건설/조선/리츠 | 강경태 kyungtae.kang@koreainvestment.com
남채민 chaemin.nam@koreainvestment.com

조선

2026 Outlook: 기대의 해부

한화오션(042660) HD현대중공업(329180) 삼성중공업(010140)

true friend 한국투자증권

Contents

I. Summary & Valuation 2

II. Cycle & Earnings 7

1. 조선업 Cycle 진단
2. 2025년 빈티지의 수익성은 2024년에 비해 향상됐을까?
3. 2026년 실적 추정

III. Downside risk: LNG 운반선 18

1. LNG 운반선 수주 전망
2. 예견된 수주, 변수는 선가

IV. Upside risk: 군함 21

1. 2028년 실적으로 이어지는 군함 프로젝트
2. 한국형 핵추진 잠수함: 원자로 공급망 구축이 핵심

V. HD현대중공업 합병 법인 밸류에이션 27

1. 합병 전후 지분 구조
2. 실적 추정 I: HD Hyundai Asia Holdings
3. 실적 추정 II: HD현대중공업 조선 부문
4. 합병 법인 밸류에이션

기업분석 35

한화오션(042660) 매수(유지)/TP: 154,000원(유지)
HD현대중공업(329180) 매수(유지)/TP: 710,000원(하향)
삼성중공업(010140) 매수(유지)/TP: 32,000원(유지)

리포트 작성 목적

- LNG 운반선 효과에 2026년 클락슨 신조선가 지수 반등, 수주 사이클 회복 전망
- 컨센서스에 이미 수주(Q)를 반영하고 선가(P)를 열어둔 LNGC는 Downside risk
- 수주(Q)도 선가(P)도 반영되지 않은 군함은 Upside risk이며, 관련 조선사를 선호
- 업종 최선호주로 한화오션(042660), 차선호주로 HD현대중공업(329180) 제시

I. Summary & Valuation

실적과 밸류에이션 멀티플

수주에 대한 시장의 기대는 실적 추정치에 반영되고, 높아진 추정치가 모여 컨센서스를 들어 올린다. 적정한 멀티플이 준비돼 있다면, 수주 전망을 조정하는 것만으로 기업가치는 증가한다. 이러한 이유 때문에, 수주 성과 추이로 사이클을 판단하는 산업이 업사이클을 유지할 경우, 기업가치는 꾸준하게 증가한다. 수주 기회를 포착했지만 당장 실적 추정치에 반영할 수 없는 장기 전망이라면, 먼저 밸류에이션 멀티플을 높여 대응할 것이다. 훗날 실제 수주 성과가 발생한 시점에, 기존 전망과 성과 간 차이를 반영해서 멀티플 유지 여부를 결정하게 된다.

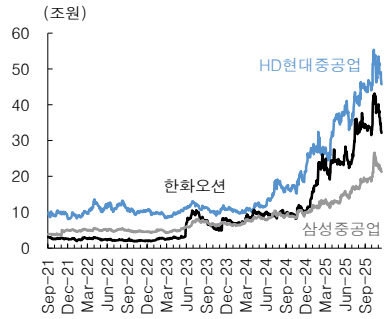
관점 1. LNG운반선 Downside risk

이를 바탕으로 2026년 조선업을 두 가지 관점에서 정리했다. 첫째, 시장 참여자 모두가 기대하는 LNG 운반선은 Downside risk다. 조선 3사의 2028년 실적 컨센서스는 2029년 납기 상선 수주에 대한 시장의 낙관적인 기대를 충분히 반영하고 있다. 2029년 납기 슬롯의 선종 구성, 판매 수량, 계약 선가를 가정해야, 2028년 상선 실적을 추정할 수 있기 때문이다. 현재 실적 컨센서스는 조선 3사의 2029년 납기 LNG 운반선 슬롯 모두가 시세 대비 높은 선가에 판매될 것이라 반영하고 있으며, 당사 또한 마찬가지다. 이미 완판을 기대하는 현재, 추정치를 조정할 유일한 변수는 실제 계약 선가다. 척당 2.5억달러를 하회하고 있는 현 시세에 준하거나 그에 못미칠 경우, LNG 운반선 수주 소식은 더 이상 호재가 아닐 것이다.

관점 2. 군함 Upside risk

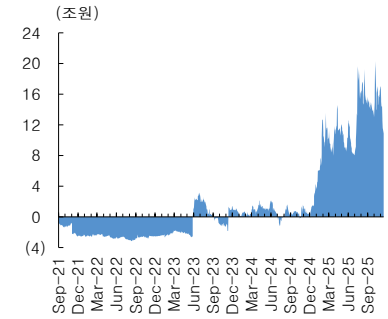
둘째, Upside risk는 군함이다. 내수와 수출 구분없이 군함에 대한 기대는 밸류에이션 시계에 들어오지 않는 장기 전망이며, 사업자 선정을 가정할 수 없어 추정치에 반영하기 어렵다. 다만, 수주에 성공할 경우 매출 시기와 규모는 가정할 수 있는데, 2026년까지 사업자를 선정할 미국 외 시장 프로젝트(캐나다, 중동, 태국)를 모두 수주할 경우 2042년까지 31.8조원 규모 특수선 매출액을 확보하게 된다. 이를 매출 시기별로 추정하면 2033년에 정점을 달성하는데, 이 때 3.9조원 이상의 매출액이 특수선 부문에 가산된다. Team Korea 사업인 점을 감안해 매출액을 배분해야 하지만, 제시한 숫자에 미국 발 군함 신조 사업과 페루 잠수함 사업, 한국 KDDX 등이 반영되지 않은 점을 감안해야 한다. HD현대중공업과 한화오션의 해양 방산 매출액 가이던스 달성을 낙관하는 이유다.

[그림 1] 조선 3사 시가총액 (21년 9월~)



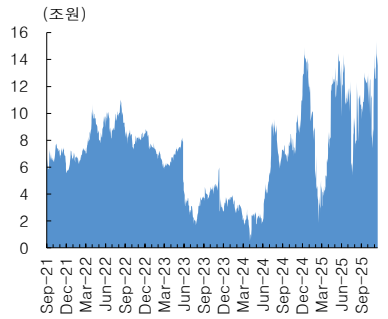
주: 2021년 9월 17일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] 한화오션과 삼성중공업 간 시가총액 차이(21년 9월~)



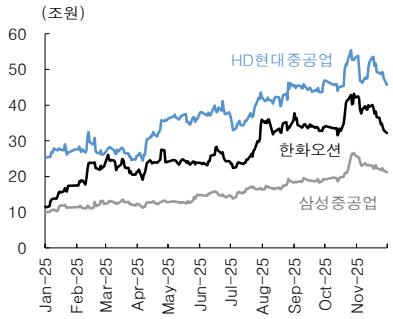
주: 2021년 9월 17일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] HD현대중공업과 한화오션 간 시가총액 차이(21년 9월~)



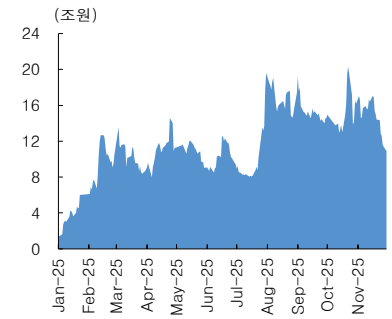
주: 2021년 9월 17일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 조선 3사 시가총액 (25년 1월~)



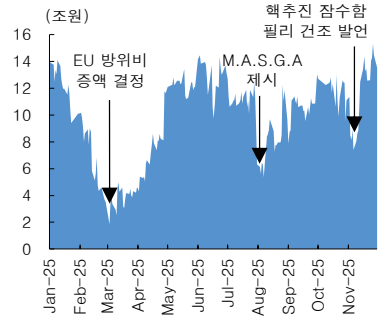
주: 2025년 1월 2일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] 한화오션과 삼성중공업 간 시가총액 차이(25년 1월~)



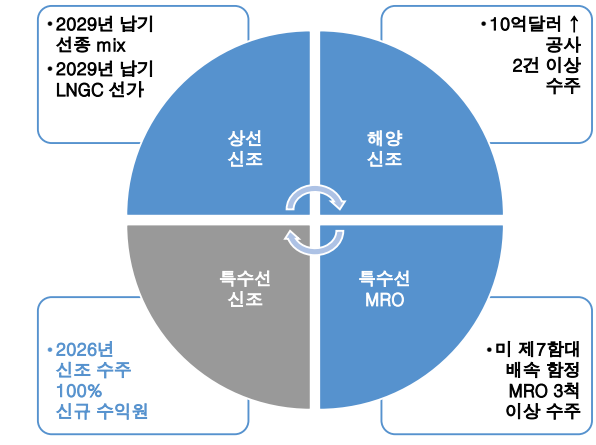
주: 2025년 1월 2일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] HD현대중공업과 한화오션 간 시가총액 차이(25년 1월~)



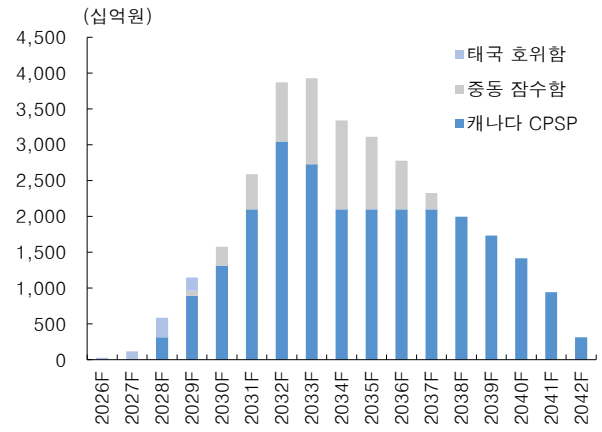
주: 2025년 1월 2일~2025년 11월 28일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 7] 28년 실적을 추정하기 위해 부문별로 가정한 것



자료: 한국투자증권

[그림 8] 특수선 부문 매출액에 가산할 수 있는 수익원



주: 캐나다, 중동은 Team Korea, 태국 호위함은 한화오션, HD현대중공업 각각 단독 입찰
자료: 한국투자증권

<표 1> 조선 3사 2028년 매출액 추정치와 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

구분	HD현대중공업				한화오션				삼성중공업			
	추정치		컨센서스	추정치	추정치		컨센서스	추정치	추정치		컨센서스	추정치
	2025년	2028년	2028년	방향성	2025년	2028년	2028년	방향성	2025년	2028년	2028년	방향성
매출액	16,894	18,169	20,095		12,515	14,227	16,621		10,529	13,090	14,872	
상선	10,593	12,031		유지	10,338	12,133		유지	7,940	9,400		유지
특수선	1,118	550		상향	1,326	974		상향	-	-		-
해양	1,043	1,050		유지	672	840		유지	2,138	3,090		유지
엔진기계	4,057	4,459		유지	-	-		-	-	-		-
기타	84	80		유지	179	280		유지	451	600		유지

주: 기타는 E&I(한화오션), 토건(삼성중공업), 연결조정 항목 등을 합산한 매출액
자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 2> 조선 3사 2028년 영업이익 추정치와 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

구분	HD현대중공업				한화오션				삼성중공업			
	추정치		컨센서스	추정치	추정치		컨센서스	추정치	추정치		컨센서스	추정치
	2025년	2028년	2028년	방향성	2025년	2028년	2028년	방향성	2025년	2028년	2028년	방향성
영업이익	2,086	2,965	4,093		1,333	2,282	2,878		900	2,242	2,589	
상선	1,392	2,045		유지	1,277	2,050		유지	581	1,598		유지
특수선	139	55		상향	134	107		상향	-	-		-
해양	82	29		유지	(48)	84		유지	278	624		유지
엔진기계	772	1,135		유지	-	-		-	-	-		-
기타	(299)	(300)		유지	(30)	40		유지	41	20		유지

주: 기타는 E&I(한화오션), 토건(삼성중공업), 연결조정 항목 등을 합산한 영업이익
자료: Dataguide, 한국투자증권

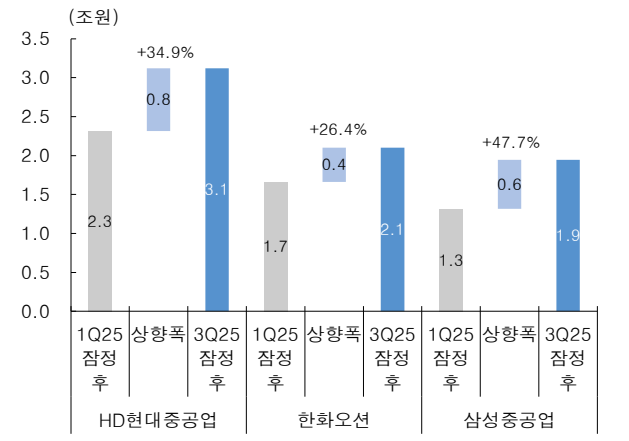
<표 3> 2028년 지배주주지분순이익 컨센서스 기준으로 적정 기업가치 변화 양상 구해보기

(단위: 십억원, 배)

구분	HD현대중공업			한화오션			삼성중공업		
	1Q25 잠정 後	3Q25 잠정 後	멀티플 확장	1Q25 잠정 後	3Q25 잠정 後	멀티플 확장	1Q25 잠정 後	3Q25 잠정 後	멀티플 확장
지배순이익	2,314	3,122	3,122	1,663	2,102	2,102	1,318	1,946	1,946
목표 P/E	15.0	15.0	(얼마나?)	15.0	15.0	(얼마나?)	15.0	15.0	(얼마나?)
적정 시총	34,712	46,835		24,950	31,530		19,770	29,195	
현재 시총	35,687	45,718		24,053	32,173		12,822	21,296	
적정-현재	(975)	1,117		896	(644)		6,948	7,899	

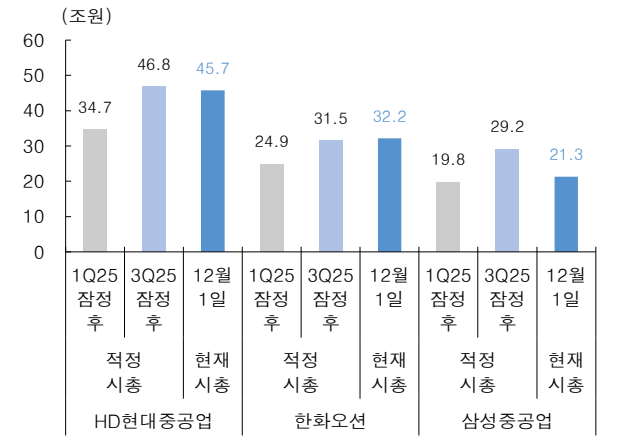
주: 시가총액은 2025년 4월 30일 종가(1Q25 잠정 후), 2025년 12월 1일 종가(3Q25 잠정 후) 기준
자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 9] 시점별 조선 3사 컨센서스와 상향폭



주: 1Q25 잠정 후는 2025년 4월 30일, 3Q25 잠정 후는 2025년 12월 1일 기준 컨센
자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 10] 시점별 조선 3사 적정 시총과 현재 시총 비교



주: 1Q25 잠정 후는 2025년 4월 30일, 3Q25 잠정 후는 2025년 12월 1일 기준 컨센
자료: Dataguide, Quantiwise, 한국투자증권

<표 4> 글로벌 군함 건조 조선사 밸류에이션 테이블

기업		GD	HII	BAE	사브	티센크루프	핀칸티에리	오스탈	미쓰비시	가와사키	HD HHI	한화오션
티커		GD US	HII US	BA/ LN	SAABB SS	TKA GR	FCT IM	ASB AU	7011 JP	7012 JP	329180 KS	042660 KS
국가		미국	미국	영국	스웨덴	독일	이탈리아	호주	일본	일본	한국	한국
주가		341.6	313.6	1,650.5	475.6	9.4	17.0	6.6	3,947.0	9,882.0	536,000.0	108,400
시가총액		92,281	12,307	65,598	27,370	6,764	6,406	1,814	85,243	10,623	32,425	22,634
PER	2024A	19.3	15.4	17.7	29.9	NM	50.5	60.7	21.9	33.6	41.1	22.7
(배)	2025F	22.2	20.8	21.8	44.2	28.5	40.6	41.3	49.1	20.5	34.3	36.3
	2026F	19.8	17.9	19.6	36.2	11.4	28.5	32.5	48.0	19.6	23.9	25.2
	2027F	18.1	15.3	17.6	29.3	8.3	19.9	26.4	36.4	15.9	19.1	20.3
	2028F	16.6	13.9	15.9	25.5	6.1	16.1	21.8	30.7	13.4	19.1	16.9
PBR	2024A	3.2	1.6	3.0	3.5	0.2	2.6	0.9	2.2	1.3	4.5	2.4
(배)	2025F	3.7	2.4	4.0	6.3	0.6	5.8	2.2	5.4	2.4	7.2	5.8
	2026F	3.6	2.3	3.7	5.5	0.6	4.9	2.0	5.1	2.1	5.6	4.7
	2027F	3.4	2.2	3.4	4.8	0.5	4.0	1.9	4.6	2.0	4.6	3.8
	2028F	2.9	1.9	3.2	NM	0.5	3.4	1.8	4.1	1.8	3.9	3.1
EV	2024A	13.4	10.7	11.0	15.0	NM	8.2	8.2	12.5	12.1	25.0	38.8
EBITDA	2025F	15.6	15.0	13.6	24.6	2.3	11.3	14.5	24.9	11.4	19.0	25.1
(배)	2026F	14.3	13.4	12.5	20.6	1.8	9.9	11.8	23.6	10.3	14.8	19.7
	2027F	13.4	11.8	11.6	17.5	1.6	8.6	9.5	19.6	9.2	12.1	16.3
	2028F	12.7	10.9	11.0	15.5	1.6	7.9	8.2	17.1	8.3	11.8	11.9
ROE	2024A	17.4	12.6	17.6	12.4	(14.1)	5.1	1.5	11.1	4.2	11.4	11.0
(%)	2025F	18.2	12.7	18.1	15.3	2.0	14.3	5.4	11.4	12.2	22.0	17.5
	2026F	19.0	13.6	18.8	16.2	5.4	18.0	6.5	11.3	11.2	26.5	20.5
	2027F	19.7	13.4	19.6	17.7	6.5	21.8	7.4	13.3	12.9	26.6	20.3
	2028F	19.8	14.2	19.8	18.8	7.4	23.1	8.4	14.0	13.8	22.4	20.2
매출액	2024A	12.9	0.7	14.0	23.5	(6.6)	6.8	(7.3)	10.8	7.2	21.1	45.5
증감률	2025F	8.6	4.6	16.7	21.6	(6.0)	15.6	19.0	8.1	17.2	17.9	20.2
(% YoY)	2026F	4.7	5.2	7.1	15.9	4.0	5.8	17.8	1.6	7.0	10.7	7.8
	2027F	3.6	5.5	7.2	16.0	2.4	7.8	21.5	9.3	7.0	9.9	8.1
	2028F	3.9	4.4	7.4	15.4	3.0	5.6	11.2	8.9	6.6	(6.2)	10.1
영업이익	2024A	13.0	(31.5)	4.4	12.0	NM	105.5	NM	69.1	(55.9)	294.8	NM
증감률	2025F	11.2	22.1	22.8	33.8	NM	73.8	72.0	46.8	275.8	194.3	457.3
(% YoY)	2026F	10.1	17.6	9.3	23.2	62.6	20.9	33.9	7.7	10.3	32.2	30.4
	2027F	7.8	17.7	9.5	22.0	18.5	25.0	30.0	25.5	18.9	23.1	22.2
	2028F	5.4	9.3	8.2	16.5	4.5	17.1	20.5	16.9	14.8	(3.4)	36.3
OPM	2024A	10.1	4.6	10.2	8.8	(3.1)	2.6	3.8	5.8	1.9	4.9	2.2
(%)	2025F	10.3	5.4	10.7	9.7	1.8	3.9	5.5	7.9	6.0	12.2	10.2
	2026F	10.8	6.1	10.9	10.3	2.7	4.5	6.2	8.3	6.2	14.5	12.4
	2027F	11.3	6.7	11.2	10.8	3.2	5.2	6.6	9.6	6.9	16.3	14.0
	2028F	11.4	7.1	11.3	10.9	3.2	5.7	7.2	10.3	7.4	16.7	17.3
순이익	2024A	14.1	(19.2)	5.3	23.4	NM	NM	NM	70.2	(52.1)	2,417.7	230.3
증감률	2025F	10.9	7.7	14.9	39.7	NM	306.0	314.3	21.1	219.4	129.2	75.5
(% YoY)	2026F	11.2	16.1	11.2	21.7	158.9	40.9	41.2	2.3	4.1	47.2	43.3
	2027F	7.8	17.0	10.6	23.3	38.5	45.1	22.5	32.2	22.8	25.2	21.8
	2028F	6.8	9.8	9.2	15.9	22.3	23.0	20.0	18.7	18.1	8.3	32.9
순이익률	2024A	7.9	4.8	7.4	6.5	(4.3)	0.4	1.0	4.8	1.4	4.3	4.9
(%)	2025F	8.1	4.9	7.3	7.5	0.6	1.4	3.5	5.3	3.7	8.3	7.2
	2026F	8.6	5.4	7.6	7.9	1.5	1.9	4.2	5.4	3.6	11.1	9.5
	2027F	8.9	6.0	7.8	8.4	2.0	2.6	4.3	6.5	4.2	12.6	10.7
	2028F	9.2	6.3	8.0	8.4	2.3	3.0	4.6	7.1	4.6	14.6	12.9

주: 2025년 11월 28일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 5> 조선 3사 목표주가 산정

구분				단위	한화오션 (A042660)	HD현대중공업 (A329180)	삼성중공업 (A010140)
영업가치	기존 본업	상선/해양/특수선	28F EBITDA	십억원	2,512	2,410	2,499
			EV/EBITDA(3F)	십억원	7.4	7.4	7.4
			EV	십억원	18,618	17,862	18,524
		상선(HD현대미포)	27F EBITDA			778	
			EV/EBITDA(3F)			11.0	
						8,554	
		엔진기계	28F EBITDA	십억원		1,205	
			EV/EBITDA(3F)	십억원		14.8	
			EV	십억원		17,780	
		합계		십억원	18,618	44,197	18,524
	시장 확장	미국 해군 함정 신조	DCF(Best)	십억원	18,459	15,941	
		M.A.S.G.A	DCF(Base)	십억원	11,551	7,990	8,896
		합계		십억원	30,010	23,931	8,896
	합계			십억원	48,628	68,128	27,420
순차입금		2028년 말		십억원	963	(5,971)	497
적정 기업가치				십억원	47,665	74,099	26,923
내재 P/B				배	4.8	6.4	2.5
	순자산	2028년 말		십억원	9,956	11,536	10,810
유통주식수				천주	306,397,187	104,962,734	854,035,571
	발행주식총수	2025년 6월 말 기준		천주	306,413,394	104,962,734	880,000,000
	자기주식수	2025년 6월 말 기준		천주	16,207		25,964,429
목표주가				원/주	154,000	710,000	32,000
현재주가		2025년 12월 3일 종가		원/주	108,200	534,000	24,700
상승여력				%	42.3	33.0	29.6
기존 목표주가				원/주	154,000	730,000	32,000
목표주가 변화				%	1.3	(2.7)	0.0

자료: 한국투자증권

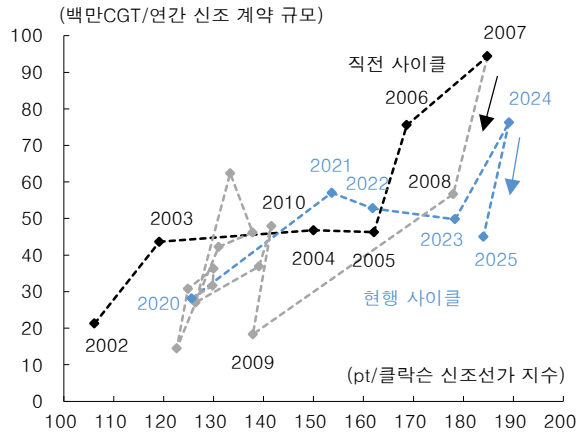
II. Cycle & Earnings

1. 조선업 Cycle 진단

선가 회복으로 반등할 2026년 조선업 사이클

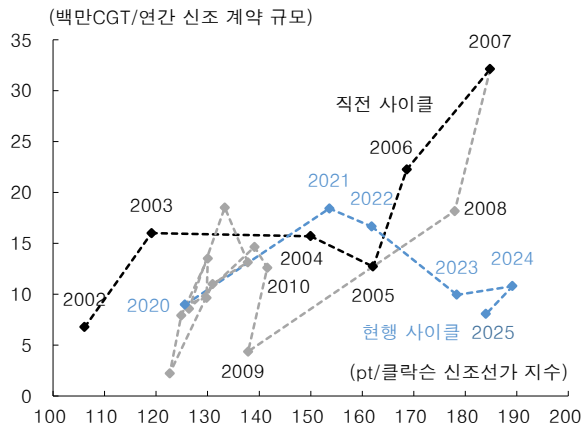
선가 회복의 해다. 2026년 글로벌 조선업 사이클은 2025년을 딛고 반등할 것이다. 수주량(Q) 성장없이 선가(P)만 반등하는 것인데, 2026년 연간 글로벌 상선 신조 계약 금액은 1,020억달러(-21.5% YoY)로 추정한다. 신조 계약 금액은 LNG 운반선을 포함한 5대 선종 합산 신조 720억달러에 기타 선종 발주액으로 300억달러를 더해서 구했다. LNG 운반선은 액화 터미널 매칭 수량 125척(1척당 255백만달러), 나머지 선종은 노후선 교체 pool을 3개년으로 나눠서 추정한 것이다. LNG 운반선 신조 수요가 2022년 이후 최대치인데 반해, 조선사들의 가용 슬롯은 부족하다. 2026년 핵심 선종인 LNG 운반선 신조 계약 선가를 높여가면서, 클락슨 신조선가 지수(외화) 반등을 이끌어낼 것이라 내다본다.

[그림 11] 글로벌 조선업 상선 수주 사이클



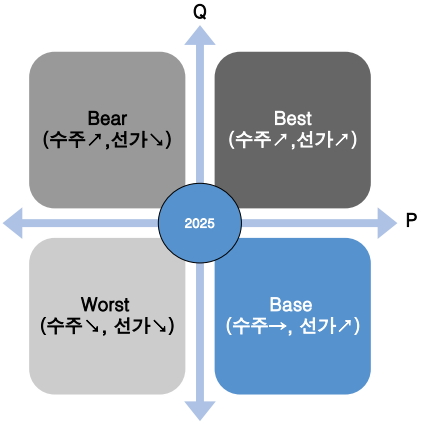
주: 2025년 클락슨 신조선가 지수는 2025년 11월 21일 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 12] 한국 조선업 상선 수주 사이클



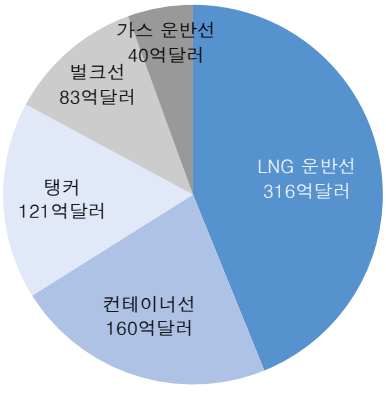
주: 2025년 클락슨 신조선가 지수는 2025년 11월 21일 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 13] 2026년: 수주 양은 25년 수준에, 선가는 반등



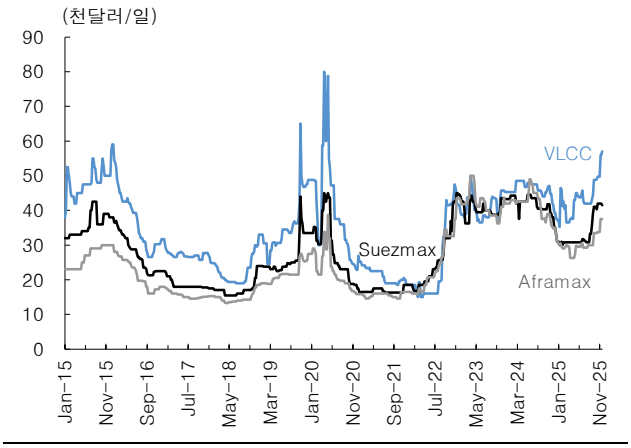
자료: 한국투자증권

[그림 14] 핵심 선종별 2026년 연간 수주액 추정



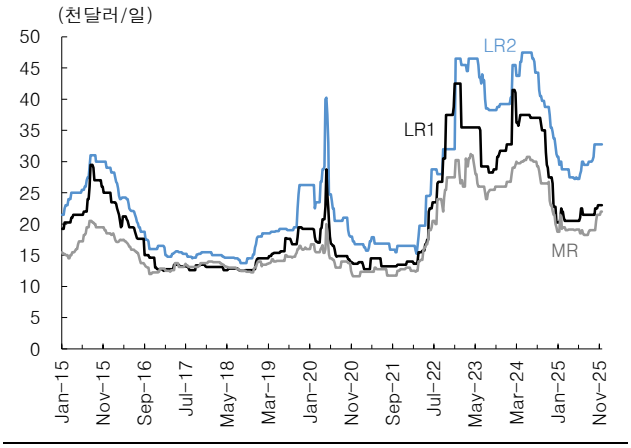
주: 핵심 선종 외 수주 금액
자료: 한국투자증권

[그림 15] 유조선 대표 선형 1년 용선료 추이



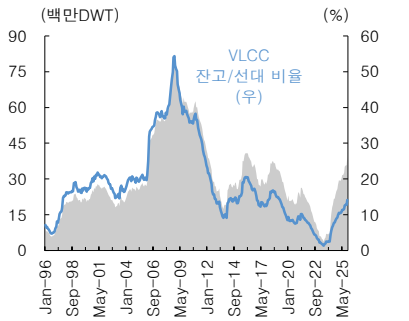
주: 2015년 1월 2일~2025년 11월 21일
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 16] 원유제품선 대표 선형 1년 용선료 추이



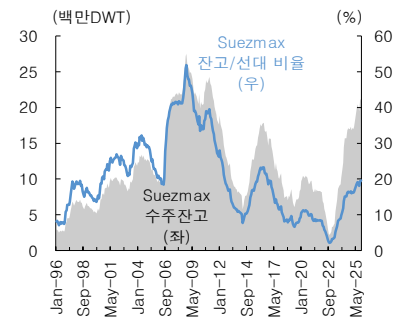
주: 2015년 1월 2일~2025년 11월 21일
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 17] VLCC 잔고/선대 14.1%



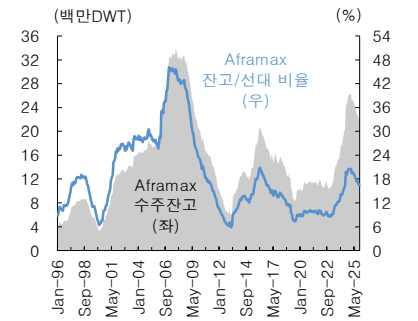
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고와 선대로 계산
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 18] Suezmax 잔고/선대 19.6%



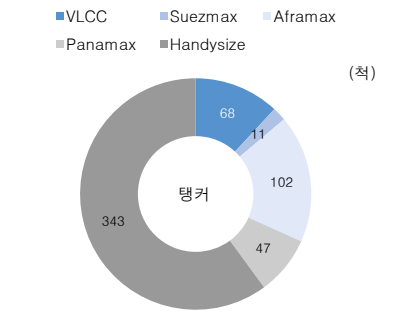
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고와 선대로 계산
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 19] Aframax 잔고/선대 16.4%



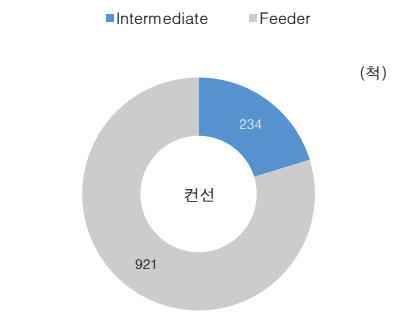
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고와 선대로 계산
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 20] 탱커 노후선 pool



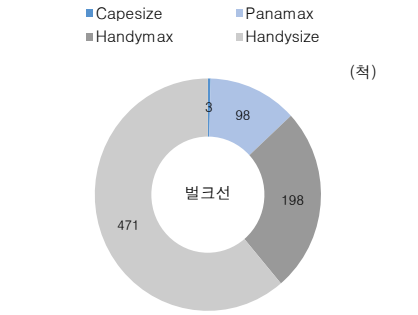
주: 2025년 11월 21일 기준 선대 구성으로 계산
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 21] 컨테이너선 노후선 pool



주: 2025년 11월 21일 기준 선대 구성으로 계산
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 22] 벌크선 노후선 pool



주: 2025년 11월 21일 기준 선대 구성으로 계산
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

<표 6> 탱커 선대 중 노후선 교체 pool

(단위: 척)

구분	선령	VLCC			Suezmax			Aframax			Panamax			Handysize		
		선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤
선령	25년~	43	43		29	29		41	41		8	8		355	355	
	20~24년	138	138		103	103		209	209		103	103		652	652	
	15~19년	195	195		144	144		330	330		197	197		1,474	1,472	2
	10~14년	186	186		135	135		172	172		63	63		734	734	
	5~9년	241	241		172	166	6	238	229	9	75	75		800	772	28
	0~4년	105	83	22	107	102	5	209	162	47	21	21		574	518	56
	합계	908	886	22	690	679	11	1,199	1,143	56	467	467		4,589	4,503	86
노후선	20년~	181	181		132	132		250	250		111	111		1,007	1,007	
	25년~	43	43		29	29		41	41		8	8		355	355	
수주 잔량		131	113	18	139	121	18	193	148	45	68	64	4	690	664	26
교체 pool	20년~		68			11			102			47			343	
	25년~															

주: 2025년 11월 21일 기준 선대(Fleet)와 orderbook
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

<표 7> 컨테이너 선대 중 노후선 교체 pool

(단위: 척)

구분	선령	Post-Panamax(17K+)			Neo-Panamax(12-17K)			Neo-Panamax(8-12K)			Intermediate(3-8K)			Feeder(~3K)		
		선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤
선령	25년~							13	13		102	102		661	660	1
	20~24년							58	58		329	329		542	541	1
	15~19년	8	8		31	31		207	207		592	592		1,004	1,004	
	10~14년	50	50		150	149	1	262	262		260	259	1	412	411	1
	5~9년	97	91	6	109	105	4	82	82		32	29	3	550	545	5
	0~4년	74	50	24	276	162	114	84	46	38	249	208	41	788	753	35
	합계	229	199	30	566	447	119	706	668	38	1,564	1,519	45	3,957	3,914	43
노후선	20년~							71	71		431	431		1,203	1,201	2
	25년~							13	13		102	102		661	660	1
수주 잔량		193	0	193	211	54	157	212	74	138	209	197	12	301	280	21
교체 pool	20년~											234			921	
	25년~															

주: 2025년 11월 21일 기준 선대(Fleet)와 orderbook
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

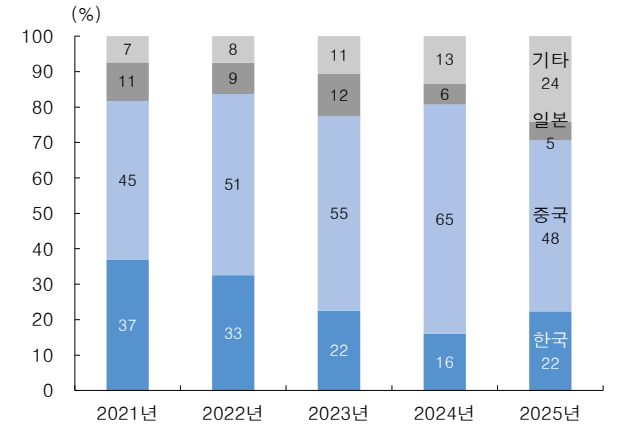
<표 8> 벌크선 선대 중 노후선 교체 pool

(단위: 척)

구분	선령	Capesize			Panamax			Handymax			Handysize		
		선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤	선대	D/F	디젤
선령	25년~	5	5		194	194		229	229		460	460	
	20~24년	132	132		343	343		411	411		319	319	
	15~19년	481	481		516	516		834	834		1,230	1,230	
	10~14년	750	750		1,109	1,109		1,484	1,484		1,291	1,291	
	5~9년	422	420	2	574	574		746	745	1	575	573	2
	0~4년	264	210	54	594	590	4	733	732	1	854	848	6
	합계	2,054	1,998	56	3,330	3,326	4	4,437	4,435	2	4,729	4,721	8
노후선	20년~	137	137		537	537		640	640		779	779	
	25년~	5	5		194	194		229	229		460	460	
수주 잔량		181	134	47	468	439	29	451	442	9	322	308	14
교체 pool	20년~		3			98			198			471	
	25년~												

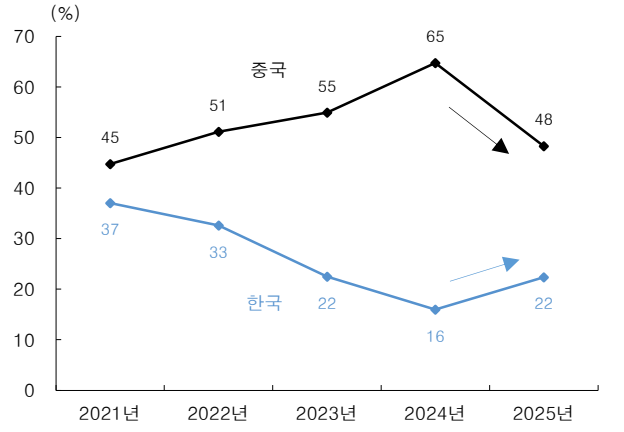
주: 2025년 11월 21일 기준 선대(Fleet)와 orderbook
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 23] 한국, 중국, 일본 상선 수주 점유율 추이



주: 2025년은 11월 21일 누적 수주 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 24] 중국 점유율 하락, 한국 점유율 소폭 반등



주: 2025년은 11월 21일 누적 수주 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

<표 9> 한국, 중국, 일본 조선소들의 선종별 신규 수주 점유율

선종		선형	수주 규모(척)					수주 점유율(%)			
			한국	중국	일본	기타	합계	한국	중국	일본	기타
탱커		<10K		47	18	8	73		64.4	24.7	11.0
		10-55K	20	55	20	7	102	19.6	53.9	19.6	6.9
		55-85K		4			4		100.0		
		85-125K	1	6	2	3	12	8.3	50.0	16.7	25.0
		125-200K	38	12			50	76.0	24.0		
		≥200K	15	8	5		28	53.6	28.6	17.9	
		합계	74	132	45	18	269	27.5	49.1	16.7	6.7
컨테이너선		<3K	21	132	2	3	158	13.3	83.5	1.3	1.9
		3-8K		123	4		127		96.9	3.1	
		8-12K	16	39		12	67	23.9	58.2		17.9
		12-17K	25				25	100.0			
		≥17K	18	68			86	20.9	79.1		
		합계	80	362	6	15	463	17.3	78.2	1.3	3.2
가스 운반선	LPG운반선	<30K		4	16	2	22		18.2	72.7	9.1
		30-65K	5	4			9	55.6	44.4		
		≥65K	2	2	6		10	20.0	20.0	60.0	
		합계	7	10	22	2	41	17.1	24.4	53.7	4.9
	에탄 운반선	합계	4				4	100.0			
	암모니아 운반선	합계	2				2	100.0			
LNG 운반선		합계	18				18	100.0			
LNG BV		합계	7	15		1	23	30.4	65.2		4.3
PCC		합계			6		6			100.0	

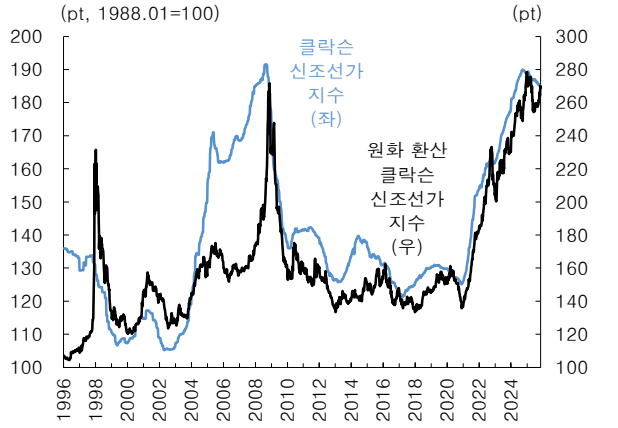
주: 2025년 11월 누적 수주량
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

2. 2025년 빈티지의 수익성은 2024년에 비해 향상됐을까?

2025년 빈티지 물량 중 2024년 대비 수익성 높은 물량은 전체의 57%

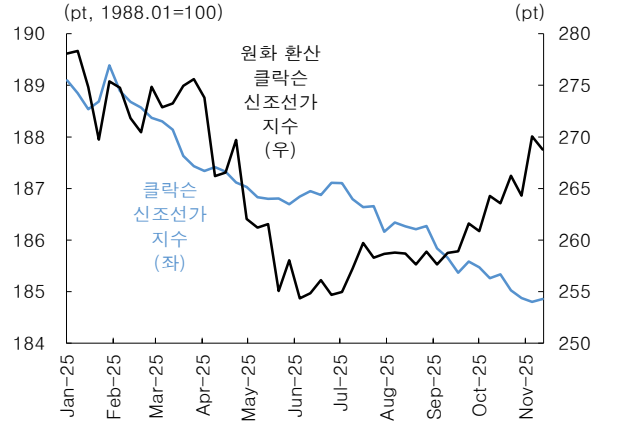
57%는 맞고, 43%는 틀린 얘기다. 2025년 6월에 원화 환산 선가 지수는 저점을 찍고 이후 반등했다. 2024년 12개월 간 수주 성과를 매월 말 선가 지수와 비교해서 보면, 6개월(5, 6, 7, 10, 11, 12월 합산 612만CGT)은 2025년 선가 저점 이상에서 수주했고, 6개월(1, 2, 3, 4, 8, 9월 합산 469만CGT)은 2025년 선가 저점 이하에서 수주했다. 2024년 수주 호선들보다 높은 선가로 수주했다고 확신할 수 있는 2025년 물량이 전체의 56.6%라는 의미다. 2025년 수주 호선들이 2027년 하반기부터 매출 mix에 본격적으로 잡히기 시작할 때, 조선사 상선 영업이익률은 더 나아질 것인가에 대한 고민이 필요한 시점이다. 2026년부터 수주할 2029년 납기 수주 호선들의 선가가 반등한다면, 이 고민은 자연스럽게 해결될 것이다.

[그림 25] 클락슨 신조선가 지수와 원화 환산 지수 추이



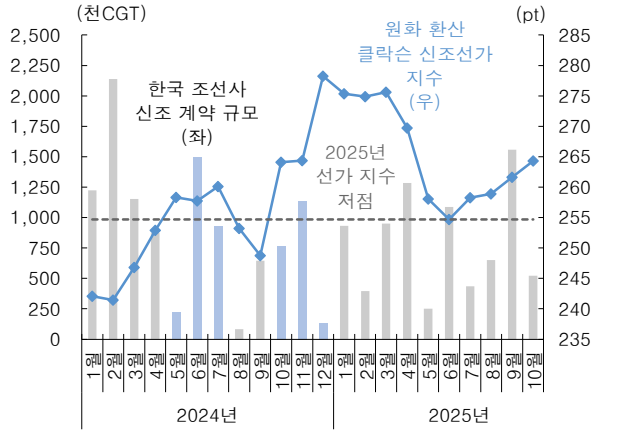
주: 클락슨 신조선가 지수에 USD/KRW를 곱해서 원화로 환산
자료: Clarksons Research, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 26] 2025년 하반기부터 원화 환산 지수 반등



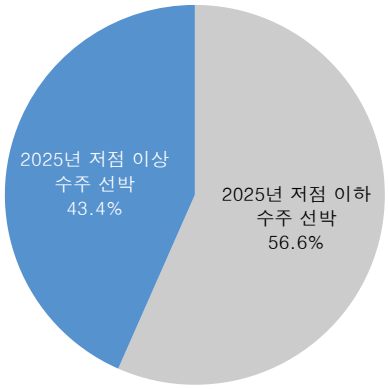
자료: Clarksons Research, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 27] 한국 조선사 신조 계약 규모와 원화 환산 선가



주: 연보라색 음영은 2025년 원화 환산 선가 저점 이상에서 수주한 월을 표시한 것
자료: Clarksons Research, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 28] 2024년에 수주한 선박의 선가별 구성



자료: 한국투자증권

3. 2026년 실적 추정

2026년 조선 4사 영업이익 8.7조원(+51.5% YoY)

영업이익 고속 성장을 약속할 수 있는 마지막 해다. 조선 4사 합산(HD현대미포는 HD현대중공업 합병법인으로 계산) 2026년 연결 매출액은 57.3조원(+18.2% YoY), 영업이익은 8.7조원(+51.5% YoY, OPM +15.3%)으로 추정한다. 경영 목표 수립 시 기준 환율(USD/KRW)은 1,320~60원 사이일 것이다. 당사 환율 전망(2026년 평균 1,390원, 2026년 4분기 평균 1,410원)을 고려하면, 2026년 시장 환율은 각 사 경영 목표를 달성하는데 있어 플러스 요소일 것이다.

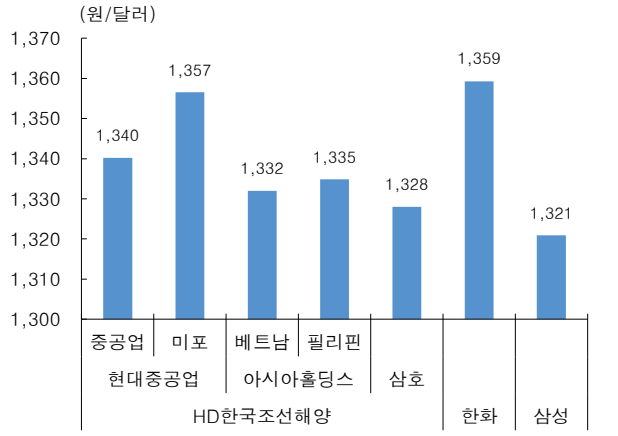
조선 4사 영업이익 추정 1. 선종별 매출 mix

조선사별 상선 영업이익률은 2026년 4분기까지 모두 15%를 넘어설 것이다. 동기간 HD현대삼호의 상선 영업이익률은 20.4%, HD현대중공업은 17.4%(HD현대미포 합병 반영 시 15.8%), 한화오션은 17.0%, 삼성중공업은 15.6%로 추정한다. 두 가지 방법으로 추정치를 계산했다. 첫째, 선종별 매출 mix를 구했다. 대형 조선 4사는 2026년 상선 매출액의 43~67%를 LNG 운반선으로 창출하며, HD현대중공업 합병 법인의 HD현대미포 야드는 43%를 MGC(LCO2 운반선 포함)로 창출할 것이다. LNG 운반선 매출 비중은 1분기를 정점으로 매 분기 마다 감소하게 되는데, 그 자리를 컨테이너선과 가스선, 탱커가 채워간다. HD현대중공업의 가스선(VLGC/AC/EC), 한화오션의 탱커(VLCC), 삼성중공업과 HD현대삼호의 컨테이너선(Neo-panamax)이 LNG 운반선 비중을 뒤따를 것이다.

조선 4사 영업이익 추정 2. 수주 연도별 매출 mix

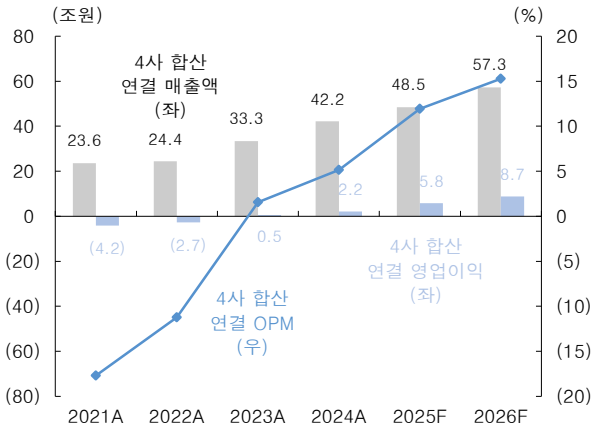
둘째, 수주 연도별 매출 mix를 구했다. 2026년 상선 매출은 대부분 2023~2024년에 수주한 호선들로 창출될 것이다. 조선사별 차이는 명확한데, HD현대중공업과 한화오션을 비교하면 쉽다. HD현대중공업은 2026년 상선 매출액을 2023년 빈티지로 53%, 2024년 빈티지로 27% 만들어내는 한편, 한화오션은 2023년 빈티지로 17%, 2024년 빈티지로 46%를 만든다. 이러한 차이의 원인은 한화오션의 2023년 수주 성과가 부족했기 때문이다. 한화오션의 2026년은 2024년에 수주한 고선가 LNG 운반선이 탱커로 훼손될 뻔한 전체 마진을 방어하는 해다.

[그림 29] 2026년 상선 매출액 기준 환율 추정치



주: 계약 환율 가중 평균
자료: Clarksons Research, Bloomberg, 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 30] 4사 합산 실적: 영업이익 +51.5% YoY



주: 연결 기준(HD현대중공업의 HD현대미포 합병 반영)
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

<표 10> 조선 5사 분기 평균 매출 선가(ASP)와 상선 영업이익률 추정치

(단위: 십억원/척, %)

조선사	구분	선종	2025년				2026년				2027년			
			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
한화오션	ASP	LNG 운반선	292.4	296.6	301.5	307.6	316.1	328.2	332.3	335.7	340.1	343.8	344.1	345.0
	(십억원)	VLGC/AC	163.2	165.2	163.5	163.4	163.4	165.2	165.5	165.6	165.8	164.3	164.9	165.4
	OPM	LNG 운반선	9.1	12.0	13.4	15.1	17.4	20.5	21.4	22.3	23.2	24.1	24.1	24.3
	(%)	컨테이너선	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
		가스 운반선	12.0	13.1	12.2	12.1	12.1	13.1	13.2	13.3	13.4	12.6	12.9	13.2
		탱커	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
		추정	9.3	11.6	13.0	14.4	15.5	17.1	17.0	17.1	16.7	16.6	16.3	15.4
삼성중공업	ASP	LNG 운반선	279.4	285.4	294.5	299.7	305.7	309.5	314.0	319.3	325.5	331.3	334.6	338.4
	(십억원)	VLGC/AC/EC	134.4	135.0	137.6	141.7	166.5	160.3	161.4	162.3	166.6	169.0	170.6	174.2
	OPM	LNG 운반선	7.7	9.7	12.5	14.0	15.7	16.7	17.9	19.3	20.8	22.2	22.9	23.8
	(%)	컨테이너선	0.0	0.0	2.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
		가스 운반선	4.0	4.4	6.2	8.9	13.0	9.6	10.2	10.7	13.0	14.3	15.1	16.8
		탱커	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
		추정	6.0	7.4	10.0	12.8	14.0	14.6	15.3	15.6	15.5	16.1	16.6	17.8
HD현대중공업	ASP	LNG 운반선	285.5	290.5	299.0	307.8	317.2	326.9	329.2	331.5	333.2	332.6	328.8	323.8
	(십억원)	VLGC/AC/EC	130.6	134.1	137.4	141.3	150.8	161.8	164.7	163.5	163.2	162.8	163.0	168.2
	OPM	LNG 운반선	11.2	12.7	15.2	17.6	20.1	22.4	23.0	23.5	23.9	23.8	22.9	21.7
	(%)	컨테이너선	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
		VLGC/AC/EC	5.0	7.4	9.7	12.2	9.0	14.9	16.3	15.8	15.6	15.4	15.5	18.0
		탱커	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
		추정	10.3	11.1	12.9	15.0	15.4	17.7	17.8	17.4	16.8	16.4	15.8	15.4
HD현대삼호	ASP	LNG 운반선	296.8	304.1	312.6	322.2	329.4	336.9	340.7	344.3	347.0	350.8	352.8	354.5
	(십억원)	VLGC/AC/EC	127.2	128.0	131.6	136.4	140.8	142.7	148.4	156.7	158.1	161.6	163.3	158.8
	OPM	LNG 운반선	20.0	21.9	22.0	24.3	25.9	27.5	28.3	29.0	29.6	30.3	30.7	31.0
		컨테이너선	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		VLGC/AC/EC	0.7	1.3	4.0	7.3	10.2	11.4	14.8	19.4	20.1	21.8	22.6	20.4
		탱커	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
		PCC	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
		추정	15.9	17.2	16.8	17.6	18.3	19.2	19.5	20.4	20.5	20.7	20.5	19.4
HD현대미포	ASP	P/C(MR)	61.1	62.8	65.2	66.8	67.6	68.7	69.3	71.5				
(HD현대중공업	(십억원)	MGC/LCO2	91.7	92.6	94.2	96.3	98.2	101.1	102.4	105.1	108.0	109.9	112.0	113.2
미포 야드)	OPM	P/C(MR)	5.0	7.6	11.0	13.1	14.2	15.6	16.3	18.9	18.9			
	(%)	컨테이너선	5.0	5.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
		MGC/LCO2	5.0	6.0	7.6	9.5	11.3	13.9	15.0	17.1	19.4	20.8	22.3	23.1
		LNG BV	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		PCC	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
		추정	5.0	6.8	9.4	10.9	11.4	12.2	12.0	12.2	12.7	12.6	13.9	15.4
HD현대	ASP	P/C(MR)	58.7	58.2	57.8	58.1	58.6	60.1	62.7	63.7	65.6	67.1	67.5	67.9
베트남조선	(십억원)	P/C(LR2)	85.5	86.7	88.3	89.3	90.7	91.7	92.9	93.5	94.1	95.2	96.3	96.5
	OPM	P/C(MR)	3.7	2.9	2.3	2.7	3.6	6.0	9.9	11.3	13.9	15.8	16.4	16.8
	(%)	P/C(LR2)	3.8	5.2	6.8	7.9	9.3	10.3	11.5	12.0	12.6	13.6	14.6	14.8
		벌크선	3.0											
		추정	3.7	3.8	4.3	4.9	5.8	7.7	10.5	11.6	13.4	14.7	15.4	15.7
HD현대중공업	ASP	P/C(LR2)		97.8	97.8	97.8	97.8	97.9	98.1	98.1	99.2	101.3	102.7	104.9
필리핀	OPM	P/C(LR2)		7.0	7.0	7.0	7.0	7.1	7.3	7.3	8.3	10.2	11.4	13.3
	(%)	추정		7.0	7.0	7.0	7.0	7.1	7.3	7.3	8.3	10.2	11.4	13.3

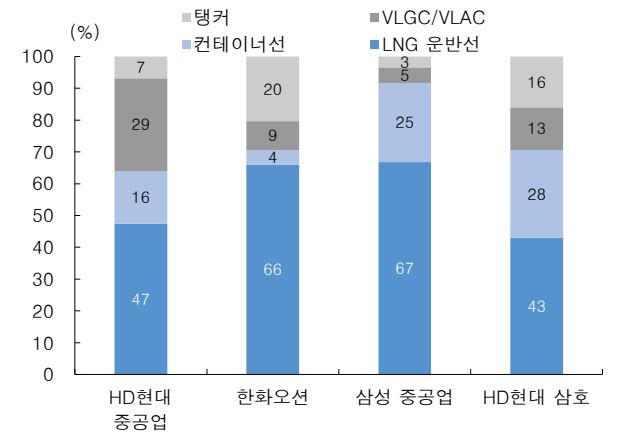
자료: 한국투자증권

<표 11> 조선 7사 주력 선종 분기 평균 매출 선가(ASP)

선종	조선사	통화	단위	2025년				2026년				2027년			
				1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기
LNG	한화오션	외화	백만달러/척	226.5	229.2	230.9	234.4	236.2	242.5	244.0	246.5	250.2	250.8	251.1	251.4
운반선		원화	십억원/척	292.4	296.6	301.5	307.6	316.1	328.2	332.3	335.7	340.1	343.8	344.1	345.0
	삼성중공업	외화	백만달러/척	217.7	221.1	226.1	229.5	232.8	234.8	236.8	239.0	241.4	244.3	246.2	248.5
		원화	십억원/척	279.4	285.4	294.5	299.7	305.7	309.5	314.0	319.3	325.5	331.3	334.6	338.4
	HD현대중공업	외화	백만달러/척	222.0	223.6	229.5	234.6	240.0	246.2	247.9	248.1	248.1	247.3	244.5	240.2
		원화	십억원/척	285.5	290.5	299.0	307.8	317.2	326.9	329.2	331.5	333.2	332.6	328.8	323.8
	HD현대삼호	외화	백만달러/척	233.7	237.4	242.3	248.0	252.8	257.7	259.9	260.8	261.2	261.8	261.4	259.9
		원화	십억원/척	296.8	304.1	312.6	322.2	329.4	336.9	340.7	344.3	347.0	350.8	352.8	354.5
가스	한화오션	외화	백만달러/척	124.7	125.1	124.7	124.6	124.5	125.0	124.8	123.4	122.8	121.0	119.7	118.5
운반선	(VLGC/AC)	원화	십억원/척	163.2	165.2	163.5	163.4	163.4	165.2	165.5	165.6	165.8	164.3	164.9	165.4
	삼성중공업	외화	백만달러/척	94.2	94.9	97.3	101.0	120.9	120.0	120.1	120.0	121.0	121.5	121.8	122.8
	(VLGC/AC/EC)	원화	십억원/척	134.4	135.0	137.6	141.7	166.5	160.3	161.4	162.3	166.6	169.0	170.6	174.2
	HD현대삼호	외화	백만달러/척	99.3	99.7	101.5	103.4	106.2	107.6	110.4	114.4	115.2	116.8	117.8	116.2
	(VLGC/AC/EC)	원화	십억원/척	127.2	128.0	131.6	136.4	140.8	142.7	148.4	156.7	158.1	161.6	163.3	158.8
	HD현대중공업	외화	백만달러/척	99.3	102.7	105.2	108.1	114.8	122.2	124.1	123.1	122.2	121.1	120.6	122.7
	(VLGC/AC/EC)	원화	십억원/척	130.6	134.1	137.4	141.3	150.8	161.8	164.7	163.5	163.2	162.8	163.0	168.2
	HD현대미포	외화	백만달러/척	70.0	70.8	71.8	73.1	74.2	75.8	76.3	77.2	78.2	78.9	80.2	81.6
	(MGC/LCO2)	원화	십억원/척	91.7	92.6	94.2	96.3	98.2	101.1	102.4	105.1	108.0	109.9	112.0	113.2
P/C	HD현대미포	외화	백만달러/척	46.7	47.5	48.7	49.5	49.9	50.5	50.9	52.1				
	(MR)	원화	십억원/척	61.1	62.8	65.2	66.8	67.6	68.7	69.3	71.5				
	HD현대베트남	외화	백만달러/척	42.8	42.9	43.3	43.9	44.4	45.2	46.7	47.2	48.1	48.8	49.1	49.3
	(MR)	원화	십억원/척	58.7	58.2	57.8	58.1	58.6	60.1	62.7	63.7	65.6	67.1	67.5	67.9
	HD현대베트남	외화	백만달러/척	65.7	66.5	67.7	68.4	69.1	69.4	69.6	69.8	69.9	70.1	70.3	70.4
	(LR2)	원화	십억원/척	85.5	86.7	88.3	89.3	90.7	91.7	92.9	93.5	94.1	95.2	96.3	96.5
	HD현대필리핀	외화	백만달러/척		73.5	73.5	73.5	73.5	73.5	73.5	73.5	73.4	73.3	73.2	73.0
	(LR2)	원화	십억원/척		97.8	97.8	97.8	97.8	97.9	98.1	98.1	99.2	101.3	102.7	104.9

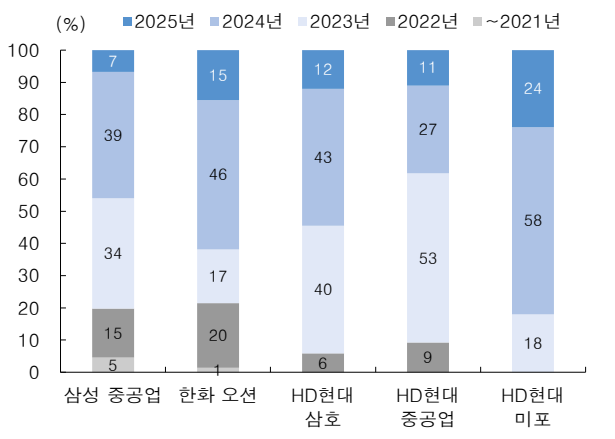
자료: Clarksons Research, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 31] 2026년 상선 매출액의 선종별 구성



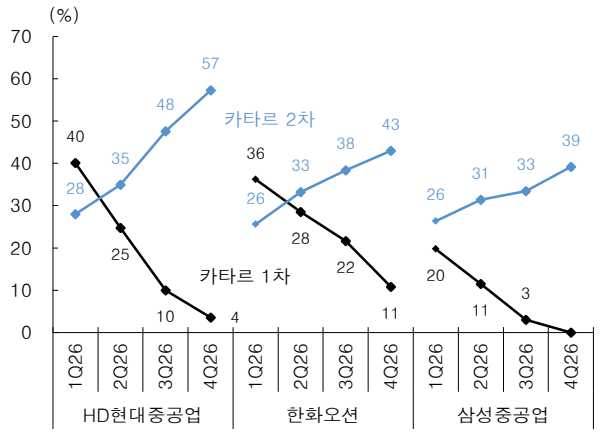
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 32] 2026년 상선 매출액의 수주 연도별 구성



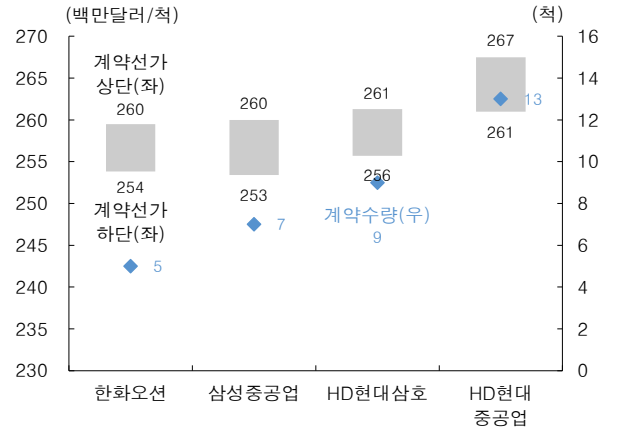
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 33] LNG 운반선 분기 매출액 內 카타르 1, 2차 비중



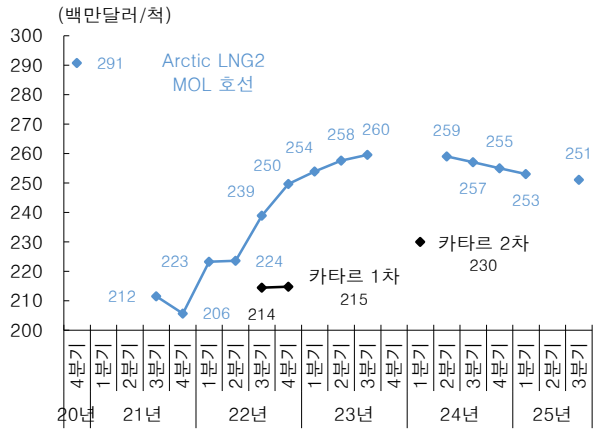
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 34] 2023년 빈티지 LNG 운반선 계약선가와 수량



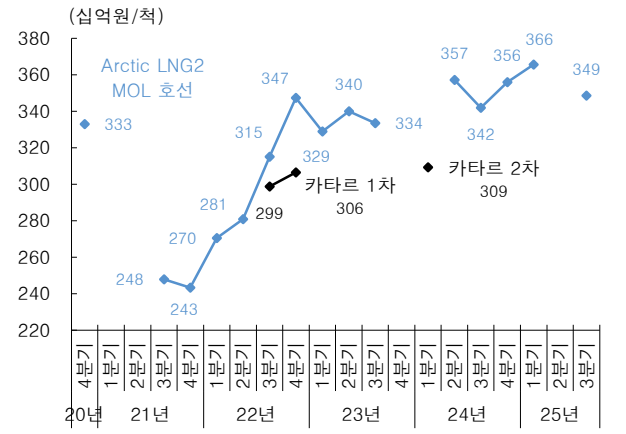
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 35] 한화오션 LNG 운반선 평균 계약 선가(외화)



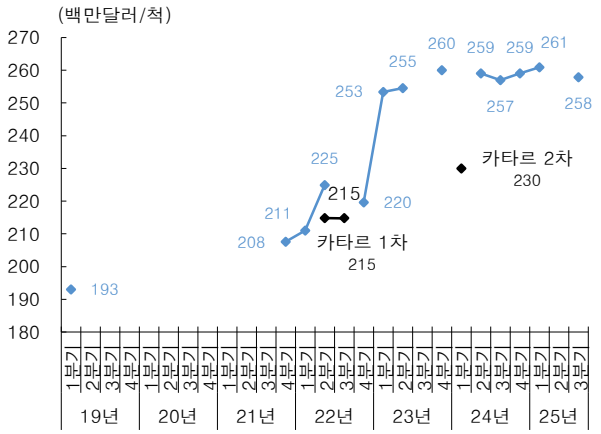
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 36] 한화오션 LNG 운반선 평균 계약 선가(원화)



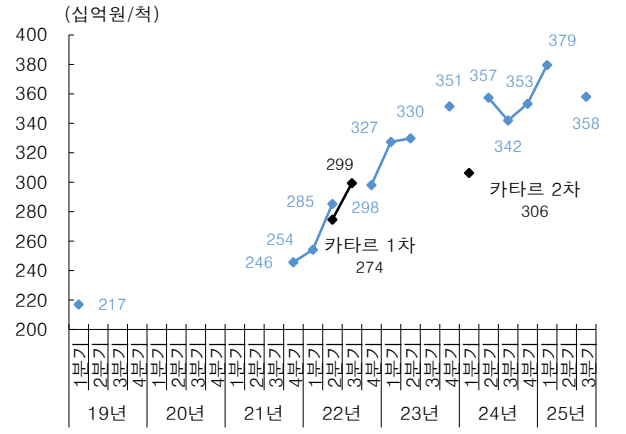
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 37] 삼성중공업 LNG 운반선 평균 계약 선가(외화)



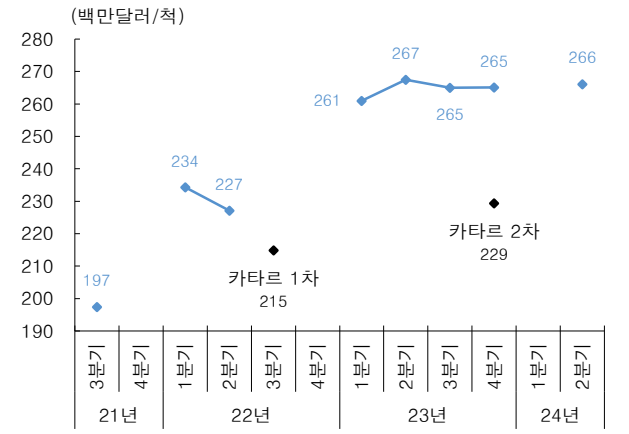
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 38] 삼성중공업 LNG 운반선 평균 계약 선가(원화)



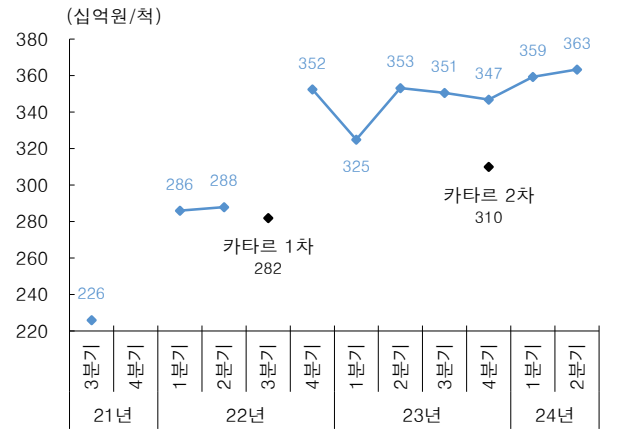
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 39] HD현대중 LNG 운반선 평균 계약 선가(외화)



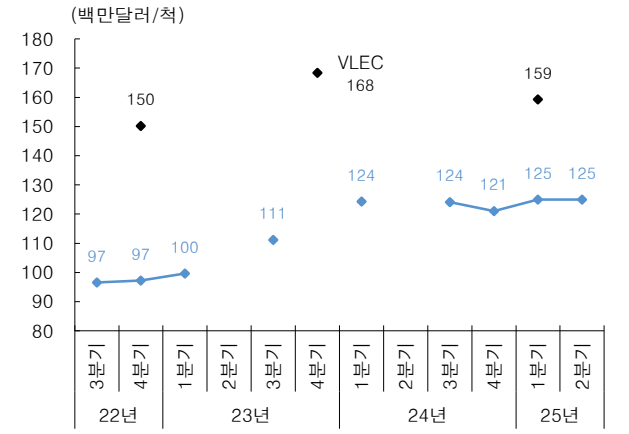
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 40] HD현대중 LNG 운반선 평균 계약 선가(원화)



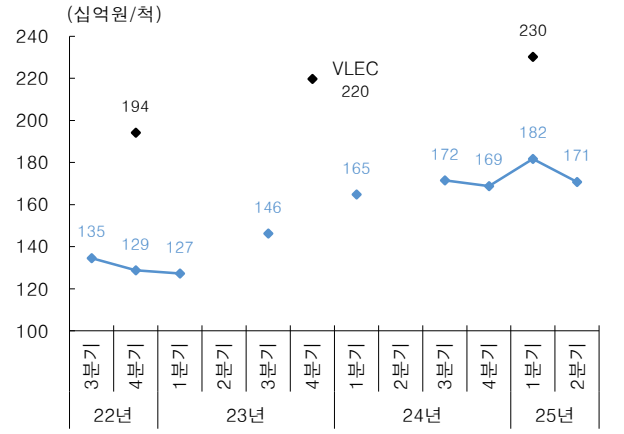
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 41] HD현대중 가스 운반선 평균 계약 선가(외화)



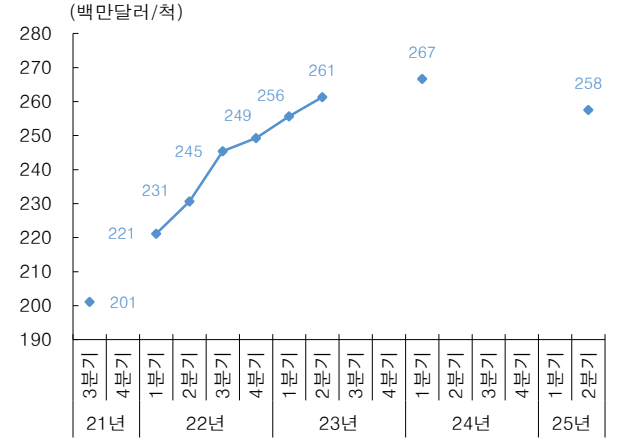
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 42] HD현대중 가스 운반선 평균 계약 선가(원화)



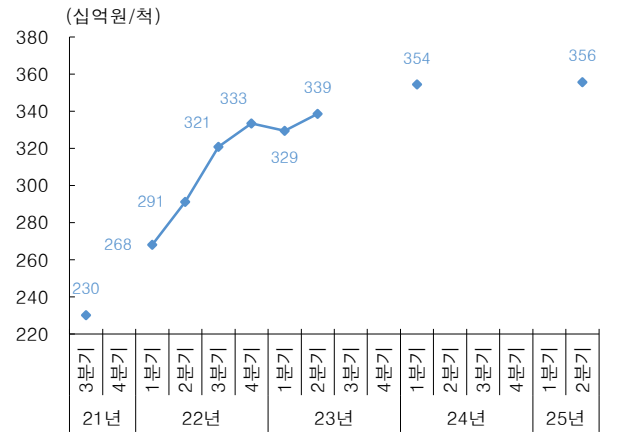
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 43] HD현대삼호 LNG 운반선 평균 계약 선가(외화)



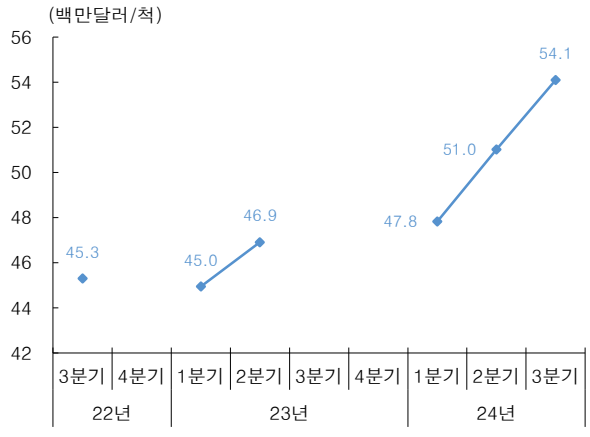
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 44] HD현대삼호 LNG 운반선 평균 계약 선가(원화)



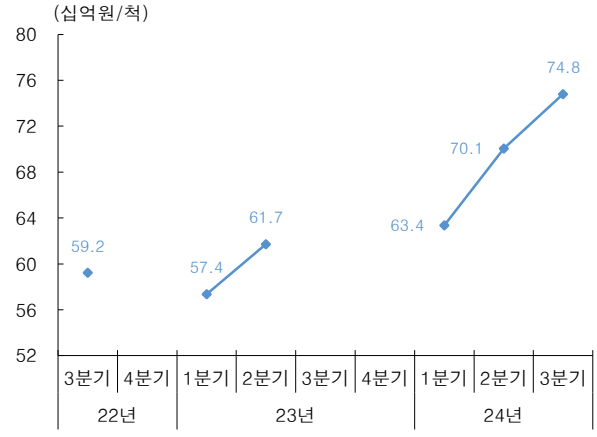
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 45] HD현대미포 MR P/C 평균 계약 선가(외화)



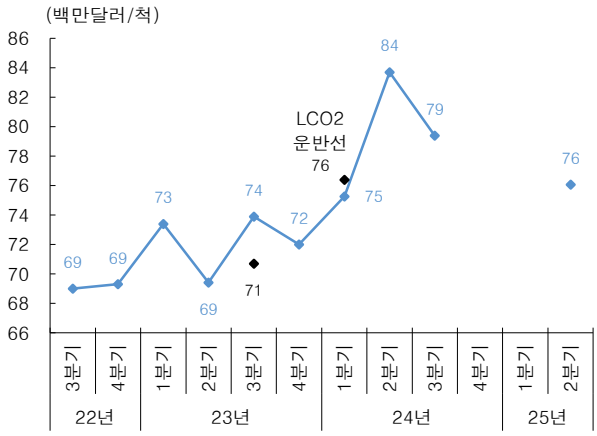
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 46] HD현대미포 MR P/C 평균 계약 선가(원화)



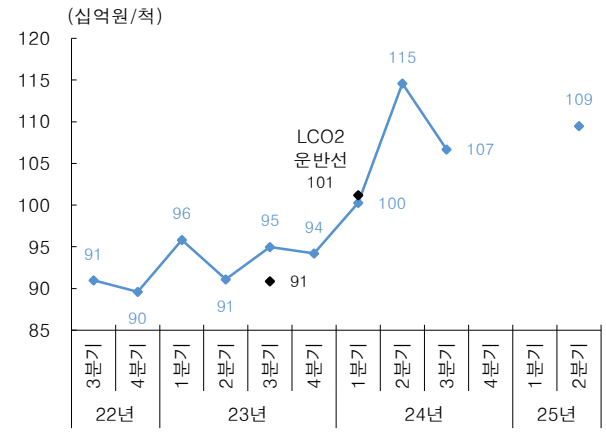
주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 47] HD현대미포 가스 운반선 평균 계약 선가(외화)



주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 48] HD현대미포 가스 운반선 평균 계약 선가(원화)



주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

III. Downside Risk: LNG 운반선

1. LNG 운반선 수주 전망

2026년은 LNG 운반선 호황기가 재현되는 해

2026년은 2022년 LNG 운반선 발주 호황기가 재현되는 해다. 선주들은 2026년 한 해 동안 범용 사이즈 LNG 운반선을 125척(금액 환산 316억달러) 발주할 것이라 추정한다. 2022년에 175척(385억달러)을 발주한 이후로 최대치이며, 2022년 발주 수량 중 카타르 NFE 프로젝트의 1차 발주 물량을 제외하면 유사한 수준이다. 2026년 예상 발주 수량을 지역별로 구분하면, 한국 조선사 수주 물량은 84척(214억달러), 중국 조선사 수주 물량은 41척(102억달러)으로 추정한다.

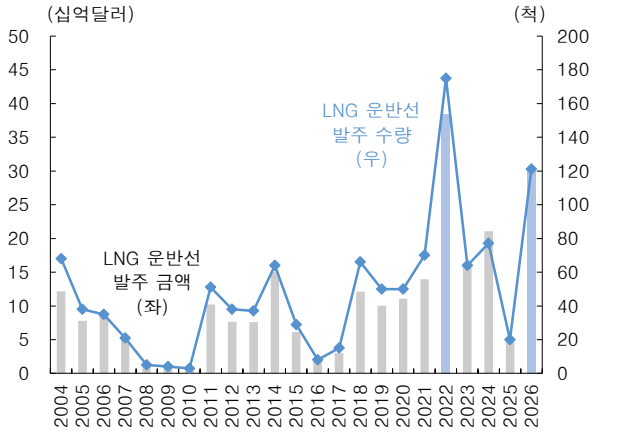
LNG 운반선 수요 추정 1. LNG 수출 터미널의 연간 LNG 선적량 및 신조 수요

두 가지 경로로 LNG 운반선 수요를 추정했다. 첫째, LNG 수출 터미널의 연간 LNG 선적량과 매칭한 신조 수요다. 현재 공사 중인 터미널 중 2029년에 준공 예정인 프로젝트는 총 8개이며, 합산 LNG 선적량은 56.5Mtpa다. 선적한 LNG를 실어나르기 위해 필요한 LNG 운반선은 총 95척(클락슨 추정치)이며, 1Mtpa당 1.7척을 매칭해서 구한 것이다. 이 중 카타르, U.A.E 등 중동 프로젝트에 매칭한 수량은 31척인데, 이는 중국 조선사로 분리 발주될 가능성이 높다. 중동을 제외한 미국 프로젝트 5개 매칭 수량 모두 한국 조선사로 발주될 것이라 내다본다.

LNG 운반선 수요 추정 2. 노후 LNG 운반선 교체 수요

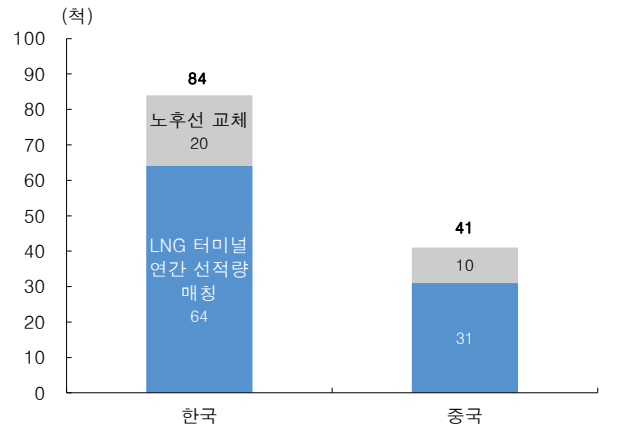
둘째, 노후 LNG 운반선 교체 수요다. 전세계 LNG 운반선 선대는 766척 중 125K cbm 이상의 대형선은 727척이다. 대형 LNG 운반선 선대 중 스팀 터빈, D/F 디젤 발전 등 구형 추진 엔진을 장착한 선박은 399척인인데, 이를 선령별로 구분하면 스팀 터빈 추진 사양의 20년 이상 노후선이 78척이라는 점을 확인할 수 있다. 이에 1차 노후선 교체 pool을 78척으로 규정하고, 향후 3년에 걸쳐 30척, 24척, 24척씩 발주된다고 가정했다. 2026년에 발주될 선박 30척 중 20척을 한국 조선사가, 10척을 중국 조선사가 나눠서 수주할 것이라 설정했다.

[그림 49] 연간 대형 LNG 운반선 발주 금액과 수량



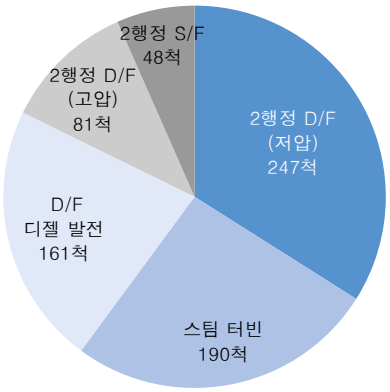
주: 140K cbm+ LNG 운반선 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 50] 발주 경로별 한국 및 중국 조선사 수주 물량



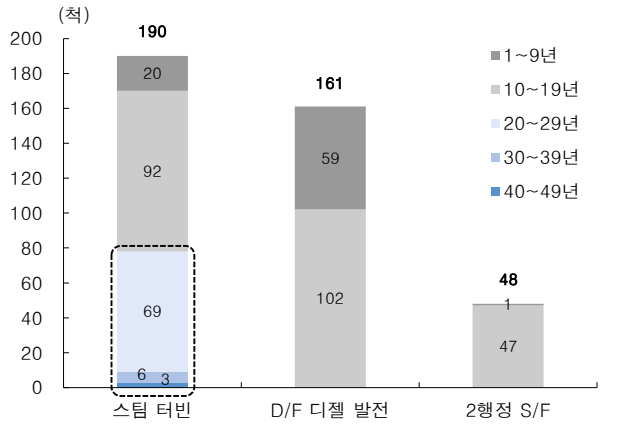
자료: 한국투자증권

[그림 51] 전세계 LNG 운반선 선대의 엔진 종류별 구성



주: 2025년 11월 28일 기준 LNG 운반선 선대 중 125,000cbm 이상 LNG 운반선만 집계
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 52] 20년 이상 스팀 터빈 추진선 78척 교체 전망



주: 2025년 11월 28일 기준 LNG 운반선 선대 중 125,000cbm 이상 LNG 운반선만 집계
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

<표 12> LNG 프로젝트 리스트 (최종투자결정 후 공사 중인 프로젝트만 정리)

구분	국가	프로젝트		상황	LNG선적	일정		LNG 운반선	
					(Mtpa)	FID	상업운전	크기	수량
1	아르헨티나	Argentina LNG Phase 1 FLNG 2	해상	공사 중	3.5	2025년 8월	2028년	174K	7
2	캐나다	Cedar FLNG	해상	공사 중	3.3	2024년 6월	2028년	174K	4
3	멕시코	Amigo FLNG 1	해상	공사 중	2.1	NA	2028년	174K	3
4	멕시코	Amigo FLNG 2	해상	공사 중	2.1	NA	2028년	174K	3
5	모잠비크	Coral North (FLNG)	해상	공사 중	3.6	2025년 10월	2028년	174K	4
6	카타르	North Field LNG Expansion Train 6	육상	공사 중	7.8	2021년 2월	2028년	174K	8
7	미국	Port Arthur LNG Train 2	육상	공사 중	6.5	2023년 3월	2028년	174K	14
8	미국	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 8	육상	공사 중	1.4	2025년 6월	2028년	174K	3
9	미국	Rio Grande LNG Train 2	육상	공사 중	6.0	2023년 7월	2028년	174K	12
10	미국	Corpus Christi LNG Stage 3 Train 9	육상	공사 중	1.4	2025년 6월	2028년	174K	3
	소계				37.7				61
11	카타르	North Field LNG Expansion Train 7	육상	공사 중	8.0	2024년 2월	2029년	174K	11
12	카타르	North Field LNG Expansion Train 8	육상	공사 중	8.0	2024년 2월	2029년	174K	11
13	U.A.E.	Al Ruwais LNG	육상	공사 중	9.6	2024년 6월	2029년	174K	10
14	미국	Port Delfin 1 (FLNG)	해상	공사 중	4.4	NA	2029년	174K	9
15	미국	Commonwealth LNG	육상	공사 중	9.5	NA	2029년	174K	20
16	미국	Rio Grande LNG Train 3	육상	공사 중	6.0	2023년 7월	2029년	174K	12
17	미국	Woodside Louisiana LNG 1	육상	공사 중	5.5	2025년 4월	2029년	174K	11
18	미국	Woodside Louisiana LNG 2	육상	공사 중	5.5	2025년 4월	2029년	174K	11
	소계				56.5				95
19	미국	Woodside Louisiana LNG 3	육상	공사 중	5.5	2025년 4월	2030년	174K	11
20	모잠비크	Mozambique LNG	육상	공사 중	12.8	2019년 6월	2030년	174K	17
21	미국	Port Arthur LNG Phase 2	육상	공사 중	13.5	2025년 9월	2030년	174K	29
22	미국	Rio Grande LNG Train 4	육상	공사 중	6.0	2025년 9월	2030년	174K	12
	소계				37.8				69
23	미국	Rio Grande LNG Train 5	육상	공사 중	6.0	2025년 10월	2031년	174K	12
	소계				6.0				12
합계					138.0				237

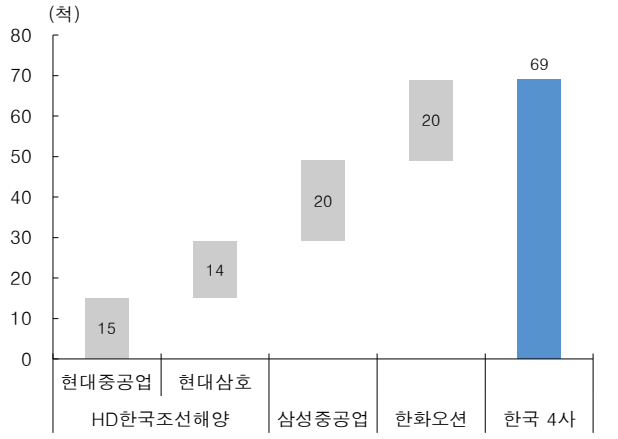
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

2. 예견된 수주, 변수는 선가

선가가 변수이나,
2025년 수주 물량은
시세 대비 높은 선가로 계약

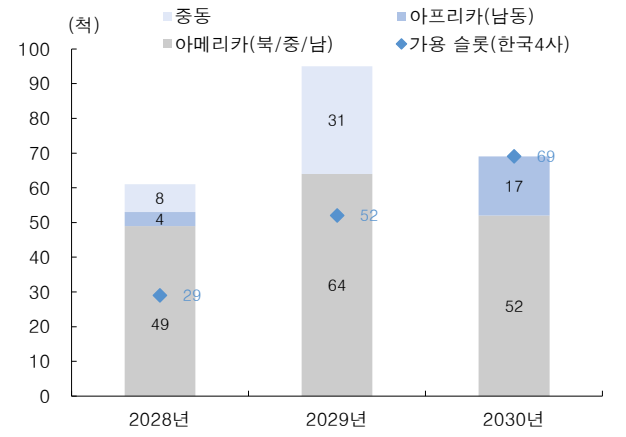
변수는 선가다. LNG 운반선을 수주하는 일 하나만으로, 기업가치는 add-up 되지 않는다. 시장은 2028년 매출액 컨센서스에 2029년 납기 LNG 운반선 가용 슬롯의 완판을 이미 반영하고 있기 때문이다. 앞서 제시한 수량 전망치가 얼마나 좋은 선가로 계약되는지가 중요하다. 현 시세(2.48억달러) 혹은 그 이하에 수주할 경우, 몇 척을 수주하든 LNG 운반선 수주 소식은 더 이상 호재가 아닐 것이다. 다행인 점은 한국 조선사들의 2025년 누적 수주 수량 20척(한화오션의 Hanwha Philly 하도급 물량 2척 포함) 대부분이 당시 시세에 비해 높은 선가로 계약되었다는 것이다. 한국 조선사들이 선주들에 제공할 수 있는 슬롯에 비해, 이를 가져가려는 수요가 더 많다는 점을 강조하고 싶다.

[그림 53] 한국 조선 4사 LNG 운반선 연간 가용 슬롯



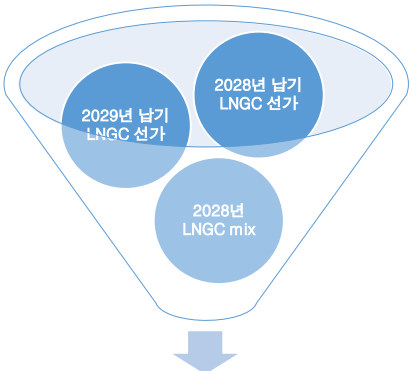
자료: 한국투자증권

[그림 54] 납기별 LNG 운반선 수요에 비해 가용 슬롯 부족



주: 한국 4사 (잔여)가용 슬롯은 2025년 11월 28일 기준
자료: Clarksons Research, 각 사, 한국투자증권

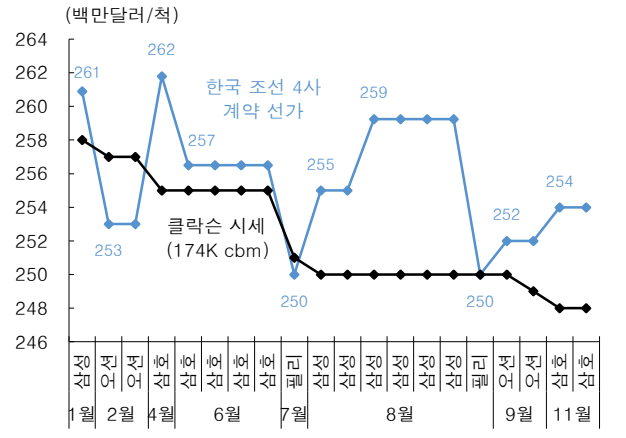
[그림 55] 2026년에 수주할 2028~2029년 납기 LNGC가 2028년 상선 영업이익률 성장 여부 결정



2028년 상선 OPM

자료: 한국투자증권

[그림 56] 한국 조선 4사의 LNG 운반선 계약 선가와 클락슨 시세 추이



주: Hanwha Philly Shipyard가 1척당 250백만달러에 수주한 2척은 한화오션이 건조
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

IV. Upside Risk: 군함

1. 2028년 실적으로 이어지는 군함 프로젝트

기업가치 Upside risk는 군함

현 시점 조선사 기업가치를 위로 열어줄 재료는 군함 밖에 없다. 군함이 실적 컨센서스와 밸류에이션 멀티플 모두에 관여하기 때문이다. 내수와 수출 구분없이 군함에 대한 기대는 밸류에이션 시계에 들어오지 않는 장기 전망이며, 사업자 선정을 가정할 수 없어 추정치에 반영하기 어렵다. 시장은 LNG 운반선 수주에 대해 Q를 이미 반영해 두고 P를 열어두었지만, 앞으로 수주할 군함의 경우 Q와 P 모두 추정치에 반영하지 않은 신규 수익원이다. 노후선 교체 목적으로 추진되는 단발성 프로젝트가 아닌 영구히 존재하는 시장에 진출하는 건이라면, 밸류에이션 멀티플을 Re-rating 할 수 있는 근거로도 작용한다.

미국 外 – 단발성 프로젝트
미국 – 30년 함정 구매 계획

군함 관련 현안은 두 가지로 분류할 수 있다. 첫째, 단발성 프로젝트다. 미국 外 시장에서 진행중인 노후선 교체 및 함대 확장 프로젝트 모두가 여기에 해당된다. 주로 무기체계 조달 수량, 사업비, 목표 인도 시기 등에 관한 정보를 구할 수 있기 때문에, 사업자 선정 시 공정 진행별, 시점별로 매출액을 추정할 수 있다. 캐나다 잠수함(Canadian Patrol Submarine Project, 이하 CPSP), 중동 잠수함, 페루 잠수함, 태국 차기 호위함, 한국 KDDX 등이 여기에 해당된다. 둘째, 영구적인 시장이다. 미국 의회 예산처에서 매년 초에 공개하는 30년치 함정 구매 계획이 여기에 해당된다. 법안 통과 시 한국 조선사에서 건조할 수 있는 일감이 되는데, 수주 가능한 함종과 수량, 가격을 특정하기 어려워 점유율로 접근하고 있다.

2026년 단발성 프로젝트: 캐나다 CPSP, 중동 잠수함, 태국 호위함

단기적으로 단발성 프로젝트, 장기적으로 미국 시장 점유율이 특수선 부문 외형을 주도할 것이다. HD현대중공업과 한화오션의 2030년 해양 방산 매출 목표 달성 여부는 대부분 2026년 안에 결정된다. 2026년에 사업자를 선정할 단발성 프로젝트 때문인데, 수출 사업 3가지를 수주할 경우 특수선 부문에 반영할 수 있는 매출액을 추정했다. 캐나다, 중동, 태국 사업을 모두 수주할 경우, 2042년까지 31.8조원 규모 매출액을 양 사 특수선 부문에 새로 반영할 수 있다. 연간 매출액 흐름을 살펴보면, 캐나다 CPSP 1번함 착공으로 2029년에 1조원대로 진입해 3033년에 3.9조원으로 정점에 도달한 후, 2040년까지 1조원 이상을 유지할 것이다. Team Korea 사업이 대부분이기 때문에 건조 순서와 수량을 임의로 구분할 수 없지만, 양 사 합산 숫자를 확인하면 적지 않다라는 것을 체감할 수 있다.

HD현대중공업과 한화오션의 기업가치 변곡점은 1H26

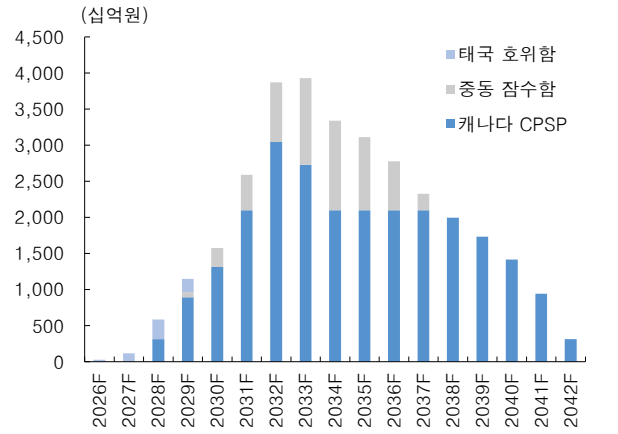
양 사 기업가치의 변곡점은 2026년 상반기 중에 발생할 것이다. 캐나다 정부가 CPSP를 수행할 우선협상대상자를 선정하는 시기이기 때문이다. 앞서 추정한 특수선 부문 신규 수익원의 79.2%가 CPSP로 발생한다. 한국 KDDX, 필리핀 함정, HD현대중공업의 페루 잠수함을 비롯해 미국 시장 수주 기회가 남아있지만, 양 사 목표를 달성하기 위해서 CPSP는 반드시 필요한 프로젝트다. 우선협상대상자로 선정 시, 양 사 해양 방산 사업에 대한 시장의 인식이 빠르게 개선될 것이며, 그 반대의 경우 앞으로 있을 여러 기회들을 원점에서 재검토하게 될 것이다.

<표 13> 2026년까지 우선협상대상자를 선정하거나 본 계약을 체결하는 잠수함, 수상함 수출 프로젝트

구분	국가	수량 (척)	배수량 (톤)	2025년 1분기	2025년 2분기	2025년 3분기	2025년 4분기	2026년 1분기	2026년 2분기	2026년 3분기	2026년 4분기	2027년 1분기	2027년 2분기	2027년 3분기	2027년 4분기
한국	캐나다	12	3,600					우협						본 계약	
	중동	4	-									본 계약			
	소계	16													
수상함	태국	1	3,650					본 계약							
	소계	1													
합계		17													

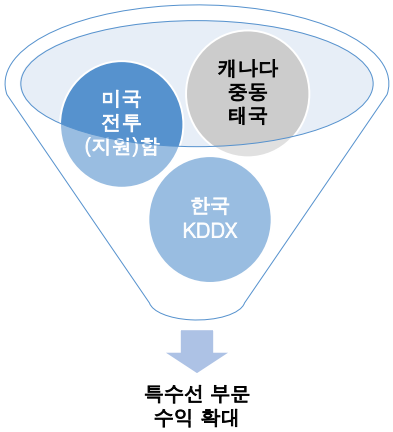
자료: 한국투자증권

[그림 57] 대표 프로젝트 수주 시 발생하는 매출액 추정



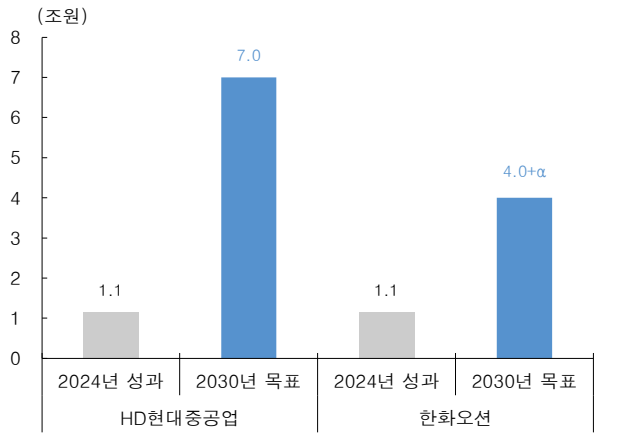
주: 캐나다, 중동은 Team Korea, 태국 호위함은 한화오션, HD현대중공업 각각 단독 입찰
자료: 한국투자증권

[그림 58] 한국 KDDX와 미국 군함은 플러스 알파



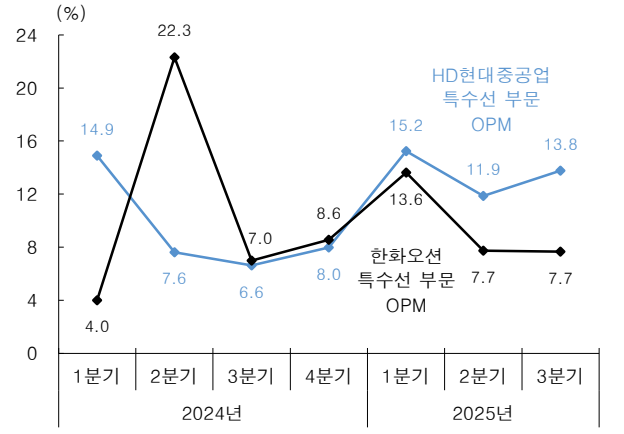
자료: 한국투자증권

[그림 59] HD현대중공업과 한화오션의 방산 매출 목표



주: 군함, 특수목적선 포함한 목표
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 60] 양 사 특수선 부문 영업이익률: 경상 수준 10%



자료: 각 사, 한국투자증권

<표 14> CPSP 12개함 건조 타임라인 가정: 첫번째 배치 4척의 납기가 핵심

배치	함번	우선협상 대상자 선정	Early Work	본계약	상세설계	착공 (S/C)	기공 (K/L)	진수	시운전		취역
									부두	해상	
I	1번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	27년 12월	28년 12월	30년 12월	32년 12월	32년 12월	33년 6월	34년 6월
	2번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	28년 6월	29년 6월	31년 6월	33년 6월	33년 6월	33년 12월	34년 12월
	3번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	28년 12월	29년 12월	31년 12월	33년 12월	33년 12월	34년 6월	35년 6월
	4번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	29년 6월	30년 6월	32년 6월	34년 6월	34년 6월	34년 12월	35년 12월
II	5번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	30년 6월	31년 6월	33년 6월	35년 6월	35년 6월	35년 12월	36년 12월
	6번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	31년 6월	32년 6월	34년 6월	36년 6월	36년 6월	36년 12월	37년 12월
	7번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	32년 6월	33년 6월	35년 6월	37년 6월	37년 6월	37년 12월	38년 12월
	8번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	33년 6월	34년 6월	36년 6월	38년 6월	38년 6월	38년 12월	39년 12월
III	9번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	34년 6월	35년 6월	37년 6월	39년 6월	39년 6월	39년 12월	40년 12월
	10번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	35년 6월	36년 6월	38년 6월	40년 6월	40년 6월	40년 12월	41년 12월
	11번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	36년 6월	37년 6월	39년 6월	41년 6월	41년 6월	41년 12월	42년 12월
	12번	26년 6월	26년 6월	27년 12월	37년 6월	38년 6월	40년 6월	42년 6월	42년 6월	42년 12월	43년 12월

자료: 한국투자증권

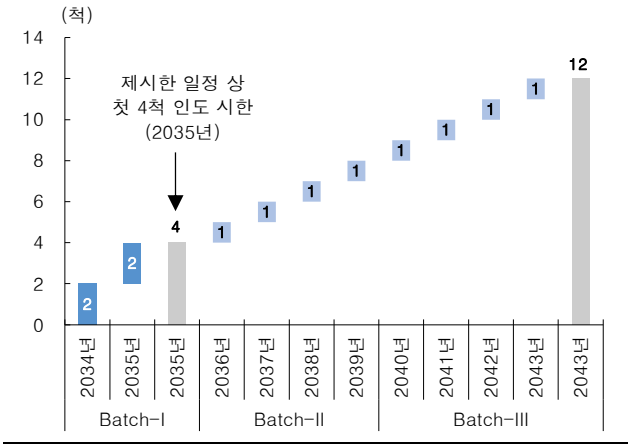
<표 15> CPSP 12개함 건조 타임라인 가정에 기반한 매출액 추정

(단위: 십억원)

배치	함번	선가 (십억원)	설계 ~착공	착공 ~기공	기공 ~진수	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038	FY 2039	FY 2040	FY 2041	FY 2042
I	1번	2,100	10%	30%	60%	210	315	315	630	630										
	2번	2,100	10%	30%	60%	105	263	315	473	630	315									
	3번	2,100	10%	30%	60%		210	315	315	630	630									
	4번	2,100	10%	30%	60%		105	263	315	473	630	315								
II	5번	2,100	10%	30%	60%			105	263	315	473	630	315							
	6번	2,100	10%	30%	60%				105	263	315	473	630	315						
	7번	2,100	10%	30%	60%					105	263	315	473	630	315					
	8번	2,100	10%	30%	60%						105	263	315	473	630	315				
III	9번	2,100	10%	30%	60%							105	263	315	473	630	315			
	10번	2,100	10%	30%	60%								105	263	315	473	630	315		
	11번	2,100	10%	30%	60%									105	263	315	473	630	315	
	12번	2,100	10%	30%	60%										105	263	315	473	630	315
합계						315	893	1,313	2,100	3,045	2,730	2,100	2,100	2,100	2,100	1,995	1,733	1,418	945	315

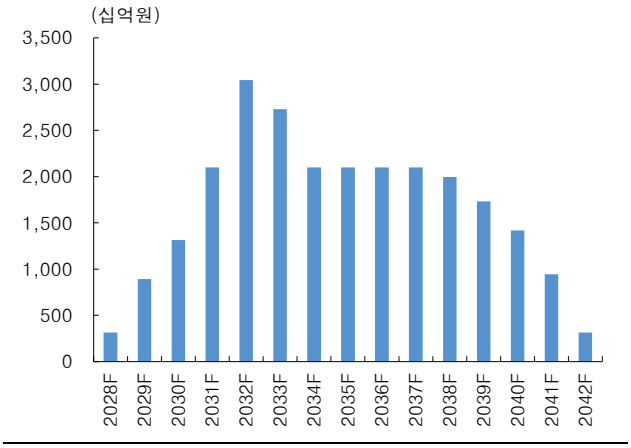
주: 1척당 선가는 20억CAD에 1,050원(1CAD=1,050원으로 가정)을 곱해서 계산
자료: 한국투자증권

[그림 61] Team Korea의 CPSP 함번별 인도 일정



자료: 한국투자증권

[그림 62] Team Korea 합산 CPSP 매출액 추정



주: 한화오션과 HD현대중공업 합산 매출액
자료: 한국투자증권

<표 16> 중동 잠수함 4개함 건조 타임라인 가정

배치	함번	우선협상 대상자 선정	Early Work	본계약	상세설계	착공 (S/C)	기공 (K/L)	진수	시운전		취역
									부두	해상	
I	1번	26년 12월	26년 12월	27년 12월	29년 6월	30년 6월	32년 6월	34년 6월	34년 6월	34년 12월	35년 12월
	2번	26년 12월	26년 12월	27년 12월	30년 6월	31년 6월	33년 6월	35년 6월	35년 6월	35년 12월	36년 12월
	3번	26년 12월	26년 12월	27년 12월	31년 6월	32년 6월	34년 6월	36년 6월	36년 6월	36년 12월	37년 12월
	4번	26년 12월	26년 12월	27년 12월	32년 6월	33년 6월	35년 6월	37년 6월	37년 6월	37년 12월	38년 12월

자료: 한국투자증권

<표 17> 중동 잠수함 4개함 건조 타임라인 가정에 기반한 매출액 추정

(단위: 십억원)

배치	함번	선가 (십억원)	설계 ~착공	착공 ~기공	기공 ~진수	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037
I	1번	1,500	10%	30%	60%	75	188	225	338	450	225			
	2번	1,500	10%	30%	60%		75	188	225	338	450	225		
	3번	1,500	10%	30%	60%			75	188	225	338	450	225	
	4번	1,500	10%	30%	60%				75	188	225	338	450	225
합계						75	263	488	825	1,200	1,238	1,013	675	225

주: 1척당 선가는 10억달러에 1,465원(1USD=1,465원으로 가정)을 곱해서 계산
자료: 한국투자증권

<표 18> 태국 차기 호위함 프로젝트 4개함 건조 타임라인 가정

배치	함번	우선협상 대상자 선정	Early Work	본계약	상세설계	착공 (S/C)	기공 (K/L)	진수	시운전		취역
									부두	해상	
I	2번	26년 6월	26년 6월	26년 6월	26년 6월	27년 6월	28년 6월	29년 6월	29년 6월	29년 12월	30년 6월

자료: 한국투자증권

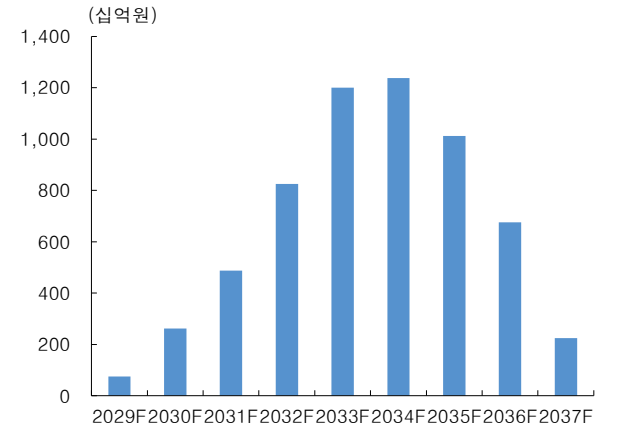
<표 19> 태국 차기 호위함 프로젝트 4개함 건조 타임라인 가정에 기반한 매출액 추정

(단위: 십억원)

배치	함번	선가 (십억원)	설계 ~착공	착공 ~기공	기공 ~진수	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
I	2번	750	10%	30%	60%	30	120	270	180
합계						30	120	270	180

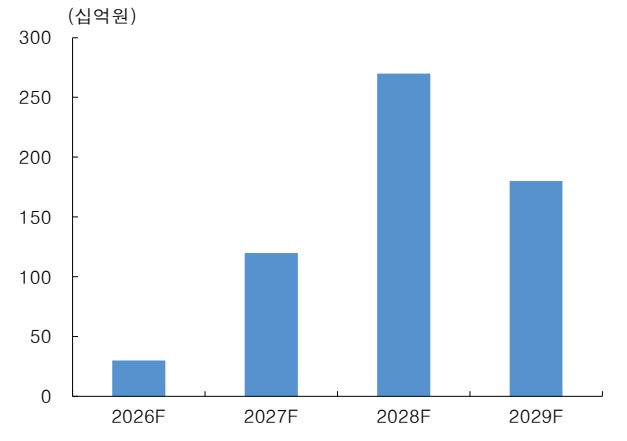
자료: 한국투자증권

[그림 63] Team Korea 합산 중동 잠수함 매출액 추정



주: 한화오션과 HD현대중공업 합산 매출액
자료: 한국투자증권

[그림 64] 태국 차기 호위함 매출액 추정



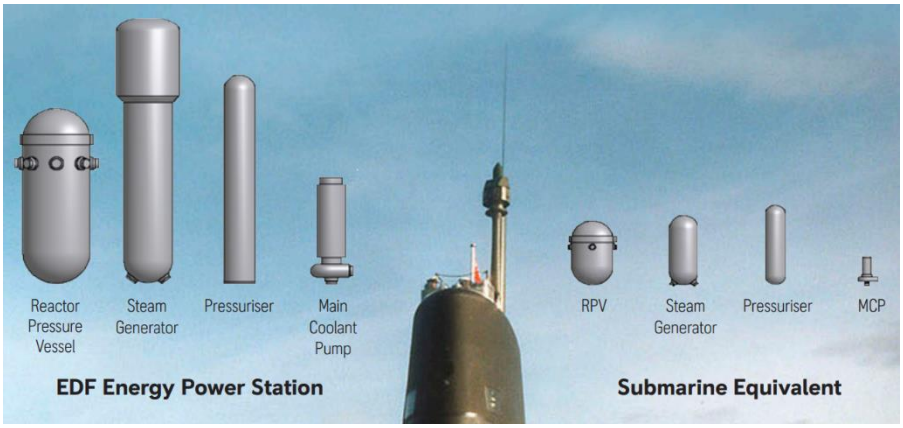
주: 한화오션과 HD현대중공업 중 사업자로 선정되는 조선사의 매출액
자료: 한국투자증권

2. 한국형 핵추진 잠수함: 원자로 공급망 구축이 핵심

핵추진 잠수함을 위한 원자로 공급망 구축 예정

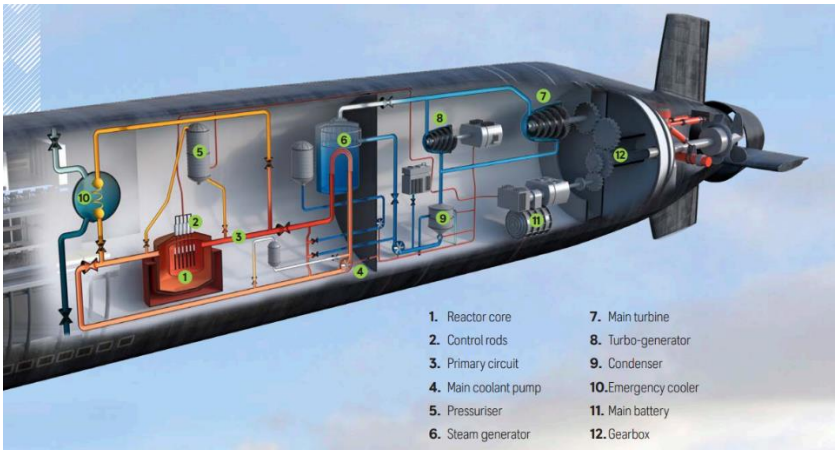
정부와 산업계는 2026년부터 한국형 핵추진 잠수함을 위한 원자로 공급망 구축에 나설 것이다. 한국에 핵추진 잠수함용 원자로를 제작하기 위한 공급망이 없기 때문이다. 정확히 말하면, 제작 가능한 사업자가 있지만 제작 이력이 없는 상태다. 미국, 영국, 프랑스, 인도 등 핵추진 잠수함을 운영 중인 국가들은 잠수함용 원자로를 제작할 수 있는 기업([그림 67~69])과 공급망을 갖추고 있다. 영국 정부는 Dreadnought급 탄도미사일핵추진잠수함(SSBN)을 건조(BAE Systems)하기 위해 Rolls-Royce와 Alliance를 구축했으며, 프랑스 정부는 Technic Atome이라는 국영기업에서 원자로를 제작하고 국영 조선사인 Naval Group이 함정을 건조한다. 한국형 핵추진 잠수함의 경우, 미국 BWX 테크놀로지에서 추진 체계를 도입해 초도함을 건조한 후에, 상업용 원자로 시장 선두 업체인 두산에너빌리티가 정부 과제를 수주해 자체 원자로를 개발하고 제작할 것이다.

[그림 65] 롤스로이스 홀딩스의 상업용 원자로와 핵추진 잠수함용 원자로



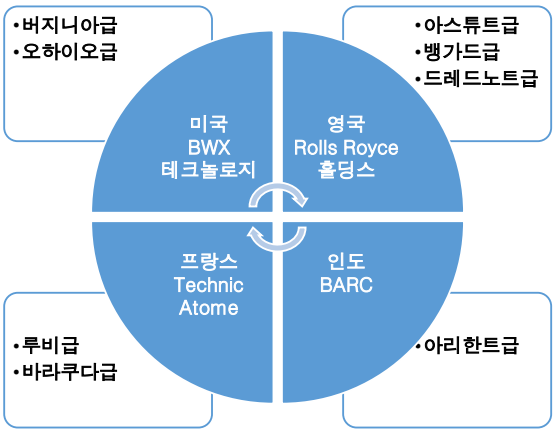
주: celebrating 50 years라는 브로슈어 6페이지에서 캡쳐
자료: Rolls Royce Holdings

[그림 66] 영국 롤스로이스 홀딩스의 PWR3



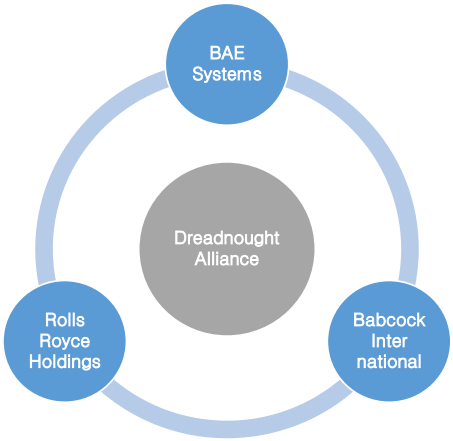
주: celebrating 50 years라는 브로슈어 16페이지에서 캡쳐
자료: Rolls Royce Holdings

[그림 67] 핵추진 잠수함 보유국은 100% 자국 기업에서 원자로 제작 가능



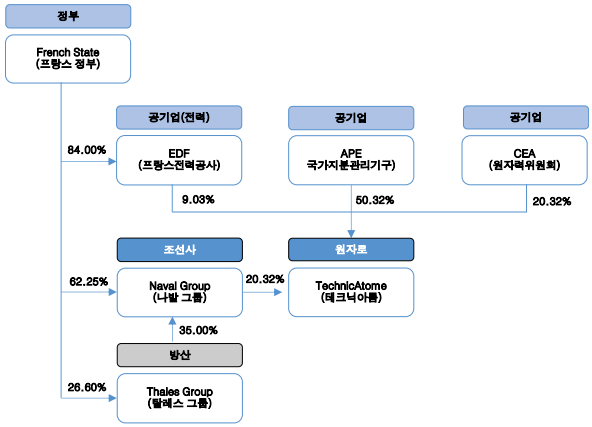
자료: 한국투자증권

[그림 68] 영국 드레드노트급 SSBN 건조 위한 Alliance : 최종 고객은 영국 국방부



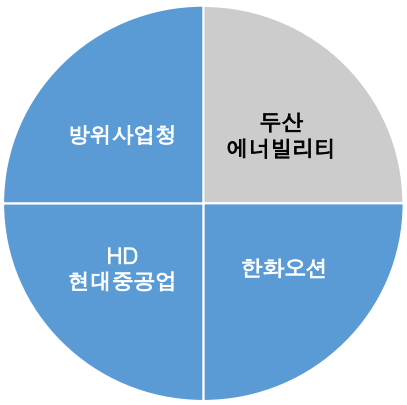
자료: Rolls-Royce Holdings, 한국투자증권

[그림 69] 프랑스의 핵추진 잠수함 공급망은 모두 국영 기업으로 구성



자료: TechinicAtome, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 70] 한국형 SSN용 원자로 Alliance 구축될 것



자료: 한국투자증권

V. HD현대중공업 합병 법인 밸류에이션

1. 합병 전후 지분 구조

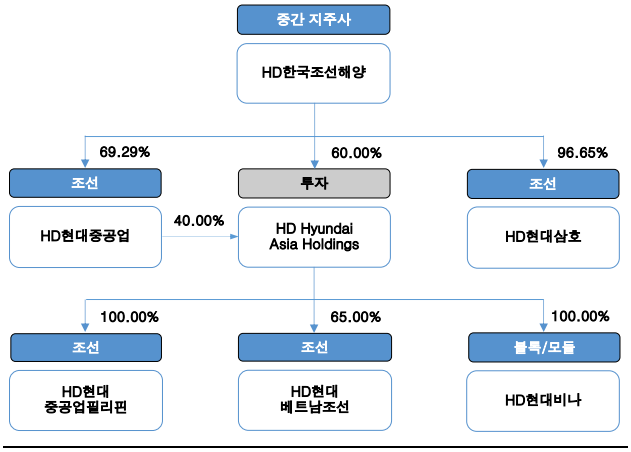
합병 법인 밸류에이션 1. 아시아 지주 실적 반영

합병 전후로 짚고 가야 할 점은 두 가지다. 첫째, HD Hyundai Asia Holdings(이하 아시아 지주) 실적을 반영하는 방법이다. HD한국조선해양은 아시아 지주 실적을 연결로, HD현대중공업 합병 법인은 지분법으로 반영한다. 아시아 지주는 HD현대베트남조선(HD현대미포 55.0%, HD한국조선해양 10.0%)과 HD현대중공업 필리핀(HD한국조선해양 100.0%), HD현대비나(HD한국조선해양 100.0%) 보유 지분을 현물 출자(현금 출자 병행)해서 설립한 회사다. 출자의 대가로 HD한국조선해양은 아시아 지주 발행 신주 60.0%를 교부받고, HD현대중공업 합병 법인은 40.0%를 교부받게 된다. 보유 지분율에 따라 HD한국조선해양을 아시아 지주 실적을 영업단부터 모두 연결로 반영하게 되며, HD현대중공업은 아시아 지주 순이익을 보유 지분율 만큼 지분법으로 반영할 것이다.

합병 법인 밸류에이션 2. HD현대중공업 합병 법인 조선 부문 실적 추정

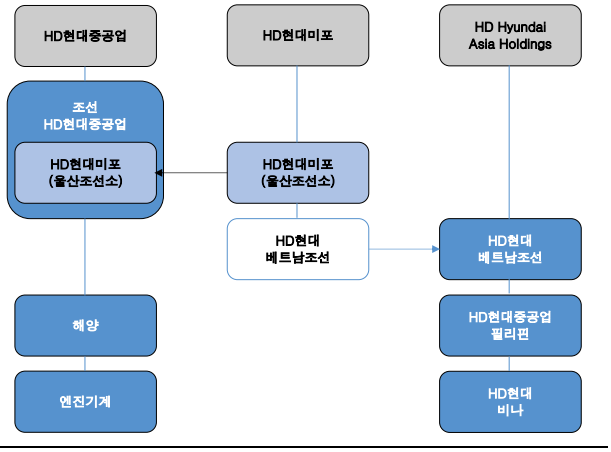
둘째, HD현대중공업 합병 법인의 조선 부문 실적을 추정하는 것이다. 2025년 12월 1일부터 HD현대미포(피합병 법인)는 HD현대중공업 조선 부문으로 편입된다. 2025년 4분기 실적부터 피합병 법인의 12월 실적 한달치를 반영하기 때문에, 기존 추정치들이 크고 작게 수정될 것이다. 먼저, 합병 과정에서 HD현대베트남조선이 현물 출자를 통해 아시아 지주로 이동했다는 점을 주지해야 한다. HD현대중공업 합병 법인의 조선 부문 실적을 추정할 때, HD현대미포의 기존 연결 실적을 가감없이 가져올 수 없다는 의미다. 피합병 전 HD현대미포의 100% 자회사이자 내부 매출만 발생하는 HD현대이엔티(HD현대 그룹사 향 설계, 검사 서비스) 실적 처리 방법도 중요하다. 연결조정을 통해 실적을 차감해 온 회사다.

[그림 71] HD한국조선해양 지배구조(합병 後)



자료: 전자공시시스템, HD한국조선해양, 한국투자증권

[그림 72] 미포 울산이 HD현대중공업 조선 부문으로 편입



자료: 한국투자증권

2. 실적 추정 I: HD Hyundai Asia Holdings

아시아 지주의 주된 목표는 선가 경쟁을 통한 중국 점유율 확보

아시아 지주는 LR2 이하 탱커 전문 조선 기업이다. 어느 한 선종에 주력하겠다고 한 바 없지만, 선가 경쟁을 통해 중국의 점유율을 가져오려고 출범한 기업이라는 점을 감안해야 한다. MGC와 같은 고부가 선종은 HD현대미포 울산 야드(1, 2도크)로 중소형 사이즈 탱커, 벌크선은 아시아 야드로 배분해 수익성을 극대화할 것이다. 양 사 모두 Capex 중이며, HD현대베트남조선은 1, 2도크로 23척, HD현대중공업필리핀은 5, 6도크(추가 임차 필요)로 10척을 목표하고 있다.

2026년 상반기까지 영업이익 추정치에 대해 보수적인 접근 필요

HD현대 아시아 지주의 2026년 연결 매출액은 1조 4,296억원, 영업이익은 1,248억원(OPM +8.7%)으로 추정한다. HD한국조선해양의 기존 실적에 연결로 반영할 수 있는 실적이다. 아시아 지주 매출액 중 1조 1,932억원을 HD현대베트남조선으로, 2,364억원을 HD현대중공업필리핀이 담당한다. 향후 수주할 신조에 대한 가정없이 HD현대베트남조선과 HD현대중공업 필리핀의 현재 수주잔고(2025년 11월 21일 기준)를 기반으로 추정한 값이다. HD현대중공업필리핀은 2027년에 인도할 LR2 4척 중 첫번째 호선을 이제 막 S/C했다. 고정비(도크 임차료 등)를 회수할 만한 매출액이 아직 발생하지 않기 때문에, 2026년 상반기까지는 앞서 제시한 영업이익 추정치에 비해 보수적으로 접근하길 권한다.

[그림 73] HD현대베트남조선 전경

주: HD현대미포 브로슈어에서 캡쳐
자료: HD현대미포

[그림 74] HD현대중공업 필리핀 전경

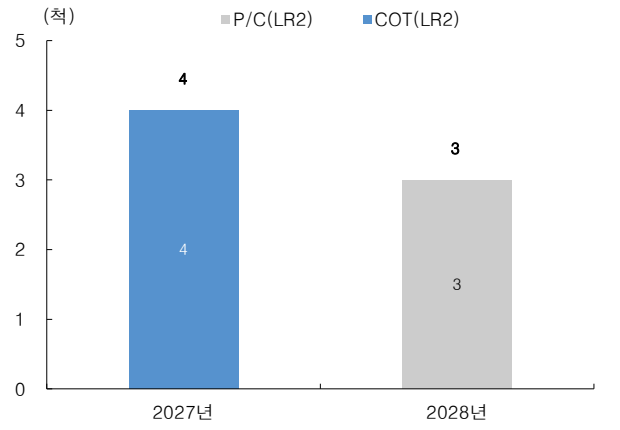
자료: Ship&Offshore

<표 20> HD현대베트남조선과 HD현대중공업 필리핀 도크 제원

구분	Dry Dock	용도	건조 가능한 최대 크기	크기		크레인		안벽 크레인			비고
				길이	폭	중량	수량	구분	중량	수량	
HD현대	1번	상선	80,000DWT	260m	45m	250톤	2개	1번	20톤	1개	
베트남조선	2번	상선	400,000DWT	380m	65m	450톤	1개	2번	20톤	1개	
						80톤	1개	3번	30톤	1개	
						30톤	1개	4번	30톤	1개	
HD현대중공업	5번	상선	400,000DWT	370m	100m	600톤	2개				
필리핀	6번	상선	VLCC 병렬 건조 가능	550m	135m	600톤	2개				한화오션 1도크

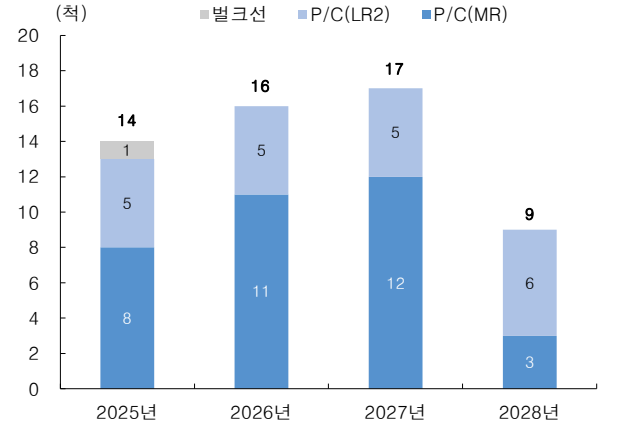
자료: 한국투자증권

[그림 75] HD현대중공업 필리핀의 선종별 상선 인도 일정



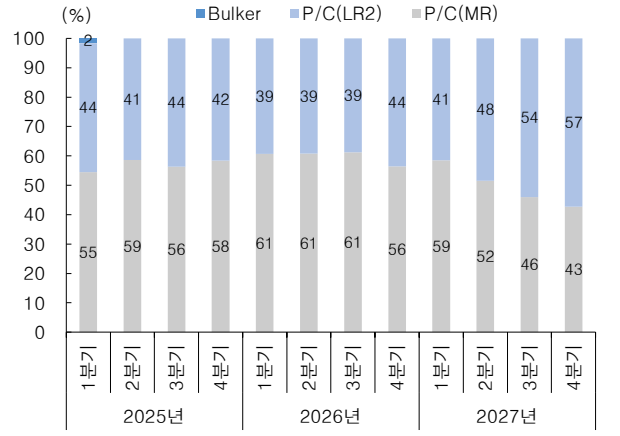
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 76] HD현대베트남의 선종별 상선 인도 일정



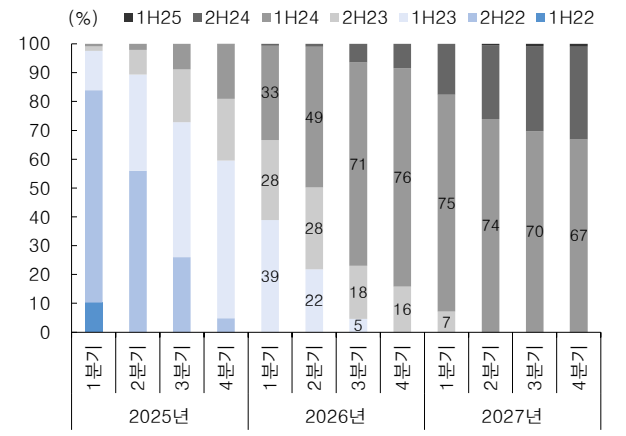
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 77] HD현대베트남조선 분기 매출액의 선종 구성



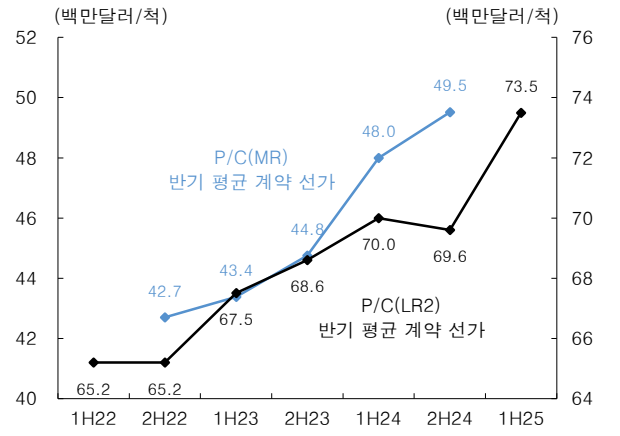
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 78] HD현대베트남조선 분기 매출액의 빈티지 구성



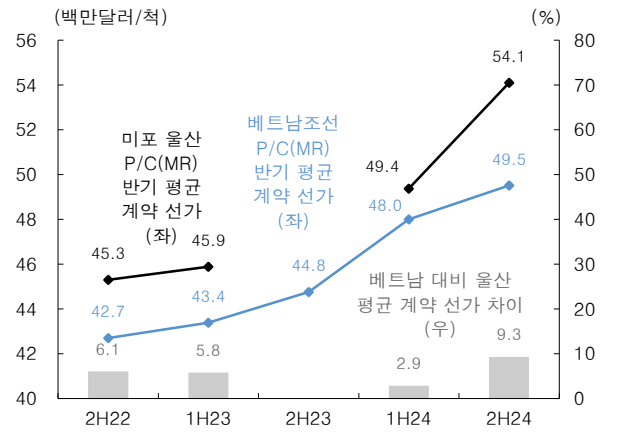
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 79] HD현대베트남조선 반기 평균 계약 선가 추이



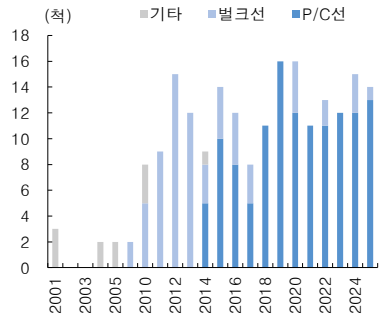
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준(MR은 2024년 7월, LR2는 2025년 3월 이후 수주 없음)
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 80] 미포 울산과 베트남 조선의 MR P/C 계약 선가



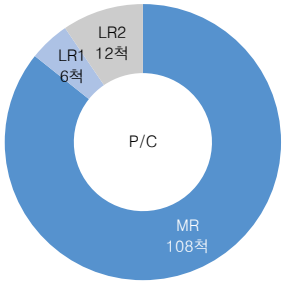
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준(양 사 모두 2024년 7월 이후 MR 수주 없음)
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 81] HVS 선종별 인도 실적



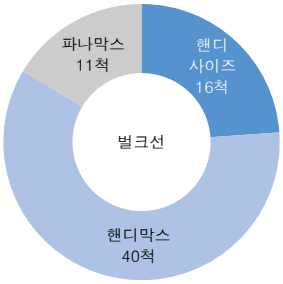
주: 2001년부터 2025년 11월 21일까지 누적 인도 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 82] P/C 인도량 크기 구성



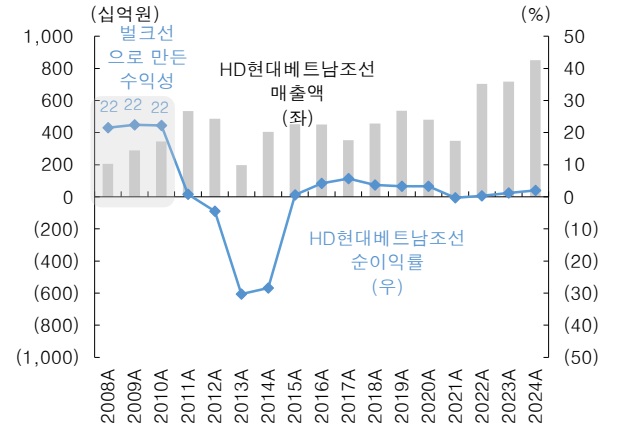
주: 2001년부터 2025년 11월 21일까지 누적 인도 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 83] 벌커 인도량 크기 구성



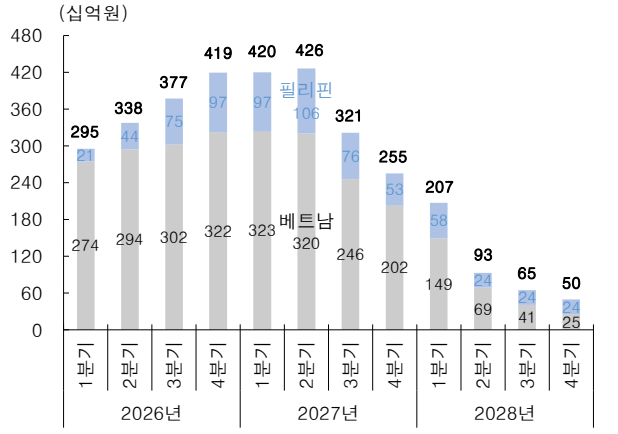
주: 2001년부터 2025년 11월 21일까지 누적 인도 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 84] HD현대베트남조선 매출액과 순이익률 추이
벌크선으로만 순이익률 22%를 만들었던 야드



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 85] Asia Holdings 매출액 추정
HD현대비나 매출액 미반영되어 있으나
연결조정 시 내부매출 요인으로 차감될 가능성↑



주: 2025년 11월 21일 기준 수주잔고로 추정한 매출
자료: 한국투자증권

<표 21> HD Hyundai Asia Holdings 산하 조선사 분기 평균 매출 선가(ASP)와 상선 영업이익률 추정치 (단위: 십억원/척, %)

조선사	구분	선종	2025년				2026년				2027년			
			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
HD현대	ASP(십억원)	P/C(MR)	58.7	58.2	57.8	58.1	58.6	60.1	62.7	63.7	65.6	67.1	67.5	67.9
베트남조선		P/C(LR2)	85.5	86.7	88.3	89.3	90.7	91.7	92.9	93.5	94.1	95.2	96.3	96.5
	OPM(%)	P/C(MR)	3.7	2.9	2.3	2.7	3.6	6.0	9.9	11.3	13.9	15.8	16.4	16.8
		P/C(LR2)	3.8	5.2	6.8	7.9	9.3	10.3	11.5	12.0	12.6	13.6	14.6	14.8
		벌크선	3.0											
		추정	3.7	3.8	4.3	4.9	5.8	7.7	10.5	11.6	13.4	14.7	15.4	15.7
HD현대중공업	ASP(십억원)	P/C(LR2)		97.8	97.8	97.8	97.8	97.9	98.1	98.1	99.2	101.3	102.7	104.9
필리핀	OPM(%)	P/C(LR2)		7.0	7.0	7.0	7.0	7.1	7.3	7.3	8.3	10.2	11.4	13.3
		추정		7.0	7.0	7.0	7.0	7.1	7.3	7.3	8.3	10.2	11.4	13.3

자료: 한국투자증권

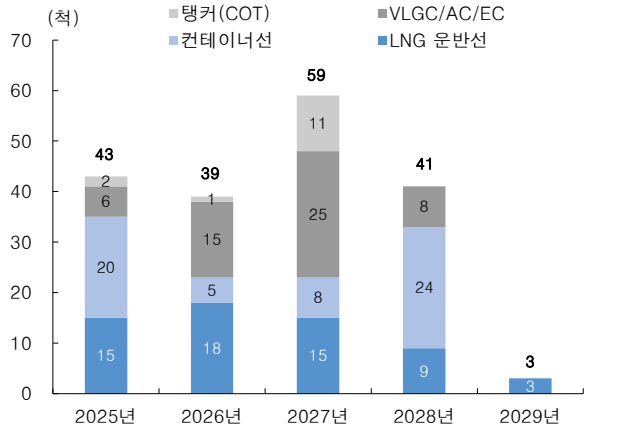
3. 실적 추정 II: HD현대중공업 조선 부문

1) 조선-상선

합병 법인 OPM은 주력 선종/선형의 차이로 합병 전 대비 하락

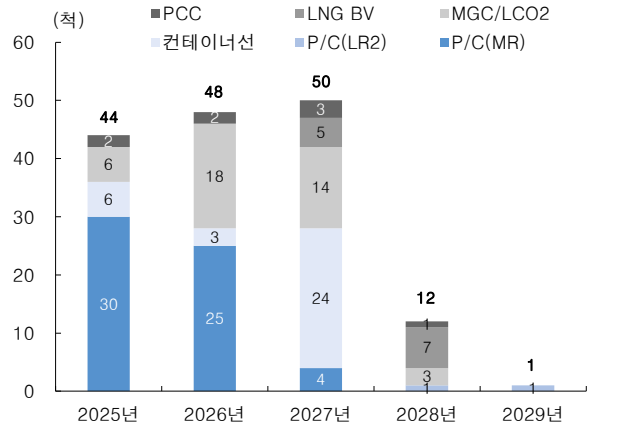
합병 법인의 2026년 상선 매출액은 16조 8,933억원(+53.7% YoY), 영업이익은 2조 6,267억원(+83.0% YoY, OPM +15.5%)으로 추정한다. 상선 매출액 중 11조 7,812억원 HD현대중공업이, 5,112억원을 HD현대미포 울산 야드가 담당한다. 합병 법인의 상선 영업이익률(+15.5%)은 합병 전 HD현대중공업 별도 기준 영업이익률(+17.1%)에 비해 1.6%p 하락하는데, 주력 선종과 선형이 달랐던 양 조선소 실적을 결합하면서 발생하는 과정이다. 합병 후 HD현대미포의 상선 수주 전략에 따라 변하겠지만, 2028년까지는 야드별로 상선 실적을 구분해서 관리할 계획이다. 현재 가장 큰 관심사는 미포 야드에 채울 2028년 납기 선종과 수량이다.

[그림 86] HD현대중공업 상선 인도 수량의 선종별 구성



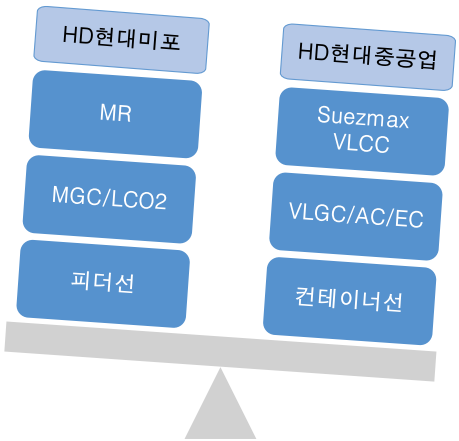
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 87] HD현대미포 상선 인도 수량의 선종별 구성



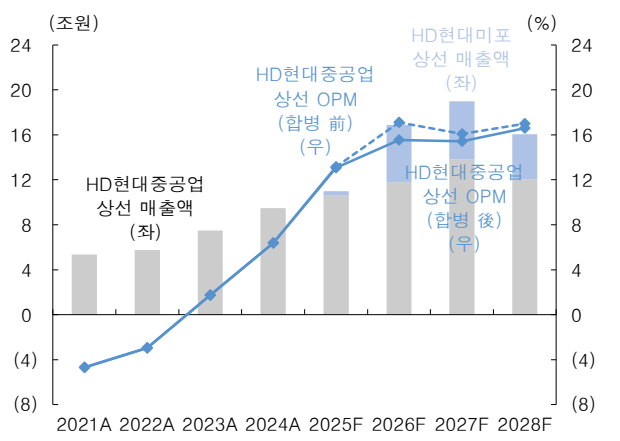
주: 2025년 11월 21일 잔고 기준
자료: Clarksons Research, 한국투자증권

[그림 88] 합병 법인의 상선 부문 매출액과 마진을 2028년까지 구분해서 봐야 함



자료: 한국투자증권

[그림 89] 합병 전/후 상선 매출액과 OPM 추이



주: 2025년 HD현대미포 실적은 합병기일 기준 1개월치만 반영
자료: 전자공시시스템, 시한국투자증권

향후 수주 결과에 따라 특수선 추정치 상향 가능성 高

2) 조선-특수선

합병 법인의 특수선 매출액은 1조 3,415원(+20.0% YoY), 영업이익은 1,342억원(-3.3% YoY, OPM +10.0%)으로 추정한다. 합병 법인이라고 표현했지만, 합병 전 별도 실적도 동일하다. HD현대미포가 2026년 HD현대중공업 별도 특수선 실적에 기여하지 않기 때문이다. 실적은 신규 수주에 대한 가정없이 현재 확보한 수주잔고를 기준으로 추정했다. 2025년 10월 말 HD현대중공업의 매출 기준 수주잔고는 19.7억달러이며, 한국 KDX-III 3번함, 태국 원양초계함(6척)과 시마 페루 향 기자재 공급(4척), 미국 T-AKE 3번함 MRO를 주요 일감으로 두고 있다. 인도 시기를 감안하면 2027년부터 연간 매출액이 감소하는데, 이 공백을 합병 후 수주할 여러 군함 신조, 블록 사업으로 메우게 될 것이다. 이번 합병의 목적이자 본질이며, 수주 결과에 따라 특수선 추정치를 상향할 가능성이 크다.

<표 22> 울산조선소 도크 현황: HD현대중공업 합병법인 특수선 도크 5개

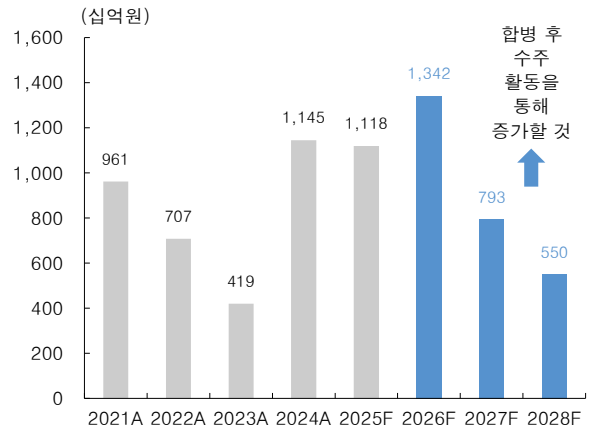
조선사	야드	도크	재원(m)			비고
			길이	폭	깊이	(제작 제품)
HD현대중공업	울산조선소	1-1번	390	80	12.7	상선
		1-2번	165	47	12.7	상선
		2번	500	80	12.7	상선
		3번	672	92	13.4	상선
		4번	382	65	12.7	상선
		5번	382	65	12.5	재가동(방산/특수선)
		6번	260	43	12.0	방산/특수선
		7번	175	25	11.0	방산/특수선
		8번	460	70	12.7	상선
		9번	460	70	12.7	상선
			490	115	13.5	해양
	군산조선소		700	115	18.0	상선(블록)
HD현대미포	울산조선소	1번	380	65	12.5	상선
		2번	380	65	12.5	상선
		3번	380	65	12.5	상선 → 방산/특수선
		4번	295	76	12.5	상선 → 방산/특수선

자료: 한국해양수산개발원, 한국투자증권

[그림 90] HD현대미포 울산조선소 전경

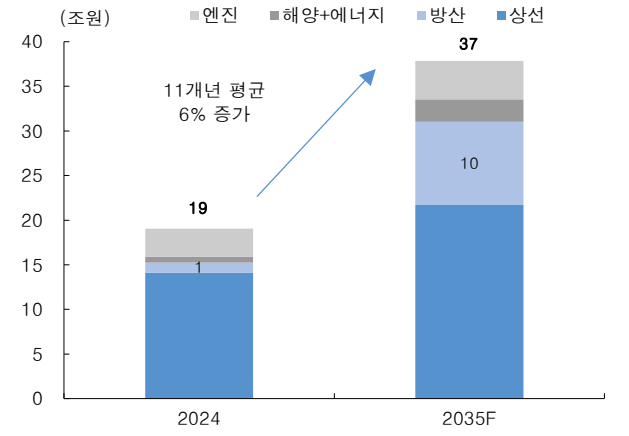
주: HD현대미포 브로슈어에서 캡쳐
자료: HD현대미포

[그림 91] 연간 특수선 매출액 추이: 증가 여지 있음



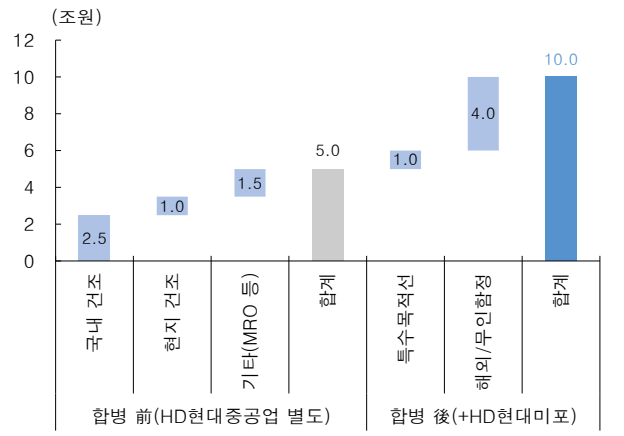
주: 2025년 10월 말 기준 수주잔고로 추정
자료: HD현대중공업, 한국투자증권

[그림 92] HD현대중공업 합병법인의 부문별 매출액 목표



주: 2025년 8월 발표 기준
자료: HD한국조선해양, 한국투자증권

[그림 93] 2035년 방산 매출 목표의 제품별, 지역별 구성



주: 2025년 8월 발표 기준
자료: HD한국조선해양, 한국투자증권

<표 23> HD현대중공업 특수선 부문 매출액 추정

(단위: 십억원)

공사	발주	함종	함급	함번	계약 금액	진수 (예상)시기	원가 투입 비중			특수선 부문 매출액			
							설계-착공	착공-기공	기공-진수	2025F	2026F	2027F	2028F
신조	한국	구축함	KDX-III Batch-II	2번	636	25년 9월	5%	30%	65%	196	0	0	0
(확보)	(방사청)			3번	671	26년 12월	5%	30%	65%	286	275	0	0
	태국	초계함		1번	291	24년 6월	5%	30%	65%	0	0	0	0
	(국방부)			2번	291	25년 3월	5%	30%	65%	71	0	0	0
		원양초계함		1번	124	25년 6월	5%	30%	65%	54	0	0	0
		(OPV)		2번	124	25년 12월	5%	30%	65%	99	0	0	0
				3번	124	26년 6월	5%	30%	65%	65	54	0	0
				4번	124	26년 12월	5%	30%	65%	22	99	0	0
				5번	124	27년 6월	5%	30%	65%	4	65	54	0
				6번	124	27년 12월	5%	30%	65%	3	22	99	0
	페루	호위함			156		5%	30%	65%	121	11	0	0
	(국방부)	원양초계함			156		5%	30%	65%	73	79	0	0
		상륙함			156		5%	30%	65%	23	121	11	0
		상륙함			156		5%	30%	65%	4	73	79	0
	소계				3,258					1,022	800	243	0
MRO	미국	화물탄약함	T-AKE	3번	50	26년 1월				42	8	0	0
(확보)	소계				50					42	8	0	0
MRO	미국				50	26년 6월				0	50	0	0
(가정)	미국				50	26년 10월				0	50	0	0
	미국				50	27년 4월				0	33	17	0
	미국				50	27년 6월				0	0	50	0
	미국				50	27년 10월				0	0	50	0
	미국				50	28년 4월				0	0	33	17
	미국				50	28년 6월				0	0	0	50
	미국				50	28년 10월				0	0	0	50
	미국				50	29년 4월				0	0	0	33
	소계									0	133	150	150
기타										100	400	400	400
합계										1,118	1,342	793	550

주: 호선별 착공, 기공, 진수 일정에 따라 원가 투입 배분
자료: 전자공시시스템, 언론 종합, 한국투자증권

4. 합병 법인 밸류에이션

HD현대중공업 합병 법인 목표주가 710,000원

HD현대중공업 합병 법인 목표주가를 710,000원으로 제시한다. 기존 목표주가 대비 2.7% 하향한 것이다. 목표주가는 적정 기업가치 74.2조원을 유통주식수로 나누어 산출했는데, 유통주식수는 HD현대미포 기존 주주들에 배부될 합병 신주 1,619만주를 가산했다. 적정 기업가치는 HD현대중공업의 기존 가치 64.4조원에 피합병법인인 HD현대미포의 가치 9.7조원을 가산해서 구했다. 합병 전 두 회사의 밸류에이션 시계, 적용 멀티플이 다르고, 상선 수주잔량을 감안하면 2027년까지 HD현대미포의 도크 4개 모두 상선으로 운영되는 점을 주지해야 한다. 2026년까지 조선 부문 내 기존 두 회사의 가치를 구분해서 볼 계획이며, 이 아이디어를 기반으로 합병 법인 적정 기업가치와 목표주가를 산출했다.

합병 효과 나타날 때, 적정 기업가치 증가할 것

합병 효과가 나타나기 시작하면, 적정 기업가치는 자연스럽게 증가할 것이다. 목표주가를 소폭 하향한 것은 피합병법인 기업가치를 상선으로만 평가했기 때문이다. 기업가치 증분에 비해 합병 신주 발행 효과가 더 크게 작용한 것이다. 합병 효과는 특수선으로 나타날 것인데, 이를 실적으로 반영할 수 있는 방법이 없다. 따라서, 2028년 이후 도크 전용 목적에 맞게 일감을 채워가는 추이를 반영해 가면서 추정치를 상향할 계획이다.

<표 24> HD현대중공업 밸류에이션

구분		사업 부문			계산	단위	기존	증감	합병 후	비고
영업가치	기존 본업	조선	EBITDA	ⓐ		십억원	2,336		2,350	2028년
		HD현대중공업	EV/EBITDA	ⓑ		배	7.4		7.4	삼성중공업 3F EV/EBITDA
			EV	ⓒ	ⓒ=ⓐxⓑ	십억원	17,316		17,423	
		조선	EBITDA	ⓓ		십억원		786	786	2027년
		HD현대미포	EV/EBITDA	ⓔ		배		11.0	11.0	현대미포 2F EV/EBITDA
			EV	ⓕ	ⓕ=ⓓxⓔ	십억원		8,643	8,643	
		해양플랜트	EBITDA	ⓖ		십억원	59		59	2028년
			EV/EBITDA	ⓗ		배	7.4		7.4	삼성중공업 3F EV/EBITDA
			EV	ⓘ	ⓘ=ⓖxⓗ	십억원	440		440	
		엔진기계	EBITDA	ⓙ		십억원	1,205		1,205	2028년
			EV/EBITDA	ⓚ		배	14.8		14.8	한화엔진 3F EV/EBITDA
			EV	ⓛ	ⓛ=ⓙxⓚ	십억원	17,780		17,780	
		합계		ⓜ	ⓜ=ⓒ+ⓕ+ⓘ+ⓛ	십억원	35,536	8,643	44,285	
	시장 확장	미국 함정 시장	DCF(Best)	ⓝ		십억원	15,941		15,941	
		M.A.S.G.A	DCF(Base)	ⓞ		십억원	7,990		7,990	
		합계		ⓟ	ⓟ=ⓝ+ⓞ		23,931		23,931	
	합계			ⓠ	ⓠ=ⓜ+ⓟ		59,467	8,643	68,217	
순차입금				ⓡ		십억원	(4,954)	(1,075)	(6,029)	2028년 말
적정 시총				ⓢ	ⓢ=ⓠ-ⓡ	십억원	64,421	9,718	74,245	
유통주식수				ⓣ	ⓣ=ⓤ-ⓥ	천주	88,773	16,190	104,963	
	발행주식총수	분기보고서		ⓤ		천주	88,773	16,190	104,963	2025년 3분기 말
	자기주식수	분기보고서		ⓥ		천주	0	0	0	2025년 3분기 말
적정 주가				ⓦ	ⓦ=ⓢ/ⓣ		730,000		710,000	
현재 주가							534,000		534,000	2025년 12월 3일 종가
상승 여력							36.7		33.0	
기존 TP									730,000	
변화율									(2.7)	

자료: 한국투자증권

기업분석

한화오션(042660)

HD현대중공업(329180)

삼성중공업(010140)

한화오션(042660)

매수(유지) / TP: 154,000원(유지)

주가(12/3, 원)	108,200
시가총액(십억원)	33,154
발행주식수(백만)	306
52주 최고/최저가(원)	141,000/29,850
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	328,217
유동주식비율(%)	42.1
외국인지분율(%)	10.0
주요주주(%) 한화에어로스페이스 외 1 인	42.0
한국산업은행	15.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	7,408	(196)	160	736	NM	(50)	34.1	NM	1.8	6.3	0.0
2024A	10,776	238	528	1,648	123.9	418	22.7	39.0	2.4	11.5	0.0
2025F	12,515	1,333	935	3,050	85.1	1,531	34.8	24.4	5.6	17.5	0.0
2026F	12,779	1,914	1,112	3,628	19.0	2,122	29.2	16.7	4.7	17.3	0.0
2027F	15,245	2,193	1,381	4,508	24.2	2,414	23.5	14.2	3.9	17.9	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

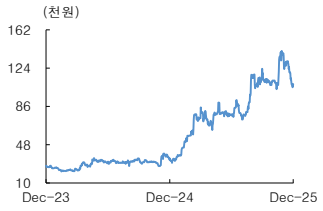
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
55	49	61	56

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(22.0)	39.1	213.6
상대주가(%p)	(17.7)	(10.5)	152.2

주가추이



2026년은 방사청 사업으로, 이후에는 북미에서 벌자

조선 업종 Top-pick으로 제시: 매수 의견과 목표주가 154,000원을 유지한다. 조선 업종 Top-pick이다. 목표주가는 적정 기업가치 47.7조원을 유통주식수로 나누어 계산했으며, 적정 기업가치는 영업가치 18.6조원에 미국 시장 진출 가치 30.0조원(군함 18.5조원, 상선 11.5조원)을 가산하고 순차입금 0.9조원을 차감해서 산출했다. 산출한 적정 기업가치의 내재 P/B는 4.8배(2028년 순자산 추정치 10.0조원 대비)인데, 이는 슈퍼 사이클 고점인 3.0배를 59.6% 할증한 것과 같다.

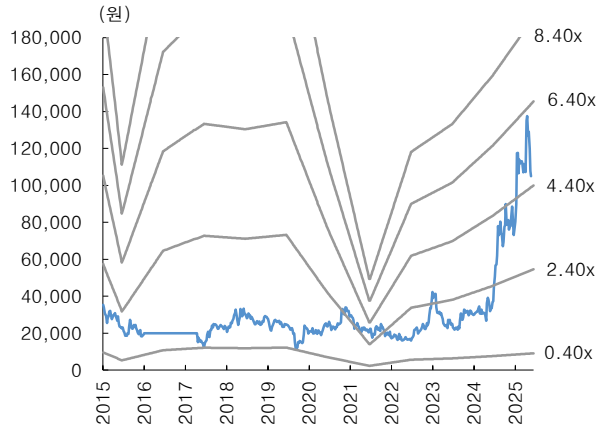
방사청 사업으로 특수선 실적 고성장: 해양의 빈자리를 특수선으로 메워가는 해다. 2026년 연결 매출액은 12조 7,783억원(+2.1% YoY), 영업이익은 1조 9,142억원(+43.6% YoY, OPM +15.0%)으로 추정한다. 시장 컨센서스와 비교해 매출액은 9.9% 낮고, 영업이익은 8.0% 높다. 매출액 컨센서스는 감소할 것이라 내다본다. P-79 FPSO의 매출액 인식 시점이 2027년 1분기(기존 2026년 3분기)로 이연됐기 때문인데, 이를 점차 반영해 가면서 컨센서스는 감소할 것이다. 일감이 부족한 가운데 큰 수익원에 공백이 생긴 만큼, 고정비 부담을 감안하면 해양 적자를 피할 수 없을 것이다. 해양의 부진은 특수선이 메울 것이다. 2026년 특수선 매출은 1.8조원(+36.1% YoY)으로 추정하는데, 장보고 III Batch II 2, 3번함, 울산급 호위함 Batch-III 5, 6번함, 소양급 AOE-II 2번함 신조 매출이 맞물린 효과다. 고성장하는 상선에 더해 특수선의 선전에 힘입어, 2026년 실적도 좋은 흐름을 이어간다.

캐나다 잠수함, 첫번째 M.A.S.G.A 연관 투자, 수주 성과에 주목: 2026년 투자포인트는 두 가지이며, 모두 군함 관련 재료다. 첫째, 캐나다 CPSP 우선협상대상자로 Team Korea가 선정되는 것이다. 폴란드 Orka와 다른 점은 Shortlist로 경쟁구도가 압축되어 있다는 것이다. 예상 선정 시점은 2026년 상반기이며, 시기에 가까워질수록 선정 기대감에 주가는 상승할 것이다. 사업자 선정 시 주가는 Sell-on이 아니라 Boost-on 될 것이며, 불발 시 군함으로 발생하는 밸류에이션 Re-rating 요소를 원점에서 재검토할 것이라 내다본다. 둘째, M.A.S.G.A와 연관된 신규 투자, 수주 성과다. 조선 관련 발의 법안 통과에 따른 미 군함 신조 수주, Hanwha Futureproof를 통한 미국 현지 신규 투자 성과에 주목한다.

강경태
kyungtae.kang@koreainvestment.com

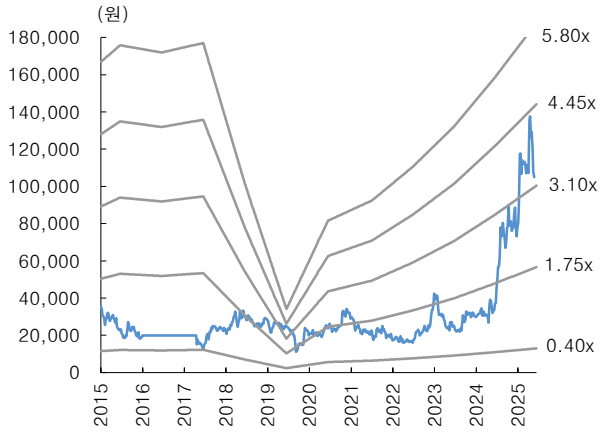
남채민
chaemin.nam@koreainvestment.com

[그림 94] 한화오션 12개월 선행 P/B 밴드



주: 2015년 1월 2일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 95] 한화오션 36개월 선행 P/B 밴드



주: 2015년 1월 2일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 25> 한화오션 분기 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, % QoQ, %)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액(연결)	3,143	3,294	3,023	3,054	3,039	3,174	3,096	3,471	12,515	12,779	15,245	14,227
상선	2,568	2,807	2,464	2,500	2,476	2,577	2,426	2,628	10,338	10,107	11,515	12,133
해양 및 특수선	535	525	477	460	510	520	612	749	1,998	2,392	3,450	1,814
특수선	303	237	375	411	387	387	499	499	1,326	1,772	1,505	974
해양	232	288	102	49	123	133	113	250	672	620	1,945	840
E&I	152	172	169	174	132	156	138	174	667	600	600	600
기타	(112)	(209)	(87)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(488)	(320)	(320)	(320)
매출총이익(연결)	422	528	454	535	553	610	604	665	1,939	2,431	2,810	2,857
영업이익(연결)	259	372	290	413	431	486	471	526	1,333	1,914	2,193	2,282
상선	233	377	307	360	385	440	412	449	1,277	1,685	1,870	2,050
해양 및 특수선	44	19	(19)	43	36	36	49	67	85	189	284	191
특수선	41	18	29	45	43	43	55	55	134	195	166	107
해양	2	0	(48)	(2)	(6)	(7)	(6)	13	(48)	(6)	118	84
E&I	(20)	(7)	(5)	0	0	0	0	0	(32)	0	0	0
기타	2	(17)	7	10	10	10	10	10	1	40	40	40
세전이익(연결)	217	151	273	401	318	376	365	424	1,042	1,482	1,842	2,011
순이익(연결)	216	148	269	301	238	282	274	318	935	1,112	1,381	1,508
전년(동기)대비 증감률												
매출액(연결)	37.6	29.9	11.8	(6.1)	(3.3)	(3.7)	2.4	13.6	16.1	2.1	19.3	(6.7)
상선	32.1	32.9	13.5	1.8	(3.6)	(8.2)	(1.6)	5.1	19.1	(2.2)	13.9	5.4
해양 및 특수선	27.6	(0.6)	(2.2)	(26.7)	(4.6)	(0.8)	28.2	62.6	(3.2)	19.7	44.2	(47.4)
특수선	113.4	(28.0)	91.2	6.7	27.6	63.5	33.0	21.3	26.0	33.6	(15.0)	(35.3)
해양	(16.4)	44.8	(65.0)	(79.8)	(46.8)	(53.7)	10.7	408.7	(33.6)	(7.7)	213.7	(56.8)
E&I	NA	NA	18.4	(10.4)	(13.2)	(9.1)	(18.3)	0.0	97.9	(10.0)	0.0	0.0
영업이익(연결)	388.5	NA	1,032.8	144.1	66.7	30.7	62.5	27.5	460.2	43.6	14.6	4.0
상선	1,181.9	NA	743.7	214.3	64.9	16.7	34.1	24.7	916.2	31.9	10.9	9.7
해양 및 특수선	80.5	(28.3)	NA	(59.5)	(16.3)	94.1	NA	57.5	(36.3)	121.2	50.3	(32.7)
특수선	624.6	(75.1)	109.5	37.1	3.1	132.7	91.2	21.3	6.2	45.9	(15.0)	(35.3)
해양	(88.0)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	(29.0)
E&I	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
전분기 대비 증감률												
매출액(연결)	(3.4)	4.8	(8.2)	1.0	(0.5)	4.4	(2.5)	12.1				
상선	4.6	9.3	(12.2)	1.5	(1.0)	4.1	(5.9)	8.3				
해양 및 특수선	(14.8)	(1.9)	(9.0)	(3.6)	10.9	2.0	17.6	22.3				
특수선	(21.3)	(22.0)	58.4	9.7	(5.9)	0.0	28.9	0.0				
해양	(4.6)	24.2	(64.5)	(52.0)	151.0	8.1	(15.0)	120.6				
E&I	(21.7)	12.9	(1.6)	3.0	(24.1)	18.2	(11.5)	26.1				
영업이익(연결)	53.0	43.7	(22.0)	42.4	4.5	12.7	(3.1)	11.7				
상선	103.8	61.6	(18.6)	17.2	6.9	14.4	(6.4)	9.0				
해양 및 특수선	(58.8)	(57.5)	NA	NA	(14.9)	(1.4)	37.0	36.9				
특수선	25.2	(55.7)	56.8	57.6	(5.9)	0.0	28.9	0.0				
해양	(97.0)	(90.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA				
E&I	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA				
주요 지표												
영업이익률(연결)	8.2	11.3	9.6	13.5	14.2	15.3	15.2	15.2	10.6	15.0	14.4	16.0
상선	9.1	13.4	12.5	14.4	15.5	17.1	17.0	17.1	12.4	16.7	16.2	16.9
특수선	13.6	7.7	7.7	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	10.1	11.0	11.0	11.0
해양	0.9	0.1	(47.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	5.0	(7.2)	(1.0)	6.1	10.0
E&I	(13.2)	(4.1)	(2.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(4.7)	0.0	0.0	0.0

자료: 전자공시시스템, 한화오션, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**7,408**	**10,776**	**12,515**	**12,779**	**15,245**
매출원가	7,310	10,092	10,576	10,347	12,435
매출총이익	99	684	1,939	2,431	2,810
판매관리비	295	446	606	517	616
영업이익	**(196)**	**238**	**1,333**	**1,914**	**2,193**
영업이익률(%)	*(2.7)*	*2.2*	*10.6*	*15.0*	*14.4*
EBITDA	(50)	418	1,531	2,122	2,414
EBITDA Margin(%)	*(0.7)*	*3.9*	*12.2*	*16.6*	*15.8*
영업외수익	80	(57)	(291)	(432)	(351)
금융수익	553	697	661	579	659
금융비용	899	1,172	846	1,011	1,011
기타영업외손익	425	403	(80)	0	0
관계기업관련손익	1	15	(26)	0	0
세전계속사업이익	**(116)**	**181**	**1,042**	**1,482**	**1,842**
법인세비용	(276)	(347)	107	371	460
연결당기순이익	160	528	935	1,112	1,381
지배주주지분순이익	**160**	**528**	**935**	**1,112**	**1,381**
지배주주순이익률(%)	*2.2*	*4.9*	*7.5*	*8.7*	*9.1*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	52.4	45.5	16.1	2.1	19.3
영업이익 증가율	NM	NM	460.2	43.6	14.6
지배주주순이익 증가율	NM	230.3	77.0	19.0	24.2
EPS 증가율	NM	123.9	85.1	19.0	24.2
EBITDA 증가율	NM	NM	266.6	38.7	13.8

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**13,945**	**17,844**	**17,832**	**19,672**	**23,091**
유동자산	9,218	11,246	10,695	12,262	15,010
현금성자산	1,799	588	626	1,533	2,287
매출채권및기타채권	332	892	1,036	1,058	1,262
재고자산	2,891	2,780	1,314	1,214	1,372
비유동자산	4,727	6,598	7,137	7,410	8,081
투자자산	131	617	716	731	872
유형자산	4,062	4,648	4,873	5,098	5,323
무형자산	4	394	458	467	558
부채총계	**9,633**	**12,980**	**11,994**	**12,682**	**14,679**
유동부채	7,459	10,347	9,275	10,040	12,022
매입채무및기타채무	1,498	2,048	1,877	1,661	1,829
단기차입금및단기사채	486	3,195	2,895	2,595	2,295
유동성장기부채	64	73	82	91	100
비유동부채	2,173	2,634	2,719	2,642	2,657
사채	0	0	200	300	400
장기차입금및금융부채	1,805	2,179	1,991	1,803	1,615
자본총계	**4,312**	**4,863**	**5,838**	**6,990**	**8,411**
지배주주지분	4,307	4,859	5,833	6,985	8,407
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
기타자본	2,340	2,339	2,339	2,339	2,339
이익잉여금	(2,868)	236	1,171	2,283	3,664
비지배주주지분	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**
순차입금	427	4,814	4,828	2,964	1,708

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**(1,939)**	**(2,905)**	**585**	**2,285**	**1,931**
당기순이익	160	528	935	1,112	1,381
유형자산감가상각비	146	173	183	193	203
무형자산상각비	0	6	15	15	18
자산부채변동	(1,195)	(3,158)	(641)	955	233
기타	(1,050)	(454)	93	10	96
투자활동현금흐름	**197**	**(1,110)**	**(268)**	**(998)**	**(798)**
유형자산투자	(131)	(374)	(409)	(420)	(430)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	341	(333)	(86)	25	(101)
무형자산순증	(3)	(5)	(78)	(25)	(108)
기타	(10)	(399)	304	(579)	(160)
재무활동현금흐름	**2,885**	**2,803**	**(280)**	**(379)**	**(379)**
자본의증가	3,497	0	0	0	0
차입금의순증	(581)	2,826	(279)	(379)	(379)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(31)	(23)	(1)	0	0
기타현금흐름	(3)	1	0	0	0
현금의증가	**1,140**	**(1,211)**	**37**	**908**	**753**
FCF	(1,660)	(3,366)	320	2,176	1,637

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	736	1,648	3,050	3,628	4,508
BPS	14,061	15,857	19,039	22,798	27,437
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	1.2	3.3	5.2	5.9	6.5
ROE	6.3	11.5	17.5	17.3	17.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	223.4	266.9	205.4	181.4	174.5
차입금/자본총계비율(%)	59.9	119.2	94.5	73.5	56.6
이자보상배율(x)	(1.2)	1.4	5.7	8.7	10.8
순차입금/EBITDA(x)	(8.5)	11.5	3.2	1.4	0.7
Valuation(x)					
PER	34.1	22.7	34.8	29.2	23.5
최고	60.2	24.9	49.7	41.8	33.6
최저	21.2	12.8	11.9	10.0	8.1
PBR	1.8	2.4	5.6	4.7	3.9
최고	3.2	2.6	8.0	6.6	5.5
최저	1.1	1.3	1.9	1.6	1.3
PSR	0.7	1.1	2.6	2.5	2.1
EV/EBITDA	NM	39.0	24.4	16.7	14.2

HD현대중공업(329180)

매수(유지) / TP: 710,000원(하향)

종가(12/3, 원)	534,000
시가총액(십억원)	47,405
발행주식수(백만)	105
52주 최고/최저가(원)	624,000/208,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	127,353
유동주식비율(%)	25.8
외국인지분율(%)	11.2
주요주주(%) HD한국조선해양 외 1 인	74.1
국민연금공단	7.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	11,964	179	25	278	NM	457	464.0	30.4	2.2	0.5	0.0
2024A	14,486	705	622	7,001	2,418.3	1,011	41.1	26.3	4.5	11.4	0.7
2025F	17,294	2,129	1,511	16,770	139.5	2,456	31.0	18.1	8.3	24.6	1.0
2026F	23,848	3,509	2,591	24,682	47.2	3,859	21.1	10.9	6.7	35.4	1.7
2027F	25,795	3,856	2,904	27,662	12.1	4,225	18.8	9.6	5.5	32.3	1.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

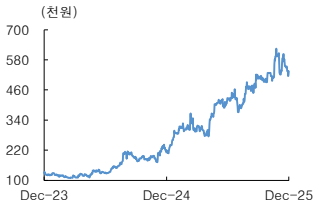
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
57	47	66	59

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.0)	24.8	150.7
상대주가(%p)	(7.6)	(24.8)	89.3

주가추이



방산 도크 5개가 쉼 없이 가동되는 날을 기다리며

조선 업종 Second-pick으로 제시: 매수 의견을 유지하며, 목표주가를 710,000원으로 2.7% 하향한다. 조선 업종 Second-pick이다. 목표주가는 적정 기업가치 74.1조원을 유통주식수로 나누어 계산했으며, 유통주식수 계산 시 합병 신주 1,619만주를 가산했다. 적정 기업가치는 영업가치 44.2조원에 미국 시장 진출 가치 23.9조원(군함 15.9조원, 상선 8.0조원)을 가산하고 순현금 6.0조원을 더해서 산출했다. 산출한 적정 기업가치의 내재 P/B는 6.4배(2028년 순자산 추정치 11.5조원 대비)인데, 이는 슈퍼 사이클 고점인 3.0배를 114.1% 할증한 것과 같다.

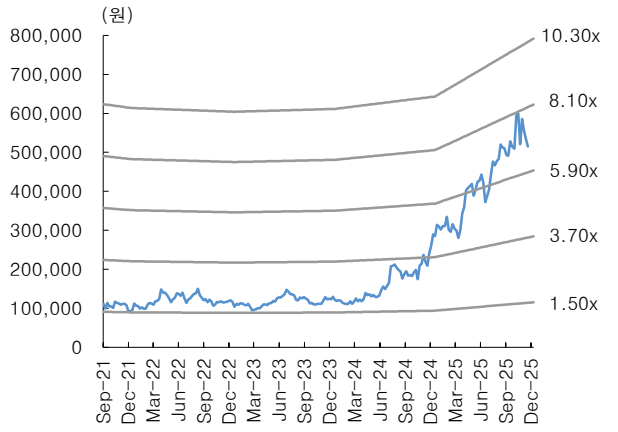
2025년 기저 딛고 해양 매출 고성장: 사업부 모두가 영업이익에 기여하는 해다. 2026년 연결 매출액은 23조 8,480억원(+37.9% YoY), 영업이익은 3조 5,091억원(+64.8% YoY, OPM +14.7%)으로 추정한다. HD현대미포 합병을 반영해서 계산한 것이다. 아직 시장 컨센서스가 조정되지 않았기 때문에 단순 비교는 무의미하며, 합병 효과를 제외한 추정치는 모두 현재 컨센서스에 부합한다. 해양 매출 회복이 반갑다. 2026년 해양 매출액은 1.35조원(+29.2% YoY)으로 추정하는데, 멕시코 Trion FPU와 카타르 Ruya FP 공정을 동시에 진행하는 효과다. Trion FPU의 준공 시기가 2027년 2분기인 점을 감안하면, 이 공백을 메우기 위해서는 2026년에 새로운 프로젝트를 수주해야 한다. 이에 15억달러 공사를 1건 수주한다고 가정해서 추정치에 반영했으며, 2027년 이후 해양 수익원도 문제없다.

캐나다 잠수함, 특수목적선 수주 성과에 주목: 투자포인트는 두 가지이며, 모두 군함 관련한 재료다. 첫째, Team Korea가 캐나다 CPSP 우선협상대상자로 선정되는 것이다. 합병 법인이 세운 2030년 특수선 매출 목표는 7.0조원이다. 이를 달성하기 위한 세부 계획을 파악할 수 없지만, 캐나다 잠수함 신조 매출은 장기 핵심 수익원 중 하나일 것이다. 한화오션 주가 흐름과 동일하게 2026년 상반기 선정 시기에 가까워질수록 주가는 상승할 것이며, 선정 여부에 따라 강세 흐름 지속성이 결정될 것이다. 둘째, 쇄빙선과 같은 특수목적선을 수주하는 것이다. 목적을 전용한 도크에서 건조하게 될 특수목적선 또한 장기 매출 가이던스에 포함되어 있다. 2028년부터 5개 방산 도크 모두 가동되는 시기까지, 시장은 일반 상선 외 수주 성과에 더 민감하게 반응할 것이다.

강경태
kyungtae.kang@koreainvestment.com

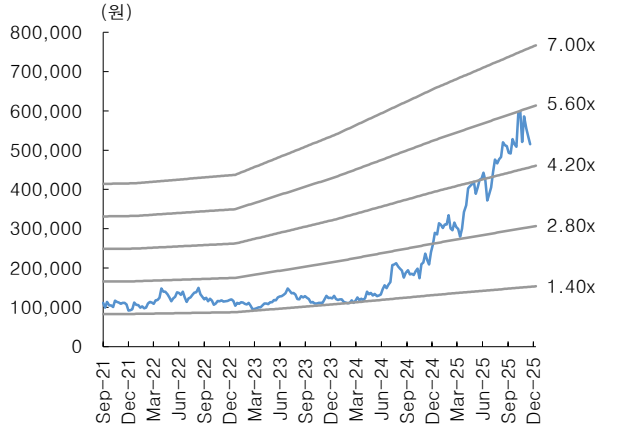
남채민
chaemin.nam@koreainvestment.com

[그림 96] HD현대중공업 12개월 선행 P/B 밴드



주: 2021년 9월 17일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 97] HD현대중공업 36개월 선행 P/B 밴드



주: 2015년 1월 2일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 26> HD현대중공업 분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액(연결)	3,823	4,147	4,418	4,907	5,604	6,089	5,896	6,259	17,294	23,848	25,795	22,183
조선	2,743	2,850	3,055	3,463	4,291	4,672	4,456	4,815	12,111	18,235	19,766	16,594
상선	2,575	2,623	2,684	3,111	3,970	4,308	4,139	4,477	10,993	16,893	18,973	16,044
특수선	168	227	371	352	321	365	317	339	1,118	1,342	793	550
해양/플랜트	159	246	281	357	337	337	337	337	1,043	1,348	1,642	1,050
엔진기계	901	1,029	1,060	1,067	956	1,060	1,083	1,087	4,057	4,185	4,307	4,459
기타	19	23	22	20	20	20	20	20	84	80	80	80
매출총이익(연결)	629	694	767	932	1,065	1,239	1,217	1,276	3,022	4,797	5,249	4,779
영업이익(연결)	434	471	557	667	762	910	898	938	2,129	3,509	3,856	3,582
조선	355	337	397	485	595	727	696	743	1,574	2,761	3,007	2,717
상선	330	310	346	449	563	691	665	709	1,435	2,627	2,928	2,662
특수선	26	27	51	35	32	36	32	34	139	134	79	55
해양/플랜트	9	37	1	36	34	34	34	34	82	135	137	29
엔진기계	142	184	220	226	204	230	238	242	772	913	1,012	1,135
기타	(72)	(87)	(60)	(80)	(70)	(80)	(70)	(80)	(299)	(300)	(300)	(300)
세전이익(연결)	376	280	571	780	742	894	887	931	2,007	3,454	3,871	3,671
순이익(연결)	284	211	431	585	557	671	665	698	1,511	2,591	2,904	2,753
전년(동기)대비 증감률												
매출액(연결)	27.9	6.8	22.4	22.5	46.6	46.8	33.5	27.6	19.4	37.9	8.2	(14.0)
조선	27.3	0.4	17.3	14.5	56.4	64.0	45.9	39.1	14.0	50.6	8.4	(16.0)
상선	30.5	7.5	14.0	14.7	54.2	64.2	54.2	43.9	16.0	53.7	12.3	(15.4)
특수선	(7.2)	(43.3)	47.3	13.1	91.0	60.8	(14.6)	(3.8)	(2.3)	20.0	(40.9)	(30.7)
해양/플랜트	41.3	55.4	60.0	76.3	111.9	36.9	20.0	(5.7)	60.7	29.2	21.8	(36.1)
엔진기계	28.3	18.9	30.9	40.9	6.1	3.0	2.2	1.9	29.4	3.2	2.9	3.5
영업이익(연결)	1,940.1	141.0	170.3	136.3	75.7	93.1	61.2	40.7	201.9	64.8	9.9	(7.1)
조선	345.4	67.9	141.3	88.3	67.3	115.5	75.4	53.3	124.1	75.4	8.9	(9.6)
상선	524.6	82.2	134.0	93.3	70.6	122.5	92.2	57.7	137.9	83.0	11.5	(9.1)
특수선	(5.2)	(11.8)	206.0	41.9	25.4	35.5	(37.9)	(3.8)	40.2	(3.3)	(40.9)	(30.7)
해양/플랜트	NA	NA	25.0	771.8	296.4	(8.4)	6,639.2	(5.7)	NA	65.3	1.5	(78.6)
엔진기계	86.6	102.2	122.6	143.2	43.5	24.9	8.2	6.9	115.2	18.3	10.8	12.1
전분기 대비 증감률												
매출액(연결)	(4.6)	8.5	6.5	11.1	14.2	8.7	(3.2)	6.2				
조선	(9.3)	3.9	7.2	13.4	23.9	8.9	(4.6)	8.1				
상선	(5.1)	1.8	2.3	15.9	27.6	8.5	(3.9)	8.2				
특수선	(46.0)	34.9	63.7	(5.2)	(8.8)	13.5	(13.0)	6.8				
해양/플랜트	(21.6)	54.8	14.1	27.3	(5.7)	0.0	0.0	0.0				
엔진기계	19.1	14.2	3.1	0.6	(10.4)	10.9	2.2	0.3				
영업이익(연결)	53.7	8.7	18.2	19.6	14.3	19.5	(1.3)	4.5				
조선	38.1	(5.1)	17.7	22.1	22.7	22.2	(4.2)	6.6				
상선	41.8	(5.9)	11.4	29.9	25.2	22.7	(3.7)	6.6				
특수선	3.2	5.1	90.0	(31.1)	(8.8)	13.5	(13.0)	6.8				
해양/플랜트	107.3	332.9	(98.6)	7,048.4	(5.7)	0.0	0.0	0.0				
엔진기계	52.3	29.8	19.7	2.8	(10.1)	12.9	3.7	1.6				
주요 지표												
영업이익률(연결)	11.3	11.4	12.6	13.6	13.6	15.0	15.2	15.0	12.3	14.7	15.0	16.1
조선	13.0	11.8	13.0	14.0	13.9	15.6	15.6	15.4	13.0	15.1	15.2	16.4
상선	12.8	11.8	12.9	14.4	14.2	16.0	16.1	15.8	13.1	15.5	15.4	16.6
특수선	15.2	11.9	13.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	12.4	10.0	10.0	10.0
해양/플랜트	5.3	15.0	0.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.8	10.0	8.3	2.8
엔진기계	15.7	17.9	20.8	21.2	21.3	21.7	22.0	22.3	19.0	21.8	23.5	25.5

자료: 전자공시시스템, HD현대중공업, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**11,964**	**14,486**	**17,294**	**23,848**	**25,795**
매출원가	11,309	12,993	14,273	19,051	20,546
매출총이익	655	1,494	3,022	4,797	5,249
판매관리비	476	789	892	1,288	1,393
영업이익	**179**	**705**	**2,129**	**3,509**	**3,856**
영업이익률(%)	*1.5*	*4.9*	*12.3*	*14.7*	*15.0*
EBITDA	457	1,011	2,456	3,859	4,225
EBITDA Margin(%)	*3.8*	*7.0*	*14.2*	*16.2*	*16.4*
영업외수익	(145)	93	(122)	(55)	15
금융수익	631	964	1,352	765	845
금융비용	1,124	3,244	992	820	830
기타영업외손익	349	2,373	(481)	0	0
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	0	0
세전계속사업이익	**34**	**798**	**2,007**	**3,454**	**3,871**
법인세비용	10	177	496	864	968
연결당기순이익	25	622	1,511	2,591	2,904
지배주주지분순이익	**25**	**622**	**1,511**	**2,591**	**2,904**
지배주주순이익률(%)	*0.2*	*4.3*	*8.7*	*10.9*	*11.3*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	32.3	21.1	19.4	37.9	8.2
영업이익 증가율	NM	294.8	201.9	64.8	9.9
지배주주순이익 증가율	NM	2,417.7	143.1	71.5	12.1
EPS 증가율	NM	2,418.3	139.5	47.2	12.1
EBITDA 증가율	NM	121.4	142.9	57.1	9.5

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**17,134**	**19,391**	**22,093**	**28,774**	**31,644**
유동자산	8,800	10,403	12,487	17,934	20,327
현금성자산	928	1,258	2,594	4,293	5,159
매출채권및기타채권	1,384	1,659	1,729	2,385	2,580
재고자산	1,310	1,511	1,764	2,432	2,631
비유동자산	8,334	8,988	9,606	10,840	11,317
투자자산	308	1,070	1,278	1,762	1,906
유형자산	6,452	6,610	6,768	6,925	7,083
무형자산	108	128	153	211	228
부채총계	**11,926**	**13,686**	**15,537**	**20,674**	**21,751**
유동부채	9,945	11,796	14,372	19,604	20,814
매입채무및기타채무	2,025	2,311	1,729	2,385	2,580
단기차입금및단기사채	438	28	0	0	0
유동성장기부채	1,122	372	422	472	522
비유동부채	1,981	1,890	1,164	1,070	937
사채	710	652	502	352	202
장기차입금및금융부채	1,174	1,115	515	515	515
자본총계	**5,207**	**5,704**	**6,556**	**8,100**	**9,893**
지배주주지분	5,207	5,704	6,556	8,100	9,893
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	773	1,288	2,264	3,931	5,848
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
순차입금	2,449	1,067	(1,652)	(3,930)	(5,465)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**169**	**2,884**	**4,141**	**4,481**	**3,365**
당기순이익	25	622	1,511	2,591	2,904
유형자산감가상각비	268	293	310	327	344
무형자산상각비	10	13	17	23	25
자산부채변동	(77)	2,114	2,282	1,493	79
기타	(57)	(158)	21	47	13
투자활동현금흐름	**(478)**	**(499)**	**(1,142)**	**(1,739)**	**(1,392)**
유형자산투자	(478)	(463)	(479)	(496)	(513)
유형자산매각	10	12	12	12	12
투자자산순증	29	0	(332)	(608)	(268)
무형자산순증	(36)	(33)	(42)	(81)	(42)
기타	(3)	(15)	(301)	(566)	(581)
재무활동현금흐름	**503**	**(2,049)**	**(1,663)**	**(1,044)**	**(1,107)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(14)	(14)	(1,128)	(120)	(120)
배당금지급	0	0	(186)	(535)	(924)
기타	517	(2,035)	(349)	(389)	(63)
기타현금흐름	(10)	(6)	0	0	0
현금의증가	**184**	**330**	**1,336**	**1,698**	**866**
FCF	(205)	2,196	3,683	3,861	2,792

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	278	7,001	16,770	24,682	27,662
BPS	58,660	64,259	62,464	77,167	94,249
DPS	0	2,090	5,100	8,800	9,400
수익성(%)					
ROA	0.1	3.4	7.3	10.2	9.6
ROE	0.5	11.4	24.6	35.4	32.3
배당수익률	0.0	0.7	1.0	1.7	1.8
배당성향	0.0	29.9	35.4	35.7	34.0
안정성					
부채비율(x)	229.0	239.9	237.0	255.2	219.9
차입금/자본총계비율(%)	73.2	57.5	32.8	25.1	19.3
이자보상배율(x)	1.4	4.7	18.6	39.7	46.3
순차입금/EBITDA(x)	5.4	1.1	(0.7)	(1.0)	(1.3)
Valuation(x)					
PER	464.0	41.1	31.0	21.1	18.8
최고	538.5	42.7	38.2	25.9	23.1
최저	329.1	15.4	16.2	11.0	9.8
PBR	2.2	4.5	8.3	6.7	5.5
최고	2.6	4.7	10.2	8.3	6.8
최저	1.6	1.7	4.3	3.5	2.9
PSR	1.0	1.8	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	30.4	26.3	18.1	10.9	9.6

삼성중공업(010140)

매수(유지) / TP: 32,000원(유지)

주가(12/3, 원)		24,700
시가총액(십억원)		21,736
발행주식수(백만)		880
52주 최고/최저가(원)		30,300/9,990
일평균 거래대금(6개월, 백만원)		140,023
유동주식비율(%)		76.2
외국인지분율(%)		30.9
주요주주(%)	삼성전자 외 7 인	20.9
	국민연금공단	8.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	8,009	233	(148)	(174)	NM	474	NM	17.4	1.9	(4.2)	0.0
2024A	9,903	503	64	75	NM	792	150.7	15.6	2.5	1.8	0.0
2025F	10,529	900	622	728	870.7	1,181	33.7	19.5	4.4	14.6	0.0
2026F	12,280	1,701	1,147	1,343	84.4	1,974	18.2	11.0	3.4	21.2	0.0
2027F	12,804	2,201	1,498	1,754	30.6	2,467	14.0	8.6	2.6	21.3	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

FLNG로 매출 3조하는 조선사

여전히 밸류에이션 부담 가장 낮은 조선사: 매수 의견과 목표주가 32,000원을 유지한다. 목표주가는 적정 기업가치 27.4조원을 유통주식수로 나누어 계산했으며, 적정 기업가치는 영업가치 18.5조원에 미국 시장 진출 가치 8.9조원(상선 8.9조원)을 가산하고 순차입금 0.5조원을 차감해서 산출했다. 산출한 적정 기업가치의 내재 P/B는 2.5배(2028년 순자산 추정치 10.8조원 대비)로, 시클리컬 관점으로 접근할 경우 슈퍼 사이클 고점까지 20.5% 상승 여력이 남아있다.

상선 수익성 급성장, FLNG의 실적 기여도 또한 상승: FLNG 단일 제품으로 연간 해양 매출 3조원대에 진입하는 해다. 2026년 연결 매출액은 12조 2,798억원(+16.6% YoY), 영업이익은 1조 7,006억원(+89.0% YoY, OPM +13.8%)으로 추정한다. 컨센서스와 비교해 매출액은 부합, 영업이익은 17.2% 높게 보는 것이다. 비슷한 외형에도 불구하고 영업이익 추정치가 컨센서스 대비 높은 것은 상선 영업이익률 차이일 것이다. 2026년 연간 상선 영업이익률은 14.9%, 2026년 4분기 15.6%로 추정한다. 2025년 연간치와 비교해 7.6%p 상승하는 것인데, 2025년과 달리 적자 호선이 없고 2023년 빈티지 고선가 LNG 운반선의 매출화를 감안하면 무난한 수준이다. 해양 영업이익률(연간 13.0%)도 위로 열려 있다. 공정 후반기에 접어드는 PFLNG TIGA에서 Change order가 발생할 수 있기 때문이다.

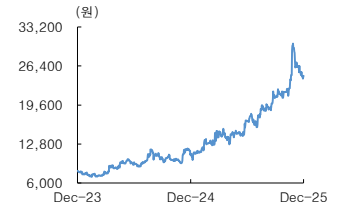
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
59	44	68	64

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.7)	47.1	122.3
상대주가(%p)	(10.3)	(2.4)	60.9

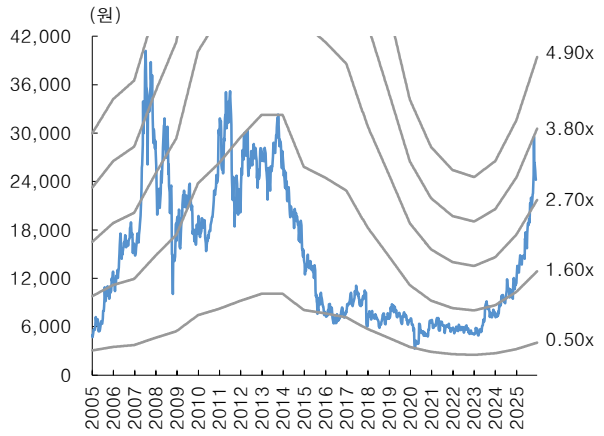
주가추이



강경태
kyungtae.kang@koreainvestment.com

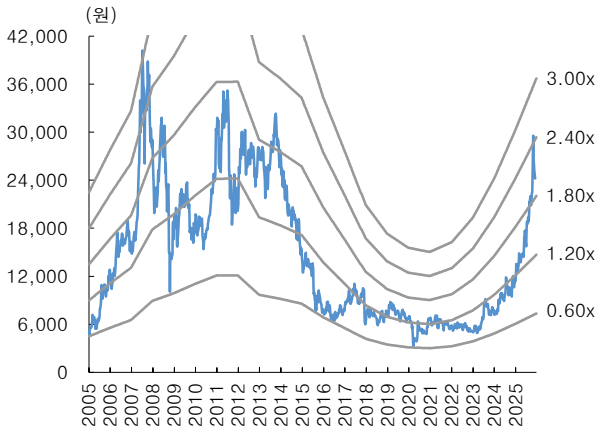
남채민
chaemin.nam@koreainvestment.com

[그림 98] 삼성중공업 12개월 선행 P/B 밴드



주: 2005년 1월 7일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 99] 삼성중공업 36개월 선행 P/B 밴드



주: 2015년 1월 2일~2025년 12월 1일
자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 27> 삼성중공업 분기 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, % QoQ)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액(연결)	2,494	2,683	2,635	2,717	2,669	3,034	3,103	3,473	10,529	12,280	12,804	13,090
조선해양	2,355	2,603	2,553	2,567	2,519	2,884	2,953	3,323	10,078	11,680	12,204	12,490
조선	1,881	2,038	2,020	2,000	2,021	2,193	2,107	2,279	7,940	8,600	9,100	9,400
해양	474	564	533	567	498	691	846	1,044	2,138	3,080	3,104	3,090
토건	139	80	81	150	150	150	150	150	451	600	600	600
매출총이익(연결)	238	325	353	453	471	550	576	650	1,369	2,248	2,772	2,825
영업이익(연결)	123	205	238	334	352	415	438	496	900	1,701	2,201	2,242
조선해양	117	204	209	329	347	410	433	491	859	1,681	2,181	2,222
조선	55	130	140	255	283	320	323	355	581	1,280	1,506	1,598
해양	62	73	69	74	65	90	110	136	278	400	675	624
토건	17	10	37	15	15	15	15	15	79	60	60	60
세전이익(연결)	91	215	141	241	393	370	379	451	688	1,593	2,081	2,121
순이익(연결)	92	214	142	174	283	267	273	325	622	1,147	1,498	1,527
전년(동기) 대비 증감률												
매출액(연결)	6.2	6.0	13.4	0.6	7.0	13.1	17.8	27.8	6.3	16.6	4.3	2.2
조선해양	8.8	18.0	15.1	1.3	7.0	10.8	15.6	29.5	10.5	15.9	4.5	2.3
조선	(2.8)	7.2	5.5	(10.4)	7.4	7.6	4.3	14.0	(0.6)	8.3	5.8	3.3
해양	106.6	86.3	76.0	87.1	5.2	22.6	58.7	84.3	87.8	44.1	0.8	(0.5)
토건	(23.9)	(75.4)	(22.6)	(9.6)	7.8	86.6	84.3	0.0	(42.2)	33.1	0.0	0.0
매출총이익(연결)	44.3	39.6	55.4	53.2	98.4	69.2	63.0	43.6	48.7	64.2	23.3	1.9
영업이익(연결)	58.1	56.7	98.6	91.6	186.4	102.6	83.8	48.4	79.0	89.0	29.5	1.8
조선해양	40.5	NA	72.8	100.4	197.0	101.4	106.6	49.2	192.6	95.7	29.8	1.8
조선	3.7	NA	71.3	104.6	410.4	145.8	130.3	39.0	299.0	120.4	17.7	6.1
해양	106.6	86.3	76.0	87.1	5.2	22.6	58.7	84.3	87.8	44.1	68.7	(7.6)
토건	415.5	(95.5)	379.3	(30.0)	(11.1)	56.3	(59.8)	0.0	(68.0)	(23.8)	0.0	0.0
세전이익(연결)	496.3	182.4	96.9	NA	332.2	72.6	168.2	87.1	NA	131.6	30.6	1.9
순이익(연결)	825.6	179.7	92.0	NA	207.1	24.5	91.9	87.1	873.4	84.4	30.6	1.9
전분기 대비												
매출액(연결)	(7.6)	7.6	(1.8)	3.1	(1.7)	13.7	2.2	11.9				
조선해양	(7.1)	10.5	(1.9)	0.5	(1.8)	14.5	2.4	12.5				
조선	(15.7)	8.4	(0.9)	(1.0)	1.0	8.5	(3.9)	8.2				
해양	56.5	19.0	(5.5)	6.3	(12.0)	38.7	22.3	23.5				
토건	(16.2)	(42.2)	1.2	84.3	0.0	0.0	0.0	0.0				
매출총이익(연결)	(19.6)	36.9	8.7	28.1	4.1	16.7	4.7	12.9				
영업이익(연결)	(29.4)	66.4	16.2	40.2	5.6	17.7	5.5	13.2				
조선해양	(28.7)	74.0	2.9	57.1	5.6	18.0	5.5	13.4				
조선	(55.6)	135.1	7.6	82.2	10.7	13.2	0.8	10.0				
해양	56.5	19.0	(5.5)	6.3	(12.0)	38.7	22.3	23.5				
토건	(21.3)	(43.1)	288.4	(59.8)	0.0	0.0	0.0	0.0				
세전이익(연결)	NA	136.0	(34.2)	70.8	62.9	(5.7)	2.2	19.2				
순이익(연결)	NA	132.5	(33.7)	22.2	62.9	(5.7)	2.2	19.2				
주요 지표												
영업이익률(연결)	4.9	7.6	9.0	12.3	13.2	13.7	14.1	14.3	8.5	13.8	17.2	17.1
조선	2.9	6.4	6.9	12.8	14.0	14.6	15.3	15.6	7.3	14.9	16.6	17.0
해양	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	21.8	20.2
토건	12.1	11.9	45.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	17.5	10.0	10.0	10.0

자료: 전자공시시스템, 삼성중공업, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**8,009**	**9,903**	**10,529**	**12,280**	**12,804**
매출원가	7,364	8,983	9,160	10,032	10,032
매출총이익	645	921	1,369	2,248	2,772
판매관리비	412	418	469	547	571
영업이익	**233**	**503**	**900**	**1,701**	**2,201**
영업이익률(%)	*2.9*	*5.1*	*8.5*	*13.8*	*17.2*
EBITDA	474	792	1,181	1,974	2,467
EBITDA Margin(%)	*5.9*	*8.0*	*11.2*	*16.1*	*19.3*
영업외수익	(529)	(819)	(212)	(108)	(120)
금융수익	143	182	476	49	49
금융비용	290	362	400	169	169
기타영업외손익	(382)	(639)	(288)	13	0
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	**(296)**	**(316)**	**688**	**1,593**	**2,081**
법인세비용	(140)	(369)	71	446	583
연결당기순이익	(156)	54	616	1,147	1,498
지배주주지분순이익	**(148)**	**64**	**622**	**1,147**	**1,498**
지배주주순이익률(%)	*(1.9)*	*0.6*	*5.9*	*9.3*	*11.7*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	34.7	23.6	6.3	16.6	4.3
영업이익 증가율	NM	115.4	79.0	89.0	29.5
지배주주순이익 증가율	NM	NM	873.5	84.4	30.6
EPS 증가율	NM	NM	870.7	84.4	30.6
EBITDA 증가율	NM	67.1	49.1	67.1	25.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**15,593**	**17,195**	**15,649**	**18,306**	**19,040**
유동자산	9,245	9,370	7,746	10,016	10,700
현금성자산	584	956	1,053	2,210	2,561
매출채권및기타채권	545	1,186	948	1,105	1,152
재고자산	1,729	452	481	561	585
비유동자산	6,348	7,825	7,903	8,289	8,340
투자자산	461	1,680	1,786	2,083	2,172
유형자산	5,209	5,116	5,023	4,930	4,837
무형자산	27	28	30	35	36
부채총계	**12,184**	**13,445**	**10,997**	**12,220**	**11,170**
유동부채	11,232	12,029	9,474	10,679	9,623
매입채무및기타채무	1,147	946	1,005	1,173	1,223
단기차입금및단기사채	1,850	2,156	1,156	1,056	956
유동성장기부채	1,185	926	876	826	776
비유동부채	952	1,416	1,523	1,541	1,546
사채	205	75	375	475	575
장기차입금및금융부채	645	1,237	1,037	937	837
자본총계	**3,409**	**3,749**	**4,652**	**6,085**	**7,870**
지배주주지분	3,439	3,795	4,705	6,139	7,923
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
기타자본	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)
이익잉여금	(2,169)	(2,136)	(1,514)	(367)	1,131
비지배주주지분	**(30)**	**(45)**	**(53)**	**(53)**	**(53)**
순차입금	2,447	3,407	2,468	1,086	633

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**(516)**	**655**	**963**	**1,641**	**448**
당기순이익	(156)	54	616	1,147	1,498
유형자산감가상각비	238	286	277	269	261
무형자산상각비	3	4	4	4	5
자산부채변동	(716)	118	71	214	(1,318)
기타	115	193	(5)	7	2
투자활동현금흐름	**(195)**	**311**	**1,078**	**(434)**	**(48)**
유형자산투자	(153)	(173)	(568)	(560)	(552)
유형자산매각	2	384	384	384	384
투자자산순증	(44)	100	183	(11)	197
무형자산순증	(0)	(0)	(6)	(9)	(6)
기타	0	0	1,085	(238)	(71)
재무활동현금흐름	**376**	**(599)**	**(1,944)**	**(50)**	**(50)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	425	(488)	(1,950)	(50)	(50)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(49)	(111)	6	0	0
기타현금흐름	(0)	6	0	0	0
현금의증가	**(335)**	**372**	**97**	**1,157**	**350**
FCF	(388)	(145)	569	1,092	(37)

주요 투자지표

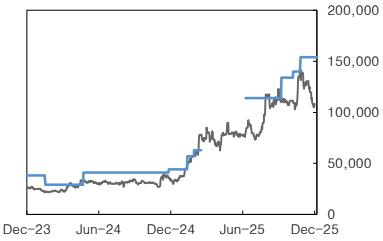
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(174)	75	728	1,343	1,754
BPS	4,027	4,443	5,509	7,187	9,276
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	(1.0)	0.3	3.8	6.8	8.0
ROE	(4.2)	1.8	14.6	21.2	21.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	357.4	358.6	236.4	200.8	141.9
차입금/자본총계비율(%)	136.0	174.0	98.3	74.3	56.8
이자보상배율(x)	1.3	2.4	4.2	9.8	12.8
순차입금/EBITDA(x)	5.2	4.3	2.1	0.6	0.3
Valuation(x)					
PER	NM	150.7	33.7	18.2	14.0
최고	NM	163.9	44.6	24.2	18.5
최저	NM	93.1	15.4	8.4	6.4
PBR	1.9	2.5	4.4	3.4	2.6
최고	2.4	2.8	5.9	4.5	3.5
최저	1.2	1.6	2.0	1.6	1.2
PSR	0.9	1.0	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	17.4	15.6	19.5	11.0	8.6

주: K-IFRS (연결) 기준

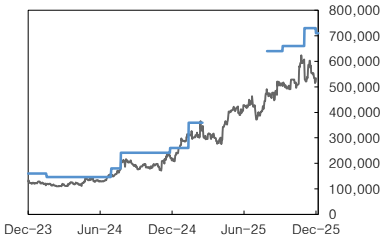
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한화오션(042660)	2023.07.05	매수	38,201원	-21.2	13.7		2025.01.14	매수	360,000원	-11.8	1.7
	2024.01.19	매수	29,000원	-11.7	19.8		2025.02.19	중립	-	-	-
	2024.04.25	매수	41,000원	-22.9	-4.4		2025.08.01	매수	640,000원	-24.3	-18.6
	2024.11.28	매수	44,000원	-18.0	2.6		2025.09.10	매수	660,000원	-19.3	-5.5
	2025.01.14	매수	57,000원	-7.7	-0.5		2025.11.04	매수	730,000원	-24.4	-17.4
	2025.01.31	매수	63,000원	6.7	23.7		2025.12.03	매수	710,000원	-	-
	2025.02.19	중립	-	-	-	삼성중공업	2023.07.05	매수	10,100원	-21.5	-9.2
	2025.06.11	매수	114,000원	-15.6	8.1	(010140)	2024.01.19	매수	9,200원	-18.5	-12.3
	2025.09.10	매수	134,000원	-17.5	-15.5		2024.03.14	매수	10,600원	-15.5	-7.1
	2025.10.10	매수	140,000원	-14.9	-0.2		2024.04.29	매수	13,700원	-29.4	-19.1
	2025.10.28	매수	154,000원	-	-		2024.07.26	매수	17,500원	-39.5	-31.3
HD현대중공업	2023.07.05	매수	160,000원	-22.5	-7.6		2024.11.28	매수	18,000원	-34.1	-24.1
(329180)	2024.01.19	매수	146,000원	-14.5	7.1		2025.02.06	매수	17,000원	-17.0	-9.2
	2024.07.01	매수	180,000원	-10.1	-1.4		2025.03.28	매수	20,000원	-26.9	-15.5
	2024.07.26	매수	242,000원	-18.2	0.0		2025.06.05	매수	24,000원	-22.4	-8.3
	2024.11.28	매수	260,000원	-1.2	20.8		2025.09.10	매수	32,000원	-	-

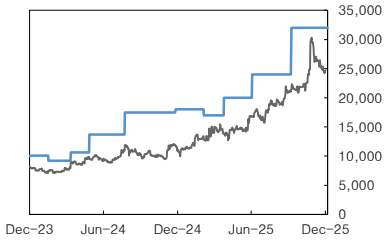
한화오션(042660)



HD현대중공업(329180)



삼성중공업(010140)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 3일 현재 삼성중공업, 한화오션, HD현대중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성중공업, 한화오션, HD현대중공업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.