

조선 (Overweight)

강동아 태평양을 건너라

최광식 조선·기계·방산 | gs.choie@daolfn.com

이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com



CONTENTS

03 I. Summary & Focus Chart

08 II. 수주 전망: 백로그 3년 유지

- II-1. 2026년 신조발주 증가. LNG선 캐리
- II-2. 한국의 수주 목표. 매출만큼. 실망하지 말자
- II-3. LNG선 발주 사이클 시작. 신조선가 다시 오른다
- II-4. 수주의 나머지 절반은 블랙박스. 교체 발주
 - ① LNG 발주 전망: 100척
 - ② 컨테이너선: 400은 아니어도, 300 정도
 - ③ 탱커: 5년후에는 엄청날 수도
 - ④ LPG와 VLAC: 2H26에 시작되면 좋겠지만

25 III. 실적 예상

- III-1. 2025 수주는 당사 예상 하회 - 2027~2029 매출 낮춤
- III-2. P-MIX 효과 2026년 3분기까지 강력할 예정
- III-3. 그러나 2027년의 P 정체와 불리한 MIX
- III-4. 피크아웃? MASGA에 달림

31 IV. MASGA

- IV-1. 2020년의 러시아 - 2026년의 미국?
- IV-2. 반블록과 강통선박이 간다. 수익성은 폴란드 같을 것
- IV-3. 과연 가능할지?
- IV-4. 그리고 얼마만큼의 물량일지?

41 V. 투자전략 및 Valuation

- V-1. 백로그너머 2028년으로 반년 옮기며, 적정주가 조정
- V-2. 선호주: 중국의 엔진, 미국의 MASGA

43 VI. 종목별 투자의견

- 44 HD현대중공업 (329180) _ Top Picks
- 48 한화오션 (042660)
- 52 삼성중공업 (010140)
- 56 한국카본 (017960)

I. Summary & Focus Chart

2025년 한국 조선4사의 수주는 2025년 362억달러로 2024년의 376억달러보다 작지만, 2025년 매출 52조원(365억달러)에서 **백로그길이 3년은 유지된다.**

2025년 조선/해양 부문만의 합산 **영업이익은 6.5조원**으로 전년의 2.0조원에서 크게 성장했는데, 이는 과거 가장 좋았던 2010년의 5.3조원보다 많다.

2026년에 조선4사의 **수주는 460억달러로 증가**하는 예상치를 제시한다. LNG선 때문이다. 영업이익은 10.1조원으로 55%나 성장하는 숫자를 견지한다. 생산성 개선, 우호적 환율, 2023~2024년에 수주한 ‘대박~초대박 고가물량’ 때문이다.

조선4사의 주가는 크게 올라 시가총액은 140조원이다. 2020년 바닥에서 10배 이상 올랐는데, 그 동력은 1) 컨테이너선과 LNG선 발주 폭발, 2) 백로그 증가, 3) 신조선가 상승, 그리고 4) 2023~2024년의 실적 확인(흑자전환, 수익성 개선)이었다.

2026년 주가는 1) LNG선 발주가 쏟아질 예정이고, 2) 백로그는 유지되거나 소폭 늘 것으로 기대한다. 또한 3) 2029년 LNG선 슬롯을 차지하기 위한 선사/선주들의 경쟁으로 신조선가는 상승할 것이다. 컨테이너 발주 기저와 탱커의 교체발주 관망으로 감소하지만 LNG선 수주가 상승의 감소를 상쇄한다. 4) 실적은 2024년에 수주한 ‘초대박 고가물량’의 건조 확대로 컨센서스보다, 또는 당사 예상보다도 더 놀라운 숫자들을 보게 되지 않을까 싶다. 좋다.

백로그너머를 2028년으로 반년 옮기면서, HD현대중공업과 한화오션의 적정주가가도 상향했다.

그러나 더 이상 좋아질 수 없는 경지가 다가오고 있다.

전년동기대비 이익은 3Q26까지 70~80% 성장하기 때문에, 올해는 문제없다. 다만 2026-2027 이익은 성장하지만 그 폭이 완만해진다. 이는 1) 2024-2025년 (원화) 신조선가 상승폭이 둔화되었기 때문이다. 2) 조선사들의 도크는 풀 가동 중이기 때문이다.

조선사들은 해외 생산거점 확보로 인력 부족, 설비의 한계를 뛰어넘을 준비를 하고 있지만, 시행착오와 시간이 필요하다. **그 해외에서 미국이 중요하다.**

한국은 MASGA를 제안했고, 조선 3개 그룹사는 여럿 준비들을 하고 있다. MASGA는 2026-2028년의 추가 성장을 열어줄 열쇠이다. 단순 미국 사업이기 때문에 멀티플을 받아야함이 아니라, 큰 이익이 기대되기 때문이다. 보호장벽으로 비싼 원가를 치르고 있는 미국 조선업과 선사들에게 한국이 블록이나 깡통선체를 공급할 수 있다면, CKD에서 높은 수익성을 담보하는 사업모델과 유사한 비슷한 형태가 된다. 미국의 선가는 한국의 5배이기 때문에, 2배만 받아도 가능하다. K-방산과 다를 바 없다. K-방산은 EU와 중동에서 입에 담을 수 없는 높은 수익성을 시험 중이다.

그러나 현행 존스법, 번스-톨레프슨법 때문에 상선의 대형 블록은 수출이 막혀 있고, 특수선(군함)은 모든 것을 미국에서 제작해야 한다.

그러나 Ships for America Act부터, 민주당 바이든 정부 때부터 지금 트럼프 행정부까지, 중국 해군력 견제 및 미국 조선업의 부활을 위한 여럿 한-미 협력 논의가 진행 중이다. 미국에는 더 싸게, 더 빨리 선복을 공급할 수 있는 협력을 원하는 생각과 내수 조선산업과 일자리를 지켜야 한다는 보수적 신념이 팽팽하다.

‘Ensuring Naval/Coast Guard Readiness Act’와 같은 한국 등의 상호방위조약 국가에게 미국 조선 대형자재 공급을 열어주는 법안들이 발의되어 심사 중이다. 그러나 그 결과를 낙관할 수 없다. 법안이 2026년 가을까지 확정된다면 조선업종에 피크아웃은 없다.

다만 법안 통과가 되더라도 Q에 대한 확인이 필요하다.

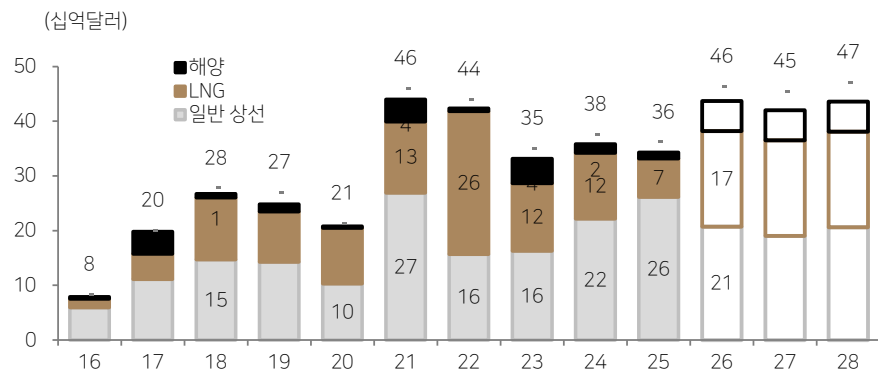
미국에서 20k-DWT 이상의 상선은 매년 10~20척이 건조된다. 사이즈가 작지만 5배 가격이어서 한국 조선업의 VLCC ~ LNG선 정도 가격이다. 블록으로 건조량의 절반 정도를 담당한다면 한국 조선업에게 5~10척 정도의 기여이다. 크지 않다.

전투함은 기대할만하다. CostOverrun과 Delay로 핀칸테리의 FFG-62는 취소되고, 후속 FF(X)의 리드 야드로 HII(현팅턴 잉글스)를 선정했고, 2028년 1호선 납품 이후, 2029년부터 멀티야드 전략으로 여러 조선사들에게 맡겨 매년 3~4척을 건조할 계획이다. HII, GD, 한화필리가 나누어 건조하는 그림을 그려본다. 핵심은 전투함의 선체를 한국 야드에서 일부 제작할 수 있는가 여부이다. 1.2~1.4조원의 호위함에서 Hull(조선사 몫) 40%에, 한국이 50%를 담당한다고 가정하면, HII를 도울 HD현대중공업과 Austal USA를 도울 한화오션에게 떨어지는 몫은 매년 0.3~0.4조원에 불과하다. 호위함 FF(X) 사업에서 협업의 경험/경력을 쌓고 구축함 DDG(X) 사업까지 확대될 경우에는 기대할 만 하다.

60억달러 규모의 NGLS(차세대 군수지원함)에서도 HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업에게 주어지는 몫은 기대만큼 크지 않을 수 있다. 그러나 마찬가지로 NGLS 이후에 Ships for America ACT의 170여척 물량도 펼쳐질 수 있다.

현재 가장 중요한 것은 법안 통과이다. 주가 측면에서 테드라인은 2026년 가을까지이다.

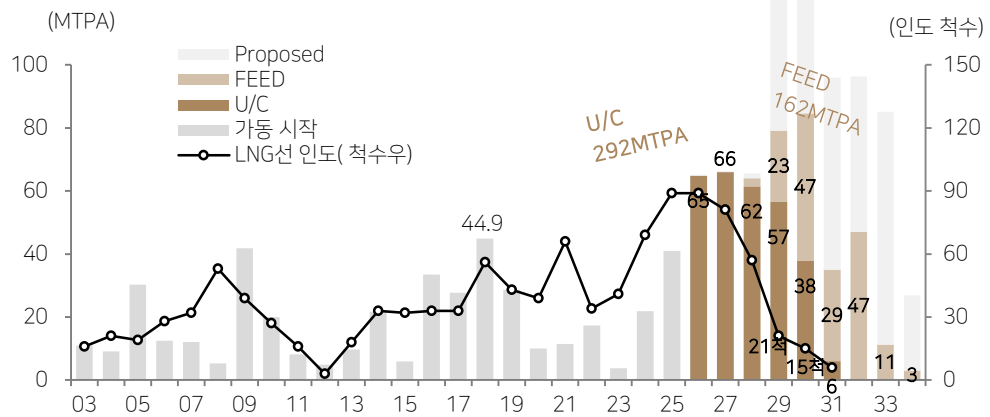
Focus Chart 1 한국 조선4사의 수주 전망: 46십억달러로, 2028년의 매출 61조원보다 많음



선종	2022	2023	2024	2025	2026	증감(2025-2026)
LNG	26.1	12.4	12.0	7.1	17.5	+10.4 십억달러
해양	0.6	4.5	1.6	1.1	5.5	+4.4 십억달러
일반상선	15.7	16.3	22.1	26.1	20.7	-5.4 십억달러
대형 컨선	64척	40척	32척	74척	51척	-23척 척
Feeder	43척	5척	6척	21척	14척	-7척 척
COT	3척	9척	26척	62척	43척	-19척 척
PC선	27척	38척	62척	8척	6척	-2척 척
VLGC/MLAC	11척	35척	45척	8척	15척	+7척 척
MGC	18척	5척	5척	5척	5척	+0척 척
방산	1.6	1.9	1.8	2.0	2.7	+0.7 십억달러
전체	44.0	35.0	37.6	36.3	46.4	+10.1 십억달러

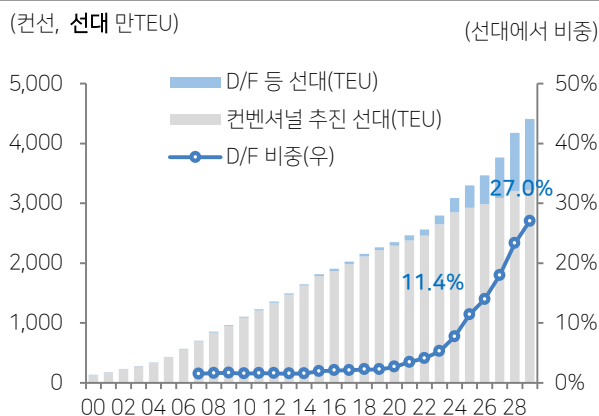
Source: Clarksons, 다올투자증권

Focus Chart 2 2029~2030년의 95MTPA에서 LNG선 200여 척 필요 vs. 잔고에 40여 척



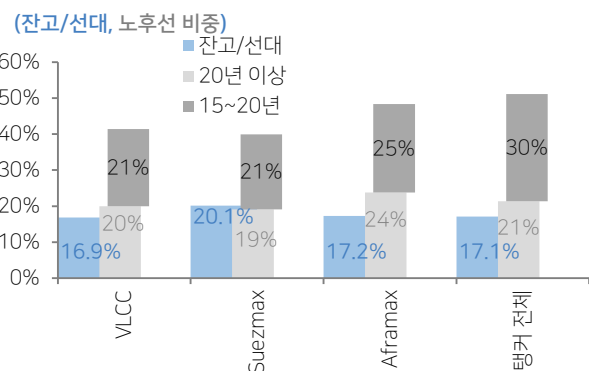
Source: Clarksons, 다올투자증권

Focus Chart 3 2029년에도 선대에서 D/F가 27%일뿐



Source: Clarksons, 다올투자증권

Focus Chart 4 현재 잔고로도 20년 이상 노후선 교체 불가능



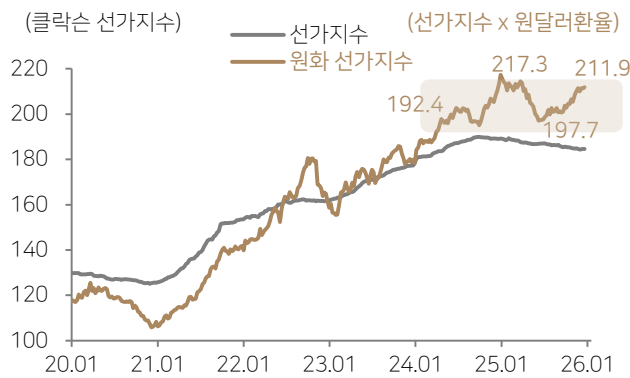
Source: Clarksons, 다올투자증권

Focus Chart 6 조선4사는 2026년에도 전년동기대비 가파른 증익 진행. 그러나 2026-2027 완만

조선4사의 조선/해양	24				25				26				27	
매출	9,263	10,580	9,994	11,647	11,114	11,938	11,698	14,456	13,226	14,385	13,650	14,792	13,649	14,814
영업이익	274	454	534	781	1,155	1,417	1,450	2,184	2,071	2,555	2,554	2,923	2,418	2,738
OPM	3.0%	4.3%	5.3%	6.7%	10.4%	11.9%	12.4%	15.1%	15.7%	17.8%	18.7%	19.8%	17.7%	18.5%
매출 YoY	27%	30%	25%	22%	20%	13%	17%	24%	19%	20%	17%	2%	3%	3%
영업이익 YoY	흑전				322%	212%	171%	180%	79%	80%	76%	34%	17%	7%

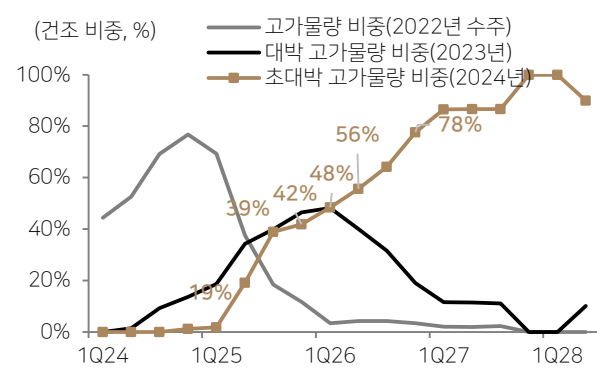
Source: Clarksons, 다음투자증권

Focus Chart 6 선가 달러로는 2H24에 하락하지만, 원화는 상승



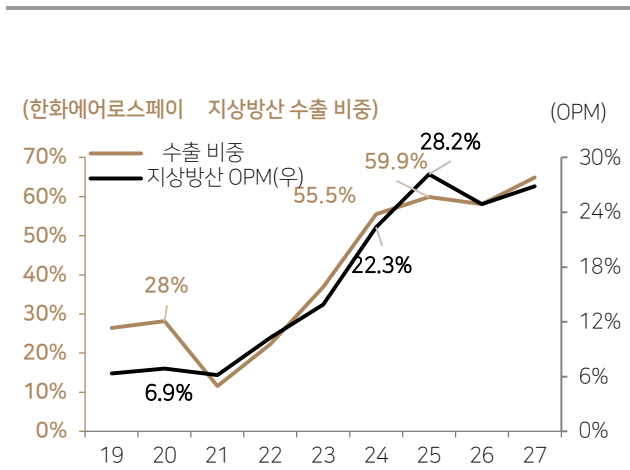
Source: Clarksons, 다음투자증권

Focus Chart 7 조선4사의 가파른 P-MIX: 특히 2026년에 강력



Source: Clarksons, 다음투자증권

Focus Chart 8 한화에어로스페이스 지상방산 부문의 수출 비중과 OPM. 수출에서 엄청난 수익성을 시현 중



Source: Clarksons, 다음투자증권

Focus Chart 9 2020~2021년에 삼성중공업-러시아 Zvezda는 쇠빙LNG선 10척(2.8조원), 쇠빙셔틀탱커 7척(2.0조원) 수주

단일판매 · 공급계약 체결	
1. 판매 · 공급계약 구분	기타 판매 · 공급계약
- 체결계약명	블록 및 기자재
	계약금액(원) 2,807,200,000,000
	최근매출액(원) 7,349,700,000,000
2. 계약내역	매출액대비(%) 38.2
	대규모법인여부 해당
3. 계약상대	유럽 지역 선주
- 회사와의 관계	-
4. 판매 · 공급지역	유라시아 지역
5. 계약기간	시작일 2020-11-20
	종료일 2025-12-31
6. 주요 계약조건	-
7. 계약(수주)일자	2020-11-20
8. 공시유보 관련내용	유보사유 -
	유보기한 -
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항	
1. 상기 2항의 계약금액은 계약일의 매매기준환율(01,112.2원/\$)을 적용했으며, 계약금액과 최근매출액은 억원 미만에서 각각 반올림하였습니다.	
2. 상기 5항의 계약종료일은 인도일 기준이며 공사 진행 상황에 따라 변동될 수 있습니다.	
※ 관련공시	-

Source: Clarksons, 다음투자증권

Focus Chart 10 미국에서 조선업 부활을 위해 발의된 법안들

법안명	발의 및 제출	소관 상임위원회 심사	주요 내용
Save Our Shipyards (SOS) Act			조선산업 재건 방향을 권고하기 위한 국가 해사 산업기반 위원회 설립
SHIPS for America Act (미국 조선업 부흥법)	2025년 4월 재발의	심사 중	> 미국적 전략상선단을 250척까지 확대 > 강력한 중국 견제: 중국산 부품 사용 금지뿐만 아니라, 중국으로부터 수입되는 화물의 10%를 반드시 미국 국적선으로 수송하도록 의무화(향후 15년 내 달성 목표) > 외국적선 할증료: 미국 국적선이 아닌 선박으로 화물을 들여올 때 10%의 관세 할증 부과
Ensuring Naval/Coast Guard Readiness Act (해군 준비태세 보장법) 상원(S.407)과 하원(H.R.4951)	2025년 2월 Mike Lee 상원	심사 중 매우 빠름	> 미 군함/해양경비함을 상호방위조약 체결국가에서 건조할 수 있도록 관련 법 개정 > NATO 회원국 또는 한국·일본과 같은 상호방위조약 체결국
Open America's Waters (미국 영해 개방법)		심사 중 매우 느림	미국 내 항로에서도 외국선박 사용 가능하도록 Jones Act 폐지
Merchant Marine Allies Partnership Act (상선 동맹 파트너십법)	25년 8월 하원		지정 우방국의 선박은 조건부로 미국 연안에서 사용 가능하도록 Jones Act 개정

Source: 다올투자증권

Focus Chart 11 미국의 군함 건조 프로그램

기관명	STATUS	신조 프로그램	설명	
미 해군 해상체계사령부 (NAVSEA)	진행중 /최근완료	Ford-class (CVN-78)	차세대 핵추진 항공모함 니미즈급 대체	
		Virginia-class (SSN-774)	공격용 원자력 잠수함. 현재까지도 주력 발주 모델 AUKUS 연계 사업	
		Arleigh Burke-class (DDG-51 Flight III)	미 해군의 주력 알레이버크급 구축함 90년대부터 이어져 온 시리즈의 최신 개량형	
		Zumwalt-class (DDG-1000)	스텔스 구축함 3척으로 조기 종료	
		Constellation-class (FFG-62)	차세대 유도탄 호위함 25년 12월에 핀칸테리에 발주한 6척 중 4척 계약취소하며, 2척 건조로 종료	
		Columbia-class (SSBN-826)	차세대 전략 핵잠수함 미 해군 최우선 순위 사업	
		DDG(X)	알레이버크급(DDG-51 Flight III)을 대체할 차세대 구축함 설계 단계	
		LUSV / MJSV	대형 및 중형 무인 수상정(Unmanned Surface Vehicle) 미래 핵심 전략 자산	
		FF(X)	USCG의 NSC(Legend-class) 설계 개량으로, 빠르고 저렴하게 생산. 70여척 HII(현팅턴 잉글스)가 리드 야드(설계 및 초도함 건조)로 선정 향후 ① 한화의 Austal USA 등으로 건조처 확대 예상 ② HII-HII(HD현대중공업)의 파트너십 상세 내용도 관심	
		미 해군 군사해상수송사령부 (MSC)	진행중 /최근완료	John Lewis-class (T-AO 205)
Lewis and Clark-class (T-AKE)	탄약 및 화물 보급함 2010년대 중반 완료			
Spearhead-class (EPF)	고속 수송선			
미래	NGLS (Next-Generation Logistics Ship)			분산된 함대에 보급품을 전달할 증소형 보급선. 초기 최대 30척 → 잠정 13척 HII-HII 함께 입찰 참여
	T-ARC(X)			차세대 케이블 부설선
해안경비대 (USCG)	진행중 /최근완료	Legend-class (NSC)	국가안보함, 해안경비대 최상급 대형 함정	
		Sentinel-class (FRC)	고속대응함, 노후화된 소형 경비정 대체 사업	
		미래	Heritage-class (OPC)	중형 경비함(Offshore Patrol Cutter) 현재 해안경비대 최대의 획득 사업으로, 총 25척 계획
			Polar Security Cutter (PSC)	차세대 대형 쇄빙선 사업 노르웨이에 4척 발주
			Waterways Commerce Cutter (WCC)	내륙 수로용 작업선 및 경비함 교체
미 해상정 (MARAD)	진행중 /최근완료	NSMV (National Security Multi-Mission Vessel)	국가 안보 다목적 실습선 노후 실습선 5척을 교체하는 사업으로 필리핀 순회 중	
		Ready Reserve Force (RRF) Recapitalization	비상시 전략물자 수송을 위한 예비 선단 현대화 신조보다는 중고선 매입과 개조(Conversion) 중심	

Source: 다올투자증권

II. 수주 전망: 백로그 3년 유지

II-1. 2026년 신조발주 증가. LNG선 캐리

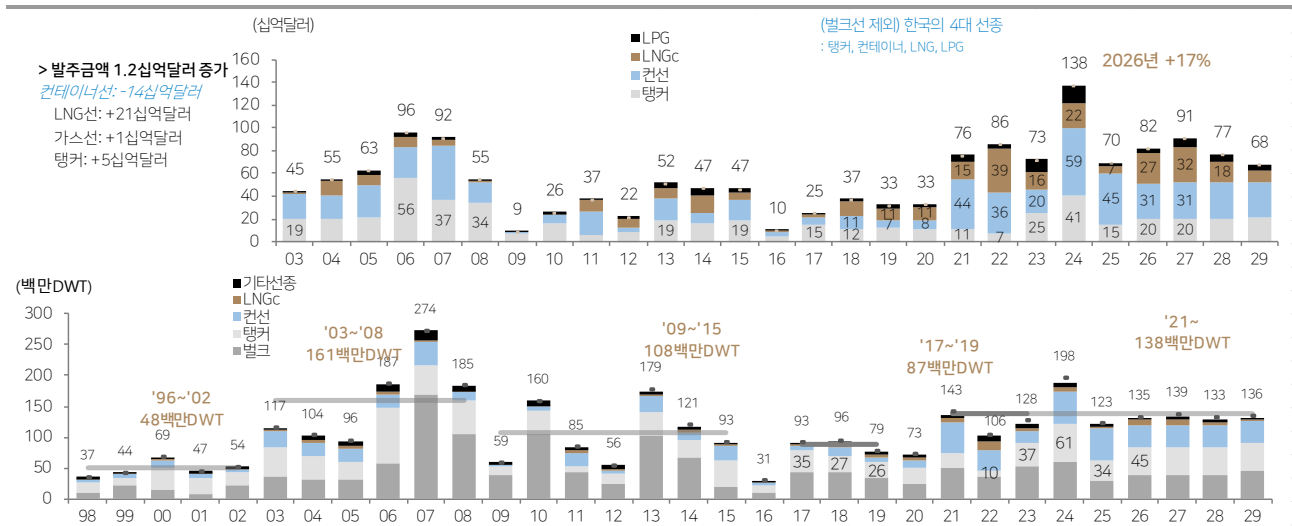
수요-공급 논리에서 노후선 교체발주 논리로 변경

2009년부터 제시해 온 신조 발주전망의 핵심논리인 수요-공급이 2021년부터 잘 맞지 않다. 이는 컨테이너선 신조시장을 중심으로 교체발주가 동력이기 때문이다. 이번 연간전망부터는 수요(물동량 증가)와 공급(잔고에서 선복 증가)보다, 선대의 15년 이상의 해체수요만을 가정하는 형태로 접근해서 선종별 발주량 예상치를 도출했다.

2026년 한국의 전방 +17% 성장

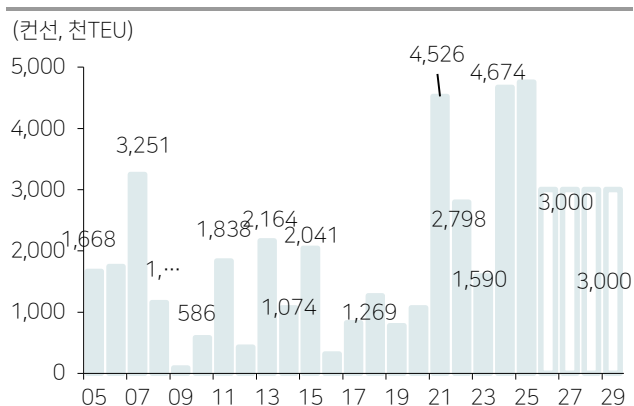
2026년에 신조발주는 135백만DWT로 2025년보다 10% 늘고, 한국의 전방(벌크선 제외) 신조시장은 82십억달러로 +17% 성장한다는 전망치를 제시한다.

Fig. 1: 신조발주 전망: 2026년에 전방(벌크선 제외) 발주금액 +17% 증가. LNG캐리 (조원)



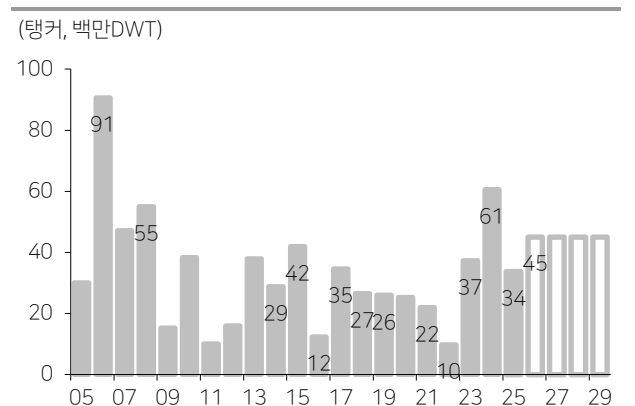
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 컨테이너선 발주 노후선(~2013년 건조) 15백만-TEU를 교체하는 300만-TEU 5년 가정



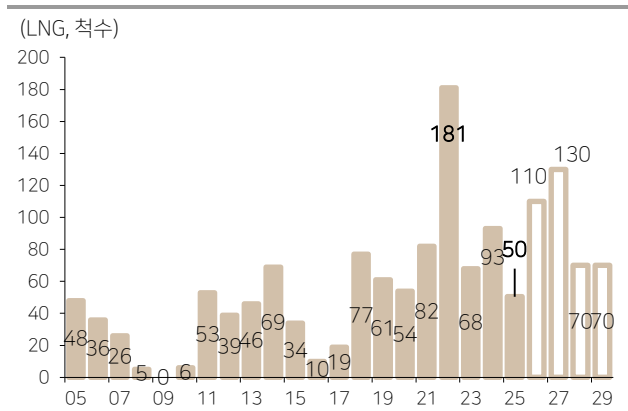
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 탱커 발주 45백만DWT: 17.5년 이상 노후선 - 잔고 = 136백만DWT을 3년 동안 발주



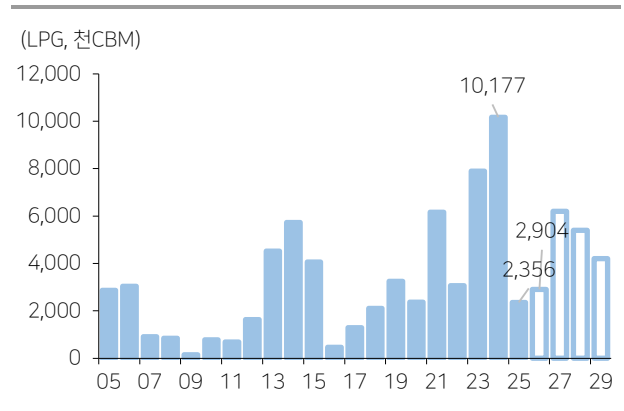
Source: 다올투자증권

Fig. 4: LNG 발주 110척: 한국 수주 70척 가정



Source: 다올투자증권

Fig. 5: VLGC/VLAC/MGC 발주 크게 회복: LNG 사이클을 따라가는 가정이지만, 2H26에 늦게 시작



Source: 다올투자증권

II-2. 한국의 수주 목표. 매출만큼. 실망하지 말자

수주는
매출만큼만 하면 됨

자료를 마무리하는 지금 아마도 조선사들의 수주 목표가 발표되었거나, 발표가 임박했을 것이다. 목표가 작더라도, 크게 실망하지 않기를 바란다. 2023~2025년의 수주 목표도 보수적이었고, 주가도 2024~2025년에는 큰 영향도 없었다. 백로그길이 3년 안팎의 조선사들은 1년 치 건조일감만큼만 수주하면 되기 때문이다.

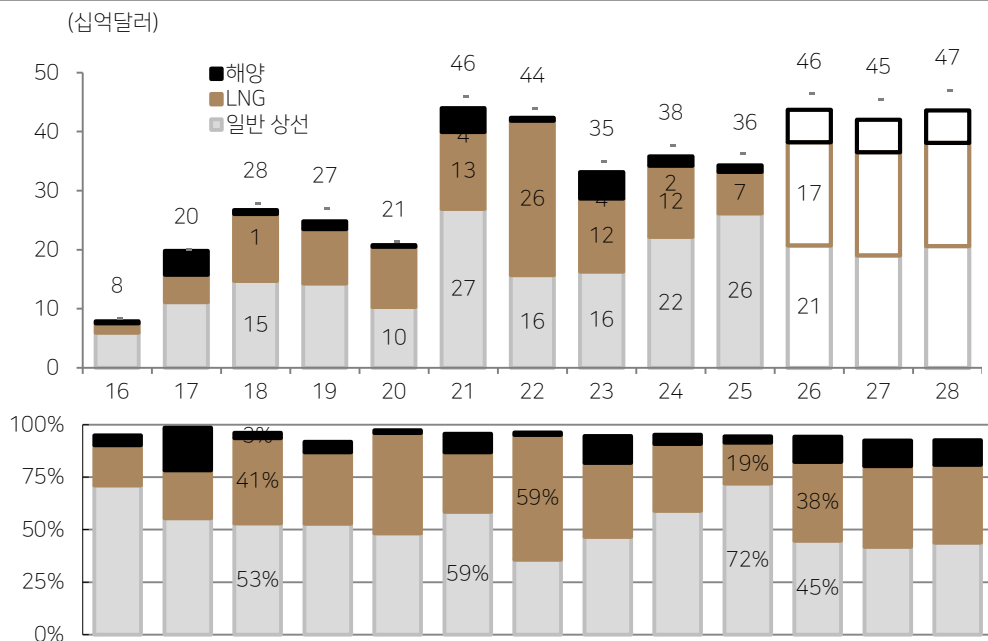
조선4사
수주 474억달러로
다소 높게 나옴

당사는 2026년 조선사들의 수주를 46십억달러로 2025년의 36십억달러에서 10십억달러 증가를 예상한다. LNG선 69척과 대형 가스선 15척이, 컨테이너선과 탱커의 수주감소를 상쇄하고 넘기는 숫자이기 때문이다.

이는 2028년의 매출 예상 61조원(44십억달러)를 넘기는 수준이다.

Fig. 6: 한국 조선4사의 수주 전망: 46십억달러로, 2028년의 매출 61조원보다 많음

(십억달러)



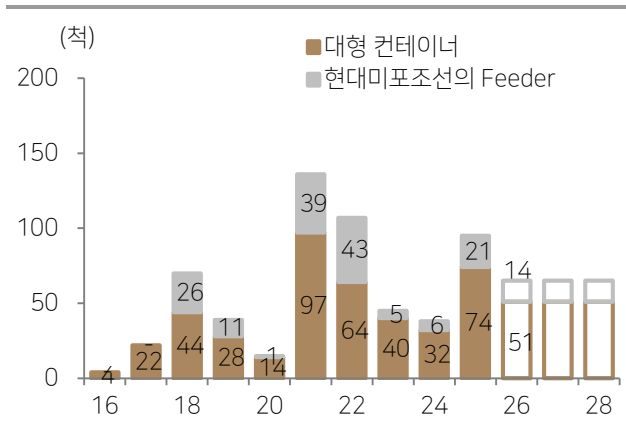
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 조선4사의 선종별 2025-2026 수주 증감

선종	2022	2023	2024	2025	2026	증감(2025-2026)
LNG	26.1	12.4	12.0	7.1	17.5	+10.4 십억달러
	119척	51척	50척	32척	69척	+37척
해양	0.6	4.5	1.6	1.1	5.5	+4.4 십억달러
일반상선	15.7	16.3	22.1	26.1	20.7	-5.4 십억달러
대형 컨테이너	64척	40척	32척	74척	51척	-23척 척수
Feeder	43척	5척	6척	21척	14척	-7척 척수
COT	3척	9척	26척	62척	43척	-19척 척수
PC선	27척	38척	62척	8척	6척	-2척 척수
VLGC/MLAC	11척	35척	45척	8척	15척	+7척 척수
MGC	18척	5척	5척	5척	5척	+0척 척수
방산	1.6	1.9	1.8	2.0	2.7	+0.7 십억달러
전체	44.0	35.0	37.6	36.3	46.4	+10.1 십억달러

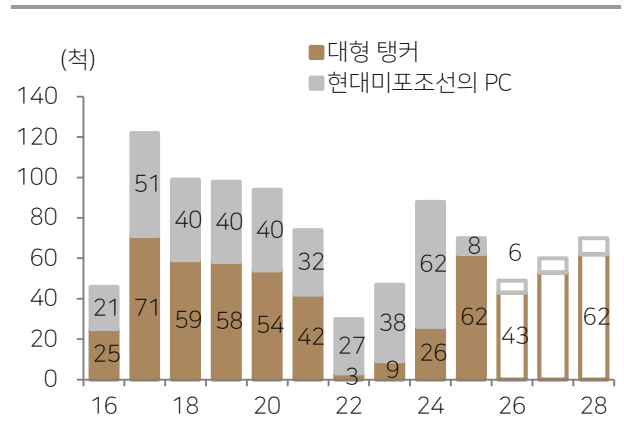
Source: 다올투자증권

Fig. 8: 한국 컨테이너선 수주: 대형 51척



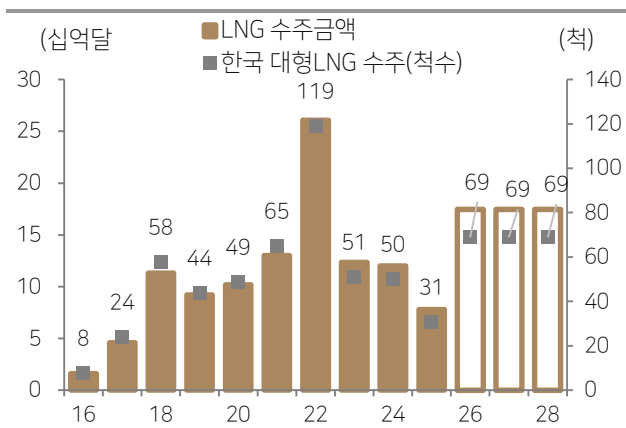
Source: 다올투자증권

Fig. 9: 한국 탱커 수주: VLCC, 수에즈막스 43척 예상



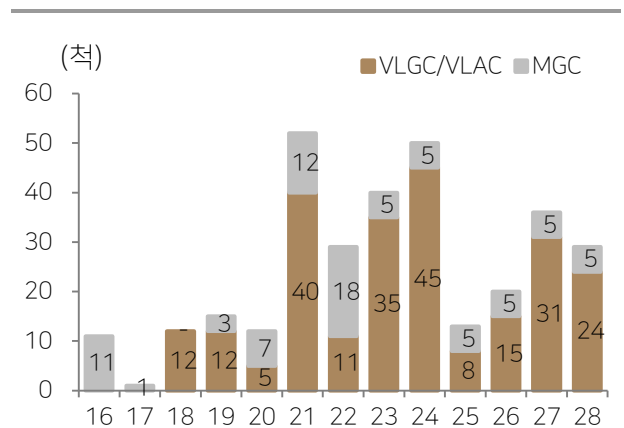
Source: 다올투자증권

Fig. 10: 한국 LNG 수주: 69척으로 1년치



Source: 다올투자증권

Fig. 11: VLGC/MLAC 등 발주 하반기 회복 기대



Source: 다올투자증권

II-3. LNG선 발주 사이클 시작. 신조선가 다시 오른다

LNG선이 핵심이자, 상수 결국 2026년 신조선시장의 핵심은 LNG선이다. LNG선 발주에 후행하는 VLGC 발주도 하반기부터 재개 여부를 지켜본다. VLAC 투자붐으로 과잉발주로 쌓였던 VLGC/VLAC 잔고가 37.3%로 다소 부담스럽다.

2028년 LNG선 슬롯 LNG선 발주 사이클은 이미 건설 중인 2029~2030년 LNG 액화/수출터미널에서 발주 규모는 65척 풀 건조 못 채우고 “상수”이다. 그 시점만이 한국의 2028년 LNG선 등 슬롯을 정리한 이후여서 2025년 가을부터 지나가지만 기다려왔을 뿐이다. 한국 BIG4의 2028년 LNG선 슬롯은 43척까지 채워졌는데, 풀 건조 65척은 못 채우고 지나가지만, HD현대삼호와 한화오션 등은 이 슬롯에 대신 컨테이너선, VLCC 등을 채우고 지나간다.

2029년 인도물 LNG선 이제 시작될 LNG선 발주 사이클과 2029년 슬롯 쇼티지에 따른 LNG선 신조선가 상승에 따른 발주가 신조선가지수 신조선가지수 상승 견인까지 기대할 수 있다. 상승을 견인

Fig. 12: 미스매칭의 2028년 슬롯을 소진하기 위해 노력 중. 43척까지 왔지만, FULL CAPA는 못 채우고 지나감 (척수)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
LNG선 인도	61	38	42	71	89	89	81	57	21	15
대한민국	55	27	34	61	71	66	62	43	15	9
				NYK 4+4, 투기발주, VLCC/컨선 ↑						
삼성중공업	15	8	13	21	19	19	17	15	4	4
한화오션	18	4	3	16	28	20	18	13	3	0
HD현대중공업	12	7	10	15	15	17	15	9	3	0
HD현대삼호	9	8	8	8	9	10	12	6	5	5
한국 기타	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0
중국	6	8	8	8	18	23	19	14	6	6
후동중화	4	4	6	7	9	10	10	10	6	6
대련	0	0	0	0	3	4	7	3	0	0
장난조선	0	2	1	1	2	5	0	0	0	0
CMHI	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0
양지장	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국 기타	2	2	1	0	3	3	2	1	0	0
기타 국가	0	3	0	2	0	0	0	0	0	0

Source: 다올투자증권

한화오션과 HD현대삼호 일반적으로 LNG선은 고부가가치의 고마진 선종이어서, 2028년 LNG 슬롯을 컨테이너선과 탱커로 채우고 지나가는 점을 아쉽게 생각할 수 있다.

2028년 LNG선 슬롯 많이 빔 한화오션이 2028년 슬롯에 LNG선은 13척뿐이지만, 대신 VLCC와 특히 고가의 컨테이너 납기도 15척이나 된다. 특히 HD현대삼호는 2028년에 컨테이너선 인도가 25척, 탱커 0척이어서, 2028년의 LNG선 슬롯을 거의 컨테이너선으로 메웠다고 해석할 수 있다.

2028년 LNG선 건조비중 컨테이너선은 2024~2025년 발주 강세에서 신조선가가 가장 큰 폭으로 올랐고, LNG선에 들이댈 수 감소, 고가의 컨테이너 있을 정도의 고마진 선종으로 당사는 추정한다. 이에 2027년(2028년 인도물의 매출 발생 시점)가 메우는 구조 수익성 하강 및 감익 걱정은 너무 하지 말자.

Fig. 13: HD현대삼호와 한화오션은 2028년 LNG 슬롯을 컨테이너선으로 채움. 컨테이너선 = 상당한 고마진 (인도 척수)

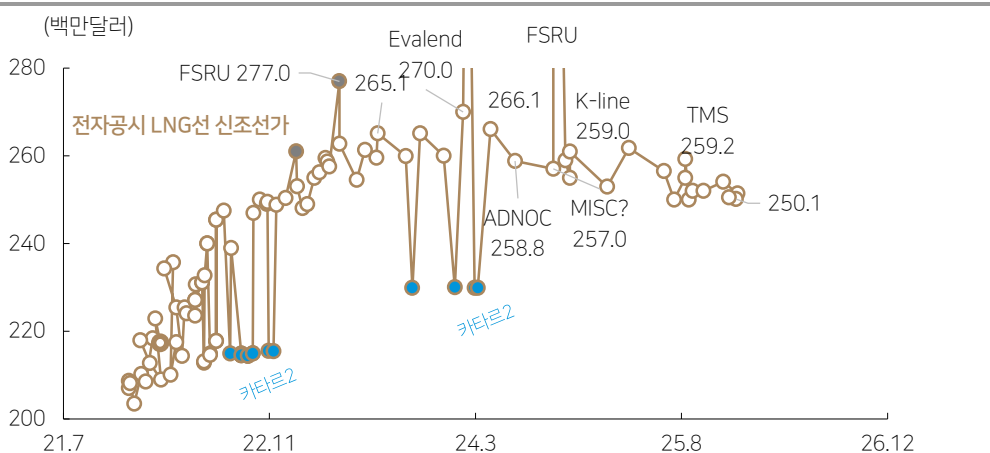
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
HD현대중공업																		
상선	44	40	39	56	51	46	29	45	27	38	32	29	34	27	69	93	50	0
컨테이너	27	21	24	24	3	10	10	7	5	13	6	15	23	19	8	32	26	0
탱커	9	10	2	7	19	27	12	23	11	11	21	3	7	2	26	15	2	0
가스선	0	6	7	17	25	8	5	8	7	11	5	11	4	6	33	43	21	0
LNG	0	2	5	4	9	4	6	5	8	12	7	10	15	15	17	15	9	3
HD현대삼호																		
상선	30	28	28	34	39	32	25	42	22	25	22	27	23	24	27	26	31	7
컨테이너	21	19	10	9	8	5	0	4	3	2	5	6	17	17	12	8	25	3
탱커	5	0	10	7	18	16	24	28	15	17	10	9	1	2	10	11	0	4
가스선	0	0	0	9	4	3	1	8	0	2	4	10	4	2	5	7	6	0
LNG	0	0	2	4	4	0	0	2	8	9	8	8	8	9	10	12	6	5
삼성중공업																		
상선	35	35	14	23	21	38	17	27	32	29	30	23	23	17	11	27	18	9
컨테이너	14	18	12	17	12	11	1	5	12	6	4	15	23	13	8	13	2	6
탱커	19	17	2	6	7	23	16	22	19	21	24	8	0	2	3	6	15	3
가스선	0	0	0	0	2	4	0	0	1	2	2	0	0	2	0	8	1	0
LNG	1	9	13	6	6	3	9	4	9	15	8	13	21	19	19	17	15	4
드릴십	3	8	10	5	3	3	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
한화오션																		
상선	32	41	27	27	43	24	17	26	20	15	17	25	18	13	13	23	23	10
컨테이너	20	10	20	17	14	6	6	5	7	5	5	8	12	13	1	6	15	4
탱커	7	20	6	7	15	12	7	21	13	10	8	11	1	0	7	12	8	5
가스선	0	0	0	3	8	4	0	0	0	0	2	6	5	0	5	5	0	0
LNG	2	2	5	3	4	14	20	16	11	18	4	3	16	28	20	18	13	3
RIG/WTIV	1	5	3	5	6	2	2	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0

Source: 다올투자증권

Mozambique LNG는 한편 HD현대삼호의 2028년 슬롯이 빈 것은 TotalEnergies의 Mozambique LNG 프로젝트 밀리면서 단납기 LNG선 때문이다. 2020년에 2023년 납기로 LNG선을 발주했지만, 2021년에 불가항력으로 LNG선 납기가 수차례 뒤로 밀렸다. 2024~2027년 인도로 납기가 밀릴 때는, 당시 LNG선 수요 및 발주 강세로 슬롯이 알차게 활용됨. 그러나 2028년 슬롯에서는 한국의 LNG선 슬롯 19척을 숨겨두는 역할을 했고, 단납기 LNG선 슬롯에 대한 인기 덕분에 좋은 가격이 타 선사/선주 선박을 수용할 수 있었지만, 2028년 납기에서 또 뒤로 밀리면서는 지금과 같은 고약한 상황이 연출되었다.

모잠비크의 2개 프로젝트 재추진 그러나 Area1의 Mozambique LNG는 2025년 10월에 불가항력을 해제하고 FID를 내렸고, 인근 Area4의 ExxonMobil의 Rovuma LNG까지 11월에 불가항력 해제, 그리고 FID가 끝나어서, 양 신조선가 상승 압력으로 프로젝트에서 각각 19척, 16척이 2029~2030년 LNG선 슬롯을 또 잠식할 예정이다. 작동할 전망 LNG선 신조선가 상승 압력이 다시 고조되고 있다.

Fig. 14: 2H24부터 LNG선 신조선가는 하락. 한국의 2028년 슬롯 팔기 바겐세일 끝나감 (백만달러)



Source: 다올투자증권

Fig. 15: 다시 돌아와서, 2029년 슬롯 신조선가 상승을 압박할 모잠비크의 2개 LNG 프로젝트

날짜	핵심 이벤트	비고	날짜	핵심 이벤트	비고
TotalEnergies: Mozambique LNG (Area 1) 13MTPA, LNG선 17척			ExxonMobil: Rovuma LNG (Area 4) 13→18MTPA, LNG선 16척 → 22척?		
2019년	FID	13MTPA			
2020년	LNG선 17척 용선발주 : 2023년부터 인도 일정	일본 MOL, K-Line 4척 → HD현대삼호 9척 일본 NYK, 그리스 Maran Gas 등 → 삼성중공업			
21.04	Force Majeure 선언	Cabo Delgado(북부) 치안 악화 및 인력 철수	2021년	Force Majeure 선언	Area 1 중단과 동일 권역의 치안 악화로 Area 4도 사실상 지연/정지 상태가 누적
2021~2024	사업재개 - 반복 지연	치안 안정화 조건(경비, 병력, 현장 안전) 충족 여부			
25.02	사업 또 지연(10번째)	HD현대삼호, 삼성중공업에 2025년 4월까지 슬롯(9+8척) 행사 여부 통보	2025년	MRV/Exxon FEED 착수 공지	최종 FID 전 마지막 단계라는 메시지 "재검토"가 아니라 EPC로 넘어가는 신호
25.03	U.S. EXIM 47억달러 대출 재승인	Force Majeure 이후 가장 큰 이벤트 중 하나	25.08	미 상무부 업데이트	FEED 2025년 말 종료, FID 2026년 가능
25.10	Force Majeure 공식 해제	모잠비크 정부 승인, 예산/스케줄, 금융 약정 등 재확인	25.11	Force Majeure 공식 해제	액화 용량 15.2 → 18MTPA로 확대
25.11	모잠비크 정부. 광구개발권 4.5년 연장	2029~2030년 가동			
25.12	영·네덜란드 금융 철회분 → TotalEnergies는 '자체 자본투입' 결	사업비 200억달러 중 UAEF는 11.5억달러 담당 사업 리스크 증가 판단	~ 2026.0	FID 예정	FID 2026년 7월 이전 → 첫 LNG 2030 목표 확인

Source: 다올투자증권

#1 LNG 발주 전망: 100척

LNG 수요 전망은 쉽다
1MTPA에 2척

LNG선 수요 전망은 쉽다. 아래와 같이 건설 중(U/C)인 LNG 생산/액화 프로젝트의 완공시점에 맞추어 필요 LNG선 규모가 나오기 때문이다. 2025년말 LNG 액화 CAPA는 498.5MTPA이고, LNG선 선대는 873척(평균 크기 153k-CBM)이고, 174k-CBM으로 환산하면 767척이다. 즉, 1MTPA에 1.54척의 LNG선이 필요하다. LNG선의 20%가 스팟시장에서 운용되는 노후선임을 감안하면 실제로는 신규 프로젝트 1MTPA에 2척 정도가 필요하다. 항로에 따라 1.5~2척의 LNG선이 필요하다고 계산한다.

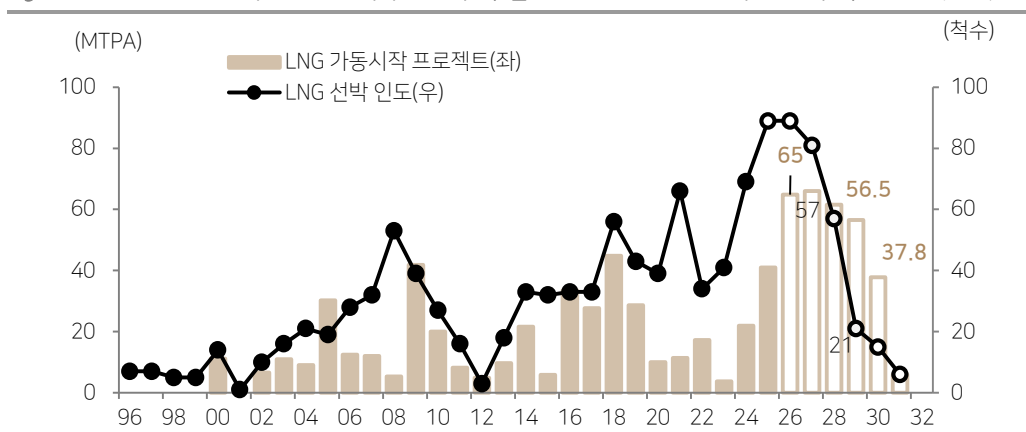
2029년에 56.5MTPA에
서 110여 척 LNG선 필
요
발주된 것은 21척 뿐

2028년에 56.5MTPA의 액화 터미널은 2025년에 인도된, 2026~2028년 인도 예정 LNG선으로 모두 매칭되어 있다.
그리고 2029년에 56.5MTPA가 건설 중인데 발주된 LNG선은 21척에 불과해, 110척의 필요 LNG선 수요에 맞추어 90여 척 규모의 신조발주가 필요하다. 노후선 교체 수요는 제외한 숫자이다. 따라서 2026년에는 이 2029년 인도물에 대한 신조 협의 및 투자가 크게 늘 것이라는 전망을 1년째 해오고 있다.

누가 발주하는가

이 필요 선박을 발주하는 주체는 배송까지 해주는 프로젝트 시행 업자일 수도 있고, 이를 가져가는 화주일 수도 있다. 화주는 직접 발주보다는 아웃소싱으로 용선 발주로 LNG를 도입한다. 또는 이 LNG 물동 수요를 선점하려는 투기발주도 있고 화주가 뒤늦게 이미 발주된 잔고의 선박과 용선 발주를 맺기도 한다.

Fig. 16: 2029~2030년의 95MTPA에서 200여 척 필요한 LNG선 vs. 잔고에는 40여 척 뿐 (MTPA, 척수)



Source: 다올투자증권

필요 LNG선을 3~5년전
언제 집행하는지 알기는
어렵지만,
2026년은 확실

다만 매년 몇 척의 신조 선박의 인도가 필요한지는 알되, 또는 2025년과 같이 2028년 슬롯이
여유가 있는 상황에서는 신조선가 하락을 기다리면서 발주를 관망하기도 한다. 즉, 인도시점에 맞춰
3~5년 전에 언제 발주가 본격화될지 알기는 어렵다. 분위기를 탄다. 그 분위기가 2025년 12월부터
올라오는 중이다. 그리고 3년 전에는 발주를 해야만 한다. 2026년은 2029년의 3년 전이다.

2025 사상최대 FID로
LNG 발주사이클은
3~4년 진행될 듯

특히 2025년에 FID(Final Investment Decision, 최종투자결정)이 내려진 프로젝트는 72MTPA로
사상최대 규모이다. FID가 늘고, 이후 2~4년 후에 LNG선 발주가 집행된다. 이는 곧 2026년의
신조선장뿐 아니라, LNG선 발주는 2026~2029년까지 계속 좋을 것이라 기대할 수 있다.

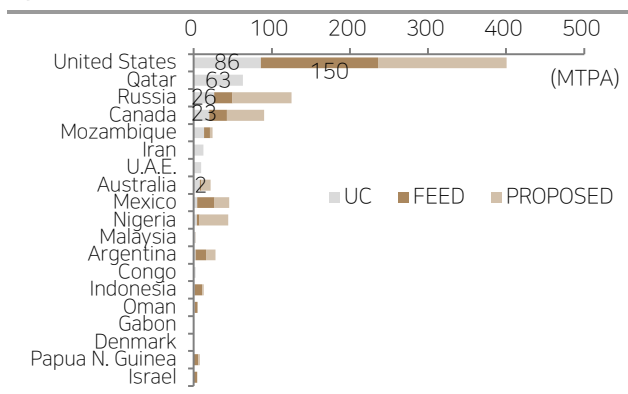
미국의 FEED/마케팅 중
인 사업 다수
그리고 미 행정부의 수출
장려책

UC(건설 중) 단계로 넘어올 FEED 및 마케팅 중인 사업들의 규모도 상당하다. 특히 미국에는
150MTPA의 LNG 프로젝트들이 추진 중이다. 모든 프로젝트들이 초기 계획대로 제때 진행될 수는
없겠지만, 트럼프 행정부의 LNG 판매 독려 정책과 맞물려 2025년의 사상최대 FID를 2026년에
갱신할 가능성도 높다.

신규 사업 +
기존 사업의 Train 확대
계획들

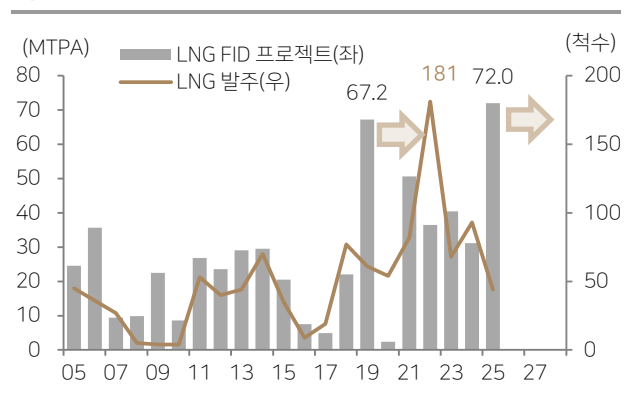
북미에는 Alaska LNG, Commonwealth LNG 등의 신규 사업도 있지만, 다수 LNG 프로젝트들이
Train 확산 계획을 발표하고 있다. NextDecade의 Rio Grande T6, Shell의 LNG CANADA T3-4,
Cheniere Energy의 Sabine Pass LNG T7, Sempra의 Cameron LNG T-4 등이다.
LNG선 발주 사이클은 2026년부터 2030년까지 길게 한바탕 달릴 것으로 대단히 기대된다.

Fig. 17: 지역별 LNG 터미널 UC와 FEED



Source: 다올투자증권

Fig. 18: 2025년에 역대급 FID들. 2026년에 발주로 이어짐



Source: 다올투자증권

Fig. 19: 건설 중인 LNG 터미널 중 2029~2030년 완공. 파란색 음영의 북미가 주도, 모잠비크의 귀환 (MTPA, 척수)

NO	Country	Project	Export CAPA	FID Date	Expected Start Up	Estimated Vessel
44	Qatar	North Field LNG Expansion Train 7	8.0	24.02	2029	11
45	Qatar	North Field LNG Expansion Train 8	8.0	24.02	2029	11
46	U.A.E.	Al Ruwais LNG	9.6	24.06	2029	10
47	United States	Port Delin 1 (FLNG)	4.4	N/A	2029	9
48	United States	Commonwealth LNG	9.5	N/A	2029	20
49	United States	Rio Grande LNG Train 3	6.0	23.07	2029	12
50	United States	Woodside Louisiana LNG 1	5.5	25.04	2029	11
51	United States	Woodside Louisiana LNG 2	5.5	25.04	2029	11
52	Mozambique	Mozambique LNG	12.8	19.06	2030	17
53	United States	Port Arthur LNG Phase 2	13.5	25.09	2030	29
54	United States	Woodside Louisiana LNG 3	5.5	25.04	2030	11
55	United States	Rio Grande LNG Train 4	6.0	25.09	2030	12
56	United States	Rio Grande LNG Train 5	6.0	25.10	2031	12
Total			285.97			448

Source: 다올투자증권

Fig. 20: 그리고 다음에 건설 중으로 넘어갈, FEED 및 마케팅 중인 사업들 (MTPA, 척수)

NO	Country	Project	Export CAPA	FID Date	Expected Start Up	Estimated Vessel
57	United States	Galveston LNG Bunker Port	0.4	2026	2027	1
58	Canada	Tilbury Phase 2 LNG Expansion	2.5		2028	1
59	Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.0		2029	6
60	Mexico	Amigo LNG Train 2	3.6		2029	5
61	Nigeria	Yoho (FLNG)	2.1		2029	2
62	Papua N. Guinea	Papua LNG	5.6	2029	2029	5
63	United States	Eagle LNG	0.9	2028	2029	1
64	United States	Texas LNG	4.0	2029	2029	9
65	Indonesia	Abadi LNG	9.5	2023	2030	6
66	Mozambique	Rovuma LNG	12.8	2020	2030	16
67	Oman	Qalhat LNG Train 4	3.8	2029	2030	4
68	Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.4		2030	2
69	United States	Lake Charles LNG Train 1	5.5	2027	2030	12
70	United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.4	2030	2030	9
71	United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.4	2030	2030	9
72	United States	Sabine Pass LNG Train 7	6.5	2030	2030	12
73	Canada	LNG Canada Phase 2	14.0		2031	15
74	United States	Gulf LNG Phase 1	5.0	2028	2031	11
75	United States	Port Fourchon LNG Phase 1	10.0	2031	2031	20
76	Mexico	Saguaro Energia LNG	15.0	2027	2032	19
77	United States	Freeport LNG Train 4	5.5	2028	2032	10
78	United States	Gulf LNG Phase 2	5.0	2021	2032	10
79	United States	Monkey Island LNG Phase 1	15.6	2032	2032	29
80	Israel	Leviathan (FLNG)	4.5		2033	3
81	United States	Lake Charles LNG Train 2	5.5		2033	12
82	United States	Lake Charles LNG Train 3	5.5		2033	12
83	United States	Cameron LNG Train 4	6.8	2028	2033	15
84	Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.0		2034	5
Total			172.8			261

Source: 다올투자증권

II-4. 수주의 나머지 절반은 블랙박스. 교체 발주

도크의 절반을 고민	고마진 LNG선과 가스선이 도크(매출)의 절반을 차지해 주지만, 나머지 절반의 일반 상선도 반복건조가 계속되어야 한다. 문제는 컨테이너선, 탱커에서 중국과의 경쟁, 그리고 각 선종의 사이클이다.
컨테이너 발주량 2021-2025에 2003-2007보다 74% 많음	중국과의 경쟁은 차치하고, 2021년부터 신조시장 발주 전망이 너무 어려워졌다. 2021년부터 시작된 컨테이너 발주는 2000년대의 슈퍼사이클(2007년 333만-TEU 발주) 이상의 400만-TEU급 발주가 진행(2021년, 2024년, 2025년)되고 있다. 2021년부터 한해에만 450만-TEU가 발주되기도 하고, 2021~2025년의 5년 동안 발주량이 무려 1,785만-TEU여서, 5년 동안 연평균 발주가 367만-TEU로 2003-2007의 연평균 211만-TEU보다 +74%나 많다.
이는 카본중립 규제/정책에 따른 교체발주 때문	경기가 좋은가? 좋을 것으로 기대되는가? 아니다, 이번 신조투자는 CO2, GHG의 탄소 규제에 대응하는 교체발주이다. 따라서, 과거 수요(경제성장률, 물동량 증가)와 공급(잔고, 선대 증가율, 폐선)을 바탕으로 신조발주를 추정하는 논리가 더 이상 의미가 없다. 이번 전망에서부터는 노후선대, 친환경선 또는 DF 선대 비중을 바탕으로 3~5년의 필요 교체발주량을 바탕으로 접근했다. 따라서 매년 매년의 변동성이 심할 수 있다.
당사 수주전망보다 조금 작아도 괜찮음 백로그길이 3년이기에	개별 조선사들의 수주 전망을 제시하지만, 백로그길이 3년의 한국 조선사들은 1년 매출만큼만 수주하면 문제없다. 그리고 2026~2027년은 LNG선 사이클 덕분에 절반은 호황이 확정적이다.

#2 컨테이너선: 400은 아니어도, 300 정도

2021년부터의 교체발주는 2024년의 EU ETS 때 문

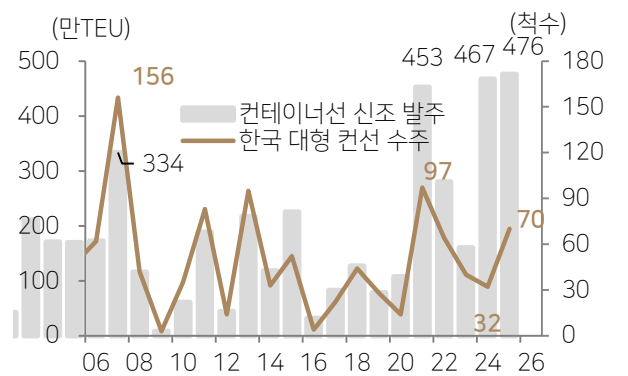
2021년부터의 컨테이너선 슈퍼사이클은 EU의 ETS 도입이 이끌었다. 지구온난화를 진심으로 우려하기보다는, 그들의 OPEX vs. 탄소세의 득실을 따진 경제적 행동이다. 그리고 EU 항로를 중심으로 한 선대 교체발주 사이클이 진행 중인 가운데, IMO도 MPEC 83차에서 글로벌 탄소세 도입을 추진했다.

그러나, 미국 및 트럼프 행정부로 인해 결정이 1년 유예되었고, 사실상 트럼프 임기 동안 어렵다고 보는 것이 맞다.

IMO의 탄소세 도입 결정이 지연되었음에도 컨테이너선 교체발주는 강력히 진행 중

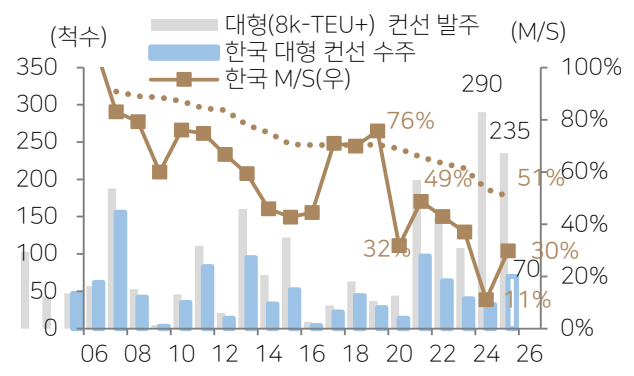
그럼에도 불구하고 2025년 하반기에 오히려 컨테이너선 발주가 더 강해지고, 2025년도 거의 450만-TEU 발주로 마쳤다. 이는 1) 결국 3~4년 후에 도입될 글로벌 탄소세를 대응하는 것일 수도, 2) MSC 등이 주도하는 친환경 선대 M/S 경쟁이 계속되는 것일 수도, 3) 호황기 때 벌어들인 현금을 바탕으로 중장기 교체발주 전략을 그대로 실행하는 것일 수 있다.

Fig. 21: 컨테이너 발주: 올해도 450만-TEU급 슈퍼 사이클



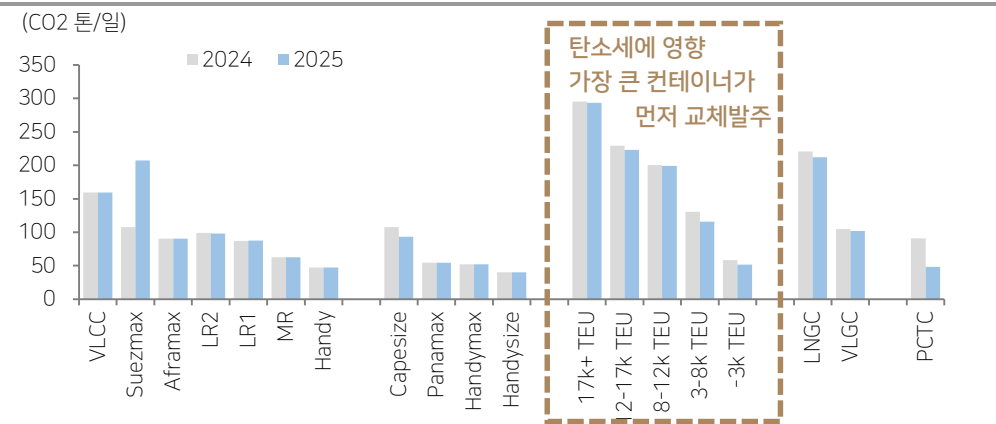
Source: 다올투자증권

Fig. 22: 2025년에 한국의 M/S 회복



Source: 다올투자증권

Fig. 23: 컨테이너선의 CO2 배출량 = 탄소세가 탱커, 벌크의 2배 이상



Source: 다올투자증권

컨테이너선의 CO2 배출량이 여타 선종의 2배 이상

컨테이너의 CO2 배출량은 탱커와 벌크선의 2배 이상이다. 따라서 카본중립 정책에 가장 큰 영향을 받는다. 컨테이너선 교체발주는 EU의 ETS와 3~4년 후(지금 발주한 선박을 인도받는 시점)의 글로벌 탄소세 시장을 대비하기 위함이다.

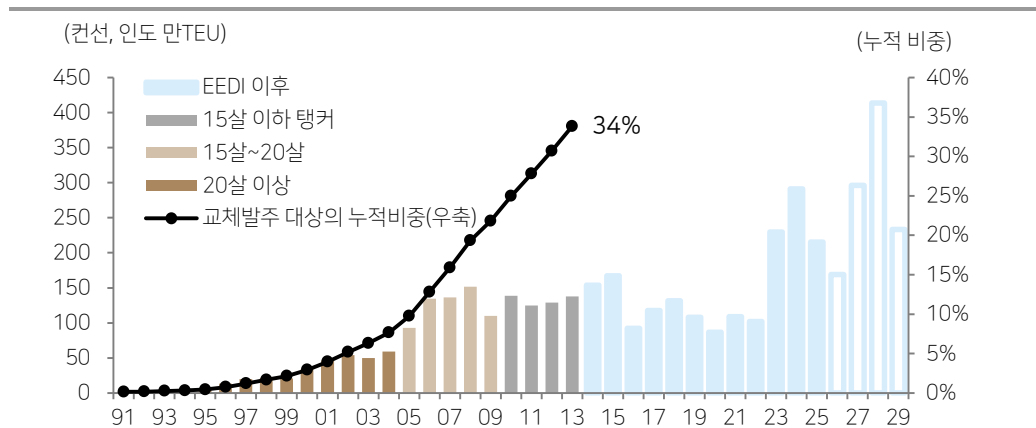
1,500만-TEU의 노후선 vs. 잔고의 1,100만-TEU

컨테이너 선대는 현재 3,300만-TEU, 잔고 물량을 모두 건조하는 2029년에 4,400만-TEU에 달하고 현재 선대에서 1,500만-TEU가 EEDI가 도입되기 전에 건조/인도한 교체대상 선박이다. 이미 이들을 교체하기 위해 주문된 1,100만-TEU가 잔고에 있기 때문에, 잔여 교체대상은 그렇다면 400만-TEU 밖에 남지 않았다.

그러나 D/F를 기준으로 볼 때, 교체발주 대상은 2,400만-TEU

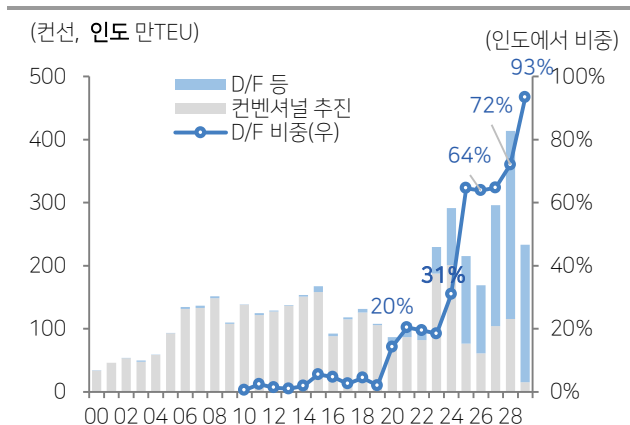
그러나 2014~2020년에 인도된 선박은 모두 컨벤셔널 추진이고, 2021~2024년에도 인도된 선박들 중 D/F(LNG, 메탄올 등)는 20~30%에 불과하다. EU ETS에 반응해서 2025년에서야 건조하는 선박의 60% 이상이 LNG와 메탄올 추진이다. 현재 선단에서 D/F 선박은 아직 27%이다. 현재 선대 3,300만-TEU에서 2,400만-TEU는 여전히 교체발주 대상이다. CO2 규제에서 페널티는 매년 강화되고 2050년 완전 카본 중립을 목표로 제시하고 있기 때문에, 2014년 이후에 건조된 선박들도 언젠가 CII 등급이 D 이하로 떨어지고, LNG D/F 조차도 2040년대에는 다시 교체발주 대상이 될 수밖에 없다. 끝이 없다.

Fig. 24: 선대 4,400만-TEU의 34%인 1,500만-TEU가 2014년(EEDI) 전에 건조한 교체발주 대상



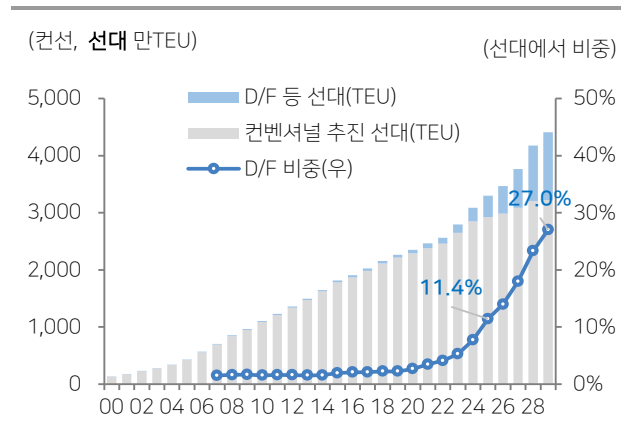
Source: 다올투자증권

Fig. 25: 컨테이너 인도에서 D/F 비중 2025년에 60% 상회



Source: 다올투자증권

Fig. 26: 컨테이너 선대에서 친환경선(D/F 추진) 비중은 현재 11% - 2029년에 27%



Source: 다올투자증권

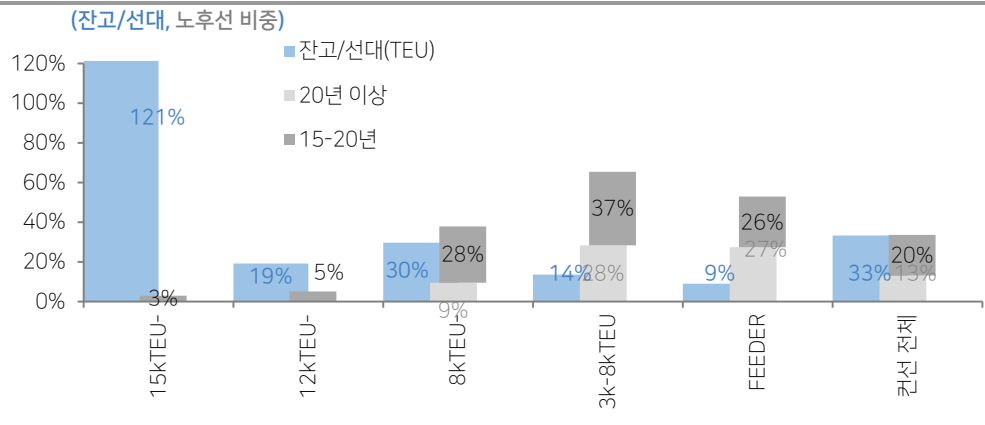
5년 동안
매년 300만-TEU 발주 예상

현재 잔고 1,100만-TEU는 15년 이상 노후선을 교체할 예정이다. 당사는 10~15년 선령의 5년 후에 15-20살이(2010년 이전 건조) 될 700만-TEU와 선복증가를 감안해서, 5년 동안 교체발주한다는 가정하에 매년 300만-TEU의 신조투자를 전망한다.

중형 컨테이너선 사이클 예상

울트라막스급은 새로이 등장한 선종이고, 포스트-파나막스도 역사가 오래되지 않아 잔고가 노후선을 크게 넘긴다. 다만 8,000-TEU급과 피더십에서 노후선 비중이 높아서, 2026년에는 중소형 컨테이너선 발주 사이클을 기대한다.

Fig. 27: 현재 잔고는 15년 이상 노후선을 상당량 커버. 그러나 8,000-TEU급과 피더에서 기회



Source: 다올투자증권

#3 탱커: 5년후에는 엄청날 수도

이중선체 교체사이클,
낮은 잔고,
노후선 비중
오래된 이야기들
2026년 보수적으로 전망

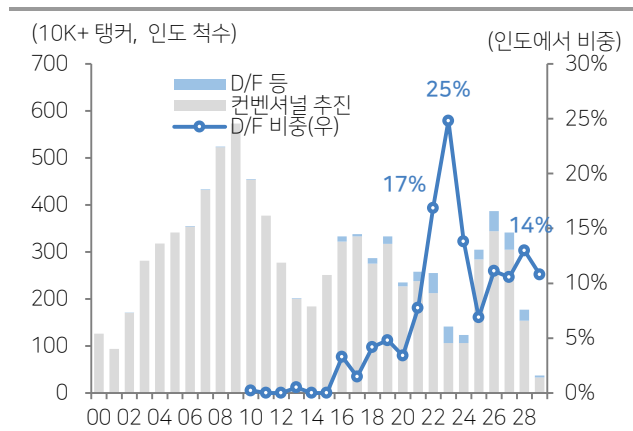
따라서 탱커 신조시장에 대한 오래된 투자포인트는 1) 이중선체 사이클, 2) 낮은 잔고, 3) 노후선 비중이다. 1) 2010년 전후로 인도된 이중선체 발주 선박들의 15년 용선기한 종료 및 교체발주가 필요하고, 2) 잔고/선대 비중도 17%에 불과하며, 3) 20년 이상 노후선이 20%, 15년 이상은 45% 이상이다. 5년이 지나면 20년 이상 노후선이 선대의 절반에 가깝다. 그러나, 내년에도 탱커 발주는 해운 운임 및 시황에 따라 노후선에 대한 교체발주의 강도를 결정하는 정도로만 보수적으로 내다본다. 이는 아직 컨테이너선과 같은 교체발주 사이클이 본격적화되기 전이기 때문이다.

탄소세 영향이 적고
D/F의 Extra 비용이 부담
스러운 탱커

컨테이너에서 짚었듯 탱커선의 CO2 배출량은 컨테이너선의 절반 수준에 불과해서 아직까지는 탄소세 영향이 적다. 더구나 LNG D/F 등의 추가 설치 비용이 적당 20~25백만달러여서, 200백만달러대의 컨테이너선보다 90~130백만달러의 VLCC와 수에즈막스 등 탱커에게는 부담스럽다. 선주들은 상대적으로 Extra CAPEX 비용이 떨어지고, 완전 카본중립에 가까운 암모니아 D/F를 기다리고 있는 것으로 보인다.

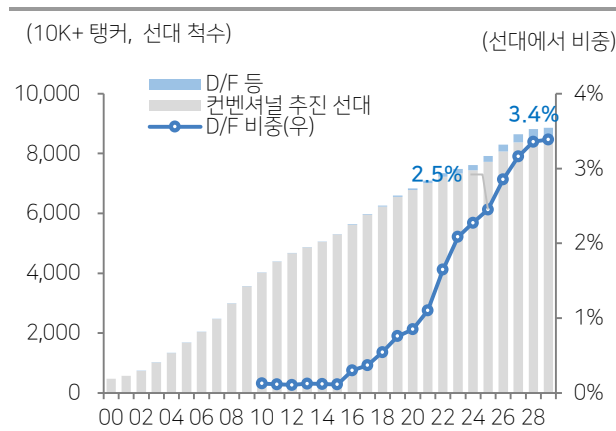
단, 현재 20년 이상 노후선 대비 잔고 비율이 부족해서, 언젠든 교체발주 수요가 실행으로 옮겨질 수 있다. 뻥한 수요와 공급보다는, 지정학적 긴장과 해빙에 따른 운임이 중요하다.

Fig. 28: 여전히 탱커는 D/F 채택이 떨어짐. 암모니아가 트리거 될는지



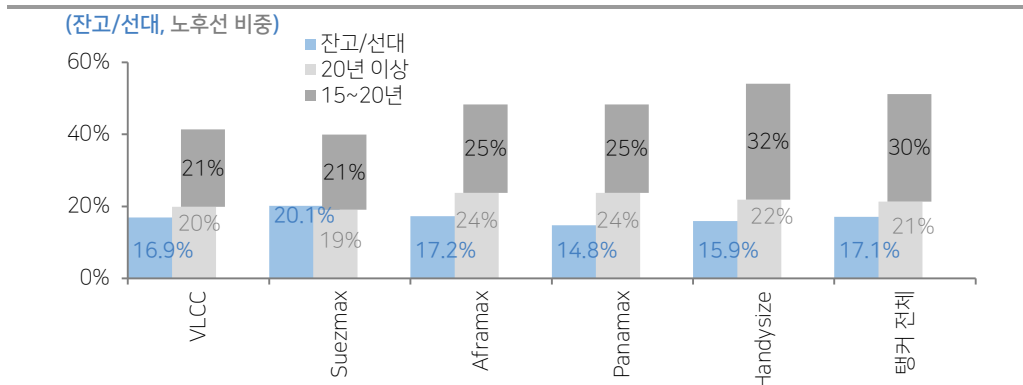
Source: 다올투자증권

Fig. 29: 탱커 선대에서 D/F 추진은 현재 2.5% - 2029년에도 3.4%에 불과



Source: 다올투자증권

Fig. 30: 현재 잔고로 20년 이상 노후선 전량 교체도 불가능, 5년 후에는 잔고 더 부족



Source: 다올투자증권

종전 및 제재 완화와 그 러-우 종전, 이란 제재에 따른 그림자 선대(Gray Fleet, Dark Fleet)의 복귀 또는 해체 대한 논의가
 림자 선대 한창이다. 러-우 전쟁으로 탱커 톤-마일은 크게 늘었고, 지정학적 긴장 완화 및 제재 해제로 다시
 : 플러스와 마이너스 상쇄 톤-마일성장이 되돌려지거나, 심지어 한 해는 감소할 수도 있다.

그러나 그림자 선대의 제거(시장 퇴출)가 이를 상쇄할 것이라는 전망도 다수이다. 그림자 선대의
 75%~85%가 선령 15년~20년 이상의 노후선이다. 톤-마일 감소 등의 단기적인 악재 이벤트가
 있더라도, 이를 지나면 결국 700~800여 척의 비효율 노후선들은 공급에서 제거될 것이고, 중장기
 호재로 작동할 것으로 기대한다.

탱커는 5년 후
 컨테이너선과 같은
 대규모 교체발주 기대

그러나 탱커 선주들은 발주를 자제하고 있다.
 적당한 발주량으로 노후선 비중이 계속 높아지고, 5년 후 암모니아 D/F의 실증운항을 마치면,
 교체발주가 시작될 것으로 기대한다. 향후 5년 한국조선업은 LNG, VLAC, 컨테이너선 교체발주,
 그리고 MASGA로 버틸 수 있다. 건조 MIX에서 VLCC 및 Suezmax의 상대적으로 낮은 마진을
 지적하고 싶지 않다. 계속 건조 이력과 암묵지를 유지하면서, 암모니아 D/F에 대한 레코드를 잘
 쌓아야 할 터이다.

Fig. 31: 현재 잔고로 20년 이상 노후선 전량 교체도 불가능, 5년 후에는 잔고 더 부족

출처	추정 규모	비고
이란 Dark Fleet	180~250척 평균선령 18~22년	VLCC 40~60척, 수에즈막스 40~50척 아프라막스/LR2 80~120척
특징	소유주 불명, AIS(위치 추적) 수시 차단, 제재 회피 전용	
Clarksons Research	약 200척 내외	이란 원유 수출 전담 탱커 기준
Kpler	180~220척	AIS·STS 패턴 기반
Vortexa	약 200척	중국항 이란 원유 수송
미 재무부(OFAC) 제재 리스트 누 적	250척 이상 (누적)	실용용 선대는 이보다 적음
IEA / EU 분석 종합	180~250척	실질 가동 선대 기준
러시아 그림자 선대 (Gray Fleet)	500~650척 평균 선령 15~20년	VLCC 50~70척 수에즈막스 120~150척 아프라막스/LR2 250~300척 MR/LR1 80~120척 EU는 600척 제재 명단(2025.12)
특징	주로 인도의 선박 관리 회사, UAE 기반 유령 회사 소유 서방 보험(P&I) 가입 없이 운항	
출처	추정 규모	비고
IEA	약 600척	원유+정제유 합산
EU Commission / G7	550~650척	가격상한제 회피 선박
Kpler	580척 내외	STS·보험 공백 기준
Clarksons Research	500~600척	실제 러시아 화물 전속
UK OFSI	600척 이상	제재·의심 선박 포함

Source: 다올투자증권

#4 LPG와 VLAC: 2H26에 시작되면 좋겠지만

2023~2024년에
강력했던 가스선
신조시장은 쉬는 중

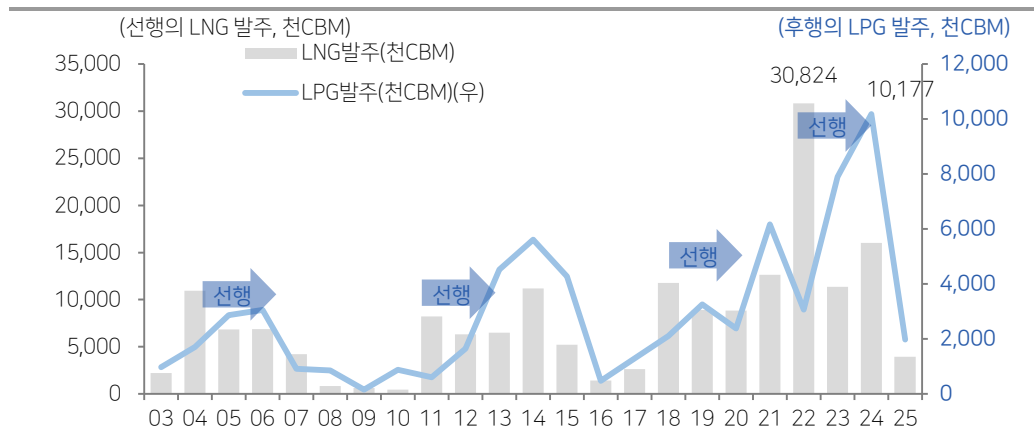
2022년 11월에 발간한 2023 조선전망 자료의 제목이 “아주 큰 암모니아가 바다로 온다”였고, 2023~2024년에 실제로 VLAC/VLGC 발주 사이클이 강하게 진행되었다.

그러나 애초에 2021~2022년의 LNG선 발주 사이클 때문에 VLGC 시장은 좋을 예정이었고, 여기에 수소를 위한 암모니아 해상운송 시장의 개화기가 맞물렸던 것이다. 그러나 사이클은 영원히, 매년 좋을 수 없고, 투자가 몰리면서 가스선의 잔고/선대 비율이 40%를 넘겨 미래 공급 부담이 커졌고, VLGC/VLAC 신조시장은 쉬고 있다.

LNG선 사이클에 후행.
2027년에 기대

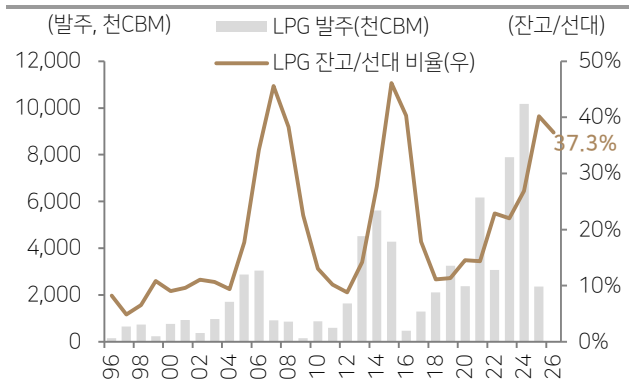
그러나 다시 LNG선 발주 사이클이 2026년에 시작되면, 이에 1~2년 후행하는 가스선 발주가 기대된다. 2027년이 확실하지만 2026년 하반기에 2029~2030년 납기의 VLGC/VLAC에 대한 투기발주도 기대해 본다.

Fig. 32: LNG 발주 사이클에 1~2년 후행하는 LPG선 발주 사이클



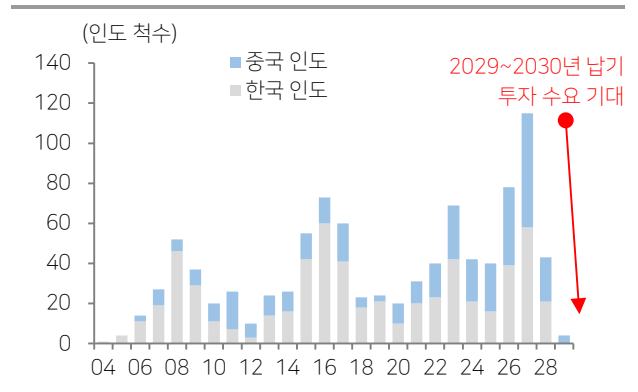
Source: 다올투자증권

Fig. 33: LPG 잔고/선대 비율 37%로 다소 부담



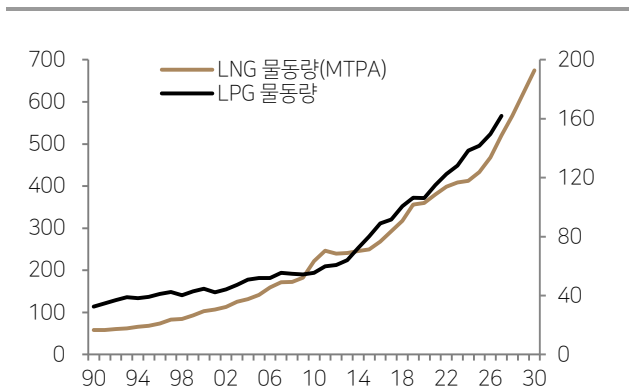
Source: 다올투자증권

Fig. 34: 2029~2030년 슬롯에 LPG 발주 기대



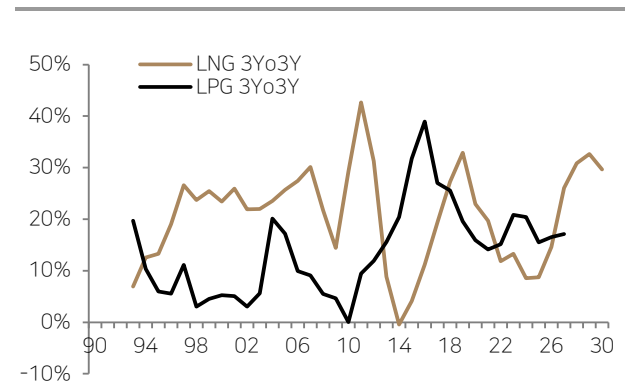
Source: 다올투자증권

Fig. 35: LNG와 LPG 물동량



Source: 다올투자증권

Fig. 36: LNG와 LPG 물동량: LNG - LPG 선행



Source: 다올투자증권

III. 실적 예상

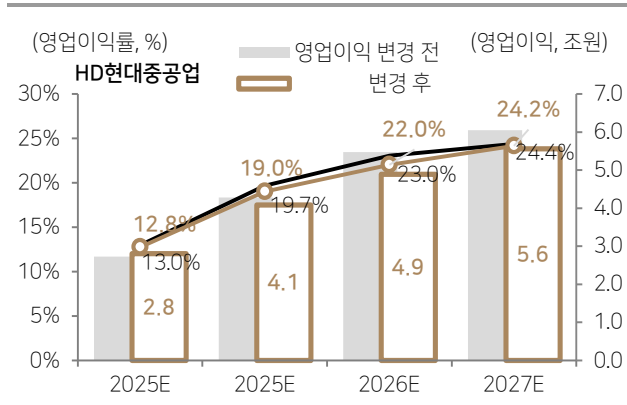
III-1. 2025 수주는 당사 예상 하회 - 2027~2029 매출 낮춤

2025년 9월 8일에 발간한 이른 절반의 연간전망인 “초대박을 타고 가보지 않은 길로”에서 초대박 고가물량(2024년 수주)의 건조 확대에 따른 3Q26까지의 전년동기대비 가파른 실적 턴어라운드를 강조했다.

조선사들 2025년 수주는 2025년의 수주목표를 삼성중공업만 FLNG 수주 이연으로 미달했고, HD한국조선해양은 초과달성, 목표 넘겼어도, 한화오션은 (당사가 설정한 삼성중공업과 동일한 목표를) 초과달성했다. 다만, 당사의 예상보다 수주는 당사 예상 하회 작아서, 조선사들의 2026~2028년 매출을 소폭 낮추어 조정한다.

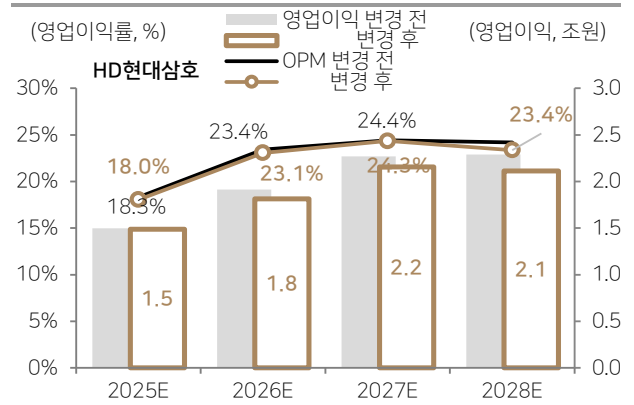
P-MIX 개선은 여전 그러나 초대박 고가물량(2024년~ 수주)의 건조 비중 증가, 생산성 등의 효과로 조선사들의 수익성 및 영업이익 턴어라운드의 투자포인트는 변함없다. 아니, 기대 이상을 보게 될지도 모른다.

Fig. 37: HD현대중공업 실적 조정: 매출 낮춤. 엔진을 올림



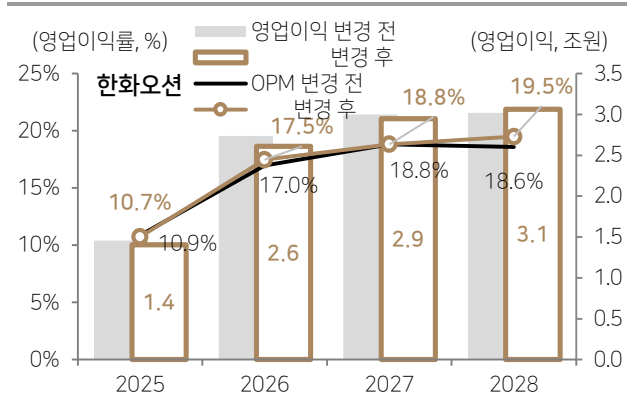
Source: 다올투자증권

Fig. 38: HD현대삼호 실적 조정: 매출 낮춤



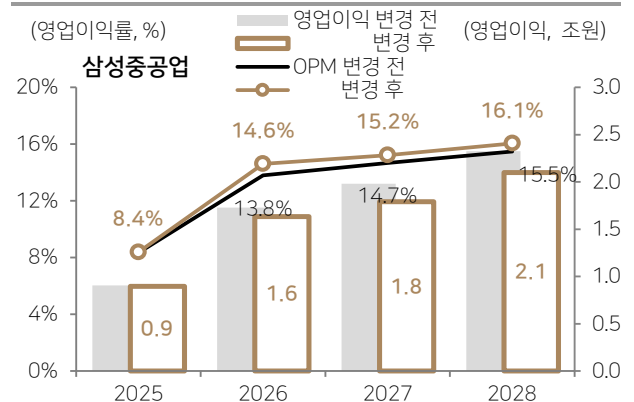
Source: 다올투자증권

Fig. 39: 한화오션 실적 조정: 매출 낮추고 이익률은 상향



Source: 다올투자증권

Fig. 40: 삼성중공업: 매출 낮추고, 수익성 견지



Source: 다올투자증권

Fig. 41: 조선4사의 2027~2028년 실적 상향: OPM 3%p 안팎

(십억원)

HD한국조선해양	변경 후				변경 전(HHI+HMsB 단순합)				차이(변경 후/변경 전)			
	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	29,708	29,154	30,864	31,838	26,462	31,544	33,948	35,496	12%	-8%	-9%	-10%
영업이익	4,270	5,852	6,989	7,605	3,706	6,110	7,477	8,045	15%	-4%	-7%	-5%
지배주주순이익	2,196	3,664	4,505	4,988	1,956	4,007	5,027	5,492	12%	-9%	-10%	-9%
영업이익률	14.4%	20.1%	22.6%	23.9%	14.0%	19.4%	22.0%	22.7%	0.4%p	0.7%p	0.6%p	1.2%p
지배주주순이익률	7.4%	12.6%	14.6%	15.7%	7.4%	12.7%	14.8%	15.5%	0.0%p	-0.1%p	-0.2%p	0.2%p
조선3												
매출액	24,540	25,301	27,080	27,746	22,741	28,260	30,675	32,224	8%	-10%	-12%	-14%
영업이익	3,673	4,997	5,887	6,275	3,238	5,473	6,661	7,140	13%	-9%	-12%	-12%
영업이익률	15.0%	19.7%	21.7%	22.6%	14.2%	19.4%	21.7%	22.2%	0.7%p	0.4%p	0.0%p	0.5%p
HD현대삼호												
매출액	8,248	7,857	8,861	9,039	7,497	8,598	9,280	9,466	10%	-9%	-5%	-5%
영업이익	1,489	1,812	2,157	2,111	1,405	2,008	2,268	2,290	6%	-10%	-5%	-8%
영업이익률	18.0%	23.1%	24.3%	23.4%	18.7%	23.3%	24.4%	24.2%	-0.7%p	-0.3%p	-0.1%p	-0.8%p
HD현대중공업												
변경 후												
변경 전												
차이(변경 후/변경 전)												
	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	21,938	21,470	22,209	23,023	22,093	23,580	25,486	26,883	-1%	-9%	-13%	-14%
영업이익	2,801	4,084	4,893	5,563	2,731	4,282	5,476	6,048	3%	-5%	-11%	-8%
지배주주순이익	1,950	3,230	3,923	4,500	1,857	3,211	4,178	4,681	5%	1%	-6%	-4%
영업이익률	12.8%	19.0%	22.0%	24.2%	13.0%	19.7%	23.0%	24.4%	-0.2%p	-0.7%p	-1.0%p	-0.2%p
지배주주순이익률	8.9%	15.0%	17.7%	19.5%	8.7%	14.7%	17.6%	18.9%	0.2%p	0.3%p	0.1%p	0.7%p
조선 NEW												
매출액	16,292	17,444	18,218	18,708	17,364	19,662	21,395	22,759	-6%	-11%	-15%	-18%
영업이익	2,185	3,184	3,731	4,163	2,180	3,465	4,392	4,850	0%	-8%	-15%	-14%
영업이익률	13.4%	18.3%	20.5%	22.3%	12.6%	17.6%	20.5%	21.3%	0.9%p	0.6%p	-0.1%p	0.9%p
해양+플랜트												
매출액	1,010	1,244	909	909	938	1,017	1,017	1,017	8%	22%	-11%	-11%
영업이익	76	64	47	47	69	53	53	53	10%	22%	-11%	-11%
영업이익률	7.5%	5.2%	5.2%	5.2%	7.4%	5.2%	5.2%	5.2%	0.1%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
엔진												
총매출액	4,173	4,502	4,871	5,212	4,049	4,252	4,504	4,549	3%	6%	8%	15%
매출액	2,638	2,690	2,989	3,311	2,621	2,808	2,978	3,008	1%	-4%	0%	10%
영업이익	808	1,116	1,406	1,654	781	1,056	1,349	1,474	3%	6%	4%	12%
총매출 마진율	19.4%	24.8%	28.9%	31.7%	19.3%	24.8%	30.0%	32.4%	0.1%p	-0.1%p	-1.1%p	-0.7%p
한화오션												
변경 후												
변경 전												
차이(변경 후/변경 전)												
	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	13,079	14,930	15,659	15,720	13,403	16,141	15,956	16,259	-2%	-8%	-2%	-3%
영업이익	1,403	2,609	2,946	3,064	1,455	2,736	3,001	3,020	-4%	-5%	-2%	1%
지배주주 순이익	964	1,811	2,156	2,498	998	1,921	2,180	2,256	-3%	-6%	-1%	11%
영업이익률	10.7%	17.5%	18.8%	19.5%	10.9%	17.0%	18.8%	18.6%	-0.1%p	0.5%p	0.0%p	0.9%p
순이익률	7.4%	12.1%	13.8%	15.9%	7.4%	11.9%	13.7%	13.9%	-0.1%p	0.2%p	0.1%p	2.0%p
삼성중공업												
변경 후												
변경 전												
차이(변경 후/변경 전)												
	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	10,673	11,178	11,770	13,084	10,855	12,524	13,495	15,020	-2%	-11%	-13%	-13%
영업이익	895	1,633	1,792	2,100	904	1,727	1,979	2,325	-1%	-5%	-9%	-10%
지배주주순이익	644	1,360	1,351	1,614	653	1,436	1,498	1,792	-1%	-5%	-10%	-10%
영업이익률	8.4%	14.6%	15.2%	16.1%	8.3%	13.8%	14.7%	15.5%	0.1%p	0.8%p	0.6%p	0.6%p
순이익률	6.0%	12.2%	11.5%	12.3%	6.0%	11.5%	11.1%	11.9%	0.0%p	0.7%p	0.4%p	0.4%p

Source: 다올투자증권

III-2. P-MIX 효과 2026년 3분기까지 강력할 예정

초대박 고가물량(2024년 2025년 9월 8일에 발간한 이른 절반의 연간전망인 “초대박을 타고 가보지 않은 길로”에서 초대박 수주)의 P-MIX 효과 고가물량(2024년 수주 일감)의 건조 확대에 따른 3Q26까지의 전년동기대비 가파른 실적 3Q25에 일부 회사들 보 턴어라운드를 강조했다.

여름 그리고 3Q25 실적발표에서 2024년 수주일감(초대박 고가물량)의 매출 비중이 30%에서 50% 안팎으로 늘어난 HD현대미포와 HD현대마린엔진은 영업이익률이 3%p 이상 개선되면서, MIX 효과를 보여주었다.

2026년 상반기에 4Q25와 2026년 중에 조선사별로 MIX 개선 기울기는 각각 상이하지만, 모두들 1H26에 초대박 고가물량이 절반을 차지하면서 수익성 개선은 명약관화이다.

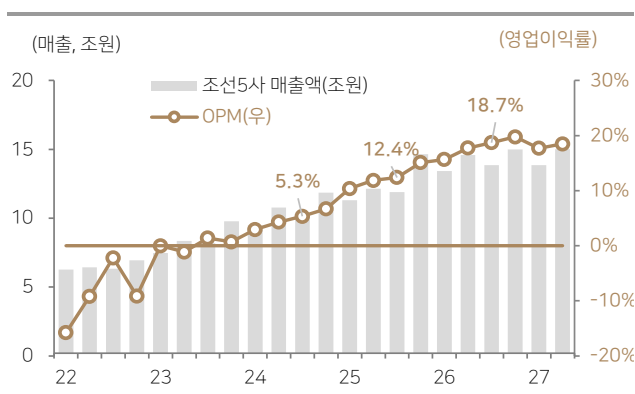
건조 확대 계속 1) MIX 개선에, 2) 생산성 개선, 3) 원달러환율 효과가 더해지면, 당사 및 컨센서스를 크게 웃도는 서프라이즈의 행진을 볼 수도 있다고 기대한다.

Fig. 42: 조선4사의 2026년에도 분기별로 전년동기대비 가파른 이익성장 지속 (십억원)

조선4사의 조선/해양	24				25				26				27	
매출	9,263	10,580	9,994	11,647	11,114	11,938	11,698	14,456	13,226	14,385	13,650	14,792	13,649	14,814
영업이익	274	454	534	781	1,155	1,417	1,450	2,184	2,071	2,555	2,554	2,923	2,418	2,738
OPM	3.0%	4.3%	5.3%	6.7%	10.4%	11.9%	12.4%	15.1%	15.7%	17.8%	18.7%	19.8%	17.7%	18.5%
매출 YoY	27%	30%	25%	22%	20%	13%	17%	24%	19%	20%	17%	2%	3%	3%
영업이익 YoY	흑전		378%	1041%	322%	212%	171%	180%	79%	80%	76%	34%	17%	7%

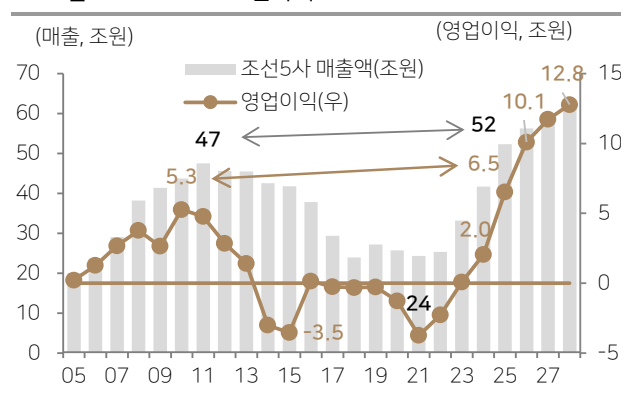
Source: 다올투자증권

Fig. 43: 조선4사의 가파른 실적 턴어라운드 계속



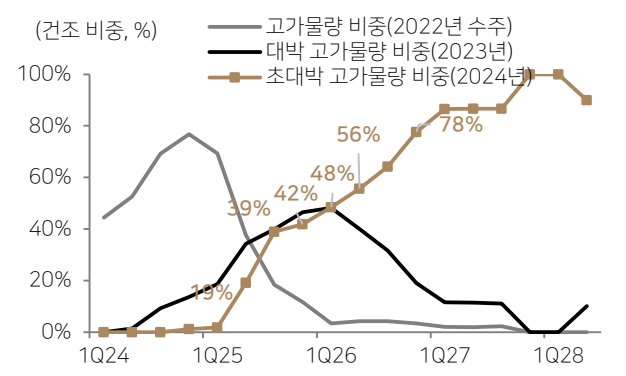
Source: 다올투자증권

Fig. 44: 2010년 이상의 2025 실적. 그리고 가보지 않은 길로 2027~2028년까지



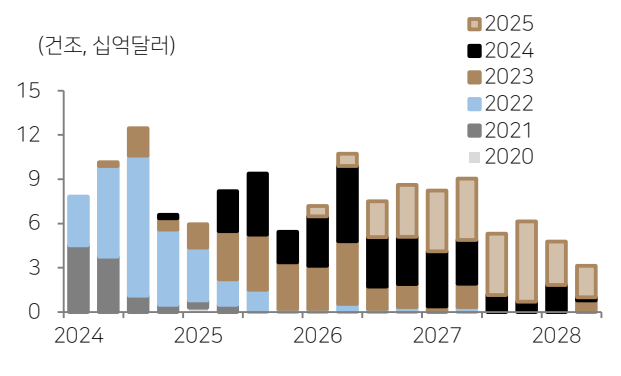
Source: 다올투자증권

Fig. 45: 조선4사의 가파른 P-MIX 개선 계속



Source: 다올투자증권

Fig. 46: 수주년도 별로 건조 비중



Source: 다올투자증권

Fig. 47: 조선4사의 선평모델: 2026년에 초대박 고가물량이 절반 이상 차지, 2027년에는 가스선 비중 감소

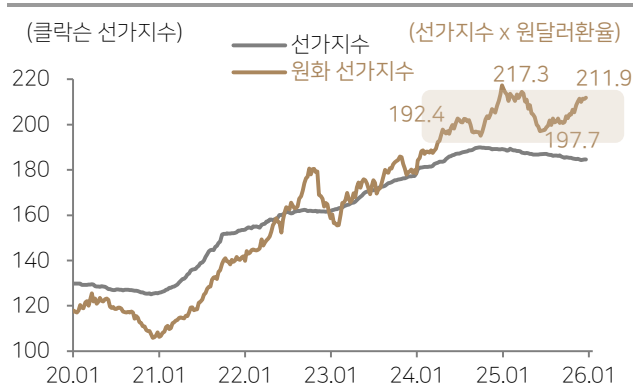
건조비중 → ↓ 수주년도	2025				2026				2027				2028
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
HD현대중공업 수주시점별 건조 비중													
고가물량 비중('22년 수주)	74%	26%	14%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
대박 고가물량('23년)	26%	48%	49%	50%	46%	61%	62%	24%	10%	28%	33%	0%	0%
초대박 고가물량('24년~)	0%	26%	37%	36%	54%	39%	38%	76%	90%	72%	67%	100%	100%
선종별 건조 비중													
컨테이너선	37%	14%	9%	14%	12%	4%	6%	28%	45%	43%	40%	83%	92%
탱커	2%	7%	13%	19%	16%	10%	13%	16%	12%	4%	0%	2%	4%
LNG	35%	40%	52%	41%	17%	44%	52%	27%	21%	35%	37%	0%	0%
가스선	27%	40%	25%	26%	55%	42%	29%	29%	22%	18%	23%	15%	4%
HD현대삼호 수주시점별 건조 비중													
고가물량 비중('22년 수주)	72%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
대박 고가물량('23년)	28%	67%	85%	87%	42%	34%	5%	33%	0%	0%	0%	0%	0%
초대박 고가물량('24년~)	0%	0%	15%	13%	58%	66%	95%	67%	100%	100%	100%	100%	100%
선종별 건조 비중													
컨테이너선	22%	20%	17%	16%	14%	12%	6%	0%	55%	20%	34%	27%	54%
탱커	0%	4%	15%	6%	10%	2%	13%	9%	13%	3%	0%	0%	0%
LNG선	20%	23%	20%	18%	25%	36%	19%	0%	0%	19%	21%	7%	0%
가스선	0%	5%	4%	11%	4%	6%	13%	4%	14%	4%	10%	0%	0%
한화오션 수주시점별 건조 비중													
고가물량 비중('22년 수주)	71%	46%	68%	0%	0%	11%	0%	17%	0%	14%	0%	17%	0%
대박 고가물량('23년)	9%	12%	0%	61%	30%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
초대박 고가물량('24년~)	0%	42%	32%	39%	70%	76%	100%	83%	100%	86%	100%	83%	100%
선종별 건조 비중													
컨테이너선	22%	11%	0%	0%	0%	8%	13%	25%	30%	38%	44%	49%	53%
탱커	0%	7%	8%	11%	26%	18%	20%	29%	17%	6%	11%	21%	22%
LNG	73%	68%	76%	84%	69%	68%	59%	36%	51%	56%	44%	30%	25%
가스선	5%	14%	16%	5%	5%	6%	8%	10%	3%	0%	0%	0%	0%
삼성중공업 수주시점별 건조 비중													
고가물량 비중('22년 수주)	57%	10%	5%	26%	17%	11%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
대박 고가물량('23년)	0%	43%	29%	24%	41%	17%	35%	32%	16%	0%	0%	0%	0%
초대박 고가물량('24년~)	0%	22%	66%	50%	42%	72%	54%	68%	84%	100%	100%	100%	100%
선종별 건조 비중													
컨테이너선	45%	37%	19%	14%	28%	25%	26%	30%	30%	25%	26%	30%	35%
탱커	4%	5%	3%	3%	7%	0%	0%	4%	4%	0%	0%	4%	8%
LNG선	48%	58%	43%	40%	59%	67%	63%	39%	39%	67%	63%	39%	31%
가스선	3%	0%	0%	0%	6%	8%	11%	20%	19%	8%	11%	20%	15%

Source: 다올투자증권

III-3. 그러나 2027년의 P 정체와 불리한 MIX

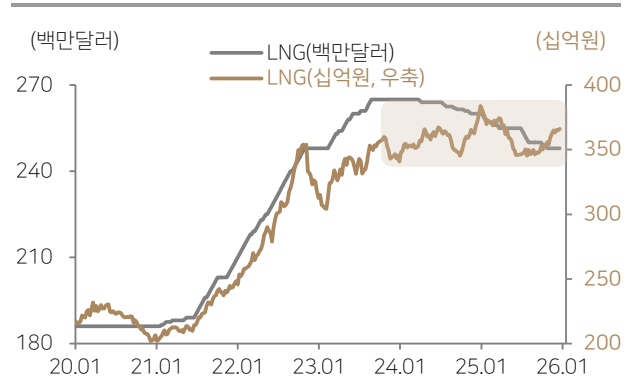
<p>초대박 다음에 초초대박이 없다</p> <p>2024-2025 한국의 달러 수주 신조선가는 LNG선 빼고는 올랐음</p> <p>아무튼 2024-2025 선가는 Flat</p>	<p>그러나 2024년에 수주한 초대박 고가물량 다음에 2025년에는 신조선가 상승이 제한적이다. 즉, '초대박' 다음에 '초초대박'이 없다.</p> <p>달러 신조선가와 신조선가지수는 2024년 가을부터 하락했다. 한국 조선사들의 2025년 수주에서 동일 선형에 대한 수주 선가는 오히려 올랐기에, 클락슨의 신조선가 발표가 1) 중국 조선업 포함, 2) 선주의 입장 등에 따라 다소 보수적이었다고 판단한다. 그러나 LNG선 신조선가는 앞서 설명한 2028년 슬롯 소진을 위해서 바겐세일에 들어간 것이 사실이다. 다행히 2024년 하반기부터 원/달러 환율이 크게 올라서, 한국 조선사들이 수주하고 환헤지(일부 조선사 제외)해두는 원화 신조선가는 오히려 더 올랐다.</p> <p>그럼에도 불구하고 2020-2025년의 사이클에서 원화 신조선가지수가 110에서 200까지 왔지만, 2024-2025년은 190-210의 박스권이다. 따라서 2025년 수주한 물량 건조가 확대되는 2027년에 유의미한 P-MIX 개선이 없다. 이것이 문제이다.</p>
---	--

Fig. 48: 클락슨 선가지수와 원화 선가지수 환산: 달러로는 2024년 하반기부터 하락했지만, 원화로는 상승



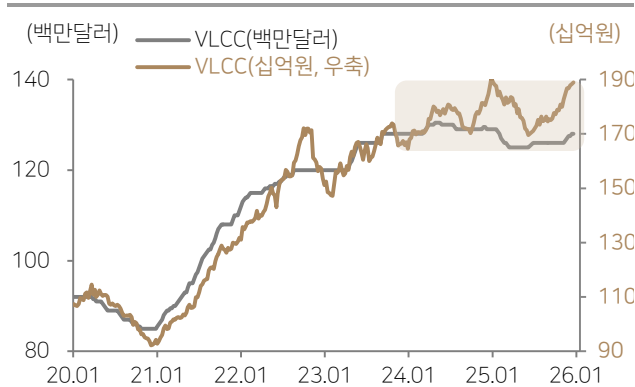
Source: 다올투자증권

Fig. 49: LNG선 달러 신조선가 - 원화 신조선가



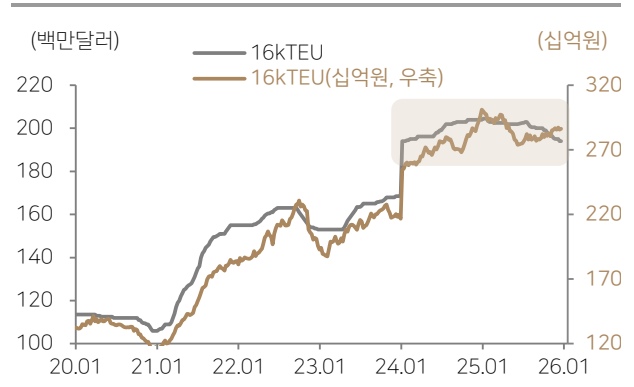
Source: 다올투자증권

Fig. 50: VLCC 달러 신조선가 - 원화 신조선가



Source: 다올투자증권

Fig. 51: 포스트-파나마кс 컨테이너선 신조선가



Source: 다올투자증권

III-4. 피크아웃? MASGA에 달림

2026-2027 이익 정체는, 멀티플 하락?

2026-2027에 MIX 변화(가스선 비중 감소), 재료비와 인건비 등의 상승 때문에 감익까지 우려하는 투자자들이 있지만, 그 정도는 아닐 것으로 판단한다. 그러나 2026-2027에 조선산업의 이익 성장률이 완만해지는 것은 사실이다.

각 조선사들은 여전히 막대한 이익을 창출하고, 응원하는 산업 종사자 분들은 괜찮을 것이다. 그러나 주가 측면에서 이익 정체는 멀티플 하락 및 주가 정체로 이어질 수 있다.

다만, 돌파구가 있다. MASGA(Make America Shipbuilding Great Again)이다.

그러나, MASGA의 결정에 따라 추가적인 이익 성장이 기다림!

트럼프 취임 전부터도 한국-미국은 조선업 협력을 모색해 왔고, 미 공화당 정권에서 더 가속도가 붙고 있다. 미국의 조선업 노조를 제외하고는 민주당-공화당이 초당적으로 지지하는 정책이다. 그 시점, 내용에 따라 한국 조선업의 이익성장은 2027~2028년부터 추가로 붙을 수 있다. 살펴보자.

Fig. 52: MASGA. 어떤 일들이 벌어질까?

MASGA



한미 정상회담: MASGA 프로젝트 전명



HD현대 - 서버리스 케피탈 한미 조선업 공동 투자 프로그램 조성을 위한 MOU 체결



삼성중공업-Vigor의 MRO, 신조 파트너십



이재명 대통령 한화필리조선 방문. 한화 CAPEX 계획 발표



1) BHI(현당현 이글스)
2) ECO

1) Vigor SY
+
2) General Dynamics의 NASSCO,
3) Conrad SY

1) 칼리와
2) 오스탈 USA

Source: 다올투자증권

IV. MASGA

미국과의 MASGA 사업인데, 러시아 이야기로 시작하겠다. MASGA와 비슷한 사례가 있기 때문이다.

IV-1. 2020년의 러시아 - 2026년의 미국?

2020~2021년에 삼성중공업은 러시아 조선사에 블록 및 기자재 공급계약 체결

2020년 11월에 삼성중공업은 러시아 Zvezda 조선(언론보도 확인)과 2.8조원 규모 블록 및 기자재 공급계약을 체결한다. 이는 러시아의 Artic LNG-2 프로젝트를 위한 쇠빙(arc7) LNG선 10척 건조를 위함이었다. Zvezda 조선은 2019년에도 러시아 Novatek으로부터 쇠빙 LNG선 5척을 수주해서 삼성중공업에 발주했고, 2020년에는 블록 및 주요 기자재를 공급받아서 러시아의 신규 조선 단지인 Zvezda에서 조립하겠다는 의도였다. 그리고 2021년에도 쇠빙 셔틀탱커 7척의 설계, 블록 및 기자재 공급계약 2조원을 체결한다.

2020~2021년에 러시아와의 사업협력이 2026년 미국에서 재연

물론 해당 사업들은 러-우 전쟁 때문에 2024년까지 끝다가 계약해지되었고, 선수금 반환 소송 등이 진행 중이다. 2020년에 러시아와 벌여졌던 사업협력이 2026년에는 미국에서 재연될 것으로 기대한다. 물론 미국은 우방국이기 때문에 러-우전쟁에 따른 계약해지까지 닦지는 않을 터이다.

러시아: 기술 부족
미국: 비용과 납기

러시아는 특수선(군함)은 제작하고 있지만, 최첨단 LNG선과 셔틀탱커, 그리고 쇠빙기술이 없었기 때문에 한국 조선의 도움을 받은 것이다. 미국도 세계 최강의 전투함을 건조하지만, Cost Overrun과 Delay가 동반사이다. 한국 조선의 도움을 요하고 있다.

상당한 매출 또는 비중

가격이 중요하다. 당시 쇠빙 LNG선의 신조선가가 300백만달러인데, 삼성중공업은 블록 및 기자재 공급만으로 250백만달러를 수주했다. 사업에서 삼성의 몫이 어느 정도인지는 모르겠지만, 미국 사업에서도 상당한 비중과 매출을 기대할 수 있다.

Fig. 53: 2020년에 삼성중공업-러시아 Zvezda 조선, 쇠빙 LNG선 10척 건조 지원 계약 체결

단일판매 · 공급계약 체결		기타 판매 · 공급계약
1. 판매 · 공급계약 구분		블록 및 기자재
- 체결계약명		
2. 계약내역	계약금액(원)	2,807,200,000,000
	최근매출액(원)	7,349,700,000,000
	매출액대비(%)	38.2
대규모법인여부		해당
3. 계약상대		유럽 지역 선주
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		유라시아 지역
5. 계약기간	시작일	2020-11-20
	종료일	2025-12-31
6. 주요 계약조건		-
7. 계약(수주)일자		2020-11-20
8. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
1. 상기 2항의 계약금액은 계약일의 매매기준환율(01,112.2원/\$)을 적용했으며, 계약금액과 최근매출액은 억원 미만에서 각각 반올림하였습니다.		
2. 상기 5항의 계약종료일은 인도일 기준이며 공사 진행 상황에 따라 변동될 수 있습니다.		
※ 관련공시 -		

Source: 다올투자증권

Fig. 54: 2021년에 삼성중공업-러시아 Zvezda 조선, 쇠빙 셔틀탱커 7척 건조 지원 계약 체결

단일판매 · 공급계약 체결		기타 판매 · 공급계약
1. 판매 · 공급계약 구분		블록, 기자재 및 설계
- 체결계약명		
2. 계약내역	계약금액(원)	2,045,300,000,000
	최근매출액(원)	6,860,300,000,000
	매출액대비(%)	29.8
대규모법인여부		해당
3. 계약상대		유라시아 지역 선주
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		유라시아 지역
5. 계약기간	시작일	2021-10-15
	종료일	2027-01-31
6. 주요 계약조건		-
7. 계약(수주)일자		2021-10-15
8. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
1. 상기 2항의 계약금액은 계약일의 매매기준환율(1,188.3원/\$)을 적용했으며, 계약금액과 최근매출액은 억원 미만에서 반올림했습니다.		
2. 상기 5항의 계약 종료일은 인도일 기준이며, 공사 진행 상황에 따라 변동될 수 있습니다.		
3. 본 공시로 2021-10-12 풍문 또는 보도에 대한 해명(미확정) 공시의 답변을 갈음합니다.		
※ 관련공시 2021-10-12 풍문 또는 보도에 대한 해명(미확정)		

Source: 다올투자증권

IV-2. 반블록과 강통선박이 간다. 수익성은 폴란드 같을 것

K-방산의 성공배경과 유사한 MASGA

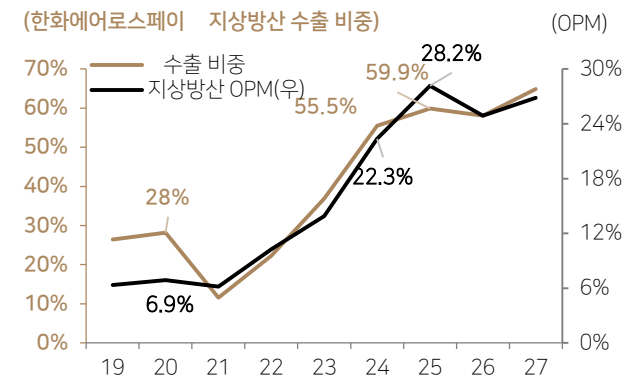
우리는 방위산업의 K-방산 수출과 놀라운 실적 턴어라운드를 지난 수년간 목격한 바 있다. 국내 방위사업청에 납품하는 단가보다 통상 높게 수출해 왔는데, 이는 1) 경쟁 서구 디펜스사들 대비싼 체계 및 후속지원 가격, 2) 빠른 납기, 3) 현지 MRO 지원의 절충교역 등으로 가능했다. 특히 2022년의 폴란드 향 대규모 실행계약의 (프로그램 비용 등이 포함되어 정확한 내수 대비 가격을 확인할 수 없지만) 계약금액은 내수의 2배를 넘어섰고, 그 결과는 아래와 같은 놀라운 수익성이다. 각 사별로 내수사업 마진을 몇 프로로 가정하느냐에 따라 달라지지만, 수출마진은 입에 담을 수 없는 수준이다.

한국에서 할 수 있다면 높은 기대 마진

비슷한 일이 MASGA의 한국 CKD에서 벌어질 수 있다. 한국에서 블록 또는 강통 선체를 제작해서 미국에 보낼 때, 그 가격이 한국과 미국의 동일 스펙 선가 5배 차이에서, 우리가 2~3배만 받아도, 그들의 입장에서는 40~50% 수준에 공급해 준다면, K-방산의 유럽 수출과 다를 바 없다는 판단 및 기대이다.

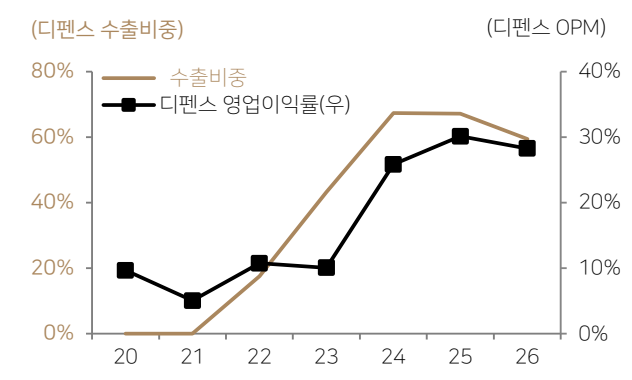
반블록 또는 강통선박이 미국으로 가면, 한국조선사들에게 엄청난 이익률의 아이템이 붙는 것이다. 현행 존스법, 번스-톨레프슨법을 어떻게 뚫을 것인가?

Fig. 55: 한화에어로스페이스 지상방산의 수출 비중(폴란드 K9, 천무 중심)과 영업이익률: 수출 마진 40% 육박



Source: 다올투자증권

Fig. 56: 현대로템 디펜스 부문의 수출(폴란드 K2) 비중과 영업이익률: 수출 마진 40% 안팎



Source: 다올투자증권

Fig. 57: 한국조선사와 미국조선업의 원가구조 차이. 동일 스펙 선박이 미국에서 신조선가가 한국의 5배

한국 조선사 COGS	한국 조선산업의 COGS	미국 조선사산업 P 차이	미국 조선사의 COGS
매출원가 100	매출원가 100		매출원가 330 ~ 440
강재가 20	강재가+재료비 40	1.5~2.0배	강재가+재료비 60 ~ 80
인건비 20	인건비 40	2배 x 1/3~1/4 생산성	인건비 240 ~ 320
엔진 10	엔진 10	한국엔진 1.5~2.0배	엔진 15 ~ 20
외부조달 45	기타 10	1.5~2.0배	기타 15 ~ 20
기타 5			

Source: 다올투자증권

IV-3. 과연 가능할지?

미국에서는 상선을 위한 보호장벽 존스법과 특수선의 국가안보를 위한 번스-톨레프슨법이 작동 중이다.

존스법: 블록 불가

상선의 존스법은 엔진, 크레인 등의 의장품은 해외조달이 가능하지만, 주요 구조물(블록 등)은 선박 강재중량의 1.5%를 초과할 수 없다. 즉, 50~100개 블록으로 선박을 제작하는데, 이 블록이나 또는 내장재를 채우지 않은 깡통 선체의 미국으로의 납품도 불가능하다. 현행에서는 불가능하다.

번스-톨레프슨법:
예외 조항 있지만,
영구적인 법안을 원함

전투함을 위한 번스-톨레프슨법은 군을 위해 건조되는 모든 선박에 대해 일부 예외를 제외하고는, 100% 해외 건조 금지 원칙이 적용되고 있다. 일부 예외는 미국 선박이 물리적으로 없거나, 비용 및 일정상 불가능할 때만 제한적으로 행사된다. 예외 조항은 대통령이 국가 안보상의 이익을 위해 의회에 통지하고 30일 이후에 행사할 수 있지만, 한-미 조선업 협력은 긴 사업이 되어야 하고, 이런 예외 조항에 기댈 수는 없다.

존스법, 번스-톨레프슨법의 변경을 도모하는 법안들이 추진되고 있다. 살펴보자.

Fig. 58: 상선의 존스법: 선박 중량의 1.5% 이하 = 블록 안됨

존스법 (Jones Act)	
법안 상정	1920년 상선법(Merchant Marine Act of 1920) 제27조
목적	제1차 세계대전 이후 미국 조선업 육성과 국가 안보를 위해 제정 전쟁 시 해군을 보조할 수 있는 강력한 민간 상선대를 유지하기 위함
적용 범위 : 내항운송(민간, 상업)	미국 내항: 미국 항구 ↔ 미국 항구, 미국 영해/EEZ 내 자원 운송, 미국령(알래스카, 하와이, 푸에르토리코 등) 포함
주요 요건: 4가지 모두 100% 충족	미국 건조: 선박은 반드시 미국 조선소에서 건조되어야 함 미국 소유: 선박 소유주의 지분 75% 이상이 미국 시민권자여야 함 미국 등록: 선박이 미국 국적(Flag)이어야 함 미국인 승선: 선원(승무원)의 75% 이상이 미국 시민권자 또는 영주권자여야 함
미국 건조의 해석	미국 조선소 내에서. 선체 형성, 주요 구조물 조립, 건조 공정의 실질이 이루어져야 함 주요 구조물이란: 선박의 강재 중량(Steelweight) 중 1.5%를 초과하는 개별 단위는 주요 구성 요소로 간주 다만, 주기/보조 엔진, 크레인, 스퍼드(Spuds) 등은 의장품(Outfitting)으로 분류, 해외 조달 가능
예외 조항 (Section 501 Waivers)	46 U.S.C. § 501에 따라 국토안보부 장관은 국가 안보의 이익을 위해 존스법 요건을 면제 가능 이는 대개 1) 국방부의 요청에 의하거나, 2) 허리케인 마리아(2017)나 하비(2017)와 같이 에너지 공급망이 붕괴된 재난 상황에서 외국 국적 유조선의 투입을 허용하기 위해 발동 3) 소형 선박 면제프로그램 4) 기타특수 상황: 초대형 해상 플랫폼 설치를 위한 바지선, 알래스카 석유시추등에 미국 국적선 없을 경우. 가장 최근 핀란드로 새빙선 발주 기간은 30 ~180일 내외로 한정

Source: 다올투자증권

Fig. 59: 전투함의 번스-톨레프슨법: 원칙적으로 100% 미국에서

번스-톨레프슨법 (Byrnes-Tollefson Act)	
법안 상정	1965년 세출법 등장 → 1968년 수정법 통과 10 U.S.C. § 8679(기존 § 7309)
목적	회계감사원(GAO)은 10 U.S.C. § 7309(현 8679)의 문구가 "해군 함정(Naval vessel)"이 아닌 포괄적인 "선박(Vessel)"이라는 점을 들어, 군을 위해 건조되는 모든 선박 에 대해 외국 건조 금지 원칙이 적용되어야 한다고 판단 냉전 시기 미국 조선업 보호와 군사 기밀 유지, 안보 유출 차단
적용 범위 : 정부 화물	미국 연방정부가 소유·조달·지원하는 화물 : 군수 물자, 원조 물자, 전략 비축물, 정부 프로젝트 관련 물류
주요 내용	해군 함정의 해외 건조 금지: 미국 해군의 모든 전투함과 보조함은 반드시 미국 본토 조선소 에서 건조되어야 함을 규정 핵심 부품 국산화: 선체뿐만 아니라 엔진, 추진 시스템 등 함정의 주요 구성품도 미국산 제품을 사용하도록 강제
미국 건조의 해석	실무적: 미국 건조 선박 비율: 원칙적으로 100% 미국 선박 예외: 미국 선박이 물리적으로 없거나, 비용·일정상 불가능할 때 제한적 예외(Waiver)
예외 조항	대통령에게는 국가 안보상의 이익이 있을 경우 이를 면제할 수 있는 권한이 부여 면제권을 행사하려면 대통령이 의회에 사전 통지를 해야 하며, 통지 후 30일이 경과해야 계약을 체결할 수 있음

Source: 다올투자증권

Ensuring Naval/Coast Guard Readiness Act 를 주목
 현재 한-미 조선업 협력을 위해 여럿 법안들이 발의되어 있다. 당사는 특히 ‘Ensuring Naval/Coast Guard Readiness’ 법안(이하 해군 준비태세 보장법)을 주목한다. ‘Merchant Marine Allies Partnership’ 법안은 너무 급진적이어서 반응이 낮은 편이고, ‘해군 준비태세 보장법’이 가장 큰 관심을 받고 있다는 전언이다.

한국 = 상호방위조약 체결국가
 이는 상호방위조약 체결국가에서 미 군함 및 해안 경비함을 건조할 수 있게끔 관련 법안들을 개정하는 것인데, 통과 시에 NATO와 한국, 일본과 같은 상호방위조약 체결국가들이 미국 전투함 사업에 기여할 수 있게 되는 것이다.

2025년 2월에 발의. 현재 상임위원회 심사 중
 법안은 2025년 2월에 Mike Lee 상원 의원이 발의했고, 현재 소관 상임위원회에서 심사 중이다. 법안 번호는 상원 S.407, 하원 H.R. 4951이다.

이해관계가 복잡해서 1년 이상 소요될 가능성도 있음
 1. 법안 발의(Introduction), 2. 위원회 심사(Committee Action), 3. 본회의 심의 및 표결 (Floor Action), 4. 반대쪽 의원 이송(Referral to Other Chamber), 5. 양원 조정(Conference Committee), 6. 대통령 서명(Presidential Action)의 절차로 진행된다.

법안 발의 후 상임위 의결까지 통상 4~6개월이 소요되지만, 이해관계가 복잡한 법안의 경우 상임위에 1년 이상 계류될 가능성도 배제할 수 없단다.

우리는 기다릴 뿐이다. 내년 가을까지만 법안 통과 등이 결정되면 조선업종 Valuation에 큰 영향이 없다.

Fig. 60: 미국에서 조선업 부활을 위해 발의된 법안들

법안명	발의 및 제출	소관 상임위원회 심사	주요 내용
Save Our Shipyards (SOS) Act			조선산업 재건 방향을 권고하기 위한 국가 해사 산업기반 위원회 설립
SHIPS for America Act (미국 조선업 부흥법)	2025년 4월 재발의	심사 중	> 미국적 전략상선단을 250척까지 확대 > 강력한 중국 견제: 중국산 부품 사용 금지뿐만 아니라, 중국으로부터 수입되는 화물의 10%를 반드시 미국 국적선으로 수송하도록 의무화(향후 15년 내 달성 목표) > 외국적선 할증료: 미국 국적선이 아닌 선박으로 화물을 들어올 때 10%의 관세 할증 부과
Ensuring Naval/Coast Guard Readiness Act (해군 준비태세 보장법) 상원(S.407)과 하원(H.R.4951)	2025년 2월 Mike Lee 상원	심사 중 매우 빠름	> 미 군함/해양경비함을 상호방위조약 체결국가에서 건조할 수 있도록 관련 법 개정 > NATO 회원국 또는 한국·일본과 같은 상호방위조약 체결국
Open America’s Waters (미국 영해 개방법)		심사 중 매우 느림	미국 내 항로에서도 외국선박 사용 가능하도록 Jones Act 폐지
Merchant Marine Allies Partnership Act (상선 동맹 파트너십법)	25년 8월 하원		지정 우방국의 선박은 조건부로 미국 연안에서 사용 가능하도록 Jones Act 개정

Source: 다올투자증권

IV-4. 그리고 얼마만큼의 물량일는지?

MASGA에서 기대할 수 있는 Q(물량) MASGA를 추진할 수 있는 법안이 정비되고, 얼마만큼의 Q를 기대할 수 있을지가 관심이다. 그러나 상선에서는 기대할 수 있는 물량이 많지 않다. 한국의 지원으로 미국 조선업의 경쟁력이 업그레이드되어서 글로벌의 5배에 달하는 원가와 신조선가가 개선되더라도, 세계시장으로 나가는 어렵다고 판단한다. 대신 미국 내수 해운 시장의 원가경쟁력 개선에 도움이 되기를 바랄 뿐이다.

미국의 대형선 건조 1년에 5~10척 그러나 20,000-DWT 이상의 대형선만을 기준으로 했을 때 물량이 많지 않다. 2000년대에는 66척, 2010년대에는 40척을 건조해서, 매년 4~6척 정도를 건조한 미국 조선업이다. Covid-19 영향 때문인지 2020~2024년에는 1~3척에 불과했지만, 2025~2026년에는 그래도 9~17척이 인도된다. 존스법이 개정되더라도 한국이 블록 사업자로서 협력을 기대할 수 있는 선박은 매년 10~20척에 불과하다는 판단이다. 그러나 한국의 기술지원, 인력 교육 등으로 건조량이 늘어날 수도 있을 터이다.

미국 상선 협력은 Q가 작음 미국 배는 비싸다. 50백만달러짜리 50k-DWT MR 탱커가 미국에서는 250백만달러나 값을 치룬다. 20k-DWT도 어지간한 VLCC 가격일 것으로 기대한다. 즉, 미국의 10~20척은 한국의 VLCC, 포스트-파나막스급 컨테이너선, LNG선 정도 가격의 대형 선박인 셈이다. 또한 신조선가 또는 매출원가 100에서 우리가 블록이나 선체로 기여한다면, 그 몫은 40%일지, 65%일지 아직 정확하지는 않다. 아무튼 매년 200여척을 건조하는 한국조선업(대형조선 4사)에게 미국은 2~7% 정도의 Q 성장이다. 끝은 아니다. 그래서, 전투함이 중요하다.

Fig. 61: 미국 조선사들의 상선(클락슨 입력) 건조 척수: 2025~2026년에 9~17척 (척수)

조선사	2000s	2010s	2020s											2020-2030	
			20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30		
Hanwha Philly SY	8	9								1	2	2	5	5	15
All American Marine											1	1	1	1	4
C & C Marine									2	2					4
Thoma-Sea S.B.	1										2	1	1		4
Master Boat Builders							1	2							3
Eastern (Allanton)											2	1			3
Chesapeake S.B.											3				3
Gulf Island Fab.								3							3
St. Johns SB			1	1											2
Conrad Morgan City						2									2
Fincantieri Bay SB					1					1					2
Sterling Shipyard									2						2
Bollinger Marine										2					2
Gen. Dynamics NASSCO	7	11	1												1
St. Johns (Libra)							1								1
Diversified Marine		1			1	1									1
Blount Boats				1											1
Breaux's Bay										1					1
Senesco Marine												1			1
Seatrium Amfels										1					1
Eastern S.B.										1					1
기타 조선사(사명 변경, 폐업 등)	50	19													
상선 인도(척)	66	40	2	1	2	3	2	9	17	5	4	7	5		57
한화 필리 제외 상선 인도(척)	58	31	2	1	2	3	2	9	16	3	2	2			42

Source: Clarksons, 다올투자증권

미국의 주요 전투함 및 군수지원함 건조 프로그램은 아래와 같다.

FF(X)와 NGLS
일단 주목

항공모함과 구축함은 차지고, 호위함 건조 프로그램에 주목한다.

핀칸테리가 수행하던 FFG-62가 최근 취소되고 FF(X)로 전환되었고, NGLS(차세대 군수지원함 프로그램)이 시작될 예정이다.

한국 조선업이 미국 호위함 사업에서 잘 참여한 이후, 미국의 차세대 구축함 사업인 DDG(X)에도 참여하기를 기대한다. 일단 특수선 시장에서 Q가 얼마나 붙을 것인가, Q의 분석에서 FF(X)와 NGLS만 짚겠다.

Fig. 62: 미국의 군함 건조 프로그램들

기관명	STATUS	신조 프로그램	설명
미 해군 해상체계사령부 (NAVSEA)	진행중 /최근완료	Ford-class (CVN-78)	차세대 핵추진 항공모함 니미즈급 대체
		Virginia-class (SSN-774)	공격용 원자력 잠수함. 현재까지도 주력 발주 모델 AUKUS 연계 사업
		Arleigh Burke-class (DDG-51 Flight III)	미 해군의 주력 알레이버크급 구축함 90년대부터 이어져 온 시리즈의 최신 개량형
		Zumwalt-class (DDG-1000)	스텔스 구축함 3척으로 조기 종료
		Constellation-class (FFG-62)	차세대 유도탄 호위함 25년 12월에 핀칸테리에 발주한 6척 중 4척 계약취소하며, 2척 건조로 종료
	미래	Columbia-class (SSBN-826)	차세대 전략 핵잠수함 미 해군 최우선 순위 사업
		DDG(X)	알레이버크급(DDG-51 Flight III)을 대체할 차세대 구축함 설계 단계
LUSV / MJSV		대형 및 중형 무인 수상정(Unmanned Surface Vehicle) 미래 핵심 전략 자산	
	FF(X)	USCG의 NSC(Legend-class) 설계 개량으로, 빠르고 저렴하게 생산. 70여척 HII(현팅턴 잉글스)가 리드 야드(설계 및 초도함 건조)로 선정 향후 ① 한화의 Austal USA 등으로 건조처 확대 예상 ② HII-HHI(HD현대중공업)의 파트너십 상세 내용도 관심	
미 해군 군사해상수송사령부 (MSC)	진행중 /최근완료	John Lewis-class (T-AO 205)	차세대 유류보급함 (Fleet Oilers) 현재 다수가 건조 중
		Lewis and Clark-class (T-AKE)	탄약 및 화물 보급함 2010년대 중반 완료
		Spearhead-class (EPF)	고속 수송선 알루미늄 선체의 쌍둥선 형태
	미래	NGLS (Next-Generation Logistics Ship)	분산된 함대에 보급품을 전달할 중소형 보급선. 초기 최대 30척 → 잠정 13척 HII-HHI 함께 입찰 참여
		T-ARC(X)	차세대 케이블 부설선
	T-AGS(X)	차세대 해양조사선	
해안경비대 (USCG)	진행중 /최근완료	Legend-class (NSC)	국가안보함. 해안경비대 최상급 대형 함정
		Sentinel-class (FRC)	고속대응함. 노후화된 소형 경비정 대체 사업
	미래	Heritage-class (OPC)	중형 경비함(Offshore Patrol Cutter) 현재 해안경비대 최대의 획득 사업으로, 총 25척 계획
		Polar Security Cutter (PSC)	차세대 대형 쇄빙선 사업 노르웨이에 4척 발주
		Waterways Commerce Cutter (WCC)	내륙 수로용 작업선 및 경비함 교체
미 해상청 (MARAD)	진행중 /최근완료	NSMV (National Security Multi-Mission Vessel)	국가 안보 다목적 실습선 노후 실습선 5척을 교체하는 사업으로 필리핀 순회 중
		Ready Reserve Force (RRF) Recapitalization	비상시 전략물자 수송을 위한 예비 선단 현대화 신조보다는 중고선 매입과 개조(Conversion) 중심

Source: 다올투자증권

2017년에 시작되어 2020년 핀칸테리가 맡은 컨스텔레이션급 FFG-62 LCS(연안경계함)의 한계를 인지한 미국은 2017년에 차기 호위함 사업인 FFG(X)을 공식화했다. 빠른 실전배치를 위해 검증된 외국 설계와 미국식 무기체계를 통합하는 개념이었고, 2018년부터 설계 경쟁을 거쳐 2020년 4월에 Fincantieri의 컨스텔레이션급을 선정했다. 최대 20척을 건조할 계획이었고, 1번함 포함 최대 10척의 옵션 계약에서, 6척이 계약 상태였다.

설계 변경 85%, Cost Overrun 40%, Delay 3년 이상
그러나 미 해군의 ROC(생존성 향상, 무장 강화 등)가 급변하면서 원본 설계의 약 85%가 변경되었고, 사실상 새로운 전투함을 건조하는 수준이 되었다. 또한 위스콘신에 입지한 Fincantieri Marinette Marine의 숙련공 부족 등으로 초도함 인도가 2026년에서 2029년 이후로 3년 이상 지연되었다. 이에 따라 해당 건조 비용도 초기 계획 적당 10~11억달러에서 40%나 Cost Overrun이 발생했다.

사업취소(2척 건조)하고 FF(X)로 전환.
결국 2025년 12월에 사업이 취소되고 Fincantieri는 건조 중인 2척만 마치기로 했고, FF(X) 사업으로 전환되었다.

사상은 Speed to Delivery
FF(X)는 USCG가 전력화한 검증된 레전드급(NSC, National Security Cutter) 전투함을 업그레이드하는 접근이다. 초도함 설계 및 건조사로 HII(Huntington Ingalls Industries)가 선정되었는데 NSC 건조를 마치고 생산설비가 쉬고 있어, 유티 라인을 즉시 FF(X) 건조로 전환해 2028년 취역이라는 공격적인 일정(Speed to Delivery)을 맞출 예정이다.

리드야드 HII 이후 멀티야드 전략
또한 멀티야드 전략으로 리드야드 HII의 설계와 초도함 건조 이후, 2029년부터는 매년 3~4척을 여럿 조선사가 동시 건조한다는 전략이다.

Fig. 63: 미국 국회 예산처의 전투함 건조 계획(2025.01) 중 호위함과 구축함 (실전배치 척수)

구분	항목	비고	구분	항목	비고
사업 명칭	자세대 호위함 프로그램 FFG(X) FFG-62 USS Constellation		사업 명칭	자세대 호위함 프로그램 FF(X) USCG의 레전드급(NSC, Legend-class)	
사업 목적	LCS(Littoral Combat Ship)의 전력 공백 보완 → 2017년 개념 공식화 중-저강도 해역 통제, 호송, 대잠(ASW), 대공(AAW), 대수상전(SUW) 수행 고비용 구축함(DDG) 대비 가성비 전력		사업 목적	Speed to Delivery, 멀티야드 전략 으로 70여척의 대규모 황금함대(Golden Fleet) 구성 대중국 견제를 위해 대만해협 및 서태평양에서 구축함(DDG-51)을 보조하고 선단 호송 및 초계 임무 수행 미국의 조선업 산업기반 안정	
개념	Small Surface Combatant 완전 신형이 아닌 검증된 외국 설계 기반 + 미국식 무장/체계 통합		개념	완전히 새로운 설계를 만들기보다, 이미 건조 경험이 풍부하고 안정적인 NSC의 설계를 개량 "빠르고 저렴하게" 뽑아내겠다는 전략	
척수	20척 1번함 포함 최대 10척 옵션 계약	DDG 보완전력으로 20척 운용 핀칸테리는 6척 계약, 2척 건조 + 4척 계약 취소	척수	70여척	1단계 목표: 2030년대 초반까지 약 20~30척 우선 확보
사업규모	200~220억달러	적당 10~11억달러(무장, 체계 포함) 예상 40% CostOverrun 발생	사업규모	적당 8~10억달러 추정 총 사업규모 1,000억달러 추정	레전드급(NSC) 선체 설계를 그대로 채용, R&D 및 시행착오 비용 감소
조선사	Fincantieri Marinette Marine 위치: 위스콘신주 마리네트	이탈리아 Fincantieri 그룹의 미국 자회사	조선사	리드 야드: HII(Huntington Ingalls Industries) → 멀티 야드 전략	잉글스 조선 GD, 한화필리, 오스탈USA 등 물망
주요체계	경하배수량 6,000톤대, 만재배수량 약 7,000~7,500톤급 전투체계: Aegis Baseline 10 레이더: SPY-6(V)3 VLS: Mk-41 (32셀) 무장: SM-2, ESSM, NSM, RAM, 57mm 주포 추진: CODLAG (정속성 강화 → 대잠 특화)		주요체계	기반 모델: USCG 레전드급(NSC) 선체, 4,500톤급 무장: 수직발사체계(VLS) 탑재 (대공/대함 미사일 운용) 전투체계: COMBATSS-21 (이지스 기반의 개방형) 레이더: N/SPS-77(V) Sea Giraffe AMB 무장: 57mm, RAM, NSM, Mk 70(VLS) 대잠수함 작전 능력 강화	
연혁	2017년: LCS 한계 인식 → "FFG(X)" 개념 공식화 2018년: 5개 해외 설계팀 경쟁 2020년04월: Fincantieri 선정 (FREMM 기반) 2021~2022년: 미 해군 요구 반영 설계 변경 확대 2022년08월: 1번함 착공 2024년: 5,6번함 옵션행사 2023~2024년: 일정 지연 공식화, 비용 상승 논쟁 2025년12월: 사업 취소 2026~2027E 1번함 인도 및 IOC 계획	→ 작고 가볍고 싸다는 장점 = 생존가능성 떨어짐 → FREMM, F-100, Type 26 등 경험 → 중량 증가, 배선·냉각 문제 발생 → 10척 평균 9억달러 계획에서 40% 비싸짐 → 2번함까지만 건조 → 인도시점이 2029년 이후로 3년 이상 지연	연혁	2025년 말 ~ 2026년 초: 초도함 발주 2028년: 초도함 진수 2032년: 인도 2033년 전력화 2029년~: 매년 3~4척 이상을 여럿 조선사가 동시 건조	

Source: 다올투자증권

멀티야드 전략 멀티야드 전략에 관심이 간다.

HII, GD, Austal USA 물망 트럼프가 황금함대를 언급하면서 필리 조선을 이야기했지만, 전문적인 분석과 조연에 기반한 것이 아닌, 미국에 투자하고 있는 한화 필리를 잘 알고 있다는 반증 정도일 뿐이다.

 오히려 한화 그룹이 막 인수한 Austal의 Austal USA가 LCS 건조 이력 등을 바탕으로 수주할 가능성이 높다는 판단한다. 전통적으로 전투함 시장을 양분하고 있는 General Dynamic도 참여할 것으로 보인다.

한국의 수혜는 HII, GD, Austal의 3개 조선사가 2029년부터 FF(X) 3~4척을 건조한다고 가정하고, 한국 조선업의 수혜를 짚어보자면,

HII-HHI와 수혜를 짚어보자면,

Austal USA - 한화오션의 한화 그룹의 수혜는 확실하지만, Austal USA에 한화오션 지분은 없다. 간접적인 사업협력이 사업협력에서 가능 필요하다. 이는 HD현대중공업과 마찬가지로 상황이다. 한국에서 제작한 블록 또는 선체(하이브리드 모델)가 미국으로 공급 가능할 수 있어야만 한다. 앞 단락에서 짚은 ‘Ensuring Naval/Coast Guard Readiness’ 법안 등의 정책 통과 여부가 중요하다.

 법안 통과를 가정하고, HD현대중공업 - HII, 한화오션 - Austal USA의 서플라이체인을 갖출 경우, HD현대중공업과 한화오션의 수혜가 기대된다.

그러나 HD현대중공업과 매년 1척의 호위함 착공(스틸커팅)을 시작할 경우, 척당 8~10억달러(1.2~1.4조원)의 무기체계를 한화오션에게 제외한 Hull의 40%, 그중에서 한국의 공급을 50%로 가정하면, 매년 HD현대중공업과 한화오션에 1조원을 하회하는 각각 0.3~0.4조원의 매출이 추가될 수 있다. 크지 않다.

매출 기여

FF(X) 다음 DDG(X)로 따라서 향후 FF(X)에서의 협력을 바탕으로, 차기 DDG(X) 사업에서도 MASGA는 계속되어야 한다.

확대되어야 함 그렇다면 각 사별로 2조원에 가까운 미국 전투함 블록/선체 매출을 상상할 수도 있다.

Fig. 64: 기존 FFG-62의 전력화 계획. 자료가 발간되자마자 CDO(미 국회 예산처)의 2026년 계획 발간 예상

	미국의 전투함 조달(구매) 계획				DDG-51 Flight III		비고
	FFG-62	FFG-62 Flight II	비고		비고	비고	
SUM	30	57		38	28		
2019	3 LC			3			DDG-51 건조
2020	1			3			15
2021	1			2			
2022	1			2			
2023	1		FFG-62 잔여	3			DDG-51 잔여
2024	2		24	2			23
2025	4			2			
2026	2			2			
2027	4			2			
2028	2		FFG-62 잔여	2			
2029	1		20~22	2			
2030	2			2			
2031	3			2			
2032	3			1	1		
2033	3			2			
2034	3			1	1		
2035	3			2			

Source: 다올투자증권

NGLS 사업	<p>MSC(군사해상수송사령부)의 미국 차세대 군수지원함(NGLS: Next Generation Logistics Ship) 사업이 진행 중이다. 해병대와 해군을 지원하는 소형, 다목적 군수지원함 13척(잠정) 확보를 목표로 한다.</p> <p>RFP는 이미 2025년 여름에 발행되었고, 2026년 상반기까지 사업자 선정이 기대된다.</p>
기대 조선사 및 파트너십	<p>HD현대중공업과 파트너십을 체결한 HII, 삼성중공업과 협력하는 GD-NASSCO, 미국에 가열차게 투자하고 있는 한화필리 등이 노리고 있다.</p>
BIG3에 각각 1.4조원 물량 매출로는 매년 0.2조원 정도 가능	<p>적당 450백만달러여서, 60억달러에 달하는 사업이다. 각 컨소시엄에 20억달러 정도 잔고가 쌓일 수 있고, 50% 정도를 한국의 블록 및 선체를 공급할 수 있다면, 한국의 HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션에 각각 1.4조원의 물량인 셈이다. 2027~2035년에 전체 선대 배치 계획이어서, 매년 기대 매출은 0.2조원 정도이다. 생각보다 크지 않다.</p> <p>법안이 상정되었지만 아직 결정 나지 않은 Ships for America Act에서 물량(10년 동안 170척)이 추가될 필요가 있다.</p>

Fig. 65: 차세대 군수지원함 프로그램, 13척

구분	항목	비고
사업 명칭	미국 차세대 군수지원함 (NGLS: Next Generation Logistics Ship)	
사업 목적	해병대의 EABO(Expeditionary Advanced Base Operations) 및 해군의 DMO(Distributed Maritime Operations)를 지원하는 소형·다목적 군수지원함 확보	
필요 선종	중형급 군수지원함 Light Replenishment Oiler, TAOL ① NGLS-S (Surface) - 수상 전용 군수지원함 ② NGLS-M (Modular) - 모듈형 멀티미션 플랫폼 ③ NGLS-L - Littoral / Near-shore	기존 CLF보다 작고 저렴하며, 상업용 선박 디자인을 활용하여 비용 효율성 극대화 목표
주요 임무	해상 보급 (Refuel, Rearm, Resupply) 단일 선종으로 3가지 핵심 임무를 모두 수행	연료, 탄약, 보급품의 함대 간, 함정-기지 간 보급 분쟁 해역 및 비분쟁 해역 모두에서 작전 가능
필요 척수	잠정적으로 13척	미 해군의 요구에 따라 변동 가능성 있음 초기에는 18척에서 30척까지 거론 → 최근 프로그램 계획 및 사전 공고에서는 최대 13척을 목표
운영 주체	군사해운사령부 (MSC)	주로 민간인 승무원이 운용
일정		
개념 연구	2021-2023	Lockheed Martin·HII·Bollinger 등 약 7개 조선·방산사에 Concept Study 계약(2021년)
RFP 발행	2025년 8~9월	2025년 8월, 9월에 Concept Refinement를 위한 사전 공고 및 제안 요청(RFP) 발표 복수 계약을 목표
계약	2025년 하반기 ~ 2026년 상반기	
선대 도입 시점	FY2025 계획에서 1번함: FY2027(2026.10~2027.09) 2번함: FY2028 3번함: FY2029 전체 선대 배치: 2035년 이후	2023년 계획에서는 FY2026으로 언급 계속 지연
신조선가	적당 453백만달러	초기계획 150백만달러. 상업용 플랫폼을 기반으로 설계 복잡도를 최소화하고 획득 단가를 낮춤 → 최소한의 생존성/방호능력 요구로

Source: 다올투자증권

V. 투자전략 및 Valuation

한국 조선사들의 실적은 2026년까지 가파르게 턴어라운드를 하고, 2025년 백로그길이 3년을 유지하면서 마친 한국 조선업은 2026년에도 LNG선 발주 사이클 때문에 절반은 확실히 좋다. 그러나 더 좋아질 수 없는 함정에 빠질 수도 있는 아슬아슬한 2026년 가을 전까지 MASGA가 결정되고 그에 따른 미래 실적 성장을 덧붙일 수도 있다.

MASGA는 관련된 법안 통과 등이 결정되어야만 한다. 그 규모는 당장은 FF(X), NGLS 등에서 매년 매출 1조원 정도가 추가될 뿐이어서 작아 보이지만, 시작만 한다면 이후 DDG(X)와 Ships for America Act의 대규모 일반 상선 발주도 잡히게 될 것이다.

결론은 2026년 상반기에 조선업종은 펀더멘탈(실적, 수주)와 기대감(MASGA)로서 기대된다.

V-1. 백로그너머 2028년으로 반년 옮기며, 적정주가 조정

백로그너머 2028년으로 반년 옮김	조선업종 VALUATION을 2020년부터 백로그너머 EPS x 적정PER(15 - 20배)로 제안하고 있다. 지금 수주한 선박들의 납기는 2028년 하반기 ~ 2029년 상반기여서, 지금 백로그너머는 2028년이다.
HD현대중공업과 한화오션의 적정주가 +10% 상향	2027~2029년 매출을 소폭 낮추지만, 수익성은 유지하고, 이번 자료에서 EPS 지점을 2027~2028년 평균에서 2028년으로 옮겨서 조선3사의 적정주가를 조정한다(적정PER 20배 유지). HD현대중공업은 기존 780,000원에서 860,000원으로 한화오션을 기존 145,000원에서 159,000원으로 올린다. 삼성중공업은 적정주가 37,000원을 유지한다.

V-2. 선호주: 중국의 엔진, 미국의 MASGA

조선보다 엔진

한국 조선업은 중국과의 경쟁을 미국과의 사업협력으로 풀어나가고 있는 상황이다.

중국의 양적 성장, 기술과 품질의 추격은 거칠지만, 여전히 중국 민영 조선사들이 수주한 대형 선박의 엔진은 한국으로 다수 발주된다. 이번 자료에서는 엔진 기업분석은 별도로 짚지 않지만, 조선업에 투자하고자 하는 투자자는 HD현대마린엔진과 한화엔진에 투자하는 전략은 계속 유효하다.

1) 중국에 선박은 뺏겨도 엔진은 돌아온다, 2) 조선보다 더 쇼티지여서 2024-2025에도 엔진가격은 오르고 있다, 3) 조선보다 더 높은 수익성을 시험하고 있다는 점이 투자포인트이다.

MASGA의 HD현대중공업, 한화오션

MASGA 협의의 결과가 2026년 중으로 구체화될 것으로 기대한다. MASGA 사업협력에서는 HD현대중공업, 한화오션, 그리고 한화시스템 및 한화에어로스페이스가 수혜를 입는다. 조선업종에서는 HD현대중공업, 한화오션을 추천한다.

이번 자료에서 선호주는 상승여력에 따라 HD현대중공업, 한화엔진을 추천하지만, 조선업종 전체에 대한 비중확대 의견을 견지한다.

Fig. 66: 조선4사, 엔진2사의 실적 및 Valuation

(십억원, 원, 배수)

투자이건 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목			매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	
HD한국조선해양 (009540)	투자이건	Buy	2023	21,296.2	282.3	1.3%	221.7	3,133	139,936	31.7	0.7	2%
	적정주가(원)	530,000	2024	25,538.6	1,434.1	5.6%	1,172.3	16,565	156,831	9.5	1.0	11%
	증가(원)	393,500	2025E	29,474.4	4,221.0	14.3%	2,169.0	30,647	185,405	10.7	1.8	18%
	상승여력	34.7%	2026E	28,471.1	5,867.8	20.6%	3,675.2	51,930	225,045	7.6	1.7	25%
	적정시총(십억원)	37,510	2027E	29,977.0	6,999.4	23.3%	4,512.6	63,762	270,222	6.2	1.5	26%
	시가총액(십억원)	27,849	2028E	30,654.2	7,600.0	24.8%	4,985.0	70,437	317,978	5.6	1.2	24%
HD현대중공업 (329180)	투자이건	Buy	2023	16,003.0	25.7	0.2%	727.0	8,190	64,259	-88.2	2.0	-2%
	적정주가(원)	860,000	2024	19,116.5	793.8	4.2%	727.0	8,190	64,259	19.8	2.5	13%
	증가(원)	504,000	2025E	21,937.6	2,801.3	12.8%	1,950.5	18,583	119,934	23.0	3.6	21%
	상승여력	70.6%	2026E	21,469.9	4,084.0	19.0%	3,229.6	30,769	144,154	16.4	3.5	23%
	적정시총(십억원)	90,267	2027E	22,209.3	4,893.4	22.0%	3,923.1	37,377	171,731	13.5	2.9	24%
	시가총액(십억원)	52,900	2028E	23,023.1	5,563.4	24.2%	4,499.9	42,872	202,803	11.8	2.5	23%
삼성중공업 (010140)	투자이건	Buy	2023	8,009.4	233.3	2.9%	-148.3	-168	3,908	-46.0	2.0	-4%
	적정주가(원)	37,000	2024	9,903.1	502.7	5.1%	63.9	73	4,312	155.7	2.6	2%
	증가(원)	24,150	2025E	10,672.8	894.8	8.4%	644.0	732	4,761	32.9	5.1	16%
	상승여력	53%	2026E	11,178.0	1,633.4	14.6%	1,360.1	1,546	6,307	15.6	3.8	28%
	적정시총(십억원)	32,560	2027E	11,770.0	1,791.9	15.2%	1,350.6	1,535	7,841	15.7	3.1	22%
	시가총액(십억원)	21,252	2028E	13,084.1	2,100.1	16.1%	1,614.4	1,835	9,385	13.2	2.6	21%
한화오션 (042660)	투자이건	Buy	2023	7,625.8	-196.5	-2.6%	159.9	522	14,060	56.4	2.1	6%
	적정주가(원)	159,000	2024	10,776.0	237.9	2.2%	528.1	1,724	15,857	17.3	1.9	12%
	증가(원)	114,700	2025E	13,079.3	1,403.4	10.7%	963.7	3,145	18,933	29.0	4.8	18%
	상승여력	39%	2026E	14,929.7	2,609.4	17.5%	1,810.7	5,909	24,843	19.4	4.6	27%
	적정시총(십억원)	48,711	2027E	15,659.5	2,946.2	18.8%	2,156.5	7,038	31,881	16.3	3.6	25%
	시가총액(십억원)	35,139	2028E	15,719.7	3,063.7	19.5%	2,435.9	7,950	38,430	14.4	3.0	23%
한화엔진 (082740)	투자이건	Buy	2023	854.4	8.7	1.0%	-0.4	-6	3,133	11.6	3.1	0%
	적정주가(원)	68,000	2024	1,202.2	71.5	6.0%	79.2	949	4,713	6.4	3.9	26%
	증가(원)	42,050	2025E	1,318.7	124.5	9.4%	106.2	1,273	5,935	10.7	7.2	30%
	상승여력	62%	2026E	1,437.6	224.4	15.6%	160.5	1,923	7,858	21.9	5.4	36%
	적정시총(십억원)	5,674	2027E	1,641.6	368.2	22.4%	263.2	3,154	11,012	13.3	3.8	40%
	시가총액(십억원)	3,509	2028E	1,780.2	429.2	24.1%	304.8	3,652	14,665	11.5	2.9	35%
HD현대마린엔진 (071970)	투자이건	Buy	2023	244.4	18.4	7.5%	31.6	1,108	7,893	3.9	1.2	15%
	적정주가(원)	114,000	2024	315.8	33.2	10.5%	75.8	2,234	9,120	7.5	2.7	28%
	증가(원)	85,000	2025E	403.1	72.1	17.9%	72.4	2,135	11,767	26.6	7.6	23%
	상승여력	34%	2026E	602.0	151.7	25.2%	104.2	3,071	14,838	27.7	5.7	29%
	적정시총(십억원)	3,867	2027E	779.8	223.7	28.7%	180.8	5,329	20,167	16.0	4.2	36%
	시가총액(십억원)	2,883	2028E	903.8	266.1	29.4%	206.5	6,087	26,254	14.0	3.2	32%

Source: 다올투자증권

VI. 종목별 투자의견

HD 현대중공업 (329180)

한화오션 (042660)

삼성중공업 (010140)

한국카본 (017960)



HD현대중공업

(329180)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	860,000	780,000	상향

Earnings

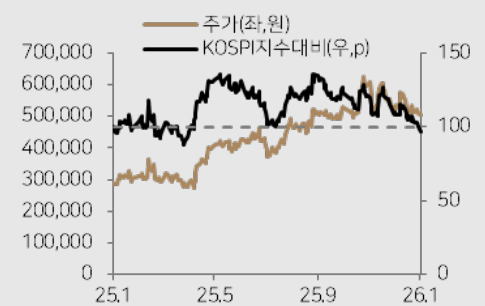
Stock Information

현재가 (01/02)	504,000원
예상 주가상승률	70.6%
시가총액	529,005억원
비중(KOSPI내)	1.49%
발행주식수	104,961천주
52주 최저가/최고가	275,500 - 624,000원
90일 일평균거래대금	1,426억원
외국인 지분율	14.2%
주요주주지분율(%)	
에이치디한국조선해양 (외 3인)	69.3
국민연금공단 (외 1인)	6.2
현대중공업우리스주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	41.1	23.1	16.4
PBR(배)	4.5	4.2	3.5
EV/EBITDA(배)	26.3	15.4	10.2
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(3.1)	23.7	74.4	0.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(11.0)	(16.5)	(5.3)	0.0

Price Trend



DAOL 다음투자증권

HII와 HII의 환상의 콜라보 씹가능

Issue

2026년 투자포인트 점검, 적정주가 상향

Pitch

- MASGA에서 HII(현팅턴 잉글스)와의 파트너십을 바탕으로 미국에 블록 및 강통선체를 공급할 수 있을지가 최대 관심 및 투자포인트
- HD현대미포와의 합병으로 2028 PER이 11.0배로 상대적으로 싸짐
- 조선보다 좋은 엔진의 호황 및 실적 성장도 주목해야할 시점

Rationale

- **실적:** 2026년에 매출 21.5조원으로 Flat하지만, 영업이익은 4.1조원(전년 2.8조원, 미포 합산)으로 크게 성장. P-MIX 효과, 환율 등으로 OPM이 12.8%에서 19.0%로 급성장하는 예상치 견지
- **엔진의 성장:** 엔진의 실적 예상치를 상향. 2025년에 4.2조원에서 2028년에 5.2조원까지 STX중공업(HD현대마린엔진) 인수 효과로 중국 대형엔진 제작이 늘어나는 것으로 가정
- **특수선, 아직 보수적:** HD현대미포와의 합병에서 2025년 1조원인 특수선 매출을 2030년 7조원(2035년 10조원)까지 늘리겠다는 청사진 제시. 당사는 특수선 부문 실적 예상 로직을 보강해서 제시. 다만 2029년에 매출 1.5조원으로 보수적으로 제시
- **수주 성장:** 대형선 9십억달러, 특수선 1십억달러, 해양 1십억달러, 중형선(미포) 등으로 13십억달러 수주 예상치 제시. 이는 2025년의 10.5십억달러에서 성장. LNG선 15척(전년 4척)이 가장 큰 기여
- **MASGA** 파트너인 HII가 FF(X) 사업의 리드 야드로 선정되어 기존 NSC(레전드급) 설계를 업그레이드하고 초도함 건조를 담당(2028년 납기). 향후 멀티야드로 담당 조선사가 늘어든 매년 1~2척의 호위함 건조 전망. 어떤 방식으로 사업 협력할지 관심
- **적정주가:** 백로그너머를 2028년으로 옮겨 적정주가를 86만원으로 상향

Earnings Forecasts

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	9,045	11,964	14,486	21,938	21,470	22,209	23,023
영업이익	(289)	179	705	2,801	4,084	4,893	5,563
EBITDA	(35)	457	1,011	3,071	4,198	5,010	5,682
지배주주순이익	(352)	25	622	1,950	3,230	3,923	4,500
자산총계	16,289	17,134	19,391	29,839	34,192	38,160	41,847
자본총계	5,288	5,207	5,704	12,588	15,131	18,025	21,286
순차입금	2,209	2,449	1,067	(5,728)	(9,901)	(13,552)	(17,071)
매출증가율	8.8	32.3	21.1	51.4	(2.1)	3.4	3.7
영업이익률	(3.2)	1.5	4.9	12.8	19.0	22.0	24.2
지배순이익률	(3.9)	0.2	4.3	8.9	15.0	17.7	19.5
EPS증가율	적지	흑전	2,417.7	211.3	41.2	21.5	14.7
ROE	(6.5)	0.5	11.4	21.4	23.3	23.7	22.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다음투자증권

1. Valuation. 적정주가 상향

Fig. 67: 적정주가 78만원에서 86만원으로 +10% 상향

(원, 배수)

PER Valuation	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EPS	-4,468	-1,332	8,190	18,583	30,769	37,377	42,872
PER(고)	(36.1)	(112.4)	36.5	34.4	16.8		
PER	(27.1)	(88.2)	19.8	23.0	16.4		
PER(저)	(20.7)	(68.7)	13.2	14.6	16.2		
적정PER				15.0	17.5	20.0	적정 20.0
적정주가의 PER			105.0	46.3	28.0	23.0	20.1
현재PER			61.5	27.1	16.4	13.5	11.8
주당 적정가치					538,460	747,541	857,434
Weight						0%	100%
주당 적정가치 백로그 너머					857,434		
적정주가					860,000		
증가(01월 02일)					504,000		
							70.6%

Source: 다올투자증권

Fig. 68: HD현대중공업 2026~2028년 조선 수익성 및 이익 상향 조정

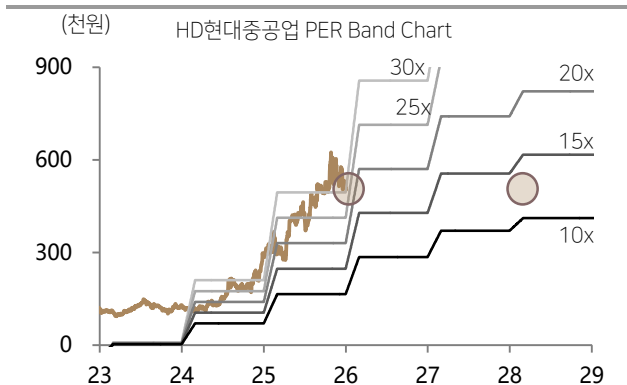
(십억원, %)

HD현대중공업	변경 후				변경 전(HHI+HMsB 단순합)				차이(변경 후/변경 전)			
	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	21,938	21,470	22,209	23,023	22,093	23,580	25,486	26,883	-1%	-9%	-13%	-14%
영업이익	2,801	4,084	4,893	5,563	2,731	4,282	5,476	6,048	3%	-5%	-11%	-8%
영업외	-242	222	337	436	-261	9	107	210				
세전이익	2,559	4,306	5,231	6,000	2,470	4,291	5,584	6,257	4%	0%	-6%	-4%
지배주주순이익	1,950	3,230	3,923	4,500	1,857	3,211	4,178	4,681	5%	1%	-6%	-4%
영업이익률	12.8%	19.0%	22.0%	24.2%	13.0%	19.7%	23.0%	24.4%	-0.2%p	-0.7%p	-1.0%p	-0.2%p
지배주주순이익률	8.9%	15.0%	17.7%	19.5%	8.7%	14.7%	17.6%	18.9%	0.2%p	0.3%p	0.1%p	0.7%p
조선												
매출액	16,292	17,444	18,218	18,708	17,364	19,662	21,395	22,759	-6%	-11%	-15%	-18%
영업이익	2,185	3,184	3,731	4,163	2,180	3,465	4,392	4,850	0%	-8%	-15%	-14%
영업이익률	13.4%	18.3%	20.5%	22.3%	12.6%	17.6%	20.5%	21.3%	0.9%p	0.6%p	-0.1%p	0.9%p
해양+플랜트												
매출액	1,010	1,244	909	909	938	1,017	1,017	1,017	8%	22%	-11%	-11%
영업이익	76	64	47	47	69	53	53	53	10%	22%	-11%	-11%
영업이익률	7.5%	5.2%	5.2%	5.2%	7.4%	5.2%	5.2%	5.2%	0.1%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
엔진												
총매출액	4,173	4,502	4,871	5,212	4,049	4,252	4,504	4,549	3%	6%	8%	15%
매출액	2,638	2,690	2,989	3,311	2,621	2,808	2,978	3,008	1%	-4%	0%	10%
영업이익	808	1,116	1,406	1,654	781	1,056	1,349	1,474	3%	6%	4%	12%
총매출 마진율	19.4%	24.8%	28.9%	31.7%	19.3%	24.8%	30.0%	32.4%	0.1%p	-0.1%p	-1.1%p	-0.7%p

Source: 다올투자증권

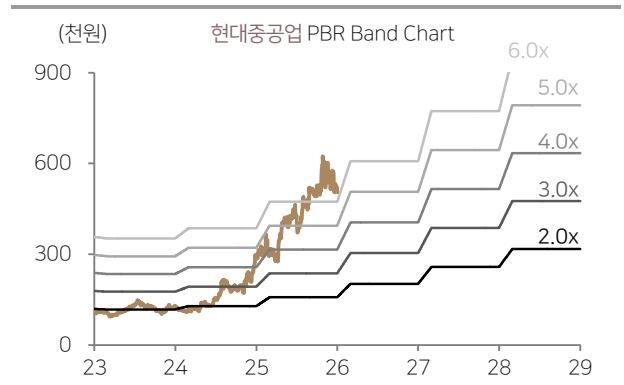
Note: 2025년에 HD현대미포(별도) 실적 합산

Fig. 69: HD현대중공업 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 70: HD현대중공업 PBR



Source: 다올투자증권

2. 선평모델과 실적 예상

Fig. 71: HD현대중공업 실적 예상

(십억원)

HD현대중공업	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2010	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
가이드라인									가이드라인:	13,298	15,796				
매출액	5,006	5,382	5,718	5,831	4,607	5,587	5,329	5,947		19,117	21,938	21,470	22,209	23,023	23,033
YoY	26%	7%	22%	7%	-8%	4%	-7%	2%		19%	15%	-2%	3%	4%	0%
영업이익	502	561	758	980	753	1,016	1,093	1,222		794	2,801	4,084	4,893	5,563	5,623
금융/기타영업외	-66	-253	44	33	63	44	54	60		151	-242	222	337	436	539
세전사업이익	436	308	802	1,013	816	1,061	1,147	1,282		944	2,559	4,306	5,231	6,000	6,162
지배주주순이익	333	233	611	773	612	795	860	961		727	1,950	3,230	3,923	4,500	4,621
영업이익률	10.0%	10.4%	13.3%	16.8%	16.3%	18.2%	20.5%	20.5%		4.2%	12.8%	19.0%	22.0%	24.2%	24.4%
지배주주순이익률	6.7%	4.3%	10.7%	13.3%	13.3%	14.2%	16.1%	16.2%		3.8%	8.9%	15.0%	17.7%	19.5%	20.1%
조선2026~ HHI+HMs(별도)									가이드라인:	13,943	15,831				
매출액	3,742	3,834	3,962	4,753	3,829	4,551	4,293	4,771		11,588	14,366	16,292	17,444	18,218	18,708
YoY	26%	-1%	16%	15%	2%	19%	8%	0%		37%	13%	7%	4%	3%	0%
영업이익	414	415	588	768	589	796	853	946		1,736	763	2,185	3,184	3,731	4,163
영업이익률	11.1%	10.8%	14.8%	16.2%	15.4%	17.5%	19.9%	19.8%		15.0%	5.3%	13.4%	18.3%	20.5%	22.3%
일회성	0	-29	-3	0	0	0	0	0		65	-32	0	0	0	0
일회성제거 OP	414	445	590	768	589	796	853	946		1,736	697	2,217	3,184	3,731	4,163
일회성제거 OPM	11.1%	11.6%	14.9%	16.2%	15.4%	17.5%	19.9%	19.8%		15.0%	4.9%	13.6%	18.3%	20.5%	22.3%
특수선: 앞으로 성장할									합병 청사진:			1,000			
매출액	168	227	371	400	184	218	206	229		830	1,166	837	863	1,452	1,452
YoY	-7%	164%	47%	29%	9%	-4%	-45%	-43%		98%	40%	-28%	3%	68%	0%
영업이익	26	27	51	56	17	20	19	23		73	160	78	86	145	145
영업이익률	15.2%	11.9%	13.8%	14.0%	9.0%	9.0%	9.0%	10.0%		8.8%	13.7%	9.3%	10.0%	10.0%	10.0%
엔진									가이드라인:	2,999	3,352				
총 매출액	901	1,029	1,060	1,183	889	1,135	1,170	1,307		2,835	3,134	4,173	4,502	4,871	5,212
YoY	28%	19%	31%	56%	-1%	10%	10%	11%		7%	33%	8%	8%	7%	1%
영업이익	142	184	220	262	207	278	294	337		755	351	808	1,116	1,406	1,654
영업이익/총매출	15.7%	17.9%	20.8%	22.1%	23.2%	24.5%	25.1%	25.8%		26.6%	11.2%	19.4%	24.8%	28.9%	31.7%
해양플랜트									가이드라인:	569	1,294				
매출액	159	246	281	324	307	315	305	317		6,082	649	1,010	1,244	909	909
영업이익	9	37	1	30	16	16	16	16		1,108	-100	76	64	47	47
영업이익률	5.3%	15.0%	0.2%	9.3%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%		18.2%	-15.4%	7.5%	5.2%	5.2%	5.2%
일회성	14	7	-25	0	0	0	0	0		0	-28	-4	0	0	0
일회성제거 OP	-6	30	26	30	16	16	16	16		1,108	-72	80	64	47	47
일회성제거 OPM	-3.5%	12.1%	9.1%	9.3%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%		18.2%	-11.1%	7.9%	5.2%	5.2%	5.2%

Source: 다올투자증권
 Note: 2025년에 HD현대미포(별도) 실적 합산

Fig. 72: HD현대중공업 4Q25부터 "초대박 고가물량" 스틸커팅 → 1Q26부터 또 실적 점프업

(백만달러)

건조비중 → ↓ 수주년도	2025				2026				2027				2028	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
HD현대중공업 수주시점별 건조 비중														
고가물량 비중('22년 수주)	74%	26%	14%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
대박 고가물량('23년)	26%	48%	49%	50%	46%	61%	62%	24%	10%	28%	33%	0%	0%	40%
초대박 고가물량('24년~)	0%	26%	37%	36%	54%	39%	38%	76%	90%	72%	67%	100%	100%	60%
선종별 건조 비중														
컨테이너선	37%	14%	9%	14%	12%	4%	6%	28%	45%	43%	40%	83%	92%	54%
탱커	2%	7%	13%	19%	16%	10%	13%	16%	12%	4%	0%	2%	4%	5%
LNG	35%	40%	52%	41%	17%	44%	52%	27%	21%	35%	37%	0%	0%	41%
가스선	27%	40%	25%	26%	55%	42%	29%	29%	22%	18%	23%	15%	4%	0%

Source: 다올투자증권



HD현대중공업

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	89.7	233/1299	35/172

연도별 성과

2023	BB
2024	BB
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	
	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	
	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	
	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
93.7	50.9	25%	▲
87.0	59.6	중	▲
94.1	47.1	중	▲
100.0	52.8	하	▲
100.0	84.3	하	▲
90.0	57.7	35%	▲
85.3	60.7	상	▲
95.4	55.4	중	▲
92.0	70.3	하	▲
100.0	57.3	하	▲
63.6	60.2	40%	▲
62.4	56.1	상	▲
58.5	66.6	하	▼
71.0	61.8	상	▲
100.0	71.9	하	▲
60.0	68.2	중	▼
87.1	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터증앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	20.8%	21.9%
2023	0.0%	22.6%	11.2%
2024	29.9%	23.6%	122.9%

HD현대중공업 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,799.7	10,403.1	20,868.4	25,236.8	29,217.1
현금성자산	1,363.2	2,213.2	11,307.7	15,481.3	19,132.5
매출채권	1,384.0	1,659.1	2,264.2	2,379.9	2,594.9
재고자산	1,309.8	1,510.9	2,251.5	2,305.3	2,394.1
비유동자산	8,333.9	8,987.8	8,970.7	8,955.4	8,943.0
투자자산	1,773.4	2,249.9	2,341.3	2,436.3	2,535.3
유형자산	6,452.1	6,609.8	6,459.8	6,312.1	6,167.0
무형자산	108.4	128.1	169.6	207.0	240.8
자산총계	17,133.6	19,390.9	29,839.1	34,192.2	38,160.1
유동부채	9,945.0	11,796.2	14,055.7	15,861.8	16,930.1
매입채무	2,024.9	2,310.9	3,490.6	5,216.2	6,203.2
유동성이자부채	1,928.3	1,513.9	2,513.9	2,513.9	2,513.9
비유동부채	1,981.2	1,890.3	3,195.0	3,199.8	3,204.9
비유동이자부채	1,884.0	1,766.2	3,066.2	3,066.2	3,066.2
부채총계	11,926.2	13,686.5	17,250.6	19,061.6	20,135.0
자본금	443.9	443.9	524.8	524.8	524.8
자본잉여금	3,123.2	3,122.5	8,560.8	8,560.8	8,560.8
이익잉여금	772.8	1,288.3	2,653.1	5,195.3	8,089.8
자본조정	867.5	849.7	849.7	849.7	849.7
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,207.4	5,704.4	12,588.4	15,130.6	18,025.1
투자자본	7,644.7	6,759.7	6,848.8	5,216.8	4,459.6
순차입금	2,449.1	1,067.0	(5,727.5)	(9,901.2)	(13,552.4)
ROA	0.1	3.4	8.0	10.1	10.8
ROE	0.5	11.4	21.4	23.3	23.7
ROIC	1.7	7.6	31.6	50.8	75.9

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	11,963.9	14,486.5	21,937.6	21,469.9	22,209.3
증가율 (Y-Y,%)	32.3	21.1	51.4	(2.1)	3.4
영업이익	178.6	705.2	2,801.3	4,084.0	4,893.4
증가율 (Y-Y,%)	흑전	294.8	297.2	45.8	19.8
EBITDA	456.7	1,011.0	3,070.6	4,198.0	5,009.6
영업외손익	(144.2)	93.3	(242.3)	222.0	337.5
순이자수익	(82.8)	(95.9)	21.0	172.8	288.2
외화관련손익	10.2	412.6	(269.4)	20.5	20.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	34.4	798.1	2,558.9	4,306.1	5,230.9
당기순이익	24.7	621.5	1,961.3	3,229.6	3,923.1
지배기업당기순이익	24.7	621.5	1,950.5	3,229.6	3,923.1
증가율 (Y-Y,%)	흑전	2,417.3	215.6	64.7	21.5
NOPLAT	128.3	549.2	2,147.0	3,063.0	3,670.0
(+) Dep	278.1	305.8	269.4	114.0	116.3
(-) 운전자본투자	(107.3)	(1,512.2)	111.3	(1,611.3)	(739.2)
(-) Capex	478.2	463.5	391.6	(53.9)	(52.5)
OpFCF	35.5	1,903.7	1,913.4	4,842.2	4,578.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.9	20.3	34.4	21.5	15.3
영업이익증가율(3Yr)	76.5	n/a	n/a	183.8	90.7
EBITDA증가율(3Yr)	17.0	n/a	n/a	109.5	70.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	407.6	84.8
영업이익률(%)	1.5	4.9	12.8	19.0	22.0
EBITDA마진(%)	3.8	7.0	14.0	19.6	22.6
순이익률(%)	0.2	4.3	8.9	15.0	17.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	168.8	2,883.9	5,991.9	4,759.8	4,783.7
당기순이익	24.7	621.5	1,701.5	3,229.6	3,923.1
자산상각비	278.1	305.8	269.4	114.0	116.3
운전자본증감	(77.4)	2,113.5	2,716.6	1,611.3	739.2
매출채권감소(증가)	(228.1)	(155.7)	(65.3)	(115.8)	(215.0)
재고자산감소(증가)	66.8	(201.1)	(265.2)	(53.8)	(88.8)
매입채무증가(감소)	370.7	222.8	(288.4)	1,725.6	987.0
투자현금	(477.9)	(499.1)	(1,976.7)	(139.0)	(145.9)
단기투자자산감소	30.0	0.0	(1,549.8)	(40.4)	(42.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.5)	(0.5)
설비투자	(478.2)	(463.5)	(391.6)	53.9	52.5
유무형자산감소	(26.0)	(21.4)	(25.0)	(57.5)	(57.5)
재무현금	502.8	(2,048.8)	7,087.5	(487.4)	(1,028.6)
차입금증가	(13.8)	(14.3)	188.1	200.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	7,245.4	(687.4)	(1,028.6)
배당금지급	0.0	0.0	376.5	687.4	1,028.6
현금 증감	183.9	329.8	9,055.7	4,133.3	3,609.2
총현금흐름(Gross CF)	316.9	829.3	3,299.6	3,148.4	4,044.5
(-) 운전자본증가(감소)	(107.3)	(1,512.2)	111.3	(1,611.3)	(739.2)
(-) 설비투자	478.2	463.5	391.6	(53.9)	(52.5)
(+) 자산매각	(26.0)	(21.4)	(25.0)	(57.5)	(57.5)
Free Cash Flow	(238.5)	2,443.7	4,039.5	4,620.7	4,637.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5
잉여현금	(238.5)	2,443.7	4,039.4	4,620.2	4,637.3

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	278	7,001	21,795	30,769	37,377
BPS	58,660	64,259	119,934	144,154	171,731
DPS	0	2,090	5,270	9,200	11,200
Multiples(x,%)					
PER	463.9	41.1	23.1	16.4	13.5
PBR	2.2	4.5	4.2	3.5	2.9
EV/ EBITDA	30.4	26.3	15.4	10.2	7.9
배당수익률	n/a	0.7	1.0	1.8	2.2
PCR	36.1	30.8	13.7	16.8	13.1
PSR	1.0	1.8	2.1	2.5	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	229.0	239.9	137.0	126.0	111.7
Net debt/Equity	47.0	18.7	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	536.2	105.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	88.5	88.2	148.5	159.1	172.6
이자보상배율	2.2	7.4	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	1.0	0.6	1.3	1.3
자산구조					
투자자본(%)	70.9	60.2	33.4	22.5	17.1
현금+투자자산(%)	29.1	39.8	66.6	77.5	82.9
자본구조					
차입금(%)	42.3	36.5	30.7	26.9	23.6
자기자본(%)	57.7	63.5	69.3	73.1	76.4

한화오션

(042660)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	159,000	145,000	상향

Earnings

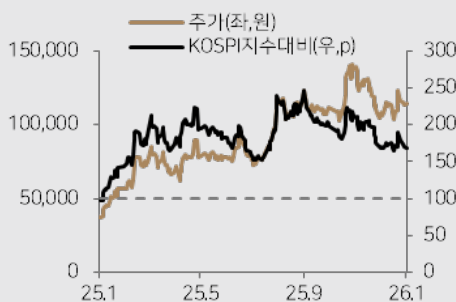
Stock Information

현재가 (01/02)	114,700원
예상 주가상승률	38.6%
시가총액	351,456억원
비중(KOSPI내)	0.99%
발행주식수	306,413천주
52주 최저가/최고가	37,350 - 141,000원
90일 일평균거래대금	2,994억원
외국인 지분율	9.2%
주요주주지분율(%)	
한화에어로스페이스 (외 3인)	57.3
국민연금공단 (외 1인)	5.8
한화오션 우리사주 (외 1인)	0.6

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	21.7	36.5	19.4
PBR(배)	2.4	6.1	4.6
EV/EBITDA(배)	39.0	25.0	13.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	8.1	49.7	203.4	0.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	0.2	9.6	123.8	0.0

Price Trend



DAOL

다올투자증권

Austal 지분 없지만, 방법이 생길거야

Issue

2026년 투자포인트 점검. 적정주가 상향

Pitch

2026년에 12.3십억달러로 전년의 9.6십억달러에서 성장. LNG선 수주가 13척에서 20척으로 늘 것으로 예상

미국 조선업 협력의 대장주 자리를 한화시스템에게 내어주는 형국. HD현대중공업과 마찬가지로 한국 블록 및 깡통선체를 미국에 공급할 수 있는 법안 변경 등을 기다림

Rationale

- 실적:** 2026년에 매출 14.9조원으로 +14%, 영업이익은 2.6조원(전년 1.4조원)으로 크게 성장. P-MIX 효과, 환율 등으로 OPM이 10.7%에서 17.5%로 급성장하는 예상치 견지
- 특수선:** 동사는 2023년 유상증자에서 '초격차 방산'의 가치 아래 2030년에 방산 매출 2.9조원 청사진을 제시. 국내 장보고III-배치2의 2, 3번함, 울산급 배치3의 5, 6번함 등으로 1조원 중반의 매출까지 성장하고, 나머지 부분은 1) 캐나다 잠수함, 2) 해외 특수선, 3) MASGA에서 달성해야 함
- MASGA 관련 법안 통과 필요:** 다만, 한화필리도 40% 지분 보유, Austal 인수에도 한화시스템과 한화에어로스페이스가 참여해서, 동사의 지분 관계는 떨어짐. 이에 미국에 조선사가 없는 HD현대중공업과 마찬가지로 번스-톨레프슨법 개정과 이에 따른 한국에서의 블록 및 깡통선체 공급의 길이 열리는 것이 동사에게 가장 중요한 투자포인트
- 수주 성장:** 상선 9.8십억달러, 해양 1.0십억달러, 방산 1.5십억달러로 12.3십억달러 수주 예상치 제시. 올해 추정 달성한 9.6십억달러에서 증가로 LNG선 수주가 전년 13척에서 20척으로 늘기 때문
- 적정주가:** 백로그너머를 2028년으로 옮기고, 적정PER 20배를 유지해, 동사의 적정주가를 159,000원으로 +10% 상향

Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	4,860	7,408	10,776	13,079	14,930	15,659	15,720
영업이익	(1,614)	(196)	238	1,403	2,609	2,946	3,064
EBITDA	(1,483)	(50)	418	1,614	2,793	3,141	3,271
지배주주순이익	(1,745)	160	528	964	1,811	2,156	2,498
자산총계	12,236	13,945	17,844	19,362	21,615	23,858	25,597
자본총계	745	4,312	4,863	5,806	7,617	9,773	11,842
순차입금	1,920	427	4,845	5,249	3,671	1,711	(405)
매출증가율	8.3	52.4	45.5	21.4	14.1	4.9	0.4
영업이익률	(33.2)	(2.7)	2.2	10.7	17.5	18.8	19.5
지배순이익률	(35.9)	2.2	4.9	7.4	12.1	13.8	15.9
EPS증가율	적지	흑전	230.3	82.5	87.9	19.1	15.8
ROE	(117.8)	6.3	11.5	18.1	27.0	24.8	23.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

1. Valuation. 적정주가 상향

Fig. 73: 적정주가 159,000원으로 +10% 상향: 백로그너머를 2028년으로 반년 이동

(원, 배수)

PER Valuation	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
주식수(백만주)	107	107	306	306	306	306	306	306
한화의 3자배정 유증 ↑								
EPS_2차 증자 후	-15,843	-16,262	522	1,724	3,145	5,909	7,038	7,950
PER(고)	-2.5	-1.8	95.6	23.8	48.2	19.5		
PER(저)	-1.4	-1.1	33.7	12.2	36	19		
적정PER					15	15	20	적정 20
적정주가의 PER				92.3	50.6	26.9	22.6	20.0
현재PER					36.5	19.4	16.3	14.4
적정주가							140,760	159,000
Weight							0%	100%
주당 적정가치 백로그너머							159,000	
적정주가					159,000			
증가(01월 02일)					114,700			
상승여력					38.6%			

Source: 다올투자증권

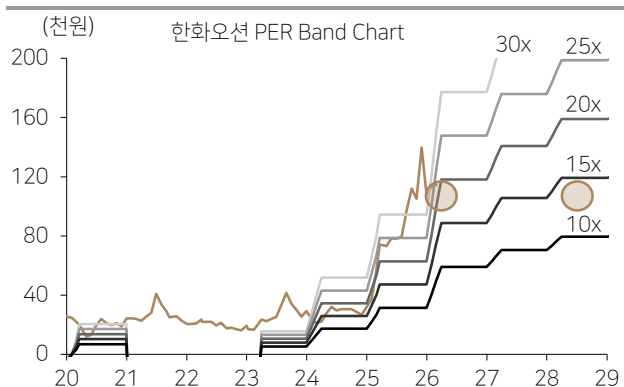
Fig. 74: 한화오션 2026~2028년 매출 조금 낮춤

(십억원)

한화오션	변경 후				변경 전				차이(변경 후/변경 전)			
	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	13,079	14,930	15,659	15,720	13,403	16,141	15,956	16,259	-2%	-8%	-2%	-3%
영업이익	1,403	2,609	2,946	3,064	1,455	2,736	3,001	3,020	-4%	-5%	-2%	1%
영업외	-350	-195	-71	100	-359	-175	-94	-12				
세전이익	1,053	2,414	2,875	3,164	1,096	2,562	2,907	3,008	-4%	-6%	-1%	5%
지배주주 순이익	964	1,811	2,156	2,436	998	1,921	2,180	2,256	-3%	-6%	-1%	8%
영업이익률	10.7%	17.5%	18.8%	19.5%	10.9%	17.0%	18.8%	18.6%	-0.1%p	0.5%p	0.0%p	0.9%p
순이익률	7.4%	12.1%	13.8%	15.5%	7.4%	11.9%	13.7%	13.9%	-0.1%p	0.2%p	0.1%p	1.6%p
조선												
매출액	10,646	11,977	12,071	12,071	10,898	13,644	12,603	12,603	-2%	-12%	-4%	-4%
영업이익	1,345	2,368	2,648	2,738	1,404	2,559	2,742	2,740	-4%	-7%	-3%	0%
영업이익률	12.6%	19.8%	21.9%	22.7%	12.9%	18.8%	21.8%	21.7%	-0.2%p	1.0%p	0.2%p	0.9%p

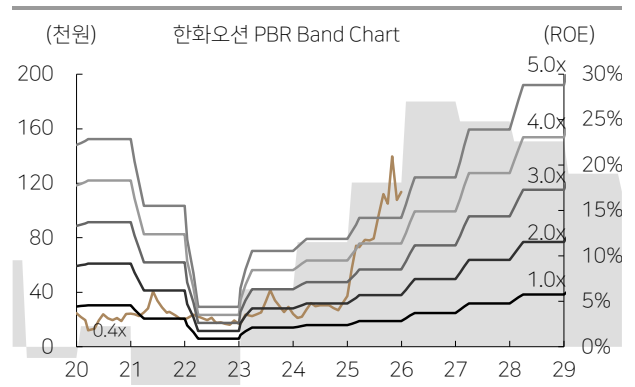
Source: 다올투자증권

Fig. 75: 한화오션 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 76: 한화오션 PBR



Source: 다올투자증권

2. 선평모델과 실적 예상

Fig. 77: 한화오션 실적 예상: 특수선 부문 일단 분리 예상치 제시. 고도화 필요

(십억원)

한화오션	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2010	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
가이던스 매출										???				
매출액	3,143	3,294	3,023	3,619	3,477	3,805	3,653	3,994	12,075	10,776	13,079	14,930	15,659	15,720
YoY	38%	30%	12%	11%	11%	16%	21%	10%	-3%	41%	21%	14%	5%	0%
영업이익	259	372	290	483	570	680	642	718	1,503	238	1,403	2,609	2,946	3,064
금융/기타영업외	-44	-210	1	-71	-53	-50	-47	-44	-124	-72	-324	-195	-71	100
세전사업이익	217	151	273	413	517	629	595	673	1,375	181	1,053	2,414	2,875	3,164
지배주주지분 순이익	216	148	269	330	388	472	446	505	1,102	528	964	1,811	2,156	2,436
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	13.4%	16.4%	17.9%	17.6%	18.0%	12.4%	2.2%	10.7%	17.5%	18.8%	19.5%
지배지분순이익률	6.9%	4.5%	8.9%	9.1%	11.1%	12.4%	12.2%	12.6%	9.1%	4.9%	7.4%	12.1%	13.8%	15.5%
일회성	30	0	-50	0	0	0	0	0		-155	10			
일회성제거 영업이익	229	372	340	483	570	680	642	718		393	1,393	2,609	2,946	3,064
일회성제거 영업이익률	7.3%	11.3%	11.2%	13.4%	16.4%	17.9%	17.6%	18.0%		3.6%	10.7%	17.5%	18.8%	19.5%
조선														
매출액	2,568	2,806	2,461	2,812	2,887	3,054	2,934	3,102	8,474	8,676	10,646	11,977	12,071	12,071
영업이익	233	377	307	428	524	620	584	640	611	126	1,345	2,368	2,648	2,738
영업이익률	9.1%	13.4%	12.5%	15.2%	18.2%	20.3%	19.9%	20.6%	7.2%	1.5%	12.6%	19.8%	21.9%	22.7%
특수선										청사진:				'30년 5,000 →
매출액	303	237	375	400	263	394	374	510		1,053	1,315	1,541	1,914	1,601
영업이익	41	18	29	32	26	39	41	56		126	120	163	202	169
영업이익률	13.6%	7.7%	7.7%	8.0%	10.0%	10.0%	11.0%	11.0%		12.0%	9.1%	10.6%	10.6%	10.6%
해양														
매출액	232	288	102	195	127	145	141	166		912	817	579	830	1,191
영업이익	2	0	-48	9	2	3	0	3		8	-36	8	24	83
영업이익률	0.9%	0.1%	-47.0%	4.8%	1.9%	1.9%	-0.1%	1.9%		0.9%	-4.4%	1.4%	2.9%	6.9%

Source: 다올투자증권

Fig. 78: 한화오션 4Q25부터 "초대박 고가물량" 건조 증가 → 1Q26부터는 "초대박 고가물량"이 더 많아짐

(백만달러)

LNG선 매출비중이 2027년에 떨어지지만 고마진 컨테이너선 건조가 상쇄

건조비중 → ↓ 수주년도	2025				2026				2027				2028	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
한화오션 수주시점별 건조 비중														
2020	291													
2021														
2022	1,027	919	749			333		333		333		333		333
2023	125	250		765	381	382								
2024		840	348	489	619	1,765	626	378	672	958	626	378	672	958
2025					253	507	906	1,279	1,163	1,163	906	1,279	1,163	1,163
고가물량 비중('22년 수주)	71%	46%	68%	0%	0%	11%	0%	17%	0%	14%	0%	17%	0%	14%
대박 고가물량('23년)	9%	12%	0%	61%	30%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
초대박 고가물량('24년~)	0%	42%	32%	39%	70%	76%	100%	83%	100%	86%	100%	83%	100%	86%
선종별 건조 비중														
컨테이너선	22%	11%	0%	0%	0%	8%	13%	25%	30%	38%	44%	49%	53%	71%
탱커	0%	7%	8%	11%	26%	18%	20%	29%	17%	6%	11%	21%	22%	18%
LNG	73%	68%	76%	84%	69%	68%	59%	36%	51%	56%	44%	30%	25%	11%
가스선	5%	14%	16%	5%	5%	6%	8%	10%	3%	0%	0%	0%	0%	0%

Source: 다올투자증권

한화오션

등급	자산규모	평가시기	섹터
B	2조이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	75.7	560/1299	81/172

연도별 성과

2023	BB
2024	C
2025	B

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	
	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	
	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	
	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
82.6	50.9	25%	▲
90.0	59.6	중	▲
89.1	47.1	중	▲
50.0	52.8	하	▼
100.0	84.3	하	▲
67.9	57.7	35%	▲
83.6	60.7	상	▲
90.8	55.4	중	▲
92.0	70.3	하	▲
96.8	57.3	하	▲
63.2	60.2	40%	▲
63.7	56.1	상	▲
38.4	66.6	하	▼
70.3	61.8	상	▲
86.0	71.9	하	▲
87.5	68.2	중	▲
95.7	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (2개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

- [2025하] 사회, Level5, 조선소에서 감독관 1명 추락사 (사건발생일: 2025년 9월 3일)
- [2025하] 사회, Level5, 거제 조선소서 구조물 충돌로 근로자 1명 사망 (사건발생일: 2025년 10월 17일)

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터증앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	20.8%	-17.8%
2023	0.0%	22.6%	49.1%
2024	0.0%	23.6%	48.8%

한화오션 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,217.5	11,246.0	12,200.3	14,397.0	16,593.4
현금성자산	2,155.7	950.4	898.2	2,476.4	4,318.7
매출채권	332.4	892.3	1,343.3	1,530.0	1,622.9
재고자산	2,890.8	2,779.7	3,302.0	3,700.6	3,928.4
비유동자산	4,727.2	6,597.8	7,162.0	7,217.7	7,264.7
투자자산	660.7	1,555.3	1,761.9	1,833.5	1,907.9
유형자산	4,062.2	4,648.4	5,022.8	5,005.5	4,976.5
무형자산	4.3	394.1	377.3	378.8	380.3
자산총계	13,944.8	17,843.8	19,362.3	21,614.7	23,858.1
유동부채	7,459.4	10,346.6	10,767.9	11,189.1	11,254.7
매입채무	1,497.7	2,048.2	2,106.9	2,480.9	2,616.6
유동성이자부채	778.2	3,615.8	3,931.5	3,931.5	3,813.6
비유동부채	2,173.2	2,633.8	2,788.2	2,808.6	2,829.9
비유동이자부채	1,804.5	2,179.6	2,215.9	2,215.9	2,215.9
부채총계	9,632.6	12,980.5	13,556.0	13,997.8	14,084.6
자본금	1,536.8	1,537.1	1,537.1	1,537.1	1,537.1
자본잉여금	2,740.2	118.7	153.4	153.4	153.4
이익잉여금	(2,868.2)	236.4	1,176.4	2,987.1	5,143.6
자본조정	2,898.6	2,966.5	2,934.5	2,934.5	2,934.5
자기주식	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	4,312.2	4,863.3	5,806.2	7,617.0	9,773.4
투하자본	4,695.8	9,132.0	10,340.2	10,543.7	10,709.7
순차입금	427.1	4,845.0	5,249.2	3,671.0	1,710.8
ROA	1.2	3.3	5.2	8.8	9.5
ROE	6.3	11.5	18.1	27.0	24.8
ROIC	(3.9)	2.5	13.2	18.7	20.8

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,408.3	10,776.0	13,079.3	14,929.7	15,659.5
증가율 (Y-Y,%)	52.4	45.5	21.4	14.1	4.9
영업이익	(196.5)	237.9	1,403.4	2,609.4	2,946.2
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	490.0	85.9	12.9
EBITDA	(50.5)	417.5	1,614.3	2,792.8	3,141.4
영업외손익	80.2	(56.8)	(350.2)	(195.1)	(70.8)
순이자수익	(41.2)	(108.1)	(158.3)	(192.4)	(107.8)
외화관련손익	16.4	134.0	(151.7)	(2.4)	(2.6)
지분법손익	0.0	28.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(116.3)	181.0	1,053.3	2,414.3	2,875.5
당기순이익	160.0	528.2	963.8	1,810.7	2,156.6
지배기업당기순이익	159.9	528.1	963.7	1,810.7	2,156.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	230.0	82.5	87.9	19.1
NOPLAT	(142.5)	172.5	1,284.2	1,957.1	2,209.7
(+) Dep	146.0	179.6	210.9	183.4	195.1
(-) 운전자본투자	1,653.4	3,184.2	900.9	197.2	170.6
(-) Capex	130.7	373.6	431.7	160.0	160.0
OpFCF	(1,780.6)	(3,205.7)	162.6	1,783.2	2,074.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.8	33.9	39.1	26.3	13.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	131.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	96.0
순이익증가율(3Yr)	22.7	n/a	n/a	124.5	59.8
영업이익률(%)	(2.7)	2.2	10.7	17.5	18.8
EBITDA마진(%)	(0.7)	3.9	12.3	18.7	20.1
순이익률(%)	2.2	4.9	7.4	12.1	13.8

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	(1,939.2)	(2,904.6)	770.9	1,617.4	2,202.3
당기순이익	160.0	528.2	963.8	1,810.7	2,156.6
자산상각비	146.0	179.6	210.9	183.4	195.1
운전자본증감	(1,195.4)	(3,157.8)	(1,033.7)	(197.2)	(170.6)
매출채권감소(증가)	25.1	(290.5)	(541.4)	(186.7)	(92.9)
재고자산감소(증가)	(803.3)	(339.7)	(604.6)	(398.6)	(227.8)
매입채무증가(감소)	259.8	210.0	270.8	374.0	135.8
투자현금	196.7	(1,110.1)	(644.5)	(241.8)	(244.8)
단기투자자산감소	341.5	(174.4)	32.9	(2.7)	(2.8)
장기투자증권감소	0.3	(156.5)	(194.1)	(29.0)	(30.2)
설비투자	(130.7)	(373.6)	(431.7)	(160.0)	(160.0)
유무형자산감소	(2.3)	(3.7)	(4.9)	(7.6)	(7.6)
재무현금	2,885.2	2,803.0	122.1	200.0	(117.9)
차입금증가	(580.9)	2,826.0	(209.6)	200.0	(117.9)
자본증가	3,497.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	1,139.6	(1,211.0)	244.4	1,575.5	1,839.5
총현금흐름(Gross CF)	(661.9)	354.0	1,915.9	1,814.6	2,372.9
(-) 운전자본증가(감소)	1,653.4	3,184.2	900.9	197.2	170.6
(+) 설비투자	130.7	373.6	431.7	160.0	160.0
(-) 자산매각	(2.3)	(3.7)	(4.9)	(7.6)	(7.6)
Free Cash Flow	(1,660.6)	(3,913.9)	237.7	1,375.5	1,957.5
(-) 기타투자	(0.3)	156.5	194.1	29.0	30.2
잉여현금	(1,660.2)	(4,070.3)	43.6	1,346.5	1,927.2

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	522	1,724	3,145	5,909	7,038
BPS	14,060	15,857	18,933	24,843	31,881
DPS	0	0	0	0	1,400
Multiples(x,%)					
PER	48.1	21.7	36.5	19.4	16.3
PBR	1.8	2.4	6.1	4.6	3.6
EV/ EBITDA	n/a	39.0	25.0	13.9	11.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	1.2
PCR	n/a	32.3	18.3	19.4	14.8
PSR	1.0	1.1	2.7	2.4	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	223.4	266.9	233.5	183.8	144.1
Net debt/Equity	9.9	99.6	90.4	48.2	17.5
Net debt/EBITDA	n/a	1,160.4	325.2	131.4	54.5
유동비율	123.6	108.7	113.3	128.7	147.4
이자보상배율	n/a	2.2	8.9	13.6	27.3
이자비용/매출액	2.1	1.6	1.6	1.6	1.4
자산구조					
투하자본(%)	62.5	78.5	79.5	71.0	63.2
현금+투자자산(%)	37.5	21.5	20.5	29.0	36.8
자본구조					
차입금(%)	37.5	54.4	51.4	44.7	38.2
자기자본(%)	62.5	45.6	48.6	55.3	61.8

자료: 다올투자증권

삼성중공업

(010140)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	37,000	37,000	유지

Earnings

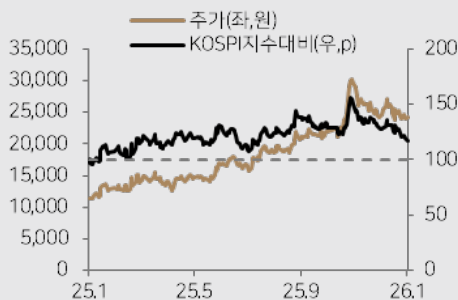
Stock Information

현재가 (01/02)	24,150원
예상 증가상승률	53.2%
시가총액	212,520억원
비중(KOSPI내)	0.6%
발행주식수	880,000천주
52주 최저가/최고가	11,410 - 30,300원
90일 일평균거래대금	1,420억원
외국인 지분율	30.6%
주요주주지분율(%)	
삼성전자 (외 8인)	20.9
국민연금공단 (외 1인)	8.0
자사주 (외 1인)	3.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	155.7	33.0	15.6
PBR(배)	2.6	5.1	3.8
EV/EBITDA(배)	16.9	19.5	10.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(1.4)	46.0	110.0	0.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(9.3)	5.9	30.4	0.0

Price Trend



DAOL 다음투자증권

2025 FLNG 공백은, 2026에는 모멘텀

Issue

2026년 투자포인트 점검

Pitch

FLNG 2기로 2026년에 11.1십억달러로 전년의 7.9십억달러에서 크게 성장. FLNG 수주 지연에 대한 불신이 크지만, Coral과 Delfin 1호선 수주 가능성은 높음

경쟁사에 비해 특수선 포트폴리오가 없지만, NGLS 사업 등을 GD와 함께 협업 예정

Rationale

- 실적:** 2026년에 매출 11.2조원으로 +5%, 영업이익은 1.6조원(전년 0.9조원)으로 크게 성장. P-MIX 효과, 환율 등으로 OPM이 8.4%에서 14.6%로 급성장하는 예상치 견지. 두 자릿수 수익성을 처음 시현하는 모습을 보게 됨
- 수주 2025:** 2025년 7.9십억달러로 마치면서 목표 9.8십억달러를 하회. 조선은 목표 5.8십억달러를 크게 넘긴 7.9십억달러를 수주했지만, FLNG 수주가 Coral, Delfin 모두 해를 넘김
- FLNG 2026:** 해양 사업 특유의 계약 지연이 또 발생했지만, 부분 생산을 하고 있는 Coral North, 그리고 3호선까지 시리즈 건조 예정이며, 발주처가 FID를 내린 Delfin 1호선까지 2026년 수주는 확실시
- 수주 2026:** 동사의 올해 수주를 FLNG 3십억달러, 상선 8.1십억달러로 11.1십억달러로 공격적으로 제시. LNG선 수주가 7척에서 20척으로 늘고, FLNG 2기가 4십억달러에 달할 수 있지만 보수적으로 제시
- 나도 MASGA:** 비록 전투함 포트폴리오는 없지만, GD의 NASSCO와 파트너십 계약을 체결해, NGLS(미 해군 차세대군수지원함) 사업을 수행하며 동사도 일정부분 수혜 기대

Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	5,945	8,009	9,903	10,673	11,178	11,770	13,084
영업이익	(854)	233	503	895	1,633	1,792	2,100
EBITDA	(655)	474	792	1,185	1,965	2,140	2,463
지배주주순이익	(619)	(148)	64	644	1,360	1,351	1,614
자산총계	14,492	15,593	17,195	15,484	17,007	18,530	20,273
자본총계	3,572	3,409	3,749	4,141	5,501	6,852	8,210
순차입금	1,695	2,506	3,466	1,812	112	(1,505)	(3,151)
매출증가율	(10.2)	34.7	23.6	7.8	4.7	5.3	11.2
영업이익률	(14.4)	2.9	5.1	8.4	14.6	15.2	16.1
지배순이익률	(10.4)	(1.9)	0.6	6.0	12.2	11.5	12.3
EPS증가율	적지	적지	흑전	908.3	111.2	(0.7)	19.5
ROE	(16.3)	(4.4)	1.5	16.1	27.0	21.2	20.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다음투자증권

1. Valuation

Fig. 79: 삼성중공업 적정주가 37,000원 유지: 실적 낮추지만 백로그너머를 2028년으로 반년 이동 (원, 배수)

PER Valuation	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
EPS	-1,642	-704	-168	73	732	1,546	1,535	1,835
PER(고)	-4.9	-9.2	-56.2	169.3	44.4	15.7		
PER(저)	-3.1	-7.1	-28.4	96.2	15.3	15.3		
적정PER					12	15	20	적정 20
적정주가의 PER				509.7	50.6	23.9	24.1	20.2
현재PER					33.0	15.6	15.7	13.2
주당 적정가치							30,700	36,690
Weight							0%	100%
주당 적정가치 백로그너머							36,690	
적정주가						37,000		
증가(01월 02일)						24,150		
상승여력						53.2%		

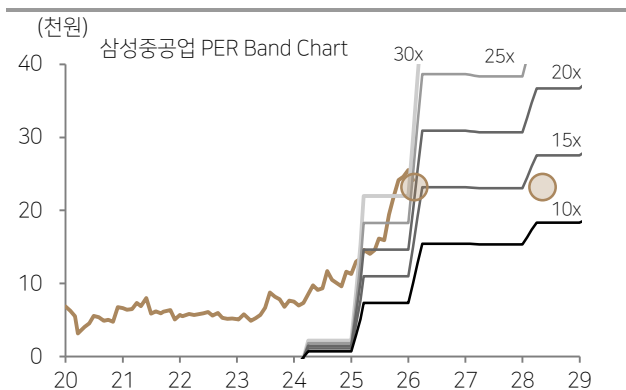
Source: 다올투자증권

Fig. 80: 삼성중공업 2026~2028년 조선 수익성 및 이익 상향 조정 (십억원)

삼성중공업	변경 후				변경 전				차이(변경 후 / 변경 전)			
	25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E
매출액	10,673	11,178	11,770	13,084	10,855	12,524	13,495	15,020	-2%	-11%	-13%	-13%
영업이익	895	1,633	1,792	2,100	904	1,727	1,979	2,325	-1%	-5%	-9%	-10%
세전이익	647	1,705	1,715	2,034	656	1,799	1,902	2,259	-1%	-5%	-10%	-10%
지배주주순이익	644	1,360	1,351	1,614	653	1,436	1,498	1,792	-1%	-5%	-10%	-10%
영업이익률	8.4%	14.6%	15.2%	16.1%	8.3%	13.8%	14.7%	15.5%	0.1%p	0.8%p	0.6%p	0.6%p
순이익률	6.0%	12.2%	11.5%	12.3%	6.0%	11.5%	11.1%	11.9%	0.0%p	0.7%p	0.4%p	0.4%p

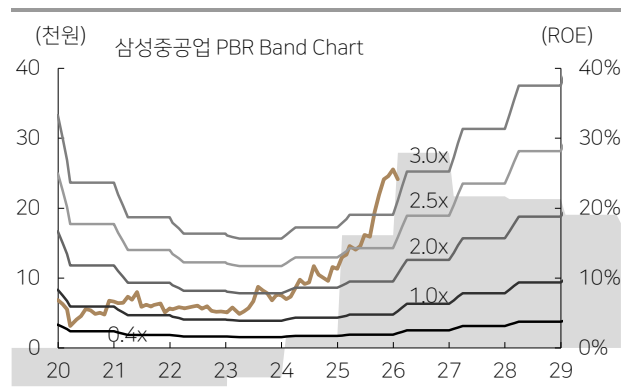
Source: 다올투자증권

Fig. 81: 삼성중공업 PER



Source: 다올투자증권

Fig. 82: 삼성중공업 PBR



Source: 다올투자증권

2. 선평모델과 실적

Fig. 83: 삼성중공업 실적 예상

(십억원)

삼성중공업	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2012	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
가이던스 매출										9,700	10,500			
매출액	2,494	2,683	2,635	2,861	2,762	2,827	2,740	2,849	14,489	9,903	10,673	11,178	11,770	13,084
YoY	6.2%	6.0%	13.4%	5.9%	10.7%	5.4%	4.0%	-0.4%	8.2%	23.6%	7.8%	4.7%	5.3%	11.2%
가이던스 OP										400	630			
영업이익	123	205	238	329	338	415	412	469	1,206	503	895	1,633	1,792	2,100
금융/기타영업외	-32	10	-97	-129	17	18	18	19	-160	-818	-248	72	-77	-66
세전사업이익	91	215	141	200	355	432	431	488	1,045	-316	647	1,705	1,715	2,034
지배주주 손이익	92	214	142	196	313	340	340	368	796	64	644	1,360	1,351	1,614
영업이익률	4.9%	7.6%	9.0%	11.5%	12.2%	14.7%	15.0%	16.5%	8.3%	5.1%	8.4%	14.6%	15.2%	16.1%
순이익률	3.6%	7.9%	5.3%	6.9%	9.9%	11.8%	12.1%	13.2%	5.5%	0.5%	6.0%	11.7%	11.2%	12.0%
일회성 손실	-29	0	0							44	-29			
		상여금=기타 이익												
일회성 제거 OP	152	205	238	329	338	415	412	469		459	924	1,633	1,792	2,100
일회성 제거 OPM	6.1%	7.6%	9.0%	11.5%	12.2%	14.7%	15.0%	16.5%		4.6%	8.7%	14.6%	15.2%	16.1%

Source: 다올투자증권

Fig. 84: 삼성중공업 3Q25부터 "초대박 고가물량" 건조 절반 이상. 가스선 60%대로 건조 비중 차지

(백만달러)

건조비중 → ↓ 수주년도	2025				2026				2027				2028	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
삼성중공업 수주시점별 건조 비중														
2020														
2021	496	496												
2022	645	215	215	215	215	215	215							
2023		885	1,337	194	507	313	643	837	388					
2024		460	3,017	406	259	1,346	486	1,340	538	1,492				
2025					261		510	446	1,508	642	429	231	746	894
고가물량 비중('22년 수주)	57%	10%	5%	26%	17%	11%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
대박 고가물량('23년)	0%	43%	29%	24%	41%	17%	35%	32%	16%	0%	0%	0%	0%	0%
초대박 고가물량('24년~)	0%	22%	66%	50%	42%	72%	54%	68%	84%	100%	100%	100%	100%	100%
선종별 건조 비중														
컨테이너선	45%	37%	19%	14%	28%	25%	26%	30%	30%	25%	26%	30%	35%	21%
탱커	4%	5%	3%	3%	7%	0%	0%	4%	4%	0%	0%	4%	8%	15%
LNG선	48%	58%	43%	40%	59%	67%	63%	39%	39%	67%	63%	39%	31%	54%
가스선	3%	0%	0%	0%	6%	8%	11%	20%	19%	8%	11%	20%	15%	4%

Source: 다올투자증권

SUSTINVEST

삼성중공업

등급	자산규모	평가시기	섹터
B	2조이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	74.6	582/1299	82/172

연도별 성과

2023	A
2024	B
2025	B

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	
	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	
	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	
	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
94.3	54.5	25%	▲
87.0	59.6	중	▲
95.5	47.1	중	▲
100.0	52.8	하	-
100.0	84.3	하	▲
66.5	57.7	35%	▲
72.7	60.7	상	▲
89.0	55.4	중	▲
92.0	70.3	하	▲
90.4	57.3	하	▲
62.1	60.2	40%	▲
59.6	56.1	상	▲
56.8	66.6	하	▼
74.7	61.8	상	▲
100.0	71.9	하	▲
60.0	67.4	중	▼
100.0	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (2개)

※ 추가 이슈는 Controversy 사이트에서 확인 가능함.

- [2025상] 사회, Level3, 거제 조선소서 파편 튀어 50대 노동자 팔 절단사고 발생 (사건발생일: 5월 8일)
- [2025상] 사회, Level5, 거제조선소에서 50대 노동자 끼임 사고로 사망 (사건발생일: 5월 27일)

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	20.8%	-9.9%
2023	-	22.6%	51.7%
2024	0.0%	23.6%	45.8%

삼성중공업 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,245.5	9,370.0	8,323.9	10,021.3	11,747.8
현금성자산	2,129.2	3,057.5	1,890.0	3,639.7	5,256.5
매출채권	545.4	1,186.2	733.5	756.1	804.7
재고자산	1,729.2	452.5	1,003.2	904.9	942.3
비유동자산	6,347.9	7,824.7	7,160.3	6,985.6	6,781.8
투자자산	1,112.2	2,680.9	2,096.1	2,181.3	2,269.8
유형자산	5,208.7	5,115.9	5,033.1	4,777.1	4,488.1
무형자산	27.0	27.8	31.0	27.3	23.9
자산총계	15,593.4	17,194.6	15,484.2	17,006.9	18,529.6
유동부채	11,231.9	12,029.2	10,222.9	10,383.3	10,552.9
매입채무	1,147.3	945.6	1,654.5	1,705.5	1,815.3
유동성이자부채	3,785.7	5,212.0	2,638.1	2,688.1	2,688.1
비유동부채	952.3	1,415.9	1,120.1	1,122.4	1,124.8
비유동이자부채	849.2	1,311.8	1,063.6	1,063.6	1,063.6
부채총계	12,184.2	13,445.2	11,343.0	11,505.6	11,677.7
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	(2,168.7)	(2,136.0)	(1,489.6)	(129.5)	1,221.2
자본조정	231.9	554.5	303.1	303.1	303.1
자기주식	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)	(970.3)
자본총계	3,409.2	3,749.5	4,141.2	5,501.3	6,851.9
투하자본	5,833.3	7,129.1	5,792.3	5,446.2	5,173.2
순차입금	2,505.6	3,466.3	1,811.7	112.1	(1,504.8)
ROA	(1.0)	0.3	3.9	8.1	7.4
ROE	(4.4)	1.5	16.1	27.0	21.2
ROIC	3.1	5.6	13.7	22.4	26.0

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,009.4	9,903.1	10,672.8	11,178.0	11,770.0
증가율 (Y-Y,%)	34.7	23.6	7.8	4.7	5.3
영업이익	233.3	502.7	894.8	1,633.4	1,791.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	115.4	78.0	82.6	9.7
EBITDA	474.0	791.9	1,185.0	1,965.2	2,139.7
영업외손익	(529.0)	(818.2)	(248.2)	72.1	(76.9)
순이자수익	(145.7)	(192.1)	(131.0)	(124.7)	(114.3)
외화관련손익	36.7	108.9	(113.4)	0.5	0.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(295.7)	(315.5)	646.5	1,705.5	1,715.0
당기순이익	(155.6)	53.9	641.4	1,313.2	1,320.5
지배기업당기순이익	(148.3)	63.9	644.0	1,360.1	1,350.6
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	1,090.5	104.7	0.6
NOPLAT	169.2	364.5	887.7	1,257.7	1,379.7
(+) Dep	240.6	289.2	290.2	331.8	347.9
(-) 운전자본투자	382.1	(174.8)	(646.2)	(162.6)	(60.0)
(-) Capex	153.4	173.4	182.3	72.0	55.5
OpFCF	(125.7)	655.0	1,641.8	1,680.1	1,732.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.3	14.4	21.5	11.8	5.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	91.3	52.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	60.7	39.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	190.5
영업이익률(%)	2.9	5.1	8.4	14.6	15.2
EBITDA마진(%)	5.9	8.0	11.1	17.6	18.2
순이익률(%)	(1.9)	0.5	6.0	11.7	11.2

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	(516.5)	654.5	744.3	2,156.8	1,760.9
당기순이익	(155.6)	53.9	641.4	1,313.2	1,320.5
자산상각비	240.6	289.2	290.2	331.8	347.9
운전자본증감	(716.3)	117.6	115.1	162.6	60.0
매출채권감소(증가)	235.0	(618.9)	435.1	(22.6)	(48.7)
재고자산감소(증가)	43.3	1,384.2	(550.7)	98.3	(37.4)
매입채무증가(감소)	125.1	(624.8)	690.0	51.0	109.8
투자현금	(194.7)	310.5	(429.3)	(207.3)	(196.3)
단기투자자산감소	(71.0)	109.1	(242.1)	(50.2)	(52.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.6)	(6.5)	(6.8)
설비투자	(153.4)	(173.4)	(182.3)	(72.0)	(55.5)
유무형자산감소	1.7	383.7	19.3	(0.0)	(0.0)
재무현금	376.0	(599.2)	(614.2)	(250.0)	0.0
차입금증가	425.1	(488.3)	(614.2)	(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	(335.4)	372.2	(301.7)	1,699.5	1,564.6
총현금흐름(Gross CF)	343.3	770.5	731.0	1,994.2	1,700.9
(-) 운전자본증가(감소)	382.1	(174.8)	(646.2)	(162.6)	(60.0)
(-) 설비투자	153.4	173.4	182.3	72.0	55.5
(+) 자산매각	1.7	383.7	19.3	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(567.7)	1,198.7	416.8	1,949.5	1,564.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.6	6.5	6.8
잉여현금	(567.7)	1,198.7	415.2	1,943.0	1,557.8

자료: 다음투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(168)	73	732	1,546	1,535
BPS	3,908	4,311	4,760	6,306	7,840
DPS	0	0	0	0	300
Multiples(x,%)					
PER	n/a	155.7	33.0	15.6	15.7
PBR	2.0	2.6	5.1	3.8	3.1
EV/ EBITDA	19.7	16.9	19.5	10.9	9.2
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	1.2
PCR	19.9	12.9	29.1	10.7	12.5
PSR	0.9	1.0	2.0	1.9	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	357.4	358.6	273.9	209.1	170.4
Net debt/Equity	73.5	92.4	43.7	2.0	n/a
Net debt/EBITDA	528.6	437.7	152.9	5.7	n/a
유동비율	82.3	77.9	81.4	96.5	111.3
이자보상배율	1.6	2.6	6.8	13.1	15.7
이자비용/매출액	2.2	2.2	1.4	1.3	1.2
자산구조					
투하자본(%)	64.3	55.4	59.2	48.3	40.7
현금+투자자산(%)	35.7	44.6	40.8	51.7	59.3
자본구조					
차입금(%)	57.6	63.5	47.2	40.5	35.4
자기자본(%)	42.4	36.5	52.8	59.5	64.6

한국카본

(017960)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	47,000	41,000	상향

Earnings

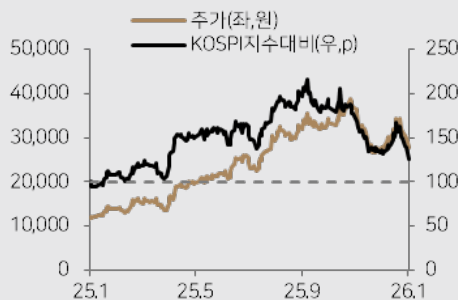
Stock Information

현재가 (01/02)	27,750원
예상 증가상승률	69.4%
시가총액	14,405억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	51,908천주
52주 최저가/최고가	11,820 - 38,800원
90일 일평균거래대금	160억원
외국인 지분율	12.5%
주요주주지분율(%)	
조연호 (외 5인)	34.3
국민연금공단 (외 1인)	9.9
자사주 (외 1인)	3.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	30.0	16.4	13.2
PBR(배)	1.3	2.6	2.2
EV/EBITDA(배)	8.6	8.0	7.9
배당수익률(%)	0.0	1.4	2.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(0.4)	8.6	126.2	0.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(8.2)	(31.5)	46.5	0.0

Price Trend



DAOL 다올투자증권

LNG 사이클에 머스트-해브 아이템

Issue

2026년 LNG 발주 사이클에 필수 보유 종목

Pitch

2026년은 LNG선 신조시장 3~4년 호황기의 시작점. 보냉재는 필수 보유 종목

타라인은 Flat할 수 있지만, 2023년에 수주한 보냉재가 납품되는 2026년과 특히 2027년에 수익성 개선 구간이 기다리고 있음

Rationale

- 조선사들의 2025년 LNG선 수주는 32척으로 쉬웠지만, 동사의 보냉재 전자공시는 5,920억원으로 2024년의 공백을 깨고 2023년 6,838억원 수준 달성. 이는 조선사들의 2024년 정상 55척 LNG선 수주 물량의 후속 발주
- 따라서 올해 보냉재 수주는 2025년의 조선사 LNG 수주 감소로 위축. 그러나 동사의 주가 트리거는 1) 실적과 2) 조선사들의 LNG선 수주여서, 큰 상관 없음
- 현재 받아둔 잔고에서 2027년까지의 실적은 계속 견조. 2028년의 조선사들 LNG선 인도량 감소로 2027년 실적 정체 및 감익을 우려할 수 있지만, 2023~2025의 보냉재 가격 상승, 환율 덕분에 동사의 수익성은 오히려 크게 올라서는 상황
- 동사의 선포모델을 업데이트하고, 2026~2027년 이익을 10~15% 상향. 동사의 적정주가도 2026~2027년 EPS와 적정PER 20배(유지)에서 47,000원으로 15% 상향
- 산업자료에서 최대 투자포인트인 2029년 LNG선 수요 강세, 슬롯 쇼티지가 시작되고, 사상최대 FID가 진행 중이어서 이번 LNG선 사이클은 3~4년은 지속되는 강도. LNG 신조시장 호황기에 보냉재, 그리고 동사는 필수 보유 종목임을 강조

Earnings Forecasts

	(단위: 십억원,%)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	369	594	742	875	858	856	836
영업이익	25	16	45	126	132	175	156
EBITDA	38	34	72	153	147	190	172
지배주주순이익	20	(13)	20	88	109	137	120
자산총계	585	792	879	985	1,089	1,192	1,269
자본총계	404	455	474	561	650	757	837
순차입금	(1)	60	10	(220)	(279)	(397)	(474)
매출증가율	0.4	61.0	24.8	17.9	(1.9)	(0.3)	(2.3)
영업이익률	6.7	2.8	6.1	14.5	15.4	20.4	18.7
지배순이익률	5.5	(2.3)	2.7	10.0	12.7	16.0	14.3
EPS증가율	41.2	적전	흑전	331.5	24.7	25.1	(12.4)
ROE	5.1	(3.1)	4.4	16.9	18.1	19.4	15.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

1. Valuation

Fig. 85: 한국카본 적정주가 47,000원으로 +15% 상향

(원, 배수)

PER VALUATION	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
주식수(백만주)	44	44	52	52	52	52	52	52
	신소재 합병 위한 신주발행 ↑				↑ CB 200억원 잠재 주식 전환 포함			
EPS	326	461	-245	391	1,689	2,107	2,637	2,341
YoY	-75%	41%	-153%	-260%	332%	25%	25%	-11%
PER(고)	44.0	34.8	-61.4	34.1	23.3	14.2		
PER(저)	28.6	21.6	-39.1	24.0	7.0	13.1		
적정 PER				20	20	적정 20	20	20
적정가치 2025~2026				7,830	33,786	42,141	52,731	46,811
Weight						50%	50%	0%
주당 적정가치1						47,436		
적정주가						47,000		
증가(01월 02일)						27,750		
상승여력						69.4%		

Source: 다올투자증권

Fig. 86: 한국카본 2026~2027년 실적 상향 조정

(억원)

	변경 후			변경 전			차이(변경 후/변경 전)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
매출액	8,749	8,584	8,561	9,033	8,607	8,584	-3%	0%	0%
영업이익	1,265	1,319	1,749	1,302	1,156	1,590	-3%	14%	10%
지배주주순이익	877	1,094	1,369	1,040	999	1,275	-16%	9%	7%
EPS(원)	1,689	2,107	2,637	1,954	1,835	2,342	-14%	15%	13%
영업이익률	14.5%	15.4%	20.4%	14.4%	13.4%	18.5%	0.0%p	1.9%p	1.9%p
순이익률	10.0%	12.7%	16.0%	11.5%	11.6%	14.9%	-1.5%p	1.1%p	1.1%p
LNG 매출액	7,204	7,081	6,939	6,987	7,104	6,961	3%	0%	0%
영업이익	1,090e	1,222e	1,645e	1,059	1,083	1,511	3%	13%	9%
영업이익률	15.1%	17.3%	23.7%	15.2%	15.2%	21.7%	0.0%p	2.0%p	2.0%p

Source: 다올투자증권

2. 선평모델과 실적 예상

Fig. 87: 한국카본 실적 예상

(억원)

한국카본	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,246	2,313	2,211	1,979	1,947	2,185	2,052	2,400	7,417	8,749	8,584	8,561
YoY	23%	19%	30%	2%	-13%	-6%	-7%	21%	25%	18%	-2%	0%
영업이익	311	316	299	339	315	350	331	323	454	1,265	1,319	1,749
금융/기타영업외	-22	43	-82	-67	57	13	16	16	-170	-128	101	29
세전사업이익	289	360	216	272	371	363	347	339	284	1,137	1,421	1,778
지배주주순이익	219	294	157	208	286	279	268	261	203	877	1,094	1,369
영업이익률	13.9%	13.7%	13.5%	17.1%	16.2%	16.0%	16.2%	13.5%	6.1%	14.5%	15.4%	20.4%
지배주주순이익률	9.7%	12.7%	7.1%	10.5%	14.7%	12.8%	13.0%	10.9%	2.7%	10.0%	12.7%	16.0%
LNG 매출 추정	1,700e	1,930e	1,930e	1,640e	1,720e	1,900e	1,770e	1,690e	5,993e	7,204e	7,081e	6,939e
YoY									24%	20%	-2%	-2%
납품 척수 추산	7.6e	8.6e	8.6e	7.3e	7.6e	8.4e	7.8e	7.5e	31e	32e	31e	30e

Source: 다올투자증권

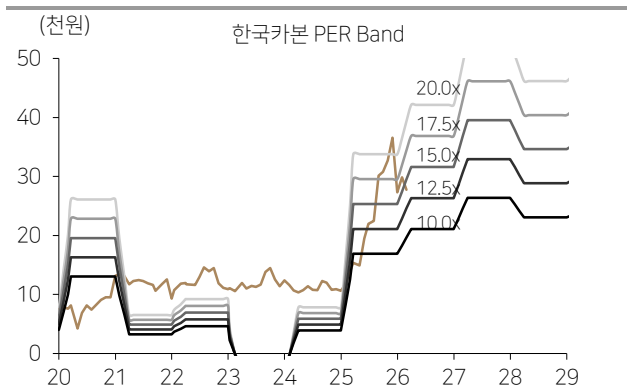
Fig. 88: 한국카본 수익성은 2026년보다는 2027년에 크게 점프할 것으로 예상

(억원)

↓ 수주년도 매출e →	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
2020	0	0	0	0	0	0	0	0	325	325	325	325	0	0	0	0
2021	550	550	430	430	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2022	0	0	0	0	744	1,085	1,277	1,277	1,645	1,304	1,113	1,113	0	0	0	0
2023	0	0	0	0	0	0	0	277	277	277	277	0	1,014	1,014	1,014	1,014
2024	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2025	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	659	659	659	659
분기매출.흐름	550	550	430	430	744	1,085	1,277	1,553	2,246	1,905	1,714	1,437	1,673	1,673	1,673	1,673
연매출.흐름				1,961				4,658				7,303				6,692

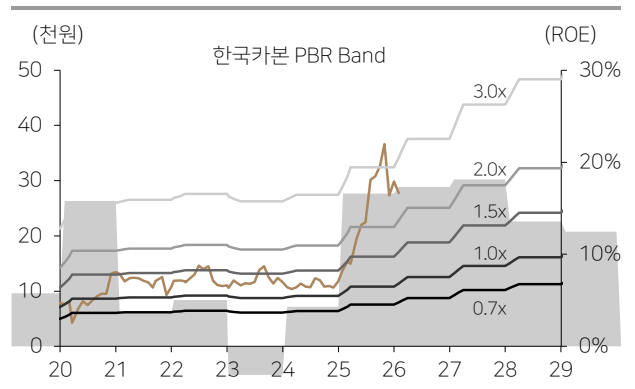
Source: 다올투자증권

Fig. 89: 한국카본 PER



Source: 다올투자증권

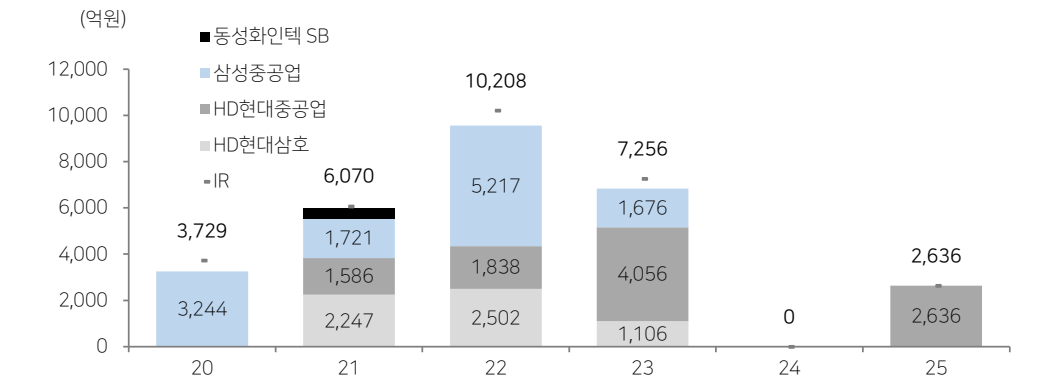
Fig. 90: 한국카본 PBR



Source: 다올투자증권

3. 수주와 잔고

Fig. 91: (전자공시 기준) 한국카본의 보냉재 수주 (억원)



Source: 다올투자증권

Fig. 92: 한국카본의 수주 - 납품 리드타임 (백만달러)

공시	계약금액 (억원)	계약상대	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
25.12.23	431	HD현대중공업							431		
25.09.16	2,853	삼성중공업									2,853
25.03.04	2,636	HD현대중공업						2,636			
23.07.18	1,106	HD현대삼호					1,106				
23.07.18	4,056	HD현대중공업						4,056			
23.06.21	1,676	삼성중공업							1,676		
22.11.02	767	삼성중공업					767				
22.11.02	1,363	HD현대중공업					1,363				
22.11.02	584	HD현대삼호				584					
22.07.28	4,450	삼성중공업					4,450				
22.06.30	1,918	HD현대삼호				1,918					
22.06.30	474	HD현대중공업				474					
21.12.29	161	HD현대삼호		161							
21.12.29	322	HD현대중공업		322							
21.12.14	1,721	삼성중공업			1,721						
21.09.07	479	HD현대중공업			479						
21.09.07	313	HD현대삼호		313							
21.07.19	786	HD현대중공업		786							
21.07.19	152	HD현대삼호		152							
21.03.22	440	동성화인텍 SB		440							
21.02.08	1,621	HD현대삼호						1,621			
20.12.08	1,299	삼성중공업					1,299				
20.08.24	1,945	삼성중공업	1,945								
납품 종료일			1,945	2,173	2,200	2,976	8,985	6,692	3,728	0	2,853

Source: 다올투자증권

한국카본

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	5천억이상	2025 하반기	소재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	80.7	451/1299	55/174

연도별 성과

연도	성과
2023	A
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	한국광해광업공단	고려제강
5천억이상	에스케이피아이씨글로벌	일진다이아
5천억미만	포스코엠텍	한국주강

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
	S(사회)
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
	G(지배구조)
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
83.5	54.5	25%	▲
89.0	55.2	중	▲
79.8	55.5	상	▲
평가제외	평가제외	평가제외	-
평가제외	평가제외	평가제외	-
63.9	52.8	35%	▲
53.1	53.6	상	▼
83.1	49.1	하	▲
85.3	67.3	하	▲
53.1	50.5	하	▲
57.3	55.2	40%	▲
33.6	49.7	상	▼
58.5	62.5	하	▼
58.0	54.1	상	▲
67.9	69.5	하	▼
100.0	67.4	중	▲
38.6	46.5	하	▼

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	27.6%	17.8%	4.0%
2023	-	23.1%	6.3%
2024	31.5%	23.9%	2.1%

한국카본 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	398.2	460.9	550.3	648.6	744.8
현금성자산	79.7	85.5	327.6	382.9	500.7
매출채권	115.8	143.2	109.4	135.7	123.3
재고자산	180.2	197.5	78.4	95.0	85.5
비유동자산	394.2	418.1	434.5	440.8	447.0
투자자산	83.2	63.6	60.9	63.3	65.9
유형자산	271.3	312.1	333.5	337.0	340.4
무형자산	39.7	42.4	40.1	40.4	40.7
자산총계	792.4	879.0	984.8	1,089.4	1,191.8
유동부채	297.4	369.2	372.8	387.7	382.9
매입채무	102.3	120.0	115.4	132.5	125.8
유동성이자부채	107.1	63.6	70.1	65.9	65.9
비유동부채	40.4	35.5	50.8	51.3	51.9
비유동이자부채	32.3	31.6	37.4	37.4	37.4
부채총계	337.8	404.7	423.6	439.0	434.8
자본금	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0
자본잉여금	181.7	181.7	190.5	190.5	190.5
이익잉여금	278.3	294.9	365.8	455.0	561.7
자본조정	(31.3)	(28.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)
자기주식	(27.2)	(27.2)	(18.6)	(18.6)	(18.6)
자본총계	454.7	474.3	561.1	650.4	757.0
투하자본	481.5	454.0	339.4	369.2	357.8
순차입금	59.7	9.7	(220.1)	(279.5)	(397.4)
ROA	(2.0)	2.4	9.4	10.5	12.0
ROE	(3.1)	4.4	16.9	18.1	19.4
ROIC	2.8	6.9	24.6	28.7	37.0

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	594.4	741.7	874.9	858.4	856.1
증가율 (Y-Y,%)	61.0	24.8	17.9	(1.9)	(0.3)
영업이익	16.5	45.4	126.5	131.9	174.9
증가율 (Y-Y,%)	(33.6)	176.0	178.3	4.3	32.5
EBITDA	33.7	71.9	152.8	146.9	190.2
영업외손익	(22.3)	(17.0)	(12.8)	10.1	2.9
순이자수익	1.0	0.3	(0.6)	3.0	5.2
외화관련손익	0.5	6.4	(3.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(7.1)	28.4	113.7	142.1	177.8
당기순이익	(13.4)	20.3	87.7	109.4	136.9
지배기업당기순이익	(13.4)	20.3	87.7	109.4	136.9
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	331.5	24.7	25.1
NOPLAT	11.9	32.5	97.6	101.6	134.6
(+) Dep	17.3	26.5	26.3	14.9	15.3
(-) 운영자본투자	13.7	(58.4)	(149.9)	24.1	(17.0)
(-) Capex	51.4	60.6	44.2	17.6	17.9
OpFCF	(35.8)	56.7	229.6	74.8	149.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.0	26.3	33.3	13.0	4.9
영업이익증가율(3Yr)	(39.9)	11.6	72.1	100.1	56.7
EBITDA증가율(3Yr)	(26.3)	19.0	58.6	63.3	38.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	12.3	63.0	n/a	88.8
영업이익률(%)	2.8	6.1	14.5	15.4	20.4
EBITDA마진(%)	5.7	9.7	17.5	17.1	22.2
순이익률(%)	(2.3)	2.7	10.0	12.7	16.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	56.5	150.5	235.0	100.7	169.7
당기순이익	(13.4)	20.3	87.7	109.4	136.9
자산상각비	17.3	26.5	26.3	14.9	15.3
운전자본증감	11.9	69.9	129.2	(24.1)	17.0
매출채권감소(증가)	(37.8)	(26.1)	34.3	(26.3)	12.4
재고자산감소(증가)	(9.8)	(17.0)	115.3	(16.6)	9.5
매입채무증가(감소)	12.0	35.0	(8.4)	17.1	(6.7)
투자현금	(44.4)	(81.6)	(110.1)	(24.4)	(24.9)
단기투자자산감소	10.0	(9.3)	(34.5)	(3.2)	(3.3)
장기투자증권감소	0.0	(1.2)	0.0	(0.1)	(0.1)
설비투자	(51.4)	(60.6)	(44.2)	(17.6)	(17.9)
유무형자산감소	10.8	3.5	(5.9)	(1.1)	(1.1)
재무현금	(5.3)	(81.7)	67.2	(24.3)	(30.2)
차입금증가	16.1	(76.5)	41.3	(4.1)	0.0
자본증가	(21.5)	(5.4)	25.9	(20.1)	(30.2)
배당금지급	5.6	5.4	0.0	20.1	30.2
현금 증감	13.1	(9.1)	192.1	52.1	114.6
총현금흐름(Gross CF)	54.8	82.7	105.9	124.8	152.8
(-) 운영자본증가(감소)	13.7	(58.4)	(149.9)	24.1	(17.0)
(-) 설비투자	51.4	60.6	44.2	17.6	17.9
(+) 자산매각	10.8	3.5	(5.9)	(1.1)	(1.1)
Free Cash Flow	22.3	71.0	124.9	76.4	144.8
(-) 기타투자	0.0	1.2	(0.0)	0.1	0.1
잉여현금	22.3	69.8	124.9	76.3	144.7

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(259)	391	1,689	2,107	2,637
BPS	8,759	9,137	10,810	12,529	14,584
DPS	110	0	400	600	800
Multiples(x,%)					
PER	n/a	30.0	16.4	13.2	10.5
PBR	1.3	1.3	2.6	2.2	1.9
EV/ EBITDA	19.7	8.6	8.0	7.9	5.5
배당수익률	0.9	n/a	1.4	2.2	2.9
PCR	11.0	7.4	13.6	11.5	9.4
PSR	1.0	0.8	1.6	1.7	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	74.3	85.3	75.5	67.5	57.4
Net debt/Equity	13.1	2.0	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	176.9	13.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	133.9	124.8	147.6	167.3	194.5
이자보상배율	n/a	n/a	217.7	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	74.7	75.3	46.6	45.3	38.7
현금+투자자산(%)	25.3	24.7	53.4	54.7	61.3
자본구조					
차입금(%)	23.5	16.7	16.1	13.7	12.0
자기자본(%)	76.5	83.3	83.9	86.3	88.0

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 주간사로 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. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 89.4% HOLD : 10.6% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

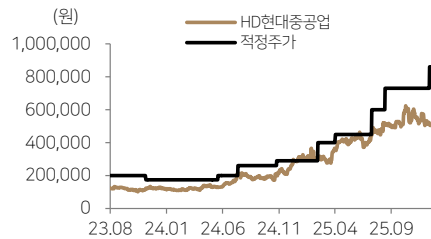
아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
 · BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
 · HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
 · SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 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 투자등급 및 적정주가 변경내용

HD현대중공업 (329180)



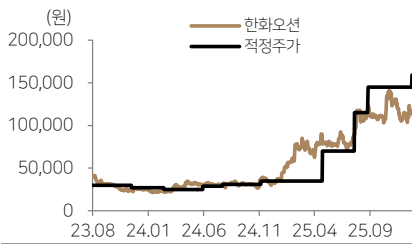
일자	2024.06.11	2024.07.29	2024.11.18	2025.01.14	2025.03.10	2025.04.25
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
적정주가	200,000원	260,000원	290,000원	290,000원	400,000원	450,000원
일자	2025.08.01	2025.09.08	2025.11.04	2026.01.05		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	600,000원	730,000원	780,000원	860,000원		

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.06.11	200,000원	154,679원	207,500원	-22.7	3.8
2024.07.29	260,000원	194,242원	217,500원	-25.3	-16.4
2024.11.18	290,000원	280,771원	366,000원	-3.2	26.2
2025.03.10	400,000원	315,088원	376,000원	-21.2	-6.0
2025.04.25	450,000원	417,023원	490,500원	-7.3	9.0
2025.08.01	600,000원	482,200원	521,000원	-19.6	-13.2
2025.09.08	730,000원	530,306원	624,000원	-27.4	-14.5
2025.11.04	780,000원	542,683원	603,000원	-30.4	-22.7
2026.01.05	860,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 01월 02일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한화오션 (042660)



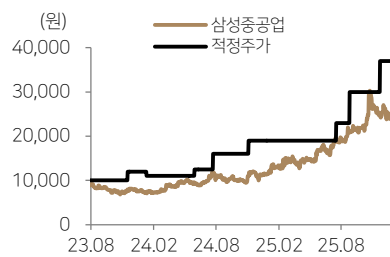
일자	2024.02.22	2024.03.22	2024.04.08	2024.05.13	2024.06.11	2024.07.29
투자의견	HOLD	REDUCE	HOLD	REDUCE	HOLD	HOLD
적정주가	25,000원	25,000원	25,000원	25,000원	29,000원	31,000원
일자	2024.11.18	2025.05.02	2025.07.30	2025.08.28	2025.08.28	2025.09.08
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY
적정주가	35,000원	70,000원	115,000원	115,000원	115,000원	145,000원
일자	2025.10.28	2025.11.25	2026.01.05			
투자의견	HOLD	BUY	BUY			
적정주가	145,000원	145,000원	159,000원			

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.02.22	25,000원	28,885원	34,750원	15.5	39.0
2024.06.11	29,000원	30,850원	33,100원	6.4	14.1
2024.07.29	31,000원	31,462원	39,200원	1.5	26.5
2024.11.18	35,000원	58,919원	89,900원	68.3	156.9
2025.05.02	70,000원	81,061원	97,600원	15.8	39.4
2025.07.30	115,000원	111,919원	123,200원	-2.7	7.1
2025.09.08	145,000원	116,949원	141,000원	-19.4	-2.8
2026.01.05	159,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 01월 02일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼성중공업 (010140)



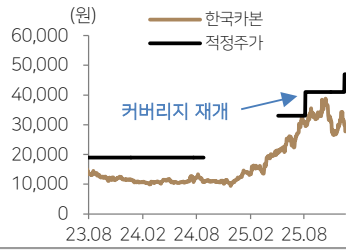
일자	2024.01.23	2024.06.11	2024.07.29	2024.11.18	2025.07.08	2025.07.25
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	11,000원	12,500원	16,000원	19,000원	20,000원	23,000원
일자	2025.08.28	2025.08.28	2025.09.08	2025.12.09		
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	BUY		
적정주가	23,000원	23,000원	30,000원	37,000원		

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.01.23	11,000원	8,610원	10,170원	-21.7	-7.6
2024.06.11	12,500원	9,781원	11,870원	-21.8	-5.0
2024.07.29	16,000원	10,454원	11,890원	-34.7	-25.7
2024.11.18	19,000원	13,899원	18,070원	-26.9	-4.9
2025.07.08	20,000원	18,396원	19,570원	-8.0	-2.2
2025.07.25	23,000원	19,732원	22,000원	-14.2	-4.4
2025.09.08	30,000원	24,317원	30,300원	-18.9	1.0
2025.12.09	37,000원	25,059원	27,050원	-32.3	-26.9
2026.01.05	37,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 01월 02일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한국카본 (017960)



일자	2025.06.12	2025.08.19	2026.01.05
투자의견	BUY	BUY	BUY
적정주가	33,000원	41,000원	47,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.06.12	33,000원	26,731원	32,450원	-19.0	-1.7
	2025.08.19	41,000원	32,119원	38,800원	-21.7	-5.4
	2026.01.05	47,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 01월 02일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 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 투자의사결정은 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.