Meritz Research 2024. 9. 19

항해 vol.3 ESG 블루 오션



조선/기계 Analyst 배기연
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

meritz 메리츠증권

항-해 vol.3 ESG 블루 오션



조선/기계 Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Summary 3

Valuation. 조선주 상승여력에 대한 고민. Implied PBR 3 배 4
조선업이 FY3 를 바라보는 이유 8

수요(선주)-공급(조선소)은 탄성한계를 넘었다 9
LNG 선 시장: 중국의 건조 CAPA 증설을 감안해도 여전히 숏티지 11
일반 가스선 시장: LPG/Ammonia/LCO_2 선 시장은 양호/개선/개화 15
LCO_2 선 시장: 인류의 2 번째 방주가 되어줄 수 있을까 18
컨테이너선 시장: 선사들은 벌써 다음 사이클을 노린다 24

조선주의 계절성, 2024 년은 다를 수 있으며 바스켓 매수 의견을 제시 34
경기에 대한 시장의 불안 속에서 조선주가 대안이 되어줄 가능성 36

HD 현대중공업 (329180) 변동성 파도를 헤쳐나갈 거함 38
HD 현대미포 (010620) 이익 모멘텀 부각 42
HD 한국조선해양 (009540) 조선업 첫 배당 기대감 45
삼성중공업 (010140) 강력한 방어를 보여줄 3 분기 50
한화오션 (042660) Buy 콜까지의 장고를 마무리하다 53

Top Picks	투자판단	적정주가
HD 현대중공업 (329180)	Buy	260,000 원
HD 현대미포 (010620)	Buy	170,000 원
HD 한국조선해양 (009540)	Buy (신규)	250,000 원
삼성중공업 (010140)	Buy	20,000 원
한화오션 (042660)	Buy	40,000 원

Summary

조선업의 2026년 적정 PBR이 3배임을 주장하는 자료이다. Implied PBR 밸류에이션을 적용하는 메리츠증권의 조선업 가치평가 기준에 근거한다. 분자(ROE)가 상승하며 분모(COE)는 하락하는 멀티플 확대 구간이다. 조선 상장 5개사(HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업, HD현대미포, HD한국조선해양)의 2026년 ROE는 16.4~18.9%로 추정한다. COE는 6.4~7.9%로 각 사별로 상이하나 기준이 되는 금리의 방향성은 하향 안정화에 개연성을 두고 있다.

조선 5개사의 2026년 ROE 추정치는 2027~28년 인도슬롯에 대한 영업이 마무리되어갈수록 신뢰도가 상승한다. 즉, 2028년까지 조선소들의 잔여 인도 슬롯에 대한 계약 체결 속도가 빨라질수록 조선업체들의 주가 선반영은 앞당겨질 수 있다. 상선 수주 영업환경에서 1) 고수익 선종인 가스선 발주세가 지속되는 가운데, 2) 글로벌 컨테이너선사들의 발주 경쟁은 조선업 입장에서 호재일 수 밖에 없다.

과거 사이클의 종식을 야기했던 해양부문의 경우, 금리하락에 따른 프로젝트들의 진행이 용이해지며 E&P시장 내 우호적 환경이 조성 중이다. 수요 〉 공급을 방증하듯 삼성중공업은 2026년까지 매년 2기의 FLNG를 수주할 수 있는 풀을 확보하기도 했다.

'특수선'의 경우 2027년 이후 실적의 추가 성장 동력으로 기대감을 형성하고 있다. 국내 사업의 경우는 7.8조원 규모의 KDDX사업이 본격화되고, 3.3조원 규모의 FFX-IV가 예정돼 있다. 수출 사업의 경우, 중국을 견제하기 위해 미국 중심의 환태평양 안보 벨트 형성 국가들의 수상함과 잠수함에 대한 발주를 예상한다.

ROE 개선을 가속하는 비용 환경 역시 우호적이다. 후판 가격의 기저효과는 수익성 개선의 촉매 효과로 작용 중이다. 2022년 이후 한·중·일 후판 가격은 하락하고 있다. 한국 후판 가격은 과거 2010~20년 평균 톤당 651달러 대비 여전히 16.8% 높은 수준을 기록하고 있으나, 중국 후판 가격은 이미 과거 평균 가격보다 8.8% 낮은 수준까지 하향 안정화 됐다. 중국발 밀어내기 물량의 효과로 인한 하향세는 지속 중이다.

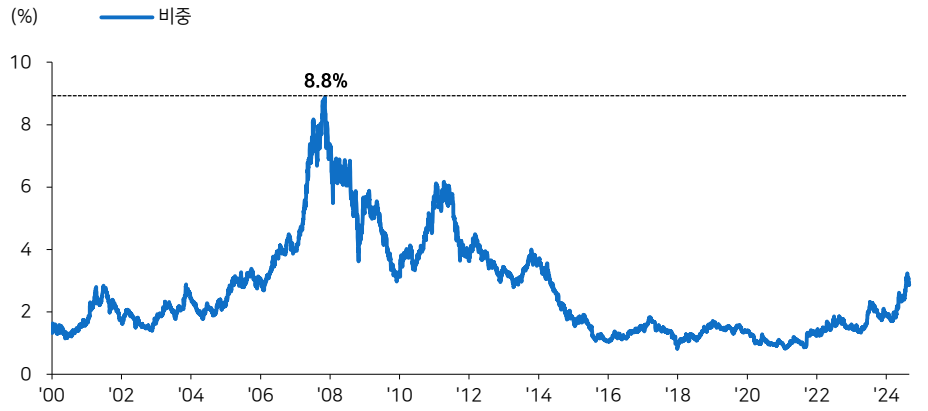
금리 인하는 밸류에이션의 확대요인과 동시에 선주사들의 발주환경 개선이라는 두 가지 효과로써 조선업에 도움이 되는 환경을 조성하고 있다. 금리 하향 구간에서, 2026년 국고채 10년물 기준으로 적용한 무위험이자율을 2.30%는 COE 하향 곡선과 고객사들의 투자 의견을 앞당기는 두 가지 효과를 창출할 수 있다.

조선업에 대한 비중확대, 모든 커버리지 업체에 대하여 '매수' 의견을 주장한다. 멀티플의 새로운 레벨로의 확대구간이다. 밸류체인 중에서도 조선소(Shipyard) 분야의 업체들의 투자 매력도를 더 높게 판단하며, 확장된 멀티플이 향후 기자재로 온기반영 될 개연성을 기대한다.

Valuation. 조선주 상승여력에 대한 고민. Implied PBR 3배

조선주의 적정 가치에 대한 논의를 새롭게 전개한다. 9월 13일 기준 빅3(HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업) 조선주의 FY3 기준 PBR은 1.8배이다. 즉, 2026년 예상 자본총계대비 2배 수준의 시가총액에 도달했다. KOSPI 대비 조선주 시총 비중은 3.0%까지 상승했다. 시장은 조선업이 업황 개선 구간에 진입했음을 인정했다. 그러나 추가적인 비중확대와 멀티플 확대에 대해 과거 업사이클 수준의 밸류에이션이 가능한지 여부에 대해서는 신중한 입장을 고수하고 있다.

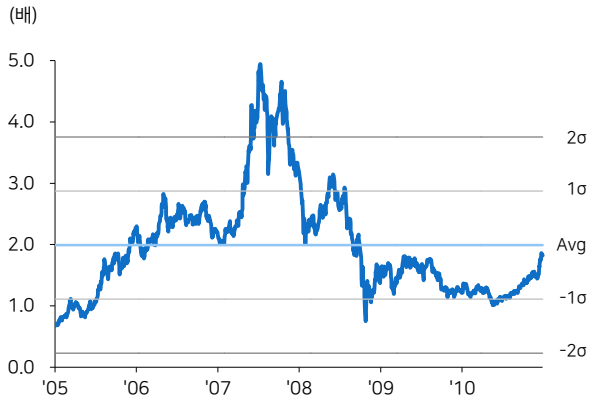
그림1 KOSPI 대비 조선주 시총 비중



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

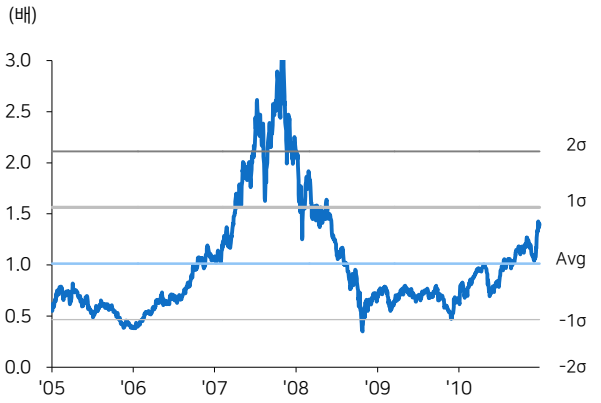
과거의 경험은 FY3 기준 PBR 3배의 돌파 가능성을 암시한다. 수퍼 사이클 당시의 삼성중공업 종가 흐름을 보면, 2007년 중 FY3(2009년) 별도기준 PBR 1.7~4.5배를 경험한 바 있다. 한화오션의 경우 2027년 중 1.9~4.5배를 기록했다. 중소형 선박 중심의 HD현대미포의 경우 0.9~3.0배로, 대형 조선소대비 할인된 멀티플을 경험했다.

그림2 과거 삼성중공업 24개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 과거 HD현대미포 24개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

4배를 초과했던 조선업체들의 멀티플에 대해 오버슈팅으로 치부하는 시각이 많지만, 적어도 3배 수준의 멀티플에 대해서는 합당한 ROE를 제시한 바 있다. 상선+해양 플랜트+특수선+엔진 부문의 실적을 기준으로 역산한 대형 조선소들의 ROE 최고치는 32.7%였다. 2003~10년 수퍼 사이클 당시 HD현대중공업의 ROE의 최고치는 29.3%, HD현대삼호는 24.2%, 삼성중공업 32.7%, 한화오션은 28.3%, HD현대미포는 22.3%였다.

ROE를 강조하는 이유는 Implied PBR 밸류에이션을 활용하기 때문이다. 해당 방법론은 자본 이슈가 빈번한 조선업에서 과거 사례를 통한 멀티플 추론의 약점을 보완한다.(단, 조선과 무관한 사업부문을 과거에 영위한 경우에 대해서는 보정이 필요하다.) 영구성장률을 0로 가정한 Implied PBR 밸류에이션의 산식은 BPS x ROE / COE 이다. 자본항목을 소거하면 산식은 EPS / COE로 귀결한다. 자본의 변동이 일어나더라도 자기자본비용 대비 벌어들이는 순이익을 판단하고자 한다.

타깃하는 2026년을 기준으로 우리나라 조선 5개사의 ROE 수준을 16.4~18.9%로 추정한다. 2027~28년까지의 인도기준 수주잔고를 확보한 조선업체들은 2026년 실적 가시성이 높기 때문이다. 다음 장에서는 조선업체들의 ROE 수준이 우상향 곡선을 그리는 배경인 공급자 우위시장에 대한 논리를 전개한다.

표1 HD현대중공업 별도기준 실적 Table

(십억원)	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
신규수주액	**8,916.5**	**7,235.8**	**5,153.8**	**10,107.5**	**11,076.6**	**13,592.3**	**12,785.3**	**18,364.4**	**32,501.3**	**8,992.2**	**8,669.9**
조선(특수선 포함)	6,771.3	2,827.0	2,938.1	7,818.0	7,857.6	7,977.2	8,395.7	12,834.6	20,303.5	1,251.0	285.3
해양 플랜트	1,698.2	3,667.8	1,545.5	1,430.0	2,281.7	4,028.7	2,642.9	2,482.5	6,355.4	6,045.8	5,784.5
엔진기계	447.0	740.9	670.3	859.6	937.3	1,586.4	1,746.7	3,047.3	5,842.3	1,695.4	2,600.1
매출기준 수주잔액	**10,984.2**	**12,235.5**	**10,747.7**	**14,484.6**	**18,701.4**	**24,362.8**	**28,307.2**	**37,037.3**	**58,732.9**	**데이터 X**	**데이터 X**
조선(특수선 포함)	8,660.8	7,703.9	6,934.3	10,993.9	14,620.1	17,274.9	19,227.8	24,505.8	35,724.4	26,721.6	17,940.6
해양 플랜트	1,819.8	3,898.2	3,098.9	2,634.9	3,112.6	5,501.6	7,026.8	9,019.9	15,489.9	데이터 x	데이터 x
엔진기계	503.6	633.4	714.5	855.7	968.6	1,586.4	2,052.6	3,511.7	7,518.6	데이터 x	데이터 x
매출액	**6,626.1**	**7,404.2**	**8,134.1**	**8,153.5**	**9,084.5**	**10,354.4**	**12,554.7**	**15,533.0**	**19,957.1**	**21,142.2**	**22,405.2**
수주잔고회전율		1.8	1.5	1.8	2.3	2.7	2.7	3.0	3.8	데이터 x	데이터 x
자본총계	3,193.3	2,832.4	2,903.8	3,476.1	3,620.5	3,658.8	4,320.8	5,491.5	5,595.2	9,808.4	13,819.0
조정순이익	153.2	139.3	-276.2	22.7	-126.1	60.7	533.7	1,253.5	1,636.7	1,861.5	2,524.9
조정ROE(%)		4.9%	-9.5%	0.7%	-3.5%	1.7%	12.4%	22.8%	**29.3%**	19.0%	18.3%

주: 1. 조정순이익 = 순이익 – 종속/관계/공동기업 투자주식에 관한 지분법이익
2. 2000~10년 수주 데이터는 HD한국조선해양, HD현대삼호, HD현대미포 실적 참조하여 구 현대중공업의 본사 실적을 추정함
3. 2000~10년 매출액 및 당기순이익은 HD한국조선해양(009540)의 별도기준임. 2017년 인적분할 전까지는 전기전자시스템, 건설장비 등 비조선부문의 실적 포함

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표2 HD현대삼호 별도기준 실적 Table

(십억원)	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
신규수주액											**1,384.9**
매출기준 수주잔액										**10,858.7**	**7,744.5**
매출액		**1,022.3**	**1,134.1**	**1,229.8**	**1,467.1**	**1,908.8**	**2,219.3**	**2,616.9**	**3,750.6**	**4,185.2**	**4,316.6**
수주잔고회전율							0.0	0.0	0.0	2.9	1.9
자본총계		53.8	221.8	311.9	396.7	494.0	754.8	1,714.5	1,435.2	2,214.2	3,415.2
조정순이익						13.7	94.4	240.5	346.9	237.7	576.7
조정ROE(%)						2.8%	12.5%	14.0%	**24.2%**	10.7%	16.9%

주: 조정순이익 =순이익 – 종속/관계/공동기업 투자주식에 관한 지분법이익
자료: HD현대삼호, 메리츠증권 리서치센터

표3 HD현대미포 별도기준 실적 Table

(십억원)	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
신규수주액	**247.5**	**157.2**	**851.8**	**2,875.4**	**3,744.1**	**3,497.9**	**3,597.5**	**6,260.8**	**6,028.5**	**280.6**	**1,779.0**
매출기준 수주잔액	**1,330.5**	**1,835.8**	**1,705.8**	**3,381.3**	**5,392.7**	**6,843.8**	**7,746.5**	**11,329.2**	**16,461.9**	**11,318.1**	**8,755.7**
매출액	**756.4**	**1,030.9**	**984.9**	**1,202.5**	**1,431.4**	**1,935.2**	**2,335.7**	**2,848.4**	**3,804.7**	**3,711.0**	**3,739.2**
수주잔고회전율		2.4	1.7	3.4	4.5	4.8	4.0	4.9	5.8	3.0	2.4
자본총계	310.7	259.2	183.1	256.0	465.2	706.8	1,220.3	3,082.0	2,260.6	2,616.1	4,209.2
조정순이익	13.4	-63.3	-77.3	28.2	102.9	119.4	227.0	518.0	505.1	361.5	421.2
조정ROE(%)	4.3%	-24.4%	-42.2%	11.0%	22.1%	16.9%	18.6%	16.8%	**22.3%**	13.8%	10.0%
FY3 BPS	12,538	17,533	23,258	35,342	61,013	154,099	113,031	130,804	210,461	160,594	159,722
FY3 PBR_High	0.8	0.6	0.4	0.5	0.6	0.5	1.2	**3.0**	1.4	1.0	1.4
FY3 PBR_Median	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.8	**1.9**	1.0	0.8	1.0
FY3 PBR_Low	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	**0.9**	0.3	0.5	0.6

주: HD현대미포는 수주하여 HVS로 재하청 계약하는 영업 방식임. 따라서 2003년~ytd 수주액 및 수주잔액 모두 연결실적 기준인셈
자료: HD현대미포, 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성중공업 별도기준 실적 Table

(십억원)	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
신규수주액	**2,353.1**	**3,745.5**	**3,357.6**	**7,358.9**	**8,239.0**	**7,527.0**	**13,561.7**	**15,937.3**	**21,541.4**	**3,224.6**	**12,120.7**
매출기준 수주잔액	**7,235.6**	**6,870.5**	**5,964.3**	**9,172.0**	**12,755.1**	**14,735.4**	**21,945.4**	**29,363.6**	**40,240.5**	**30,370.2**	**29,437.0**
매출액	**3,583.5**	**4,110.6**	**4,263.8**	**4,151.2**	**4,655.9**	**5,546.7**	**6,351.7**	**8,519.1**	**10,664.5**	**13,094.9**	**13,053.9**
수주잔고회전율		1.9	1.5	2.2	3.1	3.2	4.0	4.6	4.7	2.8	2.2
자본총계	1,656.3	1,715.3	1,888.9	1,986.4	2,367.0	1,928.3	2,222.1	1,809.9	2,324.1	2,840.6	3,816.3
조정순이익	-232.1	42.1	92.4	139.3	40.4	58.8	117.8	440.3	761.0	628.3	859.9
조정ROE(%)	-14.0%	2.5%	4.9%	7.0%	1.7%	3.0%	5.3%	24.3%	**32.7%**	22.1%	22.5%
FY3 BPS	8,182	8,604	10,253	8,353	9,625	7,839	10,066	12,303	16,530	19,948	22,645
FY3 PBR_High	0.7	0.7	0.7	0.9	0.7	2.3	2.6	**4.5**	2.7	1.6	1.9
FY3 PBR_Median	0.5	0.6	0.4	0.6	0.6	1.2	2.2	**3.3**	1.9	1.4	1.2
FY3 PBR_Low	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.8	1.4	**1.7**	0.7	1.0	0.9

주: 1. 실적에는 조선, 해양, 건설, 기타부문 반영
2. 경쟁사와 다르게, 삼성중공업의 Dart 상에서 기납품액 = 매출액 + 당기 매출인식 중인 공사의 기 매출인식 분
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

표5 한화오션 별도기준 실적 Table

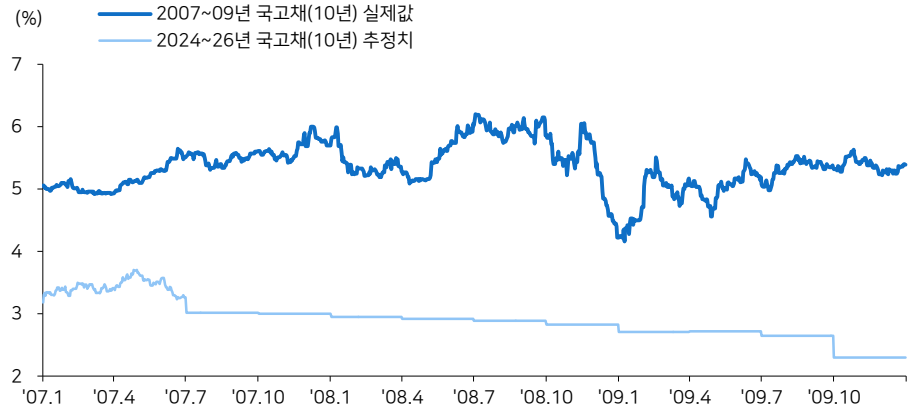
(십억원)	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
수주총액	**6,174.8**	**10,394.7**	**10,913.3**	**12,234.0**	**14,584.5**	**17,130.5**	**22,567.9**	**35,701.3**	**51,510.1**	**43,756.4**	**39,286.9**
신규수주액	**2,061.1**	**5,001.3**	**3,534.2**	**4,688.5**	**6,512.1**	**7,010.5**	**9,917.9**	**18,385.4**	**22,772.7**	**4,195.4**	**11,489.1**
매출기준 수주잔액	**5,393.4**	**7,379.1**	**7,545.4**	**8,072.3**	**10,120.0**	**12,650.0**	**17,315.9**	**28,737.3**	**39,561.0**	**27,797.9**	**26,408.6**
매출액_IFRS 기준	**781.5**	**3,015.6**	**3,367.8**	**4,330.4**	**4,760.1**	**4,714.2**	**5,400.7**	**7,104.8**	**10,944.5**	**12,056.3**	**12,772.3**
수주잔고회전율		9.4	2.5	2.4	2.3	2.7	3.7	5.3	5.6	2.5	2.2
자본총계	622.6	776.9	1,256.7	1,408.3	1,756.7	1,441.2	1,603.4	1,765.2	1,864.9	2,743.9	3,864.2
조정순이익	54.8	153.7	247.3	258.9	242.1	17.1	80.8	330.1	211.9	335.8	1,094.3
조정ROE(%)	8.8%	19.8%	19.7%	18.4%	13.8%	1.2%	5.0%	18.7%	11.4%	12.2%	**28.3%**
FY3 BPS	6,532	7,320	9,179	7,530	8,378	9,223	9,744	14,336	20,190	22,432	20,051
FY3 PBR_High	0.0	1.2	1.1	2.4	2.1	3.0	3.5	**4.5**	2.6	1.1	1.9
FY3 PBR_Median	0.0	0.8	0.8	1.4	1.7	2.2	3.0	**3.2**	1.8	0.9	1.1
FY3 PBR_Low	0.0	0.4	0.6	0.9	1.2	1.7	2.2	**1.9**	0.4	0.6	0.9

주: 실적에는 조선, 해양 플랜트, 건설, 특수선, 수리개조부문 반영
자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

Implied PBR 산식의 분모에 들어갈 우리나라 조선 5개사의 2026년 예상 COE는 6.4~7.9%이다. 금리 하향 안정화 사이클과 함께 우호적으로 변하고 있다. 메리츠증권 전망치 기준, 국고채 10년 수익률은 2024년 4분기 3.00%, 2025년 4분기 2.83%, 2026년 4분기 2.30%를 적용했다.

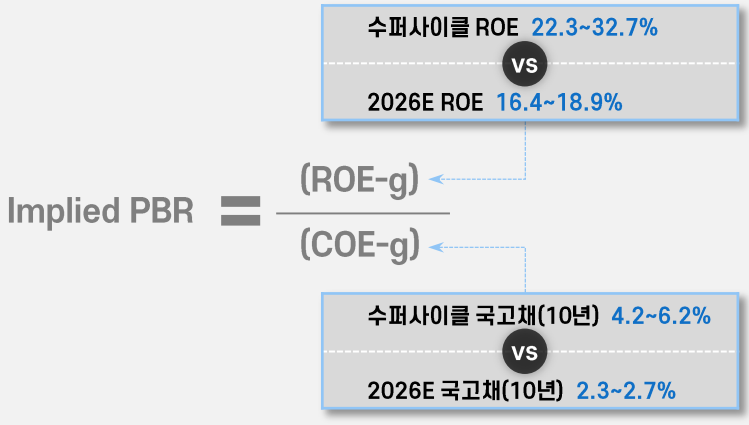
국내 조선업체들의 FY3 멀티플이 가장 높았던 2007년 당시, 국고채 10년 수익률은 4.92~6.00%이었으며, 2009년은 4.16~5.63% 수준이었다. 당시보다 무위험 수익률이 1.8~2.6배 낮아질 전망을 근거로, 수퍼 사이클보다 낮은 2026년 ROE 추정치임에도 국내 조선 5사 멀티플 2.1~3.0배를 도출할 수 있었다.

그림4 2007~09년 vs 2024~26년 COE 수준 비교를 위해 국고채(10년) 수익률을 비교



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Implied PBR 도식; 과거와 현재의 ROE, COE를 비교. 멀티플 3배 도달의 가능성



주: 영구성장률(g)은 0 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

조선업이 FY3를 바라보는 이유

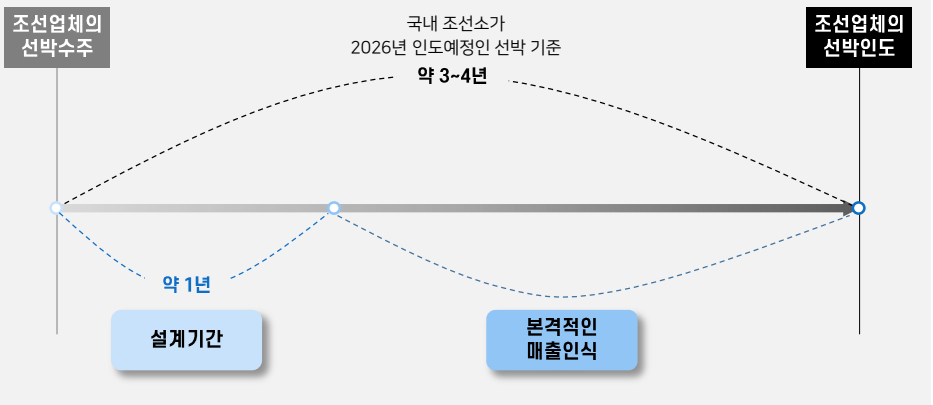
2024년 3분기가 마무리되어 가는 시점에서, 2026년의 실적을 근거로 밸류에이션을 진행하는 이유는 수주산업인 조선업 특성에 기인한다. 조선업은 수주-인도까지 3~4년의 리드타임을 형성하는 업황 개선 국면에서 진입했다. 설계기간이 약 1년 정도 소요되는 특성 상 1년뒤에 수주잔고에서 발생하는 매출인식은 미미하다.

예를 들어 신설된 조선소가 있으며 설립 시점에서 밸류에이션을 진행한다고 가정하자. 해당 조선소에 대한 밸류에이션을 진행하기 위해 미래에 벌어들일 이익을 추정하는 과정이 필요하다. 설립과 동시에 수주를 했다고 가정하더라도 1년뒤에 본격적인 매출인식이 발생할 가능성은 제한적이다. 오히려 높은 고정비 부담으로 인해 적자구간을 통과하고 있을 개연성이 크다. 조선업체의 미래 이익을 발생시키는 수주잔고의 가치를 판단하기에 1년은 지나치게 짧다.

조선소가 미래에 벌어들일 이익에 근거한 밸류에이션을 하기 위한 합리적인 기준은 FY2~FY3로 판단한다. 본 자료에서 FY3, 즉 2026년을 기준으로 선택한 배경은 업황 개선의 강도가 강화되며 조선업체들이 이미 2027년 이후의 인도 슬롯에 대한 영업을 진행하고 있기 때문이다. 2027년 인도 예정인 선박들은 2026년에도 공정률에 따른 매출 인식이 진행될 예정이며, 이는 2026년 손익계산서에 대한 가시성이 높아졌음을 의미한다.

산업 밸류체인 안에서 업체가 포함된 단계에 따라 적정주가를 산출하는 회계기준은 달라져야 한다. 선박엔진의 경우 조선소들의 선박 인도 시점 대비 2~3개분기 선행하며 납품에 따라 매출인식이 발생하는 구조이다. 선박엔진부품의 경우 계약에 따라서 추가로 납품 일정이 선박엔진보다 선행하는 구조이다. 피팅제품은 선박 건조 계약을 12개월 후행하는 수주 특성을 지니며, 수주-납품 리드 타임은 1~2개 분기 정도이다.

그림6 **조선업에 대한 적정주가 산출의 근거를 FY3(2026년)으로 해야하는 이유**

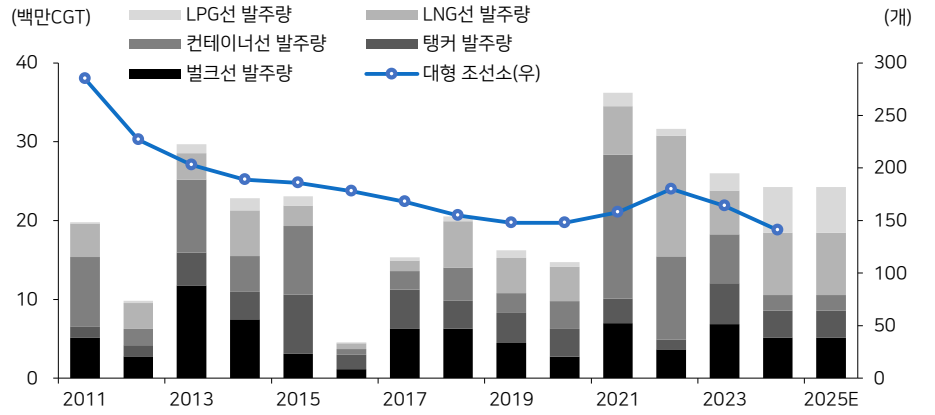


자료: 메리츠증권 리서치센터

수요(선주)-공급(조선소)은 탄성한계를 넘었다

공급자 우위시장으로 인해 신조선가지수는 현 189.7p에서 추가 상승을 기대한다. 중국의 2001년 WTO 가입이 촉발한 조선업 슈퍼 사이클이 '수요' 폭발에 따른 업황 개선 구간이었다면, 지금은 '공급' 축소가 야기한 업황 개선 구간이다. 2025~26년 예상하는 주요 선종의 연 발주 수요는 2011~23년 평균보다 17% 많은 수준이지만, 전세계 대형 조선소(2만DWT 이상)들의 수는 141개로 2008년대비 43.7% 수준으로 축소됐다. 조선소들은 선택과 집중의 방식을 채택하기 시작했다.

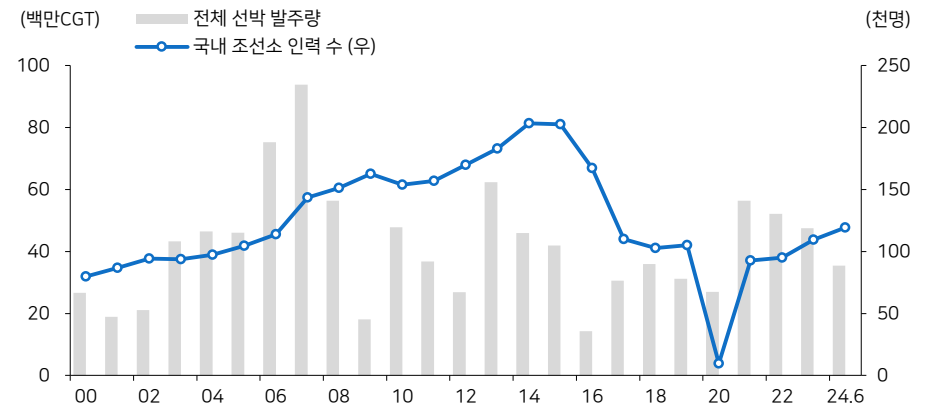
그림7 **전세계 선종별 발주량 vs 대형 조선소 추이**



주: 벌크선은 Capesize + Panamax, 탱커는 VLCC + Suezmax + Aframax, LNG선은 140k급 이상,
LPG선은 65k급 이상이며 암모니아/이산화탄소/에탄선 포함, 대형 조선소는 20,000DWT급 이상이며 가동 중인 조선소
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

우리나라 조선업의 경우, 중대형조선소 고용인력이 2014년말 203,441명에서 2022년말 96,254명으로 52.7% 감소했다. 사채권자집회를 통한 채무조정까지 단행하는 등 강도 높은 구조조정을 겪으며 LNG선, LPG선, 컨테이너선, 탱커 순서의 고수익 선종에 대한 수주 전략을 고수했다.

그림8 **전세계 선종별 발주량 vs 국내 조선소 인력 수**



자료: Clarksons, 산업인력현황보고서(2022), 메리츠증권 리서치센터

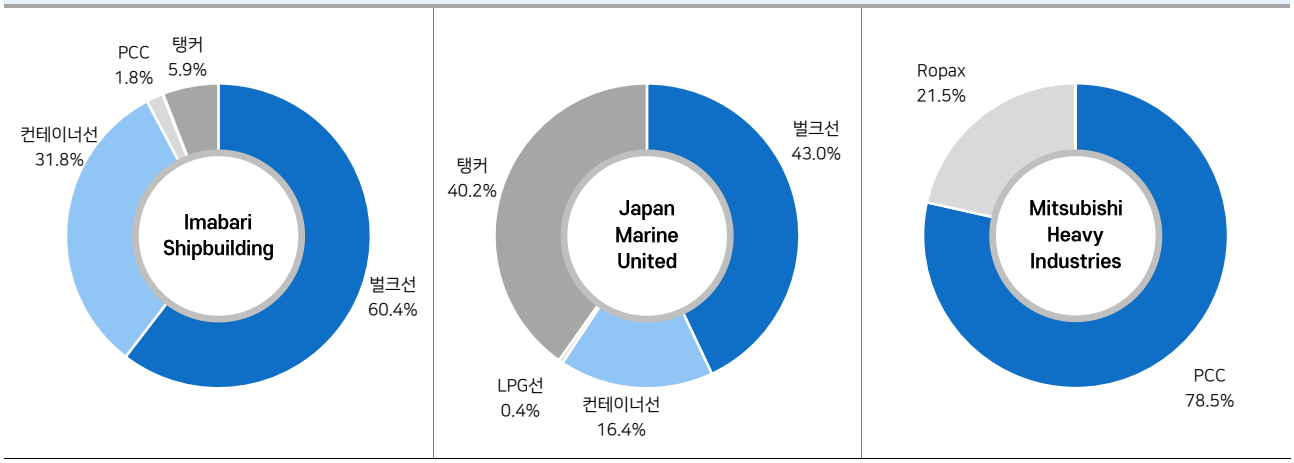
다행인 점은 가스선, 컨테이너선 등 수익성에서 비교우위의 선종들에 대한 사업을 고수한 결과, 업사이클 국면에서 인력 확보를 통해 CAPA 증설 효과를 앞당길 수 있었다. 2022년말 이후 2024년 상반기말까지 24,359명의 증원이 이뤄졌으며, 2024년말까지 약 7,000명의 추가 고용이 기대된다. 정부의 비자 지원 등 외국인 인력 확보를 위한 노력이 성공한 효과이다.

일본의 경우 인건비 부담 심화로 고수익성인 LNG선에 대한 영업도 포기하기에 이르렀다. 일본의 대표적인 조선소인 Mitsubishi Heavy Industries는 2020년 공식적으로 LNG선 신조시장에서 철수했다. 대신 ONE, K-Line, Mitsui OSK Lines 등 자국 선사들의 수요 중심으로 벌크선, 컨테이너선, 탱커 수주에 집중했다. 2021년에는 Imabari Shipbuilding과 Japan Marine United(JMU)는 연합체 Nihon Shipyard를 출범하여 경쟁력 강화를 추구했으나, 타깃 선종은 여전히 벌크선, 컨테이너선, 탱커이다.

선두그룹이었던 한국과 일본의 구조조정에 따른 반사수혜를 누린 중국이지만 역시 구조조정은 불가피했다. 2024년 현재 중국의 조선소는 161개로 추산되며, 2008년 463개 대비 65.2% 감소했다. 2021년 전세계 발주량 급증에도 불구하고 2021년 212개, 2022년 208개, 2023년 186개, 2024년 161개로 감소세가 이어지고 있다.

최근 증설 계획을 발표했으나 시장의 수요>공급 상태를 훼손할 수준은 아니다. Yangzijiang Shipbuilding은 2026년말까지 연 80만DWT의 CAPA를 증설한다. 쉽게 말해 20만DWT급 Newcastlemax를 연간 4척씩 더 인도할 수 있는 증설이다. NewTimes Shipbuilding은 VLCC 2척을 동시에 건조할 수 있는 도크를 확보할 예정이다. Hudong-Zhonghua는 LNG선 CAPA를 연 10~12척으로 확대 중이다. Jiangnan Shipyard는 LNG선 연 4척 CAPA를 확보 중이다.

그림9 **일본 대표 조선소들의 수주잔고 구성. LNG선 전무**

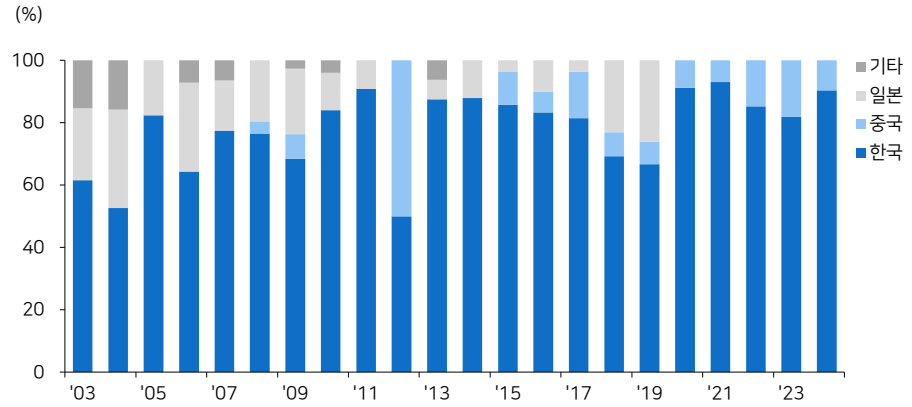


주: DWT 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

LNG선 시장: 중국의 건조 CAPA 증설을 감안해도 여전히 숏티지

중국의 LNG선 신조시장 진출은 한국 외 플레이어에 대한 대체로 귀결됐을 뿐, 공급 과잉으로 이어지지 않았다. 슈퍼 사이클 당시 대형 LNG선 건조업체의 CAPA는 한국을 제외하면 연간 약 10척 규모였다. 한 해 인도량을 50척으로 가정했을 때 한국의 CAPA 점유율은 80%였다. 현재 대형 LNG선에 대한 전체 CAPA 연 90척 중 한국의 비중은 여전히 78% 수준이다. 중국의 비중이 22.2%로 확대됐으나 일본의 LNG선 건조 시장 이탈로 인한 대체효과뿐이다.

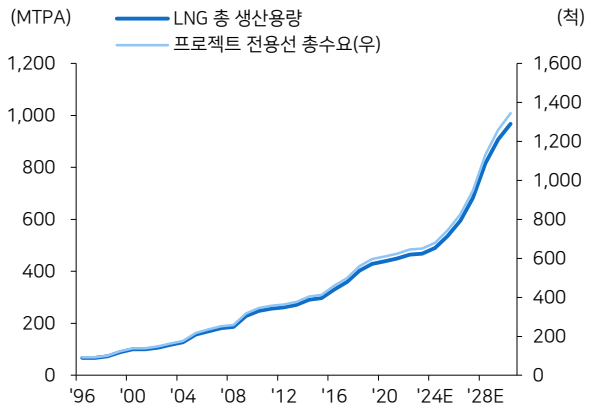
그림10 LNG선 건조 CAPA는 한국+일본에서 한국+중국으로 변화



주: 40,000CBM급이상 LNG선 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

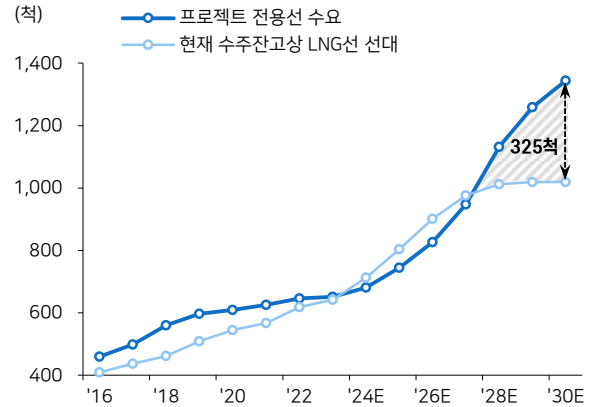
제한된 공급상황 하에서 2028년 초과 수요 사이클 진입을 앞두고 2024~25년간 184척의 LNG선 발주 수요가 있다. 2028년말까지 가동 예정인 LNG 생산용량은 814.9MTPA(million tonnes per annum)이며 생산용량을 충당할 LNG선 선대는 174,000CBM급 LNG선 기준으로 1,132척이 필요로 하다. 8월말 수주잔고 상 2028년 LNG선 예상 선대규모는 1,012척이며 추가로 120척의 발주가 필요한 상황이다.

그림11 LNG 생산용량 증가 스케쥴과 전용 LNG선 수요



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

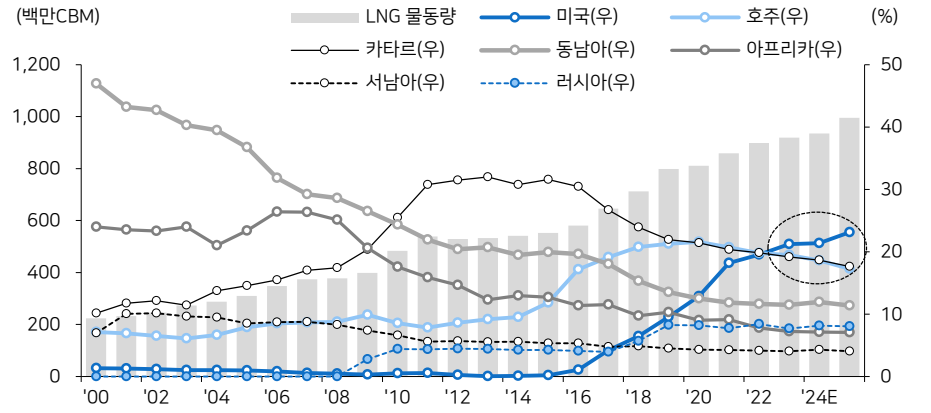
그림12 2028년부터는 LNG선 초과수요 (잠재적 발주 수요)발생



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

LNG 증설 흐름은 수출 점유율 우위를 위한 미국, 호주, 카타르의 수출 터미널 확장 경쟁으로 인해 지속되고 있다. 미국은 7월에 LNG수출 시설 승인 보류에 대하여 연방법원의 재개 명령이 확인됐고, 미국 대선 이후 수출 터미널 확장에 대한 공격적인 움직임이 기대된다. 카타르의 경우 LNG 생산 CAPA의 추가 확장을 계획하면서 270,000CBM급(Qc-max급) LNG선에 대한 발주도 진행 중이다.

그림13 **LNG 해상물동량과 주요 국가들의 수출량 추이 및 전망**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

2025년까지 120척의 대형 LNG선 발주 수요가 상존함에도 불구하고 전세계 LNG선 공급 여력은 75척으로 제한적인 상황이다. 우리나라의 2027~28년 잔여 슬롯(수주 가능 슬롯)은 63척이며 중국의 2027~28년 잔여슬롯은 12척으로 추정한다. LNG선에 대한 수요 〉 공급인 상황하에 가격 상승 압력은 지속된다. 8월말 기준 Clarksons LNG선 신조선가지수가 소폭 하락하며 시장에 우려를 야기했으나 기우다.

표6 **2027~28년에 인도 가능한 슬롯은 한국이 63척, 중국이 12척 보유. 시장 수요 120척에 부족**

조선소	2027~28년 잔여 건조 슬롯	조선소별 연간 인도 CAPA
한국	**63**	**70**
한화오션	22	20
삼성중공업	16	20
HD현대중공업	13	18
HD현대삼호	12	12
중국	**12**	**20**
Hudong Zhonghua	2	10
Dalian Shipbuilding	1	4
CMHI(Jiangsu)	3	3
Jiangnan SY	4	2
Yangzijiang	2	1

자료: 메리츠증권 리서치센터

2024~25년 LNG선 발주량은 최소 139척~199척으로 추정한다. 시나리오 1)은 139척이다. 2024년 8월까지 발주가 확인된 64척 + 2027~28년 조선소들의 잔여 슬롯 75척을 더한 값이다. 전세계 조선소들의 LNG선 연간 건조 CAPA가 현재 90척 수준에서 추가 증설 계획이 없는 상태이며 잔여슬롯에 대한 건조 계약 체결은 자명하다.

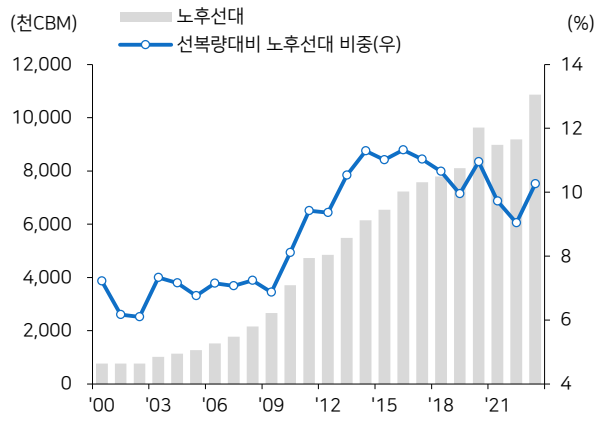
시나리오 2)는 LNG증설에 따른 2028년까지 시장의 LNG선 초과 수요분 45척을 추가로 더한 값이다. 45척은 2028년까지 LNG 증설 스케쥴을 감안해 추가로 필요한 LNG선 120척에서 조선소들의 잔여 건조 슬롯 75척분이 계약 체결된 후 나머지 값이다. 공급 부족 상황을 인지한 선주/선사들이 2029년 이후 인도받을 수 있는 슬롯이더라도 조기에 발주할 가능성이 있다.

시나리오 3)은 시장에서 이탈될 가능성이 있는 LNG선에 대한 교체발주 가능성까지 더한 값이다. 스팀터빈엔진을 사용하는 LNG선대의 잠재적 교체 수요를 주목한다. 스팀터빈엔진방식은 열효율이 떨어지기 때문에, 2023년부터 적용되기 시작한 IMO의 CII(Carbon Intensity Indicator, 탄소집약도지수)에 미달하기 시작했다.

CII A~E등급 중 E등급을 받거나, D등급을 3년 연속으로 받게 되면, 시정 조치 계획을 수립해야 한다. 수립된 계획은 SEEMP(Ship Energy Efficiency Management Plan)에 반영해야 하며 Part 1) 선박에너지 효율 향상 관리 계획, Part 2) 선박 연료 데이터 수집 계획, Part 3) CII를 위한 계획서로 구성되며 본선에 비치해야 하는 의무가 부여된다.

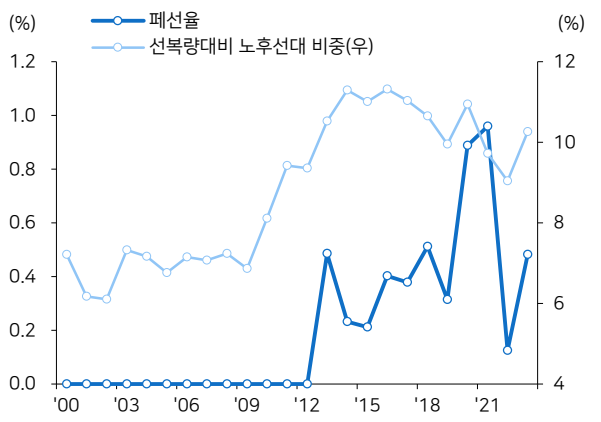
선박에너지 효율 향상은 EST(Energy Saving Technologies) 투자를 수반하며 노후 선박의 경우 개조(retrofit)와 폐선 사이의 기로에 놓이게 된다. 4만CBM급이상의 전체 LNG선대 710척 중 스팀터빈엔진방식의 LNG선은 234척이며 전체 선복량의 28.6%이다. CII D~E등급에 해당하며 선령 20년을 초과한 노후선박은 44척이며 전체 선복량의 5.1%이다. 25년 초과 선박은 15척, 1.7% 비중을 차지한다.

그림14 **LNG선 노후선대 및 노후선대 비중**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **미미했던 폐선율, CII 이슈가 촉발시킬 가능성**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표7 1) 선령이 20년을 초과하며, 2) 스팀엔진방식이며, 3) CII등급 D~E에 속하는 LNG선 리스트

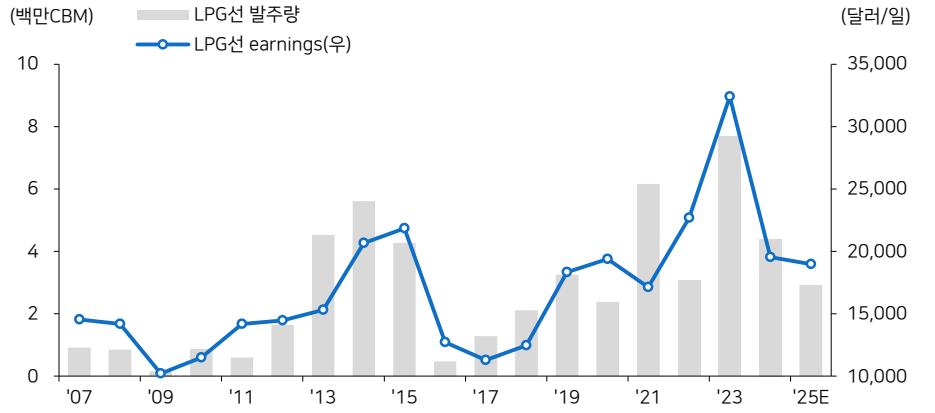
Name	Size	건조일	Builder	Status	Engine Type	CII_2024	CII_2026
Bering Energy	126,400	1978	Gen. Dynamics Quincy	Repairs	Steam Turbine	D	D
Coral Energy	126,400	1979	Gen. Dynamics Quincy	Laid Up	Steam Turbine	D	D
Ekaputra 1	137,012	1990	MHI Nagasaki	In Service	Steam Turbine	E	E
Hyundai Utopia	125,182	1994	Hyundai HI (Ulsan)	In Service	Steam Turbine	D	D
Al Khaznah	135,496	1994	Mitsui SB (Chiba)	In Service	Steam Turbine	E	E
Puteri Intan	130,405	1994	Ch. de l'Atlantique	Idle	Steam Turbine	D	D
Shahamah	135,496	1994	Kawasaki HI Sakaide	In Service	Steam Turbine	E	E
Ghasha	137,514	1995	Mitsui SB (Chiba)	In Service	Steam Turbine	D	D
Mubaraz	137,000	1996	Kvaerner Masa	In Service	Steam Turbine	D	D
Mraweh	137,000	1996	Kvaerner Masa	In Service	Steam Turbine	E	E
Al Zubarah	137,573	1996	Mitsui SB (Chiba)	In Service	Steam Turbine	D	D
Al Hamra	137,000	1997	Kvaerner Masa	In Service	Steam Turbine	D	E
Al Rayyan	135,358	1997	Kawasaki HI Sakaide	In Service	Steam Turbine	D	D
Umm Al Ashtan	137,000	1997	Kvaerner Masa	In Service	Steam Turbine	D	D
Al Wajbah	137,354	1997	MHI Nagasaki	In Service	Steam Turbine	D	D
Doha	137,354	1999	MHI Nagasaki	In Service	Steam Turbine	D	D
HL Muscat	138,200	1999	HHIC (Yeongdo)	In Service	Steam Turbine	D	D
Hyundai Technopia	135,000	1999	Hyundai HI (Ulsan)	In Service	Steam Turbine	D	D
SK Summit	138,000	1999	Daewoo (DSME)	In Service	Steam Turbine	D	D
Lady Eva	136,867	2000	MHI Nagasaki	In Service	Steam Turbine	E	E
Hyundai Cosmopia	135,000	2000	Hyundai HI (Ulsan)	In Service	Steam Turbine	D	D
K. Acacia	138,017	2000	Daewoo (DSME)	Idle	Steam Turbine	D	D
SK Supreme	138,200	2000	Samsung HI	In Service	Steam Turbine	D	D
Hyundai Aquapia	135,000	2000	Hyundai HI (Ulsan)	In Service	Steam Turbine	D	D
Hyundai Oceanpia	135,000	2000	Hyundai HI (Ulsan)	In Service	Steam Turbine	D	D
Sohar LNG	137,248	2001	MHI Nagasaki	In Service	Steam Turbine	D	D
Asya Energy	137,231	2002	Hyundai HI (Ulsan)	In Service	Steam Turbine	E	E
Xinhang Energy	136,912	2002	MHI Nagasaki	In Service	Steam Turbine	E	E
LNG Sokoto	137,098	2002	Hyundai HI (Ulsan)	Idle	Steam Turbine	E	E
Trader III	137,489	2002	MHI Nagasaki	In Service	Steam Turbine	D	D
Seapeak Hispania	140,500	2002	Daewoo (DSME)	In Service	Steam Turbine	E	E
Puteri Delima Satu	137,100	2002	Mitsui SB (Chiba)	Laid Up	Steam Turbine	E	E
Trader II	138,208	2002	Samsung HI	In Service	Steam Turbine	D	D
BW Boston	138,059	2003	Daewoo (DSME)	In Service	Steam Turbine	D	D
LNG Bayelsa	137,065	2003	Hyundai HI (Ulsan)	In Service	Steam Turbine	D	E
Singapore Energy	138,287	2003	Samsung HI	Idle	Steam Turbine	E	E
Everest Energy	138,028	2003	Daewoo (DSME)	In Service	Steam Turbine	E	E
Merchant	138,283	2003	Samsung HI	Idle	Steam Turbine	E	E
Seapeak Catalunya	138,000	2003	IZAR (Sestao)	In Service	Steam Turbine	E	E
Energos Princess	138,000	2003	Daewoo (DSME)	In Service	Steam Turbine	D	D
Princess Sapphire	137,585	2003	MHI Nagasaki	Idle	Steam Turbine	E	E
Energy Frontier	147,599	2003	Kawasaki HI Sakaide	In Service	Steam Turbine	D	D
Castillo de Villalba	138,183	2003	IZAR (Puerto Real)	In Service	Steam Turbine	E	E
Golar Arctic	140,648	2003	Daewoo (DSME)	Idle	Steam Turbine	E	E

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

일반 가스선 시장: LPG/Ammonia/LCO_2선 시장은 양호/개선/개화

LNG선을 제외한 가스선 시장에서, 2024~25년 LPG선 예상 발주량은 81척이며 이는 2019~23년 연평균 발주량 42척과 비교했을 때 소폭 적은 수준이다. 발주량 전망치는 2024~25년 예상 운임 일일 18,965~19,525달러에 근거한다. LPG선은 운임과 발주량 간 상관계수가 +0.861로 가장 높은 선종이기 때문이다. 해당 운임으로 도출한 LPG선의 총 발주량은 732만CBM이며, 9만CBM급 LPG선으로 환산했을 때 81척에 해당한다.

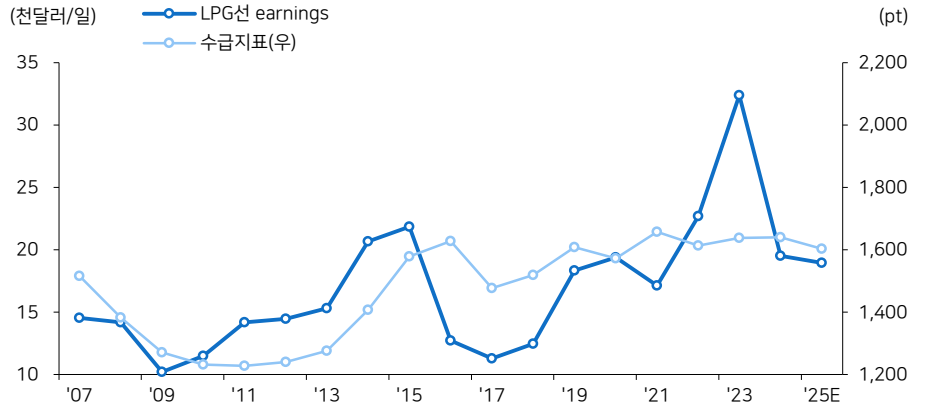
그림16 **2024~25년 발주량은 대형 LPG선 기준 81척+α (2024년 8월 누계 발주 59척)**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

운임 역시 수급지표(=물동량/선복량)와의 동행성이 타선종보다 높다. 2023~26년 LPG선의 선복량을 조선소들의 수주잔고를 기반으로 산출했을 때 CAGR +6.6%의 성장률을 보였고, 동기간 LPG 해상물동량을 CAGR +5.4%로 가정했다. 공급이 물동량 성장률을 상회하는 가정으로 인해 운임을 과거 평균보다 낮게 전망했다. 2019~23년, 지난 5년간의 LPG earnings 평균치는 일일 21,986달러였다.

그림17 **운임과 수급지표 간 상관계수 +0.6383를 고려, 2025년 운임 전망은 18,965달러/일**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

전통 LPG선 발주량 전망이 보수적임에도, 가스선 발주 서프라이즈는 암모니아와 이산화탄소 시장에서 촉발될 수 있다. 2024년 발주기록을 보면, 8월말 누계 기준 VLGC(대형LPG선) 발주량 59척 중 암모니아 겸용선이 34척이다. VLAC(Very Large Ammonia Carrier)로 불리는 대형 암모니아 운반선은 2023년 5월에 첫 수주계약으로 등장한 이후 8월말 기준 55척의 수주잔고가 확인됐다. 해당선박은 LPG 또는 암모니아 운반 목적으로 투입될 예정이다.

암모니아는 해상 물동량에 미치는 영향이 과거 미미했으나 상황이 반전되고 있다. 전세계 암모니아 연간 생산 능력은 약 2억톤이다. 그중 해상교역이 이루어지는 비중은 8~9% 수준이다. 비료 목적으로만 70%이상 사용되어 왔으며, 해상 교역 비중이 낮았다. 반전의 물꼬는 저탄소(그린/블루) 암모니아에서 시작된다.

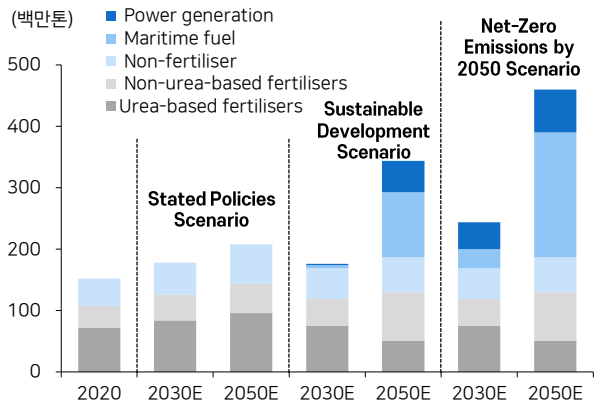
재생에너지를 통해 생산한 그린 암모니아와, 생산과정에서 배출되는 탄소를 포집한 블루 암모니아의 등장은 IEA(국제에너지기구) 넷제로 시나리오에 부합했다. 각국의 에너지 정책에 주요 수단으로 활용되면서 해상 수요가 발생하고 있다. 일본의 경우 그린암모니아 수입량을 2025년까지 연 3백만톤으로, 2030년까지 연 3천만톤으로 확대할 계획이다. 그린암모니아로 전력 생산을 하기 위함이다.

표8 암모니아 종류별 구분 및 정의

Brown Ammonia	Produced via lignite (brown) coal
Black Ammonia	Produced by bituminous (black) coal
Grey Ammonia	Produced via fossil fuels (usually methane)
Blue Ammonia	Produced via fossil fuels with CO2 produced partly captured, stored (CCS) and used in other applications, or re-injected into reservoirs for enhanced oil and gas recovery
Green Ammonia	Produced via relatively carbon-free and renewable energy sources such as wind, solar or hydro, using water electrolysis and nitrogen from air separation
Pink Ammonia	Produced via nuclear energy
Yellow Ammonia	Prouded via hydrogen electrolysis, using electricity from mixed origin / Another definition refers to the use of electricity from just solar power
Turquoise Ammonia	Produced using thermal splitting of methane
White Ammonia	Produced as a by-product of industrial process

자료: Clarksons

그림18 2020 vs 2030 vs 2050 질소 수요 시나리오



자료: International Energy Agency, 메리츠증권 리서치센터

그림19 일본의 전력 생산용 그린암모니아 수입 계획

"일본, 암모니아는 청정연료... 보급 확대 박차 가하고 있다"

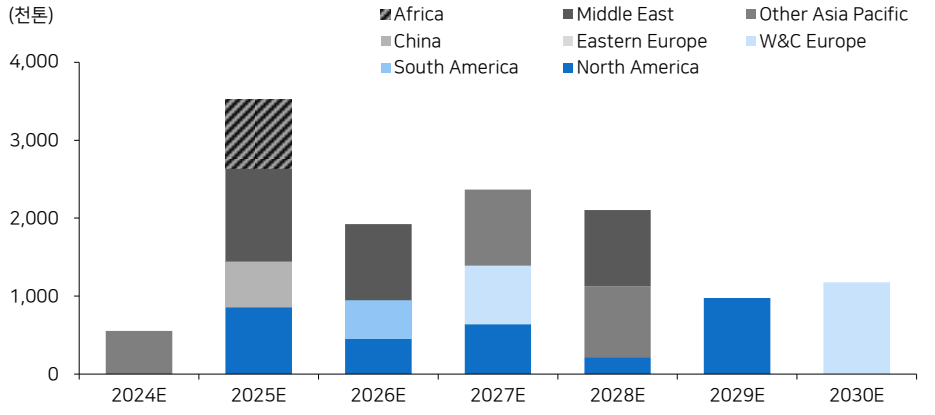
변국영 기자 | bgy68@energydaily.co.kr | 승인 2021.03.25 09:49 | 댓글 0

성장 기대되는 산업... 경제산업성, 탈탄소 전원으로 재생에너지 외 암모니아 고려
"생산·수송·저장 기술 확립... 발전가격 등 해결하면 수소보다 조기 실용화" 판단
2030년까지 실증실험 통한 석탄화력의 암모니아 혼합연소(20%) 기술 확립
2050년까지 혼합연소비율 확대... 100% 암모니아 연소 기술 개발 추진
암모니아 소비량 2030년까지 연간 300만톤-2050년까지 3000만톤까지 확대
석탄화력 100% 암모니아 전환하면 연간 수요 약 1억톤-CO_2 배출 2억톤 감축 추산

자료: 언론보도

친환경적인 그린암모니아, 블루암모니아에 대한 수요와 2030년까지의 약 2,000만톤의 CAPA 증설분을 고려했을 때 VLAC 기준 25척의 운반선이 필요하다. VLAC 1척이 가진 연 80만톤의 운반 능력으로 나눈 값이다. 2030년까지 약 12.6MTPA의 글로벌 CAPA 확충이 계획되어 있으며, 블루 암모니아의 경우 총 7.2MTPA의 CAPA 확충이 예상된다. 해운 브로커들은 2040년까지 저탄소 암모니아의 해상 물동량이 연 6,900만톤에 달할 전망이라고 인터뷰하기도 했다.

그림20 **지역별 그린 암모니아 CAPA 증설 계획**



자료: NexantECA, 메리츠증권 리서치센터

표9 **국가별 블루 암모니아 CAPA 증설 프로젝트**

국가	프로젝트명	가동일	생산규모 (천톤)
카타르	QAFCO-7	2026	1,200
사우디 아라비아	SANC-6	미정	1,200
미국	Blue Point Complex	2028	1,400
	Yara-BASF	미정	1,400
UAE	Ta'ziz NH3 pjt	2027	1,000
캐나다	Hydrogen Canada	2028	1,000
합계			7,200

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

2024년 중 이미 34척의 암모니아운반선이 발주됐으며, 저탄소 암모니아 및 전통 암모니아 해상 물동량의 자연 성장률에 근거한 선박 수요의 합과 일맥상통하다. 8월까지 수주 확인된 VLGC(VLAC를 포함하는 개념) 59척 중 34척이 암모니아 운반 목적에 사용될 수 있음을 감안하면, 2024~25년 LPG운반용 선박 발주 예상치 81척 중 47척의 발주 모멘텀이 상존함을 시사한다. 암모니아와 후술할 이산화탄소 시장이 일반 가스선 시장의 발주 서프라이즈를 야기할 수 있음의 부연 설명이다.

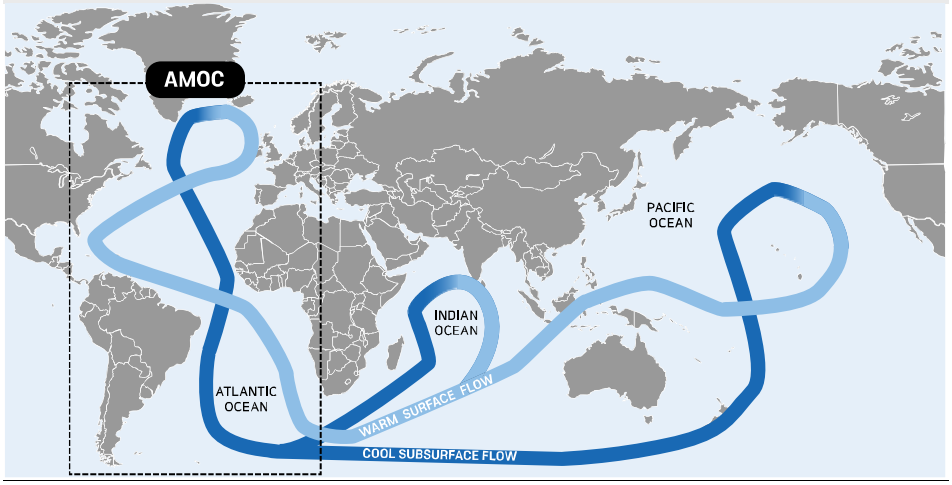
LCO_2선 시장 – 인류의 2번째 방주가 되어줄 수 있을까

가스선 발주 서프라이즈의 다른 동력인 LCO_2선의 경우, 기후 위기에 직면한 인류가 선택할 수 있는 타개책의 일환으로써 성장이 기대된다. 기후 위기란 폭염, 폭설, 폭풍, 해수면 상승 등의 이상 기후 현상이다. 기후 변화에 대한 수 많은 알람 중 특히 2024년 8월 2일 미국 CNN방송 내용이 경종을 울렸다. 네덜란드 위트레흐트대에 따르면, 2037~64년 사이에 AMOC가 붕괴될 수 있다는 내용이다. 막연하게 치부하던 기후재난이 14년 앞으로 다가온 셈이다.

AMOC의 붕괴 가능성은 과거에도 언급된 바 있다. 덴마크 코펜하겐대 연구진이 네이쳐 커뮤니케이션스에 발표한 내용에서, 2025년부터 해류의 속도가 서서히 느려지며 2057~95년까지 붕괴 가능성을 언급했다. 1년만에 붕괴의 예상 시점이 20~31년 앞당겨졌다.

AMOC(Atlantic Meridional Overturning Circulation)는 대서양 자오선 역전 순환으로 번역되며, 대서양에 걸쳐 심층 해수 순환 시스템 중 하나를 의미한다. 기후를 결정하는 요소인 해양 시스템에서 따뜻한 바닷물과 차가운 바닷물의 순환은 해양 시스템 균형에 필수불가결한 요소이다. 적도 부근에서 태양에 의해 온도가 상승한 표층해수는 극지방까지 이동한 뒤 차갑고 밀도가 높아진 해수가 심층수로 하강하여 해저면을 따라 순환한다. 이를 역학펌프(dynamic pump)라고 한다.

그림21 **전세계 해류의 순환과 AMOC(대서양 자오선 역전 순환)에 대한 설명**



자료: 유튜브_안될과학 Unrealscience, 메리츠증권 리서치센터

해류 순환 붕괴의 위험성은 2023년 3월 MBC 사이언스에서 방영된 살인 한파 사건에서 잘 드러난다. 1만 6천년 전 한반도의 기후는 5~10년이라는 짧은 기간 만에 기온이 섭씨 5~7도 가량 낮아졌고, 북반구를 덮친 한파가 200년 간 지속됐다는 증거가 확보됐다.

원인은 해류 순환의 멈춤 때문이었으며, 멈춘 원인에 대한 가설로 빙하댐 붕괴가 유력하다. 2만년 전 형성된 빙하호가 4천년만에 붕괴하며 바다로 유입된 담수가 바닷물의 밀도를 낮췄고 역학펌프를 방해했다. 해류의 순환은 태양으로부터 받은 열에너지를 적도지방에서 극지방으로 전달한다는 역할을 수행하고 일반적인 기후를 형성하는데, 순환의 멈춤으로 인해 200년간의 한파가 시작됐다. 2024년 현재 빙하 댐 붕괴가 아니더라도, 온실효과가 같은 결과를 초래할 우려는 존재한다.

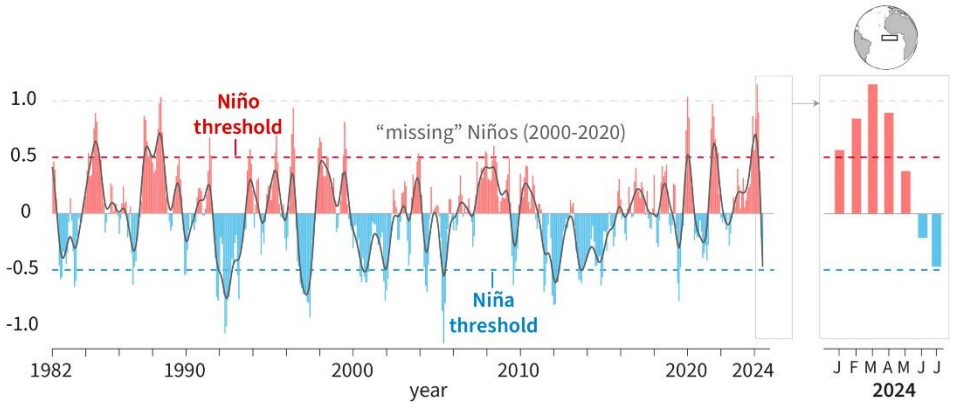
재앙을 인지하더라도 악화 속도는 상승할 수 있다. 해류 순환의 기능 중 대기 내 이산화탄소 농도에 대한 자정작용이 영향을 받기 때문이다. 대기와 표층 해수 간 농도 차이에 따라 이산화탄소는 표층해수로 녹아들 수 있다. 이를 용해 펌프(solution pump)라고 한다. 극지방에 도달한 해수가 역학펌프로 심해로 이동하고 녹아져 있던 탄소는 심해에 저장되는 효과가 발생한다.

코펜하겐대의 연구결과처럼 2025년부터 AMOC의 해류 속도가 저하되면, 대기 중 이산화탄소의 심해로 유입되는 양은 줄어든다. 대기 중 이산화탄소의 농도는 더 상승하고 온실효과는 심해진다. 강화된 온실효과는 더 많은 빙하를 녹이고 담수의 해양 유입을 초래하는 양의 피드백 효과가 반복될 수 있다.

2024년 6월~8월 사이에 발생한 대서양의 수온 급락은 AMOC 붕괴에 대한 조기 경고로 해석될 수 있다. 대서양의 수온 변화는 자연스러운 현상이지만 이번 경우는 너무 높은 온도에서, 너무 낮은 온도로, 너무 빠른 시간 내 하락했다. 과학자들이 설명할 수 없는 수준으로 급락했다.

대서양 니냐로 선언된 동 현상은 기후 이상이며, 발생 위치가 대서양이라는 점과 과학자들이 해석을 내놓지 못한 상황은 AMOC 붕괴의 전조 증상일 우려를 나타내고 있다. 1982년 집계된 이후 2000~20년까지 니뇨(해수 수온 상승)는 발생하지 않았으나, 2020년 이후 발생 빈도와 진폭이 확대되고 있다. 니뇨에서 니냐(해수 수온 하락)로 3개월 만에 급변한 경우는 역사상 처음이며 설명되지 않는다.

그림22 **1982년 이후 대서양 니뇨, 니냐 그래프**



주: 표층 해수의 평균온도와의 차이를 나타낸 그래프
자료: Climate.gov

기후 재난을 되풀이 하지 않기 위해서 대기 중 이산화탄소 농도를 감축하기 위한 노력은 강화돼야 한다. 공격적인 CCUS(Carbon Capture Utilization & Storage) 시장의 개화를 촉구한다. 국제에너지기구(IEA, International Energy Agency)는 2050년까지 Net-zero 시나리오를 제시한 바 있으며 달성하기 위해서는 포집한 이산화탄소의 95%를 재사용보다 저장해야 한다고 주장한다.

조선업은 CCUS 시장 확대의 수혜를 기대한다. '저장'의 임무를 보조하기 위한 LCO_2운반선의 발주 확대를 기대하기 때문이다. IEA에서 집계한 저장 용량은 2023년기준 45MTPA에서 2030년까지 435MTPA로 확대 예정이다. EOR (Enhanced Oil Recovery)과 기타 목적의 저장 용량을 제외한, 전용(dedicated) 목적의 저장 용량은 355MTPA이다. 이는 이산화탄소 운반 수요를 의미한다.

표10 **2030년까지 탄소 포집 목적의 프로젝트 CAPA & 탄소 저장 목적의 프로젝트**

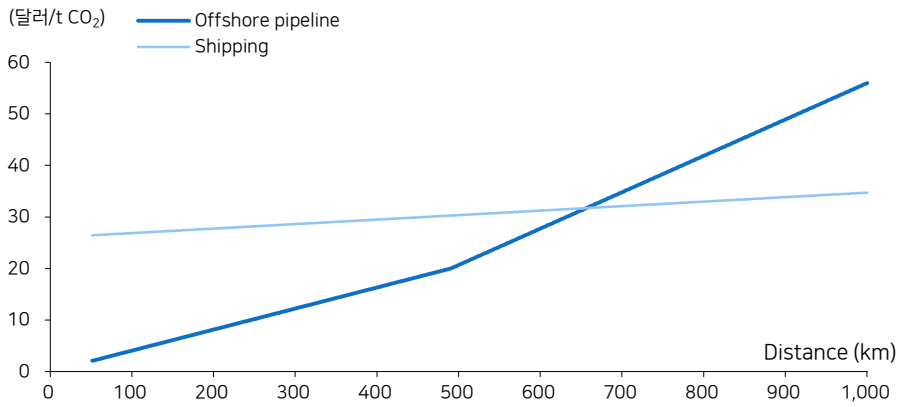
탄소포집 섹터별 도입 현황 및 계획				탄소저장 유형별 도입 현황 및 계획			
(Mt CO_2/년)	2023	2030E		(Mt CO_2/년)	2023	2030E	
		Planned	NZE			Planned	NZE
Power	3	79	233	Total	45	435	997
Cement	0	15	167	Dedicated	10	345	
Other Industry	4	20	104	EOR	35	55	
Natural gas processing	31	70	92	Unspecified/unknown	0	49	
Biofuels	1	28	114				
Hydrogen	0	80	161				
Other Industry	8	46	74				
DAC	0.01	68	80				

자료: International Energy Agency, 메리츠증권 리서치센터

이산화탄소의 운반 방식은 파이프, 선박, 레일로 구분할 수 있다. 기술적인 성숙도 측면에서는 파이프라인이 가장 앞서고 있다. 레일을 이용하는 방식의 기술적인 성숙도는 아직 낮으나 영국의 The Morecambe Net Zero Cluster에서 레일 방식 채택을 계획 중이다.

선박의 경우 운송 길이에 따라 파이프라인 대비 경제성을 확보할 수 있기 때문에 대체재로써 시장이 성장할 전망이다. 선박을 통한 수송방식은 수송 거리가 약 650km 초과할 때부터 파이프라인 대비 경제성을 확보한다. 대형 선박의 개발로 규모의 경제효과가 발생한다면 더 짧은 수송 거리에서도 선박을 도입할 개연성이 있다.

그림23 **해양 파이프라인 vs 선박 경제성 비교(수송량 2MTPA 기준)**



자료: International Energy Agency, 메리츠증권 리서치센터

선박이 경제성을 확보하는 최소 수송 거리 650km를 해리(nautical mile) 단위로 변환하면 약 350해리이다. 인접한 로테르담(네덜란드)항과 만달(노르웨이)항까지의 거리가 472해리이다. 즉, 남부유럽에서 북유럽의 CCUS 허브로 향하는 항로의 거리는 대부분 경제성 확보 수송 거리 기준을 충족할 수 있다.

실제로 노르웨이의 Nothern Lights 프로젝트는 7,500CBM급 LCO_2선 4척을 발주한 상태이다. Nothern Lights는 국경 간 오픈소스 이산화탄소 운송 및 저장 인프라를 구축하고자 한다. 즉, 자국 외에도 유럽 내 타지역에서 발생한 탄소도 저장하려는 목표를 제시한다. 1단계는 2024년까지 연간 150만톤을 운송 및 저장할 수 있는 인프라를 구축하고, 2단계는 연간 500만톤까지 증설하는 계획이다.

우리나라의 경우는 HD현대미포가 Capital Gas로부터 22,000CBM급 4척을 수주한 바 있다. 이산화탄소운반 시장의 개화를 염두한 선제적 발주이다. 규모의 경제 효과를 야기할 수 있는 40,000~70,000CBM급 선박은 소수의 조선소들 위주로 개발 중이다. 시장 개화시 가스선 분야의 새로운 먹거리로 기대한다.

표11 **대형 LCO_2 운반선 기술에 대한 조선소들의 기술 보유 현황**

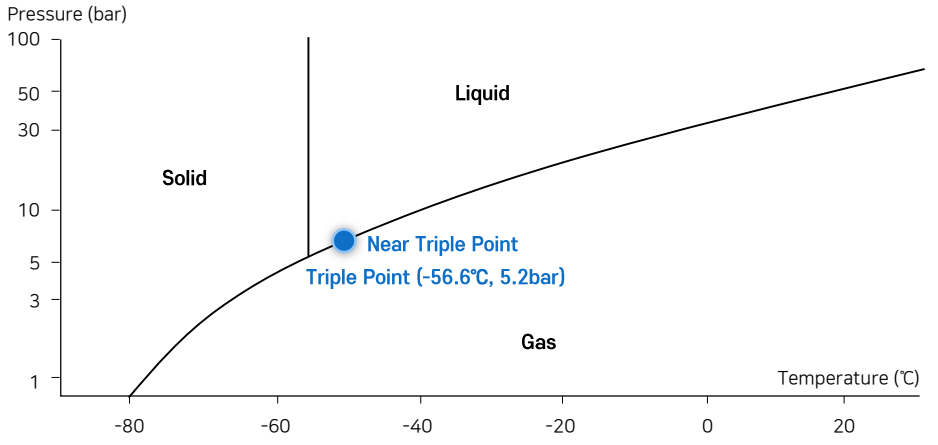
조선소	보유 인증	획득년도
국내		
HD현대중공업	▪ 40,000CBM 운반선 AIP (DNV)	2021
한화오션	▪ 70,000CBM LCO2 운반선 AIP (ABS) ▪ LCO_2용 화물창 AIP (ABS)	2022
삼성중공업	▪ LCO_2용 화물창 AIP (DNV)	2022
해외		
Wartsila	▪ LCO_2 화물탱크 AIP (DNV)	2021
TGE Marine	▪ 1,250CBM 운반선 AIP (ABS) ▪ 22,000CBM 운반선 AIP (ABS)	2021
Knutsen NYK Carbon Carriers	▪ 실린더형 CO_2 화물창 AIP (DNV)	2022
Mitsubishi Heavy Industries	▪ LCO_2 구형 화물창 AIP (BV) ▪ 50,000CBM LCO_2 운반선 기본승인 (DNV)	2022

자료: 한국선급, 메리츠증권 리서치센터

LCO_2선은 LPG선과 같은 일반 가스선의 하위 카테고리로 등장한 신선종이며, 대형 선박의 등장은 아직이다. 이산화탄소의 독특한 성질 때문이다. 물질의 세가지 상태(고체, 액체, 기체)가 동시에 존재하는 삼중점의 조건이 섭씨 -56.6도, 5.2기압이다. 삼중점 상태에서 온도가 조금만 낮아지면 이산화탄소는 고체(드라이아이스)가 되거나, 기압이 조금만 낮아지면 기체가 된다. 안정적인 액체상태로 화물을 운반하기 위해서 적절한 온도와 기압의 유지가 필수이다.

화물창의 용량이 커질 수록, 내부의 모든 지점에서 이산화탄소의 액체 조건을 유지하는 고난도 기술이 필요하다. HD현대미포가 건조 중인 22,000CBM급은 실제 발주 사례에서 확인된 최대 사이즈의 선박이다. 초기 시장에서 40,000~70,000 CBM급 사이즈에 대한 AIP(Approval in Principle, 개념 승인)를 선제적으로 취득한 소수의 조선소들의 과점 시장 형성을 예상한다.

그림24 **이산화탄소 상평형 차트,**
액체상태를 위한 기압, 온도 조건을 만족하며 동시에 대형화하는 어려움



자료: Clean Technology Volume 20 – Issue 1, 메리츠증권 리서치센터

LCO_2선 시장은 개화단계이며, 시나리오에 따른 대형 LCO_2선 발주량 전망치의 중위값 레벨은 2030년까지 70~122척이다. 1) 2030년까지 확충 예정인 전용(dedicated) 저장 용량 345MTPA가 LCO_2선의 운송 풀(pool)이다. 2) 북미지역은 기확보된 파이프라인으로 수송할 가능성이 높기 때문에 풀에서 제외한다. 3) 유럽 지역내 CCUS 프로젝트 집중도가 높은 국가들간 왕복 거리는 700~8,000해리로 다양하다. 4) 대형 LCO2선의 사이즈는 40,000~70,000급이다.

그외 액체 이산화탄소의 밀도를 1.1g/ml를 적용했으며, 연간 운항일수는 350일, 선박의 선적/하역 및 재정비 시간을 2일, 운항속도 14노트 가정을 적용했다. 2030년까지의 선박 인도 시나리오 1)은 40,000CBM급 사이즈 기준의 발주량 추정이며, 중위값 122척이다. 시나리오 2)는 50,000CBM급 사이즈 기준이며 중위값 98척이다. 시나리오 3)는 70,000CBM급 사이즈 기준이며 중위값 70척이다.

표12 2030년까지 LCO_2선 수요 전망 시나리오 1_기준 선복량 40,000CBM

시나리오 1		운송 수요(MTPA)				
기준 선복량 40,000CBM (척)		86	129	173	216	259
항로길이 (해리)	700	35	52	69	86	104
	900	41	62	82	103	124
	1,500	61	92	122	153	183
	2,000	78	117	156	195	233
	8,000	278	416	555	694	833

주: 1. 2030년까지 총 운송 풀 연간 3.45억톤에 대하여 25.0%, 37.5%, 50.0%, 62.5%, 75.0%만큼 선박 운송하는 케이스
2. 선박의 연간 가동일수를 350일로 가정, 기준 운항 속도는 14노트 가정, 이산화탄소의 밀도는 1.1g/ml 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터

표13 2030년까지 LCO_2선 수요 전망 시나리오 2_기준 선복량 50,000CBM

시나리오 2		운송 수요(MTPA)				
기준 선복량 50,000CBM (척)		86	129	173	216	259
항로길이 (해리)	700	28	41	55	69	83
	900	33	49	66	82	99
	1,500	49	73	98	122	147
	2,000	62	93	124	156	187
	8,000	222	333	444	555	666

주: 1. 2030년까지 총 운송 풀 연간 3.45억톤에 대하여 25.0%, 37.5%, 50.0%, 62.5%, 75.0%만큼 선박 운송하는 케이스
2. 선박의 연간 가동일수를 350일로 가정, 기준 운항 속도는 14노트 가정, 이산화탄소의 밀도는 1.1g/ml 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터

표14 2030년까지 LCO_2선 수요 전망 시나리오 3_기준 선복량 70,000CBM

시나리오 3		운송 수요(MTPA)				
기준 선복량 70,000CBM (척)		86	129	173	216	259
항로길이 (해리)	700	20	30	39	49	59
	900	24	35	47	59	71
	1,500	35	52	70	87	105
	2,000	44	67	89	111	133
	8,000	159	238	317	397	476

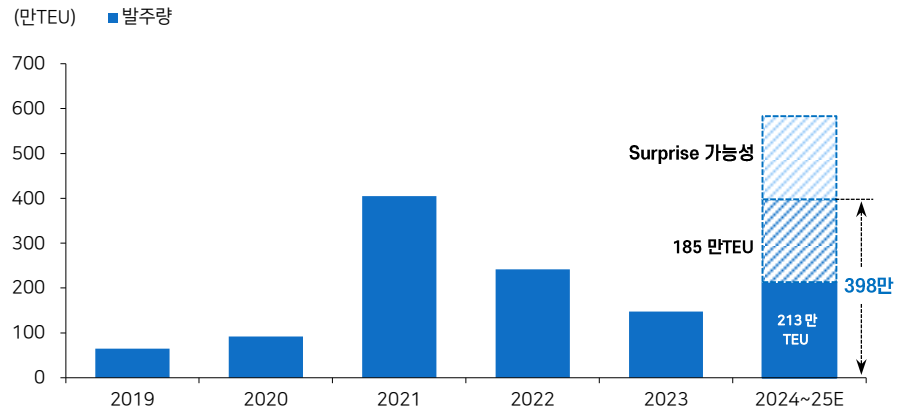
주: 1. 2030년까지 총 운송 풀 연간 3.45억톤에 대하여 25.0%, 37.5%, 50.0%, 62.5%, 75.0%만큼 선박 운송하는 케이스
2. 선박의 연간 가동일수를 350일로 가정, 기준 운항 속도는 14노트 가정, 이산화탄소의 밀도는 1.1g/ml 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터

컨테이너선 시장: 선사들은 벌써 다음 사이클을 노린다

컨테이너선 선주/선사들은 1) 이미 사음 사이클을 타깃한 발주를 추진하고 있다. 2) 환경규제 강화에 따른 선대 교체 수요는 예상 발주 규모를 초과하는 서프라이즈를 기대하게 한다. 2024~25년 3,000TEU급 이상 컨테이너선에 대한 발주량을 398만TEU으로 추정한다. 2024년 8월말 누계 기준, 이미 213만TEU의 발주가 확인된 상황에서 185만TEU 이상의 발주를 기대한다.

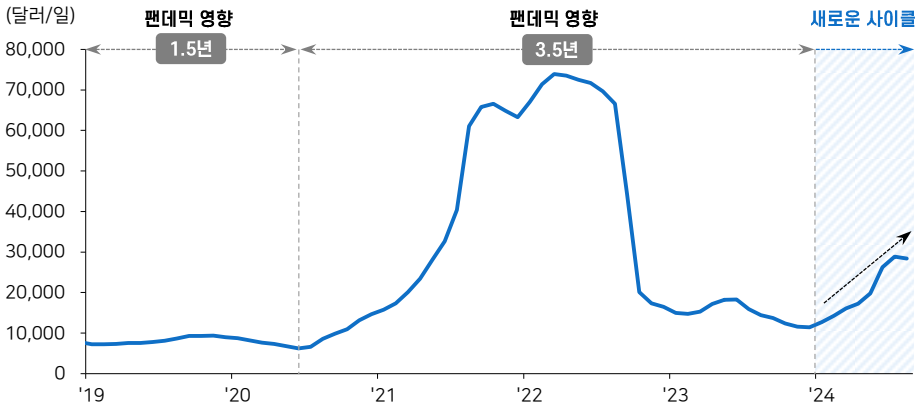
그림25 **운임 레벨에 동행하는 발주량은 2024~25년 398만TEU & 서프라이즈 가능성**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

컨테이너선 시황은 2024년부로 새로운 사이클에 진입했다. 2023년말 시작된 후티 반군의 홍해 이슈가 야기한 운임 상승 압력이, 선사들의 추가 선복량 투입 대응으로 해소된다는 예측은 빗나갔다. 2020년 6월부터 시작한 팬데믹 사이클이 벌써 3.5년이 흘렀음을 인지하지 못하고 내린 오판이었다. 팬데믹 사이클은 2000년 이후 컨테이너선 시장이 경험한 두번째로 긴 주기성을 기록했다.

그림26 **컨테이너선 시황은 2024년 새로운 사이클 진입**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

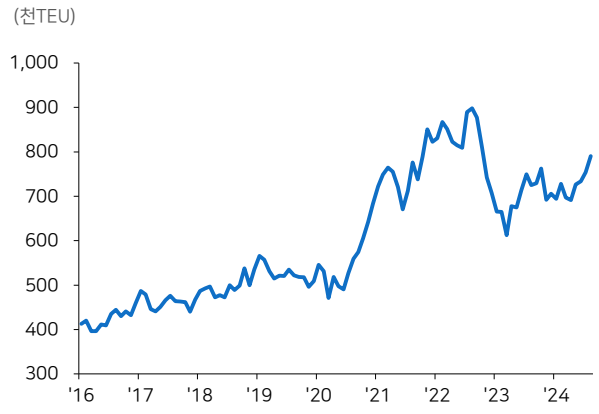
2024년 시작된 사이클의 주기와 호시황의 지속기간에 대한 예측은 곧, 홍해 이슈의 종료 시점에 대한 예측의 어려움을 수반한다. 다만, 컨테이너선 운임의 가장 중요한 결정변수이며 상방 압력으로 작용하는 항만정체지수가 여전히 높은 수준을 기록하고 있다. 항만정체지수는 2024년 9월 첫째 주 북미&유럽 기준 80만TEU를 기록하고 있다. 2016년~팬데믹 전 평균은 57만TEU였으며, 팬데믹 상황 하 가장 높았던 정체현상 수준은 90만TEU이었다.

2024년 7월, 월별 수익지표(earnings)는 28,872달러/일을 기록하면서 팬데믹 사이클을 제외하면 역사상 두번째로 높은 수치를 기록했다. 호시황을 대변하듯 2024년 5월 이후 3,000TEU급 이상 외항 컨테이너선에 대한 폐선이 사라졌다. 유의미한 시황 개선 구간에서 폐선집행은 중단돼 왔다. 중국의 WTO 가입 후 세계 교역량이 급증하자 2003~05년 3년간 폐선은 없었다. Covid-19가 전세계 항만을 마비시키며 야기한 팬데믹 사이클에서도 2021~22년 2년간 폐선은 없었다.

시장을 선도하는 플레이어들의 시장 전망은 나뉜 상태다. 세계 2등 컨테이너선사 A.P.Moller-Maersk의 CEO는 2024년말까지 시황 강세가 지속될 가능성을 언급했다. 2024년 9월, 선령이 20년된 6,080TEU급의 노후 컨테이너선을 3년 정기용선계약 체결하기도 했다. 주요 선사들의 용선 수요가 상존하는 한 노후 컨테이너선에 대한 선주사들의 폐선 유보는 지속될 개연성이 있다.

시황에 대한 회의적 시각을 보유한 선사들도 존재한다. 세계 5등 컨테이너선사 Hapag-Lloyd의 CEO는 컨테이너선 운임 강세가 2024년말까지 지속되지 않을 수 있다고 밝혔다. 경기침체 우려가 불거지면서, 전세계 교역망을 잇는 매개체로써의 컨테이너선 시황에 대한 부정적 시각도 증가하고 있다.

그림27 **북미&유럽 항만정체지수 추이**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림28 **선령 20년의 노후선박에 대한 3년짜리 용선계약 체결**



Maersk locks in 20-year-old Global Ship Lease ship amid strong demand for container vessels

Danish giant signs three-year deal as liner operators remain eager to lock in tonnage amid Red Sea crisis

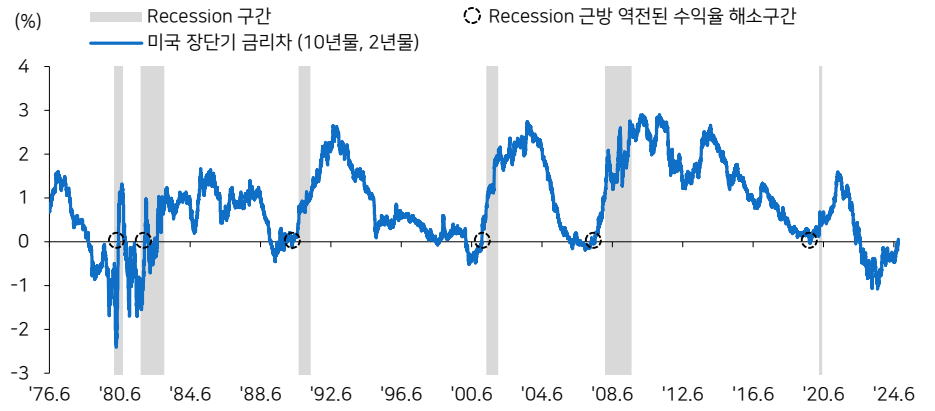
6 September 2024 18:15 GMT UPDATED 6 September 2024 18:15 GMT

By Eric Priane Marsin in Miami

자료: TradeWinds

2024년 8월 27일 장단기 금리차 역전이 해소되며 경기침체 우려가 부각됐으나, 사이클의 길이에 미치는 영향은 미미하다. 과거 경기침체가 사이클의 연장 또는 단축을 야기했던 경우는 없었다. 2001년 닷컴버블 때도, 2008년 금융위기에도, 2011년 유럽 재정위기에도, 2015년 중국 증시 폭락 때도, 2018년 신흥국 금융위기에도 사이클은 2~3년으로 형성됐다.

그림29 **8월말 전후로 미국 장단기 금리차 역전히 해소된 사실을 보여주는 차트**

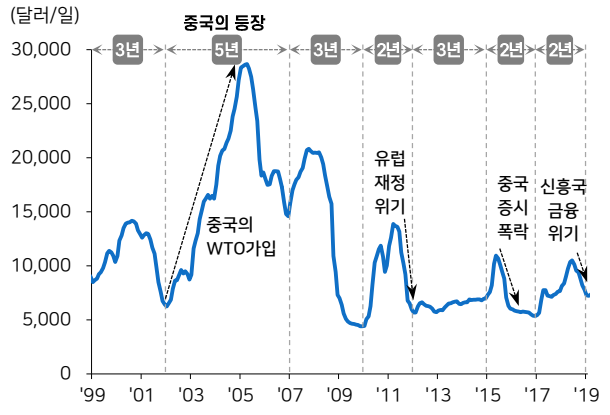


자료: 메리츠증권 리서치센터

경험칙에 근거한 추정 사이클의 주기는 2~3년이다. 과거 특이적 주기성을 보였던 사례는 1) 2020년 중반 ~ 23년 말; 팬데믹 기간 항만 적체 심화의 시기, 2) 2019년 초반 ~ 20년 중반; Covid-19 창궐로 인한 사이클의 조기 종료, 3) 2002년 초반 ~ 06년말; 중국이 WTO 가입 후 세계 교역량 증가의 시기이다.

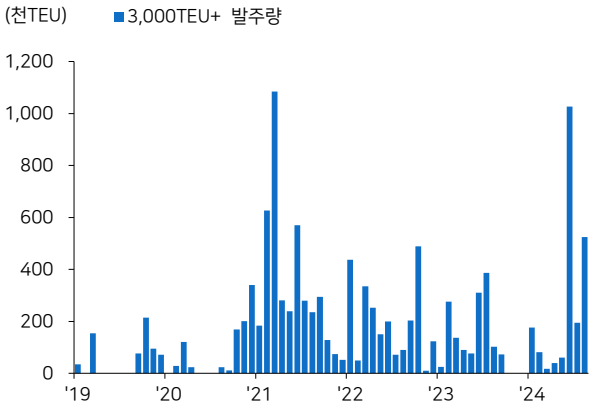
2024년 시작된 사이클이 일반적 사이클의 경험칙을 따라 2~3년 지속된다면, 다음 사이클에서 업황 개선이 2027~28년 중 확인될 개연성이 있다. 이미 주요 컨테이너선사들의 2027~28년 인도 슬롯 확보 노력은 시작됐다. 2024년 6월에는 역사상 가장 많은 발주량을 기록했던 2021년 3월 108만TEU에 준하는 103만TEU를 기록하기도 했다.

그림30 **사이클 분석_경기침체가 주기에 미치는 영향 미미**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림31 **팬데믹 당시 수준으로 컨테이너선 발주 강세**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

초대형 선사들의 추가 발주 가능성도 높아진 상황이다. 언론보도에 따르면, MSC, A.P.Moller, CMA-CGM, Hapag-Lloyd, Wan Hai가 총 70척(옵션분 14척 포함)의 컨테이너선 발주를 추진하고 있으며, 선복량 기준으로 86만TEU이다. 선사들이 원하는 인도 스케쥴은 2027~28년으로 추정한다.

주요 선사들의 발주 움직임은 경쟁자들의 발주 심리를 자극할 유인도 존재한다. 언론에 확인된 발주 예정 선사들을 보면, 기존의 2M Alliance, Ocean Alliance의 멤버임을 알 수 있다. 2025년 1월부로 해체하는 2M Alliance의 MSC가 추진하는 발주 계획은 독자 노선을 위한 선대 확충 일환임을 알 수 있다. A.P.Moller-Maersk도 자체적인 선대 확충 진행과 동시에 2025년 2월부터 Hapag-Lloyd와 Gemini cooperation을 결성하기로 했다.

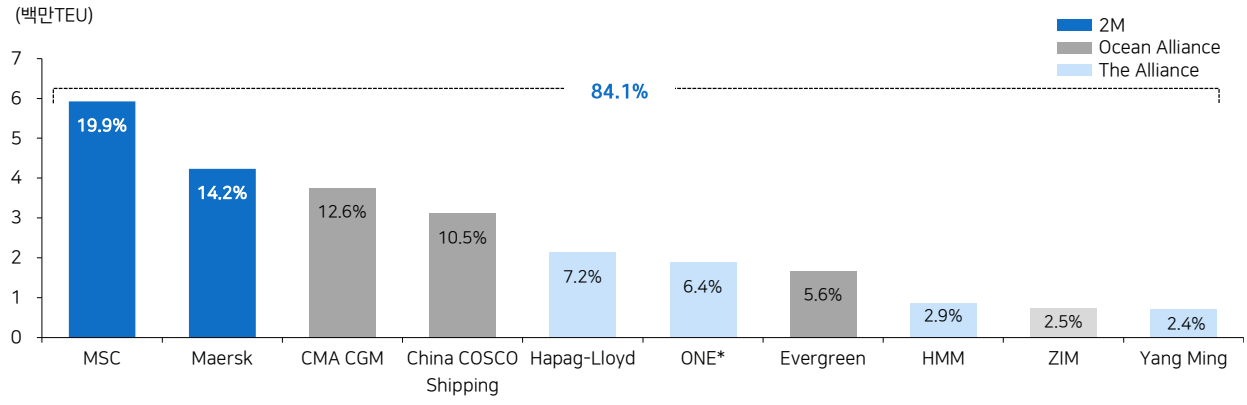
Ocean Alliance의 멤버인 CMA-CGM, COSCO Shipping, Evergreen, OOCL은 기 발주한 선복량과 2032년까지의 동맹 연장으로 시장 내 지위 유지에 이상이 없다. THE Alliance는 기존 멤버였던 Hapag-Lloyd의 이탈과 현재 보유한 발주잔량을 고려했을 때, 2027년 CAPA 기준 점유율 방어 가능성이 낮은 상황이다.

표15 **언론보도에서 확인된, 주요 선사들의 발주 움직임**

	뉴스 확인 날짜	조선소	척수 (척, 옵션분표시)	사이즈(TEU)	친환경	척당 선가 (백만달러)	인도일
MSC	2024-08-16	Penglai	8+4	11,500	LNG-DF	140	2027~28
Wan Hai	2024-08-16	HD현대중공업 또는 삼성중공업	6	15,000	DF, 연료는 미정	미정	미정
Wan Hai	2024-08-13	HD현대삼호	4	8,700	메탄올-DF	130	2026
A.P.Moller-Maersk	2024-07-16	인콰이어리 상태	12	16,000	LNG-DF	미정	미정
CMA-CGM	2024-06-19	HD현대그룹과 체결한 LOI 잔여분	6	8,000	LNG-DF	140	2027~28
Hapag-Lloyd	2024-08-29	한화오션, HD현대중공업, New Times Yangzijiang, Shanghai Waigaoqiao,	10+5	15,000	LNG-DF	미정	미정
			10+5	8,000~9,000	LNG-DF	미정	미정
합계				855,300			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 **운영 선복량 기준, Top 10 컨테이너선사 리스트**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Hapag-Lloyd 없이 THE Alliance는 2026년에 점유율이 18.8%에서 11.6%로 떨어지게 된다. 운영선대 기준이며, 2026년까지 폐선은 없으며 2026년까지 발주잔량이 정상 인도된다는 가정하의 추정이다. THE Alliance는 2025년 2월부터 Premier Alliance로 명칭을 변경하여, 남은 선사들 간의 제휴를 지속할 예정이다.

Premier Alliance는 Hapag-Lloyd 이탈로 인한 점유율 회복하기 위한 발주 및 용선을 추진할 수 있다. 2024년 8월말 3대 해운동맹의 시장 점유율은 각각 2M 34.1%, Ocean Alliance 28.7%, THE Alliance 18.8%이다. 2026년말까지 폐선 및 용선 선대의 반환이 없으며 발주한 선박들의 정상적인 인도를 가정하면, Ocean Alliance 29.6%, Gemini Cooperation 19.9%, MSC 19.5%, Premier Alliance 11.6%로 변화할 예정이다.

해운동맹 중 가장 낮은 점유율과 그로 인한 경쟁력 약화를 우려한 Premier Alliance의 선대 확충의 당위성이 마련됐다. 2024년 9월 10일 공시된 HMM이 발표한 중장기 전략에 따르면, 2030년까지 컨테이너선 선대 규모를 155만TEU로 확대한다. 해운동맹업체인 ONE와 Yang-Ming의 선대 확충 전략도 기대한다.

그림33 **2025년 2월, premier Alliance 출범 예정**



자료: 이투데이

표16 **컨테이너선 시장 내 주요 해운동맹 변화, 그로 인한 발주 촉발 가능성**

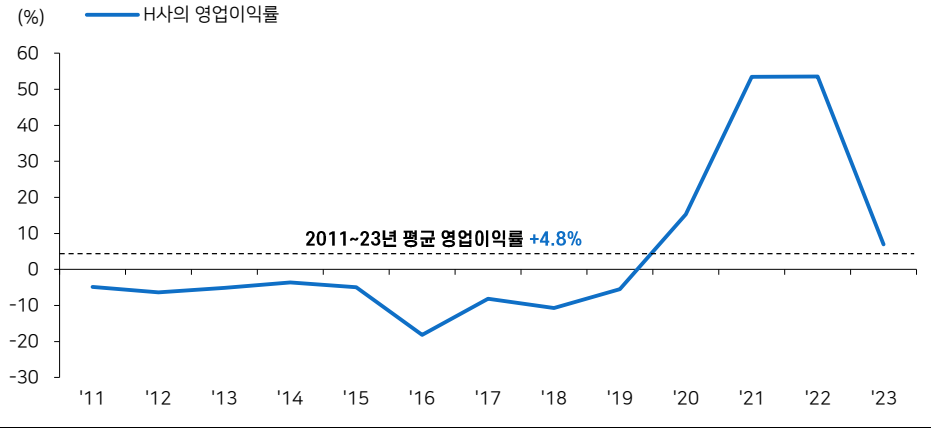
2024년 8월 기준 3대 Alliance 운영 선대 규모				2026년말 예상 운영선대 (TEU)			
Alliance 명	**선복량(TEU)**	**구성원**	**M/S**	**Alliance 명**	**선복량(TEU)**	**구성원**	**M/S**
2M	10,162,940	MSC, A.P.Moller-Maersk	34.1%	Gemini Cooperation	6,738,630	A.P.Moller-Maersk, Hapag-Lloyd	19.9%
Ocean Alliance	8,542,075	CMA-CGM, China COSCO Shipping, Evergreen	28.7%	MSC	6,631,792	MSC	19.5%
THE Alliance	5,599,112	Hapag-Lloyd, ONE, HMM, Yang-Ming	18.8%	Ocean Alliance	10,048,230	CMA-CGM, China COSCO Shipping, Evergreen	29.6%
				Premier Alliance	3,952,189	ONE, HMM, Yang-Ming	11.6%
2024.08 전체 선복량	**29,762,294**			**2026년말 예상 선복량**	**33,930,860**		

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

해운업을 둘러싼 주요 국가 간 갈등이 새로운 발주 수요를 창출할 가능성도 있다. 1) 2024년 8월 말, 중국조선업에 대한 미국 조사 결과가 임박했다는 보도가 확인됐다. 미국 조사 결과란 지난 3월 12일, 중국의 불공정 무역 관행 조사를 요구한 미국내 노조 연합의 탄원에 대한 내용이다. 4월 17일 백악관은 조선, 해운 및 운송 분야에서 중국의 불공정 무역 관행을 조사하겠다고 발표한 바 있다. 5월 29일에는 공청회가 진행되기도 했다.

핵심은 일부 권고 사항이 매우 징벌적일 수 있다는 점이다. 백악관의 조사 시작의 명분을 탄원서라고 밝힌 만큼 탄원서에 적힌 징벌의 예시가 재부각될 수 있다. 예시로 언급된 1) 중국에서 건조한 2) 2만TEU급 컨테이너선이 3) 미국 항구에 정박하는 경우 100만달러의 수수료를 부과 가능성을 주목한다. SCFI 운임 기준 1,000~3,000p일 때 1.7~5.0%의 영업이익률 훼손이 발생하기 때문이다.

그림34 **국내 H 선사의 영업이익률 추이: 미국의 중국 조선 제재의 파급력이 유의미한 이유**



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

표17 **중국의 건조 선박 비중(재화단위)**

선종	벌크선	유조선	컨테이너선	LPG선
재화의 단위	백만DWT	백만DWT	천TEU	천CBM
전체 선대	1,010.9	462.8	28,549.4	47,769.4
중국 건조	473.9	98.7	7,659.6	7,005.5
비중(%)	46.9	21.3	26.8	14.7

주: 2024년 3월말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표18 **중국의 건조 선박 비중(척)**

(척)	벌크선	유조선	컨테이너선	LPG선
전체 선대	13,661	2,324	6,239	1,651
중국 건조	6,710	505	2,214	276
비중(%)	49.1	21.7	35.5	16.7

주: 2024년 3월말 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표19 **4월 17일 바이든 정부 발표 내용 중 주요 문장 정리**

문제 제기	**"At the same time, American workers in the steel and aluminum industries face a significant challenge from Chinese exports of steel and aluminum which are among the most emissions-intensive products in the world"** 중국의 탄소집약도 높은 철강과 알루미늄 수출물량이 미국내 관련 종사자들에게 중대한 도전으로 다가오고 있다. **"Steel is a critical input for our domestic shipbuilding industry—from the commercial shipping vessels that carry American products, to the U.S. naval vessels that keep global seas safe"** 철강은 미국 자국의 조선업의 주요한 원재료이다. 산업의 범주는 미국산 제품을 수송하는 상선부터 미 해군까지 포함한다. **"The Biden-Harris Administration recognizes growing concerns that unfair Chinese trade practices, including flooding the market with below-market-cost steel, are distorting the global shipbuilding market and eroding competition."** 바이든-해리스 행정부는 낮은 가격의 철강이 시장에 넘쳐나는 등 중국의 불공정한 무역 관행이 조선 시장을 왜곡하며, 경쟁을 약화시키고 있다고 인지한다. **"In response to China's unfair practices, today the Biden-Harris Administration is taking new, historic actions to support American steel manufacturing and shipbuilding"** 중국의 불공정한 무역 관행에 대응하여, 미국의 철강업과 조선업 지원을 위한 새로운 행동에 착수한다.
대응 방향	**1) President Biden is calling on the USTR to consider tripling the existing 301 tariff rate on Chinese steel and aluminum.** 바이든 대통령은 미국무역대표부(USTR)에 기존의 중국산 철강 및 알루미늄에 대한 수입관세를 3배 인상하는 방안을 요구했다. **2) President Biden's Department of Commerce is taking action against countries and importers that do not play by the rules and flood the market with cheap products.** 미국 상무부는 규칙에 따르지 않고 낮은 가격의 물건들이 시장에 넘쳐나도록 만드는 국가와 수입업자들에 대한 행동을 개시하기로 한다. 구체적으로 중국 철강 관련 제품에 대한 30개 이상의 반덤핑 및 상계관세 부과 검토, 중국 수출업체의 반경쟁 행위 및 무역 규정 회피에 대하여 27건의 조사 수행 등이 있다. **3) President Biden is directing his senior team to work with Mexico to jointly prevent China's and other countries' evasion of tariffs on steel and aluminum that is imported from Mexico into the United.** 바이든 대통령은 멕시코에서 미국으로 넘어오는 제품들 중 철강과 알루미늄관련 무역규제를 회피하려는 중국산 또는 중국외 국가의 수출물량을 막기 위해 멕시코와 협력 중이다. **4) The United States Trade Representative is initiating an investigation into China's unfair trade practices in shipbuilding, maritime and logistics sectors. This investigation follows a petition filed by the United Steelworkers (USW) and four other unions.** 미국무역대표부(USTR)는 조선, 해운, 운송 분야에서 중국의 불공정 무역 관행을 조사하기 시작했다. 미국철강노동조합(USW)이 4개 기관과 함께 제출한 탄원서에 기반하여 조사를 진행한다. **5) President Biden is committed to maintaining strong American steel companies powered by American steel workers.** 바이든 대통령은 미국 철강 종사자들에 의해 운영되는 강력한 미국 철강 회사를 유지하는데 전념한다. **6) President Biden is investing in clean American-made steel. Today's announcements build on the Administration's commitments to green steel production.** 바이든 대통령은 미국의 고청정 철강 생산에 투자한다. 이번 발표는 행정부의 green steel 생산에 대한 약속에 기반한다.

자료: The White House Factsheet, 메리츠증권 리서치센터

표20 **탄원서 Chapter 4에 수록된 5가지 내용**

1	중국에서 건조된 선박이 미국 항구에 정박하는 경우 수수료 부과
2	수수료 수익금으로 미국 조선업 육성을 위한 기금 마련
3	미국에서 건조한 선박에 대한 수요를 고취하기 위한 방안 마련
4	미국 항만 및 물류 인프라 플랫폼과 장비 등에 대한 중국의 장악력을 억제
5	중국의 불공정 무역관행에 대응하기 위해 주요 조선업 국가들과의 협의

자료: The White House Factsheet, 메리츠증권 리서치센터

강화되는 환경규제와 친환경선박에 대한 수요는 주요 선사들의 발주를 독려할 추가 요인이다. 유럽의 해운업에 대한 규제 강화의 영향력을 주목한다. 한 해 컨테이너물동량 중 유럽의 컨테이너 수입량 비중은 약 20%이다. EU-ETS와 FuelEU 적용은 전통(conventional) → 친환경연료 선박으로의 전환을 앞당길 개연성이 있다.

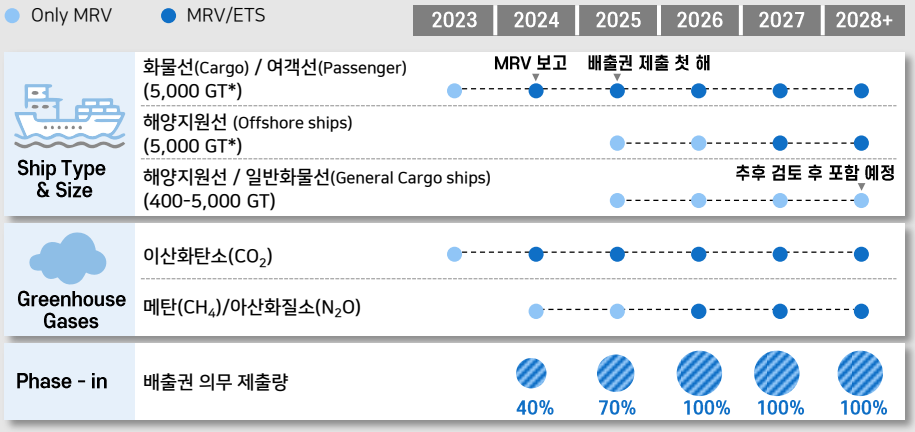
항차 내 온실가스 배출량에 대한 규정인 EU-ETS는 계도기간을 거쳐 2027년부터 100% 적용된다. 1) 2024년부터 한 해 동안 EU/EEA를 출항했거나 입항한 항차에 대하여 온실가스 배출량을 모니터링하고, 2) 다음 해 3월 31일까지 관리당국에 제출한다. 3) 제출한 해의 9월 30일까지 EU ETS 규정에 따라 계산된 온실가스 배출량에 상응하는 배출권을 관리당국에게 제출해야 한다.

배출권을 제출하지 못하거나 배출량이 배출권 제출량을 초과하는 경우 초과 배출량 톤당 100유로의 벌금이 부과된다. 벌금을 납부하더라도 배출권 의무는 사라지지 않으며 다음해로 이월된다. 연속 2회 이상 배출권 제출 요건을 위반하면 해당 입항지 회원국의 관할 당국이 추방 명령을 내릴 수 있다.

FuelEU는 선박이 사용하는 연료의 탄소 집약도에 집중한 규제이다. 1) 연료가 가진 에너지당 배출하는 탄소의 정도가 관리당국에서 제시하는 기준치를 초과하는 경우 벌금이 부과되는 방식이다. 구체적인 단위로 MJ당 CO_2가 사용된다. 2) 연속으로 벌금을 부과하는 경우, 선사는 회당 10%의 추가 벌금을 지불해야 한다.

탄소집약도의 기준은 5년 주기로 강화한다. 2020년 91.16g CO2e/MJ를 기준으로 2025년에는 2% 감축, 2030년에는 6%, 2050년에는 80% 감축 목표이다. 적용되는 항로의 기준과 범위는 EU-ETS와 동일하다. 여러 선박을 운영하는 선사의 경우, 배출 강도 상한치를 초과하는 선박에 대하여 기준을 충족하는 선박 운영을 통해 상쇄하는 방식이 허용 가능하다.

그림35 **EU-ETS 단계별 적용; 해운선사들은 1) MRV를 보고하고, 2) 탄소배출권을 제출**



주: MRV는 Monitoring Reporting Verification
자료: 한국선급, 메리츠증권 리서치센터

유럽의 자체적인 환경규제 강화 외에도 UN 산하의 IMO의 환경규제가 전세계적인 친환경 선대 전환 움직임을 촉구하고 있다. EEXI와 CII 등 탄소 저감을 위해 마련된 기준 등의 실효성에 대한 의구심이 많았으나, 실제 인도 선박들의 데이터는 실효성을 입증하고 있다.

컨테이너선은 2022년 4월 IMO(International Maritime Organization)가 제시한 Phase 3 조기 적용으로 인한 친환경 선박 전환이 시작되고 있다. 인도량 데이터에서, 2022년까지 13.5%의 비중을 보였던 친환경 선박은 2023년 25.5%, 2024년 39.2%로 명확한 비중 확대를 기록하고 있다.

표21 2022년 4월부터 3단계 조기 적용 대상 선종

선종	크기	Phase 1 (2015.1~)	Phase 2 (2020.1~)	Phase 3 (2022.4~)
가스선	15,000DWT 이상	10%	20%	30%
컨테이너선	200,000DWT 이상	10%	20%	50%
	120,000~200,000DWT	10%	20%	45%
	80,000~120,000DWT	10%	20%	40%
	40,000~80,000DWT	10%	20%	35%
	15,000~40,000DWT	10%	20%	30%
	10,000~15,000DWT	0~10%	0~20%	15~30%
일반 화물선	15,000DWT 이상	10%	15%	30%
	3,000~5,000DWT	0~10%	0~15%	0~30%
LNG선	10,000DWT 이상	10%	20%	30%
크루즈선	85,000GT 이상	5%	20%	30%
	25,000~85,000GT	0~5%	0~20%	0~30%

자료: 임영섭 "친환경선박의이해" 성안당 2023, 메리츠증권 리서치센터

표22 2025년 1월부터 3단계 적용 대상 선종

선종	크기	Phase 1 (2015.1~)	Phase 2 (2020.1~)	Phase 3 (2025.1~)
벌크선	20,000DWT 이상	10%	20%	30%
	10,000~20,000DWT	0~10%	0~20%	0~30%
가스선	10,000~15,000DWT	10%	20%	30%
	2,000~10,000DWT	0~10%	0~20%	0~30%
탱커	20,000DWT 이상	10%	20%	30%
	4,000~20,000DWT	0~10%	0~20%	0~30%
냉장/냉동 화물선	5,000DWT 이상	10%	15%	30%
	3,000~5,000DWT	0~10%	0~15%	0~30%
복합화물선	4,000~20,000DWT	10%	20%	30%
	10,000DWT 이상	0~10%	0~20%	0~30%
자동차운반선	10,000DWT 이상	5%	15%	30%
로로 화물선	2,000DWT 이상	5%	20%	30%
	1,000~2,000DWT	0~5%	0~20%	0~30%
로로 여객선	1,000DWT 이상	5%	20%	30%
	250~1,000DWT	0~5%	0~20%	0~30%

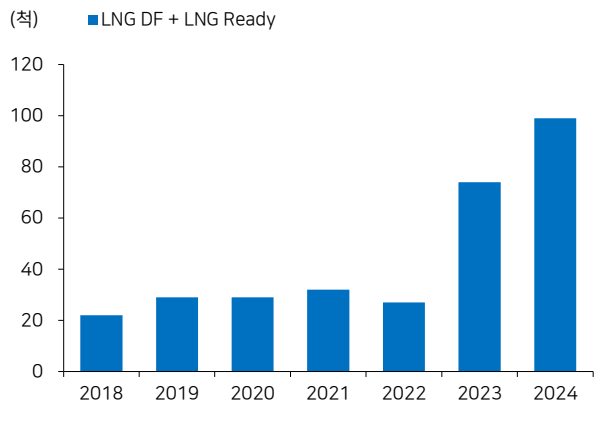
자료: 임영섭 "친환경선박의이해" 성안당 2023, 메리츠증권 리서치센터

표23 추진 연료 유형별 인도량 추이

(척)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
LNG DF	2	4	7	14	14	28	45
LNG Ready	20	25	22	18	13	45	51
전통 연료	177	144	117	135	173	275	217
기타 연료	0	1	1	3	0	21	44
인도량 합계	**199**	**174**	**147**	**170**	**200**	**369**	**357**

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림36 LNG 이중연료, LNG Ready 선박 합산 인도량 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

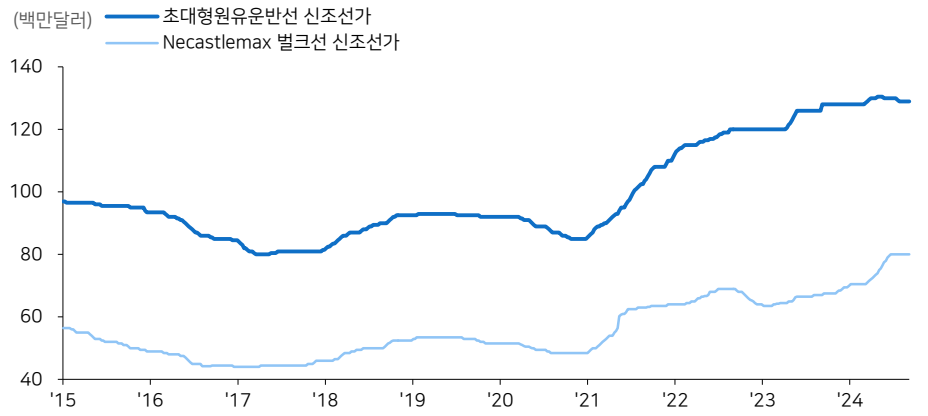
벌크선(드라이벌크+리퀴드벌크) 시장에도 친환경 훈풍이 불기를

2025년 1월부터 Phase 3가 적용 되는 선박 중 주목할 선종 중 벌크선과 탱커가 포함된다. 두 선종 모두 2008년 이산화탄소 배출량을 기준으로 30% 감축 기준이 적용된다. 친환경설비 탑재에 대한 수요를 촉발할 수 있다.

벌크선 시장은 주요 벌크화물 교역국가들 간 갈등 이후 레벨업 된 운임 양상을 보이고 있다. 2011~19년 평균 BDI는 1,113p였으나, 2020년 이후 평균 1,830p로 레벨업 됐다. 9월 첫째주 기준, BDI는 1,922p를 기록하며 평균치를 상회하고 있다. 시황의 또다른 지표인 중고선가 역시 10년래 가장 높은 수준을 유지하고 있다.

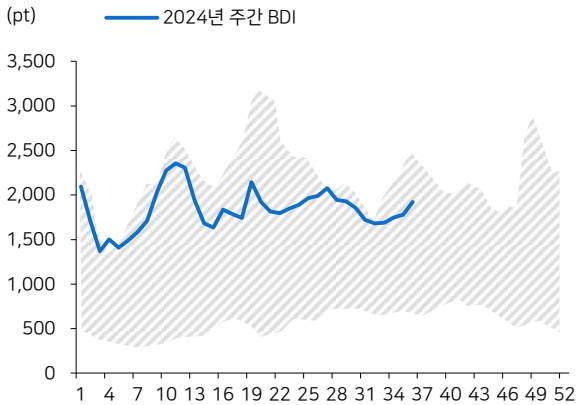
탱커 시장은 7월 이후 유가 하락으로 인한 우려감이 상존하긴 하지만 발주 시장에 미치는 영향은 제한적이다. 역사적 최고 수준에 도달한 노후선대에 대한 교체 수요가 야기되는 상황이다. VLCC 기준 노후선대의 선복량은 역사상 가장 높은 수준을 기록하고 있으며 노후선대 비중은 17.0%에 도달했다.

그림37 **벌크선과 탱커 신조선가 추이**



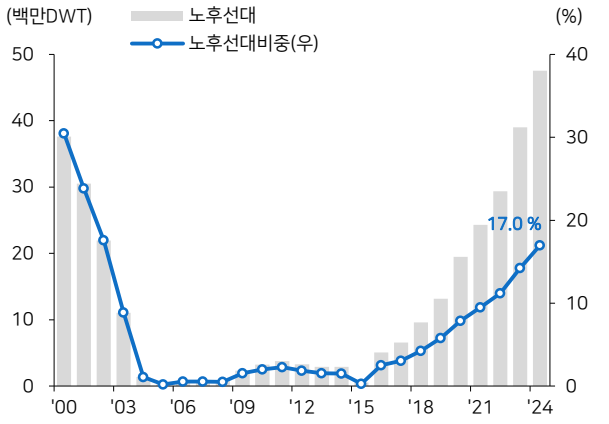
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림38 **2024년 BDI는 양호한 수준**



주: 2011~23년 과거 BDI 데이터를 기준으로 하되, 2021년값은 제외
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림39 **VLCC 노후선대 비중은 한계에 도달한 상태**



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

조선주의 계절성, 2024년은 다를 수 있으며 바스켓 매수 의견을 제시

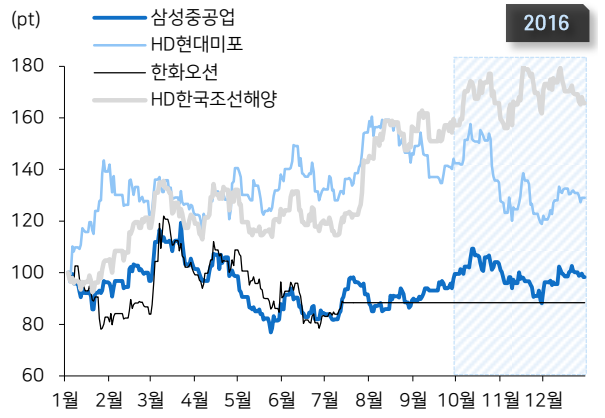
주식으로써 조선업은 역사적으로 하반기마다 부침을 겪어온 바 있으나, 본 자료는 국내 5개 조선업체들에 대한 바스켓 매수 의견을 제시한다. 2015년 이후 상장 조선업체들의 주가 흐름은 2020년을 제외하면 여름 이후 부침을 겪는 모습을 보여왔다. 2020년의 경우 6월부터 시작된 해운업의 업황 개선 사이클과 발주 기대감의 영향으로 우상향 곡선을 보이며 유일한 반례를 기록한 바 있다.

일반적으로 하반기마다 조선업의 주가가 불안한 이유는 1) 하계 휴가와 추석 명절로 인한 조업일수 감소가 3분기 실적에 대한 우려로 작용하기 때문이다. 2) 4분기에 이따금 발생하는 충당금 이슈에 대한 불안감도 4분기 실적에 대한 우려로 작용한다. 3) 연말에는 수주 영업의 마무리 시즌과 겹치며 대규모 수주에 대한 기대감이 약화된 원인도 있다.

2024년은 다르다고 주장한다. 경기 상황과 주식시장과 무관하게 실적의 개선세는 2026년까지 확정적이다. 1) 2024년 3.8~9.8%에서 2026년까지 16.4~ 18.9%로 ROE 성장이 예정돼 있으며, 조업일수 감소영향을 반영한 매출액의 일시적 감소에도 견조한 수익성 개선은 지속 중이다.

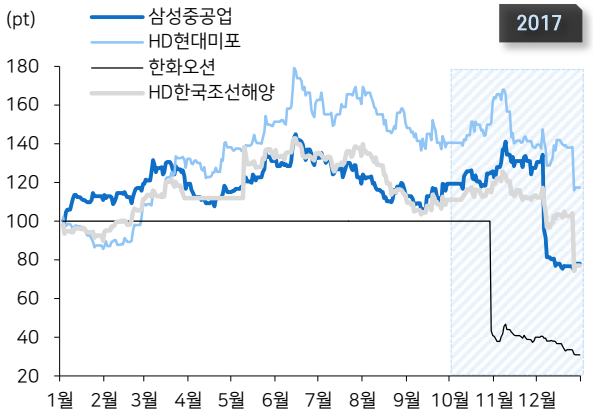
단기적인 주가의 향방에 영향을 주는 수주 모멘텀도 양호하다. 2) LNG, LPG, 컨테이너선에 대한 선주/선사의 수요가 공급을 초과하는 국면이 지속된다. 3) LCO_2선이라는 새로운 시장에 대한 선제적 지위 확보가 가능하며 4) 친환경 교체 수요가 강화되는 국면이다. 하반기 계절적인 조업일수 감소와 수주 영업의 마무리로 인한 주가 부진을 경험했던 과거와 다른 흐름을 기대한다.

그림40 2016년 국내 조선주의 주가 흐름



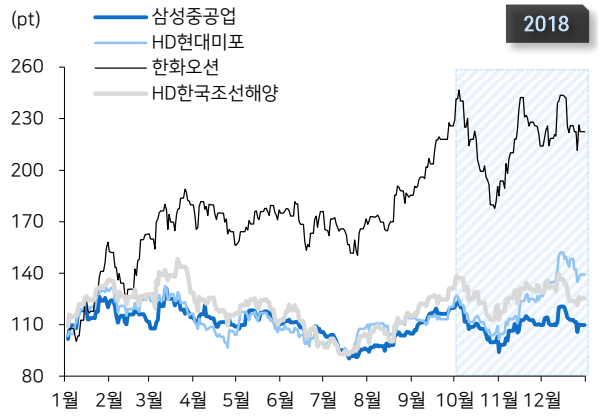
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림41 2017년 국내 조선주의 주가 흐름



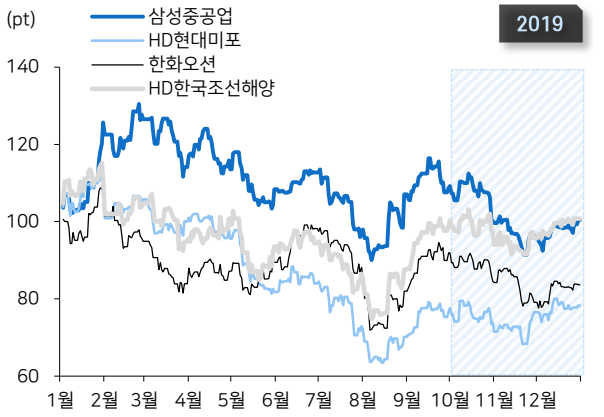
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림42 2018년 국내 조선주의 주가 흐름



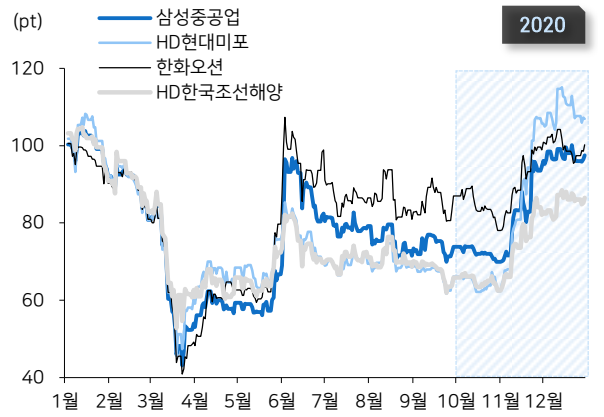
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림43 2019년 국내 조선주의 주가 흐름



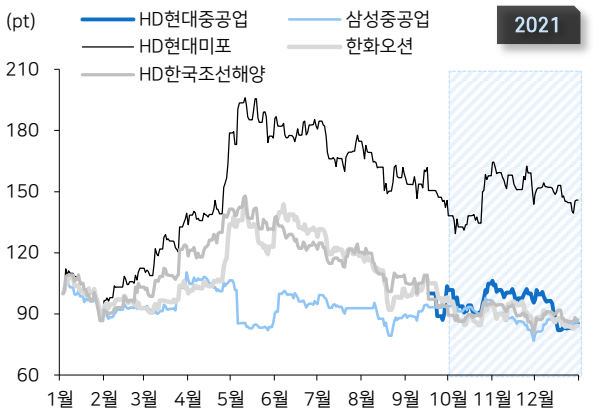
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림44 2020년 국내 조선주의 주가 흐름



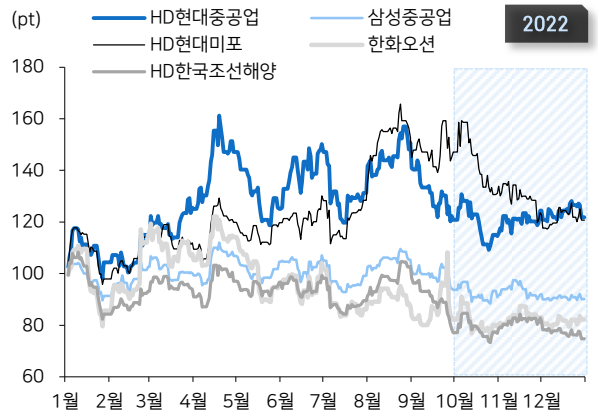
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림45 2021년 국내 조선주의 주가 흐름



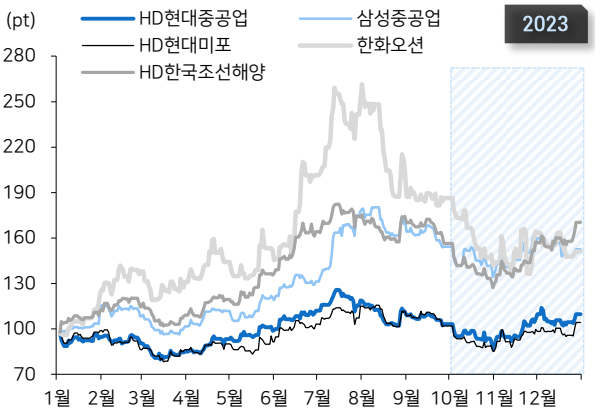
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림46 2022년 국내 조선주의 주가 흐름



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림47 2023년 국내 조선주의 주가 흐름



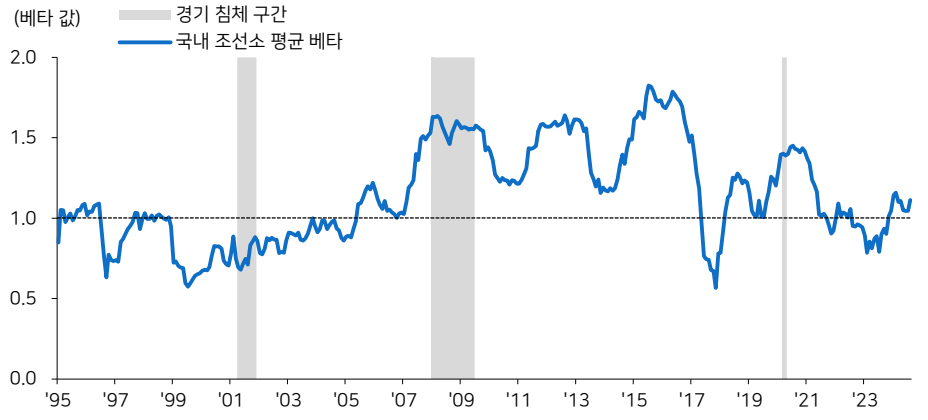
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

경기에 대한 시장의 불안 속에서 조선주가 대안이 되어줄 가능성

경기에 대한 우려가 상존하나, 조선업을 경기 민감주로 무조건적으로 치부하는 선입견을 경계한다. 조선주를 경기 민감주로 보는 시각에 대해 이해는 한다. 경기 침체 구간에서 전세계 교역의 수단인 조선주 하락은 자명한 상식일 수 있다. 사례도 있다. 2008년 금융위기, 2020년 팬데믹 창궐 초반에 국내 조선주의 평균 베타값은 1을 상회하며 경기에 민감한 모습을 기록했다.

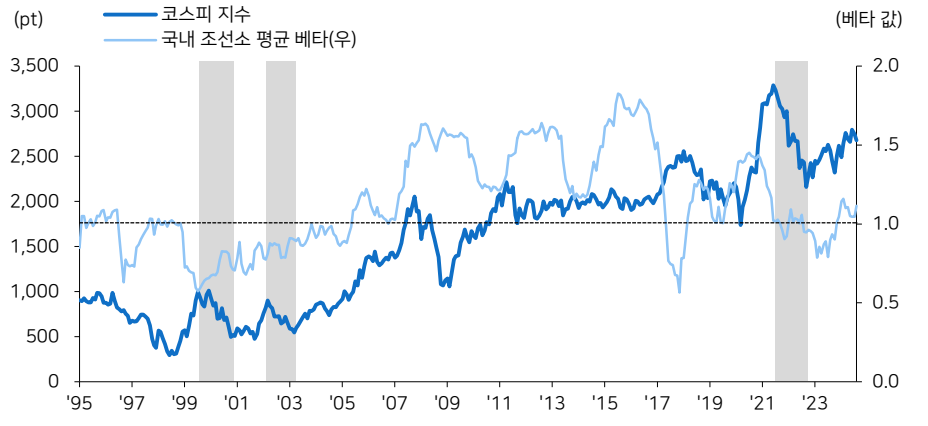
그러나 반례도 존재한다. 2001년 닷컴버블과 연동한 경기 침체구간에서 국내 조선소의 평균 Beta는 1 미만을 기록한 바 있다. 코스피가 급락했던 2002년에도 베타값은 1 미만을 기록했다. 2021년 하반기에 지수가 급락할 때 국내 조선소의 평균 베타는 선제적으로 급락하며 시장 낙폭에 방어하는 모습을 보인바 있다. 남은 2024년 하반기 조선업에 대한 무조건적인 불신을 경계한다.

그림48 **경기 침체구간에서의 조선주 베타 추이; 베타값이 1 미만을 경험한 구간 존재**



자료: Bloomberg, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림49 **지수 급락 시기에 베타가 1 미만이거나 지수 급락과 동일한 베타값 급락을 보인 사례**



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
HD현대중공업 (329180)	Buy	260,000원
HD현대미포 (010620)	Buy	170,000원
HD한국조선해양 (009540)	Buy (신규)	250,000원
삼성중공업 (010140)	Buy	20,000원
한화오션 (042660)	Buy	40,000원

Industry Indepth
2024. 9. 19

HD현대중공업 329180

변동성 파도를 헤쳐나갈 거함

▲ 조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 3분기 영업이익은 2,094억원(+1522.1% YoY, +7.0% QoQ) 추정
  - 하계 휴가 및 추석으로 인한 조업일수 감소는 계절성 영향일 뿐
  - 실적 변동성을 야기할 변수는 파업, 7영업일의 조업일수 감소를 가정한 추정
- ✓ 펀더멘탈 이상 없고, 금리 하락은 밸류에이션 리레이팅 요소
- ✓ 2026년 BPS 89,339원 x PBR 2.8배 적용하여 적정주가 260,000원으로 상향

Buy

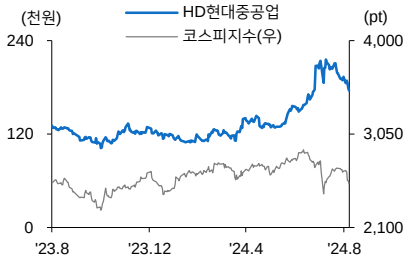
(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**260,000 원**
현재주가 (9.13)	**187,600 원**
상승여력	**38.6%**

KOSPI	2,575.41pt
시가총액	166,538억원
발행주식수	8,877만주
유동주식비율	21.29%
외국인비중	10.14%
52주 최고/최저가	216,000원/102,100원
평균거래대금	537.0억원
주요주주(%)	
에이치디한국조선해양 외 1 인	75.03
국민연금공단	6.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.6	68.9	47.7
상대주가	-5.9	76.6	45.4

주가그래프



비수기임에도 수익성 개선을 기대하는 3분기

3분기 매출액은 3조 3,997억원(+19.1% YoY, -12.5% QoQ)으로 추정한다. 하계 휴가 및 추석으로 인한 계절적인 영향과 파업이슈로 인한 조업일수 추가 감소 영향을 반영했다. 영업이익은 2,094억원(+1522.1% YoY, +7.0% QoQ), 영업이익률은 +6.2(+5.7%p YoY, +1.1%p QoQ)%로 추정한다. 영업이익 3개월 컨센서스는 1,989억원이다.

조선 사업부 매출액은 2조 3,757억원(+25.9% YoY, -16.3% QoQ), 영업이익은 1,643억원(+1292.1% YoY, -18.2% QoQ), 영업이익률은 +6.9%(+6.3%p YoY, -0.2%p QoQ)를 예상한다.

해양플랜트 사업부 매출액은 2,318억원(-8.6% YoY, +46.3% QoQ), 영업적자 315억원(적자지속), 영업이익률 -13.6%(-2.7%p YoY, +3.5%p QoQ)를 예상한다. Woodside FPU 매출인식이 전분기보다 증가한 영향을 가정하여 추정했다.

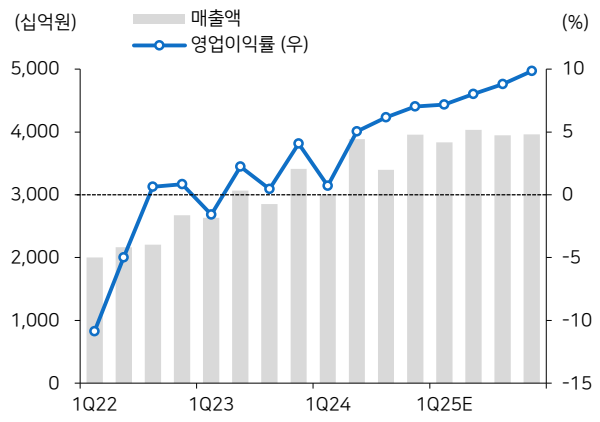
엔진기계 사업부 매출액은 7,923억원(+14.2% YoY, -8.4% QoQ), 영업이익은 766억원(-0.3% YoY, -15.8% QoQ), 영업이익률 +9.7%(-1.4%p YoY, -0.8%p QoQ)을 예상한다.

적정주가를 260,000원으로 상향 조정

금리 하향 국면에서 HD현대중공업의 2026년 자기자본비용(COE)을 재평가, 6.4%를 적용했다. 2026년 예상 ROE는 18.1%를 적용한 멀티플 2.8배를 도출했다. 적정주가를 260,000원으로 상향 조정한다. LCO_2선 등 신선종과 군함 등의 2027년 이후 실적 반영 가능성은 멀티플의 추가 리레이팅을 기대하는 이유이다.

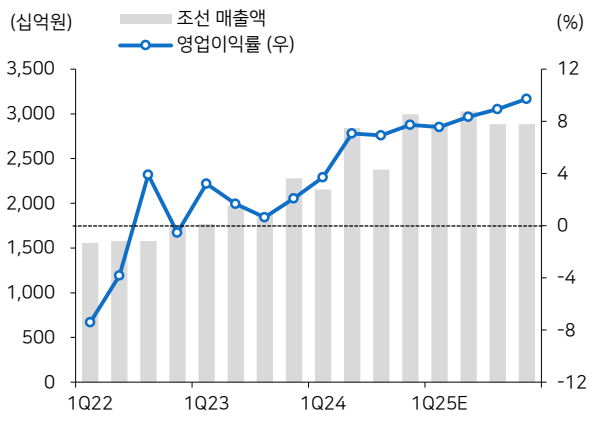
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	9,045.5	-289.2	-352.1	-3,966	적지	59,566	-29.2	1.9	-358.7	-6.5	208.1
2023	11,963.9	178.6	24.7	278	흑전	58,660	463.9	2.2	30.4	0.5	229.0
2024E	14,229.0	704.1	503.1	5,667	1,937.8	64,239	33.1	2.9	18.4	9.2	214.4
2025E	15,780.4	1,336.1	911.9	10,273	81.3	74,512	18.3	2.5	10.7	14.8	180.8
2026E	18,096.5	1,875.2	1,316.3	14,828	44.3	89,339	12.7	2.1	7.4	18.1	169.7

그림50 HD현대중공업의 분기 실적 추이 및 전망



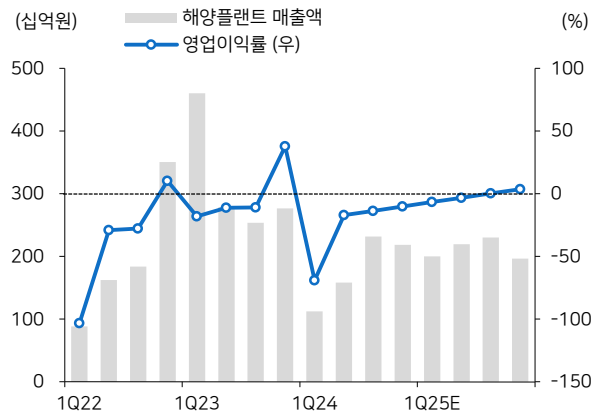
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림51 조선사업부의 분기 실적 추이 및 전망



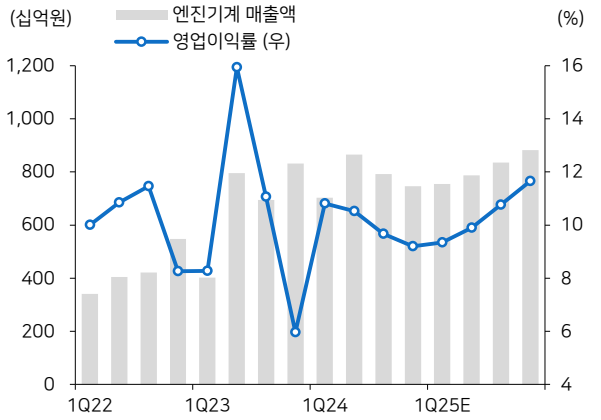
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림52 해양플랜트사업부의 분기 실적 추이 및 전망



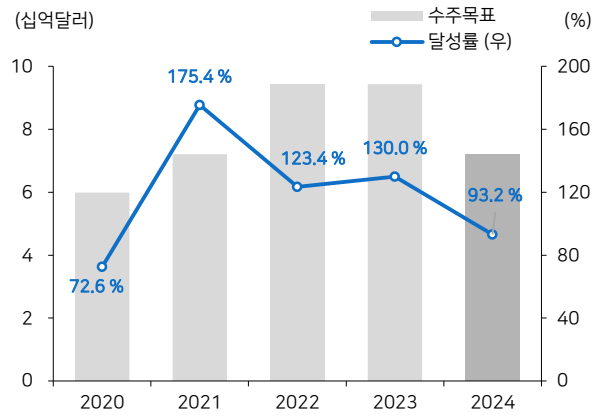
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림53 엔진기계사업부의 분기 실적 추이 및 전망



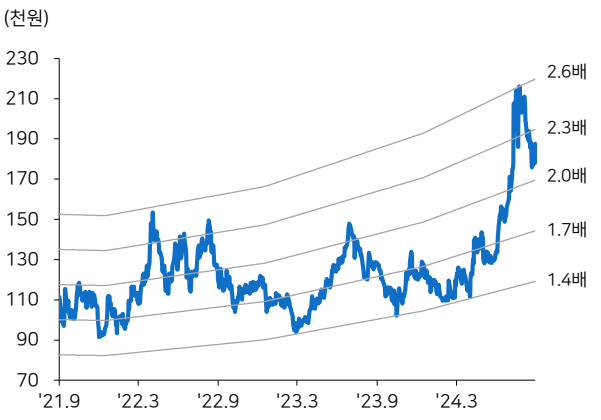
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림54 HD현대중공업 수주 및 수주목표 달성률 현황



주: 상선+특수선+해양 합산 기준
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림55 24개월 선행 PBR 밴드 차트



주: 2025년, 2026년 BPS 추정치 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표24 HD현대중공업 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,328.5	1,342.6	1,359.1	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,330.0	1,290.4	1,305.5	1,342.5	1,337.5	1,330.0
YoY	5.9%	4.4%	-2.0%	-2.8%	4.1%	2.1%	3.7%	1.5%	0.9%	-0.2%	-1.4%	-0.7%	13.1%	1.2%	2.8%	-0.4%	-0.6%
건조선가지표(p)	131.8	135.5	140.6	143.9	147.4	151.5	155.1	157.3	160.5	161.4	162.5	165.2	129.5	138.0	152.8	162.4	174.0
YoY	2.3%	4.9%	8.2%	10.6%	11.9%	11.8%	10.3%	9.3%	8.9%	6.6%	4.8%	5.0%	0.1%	6.5%	10.8%	6.3%	7.2%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	765.1	749.4	733.7	718.0	702.3	686.6	670.9	896.2	833.4	759.4	694.4	655.2
YoY	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-8.5%	-10.6%	-7.8%	-9.0%	-8.2%	-8.4%	-8.6%	0.5%	-7.0%	-8.9%	-8.6%	-5.7%
매출액	**2,632.9**	**3,064.4**	**2,853.5**	**3,413.1**	**2,987.7**	**3,884.0**	**3,399.7**	**3,957.6**	**3,837.6**	**4,032.9**	**3,947.7**	**3,962.2**	**9,045.5**	**11,963.9**	**14,229.0**	**15,780.4**	**18,096.5**
YoY	31.5%	41.5%	29.5%	27.6%	13.5%	26.7%	19.1%	16.0%	28.4%	3.8%	16.1%	0.1%	13.1%	32.3%	18.9%	10.9%	14.7%
조선사업부																	
매출액	1,766.1	1,968.6	1,886.5	2,280.3	2,155.1	2,839.5	2,375.7	2,993.3	2,882.6	3,026.7	2,882.6	2,882.6	6,467.1	7,901.5	10,363.6	11,674.4	13,145.2
영업이익	56.8	32.7	11.8	47.5	79.8	200.9	164.3	231.3	218.0	252.4	257.1	279.8	-123.6	148.8	676.3	1,007.4	1,307.3
영업이익률	3.2%	1.7%	0.6%	2.1%	3.7%	7.1%	6.9%	7.7%	7.6%	8.3%	8.9%	9.7%	-1.9%	1.9%	6.5%	8.6%	9.9%
해양플랜트사업부																	
매출액	460.4	278.8	253.7	276.7	112.5	158.4	231.8	218.3	200.3	219.6	230.3	196.8	785.2	1,269.6	721.0	847.0	1,180.3
영업이익	-83.3	-31.0	-27.5	104.6	-77.6	-27.0	-31.5	-22.1	-13.3	-7.0	0.6	7.3	-152.8	-37.2	-158.2	-12.4	84.9
영업이익률	-18.1%	-11.1%	-10.8%	37.8%	-69.0%	-17.0%	-13.6%	-10.1%	-6.7%	-3.2%	0.3%	3.7%	-19.5%	-2.9%	-21.9%	-1.5%	7.2%
엔진기계사업부																	
매출액	401.6	795.8	694.0	831.7	702.6	865.1	792.3	745.9	754.8	786.6	834.8	882.8	1,715.1	2,723.1	3,105.9	3,259.0	3,770.9
영업이익	33.2	126.8	76.8	49.6	76.0	91.0	76.6	68.6	70.6	77.9	89.9	102.8	171.6	286.4	312.2	341.1	483.1
영업이익률	8.3%	15.9%	11.1%	6.0%	10.8%	10.5%	9.7%	9.2%	9.3%	9.9%	10.8%	11.6%	10.0%	10.5%	10.1%	10.5%	12.8%
영업이익	**-41.5**	**68.5**	**12.9**	**138.7**	**21.3**	**195.6**	**209.4**	**277.8**	**275.2**	**323.3**	**347.6**	**390.0**	**-289.2**	**178.6**	**704.1**	**1,336.1**	**1,875.2**
YoY	적지	흑전	-10.0%	525.2%	흑전	185.4%	1522.1%	100.4%	1194.4%	65.2%	66.0%	40.4%	적지	흑전	294.1%	89.8%	40.4%
영업이익률	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	5.0%	6.2%	7.0%	7.2%	8.0%	8.8%	9.8%	-3.2%	1.5%	4.9%	8.5%	10.4%
세전이익	-26.7	33.4	-13.4	41.0	29.4	202.0	179.3	247.8	245.2	293.2	317.5	360.0	-421.5	34.4	658.6	1,215.9	1,755.1
YoY	적지	흑전	적전	흑전	흑전	503.9%	흑전	504.4%	734.1%	45.1%	77.1%	45.3%	적지	흑전	1816.5%	84.6%	44.3%
당기순이익	-20.6	24.1	-9.8	31.0	28.6	154.1	134.5	185.9	183.9	219.9	238.2	270.0	-352.1	24.7	503.1	911.9	1,316.3
YoY	적지	흑전	적전	흑전	흑전	540.3%	흑전	499.5%	542.5%	42.7%	77.1%	45.3%	적지	흑전	1937.7%	81.3%	44.3%

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표25 HD현대중공업의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024E	2025E	2026E
COE(%)	**7.2**	**7.1**	**6.9**	**6.4**
RiskFree	3.2	3.0	2.8	2.3
Risk Premium	4.1	4.1	4.1	4.1
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	**0.5**	**9.2**	**14.8**	**18.1**
BPS(원)	**58,660**	**64,239**	**74,512**	**89,339**
적정 멀티플 = (ROE-g)/(COE-g)				**2.8**
Fair Value(원)				**260,000**

주: RiskFree는 국고채(10년) 전망치 적용, 영구성장률(g)은 0 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**9,045.5**	**11,963.9**	**14,229.0**	**15,780.4**	**18,096.5**
매출액증가율(%)	8.8	32.3	18.9	10.9	14.7
매출원가	8,882.6	11,309.1	12,635.8	13,339.7	14,954.5
매출총이익	162.9	654.9	1,593.2	2,440.7	3,142.0
판매관리비	452.0	476.2	889.1	1,104.6	1,266.8
영업이익	**-289.2**	**178.6**	**704.1**	**1,336.1**	**1,875.2**
영업이익률(%)	-3.2	1.5	4.9	8.5	10.4
금융손익	-452.3	-493.0	-1,194.6	-27.4	-3.0
종속/관계기업손익	-1.4	-0.0	-0.3	-0.2	-0.2
기타영업외손익	321.5	348.7	1,149.4	-92.6	-117.0
세전계속사업이익	-421.5	34.4	658.6	1,215.9	1,755.1
법인세비용	-69.4	9.7	155.5	304.0	438.8
당기순이익	**-352.1**	**24.7**	**503.1**	**911.9**	**1,316.3**
지배주주지분 순이익	-352.1	24.7	503.1	911.9	1,316.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**71.2**	**168.8**	**1,101.9**	**1,221.3**	**1,774.4**
당기순이익(손실)	-352.1	24.7	503.1	911.9	1,316.3
유형자산상각비	246.4	268.0	289.6	296.5	295.8
무형자산상각비	7.9	10.1	12.6	11.9	10.6
운전자본의 증감	343.9	-77.5	369.4	0.9	151.7
투자활동 현금흐름	**-517.9**	**-477.9**	**-10.4**	**-279.0**	**-458.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-484.5	-478.2	-376.2	-278.0	-294.0
투자자산의감소(증가)	-295.4	187.4	-47.8	-0.4	-66.7
재무활동 현금흐름	**-932.8**	**502.8**	**-1,605.1**	**-279.5**	**-317.5**
차입금의 증감	-346.1	369.3	-992.9	-279.5	-317.5
자본의 증가	0.0	4.9	-0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,393.2	183.9	-514.7	662.8	998.7
기초현금	2,137.4	744.2	928.0	413.3	1,076.1
기말현금	744.2	928.0	413.3	1,076.1	2,074.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,000.9	8,799.7	9,540.6	10,214.1	12,976.1
현금및현금성자산	744.2	928.0	413.3	1,076.1	2,074.9
매출채권	877.6	1,099.1	1,274.5	1,275.9	1,522.1
재고자산	1,377.1	1,309.8	1,518.7	1,520.5	1,813.9
비유동자산	8,288.5	8,333.9	8,389.7	8,359.7	8,414.0
유형자산	6,237.4	6,452.1	6,503.9	6,485.4	6,483.6
무형자산	100.5	108.4	109.0	97.0	86.4
투자자산	495.8	308.4	355.9	356.3	423.0
자산총계	**16,289.4**	**17,133.6**	**17,930.3**	**18,573.8**	**21,390.1**
유동부채	9,072.0	9,945.0	10,409.8	10,341.2	12,099.4
매입채무	924.8	1,298.9	1,506.1	1,507.8	1,798.8
단기차입금	1,384.7	960.4	432.5	312.5	112.5
유동성장기부채	60.0	599.7	254.8	294.8	374.8
비유동부채	1,929.6	1,981.2	1,817.8	1,618.0	1,359.7
사채	873.3	709.9	786.7	666.7	506.7
장기차입금	285.7	859.0	389.0	309.0	189.0
부채총계	**11,001.6**	**11,926.2**	**12,227.6**	**11,959.2**	**13,459.2**
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,123.2	3,122.5	3,122.5	3,122.5
기타포괄이익누계액	881.8	869.2	850.3	850.3	850.3
이익잉여금	845.4	772.8	1,287.6	2,199.6	3,515.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**5,287.8**	**5,207.4**	**5,702.7**	**6,614.6**	**7,930.9**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	101,894	134,770	160,285	177,761	203,851
EPS(지배주주)	-3,966	278	5,667	10,273	14,828
CFPS	-2,619	3,570	10,094	17,480	23,255
EBITDAPS	-393	5,145	11,336	18,525	24,575
BPS	59,566	58,660	64,239	74,512	89,339
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-29.2	463.9	33.1	18.3	12.7
PCR	-44.3	36.1	18.6	10.7	8.1
PSR	1.1	1.0	1.2	1.1	0.9
PBR	1.9	2.2	2.9	2.5	2.1
EBITDA(십억원)	-34.9	456.7	1,006.4	1,644.5	2,181.6
EV/EBITDA	-358.7	30.4	18.4	10.7	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.5	0.5	9.2	14.8	18.1
EBITDA 이익률	-0.4	3.8	7.1	10.4	12.1
부채비율	208.1	229.0	214.4	180.8	169.7
금융비용부담률	1.2	1.1	0.8	0.4	0.3
이자보상배율(x)	-2.7	1.4	6.0	22.7	34.9
매출채권회전율(x)	10.5	12.1	12.0	12.4	12.9
재고자산회전율(x)	7.9	8.9	10.1	10.4	10.9

Industry Indepth
2024. 9. 19

HD현대미포 010620

이익 모멘텀 부각

▲ 조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 3분기 영업이익은 279억원(흑자전환% YoY, +60.1% QoQ) 추정
  -파업의 연장여부에 따른 영업이익 변동폭이 유의미하기지만 펀더멘털 이상무
- ✓ 2026년 BPS 67,061원 x PBR 2.5배 적용하여 적정주가 170,000원으로 상향
  - 2007년 당시 역사적 멀티플 FY3 PBR 3.0배보다는 낮은 수준 제시
  - 단순 경험칙 아닌, 신선종에 대한 시장 선점 효과가 멀티플 리레이팅 이끌 가능성

Buy

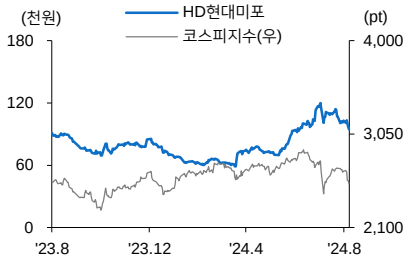
(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**170,000 원**
현재주가 (9.13)	**102,100 원**
상승여력	**66.5%**

KOSPI	2,575.41pt
시가총액	40,781억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.95%
외국인비중	21.38%
52주 최고/최저가	120,000원/59,100원
평균거래대금	384.3억원
주요주주(%)	
에이치디한국조선해양 외 4 인	42.85
국민연금공단	10.20
FIDELITY 외 12 인	5.34

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.0	63.1	14.5
상대주가	-4.3	70.6	12.7

주가그래프



흑전 후 이익 모멘텀이 부각될 시기

3분기 매출액은 9,520억원(-4.2% YoY, -15.7% QoQ)으로 추정한다. HD현대 계열 조선소들의 파업으로 인한 영업일수 감소 가정을 7영업일로 동일하게 적용한 추정이다. 영업이익은 279억원 (흑자전환% YoY, +60.1% QoQ), 영업이익률은 +2.9%(+3.7%p YoY, +1.4% QoQ)로 추정한다. 영업이익 3개월 컨센서스는 263억원이다.

3분기에는 생산 불안정성을 야기하고 수익성 개선에 지장을 초래한 피더컨테이너선과 자동차운반선의 인도가 마무리된다. 일부 남은 물량이 있으나 4분기부터 P/C 비중이 확대된다. 2024년 4분기 영업이익률은 +3.5%를 예상하며, 2026년 영업이익률 전망치인 +10.5%까지 개선흐름을 예상한다.

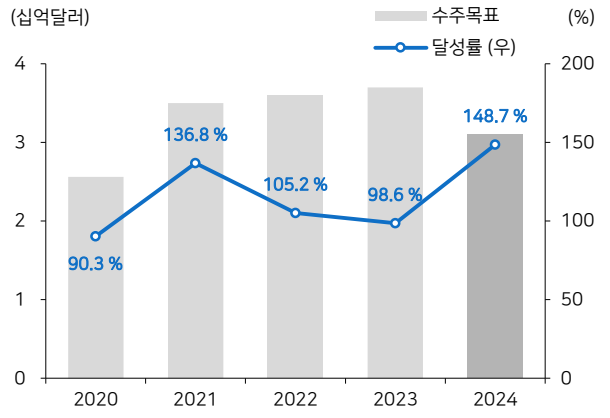
적정주가를 170,000원으로 상향 조정

수주-인도 리드타임이 짧은 중소형조선소임에도 2027년까지 인도슬롯을 대부분 확보했다고 판단하며 2026년 밸류에이션을 제시한다. HD현대미포의 2026년 자기자본비용(COE)은 6.8%로 전망하며 2026년 예상 ROE는 17.1%를 적용한다. 멀티플 2.5배를 도출하며 적정주가를 170,000원으로 상향 조정한다.

역사적 멀티플을 기록했던 2007년 당시 FY3 PBR 3.0배보다 낮은 수준이다. 본문에서 다룬 LCO_2선(액화이산화탄소운반선) 건조시장이 개화하는 국면에서 초기 개척자로서 지위가 부각될 개연성이 있다. 수주잔고로 확보한 4척의 22,000CBM급 LCO_2선에 대한 레퍼런스 확보를 통해 초기 시장을 선점했다

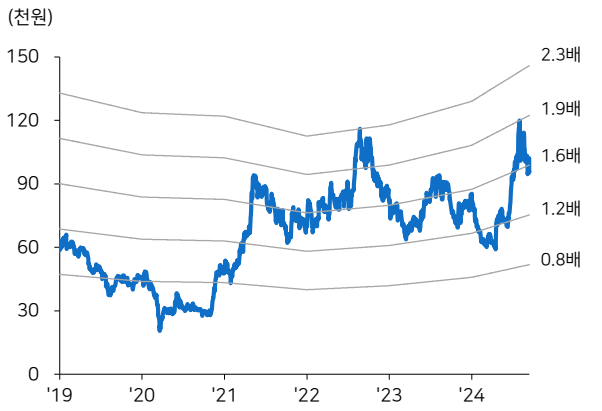
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	3,716.9	-109.1	-44.6	-1,116	적지	53,448	-75.7	1.6	-63.5	-2.1	118.3
2023	4,039.1	-152.9	-142.9	-3,579	적지	49,324	-23.7	1.7	-44.4	-7.0	143.6
2024E	4,281.0	75.8	88.8	2,224	흑전	51,647	45.9	2.0	27.1	4.4	135.8
2025E	4,423.7	239.6	194.7	4,875	114.8	56,521	20.9	1.8	13.0	9.0	112.7
2026E	5,168.0	541.3	421.0	10,540	116.2	67,061	9.7	1.5	6.2	17.1	113.0

그림56 HD현대미포의 수주목표 달성률



자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

그림57 24개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표26 HD현대미포의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,328.5	1,342.6	1,359.1	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,330.0	1,290.4	1,305.5	1,342.5	1,337.5	1,330.0
YoY	5.9%	4.4%	-2.0%	-2.8%	4.1%	2.1%	3.7%	1.5%	0.9%	-0.2%	-1.4%	-0.7%	13.1%	1.2%	2.8%	-0.4%	-0.6%
건조선가지표(p)	38.0	37.9	38.2	38.3	38.3	40.0	41.6	43.6	44.9	48.7	53.0	56.4	38.7	38.1	40.9	50.8	55.0
YoY	-2.9%	-2.2%	-0.6%	0.0%	0.9%	5.5%	9.0%	13.7%	17.2%	21.6%	27.5%	29.5%	-0.4%	-1.4%	7.3%	24.2%	8.3%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	765.1	749.4	733.7	718.0	702.3	686.6	670.9	896.2	833.4	759.4	694.4	655.2
YoY	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-8.5%	-10.6%	-7.8%	-9.0%	-8.2%	-8.4%	-8.6%	0.5%	-7.0%	-8.9%	-8.6%	-5.7%
매출액	**909.2**	**1,033.4**	**993.8**	**1,102.7**	**1,000.5**	**1,129.1**	**952.0**	**1,199.5**	**1,092.3**	**1,146.9**	**1,092.3**	**1,092.3**	**3,716.9**	**4,039.1**	**4,281.0**	**4,423.7**	**5,168.0**
YoY	3.8%	10.5%	12.6%	7.8%	10.0%	9.3%	-4.2%	8.8%	9.2%	1.6%	14.7%	-8.9%	28.7%	8.7%	6.0%	3.3%	16.8%
영업이익	**-27.4**	**-52.5**	**-7.9**	**-65.2**	**-11.0**	**17.4**	**27.9**	**41.5**	**38.3**	**54.8**	**66.6**	**80.0**	**-109.1**	**-152.9**	**75.8**	**239.6**	**541.3**
YoY	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	214.3%	138.6%	92.5%	적지	적지	흑전	216.0%	125.9%
영업이익률	-3.0%	-5.1%	-0.8%	-5.9%	-1.1%	1.5%	2.9%	3.5%	3.5%	4.8%	6.1%	7.3%	-2.9%	-3.8%	1.8%	5.4%	10.5%
세전이익	-4.8	-46.3	13.6	-119.3	3.3	35.6	32.9	46.5	43.3	59.8	71.6	85.0	-63.2	-156.9	118.3	259.6	561.3
YoY	적지	적전	-90.4%	적지	흑전	흑전	141.5%	흑전	1211.8%	67.9%	117.5%	82.6%	적지	적지	흑전	119.4%	116.2%
당기순이익	-4.4	-34.9	9.7	-109.4	2.1	28.9	24.7	34.9	32.5	44.8	53.7	63.7	-43.8	-139.0	90.6	194.7	421.0
YoY	적지	적전	-90.9%	적지	흑전	흑전	153.5%	흑전	1420.5%	54.9%	117.5%	82.6%	적지	적지	흑전	114.8%	116.2%

자료: 현대미포조선, 메리츠증권 리서치센터

표27 HD현대미포의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024E	2025E	2026E
COE(%)	**6.3**	**7.5**	**7.3**	**6.8**
RiskFree	3.2	3.0	2.8	2.3
Risk Premium	4.1	4.1	4.1	4.1
Beta	0.8	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	**-7.0**	**4.4**	**9.0**	**17.1**
BPS(원)	**49,324**	**51,647**	**56,521**	**67,061**
적정 멀티플 = (ROE-g)/(COE-g)				**2.5**
Fair Value(원)				**170,000**

주: RiskFree는 국고채(10년) 전망치 적용, 영구성장률(g)은 0 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

HD 현대미포 (010620)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**3,716.9**	**4,039.1**	**4,281.0**	**4,423.7**	**5,168.0**
매출액증가율(%)	28.7	8.7	6.0	3.3	16.8
매출원가	3,704.0	4,069.7	4,053.4	4,029.3	4,445.8
매출총이익	12.9	-30.7	227.6	394.4	722.2
판매관리비	121.9	122.2	151.8	154.8	180.9
영업이익	**-109.1**	**-152.9**	**75.8**	**239.6**	**541.3**
영업이익률(%)	-2.9	-3.8	1.8	5.4	10.5
금융손익	-77.6	-63.8	-161.0	2.3	7.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	123.4	59.8	203.5	17.7	12.3
세전계속사업이익	-63.3	-156.9	118.3	259.6	561.3
법인세비용	-19.5	-17.9	27.7	64.9	140.3
당기순이익	**-43.8**	**-139.0**	**90.7**	**194.7**	**421.0**
지배주주지분 순이익	-44.6	-142.9	88.8	194.7	421.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**208.4**	**-533.3**	**368.8**	**96.7**	**461.6**
당기순이익(손실)	-43.8	-139.0	90.7	194.7	421.0
유형자산상각비	60.6	69.1	78.2	83.6	87.7
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
운전자본의 증감	196.3	-438.5	192.8	-181.9	-47.3
투자활동 현금흐름	**-47.3**	**-111.6**	**-23.4**	**-109.5**	**-154.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-113.8	-117.4	-118.9	-118.0	-134.0
투자자산의감소(증가)	-13.2	15.7	14.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**-71.6**	**463.7**	**-348.4**	**-53.6**	**-34.6**
차입금의 증감	7.7	408.7	-220.3	-53.6	-34.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	89.8	-180.1	-0.4	-66.3	272.5
기초현금	400.4	490.1	310.0	309.7	243.4
기말현금	490.1	310.0	309.7	243.4	515.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,724.5	2,799.4	2,837.3	2,728.6	3,587.5
현금및현금성자산	490.1	310.0	309.7	243.4	515.9
매출채권	43.2	118.3	128.6	117.1	144.8
재고자산	292.6	230.2	250.4	228.0	281.8
비유동자산	2,023.8	2,109.7	2,142.9	2,177.0	2,223.1
유형자산	1,702.1	1,756.8	1,821.7	1,856.1	1,902.4
무형자산	8.9	14.7	16.5	16.2	16.0
투자자산	59.5	43.9	29.7	29.7	29.7
자산총계	**4,748.3**	**4,909.1**	**4,980.2**	**4,905.6**	**5,810.6**
유동부채	2,499.1	2,735.4	2,617.3	2,361.9	2,853.4
매입채무	471.9	323.5	351.9	320.4	396.1
단기차입금	107.7	474.2	140.5	100.5	60.5
유동성장기부채	0.0	4.3	22.0	26.0	30.0
비유동부채	73.9	158.5	250.9	237.0	229.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	95.7	134.0	122.0	110.0
부채총계	**2,573.0**	**2,893.9**	**2,868.2**	**2,598.9**	**3,083.0**
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	293.9	300.6	304.5	304.5	304.5
이익잉여금	1,599.8	1,428.4	1,517.3	1,712.0	2,132.9
비지배주주지분	40.5	45.1	49.1	49.1	49.1
자본총계	**2,175.3**	**2,015.2**	**2,112.0**	**2,306.7**	**2,727.7**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	93,056	101,123	107,180	110,753	129,388
EPS(지배주주)	-1,116	-3,579	2,224	4,875	10,540
CFPS	156	-2,388	4,992	8,542	16,062
EBITDAPS	-1,210	-2,094	3,863	8,099	15,754
BPS	53,448	49,324	51,647	56,521	67,061
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-75.7	-23.7	45.9	20.9	9.7
PCR	541.3	-35.6	20.5	12.0	6.4
PSR	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
PBR	1.6	1.7	2.0	1.8	1.5
EBITDA(십억원)	-48.3	-83.7	154.3	323.5	629.2
EV/EBITDA	-63.5	-44.4	27.1	13.0	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	-7.0	4.4	9.0	17.1
EBITDA 이익률	-1.3	-2.1	3.6	7.3	12.2
부채비율	118.3	143.6	135.8	112.7	113.0
금융비용부담률	0.1	0.3	0.4	0.2	0.2
이자보상배율(x)	-21.5	-11.1	4.4	25.8	63.0
매출채권회전율(x)	116.1	50.0	34.7	36.0	39.5
재고자산회전율(x)	13.3	15.5	17.8	18.5	20.3

Industry Indepth
2024. 9. 19

HD한국조선해양 009540

조선업 첫 배당 기대감

- ✓ 3분기 영업이익은 3,717억원(+439.0% YoY, -1.3% QoQ) 추정
- ✓ 연결회사인 HD현대삼호 영업이익은 1,455억원(+95.0% YoY, -17.1% QoQ) 추정
- ✓ HD한국조선해양의 2026년 적정주가를 250,000원으로 제시하며 커버리지 개시
  - HD현대그룹 내 조선을 담당하는 중간 지주사
  - NAV 할인율 60%를 적용
- ✓ 2024년 첫 배당 기대감

▲ 조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**250,000 원**
현재주가 (9.13)	**183,000 원**
상승여력	**36.6%**

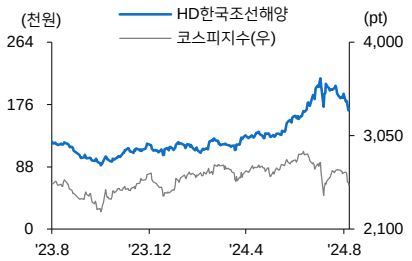
KOSPI	2,575.41pt
시가총액	129,515억원
발행주식수	7,077만주
유동주식비율	62.60%
외국인비중	30.58%
52주 최고/최저가	213,000원/90,300원
평균거래대금	760.0억원

주요주주(%)

에이치디현대 외 8 인	36.65
국민연금공단	6.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	62.1	53.4
상대주가	-4.8	69.5	51.0

주가그래프



매출보다는 이익을 보자

HD현대그룹의 조선분야 중간 지주사인 HD한국조선해양의 3분기 연결기준 매출액은 5조 5,440억원(+10.6% YoY, -16.2% QoQ)로 추정한다. 계열사 노조들의 파업 이슈가 상존한다. 영업이익은 3,717억원(+439.0% YoY, -1.3% QoQ), 영업이익률은 6.7%(+5.3%p YoY, +1.0%p QoQ)로 추정한다. 영업이익 3개월 컨센서스는 3,792억원이다.

HD현대삼호의 매출액은 1조 4,114억원(+6.6% YoY, -22.0% QoQ)으로 추정한다. 영업이익은 1,455억원(+95.0% YoY, -17.1% QoQ), 영업이익률은 +10.3%(+4.7%p YoY, +0.6%p QoQ)로 추정한다.

적정주가 250,000원 제시

HD한국조선해양의 2026년 적정주가 250,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 시가총액으로 환산하면 17.4조원이다. 지주사 밸류에이션을 적용하기 위해 연결기준 기업가치 35.2조원 - 연결회사들의 기업가치 29.6조원 x NAV 할인율 60%의 산식을 적용했다. 연결 기준 HD한국조선해양의 2026년 예상 ROE는 16.4%, 예상 COE는 7.0%로 전망한다.

밸류업 기조에 따른 주주환원정책이 강화될 가능성이 있다. 사업보고서에 기대된 배당 정책은 별도기준 배당성향 30%이상이지만, 2분기 실적 설명회에서 배당+자사주를 조합하여 주주환원 정책을 강화할 기대감을 언급했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	17,302.0	-355.6	-217.0	-3,065	적지	137,269	-23.1	0.5	130.8	-2.2	142.7
2023	21,296.2	282.3	221.7	3,133	흑전	139,936	38.6	0.9	14.5	2.3	160.6
2024E	24,461.0	1,399.7	1,028.0	14,525	743.4	156,346	12.6	1.2	7.7	9.8	149.3
2025E	27,460.9	2,525.6	1,668.5	23,575	66.9	179,921	7.8	1.0	5.3	14.0	130.8
2026E	31,392.5	3,576.5	2,281.5	32,236	41.8	212,157	5.7	0.9	3.5	16.4	129.2

표28 HD현대중공업이 3분기에 인도한 주요 선종 테이블

선종	사이즈	단위	선주	대체연료	스크러버	인도일	계약일	수주 선가 (억달러)
LPG	88,000	cu.m.	Evalend Shipping	LPG		2024-09-01	2022-09-05	1.0
LNG	174,000	cu.m.	Pan Ocean	LNG Capable		2024-08-01	2020-12-15	1.9
	174,000	cu.m.	Hyundai LNG Shipping	LNG Capable		2024-07-01	2021-04-15	1.9
Container	8,002	TEU	Sinokor Merchant	LNG Ready, Methanol Ready	Fitted	2024-09-01	2022-03-03	1.3
	15,150	TEU	Maersk	Methanol		2024-09-01	2021-08-23	1.8
	15,150	TEU	Maersk	Methanol		2024-08-01	2021-08-23	1.8
	8,002	TEU	Sinokor Merchant	LNG Ready, Methanol Ready	Fitted	2024-07-01	2022-03-03	1.3
	15,150	TEU	Maersk	Methanol		2024-07-01	2021-08-23	1.8
	13,792	TEU	HMM	LNG Ready	Fitted	2024-07-01	2021-06-29	1.3

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표29 HD현대미포가 3분기에 인도한 주요 선종 테이블

선종	사이즈	단위	선주	대체연료	스크러버	인도일	계약일	수주 선가 (억달러)
Ro-Ro/Cnt	4,700	Lane m.	Grimaldi Group		Fitted	2024-08-01	2021-02-23	0.9
Products	114,934	DWT	Metrostar Management	Ammonia Ready, LNG Ready	Fitted	2024-07-01	2022-03-30	0.6
LPG	40,000	cu.m.	PascoGas	LPG		2024-09-01	2022-06-30	0.6
Container	1,809	TEU	HMM		Fitted	2024-09-01	2022-07-15	0.4
	2,800	TEU	Sinokor Merchant	Ammonia Ready, LNG Ready	Fitted	2024-09-01	2022-02-28	0.4
	2,126	TEU	CMA CGM	LNG Capable		2024-09-01	2021-11-22	0.6
	2,782	TEU	Tsakos Shpg & Trdg		Fitted	2024-08-01	2022-02-02	0.4
	2,126	TEU	CMA CGM	LNG Capable		2024-08-01	2021-11-22	0.6
	1,809	TEU	HMM		Fitted	2024-07-01	2022-07-15	0.4
	1,809	TEU	Euroseas	LNG Ready		2024-07-01	2022-03-18	0.3
	2,800	TEU	Sinokor Merchant	Ammonia Ready, LNG Ready	Fitted	2024-07-01	2022-02-28	0.4
	2,126	TEU	CMA CGM	LNG Capable		2024-07-01	2021-11-22	0.6
Chem & Oil	50,000	DWT	Nissen Kaiun			2024-09-01	2022-07-01	0.4
	49,999	DWT	Nissen Kaiun		Fitted	2024-07-01	2022-07-08	0.4
Bulk	63,244	DWT	Thenamaris			2024-07-01	2022-06-07	0.4

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표30 HD현대삼호가 3분기에 인도한 주요 선종 테이블

선종	사이즈	단위	선주	대체연료	스크러버	인도일	계약일	수주 선가 (억달러)
PCC	7,580	Cars	Ray Car Carriers	LNG Capable		2024-08-01	2022-04-14	1.2
LNG	174,000	cu.m.	SK Shipping	LNG Capable		2024-09-01	2022-01-04	2.2
Container	15,000	TEU	MSC	LNG Capable, Ammonia Ready		2024-09-01	2022-01-03	1.8
	7,900	TEU	CMA CGM	LNG Capable		2024-08-01	2022-02-25	1.2

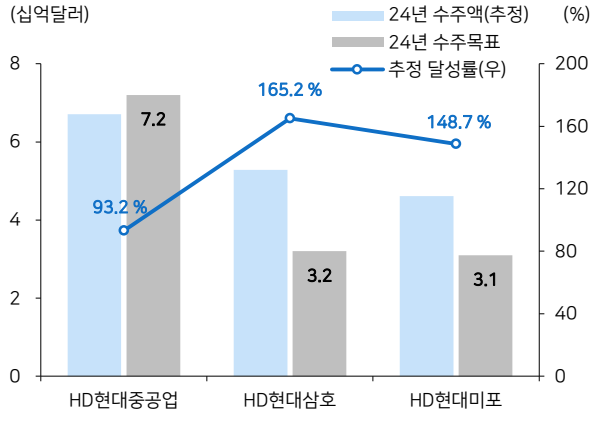
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표31 HD한국조선해양에 대한 지주사 밸류에이션

	2023	2024E	2025E	2026E
COE(%)	**7.1**	**7.7**	**7.5**	**7.0**
RiskFree	3.2	3.0	2.8	2.3
Risk Premium	4.1	4.1	4.1	4.1
Beta	1.0	1.2	1.2	1.2
ROE(%)	**2.3**	**9.8**	**14.0**	**16.4**
ㄱ) BPS(원)	139,936	156,346	179,921	212,157
ㄴ) (ROE-g)/(COE-g)			1.9	2.3
A) HD한국조선해양(십억원) = ㄱ x ㄴ x 주식수			23,655.7	35,183.0
B) HD현대중공업(십억원)				22,584.6
C) HD현대미포조선(십억원)				6,719.8
D) HD현대에너지솔루션(십억원)				285.8
HD한국조선해양의 적정 기업가치 = A - (B+C+D) x NAV 할인율				
시나리오1_NAV 할인율 80%				11,510.8
적정주가(원)				162,644
시나리오2_NAV 할인율 70%				14,469.8
적정주가(원)				204,454
시나리오3_NAV 할인율 60%				**17,428.9**
적정주가(원)				**250,000**
시나리오4_NAV 할인율 50%				20,387.9
적정주가(원)				288,074

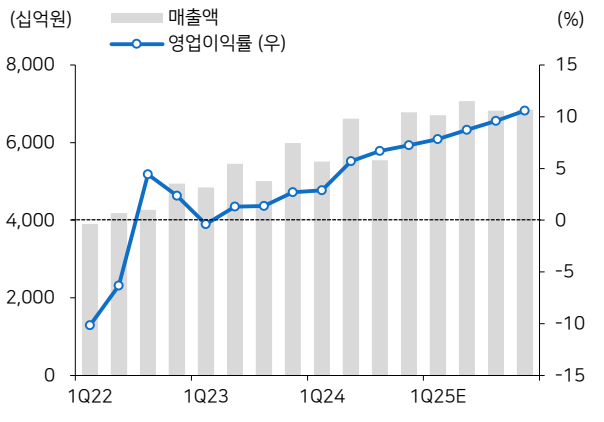
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림58 HD현대계열 조선소의 2024년 수주액 및 목표 달성률



자료: HD한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림59 HD한국조선해양 분기 실적 추이 및 전망



자료: HD한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

표32 HD한국조선해양 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,328.5	1,342.6	1,359.1	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,330.0	1,290.4	1,305.5	1,342.5	1,337.5	1,330.0
YoY	5.9%	4.4%	-2.0%	-2.8%	4.1%	2.1%	3.7%	1.5%	0.9%	-0.2%	-1.4%	-0.7%	13.1%	1.2%	2.8%	-0.4%	-0.6%
건조선가지표(p)_HSHI	138.6	142.4	147.6	151.7	153.3	156.5	158.4	159.6	162.5	163.7	165.9	167.7	130.7	145.1	157.0	165.0	173.2
YoY	8.3%	10.0%	12.6%	12.9%	10.6%	9.9%	7.3%	5.2%	6.0%	4.6%	4.7%	5.1%	1.6%	11.0%	8.2%	5.1%	5.0%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	765.1	749.4	733.7	718.0	702.3	686.6	670.9	896.2	833.4	759.4	694.4	655.2
YoY	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-8.5%	-10.6%	-7.8%	-9.0%	-8.2%	-8.4%	-8.6%	0.5%	-7.0%	-8.9%	-8.6%	-5.7%
매출액	**4,842.4**	**5,453.6**	**5,011.2**	**5,989.0**	**5,515.6**	**6,615.5**	**5,544.0**	**6,785.8**	**6,710.6**	**7,073.6**	**6,825.5**	**6,851.1**	**17,302.0**	**21,296.2**	**24,461.0**	**27,460.9**	**31,392.5**
HD한국조선해양(별도)	**53.5**	**56.6**	**60.7**	**99.2**	**104.1**	**106.0**	**89.5**	**116.2**	**113.9**	**123.2**	**120.9**	**124.5**	**180.5**	**269.9**	**415.8**	**482.6**	**548.0**
영업이익	2.9	-2.4	-6.2	-5.9	1.0	-4.5	-3.8	-4.9	-4.8	-5.2	-5.1	-5.3	-18.3	-11.6	-12.2	-20.5	-23.3
영업이익률	5.4%	-4.2%	-10.3%	-5.9%	1.0%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-10.1%	-4.3%	-2.9%	-4.2%	-4.2%
HD현대삼호	**1,390.0**	**1,548.4**	**1,323.8**	**1,696.5**	**1,705.6**	**1,810.6**	**1,411.4**	**1,807.1**	**1,960.6**	**2,065.0**	**1,960.6**	**1,969.6**	**4,646.4**	**5,958.7**	**6,734.7**	**7,955.9**	**8,759.3**
영업이익	57.6	62.2	74.6	107.3	186.4	175.5	145.5	185.8	228.4	254.9	257.3	273.1	17.8	301.7	693.2	1,013.8	1,235.0
영업이익률	4.1%	4.0%	5.6%	6.3%	10.9%	9.7%	10.3%	10.3%	11.7%	12.3%	13.1%	13.9%	0.4%	5.1%	12.4%	14.7%	15.5%
HD현대중공업	**2,632.9**	**3,064.4**	**2,853.5**	**3,413.1**	**2,987.7**	**3,884.0**	**3,399.7**	**3,957.6**	**3,837.6**	**4,032.9**	**3,947.7**	**3,962.2**	**9,045.5**	**11,963.9**	**14,229.0**	**15,780.4**	**18,096.5**
영업이익	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	195.6	209.4	277.8	275.2	323.3	347.6	390.0	-289.2	178.6	704.1	1,336.1	1,875.2
영업이익률	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	5.0%	6.2%	7.0%	7.2%	8.0%	8.8%	9.8%	-3.2%	1.5%	4.9%	8.5%	10.4%
HD현대미포	**909.2**	**1,033.4**	**993.8**	**1,102.7**	**1,000.5**	**1,129.1**	**952.0**	**1,199.5**	**1,092.3**	**1,146.9**	**1,092.3**	**1,092.3**	**3,716.9**	**4,039.1**	**4,281.0**	**4,423.7**	**5,168.0**
영업이익	-27.4	-52.5	-7.9	-65.2	-11.0	17.4	27.9	41.5	38.3	54.8	66.6	80.0	-109.1	-152.9	75.8	239.6	541.3
영업이익률	-3.0%	-5.1%	-0.8%	-5.9%	-1.1%	1.5%	2.9%	3.5%	3.5%	4.8%	6.1%	7.3%	-2.9%	-3.8%	1.8%	5.4%	10.5%
HD현대에너지솔루션	**140.8**	**151.1**	**140.9**	**113.3**	**97.6**	**112.8**	**92.4**	**116.5**	**110.9**	**116.5**	**110.9**	**110.9**	**984.8**	**546.1**	**419.2**	**449.2**	**452.9**
영업이익	8.0	7.9	6.5	-4.9	-14.2	7.9	7.3	6.8	6.2	5.7	5.1	4.5	90.2	17.5	7.8	21.5	12.5
영업이익률	5.7%	5.2%	4.6%	-4.3%	-14.6%	7.0%	7.9%	5.8%	5.6%	4.9%	4.6%	4.1%	9.2%	3.2%	1.9%	4.8%	2.8%
영업이익	**-19.0**	**71.3**	**69.0**	**161.1**	**160.2**	**376.5**	**371.7**	**491.5**	**526.1**	**617.6**	**655.6**	**726.3**	**-355.6**	**282.3**	**1,399.7**	**2,525.6**	**3,576.5**
YoY	적지	흑전	-63.5%	37.5%	흑전	428.3%	439.0%	205.1%	228.5%	64.1%	76.4%	47.8%	적지	흑전	395.9%	80.4%	41.6%
영업이익률	-0.4%	1.3%	1.4%	2.7%	2.9%	5.7%	6.7%	7.2%	7.8%	8.7%	9.6%	10.6%	-2.1%	1.3%	5.7%	9.2%	11.4%
세전이익	-147.5	51.4	124.9	-36.8	249.1	455.9	351.6	471.4	506.1	597.6	635.6	706.2	-431.1	-8.0	1,528.1	2,445.5	3,496.4
YoY	적지	흑전	-69.2%	적지	흑전	786.4%	181.6%	흑전	103.2%	31.1%	80.7%	49.8%	적지	적지	흑전	60.0%	43.0%
당기순이익	-151.8	39.4	345.9	-88.5	193.3	357.8	284.6	386.5	424.8	499.6	529.1	586.8	-295.2	144.9	1,222.3	2,040.3	2,892.1
YoY	적지	흑전	9.5%	적지	흑전	807.9%	-17.7%	흑전	119.7%	39.6%	85.9%	51.8%	적지	흑전	743.4%	66.9%	41.8%

주: HSHI는 HD현대삼호
자료: HD한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

HD 한국조선해양 (009540)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**17,302.0**	**21,296.2**	**24,461.0**	**27,460.9**	**31,392.5**
매출액증가율(%)	11.7	23.1	14.9	12.3	14.3
매출원가	16,935.6	20,248.2	21,675.6	23,013.0	25,618.5
매출총이익	366.4	1,048.0	2,785.4	4,447.9	5,774.0
판매관리비	722.0	765.8	1,385.6	1,922.3	2,197.5
영업이익	**-355.6**	**282.3**	**1,399.7**	**2,525.6**	**3,576.5**
영업이익률(%)	-2.1	1.3	5.7	9.2	11.4
금융손익	-671.5	-866.2	-1,655.4	36.0	59.5
종속/관계기업손익	-1.5	0.1	-0.2	-0.1	-0.1
기타영업외손익	597.5	575.8	1,784.0	-116.0	-139.5
세전계속사업이익	-431.1	-8.1	1,528.1	2,445.5	3,496.4
법인세비용	-135.9	-153.0	305.8	405.2	604.3
당기순이익	**-295.2**	**144.9**	**1,222.3**	**2,040.3**	**2,892.1**
지배주주지분 순이익	-217.0	221.7	1,028.0	1,668.5	2,281.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**462.3**	**2,081.6**	**1,478.1**	**-474.7**	**2,957.4**
당기순이익(손실)	-295.2	144.9	1,222.3	2,040.3	2,892.1
유형자산상각비	411.2	459.3	498.2	509.3	499.2
무형자산상각비	10.0	12.6	15.9	14.8	13.6
운전자본의 증감	480.9	1,509.9	-275.3	-3,039.0	-447.6
투자활동 현금흐름	**-1,339.5**	**-1,266.9**	**-124.1**	**-430.3**	**-1,040.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-666.9	-822.0	-622.6	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-348.9	179.3	0.6	-8.1	-171.4
재무활동 현금흐름	**-977.3**	**-485.2**	**-1,803.6**	**-73.8**	**51.6**
차입금의 증감	-292.8	-530.3	-1,110.9	-73.8	51.6
자본의 증가	67.0	-7.8	140.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,870.3	321.2	-447.6	-978.7	1,968.7
기초현금	4,567.5	2,697.2	3,018.4	2,570.8	1,592.1
기말현금	2,697.2	3,018.4	2,570.8	1,592.1	3,560.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,775.9	17,735.1	20,199.7	22,444.6	28,764.8
현금및현금성자산	2,697.2	3,018.4	2,570.8	1,592.1	3,560.8
매출채권	672.3	1,049.2	1,363.9	1,773.1	2,305.0
재고자산	2,203.3	2,005.7	2,406.8	2,888.2	3,465.8
비유동자산	14,107.6	14,507.4	14,434.2	14,318.2	14,376.8
유형자산	10,143.1	10,503.5	10,629.1	10,519.8	10,420.6
무형자산	163.7	190.8	194.1	179.3	165.7
투자자산	1,154.7	975.5	974.8	982.9	1,154.3
자산총계	**29,883.5**	**32,242.6**	**34,633.9**	**36,762.8**	**43,141.6**
유동부채	15,033.5	17,497.9	18,254.9	18,477.5	22,120.6
매입채무	1,609.9	1,915.1	2,169.9	2,190.7	2,632.4
단기차입금	634.7	926.2	342.9	302.9	262.9
유동성장기부채	1,806.0	1,293.9	601.5	697.5	857.5
비유동부채	2,537.9	2,374.6	2,488.7	2,354.7	2,198.3
사채	1,037.8	709.9	784.7	716.7	616.7
장기차입금	399.2	985.7	553.2	485.2	385.2
부채총계	**17,571.4**	**19,872.5**	**20,743.6**	**20,832.2**	**24,318.8**
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,467.5	2,459.7	2,599.8	2,599.8	2,599.8
기타포괄이익누계액	1,294.1	1,323.2	1,649.3	1,649.3	1,649.3
이익잉여금	14,300.4	14,374.5	15,072.0	16,740.5	19,021.9
비지배주주지분	2,597.2	2,466.4	2,825.3	3,197.1	3,807.7
자본총계	**12,312.1**	**12,370.1**	**13,890.4**	**15,930.6**	**18,822.7**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	244,472	300,908	345,625	388,013	443,566
EPS(지배주주)	-3,065	3,133	14,525	23,575	32,236
CFPS	-38	8,180	26,423	41,451	55,807
EBITDAPS	927	10,657	27,042	43,092	57,780
BPS	137,269	139,936	156,346	179,921	212,157
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-23.1	38.6	12.6	7.8	5.7
PCR	-1,865.4	14.8	6.9	4.4	3.3
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
PBR	0.5	0.9	1.2	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	65.6	754.2	1,913.8	3,049.7	4,089.3
EV/EBITDA	130.8	14.5	7.7	5.3	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	2.3	9.8	14.0	16.4
EBITDA 이익률	0.4	3.5	7.8	11.1	13.0
부채비율	142.7	160.6	149.3	130.8	129.2
금융비용부담률	1.0	0.9	0.6	0.3	0.3
이자보상배율(x)	-2.1	1.5	9.0	29.9	42.0
매출채권회전율(x)	22.9	24.7	20.3	17.5	15.4
재고자산회전율(x)	9.2	10.1	11.1	10.4	9.9

Industry Indepth
2024. 9. 19

삼성중공업 010140

강력한 방어를 보여줄 3분기

▲ 조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 3분기 영업이익 1,217억원(+60.4% YoY, -6.9% QoQ), 영업이익률 5.2% 추정
  - 노사협의체 체제로 인한 파업 이슈를 방어, 임단협 잠정합의안까지 도출한 상태
  - 3개월 영업이익 컨센서스 1,284억원
- ✓ 조선 + 해양에 집중하여 견조한 수익성을 비수기인 3분기에도 유지할 전망
- ✓ 2026년 6,503원 x PBR 3.0배를 적용하여 적정주가 20,000원으로 상향 조정

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**20,000 원**
현재주가 (9.13)	**10,340 원**
상승여력	**93.4%**

KOSPI	2,575.41pt
시가총액	90,992억원
발행주식수	88,000만주
유동주식비율	73.19%
외국인비중	31.80%
52주 최고/최저가	11,870원/6,820원
평균거래대금	854.5억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 8 인	20.88
국민연금공단	8.05
GIC Private Limited	6.08

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-3.9	29.9	24.0
상대주가	-2.2	35.9	22.0

주가그래프



비수기를 비껴간 비법

3분기 매출액은 2조 3,451억원(+15.8% YoY, -7.4% QoQ)으로 추정한다. 영업이익은 1,217억원(+60.4% YoY, -6.9% QoQ), 영업이익률은 +5.2%로 추정한다. 영업이익 3개월 컨센서스는 1,284억원이다.

노사협의체 체제를 통해 파업 리스크를 대처하는 전략이 계절적 비수기인 3분기에도 실적방어를 이끈 원동력이다. 2024년 9월 11일, 임단협 잠정합의안을 도출하며 계절적 요인 이외의 조업일수 감소 우려는 해소 수순이다.

Simple is the Best

상선과 해양플랜트 중심의 삼성중공업은 1) 고수익성의 LNG선, 2) 내재화를 앞둔 VLGC/VLAC, 3) 시리즈 물량의 컨테이너선, 4) 2026년까지 가득 찬 수주 풀(pool)로 인한 수주잔고의 양적, 질적 성장이 지속될 전망이다.

적정주가를 20,000원으로 상향 조정

2026년 BPS를 6,503원으로 추정하며 적정 멀티플은 Implied PBR 3.0배를 도출했다. 멀티플 추정에는 2026년 예상 ROE 18.9%, COE 6.4%를 적용했다. 2007년 경험한 역사적 멀티플 FY3 PBR 4.5배보다는 현실적인 멀티플이라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	5,944.7	-854.4	-619.4	-704	적지	4,084	-7.3	1.3	-9.3	-16.1	305.7
2023	8,009.4	233.3	-148.3	-169	적지	3,908	-46.0	2.0	19.5	-4.2	357.4
2024E	9,816.4	472.9	254.7	290	흑전	4,686	35.7	2.2	14.0	6.7	308.0
2025E	11,990.8	771.1	612.9	697	145.1	5,382	14.8	1.9	9.3	13.8	288.6
2026E	14,537.6	1,395.3	986.5	1,121	60.9	6,503	9.2	1.6	5.2	18.9	280.6

표33 삼성중공업 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,328.5	1,342.6	1,359.1	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,330.0	1,290.4	1,305.5	1,342.5	1,337.5	1,330.0
YoY	5.9%	4.4%	-2.0%	-2.8%	4.1%	2.1%	3.7%	1.5%	0.9%	-0.2%	-1.4%	-0.7%	13.1%	1.2%	2.8%	-0.4%	-0.6%
건조선가지표(p)	134.7	137.1	140.6	143.4	145.9	148.7	150.1	152.1	151.7	155.0	160.4	164.1	129.4	139.0	149.2	157.8	169.6
YoY	4.7%	6.5%	8.9%	9.4%	8.3%	8.4%	6.7%	6.1%	3.9%	4.3%	6.9%	7.9%	0.0%	7.4%	7.4%	5.8%	7.5%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	765.1	749.4	733.7	718.0	702.3	686.6	670.9	896.2	833.4	759.4	694.4	655.2
YoY	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-8.5%	-10.6%	-7.8%	-9.0%	-8.2%	-8.4%	-8.6%	0.5%	-7.0%	-8.9%	-8.6%	-5.7%
매출액	**1,605.1**	**1,945.8**	**2,025.4**	**2,433.2**	**2,347.8**	**2,532.0**	**2,345.1**	**2,591.6**	**2,859.3**	**3,067.6**	**3,033.8**	**3,030.1**	**5,944.7**	**8,009.4**	**9,816.4**	**11,990.8**	**14,537.6**
YoY	8.2%	36.4%	44.7%	48.9%	46.3%	30.1%	15.8%	6.5%	21.8%	21.2%	29.4%	16.9%	-10.2%	34.7%	22.6%	22.1%	21.2%
영업이익	**19.6**	**58.9**	**75.9**	**79.0**	**77.9**	**130.7**	**121.7**	**142.6**	**153.6**	**185.5**	**206.7**	**225.3**	**-854.4**	**233.3**	**472.9**	**771.1**	**1,395.3**
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	298.2%	121.9%	60.4%	80.5%	97.2%	41.9%	69.8%	58.0%	적지	흑전	102.7%	63.1%	80.9%
영업이익률	1.2%	3.0%	3.7%	3.2%	3.3%	5.2%	5.2%	5.5%	5.4%	6.0%	6.8%	7.4%	-14.4%	2.9%	4.8%	6.4%	9.6%
세전이익	5.9	25.1	31.0	-357.8	15.2	76.0	101.7	122.6	165.1	197.1	218.2	236.9	-554.7	-295.7	315.5	817.2	1,315.3
YoY	흑전	-21.6%	흑전	적지	158.8%	202.2%	227.7%	흑전	983.1%	159.4%	114.5%	93.2%	적지	적지	흑전	159.0%	61.0%
당기순이익	9.3	23.2	35.6	-223.6	7.8	74.0	76.3	91.9	123.8	147.8	163.6	177.6	-627.4	-155.6	250.1	612.9	986.5
YoY	흑전	흑전	흑전	적지	-15.5%	218.6%	114.4%	흑전	1479.0%	99.7%	114.5%	93.2%	적지	적지	흑전	145.1%	61.0%

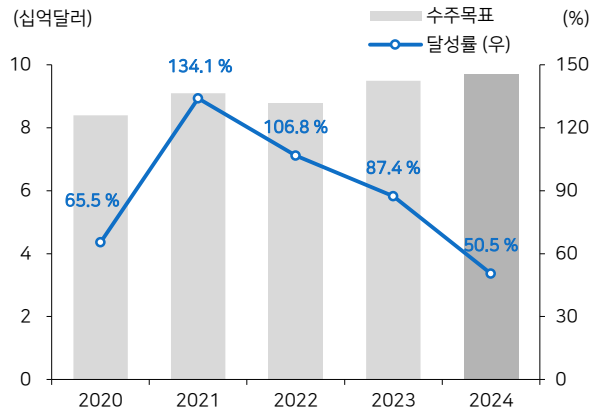
자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

표34 삼성중공업이 3분기에 인도한 주요 선종 테이블

선종	사이즈	단위	선주	대체연료	스크러버	인도일	계약일	수주 선가 (억달러)
LNG	174,000	cu.m.	Maran Gas Maritime	LNG Capable		2024-09-01	2021-05-28	1.9
	180,000	cu.m.	Celsius Tankers	LNG Capable		2024-08-01	2021-08-20	1.9
	174,000	cu.m.	Maran Gas Maritime	LNG Capable		2024-08-01	2021-05-28	1.9
	174,000	cu.m.	Venture Global LNG	LNG Capable		2024-07-01	2021-12-06	2.1
	174,000	cu.m.	Venture Global LNG	LNG Capable		2024-07-01	2021-10-22	2.1
Container	15,372	TEU	Evergreen Marine		Fitted	2024-09-01	2021-03-26	1.2
	13,458	TEU	Wan Hai Lines			2024-08-01	2022-03-25	1.3
	7,327	TEU	CMA CGM	LNG Capable		2024-08-01	2022-03-10	1.2
	7,327	TEU	CMA CGM	LNG Capable		2024-08-01	2021-09-15	1.2
	7,327	TEU	CMA CGM	LNG Capable		2024-07-01	2022-03-10	1.2
	15,372	TEU	Evergreen Marine		Fitted	2024-07-01	2021-03-26	1.2
	15,372	TEU	Evergreen Marine		Fitted	2024-07-01	2021-03-26	1.2

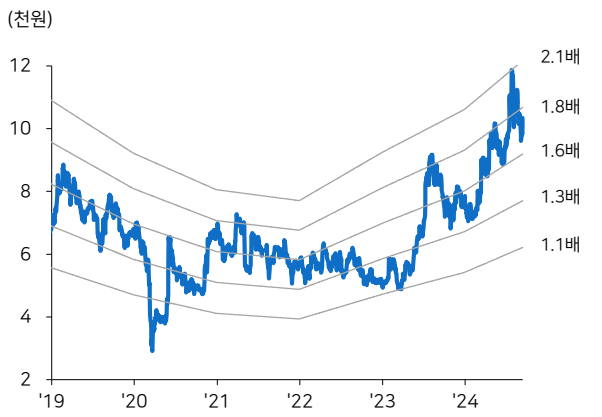
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림60 삼성중공업의 수주목표 달성률



자료: 삼성중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림61 24개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

삼성중공업 (010140)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**5,944.7**	**8,009.4**	**9,816.4**	**11,990.8**	**14,537.6**
매출액증가율(%)	-10.2	34.7	22.6	22.1	21.2
매출원가	6,406.9	7,364.0	8,809.0	10,380.3	12,124.7
매출총이익	-462.2	645.5	1,007.4	1,610.5	2,413.0
판매관리비	392.2	412.1	534.6	839.4	1,017.6
영업이익	**-854.4**	**233.3**	**472.9**	**771.1**	**1,395.3**
영업이익률(%)	-14.4	2.9	4.8	6.4	9.6
금융손익	-79.5	-146.5	-96.1	-30.8	-11.4
종속/관계기업손익	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	380.0	-382.5	-61.3	76.8	-68.6
세전계속사업이익	-554.7	-295.7	315.5	817.2	1,315.3
법인세비용	72.7	-140.2	65.4	204.3	328.8
당기순이익	**-627.4**	**-155.6**	**250.1**	**612.9**	**986.5**
지배주주지분 순이익	-619.4	-148.3	254.7	612.9	986.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**-1,693.0**	**-516.5**	**449.6**	**979.6**	**1,406.7**
당기순이익(손실)	-627.4	-155.6	250.1	612.9	986.5
유형자산상각비	197.4	237.8	284.4	274.9	264.0
무형자산상각비	1.8	2.9	3.3	3.0	2.7
운전자본의 증감	-961.4	-716.3	-29.6	88.7	153.5
투자활동 현금흐름	**1,102.1**	**-194.7**	**1,423.5**	**-414.9**	**-672.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-62.4	-153.4	-96.0	-68.0	-72.0
투자자산의감소(증가)	174.9	-76.8	-25.7	-68.4	-118.4
재무활동 현금흐름	**946.8**	**376.0**	**-1,144.3**	**-384.7**	**34.2**
차입금의 증감	1,596.6	-21.5	-87.6	-384.7	34.2
자본의 증가	-991.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	348.0	-335.4	731.2	179.9	768.4
기초현금	571.2	919.2	583.8	1,315.0	1,494.9
기말현금	919.2	583.8	1,315.0	1,494.9	2,263.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,411.9	9,245.5	10,477.8	12,208.2	15,660.4
현금및현금성자산	919.2	583.8	1,315.0	1,494.9	2,263.3
매출채권	700.8	388.3	413.6	483.5	604.7
재고자산	1,573.5	1,729.2	1,841.7	2,153.4	2,692.8
비유동자산	6,079.8	6,347.9	6,197.0	6,055.4	5,979.1
유형자산	5,235.4	5,208.7	5,091.7	4,884.8	4,692.8
무형자산	26.4	27.0	25.3	22.2	19.5
투자자산	384.1	460.9	486.7	555.1	673.4
자산총계	**14,491.7**	**15,593.4**	**16,674.8**	**18,263.6**	**21,639.5**
유동부채	9,216.1	11,231.9	11,646.3	12,663.7	15,080.9
매입채무	624.8	832.8	887.0	1,037.1	1,296.9
단기차입금	1,407.4	1,849.6	1,790.7	1,390.7	1,390.7
유동성장기부채	519.3	1,185.3	1,124.9	1,064.9	924.9
비유동부채	1,703.7	952.3	941.8	900.3	872.5
사채	119.5	204.7	64.9	44.9	24.9
장기차입금	1,017.2	311.6	177.2	137.2	97.2
부채총계	**10,919.8**	**12,184.2**	**12,588.1**	**13,564.0**	**15,953.4**
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
기타포괄이익누계액	1,147.5	1,202.1	1,632.1	1,632.1	1,632.1
이익잉여금	-1,958.9	-2,168.7	-1,914.0	-1,301.1	-314.6
비지배주주지분	-22.6	-30.1	-37.3	-37.3	-37.3
자본총계	**3,571.9**	**3,409.2**	**4,086.7**	**4,699.6**	**5,686.1**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	6,755	9,102	11,155	13,626	16,520
EPS(지배주주)	-704	-169	290	697	1,121
CFPS	-810	549	748	1,280	1,811
EBITDAPS	-745	539	864	1,192	1,889
BPS	4,084	3,908	4,686	5,382	6,503
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-7.3	-46.0	35.7	14.8	9.2
PCR	-6.3	14.1	13.8	8.1	5.7
PSR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.6
PBR	1.3	2.0	2.2	1.9	1.6
EBITDA(십억원)	-655.2	474.0	760.6	1,049.1	1,662.0
EV/EBITDA	-9.3	19.5	14.0	9.3	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.1	-4.2	6.7	13.8	18.9
EBITDA 이익률	-11.0	5.9	7.7	8.7	11.4
부채비율	305.7	357.4	308.0	288.6	280.6
금융비용부담률	1.7	2.2	1.7	0.9	0.7
이자보상배율(x)	-8.6	1.3	2.9	7.3	13.8
매출채권회전율(x)	14.6	14.7	24.5	26.7	26.7
재고자산회전율(x)	3.9	4.9	5.5	6.0	6.0

Industry Indepth
2024. 9. 19

한화오션 042660

Buy 콜까지의 장고를 마무리하다

▲ 조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 3분기 영업이익 833억원(+12.4% YoY, 흑자전환 QoQ), 영업이익률 +3.6% 추정
  - 중대재해 및 조업일수 감소 이슈 있었으나, 흑자전환 가능하다는 판단
  - 3개월 영업이익 컨센서스 639억원
- ✓ 2026년 18,936원 x PBR 2.1배를 적용하여,
  적정주가 40,000원으로 상향 조정하고 투자의견을 Buy로 변경

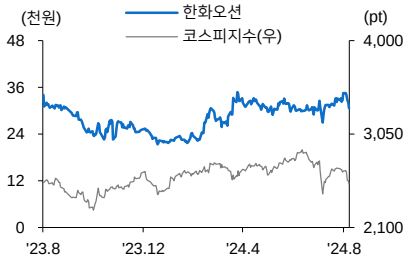
Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**40,000 원**
현재주가 (9.13)	**30,600 원**
상승여력	**30.7%**

KOSPI	2,575.41pt
시가총액	93,762억원
발행주식수	30,641만주
유동주식비율	29.22%
외국인비중	17.60%
52주 최고/최저가	34,750원/21,400원
평균거래대금	544.5억원
주요주주(%)	
한화에어로스페이스 외 4 인	46.28
한국산업은행	19.50
국민연금공단	5.81

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-1.1	26.2	-0.5
상대주가	0.6	32.0	-2.0

주가그래프



우여곡절 있었으나 흑자전환을 예상

3분기 매출액은 2조 3,114억원(+20.6% YoY, -8.9% QoQ)으로 추정한다. 영업이익은 833억원(+12.4% YoY, 흑자전환 QoQ), 영업이익률은 +3.6%로 추정한다. 영업이익 3개월 컨센서스는 639억원이다.

계절적인 조업일수 감소 영향 외에도 1) 중대 재해 발생과 2) 통근버스 추돌 사고, 3) 파업 이슈로 인한 조업일수 감소 영향을 7영업일 반영한 추정치이다. 고정비 부담이 증가하는 이슈이지만, 전 사업부의 수익성 개선과 흑자 기록을 예상한다.

상선 사업부 매출액은 1조 7,791억원(+17.9% YoY, -15.8% QoQ), 영업이익 211억원(흑자전환), 영업이익률 +1.2%(+2.2%p YoY, +3.2%p QoQ)로 추정한다. 건조선가지표가 전분기대비 1.9% 상승한 효과를 기대한다.

적정주가를 40,000원으로 상향 조정

2026년 BPS를 18,936원으로 추정하며 적정 멀티플은 Implied PBR 2.1배를 도출했다. 멀티플 추정에는 2026년 예상 ROE 16.5%, COE 7.9%를 적용했다. 2024년 9월 2일 옥포 조선소에 미 해군의 윌리 쉬라 호가 입항하며, 우리나라조선소 최초의 미 해군 MRO 사업이 시작됐다. 향후 사업 확장을 통해 2027년이후 한화오션의 이익전망치가 상향조절 될 경우에 대한 기대감의 시작이다.

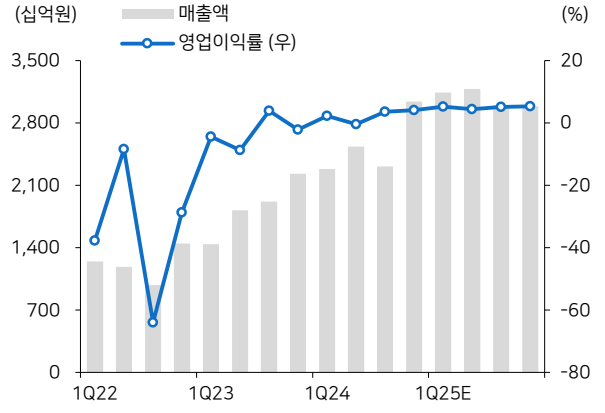
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	4,860.2	-1,613.6	-1,744.8	-13,757	적지	5,874	-1.2	2.9	-2.7	-117.8	1,542.4
2023	7,408.3	-196.5	159.9	757	흑전	14,060	33.1	1.8	-160.9	6.3	223.4
2024E	10,173.7	252.2	165.7	541	-28.6	14,605	56.6	2.1	28.8	3.8	281.1
2025E	12,312.6	620.5	443.3	1,447	167.3	16,052	21.2	1.9	15.3	9.4	256.1
2026E	13,392.8	1,190.0	883.8	2,884	99.4	18,936	10.6	1.6	9.0	16.5	225.9

표35 한화오션이 3분기에 인도한(할) 주요 선종 테이블

선종	사이즈	단위	선주	대체연료	스크러버	인도일	계약일	수주 선가 (억달러)
LNG	174,000	cu.m.	Mitsui OSK Lines	LNG Capable		2024-09-01	2022-01-14	2.1
	174,000	cu.m.	GasLog	LNG Capable		2024-09-01	2021-11-30	2.1
	174,000	cu.m.	Maran Gas Maritime	LNG Capable		2024-09-01	2021-11-10	2.1
	174,000	cu.m.	Mitsui OSK Lines	LNG Capable		2024-09-01	2021-09-13	2.1
	174,000	cu.m.	Mitsui OSK Lines	LNG Capable		2024-09-01	2021-09-13	2.1
	172,600	cu.m.	Mitsui OSK Lines	LNG Capable		2024-09-01	2020-10-09	2.9
	172,600	cu.m.	Mitsui OSK Lines	LNG Capable		2024-09-01	2020-10-09	2.9
	172,600	cu.m.	Hanwha Ocean	LNG Capable		2024-09-01	2020-10-09	2.9
	172,600	cu.m.	Hanwha Ocean	LNG Capable		2024-09-01	2020-10-09	2.9
	172,600	cu.m.	Hanwha Ocean	LNG Capable		2024-09-01	2020-10-09	2.9
	174,000	cu.m.	GasLog	LNG Capable		2024-08-01	2021-11-30	2.1
	174,000	cu.m.	Hyundai LNG Shipping	LNG Capable		2024-07-01	2021-07-30	2.0
Container	15,000	TEU	Zodiac Maritime	LNG Capable		2024-09-01	2021-10-14	1.3
	13,250	TEU	HMM	LNG Ready	Fitted	2024-08-01	2021-06-29	1.3
	13,250	TEU	HMM	LNG Ready	Fitted	2024-08-01	2021-06-29	1.3
	23,500	TEU	Hapag-Lloyd	LNG Capable		2024-08-01	2021-06-18	1.7

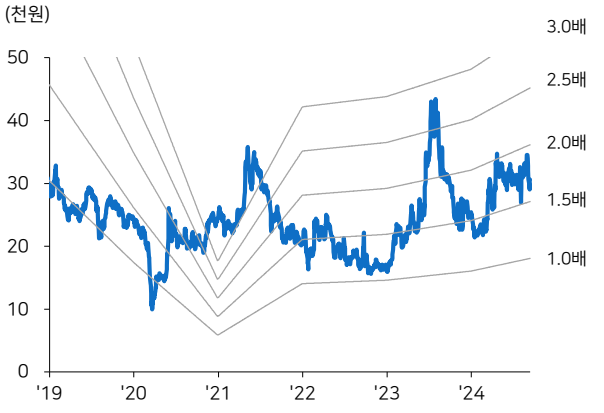
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림62 한화오션의 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

그림63 24개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표36 한화오션 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,328.5	1,342.6	1,359.1	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,340.0	1,330.0	1,290.4	1,305.5	1,342.5	1,337.5	1,330.0
YoY	5.9%	4.4%	-2.0%	-2.8%	4.1%	2.1%	3.7%	1.5%	0.9%	-0.2%	-1.4%	-0.7%	13.1%	1.2%	2.8%	-0.4%	-0.6%
건조선가지표(p)	130.1	130.9	132.3	137.7	142.0	145.8	148.5	153.4	156.0	158.0	160.7	164.5	128.5	132.8	147.4	159.8	169.1
YoY	1.1%	2.0%	3.1%	7.0%	9.1%	11.3%	12.3%	11.4%	9.8%	8.4%	8.2%	7.2%	-0.7%	3.3%	11.0%	8.4%	5.8%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	765.1	749.4	733.7	718.0	702.3	686.6	670.9	896.2	833.4	759.4	694.4	655.2
YoY	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-8.5%	-10.6%	-7.8%	-9.0%	-8.2%	-8.4%	-8.6%	0.5%	-7.0%	-8.9%	-8.6%	-5.7%
매출액	**1,439.8**	**1,820.7**	**1,916.8**	**2,230.9**	**2,283.6**	**2,536.1**	**2,311.4**	**3,042.6**	**3,140.7**	**3,182.2**	**3,001.1**	**2,988.6**	**4,860.2**	**7,408.3**	**10,173.7**	**12,312.6**	**13,392.7**
YoY	15.6%	53.8%	95.3%	53.9%	58.6%	39.3%	20.6%	36.4%	37.5%	25.5%	29.8%	-1.8%	8.3%	52.4%	37.3%	21.0%	8.8%
상선사업부																	
매출액	1,144.6	1,375.0	1,509.6	1,788.8	1,944.1	2,112.0	1,779.1	2,241.7	2,135.0	2,241.8	2,135.0	2,135.0	4,216.3	5,818.0	8,077.0	8,646.8	9,908.6
영업이익	-101.0	-161.8	-15.2	-204.8	18.2	-43.4	21.1	58.0	53.4	65.8	76.3	88.1	-1,105.4	-482.8	53.9	283.6	851.4
영업이익률	-8.8%	-11.8%	-1.0%	-11.4%	0.9%	-2.1%	1.2%	2.6%	2.5%	2.9%	3.6%	4.1%	-26.2%	-8.3%	0.7%	3.3%	8.6%
특수선사업부																	
매출액	128.8	242.9	226.5	285.2	142.2	328.9	269.6	339.7	323.5	339.7	323.5	323.5	503.3	883.4	1,080.4	1,310.2	1,321.0
영업이익	-0.3	5.4	-7.6	84.6	5.7	73.4	29.8	37.6	68.4	32.6	36.1	28.6	64.1	82.1	146.5	165.7	198.1
영업이익률	-0.2%	2.2%	-3.4%	29.7%	4.0%	22.3%	11.1%	11.1%	21.1%	9.6%	11.2%	8.9%	12.7%	9.3%	13.6%	12.6%	15.0%
해양사업부																	
매출액	197.2	239.0	276.2	264.7	277.4	199.0	368.9	313.6	598.3	514.9	462.0	438.2	202.4	977.1	1,158.9	2,013.3	1,532.4
영업이익	27.6	-17.6	82.5	54.0	18.4	-47.6	19.8	17.8	32.8	31.3	30.8	31.6	-650.1	146.5	8.4	126.6	95.4
영업이익률	14.0%	-7.4%	29.9%	20.4%	6.6%	-23.9%	5.4%	5.7%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%	-321.2%	15.0%	0.7%	6.3%	6.2%
영업이익	**-62.8**	**-159.0**	**74.1**	**-48.8**	**52.9**	**-9.7**	**83.3**	**125.6**	**165.4**	**140.6**	**154.8**	**159.7**	**-1,613.6**	**-196.5**	**252.2**	**620.5**	**1,190.0**
YoY	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	12.4%	흑전	212.5%	흑전	85.8%	27.2%	적지	적지	흑전	146.1%	91.8%
영업이익률	-4.4%	-8.7%	3.9%	-2.2%	2.3%	-0.4%	3.6%	4.1%	5.3%	4.4%	5.2%	5.3%	-33.2%	-2.7%	2.5%	5.0%	8.9%
세전이익	-119.9	-236.9	231.6	8.9	53.9	-25.2	73.7	115.9	158.1	133.2	147.4	152.4	-1,794.3	-116.3	218.4	591.1	1,178.4
YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-68.2%	1200.2%	193.1%	흑전	100.0%	31.4%	적지	적지	흑전	170.6%	99.4%
당기순이익	-120.4	-237.2	231.6	286.1	51.0	-27.4	55.3	86.9	118.5	99.9	110.6	114.3	-1,744.8	160.0	165.9	443.3	883.8
YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-76.1%	-69.6%	132.3%	흑전	100.0%	31.4%	적지	흑전	3.6%	167.3%	99.4%

자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

표37 한화오션의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024E	2025E	2026E
COE(%)	**8.7**	**8.6**	**8.4**	**7.9**
RiskFree	3.2	3.0	2.8	2.3
Risk Premium	4.1	4.1	4.1	4.1
Beta	1.4	1.4	1.4	1.4
ROE(%)	**6.3**	**3.8**	**9.4**	**16.5**
BPS(원)	**14,060**	**14,605**	**16,052**	**18,936**
적정 멀티플 = (ROE-g)/(COE-g)				**2.1**
Fair Value(원)				**40,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화오션 (042660)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**4,860.2**	**7,408.3**	**10,173.7**	**12,312.6**	**13,392.8**
매출액증가율(%)	8.3	52.4	37.3	21.0	8.8
매출원가	6,207.0	7,309.5	9,560.1	11,253.9	11,725.8
매출총이익	-1,346.9	98.8	613.6	1,058.7	1,667.0
판매관리비	266.7	295.3	361.5	438.1	477.1
영업이익	**-1,613.6**	**-196.5**	**252.2**	**620.5**	**1,190.0**
영업이익률(%)	-33.2	-2.7	2.5	5.0	8.9
금융손익	-596.9	-346.2	-308.1	-98.2	-100.1
종속/관계기업손익	0.2	1.5	1.5	10.5	28.4
기타영업외손익	415.9	424.9	272.9	58.2	60.1
세전계속사업이익	-1,794.3	-116.3	218.4	591.1	1,178.4
법인세비용	-49.6	-276.3	52.5	147.8	294.6
당기순이익	**-1,744.8**	**160.0**	**165.9**	**443.3**	**883.8**
지배주주지분 순이익	-1,744.8	159.9	165.7	443.3	883.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**-1,065.4**	**-1,939.2**	**-570.3**	**192.4**	**77.4**
당기순이익(손실)	-1,744.8	160.0	165.9	443.3	883.8
유형자산상각비	130.4	145.7	165.9	167.6	172.6
무형자산상각비	0.1	0.3	0.6	0.6	0.5
운전자본의 증감	39.1	-1,195.4	-777.3	-436.7	-997.5
투자활동 현금흐름	**88.0**	**196.7**	**-1,194.1**	**-194.7**	**-286.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-120.0	-130.7	-266.9	-200.0	-240.0
투자자산의감소(증가)	191.1	148.7	-1,173.6	2.1	-18.7
재무활동 현금흐름	**-129.8**	**2,885.2**	**1,943.6**	**46.9**	**70.7**
차입금의 증감	233.2	-691.7	2,239.5	64.5	88.7
자본의 증가	-7.5	3,725.4	-2,628.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,119.2	1,139.6	181.4	44.6	-138.4
기초현금	1,778.9	659.7	1,799.3	1,980.7	2,025.2
기말현금	659.7	1,799.3	1,980.7	2,025.2	1,886.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,822.5	9,217.5	10,697.5	11,127.8	12,435.8
현금및현금성자산	659.7	1,799.3	1,980.7	2,025.2	1,886.8
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	2,202.1	2,890.8	3,942.5	3,872.5	4,488.4
비유동자산	4,413.2	4,727.3	6,373.5	6,403.2	6,488.8
유형자산	3,786.7	4,062.2	4,518.8	4,551.2	4,618.6
무형자산	1.5	4.3	5.5	4.9	4.4
투자자산	278.1	130.9	1,305.3	1,303.1	1,321.8
자산총계	**12,235.7**	**13,944.8**	**17,071.0**	**17,531.0**	**18,924.6**
유동부채	10,672.5	7,459.4	10,133.3	10,088.9	10,480.2
매입채무	617.0	892.7	1,217.5	1,195.9	1,386.1
단기차입금	1,283.4	485.8	2,457.8	2,417.8	2,377.8
유동성장기부채	1,324.5	64.0	97.7	137.7	177.7
비유동부채	818.2	2,173.2	2,457.8	2,518.9	2,637.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	99.7	1,664.7	1,769.5	1,839.5	1,879.5
부채총계	**11,490.7**	**9,632.6**	**12,591.2**	**12,607.8**	**13,117.6**
자본금	541.5	1,536.8	1,536.8	1,536.8	1,536.8
자본잉여금	10.1	2,740.2	111.8	111.8	111.8
기타포괄이익누계액	554.5	559.0	570.8	570.8	570.8
이익잉여금	-2,700.7	-2,868.2	-88.3	355.0	1,238.7
비지배주주지분	0.0	4.7	4.7	4.7	4.7
자본총계	**745.0**	**4,312.2**	**4,479.9**	**4,923.2**	**5,806.9**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	38,321	35,085	33,206	40,183	43,708
EPS(지배주주)	-13,757	757	541	1,447	2,884
CFPS	-8,154	-1,826	984	2,798	4,737
EBITDAPS	-11,694	-239	1,366	2,574	4,448
BPS	5,874	14,060	14,605	16,052	18,936
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-1.2	33.1	56.6	21.2	10.6
PCR	-2.1	-13.7	31.1	10.9	6.5
PSR	0.4	0.7	0.9	0.8	0.7
PBR	2.9	1.8	2.1	1.9	1.6
EBITDA(십억원)	-1,483.1	-50.5	418.6	788.7	1,363.1
EV/EBITDA	-2.7	-160.9	28.8	15.3	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-117.8	6.3	3.8	9.4	16.5
EBITDA 이익률	-30.5	-0.7	4.1	6.4	10.2
부채비율	1,542.4	223.4	281.1	256.1	225.9
금융비용부담률	2.5	2.1	1.6	1.1	1.1
이자보상배율(x)	-13.2	-1.2	1.6	4.4	8.3
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	2.9	2.9	3.0	3.2	3.2

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 삼성중공업의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

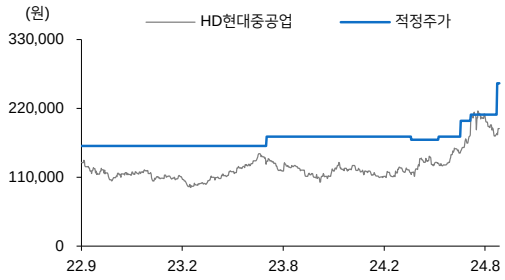
2024 년 6 월 30 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.07.30	기업브리프	Buy	160,000	배기연	-26.5	-6.6
2023.07.28	기업브리프	Buy	175,000	배기연	-31.4	-20.2
2024.04.11	기업브리프	Buy	170,000	배기연	-23.3	-15.6
2024.05.30	산업분석	Buy	175,000	배기연	-19.6	-10.6
2024.07.08	기업브리프	Buy	200,000	배기연	-17.7	-11.3
2024.07.26	기업브리프	Buy	210,000	배기연	-5.5	2.9
2024.09.19	산업분석	Buy	260,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

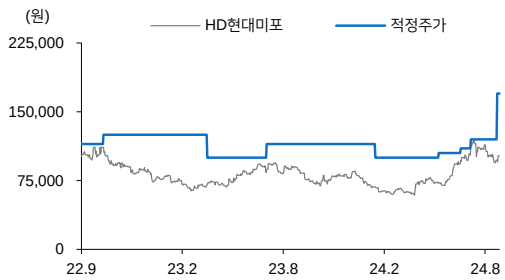


HD 현대미포 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.07.30	기업브리프	Buy	115,000	배기연	-8.1	0.9
2022.10.10	산업브리프	Buy	125,000	배기연	-35.3	-14.8
2023.04.13	Indepth	Buy	100,000	배기연	-20.3	-7.2
2023.07.28	기업브리프	Buy	115,000	배기연	-30.2	-18.1
2024.02.07	기업브리프	Buy	100,000	배기연	-33.1	-21.8
2024.05.30	산업분석	Buy	105,000	배기연	-22.8	-8.9
2024.07.08	기업브리프	Buy	110,000	배기연	-8.9	-5.3
2024.07.26	기업브리프	Buy	120,000	배기연	-10.8	0.0
2024.09.19	산업분석	Buy	170,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

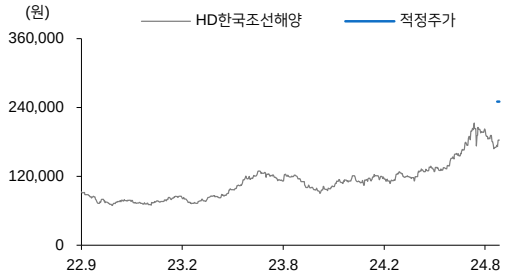


HD 한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.09.19	산업분석	Buy	250,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

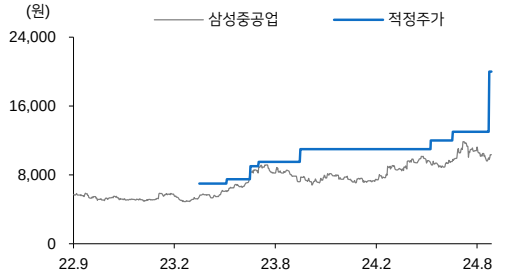


삼성중공업 (010140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.04.13	Indepth	Buy	7,000	배기연	-18.5	-11.3
2023.06.01	Indepth	Buy	7,500	배기연	-9.8	8.9
2023.07.13	기업브리프	Buy	9,000	배기연	-6.5	-4.6
2023.07.28	기업브리프	Buy	9,500	배기연	-11.2	-3.5
2023.10.10	기업브리프	Buy	11,000	배기연	-26.4	-7.5
2024.05.30	산업분석	Buy	12,000	배기연	-22.9	-19.3
2024.07.08	기업브리프	Buy	13,000	배기연	-18.5	-8.7
2024.09.19	산업분석	Buy	20,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



한화오션 (042660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.10.10	산업브리프	Buy	24,876	배기연	-34.1	-30.9
2022.11.14	기업브리프	Buy	20,434	배기연	-5.4	15.2
2023.04.13	Indepth	Hold	22,210	배기연	41.2	95.6
2023.10.10	기업브리프	Hold	29,000	배기연	-10.4	2.1
2023.11.03	산업분석	Hold	30,000	배기연	-19.3	-8.0
2024.02.22	기업브리프	Hold	26,000	배기연	10.6	33.7
2024.05.30	산업분석	Hold	28,000	배기연	10.5	18.2
2024.07.08	기업브리프	Hold	33,000	배기연	-5.4	4.7
2024.09.19	산업분석	Buy	40,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

