SECTOR UPDATE

2025. 12. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

조선 (OVERWEIGHT)

아직도 cycle은 호황의 한복판

- 조선업 cycle은 단기, 중기, 장기 모두 여전히 호황기로 판단
- 피크아웃 우려로 인한 연말 조정은 이번에도 매수 기회

▶ 종목 정보

HD현대중공업 (329180 KS, 535,000)		
목표주가	890,000원	66.4%
BUY		
HD한국조선해양 (009540 KS, 410,000)		
목표주가	620,000원	51.2%
BUY		
삼성중공업 (010140 KS, 24,600)		
목표주가	33,000원	34.1%
BUY		
한화오션 (042660 KS, 107,800)		
목표주가	159,000원	47.5%
BUY		
HD현대마린솔루션 (443060 KS, 186,100)		
목표주가	300,000원	61.2%
BUY		
HD현대마린엔진 (071970 KS, 77,500)		
목표주가	Not Rated	
N/R		

WHAT'S THE STORY?

다시, cycle에 대한 논의가 필요한 시점: 조선업은 업황과 주가가 모두 지난 5년간 눈부시게 개선. 하지만 역설적으로 이로 인해 피크아웃에 대한 우려도 매년 제기. 조선업 cycle에 대한 진지한 검토가 필요한 시점. 시장에는 다양한 투자 기간을 갖는 투자자들이 존재하는 만큼, 조선업 cycle도 단기, 중기 장기로 나누어 점검.

단기 cycle, 생각보다 나쁘지 않을 2026년: 투자자들의 단기 시황 판단의 기준은 수주 모멘텀. 수주는 해운시장의 선박 수급과 선주들의 투자심리로 결정. 현재 운임은 과거 장기 평균과 비교할 때 여전히 매우 견고. 현재 글로벌 수주잔고도, 과거 호황기와 비교할 때 과중하다 볼 수 없고, 잔고 내 투기 발주도 많지 않은 편. 선주사의 발주여력도 충분. 내년 글로벌 수주는 올해와 유사(84백만GT)하고, 수주잔고는 6년 연속 증가 전망. 국내 개별 업체들도 LNG선 위주의 모멘텀을 즐길 것.

중기 cycle, 과잉 생산능력을 억제하는 요소들의 등장: 중기 업황은 과잉 생산능력 발생여부로 결정. 지난 5년간 한국 조선사의 생산능력 정상화와, 중국의 증설이 진행. 하지만 이를 모두 감안한 2027년의 예상 건조능력은 여전히 직전 호황기 수준에 미치지 못하는 상황. 업계의 추가 증설 가능성도 제한적. 이는 환경규제 관련 불확실성이 신규 진입자의 등장을 제한하고 있고, 미국의 중국 조선산업 견제 시도가 중국 업체들의 추가 증설을 주저하게 만드는 요인이 될 것이기 때문.

장기 cycle, 아직 많이 남은 교체수요: 장기 업황의 길이는 선박의 사용연한과 유사. 즉, 직전 호황기에 집중 발주되고, 집중 인도된 선박의 교체주기가 이번 cycle의 최정점이 될 것. 참고로 직전 초호황기에 발주된 선박은 2009~2012년에 집중 인도. 해당 선박들의 선령은 이제 약 13~16년. 환경규제로 폐선 연령이 낮아짐을 가정해도, 5년 뒤에나 교체수요에 대한 발주가 시작. 이번 cycle 최정점은 아직 멀었다는 판단. 개별 한국 조선사들의 미래 사업 투자도 과거와 달리 국내에 무리한 대규모 증설보다, 해외 시장에서 현지 업체와의 협업을 중심으로 집행, 사업 분야별로도 수요가 비교적 확실한 분야(방산) 중심으로 투자. 과거 대비 효율적.

결론: 조선 업황은 중기, 장기 구간에서 아직 호황. 단기 cycle도 피크아웃 조짐은 출현하지 않은 상태. 여기에 국내 조선사들의 현재 밸류에이션이 타 산업재 섹터 대비 부담스럽지 않고, 내년에도 시장 예상을 넘어서는 이익을 기록하며 밸류에이션 매력이 강화될 가능성이 충분하다는 점도 고려할 부분. 섹터 피크아웃 우려로 인한 연말 주가 약세는 이번에도 매수기회가 될 것.

(다음 페이지에 계속)

REPORT
CONTENTS

01 다시 조선업 cycle에 대한 고민이 필요해진 시점 3p

1) Cycle을 점검해야 하는 이유.
2) 세 구간으로 나누어 점검하는 cycle.

02 단기 cycle, 생각보다 나쁘지 않을 2026년 6p

1) 해운시장, 현재 잔고를 기준으로 한 선박 수급 전망이 핵심
2) 206년 수주 시장 전망, 또 다시 우려보다는 양호할 것

03 중기 cycle, 생각보다 더딘 선박 건조 능력의 변화 15p

1) 중기 cycle을 결정하는 핵심 요소는 선박 건조능력
2) 직전 호황의 끝자락과의 비교, 조선 캐파 확장을 제한하는 요인들의 등장

04 장기 cycle, 노후선대와 조선사들의 장기 전략 21p

1) 조선업 장기 cycle의 길이는 선박의 사용연한과 유사
2) 개별 조선사들의 미래 성장전략도 과거와는 다른 편

05 결론, 아직 누릴 것들이 남아 있는 상황 27p

1) 조선주 피크아웃을 알리는 선행지표들도 아직 출현하지 않은 상태
2) 여전히 저평가된 한국 조선사들의 이익 모멘텀
3) 2026년에도 HD현대그룹 조선사를 선호

Summary & Intro

다시 조선업 cycle에 대한 고민이 필요해진 시점

Cycle을 점검해야 하는 이유

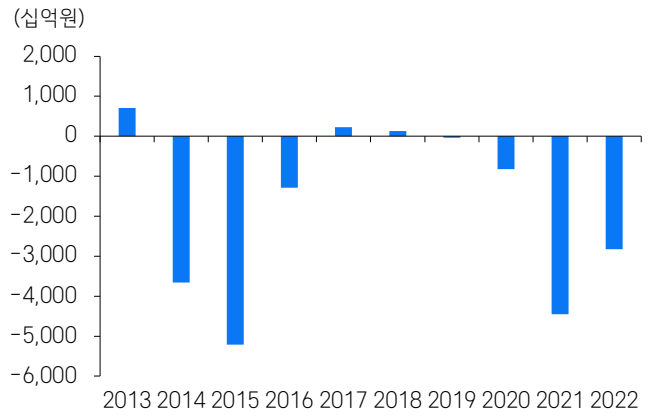
조선업은 산업의 측면에서나 주가의 측면에서나 지난 5년간 눈부신 변화를 겪어왔다. 한 때 일감 부족으로 적자 수주를 받을 수밖에 없었던 조선사들이 현재는 3년치 이상의 일감을 쌓아 두고 선별 수주 전략을 전개 중이다. 적자에 시달리던 국내 조선사들의 수익성도 현재는 국내 제조업 평균을 크게 웃도는 수준을 기록 중이다. 증자를 걱정하던 재무상태도 크게 개선되어, 이제 회사들은 차입보다는 자금의 운용과 신사업 투자를 고민하고 있다. 보유 현금이 차입금을 넘어서는, 순현금 상태의 조선사들도 늘어나고 있는 추세이다. 신조선가 역시 직전 호황기 중에서도 최고점과 유사한 수준에서 유지되고 있다. 조선업체들의 시가총액도 크게 증가했다. 대형 조선사들의 KOSPI 내 시가총액 비중은 2022년 1% 수준에서 현재는 5% 수준까지 확대되었다.

말 그대로 모든 지표가 강력한 수준에서 유지되고 있음에도, 시장의 조선업종에 대한 우려 역시 상당한 편이다. 언론에서는 매월 전년 동기와의 수주량 증감, 혹은 경쟁국(특히 중국)과의 점유율을 기준으로 우려 섞인 기사를 종종 보도 중이다. 일부 투자자들도 다양한 측면에서(선가 지수 둔화, 과잉발주 우려 등), 우려를 제기 중이다.

이러한 우려들은 물론 조선업 지표들이 상상하기 어려운 수준으로 개선된 상태이고, 또한 개별 조선사들의 기업가치(=주가)가 크게 오른 상태이기 때문이기도 하다. 하지만 이보다 근본적인 우려의 원인은 조선업이 cycle 산업이며, 그 cycle의 길이와 진폭이 매우 크기 때문이다. 조선업황 cycle은 호황과 불황의 격차가 매우 큰 편이다. 투자자들의 소위 '업황 피크아웃 우려'도 직전 불황기의 기억들이 워낙 강렬했기 때문이다.

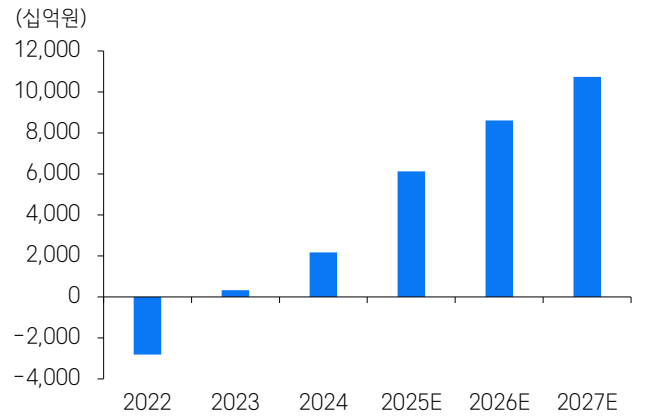
주가의 측면에서도 조선업종은 cycle이 모든 것을 결정한다. 밸류에이션 측면에서도, 시장은 오랜 기간 과거 역사적 사례(historical valuation)를 활용해 왔다. 즉, 당장의 이익보다 조선 업황이 cycle의 어느 구간에 위치했는지에 따라 기업가치를 결정해온 것이다. 각종 지표와 현상에 대한 해석도 cycle에 따라 달라진다. 예를 들어 철강재 가격인상은 불황기에는 원가구조의 악화지만, 호황기에는 조선사들이 선가 인상의 명분을 확보한 것으로 해석된다. 결국 조선주 투자에 있어 cycle의 점검은 필수적인 과정이며, 특히 주가가 크게 상승한 현재가 cycle에 대한 진지한 고민이 필요한 시기이다.

국내 주요 조선사 2013~2022년 영업이익



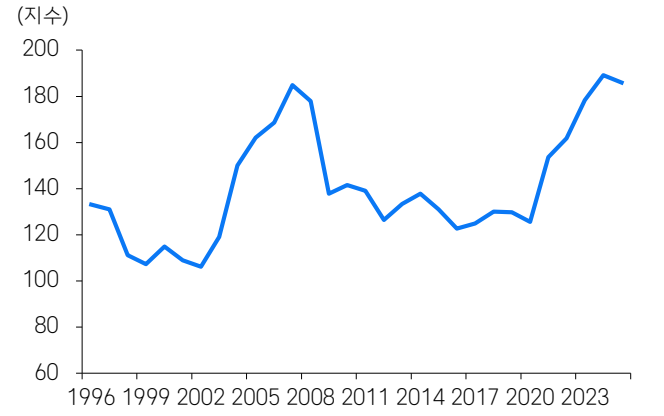
참고: HD그룹 조선사, 삼성중공업, 한화오션 수치 합계
자료: 각 사

국내 주요 조선사 2022~2027년 예상 영업이익



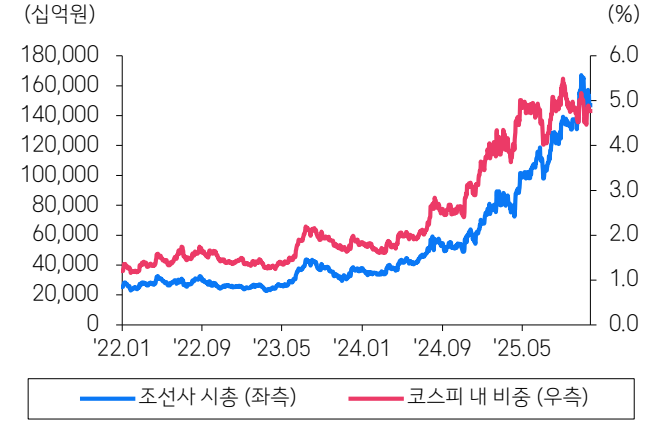
참고: HD그룹 조선사, 삼성중공업, 한화오션 수치 합계
자료: 각 사

신조선가 장기 시계열 추이



자료: Clarksons

국내 주요 조선사 시가총액 vs KOSPI 내 비중 추이



참고: HD한국조선해양, HD현대중공업, HD현대미포, 삼성중공업, 한화오션 합산 시총
자료: FnGuide, 삼성증권

세 가지 구간으로 나누어 점검하는 cycle

현재의 조선업이 호황이라는 것에는 시장 참가자 대부분이 동의하는 상황이다. 실제 지표가 호황임을 부정하기 어렵다. 다만, 현재 조선업이 호황의 어디 즈음에 위치하고 있는지에 대해서는 다소 의견이 분분하다. 물론 시장에는 저마다의 서로 다른 의견이 있을 수 있다. 하지만 cycle에 대한 시장의 분분한 의견은 투자자들의 상이한 투자기간과, 이로 인해 이들이 전망하는 조선 업황의 길이의 차이로 인한 결과물이다.

조선업은 업황의 주기가 매우 길다. 그만큼 호황과 불황의 길이도 긴 편이다. 대신 긴 호황과 불황 안에도 중기적으로 그리고 단기적으로 부침은 늘 존재해 왔다. 특히 주가의 측면에서는 단기와 중기 방향성이 일치하지 않는 경우도 다양한 편이다. 예를 들면, 장기 호황이 시작되더라도 모멘텀의 부재 혹은 둔화로 주가는 조정을 겪기도 하고, 반대로 불황기에도 다양한 이유로 단기적으로 주가가 반등하는 경우들이 존재한다. 이를 투자기간이 서로 다른 투자자들이 저마다의 해석을 하고 있는 것이다. 단기, 중기, 그리고 장기의 관점에서 현재 조선 cycle에 대한 판단은 서로 다른 결론에 도달할 수 있는 것이다.

따라서 조선업 cycle에 대한 분석도 '호황' 혹은 '불황'이라는 단순하고 이분법적 접근 보다는, 단기, 중기 그리고 장기 cycle의 관점에서 현재의 업황이 어느 수준에 위치하는 지를 따져볼 필요가 있다. 특히 각 기간별로 현재의 상황을 직전 초호황기(super cycle)의 마지막과 비교하는 것은, 현재의 투자 판단에 커다란 의미를 갖게 될 것으로 판단된다.

과거 super cycle 대비 부담스럽지 않은 선박 수급

단기 cycle, 생각보다 나쁘지 않을 2026년

해운시장, 현재 잔고를 기준으로 한 선박 수급 전망이 핵심

해운 시장과 조선업 수주 모멘텀

단기 관점에서 조선업종 주가에 가장 큰 영향을 미치는 모멘텀은 결국 '수주'이다. 구체적으로는 수주의 양과 수주의 질(=선가)이 모두 주가에는 영향력을 미치는 구조이다. 그리고 단기적인 수주 모멘텀은 결국 해운지표에 영향을 받을 수밖에 없다. 조선사의 수주가, 선주들의 선박의 '발주' 혹은 선박의 구매라는 점을 고려하면 이는 지극히 당연한 사실이다.

그리고 선주들의 선박 구매 결정 시점은 해운시장의 현재 상황과 미래 전망에 연결이 될 수밖에 없다. 선박 건조에 걸리는 시간과 조선사들이 불황기에도 최소 1년 반 내외의 일감을 확보하고 있다는 점을 감안하면, 선주들이 선박 구매를 결정하는 '시점'은 이들이 실제로 선박을 필요로 하는 시점과 일치하지 않을 수 있다. 문제는 주식시장은 선주들이 선박 구매계약을 체결하는 시점을 모멘텀으로 인식한다는 점이다.

해운시장의 현황과, 미래 전망은 선주들의 선박 구매 '시점'에 영향을 미치는 중요 변수이다. 우선, '현재의 해운시황'은 해운선사들의 구매 여력에 영향을 미친다. 변동성이 높은 단기 운임은 선박의 내재가치에 심각한 영향을 미치지 못한다. 하지만, 단기 운임은 선주와 해운선사의 실적과 현금흐름을 결정한다. 그리고 실적과 현금흐름 개선은 결국 이들의 재무상태 개선으로 이어지고, 재무상태 개선은 다시 차입 여력 확대로 귀결된다. 실제 최근 컨테이너 선사들의 대규모 선박발주는 수년간의 운임 강세로 축적한 현금과 개선된 재무상태 덕분에 가능했다.

미래의 해운시황 전망도 중요하다. 선박은 오랜 기간 사용하는 재화이며, 수주에서 인도 사이에 상당한 시차가 존재한다는 점에서, 어쩌면 당장의 시황보다 오히려 미래에 대한 전망이 더 중요할 수 있다. 선주들이 미래 시황을 전망하는 데에는 많은 변수들이 있지만, 이를 단순화하면 결국은 선박의 수요와 공급이다. 공급은 현재의 수주잔고에서 미래에 인도될 선박의 양이 핵심이고, 수요는 해상 물동량이 핵심이다. 결국 내년의 수주 모멘텀 진단을 위해서는 현재 수주잔고의 과잉여부와 해상교역량에서의 변수를 따져볼 필요가 있다.

수요 요인 점검: 스팟 해운지표와 미래에 대한 '기대' 사이의 차이를 고려할 필요

올해를 포함한 지난 3~4년 간의 해운지표들은 분명히 피크아웃을 우려해야 할 만큼 화려했다. 우선 글로벌 해상 교역량은 각종 지정학적 불확실성들이 오히려 긍정적인 영향을 미쳐왔다. 예를 들면, 2022년에 발발한 러우전쟁은 천연가스, 유류, 비료 등의 수출입 패턴을 완전히 바꾸어 버렸고, 2024년의 예멘 후티 반군의 상선 공격과 가뭄은 수에즈와 파나마 운하에 공급 차질을 야기했다. 이로 인한 기존 선박들의 항로 변경은 결국 이들의 실질 운항 거리 증가를 가져왔다. 즉, 운항거리를 감안한 해상교역량(톤-마일)이 크게 증가했고, 선박의 수요가 늘어난 것과 유사한 효과를 가져왔다. 실제로 2023년, 2024년 전세계 해상 물동량은 각각 2.7%, 2.5% 성장했지만, 운항거리를 감안한 물동량은 5.0%, 6.2% 성장했다.

선박들의 항로 변경으로 선박수급이 타이트해지면서, 운임 역시 견고한 수준에서 유지되었다. 선박의 수익성을 나타내는 Clarksea지수는 지난해 평균 일당 24,964달러, 올해는 평균 26,240달러를 기록 중이다. 공급망 차질로 역대급 운임을 기록했던 2021~2023년의 기간 대비로는 하락한 수준이나, 해당 시기를 포함한 지난 10년 간의 평균과 비교하면 여전히 31%, 37% 높은 수준이다. 2021~2023년이 이례적인 수준이었을 뿐, '현재'의 운임은 매우 강력한 수준이다.

오랜 기간 누적된 호실적으로 해운업체들의 재무상태 역시 더없이 우수한 수준이다. 특히 지난 5년간 운임 강세를 누려온 컨테이너선사들 상당수는 재무현황이 순현금 상태로 전환되었다. 예를 들어 국내 컨테이너선사인 HMM은 지난 2021년 4분기에 순현금으로 전환되었고, 3분기말 기준 순현금은 1.2조 원까지 증가한 상태이다. 전세계 2위의 컨테이너선사인 Maersk도 2022년 1분기에 순현금으로 전환되었고, 현재는 26억 달러의 순현금을 보유 중이다. 즉 이들은 외부차입에 의존하지 않고도 선박 구매를 지속할 수 있는 상황이다. 운임의 측면에서 변동성이 컸던, 벌크선과 유조선 분야도 발주처의 재무상태는 매우 양호한 편이다. 글로벌 대표 벌크선사인 Starbulk 역시 꾸준한 배당에도, 부채비율과 순차입금이 2020년 대비 절반으로 감소한 상태이다. 전세계 최대 유조선사인 Frontline은 차입금이 증가했지만, 이미 Euronav로부터 대규모 선박을 구매했고 배당을 지속해 왔으며 부채비율은 변화없이 유지되고 있음을 감안하면, 재무지표는 비교적 잘 유지되고 있는 편이었다. 석유제품 운반선을 전문으로 하는 Scorpio Tankers의 순차입금은 지난 5년 간 92%나 감소했다.

주요 해운사 재무지표 변화

선종	업체명	부채비율 (%)			순차입금 (백만달러)		
		3Q25	2020	차이 (%pt)	3Q25	2020	증감 (%)
벌크선	Starbulk	44.2	100.7	-56.2	613.8	1,377.8	-55.5
컨테이너선사	Maersk	32.5	49.8	-34.7	-2,581.0	9,232.0	순현금 전환
	COSCO	26.8	178.4	-85.0	-13,434.4	13,349.0	순현금 전환
	HMM	18.7	362.1	-94.8	-6,150.2	4,537.7	순현금 전환
유조선사	Frontline	139.3	136.6	2.0	3,048.1	2,017.8	51.1
	Scorpio Tanker	28.8	147.5	-80.5	232.7	2,860.3	-91.9
가스선	Golar LNG	83.0	144.2	-42.5	1,306.2	2,223.1	-41.2
	BW Gas	59.3	83.6	-29.0	812.9	955.7	-14.9

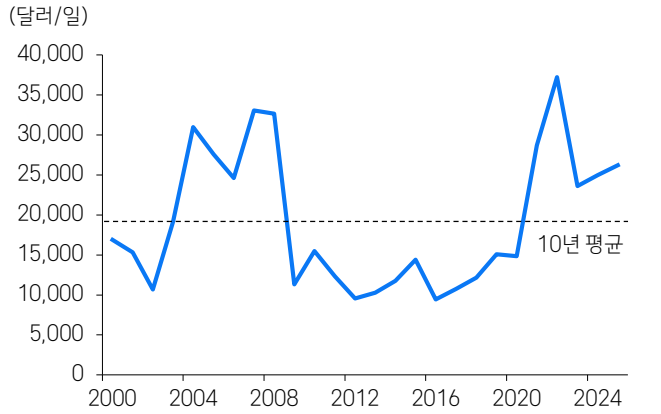
자료: 각 사, Bloomberg

상기 수치들을 감안하면 미래 해운 수요의 추가 개선을 확신하기는 어렵다. 오히려 '해운시장'에서는 러-우 전쟁 종료로 인한 에너지 운송 패턴 정상화, 중동지역 안정화에 따른 해운선사들의 홍해 항로 복귀 가능성 등이 우려요인으로 작용할 가능성이 크다.

하지만, 상기 우려들이 현실화되더라도 '선박 발주 시장'에 리스크로 작용할 가능성은 제한적이다. 최근 수년간의 해운 지표와, 해운업 참가자들이 선박 구매에 가정해온 미래 전망이 서로 일치하지 않았기 때문이다. 오랜 기간 해운산업을 영위해온 발주처가 지정학적 교란 요인들을 일시적인 현상이 아닌 구조적인 변화로 인지했을 가능성은 희박하다. 굳이 해운업에서의 경험이 아니더라도, 가뭄, 전쟁 등을 영속적 변화로 가정하고 20년 이상을 사용하는 선박을 구매하는 것은 상식적이지 않다.

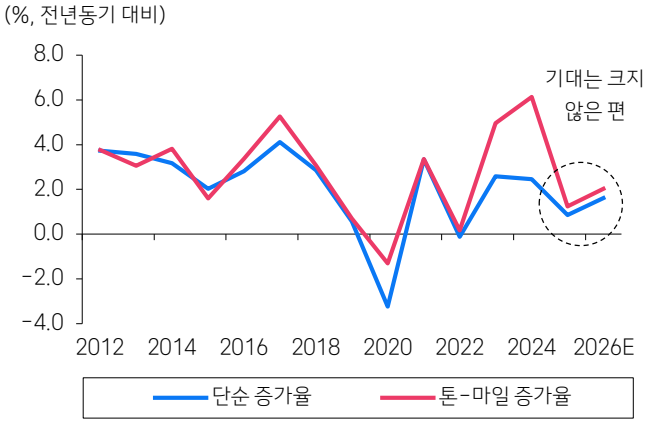
오히려 내년은 선주사들이 선박 구매 시 적용하는 미래의 가정들이 긍정적으로 변화할 가능성이 더 높다. 무엇보다 지난해와 올해는 미국에서 시작된 관세 이슈에 대한 불확실성이 극에 달했던 시기이다. 최근 미국과 주요국 간의 관세협상 타결은 장기 해상 교역량 추정에 대한 우려를 완화시키는 역할을 할 것이다. 지정학적 요인들로 인한 해운시장의 긍정적효과도 사실 이미 2024년에 정점을 지난 상태이다. 2024년은 러-우 전쟁의 영향이 지속되는 가운데 양대 운하의 통행 제한으로 해상 교역량 증가율(톤-마일 기준)이 두드러졌던 시기이다. 2025년은 이미 2024년의 높은 기저로 인해 해상 교역량 증가율이 1.1%로 둔화될 것으로 추정되는 상황이다. 반면, 러-우 전쟁으로 인한 에너지 운송 패턴의 변화는 예상과 달리 영속적 변화로 고착화되고 있다. 에너지 안보 이슈로 유럽은 종전 가능성과 무관하게, 러시아산 천연가스를 해상을 통한 LNG수입으로 대체하고 있기 때문이다.

선박 수익성 지수(Clarksea 지수) 추이



자료: Clarksons

전세계 해상 물동량 증가율 추이



자료: Clarksons

직전 super cycle과 비교하더라도, 현재 발주처들의 미래 전망은 보수적이다. 직전 호황기 선박 수요는 중국이 급속한 성장으로 자원 수출국에서 수입국으로 전환하면서, 절대적인 해상교역량과 운항 항로 모두가 개선되고 길어졌던 시기이다. 당시 대부분의 발주처들은 이를 구조적 변화로 여겼고, 긍정적인 전망을 바탕으로 대규모 선박을 발주했다. 따라서 해당 가정이 금융위기를 계기로 무너졌을 때의 충격 역시 클 수밖에 없었다. 낙관적 가정을 바탕으로 발주했던 선박들이, 한 순간에 미래의 과잉공급을 야기할 물량으로 인식될 수밖에 없었던 것이다. 이로 인해 2009년 선박 발주 시장 역시 급격히 위축될 수밖에 없었다. 반면 현재 해운시장 참가자들의 미래 전망은 과거와 비교할 때에 공격적인 수준은 아니며, 기존 발주된 선박들 역시 낙관적인 전망만을 기반으로 하고 있지 않다. 따라서 과거 super cycle의 마무리 시점에서와 같은 급격한 선박 투자심리 위축을 우려할 단계는 아니다.

공급요인: 현재 수주잔고가 과도한 수준이라 보지 않는 이유

선박의 공급 역시 해운업체들의 미래 전망에 가장 큰 영향을 미치는 요인이다. 미래 해운시장의 선박 공급을 결정하는 수주잔고는 2019년을 저점으로 2024년까지 빠르게 증가해 온 것이 사실이다. 2024년말 전세계 선박 수주잔고는 약 3억GT로 2010년 이후 약 15년 만에 최고 수준이며, 2020년 말의 저점 대비 무려 114%나 증가한 수치이다. 선박 수주잔고는 올해에도 여전히 줄지 않고 있다. 10월말 수주잔고는 전년 동기 대비로는 5.2%, 2024년말 대비로도 2.3% 오히려 늘어난 상태이다. 수주잔고 증가는 곧 미래에 인도될 선박이 늘어났음을 의미하며, 미래 선박 수급에 부담이 가중되는 것으로도 해석할 수 있다. 그럼에도 두 가지 관점에서 내년의 선박 수주 시장이 침체될 가능성은 제한적이다.

첫 번째로, 현재의 수주잔고가 과도한 양이라고 판단할 근거는 부족하다. 단순하게 과거 super cycle인 2007년과 2008년 말과 비교하더라도, 현재의 수주잔고는 17%, 24% 작은 양이다. 상대적인 관점에서도, 현재의 조선 및 해운시장의 규모를 감안하면 수주잔고는 과중해 보이지 않는다. 참고로 현재의 해상 교역량은 2007~2008년 대비 68%, 63% 성장한 상태이고, 전세계 선대 규모 역시 당시 대비 각각 123%, 107% 확대된 상태이다. 참고로 현재 수주잔고는 선대 규모의 18% 수준이며, 이는 지난 super cycle 시기의 47~48% 수준대비로는 크게 낮은 수준이다. 또한 앞서 언급한 것처럼, 현재의 수주잔고가 선주들의 낙관적인 전망에 근거해서만 형성되지 않았다는 점도 중요하다.

직전 호황기 최고점과 현재의 수주잔고 비교

	수주잔고 (백만GT)	선대 (백만GT)	잔고/선대 (%)	선박 건조량 (백만GT)	해상교역량 (십억톤-마일)
2025년 현재*	306	1,727	17.7	75	67,574
직전 cycle 최고점* (2008)	401	833	48.1	70	41,371
차이 (%)	-23.6	107.2		7.0	63.3

참고: * 수주잔고, 선대는 10월 말, 건조량과 해상 교역량은 예상치
자료: Clarksons

건조능력도 고려해야 한다. 이후 논의하겠지만, 조선사들의 건조능력 확장은 생각보다 더딘 편이다. 즉 현재의 수주잔고가 일시에 공급되는 것은 아니다. 현재 수주잔고는 올해 예상 건조량을 기준으로는 4.2년, 내년 예상 건조량을 기준으로는 3.7년에 해당하는 양이다. 이는 과거 10년간 평균을 상회하는 기간이다. 즉, 선주 입장에서는 과거보다 긴 기간에 걸쳐서 선박이 해운시장에 공급되는 것이다.

두 번째로 현재 cycle은 선박 수급 상황에서 선종별 차이가 존재한다는 점이 과거와 다르다. 2007~2008년 cycle은 거의 대부분의 선종에서 유사한 강도의 대규모 발주가 이어졌다. 하지만 현재는 선종별로 수주잔고의 양에 편차가 존재한다. 예를 들어 수년간 대량 발주가 지속된 컨테이너선은 현재 수주잔고가 과거 역사상 최고점이었던 2007년말 보다도 57%나 많은 상태이다. 현실적으로 추가적인 대형 모멘텀을 기대하기는 어렵다. 하지만 벌크선과 유조선 수주잔고는 최고점의 63%, 35%에 불과하다. 또한 전체 선대 대비 잔고의 비율도 10.9%, 15.6%로 과거 super cycle 정점의 78.3%, 44% 대비 현저히 낮은 수준이다. 또한 선박수급보다는 천연가스 생산 프로젝트에 의해 발주여부가 결정되는 LNG선 수요 역시 건재하다. 즉, 전체 선박 발주 시장이 동시에 냉각될 가능성은 크지 않다. 현재의 업황은 매년 발주되는 주력 선종이 순환되면서 cycle이 장기화되는 국면으로 판단된다.

전세계 선박 수주잔고 년수 추이

(년)	당해 인도량 기준	1년 뒤 인도량 기준
2014	3.5	3.3
2015	3.3	3.4
2016	2.5	2.6
2017	2.4	2.7
2018	2.8	2.5
2019	2.2	2.6
2020	2.4	2.3
2021	2.9	3.2
2022	3.7	3.2
2023	3.6	3.2
2024	4.2	4.1
2025년 10월	4.2	3.7
10년 평균	3.0	3.0

참고: 2025년 10월말 기준
자료: Clarksons

선종별 잔고/선대비율: 현재 vs 직전 호황기

(%)	2025년 10월말	2007	2008
벌크선	10.9	66.0	78.3
유조선	15.6	42.8	44.0
컨테이너선	32.0	60.8	50.4
LNG선	36.2	53.2	28.2
전체	17.7	47.3	48.1

참고: 벌크선, 유조선은 DWT, 컨테이너선은 TEU, LNG선은 대형선 척수 기준
전체 시장은 GT 기준으로 산출
자료: Clarksons

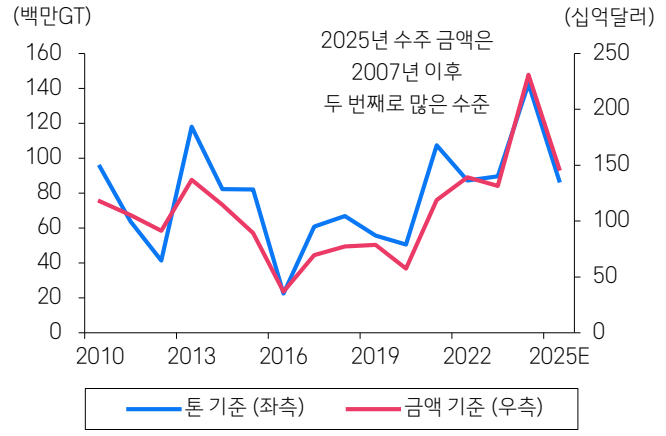
2026년 수주 시장 전망, 또 다시 우려보다는 양호할 것

2025년 글로벌 조선 시장, 우려보다 너무 좋았던 지표들

2024년 말과 2025년 초 금융시장에서는 조선업종 수주 모멘텀에 대한 우려가 상당한 상태였다. 이는 역설적으로 2024년의 지표들이 너무나 훌륭했기 때문이었다. 2024년 글로벌 신규수주는 2007년을 제외하면 역사상 최고 수준이었고, 연말 신조선가 지수는 말 그대로 역사상 최고 수준이었다. 특히 2025년 신규수주 모멘텀에 대한 우려는 단순히 2024년의 기저가 높다는 점을 넘어선 수준이었다. 대규모 수주잔고를 확보한 조선사들이 극도의 선별수주에 나서면서, 일부 투자자들은 수주잔고가 역성장을 하는 수준까지 모멘텀이 감소할 수 있다고 판단했다. 여기에 미국 선거와 무역 정책 변화, 그리고 각종 지정학적 불확실성으로 선주들도 선박이라는 자산에 대한 투자를 미룰 가능성이 매우 높았다.

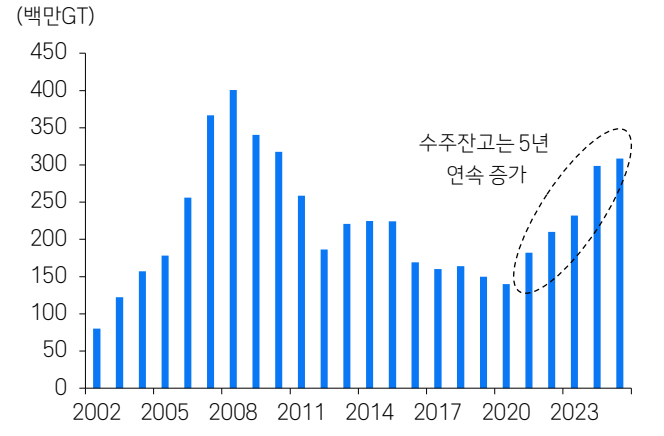
하지만 우려와 다르게 2025년의 수주 지표들은 매우 견고한 수준을 기록 중이다. 물론 2025년 신규수주는 2024년 대비로는 감소했다. 올해 1~10월 전세계 신규수주는 73백만GT로 전년 동기 대비 41% 감소했다. 하지만, 현재 쌓여 있는 대규모 수주잔고와 과거 장기 평균 발주량(지난 10년 평균 77백만GT), 그리고 연말 추가 수주 모멘텀을 감안하면 올해의 수주는 매우 견고한 수준이다. 또한 올해의 누적 수주는 여전히 조선사들의 연간 생산량을 넘어서는 수준이다. 수주가 건조량을 넘어서면서 전세계 수주잔고는 예상과 달리 전년 동기 및 전년 말 대비 증가 추세에 있다. 특히 친환경, 고부가선 발주 증가로 인해, 올해 1~10월 누적 수주 '금액'은 이미 과거 10년 평균을 19% 상회하고 있는 상황이다. 현재의 추세라면 올해 전세계 수주 금액은 최근 10년 간 두 번째로 많은 양을 기록할 가능성이 높은 상황이다.

전세계 신규수주 추이: 톤 vs 금액



자료: Clarksons, 삼성증권 추정

전세계 수주잔고 추이

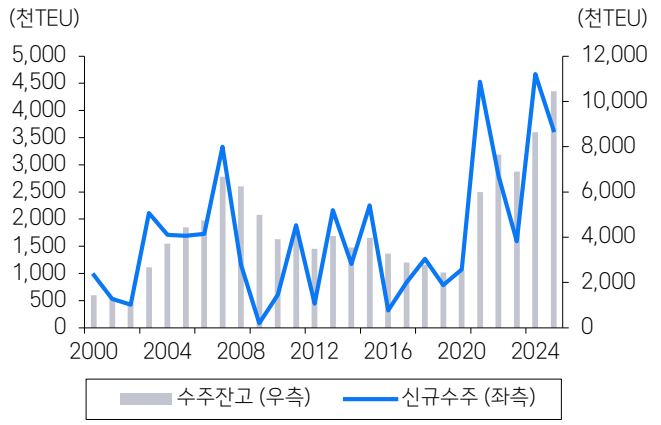


자료: Clarksons, 삼성증권 추정

선종별로 2025년의 예상외 선박 수주 모멘텀은 컨테이너선의 선전 덕분이다. 사실 컨테이너선은 이미 2021년부터 2024년까지 기록적인 발주가 이어졌고, 경기와 무역정책에 민감한 선종이라는 점에서, 수주 모멘텀이 극단적으로 감소해도 이상하지 않은 상황이었다. 하지만 오히려 환경규제 대응용 교체 수요가 발주되면서, 올해 1~10월에만 무려 3.6백만 TEU가 발주된 상황이다. 1~10월 발주량은 '연간' 기준으로도 이미 역사상 세 번째로 많은 양이다. 참고로 컨테이너선이 3백만 TEU이상 발주된 사례는 2007년, 2021년, 그리고 2024년이 유일하다.

한국 조선산업의 수주 모멘텀은 전체 조선시장 내에서도 우수한 편이었다. 주력인 LNG선 수주가 주춤했음에도 컨테이너선 수주가 증가하며 이를 일정 부분 상쇄했고, 시장 점유율이 반등했기 때문이다. 한국 전체의 1~10월 신규수주는 톤(GT)단위로는 오히려 전년 동기 대비 7.1% 증가한 상황이다. 국내 대형 조선사들도 올해 현재까지 이미 2024년 연간 수주 금액의 80%를 확보한 상태이다. 또한 해양구조물을 제외한 상선만을 대상으로 한다면 대부분의 업체가 연간 수주 목표를 달성한 상황이다.

전세계 컨테이너선 수주 및 수주잔고 추이



참고: 2025년은 10월 누계 기준
자료: Clarksons

한국 대형 조선사 2025 신규수주 현황

(백만달러, %)	2025 YTD	2025 수주목표		2024년 수주	
		가이던스	달성률	연간수주	달성률
HD현대중공업	7,758	9,751	79.6	7,670	101.1
조선	7,650	7,867	97.2	6,246	122.5
해양	108	1,884	5.7	1,424	7.6
HD현대삼호	5,882	4,572	128.7	7,261	81.0
HD현대미포	2,363	3,800	62.2	6,140	38.5
그룹소계	16,004	18,123	88.3	21,071	76.0
삼성중공업	6,713	9,800	68.5	7,300	92.0
조선	6,013	5,800	103.7	7,300	82.4
해양	700	4,000	17.5		n/a
한화오션	7,698	n/a	n/a	8,980	85.7
조선	7,638	n/a	n/a	8,770	87.1
해양	60	n/a	n/a	210	28.6
대형 5사 총계	30,414	n/a	n/a	37,351	81.4

자료: 각 사, 삼성증권 추정

한중일 2025년 신규 수주

(백만GT)		한국	중국	일본	전세계
신규수주	2025년 1~10월	17.5	44.6	4.5	72.8
	2024년 1~10월	16.3	91.2	9.7	123.1
	2024년 연간	18.8	106.1	11.2	142.5
전년동기 대비 (%)		7.1	-51.1	-53.4	-40.9
시장 점유율 (%)	2025년 1~10월	24.0	61.3	6.2	
	2024년 1~10월	13.3	74.1	7.9	
	2024년 연간	13.2	74.4	7.9	

자료: Clarksons

2026년 전망, 다시 높아진 기저에도 조선지표는 양호할 것

현재의 상황은 다시 2025년 초와 유사하다. 2025년의 예상 외 수주 모멘텀으로 인해 기저는 다시 높아졌고, 오히려 늘어난 수주잔고로 인해 조선사들의 극단적인 선별수주 전략 전개 우려도 여전히 존재하는 상황이다. 신조선가 지수 역시 여전히 높은 수준이며, 최근 약간의 조정이 이미 발생한 것도 사실이다.

하지만 2026년의 조선 지표들은 여전히 시장의 우려보다 양호할 것으로 판단된다. 앞서 언급한 것처럼, 현재의 조선업황은 모든 선종이 동시에 비슷한 강도의 모멘텀을 누린 것은 아니다. 이로 인해 선종별로 선박 수급 상황도 서로 다른 상태이다. 예를 들어, 지난해까지 유례없는 수주 모멘텀을 보여온 컨테이너선의 수주잔고는 다소 부담스러운 수준이다. 하지만, 유조선과 벌크선은 여전히 선박 수급 상 여유가 있다. 올해의 양호한 운임지표로 인해 유조선사와 벌크선사의 발주 여력 역시 충분한 상태로 판단된다.

유조선과 벌크선은 선가가 낮아 저부가선으로 분류되지만, 물리적인 크기가 작은 선박은 아니다. 즉, 유조선과 벌크선에서의 발주 증가는 톤으로 측정하는 전세계 수주량이 양호한 수준에서 유지될 수 있음을 의미한다. 상당수의 조선업 투자자들이 수주 모멘텀을 '톤' 단위로 산출한 전세계 수주량으로 분석한다는 점을 고려하면, 주가 측면에서는 긍정적인 영향이 예상된다. 선가지수가 4대 주요 선종의 사실상 단순 평균에 가까운 개념임을 감안하면, 선가 지수 측면에서도 양 선종의 회복은 긍정적이다. 또한 결과적으로 2025년 신규수주가 2024년 대비로는 감소하면서, 높은 기저로 인한 발주량 감소 우려도 상당부분 완화된 것으로 판단된다.

2026년 전세계 신규 수주량은 84백만GT로 올해와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 이는 선박 환경규제 지연으로 인해 선박의 운항 속도가 2027년까지 더 이상 느려지지 않고, 현재 수주잔고 내 선박들이 대부분 인도 지연 없이 인도되며, 2029년에 필요한 선박의 60%만이 2026년에 선발주된다는 가정을 적용한 수치이다. 2018년부터 올해까지 약 7년간 선박 운항속도가 매년 감소했고, 현재 조선사들이 3년치 이상의 일감을 확보하여 2029년 인도 예정 선박이 발주되어야 하는 상황임을 감안하면, 상기 가정은 다소 보수적인 편에 가깝다는 판단이다.

2026년 글로벌 선박 발주량 추정

(백만톤/백만 GT)	물동량 (A)	이론적 선복량 (B=A/C)	회전률 (C, 회)*	인도 예정량 (D)**	폐선량 (E)***	수급으로 산출한 선복량 (F=지난 해 선복 +D-E)	차이 (B-F)
2021	12,123	1,496	8.1	62	14.4		
2022	12,095	1,545	7.8	57	7.0		
2023	12,419	1,603	7.7	65	7.4		
2024	12,718	1,668	7.6	71	5.9	1,668	0
2025E	12,734	1,737	7.3	75	7.4	1,736	0
2026E	12,903	1,760	7.3	81	10.4	1,807	-47
2027E	13,276	1,810	7.3	86	26.5	1,866	-56
2028E	13,660	1,914	7.1	64	26.5	1,904	10
2029E	14,049	2,022	6.9	22	26.5	1,899	123
2026년 전세계 수주량****							83.9

참고: * 환경규제 지연 영향으로 2028년부터 다시 선박 운항속도가 하락하는 것으로 가정 (하락 속도는 2019-2025년 CAGR 적용)
** 추가 수주에 대한 가정 없이, 현재 수주잔고 기준의 인도량
*** 2026년 폐선량은 Clarksons 전망치, 이후는 선령 25년 이상 선박이 5년 간 순차적으로 폐선됨을 가정
**** 2028년에 필요한 선박, 2029년에 필요한 선박의 약 60%가 2026년에 발주됨을 가정

자료: 삼성증권 추정

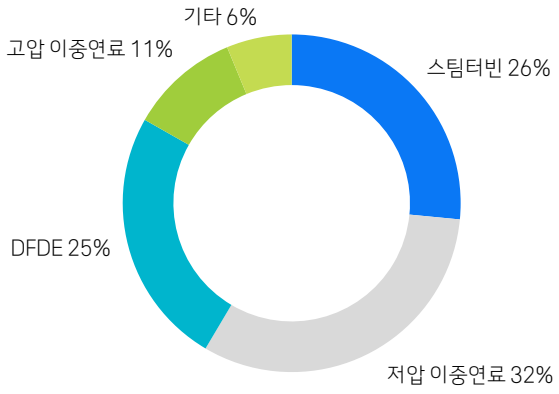
한국 개별 업체들의 수주 '모멘텀'도 LNG선 발주 재개로 인해, 컨테이너선 둔화를 가정해도 한국 업체들의 수주 모멘텀도 부정적으로 볼 이유는 없다는 판단이다. LNG선은 한국의 점유율이 높은 주력 선종 중 하나이다. 참고로, LNG선은 현재 조선사들의 2027년까지의 인도 슬롯이 모두 채워진 상태이며, 2028년도 일부 슬롯이 남아 있는 상태이다. 조선사들이 내년부터 2029년 인도 슬롯을 대상으로 수주활동을 재개할 계획이고, 현재 업계의 수주잔고와 선박 건조기간을 감안할 때에 발주처도 해당 슬롯에 대한 발주계약을 체결할 충분한 유인이 있다. 펀더멘털의 관점에서도 LNG선 수요는 충분하다. 현재 건설 중인 액화플랜트와, 개념설계(FEED)단계의 액화플랜트 건설 일정을 감안할 때, 2032년까지 총 672척의 LNG선이 필요하다. 현재 대형 LNG선 수주잔고가 277척(11월 말 기준)임을 감안하면, 여전히 395척의 LNG선이 필요한 상태이며, 여기에 현재 운항 중인 LNG선 중 약 204척이 연비가 취약한 스팀터빈을 사용하는 노후선대라는 점까지 감안하면, 향후 연간 80~120척의 선박이 꾸준히 필요한 상황이다.

LNG액화 플랜트 건설을 기준으로 한 운반선 수요 전망

(척)	선박 수요		합계
	건설 중인 액화 플랜트	FEED 단계의 액화 플랜트	
2026E	70	0	70
2027E	103	1	104
2028E	82	12	94
2029E	97	45	142
2030E	58	87	145
2031E	0	57	57
2032E	0	60	60
합계	410	262	672

참고: 2025년 10월말 기준
자료: Clarksons

LNG선 추진 연료별 선대 breakdown



참고: 2025년 11월 현재 기준
자료: Clarksons

선가 지표 역시 양호할 것으로 판단된다. 이는 무엇보다 대규모 일감을 확보한 조선업계가 여전히 선별수주 전략을 유지할 가능성이 높기 때문이다. 또한 2025년 선가지수 둔화를 야기했던 LNG선 선가가 반등할 가능성이 존재하기 때문이다. 신조선가 '지수'에서 LNG선을 포함한 가스선의 비중은 전체 신규수주 시장규모에서의 비중보다 높은 것으로 추정된다.

건조능력 확장을 제약하는 요인들이 존재

중기 cycle, 생각보다 더딘 선박 건조 능력의 변화

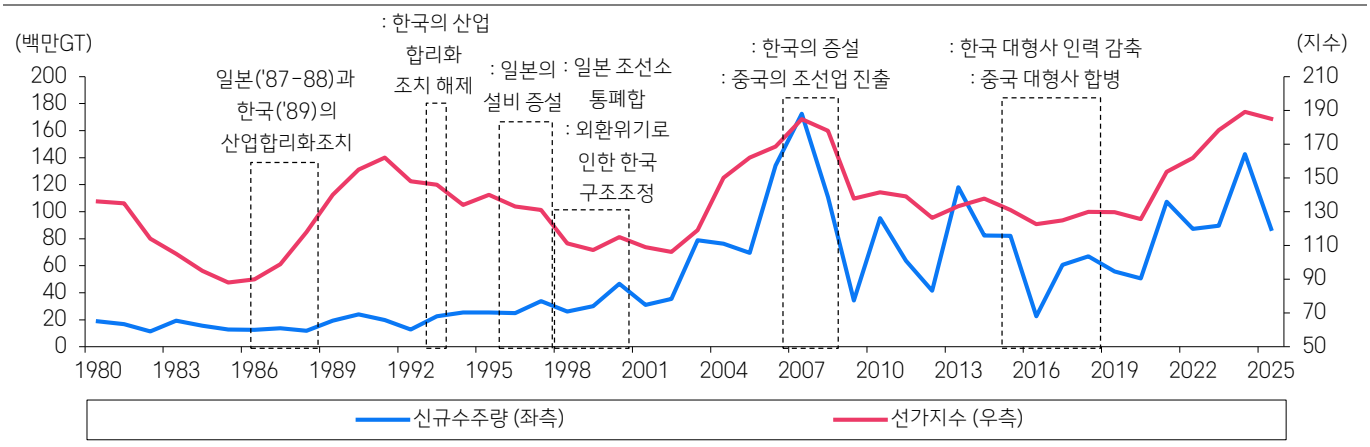
중기 cycle을 결정하는 핵심 요소는 선박 건조능력

선박 건조 능력이 중요한 이유

5년 이내의 기간에서 조선업종을 분석할 때에 가장 중요한 요소는 건조 능력의 변화이다. 이는 조선업 중장기 cycle은 수요보다는 공급 요인으로 결정되어 왔기 때문이다. 일반적으로 산업재는 생산능력의 확대와 축소에 상당한 시간이 소요되는 분야이다. 설비확대에 대규모 투자와 시간이 수반되기 때문이다. 일반적으로 산업재의 중기 호황은 일반적으로 급작스럽게 늘어난 수요를 공급능력 확대가 따라가지 못해서 발생하는 경우가 대부분이다. 반대로 불황 역시 호황기에 늘어난 공급능력이 원인이 되는 경우가 대부분이다.

조선업은 산업재 내에서도 생산능력의 확대와 축소에 상당한 시간이 소요되는 분야이다. 이는 조선업종의 생산능력이 단순한 설비가 아닌 '건조 경험을 보유한 인력'의 숫자로 결정되기 때문이다. 선박은 설계과정을 제외한 건조과정만 10개월 이상이 소요되며, 자동화가 쉽지 않다. 즉, 조선업에 신규로 유입된 인력이 전체 선박 과정을 모두 경험하려면 최소 1년 이상이 소요된다. 문제는 한번의 경험으로 숙련공이 될 수 없다는 점이다. 적어도 2~3년의 기간이 필요하다. 생산능력의 축소 역시 마찬가지이다. 회사 입장에서도 불황기가 도래했다고 해서 근속연수가 오래된 숙련공들을 감축하는 것이 쉬운 결정이 아니다. 특히 전세계 주요 조선국 중 하나인 우리나라는 근로문화를 고려할 때, 단기에 인력 감축이 이루어지기 어려운 것이 사실이다.

글로벌 조선산업 수주 및 선가 지수 변화: 중기 cycle의 변화는 언제나 건조능력의 변화로 촉발



자료: Lloyd's List, Clarksons, 삼성증권

직전 cycle의 사례

직전 조선업 불황은 과잉 생산능력이 야기한 전형이라 할 수 있다. 시작된 원자재 시황 호황과, 중국 경제의 성장, 그리고 일본의 조선업 이탈로 인해, 2003~2008년간 조선 산업은 대대적인 호황을 구가했다. 장기 호황과 이로 인한 긍정적인 업황 전망은 산업 내 생산능력 확대로 이어졌다. 당시 조선업을 주도하고 있던 한국의 대형업체들이 설비를 크게 확장했을 뿐 아니라, 중국이라는 신규 진입자가 조선산업에 본격적으로 뛰어들었던 것이다.

금융위기를 기점으로 조선업이 불황에 접어들면서, 호황기에 확대된 건조능력은 부담으로 돌아왔다. 선박 발주가 감소한 가운데, 설비를 확장한 조선사들이 고정비 부담을 극복하기 위해 저가 수주에 나서면서 선가는 크게 하락하기 시작했다. 선가 경쟁이 지속적으로 격화되면서, 조선사들은 저가를 넘어 적자 수주를 지속했고 이는 결국 이들의 재무구조 훼손으로 이어졌다. 그리고 이는 한계업체들의 퇴출과, 기존 대형사들의 생존을 위한 자본조달로 이어지면서, 조선사들의 주주가치 역시 크게 훼손될 수밖에 없었다. 현재 조선사들이 누리는 호황 역시 수요의 개선보다는 기나긴 산업 구조조정의 결과물로 보는 것이 합리적이다. 사실 선박의 수요를 결정하는 해상 교역량은 생각보다 변동성이 크지 않다. 일정부분 예측 가능한 것이 사실이며, 앞서 언급한 것처럼 해운선사들의 장기 수요 전망에는 여러 가지 지정학적 교란 요인들이 팽배했던 것이 사실이다. 그럼에도 신조선가가 급격히 상승했던 것은, 결국 오랜 구조조정으로 조선업계의 공급능력이 마침내 수요 대비 작은 수준까지 감소했기 때문이다.

일차적인 건조능력 회복은 완료

조선업이 호황으로 전환된 기점은 2020년 말로 판단한다. 선가와 수주 모두 당시가 저점이었다. 이는 조선업 호황이 이제 5년 차를 맞이했음을 의미한다. 5년이라는 시간은 선박 건조능력의 변화가 발생할 수 있는 길이의 기간이다. 실제로 조선업종의 선박 건조량은 2020년 대비 올해 약 32% 증가할 것으로 추정된다. 그리고 현재 수주잔고가 인도지연 혹은 취소 없이 모두 인도된다면, 선박 건조량은 2027년까지 추가로 20% 늘어나게 된다. 조선사들이 건조 능력 확장을 고려해서 선박을 수주해왔고, 그 결론이 현재의 수주잔고라면, 전세계 선박 건조능력은 무려 59% 늘어난 것이다 (물론, 2020년은 물론 COVID-19의 영향으로 건조차질이 다소 존재했던 시기이며, 호황기에도 선박건조가 100% 기존 일정대로 이루어지는 것은 아님).

상기 수치들을 감안하면 일차적인 증설 혹은 건조능력의 회복은 마무리된 상태로 판단된다. 한국은 대형 조선사들이 외국인 인력을 고용하면서 생산능력을 일부 회복했고, 중국은 기존 업체들의 확장과 더불어 유휴 설비의 재가동이 이루어졌다. 과거 STX의 대련조선소를 재가동하면서, 최근 조선업계에서 급부상한 Hengli 중공업이 대표적인 예라고 할 수 있다. 다만 올해 조선업종의 예상 선박 건조량은 여전히 조선업 최전성기의 74% 수준이다. 2027년까지 건조량이 예상대로 회복되더라도 이는 여전히 전성기의 89% 수준이다. 조선업계의 생산능력 확충이 이루어진 것은 맞지만, 아직은 과거의 공급 과잉을 우려할 만한 정도라고 보기는 어렵다.

직전 호황기에 추정했던 선박 건조량 vs 현재의 추정치

(백만GT)	2007	2025E
당해 선박 건조량	58.7	77.5
당시 잔고를 기준으로 한 2년 뒤 예상 건조량	95.0*	92.8
증감 (%)	61.9	19.7

참고: * 실제 건조량이 아닌 2007말 잔고를 기준으로 한 2009년 인도량 추정치
자료: Clarksons

역사상 최고 건조량 vs 현재 건조량

(백만GT)	
역사상 최고 건조량 (2011년)	104.5
2025년 예상 건조량	77.5
2027년 예상 건조량	92.8
지난 cycle 최고 건조량 대비 (%)	
2025년 예상 건조량	74.2
2027년 예상 건조량	88.8

자료: Clarksons

직전 호황기의 끝자락과의 비교, 조선 캐파 확장을 제한하는 요인들의 등장

주목해야할 두 가지 불확실성

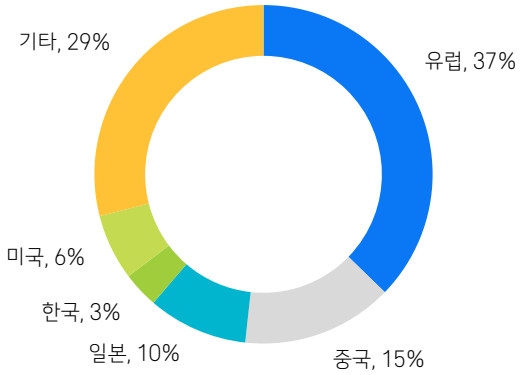
앞서 언급한 것처럼, 생산능력 회복에 대한 일차적인 의사결정은 마무리된 상태로 판단된다. 당분간 조선사들은 현재의 수주잔고를 지연 없이 인도하기 위해, 확장한 설비를 안정화시키고, 새로 유입된 인력들의 생산성을 향상시키기 위한 노력을 기울여야 하는 상황이다. 그리고 현재까지 계획된 생산능력 확장은 지난 호황기 정점과 비교하면, 아직까지는 확장보다는 회복의 개념에 가깝다는 판단이다.

이제 현재의 호황기가 단축될 것인지, 아니면 더 연장될 것인지 여부의 핵심은 결국 조선업체들의 추가적인 생산능력 확장 여부에 달려 있다고 볼 수 있다. 그리고 조선업계의 생산능력 추가 확장으로 인한 호황기의 조기 종료 리스크는 현재로서는 크지 않아 보인다. 이는 과거 호황기와 달리, 조선업체들의 증설 결정을 제약하는 두 가지 요인이 존재하기 때문이다.

캐파 확장을 억제하는 요인 1, 미국의 중국 조선산업 견제(이번 cycle의 신규진입자는 미국)

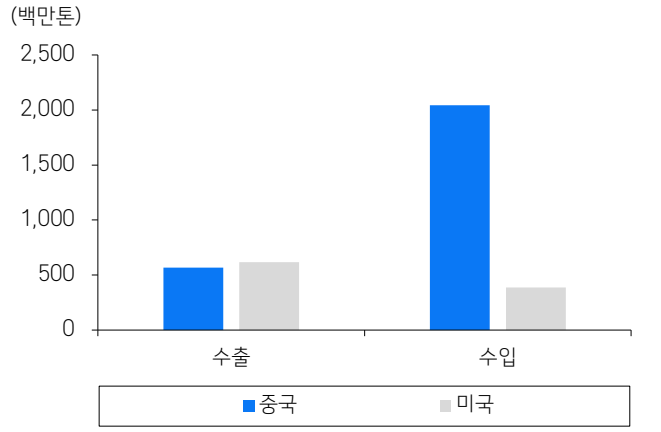
조선업체들의 추가 증설을 제약하는 첫 번째 요인은 미국의 조선업 관련 정책이다. 사실 미국이 조선과 해운업종에 미치는 영향력은 생각보다 크지 않다. 미국의 해상 무역량은 전세계의 3%에 불과하다. 해상으로 운송되는 물품의 대부분이 원자재이고, 미국은 원자재를 자체 조달할 수 있는 소수의 국가 중 하나이기 때문이다. 미국의 해상 수입량은 중국의 수입량의 19%에 불과한 물량이다. 미국 '선주'의 선박 구매력도 그다지 높은 편은 아니다. 현재 전세계 수주잔고에서 미국 선주가 차지하는 비중은 6%에 불과하다. 반면, 중국 국적 선주는 전세계 수주잔고의 15%를 차지하고 있고, 글로벌 해상 수입량 중 중국의 비중은 16%이고 이는 미국의 다섯 배에 달한다. 선박의 공급자로서도 중국의 영향력은 상당하다. 현재의 중국은 전세계 선박의 55%(2024년 기준)를 건조하는 최대 조선국가이다.

전세계 수주잔고 내 미국과 중국 선주 비중



참고: 2024년말 기준
자료: Clarksons

중국과 미국의 해상 교역량 비교



참고: 2025년 추정치, 운항거리 미반영
자료: Clarksons

그럼에도 불구하고 미국의 조선정책은 중국 업체들의 설비 확장을 제약하는 불확실성으로 작용할 가능성이 높다. 우선 중국 조선사들 입장에서는 미국의 중국 조선업 제재와 이로 인한 점유율 하락 가능성이 부담이 될 수 있다. 미국은 올해 초 중국회사가 소유하고 있거나, 중국에서 건조된 선박에 대한 추가적인 항만세 부과를 시도한 바 있다. 물론 중국도 이에 대한 대응으로 중국 역시 미국 소유 선박에 대한 항만세 부과를 시도했고, 현재는 양국의 항만세 부과는 유예되거나 취소된 상태이다. 하지만 미국의 중국 조선업 견제 가능성이 영원히 사라진 상태는 아니며, 미국의 제재 시도 유인은 여전히 충분하다. 이는 선주와 조선소 모두 해당 영향을 완전히 무시할 수 없음을 의미한다.

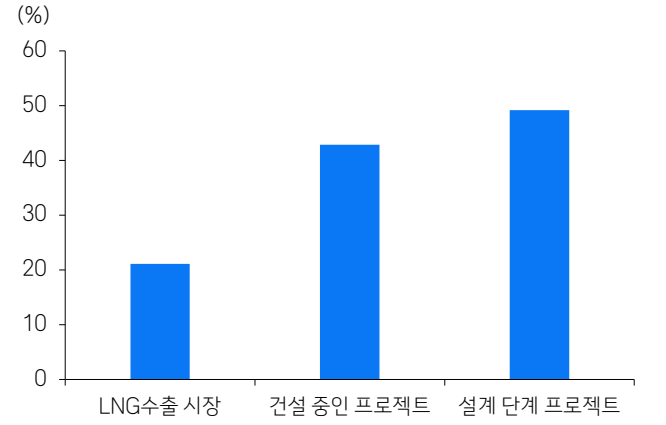
이는 선박이라는 자산이 고가이며, 매우 오랜 기간 사용하기 때문이다. '만약' 미국의 중국 조선산업 제재 시도가 지속된다면, '동일한 조건'에서 선주들은 중국산보다는 한국산 선박을 선호할 가능성이 높아진다. 실제로 올해 한국 조선산업의 점유율이 예상보다 빠른 속도로 회복 원인 중 하나는 미국의 조선산업 제재와 관련이 되어 있다는 판단이다. 점유율 유지에 대한 불확실성이 존재하는 상황에서 중국 조선사들이 추가적인 대규모 설비투자에 나서기는 쉽지 않을 수 있다.

내년 수주 모멘텀의 한 축이 LNG선이라는 점도 중국 조선업체들의 추가 증설에는 제약요인이 될 수 있다. 미국은 전세계 1위의 천연가스 생산 및 수출국가이다. 다른 에너지원과 달리 천연가스 수출에서 미국의 위상은 상당한 편이며, 향후 더욱 강화될 가능성이 높다. 참고로 미국의 LNG 수출 시장에서의 점유율은 21% 수준으로 추정된다(2024년 기준). 반면 현재 액화플랜트가 건설되고 있는 LNG 생산 프로젝트 중 미국의 비중은 43%이며, 개념설계 단계의 프로젝트에서의 비중은 49%에 달하는 상황이다. 이는 향후 발주될 LNG선의 상당수가 미국과 관련되어 있음을 의미한다. 내년 수주 모멘텀에 컨테이너선보다는 LNG선 위주로 발현될 것으로 예상되고, 중국의 대형 조선사들의 현재 전략이 고부가선으로의 제품 구성 확대이며, 현재가 이들이 추가 증설을 위한 의사결정을 해야 하는 시기라는 점을 고려하면, 공격적인 추가 증설의 가능성은 제한적이다.

장기 관점에서 그리고 전체 조선업 확장의 차원에서, 미국의 조선업 재건 시도에도 긍정적인 의미를 부여할 수 있다. 역사적으로 조선업 불황의 원인 중 하나는 신규 시장 진입자의 진출이었다. 직전 불황이 시작되었던 계기 중 하나도 중국의 조선산업 진출이었다.

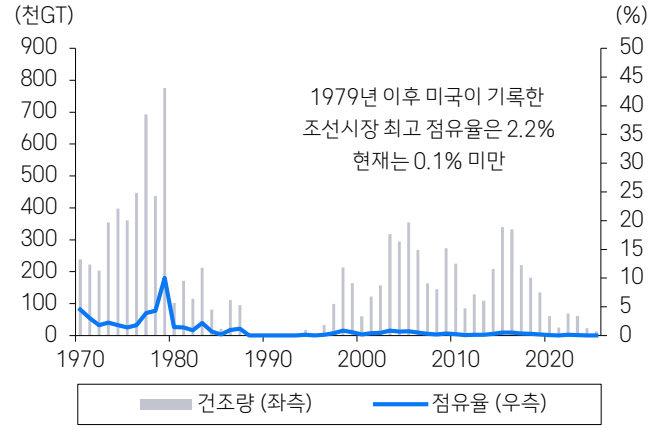
이번 조선업 cycle에서 신규로 조선업에 진출하려는 국가는 다름 아닌 미국이다. 문제는 미국의 조선업 재건이 쉽지 않다는 점이다. 사실 미국은 과거에도 주요 조선 국가의 지위에 올랐던 적이 없는 국가이다. 현재의 미국은 조선업의 핵심인 숙련 인력의 확보, 육성이 쉽지 않고 인건비 수준자체가 높다. 조선업 기자재와 인프라도 부족하다. 과거 중국은 한국과 일본의 조선 인프라를 활용해 성공적으로 시장에 진입할 수 있었다. 하지만, 미국은 자국 혹은 주변국에 이용할 수 있는 조선 인프라가 매우 척박한 상황이다. 이는 미국의 조선업 재건이 결국 내수 수요를 자체 조달하는 수준에 머물거나, 아니면 최소한 조선업 진출에 생각보다 긴 시간이 소요될 수밖에 없음을 시사한다. 장기 과잉건조 능력 우려의 발생 가능성은 과거 호황기보다는 제한적이다.

미국의 LNG 시장 내 점유율



참고: 수출시장 점유율은 2024년 기준, 액화플랜트를 건설 중이거나 설계(FEED) 단계 프로젝트에서의 점유율은 2025년 10월말 기준
자료: Clarksons

과거 미국의 선박 건조량 및 조선시장 점유율



참고: 2025년은 10월 누적 기준
자료: Clarksons

캐파 확장을 억제하는 요인 2, 환경규제 관련 불확실성

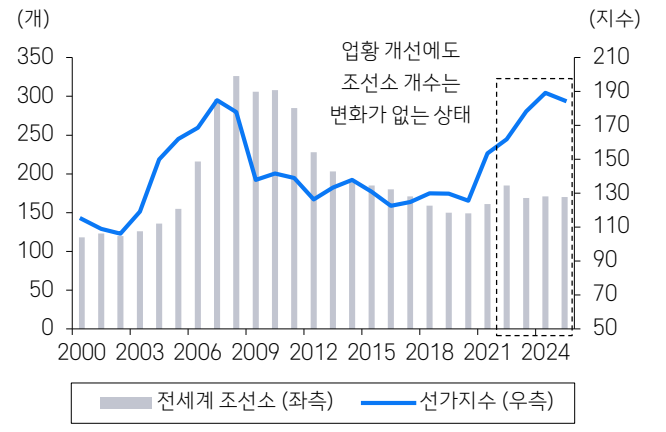
선박 환경규제 역시 업종 전반의 생산능력 확장을 억제하는 요인이 될 수 있다. 강화되는 환경규제는 결국 조선과 해운 참가자들에게는 새로운 진입장벽으로 해석될 수 있는 부분이다. 해운에서는 친환경선 확보가 늦어진 업체들의 점유율 하락 가능성이 존재하며, 조선업에서는 기술적 진입장벽으로 인해 신규 업체들의 등장이 어려워질 수 있다.

해당 효과는 이미 수치로 나타나고 있다. 전세계 조선소의 개수는 지난 2008년에 326개에 달했으나, 불황기 구조조정으로 현재는 170개로 감소한 상태이다. 특히 전세계 조선소 개수는 2020년 저점 대비 14%(21개) 증가에 그친 상태이다. 이는 여전히 직전 초 호황기의 절반 수준이다. 신조선가와 신규수주가 직전 초호황기 수준까지 회복될 정도로 회복했음을 감안하면 큰 변화가 없었던 것이다. 과거 조선업 호황기에 시황 호조와 함께, 다수의 신규 조선소가 설립된 것과는 대조적이다. 또한 이는 2020년 대비 32%나 증가한 선박 건조량이 신규업체가 아닌 기존 업체들의 확장에 기인했음을 의미한다. 결국 선주들의 선박 발주가 친환경선 건조가 가능한 기존 대형사에 집중된 것이다.

물론, 최근 IMO의 탄소배출 규제 채택 연기와 미국의 환경규제 반대의사는 환경규제 강화를 기대해 왔던 투자자들에게는 우려요인이 될 수 있다. 하지만 해운이 아닌 '조선업'에만 국한한다면, 규제 연기의 영향력은 제한적이다. IMO의 규제는 취소된 것이 아니라 연기된 것이며, 앞서 언급한 대로 선박은 고가이며 매우 오랜 기간 사용하는 자산이다. 선박 환경규제가 완전히 소멸된 것이 아니라면, 이는 선주 입장에서는 환경규제를 무시하고 선박을 구매할 수 없다. 미국을 제외한 유럽과 중국은 여전히 환경규제에 호의적이며, 유럽은 자체적인 규제를 시행하고 있다. 결론적으로 환경규제는 여전히 선주들에게는 최소한 무시할 수 없는 '불확실성'이며, 역시나 유사한 조건이라면 친환경 선박을 구매하는 것이 합리적이다.

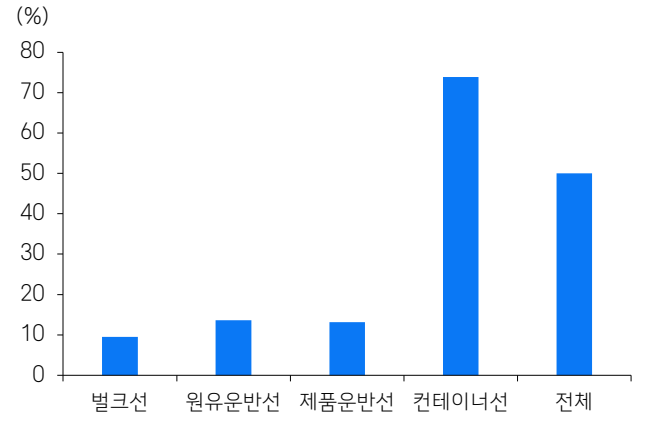
올해 예상 외로 강세를 보이고 있는 컨테이너선 발주가 선주들의 친환경선에 대한 태도를 증명한다. 미국의 환경규제 반대는 완전히 새로운 내용은 아니다. 즉, 연초에도 컨테이너선사들의 입장에서는 환경규제 관련 불확실성들은 존재했으며, 수주잔고는 이미 역사상 최고수준으로 증가한 상태였다. 그럼에도 올해 컨테이너선사들은 대규모로 선박을 발주했으며, 올해 발주된 선박의 74%는 대안연료를 사용하는 친환경 선박이었다. 또한 IMO의 환경규제 순연 이후에도 여전히 대형 컨테이너선 발주는 지속되는 상황이다. 당장 11월에만 하더라도, 에버그린과 HMM이 대형 친환경 컨테이너선 발주를 단행한 바 있다.

전세계 조선소 개수 vs 선가지수 추이



참고: 2025년은 10월말 기준
자료: Clarksons

주요 선종별 수주잔고 내 DF선박 비중



참고: 2025년 10월말 기준; Ready 선박은 제외하고 산정
자료: Clarksons

아직 많이 남은 교체 수요

장기 cycle, 노후선대와 조선사들의 장기 전략

조선업 cycle은 선박의 사용연한과 유사

조선업의 장기 cycle은 선박의 수명과 유사

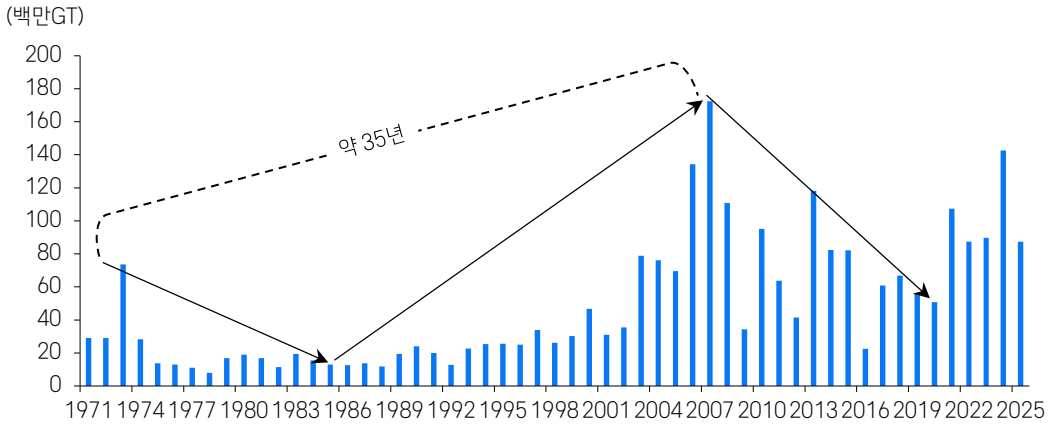
일반적으로 산업재 섹터의 사업 cycle은 제품의 사용연한과 길이가 유사하다. 이는 장기 cycle을 결정하는 근본 요인 중 하나가 교체수요이기 때문이다. 산업재에서 호황은 특정 시기에 판매가 집중되는 지점이다. 그리고 해당 시기에 집중 판매된 제품들은 교체 시기 역시 동시에 도래할 수밖에 없다. 이러한 교체수요가 집중되는 시기가 보통 업의 최고 호황기가 된다.

또한 산업재 수요는 아주 특별한 상황이 아니라면 매년 증가한다. 단지 성장'률'에 매년 차이가 있을 뿐이다. 이는 매년 해당 산업재의 수요도 성장하게 됨을 의미한다. 결국 산업재는 cycle을 거듭할수록 호황의 강도가 커질 수밖에 없는 구조이다. 전 cycle대비 시장의 규모 자체가 커진 상황에서, 직전 cycle의 정점에 발주된 물량의 교체주기가 더해지는 시점이, 새로운 cycle의 최정점이 되는 것이다.

선박은 전형적인 산업재 cycle의 형태를 따른다. 특정 시기에 대량 발주된 선박은 인도시점 역시 특정 시기에 집중된다. 그리고 이 선박들의 교체시점도 유사한 시기에 몰릴 수밖에 없다. 선박의 수요 역시 매년 증가한다. 이는 전세계 경제규모와 해상 교역량이 웬만해서는 역성장을 하지 않기 때문이다. 실제로 직전 조선업 cycle은 선박의 수명 연한과 유사했다. 신규수주 기준으로 과거 호황은 1973년이었으며, 그 이후의 1973년보다 많은 발주량을 기록한 것은 직전 호황의 시작점이었던 2003년이다. 그리고 지난 cycle의 최고 수주량을 기록한 것이 2007년이다. 양 cycle의 정점이었던 1973년과 2007년 사이의 시차가 약 35년이며, 이는 선박의 평균 수명과 대체로 유사한 수준이다.

최근 조선업의 바닥은 2020년으로 판단된다. 조선업 호황은 이제 막 5년 차에 접어든 것이다. 선박의 수명과 cycle을 감안하면, 아직 피크아웃을 논하기에는 너무 이른 시점이다. 물론, 현재 업계는 강화되는 선박 환경 규제로 선박의 퇴역 연령은 과거 대비 단축될 것으로 판단 중이다. 하지만 이를 감안해도 결론은 마찬가지이다. 선박의 수명 주기가 20년으로 단축되고, 해당 기간에 한번의 호황과 한번의 불황이 존재한다고 가정해도, 아직 업황 피크를 이야기할 단계는 아니다.

글로벌 조선산업 수주 추이

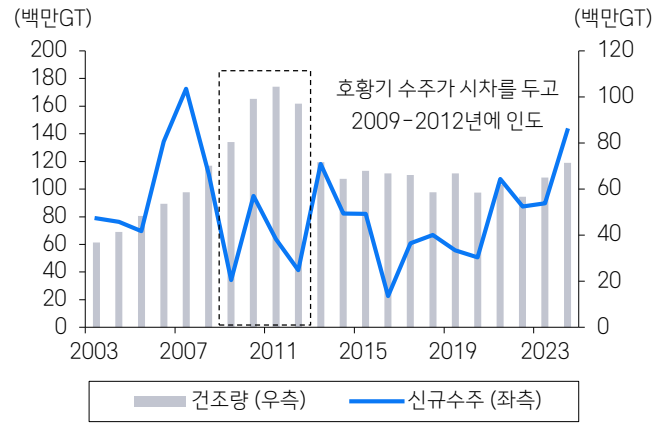


자료: Lloyd's List, Clarksons, 삼성증권

아직 많이 남아 있는 교체 수요

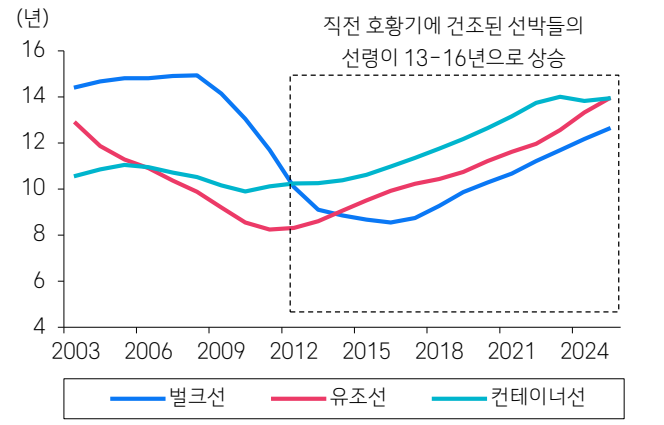
직전 조선업의 호황은 2003~2008년이며, 이 중 super cycle은 2006~2008년이다. 해당 시기에 대규모로 발주된 선박은 시차를 두고 2009~2012년에 집중적으로 인도되었다. 당시 인도된 선박들의 현재 평균 연령은 13~16년에 달한다. 해당 선박들이 선령 20년에 교체된다고 가정하면, 2029년말에서 2030년 초부터는 노후선박을 대체할 새로운 선박들이 인도되어야 한다. 다시, 조선사들이 해당 시점까지 3년치 일감을 지속해서 유지한다고 가정하면, 아무리 빨라도 선박발주는 2027년부터는 시작되어야 한다. 즉, 이번 cycle의 최고 정점은 아직 오지 않았다는 판단이다.

과거 호황기의 선박 신규수주 vs 건조량



자료: Clarksons

주요 선종의 평균 선령 추이



참고: 2025년은 11월 기준
자료: Clarksons

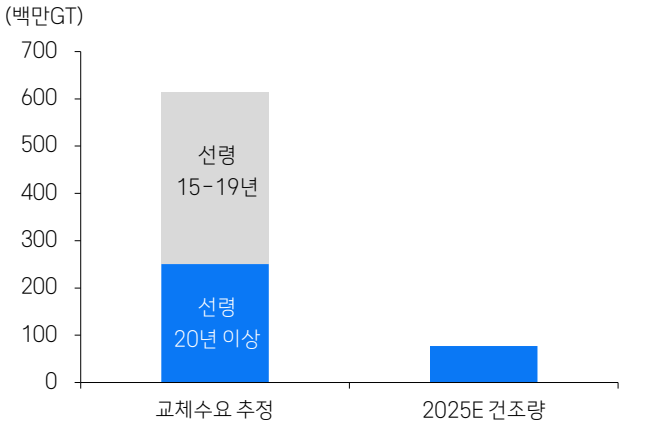
2006~2008년 발주된 선박의 선령을 고려하지 않더라도, 이미 현재 운항 중인 선대 내에 노후선박의 비중은 상당한 편이다. 현재 전체 선대 내 선령 20년 이상인 선박의 비중은 14% 수준이다(GT 기준). 여기에 향후 5년 내 선령이 20년에 달하는 선박의 비중은 21%이다. 결국 전체 선대의 약 35%가 장기 관점에서, 교체 수요가 될 수 있음을 의미한다. 선령 15년 이상인 선박의 총량은 올해 전세계 선박 건조량의 7.9배에 해당한다. 즉, 최대 8년치 일감이 향후 노후선 교체수요로만 채워질 수 있는 것이다.

선령별 선대 breakdown

(%)	유조선	벌크선	컨테이너선	가스선	전선종
20년 이상	20	10	13	9	14
15~19년	25	19	21	21	21
10~14년	19	34	22	12	24
10년 미만	35	35	43	56	37

참고: 2025년 10월말 기준
자료: Clarksons

노후선대 규모 비교



참고: 2025년 10월말 기준
자료: Clarksons

개별 조선사들의 미래 성장 전략도 과거와는 다른 편

개별 조선사들이 cycle을 대하는 법

조선업은 개별 업체들의 역량보다 업황의 변화가 기업가치에 더 큰 영향을 미친다. 하지만 개별 업체들의 의사결정에 따라, 전체 업황보다 조금 더 긴 호황을 누리거나, 혹은 더 짧은 불황을 보낼 수 있는 것도 사실이다. 또한 호황과 불황의 강도 역시 어느 정도는 조절이 가능하다.

조선사들이 cycle 변화에 대응하는 방법은 크게 두 가지이다. 첫 번째는 설비투자를 통해 업황의 강도를 조절하는 것이다. 해당 방식의 핵심은 호황은 크게 누리고, 불황의 영향은 줄이는 것이다. 구체적으로는 업황의 바닥에서 선제적으로 생산능력을 확장해서 다가오는 호황의 영향을 최대화하고, 업황의 정점에서는 설비투자를 중단하거나 생산능력을 미리 감축하고 호황기에 축적한 자금과 개선시킨 재무상태로 불황을 보내는 전략이다. 이 방법은 경영진이 업황을 정확히 진단하고 또 과감한 의사결정을 내릴 수 있을 때에만 실현 가능하다. 두 번째는 신사업을 활용하는 것이다. 조선업과 아예 다른 새로운 사업에 진출하여 업황 변화의 영향을 상쇄시키거나, 조선업 내에서도 업황 주기가 다른 선종들을 조합하여 호황의 길이를 장기화하는 것이다.

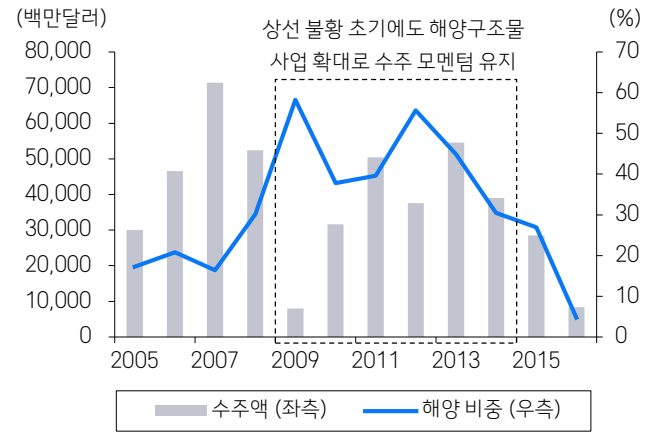
과거 국내 대형 조선사들의 cycle 대응 전략

국내 조선사들이 지난 호황기에 불황을 대비한 방법들은 다소 아쉬움이 남는다. 당시 조선사들이 호황기에 축적한 자금과 개선된 재무상태를 활용한 첫 번째 분야는 확장이었다. 삼성중공업과 한화오션은 부유식 도크를 도입하고, HD그룹은 군산에 새로운 조선소를 건설했다. 동시에 이들은 신규 인력을 지속해서 채용했다. STX그룹은 유럽의 크루즈선사를 인수하고, 중국에 대규모 조선단지를 건립했다. HJ중공업(당시 한진중공업)도 필리핀 수빅에 대규모 신규 조선소를 건설했다. 문제는 대부분의 증설이 업황 정점의 근방에서 이루어졌다는 점이다. 해당 증설은 결국 불황기의 과잉생산능력으로 환원되었다.

당시 신사업 진출에 대한 평가는 다소 애매한 부분이 있다. 다시 조선사들은 기존 설비를 활용할 수 있는 해양구조물 사업 비중을 크게 확대했다. 이를 통해 기존 인력과 설비의 가동률을 유지하면서, 고정비 부담을 최소화한 것이다. 보다 구체적으로는, 선박과 유사한 해양 시추선의 수주를 늘리고, 대형 생산설비 공사를 EPC형태로 수주했다. 실제로 조선 업황이 둔화된 직후에도, 한동안 조선사들은 해양 구조물을 바탕으로 견고한 수주 및 손익을 유지할 수 있었다. 당시 건조 경험을 확보한 FLNG 등은 현재에도 한국 조선사들의 주력 중 하나로 자리매김하고 있는 상태이다. 하지만, 해양구조물 호황을 기반으로 인력과 설비를 조선업 불황 초기에도 지속적으로 확대해갔다는 점과, 에너지 가격에 수요가 민감하게 반응하는 해양구조물의 수주 비중을 과도한 수준까지 늘렸던 점, 그리고 설계변경으로 인한 원가 상승 리스크를 최소화할 수 있는 안전장치들을 계약서에 반영하지 않아, 결국 해양사업은 이후 대규모 손실을 야기했다.

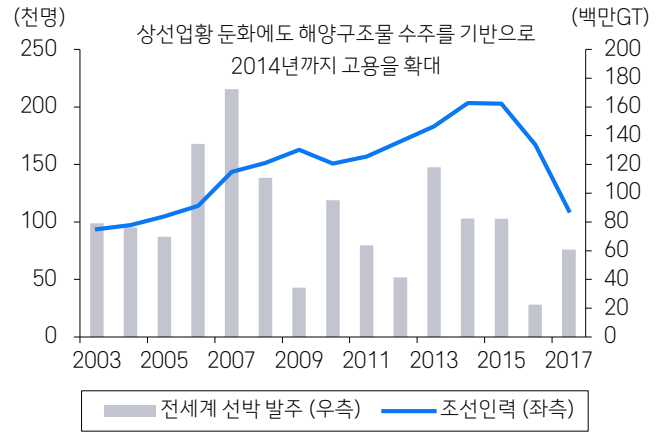
당시 조선사들은 조선과 해양 외에, 해상 풍력 설비에도 상당한 투자를 집행했다. 조선사들이 해양에 대한 이해도가 높고, 해상 풍력의 블레이드와 구조물 자체가 기존 조선 산업과 유사성이 있다는 근거였다. 하지만, 해당 사업 역시 에너지 가격 하락과 해상 풍력 시장 개화가 늦어지면서, 실제 조선사들의 손익에는 별다른 기여를 하지 못한 채 정리되었다.

과거 국내 대형 조선사들의 해양구조물 수주 비중



참고: HD현대그룹 조선계열, 한화오션, 삼성중공업의 합산 조선/해양 수주 기준
자료: 각 사, 삼성증권

과거 한국 조선인력과 전세계 선박 발주량



자료: Clarksons, 한국조선해양플랜트협회, 삼성증권 추정

이번 호황기의 대응 전략

최근 주요 조선사들의 미래를 위한 투자는 과거 cycle 대비 두 가지 차이점을 보인다. 첫 번째는 국내 설비에 물리적 증설을 최소화하고 있다는 점이다. 최근 국내 조선사들의 투자는 확장의 개념보다는 생산능력의 정상화와, 현재의 수주잔고를 무리없이 처리하기 위한 정도의 수준에 머물고 있다. 인력의 확충 역시 외국인 노동자의 도입을 위주로 이루어지고 있다. 물론 외국인 노동자 고용은 인구구조 및 인건비 문제로 인한 불가피한 선택의 측면이 있다. 하지만, 장기 관점에서도 내국인 고용 대비로는 인력의 탄력적 운용에도 상당한 도움이 된다.

현재 국내 조선사들의 생산능력 '확장'은 국내 보다는 해외 야드를 중심으로 이루어지고 있다. 그리고 해외 진출 역시 과거와 같은 대규모 신규 야드 건설보다는, 현지 업체와의 협업이나 현지에 이미 건설된 설비를 임차하는 방향으로 진행되고 있다. HD그룹의 경우 필리핀의 수빅 조선소를 현재는 임차해서 사용하고 있으며, 인도와 페루 등은 현지 조선소와의 협력을 통한 진출을 추진 중이다. 삼성중공업도 중국, 베트남 현지 업체를 외주로 활용하여 건조량을 확대하는 전략을 추진 중이다. 해외 업체와의 협업은 조선사들의 투자부담을 줄일 수 있을 뿐 더러, 조선 업황이 둔화되는 시기에 추가비용 없이 보다 탄력적으로 생산능력을 조절할 수 있다는 장점이 있다.

직전 호황기(2003-2009년) 국내 주요 조선사들의 증설 및 해외 투자 내역

조선소	투자 지역	투자내역
현대중공업	울산	대형 드라이 도크 건설(일명 H도크, 2009년 완공), 기존 도크 확장
	군산	군산에 신규 조선소 신설 (2008-2010년)
현대삼호중공업	목포	2번 도크 확장(2009)
삼성중공업	거제	플로팅 도크 추가, 안벽 연장 (2007-2009년)
	나이지리아	Egina FPSO 건설을 계기로 현지 조선소 건설(2016년 완공)
대우조선 (현 한화오션)	중국	2005년 산둥에 블록생산 기지 설립(2천억 투자)
	거제	플로팅 도크 도입, 기존 도크 확장, 안벽 연장 (2007-2009년)
한진중공업 (현 HJ중공업)	필리핀	2007년 수빅 조선소 건설 (1.5조 원 투자)
STX그룹	중국	2008년 중국 대련에 대규모 조선단지 설립 (3조원 투자)
	유럽	유럽의 Aker Yards 인수하여 크루즈 사업 진출(2007-2009)

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

이번 호황기 주요 조선사들의 해외 진출 전략

조선소	지역	현황
HD그룹	필리핀	수빅 야드 부지 장기 임차 (유조선 신조 시작)
	사우디	아람코와 합작 현지 조선소 (IMI)
	미국	헌팅턴 잉걸스(Huntington Ingalls)와 기술협력 MOU ECO와 상선건조를 위한 파트너십 체결 Cerberus Capital과 미국 현지에 50억 달러 투자 계획
	페루	국영업체인 SIMA 조선소와 공동 건조 계약
한화그룹	미국	Philly조선소 인수 후 운용 (증설을 위한 대규모 투자 발표)
	싱가포르	현지 해양구조물 제작 업체 인수
	호주	현지 방산 조선소 오스탈 인수 추진 중
삼성중공업	중국	기존 중국 자회사(영성)를 활용한 블록 및 LPG 화물창 생산
	중국	PaxOcean에 유조선 외주 건조
	베트남	PVSM에 유조선 외주 건조, 현지 조선소 건설도 검토 중이라는 보도
	미국	Vigor Marine Group과 해군 MRO, 조선소 자동화 등에서 협업

자료: 언론보도, 각 사, 삼성증권 정리

또한 조선사들은 신사업을 비교적 수요가 확실한 분야에, 그리고 조심스럽게 진출하고 있다. 현재 국내 조선사들이 추진 중인 프로젝트 시장의 가장 뜨거운 관심을 받고 있는 분야가 미국 방위산업이다. 한화오션은 이미 미국의 필리 조선소를 직접 인수하여 운용 중이며, 미국 내 야드를 보유한 호주 오스탈 인수도 추진 중에 있다. 삼성중공업도 미국의 Vigor Marine Group과 MRO사업을 위한 MOU를 체결했다. HD그룹도 미국 헌팅턴 잉걸스와 전략적 파트너십과 차세대 군수지원함(NGLS, Next-Generation Logistics Ship) 공동 건조를 위한 양해각서를 체결해둔 상황이다. 방위산업은 국내 조선사들이 이미 영위하고 있거나, 기존 상선 사업과 유사(MRO, 군수지원함의 경우)하지만, 수요 cycle은 상선과 다르다는 점이 특징이다. 즉, 수요가 매우 안정적이고, 경쟁은 제한적인 분야이다. 미국 방위사업 진출에는 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다. 즉, 미국 방산사업 진출이 결실을 맺을 경우, 미래 상선 cycle 둔화 시기에는 관련 영향을 상쇄시켜주는 역할을 할 수 있을 것이다.

결론적으로 국내 조선사들의 미래 전략은 과거 호황기의 해외 진출 및 해양 구조물 사업 확대와 비교할 때, 보다 조심스럽고 안정적이며 보다 점진적인 투자 집행을 요하는 사업으로 이루어져 있다. 즉, 조선업 장기 cycle이 둔화되는 시점까지도, 조선사들은 호황기에 확보한 현금과 재무상태를 유지하면서 사업을 다변화해갈 수 있는 상황이다.

한국의 조선 '주식'에 기대할 수 있는 것들

결론, 아직 누릴 것들이 남아 있는 상황

조선주 피크아웃을 알리는 선행지표들도 아직 출현하지 않은 상태

신조선가와 중고선가의 '의미 있는 & 동반 하락'

만약 조선업 cycle에 대한 전망을 부정적으로 바꿔야 하는 상황이 도래한다면, 이를 판단할 수 있는 지표의 변화는 신조선가와 중고선가가 의미 있게 하락하는 경우이다. 신조선가는 선주사들의 미래 시황 전망을 반영하는 지표이다. 현재 조선사들의 일감을 감안하면 오늘 선박이 발주되더라도 인도까지는 약 3년 이상이 소요되며, 구매한 선박은 약 20년 이상을 사용해야 한다. 이러한 불확실성을 모두 감안하여 선주사들이 부여하는 선박이라는 자산의 가격이 신조선가이다. 중고선가는 선주들의 단기와 중기 전망을 반영하는 지표이다. 신조선가와 달리, 선박 건조에 걸리는 시간 없이 당장 필요한 선박에 부여할 수 있는 가격이 바로 중고선가이다. 이는 해운 업종의 스팟 혹은 일간 운임 보다는 먼 시계열의 기대를 반영하지만, 신조선가에 비하면 매우 짧은 시계열의 미래 전망을 반영하는 지표이다.

조선주를 경계해야 하는 조건은 신조선가와 중고선가가 '동시에' 그리고 '의미 있는 강도로' 하락할 때이다. 이는 선주들의 단기와 장기 전망이 모두 악화되었음을 의미하기 때문이다. 하지만 아직 조선업에는 투자자들이 경계해야할 만한 징조는 출현하지 않고 있다. 신조선가는 '지수 기준'으로는 2024년 말 대비 소폭 하락했다. 하지만 여전히 역사적 사례들 대비 높은 수준이고, 고사양 선박을 위주로 하는 대형 조선사들의 실질 수주단가는 하락하지 않았다. 중고선가는 지수 기준으로도 오히려 2024년 말 대비 8%나 상승한 상태이다.

주간 신조선가 및 중고선가 지표

(백만달러)	현재	2024년 말	증감 (%)
신조선가			
전체 지수 (지수)	184.3	189.2	-2.5
벌크선 (Capesize)	74.0	76.0	-2.6
유조선 (VLCC)	127.5	129.0	-1.2
컨테이너선 (22,000TEU)	48.5	244.0	-6.7
LNG선 (174,000m^3)	236.0	260.0	-3.3
중고선가			
전체 지수 (지수)	190.0	176.0	8.0
벌크선 (Capesize)	65.5	62.0	5.6
유조선 (VLCC)	118.0	114.0	3.5
유조선 (51,000DWT PC선)	43.0	42.0	2.4

자료: Clarksons

실적 모멘텀의 종료

조선업황에 대한 의견을 하향해야 하는 두 번째 조짐은 실적 모멘텀의 종료이다. 조선업은 기본적으로 수주 지표가 선행하여 개선된 뒤에, 이를 후행적으로 반영하여 실적이 개선된다. 따라서 조선사들의 실적이 둔화된다는 것은, 결국 수주 모멘텀을 지나 실적 모멘텀의 구간까지 이미 지나갔음을 의미한다.

특히 실적은 역설적이지만 조선업이 불황에 진입하는 초기 국면에 정점에 다다른다는 점을 고려할 필요가 있다. 불황의 초기에 조선사들은 과거 호황기 고선가 물량을 매출로 인식하는 가운데, 업황 둔화로 원가에 해당하는 기자재 가격은 하락하고 임금상승률도 둔화되기 때문이다.

상기 관점에서도 아직 조선업종에 대해 주의를 기울여야 하는 조짐은 출현하지 않았다. 앞서 언급한 바와 같이 조선사들의 실적은 현재 수주잔고만으로도 2027년까지 지속 개선될 것으로 판단된다. 2026년의 수주 구성과 선가에 따라서는, 2027년 이후 추가 개선의 여지도 존재한다. 또한 최근의 원가 요인 안정화가 업황의 둔화 때문이 아니라는 점도 중요하다. 철강을 비롯한 원소재 가격은 2021년의 공급망 차질 인해 비정상적으로 급등한 뒤에 현재는 말그대로 안정화되고 있는 추세이다. 인건비 역시 인력부족 문제를 겪었던 조선사들이 외국인 인력을 대량으로 채용했고, 해당 인력의 생산성이 개선되면서 부담이 완화되고 있는 것으로 업황과는 무관하다.

여전히 저평가된 한국 조선사들의 이익 모멘텀

주식시장 내 조선주 선호 현상은 지속될 수 있는 상황

내년에도 주식시장 내 한국 조선주에 대한 관심은 지속될 것으로 판단된다. 이는 2025년에 투자자들이 조선주에 집중했던 근거들이 여전히 그대로 유효하기 때문이다. 우선 첫 번째로 조선업은 여전히 거시경제 변수 및 각종 지정학적 불확실성에서 타 산업 대비 자유롭다. 미국발 관세 영향은 내년에도 제조업체들의 실적에 직간접적으로 영향을 미칠 것으로 판단된다. 업체들의 미국 현지 재고가 소진되고, 관세비용인 연간 실적에 본격 반영되는 것이 2026년이기 때문이다. 조선업종 내 미국 선주사의 제한적인 영향력을 감안하면 관련 영향은 제한적이다. 오히려 미국의 에너지 수출 확대와, 미국 조선 산업 부흥 노력에서 추가적인 모멘텀을 누릴 가능성이 높다. LNG선의 수주 반등과 미국 군수지원함 프로젝트 관련 뉴스들이 조선업에 대한 시장의 관심을 꾸준히 유지시킬 것이다.

또한 조선사들은 현재 3년 치 이상의 일감으로 단기 실적 개선에 대한 가시성이 매우 우수한 편이다. 대부분의 조선사들이 현재 차입금을 크게 줄였거나, 순현금 상태라는 점에서, 금리 인하와 같은 금융시장 여건 변화에 따른 영향도 제한적이다.

두 번째로 조선업종 지표 역시 견고한 수준에서 유지될 것으로 예상된다. 앞서 논의한 것처럼 조선 업황은 여전히 단기, 중기, 장기의 모든 구간에서 호황 국면에 위치하고 있다. 최근 일부에서 제기하고 있는 업황 피크아웃의 우려는, 내년 초 국내 조선사들의 수주가 개시되고 해당 수주의 선가가 견고하다는 점이 확인되는 순간부터 해소될 것이다. 한국 업체들의 수주 관련 모멘텀도 시장 전반과 비교할 때에 양호할 것으로 판단된다. 앞서 언급한 LNG선 수주회복 외에도, 올해 순연된 대형 해양공사의 수주를 기대할 수 있기 때문이다.

세 번째로 실적 모멘텀은 더욱 강력해질 것으로 예상된다. 매출 내 저선가 물량 소진과, 고선가 물량의 반영으로 인한 수익성 개선이 지속될 것이기 때문이다. 실적의 개선은 조선업종 전반의 밸류에이션 부담을 낮추는 역할을 할 것이다. 현재에도 조선업은 대형 기계주(방산, 전력기기 등) 대비 밸류에이션이 부담스러운 수준은 아니다. 이는 조선사들의 이익 추정치가 올해 연중 꾸준히 상향 조정되어 왔기 때문이다. 내년에도 이들에 대한 추가 이익전망 상향 가능성이 존재하는 만큼, 밸류에이션 매력은 추가로 개선될 가능성이 존재한다.

주요 섹터 밸류에이션

(배)	KOSPI200 산업재	KRX 기계장비	조선	방산	전력기계	건설기계	HD현대 중공업	삼성중공업
2025E	32.4	50.0	33.3	28.8	40.2	13.4	33.6	32.5
2026E	24.7	30.3	21.4	20.1	28.7	9.5	17.8*	21.4

참고: 주요 기업들에 대한 컨센서스 이익 추정치 기준; 2025년 11월 28일 종가 기준
*2026년부터 HD현대중공업 수치는 HD현대미포와의 합병을 반영하여 산정
자료: FnGuide, 삼성증권 추정

무엇보다 실적

앞서 언급한 조선주 투자 포인트 중 가장 강력한 부분은 실적 개선이다. 물론 여전히 다수의 투자자들은 조선업 주가를 결정하는 모멘텀은 수주이며, 실적은 제한적인 영향만을 갖는다고 믿고 있다. 하지만, 이는 실제와는 다르다. 시장이 조선사들의 수주에 지대한 관심을 보이는 이유는 수주가 조선사들의 미래 '실적'을 결정하기 때문이다. '현재의' 비용과 수익성이, 미래의 실적을 추정하는 데 핵심적인 근거가 된다는 점을 감안하면, 실적 모멘텀은 여전히 중요하다. 특히 현재와 같이 조선사들이 이미 충분한 일감(=수주잔고)을 확보한 상태이고, 선가 역시 역사상 최고 수준에 도달한 상태임을 감안하면, 미래 이익 전망을 상향할 수 있는 마지막 변수는 이제 생산성과 비용요소이다. 그리고 생산성과 비용구조를 가늠할 수 있는 지표가 바로 현재의 실적이다.

2025년 조선사들의 주가 모멘텀을 주도해 온 지표 역시 실적이다. 2025년에도 조선사들의 주가는 연초 대비 112.5% 상승했다. 하지만, 수주 관련 지표들의 개선폭은 크지 않았다. 비록 기저효과 때문이지만 전세계 수주는 전년 동기 대비 감소했고, 선가도 지수기준으로는 오르지 않았다. 반면, 조선사들의 실적은 의미 있는 수준의 반등에 성공했다. 주요 조선사들에 대한 2025년 이익 전망은 연초 대비 무려 60.4% 상향 조정되었다. 영업이익률 역시 두 자리 수를 기록하면서, 직전 cycle 최고점에 근접하고 있는 상황이다.

실적이 주가를 주도한 사례는 과거 cycle에서도 찾아볼 수 있다. 주요 조선사들의 주가는 2010~2011년에 2007~2008년에 못지 않은 랠리를 펼친 바 있다. 2010~2011년은 수주잔고가 크게 감소하고, 선가가 구조적으로 하락한 뒤였다. 당시 조선주들이 투자자들의 관심을 이끌어낼 수 있었던 유일한 요소는, 2006~2008년에 수주한 고선가 물량의 매출인식과 이로 인한 실적 개선이었다. 급격한 실적개선으로 당시 조선사들의 밸류에이션은 매우 낮은 수준이었으나, 절대 주가를 기준으로는 충분한 랠리가 발생했었다. 현재 조선업은 아직 수주지표가 악화되지 않은 상태에서, 수익성은 오히려 과거 cycle 고점보다 더 높은 수준을 기록할 것으로 예상된다는 점에서, 과거 대비 긍정적인 차이점이 존재한다.

조선주 시가총액 추이

자료: 삼성증권

2010~2011년 cycle의 조선 지표

(백만GT, %)	수주 잔고	잔고 증가율	선가 지수	선가 상승률	신규 수주	수주 증가율	영업 이익률*
2009	340.2	-99.9	137.8	-22.5	34.2	-69.1	6.1
2010	**317.4**	**-6.7**	**141.6**	**2.7**	95.0	178.2	**12.7**
2011	**258.7**	**-18.5**	**139.1**	**-1.7**	63.7	-33.0	**10.0**
2012	186.2	-28.0	126.4	-9.2	41.3	-35.1	5.0

참고: * 국내 5개 대형 조선사의 조선/해양 사업부문의 영업이익률
자료: Clarksons, 삼성증권 추정

실적 모멘텀을 예상하는 이유

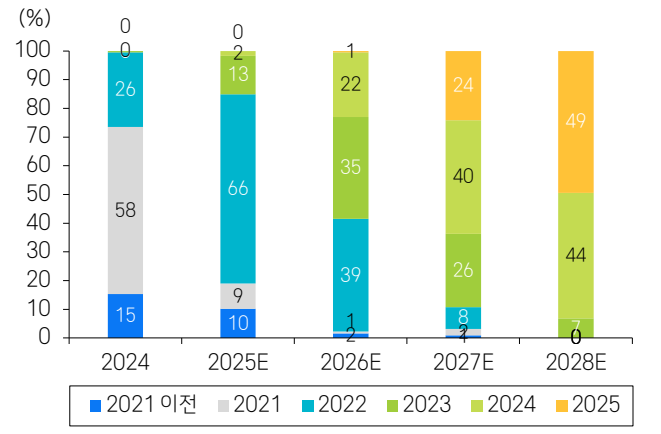
고선가 물량의 매출 인식으로 조선사들의 실적이 향후 개선될 것이라는 점은 이미 알려진 시나리오이다. 올해 이미 국내 조선사들의 실적은 상당한 개선세를 보였다. 그럼에도, 이제부터 조선사들의 실적 개선이 주가에 추가로 모멘텀이 되기 위해서는, 실적이 개선된다는 사실 자체보다, 개선의 '속도'와 '강도'가 얼마나 시장의 예상보다 빠르고 강력할 것인가에 달려있다.

이미 시장은 2025년에 2026년 영업이익 추정치를 연초 대비 57.1%나 상향한 상태이다. 현재의 추정치는 2026년에 2025년 대비 37.6%의 영업이익 성장을 가정 중이다. 하지만 여전히 조선업종의 이익은 시장의 예상보다 빠르게 개선될 가능성이 높고, 시장의 컨센서스도 추가 상향의 가능성이 높다.

이는 시장이 2024년 수주 물량의 매출 반영이 실적에 미치는 영향을 과소평가하고 있다는 판단 때문이다. 2025년 한국 조선사들이 인도할 선박의 65.9%는 2022년에 수주한 물량이며, 나머지 13.3%는 2023년 수주 물량이다. 2026년 인도 선박은 39.2%가 2022년, 35.5%가 2023년 수주 물량이다. 조선사들의 매출이 인도가 아닌 진행기준으로 인식됨을 감안하면, 올해 매출의 약 절반이 2022년에 수주한 물량이며, 아직 2024년 물량의 매출 반영은 미미한 편이다.

조선업종 선가를 고려하면, 2022년 이전 수주 물량은 대부분이 적자이며, 2022년 수주분의 수익성은 한 자리 수의 영업이익률 수준으로 추정된다. 2023년 수주 분부터는 양호한 수익성이 예상되며, 2024년 수주분은 2023년 대비로도 의미 있는 강도의 개선이 예상된다. 참고로 2023년의 '평균' 신조선가 '지수'는 2022년 대비 7.2% 높은 수준이다. 그리고 2024년 신조선가는 2022년 대비 16.8%나 높은 수준이다. 여기에 환율 효과까지 반영하면, 2024년의 연평균 신조선가 지수는 2022년 대비 23.4%나 높다.

대형 조선사의 수주시점별, 선박 인도 일정 breakdown



자료: Clarksons, 삼성증권 추정

2023~2025년 선가 지수 vs 2022년

(지수)	연말 기준	월 평균
2022	162	160
2023	178	171
2024	189	187
2025 YTD	184	187
2022년 대비 (%)		
2023	10.2	7.2
2024	16.9	16.8
2025 YTD	13.9	17.1
2022년 대비 (%, 환율 반영 시)		
2023	12.3	8.3
2024	36.1	23.4
2025 YTD	26.9	28.2

참고: 2025년 수치는 11월 현재 기준
자료: Clarksons, 삼성증권 추정

반면, 현재의 컨센서스는 이를 충분히 반영하고 있다고 보기는 어렵다. 현재 시장 컨센서스는 올해 국내 대형 5사의 영업이익률을 11.6%로 추정 중이다. 그리고 2026년 영업이익률 컨센서스는 2025년 대비 2.5%pt의 개선을 가정 중이며, 2027년은 다시 2026년 대비 단 1.3%pt의 개선을 가정 중이다. 2024년의 선가 상승 강도를 감안하면, 인건비와 재료비 상승을 가정하더라도 보수적인 수치이다. 여전히 상향 조정의 가능성이 높다는 판단이다. 또한 비용의 측면에서도, 외국인 노동자들의 생산성 개선이 인건비와 강재가격 상승 관련 리스크를 일정부분 상쇄하고 있다는 점을 고려해야 한다.

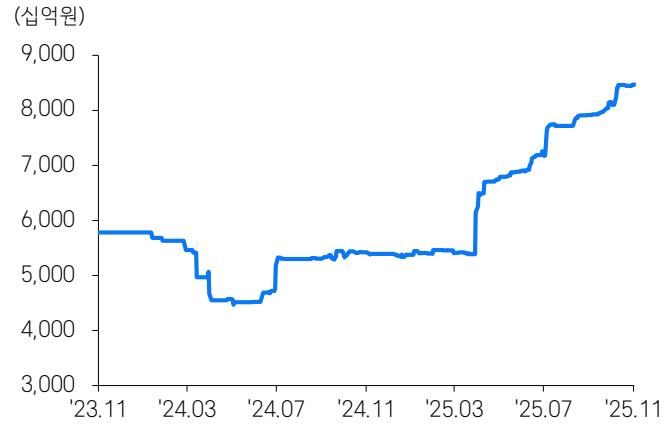
2026년 이후의 이익전망 역시 상향의 여지가 존재한다. 앞서 언급한 바와 같이 현재 시장의 2027년 영업이익률 전망은 2026년 대비 단 1.3%pt의 개선을 가정 중이다. 물론, 올해 평균 신조선가 지수는 2024년과 동일한 수주에서 정체되어 있다. 또한 2024년 연말 대비로는 오히려 소폭 하락한 상황이다. 하지만, 2027년에 2024년 이후 수주 선박의 매출인식이 더욱 확대될 예정이고, 2025년의 평균 신조선가 지수 역시 환율을 감안할 때에 2024년 대비 높다는 점을 고려해야 한다. 또한 고사양 친환경선을 위주로 수주한 한국 조선사들의 실질 수주단가가, 지수 대비 높은 수준이라는 점까지 고려하면, 2027년 추정치는 2026년 대비 더욱 보수적인 수준이다. 결론적으로 이익추정치 상향으로 인한 밸류에이션 부담 완화는 지속가능한 현상이다.

현재 시장의 영업이익률 컨센서스

(%)	HD현대중공업	HD현대미포	HD현대삼호*	삼성중공업	한화오션	합계**
2025 컨센서스	12.3	9.1	19.0	8.1	10.3	11.6
2026 컨센서스	15.0	11.8	19.5	11.6	12.6	14.1
2027 컨센서스	16.9	13.4	18.2	13.5	14.2	15.4
최근 20년 최고	16.0	15.2	19.1	8.3	10.8	12.7

참고: * 한국조선해양 연결에서 HD현대중공업과 HD현대미포를 차감하여 산출
** 5개 대형 조선사 매출과 영업이익을 단순 합산하여 산출
자료: 삼성증권, FnGuide, 각 사

국내 주요 조선사 2026년 영업이익 컨센서스 추이



참고: HD한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션 합산 기준
자료: FnGuide, 삼성증권

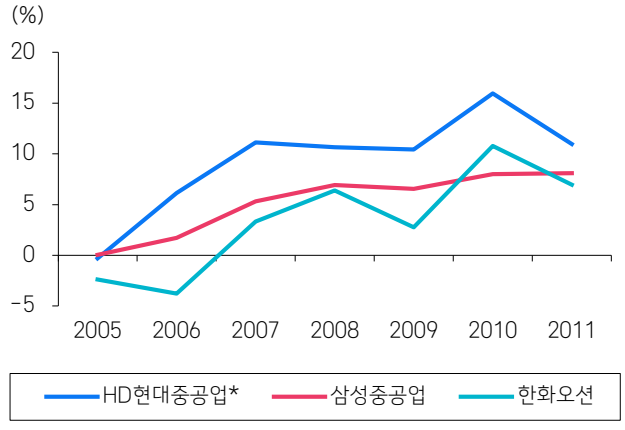
2026년에도 HD현대그룹 조선사를 선호

올해에도 업종 내에서는 HD현대그룹 조선사들을 선호하며, 그룹 내에서도 HD현대중공업을 최선호주로 추천한다. 선호의 첫 번째 이유는 여전히 엔진사업의 존재이다. HD현대중공업이 보유한 엔진사업 부문은 여전히 높은 수익성을 유지하고 있다. 엔진의 높은 수익성은, 외부 엔진 판매에 따른 전사 실적 개선효과와 엔진 자체조달에 따른 조선사업 부문의 원가 절감 효과를 동시에 누릴 수 있음을 의미한다. 실제로 HD현대중공업은 과거 cycle에서 국내 대형사들 중에서도 가장 높은 영업이익률을 기록해 왔으며, 현재에도 경쟁사들 대비 더 높은 이익률을 기록 중이다. 수주의 측면에서도 친환경 선박 기술의 핵심인 엔진을 보유한 HD현대중공업이 고객에게 더 많은 대안을 제시할 수 있다.

두 번째는 실적 추가 개선의 가시성이 높다는 점이다. 그룹의 비상장 조선사인 HD현대삼호의 올해 누적 영업이익률은 17% 수준으로 추정된다. HD현대중공업을 포함한 국내 대형 조선사들 중에서 가장 월등한 수준이다. HD현대중공업의 기술력과 원자재 조달 전략이 HD현대삼호보다 부족하다고 보기 어렵다. 단지, HD현대삼호가 고선가 물량을 먼저 매출에 반영하고 있을 뿐이다. 참고로 HD현대중공업의 올해 매출에서 2023년 이전 수주분의 비중은 여전히 56%로 추정되는 반면 HD현대삼호는 34% 수준 정도로 추정된다. 결론적으로 HD현대중공업이 미래 상선사업에서 HD현대삼호가 보여준 수익성에 도달할 수 있다는 점을 의심할 필요는 없다. 엔진 자체조달로 인한 효과까지 감안하면, 사실 상선 수익성은 이론적으로 HD현대삼호보다 우수할 수 있다. 물론 HD현대중공업의 해양사업부문 수익성이 아직은 정상화되지 못했지만, 해당 영향은 엔진부문의 사외 판매에서 창출하는 수익성으로 충분히 상쇄 가능하다.

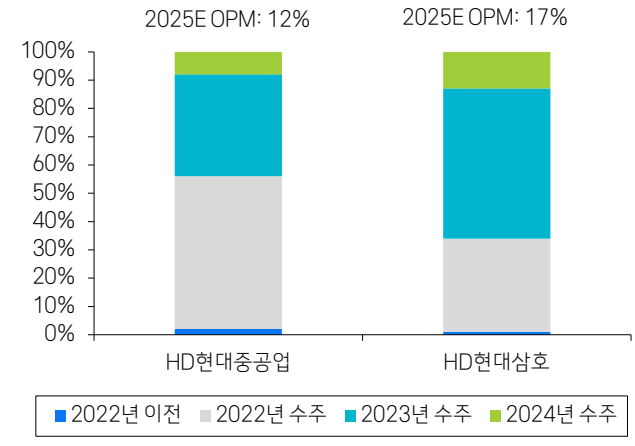
세 번째는 밸류에이션이다. 엔진사업이라는 프리미엄 요소와, 우수한 수익성에도 HD현대중공업은 경쟁사 대비 밸류에이션 측면에서 오히려 할인 거래되고 있다. 이는 일부 경쟁사가 미국 진출과 방위산업 관련 프리미엄을 누리고 있기 때문이다. 하지만 HD현대중공업 역시 방위사업을 영위하고 있고 HD현대미포와의 합병을 통해 방위사업 영역을 더 확대할 예정이며, 미국 진출의 방식도 현지 업체를 활용한 안정적인 방식을 취하고 있다는 점에서 할인은 정당하지 않다. 물론, 과거 cycle에서 HD현대중공업이 경쟁사들 대비 큰 폭의 프리미엄에서 거래되었던 것은 아니다. 하지만, 당시의 HD현대중공업은 조선 외에도 전력기기, 건설장비, 신재생 에너지 등을 포함한 일종의 복합 기업이었다.

과거 cycle에서 대형 조선소 영업이익률 비교



참고: * 분할 전 현대중공업 별도 실적에서, 전기전자와 건설장비 사업을 차감
자료: HD한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션

수주 시점별 2025년 매출 breakdown 및 예상 영업이익률



참고: HD현대중공업은 합병효과를 반영하지 않은 수치
자료: 삼성증권 추정

조선업 Peer valuation

		HD한국조선해양	HD현대중공업*	삼성중공업	한화오션	HD현대마린솔루션	한화엔진	HD현대마린엔진	Wartsila	Seatrium
종목코드		009540KS	329180KS	010140KS	042660KS	443060KS	082740KS	071970KS	WRT1VEU	STMSP
상장국가		한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국	핀란드	싱가포르
시가총액(백만달러)		19,734	32,300	14,723	22,460	5,626	2,395	1,799	19,151	5,618
P/E (배)	2024	24.8	76.4	338.9	62.5	36.3	19.0	9.9	20.1	44.9
	2025E	12.8	32.5	34.5	37.6	31.8	35.3	38.5	27.2	22.4
	2026E	8.9	21.0	20.8	23.7	21.8	23.2	27.1	24.9	14.3
	2027E	6.9	15.3	15.8	19.5	18.2	16.7	19.2	22.6	11.0
P/B (배)	2024	2.6	8.3	5.7	6.8	10.7	3.9	2.7	4.0	1.1
	2025E	2.2	7.0	4.9	5.8	9.6	7.0	6.8	5.7	1.1
	2026E	1.9	5.0	4.2	4.7	8.2	5.6	5.4	5.1	1.0
	2027E	1.5	3.9	3.5	3.8	7.0	4.3	4.2	4.6	1.0
EV/EBITDA (배)	2024	12.6	46.7	30.1	90.3	27.5	14.7	18.4	11.1	12.8
	2025E	5.4	18.8	20.3	30.7	20.9	23.4	32.9	15.5	9.8
	2026E	3.1	13.1	11.8	20.4	15.2	15.5	19.6	14.5	8.2
	2027E	1.7	9.3	8.8	14.6	12.1	11.2	14.4	13.4	7.4
EPS 성장률 (%)	2024	428.8	2,417.7	-143.1	230.3	35.7	7,299.1	165.2	42.2	nm
	2025E	93.5	135.2	881.5	66.3	14.1	23.6	-25.6	21.2	182.4
	2026E	44.5	55.0	65.6	58.9	45.7	52.3	42.3	9.1	56.3
	2027E	27.9	37.4	31.9	21.6	20.0	39.0	40.9	10.3	30.0
ROE (%)	2024	11.0	11.4	1.8	11.5	45.0	25.6	28.3	21.2	2.5
	2025E	18.8	23.4	15.3	16.7	32.0	21.8	19.6	21.9	5.1
	2026E	24.0	29.6	21.8	21.9	40.6	25.8	22.2	21.4	7.4
	2027E	26.0	28.8	24.0	21.4	41.7	29.0	24.4	20.8	9.3

참고: 2025년 11월 28일 종가 기준; *HD현대중공업은 2026년 추정치부터 HD현대미포와의 합병 효과를 반영
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

COMPANY
UPDATE

2025. 12. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

HD현대중공업 (329180)

이번 cycle에도 가장 우수할 예정

- 이번 호황에도 경쟁사들보다 우수한 수익성을 기록할 것. 그룹사인 HD현대삼호가 보여준 높은 이익률이 그 증거. 이론적인 원가구조는 HD현대중공업이 더 우수
- 엔진사업을 기반으로 한 우수한 수익성과 친환경선에서의 경쟁력은 여전히 우월. 최근 시장이 열광하는 해양 방산사업도 순항 중. 밸류에이션 부담도 낮은 편

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	890,000원 66.4%
현재주가	535,000원
시가총액	47.5조원
주식수 (유동주식 비중)	104,962,734주 (25.8%)
52주 최저/최고	208,000원/624,000원
60일-평균거래대금	1,348.0억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
HD현대중공업 (%)	-9.9	34.6	137.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.0	-8.5	51.3

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	890,000	890,000	0.0%
2025E EPS	16,469	16,469	0.0%
2026E EPS	25,533	24,354	4.8%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	17
목표주가	729,765
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

이번 cycle도 경쟁사보다 우수한 수익성이 예정: HD현대중공업은 이번 cycle에도 대형사 중 가장 우수한 이익률을 기록할 것으로 예상. 그룹 관계사인 HD현대삼호의 높은 이익률이 이를 뒷받침하는 가장 확실한 증거. HD현대중공업과 HD현대삼호는 주력 선종 구성과, 기자재 구매 방식 등에 큰 차이 없는 그룹 관계사. 오히려 엔진을 자체 제작하는 HD현대중공업이 이론적인 원가구조는 우수. 결국 HD현대삼호가 기록한 올해의 높은 이익률은 단순히 2023~2024년의 고선가 수주가, HD현대중공업 대비 이른 시점에 매출로 반영되었기 때문. 이는 HD현대중공업이 고선가 수주분의 매출인식을 통해 손쉽게 HD현대삼호 수준 이상의 이익률에 도달할 수 있음을 시사.

사실상 할인 거래 상태: HD현대미포와의 합병도 마무리. 반대매수 청구 규모도 미미. 관련 불확실성이 해소되었음을 시사. 더불어 HD현대미포의 예상보다 빠른 수익성 개선으로, 합병 후 전사 이익률 하락 우려도 해소. HD현대미포와의 합병을 반영한 HD현대중공업의 밸류에이션은 현재 경쟁사들 대비 할인 상태. HD현대중공업의 엔진사업을 중심으로 한 친환경선 분야에서의 경쟁력과 우수한 수익성만을 반영해도, 할인보다는 프리미엄이 타당. 여기에 최근 시장에서 큰 관심을 기울이고 있는 해양 방산 분야 사업도 순조롭게 진행 중. 동사는 미국 헌팅턴잉걸스와 차세대 군수지원함 개발을 추진 중이며, 페루 시마조선소와는 호위함과 잠수함 공동 건조사업을 진행 중. 미군 군함 MRO사업에도 성공적으로 진출. HD현대미포 도크를 활용한 추가 방산 사업 성장까지 기대되는 상황.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	14,486	17,018	24,343	27,978
영업이익 (십억원)	705	2,097	3,543	4,834
순이익 (십억원)	622	1,462	2,723	3,740
EPS (adj) (원)	7,001	16,469	25,533	35,074
EPS (adj) growth (%)	2,417.7	135.2	55.0	37.4
EBITDA margin (%)	7.0	14.2	16.2	18.8
ROE (%)	11.4	23.4	29.6	28.8
P/E (adj) (배)	76.4	32.5	21.0	15.3
P/B (배)	8.3	7.0	5.0	3.9
EV/EBITDA (배)	46.7	18.8	13.1	9.3
Dividend yield (%)	0.4	0.7	1.2	1.5

참고: HD현대미포 합병효과는 2026년부터 반영/ 자료: HD현대중공업, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**11,964**	**14,486**	**17,018**	**24,343**	**27,978**
매출원가	11,309	12,993	14,121	19,750	21,961
매출총이익	**655**	**1,494**	**2,898**	**4,594**	**6,016**
(매출총이익률, %)	5.5	10.3	17.0	18.9	21.5
판매 및 일반관리비	476	789	801	1,051	1,182
영업이익	**179**	**705**	**2,097**	**3,543**	**4,834**
(영업이익률, %)	1.5	4.9	12.3	14.6	17.3
영업외손익	**-144**	**93**	**-186**	**40**	**87**
금융수익	631	964	738	521	335
금융비용	1,124	3,244	1,445	773	310
지분법손익	-0	-0	-0	-0	-0
기타	349	2,373	521	292	62
세전이익	**34**	**798**	**1,911**	**3,583**	**4,921**
법인세	10	177	449	860	1,181
(법인세율, %)	28.2	22.1	23.5	24.0	24.0
계속사업이익	25	622	1,462	2,723	3,740
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**25**	**622**	**1,462**	**2,723**	**3,740**
(순이익률, %)	0.2	4.3	8.6	11.2	13.4
지배주주순이익	25	622	1,462	2,680	3,681
비지배주주순이익	0	0	0	43	59
EBITDA	457	1,011	2,419	3,950	5,255
(EBITDA 이익률, %)	3.8	7.0	14.2	16.2	18.8
EPS (지배주주)	278	7,001	16,469	25,533	35,074
EPS (연결기준)	278	7,001	16,469	25,942	35,635
수정 EPS (원)*	278	7,001	16,469	25,533	35,074

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**8,800**	**10,403**	**14,544**	**21,326**	**26,510**
현금 및 현금등가물	928	1,258	3,470	5,598	8,290
매출채권	1,099	1,393	1,865	2,668	3,066
재고자산	1,310	1,511	1,865	3,001	3,449
기타	5,463	6,242	7,344	10,058	11,705
비유동자산	**8,334**	**8,988**	**9,282**	**12,554**	**12,521**
투자자산	308	1,070	1,070	1,070	1,071
유형자산	6,452	6,610	6,721	9,994	9,984
무형자산	108	128	102	101	78
기타	1,465	1,180	1,389	1,389	1,388
자산총계	**17,134**	**19,391**	**23,826**	**33,879**	**39,031**
유동부채	**9,945**	**11,796**	**13,983**	**18,772**	**19,939**
매입채무	1,299	1,535	1,865	2,734	3,143
단기차입금	960	28	800	700	500
기타 유동부채	7,686	10,233	11,318	15,337	16,297
비유동부채	**1,981**	**1,890**	**3,032**	**3,798**	**4,810**
사채 및 장기차입금	1,569	752	472	292	162
기타 비유동부채	412	1,139	2,560	3,506	4,649
부채총계	**11,926**	**13,686**	**17,015**	**22,570**	**24,750**
지배주주지분	**5,207**	**5,704**	**6,811**	**11,310**	**14,281**
자본금	444	444	444	525	525
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	5,145	5,145
이익잉여금	773	1,288	2,395	4,498	7,470
기타	868	850	850	1,142	1,142
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**5,207**	**5,704**	**6,811**	**11,310**	**14,281**
순부채	2,067	-238	-2,104	-4,515	-7,454

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**169**	**2,884**	**2,197**	**3,911**	**3,420**
당기순이익	25	622	1,462	2,723	3,740
현금유출입없는 비용 및 수익	222	149	1,103	951	887
유형자산 감가상각비	268	293	307	395	409
무형자산 상각비	10	13	15	12	12
기타	-56	-157	781	544	467
영업활동 자산부채 변동	-77	2,114	-368	237	-1,208
투자활동에서의 현금흐름	**-478**	**-499**	**-418**	**-1,502**	**-398**
유형자산 증감	-469	-452	-418	-1,502	-398
장단기금융자산의 증감	244	-1,282	0	0	0
기타	-253	1,235	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**503**	**-2,049**	**433**	**-280**	**-330**
차입금의 증가(감소)	369	-532	433	-280	-330
자본금의 증가(감소)	5	-1	0	0	0
배당금	0	-186	-207	-355	-444
기타	129	-1,330	207	355	444
현금증감	184	330	2,212	2,129	2,692
기초현금	744	928	1,258	3,470	5,598
기말현금	928	1,258	3,470	5,598	8,290
Gross cash flow	**246**	**770**	**2,565**	**3,674**	**4,628**
Free cash flow	**-309**	**2,420**	**1,767**	**2,397**	**3,010**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	32.3	21.1	17.5	43.0	14.9
영업이익	흑전	294.8	197.3	68.9	36.5
순이익	흑전	2,417.3	135.2	86.2	37.4
수정 EPS**	흑전	2,417.7	135.2	55.0	37.4
주당지표					
EPS (지배주주)	278	7,001	16,469	25,533	35,074
EPS (연결기준)	278	7,001	16,469	25,942	35,635
수정 EPS**	278	7,001	16,469	25,533	35,074
BPS	58,660	64,259	76,728	107,752	136,060
DPS (보통주)	0	2,090	4,000	6,500	8,000
Valuations (배)					
P/E***	1,923.9	76.4	32.5	21.0	15.3
P/B***	9.1	8.3	7.0	5.0	3.9
EV/EBITDA	108.5	46.7	18.8	13.1	9.3
비율					
ROE (%)	0.5	11.4	23.4	29.6	28.8
ROA (%)	0.1	3.4	6.8	9.3	10.1
ROIC (%)	1.8	9.2	25.5	30.5	33.6
배당성향 (%)	0.0	29.9	24.3	25.5	22.8
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.4	0.7	1.2	1.5
순부채비율 (%)	39.7	-4.2	-30.9	-39.9	-52.2
이자보상배율 (배)	1.4	4.7	23.2	37.7	

참고: HD현대미포 합병효과는 2026년 추정치부터 반영
* 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: HD현대중공업, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2025. 12. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

HD한국조선해양 (009540)

현금의 활용 방안이 결정할 주가

- 그룹 조선부문 중간지주인 HD한국조선해양이 자회사와 유사한 주가 상승률 기록
- 이로 인해, NAV 대비 할인율은 축소. 하지만 아직은 현재 자회사 가치만으로도 추가 상승여력 정당화 가능. 조선 호황에 따른 자회사 가치 추가 상승기회도 존재
- 보유 현금을 통한 주주환원 정책, 혹은 신사업 투자 시 추가 리레이팅도 가능

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	620,000원 51.2%
현재주가	410,000원
시가총액	29.0조원
주식수 (유동주식 비중)	70,773,116주 (63.2%)
52주 최저/최고	186,200원/479,500원
60일-평균거래대금	1,057.7억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
HD한국조선해양 (%)	-10.9	41.6	93.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.0	-3.7	23.7

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	620,000	620,000	0.0%
2025E EPS	32,048	32,048	0.0%
2026E EPS	46,315	46,315	0.0%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	16
목표주가	570,313
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

자회사 가치 상승분을 반영하는 중: 조선업 전반의 호황과, HD그룹 조선부문 구조재편에 대한 긍정적 시각으로, HD한국조선해양 주가는 올해 연중 견고한 흐름을 지속. 올해 주가 상승률은 자회사인 HD현대중공업과 유사. 다만, 견고한 주가 흐름으로, NAV대비 할인율은 다시 과거 평균 수준으로 회귀. 또한 조선업 전반의 이익률 개선으로, 비상장 자회사인 HD현대삼호의 한 차원 높은 수익성에 대한 관심도 최근 희석. 참고로 일부 투자자들은 HD현대삼호에 대한 간접 투자를 목적으로 HD한국조선해양 지분을 매입. 하지만 여전히 현재 자회사들의 주가 수준만으로도 추가 상승여력을 설명하는 것이 가능한 상태. 또한 조선업종 밸류에이션의 추가 리레이팅과 업종 내 HD그룹의 프리미엄, 그리고 이를 HD한국조선해양 주가가 반영할 가능성도 충분.

늘어날 현금, 활용방안에 기대: HD한국조선해양은 여전히 별도 기준 2.1조 원에 달하는 순 현금을 보유 중. 조선업 호황과 자회사들 실적 개선으로, 배당수입 역시 확대될 것으로 예상. 늘어나는 현금의 활용 방안에 따라서는, 자회사 가치 상승 가능성을 배제해도 추가 리레이팅이 가능. 구체적으로는 먼저 동사가 늘어나는 현금을 주주환원 정책에 활용하는 것이 가능. 그룹 지주사인 HD현대가 직접 지분을 보유한 조선자회사가 HD한국조선해양이라는 점에서, 적극적인 주주 환원 정책의 유인은 충분. 두 번째로 성장성이 높은 신사업에 대한 투자로 활용하는 것도 긍정적. 필리핀 조선소 투자 및 미국 사업진출을 위한 자회사 설립이 좋은 예. 일부 투자자들은 해당 자회사들을 HD한국조선해양의 자체사업으로 취급할 가능성이 존재하기 때문.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	25,539	30,040	33,756	37,672
영업이익 (십억원)	1,434	4,021	5,273	6,697
지배주주순이익 (십억원)	1,172	2,268	3,278	4,192
EPS (adj) (원)	16,565	32,048	46,315	59,238
EPS (adj) growth (%)	428.8	93.5	44.5	27.9
EBITDA margin (%)	7.7	13.4	17.2	19.1
ROE (%)	11.0	18.8	24.0	26.0
P/E (adj) (배)	24.8	12.8	8.9	6.9
P/B (배)	2.6	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA (배)	14.2	6.2	3.6	2.1
Dividend yield (%)	1.2	1.8	2.4	3.2

자료: HD한국조선해양, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**21,296**	**25,539**	**30,040**	**33,756**	**37,672**
매출원가	20,248	22,943	24,827	27,145	29,482
매출총이익	**1,048**	**2,595**	**5,213**	**6,612**	**8,190**
(매출총이익률, %)	4.9	10.2	17.4	19.6	21.7
판매 및 일반관리비	766	1,161	1,192	1,339	1,493
영업이익	**282**	**1,434**	**4,021**	**5,273**	**6,697**
(영업이익률, %)	1.3	5.6	13.4	15.6	17.8
영업외손익	**-290**	**389**	**-386**	**259**	**379**
금융수익	1,229	1,877	1,690	1,138	915
금융비용	2,095	5,179	2,581	1,074	450
지분법손익	0	-0	-0	-0	-0
기타	576	3,690	505	196	-86
세전이익	**-8**	**1,823**	**3,635**	**5,532**	**7,076**
법인세	-153	368	800	1,383	1,769
(법인세율, %)	1,901.3	20.2	22.0	25.0	25.0
계속사업이익	145	1,455	2,835	4,149	5,307
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**145**	**1,455**	**2,835**	**4,149**	**5,307**
(순이익률, %)	0.7	5.7	9.4	12.3	14.1
지배주주순이익	222	1,172	2,268	3,278	4,192
비지배주주순이익	-77	282	567	871	1,114
EBITDA	754	1,960	4,030	5,823	7,203
(EBITDA 이익률, %)	3.5	7.7	13.4	17.2	19.1
EPS (지배주주)	3,133	16,565	32,048	46,315	59,238
EPS (연결기준)	2,048	20,553	40,060	58,626	74,984
수정 EPS (원)*	3,133	16,565	32,048	46,315	59,238

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**17,735**	**20,431**	**25,633**	**32,214**	**39,400**
현금 및 현금등가물	3,018	3,717	7,036	11,749	17,291
매출채권	1,049	1,264	1,481	1,665	1,858
재고자산	2,006	2,232	2,626	3,237	3,612
기타	11,662	13,218	14,490	15,564	16,638
비유동자산	**14,507**	**16,288**	**16,644**	**16,968**	**17,241**
투자자산	976	2,173	2,173	2,173	2,173
유형자산	10,504	11,111	11,452	11,763	12,025
무형자산	191	375	390	403	415
기타	2,838	2,629	2,629	2,629	2,629
자산총계	**32,243**	**36,719**	**42,276**	**49,182**	**56,641**
유동부채	**17,498**	**19,325**	**21,549**	**24,109**	**26,297**
매입채무	1,915	2,247	2,634	2,959	3,303
단기차입금	926	187	400	600	300
기타 유동부채	14,657	16,891	18,515	20,550	22,694
비유동부채	**2,375**	**3,238**	**4,769**	**6,397**	**8,205**
사채 및 장기차입금	1,696	854	704	664	644
기타 비유동부채	679	2,385	4,065	5,733	7,561
부채총계	**19,872**	**22,563**	**26,318**	**30,506**	**34,501**
지배주주지분	**9,904**	**11,099**	**12,902**	**15,619**	**19,083**
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	14,374	15,084	16,932	19,649	23,112
기타	-7,284	-6,938	-6,983	-6,983	-6,983
비지배주주지분	**2,466**	**3,056**	**3,056**	**3,056**	**3,056**
자본총계	**12,370**	**14,156**	**15,959**	**18,676**	**22,139**
순부채	-706	-4,230	-7,079	-11,249	-16,652

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**2,082**	**4,289**	**4,131**	**5,428**	**6,718**
당기순이익	145	1,455	2,835	4,149	5,307
현금유출입이없는 비용 및 수익	427	465	1,575	1,171	1,028
유형자산 감가상각비	459	504	534	564	594
무형자산 상각비	13	22	43	44	46
기타	-45	-60	998	562	388
영업활동 자산부채 변동	1,510	2,369	-279	108	383
투자활동에서의 현금흐름	**-1,267**	**-1,233**	**-876**	**-876**	**-856**
유형자산 증감	-798	-866	-876	-876	-856
장단기금융자산의 증감	-135	-2,437	0	0	0
기타	-333	2,071	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**-485**	**-2,359**	**63**	**160**	**-320**
차입금의 증가(감소)	-530	323	63	160	-320
자본금의 증가(감소)	-8	140	0	0	0
배당금	-3	-1	0	0	0
기타	56	-2,821	0	0	0
현금증감	321	699	3,319	4,713	5,542
기초현금	2,697	3,018	3,717	7,036	11,749
기말현금	3,018	3,717	7,036	11,749	17,291
Gross cash flow	**572**	**1,920**	**4,410**	**5,320**	**6,335**
Free cash flow	**1,260**	**3,398**	**3,231**	**4,528**	**5,838**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	23.1	19.9	17.6	12.4	11.6
영업이익	흑전	408.1	180.4	31.1	27.0
순이익	흑전	903.6	94.9	46.3	27.9
수정 EPS**	흑전	428.8	93.5	44.5	27.9
주당지표					
EPS (지배주주)	3,133	16,565	32,048	46,315	59,238
EPS (연결기준)	2,048	20,553	40,060	58,626	74,984
수정 EPS**	3,133	16,565	32,048	46,315	59,238
BPS	139,936	156,831	182,303	220,697	269,638
DPS (보통주)	0	5,100	7,500	10,000	13,000
Valuations (배)					
P/E***	130.9	24.8	12.8	8.9	6.9
P/B***	2.9	2.6	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	40.8	14.2	6.2	3.6	2.1
비율					
ROE (%)	1.2	11.0	18.8	24.0	26.0
ROA (%)	0.7	3.4	5.7	7.2	7.9
ROIC (%)	-46.1	11.8	28.6	31.4	39.8
배당성향 (%)	0.0	30.8	23.4	21.6	21.9
배당수익률 (보통주, %)	0.0	1.2	1.8	2.4	3.2
순부채비율 (%)	-5.7	-29.9	-44.4	-60.2	-75.2
이자보상배율 (배)	1.5	7.0	37.0	45.1	60.4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: HD한국조선해양, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2025. 12. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

삼성중공업 (010140)

언제나 안전하고 무난한 대안

- 삼성중공업은 2025년에 인상적인 이익 성장을 기록. 하지만 영업이익률은 여전히 경쟁사 대비 다소 낮은 편. 이는 동사의 100% 환 헤지 전략의 결과
- 2023~2024년에 고선가에 수주하여, 높은 환율에 헤지한 물량이 향후 매출에 반영되면서 경쟁사와의 수익성 격차도 좁혀질 것
- 최근 성장 전략은 시장 기대 및 과거 대비 과감. 외주 야드를 통한 생산 확대로 추가 매출을 창출할 수 있는 기반을 구축 중. 미국 사업 진출도 추진 중

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	33,000원	34.1%
현재주가	24,600원	
시가총액	21.6조원	
주식수 (유동주식 비중)	880,000,000주 (76.2%)	
52주 최저/최고	9,990원/30,300원	
60일-평균거래대금	1,413.7억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
삼성중공업 (%)	-17.9	57.0	107.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-16.1	6.8	32.5

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	33,000	33,000	0.0%
2025E EPS	712	712	0.0%
2026E EPS	1,180	1,180	0.0%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	21
목표주가	31,810
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

수익성 개선 시점이 다가오는 중: 삼성중공업 영업이익은 올해 전년 대비 66% 성장할 것으로 예상. 빠른 성장세이나, 영업이익률은 여전히 경쟁사 대비 다소 낮은 수준. 격차의 가장 큰 원인은 헤지 정책. 동사는 수주 즉시 외환 노출분 전체를 헤지. 이로 인해 당장은 환율 하락 수혜를 누리지 못한 편. 하지만, 동사도 높은 선가와 환율에 수주하여 헤지한 2023~2024년 물량의 매출인식이 점차 확대되는 구간에 진입할 것. 해당 물량이 매출에 반영되면 경쟁사와의 수익성 격차도 좁혀질 것.

예상 외의 성장 전략: 기존 삼성중공업은 경쟁사 대비 안정성을 추구해왔던 편. 100% 환헤지 정책이 대표적인 예. 하지만 역설적으로 보수적인 전략은 호황기에는 경쟁사 대비 성장 속도가 느려질 수 있음을 의미. 하지만 최근의 삼성중공업 성장 전략은 예상 외로 과감한 편. 먼저, 동사는 적극적인 외주 조선소를 활용 중. 중국의 Paxocean, 베트남의 PVSM, 국내 성동조선을 저부가선 건조에 활용하여, 설비투자 없이 추가 매출을 확보. 최근 언론보도에 따르면, 베트남에 직접 야드 건설 역시 검토. 또한 미국 전략상선 시장 진입을 위한 Vigor Maritime Group과 MOU도 체결. 이러한 확장전략과, 고선가 물량 매출 반영으로 인한 수익성 개선은 결국 경쟁사와의 밸류에이션 격차를 좁히는 근거가 될 것.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	9,903	10,658	13,009	14,552
영업이익 (십억원)	503	838	1,491	1,880
지배주주순이익 (십억원)	64	627	1,038	1,370
EPS (adj) (원)	73	712	1,180	1,557
EPS (adj) growth (%)	흑전	881	66	32
EBITDA margin (%)	8.0	10.6	13.7	15.0
ROE (%)	1.8	15.3	21.8	24.0
P/E (adj) (배)	338.9	34.5	20.8	15.8
P/B (배)	5.7	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA (배)	30.2	20.4	11.9	8.8
Dividend yield (%)	0.0	0.6	1.2	1.2

자료: 삼성중공업, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**8,009**	**9,903**	**10,658**	**13,009**	**14,552**
매출원가	7,364	8,983	9,287	10,883	11,966
매출총이익	**645**	**921**	**1,372**	**2,126**	**2,586**
(매출총이익률, %)	8.1	9.3	12.9	16.3	17.8
판매 및 일반관리비	412	418	534	636	705
영업이익	**233**	**503**	**838**	**1,491**	**1,880**
(영업이익률, %)	2.9	5.1	7.9	11.5	12.9
영업외손익	**-529**	**-818**	**-145**	**-99**	**-45**
금융수익	143	182	211	137	125
금융비용	290	362	337	245	177
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-382	-639	-20	8	7
세전이익	**-296**	**-316**	**692**	**1,392**	**1,836**
법인세	-140	-369	62	348	459
(법인세율, %)	47.4	117.1	9.0	25.0	25.0
계속사업이익	-156	54	630	1,044	1,377
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-156**	**54**	**630**	**1,044**	**1,377**
(순이익률, %)	-1.9	0.5	5.9	8.0	9.5
지배주주순이익	-148	64	627	1,038	1,370
비지배주주순이익	-7	-10	3	5	7
EBITDA	474	792	1,128	1,785	2,178
(EBITDA 이익률, %)	5.9	8.0	10.6	13.7	15.0
EPS (지배주주)	-168	73	712	1,180	1,557
EPS (연결기준)	-177	61	716	1,186	1,565
수정 EPS (원)*	-168	73	712	1,180	1,557

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**9,245**	**9,370**	**11,716**	**15,089**	**18,215**
현금 및 현금등가물	584	956	1,475	2,985	4,914
매출채권	388	1,030	876	1,069	1,196
재고자산	1,729	452	2,336	2,851	3,189
기타	6,544	6,931	7,029	8,184	8,916
비유동자산	**6,348**	**7,825**	**7,268**	**6,688**	**6,105**
투자자산	461	1,680	1,680	1,680	1,680
유형자산	5,209	5,116	4,535	3,934	3,333
무형자산	27	28	52	73	91
기타	651	1,001	1,001	1,001	1,001
자산총계	**15,593**	**17,195**	**18,984**	**21,778**	**24,320**
유동부채	**11,232**	**12,029**	**12,922**	**14,471**	**15,519**
매입채무	833	623	672	820	917
단기차입금	1,850	2,156	2,000	1,800	1,700
기타 유동부채	8,550	9,251	10,250	11,852	12,902
비유동부채	**952**	**1,416**	**1,727**	**2,197**	**2,585**
사채 및 장기차입금	516	137	127	137	137
기타 비유동부채	436	1,279	1,600	2,060	2,449
부채총계	**12,184**	**13,445**	**14,649**	**16,668**	**18,105**
지배주주지분	**3,439**	**3,795**	**4,380**	**5,155**	**6,261**
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,641	-867	239
기타	232	554	645	645	645
비지배주주지분	**-30**	**-45**	**-45**	**-45**	**-45**
자본총계	**3,409**	**3,749**	**4,335**	**5,110**	**6,216**
순부채	2,811	2,214	1,311	-505	-2,583

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**-516**	**655**	**391**	**1,386**	**1,715**
당기순이익	-156	54	630	1,044	1,377
현금유출입이없는 비용 및 수익	355	483	322	341	337
유형자산 감가상각비	238	286	287	287	288
무형자산 상각비	3	4	4	7	10
기타	115	194	31	47	39
영업활동 자산부채 변동	-716	118	-561	1	1
투자활동에서의 현금흐름	**-195**	**311**	**294**	**314**	**314**
유형자산 증감	-152	210	294	314	314
장단기금융자산의 증감	422	-1,770	0	0	0
기타	-465	1,870	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**376**	**-599**	**-166**	**-190**	**-100**
차입금의 증가(감소)	-22	1,889	-166	-190	-100
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	132	0	0
기타	398	-2,488	-132	0	0
현금증감	-335	372	519	1,510	1,928
기초현금	919	584	956	1,475	2,985
기말현금	584	956	1,475	2,985	4,914
Gross cash flow	**200**	**537**	**952**	**1,385**	**1,714**
Free cash flow	**-670**	**481**	**261**	**1,276**	**1,605**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	34.7	23.6	7.6	22.1	11.9
영업이익	흑전	115.4	66.6	77.9	26.2
순이익	적지	흑전	1,069.5	65.6	31.9
수정 EPS**	적지	흑전	881.5	65.6	31.9
주당지표					
EPS (지배주주)	-168	73	712	1,180	1,557
EPS (연결기준)	-177	61	716	1,186	1,565
수정 EPS**	-168	73	712	1,180	1,557
BPS	3,908	4,312	4,978	5,858	7,115
DPS (보통주)	0	0	150	300	300
Valuations (배)					
P/E***	n/a	338.9	34.5	20.8	15.8
P/B***	6.3	5.7	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	51.8	30.2	20.4	11.9	8.8
비율					
ROE (%)	-4.2	1.8	15.3	21.8	24.0
ROA (%)	-1.0	0.4	3.5	5.1	5.9
ROIC (%)	2.0	-1.5	11.9	15.2	20.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	21.1	25.4	19.3
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.6	1.2	1.2
순부채비율 (%)	82.5	59.0	30.2	-9.9	-41.6
이자보상배율 (배)	1.3	2.4	5.3	10.1	13.4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 삼성중공업, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2025. 12. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

한화오션 (042660)

기대가 현실화되는 시점을 기다리는 중

- 한화오션 주가는 올해 대형사들 중 가장 강력한 상승세를 기록. 시장이 한화오션을 한미조선협력과 해양 방산 사업 확장에 가장 앞서 있는 존재로 인식한 덕분
- 한화그룹은 국내 조선그룹 중 유일하게 미국 내 직접 조선소를 운영. 한화오션은 해당 조선소의 2대 주주. 캐나다 잠수함 사업 관련 기대도 존재
- 다만, 상기 기대들이 구체적인 계약으로 이어지는 데에는 시간이 필요한 것이 사실. 단기로는 경쟁사들 대비 밸류에이션 부담이 완화되는 시점을 기다릴 필요

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	159,000원 47.5%
현재주가	107,800원
시가총액	33.0조원
주식수 (유동주식 비중)	306,413,394주 (42.1%)
52주 최저/최고	29,850원/141,000원
60일-평균거래대금	3,280.8억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
한화오션 (%)	-18.0	40.9	199.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-16.3	-4.2	91.0

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	159,000	159,000	0.0%
2025E EPS	2,867	2,867	0.0%
2026E EPS	4,554	4,554	0.0%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	18
목표주가	159,167
추천 점수	3.9

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

마스가와 방산의 아이콘: 한화오션 주가는 연초 대비 189% 상승하여 업종 전반을 아웃퍼폼. 이는 한미조선협력과 해양 방위산업 시장 확대 기대가 올해 하반기 조선주에 대한 투자심리를 이끌었고, 한화오션이 해당 분야에서 가장 적극적인 태도를 보여왔기 때문. 한화그룹은 현재 국내 조선소 중 유일하게 미국에 직접 조선소를 소유하고 운영. 미국의 입장에서도 한화의 필리 조선소가 현지에서 가장 경쟁력 있는 업체. 한화오션은 해당 조선소의 2대 주주. 미국의 조선업 재건 계획이 구체화된다면 가장 주목을 받을 수밖에 없는 구조. 또한 한국의 핵잠수함 건조 가능성, 캐나다의 대형 잠수함 발주 프로젝트로, 잠수함을 주력으로 하는 한화오션에 대한 기대감도 점증.

경쟁사와 보폭을 맞춰갈 것: 올해 견고한 주가 상승으로, 한화오션의 밸류에이션은 경쟁사들 대비로는 소폭 높은 편. 추가 리레이팅은 경쟁사와의 밸류에이션 격차가 좁혀지거나, 한미조선 협력과 해양 방산사업 기대감이 현실화되는 시점에 가능. 현재 한미 조선협력은 미국 현지의 제도적 제약들의 완화 여부를 확인하거나, 실제 선박 건조 계약의 체결 등의 구체적인 이벤트를 기다려야 하는 상황. 시간이 다소 필요. 캐나다 잠수함 사업도 경쟁 입찰의 형태인 만큼 아직 수주 여부를 100% 확신하기는 이른 단계. 결국 단기 관점에서는 경쟁사들과의 밸류에이션 격차가 좁혀지는 시점을 기다려야 하는 상황.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	10,776	12,926	14,585	15,909
영업이익 (십억원)	238	1,260	1,847	2,157
지배주주순이익 (십억원)	528	878	1,395	1,697
EPS (adj) (원)	1,724	2,867	4,554	5,538
EPS (adj) growth (%)	230.3	66.3	58.9	21.6
EBITDA margin (%)	3.9	9.2	11.7	14.2
ROE (%)	11.5	16.7	21.9	21.4
P/E (adj) (배)	62.5	37.6	23.7	19.5
P/B (배)	6.8	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA (배)	90.3	30.7	20.4	14.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한화오션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**7,408**	**10,776**	**12,926**	**14,585**	**15,909**
매출원가	7,310	10,092	11,158	12,175	13,143
매출총이익	**99**	**684**	**1,768**	**2,409**	**2,766**
(매출총이익률, %)	1.3	6.3	13.7	16.5	17.4
판매 및 일반관리비	295	446	508	563	610
영업이익	**-196**	**238**	**1,260**	**1,847**	**2,157**
(영업이익률, %)	-2.7	2.2	9.7	12.7	13.6
영업외손익	**80**	**-57**	**-302**	**-58**	**19**
금융수익	553	697	1,031	447	1,157
금융비용	899	1,172	1,612	597	1,249
지분법손익	1	15	15	20	15
기타	425	403	264	73	96
세전이익	**-116**	**181**	**958**	**1,789**	**2,175**
법인세	-276	-347	80	394	479
(법인세율, %)	237.6	-191.8	8.3	22.0	22.0
계속사업이익	160	528	878	1,395	1,697
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**160**	**528**	**878**	**1,395**	**1,697**
(순이익률, %)	2.2	4.9	6.8	9.6	10.7
지배주주순이익	160	528	878	1,395	1,697
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	-50	418	1,183	1,709	2,264
(EBITDA 이익률, %)	-0.7	3.9	9.2	11.7	14.2
EPS (지배주주)	522	1,724	2,867	4,554	5,538
EPS (연결기준)	522	1,724	2,867	4,554	5,538
수정 EPS (원)*	522	1,724	2,867	4,554	5,538

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**9,218**	**11,246**	**11,719**	**14,098**	**16,854**
현금 및 현금등가물	1,799	588	108	996	2,600
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	2,891	2,780	2,833	3,596	3,923
기타	4,527	7,878	8,778	9,506	10,332
비유동자산	**4,727**	**6,598**	**7,207**	**7,171**	**7,118**
투자자산	131	617	632	612	597
유형자산	4,062	4,648	5,350	5,382	5,383
무형자산	4	394	286	238	199
기타	530	939	939	939	939
자산총계	**13,945**	**17,844**	**18,926**	**21,269**	**23,972**
유동부채	**7,459**	**10,347**	**10,327**	**11,423**	**12,626**
매입채무	893	985	1,062	1,598	1,874
단기차입금	486	3,195	1,400	1,000	1,000
기타 유동부채	6,081	6,166	7,864	8,825	9,752
비유동부채	**2,173**	**2,634**	**2,927**	**2,778**	**2,581**
사채 및 장기차입금	1,665	2,028	2,138	1,943	1,748
기타 비유동부채	508	606	788	835	833
부채총계	**9,633**	**12,980**	**13,253**	**14,201**	**15,207**
지배주주지분	**4,307**	**4,859**	**5,668**	**7,064**	**8,761**
자본금	1,537	1,537	1,537	1,538	1,538
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	1,115	2,510	4,207
기타	2,899	2,966	2,897	2,897	2,897
비지배주주지분	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**
자본총계	**4,312**	**4,863**	**5,673**	**7,068**	**8,765**
순부채	290	4,660	3,300	1,751	-61

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**-1,939**	**-2,905**	**2,232**	**1,846**	**2,142**
당기순이익	160	528	878	1,395	1,697
현금유출입이없는 비용 및 수익	-546	-174	377	380	381
유형자산 감가상각비	146	173	252	264	275
무형자산 상각비	0	6	71	51	43
기타	-692	-354	54	64	63
영업활동 자산부채 변동	-1,195	-3,158	976	71	64
투자활동에서의 현금흐름	**197**	**-1,110**	**-1,027**	**-369**	**-349**
유형자산 증감	-130	-372	-1,028	-370	-350
장단기금융자산의 증감	486	41	0	0	0
기타	-159	-779	1	1	1
재무활동에서의 현금흐름	**2,885**	**2,803**	**-1,685**	**-590**	**-190**
차입금의 증가(감소)	-660	3,213	-1,685	-590	-190
자본금의 증가(감소)	3,725	-2,621	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-180	2,212	0	0	0
현금증감	1,140	-1,211	-480	888	1,604
기초현금	660	1,799	588	108	996
기말현금	1,799	588	108	996	2,600
Gross cash flow	**-386**	**354**	**1,256**	**1,775**	**2,078**
Free cash flow	**-2,070**	**-3,278**	**1,204**	**1,476**	**1,792**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	52.4	45.5	19.9	12.8	9.1
영업이익	적지	흑전	429.8	46.5	16.8
순이익	흑전	230.0	66.3	58.9	21.6
수정 EPS**	흑전	230.3	66.3	58.9	21.6
주당지표					
EPS (지배주주)	522	1,724	2,867	4,554	5,538
EPS (연결기준)	522	1,724	2,867	4,554	5,538
수정 EPS**	522	1,724	2,867	4,554	5,538
BPS	14,058	15,857	18,498	23,053	28,591
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	206.6	62.5	37.6	23.7	19.5
P/B***	7.7	6.8	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	n/a	90.3	30.7	20.4	14.6
비율					
ROE (%)	6.3	11.5	16.7	21.9	21.4
ROA (%)	1.2	3.3	4.8	6.9	7.5
ROIC (%)	5.4	9.3	12.3	15.3	18.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	6.7	95.8	58.2	24.8	-0.7
이자보상배율 (배)	-1.2	1.4	6.3	13.9	18.4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 한화오션, 삼성증권 추정

COMPANY
UPDATE

2025. 12. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

HD현대마린솔루션 (443060)

결국 프리미엄을 되찾을 것

- 단기 실적 및 주식 수급 모멘텀 소진, 환경규제 지연 우려로 최근 주가 조정
- 조선사들 수준까지 하락한 밸류에이션도 세 가지 이유로 프리미엄을 회복할 것
- 해외 개조/수리업체와 국내 엔진회사들이 여전히 프리미엄에 거래 중. 선박 환경규제 채택 지연 발표 이후에도 친환경선 발주가 지속. LNG 관련 모멘텀도 기대

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	300,000원 61.2%
현재주가	186,100원
시가총액	8.3조원
주식수 (유동주식 비중)	44,829,210주 (30.4%)
52주 최저/최고	124,100원/253,000원
60일-평균거래대금	297.1억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
HD현대마린솔루션 (%)	-26.4	8.4	41.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-24.9	-26.3	-10.1

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	300,000	300,000	0.0%
2025E EPS	5,849	5,849	0.0%
2026E EPS	8,524	8,524	0.0%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	7
목표주가	275,000
추천 점수	3.9

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

조정의 원인: HD현대마린솔루션 주가가 최근 한 달간 26% 하락. 3분기 호실적과 MSCI지수 편입 관련 모멘텀이 소진되었고, IMO의 탄소배출 규제 채택이 지연된 것이 조정을 야기. 이로 인해 동사 밸류에이션은 대형 조선사와 유사한 수준으로 하락.

프리미엄을 회복을 예상: 밸류에이션 프리미엄은 다시 회복될 것. 근거는 세 가지. 첫 번째, 선박 수리/개조업체와 엔진 제조사들이 여전히 프리미엄 거래 중. 두 번째, 선박 환경규제안 채택 지연이 선주들의 의사결정에 미치는 영향이 생각보다 크지 않을 수 있음이 증명. 11월 한 달에만 약 38만TEU의 컨테이너선이 발주. 특히 Evergreen과 HMM은 친환경 LNG추진 컨테이너선을 대규모 시리즈로 발주. 세 번째는 최근 최초 수주한 LNG FSRU 개조 프로젝트의 시사점. 내년 LNG선 발주 재개, 미국 LNG수출 확대 수혜주를 찾는 투자자들의 관심이 HD현대마린솔루션까지 확대될 것.

장기 성장성이 확보될 수 있는 변수들: 동사의 최대 매력은 안정적인 시장에서의 꾸준한 수익성. 이로 인해 역설적으로 일부 투자자들은 장기 '성장성'이 부족하다는 우려를 제기. 하지만, 안정적인 시장에서도 성장은 가능. 동사의 수리 프로젝트들 단가가 꾸준히 상승 중이고, 매출 구성 변화(LNG 프로젝트 등) 효과를 기대할 수 있기 때문. 또한 오히려 물리적 설비가 필요하지 않은 동사의 매출이 경우에 따라서는 조선사보다 더 높은 성장을 보일 가능성. 최근 부상하는 육상발전용 엔진 시장 관련 모멘텀도 향유 가능. 해당 용도로 판매되었던 힘센엔진 유지보수 수요가 존재하기 때문.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,745	2,026	2,384	2,709
영업이익 (십억원)	272	355	470	560
지배주주순이익 (십억원)	228	262	382	459
EPS (adj) (원)	5,085	5,849	8,524	10,230
EPS (adj) growth (%)	49.6	15.0	45.7	20.0
EBITDA margin (%)	16.2	17.9	20.0	21.0
ROE (%)	45.0	32.0	40.6	41.7
P/E (adj) (배)	36.6	31.8	21.8	18.2
P/B (배)	10.8	9.6	8.2	7.0
EV/EBITDA (배)	27.7	21.1	15.3	12.2
Dividend yield (%)	1.7	2.3	2.8	3.5

자료: HD현대마린솔루션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,430**	**1,745**	**2,026**	**2,384**	**2,709**
매출원가	1,158	1,383	1,584	1,817	2,043
매출총이익	**273**	**362**	**442**	**566**	**666**
(매출총이익률, %)	19.1	20.7	21.8	23.8	24.6
판매 및 일반관리비	71	90	87	97	106
영업이익	**201**	**272**	**355**	**470**	**560**
(영업이익률, %)	14.1	15.6	17.5	19.7	20.7
영업외손익	**-0**	**25**	**-14**	**27**	**36**
금융수익	41	67	24	32	38
금융비용	41	39	34	5	2
지분법손익	0	-0	-0	-0	-0
기타	-1	-3	-3	1	1
세전이익	**201**	**297**	**342**	**496**	**596**
법인세	50	69	79	114	137
(법인세율, %)	24.8	23.2	23.2	23.0	23.0
계속사업이익	151	228	262	382	459
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**151**	**228**	**262**	**382**	**459**
(순이익률, %)	10.6	13.1	12.9	16.0	16.9
지배주주순이익	151	228	262	382	459
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	212	284	362	478	570
(EBITDA 이익률, %)	14.8	16.2	17.9	20.0	21.0
EPS (지배주주)	3,400	5,085	5,849	8,524	10,230
EPS (연결기준)	3,400	5,085	5,849	8,524	10,230
수정 EPS (원)*	3,400	5,085	5,849	8,524	10,230

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**597**	**1,076**	**1,352**	**1,775**	**2,263**
현금 및 현금등가물	96	298	538	867	1,280
매출채권	201	249	278	327	371
재고자산	238	273	289	340	386
기타	63	255	247	241	226
비유동자산	**59**	**77**	**83**	**90**	**101**
투자자산	0	3	3	3	2
유형자산	11	20	25	32	42
무형자산	4	5	5	6	7
기타	44	50	50	50	50
자산총계	**657**	**1,152**	**1,434**	**1,865**	**2,363**
유동부채	**388**	**343**	**346**	**405**	**460**
매입채무	128	152	155	183	208
단기차입금	128	0	5	3	4
기타 유동부채	132	191	186	219	249
비유동부채	**29**	**36**	**221**	**444**	**720**
사채 및 장기차입금	0	0	0	2	4
기타 비유동부채	29	36	221	442	716
부채총계	**417**	**379**	**567**	**849**	**1,180**
지배주주지분	**240**	**774**	**867**	**1,016**	**1,183**
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	20	385	404	404	404
이익잉여금	198	324	397	546	714
기타	2	43	43	43	43
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**240**	**774**	**867**	**1,016**	**1,183**
순부채	32	-481	-707	-1,017	-1,400

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**73**	**247**	**227**	**344**	**429**
당기순이익	151	228	262	382	459
현금유출입이없는 비용 및 수익	70	77	11	15	19
유형자산 감가상각비	10	12	7	8	10
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	60	65	5	7	8
영업활동 자산부채 변동	-148	-59	-47	-53	-48
투자활동에서의 현금흐름	**5**	**-196**	**-12**	**-15**	**-20**
유형자산 증감	4	-193	-12	-15	-20
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	1	-3	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**-44**	**149**	**25**	**0**	**3**
차입금의 증가(감소)	0	0	5	0	3
자본금의 증가(감소)	0	365	20	0	0
배당금	-90	-100	-188	-233	-291
기타	46	-116	188	233	291
현금증감	32	203	240	329	412
기초현금	64	96	298	538	867
기말현금	96	298	538	867	1,280
Gross cash flow	**221**	**305**	**274**	**397**	**477**
Free cash flow	**78**	**51**	**215**	**329**	**409**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	7.2	22.0	16.1	17.7	13.6
영업이익	41.9	34.9	30.8	32.2	19.2
순이익	44.0	50.8	15.0	45.7	20.0
수정 EPS**	29.6	49.6	15.0	45.7	20.0
주당지표					
EPS (지배주주)	3,400	5,085	5,849	8,524	10,230
EPS (연결기준)	3,400	5,085	5,849	8,524	10,230
수정 EPS**	3,400	5,085	5,849	8,524	10,230
BPS	5,399	17,255	19,346	22,669	26,400
DPS (보통주)	2,500	3,150	4,200	5,200	6,500
Valuations (배)					
P/E***	54.7	36.6	31.8	21.8	18.2
P/B***	34.5	10.8	9.6	8.2	7.0
EV/EBITDA	39.6	27.7	21.1	15.3	12.2
비율					
ROE (%)	71.6	45.0	32.0	40.6	41.7
ROA (%)	25.7	25.2	20.3	23.2	21.7
ROIC (%)	59.6	66.5	77.2	88.5	92.1
배당성향 (%)	73.5	62.0	71.8	61.0	63.5
배당수익률 (보통주, %)	1.3	1.7	2.3	2.8	3.5
순부채비율 (%)	13.4	-62.2	-81.5	-100.1	-118.3
이자보상배율 (배)	32.7	59.8	2,842.4	1,878.5	1,722.6

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: HD현대마린솔루션, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2025. 12. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

HD현대마린엔진 (071970)

가장 빠르게 성장하는 조선 관련 회사

- HD그룹 편입에 따른 시너지 효과, 엔진 판가 인상효과, 우호적인 환율을 감안하면, 높은 기저에도 올해와 내년에도 최근의 성장속도 유지될 것으로 기대
- 조선사 대비 단기 밸류에이션 부담은 존재하나, 장기 관점에서는 이익성장으로 해당 부담을 완화시켜갈 수 있을 것

▶ 종목 정보

Not Rated

목표주가	n/a
현재주가	77,500원
시가총액	2.6조원
주식수 (유동주식 비중)	33,921,495주 (64.9%)
52주 최저/최고	17,170원/100,900원
60일-평균거래대금	294.5억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
HD현대마린엔진 (%)	-21.7	94.5	282.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-20.0	32.2	144.1

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	5
목표주가	117,800
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

HD그룹 편입효과가 현실화되는 구간: HD현대마린엔진의 매출은 2022~2024년에 각각 38%, 29%, 29%의 성장을 기록. 높아진 기저에도 2025년에도 추가 29%의 성장이 예상(FnGuide 컨센서스). 대형 조선사 및 엔진업체들 대비 압도적인 성장. 특히 최근의 외형 성장은 시황 개선효과 외에, HD그룹 관계사향 매출 증가 효과가 반영. 그룹사향 매출 증가로 가동률이 상승하고, HD현대그룹과의 기술적 시너지로 이익률도 급속히 증가. 2026년에도 그룹사향 납품 방식이 기존 외주 OEM에서 엔진 직납으로 전환되는 효과, 판가인상 효과, 우호적인 환율로 올해와 유사한 강도의 성장이 지속될 것으로 기대. 수주에서도 그룹 편입 이후 대형 엔진 제작 경험을 확보.

시황 개선을 보다 빠르게 실적에 반영할 수 있는 구조: 3분기말 엔진 수주잔고는 9.3천억 원으로, 올해 매출 (FnGuide 컨센서스) 대비 2.3년치에 해당. 이는 3년 이상의 일감을 유지하는 조선업체 대비 고마진 프로젝트가 빠르게 매출에 반영될 수 있음을 시사. 참고로 최근 선가 지수 둔화에도, 엔진 판가는 상승 추세를 지속. 2024년, 2025년 수주분의 매출 인식 확대가, 수익성 개선으로 이어질 것. 동사의 헤지 환율을 감안하면, 그룹 조선사들 대비 환율 상승 효과도 조금 더 크게 누릴 수 있는 구조.

이익으로 극복하는 밸류에이션 부담: HD현대마린엔진은 현재 2026년 P/E 25배 (FnGuide 컨센서스)에 거래 중. 조선업체들 대비로는 프리미엄 상태. 상대적인 관점에서, 그리고 단기로는 밸류에이션 부담이 존재. 하지만 장기 관점에서는 빠른 외형성장과 수익성 개선으로 밸류에이션 부담을 완화시켜갈 것으로 기대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	137	177	244	316
영업이익 (십억원)	-8	11	18	33
지배주주순이익 (십억원)	-8	14	32	76
EPS (adj) (원)	-276	498	1,108	2,234
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	122.4	101.6
EBITDA margin (%)	-5.3	7.0	8.6	11.5
ROE (%)	-4.8	8.2	15.2	28.3
P/E (adj) (배)	n/a	155.5	69.9	34.7
P/B (배)	14.3	11.4	9.8	8.5
EV/EBITDA (배)	n/a	216.3	126.6	69.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: HD현대마린엔진, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**248**	**137**	**177**	**244**	**316**
매출원가	220	122	149	202	246
매출총이익	**28**	**16**	**28**	**42**	**70**
(매출총이익률, %)	11.2	11.4	16.0	17.3	22.0
판매 및 일반관리비	25	24	17	24	36
영업이익	**2**	**-8**	**11**	**18**	**33**
(영업이익률, %)	0.9	-5.8	6.3	7.5	10.5
영업외손익	**-13**	**3**	**4**	**-3**	**-6**
금융수익	4	6	6	6	15
금융비용	16	12	11	11	8
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-0	9	9	1	-12
세전이익	**-10**	**-5**	**15**	**15**	**28**
법인세	-11	3	1	-17	-48
(법인세율, %)	110.8	-52.2	3.8	-110.9	-174.9
계속사업이익	1	-5	15	35	76
중단사업이익	0	-3	-1	-3	-0
순이익	**1**	**-8**	**14**	**32**	**76**
(순이익률, %)	0.4	-5.7	8.0	12.9	24.0
지배주주순이익	1	-8	14	32	76
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	7	-7	12	21	36
(EBITDA 이익률, %)	2.6	-5.3	7.0	8.6	11.5
EPS (지배주주)	39	-276	498	1,108	2,234
EPS (연결기준)	39	-276	498	1,108	2,234
수정 EPS (원)*	39	-276	498	1,108	2,234

재무상태표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	**153**	**182**	**165**	**196**	**294**
현금 및 현금등가물	58	61	30	34	60
매출채권	23	20	36	34	24
재고자산	57	53	71	89	87
기타	14	49	29	39	123
비유동자산	**315**	**248**	**251**	**258**	**201**
투자자산	1	1	2	0	7
유형자산	305	239	242	146	151
무형자산	4	4	4	0	1
기타	5	4	3	111	42
자산총계	**467**	**430**	**416**	**454**	**495**
유동부채	**259**	**245**	**185**	**207**	**181**
매입채무	15	22	18	29	28
단기차입금	68	78	81	87	0
기타 유동부채	176	145	86	91	153
비유동부채	**35**	**32**	**39**	**22**	**5**
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	35	32	39	22	5
부채총계	**293**	**276**	**224**	**229**	**186**
지배주주지분	**174**	**154**	**192**	**225**	**309**
자본금	71	71	71	71	85
자본잉여금	344	344	338	338	338
이익잉여금	-6	-8	24	55	130
기타	-235	-253	-241	-240	-244
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**174**	**154**	**192**	**225**	**309**
순부채	108	71	44	22	-112

현금흐름표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름	**15**	**13**	**-20**	**33**	**101**
당기순이익	1	-8	14	32	76
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	14	-3	-9	-27
유형자산 감가상각비	4	1	1	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	7	13	-4	-12	-31
영업활동 자산부채 변동	2	7	-32	10	48
투자활동에서의 현금흐름	**23**	**24**	**48**	**-10**	**-24**
유형자산 증감	4	-3	-7	-3	-7
장단기금융자산의 증감	22	-8	-13	-9	-28
기타	-3	34	67	2	10
재무활동에서의 현금흐름	**-4**	**-35**	**-59**	**-19**	**-51**
차입금의 증가(감소)	4	-26	-45	-9	-79
자본금의 증가(감소)	-435	0	-5	0	13
배당금	0	0	0	0	0
기타	427	-9	-8	-10	14
현금증감	33	3	-31	4	26
기초현금	25	58	61	30	34
기말현금	58	61	30	34	60
Gross cash flow	**12**	**6**	**11**	**22**	**48**
Free cash flow	**14**	**11**	**-30**	**28**	**94**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액	-2.4	-44.6	29.2	37.7	29.2
영업이익	흑전	적전	흑전	65.3	80.6
순이익	흑전	적전	흑전	123.7	139.5
수정 EPS**	흑전	적전	흑전	122.4	101.6
주당지표					
EPS (지배주주)	39	-276	498	1,108	2,234
EPS (연결기준)	39	-276	498	1,108	2,234
수정 EPS**	39	-276	498	1,108	2,234
BPS	6,131	5,428	6,770	7,893	9,120
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	1,992.4	nm	155.5	69.9	34.7
P/B***	12.6	14.3	11.4	9.8	8.5
EV/EBITDA	417.3	n/a	216.3	126.6	69.1
비율					
ROE (%)	0.7	-4.8	8.2	15.2	28.3
ROA (%)	0.2	-1.7	3.3	7.3	16.0
ROIC (%)	-0.1	-4.1	3.9	17.0	52.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	61.9	46.4	22.8	9.7	-36.4
이자보상배율 (배)	0.2	-0.9	1.7	3.2	7.6

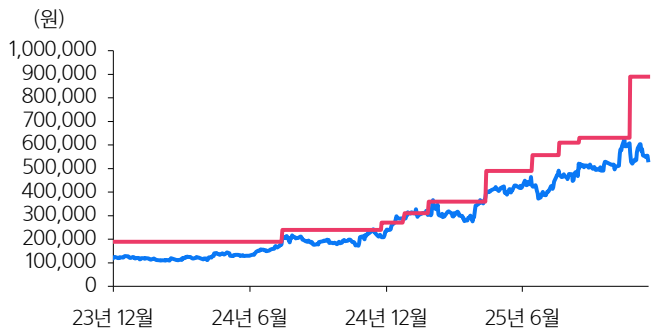
참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: HD현대마린엔진, 삼성증권

Compliance notice

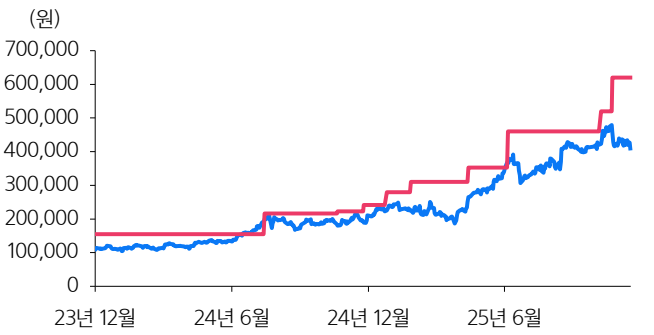
- 당사는 2025년 11월 28일 현재 삼성중공업와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

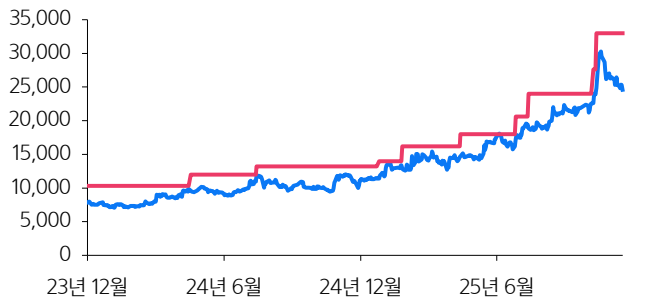
HD현대중공업



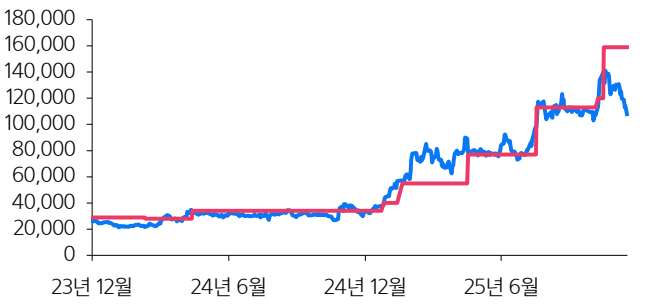
HD한국조선해양



삼성중공업

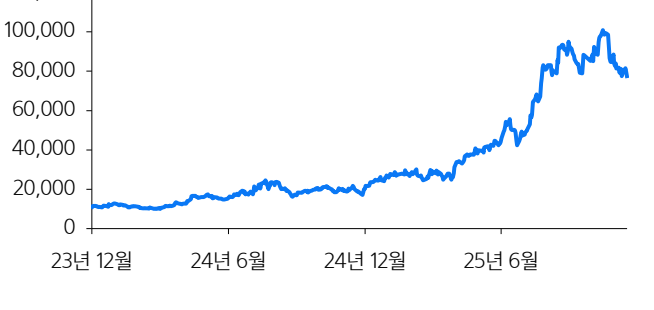


한화오션



HD현대마린솔루션

HD현대마린엔진



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

HD현대중공업

일 자	2023/7/13	2024/7/13	2024/7/26	12/6	2025/1/6	2/7	4/25	6/26	8/1	8/28	11/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	189000	189000	240000	270000	310000	360000	490000	557000	610000	630000	890000
괴리율 (평균)	-33.76	-10.04	-16.98	-5.02	-0.44	-12.25	-14.73	-25.30	-22.82	-16.24	-37.60
괴리율 (최대or최소)	-16.61	-6.08	0.83	10.37	5.48	4.44	-5.41	-11.94	-14.59	-0.95	-32.25

HD한국조선해양

일 자	2023/7/13	2024/7/13	2024/7/26	11/1	12/6	2025/1/6	2/7	4/25	6/17	10/20	11/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	155000	155000	216000	223000	242000	280000	310000	353000	460000	520000	620000
괴리율 (평균)	-22.90	16.60	-11.83	-11.64	-10.75	-15.81	-29.33	-14.91	-18.45	-11.47	-31.41
괴리율 (최대or최소)	7.81	22.39	-1.39	-2.91	-2.69	-11.25	-19.03	4.11	-6.85	-7.79	-29.19

삼성중공업

일 자	2023/7/13	2024/4/29	7/26	2025/1/6	2/6	4/25	7/8	7/25	10/20	10/24
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10300	12000	13200	14000	16200	18000	20600	24000	27600	33000
괴리율 (평균)	-22.09	-19.43	-18.76	-8.59	-13.15	-11.28	-10.26	-13.95	-13.41	-18.46
괴리율 (최대or최소)	-4.37	-7.58	-8.86	-2.36	-4.69	0.39	-5.00	-6.04	-12.68	-8.18

한화오션

일 자	2023/10/26	2024/2/22	4/25	2025/1/6	1/31	4/29	7/30	10/20	10/28
투자의견	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
TP (원)	29000	28000	34000	40000	55000	77000	113000	120000	159000
괴리율 (평균)	-16.52	-2.39	-5.92	23.37	33.92	5.22	-1.68	10.48	-20.84
괴리율 (최대or최소)	-4.83	24.11	15.29	41.75	3.82	-5.06	9.03	16.42	-11.32

HD현대마린솔루션

일 자	2025/9/19	10/31
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	264000	300000
괴리율 (평균)	-13.54	-28.80
괴리율 (최대or최소)	-4.17	-18.33

HD현대마린엔진

일 자	2025/12/1
투자의견	Not Rated
TP (원)	
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.09.30 기준

매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI cc 소비자중심 Best Korea Brands 2024

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA