



| 조선 |

한화오션 (042660.KS)

한화, 드디어 오션네

2Q24 review: 매출액 25,361억원(QoQ +11%), 영업이익 -97억원(적자전환)으로 1Q 턱어라운드 후, 일회성 비용 반영으로 적자 전환하였다. 해당 비용은 지체보상금 500억원(상선부문), 선표조정 500억원(해양부문) 등이며, 하반기에는 생산안정화와 적자선박 해소에 따른 안정적 매출 인식 전망한다. 동사의 매출액은 24E 11.2조원, 25E 10.2조원으로 전망한다.

Investment Point 1. 특수선으로 새로운 특별함

동사는 MRO 시장의 주요 플레이어로서, 국내 MRO 매출 25E 396억 → 26E 634억(YoY +60%)로 전망된다. 특히, 동사의 강점인 특수선의 매출액 25E 9,421억 → 26E 1조 5,505억(YoY +64%) 예상되며, 이는 1) 자체 개발 원천 설계 기술 보유, 2) 수주 레퍼런스로 쌓인 기술적 신뢰에 기인한다. 해외 잠수함 프로젝트로는 캐나다 6,388억 및 폴란드 5,981억의 수주가 기대된다.

Investment Point 2. 상선으로 올라가는 힘

동사의 컨테이너선 매출 25E 1,675억원, 24E 하반기 수주잔고 6억원 전망한다. 이는 1) 3Q23에 적자호선 해소, 2) 머스크 물량 확보에 기인하며, 동사의 LNG선 매출액은 24E 5.6조원, 25E 5.3조원으로 전망된다. 이는 1) 적자선박의 인도와 2) LNG선 매출인식이 본격화됨에 기인한다. 특히, LNG터미널 수주잔고 추가 확보(3.8조원)가 기대된다. VLCC 부문 매출은 24E 430억원, 25E 8,688억원으로, VLCC 선박 연령 상승에 따른 교체주기 도래와, 중국 슬롯 포화에 따른 동사의 수주확대가 기대된다.

Investment Point 3. 플랜트로 맞이하는 바람

동사의 플랜트 매출은 25E 1.6조, 26E 0.5조로 전망된다. 글로벌 플랜트 기업인 Dyna-Mac 인수로 발주처의 다양한 니즈에 대한 충족이 기대되며, 글로벌 프로젝트 진출 또한 기대된다. 국내 해상플랜트 선두 업체로서, 해상풍력 시장 성장에 따른 수혜로, WTV 분야에서 선도적 입지를 굳힐 것으로 예상된다.

PBR Valuation

동사의 Valuation은 Implied PBR 기법을 사용하였다. 1) 고마진 선박 중심으로 높은 수주레벨과, 미래 기대이익을 마련한 점, 2) 고가 수주물량 26E 인식으로 이익성장 본격화가 전망되는 점에서 기인한다. 조선업 특성을 고려하여, 현재 수주물량의 인식이 예상되는 26E BPS 21,259원에, PBR 1.78x 적용하였다. 한화오션, **목표주가 37,900원, Upside Potential 24.0%** 제시한다.

Investment Fundamentals

FYE Dec	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E
매출액	7,030	4,486	4,860	7,408	11,275
영업이익	153	(1,754)	(1,614)	(196)	159
순이익	86	(1,699)	(1,745)	160	166
EPS	683	-15,843	-16,262	757	544
PER	35.64	N/A	-1.2	40.35	8.6
PBR	0.8	1.0	2.7	2.17	1.78
OPM	2%	-39%	-33%	-2.6%	1.4
ROE	2.27	(55.9)	(117.8)	6.3	3.7

(십억 원, 원, 배, %)

투자 의견 BUY

목표주가 37,900원

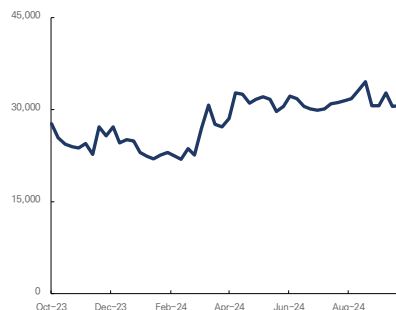
현재주가(10.01) 30,600원

상승여력 24.0%

Stock Data

KOSPI(10/2)	2561.69
KOSDAQ	762.13
시가총액	9조 3,761억원
발행주식(주)	306,413,394
52주 최고/최저(원)	36,400/21,050
외국인지분율(%)	17.77%
주요주주(%)	한화에어로스페이스 외 4인 46.28%
	한국산업은행 19.50%
주가상승률(%)	1개월 -11.58%
	6개월 10.69%
	12개월 -1.29%

Stock Price



Research Team 6

팀장	38기 김형주	Hyeongjukimm@gmail.com
	38기 신호연	tlsgdhds3639@naver.com
	38기 최재은	cjeun3375@gmail.com
	39기 김나영	nykk0303@gmail.com
	39기 채하진	hajin1233@naver.com
	39기 탁동엽	xkrehdduq@naver.com

CONTENTS

I . Intro	1
기업분석	1
II . 산업분석	4
신조선가 과거와 현재	3
Top Pick:한화오션(042660.KS)	6
III . Investment Point	7
Investment Point 1:특수선으로 새로운 특별함	7
1)MRO	
2)국내 특수선	
3)해외 특수선	
Investment Point 2: 상선으로 올라가는 힘	11
1)컨테이너선	
2)LNG선	
3)VLGC·VACC선	
Investment Point 3: 플랜트로 맞이하는 바람	16
1)해양 플랜트	
2)풍력·육상 플랜트	
IV . Risk	18
V . Estimation Logic	20
매출추정	20
비용추정	22
VI . Valuation	24

1. 기업분석

기업개요

동사는 LNG 운반선, 원유 운반선, 컨테이너선 등 각종 **상선**과 잠수함, 구축함, 구난함, 경비함 등 **특수선** 그리고 부유식 원유생산저장 하역설비(FPSO), 고정식 플랫폼(Fixed Platform) 등 **해양제품**을 건조하는 종합 조선·해양 전문회사다.

① **상선**: 23 년 매출액은 **5.8 조원(YoY +38%)**이며, 매출의 **76%**를 차지한다. 주력 선박은 컨테이너선, 벌크선이며, 최근 상선분야 투자의 일환으로 LNG 개발업체인 Nextdecade 社의 6.8% 지분을 취득하였다.

② **특수선**: 23 년 매출액은 **0.8 조원(YoY +75%)**이며, 매출의 **11%**를 차지한다. 주로 잠수함, 구축함, 구난함, 경비함 등을 수주하며, 국내 군함의 경우 방위사업청에게 발주 받고 있다. 또한, 특수선 분야 투자의 일환으로 미 해군 向 함정 및 MRO 업체인 Philly Shipyard 社의 지분 40%를 인수했다.

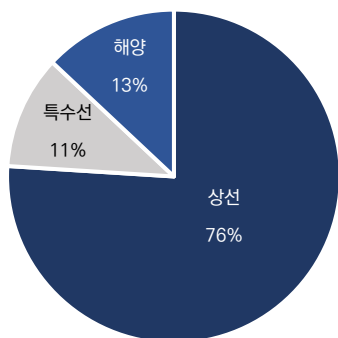
③ **해양**: 23 년 매출액은 **0.9 조원(YoY +382%)**이며, 매출의 **13%**를 차지한다. 부유식 원유/가스 생산·저장·하역설비(FPSO/FLNG), 고정식 원유 생산설비(Fixed Platform), 원유 시추설비(Drillship), 해상풍력발전기 설치선(WTIV), 해상변전소(OSS) 등을 건조하며, 최근 해양 탐사사이트 모듈 생산 기업인 Dyna-Mac 社의 23.1%의 지분을 인수했다.

동사는 고객의 요구에 맞춰 선박을 설계하고 건조 및 인도한다. 선박 건조는 일반적으로 24~36 개월이 걸리기에 수주잔고와 매출 인식 시점이 상이하며, **공정률에 따라 수주잔고를 매출로 인식**한다. 동사의 **2Q24 기준 수주잔고는 약 29 조**이며, 계절성으로 인해 3Q24 매출은 숨 고르기 후, **4Q 부터 실적 개선에 탄력이 붙을** 전망이다.

상선 76%
특수선 11%
해양 13%

3Q24 → 4Q24
계절성有 실적개선↑

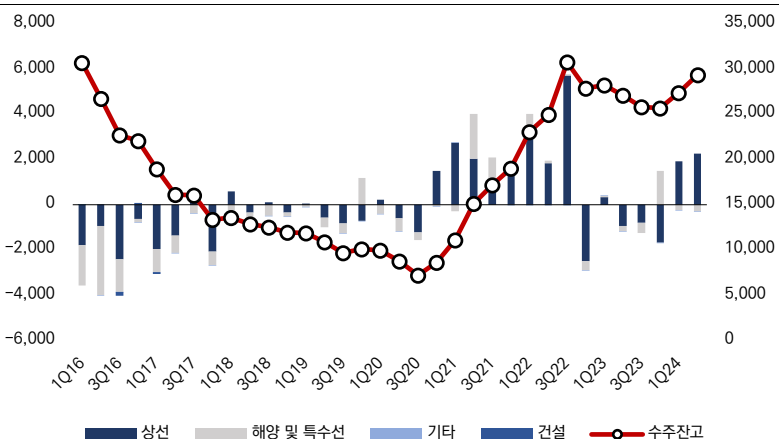
2023년 사업부문별 매출 비중



(단위: %)

부문별 순수주액 및 수주잔고

(단위: 억)



2. 산업분석

전례 없는 조선업 Super Cycle 을 앞두고 조선 3 사는 숨 고르기에 들어갔다. 현재 조선업의 성장은 1) 제한된 Q와 상방이 열린 P, 2) 전방(해운, 방산)산업의 폭발적인 외형 확장에서 기인된다.

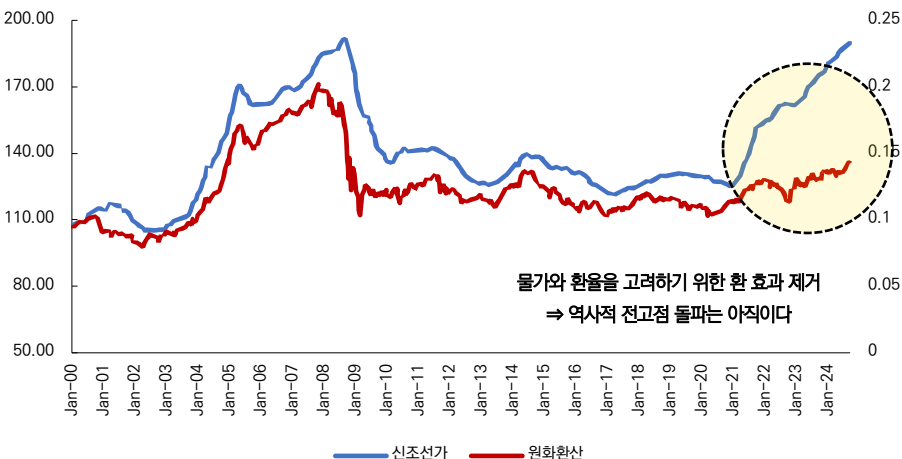
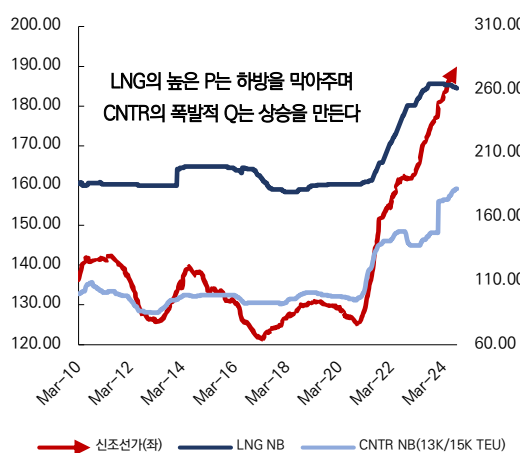
[기승전절]: 신조선가는 비슷한 그림, 하지만 다르다.

제1구간(73년~80년) ⇒ 제2구간(01년~08년) ⇒ 제3구간(21년~현재)에 접어든 조선 사업은, 과거와 같은 듯 다른 궤도를 보인다. 2 구간은 중국으로 흡수되는 글로벌 물동량과 경기수요에 따른 외형(Q)확장이었다면, 현재의 3구간은 오로지 제한된 Q와 끊임없는 P의 상승으로 설명된다. 과거와 달리 현재 한국 조선업은 글로벌 수주잔고와의 시차가 존재하며, “기대감(수주)-실적(이익)”에 따라 주가는 두차례 반응한다. 과거 사이클을 통해, 현재의 조선업 Load Factor를 점검해보고자 한다.

신조선가(NB)의 상승은 컨테이너가 이끈다.

(단위: \$m) 환 효과를 제거한 신조선가는 전고점에 이르지 못했다.

(단위: Index)



출처: Clarkson, RFS Team 6

출처: Clarkson, RFS Team 6

[상승구간] 01~04 년과

- ① **수주: 중국의 개방, 고유가에 따른 성장기였다.**
저금리로 매크로는 우호적이었으며 환경규제에 따른 교체수요도 존재했다. 02 년을 기저로 조선 Big 3 의 수주량은 반등하였으며, LNG 선, 특히 탱커의 폭발적 [Q]가 신조선가를 견인하였다.
- ② **실적: 이전 다운 사이클의 영향으로 수주잔고 대비 실적은 부진하였다.** 고정비 부담에 따른 적자수주의 결과이며, 마진이 높은 LNG 중심 수주를 펼친 동사가 가장 먼저 흑전에 성공했다.
- ③ **주가: 07 년까지 꾸준한 운임 상승과 수주 증가로 기대감이 높았으나, 이익 실현에 대한 시장 불확신으로 주가는 부진한 상승세를 그렸다.**

21 년~24 년의 차이는 [P]

- ① **수주: 지정학 리스크(러시아, 중동 등)증가에 따른 LNG 수요 증가와, 19 년 해상 운임 상승이 신조수요를 창출했다.** 21 년을 기저로 수주 랠리가 시작되었으며, LNG 선과 초대형 컨테이너선 등 고부가 선박의 [P]가 신조선가를 견인하였다.
- ② **실적: 10년부터 계속된 플랜트 부담과 1H21 까지 수주한 적자 물량으로 인해, 수주 대비 실적 부진이 이어졌다.** 22 년 대량 수주한 LNG 프로젝트 물량으로 HD 현대가 흑전에 성공하였다.
- ③ **주가: LNG 선을 중심으로 한 신조선가의 전고점 돌파에 수주공백이 있던 동사를 제외한 조선업 전반의 주가 랠리가 이어졌다.** 수주물량보다 수주금액과 차후(25~26 년) 이익 실현에 따른 기대감의 결과다.

[실현구간] 05~08 년과

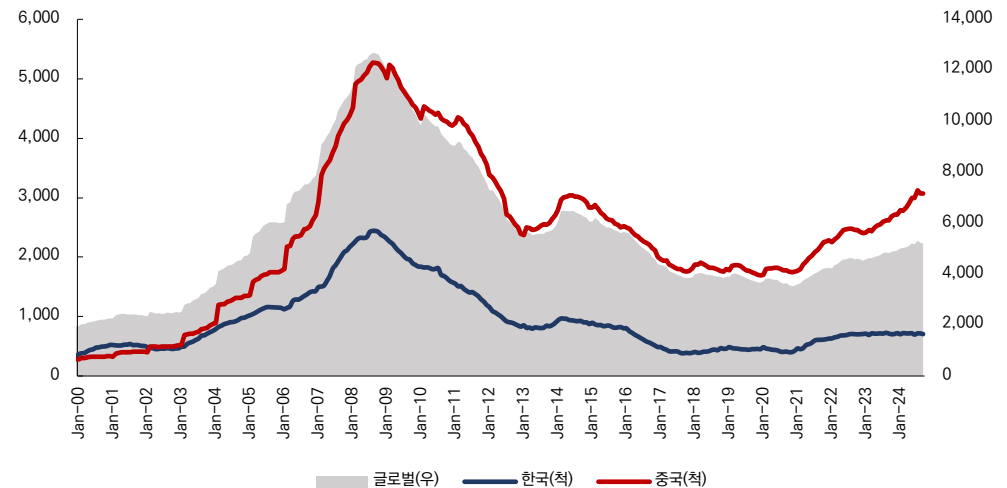
- ① **수주:** 글로벌 경기 둔화에도 06 년 VLCC 대량 발주와 높은 BDI 운임으로 시장은 우호적이었다. 벌크, 컨테이너선의 대량 물량에 따른 [Q] 확장에 따라 신조선가는 07 년 전고점을 갱신했다.
- ② **실적:** [상승구간]에서의 고가수주분의 실적 실현 시기였으며, LNG 및 대형선 중심으로 마진을 개선에 따라 06 년을 기점 조선 3사 모두 흑전에 성공했다.
- ③ **주가:** 이익 개선과 함께 07 년까지, 선종 별 수주 증가는 수주잔고와 연동된 주가 랠리가 이어졌다. 08 년 글로벌 금융위기 전까지 수주 피크아웃 해소와 매출 실현으로 높은 상승세를 보였다.

25 년~28 년의 차이는 [Q]

- ① **수주:** 08 년 금융위기 이후 글로벌 선박 건조 Capa 는 제한적이다. 따라서 공급자 우위 확보 지속을 위해 선별 수주가 전망되며, 이를 통해 신조선가의 [공급자 견인]이 예상된다.
- ② **실적:** 25E 본격적인 고가물량(22 년 수주) 건조 시작으로 조선3사 동일한 실적 개선이 전망된다. 건조한 P-Q 와 1H25 까지 제한적인 후판가(C) 상승으로 안정적인 이익실현 전망한다.
- ③ **주가:** 2H24 주가 횡보는 상반기 랠리에 대한 조정과 선별 수주에 따른 수주 부진의 결과이며, 25E 본격적인 이익 실현(LNG 비중 00%)에 따른 조선업 주가 Re-Rating 을 전망한다.

글로벌 수주잔고 추이(한국, 중국)

(단위: 척)



출처: Philly Shipyard, RFS Team 6

[기승전절]: 모멘텀은 방산, 실적은 상선으로

2H24~2025E 글로벌 해운 시황은 긍정적일 전망이다. 1) 지정학적 리스크(러시아, 중국)가 계속되고 있으며, 2) 선종별 해운(컨테이너/탱커/벌크/LNG) 수요 역시 건조세를 이어가고 있기 때문이다. 특수선의 새로운 모멘텀 수혜가 가능하며, 상선 부문의 안정적 이익체력이 실현되는 곳에 주목해야 한다.

- ① **특수선:** 2H24 해양 방산 모멘텀 가시화 전망한다. 1) 러우전쟁 종식 기대감과 함께 2) 양안분쟁에 따른 중국 리스크에서 기인한다. 이는 NATO, 한태평양 지역 군비 증강으로 이어지며, 캐나다 60 조 (잠수함), 폴란드 3 조(잠수함), 필리핀 3 조 (잠수함), 호주 9 조 (수상함) 등이 예시다. 특히, 현재 중국 함대의 절대 수는 미국을 추월했다.(875 대, 미군의 2.4 배). 현재, 미국 조선업의 쇠퇴 상황에서 의해군력 증대는 1) 그에 대한 직접적 견제가 가능한 지리적 위치, 2) 높은 함정 기술을 보유한 기업에 주목해야 할 근거가 된다.

- ② **상선: 대형 Liner 선대 확충과 선박 교체물량 증가로 Q 하락은 제한적이다.** 하반기 대형선사(Hapag-Lloyd 등)의 대규모 컨테이너선 발주 기대감이 있었으나, 한화오션의 Mersk(10 척)을 제외하고는 글로벌 선사사의 수주 확보에 실패했다. 그러나, HMM 2030 중장기 비전(5년 내 신조량 59 척 전망)과 기타 VLCC(유조선) 고령화에 따른 선박 수요는 견조하다.

조선 3사 YTM 추이(현대중공업, 삼성중공업, 한화오션)

(단위: %)



출처: RFS Team 6

전결: 한화오션(042660.KS)

현재 조선업은 해운(LNG, 컨테이너선)의 신조선가 견인과, 미래 먹거리인 해양 방산 수익성의 가시화로 정리된다. 국내 조선 3사는 수주 물량(Q) 기준으로는 전고점 대비 낮으나, 이례적인 P의 상승으로 전체적인 매출 탑라인(P*Q)성장이 가속화되고 있다. 상반기 조선업의 주가 랠리에서 증명되었듯이, 조선 3사의 실적 향상은 자명하다. 그러나 중국 Capa 확장과 지속된 고선가로 인한 피크아웃 우려가 존재하며, 하반기 계절성으로 현재 조선업은 숨 고르기에 들어갔다.

따라서 1) 조선업의 실적 기대감이 주가에 녹아 들었고, 2) 하반기 수주 모멘텀이 악화되었기에 하반기에 주목해야 할 기업은 다음을 만족하는 기업이라 판단한다. **첫째 하반기 수주 가능성이 높은 기업, 둘째 차익실현에 대한 기대감이 높은 기업, 마지막으로 해양 방산 프리미엄 확보가 가능한 기업**이다. 따라서 위의 조건을 부합하는 **한화오션(042660)**을 하반기 조선업 Top Pick으로 제시한다.

3. Investment Point

Investment Point 1. 특수선으로 새로운 특별함

동사의 방산 투자 성과가 가시화되고 있다. 2Q24 미 해군의 군수지원함 MRO 수주는 국내 조선사의 미국 MRO 진출 첫 사례다. 동사의 선도적 시장 우위를 기반으로 해양 방산 분야의 매출 신장이 기대된다. 이에 본 리서치팀은 1) MRO 사업, 2) 국내 특수선 사업, 3) 해외 특수선 사업으로 나눠 면밀히 분석하였다.

1-1) 오션을 지나 미국(MRO)으로 갑니다.

MRO는 Maintenance, Repair, Operation의 약자로, 운용 중인 함선의 수리 및 보강 작업을 뜻한다. 미 군 사법에 따라, 미 해군 함선은 미국 본토 또는 광 외부의 조선소에서 유지보수를 받을 수 없지만, **예외 조항에 따라 미국 이외의 국가에서 진행하고 있다**. 미군이 예외 조항을 통해 타국에서 MRO를 수행하는 이유는 1) 시간과 비용을 절감하여, 병력 공백을 최소화할 수 있고, 2) 미국 내 조선소의 도크 부족 문제를 해결하고, 타국의 도크를 활용함으로써 더 많은 함선의 유지·보수가 가능해지기 때문이다.

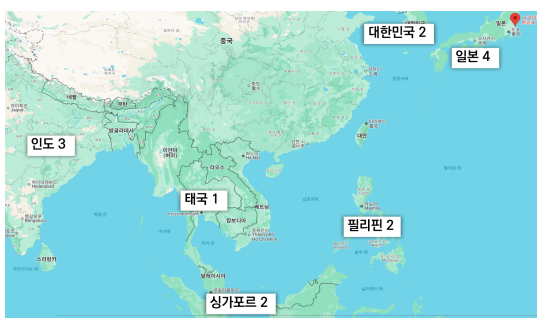
(1) 국내 조선소 MRO (7연대) 매출 25E 396억 → 26E 634억(YoY +60%)

7연대의 수리 계획('24~'27년) 고려 시, 동사는 국내 MRO 사업을 통해 4년간 약 1,660억 원의 매출이 발생할 것으로 예상된다. 동사의 주요 MRO 대상은 미 제7함대(서태평양 관할)로, 함선의 유지보수 수행을 위한 MSRA 자격이 필수적이다. 현재 MSRA 자격을 취득한 국가는 일본(4개), 인도(3개), 싱가포르(2개), 필리핀(2개) 등이며, 1Q24에 동사와 HD현대중공업도 해당 자격을 취득했다.

제7함대 본부는 일본(요코하마, 사세보)에 위치해, 기존 MRO 관계를 유지해 온 일본 조선사의 수혜를 받을 것으로 예상되나, **한국도 MRO 시장의 주요 플레이어가 될 것으로 판단된다**. 그 이유로, 중국-대만 간 군사적 긴장이 고조되면서, 미군의 태평양 전술 훈련 증가 → 7함대 MRO 수요가 급증했기 때문이다. 현재 일본의 미쓰비시 중공업과 IHI의 조선소 도크 부족으로 인한 병목이 존재하며, 현 상황에서 동사의 특수선 도크 활용은 강점으로 작용될 전망이다.

동사의 거제조선소에 입항한 군수지원함(4천톤급)은 12월 MRO 정비 완료 예정이다. 25E 경쟁사의 시장 참여 고려 시, 동사의 특수선 MRO 도크 2개 중 1개만을 운용한다고 할 때, **국내 MRO 매출은 향후 4년간 약 1,660억 원으로 예상된다**. 특히, 동사는 수상함 전문기지(1Q27~2Q28 예정)를 통해 수상함 동시 건조 능력이 확대되어(2대 → 4대), 미해군의 전진배치 함정 MRO 수요를 충족할 수 있을 것으로 기대된다.

서태평양 MSRA 보유 수 현황



동사 MRO 예상 수주 스케줄('24~'27)

(단위: 억원)

함선명	수리 내용	입항일	출항일	소요일	수주 금액(억)	매출인식
WALLY SCHIRRA	ROH / DD	24/09	24/12	90	236	4Q24
LTC JOHN U D PAGE	ROH / DD	25/02	25/05	91	239	1Q25
CATAWBA	ROH / DD	25/09	25/11	60	157	4Q25
MILLINOCKET	ROH / DD	26/01	26/03	75	197	1Q26
PFC DEWAYNE T WILLIAMS	ROH / DD	26/05	26/09	131	344	2Q26
BLACK POWDER	ROH	26/10	26/11	36	94	3Q26
YUMA	ROH / DD	27/01	27/04	90	236	1Q27
ROBERT E SIMANEK	ROH	27/09	27/11	60	157	4Q27
합계				543	1,661	

(2) 미국 현지 필리조선소 지분 인수

필리조선소의 지분법(40%) 매출 25E 1,178억으로 전망한다. 미국 MRO 시장의 최대 수혜를 받기 위해서는 미국 현지 야드의 확보가 중요하다. 존스법(Jones Act)의 제약 없이 1) 안정적인 MRO 및 선박 건조가 가능하고, 미국 현지로의 2) 빠른 인도가 가능하기 때문이다. 현재까지 확정된 미 7함대의 수리 계획을 통해 확인한 미국 현지 MRO 비율은 전체의 69%로 높다. 이는 동사가 필리社 인수를 통해 미국 현지 매출 필요요건을 충족 했음을 시사한다.

필리조선소는 필라델피아 해군기지와 함께 위치해, 미해군 MRO 수주에 이점으로 작용될 전망이다. 28년부터 동사는 필리조선소를 미국 함정 건조사업에 진출할 교두보로써, 4번 및 5번 드라이 도크의 용도를 변경해 MRO와 함정 건조를 진행할 계획이다. 필리조선소는 현재 미 교통부 해사청(MARAD)에서 수주 받은 대형 다목적 훈련함 5척 중 4척을 인도 및 건조 중이며, 현재 수주잔고는 약 2조원이다. 해당 물량은 1Q28까지 모두 인도될 것으로 판단된다. 필리조선소의 딜 클로징은 2H24 내 마무리 되며, 1Q25를 시작으로 지분법 40% 인식, 25E 1,178억의 매출을 기여할 것으로 전망된다.

경쟁사인 HD현대중공업은 1Q24에 필리조선소와 MOU를 체결해 미국 현지 야드를 확대할 계획이었으나, 동사의 지분 100% 인수 이후 해당 협약에 차질이 생겼다. 따라서 동사는 경쟁사 대비 선제적인 투자를 통해 수주 레퍼런스에서 격차를 벌릴 것으로 예상되며, 기술적 신뢰가 중요한 미국 MRO 및 함정 수주에 강점을 가질 것으로 전망된다.

필리조선소 40% 지분 인수
→ 미국 현지 야드 확보

미군 함정 및 MRO 기대 ↑

필리 조선소 분기별 매출 인식

(단위: 백만원)

(단위: 백만원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28
Philly Shipyard Philadelphia 40	-	-	-	-	-	-	-	792	1,188	1,188	19,404	30,888	17,820	-	-	-	-
Philly Shipyard Philadelphia 41	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,188	1,188	1,188	28,512	32,076	7,128	-	-
Philly Shipyard Philadelphia 42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	792	1,188	1,188	19,404	30,888	17,820
Stone Dump/Fallpipe	34,672	34,672	37,561	39,006	39,006	17,336	6,501	6,501	6,501	2,167	-	-	-	-	-	-	-
NSMV #1(인도 완료)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NSMV #2	9,900	9,900	6,600	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NSMV #3	59,400	9,900	9,900	9,900	6,600	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NSMV #4	52,800	59,400	59,400	26,400	9,900	9,900	9,900	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NSMV #5	29,700	39,600	39,600	39,600	52,800	59,400	59,400	26,400	9,900	9,900	9,900	-	-	-	-	-	-
합계	186,472	153,472	153,061	114,906	108,306	86,636	75,801	33,693	17,589	14,443	30,492	32,888	47,520	33,264	26,532	30,888	17,820

출처: Philly Shipyard, RFS Team 6

1-2) 국내 특수선(잠수함)은 특별합니다.

(1) 2Q24 특수선 본격화 25E 9,421억 → 26E 1조 5,505억 (YoY+64.5%)

동사의 특수선 사업부 매출액 25E 9,421억 → 26E 1조 5,505억 (YoY+64.5%) 전망한다. 이는 KSS III Batch II, 울산급 Batch III 5~6번함, AOE II 2번함 등 과거 수주한 특수선들의 매출인식 본격화에 기인한다.

KSS III Batch II 3번함 1Q24 착공 시작으로 1.1조원 규모의 매출인식이 시작된다. 이에 따른 특수선 사업부의 매출 기여분 24E 1,783억, 25E 1,495억 예상한다. KSS III Batch II 3번함은 방위청에게 수주한 동사의 잠수함이다. 동사의 국내 잠수함 수주 점유율은 97.8%로 M/S 1위다. 이는 1) 국내에서 유일한 자체 개발 원천 설계 기술 보유, 2) 압도적인 수주 레퍼런스(국내 24척 중 17척)에 기인한다. 특수선 중 가장 기술 집약적인 잠수함에 대한 동사의 자체 설계 기술은 국내 유일이며, 해당 경쟁력을 기반으로 KSS사업을 두 차례 수주 성공하였다. 수상함 대비 건조 기술과 경험이 압도적인 수주 경쟁력으로 작용하기에 향후 KSS-Batch III 등에서의 수주 우위를 전망한다.

특수선 매출액
25E 9,421억→26E 1조 5,505억
(YoY +64.5%)

KSS III Batch II 3번함 착공 시작
→ 5년간 1.1조 매출인식

(2) 수상함 수주잔고 23년 5조 5,997억 → 24E 6조 598억 (YoY +8%)

잠수함에서의 경쟁우위를 기반으로, 본격적으로 수상함 Q확장이 전망된다. 동사의 수상함 수주량은 국내 16척, 해외 9척으로 HD현대중공업, 이하 HHI(국내 20척, 해외 18척)대비 낮지만 4Q24 울산급 Batch II 5,6번함, 3Q24 AOE- II 2번함(군수지원함)을 각각 HHI를 제치고 수주하였다. 이로써 **약 1.2조원의 수주잔고를 확보**했으며, KDDX사업의 수주 가능성을 높였다. 시계열이 꼭 찬 잠수함과 달리, 수상함의 도크는 여윌기에 수상함의 수주 증가로 포트폴리오 다각화와 해양 방산 초격차 실현이 가능할 것으로 판단한다.

수상함 사업에서 HHI 제치고
1.2조 수주 성공

HHI 대비 높은 ASP
→ 高마진을 기대

2Q24 특수선 부문 OPM은 22.3%로 경쟁사(HHI) 7.6% 대비 14.7%p 높다. 조선업의 높은 영업레버리지 효과 고려 시, 본격적 매출 인식 이후 높은 ASP를 기반으로 한 高 마진 유지가 기대된다. 동사의 높은 ASP는 고부가가치인 **잠수함의 수주 비중이 높다**는 점에 기인한다. 2010년 이후로 동사가 수주한 특수선들의 ASP는 잠수함 8,084억, 수상함 3,805억, 군수지원함 3,302억, 호위함 5,191억으로 잠수함이 타 특수선에 비해 2배 이상 높다. 이에 따른 잠수함 수주비중은 72%, 경쟁사(HHI-수상함 100%) 대비 높은 동사의 **특수선 ASP는 6,059억으로 HHI 4,850억 대비 22.4%높다.**

국산화를 통한 비용절감을 통한 수익성 증대도 기대된다. 국산화를 상승은 동사의 다양한 수주 레퍼런스와 건조 경험에 기인한다. KSS I, II, III을 거치며 잠수함 국산화율을 3%, 36%, 76%로 높여왔으며 KSS III Batch II는 핵심설계(SONAR)도 국산화하며 부품비용 50% 절감, **80%대의 국산화율이 기대된다.** 수상함 역시 KDX I, II, III에서의 경험을 바탕으로 울산급 호위함 Batch III 5,6번함도 82%의 국산화율이 기대된다.

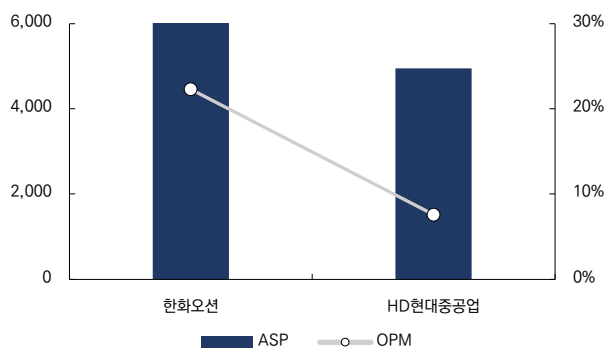
(3) KDDX 수주 시 26E 착공, 3년 간 1조원 매출

KDDX 건조사업을 HD현대중공업이 모두 수주할 가능성은 제한적이다. 이는 1) HD현대중공업의 사법리스크와 2) 동사의 울산급 Batch 3 후속함 레퍼런스 확보로 인한 수주 경쟁력 강화에 기인한다.

KDDX 건조사업
최소 1척 수주 기대

HD현대중공업은 군사기밀 보호법을 위반하여 수의계약 가능성이 낮아졌고 경쟁입찰 시에는 **1.8점의 페널티**를 받게 되었다. 반면, 동사는 울산급 Batch 3의 5,6번함 수주에 성공하여 **수상함에서의 레퍼런스를 확보**했다. 특수선 사업에서 레퍼런스 확보는 곧 경쟁력 강화이므로 동사의 경쟁입찰 승리(선도함 건조) 혹은 공동개발 (동사와 HD현대중공업이 선도함을 각각 1척씩 동시건조) 가능성이 높다고 판단된다. **선도함 수주에 성공한다면 2026년에 착공을 시작하여 3년간 1조원의 매출인식이 가능할 것으로 기대된다.**

한화오션, HD현대중공업 ASP 및 OPM 비교



(단위: 억원, %)

한화오션 특수선 사업부 매출인식

(단위: 억원)

(단위: 억원)	계약	인도	24E	25E	26E
KSS3-2.1	2019-10-10	2027-09-27	2,335.2	1,081.6	454.8
KSS3-2.2	2021-09-09	2028-12-18	1,882.3	2,368.8	1,206.1
KSS3-2.3	2023-12-22	2031-12-01	1,783.9	1,495.2	1,495.2
울산급-3.5	2023-11-10	2027-12-30	2,090.8	1,304.4	194.4
울산급-3.6	2023-11-10	2028-06-30	1,440.6	1,501.0	749.4
AOE2.2	2024-08-23	2028-12-31		1,670.4	2,464.2
폴란드 1 번함	2025E	2030E			1,783.9
폴란드 2 번함	2025E	2030E			1,659.3
폴란드 3 번함	2025E	2030E			1,534.7
폴란드 4 번함	2025E	2030E			1,410.1
KDDX	2025E	2028E			2,102.4
합산			9,532.8	9,421.4	15,064.5

출처: 한화오션, RFS Team 6

출처: 한화오션, RFS Team 6

1-3) 해외 특수선(잠수함)도 특별합니다.

시계열이 빠른 1) 폴란드 오르카, 2) 캐나다 CPSP의 높은 수주 가능성을 제시한다. 국내서 잠수함 수출 레코드는 동사가 유일하며, 19년 동사는 인도네시아 잠수함 6척(ASP 3천억)을 수주한 바 있다. 3천톤급 유일한 경쟁국(서유럽은 2천톤급)인 일본은 잠수함 수출 경험이 전무하다. 또한, 캐나다와 폴란드 모두 MRO 능력을 요하기에 현 시점, 동사의 경쟁우위는 압도적이라 판단된다. 높은 잠수함 건조 능력과 과거 수출 경험(인니 3척)이 수주 경쟁력으로 작용될 전망이다이며 가시성 높은 프로젝트를 중심으로 수익성을 분석하였다.

(1) 폴란드(3천톤급) 4척 26E 6,388억원

폴란드(25E 계약체결 전망)
3천톤급 4척
매출인식 6천억원 전망

수주 확보 시, 26E부터 매출 6,388억원 발생 전망한다. 24년 예비 협상 완료·숏리스트 공개, 25E 계약체결로 빠른 시계열이 매력적이다. HD현대와 경쟁이 불가피하지만, 동사의 선도함 건조경험으로 해당 우려는 제한적이다. 서유럽의 방산 단합이 존재하나, 1) 예산 내 가장 높은 기술력(잠대공 미사일)과, 2) 차세대 잠수함(독일, 한국) 중 유일하게 선도함 건조가 완료돼 이 역시 제한적이다. 프랑스는 수출용 모델로, 낮은 배수량(2천톤)과 오래된 년식(20년) 탓에 결합 가능성은 낮다. 국영기업과의 MOU체결과, 양국간의 수주 히스토리를 고려했을 때, 수주 가시성이 높다고 판단하며 잠수함 파이프 라인 30년 이상 연장 전망한다.

(2) 캐나다(3천톤급) 12척 → 27E 5,981억

1) 북극 LNG 쇄빙선 레코드
2) 높은 기술력과 MRO
▼
캐나다 수주 가시화
27E 5천억원

수주 확보 시 27E 5,981억원, 최대 7개년 매출인식 가능하다. 27년 우선협상대상자 발표, 28년 계약으로 시계열은 다소 느리나, 동사의 1) 북극쇄빙선 레코드, 2) 높은 잠항능력과 3) 북미 MRO Capa 보유로 수주 가능성은 충분히 높다. 캐나다의 경우, 유럽의 참여 의지는 높지 않아 유일한 경쟁국은 일본이다. 그러나 다음의 근거로 동사의 경쟁우위가 높다고 판단한다.

① 기술력: 재래식 잠수함의 핵심인 AIP(공기불요추진체계)는 동사(장보고함)만이 탑재했다. 잠항 최장 3주로 현존 재래식 잠수함 중 잠항시간이 가장 길며 일본 타이게이급은 리튬이온배터리, 동사는 리튬연료전지로 정속성 역시 동사의 우위다.

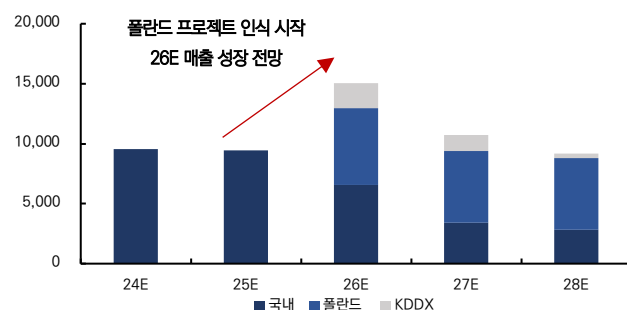
② 현지화: 동사 장점은 1) 전세계 1위의 극지용 선박 기술과, 2) 美 내 도크 보유(MRO)다. 캐나다 당국의 요구는 첫째 북극항로 운항 가능, 둘째 장기간 유지보수(MRO)제공이다. 극지 선박 세계 최초 개발 및 상용화로 북극쇄빙선 수주 19척으로 점유율 1위다. 또한 북미 서안에 보유한 MRO 도크 역시, 일본 현지 도크를 활용해야 하는 경쟁사 대비 우위다.

해외 함정 사업 프로젝트 파이프라인

국가	함정명	수중배수량	방식	기관	재래식유무	가격	선도함 건조
한국	장보고급	3000	AIP	리튬연료전지	재래식	900(\$bn)	완료
일본	타이게이급	3000	디젤추진	리튬이온전지	재래식	800(\$bn)	완료
프랑스	스코르펜급	2000	AIP	리튬이온전지	재래식	500(\$bn)	2010 년 완료
독일	212CD 급	2800	AIP	리튬이온전지	재래식	550(\$bn)	건조중
국가	프로젝트		선종	척수	예산	진행현황	예산 인도일
폴란드	오르카(Orka)		잠수함	3	3 조 3500 억	RFI 완료	2034 년
캐나다	CPSP 프로젝트		잠수함	12	60 조	RFI 발송	2035 년
호주	SEA3000		수상함	11	9 조 7000 억	RIF 요청	2030 년
필리핀	잠수함 프로젝트		잠수함	2	3 조	미정	2028 년

함정별 특수선 사업부 연간 매출액 추이

(단위: 억원)



출처:MSC, RFS Team 6

출처: 한화오션, RFS Team 6

Investment Point 2. 상선으로 올라가는 힘

특수선에 대한 동사의 방향성은 명확하다. 상선에 대한 동사의 방향성은 안정적 이익창출이다. 해당 목표 달성을 위해서는 꾸준한 Q 창출이 필요하며, P에 대한 높은 협상력이 필요하다. 본 투자포인트에서는 동사의 이익체력 개선과 PQ의 확장을 열어 줄 1) 컨테이너선, 2) LNGC, 3) VLCC의 향방을 돌아보고자 한다.

2-1) 컨테이너선은 새롭게 태어납니다.

(1) 저가수주물량 해소

적자호선은 4Q24를
기점으로 감소

1Q25 잔여 호선 1척

3Q24 적자호선(11척) 공정률 83% 이상으로 추정한다. 100% 달성 시기는 4Q24 7척, 1H25 3척으로 25E 까지 적자 수주 분 해소 전망이다. 이에 따라 24E, 25E의 적자물량 인식으로 인한 이익 훼손은 제한적이라 판단한다. 적자물량 기준 24E 하반기 매출 인식액은 9,305억원 → 25E 1,675억원(YoY-89%)으로 이익이 개선될 예정이다. 이는 원가분이 높은 물량 인도로 총당금 부담 해소와, 후공정 원가 절감에서 기인한다.

P: 적자호선 상세 구성(ASP)은 MSC 4척(1,602억원), HMM 2척(1,480억원), 하파로이드 5척(1,780억원)이다. 당시 컨테이너선(15천TEU급) 신조가는 155\$m으로 현재(168.5\$m) 대비 0.9%p 낮다. 현재 원가 투입이 높았던 공정(S/C, K/L)이 완료된 선박은 적자 호선 11척 중 9척으로 81%이며, 1Q25 1척(91%)으로 감소할 것으로 추정된다.

Q: 잔고 상 21년 물량은 총 11개로, 24E 인도 척수는 다음과 같다. 8월(3척)완료, 9월(1척), 10월(3척), 11월(2척), 12월(2척)로 적자호선 90% 이상이 해소될 전망이다. 잔여분 3척은 25E까지 인도 예정이며, 이후에는 고가물량인 22년 수주(6척)과 24년 수주(10척)을 공정에 따라 인식할 전망이다.

24E 컨테이너선 비중
33%에서
25E 26%로 감소

24E는 적자물량
25E는 고가물량

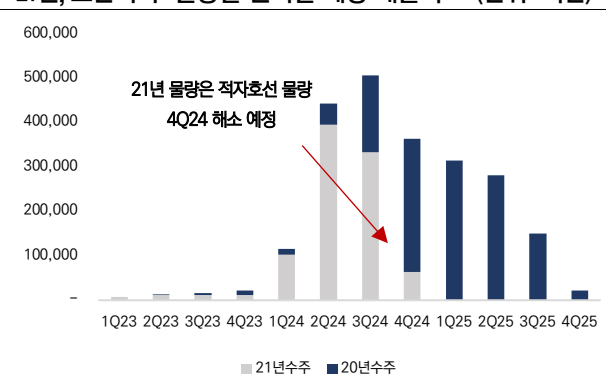
C: 1H25E까지 제한적인 후판가 부담과 외주비중 감소로 C 절감이 전망된다. 24E, 25E 인도물 중 컨선 비중은 33%, 26%다. 적자호선의 경우, 계약 선가가 낮기 때문에 LNG대비 강재 투입량이 1.4배 높은 컨선 신조 시 외주비 부담이 조선사에 전가된다. 그러나 22년 수주물량부터, 높은 신조가(P)수준과 낮은 후판가(C)에서의 건조환경 확보로 해당 부담은 해소될 것으로 판단한다.

적자 컨테이너선 물량(21년 수주) 공정 진행률 추정

선박명	ASP(백만)	설계시작-설계종료	강재절단(S/C)	용골배치-진수	진수(L/C)-인도(D/L)	3Q24 공정률(E)
		5%	45%	40%	10%	
4384	160,200	2023 1Q	2024 1Q	2024 2Q	2024 3Q	98%
4385	160,200	2023 1Q	2024 1Q	2024 2Q	2024 3Q	98%
4373	187,083	2023 1Q	2024 1Q	2024 2Q	2024 3Q	98%
HMM #5	148,017	2023 1Q	2024 1Q	2024 2Q	2024 3Q	98%
4386	160,200	2023 1Q	2024 1Q	2024 2Q	2024 3Q	98%
4387	160,200	2023 1Q	2024 1Q	2024 2Q	2024 3Q	98%
HMM #6	148,017	2023 2Q	2024 2Q	2024 3Q	2024 4Q	90%
4374	187,083	2023 2Q	2024 2Q	2024 3Q	2024 4Q	90%
4375	187,083	2023 2Q	2024 2Q	2024 3Q	2024 4Q	90%
4376	187,083	2023 3Q	2024 3Q	2024 4Q	2025 1Q	50%
4377	187,083	2023 4Q	2024 4Q	2025 1Q	2025 2Q	0%

원가 투입 비중(공정률)이 높은 강재절단(S/C)단계 물량 비중은 1Q24 27% → 2Q24 55% → 3Q24 9% 4Q24 9%로 감소

21년, 22년 수주 물량별 분기별 예상 매출액 (단위: 백만)



출처: 한화오션, RFS Team 6

(2) 대형Liner 선대 확충

24E 하반기 컨선 수주잔고 6억원 전망이다. 이는 1) 9월 머스크와의 LNG DF 컨테이너선 10척 계약 체결

하반기 대형 컨선 수주
기대감 ↑

HMM LNG DF 물량
확보로 Capa(10척)이내
수주 가능

과, 2) 중국의 제한적 Capa로 선가 견인 및 수주 가능성에 기인한다. 중대형선 중심의 삼호와 미포를 제외하고 대형사의 하반기 컨선 수주는 동사(10척)뿐이다. 국내 조선사 대비 여유로운 도크(28년물)가 수주 경쟁력으로 작용된 것으로 보인다. 통상 건조계약서 작성 후 2개월 이내 수주 공시가 되며, 이로써 동사의 27년물 컨테이션 슬롯은 마감된 것으로 판단된다.

① Q: 28년 인도물, 동사의 컨테이션 Capa(10척) 이내서 수주여력은 충분하다. 국내 선사인 HMM의 중장기 계획에 따라 약 59척을 25~26년에 두차례 조선 3사에 발주할 예정이며, 동사는 해당 물량 중 LNG DF 물량 확보가 가능하다. 따라서, 25E 29척 중 오선 예상 물량 최대 10척(Capa 고려 시)이 예상된다.

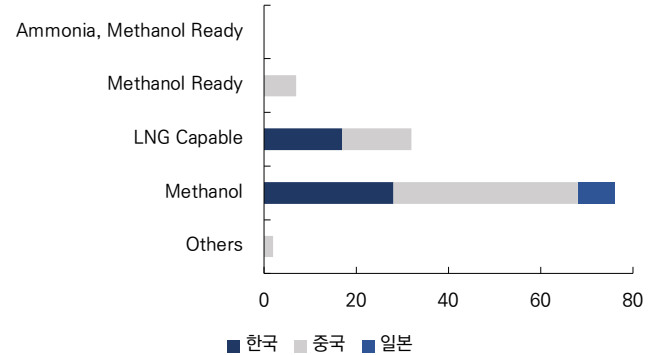
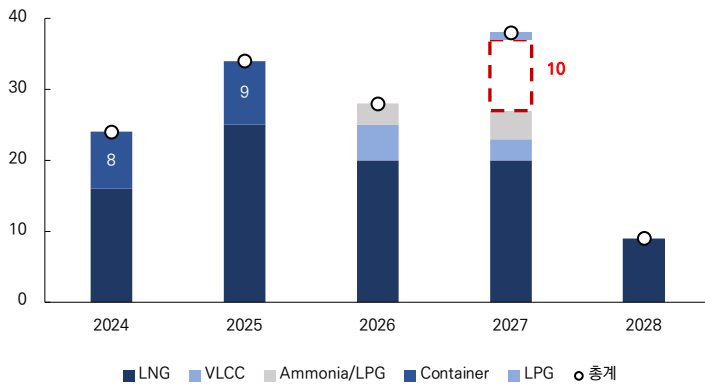
② P: 선사들의 발주 심리는 Capex 투자 성격이 짙다. 선대 부족이 아닌, 경쟁우위 확보와 환경규제가 주요인이다. 위를 고려 시, 25E 컨테이션선은 빠른 납기(중국 선호)보다, LNG DF 기술(한국 선호)에 중점을 둘 전망이다. 23~24E 수주물량(17K급) LNG DF 채택은 한국(17척), 중국(15척)으로 중국 Capa대비 높다.

24E~27E 연간 선종별 인도 물량 추이

(단위: 척)

23~24년 기준 이중연료 선박 수

(단위: 척)



출처:Clarksons, RFS Team 6 추정

출처: Clarksons, RFS Team 6

2-2) LNG는 끝나지 않습니다.

동사는 오랜 LNG선박 강자이다. 그룹 편입과정(23년)에서의 수주 공백이 존재했으나, 1) LNG 물량 건조시작으로 이익 개선, 2) 빠른 27년 단납기 슬롯을 활용하여 북미, 카타르 등 LNG 프로젝트 수주가 가능할 전망이다. 동사의 LNG 경쟁우위와 향후 수주 가능물량을 살펴보고자 한다.

(1) 고가물량 건조 시작

24E 매출액 중 LNG선 비중 56%, 매출액 5조 6천억원(YoY+260%) 전망한다. LNG선 비중은 23년 10% → 24년 43%, 25년 71%로 상승 전망하며, 이는 수주잔고 내 1) 적자호선이 인도되고 있으며, 2) LNG 인도물량 매출인식이 본격화 되고 있는 점에서 기인한다. 경쟁사의 LNG선박 비중은 현대 40%, 삼성 59%로 동사의 70%와 비교했을 때, 건조 마진 측면에서 동사의 우위는 압도적이다.

① LNG 건조시작: 24E 건조시작(S/C) LNG 호선은 3Q 7척 4Q 4척이다. 25E 11척으로 23E 7척 대비 57% 높다. 해당 선박은 22년 수주물량으로 강재절단(S/C)시점으로부터 12개 분기동안 본격적으로 매출 반영이 이뤄진다. 고선이 물량 매출인식에 따른 25E~26E 매출액 9조 달성 전망한다.

② 높은 마진율: LNG선은 원가 내 후판이 비중 7%로 낮아 타 선종 대비 마진율이 높다. 즉, 수주잔고 내 높은 LNG선 비중은 동사의 높은 마진율을 뜻한다. 상선 매출액 24E 10조 2천억원 중 LNG 매출액은 5조 6천억원이며, 마진율 10% 고려시 5,600억원의 이익이 전망된다.

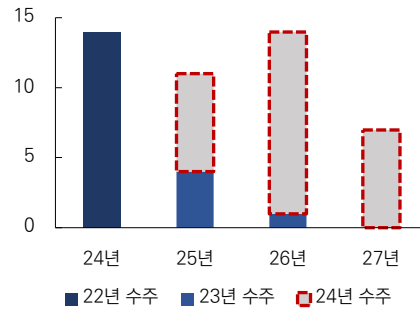
고부가 선박 대표 LNG
24E 매출인식(S/C) 호선
3Q 7척, 4Q 4척

인도 년도 기준 선종(Capa)별 인도 예정 척 수 (단위: 척)

	2024	2025	2026	2027
LNG(~22)	16	25	20	20
VLCC(~4)	0	0	5	3
Ammonia/LPG	0	0	3	4
Container(~10)	8	9	0	10
LPG	0	0	0	1
총계	24	34	28	38
LNG 연간 캐파 최대 22 척 고려 시 27E 슬롯 마감				

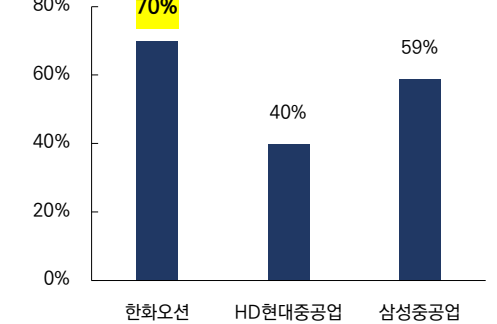
출처: Clarkson, RFS Team 6

연도별 LNG 인도물량 비중(단위: 척)



출처: Clarkson, RFS Team 6

조선 Big 3 잔고 내 LNG 선박 비중 (단위: %)



출처: Clarkson, 각사, RFS Team 6

(2) 카타르 4척, 미 리오그란데 7척: 24E 하반기 수주 전망

대규모 LNG 프로젝트발 11척 대기

동사의 LNG Capa(22척) 고려 시, 27E 9척, 28E 5척 수주 확보 가능하다. 1) 카타르 추가물량(4척), 2) 미 LNG터미널 지분 투자로 캡티브 물량(7척) 수주 전망한다. **경쟁사 대비 높은 잔여 슬롯 수(27E)는 높은 신조선가 수준에서 고가 물량 확보 가능**을 뜻한다. 선주는 빠른 납기를 원하며, 현재 27E 예정된 LNG 프로젝트는 20개 이상이며, LNG선 수요는 약 300척 이상 발생할 것으로 예상된다. 그러나 27E 생산 예정의 경우, 물리적으로 1Q25 설계 → 4Q25 S/C 시작이 가장 빠른 타임라인이다. **현재 조선 3사 중 27년 슬롯이 가장 여유로운 곳은 동사 뿐이며, 해당 타임라인 고려 시 연 내 수주가 전망된다.**

카타르 4척 수주 2차 물량 중 20% 확보 전망

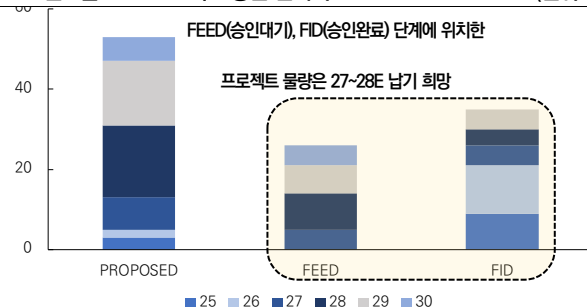
① **카타르**: 24E 4척 수주, 1Q27 S/C 시작으로 본격적 매출인식 전망한다. 4척 수주금액 약 3450억원(9월 신조선가 기준)을 총 12개 분기 동안 인식할 전망이다. 카타르 2차 시 동사의 수주 비중은 약 20%로, 하반기 추가 물량 역시 유사한 비중으로 수주가 가능할 전망이며, 이전 수주 당시 대비 신조선가 17% 상승하였기 때문에 수익 개선 역시 기대된다.

리오 그란데 4Q24 7척 전망 지분투자자 캡티브 물량 확보

② **미 리오 그란데**: 미 바이든 정부의 LNG 수출 허가 제한이 완화되는 4Q를 기점으로 7척 발주 전망한다. 해당 시설은 연간 2700만톤으로 세계 최대 시설이다. 한화 그룹의 투자 지분 15%, 동사의 투자 지분은 1800억원(6.83%)이며, 해당 지분을 통해 캡티브 물량(20~30척 이내) 확보했음을 확인하였다. 23년 7월 FID(최종투자자의사결정) 승인 → 3Q27E 생산 고려 시, 역시 연 내 수주 가능할 것이라 판단한다. **수주 확보 시 25E S/C시작, 27E 3Q부터 1~2개월 간격으로 인도할 것으로 전망한다.**

연도별 LNG 프로젝트 승인 단계 수

(단위: 개) 동사 수혜 가능한 LNG 프로젝트 타임라인



출처: Clarkson, RFS Team 6

프로젝트 명	국가	FID	용량 (mtpa)	예상 수주	25E 매출액(백만)	26E 매출액(백만)
Qatar NF	카타르	1Q21	33.0	4 척	28E 인도	54,654
Rio Grande	미국	3Q23	16.20	7 척	90,610	1,721,585

출처: Clarkson, RFS Team 6

2-3) VLCC가 돌아옵니다.

동사의 VLCC 부문 매출 24E 430억원, 25E 8,688억원(YoY+1920%) 전망한다. 현재 동사의 VLCC 수주잔고는 2.5조원 (15척)이다. 해당 물량은 26년 8척, 27년 7척이 순차 인도되며 약 4개년째 걸쳐 매출 반영될 전망이다. 동사의 VLCC 수주 확대는 1) 노후 선박 교체 수요 증가와 2) 중국 도크의 포화상태에 기인한다.

(1) VLCC: 발주량 22년 3척 → 23년 18척 → 24년 43척

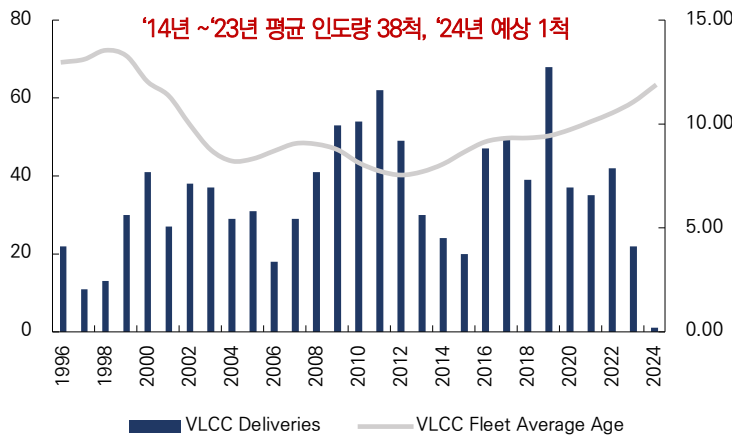
2030년까지 400척 이상의 VLCC 교체 발주가 예상된다. 글로벌 수주 잔고 내 VLCC 비중은 3% 이하에 불과하며, 26년까지 노후선박 비중은 50% 이상으로 증가하기 때문이다. 유조선 폐선 주기는 30년이며, 해당 기간 고려 시 최소 24E 까지 운행중단 대상 VLCC는 약 129척이다.

- ① **중고선가**: 중고선가는 20년 대비 87.1% 증가하였으며, 중고선가 상승에 따라 신조 수요 증가 전망이다. 비용효율 측면에서 신조발주가 더 경제적이기 때문이다. **중고선가 상승 → 신조수요 증가 → 신조선가 상승 흐름은 VLCC 경쟁력이 높은 동사의 높은 수익성을 담보한다.** 동사는 1Q24 2척(3천억원), 2Q24 4척(7천억원)을 수주한 바 있으며, 해당 선가는 마지막 수주인 2Q21 대비 62% 상승한 선가다.
- ② **석유**: VLCC 신조수요는 원유 생산량과 연동되어 있다. 석유 생산량은 매월 소폭 상승세로 유의미하지 않았으나, **사우디의 4Q24 본격적인 증산**으로 일 생산량은 +DoD 8.3만 배럴로 증가한다. 원유 증산에 따른 운반수요 증가로, 전방 수요 역시 우호적임을 확인했다.

VLCC
노후선대 교체수요와
유조선 폐선 주기 도래로
Q up

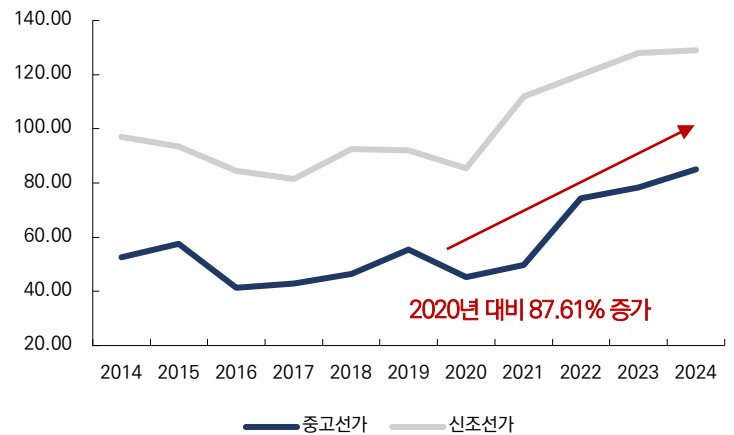
VLCC 인도량 및 평균연령

(단위: 개, 년)



VLCC 중고선가 및 신조선가

(단위: 백만달러)



출처: Clarksons, RFS Team 6

출처: Clarksons, RFS Team 6

(2) 중국 슬롯포화 및 동사의 경쟁력

동사는 27년 단납기 슬롯 1척, 28년 슬롯을 활용해, 중국 Capa 포화에 따른 이연수요 확보할 전망이다. 국내 상위 조선사의 27년 슬롯은 포화상태다. 따라서, **국내 경쟁사 대비 VLCC 영업이 적극적인 동사가, 27년 단납기 슬롯을 확보할 전망이다**이며, 빠른 납기를 통한 수주 경쟁력이 작용될 전망이다. 그동안 중국의 VLCC(탱커) 독점으로, 빠르게 도크가 마감된 상황 속에서 빠른 인도를 희망하는 선주 유치가 가능하다.

동사는 2024년 상반기 공개 입찰에서 2척의 VLCC를 시장가보다 5% 높은 금액에 계약하며 수주에 성공했다. 동사가 최저입찰금액(1.3억\$)을 제시한 점을 고려할 때, 조선사가 신조가를 견인하는 공급자 우위 시

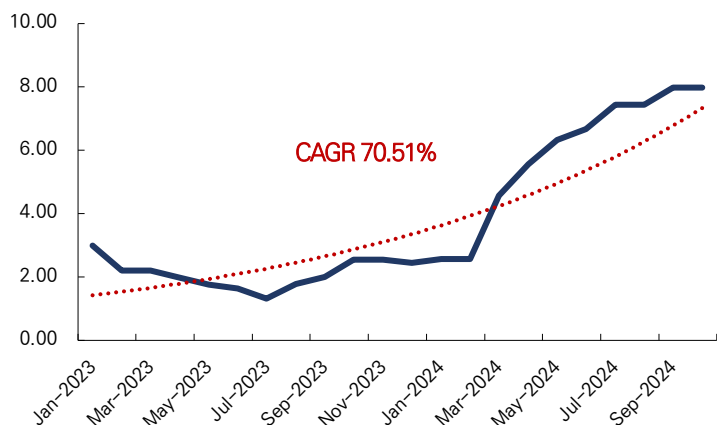
장임을 확인할 수 있다. 동사의 VLCC 글로벌 M/S는 20%(185척)로 삼성(40척), 현대(45척)와 비교해 동사의 건조 레코드가 가장 높다.

특히, 이중연료 DF 방식 채택 증가로 추가적 선가 상승 역시 가능하다. 최근 3년간 발주된 VLCC 28척 중 18척이 이중연료(DF) 추진 방식을 채택했으며, 이는 고부가가치 선박으로 분류되는 만큼 기술 집약적 특성으로 인해 선가 상승 여력이 충분하다.

VLCC Orderbook % Fleet

(단위: %) 중국 조선소 납기 현황

(단위: 퍼센트)



조선사	선종	2024 인도	2025 인도	2026 인도	2027 인도	2028 인도
New Times	VLCC	-	7	14	21	4
	Suezmax	2	6	-	-	-
	탱커(P/C)	10	5	5	14	2
	컨테이너선	8	14	12	15	18
	벌크선	9	-	-	-	7
	합계	29	32	31	50	31
CSSC (Tianjin)	Tanker	-	-	1	9	3
	Suezmax	-	-	-	-	-
	탱커(P/C)	-	-	2	-	-
	컨테이너선	4	5	5	-	-
	벌크선	3	-	-	-	-
		7	5	8	9	3

출처: Clarksons, 6

출처: Clarksons, 6

Investment Point 3. 플랜트로 맞이하는 바람

동사는 24년 매출 1조원 달성을 목표로, 글로벌 Ocean Solution Provider로 도약하기 위한 준비 중이다. 해양플랜트는 해저에 매장된 석유, 가스 등을 끌어올리는 설비로 고부가 산업에 속한다. 지정학적 리스크로 인해 향후 고유가가 지속될 것으로 전망되며, 해양플랜트의 부진했던 시장 수요가 회복기에 들고 있다. 이에 본리서치 팀은 1) 해상 플랜트와 2) 풍력 플랜트로 나누어 해양사업에 대해 살펴보고자 한다.

3-1) 해상 플랜트도 동행합니다.

Dyna-Mac 100% 지분 인수 예정

공개매수 시작,
너의 내 거리는
세 걸음 남았어

Dyna-Mac社 100% 인수
→ 글로벌 프로젝트 진출 有

동사는 글로벌 플랜트 기업인 Dyna-Mac 인수를 통한 글로벌 해상 풍력 사업 진출이 기대된다. 동사는 공개매수를 통해 기존 25.4% → 100%의 Dyna-Mac 지분을 확보하며 경영권을 확보할 예정이다. Dyna-Mac은 해양 플랜트 설비의 상부 구조물 제조 전문 기업으로, 동사의 강점인 하부 구조물과의 시너지를 통해 발주처의 다양한 요구를 종합적으로 충족시킬 수 있게 되었다.

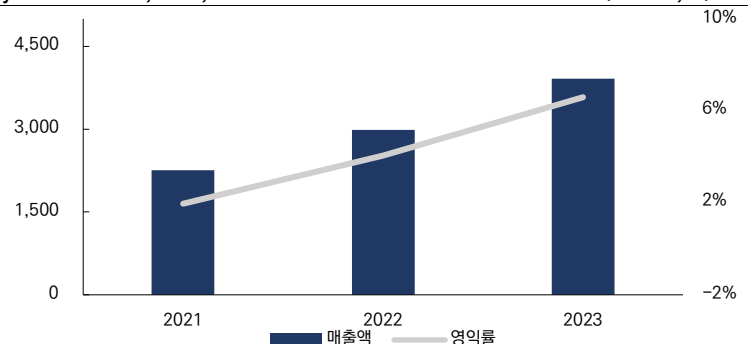
Dyna-Mac은 글로벌 수주 레퍼런스를 가지고 있어, 동사의 해외 프로젝트 확장에 교두보 역할을 할 것으로 기대된다. 글로벌 해상풍력 플랜트시장은 24년 69GW → 30년 380GW로 4배 성장할 것으로 전망되며, Dyna-Mac이 보유한 싱가포르 생산거점 2곳, 중국 내 1곳을 통해 효과적인 제작 및 인도가 가능하다. 동사의 Dyna-Mac 공개매수 절차는 12월 최종 마무리될 예정으로 1Q25부터 매출 기여가 기대된다.

싱가포르 Dyna-Mac 인수 구조

구분	한화오션	한화에어로
취득지분	23.1%	4.0%
인수대금	97M SGD (1,031억원)	17M SGD (167억원)
총 인수가액 (취득지분)	113M SGD (약 1,198억원)	
거래 대상자	KepInvest Holdings (2대 주주)	
업데이트	9월 11일 공개매수 통한 경영권 인수 결정 (취득 목표 100%) 한화오션 보유 지분 Hanwha Ocean SG Holdings에 매각 후 SPC가 공개 매수 진행	

Dyna-Mac 매출액, OPM, 주가 추이

(단위: 억, %)



출처: 한화오션, 언론종합, RFS Team 6

출처: SES, RFS Team 6

고정식 생산설비 수주 순항 중

동사의 플랜트 사업의 매출은 25E 1.6조(YoY +65%) 발생할 것으로 예상된다. 해양플랜트는 한 기당 계약 금액이 매우 크며(1~4조원), 선박에 대비 인력과 시간, 기술력 등이 많이 요구되는 고부가가치 사업이다. 큰 계약규모로 인해 한번의 계약으로 안정적인 수익 인식이 가능하다. 동사가 21년 수주 받은 NOC FPU의 추정 공정률은 86%로 공사가 완료되는 2H25에 인도될 예정이다. 3Q25부터는 janz-lo FCS의 본격적인 공사 진행이 예정되어 있으며, 동사의 플랜트 매출은 25E 1.6조, 26E 0.5조가 발생할 것으로 기대된다.

3-2) 풍력 플랜트의 바람이 불니다.

커지는 해상풍력 시장, 높아지는 WTIV 선가

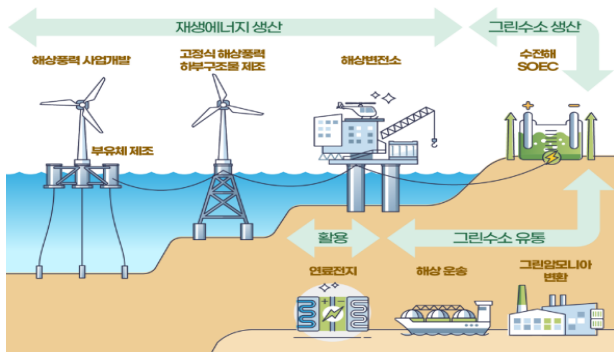
세계적인 터빈의 대형화 및 프로젝트 규모 증가가 추세로 동사의 풍력 플랜트 사업의 수혜가 기대된다. 해상풍력업체인 Havfram Wind가 23년 수주한 15MW 규모의 WTIV의 선가는 선당 **약 5억 달러**로, 21년 동사가 수주 받은 선당 **3.3억 달러 대비 80% 상승한 수치**다. 2025년부터는 해상 풍력터빈이 더욱 대형화 될 전망이고, 이에 따른 WTIV의 수요 급증 및 수주 금액 상승이 예상된다.

해상풍력은 현재 유럽과 중국을 선두로 국가 차원에서 인센티브로 밀고 있는 산업으로, 세계 해상풍력 시장은 **2030년까지 316GW으로, 시장 규모가 5배 성장**할 것으로 전망된다. Net Zero 정책에 따라 미국의 경우 30GW, 유럽의 경우 156GW의 해상풍력을 설치하는 것을 목표로 하고 있다. 갈수록 터빈이 대형화가 되고, 프로젝트의 규모 자체도 커지게 되며 시장 성장에 따른 동사의 수혜가 기대된다.

유럽 및 중국의
해상풍력 육성 정책 高

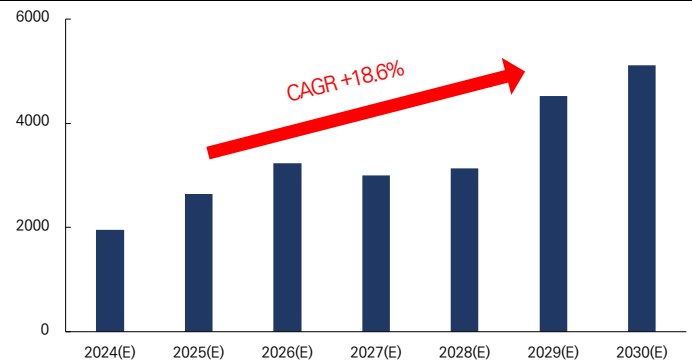
→ 동사의 수혜 가능성 ↑

풍력에너지 발전 구조 도식화



출처: SK에코플랜트, RFS Team 6

글로벌 풍력발전 신규 설치 전망



출처: GWEC, RFS Team 6

WTIV 분야 업계 1위로 도약

동사는 현재 2척의 대형 WTIV를 건조 중이며, **국내 해상플랜트 선두 업체**로써, **시장 성장에 따른 가장 많은 수혜를 받을 것으로 기대된다**. 동사는 해상 플랜트와 더불어 WTIV(해상풍력 발전기 설치 선박) 등 제작·운송·설치·유지보수에 이르는 토탈 서비스를 제공할 계획이다. 해당 계획의 일환으로 한화그룹으로부터 **해상풍력 1,881억과 플랜트 2,144억** 규모의 사업을 양수 받았다.

동사가 에네티(Neti)로부터 발주 받은 2기의 WTIV는 2H24, 1H25에 각각 인도하며 매출이 인식될 예정이다. 또한 옵션분으로 발주받은 WTIV(#2)의 공사가 본격 진행 예정임에 따라 3Q24에 이어 4Q24까지 추가 증가할 전망이다.

23년 6월 진수한 대형 WTIV 1척은 지난 21년 카델라(Cadeler)로부터 수주한 물량으로, 해당 선박은 15MW급 대형 해상풍력발전기 5기를 한 번에 실을 수 있는 해상풍력발전기 대형 설치선이다. 동사는 지금까지 2척의 WTIV를 인도한 바 있으며, 현재 2척의 대형 WTIV가 건조 중에 있다. 이는 국내에서 가장 많은 실적으로, 최근 진수한 대형 WTIV가 성공적으로 인도까지 이루어진다면 **WTIV 분야에서 선도적 입지를 굳힐 것으로 예상된다**.

WTIV 업계 1위
→ 시장 성장에 따른
가장 높은 수혜 有

4. Risk

Q1. 조선업 인력난 문제

국내 조선업의 인력난이 예상되었으나, **정부 및 관계부처의 신속한 대응으로 리스크는 점진적으로 해소될 전망이다**. 2021년부터 국내 조선 3사의 수주잔고가 증가한 후, 본격적인 선박 건조가 시작되면서, 조선업체들은 인력 확보에 어려움을 겪었다. 조선업계에 따르면, 2023년 말 기준으로 1.4만명의 인력이 부족할 것으로 전망되었다. 다만, 다음과 같은 요인으로 인력난 문제는 해소될 것으로 예상된다.

A. 외국인 근로자 신속한 투입

2023년 4월, 법무부는 특별 심사 인력을 파견하여 비자 발급 절차를 기존 **35일 → 10일** 이내로 단축했다. 또한, 체류기간이 4년인 E-9 비자에서 장기 체류가 가능한 E-7-4 비자로의 **전환쿼터가 0.2 만명 → 3.5 만명으로 확대**되었고, 조선업 전문 인력을 위한 400명의 추가 쿼터도 신설되었다. 그 결과, 동사의 옥포조선소가 위치한 거제 지역의 외국인 인구는 **7,631명(2Q23) → 13,505명(3Q24)으로 +77% 증가**했으며, 인력 수급 목표치(1.4만명)를 지난 4Q23에 달성하였다.

법무부 비자 발급 완화
→ 외국인 근로자 ↑

인력 수급목표(1.4만명) 달성

A. 신규 인력 투입기간 1년 경과

새로 투입된 인력이 숙련기간을 넘어서면서 **현장 적응도가 향상되고 있다**. 기본 교육을 거쳐 능숙한 작업을 수행하기까지 약 1년이 소요되지만, 비자 발급 완화 정책초기(2Q23)에 투입된 근로자들의 숙련기간이 1년을 넘어선 상태다. 이후 투입된 인력들도 시간이 지남에 따라 숙련도가 증가할 것으로 예상되며, 이에 따라 인력 부족에 따른 리스크는 지속적으로 완화될 것으로 전망한다.

Q2. 미해군 MRO 저가수주 논란

최근 동사가 수주한 미 해군 MRO 계약 금액은 절대적으로 크지는 않지만, 향후 이어질 추가 MRO 수주로 안정적인 현금 창출이 기대된다. 최근 동사가 입찰한 윌리 쉬라(Wally Schirra)호 창정비 사업은 동급 군수지원함 사업(MHI, '22-'23)을 고려했을 때, 계약 금액은 **약 250억**으로 추정되며, 수익률은 **싱글 디짓**이다. 경쟁사인 HD현대중공업은 수익성을 고려해 입찰을 포기하였지만, 본리서치 팀은 다음과 같은 이유로 해당 수주를 긍정적으로 평가한다.

A. 고가 MRO 기대 및 MRO CAPA 확대

향후 기대되는 고가 MRO 수주와 특수선 도크 추가 증설로 MRO 매출은 빠르게 상승할 것으로 보인다. 동사는 현재 두개의 특수선 MRO 도크를 보유하고 있으며, 한 도크만을 가동할 경우에도 **4년간 1,660억 원**의 매출 기여가 예상된다. 해당 추정치는 군수지원함 MRO 수주만을 가정하였으나, 미 해군의 전력 증강에 따른 잠수함, 수상함 등 고가의 MRO가 추가가 기대된다. 특히 동사는 잠수함 전문기지(**2대 → 5대**)와 수상함 전문기지(**2대 → 4대**) 증설이 예정되어 있다. 이번 윌리 쉬라(Wally Schirra)호 MRO 수주를 시작으로 이어질 향후 특수선 MRO 매출이 상승할 것으로 예상된다.

고가 MRO 수주기대 有

CAPA 확대
잠수함 2대 → 5대
수상함 2대 → 4대

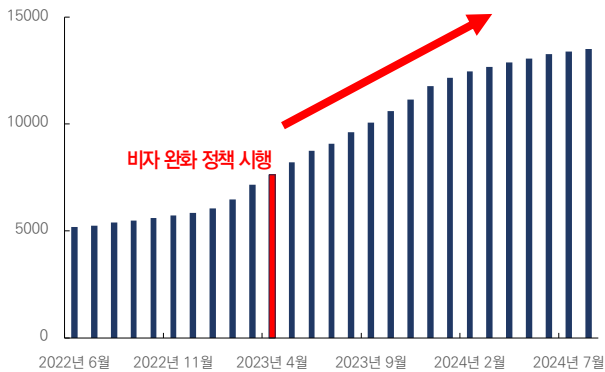
A. 저가 수주를 대신할 특수선 MRO

저가선박 → 미군 MRO 대체
빠른 턴어라운드 용이

조선업은 경기 변동에 따라 수요가 변하는 사이클 산업이지만, **MRO 시장은 꾸준한 수요가 있어 안정적인 현금 흐름이 전망된다**. 최근 지정학적 리스크가 커지면서 세계 국방비 지출이 증가할 것으로 보이며, 미국 합정 MRO 예산은 **23Y 16.1조원 → 24Y 18.3조로 증가했다**. 특히 동사는 과거 조선업 불황기에 수주받은 저가 선박으로 인해 영업이익 개선에 시간이 걸렸지만, 동사의 방산 레퍼런스를 바탕으로 이를 MRO 물량을 대체함으로써 호황기에 빠르게 턴어라운드할 수 있을 것으로 기대된다.

거제시 거주 외국인 인구수 추이

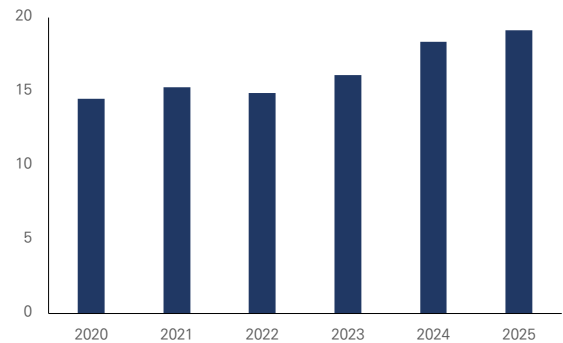
(단위: 명)



출처: 거제시 정보통신과, RFS Team 6

미 국방부 합선 MRO 예산 편성

(단위: 조원)



출처: Navy budget 24, RFS Team 6

5. Estimate Logic

1) 매출추정

연도별 매출액 추정 Table

(단위: 십억원)

단위: 십억원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	2,283.6	2,536.1	3,578.6	2,877.1	2,400.3	2,889.4	2,474.0	2,469.0	2,665.6	3,410.6	3,333.4	2,489.9	11,457.0	10,233.0	11,900.0	5,377.0	2,359.0
상선	1,944.1	2,112.0	2,831.8	2,116.7	1,813.3	1,618.1	2,055.8	2,034.9	2,112.7	2,872.2	2,878.4	1,937.8	9,005.0	7,522.0	9,801.0	3,373.0	555.0
특수선	142.2	328.9	262.4	249.7	290.7	235.0	275.5	258.7	425.3	434.6	351.2	332.5	983.0	1,060.0	1,544.0	1,126.0	925.0
MRO	-	-	-	-	39.4	34.7	30.3	13.5	7.0	5.8	12.2	13.2	-	118.0	38.0	55.0	7.0
합정	142.2	328.9	262.4	249.7	251.4	200.4	245.2	245.2	418.3	428.8	339.0	319.3	983.0	942.0	1,505.0	1,071.0	918.0
해양	277.4	199.0	296.3	296.3	296.3	1,036.3	142.6	175.4	127.7	103.8	103.8	219.6	1,069.0	1,651.0	556.0	878.0	878.0
풍력/플랜트	-	-	188.1	214.4	-	-	-	-	-	-	-	-	403.0	-	-	-	-
기타	(8)	(1.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(2.0)	-	-	-	-

출처: 한화오션, RFS Team 6 추정

각 사업부별로 추정을 진행하였으며, 상선은 선종 별로, 특수선의 경우 MRO, 국내 함정사업을 구분하여 추정하였다. 모두 공정률을 기반으로 추정하였으며, 클락슨 리서치 기반 Orderbook을 참고하였다.

(1) 국내 MRO

미 해군 7함대에서 발표한 '24-'27 연간 정기수리 계획에 따라 다음과 같은 조건을 만족하는 계약 건을 선정하였다. 1) 미본토 외 지역 MRO 입찰 대기 계약, 2) ROH(창정비)/DD(드라이도크) 수리 건 계약, 단일 도크 가용을 가정하였기에, 3)계약 날짜가 겹치지 않는 계약이다. 계약 날짜는 아직 미정이나, '22-'23 진행한 미쓰비시 중공업의 MRO 계약금을 기반으로 추정하였다. 예상 매출 Table은 아래와 같다.

국내 MRO 수주 일정표(추정)

	Hull	Type	Start Date	End Date	Days	추정 수주액(\$)	(백만원)	인식 분기
LTC JOHN U D PAGE	T-AK 4543	ROH / DD (MSC)	2025-02-19	2025-05-20	91	18,086,978	23,875	1Q25
CATAWBA	T-ATF 168	ROH / DD (MSC)	2025-09-08	2025-11-06	60	11,925,480	15,742	4Q25
MILLINOCKET	T-EPF 3	ROH / DD (MSC)	2026-01-12	2026-03-27	75	14,906,850	19,677	1Q26
PFC DEWAYNE T WILLIAMS	T-AK 3009	ROH / DD (MSC)	2026-05-06	2026-09-13	131	26,037,298	34,369	2Q26
BLACK POWDER	T-AGSE 1	ROH (MSC)	2026-10-06	2026-11-10	36	7,155,288	9,445	3Q26
YUMA	T-EPF 8	ROH / DD (MSC)	2027-01-07	2027-04-06	90	17,888,220	23,612	1Q27
ROBERT E SIMANEK	T-ESB 7	ROH (MSC)	2027-09-03	2027-11-01	60	11,925,480	15,742	4Q27
합계						107,925,594	142,462	

출처: 한화오션, RFS Team 6

(2) 필리조선소

한화오션의 미 현지 야드 사용은 28년 모든 상선이 인도된 이후로 가정했다. 공정률 인식은 필리조선소에서 제공하는 IR 자료를 통해 추정했으며, 이미 인도한 다목적 훈련함 1기를 기준으로 매출 추정했다. 추가적으로 함선 및 MRO는 가정하지 않았다. 40%의 매출을 딜클로징 이후, 1Q25부터 지분법 인식하였다.

(3) 특수선

동사가 공개한 핵심 함정(울산급, 도산안창호급) 건조 단계(강재절단/진수) 시기를 취합하여 각 공정별 진행률 5%, 40%, 45%, 10%를 가정하였다. 해당 공정구간 별 매출액을 산출하여 월별로 안분해주었다. 건조 실시 예정인 함정의 경우, 과거 평균값을 적용해주었다.

① **잠수함**: KSS-III Batch I 2척(1, 2번함)과 KSS-III Batch II(1번함)의 평균으로 공정기간을 계산해 설계기간을 다음과 같이 가정하였다. 착공~기공 12개월, 기공~진수 28개월, 진수~인도 32개월로 추산하였다.

② **수상함**: HHI의 광개토함과 울산급 Batch III 선도함 평균 공정기간을 계산해 설계 6개월, 착공~기공 8개월, 기공~진수 10개월, 진수~인도 25개월을 적용해 추정하였다. 다만, 후속함 건조의 경우 짧은 설계기간을 고려하여 2개월로 가정하였다.

특수선 사업부 수주잔고

함명	계약	설계	S/C	용골배치	진수	인도	가격	개수	계약금	비고
KSS3-1,1	2012-12-24	2013-11-27	2014-11-27	2016-05-17	2018-09-14	2021-08-13	8,415	1척	8,415	
KSS3-1,2	2012-12-24	2015-07-02	2016-07-01	2018-04-17	2020-11-10	2023-04-23	8,415	1척	8,415	
KSS3-2,1	2019-10-10	2020-08-13	2021-08-13	2023-03-20	2025-04-30E	2027-09-27E	11,130	1척	11,130	
KSS3-2,2	2021-09-09	2021-09-09	2021-12-30	2024-07-12	2028-12-18E	2028-12-18E	9,857	1척	9,857	
KSS3-2,3	2023-12-22	2023-12-22	2024-01-31	2031-12-01E	2031-12-01E	2031-12-01E	11,020	1척	11,020	
울산급-3.5	2023-11-10	2023-11-10	2027-07-03E	2027-07-03E	2027-12-30E	2027-12-30E	3,968	1척	3,968	
울산급-3.6	2023-11-10	2027-07-06E	2028-01-02E	2028-01-02E	2028-06-30E	2028-06-30E	3,968	1척	3,968	
AOE2.2	2024-08-23	2028-07-04E	2028-12-31E	2028-12-31E	2028-12-31E	2028-12-31E	4,601	1척	4,601	
인도네시아	2019-04-12				미정	미정	3,873	3척	11,619	건조X
강화도함	2018-12-07				2021.10.7	미정	4,435		4,435	

출처: 한화오션, RFS Team 6

(4) 상선

2Q24 오더북을 기준으로 1) 기 수주물량과 2) 추가 수주 예상 물량을 구분하여 매출 추정 진행하였다. 전자의 경우, 각 선박 별로 공정 진행 과정이 상이하여 과거 건조사례를 참고하여 선박 별 평균 공정 구간과 매출 인식 진행률을 추정하였다. 컨테이너, LNG, VLCC/VACC의 평균 건조기간 및 매출(%)은 다음과 같다.

선종별 공정을 및 건조과정 Table

	설계	강재절단	선행의장	후행의장	인도
매출인식(공정률)	5%	45%	40%	10%	0%
컨테이너선	12 개월	3 개월	3 개월	2 개월	0 개월
LNG 선	12 개월	3 개월	9 개월	6 개월	0 개월
VLCC/VACC	12 개월	3 개월	6 개월	6 개월	2 개월

출처: 한화오션, RFS Team 6 추정

① **컨테이너선**: 9월 수주한 Maersk LNG DF 컨테이너선 6척(옵션4)을 추가적으로 반영해 추정하였다. 통상 건조계약서(LOI) 보도 이후 2개월 이내에 공사가 이뤄지기에 4Q24 계약을 가정하여, 27E 동월에 순차적 인도를 가정하여 추정하였다. 선가의 경우, 공개된 계약금액을 적용하여 공정률에 따라 안분하였다.

② **LNG선**: 1H24 추가 수주 물량을 동사의 연간 최대 Capa(22척)를 기준으로 현재 슬롯 물량을 차감하여, 추가 수주 가능 슬롯 수를 계산하였다. 1) 카타르 물량, 2) 리오 그란데 물량으로 나누어 추정하였으며, 가격의 경우, 24년 9월 기준 LNG 신조선가 2.6억\$m를 적용하였다.

선종별 예정 인도 일정

(단위: 척)

인도년도 기준				
	2024	2025	2026	2027
LNG	16	25	20	20
VLCC	0	0	5	3
Ammonia/LPG	0	0	3	4
Container	8	9	0	10
LPG	0	0	0	1
총계	24	34	28	38

출처: 한화오션, RFS Team 6 추정

카타르: 현재 국내 조선 3사와 협의하고 있는 **28E 인도물량은 총 20척**이며, 2차 프로젝트 발주량 중 동사의 **수주 비율 20%를 적용하여 4척**이라 가정하였다.

리오 그란데: 27E 생산 시작이며, 동사의 지분 투자로 예상 LNG 신조량(20~30척) 중 일부 물량을 확보하였다. 통상 30개월 소요되는 LNG선박 특성 고려 시, 물리적으로 연내 수주와 1Q26 강재절단이 필요하며, 해당 기간을 기준으로 공정률에 따라 매출을 추정해 안분하였다.

- ③ **VLCC:** 동사의 VLCC 인도계획과 2Q24 기준 Orderbook을 참고하였다. **26E VLCC 5척, VLAC/LPG 3척 인도 예정**이며, **27E VLCC 2척, VLAC/LPG 5척이 인도예정**이다. 기존 연간 **VLCC Capa를 8척으로 가정 시, 27E 인도물 추가 수주량은 1척(3Q27 인도 가정)**이며, 계약금액의 경우 현재 신조선가에 상반기 공개입찰 시 적용된 단납기 슬롯 프리미엄 5%를 적용하여 척 당 계약금 1,787억원 가정해 추정하였다.

(5) 해양플랜트

동사의 수주잔고 내에 존재하는 **잔여 물량을 기반으로** 추정하였다. 총 6척이며, 25E 물량 확보가 예상되는 WTIV(4기)는 보수적인 선가 추정을 위해, 최근 수주(23년) 금액 500\$m을 척당 계약금액으로 선정하였다. 해당 물량은 3Q25 계약, 29E 인도로 유사 선종의 공정률에 따라 안분해 주었다. 현재 21년 수주 WTIV 2기 중 1기는 86%, 1기는 39%로 인도일자를 기준으로 공정률을 역산해 추정하였다.

2) 비용추정

비용추정

(단위: 백만원)

(단위:십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2024E	2025E	2026E
매출액	2,283.6	2,536.1	3,578.6	2,877.1	2,400.3	2,899.4	2,474.0	2,469.0	2,665.6	3,410.6	3,333.4	2,489.9	1,612.2	1,621.3	1,194.0	949.9	11,275.4	10,232.7	11,899.6
매출원가	2,148.5	2,459.3	3,435.5	2,733.2	2,208.3	2,658.2	2,276.1	2,271.5	2,452.4	3,137.8	3,066.8	2,290.7	1,483.2	1,491.6	1,088.5	873.9	10,776.5	9,414.0	10,947.7
매출총이익(손실)	135.1	76.8	143.1	143.9	192.0	231.2	197.9	197.5	213.3	272.9	266.7	199.2	129.0	129.7	95.5	76.0	498.9	818.6	952.0
판매비와관리비	82.2	86.4	84.2	86.4	85.9	87.7	86.7	86.9	87.2	87.9	88.2	88.6	88.8	88.2	89.6	90.0	339.2	347.1	351.9
영업이익(손실)	52.9	-9.7	59.0	57.5	106.1	143.5	111.2	110.7	126.0	185.0	178.5	110.6	40.2	40.5	6.0	-14.0	159.7	471.5	600.1
금융손익	-174.9	-105.0	-22.5	-67.7	-53.2	-39.2	-77.1	-60.8	-53.4	-58.6	-57.0	-57.7	-60.8	-58.0	-57.6	-58.3	-370.147	-230.255	-226.707
기타손익	175.5	89.1	44.6	103.1	78.9	75.5	85.9	80.1	80.5	82.2	80.9	81.2	81.4	81.2	81.3	81.3	412,313.3	320,404.6	324,736.7
지분법손익	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.4	1.4	1.4
세전영업이익	53.9	-25.2	81.3	93.2	132.2	180.2	120.3	130.3	153.4	208.9	202.7	134.4	61.2	64.0	30.0	9.4	203.3	563.0	699.4
법인세비용	2.9	2.2	14.6	16.8	23.8	32.4	21.7	23.5	27.6	37.6	36.5	24.2	11.0	11.5	5.4	1.7	36.5	101.3	125.9
당기순이익(손실)	51.0	-27.4	66.7	76.4	108.4	147.8	98.7	106.9	125.8	171.3	166.2	110.2	50.2	52.5	24.6	7.7	166.7	461.7	573.5
지배기업주주지분	51.0	-27.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23.5	-	-

출처: 한화오션, DART, RFS Team 6

조선업은 기술과 인건 집약적인 산업이며, 경기 민감성이 높기 때문에 매출액과 원가의 변동폭이 크다. 다만, 조선업의 경우 **투입원가와 총예정원가의 합수인 진행률을 기준으로** 매출을 인식하기에 실제 수주분과 매출 반영분, 그리고 실제 공정률은 다르게 나타난다. 따라서 1) 매출원가와 2) 판매비관리비로 중요 계정을 중심으로 추정하였으며, 추정논리는 아래와 같다.

(1) 매출원가

매출원가의 경우, 20년~21년 수주한 호선들이 수주금액 대비, 원가 투입금액이 커 공사손실총당금으로 반영되어 원가율이 높게 나타났었다. 이는 외주비 부담으로 손익계산서에 반영되었으나, **24E 하반기 적자호선 해소와 고가수주물량(22년) 인식으로 원가율이 개선될 전망이다**. 따라서 적자호선이 남아있는 1Q25 → 이후 분기 원가 절감 추이를 적용(OPM 96% → 95% → 92%)해 주었다.

선종별 다각화와 기자재/엔진 비중이 높은 **LNG선 건조 물량이 증가하기에, 원가율의 하락은 합리적이다** 판단한다. 또한 하반기 후판가 협상이 예정되어 있으나, **하반기 인상은 제한적일 전망이다**이며 현재 수준에서 **25E까지 유지될 전망이다**. 또한 후판 상승 시 현재 공급자 우위임을 고려하였을 때, 선가 전이가 가능해 역시 제한적이다 판단하였다.

(2) 판매비와관리비

인건비 항목을 중심으로 추정하였으며, **동사가 공시하는 임금인상율을 반영하여, 종업원급여, 관리용역비, 제수수료를 추정**하였다. 특히, 관리용역비의 경우 외주비 감소 추이를 반영하였으며, 이는 적자호선 해소에 따른 외주물량 감소에 기인한다.

6. Valuation

26E BPS 21,259원, Target PBR 1.78배 적용하여 목표가 37,900원 상승여력 24%, BUY의견 제시한다.

Implied PBR Valuation 기법을 활용하였다. 현재 조선업은 26E~27E 이익 실현이 기대되는 수주물량을 확보한 상황이며, 연간 Capa에 맞추어 27E 이후 인도물량을 확보하고 있다. 22년 이후 수주한 고마진 물량이 24E를 시작으로 실적에 반영되며, 역사적 고점(P)의 **24E 수주 물량은 26~27E에 이익 반영**된다. 따라서, 현재 시점에서의 목표 주가는 24E 인도물량이 반영되는 **2~3년 후의 미래, 즉 26E~27E의 예상 실적에 기반해야 한다** 판단하였다. 따라서 해당 년도의 이익체력을 반영할 수 있는 **2026년 예상 BPS를 산출하여 Target PBR을 산정**하였다. Valuation Table은 아래와 같다.

Implied PBR Valuation

구분	2026E	단위	비고
2026년 BPS 추정치	21,259	원	①
목표 PBR	1.78	배	②
이론 PBR	1.78	배	③ = (④ - ①) / (⑤ - ①)
ROE	10%	%	④
COE	7.2%	%	⑤ = ⑥ + (⑦ - ⑥) × ⑧
무위험수익률	2.9%	%	⑥
시장기대수익률	8.8%	%	⑦
조정 베타	0.9		⑧
장기성장률	3%	%	⑨
목표주가	37,919	원	⑩ = ① × ③
현재주가	30,600	원	
상승여력	24%	%	

출처: RFS Team 6

7. Orderbook

계약품목	수주총액	발주처	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
3Q24 인도물량							
Container	160,200	유럽 지역 선주	152,858	-	-	-	-
LNG	6,793,950	유럽 지역 선주	1,607,705	-	-	-	-
4Q24 인도물량							
Container	1,150,800	유럽 및 아프리카 지역 선주	1,030,826	-	-	-	-
LNG	1,259,750	아프리카 및 오세아니아 지역 선주	608,325	-	-	-	-
1Q25 인도물량							
Container	626,683	유럽 지역 선주	538,606	71,631	-	-	-
LNG	560,900	아프리카 지역 선주	262,560	19,100	-	-	-
2Q25 인도물량							
Container	593,967	유럽 지역 선주	275,528	268,141	-	-	-
LNG	1,852,650	아프리카 지역 선주	1,459,710	391,221	-	-	-
3Q25 인도물량							
Container	439,600	유럽 지역 선주	53,118	385,566	-	-	-
LNG	2,647,400	유럽 및 아프리카 지역 선주	2,201,104	632,997	-	-	-
4Q25 인도물량							
Container	219,800	유럽 지역 선주	8,243	211,558	-	-	-
LNG	6,282,767	미주 지역 선주	3,912,735	2,351,322	-	-	-
1Q26 인도물량							
LNG	1,112,100	아시아 및 오세아니아 지역 선주	551,648	508,702	31,931	-	-
2Q26 인도물량							
Ammonia/LPG	164,050	오세아니아 지역 선주	7,519	145,594	10,937	-	-
LNG	944,200	유럽 지역 선주	239,590	617,732	68,578	-	-
3Q26 인도물량							
Ammonia/LPG	327,050	오세아니아 지역 선주	10,901	258,915	57,234	-	-
VLCC	350,900	오세아니아 및 중동 지역 선주	10,235	130,126	210,540	-	-
LNG	653,100	미주 지역 선주	26,974	480,806	133,480	-	-
4Q26 인도물량							
VLCC	521,900	오세아니아 및 중동 지역 선주	8,698	121,777	391,425	-	-
LNG	2,804,850	미주 지역 선주	632,886	1,269,460	874,991	-	-
1Q27 인도물량							
Ammonia/LPG	340,450	오세아니아 및 미주 지역 선주	4,204	137,782	195,524	2,940	-
VLCC	179,900	중동 지역 선주	750	17,240	161,910	-	-
LNG	1,946,268	오세아니아 지역 선주	37,303	1,099,055	1,337,896	109,125	-
2Q27 인도물량							
Ammonia/LPG	328,100	오세아니아 지역 선주	684	37,672	277,546	13,748	-
VLCC	179,900	중동 지역 선주	-	8,245	153,665	17,990	-
LNG	1,908,675	오세아니아 지역 선주	11,660	455,485	1,252,022	144,227	-
3Q27 인도물량							
Ammonia/LPG	165,600	오세아니아 지역 선주	-	6,210	142,830	16,560	-
VLCC	178,794	추가 수주 가정	-	5,215	66,303	107,276	-
LNG	1,650,228	오세아니아 및 아시아 지역 선주	-	71,321	1,279,595	299,311	-
4Q27 인도물량							
LNG	2,255,190	오세아니아 지역 선주	-	64,506	1,386,122	779,153	-
계 (백만)	38,599,721		13,654,369	9,767,377	8,032,529	1,490,329	-

예상 포괄손익계산서 (요약) (십억)	2021	2022	2023	2024E
매출액	4,486	4,860	7,408	11,457
매출원가	6,034	6,207	7,310	10,776
매출총이익	(1,547)	(1,347)	99	292
판매비와관리비	208	267	295	137
조정영업이익	(1,754)	(1,614)	(196)	155
영업이익	(1,754)	(1,614)	(196)	155
비영업손익	27	2	1	1
금융손익	(484)	(48)	(28)	(42)
관계기업등 투자손익	(1)	-	-	-
세전계속사업손익	(1,727)	(150)	112	114
계속사업법인세비용	(28)	(31)	13	15
계속사업이익	(1,700)	(119)	99	99
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	(1,699)	(1,745)	160	166
지배주주	(1,699)	(1,745)	160	166
비지배주주	-	-	-	-
총포괄이익		(147)	(1)	185
지배주주	(150)	(108)	86	185
비지배주주	-	-	-	-
EBITDA	(1,631)	(1,483)	(50)	195
FCF	386	(1,185)	(910)	(929)
EBITDA 마진율 (%)	-36.3%	-30.5%	-0.7%	21%
영업이익률 (%)	-39%	-33%	-2.6%	10%
지배주주귀속 순이익률 (%)	-37%	-35%	2%	6%

예상 현금흐름표 (요약) (십억)	2021	2022	2023	2024E
영업활동으로 인한 현금흐름	485	(1,065)	(1,939)	470
당기순이익	(1,699)	(1,744)	160	27
비현금수익비용가감	1,453	711	(546)	224
유형자산감가상각비	124	13	18	15
무형자산상각비	-	1	1	1
기타	1,329	161	255	
영업활동으로인한자산및부채의변동	760	40	108	122
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	(2)	(18)	(8)	(13)
재고자산 감소(증가)	2	(5)	(8)	(6)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	30	30	30
법인세납부	0	-	4	5
투자활동으로 인한 현금흐름	101	88	196	(192)
유형자산처분(취득)	(95)	(11)	(38)	(24)
무형자산감소(증가)	0	0	(1)	(1)
장단기금융자산의 감소(증가)	(75)	(37)	317	95
기타투자활동	267	(58)	(71)	(54)
재무활동으로 인한 현금흐름	(157)	(129)	2,885	(57)
장단기금융부채의 증가(감소)	162	(11)	(35)	(7)
자본의 증가(감소)	-	-	349	-
배당금의 지급	-	-	-	-
기타재무활동	(319)	(28)	(15)	(97)
현금의 증가	435	(111)	114	(21)
기초현금	1,344	1,799	66	179
기말현금	1,799	66	179	89

예상 재무상태표 (요약) (십억)	2021	2022	2023	2024E
유동자산	6,481	7,822	9,218	10,966
현금 및 현금성자산	1,779	660	1,799	1,799
매출채권 및 기타채권	615	405	332	773
재고자산	1,139	2,202	2,891	3,362
기타유동자산	3,563	4,556	4,195	5,032
비유동자산	4,142	4,413	4,727	4,888
관계기업투자등	(1)	4	4	-
유형자산	3,469	3,787	4,062	4,062
무형자산	1	2	3	3
자산총계	10,623	12,235	13,945	15,855
유동부채	7,464	10,672	7,459	7,942
매입채무 및 기타채무	467	1,487	1,498	1,505
단기금융부채	1,138	1,325	64	64
기타유동부채	5,859	6,578	5,412	4,482
비유동부채	941	818	2,173	1,942
장기금융부채	234	100	1,665	992
기타비유동부채	707	718	508	500
부채총계	8,405	11,490	9,633	11,376
지배주주지분	2,218	745	4,307	274
자본금	541	541	1,537	1,537
자본잉여금	18	10	2,740	2,740
이익잉여금	(1,001)	(2,701)	(2,868)	(2,701)
비지배주주지분	-	-	5	4
자본총계	2,218	745	4,312	4,478

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2021	2022	2023	2024E
P/E (x)	N/A	-1.2	40.35	8.6
P/CF (x)		2.4		1.8
P/B (x)	1.0	2.7	2.17	3.1
EV/EBITDA (x)	N/A	-3.1	-192.15	3.4
EPS (원)	-15,843	-16,262	757	458
CFPS (원)	319	-14,162	-4,308	2,180
BPS (원)	20,699	6,943	14,061	1,274
DPS (원)	-	-	-	-
배당성향 (%)	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0
매출액증가율 (%)	-36.2	8.3	52.4	13.1
EBITDA증가율 (%)	적지	적지	2091	1.1
조정영업이익증가율 (%)	적지	8.0	87.8	-29
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	-12
매출채권 회전율 (회)	13	11	22	14
재고자산 회전율 (회)	5.2	2.8	2.5	3.2
매입채무 회전율 (회)	8.9	6.7	6.2	7.1
ROA (%)	(16.2)	(15.3)	1.22	7.3
ROE (%)	(55.9)	(117.8)	6.3	3.7
ROIC (%)	-3.9	-343.8	28.8	5.9
부채비율 (%)	379	1,542	223	254
유동비율 (%)	336	1,432	173	116
순차입금/자기자본 (%)	31.2	24.4	7.9	3.85
조정영업이익/금융비용 (x)	-15.2	-13.2	-1.2	1.5