

DAOL 다올투자증권

18 Nov. 2024

조선 2025 전망

놀라운 것을 보게 될 것이다

최광식 조선·기계·방산 gs.choie@daolfn.com



CONTENTS

03	Executive Summary
11	I. 신조선가: 상승은 필연
17	II-1. 중국 캐파 증설과 한국 M/S 하락: 그러나 상선을 대체하는 가스선
21	II-2. 중국 캐파 증설과 한국 M/S 하락: 그러나 우리도 캐파를 늘린다
29	III. 신조선시장: 2025년에도 한국 수주 증가. 호황
45	IV. 실적: 깜짝 놀라게 할 "대박 고가물량" 건조
51	V. 변화: 디펜스, LNGBV, LCO2
57	VI. 종목별 투자의견
	1. HD현대미포 (010620) 반복건조, M/S 수성, 캐파 증설, LNGBV와 LCO2 확대
	2. HD현대중공업 (329180) 엔진, 디펜스, 가스선
	3. HD한국조선해양(009540) 주주환원을 시작하고, 매년 크게 늘
	4. 삼성중공업 (010140) 트럼프 수혜에 디펜스 없어도 FLNG가 있음에
	5. 한화오션 (042660) 초격차 Valuation이 계속 되려면

Executive Summary

Executive Summary(1/3)

최근 두 가지 우려: 신조선가치수 소수점 하락과 중국 캐파 증설로 한국 M/S 하락

- **#1 신조선가치수 하락:** 2024년 3월부터 LNG선 신조선가가 265백만달러 고점에서 하락을 시작했고, 10월부터 신조선가치수도 소수점 하락으로 반전. 벌크의 하락도 있었지만, 이는 주로 LNG선 신조선가 하락 때문. 실제로 한국 조선사들은 2027년 인도물 LNG선 55척을 보유 중인데, 아직 10척 정도를 더 수용 가능. 그러나 2027년말 인도물은 LNG선으로서는 단납기여서 급함. 2027년 인도물 LNG선 슬롯이 인기가 없는 것은 2028년의 LNG 터미널 완공이 33MTPA로 앞선 2년의 46~62MTPA보다 작기 때문
- 이에 조선사들의 선택은 워낙 고마진의 LNG선 슬롯을 가격을 조금 낮춰서라도 판매하는 것. 또한 실제로 가장 마지막 255백만달러 LNG선과 올해 2월의 270백만달러와 원화 신조선가는 3,589억원 vs. 3,568억원으로 0.59% 밖에 차이 나지 않음
- **#2 중국 캐파 증설과 M/S 상승:** 중국의 엘리트 민영 조선사 양지장과 뉴타임즈 조선이 도크를 1개씩 증설해서 2027년부터 가동할 예정. 이에 올해 컨테이너선 신조선장에서 한국의 M/S는 기존 33~50%에서 10%도 안 되는 수준으로 폭락. 그러나 한국 조선업에는 가스선이 있었음

중국의 침략#1 그러나: 한국은 더 마진 좋고/성장하는 가스선으로 슬롯을 채움

- 컨테이너를 뺀 것은 1) 우리 슬롯도 3년 이상으로 꽉 차있어서 단납기 대응이 불가능했기 때문이며, 2) 가스선 수요가 워낙 강해서 중국에 맞춘 신조선가 오퍼를 하지 않아도 되었기 때문. 컨테이너의 빈자리를 2022년의 LNG선 슈퍼사이클, 2023년에 시작된 신선종 VLAC 등으로 메움
- 향후 한국 대형조선사들의 미래 건조 일감은 기존의 컨테이너선, VLCC와 같은 전통 상선에서 가스선으로 변화. 가스선은 1) 건조 난이도가 높아 한국 M/S가 70% 안팎의 과점적인 선종이며, 2) 이는 곧 고부가가치, 높은 마진을 상징, 3) 이번 사이클에서 VLAC 덕분에 가스선 신조선가 상승폭이 높은 편
- 과거 한국대형조선사들은 150척 이상의 일반 상선에 LNG선 20여 척, 가스선 10~20척을 건조했지만 → 향후 일반 상선 50여 척에, LNG선 65척, 가스선 50척으로 MIX가 변경. HD한국조선해양은 LNG선뿐 아니라 가스선도 시장을 과점(MS 50%) 중이며, VLAC의 마진은 환상적이라는 안내
- 교체 사이클이 한창 진행된 컨테이너선, 선주들의 가격 저항이 심한 탱커보다, 한국 조선업은 수소 생태계가 맞춰 시장이 성장 중인 VLAC 등 가스선, 트럼프의 당선으로 2030년대까지도 계속 좋을 LNG선을 건조하면서 잘만 지낼 것으로 전망

대표 차트1

2027년 납기 LNG선을 250백만달러 후반대로 받음

공시일자	조선사	발주처	척수	계약 신조선가 (백만달러)	계약금액 (백만달러)	인도	원화 신조선가 (십억원)
23.08.03	HHI	아프리카(Evalend)	2	265.1	530	27.11	339.5
23.10.10	SHI	아시아(MOL)	1	260.0	260	27.09	350.8
23.11.14	HHI	아프리카(Evalend)	2	265.1	530	28.02	349.1
24.01.10	HSHI	중동(Nakilat)	2	260.0	520	27.09	341.9
24.02.26	HSHI	오세아니아(Capital Group)	4	270.0	1,080	28.01	358.9
24.05.03	HHI	아프리카(Evalend)	2	266.1	532	28.05	366.7
24.07.01	SHI	중동(Adnoc)	4	258.8	1,035	28.10	359.5
24.10.02	SHI	아시아(MISC)	2	257.0	514	27.04	339.2
24.10.31	SHI	아시아(K-line)	1	259.0	259	27.06	358.2
24.11.11	DSME	오세아니아	2	255.0	510	27.12	356.8

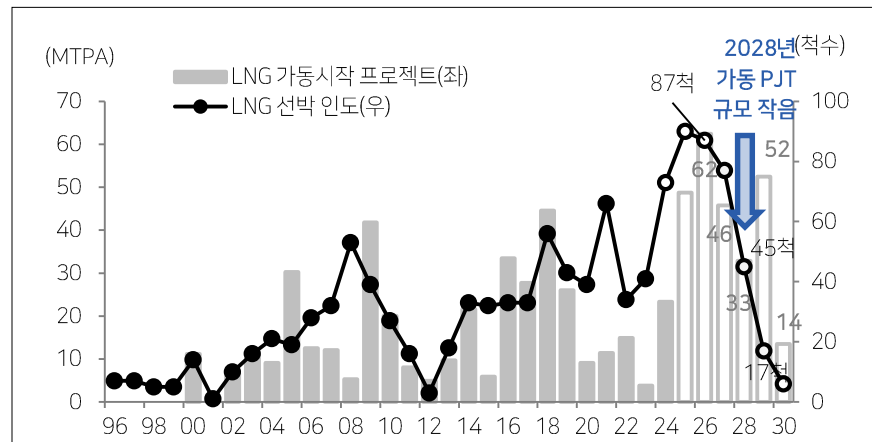
Source: Clarksons, 다올투자증권

과거 100척 이상의 컨테이너 탱커 대신에 이제 LNG와 가스선이 100척 이상

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
BIG3 + 삼호												
상선	140	88	140	101	107	101	104	101	77	59	78	14
컨테이너	32	17	21	27	26	20	44	78	57	24	23	6
탱커	78	59	94	58	59	63	31	9	7	16	10	0
가스선	19	6	16	8	15	13	27	13	10	19	45	8
LNG	21	35	27	36	54	27	34	62	73	66	55	32
드릴쉽	5	3	3	0	0	0	0	1	1	0	0	0
가중 합산	197	167	203	173	215	155	172	228	226	191	188	78
CAPA	195	86%	104%	89%	110%	210	82%	109%	108%	91%	90%	37%

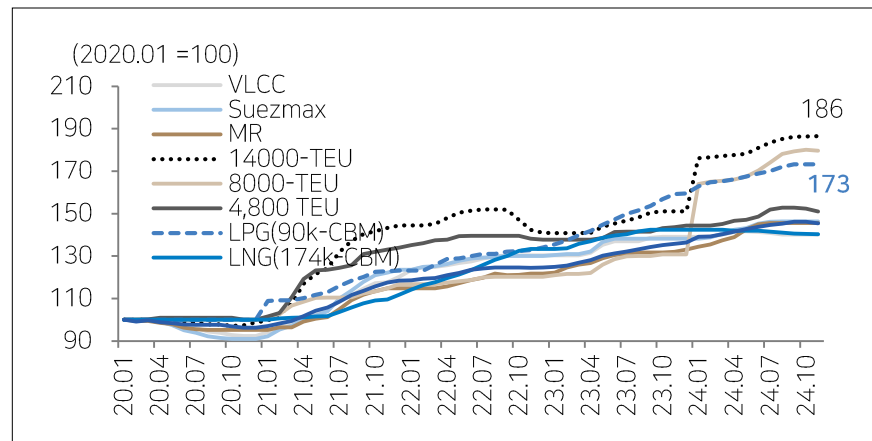
Source: Clarksons, 다올투자증권

2028년 LNG 터미널 규모가 크지 않아서, 2027년 인도 슬롯 수요 작음



Source: Clarksons, 다올투자증권

게다가 VLCC>VLGC는 신조선가도 많이 올랐음



Source: Clarksons, 다올투자증권

Executive Summary(2/3)

중국의 침략#2 그러나: 한국도 캐파를 늘린다

- 인력 쇼티지를 외국인 노동자 유치로 1Q24부터 해소. 향후에도 외국인 노동자 쿼터 등의 정책 지원이 계속되어야 할 것. 그러나 한국 조선업 용접공 대다수가 40~50대임을 보면 20년 후가 다소 우려. 인구구조 상 한국 내에서 캐파를 늘리는데 한계가 있을 것. 이를 1) 설비 투자, 2) 해외 진출로 돌파 중
- #1 설비투자: HD현대삼호는 돌핀 안벽을 투자해서 안벽 동시 접안 선박을 14척에서 18척으로 늘리며, 캐파를 30% 확대. LNG선 건조 가능 척수도 기존 10척에서 14척으로 늘림. 대다수 조선사들이 용접 자동화, 스마트 팩토리 등에 대한 연구/투자를 진행 중
- #2 동남아 인력 활용: HD한국조선해양은 필리핀 아길라 수빅 야드를 임대해서 향후 블록 생산, 해군 MRO 기지 등으로 활용. HD현대미포는 현대베트남조선 캐파를 현재 15척 인도 캐파를 2030년 23척으로 +50% 확대할 계획. 삼성중공업은 최근 한국의 90백만달러보다 낮은 83백만달러에 수에즈막스 탱커 4척을 수주했는데, 이 선박을 중국 PaxOcean 조선소에서 하청 건조하며, 한국 본사는 설계, 조달, 생산 관리만 담당하는 첫 파일럿 프로젝트를 시작
- 한화오션은 글로벌 디펜스 시장을 바라보며, 디펜스 캐파를 현재 0.85조원에서 오프쇼어 부지를 활용해서 2030년 2.9조원으로 확대할 계획이며, 오프쇼어 조업량 유지를 위해서는 해양플랜트 탑사이드 제작사 Dyan-Mac Holdings를 인수 중

신조시장: 2025년에도 한국 수주 증가. 호황

- 2025년 신조 발주는 컨테이너 발주 감소 때문에 112십억달러(YoY -13%), 145백만DWT(-12%)로 감소를 전망. 그러나 대한민국의 수주금액은 500억달러로 2024년의 400억달러(해를 마무리하기 전 가정)에서 크게 늘 것으로 전망. 이는 LNG선 때문
- 앞서 수요가 없는 2028년 터미널 완공 규모가 작아서 2027년 단납기를 전략적 판매하고 있다고 설명했는데, 반대로 2029~2030년에는 66MTPA의 터미널이 완공예정이기 때문에, 2028 하반기~2029년 인도 슬롯의 인기는 대단할 것. 2025년에 LNG선 발주는 130척으로 늘고, 한국의 수주는 91척으로 늘 것으로 예상
- 대형 가스선 수주가 55척으로 강세가 계속되고, 교체발주가 기대되는 탱커도 발주 60백만DWT(+3%), 수주 26척(+1척)으로 Flat 할 것으로 보수적으로 가정
- 컨테이너선 발주가 감소해도, 한국 수주는 22척(-16척)으로 보수적으로 제시하지만, 기대 이상일 수 있음. 이는 1) 우군 양명, HMM 등의 시리즈 발주, 2) M/S의 기저 때문

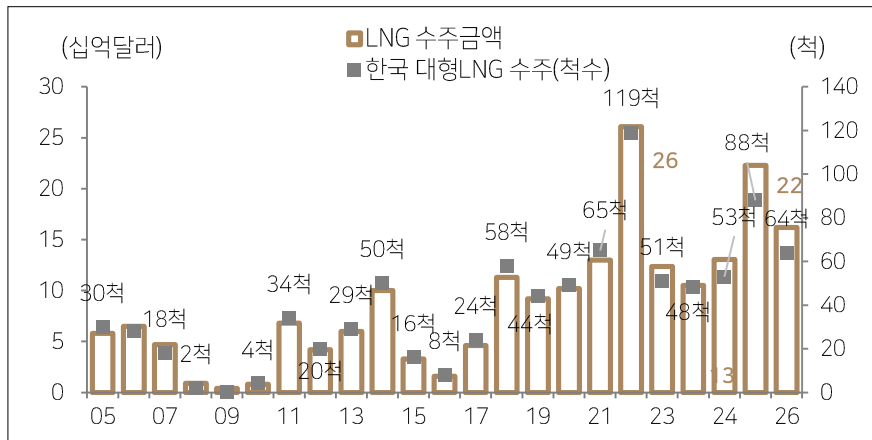
대표 차트2

한국 조선사들의 캐파 증설 계획들

조선사	캐파 증설	효과
HD한국조선해양	아길라 수빅 임대 및 블록공장 등 활용	아직 공표 전 해군 MRO, 부유식 해상풍력 등
HD현대중공업	군산 블럭공장 활용	10만톤 블록
HD현대삼호	이영산업기계 인수	
HD현대미포	돌핀 안벽	안벽 동시 계류 14 → 18척, 캐파 30% 확대
	현대베트남조선 건조 척수 증가	15척 → 23척, 캐파 +50%
한화오션		
디펜스	캐파 확대	현 0.85조원 → 2030년 2.9조원
오프쇼어	DynaMac-Holding 인수	디펜스의 오프쇼어 부지 활용 가능
삼성중공업	중국, 동남아에서 선박 건조	파일럿 프로젝트 4척 수행 캐파 확대 무한대

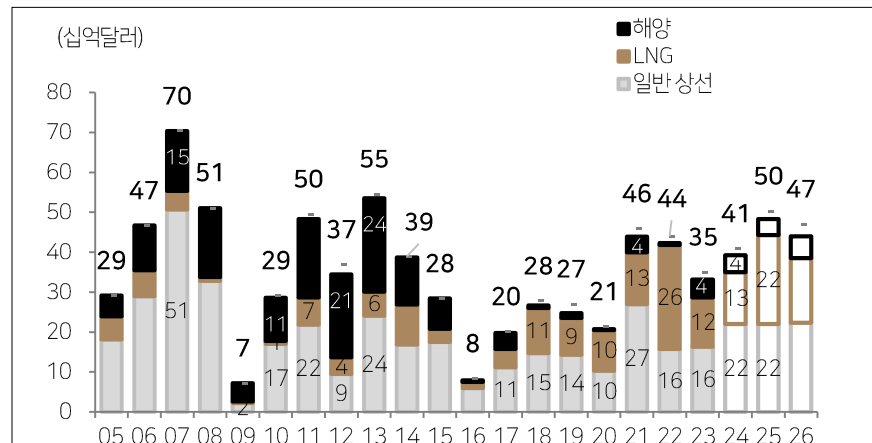
Source: 각 사, 다올투자증권

2025년에 LNG선 발주 130척으로 늘고, 한국 수주도 88척으로 1.3년치 기대



Source: Clarksons, 다올투자증권

2025년 한국 조선 수주 전망 500억달러



Source: Clarksons, 다올투자증권

선종별 2024-2025 수주 변화: LNG선 증가가 500억달러 결정

선종	2023	2024	2025	증감(2024-2025)
LNG	12.4	13.1	22.3	+9.2 십억달러
해양	51척	53척	88척	+35척
일반상선	4.5	4.2	4.0	-0.2 십억달러
대형 컨선	16.3	22.0	22.0	+0.0 십억달러
Feeder	40척	36척	22척	-14척 척수
COT	5척	6척	3척	-3척 척수
PC선	9척	26척	28척	+2척 척수
VLGC/VLAC	38척	65척	69척	+4척 척수
MGC	35척	41척	44척	+3척 척수
방산	18척	11척	18척	+7척 척수
방산	1.9	1.7	2.0	+0.3 십억달러
전체	35.0	40.9	50.3	+9.3 십억달러

Source: 다올투자증권

Executive Summary(3/3)

실적: 깜짝 놀라게 할 "대박 고가물량" 건조

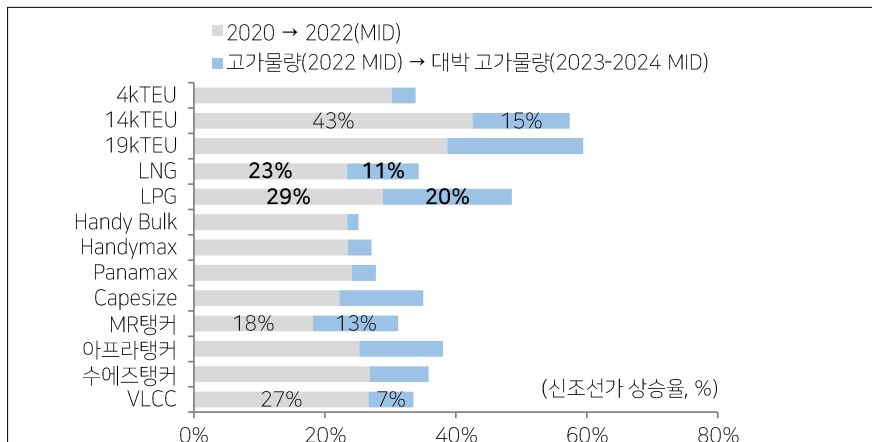
- 당사의 스틸커팅 분석과 HD한국조선해양이 알려주는 2021~2023년 수주물량의 매출 비중 흐름이 맞아떨어짐
- 3Q24에 영업이익률 10.8%를 시현한 HD현대삼호의 2023년 수주물량("대박 고가물량")의 매출 비중은 32% → 2H25에 "대박 고가물량"이 매출 비중이 100%일 때 20% 안팎의 영업이익률이 가능
- 생산 안정화와 2022년에 수주한 "고가물량"의 힘으로 조선사들은 실적 턴어라운드 중인데, 향후 "대박 고가물량" 건조로 턴어라운드는 가속화 예정. 2022년 중앙값 → 2023~2024년 중앙값의 신조선가 차이는 15%(LNG가 11%, 탱커 13%, 컨테이너 15%, 가스선은 무려 20%)여서 그만큼의 실적 턴업을 목도하게 될 것

투자의견 비중확대, 선호주는 LCO2와 캐파 증설의 HD현대미포, 배당의 HD한국조선해양. 기본적으로 다 좋다

- 결국 조선업종의 주가 상승에도 불구하고 2025~2026년 PER로도 편안한 레벨
- 그러나 올해 수주한 물량들은 주로 2026~2027년에 건조. 당사는 2025년 전망에서 백로그너머를 2026~2027년으로 반년 옮기고, 적정PER 15배를 유지하면서도, 적정주가를 상향 조정
- 2024년 겨울에 트럼프 당선에 따른 LNG, 미국 조선업과의 협력으로 주가가 상승세이지만, 이와 관계없는 HD현대미포가 최선호주. 이는 1) PC선 반복건조 등 생산성 개선 효과가 가장 가파르며, 2) 대형사들의 대형 상선에서의 M/S 하락과 달리 시장을 잘 지키고 있으며, 3) 그 배경인 현대베트남조선이 캐파를 50%가량 확대할 계획이며, 기존 PC선, MGC의 주력 사업에 최근 4) LNCBV 수요가 크게 늘는 가운데 시장 1위이며, 5) LCO2라는 고부가가치 시장도 개화기에 접어들었기 때문

대표 차트3

"고가물량"(2022년 수주) → "대박 고가물량"(2023년 수주)에서 ASP 15% 상승



Source: Clarksons, 다올투자증권

이론적으로는 2025년 하반기에 OPM 20% 가까이 나올 수 있음

	2Q24	3Q24	4Q25
HD현대상호			
매출 비중			
~2021년 수주	4%	4%	0%
2022년 수주: 고가물량	78%	63%	0%
2023년 수주: 대박 고가물량	17%	32%	100%
추정 OPM			
~2021년 수주	0%	0%	0%
2022년 수주: 고가물량	7%	7%	7%
2023년 수주: 대박 고가물량	19%	19%	19%
가중평균 OPM	8.7%	10.5%	19.0%
↓공표 - 모델	↓ 1.0%P	↓ 0.3%P	- ↓ 3.0%P
공표 당사예상 OPM	9.7%	10.8%	16.0%

Source: 다올투자증권

스틸커팅 분석: "대박 고가물량" HD현대상호 3Q24에,

다른 조선사들 2025년 초에 건조 본격화

고가물량 비중		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
전체	적자~로우싱글	33%	22%	8%	5%	6%	5%	2%	2%
	고가물량	67%	70%	75%	64%	53%	24%	12%	2%
	대박 고가물량	0%	9%	17%	30%	41%	71%	86%	95%
현대삼호중공업	적자~로우싱글	0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	고가물량	100%	78%	63%	57%	44%	29%	0%	0%
	대박 고가물량	0%	11%	38%	43%	56%	71%	100%	100%
사측 안내 (매출 비중)	~2021년 수주		4%	4%					
	2022년 수주	연간	78%	63%					
	2023년 수주	95%	17%	32%					
HD현대중공업	적자~로우싱글	33%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	고가물량	67%	85%	91%	93%	69%	17%	18%	0%
	대박 고가물량	0%	0%	9%	7%	31%	83%	82%	100%
사측 안내 (매출 비중)	~2021년 수주		30%	15%					
	2022년 수주	연간	66%	80%					
	2023년 수주	70%	4%	3%					
현대미포조선	적자~로우싱글	100%	78%	63%	40%	41%	24%	5%	4%
	고가물량(2023년~)	0%	22%	38%	60%	59%	65%	64%	48%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	0%	11%	31%	47%
사측 안내 (매출 비중)	~2021년 수주		17%	6%					
	2022년 수주		69%	62%					
	2023년 수주		14%	32%					
삼성중공업	적자~로우싱글	40%	25%	18%	30%	29%	17%	0%	0%
	고가물량	60%	75%	82%	70%	43%	8%	11%	25%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	29%	75%	89%	75%
한화오션	적자~로우싱글	75%	44%	8%	0%	17%	0%	0%	0%
	고가물량	25%	56%	92%	100%	83%	57%	50%	0%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	0%	43%	50%	100%

Source: 다올투자증권

대표 차트4

실적 및 Valuation Table: HD현대미포, HD한국조선해양 선호주가 상승여력 가장 높음

회사명		HD 한국조선해양	HD 현대중공업	삼성중공업	한화오션	HD현대미포
투자의견		BUY	BUY	BUY		BUY
적정주가		310,000	290,000	19,000	35,000	190,000
증가(2024.11.15)		189,600	213,500	11,890	39,100	109,700
상승여력		64%	36%	60%	-10%	73%
(십억원)	2023E	21,296	11,964	8,009	7,408	4,039
	2024E	24,869	13,849	9,946	10,593	4,495
	2025E	27,357	14,473	11,104	11,062	5,207
	2026E	31,285	16,862	12,566	12,244	5,885
	2027E	35,222	18,734	13,329	12,178	5,902
	2023E	282	179	233	-196	-153
	2024E	1,442	645	513	193	122
	2025E	2,860	1,420	839	770	413
	2026E	4,219	2,195	1,422	1,169	600
	2027E	4,882	2,465	1,621	1,164	660
	2023E	1.3%	1.5%	2.9%	-2.7%	-3.8%
	2024E	5.8%	4.7%	5.2%	1.8%	2.7%
	2025E	10.5%	9.8%	7.6%	7.0%	7.9%
	2026E	13.5%	13.0%	11.3%	9.6%	10.2%
	2027E	13.9%	13.2%	12.2%	9.6%	11.2%
	2023E	222	25	-148	160	-143
	2024E	888	394	275	3	107
	2025E	1,632	949	525	399	358
	2026E	2,615	1,610	1,015	707	488
	2027E	3,127	1,817	1,165	706	522
	2023E	1.0%	0.2%	-1.9%	2.2%	-3.5%
	2024E	3.6%	2.8%	2.8%	0.0%	2.4%
	2025E	6.0%	6.6%	4.7%	3.6%	6.9%
	2026E	8.4%	9.5%	8.1%	5.8%	8.3%
	2027E	8.9%	9.7%	8.7%	5.8%	8.8%

Valuation 지표		HD 한국조선해양	HD 현대중공업	삼성중공업	한화오션	HD현대미포
적정PBR 2024E		2.0	4.6	4.0	2.5	3.6
적정PER 2026		8.4	16.0	16.5	15.2	15.6
적정시총(조원)		21.9	25.7	16.7	10.7	7.6
현 시총(조원)		13.4	19.0	10.5	12.0	4.4
EPS	2023E	3,133	278	-168	522	-3,579
	2024E	12,542	4,442	313	9	2,670
	2025E	23,054	10,692	597	1,302	8,954
	2026E	36,951	18,137	1,154	2,307	12,214
	2027E	44,176	20,473	1,324	2,303	13,058
PER	2023E	31.7	422.5	2.0	56.4	-22.0
	2024E	15.1	48.1	38.0	4,517.9	41.1
	2025E	8.2	20.0	19.9	30.0	12.3
	2026E	5.1	11.8	10.3	16.9	9.0
	2027E	4.3	10.4	9.0	17.0	8.4
BPS	2023E	139,936	58,660	3,908	14,060	49,324
	2024E	154,363	63,013	4,710	14,075	52,094
	2025E	172,421	73,205	5,307	15,377	60,847
	2026E	200,380	89,842	6,461	17,685	72,063
	2027E	229,569	108,316	7,784	19,987	83,622
PBR	2023E	0.71	2.00	18.20	2.09	1.59
	2024E	1.23	3.39	2.52	2.78	2.11
	2025E	1.10	2.92	2.24	2.54	1.80
	2026E	0.95	2.38	1.84	2.21	1.52
	2027E	0.83	1.97	1.53	1.96	1.31
ROE	2023E	2%	0%	-4%	6%	-7%
	2024E	9%	7%	7%	0%	5%
	2025E	14%	16%	12%	9%	16%
	2026E	20%	22%	20%	14%	18%
	2027E	21%	21%	19%	12%	17%

I. 신조선가 : 상승은 필연

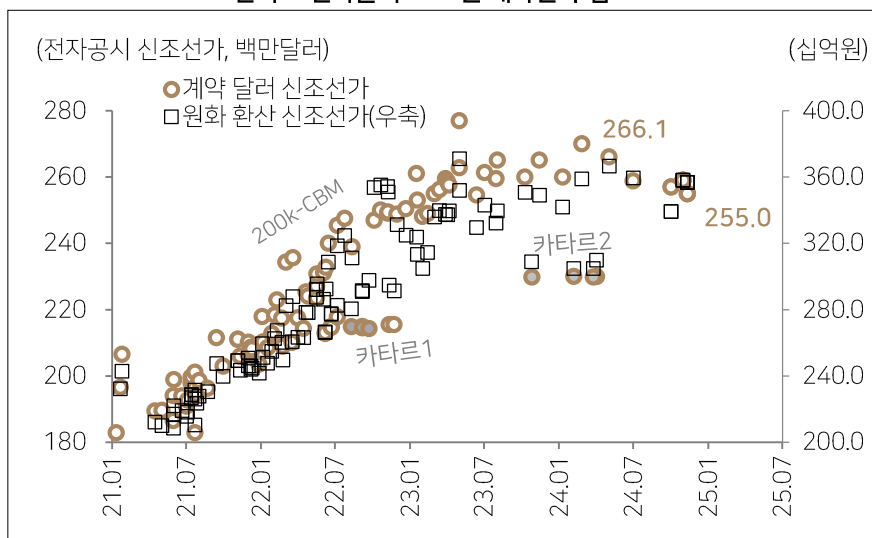
- LNG선 신조선가 소폭 조정. 추세 아님
- 비우고 갈 것인가? 대박 → 중박 일감으로 채우고 갈 것인가?
- 백로그길이 3년 이상의 Seller's Market 계속 → 신조선가는 계속 오를 것
- 2025년 신조선장은 또 호황(잔고 증가)이기 때문에 신조선가 상승은 필연

신조선가: 상승은 필연

LNG선 신조선가 조금 하락. 추세 아님

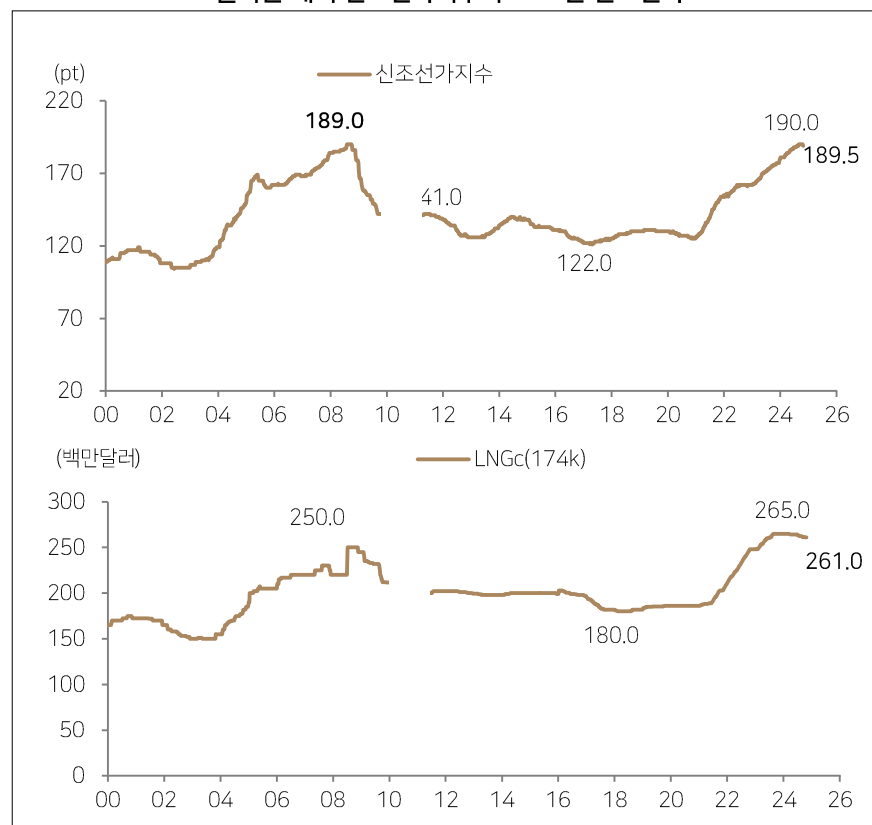
- LNG선 신조선가가 265백만달러에서 260.5백만달러까지 조정 받으면서, 신조선가 지수도 10월말부터 5주 연속 신조선가지수가 하락
- 그러나 이는, 한국 조선사들이 1) 2027년 단납기 LNG선 슬롯을 단골들에게 처리, 2) 스펙이 낮은 계약건이었기 때문, 또한 3) 260백만달러 안팎에서도 신조선가는 양호
- 신조선가는 추세적으로 상승세를 지속할 것으로 내다봄. 후술 할 2025년 LNG 신조 시장 전망은 밝음

한국 조선사들의 LNG선 계약선가 점도표



Source: Clarkssons, 다올투자증권

클락슨 제시 신조선가지수와 LNG선 신조선가



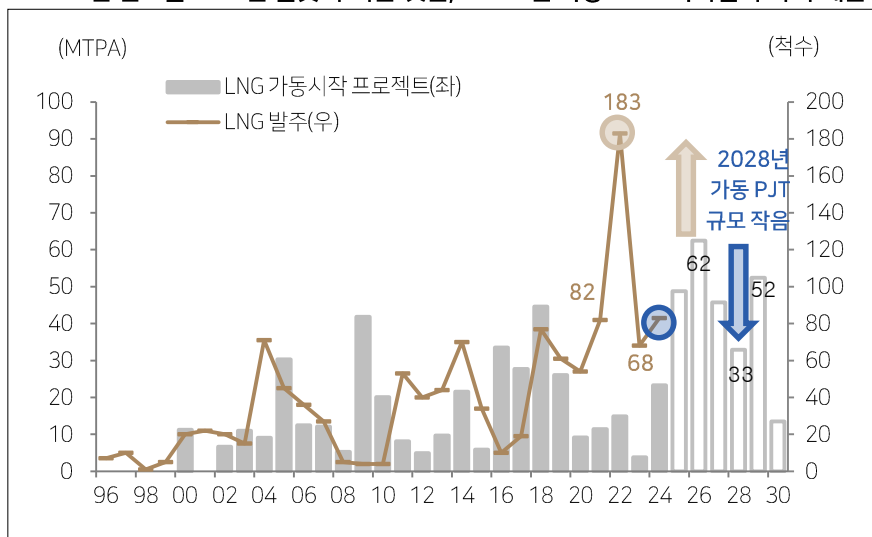
Source: Clarkssons, 다올투자증권

신조선가: 상승은 필연

비우고 갈 것인가? 대박 → 중박 일감으로 채우고 갈 것인가?

- 2028년 LNG 터미널 완공 규모는 33MPTA로 앞선 46~62MPTA나 2029년의 52MPTA보다 작음. 따라서 2027~2028년 상반기 납기의 LNG선 수요는 비교적 작음. 따라서 2028년 완공 터미널을 위한 2027년의 한국조선사들의 LNG선 슬롯은 55척이 채워져 있어, 10척 정도가 비어 있음
- 조선사들의 선택의 문제는 1) LNG선 265백만달러를 유지해 P를 지키고 슬롯을 컨테이너선이나 가스선으로 채우거나, 비우고 갈 것인가, 2) LNG선은 워낙 고마진이어서 신조선가를 조금 낮춰서라도 채우고 갈 것인가에서, 2)를 선택한 것임
- 더구나 원/달러 환율이 높아서 최근 255백만달러는 올해 초의 270백만달러와 원화 신조선가는 비슷함, 사측도 단납기 세일이어서 스펙이 낮아 고마진이라고 안내

2027년 인도물 LNG선 슬롯이 비는 것은, 2028년 가동 LNG 터미널이 작기 때문



Source: Clarskons, 다올투자증권

최근 LNG선 수주 공시에서 신조선가. 2027년 납기를 250백만달러 후반대로 수주

공시일자	조선사	발주처	척수	계약 신조선가 (백만달러)	계약금액 (백만달러)	인도	원화 신조선가 (십억원)
23.04.03	SHI	아태(NYK)	2	258.7	517	26.11	337.3
23.04.07	DSME	오세아니아(MOL)	1	257.5	258	27.08	339.6
23.05.02	HII	오세아니아 c	2	277.0	554	27.11	371.2
23.05.02	HII	유럽 c	4	262.7	1,051	27.09	352.1
23.06.13	SHI	북미(셰브론)	2	254.5	509	28.02	329.6
23.07.03	HSHI	북아메리카(NYK)	2	261.3	523	27.10	343.1
23.07.31	DSME	아시아(MOL)	1	259.5	260	27.02	332.2
23.08.03	HII	아프리카(Evalend)	2	265.1	530	27.11	339.5
23.10.10	SHI	아시아(MOL)	1	260.0	260	27.09	350.8
23.11.14	HII	아프리카(Evalend)	2	265.1	530	28.02	349.1
24.01.10	HSHI	중동(Nakilat)	2	260.0	520	27.09	341.9
24.02.26	HSHI	오세아니아(Capital Group)	4	270.0	1,080	28.01	358.9
24.05.03	HII	아프리카(Evalend)	2	266.1	532	28.05	366.7
24.07.01	SHI	중동(Adnoc)	4	258.8	1,035	28.10	359.5
24.10.02	SHI	아시아(MISC)	2	257.0	514	27.04	339.2
24.10.31	SHI	아시아(K-line)	1	259.0	259	27.06	358.2
24.11.11	DSME	오세아니아	2	255.0	510	27.12	356.8

Source: Clarskons, 다올투자증권

신조선가: 상승은 필연

백로그길이 3년 이상의 Seller's Market 계속 → 신조선가는 계속 오를 것

- 한국의 대형 조선사와 중국의 국영 및 엘리트 조선사들의 2027년 슬롯은 얼마 남지 않았고, 2028년에도 절반 가까이 채워져 있는 상황
- 즉, 양대 조선국가의 백로그길이는 3년 이상의 Seller's Market이 계속되고 있음

한국 대형조선4사와 중국 국영 및 엘리트 20개 조선사 백로그길이: 3년 이상

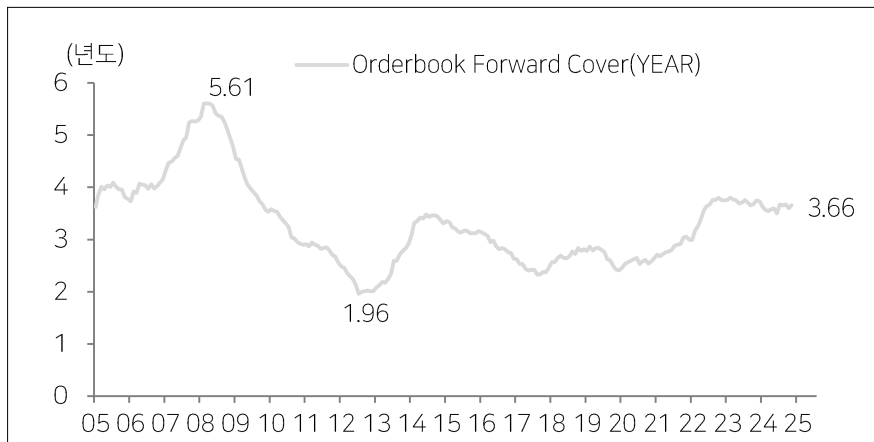
	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
BIG3 + 삼호	2024년 11월 2일 Clarksons Data 기준																				
상선	216	189	186	141	144	108	140	154	140	88	140	101	107	101	104	101	77	59	78	14	0
LNG	27	18	8	3	13	25	17	23	21	35	27	36	54	27	34	62	73	66	55	32	9
가중 합산	291	252	256	159	218	218	210	236	197	167	203	173	215	155	172	228	226	191	188	78	18
CAPA	266								195	86%	104%	89%	110%	210	82%	109%	108%	91%	90%	37%	9%
									27% ▼ LNG 캐파 ▲ 210척 대비 ↑												

	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
2024년 11월 12일 Clarksons Data 기준																					
중국 국영 +엘리트민영																					
상선	398	524	548	296	395	397	458	474	393	286	366	404	433	397	400	507	442	511	511	194	33
LNG	3	0	0	0	0	0	4	5	4	3	2	5	4	6	8	8	15	21	22	13	8
가중 합산	404	524	548	296	395	397	466	484	401	292	370	414	441	409	416	523	472	553	555	220	49
CAPA	492								480	61%	77%	86%	92%	550	76%	95%	86%	101%	101%	40%	9%
									550척 대비 ↑												

Source: Clarksons, 다올투자증권
Note: 엘리트민영 조선사는 CMJL (Nanjing), Zhoushan Changhong, COSCO HI (Dalian), New Times SB, Hengli SB (Dalian), Yangzi Xinfu SB, COSCO HI (Yangzhou), COSCO HI (Zhoushan), Penglai Jinglu SY, CMHI (Jiangsu), Hantong WinG HI, Nantong COSCO KHI, Yantai CIMC Raffles, Yangzi-Mitsui SB, Tsuneishi Zhoushan, Jiangsu New Hantong, Jiangsu New YZJ, COSCO HI (Guangdong), Dalian COSCO KHI, Taizhou Kouan SB, COSCO HI (Qidong), Zhejiang Yangfan

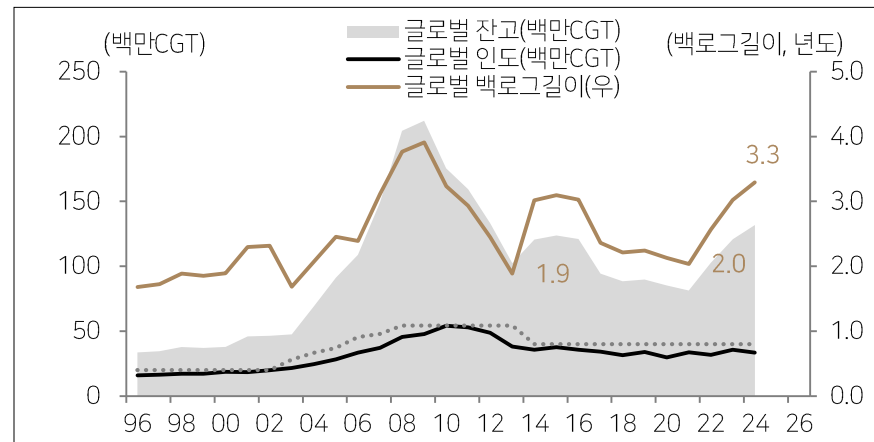
신조선가: 상승은 필연

클락슨 제시 백로그길이 3.6년



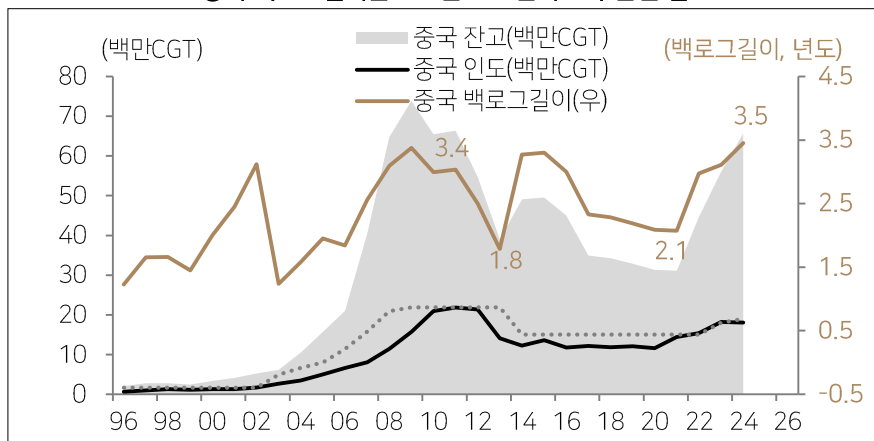
Source: Clarksons, 다올투자증권

당사 분석 백로그길이 3.3년



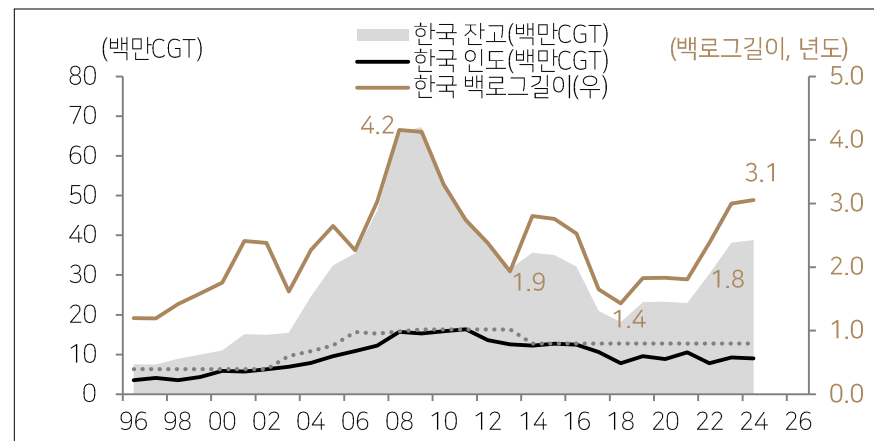
Source: Clarksons, 다올투자증권

중국 백로그길이는 3.5년으로 한국보다 반년 김



Source: Clarksons, 다올투자증권

한국의 백로그길이 3년 넘음



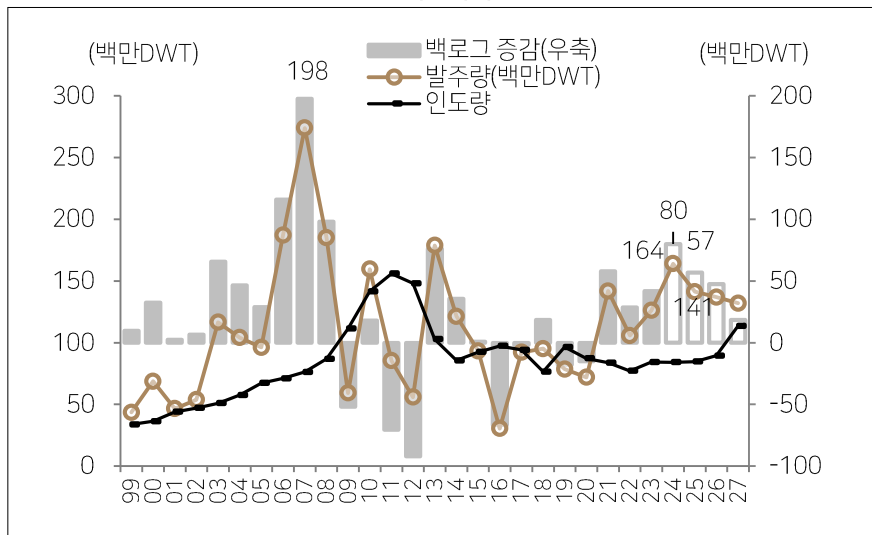
Source: Clarksons, 다올투자증권

신조선가: 상승은 필연

2025년 신조시장은 또 호황(잔고 증가)이기 때문에 신조선가 상승은 필연

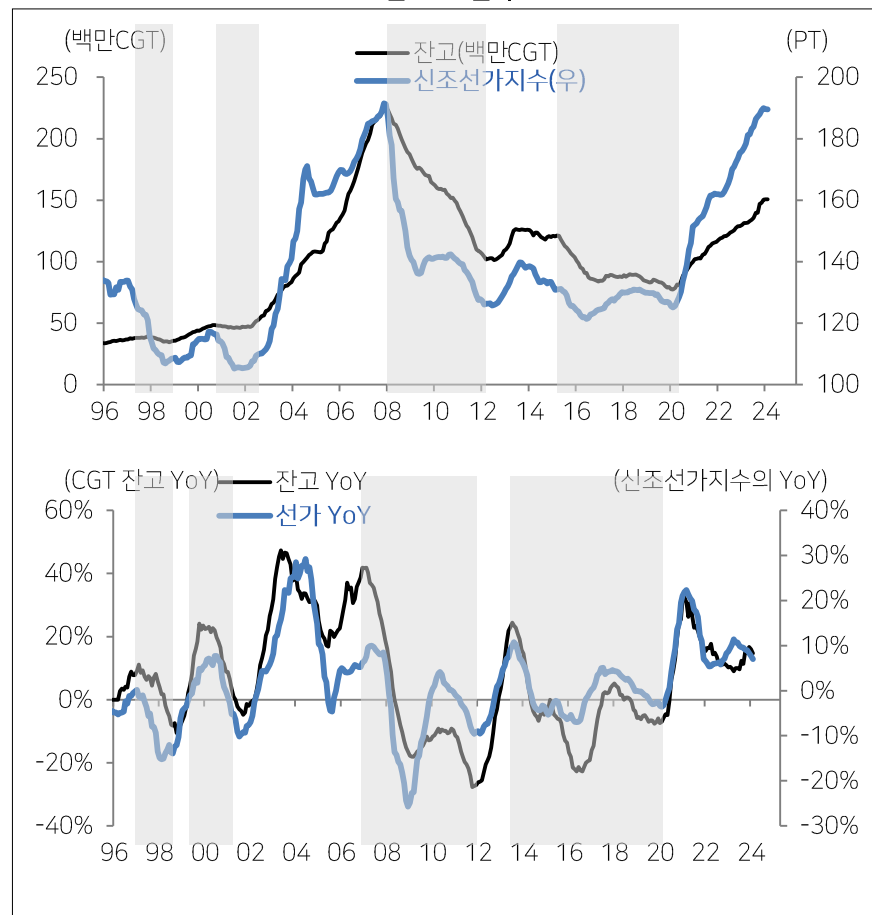
- ASP는 수요와 공급의 결과. 신조선가는 신조 시장 호황과 조선사 공급능력 제약 때문
- 당사는 2025년에도 신조발주량이 112십억달러 호황이 계속되고, 한국의 수주도 500억달러로 증가할 것으로 예상하기 때문에 2025년에도 백로그는 늘어나고 신조선가는 오를 수밖에 없는 것으로 전망
- 당사 수주 전망이 틀리더라도 백로그 3년 이상에서 백로그길이가 2.5년까지 소진될 때까지 추세적으로 신조선가가 하락할 수가 없음
- 그러나, 캐파가 다시 늘고 있다는 점을 걱정하실 수 있는데, 이는...

2025년에도 수주 > 인도



Source: Clarksons, 다올투자증권

잔고 → 선가



Source: 다올투자증권

II-1. 중국 캐파 증설과 한국 M/S 하락 : 그러나 가스선이 상선을 대체

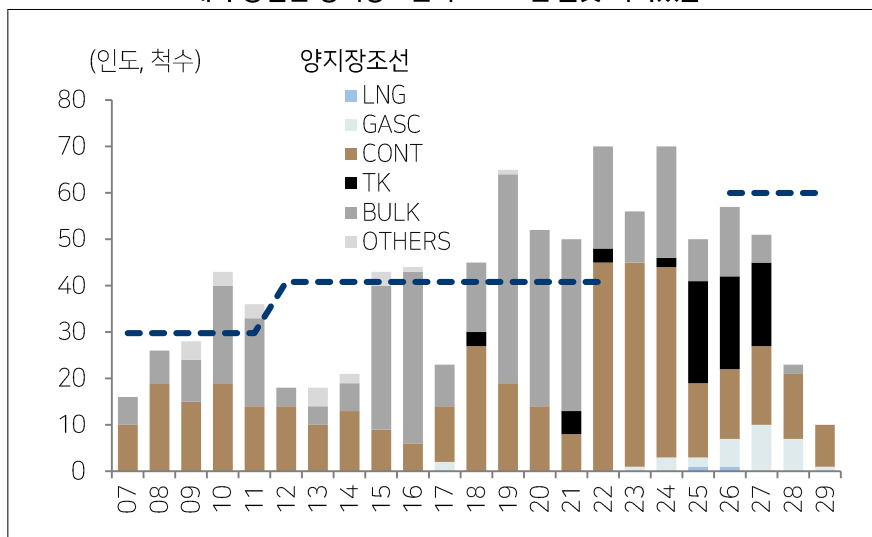
- 중국 에이스 Yangzijiang과 New Times 도크 1개씩을 2027년부터 가동
- 그래서 한국의 컨테이너선 M/S 급락
- 그러나 상선→가스선으로 건조 MIX 변화. 고마진으로 MIX 변화

그러나 상선의 자리를 메울 가스선

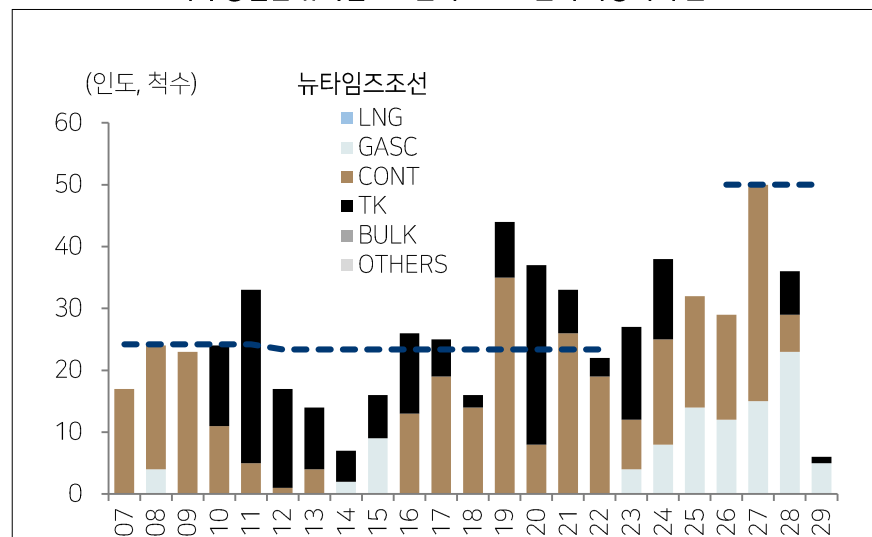
중국 에이스 Yangzijiang과 New Times 도크 1개씩을 2027년부터 가동

- 중국 엘리트 민영 조선사 New Times SB은 VLCC 3척을 동시 건조 가능한 4번째 대형 도크 증설을 결정하고, 정부 승인을 득. 2027년부터 가동 예정
- Yangzijiang SB도 향후 2년 동안 30억위안(413백만달러)를 투자해서 87m2 부지에 신규 조선사 건설을 결정. 연간 80만DWT 생산능력으로 14억달러의 매출을 기대. 기존 Jiangsu Yangzi Xinfu 인근에 위치해서 운영 효율을 기대. 2026년말 완공 목표
- 현재 잔고에서 인도 예정 선박도 2026년까지 꽉 채워져 있고, 뉴타임즈는 2027년에 사상최대 인도를 기록할 예정, 양지장은 2027년 슬롯이 일부 남아있는 것으로 보이지만, 1) 클락슨 데이터가 느리고, 2) 옵션 등으로 사실상 채워져 있을 수 있음
- 아무튼 중국의 캐파 확대, 금융 제공, 보조금, 낮은 선가로 M/S를 올리고 있음

캐파 증설한 양지장조선의 2028년 슬롯 비어있음



캐파 증설한 뉴타임즈조선의 2027년에 사상최대 인도



Source: Clarksons, 다올투자증권

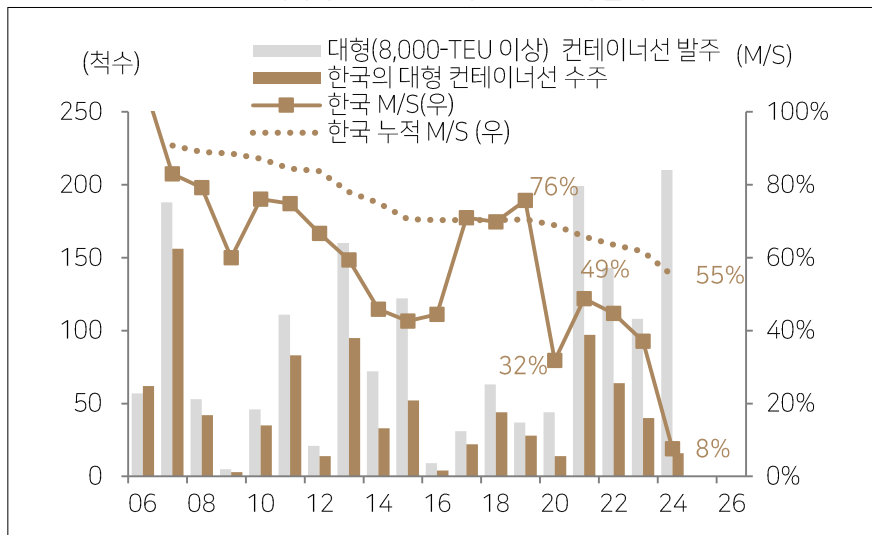
Source: 다올투자증권

그러나 상선의 자리를 메울 가스선

그래서 한국의 컨테이너선 M/S 급락

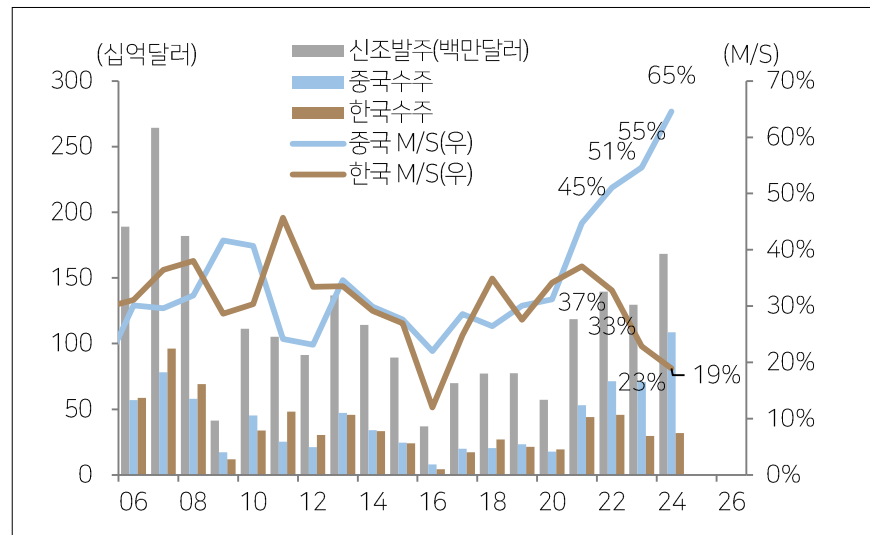
- 중국 캐파 증설과 공격적인 도크 채우기로, 올해 한국 조선업의 M/S는 크게 밀림. 특히 컨테이너선 시장에서는 대형선에서 과거 30~50%의 M/S가 2025년에 10%를 하회 중
- 안타깝고, 속상한 일이지만 대한민국 조선업의 경쟁력이 달라진 것에서 비롯된 것은 아님
- 1) 우리 슬롯이 비어있고 백로그가 짧아 위기라면 문제이겠지만, 2) 선별수주를 계속하고 있다는 반증. 3) 한국의 건조물감은 컨테이너와 VLCC와 같은 전통 상선에서 가스선으로 변화되고 있어서 외형(조업량) 유지에 문제없음
- 더구나, 가스선은 1) 건조 난이도가 높아 한국 M/S가 높은 고부가가치 선종이며, 따라서 2) 신조선가 상승폭이 더 컸고, 3) 마진도 더 좋음
- 비록 중국 조선업도 장난을 중심으로, 양지장 등이 VLAC 시장에 진입하고자 노력하지만, 절대적으로 M/S를 가져가고, 수익을 창출할 것으로 기대

컨테이너선 M/S: 한국 2025년에 급락



Source: Clarksons, 다올투자증권

전체 M/S: 중국이 캐파 증설과 상선 공격영업으로 M/S 급등



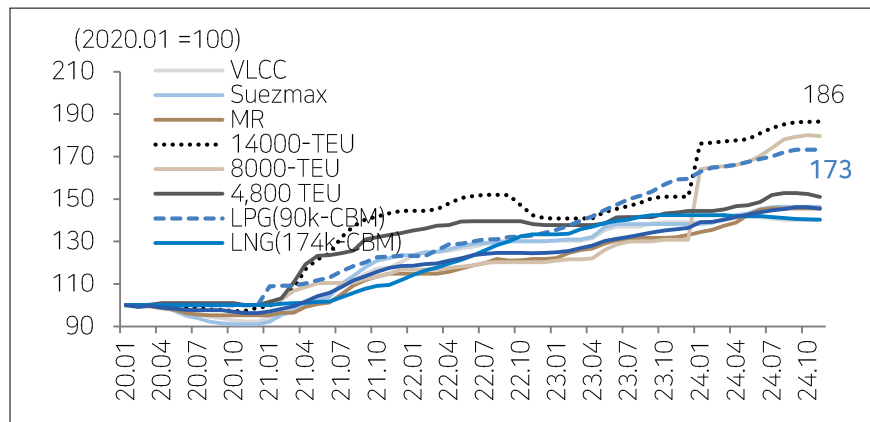
Source: 다올투자증권

그러나 상선의 자리를 메울 가스선

상선→가스선으로 건조 MIX 변화. 고마진으로 MIX 변화

- (HD현대미포를 제외한) 한국 대형조선4사의 매년 인도 선종을 보면, 지난 어닝 사이클 2009~2011년은 컨테이너와 탱커가 대다수를 차지
- 그러나 2020년대부터 탱커가 유지되는 가운데, LNG선 건조량이 크게 늘었고, 2025년부터는 탱커와 컨테이너 건조량이 빠지지만, 그 자리를 1) LNG선이 65척 안팎의 풀 캐파로 인도되고, 2) VLGC와 VLAC의 가스선이 늘어나는 구조
- 다시 한번 덧붙이지만, LNG선과 VLGC/VLAC에서 일반상선에 비해 더 높은 수익성을 기대하고 있음. 게다가 2020년 바닥에서 가스선의 선가 상승률은 아주 높음

선종별 선가 상승추이: 가스선 > 탱커, LNG



한국의 2025년부터는 LNG선 풀 가동 및 가스선(VLGC/VLAC)가 책임진다

	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	
BIG3 + 삼호	2024년 11월 2일 Clarksons Data 기준																					
상선	216	189	186	141	144	108	140	154	140	88	140	101	107	101	104	101	77	59	78	14	0	
컨테이너	86	95	81	82	68	66	67	37	32	17	21	27	26	20	44	78	57	24	23	6	0	
탱커	85	56	71	40	47	20	27	59	78	59	94	58	59	63	31	9	7	16	10	0	0	
가스선	16	5	3	0	6	7	29	39	19	6	16	8	15	13	27	13	10	19	45	8	0	
LNG	27	18	8	3	13	25	17	23	21	35	27	36	54	27	34	62	73	66	55	32	9	
드릴쉽	7	9	18	4	16	20	12	12	5	3	3	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	
가중 합산	291	252	256	159	218	218	210	236	197	167	203	173	215	155	172	228	226	191	188	78	18	
CAPA	266						82%	79%	89%	195	86%	104%	89%	110%	210	82%	109%	108%	91%	90%	37%	9%
										27% ▼	LNG 캐파 ▲ 210척 대비 ↑											

II-2. 중국 캐파 증설과 한국 M/S 하락 : 그러나 우리도 캐파 확대

- 대세는 동남아 인력 활용, LNG선 건조 캐파 확대
- HD현대삼호: 돌핀 안벽, LNG 건조 캐파 확대
- HD현대미포: 현대베트남조선 캐파 확대
- HD현대중공업: 아길라 수빅 활용
- 삼성중공업: 한국은 설계/조달, 중국/동남아에서 건조
- 한화오션: 특수선 캐파 증설과 Dyna-Mac Holding 인수

우리도 캐파를 늘린다

동남아 인력 활용, 가스선 건조 캐파 확대

- 물리적인 도크 추가 설치만이 캐파 확대는 아닐 것임
- 한국의 조선업 인구의 노령화로, 이제 동남아 인력을 활용/사용하려는 전략을 시험 중
- HD한국조선해양은 필리핀 아길라 수빅을 임대해서 블록 생산 시작할 계획
- HD현대베트남조선은 생산이 안정화되어 가면서 건조량을 +50% 확대 계획 제시
- 삼성중공업은 중국과 동남아에서 선박을 하청 건조하고, 본사는 설계, 조달, 생산감독
- 한화오션은 싱가포르 Dyna-mac을 인수 해서 해양 탐사이드를 건조해올 계획

한국 조선그룹 3사의 캐파 확대 계획

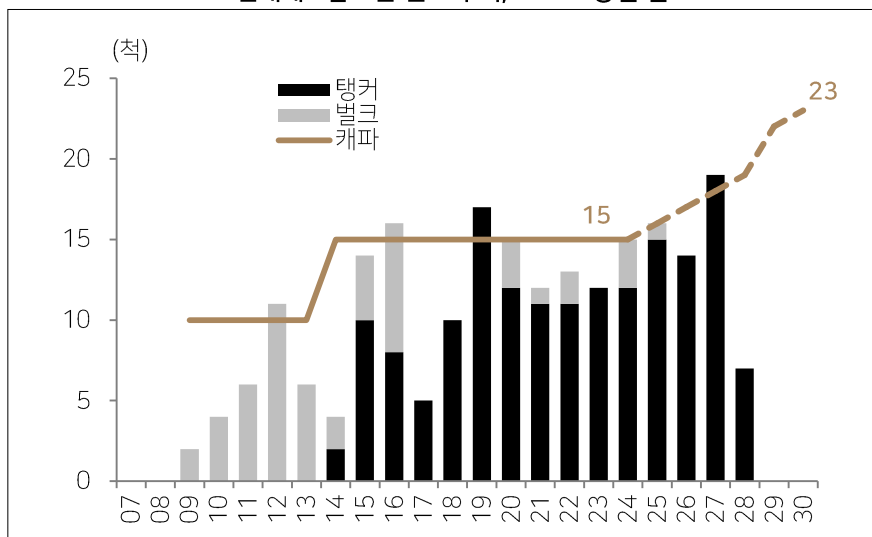
조선사	캐파 증설	효과
HD한국조선해양	아길라 수빅 임대 및 블록공장 등 활용	- 2006년 한진중공업이 설립해 운영했지만, 2019년에 가동 중단되고 미국 서버러스 캐피탈에 매각된 아길라 수빅 부지를 임대 - 향후 블록 생산, 부유식 해상풍력 제작, 미 해군 MRO 기지로 활용 계획 - 생산 캐파 등의 상세한 계획은 아직 공개되지 않음
	HD현대중공업 군산 블록공장 활용	- 2023년 블록 생산 재개 - 1,200명, 연간 10만톤(대형선박 3~5척 담당) - 2024년말부터 P.E 공정 추가 등 블록 대형화. 인력 1,400명으로 확대
	이영산업기계 인수	- 2013년부터 11년 연속 적자를 기록한 이영산업기계를 인수. 블록 내 재화 비중을 높임 - 난이도 높은 곡블록 제작 업체
	HD현대삼호 돌핀 안벽	- 안벽 동시 접안 선박 14 → 18척으로 확대. 생산 캐파 30% 확대 : 4척 x 4회전으로 건조 척수 16척 증가 - 이에 맞춰서 LNG선 건조 척수도 2022년 10척 → 2026년 14척으로
	HD현대미포 현대베트남조선 건조 척수 증가	- 현재 15척 인도 → 2030년 23척 건조 체제로, 캐파 50% 확대 - 매년 1.5척씩 건조량 늘림
한화오션		
디펜스	캐파 확대	- 2023년 디펜스 매출 0.85조원 → 2030년 2.9조원 - 캐파 확대는 오프쇼어 부지를 활용
오프쇼어	DynaMac-Holding 인수	- 싱가포르 Dynamac-Holding 공개매수로 대주주 등극 : Dynamac에서 해양플랜트 탐사이드 모듈 제작, 거제는 Hull 전담 체제 - Dyna-Mac의 매출은 2023년 매출 3억달러 → 2024년 매출 4억달러 (컨센서스)
삼성중공업	중국, 동남아에서 선박 건조	- 본사에서 설계/디자인, 조달을 담당하고, 중국/동남아 조선사에서 관리/감독 하에 선박 건조 - 첫번째 모델로 중국 PaxOcean에서 건조. 향후 동남아 조선사들로 확대할 계획

우리도 캐파를 늘린다

HD현대미포: 현대베트남조선 현재 15척 → 2030년 23척으로

- 베트남 중부 카인호아성 99만㎡(약 30만 평) 부지에 40만톤급 도크 1기와 10만 톤급 도크 1기, 1.4Km의 안벽을 보유
- 현재 15척 건조 체제에서, 매년 1-2척 건조량을 늘려 2030년까지 23척 캐파로 확대 예정. 이는 사실상 캐파 +50% 확대인 셈
- 캐파 확대를 위해 크레인 등 시설투자를 수반하지만, 기본적으로 도크 가동률을 끌어올리는 현지 인력 확대, 생산성 제고에서 비롯. 그동안 베트남 노동자들의 숙련도를 꾸준히 올려왔다는 반증
- 또한 베트남 국영 은행과 협력으로 안정적인 자본 확충, 현지 사업 확장 주력

HD현대베트남조선 인도 추이, CAPA 증설 필요



Source: Clarksons, 다올투자증권

베트남 대외무역은행과 금융 계약: 현지 사업 확장



Source: 다올투자증권

우리도 캐파를 늘린다

HD현대삼호: 돌핀 안벽, LNG 건조 캐파 확대

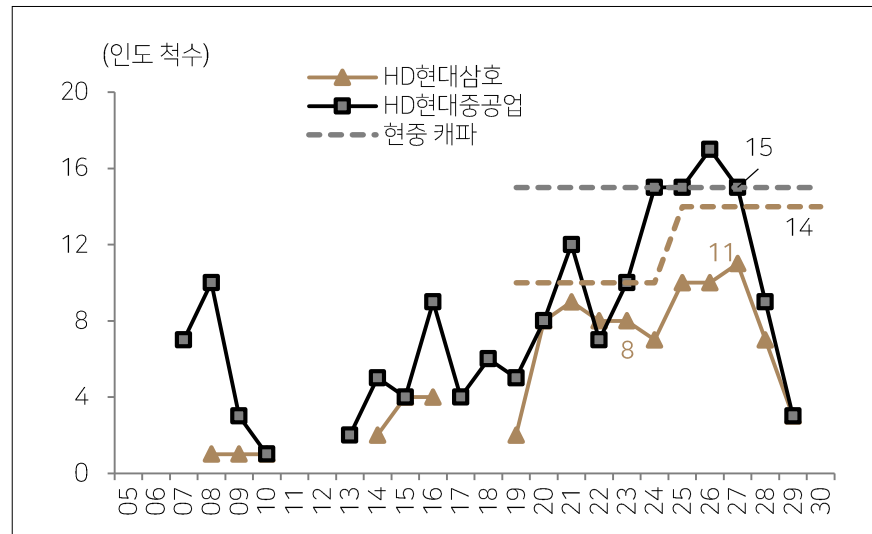
- 2023년 7월 제2돌핀안벽 조성 공사를 시작해서 2024년 7월에 1년 만에 준공. LNG선은 일반 선박보다 안벽 기간이 2배 이상이어서 안벽 캐파 확대가 필요
- 연결도로를 포함한 총연장 530m 규모로 선박 건조작업을 지원하는 대형 크레인 2기가 장착되어 있으며, 안벽 좌우로 2척씩 총 4척의 초대형 선박을 접안
- 안벽 길이는 총 3.6km로 늘어나, 동시에 접안 가능한 선박이 기존 14척에서 18척으로 확대. 생산 캐파 +30% 확대 효과
- LNG선 건조 캐파도 기존 10척에서 14척으로 확대 계획. HD현대중공업과 비슷한 LNG선 건조로, 향후 매출에서 LNG선 매출 비중이 가장 높은 조선사가 될 것

제2돌핀안벽 준공으로 14척 → 18척 확대



Source: Clarksons, 다올투자증권

HD현대삼호의 LNG선 건조 캐파 10 → 14척으로 확대



Source: 다올투자증권

우리도 캐파를 늘린다

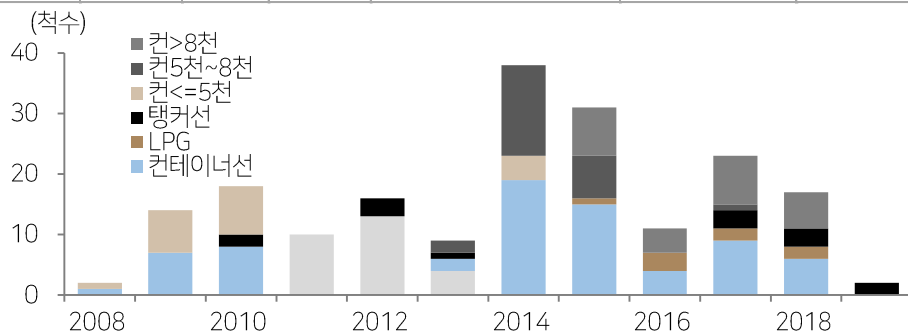
HD한국조선해양: 아길라 수빅 임대

- 한진중공업(현 HJ중공업)이 2006년 조성, 한때 세계에서 네 번째로 큰 조선소. 그러나, 2019년 자본잠식으로 이듬해 미국 사모펀드 기업인 서버러스와 필리핀 아길라 해군(Agila Naval Inc)에 매각, 조선소의 사명은 아길라 수빅조선소로 변경
- HD현대중공업은 2021년 11월 수빅 해군기지에 군수지원센터를 구축, MRO 계약을 체결. 2022년에 필리핀 해군에 인도한 호위함의 유지관리를 위해 수빅조선소 드 라이도크를 임대. 2024년 6월에는 현지 법인(HD HHIP)을 설립, 5년 이상 경력을 갖춘 용접 및 피팅 관련 전문직을 채용하는 등 해외 MRO 사업 확대를 위한 행보

Agila Subic 조선소



연도	함정 유형	척수	금액(억원)	함정 이름	진수	인도
2016	호위함	2	3,700	호세 리잘함 (BRP Jose Rizal, FF-150)	2019년 5월	2020년 5월
				안토니오 루나함 (BRP Antonio Luna, FF-151)	2019년 11월	2021년 2월
2021	초계함	2	5,830	미겔 말바르함 (BRP Miguel Malvar)-1번함	2024년 6월	2025년 예정
				2번함	2024년 12월 예정	2025년 예정
2022	원해경비함(OPV)	6	7,450	현재 건조 중	미정	2028년 예정



우리도 캐파를 늘린다

삼성중공업: 최근 수에즈막스 수주의 의미. 한국은 설계/조달, 중국/동남아에서 건조

- 최근 수주 호황으로 국내에서 생산 능력이 포화 상태. 이에 따라 추가적인 생산 능력 확보 위해 해외 조선소와의 협력 모색
- PaxOcean Zhoushan의 수주 잔고에는 삼성중공업이 수주해서 하청을 맡긴 Dynacom의 수에즈막스 4척 외에도, 17척의 신조 프로젝트가 있음. 현재까지 인도한 가장 큰 선박은 Handysize 벌크선, 이번에 건조하는 158k-DWT급 수에즈막스급은 최초
- PaxOcean Zhoushan 조선소는 2개의 도크에서 40만 DWT 건조 캐파. VLCC, Suezmax, FPSO 선박 및 최대 24,000 TEU 컨테이너선 수용 가능
- 선박 건조 자체를 하도급으로 맡긴 것은 첫 사례. 삼성중공업은 설계 도면, 엔진과 자재를 공급, 건조 감독팀을 파견. 삼성중공업은 이미 중국에서 조업 중. 최근 영성공장에 180억원 투자해 VLAC 건조에 필요한 탱크 제조설비 제작
- 삼성중공업은 중국 외에도 동남아 조선소에서도 선박 건조 하도급을 맡길 계획

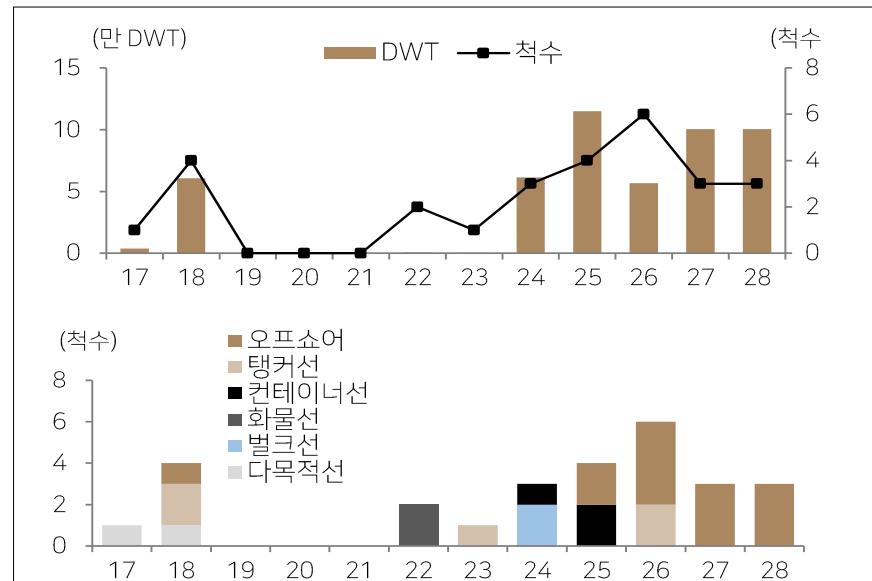
PaxOcean Zhoushan 조선소 전경, 현황, 캐파

PaxOcean Zhoushan	설명
설립 연도	2010년
위치	중국 저장성 저우산시
면적	570,000m ²
세계 순위(CGT 기준)	85위
최대 수용 캐파	40만 DWT/2.4만 TEU
과거 연간 최대 인도량	4척/60,728 DWT(2018년)
드라이 도크 수	2
크레인 최대 SWL(톤)	900
수주잔고	17척
인도한 선대	10척



Source: Clarksons, 다올투자증권

PaxOcean Zhoushan 연도별 인도 척수와 선종



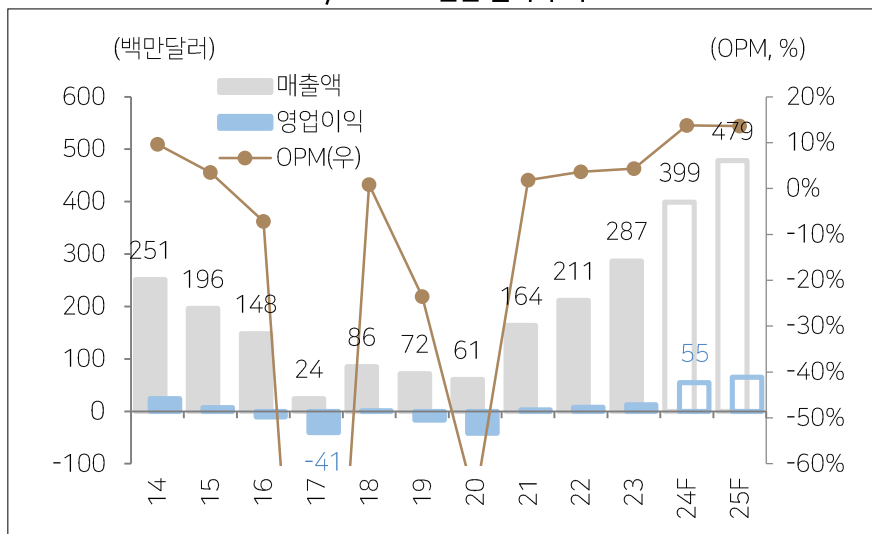
Source: 다올투자증권

우리도 캐파를 늘린다

한화오션: 특수선 캐파 증설과 Dyna-Mac Holding 인수

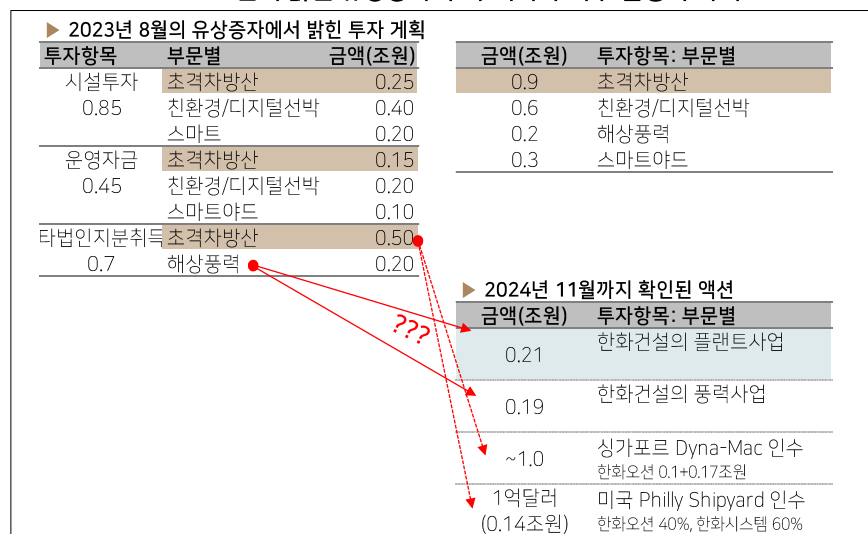
- 한화 그룹은 이미 2024년 5월 기준으로 Dyna-Mac 지분 24%(오션 21.5%, 에어로스페이스 2.4%)를 보유하고 2대 주주
- 2024년 9월에 한화오션 SG홀딩스를 설립하고, 공개매수를 제안. Dyna-Mac의 창업자이자 최대 주주인 데즈먼드 림은 0.67 싱가포르달러로 인정한 공개매수 제안에 응해 보유 지분 30.7%를 매각하기로 결정. 11월에는 싱가포르 경쟁소비자위원회가 인수를 승인
- 한화오션은 2023년에 “초격차방산”의 구호와 함께 현재 0.85조원의 디펜스 캐파를 2030년까지 2.9조원으로 확대 계획을 제시한 바 있음. 이를 위해 해양플랜트 부지를 활용하겠다고 부언. 따라서 해양플랜트 건조량 감소가 불가피해 보였지만,
- 한화오션 거제사업장에서 제작한 해양 설비 선체와 Dyna-Mac의 상부 구조물을 결합하는 방식으로 해양 사업 유지

Dyna-Mac 연간 실적 추이



Source Bloomberg, 다올투자증권

2023년에 밝힌 유상증자 투자 계획과 이후 실행의 차이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

조선 (Overweight) | 놀라운 것을 보게 될것이다

III. 신조선장 : 2025년에도 한국 수주 증가. 호황

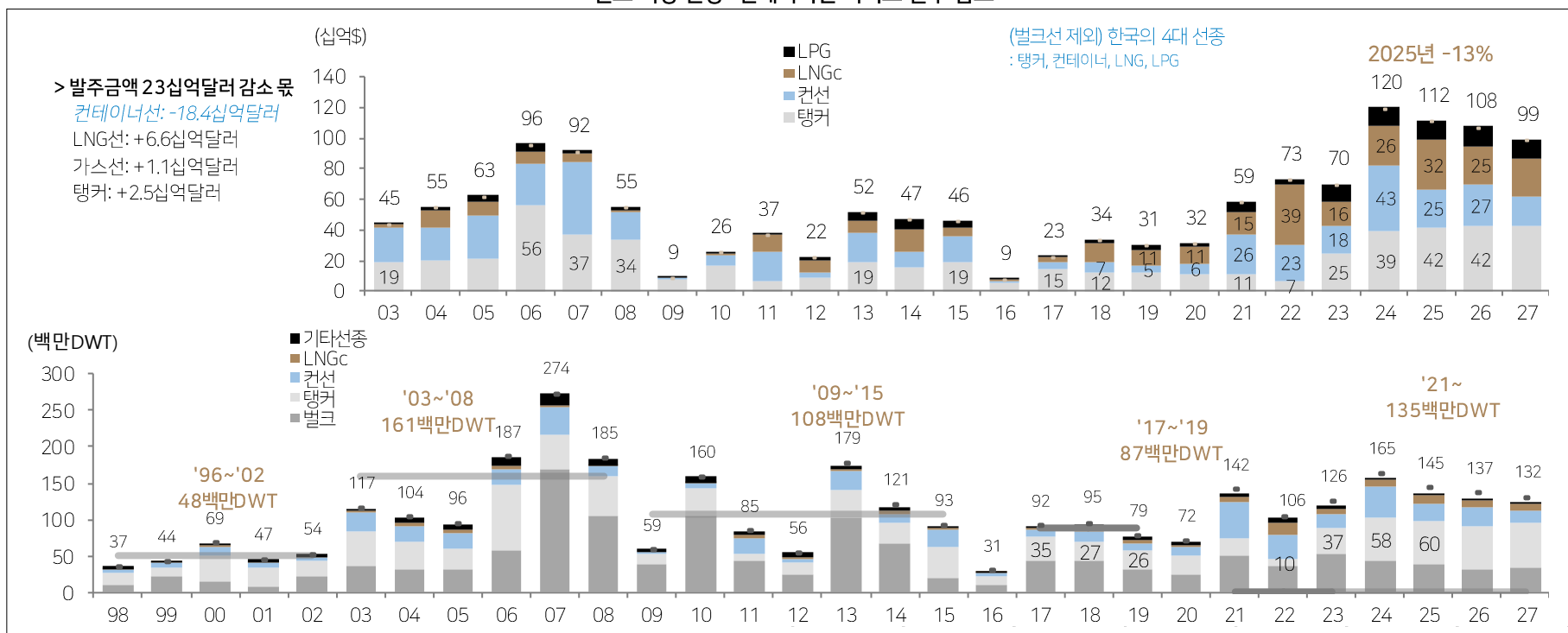
- 컨테이너선의 높은 기저, 그러나 LNG선 발주 증가
- M/S: 컨테이너 회복, 가스선 수성 가정
- 2025년에 한국 조선산업 수주 500억달러 예상치 제시
- 컨테이너: 기저로 감소, 그러나 우리 차례
- 탱커: 견조한 시장, 교체발주 사이클 계속
- LNGc: 또 슈퍼사이클
- VLGC/VLAC: 시장 규모 2배 증가의 추세는 계속

2025 신조 발주전망

컨테이너선의 높은 기저, 그러나 LNG선 발주 증가

- 2025년 신조발주는 10% 이상 감소하는 것으로 전망치를 제시. 주로 2024년에 컨테이너선 신조시장이 300만-TEU 이상으로 호황을 기록한 기저 때문
- 대신 가스선과 탱커가 견조한 가운데
- LNG선은 2022년에 준하는 초강세를 떨 것으로 전망

신조 시장 전망: 컨테이너선 기저로 발주 감소



Source: Clarksons, 다올투자증권

2025 한국 조선 수주 예상

2025년에 한국 조선산업 수주 500억달러 예상치 제시

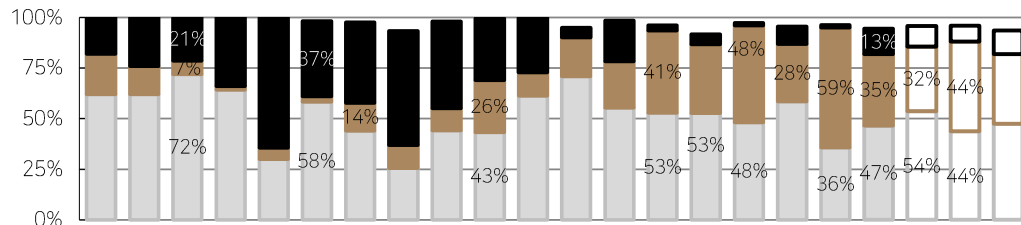
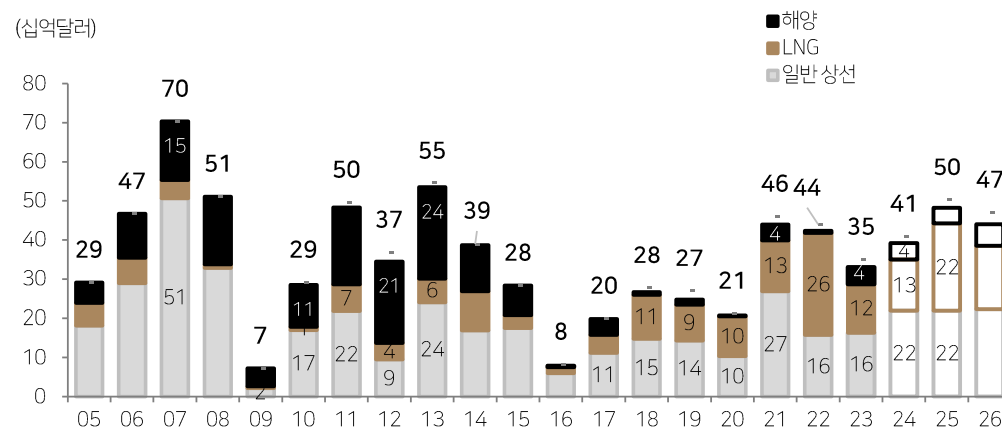
- 1년전에 한국 조선 5사의 2024년 수주를 430억달러로 예상했고 11월 중순까지 누적 수주는 355억달러. 삼성중공업의 FLNG를 계약하면 390억달러 안팎. 잔여 수주를 마무리하면 400억달러를 넘길 것으로 기대
- 2025년에는 컨테이너선 발주는 줄겠지만, 탱커의 회복, VLAC 발주 사이클 지속, LNG선 초호황, 신조선가 상승으로 500억달러로 수주 증가를 예상. 이는 시장의 우려/비관론과 큰 차이가 있을 것으로 짐작. 매년 호황기를 보내고, 다음해 신조시장을 걱정하는 패턴이 계속되고 있는데, 2025년도 걱정은 기우가 될 것

한국 상장 조선5사의 수주 전망. 500억달러로 증가?

- 한국의 대형 LNG선 수주는 2022년 119척의 초호황에서 2년 치를 수주하고, 2023년에 51척, 올해 53여 척(누적 50척)으로 마무리된다면, 2년 연속 백로그는 약간 소진
- 2025년 LNG선 88척 수주는 1년 1분기에 불과. 한국은 2028년 슬롯을 모두 팔고, 2029년의 일부를 수주할 것으로 예상

선종	2023	2024	2025	증감(2024-2025)
LNG	12.4	13.1	22.3	+9.2 십억달러
	51척	53척	88척	+35척
해양	4.5	4.2	4.0	-0.2 십억달러
일반상선	16.3	22.0	22.0	+0.0 십억달러
대형 컨선	40척	36척	22척	-14척 척수
Feeder	5척	6척	3척	-3척 척수
COT	9척	26척	28척	+2척 척수
PC선	38척	65척	69척	+4척 척수
VLGC/VLAC	35척	41척	44척	+3척 척수
MGC	18척	11척	18척	+7척 척수
방산	1.9	1.7	2.0	+0.3 십억달러
전체	35.0	40.9	50.3	+9.3 십억달러

(십억달러)

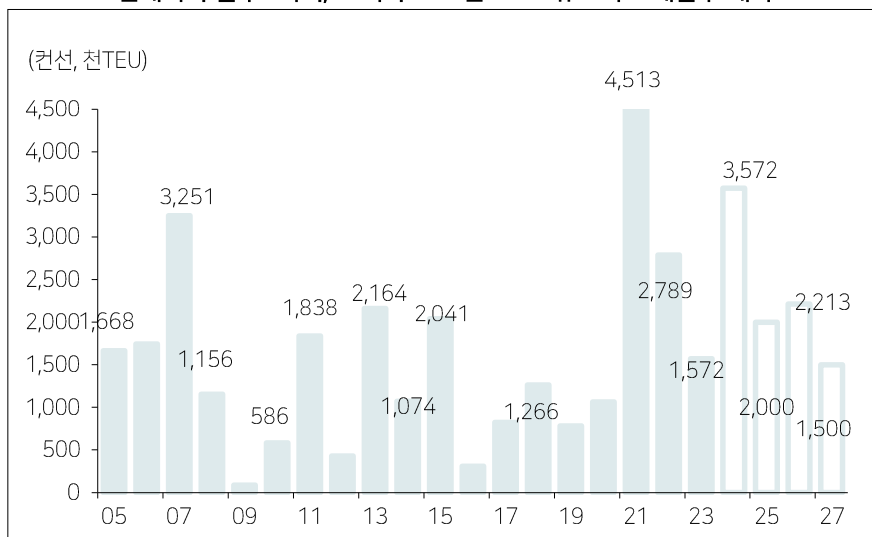


2025 한국 조선 수주 예상

#1 컨테이너: 기저로 감소, 그러나 우리 차례

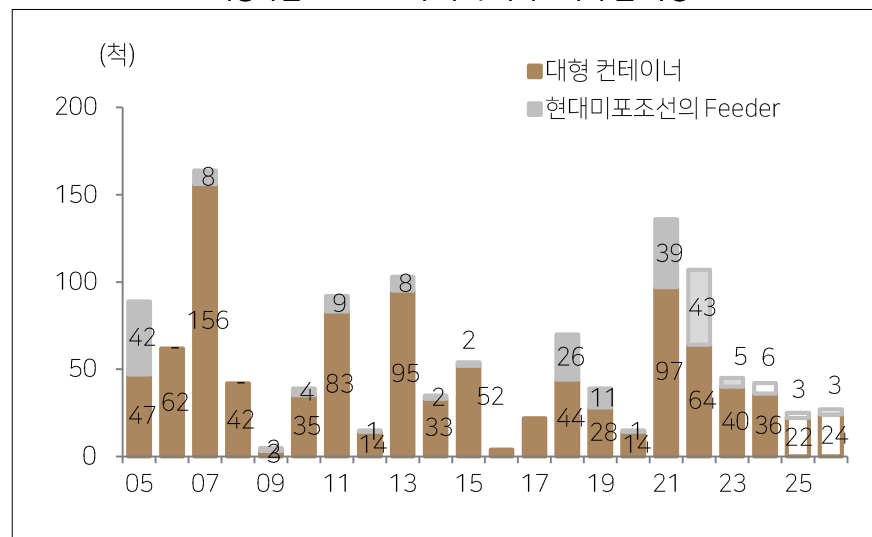
- 2024년 10월까지 컨테이너선 발주는 286척, 327만-TEU에 달함. 추세가 유지될 경우 올해 350만-TEU로 슈퍼사이클이었던 2007년의 333만-TEU를 넘기며 2021년의 451만-TEU에 이어 2번째로 많은 발주량을 기록할 예정
- 이는 1) 2021~2022년의 Covid-19 특수에 벌어들인 수익, 2024년의 홍해 사태로 기대 이상의 이익 창출로, CO2 규제를 맞춘 노후선 교체/친환경 선박이 계속되고 있기 때문. 또한 2) Alliance 재편으로 개별 선사들의 투자, M/S 경쟁이 계속되고 있기 때문.
- 그러나 2024년에 중국 캐파 증설 등으로 한국의 M/S는 크게 떨어짐. 10월까지 8,000-TEU 이상의 초대형 컨테이너선이 286척이나 발주되었지만 한국은 16척 수주로 M/S는 8%에 불과(10월 이후 IR 데이터 기반으로 Maersk 6척, Wan Hai 8척 등으로 28척 수주까지 회복)
- 2024~2025년 2차 투자 사이클에서 남아있는 발주처들 중심으로 200만-TEU 신조 투자를 전망. 한국의 수주는 2024년에 36여척에서 22척으로 감소를 예상

컨테이너 발주: 기저, 그러나 200만-TEU 규모의 교체발주 계속



Source: Clarksons, 다올투자증권

대형사별로 0.5~1개 세트/시리즈 수주를 가정



Source: 다올투자증권

2025 한국 조선 수주 예상

#1 컨테이너: 얼라이언스 재편

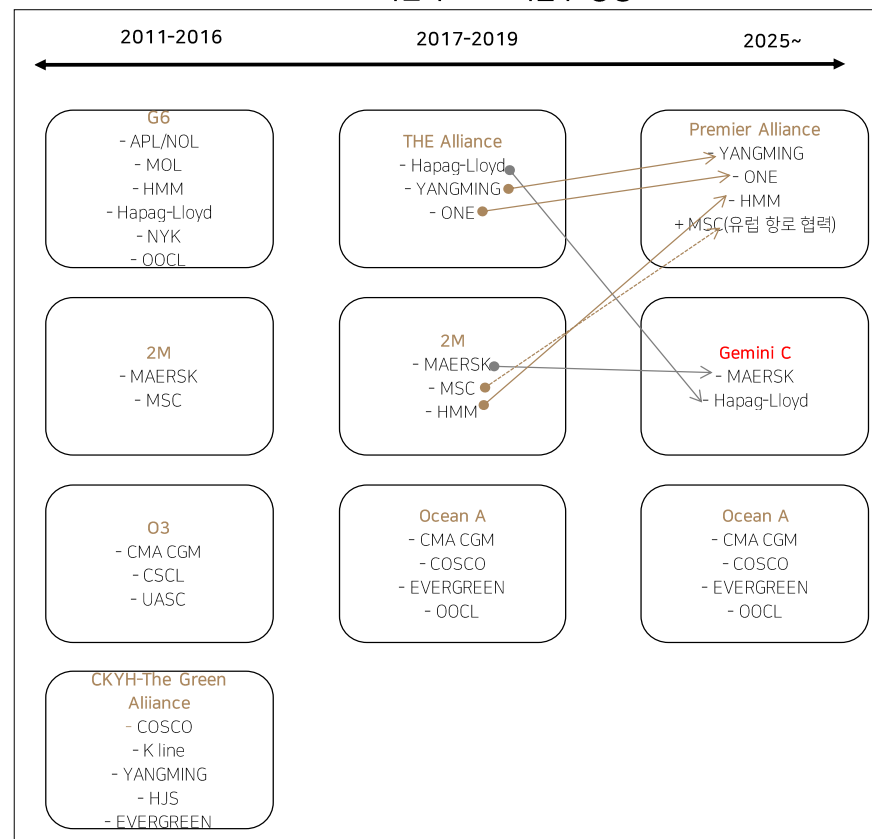
- MSC 뿐 아니라 Maersk도 62척 중 50척, Hapag-Lloyd도 24척을 모두 중국에 발주했지만
- 가장 빠리는 Ocean A의 Evergreen의 메탄올 추진 울트라막스 입찰이 시작되었고
- Premier Alliance의 Yang Ming, HMM의 움직임 주목
- 특히 HMM의 투자 규모에 따라 한국의 수주 규모 윤곽이 보일 것. HMM은 2024년 4월에 현재 92만-TEU, 84척 선대를 150만-TEU, 130척으로 늘리겠다는 계획 발표

아직 발주를 안했거나 많이 하지 않은 Premier Alliance 주목

구분	얼라이언스	발주처	발주 년도				(천TEU)	잔고 M/S
			2021년	2022년	2023년	2024년	2021-2024	
선사		MSC	0	622	103	854	1,579	23%
선사	Ocean A	CMA CGM	34	256	560	186	1,035	15%
선사	Ocean A	Evergreen Marine	204	24	384	14	626	9%
선사	Premier Alliance	ONE	0	137	137	286	560	8%
선주		Seaspan Corporation	28	0	0	481	509	7%
선사	Gemini C	Maersk	30	163	54	192	439	6%
선사	Ocean A	COSCO Shipping Lines	64	120	0	250	434	6%
선사		OOCL	160	168	0	0	328	5%
선주		Eastern Pacific Shpg	6	6	0	250	261	4%
선주		Zodiac Maritime	60	94	0	0	154	2%
선사		PIL	0	75	0	65	140	2%
선사	Gemini C	Hapag-Lloyd	118	0	0	0	118	2%
선주		Danaos Corp.	0	12	17	87	116	2%
선사	Premier Alliance	HMM	13	0	81	0	94	1%
선주		Capital Ship Mgmt	0	0	0	87	87	1%
선주		SFL Corporation	0	0	0	84	84	1%
선사	Premier Alliance	Yang Ming	0	0	78	0	78	1%
선사		Wan Hai Lines	0	40	0	32	72	1%
선사		T.S. Lines	7	0	0	65	72	1%
선사		Sea Consortium	0	0	0	66	66	1%
여타			119	215	126	268	1	0%
			843	1,931	1,539	3,267	6,852	

Source: Clarksons, 다올투자증권

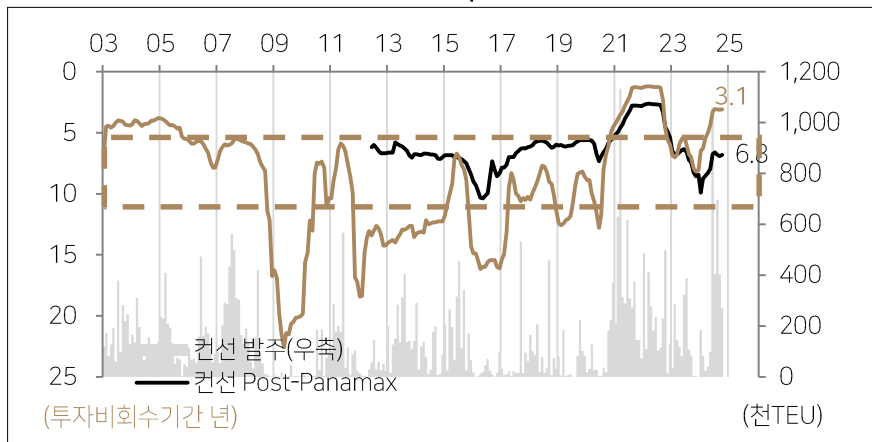
Alliance 재편 후 또 교체발주 경쟁



Source: 다올투자증권

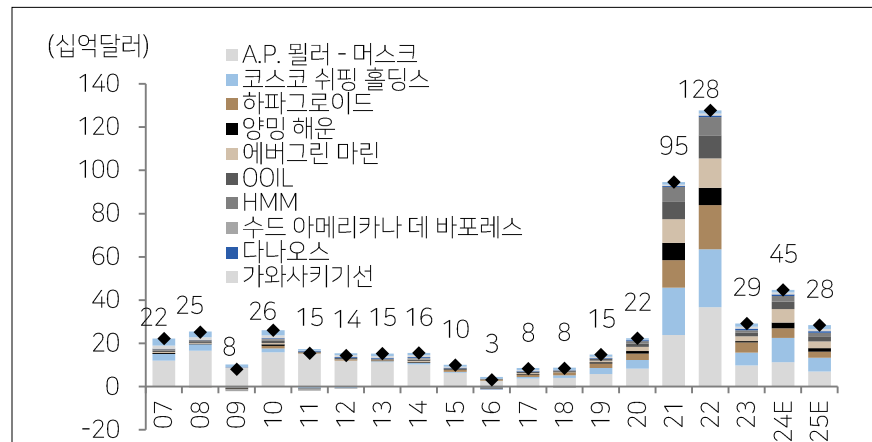
2025 한국 조선 수주 예상

컨테이너선 투자 Payback Period



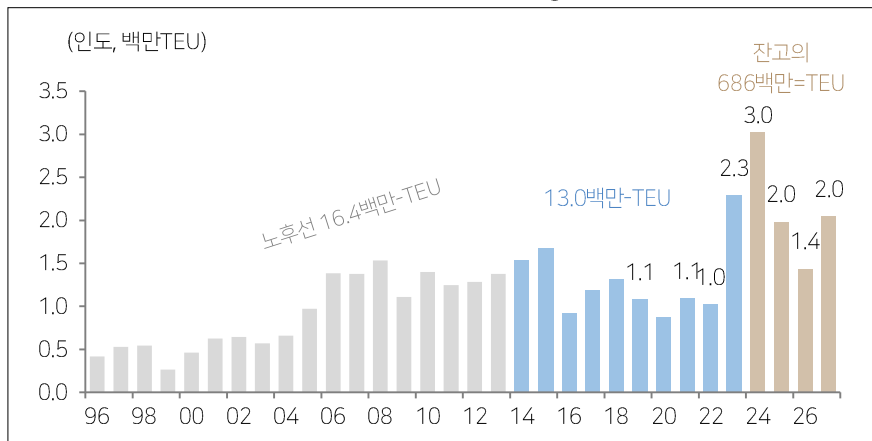
Source: 각 사, 다올투자증권

컨테이너 선사들의 EBITDA



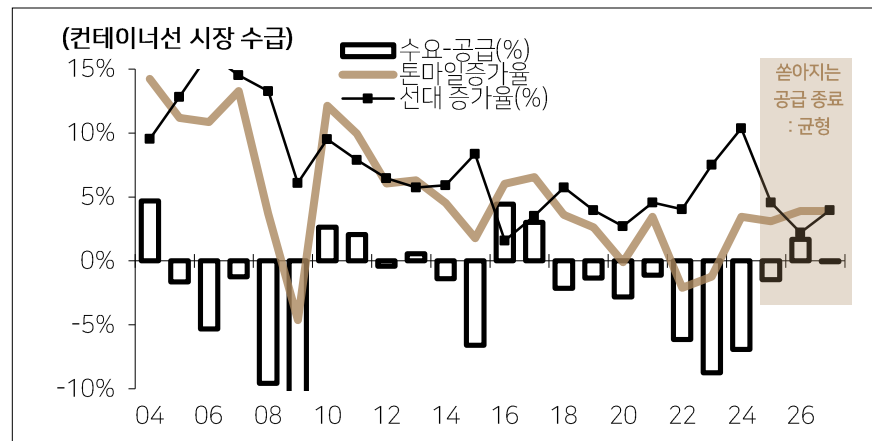
Source: Clarksons, 다올투자증권

컨테이너선 노후선 비중



Source: S&P Global, 다올투자증권

컨테이너선 시장 수요-공급



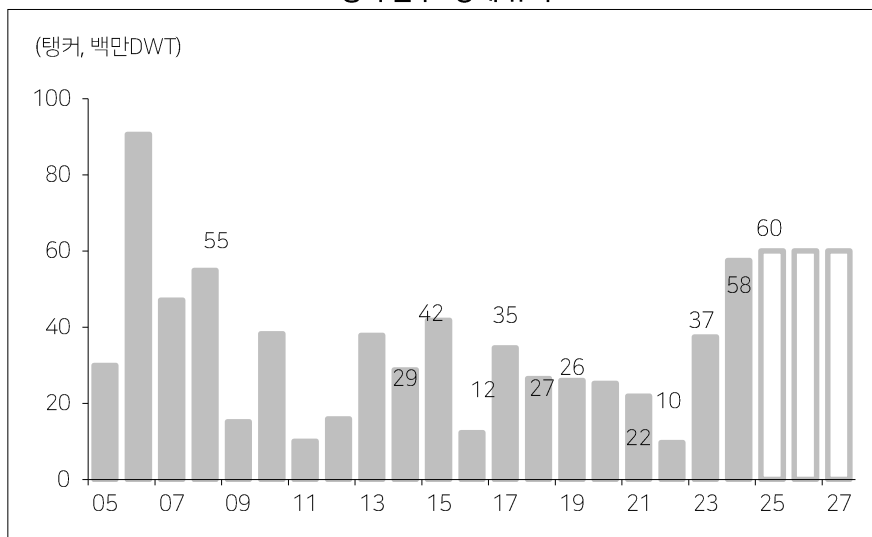
Source: 다올투자증권

2025 한국 조선 수주 예상

#2 탱커: 견조한 시장, 교체발주 사이클 계속

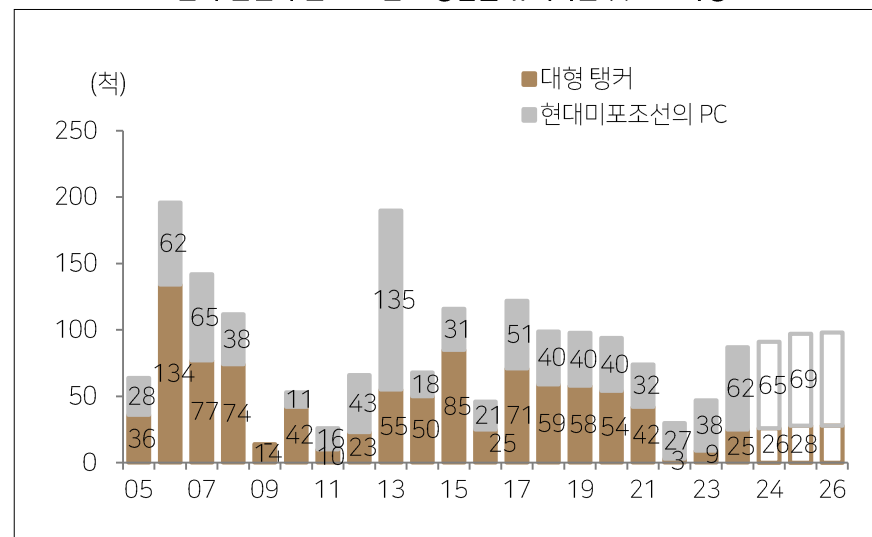
- 컨테이너선과 마찬가지로 탱커 신조선시장에서도 한국의 M/S는 하락. 그러나 HD현대미포의 M/S는 평균 35%를 상회하며 호조
- 2024년에 탱커 발주는 58백만DWT로 +57%나 회복했지만, 한국의 VLCC, 수에즈막스 탱커 수주는 26척(~11월 중순까지)으로 정체
- 2025년에도 탱커 선사들의 이익 증가를 타고 탱커 교체발주는 견조할 전망
- 그러나 한국 조선사들의 M/S는 여전히 낮을 것. 이는 여럿 선종들 중 가장 수익성이 떨어지고, 컨테이너선보다도 더 수익성이 높은 가스선에 집중하고 있기 때문
- 이에 따라 각 조선사별로 탱커 건조 이력을 유지하는 수준의 2024년 수주 정도를 계속할 것으로 전망
- 다만, HD현대미포의 MR탱커 발주와 높은 M/S는 계속될 것으로 기대. 더구나 현대베트남조선의 캐파 확대로 수용 가능한 슬롯도 늘고 있음

탱커 발주: 강세 유지



Source: Clarksons, 다올투자증권

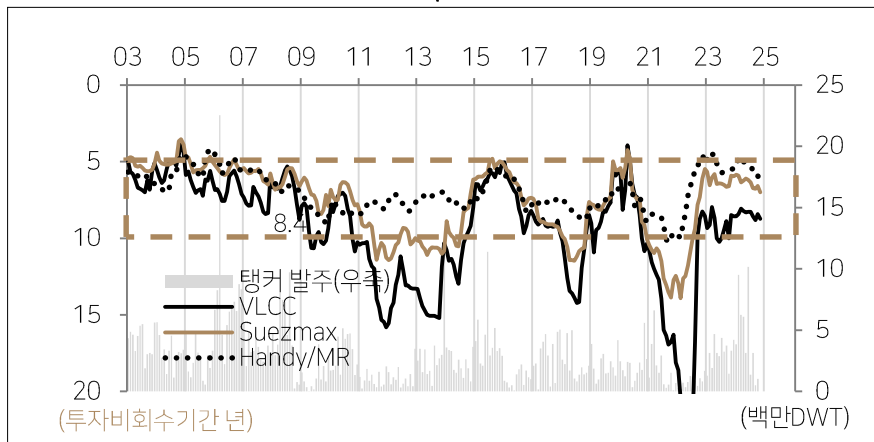
한국 전년 수준으로 건조 경험을 유지하는 것으로 가정



Source: 다올투자증권

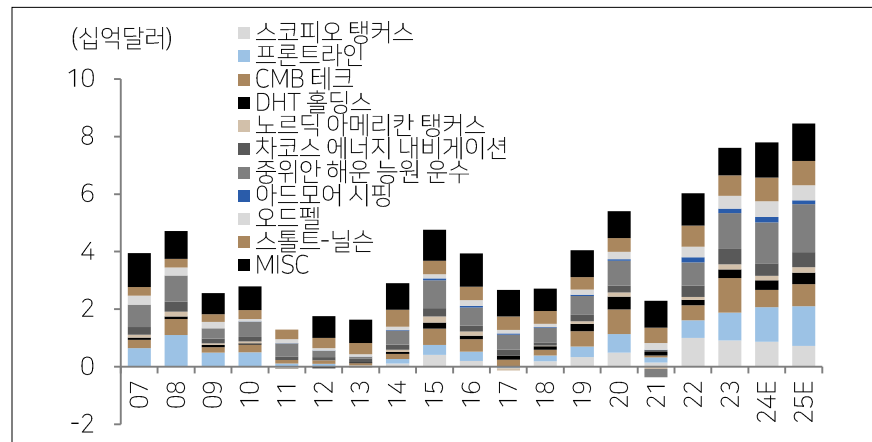
2025 한국 조선 수주 예상

탱커 투자 Payback Period



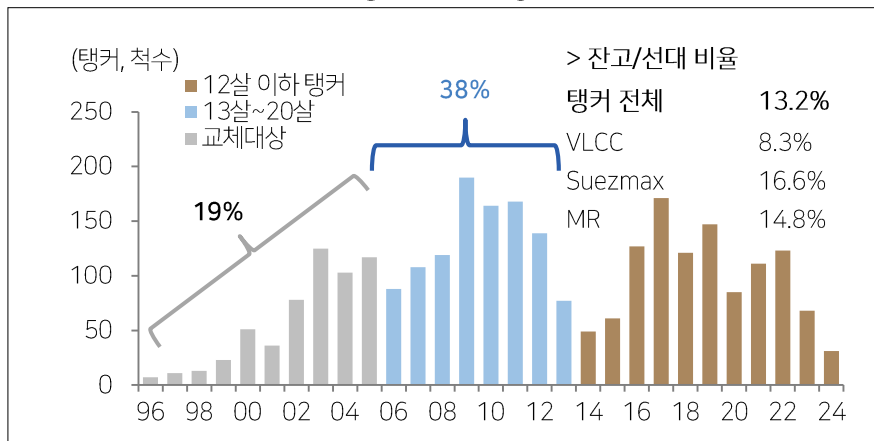
Source: 각 사, 다올투자증권

탱커 선사들의 EBITDA



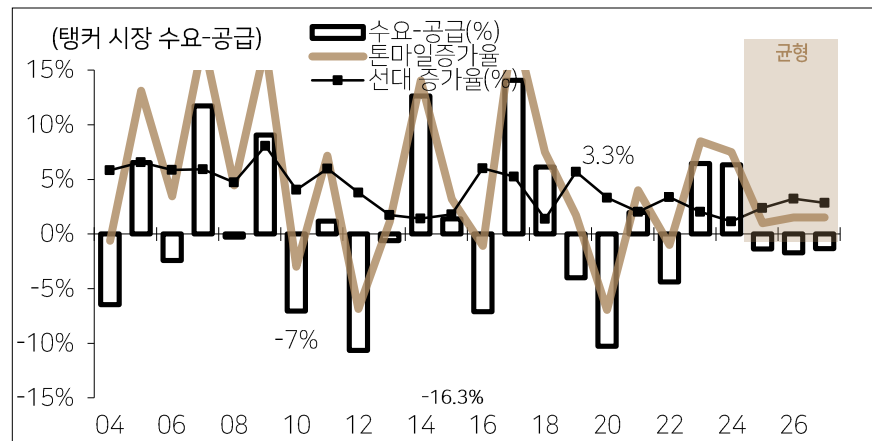
Source: Clarksons, 다올투자증권

탱커 노후선 비중



Source: S&P Global, 다올투자증권

탱커 해운시장의 수요-공급



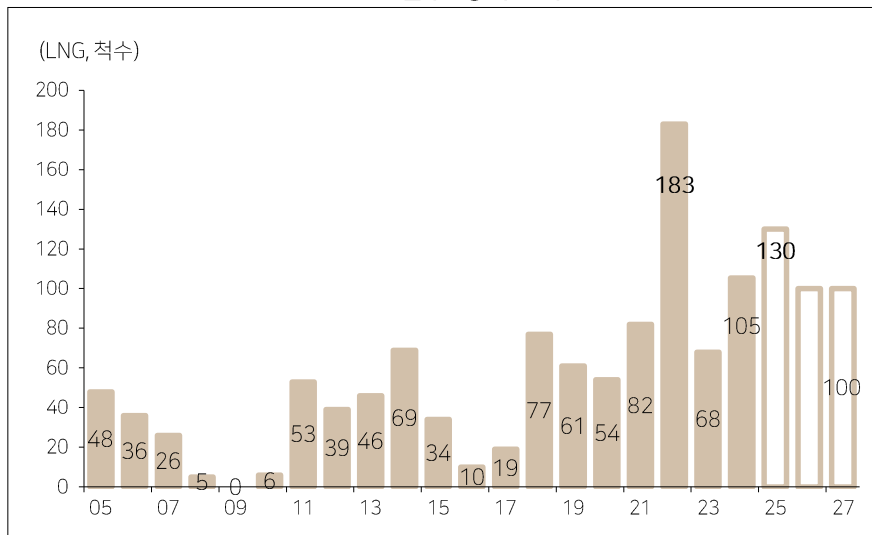
Source: 다올투자증권

2025 한국 조선 수주 예상

#3 LNGc: 또 슈퍼사이클

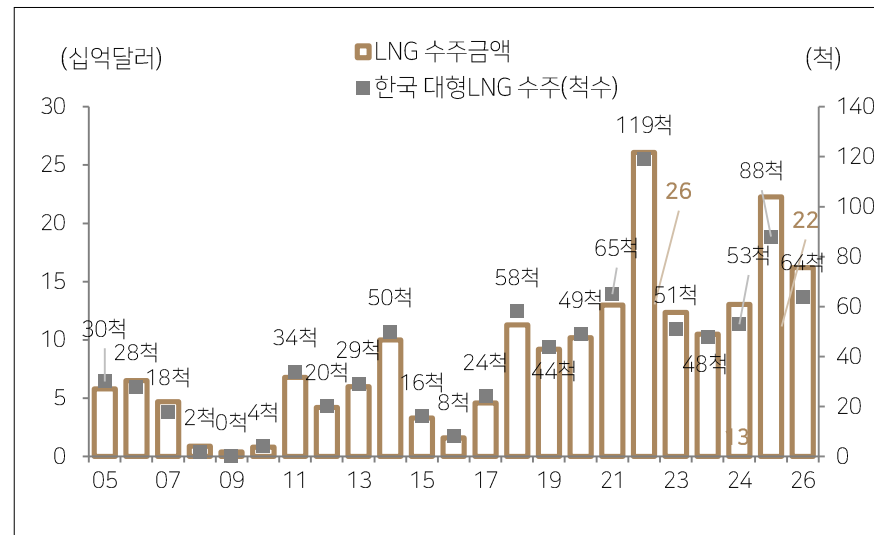
- 2024년 10월까지 83척의 LNG선이 발주되었고 대형 LNG선 발주는 75척. 한국은 55척을 수주해서 M/S 73%로 우위를 지킴
- 2025년에는 카타르 3차와 북미 중심의 2029년의 대규모 LNG 터미널 완공 스케줄에 맞춰서 2021년 정도는 아니지만, 준하는 초강세를 펼 수 있을 것으로 기대
- 상세한 발주 전망은 뒤의 투자 포인트 섹션에서 제시하겠지만
- 요는 1) 카타르 20척 이상, 2) 2029년에 완공되는 52MTPA에서 최소 80척 안팎의 발주, 3) 선대 교체 발주 20여 척으로 130척 안팎을 기대
- 한국의 수주는 88척으로 M/S 67%를 가정. 2022년처럼 한국의 슬롯을 잡을 수 없어서 중국으로의 발주가 또 늘어날 것으로 판단. 그러나 2024년에는 후동중화가 카타르 2차에서 QC-Max 24척을 수주했고, 대련조선은 자국에서 4척을 받았을 뿐. 2024년에 유럽 선주들의 선택지는 한국 뿐

LNGc 발주: 강세 유지



Source: Clarksons, 다올투자증권

한국 88척(1.3년치) 수주로 2025년말에 LNG선 백로그길이 4년 가정



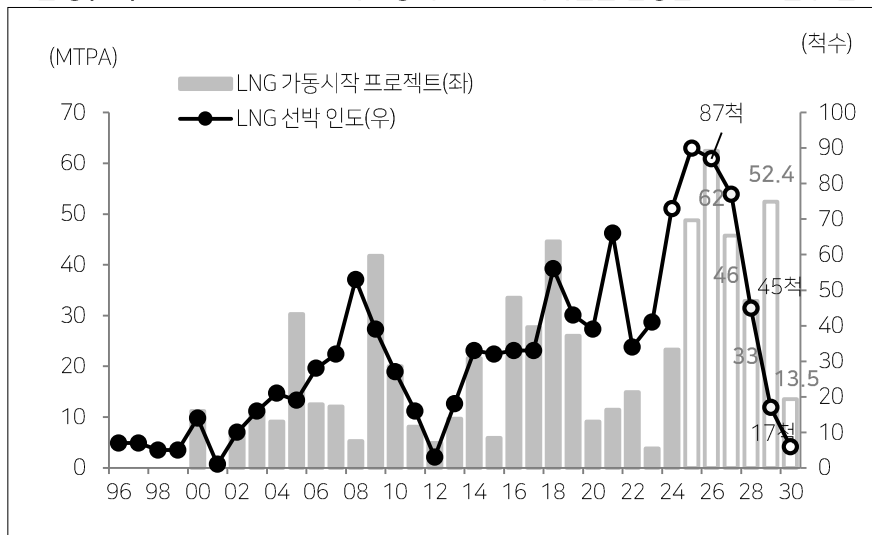
Source: 다올투자증권

2025 한국 조선 수주 예상

#3 LNGc: 2029년에 필요한 LNG선만 100여 척

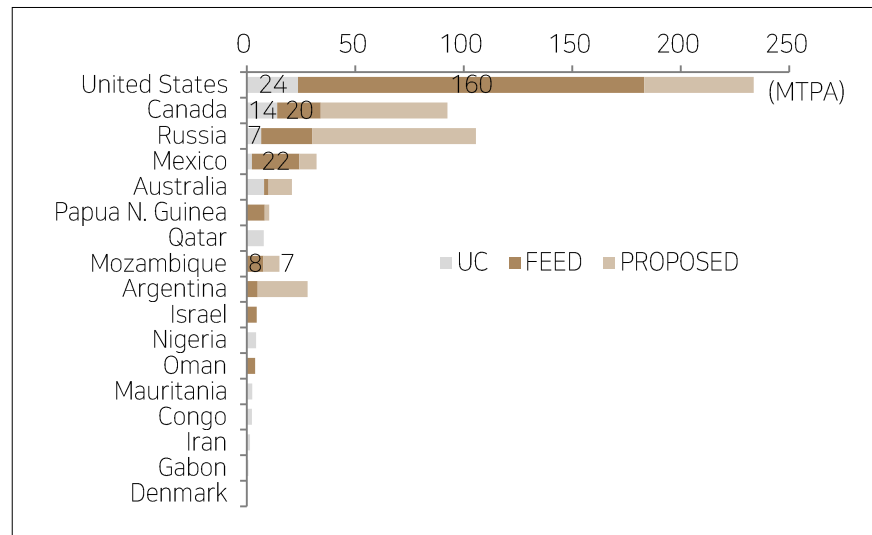
- 현재 건설 중인 LNG 수출 프로젝트의 완공은 2028년은 33MTPA로 작지만, 2029년 52MTPA로 슈퍼 사이클을 이끈 2026년의 62MTPA에 준하고, 2030년에도 14MTPA에 달함
- 그러나, 이와 매칭되는 잔고에서 인도 예정인 LNG선은 2029년에 17척에 불과. 이는 한국 조선사들이 아직 2029년 인도 슬롯을 열지 않았기 때문
- 2025년에 한국 조선사들이 2028년의 남은 절반 슬롯(현재 32척 확보)과 2029년 슬롯을 판매할 경우, 충분히 당사가 예상하는 88척을 수주가능할 것으로 짐작. 88척은 65척 캐파에서 1년 3개월 정도의 일감 확보
- 그리고 우리는 FEED 및 마케팅 중인 미국의 160MTPA와 글로벌 256MTPA의 LNG 프로젝트들을 주목해야 함

건설 중(UC)인 2029~2030년에 완공되는 LNG 터미널을 담당할 LNG선 발주 필요



Source: Clarksons, 다올투자증권

2029~2030년 UC 다음을 이어갈 FEED/마케팅 사업들. 북미 중심으로 대규모



Source: 다올투자증권

2025 한국 조선 수주 예상

#3 LNGc: 미국 프로젝트들 수출 승인 가속화

- 2030년 부터 가동되는 LNG 터미널은 너무 먼 시점이어서 당연히 작음. 그러나 미국에서 160MTPA, 그리고 글로벌 256MTPA의 LNG 수출 프로젝트들이 FEED 및 마케팅을 진행하고 있으며,
- 특히 미국은 공화당 트럼프의 정책에 따라, 대기 중인 프로젝트들의 수출 승인이 가속화 될 것으로 기대
- 비단 2025년의 호황으로 그치지 않고, 2030년대에 완공되는 사업들을 위한 LNG선 신조시장의 5년 이상의 호황 기대

민주당: LNG 수출 승인 보류 vs. 트럼프: 취임 첫날 사업 승인

바이든, LNG 수출시설 승인 보류 선언...대선 쟁점 부상할까

송고시간 | 2024-01-26 21:05



VS.



美 대선 쟁점 떠오른 LNG 신규 프로젝트 중단...트럼프 "집권 첫날 승인 할것"

입력 2024-01-30 14:36:22 수정 2024-01-30 16:16:50 역상현-윤종우 특파원

2029~2030년 UC 다음을 이어갈 FEED/마케팅 사업들. 북미 중심으로 대규모

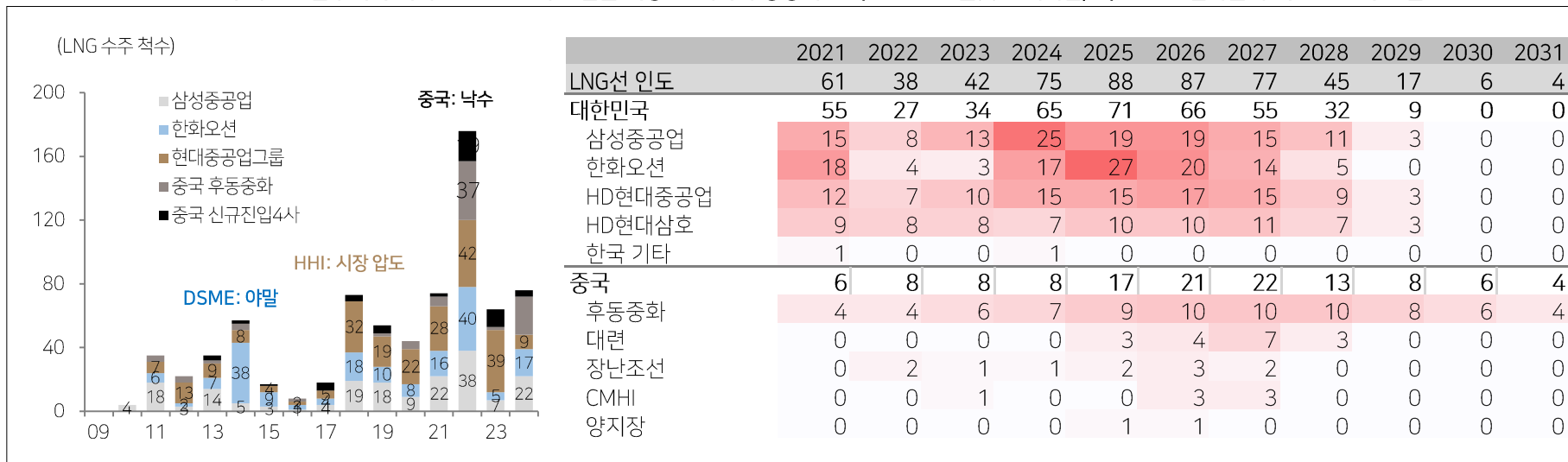
Country	Project	Export Capacity mtpa	Status	Originally Planned Start Up	Expected Start Up*	Est. Ship Size	Estimated Vessel Requirement^
Argentina	Vaca Muerta Phase 1 FLNG	5.00	FEED		2027	174,000	5
Papua N. Guinea	PNG LNG Expansion	2.70	FEED	2027	2027	174,000	3
United States	Galveston LNG Bunker Port	0.40	FEED	2026	2027	20,000	1
Canada	LNG Canada Phase 2	14.00	FEED		2028	174,000	15
Mexico	Amigo LNG Train 2	3.60	FEED	2028	2028	174,000	6
Mexico	Amigo LNG Train 1	4.20	FEED	2028	2028	174,000	7
United States	Alaska LNG	20.00	FEED	2023	2028	174,000	19
United States	Freeport LNG Train 4	5.10	FEED	2028	2028	174,000	11
United States	Gulf LNG Phase 1	5.00	FEED	2028	2028	174,000	11
United States	Monkey Island LNG	0.33	FEED	2028	2028	8,000	1
United States	Port Arthur LNG Phase 2	13.50	FEED		2028	174,000	28
Australia	Equus (FLNG)	2.00	FEED	2029	2029	174,000	2
Mexico	Puerto Libertad LNG	14.00	FEED	2027	2029	174,000	19
Papua N. Guinea	Papua LNG	5.60	FEED	2029	2029	174,000	5
United States	Lake Charles LNG Train 2	5.50	FEED		2029	174,000	12
United States	Port Delfin 1 (FLNG)	3.25	FEED	2027	2029	174,000	7
United States	Gulf LNG Phase 2	5.00	FEED	2021	2029	174,000	10
United States	Delta LNG Phase 1	10.00	FEED	2029	2029	174,000	22
United States	Eagle LNG	0.90	FEED	2028	2029	40,000	1
Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.00	FEED		2030	174,000	6
Mozambique	Rovuma LNG	7.60	FEED	2020	2030	174,000	10
Oman	Qalhat LNG Train 4	3.80	FEED	2029	2030	174,000	4
Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.40	FEED		2030	174,000	2
Russia	Yakutia LNG	18.00	FEED	2027	2030	174,000	8
United States	Lake Charles LNG Train 1	5.50	FEED	2027	2030	174,000	12
United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.40	FEED	2030	2030	174,000	9
United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.40	FEED	2030	2030	174,000	9
United States	Delta LNG Phase 2	10.00	FEED	2030	2030	174,000	22
United States	Cameron LNG Train 4	6.75	FEED	2028	2030	174,000	15
Israel	Leviathan (FLNG)	4.50	FEED		2031	174,000	3
United States	Texas LNG	4.00	FEED	2029	2031	174,000	4
United States	Commonwealth LNG	9.40	FEED	2021	2031	174,000	18
United States	Sabine Pass Expansion	20.00	FEED	2028	2031	174,000	44
United States	CP2 LNG Phase 1	10.00	FEED	2028	2032	174,000	22
United States	Lake Charles LNG Train 3	5.50	FEED		2033	174,000	12
United States	Rio Grande LNG Phase 2	10.80	FEED		2035	174,000	24
Total		256.13					409

2025 한국 조선 수주 예상

#3 LNG선: 중국과의 경쟁구도?

- 2022년에 대형 LNG선 발주 177척에 한국 조선4사가 119척을 수주(M/S 67%)
- 그 이전 해외 선주는 한국 조선사에서만 LNG선을 건조해 갔는데 2022년에 급증하는 LNG선 수요에 한국 조선사들이 2년치 물량이나 수주해서 백로그 4년치(2022년말에 2026년까지 채워짐)를 채웠지만, 그래도 LNG선이 필요한 선주들이 어쩔 수 없이 중국 조선사를 찾은 것임. 중국에서 홀로 LNG선을 담당해온 후동중화가 캐파를 10여 척으로 늘렸고, 신규로 대련, 장난, CMHI, 양지장 조선사가 LNG선 시장에 데뷔/진입
- 2022년과 같은 중국의 M/S 잠식을 우려하지만, 1) 후동중화는 2028년까지 10척, 2029년 8척, 2030년 6척, 2031년 4척으로 슬롯이 거의 없는 상황이며, 2) 신규로 진입한 대련, 장난, CMHI, 양지장은 2025~2028년에 처음으로 인도하는 LNG선들의 운항 성적을 체크한 후, 건조 후보처가 될 수 있을 것

2022년에 대규모 발주에서 데려 2nd-Tier의 진입을 허용. 그러나 후동중화는 1) 2030년 슬롯도 채워짐, 2) 신규 진입자들의 퍼포먼스 확인 필요

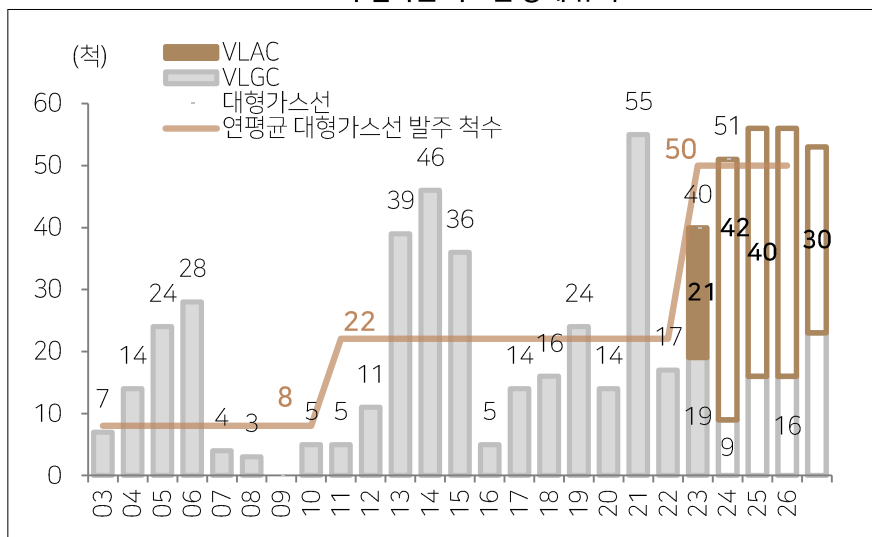


2025 한국 조선 수주 예상

#4 VLGC/VLAC: 시장 규모 2배 증가의 추세는 계속

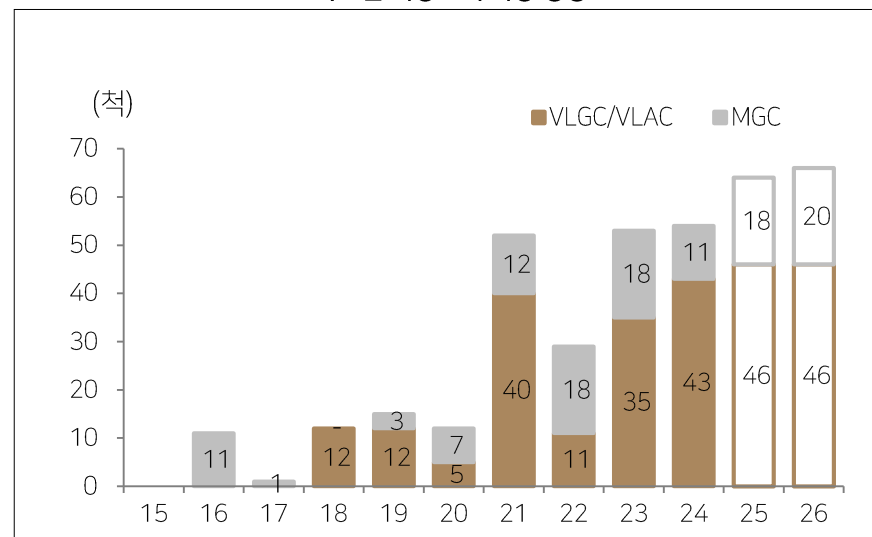
- VLAC 시장의 개화로 VLGC/VLAC 발주는 2023년 40척, 2024년에 51척으로 2010년대의 평균 22척을 크게 넘김
- VLAC 발주 척수는 2023년 21척으로 절반을 차지했고, 2024년에 42척으로 82%에 달함
- 물론 VLAC는 VLGC의 차세대 버전으로 LPG 운반 수요를 수용하는 Cannibalization이 있지만, 2035년의 50MTPA의 발전, 50MTPA의 암모니아 운전을 위해 200여 척 선대가 필요한 상황에서 VLAC의 가세로 대형 가스선 시장은 50척으로 당분간 지속할 것으로 가정
- 한국의 가스선 수주는 HD한국조선해양을 중심으로 2024년에 43척의 사상 최대에서 2025년 46척으로 증가할 것으로 예상

VLAC가 첨가된 가스선 강세 유지



Source: Clarksons, 다올투자증권

가스선 시장 2배 이상 성장



Source: 다올투자증권

2025 한국 조선 수주 예상

#4 VLAC 사이클: 계속된다

- 2023년 하반기에 시작된 VLAC 발주 사이클에서, 2023년말에 20여개 선주/선사가 신규로 VLAC 발주를 고민/협의를 하고 있다고 전함
- 이 20여개 중 올해 발주로 확인된 곳은 Alphas Gas ~ Cido Shipping까지 6곳에 불과
- VLAC 사이클은 계속 될 것

실적 및 Valuation Table

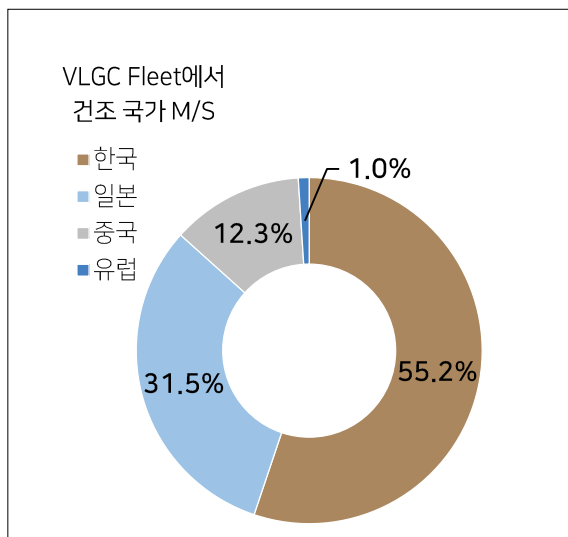
20곳	계약시점	발주처	조선사	선종	크기 (천CBM)	척수	인도시점	신조선가 (백만달러)	
2023년 수주						15척			
	23.09.07	EPS	한국	HD현대중공업	VLGC/VLAC	88	2	2027.09	116.4
	23.09.07	Capital Maritime	한국	HD현대중공업	VLGC/VLAC	88	2	2027.12	116.4
	23.11.14	Naftomar	한국	한화오션	VLAC	93	4	2027.06	124.6
	23.11.27	Dorian LPG	한국	한화오션	VLAC	93	1	2026.09	125.5
	23.12.01	Maersk Tankers 1차	한국	현대삼호중공업	VLAC		4	2027.11	108.1
	23.12.28	Economou-Cardiff	한국	삼성중공업	VLAC	93	2	2027.06	119.2
협의 중		20개 선사가 VLAC~VLGC 슬롯 협의설 이후: NYK, Alpha Gas, Trifigura, Adnoc, Evalend, Atlas, Cido로 7곳 확인							
2024년 수주			한국	28척					
	24.01.08	PascoGas	한국	HD현대중공업	VLAC	88	2	2027.03	121.1
	24.01.10	Nakilat	한국	현대삼호중공업	VLGC/VLAC	88	4	2027.09	110e
#1-1	24.01.18	Alpha Gas	한국	HD현대중공업	VLAC	88	2	2027.04	125.3
	24.01.18	Economou-Cardiff	한국	삼성중공업	VLGC/VLAC	88	2	2027.11	119e
#2	24.01.22	NYK	한국	HD현대중공업	VLGC/VLAC	88	3	2028.06	121.9
#1-2	24.01.22	Alpha Gas	한국	한화오션	VLGC/VLAC	93	2	2027.08	123.4
#4	24.02.20	Evalend	한국	HD현대중공업	VLAC	88	2	2027.02	121.1
#5	24.03.18	Atlas	한국	HD현대중공업	VLAC	88	3	2027.12	123.9
	24.04.01	Maersk Tankers 2차	한국	현대삼호중공업	VLAC		4	2028.07	116.9
	24.07.03	Maersk Tankers 3차	한국	현대삼호중공업	VLAC		2	2028.09	118.4
#6	24.10.15	Cido Shipping	한국	HD현대중공업	VLAC	88	2	2027.09	125.9

2025 한국 조선 수주 예상

#4 VLAC 사이클: 시장 지배력을 확인

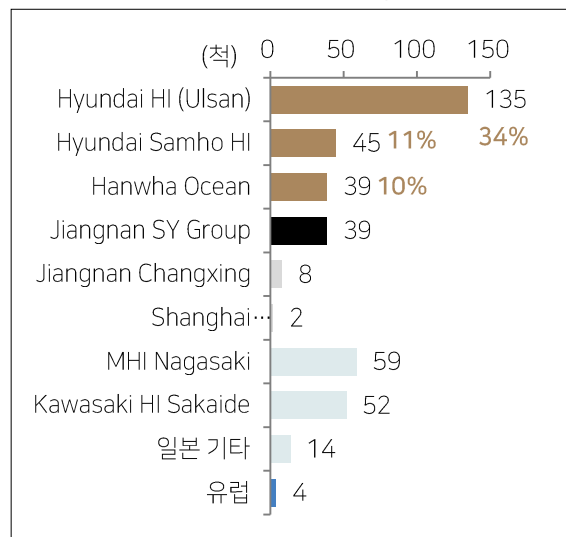
- 기존 VLGC 등의 가스선 시장의 절반 가까이를 과점한 한국 조선사들의 경쟁력을 믿었지만, 신선종에 중국의 진입도 우려할 수 있었음
- 중국은 장난조선을 중심으로 가스선 건조를 해왔는데 비록 양지장(Yangzi-Mitsui)과 돌아온 Hengli(구, STX대련)도 VLAC를 수주하기도 함
- 그러나 1년 반의 VLAC 발주에서 한국 조선사들의 M/S가 68%로 기존보다 시장을 더 독과점. 가격 경쟁력도 제고하고 있는 것으로 파악
- 즉, VLAC는 기존 가스선이나 LNG선을 압도하는 고마진 선종일 것으로 사료

VLGC 선대에서 한국 건조 배가 55%



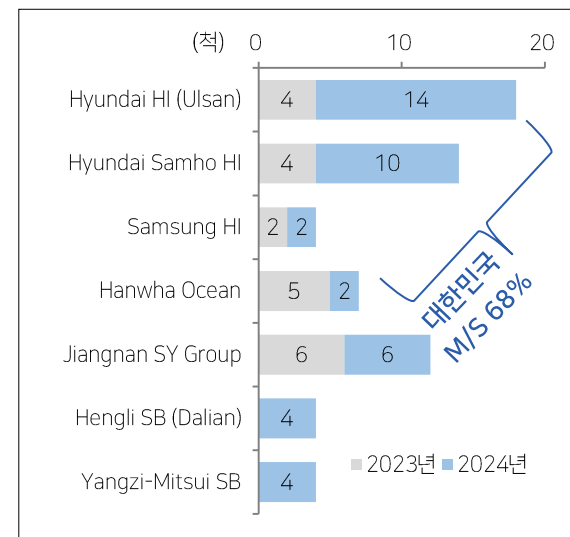
Source: 각 사, 다올투자증권

HD한국조선해양 M/S 45%, 한국 55%



Source: WIND

시작된 지 2년된 VLAC는 한국 M/S 68%



Source: WIND

이 페이지는 편집상 공백입니다.

조선 (Overweight) | 놀라운 것을 보게 될것이다

IV. 실적 : 깜짝 놀라게 할 "대박 고가물량" 건조

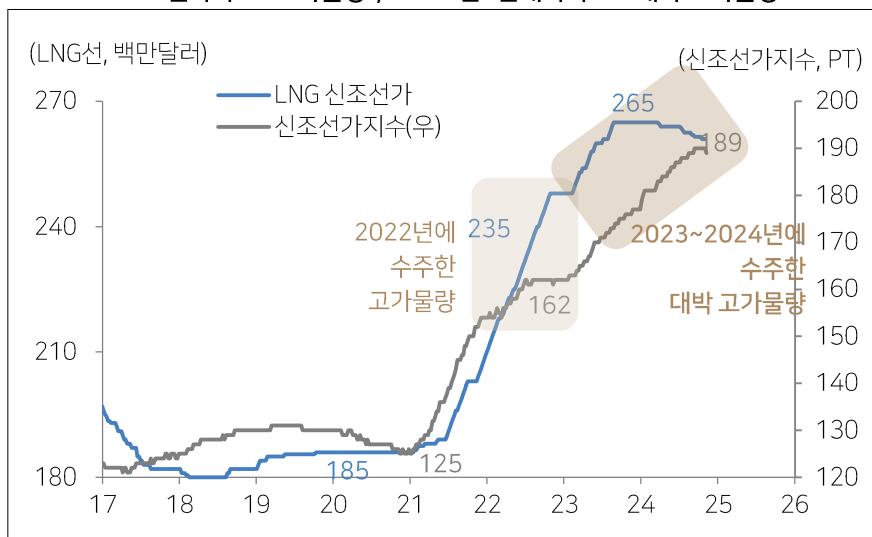
- 백로그 길이
- 더구나 중국의 백로그가 더 긴 상황에서
- 중국의 부양책과 강재가격 반등

깜짝 놀라게 할 "대박 고가물량" 건조

"고가물량", "대박 고가물량"이란

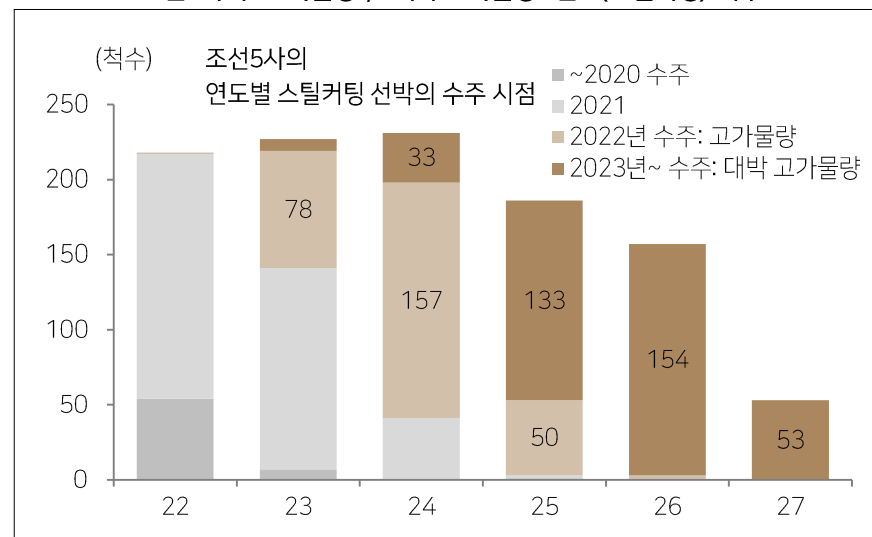
- 2024년에 수주가 오히려 늘어날 것으로 전망하기에 2025년의 조선업종 주가도 아주 긍정적으로 봄. 그러나, 수주보다 더 강력한 투자포인트는 실적 턴어라운드
- 2024년에 생산안정화와 함께, "고가물량" 건조가 확대됨에 따라 실적 턴어라운드를 시작했고, 2025년에는 "고가물량" 안에서 "대박 고가물량" 건조가 또 늘어남
- **"고가물량"이란** 2022년부터 수주한 고마진 물량. 본 연구원이 정한 단어가 아니라 조선사들이 2024년 실적발표에서 밝힌 호칭. 신조선가는 2021년부터 올랐지만 1) 강재가 등 원가 상승, 2) 인력 쇼티지에 따른 인건비 상승으로 2022년부터 확연히 이익을 남기는 프로젝트인 것으로 추정
- 2022년 평균 신조선가에서 2023~2024년 평균 신조선가의 상승폭은 LNG +11%, MR탱커 +13%, 컨테이너선 15%, 가스선 20%임
- 따라서 2023년부터 수주한 물량을 당사는 **"대박 고가물량"**으로 호칭. 당사는 "고가물량"을 하이싱글 이상, "대박 고가물량"을 두 자릿수대로 가정

2022년 수주 = "고가물량", 2023년~현재 수주 = "대박 고가물량"



Source: Clarksons, 다올투자증권

조선5사의 "고가물량", "대박 고가물량" 건조(스틸커팅) 척수



Source: 다올투자증권

깜짝 놀라게 할 "대박 고가물량" 건조

스틸커팅 분석의 유효성

- HD한국조선해양이 알려준 2022년 수주(고가물량), 2023년 수주(대박 고가물량)의 매출비중과 당사의 스틸커팅 모델이 잘 맞아 떨어짐

조선사별 속도 차이

: 목표는 부울경의 미래다

- HD현대삼호가 이미 2Q~3Q에 "대박 고가물량" 11%~38% 스틸커팅으로 3Q24에 매출비중 32%로, OPM 10.8%를 기록하며, "'대박 고가물량' "의 힘을 보여줌
- 그리고 대형 조선3사는 2025년 초부터 "대박 고가물량"의 스틸커팅이 시작되어, HD현대삼호를 따라가게 될 것

조선사별 분기별/"고가물량"~"대박 고가물량" 스틸커팅 비중 흐름

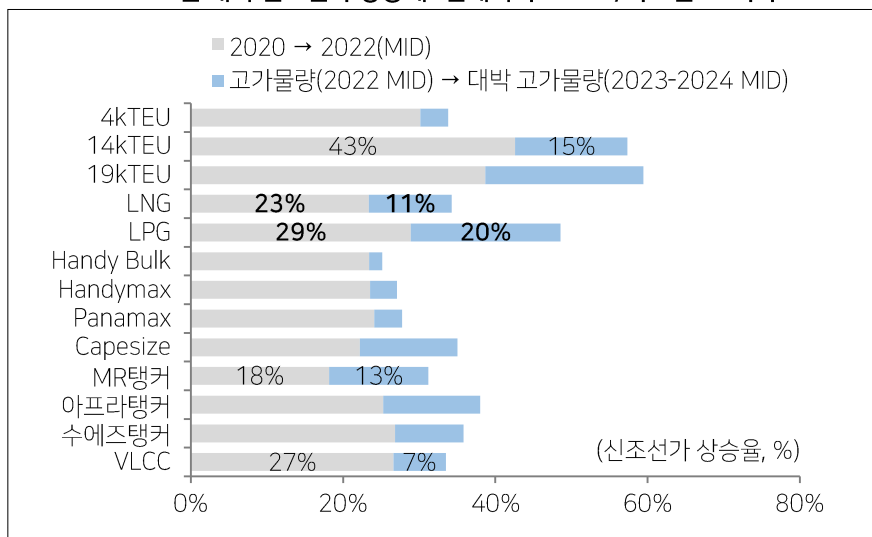
고가물량 비중		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
전체	적자~로우싱글	90%	82%	57%	32%	33%	22%	8%	5%	6%	5%	2%	2%	0%	0%
	고가물량	10%	18%	43%	61%	67%	70%	75%	64%	53%	24%	12%	2%	2%	2%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	6%	0%	9%	17%	30%	41%	71%	86%	95%	98%	98%
현대삼호중공업	적자~로우싱글	75%	83%	20%	0%	0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	고가물량	25%	17%	80%	100%	100%	78%	63%	57%	44%	29%	0%	0%	0%	0%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	0%	11%	38%	43%	56%	71%	100%	100%	100%	100%
사측 안내 (매출 비중)	~2021년 수주						4%	4%							
	2022년 수주	50%				연간	78%	63%							
	2023년 수주					95%	17%	32%							
	2024년 수주														
HD현대중공업	적자~로우싱글	100%	91%	88%	38%	33%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	고가물량	0%	9%	12%	63%	67%	85%	91%	93%	69%	17%	18%	0%	0%	0%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	7%	31%	83%	82%	100%	100%	100%
사측 안내 (매출 비중)	~2021년 수주						30%	15%							
	2022년 수주	30%				연간	66%	80%							
	2023년 수주					70%	4%	3%							
	2024년 수주														
현대미포조선	적자~로우싱글	100%	100%	100%	88%	100%	78%	63%	40%	41%	24%	5%	4%	1%	1%
	고가물량(2023년~)	0%	0%	0%	13%	0%	22%	38%	60%	59%	65%	64%	48%	21%	27%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	11%	31%	47%	78%	72%
사측 안내 (매출 비중)	~2021년 수주						17%	6%							
	2022년 수주						69%	62%							
	2023년 수주						14%	32%							
	2024년 수주														
삼성중공업	적자~로우싱글	100%	93%	59%	50%	40%	25%	18%	30%	29%	17%	0%	0%	0%	0%
	고가물량	0%	7%	41%	50%	60%	75%	82%	70%	43%	8%	11%	25%	20%	13%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	29%	75%	89%	75%	80%	88%
한화오션	적자~로우싱글	100%	100%	43%	75%	75%	44%	8%	0%	17%	0%	0%	0%	0%	0%
	고가물량	0%	0%	57%	25%	25%	56%	92%	100%	83%	57%	50%	0%	0%	0%
	대박 고가물량	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	43%	50%	100%	100%	100%

깜짝 놀라게 할 "대박 고가물량" 건조

3Q24의 MIX와 OPM을 바탕으로 2H25 20% 육박하는 OPM 단순 계산

- 2Q24~4Q24에 수주 연도별 매출 비중을 알려준 HD한국조선해양을 중심으로, 연도별 수주마진, 그리고 이를 바탕으로 2025년 하반기의 매출 비중 X 수주마진을 적용하면
- HD현대삼호와 HD현대중공업은 2025년 하반기에 두 자릿수 후반대 영업 이익률이 나와야 함
- 물론, 당시는 이보다 3~4%P 낮은 OPM 예상치를 제시해 두면서, 저렇게 나올 수도 있다고 기대 중

2020년 대비 신조선가 상승세: 컨테이너 > LPG/가스선 > 여타



Source: Clarksons, 다올투자증권

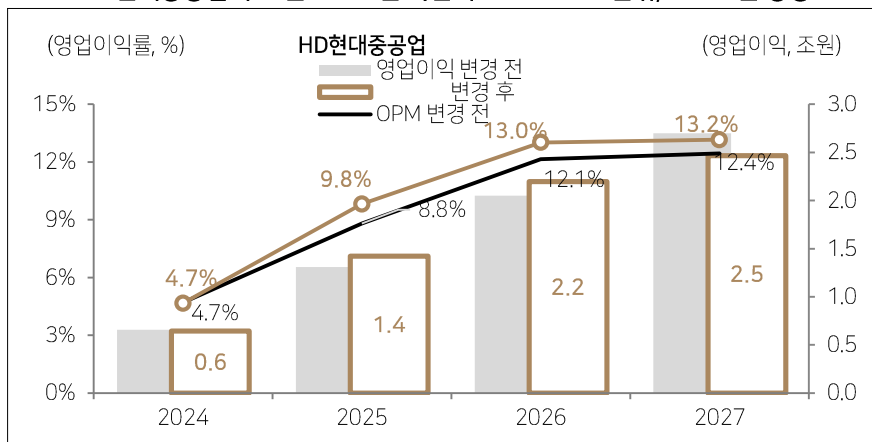
HD현대중공업, HD현대삼호 2025년 하반기에 OPM 15% 넘기는 것으로 계산

	2Q24	3Q24	4Q25
HD현대삼호			
매출 비중			
~2021년 수주	4%	4%	0%
2022년 수주: 고가물량	78%	63%	0%
2023년 수주: 대박 고가물량	17%	32%	100%
추정 OPM			
~2021년 수주	0%	0%	0%
2022년 수주: 고가물량	7%	7%	7%
2023년 수주: 대박 고가물량	19%	19%	19%
가중평균 OPM	8.7%	10.5%	19.0%
↓ 공표 - 모델	↓ 1.0%P	↓ 0.3%P	- ↓ 3.0%P
공표 당사예상 OPM	9.7%	10.8%	16.0%
HD현대중공업			
매출 비중			
~2021년 수주	30%	15%	0%
2022년 수주: 고가물량	66%	80%	10%
2023년 수주: 대박 고가물량	4%	3%	90%
추정 OPM			
~2021년 수주	0%	0%	0%
2022년 수주: 고가물량	7%	7%	7%
2023년 수주: 대박 고가물량	19%	19%	19%
가중평균 OPM	5.4%	6.2%	17.8%
↓ 공표 - 모델	↓ 1.0%P	↓ 0.0%P	- ↓ 4.2%P
공표 당사예상 OPM	6.4%	6.2%	13.6%

Source: 다올투자증권

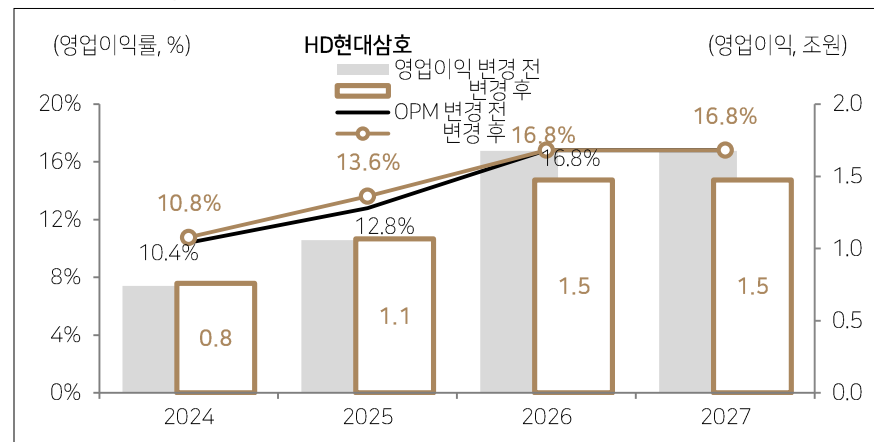
깜짝 놀라게 할 "대박 고가물량" 건조

HD현대중공업의 조선 2025년 하반기 OPM 14% 안팎, 2026년 상향



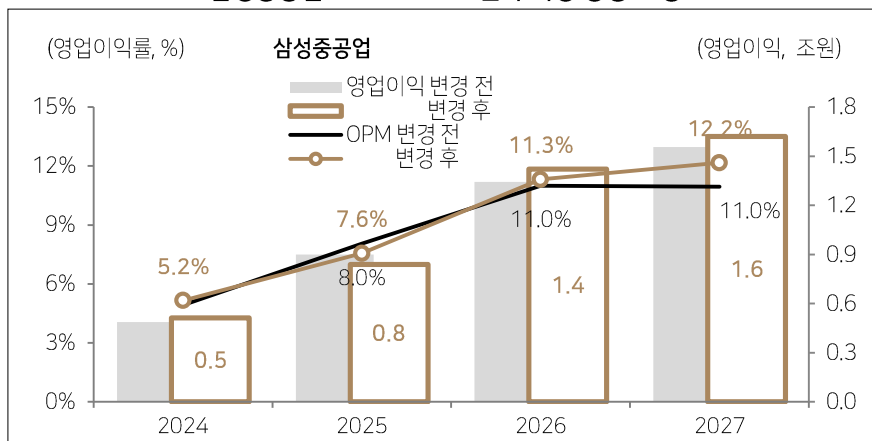
Source: 다올투자증권

HD현대삼호, 2025년 하반기에 OPM16%대로 더 빨리 좋아지는 것으로 상향



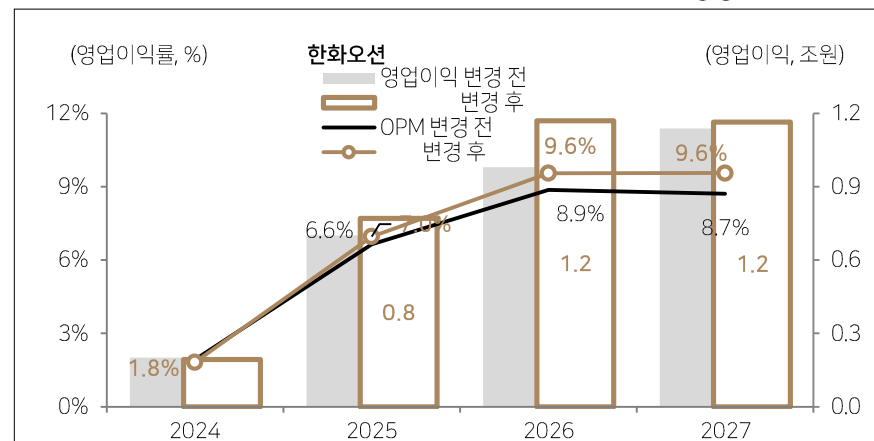
Source: 다올투자증권

삼성중공업 2025~2026년 수익성 상향 조정



Source: 다올투자증권

한화오션 2025~2026년 OPM 10%에 육박으로 상향



Source: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

조선 (Overweight) | 놀라운 것을 보게 될것이다

V. 변화 : 디펜스, LNGBV, LCO2

- 디펜스: 2026~2027년의 투자포인트도 디펜스
- LNGBV: LNG D/F 선대 증가에 수요 증가 명약관화
- LCO2: 개화기 진입, CCS를 믿습니까?

변화

#1 디펜스: 2026~2027년의 투자포인트도 디펜스

- 글로벌 방산 수요 증가는 비단 지상방산, 항공 쪽 뿐 아니라 해군에서도 유효. (숫리스트에 탈락한) 호주 호위함 다음에도, 향후 사우디 호위함, 필리핀 3차, 페루 Escudo 2차와 폴란드 잠수함, 캐나다 잠수함이 대기 중
- 그러나 지상방산과 마찬가지로 사업의 진행이 시장 시장의 기대보다는 느림. 2026~2028년에 본계약의 결론에 도달하는 스케줄들. 다만, 2025년에도 마일스톤 등은 있어서 모멘텀이 될 전망이며, 2026~2028년에 조선업종이 이번 자료에서 제시하는 최고의 실적, 신조선가에 도달한 후 고민되는 자리에서 큰 역할을 할 것으로 기대

국내외 특수선 주요 파이프라인

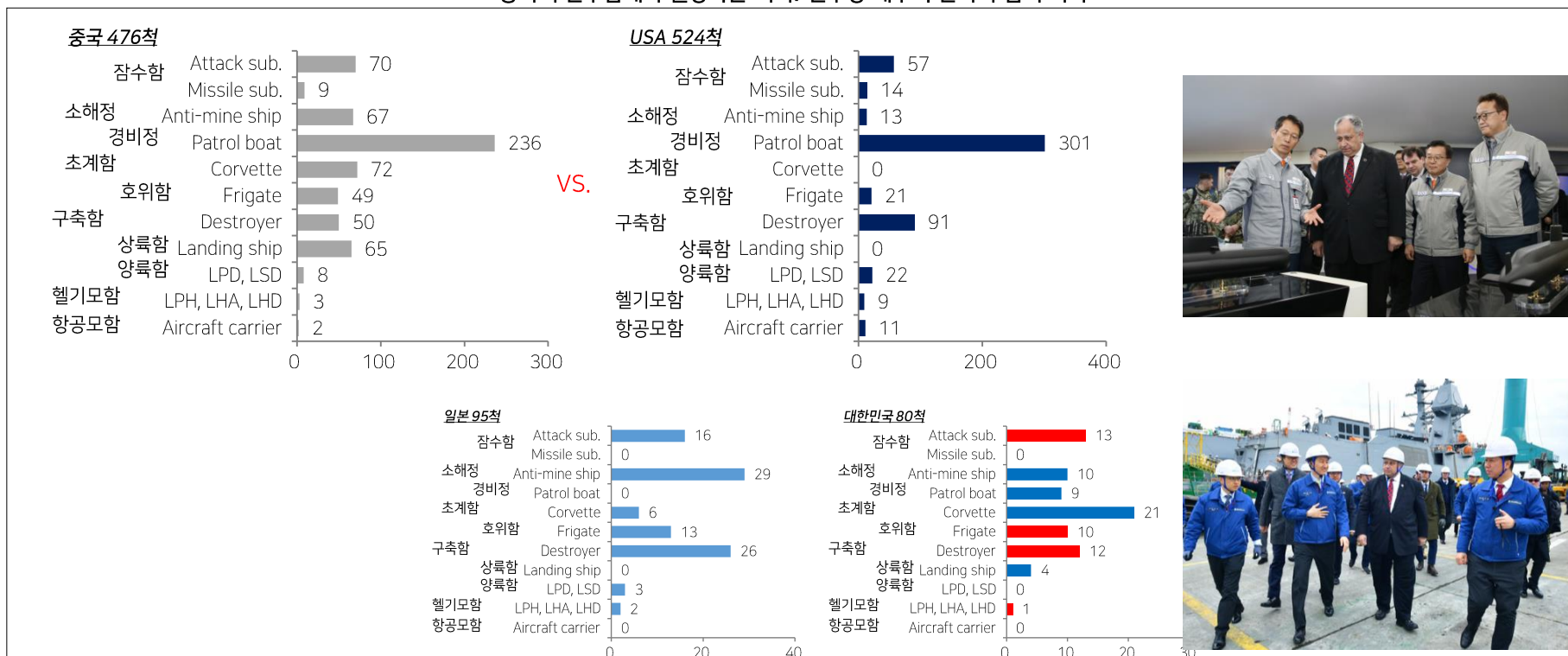
사업	사업규모 (척수, 조원, 십억달러)	마일스톤	시점	2025년	2026년	2027년	2028년
국내							
KDDX 호위함 배치4	6척 중 1호선, 전체 사업 8조원 6척 중 1,2호선, 전체 사업 3.2조원	상세설계 및 선도함 제작사 선정 1,2번함 제작사 선정	유찰(법적 분쟁) 유찰(낮은 총사업비)				
해외							
호주 호위함	10조원(110억달러) 11척	숫리스트 선정	일본, 독일 선정 계약			2027년	
폴란드 잠수함 오르카 프로젝트	3.5조원(후속 지원 포함, ~8조원) 3척	숫리스트 선정	RFI 11월초 RFP 계약	2Q25 3Q25	2026년		
캐나다 잠수함 CPSP 프로젝트	20조원(후속지원 포함 ~60조원) 8~12척		RFI 준비 중 RFP 계약	3Q25			2028년
사우디 호위함	2.5조원~3조원(20~50억달러) 5척		RFP 계약	2H25		2027년	

변화

#1 디펜스: 민주당도, 공화당도 함께하자고

- 바이든 민주당 때부터 진행된 미국 국방부의 한국 조선사들과의 협업. 트럼프 당선자도 윤 대통령과의 통화에서 한국-미국 조선업 동맹/협력을 언급
- 이는 모두 중국의 대규모 전투함 건조 역량과 낙후된 미국의 조선산업 때문. 이러한 테마는 이미 2024년 초반에도 주가에 반영된 바 있고, 트럼프 당선 이후에도 또 반영 중인데, 당사는 구체적인 협상내용, 타임라인 확인이 필요하다는 입장

중국의 전투함에 추월당하는 미국. 민주당 때부터 한국과 협력 시작



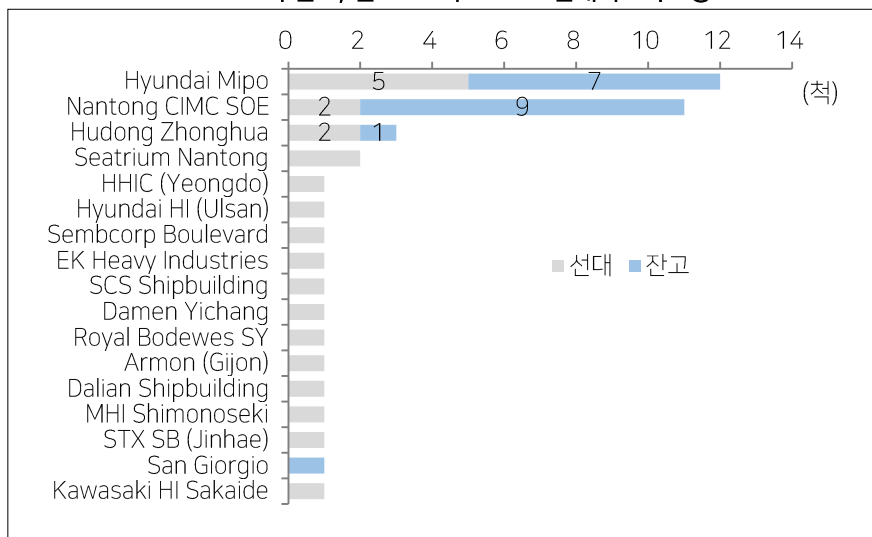
Source: Clarksons, 다올투자증권

변화

#2 LNGBV: LNG D/F 선대 증가에 수요 증가 명약관화

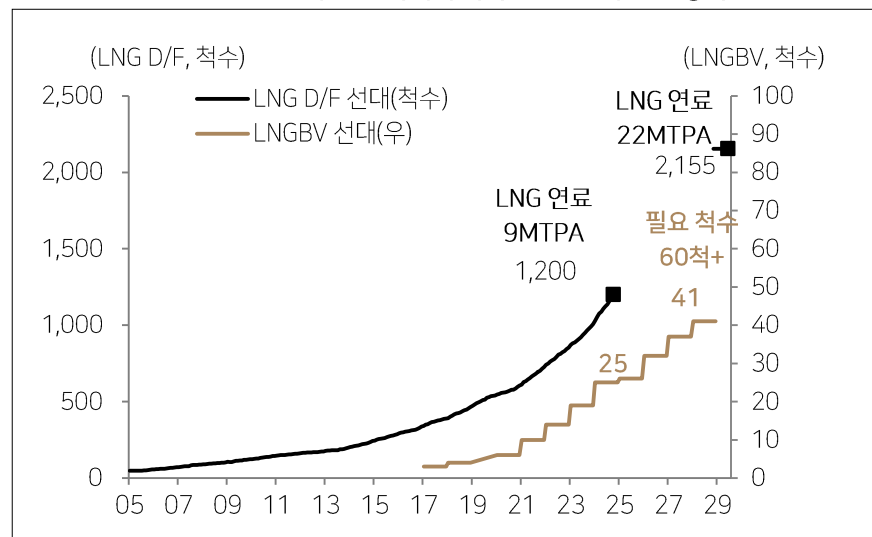
- 현재 선대에서 LNG D/F는 1.1%에 불과하지만, 잔고에서는 16%에 달함. 향후 선대에서 LNG D/F 선박은 메탄올, 암모니아와 함께 꾸준히 증가할 예정
- 2025년 LNG 연료 9MTPA 수요에서 현재 25척의 LNGBV 선대가 존재하는데, 2030년 22MPTA에서 35~40척이 더 필요하다는 전망. 이에 비해 잔고에 LNGBV는 18척으로 부족. 다수의 LNGBV 입찰이 진행 중
- LNGBV는 작은 것인 7,500-CBM, HD현대미포의 고스펙은 20,000-CBM 안팎. LNGBV 시장에서 선대 + 잔고에서 HD현대미포가 12척으로 앞섬
- LNG D/F 확대에 따른 LNGBV 필요 수요는 2030년까지 뿐 아니라, 이후에 더 가팔라질 것. HD현대미포의 초기 시장 장악 및 선박의 품질 인지 확대가 필요

LNGBV의 건조, 잔고 12척으로 HD현대미포가 1등



Source: Clarksons, 다올투자증권

LNG D/F 선박 건조 확대에 따라 LNGBV 수요도 증가



Source: Clarksons, TotalEnergies MF, 다올투자증권

변화

#3 LCO2: 개화기 진입, CCS를 믿습니까?

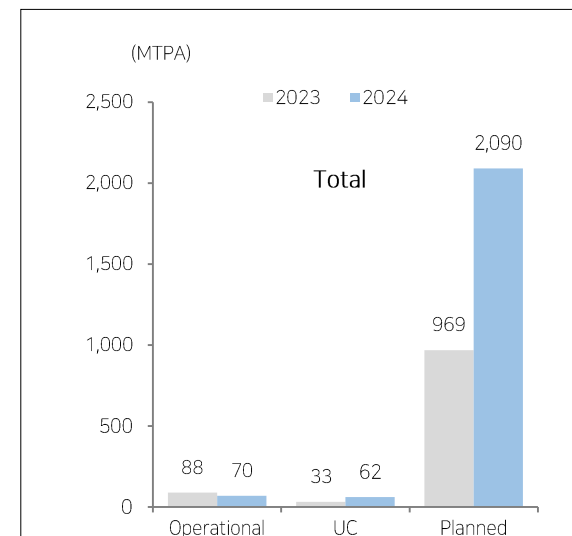
- 1년 전 2024년 전망에도 기재했던 LCO2. 2023년 7월에 처음으로 22k-CBM LCO2 2척을 수주했고, 2024년에도 옵션 행사로 2척을 추가 수주. 중국 대련 조선이 7,500-CBM을 건조하는데 반해 HD현대미포는 22k-CBM으로 더 큰 선형
- LCO2가 발주되는 전방 시장인 CCS 시장도 2024년에 1년 전 대비 건설 중인 사업이 62MTPA로 2배 늘었고, 계획(Planned)은 2,090MTPA로 2배 급등. Rystad Energy는 2030년에 550MTPA에서 55척의 LCO2 수요를 전망하는 것에 비해 느리지만, 1) 시장의 확대 방향성은 확인 중, 2) 현재 건설 중인 사업들은 ~2026년 완공 이어서, 2030년까지 계획 중인 사업들의 FID 및 사업수행에 따라서 시장 전망에 맞는 규모로 성장할 가능성 높음
- HD현대미포 등은 LCO2 인콰이어리가 크게 늘었다는 안내여서, 2025년에 시장 확대를 기대해봄
- 또한 LCO2 탱커는 제작 난이도 때문에 부피당 단가가 5배 가까이 높음. 이를 아직 나홀로 제작할 수 있는 세진중공업 수혜

2030년까지 LCO2 선박 55척 필요 전망. 연평균 10척 신조투자 전망

~2030년 비교		
CO2 포집/저장(MTPA)	550	Rystad Energy의 2030년 CO2 포집/저장 예상
해운 항로 RATIO	16%	CO2 수송 중 LCO2 사용 비율
CO2 해상 수송(MTPA)	90	Rystad Energy의 2030년 CO2 물동량 전망
척	55	Rystad Energy의 2030년 필요 LCO2 전망
사이즈(k-CBM)	25	연구소 가정. 40k-CBM 문의가 가장 많고, 75k-CBM 까지 가능
DWT(천)	25	DWT 전환
Fleet(천DWT)	1,375	선대 전체의 DWT
항차(운항/1년)	65	월 5회 운항. 단거리 항로가 많은 가정. LPG선은 19회/년 운항
물동량(MTPA)	90	60회항에서 90MTPA 계산 일치

Source: Rystad Energy, 다올투자증권

CCS 프로젝트 확대 중



Source: Clarksons, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

조선 (Overweight) | 놀라운 것을 보게 될것이다

VI. 종목별 투자의견

60p_ HD현대미포 (010620) | 반복건조, M/S 수성, 캐파 증설, LNGBV와 LCO2 확대

68P_ HD현대중공업 (329180) | 엔진, 디펜스, 가스선

74P_ HD한국조선해양(009540) | 주주환원을 시작하고, 매년 크게 늘

78P_ 삼성중공업 (010140) | 트럼프 수혜에 디펜스 없어도 FLNG가 있음에

83P_ 한화오션 (042660) | 초격차 Valuation이 계속 되려면

백로그너머 = 2026~2027

백로그너머를 2026~2027년으로 반년 옮김

- 2024년에 수주한 선박들의 43%가 2027년 인도, 47%가 2028년 인도물
- 대규모 매출 인식의 시작점인 스틸커팅이 일반상선은 인도 8~9개월이고, LNG선은 16~18개월 전임. LNG선의 공기가 길어서 상선과 구별해서 보아도 1) 일반 상선의 52%가 2027년 인도, 28%가 2028년 인도이고, 2) LNG선은 32%만이 2027년이고, 68%가 2028년 인도물임
- 즉, 올해 수주한 물량들의 매출인식은 2026~2027년임을 알 수 있음. 따라서 조선업 밸류에이션에서 사용하는 EPS 시점(백로그너머)을 이번 연간 전망에서부터 2026~2027년으로 반년 옮김

올해 수주(전자공시, 상선만)의 인도시점은 2027~2028년 → 매출 2026~2027년

조선사	인도 시점			2024년 수주공시
	2026년	2027년	2028년	
LNG선		3,775	7,937	11,712
		32%	68%	
기타 상선	2,612	6,919	3,739	13,269
	20%	52%	28%	
인도(백만달러)	2,612	10,694	11,675	24,981
	10%	43%	47%	

Source: 전자공시, 다올투자증권

회사별로 올해 계약한 선박의 인도시점

조선사	인도 시점			2024년 상선 수주공시
	2026년	2027년	2028년	
HD현대중공업		2,359	2,232	4,591
		51%	49%	
HD현대삼호	431	2,399	3,119	5,949
	7%	40%	52%	
삼성중공업	149	1,342	4,485	5,976
	2%	22%	75%	
한화오션	256	2,217	1,839	4,312
	6%	51%	43%	
HD현대미포	1,776	2,377		4,152
	43%	57%		

Source: 전자공시, 다올투자증권

조선업종 6사 실적 및 Valuation Table 요약

HD현대미포,

HD한국조선해양 선호주

- 백로그너머 PER 15배(과거 고점)에 맞춘 적정주가 하에서 한화오션을 제외한 전 조선사들이 상승여력이 많음
- 이에 모든 조선사들을 매수 추천. 다만 상승여력에 따라 HD현대미포, HD한국조선해양을 선호주로 추천
- HD현대미포는 최근 트럼프 수혜의 LNG, 디펜스와 관계 없지만 회사 자체의 실적, 수주 등 여럿 투자포인트가 많음
- HD한국조선해양은 돈을 잘 버는 종속사들 때문에, 드디어 배당 및 주주환원을 개시함. 배당수익률도 매력적일 것으로 사료

실적 및 Valuation Table

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	
HD한국조선해양 (009540)	투자의견	Buy	2022	17,302.0	-355.6	-2.1%	-216.9	-3,065	137,268	-27.8	0.6	-2%	
	적정주가(원)	310,000	2023	21,296.2	23%	282.3	1.3%	221.7	3,133	139,936	31.7	0.7	2%
	종가(원)	189,600	2024E	24,869.5	17%	1,442.0	5.8%	887.6	12,542	154,363	15.1	1.2	9%
	상승여력	63.5%	2025E	27,356.6	10%	2,860.3	10.5%	1,631.6	23,054	172,421	8.2	1.1	14%
	적정시총(십억원)	21,940	2026E	31,284.6	14%	4,218.5	13.5%	2,615.1	36,951	200,380	5.1	0.9	20%
	시가총액(십억원)	13,419	2027E	35,222.2	13%	4,882.2	13.9%	3,126.5	44,176	229,569	4.3	0.8	21%
HD현대중공업 (329180)	투자의견	Buy	2022	9,045.5	-289.2	-3.2%				-30.6	2.0	-6%	
	적정주가(원)	290,000	2023	11,963.9	32%	178.6	1.5%	24.7	278	58,660	422.5	2.0	0%
	종가(원)	213,500	2024E	13,849.4	16%	645.5	4.7%	394.3	4,442	63,013	42.7	3.0	7%
	상승여력	36%	2025E	14,473.5	5%	1,420.3	9.8%	949.2	10,692	73,205	20.0	2.9	16%
	적정시총(십억원)	25,744	2026E	16,862.4	17%	2,195.2	13.0%	1,610.1	18,137	89,842	11.8	2.4	22%
	시가총액(십억원)	18,953	2027E	18,734.0	11%	2,465.4	13.2%	1,817.5	20,473	108,316	10.4	2.0	21%
HD현대미포 (010620)	투자의견	Buy	2022	3,716.9	-109.1	-2.9%	-44.6	-1,116	53,448	-79.7	1.7	-2%	
	적정주가(원)	190,000	2023	4,039.1	9%	-152.9	-3.8%	-142.9	-3,579	49,324	-22.0	1.6	-7%
	종가(원)	109,700	2024E	4,494.8	11%	122.0	2.7%	106.7	2,670	52,094	71.0	3.6	5%
	상승여력	73%	2025E	5,206.6	16%	413.2	7.9%	357.6	8,954	60,847	12.3	1.8	16%
	적정시총(십억원)	7,589	2026E	5,885.0	13%	599.8	10.2%	487.8	12,214	72,063	9.0	1.5	18%
	시가총액(십억원)	4,382	2027E	5,902.3	0%	660.5	11.2%	521.5	13,058	83,622	8.4	1.3	17%
삼성중공업 (010140)	투자의견	Buy	2022	5,944.7	-854.4	-14.4%	-619.4	-704	4,085	1.3	-7.7	-16%	
	적정주가(원)	19,000	2023	8,009.4	35%	233.3	2.9%	-148.3	-168	3,908	2.0	18.2	-4%
	종가(원)	11,890	2024E	9,946.1	24%	512.8	5.2%	275.3	313	4,710	606.1	40.3	7%
	상승여력	60%	2025E	11,103.9	12%	839.0	7.6%	525.3	597	5,307	19.9	2.2	12%
	적정시총(십억원)	16,720	2026E	12,565.7	13%	1,422.4	11.3%	1,015.5	1,154	6,461	10.3	1.8	20%
	시가총액(십억원)	10,463	2027E	13,329.1	6%	1,621.2	12.2%	1,164.8	1,324	7,784	9.0	1.5	19%
한화오션 (042660)	투자의견	Hold	2022	4,860.2	-1,613.6	-33.2%	-1,744.8	-13,757	5,874	-1.6	3.7	-118%	
	적정주가(원)	35,000	2023	7,408.3	52%	-196.5	-2.7%	159.9	522	14,060	56.4	2.1	6%
	종가(원)	39,100	2024E	10,593.2	43%	193.4	1.8%	2.7	9	14,075	21,907.7	13.5	0%
	상승여력	-10%	2025E	11,061.5	4%	769.9	7.0%	398.9	1,302	15,377	30.0	2.5	9%
	적정시총(십억원)	10,723	2026E	12,243.8	11%	1,169.4	9.6%	706.9	2,307	17,685	16.9	2.2	14%
	시가총액(십억원)	11,979	2027E	12,177.6	-1%	1,164.1	9.6%	705.5	2,303	19,987	17.0	2.0	12%

HD현대미포 (010620) – BUY(유지), 적정주가 19만원(상향)

반복건조, M/S 수성, 캐파 증설, LNGBV와 LCO2 확대

- **Valuation:** 백로그너머를 2026~2027년으로 반년 옮기고, 적정PER 15배를 유지하면서 적정주가를 19만원으로 상향
- **2025년 수주:** 2024년 누적 61달러 수주(PC선 62척 등 97척)로 초강세. 연말 78억달러로 마무리 가정 → 2025년에 도 65억달러로 매출을 크게 웃도는 수주 예상
- **2025년 실적:** 대형사들과 마찬가지로 P/MIX 개선 효과와 함께, 생산성 개선이 두드러질 것. 투자포인트#1: 특히 PC선 반복건조 체제로 재진입. 영업이익 0.41조원(OPM 7.9%) 예상치 제시
- **투자포인트#2~3:** LNGBV의 확산, LCO2의 개화기에서 주력 PC선, MGC 외에 포트폴리오 확대. 고마진 선종으로 추정
- **투자포인트#4:** 대형조선사들은 중국 대형조선사들의 저가공세에 고생 중이지만, 동사는 베트남조선 활용 등의 특유의 원가경쟁력으로 PC선 시장에서 M/S 수성 중
- **투자포인트#5:** 베트남조선의 캐파를 현재 15척에서 2030년 23척으로 확대 안내. 캐파 증설로 M/S 확대 기대

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %, 배)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,887	3,717	4,039	4,495	5,207	5,885	5,902
영업이익	(217)	(109)	(153)	122	413	600	660
EBITDA	(162)	(48)	(84)	188	470	657	717
순이익	(160)	(45)	(143)	107	358	488	522
순차입금	(297)	(349)	277	283	(104)	(568)	(1,018)
매출증가율	3.4	28.7	8.7	11.3	15.8	13.0	0.3
영업이익률	(7.5)	(2.9)	(3.8)	2.7	7.9	10.2	11.2
순이익률	(5.5)	(1.2)	(3.5)	2.4	6.9	8.3	8.8
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	235.3	36.4	6.9
ROE	(7.1)	(2.0)	(6.8)	5.7	16.3	18.9	17.3

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

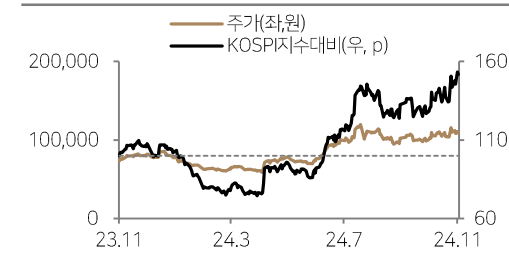
현재가 (11/15)	109,700원
예상 주가상승률	73.2%
시가총액	43,817억원
비중(KOSPI내)	0.22%
발행주식수	39,942천주
52주 최저가 / 최고가	59,100 - 120,000원
3개월 일평균거래대금	294억원
외국인 지분율	20.9%
주요주주지분율(%)	

에이치디HD한국조선해양 (외 5인)	42.9
국민연금공단 (외 1인)	11.3
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC (외 14인)	5.6

	2023	2024E	2025E
PER	n/a	41.1	12.3
PBR	1.7	2.1	1.8
EV/EBITDA	n/a	24.8	9.1
배당수익률	0.0	0.2	0.9

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	6.6	40.5	44.5	29.2
KOSPI대비상대수익률	14.8	51.9	47.3	38.2

Price Trend



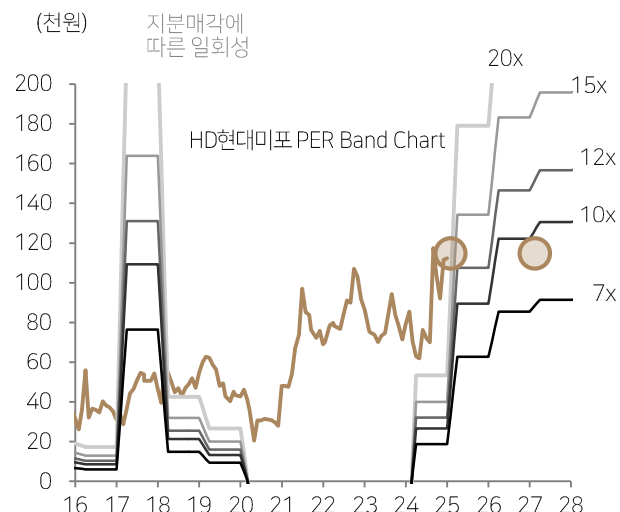
HD현대미포

Valuation: 적정주가 19만원으로 상향, 백로그너머 PER 8~9배에 불과

- 동사의 백로그너머를 기존 2026년에서 2026~2027년 평균으로 옮기고 실적도 소폭 상향해서, 적정PER 15배를 유지하면서 동사 적정주가를 17만원에서 19만원으로 상향. 투자 의견 BUY를 유지하며, 조선업종 최선호주 의견을 견지
- 선호주 의견은 1) LNGBV와 LCO2라는 신선종 확대의 수혜, 2) 중국에 전혀 밀리지 않는 튼튼한 M/S, 3) 현대베트남조선의 캐파 확대, 4) PC선 반복건조 체제 돌입 때문
- 1) 대형 조선사들에게 2023년 하반기부터 VLAC가 등장해서 컨테이너선과 탱커 신조시장에서의 경쟁 부담을 완화해주었는데, 2024년 하반기에 LNGBV 발주가 크게 늘고 있고, 2025년에는 1년 전에도 소개했던 LCO2도 개화기가 시작될 것으로 기대

Valuation Table: 적정주가 19만원으로 +12% 상향

	(원, 배수)						
PER Valuation	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
EPS	-3,998	-1,116	-3,579	2,670	8,954	12,214	13,058
PER(고)	-24.3	-19.8	-12.3	32.1			
PER(저)	-10.5	-60.3	-17.7	11.1			
적정PER						15	15
적정주가의 PER				71.2	21.2	15.6	14.6
현재PER				41.1	12.3	9.0	8.4
주당 적정가치						183,200	195,860
Weight						50%	50%
주당 적정가치 백로그 너머						189,530	
적정주가				190,000			
증가(11월 15일)				109,700			
상승여력				73.2%			



HD현대미포

실적: 생산의 힘으로 턴어라운드

- 2Q24에 OPM 1.5%로 흑자전환에 성공하고, 3Q24에는 매출 감소에도 불구하고 3.1%로 더 개선. 이는 MIX 효과와 더불어 무엇보다도 생산성 개선이 크게 영향. 연초 생산계획보다 5% 정도 진도가 빠르다는 가이드스
- 2025년에 7.9%의 하이싱글 OPM 예상치를 제시하고, 2026년부터 두 자릿수 OPM을 기대. 동사는 2008년에 OPM 14.1%, 2010년에 13.5%를 시현한 바 있어, 2026~2027년에 10.2%~11.2%는 비교적 보수적인 실적 예상치임을 강조. 조선5사 중 향후 실적 상향 여지가 가장 많은 조선사로 판단
- 현재(24년 09월) 잔고의 186척 중 PC선이 118척이어서, 향후 미포 특유의 PC선 반복건조 효과를 보일 것
- 또한 울산보다 원가구조가 좋은 현대베트남조선이 건조 캐파를 15척에서 2030년까지 23척으로 확대 예정. 향후 수주와 실적이 확연히 성장할 수 있는 조선사

#투자포인트1

#투자포인트2

실적 예상

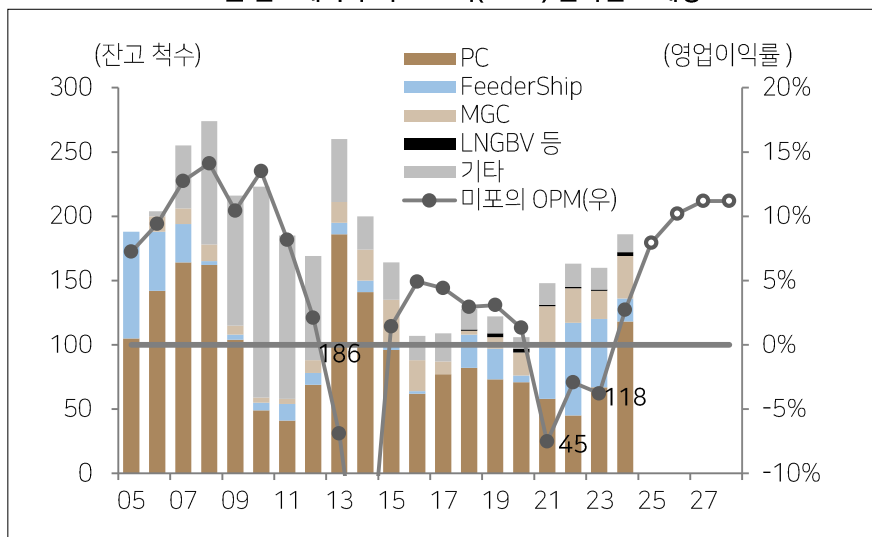
									(십억원)					
HD현대미포	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,000	1,129	1,078	1,288	1,286	1,317	1,276	1,328	3,717	4,039	4,495	5,207	5,885	5,902
YoY	10%	9%	8%	17%	29%	17%	18%	3%	29%	9%	11%	16%	13%	0%
영업이익	-11.0	17.4	35.2	80.4	68.7	99.5	113.7	131.2	-109.1	-152.9	122.0	413.2	599.8	660.5
금융/기타영업외	14.3	18.2	-32.4	21.7	20.3	12.2	13.2	13.8	45.8	-4.0	21.8	59.5	53.3	47.0
세전사업이익	3.3	35.6	2.8	102.1	89.1	111.7	126.9	145.0	-63.2	-156.9	143.8	472.7	653.2	707.5
지배주주지분 순이익	1.9	27.4	-0.2	77.6	67.4	84.5	96.0	109.7	-44.6	-142.9	106.7	357.6	487.8	521.5
영업이익률	-1.1%	1.5%	3.3%	6.2%	5.3%	7.6%	8.9%	9.9%	-2.9%	-3.8%	2.7%	7.9%	10.2%	11.2%
지배주주순이익률	0.2%	2.4%	0.0%	6.0%	5.2%	6.4%	7.5%	8.3%	-1.2%	-3.5%	2.4%	6.9%	8.3%	8.8%
일회성(환효과 제외)	28.8	0.0	2.0		0.0	0.0	0.0	0.0	-88.1	-174.2	30.8			
	↑ Ro-Fax 총당금 환입				생산안정화, 신선증 ↑									
일회성 제거 OP	-39.8	17.4	33.2	80.4	68.7	99.5	113.7	131.2	-21.0	21.3	91.2	413.2	599.8	660.5
일회성 제거 OPM	-4.0%	1.5%	3.1%	6.2%	5.3%	7.6%	8.9%	9.9%	-0.6%	0.5%	2.0%	7.9%	10.2%	11.2%

HD현대미포

#투자포인트1 PC선 반복건조 재개

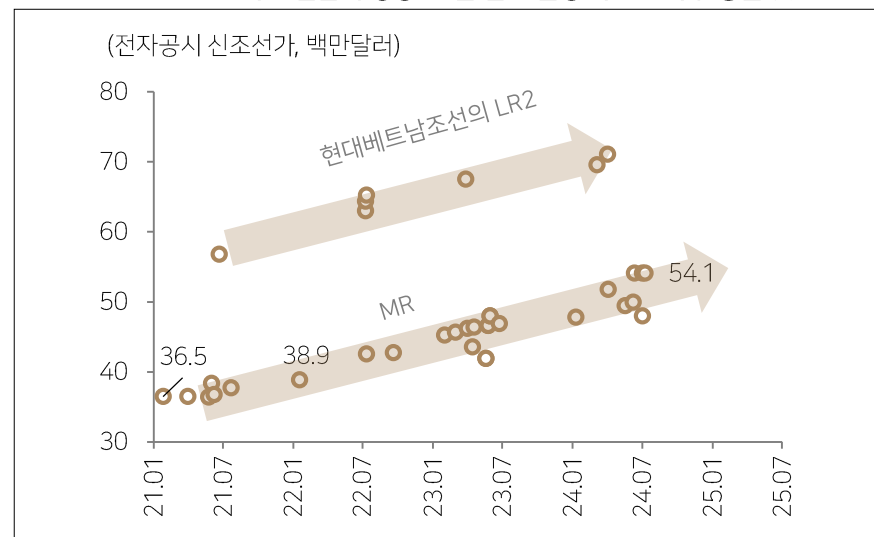
- 탱커의 긴 불황기에 동사의 PC선 잔고도 2022년에 45척까지 빠짐. Feeder 2척 동시 건조, 로팩스 등으로 선종 다변화를 준비/실행했지만, 동사는 PC선 반복건조, 소위 찍어내면서 원가율을 끌어올리는 구조
- 그리고 2023년부터의 탱커 시황, 신조 시장회복을 바탕으로 올해에만 보통의 30척의 두 배인 62척의 PC선을 수주했고, 현재 잔고 190척에서 PC선은 무려 118척에 달함. 2024년부터 외국인 노동자 투입 등으로 생산 안정화를 달성하고, 향후 PC선 반복건조로 동사의 수익성은 급격히 개선될 것으로 기대
- 게다가 동사가 수주한 PC선의 신조선가도 MR 기준으로 2021년 초의 36백만달러에서, 2023년에 40백만달러 중반을 지나 최근 54백만달러까지 50%나 오름. HD현대미포도 "대박 고가물량" 건조 효과를 서서히 보여줄 것

PC선 잔고에서 무려 118척(63%) 반복건조 예정



Source: Clarksons, 다올투자증권

PC선 신조선가도 깔끔히 상승. 요즘 받는 물량 마진은 아주 좋을 것



Source: 다올투자증권

HD현대미포

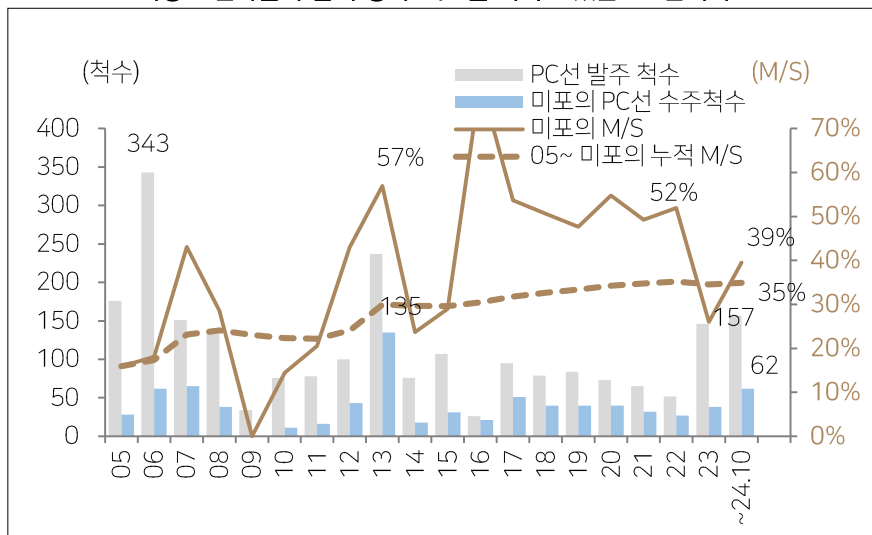
#투자포인트2 중국에 전혀 밀리지 않는 M/S의 경쟁력

- 2024년에 중국 엘리트 민영 조선사들의 캐파 확대와 한국 대형 조선사들의 컨테이너 신조시장에서의 M/S 하락이 가장 큰 우려였음. 그러나 HD현대미포는 2024년에 PC선 시장에서 20년 평균 M/S인 35%를 뛰어넘는 선전을 보임
- 이는 1) 중국 조선업의 대형 지향, 2) 미포의 원가 경쟁력, 3) 현대베트남조선을 통해 중국을 견제할 수 있기 때문. 그런데, 이 경쟁력의 원천 중 하나인 베트남이..

#투자포인트3 캐파를 확대하는 몇 안 되는 한국(베트남)조선

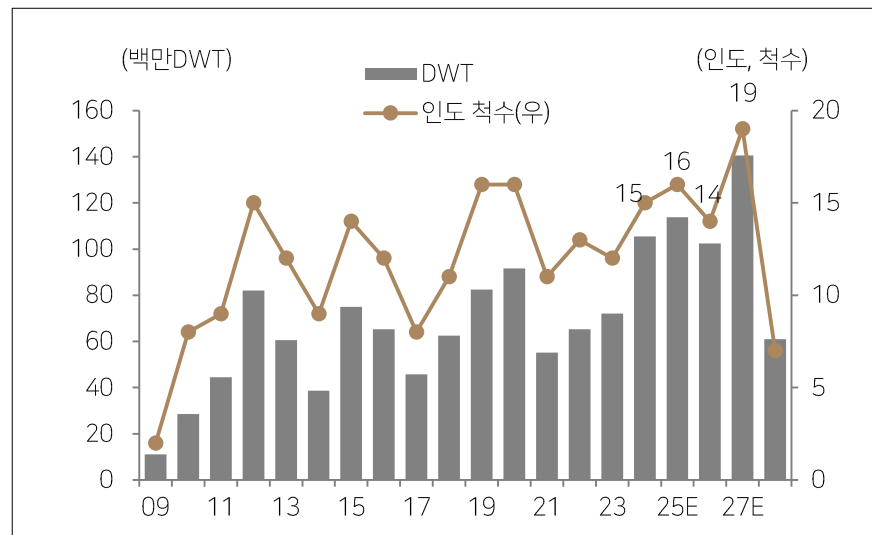
- 앞서 산업에서 짚었지만, HD현대베트남조선은 15척 → 2030년 23척으로 캐파를 50% 확대 계획. 현대베트남조선의 캐파 확대를 통해 중형 선종에서 더 강력한 경쟁력을 보여줄 것으로 기대. 이는 1) M/S 확대, 2) 수익성이 좋은 현대베트남의 매출비중 증가로 전사 수익성 개선 등

대형 조선사들과 달리 탱커 M/S를 지키고 있는 HD현대미포



Source: Clarksons, 다올투자증권

HD현대베트남조선 인도 추이. 벌써 2027년 19척 물량 확보



Source: 다올투자증권

HD현대미포

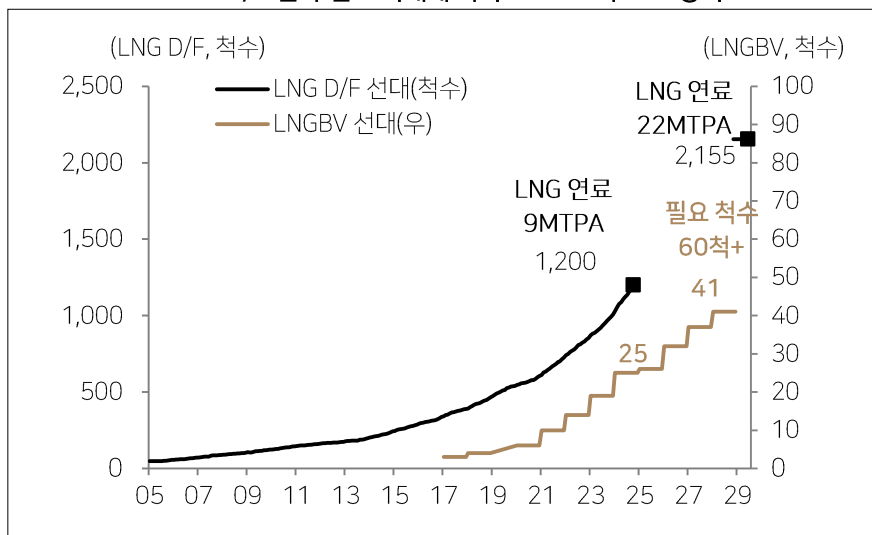
#투자포인트4 LNGBV 확산

- HD현대미포는 올해 7척의 LNGBV를 수주. 4척은 MSC+EPS, 1척 대한해운LNG, 2척 Peninsula 등 → Shell이 최대 5척 LNGBV, TotalEnergies Marine Fuels도 LNGBV 입찰을 진행하는 등, 시장 인콰이어리가 강력
- 시장 전망 기관들도 LNG D/F 확대에 따라 추가 LNGBV 수요 증가를 전망

#투자포인트5 LCO2의 개화기

- EPS에서 수주한 LCO2 2척을 건조 중인데, 역시 다수의 LCO2 인콰이어리 잡힘. CCS 시장 확대에 따라 2025년에 시장 개화기로 접어들 가능성이 높음

LNG D/F 선박 건조 확대에 따라 LNGBV 수요도 증가



Source: Clarksons, 다올투자증권

LCO2 선대 6척. 잔고 9척 중 HD현대미포 대형 4척 건조 중

Type	계약일	발주처	크기 (CBM)	조선사	인도
LCO2 Carrier		Nippon Gases Europe	1,800	Royal Bodewes SY	2005
LCO2 Carrier		Nippon Gases Europe	1,800	Royal Bodewes SY	2005
LCO2 Carrier		Nippon Gases Europe	1,800	Royal Bodewes SY	2004
LCO2 Carrier		Nippon Gases Europe	1,265	Frisian Shyd.	1999
LCO2 Carrier		Sanyu Kisen	1,462	MHI Shimonoseki	2023
LCO2 Carrier		Zhoushan Dejin Shpg	504	Zhejiang Rongchang	2024
잔고					
LCO2 Carrier	21.10	Northern Lights	7,500	DSOC	2024
LCO2 Carrier	21.10	Northern Lights	7,500	DSOC	2024
LCO2/LPG Carrier	23.07	Capital Gas	22,000	Hyundai Mipo	2025
LCO2/LPG Carrier	23.07	Capital Gas	22,000	Hyundai Mipo	2026
LCO2 Carrier	23.08	Northern Lights	7,500	DSOC	2025
LCO2 Carrier	23.12	Schulte Group	7,500	DSOC	2026
LCO2/LPG Carrier	24.01	Capital Gas	22,000	Hyundai Mipo	2026
LCO2/LPG Carrier	24.01	Capital Gas	22,000	Hyundai Mipo	2026
LCO2 Carrier	24.11	Wagenborg Shipping	10,000	Niestern Sander	2027

Source: Clarksons, 다올투자증권

재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,724.5	2,799.4	2,908.0	3,290.7	3,842.1
현금성자산	615.7	397.9	249.1	636.5	1,100.8
매출채권	87.0	164.8	190.9	198.6	224.8
재고자산	292.6	230.2	451.6	429.0	479.9
비유동자산	2,023.8	2,109.7	2,193.3	2,213.7	2,234.7
투자자산	312.8	338.1	364.4	379.2	394.6
유형자산	1,702.1	1,756.8	1,809.6	1,810.2	1,810.8
무형자산	8.9	14.7	19.2	24.3	29.3
자산총계	4,748.2	4,909.1	5,101.3	5,504.4	6,076.9
유동부채	2,499.1	2,735.4	2,718.1	2,770.9	2,894.7
매입채무	687.5	567.4	773.2	809.5	916.6
유동성이자부채	212.4	536.0	296.6	296.6	296.6
비유동부채	73.9	158.5	253.3	254.0	254.8
비유동이자부채	53.9	138.9	235.7	235.7	235.7
부채총계	2,573.0	2,893.9	2,971.4	3,024.9	3,149.5
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
이익잉여금	1,599.8	1,428.4	1,535.1	1,884.7	2,332.7
자본조정	253.0	259.7	263.6	263.6	263.6
자기주식	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
자본총계	2,175.3	2,015.2	2,129.8	2,479.5	2,927.4
투하자본	1,810.7	2,278.0	2,413.0	2,375.3	2,358.9
순차입금	(349.5)	277.0	283.2	(104.2)	(568.5)
ROA	(1.0)	(2.9)	2.3	7.0	8.7
ROE	(2.0)	(6.8)	5.7	16.3	18.9
ROIC	(4.3)	(5.4)	4.2	13.5	19.5

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,716.9	4,039.1	4,494.8	5,206.6	5,885.0
증가율(Y-Y,%)	28.7	8.7	11.3	15.8	13.0
영업이익	(109.1)	(152.9)	122.0	413.2	599.8
증가율(Y-Y,%)	적지	적지	흑전	238.6	45.2
EBITDA	(48.3)	(83.6)	188.1	470.0	656.7
영업외손익	45.8	(4.0)	21.8	59.5	53.3
순이자수익	8.5	2.1	(8.6)	(10.5)	3.2
외화관련손익	60.0	27.8	54.4	(19.6)	(19.6)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(63.2)	(156.9)	143.8	472.7	653.2
당기순이익	(43.8)	(139.0)	115.4	368.7	502.9
자배기업당기순이익	(44.6)	(142.9)	106.7	357.6	487.8
증가율(Y-Y,%)	적지	적지	흑전	219.5	36.4
NOPLAT	(79.1)	(110.9)	97.9	322.3	461.8
(+)Dep	60.7	69.3	66.1	56.8	56.9
(-)운전자본투자	(274.4)	380.1	35.3	(57.5)	(36.6)
(-)Capex	113.8	117.4	94.5	57.2	57.2
OpFCF	142.3	(539.0)	34.1	379.4	498.2
3 Yr CAGR& Margins					
매출증가율(3Yr)	7.5	13.1	15.9	11.9	13.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(2.9)	(3.8)	2.7	7.9	10.2
EBITDA마진(%)	(1.3)	(2.1)	4.2	9.0	11.2
순이익률(%)	(1.2)	(3.4)	2.6	7.1	8.5

재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	208.4	(533.3)	(12.6)	272.7	582.1
당기순이익	(43.8)	(139.0)	115.4	368.7	502.9
자산상각비	60.7	69.3	66.1	56.8	56.9
운전자본증감	196.3	(438.5)	(8.8)	57.5	36.6
매출채권감소(증가)	(24.1)	(71.7)	(24.1)	(7.7)	(26.2)
재고자산감소(증가)	(22.6)	63.5	(215.4)	22.6	(50.9)
매입채무증가(감소)	134.7	(148.7)	159.1	36.3	107.1
투자현금	(47.3)	(111.6)	(108.1)	(82.5)	(83.3)
단기투자자산감소	71.7	13.7	(1.3)	(5.2)	(5.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(113.8)	(117.4)	(94.5)	(57.2)	(57.2)
유무형자산감소	(4.1)	(8.8)	(4.7)	(5.3)	(5.3)
재무현금	(71.6)	463.6	(70.7)	192.0	(39.9)
차입금증가	(1.5)	(1.7)	196.9	200.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	(8.0)	(39.9)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	8.0	39.9
현금 증감	89.8	(180.1)	(188.8)	382.2	458.9
총현금흐름	6.2	(95.4)	(1.4)	215.2	545.5
(-)운전자본증가(감소)	(274.4)	380.1	35.3	(57.5)	(36.6)
(-)설비투자	113.8	117.4	94.5	57.2	57.2
(+)자산매각	(4.1)	(8.8)	(4.7)	(5.3)	(5.3)
Free Cash Flow	155.3	(645.5)	(118.4)	190.2	498.8
(-)기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	155.3	(645.5)	(118.4)	190.2	498.8

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(1,116)	(3,579)	2,670	8,954	12,214
BPS	53,448	49,324	52,094	60,847	72,063
DPS	0	0	200	1,000	1,500
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	41.1	12.3	9.0
PBR	1.6	1.7	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	n/a	n/a	24.8	9.1	5.8
배당수익률	0.0	0.0	0.2	0.9	1.4
PCR	541.4	n/a	n/a	20.4	8.0
PSR	0.9	0.8	1.0	0.8	0.7
재무건전성(%)					
부채비율	118.3	143.6	139.5	122.0	107.6
Net debt/Equity	n/a	13.7	13.3	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	150.6	n/a	n/a
유동비율	109.0	102.3	107.0	118.8	132.7
이자보상배율	12.8	71.8	14.2	39.4	n/a
이자비용/매출	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4
자산구조					
투자자본(%)	66.1	75.6	79.7	70.0	61.2
현금+투자자산(%)	33.9	24.4	20.3	30.0	38.8
자본구조					
차입금(%)	10.9	25.1	20.0	17.7	15.4
자기자본(%)	89.1	74.9	80.0	82.3	84.6

주) EPS는 완전희석 EPS

HD현대중공업 (329180) – BUY(유지), 적정주가 29만원(상향)

엔진, 디펜스, 가스선

- **Valuation:** 백로그너머를 2026~2027년으로 반년 옮기고, 적정PER 15배를 유지하면서 적정주가를 29만원으로 상향
- **2025년 수주:** 2024년 누적 71달러 수주(LNG선 3척, 가스선 21척)에서 연말 78억달러로 마무리 가정 → 2025년에 119억달러 수주 크게 증가 예상. 선종은 해양 14억달러, LNG선 20척, 가스선 24척, 컨테이너선과 탱커 7척으로 구성
- **2025년 실적:** "대박 고가물량" 스틸커팅이 1Q25 31%, 2Q25 83%로 크게 증가. 영업이익 1.42조원(OPM 9.8%)로 다시 영업이익 1조원 클럽에 가입을 예상
- **투자포인트#1:** 2024년에 0.13조원 적자 기여했던 해양의 건조량 증가 및 적자폭 축소
- **투자포인트#2:** 중국 민영 조선사들의 캐파 확대 및 컨테이너선 대규모 수주에서 동사 엔진 부문은 반사수혜 기대
- **투자포인트#3:** VLAC 시장에서 HD현대삼호와 함께 M/S를 70%로 경쟁력 입증. M/S 만큼이나 마진도 훌륭할 듯
- **리스크#1:** 미 해군 7함대의 국내 MRO를 거부, 미국 조선사 투자도 고민 중. 시장은 경쟁사에 더 프리미엄을 부여 중

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %, 배)

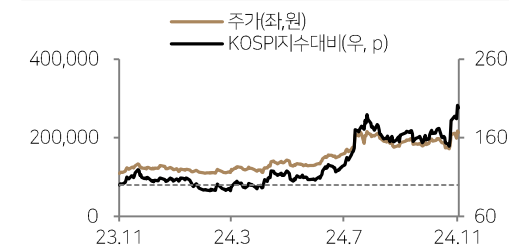
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	8,311	9,045	11,964	13,849	14,473	16,862	18,734
영업이익	(800)	(289)	179	645	1,420	2,195	2,465
EBITDA	(561)	(35)	457	811	1,460	2,236	2,508
지배주주순이익	(814)	(352)	25	394	949	1,610	1,817
순차입금	1,389	2,209	2,449	2,605	1,050	(764)	(2,517)
매출증가율	(0.0)	8.8	32.3	15.8	4.5	16.5	11.1
영업이익률	(9.6)	(3.2)	1.5	4.7	9.8	13.0	13.2
순이익률	(9.8)	(3.9)	0.2	2.8	6.6	9.5	9.7
EPS증가율	적지	적지	흑전	1,497.2	140.7	69.6	12.9
ROE	(14.9)	(6.5)	0.5	7.3	15.7	22.2	20.7

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (11/15)	213,500원			
예상 주가상승률	35.8%			
시가총액	189,531억원			
비중(KOSPI내)	0.96%			
발행주식수	88,773천주			
52주 최저가 / 최고가	109,600 - 217,500원			
3개월 일평균거래대금	453억원			
외국인 지분율	10.7%			
주요주주지분율(%)				
HD한국조선해양 (외 2인)	75.0			
국민연금공단 (외 1인)	6.4			
현대중공업우리사주 (외 1인)	3.7			
	2023	2024E	2025E	
PER	463.9	48.1	20.0	
PBR	2.2	3.4	2.9	
EV/EBITDA	30.4	26.6	13.7	
배당수익률	0.0	0.2	0.7	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	10.8	50.0	89.6	65.5
KOSPI대비상대수익률	19.0	61.5	92.4	74.5

Price Trend



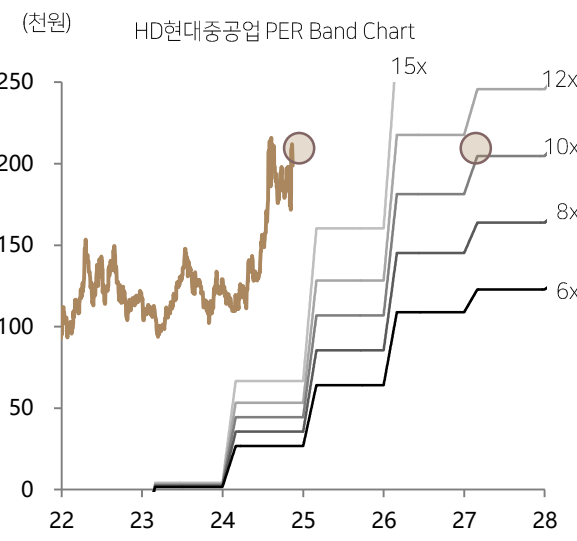
HD현대중공업

Valuation: 적정주가 29만원으로 상향, 엔진/디펜스 프리미엄 부여하지도 않음

- 동사의 백로그너머를 기존 2026년에서 2026~2027년 평균으로 옮기고 실적도 소폭 상향해서, 적정PER 15배를 유지하면서도 적정주가를 26만원에서 29만원으로 상향, 투자의견 BUY도 유지
- 동사의 2026~2027년 EPS는 영업이익률 13.0~13.2%에서 도출되었는데, 2010~2011년에 동사는 15% 안팎의 영업이익률을 시현한 바 있음

Valuation Table: 적정주가 29만원으로 +12% 상향

(원, 배수)							
PER Valuation	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EPS	-9,172	-3,966	278	4,442	10,692	18,137	20,473
PER(고)	0.0	(40.7)	538.3	50.1			
PER	(11.5)	(30.6)	422.5	35.5			
PER(저)	0.0	(23.4)	329.0	21.8			
적정PER					15.0	15.0	15.0
적정주가의 PER				65.3	27.1	16.0	14.2
현재PER				48.1	20.0	11.8	10.4
주당 적정가치						272,055	307,098
Weight						50%	50%
주당 적정가치 백로그 너머						289,576	
적정주가				290,000			
증가(11월 15일)				213,500			
				35.8%			



HD현대중공업

실적: 삼호의 6개월 뒤 모습

- 조선 부문은 2025년에 미들싱글을 지나서 10.9%로 꽤 공격적인 OPM으로 상향 조정. 이는 선평분석에서 "고가물량", "대박 고가물량"의 증가 흐름에서 도출
- HD현대삼호가 3Q24에 10.8% OPM을 기록했다는 점을 기억
- 동 구간에 계약한 LNG선보다 선가가 8~9% 낮은 동사의 카타르 LNG선을 걱정하지만, 1) 상선의 매출에서 15% 안팎으로 작고, 2) 반복건조 효과로 원가율이 개선될 것이며, 3) VLAC를 포함한 가스선 매출 비중이 워낙 높으며, 4) VLAC의 기대마진이 훌륭함

실적 예상

									(십억원)					
HD현대중공업	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
가이던스	가이던스:				가이던스:				10,175	12,121	13,298			
매출액	2,988	3,884	3,609	3,368	3,319	3,692	3,565	3,897	9,045	11,964	13,849	14,473	16,862	18,734
YoY	13%	27%	26%	-1%	11%	-5%	-1%	16%	9%	32%	16%	5%	17%	11%
영업이익	21	196	206	222	271	308	383	458	-289	179	645	1,420	2,195	2,465
금융/기타영업외	8	6	-119	-54	-49	-45	-41	-37	-131	-144	-159	-171	-104	-74
세전사업이익	29	202	87	168	223	264	342	421	-421	34	487	1,249	2,091	2,391
지배주주순이익	29	154	72	139	169	200	260	320	-352	25	394	949	1,610	1,817
영업이익률	0.7%	5.0%	5.7%	6.6%	8.2%	8.4%	10.7%	11.7%	-3.2%	1.5%	4.7%	9.8%	13.0%	13.2%
지배주주순이익률	1.0%	4.0%	2.0%	4.1%	5.1%	5.4%	7.3%	8.2%	-3.9%	0.2%	2.8%	6.6%	9.5%	9.7%
조선	가이던스:								7,050	8,054	9,655			
매출액	2,155	2,840	2,605	2,542	2,493	2,846	2,723	3,027	6,467	7,902	10,142	11,089	13,118	14,846
YoY	22%	44%	38%	11%	16%	0%	5%	19%	2%	22%	28%	9%	18%	13%
영업이익	80	201	165	205	238	262	324	389	-124	149	651	1,213	1,809	2,047
영업이익률	3.7%	7.1%	6.3%	8.1%	9.5%	9.2%	11.9%	12.9%	-1.9%	1.9%	6.4%	10.9%	13.8%	13.8%
일회성	51	20	4	0	0	0	0	0	-190	-46	75	0	0	0
일회성제거 OP	28	181	161	205	238	262	324	389	67	195	575	1,213	1,809	2,047
일회성제거 OPM	1.3%	6.4%	6.2%	8.1%	9.5%	9.2%	11.9%	12.9%	1.0%	2.5%	5.7%	10.9%	13.8%	13.8%
엔진	가이던스:								1,665	2,682	2,999			
총 매출액	703	865	810	867	864	897	919	943	2,333	2,931	3,245	3,623	4,006	4,112
YoY	15%	9%	17%	4%	23%	4%	13%	9%	14%	26%	11%	12%	11%	3%
매출액 가이던스	가이던스:								1,665	2,682	2,999			
순 매출액	445	588	574	580	569	582	586	603	1,715	1,849	2,186	2,339	2,545	2,600
영업이익	76	91	90	100	102	115	122	131	133	287	356	469	654	716
영업이익/총매출	10.8%	10.5%	11.1%	11.5%	11.8%	12.8%	13.3%	13.8%	5.7%	9.8%	11.0%	13.0%	16.3%	17.4%
해양플랜트	가이던스:								1,294	1,312	569			
매출액	113	158	176	225	237	243	235	245	785	1,270	671	961	1,108	1,191
영업이익	-78	-27	0	-23	-12	-4	-2	5	-153	40	-127	-13	24	26
영업이익률	-69.0%	-17.0%	0.2%	-10.3%	-4.9%	-1.8%	-0.8%	2.2%	-19.4%	3.2%	-19.0%	-1.3%	2.2%	2.2%

HD현대중공업

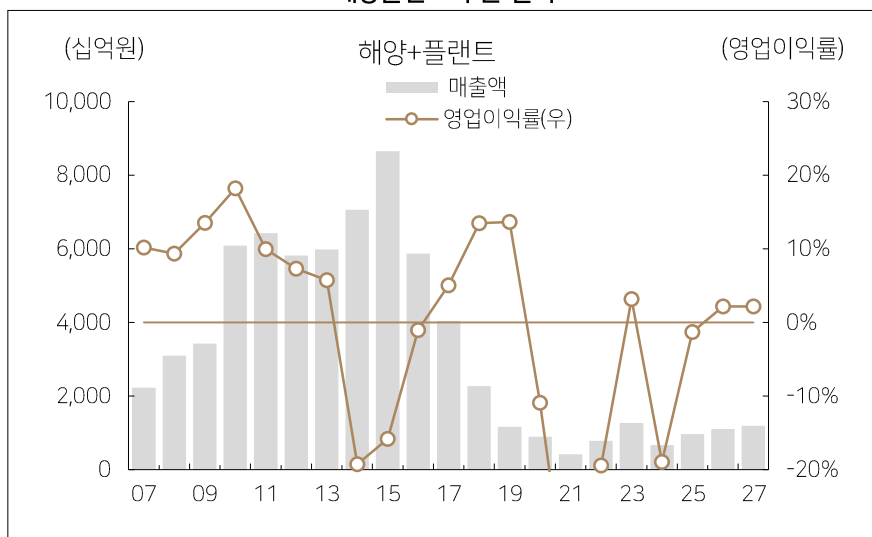
투자포인트#1 해양의 턴어라운드로 기저 큼

- 2024년에 해양플랜트 영업적자가 -0.13조원에 달하는데
- 2025년에는 2개 공사가 진행되면서 조업량 증가 및 고정비 부담 완화. 하반기에 흑자전환에 성공해 연간으로는 적자를 예상하지만 기저 효과가 +0.1조원으로 큼
- Trion FPU가 2024년 11월에 스틸커팅되고, Ruya도 2025년 1월에 착공 예정

투자포인트#2 배는 주더라도 엔진은 가져온다

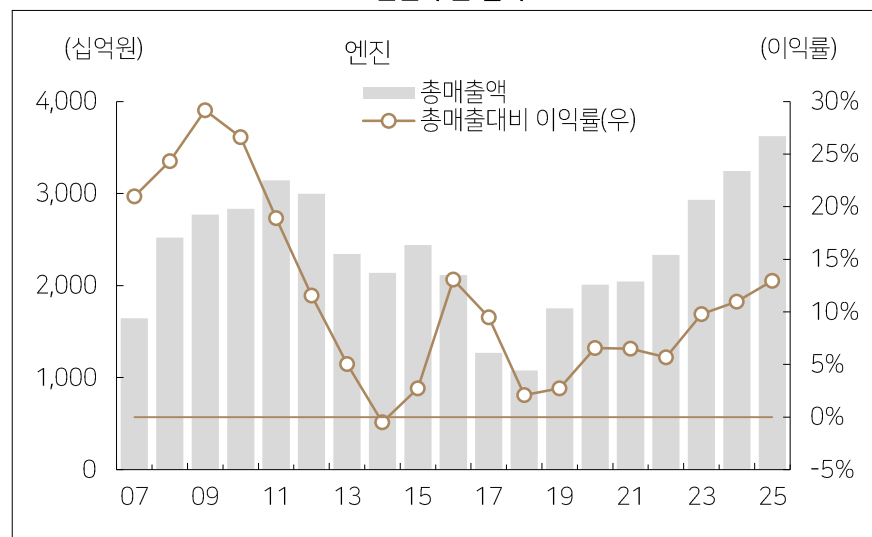
- 동사는 엔진 발주처를 발라주지 않지만, 경쟁사 한화엔진의 경우 3Q24에 중국으로부터 대규모 엔진을 수주. 올해 중국 조선사들의 컨테이너선 수주 강세, 특히 캐파가 확대된 민영 조선사들의 엔진은 다수 한국으로 발주될 것으로 예상. 엔진이 실적 성장의 한 축이며, 멀티플을 더 부여해야 하나도 고민

해양플랜트 부문 실적



Source: 다올투자증권

엔진 부문 실적



Source: 다올투자증권

재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,000.9	8,799.7	9,243.6	11,334.7	13,887.5
현금성자산	1,234.4	1,363.2	1,244.1	2,799.4	4,613.8
매출채권	1,131.7	1,384.0	1,719.8	1,966.6	2,377.1
재고자산	1,377.1	1,309.8	1,513.2	1,778.4	2,082.4
비유동자산	8,288.5	8,333.9	8,652.3	8,732.8	8,815.2
투자자산	1,950.7	1,773.4	2,017.0	2,098.9	2,184.1
유형자산	6,237.4	6,452.1	6,512.8	6,498.3	6,483.5
무형자산	100.5	108.4	122.5	135.6	147.6
자산총계	16,289.4	17,133.6	17,895.9	20,067.4	22,702.6
유동부채	9,072.0	9,945.0	10,142.7	11,405.0	12,558.7
매입채무	1,573.6	2,024.9	2,286.9	3,488.7	4,581.2
유동성이자부채	1,832.6	1,928.3	1,804.1	1,804.1	1,804.1
비유동부채	1,929.6	1,981.2	2,159.3	2,163.7	2,168.4
비유동이자부채	1,610.4	1,884.0	2,045.2	2,045.2	2,045.2
부채총계	11,001.6	11,926.2	12,302.0	13,568.8	14,727.0
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,123.2	3,122.5	3,122.5	3,122.5
이익잉여금	845.4	772.8	1,178.8	2,083.6	3,560.5
자본조정	880.2	867.5	848.7	848.7	848.7
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,287.8	5,207.4	5,593.9	6,498.7	7,975.6
투하자본	7,485.6	7,644.7	8,187.3	7,536.2	7,198.3
순차입금	2,208.6	2,449.1	2,605.2	1,049.9	(764.5)
ROA	(2.2)	0.1	2.3	5.0	7.5
ROE	(6.5)	0.5	7.3	15.7	22.2
ROIC	(2.9)	1.7	6.6	13.7	22.9

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,045.5	11,963.9	13,849.4	14,473.5	16,862.4
증가율(Y-Y,%)	8.8	32.3	15.8	4.5	16.5
영업이익	(289.2)	178.6	645.5	1,420.3	2,195.2
증가율(Y-Y,%)	적지	흑전	261.3	120.0	54.6
EBITDA	(34.9)	456.7	811.5	1,460.0	2,236.2
영업외손익	(129.4)	(144.2)	(158.9)	(171.4)	(104.2)
순이자수익	(60.5)	(82.8)	(124.2)	(140.1)	(72.9)
외화관련손익	22.7	10.2	150.7	(31.3)	(31.3)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(421.5)	34.4	486.6	1,248.9	2,091.0
당기순이익	(352.1)	24.7	394.3	949.2	1,610.1
자배기업당기순이익	(352.1)	24.7	394.3	949.2	1,610.1
증가율(Y-Y,%)	적지	흑전	1,497.0	140.7	69.6
NOPLAT	(209.6)	128.3	523.0	1,079.4	1,690.3
(+)Dep	254.3	278.1	166.0	39.7	41.0
(-)운전자본투자	(577.6)	(107.3)	241.2	(726.6)	(415.2)
(-)Capex	484.5	478.2	249.7	12.7	12.6
OpFCF	137.8	35.5	198.1	1,833.0	2,133.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출증가율(3Yr)	18.3	12.9	18.6	17.0	12.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	76.5	n/a	n/a	130.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	17.0	n/a	n/a	69.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	302.5
영업이익률(%)	(3.2)	1.5	4.7	9.8	13.0
EBITDA마진(%)	(0.4)	3.8	5.9	10.1	13.3
순이익률(%)	(3.9)	0.2	2.8	6.6	9.5

재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	71.2	168.8	324.6	1,519.9	2,070.9
당기순이익	(352.1)	24.7	394.3	949.2	1,610.1
자산상각비	254.3	278.1	166.0	39.7	41.0
운전자본증감	343.9	(77.4)	34.9	726.6	415.2
매출채권감소(증가)	(250.7)	(228.1)	(236.2)	(246.7)	(410.5)
재고자산감소(증가)	(478.5)	66.8	(203.4)	(265.2)	(304.0)
매입채무증가(감소)	(248.0)	370.7	212.0	1,201.8	1,092.5
투자현금	(517.9)	(477.9)	(319.6)	(148.1)	(152.4)
단기투자자산감소	(8.7)	30.0	(13.5)	(27.9)	(29.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.2)	(0.5)	(0.5)
설비투자	(484.5)	(478.2)	(249.7)	(12.7)	(12.6)
유무형자산감소	(16.3)	(26.0)	(16.0)	(25.6)	(25.6)
재무현금	(932.8)	502.8	(375.3)	155.6	(133.2)
차입금증가	(9.6)	(13.8)	892.3	200.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	(44.4)	(133.2)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	44.4	133.2
현금 증감	(1,393.2)	183.9	(371.4)	1,527.5	1,785.3
총현금흐름	(232.4)	316.9	325.5	793.3	1,655.7
(-)운전자본증가(감소)	(577.6)	(107.3)	241.2	(726.6)	(415.2)
(-)설비투자	484.5	478.2	249.7	12.7	12.6
(+)자산매각	(16.3)	(26.0)	(16.0)	(25.6)	(25.6)
Free Cash Flow	(406.4)	(238.5)	40.9	1,371.8	1,918.5
(-)기타투자	0.0	0.0	0.2	0.5	0.5
잉여현금	(406.4)	(238.5)	40.6	1,371.4	1,918.0

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(3,966)	278	4,442	10,692	18,137
BPS	59,566	58,660	63,013	73,205	89,842
DPS	0	0	500	1,500	2,000
Multiples(x%)					
PER	n/a	463.9	48.1	20.0	11.8
PBR	1.9	2.2	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	n/a	30.4	26.6	13.7	8.1
배당수익률	0.0	0.0	0.2	0.7	0.9
PCR	n/a	36.1	58.2	23.9	11.4
PSR	1.1	1.0	1.4	1.3	1.1
재무건전성(%)					
부채비율	208.1	229.0	219.9	208.8	184.7
Net debt/Equity	41.8	47.0	46.6	16.2	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	536.2	321.1	71.9	n/a
유동비율	88.2	88.5	91.1	99.4	110.6
이자보상배율	n/a	2.2	5.2	10.1	30.1
이자비용/매출	1.2	1.1	1.3	1.5	1.3
자산구조					
투자자본(%)	70.2	70.9	71.5	60.6	51.4
현금+투자자산(%)	29.8	29.1	28.5	39.4	48.6
자본구조					
차입금(%)	39.4	42.3	40.8	37.2	32.6
자기자본(%)	60.6	57.7	59.2	62.8	67.4

주) EPS는 완전희석 EPS

HD한국조선해양(009540) – BUY(유지), 적정주가 31만원(유지)

주주환원을 시작하고, 매년 크게 늘

- 투자포인트#1: HD현대삼호는 벌써 두 자릿수 OPM을 시현 중이며, 현재의 “대박 고가물량” 32%가 100%로 바뀌는 2025년 하반기에 엄청난 실적을 볼 것으로 기대. 다만, HD현대삼호만을 순수하게 살 수 없는 구조
- 투자포인트#2: 동사는 2024년부터 주주환원을 개시할 것으로 안내. 사업회사들의 배당성향이 별도 순이익의 30% 이상이어서, 중간지주사인 동사의 배당성향(자사주매입 소각 포함)을 40%로 가정할 경우, 동사의 2024년 DPS는 5,000원, 배당수익률 2.7%으로 시작하고, 2025년 DPS 9,000원에서는 배당수익률이 4.8%, 이듬해는 8.1%에 달함. 2024년 말에 발표할 주주환원 계획에 달려있음
- 특히, 늘 뛰어난 주주를 마쳐가는 12월에 이듬해 조선업종에 대한 전망을 고민하면서 주가 상승폭을 토해내는 조선업종이기에, 연말 배당주로서의 매력이 돋보일 것으로 판단. 당사 적정주가 기준으로 주가 상승여력도 63.5%로 높음

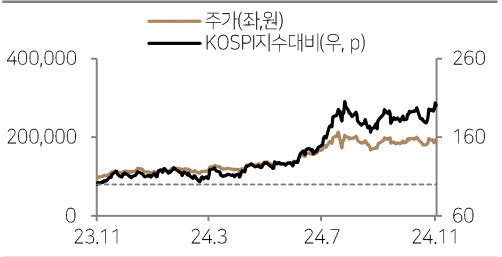
Earnings Forecasts	(단위: 십억원, %, 배)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	15,493	17,302	21,296	24,869	27,357	31,285	35,222
영업이익	(1,385)	(356)	282	1,442	2,860	4,219	4,882
EBITDA	(986)	66	754	1,869	3,221	4,581	5,246
순이익	(929)	(217)	222	888	1,632	2,615	3,127
순차입금	381	1,163	(75)	(233)	(2,732)	(5,543)	(7,913)
매출증가율	4.0	11.7	23.1	16.8	10.0	14.4	12.6
영업이익률	(8.9)	(2.1)	1.3	5.8	10.5	13.5	13.9
순이익률	(6.0)	(1.3)	1.0	3.6	6.0	8.4	8.9
EPS증가율	적지	적지	흑전	300.4	83.8	60.3	19.6
ROE	(11.0)	(3.0)	1.5	10.0	16.6	23.3	24.2

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (11/15)	189,600원			
예상 주가상승률	63.5%			
시가총액	134,186억원			
비중(KOSPI내)	0.68%			
발행주식수	70,773천주			
52주 최저가/ 최고가	98,200 - 213,000원			
3개월 일평균거래대금	576억원			
외국인 지분율	31.5%			
주요주주지분율(%)				
현대중공업지주 (외 11인)	36.7			
국민연금공단 (외 1인)	6.8			
HD한국조선해양우리사주 (외 1인)	0.7			
	2023	2024E	2025E	
PER	38.6	15.1	8.2	
PBR	0.9	1.2	1.1	
EV/EBITDA	11.2	7.1	3.3	
배당수익률	0.0	2.6	4.7	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(2.8)	39.5	90.7	56.8
KOSPI대비상대수익률	5.4	51.0	93.6	65.8

Price Trend



HD한국조선해양

HD현대삼호 가치만 15조원. 전체 21.8조원

- 종속사 HD현대삼호의 2026~2027년 EPS에 적정 PER 15배를 부여하고, 비상장사 20% 할인을 적용해서 삼호의 적정가치를 15조원으로 평가. HD현대중공업의 현재 시가총액이 19조원, 삼성중공업에 대한 당사 제시 적정 시가총액이 16.3조원임을 감안하면 적당
- 상장사인 HD현대중공업과 HD현대미포 등은 현재의 시가총액 x 지배율 x NAV 할인 60%를 적용. 합산 가치는 6.7조원
- 동사의 적정가치는 21.8조원이며, 적정주가는 31만원으로 주가 상승여력은 63.5%로 높음

HD한국조선해양 Valuation Table

현대삼호 적정가치(십억원)			19,710	㉑	
지배율	80.5%	80.5%	95.7%	㉒	
종속사 지분 가치(십억원)			18,862	㉓=㉑×㉒	
NAV 할인 당사 적용			-20%	㉔ 사실상 적정PER 12*	
① 현대삼호중공업 지분의 NAV 할인 가치			15,090	㉕×(1+㉔)	
HD현대중공업		2022	2023	2024	
시가총액(평균)(십억원)		13,627	13,121	18,598	㉖
지배율		79.7%	79.7%	79.7%	㉗
종속사 지분 가치(십억원)			10,460	14,826	㉘=㉖×㉗
NAV 할인 당사 적용			-60%	-60%	㉙
② 현대중공업 지분의 NAV 할인 가치			4,184	5,931	㉚×(1+㉙)
HD현대미포		2022	2023	2024	
시가총액(평균)(십억원)		4,633	3,763	4,394	㉛
지배율		42.3%	42.4%	42.4%	㉜
종속사 지분 가치(십억원)		1,960	1,595	1,863	㉝=㉛×㉜
NAV 할인 당사 적용		-60%	-60%	-60%	㉞
③ 현대미포조선 지분의 NAV 할인 가치			784	638	㉟×(1+㉞)
HD현대에너지솔루션		2022	2023	2024	
시가총액(평균)(십억원)		946	663	233	㊱
지배율		53.6%	53.6%	53.6%	㊲
종속사 지분 가치(십억원)		507	355	125	㊳=㊱×㊲
NAV 할인 당사 적용		-60%	-60%	-60%	㊴
④ 현대에너지솔루션의 NAV 할인 가치			203	142	㊵×(1+㊴)
종속사 NAV 할인 가치의 합산(십억원) ①+②+③+④			21,816		
주식수(백만주)	71	71	71		
주당 적정가치			308,000		
적정주가			310,000		
종가(11월 15일)			189,600		
상승여력			63.5%		

SOTP Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
현대삼호중공업						
매출액(십억원)	4,517	5,959	7,034	7,830	8,769	10,896
영업이익	66	302	758	1,066	1,474	1,811
지배주주순이익	77	236	531	853	1,179	1,449
영업이익률	1.5%	5.1%	10.8%	13.6%	16.8%	16.6%
지배주주순이익률	1.7%	4.0%	7.5%	10.9%	13.4%	13.3%
적정PER				12	15	15
적정가치(십억원)				10,240	17,690	21,730
Weight					50%	50%
					19,710	(십억원)

재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,775.9	17,735.1	19,143.1	22,452.8	26,366.4
현금성자산	4,345.1	5,051.5	4,580.3	7,080.0	9,890.7
매출채권	1,016.2	1,452.0	2,770.6	3,148.5	3,790.4
재고자산	2,203.3	2,005.7	2,520.1	2,905.9	3,320.3
비유동자산	14,107.6	14,507.4	14,858.1	14,781.6	14,710.0
투자자산	3,800.8	3,813.1	4,088.8	4,254.9	4,427.6
유형자산	10,143.1	10,503.5	10,553.9	10,285.9	10,017.7
무형자산	163.7	190.8	215.4	240.8	264.6
자산총계	29,883.5	32,242.6	34,001.2	37,234.4	41,076.4
유동부채	15,033.5	17,497.9	17,851.2	19,806.4	21,669.7
매입채무	2,912.8	3,203.6	4,203.5	6,042.5	7,788.4
유동성이자부채	3,375.4	2,790.6	2,029.0	2,029.0	2,029.0
비유동부채	2,537.9	2,374.6	2,524.2	2,524.2	2,524.2
비유동이자부채	2,132.9	2,185.7	2,318.7	2,318.7	2,318.7
부채총계	17,571.3	19,872.5	20,375.4	22,330.6	24,193.9
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,467.5	2,459.7	2,599.8	2,599.8	2,599.8
이익잉여금	14,300.4	14,374.5	14,931.7	16,209.7	18,188.4
자본조정	(7,406.8)	(7,284.3)	(6,960.6)	(6,960.6)	(6,960.6)
자기주식	(10.5)	(10.5)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
자본총계	12,312.1	12,370.1	13,625.7	14,903.8	16,882.5
투자자본	13,004.8	11,753.5	12,936.2	11,696.0	10,844.7
순차입금	1,163.2	(75.2)	(232.6)	(2,732.4)	(5,543.1)
ROA	(1.0)	0.5	3.1	5.4	7.9
ROE	(3.0)	1.5	10.0	16.6	23.3
ROIC	(2.0)	1.7	9.3	18.5	29.8

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	17,302.0	21,296.2	24,869.5	27,356.6	31,284.6
증가율(Y-Y,%)	11.7	23.1	16.8	10.0	14.4
영업이익	(355.6)	282.3	1,442.0	2,860.3	4,218.5
증가율(Y-Y,%)	적지	흑전	410.9	98.4	47.5
EBITDA	65.6	754.2	1,869.1	3,220.8	4,580.8
영업외손익	(72.6)	(290.3)	(135.3)	(449.5)	(354.6)
순이자수익	(28.6)	14.1	(27.8)	(44.0)	51.4
외화관련손익	170.9	49.4	322.7	(75.7)	(75.7)
지분법손익	3.0	0.0	6.2	0.5	0.5
세전계속사업손익	(431.1)	(8.0)	1,306.7	2,410.8	3,863.9
당기순이익	(295.2)	144.9	1,040.5	1,919.6	3,076.6
자배기업당기순이익	(216.9)	221.7	887.6	1,631.6	2,615.1
증가율(Y-Y,%)	적지	흑전	617.9	84.5	60.3
NOPLAT	(257.8)	204.6	1,148.2	2,277.5	3,359.0
(+)Dep	421.2	471.9	427.0	360.5	362.2
(-)운전자본투자	(760.2)	(1,796.5)	764.2	(1,145.1)	(760.4)
(-)Capex	666.9	822.0	460.8	76.3	76.1
OpFCF	256.7	1,651.1	350.2	3,706.9	4,405.5
3 Yr CAGR& Margins					
매출증가율(3Yr)	4.5	12.6	17.1	16.5	13.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	56.0	n/a	n/a	146.3
EBITDA증가율(3Yr)	(54.4)	16.0	n/a	266.1	82.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	176.9
영업이익률(%)	(2.1)	1.3	5.8	10.5	13.5
EBITDA마진(%)	0.4	3.5	7.5	11.8	14.6
순이익률(%)	(1.7)	0.7	4.2	7.0	9.8

재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	462.2	2,081.6	1,105.2	2,936.7	3,737.3
당기순이익	(295.2)	144.9	1,040.5	1,919.6	3,076.6
자산상각비	421.2	471.9	427.0	360.5	362.2
운전자본증감	480.9	1,509.9	(1,829.3)	1,145.1	760.4
매출채권감소(증가)	38.5	(372.9)	(1,208.3)	(377.8)	(641.9)
재고자산감소(증가)	(644.7)	199.0	(507.0)	(385.9)	(414.4)
매입채무증가(감소)	(430.1)	332.5	821.1	1,839.0	1,745.9
투자현금	(1,339.5)	(1,266.9)	(1,145.1)	(389.7)	(400.6)
단기투자자산감소	(651.6)	(291.7)	(269.8)	(106.3)	(110.6)
장기투자증권감소	7.6	(88.2)	(29.5)	(18.0)	(18.8)
설비투자	(666.9)	(822.0)	(460.8)	(76.3)	(76.1)
유무형자산감소	(15.0)	(36.4)	(24.9)	(41.7)	(41.7)
재무현금	(977.3)	(485.2)	(1,014.9)	(153.6)	(636.4)
차입금증가	(20.6)	(33.0)	181.1	200.0	0.0
자본증가	(2.8)	(3.1)	(1,196.0)	(353.6)	(636.4)
배당금지급	2.8	3.1	0.0	353.6	636.4
현금 증감	(1,870.2)	321.2	(1,054.9)	2,393.5	2,700.2
총현금흐름	(2.7)	578.9	2,934.5	1,791.6	2,976.8
(-)운전자본증가(감소)	(760.2)	(1,796.5)	764.2	(1,145.1)	(760.4)
(-)설비투자	666.9	822.0	460.8	76.3	76.1
(+)자산매각	(15.0)	(36.4)	(24.9)	(41.7)	(41.7)
Free Cash Flow	(861.2)	821.9	(40.0)	2,547.0	3,336.6
(-)기타투자	(7.6)	88.2	29.5	18.0	18.8
잉여현금	(853.7)	733.7	(69.4)	2,529.0	3,317.8

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(3,065)	3,133	12,542	23,054	36,951
BPS	137,268	139,936	154,363	172,421	200,380
DPS	0	0	5,000	9,000	15,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	38.6	15.1	8.2	5.1
PBR	0.5	0.9	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	94.0	11.2	7.1	3.3	1.7
배당수익율	0.0	0.0	2.6	4.7	7.9
PCR	n/a	14.8	4.6	7.5	4.5
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
재무건전성(%)					
부채비율	142.7	160.6	149.5	149.8	143.3
Net debt/Equity	9.4	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	1,772.8	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	104.9	101.4	107.2	113.4	121.7
이자보상배율	n/a	n/a	51.8	65.1	n/a
이자비용/매출	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
자산구조					
투자자본(%)	61.5	57.0	59.9	50.8	43.1
현금+투자자산(%)	38.5	43.0	40.1	49.2	56.9
자본구조					
차입금(%)	30.9	28.7	24.2	22.6	20.5
자기자본(%)	69.1	71.3	75.8	77.4	79.5

주) EPS는 완전희석 EPS

삼성중공업 (010140) – BUY(유지), 적정주가 19,000원(상향)

트럼프 수혜에 디펜스 없어도 FLNG가 있음

- **Valuation:** 백로그너머를 2026~2027년으로 반년 옮기고, 적정PER을 유지하면서 적정주가를 19,000원으로 상향
- **2025년 수주:** 2024년 누적 68억달러 수주(LNG선 22척)에서 연말 100억달러로 마무리 가정 → 2025년에 118억 달러 수주 예상. 해양(FLNG) 25억달러와 상선 93억달러. 선종은 LNG선 29척, 탱커 5척, 컨테이너선 4척, 가스선 3척
- **2025년 실적:** "대박 고가물량" 스틸커팅이 1Q25에 29%를 시작으로 2Q25에 75%로 급증. 영업이익 0.84조원 (OPM 7.6%)로 턴어라운드
- **투자포인트#1:** 트럼프 당선으로 북미 LNG 수출 프로젝트 승인이 예고된 가운데 LNG선 수요 뿐 아니라, 동사의 주력 FLNG 시장도 확대. 동사는 여태 3기의 FLNG(PFLNG 2, Browse, Coral)를 제작했고 2기(Cedar, ZLNG)를 잔고에 보유, Coral2를 연내 수주 기대. 미국에서는 Delfin 시리즈, Ksi Lisims 시리즈가 대기 중
- **리스크#1:** LNG선과 FLNG 매출 증가를 이유로 2012년 OPM 최고 8.3%보다 높게 2026~2027년에 11~12%대 OPM을 제시 중. 선종 MIX 변화, 달라진 원가 경쟁력을 보여줄 것인지 관건

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %, 배)

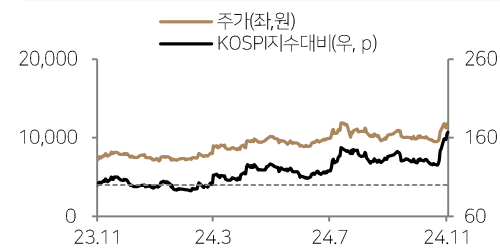
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	6,622	5,945	8,009	9,946	11,104	12,566	13,329
영업이익	(1,312)	(854)	233	513	839	1,422	1,621
EBITDA	(1,113)	(655)	474	801	1,151	1,753	1,968
지배주주순이익	(1,445)	(619)	(148)	275	525	1,015	1,165
순차입금	1,435	1,695	2,506	1,263	524	(726)	(2,159)
매출증가율	(3.5)	(10.2)	34.7	24.2	11.6	13.2	6.1
영업이익률	(19.8)	(14.4)	2.9	5.2	7.6	11.3	12.2
순이익률	(21.8)	(10.4)	(1.9)	2.8	4.7	8.1	8.7
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	90.8	93.3	14.7
ROE	(37.1)	(16.3)	(4.4)	7.1	11.3	18.3	17.2

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (11/15)	11,890원			
예상 주가상승률	59.8%			
시가총액	104,632억원			
비중(KOSPI내)	0.53%			
발행주식수	880,000천주			
52주 최저가 / 최고가	7,050 - 11,890원			
3개월 일평균거래대금	579억원			
외국인 지분율	33.8%			
주요주주지분율(%)				
삼성전자 (외 10인)	20.9			
국민연금공단 (외 1인)	8.1			
삼성중공업우리사주 (외 1인)	6.1			
	2023	2024E	2025E	
PER	n/a	38.0	19.9	
PBR	2.0	2.5	2.2	
EV/EBITDA	19.7	14.6	9.5	
배당수익률	0.0	0.0	0.0	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	16.2	17.4	57.9	53.4
KOSPI대비상대수익률	24.5	28.9	60.7	62.4

Price Trend

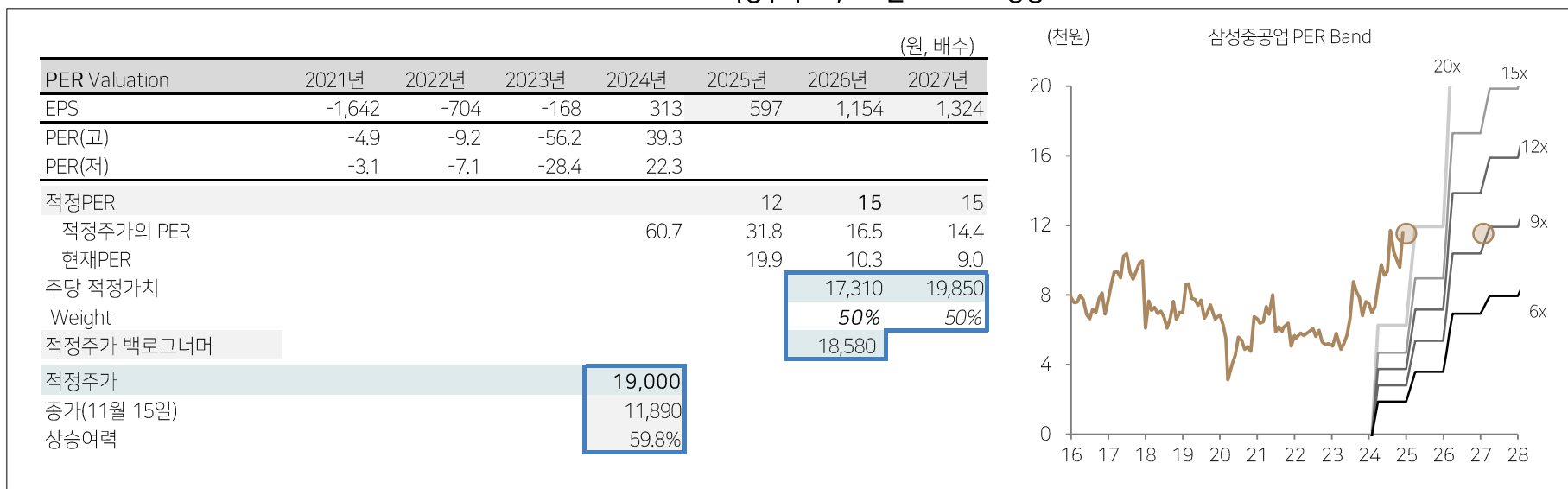


삼성중공업

VALUATION: 적정주가 19,000원으로 상향, 백로그너머 PER 9배에 불과

- 동사의 백로그너머를 기존 2026년에서 2026~2027년 평균으로 옮기고, 실적도 소폭 상향해서,
- 적정PER 15배를 유지하면서도 적정주가를 16,000원에서 19,000원으로 상향하고, 투자의견 BUY 유지
- 트럼프 정책 수혜인 LNG 수출 프로젝트 승인재개에서 BIG3가 모두 수혜인 가운데, 동사는 Delfin, Ksi Lisims 등의 북미 FLNG 프로젝트들에서 더 큰 수혜를 기대할 수 있음

Valuation Table: 적정주가 19,000원으로 19% 상향



삼성중공업

실적: LNG와 FLNG로 턱업

- 백로그너머 2026~2027년의 당사 예상 영업이익률 11.2%~12.2%를 충분히 시현할 것으로 예상
- 과거 2012년의 최고 영업이익률 8.3%를 크게 웃도는 예상치를 제시하는데, 이는 1) 고마진의 LNG 매출이 7조원까지 늘고, 2) 역시 고마진의 FLNG 매출이 흘러가
기 때문

실적 예상

삼성중공업	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
가이던스 매출									7조원	8조원	9.7조원			
매출액	2,348	2,532	2,323	2,743	2,744	2,808	2,723	2,829	5,945	8,009	9,946	11,104	12,566	13,329
YoY	46.3%	30.1%	14.7%	12.8%	16.9%	10.9%	17.2%	3.1%	-10.2%	34.7%	24.2%	11.6%	13.2%	6.1%
가이던스 OP										0.2조원	0.4조원			
영업이익	78	131	136	168	128.6	207	200	304	-854	233	513	839	1,422	1,621
금융/기타영업외	-63	-55	-50	-38	-49	-49	-49	-48	301	-529	-205	-195	-194	-223
세전사업이익	15	76	86	130	80	158	151	256	-555	-296	308	644	1,228	1,399
지배주주 순이익	10	77	89	100	76.6	130	123	196	-619	-148	275	525	1,015	1,165
영업이익률	3.3%	5.2%	5.9%	6.1%	4.7%	7.4%	7.3%	10.7%	-14.4%	2.9%	5.2%	7.6%	11.3%	12.2%
순이익률	0.3%	2.9%	3.7%	3.7%	2.2%	4.3%	4.3%	7.0%	-10.6%	-1.9%	2.7%	4.5%	7.5%	8.1%
일회성 손실	0	25	19		0	0	0	0	-538	88				
일회성 제거 OP	78	106	117	168	129	207	200	304	-316	145	513	839	1,422	1,621
일회성 제거 OPM	3.3%	4.2%	5.0%	6.1%	4.7%	7.4%	7.3%	10.7%	-5.3%	1.8%	5.2%	7.6%	11.3%	12.2%

Source: 다올투자증권

재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,411.9	9,245.5	10,400.3	11,324.5	12,833.2
현금성자산	2,961.4	2,129.2	3,900.5	4,689.0	5,939.3
매출채권	773.8	545.4	671.8	729.4	834.9
재고자산	1,573.5	1,729.2	962.1	1,016.0	1,144.3
비유동자산	6,079.8	6,347.9	6,787.6	6,632.1	6,443.3
투자자산	817.9	1,112.2	1,645.3	1,712.1	1,781.6
유형자산	5,235.4	5,208.7	5,116.8	4,897.1	4,641.1
무형자산	26.4	27.0	25.5	22.9	20.6
자산총계	14,491.7	15,593.4	17,187.9	17,956.7	19,276.5
유동부채	9,216.0	11,231.9	12,180.4	12,422.1	12,724.5
매입채무	1,004.2	1,147.3	1,517.1	1,645.2	1,883.4
유동성이자부채	3,053.4	3,785.7	4,301.4	4,351.4	4,351.4
비유동부채	1,703.7	952.3	900.3	901.8	903.4
비유동이자부채	1,602.9	849.2	862.0	862.0	862.0
부채총계	10,919.8	12,184.2	13,080.7	13,324.0	13,628.0
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0
이익잉여금	(1,958.9)	(2,168.7)	(1,893.4)	(1,368.1)	(352.6)
자본조정	177.3	231.9	661.8	661.8	661.8
자기주식	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
자본총계	3,571.9	3,409.2	4,107.3	4,632.6	5,648.1
투하자본	5,187.0	5,833.3	5,285.9	5,069.5	4,831.4
순차입금	1,694.9	2,505.6	1,262.8	524.4	(726.0)
ROA	(4.7)	(1.0)	1.6	2.8	5.1
ROE	(16.3)	(4.4)	7.1	11.3	18.3
ROIC	(11.6)	3.1	8.0	12.5	22.1

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	5,944.7	8,009.4	9,946.1	11,103.9	12,565.7
증가율(Y-Y,%)	(10.2)	34.7	24.2	11.6	13.2
영업이익	(854.4)	233.3	512.8	839.0	1,422.4
증가율(Y-Y,%)	적지	흑전	119.8	63.6	69.5
EBITDA	(655.2)	474.0	800.8	1,151.4	1,752.7
영업외손익	301.4	(529.0)	(205.1)	(194.8)	(193.9)
순이자수익	(83.9)	(145.7)	(197.9)	(226.6)	(217.8)
외화관련손익	40.5	36.7	163.4	3.5	3.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(554.7)	(295.7)	307.7	644.2	1,228.4
당기순이익	(627.4)	(155.6)	268.0	496.0	945.9
자배기입당기순이익	(619.4)	(148.3)	275.3	525.3	1,015.5
증가율(Y-Y,%)	적지	적지	흑전	85.1	90.7
NOPLAT	(619.5)	169.2	446.6	646.0	1,095.2
(+)Dep	199.2	240.6	288.0	312.4	330.3
(-)운전자본투자	143.7	382.1	(1,049.2)	(56.0)	(44.1)
(-)Capex	62.4	153.4	121.6	90.2	72.0
OpFCF	(626.3)	(125.7)	1,662.3	924.3	1,397.6
3 Yr CAGR& Margins					
매출증가율(3Yr)	(6.8)	5.3	14.5	23.2	16.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	82.7
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	54.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(14.4)	2.9	5.2	7.6	11.3
EBITDA마진(%)	(11.0)	5.9	8.1	10.4	13.9
순이익률(%)	(10.6)	(1.9)	2.7	4.5	7.5

재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	(1,693.0)	(516.5)	968.8	1,195.4	1,391.9
당기순이익	0.0	0.0	186.2	496.0	945.9
자산상각비	199.2	240.6	288.0	312.4	330.3
운전자본증감	(961.4)	(716.3)	863.0	56.0	44.1
매출채권감소(증가)	(498.0)	235.0	(126.2)	(57.5)	(105.5)
재고자산감소(증가)	(35.7)	43.3	855.8	(53.9)	(128.3)
매입채무증가(감소)	161.7	125.1	(29.7)	128.1	238.1
투자현금	1,102.1	(194.7)	(138.1)	(263.0)	(251.9)
단기투자자산감소	454.7	(71.0)	14.6	(106.0)	(110.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.7)	(3.4)	(3.6)
설비투자	(62.4)	(153.4)	(121.6)	(90.2)	(72.0)
유무형자산감소	324.2	1.7	1.0	(0.0)	(0.0)
재무현금	946.8	376.0	(128.2)	(250.0)	0.0
차입금증가	786.7	425.1	(17.3)	(250.0)	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	348.0	(335.4)	705.0	682.4	1,140.0
총현금흐름	(85.7)	639.0	125.4	1,139.5	1,347.8
(-)운전자본증가(감소)	143.7	382.1	(1,049.2)	(56.0)	(44.1)
(-)설비투자	62.4	153.4	121.6	90.2	72.0
(+)자산매각	324.2	1.7	1.0	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	54.9	(272.0)	850.4	932.4	1,140.0
(-)기타투자	0.0	0.0	1.7	3.4	3.6
잉여현금	54.9	(272.0)	848.7	929.0	1,136.5

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(704)	(168)	313	597	1,154
BPS	4,084	3,908	4,709	5,306	6,460
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	38.0	19.9	10.3
PBR	1.3	2.0	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	n/a	19.7	14.6	9.5	5.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	10.7	83.5	9.2	7.8
PSR	0.8	0.9	1.1	0.9	0.8
재무건전성(%)					
부채비율	305.7	357.4	318.5	287.6	241.3
Net debt/Equity	47.5	73.5	30.7	11.3	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	528.6	157.7	45.5	n/a
유동비율	91.3	82.3	85.4	91.2	100.9
이자보상배율	n/a	1.6	2.6	3.7	6.5
이자비용/매출	1.7	2.2	2.3	2.4	2.2
자산구조					
투자자본(%)	57.8	64.3	48.8	44.2	38.5
현금+투자자산(%)	42.2	35.7	51.2	55.8	61.5
자본구조					
차입금(%)	56.6	57.6	55.7	52.9	48.0
자기자본(%)	43.4	42.4	44.3	47.1	52.0

주) EPS는 완전희석 EPS

한화오션 (042660) – HOLD(유지), 적정주가 3.5만원(상향)

초격차 Valuation이 계속 되려면

- **적정주가 상향:** 백로그너머를 2026~2027년으로 반년 옮기고, 적정PER 15배를 유지하면서 적정주가를 35,000원으로 상향하지만, 상승여력에 따라 HOLD 의견 유지
- **2025년 수주:** 2024년 누적 78.7억달러 수주(LNG선 19척)에서 연말 100억달러로 마무리 가정 → 2025년에 122억달러 수주 예상. 방산과 디펜스 각각 10억달러 외에 상선 102억달러는 LNG선 27척, 탱커 9척, 컨테이너선 6척, 가스선 5척에서 도출
- **2025년 실적:** "대박 고가물량" 스틸커팅이 2Q25에 43%로 늘면서 영업이익 0.77조원(OPM 7.0%)로 턴업
- **투자포인트#1:** 트럼프의 한국 조선업과의 협력 의지 표출에, 막 인수한 필리조선을 통한 성장 스토리 유효
- **리스크#1:** 그러나, 아직 필리조선이 적자 기조여서, 한화오션 인수 이후에 단기 지배주주순이익 하향 조정 불가피. 동사의 높은 밸류에이션이 정당화되고 더 높은 멀티플을 인정받으려면, 필리조선 등 미국 진출 결실 확인 필요

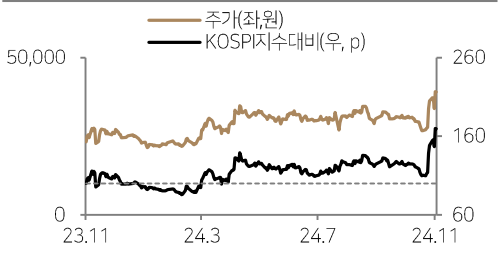
Earnings Forecasts	(단위: 십억원, %, 배)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	4,487	4,860	7,408	10,593	11,062	12,244	12,178
영업이익	(1,755)	(1,614)	(196)	193	770	1,169	1,164
EBITDA	(1,631)	(1,483)	(50)	355	936	1,348	1,354
순이익	(1,700)	(1,745)	160	3	399	707	706
순차입금	916	1,920	427	2,107	1,756	1,130	394
매출증가율	(36.2)	8.3	52.4	43.0	4.4	10.7	(0.5)
영업이익률	(39.1)	(33.2)	(2.7)	1.8	7.0	9.6	9.6
순이익률	(37.9)	(35.9)	2.2	0.0	3.6	5.8	5.8
EPS증가율	적전	적지	흑전	(98.3)	14,943.8	77.2	(0.2)
ROE	(55.9)	(117.8)	6.3	0.1	8.9	14.0	12.3

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (11/15)	39,100원			
예상 증가상승률	-10.5%			
시가총액	119,808억원			
비중(KOSPI내)	0.61%			
발행주식수	306,413천주			
52주 최저가 / 최고가	21,400 - 39,200원			
3개월 일평균거래대금	926억원			
외국인 지분율	18.4%			
주요주주지분율(%)				
한화에어로스페이스 (외 7인)	65.8			
한화오션우리사주 (외 1인)	5.8			
자사주 (외 1인)	5.0			
	2023	2024E	2025E	
PER	48.1	4,517.9	30.0	
PBR	1.8	2.8	2.5	
EV/EBITDA	n/a	39.7	14.7	
배당수익률	0.0	0.0	0.0	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	25.5	20.3	56.1	55.8
KOSPI대비상대수익률	33.7	31.8	58.9	64.8

Price Trend



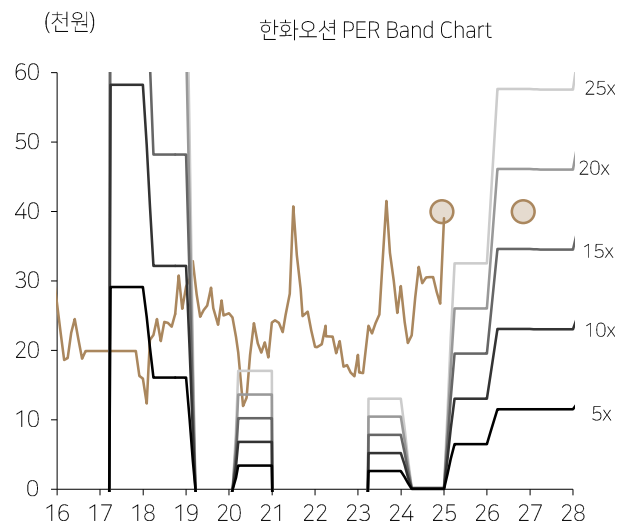
한화오션

VALUATION: 적정주가 35,000원으로 상향, 백로그너머 PER 15배로 가장 고평가, HOLD 의견 유지

- 동사의 백로그너머를 기존 2026년에서 2026~2027년 평균으로 옮기면서 실적을 상향 조정, 적정PER 15배를 유지하면서 적정주가를 35,000원으로 상향. 그러나 상승여력에 따라서 투자 의견은 HOLD를 유지
- 만약 투자자들 중 방산 업종과 같이 PER 20배를 부여하겠다면, 주당 적정가치는 4만원이 나오기도 함
- 그러나 반대로 미국 필리존선 PMI 이후에 가이드언스에 따라서 동사의 영업 외를 하향 조정 해야하는 리스크도 있음
- 다만, 한화그룹이 필리존선에 한화오션의 선진화된 생산 프로세스와 노하우, 설계, 조달 공급을 통해 빨리 정상화시킬 것으로 기대

Valuation Table: 적정주가 35,000원으로 13% 상향

	(원, 배수)						
PER Valuation	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	107	127	306	306	306	306	306
한화의 3자배정 유증 ↑							
EPS_2차 증자 후	-15,843	-13,757	522	9	1,302	2,307	2,303
PER(고)	-2.5	-2.1	95.6	4,205.9			
PER(저)	-1.4	-1.3	33.7	2,432.3	30	17	17
적정PER					15	15	15
적정주가의 PER				4044.1	26.9	15.2	
현재PER					30.0	16.9	17.0
적정주가						34,610	34,540
Weight						50%	50%
주당 적정가치 백로그너머						34,575	
적정주가				35,000			
종가(11월 15일)				39,100			
상승여력				-10.5%			



한화오션

실적: 필리 적자는 백로그너머 2026~2027년에는 괜찮겠지

- 2025년부터 필리조선의 순이익의 40%가 지분법이익으로 잡힘. 필리는 적자를 지속중인 관계로 동사의 2025년 실적 하향 조정 불가피. 그러나, 한화오션이 얼마나 빨리 정상화시키느냐에 따라 2026~2027년의 백로그너머는 그 영향이 미미할 수도 있음

실적 예상

									(십억원)					
한화오션	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
가이던스 매출									6,625	9,422	???			
매출액	2,284	2,536	2,703	3,070	2,577	2,767	2,630	3,087	4,860	7,408	10,593	11,062	12,244	12,178
YoY	59%	39%	41%	38%	13%	9%	-3%	1%	8%	52%	43%	4%	11%	-1%
영업이익	53	-10	26	124	142	165	205	257	-1,614	-196	193	770	1,169	1,164
금융/기타영업외	1	-16	-99	-50	-59	-59	-60	-59	-181	79	-164	-236	-225	-220
세전사업이익	54	-25	-73	74	83	106	146	198	-1,794	-116	30	534	944	944
지배주주지분 순이익	51	-28	-75	54	62	79	109	149	-1,745	160	3	399	707	706
영업이익률	2.3%	-0.4%	0.9%	4.1%	5.5%	6.0%	7.8%	8.3%	-33.2%	-2.7%	1.8%	7.0%	9.6%	9.6%
지배지분순이익률	2.2%	-1.1%	-2.8%	1.8%	2.4%	2.9%	4.2%	4.8%	-35.9%	2.2%	0.0%	3.6%	5.8%	5.8%
일회성	0	-80	-56		0	0	0	0	-890	-335	-155			
일회성제거 영업이익	53	70	82	124	142	165	205	257	-724	139	348	770	1,169	1,164
일회성제거 영업이익률	2.3%	2.8%	3.0%	4.1%	5.5%	6.0%	7.8%	8.3%	-14.9%	1.9%	3.3%	7.0%	9.6%	9.6%
조선														
매출액	1,942	2,111	2,171	2,366	2,140	2,265	2,176	2,300	3,734	5,818	8,589	8,881	10,275	9,838
영업이익	18	-43	36	104	128	149	190	232	-1,105	-483	116	698	1,103	1,087
영업이익률	0.9%	-2.1%	1.7%	4.4%	6.0%	6.6%	8.7%	10.1%	-29.6%	-8.3%	1.3%	7.9%	10.7%	11.0%
해양+특수선														
매출액	420	528	631	650	391	454	408	732	740	1,861	2,229	1,985	1,753	2,124
영업이익	24	26	-19	17	11	13	12	21	-586	229	48	58	51	62
영업이익률	5.7%	4.9%	-3.0%	2.5%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	-79.2%	12.3%	2.1%	2.9%	2.9%	2.9%

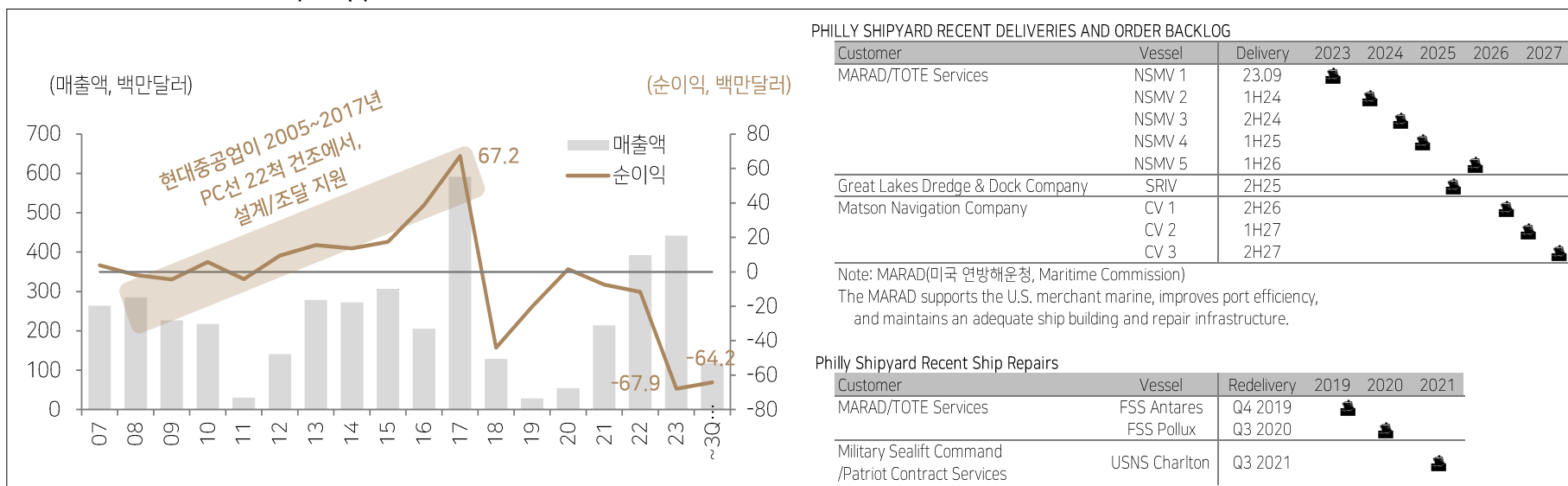
Source: 다올투자증권

한화오션

기회이자 당장의 숙제: Philly Shipyard를 잘 끌어올려야

- 한화시스템 60%, 동사 40%로 미국 필리조선을 1억달러에 인수. 1997년 설립, 200년 이후 존스법 하에서 미국 상선의 50%를 건조한 조선사이지만, 현재 대규모 적자를 시현 중. 한화오션이 필리조선을 어떻게 잘 관리해서 생산성, 시스템을 개량할 것인지가 관건. PMI 중이며 필리에 대한 가이던스/청사진 제시는 아직 없음
- 다만, 현대중공업이 2005~2017년에 필리의 PC선 22척 건조를 설계, 조달 지원으로 도왔을 때, 흑자를 기록한 바 있음
- 한화그룹 인수 이후에도 2대 주주인 한화오션의 설계, 조달 지원은 물론이고 야드의 시스템, 생산성을 개량해서 미국 내에서 가장 경쟁력이 뛰어난 야드로 발전시킬 수 있을 것으로 기대
- 다만, 그 업그레이드 전인 2025~2026년에는 동사의 지분법이익으로 잡히면서 피해를 끼칠 수도 있음

Philly Shipyard: 2005~2017년 현대중공업 지원받으면서 훌륭한 실적 → 최근 실적 크게 무너짐 → 한화오션의 관리?!



재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,822.5	9,217.5	11,405.1	12,374.0	13,277.5
현금성자산	1,354.6	2,155.7	2,702.5	3,553.3	4,092.7
매출채권	404.7	332.4	705.1	749.1	826.5
재고자산	2,202.1	2,890.8	4,139.7	4,194.5	4,461.8
비유동자산	4,413.2	4,727.2	5,436.8	5,471.3	5,495.4
투자자산	625.0	660.7	905.9	942.7	981.0
유형자산	3,786.7	4,062.2	4,523.3	4,517.7	4,500.4
무형자산	1.5	4.3	7.6	10.9	14.1
자산총계	12,235.7	13,944.8	16,841.9	17,845.3	18,773.0
유동부채	10,672.5	7,459.4	10,166.5	10,254.3	10,457.7
매입채무	1,486.6	1,497.7	2,056.9	2,092.4	2,329.1
유동성이자부채	2,931.8	778.2	2,874.3	2,874.3	2,788.0
비유동부채	818.2	2,173.2	2,358.6	2,875.3	2,892.7
비유동이자부채	342.6	1,804.5	1,935.0	2,435.0	2,435.0
부채총계	11,490.7	9,632.6	12,525.1	13,129.6	13,350.4
자본금	541.5	1,536.8	1,536.8	1,536.8	1,536.8
자본잉여금	10.1	2,740.2	111.8	111.8	111.8
이익잉여금	(2,700.7)	(2,868.2)	(251.4)	147.5	854.3
자본조정	2,894.1	2,898.6	2,914.9	2,914.9	2,914.9
자기주식	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	745.0	4,312.2	4,316.8	4,715.7	5,422.5
투하자본	2,621.3	4,695.8	6,237.9	6,278.5	6,351.9
순차입금	1,919.8	427.1	2,106.8	1,756.0	1,130.3
ROA	(15.3)	1.2	0.0	2.3	3.9
ROE	(117.8)	6.3	0.1	8.9	14.0
ROIC	(41.2)	(3.9)	0.3	9.2	13.9

Source: K-IFRS 연결 기준, 다음투자증권

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,860.2	7,408.3	10,593.2	11,061.5	12,243.8
증가율(Y-Y,%)	8.3	52.4	43.0	4.4	10.7
영업이익	(1,613.6)	(196.5)	193.4	769.9	1,169.4
증가율(Y-Y,%)	적지	적지	흑전	298.1	51.9
EBITDA	(1,483.1)	(50.5)	355.2	936.1	1,347.5
영업외손익	(180.8)	80.2	(163.5)	(236.3)	(225.0)
순이자수익	(55.6)	(41.2)	(122.7)	(164.6)	(154.8)
외화관련손익	(52.3)	16.4	113.4	8.3	9.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(1,794.3)	(116.3)	29.9	533.7	944.4
당기순이익	(1,744.8)	160.0	2.8	400.2	708.3
지배기업당기순이익	(1,744.8)	159.9	2.7	398.9	706.9
증가율(Y-Y,%)	적지	흑전	(98.3)	14,327.7	77.0
NOPLAT	(1,169.8)	(142.5)	18.0	577.4	877.0
(+)Dep	130.5	146.0	161.8	166.2	178.1
(-)운전자본투자	(702.1)	1,653.4	1,029.7	30.3	74.5
(-)Capex	120.0	130.7	266.9	160.0	160.0
OpFCF	(457.3)	(1,780.6)	(1,116.8)	553.4	820.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출증가율(3Yr)	(16.5)	1.8	33.2	31.5	18.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	22.7	n/a	n/a	64.2
영업이익률(%)	(33.2)	(2.7)	1.8	7.0	9.6
EBITDA마진(%)	(30.5)	(0.7)	3.4	8.5	11.0
순이익률(%)	(35.9)	2.2	0.0	3.6	5.8

재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	(1,065.4)	(1,939.2)	(1,163.8)	351.5	827.9
당기순이익	0.0	0.0	2.8	400.2	708.3
자산상각비	130.5	146.0	161.8	166.2	178.1
운전자본증감	39.1	(1,195.4)	(1,002.6)	(30.3)	(74.5)
매출채권감소(증가)	(186.6)	25.1	(404.2)	(44.1)	(77.4)
재고자산감소(증가)	(671.6)	(803.3)	(1,634.4)	(54.7)	(267.3)
매입채무증가(감소)	151.7	259.8	531.3	35.5	236.7
투자현금	88.0	196.7	(354.5)	(212.1)	(214.1)
단기투자자산감소	(9.8)	341.5	32.1	(11.4)	(11.8)
장기투자증권감소	54.5	0.3	(101.3)	(7.5)	(7.8)
설비투자	(120.0)	(130.7)	(266.9)	(160.0)	(160.0)
유무형자산감소	(1.3)	(2.3)	(2.9)	(4.0)	(4.0)
재무현금	(129.8)	2,885.2	2,139.4	700.0	(86.2)
차입금증가	(67.7)	(580.9)	2,150.6	700.0	(86.2)
자본증가	0.0	3,497.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(1,119.2)	1,139.6	623.3	839.4	527.6
총현금흐름	710.6	(545.6)	(133.6)	381.8	902.4
(-)운전자본증가(감소)	(702.1)	1,653.4	1,029.7	30.3	74.5
(-)설비투자	120.0	130.7	266.9	160.0	160.0
(+)자산매각	(1.3)	(2.3)	(2.9)	(4.0)	(4.0)
Free Cash Flow	837.7	(1,544.3)	(1,490.7)	139.4	613.8
(-)기타투자	(54.5)	(0.3)	101.3	7.5	7.8
잉여현금	892.1	(1,544.0)	(1,592.0)	131.9	606.0

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(13,757)	522	9	1,302	2,307
BPS	6,943	14,060	14,075	15,377	17,685
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x%)					
PER	n/a	48.1	4,517.9	30.0	16.9
PBR	2.4	1.8	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	n/a	n/a	39.7	14.7	9.7
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	3.0	n/a	n/a	31.4	13.3
PSR	0.4	1.0	1.1	1.1	1.0
재무건전성(%)					
부채비율	1,542.4	223.4	290.1	278.4	246.2
Net debt/Equity	257.7	9.9	48.8	37.2	20.8
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	593.1	187.6	83.9
유동비율	73.3	123.6	112.2	120.7	127.0
이자보상배율	n/a	n/a	1.6	4.7	7.6
이자비용/매출	2.5	2.1	1.9	2.3	2.2
자산구조					
투자자본(%)	57.0	62.5	63.4	58.3	55.6
현금+투자자산(%)	43.0	37.5	36.6	41.7	44.4
자본구조					
차입금(%)	81.5	37.5	52.7	53.0	49.1
자기자본(%)	18.5	62.5	47.3	47.0	50.9

주) EPS는 완전희석 EPS

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주 간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 85.4% HOLD : 14.6% SELL : 0.0%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

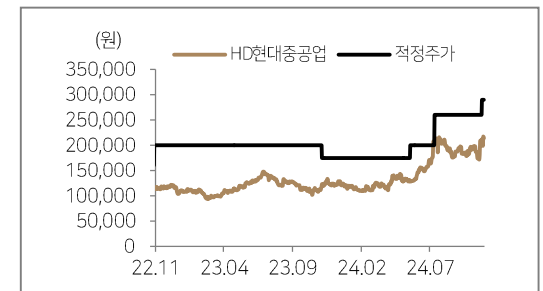
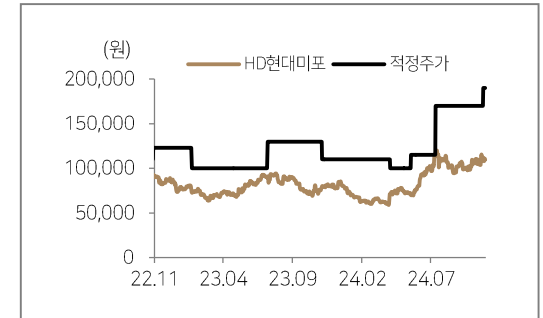
HD현대미포 (010620)

일자	2022.11.21	2023.02.13	2023.07.28	2023.11.27	2024.04.26	2024.06.11	2024.07.29	2024.11.18		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	123,000원	100,000원	130,000원	110,000원	100,000원	115,000원	170,000원	190,000원		
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2022.11.21	123,000원		81,882원		91,000원		-33.4		-26.0	
2023.02.13	100,000원		76,110원		92,800원		-23.9		-7.2	
2023.07.28	130,000원		82,363원		94,200원		-36.6		-27.5	
2023.11.27	110,000원		70,185원		85,400원		-36.2		-22.4	
2024.04.26	100,000원		73,625원		78,200원		-26.4		-21.8	
2024.06.11	115,000원		91,953원		113,200원		-20.0		-1.6	
2024.07.29	170,000원		105,264원		120,000원		-38.1		-29.4	
2024.11.18	190,000원		-		-		-		-	

HD현대중공업 (329180)

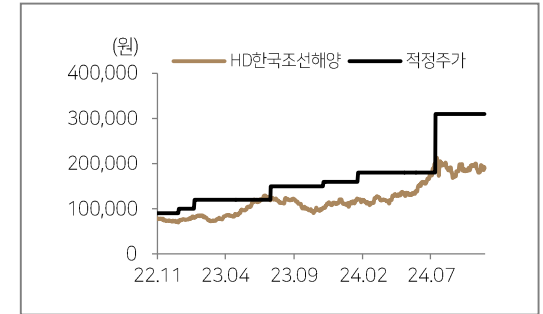
일자	2022.11.21	2023.04.28	2023.11.27	2024.06.11	2024.07.29	2024.11.18				
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY				
적정주가	200,000원	200,000원	175,000원	200,000원	260,000원	290,000원				
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2022.11.21	200,000원		116,765원		147,800원		-41.6		-26.1	
2023.11.27	175,000원		122,482원		143,500원		-30.0		-18.0	
2024.06.11	200,000원		154,679원		207,500원		-22.7		3.8	
2024.07.29	260,000원		193,931원		216,000원		-25.4		-16.9	
2024.11.18	290,000원		-		-		-		-	

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년 내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 11월 15일) ** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가



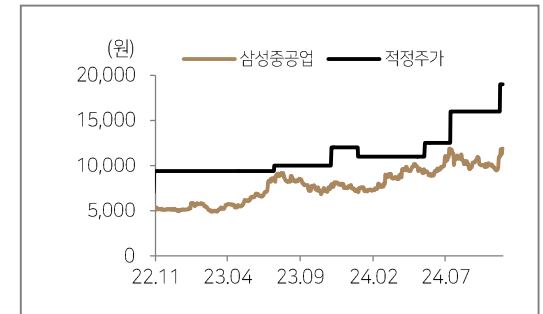
HD한국조선해양 (009540)

일자	2023.01.04	2023.02.13	2023.07.28	2023.11.27	2024.02.07	2024.07.29				
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY				
적정주가	100,000원	120,000원	150,000원	160,000원	180,000원	310,000원				
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2023.01.04	100,000원		77,535원		83,000원		-22.5		-17.0	
2023.02.13	120,000원		94,780원		129,400원		-21.0		7.8	
2023.07.28	150,000원		109,614원		124,500원		-26.9		-17.0	
2023.11.27	160,000원		112,412원		123,000원		-29.7		-23.1	
2024.02.07	180,000원		134,363원		198,800원		-25.4		10.4	
2024.07.29	310,000원		190,561원		213,000원		-38.5		-31.3	
2024.11.18	310,000원		-		-		-		-	



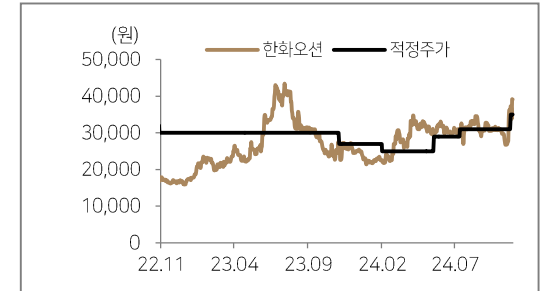
삼성중공업 (010140)

일자	2022.11.21	2023.07.28	2023.11.27	2024.01.23	2024.06.11	2024.07.29	2024.11.18			
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY			
적정주가	9,400원	10,000원	12,000원	11,000원	12,500원	16,000원	19,000원			
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2022.11.21	9,400원		5,800원		8,590원		-38.3		-8.62	
2023.07.28	10,000원		8,012원		9,170원		-19.88		-8.3	
2023.11.27	12,000원		7,656원		8,160원		-36.2		-32.0	
2024.01.23	11,000원		8,610원		10,170원		-21.7		-7.6	
2024.06.11	12,500원		9,718원		11,090원		-22.3		-11.3	
2024.07.29	16,000원		9,851원		11,870원		-38.4		-25.8	
2024.11.18	19,000원		-		-		-		-	



한화오션 (042660)

일자	2023.06.07	2023.10.26	2023.11.27	2024.02.22	2024.03.22	2024.04.08	2024.05.13	2024.06.11	2024.07.29	2024.11.18
투자 의견	HOLD	BUY	BUY	HOLD	SELL	HOLD	SELL	HOLD	HOLD	HOLD
적정주가	30,000원	30,000원	27,000원	25,000원	25,000원	25,000원	25,000원	29,000원	31,000원	35,000원
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2022.11.21	30,000원		25,860원		43,444원		-3.0		63.0	
2023.11.27	27,000원		23,975원		27,300원		-11.2		1.1	
2024.02.22	25,000원		28,885원		34,750원		15.5		39.0	
2024.06.11	29,000원		30,847원		33,100원		6.4		14.1	
2024.07.29	31,000원		30,820원		331,00원		-0.6		6.8	
2024.11.18	35,000원		-		-		-		-	



* 괴리율 적용 기간: 최근 2년 내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 11월 15일) ** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

인터넷 · AI · 플랫폼
김하정
hajkim@daolfn.com

게임 · 엔터 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2024.09.03	고영민	반도체/소부장 : 피크아웃 우려 정면돌파
2024.09.04	전혜영	그린인프라 : 지구를 지켜라 #4 - Big Switch : 석탄을 넘어, 미래 에너지를 짓다
2024.09.09	이지수	제약 · 바이오 : 모두가 기다린 마법의 약
2024.09.11	박영도	건설 : PF STATUS QUO Vol.7
2024.09.25	박종현	화장품 : Get over the jet lag
2024.09.26	유지웅	자동차 : 도전을 넘어 패권으로
2024.10.08	김혜영	게임 : 흑백게임사
2024.10.28	박종현	의료기기 : UEGW 2024 참관기: Dive into 내시경
2024.11.13	이지수	제약/바이오 2025 전망 - 보이는 게 진짜다

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.