

2026. 03. 04

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 조선 In-Depth

중형 조선 전성시대

조선/기계 오지훈

02) 6915-5662

jihoonoh@ibks.com



*AI로 제작된 이미지입니다.

IBK기업은행 금융그룹
IBK 투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 '고객의 증권' 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



안녕하세요. IBK투자증권 리서치부문 조선 담당 오지훈입니다.

2024년 말부터 조선 업종의 주가 드라이버는 단연 ‘미국과의 협력 기대감’이었습니다. 트럼프 행정부는 중국의 해양 굴기를 견제하고 미국 조선업 재건을 추진하는 과정에서 한국과의 협력을 반복적으로 언급해 왔습니다. 이에 따라 한국 조선사의 미국 진출 가능성이 부각되며, 한동안 업종 주가의 방향을 결정하는 핵심 변수로 작용해 왔습니다.

시장이 미국에 열광하는 이유는 명료합니다. 한국 조선업의 미국 진출이 업종의 구조적 한계를 보완할 수 있다는 기대감 때문입니다. 조선은 탑라인 성장 여력이 제한적이고 업황에 따른 변동성이 큰 산업이지만, 미국 협력이 현실화되면 단순 수주 확대를 넘어 새 시장 개척을 통해 성장 상한을 높일 수 있습니다. 또한 군함 수요는 상선 대비 경기 민감도가 낮아, 협력이 함정으로 확장될 경우 업종의 시클리컬 성격을 완화할 여지가 있습니다.

현재 미국은 해외 조선소와의 협력을 염두에 둔 정책 메시지를 지속적으로 내고 있습니다. 실제로 지난 2월 백악관이 해양 행동 계획(Maritime Action Plan, MAP)을 발표하면서, 초기 단계의 선박 건조 물량에 대해 조건부로 해외 조선소 활용 가능성까지 열어두는 방향성을 제시했습니다.

다만 핵심은 행정부의 의지와 입법부의 현실이 따로 움직이고 있다는 점입니다. 의회는 여전히 안보와 산업보호 논리를 앞세워 보수적 기조를 유지하고 있고, 해외 건조를 허용하는 법과 규정의 정비는 생각보다 더디게 진행되고 있습니다. 11월 중간선거를 앞둔 정치 일정까지 감안하면, 올해 안에는 발주나 공동 생산 등 실질적인 성과보다는 작년과 유사하게 MOU, 협력 논의 등 탐색적 뉴스에 그칠 가능성이 높다고 판단합니다.

그렇다면 질문은 하나입니다. 미국발 결실이 내년으로 넘어갈 수 있다고 해서, 조선주를 단순히 관망만 할 것인가? 당사는 그럴 필요는 없다고 판단합니다. 오히려 2026년은 대형 조선사 투자와 함께 ‘브릿지 전략’으로 중형 조선 2사 투자를 병행하는 접근이 더 합리적이라는 판단입니다. 대형사는 미국 협력 모멘텀의 크기가 크지만 가시화 시점이 불확실한 반면, 중형사는 대형사 대비 가파른 실적 개선 속도, 수출 모멘텀의 조기 전개, 주주환원 여력 확대 등 보다 즉시성이 높은 투자포인트가 존재하기 때문입니다. 또한 미국-이란 전쟁 장기화 시, 중형 조선사가 대형 조선사 대비 더 큰 수혜를 입을 것으로 전망합니다.

정리하면, 미국 협력은 결국 업종 멀티플의 상방을 열어주는 카드가 맞습니다. 다만 그 카드가 실제 숫자로 찍히는 시점은 내년 이후일 가능성이 높습니다. 그 공백 구간에서 대형 조선사로 미국 옵션을 가져가되, 동시에 중형 조선 2사로 실적, 수출, 주주환원 모멘텀을 앞당겨 가져가는 병행 전략이 더 효율적이라는 판단입니다. IBK투자증권은 이러한 변화와 기회를 선제적으로 포착하고, 투자자 관점에서 최적의 대응 전략을 지속적으로 고민하겠습니다. 감사합니다.

CONTENTS

2026년, 중형 조선사에 대한 병행 투자 전략 제시.....	4
1. 중형 조선사 투자포인트.....	5
1-1. HJ중공업: 대폭의 실적 개선, 미국 MRO, 고속상륙정 수출 모멘텀.....	5
1-2. 대한조선: 강력한 신조선가 상승 시그널, 가파른 속도로 쌓이는 현금.....	18
1-3. 미국-이란 전쟁 영향 점검: 중형 조선사의 가장 큰 수혜 예상.....	22
2. 실적: 대형사보다 빠르게 개선.....	25
2-1. 중형 조선사는 이미 24년 수주 물량 매출 인식 진행 중.....	25
3. 발주 및 업황: 작은만큼 교체할 선박은 훨씬 더 많다.....	27
3-1. 중형 컨테이너: 대형 컨테이너선 다음은 우리 차례.....	27
3-2. 중형 탱커: 2030년 노후선 비중 40%, 교체할 선박은 충분하다.....	30
4. 경쟁 현황: 어차피 중국이 다 못 만든다.....	31
4-1. 중국의 슬롯은 이미 28년까지 완판. 한국의 수주 환경이 압도적으로 유리.....	31
5. 투자전략 및 밸류에이션.....	33
5-1. 미국 투자와 함께 중형 조선사 병행 투자 전략 제시.....	33
5-2. 밸류에이션: 중형 조선 2사 27년 기준 PER 10배 미만에 불과.....	36
6. 기업분석.....	37
6-1. HJ중공업: 미국 업고 UAE까지, 상선도 전성기 품으로.....	38
6-2. 대한조선: 강력한 신조선가 상승 시그널, 가파르게 쌓이는 현금.....	49



2026년, 중형 조선사에 대한 병행 투자 전략 제시

2026년, 대형 조선사와 함께 중형 조선 2사에 대한 병행 투자 전략을 제시한다. 대형 조선사의 미국 협력 모멘텀은 단기간 내 가시화되기 어렵고 불확실성이 잔존하는 반면, 중형 조선사는 대형사 대비 1) 가파른 실적 개선, 2) 빠른 수출 모멘텀, 3) 높은 주주환원 여력이 존재할 것으로 판단하기 때문이다.

2025년 조선 업종 주가 상승의 핵심 동인 = 미국과의 협력 기대감

2025년 조선 업종 주가 상승의 핵심 동인은 미국과의 협력 기대감이었다. 트럼프 대통령은 당선 이후 중국의 해양 굴기 견제와 미국 조선업 재건을 목표로 다양한 정책을 제시해 왔다. 이 중 한국과의 협력은 국내 조선사의 타라인 성장 한계와 상선의 경기 순환적인 구조적 제약을 완화할 수 있는 요인으로 부각됐다. 해당 기대감은 조선 업종의 밸류에이션 재평가로 이어졌고, 결과적으로 주가 상승의 핵심 동인으로 작용했다.

미국 행정부는 조선업 재건에 적극적이거나, 입법부는 여전히 보수적 기조. 해외 선박 건조를 막는 법안의 수정 지연을 감안하면 미국과의 구체적 협력 결실은 내년 이후로 전제하는 것이 합리적

현재 미 행정부는 해외 조선소와의 협력 관련하여 공급망 보완과 조선 역량 확충 차원에서 적극적인 입장을 유지하고 있으나, 입법부는 안보, 산업보호 논리를 기반으로 보수적 기조를 견지하고 있다. 해외 선박 건조를 막는 존스법과 번스-톨레프슨법 수정안들이 2025년에 발의되었으나, 아직 입법 첫 단계인 상임위원회조차 통과하지 못한 상태이다. 통상적으로 미국 입법은 발의부터 최종 의결되기까지 8~9개월이 소요되는데, 존스법과 번스-톨레프슨법과 같은 대형 안보 법안은 1~2년의 기간을 두는 것이 합리적이다. 따라서 미국과의 상선, 함정 관련 구체적인 협력(발주, 블록 건조, 공동 생산 등) 가시화 시점은 내년 이후로 전제하는 것이 합리적이라고 판단한다. 즉, 올해도 작년과 마찬가지로 미국과의 협력과 관련해 구체적이고 실질적인 성과로 연결되는 소식은 제한적일 것으로 전망한다.

다만, 그렇다고 내년까지 조선주에 대한 투자를 유보할 필요는 없다. 미국 협력의 결실이 본격화되기 전까지 공백 기간에도 중형사는 대형사 대비 가파른 실적 개선 속도, 수출 모멘텀의 조기 전개, 주주환원 여력 확대 등 보다 즉시성이 높은 투자포인트가 존재하기 때문이다. 또한 미국-이란 전쟁 장기화시, 중형 조선사가 대형 조선사 대비 더 큰 수혜를 입을 것으로 전망한다.

HJ중공업 투자포인트

- 1) 대폭의 실적 개선 지속
- 2) 미국 진출 가능성
- 3) 고속상륙정 수출 모멘텀

HJ중공업은 물량, 가격 효과가 지속되며 4Q25에 기록했던 대폭의 실적 개선을 26년에도 이어갈 전망이다. 또한 대형 조선 3사와 함께 미국 MRO 공사를 수주했으며, 이를 바탕으로 레퍼런스 및 신뢰를 확보한 뒤 미국으로 진출할 가능성이 높다고 판단한다. 마지막으로 이르면 올해 UAE 향 고속상륙정 수출 모멘텀이 존재하며, 중동, 남미, 동남아시아 등 다양한 지역에서 동사의 고속상륙정에 관심을 보이고 있는 중이다. 유럽과의 경쟁이 치열한 대형 조선사의 수상함, 잠수함과 다르게 고속상륙정은 현재로서는 유의미한 글로벌 경쟁자가 없어 대형사의 수상함, 잠수함 대비 수주 가능성이 높다고 판단한다.

대한조선 투자포인트

- 1) 폭발적인 탱커 업황
- 2) 수익성 개선 지속
- 3) 주주환원 여력 확대

대한조선은 주력으로 건조하는 중형 탱커(수에즈막스급)의 중고선가가 신조선가를 넘어설 정도로 업황이 폭발적이다. 중고선가가 신조선가를 넘어선 것은 2007년 슈퍼사이클 이후 처음이며 강력한 신조선가 상승 시그널이라 판단한다. 탱커는 대형 조선사에게는 수익성이 가장 낮은 선박이지만, 탱커를 전문으로 건조하는 동사에게는 OPM 30% 이상을 도전해볼 수 있는 효자 선종이다. 신조선가 상승 → 수익성 개선 → 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

2026년, 미국과의 협력 모멘텀 공백 구간에서 중형 조선 2사의 병행 투자 전략 제시

2026년, 대형 조선 3사의 미국과의 협력 소식이 가시화되기 전까지의 공백 구간에서, 중형 조선 2사로 실적, 수출, 주주환원 모멘텀을 앞당겨 가져가는 병행 투자 전략을 제시한다.

1. 중형 조선사 투자포인트

1-1. HJ중공업: 대폭의 실적 개선, 미국 MRO, 고속상륙정 수출 모멘텀

1. 대폭의 실적 개선

실적 개선: 신조선 부문이
중요

4Q25 영업이익 QoQ
+772.9% 증가. 24년
수주한 고선가 컨테이너선
매출에 반영되며 신조선
부문 +14.9% OPM
기록했을 것으로 추정

26년 신조선 부문 매출
YoY +66% 증가 추정,
물량 +52%, 가격 +9%

28년 잔여 슬롯 4척을
10K TEU 컨테이너선과
LNG BV선으로 채운다면
27년 신조선 부문 매출
YoY +17% 성장 지속

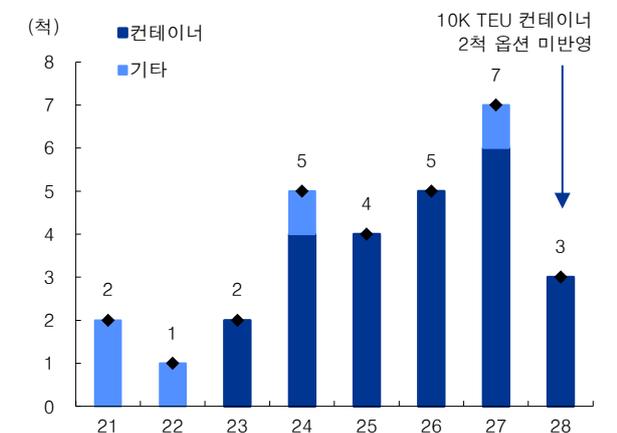
동사의 실적 개선의 주요 드라이버는 신조선 부문이다. 특수선 부문은 현재로서는 내수 물량만을 건조 중이고, 수리선 부문은 미국의 군수지원함 MRO를 수행 중이지만 매출 규모는 크지 않다. 건설과 기타 부문은 BEP 수준의 영업이익으로 추정한다.

동사는 4Q25에 매출액 6,297억원(YoY +31.2%, QoQ +39.3%), 영업이익 506억원 (YoY +2,441.4%, QoQ +772.9%, OPM +8.0%)을 기록하며 3Q25 영업이익 58억원 대비 대폭의 실적 개선을 기록했다. 신조선 부문의 2024년 수주한 고선가 컨테이너선 스틸커팅이 시작되며 매출과 수익성이 동시에 개선되었기 때문이다. 신조선 부문을 제외한 특수선, 수리선, 건설, 기타 부문의 매출이 전년과 유사한 수준이라 가정하고 특수선과 수리선 부문의 수익성을 미들싱글, 건설과 기타 부문의 수익성은 BEP 수준이라 가정 시, 신조선 부문의 수익성은 14.9% 수준을 기록한 것으로 추정된다.

2026년에는 물량과 가격효과가 동시에 반영되며 신조선 부문의 매출이 YoY +66% 증가할 것으로 추정한다. 2027년 7척의 선박을 인도 예정이기 때문에 2026년 건조 물량이 YoY +52% 증가하고, 원화 선가 상승분 +9%가 반영되며 2025년 대비 매출과 수익성이 모두 크게 개선될 것으로 전망한다.

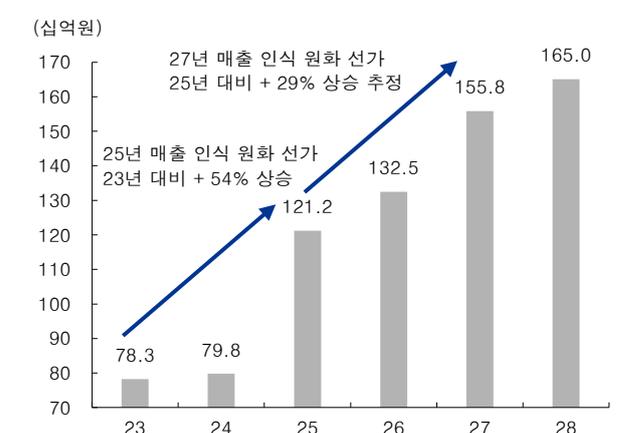
동사는 현재 8K TEU급 컨테이너선을 주력으로 건조 중인데, 지난 2월 영도조선소에서는 최초로 10K TEU급 컨테이너선을 수주했다. 컨벤셔널 엔진 기준 10K TEU급 컨테이너선은 8K TEU급 컨테이너선 대비 선가가 +13% 높은 선박이다. 2028년 남은 슬롯 4척을 10K TEU급 컨테이너선과 LNG BV선으로 수주한다면, 2027년에도 가격 효과로 신조선 부문 매출이 +18% 증가할 것으로 추정한다.

그림 1. 연도별 HJ중공업 신조선 인도 추이: 2027년에 7척 인도 예정이기 때문에 2026년에 물량 효과로만 신조선 부문 매출 YoY +66% 증가 추정



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 2. HJ중공업 연도별 매출 인식 원화 선가 추이: 2025년에 매출 인식 원화 선가 +51% 상승했지만 건조 물량 -21% 감소, 2026년에는 건조 물량 증가하며 가격 효과도 온전히 반영 예상



자료: Clarksons, IBK투자증권

2. 미국: MRO를 넘어 전략상선단, 군수지원함, 수송/상륙함까지

1) MRO: 미국으로부터
공사범위 확대를 요청받을
만큼 우수한 기술력 증명

향후 미 합정 MRO
사업에서 대형 조선사와
함께 유의미한 플레이어로
부상할 여지 높다고 판단

HJ중공업의 미국 군수지원함 MRO 정비가 긍정적인 평가를 받으며, 향후 미국과의 추가적인 협력 기대감도 유효하다고 판단한다. 2026년 1월, HJ중공업은 미 해군 합정정비협약(MSRA: Master Ship Repair Agreement)을 획득 이후 미국의 군수지원함 아밀리아 에어하트함의 MRO를 수주했다. 이후 2026년 2월, 미 해군 해상수송사령부 부국장은 MRO 진행 상황을 점검하기 위해 HJ중공업을 방문했는데, HJ중공업이 초기 계약 범위를 넘어 추가 정비 소요를 선제적으로 제시하자 기술력과 사업 수행역량이 놀라운 수준이라는 평가와 함께 공사범위 확대를 요청했다. 첫 미 해군 군수지원함 MRO에서 긍정적 평가를 확보한 만큼, HJ중공업은 미 합정 MRO 사업에서 HD현대중공업, 한화오션과 견줘도 손색없는 유의미한 플레이어로 부상할 여지가 높다고 판단한다.

2) MRO 이후:
전략상선단, 군수지원함,
미국 수송/상륙함 사업
진출 가능성

대형 조선사와 마찬가지로 HJ중공업 또한 MRO는 최종 목적이 아닌 미국 내 레퍼런스 및 신뢰 확보를 위한 교두보로 판단한다. MRO를 통해 운용, 품질 역량을 입증한 뒤, 중장기적으로 군수지원함 및 군함 건조 영역으로의 확장을 목표로 하는 전략으로 해석된다. 이에 전략상선단, 군수지원함과 함께 미국 상륙함 사업에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

그림 3. 26년 1월 HJ중공업의 첫 미국 군수지원함 MRO 수주



자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 4. 26년 2월 미 해군 해상수송사령부 선박관리국 부국장은 HJ중공업의 MRO 현장방문 후 정비 품질에 만족하며 공사 범위 확대를 요청



자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 5. 25년 11월, 미 상무부 부차관보 알렉스 크루츠는 대형 조선 3사와 함께 HJ중공업을 방문하며 상선, 군함 등 대규모 선박 건조 협력을 논의



Alex Krutz · 3촌 이상
Managing Director at Patriot Industrial Partners | Former Dep...
3개월 ·

+ 팔로우 ...

Lets build Ships in America! I just finished 3 successful days in South Korea working with our partners and allies on large commercial ship building collaboration. I had the honor and pleasure of visiting some amazing shipyards and factories. I appreciate [HD Hyundai Heavy Industries](#), [Hanwha Ocean](#), [Samsung Heavy Industries](#) and [HJ Shipbuilding & Construction](#). I met with MOTIR, the industrial policy agency and spoke with suppliers in the Koshipa ship building association. Looking forward to further conversations on our plans for Maritime Dominance!!

[#shipbuilding](#) [#manufacturing](#) [#madeinamerica](#)

자료: LinkedIn, IBK투자증권

2-1. 전략상선단: HJ중공업의 주력 건조 선종의 비중이 가장 높다

전략상선단 정의:

- 1) 미국에서 건조되고,
- 2) 미국 적기의 선박 중
- 3) 국제 무역거래에 사용되는, **존스법 적용을 받지 않는** 선박

미국의 전략상선단은 미국에서 건조(US-built)되고, 미국 적기(US-Flagged)의 선박이 평시에는 민간 화물을 수송하며 국제 무역 거래에 사용되지만, 전시에는 해군이 1순위로 징발 가능한 선박을 칭한다. 전략상선단의 정의에서 주목할 점은 ‘국제 무역 거래’에 사용되는 선박이라는 점이다. 즉, 해당 선박들은 존스법(미국 내 항구 간 물류 운송 시 미국에서 건조되고, 미국인이 소유하며, 미국인 승무원이 탑승한 미국 국적 선박만 허용하는 보호무역 법안)을 적용 받지 않는 선박을 의미한다.

그림 6. 미국 SHIPS Act 전략상선단 확보 계획 주요 사항:

- 1) “Strategic Commercial Fleet Program”을 신설하며, 해당 프로그램을 통해 현재 미국 국적 선박 185척 중 **국제 무역에 사용되는(=존스법을 충족하지 않는)** 약 80척의 선박을 10년 내 250척까지 늘릴 계획
- 2) 빠른 선단 확보를 위해 2029년까지 해외에서 건조된 선박을 조건부로 미국 국적 선적으로 변경 가능
- 3) 미 교통사령부의 요구가 있다면 미 해사청은 해당 프로그램을 통해 탱커를 우선적으로 확보해야 함

Section 401: Strategic Commercial Fleet

This section establishes a **new program – the Strategic Commercial Fleet Program** – to support the development of **U.S.-built, U.S.-flagged vessels in international commerce.**

Under this program, the Maritime Administration shall solicit bids for **commercially viable, militarily useful, privately owned vessels to meet national security requirements and maintain a U.S. presence in international commercial shipping.** The program will have a goal for establishing a fleet of **250 U.S.-flagged vessels in international commerce.**

To participate in the program, an eligible carrier (or a team representing a carrier and a shipyard) shall submit a proposal to bring a vessel into the program, including a proposed support payment which shall cover the capital costs and operational costs associated with bringing a new, U.S.-built, U.S.-flagged, U.S.-crewed vessel into the fleet. The Maritime Administration shall select proposals which are the best value to the taxpayer. Vessels shall be included within the fleet for 7 years, and this operating agreement can be renewed twice (for a total of 21 years—the lifetime of a vessel). If an agreement is not renewed, the carrier shall receive a payment based on the remaining useful life of the vessel.

In order to increase the fleet rapidly, carriers may also submit a bid to **bring a foreign-built vessel into the fleet and reflag it.** This vessel may serve as an “interim vessel,” meaning it remains in the fleet only until it can be replaced by a U.S.-built vessel, or it may serve in the fleet under a full-term operating agreement. **However, foreign-built vessels other than “interim vessels” shall not be allowed to enter the fleet after fiscal year 2029.**

Recognizing that U.S. Transportation Command (TRANSCOM) has identified an imminent need for additional tanker vessels, the program includes specific language specifying that MARAD should prioritize adding tanker vessels through the Strategic Commercial Fleet program if TRANSCOM determines more tankers are needed than are available through the Tanker Security Fleet.

자료: kelly.senate.gov, IBK투자증권

전략상선단의 후보가 될 수 있는 선박 중 중형 컨테이너선(3-8K TEU) 비중이 가장 높음

현재 미국 국적의 선박은 185척으로 파악되는데, 이 중 존스법의 적용을 받는 선박이 92척, 존스법을 적용 받지 않는 선박이 93척이다. 존스법을 적용 받지 않는 선박, 즉 전략상선단의 후보가 될 수 있는 선박 93척 중 29척(31%)가 HJ중공업의 주력 건조 선종인 3-8K TEU 크기의 중형급 컨테이너선이다. 중형 컨테이너선과 규모가 비슷한 PCC선까지 포함하면 47척(51%)이 전략상선단 중 컨테이너선, PCC선이다.

HJ중공업은 중형 컨테이너선 전문 건조 조선사임

주목할 점은 중형 컨테이너선은 HJ중공업의 주력 건조 선종이라는 사실이다. 현재 HJ중공업은 2026~2027년 인도 예정인 12척의 선박 중 11척이 3-8K TEU급 중형 컨테이너선으로, 중형 컨테이너선 전문 건조 조선소라해도 과언이 아니다. 과거 필리핀 수빅 조선소의 건조 이력까지 감안한다면 중형 컨테이너선 건조 부문에서 상당한 트랙레코드를 보유 중이다.

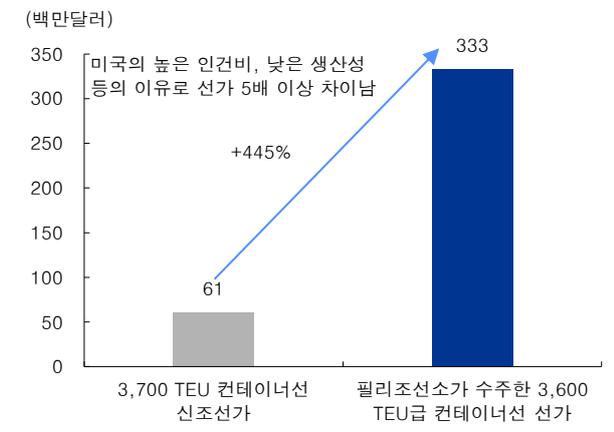
29년까지 임시로 해외 건조 선박도 조건부로 전략상선단으로 인정

전략상선단 법안에서 핵심은 ‘임시 선박(Interim Vessel)’ 조항이다. 원칙적으로 전략상선단은 미국 건조, 미국 적기 선박으로 구성되나, 선단을 기존 80척 → 250척으로 단기간 내에 확대하기 위해 2029년까지 외국 건조 선박도 조건부 편입을 허용한다.

최근 HJ중공업과 미국과의 우호적인 관계를 감안하면 동사의 전략상선단 임시 선박 수주 가능성도 충분히 존재한다고 판단

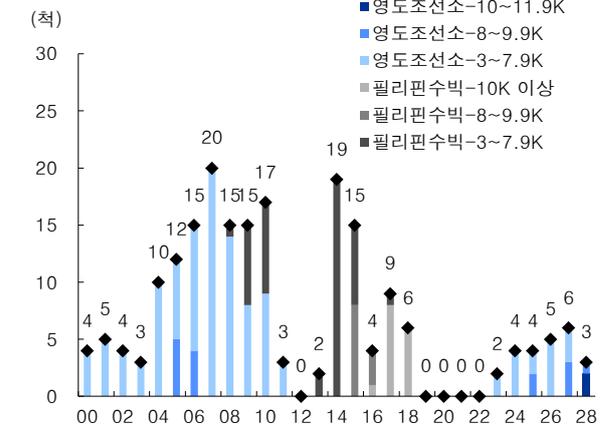
HJ중공업은 2028~2029년 수주 가능 슬롯이 약 11척으로 추정되며, 미국 현지 건조선가가 글로벌 신조선가 대비 5배 이상 높다는 점에서 가격과 납기 경쟁력이 부각될 여지가 있다. 특히 동사가 중형 컨테이너선 주력 조선사라는 점과 더불어, 최근 미국 군수지원함 MRO 수주, 미 상무부 부차관보의 현장 방문 및 상선, 군함 건조 협의 등의 트랙레코드를 감안하면, 전략상선단(Interim Vessel) 트랙을 통한 미국과 HJ중공업 협력 가능성은 충분히 존재한다고 판단한다.

그림 7. 미국 건조 선박과 신조선가의 차이: 미국의 높은 인건비, 낮은 생산성 등의 이유로 선가 5배 이상 차이남



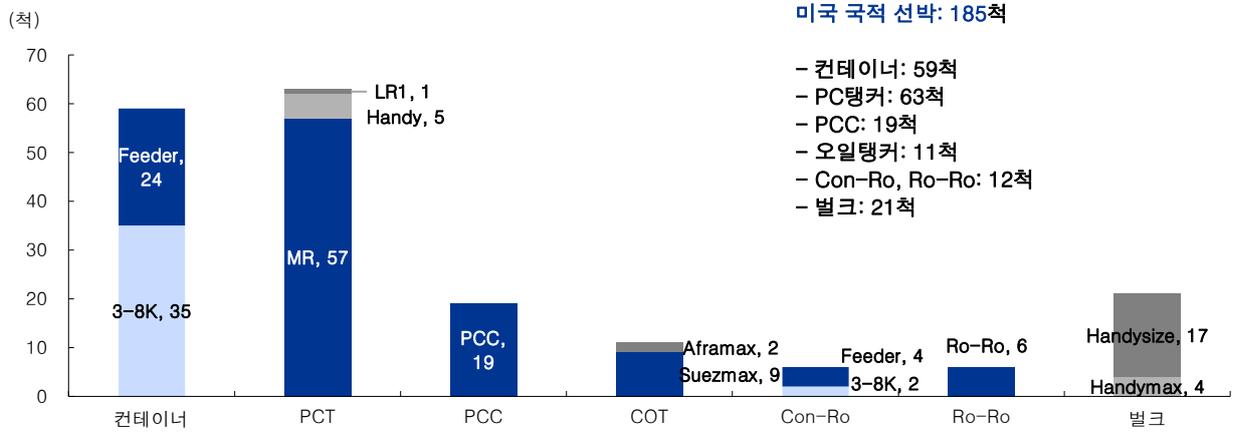
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 8. HJ중공업의 중형 컨테이너선 인도 이력: 중형 컨테이너선은 동사의 주력 건조 선종으로 향후 전략상선단 관련 협력이 기대됨



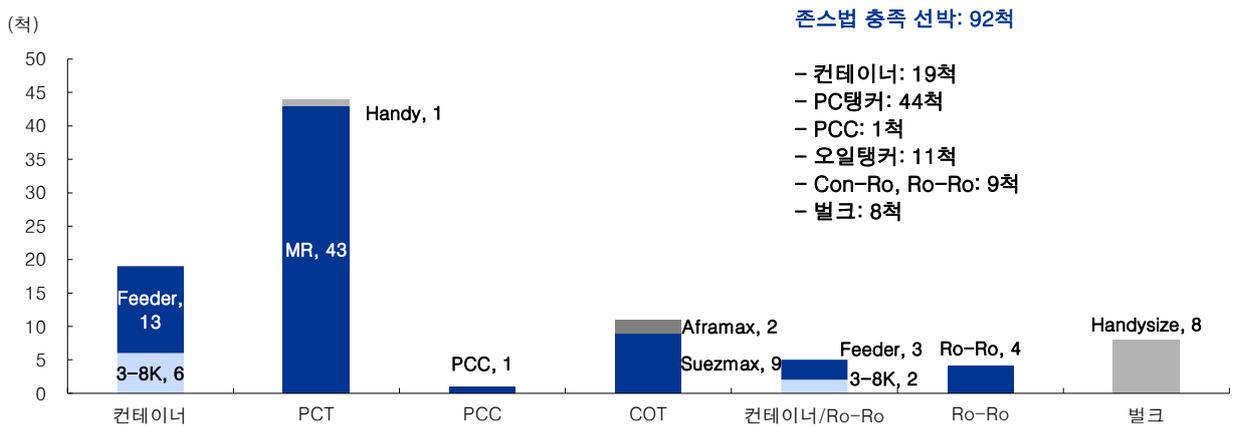
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 9. 전략상선단: 미국 국적 선박 구성: 185척



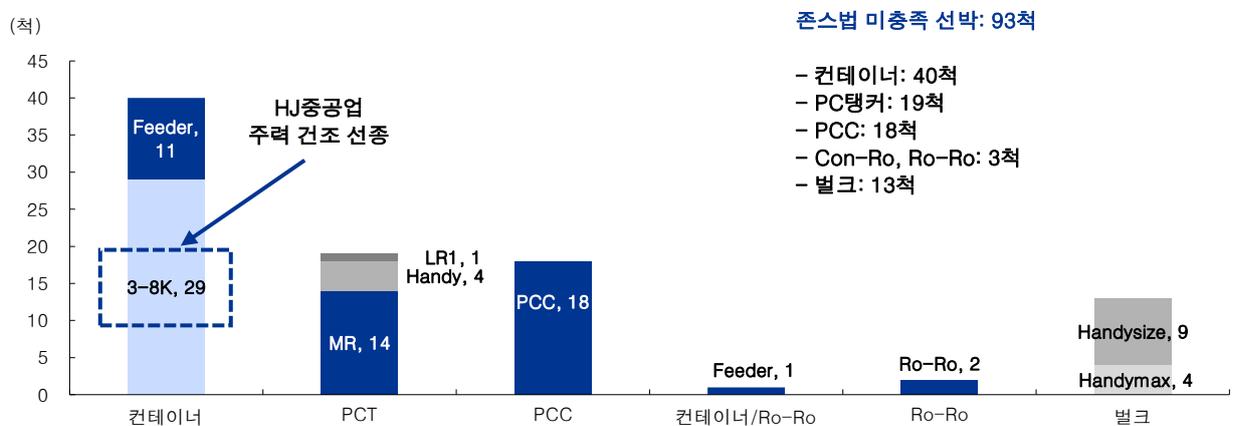
자료: 미국 교통부, IBK투자증권

그림 10. 존스법 총족(미국 연안 내 운항 가능) 선박 구성: 중형 PC탱커 비중이 높음



자료: 미국 교통부, IBK투자증권

그림 11. 존스법 미총족(국제 무역에 사용=전략상선단) 선박 구성: 중형 컨테이너/PCC 비중이 높음



자료: 미국 교통부, IBK투자증권

2-2. 군수지원함, 수송/상륙함: 미국 함정에는 호위함, 잠수함만 있는 게 아니다

25년 대형 조선사들은 미국 현지 조선사들과의 협력 체계 구축

2025년은 대형 조선사들의 미국 현지 조선사와의 협력이 시작된 해였다. 한화오션은 필리조선소를 인수하고 오스탈 조선소의 지분을 확보했으며, HD현대중공업은 헌팅턴잉글스와 MOU를 맺었으며, 삼성중공업은 제너럴다이내믹스 나스코, DSEC, 비거 마린 그룹과 협력체계를 구축했다.

HJ중공업은 미국 함정 시장 중 수송/상륙함, 고속상륙정 분야에서의 협력이 기대됨

비록 HJ중공업은 미국 현지 조선사와의 협력 소식이 들리고 있지는 않지만, 군수지원함 MRO를 통해 운용, 품질 역량을 입증한 뒤, 중장기적으로는 군수지원함 및 군함 건조 영역으로의 확장할 가능성이 높아 보인다. 특히 미국 함정 시장에서 HJ중공업에 우호적인 기회는 전투함 중심보다는 수송/상륙함 및 군수지원함 영역에 있다고 판단한다.

수송/상륙함과 고속상륙정은 패키지로 함께 운용 됨

수송/상륙함은 해상에서 적이 점령한 연안으로 병력, 탱크, 장갑차, 헬기 등 상륙 전력을 투사하는 역할의 군함이다. 헬기 및 고속상륙정(LSF)을 이용한 공중/해상 입체 상륙작전, 전차 직접 집안, 상륙작전 지휘, 신속대응전력 수송 및 해상기지 역할을 수행한다.

HJ중공업은 국내 수송/상륙함, 고속상륙정 분야에서 독보적인 건조 이력을 보유 중

현재 한국 해군·해병대는 상륙함(LST)으로 고준봉급(LST-I)과 천왕봉급(LST-II), 대형수송함(LPH)으로 독도급, 고속상륙정(LSF/LSF-II)으로 솔개급을 운용 중이다. 핵심은 국내 조선사 중 대형수송함(LPH)과 고속상륙정(LSF) 모두에 대해 건조 이력을 보유한 곳이 HJ중공업이 유일하다는 점이다. 또한 상륙함 전력 8척 중 4척(3척 HD현대중공업, 1척 구 코리아타코마)을 HJ중공업이 건조한 이력이 있으며, 동사는 상륙전력 전반에서 설계, 건조, 통합 역량을 축적해온 대표 사업자로 평가된다.

표 1. 한국 수송/상륙함, 고속상륙정 역대 건조 선박 현황: HJ중공업은 고속상륙정, 수송/상륙함에서 강점을 가짐

대분류	소분류	선체번호	함명	진수	인수	취역	퇴역	건조사	비고
고속상륙정	솔개급 LSF-I	LSF-611	솔개 611	89년 6월	89년 12월		05년 6월	코리아타코마	퇴역
		LSF-621	솔개 621	04년 4월	05년 12월	05년 12월		하버롭스크 조선(해외조달)	운용 중
		LSF-622	솔개 622	-	06년 9월	06년 10월			운용 중
		LSF-623	솔개 623	-	07년 1월	07년 1월			운용 중
	솔개급 LSF-II	LSF-631	솔개 631	-	07년 4월	07년 10월		HJ중공업	운용 중
		LSF-632	솔개 632	-	07년	-			운용 중
		LSF-633	솔개 633	21년 12월	23년 6월	-			운용 중
		LSF-635	솔개 635	-	-	-			운용 중
		LSF-636	솔개 636	23년 5월	-	-			진수
		LSF-637	솔개 637	-	-	-			진수
		LSF-638	솔개 638	-	-	-			계약 체결
	LSF-639	솔개 639	-	-	-		계약 체결		
	상륙함	고준봉급 LST-I	LST-681	고준봉	92년 09월	93년 06월	93년 06월		코리아타코마
LST-682			비로봉	96년 12월	97년 11월	97년 12월		HJ중공업	운용 중
LST-683			향로봉	98년 10월	99년 08월	99년 08월	운용 불가		화재
LST-685			성인봉	99년 03월	99년 11월	99년 12월			운용 중
천왕봉급 LST-II		LST-686	천왕봉	13년 09월	14년 11월	14년 12월		HJ중공업	운용 중
		LST-687	천자봉	15년 12월	17년 08월	17년 08월		현대중공업	운용 중
		LST-688	일출봉	16년 10월	18년 04월	18년 04월			운용 중
LST-689	노적봉	17년 11월	18년 11월	18년 12월			운용 중		
대형수송함	독도급 LPH	LPH-6111	독도	05년 07월	07년 07월	07년 07월		HJ중공업	성능개량 중
		LPH-6112	마라도	18년 05월	21년 06월	21년 06월			운용 중

자료: 언론자료, IBK투자증권

미 해군 2054년까지 1,030억 달러, 한화 약 150조 원 규모의 수송/상륙함 전력 구매 예정

2025년 기준 미국 해군은 수송, 상륙함 분야에서 8척의 대형 상륙강습함(LHA), 17척의 상륙수송도크함(LPD), 54척의 중형 상륙함(LSM)을 확보하는 것을 목표로 하고 있으며, 해당 사업 규모는 1,030억 달러, 한화 약 150조 원으로 미국 의회는 추정하고 있다. 향후 HJ중공업의 미국 합정 시장 진출이 구체화될 경우, 단발성 프로젝트가 아닌 중장기 파이프라인을 기대할 수 있는 충분한 시장 규모로 판단한다.

고속상륙정은 수송/상륙함 전력과 함께 패키지로 운용, HJ중공업은 고속상륙정 분야에서도 글로벌 경쟁우위를 보유한 것으로 판단

더불어 수송/상륙함은 통상적으로 다양한 유형의 상륙정(LCAC, LSF 등)과 함께 패키지로 운용되며, 이에 따라 플랫폼 단품 경쟁력뿐 아니라 상륙정 라인업, 공급능력, 운용 레퍼런스가 사업 성패를 좌우한다. 다음 장에서 자세히 서술하겠지만, HJ중공업은 고속상륙정(LSF) 분야에서 글로벌 경쟁우위를 보유한 것으로 판단한다. 특히 LSF 시장은 글로벌 대안이 제한적이며, 사실상 주요 경쟁 제품이 HJ중공업의 솔개급 LSF-II와 미국 텍스트론 사의 SSC로 수렴되는 구조다. 다만 텍스트론은 예산 제약의 영향으로 2028년까지 연간 2척 수준으로 생산 캐파가 제한되어 있어, HJ중공업에게 또 하나의 기회가 될 가능성이 높다고 판단한다.

표 2. 미 해군 체계별 도입 척수 및 비용 분석

(단위: 십억달러)

대분류	소분류	체계명	척수	2025년 ~ 2054년 추정 예산안			
				전체 체계 획득 비용		1척당 획득 비용	
				해군 추정	의회 추정	해군 추정	의회 추정
항공모함	Aircraft Carriers	Ford Class CVN-78	6	96	103	16.00	17.17
잠수함	Columbia class SSN(X)	SSBN-826 ballistic missile submarines	10	79	95	7.90	9.50
	Large Payload Virginia Class	SSN(X) Next-gen attack submarines	14	99	122	7.07	8.71
	Virginia Class	Large payload Submarines	6	51	62	8.50	10.33
	Virginia Class for VPN	SSN-774 attack submarines	36	168	185	4.67	5.14
	Virginia Class for VPN	SSN-774 attack submarines with VPMS	9	39	46	4.33	5.11
대형 수상 전투함	DDG-51 Flight 3	Arleigh Burke Class DDG-51, Guided missile destroyers	23	61	61	2.65	2.65
	DDG(X)	DDG(X) next-gen guided missile destroyers	28	92	123	3.29	4.39
소형 수상 전투함	FFG-62	Constellation class FFG-62 Guided missile frigates	24	24	35	1.00	1.46
	FFG-62 Flight 2	Constellation class FFG-62 Flight 2 Guided missile frigates	57	61	82	1.07	1.44
수송/상륙함	LHA	America class LHA-6 amphibious assault ships	8	35	39	4.38	4.88
	LPD-17 Flight 2, LPD(X)	San Antonio class LPD-17 dock	17	37	45	2.18	2.65
	Medium landing	LSM medium Landing ships	54	10	19	0.19	0.35
전투지원함	Large combat logistics	John Lewis class T-AO-205 oilers	28	21	27	0.75	0.96
	Large Support		3				
	Small Combat logistics	T-AOL next-gen logistics ships	30	14	14	0.47	0.47
	Small support		10				

자료: US Marine, IBK투자증권

표 3. 한국과 미국의 상륙함 제원 비교

구분	LPH	LPD	LHA	LST	LSM
정의	Landing Platform Helicopter (헬기상륙함)	Landing Platform Dock (상륙수송도크함)	Landing Helicopter Assault (대형 상륙강습함)	Landing Ship Tank (전차상륙함)	Landing Ship Medium (중형 상륙함)
대표 예시	한국 독도함(개념상 LPH/LHD 성격 혼합)	미 해군 San Antonio급(LPD-17)	미 해군 America급(LHA)	한국 천왕봉급(LST-II)	미 해병대 신형 LSM (구 LAW)
핵심 임무	헬기로 상륙부대 투사 + 지휘/지원	병력/차량/화물 수송 + 월덱 상륙정/LCAC 운용	대형 항공전력 기반 상륙강습, 지휘 허브	차량/전차를 직접 싣고 해안에 상륙, 하역	연안/도서로 분산 수송, 상륙(중형급)
만재배수량	~19,500t	~25,300t	~44,449t	~7,140t	~4,000t
전장	200m	210m	260m	127m	100m
상륙정 (상륙수단)	공기부양정(LCAC) 2척	공기부양정(LCAC) 2척 또는 상륙지원정(LCU) 1척	공기부양정(LCAC), 상륙지원정(LCU) 혼합 운용	고속상륙주정(LCM) 2+1척	자체 상륙
건조 조선사	HJ중공업	헌팅턴 잉겔스	헌팅턴 잉겔스	HJ중공업, HD현대중공업	핀칸티에리

자료: 언론자료, IBK투자증권

그림 12. 강습상륙함 USS Tarwa(LHA-1)에 접근 중인 고속상륙정



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 13. 상륙수송함 USS Portland(LPD-27)에 접근 중인 고속상륙정



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 14. 한국 대형 수송함 독도함(LPH, 헬기상륙함)



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 15. 한국 천왕봉급 상륙함(LST, 전차상륙함)



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 16. 미국 San Antonio급 상륙수송선거함(LPD)



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 17. 미국 신형 중형 상륙함(LSM, 건조 예정)



자료: 언론보도, IBK투자증권

3. 고속상륙정 수출 모멘텀, 경쟁자가 없다

HJ중공업 또한 대형 조선사와 유사하게 수출 모멘텀이 존재한다. 이르면 올해 아랍에미레이트(이하 UAE)로의 솔개급 고속상륙정(LSF-II)의 수출 소식을 전망한다.

솔개급 고속상륙정:
2007년 HJ중공업이
주도해 독자 개발

솔개급 고속상륙정(LSF-II)은 대한민국 해군이 운용 중인 공기부양식 상륙정으로 대형 수송함에 탑재하여 운용하기 위해 개발되었다. 2000년 초 우리나라는 미국 텍스트론사의 고속상륙정 도입을 추진했으나, 미국이 핵심 기술이전을 거부하자 독자개발을 선택했다. 2002년 HJ중공업이 주도해 기본설계에 착수했고, 5년간의 개발, 건조 끝에 2007년 우리나라 독자개발 솔개 631급 국산 공기부양정이 탄생했다. 현재까지 총 4척이 취역하여 운용 중이고, 추가적으로 4척이 실전 배치될 예정이다.

고속상륙정 도입 관련
선제적으로 관심을 표명하며 HJ중공업과 접촉에 나선 UAE

2023년 9월, UAE는 HJ중공업에 먼저 솔개급 고속상륙정(LSF-II)에 관심이 있으며, 한국을 방문해 수입 계획을 논하고 싶다는 의사를 밝혔다. 이후 24년 5월 UAE의 솔개급 고속상륙정 획득 관련 고위급 인사, 면담이 실시됐으며, 2025년 국제해양방위산업전 (MADEX)에서는 LOI에 가까운 수준까지 수출 논의가 진척된 것으로 파악된다.

그림 18. 고속상륙정 솔개(LSF-II) 모습



자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 19. 23년 9월, UAE는 HJ중공업의 고속상륙정 구매에 관심을 표명하며 HJ중공업에 먼저 접근



자료: 방위사업청, IBK투자증권

2023년 UAE는
고속상륙정의 모선인
상륙함을 인도네시아
로부터 구매, 고속상륙정
구매 동기 충분

같은 날 UAE가 보유 중인
고속공격정에 대한
전투체계 통합 계약 체결,
연안에서의 고기동,
고화력 플랫폼을 병행하여
확충 중

실제로 2023년 3월, UAE는 인도네시아의 PT PAL 조선소로부터 163m급 LPD(상륙함) 도입을 확정하며 상륙전력의 ‘모선’을 먼저 확보한 상황으로, 이후 전력 완성도는 Ship-to-Shore 커넥터(고속상륙정, LCAC/LSF급) 보강 여부에 의해 좌우될 가능성이 높다. 상륙함 모선의 수송 능력은 커넥터의 속도와 기동성이 받쳐줄 때 전투력으로 전환되기 때문이다.

또한 같은 날, UAE의 국영 방산 기업 EDGE 산하 아부다비 조선소(ADSB)가 RABDAN FA-400 고속공격정에 대해 함포, 미사일(MANSUP), 통합항해/전술체계 등 무장 및 전투체계 통합 계약을 연쇄 체결했다. 이는 UAE가 연안에서의 고기동, 고화력 플랫폼을 병행 확충하고 있음을 시사하며, LPD 기반의 상륙기동 작전과 결합될 경우 상륙정 수요가 구조적으로 확대될 여지가 크다고 판단한다.

구체적인 사업 규모나 일정은 아직 알려진 바는 없으나, UAE가 선제적으로 구매 의향을 밝힌 만큼 근시일내에 긍정적인 소식이 들려올 가능성이 높다고 본다.

그림 20. 23년 UAE는 인도네시아로부터 163m급 상륙함(LPД) 구매

UAE Procures LPD from Indonesian Shipbuilder PT PAL

Published on 06/03/2023 By Tayfun Ozberk In NAVDEX 2023, News



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 21. UAE의 RABDAN FA-400 고속공격정



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 22. 수송/상륙함과 고속상륙정의 작전 운용 개념도: 수송/상륙함과 고속상륙정은 함께 운용되는 함정임



자료: 디펜스뉴스, IBK투자증권

고속상륙정 추가 수출
가능성이 높은 이유:

1) 제한적인 글로벌 경쟁

HJ중공업의 고속상륙정은 UAE를 넘어 여타 국가로의 추가 수출 가능성도 충분히 존재한다고 판단한다. 수출 가시성을 높게 보는 근거는 제한적인 글로벌 경쟁구도와 구조적인 공급 제약에 있다. 현재 공기부양 고속상륙정시장에서 실질적인 경쟁 제품은 미국 텍스트론사의 SSC(Ship-to-Shore Connector)에 사실상 국한된다. 다만 미국 해병대의 SSC 프로그램은 예산 제약 영향으로 2028년까지 연간 2척 내외의 제한적 생산에 머물고 있어, 글로벌 수요 확대 국면에서 공급 대응 여력은 제한적인 상황이다.

중동, 남미, 아시아 등
다양한 국가에서
HJ중공업의 고속상륙정에
관심을 보이는 중

이에 따라 단일 공급원 구조에서 발생하는 납기 병목, 가격 부담 리스크를 완화하려는 수요국 입장에서, HJ중공업 고속상륙정은 현실적인 대체 조달 옵션으로 부각될 가능성이 높다고 판단한다. 실제로 2025년 MADEX에서는 UAE를 비롯해 사우디아라비아, 이집트, 카메룬, 콜롬비아, 에콰도르, 페루, 영국, 뉴질랜드, 싱가포르, 일본, 베트남 등 다수 국가 해군 관계자들의 관심이 확인된 바 있다.

그림 23. 주요 경쟁 모델인 미국의 고속상륙정은 예산 문제로 28년까지 연 2척 수준으로 생산 제한

Navy slows procurement of key vessel for Marine littoral maneuvers

By **Todd South**

Jun 20, 2024

f X b in e



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 24. 25년 MADEX HJ중공업 부스를 방문 중인 에콰도르 대표단, 중동, 남미, 호주, 동남아 등 다양한 곳에서 관심을 보임



- 부스를 방문 중인 에콰도르 대표단

이를 입증하듯, MADEX 행사에서 첫 선보인 HJ중공업의 고속상륙정은 폭발적 관심을 끌었다. 아랍에미리트, 사우디, 이집트, 카메룬 등 중동지역 사절단뿐 아니라 콜롬비아, 에콰도르, 페루, 영국, 뉴질랜드, 싱가포르, 일본, 베트남 등 전 세계 대표단이 부스를 찾았다. 30일 오후에는 호주와 아랍에미리트 사절단이 영도조선소를 직접 방문해 생산현장과 건조 중인 고속상륙정 실물을 살펴보고도 했다.

자료: HJ중공업, IBK투자증권

고속상륙정 추가 수출 가능성이 높은 이유:

2) 가격 경쟁력

복수로 도입하는 고속상륙정 특성상 중동, 동남아, 중남미 등 예산이 제한적인 국가들에게 가격 경쟁력은 결정적인 차별화 요인임

가격 경쟁력 또한 HJ중공업 고속상륙정(LSF)의 수출 가시성을 높이는 핵심 요인이다. 미국 텍스트론사가 생산하는 SSC는 2023년 기준 척 당 약 9,000만 달러(한화 약 1,300억 원 수준으로 추정된다. 반면 HJ중공업의 솔개급(LSF-II)은 2019년 국내 후속함 계약 기준 척 당 약 775억 원 수준으로 파악되며, 단순 비교 시 미국 SSC 대비 약 40% 낮은 가격대를 형성한다. 동일한 공기부양 상륙정 체계에서 이 정도의 가격 격차는 도입 국가 입장에서 초기 획득비뿐만 아니라 후속 군수지원, 예비 부품 확보, 추가 물량 옵션 행사 시 재정 부담을 크게 완화하는 요소로 작용한다.

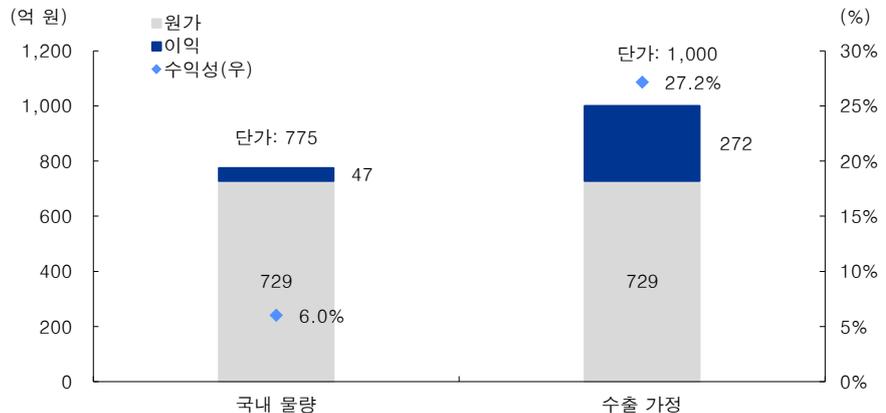
특히 상륙전력은 플랫폼 단일 도입이 아닌, LPD, LHD 등 모함과 연계한 패키지 조달 성격이 강하다. 모함 1척당 복수의 상륙정이 요구되는 구조상, 척당 단가 차이는 전체 사업 규모를 좌우한다. 예를 들어 4~6척 단위로 도입할 경우 SSC 기준과 솔개급 기준 간 총 사업비 격차는 수천억 원 수준까지 확대될 수 있다. 이는 중동, 동남아, 중남미 등 방산 예산이 제한적인 국가들에 있어 결정적인 차별화 요인이다. 더불어 HJ중공업은 상선, 특수선 건조 경험을 기반으로 한 국내 생산 인프라를 활용해 추가 물량 발생 시 규모의 경제 효과를 통한 원가 절감 여력도 보유하고 있다.

표 4. 고속상륙정(공기부양정) 체계 비교

	SSC(LCAC-100)	솔개(LSF-2)
개발(설계)	미 해군	ADD, HJ중공업
제작	Textron	HJ중공업
가격	2023년 기준: 척 당 9,000만달러(1,300억 원)	2019년 기준: 척 당 775억 원
배수량(만재)	180톤	155톤
탑재능력	화물 74톤	화물 55톤, 병력 150명 or (전차1대+병력 24명)
승조원	4명	5명
최고속력	50노트 (93km)	40노트 (74km/h)
항속거리	460km	400km
무장	12.7mm 중기관총*2문	12.7mm K6 중기관총*2문
엔진	24,000마력(RR 가스터빈엔진 4기)	15,800마력(가스터빈엔진 4기, 덕트 팬 2기)

자료: 언론자료, HJ중공업, IBK투자증권

그림 25. 고속상륙정 수출 물량 수익성 시뮬레이션: 미국 SSC 대비 23% 할인된 가격에 수출되어도 28% 마진 확보 가능. 영업이익 기여도가 높은 효자 제품일 것으로 추정



자료: IBK투자증권

고속상륙정 추가 수출
가능성이 높은 이유:

3) 내수, 수출 병행
생산체제로 제조원가 추가
하락 가능성

핵심 부품 국산화,
2036년까지 내수
생산체계 보장되며
제조원가 하락 →
원가 경쟁력 확보

현재 고속상륙정은 국내 Batch-II 사업도 진행 중이다. 2025년 8월 방위사업청은 제123회 방위사업추진위원회에서 고속상륙정 Batch-II 사업추진안을 의결했으며 2027~2036년 약 10년에 걸쳐 총 사업비 약 1조원 규모의 고속상륙정 전력화 사업을 진행할 계획이다. 금번 사업은 단순 추가 건조가 아닌 국내개발 성격이 병행된 프로그램으로, 성능개량, 체계통합, 군수지원 패키지까지 포함된 중장기 프로젝트라는 점에서 HJ중공업에 안정적 일감 기반을 제공한다.

여기에 UAE를 포함한 해외 수출 물량이 추가될 경우 내수+수출 병행 생산체계가 구축되며, 규모의 경제 효과가 본격화될 전망이다. 공기부양 고속상륙정은 소량 맞춤 생산 시 고정비 부담이 높은 플랫폼이지만, Batch-II 내수 물량 위에 수출 물량이 중첩될 경우 설계 및 시험평가 비용 분산, 부품 및 소재 공동조달, 생산라인 가동률 상승 효과가 발생한다. 이는 척당 제조원가 하락으로 직결되며, 결과적으로 Batch-II 사업의 채산성뿐 아니라 HJ중공업 특수선 부문의 전사 수익성 개선에도 기여할 것으로 추정된다. 특히 후속 군수지원(MRO), 성능개량, 추가 옵션 발주까지 감안하면 수명주기(Life-cycle) 수익 창출 구조도 동반 확대될 가능성이 높다.

종합하면, 1) 미국 중심의 제한적 경쟁구도, 2) 미국 SSC의 연간 2척 수준에 머무르는 생산 개파 병목, 3) 솔개급의 유의미한 가격 경쟁력, 4) 국내 Batch-II 사업의 안정적 내수 기반까지 더해지며, HJ중공업 고속상륙정은 단순 대안 공급원을 넘어 비용 효율적 표준 플랫폼으로 자리매김할 가능성이 높다. 글로벌 상륙전력 현대화 수요가 점진적으로 확대되는 국면에서, 동사는 가격, 납기, 양산 유연성 측면에서 모두 경쟁우위를 확보하고 있어 중장기 수출 파이프라인의 가시성은 점진적으로 제고될 전망이다.

그림 26. 25년 8월, 고속상륙정 Batch-II 사업추진안 의결, 27~36년 10년에 걸쳐 약 1조원 구매 계획

- 고속상륙정(LSF-II) Batch-II 사업은 적 해안에서 멀리 떨어진 바다(초수평선)에서 고속상륙돌격이 가능한 고속상륙정을 확보하는 사업입니다. 이번 방추위에서는 고속상륙정 Batch-II를 국내개발로 확보하는 사업 추진기본전략(안)을 심의·의결하였습니다.
- 본 사업을 통해 상륙작전 시 필수 전투장비와 병력을 신속하게 해안으로 이송하고 경비작전하는 능력을 확보함으로써 상륙작전수행 능력과 적의 수도권 서측해역 침투 대응능력이 향상될 것으로 기대됩니다.

• 사업기간 : '27 ~ '36년, 총사업비 : 약 9,998억 원

자료: 방위사업청, IBK투자증권

그림 27. 한국항공우주와 함께 고속상륙정 핵심 부품 국산화, 해외 진출을 하기 위한

HJ중공업·KAI, 고속상륙정 장비 '국산화' 나서는 이유

해외 진출 노리고, 고속상륙정 기술 키우기로...KAI와 '맞손'

헤인해 기자 · 2025-05-12 07:15:06



이 기사는 2025년 05월 14일 10:45에 무료로 공개된 기사입니다.

HJ중공업이 한국항공우주산업(KAI)과 함께 고속상륙정(Landing Ship Fast) 장비 국산화 개발에 나선다. 국내에서 유일하게 고속상륙정 건조 기술을 보유한 HJ중공업이 건조를 넘어 장비의 국산화에도 도전하는 셈이다.

현재 전량 해외에서 도입 중인 장비를 국산화하면서 운용 효율성과 조달 편의성이 높아질 것으로 기대된다. 또 HJ중공업이 특수선 분야에서 다시 한 번 본격적인 해외 진출을 노리고 있는 만큼 국산화율과 기술력이 관건이 될 것으로 전망된다. 특히 미국과 중동 특수선 시장을 핵심 타겟으로 삼고 있다.

HJ중공업은 이달 KAI와 고속상륙정(LSF-II) Batch-II 시뮬레이터와 통합기관제어장치(iCAMS) 국산화 개발을 위한 양해각서(MOU)를 체결했다고 밝혔다. 양사는 각 사의 기술 역량을 바탕으로 장비 내재화에 나서는 한편 공동 마케팅을 포함한 수출 확대 전략도 함께 추진할 예정이다.

자료: 더벨, IBK투자증권

1-2. 대한조선: 강력한 신조선가 상승 시그널 가파른 속도로 쌓이는 현금

1. 폭발적인 탱커 업황, 대한조선만이 누릴 수 있는 탱커 초호황기

탱커 중고선가의 신조선가 역전 현상

최근 원유 탱커 시장에서는 중고선가가 신조선가를 상회하는 가격 역전 현상이 나타나고 있다. 해당 현상은 VLCC, 수에즈막스, 아프리카막스 전 선종에서 동시다발적으로 관측되고 있으며, 2007년 탱커 슈퍼사이클 이후 처음이라는 점에서 의미가 크다.

높은 운임에 따른 해운사들의 단기 수익 극대화 요인으로 중고선이 프리미엄에 거래되는 중

중고선가의 가격 역전 현상은 해운사들이 즉시 투입 가능한 가용 선박의 부족을 체감하고 있으며, 선박 확보를 위해 프리미엄을 지불할 만큼 탱커의 공급이 부족하다는 방증이다. 해운사들이 중고선에 대한 프리미엄을 지불하고서라도 선박 확보 경쟁을 벌이고 있는 이유는 높은 운임에 따른 단기 수익 극대화 유인이 크기 때문이다.

높은 운임 지속되며 향후 신조선가도 상승할 것으로 판단

당사는 운임 강세가 단기 사이클이 아닌 구조적 요인에 기반해 지속될 가능성이 높다고 판단하며, 중고선가의 가격 역전 현상을 강력한 신조선가 상승 시그널이라 판단한다.

그림 28. 원유 탱커 선종별 신조선가, 5년 중고선가 추이: 대형, 중형, 중소형 모두 중고선가가 신조선가를 넘어섬. 2007년 슈퍼사이클 이후 처음



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 29. 원유 탱커 선종별 운임 추이: 대형, 중형, 중소형 모두 높은 운임 유지 중



자료: Clarksons, IBK투자증권

탱커의 수요, 공급 측면 모두 우호적인 환경 지속, 구조적인 탱커 운임 및 신조선가 강세 지속 전망

높은 탱커 운임은 구조적으로 지속될 가능성이 높다고 판단하며, 이에 따라 탱커 신조선가에도 상방 압력이 이어질 전망이다. 운임 강세의 배경은 1) OPEC의 점진적 증산 기조로 인한 선복 수요 증가와, 2) 그림자 선대(제재 회피 선대) 대상 제재 강화로 인한 실질 가용 선복 축소가 동시에 작용하기 때문이다. 즉, 수요 측면에서는 물동량이 늘고 공급 측면에서는 유효 선복이 줄어드는 구조가 고착화되면서, 운임 및 신조선가 강세가 단순 사이클이 아닌 구조적 흐름으로 전개될 가능성이 높다고 판단한다.

수요: OPEC의 증산 기조 재전환으로 인한 원유 물동량 및 탱커 수요 증가 전망

탱커 수요 측면에서는 OPEC의 점진적 증산 재개 기조로 인한 원유 물동량 및 탱커 수요 증가를 예상한다. 코로나 이후 수요 둔화에 대응해 감산을 이어오던 OPEC+는 2025년 들어 점진적으로 감산분을 되돌리며 2025년 4~12월 사이 약 290만 bpd를 순증산 했으나, 유가 하락 및 2026년 공급 과잉 우려가 부각되자 2026년 1분기에는 증산을 일시 중단했었다. 다만 2/25일 OPEC은 여름철 수요 및 지정학 변수 등을 감안해 2026년 4월부터 월 13.7만bpd 수준의 증산 재개를 검토하는 것으로 알려져, 정책 기조가 '동결 → 점진적 재개'로 재전환될 가능성이 높다고 판단한다.

공급: 글로벌 탱커 선복량의 20%가 그림자 선대 제재 대상, 탱커 공급 부족 현상 초래

한편, 탱커 공급 측면에서는 그림자 선대(이란산, 베네수엘라산, 러시아산 원유를 운송하는 탱커)에 대한 제재 강화로 인해 구조적으로 공급 부족 현상이 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 최근 원유 탱커 시장은 그림자 선대 제재 강화가 탱커 수급 구조 자체를 바꾸는 국면으로 진입했다. 글로벌 탱커 선복량의 약 20%가 제재 리스트에 등재된 것으로 추정되며, 이는 2023년 이전 대비 급격히 증가한 수치이다.

2020년 원유 콘탱고 현상으로 인한 단기 탱커 수요 증가 현상과 달리 그림자 선대 제재로 인한 탱커 공급 부족은 장기간 지속될 것이라 전망

그림자 선대 제재는 원유 물량을 시장에서 제거하기보다는 거래 흐름을 우회시키는 방식으로 작동하고 있다. 제재 대상 물량은 더 길고 복잡한 항로로 재배치되면서 운송거리(톤마일)를 늘리고, 그 결과 전년 대비 약 19% 더 많은 원유가 해상에 체류(원유 해상 재고)하는 형태로 나타나며 탱커 공급 부족 현상을 초래하고 있다. 이러한 현상은 2020년 원유의 콘탱고 현상으로 인한 단기 탱커 수요 급증 현상과 다른, 지정학적 리스크로 인한 구조적인 공급 부족 현상이며, 트럼프의 임기 동안 지속될 것이라 판단한다.

종합하자면, 탱커 시장은 수요와 공급 양 측면에서 우호적인 환경이 지속되고 있으며, 이에 따라 운임 강세가 이어질 가능성이 높다. 결과적으로 운임 레벨 상승이 선주들의 투자 여력을 확대시키며, 탱커 신조선가에도 상방 압력이 강화될 것으로 판단한다.

그림 30. OPEC 4월에 다시 증산 기조 돌입 검토



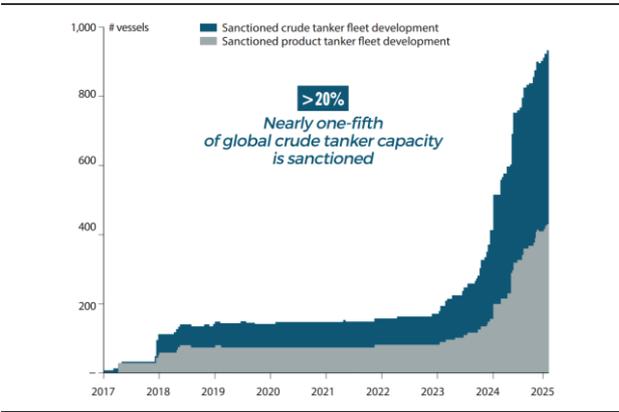
자료: 한국경제, IBK투자증권

그림 32. 2월 발표된 미국-인도의 무역 협정 중 인도는 제재 대상 원유를 미국산으로 대체하기로 합의, 톤마일 +1.7% 및 탱커 운임 +42,500달러/일 상승 효과 초래할 것으로 전망



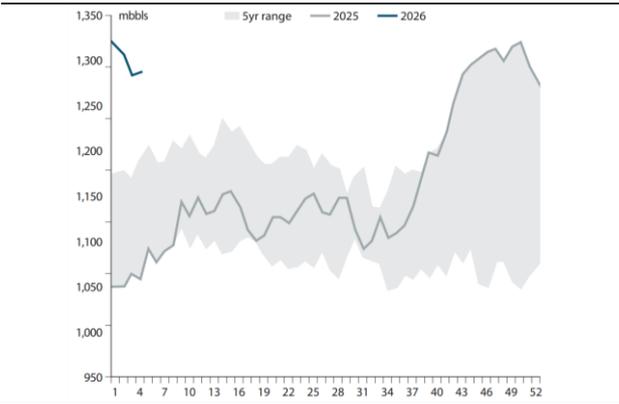
자료: Clarkson Securities AS, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

그림 31. 제재 대상 탱커 추이: 탱커 선복량의 20%가 제재 대상으로 등록



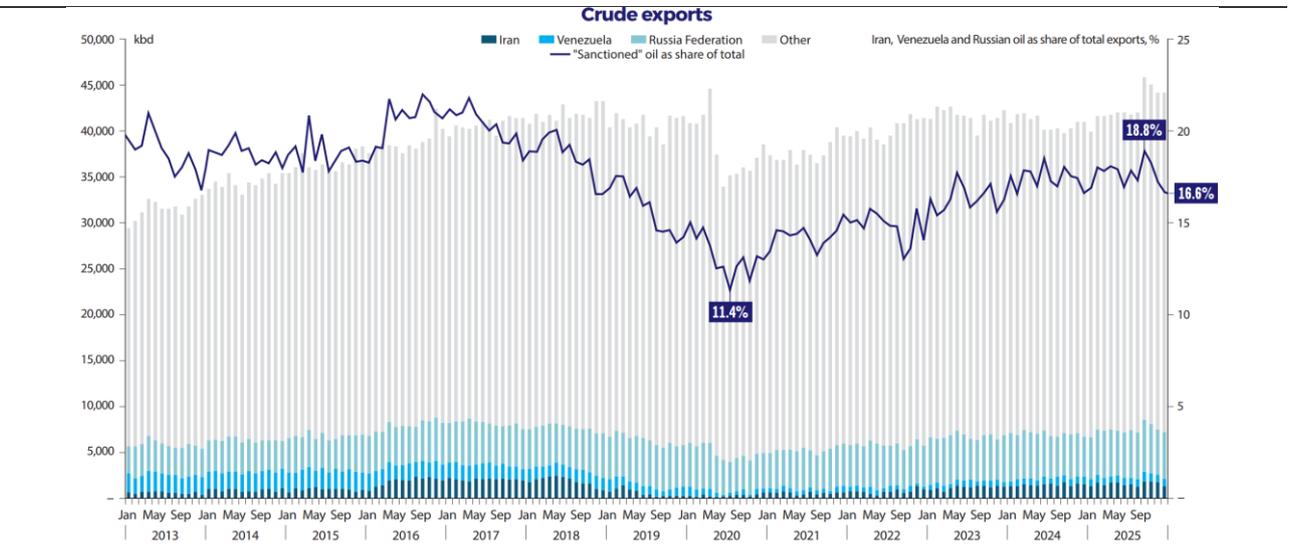
자료: Arctic Securities Research, Kpler, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

그림 33. 원유 해상 재고 추이: 높은 수준 유지되며 탱커 선복량 부족 초래 중



Note: 원유 해상 재고 = 해상 운송 중 + 해상 저장 중인 원유의 합계
 자료: Arctic Securities Research, Kpler, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

그림 34. 제재 대상 원유(이란산, 베네수엘라산, 러시아산) 수출 점유율 추이: 제재 대상 원유의 점유율 감소 중. 그림자 함대에 대한 의존도가 감소하며 탱커 운임 상방 압력이 유지될 가능성이 높다고 전망



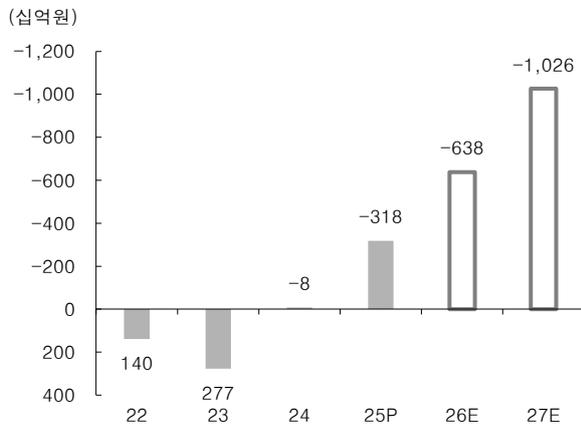
자료: Arctic Securities Research, Kpler, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

2. 가파른 속도로 쌓이는 현금, 주주환원 여력 확대 사이클에 주목

높은 수익성, 낮은 현금 지출로 인한 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다고 판단

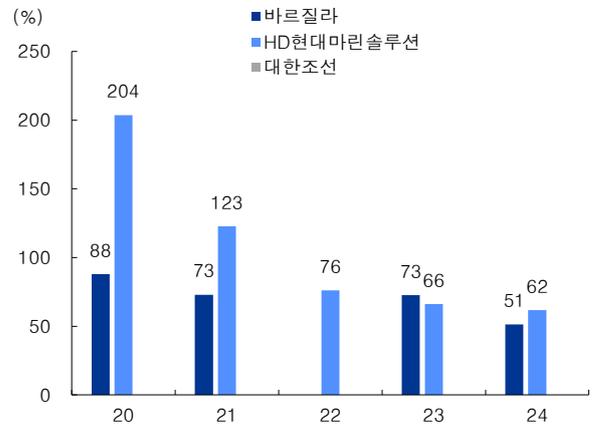
앞서 서술한 바와 같이 탱커 운임과 신조선가는 구조적으로 상방 압력이 존재하는 상황이다. 이에 따라 대한조선의 수익성 개선 → 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 대한조선은 4Q25 기준 영업이익률 27.2%, 당기순이익률 19.7%의 높은 수익성을 기록 중이다. 다만 대형 조선사와 다르게 미국 진출 계획이나 야드 확장 계획이 없어 대규모 CAPEX 투자 가능성은 낮은 상태이다. 2025년 IPO 이후 공모 자금으로 차입금도 전부 상환하여, 향후 현금이 가파른 속도로 쌓일 전망이다. 탱커 초호황기, 동사의 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

그림 35. 대한조선 과거 순차입금 및 전망치 추이



자료: 대한조선, IBK투자증권

그림 36. 바르질라, HD현대마린솔루션, 대한조선 배당 성향 추이



자료: 대한조선, IBK투자증권

표 5. 대한조선 공모자금 사용계획: 대규모 CAPEX 투자는 없을 것으로 추정

(단위: 백만원)

구분	세부내용	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년	합계
시설자금	운영(공기구)	1,300	3,000	3,000	-	-	-	7,300
	작업 공간 효율화	2,600	-	-	-	-	-	2,600
	노후 설비 교체	5,000	3,000	2,100	-	-	-	10,100
	시설 보수공사	800	1,700	2,500	-	-	-	5,000
	R&D센터 건립	7,900	7,600	-	-	-	-	15,500
	소계	17,600	15,300	7,600	-	-	-	40,500
운영자금	강제	17,218	19,600	19,600	19,460	-	-	75,878
	기자재	2,100	8,600	8,600	8,200	-	-	27,500
	의장재	600	2,300	2,300	2,300	-	-	7,500
	소계	19,918	30,500	30,500	29,960	-	-	110,878
채무상환 자금	회사채 상환	41,000	-	-	-	-	-	41,000
	대출 상환	60,500	-	-	-	-	-	60,500
	수입신용장 상환	63,000	-	-	-	-	-	63,000
	소계	164,500	-	-	-	-	-	164,500
R&D 등	디지털 전환	1,000	5,800	6,300	3,800	900	200	18,000
	스마트 생산관리	1,000	3,400	3,600	2,100	800	200	11,100
	스마트 야드	1,900	11,600	13,900	7,200	2,500	700	37,800
	친환경 기술개발	1,200	3,400	3,300	2,500	1,800	900	13,100
	소계	5,100	24,200	27,100	15,600	6,000	2,000	80,000
총계	207,118	55,100	50,300	30,600	56,000	2,000	395,878	

자료: 대한조선, IBK투자증권

1-3. 미국-이란 전쟁 영향 점검 중형 조선사의 가장 큰 수혜 예상

1. 함정: UAE향 고속상륙정 수출 가속화 예상

중동향 방산 수출 모멘텀 재부각, 당사는 HJ중공업의 UAE향 고속상륙정 수출 모멘텀에 주목

미국-이란 충돌이 격화되며 UAE의 전력 보강 수요가 확대되고, HJ중공업의 UAE향 고속상륙정(LSF) 수출이 예상보다 가속화될 가능성이 높다고 판단한다. 3/3일 방산주 강세가 시사하듯 중동향 방산 수출 모멘텀이 재부각되는 가운데, 당사는 시장 인지도가 상대적으로 낮은 동사의 LSF 수출 모멘텀에 주목한다.

- 1) 대형사 대비 빠른 것으로 예상되는 계약 시점
- 2) UAE를 시작으로 라인업, 수출 국가 확대 가능성
- 3) 영업이익 기여도가 높은 효자 제품

- 1) 대형 조선사의 사우디 호위함(27년), 이집트 잠수함(28년) 사업 대비 가시화 시점이 빠른 가능성이 크다. UAE가 23년 9월 동사의 LSF에 관심 표명 이후 25년 MADEX에서는 LOI 수준까지 협의가 진척된 것으로 파악된다. 2) LSF는 통상 상륙함과 패키지로 운용되어 UAE향 수출을 기점으로 상륙함 및 타국향 수출로 라인업, 수출국 확장이 기대된다. 3) 또한 척당 1,000억 원 수출을 가정할 경우 약 2,700억 원의 이익 창출이 가능할 것으로 추정하며, 영업이익의 기여도가 매우 큰 효자 품목이 될 전망이다.

그림 37. 2/26일 한국과 UAE는 650억 달러 규모의 사업에 대해 협력 합의, 이 중 방산이 350억 달러(약 50조 원) 규모

강훈식 비서실장, “한국-UAE, 방산 350억 달러 포함 650억 달러 사업 협력 합의”

방산협력 프레임워크 MOU 체결하고 설계, 인력 교육, 유지보수 등 전 주기에 걸친 협력 강화



자료: 연합뉴스, IBK투자증권

그림 38. 23년 11월~2024년 9월 11개월 간 이란, 후티 반군은 홍해와 호르무즈 해협에서 총 116건의 공격을 시행



자료: X, IBK투자증권

그림 39. 23년 UAE는 인도네시아로부터 163m급 상륙함(LPD) 구매

UAE Procures LPD from Indonesian Shipbuilder PT PAL

Published on 06/03/2023 By Tayfun Ozberk In NAVDEX 2023, News



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 40. 같은 해, UAE는 HJ중공업의 고속상륙정 구매에 관심이 있다며 HJ중공업에 먼저 접근



자료: 방위사업청, IBK투자증권

2. 탱커: 역사상 최고 운임 기록, 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 시 탱커도 컨테이너처럼 폭발적인 발주 가능성 존재

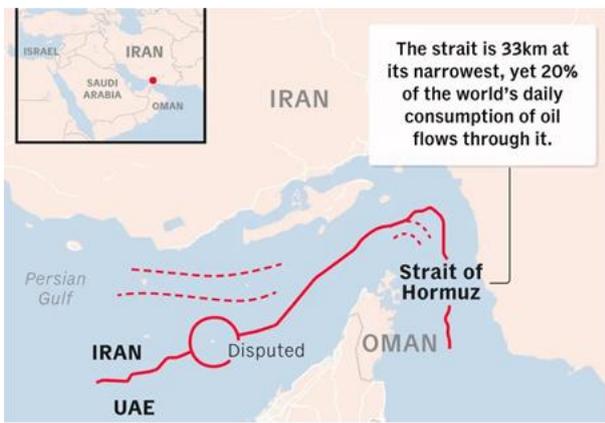
전례 없는 운임을 기록 중인 탱커

이란이 호르무즈 해협을 공식적으로 봉쇄하면서, 해운사들의 선박 확보 경쟁이 심해지며 탱커는 역사상 최고로 높은 운임을 기록 중이다. 3/2일 중동-극동 항로의 VLCC 운임은 43.9만 달러/일(DoD +95%), 수에즈막스 운임은 29.8만 달러/일(DoD +183%)로 치솟았다. 로이터에 따르면 최소 150척의 탱커가, ONE에 따르면 글로벌 컨테이너 선박량의 10%가 호르무즈 해협에 정박해 있기 때문에 해운사들의 선박 확보 경쟁이 심화된 것이 주된 이유라 판단한다.

탱커도 21, 23년 컨테이너 운임 상승 → 해운사들의 EBITDA 증가 → 발주 증가 사이클과 유사한 현상이 나타날 가능성이 높다고 판단

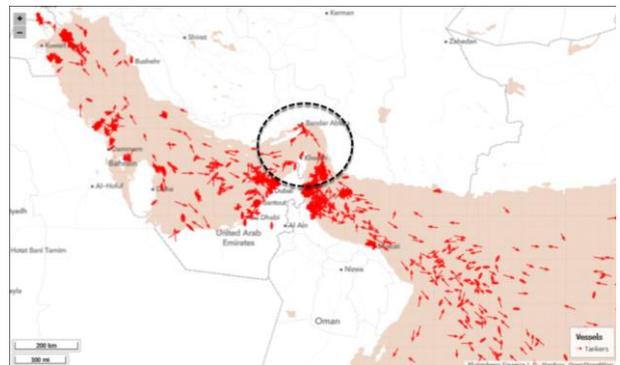
탱커 운임은 25년 하반기부터 높은 수준을 유지해오고 있었는데, 미국의 이란 공습으로 인해 전례 없는 운임을 기록 중이다. 탱커에서도 2021년, 2023년 컨테이너 운임 상승 → 해운사들의 EBITDA 증가 → 발주 증가 사이클과 유사한 현상이 나타날 가능성이 높다고 판단한다. 탱커는 대형 조선사에게는 수익성이 가장 낮은 선종이지만, 대한조선은 4Q25 기준 27% 이상의 OPM을 기록할 정도로 효자 선종이다. 향후 신조선가 상승에 따른 시장 컨센서스 대비 가파른 수익성 개선 가능성도 충분히 존재한다고 본다.

그림 41. 이란산 원유 생산 비중



자료: 대한조선, IBK투자증권

그림 42. 호르무즈 해협 봉쇄로 해협에서 정박해 있는 선박들: 로이터에 따르면 최소 150척의 탱커가, ONE에 따르면 글로벌 컨테이너 선박량의 10%가 호르무즈 해협에 묶여 있음



자료: X, IBK투자증권

그림 43. 3월 중동-극동 항로의 VLCC 운임은 42.5만달러/일 수준으로 추정되지만, 74.5만달러/일의 가격까지도 제시됨

The war in the Middle East is threatening to push tanker rates to all-time highs, with a forward freight agreement (FFA) contract said to have traded above \$400,000 per day.

Clarksons identified the contract for a Middle East to China voyage in March at WS 400, which would work out to \$425,000 per day for a modern VLCC, while rumours swirl in the market that ships are being offered for as high as WS 700 and a fixture was done at WS 524.

자료: Tradewinds, IBK투자증권

그림 44. 한국의 장금상선은 중동-아시아 항로의 VLCC 운임을 55만 달러/일에 대선

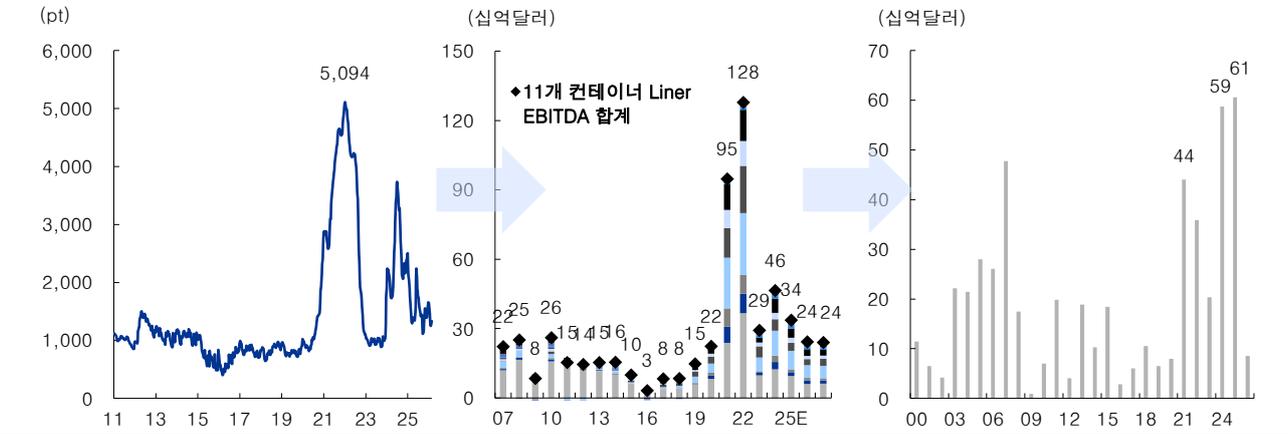
Joeri @joeriwetland · 12h
Unreal 🙄🙄🙄

LoL, don't sell your tanker positions today at +8% or whatever...

BreakWave @DryBulkETF · 12h
Sinokor fixes VLCC at 550k/day for AG-East.
Cornering the market while ME is on fire not a bad move after all

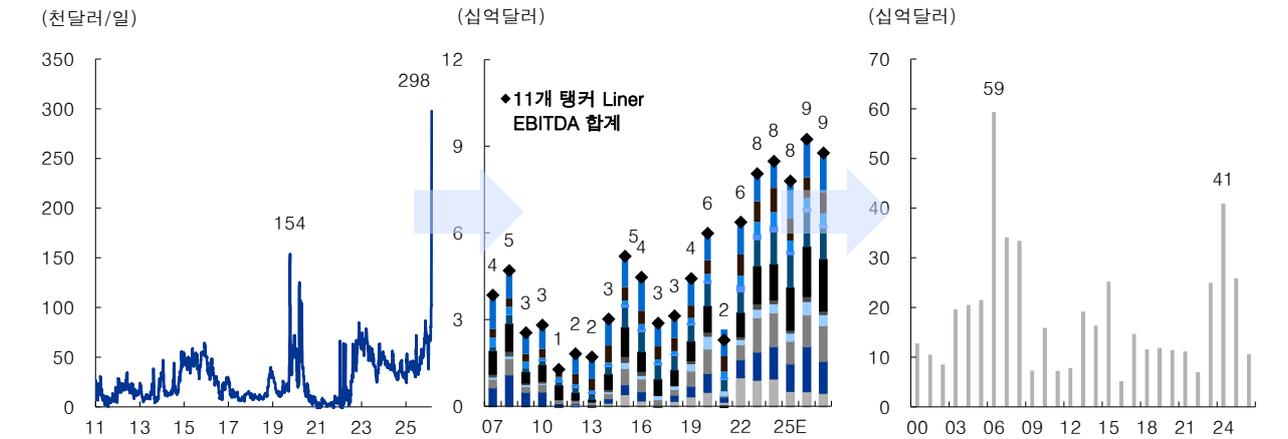
자료: X, IBK투자증권

그림 45. 컨테이너 스팟 운임, 해운사 EBITDA 합계, 발주 금액 추이: 21, 23년 운임 상승 → EBITDA 증가 → 발주 증가 사이클



자료: Bloomberg, Clarkson, IBK투자증권

그림 46. 탱커 스팟 운임(수에즈막스), 해운사 EBITDA 합계, 발주 금액 추이: 3/2일 미국의 이란 공습으로 탱커들은 역사상 가장 높은 스팟 운임 기록. 높은 운임 수준은 25년 하반기부터 유지되는 중. 컨테이너와 유사하게 폭발적인 발주 사이클이 전개될 가능성이 높아짐



자료: Bloomberg, Clarkson, IBK투자증권

2. 실적: 대형사보다 빠르게 개선

2-1. 중형 조선사는 이미 24년 수주 물량 매출 인식 진행 중

24년 이후 수주한 선박
매출에 본격적으로
반영되며 중형 조선사
실적 개선 지속 전망

중형 조선사는 선종 믹스 개선이 대형사 대비 빠르게 매출에 반영되며, 이에 따라 실적 개선 속도 또한 더 빠를 것으로 판단한다. 대형 조선 3사는 현재 23년 수주 물량을 중심으로 매출을 인식하고 있는 반면, 중형 조선사는 24년 수주분이 매출 인식의 대부분을 차지할 것으로 전망하기 때문이다.

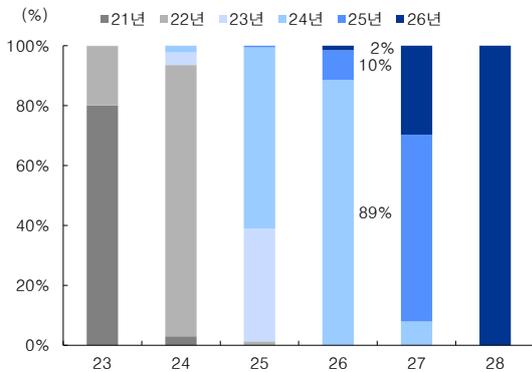
HJ중공업: 24년 선가가
큰 폭으로 상승한 중형
컨테이너선 매출 반영
시작

특히 HJ중공업의 경우 24년 이후 수주한 물량이 매출 인식되는 것이 중요한 이유는 24년에 신조선가가 포함~하락했던 당시 8K TEU급 중형 컨테이너선은 역설적으로 선가가 크게 올랐기 때문이다. 24년 이후 수주한 물량을 초고수익성 물량이라 판단하며, HJ중공업의 실적 개선에 크게 기여할 것으로 판단한다.

대한조선: 9,000만 달러에
수주한 선박 매출
반영되며 수익성 개선
지속 예상

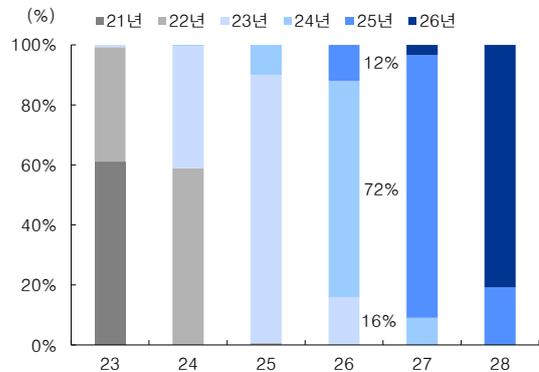
대한조선 또한 24년에 무려 9,000만 달러에 수주한 수에즈막스 탱커의 매출 반영이 시작될 예정이다. 현재 수에즈막스 탱커의 신조선가가 8,650만 달러 수준임을 감안하면 대한조선 또한 수익성 개선은 지속될 것이라 판단한다.

그림 47. HJ중공업 연도별 매출 인식 선종 믹스 추이: 올해 24년 이후 수주 물량만이 매출 반영, 24년에 컨테이너선 중 중형급 선가가 가장 크게 오름. 대폭의 수익성 개선 전망



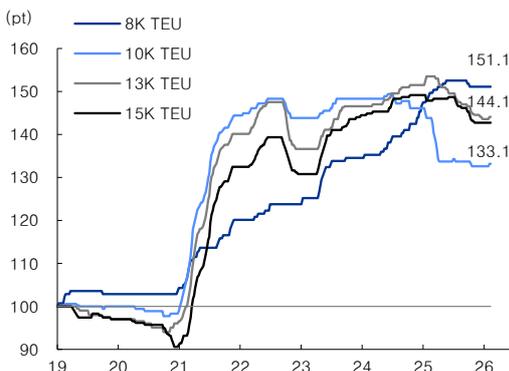
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 48. 대한조선 연도별 선종 믹스 추이: 올해 무려 9,000만 달러에 수주한 수에즈막스 탱커 매출 인식 예정, 현재 수에즈막스 탱커 신조선가는 8,650만 달러 수준



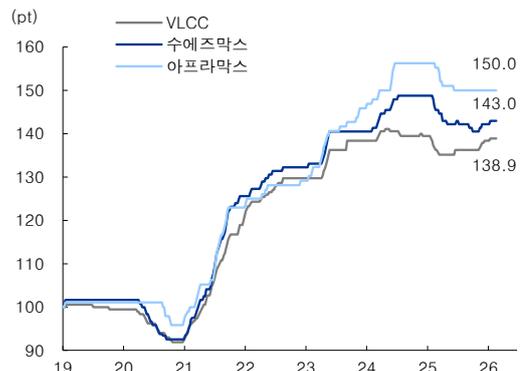
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 49. 컨테이너선 선가 추이: 19년 이후 중형 8K TEU급 컨테이너선 선가 상승률이 가장 높음(컨벤셔널 엔진 기준)



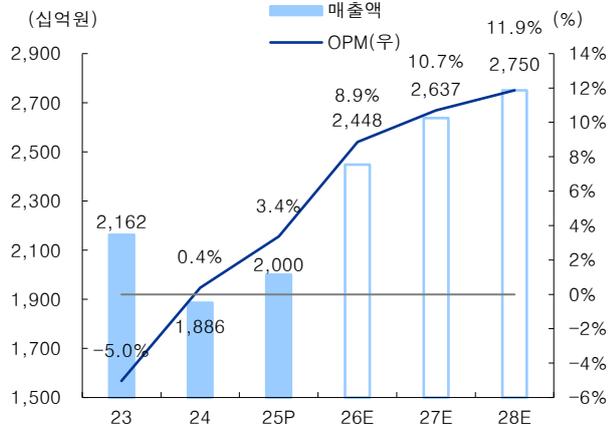
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 50. 탱커 선가 추이: 중형 수에즈막스급 선가 상승률이 VLCC(대형 탱커) 선가 상승률보다 높음



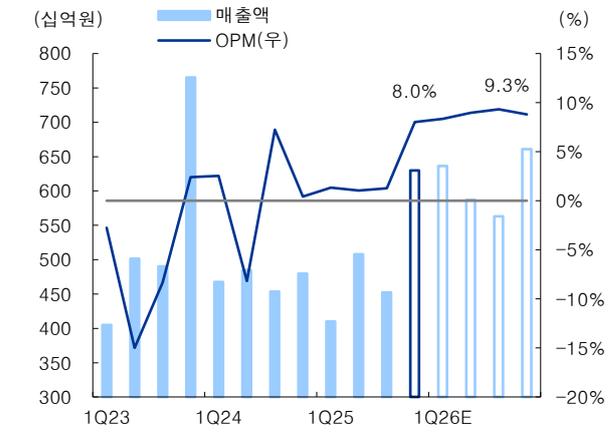
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 51. HJ중공업 연도별 실적 및 전망치 추이



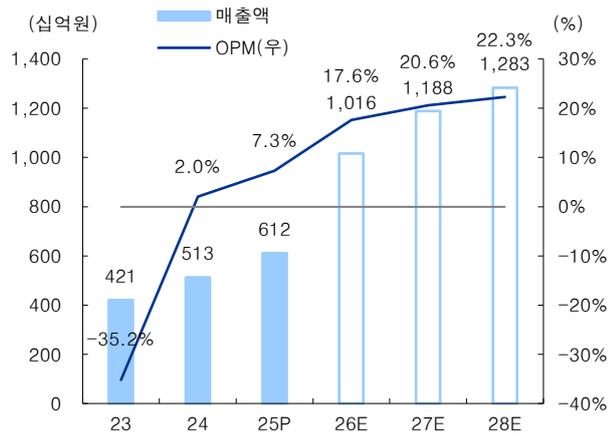
자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 52. HJ중공업 분기별 실적 및 전망치 추이



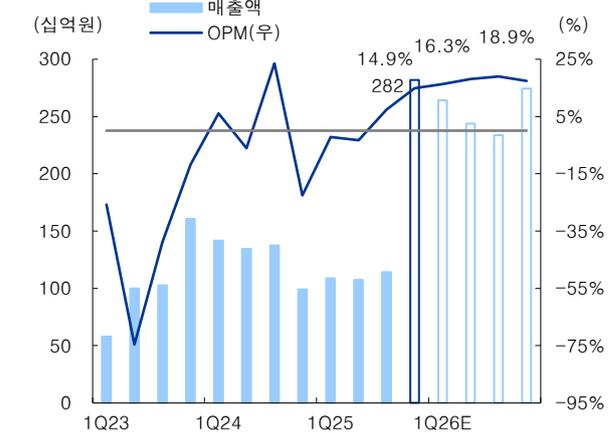
자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 53. HJ중공업 신조선 부문 연도별 실적 및 전망치 추이



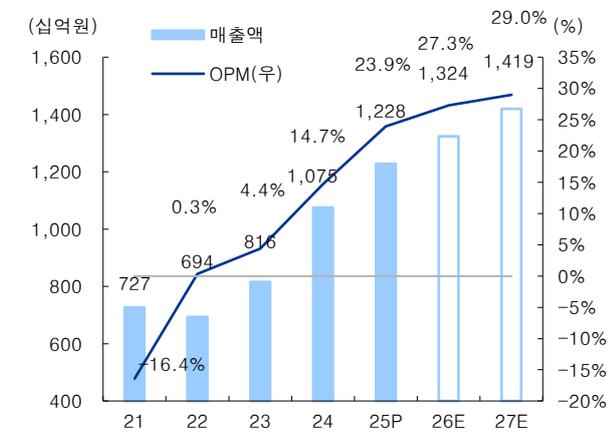
자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 54. HJ중공업 신조선 부문 분기별 실적 및 전망치 추이



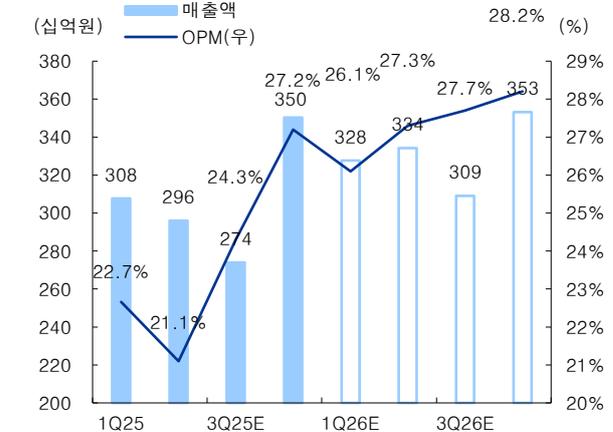
자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 55. 대한조선 연도별 실적 및 전망치 추이



자료: 대한조선, IBK투자증권

그림 56. 대한조선 분기별 실적 및 전망치 추이



자료: 대한조선, IBK투자증권

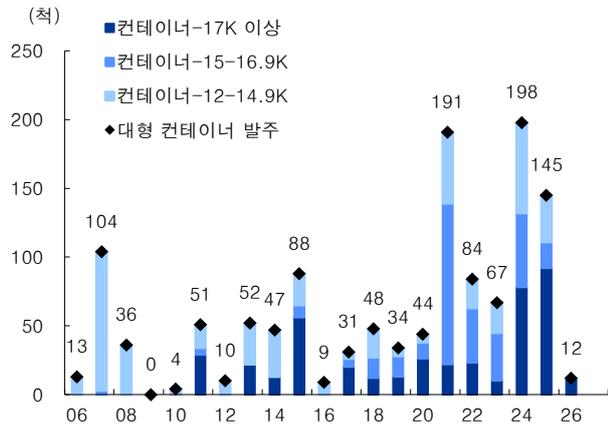
3. 발주 및 업황: 작은만큼 교체할 선박은 훨씬 더 많다

3-1. 중형 컨테이너: 대형 컨테이너선 다음은 우리 차례

중형 컨테이너선의 친환경 교체 선박 인도는 23년이 되어서야 시작, 추가적인 발주 여력 충분

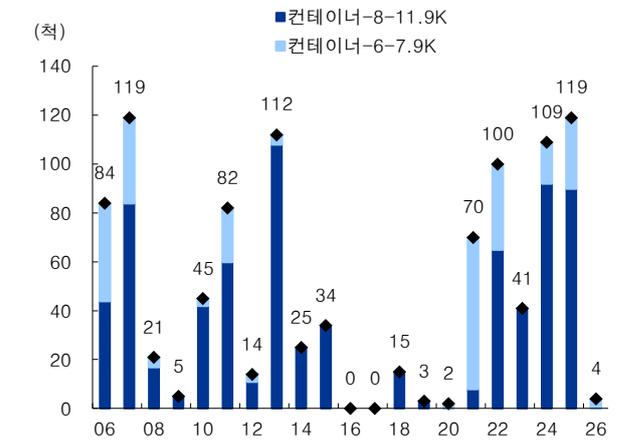
대형 컨테이너선은 2021년 이후 이어진 대규모 발주로 인해 공급 부담이 일부 확대되며 완만한 공급 과잉 국면에 진입한 것으로 판단한다. 반면 중형 컨테이너선은 발주가 상대적으로 제한적이었고, D/F 사양 선박의 본격 인도는 2023년 이후에야 시작됐다. 2023년 이전 인도된 컨벤셔널 엔진 선박이 전량 교체된다는 보수적 가정 하에서는, 2029년 중형 컨테이너선 선복량이 2023년 대비 46% 감소하는 것으로 추정된다. 결과적으로 그간 대형선 중심의 발주 사이클로 중형선 발주가 지연된 만큼, 중형 컨테이너선의 발주 여력은 여전히 충분하다고 판단한다.

그림 57. 대형 컨테이너선 발주 추이



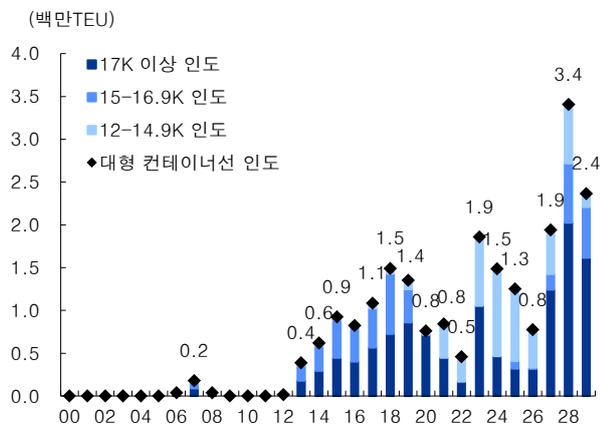
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 58. 중형 컨테이너선 발주 추이



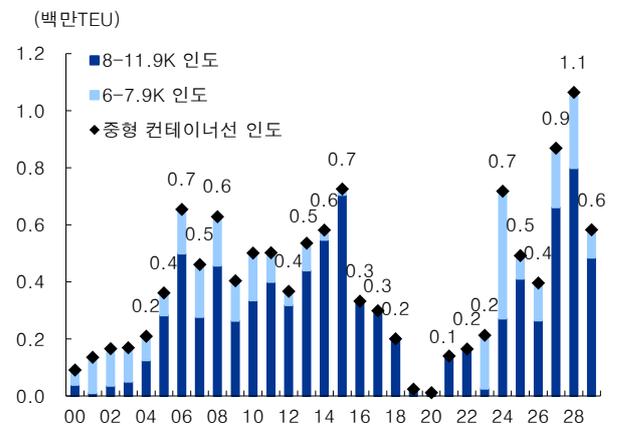
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 59. 대형 컨테이너선 인도 추이



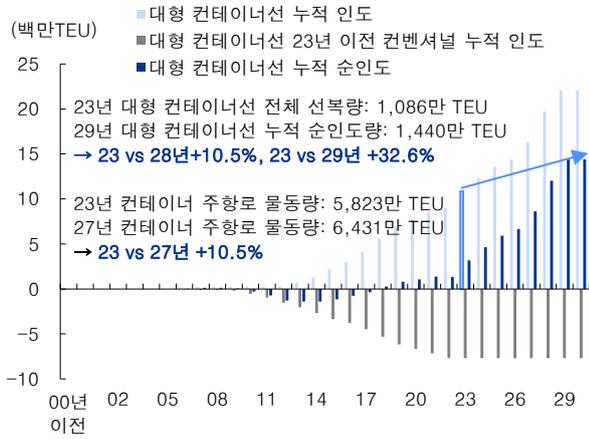
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 60. 중형 컨테이너선 인도 추이



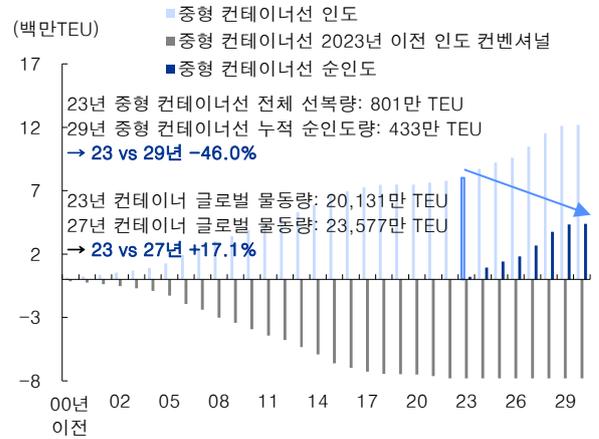
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 61. 대형 컨테이너선(12K TEU 이상) 수급 및 물동량 추이:
2029년 대형 컨테이너선 공급 과잉은 불가피하나, 홍해 사태로 인한 톤마일 증가, 얼라이언스 재편을 감안하면 우려만큼 과도한 공급 과잉은 아니라 판단



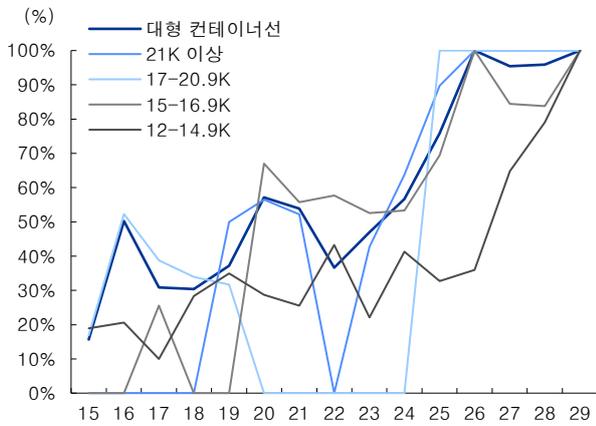
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 62. 중형 컨테이너선(6~11.9K TEU) 수급 및 물동량 추이:
중형 컨테이너선의 적은 발주로 컨벤셔널 선대 제외 시 2029년 선복량 자연 감소, 발주 여력 충분함



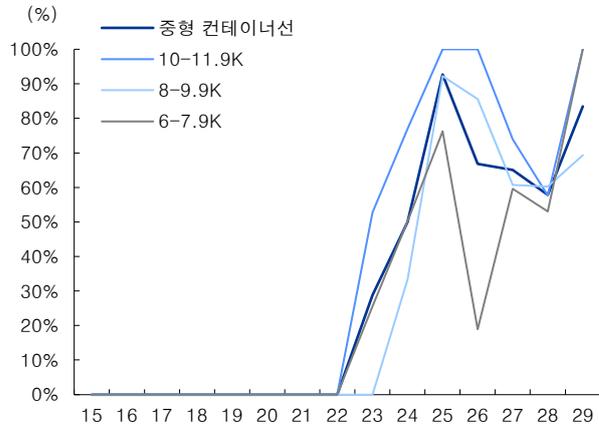
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 63. 대형 컨테이너선 D/F, D/F 레디 선박 인도 비중 추이:
2023년부터 본격적으로 D/F 선박 인도 시작



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 64. 중형 컨테이너선 D/F, D/F 레디 선박 인도 비중 추이:
2023년부터 최초로 D/F 선박 인도 시작



자료: Clarksons, IBK투자증권

중형급 컨테이너선의 수요는 역내 항로 물동량의 높은 성장으로 인해 견조할 것으로 전망

중형 컨테이너선의 추가 발주 수요는 과거 대형 컨테이너선 중심의 대규모 발주 흐름과 구조적으로 분리돼 있다고 판단한다. 양 선종은 투입되는 항로가 상이한데, 대형선은 규모의 경제가 핵심인 극동-유럽 등 주요항로에 주로 투입되는 반면, 중형선은 주요 항로 뿐 아니라 역내항로까지 전반적인 네트워크에서 운용된다. 대형선은 선형이 커 고정비 부담이 큰 만큼 고정 노선에서의 높은 적재율이 중요하지만, 중형선은 상대적으로 운항 유연성이 높아 항로, 수요 변화에 탄력적으로 대응 가능하기 때문이다.

주목할 점은 주요 항로와 역내 항로의 물동량 성장 전망치이다. 물동량 성장 전망에서도 역내 항로가 우위다. 클락슨에 따르면 2025~2027년 주요 항로 물동량은 연평균 +0.7% 성장에 그치는 반면, 역내 항로는 연평균 +3.0% 성장이 예상된다. 개발도상국 비중이 높은 역내 항로의 경제 성장률이 물동량 확대에 연결될 가능성이 높다는 점에서, 중형 컨테이너선 수요는 대형선 발주 사이클과 무관하게 견조하게 유지될 전망이다.

그림 65. 컨테이너 크기별 운항 항로: 대형선은 주요 항로 위주로 운용되는 반면 10K 이하 컨테이너선은 전 항로에 운용됨



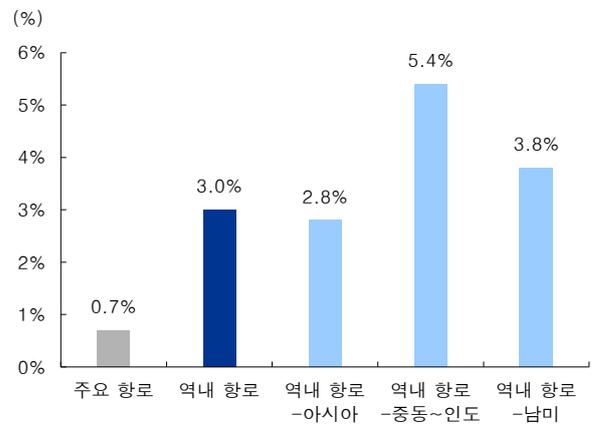
Deployment of sub-10,000 TEU ships: everywhere¹



Deployment of 10,000+ TEU ships: arterial trades¹

자료: Global Ship Lease, IBK투자증권

그림 66. 25~27년 컨테이너 항로별 물동량 연평균 성장률 전망치: 중형급 이하 컨테이너가 주로 사용되는 역내 항로의 성장률 높음



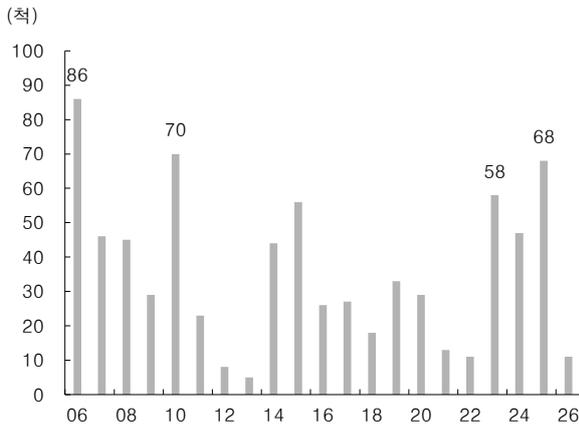
자료: Global Ship Lease, IBK투자증권

3-2. 중형 탱커: 2030년 노후선 비중 40%, 교체할 선박은 충분하다

수에즈막스 탱커
잔고선대비율 21.9%까지
상승했으나, 2030년 기준
고령화 선박은 선대의
39%에 달함. 추가적인
발주 여력 충분함

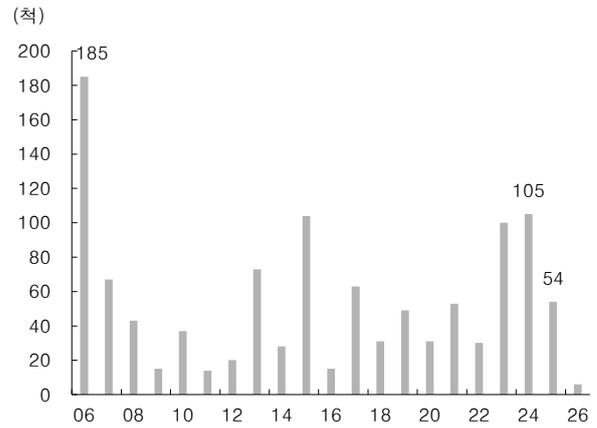
최근 중형(수에즈막스급) 탱커의 경우 잔고선대비율이 21.9%까지 상승했으나, 선령 구조를 감안하면 추가적인 발주 여력은 충분히 남아있다고 판단한다. 2030년 기준 수에즈막스 탱커의 선령 분포는 25년 이상 19%, 20년 이상 39%, 15년 이상 59%로 고령화가 뚜렷하다. 통상적으로 선박의 수명주기는 20~30년 수준으로 보며, 이는 친환경 규제와 무관하게 선박의 교체가 필요한 시기이다. 현재 171척의 수에즈막스 탱커가 잔고에 있는데, 2030년 기준 선령 20년 이상의 선박이 교체가 필요하다고 가정한다면, 추가적으로 134척의 발주가 더 필요함을 유추해 볼 수 있다. 또한 수에즈막스 탱커에서 한국의 수주 M/S가 40% 이상으로 높은 점을 감안하면, 대한조선의 수주 풀은 여전히 견조하다고 판단한다.

그림 67. 수에즈막스 탱커 발주 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

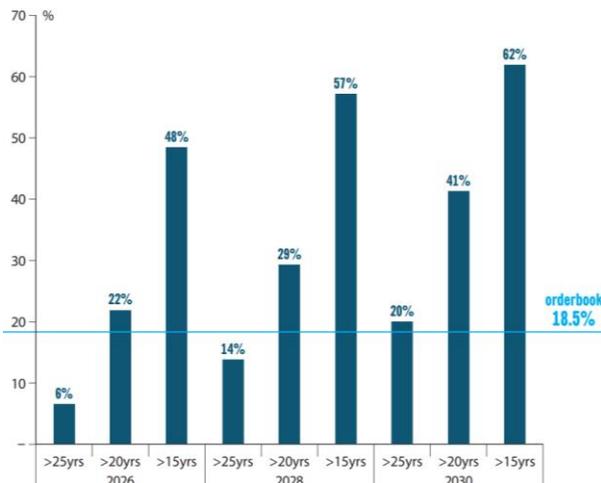
그림 68. 아프리카막스, LR2 탱커 발주 추이



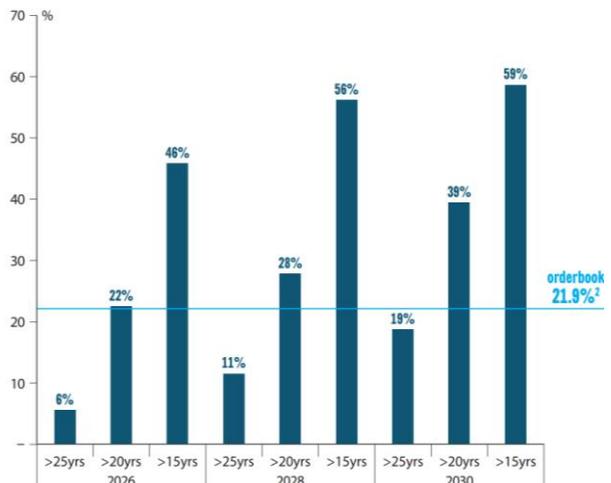
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 69. VLCC, 수에즈막스 탱커 잔고선대 비율 및 선령 분포 추이: 수에즈막스 탱커의 잔고선대비율이 21.9% 수준까지 상승했으나, 2030년 기준 선령 20년 이상 선박은 전체 선대의 39% 수준. 여전히 발주 여력 충분히 남아있음

VLCC fleet age composition¹



Suezmax fleet age composition¹



자료: Clarksons, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

4. 경쟁 현황: 어차피 중국이 다 못 만든다

4-1. 중국의 슬롯은 이미 28년까지 완판. 한국의 수주 환경이 압도적으로 유리

대형선 대비 교체할 선박이 더 많은 중형선

중형선은 대형선 대비 교체 대상 선대 규모가 더 크다. 실제로 대형 컨테이너선(12K TEU 이상) 선대는 813척인 반면, 중형 컨테이너선(6~11.9K TEU)은 1,077척으로 더 큰 규모를 형성하고 있다. 또한 그간 대형선 중심으로 선제적 교체 발주가 진행된 영향으로, 중형 컨테이너선은 교체 발주가 아직 충분히 진행되지 못한 구간으로 판단된다.

중형 컨테이너선: 28년 슬롯은 HJ중공업이 유일한 대안

글로벌 조선사들의 슬롯 현황을 살펴보면, 중형 컨테이너선(6~11.9K TEU)은 중국 내 건조 이력이 있는 조선소들은 2028년 슬롯은 사실상 완판이고, 2029년의 슬롯조차 절반을 채운 상태이다. 2028년 납기 물량을 현실적으로 소화할 수 있는 곳은 HJ중공업이 사실상 유일한 수준이다. 이는 동사의 수주 협상력 및 단가 방어에 유리하게 작용할 전망이다. 중형 탱커(수에즈막스급)는 2029년 일부 슬롯 경쟁이 예상되나, 한국의 인도 점유율이 평균적으로 40% 이상으로 높은 만큼, 대한조선이 연간 10척 내외 슬롯을 채우는 데에는 구조적 제약이 크지 않을 것으로 판단한다.

중형 탱커: 29년 일부 슬롯 경쟁 예상되나, 한국의 인도 M/S가 높은 선종, 수주 우려 없음

종합하면, “중국이 다 못 만든다” 구간에서 발주처의 선택은 결국 납기, 리스크 관점의 한국 분산 발주로 귀결될 가능성이 높고, 이는 중형 컨테이너, 중형 탱커 중심으로 수주 및 실적 가시성에 우호적인 환경으로 작동할 전망이다.

표 6. 중형급 컨테이너(6~11.9K TEU)를 건조하는 글로벌 주요 조선사들의 슬롯 현황: HJ중공업을 제외하고 모두 2028년 슬롯 완판, 수주 경쟁에서 유리하게 작용할 것으로 전망

단위: 척	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
한국	37	42	43	48	46	48	50	57	53	14	0
HJ중공업	0	2	1	2	5	4	5	7	3+2	0	0
대한조선	11	10	12	13	10	11	8	11	9	4	0
HD현대삼호	26	30	30	33	31	33	37	39	41	10	0
중국	145	166	170	196	212	225	288	388	379	160	31
일본	21	15	13	13	12	12	13	6	6	2	2

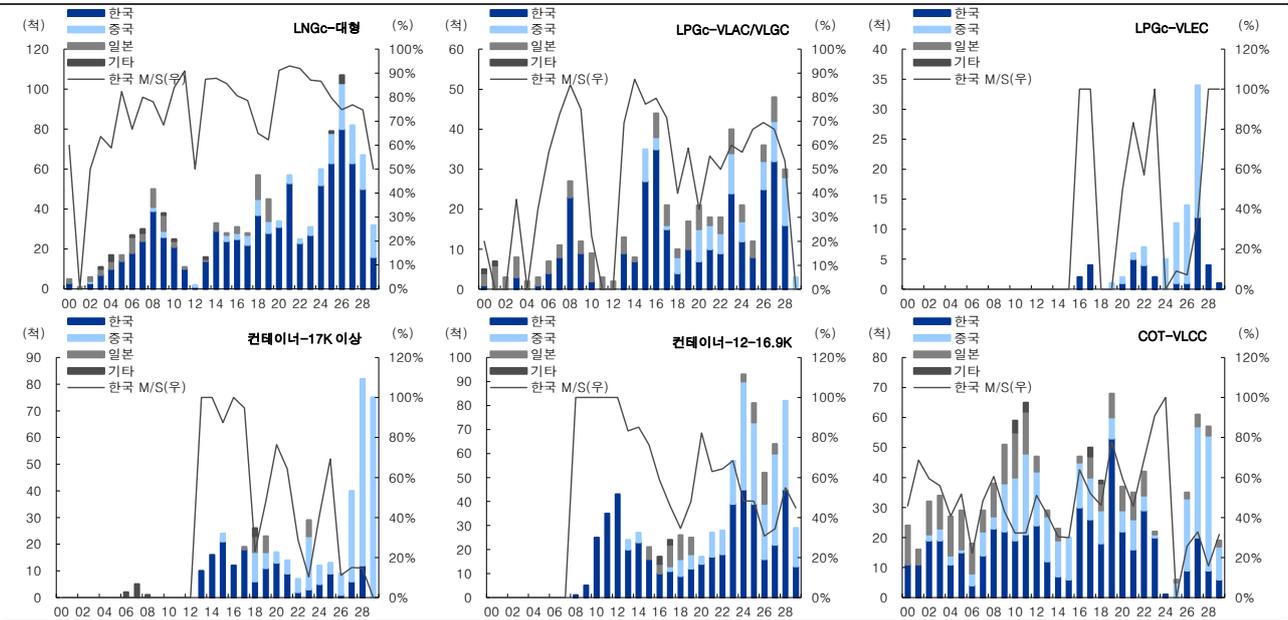
자료: IBK투자증권

표 7. 수에즈막스 탱커를 건조하는 글로벌 주요 조선사들의 슬롯 현황: 2029년 일부 슬롯 경쟁 예상되지만, 수에즈막스 탱커에서의 한국 인도 M/S는 평균적으로 40% 이상 기록. 대한조선이 높은 선가로 수주하는 데는 무리가 없을 것이라 판단

단위: 척	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
한국	120	127	116	115	127	124	117	157	147	36	0
대한조선	11	10	12	13	10	11	8	11	9	4	0
HD현대중공업	36	44	40	39	43	41	41	60	53	8	0
HD현대삼호	26	30	30	33	31	33	37	38	41	11	0
삼성중공업	47	43	34	30	43	39	31	48	44	13	0
중국	130	126	133	163	196	198	244	327	316	124	11
일본	13	12	13	14	16	14	17	10	4	2	0

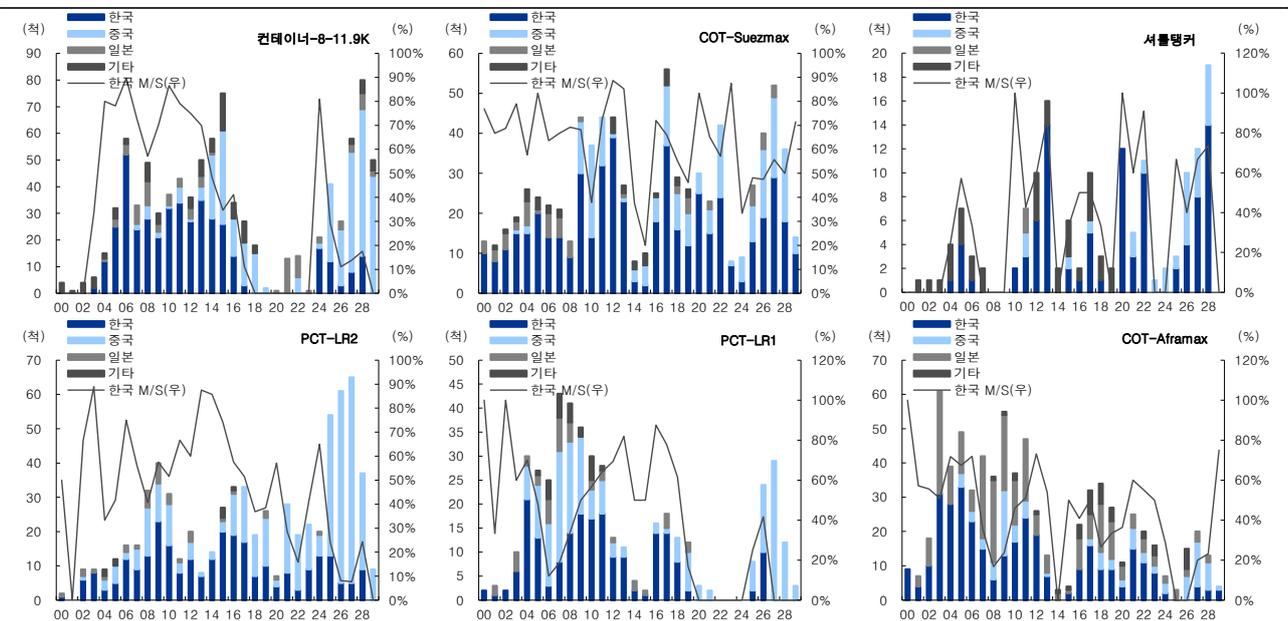
자료: IBK투자증권

그림 70. 대형급 상선 조선소 국가별 인도 점유율 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 71. 중형급 상선 조선소 국가별 인도 점유율 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

5. 투자전략 및 밸류에이션

5-1. 미국 투자와 함께 중형 조선사 병행 투자 전략 제시

백악관은 해양 행동 계획(MAP)을 발표, 행정부의 조선업 재건 의지는 여전히 견조함을 확인

지난 2월 13일, 미 백악관 마코 루비오 국무장관 겸 백악관 국가안보보좌관과 러셀 보트 관리예산국(OMB) 국장 명의로 해양 행동 계획(MAP) 문서를 발표했다. MAP 중 주목할 부분은 단연 브릿지 전략이다. 다수 선박을 구매할 때 초기 선박은 외국 조선업체의 본국 조선소에서 건조하고, 동시에 미국 조선소에서 직접 투자를 진행하도록 해야 한다 명문화했다. 즉, 한국, 일본과 협력 지속 의지를 명문화했으며, 미 행정부의 조선업 재건 의지는 명확함을 다시 한번 확인하는 계기가 되었다.

표 8. 미국 해양 행동 계획(MAP) 주요 내용

구분	핵심목표	주요 과제 및 추진내용
1. 조선업 역량 재건	국내 조선 능력 및 시설 확충	조선소 현대화: 드라이독, 크레인 등 시설 고도화 및 디지털 인프라 투자
		해양 번영 구역(MPZ): 100개의 구역을 지정하여 세제 혜택 등 민간 및 동맹국 투자 유도
		조선 금융 프로그램: Title 11 대출 보증 및 자본건조기금(CCF) 모델의 조선소 확대 적용
		동맹국과의 '브릿지 전략' 초기 선박은 해외 건조 가능, 향후 미국으로 온쇼어링
2. 인력 교육 개혁	숙련된 해기사 및 조선인력 양성	해기사 인센티브(MIP): 교육, 채용, 유지를 위한 보조금 및 장학금 프로그램 신설
		교육 기관 지원: 미국 해양대학교(USMMA) 현대화 및 주립 해양대학교(SMA) 지원 확대
		군-민 전환(M2M): 퇴역 군인의 숙련 기술을 해기사 자격으로 전환하는 절차 간소화
3. 산업 기반 보호	시장 신호 강화 및 불공정 경쟁 대응	자국산 우선주의: 미국 국적선 화물 할당(Cargo Preference) 요건 강화
		지상항만 유지세(Fee): 해상 항만과의 형평성을 위해 지상 항만 수입 화물에 수수료 부과
		중국 견제: 중국의 불공정 조선 및 물류 관행에 대한 조사 및 대응조치 시행
4. 안보 및 회복력	국가 안보와 연계된 해양 산업 강화	해양 안보 신탁 기금(MSTF): 외국 건조 선박에 수수료를 부과하여 조선 재건 재원 마련
		첨단 기술 도입: 자율주행 선박(MASS) 및 AI 기반 설계 및 제조 기술 표준화
		북극권 안보: 북극 해로 확보를 위한 쇄빙 역량 강화 및 도메인 인식 개선

자료: 백악관, IBK투자증권

행정부와 달리 보수적인 입법부의 입장

- 1) 해외 선박 건조를 위한 수정안들이 아직 입법 첫 단계인 상임위원회를 통과하지 못함
- 2) 미 의회는 26년 국방수권법에서 해외에서 건조 가능한 군함을 2척으로 제한
- 3) 미국 싱크탱크는 해외 선박 건조가 전략적으로는 타당하나 정치적으로는 여전히 받아들여지지 않고 있다고 밝힘

다만 현실적인 부분도 존재한다. 우선 번스-톨레스법, 존스법과 같은 대형 안보 쟁점 법안은 최종 발효되기까지 현실적으로 최소 1~2년 이상 걸릴 것으로 전망한다. 두 법안은 각각 25년 2월과 8월에 수정안이 발의되었음에도 불구하고 아직 입법 절차의 첫 단계인 상임위원회도 통과하지 못한 상태임을 고려하면, 수정안의 발효 시점은 낙관적으로 보더라도 내년 이후로 가정하는 것이 합리적이다.

또한 해양 행동 계획에서 초기 합정을 해외에서 조달하는 전략을 제시하는 행정부의 적극적인 모습과 달리 입법부의 입장은 여전히 보수적이다. 25년 12월 미 의회가 합의한 2026년 회계연도 국방수권법(NDAA)에서 미 의회는 26년 예산으로 해외에서 건조 가능한 군함을 단 2척으로 제한했으며, 이 2척마저도 비전투 지원선에 국한된다. 또한 26년 2월 미국의 싱크탱크 스티븐슨센터는 전략적으로는 선박 블록을 한국에서 만들어 미국으로 가져오는 방안이 타당하지만 정치적으로 받아들여지지 않는 것이 문제라 밝혔다. 즉, 미국 조선업에 얽힌 이해 관계가 여전히 강력하며 입법부의 입장이 변하기까지는 여전히 시간이 필요함을 알 수 있다.

표 9. 미국 입법 절차: 존스법, 번스-톨레스법과 같은 대형 안보 쟁점 법안은 최종 입법까지 현실적으로 1~2년 이상 걸림

	하원		상원
1. 각 원회별 표결 단계	①상임위원회 회부 및 소위원회 심사	↓	①상임위원회 회부 및 소위원회 심사
	②청문회 개최 및 축소심사		②청문회 개최 및 축소심사
	③상임위 의결, 보고서 작성		③상임위 의결, 보고서 작성
	④본회의 의안 등재, 특별규칙 채택, 전체위원회 전환		④만장일치 상정 or 필리버스터 토론 종결
	⑤본회의 심의		
	⑥하원 표결		⑤상원 표결
2. 상하원 합의 (셋 중 하나 충족)	1. 한쪽에서 통과된 법안을 다른 원이 그대로 따르거나, 양원이 법안에 모든 조문에 동의할때까지 의견교환	2. 이견이 좁혀지지 않을 경우 양원에서 선발된 의원으로 구성된 협의위원회 개최	3. 상원과 하원에 동일한 형태의 법안이 통과
3. 대통령 서명	1. 최종 수정안에 대통령이 서명해서 법안 확정		2. 10일 이내 거부권 행사 가능 (단, 거부권 행사시에도 의회 2/3가 찬성할 경우 법안 확정)

자료: 언론자료, IBK투자증권

그림 72. 25년 12월 미 의회가 합의한 FY26년도 국방수권법(NDAA)에서 26년도 예산으로 해외에서 건조 가능한 군함을 단 2척으로 제한, 이마저도 비전투 지원선에 국한됨

내년 美 해외 건조 군함 허용 2척...갈 길 먼 '마스가'

3086페이지 분량의 '2026 NDAA' 원문에 따르면, 미 의회는 내년도 예산으로 해외에서 건조할 수 있는 군함을 '단 2척(Not more than two)'으로 못 박았다. 이마저도 한국이 기대하는 주력 전투함(구축함 등)이 아닌, 미사일 방어 시험을 위한 비전투 지원선인 것으로 드러났다.

주력 전투함이 아닌 비전투 지원선마저도 '2척 이내'로 묶어둔 것은, 한국 등 동맹국과의 협력을 통해 조선업을 부활시킨다는 트럼프 2기 행정부의 기조에도 불구하고 미 의회의 자국 조선업 보호 의지가 얼마나 강력한지를 방증한다는 평가다. 내년도 국방수권법은 해군뿐만 아니라 해안경비대(USCG) 선박과 관련해서도 7213조를 통해 해외 조선소 건조를 제한하는 내용을 포함했다

자료: 조선일보, IBK투자증권

그림 73. 미국 싱크탱크 스티븐슨센터는 전략적으로는 선박 블록을 한국에서 만들어 미국으로 가져오는 방안이 타당하지만 정치적으로 받아들여지지 않는 것이 문제라 밝힘

마스가, 韓서 블록이라도 생산해야 하는데...美 분위긴 "안돼"

켈리 그리에코 스티븐슨센터 선임 펠로우는 9일(현지 시간) 워싱턴DC 스티븐슨센터에서 열린 한국 특파원단 간담회에서 미국 내 조선업 생태계가 열악하기 때문에 선박 블록 등을 한국에서 만들어 미국 조선소로 가져오는 방안에 대한 질문에 "전략적으로는 (그런 방안이) 타당하지만 정치적으로는 받아들여지지 않는 게 문제"라고 답했다. 그는 "미국을 다시 위대하게"와 미국 우선주의를 내세우고 있는 대통령 입장에서는 동맹국이라도 다른 나라가 선박을 만드는 것을 용인하기 어렵다"고 강조했다. 그리에코 펠로우는 "미국 내 조선업 종사자들과 대화를 하다보면 (동맹국이 자국에서 미국 선박을 만들거나 선박 블록을 만드는 것에 대해) 전략적으로는 말이 되지만 절대 실현될 수 없다고 한다"며 "여러 의회 의원들이 제지하고 나서는 등 조선업에 뿌리내린 이해 관계가 강력해 이런 변화를 막을 것"이라고 분위기를 전했다.

자료: 서울경제, IBK투자증권

미국과의 구체적인 협력
소식은 내년 이후로
전제하는 것이 합리적

종합하자면, 미국 선박 블록 건조 등 실질 협력 성과가 ‘올해 안으로’ 가시화될 가능성은 제한적으로 판단한다. 미 행정부는 공급망 보완과 조선역량 확충 차원에서 적극적인 입장을 유지하고 있으나, 입법부는 안보, 산업보호 논리를 기반으로 보수적 기조를 견지하고 있다. 따라서 미국과의 상선, 함정 관련 구체적인 협력(발주, 블록 건조, 공동 생산 등) 가시화 시점은 내년 이후로 전제하는 것이 합리적이라고 판단한다.

다만, 그렇다고 내년까지 조선주에 대한 투자를 유보할 필요는 없다. 미국 협력의 결실이 본격화되기 전까지 공백 기간에도 중형 조선 2사의 펀더멘털은 대형사 대비 가파르게 개선될 가능성이 높다고 판단하며, 충분히 매력적인 투자포인트를 보유 중이다.

HJ중공업 투자포인트

- 1) 대폭의 실적 개선 지속
- 2) 미국 진출 가능성
- 3) 고속상륙정 수출 모멘텀

HJ중공업은 물량, 가격 효과가 지속되며 4Q25에 기록했던 대폭의 실적 개선을 26년에도 이어갈 전망이다. 또한 대형 조선 3사와 함께 미국 MRO 공사를 수주했으며, 이를 바탕으로 레퍼런스 및 신뢰 확보한 뒤 미국으로 진출할 가능성이 높다고 판단한다. 마지막으로 이르면 올해 UAE 향 고속상륙정 수출 모멘텀이 존재하며, 중동, 남미, 동남아시아 등 다양한 지역에서 동사의 고속상륙정에 관심을 보이고 있는 중이다. 유럽과의 경쟁이 치열한 대형 조선사의 수상함, 잠수함과 다르게 고속상륙정은 유의미한 글로벌 경쟁자가 없어 대형사의 수상함, 잠수함 대비 수주 가능성이 높다고 판단한다.

대한조선 투자포인트

- 1) 폭발적인 탱커 업황
- 2) 수익성 개선 지속
- 3) 주주환원 여력 확대

대한조선은 주력으로 건조하는 중형 탱커(수에즈막스급)의 중고선가가 신조선가를 넘어설 정도로 업황이 폭발적이다. 중고선가가 신조선가를 넘어선 것은 2007년 슈퍼사이클 이후 처음이며 강력한 신조선가 상승 시그널이라 판단한다. 탱커는 대형 조선사에게는 수익성이 가장 낮은 선박이지만, 탱커를 전문으로 건조하는 동사에게는 OPM 30% 이상을 도전해볼 수 있는 효자 선종이다. 신조선가 상승 → 수익성 개선 → 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

2026년 대형 조선사와
함께 중형 조선 3사 병행
투자 전략 제시

2026년, 대형 조선 3사의 미국과의 협력 소식이 가시화되기 전까지의 공백 구간에서, 중형 조선 2사로 실적, 수출, 주주환원 모멘텀을 앞당겨 가져가는 병행 투자 전략을 제시한다.

5-2. 밸류에이션: 중형 조선 2사 27년 기준 PER 10배 미만에 불과

HJ중공업: 대형 조선사와 유사한 투자포인트들을 보유하고 있음에도 불구하고 27년 기준 PER 10.0배에 불과

HJ중공업은 올해 2024년 수주한 고선가 컨테이너선이 매출에 반영되며 대형 조선사보다 가파른 실적 개선을 보여줄 것으로 추정한다. 또한 대형 조선사와 동일하게 미국 진출, 고속상륙정 수출 모멘텀이 존재한다. 미국 함정 중 구축함, 호위함, 잠수함과 같은 전투함 분야 진출 가능성은 낮다고 전망하지만, 전략상선단, 군수지원함, 수송/상륙함 분야 진출 가능성은 충분히 존재한다고 판단한다. 2054년까지 미국의 수송/상륙함 구매 예산만 1,030억 달러, 한화 약 150조원에 달하며, 충분히 큰 시장이라 판단한다. 다만, 아직 미국 현지 조선사와의 협력 소식이 들리고 있지는 않으나, 2027년 기준 PER 10배 수준은 과도한 저평가 상태라고 본다.

대한조선: 일본의 조선사들도 FY2년 기준 최소 18배의 멀티플을 받고 있음. 당사는 27년 기준 PER 9.8배에 불과

대한조선은 대형 조선사처럼 미국 진출, 해외 야드 확정 등의 모멘텀은 없지만 조선사 중 가장 높은 수익성을 지켜나갈 것으로 전망한다. 현재 대한조선보다 수익성이 낮은 일본 조선사들도 2027년 기준 최소 18배 PER 밸류에이션을 받고 있다. 탱커 초호황기, 높은 수익성으로 주주환원 확대 여력이 존재함에도 불구하고 2027년 기준 PER 멀티플 9.8배 수준은 과도하게 저평가 상태라 판단한다.

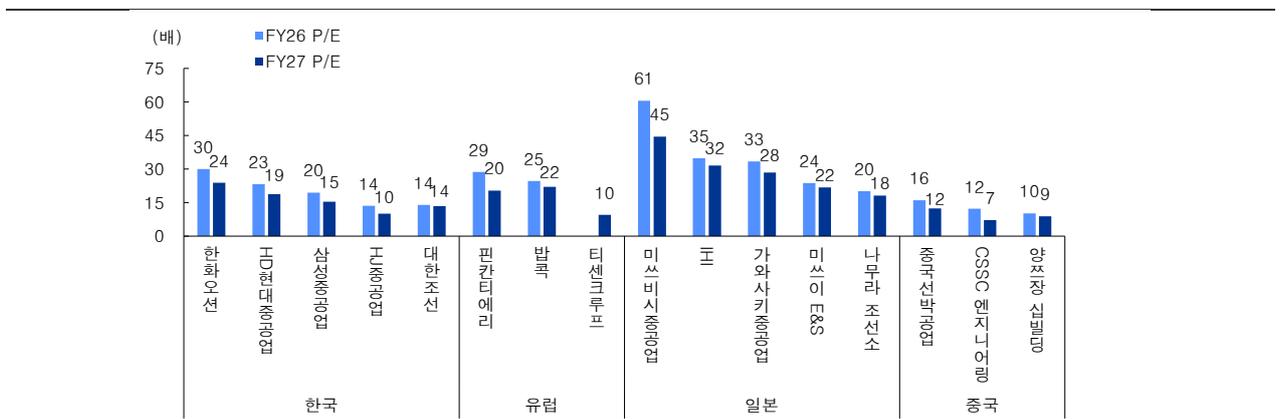
표 10. 중형 조선사 Valuation Table

(단위: 원, 십억원, %, 배)

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목			매출액	영업이익	OPM	지배주주 순이익	EPS(원)	BPS(원)	PER(배)	PBR(배)	ROE	
HJ 중공업 (097230)	투자의견	매수	2022	1,788.2	6.6	0.4%	-50.2	-602	4,624	n/a	1.7	-13.0%
	목표주가	42,000	2023	2,162.1	-108.8	-5.0%	-114.0	-1,369	4,092	n/a	1.4	-33.5%
	증가	23,350	2024	1,886.0	7.3	0.4%	5.3	64	4,124	363.9	5.7	6.1%
	상승여력	79.9%	2025P	1,999.8	67.2	3.4%	51.2	602	4,771	38.8	4.9	13.2%
	적정시총	3,792	2026E	2,447.6	216.7	8.9%	155.1	1,718	6,489	13.6	3.6	30.5%
	시가총액	2,104	2027E	2,637.5	281.9	10.7%	210.8	2,335	8,824	10.0	2.6	30.5%
대한조선 (439260)	투자의견	매수	2022	693.7	2.3	0.3%	-13.3	-2,524	25,656	n/a	n/a	3.87%
	목표주가	136,000	2023	816.4	35.9	4.4%	38.3	7,280	32,580	n/a	n/a	22.3%
	증가	96,000	2024	1,075.3	158.1	14.7%	172.7	5,656	14,854	17.0	6.5	152.3%
	상승여력	41.7%	2025P	1,228.1	294.1	23.9%	245.4	6,370	28,390	15.1	3.4	31.7%
	적정시총	5,278	2026E	1,324.2	362.0	27.3%	324.2	8,416	36,806	11.4	2.6	25.8%
	시가총액	3,699	2027E	1,419.4	411.3	29.0%	375.5	9,747	46,553	9.8	2.1	23.4%

자료: IBK투자증권

그림 74. 글로벌 주요 조선사 멀티플 추이



주: 3월 3일 시장 컨센서스 기준, HJ중공업은 당사 추정치 사용
 자료: Bloomberg, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
HJ중공업(097230)	매수(신규)	42,000원(신규)
대한조선(439260)	매수(유지)	136,000원(상향)

매수 (신규)

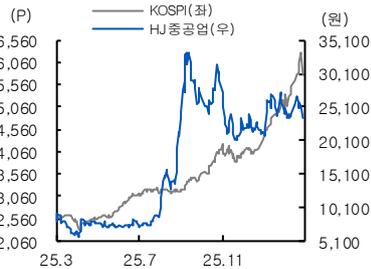
목표주가 (신규)	42,000원
현재가 (3/3)	23,350원
KOSPI (3/3)	5,791.91pt
시가총액	2,108십억원
발행주식수	90,295천주
액면가	5,000원
52주 최고가	33,350원
최저가	5,670원
60일 일평균거래대금	42십억원
외국인 지분율	4.2%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성	
에코프라임마린퍼시픽 유한회사 외 1인	48.90%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-15%	-45%	67%
절대기준	-7%	0%	283%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	42,000	-	-
EPS(25)	602	-	-
EPS(26)	1,718	-	-

HJ중공업 상대주가 (%)



HJ중공업 (097230)

미국 업고 UAE까지, 상선도 전성기 품으로

4Q25 Re: 고선가 컨테이너선 반영되며 대폭의 실적 개선

4Q25 HJ중공업의 연결 영업실적은 매출액 6,297억원(YoY +31.2%, QoQ +39.3%), 영업이익 506억원(YoY +2,441.4%, QoQ +772.9%, OPM +8.0%)을 기록하며 3Q25 영업이익 58억원 대비 대폭의 실적 개선을 기록했다. 신조선 부문의 2024년 수주한 고선가 컨테이너선 스틸커팅이 시작되며 매출과 수익성이 동시에 개선되었기 때문이다. 특별한 일회성 요인은 없는 것으로 파악된다.

실적 개선, 미국, 고속상륙정 수출 모멘텀까지

1) 실적 개선: 동사의 실적 개선의 주요 드라이버는 신조선 부문이다. 2026년 신조선 부문 매출은 YoY +66% 증가할 것으로 추정한다. 2027년 7척의 선박을 인도 예정이기 때문에 2026년 건조 물량이 YoY +52% 증가하고, 원화 선가 상승분 +9%가 반영되며 2025년 대비 매출과 수익성이 모두 크게 개선될 것으로 전망한다. 2) 미국: 대형사와 유사하게 MRO를 시작으로 미국 전략상선단, 군수지원함, 수송/상륙함 사업 진출 모멘텀이 존재한다고 판단한다. 3) 고속상륙정 수출: 이르면 올해 UAE항 수출 소식이 들려올 것으로 전망하며, 중동, 남미, 동남아시아 등 다양한 지역으로의 수출 가능성도 존재한다고 판단한다.

숨은 보석, Conviction Buy

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 42,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 EPS 2,335원에 Target P/E 18배를 적용하여 산출했다. Target P/E는 아직 동사의 미국 현지 조선사와의 협력이 구체화되지 않았기 때문에 대형 조선사의 Target P/E 20배에서 10% 할인 적용했다. 그러나 향후 미국과의 협력이 구체화되고 UAE항 수출이 가시화된다면 실적과 멀티플을 동시에 상향 조정할 예정이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,162	1,886	2,000	2,448	2,637
영업이익	-109	7	67	217	282
세전이익	-103	3	27	194	264
지배주주순이익	-114	5	51	155	211
EPS(원)	-1,369	64	602	1,718	2,335
증가율(%)	127.3	-104.7	838.5	185.3	35.9
영업이익률(%)	-5.0	0.4	3.4	8.9	10.7
순이익률(%)	-5.3	0.3	2.6	6.3	8.0
ROE(%)	-31.4	1.6	13.2	30.5	30.5
PER	-3.3	92.4	35.0	13.6	10.0
PBR	1.1	1.4	4.4	3.6	2.6
EV/EBITDA	-8.6	21.8	13.1	6.2	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

실적: 물량 증가와 가격 상승 효과가 동시에 작용

4Q25에 24년 수주한
고선가 컨테이너선 매출
반영 시작되며 대폭의
실적 개선

4Q25 연결 영업실적은 매출액 6,297억원(YoY +31.2%, QoQ +39.3%), 영업이익 506억원 (YoY +2,441.4%, QoQ +772.9%, OPM +8.0%)을 기록하며 3Q25 영업이익 58억원 대비 대폭의 실적 개선을 기록했다. 신조선 부문의 2024년 수주한 고선가 컨테이너선 스틸커팅이 시작되며 매출과 수익성이 동시에 개선되었기 때문이다.

4Q25 신조선 부문 14.9%
OPM 달성했을 것으로
추정

신조선 부문을 제외한 특수선, 수리선, 건설, 기타 부문의 매출이 전년과 유사한 수준이라 가정하고 특수선과 수리선 부문의 수익성을 미들싱글, 건설과 기타 부문의 수익성은 BEP 수준이라 가정 시, 신조선 부문의 수익성은 14.9% 수준을 기록한 것으로 추정된다.

26년 신조선 매출 YoY
+66% 증가 추정,
물량 +52%, 가격 +9%

2026년 신조선 부문 매출은 YoY +66% 증가할 것으로 추정한다. 2027년 7척의 선박을 인도 예정이기 때문에 2026년 건조 물량이 YoY +52% 증가하고, 원화 선가 상승분 +9%가 반영되며 2025년 대비 매출과 수익성이 모두 크게 개선될 것으로 전망한다.

표 11. HJ중공업 실적 전망: 2027년 7척을 인도하며 2026년에 건조 물량 +52% 증가 추정. 2028년 슬롯을 10K TEU 컨테이너선으로 모두 수주한다면 가격 효과로 2027년 신조선 부문 매출 +17% 상승. 가파른 실적 개선 지속

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	410	508	452	630	636	587	563	661	1,886	2,000	2,448	2,637
YoY	-12.3%	4.7%	-0.3%	31.2%	55.2%	15.7%	24.5%	4.9%	-12.8%	6.0%	22.4%	7.8%
QoQ	-14.5%	23.8%	-10.9%	39.3%								
조선	158	229	205	341	356	329	315	370	825	933	1,370	1,549
조선_신조선	109	107	114	282	264	244	234	274	513	612	1,016	1,188
조선_특수선	49	121	89	59	84	78	75	88	312	318	324	331
조선_수리선	0	1	2	0	8	7	7	8	0	3	30	30
건설	248	276	240	282	275	253	243	285	1,035	1,045	1,056	1,066
기타	4	3	8	7	6	5	5	6	27	21	22	22
영업이익	5	5	6	51	53	53	53	58	7	67	217	282
YoY	-54.2%	흑전	-82.4%	2441.4%	875.7%	888.0%	807.2%	15.1%	-106.7%	826.1%	222.7%	30.1%
QoQ	174.1%	-2.1%	8.5%	772.9%	5.2%	-0.9%	-0.4%	10.7%				
조선	1	4	14	46	49	49	49	54	29	64	202	267
조선_신조선	-2	-3	8	42	43	44	44	48	10	45	179	244
조선_특수선	3	7	5	4	5	5	4	5	19	19	19	20
조선_수리선	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	3	2
건설	4	4	-10	5	4	4	3	4	-22	3	15	15
기타	1	-3	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0
OPM	1.3%	1.1%	1.3%	8.0%	8.4%	9.0%	9.3%	8.8%	0.4%	3.4%	8.9%	10.7%
조선	0.4%	1.7%	6.8%	13.4%	13.8%	14.9%	15.6%	14.6%	3.5%	6.8%	14.7%	17.2%
조선_신조선	-2.2%	-3.2%	7.4%	14.9%	16.3%	18.1%	18.9%	17.4%	2.0%	7.3%	17.6%	20.6%
조선_특수선	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
조선_수리선	6.0%	6.0%	6.0%	0.0%	15.0%	6.0%	6.0%	15.0%	6.0%	6.0%	10.8%	8.1%
건설	1.7%	1.4%	-4.3%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	-2.2%	0.3%	1.4%	1.4%
기타	14.6%	-86.2%	26.3%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.9%	0.5%	1.0%	1.0%
세전이익	6	-7	4	24	47	47	47	53	3	27	194	263
당기순이익	6	-7	4	48	38	38	38	42	5	51	155	211

자료: HJ중공업, IBK투자증권

밸류에이션: 2027년 기준 PER 10.0배에 불과

2027년 EPS 2,335원에
Target P/E 18배 적용

대형 조선사 Target P/E
대비 10% 할인하지만 향후
1) 미국과의 협력 구체화,
2) UAE항 수출
이 가시화되면 실적, 멀티플
모두 상향 조정 예정

동사의 2027년 추정 EPS 2,335원에 Target P/E 18배를 적용하여 목표주가 42,000원과 투자 의견 매수를 제시한다. Target P/E 18배는 대형 조선사 Target P/E 20배에 10% 할인 적용을 한 수치이다. 할인 적용한 이유는 아직 미국 현지 조선사와 구체화된 협력 사항이 없기 때문이다. 다만 동사 역시 2026년 1월 첫 미국 군수지원함 MRO 공사를 수주했으며, 이를 바탕으로 블록 건조, 현지 조선사와의 MOU 등 다양한 형태로 미국 조선업 재건 사업에 진출할 것으로 판단된다. 또한 대형 조선사 대비 가파른 실적 개선 속도, 고속상륙정 수출 모멘텀도 존재하기 때문에 향후 미국과의 협력이 구체화되고 UAE항 수출이 가시화된다면 실적과 멀티플을 동시에 상향 조정할 예정이다.

표 12. HJ중공업 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PER Valuation	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
주식수(백만주)	83	83	90	90	90	90
EPS	-1,369	64	602	1,718	2,335	2,345

현재 PER			35.0	13.6	10.0	10.0
Target PER			18.0	18.0	18.0	18.0
적정주가			10,843	30,930	42,038	42,213
Weight			0%	0%	100%	0%

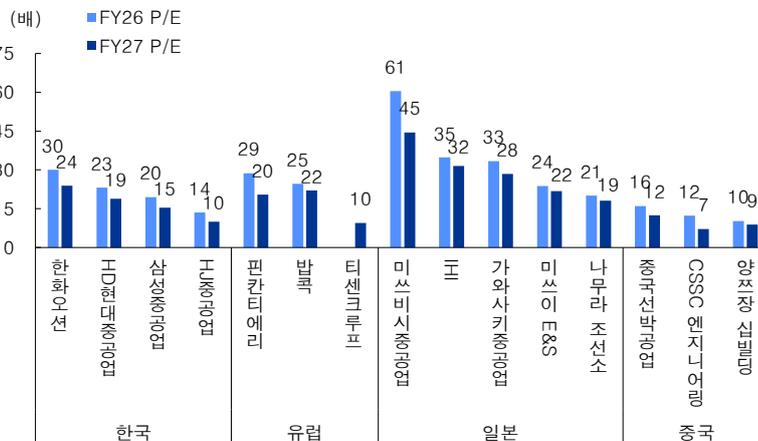
PER 20배 적용 시

Target PER			20	20	20	20
적정주가			12,048	34,367	46,709	46,903

목표주가	42,000
증가(3월 3일)	23,350
상승여력	79.9%

자료: IBK투자증권

그림 75. 글로벌 주요 조선사 멀티플 추이: HJ중공업은 미국 진출, 고속상륙정 수출 모멘텀이 있음에도 불구하고 4Q25부터 시작된 실적 개선으로 극심한 저평가 상황



주: 3월 3일 기준

자료: Bloomberg, IBK투자증권

투자포인트: 1) 실적 개선, 2) 미국, 3) 고속상륙정 수출 모멘텀

1. 실적 개선: 2026년에 신조선 건조 물량(Q) +52% 증가 추정, 가격(P) 효과는 덤

실적 개선: 신조선 부문이 중요

동사의 실적 개선의 주요 드라이버는 신조선 부문이다. 특수선 부문은 현재로서는 내수 물량만이 건조 중이고, 수리선 부문은 미국의 군수지원함 MRO를 수행 중이지만 매출 규모는 크지 않다. 건설과 기타 부문은 BEP 수준의 영업이익으로 추정한다.

26년 신조선 부문 매출 YoY +66% 증가 추정, 물량 +52%, 가격 +9%

2026년 신조선 부문의 매출이 YoY +66% 증가할 것으로 추정한다. 2027년 7척의 선박을 인도 예정이기 때문에 2026년 건조 물량이 YoY +52% 증가하고, 원화 선가 상승분 +9%가 반영되며 2026년 대비 매출과 수익성이 모두 크게 개선될 것으로 전망한다.

28년 잔여 슬롯 4척을 10K TEU 컨테이너선과 LNG BV선으로 채운다면 27년 신조선 부문 매출 YoY +17% 성장 지속

동사는 현재 8K TEU급 컨테이너선을 주력으로 건조 중인데, 지난 2월 영도조선소에서는 최초로 10K TEU급 컨테이너선을 수주했다. 컨벤셔널 엔진 기준 10K TEU급 컨테이너선은 8K TEU급 컨테이너선 대비 선가가 +13% 높은 선박이다. 2028년 남은 슬롯 4척을 10K TEU급 컨테이너선과 LNG BV선으로 수주한다면, 2027년에도 가격 효과로 신조선 부문 매출이 +18% 증가할 것으로 추정한다.

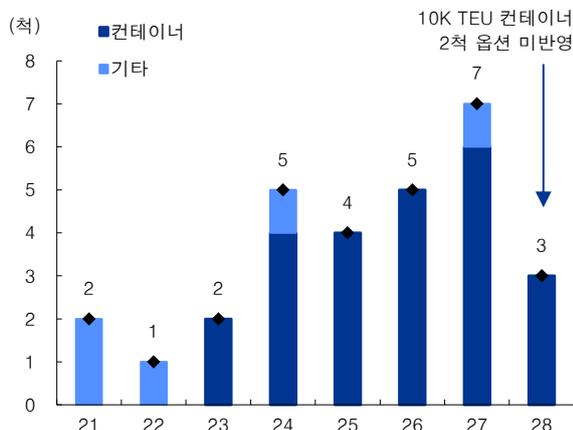
표 13. HJ중공업 신조선 부문 매출 증가율 break down

(단위: 십억원, %)

	24A	25E	26E	27E	28E
신조선 부문 매출액	513	612	1,016	1,188	1,283
신조선 부문 매출액 YoY	14%	19%	66%	17%	8%
평균 달러 선가	67	96	98	114	116
평균 달러 선가 YoY	2%	43%	3%	16%	2%
평균 원화 선가	80	121	132	156	165
평균 원화 선가 YoY	2%	52%	9%	18%	6%
환율 효과	0%	9%	7%	2%	4%
가격 효과	2%	52%	9%	18%	6%
물량 효과	19%	-21%	52%	-1%	2%

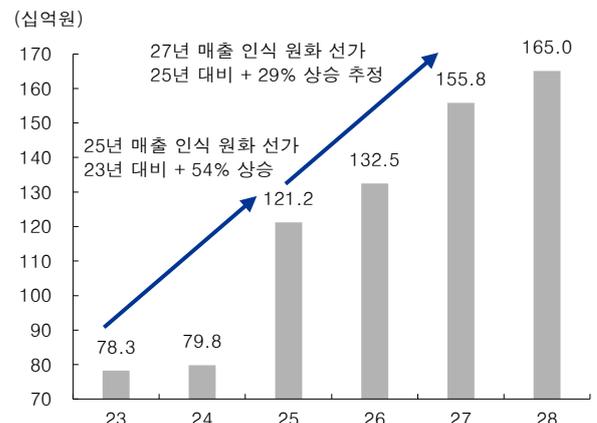
주: 2028년 잔여 4개 슬롯을 모두 10K TEU 컨테이너선 수주 가정
자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 76. 연도별 HJ중공업 신조선 인도 추이: 2027년에 7척 인도 예정이기 때문에 2026년에 물량 효과로만 신조선 부문 매출 +52% 증가 추정



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 77. HJ중공업 연도별 매출 인식 원화 선가 추이: 2025년에 매출 인식 원화 선가 +51% 상승했지만 건조 물량 -21% 감소, 2026년에는 건조 물량 증가하며 가격 효과도 온전히 반영 예상



자료: Clarksons, IBK투자증권

2. 미국: 우리도 MRO 잘하고 미국 진출할 겁니다

1) MRO: 미국으로부터
공사범위 확대를 요청받을
만큼 우수한 기술력 증명

향후 미 함정 MRO
사업에서 대형 조선사와
함께 유의미한 플레이어로
부상할 여지 높다고 판단

2) MRO 이후:
군수지원함, 전략상선단,
미국 상륙함 사업 진출
가능성

동사의 미국 군수지원함 MRO 정비가 긍정적인 평가를 받으며, 향후 미국과의 추가적인 협력 기대감도 유효하다고 판단한다. 2026년 1월, HJ중공업은 미 해군 함정정비협약 (MSRA: Master Ship Repair Agreement)를 획득 이후 미국의 군수지원함 아밀리아 에어하트함의 MRO를 수주했다. 이후 2026년 2월, 미 해군 해상수송사령부 부국장은 MRO 진행 상황을 점검하기 위해 HJ중공업을 방문했는데, HJ중공업이 초기 계약 범위를 넘어 추가 정비 소요를 선제적으로 제시하자 기술력과 사업 수행역량이 놀라운 수준이라는 평가와 함께 공사범위 확대를 요청했다. 첫 미 해군 군수지원함 MRO에서 긍정적 평가를 확보한 만큼, HJ중공업은 향후 미 함정 MRO 사업에서 HD현대중공업, 한화오션과 견줘도 손색없는 유의미한 플레이어로 부상할 여지가 높다고 판단한다.

대형 조선사와 마찬가지로 HJ중공업 또한 MRO는 최종 목적이 아닌 미국 내 레퍼런스 및 신뢰 확보를 위한 교두보로 판단한다. MRO를 통해 운용, 품질 역량을 입증한 뒤, 중장기적으로는 군수지원함 및 군함 건조 영역으로의 확장을 목표로 하는 전략으로 해석된다. 이에 따라 군수지원함, 전략상선단과 함께 미국 상륙함 사업에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

그림 78. 26년 1월 HJ중공업의 첫 미국 군수지원함 MRO 수주



자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 79. 26년 2월 미 해군 해상수송사령부 선박관리국 부국장은 HJ중공업의 MRO 현장방문 후 정비 품질에 만족하며 공사범위 확대를 요청



자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 80. 25년 11월, 미 상무부 부차관보 알렉스 크루츠는 대형 조선 3사와 함께 HJ중공업을 방문하며 상선, 군함 등 대규모 선박 건조 협력을 논의



Alex Krutz · 3촌 이상
Managing Director at Patriot Industrial Partners | Former Dep...
3개월 ·

+ 팔로우 ...

Lets build Ships in America! I just finished 3 successful days in South Korea working with our partners and allies on large commercial ship building collaboration. I had the honor and pleasure of visiting some amazing shipyards and factories. I appreciate [HD Hyundai Heavy Industries](#), [Hanwha Ocean](#), [Samsung Heavy Industries](#) and [HJ Shipbuilding & Construction](#). I met with MOTIR, the industrial policy agency and spoke with suppliers in the Koshiya ship building association. Looking forward to further conversations on our plans for Maritime Dominance!!

[#shipbuilding](#) [#manufacturing](#) [#madeinamerica](#)

자료: LinkedIn, IBK투자증권

3. 고속상륙정 수출 모멘텀: UAE를 시작으로, 글로벌 대안이 없다

HJ중공업 또한 대형 조선사와 유사하게 수출 모멘텀이 존재한다. 이르면 올해 아랍에미레이트(이하 UAE)로의 솔개급 고속상륙정(LSF-II)의 수출 소식을 전망한다.

솔개급 고속상륙정:
2007년 HJ중공업이
주도해 독자 개발

솔개급 고속상륙정(LSF-II)은 대한민국 해군이 운용 중인 공기부양식 상륙정으로 대형 수송함에 탑재하여 운용하기 위해 개발되었다. 2000년 초 우리나라는 미국 텍스트론사의 고속상륙정 도입을 추진했으나, 미국이 핵심 기술이전을 거부하자 독자개발을 선택했다. 2002년 HJ중공업이 주도해 기본설계에 착수했고, 5년간의 개발, 건조 끝에 2007년 우리나라 독자개발 솔개 631급 국산 공기부양정이 탄생했다. 현재까지 총 4척이 취역하여 운용 중이고, 추가적으로 4척이 실전 배치될 예정이다.

고속상륙정 도입 관련
선제적으로 관심을
표명하며 HJ중공업과
접촉에 나선 UAE

2023년 9월, UAE는 HJ중공업에 먼저 솔개급 고속상륙정(LSF-II)에 관심이 있으며, 한국을 방문해 수입 계획을 논하고 싶다는 의사를 밝혔다. 이후 24년 5월 UAE의 솔개급 고속상륙정 획득 관련 고위급 인사, 면담이 실시됐으며, 2025년 국제해양방위산업전(MADEX)에서는 LOI에 가까운 수준까지 수출 논의가 진척된 것으로 파악된다.

그림 81. 고속상륙정 솔개(LSF-II) 모습



자료: HJ중공업, IBK투자증권

그림 82. UAE의 HJ중공업 야드 방문



자료: 방위사업청, IBK투자증권

고속상륙정 추가 수출
가능성이 높은 이유:

1) 제한적인 글로벌 경쟁

HJ중공업의 고속상륙정은 UAE를 넘어 여타 국가로의 추가 수출 가능성도 충분히 존재한다고 판단한다. 수출 가시성을 높게 보는 근거는 제한적인 글로벌 경쟁구도와 구조적인 공급 제약에 있다. 현재 공기부양 고속상륙정시장에서 실질적인 경쟁 제품은 미국 텍스트론사의 SSC(Ship-to-Shore Connector)에 사실상 국한된다. 다만 미국 해병대의 SSC 프로그램은 예산 제약 영향으로 2028년까지 연간 2척 내외의 제한적 생산에 머물고 있어, 글로벌 수요 확대 국면에서 공급 대응 여력은 제한적인 상황이다.

중동, 남미, 아시아 등
다양한 국가에서
HJ중공업의 고속상륙정에
관심을 보이는 중

이에 따라 단일 공급원 구조에서 발생하는 납기 병목, 가격 부담 리스크를 완화하려는 수요국 입장에서, HJ중공업 고속상륙정은 현실적인 대체 조달 옵션으로 부각될 가능성이 높다고 판단한다. 실제로 2025년 MADEX에서는 UAE를 비롯해 사우디아라비아, 이집트, 카메룬, 콜롬비아, 에콰도르, 페루, 영국, 뉴질랜드, 싱가포르, 일본, 베트남 등 다수 국가 해군 관계자들의 관심이 확인된 바 있다.

그림 83. 주요 경쟁 모델인 미국의 고속상륙정은 예산 문제로 28년까지 연 2척 수준으로 생산 제한



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 84. 25년 MADEX HJ중공업 부스를 방문 중인 에콰도르 대표단, 중동, 남미, 호주, 동남아 등 다양한 곳에서 관심을 보임



- 부스를 방문중인 에콰도르 대표단

이를 입증하듯, MADEX 행사에서 첫 선보인 HJ중공업의 고속상륙정은 폭발적 관심을 끌었다. 아랍에미리트, 사우디, 이집트, 카메룬 등 중동지역 사절단뿐 아니라 콜롬비아, 에콰도르, 페루, 영국, 뉴질랜드, 싱가포르, 일본, 베트남 등 전 세계 대표단이 부스를 찾았다. 30일 오후에는 호주와 아랍에미리트 사절단이 영도조선소를 직접 방문해 생산현장과 건조 중인 고속상륙정 실물을 살펴보기도 했다.

자료: HJ중공업, IBK투자증권

고속상륙정 추가 수출 가능성이 높은 이유:

2) 가격 경쟁력

복수로 도입하는 고속상륙정 특성상 중동, 동남아, 중남미 등 예산이 제한적인 국가들에게 가격 경쟁력은 결정적인 차별화 요인임

가격 경쟁력 또한 HJ중공업 고속상륙정(LSF)의 수출 가시성을 높이는 핵심 요인이다. 미국 텍스트론사가 생산하는 SSC는 2023년 기준 척 당 약 9,000만 달러(한화 약 1,300억 원 수준으로 추정된다. 반면 HJ중공업의 솔개급(LSF-II)은 2019년 국내 후속함 계약 기준 척 당 약 775억 원 수준으로 파악되며, 단순 비교 시 미국 SSC 대비 약 40% 낮은 가격대를 형성한다. 동일한 공기부양 상륙정 체계에서 이 정도의 가격 격차는 도입 국가 입장에서 초기 획득비뿐만 아니라 후속 군수지원, 예비 부품 확보, 추가 물량 옵션 행사 시 재정 부담을 크게 완화하는 요소로 작용한다.

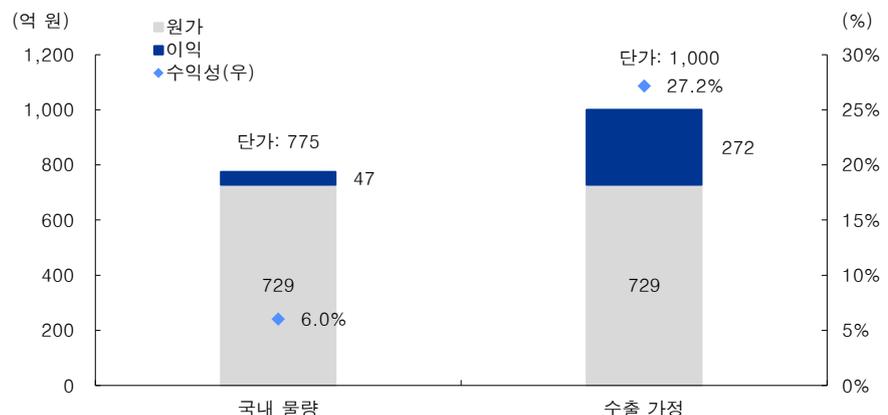
특히 상륙전력은 플랫폼 단일 도입이 아닌, LPD, LHD 등 모함과 연계한 패키지 조달 성격이 강하다. 모함 1척당 복수의 상륙정이 요구되는 구조상, 척당 단가 차이는 전체 사업 규모를 좌우한다. 예를 들어 4~6척 단위로 도입할 경우 SSC 기준과 솔개급 기준 간 총 사업비 격차는 수천억 원 수준까지 확대될 수 있다. 이는 중동, 동남아, 중남미 등 방산 예산이 제한적인 국가들에 있어 결정적인 차별화 요인이다. 더불어 HJ중공업은 상선, 특수선 건조 경험을 기반으로 한 국내 생산 인프라를 활용해 추가 물량 발생 시 규모의 경제 효과를 통한 원가 절감 여력도 보유하고 있다.

표 14. 고속상륙정(공기부양정) 체계 비교

	SSC(LCAC-100)	솔개(LSF-2)
개발(설계)	미 해군	ADD, HJ중공업
제작	Textron	HJ중공업
가격	2023년 기준: 척 당 9,000만달러(1,300억 원)	2019년 기준: 척 당 775억 원
배수량(만재)	180톤	155톤
탑재능력	화물 74톤	화물 55톤, 병력 150명 or (전차1대+병력 24명)
승조원	4명	5명
최고속력	50노트 (93km)	40노트 (74km/h)
항속거리	460km	400km
무장	12.7mm 증기관총*2문	12.7mm K6 증기관총*2문
엔진	24,000마력(RR 가스터빈엔진 4기)	15,800마력(가스터빈엔진 4기, 덕트 팬 2기)

자료: 언론자료, HJ중공업, IBK투자증권

그림 85. 고속상륙정 수출 물량 수익성 시뮬레이션: 미국 SSC 대비 23% 할인된 가격에 수출되어도 28% 마진 확보 가능. 영업이익 기여도가 높은 효자 제품일 것으로 추정



자료: IBK투자증권

고속상륙정 추가 수출
가능성이 높은 이유:

3) 내수, 수출 병행
생산체제로 제조원가 추가
하락 가능성

핵심 부품 국산화,
2036년까지 내수
생산체계 보장되며
제조원가 하락 →
원가 경쟁력 확보

현재 고속상륙정은 국내 Batch-II 사업도 진행 중이다. 2025년 8월 방위사업청은 제123회 방위사업추진위원회에서 고속상륙정 Batch-II 사업추진안을 의결했으며 2027~2036년 약 10년에 걸쳐 총 사업비 약 1조원 규모의 고속상륙정 전력화 사업을 진행할 계획이다. 금번 사업은 단순 추가 건조가 아닌 국내개발 성격이 병행된 프로그램으로, 성능개량, 체계통합, 군수지원 패키지까지 포함된 중장기 프로젝트라는 점에서 HJ중공업에 안정적 일감 기반을 제공한다.

여기에 UAE를 포함한 해외 수출 물량이 추가될 경우 내수+수출 병행 생산체계가 구축되며, 규모의 경제 효과가 본격화될 전망이다. 공기부양 고속상륙정은 소량 맞춤 생산 시 고정비 부담이 높은 플랫폼이지만, Batch-II 내수 물량 위에 수출 물량이 중첩될 경우 설계 및 시험평가 비용 분산, 부품 및 소재 공동조달, 생산라인 가동률 상승 효과가 발생한다. 이는 척당 제조원가 하락으로 직결되며, 결과적으로 Batch-II 사업의 채산성뿐 아니라 HJ중공업 특수선 부문의 전사 수익성 개선에도 기여할 것으로 추정된다. 특히 후속 군수지원(MRO), 성능개량, 추가 옵션 발주까지 감안하면 수명주기(Life-cycle) 수익 창출 구조도 동반 확대될 가능성이 높다.

종합하면, 1) 미국 중심의 제한적 경쟁구도, 2) 미국 SSC의 연간 2척 수준에 머무르는 생산 캐파 병목, 3) 솔개급의 유의미한 가격 경쟁력, 4) 국내 Batch-II 사업의 안정적 내수 기반까지 더해지며, HJ중공업 고속상륙정은 단순 대안 공급원을 넘어 비용 효율적 표준 플랫폼으로 자리매김할 가능성이 높다. 글로벌 상륙전력 현대화 수요가 점진적으로 확대되는 국면에서, 동사는 가격, 납기, 양산 유연성 측면에서 모두 경쟁우위를 확보하고 있어 중장기 수출 파이프라인의 가시성은 점진적으로 제고될 전망이다.

그림 86. 25년 8월, 고속상륙정 Batch-II 사업추진안 의결, 27~36년 10년에 걸쳐 약 1조원 구매 계획

- 고속상륙정(LSF-II) Batch-II 사업은 적 해안에서 멀리 떨어진 바다(초수평선)에서 고속상륙돌격이 가능한 고속상륙정을 확보하는 사업입니다. 이번 방주위에서는 고속상륙정 Batch-II를 국내개발로 확보하는 사업 추진기본전략(안)을 심의 의결하였습니다.
- 본 사업을 통해 상륙작전 시 필수 전투장비와 병력을 신속하게 해안으로 이송하고 경비작전하는 능력을 확보함으로써 상륙작전수행 능력과 적의 수도권 서측해역 침투 대응능력이 향상될 것으로 기대됩니다.
 - 사업기간 : '27 ~ '36년, 총사업비 : 약 9,998억 원

자료: 방위사업청, IBK투자증권

그림 87. 한국항공우주와 함께 고속상륙정 핵심 부품 국산화, 해외 진출을 하기 위한

HJ중공업·KAI, 고속상륙정 장비 '국산화' 나서는 이유는

해외 진출 노리고, 고속상륙정 기술 키워기로...KAI와 '맞손'

허인혜 기자 · 2025-05-12 07:15:06



이 기사는 2025년 05월 14일 10:45에 무료로 공개된 기사입니다.

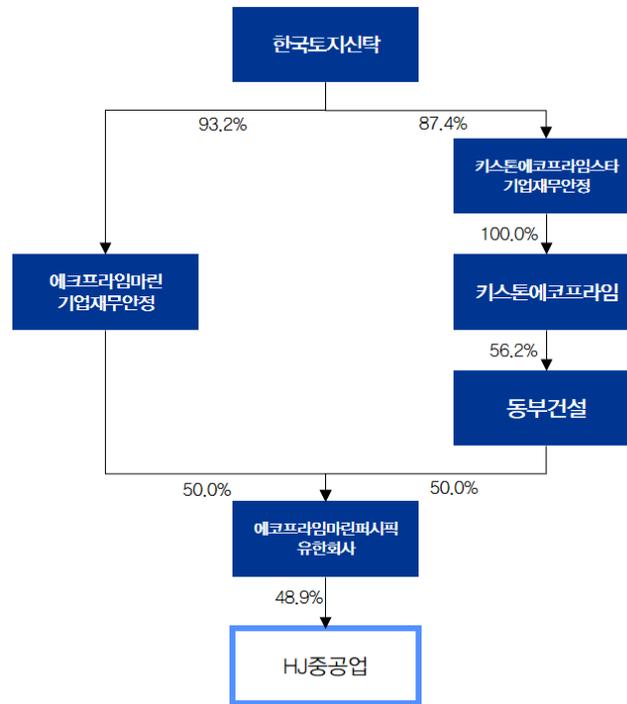
HJ중공업이 한국항공우주산업(KAI)과 함께 고속상륙정(Landing Ship Fast) 장비 국산화 개발에 나선다. 국내에서 유일하게 고속상륙정 건조 기술을 보유한 HJ중공업이 건조를 넘어 장비의 국산화에도 도전하는 셈이다.

현재 전량 해외에서 도입 중인 장비를 국산화하면서 운용 효율성과 조달 편의성이 높아질 것으로 기대된다. 또 HJ중공업이 특수선 분야에서 다시 한 번 본격적인 해외 진출을 노리고 있는 만큼 국산화율과 기술력이 관건이 될 것으로 전망된다. 특히 미국과 중동 특수선 시장을 핵심 타겟으로 삼고 있다.

HJ중공업은 이달 KAI와 고속상륙정(LSF-II) Batch-II 시뮬레이터와 통합기관제어장치(ICAMS) 국산화 개발을 위한 양해각서(MOU)를 체결했다고 밝혔다. 양사는 각 사의 기술 역량을 바탕으로 장비 내재화에 나서는 한편 공동 마케팅을 포함한 수출 확대 전략도 함께 추진할 예정이다.

자료: 더벨, IBK투자증권

그림 88. HJ중공업 지배구조도



자료: HJ중공업, IBK투자증권

HJ중공업 (097230)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,162	1,886	2,000	2,448	2,637
증가율(%)	20.9	-12.8	6.0	22.4	7.8
매출원가	2,164	1,780	1,820	2,093	2,206
매출총이익	-2	106	180	355	431
매출총이익률 (%)	-0.1	5.6	9.0	14.5	16.3
판매비	107	99	113	138	149
판매비율(%)	4.9	5.2	5.7	5.6	5.7
영업이익	-109	7	67	217	282
증가율(%)	-1,742.1	-106.7	826.1	222.7	30.1
영업이익률(%)	-5.0	0.4	3.4	8.9	10.7
순금융손익	-32	-27	-33	-67	-66
이자손익	-32	-33	-29	-20	-16
기타	0	6	-4	-47	-50
기타영업외손익	39	32	-15	44	47
중속/관계기업손익	-1	-9	8	0	0
세전이익	-103	3	27	194	264
법인세	11	-2	-25	39	53
법인세율	-10.7	-66.7	-92.6	20.1	20.1
계속사업이익	-114	5	51	155	211
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-114	5	51	155	211
증가율(%)	127.9	-104.6	880.5	202.9	35.9
당기순이익률 (%)	-5.3	0.3	2.6	6.3	8.0
지배주주당기순이익	-114	5	51	155	211
기타포괄이익	70	-3	1	0	0
총포괄이익	-45	2	52	155	211
EBITDA	-85	36	136	281	342
증가율(%)	-415.3	-142.2	280.4	106.5	21.8
EBITDA마진율(%)	-3.9	1.9	6.8	11.5	13.0

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-1,369	64	602	1,718	2,335
BPS	4,092	4,124	4,771	6,489	8,824
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-3.3	92.4	35.0	13.6	10.0
PBR	1.1	1.4	4.4	3.6	2.6
EV/EBITDA	-8.6	21.8	13.1	6.2	4.2
성장성지표(%)					
매출증가율	20.9	-12.8	6.0	22.4	7.8
EPS증가율	127.3	-104.7	838.5	185.3	35.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-31.4	1.6	13.2	30.5	30.5
ROA	-4.2	0.2	1.9	4.8	6.0
ROIC	-60.1	1.5	15.6	98.4	308.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	747.9	541.9	611.9	470.7	364.8
순차입금 비율(%)	105.9	83.1	-26.7	-61.6	-83.4
이자보상배율(배)	-2.7	0.2	1.9	6.1	7.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.1	17.8	20.1	19.8	20.2
재고자산회전율	12.9	15.7	14.5	14.0	14.3
총자산회전율	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,727	1,073	1,961	2,290	2,695
현금및현금성자산	350	207	625	887	1,211
유가증권	13	24	45	47	50
매출채권	134	78	121	127	134
재고자산	135	105	171	180	190
비유동자산	1,163	1,131	1,106	1,054	1,009
유형자산	746	740	693	629	569
무형자산	5	5	5	5	5
투자자산	266	253	290	297	305
자산총계	2,891	2,204	3,067	3,344	3,704
유동부채	2,126	1,555	2,191	2,297	2,427
매입채무및기타채무	274	237	380	399	422
단기차입금	0	382	384	403	427
유동성장기부채	626	48	43	43	43
비유동부채	424	306	445	460	480
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	26	25	69	69	69
부채총계	2,550	1,861	2,636	2,758	2,907
지배주주지분	341	343	431	586	797
자본금	416	416	451	451	451
자본잉여금	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	397	330	331	331	331
이익잉여금	-1,533	-1,463	-1,412	-1,257	-1,046
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	341	343	431	586	797
비이자부채	1826	1345	2082	2185	2310
총차입금	724	516	554	573	597
순차입금	361	285	-115	-361	-665

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	155	-86	260	187	238
당기순이익	-114	5	51	155	211
비현금성 비용 및 수익	70	-3	96	40	28
유형자산감가상각비	24	28	69	64	60
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	231	-60	142	12	14
매출채권등의 감소	-2	60	-43	-6	-7
재고자산의 감소	65	30	-64	-8	-10
매입채무등의 증가	45	-33	137	19	23
기타 영업현금흐름	-32	-28	-29	-20	-15
투자활동 현금흐름	87	188	-328	-63	-77
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-5	-8	0	0
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	-1	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	34	2	18	-7	-8
기타	62	191	-337	-56	-69
재무활동 현금흐름	9	-245	483	139	164
차입금의 증가(감소)	25	0	43	0	0
자본의 증가	0	0	35	0	0
기타	-16	-245	405	139	164
기타 및 조정	-3	0	2	0	-1
현금의 증가	248	-143	417	263	324
기초현금	102	350	207	625	887
기말현금	350	207	625	887	1,211

매수 (유지)

목표주가 (상향) 136,000원
현재가 (3/3) 96,000원

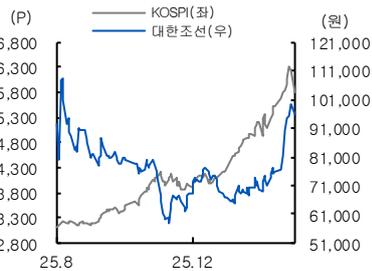
KOSPI (3/3)	5,791.91pt
시가총액	3,699십억원
발행주식수	38,526천주
액면가	5,000원
52주 최고가	108,700원
최저가	57,700원
60일 일평균거래대금	26십억원
외국인 지분율	3.9%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성	
케이에이치아이 외 15인	47.70%
안다에이치자산운용	24.89%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	21%	-36%	0%
절대기준	33%	17%	0%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	136,000	100,000	▲
EPS(25)	6,370	6,621	▼
EPS(26)	8,416	7,785	▲

대한조선 상대주가 (%)



대한조선 (439260)

강력한 신조선가 상승 시그널, 가파르게 쌓이는 현금

4Q25 서프라이즈 시현, 2026년에도 수익성 개선 지속

4Q25 연결 영업실적은 매출액 3,504억원(QoQ +27.9%), 영업이익 953억원(QoQ +43.2%, OPM +27.2%)을 기록하며 3Q25 영업이익 666억원 대비 대폭의 실적 개선을 기록했다. 우호적인 환율 효과와 셔틀탱커 매출 인식이 본격화되며 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 진행되었다. 2026년에는 1) 수에즈막스 탱커 매출인식 선가가 88.2백만달러까지 지속적으로 상승하고, 2) 고수익성의 셔틀탱커 비중이 확대되며 수익성 개선이 지속될 전망이다. 2027년에는 수에즈막스 탱커 대비 선가가 35% 더 비싼 컨테이너선의 스틸커팅이 시작되며 매출 성장과 수익성 개선이 지속될 것으로 추정한다.

순현금만 5,200억원, 3월이 기대된다

동사의 수익성 개선 → 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다. 대한조선은 4Q25 기준 영업이익률 27.2%, 당기순이익률 19.7%의 높은 수익성을 기록 중이다. 다만 대형 조선사와 다르게 미국 진출 계획이나 야드 확장 계획이 없어 대규모 CAPEX 투자 가능성은 낮은 상태이다. 2025년 IPO 이후 공모 자금으로 차입금도 전부 상환하여, 향후 현금이 가파른 속도로 쌓일 전망이다.

목표주가 136,000원으로 상향 조정

동사의 2026년 추정 EPS 8,547원과 2027년 추정 EPS 9,764원에 각각 가중치 50%를 적용, Target P/E 15배를 적용하여 목표주가를 136,000원으로 상향 조정한다. 동사는 이미 2028년 슬롯을 완판하고, 2029년 슬롯도 36%를 채운 상태이기 때문에 26~27년 기준 EPS에 밸류에이션을 적용하는 것은 부담스럽지 않은 수준이라 판단한다. 폭발적인 탱커 업황 → 신조선가 상승 → 수익성 개선 → 주주환원 여력 확대 사이클에 투자하기를 권고한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,228	1,324	1,419
영업이익	36	158	294	362	411
세전이익	29	156	312	405	469
지배주주순이익	38	173	245	324	376
EPS(원)	3,640	12,457	6,370	8,416	9,747
증가율(%)	-233.2	242.2	-48.9	32.1	15.8
영업이익률(%)	4.4	14.7	23.9	27.3	29.0
순이익률(%)	4.7	16.1	20.0	24.5	26.5
ROE(%)	25.0	55.3	31.7	25.8	23.4
PER	0.0	0.0	10.5	11.4	9.8
PBR	0.0	0.0	2.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	7.3	7.9	6.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

실적: 2026년, 9,000만 달러에 수주한 탱커 매출 인식 반영

4Q25에 우호적인 환율 효과와 고수익성의 셔틀 탱커 매출 인식 본격화되며 서프라이즈 시현

4Q25 연결 영업실적은 매출액 3,504억원(QoQ +27.9%), 영업이익 953억원(QoQ +43.2%, OPM +27.2%)을 기록하며 3Q25 영업이익 666억원 대비 대폭의 실적 개선을 기록했다. 우호적인 환율 효과와 셔틀탱커 매출 인식이 본격화되며 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 진행되었다.

2026년 매출인식 선가 88.2백만달러까지 상승, 수익성 개선 지속 전망

2026년에는 1) 수에즈막스 탱커 매출인식 선가가 88.2백만달러까지 지속적으로 상승하고, 2) 고수익성의 셔틀탱커 비중이 확대되며 수익성 개선이 지속될 전망이다. 2027년에는 수에즈막스 탱커 대비 선가가 35% 더 비싼 컨테이너선의 스틸커팅이 시작되며 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 전망이다. 다만 1Q26에는 중대재해가 발생, 약 2주간의 조업 중단 영향으로 인해 매출과 수익성이 모두 전분기 대비 역성장 할 것으로 추정한다. 당사는 1Q26에 중대재해 영향으로 약 220억 원의 매출이 이연될 것으로 추정한다.

다만 중대재해의 영향으로 1Q26에는 매출, 수익성 역성장 추정

표 15. 대한조선 4Q25 Review: 우호적인 환율과 고수익성의 셔틀탱커 매출 인식으로 OPM 27.2% 달성

단위:	회사 잠정 2025.12(P)	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전 분기	
		2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	350	326	7.5%	332	5.7%	332	5.5%	274	27.9%
영업이익	95	83	14.8%	80	18.5%	70	36.1%	67	43.2%
지배주주순이익	75	85	-11.3%	69	9.2%	98	-23.1%	66	14.5%
OPM	27.2%	25.5%	1.7%p	24.2%	3.0%p	n/a	n/a	24.3%	2.9%p
NPM	21.5%	26.1%	-4.6%p	20.8%	0.7%p	n/a	n/a	24.0%	-2.5%p

자료: IBK투자증권

표 16. 대한조선 실적 전망: 2026년은 고단가 셔틀탱커가 본격적으로 매출에 반영되며 수익성 개선 지속, 그러나 인도 척 수가 감소하며 매출 성장 기울기는 소폭 둔화 추정. 2027년에도 고단가 컨테이너 매출 인식으로 매출 성장, 수익성 개선 지속 전망. 다만 1Q26에는 중대재해가 발생, 약 2주간의 조업 중단 영향으로 인해 매출과 수익성이 모두 전분기 대비 역성장 할 것으로 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	308	296	274	350	328	334	309	353	1,075	1,228	1,324	1,419
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	6.5%	12.9%	12.8%	0.8%	31.7%	14.2%	7.8%	7.2%
QoQ	n/a	-3.8%	-7.5%	27.9%	-6.5%	2.0%	-7.5%	14.3%				
영업이익	70	62	66	95	85	91	86	100	158	294	362	411
OPM	22.7%	21.1%	24.3%	27.2%	26.1%	27.3%	27.7%	28.2%	14.7%	23.9%	27.3%	29.0%
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	22.6%	46.1%	28.6%	4.5%	339.9%	86.1%	23.1%	13.6%
QoQ	n/a	-10.4%	6.4%	43.2%	-10.3%	6.7%	-6.2%	16.3%				
세전이익	73	53	81	106	90	97	91	127	156	312	405	469
당기순이익	61	44	66	75	72	77	73	102	173	245	324	376

자료: IBK투자증권

밸류에이션: 2027년 기준 PER 9.8배에 불과

2026~2027년 EPS의 평균 9,082원에 Target P/E 15배 적용

동사와 유사한 일본의 나무라 조선소도 FY1~FY2 P/E 19~21배 수준. 15배 멀티플은 합리적이라 판단

동사의 2026년 추정 EPS 8,416원과 2027년 추정 EPS 9,747원에 각각 가중치 50%를 적용, Target P/E 15배를 적용하여 목표주가를 136,000원으로 상향 조정한다. 동사는 이미 2028년 슬롯을 완판하고, 2029년 슬롯도 36%를 채운 상태이기 때문에 26~27년 기준 EPS에 밸류에이션을 적용하는 것은 부담스럽지 않은 수준이라 판단한다.

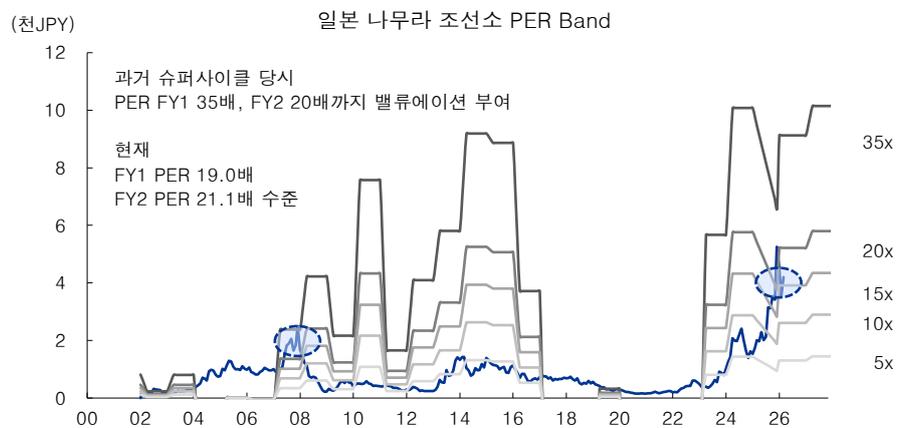
현재 미국 진출 계획이 없고, 단일 선종을 건조하여 동사와 가장 유사한 일본의 나무라 조선소도 FY1~FY2년 PER 기준 19~21배의 PER 멀티플을 받고 있다. 15배의 멀티플을 적용하는 것 또한 부담스럽지 않은 수준이라 판단하며, 폭발적인 탱커 업황 → 신조선가 상승 → 수익성 개선 → 주주환원 여력 확대 사이클에 투자하기를 권고한다.

표 17. 대한조선 Valuation Table: 2026~2027년 EPS의 평균에 Target P/E 15배 적용. 향후 투자 및 주주환원정책 가시화 후 멀티플 상향 조정 예정 (단위: 원, %, 배)

PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	5	5	31	39	39	39
EPS	-2,732	3,640	12,457	6,370	8,416	9,747
현재 PER				15.1	11.4	9.8
Target PER				15.0	15.0	15.0
적정주가				95,556	126,243	146,205
Weight					50%	50%
						136,224
목표주가					136,000	
증가(3월 3일)					96,000	
상승여력					41.7%	

자료: IBK투자증권

그림 89. 동종사 일본 나무라 조선소 PER Band: 동사와 사업 현황, 매출 및 수익성 규모가 가장 유사한 조선소도 FY1~FY2 PER 19~21배 받고 있음



자료: Bloomberg, IBK투자증권

투자포인트: 신조선가 상승→수익성 개선→주주환원 여력 확대 사이클

1. 폭발적인 탱커 업황, 대한조선만이 누릴 수 있는 탱커 초호황기

탱커 중고선가의 신조선가 역전 현상

최근 원유 탱커 시장에서는 중고선가가 신조선가를 상회하는 가격 역전 현상이 나타나고 있다. 해당 현상은 VLCC, 수에즈막스, 아프리카막스 전 선종에서 동시다발적으로 관측되고 있으며, 2007년 탱커 슈퍼사이클 이후 처음이라는 점에서 의미가 크다.

높은 운임에 따른 해운사들의 단기 수익 극대화 요인으로 중고선이 프리미엄에 거래되는 중

중고선가의 가격 역전 현상은 해운사들이 즉시 투입 가능한 가용 선복의 부족을 체감하고 있으며, 선박 확보를 위해 프리미엄을 지불할 만큼 탱커의 공급이 부족하다는 방증이다. 해운사들이 중고선에 대한 프리미엄을 지불하고서라도 선박 확보 경쟁을 벌이고 있는 이유는 높은 운임에 따른 단기 수익 극대화 유인이 크기 때문이다.

높은 운임 지속되며 향후 신조선가도 상승할 것으로 판단

당사는 운임 강세가 단기 사이클이 아닌 구조적 요인에 기반해 지속될 가능성이 높다고 판단하며, 중고선가의 가격 역전 현상을 강력한 신조선가 상승 시그널이라 판단한다.

그림 90. 원유 탱커 선종별 신조선가, 5년 중고선가 추이: 대형, 중형, 중소형 모두 중고선가가 신조선가를 넘어섬. 2007년 슈퍼사이클 이후 처음



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 91. 원유 탱커 선종별 운임 추이: 대형, 중형, 중소형 모두 높은 운임 유지 중



자료: Clarksons, IBK투자증권

탱커의 수요, 공급 측면 모두 우호적인 환경 지속, 구조적인 탱커 운임 및 신조선가 강세 지속 전망

높은 탱커 운임은 구조적으로 지속될 가능성이 높다고 판단하며, 이에 따라 탱커 신조선가에도 상방 압력이 이어질 전망이다. 운임 강세의 배경은 1) OPEC의 점진적 증산 기조로 인한 선박 수요 증가와, 2) 그림자 선대(제재 회피 선대) 대상 제재 강화로 인한 실질 가용 선박 축소가 동시에 작용하기 때문이다. 즉, 수요 측면에서는 물동량이 늘고 공급 측면에서는 유효 선박이 줄어드는 구조가 고착화되면서, 운임 및 신조선가 강세가 단순 사이클이 아닌 구조적 흐름으로 전개될 가능성이 높다고 판단한다.

수요: OPEC의 증산 기조 재전환으로 인한 원유 물동량 및 탱커 수요 증가 전망

탱커 수요 측면에서는 OPEC의 점진적 증산 재개 기조로 인한 원유 물동량 및 탱커 수요 증가를 예상한다. 코로나 이후 수요 둔화에 대응해 감산을 이어오던 OPEC+는 2025년 들어 점진적으로 감산분을 되돌리며 2025년 4~12월 사이 약 290만 bpd를 순증산 했으나, 유가 하락 및 2026년 공급 과잉 우려가 부각되자 2026년 1분기에는 증산을 일시 중단했었다. 다만 2/25일 OPEC은 여름철 수요 및 지정학 변수 등을 감안해 2026년 4월부터 월 13.7만bpd 수준의 증산 재개를 검토하는 것으로 알려져, 정책 기조가 '동결 → 점진적 재개'로 재전환될 가능성이 높다고 판단한다.

공급: 글로벌 탱커 선박량의 20%가 그림자 선대 제재 대상, 탱커 공급 부족 현상 초래

한편, 탱커 공급 측면에서는 그림자 선대(이란산, 베네수엘라산, 러시아산 원유를 운송하는 탱커)에 대한 제재 강화로 인해 구조적으로 공급 부족 현상이 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 최근 원유 탱커 시장은 그림자 선대 제재 강화가 탱커 수급 구조 자체를 바꾸는 국면으로 진입했다. 글로벌 탱커 선박량의 약 20%가 제재 리스트에 등재된 것으로 추정되며, 이는 2023년 이전 대비 급격히 증가한 수치이다.

2020년 원유 콘탱고 현상으로 인한 단기 탱커 수요 증가 현상과 달리 그림자 선대 제재로 인한 탱커 공급 부족은 장기간 지속될 것이라 전망

그림자 선대 제재는 원유 물량을 시장에서 제거하기보다는 거래 흐름을 우회시키는 방식으로 작동하고 있다. 제재 대상 물량은 더 길고 복잡한 항로로 재배치되면서 운송 거리(톤마일)를 늘리고, 그 결과 전년 대비 약 19% 더 많은 원유가 해상에 체류(원유 해상 재고)하는 형태로 나타나며 탱커 공급 부족 현상을 초래하고 있다. 이러한 현상은 2020년 원유의 콘탱고 현상으로 인한 단기 탱커 수요 급증 현상과 다른, 지정학적 리스크로 인한 구조적인 공급 부족 현상이며, 트럼프의 임기 동안 지속될 것이라 판단한다.

종합하자면, 탱커 시장은 수요와 공급 양 측면에서 우호적인 환경이 지속되고 있으며, 이에 따라 운임 강세가 이어질 가능성이 높다. 결과적으로 운임 레벨 상승이 선주들의 투자 여력을 확대시키며, 탱커 신조선가에도 상방 압력이 강화될 것으로 판단한다.

그림 92. OPEC 4월에 다시 증산 기조 돌입



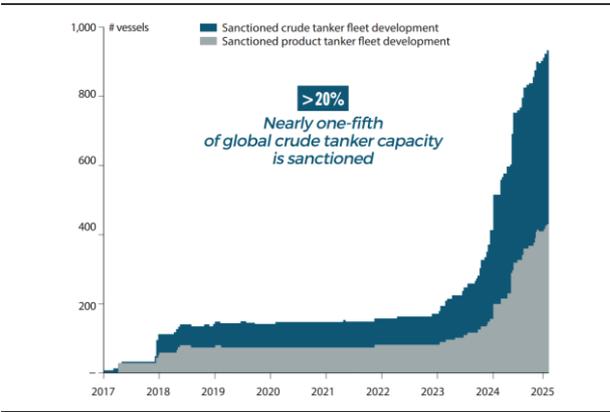
자료: 한국경제, IBK투자증권

그림 94. 2월 발표된 미국-인도의 무역 협정 중 인도는 제재 대상 원유를 미국산으로 대체하기로 합의, 톤마일 +1.7% 및 탱커 운임 +42,500달러/일 상승 효과 초래할 것으로 전망



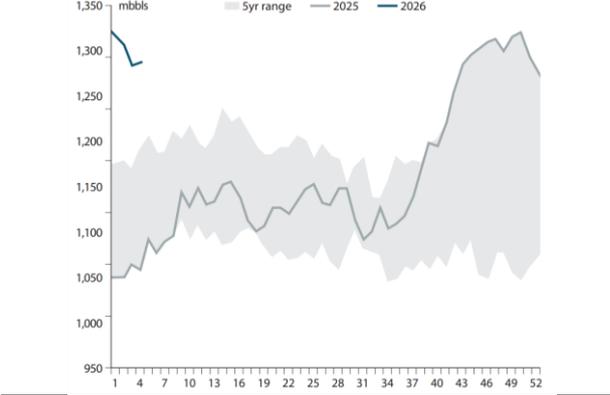
자료: Clarkson Securities AS, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

그림 93. 제재 대상 탱커 추이: 탱커 선복량의 20%가 제재 대상으로 등록



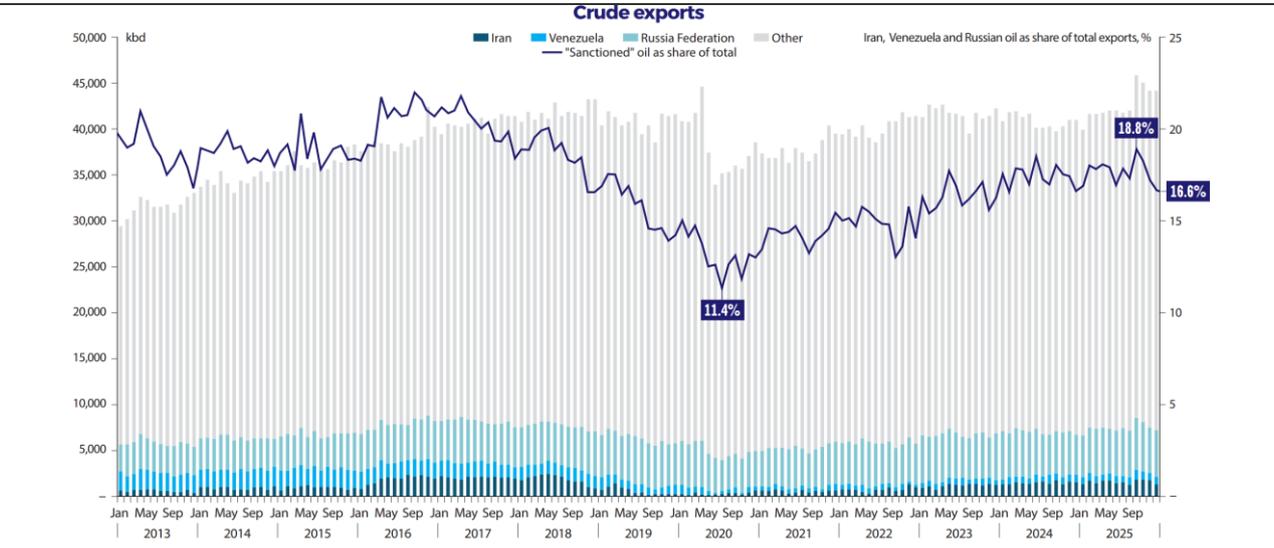
자료: Arctic Securities Research, Kpler, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

그림 95. 원유 해상 재고 추이: 높은 수준 유지되며 탱커 선복량 부족 초래 중



Note: 원유 해상 재고 = 해상 운송 중 + 해상 저장 중인 원유의 합계
 자료: Arctic Securities Research, Kpler, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

그림 96. 제재 대상 원유(이란산, 베네수엘라산, 러시아산) 수출 점유율 추이: 제재 대상 원유의 점유율 감소 중. 그림자 함대에 대한 의존도가 감소하며 탱커 운임 상방 압력이 유지될 가능성이 높다고 전망

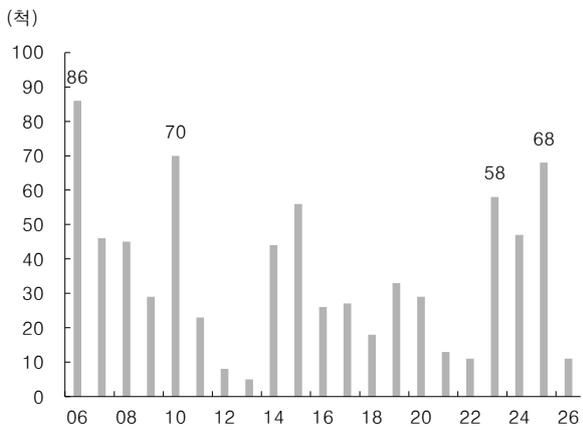


자료: Arctic Securities Research, Kpler, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

수에즈막스 탱커
잔고선대비율 21.9%까지
상승했으나, 2030년 기준
고령화 선박은 선대의
39%에 달함. 추가적인
발주 여력 충분함

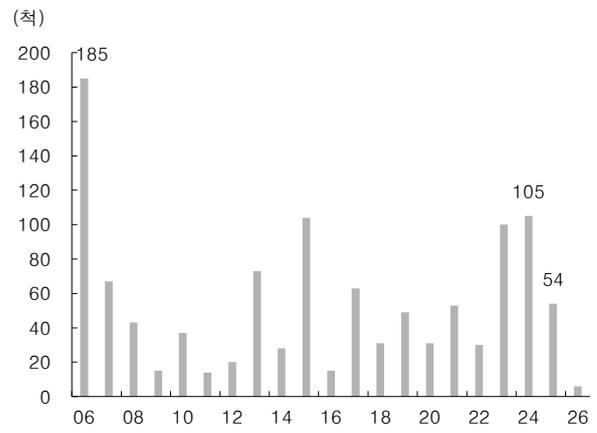
최근 중형(수에즈막스급) 탱커의 경우 잔고선대비율이 21.9%까지 상승했으나, 선령 구조를 감안하면 추가적인 발주 여력은 충분히 남아있다고 판단한다. 2030년 기준 수에즈막스 탱커의 선령 분포는 25년 이상 19%, 20년 이상 39%, 15년 이상 59%로 고령화가 뚜렷하다. 통상적으로 선박의 수명주기는 20~30년 수준으로 보며, 이는 친환경 규제와 무관하게 선박의 교체가 필요한 시기이다. 현재 171척의 수에즈막스 탱커가 잔고에 있는데, 2030년 기준 선령 20년 이상의 선박이 교체가 필요하다고 가정한다면, 추가적으로 134척의 발주가 더 필요함을 유추해 볼 수 있다. 또한 수에즈막스 탱커에서 한국의 수주 M/S가 40% 이상으로 높은 점을 감안하면, 대한조선의 수주 풀은 여전히 견조하다고 판단한다.

그림 97. 수에즈막스 탱커 발주 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

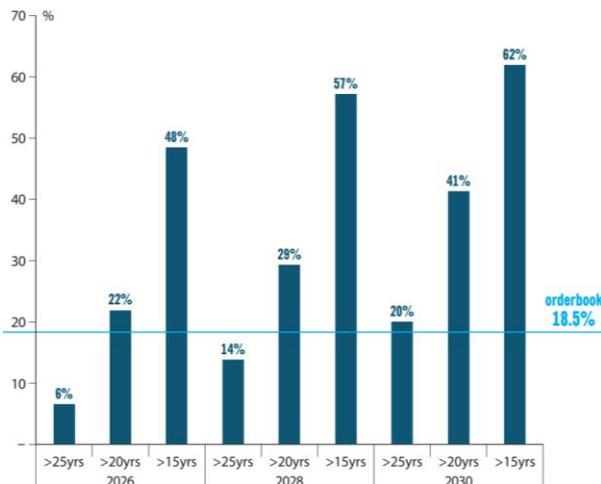
그림 98. 아프리카막스, LR2 탱커 발주 추이



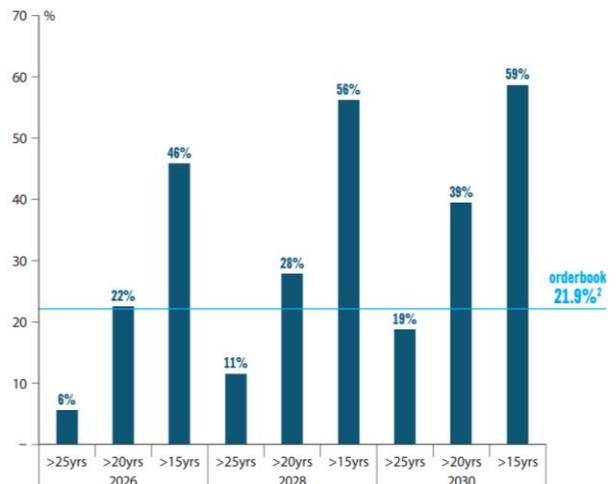
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 99. VLCC, 수에즈막스 탱커 잔고선대 비율 및 선령 분포 추이: 수에즈막스 탱커의 잔고선대비율이 21.9% 수준까지 상승했으나, 2030년 기준 선령 20년 이상 선박은 전체 선대의 39% 수준. 여전히 발주 여력 충분히 남아있음

VLCC fleet age composition¹



Suezmax fleet age composition¹



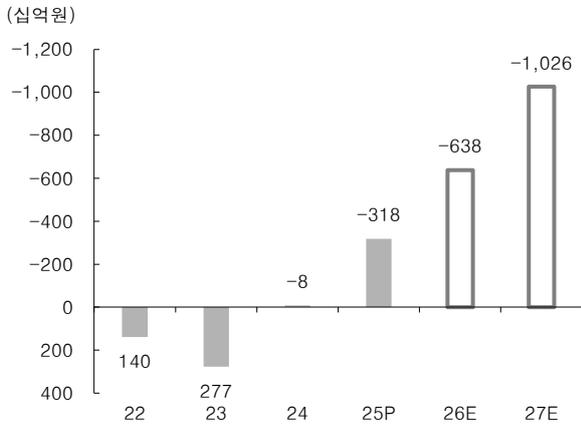
자료: Clarksons, Okeanis Eco Tankers, IBK투자증권

2. 가파른 속도로 쌓이는 현금, 주주환원 여력 확대 사이클에 주목

높은 수익성, 낮은 현금
지출로 인한 주주환원
여력 확대 사이클에
주목할 필요가 있다고
판단

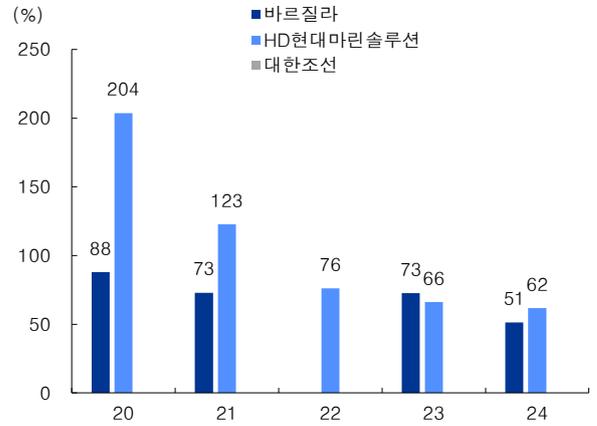
앞서 서술한 바와 같이 탱커 운임과 신조선가는 구조적으로 상방 압력이 존재하는 상황이다. 이에 따라 대한조선의 수익성 개선 → 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 대한조선은 4Q25 기준 영업이익률 27.2%, 당기순이익률 19.7%의 높은 수익성을 기록 중이다. 다만 대형 조선사와 다르게 미국 진출 계획이나 야드 확장 계획이 없어 대규모 CAPEX 투자 가능성은 낮은 상태이다. 2025년 IPO 이후 공모 자금으로 차입금도 전부 상환하여, 향후 현금이 가파른 속도로 쌓일 전망이다. 탱커 초호황기, 동사의 주주환원 여력 확대 사이클에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

그림 100. 대한조선 과거 순차입금 및 전망치 추이



자료: 대한조선, IBK투자증권

그림 101. 바르질라, HD현대마린솔루션, 대한조선 배당 성향 추이



자료: 대한조선, IBK투자증권

표 18. 대한조선 공모자금 사용계획: 대규모 CAPEX 투자는 없을 것으로 추정

(단위: 백만원)

구분	세부내용	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년	합계
시설자금	운영(공기구)	1,300	3,000	3,000	-	-	-	7,300
	작업 공간 효율화	2,600	-	-	-	-	-	2,600
	노후 설비 교체	5,000	3,000	2,100	-	-	-	10,100
	시설 보수공사	800	1,700	2,500	-	-	-	5,000
	R&D센터 건립	7,900	7,600	-	-	-	-	15,500
	소계	17,600	15,300	7,600	-	-	-	40,500
운영자금	강재	17,218	19,600	19,600	19,460	-	-	75,878
	기자재	2,100	8,600	8,600	8,200	-	-	27,500
	의장재	600	2,300	2,300	2,300	-	-	7,500
	소계	19,918	30,500	30,500	29,960	-	-	110,878
채무상환 자금	회사채 상환	41,000	-	-	-	-	-	41,000
	대출 상환	60,500	-	-	-	-	-	60,500
	수입신용장 상환	63,000	-	-	-	-	-	63,000
	소계	164,500	-	-	-	-	-	164,500
R&D 등	디지털 전환	1,000	5,800	6,300	3,800	900	200	18,000
	스마트 생산관리	1,000	3,400	3,600	2,100	800	200	11,100
	스마트 야드	1,900	11,600	13,900	7,200	2,500	700	37,800
	친환경 기술개발	1,200	3,400	3,300	2,500	1,800	900	13,100
	소계	5,100	24,200	27,100	15,600	6,000	2,000	80,000
총계	207,118	55,100	50,300	30,600	56,000	2,000	395,878	

자료: 대한조선, IBK투자증권

대한조선 (439260)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	816	1,075	1,228	1,324	1,419
증가율(%)	17.7	31.7	14.2	7.8	7.2
매출원가	762	895	908	936	980
매출총이익	55	180	320	388	440
매출총이익률 (%)	6.7	16.7	26.1	29.3	31.0
판매비	19	22	26	26	28
판매비율(%)	2.3	2.0	2.1	2.0	2.0
영업이익	36	158	294	362	411
증가율(%)	1,002.3	340.3	86.1	23.1	13.6
영업이익률(%)	4.4	14.7	23.9	27.3	29.0
순금융손익	-36	-163	32	23	33
이자손익	-13	-16	-1	12	18
기타	-23	-147	33	11	15
기타영업외손익	28	162	-14	20	25
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	29	156	312	405	469
법인세	-10	-16	67	81	94
법인세율	-34.5	-10.3	21.5	20.0	20.0
계속사업이익	38	173	245	324	376
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	173	245	324	376
증가율(%)	-466.8	350.6	42.2	32.1	15.8
당기순이익률 (%)	4.7	16.1	20.0	24.5	26.5
지배주주당기순이익	38	173	245	324	376
기타포괄이익	-2	-3	0	0	0
총포괄이익	36	170	245	324	376
EBITDA	47	170	309	388	443
증가율(%)	255.6	262.7	81.4	25.7	14.2
EBITDA마진율(%)	5.8	15.8	25.2	29.3	31.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,640	12,457	6,370	8,416	9,747
BPS	16,290	14,854	28,390	36,806	46,553
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	10.5	11.4	9.8
PBR	0.0	0.0	2.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	7.3	7.9	6.0
성장성지표(%)					
매출증가율	17.7	31.7	14.2	7.8	7.2
EPS증가율	-233.2	242.2	-48.9	32.1	15.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	25.0	55.3	31.7	25.8	23.4
ROA	4.6	16.0	16.7	18.5	17.7
ROIC	10.5	40.1	52.6	62.5	72.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	374.0	197.6	45.3	35.2	29.6
순차입금 비율(%)	162.0	-1.8	-29.1	-45.0	-57.2
이자보상배율(배)	2.4	7.4	33.1	673.9	70,080.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	36.4	101.6	22.1	13.5	13.0
재고자산회전율	23.6	29.7	31.8	30.0	31.0
총자산회전율	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	427	902	1,190	1,529	1,958
현금및현금성자산	68	314	318	638	1,026
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	0	21	90	106	113
재고자산	39	33	44	44	47
비유동자산	386	448	399	388	368
유형자산	361	353	368	356	334
무형자산	2	1	1	1	1
투자자산	2	49	20	20	21
자산총계	813	1,349	1,589	1,917	2,325
유동부채	468	832	451	454	484
매입채무및기타채무	59	96	75	76	81
단기차입금	190	286	0	0	0
유동성장기부채	2	20	0	0	0
비유동부채	173	64	44	45	48
사채	153	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	641	896	495	499	532
지배주주지분	171	453	1,094	1,418	1,794
자본금	53	153	193	193	193
자본잉여금	36	48	403	403	403
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	44	41	41	41	41
이익잉여금	39	212	457	782	1,157
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	453	1,094	1,418	1,794
비이자부채	296	590	495	499	532
총차입금	345	306	0	0	0
순차입금	277	-8	-318	-638	-1,026

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-110	158	246	316	379
당기순이익	38	173	245	324	376
비현금성 비용 및 수익	-2	6	29	-5	-11
유형자산감가상각비	11	12	15	26	32
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-140	-11	-17	-15	-4
매출채권등의 감소	44	-21	-70	-16	-7
재고자산의 감소	-9	6	-11	0	-3
매입채무등의 증가	-9	36	-21	1	5
기타 영업현금흐름	-6	-10	-11	12	18
투자활동 현금흐름	25	-5	-405	-19	-43
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-6	-27	-15	-10
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	1	-3	0	-1
기타	43	0	-375	-4	-32
재무활동 현금흐름	127	78	168	23	51
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	400	0	0
기타	127	78	-232	23	51
기타 및 조정	-2	15	-5	0	1
현금의 증가	40	246	4	320	388
기초현금	28	68	314	318	638
기말현금	68	314	318	638	1,026

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부		1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가								
해당 사항 없음											

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

종목명	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
<p>HJ중공업</p>	2026.03.04	매수	42,000		
<p>대한조선</p>	2025.11.03 2026.03.04	매수 매수	100,000 136,000	-28.38	-0.50



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200