

조선

변동성 확대 구간, 변수 줄이며 투자포인트 챙기기

조선. 한승한



조선 비중확대(유지)

변동성 확대 구간, 변수 줄이며 투자포인트 챙기기

2025 년: 조선업 상승사이클
지속에 대한 컨빅션을 견고히
하는 한 해가 될 것

조선 3 사 모두 내년부터 공정 개선 및 '23 년 고선가 수주분에 대한 점진적인 건조 비중 확대 효과에 따라 안정적인 실적 개선세 시현할 것으로 예상된다. 작년까지 우려가 컸던 인력난 문제는 해결되면서 공정 정상화에 대부분 진입했고, 우호적인 환율 및 강재가 기초는 내년에도 이어질 전망이다. 가스운반선 중심의 견고한 수주세를 기반으로 유지할 높은 레벨의 백로그와 쉽게 깨지지 않을 Seller's Market 으로 인한 높은 레벨의 신조선가는 계속되며 조선업 상승사이클 지속에 대한 컨빅션을 더욱 견고히 하는 한 해가 될 것이다.

트럼프 당선에 따른 투자포인트는
챙겨가되, 실적 차별성을 통한
밸류에이션 정당화가 가능한 종목
선택이 유효한 전략

이에 더해 트럼프 미 대통령 당선 이후 수혜주로 부각되면서 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담 및 변동성 확대되는 중이다. 트럼프 당선에 따른 조선업 투자 포인트로 ① 북미 LNGC 수주, ② 미 해군 함정 MRO 사업 및 글로벌 함정 프로젝트 수주, ③ 미국의 중국 조선업 제재를 뚫을 수 있으며, 이에 따른 조선주 상승세는 내년에도 계속 나타날 것으로 예상된다.

하지만 변동성 또한 상당히 확대되어 있는 구간에서 변수를 줄이며 안정적인 상승여력 가져가려면 실적이 받쳐주면서 밸류에이션 정당화가 가능한 종목을 선택하는 것이 유효한 전략이라는 판단이다. 위의 세 가지 투자포인트 모두 챙길 수 있는 한화오션과 HD 현대중공업은 모두 밸류에이션 부담이 높은 상황이다.

조선업 비중확대
최선호주(Top-Picks):
HD 한국조선해양, HD 현대미포

조선업 비중확대(Overweight) 의견 유지와 함께 최선호주(Top-Picks)로 HD 한국조선해양과 HD 현대미포를 제시한다. HD 현대삼호가 '25년부터는 실적 측면에서 밸류에이션 정당성을 부여할 수 있으면서 위의 3 가지 투자 포인트 모두 챙겨갈 수 있는 HD 한국조선해양을 최선호주로 제시한다. 이와 더불어 ①, ② 번 투자포인트는 부재하지만, 유일한 캐파 증설 효과와 더불어 선종 믹스 및 공정 개선 효과로 인해 시장 예상치를 상회하는 빠른 속도의 실적 개선으로 밸류에이션 정당화가 충분히 가능할 것으로 전망되는 HD 현대미포 또한 조선주 Top-Pick 으로 함께 제시한다.

Analyst 한승한
shane.han@sk.co.kr / 3773-9992

24년 리뷰: 공정 정상화를 확인했던 한 해

공정 정상화 및 선종 믹스 개선 효과 확인, 여러가지 모멘텀은 덤

조선 3사 동반 연간 흑자 달성 성공의 해

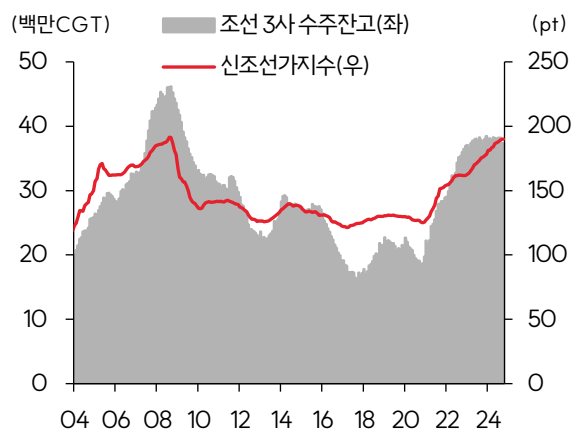
하지만 조선 3사 중 HD 현대와 삼성중공업은 공정 정상화 국면에 진입하면서 안정적인 실적 개선세 이어가는 중이다. 한화오션의 경우 3Q24까지 공정정상화 구간에 진입하지 못했으나, 관련 충당금 설정을 통해 4Q24부터는 공정 정상화에 성공할 것으로 예상된다. 따라서 남은 올해 조선 3사 동반 연간 흑자 달성에 성공하는 한 해가 될 것으로 예상된다.

올해 9월까지 계속 상승세를 보이다가 잠시 주춤한 신조선가치수, 그리고 올해 수주 목표치에 근접 혹은 이미 상회할 만큼의 강한 수주세를 바탕으로 조선주 펀더멘털에는 이상이 없는 안정적인 항해 이어지고 있다. 최근 중국의 공격적인 캐파 증설과 소폭이지만 연속 하락세를 보이는 신조선가치수에 대한 우려가 커진 상황이다. 다만 그 수준이 국내 조선업 상승사이클을 꺾을 수준의 영향은 아니라는 판단이며, 공급자 우위의 시장을 기반으로 조선 3사의 선별 수주 전략은 계속 유효한 상황이다.

미국의 중국 제재를 위한 또 하나의 카드: 한국 조선업

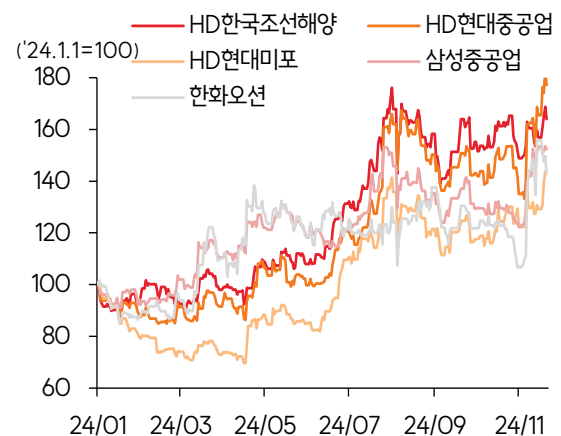
여기에 더해 미 노조의 중국 조선업 불공정 관행에 대한 청원 및 USTR의 조사, 그리고 미 함정 MRO 사업과 더불어 트럼프 당선인의 한국 조선업의 필요성 언급 등 중국을 견제하기 위한 미국의 또 하나의 카드로 조선업이 사용될 수 있고, 이에 따른 반사수혜 기대감에 여러 차례 국내 조선주 급등으로 이어졌다.

국내 조선 3사 수주잔고 및 신조선가치수 추이



자료: Clarksons, SK 증권

조선 커버리지 5사 주가 상승률 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

25년 전망: 상승사이클은 계속 이어진다

높아져만 가는 기대감, 실적 차별화를 통한 밸류에이션 정당성 필요

트럼프 당선 후 투자 포인트

1. 북미 LNGC
2. 특수선 모멘텀
3. 미국의 중국 조선업 제재

트럼프 미 대통령 당선 이후 수혜주로 부각되면서 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담 및 변동성 확대되는 중이다. 트럼프 취임 후 집권 초기에는 ① 북미 LNGC 수주, ② 미 해군 함정 MRO 사업 및 글로벌 함정 프로젝트 수주, ③ 미국의 중국 조선업 제재와 같은 모멘텀들에 의해 조선주 계속해서 변동성 확대되는 그림이 나타날 것이다. 하지만 펀더멘탈이 받쳐주지 않으면서 기대감만으로 상승한 주가는 언젠가는 되돌아오기 마련이다. 위의 투자 포인트들도 일부 챙겨가면서 확실한 실적 차별화를 통해 밸류에이션 정당성을 부여할 수 있는 종목 위주로 가져가는 것이 2025년 연간 조선주 투자에 있어 유효한 전략이라는 판단이다.

상선 수주규모 감소는 불가피, 하지만 높은 백로그 레벨 유지는 가능

[컨테이너선(Container ships)]

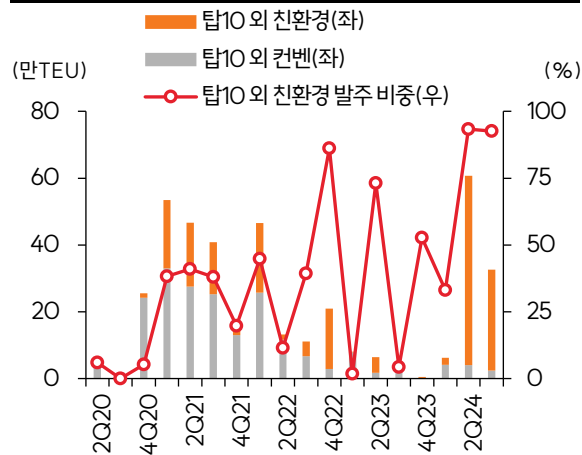
컨테이너선의 경우 탑 10 라이너 중 HMM과 YangMing, 그리고 Evergreen의 대규모 DF 컨테이너선 발주가 남아 있으며, 중국이 올해 공격적인 캐파 확장을 기반으로 '27~28년 납기 슬롯을 두고 글로벌 컨테이너선을 독식한 결과, 중국 또한 이제 납기 메리트가 없어진 상황이다. 따라서 해당 선사들과 관계가 우호적인 국내 조선 3사의 수주 가능성 높다.

쉽게 급감하거나 소멸하지 않을 컨테이너선 발주 규모

또한 과거 친환경 선대를 충분하게 확보하지 못한 중·하위 티어 선사들의 친환경 컨테이너선 발주가 내년에도 꾸준히 이어질 수밖에 없다. 컨테이너선은 선종 특성상 IMO 환경규제에 민감할 수밖에 없으며, 내년 4월에 개최 예정인 MEPC83에서 합의될 중기조치 규제안의 강도가 시장 예상 대비 높은 수준이라면, 다시 한번 친환경 선대 확보를 위한 글로벌 라이너들의 친환경 발주가 이어질 가능성을 배제할 수 없다. 추가로 1H25가 암모니아 추진 선박 엔진의 상용화 시점이기 때문에 LNG와 메탄올 DF 컨테이너선이 대거 나왔던 때처럼, 암모니아 추진 컨테이너선 슬롯 선점을 위한 투기성 발주가 나올 잠재 가능성을 염두에 두어야 한다.

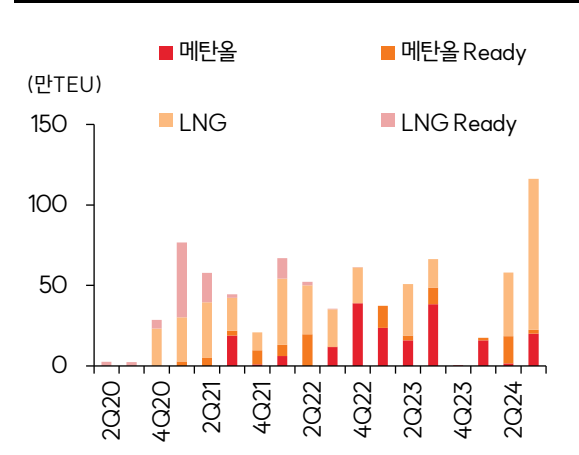
결론적으로 시장에 과하게 우려하는 것처럼 내년 컨테이너선 발주 규모가 쉽게 급감하거나 소멸하기는 어렵다는 판단이다.

탑10 외(하위티어) 선사들의 분기별 컨테이너선 발주 규모



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 추진연료별 컨테이너선 발주 규모



자료: Clarksons, SK 증권

**북미 LNG 프로젝트 FID 대거
나올 전망. 해당 물량은 한국
조선소의 수주**

[LNG 운반선(LNG Carrier)]

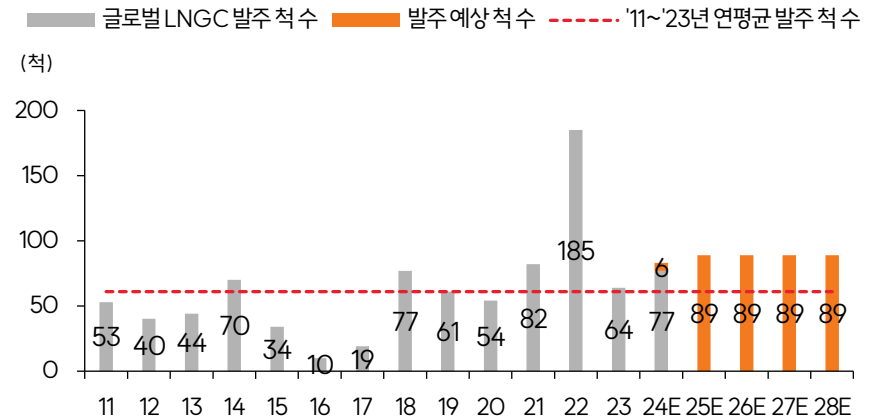
미국 대선 이후 지연됐던 북미 LNG 프로젝트들의 최종투자결정(FID)이 대거 이어질 것으로 전망됨에 따라 향후 북미향 LNGC 발주 물량은 중국이 아닌 한국 조선소에 발주될 가능성이 매우 높다. 당사는 글로벌 노후선대 교체 수요와 현재 기본설계(FEED) 단계 LNG 액화 프로젝트들 규모를 기반으로 추정한 글로벌 LNGC 발주 규모를 최소 '28년까지 연평균 89 척을 전망한다.

클락슨(Clarksons)은 '25년 100척의 LNGC 발주를 예상하고 있을 정도로 내년 글로벌 가스운반선에 대한 발주 환경은 내년이 더 우호적이며, 현재 중국을 포함한 글로벌 가스운반선 인도 슬롯이 타 선종 대비 상당히 제한적이기 때문에 가스운반선 선가는 미 대선 이후 다시 상승세로 전환될 것을 예상한다.

**중국의 LNGC 납기 메리트 없어진
상황에서 북미 지역 제외한 다른
지역 LNGC도 수주 가능성 높음**

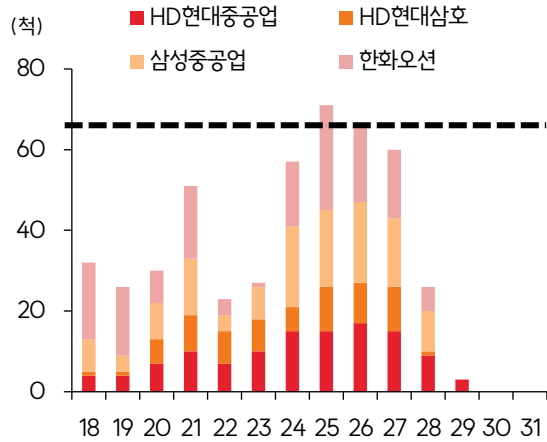
특히 중국에서 LNGC 건조 캐파가 가장 큰 후동중화조선이 올해 카타르에너지의 Q-Max 급을 24척 수주하면서 중국의 납기 메리트는 전혀 없어진 상황이다. 따라서 북미 지역을 제외하더라도 다른 지역 프로젝트 물량도 국내 조선 3사가 수주할 수 있는 가능성 높다는 판단이며, 수익성 중심의 선별 수주 전략은 계속해서 유효할 전망이다.

글로벌 LNGC 발주 척 수 추이 및 전망



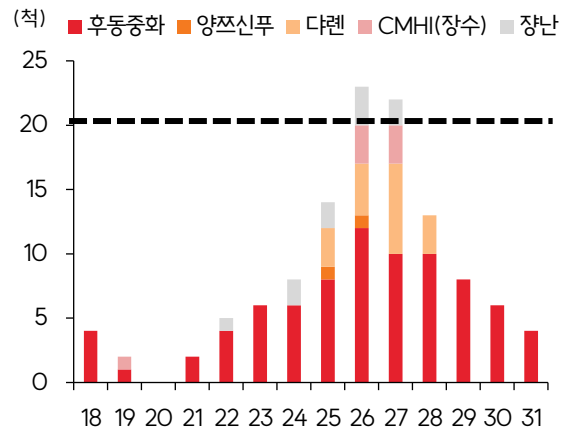
자료: Clarksons, SK 증권 추정

한국 조선사별 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

중국 조선사별 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

신조선가치수 하락에 대한 우려는 시기상조

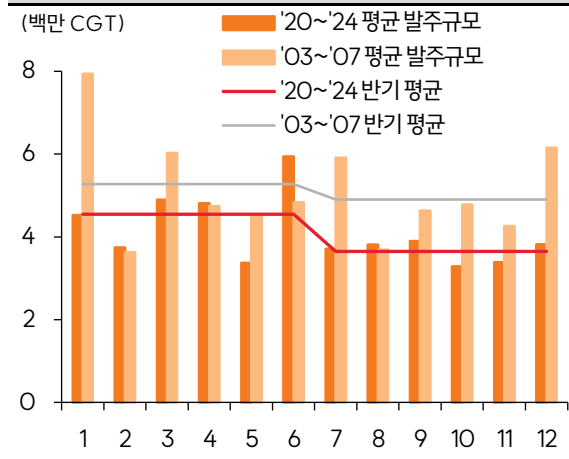
신조선가치수 하락 폭 아직
걱정할 수준 아니며, 연말 갈수록
상승률 둔화가 자연스러움

최근 신조선가치수가 5 주 연속 하락세 보이면서 전고점인 9 월 27 일 189.96pt 에서 11월 15일 기준 189.13pt 까지 내려갔으나 그 하락 폭은 단 0.44%에 불과했다. 신조선가치수는 역사적으로 연말에 가까워질수록 글로벌 선주들의 선박 발주량이 감소하고, 이에 따라 선가 상승률이 낮아지는 경향이 있다.

내년 북미 LNG 프로젝트 대거
FID 이후 LNGC 신조선가 상승세
전환을 예상

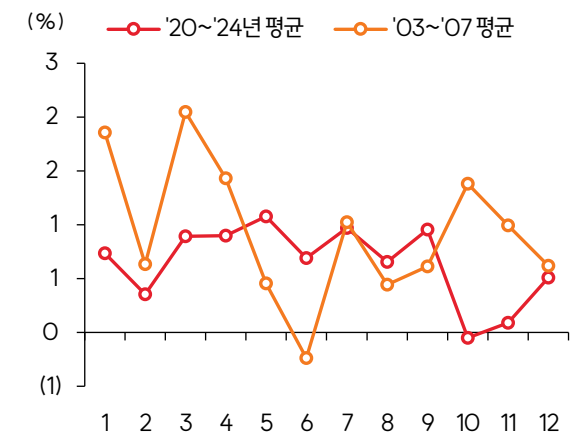
더군다나 이번 선가 하락을 견인한 선종은 벌크선, 탱커, LNGC 인데, 이 중 벌크선과 탱커는 중국 조선소들 중심의 저가 수주가 배경이기 때문에 국내 조선 3 사 입장에서 우려할 요인은 아니다. LNGC 선가 하락의 경우, 바이든 행정부의 LNG 수출 임시 중단 조치로 인해 북미 지역 LNG 액화 프로젝트들의 FID 가 지연된 상황이었기 때문에 발주 감소세로 인한 자연스러운 선가 하락이라는 판단이다. 하지만 조선 3 사의 실제 계약선가에는 아직 우려할 만큼의 큰 영향은 없다. 내년 상반기 트럼프 취임 이후부터는 북미 지역 LNGC 액화 프로젝트들의 FID 가 이어질 것이며, 이에 따른 대규모 LNGC 발주 나타나며 선가 상승세로 전환될 것을 전망한다.

글로벌 월평균 및 분기 평균 선박 발주 규모



자료: Clarksons, SK 증권

신조선가치수 월별 상승률 평균



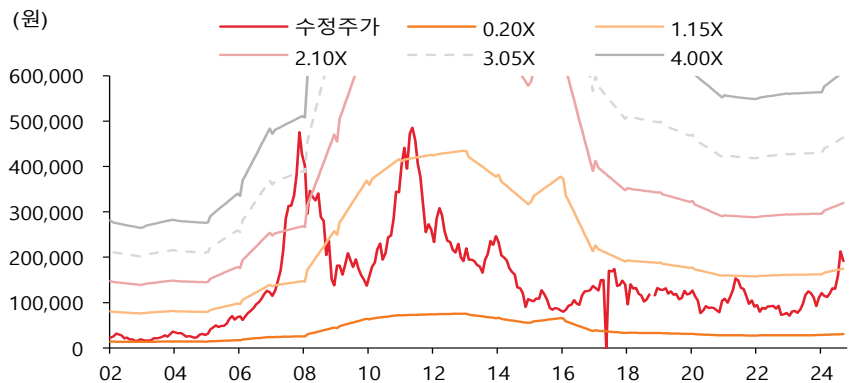
자료: Clarksons, SK 증권

Top Picks: HD 한국조선해양

삼호의 실적이 부각될 '25 년

- > '25 년 연결매출액 29 조 160 원(+15.8% YoY), 영업이익 2 조 5,990 억원 (+90.0% YoY) 전망. HD 현대삼호의 놀라운 연간 건조마진을 확인할 수 있는 한 해가 될 것이며, 이에 따른 동사의 이익 개선세가 부각될 것으로 예상
- > 높은 환율과 낮은 강재가의 추가적인 등락 폭을 고려해 봤을 때 두 변수 관점에서 가장 민감도가 낮은 것으로 추정되는 HD 현대삼호의 실적이 훼손될 가능성은 제한적일 수밖에 없다는 판단
- > '23 년 고선가 수주분의 점진적인 건조 비중 확대가 예정되어 있기 때문에 상대적으로 저가 카타르에너지 LNGC 물량이 없는 HD 현대삼호의 '25 년 연간 건조마진 15% 이상을 전망. 나머지 조선 자회사들의 투자 포인트들은 덤
- > 투자의견 매수 및 목표주가 252,000 원 유지

HD 한국조선해양 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, SK 증권

영업실적 및 투자지표

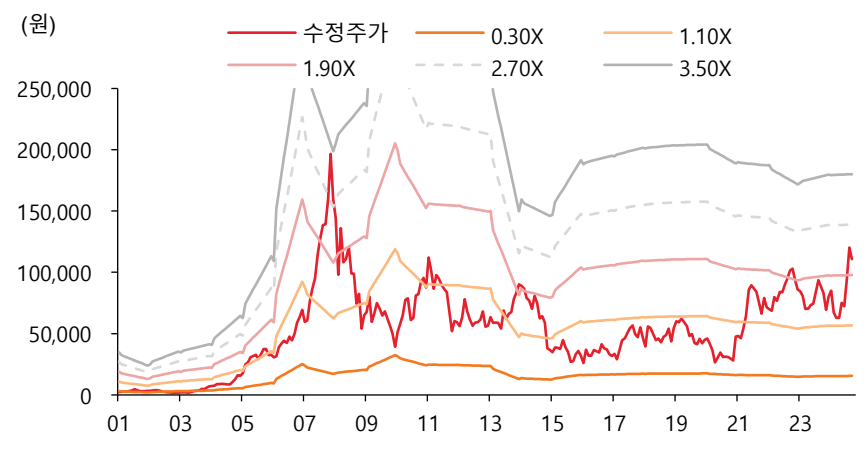
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	15,493	17,302	21,296	25,054	29,016	31,373
영업이익	십억원	-1,385	-356	282	1,368	2,599	3,438
순이익(지배주주)	십억원	-929	-217	222	1,121	1,875	2,147
EPS	원	-13,131	-3,065	3,133	15,843	26,488	30,331
PER	배	-7.2	-23.1	38.6	12.0	7.2	6.3
PBR	배	0.7	0.5	0.9	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	-9.8	130.8	14.5	7.1	3.9	3.0
ROE	%	-9.0	-2.2	2.3	10.7	15.6	15.5

Top Picks: HD 현대미포

내년에도 이어질 쾌속항해

- > '25 년 연결 매출액 4 조 9,620 원(+13.7% YoY), 영업이익 3,280 억원 (+255.4% YoY) 전망. '24 년 10 월 잠정 매출액 4,227 억원(MoM +13.5%, YoY +23.9%)으로, 예상 대비 훨씬 빠른 속도의 공정이 진행되는 것을 확인. 공정 속도를 고려하면 '26 년 연간 더블 디짓의 OPM 달성 가능성 높은 상황
- > 주력 선종인 고선가 P/C 선과 더불어 LCO2C, LNGBV 등 고선가 특수 선종까지 더해지며 선종 믹스 효과 계속 기대할 수 있음
- > HD 현대베트남조선의 연간 건조 캐파 기존 15 척에서 23 척까지 확대될 예정임에 따라 점진적인 탑라인과 이익 성장 이어질 전망
- > 투자의견 매수 및 목표주가 145,000 원 유지

HD 현대미포 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,887	3,717	4,039	4,365	4,962	5,475
영업이익	십억원	-217	-109	-153	92	328	517
순이익(지배주주)	십억원	-160	-45	-143	104	262	406
EPS	원	-3,998	-1,116	-3,579	2,598	6,551	10,158
PER	배	-17.5	-75.7	-23.7	42.3	16.8	10.8
PBR	배	1.3	1.6	1.7	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	-15.7	-63.4	-44.4	22.8	9.0	5.7
ROE	%	-7.1	-2.1	-7.0	5.1	11.8	16.0

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도