

발간일자 2023. 11. 01

교보증권 리서치

2024 연간전망

안유동
선임연구원
雲蒸龍變

KYOBOTO
교보증권

조선

견조한 발주, 제한된 공급



안유동
선임연구원

Summary

조선업종의 주가 함수는 수주-인도량=수주잔고

- 수주 받는 선박의 척수가 인도(공급)되는 선박의 척수를 상회할 경우 수주잔고가 증가하기 시작하며 상승 사이클이 시작됨. 실적보단 수주잔고의 증가가(인도량을 상회하는 수주량) 주가 상승의 트리거가 되는 만큼 현대미포조선과 삼성중공업을 Top Picks로 제시. 삼성중공업의 경우 내년 중국 조선소의 수에즈막스급 탱커선 슬롯 소진을 기대하며 본격적인 탱커선 수주가 기대된다는 공통분모에 더해 FLNG(매년 20~35억불 수주 기대)가 +@ 요인이 될 것. 현대미포조선의 경우 중국의 대형 탱커선 슬롯 여유 대비 Aframax급 이하 탱커선의 슬롯 소진은 이미 확인되었기에 중형 탱커선 수주가 기대됨.

지난 선종 발주환경 복기

- 최근 조선업종의 상승 사이클(수주>인도량)은 21년부터 시작됨. 21년에는 공급병목현상으로 인한 컨테이너 대량발주, 22년에는 유럽이 러시아로부터 받던 천연가스를 타국에서 조달 받으며 PNG(파이프)>LNG(해상운송)으로 전환됨에 따라 LNG선이 대량 발주되며 인도량을 상회하는 수주를 달성. 23년에도 카타르 2차 발주 물량을 포함한 견조한 LNG선 발주와 국제해사기구 선박 탄소배출량 규제 강화에 따른 친환경 컨테이너선 발주 등으로 인도량을 상회하는 수주량을 달성 중.

24년도 견조할 것

- 24년은 기존 수주잔고의 선박들의 인도가 본격화되며 공급 과잉 우려가 있는 등 불확실성이 심한 상황. 그러나 탱커선은 현재 공급 측면에서 수주잔량 대비 선복량이 역대 최저치로 원유 수요에 대해선 불확실성이 크나 통상적으로 소재/산업재는 긴 사이클을 갖기에 수요보단 공급측면이 중요하다는 점과 자원 국유화로 에너지 수송의 비효율화가 심화될 것이란 점(더 먼 거리를 항해해야 함)을 미뤄봤을 때 지난 구조조정으로 몇 개 안 남은 조선사들이 이번에도 수혜를 누릴 수 있을 것임. 현재 대형탱커선 중 VLCC는 중국 슬롯 여유가 많아 이들의 저가 입찰을 고려할 때 당분간 수주가 어렵고 수에즈막스는 일부 소진이 있는 것으로 보여(중국 12척 26년 인도, 한국은 26년 2척 인도) 내년 상반기 이후로는 발주 문의가 있을 것. Aframax급 언더의 탱커선은 현재 중국의 26년 슬롯이 거의 다 찼고 국내 조선사는 26년 슬롯의 여유가 있는 상황으로 빨리 인도받고 싶어하는 선사들의 국내 발주가 있을 것임.
- LNG선 역시 27~34년 가동예상 시기의 프로젝트에서 필요한 선박을 고려하면 매년 90척 이상의 발주가 가능해 보이며 컨테이너선 역시 친환경 교체발주가 이어질 것으로 판단하여 올해에도 인도량 만큼의 수주가 가능할 것.

조선

기업분석 안유동 연구원

I . 2024년 선종별 발주환경 점검





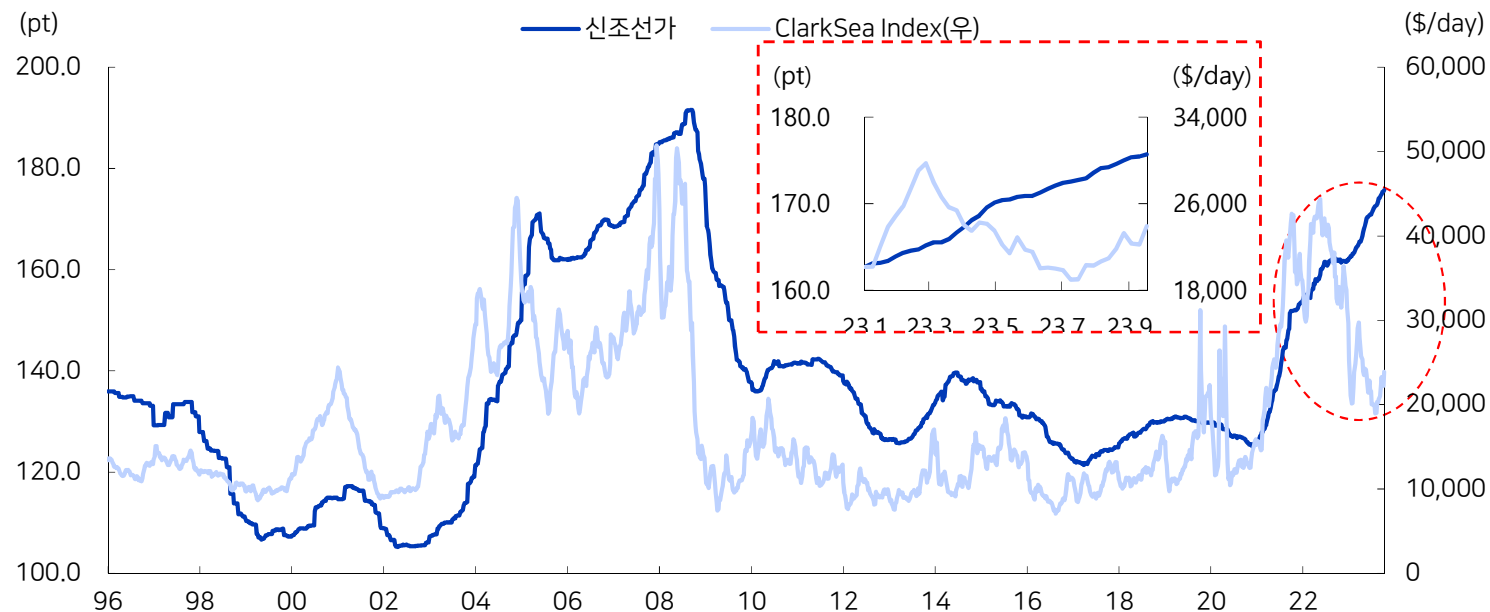
이 페이지는 편집상 공백입니다

2024년 Outlook

▶ 클락슨 신조선가 지수 더 갈 수 있다

- 현재(10월 27일 기준) 클락슨 신조선가 지수는 176.03pt로 2023년 1월 27일 이후 38주 연속 상승세를 기록 중. 클락슨 신조선가 지수는 대표적인 조선업종 주가 선행지표 중 하나로서 170pt 이상을 기록한 것은 2009년 1월 9일 171.96pt 이후 처음
- 그러나 해상운임지수(Clarksea Index)는 하락세가 이어져 신조선가 지수의 하락 전환이 우려되는 상황. 다만 선박의 PER (P=선박의 가격, E=일일 용선료 연율화)으로 살펴본 가격배수 기준으로는 아직 낮은 수준. 현재 선종별 PER은 LNG선 7.0배, LPG선 4.7배, VLCC 8.1배, Bulk 12.1배, 컨테이너 17.5배, MR탱커 5.0배 수준으로 직전 5개년 평균치나 2008~2010년 평균치 대비 저평가 수준 이기에 신조선가 지수는 더욱 상승할 수 있다고 판단함. 또 해상운임지수 역시 7월 이후 반등 추세에 있는 것도 긍정적인 요소.

■ 클락슨 신조선가 지수 및 해상운임 지수 추이

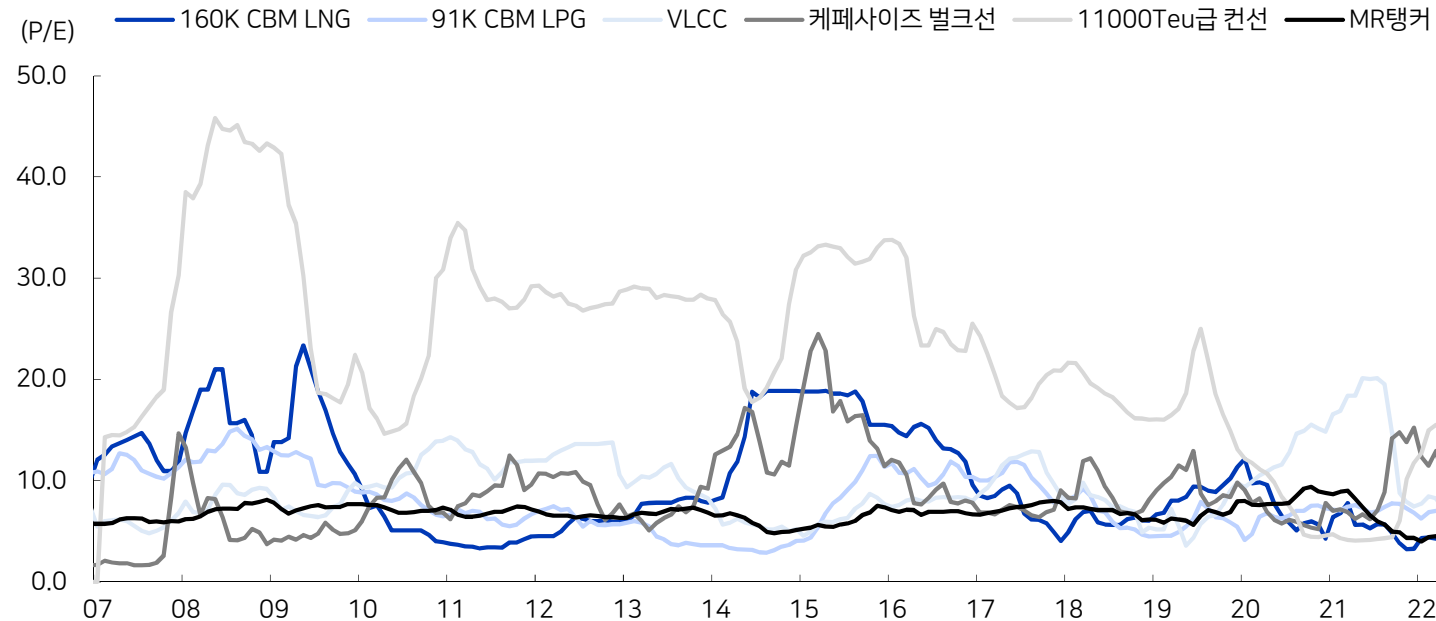


자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

PER(x)	160K cb.m LNG	91K cb.m LPG	VLCC	176~180K dwt Bulk	10~11K Teu Container	47~51K dwt MR
현재	7.0	4.7	8.1	12.1	17.5	5.0
'08~'10년 평균	15.0	11.8	7.3	5.0	29.4	6.9
5년 평균	6.7	7.1	10.3	8.9	14.0	6.8

■ 선종별 PER 배수 추이



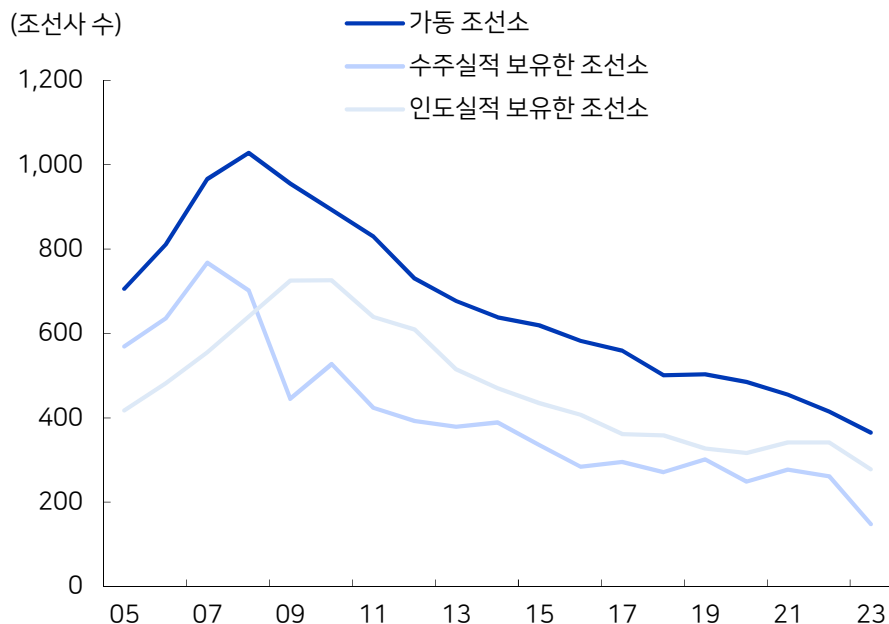
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 2008년 이후 조선사 숫자는 계속 감소 추세

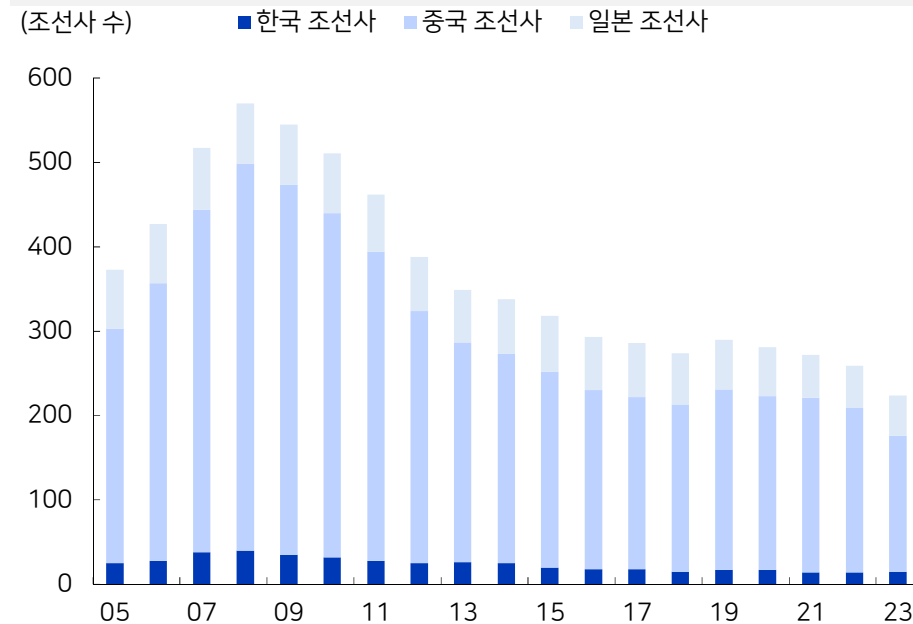
- 통상적으로 소재/산업재는 긴 사이클을 갖기에 수요보단 공급측면이 중요함.
- 중단기적으로는 자원 국유화로 에너지 수송의 비효율화 (더 먼 거리를 항해해야 함), 장기적으로는 선박 탄소배출 규제에 따른 노후 선 교체수요, 친환경 선박 발주 증가로 지난 구조조정으로 몇 개 안 남은 조선사들이 이번에도 수혜를 누릴 수 있을 것임
- 현재 가동 중인 조선사 숫자는 2008년 1,028개에서 지속된 구조조정 끝에 23년 현재 365개까지 감소함. 실제로 선박의 인도를 해 본 경험이 있는 조선사의 숫자 역시 2008년 640개에서 현재 278개까지 급감한 상황

■ 글로벌 조선사 숫자 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 한중일 조선사 숫자 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

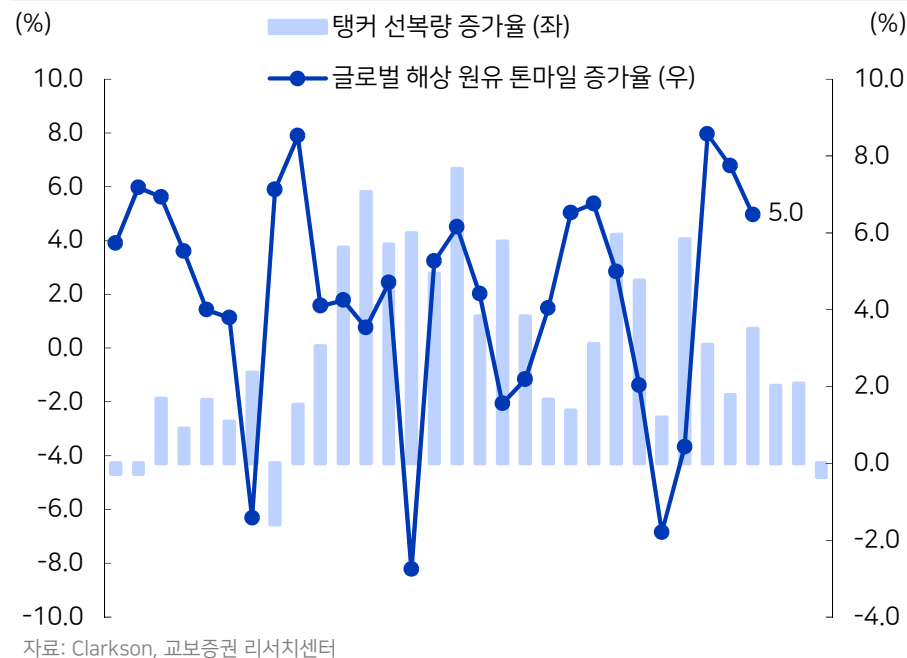
▶ 탱커선: 인도량 상회하는 신조발주 진행 중. 톤마일 상승 대비 여전히 부족한 선복량

- 클락슨은 전쟁으로 인한 여파로 운항거리 비효율성이 발생해 글로벌 해상 원유 물동량 상승은 톤(화물중량) 대비 톤마일(화물중량*이동거리) 상승이 더욱 클 것을 예상하고 있음. 클락슨에서 예상하는 톤 기준 원유 물동량 상승은 23년 2.4%, 24년 3.7%를 예상한 반면 톤마일 기준으로는 23년 6.8%, 24년 5.0%를 예상.
- 이에 반해 탱커선 선복량 증가율은 전반적인 증가율의 감소세가 이어지고 있음. 또한 수주잔고 대비 선복량 역시 5.9% 수준으로 역대 최저치를 기록하고 있어 수요 대비 공급 부족현상이 지속되고 있음.

■ +10K DWT 탱커선 선복량/수주잔고 추이



■ 해상 원유 톤마일, 탱커선 선복량 증가율 추이 및 전망



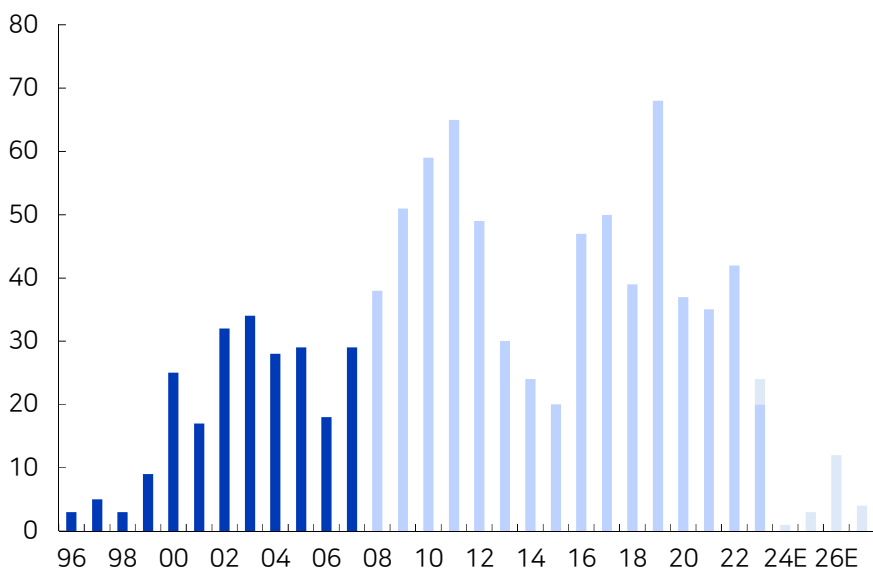
2024년 Outlook

▶ 사이즈별 탱커선 발주 전망-대형탱커선(VLCC, 수에즈막스) 내년 중국 슬롯 소진 기대

- 대형사이즈급 탱커선 발주는 조금 더 기다려야 할 것으로 판단됨. 현재 VLCC(315~320K DWT급)의 신조선가 지수는 1.28억달러 수준인데 올해 8월 16일 기준 중국(Qingdao Beihai SB)에서 수주한 319K DWT급 Ammonia Ready VLCC 수주 단가가 1.1억 달러라는 점에서 중국 쪽의 저가 수주가 이어지고 있고 슬롯 소진(수주잔고 14척)이 아직까지 크지 않다는 점임. 따라서 중국 쪽의 슬롯이 소진되기 시작하는 시점에서 내년 상반기 이후에야 국내 발주 인콰이어리가 있을 것으로 판단됨.
- 수에즈막스급 선형은 올해 말에서 내년 초에 국내 인콰이어리가 있을 것으로 판단됨. 국내 조선사의 25년 인도량은 14척에 달하고 중국 쪽은 7척에 불과하지만 26년 인도량은 중국이 12척, 국내 조선사는 2척으로 26년 슬롯부터 상대적인 여유가 생기기 때문.

■ VLCC 연간 인도량 추이 및 전망

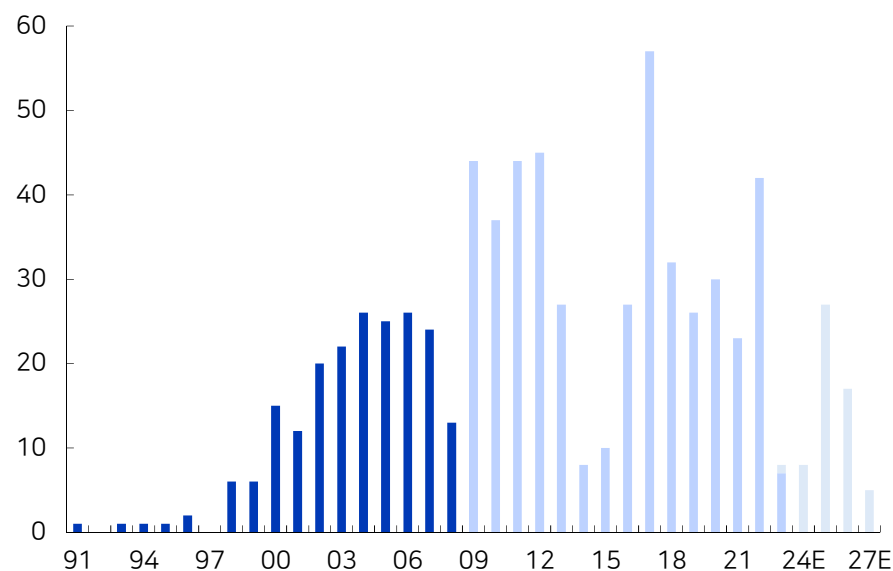
(척수) ■ 노후선 ■ 인도량 ■ 인도예정



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 수에즈막스 연간 인도량 추이 및 전망

(척수) ■ 노후선 ■ 인도량 ■ 인도예정



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

■ 국가, 조선사별 VLCC 수주잔고 및 연간 인도 예정표(척수)

국가	조선사	합계	2023	2024	2025	2026	2027
중국	CSSC (Tianjin)	2	0	0	0	1	1
	Dalian COSCO KHI	4	0	0	1	3	0
	New Times SB	6	0	0	0	3	3
	Qingdao Beihai SB	2	0	0	0	2	0
	합계	14	0	0	1	9	4
한국	Hanwha Ocean	3	3	0	0	0	0
	합계	3	3	0	0	0	0
일본	Imabari SB Saijo	1	1	0	0	0	0
	JMU Ariake Shipyard	3	0	1	0	2	0
	합계	3	0	1	0	2	0

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

■ 국가, 조선사별 수에즈막스 수주잔고 및 연간 인도 예정표(척수)

국가	조선사	합계	2023	2024	2025	2026	2027
중국	COSCO HI (Zhoushan)	2	0	1	1	0	0
	Dalian Shipbuilding	1	0	1	0	0	0
	New Times SB	22	0	2	6	9	5
	Shanghai Waigaoqiao	3	0	0	0	3	0
	합계	28	0	4	7	12	5
한국	DH Shipbuilding	11	0	3	7	1	0
	Hyundai HI (Ulsan)	2	0	0	2	0	0
	Hyundai Samho HI	4	1	1	2	0	0
	Samsung HI	4	0	0	3	1	0
	합계	21	1	4	14	2	0
일본	JMU Ariake Shipyard	4	0	0	2	2	0
	합계	4	0	0	2	2	0

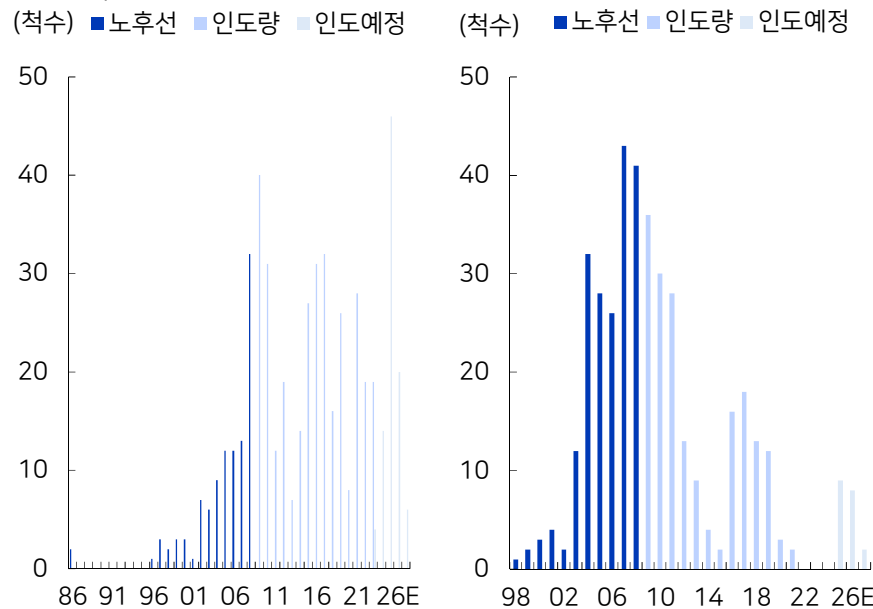
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 사이즈별 탱커선 발주 전망-Aframax급 이하 탱커선(LR2, LR1, MR) 25, 26년 인도물 수주 기대

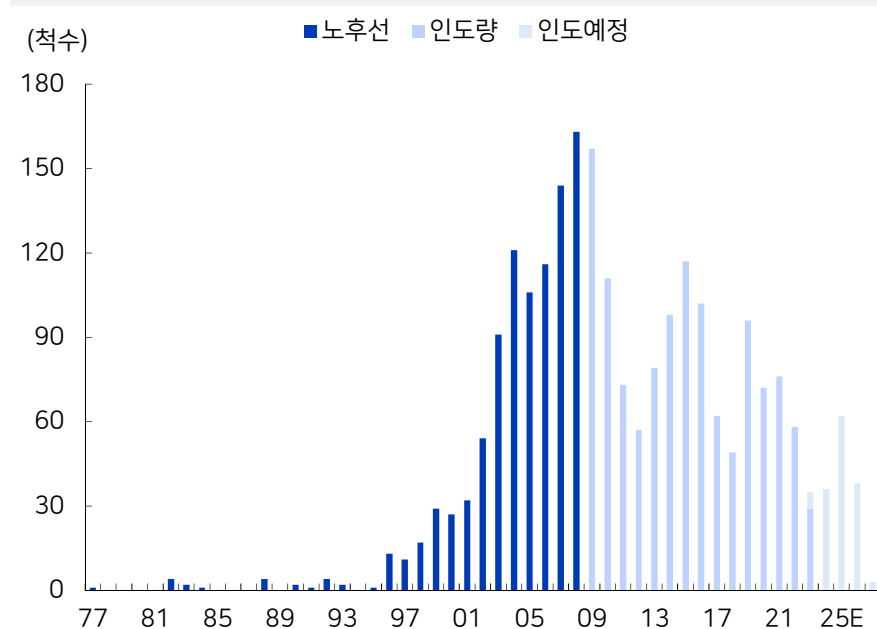
- 중형급 탱커선의 경우 이미 중국 쪽의 슬롯 소진이 이뤄진 것으로 판단됨. 현재 LR2의 경우 중국의 25년 예정 인도량이 37척, 26년 16척 수준으로 타이트해진 상황임.
- 국내 조선사의 경우 25년 인도량은 9척, 26년은 4척 수준으로 중국보다 빠른 납기의 슬롯이 상대적으로 여유가 있어 현대베트남조선으로의 발주가 기대됨. MR탱커의 경우 국내와 중국의 25년 인도 예정량이 34척, 24척으로 양국 모두 슬롯이 거의 소진된 상황. 다만 중국의 경우 26년에 34척을 인도해야 하는 상황인 반면 국내는 2척(현대베트남조선)에 불과하기에 26년 슬롯 여유분에 대해서 현대베트남조선으로의 발주가 기대됨.

■ LR1, LR2 연간 인도량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ MR탱커 연간 인도량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

■ 국가, 조선사별 LR2 수주잔고 및 연간 인도 예정표(척수)

국가	조선사	합계	2023	2024	2025	2026	2027
중국	COSCO HI (Yangzhou)	7	0	0	3	4	0
	GSI Nansha	4	1	1	0	2	0
	Jiangsu New Hantong	3	0	0	3	0	0
	Jiangsu New YZJ	5	0	0	3	2	0
	New Times SB	9	0	2	6	1	0
	Shanghai Waigaoqiao	16	1	0	15	0	0
	Shanhaiguan SB	14	0	0	3	5	6
	Zhoushan Changhong	6	0	0	4	2	0
	합계	64	2	3	37	16	6
한국	Hyundai HI (Ulsan)	4	2	2	0	0	0
	Hyundai Vietnam SB	13	0	5	5	3	0
	K SB (Jinhae)	8	1	4	3	0	0
	DH Shipbuilding	2	0	0	1	1	0
	합계	27	3	11	9	4	0

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

■ 국가, 조선사별 LR1 수주잔고 및 연간 인도 예정표(척수)

국가	조선사	합계	2023	2024	2025	2026	2027
중국	GSI Nansha	4	0	0	0	2	2
	Haidong Shipyard	4	0	0	2	2	0
	Jiangsu New YZJ	8	0	0	4	4	0
	합계	16	0	0	6	8	2
한국	K SB (Jinhae)	2	0	0	2	0	0
	합계	2	0	0	2	0	0
일본	Onomichi Dockyard	1	1	0	0	0	0
	합계	1	1	0	0	0	0

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

■ 국가, 조선사별 MR Tanker 수주잔고 및 연간 인도 예정표(척수)

국가	조선사	합계	2023	2024	2025	2026	2027
중국	Chengxi Shipyard	13	0	1	2	10	0
	CSBC (Kaohsiung)	1	0	1	0	0	0
	GSI Nansha	13	0	1	4	8	0
	Jiangsu New YZJ	8	0	0	1	7	0
	New Times SB	12	0	5	5	2	0
	Penglai Jinglu SY	1	1	0	0	0	0
	Taizhou Sanfu	4	0	0	0	4	0
	Yangzi-Mitsui SB	14	0	0	11	3	0
	Zhoushan Changhong	2	0	1	1	0	0
	합계	68	1	9	24	34	0
한국	Hyundai Mipo	27	0	5	22	0	0
	Hyundai Vietnam SB	20	2	6	10	2	0
	K SB (Jinhae)	17	2	13	2	0	0
	합계	64	4	24	34	2	0
일본	Minaminippon (Ozai)	6	1	0	2	2	1
	합계	6	1	0	2	2	1
러시아	Zvezda Shipbuilding	3	2	1	0	0	0
	합계	3	2	1	0	0	0

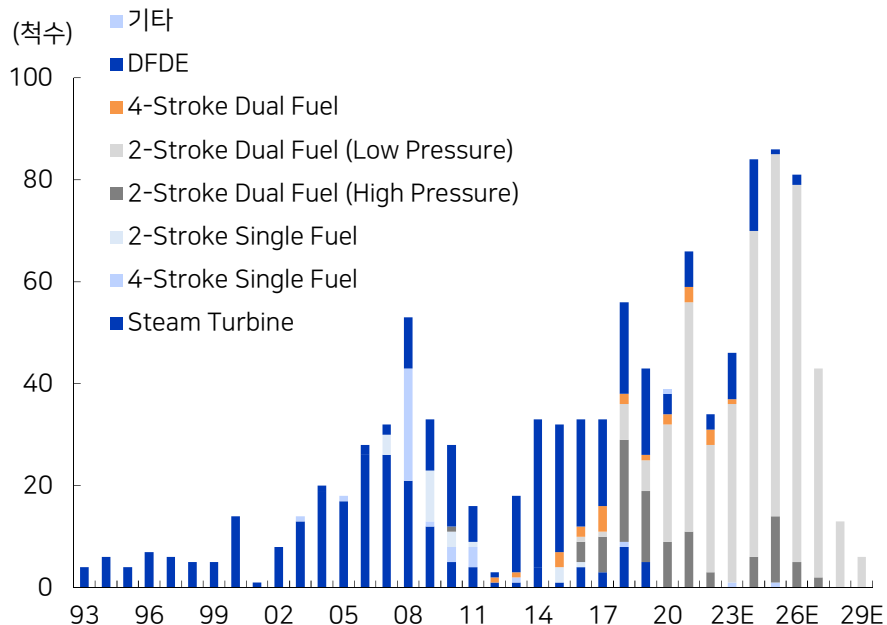
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ LNG선 24년 이후 인도량 급증에도 발주는 꾸준히 이뤄질 전망(연평균 90척 발주 예상)

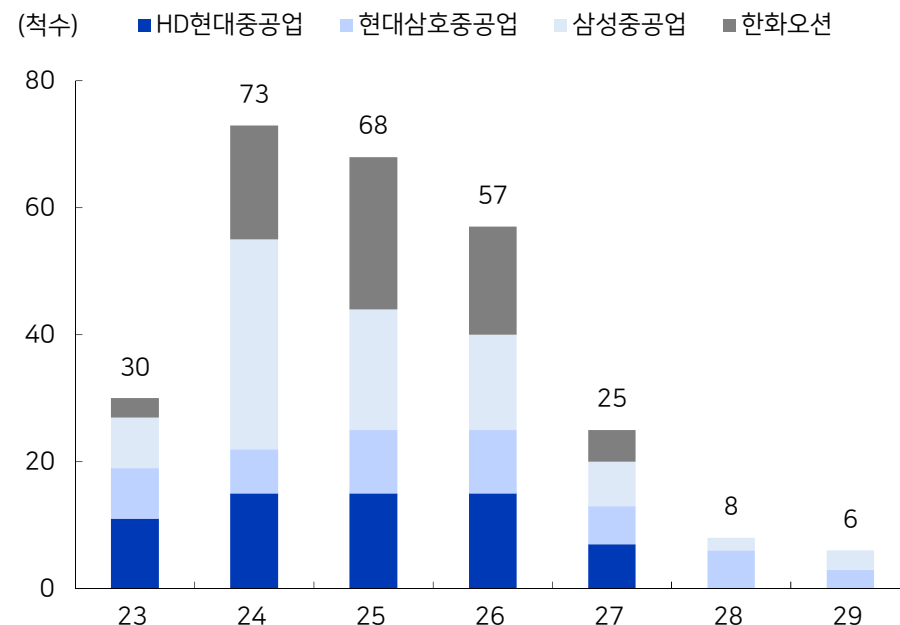
- '00~'20년 평균 35척 발주되는 수준이었던 LNG선은 21년 리오프닝에 따른 천연가스 수요 상승으로 인해 83척, 22년 러시아-우크라이나 전쟁으로 유럽의 천연가스 조달이 PNG→LNG(육상→해상)로 대체됨에 따라 185척 발주되며 국내 조선사 주가 상승의 초석이 되었음. 올해 LNG선 발주는 현재 43척 수준(국내조선사 32척)에 불과한 상황이지만 카타르 2차 발주 물량 40척을 포함할 경우 평년 대비 강한 발주 모멘텀이 이어지는 상황임.
- 24년에도 이미 예정되어있는 LNG선 프로젝트 상 LNG선 발주는 견고할 것으로 기대함. LNG선 발주량은 연평균 90척 정도를 예상함. 이는 이후 LNG 프로젝트 중 FEED 및 제안 단계에서 2027년~2034년(8년간 796척, 매년 100척이나 프로젝트 중단 등의 리스크 등을 고려해서 90척으로 예상)에 가동이 예상되는 프로젝트의 필요한 LNG선 예상 척수 합계를 연평균화한 수치임. 국내 조선사는 이 중 매년 70척 내외를 꾸준히 수주할 것으로 기대함.

■ LNG선 연간 인도량 추이 및 전망



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 국내조선사 연간 LNG선 인도예정량



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

국가	프로젝트	수출 Capa.	상태	기존 가동 계획	가동 예상시기	예상 선박사이즈	예상 필요선박
Indonesia	Tangguh LNG Train 3	3.80	착공	2015	2023	155,000	2
Mexico	Altamira Fast LNG	2.80	착공	2023	2023	174,000	5
United States	Golden Pass LNG Train 1	6.00	착공	2018	2024	174,000	9
Mauritania	Tortue West Ahmeyim 1 (FLNG)	2.50	착공	2021	2024	174,000	2
Russia	Arctic LNG 2 Train 1	6.60	착공	2023	2024	174,000	9
Russia	Arctic LNG 2 Train 2	6.60	착공		2024	174,000	9
Congo	Marine XII Phase 1 (FLNG)	0.60	착공	2024	2024	174,000	1
Nigeria	Nigeria LNG Train 7	4.20	착공	2012	2025	174,000	6
Canada	LNG Canada	14.00	착공	2018	2025	174,000	15
Indonesia	Sengkang LNG Train 1	0.50	착공	2009	2025	174,000	1
United States	Golden Pass LNG Train 2	6.00	착공		2025	174,000	9
United States	Golden Pass LNG Train 3	6.00	착공		2025	174,000	8
United States	Corpus Christi LNG Train 4	1.40	착공	2025	2025	174,000	3
United States	Corpus Christi LNG Train 5	1.40	착공		2025	174,000	3
United States	Corpus Christi LNG Train 6	1.40	착공		2025	174,000	3
United States	Corpus Christi LNG Train 7	1.40	착공		2025	174,000	3
United States	Corpus Christi LNG Train 8	1.40	착공		2025	174,000	3
United States	Corpus Christi LNG Train 9	1.40	착공		2025	174,000	3
Qatar	North Field LNG Expansion Train 1	7.80	착공	2023	2025	174,000	9
Mexico	Energia Costa Azul LNG	2.40	착공		2025	174,000	4
United States	Plaquemines LNG	10.00	착공	2022	2025	174,000	16
Russia	Baltic LNG	13.00	착공	2021	2026	174,000	14
Mozambique	Mozambique LNG	13.10	착공	2018	2026	174,000	17
United States	Corpus Christi LNG Train 10	1.40	착공		2026	174,000	3
Russia	Arctic LNG 2 Train 3	6.60	착공		2026	174,000	9
Qatar	North Field LNG Expansion Train 2	7.80	착공		2026	174,000	8
Qatar	North Field LNG Expansion Train 3	7.80	착공		2026	174,000	9
Australia	Pluto LNG Train 2	5.00	착공		2026	174,000	4
Qatar	North Field LNG Expansion Train 4	7.80	착공		2026	174,000	8
Congo	Marine XII Phase 2 (FLNG)	2.40	착공	2026	2026	174,000	3
Gabon	Cap Lopez (FLNG)	0.70	착공	2026	2026	174,000	1
United States	Port Arthur LNG	13.50	착공	2026	2027	174,000	29
United States	Rio Grande LNG Phase 1	16.20	착공	2026	2027	174,000	35
United States	Driftwood LNG 1	5.50	착공	2022	2027	174,000	12
United States	Driftwood LNG 2	5.50	착공	2027	2027	174,000	12
United States	Plaquemines LNG Phase 2	10.00	착공	2027	2027	174,000	22
Malaysia	ZFLNG (FLNG)	2.50	착공		2027	174,000	3
소계 (착공)		207.0					312.0

2024년 Outlook

국가	프로젝트	수출 Capa.	상태	기존 가동 계획	가동 예상시기	예상 선박사이즈	예상 필요선박
United States	Port Delfin 1 (FLNG)	3.30	FEED	2021	2026	174,000	7
Canada	Woodfibre LNG	2.10	FEED	2017	2027	174,000	2
United States	Lake Charles LNG Train 1	5.50	FEED	2027	2027	174,000	12
United States	Lake Charles LNG Train 2	5.50	FEED		2027	174,000	12
Mexico	Puerto Libertad LNG	14.00	FEED	2027	2027	174,000	23
Qatar	North Field LNG Expansion Train 5	7.80	FEED		2027	174,000	9
Papua N. Guinea	PNG LNG Expansion	2.70	FEED	2027	2027	174,000	3
United States	Gulf LNG Phase 1	5.00	FEED	2028	2028	174,000	11
United States	Lake Charles LNG Train 3	5.50	FEED		2028	174,000	12
United States	Alaska LNG	20.00	FEED	2023	2028	174,000	19
Israel	Leviathan (FLNG)	4.50	FEED		2028	174,000	3
Canada	Cedar (FLNG)	3.00	FEED	2027	2028	174,000	3
United States	Cameron LNG Train 4	6.80	FEED	2028	2028	174,000	15
United States	Freeport LNG Train 4	5.10	FEED	2028	2028	174,000	11
United States	Eagle LNG	0.90	FEED	2028	2028	40,000	1
Canada	Ksi Lisims (FLNG)	12.00	FEED		2028	174,000	13
Qatar	North Field LNG Expansion Train 6	7.80	FEED		2028	174,000	8
Mexico	Amigo LNG Train 1	3.90	FEED	2028	2028	174,000	7
Mexico	Amigo LNG Train 2	3.90	FEED	2028	2028	174,000	6
Canada	LNG Canada Phase 2	14.00	FEED		2028	174,000	15
United States	CP2 LNG Phase 1	10.00	FEED	2028	2028	174,000	22
U.A.E.	Al Ruwais LNG	9.60	FEED		2028	174,000	10
United States	Sabine Pass Expansion	20.00	FEED	2028	2028	174,000	44
United States	Texas LNG	2.00	FEED	2029	2029	174,000	4
United States	Commonwealth LNG	9.40	FEED	2021	2029	174,000	18
Papua N. Guinea	Papua LNG	5.60	FEED	2029	2029	174,000	5
United States	Gulf LNG Phase 2	5.00	FEED	2021	2029	174,000	10
United States	Delta LNG Phase 1	10.00	FEED	2029	2029	174,000	22
Australia	Equus (FLNG)	2.00	FEED	2029	2029	174,000	2
Mozambique	Rovuma LNG	7.60	FEED	2020	2030	174,000	10
United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.40	FEED	2030	2030	174,000	9
Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.40	FEED		2030	174,000	2
United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.40	FEED	2030	2030	174,000	9
United States	Rio Grande LNG Phase 2	10.80	FEED		2030	174,000	24
United States	Delta LNG Phase 2	10.00	FEED	2030	2030	174,000	22
Russia	Yakutia LNG	18.00	FEED	2027	2030	174,000	8
소계 (FEED)		267.5					413.0

2024년 Outlook

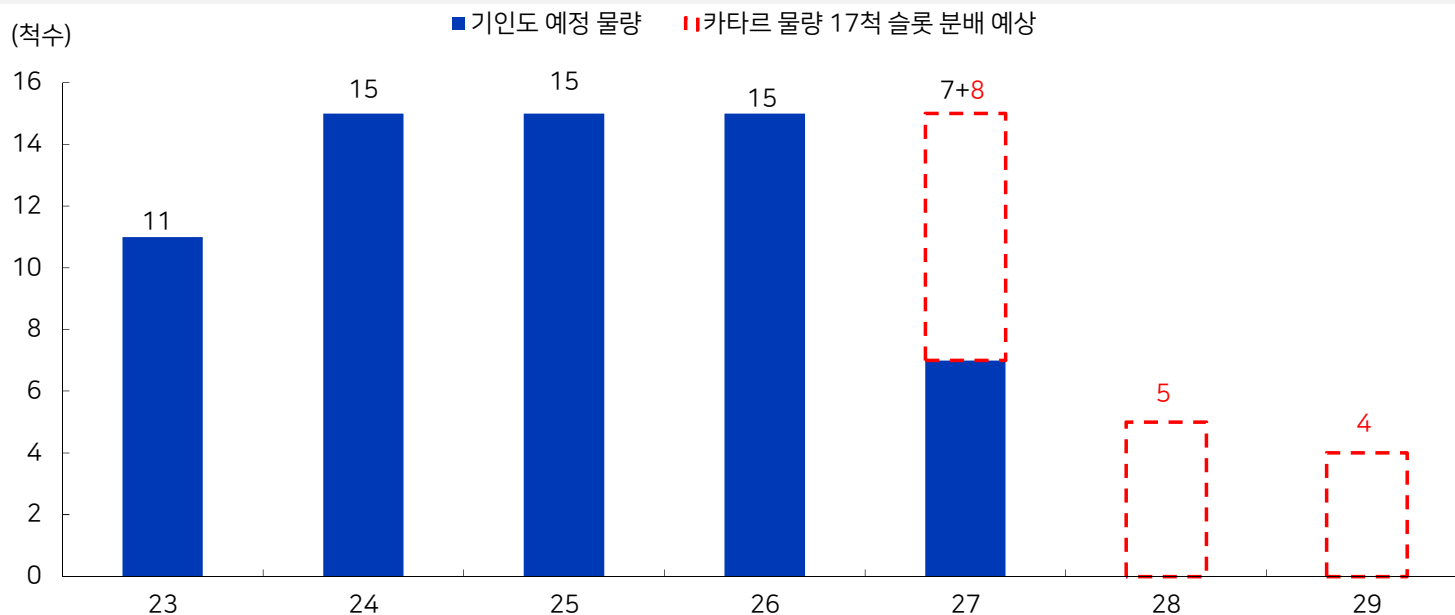
국가	프로젝트	수출 Capa.	상태	기존 가동 계획	가동 예상시기	예상 선박사이즈	예상 필요선박
Mexico	Lakach Fast LNG	1.40	PRO	2024	2024	174,000	2
Denmark	Denmark bioLNG	0.00	PRO		2024	10,000	1
Mauritania	Banda LNG (Fast LNG)	1.40	PRO	2025	2025	174,000	2
Oman	Marsa LNG	1.00	PRO	2026	2026	174,000	1
United States	Grand Isle LNG	2.10	PRO	2026	2026	174,000	4
Australia	Darwin LNG Phase 2	6.30	PRO		2027	174,000	7
Russia	Sakhalin I LNG	6.20	PRO		2027	174,000	3
Mozambique	Coral South 2 (FLNG)	3.40	PRO		2027	174,000	4
Mauritania	Tortue West Ahmeyim 2 (FLNG)	2.50	PRO	2023	2027	174,000	3
Canada	Kwispaa LNG	12.00	PRO	2024	2027	174,000	12
Cyprus	Vasiliko LNG	5.00	PRO		2027	174,000	5
Gabon	Boudji (FLNG)	2.00	PRO		2027	174,000	2
Mozambique	Mamba Phase 2 (FLNG 1)	2.00	PRO		2027	174,000	2
Australia	Arnhem/Pinhoe (FLNG)	1.50	PRO		2027	174,000	2
Argentina	Vaca Muerta LNG	5.00	PRO		2027	174,000	5
United States	Avocet 1 (FLNG)	4.00	PRO		2027	174,000	8
United States	CP2 LNG Phase 2	10.00	PRO	2026	2027	174,000	22
Canada	Goldboro (FLNG)	2.80	PRO	2026	2027	174,000	2
Mexico	Vista Pacifico LNG	4.00	PRO		2027	174,000	4
Russia	Yamal LNG Train 5	6.60	PRO		2027	174,000	10
Indonesia	Abadi LNG	9.50	PRO	2023	2028	174,000	6
Australia	Ichthys LNG Train 3	4.50	PRO		2028	174,000	5
United States	Port Arthur LNG Phase 2	13.50	PRO		2028	174,000	28
United States	Port Delfin 2 (FLNG)	3.30	PRO		2028	174,000	7
Senegal	Tortue West Ahmeyim 3 (FLNG)	2.00	PRO		2028	174,000	2
United States	Driftwood LNG 4	5.50	PRO	2022	2028	174,000	12
Nigeria	Nigeria LNG Train 8	7.10	PRO		2028	174,000	8
Indonesia	Donggi Senoro LNG Phase 2	0.70	PRO	2028	2028	130,000	1
Russia	Vysotsk LNG Train 3	0.30	PRO	2028	2028	11,000	1
Mozambique	Mamba Phase 2 (FLNG 2)	2.00	PRO		2028	174,000	2
United States	Qilak LNG	4.00	PRO	2028	2028	174,000	4
Russia	Arctic LNG 1 Train 1	6.70	PRO	2026	2028	174,000	7
United States	Avocet 2 (FLNG)	4.00	PRO		2028	174,000	9
Papua N. Guinea	Pasca (FLNG)	0.50	PRO		2028	174,000	1
Nigeria	Yoho (FLNG)	1.20	PRO		2028	174,000	2
Senegal	Yakaar-Teranga LNG	10.00	PRO		2028	174,000	10
Equatorial Guinea	Fortuna (FLNG)	1.50	PRO		2028	174,000	1
Venezuela	Jose Antonio Anzoategui (FLNG)	1.00	PRO	2028	2028	174,000	1
Canada	Kitimat LNG Phase 1	12.00	PRO	2013	2029	174,000	10
Russia	Vladivostok LNG	1.50	PRO	2029	2029	174,000	1
Tanzania	Tanzania LNG	15.00	PRO	2021	2029	174,000	10
United States	Port Delfin 3 (FLNG)	3.30	PRO		2029	174,000	7
Senegal	Tortue West Ahmeyim 4 (FLNG)	2.00	PRO		2029	174,000	2
United States	Driftwood LNG 5	5.50	PRO	2022	2029	174,000	12
Djibouti	Djibouti (FLNG)	3.00	PRO	2021	2029	174,000	3
Russia	Arctic LNG 3	20.00	PRO		2029	174,000	20
Russia	Black Sea LNG	0.50	PRO		2029	40,000	2
Mauritania	BirAllah Orca (FLNG)	3.00	PRO		2029	174,000	3
Russia	Arctic LNG 1 Train 2	6.70	PRO		2029	174,000	7
Russia	Murmansk LNG	20.40	PRO		2029	174,000	42
Timor-Leste	Greater Sunrise LNG	8.00	PRO		2030	174,000	8
United States	Port Delfin 4 (FLNG)	3.30	PRO		2030	174,000	7
Canada	Discovery LNG	20.00	PRO		2030	174,000	20
Russia	Arctic LNG 1 Train 3	6.70	PRO		2030	174,000	7
Canada	Grassy Point (FLNG)	2.50	PRO	2030	2030	174,000	3
Nigeria	Brass LNG	10.00	PRO		2030	174,000	10
United States	Driftwood LNG 3	5.50	PRO	2032	2032	174,000	12
Canada	Kitimat LNG Phase 2	6.00	PRO		2032	174,000	5
Namibia	Graff (FLNG)	2.00	PRO		2034	174,000	1
	소계 (FEED)	313.40					400.0

2024년 Outlook

▶ HD현대중공업, 24년 LNG선 인도하는 만큼은 수주할 것

- 조선사별로 살펴보면 HD현대중공업의 올해 LNG선 인도 예정량은 현재 15척으로 올해 11척의 신규수주량을 앞서는 상황이나 카타르 2차 발주 물량 17척(27년 8척, 28년 9척 인도예상)을 감안할 경우 인도량을 상회하는 수주량을 달성함.
- 내년 HD현대중공업의 LNG선 수주예상 척수는 국내 4개 대형조선사(HD현대중공업, 현대삼호중공업, 삼성중공업, 한화오션)가 국내 LNG선 예상 수주(70척)를 고루 가져간다고 가정했을 경우 17~18척 수준으로 이는 24년 15척의 인도량보다 높은 척수.

■ HD현대중공업 LNG선 예상 인도량



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

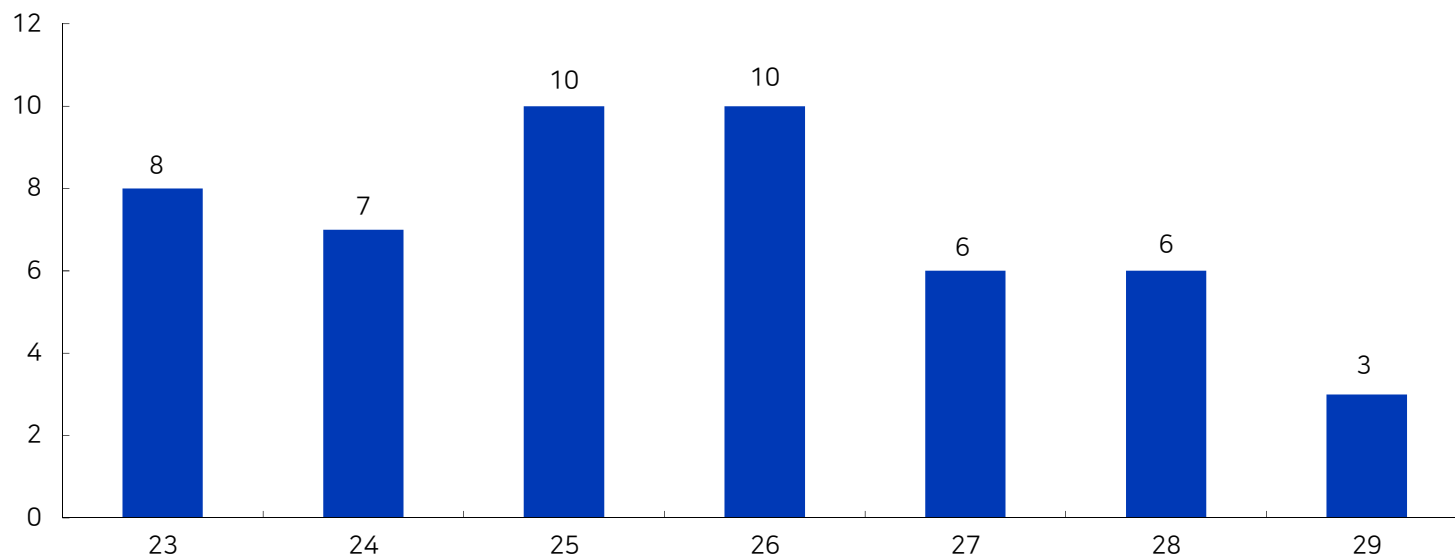
2024년 Outlook

▶ 현대삼호중공업, 24년 LNG선 인도하는 만큼은 수주할 것

- 현대삼호중공업의 경우도 올해 LNG선 신규수주 척수는 현재 9척으로 올해 8척의 인도 예정량을 앞서는 상황.
- HD현대중공업과 마찬가지로 국내 LNG선 수주풀 70척 수준을 균등하게 받는다고 가정 시 17~18척을 수주할 수 있음. 여기에 이월된 모잠비크 프로젝트 9척을 감안할 경우 내년 수주는 약 26~27척으로 7척의 인도량을 상회하는 수주가 가능할 것으로 판단됨.

■ HD현대삼호중공업 LNG선 예상 인도량

(척수)



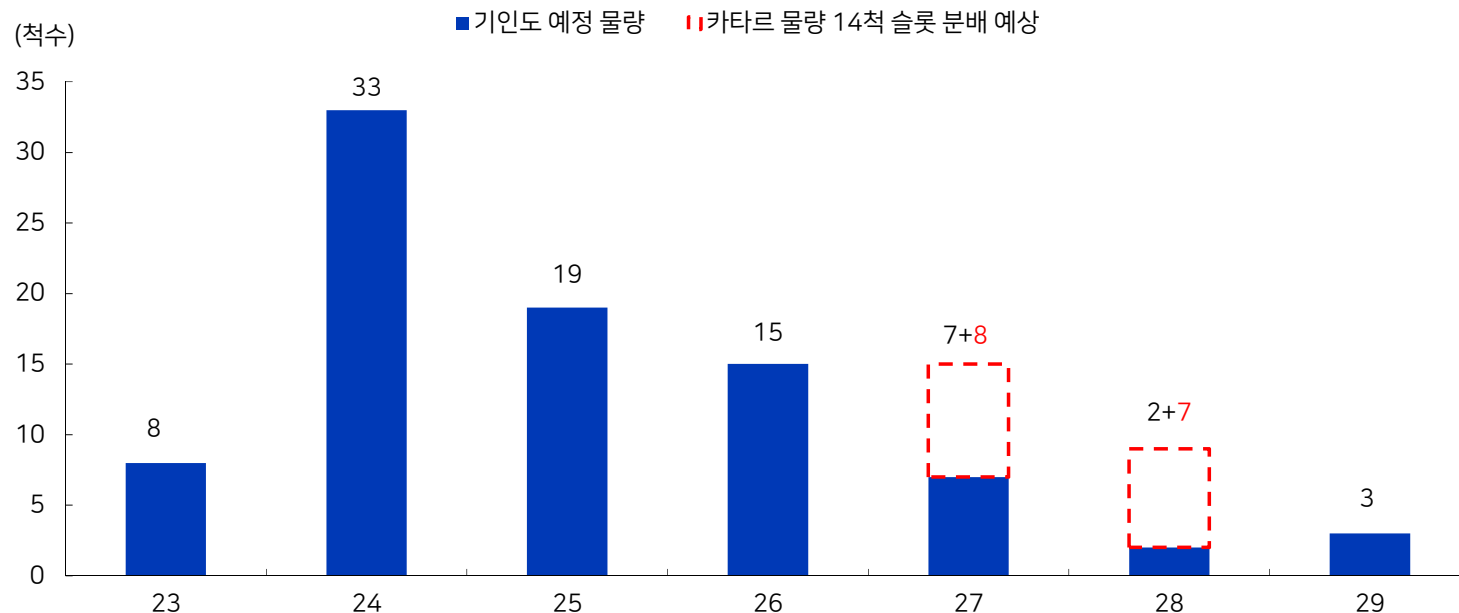
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 삼성중공업, 알려진 연간 공급능력과 비교 시 24년 수주량과 인도량 유사할 듯

- Clarkson 데이터 상 삼성중공업의 24년 인도량은 33척 수준으로 수주량을 상회할 것으로 보인다.
- 다만 이는 회사의 공급능력(20척 수준)과는 괴리가 있는 수치로 정확한 데이터는 아닌 것으로 보인다.
- 만약 회사의 공급능력을 기준으로 24년 인도 가능 척수가 20척 수준이라고 볼 경우, 국내 수주풀 70척을 국내 조선 4개사가 균등하게 받는다는 가정 시 17~18척+이월된 모잠비크 프로젝트 8척=총 25~26척 수주가 가능하기에 인도량을 상회하는 수주를 기록할 전망이다.

■ 삼성중공업 LNG선 예상 인도량



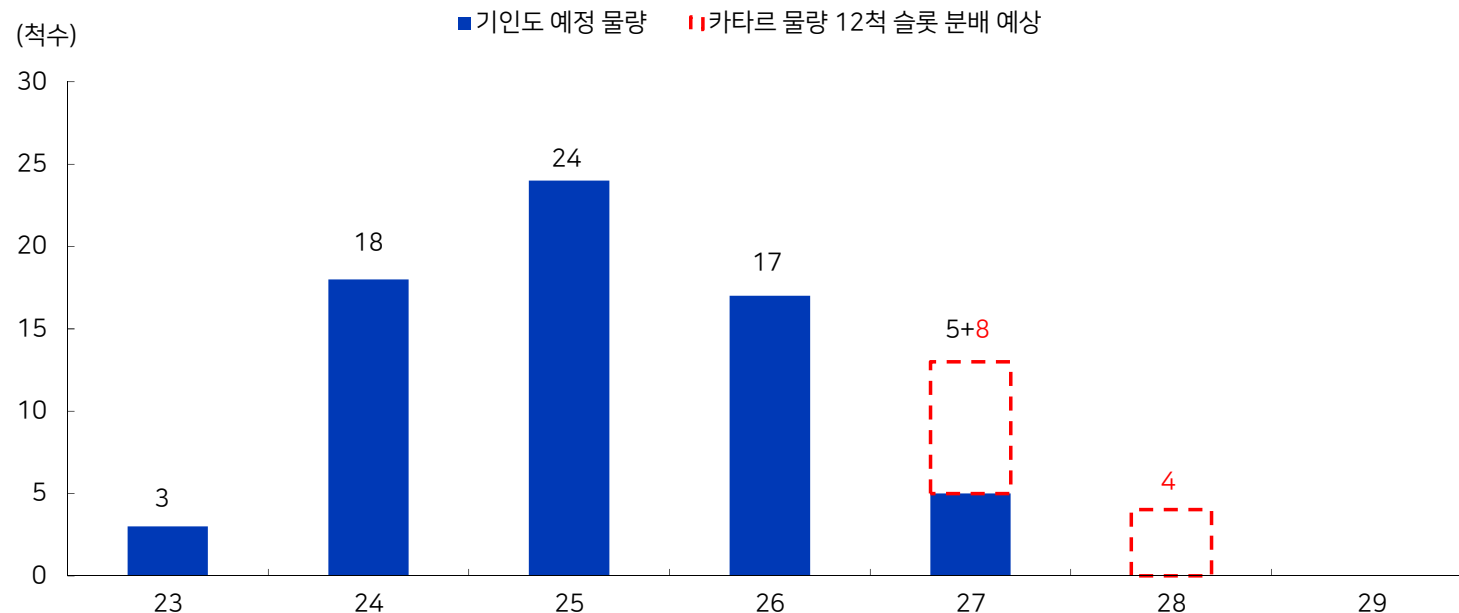
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 한화오션, 28년, 29년 슬롯 여유존재

- 한화오션의 내년 LNG선 수주량과 인도 예정량은 비슷한 수준일 것으로 추정됨(앞선 조선사들과 마찬가지로 논리).
- 한화오션의 올해 LNG선 수주 척수는 5척으로 인도 예정량 3척을 상회 중이다. 여기에 카타르 물량 12척 수주 감안 시 올해 LNG선 수주척수는 17척이 될 전망.
- 올해 다른 대형조선사 대비 수주 달성률은 낮은 상황이나 LNG선 납기 측면에서 다른 조선사 대비 여유가 있는 만큼 내년에는 고선가 LNG선 물량의 수주가 기대됨.

■ 한화오션 LNG선 예상 인도량



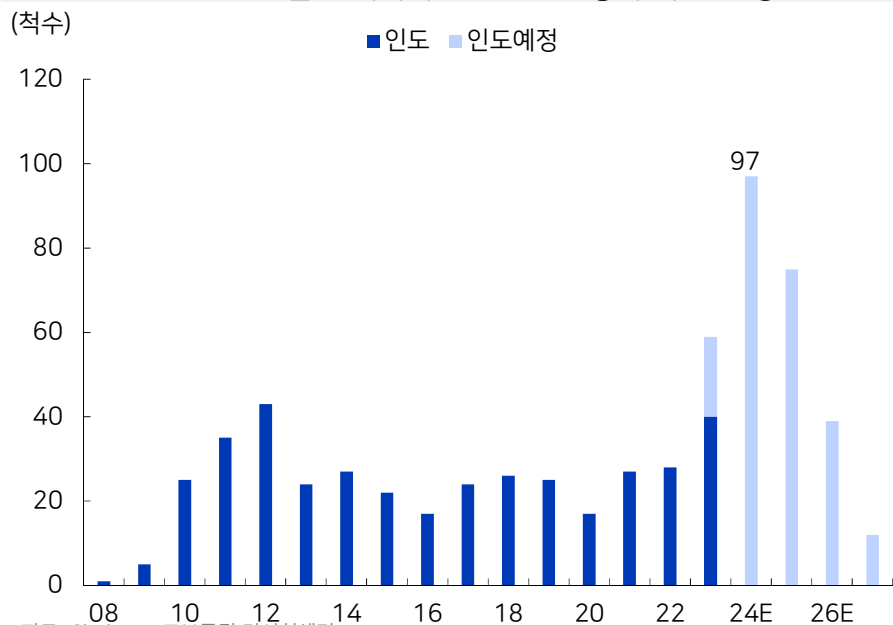
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

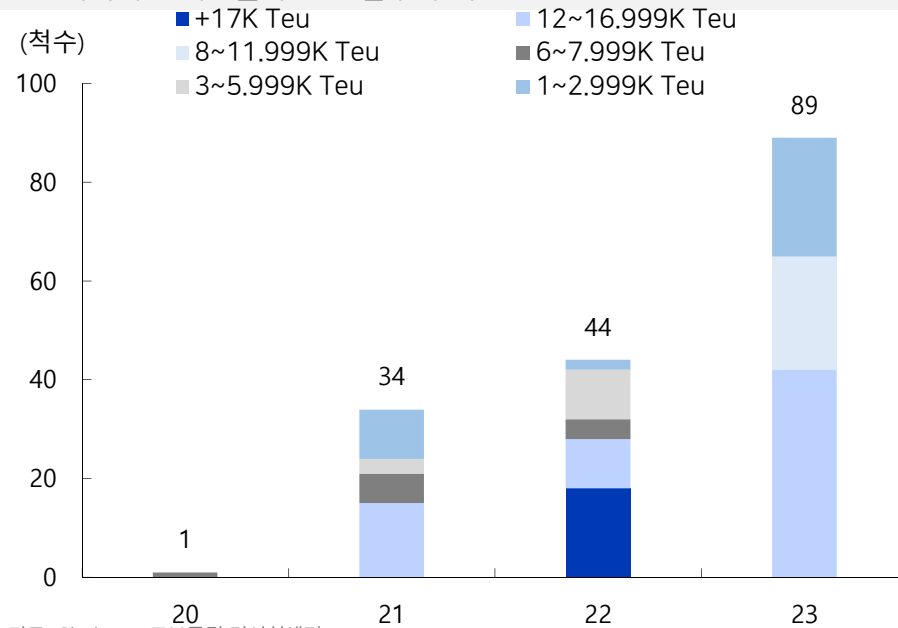
▶ 컨테이너선, 운임 하락과 인도량 급증으로 신조발주 여건은 부정적이나 친환경 교체수요 기대 유효

- 2021년 대량 발주된 컨테이너선의 선박들의 인도가 24년 본격화 될 전망. 운임 역시 정상화된 상황(21~22년 대비로는 급감)으로 신조발주 여건은 부정적임. 그러나 컨테이너선은 환경규제에 대해 가장 적극적으로 나설 수 밖에 없는 선종인만큼 친환경 선박으로의 교체발주가 내년에도 이어질 것. 여러 이유가 있지만 먼저 컨테이너선 주로 완제품을 나르는 선박이기 때문. 완제품은 시간이 지나면 그 가치가 하락하거나, 기능상의 문제가 발생할 가능성이 높음. 예를 들어, 유조선이 나르는 유류, 벌크선이 나르는 철광석의 기능과 가치는 단순히 운송 기간이 길어진다고 해서 변화하지 않음. 반면, 완제품은 소비자들의 기호 변화와 유행 등의 이슈로 인해 상대적으로 빠른 운송이 필요함.
- 실제로 메탄올+암모니아 추진 컨테이너선의 글로벌 수주잔고는 총 168척인데 운임 급등분을 다 토해낸 이후(정상화)인 2023년 이후 발주분이 89척으로 53.0%를 차지함. 앞으로도 LNG 추진선 이후의 미래 대안 에너지를 사용할 선박의 수요는 지속될 것으로 판단함.

■ 12~16.999K Teu급 컨테이너선 연간 인도량 추이 및 전망



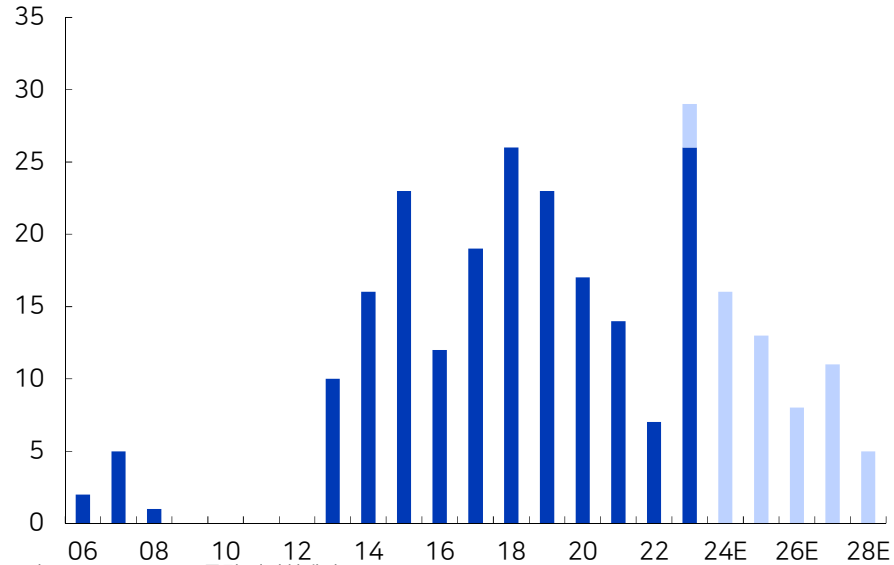
■ 컨테이너선 메탄올 추진선 발주 추이



■ +17K Teu급 컨테이너선 연간 인도량 추이 및 전망

(척수)

■ 인도 ■ 인도예정

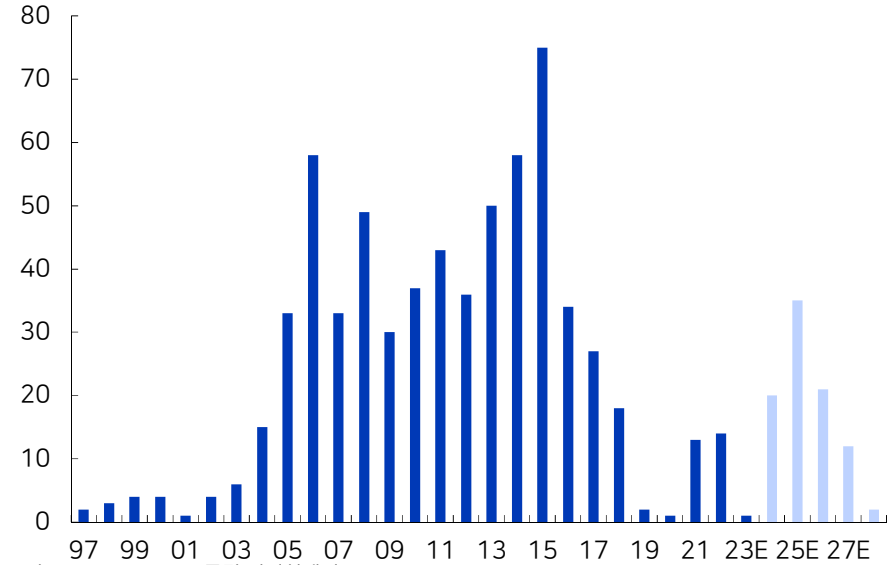


자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 8~11.999K Teu급 컨테이너선 연간 인도량 추이 및 전망

(척수)

■ 인도 ■ 인도예정

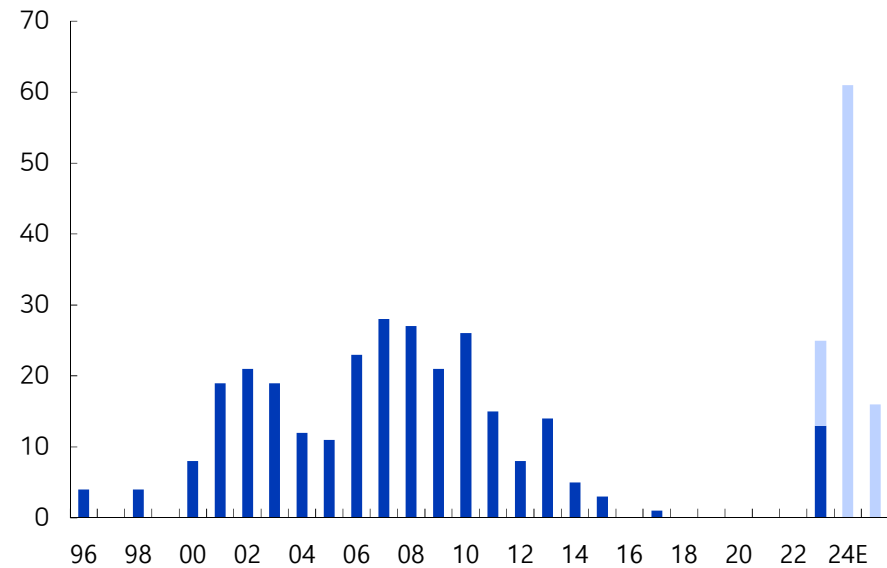


자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 6~7.999K Teu급 컨테이너선 연간 인도량 추이 및 전망

(척수)

■ 인도 ■ 인도예정

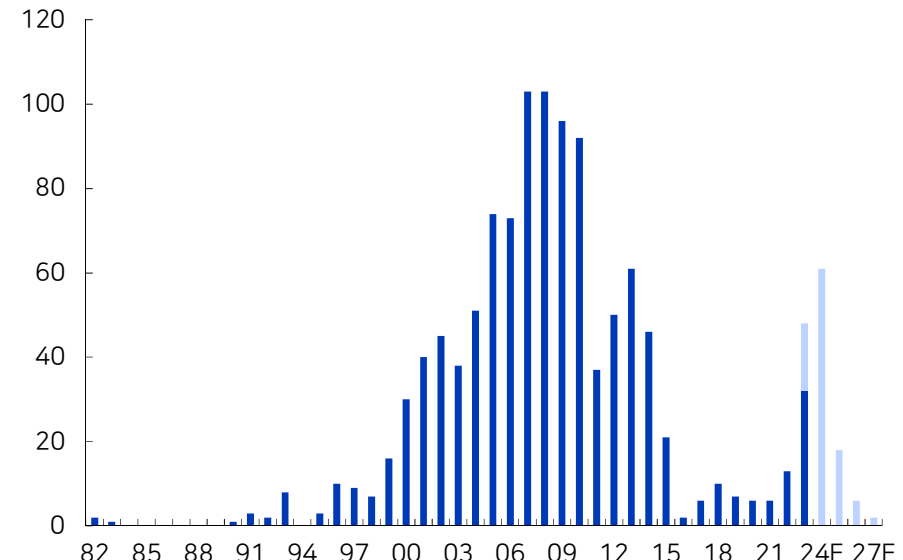


자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 3~5.999K Teu급 컨테이너선 연간 인도량 추이 및 전망

(척수)

■ 인도 ■ 인도예정

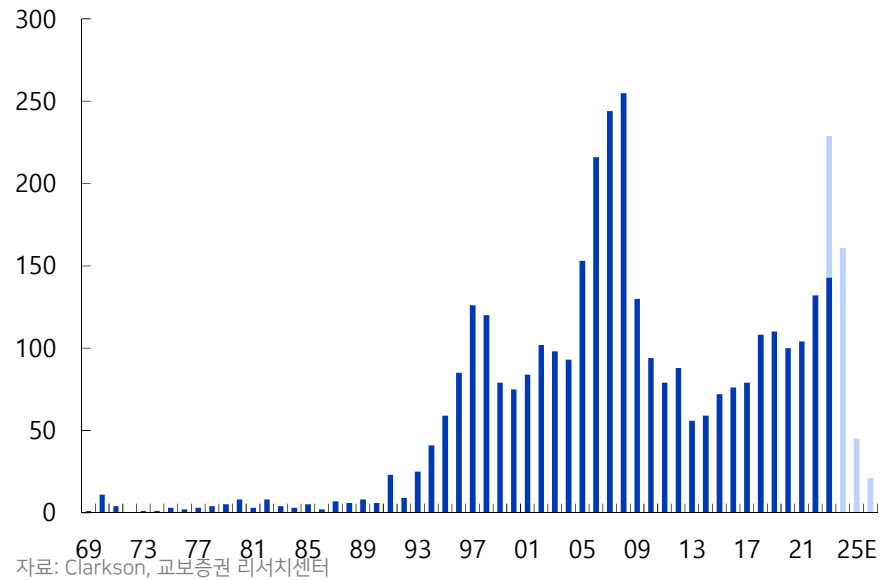


자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

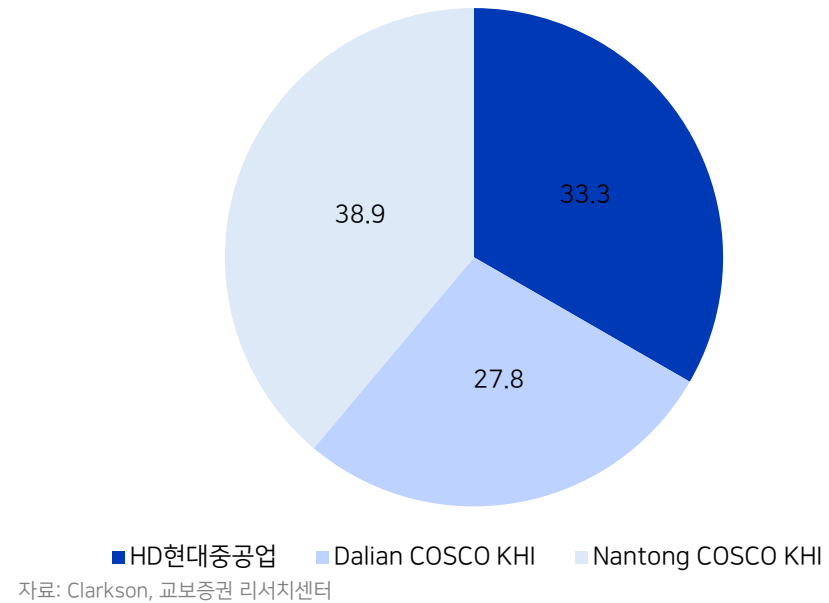
■ +1~2.999K Teu급 컨테이너선 연간 인도량 추이 및 전망

(척수)

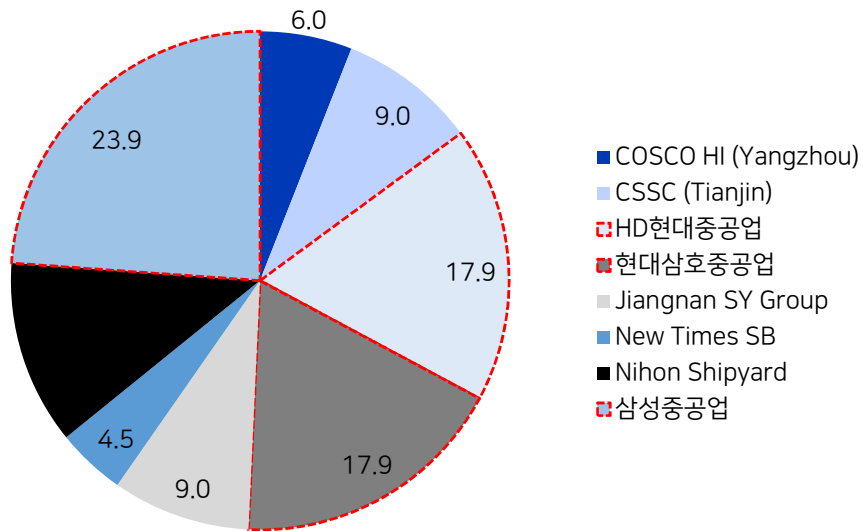
■ 인도 ■ 인도예정



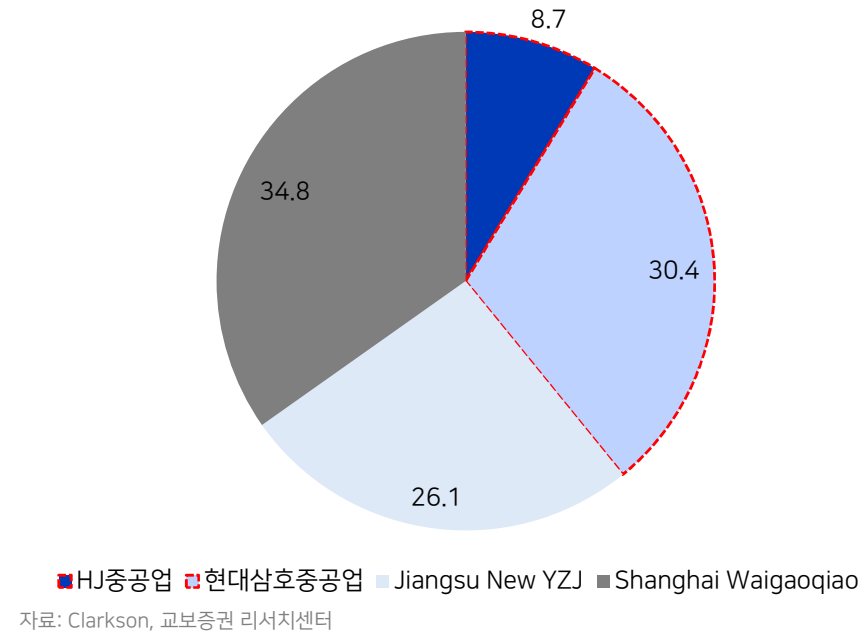
■ +17K Teu급 친환경 연료 추진 컨테이너선 점유율



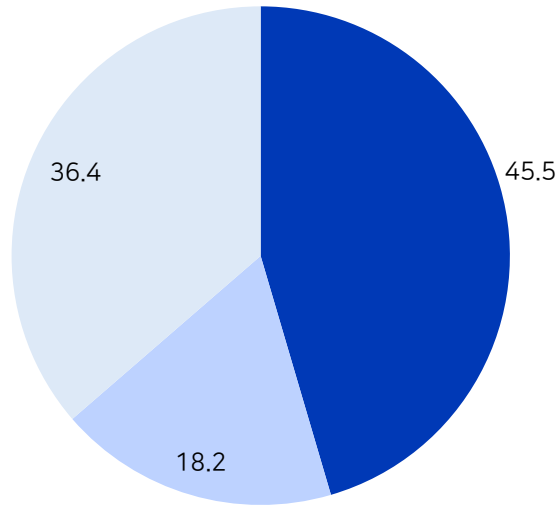
■ 12~16.999K Teu급 친환경 연료 추진 컨테이너선 점유율



■ 8~11.999K Teu급 친환경 연료 추진 컨테이너선 점유율



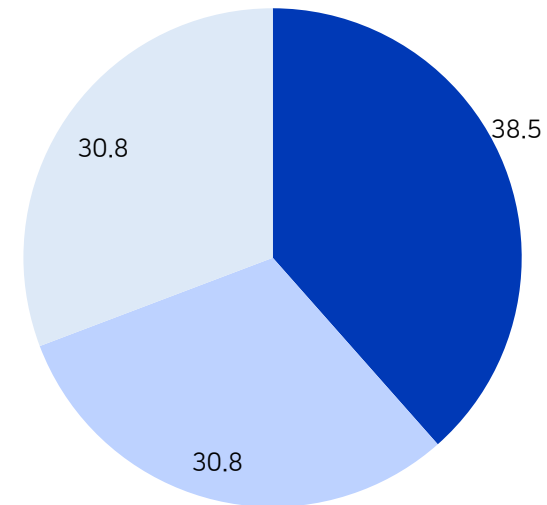
■ +6~7.999K Teu급 친환경 연료 추진 컨테이너선 점유율



■ Qingdao Yangfan ■ Dalian Shipbuilding ■ Shanhaiguan SB

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

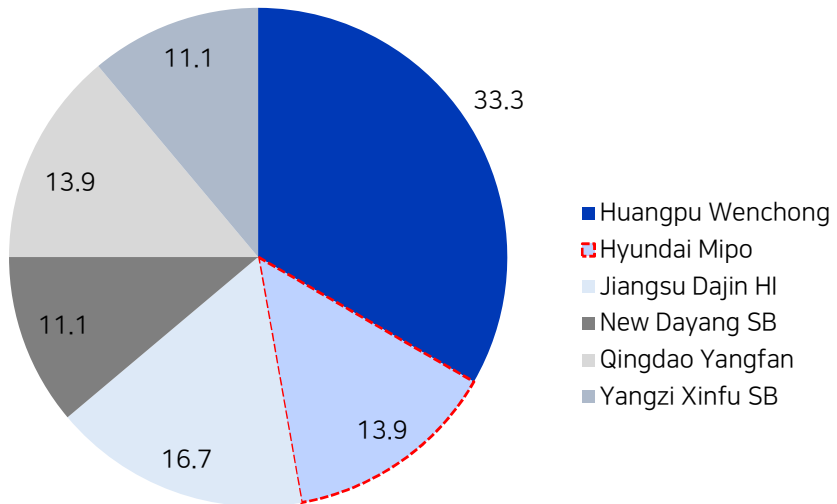
■ +3~5.999K Teu급 친환경 연료 추진 컨테이너선 점유율



■ HJ중공업 ■ Penglai Jinglu SY ■ Tsuneishi Zhoushan

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

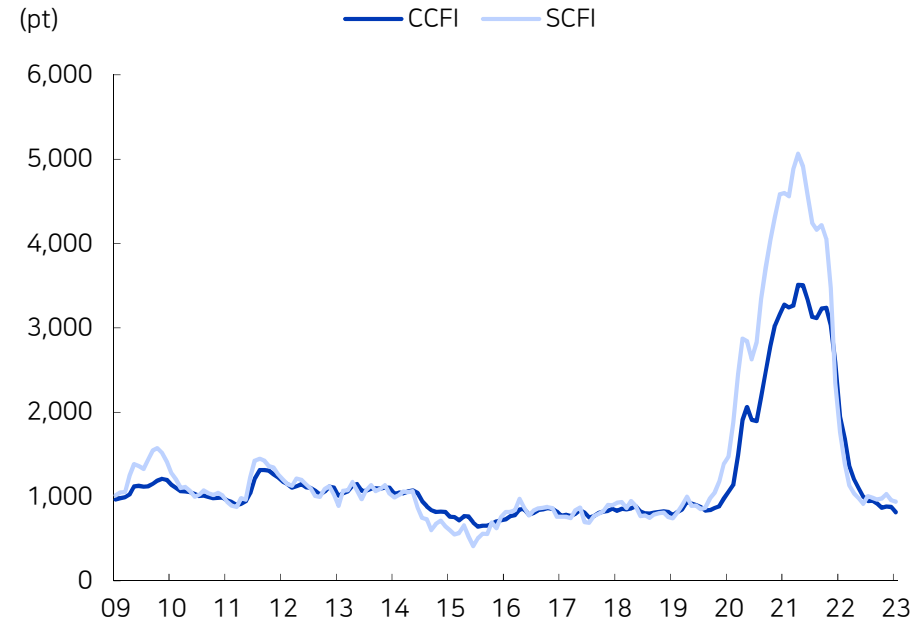
■ 1~2.999K Teu급 친환경 연료 추진 컨테이너선 점유율



■ Huangpu Wenchong
■ Hyundai Mipo
■ Jiangsu Dajin HI
■ New Dayang SB
■ Qingdao Yangfan
■ Yangzi Xinfu SB

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ SCFI, CCFI Index 추이



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

기업분석 안유동 연구원

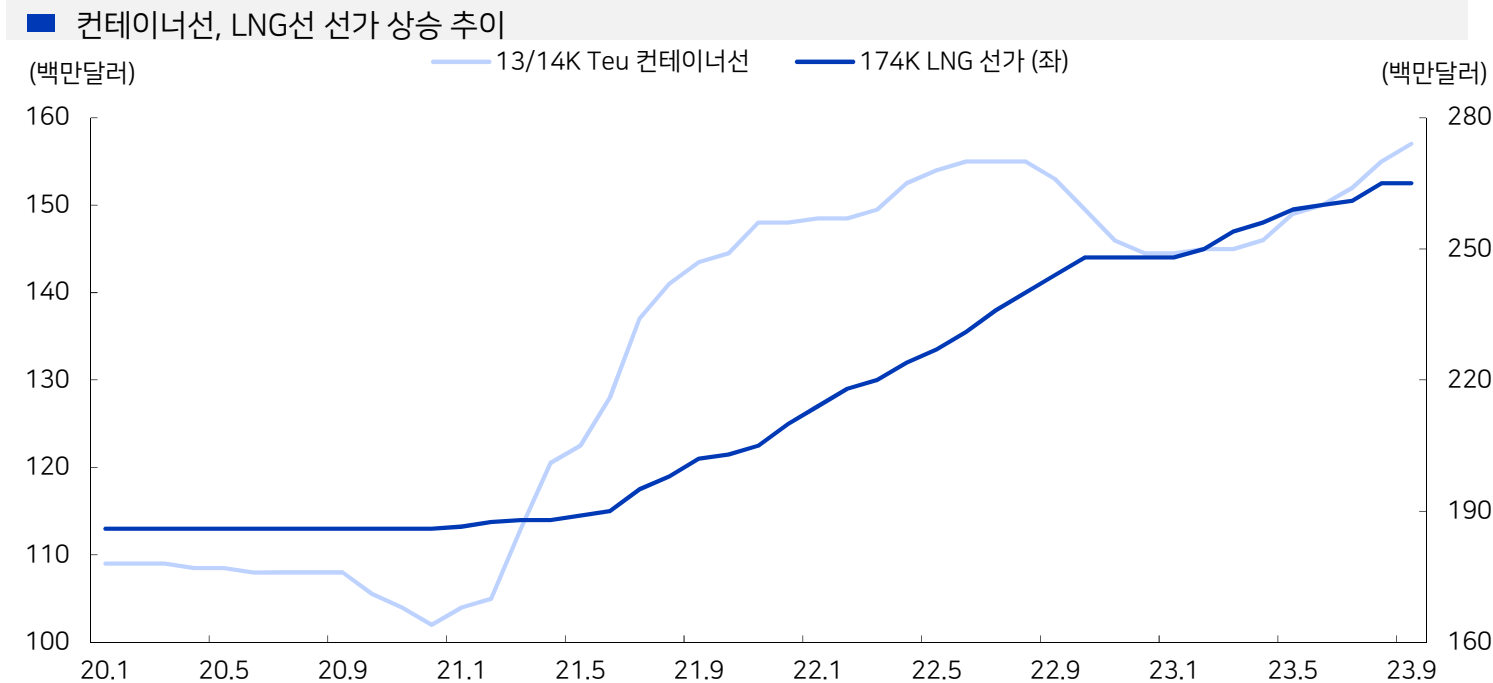
Ⅱ. 2024년 고선가 물량 매출인식 본격화



2024년 Outlook

▶ 고선가 물량의 정의: LNG선 경우 21년 4분기 이후 수주분, 컨테이너선 21년 1분기 이후 수주분

- LNG선 고선가 물량: 21년 4분기 이후 수주분(러우 전쟁 발발 기점으로 유럽의 PNG 대체 수요 증가에 따른 선가 급등)을 고선가 물량으로 정의함. 2021년 2~3분기 평균 신조선가는 2020년 LNG선 신조선가 평균대비 4.1%로 인상된 수준에 불과해 후판가격 상승에 따른 원가 부담을 상회하는 이익률을 담보하기 어려웠음. 그러나 21년 4분기부터 23년 9월까지 평균 선가는 2020년 선가 대비 28.4% 상승하며 후판가격 상승에 따른 원가 상승분(원가 약 20% 상승 추정)을 상회함.
- 컨테이너선 고선가 물량: 21년 1분기부터의 수주분(공급병목 현상에 따른 선가급등)을 고선가 물량으로 정의함. 13~14K Teu급 컨테이너선의 21년 1월~23년 9월까지의 평균 선가는 20년 신조선가 평균 대비 33.1% 상승했음.



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

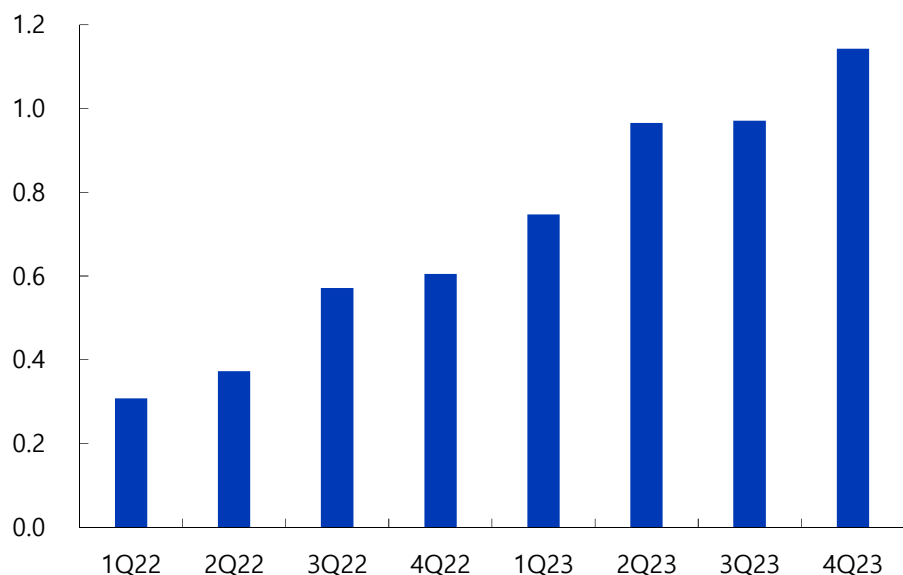
2024년 Outlook

▶ 현대삼호중공업, 3분기 기준 고선가 매출비중 50% 차지한다는 회사측의 안내. 다른 조선사들이 갈 길

- 클락슨 데이터 기준 현대삼호중공업의 LNG선 수주잔고는 총 44척으로 이 중 고선가 물량(21년 4분기 이후 수주)은 29척임. 현재 29척 중 현재 공정단계에 본격적으로 돌입한 선박은 15척으로 추정되며 24년 2분기 기준으로는 모두 공정단계에 돌입할 예정.
- 현대삼호중공업의 컨테이너선 수주잔고는 43척으로 모든 선박이 고선가 물량(21년 1분기 이후 수주). 현재 43척 중 현재 공정단계에 본격적으로 돌입한 선박은 24척으로 추정되며 24년 1분기 기준으로는 모두 공정단계에 돌입하거나 인도될 예정.
- 현대삼호중공업의 3분기 영업이익률은 이미 미드싱글(5.6%)로 다른 조선사들이 가야할 길을 보여줌.

■ 현대삼호중공업 LNG선 수주잔고의 매출액 추정치

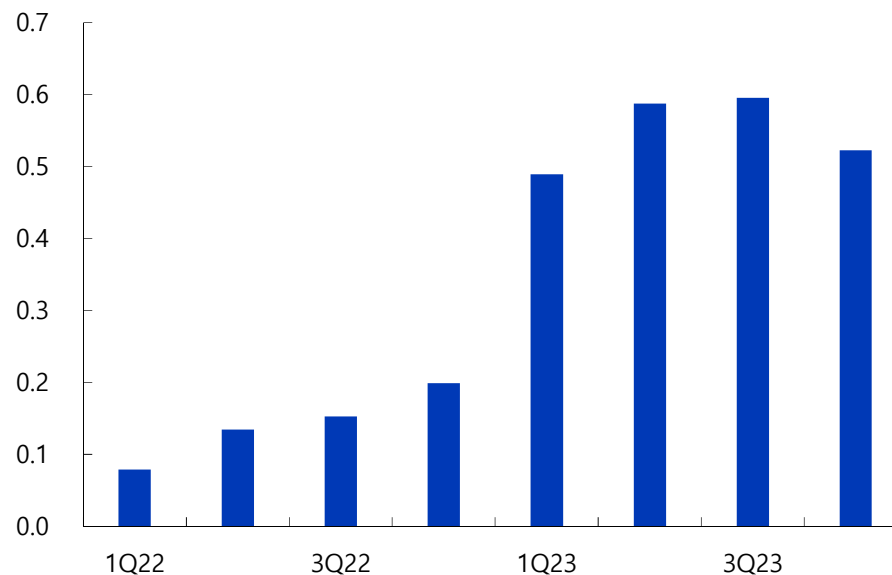
(조원)



주: 신규수주 감산x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 현대삼호중공업 수주잔고의 컨테이너선 매출액 추정치

(조원)



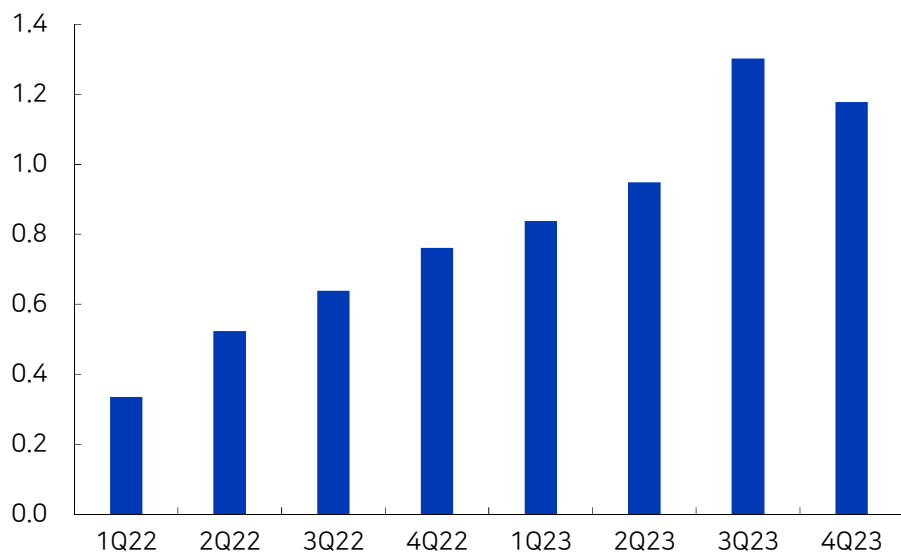
주: 신규수주 감산x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ HD현대중공업, 3분기 기준 고선가 매출비중 10% 수준. 24년 하반기 대폭 확대

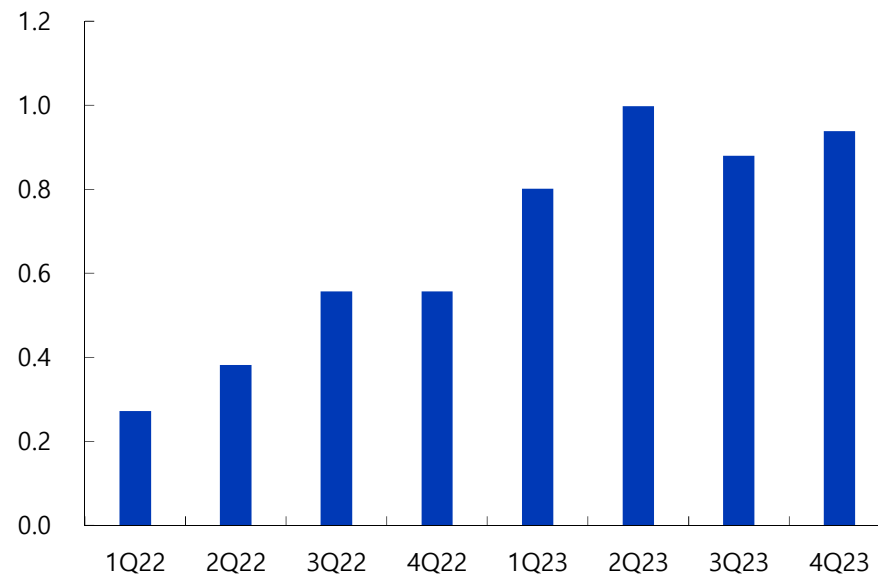
- 회사측이 안내해준 HD현대중공업의 상선부문 고마진 선종 매출비중은 현재 10% 수준이라고 함. 클락슨 데이터 기준 LNG선 수주잔고는 53척으로 21년 4분기 이후 수주분은 36척임. 현재 24척이 공정진행 중인 것으로 보이며 24년 3분기에는 모든 선박이 공정단계로 진입할 것으로 판단됨
- 컨테이너선은 수주잔고 50척이 있으며 모든 선박이 21년 1분기 이후 수주분임. 이 중 38척이 현재 공정진행 중인 것으로 추정되며 24년 2분기에는 모든 선박이 공정단계로 진입할 것으로 판단
- 다만 해양부문에서 내년 4분기는 되어야(Trion 공정 시작) 고정비를 충당할 만한 매출액이 나올 것으로 판단되어 수익성을 저해하는 요소가 될 것

■ HD현대중공업 수주잔고의 LNG선 매출액 추정치 (조원)



주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정, 카타르 2차 물량 미포함
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ HD현대중공업 수주잔고의 컨테이너선 매출액 추정치 (조원)



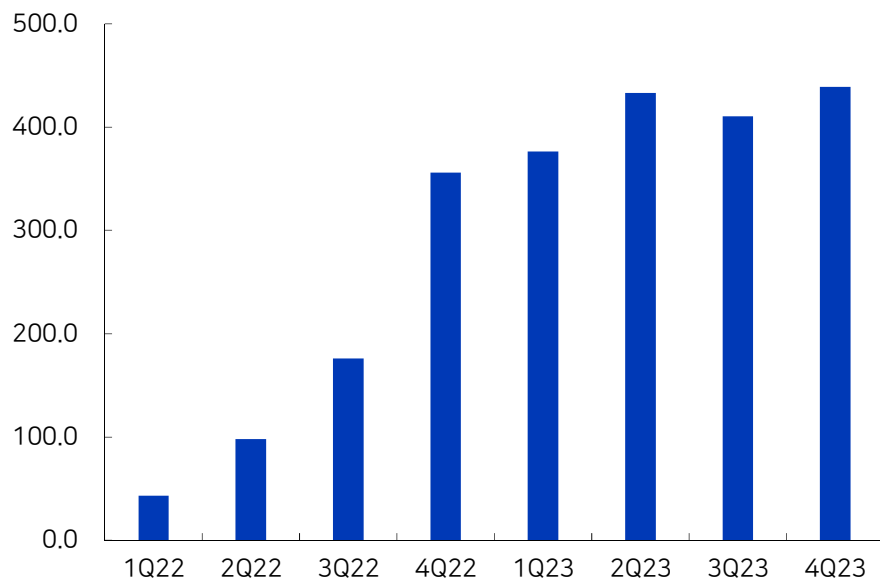
주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 현대미포조선, 고가 선박 반영 본격화는 24년 하반기. 최근 수주한 P/C선 수익성 하이싱글 기대

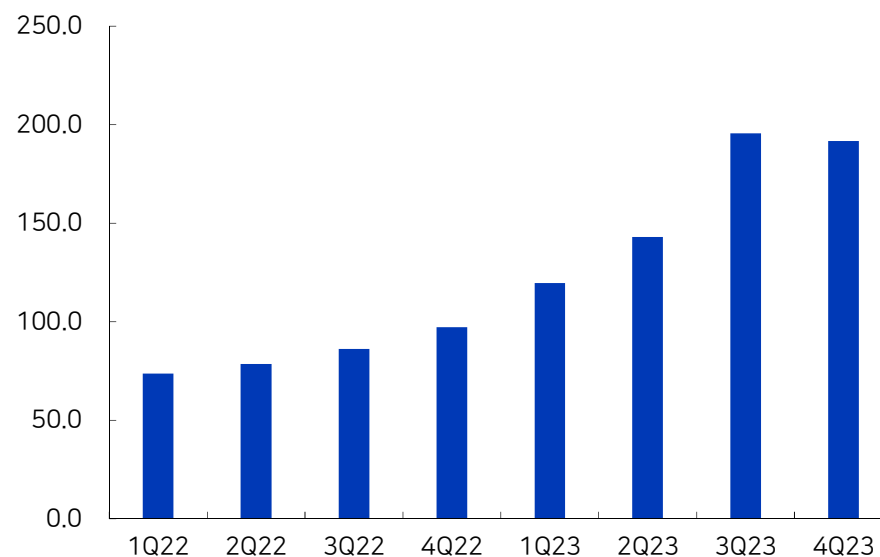
- 회사측이 안내해준 현대미포조선의 고가 선박 매출 본격화는 24년 하반기. 최근 수주한 P/C선의 수익성은 매우 우수한 것으로 추정되며 25년 하반기 실적에 본격 반영될 것
- 2분기에 발생한 공정차질에 따른 비용 발생이 3분기엔 없었고 이후도 정상적인 생산이 가능할 것으로 보여 24년 미드싱글의 OPM, 25년은 더욱 우수한 수익성을 기대함

■ 현대미포조선 수주잔고의 피더선 매출액 추정치
(십억원)



주: 신규수주 감산x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 현대미포조선 수주잔고의 LPG선 매출액 추정치
(십억원)



주: 신규수주 감산x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

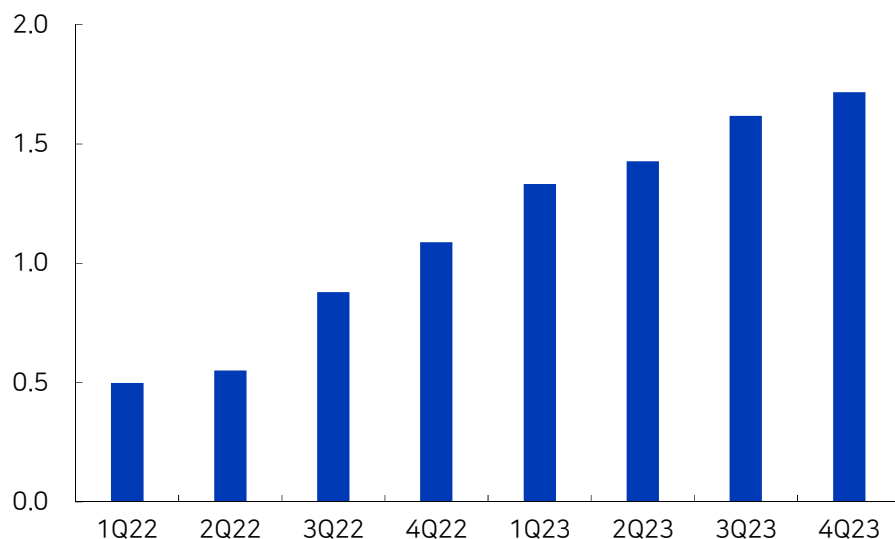
2024년 Outlook

▶ 삼성중공업, 3분기 기준 LNG선 매출비중 50% 수준. FLNG(ZFLNG) 내년 하반기 공정 본격화

- 회사측이 안내해준 삼성중공업의 LNG선 매출 비중은 현재 50% 수준이라고 함. 클락슨 데이터 기준 LNG선 수주잔고는 82척으로 21년 4분기 이후 수주분은 52척임. 현재 33척이 공정진행 중인 것으로 보이며 24년 1분기에는 대부분의 선박이 공정단계로 진입할 것으로 판단됨
- 컨테이너선은 수주잔고 57척이 있으며 모든 선박이 21년 1분기 이후 수주분임. 이 중 42척이 현재 공정진행 중인 것으로 추정되며 24년 3분기에는 7월 14일에 에버그린으로부터 수주한 16K Teu급 메탄올 DF 컨테이너선 16척까지 공정단계로 진입할 것으로 판단
- 특히 해양 부문에서 올해 초 수주한 ZFLNG가 1.5년의 설계기간을 거쳐 내년 하반기에 본격적으로 공정 진행될 예정

■ 삼성중공업 LNG선 수주잔고의 매출액 추정치

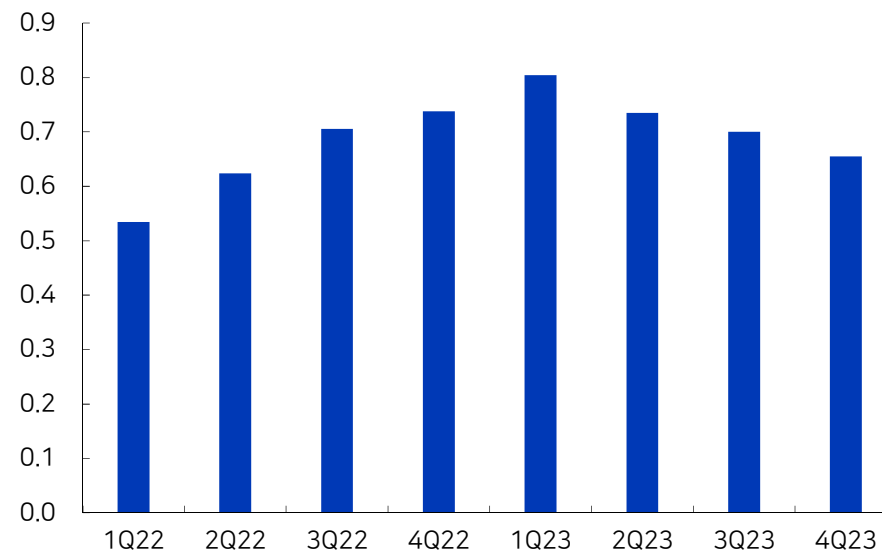
(조원)



주: 신규수주 감산x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정, 카타르 2차 물량 미포함
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 삼성중공업 수주잔고의 컨테이너선 매출액 추정치

(조원)



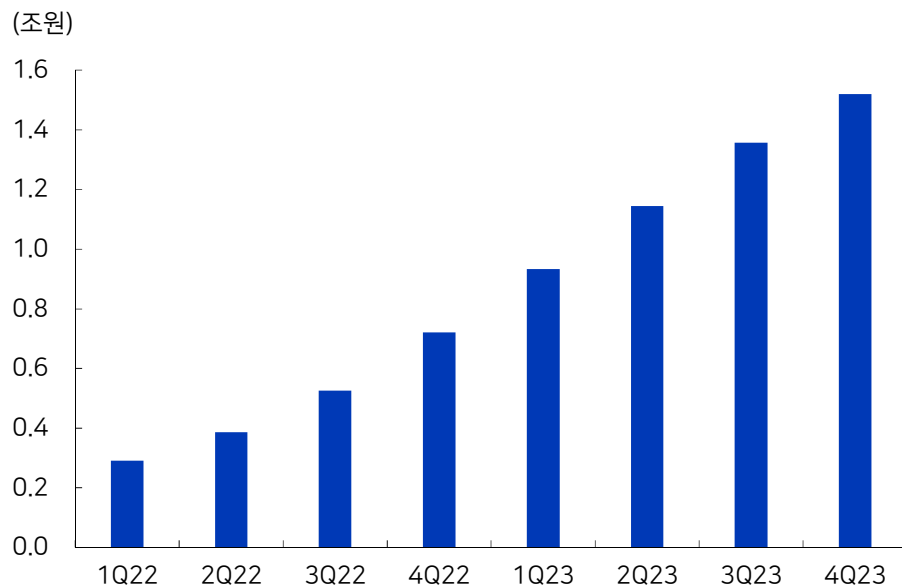
주: 신규수주 감산x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 한화오션, 3분기 경상이익도 흑자전환. 24년 LNG선 매출비중 증가로 인한 수익성 본격화

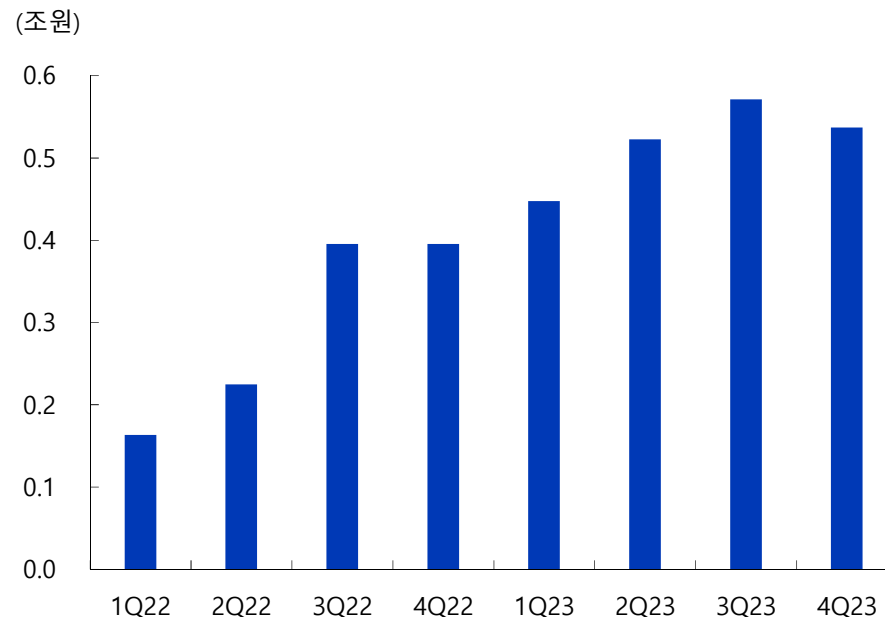
- 회사측이 안내해준 한화오션의 클락슨 데이터 기준 LNG선 수주잔고는 67척으로 21년 4분기 이후 수주분은 57척임. 현재 27척이 공정진행 중인 것으로 보이며 24년 1분기에는 대부분의 선박이 공정단계로 진입할 것으로 판단됨
- 컨테이너선은 수주잔고 26척이 있으며 모든 선박이 21년 1분기 이후 수주분임. 이 중 모든 선박이 현재 공정 진행 중인 것으로 추정됨

■ 한화오션 LNG선 수주잔고의 매출액 추정치



주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정, 카타르 2차 물량 미포함
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 한화오션 컨테이너선 수주잔고의 매출액 추정치



주: 신규수주 감안x, 클락슨 데이터상 수주 및 납기 기준. 공정률도 자체 가정
자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

기업분석 안유동 연구원

Ⅲ. 후판가격 및 환율 영향 점검



2024년 Outlook

▶ 후판가격 안정화로 원재료 및 저장품 사용액의 매출액 대비 비중 축소 기대

- 후판가격 영향이 제한적인 상황에서 매출액 상승 대비 원재료 및 저장품 사용액 상승폭이 상대적으로 작아져 매출액 대비 원재료 및 저장품 사용액 비중이 낮아질 것으로 판단함
- 따라서 24년엔 모든 조선사들은 경상적인 판매비 및 관리비를 커버하고, 안정적인 이익을 창출할 수 있는 수준의 원가율을 확보할 수 있을 것으로 추정됨



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 선종별 강재사용량, 후판가격 상승분에 따른 선가 상승은 원가 상승분을 상회함

- 22년 말 대비 후판가격은 올해 상반기 톤당 10만원 수준 인상되었다는 언론 보도가 있었음
- 그러나 22년 말 대비 큰 폭의 선가상승과 환율 상승 등을 고려한 원화 환산 선가 상승은 후판가격 톤당 10만원 상승으로 인한 원가 상승분을 크게 상회함

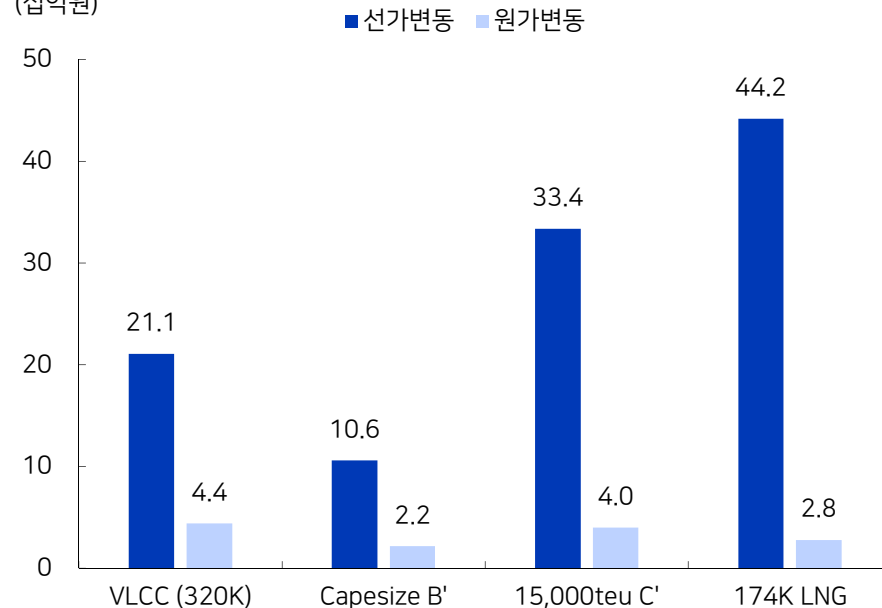
■ 선종별 강재사용량에 따른 선가 변화

선종	강재사용량 (t)	현재선가 (백만USD)	원가상승 (백만USD)	신규선가 (백만USD)	Chg. (%)
VLCC (320K)	44,000	128.0	3.25	131.3	2.5
Sueamax T'	23,700	85.0	1.75	86.8	2.1
Capesize B'	21,500	64.5	1.59	66.1	2.5
15,000teu C'	40,000	168.0	2.96	171.0	1.8
174K LNG	27,800	265.0	2.05	267.1	0.8
82K LPG	15,000	92.0	1.11	93.1	1.2

자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

■ 22년말 대비 후판가격 변화에 따른 선종별 원가 및 선가 상승변화

(십억원)



자료: Clarkson, 교보증권 리서치센터

2024년 Outlook

▶ 환율 영향 역시 제한적

- 회사별로 상이하지만 환율 익스포저 비율을 작년 대비 낮춰놓은 상황이기에 환율 영향은 손익에 미칠 영향은 제한적인 상황.
- 참고로 삼성중공업은 거의 완전 환헤지를 추구한다고 알려져 있어, 이러한 외환위험관리 전략으로 인한 영업이익 변동 효과는 이미 제한적인 상황임
- HD현대중공업과 한화오션의 경우도 각각 수주액의 약 75~80% 이상으로 헷지 비율을 높여놓은 상황. 실제로 올해 3분기 현대중공업 그룹의 조선사 및 삼성중공업, 한화오션의 일회성 요인 중 환율에 대한 악영향은 없었음

Case1. 환율 10% 상승 시	Case2. 환율 10% 하락 시
외화매출 \$10, 헷지 비중 50% (통화선도환율 1,000원) 환율(원/달러) 1,000원에서 1,100원으로 상승 비용 9,000원이면, 비용 중 외화 비중은 30%(\$2.7)	외화매출 \$10, 헷지 비중 50% (통화선도환율 1,000원) 환율(원/달러) 1,000원에서 900원으로 하락 비용 9,000원이면, 비용 중 외화 비중은 30%(\$2.7)
매출 10,500원(= \$10*50%*1,100+\$10*50%*1,000) (-) 비용 중 원화 발생분 6,300원 (-) 비용 중 외화 발생분 2,970원(=\$2.7*1,100) = 영업이익 1,230원	매출 9,500원(= \$10*50%*900+\$10*50%*1,000) (-) 비용 중 원화 발생분 6,300원 (-) 비용 중 외화 발생분 2,430원(=\$2.7*900) = 영업이익 770원
환율 변동이 없었던 경우와 비교 시 - 매출 5% 증가 (10,000원→10,500원) - 영업이익 23% 증가 (1,000원→1,230원) - 영업이익률 1.7%p 증가 (10%→11.7%)	환율 변동이 없었던 경우와 비교 시 - 매출 5% 감소 (10,000원→9,500원) - 영업이익 29.9% 감소 (1,000원→770원) - 영업이익률 1.9%p 감소 (10%→8.1%)

기업분석

- HD한국조선해양
- HD현대중공업
- 현대미포조선
- 삼성중공업
- 한화오션



Buy
TP 137,000원

유지
유지

HD한국조선해양 (009540) : 현대삼호중공업 Proxy 투자, 아직도 유효

▶ 3Q23 매출액 5조 112억원(YoY +17.5%), 영업이익 690억원 (OPM +1.4%) 기록

- 현대삼호중공업(1조 3,238억원, YoY +13.9%, 영업이익 746억원 OPM +5.6%)의 호실적에도 불구하고 HD현대중공업과 현대미포조선의 실적 오름세 지연으로 영업이익 기준 시장예상치 1,621억원을 크게 하회한 상황

▶ 2024년 매출액 27조 9,296억원(YoY +27.0%), 영업이익 1조 9,215억원(OPM +6.9%) 전망

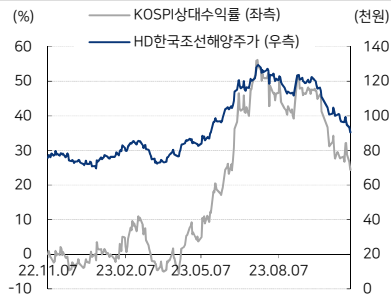
- 그러나 24년에는 긍정적인 믹스변화가 가장 빠른 현대삼호중공업 (4분기 OPM +5.6%)를 필두로 24년엔 나머지 주요 자회사(HD현대중공업, 현대미포조선)의 양적, 질적 성장을 기대
- HD현대중공업의 경우 24년 하반기 고가 선박의 비중이 70%까지 올라올 전망(현재 10%)이고 현대미포조선 역시 올해 수주한 P/C선의 매출인식 비중이 24년 하반기부터 크게 올라오며 실적 성장에 기여할 것

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 137,000원 유지

- 투자의견 Buy, 목표주가 137,000원 유지
- 목표주가 산정은 12M Fwd BPS에 Implied PBR을 적용하여 산출
- 현대삼호중공업 실적 호조로 인한 벨류업으로 지주사 할인율 상승에 따른 투자매력도 유효

Company Data	
현재가(10/31)	90,300 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	129,400 원
52주 최저가(보통주)	69,500 원
KOSPI (02/17)	2,277.99p
KOSDAQ (02/17)	736.10p
자본금	3,539억원
시가총액	63,908 억원
발행주식수(보통주)	7,077 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	21.2 만주
평균거래대금(60일)	213 억원
외국인지분(보통주)	25.27%
주요주주	현대중공업자주 외 10인 42.16%
	국민연금공단 6.80

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.6	6.5	24.2
상대주가	-12.0	16.9	25.1

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	15,493	4.0	-1,385	-8.9	-1,141	13,131	적지 -	7.2 -	9.6	0.7	0	3.8
2022.12	17,302	11.7	-356	-2.1	-295	3,065	적지 -	23.1	66.2	0.5	21.9	2.6
2023.12	22,000	27.2	432	2.0	292	3,028	흑전	29.8	31.4	0.6	16.3	3.3
2024.12	27,930	27.0	1,922	6.9	1,100	11,422	277.2	7.9	6.1	0.6	14.2	3.3
2025.12	29,987	7.4	2,983	9.9	1,568	16,280	42.5	5.5	4.2	0.5	10.7	5.2

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	15,493	17,302.0	22,000	27,930	29,987
매출원가	16,010	16,936	20,569	24,839	25,809
매출총이익	-517	366	1,431	3,091	4,178
매출총이익률 (%)	-3.3	2.1	6.5	11.1	13.9
판매비와관리비	868	722	999	1,169	1,195
영업이익	-1,385	-356	432	1,922	2,983
영업이익률 (%)	-8.9	-2.1	2.0	6.9	9.9
EBITDA	-986	66	815	2,270	3,301
EBITDA Margin (%)	-6.4	0.4	3.7	8.1	11.0
영업외손익	-247	-76	-6	-315	-694
관계기업손익	-1	-1	1	1	1
금융수익	918	2,167	2,145	2,249	2,363
금융비용	-1,629	-2,838	-2,703	-3,066	-3,503
기타	464	597	550	501	445
법인세비용차감전순이익	-1,632	-431	426	1,606	2,289
법인세비용	-491	-136	134	506	722
계속사업순이익	-1,141	-295	292	1,100	1,568
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,141	-295	292	1,100	1,568
당기순이익률 (%)	-7.4	-1.7	1.3	3.9	5.2
비배지분순이익	-212	-78	77	291	415
지배지분순이익	-929	-217	214	808	1,152
지배순이익률 (%)	-6.0	-1.3	1.0	2.9	3.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	94	35	13	5	2
포괄순이익	-1,047	-260	305	1,105	1,569
비배지분포괄이익	-217	-58	67	244	347
지배지분포괄이익	-830	-203	237	861	1,223

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	836	462	1,525	2,747	2,947
당기순이익	-1,141	-295	292	1,100	1,568
비현금항목의 가감	233	292	4	316	470
감가상각비	394	411	374	341	310
외환손익	0	0	-513	-513	-513
지분법평가손익	11	32	-1	-1	-1
기타	-172	-151	144	489	674
자산부채의 증감	1,795	481	1,386	1,834	1,598
기타현금흐름	-50	-16	-157	-503	-688
투자활동 현금흐름	181	-1,339	-190	-191	-192
투자자산	133	-11	8	8	8
유형자산	-383	-667	-150	-150	-150
기타	432	-662	-47	-48	-49
재무활동 현금흐름	-189	-977	-1,019	-1,014	-1,009
단기차입금	0	0	-16	-15	-15
사채	0	0	-16	-15	-15
장기차입금	0	0	-40	-36	-32
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-3	0	0	0
기타	-185	-974	-947	-947	-947
현금의 증감	864	-1,870	112	716	808
기초 현금	3,703	4,567	2,697	2,809	3,525
기말 현금	4,567	2,697	2,809	3,525	4,333
NOPLAT	-968	-243	296	1,316	2,043
FCF	842	-8	1,915	3,349	3,808

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	14,562	15,776	16,547	18,138	19,676
현금및현금성자산	4,567	2,697	2,809	3,525	4,333
매출채권 및 기타채권	1,065	1,016	1,135	1,255	1,216
재고자산	1,554	2,203	2,444	2,327	2,142
기타유동자산	7,376	9,859	10,159	11,030	11,985
비유동자산	12,731	14,108	13,899	13,726	13,584
유형자산	9,872	10,143	9,919	9,728	9,568
관계기업투자금	322	270	264	258	251
기타금융자산	485	885	902	920	938
기타비유동자산	2,052	2,810	2,815	2,820	2,827
자산총계	27,293	29,883	30,447	31,864	33,261
유동부채	11,286	15,033	15,423	15,907	15,930
매입채무 및 기타채무	3,182	2,913	3,136	3,451	3,302
차입금	1,220	635	619	603	588
유동성채무	1,155	1,806	1,833	1,861	1,889
기타유동부채	5,729	9,680	9,834	9,992	10,151
비유동부채	3,593	2,538	2,485	2,436	2,391
차입금	1,619	399	359	323	291
사채	957	1,038	1,022	1,007	992
기타비유동부채	1,016	1,101	1,103	1,106	1,109
부채총계	14,879	17,571	17,907	18,343	18,322
지배지분	9,857	9,715	9,894	10,669	11,788
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,468	2,468	2,468	2,468
이익잉여금	14,467	14,300	14,515	15,323	16,475
기타자본변동	-8,697	-8,703	-8,703	-8,703	-8,703
비배지분	2,557	2,597	2,645	2,852	3,151
자본총계	12,414	12,312	12,539	13,521	14,939
총차입금	5,499	4,572	4,538	4,509	4,485

주요 투자지표

단위: 원, %, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-13,131	-3,065	3,028	11,422	16,280
PER	-7.2	-23.1	32.0	8.5	6.0
BPS	139,270	137,268	139,803	150,744	166,556
PBR	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	-13,933	927	11,517	32,080	46,643
EV/EBITDA	-9.5	116.5	11.5	3.9	2.5
SPS	218,916	244,472	310,848	394,635	423,705
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
CFPS	11,902	-117	27,059	47,314	53,807
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	4.0	11.7	27.2	27.0	7.4
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	344.8	55.3
순이익 증가율	적지	적지	흑전	277.2	42.5
수익성					
ROIC	-14.9	-5.7	4.4	13.1	19.7
ROA	-3.5	-0.8	0.7	2.6	3.5
ROE	-9.0	-2.2	2.2	7.9	10.3
안정성					
부채비율	119.9	142.7	142.8	135.7	122.6
순차입금비율	20.1	15.3	14.9	14.2	13.5
이자보상배율	-7.8	-2.1	2.6	11.8	18.5

Buy
TP 145,000원

유지
유지

HD현대중공업 (329180) : 24년 본격적인 실적상승, 하반기 탱커발주 기대

▶ 3Q23 매출액 2조 8,517억원(YoY +29.4%), 영업이익 129억원 (OPM +0.5%) 기록

- HD현대중공업의 3분기 실적은 예상치를 하회(매출액은 시장 예상치 1% 하회, 영업이익은 85% 하회)하는 실적을 기록.
- 전 분기 대비 매출액은 6.9% 감소했는데 조업일수 감소 및 전 분기 엔진기계 부문에서 일회성으로 반영된 400억의 이익으로 인한 높은 기저효과 등 때문. 영업이익은 매출액 감소에 따른 고정비 부담과 외주인건비, 인건비 등 비용 상승으로 전 분기 대비 수익성 악화

▶ 2024년 매출액 15조 2,295억원(YoY +26.2%), 영업이익 1조 76억원(OPM +6.6%) 전망

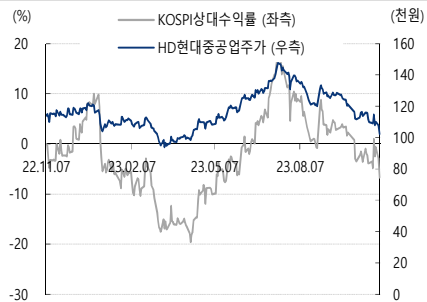
- HD현대중공업의 경우 24년 하반기 고가 선박의 비중이 70%까지 올라올 전망(현재 10%)으로 24년 고가 선박의 매출 비중 확대가 분기별로 이어지며 상선부문 매출액 상승 및 수익성 개선 기대
- 해양플랜트 수익성 역시 24년 4분기에는 Trion FPO 공정 본격화로 고정비를 충당하는 매출액이 발생될 것으로 기대

▶ 대형탱커선 발주 기대

- 수에즈막스급 탱커선의 중국 쪽 슬롯소진 효과 확인 중.

Company Data	
현재가(10/31)	102,100 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	147,800 원
52주 최저가(보통주)	93,800 원
KOSPI (02/17)	2,277.99p
KOSDAQ (02/17)	736.10p
자본금	4,439 억원
시가총액	90,637 억원
발행주식수(보통주)	8,877 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	11.0 만주
평균거래대금(60일)	124 억원
외국인지분(보통주)	7.20%
주요주주	HDKSOE 외 2인 78.03% 국민연금공단 6.38

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.8	-6.8	-6.3
상대주가	-8.8	2.3	-5.7

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	8,311	0.0	-800	-9.6	-814	-10,665	적지	-8.9	-11.9	1.5	-17.3	-14.9
2022.12	9,045	8.8	-289	-3.2	-352	-3,966	적지	-29.2	-44.3	1.9	-347.5	-6.5
2023.12	12,064	33.4	151	1.3	62	702	흑전	145.4	108.3	1.7	28.1	1.2
2024.12	15,230	26.2	1,008	6.6	736	8,289	1,080.7	12.3	11.1	1.5	8.9	12.9
2025.12	16,091	5.7	1,553	9.7	1,170	13,185	59.1	7.7	7.1	1.2	6.0	17.5

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	8,311	9,045	12,064	15,230	16,091
매출원가	8,520	8,883	11,222	13,411	13,724
매출총이익	-209	163	842	1,818	2,367
매출총이익률 (%)	-2.5	1.8	7.0	11.9	14.7
판매비와관리비	591	452	691	811	814
영업이익	-800	-289	151	1,008	1,553
영업이익률 (%)	-9.6	-3.2	1.3	6.6	9.7
EBITDA	-561	-35	382	1,217	1,743
EBITDA Margin (%)	-6.7	-0.4	3.2	8.0	10.8
영업외손익	-311	-132	-77	-127	-152
관계기업손익	-1	-1	1	1	1
금융수익	514	1,139	1,120	1,141	1,178
금융비용	-1,000	-1,592	-1,631	-1,863	-2,142
기타	175	321	434	594	810
법인세비용차감전순이익	-1,111	-421	75	881	1,401
법인세비용	-297	-69	12	145	231
계속사업순이익	-814	-352	62	736	1,170
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-814	-352	62	736	1,170
당기순이익률 (%)	-9.8	-3.9	0.5	4.8	7.3
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-814	-352	62	736	1,170
지배순이익률 (%)	-9.8	-3.9	0.5	4.8	7.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-21	46	-101	223	-490
포괄순이익	-835	-306	-39	959	680
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-835	-306	-39	959	680

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	762	71	951	1,955	2,500
당기순이익	-814	-352	62	736	1,170
비현금항목의 가감	205	120	27	142	196
감가상각비	236	246	224	203	184
회환손익	0	0	-202	-202	-202
지분법평가손익	1	1	-1	-1	-1
기타	-32	-128	7	142	216
자산부채의 증감	1,464	344	928	1,280	1,410
기타현금흐름	-93	-40	-67	-202	-276
투자활동 현금흐름	152	-518	-30	-31	-31
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-244	-484	0	0	0
기타	396	-33	-30	-31	-31
재무활동 현금흐름	-93	-933	-970	-967	-964
단기차입금	0	0	-21	-20	-20
사채	0	0	13	13	13
장기차입금	0	0	-29	-26	-23
자본의 증가(감소)	1,068	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1,161	-933	-934	-934	-934
현금의 증감	823	-1,393	94	-83	210
기초 현금	1,315	2,137	744	838	755
기말 현금	2,137	744	838	755	965
NOPLAT	-586	-242	126	842	1,297
FCF	873	-128	1,285	2,331	2,897

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,886	8,001	8,516	9,435	10,846
현금및현금성자산	2,137	744	838	755	965
매출채권 및 기타채권	1,029	1,132	1,357	1,355	1,346
재고자산	899	1,377	1,723	1,692	1,609
기타유동자산	3,821	4,748	4,597	5,633	6,926
비유동자산	7,193	8,289	8,075	7,883	7,710
유형자산	5,986	6,237	6,014	5,811	5,627
관계기업투자금	3	1	3	4	6
기타금융자산	199	494	502	509	517
기타비유동자산	1,004	1,555	1,557	1,558	1,561
자산총계	15,079	16,289	16,591	17,318	18,556
유동부채	7,049	9,072	9,313	9,302	9,365
매입채무 및 기타채무	1,746	1,574	1,746	1,664	1,655
차입금	1,241	1,385	1,364	1,343	1,323
유동성채무	266	60	59	58	57
기타유동부채	3,796	6,054	6,145	6,237	6,330
비유동부채	2,436	1,930	1,927	1,929	1,933
차입금	1,423	286	257	231	208
사채	536	873	886	900	913
기타비유동부채	477	771	784	798	811
부채총계	9,485	11,002	11,241	11,231	11,298
지배자분	5,594	5,288	5,350	6,087	7,258
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,118	3,118	3,118	3,118
이익잉여금	1,152	845	908	1,644	2,814
기타자본변동	-1	-2	-2	-2	-2
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	5,594	5,288	5,350	6,087	7,258
총차입금	3,629	3,055	3,025	2,998	2,974

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-10,665	-3,966	702	8,289	13,185
PER	-8.9	-29.2	145.4	12.3	7.7
BPS	63,015	59,566	60,271	68,565	81,753
PBR	1.5	1.9	1.7	1.5	1.2
EBITDAPS	-7,347	-393	4,302	13,712	19,640
EV/EBITDA	-17.3	-347.5	28.1	8.9	6.0
SPS	108,864	101,894	135,896	171,556	181,258
PSR	0.9	1.1	0.8	0.6	0.6
CFPS	11,436	-1,440	14,471	26,259	32,637
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	0.0	8.8	33.4	26.2	5.7
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	566.8	54.1
순이익 증가율	적지	적지	흑전	1,080.7	59.1
수익성					
ROIC	-13.9	-8.0	3.0	13.6	18.5
ROA	-5.6	-2.2	0.4	4.3	6.5
ROE	-14.9	-6.5	1.2	12.9	17.5
안정성					
부채비율	169.5	208.1	210.1	184.5	155.7
순차입금비율	24.1	18.8	18.2	17.3	16.0
이자보상배율	-6.4	-2.7	1.4	9.8	15.2

Buy
TP 97,000원

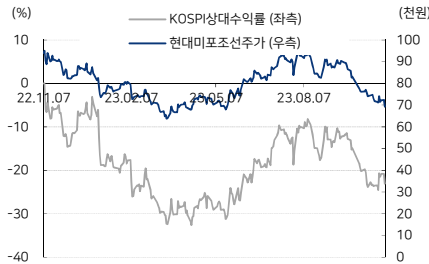
유지
유지

현대미포조선 (010620) : 주가 상승 요건 충족

Company Data

현재가(10/31)	69,300 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	95,000 원
52주 최저가(보통주)	63,700 원
KOSPI (02/17)	2,277.99p
KOSDAQ (02/17)	736.10p
자본금	1,997 억원
시가총액	27,680 억원
발행주식수(보통주)	3,994 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	16.4 만주
평균거래대금(60일)	123 억원
외국인지분(보통주)	22.71%
주요주주	HDKSOE 외 2인 42.85% 국민연금공단 7.96

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.5	-5.6	-24.5
상대주가	-9.6	3.7	-24.0

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	2,887	3.4	-217	-7.5	-160	-3,998	적지	-17.5	-16.7	1.3	-15.4	-7.1
2022.12	3,717	28.7	-109	-2.9	-44	-1,116	적지	-75.7	622.8	1.6	-61.3	-2.1
2023.12	4,037	8.6	-78	-1.9	38	958	흑전	72.3	-127.4	1.3	-162.0	1.8
2024.12	4,800	18.9	207	4.3	240	6,133	540.0	11.3	10.9	1.1	7.3	10.6
2025.12	5,454	13.6	451	8.3	415	10,592	72.7	6.5	5.7	1.0	3.4	16.0

▶ 3Q23 영업이익 적자폭 대폭 축소

- 현대미포조선의 매출액은 9,863억원(YoY +11.8%), 영업적자는 78억원(YoY 적자전환, OPM -0.8%) 기록
- 컨센서스 대비 매출액은 3% 하회했고, 영업적자는 예상치 99억원 대비 소폭 축소됨
- 조업일수 감소에 따른 매출액 QoQ 감소에도 공정 안정화로 손실 폭 크게 감소

▶ 2024년 매출액 4조 8,004억원(YoY +18.9%), 영업이익 2,073억원(OPM +4.3%) 전망

- 현대미포조선의 실적 개선은 고가 선박 비중의 늘어나는 24년 하반기에 본격화 될 전망
- 올해 수주한 고선가 P/C선의 매출인식으로 24년 미드싱글, 25년 하이싱글에 근접한 OPM 기록할 것

▶ Aframax급 이하 탱커선, 이미 소진된 중국 슬롯으로 국내 발주 문의 이어질 것

- 현재 Aframax급 이하 탱커선의 중국 슬롯 소진을 확인 중
- 특히 MR, LR2 탱커의 26년 중국의 슬롯 소진이 확인되며 빠른 납기를 선호할 선주들의 발주 문의가 있을 것으로 기대
- 탱커선 발주 본격화 시 인도량을 상회하는 수주달성 기록 가능, 적자폭 축소, 24년 실적 상향으로 주가 상승 요건 충족

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,887	3,717	4,037	4,800	5,454
매출원가	3,008	3,704	4,020	4,487	4,888
매출총이익	-121	13	17	313	566
매출총이익률 (%)	-4.2	0.3	0.4	6.5	10.4
판매비와관리비	96	122	95	106	115
영업이익	-217	-109	-78	207	451
영업이익률 (%)	-7.5	-2.9	-1.9	4.3	8.3
EBITDA	-162	-48	-14	274	520
EBITDA Margin (%)	-5.6	-1.3	-0.3	5.7	9.5
영업외손익	8	46	132	140	150
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	137	359	346	353	361
금융비용	-209	-437	-341	-343	-345
기타	79	123	127	131	134
법인세비용차감전순이익	-210	-63	54	348	600
법인세비용	-50	-19	17	107	185
계속사업순손익	-160	-44	38	240	415
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-160	-44	38	240	415
당기순이익률 (%)	-5.5	-1.2	0.9	5.0	7.6
비지배자분순이익	0	1	-1	-4	-8
지배자분순이익	-160	-45	38	245	423
지배순이익률 (%)	-5.5	-1.2	0.9	5.1	7.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	18	19	19	19
포괄순이익	-160	-25	56	259	435
비지배자분포괄이익	3	3	-8	-35	-59
지배자분포괄이익	-163	-29	64	295	494

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	70	208	91	275	453
당기순이익	-160	-44	38	240	415
비현금항목의 가감	-7	50	-62	26	101
감가상각비	55	61	64	67	70
회환손익	0	0	-139	-139	-139
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-63	-11	13	98	170
자산부채의 증감	231	196	119	97	97
기타현금흐름	6	6	-4	-89	-161
투자활동 현금흐름	-133	-47	-98	-98	-98
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-63	-114	-100	-100	-100
기타	-70	67	2	2	2
재무활동 현금흐름	-71	-72	-82	-81	-80
단기차입금	0	0	-11	-10	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-71	-72	-72	-72	-72
현금의 증감	-132	90	133	199	244
기초 현금	533	400	490	623	822
기말 현금	400	490	623	822	1,066
NOPLAT	-166	-75	-54	143	312
FCF	58	68	30	208	379

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,047	2,724	2,775	2,983	3,376
현금및현금성자산	400	490	623	822	1,066
매출채권 및 기타채권	48	87	91	89	88
재고자산	266	293	311	300	287
기타유동자산	1,333	1,855	1,750	1,772	1,935
비유동자산	1,832	2,024	2,062	2,098	2,131
유형자산	1,636	1,702	1,738	1,771	1,802
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	46	60	60	61	62
기타비유동자산	149	262	264	266	268
자산총계	3,878	4,748	4,837	5,081	5,507
유동부채	1,612	2,499	2,544	2,532	2,521
매입채무 및 기타채무	519	688	720	696	670
차입금	169	108	97	87	79
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	923	1,704	1,726	1,749	1,772
비유동부채	62	74	75	75	76
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	62	74	75	75	76
부채총계	1,674	2,573	2,618	2,607	2,597
지배지분	2,164	2,135	2,178	2,428	2,856
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,633	1,600	1,638	1,883	2,306
기타자본변동	-41	-41	-41	-41	-41
비지배지분	41	40	41	46	54
자본총계	2,204	2,175	2,219	2,474	2,910
총차입금	211	162	152	143	135

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-3,998	-1,116	958	6,133	10,592
PER	-17.5	-75.7	72.3	11.3	6.5
BPS	54,170	53,448	54,526	60,782	71,499
PBR	1.3	1.6	1.3	1.1	1.0
EBITDAPS	-4,051	-1,210	-342	6,868	13,027
EV/EBITDA	-15.4	-61.3	-162.0	7.3	3.4
SPS	72,285	93,056	101,083	120,184	136,538
PSR	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5
CFPS	1,453	1,696	743	5,207	9,488
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	3.4	28.7	8.6	18.9	13.6
영업이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	117.3
순이익 증가율	적지	적지	흑전	540.0	72.7
수익성					
ROIC	-16.4	-14.2	-6.5	9.9	19.9
ROA	-4.3	-1.0	0.8	4.9	8.0
ROE	-7.1	-2.1	1.8	10.6	16.0
안정성					
부채비율	75.9	118.3	118.0	105.4	89.3
순차입금비율	5.4	3.4	3.1	2.8	2.4
이자보상배율	-62.2	-21.5	-16.9	49.6	118.4

Buy
TP 11,000원

유지
유지

삼성중공업 (010140) : 탱커 발주 기대감이라는 공통분모에 FLNG는 차별점

▶ 3Q23 매출액 2조 255억원(YoY +44.5%), 영업이익 758억원 (OPM +3.7%) 기록

- 삼성중공업의 3분기 매출액은 조업일수 감소에도 불구하고 외국인 인력 투입, 외주업체 도입 물량 확대 등으로 Q(조립량)는 QoQ로 비슷했고 P측면에서는 매출액에서 LNG선 비중이 증가하며 전 분기 대비 매출액 상승
- 영업이익은 드릴십 매각에 따른 재고자산평가이익 +440억원, 임금협상 타결분 -220억원이 반영되어 758억원을 기록했으며 일회성 요인을 제외해도 경상 영업이익 538억원 기록

▶ 중국의 수에즈막스급 탱커선 슬롯 소진에 따른 국내 발주 본격화라는 공통 분모에 FLNG까지

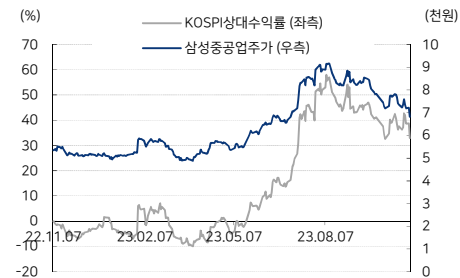
- 11월경 Coral 2호선 FLNG(25억달러 추정) 수주 기대감 외에도 Defin, Cedar 프로젝트 등이 EPC 협상 진행 중인 상황
- FEED 진행 중인 캐나다 FLNG 등을 비롯해 FLNG 프로젝트 중 FEED, 제안 단계에 참여 중이거나 개발단계인 안건 등을 포함할 경우 매년 1~2기 수주(20~35억달러 규모)가 가능할 것. FLNG 프로젝트의 경우 수주 규모 측면 뿐 아니라 수익성 측면에서도 매우 우수하다고 알려짐
- 올해 초 수주한 ZFLNG의 경우 1.5년의 설계기간을 거쳐 내년 하반기부터 공정 본격화되며 실적 상승에 기여할 것

▶ 투자 의견 Buy, 목표주가 11,000원 유지

- 투자 의견 Buy, 목표주가 137,000원 유지
- 목표주가 산정은 12M Fwd BPS에 Implied PBR을 적용하여 산출

Company Data	
현재가(10/31)	6,820 원
액면가(원)	1,000 원
52주 최고가(보통주)	9,170 원
52주 최저가(보통주)	4,885 원
KOSPI (02/17)	2,277.99p
KOSDAQ (02/17)	736.10p
자본금	8,801 억원
시가총액	60,016 억원
발행주식수(보통주)	88,000 만주
발행주식수(우선주)	11 만주
평균거래량(60일)	449.5 만주
평균거래대금(60일)	335 억원
외국인지분(보통주)	20.03%
주요주주	삼성전자 외 8인 20.88% 국민연금공단 8.05

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.0	20.1	32.4
상대주가	-5.9	31.9	33.3

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	6,622	-3.5	-1,312	-19.8	-1,452	-2,054	적지	-2.8	-5.1	1.2	-5.4	-36.9
2022.12	5,945	-10.2	-854	-14.4	-627	-704	적지	-7.3	-6.4	1.3	-7.6	-16.1
2023.12	7,758	30.5	226	2.9	349	392	흑전	17.4	11.0	1.5	14.2	9.0
2024.12	9,855	27.0	600	6.1	493	553	41.1	12.3	9.2	1.2	6.9	10.8
2025.12	10,888	10.5	1,056	9.7	667	748	35.3	9.1	7.6	1.0	4.0	11.9

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,622	5,945	7,758	9,855	10,888
매출원가	7,388	6,407	7,080	8,699	9,243
매출총이익	-766	-462	678	1,155	1,646
매출총이익률 (%)	-11.6	-7.8	8.7	11.7	15.1
판매비와관리비	546	392	452	555	590
영업이익	-1,312	-854	226	600	1,056
영업이익률 (%)	-19.8	-14.4	2.9	6.1	9.7
EBITDA	-1,113	-655	428	805	1,263
EBITDA Margin (%)	-16.8	-11.0	5.5	8.2	11.6
영업외손익	-38	300	82	-164	-466
관계기업손익	-2	-1	1	1	1
금융수익	186	177	142	140	138
금융비용	-301	-257	-230	-220	-210
기타	79	380	169	-85	-394
법인세비용차감전순이익	-1,350	-555	309	436	589
법인세비용	102	73	-40	-57	-77
계속사업순이익	-1,452	-627	349	493	667
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,452	-627	349	493	667
당기순이익률 (%)	-21.9	-10.6	4.5	5.0	6.1
비배지분순이익	-7	-8	4	6	8
지배지분순이익	-1,445	-619	345	487	658
지배순이익률 (%)	-21.8	-10.4	4.4	4.9	6.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	556	102	19	3	1
포괄순이익	-896	-525	368	496	667
비배지분포괄이익	-8	-9	6	8	11
지배지분포괄이익	-888	-517	362	488	656

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	845	-1,693	-333	338	431
당기순이익	0	0	349	493	667
비현금항목의 가감	655	-86	230	204	175
감가상각비	196	197	201	203	206
외환손익	7	-18	-23	-23	-23
지분법평가손익	2	1	-1	-1	-1
기타	451	-266	53	24	-7
자산부채의 증감	1,623	-961	-879	-356	-439
기타현금흐름	-1,433	-646	-32	-4	28
투자활동 현금흐름	100	1,102	85	85	84
투자자산	-3	-32	0	0	0
유형자산	-39	-62	-250	-250	-250
기타	142	1,196	335	335	334
재무활동 현금흐름	-1,369	947	-207	-169	-135
단기차입금	-1,040	506	-141	-127	-114
사채	195	99	-12	-11	-10
장기차입금	677	871	-153	-130	-110
자본의 증가(감소)	1,276	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-2,476	-530	98	98	98
현금의 증감	-416	348	81	198	217
기초 현금	987	571	919	1,000	1,198
기말 현금	571	919	1,000	1,198	1,415
NOPLAT	-1,411	-966	256	679	1,194
FCF	371	-1,791	-671	278	713

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,594	8,412	8,545	8,691	9,457
현금및현금성자산	571	919	1,000	1,198	1,415
매출채권 및 기타채권	149	774	936	896	802
재고자산	1,488	1,574	1,939	1,642	1,555
기타유동자산	3,386	5,145	4,670	4,954	5,684
비유동자산	6,545	6,080	6,127	6,172	6,214
유형자산	5,614	5,235	5,285	5,331	5,375
관계기업투자금	1	0	1	2	3
기타금융자산	559	384	379	375	371
기타비유동자산	371	460	462	464	466
자산총계	12,139	14,492	14,672	14,863	15,671
유동부채	7,058	9,216	9,064	8,598	8,228
매입채무 및 기타채무	821	1,004	1,241	1,137	1,105
차입금	922	1,407	1,267	1,140	1,026
유동성채무	927	519	511	504	496
기타유동부채	4,388	6,285	6,044	5,816	5,601
비유동부채	983	1,704	1,545	1,410	1,296
차입금	224	1,017	865	735	625
사채	174	120	108	97	87
기타비유동부채	586	567	573	578	584
부채총계	8,041	10,920	10,608	10,007	9,524
지배지분	4,111	3,594	4,090	4,887	6,186
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	5,488	5,502	5,502	5,502	5,502
이익잉여금	-1,355	-1,959	-1,614	-1,128	-470
기타자본변동	-970	-970	-970	-970	-970
비배지분	-14	-23	-26	-31	-39
자본총계	4,097	3,572	4,064	4,856	6,147
총차입금	2,676	3,530	3,224	2,956	2,722

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-2,054	-704	392	553	748
PER	-2.8	-7.3	17.4	12.3	9.1
BPS	4,671	4,084	4,647	5,552	7,028
PBR	1.2	1.3	1.5	1.2	1.0
EBITDAPS	-1,581	-744	487	915	1,436
EV/EBITDA	-5.4	-7.6	14.2	6.9	4.0
SPS	9,411	6,755	8,816	11,199	12,373
PSR	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6
CFPS	528	-2,035	-763	316	810
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-3.5	-10.2	30.5	27.0	10.5
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	165.3	75.9
순이익 증가율	적지	적지	흑전	41.1	35.3
수익성					
ROIC	-35.6	-36.0	7.6	14.3	22.5
ROA	-11.5	-4.7	2.4	3.3	4.3
ROE	-36.9	-16.1	9.0	10.8	11.9
안정성					
부채비율	196.3	305.7	261.0	206.1	154.9
순차입금비율	22.0	24.4	22.0	19.9	17.4
이자보상배율	-9.7	-8.6	2.5	7.4	14.5

Buy
TP 35,000원

유지
유지

한화오션 (042660) : 현대삼호중공업 Proxy 투자, 아직도 유효

▶ 3Q23 매출액 1조 9,169억원(YoY +95.3%), 영업이익 741억원 (OPM +3.9%) 기록

- 조업일수 감소에도 집중 공정 관리로 생산활동이 개선되며 매출액은 QoQ로 5.3% 증가
- 영업이익 경우 드릴쉽 중재 승소에 따른 환입, 상선예정원가 감소, 해양 예정원가 상승 반영, 노사 임금협상 타결 등이 복합적으로 반영되며 흑자전환. 일회성 요인을 제거해도 61억원의 경상이익을 시현하며 흑자전환

▶ 올해 부진한 수주 달성률, 그만큼 슬롯 여유 존재

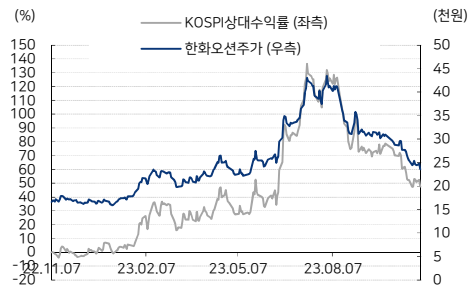
- 한화오션의 현재 누적 수주액은 14.7억달러로 연간 수주목표 21% 달성 중
- 카타르 2차 발주 물량, 울산급 배치3 5,6번함 본계약, 장보고 3급 배치2 잠수함 입찰이 확인될 경우 올해 달성률은 70%까지 올라갈 수 있을 전망
- 또한 올해 수주가 미진한 만큼 다른 국내 조선사 대비 28, 29년 LNG선 슬롯이 상대적으로 여유가 존재해 납기 측면에서 유리한 상황

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 35,000원 유지

- 투자의견 Buy, 목표주가 137,000원 유지
- 목표주가 산정은 12M Fwd BPS에 Implied PBR을 적용하여 산출

Company Data	
현재가(10/31)	23,600 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	43,444 원
52주 최저가(보통주)	15,903 원
KOSPI (02/17)	2,277.99p
KOSDAQ (02/17)	736.10p
자본금	5,415 억원
시가총액	51,182 억원
발행주식수(보통주)	30,636 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	75.1 만주
평균거래대금(60일)	203 억원
외국인지분(보통주)	3.31%
주요주주	한화에어로스페이스 외 4인 42.16% 한국산업은행 19.50

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.7	-1.4	45.2
상대주가	-17.5	8.2	46.2

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	15,493	4.0	-1,385	-8.9	-1,141	13,131	적지	7.2	9.6	0.7	0	3.8
2022.12	17,302	11.7	-356	-2.1	-295	3,065	적지	23.1	66.2	0.5	21.9	2.6
2023.12	22,000	27.2	432	2.0	292	3,028	흑전	29.8	31.4	0.6	16.3	3.3
2024.12	27,930	27.0	1,922	6.9	1,100	11,422	277.2	7.9	6.1	0.6	14.2	3.3
2025.12	29,987	7.4	2,983	9.9	1,568	16,280	42.5	5.5	4.2	0.5	10.7	5.2

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	4,487	4,860	7,532	10,070	10,677
매출원가	6,034	6,207	7,304	9,025	9,338
매출총이익	-1,547	-1,347	227	1,045	1,339
매출총이익률 (%)	-34.5	-27.7	3.0	10.4	12.5
판매비와관리비	208	267	344	406	399
영업이익	-1,755	-1,614	-117	639	940
영업이익률 (%)	-39.1	-33.2	-1.6	6.3	8.8
EBITDA	-1,631	-1,483	4	751	1,044
EBITDA Margin (%)	-36.3	-30.5	0.1	7.5	9.8
영업외손익	27	-181	32	-48	-63
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	277	540	583	551	593
금융비용	-761	-1,137	-956	-994	-1,042
기타	512	416	404	395	386
법인세비용차감전순이익	-1,727	-1,794	-85	591	877
법인세비용	-28	-50	-2	16	24
계속사업순이익	-1,700	-1,745	-83	575	853
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,700	-1,745	-83	575	853
당기순이익률 (%)	-37.9	-35.9	-1.1	5.7	8.0
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-1,700	-1,745	-83	575	853
지배순이익률 (%)	-37.9	-35.9	-1.1	5.7	8.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	50	272	271	271	271
포괄순이익	-1,650	-1,473	188	846	1,124
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-1,650	-1,473	188	846	1,124

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	486	-1,065	1,413	1,610	2,344
당기순이익	-1,700	-1,745	-83	575	853
비현금항목의 가감	1,453	661	344	368	312
감가상각비	124	130	121	112	104
외환손익	87	135	-83	-83	-83
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	1,241	396	306	339	291
자산부채의 증감	760	39	1,065	613	1,076
기타현금흐름	-28	-21	87	54	102
투자활동 현금흐름	101	88	50	93	85
투자자산	8	37	0	0	0
유형자산	-100	-122	-100	-50	-50
기타	193	173	150	143	135
재무활동 현금흐름	-157	-130	3,567	-462	-368
단기차입금	108	157	-385	-90	-81
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-10	-9	-8
자본의 증가(감소)	0	0	4,444	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-265	-287	-482	-363	-279
현금의 증감	435	-1,119	1,838	-544	750
기초 현금	1,344	1,779	660	2,498	1,954
기말 현금	1,779	660	2,498	1,954	2,704
NOPLAT	-1,727	-1,569	-114	622	914
FCF	-942	-1,521	972	1,297	2,044

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,481	7,822	11,687	12,212	12,809
현금및현금성자산	1,779	660	2,498	1,954	2,704
매출채권 및 기타채권	345	405	445	490	539
재고자산	1,139	2,202	2,152	2,517	2,135
기타유동자산	3,218	4,556	6,592	7,251	7,431
비유동자산	4,142	4,413	4,412	4,380	4,368
유형자산	3,469	3,787	3,766	3,704	3,650
관계기업투자금	4	4	4	4	4
기타금융자산	465	274	251	230	211
기타비유동자산	204	348	391	442	503
자산총계	10,623	12,236	16,099	16,592	17,177
유동부채	7,464	10,672	10,192	10,126	9,872
매입채무 및 기타채무	1,072	1,487	1,756	1,988	1,937
차입금	1,138	1,283	898	809	728
유동성채무	1,346	1,325	927	649	454
기타유동부채	3,908	6,578	6,611	6,680	6,753
비유동부채	941	818	801	785	771
차입금	123	100	90	81	73
사채	112	0	0	0	0
기타비유동부채	707	718	711	704	698
부채총계	8,406	11,491	10,993	10,911	10,643
지배지분	2,218	745	5,106	5,681	6,534
자본금	541	541	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	18	18	3,466	3,466	3,466
이익잉여금	-1,001	-2,701	-2,784	-2,209	-1,356
기타자본변동	-1	-1	-1	-1	-1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,218	745	5,106	5,681	6,534
총차입금	2,988	2,982	2,177	1,789	1,494

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-15,843	-16,262	-306	1,876	2,784
PER	-1.5	-1.2	-77.2	12.6	8.5
BPS	20,669	6,943	16,666	18,542	21,326
PBR	1.1	2.7	1.4	1.3	1.1
EBITDAPS	-15,199	-13,823	15	2,453	3,407
EV/EBITDA	-2.0	-2.5	984.9	5.5	2.9
SPS	37,142	40,234	27,711	32,869	34,851
PSR	0.6	0.5	0.9	0.7	0.7
CFPS	-8,784	-14,180	3,577	4,232	6,673
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-36.2	8.3	55.0	33.7	6.0
영업이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	47.0
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	48.4
수익성					
ROIC	-85.8	-343.8	-5.6	14.2	20.2
ROA	-16.2	-15.3	-0.6	3.5	5.1
ROE	-55.9	-117.8	-2.8	10.7	14.0
안정성					
부채비율	379.0	1,542.4	215.3	192.1	162.9
순차입금비율	28.1	24.4	13.5	10.8	8.7
이자보상배율	-15.2	-13.2	-1.3	9.1	16.3

감사합니다.

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	99.1	0.0	0.9	0.0

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하