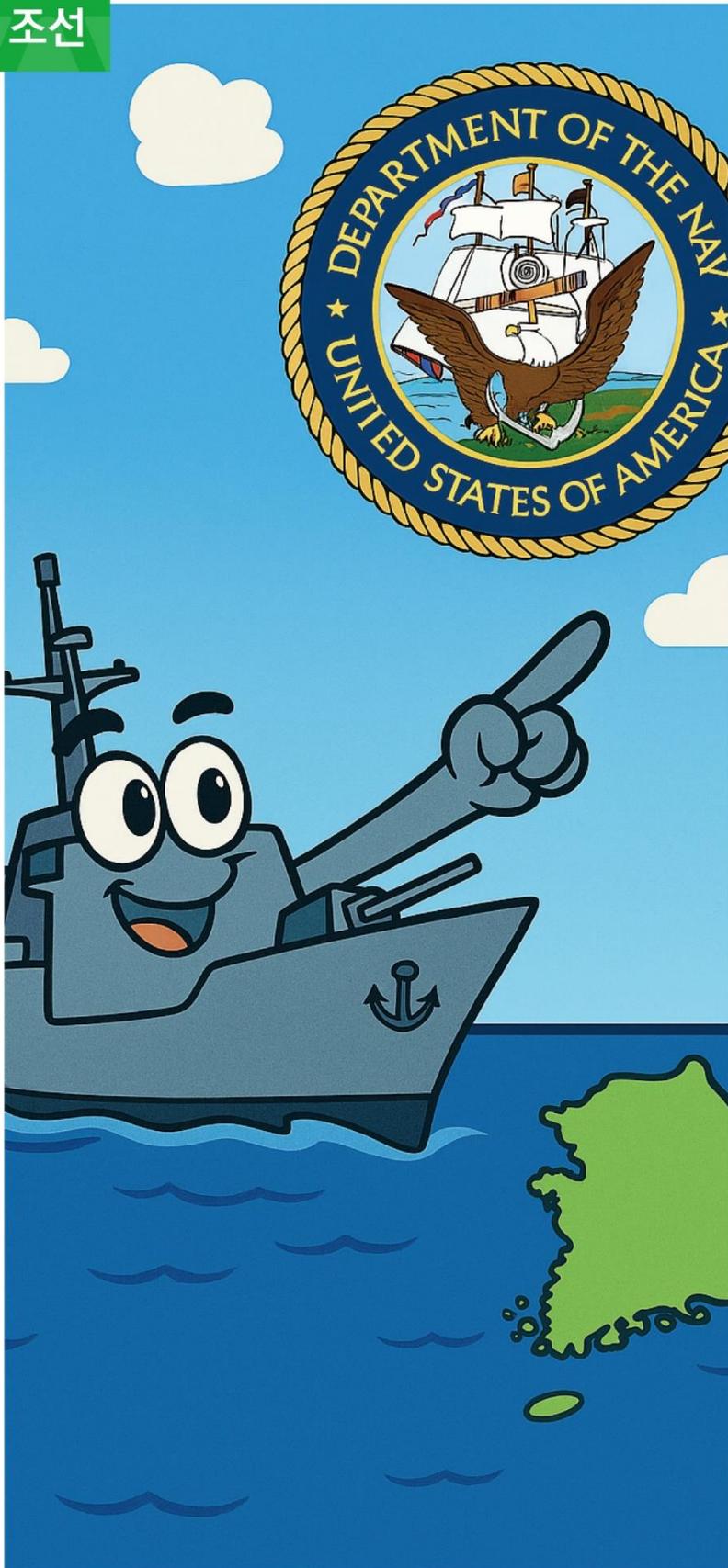


조선



2026 연간전망

위대한 길을 개척하는 해

Y
U
A
N
T
A



2026 연간전망

위대한 길을 개척하는 해



김용민

조선/자동차

02 3770 5606

yongmin.kim@yuantakorea.com



CONTENTS

| | |
|------------------------------------|-----------|
| I. 2026 연간전망: 위대한 길을 개척하는 해 | 05 |
| 한장 요약: 상선은 소폭 조정, 방산은 본격화 | 06 |
| 업황 미리보기: 선가지표 약세, 발주감소 리스크는 극소 | 07 |
| 선종별 전망 | 12 |
| 유일한 라이벌 중국과 상황 비교 | 18 |
| 실적 개선세는 확정적으로 지속 | 21 |
| 상선부문 피크아웃 가능성이 비중축소로 이어지는가? | 23 |
| 방산: 지금부터 보아야 하는 것들 | 24 |
| II. 기업분석 | 35 |
| HD한국조선해양 (009540) | 36 |
| 한화오션 (042660) | 45 |
| HD현대중공업 (329180) | 51 |

조선

2026 연간전망: 위대한 길을 개척하는 해

상선: FY26F 신조선가 지수 180-185 pts로 소폭 조정, 발주량은 견조

올해 (185-190pts) 대비 신조선가 지수 예상치를 각 5 pts 조정. 근거는 1) 컨테이너 선사의 발주 경쟁 완화, 2) 이를 대체하는 유조선 발주세, 3) 진정세를 보이는 친환경 규제 대응. 이에 반해 발주량의 경우 견조할 것이라 예상. 근거는 1) 현존 글로벌 수주잔고 4억 DWT는 98-05년 인도물량을 대체할 수 있으나 2) 2000년대 후반부터 본격화된 인도물량에 대한 교체수요는 아직 발주되지 않았고 3) 29-30년 인도 슬롯에 해당 교체발주 물량이 배치될 것이라 예상.

방산: 가능/불가능의 영역은 이미 오래된 얘기. 사업 진척을 기대

연중 업종 주가 상승의 주 요인이었던 미 해군 방산 사업 진출에 대해서 가능/불가능에 대해 다루기에는 이미 기대감이 충분히 반영됨. 26년 트럼프 행정부의 법적 지원에 따른 사업 가속화를 예상하며 이에 대해서 주가상승의 추가 여력이 존재한다고 판단. 블록 건조 수주 시 가장 큰 우려인 수익성 여부에 대해서도 당사는 국내 조선업체가 30% 이상의 영업이익률을 확보할 수 있다고 예상.

상선 지표 하락은 실적 개선으로 상쇄, 핵심은 역시나 방산

상선 부문의 지표 하락은 후행 (FY28F~) 실적 피크아웃 우려로 작용할 수 있으나, FY26F 상선부문 OPM 15% 이상 기록하는 이익 개선세 가속화가 이를 상쇄할 것이라 판단. 업종 전체를 전통적 단일 밸류에이션 관점에서 바라본다면 비싸 보이는 것이 사실이나, 이는 상선과 방산의 가치가 희석되어 발생하는 오류에 불과하다 판단. 당사는 각 사업부의 적정가치를 구하여 합산하는 SOTP 밸류에이션 방법을 유지.

업종 투자의견 비중확대 유지. Top picks는 HD한국조선해양, 한화오션

매우 완만한 선행지표 조정은 가파른 실적 개선으로 상쇄되고, 방산에 대한 기대감은 확신으로 바뀌는 해가 될 것. 업종내 Key downside risk는 1) 한국 외의 미 해군 방산 협력 후보국의 등장, 2) 예상보다 가파른 신조선가 지수 하락, 3) 예상보다 지연되는 트럼프 행정부의 사업 협력 법제화. Key upside trigger는 1) 트럼프의 대통령령을 통한 제도적 예외권 확보, 2) 비용 절감을 통한 상선부문 이익의 예상치 상회, 3) 해운산업 이슈로 인한 경쟁적 신조 발주 재점화 및 이로 인한 신조선가 반등. 최선호주 HD한국조선해양, 차선호주 한화오션 제시. HD한국조선해양은 1) 합병 이후 출범하는 HD현대중공업 (지분 69%) 산하 싱가포르 투자법인 지분 60% 확보, 2) 그룹내 지배구조상 미국 현지 투자에 가장 적합한 위치, 3) 여전히 반영되지 않은 HD현대삼호의 가치로 인해 최선호주 선정. 한화오션은 1) 선제적 현지 투자로 인해 미국내 사업 수주의 최전방에 위치해 있으며 2) 그룹사 단위의 사업 전개를 시너지 창출이 가능하며 3) 최근 환율 상승에 따른 이익 민감도 또한 최상위.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

| 종목 | 투자의견 | 목표주가 (원) |
|-----------|--------|-------------|
| HD 한국조선해양 | 매수 (M) | 555,000 (U) |
| 한화오션 | 매수 (M) | 179,000 (U) |
| HD 현대중공업 | 매수 (M) | 781,000 (U) |

한장 요약: 상선은 소폭 조정, 방산은 본격화

상선: 발주량 걱정 없으나, 선가는 소폭 하락 예상

COVID 이후 급증한 수주잔고는 거시적 관점에서 여전히 노후 선대를 대체할 수 없는 수준이기에 발주량 관점에서 수주잔고 감소에 대한 우려는 매우 제한적일 것이라 예상한다. 다만, 신조선가 상승을 주도한 친환경 컨테이너선의 발주 경쟁 완화와 동시에 유조선 수주 비중이 상승하며 선가 상승 압력은 완화될 것이고, 친환경 규제에 대한 대비가 어느 정도 진행되었기 때문에 신조 대비 중고선 수요 또한 증가할 것이라 예상한다.

방산: 시간이 지난 만큼 높아진 가시성, 실현 후 이익에 대한 가능

국내 조선업체들이 미 해군으로부터 수주를 받아 수혜를 누릴 수 있다는 점은 이미 모두가 알고 있는 사실이기에 실현 가능성의 여부를 전망하는 것은 이미 오래된 이야기이다. 오히려 해당 사업이 실제로 전개되었을 때 이익의 규모에 대해 전망하는 것이 필요한 시점이고, 당사는 미 해군 함정 블록 건조 계약을 수주했을 때 30% 이상의 영업이익률을 기록할 것이라 예상한다.

밸류: 상선과 방산을 분리할 필요성은 점점 더 높아져만 간다

상선부문의 믹스 조정 (컨테이너선-)유조선)과 선가 소폭 하락을 상정한다면 FY25-FY27F 이후 3개년 이익 예상치를 FY26-28F로 변경함에 따라 2028년 상선 부문의 영업이익률 피크아웃 가능성이 발생한다. 본업의 (매우 완연한) 하락세에 따라 현재의 다소 비싸 보이는 업종 시가총액에 대한 부정적 투자심리가 발생할 수도 있다.

이러한 우려는 현재 조선업종의 밸류를 상선부문만으로 설명하려는 오류에서 비롯된다고 판단한다. 올해 주가 상승은 분명 방산 관련 기대감의 기여가 압도적으로 높았고, 이것을 상선 부문의 중장기 이익 증가세만으로 설명하는 접근법에는 한계가 도달했다. 당사는 기존에 제시한 상선, 방산, 기타부문에 각각 적정가치를 부여한 뒤 이를 합산하는 SOTP 방식을 유지한다.

결론적으로, 상선 부문의 선행지표가 소폭 조정받는 모습을 보일 것이나, 26년의 더욱 본격적인 이익 개선세가 이를 상쇄하고, 방산부문의 사업 가시화가 내년에도 주가 상승 트리거가 될 것이라 예상한다.

업황 미리보기: 선가지표 약세, 발주감소 리스크는 극소

발주량은 여전히 좋을텐데 선가는 약해진다? 무슨 뜻이냐면...

현존 수주잔고는 노후화된 선박을 완전히 대체할 수 없고, 여전히 많은 신조 발주가 나올 것이다. 그러나 신조선가가 상승하기 위해서는 단순히 “많이”가 아니라 “빨리”라는 요소가 더해져야 한다. 즉 선주간 발주 경쟁이 붙어야 하는데, 당사는 이러한 발주 경쟁이 심화되는 구간은 지나갔다고 판단한다.

경험적인 측면에서 “높은 잔고=높은 선가”는 성립한다. 다만, 유독 가파르게 상승했던 신조선가 지수의 상대적 정상화, 이를 역행하는 중고선가의 상승세, 그리고 이를 동반한 수주잔고의 유지 혹은 상승을 예상한다.

당사 전망은 향후 신조선가와 수주잔고 격차의 감소...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...그리고 중고선가의 상대적 상승 가능성



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

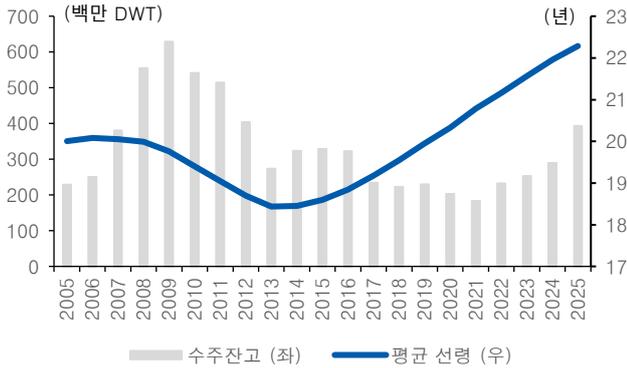
발주량에 자신감 가지는 이유: 선박의 밸런스 관점

2020년 이후 급증한 신조 발주량으로 인해 향후 발주수요가 감소할 수 있다는 우려는 상존하나, 당사는 중장기적 글로벌 신조 발주에 대해서 (가격의 변동과는 무관하게) 매우 높은 지속성을 보일 것이라 예상한다. 즉, “수주잔고가 너무 가파르게 올라서 발생하는 발주수요 우려”는 선박의 밸런스 관점에서 실현 가능성이 매우 낮다. 10월 기준 글로벌 선박량은 25억 DWT(재화중량톤수)이다. 이는 1998년 이후 인도된 모든 선박을 합친 것과 비슷하다 (선박의 평균 수명은 25년 정도라는 점과 비교해도 대략 일치). 그리고 현재 글로벌 수주잔고는 4억 DWT이다.

현존 수주잔고 4억 DWT를 완전히 인도하는 데에는 3-4년이 걸린다. 그리고 그 3-4년 동안, 노후화 선박은 지속적으로 시장에서 퇴출된다. 여기서 문제는, 우리가 아직 과거의 황금기(2000년대 후반) 시절 인도된 주요 선박의 교체 발주 물량을 완전히 받지 않았다는 것이다.

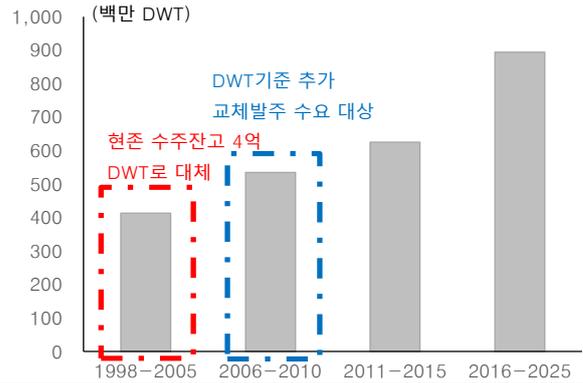
선박이 인도시점에 따라 순차적으로 폐선된다는 전제 하에, 글로벌 조선업체들의 현존 수주잔고 4억 DWT는 1998-2005년 (7년간) 인도된 선박만을 대체할 수 있다. 이게 우리가 현재 “많이 채웠다” 고 말하는 수주잔고다. 그런데, 2006-2010 5년간 인도된 선박은 5.4억 DWT이다. 2011-2015 인도량은 6.3억 DWT이다. 이를 대체할 발주는 아직 나오지 않았다.

글로벌 수주잔고는 올랐지만, 평균 선령은 여전히 상승세이며...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

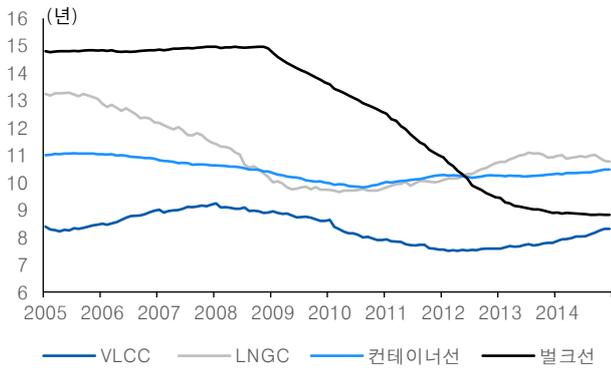
현존 4억 DWT는 1998-2005년 인도물량을 대체하는 수준에 불과하다



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

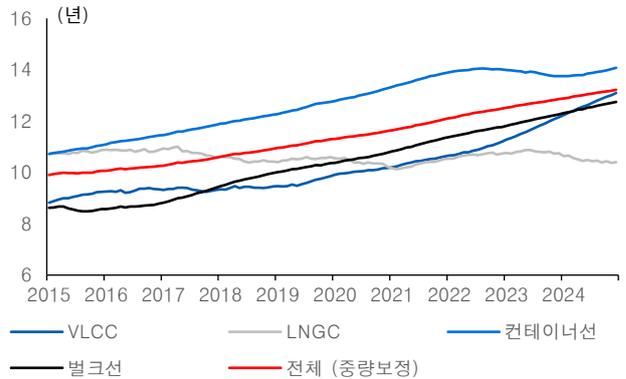
선종별 시황을 고려하지 않은 설명이기 때문에, 개별 선종에 대해서는 이러한 논리가 통하지 않을 수도 있다. 그러나 글로벌 신조 발주 전체에 대한 수요는 향후에도 매우 높은 지속성을 보일 것이며, 이는 업종의 수주량 관점의 침체기 도래 시기를 걱정할 필요가 없다는 것을 의미한다. 선종에 관계없이, 포괄적 관점에서 발주가 지속적으로 발생하면, 그것이 중국으로 간다고 해도 결국 수주 슬롯의 관점에서 도크 희소성 상승, 이후 업종 하방을 끌어올린다.

평균 선령 추이로 봤을 때, 과거에는 각자 본격 인도시점이 달랐지만...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...근 10년간 선령이 전부 증가하고 있다면 발주량 걱정은 할 필요 없을 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

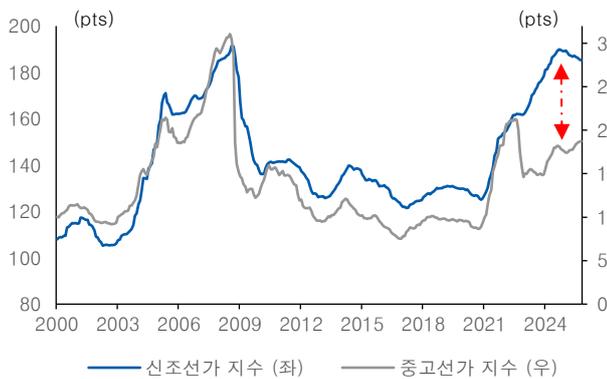
FY26F 신조선가 지수 180-185 pts 로 소폭 하락 예상

5월 커버리지 개시 자료에서 예상한 FY25F 185-190 pts에서 올해에는 상하단을 각 5 pts 조정한다. 근거는 (다소 역설적일 수 있으나) **중고선가 지수의 지속적인 상승세**이다. 2H22 이후 심화된 신조선가-중고선가의 괴리가 좁혀지는 구간 (=중고선에 대한 상대적 수요가 증가)이 도래할 조짐이 보이고 있다.

급격한 중고선가-신조선가 괴리 확대 이후 축소중

2H22 이후 1) 과열된 해운시장 정상화, 2) 해상 환경규제로 인한 Conventional 선박 비선호로 인해 중고선가는 하락한 반면 신조선가는 3) 친환경 DF선박 선호와 4) 급등한 수주잔고로 인한 선별적 수주로 인해 지속 상승했다. 역사적으로 매우 높은 상관관계가 이렇게 틀어진 이후, 최근에는 이러한 괴리가 좁혀지는 양상을 보이고 있다.

최근 관측되는 중고선가 상승과 신조선가 하락세



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

가격의 변동폭은 항상 중고선가가 신조선가를 매우 상회했음



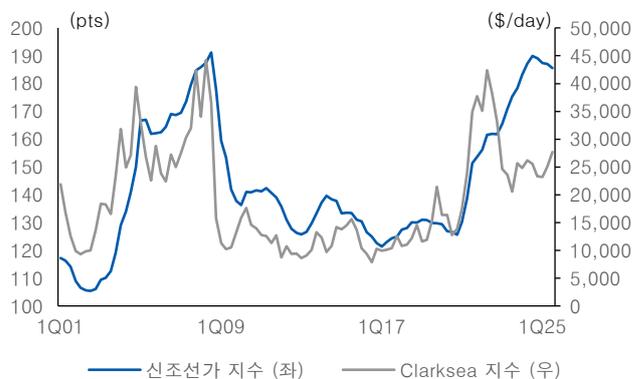
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

당연히, 해운운임 경기변동에 기계적으로 반등한 것이라 볼 수 있지만...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...그렇게 단순히 본다면 반대로 신조선가 하락의 이유를 잡아낼 수가 없다



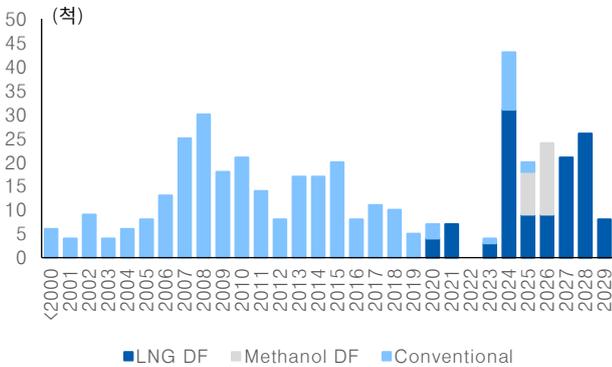
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

광적 친환경 열풍이 휩쓸고 간 뒤의 정상화 구간

당사는 이러한 트렌드 (중고선가 상승, 신조선가 소폭 하락)가 2026년 지속될 것이라 예상한다 (해운 업황에 따라 중고선가 변동성은 존재). 앞서 언급했듯 현재는 예전보다 배를 “빨리 주문할 필요”가 없다. 근거는 주요 선사들의 친환경 규제 관련 긴장의 완화이다.

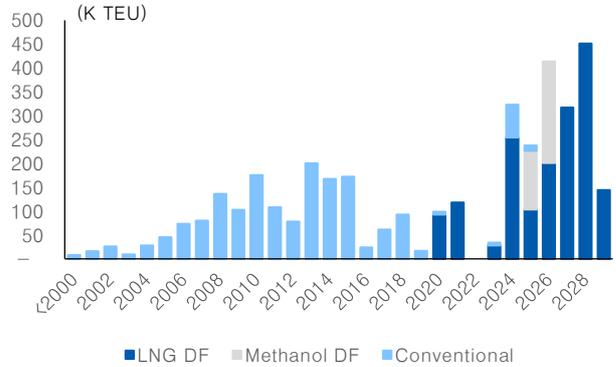
CMA-CGM의 선복과 수주잔고를 살펴보면, 최초로 DF선박이 인도된 2020년 이후 인도 예정 물량을 포함하면 척수기준 89%, TEU기준 96%가 DF선박이다. 신조선가 급등 시기 (2022-2024)에는 이렇듯 친환경 선박에 대한 발주 수요가 급증하여 “빨리 많이” 발주를 하였다. 이것이 바로 중고선가가 아무리 낮아도 신조 발주 단가가 지속 급등할 수 있었던 이유다.

CMA-CGM의 2020년 이후 인도물량의 극단적 친환경 전환에서 보듯...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...해운사들은 지금까지 환경규제에 바짝 긴장하고 있었다



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

문제는 이렇게 긴장하고 있던 해운사들이 점점 **환경규제 충족의 적정선을 학습**한 것이다. 가장 대표적인 근거가 글로벌 선박 운항 속도 감소세의 진정세다 (=규제를 충족하기 위한 보수적 연비운전에 대한 기준이 명확해졌다). 해운시장의 친환경 규제에 대응하는 방법은 두 가지가 있는데, 1) 친환경 선박 신규 발주와 2) 저속운항을 통한 연료효율 개선이다. 즉 선박 운항속도 감소세가 횡보로 전환한 현재는 주요 해운사들이 **1,2번의 조합을 통해 친환경 규제를 충족할 균형점을 찾는 데 매우 근접했다**는 것을 의미한다.

글로벌 선박의 평균 운항속도 감소세는 멈췄고...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...오히려 대형 컨테이너선은 운항속도가 회복세를 보이기도 한다



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

지금 하고싶은 말은 “친환경 선박 안나온다”가 아닙니다

위와 같은 자료는 향후 친환경 선박 발주 비중의 역성장을 예상하는 것이 아니다. DF선박의 발주 비중은 더욱 상승하겠으나, 현재와 같은 정상화 구간에서 생각해야 하는 점은 2022-2024 당시 “규제에 대응하기 위해 DF선박을 빨리 발주해야 한다”는 트렌드에서 “빨리”라는 단어가 빠져도 된다는 것이다. 저속운항의 효율성 진단과 개선을 통해 기존 (친환경 규제에 낯설고 민감한 시기)에 높은 할인율을 적용받던 중형 선박들의 가격이 상대적으로 회복세를 보이고, 그만큼 친환경 선박 “빨리” 발주에 대한 수요가 감소할 수 있다(=가격을 올리기 쉽지 않다).

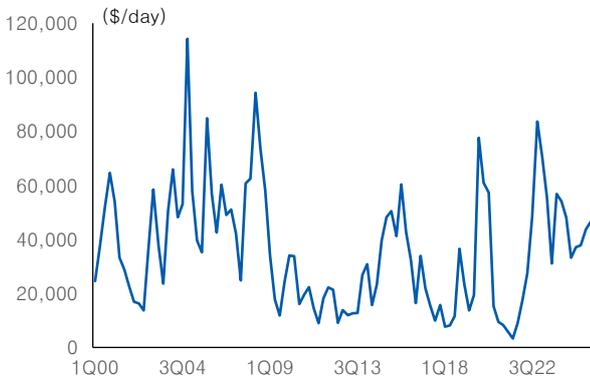
선종별로 LNG선, 컨테이너선, 탱커 시장 상황에 따라 선가가 각기 다른 양상을 보일 것이나, 전체적인 신조 시장의 가격 변동에 대해서는 중고선가의 상대적 수요 회복과 기존의 가격 괴리를 감안해야 할 것이다.

선종별 전망

원유운반선 (VLCC) - 아직 쌓여있는 교체 발주 수요

기존 전망과 같이, 원유운반선의 수주잔고는 급등세를 보였다. VLCC의 수주잔고는 4월초 3천만 DWT에서 10월초 3.5천만 DWT로 17% 급증하였다. 1) 컨테이너 해운사들의 막대한 이익 기반 도크 독식, 2) 이로 인해 누적된 교체 발주 수요, 3) COVID 이후 수익성 회복세의 복합적 작용의 결과이다.

COVID 이후 VLCC 수익성은 회복세를 보였으며...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...이에 따라 수주잔고 또한 상당히 회복한 상태

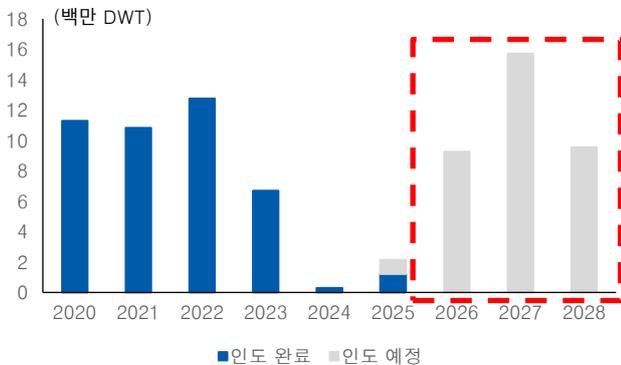


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

많이 발주됐으면 꼭 나오는 우려: 이거 피크아웃 아니야? 네 아닙니다

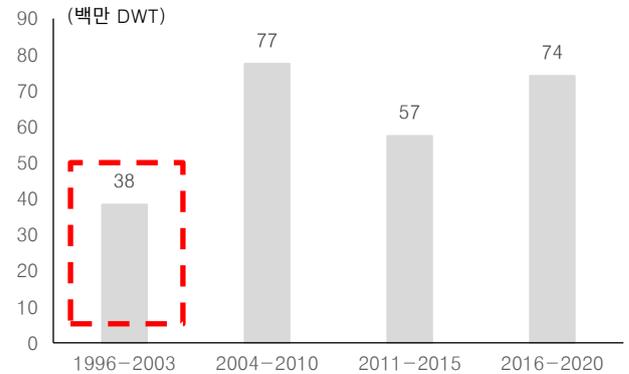
역시나 이러한 발주 모멘텀 뒤에는 끝물 리스크가 존재한다. 그러나, 현존 VLCC 수주잔고는 2003년까지 인도된 (그리고 현재 운항중인) 선복 대체 물량 수준에 불과하다. 그리고 그 이후에는 더욱 많은 교체발주 수요가 쌓여있다.

현존 3,600 만 DWT의 수주 잔고가 커보일 수 있지만...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...그래봐야 현재 운항중인 ~2003년 인도 물량을 대체할 수 있을 뿐이다



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

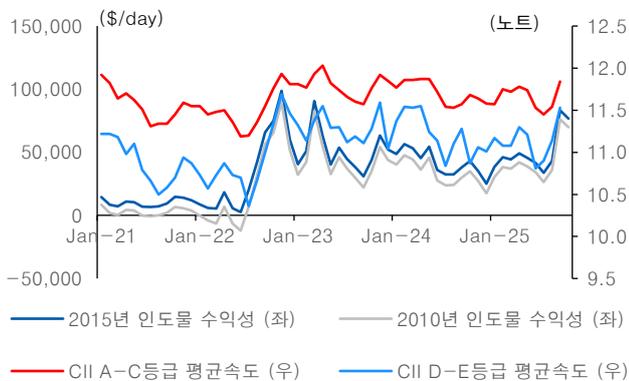
2028년 슬롯이 마감된 상황이다. 앞으로 3년간 신조 VLCC가 해운시장에 공급되면, 그만큼 노후화된 선박들이 폐선 혹은 시장에서 퇴출된다. 이러한 상황에서 VLCC 해운사들이 준비해야 하는 것은, 본격 VLCC 인도 사이클이었던 2004년 이후 인도된 노후화 선박에 대한 또다른 교체 발주 문의이다.

VLCC도 발주가 폭증하면 선가를 올리지 않을까? – 그게 특성상 힘들다

앞서 시장 전체에 대해서 발주량은 견조해도 빨리 발주해야 하는 부담이 사라졌기에 선가 상승을 기대하기 힘들다고 언급한 부분이 VLCC와 컨테이너선의 차이점이다. LNGC를 제외한 주력 선종이 컨테이너선에서 VLCC로 이동할수록 선가 상승 가능성이 제한될 것이라 예상한다.

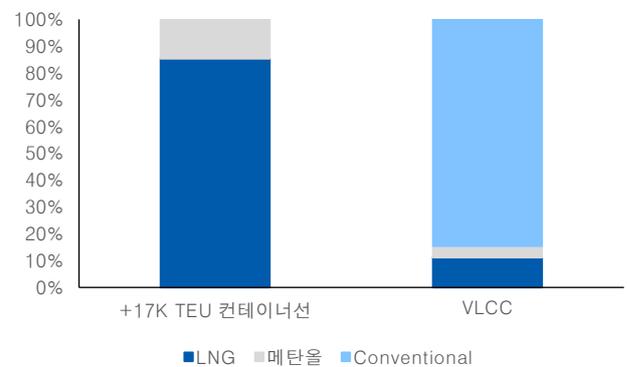
VLCC는 기본적으로 친환경 발주 수요가 거의 없다 (화주의 ESG 압력, 규제 범위, 병커링 인프라, 용선과 사선 여부 등 여러 요인). 그렇기 때문에 상대적으로 발주를 서두를 필요성이 적다. 오래된 배든, 연료효율이 안 좋은 배든 수익성만 있다면 몇 년은 더 쓸 수 있다는 것이다. 그렇기 때문에 지금껏 발주를 미뤄올 수 있었고, 최근 발주 모멘텀이 증가해도 선가에 긍정적인 영향을 미치지 못했던 것이다.

VLCC는 구형 선박이든, 연료효율성이 나쁜 사업에 큰 차이가 없고...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...그래서 수주잔고 내에 친환경 선박 발주 비중이 거의 없다



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

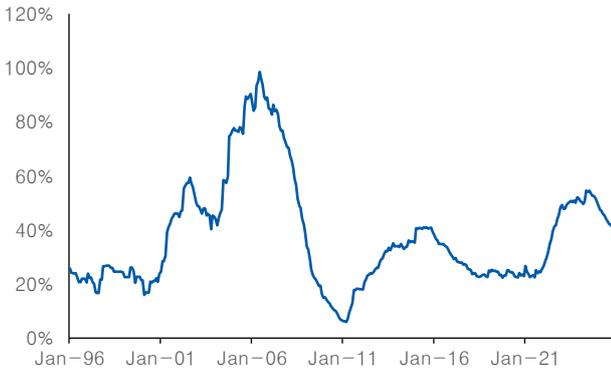
LNGC – 큰손 등장 예정, 선가 급등은 힘들 것

걱정할 필요가 없을 LNGC 업황은 결국 올해 말-내년 초 시작되는 미국 주요 LNG프로젝트발 물량으로 인해 견조한 발주 모멘텀을 기록할 것이라 예상한다. 다만 이러한 발주 모멘텀으로 인한 LNGC 신조선가 급등을 기대하는 것에는 중립적인 접근이 필요하다.

미국발 LNGC 발주는 어제오늘 갑자기 등장한 이벤트가 아니기 때문에, 잠재적 발주 경쟁자인 LNG 선사는 이를 미리 감안하여 발주를 해 둔 상태일 것이라 판단한다. 미국의 LNG 프로젝트

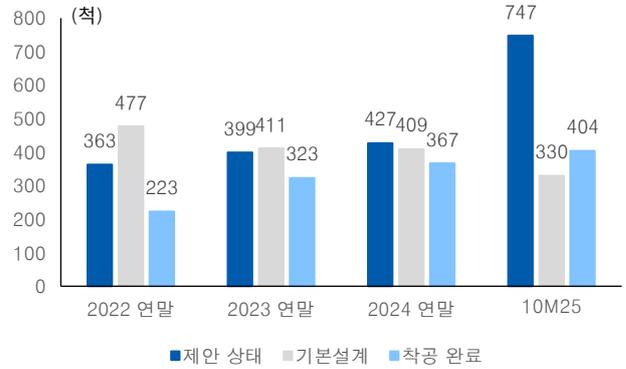
로 인해 2029-2030 LNGC 슬롯의 대부분이 마감되면, 이후에는 순차적으로 증가하는 기타 지역의 LNG프로젝트발 물량이 지속적으로 발주될 것이라 예상된다.

LNG 선복 대비 수주잔고는 소폭 감소하였으나...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...LNG 프로젝트 제안이 올해 폭증, 향후 FEED와 착공으로 이어질 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

LNG 해운시장은 박살이 났는데 왜 긍정적으로 볼까? 핵심은 프로젝트 물량이니까

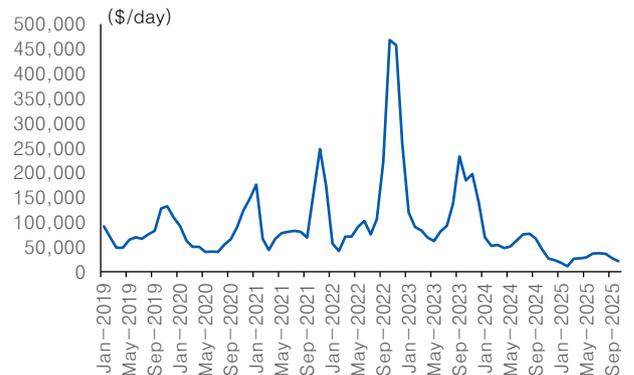
Clarksons에 따르면 LNG선 신조 발주 시장 관련 지표들은 모두 하향 추세를 보이고 있다. 스팟운임은 역대 최저치이며, 수주잔고도 감소세 전향, 심지어 운항속도 또한 느려지고 있다. 일반적인 상선은 이와 같은 지표들이 무너짐에 따라 기존의 투기발주 수요와 맞물려 신조 발주 수요가 급락하기 마련이다.

LNG 선 관련 지표는 매우 안좋아 보이지만...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

...이런 지표들과 무관하게 프로젝트 물량이 향후 수요의 핵심



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

그러나 LNG선은 다르다. 국내 조선업체들이 수주하는 대부분의 LNG선은 프로젝트성 물량이다. 이미 장기 운송 계약을 확보한 상황에서 발주되기에 비프로젝트 선복의 운임 하락에 영향을 받지 않고 오히려 프로젝트 파이프라인의 흐름과 실질적인 조선사들의 수주잔고 슬롯이 시황을 더욱 잘 드러낸다.

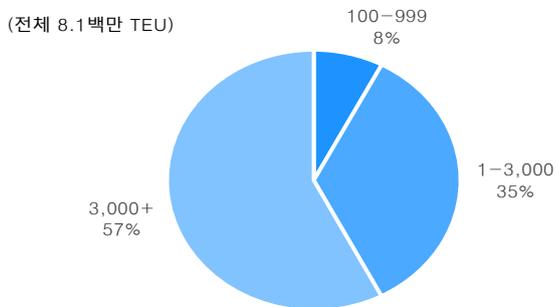
컨테이너선 – 화수분은 마르지 않겠지만...

컨테이너선 발주 모멘텀은 정상화 수순을 밟고 있고 발주량은 내년엔 감소할 것이라 예상된다. 선박의 대형화, 친환경 선박 채택 트렌드로 인한 꾸준한 발주는 지속될 것이나, 이것이 2022-2024와 같은 신조선가 혹은 수주잔고 상승을 유도할 수준으로 견조할 수는 없다고 예상된다.

선박의 대형화에 따른 수혜를 잘 누리려 왔다

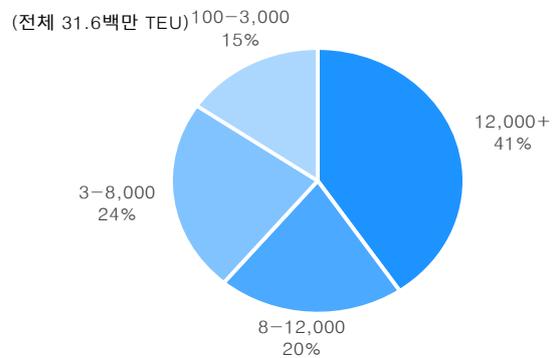
지금껏 큰 배는 더 나왔고 작은 배는 조금만 나왔다. 교체 발주 사이클을 고려하여 20년 전과 지금의 선박을 비교한다면 컨테이너 선종이 얼마나 커졌는지 알 수 있다.

2005년 말 당시 컨테이너 선박, 3,000TEU 이상은 대형으로 묶였지만...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

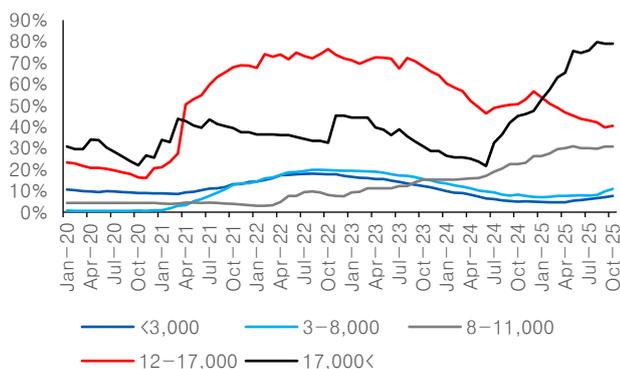
지금은 선박 규모가 4 배 커지고 선박의 대형화도 진행



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

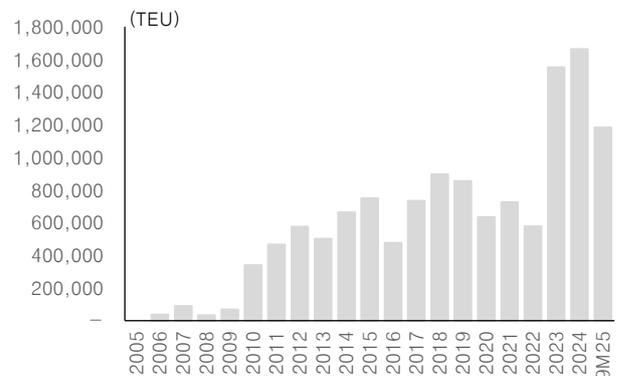
선박 대비 수주잔고 비중을 살펴봐도 초대형 컨테이너선의 지속적인 발주 수요가 존재함을 확인할 수 있다. 8,000TEU 미만의 중소형 컨테이너선의 경우 매우 저조한 변동성을 보이지만, 17,000 TEU 이상의 초대형 컨테이너선의 경우 단순 교체발주 수요로는 설명이 불가능한 상황이다. 10월 말 기준 수주잔고는 현존 선박량의 80%이다. 심지어 12,000 TEU 이상의 컨테이너선은 신형 선급이어서 교체 발주를 낼 필요 자체가 없었음에도 발주는 견조했다.

컨테이너 선급별 선박 대비 수주잔고 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

현존 12,000+TEU 컨테이너 선박의 인도 연도

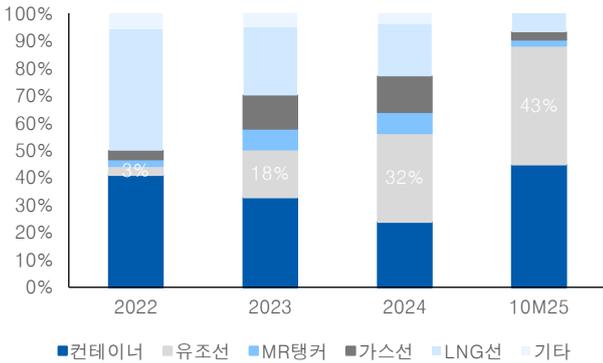


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

정상화 시그널 1 – 가장 중요한, 국내 조선업체들의 탱커 수주

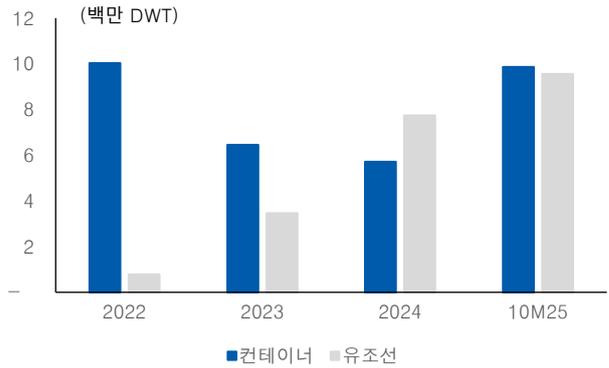
태생적으로 컨테이너선의 수익성은 유조선 대비 높아 국내 조선업체들은 탱커(유조선)보다 컨테이너선 수주를 선호한다. 그리고 해가 지날수록 탱커의 수주 물량이 상승하고 있다. 특히하게 올해에는 컨테이너선 발주량 또한 전년 대비 상승하는 모습을 보였으나, 연중 신조선가 지수가 지속적으로 하락했다는 점을 감안한다면 이 또한 선가를 올릴 만한 요소는 아니었다.

국내 조선업체들의 연간 수주 선종 믹스



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

눈에 띄는 유조선 수주량 상승세 (=컨테이너 발주수요 약세 시그널)

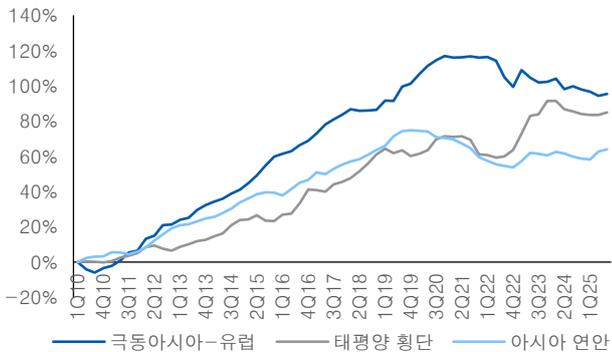


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

정상화 시그널 2 – 노선별 대형화 트렌드 진정, 운항속도 반등 없음

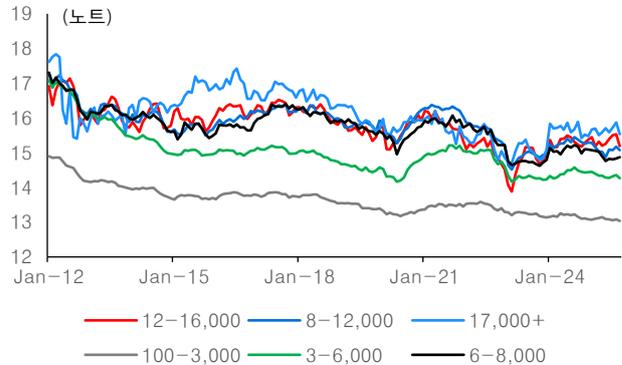
가장 먼저 선박의 대형화 현상이 진정세를 보이고 있다. 주력 항로중 하나인 극동아시아-유럽 노선의 경우 평균 선박의 적재용량이 지속 상승하는 모습을 보였으나, 2022년을 기점으로 오히려 하락하고 있다. 태평양 횡단노선과 아시아 연안 노선 운항 선박들의 평균 적재용량도 마찬가지로 지이다. 컨테이너선의 평균 운항속도 또한 크게 반등할 여지가 없다 (=수요가 급할 일이 없다).

1Q10 대비 주요 노선별 선박의 적재용량 변화 트렌드



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

선급별 평균 운항속도 또한 크게 반등하지 않음

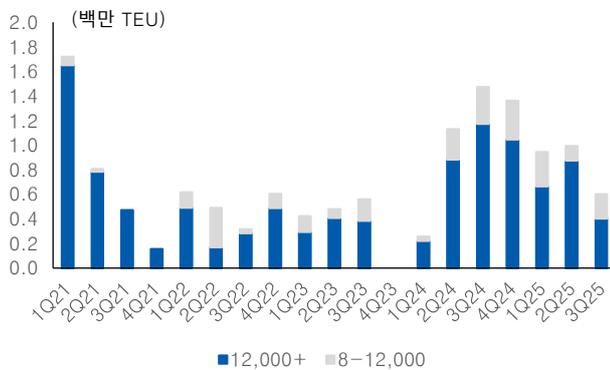


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

정상화 시그널 3 – Again 2024는 특정 이벤트 발생 없이 힘들 것

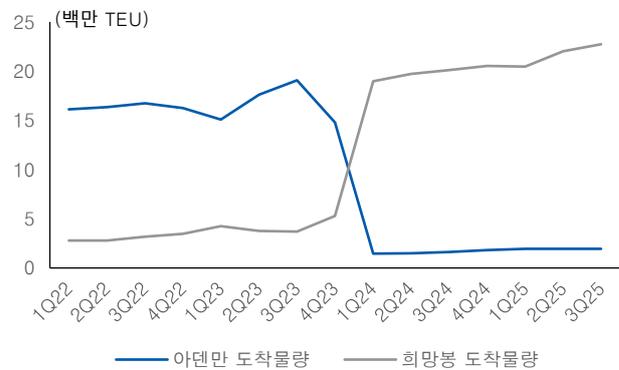
작년 대형 컨테이너선 발주는 급증하는 모습을 보이며 또다시 역대급 발주량을 기록했으나, 향후 이러한 발주 모멘텀이 재현되기는 힘들 것이라 예상된다. 당사는 2024년 컨테이너선 발주 모멘텀이 글로벌 컨테이너 해운사들의 수에즈 운하 우회로 인한 실질적 톤마일 상승에 대비하려는 움직임에 기인했다고 판단한다. 수에즈운하 통과물량이 글로벌 해상 컨테이너 물동량의 30%를 차지하고 희망봉 경유시 수에즈운하 대비 톤마일이 30% 상승하므로 사실상 1Q24에 발생한 대대적 항로 전환은 글로벌 컨테이너 선복 수요를 약 10% 확장하는 이벤트였다.

글로벌 대형 컨테이너선 발주량



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

수에즈운하 지정학적 리스크 이후 대부분의 물동량은 희망봉을 경유



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

유일한 라이벌 중국과 상황 비교

“미친듯이” 주문을 받고 있는 중국

중국이 글로벌 신조 발주물량의 대부분을 점유하는 것은 어제오늘 일이 아니다. 다만 그 규모가 너무나도 기이하다. 국내 조선사들은 일찌감치 “양보다 질” 수주 전략을 2021년 말부터 적용했다. 선가를 올리며 고수익성 물량을 선별 수주했지만, 중국은 지속적으로 수주 물량을 늘려가며 사실상 글로벌 수주잔고 상승분의 95%를 차지하는 모습을 보였다.

국내 조선사의 수주잔고 균형 전략과 중국의 수주잔고 상승세 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

21년 말부터 수주잔고 변동치



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

발생할 수 있는 우려: 이거 우리가 밀리는 건가?

결론부터 말하자면 아니다. 수주산업의 조삼모사 성격을 이해한다면 단순한 잔고의 변동만으로 이를 속단할 수 없다. 예를 들어, 2028년 슬롯이 완전히 마감되지 않은 상황에서 2029-2030년 인도물량을 수주한다면 이는 사실상 “어차피 나올 거 미리 받기”에 불과하다. 그렇기에 수주 경쟁력을 비교할 때는 항상 인도 시점별 비교를 해야 한다.

국내 조선업체들의 선박 인도 예정표



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

중국 조선업체들의 선박 인도 예정표



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

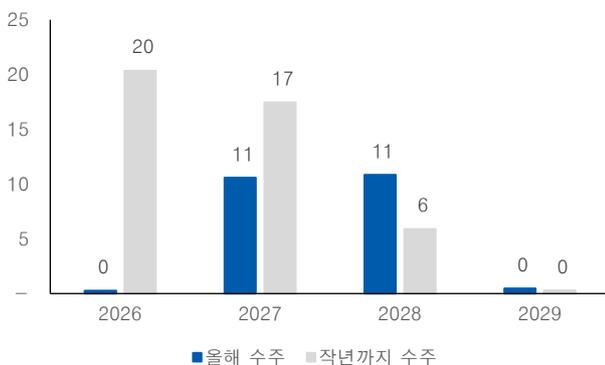
이와 같이, 국내와 중국 조선업체 모두 2028년 슬롯을 조금씩 남겨두고 있는 상황이기에 중국의 수주잔고 증가세가 수주 경쟁력에 기반했다고 판단하기에는 어렵다. 오히려, 2022년 이후 꾸준히 증가하는 연간 인도량 (=생산 캐파)에 기인한 양적 증가라고 보는 것이 적절하다.

증식하는 중국의 선박 건조 능력 – 이것도 중요한 위협 아닐까?

깊고 넘어가야 하는 것은 중국이 이렇게 많은 수주 물량을 가져가는 동안 국내 조선사들은 수주 단가를 인하하지 않으면서 잔고를 유지시켰다는 것이다. 다시 말해 이러한 중국의 건조능력 증설로 인한 신조선가 인하 압박은 이미 소폭 하락한 신조선가 지수에 반영된 상태이다.

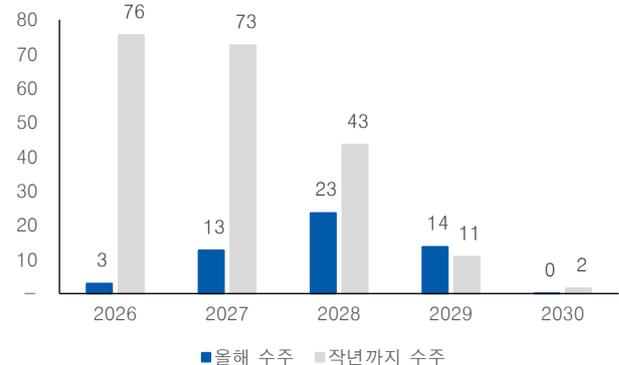
다음으로, 올해 받은 물량이 어느 시점에 인도되는지를 비교해야 한다. 앞서 언급한 조삼모사 수주를 가려내기에는 특정 기간동안 받은 물량이 어느 선표에 뿌려지는지 걸러보아야 한다. 아래와 같이, 국내 조선사들은 올해 27-28년 인도물량의 대부분을 수주했다. 반대로 중국은 작년말 기준 이미 27-28년 인도물량의 상당수를 채워놓은 상태이고 29년 인도물도 올해 수주했다. 다시 말해, 중국은 예전부터 조삼모사식 앞당기기 수주를 해왔다.

국내 조선업체들의 수주잔고 내에서 올해 수주한 물량과 이전 수주 물량



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

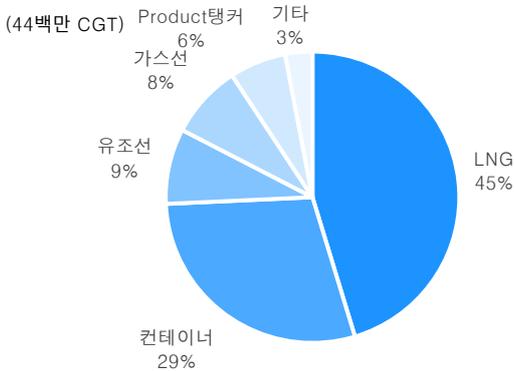
중국 조선업체들의 수주잔고 내에서 올해 수주한 물량과 이전 수주 물량



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

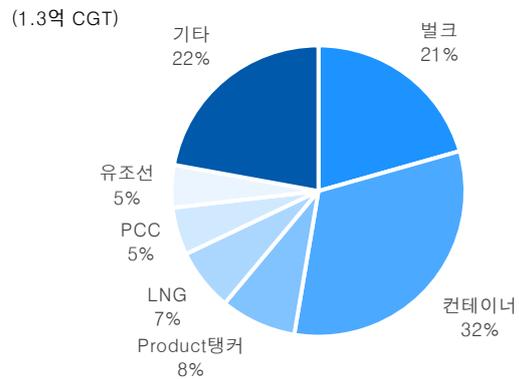
마지막으로, 단순한 수주 물량이 아닌 수주 성분(선종)에 대해서도 살펴봐야 한다. 중국 조선사들의 2022-2025 수주물량의 (CGT 기준) 21%는 벌크선이므로 국내 조선사들과 무관한 물량이다. 다만 컨테이너선의 경우 중국이 32%, 국내가 29%의 수주비율을 차지하고 있으므로 이에 대한 분석이 필요하다.

국내 조선사들의 2022-2025 선종별 수주 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

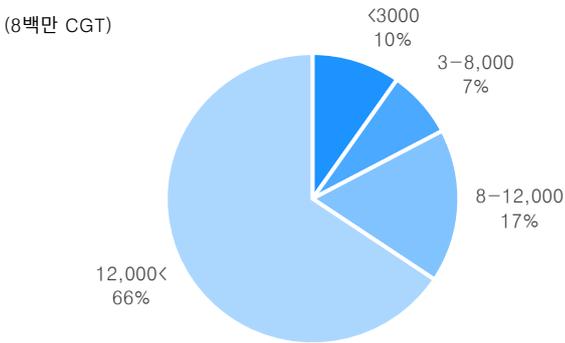
중국 조선사들의 2022-2025 선종별 수주 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

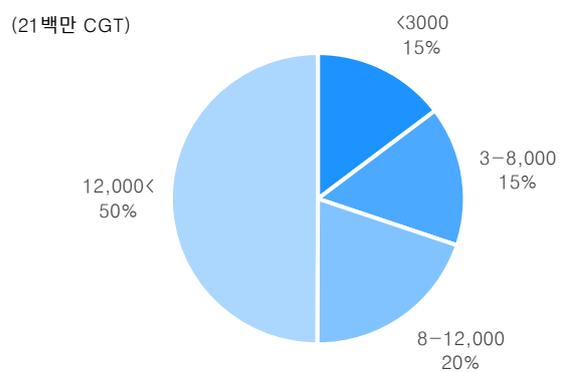
컨테이너 선종 내에서, 국내 조선업체들은 12,000 TEU 이상의 초대형 컨테이너선의 수주 비중이 66%로 매우 높고, 중국 조선업체들은 50%로 비교적 낮다. 8,000TEU 이하의 중소형 컨테이너선 수주비중은 중국이 31%, 국내가 18%로, 상대적으로 중국이 국내 조선사에 비해 소형 선박에 집중한다는 것을 알 수 있다.

국내 조선사들의 2022-2025 컨테이너 수주내역의 선급별 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

중국 조선사들의 2022-2025 컨테이너 수주내역의 선급별 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

경계해야 할 점은 초대형 컨테이너선 수주잔고 내에서 중국 또한 DF엔진의 채택 비중이 매우 높아졌다는 것이다. 중국이 2022-25년 수주받은 12,000TEU 이상의 초대형 컨테이너선의 89%는 DF엔진을 채택하고 있다. 국내 조선업체들이 여전히 신뢰도 측면에서 프리미엄을 누려 높은 건조단가를 유지할 수 있는 것은 사실이나, 이와 같은 점 또한 향후 글로벌 신조선가 지수 및 국내 조선업체들의 건조단가 하방 압력으로 작용할 수 있다고 판단한다.

실적 개선세는 확정적으로 지속

2026년 국내 조선업체 상선 영업이익률 15% 초과할 것으로 예상

당사가 기존에 소개한 국내 대형 조선업체들의 상선 영업이익률 테이블을 업데이트한 결과는 아래와 같다. 간단하게 정리하자면 내년에는: 1) 21년에 수주한 물량 매출인식은 단 한 척도 없으며, 2) 분기별로 22년 수주물량의 매출비중이 빠르게 감소하며 23년 발주물량 매출비중 상승, 3) 연평균 가스선 매출비중 70% 근접으로 믹스 또한 견조할 것이다.

국내 대형 조선업체들의 분기별 인도 스케줄, 이익률 개선 예상치

| 환율 | 신조선가 | 지수 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 | 4Q27 |
|-----------------|-------|-----|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1Q21 | 1,114 | 130 | 7 | 3 | 2 | 5 | 3 | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q21 | 1,121 | 139 | 14 | 8 | 8 | 2 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3Q21 | 1,160 | 151 | 7 | 7 | 6 | 8 | 4 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q21 | 1,183 | 154 | 3 | 5 | 5 | 4 | 7 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1Q22 | 1,206 | 156 | 3 | 9 | 10 | 8 | 7 | 9 | 7 | 8 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q22 | 1,261 | 162 | 0 | 0 | 2 | 9 | 12 | 8 | 10 | 5 | 7 | 4 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3Q22 | 1,341 | 162 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | 3 | 6 | 3 | 7 | 4 | 6 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q22 | 1,358 | 162 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 4 | 6 | 7 | 6 | 3 | 1 | 3 | 2 | 1 | 2 | 1 |
| 1Q23 | 1,276 | 166 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 | 2 | 9 | 5 | 4 | 7 | 5 | 1 | 1 | 0 |
| 2Q23 | 1,315 | 171 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| 3Q23 | 1,313 | 175 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 6 | 2 | 3 | 2 | 1 | 6 | 5 |
| 4Q23 | 1,321 | 178 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 4 | 3 | 0 | 7 | 7 | 4 | 3 |
| 1Q24 | 1,330 | 183 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 5 | 9 | 10 | 6 | 10 | 6 |
| 2Q24 | 1,371 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 4 | 3 | 2 | 1 |
| 3Q24 | 1,356 | 190 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 3 | 3 | 0 | 2 |
| 4Q24 | 1,399 | 189 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 3 | 3 | 7 | 9 |
| 1Q25 | 1,454 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 3 | 5 | 5 |
| 2Q25 | 1,401 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 7 | 4 | 6 |
| 3Q25 | 1,388 | 186 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 6 |
| 평균매출인식지수 | | | 151 | 153 | 155 | 158 | 161 | 163 | 166 | 171 | 175 | 178 | 180 | 182 | 183 | 184 | 185 | 185 |
| 평균매출인식지수 (환율보정) | | | 180 | 186 | 191 | 198 | 204 | 210 | 216 | 226 | 232 | 239 | 244 | 248 | 251 | 253 | 255 | 257 |
| 평균비용지수 (환율보정) | | | 175 | 178 | 181 | 184 | 186 | 187 | 193 | 197 | 198 | 200 | 206 | 209 | 209 | 210 | 216 | 219 |
| yoy 비용지수 상승률 | | | 12.9% | 12.5% | 9.9% | 7.2% | 6.0% | 5.0% | 6.7% | 7.0% | 6.9% | 6.8% | 6.6% | 5.9% | 5.6% | 5.1% | 4.8% | 4.6% |
| 역산 추정영업이익률 | | | 2.9% | 4.5% | 5.2% | 6.8% | 9.0% | 11.1% | 10.6% | 12.7% | 14.7% | 16.5% | 15.4% | 15.7% | 16.6% | 17.2% | 15.3% | 15.0% |

주: 회색 음영은 실제 발표된 평균 영업이익률을 역산하여 비용 (매출원가+관관비) 상승률을 지수화. 푸른색 예상치는 비용 내에서 25%는 매출인식지수 상승분을 90% 반영하며 75%는 연간 5% 고정 상승

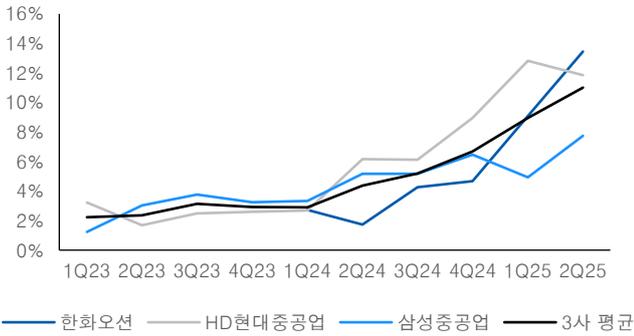
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

위의 표에서 보수적인 부분: 비용 상승 곡선

위의 분기별 이익률 개선 예상치는 비용 상승에 대해 보수적인 가정에 기반한다. 실제로 기존 커버리지 개시 자료에서 2Q25 평균비용지수는 190pts로 추정했으나, 역산 기준 187pts로 하락하였다. 3분기 급격한 비용지수 상승 (+6 pts qoq)은 3분기 진행되는 임단협 이후 인건비의 상승과 잠재적인 후판가 상승에 대한 보수적인 가정을 반영한다.

만약, 하반기 조선업체들의 평균 상선부문 영업이익률이 당사 예상치를 상회한다면 (=비용이 예상보다 크게 오르지 않는다면) 더욱 가파른 영업이익률 개선세를 기록할 수 있을 것이다. 현재의 보수적인 가정을 대입하여도, 2026년 상선부문 영업이익률은 15%를 상회한다.

국내 대형 3사의 영업이익률 개선세 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

확대되고 있는 3사 합산 영업이익 스프레드



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

믹스에서 확인할 부분: 컨테이너선 매출비중 2H26F 반등, 가스선과 LNG 선 수익성 비교

당사가 추정한 분기별 인도 스케줄에 기반한 선종별 매출 믹스 비중은 아래와 같다. 회사마다 차이가 있겠으나, 전체적으로 국내 조선업체들의 평균 매출 믹스는 26년에: 1) 컨테이너선 매출 비중이 감소할 보이다 반등, 2) LNG선의 매출비중 감소를 가스선이 대체하고 3) 유조선의 매출 비중이 올해 대비 상승한다.

국내 조선업체들의 분기별 평균 매출인식 비중 추이

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| LNG | 59% | 61% | 62% | 60% | 57% | 52% | 49% | 45% |
| 가스 | 8% | 8% | 9% | 13% | 15% | 17% | 18% | 17% |
| 컨테이너 | 28% | 25% | 22% | 18% | 16% | 18% | 20% | 25% |
| 유조선 | 4% | 6% | 7% | 9% | 12% | 13% | 13% | 12% |

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

LNG선을 제외한 LPG/암모니아/에테인을 가스선으로 분류할 경우, 4Q25 이후 가스선의 매출 비중이 상승, LNG선을 부분적으로 대체한다. LPG선의 경우 LNG선보다 이익률이 조금 더 낮지만, 향후 건조하게 되는 암모니아/에테인 운반선의 영업이익률에 대한 관찰이 필요하다.

또한, 컨테이너선의 매출비중이 3Q25-2Q26 하락 이후 반등하는데, 반등에 기여하는 물량은 3Q24 이후 수주한 고선가 물량이기 때문에 수익성 상승에 기여할 수 있을 것이라 예상한다. 다만 유조선의 매출비중 또한 내년에 10%를 상회할 것이라 예상하기에, 고수익성 컨테이너선 매출과 상대적 저수익성 유조선의 수익성 상쇄에 대해서도 확인이 필요할 것이다.

상선부문 피크아웃 가능성이 비중축소로 이어지는가?

결론부터 말하자면 아니다. 방산의 진척이 이를 상쇄한다

업황과 실적에 대한 전망을 정리한다면 1) 선가지표가 하락하고 2) 컨테이너선 슬롯을 유조선이 대체함에 따라 2028년 이후 실적 피크아웃이 도래할 수 있다는 가능성이 발생한다. 사이클 산업의 가장 큰 우려인 침체기 도래 (특히, 조선업종은 2008년 시총 급락 이후 10년 이상 불황을 겪어 이에 대한 우려가 더욱 큼)가 전체적인 주가에 반영될 수도 있다.

그러나, 당사는 이를 상쇄할 수 있는 요인들로 인해 비중확대 의견을 유지한다. 가장 먼저, 기존 자료에서 언급했듯, **지금의 조선업 사이클은 과거와 다르다**. 2000년대 당시에는: 1) 해운시장의 급성장으로 인한 신규 선대 발주 수요 급증에 2) 수요에 대한 예측 없이 캐파를 늘려가며 3) 이후 금융위기라는 특별한 이벤트의 발생과 함께 급격한 쇠퇴기를 맞았으나, 2020년대 현재에는: 1) 시장의 급성장이 아닌 (친환경) 교체 발주 수요에 기반하고 2) 축소된 생산능력을 선불리 확장하지 않는 상황에서 3) 중장기적 발주량에 대한 확신과 4) 미중 해상패권으로 인한 수혜를 감안한다면 과거와 같은 업황 급등-급락의 상황은 재현될 확률이 낮다고 예상한다.

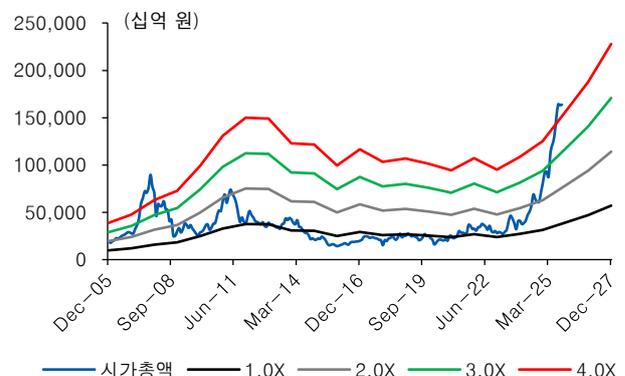
또한, 국내 조선업종 시총은 상선사업으로 인한 상승이 아니라 방산에 대한 기대감을 반영하여 상승했다. 현재의 조선업종을 단순 상선사업에 기반한 가치평가 방법으로 접근할 경우 비싸게 보일 수밖에 없는 이유이다. 전례가 없던 미국으로부터의 해양방산 수주를 받을 수 있다는 기대감이 확신으로 변하는 구간에서, 본업의 이익 피크아웃 우려는 쉽게 상쇄될 수 있다고 예상한다. 따라서, 당사는 기존과 같이 상선 사업 (이외 기타 존속사업)과 방산 사업의 적정가치를 각각 도출하는 SOTP 밸류에이션 방법을 유지한다. 이는 1) 주가 상승을 설명하기 위한 상선사업의 적정가치 과대평가를 막고 2) 향후 상선사업의 중장기 이익률 하락이 예측되어도 방산부문의 적정가치에 따라 합리적인 투자의견을 제시하기 위함이다.

각 회사별 방산사업 유무에 따라 달라진 시가총액



자료: 유안타증권 리서치센터

WICS 조선지수 P/B 밴드 차트: 단순 역사적 지표로는 비쌀 수밖에 없다



자료: 유안타증권 리서치센터

방산: 지금부터 보아야 하는 것들

기대감이 확신으로 변하기 위해서 필요한 것은 법제적 변화

이제 우리가 기다려야 할 것은 트럼프 행정부의 적극적인 법제적 변화이다. 미국내 상선, 군함 생산능력의 쇠퇴는 이미 증명되었다. MRO가 아닌 군함 건조에 관여하는 것이 국내 조선업체들의 최종 목표이며 이에 대한 트럼프의 긍정적 언급, 미 해군장관의 현장시찰 등 연내 다수 이벤트 발생으로 업종내 주요 수혜주의 주가는 상승세를 기록한 상황이다.

군함 부분건조 수주를 위한 핵심적인 걸림들은 결국 법제적 장치이다. Byrnes-Tollefson 조항은 국내 조선업체들의 미 해군 함선 부분건조 진입에 가장 큰 진입장벽인데, 당사는 이에 대한 트럼프 대통령의 면제권 활용 혹은 조항 완화와 같은 이벤트가 가장 중요한 뉴스가 될 것이라 예상한다.

군함 부분건조 수주를 위해 넘어야할 가장 큰 산은 Byrnes-Tollefson 조항

| | 주요 내용 | 예외 |
|---------------------------|---|-----------------------------------|
| Tollefson Amendment | 해안경비대 선박이나 주요 구성부품은 해외 조선소에서 건조 불가 | 대통령이 국가안보상 필요하다 판단시 예외 (의회 통보) |
| Byrnes Amendment | 미군용 선박은 해외 조선소에서 건조 불가. 주요 선체와 부품도 해외제작 불가 | 대통령이 국가안보상 필요하다 판단시 예외 (의회 허가 필요) |
| Buy American Act | 연방정부 조달시 미국내 제조된 제품을 우선 구매. 부품 원가의 55% 이상이 미국산일 것 | 미국산이 외국산보다 50% 이상 비쌌 경우 |
| Military Cargo Preference | 미군 소유 및 구매 화물은 가능한 미국 국적선으로 운송해야 함 | 운임이 과도하게 비쌌 경우 |

자료: 유안타증권 리서치센터, Stimson

대표적으로, Ensuring Naval Readiness Act (25년 2월 발의, Mike Lee R-UT)는 Byrnes 조항에 예외조항 삽입을 통해 동맹국 조선소에 한해 해외 조선 허용을 가능케 하려 시도중이며, SHIPS for America Act(25년 4월 발의, Mark Kelly D-AZ)는 동맹국 조선소와의 협업을 뒷받침하는 재정적, 제도적 기반을 제공하려 한다. 다만, 두 법안은 현재까지 발의만 된 상태이며, 발의된 법안 중 3-5%만이 상하원을 통과하여 법제화가 되기 때문에 이른 기대를 하기에는 요원한 상황이다. 그렇기 때문에 **트럼프 행정부의 적극적인 법제화 노력이 더욱 필요하다**. 다행인 점은, 미국 조선업의 재건을 가장한 국내 조선업체로의 외주화는 미국 내에서 이미 양 당 간의 공감대가 이미 형성되어 있기 때문에 진척 속도가 상당히 빠를 수 있다는 것이다.

여전히 군함은 블록 건조에 초점

사실 완전건조 계약 수주는 불가능하다

미국내 단일 선종은 단일 조선소에 전량 발주되는 특성상 해당 군함을 국내 조선업체들이 완전히 수주하는 것은 불가능하다. 만약 향후 법적 변화로 미국 현지 조선소와 국내 조선소들의 입찰 경쟁이 발생할 경우, 건조 단가와 납기 측면에서 미국내 조선소들은 압도적으로 불리하며, 이는 방산 수주로 생계를 유지하던 미국내 조선소들의 멸망을 의미한다.

또한, 그것이 가능하다 해도 실질적 수주 시점이 너무 늦다. 예를들어, 오스탈 US가 건조하고 있는 상륙정 (Landing Craft, Utility)의 경우 2029년 건조를 시작하는 물량까지 모두 발주가 완료된 상태이다. 기발주 물량에 대해 외주 개념으로 블록 건조를 하는 것이 미국 입장에서도 반가운 이유이다.

미 해군 함정 발주의 특징: 단일 조선사에 전량 발주, 그것도 5년 앞서서

| Exhibit P-27, Ship Production Schedule: PB 2025 Navy | | | | Date: March 2024 | | |
|--|----------------|-------------|----------------|-------------------------------|---------------|--|
| Appropriation / Budget Activity / Budget Sub Activity: | | | | P-1 Line Item Number / Title: | | |
| 1611N / 05 / 1 | | | | 5100 / LCU 1700 | | |
| Ship | Shipbuilder | Fiscal Year | Contract Award | Start of Construction | Delivery Date | |
| LCU 1700 | Swiftships LLC | 2016 | Mar 2018 | Feb 2020 | Dec 2024 | |
| LCU 1701 | Swiftships LLC | 2019 | Feb 2019 | Aug 2020 | Jan 2025 | |
| LCU 1702 | Swiftships LLC | 2019 | Feb 2019 | Nov 2020 | Jul 2025 | |
| LCU 1703 | Swiftships LLC | 2020 | Apr 2020 | Apr 2021 | Aug 2025 | |
| LCU 1704 | Swiftships LLC | 2020 | Apr 2020 | Sep 2021 | Nov 2025 | |
| LCU 1705 | Swiftships LLC | 2020 | Apr 2020 | Apr 2022 | Dec 2025 | |
| LCU 1706 | Swiftships LLC | 2021 | Apr 2020 | May 2022 | Apr 2026 | |
| LCU 1710 | Austal USA | 2021 | Sep 2023 | Apr 2024 | Jul 2025 | |
| LCU 1711 | Austal USA | 2022 | Sep 2023 | Dec 2024 | Apr 2026 | |
| LCU 1712 | Austal USA | 2022 | Sep 2023 | Apr 2025 | Aug 2026 | |
| LCU 1713 | Austal USA | 2024 | Mar 2024 | Aug 2025 | Dec 2026 | |
| LCU 1714 | Austal USA | 2024 | Mar 2024 | Dec 2025 | Apr 2027 | |
| LCU 1715 | Austal USA | 2026 | Oct 2025 | Mar 2026 | Jul 2027 | |
| LCU 1716 | Austal USA | 2026 | Mar 2026 | Dec 2026 | Apr 2028 | |
| LCU 1717 | Austal USA | 2027 | Mar 2027 | Dec 2027 | Apr 2029 | |
| LCU 1718 | Austal USA | 2027 | Mar 2027 | Mar 2028 | Jul 2029 | |
| LCU 1719 | Austal USA | 2028 | Mar 2028 | Dec 2028 | Apr 2030 | |
| LCU 1720 | Austal USA | 2028 | Mar 2028 | Mar 2029 | Jul 2030 | |
| LCU 1721 | TBD | 2029 | Mar 2029 | Dec 2029 | Apr 2031 | |
| LCU 1722 | TBD | 2029 | Mar 2029 | Mar 2030 | Jul 2031 | |

자료: 유안타증권 리서치센터, US DON

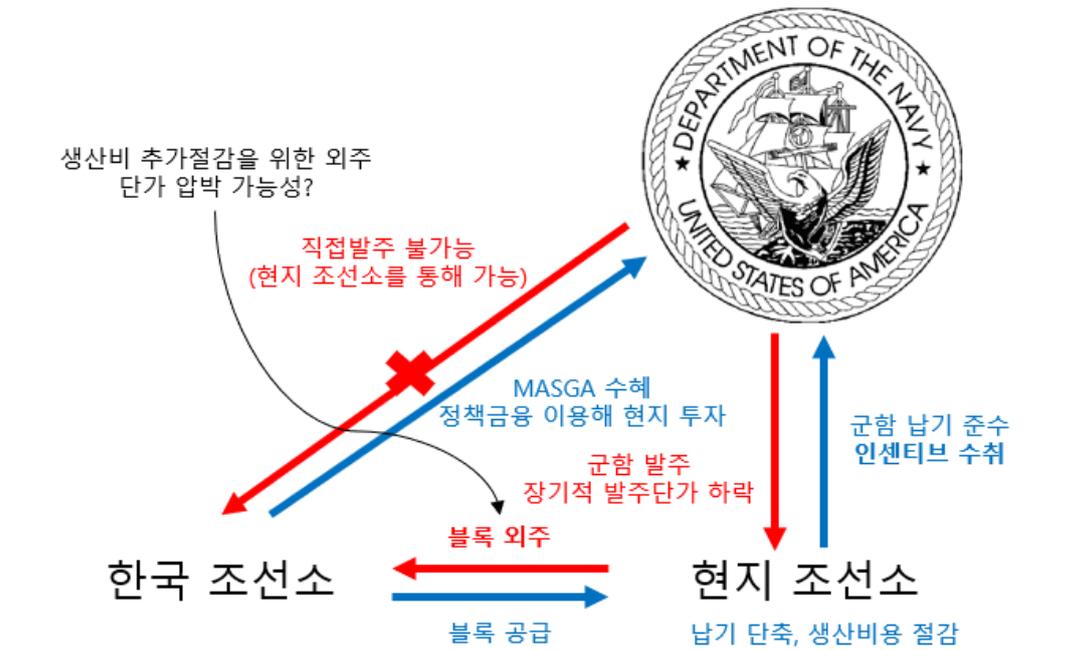
미국이 바라보는 조선업은 1) 노동 집약적이어서 경쟁력은 확보하기 힘들지만 2) 중국을 생각하니 안보 차원에서 포기할 수는 없는데 3) 내수 산업은 이미 희생 불가의 수준까지 쇠퇴했으며 4) 이를 만회하기 위해서는 한국 조선업체들의 협력이 절대적으로 필요하다.

결국, 핵심 기술이 필요한 주요 전략 부품 및 체계는 미국내 조선소에서 계속 생산하되, 납기를 맞추며 단가를 낮추기 위해 국내 조선소와의 협력이 필요한 현재 미국의 입장에서는 블록 건조 외주가 가장 부담없는 선택지이며 미국내 현지 조선사들도 이를 반길 것이라 예상한다.

블록 건조 외주에 대한 수익성 우려는 기우

미국내 조선소로부터 함정 블록 수주를 받을 수 있을 경우 1) 전투함까지 사업 범위가 확대되고 2) 기발주 물량의 외주도 받을 수 있다는 장점이 있으나 가장 주요한 우려는 외주 물량 수주에 따른 단가 인하 압박 가능성이다. 다시 말해, 미 해군 직납이 아니라 미국 조선소를 거쳐 납품하는 하청업자로 전락하기 때문에 수익성이 확보되지 않을 수 있다는 점이다.

미 해군 함정 블록 건조 시나리오에서 가장 주요한 리스크

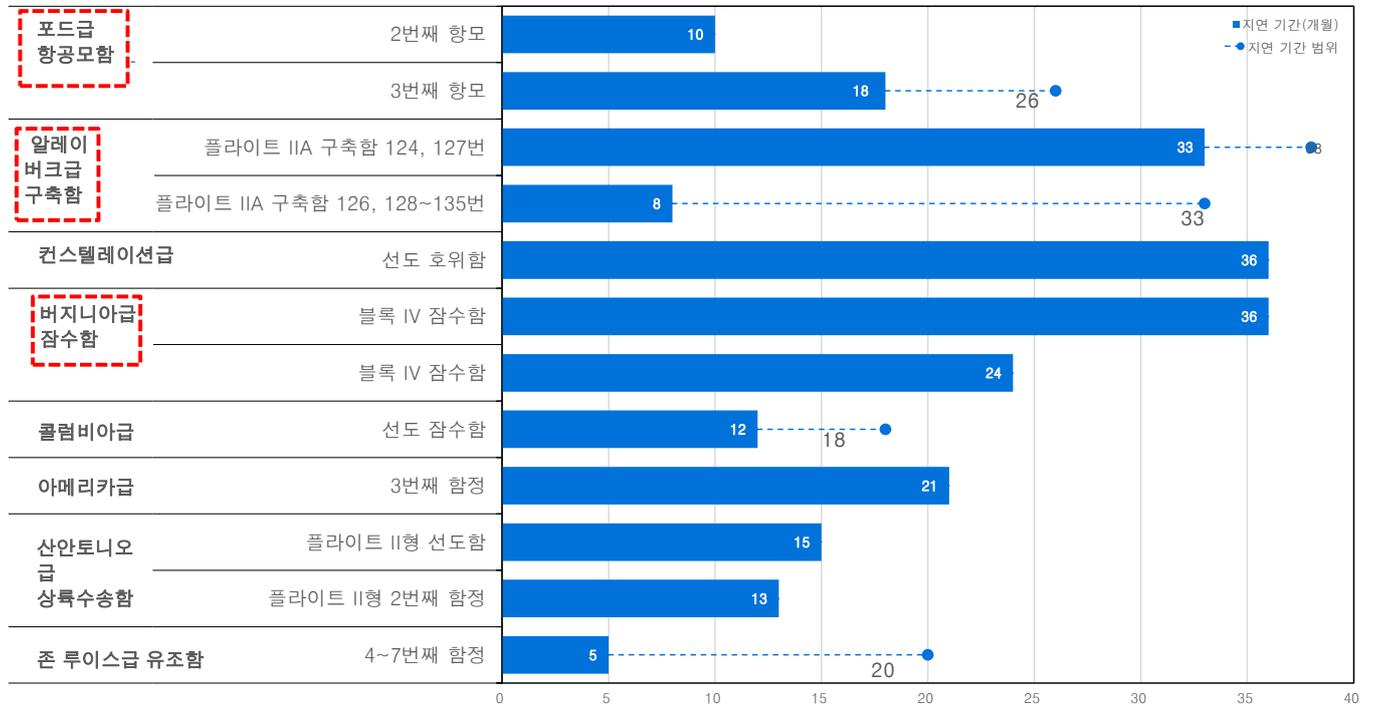


자료: 유안타증권 리서치센터

미 해군의 발주 유형 특성상 그건 **명백한 기우**다. 미국의 대표적인 군함 조선사인 현팅턴 잉겔스 인터스트리스 (HII)의 매출별 계약 형태를 보면 대부분이 고정가-인센티브 형태이다 (NNS의 경우 핵항모, 핵잠수함을 건조하기 때문에 원가를 그대로 보전하는 원가형 매출 비중이 크다). 고정가-인센티브 형태는 발주 당시 계약단가는 고정되어 있으나, 납기를 지킬 경우 추가적인 인센티브를 지급하는 방식이고 원가형은 무조건적으로 생산비용에 마진을 붙여 지불하는 구조이다.

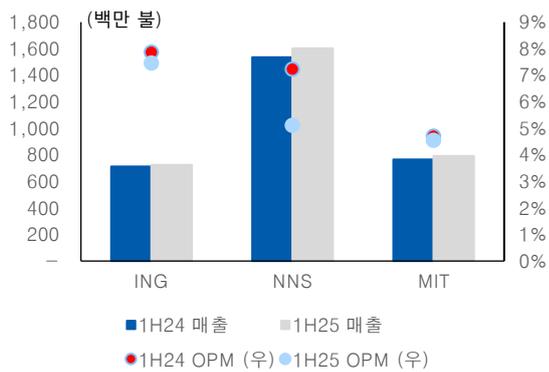
HII의 자회사 ING (잉겔스) 가 건조하는 호위함, 구축함, 항공모함 등은 2-3년 이상의 납기 지연을 지속하고 있음에도 7% 이상의 영업이익률을 기록하고 있다. 다시 말해 인센티브를 한 푼도 못 받아도 고정 계약 단가가 너무 높아 마진이 나온다는 소리이다. 여기서 HII가 국내 조선사들에게 블록 외주를 줄 수 있다면 과연 외주 단가 압박을 가할 수 있을까? 아닐 것이다. 차라리 외주를 통해 블록을 빠르게 받아 납기를 단축하고, 미 해군으로부터 기존에 받지 못하던 인센티브를 수취하는 방향이 서로에게 win-win일 것이다.

HII 가 건조하는 대부분의 선종은 심각한 납기 지연을 겪고 있는데...



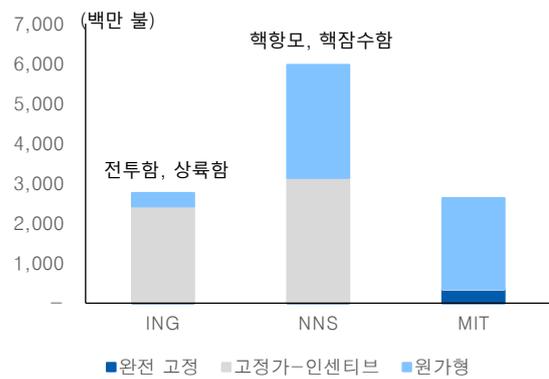
자료: 유안타증권 리서치센터, US DON FY2025 budget

HII: 그럼에도 불구하고 이익률은 나올만큼 건조단가가 높고...



자료: 유안타증권 리서치센터 HII

...계약의 특성상 외주단가를 낮추기보다 납기단축을 원할 것이다.



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

블록 건조시 수익성 – 그래서 마진이 얼마? (집중을 요함)

이해의 시작은 미국 조선업체들의 기이한 이익률부터

존 펠란 미 해군장관은 6월 하원 청문회에서 미국 조선업에 대해 “**영망진창이다. 최고 실적을 낸 프로그램도 납기 6개월 지연, 예산 57% 초과**” 라는 발언을 했다. 앞서 언급한 HII의 사례와 미국 조달청의 계약방식을 이해하면 이러한 납기-비용 초과가 얼마나 높은 낭비와 비효율을 기록하고 있는지 알 수 있다.

고정가-인센티브 구조 매출이 대부분인 Ingalls Shipbuilding (ING)는 2024년 매출 28억 불, 영업이익 2.1억 불로 영업이익률 7.6%를 기록했다. 방산업체 치고는 꽤나 낮은 이익률이라 생각할 수 있지만, 계약의 형태를 본다면 **미 해군이 균함 발주 예산에 있어 얼마나 관대한 지출을 했는지 알 수 있다.**

미 해군 함선 건조 사업: 계약 구조상 밀빠진 독에 물을 붓는 미 해군 (매우 중요)

앞서 ING 계약구조에서 설명한 고정가-인센티브에 대해 자세히 이해해야 한다. 미 조달청은 기본적으로 고정가-인센티브 계약에서 120% ceiling price (한도액)과 50:50 분담 구조를 갖고 있다. 즉 최초 계약 대비 비용 상승/하락으로 인한 손실/이익을 정부가 50% 분담/환수하되, 비용 상승분 부담액은 최초비용의 120%를 초과할 수 없다는 것이다. 이를 간단하게 표현한 테이블은 아래와 같다. (**계약상 목표이익이라는 해자가 있어 비용 상승률 50%까지는 조선소가 손실을 볼 수 없는 구조이다**)

미 해군의 함정 발주 계약의 원가 변동에 따른 조선소 영업이익률 변동 시나리오

| A | B | C | D | |
|-------|-------|------------|----------|---------|
| 목표 비용 | 목표 이익 | 계약 단가 | 정부지원 한도 | 계약상 OPM |
| 100 | 35 | 135 | 20 | 26% |
| 비용 변동 | 실제 비용 | 정부 환수 (지원) | 조선소 실현이익 | 조선소 OPM |
| -10% | 90 | 5 | 40 | 31% |
| 0% | 100 | 0 | 35 | 26% |
| 10% | 110 | (5) | 30 | 21% |
| 20% | 120 | (10) | 25 | 17% |
| 30% | 130 | (15) | 20 | 13% |
| 40% | 140 | (20) | 15 | 10% |
| 50% | 150 | (20) | 5 | 3% |
| 60% | 160 | (20) | (5) | -3% |
| 70% | 170 | (20) | (15) | -10% |
| 80% | 180 | (20) | (25) | -16% |
| 90% | 190 | (20) | (35) | -23% |

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 계약상 OPM은 임의로 선정. 계약상 OPM 26%로 설정시 비용상승률 50%까지는 조선소가 손해를 볼 수 없음

다시 돌아와서, 펠란 장관의 “납기 6개월 지연, 예산 57% 초과” 라는 언급을 회상하면 계약당시 원가보다 실제 건조비용이 60% 정도 높다는 말일까? 사실은 여기서 끝이 아니다. “예산 57% 초과” 라는 말은 “비용 60% 초과” 가 아니라 목표 이익을 포함한 정부 지출 자체가 60% 가까이 초과되었다는 뜻이다. 즉 조달청의 기본 계약 구조로는 조선소들이 적자를 기록할 것이 뻔해 이 산업을 유지할 수가 없다.

따라서 미 해군은 매년 건조중인 함정에 대해 기존 예산 대비 1-3% 정도의 추가지급금을 Change order (체인지오더) 명목으로 설정한다. 건조 기간이 오래 걸리다 보니 이를 합치면 예산의 20-30% 정도가 늘어난다. 이를 정리하면 아래와 같다.

목표원가 100, 목표이익 35 (총 예산 135, 계약상 OPM 26%)의 함정 건조에 대해 추가지급금을 고려한 조선사 OPM 시나리오

| E | F=A*(1-E) | G=C-F | H=G/C | I | J=(G-I)/(C-I) | K | L=(G-I-K)/(C-I-K) | M=C-I+K | N=M/C-1 |
|------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|-----------|-------------------|------------|------------|
| 비용 변동 | 실현 비용 | 잠재영업이익 | 1차 OPM | 정부 환수 (지원) | 2차 OPM | 추가지급금 | 최종 OPM | 총 정부지출 | 예산대비 초과액 |
| -10% | 90 | 45 | 33% | 5 | 31% | 0 | 30.8% | 130 | -4% |
| 0% | 100 | 35 | 26% | 0 | 26% | 0 | 25.9% | 135 | 0% |
| 10% | 110 | 25 | 19% | (5) | 21% | 0 | 21.4% | 140 | 4% |
| 20% | 120 | 15 | 11% | (10) | 17% | 0 | 17.2% | 145 | 7% |
| 30% | 130 | 5 | 4% | (15) | 13% | 0 | 13.3% | 150 | 11% |
| 40% | 140 | -5 | -4% | (20) | 10% | 0 | 9.7% | 155 | 15% |
| 50% | 150 | -15 | -11% | (20) | 3% | 11 | 9.6% | 166 | 23% |
| 60% | 160 | -25 | -19% | (20) | -3% | 21 | 9.1% | 176 | 30% |
| 70% | 170 | -35 | -26% | (20) | -10% | 31 | 8.6% | 186 | 38% |
| 80% | 180 | -45 | -33% | (20) | -16% | 41 | 8.2% | 196 | 45% |
| 90% | 190 | -55 | -41% | (20) | -23% | 51 | 7.8% | 206 | 53% |
| 95% | 195 | -60 | -44% | (20) | -26% | 55 | 7.1% | 210 | 56% |

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 추가지급금 규모는 “비용 상승시 조선사의 이익률은 낮아져야 한다” 는 전제 하에 기입

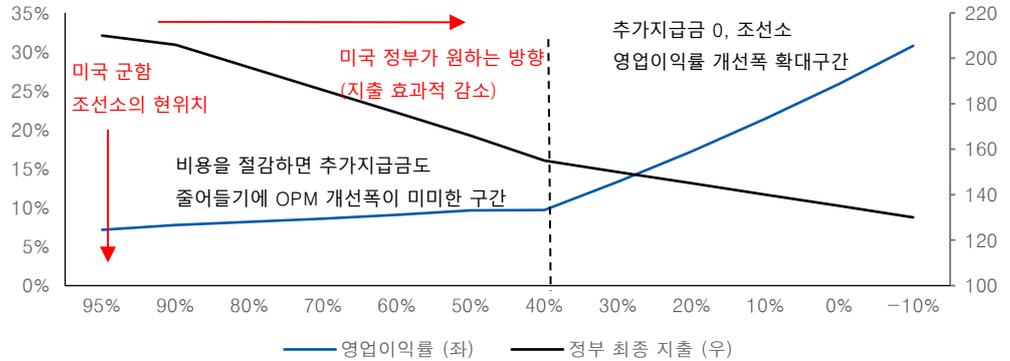
이제 “예산 57% 초과” 언급을 다시 살펴본다면, “실제 비용이 계약서 대비 95% 이상 증가했다” 라고 보아야 한다. 납기 6개월 지연은 비교적 소형 함정에 적용되는 것이고, 2-3년씩 납기가 밀리는 ING와 같은 조선소의 경우 훨씬 더 많은 추가지급금을 받고 있을 것이다. 여기까지 온다면, 납기는 밀릴 대로 밀리면서 손실은 절대 기록하지 않는 미국내 조선소의 비결이 드러난다. 미국내 조선업을 영망진창이라고 하는 이유가 이러한 기울어진 사업구조에 있다.

밀빠진 독을 막아보려는 노력이 바로 우리가 필요한 이유

이러한 미국내 조선사의 수익성 구조를 봤을 때 가장 큰 특징은 “현재 비용 구조에서 절감폭이 어느 선을 넘어서면 마진 상승폭이 매우 크다” 는 점이다. 위의 비용 증감에 따른 조선사의 최종 영업이익률을 살펴보면, 비용 상승률을 95%에서 40%까지 낮춰도 추가지급금의 동반 감소로 인해 마진 상승폭이 그리 높지 않다.

그러나 비용 증가폭을 40~10%까지 낮추면 영업이익률 상승률이 한층 가파르게 바뀌게 되는데, 당사는 미국 조선사들도 블록 외주를 통해 이러한 이익률 구간에 돌입할 유인이 분명히 존재할 것이라 판단한다 (그리고 미국 정부가 원하는 것이 이 방향이다).

비용 증감 구간에 따라 상이한 영업이익률 개선폭



자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Y 축이 영업이익률, X 축이 미국 조선소의 비용 증감

비용 상승 고질병에 특효약 = 국내 조선사의 블록 공급

국내 조선업체의 선박 건조비용이 미국 대비 6배가량 저렴하다는 점은 상선부문의 예시를 통해 확인할 수 있다. 그렇다면 미국 조선사 입장에서는 이렇게 저렴한 선박 블록을 공급받아 비용 상승폭을 획기적으로 낮추고, 추가적으로 납기까지 단축시킬 수 있기에 앞서 언급한 “미국 조선소의 영업이익률 개선폭 확대구간”에 손쉽게 도달할 수 있다.

아래의 왼쪽 표는 앞서 언급한 시나리오에서 미국 조선소의 현황을 정리한 것이다 (펠란 장관의 납기 6개월 지연, 예산 57% 초과라는 “최고 프로그램”을 기준으로 보수적으로 추정). 여기서 국내 조선업체로 블록 외주 계약을 통해 생산비를 6분의 1로 줄일 수 있다고 가정하면, 외주 비중에 따라 미국 조선사들의 영업이익률은 급등하게 된다.

미국 조선소의 영업이익률 현황

| | 현황 | 비고 |
|----------------|-----|-----------------------|
| 목표 비용 | 100 | [A] |
| 목표 이익 | 35 | [B] |
| 계약 단가 | 135 | [C] |
| 정부 지원 (조달청 기준) | 20 | [D] |
| 추가지급금 | 55 | [E] |
| 총 정부지출 | 210 | [F] = [C] + [D] + [E] |
| 예산 초과율 | 56% | [G] = [F]/[C] |
| 최종 비용 | 195 | [H] |
| 비용 증감 | 95% | [I] = [H]/[A] |
| 조선소 영업이익 | 15 | [J] = [F] - [H] |
| 조선소 OPM | 7% | [K] = [J]/[F] |

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 조선소들의 블록 공급을 통한 비용 절감시 미국 조선소의 영업이익률 상승

| | 외주 | 비고 |
|----------------|------|-----------------------|
| 현행 생산비용 | 195 | [L] = [H] |
| 외주 비중 | 50% | [M] |
| 생산비 절감률 | -83% | [N] |
| 생산비 절감효과 | -81 | [O] = [L] * [M] * [N] |
| 최종 생산비용 | 114 | [P] = [L] - [O] |
| 비용 증감 | 14% | [Q] = [P]/[A] - 1 |
| 정부 지원 (조달청 기준) | 15 | [R] |
| 총 정부지출 | 150 | [S] = [C] + [R] |
| 미국 조선소 영업이익 | 36 | [T] = [S] - [P] |
| 조선소 OPM | 24% | [U] = [T]/[S] |

자료: 유안타증권 리서치센터

예시와 같이 가장 보수적으로 추정된 미국 조선소의 이익구조 하에 국내 조선소들이 블록 건조를 통해 전체 생산비용 중 50% 물량을 수주 받아 6배의 생산 효율성으로 비용을 절감해주면 미국 조선소의 영업이익은 142% 증가하고 영업이익률도 17% pts 개선된다.

그럼 미국 조선소의 외주 수요가 있다 치자. 우리에게 남는 건? 외주 마진은?

위의 블록 건조 시나리오에 반영되지 않은, 납기 단축에서 오는 인센티브를 이익으로 전환할 수 있다. 미국이 우리를 필요로 하는 이유들을 상기하자면 1) 미국 조선소 건조 단가가 너무 비싸고 2) 그것보다 중요한 납기를 계속 밀리고 있는 것이다. 단가의 경우 충분한 비용 절감으로 미국과 국내 조선사 모두 Win-win이지만, 6배의 생산 효율성을 보유한 만큼 **가격도 6분의 1로 책정한 만큼 국내 조선업체들의 블록 건조 마진은 그다지 높지 않을 것처럼 보일 수 있다.**

그러나, **생산비를 아껴주는 동시에 납기를 단축시키는 데에서 발생하는 레버리지 효과를 고려한다면** 블록 건조의 책정 단가는 (위의 비용절감 시나리오에서 제시한 6분의 1 대비) 매우 높을 것이다. 3년씩 밀리던 납기를 맞추기 시작하면 미국 조선소 입장에서 영업 레버리지는 상상도 못할 수준으로 증가한다. 블록 건조 외주로 인해 생산 병목 현상이 사라지는 것이다.

이 과정에서, 블록 건조 계약의 수익성 또한 영업 레버리지가 발생한다. 압도적인 생산 효율성으로 인해, 미국 조선소가 계약 단가를 조금만 높여도 국내 조선소의 영업이익률은 극대화된다.

앞서 보여준 “단순 비용 절감” 관점에서 블록 외주의 장점

| | 외주 | 비고 |
|----------------|------|-----------------------|
| 현행 생산비용 | 195 | [L] = [H] |
| 외주 비중 | 50% | [M] |
| 생산비 절감률 | -83% | [N] |
| 생산비 절감효과 | -81 | [O] = [L] * [M] * [N] |
| 최종 생산비용 | 114 | [P] = [L] - [H] |
| 비용 증감 | 14% | [Q] = [P] / [A] - 1 |
| 정부 지원 (조달청 기준) | 15 | [R] |
| 총 정부지출 | 150 | [S] = [C] + [R] |
| 미국 조선소 영업이익 | 36 | [T] = [S] - [P] |
| 조선소 OPM | 24% | [U] = [T] / [S] |

자료: 유안타증권 리서치센터

여기에 “납기 개선” 을 포함하면 미국 조선소 영업이익은 천정부지로 상승

| | | 비고 |
|-------------|------|---------------------|
| 현행 생산비용 | 195 | [L] |
| 미국 블록 생산비용 | 97.5 | [V] = [L] * 0.5 |
| 외주 블록 생산비용 | 16.3 | [W] = [V] * 1/6 |
| 납기 개선을 | 0.5 | [X] |
| 미국 조선소 영업이익 | 54.4 | [Y] = [T] * (1 + X) |

자료: 유안타증권 리서치센터

이제 국내 조선업체의 함정 블록 건조 사업성을 추정하기 위해 주구장창 미국 조선소의 이익에 대해 얘기하는 것에 대한 결론이 나온다. 우리가 블록을 만들어주면 미국 조선소도 이익이 매우 크게 늘어나는데, 그렇다면 **이익 증가를 위한 블록 외주 계약에 있어 적극적인 단가 압박을 할 수 없다.**

만약 국내 조선업체의 생산 효율성(6배)이 그대로 반영되어 블록 건조 단가가 미국 조선사 대비 6분의 1로 책정되었을 경우 해당 사업의 영업이익률이 0%라고 가정하면, 미국 조선업체 입장에서 블록 건조 단가의 할인폭을 축소해주는 것이 영업이익을 확대하기 위한 지름길이다. 그리고 그 인하율(기존 6분의 1 = -83%)이 아주 소폭만 하락해도 해당 사업의 마진은 대폭 상승한다.

미국 조선소가 생산 효율성을 그대로 반영해 단가를 6분의 1로 낮출 확률은 없고, 단가 할인율이 조금만 줄어도 블록 공급 사업의 수익성은 폭등

| 블록건조 단가 인하율 | 생산비 절감효과 | 미국 조선소 영업이익 | 블록 외주 단가 | 블록 사업 마진 |
|-------------|----------|-------------|----------|----------|
| -83% | -81 | 54 | 16 | 0% |
| -80% | -78 | 51 | 20 | 17% |
| -77% | -75 | 48 | 22 | 28% |
| -74% | -72 | 45 | 25 | 36% |

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 기준은 위에서 제시한 계약단가 135, 실제 정부지출 210의 선박 1척 기준

결국, 블록 건조 기반 방산의 밸류는?

일단, 기존에 소개한 것보다 시장 규모가 훨씬 더 크다

당사는 기존에 미국 함선 건조 시장의 규모를 아래와 같이 5년간 950억 불로 소개했다. 그러나 이는 미 해군 예산 추정에서 P-1 Funding (최초 예산 배정액)에 기반한 것인데, 여기에는 앞서 언급한 추가지급금이 포함되어 있지 않다. 펠란 장관의 “최고의 프로그램이 57% 예산 초과”를 고려한다면 사실상 함선 건조에 쓰이는 돈은 P-1 Funding 금액의 1.6배 이상이다.

미 해군의 향후 5년간 함선 건조 예산 (P-1 최초 예산 배정 기준)

| 분류코드 | 함종 | 역할 | 단가 (백만 불) | 플랫폼 건조단가 (백만 불) | FY26-30 공사착수 척수 | 플랫폼 건조단가 총액 (백만 불) | |
|------|------|--|---------------------|-----------------|--------------------|-----------------------|--------|
| 전투 | 1045 | Columbia Class Submarine | 전략 핵잠수함 | 9,283 | 5,768 | 3 | 84,810 |
| | 2013 | Virginia Class Submarine | 공격형 핵잠수함 | 5,759 | 3,829 | 9 | |
| | 2122 | DDG-51 | 구축함 | 2,500 | 1,400 | 14 | |
| | 2127 | Littoral Combat Ship | 연안전투함 | 544 | 466 | - | |
| | 2128 | FFG-Frigate | 호위함 | 1,170 | 577 | 8 | |
| | 3010 | LPD Flight 2 | 상륙수송함 | 1,813 | 1,416 | 3 | |
| | 3041 | LHA Replacement | 강습상륙함 | 3,834 | 3,011 | 1 | |
| | 3043 | Expeditionary Fast Transport | 고속수송함 | 323 | 269 | 2 | |
| | 3050 | Medium Landing Ship | 중형 상륙함 | 268 | 129 | 8 | |
| | 비전투 | 5010 | AS Submarine Tender | 잠수함 지원함 | 1,733 | 1,365 | |
| 5025 | | TAO Fleet Oiler | 해상 보급유조선 | 815 | 747 | 6 | |
| 5035 | | Towing, Salvage, and Rescue ship (ATS) | 예인, 구난, 구조함 | 96 | 82 | 1 | |
| 5087 | | Oceanographic ships | 해양조사선 | 205 | 168 | - | |
| 5100 | | LCU 1700 | 상륙주정 | 31 | 29 | 8 | |
| 5112 | | Ship to shore connector | 상륙용 공기부양정 | 91 | 64 | 16 | |
| 5113 | | Service Craft | 항만작업 보조정 | 15 | 15 | 25 | |
| 5114 | | Auxiliary Personnel Lighter | 생활용 바지선 | 71 | 68 | 3 | |

자료: 유안타증권 리서치센터, DOD FY 2025 Budget Estimates. 주: 플랫폼 건조단가는 추진체계 제외 선체 및 무장 핵심 시스템을 포함

이제 모든 정보를 고려한 미 해군 방산 수주 관련 밸류에이션은 다음과 같다. 함정 건조 지출액의 절반에 해당하는 건조 공정을 국내 조선사가 선박 블록 공급을 통해 담당하고, 이 과정에서 미국 조선사는 자신들의 생산비용 대비 75% 수준으로 할인된 계약단가를 적용한다. 그럼에도 불구하고 국내 조선사들의 블록 건조 영업이익률은 30% 수준이다.

국내 조선업체들의 미 해군 함정 블록 수주에서 발생하는 세후연간영업이익 예상

| (단위: 백만 불) | 항목 | 비고 |
|------------------------|---------|----------|
| 5년간 미국내 함정 건조 초기예산 | 95,291 | A |
| 5년간 미국내 함정 건조 실제지출 | 152,465 | B=A*1.6 |
| 미국내 연간 함정 건조 매출 | 30,493 | C=B/5 |
| 미국내 연간 블록 건조 매출 | 15,247 | D=C*0.5 |
| 75% 할인을 적용해 국내에 외주시 매출 | 3,812 | E=D*0.25 |
| 영업이익률 30% 가정시 연간 영업이익 | 1,143 | F=E*0.3 |
| 원화 환산 영업이익 (십억 원) | 1,601 | G=F*1.4 |
| 세후연간영업이익 (십억 원) | 1,201 | H=G*0.75 |

자료: 유안타증권 리서치센터

NOPAT 1.2조, P/E multiple 40배 = 업종내 적정가치 48조

세후영업이익 (NOPAT) 1.2 조에 Target P/E multiple 40 배를 부여한다면 국내 조선업체들이 블록 건조 계약을 통해 확장할 수 있는 적정가치는 48 조 원이다. Target P/E multiple 40 배에 대해서는 Blackrock 에서 운용중인 US Aerospace & Defense ETF (ITA US)의 FY24 P/E multiple 42.9x 와 유사하게 책정하였다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



기업분석

HD한국조선해양 (009540)

한화오션 (042660)

HD현대중공업 (329180)

HD한국조선해양 (009540)



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

불변의 위상: 제한적 하방과 매우 높은 상방불변

연결회사 시총 폭등, 단순 지분가치 상승 외에 지켜봐야 할 것들

현대중공업과 미포의 합병으로 탄생할 초거대 조선사 (합산시총 62조)의 지분 69.3%를 보유한 동사의 자회사 지분가치는 할인율 50%를 적용하여도 21조 원. 1) 합병발표 이전 동사는 현대중공업 지분의 중장기적 유동화 계획이 있었고 2) 합병 이후에도 지분율 (69.3%)은 여전히 높기에 FY26F 해당 지분 일부 매각시 할인율 적용된 지분가치가 아닌 현금가치로 전환 가능하다고 예상.

싱가포르 투자법인 지분 60% 확보의 의미는?

신설되는 싱가포르 투자법인에 대해서도 동시에 효율적인 지배구조 방식이라 판단. 향후 60% 지분을 활용하여 싱가포르 법인을 통해 원활한 자본이동이 가능할 것이라 예상하며, 이는 HD현대중공업에서 발생하는 30%이상의 주주환원을 유지 정책과 별개로 동사의 현금 수취 능력을 상승시킬 수 있다고 판단.

미국으로 간다면, 돈을 쓰는 지분을 교환하든 수혜

가장 대표적인 미국 진출 방식은 1) 현금 투입으로 해외 조선소 지분 확보 혹은 2) 전략적 지분교환 및 사업 협력. 동사의 1) 배당을 통한 월등한 현금 창출 능력, 2) 69.3%의 HD현대중공업 지분을 감안할 경우, 미국 진출시 HD현대그룹 내에서 동사의 직접투자 가능성이 가장 높다고 판단.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 555,000원 상향

투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 555,000원으로 상향하며 근거는 상장 자회사의 지분가치 상승. 비상장 자회사 HD현대삼호의 기업가치를 17.5조원이라는 보수적인 접근을 하였음에도 매우 높은 주가 상승여력 보유. Re-rating catalyst: 1) 합병법인 지분매각, 2) HD현대삼호의 MSRA 취득, 3) 대미투자 현실화. Key downside risk: 1) 합병법인 지분가치 하락, 2) 조선업종 전체적인 조정.

BUY (M)

목표주가 **555,000원 (U)**

직전 목표주가 **511,000원**

현재주가 (10/27) **473,000원**

상승여력 **17%**

| | |
|-------------|---------------------|
| 시가총액 | 334,757억원 |
| 총발행주식수 | 70,773,116주 |
| 60일 평균 거래대금 | 1,128억원 |
| 60일 평균 거래량 | 285,268주 |
| 52주 고/저 | 473,000원 / 180,000원 |
| 외인지분율 | 32.78% |
| 배당수익률 | 2.24% |
| 주요주주 | 에이치디현대 외 7인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|-------|------|-------|
| 절대 | 19.0 | 33.6 | 136.6 |
| 상대 | (0.3) | 5.6 | 51.2 |
| 절대 (달러환산) | 17.4 | 28.6 | 129.5 |

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 3Q25E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|-----------|-----------|-------|----------|
| 매출액 | 7,083 | 13.4 | -4.7 | 7,069 | 0.2 |
| 영업이익 | 846 | 112.4 | -11.3 | 933 | -9.3 |
| 세전계속사업이익 | 1,670 | 670.0 | 205.9 | 881 | 89.6 |
| 지배순이익 | 1,243 | 722.6 | 248.6 | 564 | 120.3 |
| 영업이익률 (%) | 11.9 | +5.5 %pt | -0.9 %pt | 13.2 | -1.3 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 17.5 | +15.1 %pt | +12.7 %pt | 8.0 | +9.5 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 21,296 | 25,539 | 29,531 | 32,333 |
| 영업이익 | 282 | 1,434 | 3,783 | 4,447 |
| 지배순이익 | 222 | 1,172 | 2,677 | 3,031 |
| PER | 31.7 | 9.5 | 12.5 | 11.0 |
| PBR | 0.7 | 1.0 | 2.5 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 12.5 | 6.5 | 7.8 | 6.6 |
| ROE | 2.3 | 11.2 | 22.0 | 20.9 |

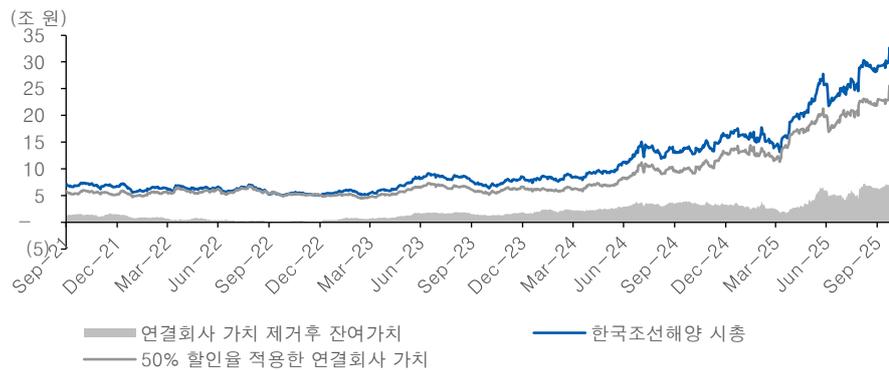
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

비쌀 수 없는 종목

연결회사 지분율에 대한 50% 할인율을 적용, 현재 시총에서 해당 가치를 제외한 차트는 아래와 같다. 동사의 자회사인 HD현대삼호의 경우 현재 6.5조 수준의 가치를 인정받고 있다. 이는 연결회사인 HD현대중공업과 HD현대미포의 시가총액 폭등이 동사에 아직까지 반영되지 않고 있음을 뜻한다.

여전히 저렴한 지주사로서의 HD 한국조선해양



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

지주사 할인율 50%라는 것은 결국 하나의 기준에 불과하다. 만약 이러한 할인율을 60%, 70%까지 확대할 경우 HD현대삼호의 잔여가치에 대해서 각각 11.5조, 16.5조의 결과가 나온다. 다만 이러한 할인율을 적용하기에는 1) 연결회사의 배당창출능력은 해가 갈수록 강화되고 있으며 2) 합병법인의 지분 69.3%중 일부 매각시 할인율을 적용하지 않는 순현금으로 유입되며 3) 상반기 기준 7,400억의 영업이익 (합병법인 영업이익의 69% 수준)을 기록한 HD현대삼호의 가치 또한 여전히 심각한 저평가상태에 있는 것은 자명하다고 판단한다.

연결 상장회사 지분에 지주사 할인율 60% 적용시



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

연결 상장회사 지분에 지주사 할인율 70% 적용시

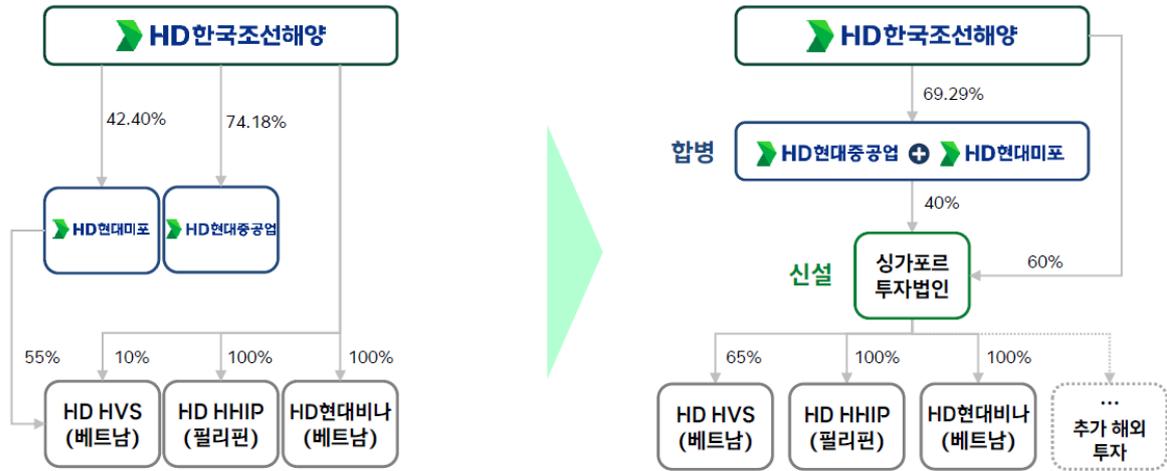


자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

한국조선해양 투자자 관점에서 본 현중-미포 합병

여러 분야에서의 사업 시너지 효과를 위해 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병이 발표, 승인되었다. 당사는 이 합병 이벤트를 통해 HD한국조선해양이 매우 효율적인 자본이동 통로를 확보했다고 판단한다. 국내 공정거래법상 “지주사와 자회사(또는 손자회사)가 동일한 국내 회사의 주식 또는 출자지분을 소유하는 행위”는 금지되어 있다. 이러한 공동보유가 금지되기 때문에, 신설 투자법인은 싱가포르에 설립되었다.

HD 한국조선해양의 가장 큰 변화는 싱가포르 투자법인 지분 60% 확보



※ HD현대비나(가칭): 두산비나 인수법인

자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

기존 HD현대미포와 동사가 보유하고 있던 해외 법인들을 합치기 위해서는 이러한 구조가 필요할 수밖에 없었기에 해외에 법인을 설립한 것도 맞겠지만, 당사는 본래의 목적과 다르게 이러한 싱가포르 투자법인이 HD한국조선해양 입장에서 그룹내 유리한 자본이동 경로로 활용될 수 있다고 판단한다.

또다른 고려해야 할 점은 현재 확보된 60:40의 지분구조에는 동사가 인수를 완료할 예정인 두산비나의 가치가 반영되어 있지 않다. 동사가 인수할 예정인 두산비나 또한 싱가포르 투자법인의 지분으로 전환될 경우 60%를 초과하는 지분을 확보하게 될 수 있다 (혹은 신설법인이 직접 두산비나 지분을 매입할 가능성도 존재한다).

신설 싱가포르 법인의 60:40 지분율의 구성 요소

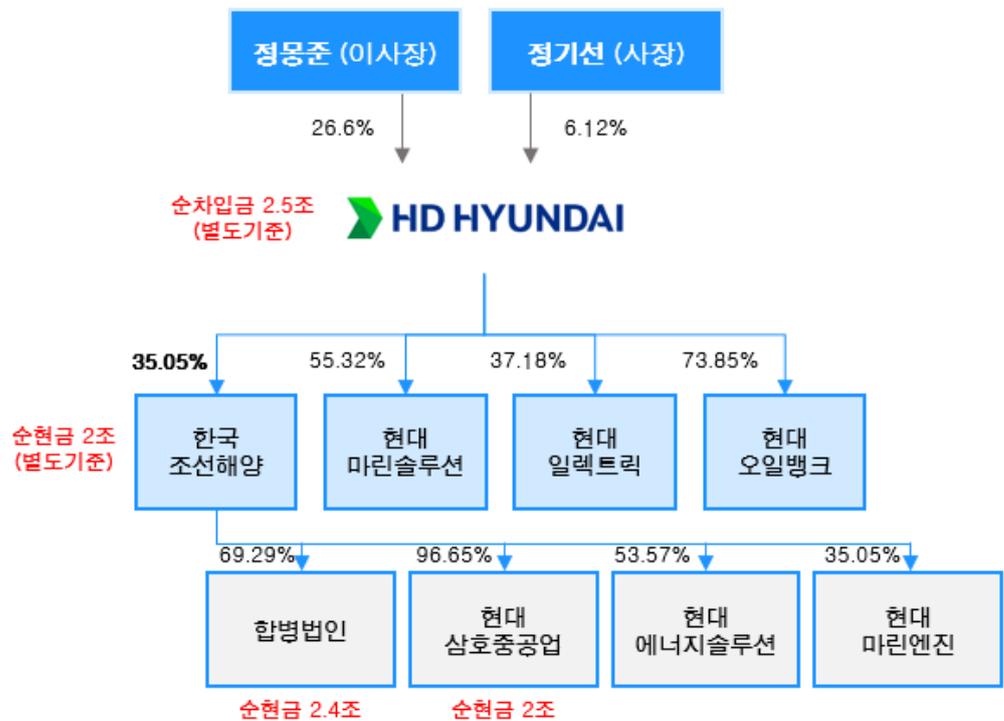
| | | 금액(USD) | 주식수 |
|------------|----------------------------|-------------|-------------|
| 2025-08-27 | 한조양, HD Asia Holdings 현금출자 | 25,158,136 | 25,158,136 |
| 2025-09-26 | 한조양, HD Asia Holdings 추가출자 | | 322,841,864 |
| | 현대 Vietnam 10% 가치 | | 9,417,390 |
| | 현대 필리핀 100%가치 현금출자 | 165,700,124 | 165,700,124 |
| 2025-09-26 | 현대중, HD Asia Holdings 출자 | 180,209,985 | 180,209,985 |
| | 미포, HD Asia Holdings 출자 | | 51,790,015 |
| | 현대 Vietnam 55% 가치 | | 51,790,015 |
| 최종 | 한국조선해양 | | 348,000,000 |
| | 현대중공업 (합병법인) | | 232,000,000 |

자료: 유안타증권 리서치센터

배당으로 해결할 수 없는 것들을 해결하는 통로

당사가 이러한 싱가포르 법인을 HD한국조선해양의 자본이동 통로가 될 수 있다고 보는 시각은 자회사들의 압도적인 현금보유액에 기인한다. 1H25 기준 동사의 연결기준 순현금은 6조 9천억 원이고, 이는 결국 일정 부분 최종 지주사인 HD현대로 향해야 한다. 여기서 HD현대 입장에서 아쉬운 점은 동사에 대한 낮은 지분 (35%)뿐만 아니라 합병법인에서 동사에 배당시 30%가 증발된다는 점이다. 부정적 승수효과로 인해 현재의 차입을 단기에 상환하기 어려운 상황이다.

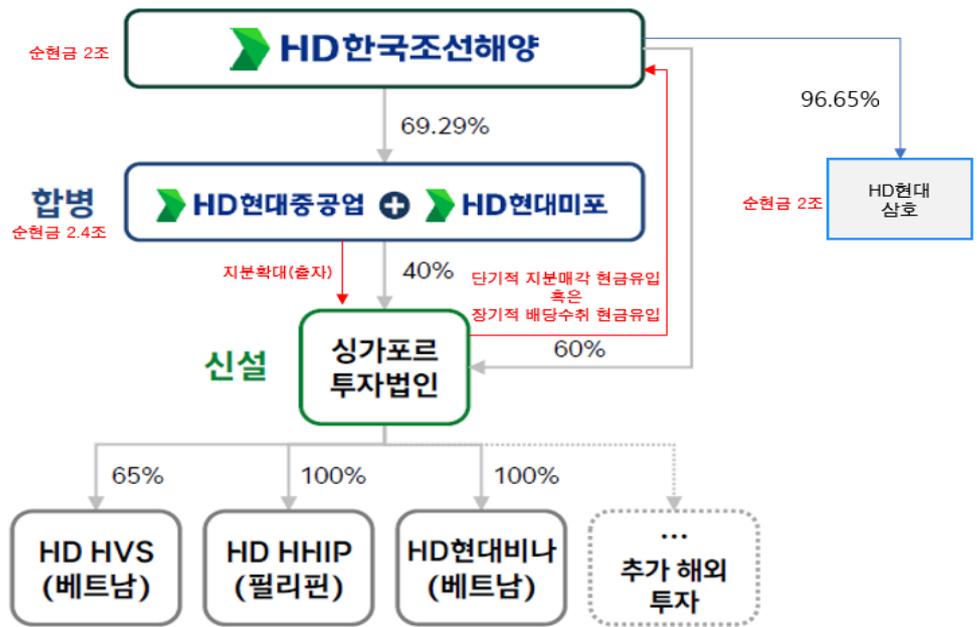
HD 현대그룹 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

국내에서 금지된 계열사간 특정기업 공동보유를 통해 동사가 효율적인 자본이동을 할 수 있는 방법은 크게 두 가지로 1) 단기적으로 싱가포르법인 지분을 합병법인에 매각시 기존 주주환원정책의 배당과 별개로 자본이동 혹은 2) 장기적으로 싱가포르법인에서 발생하는 이익 증가시 직접 배당금 수취 + 간접배당 수취가 있다. 물론 해당 법인이 해외 투자를 위해 신설된 만큼 이와 같은 자본이동의 수단으로 적극 활용될 공산은 크다 할 수 없으나, 동사의 관점에서는 하나의 카드가 추가된 것이다.

싱가포르 투자법인의 존재로 인해 동사로의 자본이동이 유리해질 “가능성”



자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대삼호 적정가치

| | 2025F | 2026F | 2027F | Terminal value |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|
| DPS | 14,323 | 16,279 | 18,079 | |
| DDM fair value | 13,386 | 14,219 | 14,758 | 542,149 |
| 요구수익률(r)=7%, 영구배당성장률(g)=4%, DPS는 EPS의 40% | | | | |
| Multi-year DDM 기반 삼호 적정 주가 (원) | | | | 571,125 |
| HD 현대삼호의 DDM 적정 기업가치 (십억 원) | | | | 17,517 |
| 상장사 지분 (십억 원) | | | | 21,727 |
| 발행주식수 (천 주) | | | | 70,773 |
| 목표주가 (원) | | | | 555,000 |

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 한국조선해양 적정가치

| | FY26F |
|---------------------|----------------|
| HD 현대중공업 시총 (십억 원) | 52,643 |
| KSOE 지분율 | 74.4% |
| HD 현대미포 시총 (십억 원) | 9,386 |
| KSOE 지분율 | 42.4% |
| 에너지솔루션 시총 (십억 원) | 534 |
| KSOE 지분율 | 53.6% |
| 할인율 | 50% |
| 상장사 지분가치 (십억 원) | 21,727 |
| HD 현대삼호 적정가치 (십억 원) | 17,517 |
| 적정가치 (십억 원) | 39,244 |
| 발행주식수 (천 주) | 70,773 |
| 목표주가 | 555,000 |

자료: 유안타증권 리서치센터

한미 협력을 위한 투자 주체가 될 가능성 높음

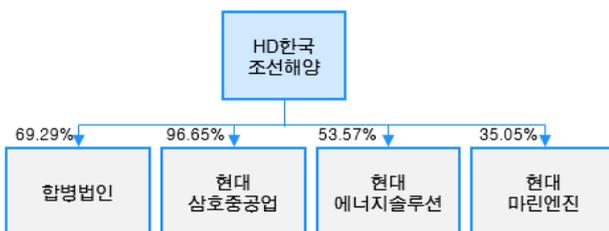
10월 26일 HD현대와 헌팅턴 잉걸스 (HII)는 미 해군 차세대 군수지원함 건조 관련 설계, 건조 협력에 관한 합의 각서 (Memorandum of Agreement)를 체결했다. 핵심은 1) 양사의 미국내 조선업체 인수 또는 설립 공동투자, 2) HII의 자회사 NNS와 ING에 블록 모듈과 주요 자재 공급이다.

산업 보고서에서 언급했듯이, 블록 건조가 가장 가능성이 높은 협력 방식인 것은 타당하나, 아직까지 법제적 변화가 완료되지 않은 시점이다. 그럼에도 불구하고 이 같은 기사에서 확인할 수 있는 점은 사실상 **법제적 변화를 전제하고 대미 투자에 대한 진척은 이미 진행중**이라는 것이다.

동사가 대미 투자 주체가 될 가능성이 매우 높다고 예상하는 근거는 이전과 같이 향후 지속적인 현금흐름 창출능력 때문이다. 합병법인의 경우 1) 순이익 기반 배당, 2) 신설 투자법인 출자, 3) 본업의 운전자본 확보 등으로 인해 순현금 상황에서도 막대한 투자에 대한 부담이 있겠으나, 별도 사업 없이 자회사 배당만으로도 지속적인 순현금유입이 보장된 동사가 직접적인 대미 투자 주체가 될 가능성이 가장 높다.

또한, 지배구조 상으로도 영업 조선업체간의 협력보다는 지주사 단위의 공동투자가 가장 포괄적이다. HD현대그룹이 동사 산하에 HD현대중공업, HD현대삼호를 보유하고 있듯 HII또한 100% 자회사의 형태로 각 NNS와 ING를 보유하고 있다.

HD 한국조선해양 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

HII 지배구조: HII는 하나의 그룹이며, 산하에 NNS와 ING 보유

| | | | |
|---|--|------------------------|----------------------|
|  | Newport News Shipbuilding Sole provider of U.S. Navy aircraft carriers and one of two nuclear submarine shipbuilders | 138+ Year History | ~26K Employees |
| | | \$6.1B FY23 Revenue | 4.8% FY23 Growth |
|  | Ingalls Shipbuilding Largest supplier of U.S. Navy surface combatants | 85+ Year History | ~11K Employees |
| | | \$2.8B FY23 Revenue | 7.1% FY23 Growth |
|  | Mission Technologies Leading provider of technology solutions to enable all-domain distributed operations | 87+ Year History | ~7K Employees |
| | | \$2.7B FY23 Revenue | 13.1% FY23 Growth |

자료: 유안타증권 리서치센터, HII

HD 한국조선해양 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 21,296 | 25,539 | 29,531 | 32,333 | 33,949 |
| 매출원가 | 20,248 | 22,943 | 24,238 | 26,135 | 27,237 |
| 매출충이익 | 1,048 | 2,595 | 5,292 | 6,198 | 6,712 |
| 판매비 | 766 | 1,161 | 1,509 | 1,751 | 1,971 |
| 영업이익 | 282 | 1,434 | 3,783 | 4,447 | 4,740 |
| EBITDA | 754 | 1,960 | 4,324 | 5,000 | 5,306 |
| 영업외손익 | -290 | 389 | 704 | 636 | 567 |
| 외환관련손익 | 49 | 858 | 1,150 | 1,020 | 890 |
| 이자손익 | 8 | 7 | 64 | 126 | 187 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -348 | -477 | -510 | -510 | -510 |
| 법인세비용차감전순손익 | -8 | 1,823 | 4,488 | 5,083 | 5,308 |
| 법인세비용 | -153 | 368 | 1,167 | 1,322 | 1,380 |
| 계속사업순손익 | 145 | 1,455 | 3,321 | 3,761 | 3,928 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 145 | 1,455 | 3,321 | 3,761 | 3,928 |
| 지배지분순이익 | 222 | 1,172 | 2,677 | 3,031 | 3,166 |
| 포괄순이익 | -11 | 1,275 | 3,141 | 3,582 | 3,748 |
| 지배지분포괄이익 | 103 | 1,055 | 2,599 | 2,963 | 3,101 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
|-----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 영업활동 현금흐름 | 2,082 | 4,289 | 5,164 | 5,742 | 6,064 |
| 당기순이익 | 145 | 1,455 | 3,321 | 3,761 | 3,928 |
| 감가상각비 | 459 | 504 | 520 | 535 | 549 |
| 외환손익 | 0 | 0 | -1,150 | -1,020 | -890 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 48 | 61 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | 1,510 | 2,369 | 2,240 | 2,290 | 2,304 |
| 기타현금흐름 | -81 | -100 | 234 | 175 | 174 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,267 | -1,233 | -1,197 | -1,139 | -1,062 |
| 투자자산 | -101 | 74 | -199 | -199 | -152 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -822 | -891 | -700 | -700 | -700 |
| 유형자산 감소 | 24 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -368 | -440 | -298 | -241 | -210 |
| 재무활동 현금흐름 | -485 | -2,359 | -3,268 | -3,231 | -3,246 |
| 단기차입금 | -73 | 413 | -86 | -49 | -63 |
| 사채 및 장기차입금 | -457 | -89 | 0 | 0 | 0 |
| 자본 | -8 | 140 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -3 | -1 | -361 | -361 | -361 |
| 기타현금흐름 | 56 | -2,821 | -2,821 | -2,821 | -2,821 |
| 연결범위변동 등 기타 | -8 | 2 | 837 | 142 | -150 |
| 현금의 증감 | 321 | 699 | 1,536 | 1,514 | 1,607 |
| 기초 현금 | 2,697 | 3,018 | 3,717 | 5,254 | 6,768 |
| 기말 현금 | 3,018 | 3,717 | 5,254 | 6,768 | 8,375 |
| NOPLAT | 282 | 1,434 | 3,783 | 4,447 | 4,740 |
| FCF | 1,260 | 3,398 | 4,464 | 5,042 | 5,364 |

자료: 유안타증권

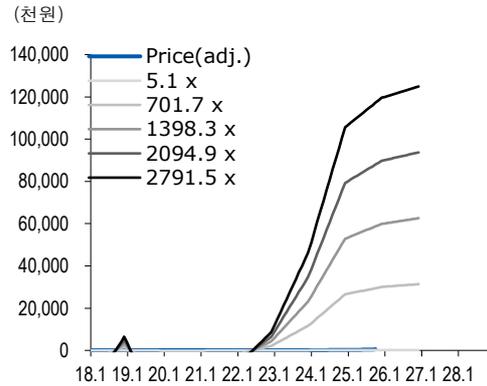
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 유동자산 | 17,735 | 20,431 | 22,659 | 24,780 | 26,982 |
| 현금및현금성자산 | 3,018 | 3,717 | 5,254 | 6,768 | 8,375 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,452 | 1,634 | 1,863 | 2,004 | 2,074 |
| 재고자산 | 2,006 | 2,232 | 2,344 | 2,414 | 2,462 |
| 비유동자산 | 14,507 | 16,288 | 16,646 | 16,991 | 17,277 |
| 유형자산 | 10,504 | 11,111 | 11,291 | 11,455 | 11,606 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 309 | 257 | 277 | 299 | 323 |
| 기타투자자산 | 667 | 1,916 | 2,095 | 2,271 | 2,399 |
| 자산총계 | 32,243 | 36,719 | 39,305 | 41,771 | 44,259 |
| 유동부채 | 17,498 | 19,325 | 19,096 | 18,318 | 17,405 |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,204 | 3,884 | 4,399 | 4,795 | 5,082 |
| 단기차입금 | 926 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| 유동성장기부채 | 1,294 | 375 | 375 | 375 | 375 |
| 비유동부채 | 2,375 | 3,238 | 3,272 | 3,296 | 3,310 |
| 장기차입금 | 986 | 202 | 202 | 202 | 202 |
| 사채 | 710 | 652 | 652 | 652 | 652 |
| 부채총계 | 19,872 | 22,563 | 22,368 | 21,614 | 20,715 |
| 지배지분 | 9,904 | 11,099 | 13,236 | 15,727 | 18,352 |
| 자본금 | 354 | 354 | 354 | 354 | 354 |
| 자본잉여금 | 2,460 | 2,600 | 2,600 | 2,600 | 2,600 |
| 이익잉여금 | 14,374 | 15,084 | 17,400 | 20,071 | 22,875 |
| 비지배지분 | 2,466 | 3,056 | 3,701 | 4,431 | 5,193 |
| 자본총계 | 12,370 | 14,156 | 16,936 | 20,157 | 23,545 |
| 순차입금 | -75 | -1,533 | -3,312 | -4,973 | -6,711 |
| 총차입금 | 4,976 | 5,306 | 5,220 | 5,171 | 5,107 |

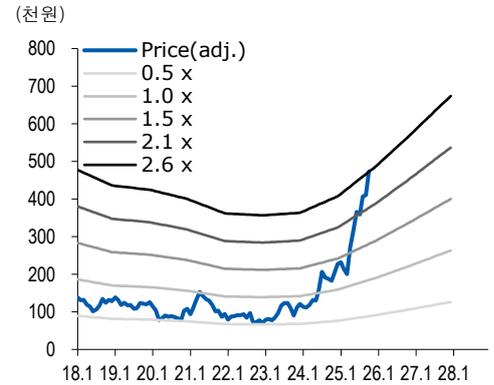
| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| EPS | 3,133 | 16,565 | 37,819 | 42,833 | 44,728 |
| BPS | 140,052 | 156,961 | 187,169 | 222,396 | 259,519 |
| EBITDAPS | 10,657 | 27,692 | 61,094 | 70,652 | 74,975 |
| SPS | 300,908 | 360,851 | 417,261 | 456,850 | 479,683 |
| DPS | 0 | 5,100 | 5,100 | 5,100 | 5,100 |
| PER | 31.7 | 9.5 | 12.5 | 11.0 | 10.6 |
| PBR | 0.7 | 1.0 | 2.5 | 2.1 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 12.5 | 6.5 | 7.8 | 6.6 | 6.0 |
| PSR | 0.3 | 0.4 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |

| 재무비율 | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액 증가율 (%) | 23.1 | 19.9 | 15.6 | 9.5 | 5.0 |
| 영업이익 증가율 (%) | 흑전 | 408.1 | 163.8 | 17.5 | 6.6 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전 | 428.8 | 128.3 | 13.3 | 4.4 |
| 매출총이익률 (%) | 4.9 | 10.2 | 17.9 | 19.2 | 19.8 |
| 영업이익률 (%) | 1.3 | 5.6 | 12.8 | 13.8 | 14.0 |
| 지배순이익률 (%) | 1.0 | 4.6 | 9.1 | 9.4 | 9.3 |
| EBITDA 마진 (%) | 3.5 | 7.7 | 14.6 | 15.5 | 15.6 |
| ROIC | -54.8 | 13.7 | 33.1 | 34.4 | 31.8 |
| ROA | 0.7 | 3.4 | 7.0 | 7.5 | 7.4 |
| ROE | 2.3 | 11.2 | 22.0 | 20.9 | 18.6 |
| 부채비율 (%) | 160.6 | 159.4 | 132.1 | 107.2 | 88.0 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -0.8 | -13.8 | -25.0 | -31.6 | -36.6 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.5 | 7.0 | 17.9 | 21.3 | 23.0 |

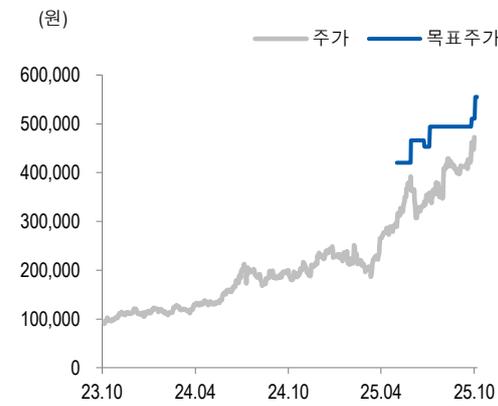
P/E band chart



P/B band chart



HD 한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-10-28 | BUY | 555,000 | 1년 | | |
| 2025-10-22 | BUY | 511,000 | 1년 | -10.89 | -7.44 |
| 2025-08-01 | BUY | 494,000 | 1년 | -19.78 | -11.23 |
| 2025-07-21 | BUY | 453,000 | 1년 | -23.39 | -20.75 |
| 2025-06-25 | BUY | 466,000 | 1년 | -28.06 | -21.46 |
| 2025-05-28 | BUY | 420,000 | 1년 | -17.46 | -6.67 |
| 2025-02-25 | Not Rated | - | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자이견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 93.6 |
| Hold(중립) | 6.4 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2025-10-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한화오션 (042660)

내년을 더 기대하는 자세

3Q25 영업이익 2,900억 기록 당사 추정치 하회

동사의 3Q25 영업이익은 2,900억을 기록하며 당사 추정치 3,360억을 14% 하회. 해양부 문이 1) 매출 감소 (-1,900억 qoq)와 2) FPSO 사고 관련 일회성 비용 등으로 인해 영업손실 481억원을 기록한 것이 하회 요인. 또한 상선매출은 -12% qoq 감소했는데, 이는 조업일수 감소뿐만 아니라 안전관리강화 과정에서 매출인식 진행률 또한 더디게 된 것이 악영향을 미친 것.

1월에 발표될 4분기 실적: 일단 환율 깔고 가는 구간

4분기 qtd 평균환율은 1,427원이며 동사는 국내 조선3사 중 가장 낮은 환헷지로 인해 원화 약세 구간에서 환차익 실현폭이 가장 큼. 계절적 조업일수 회복과 매출인식 선가상승과 같은 업종내 공통적인 긍정적 요인 외에도 이로 인한 환율 관련 수혜를 예상.

유조선 매출이 컨선 매출 잠식. VLCC 수익성은 경쟁사 대비 우수

당사 추정 기반 선종별 매출 믹스는 3Q25 대비 1Q26 컨테이너선 매출비중 -10%p. 가스선 매출비중 소폭 (+2%p) 상승하며 유조선 매출비중 (+8%p)이 이를 대체하여 상반기 믹스 관점에서는 악영향 존재할 수 있으나, 하반기 진입하며 컨테이너선 매출비중 다시 10%이상으로 상승 예상하며 유조선 수익성 또한 VLCC 특화된 동사의 경우 경쟁사 대비 우수.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 179,000원으로 상향

FY26F 업종 상선부문 OPM 15% 초과하며 이익률 개선세 지속으로 Target P/O multiple을 0.8x에서 0.9x로 상향. 방산부문 이익 조정과 더불어 Target P/E multiple을 미국내 방산 ETF (ITA US)와 유사한 44x로 상향 (업종평균 40x에서 10% 할증). 여전히 방산사업 부문에서 두각을 나타내는 이벤트가 주가를 상승시킬 수 있으며, 경쟁사 HD현대중공업의 12월 합병 이후 거래정지 기간내 미국발 긍정적인 뉴스 발생시 4분기 실적 호조와 함께 주가 상승이 가능할 것이라 예상.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **179,000원 (U)**

직전 목표주가 **143,000원**

현재주가 (10/27) **139,700원**

상승여력 **28%**

| | |
|-------------|--------------------|
| 시가총액 | 428,060억원 |
| 총발행주식수 | 306,413,394주 |
| 60일 평균 거래대금 | 3,840억원 |
| 60일 평균 거래량 | 3,429,423주 |
| 52주 고/저 | 139,700원 / 26,750원 |
| 외인지분율 | 12.50% |
| 배당수익률 | 0.00% |
| 주요주주 | 한화에어로스페이스 외 1인 |
| 주가수익률 (%) | 1개월 3개월 12개월 |
| 절대 | 30.6 55.2 369.6 |
| 상대 | 9.4 22.7 200.1 |
| 절대 (달러환산) | 28.8 49.4 355.5 |

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 3Q25P | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|----------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 3,023 | 11.8 | -8.2 | 3,263 | -7.3 |
| 영업이익 | 290 | 1,032.8 | -22.0 | 342 | -15.2 |
| 세전계속사업이익 | 405 | 흑전 | 168.9 | 313 | 29.3 |
| 지배순이익 | 407 | 흑전 | 174.2 | 278 | 46.4 |
| 영업이익률 (%) | 9.6 | +8.7 %pt | -1.7 %pt | 10.5 | -0.9 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 13.5 | 흑전 | +9.0 %pt | 8.5 | +5.0 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 7,408 | 10,776 | 12,862 | 13,699 |
| 영업이익 | -196 | 238 | 1,350 | 965 |
| 지배순이익 | 160 | 528 | 996 | 771 |
| PER | 35.6 | 17.3 | 43.0 | 55.5 |
| PBR | 1.9 | 1.9 | 7.3 | 6.4 |
| EV/EBITDA | -115.3 | 33.4 | 29.7 | 38.7 |
| ROE | 6.3 | 11.5 | 18.5 | 12.2 |

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

한화오션: 분기별 및 연간 실적 전망

| (십억 원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25P | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------|--------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 매출 | 3,143 | 3,294 | 3,023 | 3,402 | 3,216 | 3,436 | 3,295 | 3,751 | 12,862 | 13,699 | 14,656 |
| yoy | 37.6% | 29.9% | 11.8% | 4.6% | 2.3% | 4.3% | 9.0% | 10.3% | 19.4% | 6.5% | 7.0% |
| 영업이익 | 259 | 372 | 290 | 420 | 160 | 219 | 53 | 533 | 1,258 | 965 | 1,567 |
| yoy | 388.5% | n.a. | 1032.9% | 148.3% | -38.2% | -41.1% | -81.6% | 26.9% | 428.7% | -23.3% | 62.4% |
| 영업이익률 | 8.2% | 11.3% | 9.6% | 12.3% | 5.0% | 6.4% | 1.6% | 14.2% | 9.8% | 7.0% | 10.7% |

자료: 유안타증권 리서치센터, 한화오션

한화오션: 잠정실적 및 당사 추정치 비교

| | (단위: 십억 원, %, %p) | | | 컨센서스 | |
|------|-------------------|-------|--------|-------|--------|
| | 3Q25P | 당사 추정 | 과리율 | 3Q25F | 과리율 |
| 매출 | 3,023 | 3,401 | -11.1% | 3,307 | -8.6% |
| 영업이익 | 290 | 336 | -13.8% | 356 | -18.6% |
| OPM | 9.6% | 9.9% | -0.3% | 10.8% | -1.2% |

자료: 유안타증권 리서치센터, 한화오션

한화오션: 밸류에이션 및 목표주가

| | | FY26F |
|--------|-------------------------|---------|
| 상선 | 수주잔고 (십억 원) | 30,000 |
| | Target P/O multiple (x) | 0.9 |
| | 적정가치 (십억 원) | 27,000 |
| 방산(기존) | 연간 NOPAT (십억 원) | 90 |
| | Target P/E multiple (x) | 15 |
| | 적정가치 (십억 원) | 1,350 |
| 방산(미국) | 연간 매출 pool (십억 원) | 2,668 |
| | 연간 NOPAT (십억 원) | 600 |
| | Target P/E multiple (x) | 44 |
| 전체 | 적정가치 (십억 원) | 26,415 |
| | 적정가치 (십억 원) | 54,765 |
| | 주식수 (백만 주) | 306 |
| | 목표주가 | 179,000 |

자료: 유안타증권 리서치센터

신조선가 반영한 이익률 전망치 26년 급등

동사의 선박 인도 스케줄에 기반한 (믹스를 반영하지 않은) 한화오션의 **상선부문 영업이익률은 FY26F 평균 18%를 상회**한다. 이는 1Q22 (당시 신조선가 지수 156 pts)에 수주한 15척의 선박이 3Q25-1Q26에 각각 5/6/4척 인도되며 매출인식이 종료되고, 해당 슬롯에 고선가 수주 물량의 매출인식이 시작되기 때문이다.

한화오션: 분기별 선박 인도 스케줄 및 영업이익률 예상치

| 환율 | 신조선가 지수 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 | 4Q27 |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1Q21 | 1,114 | 130 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q21 | 1,121 | 139 | 2 | 3 | 4 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3Q21 | 1,160 | 151 | 0 | 0 | 1 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q21 | 1,183 | 154 | 0 | 0 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1Q22 | 1,206 | 156 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 5 | 6 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q22 | 1,261 | 162 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0 | 1 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3Q22 | 1,341 | 162 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q22 | 1,358 | 162 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 1 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 1Q23 | 1,276 | 166 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| 2Q23 | 1,315 | 171 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 3Q23 | 1,313 | 175 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q23 | 1,321 | 178 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 1Q24 | 1,330 | 183 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 1 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 2Q24 | 1,371 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 3 | 2 | 1 | 0 |
| 3Q24 | 1,356 | 190 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 4Q24 | 1,399 | 189 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 2 | 2 |
| 1Q25 | 1,454 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 3 | 2 |
| 2Q25 | 1,401 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 3Q25 | 1,388 | 186 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 3 |
| 평균매출인식지수 | | 146 | 150 | 153 | 155 | 158 | 162 | 166 | 170 | 175 | 179 | 182 | 183 | 185 | 186 | 186 | 187 |
| 평균매출인식지수 (환율보정) | | 171 | 178 | 185 | 190 | 197 | 207 | 215 | 225 | 234 | 244 | 249 | 253 | 255 | 258 | 260 | 260 |
| 평균비용지수 (환율보정) | | 166 | 170 | 175 | 177 | 179 | 183 | 188 | 191 | 193 | 197 | 202 | 204 | 204 | 207 | 212 | 213 |
| yoy 비용지수 상승률 | | 13.6% | 17.5% | 16.0% | 9.8% | 7.6% | 7.6% | 7.6% | 7.8% | 8.0% | 7.7% | 7.4% | 6.5% | 5.7% | 5.0% | 4.7% | 4.4% |
| 역산 추정영업이익률 | | 2.9% | 4.5% | 5.2% | 6.8% | 9.1% | 11.7% | 12.3% | 14.9% | 17.5% | 19.0% | 18.9% | 19.3% | 19.8% | 19.6% | 18.4% | 18.2% |

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

선종 믹스에 대해서는 부정적 영향

다만 선종 믹스에 대해서는 유조선의 매출비중이 상승하는 것을 유념해야 한다. 당사 추정에 의하면 FY26F 유조선 매출 비중이 20% 수준으로 상승한다. 1H26F 에는 컨테이너선의 매출비중이 바닥을 찍은 뒤 하반기에 급반등 하지만, 이는 유조선 매출비중 하락이 아니라 가스선의 매출비중 하락에 기인한다.

한화오션: 분기별 선종 매출 비중

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| LNG | 84% | 80% | 76% | 78% | 73% | 64% | 58% | 53% |
| 가스 | 3% | 4% | 4% | 6% | 8% | 10% | 9% | 8% |
| 컨테이너 | 13% | 12% | 10% | 3% | 0% | 5% | 11% | 18% |
| 유조선 | 0% | 5% | 10% | 13% | 18% | 20% | 22% | 20% |

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션 (042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 7,408 | 10,776 | 12,862 | 13,699 | 14,656 |
| 매출원가 | 7,310 | 10,092 | 10,821 | 11,997 | 12,310 |
| 매출충이익 | 99 | 684 | 2,041 | 1,702 | 2,345 |
| 판매비 | 295 | 446 | 691 | 737 | 779 |
| 영업이익 | -196 | 238 | 1,350 | 965 | 1,567 |
| EBITDA | -50 | 418 | 1,531 | 1,145 | 1,748 |
| 영업외손익 | 80 | -57 | -23 | 64 | 138 |
| 외환관련손익 | 16 | 134 | 115 | 131 | 137 |
| 이자손익 | -41 | -108 | -155 | -87 | -23 |
| 관계기업관련손익 | 1 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 기타 | 104 | -98 | 2 | 4 | 8 |
| 법인세비용차감전순손익 | -116 | 181 | 1,328 | 1,029 | 1,704 |
| 법인세비용 | -276 | -347 | 332 | 257 | 426 |
| 계속사업순손익 | 160 | 528 | 996 | 772 | 1,278 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 160 | 528 | 996 | 772 | 1,278 |
| 지배지분순이익 | 160 | 528 | 996 | 771 | 1,278 |
| 포괄순이익 | -10 | 568 | 1,036 | 812 | 1,318 |
| 지배지분포괄이익 | -10 | 568 | 1,036 | 812 | 1,318 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | -1,939 | -2,905 | 785 | 539 | 1,036 |
| 당기순이익 | 160 | 528 | 996 | 772 | 1,278 |
| 감가상각비 | 146 | 173 | 175 | 176 | 177 |
| 외환손익 | 47 | 12 | -115 | -131 | -137 |
| 중속, 관계기업관련손익 | -1 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| 자산부채의 증감 | -1,195 | -3,158 | -178 | -176 | -174 |
| 기타현금흐름 | -1,095 | -445 | -78 | -85 | -93 |
| 투자활동 현금흐름 | 197 | -1,110 | -683 | -616 | -631 |
| 투자자산 | 0 | -207 | -11 | -6 | -7 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -131 | -374 | -200 | -180 | -190 |
| 유형자산 감소 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 327 | -531 | -472 | -430 | -434 |
| 재무활동 현금흐름 | 2,885 | 2,803 | -1,338 | -1,327 | -1,317 |
| 단기차입금 | -862 | 2,829 | -1,010 | -1,007 | -1,003 |
| 사채 및 장기차입금 | 201 | 384 | -300 | -300 | -300 |
| 자본 | 3,725 | -2,621 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -180 | 2,212 | -27 | -20 | -13 |
| 연결범위변동 등 기타 | -3 | 1 | 1,951 | 1,312 | 1,421 |
| 현금의 증감 | 1,140 | -1,211 | 715 | -91 | 509 |
| 기초 현금 | 660 | 1,799 | 588 | 1,303 | 1,212 |
| 기말 현금 | 1,799 | 588 | 1,303 | 1,212 | 1,721 |
| NOPLAT | -196 | 694 | 1,350 | 965 | 1,567 |
| FCF | -2,070 | -3,278 | 585 | 359 | 846 |

자료: 유안타증권

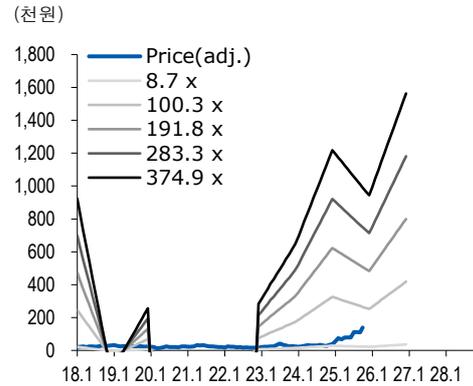
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,218 | 11,246 | 10,913 | 10,420 | 10,356 |
| 현금및현금성자산 | 1,799 | 588 | 1,303 | 1,212 | 1,721 |
| 매출채권 및 기타채권 | 332 | 892 | 1,065 | 1,134 | 1,214 |
| 재고자산 | 2,891 | 2,780 | 2,807 | 2,836 | 2,864 |
| 비유동자산 | 4,727 | 6,598 | 6,628 | 6,634 | 6,649 |
| 유형자산 | 4,062 | 4,648 | 4,673 | 4,677 | 4,690 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 4 | 324 | 327 | 331 | 334 |
| 기타투자자산 | 127 | 292 | 300 | 303 | 307 |
| 자산총계 | 13,945 | 17,844 | 17,541 | 17,053 | 17,006 |
| 유동부채 | 7,459 | 10,347 | 9,287 | 8,275 | 7,193 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,498 | 2,048 | 2,140 | 2,225 | 2,325 |
| 단기차입금 | 486 | 3,195 | 2,195 | 1,195 | 195 |
| 유동성장기부채 | 64 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 비유동부채 | 2,173 | 2,634 | 2,354 | 2,067 | 1,783 |
| 장기차입금 | 1,665 | 2,028 | 1,728 | 1,428 | 1,128 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 9,633 | 12,980 | 11,641 | 10,342 | 8,976 |
| 지배지분 | 4,307 | 4,859 | 5,894 | 6,706 | 8,024 |
| 자본금 | 1,537 | 1,537 | 1,537 | 1,537 | 1,537 |
| 자본잉여금 | 2,740 | 119 | 119 | 119 | 119 |
| 이익잉여금 | -2,868 | 236 | 1,232 | 2,003 | 3,281 |
| 비지배지분 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본총계 | 4,312 | 4,863 | 5,899 | 6,711 | 8,029 |
| 순차입금 | 427 | 4,814 | 2,719 | 1,475 | -369 |
| 총차입금 | 2,583 | 5,795 | 4,485 | 3,178 | 1,875 |

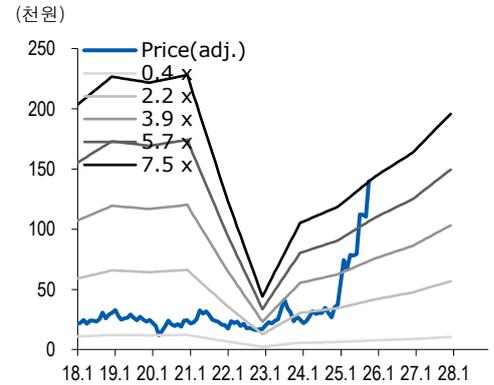
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 757 | 1,724 | 3,249 | 2,518 | 4,171 |
| BPS | 14,061 | 15,857 | 19,238 | 21,887 | 26,189 |
| EBITDAPS | -239 | 1,363 | 4,997 | 3,738 | 5,704 |
| SPS | 35,085 | 35,171 | 41,977 | 44,707 | 47,829 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER | 35.6 | 17.3 | 43.0 | 55.5 | 33.5 |
| PBR | 1.9 | 1.9 | 7.3 | 6.4 | 5.3 |
| EV/EBITDA | -115.3 | 33.4 | 29.7 | 38.7 | 24.3 |
| PSR | 0.8 | 0.8 | 3.3 | 3.1 | 2.9 |

| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 증가율 (%) | 52.4 | 45.5 | 19.4 | 6.5 | 7.0 |
| 영업이익 증가율 (%) | 적지 | 흑전 | 467.6 | -28.6 | 62.4 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전 | 230.3 | 88.5 | -22.5 | 65.7 |
| 매출총이익률 (%) | 1.3 | 6.3 | 15.9 | 12.4 | 16.0 |
| 영업이익률 (%) | -2.7 | 2.2 | 10.5 | 7.0 | 10.7 |
| 지배순이익률 (%) | 2.2 | 4.9 | 7.7 | 5.6 | 8.7 |
| EBITDA 마진 (%) | -0.7 | 3.9 | 11.9 | 8.4 | 11.9 |
| ROIC | 7.8 | 10.7 | 12.6 | 9.9 | 17.2 |
| ROA | 1.2 | 3.3 | 5.6 | 4.5 | 7.5 |
| ROE | 6.3 | 11.5 | 18.5 | 12.2 | 17.4 |
| 부채비율 (%) | 223.4 | 266.9 | 197.3 | 154.1 | 111.8 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 9.9 | 99.1 | 46.1 | 22.0 | -4.6 |
| 영업이익/금융비용 (배) | -1.2 | 1.4 | 6.4 | 6.1 | 15.1 |

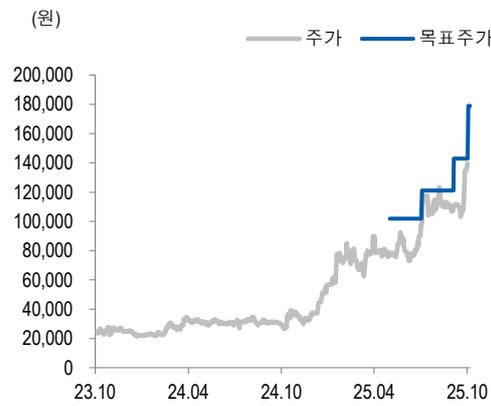
P/E band chart



P/B band chart



한화오션 (042660) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-10-28 | BUY | 179,000 | 1년 | | |
| 2025-10-01 | BUY | 143,000 | 1년 | -17.63 | -2.31 |
| 2025-07-30 | BUY | 121,000 | 1년 | -7.73 | 1.82 |
| 2025-05-28 | BUY | 102,000 | 1년 | -19.59 | -4.31 |
| 2025-05-15 | Not Rated | - | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자여건 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 93.6 |
| Hold(중립) | 6.4 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2025-10-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

HD현대중공업 (329180)

다 가진 자의 여유

FY26F 신조선가 매출인식지수 기반 상선 영업이익률 15% 달성

신조선가 지수에 기반한 (믹스를 제외한) 인도스케줄 상으로 FY26F 영업이익률 15% 달성 가능할 것이라 예상. 고르게 분포된 선박 인도 슬롯으로 인해 급격한 영업이익률 상승 가능성은 비교적 제한적이라 판단하나, 업종 내 최고, 최다 수준의 수주잔고에 기반한 지속적인 이익률 개선세 이어갈 것이라 예상.

백미는 압도적인 가스선 매출 비중 유지와 2H26F 고선가 컨테이너선

동사의 수주잔고 내 매출 믹스는 경쟁사 대비 매우 견조할 것이라 예상. FY26F 유조선 매출 비중이 유의미하게 상승하는 경쟁사와 달리 가스선 (LNG선 제외)의 매출비중 상승으로 단순 선가 기준 전망치 대비 높은 영업이익 기록할 수 있을 것이라 판단. 26년내 고선가 컨테이너선 매출비중 또한 분기별로 11%/13%/18%/27%로 상승하며 유조선 매출비중은 10% 미만을 꾸준히 유지할 것이라 예상.

NGLS 개념설계 참여 – 각축전의 신호탄

26일 HD현대-HII 합의각서 체결을 통해 미 해군의 차세대 화물선 (NGLS) 개념설계 입찰에 참여 예정. NGLS 프로그램은 2021년 12월 미국내 Austal, Bollinger, TAI 세 조선소에 산업연구 발주를 완료한 상황. 현재 개념설계 요청단계에서 HD현대-HII가 새로운 경쟁자로 개입하려는 것. 한화가 인수중인 Austal과 본격적인 각축전이 시작된 것으로 판단. 미 해군의 선박 세대교체 설계에 참여하는 것은 향후 중장기 수주 모멘텀 관점에서 긍정적인 시작.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 781,000원으로 상향

목표주가 상향 근거는 FY26F 영업이익률 개선세로 상선부문 Target P/O multiple 0.9x (기존 0.8x)로 상향, 방산부문 이익규모 조절과 동시에 Target P/E multiple 40x 부여. Key rerating catalyst: 1) 3분기 실적 호조, 2) 신조선가 반등, 3) 미국내 조선소 직접투자. Key downside risk: 1) 합병이후 거래정지 관련 불안, 2) APEC이후 추가 이벤트 부재.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 781,000원 (U)

직전 목표주가 **658,000원**

현재주가 (10/27) **624,000원**

상승여력 **25%**

| | |
|-------------|---------------------|
| 시가총액 | 553,944억원 |
| 총발행주식수 | 104,962,734주 |
| 60일 평균 거래대금 | 1,205억원 |
| 60일 평균 거래량 | 240,198주 |
| 52주 고/저 | 624,000원 / 171,700원 |
| 외인지분율 | 11.52% |
| 배당수익률 | 0.73% |
| 주요주주 | 에이치디한국조선해양 외 1인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|------|------|-------|
| 절대 | 27.0 | 40.4 | 215.0 |
| 상대 | 6.3 | 11.0 | 101.3 |
| 절대 (달러환산) | 25.2 | 35.1 | 205.5 |

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 3Q25E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|----------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 4,405 | 22.1 | 6.2 | 4,013 | 9.8 |
| 영업이익 | 479 | 132.3 | 1.6 | 483 | -0.8 |
| 세전계속사업이익 | 486 | 458.3 | 73.5 | 469 | 3.6 |
| 지배순이익 | 358 | 395.3 | 69.6 | 336 | 6.4 |
| 영업이익률 (%) | 10.9 | +5.2 %pt | -0.5 %pt | 12.0 | -1.1 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 8.1 | +6.1 %pt | +3.0 %pt | 8.4 | -0.3 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 11,964 | 14,486 | 17,227 | 18,797 |
| 영업이익 | 179 | 705 | 1,980 | 2,568 |
| 지배순이익 | 25 | 622 | 1,487 | 2,019 |
| PER | 422.5 | 23.2 | 37.8 | 32.4 |
| PBR | 2.0 | 2.5 | 9.5 | 8.0 |
| EV/EBITDA | 28.2 | 15.3 | 24.1 | 19.0 |
| ROE | 0.5 | 11.4 | 23.6 | 26.8 |

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

FY26F 상선부문 영업이익률 15% 달성 예상

신조선가 지수 기반 동사의 추정 인도스케줄을 살펴보면 FY26F 매우 안정적인 매출인식 신조선가의 상승세를 확인할 수 있다. 이는 비용의 상승폭을 초과하는 개선폭을 보이며 연간 영업이익률 15%를 초과할 수 있는 근거이다.

HD 현대중공업: 분기별 인도 스케줄

| 환율 | 신조선가 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 | 4Q27 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1Q20 | 1,194 | 129 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q20 | 1,220 | 127 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3Q20 | 1,188 | 127 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q20 | 1,118 | 126 | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1Q21 | 1,114 | 130 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q21 | 1,121 | 139 | 7 | 5 | 2 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3Q21 | 1,160 | 151 | 2 | 2 | 2 | 4 | 3 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q21 | 1,183 | 154 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1Q22 | 1,206 | 156 | 0 | 2 | 2 | 2 | 3 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q22 | 1,261 | 162 | 0 | 0 | 0 | 2 | 6 | 5 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3Q22 | 1,341 | 162 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 2 | 2 | 5 | 2 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 4Q22 | 1,358 | 162 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 2 | 5 | 3 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1Q23 | 1,276 | 166 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 2 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 2Q23 | 1,315 | 171 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 1 |
| 3Q23 | 1,313 | 175 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | 0 | 1 | 0 | 0 | 3 | 2 |
| 4Q23 | 1,321 | 178 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 | 3 | 2 | 3 | 3 |
| 1Q24 | 1,330 | 183 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 7 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 2Q24 | 1,371 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 3Q24 | 1,356 | 190 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 4Q24 | 1,399 | 189 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| 1Q25 | 1,454 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| 2Q25 | 1,401 | 187 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 3 |
| 3Q25 | 1,388 | 186 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 평균매출인식지수 | | 151 | 154 | 156 | 160 | 162 | 164 | 166 | 172 | 174 | 178 | 180 | 182 | 183 | 184 | 184 | 185 |
| 평균매출인식지수 (환율보정) | | 182 | 190 | 196 | 203 | 209 | 213 | 219 | 228 | 232 | 237 | 242 | 246 | 249 | 252 | 253 | 256 |
| 평균비용지수 (환율보정) | | 176 | 181 | 185 | 189 | 187 | 188 | 193 | 197 | 199 | 200 | 205 | 208 | 209 | 210 | 214 | 217 |
| yoy 비용지수 상승률 | | 16.1% | 15.6% | 14.2% | 11.5% | 6.0% | 3.8% | 4.0% | 4.0% | 6.2% | 6.3% | 6.1% | 5.6% | 5.4% | 5.1% | 4.8% | 4.6% |
| 역산 추정영업이익률 | | 2.9% | 4.5% | 5.2% | 6.8% | 10.5% | 11.8% | 12.0% | 13.7% | 14.3% | 15.8% | 15.5% | 15.7% | 16.0% | 16.5% | 15.3% | 15.0% |

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

영업이익률의 개선폭이 경쟁사 대비 가파르게 보이지 않는 이유는, 동사의 인도 스케줄에서 수주시점과 인도시점이 고르게 분포되어 있기 때문이다. 그러나, 단순 신조선가 지수가 아닌 선종믹스를 고려할 경우 동사의 영업이익률은 이를 상회할 가능성이 존재한다.

가스선 매출비중 견조하고, 고선가 컨테이너선 물량 올라온다

당사 추정 동사의 분기별 선종 믹스 변화는 1H26F LNG선을 포함한 가스선 매출비중 80% 이상, 연중 분기별 고선가 컨테이너선 매출비중의 지속적 상승 (분기별 11%, 13%, 18%, 27%)으로 인해 매우 긍정적이다. 경쟁업체의 경우 유조선의 매출비중이 의미있게 상승하며 선가 단위의 수익성 개선을 일부 상쇄할 수 있으나, 동사의 경우 LPG/암모니아/에테인 운반선의 수익성이 두 자릿수 영업이익률이라는 전제 하에 선종 믹스 관점에서 가장 우수하다고 판단한다.

HD 현대중공업: 분기별 선종 매출 믹스 (단위: %)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| LNG | 43% | 47% | 55% | 50% | 48% | 47% | 44% | 39% |
| 가스 | 20% | 20% | 21% | 30% | 35% | 31% | 30% | 27% |
| 컨테이너 | 36% | 31% | 23% | 17% | 11% | 13% | 18% | 27% |
| 유조선 | 2% | 2% | 2% | 4% | 6% | 8% | 8% | 7% |

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대중공업: 밸류에이션 및 목표주가

| | | FY26F |
|--------|-------------------------|---------|
| 상선 | 수주잔고 (십억 원) | 37,800 |
| | Target P/O multiple (x) | 0.9 |
| | 적정가치 (십억 원) | 34,020 |
| 방산(기준) | 연간 NOPAT (십억 원) | 112.5 |
| | Target P/E multiple (x) | 15 |
| | 적정가치 (십억 원) | 1,688 |
| 방산(미국) | 연간 매출 pool (십억 원) | 2,668 |
| | 연간 NOPAT (십억 원) | 600 |
| | Target P/E multiple (x) | 40 |
| | 적정가치 (십억 원) | 24,013 |
| 엔진 | 연간 NOPAT (십억 원) | 531.75 |
| | Target P/E multiple (x) | 18 |
| | 적정가치 (십억 원) | 9,572 |
| 전체 | 적정가치 (십억 원) | 69,292 |
| | 주식수 (백만 주) | 89 |
| | 목표주가 | 781,000 |

자료: 유안타증권 리서치센터

APEC 정상회담 이전에 경주에서 합의각서 체결. 뭔가 있나?

26일 HD현대는 헌팅턴 잉겔스 (HII)와 경주에서 상선 및 군함 설계, 건조 협력에 관한 합의 각서를 체결했다. 주요 내용은 1) 미국내 공동 투자를 통한 분담 건조 능력을 강화, 2) 미 해군 보조선 건조 프로그램에서 협력할 기회 모색, 3) 엔지니어링, R&D, AI, 머신러닝, 로보틱스 및 자동화 등 분야 협력, 4) 미 해군 인도-태평양 권역 배치 선박 보조 (MRO)이다.

HD 현대-HII 합의각서 체결



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

두 그룹은 미 해군의 차세대 화물선 (NGLS) 개념설계 입찰에 공동으로 참여할 것을 10월 초 이미 합의한 상태였다. 다만 이에 대한 미 정부의 요청 원문에는 “미국내 건조 가능한”이라는 요건이 있기 때문에, 현재까지는 법제적으로 관여할 수 있는 설계 범위에 개입한 상황이다. NGLS 프로그램의 최종설계 및 실제 건조 계약은 2028년에 발생 예정이기 때문에 향후 실질적인 선박 부분건조 계약을 HD현대 그룹이 수주할 수 있을지에 대해서는 미지수의 영역이다.

다만 NGLS와 같은 함정 건조 프로그램은 호흡이 매우 길다는 점을 감안한다면 이와 같은 행보는 장기적 협력의 신호탄이다. 또한, NGLS 프로그램은 2021년 12월 미국내 Austal, Bollinger, TAI 세 조선소에 산업연구 (개념설계 이전단계) 발주를 완료한 기록이 있다. 즉 현재 개념설계 요청단계에서 HD현대-HII 컨소시엄이 새로운 경쟁자로 개입하려는 것이다. 한화가 인수중인 Austal과 본격적인 각축전이 시작된 것이며, 향후에도 이와 같은 기존 선대의 대체, 보완 프로그램에서 국내 조선업체들을 대동한 미국내 조선소간의 수주 경쟁이 심화될 것이라 예상된다.

HD 현대중공업 (329180) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 11,964 | 14,486 | 17,227 | 18,797 | 19,718 |
| 매출원가 | 11,309 | 12,993 | 14,299 | 15,094 | 15,627 |
| 매출충이익 | 655 | 1,494 | 2,928 | 3,703 | 4,091 |
| 판매비 | 476 | 789 | 948 | 1,136 | 1,278 |
| 영업이익 | 179 | 705 | 1,980 | 2,568 | 2,813 |
| EBITDA | 457 | 1,011 | 2,294 | 2,889 | 3,140 |
| 영업외손익 | -144 | 93 | 30 | 160 | 274 |
| 외환관련손익 | 10 | 413 | 320 | 322 | 317 |
| 이자손익 | -83 | -96 | -54 | -26 | -6 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -72 | -224 | -237 | -137 | -37 |
| 법인세비용차감전순손익 | 34 | 798 | 2,010 | 2,728 | 3,087 |
| 법인세비용 | 10 | 177 | 523 | 709 | 803 |
| 계속사업순손익 | 25 | 622 | 1,487 | 2,019 | 2,285 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 25 | 622 | 1,487 | 2,019 | 2,285 |
| 지배지분순이익 | 25 | 622 | 1,487 | 2,019 | 2,284 |
| 포괄순이익 | -85 | 498 | 1,364 | 1,895 | 2,161 |
| 지배지분포괄이익 | -85 | 498 | 1,364 | 1,895 | 2,161 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
|-----------------|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 영업활동 현금흐름 | 169 | 2,884 | 1,767 | 2,354 | 2,690 |
| 당기순이익 | 25 | 622 | 1,487 | 2,019 | 2,285 |
| 감가상각비 | 268 | 293 | 302 | 310 | 317 |
| 외환손익 | 0 | 0 | -320 | -322 | -317 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | -77 | 2,114 | 564 | 615 | 674 |
| 기타현금흐름 | -46 | -144 | -266 | -267 | -268 |
| 투자활동 현금흐름 | -478 | -499 | -479 | -592 | -549 |
| 투자자산 | -1 | 0 | 21 | -95 | -56 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -478 | -463 | -400 | -400 | -400 |
| 유형자산 감소 | 10 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -8 | -47 | -100 | -98 | -93 |
| 재무활동 현금흐름 | 503 | -2,049 | -938 | -1,759 | -2,196 |
| 단기차입금 | -444 | -127 | -197 | -100 | -90 |
| 사채 및 장기차입금 | 813 | -405 | -200 | -200 | -200 |
| 자본 | 5 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | -186 | -577 | -735 |
| 기타현금흐름 | 129 | -1,516 | -355 | -881 | -1,171 |
| 연결범위변동 등 기타 | -10 | -6 | 335 | 320 | 315 |
| 현금의 증감 | 184 | 330 | 685 | 323 | 261 |
| 기초 현금 | 744 | 928 | 1,258 | 1,943 | 2,267 |
| 기말 현금 | 928 | 1,258 | 1,943 | 2,267 | 2,528 |
| NOPLAT | 179 | 705 | 1,980 | 2,568 | 2,813 |
| FCF | -309 | 2,420 | 1,367 | 1,954 | 2,290 |

자료: 유안타증권

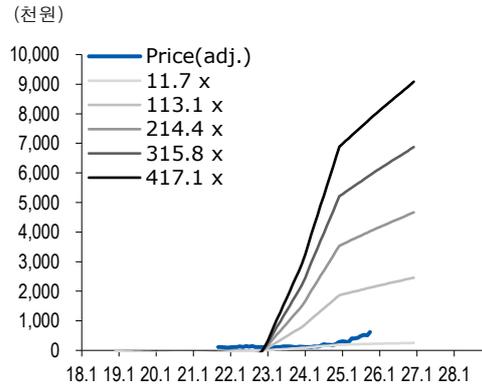
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 유동자산 | 8,800 | 10,403 | 11,142 | 11,744 | 12,060 |
| 현금및현금성자산 | 928 | 1,258 | 1,943 | 2,267 | 2,528 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,384 | 1,659 | 1,902 | 2,075 | 2,177 |
| 재고자산 | 1,310 | 1,511 | 1,738 | 1,896 | 1,989 |
| 비유동자산 | 8,334 | 8,988 | 9,053 | 9,227 | 9,356 |
| 유형자산 | 6,452 | 6,610 | 6,708 | 6,798 | 6,881 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 기타투자자산 | 307 | 1,069 | 1,048 | 1,142 | 1,198 |
| 자산총계 | 17,134 | 19,391 | 20,195 | 20,972 | 21,415 |
| 유동부채 | 9,945 | 11,796 | 11,416 | 10,864 | 9,874 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,025 | 2,311 | 2,627 | 2,866 | 3,007 |
| 단기차입금 | 960 | 87 | 1 | 1 | 1 |
| 유동성장기부채 | 600 | 313 | 213 | 113 | 13 |
| 비유동부채 | 1,981 | 1,890 | 1,896 | 1,908 | 1,915 |
| 장기차입금 | 859 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 사채 | 710 | 652 | 652 | 652 | 652 |
| 부채총계 | 11,926 | 13,686 | 13,312 | 12,772 | 11,789 |
| 지배지분 | 5,207 | 5,704 | 6,882 | 8,200 | 9,626 |
| 자본금 | 444 | 444 | 444 | 444 | 444 |
| 자본잉여금 | 3,123 | 3,123 | 3,123 | 3,123 | 3,123 |
| 이익잉여금 | 773 | 1,288 | 2,590 | 4,031 | 5,581 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 5,207 | 5,704 | 6,882 | 8,200 | 9,626 |
| 순차입금 | 2,449 | 1,067 | -2 | -609 | -1,139 |
| 총차입금 | 3,812 | 3,280 | 2,983 | 2,782 | 2,592 |

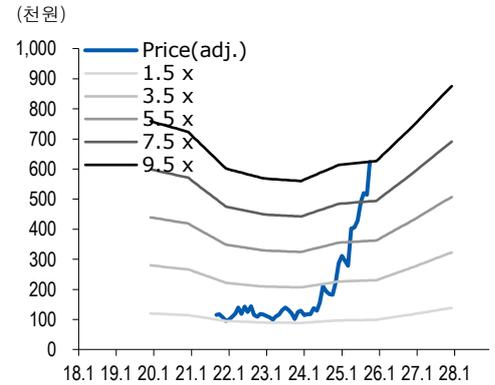
| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| EPS | 278 | 7,001 | 16,507 | 19,231 | 21,765 |
| BPS | 58,660 | 64,259 | 65,570 | 78,122 | 91,708 |
| EBITDAPS | 5,145 | 11,389 | 25,457 | 27,520 | 29,915 |
| SPS | 134,770 | 163,185 | 191,191 | 179,086 | 187,859 |
| DPS | 0 | 2,090 | 5,500 | 7,000 | 8,000 |
| PER | 422.5 | 23.2 | 37.8 | 32.4 | 28.7 |
| PBR | 2.0 | 2.5 | 9.5 | 8.0 | 6.8 |
| EV/EBITDA | 28.2 | 15.3 | 24.1 | 19.0 | 17.3 |
| PSR | 0.9 | 1.0 | 3.3 | 3.5 | 3.3 |

| 재무비율 | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|------------|---------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액 증가율 (%) | 32.3 | 21.1 | 18.9 | 9.1 | 4.9 |
| 영업이익 증가율 (%) | 흑전 | 294.8 | 180.8 | 29.7 | 9.5 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전 | 2,417.7 | 139.3 | 35.7 | 13.2 |
| 매출총이익률 (%) | 5.5 | 10.3 | 17.0 | 19.7 | 20.7 |
| 영업이익률 (%) | 1.5 | 4.9 | 11.5 | 13.7 | 14.3 |
| 지배순이익률 (%) | 0.2 | 4.3 | 8.6 | 10.7 | 11.6 |
| EBITDA 마진 (%) | 3.8 | 7.0 | 13.3 | 15.4 | 15.9 |
| ROIC | 2.2 | 10.3 | 31.1 | 37.3 | 35.7 |
| ROA | 0.1 | 3.4 | 7.5 | 9.8 | 10.8 |
| ROE | 0.5 | 11.4 | 23.6 | 26.8 | 25.6 |
| 부채비율 (%) | 229.0 | 239.9 | 193.4 | 155.8 | 122.5 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 47.0 | 18.7 | 0.0 | -7.4 | -11.8 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.4 | 4.7 | 15.0 | 21.1 | 24.8 |

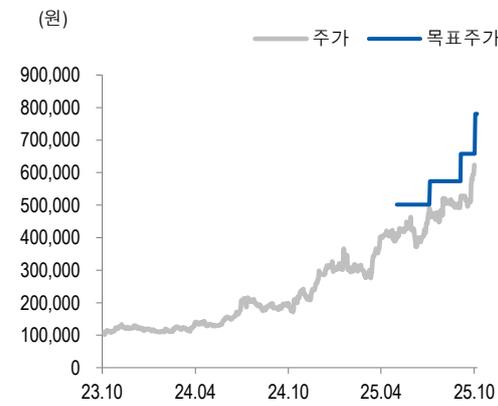
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대중공업 (329180) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2025-10-28 | BUY | 781,000 | 1년 | | |
| 2025-10-01 | BUY | 658,000 | 1년 | -17.80 | -5.17 |
| 2025-08-01 | BUY | 573,000 | 1년 | -14.36 | -9.08 |
| 2025-05-28 | BUY | 502,000 | 1년 | -16.02 | -2.29 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자여건 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 93.6 |
| Hold(중립) | 6.4 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2025-10-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **윤여철**
 3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**
 3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

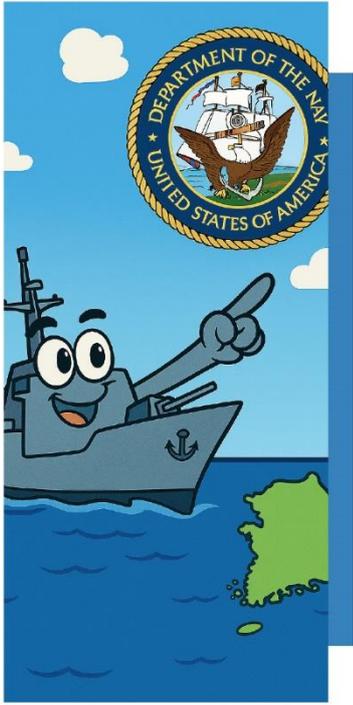
| | | | | | | | |
|-------------------------|-----|-----------|---------------------------------|--------------------|-----|------|---------------------------------|
| 팀장 Strategist | 김용구 | 3770-3521 | yg.kim@yuantakorea.com | Quant Analyst | 신현용 | 3634 | hyunyong.shin@yuantakorea.com |
| Fixed Income Strategist | 이재형 | 5579 | jaehyung.lee@yuantakorea.com | Research Assistant | 박성철 | 3632 | seongcheol.park@yuantakorea.com |
| Global Strategist | 민병규 | 3635 | byungkyu.min@yuantakorea.com | Research Assistant | 임지윤 | 3527 | jiyun.lim@yuantakorea.com |
| Passive/ ETF Analyst | 고경범 | 3625 | gyeongbeom.ko@yuantakorea.com | Research Assistant | 김혜원 | 3526 | hyewon.kim@yuantakorea.com |
| Economist/ESG | 김호정 | 3630 | hojung.kim@yuantakorea.com | Research Assistant | 김세빈 | 3646 | sebin2.kim@yuantakorea.com |
| US Market Analyst | 황병준 | 3523 | byeongjun.hwang@yuantakorea.com | | | | |

기업분석

| | | | | | | | |
|--------------|-----|-----------|---------------------------------|--------------------|-----|------|------------------------------|
| 팀장 2차전지/신에너지 | 이안나 | 3770-5599 | anna.lee@yuantakorea.com | 전기전자 | 고선영 | 3525 | sunyoung.kou@yuantakorea.com |
| 인터넷/SW | 이창영 | 5596 | changyoung.lee@yuantakorea.com | 방산/AI/로보틱스 | 백종민 | 5598 | jongmin.baik@yuantakorea.com |
| 정유/화학 | 황규원 | 5607 | kyuwon.hwang@yuantakorea.com | 운송 | 최지운 | 3640 | jiyun.choi@yuantakorea.com |
| 스물캡 | 권명준 | 5587 | myoungchun.kwon@yuantakorea.com | Research Assistant | 김도엽 | 5580 | doyub.kim@yuantakorea.com |
| 철강/비철금속 | 이현수 | 5718 | hyunsoo.yi@yuantakorea.com | Research Assistant | 서석준 | 5585 | seokjun.seo@yuantakorea.com |
| 화장품/의료기기/유통 | 이승은 | 5588 | seungeun.lee@yuantakorea.com | Research Assistant | 조혜빈 | 5594 | hevin.cho@yuantakorea.com |
| 제약/바이오 | 하현수 | 2688 | hyunsoo.ha@yuantakorea.com | Research Assistant | 한동우 | 3647 | dongwoo.han@yuantakorea.com |
| 통신/지주 | 이승웅 | 5597 | seungwoong.lee@yuantakorea.com | Research Assistant | 임석민 | 3648 | seokmin.lim@yuantakorea.com |
| 조선/자동차 | 김용민 | 5606 | yongmin.kim@yuantakorea.com | Research Assistant | 김고은 | 3649 | ko Eun2.kim@yuantakorea.com |
| 미디어/엔터/디지털자산 | 이환욱 | 5590 | hwanwook.lee@yuantakorea.com | Research Assistant | 배종성 | 3643 | jongsung.bae@yuantakorea.com |
| 음식료/전력기기 | 손현정 | 5595 | hyunjeong.son@yuantakorea.com | | | | |
| 반도체 | 백길현 | 5635 | gilhyun.baik@yuantakorea.com | | | | |
| 금융 | 우도형 | 5589 | dohyeong.woo@yuantakorea.com | | | | |

채권분석

| | | | | | | | |
|-------------------|-----|-----------|-----------------------------|--------------------|-----|------|--------------------------------|
| 팀장 Credit Analyst | 유태인 | 3770-5571 | taein.yoo@yuantakorea.com | Credit Analyst | 황태웅 | 5578 | taewoong.hwang@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 김현수 | 5582 | hyunsoo.kim@yuantakorea.com | Research Assistant | 선여원 | 5583 | yeowon.sun@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 공문주 | 5586 | moonju.kong@yuantakorea.com | Research Assistant | 현정희 | 5570 | junghee.hyun@yuantakorea.com |
| Credit Analyst | 이소윤 | 5572 | soyoon.lee@yuantakorea.com | | | | |



Y
U
A
N
T
A