되기도 한다.

최근 케이프사이즈 폐선량은 전년 대비 -49% 감소, 운임은 +67% 상승하여 벌크선 수요가 살아나는 것으로 보인다. 실제로 중국 COSCO가 벌크선 42척을 주문하며 평균 선령 12.4년 (2009~2014년 건조)인 벌크선 260척에 대한 선대 교체에 나섰다.

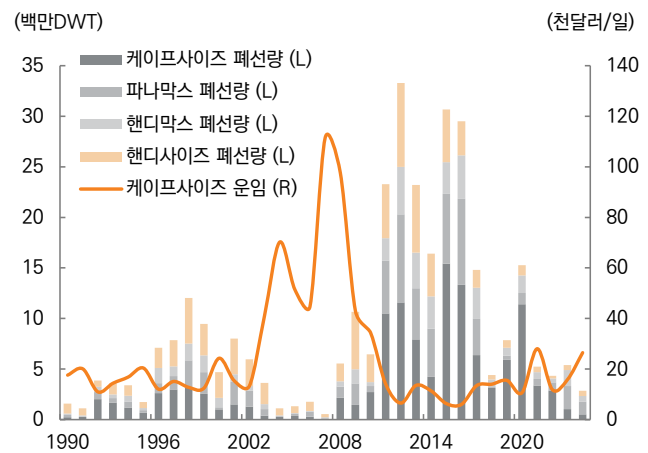
지난 4년간 발주된 벌크선은 총 2,070척으로 20년 이상된 노후선 교체물량은 상당부분 나온 것으로 파악되나, 15년~20년 노후선을 포함하면 잔여 교체물량은 1,897척이다. 더불어, 환경규제로 벌크선 운항속도도 지속 감소 중에 있어 1) 벌크선 선복부족 심화와 2) 친환경 선박 발주 증가가 예상된다. 현재 수주잔량/선복량은 9.9%로 여전히 역사적 하단에 위치하여 발주여력은 충분하다는 판단이다.

그림 179. 전쟁 전후로 벌크선 운임 변동성 확대



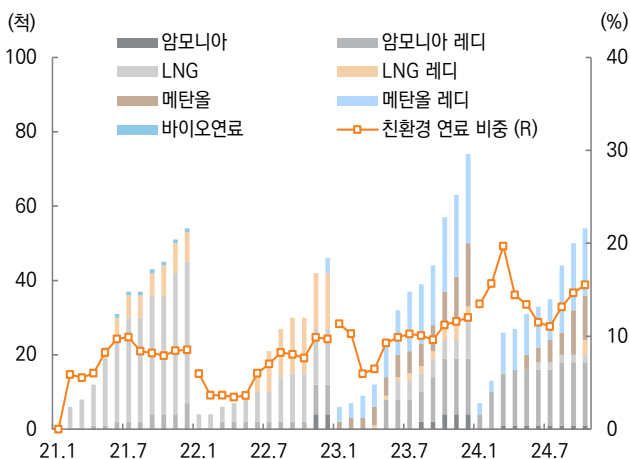
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 케이프사이즈 폐선량 급증 및 해운수요 증가 확인



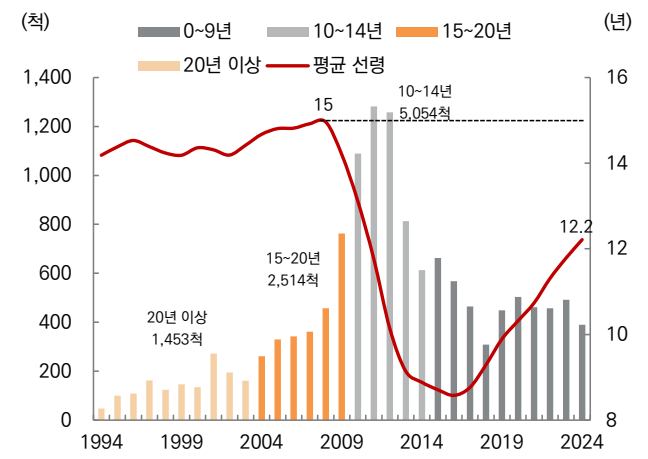
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 암모니아 및 메탄올 레디 벌크선 발주 시작



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 벌크선 교체수요 1,453~3,967척



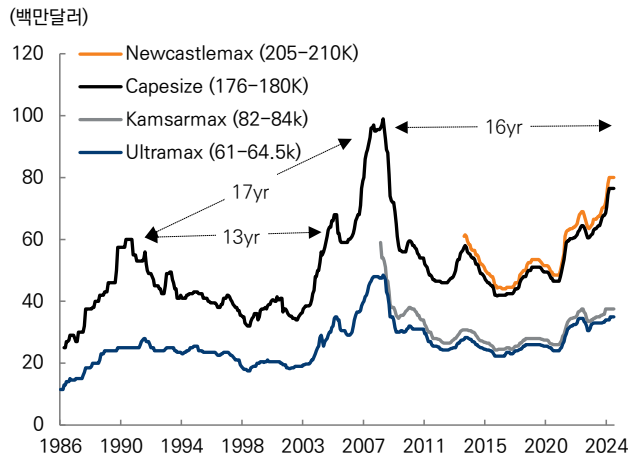
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 벌크선 시황 및 수요/공급 요약 테이블

분류	항목	단위	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
시황	Capesize 스팟운임	달러/일	6,369	6,035	13,475	14,026	15,527	10,677	28,038	11,877	15,857	26,696
	Capesize 용선료	달러/일	10,286	7,536	13,985	17,537	15,548	13,269	24,297	19,558	15,264	23,169
	Capesize 신조선가	백만달러	46	42	44	50	50	47	61	61	67	77
	Capesize 중고선가	백만달러	39	37	47	52	52	49	60	53	68	77
	투자회수기간	년	12.3	15.3	8.6	7.8	8.7	9.6	6.8	8.5	12.0	9.0
	중고선가/신조선가	%	84.8	86.9	105.7	104.0	105.1	105.4	98.3	86.8	101.5	100.7
수요 (Demand)	물동량	백만 톤	4,873	4,958	5,186	5,350	5,379	5,322	5,501	5,363	5,558	5,706
	수주잔량	백만DWT	175	137	89	90	103	92	67	79	84	99
	발주량	백만DWT	30	11	43	44	33	25	52	37	52	36
공급 (Supply)	선복량	백만DWT	764	782	799	822	846	880	913	946	973	1,004
	인도량	백만DWT	49	47	39	29	42	49	38	32	35	29
	폐선량	백만DWT	31	29	15	4	8	15	5	4	5	3
수요/공급 밸런스	수주잔량/선복량	%	22.9	17.6	11.2	11.0	12.2	10.5	7.4	8.4	8.6	9.9
	수주잔량/인도량	년	3.5	2.9	2.3	3.2	2.5	1.9	1.7	2.5	2.4	3.4
	발주량/인도량	년	0.6	0.2	1.1	1.5	0.8	0.5	1.3	1.2	1.5	1.2
	물동량/선복량	톤/DWT	6.4	6.3	6.5	6.5	6.4	6.0	6.0	5.7	5.7	5.7
증감율	스팟운임 YoY	%	-44.0	-5.2	123.3	4.1	10.7	-31.2	162.6	-57.6	33.5	68.4
	용선료 YoY	%	-51.1	-26.7	85.6	25.4	-11.3	-14.7	83.1	-19.5	-22.0	51.8
	신조선가 YoY	%	-14.8	-8.7	4.8	13.6	-1.0	-6.1	30.1	0.0	10.7	14.2
	중고선가 YoY	%	-27.8	-6.4	27.4	11.8	0.0	-5.8	21.4	-11.8	29.5	13.2
	투자회수기간 YoY	%	74.1	24.6	-43.5	-9.4	11.7	10.1	-28.9	24.2	41.9	-24.8
	중고선가/신조선가 YoY	%	-15.2	2.5	21.6	-1.6	1.0	0.3	-6.7	-11.8	17.0	-0.8
	물동량 YoY	%	0.3	1.7	4.6	3.2	0.5	-1.1	3.4	-2.5	3.6	2.7
	수주잔량 YoY	%	0.9	-21.4	-35.0	1.1	14.2	-10.5	-27.3	17.7	6.3	18.3
	발주량 YoY	%	-53.2	-64.0	304.1	1.1	-25.1	-24.5	109.1	-28.8	41.5	-30.1
	선복량 YoY	%	4.3	2.3	2.2	2.9	2.9	4.0	3.8	3.6	2.9	3.1
	인도량 YoY	%	2.2	-4.0	-18.6	-25.7	45.8	17.8	-21.7	-18.0	11.9	-16.9
	폐선량 YoY	%	86.9	-3.9	-49.8	-70.1	77.5	94.7	-65.6	-17.5	24.2	-52.2
	수주잔량/선복량 YoY	%	-3.3	-23.2	-36.4	-1.8	11.0	-13.9	-29.9	13.6	3.3	14.7
	수주잔량/인도량 YoY	%	-1.4	-18.1	-20.1	36.1	-21.7	-24.0	-7.1	43.5	-5.1	42.3
	발주량/인도량 YoY	%	-54.3	-62.5	396.4	36.0	-48.6	-35.9	167.2	-13.2	26.4	-15.9
	물동량/선복량 YoY	%	-3.9	-0.6	2.4	0.2	-2.3	-4.9	-0.4	-5.9	0.7	-0.4

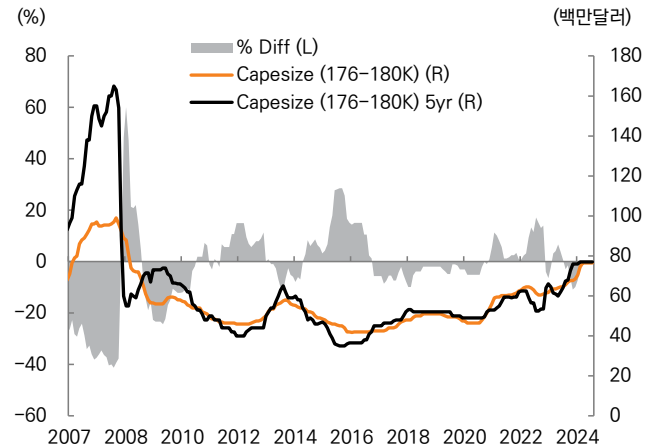
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 벌크선 선형별 신조선가 추이



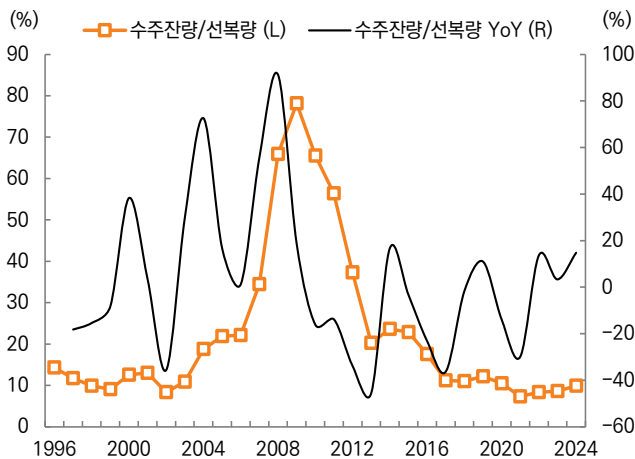
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. Capesize 중고선가-신조선가 차이



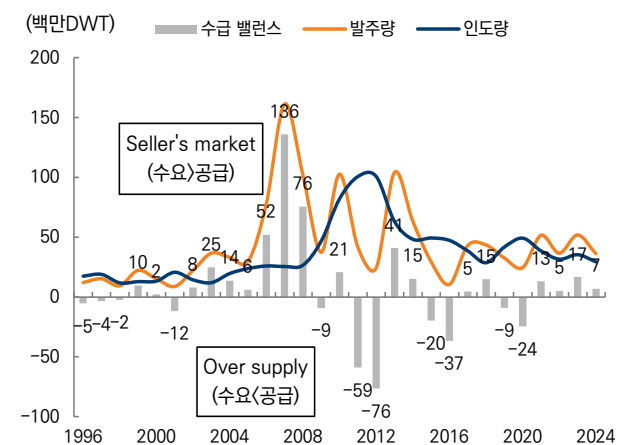
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. 수주잔고/선복량 비율



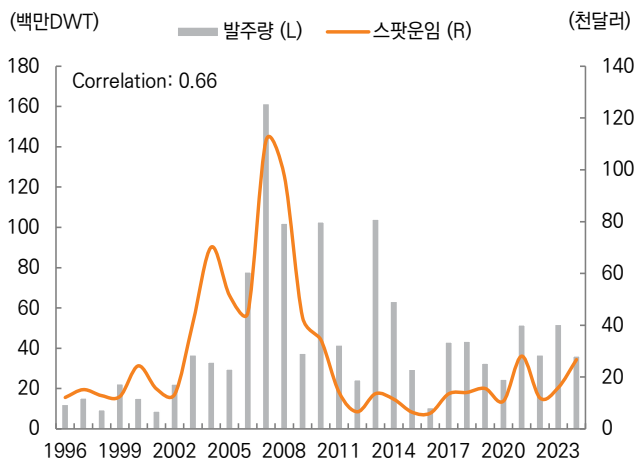
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 선박 수급 밸런스 (발주량-인도량) 추이



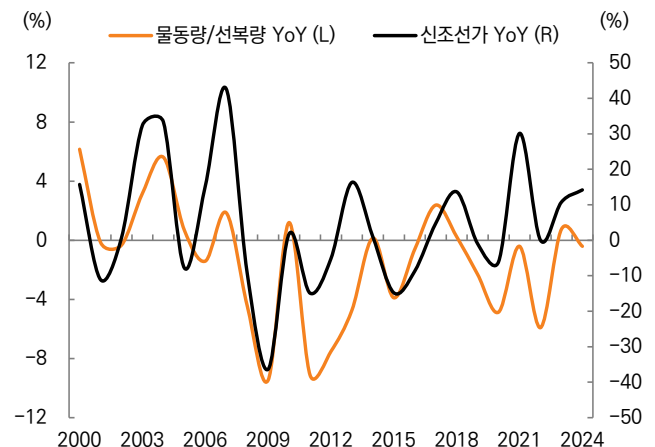
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. 선박 발주량 vs. 스팟운임 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 해운 수급 밸런스 (물동량/선복량) vs. 신조선가 증감율



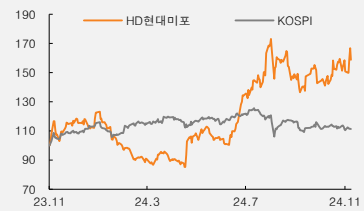
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	170,000원
현재주가(24/11/8)	110,000원
상승여력	54.5%

영업이익(24F, 십억원)	92
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	83
EPS 성장률(24F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.4
P/E(24F, x)	61.8
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSPI	2,561.15
시가총액(십억원)	4,394
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	57.0
외국인 보유비중(%)	21.0
베타(12M) 일간수익률	0.10
52주 최저가(원)	59,100
52주 최고가(원)	120,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.0	46.3	43.8
상대주가	11.4	56.8	36.0



[조선/방산]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

010620 · 조선

HD현대미포

왕의 귀환

투자 의견 매수, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시

HD현대미포의 투자 의견 '매수', 목표주가 170,000원 (Upside 54.5%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 78,955원에 Target P/B 2.1배 (26~27F Sustainable ROE 19.5%, COE 10.5%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 국내 조선사의 주가 및 밸류에이션이 24MF ROE와 상관관계 (0.8~0.9)가 높은 점을 감안하여 2026~2027년 ROE 기반으로 적정 밸류에이션을 도출했다. Implied P/E는 12.3배이다.

자회사인 현대베트남조선 캐파증대도 미포의 실적성장에 힘을 더해줄 전망이다. 현재 캐파 15척에서 매년 1~2척씩 증가해 2030년까지 23척으로 확대될 예정이다. 3Q24 기준 영업이익 181억원 (+42% QoQ)이며, 앞으로도 기여도를 꾸준히 높여갈 것으로 기대한다. 따라서, 당사는 HD현대미포의 1) 빠른 이익 턴어라운드, 2) 매출분류 확대 가능성에 주목하여 조선업종 최선호 Top-pick으로 제시한다.

건조속도와 반복건조의 힘

동사의 강점은 빠른 건조속도와 반복건조이다. 주력선종인 PC선은 리드타임 18개월, Feeder 컨테이너선은 17개월, LPG운반선은 23개월 소요된다. 더불어, PC선과 컨테이너선은 시리즈로 발주되어 반복건조로 생산 효율성 및 이익률 극대화에 효과적이다. 2025년 인식물량의 60%가 고선가, 40% 초고선가로 예상되며, 제품믹스도 PC선 및 LPG운반선 위주로 개선되어 강력한 이익 모멘텀이 기대된다.

3Q24 Review: 생산성 제고와 믹스개선에 따른 이익개선 뚜렷

3Q24 매출액 1조 776억원 (-5% QoQ, +8% YoY, 컨센 부합), 영업이익 352억원 (+102% QoQ, 흑자전환, OPM 3.3%, 컨센 47.7% 상회)으로 계절적 조업일수 감소 및 환율하락에도 견조한 실적을 달성했다. 호실적 배경은 1) 생산성 제고 지속, 2) 고가물량 건조비중 확대이다. 생산성은 2024년 연간 목표치 대비 3~5% 초과달성했고, 수주연도별 매출인식 비중은 2022년 62%, 2023년 32%까지 확대, 선종별 제품믹스도 PC선 53.3%, 컨테이너선 19.4%, LPG 8.6%이다. 이익 턴어라운드의 Key인 생산성과 믹스개선이 순조롭게 진행되고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,717	4,039	4,423	4,978	5,650
영업이익 (십억원)	-109	-153	92	346	581
영업이익률 (%)	-2.9	-3.8	2.1	7.0	10.3
순이익 (십억원)	-45	-143	71	290	491
EPS (원)	-1,116	-3,579	1,781	7,266	12,291
ROE (%)	-2.1	-7.0	3.5	13.2	19.0
P/E (배)	-	-	61.8	15.1	8.9
P/B (배)	1.6	1.7	2.1	1.9	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HD현대미포, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 투자포인트

투자의견 '매수' 및 목표주가 170,000원 제시

HD현대미포의 투자의견 '매수', 목표주가 170,000원 (Upside 54.5%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 78,955원에 Target P/B 2.1배 (26~27F Sustainable ROE 19.5%, COE 10.5%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 국내 조선사의 주가 및 밸류에이션이 24MF ROE와 상관관계 (0.8~0.9)가 높은 점을 감안하여 2026~2027년 ROE 기반으로 적정 밸류에이션을 도출했다. Implied P/E는 12.3배이다.

자회사인 현대베트남조선 캐파증대도 미포의 실적성장에 힘을 더해줄 전망이다. 현재 캐파 15척에서 매년 1~2척씩 증가해 2030년까지 23척으로 확대될 예정이다. 3Q24 기준 영업이익 181억원 (+42% QoQ)이며, 앞으로도 기여도를 꾸준히 높여갈 것으로 기대한다. 따라서, 당사는 HD현대미포의 1) 빠른 이익 턴어라운드, 2) 매출볼륨 확대 가능성에 주목하여 조선업종 최선호 Top-pick으로 제시한다.

표 19. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)	-0.8%	-7.1%	-2.1%	-7.0%	3.5%	13.2%	19.0%	20.1%
배당성향 (b)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
유보율 (c = 1-b)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Sustainable ROE (a*c)	-0.8%	-7.1%	-2.1%	-7.0%	3.5%	13.2%	19.0%	20.1%
무위험수익률 (d)	1.0%	1.8%	3.6%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
베타 (e)	1.4	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
시장위험프리미엄 (f)	7.6%	6.5%	7.5%	7.0%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
자기자본비용 [d+f*e]	11.6%	8.7%	10.4%	10.3%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
영구성장률 (g)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
적정 P/B (배)							2.1	2.2
BPS (원)	58,409	54,331	53,608	49,485	51,480	58,746	71,037	86,874
적정주가 (원)							147,551	192,669
주식 수 (백만주)	40	40	40	40	40	40	40	40
시가총액 (십억원)	1,917	2,796	3,375	3,391	4,394	4,394	4,394	4,394
현재주가 (원)	47,931	69,899	84,378	84,777	110,000	110,000	110,000	110,000
상승여력							34.1%	75.2%
EPS (원)	-488	-3,998	-1,116	-3,579	1,781	7,266	12,291	15,837
P/E (배)	-98.2	-17.5	-75.6	-23.7	61.8	15.1	8.9	6.9
Implied P/E (배)	-348.4	-42.5	-152.3	-47.5	95.4	23.4	13.8	10.7

Target valuation

적용 BPS (원)	78,955	26~27F BPS avg.
목표 P/B (배)	2.1	26~27F P/B avg.
목표주가 (원)	170,000	
현재주가 (원)	110,000	
상승여력	54.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

COE 추정치 가정

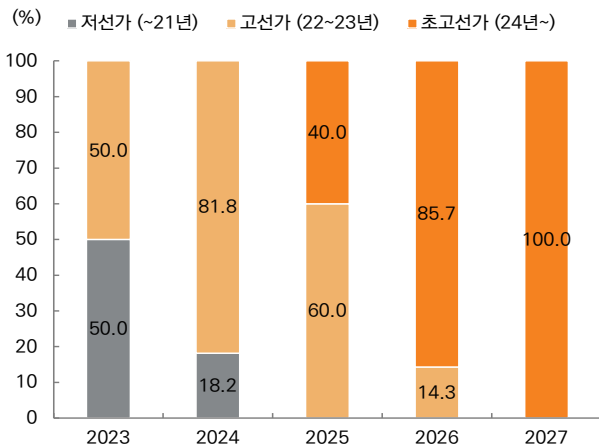
- 1) 무위험수익률 = 국고채 3년물 금리
- 2) 베타 = 52주 베타
- 3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
- 4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균

건조속도와 반복건조의 힘

동사의 강점은 1) 빠른 건조속도와 2) 반복건조다. 주력선종인 25~75K DWT급 석유화학 제품운반선 (PC선)은 리드타임 18개월, 1~3K TEU급 Feeder 컨테이너선은 17개월, 22~40K DWT급 중형가스운반선 (MGC)은 23개월 소요된다. 대형 선박의 리드타임이 25~30개월인 점을 감안하면 2022~2024년에 수주한 고가 선박의 이익실현 속도가 타 조선사 대비 월등히 빠를 수 밖에 없다. 또한, PC선과 컨테이너선은 시리즈로 발주가 나오기 때문에 동일선종 반복건조가 가능해 생산 효율성 및 이익률 극대화에 효과적이다.

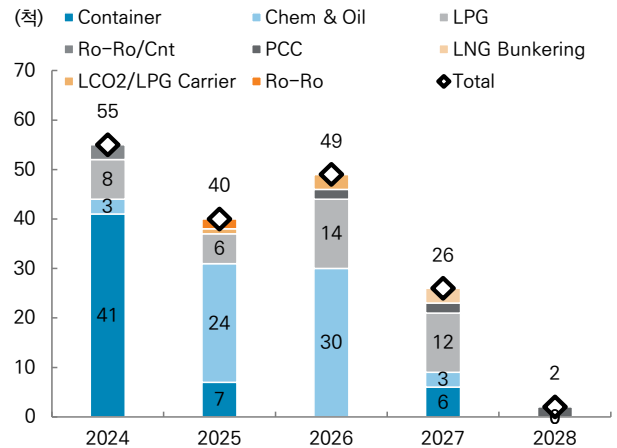
스틸커팅 기준 2025년 인식물량의 60%가 고선가, 40%가 초고선가로 구성, 제품믹스도 PC선 및 MGC 위주로 개선될 예정이다. 2027년 유희슬랏은 해운수요 및 발주시황이 우호적이고 수익성 좋은 PC선과 MGC 위주로 채워갈 것으로 기대한다. 한편, 1H24 기준 가동률은 112%를 달성했다. 올해 내로 생산 불안정성이 해소되고 내년부터 본격적인 흑자구간 진입 및 이익 모멘텀 확대를 전망한다. 이밖에 2012~2016년에 쌓여있던 차입금이 대부분 해소되어 매우 건조한 재무건전성을 유지하고 있는 점도 긍정적이다.

그림 189. 2025년부터 고선가 및 초고선가 선박 매출인식 본격화



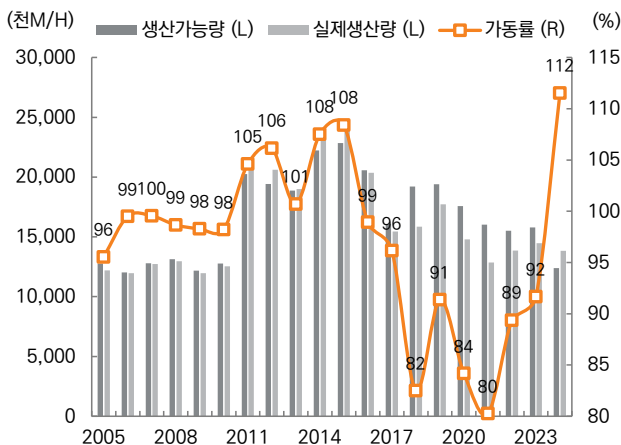
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 인도 기준 저가컨선-> PC선으로 제품믹스 개선 예정



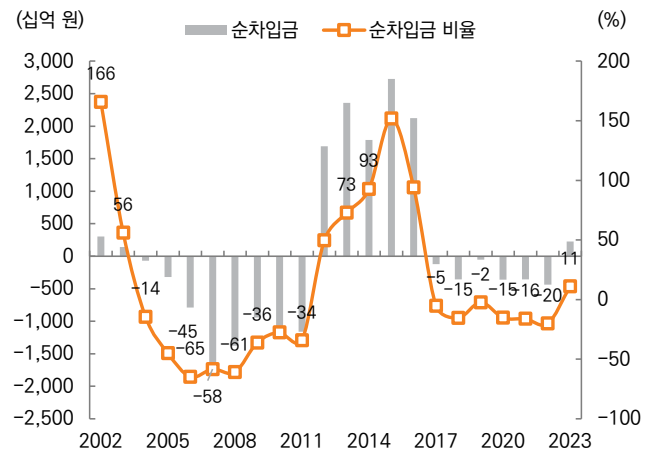
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 191. 조선소 가동률 112% 납기 가속화 예상



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 192. 순현금 (Net cash) 상태로 재무건전성도 매우 견조



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. HD현대미포 수주 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
LPG	45,000	cu.m.	2027년 4월	2024년 9월	PascoGas	83.0	LPG, 암모니아 레디	
LPG	45,000	cu.m.	2027년 7월	2024년 9월	PascoGas	83.0	LPG, 암모니아 레디	
LNG Bunkering	12,500	cu.m.	2027년 5월	2024년 9월	Unknown	88.0	LNG Capable	
Container	1,127	TEU	2027년 1월	2024년 9월	CLdN Cobelfret	50.4		
Container	1,127	TEU	2027년 2월	2024년 9월	CLdN Cobelfret	50.4		
Container	1,127	TEU	2027년 4월	2024년 9월	CLdN Cobelfret	50.4		
Container	1,127	TEU	2027년 5월	2024년 9월	CLdN Cobelfret	50.4		
Container	1,127	TEU	2027년 7월	2024년 9월	CLdN Cobelfret	50.4		
Container	1,127	TEU	2027년 8월	2024년 9월	CLdN Cobelfret	50.4		
LNG Bunkering	18,000	cu.m.	2027년 8월	2024년 9월	Hercules Tanker Mgt	92.4	LNG Capable	
LNG Bunkering	18,000	cu.m.	2027년 11월	2024년 9월	Hercules Tanker Mgt	92.4	LNG Capable	
LPG	45,600	cu.m.	2027년 1월	2024년 8월	Purus Marine	74.5	암모니아 레디	
LPG	45,600	cu.m.	2027년 5월	2024년 8월	Purus Marine	74.5	암모니아 레디	
LPG	45,000	cu.m.	2027년 2월	2024년 8월	AMPTC	80.7	LPG	
LPG	45,000	cu.m.	2027년 4월	2024년 8월	AMPTC	80.7	LPG	
Chem & Oil	50,000	DWT	2027년 3월	2024년 7월	Unknown			
Chem & Oil	50,000	DWT	2027년 1월	2024년 7월	Brave Maritime	54.1		
Chem & Oil	50,000	DWT	2027년 3월	2024년 7월	Brave Maritime	54.1		
Chem & Oil	37,000	DWT	2026년 2월	2024년 6월	Evalend Shipping	48.0		
Chem & Oil	37,000	DWT	2026년 4월	2024년 6월	Evalend Shipping	48.0		

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. HD현대미포 인도 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
LPG	40,000	cu.m.	2024년 10월	2022년 6월	PascoGas	63.5	LPG	
Chem & Oil	50,141	DWT	2024년 9월	2022년 7월	Nissen Kaiun			
Container	2,800	TEU	2024년 9월	2022년 2월	Sinokor Merchant		암모니아 레디, LNG 레디	Fitted
Container	2,126	TEU	2024년 9월	2021년 11월	CMA CGM	63.0	LNG Capable	
Container	2,782	TEU	2024년 8월	2022년 2월	Tsakos Shpg & Trdg	42.7		Fitted
Container	2,126	TEU	2024년 8월	2021년 11월	CMA CGM	63.0	LNG Capable	
Ro-Ro/Cnt	4,700	Lane m.	2024년 8월	2021년 2월	Grimaldi Group	86.0		Fitted
Container	1,809	TEU	2024년 7월	2022년 7월	HMM	35.5		Fitted
Container	1,809	TEU	2024년 7월	2022년 3월	Euroseas	34.6	LNG 레디	
Container	2,800	TEU	2024년 7월	2022년 2월	Sinokor Merchant		암모니아 레디, LNG 레디	Fitted
Container	2,126	TEU	2024년 7월	2021년 11월	CMA CGM	63.0	LNG Capable	
Container	2,556	TEU	2024년 6월	2022년 8월	Namsung Shipping			Fitted
Container	1,809	TEU	2024년 6월	2022년 3월	Euroseas	34.6	LNG 레디	
Container	2,854	TEU	2024년 6월	2022년 3월	Container Carrier	45.6	LNG 레디	
Container	2,782	TEU	2024년 6월	2022년 2월	Tsakos Shpg & Trdg	42.7		Fitted
Container	2,126	TEU	2024년 6월	2021년 11월	CMA CGM	63.0	LNG Capable	
Container	1,809	TEU	2024년 5월	2022년 7월	HMM	35.5		Fitted
Container	1,809	TEU	2024년 5월	2022년 3월	Euroseas	34.6	LNG 레디	
LPG	22,000	cu.m.	2024년 5월	2022년 3월	Kyoei Tanker			
Container	2,854	TEU	2024년 5월	2022년 3월	Container Carrier	45.6	LNG 레디	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

3Q24 Review 및 영업실적 전망

3Q24 Review: 생산성 제고와 믹스개선에 따른 이익개선 뚜렷

HD현대미포는 3Q24 매출액 1조 776억원 (-5% QoQ, +8% YoY, 컨센 부합), 영업이익 352억원 (+102% QoQ, 흑자전환, OPM 3.3%, 컨센 47.7% 상회)으로 계절적 조업일수 감소 및 환율하락에도 견조한 실적을 달성했다. 일회성의 경우 후판가 하락 및 환차손에 따른 손익 +20억원 발생했다. 호실적 배경은 1) 생산성 제고 지속, 2) 고가물량 건조비중 확대이다. 생산성은 2024년 연간 목표치 대비 3~5% 초과달성했고, 제품믹스는 수주연도별 매출인식 비중은 2022년 62%, 2023년 32%까지, 선종별 PC선 53.3%, 컨테이너선 19.4%, LPG 8.6%이다. 이익 턴어라운드의 Key인 생산성과 믹스개선이 순항 중이다.

2025년 영업이익률 6.9%, ROE 13.2% 전망

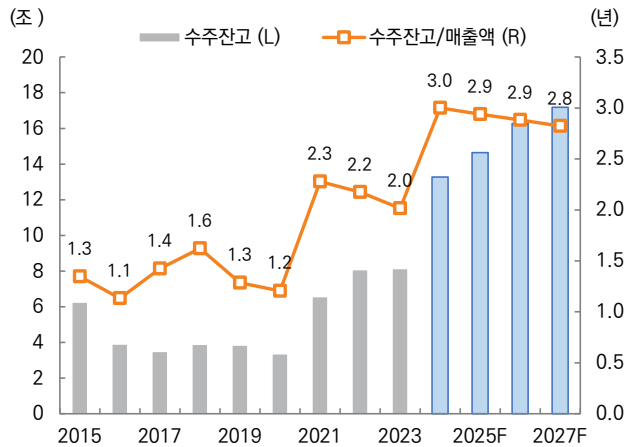
당사는 HD현대미포의 2025년 매출액 4조 9,781억원 (+12.5% YoY), 영업이익 3,457억원 (+274.9% YoY, OPM 6.9%)으로 전망한다. 2025년 OPM 높은 한자릿 수, 2026년 두 자릿 수 초반대까지 빠르게 개선될 것으로 예상한다. 이에 따른, 2025년 ROE는 13.2%로 추정한다. 당사는 국내 조선사의 이익 사이클을 선도할 것으로 기대한다.

표 22. 영업실적 전망치

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	8,578	9,198	9,297	8,141	10,454	12,213			8,141	13,270	14,636	16,279
매출액	909	1,033	994	1,103	1,000	1,129	1,078	1,216	4,039	4,423	4,978	5,650
YoY (%)	3.8	10.5	12.6	7.8	10.0	9.3	8.4	10.3	8.7	9.5	12.5	13.5
영업이익	-27	-52	-8	-65	-11	17	35	51	-153	92	345.7	581
YoY (%)	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	274.9	68.1
OPM (%)	-3.0	-5.1	-0.8	-5.9	-1.1	1.5	3.3	4.2	-3.8	2.1	6.9	10.3
당기순이익 (지배)	-5	-37	9	-111	2	27	0	42	-143	71	290	491
YoY (%)	적자지속	적자전환	-91.3	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	적자지속	-149.8	308.0	69.2
NPM (%)	-0.5	-3.6	0.9	-10.0	0.2	2.4	0.0	3.5	-3.5	1.6	5.8	8.7

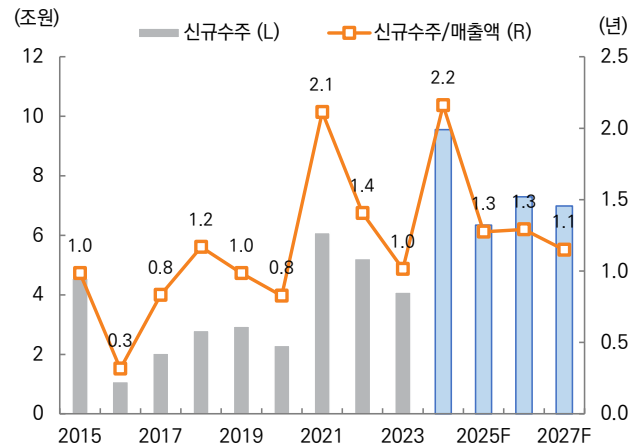
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 193. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



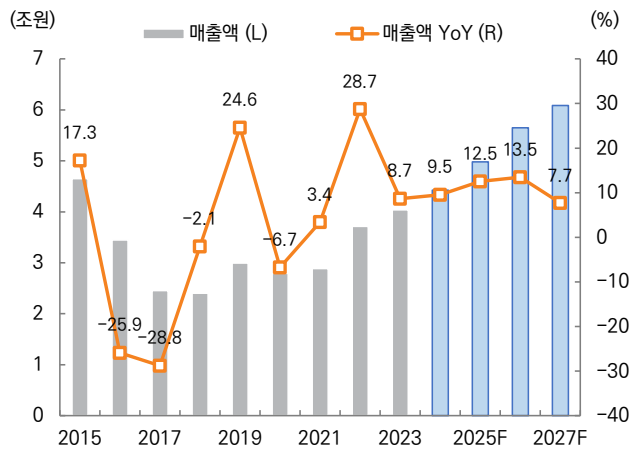
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 194. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



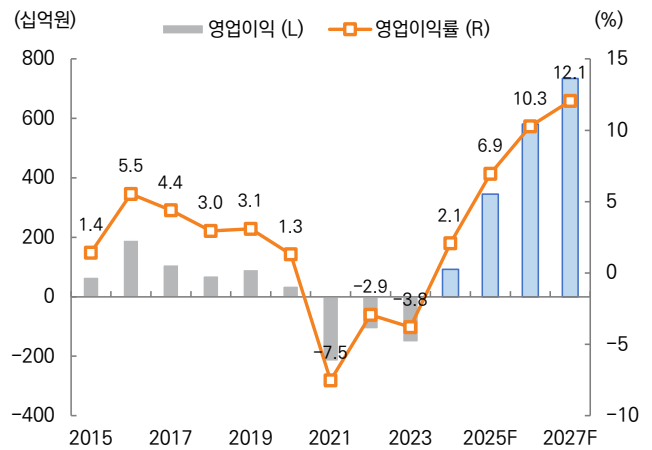
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 195. 매출액 및 YoY 성장률 추이



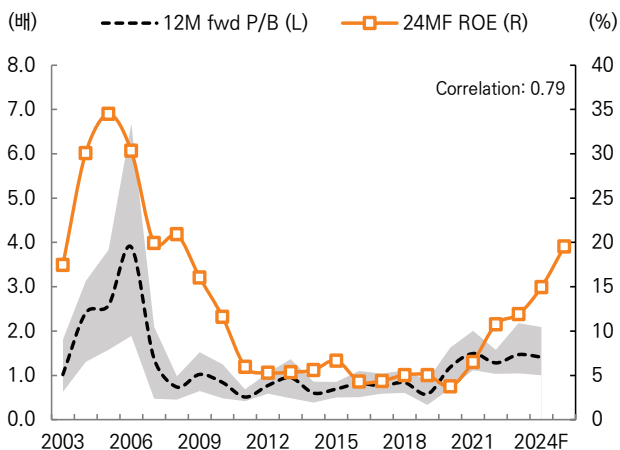
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 196. 영업이익 및 영업이익률 추이



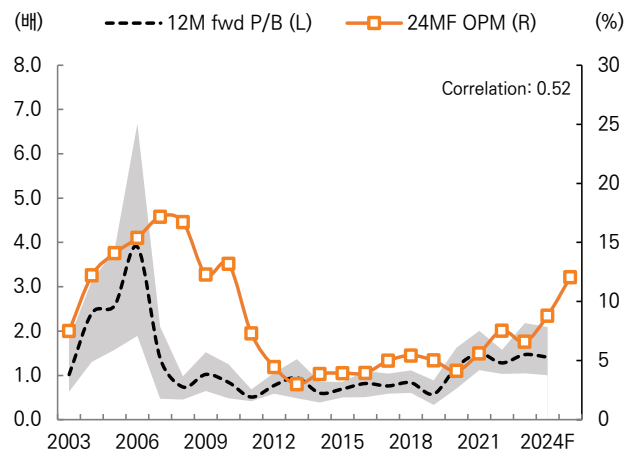
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 197. 12개월 선행 P/B - 24MF ROE 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 12개월 선행 P/B - 24MF OPM 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대미포 (010620)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,039	4,423	4,978	5,650
매출원가	4,070	4,189	4,503	4,957
매출총이익	-31	234	475	693
판매비와관리비	122	142	130	112
조정영업이익	-153	92	346	581
영업이익	-153	92	346	581
비영업손익	-4	0	10	20
금융손익	2	-9	-5	5
관계기업등 투자손익	0	-36	0	0
세전계속사업손익	-157	92	356	601
계속사업법인세비용	-18	17	62	104
계속사업이익	-139	75	294	497
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-139	75	294	497
지배주주	-143	71	290	491
비지배주주	4	4	4	6
총포괄이익	-160	83	294	497
지배주주	-165	73	266	449
비지배주주	5	10	28	47
EBITDA	-84	169	426	665
FCF	-651	35	231	389
EBITDA 마진율 (%)	-2.1	3.8	8.6	11.8
영업이익률 (%)	-3.8	2.1	7.0	10.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.5	1.6	5.8	8.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,799	3,058	3,300	4,249
현금 및 현금성자산	310	312	452	736
매출채권 및 기타채권	164	181	188	232
재고자산	230	254	263	325
기타유동자산	2,095	2,311	2,397	2,956
비유동자산	2,110	2,170	2,246	2,332
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,757	1,846	1,921	1,999
무형자산	15	16	16	16
자산총계	4,909	5,228	5,546	6,581
유동부채	2,735	2,869	2,893	3,425
매입채무 및 기타채무	456	503	522	643
단기금융부채	536	444	376	322
기타유동부채	1,743	1,922	1,995	2,460
비유동부채	158	257	258	263
장기금융부채	139	236	236	236
기타비유동부채	19	21	22	27
부채총계	2,894	3,127	3,151	3,688
지배주주지분	1,970	2,050	2,340	2,831
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	1,428	1,500	1,790	2,281
비지배주주지분	45	51	55	61
자본총계	2,015	2,101	2,395	2,892

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-533	176	386	551
당기순이익	-139	75	294	497
비현금수익비용가감	44	107	166	201
유형자산감가상각비	69	77	80	84
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-25	30	86	117
영업활동으로인한자산및부채의변동	-438	10	-8	-49
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-72	-9	-5	-32
재고자산 감소(증가)	63	-18	-10	-61
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-149	33	13	86
법인세납부	-3	-9	-62	-104
투자활동으로 인한 현금흐름	-112	-57	-179	-212
유형자산처분(취득)	-116	-141	-155	-162
무형자산감소(증가)	-10	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	53	-12	-5	-31
기타투자활동	-39	98	-19	-19
재무활동으로 인한 현금흐름	464	-155	-204	-185
장단기금융부채의 증가(감소)	409	5	-68	-55
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	55	-160	-136	-130
현금의 증가	-180	2	139	284
기초현금	490	310	312	452
기말현금	310	312	452	736

자료: HD현대미포, 미래에셋증권 리서치센터

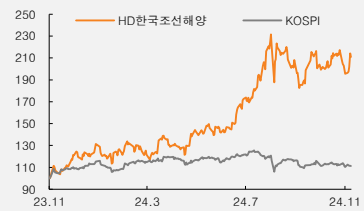
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	61.8	15.1	8.9
P/CF (x)	-	24.1	9.6	6.3
P/B (x)	1.7	2.1	1.9	1.5
EV/EBITDA (x)	-	27.9	10.6	6.2
EPS (원)	-3,579	1,781	7,266	12,291
CFPS (원)	-2,388	4,558	11,515	17,480
BPS (원)	49,485	51,480	58,746	71,037
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	8.7	9.5	12.5	13.5
EBITDA증가율 (%)	적지	흑전	152.2	55.9
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	274.9	68.1
EPS증가율 (%)	적지	흑전	307.9	69.2
매출채권 회전율 (회)	50.0	35.6	37.5	37.4
재고자산 회전율 (회)	15.5	18.3	19.2	19.2
매입채무 회전율 (회)	10.2	12.3	12.4	12.0
ROA (%)	-2.9	1.5	5.5	8.2
ROE (%)	-7.0	3.5	13.2	19.0
ROIC (%)	-6.8	3.7	12.3	19.7
부채비율 (%)	143.6	148.8	131.5	127.5
유동비율 (%)	102.3	106.6	114.1	124.1
순차입금/자기자본 (%)	13.7	12.9	2.5	-10.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-11.1	3.8	15.1	28.1

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	288,000원
현재주가(24/11/7)	194,000원
상승여력	48.5%

영업이익(24F, 십억원)	1,434
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,415
EPS 성장률(24F, %)	331.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.4
P/E(24F, x)	14.3
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSPI	2,561.15
시가총액(십억원)	13,730
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	62.6
외국인 보유비중(%)	31.4
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	95,300
52주 최고가(원)	213,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.9	48.3	96.8
상대주가	6.2	59.0	86.0



[조선/방산]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

HD한국조선해양

조선 팰리스 (PALACE)

투자 의견 매수, 목표주가 288,000원으로 커버리지 개시

HD한국조선해양의 투자 의견 '매수', 목표주가 288,000원 (Upside 48.5%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 235,404원에 Target P/B 1.2배 (26~27F Sustainable ROE 16.2%, COE 10.9%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 국내 조선사의 주가 및 밸류에이션이 24MF ROE와 상관관계 (0.8~0.9)가 높은 점을 감안하여 2026~2027년 ROE 기반으로 적정 밸류에이션을 도출했다. Implied P/E 7.5배이다.

주요 투자포인트는 1) HD현대삼호의 강력한 이익 모멘텀, 2) HD현대마린엔진 (구 STX중공업)의 엔진사업 확보, 3) 주주환원이 기대되는 건전한 현금흐름이다. 동사를 조선주 중 가장 편안한 선택지라고 판단하여 차선후주로 추천한다.

요새처럼 견고한 삼호의 Orderbook과 Earnings

HD현대삼호의 존재감이 나날이 강력해지고 있다. 삼호의 수주성과는 2022년부터 매년 역사적 평균치를 50%씩 상회하는 압도적인 퍼포먼스를 보여주며, 4년치 일감을 확보했다. 더불어, 수주잔량도 LNG운반선 및 VLAC 등 양질의 고부가가치 선종 위주로 구성되어 있어 제품믹스가 지속 개선될 예정이다. 2025년 인식물량 중 고선가 77%, 초고선가 23%로 예상되어 건조 ASP가 연평균 10%씩 빠르게 상향될 전망이다. 당사 추정에 따르면, 삼호의 영업이익률은 2026F 14.3%, 2027F 15.9%로 예상 24MF 영업이익률은 15.1%를 기대한다.

3Q24 Review: 삼호의 하드캐리는 이제 시작

3Q24 연결 매출액 6조 2,458억원 (-6% QoQ, +25% YoY, 컨센 부합), 영업이익 3,984억원 (+6% QoQ, +478% YoY, OPM 6.4%, 컨센 11.6% 상회)을 기록했다. 조업일수 감소 및 환율하락으로 실적 부침이 우려되었으나, 1) 후판가격 하락과 2) 고선가/고부가가치 선종 제품믹스 개선, 3) 생산안정화 등이 이를 상쇄시켰다. 이에, HD현대삼호 3분기 영업이익률 10.8%을 기록했다. 앞으로도 생산성 제고 및 선종별 제품믹스 개선에 따라 강력한 이익 모멘텀을 시현할 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	17,302	21,296	25,376	29,097	31,917
영업이익 (십억원)	-356	282	1,434	2,533	3,518
영업이익률 (%)	-2.1	1.3	5.7	8.7	11.0
순이익 (십억원)	-217	222	958	1,656	2,379
EPS (원)	-3,065	3,133	13,531	23,398	33,608
ROE (%)	-2.2	2.3	9.1	13.8	17.0
P/E (배)	-	38.6	14.3	8.3	5.8
P/B (배)	0.5	0.9	1.2	1.1	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.4	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 투자포인트

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 288,000원 제시

HD한국조선해양의 투자의견 ‘매수’, 목표주가 288,000원 (Upside 48.5%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 235,404원에 Target P/B 1.2배 (26~27F Sustainable ROE 16.2%, COE 10.9%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 국내 조선사의 주가 및 밸류에이션이 24MF ROE과 상관관계 (0.8~0.9)가 높은 점을 감안하여 2026~2027년 ROE 기반으로 적정 밸류에이션을 도출했다. Implied P/E 7.5배이다.

주요 투자포인트는 1) HD현대삼호의 강력한 이익 모멘텀, 2) HD현대마린엔진 (구 STX중공업) 인수를 통한 엔진사업 확보, 3) 주주환원을 기대할 수 있는 건전한 현금흐름이다. 당사는 HD한국조선해양을 조선주 중 가장 편안한 선택지라고 판단하여 차선호주로 추천한다.

표 23. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)	-7.4%	-9.0%	-2.2%	2.3%	9.1%	13.8%	17.0%	19.2%
배당성향 (b)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	8.4%	12.5%
유보율 (c = 1-b)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	97.0%	91.6%	87.5%
Sustainable ROE (a*c)	-7.4%	-9.0%	-2.2%	2.3%	9.1%	13.4%	15.6%	16.8%
무위험수익률 (d)	1.0%	1.8%	3.6%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
베타 (e)	1.4	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
시장위험프리미엄 (f)	7.6%	6.5%	7.5%	7.0%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
자기자본비용 (d+e*f)	12.0%	9.8%	11.2%	10.1%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
영구성장률 (g)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
할증(할인)율	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
적정 P/B (배)							1.2	1.3
BPS (원)	154,251	139,419	137,417	140,085	157,925	181,323	214,227	256,529
적정주가 (원)							250,240	327,463
주식 수 (백만 주)	71	71	71	71	71	71	71	71
시가총액 (십억 원)	7,679	6,695	5,004	8,556	13,730	13,220	13,220	13,220
현재주가 (원)	108,153	94,298	70,474	120,514	194,000	194,000	194,000	194,000
상승여력							29.0%	68.8%
EPS (원)	(11,781)	(13,131)	(3,065)	3,133	13,531	23,398	33,608	45,117
P/E (배)	-9.2	-7.2	-23.0	38.5	14.3	8.3	5.8	4.3
Implied P/E (배)	-24.4	-21.9	-94.0	91.9	21.3	12.3	8.6	6.4

Target valuation

적용 BPS (원)	235,378	26~27F BPS avg.
목표 P/B (배)	1.2	26~27F P/B avg.
목표주가 (원)	288,000	
현재주가 (원)	194,000	
상승여력	48.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

주요 추정치 가정

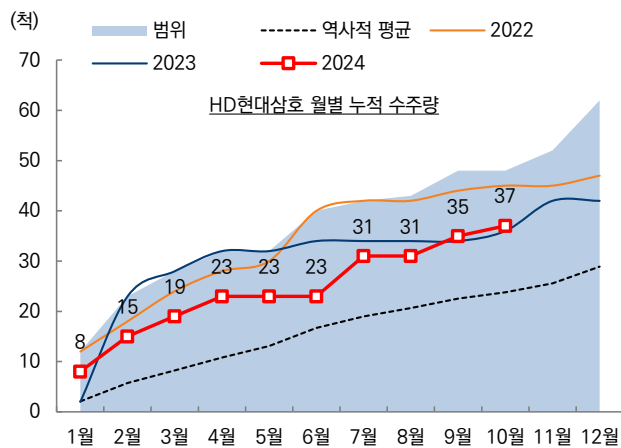
- 1) 무위험수익률 = 국고채 3년물
- 2) 베타 = 52주 베타
- 3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
- 4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균
- 5) 할인율 = 역대 타 조선주 대비 P/B 할인율 25%

요새처럼 견고한 삼호의 Orderbook과 Earnings

HD현대삼호의 존재감이 나날이 강력해지고 있다. 수주성과는 2022년부터 역사적 평균치를 56% 이상 상회하며 압도적인 퍼포먼스를 보여주었으며, 현재 4년치의 일감을 확보하고 있다. 뿐만 아니라, 수주잔량도 LNG운반선 및 암모니아선 등 양질의 고부가가치 선종 위주로 구성되어 있어 제품믹스 개선이 예상된다. 2025년 인식물량 중 77%가 고선가, 23%가 초고선가로 건조 ASP도 연평균 10%씩 빠르게 상향될 것으로 추정한다.

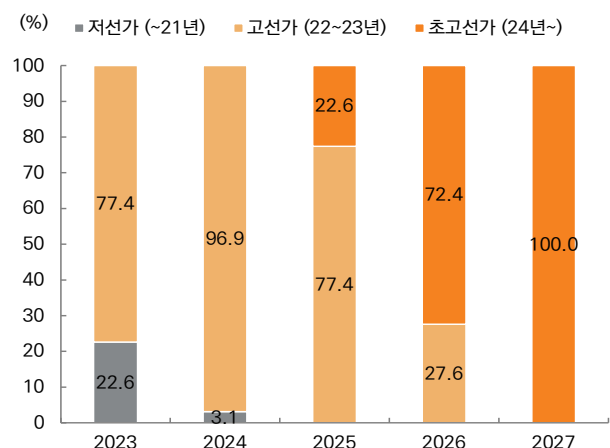
삼호는 1Q24에 이미 영업이익률 10.9%를 기록했으며, 2025년부터는 꾸준히 두 자릿수 이상의 수익성을 지속해나갈 전망이다. 당사 추정에 따르면, 삼호의 영업이익률은 2026F 14.3%, 2027F 15.9%로 내년 예상 24MF 영업이익률은 15.1%를 기대한다. HD현대 조선3사의 안정적인 실적 성장에 따라 연결 기준 영업활동현금흐름은 지속 개선될 전망이다.

그림 199. 삼호 2024년 수주성과 역사적 평균치 56% 상회



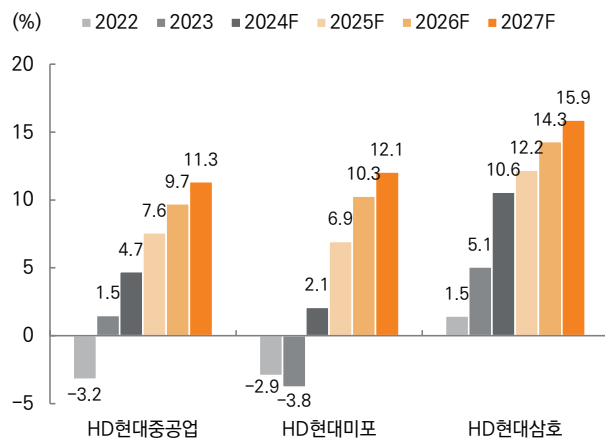
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 200. 2025년 고선가 비중 77%, 초고선가 23%



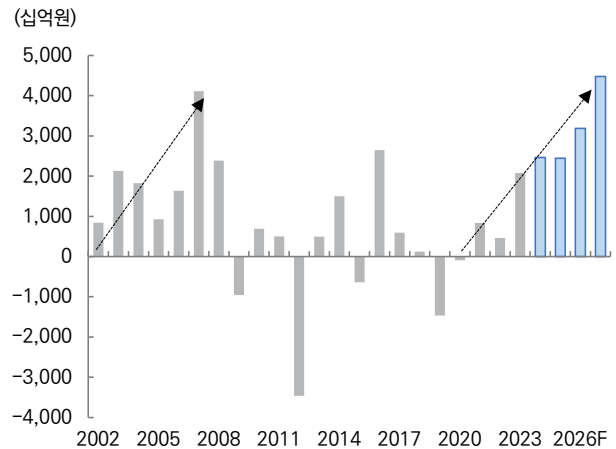
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 201. 삼호 26~27F 영업이익률 13.5% 전망



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 202. 중장기 영업활동현금흐름 개선 기대



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 24. HD현대삼호 수주 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
Ethane/LPG	150,000	cu.m.	2027년 7월	2024년 10월	Unknown	206.9	에탄	
Ethane/LPG	150,000	cu.m.	2027년 9월	2024년 10월	Unknown	206.9	에탄	
Container	7,900	TEU	2026년 11월	2024년 9월	Wan Hai Lines	127.0	메탄올	
Container	7,900	TEU	2027년 1월	2024년 9월	Wan Hai Lines	127.0	메탄올	
Container	7,900	TEU	2027년 3월	2024년 9월	Wan Hai Lines	127.0	메탄올	
Container	7,900	TEU	2027년 5월	2024년 9월	Wan Hai Lines	127.0	메탄올	
Container	15,500	TEU	2027년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2027년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2027년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2028년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2028년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2028년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2028년 7월	2024년 7월	Maersk Tankers	118.4	암모니아 레디	
Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2028년 9월	2024년 7월	Maersk Tankers	118.4	암모니아 레디	
Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2028년 1월	2024년 4월	Maersk Tankers	116.9	암모니아 레디	
Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2028년 3월	2024년 4월	Maersk Tankers	116.9	암모니아 레디	
Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2028년 5월	2024년 4월	Maersk Tankers	116.9	암모니아 레디	
Ammonia/LPG	93,000	cu.m.	2028년 7월	2024년 4월	Maersk Tankers	116.9	암모니아 레디	
Tanker	300,000	DWT	2027년 4월	2024년 3월	Ray Car Carriers	130.0	LNG 레디	Fitted
Tanker	300,000	DWT	2027년 6월	2024년 3월	Ray Car Carriers	130.0	LNG 레디	Fitted

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. HD현대삼호 인도 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
LNG	174,000	cu.m.	2024년 10월	2022년 6월	CoolCo	231.1	LNG Capable	
Container	8,048	TEU	2024년 10월	2022년 2월	CMA CGM	118.7	LNG Capable	
Container	15,000	TEU	2024년 10월	2022년 1월	MSC	182.4	LNG Capable, 암모니아 레디	
Container	8,182	TEU	2024년 9월	2022년 3월	Cido Shipping	120.7		Fitted
Container	8,182	TEU	2024년 9월	2022년 3월	Cido Shipping	120.7		Fitted
PCC	7,580	Cars	2024년 8월	2022년 4월	Ray Car Carriers	119.8	LNG Capable	
Container	8,048	TEU	2024년 8월	2022년 2월	CMA CGM	118.7	LNG Capable	
Container	15,000	TEU	2024년 8월	2022년 1월	MSC	182.4	LNG Capable, 암모니아 레디	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 7월	2022년 1월	SK Shipping	217.9	LNG Capable	
Container	8,182	TEU	2024년 6월	2022년 3월	Cido Shipping	120.7		Fitted
Container	8,182	TEU	2024년 6월	2022년 3월	Cido Shipping	120.7		Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2024년 6월	2022년 2월	Hyundai Glovis	217.4	LNG Capable	
Container	15,000	TEU	2024년 6월	2022년 1월	MSC	182.4	LNG Capable, 암모니아 레디	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 6월	2021년 11월	Capital Clean EC	211.0	LNG Capable	
LPG	86,144	cu.m.	2024년 6월	2021년 8월	Hyundai Glovis	83.5	LPG	
Container	7,928	TEU	2024년 4월	2022년 1월	Eastern Pacific Shpg	117.4	LNG Capable	
Container	15,000	TEU	2024년 4월	2022년 1월	MSC	182.4	LNG Capable, 암모니아 레디	
LPG	86,144	cu.m.	2024년 4월	2021년 8월	Hyundai Glovis	83.5	LPG	
Container	7,928	TEU	2024년 3월	2022년 1월	Eastern Pacific Shpg	117.4	LNG Capable	
Container	15,000	TEU	2024년 3월	2022년 1월	MSC	182.4	LNG Capable, 암모니아 레디	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

3Q24 Review 및 영업실적 전망

3Q24 Review: 삼호의 하드캐리는 이제 시작

3Q24 연결 매출액 6조 2,458억원 (-6% QoQ, +25% YoY, 컨센 2.9% 상회), 영업이익 3,984억원 (+6% QoQ, +478% YoY, OPM 6.4%, 컨센 11.6% 상회)을 기록했다. 조업일 수 감소 및 환율하락으로 실적 부침이 우려되었으나, 1) 후판가격 하락과 2) 고선가/고부가 가치 선종 믹스 개선, 3) 생산 안정화 등이 부정적 요인들을 상쇄시키며 호실적을 달성했다.

HD현대삼호는 전분기에 이어 3Q24도 영업이익률 10.8%로 이익개선세를 유지하고 있다. 생산성이 연초 목표치 대비 3~4% 초과 개선되며 이익률이 두 자릿 수 초반대에 안착했다. 수주연도별 매출인식 비중은 2021년 4%, 2022년 63%, 2023년 32%로 고선가 물량인식 비중이 지속 확대 중이며, 선종별 믹스도 가스선 38.7%로 고부가선 비중이 증가했다.

2025년 영업이익률 8.7%, ROE 13.8% 전망

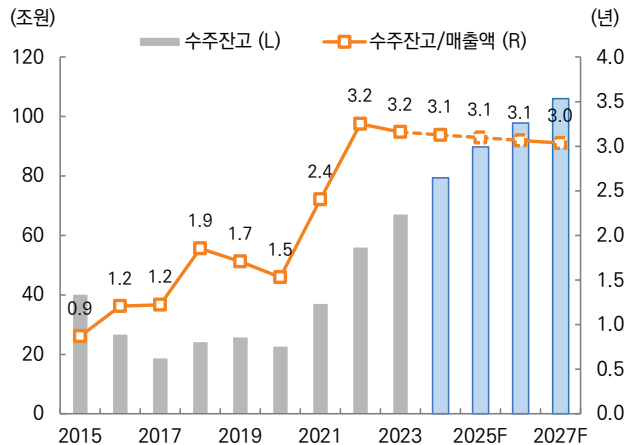
당사는 HD한국조선해양의 2025년 연결 매출액 29조 974억원 (+14.7% YoY), 영업이익 2조 5,325억원 (+76.6% YoY, OPM 8.7%)으로 전망한다. HD현대삼호는 HD현대미포와 함께 국내 조선업종 이익 턴어라운드의 선행지표 역할을 하고 있다. 넉넉한 고선가 물량과 낮아지는 비용부담 환경에서 최대 수혜가 기대되는 종목 중 하나다.

표 26. 영업실적 전망치

		(십억원)											
항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고		63,432	64,838	66,893	67,281	77,180	78,511			67,281	79,369	90,098	97,841
매출액		4,842	5,454	5,011	5,989	5,516	6,615	6,246	6,999	21,296	25,376	29,097	31,917
YoY (%)		23.9	30.2	17.5	21.2	13.9	21.3	24.6	16.9	23.1	19.2	14.7	9.7
영업이익		-19	71	69	161	160	376	398	499	282	1,434	2,533	3,518
YoY (%)		적자지속	흑자전환	-63.5	37.5	흑자전환	428.3	477.7	210.0	흑자전환	408.2	76.6	38.9
OPM (%)		-0.4	1.3	1.4	2.7	2.9	5.7	6.4	7.1	1.3	5.7	8.7	11.0
당기순이익 (지배)		-140	50	337	-25	189	292	151	326	222	958	1,656	2,379
YoY (%)		적자지속	흑자전환	47.8	적자지속	흑자전환	486.8	-55.2	흑자전환	흑자전환	331.9	72.9	43.6
NPM (%)		-2.9	0.9	6.7	-0.4	3.4	4.4	2.4	4.7	1.0	3.8	5.7	7.5
HD현대 조선3사 (단순합산)	매출액	4,932	5,646	5,171	6,212	5,694	6,824	6,330	7,158	21,962	26,006	29,630	32,405
	영업이익	35	121	125	235	197	389	419	516	327	1,520	2,597	3,582
	OPM (%)	0.7	2.1	2.4	3.8	3.5	5.7	6.6	7.2	1.5	5.8	8.8	11.1
HD현대삼호	매출액	1,390	1,548	1,324	1,696	1,706	1,811	1,644	1,827	5,959	6,987	8,305	8,779
	영업이익	104	105	120	162	186	176	178	199	302	739	1,013	1,255
	OPM (%)	7.4	6.7	9.1	9.5	10.9	9.7	10.8	10.9	5.1	10.6	12.2	14.3
HD현대중공업	매출액	2,633	3,064	2,854	3,413	2,988	3,884	3,609	4,115	11,964	14,595	16,347	17,975
	영업이익	-41	69	13	139	21	196	206	266	179	689	1,239	1,746
	OPM (%)	-1.6	2.2	0.5	4.1	0.7	5.0	5.7	6.5	1.5	4.7	7.6	9.7
HD현대미포	매출액	909	1,033	994	1,103	1,000	1,129	1,078	1,216	4,039	4,423	4,978	5,650
	영업이익	-27	-52	-8	-65	-11	17	35	51	-153	92	346	581
	OPM (%)	-3.0	-5.1	-0.8	-5.9	-1.1	1.5	3.3	4.2	-3.8	2.1	6.9	10.3

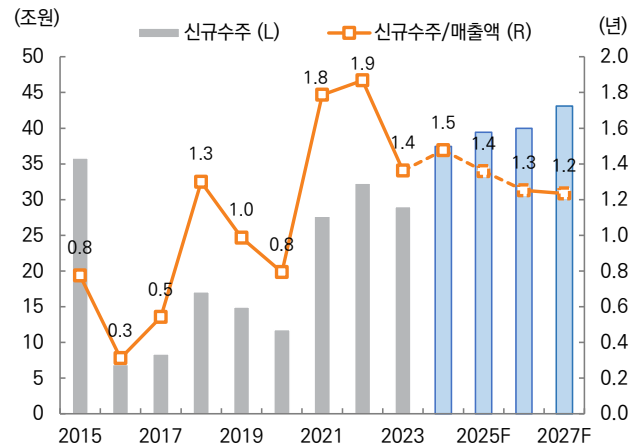
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 203. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



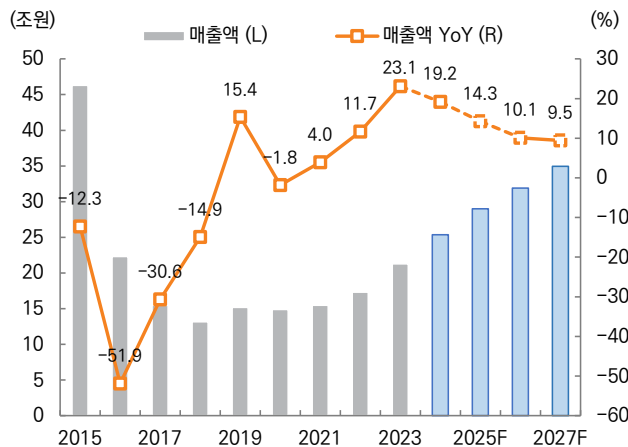
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 204. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



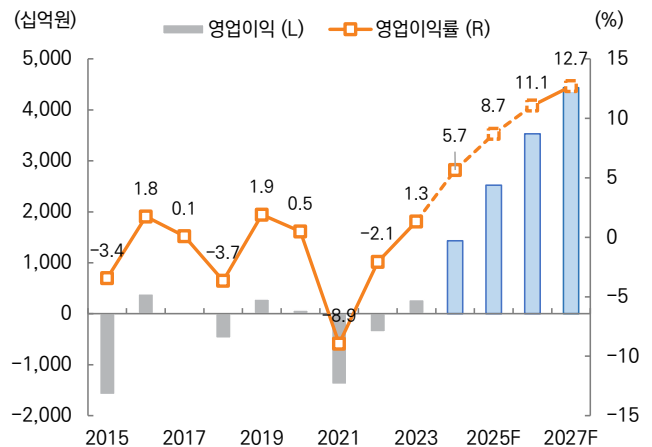
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 205. 매출액 및 YoY 성장률 추이



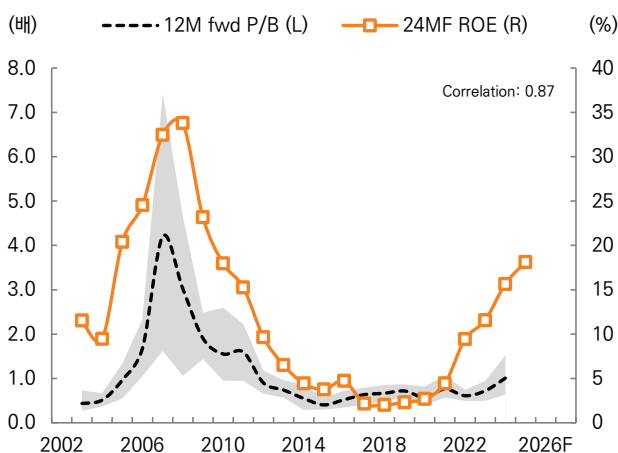
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 206. 영업이익 및 영업이익률 추이



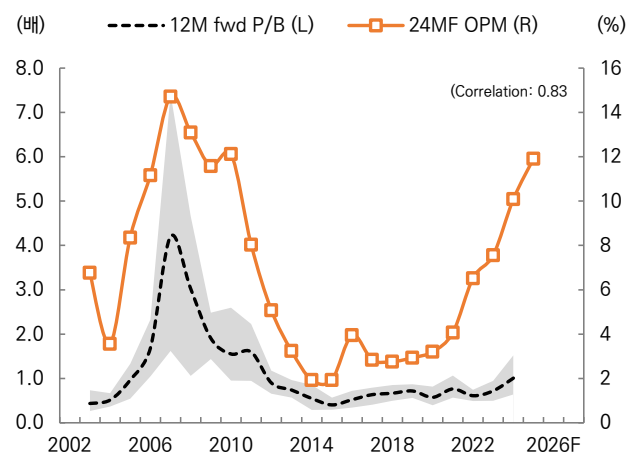
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 207. 12개월 선행 P/B - 24MF ROE 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 208. 12개월 선행 P/B - 24MF OPM 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

HD한국조선해양 (009540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,296	25,376	29,097	31,917
매출원가	20,248	23,127	25,674	27,522
매출총이익	1,048	2,249	3,423	4,395
판매비와관리비	766	815	891	877
조정영업이익	282	1,434	2,533	3,518
영업이익	282	1,434	2,533	3,518
비영업손익	-290	-44	-154	-101
금융손익	8	3	53	109
관계기업등 투자손익	0	38	-50	-30
세전계속사업손익	-8	1,390	2,379	3,417
계속사업법인세비용	-153	282	444	638
계속사업이익	145	1,108	1,935	2,779
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	145	1,108	1,935	2,779
지배주주	222	958	1,656	2,379
비지배주주	-77	150	279	400
총포괄이익	-11	1,104	1,935	2,779
지배주주	103	926	1,571	2,256
비지배주주	-114	178	364	522
EBITDA	754	1,938	3,060	4,065
FCF	1,260	1,579	1,510	2,168
EBITDA 마진율 (%)	3.5	7.6	10.5	12.7
영업이익률 (%)	1.3	5.7	8.7	11.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	3.8	5.7	7.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	17,735	20,548	24,490	29,273
현금 및 현금성자산	3,018	3,333	4,367	5,985
매출채권 및 기타채권	1,411	1,616	2,087	2,673
재고자산	2,006	2,393	2,961	3,620
기타유동자산	11,300	13,206	15,075	16,995
비유동자산	14,507	14,734	15,285	15,858
관계기업투자등	309	361	412	465
유형자산	10,504	10,903	11,345	11,806
무형자산	191	194	179	165
자산총계	32,243	35,282	39,774	45,131
유동부채	17,498	18,795	21,322	23,917
매입채무 및 기타채무	2,338	2,733	3,119	3,517
단기금융부채	2,791	1,607	1,701	1,798
기타유동부채	12,369	14,455	16,502	18,602
비유동부채	2,375	2,539	2,571	2,603
장기금융부채	2,186	2,319	2,319	2,319
기타비유동부채	189	220	252	284
부채총계	19,872	21,335	23,893	26,520
지배주주지분	9,904	11,166	12,822	15,151
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	14,374	15,002	16,658	18,986
비지배주주지분	2,466	2,781	3,060	3,460
자본총계	12,370	13,947	15,882	18,611

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,082	2,465	2,465	3,162
당기순이익	145	1,108	1,935	2,779
비현금수익비용가감	434	695	1,014	1,186
유형자산감가상각비	459	488	512	533
무형자산상각비	13	16	15	14
기타	-38	191	487	639
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,510	741	-108	-288
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-373	-43	-410	-525
재고자산 감소(증가)	199	-380	-569	-658
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	332	283	317	325
법인세납부	-25	-128	-444	-638
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,267	-535	-1,474	-1,537
유형자산처분(취득)	-798	-869	-955	-994
무형자산감소(증가)	-60	-21	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-135	-416	-408	-419
기타투자활동	-274	771	-111	-124
재무활동으로 인한 현금흐름	-485	-1,899	-623	-618
장단기금융부채의 증가(감소)	-530	-1,051	94	97
자본의 증가(감소)	-8	140	0	0
배당금의 지급	-3	-1	0	-50
기타재무활동	56	-987	-717	-665
현금의 증가	321	314	1,034	1,619
기초현금	2,697	3,018	3,333	4,367
기말현금	3,018	3,333	4,367	5,985

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	38.6	14.3	8.3	5.8
P/CF (x)	14.8	7.6	4.7	3.5
P/B (x)	0.9	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	14.5	7.6	4.5	3.0
EPS (원)	3,133	13,531	23,398	33,608
CFPS (원)	8,180	25,472	41,667	56,014
BPS (원)	140,085	157,925	181,323	214,227
DPS (원)	0	0	704	2,817
배당성향 (%)	0.0	0.0	2.6	7.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.4	1.4
매출액증가율 (%)	23.1	19.2	14.7	9.7
EBITDA증가율 (%)	1,049.4	157.0	57.9	32.9
조정영업이익증가율 (%)	흑전	408.2	76.6	38.9
EPS증가율 (%)	흑전	331.9	72.9	43.6
매출채권 회전율 (회)	24.7	22.6	20.8	17.1
재고자산 회전율 (회)	10.1	11.5	10.9	9.7
매입채무 회전율 (회)	11.5	11.1	10.7	10.1
ROA (%)	0.5	3.3	5.2	6.5
ROE (%)	2.3	9.1	13.8	17.0
ROIC (%)	-46.1	13.2	19.8	25.7
부채비율 (%)	160.6	153.0	150.4	142.5
유동비율 (%)	101.4	109.3	114.9	122.4
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	-12.8	-19.3	-26.5
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	6.7	12.5	17.0

자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	15,000원
현재주가(24/11/8)	11,010원
상승여력	36.2%

영업이익(24F, 십억원)	477
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	473
EPS 성장률(24F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.4
P/E(24F, x)	37.1
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSPI	2,561.15
시가총액(십억원)	9,689
발행주식수(백만주)	880
유동주식비율(%)	73.2
외국인 보유비중(%)	33.0
베타(12M) 일간수익률	0.10
52주 최저가(원)	7,050
52주 최고가(원)	11,870

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.7	13.9	53.1
상대주가	13.1	22.0	44.8



[조선/방산]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

삼성중공업

간결함의 미학

투자 의견 매수, 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시

삼성중공업의 투자 의견 '매수', 목표주가 15,000원 (Upside 36.2%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 8,030원에 Target P/B 1.9배 (26~27F Sustainable ROE 17.6%, COE 10.6%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. Implied P/E 11.2배이다. 동사는 LNGC, 컨테이너선, FLNG 세 가지 품목에 선택과 집중하고 있으며, 수주잔고 볼륨과 퀄리티, 수익성 삼박자를 갖추고 있다.

수익성 좋은 사업에 선택과 집중

동사의 강점은 전략적 유연함이다. 팬데믹 이후 이연수요로 2021년 컨테이너선 발주가 폭증할 때 44척을 수주했으며, 지정학 리스크 발발 후 LNG 수요급증 속 2021~2022년 LNG운반선 58척을 확보했다. 이외에도, 해양 부문에서는 FLNG에 집중하고 있다. 현재 수주잔고에는 FLNG 2기가 남아있으며, 수주선가 23억달러 (3.2조원), 건조마진율 10~15%로 사업성이 매우 우수한 프로젝트이다. 동사의 실적은 1) LNG운반선 건조비중이 2024년 45%에서 2026년 65%까지 확대되고, 건조선가도 매년 11%씩 상승하여 이익개선세가 뚜렷해질 전망이다.

3Q24 Review: 걱정 없는 무난한 실적

3Q24 매출액 2.3조 원 (-8.3% QoQ, +14.7% YoY, 컨센 5.5% 하회), 영업이익 1,199억 원 (-8.3% QoQ, +58% YoY, OPM 5.2%, 컨센 6.1% 상회)을 기록했다. 8월 하계휴가와 9월 추석연휴로 조업일수가 전분기 대비 7% 줄어들며 매출이 소폭 감소했다. 일회성 손익은 190억원 (해양 프로젝트 하자보수 충당금 환입 +510억원, 임단협 타결금 -320억원) 발생했으며, 일회성 제외 영업이익은 1,009억원 (OPM 4.3%)이다. 1~10월 수주실적은 LNGC 21척, VLAC 2척, 셔틀탱커 1척으로 총 24척 (54억불)으로 연간 목표치 97억불의 56%를 달성했다. 연내 LNGC 및 D/F 컨테이너선 계약을 통해 18억달러를 채우고, 이어 모잠비크 코랄 FLNG 프로젝트 계약 (25억달러)도 체결하여 목표치 달성에 무리없을 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	5,945	8,009	9,837	11,353	12,796
영업이익 (십억원)	-854	233	477	783	1,198
영업이익률 (%)	-14.4	2.9	4.8	6.9	9.4
순이익 (십억원)	-619	-148	261	519	876
EPS (원)	-704	-168	296	590	995
ROE (%)	-16.1	-4.2	6.9	11.8	17.1
P/E (배)	-	-	37.1	18.7	11.1
P/B (배)	1.0	1.5	1.9	1.7	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 투자포인트

투자의견 '매수' 및 목표주가 15,000원 제시

삼성중공업의 투자의견 '매수', 목표주가 15,000원 (Upside 36.2%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 8,030원에 Target P/B 1.9배 (26~27F Sustainable ROE 17.6%, COE 10.6%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. Implied P/E 11.2배이다. 동사는 LNGC, 컨테이너선, FLNG 세 가지 품목에 선택과 집중하고 있으며, 수주잔고 볼륨과 퀄리티, 수익성 삼박자를 갖추고 있다.

표 27. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)	-33.1%	-36.9%	-16.1%	-4.2%	6.9%	11.8%	17.1%	18.0%
배당성향 (b)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
유보율 (c = 1-b)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Sustainable ROE (a*c)	-33.1%	-36.9%	-16.1%	-4.2%	6.9%	11.8%	17.1%	18.0%
무위험수익률 (d)	1.0%	1.8%	3.6%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
베타 (e)	1.4	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
시장위험프리미엄 (f)	7.6%	6.5%	7.5%	7.0%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
자기자본비용 (d+f*e)	11.9%	6.6%	10.4%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
영구성장률 (g)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
적정 P/B (배)							1.8	1.9
BPS (원)	6,969	5,773	5,187	5,010	5,821	6,411	7,406	8,654
적정주가 (원)							13,393	16,587
주식 수 (백만주)	674	674	880	880	880	880	880	880
시가총액 (십억원)	4,435	4,990	4,497	6,820	9,689	9,689	9,689	9,689
현재주가 (원)	6,580	7,403	5,110	7,750	11,010	11,010	11,010	11,010
상승여력							21.6%	50.7%
EPS (원)	(2,053)	(704)	(168)	296	590	995	1,247	1,446
P/E (배)	-3.2	-10.5	-30.3	26.1	18.7	11.1	8.8	7.6
Implied P/E (배)	-7.3	-21.3	-89.0	50.6	25.4	15.1	12.0	10.4

Target valuation		
적용 BPS (원)	8,030	26~27F BPS avg.
목표 P/B (배)	1.9	26~27F P/B avg.
목표주가 (원)	15,000	
현재주가 (원)	11,010	
상승여력	36.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

COE 추정치 가정

- 1) 무위험수익률 = 국고채 3년물 금리
- 2) 베타 = 52주 베타
- 3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
- 4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균

수익성 좋은 사업에 선택과 집중

동사의 강점은 전략적 유연함이다. 팬데믹 이후 이연수요로 2021년 컨테이너선 발주가 폭 증할 때 44척을 수주했으며, 지정학 리스크 발발 후 LNG 수요급증 속 2021~2022년 LNG운반선 58척을 확보했다. 앞으로도 환경규제 강화 트렌드에 맞춰 D/F 컨테이너선과 LNG운반선, VLAC, VLGC 등을 공략해나갈 전망이다. 인도 기준 LNG운반선 건조비중은 2024년 45%에서 2026년 65%까지 확대될 예정이며, 건조선가도 매년 11%씩 상승하여 이익개선세가 뚜렷해질 전망이다.

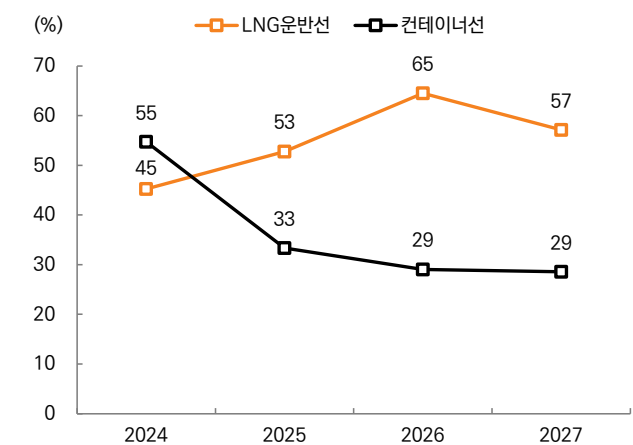
해양 부문에서는 FLNG에 집중하고 있다. 동사는 글로벌 FLNG 신조 7기 중 5기를 수주한 세계 1위 업체이다. 현재 수주잔고에는 FLNG 2기가 남아있으며, 수주선가 23억달러 (3.2조원), OPM 10~15%로 사업성이 매우 우수한 프로젝트이다.

표 28. 삼성중공업 Orderbook 선종 구성 (10월 기준)

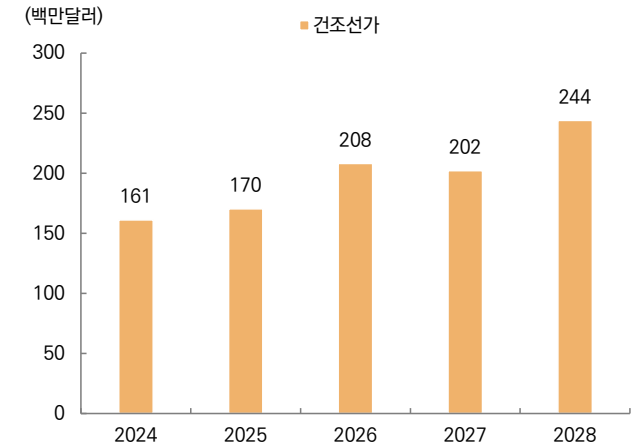
분류	선종	척수	비중	평균선가 (백만달러)	리드타임 (개월)
상선	LNG운반선	71	59%	225	31
	컨테이너선	35	29%	157	32
	암모니아 운반선	4	3%	119	30
	LPG운반선	2	2%	94	26
	석유탱커	3	3%	136	21
	탱커	2	2%	86	22
해양	LNG/FPSO (FLNG)	2	2%	2,300	37
	드릴십	1	1%	520	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 209. 연도별 LNG운반선 및 컨테이너선 건조비중 (인도 기준) 그림 210. 건조선가 연평균 11% 상승 (인도 기준)



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 삼성중공업 수주 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
LNG	174,000	cu.m.	2027년 1월	2024년 9월	MISC	257.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년 4월	2024년 9월	MISC	257.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2028년 2월	2024년 6월	ADNOC L&S	259.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2028년 4월	2024년 6월	ADNOC L&S	259.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2028년 6월	2024년 6월	ADNOC L&S	259.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2028년 8월	2024년 6월	ADNOC L&S	259.0	LNG Capable	
LNG/FPSO	3	mtpa	2028년 2월	2024년 4월	Cedar LNG Partners	2300.0		
Shuttle	154,850	DWT	2026년 8월	2024년 2월	Tsakos Energy Nav	149.0		
LNG	174,000	cu.m.	2026년	2024년 2월	MISC	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2026년	2024년 2월	CMES Shipping	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2026년	2024년 2월	Shandong Marine En	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2026년	2024년 2월	CMES Shipping	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2026년	2024년 2월	MISC	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	Shandong Marine En	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	CMES Shipping	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	MISC	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	Shandong Marine En	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	CMES Shipping	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	MISC	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	Shandong Marine En	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2027년	2024년 2월	CMES Shipping	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2028년	2024년 2월	Shandong Marine En	230.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2028년	2024년 2월	CMES Shipping	230.0	LNG Capable	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 삼성중공업 인도 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
Container	15,372	TEU	2024년 10월	2021년 3월	Evergreen Marine	124.0		Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2024년 9월	2022년 5월	TMS Cardiff Gas	230.7	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 9월	2021년 10월	Orion Global	206.5	LNG Capable	
LNG	180,000	cu.m.	2024년 9월	2021년 8월	Celsius Tankers	196.2	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 9월	2021년 5월	Maran Gas Maritime	186.5	LNG Capable	
Container	13,458	TEU	2024년 8월	2022년 3월	Wan Hai Lines	131.8		
Container	7,327	TEU	2024년 8월	2022년 3월	CMA CGM	123.3	LNG Capable	
Container	7,327	TEU	2024년 8월	2021년 9월	CMA CGM	119.6	LNG Capable	
LNG	180,000	cu.m.	2024년 8월	2021년 8월	Celsius Tankers	196.2	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 8월	2021년 5월	Maran Gas Maritime	186.5	LNG Capable	
Container	7,327	TEU	2024년 7월	2022년 3월	CMA CGM	123.3	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 7월	2021년 12월	Venture Global LNG	207.0	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 7월	2021년 10월	Venture Global LNG	206.5	LNG Capable	
Container	15,372	TEU	2024년 7월	2021년 3월	Evergreen Marine	124.0		Fitted
Container	15,372	TEU	2024년 7월	2021년 3월	Evergreen Marine	124.0		Fitted
Container	13,458	TEU	2024년 6월	2022년 3월	Wan Hai Lines	131.8		
Container	7,327	TEU	2024년 5월	2021년 9월	CMA CGM	119.6	LNG Capable	
Container	15,372	TEU	2024년 5월	2021년 3월	Evergreen Marine	124.0		Fitted
Container	15,372	TEU	2024년 5월	2021년 3월	Evergreen Marine	124.0		Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2024년 4월	2021년 10월	Global Meridian	206.5	LNG Capable	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

3Q24 Review 및 영업실적 전망

3Q24 Review: 걱정 없는 무난한 실적

동사는 3Q24 매출액 2.3조 원 (-8.3% QoQ, +14.7% YoY, 컨센 5.5% 하회), 영업이익 1,199억 원 (-8.3% QoQ, +58% YoY, OPM 5.2%, 컨센 6.1% 상회)을 기록했다. 8월 하계휴가와 9월 추석연휴로 조업일수가 전분기 대비 7% 줄어들며 매출이 소폭 감소했다. 일회성 손익은 190억원 (해양 프로젝트 하자보수 총당금 환입 +510억원, 임단협 타결금 -320억원) 발생했으며, 일회성 제외 영업이익은 1,009억원 (OPM 4.3%)을 달성하여 전반적으로 무난한 실적을 보여주었다.

1~10월 수주실적은 LNGC 21척, VLAC 2척, 셔틀탱커 1척으로 총 24척 (54억달러)으로 연간 목표치인 97억달러의 56%를 달성했다. 달성률이 부족해 보일 수 있으나, 연내 다수의 LNGC 및 D/F 컨테이너선 계약을 통해 18억달러를 채우고, 이어 모잠비크 코랄 FLNG 프로젝트 계약 (25억달러)도 체결 예정이므로 목표치 달성에 무리없을 전망이다.

2025년 영업이익률 6.9%, ROE 11.8% 전망

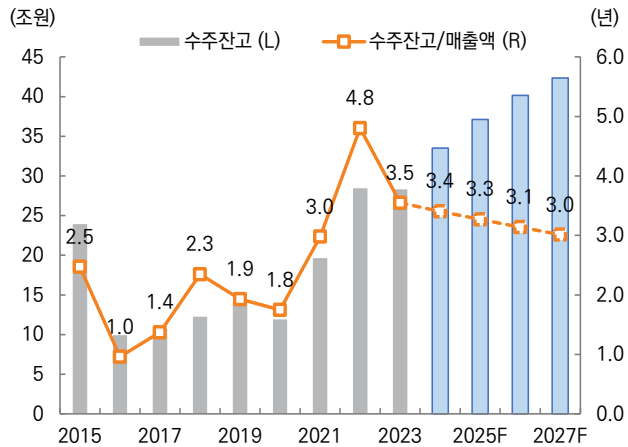
당사는 삼성중공업의 2025년 매출액 11조 3,528억원 (+15.4% YoY), 영업이익 7,825억원 (+64.1% YoY, OPM 6.9%)으로 추정한다. 1) 생산 안정화, 2) 건조선가 (ASP) 상승, 3) 고부가선 위주의 제품믹스로 인한 이익개선세는 매년 뚜렷해질 것이다.

표 31. 영업실적 전망치

		(십억원)											
항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	28,643	27,739	30,258	28,412	33,246	33,357			28,412	33,500	37,115	40,161
	조선해양	28,639	27,735	29,767	27,902	32,865	32,337			27,902			
	토건	5	5	491	510	381	1,020			510			
매출액	전체	1,605	1,946	2,025	2,433	2,348	2,532	2,323	2,635	8,009	9,837	11,353	12,796
	조선해양	1,414	1,773	1,861	2,197	2,165	2,205	2,126	2,539	7,246	9,035	10,511	11,912
	토건	191	172	165	236	183	327	196	96	764	802	842	884
성장률 (%)	전체	8.2	36.4	44.7	48.9	46.3	30.1	14.7	8.3	34.7	22.8	15.4	12.7
	조선해양	-3.2	30.1	48.4	58.3	53.1	24.4	14.3	15.5	32.6	24.7	16.3	13.3
	토건	720.0	174.7	12.9	-4.3	-4.1	89.5	19.3	-59.3	59.6	5.0	5.0	5.0
영업이익	전체	20	59	76	79	78	131	120	148	233	477	782.5	1,198
	YoY (%)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	298.1	121.9	58.0	87.8	흑자전환	104.4	64.1	53.1
	OPM (%)	1.2	3.0	3.7	3.2	3.3	5.2	5.2	5.6	2.9	4.8	6.9	9.4
당기순이익 (지배)	전체	11	26	38	-223	10	77	74	100	-148	261	519	876
	YoY (%)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자지속	-12.9	199.1	93.9	흑자전환	적자지속	275.9	99.1	68.6
	NPM (%)	0.7	1.3	1.9	-9.2	0.4	3.0	3.2	3.8	-1.9	2.7	4.6	6.8

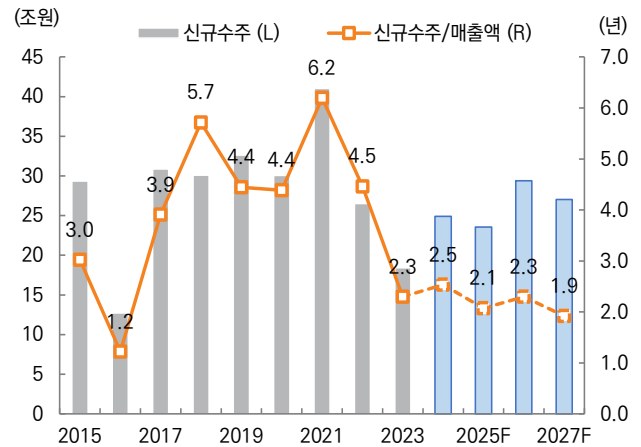
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 211. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



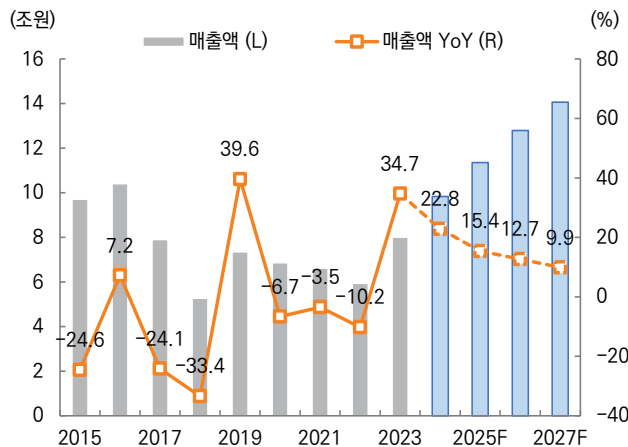
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 212. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



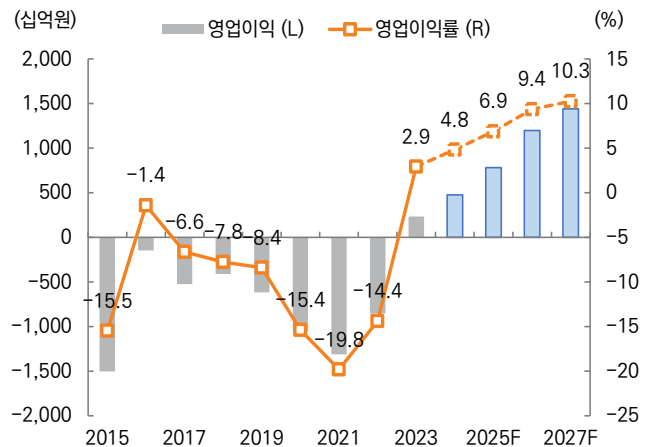
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 213. 매출액 및 YoY 성장률 추이



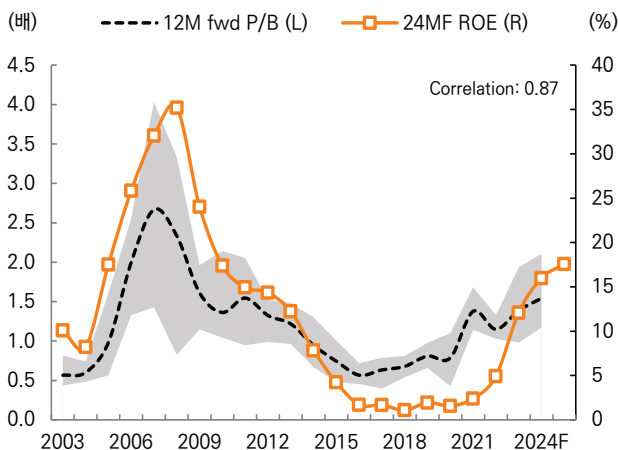
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 214. 영업이익 및 영업이익률 추이



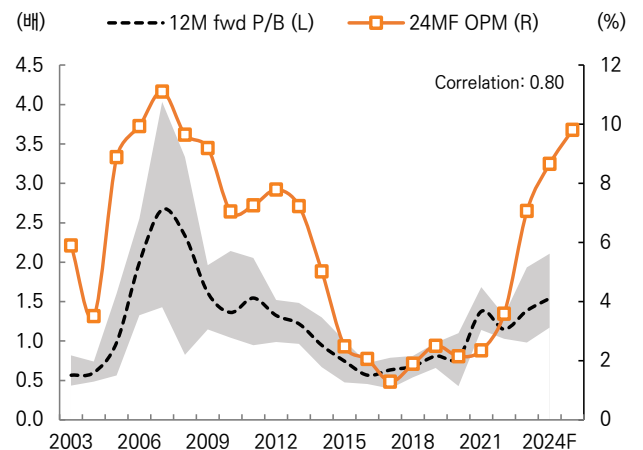
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 215. 12개월 선행 P/B-24MF ROE 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 216. 12개월 선행 P/B-24MF OPM 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,009	9,837	11,353	12,796
매출원가	7,364	8,999	10,178	11,208
매출총이익	645	838	1,175	1,588
판매비와관리비	412	361	392	390
조정영업이익	233	477	783	1,198
영업이익	233	477	783	1,198
비영업손익	-529	-193	-159	-156
금융손익	-146	-190	-197	-200
관계기업등 투자손익	0	-35	-20	-20
세전계속사업손익	-296	284	624	1,042
계속사업법인세비용	-140	34	122	195
계속사업이익	-156	250	502	846
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-156	250	502	846
지배주주	-148	261	519	876
비지배주주	-7	-10	-17	-29
총포괄이익	-163	678	502	846
지배주주	-155	687	509	859
비지배주주	-8	-10	-7	-13
EBITDA	474	775	1,092	1,509
FCF	-670	107	563	814
EBITDA 마진율 (%)	5.9	7.9	9.6	11.8
영업이익률 (%)	2.9	4.8	6.9	9.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.8	2.7	4.6	6.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,245	10,959	13,076	15,345
현금 및 현금성자산	584	643	770	1,029
매출채권 및 기타채권	541	622	767	919
재고자산	1,729	1,192	1,694	2,337
기타유동자산	6,391	8,502	9,845	11,060
비유동자산	6,348	6,324	6,407	6,484
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	5,209	5,212	5,233	5,254
무형자산	27	25	22	20
자산총계	15,593	17,283	19,482	21,829
유동부채	11,232	12,309	13,869	15,353
매입채무 및 기타채무	931	849	984	1,105
단기금융부채	3,786	4,756	4,979	5,181
기타유동부채	6,515	6,704	7,906	9,067
비유동부채	952	864	1,001	1,017
장기금융부채	849	752	872	872
기타비유동부채	103	112	129	145
부채총계	12,184	13,173	14,870	16,371
지배주주지분	3,439	4,153	4,672	5,548
자본금	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-1,908	-1,388	-513
비지배주주지분	-30	-43	-60	-90
자본총계	3,409	4,110	4,612	5,458

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-516	324	870	1,122
당기순이익	-156	250	502	846
비현금수익비용가감	639	835	900	1,001
유형자산감가상각비	238	295	306	308
무형자산상각비	3	3	3	3
기타	398	537	591	690
영업활동으로인한자산및부채의변동	-716	-541	-214	-331
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	235	-71	-122	-131
재고자산 감소(증가)	43	626	-502	-643
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	125	-480	119	108
법인세납부	-8	-30	-122	-195
투자활동으로 인한 현금흐름	-195	-322	-497	-626
유형자산처분(취득)	-152	-216	-306	-308
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	422	-1,150	-485	-440
기타투자활동	-465	1,044	294	122
재무활동으로 인한 현금흐름	376	217	365	229
장단기금융부채의 증가(감소)	-22	873	343	202
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	398	-656	22	27
현금의 증가	-335	60	127	259
기초현금	919	584	643	770
기말현금	584	643	770	1,029

자료: 삼성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	37.1	18.7	11.1
P/CF (x)	14.1	8.9	6.9	5.2
P/B (x)	1.5	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	19.6	15.2	10.8	7.6
EPS (원)	-168	296	590	995
CFPS (원)	549	1,234	1,593	2,099
BPS (원)	5,010	5,821	6,411	7,406
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	34.7	22.8	15.4	12.7
EBITDA증가율 (%)	흑전	63.6	40.8	38.2
조정영업이익증가율 (%)	흑전	104.3	64.1	53.1
EPS증가율 (%)	적지	흑전	99.1	68.6
매출채권 회전율 (회)	14.7	22.7	21.1	19.2
재고자산 회전율 (회)	4.9	6.7	7.9	6.3
매입채무 회전율 (회)	10.1	11.4	12.5	12.1
ROA (%)	-1.0	1.5	2.7	4.1
ROE (%)	-4.2	6.9	11.8	17.1
ROIC (%)	2.0	8.8	9.9	14.5
부채비율 (%)	357.4	320.5	322.4	299.9
유동비율 (%)	82.3	89.0	94.3	99.9
순차입금/자기자본 (%)	73.5	52.6	46.0	33.9
조정영업이익/금융비용 (x)	1.3	2.2	3.4	4.9

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	260,000원
현재주가(24/11/8)	209,500원
상승여력	24.1%

영업이익(24F, 십억원)	689
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	666

EPS 성장률(24F, %)	1,693.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.4
P/E(24F, x)	42.0
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSPI	2,561.15

시가총액(십억원)	18,598
발행주식수(백만주)	89
유동주식비율(%)	21.3
외국인 보유비중(%)	10.7
베타(12M) 일간수익률	0.06
52주 최저가(원)	108,100
52주 최고가(원)	216,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.6	52.5	88.7
상대주가	18.1	63.4	78.5



[조선/방산]

정동호

dongho.jeong@miraeasset.com

HD현대중공업

중후장대의 표본

투자 의견 매수, 목표주가 260,000원으로 커버리지 개시

HD현대중공업의 투자 의견 '매수', 목표주가 260,000원 (Upside 24.1%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 99,494원에 Target P/B 2.6배 (26~27F Sustainable ROE 19.6%, COE 9.1%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 투자포인트는 1) 캐시카우인 엔진 사업부와 2) 대규모 도크 기반의 영업 레버리지 효과, 3) 중장기 군함시장 확대에 특수선 매출기여 증가이다.

상선, 엔진, 방산 무엇하나 빠지는게 없다

동사의 강점은 세 가지로 요약할 수 있다. 1) 대규모 도크 기반의 건조능력과 2) 엔진 수직계열화, 3) 국내외 군함 수주 레코드이다. 상선 부문은 2025년부터 고선가 물량들의 매출인식과 LNG운반선 등 제품믹스 변화에 따른 안정적인 마진율 개선이 예상된다. 엔진사업부는 선박용 중속엔진 글로벌 M/S 35%로 세계 1위를 차지하고 있으며, 영업이익률 10%대를 유지하는 든든한 캐시카우이다. 특수선 부문은 호위함, 구축함, 잠수함 등 다양한 국내외 특수선 건조 레코드 보유하고 있다. 매출비중은 6~7%로 미미하나, 향후 군함 수출 본격화에 따른 레벨업을 기대한다.

3Q24 Review: 생산성 제고와 믹스개선 순항 중

3Q24 매출액 3조 6,092억원 (-7.1% QoQ, +26.5% YoY, 컨센 부합), 영업이익 2,061억원 (+5.4% QoQ, +1,496.4% YoY, OPM 5.7%, 컨센 13.6% 상회)을 기록했다. 컨센서스를 상회한 배경에는 1) 생산성 제고와 2) 일회성 손익이 기여했다. 3분기 생산성은 2024년 연간 목표치 대비 1% 초과 달성 중이며, 고선가/고부가가치 선종 제품믹스 개선도 한 몫했다. 덕분에 조업일수 감소 및 환율하락으로 인한 매출 감소에도 견조한 수익성을 유지했다.

일회성 손익의 경우 후판가 하락 및 환차손에 따라 +40억원 발생했으며, 해양 부문에서 미얀마 SHWE의 계약변경에 따른 공사비 증액으로 238억원 이익이 반영되었다. 현재 제품믹스는 수주연도별로 2020년 2%, 2021년 15%, 2022년 80%, 2023년 5%, 선종별로 가스선 48%, 탱커 및 컨테이너선 52%이다. 현재 2022~23년 비중이 85%정도이나, 2025년에는 97%까지 확대되어 믹스개선 여지는 충분하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	9,045	11,964	14,595	16,347	17,975
영업이익 (십억원)	-289	179	689	1,239	1,746
영업이익률 (%)	-3.2	1.5	4.7	7.6	9.7
순이익 (십억원)	-352	25	443	926	1,372
EPS (원)	-3,966	278	4,988	10,433	15,451
ROE (%)	-6.5	0.5	8.2	15.2	18.9
P/E (배)	-	463.9	42.0	20.1	13.6
P/B (배)	1.9	2.2	3.3	2.8	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 투자포인트

투자의견 '매수' 및 목표주가 260,000원 제시

HD현대중공업의 투자의견 '매수', 목표주가 260,000원 (Upside 24.1%)으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26~27F BPS 추정치 평균 99,494원에 Target P/B 2.6배 (26~27F Sustainable ROE 19.6%, COE 9.1%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. Implied P/E는 14.9배 수준이다. 투자포인트는 1) 캐시카우인 엔진 사업부와 2) 대규모 도크 기반의 영업 레버리지 효과, 3) 중장기 군함시장 확대에 특수성 매출기여 증가이다.

표 32. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)			-6.5%	0.5%	8.2%	15.2%	18.9%	20.2%
배당성향 (b)			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
유보율 (c = 1-b)			100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Sustainable ROE (a*c)			-6.5%	-6.5%	0.5%	8.2%	15.2%	18.9%
무위험수익률 (d)			3.6%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
베타 (e)			1.0	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
시장위험프리미엄 (f)			7.5%	7.0%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
자기자본비용 (d+f*e)			11.1%	11.1%	10.1%	9.1%	9.1%	9.1%
영구성장률 (g)			2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
적정 P/B (배)							2.5	2.7
BPS (원)			61,134	58,962	63,560	73,993	89,443	109,545
적정주가 (원)							224,965	297,428
주식 수 (백만 주)			89	89	89	89	89	89
시가총액 (십억 원)			10,298	11,452	18,509	18,509	18,509	18,509
현재주가 (원)			115,704	128,671	209,500	209,500	209,500	209,500
상승여력							7.4%	42.0%
EPS (원)			(3,956)	277	4,988	10,433	15,451	20,102
P/E (배)			-29.2	463.8	42.0	20.1	13.6	10.4
Implied P/E (배)			-65.7	937.2	52.1	24.9	16.8	12.9

Target valuation

적용 BPS (원)	99,494	26~27F BPS avg.
목표 P/B (배)	2.6	26~27F P/B avg.
목표주가 (원)	260,000	
현재주가 (원)	209,500	
상승여력	24.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

COE 추정치 가정

- 1) 무위험수익률 = 국고채 3년물 금리
- 2) 베타 = 52주 베타
- 3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
- 4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균

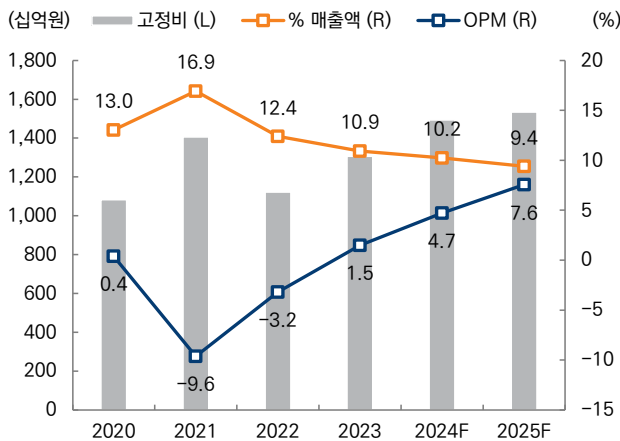
상선, 엔진, 방산 무엇하나 빠지는게 없다

HD현대중공업의 강점은 세 가지로 요약할 수 있다. 1) 대규모 도크 기반의 건조능력과 2) 엔진 수직계열화, 3) 국내외 군함 수주 레코드이다.

동사는 드라이 도크 9개, 플로팅 도크 1개의 대규모 기반시설과 연간 약 40척 수준의 건조능력을 보유하고 있다. 불황기에는 고정비 부담이 가중되지만, 지금 같은 호황기에는 영업 레버리지 효과로 수익성 개선에 가속도가 붙는다. 상선 부문은 2025년부터 고선가 물량들의 매출인식과 LNG운반선 등 제품믹스 변화에 따른 안정적인 마진율 개선을 예상한다.

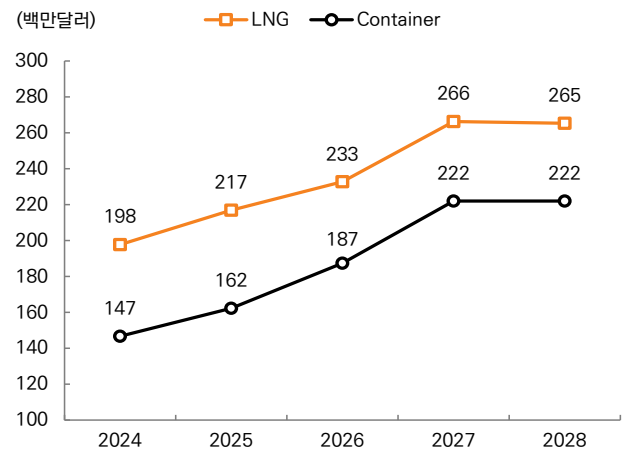
엔진사업부는 현재 60개국으로 자체개발한 중형엔진인 힘센엔진을 수출하며 선박용 중속엔진 글로벌 M/S 35%로 세계 1위를 차지하고 있으며, 영업이익률 10%대를 유지하고 있어 캐시카우 역할을 한다. 특수선 부문은 호위함, 구축함, 잠수함 등 다양한 국내외 특수선 건조 레코드 보유하고 있다. 특수선 매출은 전체의 6~7%를 차지하고 있어 기여분이 미미하나, 향후 특수선 수출 가시화 시 매출볼륨 확대 및 이익개선에 효과적일 것으로 사료된다.

그림 217. 고정비 부담 완화에 따른 영업레버리지 효과 기대



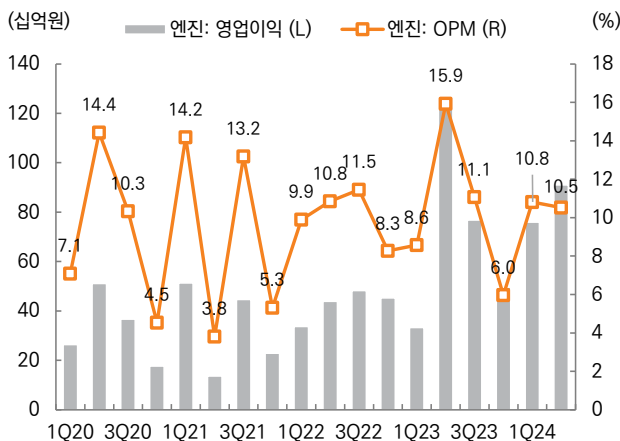
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 218. 인도 기준 주력선종 건조선가 (ASP) 우상향 전망



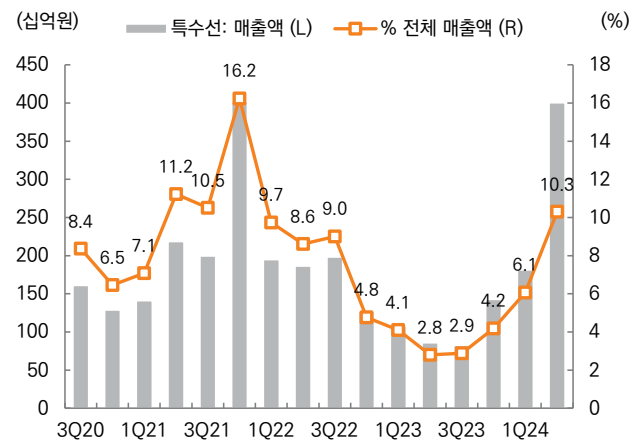
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 219. 엔진사업부 OPM 10%대 캐시카우 역할



자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 220. 특수선 매출 기여는 아직 미미하나 지속 성장 예상



자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. HD현대중공업 수주 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
Ammonia/LPG	88,000	cu.m.	2027년 6월	2024년 10월	Cido Shipping	125.9	LPG	
Ammonia/LPG	88,000	cu.m.	2027년 9월	2024년 10월	Cido Shipping	125.9	LPG	
Container	15,500	TEU	2027년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2027년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2027년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2028년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2028년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
Container	15,500	TEU	2028년	2024년 7월	CMA CGM	222.0	LNG Capable	
LPG	88,000	cu.m.	2027년 3월	2024년 7월	BGN / Pertamina JV	124.1	LPG	
LPG	88,000	cu.m.	2027년 6월	2024년 7월	BGN / Pertamina JV	124.1	LPG	
Tanker	158,000	DWT	2027년	2024년 6월	Cido Shipping			Fitted
Tanker	158,000	DWT	2027년	2024년 6월	Cido Shipping			Fitted
Tanker	158,000	DWT	2027년	2024년 6월	Cido Shipping			Fitted
Tanker	158,000	DWT	2027년	2024년 6월	Cido Shipping			Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2028년 2월	2024년 5월	Evalend Shipping	266.1	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2028년 5월	2024년 5월	Evalend Shipping	266.1	LNG Capable	
Ammonia/LPG	88,000	cu.m.	2027년 3월	2024년 3월	Atlas Maritime	124.0	LPG	
Ammonia/LPG	88,000	cu.m.	2027년 7월	2024년 3월	Atlas Maritime	124.0	LPG	
Ammonia/LPG	88,000	cu.m.	2027년 12월	2024년 3월	Atlas Maritime	124.0	LPG	
LNG/Regas	174,000	cu.m.	2027년 7월	2024년 3월	Mitsui OSK Lines	364.0	LNG Capable	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. HD현대중공업 인도 리스트

선종	크기	단위	인도시점	계약일자	해운사	선가	연료타입	Sox 스크러버
Container	7,900	TEU	2024년 10월	2022년 4월	MSC	134.3	LNG Capable, 암모니아 레디	
Container	15,150	TEU	2024년 10월	2021년 8월	Maersk	175.0	메탄올	
LPG	88,000	cu.m.	2024년 9월	2022년 9월	Evalend Shipping	96.6	LPG	
Container	8,002	TEU	2024년 9월	2022년 3월	Sinokor Merchant		LNG 레디, 메탄올 레디	Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2024년 9월	2021년 7월	Hyundai LNG Shipping	196.4	LNG Capable	
Container	15,150	TEU	2024년 8월	2021년 8월	Maersk	175.0	메탄올	
Container	8,002	TEU	2024년 7월	2022년 3월	Sinokor Merchant		LNG 레디, 메탄올 레디	Fitted
Container	15,150	TEU	2024년 7월	2021년 8월	Maersk	175.0	메탄올	
Container	13,792	TEU	2024년 7월	2021년 6월	HMM	131.5	LNG 레디	Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2024년 7월	2021년 4월	Hyundai LNG Shipping	189.4	LNG Capable	
Tug	7,092	HP	2024년 6월	2022년 11월	Hyundai HI (Ulsan)			
Container	8,002	TEU	2024년 6월	2022년 3월	MSC		LNG 레디	Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2024년 5월	2021년 11월	Capital Clean EC	211.0	LNG Capable	
Container	15,150	TEU	2024년 5월	2021년 8월	Maersk	175.0	메탄올	
Container	13,792	TEU	2024년 5월	2021년 6월	HMM	131.5	LNG 레디	Fitted
Container	13,792	TEU	2024년 5월	2021년 6월	HMM	131.5	LNG 레디	Fitted
LNG	174,000	cu.m.	2024년 5월	2021년 4월	Hyundai LNG Shipping	189.4	LNG Capable	
Container	8,002	TEU	2024년 4월	2022년 3월	MSC		LNG 레디	Fitted
Products	113,386	DWT	2024년 4월	2021년 10월	AMPTC	81.3	LNG Capable	
LNG	174,000	cu.m.	2024년 4월	2021년 7월	Hyundai LNG Shipping	196.4	LNG Capable	

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

3Q24 Review 및 영업실적 전망

3Q24 Review: 생산성 제고와 믹스개선 순항 중

3Q24 매출액 3조 6,092억원 (-7.1% QoQ, +26.5% YoY, 컨센 부합), 영업이익 2,061억원 (+5.4% QoQ, +1,496.4% YoY, OPM 5.7%, 컨센 13.6% 상회)을 기록했다. 컨센서스를 상회한 배경에는 1) 생산성 제고와 2) 일회성 손익이 기여했다. 3분기 생산성은 2024년 연간 목표치 대비 1% 초과 달성 중이며, 고선가/고부가가치 선종 제품믹스 개선도 한 몫했다. 덕분에 조업일수 감소 및 환율하락으로 인한 매출 감소에도 견조한 수익성을 유지했다.

또한, 일회성 손익의 경우 후반기 하락 및 환차손에 따라 +40억원 발생했으며, 해양 부문에서 1H24 출항한 미얀마 SHWE의 계약변경에 따른 공사비 증액으로 238억원 이익이 반영되었다. 현재 제품믹스는 수주연도별로 2020년 2%, 2021년 15%, 2022년 80%, 2023년 5%, 선종별로 가스선 48%, 탱커 및 컨테이너선 52%이다. 현재 2022~23년 비중이 85% 정도이나, 2025년에는 97%까지 확대될 예정으로 믹스개선 여지는 충분하다.

2025년 영업이익률 7.6%, ROE 15.2% 전망

당사는 HD현대중공업의 2025년 매출액 16조 3,471억원 (+12.0% YoY), 영업이익 1조 2,388억원 (+79.8% YoY, OPM 7.6%)으로 전망한다. 2025년에 창출될 상선 매출의 97%는 고선가 수주분인 2022~2023년 물량에서 인식되고, 나머지는 2024년에 수주한 초고선가 물량이 인식될 것으로 추정한다. 또한, 캐시카우인 엔진기계 부문의 호조와 함께 해양플랜트 부문의 적자폭도 대폭 축소되면서 2025F ROE 15.2%를 달성할 것으로 기대한다.

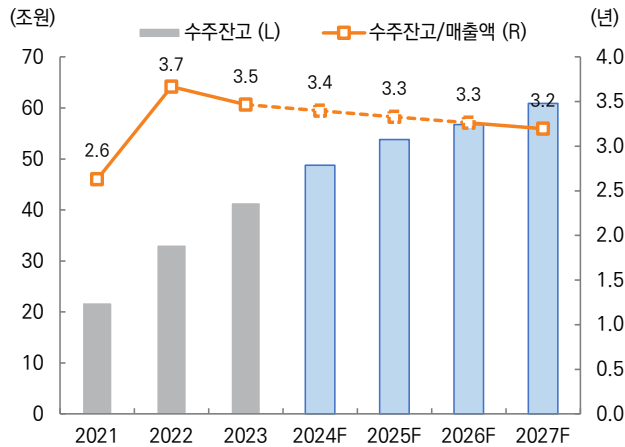
표 35. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	34,613	36,032	38,705	41,461	45,979	46,329			41,461	49,569	54,407	58,630
	조선	26,608	28,052	28,802	32,399	34,832	34,838			32,399			
	해양플랜트	1,271	1,004	2,446	2,011	3,517	3,516			2,011			
	기타	6,734	6,975	7,457	7,050	7,630	7,974			28,216			
매출액	전체	2,633	3,064	2,854	3,413	2,988	3,884	3,609	4,115	11,964	14,596	16,347	17,976
	조선	1,766	1,969	1,887	2,280	2,155	2,840	2,605	3,028	7,902	10,628	11,667	12,545
	해양플랜트	461	279	254	277	113	158	176	180	1,270	626	806	1,213
	엔진기계	388	796	694	832	703	865	810	874	2,710	3,252	3,740	4,076
	기타	18	21	55	24	18	21	19	33	119	90	134	141
성장률 (%)	전체	31.5	41.5	29.5	27.6	13.5	26.7	26.5	20.6	32.3	22.0	12.0	10.0
	조선	13.5	24.8	19.5	30.0	22.0	44.2	38.1	32.8	22.2	34.5	9.8	7.5
	해양플랜트	421.5	71.7	38.0	-21.1	-75.6	-43.2	-30.8	-35.0	61.7	-50.7	28.7	50.6
	엔진기계	14.0	96.6	64.6	51.8	80.9	8.7	16.7	5.1	58.0	20.0	15.0	9.0
	기타	12.5	1.8	174.5	15.4	-2.7	-0.9	-66.3	34.5	52.0	-24.2	49.6	5.1
영업이익	전체	-41	69	13	139	21	196	206	266	179	689	1,238.8	1,746
	YoY (%)	적자지속	흑자전환	-10.0	525.2	흑자전환	185.5	1,496.4	91.5	흑자전환	285.6	79.8	41.0
	OPM (%)	-1.6	2.2	0.5	4.1	0.7	5.0	5.7	6.5	1.5	4.7	7.6	9.7
당기순이익 (지배)	전체	-21	24	-10	31	29	152	72	188	25	441	926	1,372
	YoY (%)	적자지속	흑자전환	적자전환	흑자전환	흑자전환	529.4	흑자전환	506.9	흑자전환	1,685.2	110.2	48.1
	NPM (%)	-0.8	0.8	-0.3	0.9	1.0	3.9	2.0	4.6	0.2	3.0	5.7	7.6

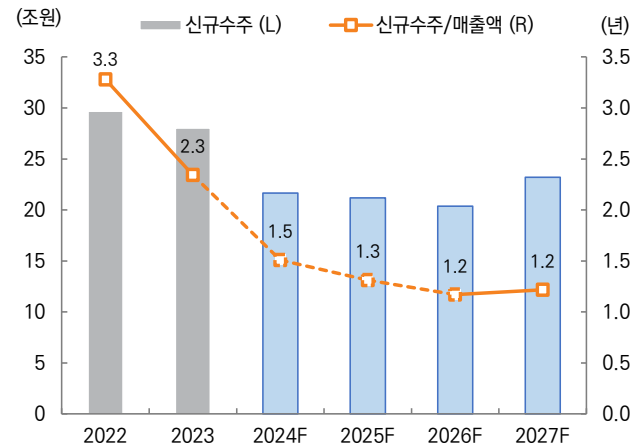
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 221. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



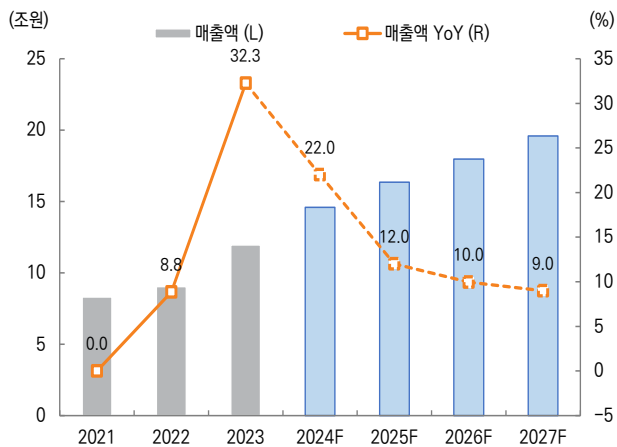
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 222. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



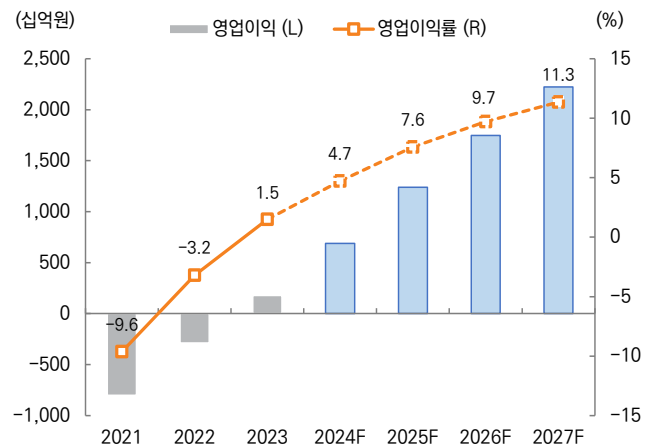
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 223. 매출액 및 YoY 성장률 추이



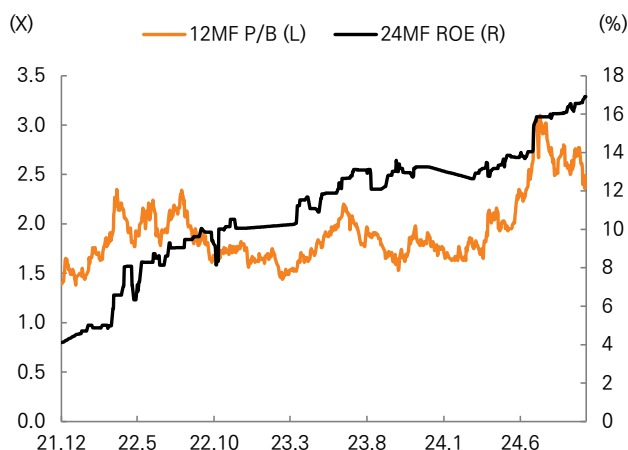
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 224. 영업이익 및 영업이익률 추이



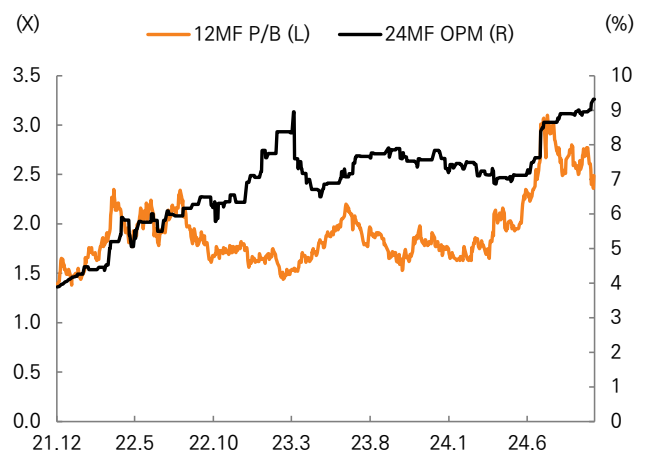
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 225. 12개월 선행 P/B-24MF ROE 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 226. 12개월 선행 P/B-24MF OPM 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대중공업 (329180)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	11,964	14,595	16,347	17,975
매출원가	11,309	13,382	14,539	15,668
매출총이익	655	1,213	1,808	2,307
판매비와관리비	476	525	569	562
조정영업이익	179	689	1,239	1,746
영업이익	179	689	1,239	1,746
비영업손익	-145	-138	-110	-85
금융손익	-83	-110	-104	-78
관계기업등 투자손익	0	-10	-84	-104
세전계속사업손익	34	551	1,129	1,661
계속사업법인세비용	10	108	203	289
계속사업이익	25	443	926	1,372
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	25	443	926	1,372
지배주주	25	443	926	1,372
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-85	436	926	1,372
지배주주	-85	436	926	1,372
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	457	982	1,540	2,059
FCF	-309	853	416	439
EBITDA 마진율 (%)	3.8	6.7	9.4	11.5
영업이익률 (%)	1.5	4.7	7.6	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	3.0	5.7	7.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,800	10,379	11,849	13,274
현금 및 현금성자산	928	822	880	984
매출채권 및 기타채권	1,369	2,008	2,362	2,822
재고자산	1,310	1,906	2,303	2,536
기타유동자산	5,193	5,643	6,304	6,932
비유동자산	8,334	8,573	8,875	9,186
관계기업투자등	1	2	2	2
유형자산	6,452	6,673	6,944	7,226
무형자산	108	109	98	88
자산총계	17,134	18,952	20,724	22,461
유동부채	9,945	11,447	12,279	12,632
매입채무 및 기타채무	1,515	1,858	2,008	2,191
단기금융부채	1,928	1,597	1,342	1,107
기타유동부채	6,502	7,992	8,929	9,334
비유동부채	1,981	1,862	1,876	1,889
장기금융부채	1,884	1,745	1,745	1,745
기타비유동부채	97	117	131	144
부채총계	11,926	13,310	14,155	14,521
지배주주지분	5,207	5,642	6,569	7,940
자본금	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,227	2,154	3,525
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,642	6,569	7,940

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	169	1,369	977	1,023
당기순이익	25	443	926	1,372
비현금수익비용가감	292	363	586	660
유형자산감가상각비	268	282	291	302
무형자산상각비	10	12	11	10
기타	14	69	284	348
영업활동으로인한자산및부채의변동	-77	709	-228	-642
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-228	-518	-317	-425
재고자산 감소(증가)	67	-596	-397	-233
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	371	292	120	154
법인세납부	-2	-59	-203	-289
투자활동으로 인한 현금흐름	-478	-368	-665	-684
유형자산처분(취득)	-469	-506	-562	-584
무형자산감소(증가)	-36	-13	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	244	-340	-126	-119
기타투자활동	-217	491	23	19
재무활동으로 인한 현금흐름	503	-1,243	-874	-820
장단기금융부채의 증가(감소)	369	-470	-255	-234
자본의 증가(감소)	5	-1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	129	-772	-619	-586
현금의 증가	184	-106	58	104
기초현금	744	928	822	880
기말현금	928	822	880	984

자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

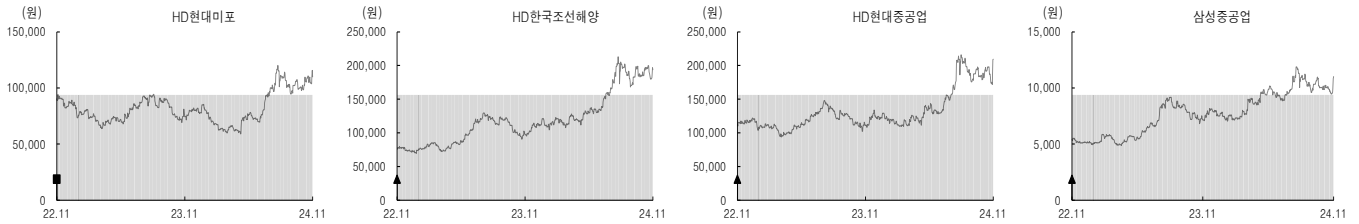
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	463.9	42.0	20.1	13.6
P/CF (x)	36.1	23.1	12.3	9.2
P/B (x)	2.2	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA (x)	30.4	20.8	13.0	9.5
EPS (원)	278	4,988	10,433	15,451
CFPS (원)	3,569	9,081	17,035	22,887
BPS (원)	58,660	63,560	73,993	89,443
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	32.3	22.0	12.0	10.0
EBITDA증가율 (%)	흑전	115.1	56.8	33.6
조정영업이익증가율 (%)	흑전	285.5	79.9	41.0
EPS증가율 (%)	흑전	1,693.7	109.2	48.1
매출채권 회전율 (회)	12.1	10.5	8.8	8.1
재고자산 회전율 (회)	8.9	9.1	7.8	7.4
매입채무 회전율 (회)	10.2	9.2	8.8	8.7
ROA (%)	0.1	2.5	4.7	6.4
ROE (%)	0.5	8.2	15.2	18.9
ROIC (%)	1.8	9.0	14.8	18.9
부채비율 (%)	229.0	235.9	215.5	182.9
유동비율 (%)	88.5	90.7	96.5	105.1
순차입금/자기자본 (%)	47.0	32.0	21.5	12.5
조정영업이익/금융비용 (x)	1.4	4.2	8.4	12.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD현대미포 (010620)					HD현대중공업 (329180)				
2024.11.11	매수	170,000	-	-	2024.11.08	260,000	-	-	-
2022.02.07	분석 대상 제외		-	-	2022.09.14	분석 대상 제외		-	-
HD한국조선해양 (009540)					삼성중공업 (010140)				
2024.11.11	매수	288,000	-	-	2024.11.11	15,000	-	-	-
2022.02.07	분석 대상 제외		-	-	2022.09.14	분석 대상 제외		-	-

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HD한국조선해양, 삼성중공업, HD현대중공업 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 HD현대미포 의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 HD현대중공업의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.