한화오션 (042660)

SMIC 2024년 4월 13일

달라진 한화오션, 이제 쾌속 항진

달라진 한화오션, 세상은 동사가 필요하다

동사의 2025E BPS 21,893원에 Target PBR 2.49x를 적용한 54,500원을 Bull Case 목표주가로 제시한다. 세상은 3년 전부터 조선 업사이클을 외쳤지만, 주가 상승은 요원했다. 그러나 드디어 이름 값 하는 폭발적인 주가 상승의 순간이 도래했고, 본격적인 실적 턴어라운드 국면에서 가장 큰 베타를 기대할 수 있는 것은 바로 동사다. 이에 더해, 오랜 기간 국내 해상 방산 시장을 선도하던 동사의 앞에 꾸준한 수익을 가져다 줄 미국 MRO라는 거대한 시장의 포문이 열렸다. 과거 어느 때보다 강력할 동사의 상승 곡선, 함께 올라타보자!

투자포인트1. 실적, 선가, 수주의 완벽한 세 박자

과거 조선업의 폭발적인 주가 상승을 이끌었던 요소들이 하나씩 들어맞는 해가 찾아왔다. 올해는 저가 수주에서 고가 수주로의 믹스 개선이 본격적으로 실적으로 보여지는 원년이며, 3년 넘게 쌓인 일감으로 공급자 우위 시장의 지위를 단단히 확보할 것이다. 견조하게 지지되는 선가는 덤이다. 나아가 수주 피크아웃에 대한 우려 역시 접어 두어도 좋다. 전세계에서 일어나는 LNG 프로젝트와 친환경 교체 수요를 바탕으로 발주 모멘텀은 계속될 것이다. 견조한 LNG 수요를 바탕으로 전세계에서는 LNG 프로젝트가 한창이다. 여기에 맞춰, LNG선 수주 역시 활황을 맞고 있으며, 친환경 규제 또한 LNG선 발주로 이어질 것이다. 두 모멘텀이 만나 24년, 25년에는 인도량을 훌쩍 뛰어넘는 수주가 이어질 것이다.

투자포인트 2. 특수선, 몸시 수상하다

계속될 수주 모멘텀으로 상선 부문 활황을 보장받는 동사는 또 다른 무기, 특수선 사업을 꺼내 들었다. 23년 한화그룹 인수를 기점으로 분주해진 특수선 사업부의 행보가 심상치 않다. 그룹 내 방산 계열사와의 시너지, 특수선 사업 확장에 대한 동사의 계획적 행보는 해상 방산 시장 확장 시점과 맞물려 업사이드를 보장할 것이다. 미국 MRO 수주 현실화가 다가오면서 동사가 받을 수혜와, 미국 MRO를 시작으로 MRO와 수상함, 잠수함 신조가 부문간 보완하면서 수익성과 안정성을 동시에 가져갈 특수선사업의 새로운 모습을 그려보자.

Bull Case 추정 손익계산서

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**8,358,745**	**7,030,175**	**4,486,586**	**4,860,150**	**7,408,312**	**9,224,530**	**12,939,939**
YoY (%)	*-13.33%*	*-15.89%*	*-36.18%*	*8.33%*	*52.43%*	*24.52%*	*40.28%*
매출원가	7,889,790	6,634,249	6,033,692	6,207,033	7,309,504	8,578,184	11,647,253
매출총이익	**468,955**	**395,926**	**(1,547,107)**	**(1,346,882)**	**98,808**	**646,346**	**1,292,685**
GPM (%)	*5.61%*	*5.63%*	*-34.48%*	*-27.71%*	*1.33%*	*7.01%*	*9.99%*
판매비와관리비	176,194	242,489	207,545	266,682	295,307	270,569	305,056
영업이익(손실)	**292,761**	**153,437**	**(1,754,651)**	**(1,613,565)**	**(196,498)**	**375,776**	**987,629**
OPM (%)	*3.50%*	*2.18%*	*-39.11%*	*-33.20%*	*-2.65%*	*4.07%*	*7.63%*
기타손익	(50,761)	(176,365)	512,471	415,924	424,935	432,012	459,233
금융손익	(291,360)	102,800	(483,953)	(596,915)	(346,214)	(324,111)	(345,467)
지분법손익	464	(1,561)	(1,326)	230	1,498	864	864
법인세비용차감전순이익(손실)	(48,897)	78,311	(1,727,459)	(1,794,326)	(116,279)	484,542	1,102,259
법인세비용	(2,412)	(8,261)	(27,630)	(49,548)	(276,323)	111,467	254,160
당기순이익(손실)	**(46,485)**	**86,573**	**(1,699,829)**	**(1,744,778)**	**160,044**	**373,075**	**848,099**
NPM (%)	*-0.56%*	*1.23%*	*-37.89%*	*-35.90%*	*2.16%*	*4.04%*	*6.55%*

Rating

Buy

현재주가: 28,500 원

Bull Case: 54,500 원

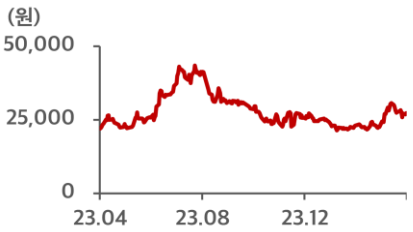
상승여력: 91%

Base Case: 50,100 원

상승여력: 76%

12M 주가추이

시가총액 87,312 억원



B/S data (23A)

자산 총계	139,447 억원
부채 총계	96,326 억원
자본 총계	43,121 억원

Earning data (TTM)

PBR	2.11x
BPS	14,061 원
ROE	6.33%

주요 주주

한화에어로스페이스 외 4인	46.29%
한국산업은행	19.5%
국민연금공단	5.01%

SMIC 2 팀

팀장 48 기 이학범

팀원 48 기 서건호

48 기 이보연

49 기 이대영

49 기 전수연

CONTENTS

1. 안녕! 한화오션이야 - 기업 분석 03

2. 아버지가 못 타셨던 배, 제가 타야겠습니다 - 사이클 분석 06

3. 실적, 선가, 수주의 완벽한 세 박자 - 투자포인트 1 10

4. 특수선, 몹시 수상하다 - 투자포인트 2 17

5. Issue & Risk 22

6. Valuation 23

7. Appendix 31

1. 안녕! 한화오션이야 - 기업 분석

1.1. 익숙한 듯 몰라보게 변했다

한화오션 등장
대우조선해양 안녕

23년 5월, 한화오션이 등장했다. 대우조선해양으로서의 긴 역사를 뒤로 하고, 한화그룹 편입, 사명 변경으로 등장한 이름이다. 동사는 99년 대우중공업의 워크아웃과 구조 조정으로 산업은행 산하에서 이른바 '주인 없는 회사'로 오랜 기간 지내왔다. 그간 인수 시도가 여럿 있었지만 무산을 거듭한 끝에, **22년 12월 한화그룹의 경영권 지분 인수**로 동사는 제 품을 찾았다.

한화 품은 포근하다

인수 추진 소기의 목적에 맞게, 동사는 **모든 사업 부문에서 계열사 시너지를 확보**했다. 한화에어로스페이스와 한화시스템이 제공하는 **무기 체계와 네트워크는 동사 특수선**과 결합하여 시너지를 발휘한다. 한화임팩트의 암모니아 공정, 한화솔루션의 **해상풍력과 수소 생산 기술**, 한화에너지의 **LNG 발전은 동사가 선도하는 친환경선박 건조**와 연결된다. 지난 3월 한화엔진(구HSD엔진)을 인수해 **연료-엔진-선박의 수직계열화를 완성**하면서 시너지는 극대화되었다.

주력 분야
① 상선 건조

주력 부문인 **① 상선사업부**에서 동사는 구VLCC 강자-현LNG선 강자-차세대 친환경선박 강자의 흐름을 잇고 있다. 컨테이너선, 가스운반선, 탱커선 등 전 선박 건조 이력이 풍부한 동사는 현재 높은 기술력을 요하는 **고부가가치 선박인 LNG운반선 부문 대표 강자**다. 동사는 40K 이상급 LNG운반선 분야에서 **누적인도물량 178척으로 세계 1위**다.

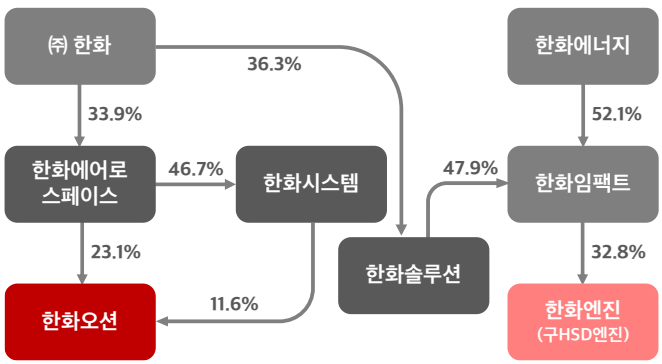
② 특수선
또 다른 강점

② 특수선사업은 동사의 강점이다. 83년 건조를 시작으로 해군 국방력 증강에 기여한 동사는 구축함, 호위함, 잠수함을 포함한 주력 전투함과 군수지원함, 구조함, 원해경비함, 상륙함 등 전 종류에 걸쳐 건조 기술을 보유하고 방위사업청의 한국형 구축함, 차기 호위함, 차세대 잠수함 사업에 모두 수주했다. **세계 기업 중 5번째로 잠수함 해외 수출에 성공**한 동사는 확장 시장에 대비해 **세계 최고 수준 잠수함인 KSS III-Batch II**를 해외 수출 모델로 보유한다.

③ 해양/플랜트
시너지가 기대된다

09-14년 조선업 불황기로 인한 상선 수주 감소를 극복하기 위한 대책일 뿐이었던 **③ 해양/플랜트**는 한화그룹 편입으로 플랜트, 풍력 사업 밸류 체인을 획득하면서 그 역할이 달라졌다. 한화그룹 사업구조 재편의 일환으로 한화 산하의 육상플랜트, 해상풍력 사업을 양수하면서 플랜트 사업, 해상풍력 사업의 완성된 모습을 갖추었다. 기존 동사의 **상선 건조 기술력과 그룹 단위 영업 네트워크가 결합**하면서 안정적인 매출을 보장할 수 있을 것으로 보인다.

그림 1-1. 동사 지배구조



출처: DART, SMIC 2팀

그림 1-2. 주요 사업 및 매출 비중

출처: 동사, SMIC 2팀

1.2. 재무 및 실적 분석

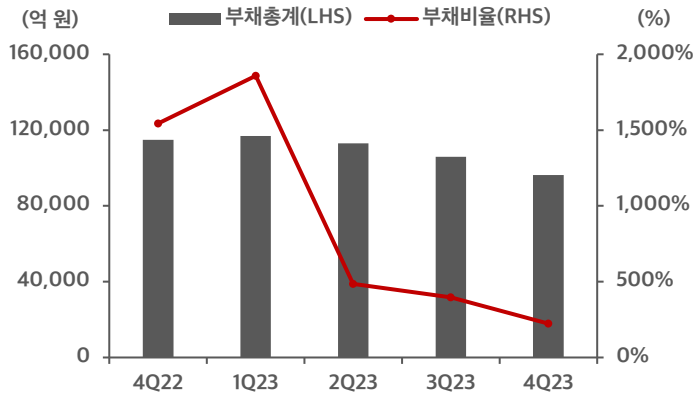
인수 후 빠르게 재무건전성 개선

대우조선해양 분식회계 사태, 조선업 불황기 등을 거치며 악화되었던 동사의 재무구조는 23년 5월 한화그룹으로의 인수를 기점으로 빠르게 개선되고 있다. 지난 해 한화그룹 편입 후 인수금을 통해 차입금을 상환하여 **22년 1,771%였던 부채비율이 현재 233%까지 낮아졌다.** 이를 통해 과거 대우조선해양의 잔재를 해결하며 시장의 우려를 덜어내고 있다.

유상증자를 통한 투자 재원 확보

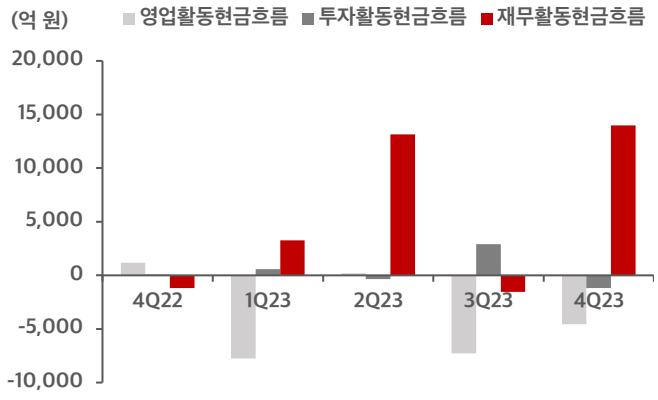
23년 8월, 유상증자를 통해 투자 및 인수자금 확보에 필요한 약 2조 원의 재원을 확보했으며, 이는 **해상 방산 및 친환경 사업 등에 투자**될 예정이다. 이를 활용해 동사는 자체적으로 해상 방산, 친환경 사업 등 **고부가가치 산업에서의 지속적인 우위**를 유지할 수 있음은 물론, 한화에어로스페이스의 방위 산업, 한화솔루션의 친환경 사업 등 계열사들과 시너지를 주고받을 수 있을 수 있을 것으로 기대된다.

그림 1-3. 동사 부채총계와 부채비율 추이



출처: DART, SMIC 2팀

그림 1-4. 동사 영업, 투자, 재무활동현금흐름

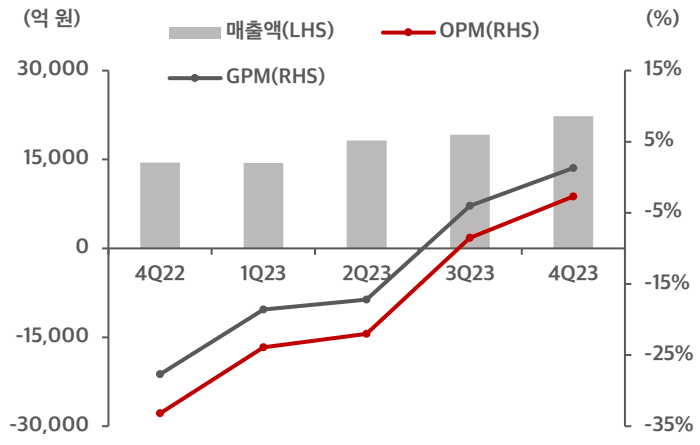


출처: DART, SMIC 2팀

고가 수주물량 매출인식 시작

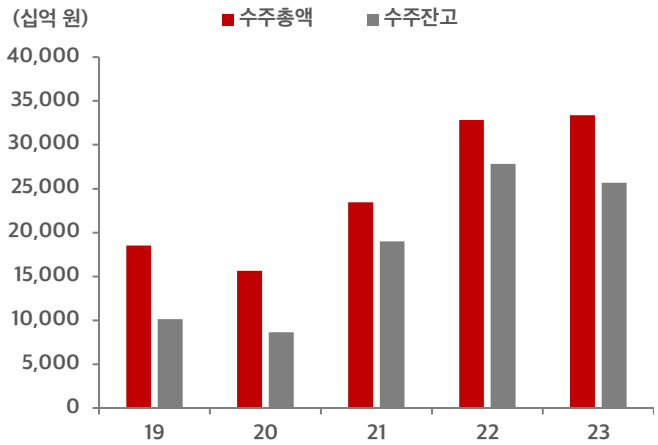
불황의 끝을 알리듯, 실적 또한 빠르게 개선되고 있다. 동사가 **사이클 초입부에 수주했던 저가 수주물량은 상당수 소화가 완료되었고, 지난 해 하반기부터 본격적으로 고가 수주물량의 매출 인식이 이뤄지고 있다.** 이에 23년 매출액은 22년 대비 52.4% 상승했으며, 영업이익률은 22년 -33.2%, 23년 -2.62%를 기록하며 전년 대비 30.58%p 상승했다. 고가 수주물량의 비중이 폭발적으로 증가하는 올해, 또 한 번의 가파른 매출액과 영업이익의 성장이 기대된다.

그림 1-5. 동사 매출액, GPM, OPM 추이



출처: DART, SMIC 2팀

그림 1-6. 동사 수주잔고 및 수주총계



출처: DART, SMIC 2팀

1.3. 주가분석

그림 1-7. 동사 주가 추이

출처: KRX, SMIC 2팀

동사 주가 흐름 규명

국내 조선사들의 **주가는 글로벌 경기에 큰 영향**을 받으며, 유사한 흐름의 주가 사이클을 지니고 있다. 조선사이클에 대해서는 후술하도록 하고, 주가분석에서는 과거 16년 중반부터 17년 말까지 발생했던 거래정지 시기를 전후로 동사의 주가는 어떤 요인에 의해 움직여왔는지 살펴보도록 하자.

(1) ~23년 5월 : 대우조선해양 시기

조선업계 전반의 주가하락

① 14년, 국내 조선사 전체가 평균적으로 **연초 대비 수익률 -47.2%**를 기록했으며, 동사는 연초대비 46.9% 하락했다. 11년 이후 수주한 저가 선박과 주요 해양 프로젝트가 적자로 전환되면서, **부진한 실적 흐름에 따라 주가는 지속적으로 하락**했다. 결국 15년, 해상 생산설비의 공사 지연과 이에 따른 원가율 상승에 따라 조선사들은 분기마다 대규모 실적 쇼크를 발표했다.

대우조선해양의 분식회계

② 동사는 15년 2분기에만 3조 318억 원의 영업손실을 기록했고, **당해 년도 5조 5천억 원의 영업손실을 발표**했다. 일각에서 회계장부를 조작했다는 의혹을 제기했고, 수사 결과 13년, 14년에 **1조 5천억 원 규모의 분식회계 정황이 발각**됨에 따라, **동사는 결국 16년 7월 14일 거래정지** 되었다.

회계감사 적정의견을 받고 거래 재개

③ 동사는 임의회계감사에서 '적정 의견'을 받고, 자본구조 정상화 추진에 따라 부채비율을 248%까지 줄였다. 이후 기업심사위원회의 종합적인 평가를 받아 **1년 3개월만에 거래가 재개되었다.** 거래 재개 후에는 Peer들과 함께 조선 업황 및 코로나19와 같은 매크로 흐름에 의해 주가가 움직였다.

(2) 23년 5월 ~ : 한화오션 시기

새주인을 만나 주가 상승

④ 동사의 전신이었던 대우조선해양은 한화그룹에 인수되어 23년 5월 한화오션이라는 새로운 사명을 갖게 된다. 인수 이후 **한화그룹과 다양한 시너지 효과를 낼 수 있다는 기대감에 100% 가까운 주가 상승**을 했지만 유상증자 발표 후 주가는 다시 원점으로 회귀했다.

최근 미국이 중국 조선업 제재에 나서게 될 경우 동사가 반사이익을 받을 수 있다는 기대감으로 주가가 상승했지만, 사업 양수 발표 이후 인수가격의 적정성 우려가 제기되며 일시적으로 하락한 상태이다.

2. 아버지가 못 타셨던 배, 저는 타야겠습니다 - 사이클 분석

이름 값 하는 주가 상승의 순간 도래

무엇이 조선주의 주가를 움직이는가? 수주잔고, 선가, 실적 … 조선업과 관련해 시장에서 자주 언급되는 수많은 지표들이 존재하지만, 조선주의 주가를 움직이는 결정적인 요인이 무엇인지에 대해서는 모호한 부분이 많다. 실제로 지난 21년부터 시장은 조선 업사이클을 외쳤지만, 3년간 그에 걸맞은 폭발적인 주가 상승은 없었다. 이에 많은 투자자들은 **피크아웃에 대한 우려**를 지속적으로 제기해왔으며, 조선 업사이클의 도래 여부에 대한 시장 참여자들의 **혼돈은 더욱 가중**되곤 했다. 그러나 본 보고서는, 이제서야 드디어 **'이름 값 하는' 폭발적인 주가 상승의 순간**이 찾아올 것임을 주장한다.

미중규제 가능성, 아직은 지켜보자

본격적으로 과거와 현재의 사이클을 비교 분석하기에 앞서, 지난 3월 13일 보도된 **미국의 중국 조선업 규제** 관련 이슈에 대해 잠시 살펴보도록 하자. 미국철강노조(USW)를 비롯한 5대 노조가 미국무역대표부(USTR)에 **해상 물류와 조선 분야에서 중국에 대한 규제**에 착수할 것을 촉구하는 청원문을 제출한 사실이 보도되자, 조선업계에 대한 시장의 관심이 집중되었다. 시장 참여자들이 기대하는 바와 같이 규제가 실현된다면 국내 조선사들에게는 매우 긍정적인 이야기겠지만, 미국이 전세계 조선 시장에서 차지하는 비중이 극히 미미한 현시점, 규제의 현실화 가능성에 대해 **섣불리 논하기에는 불확실성**이 크다.

조선 업사이클이 찾아왔다

다만 본 보고서는, 해당 이슈가 오랜 기간 시장의 관심으로부터 멀어졌던 **조선주의 투심에 불을 지피는 결정적인 역할**을 했다고 판단한다. 따라서 본 절에서는 불확실성이 존재하는 규제의 실현 가능성에 대해 논하기 보다는, 과거 00년대의 빅사이클을 토대로 조선주의 **본질적인 주가 흐름을 미시적으로 규명**하며, 모든 지표가 **20여년 만의 조선 업사이클의 도래**를 가리키고 있음을 살펴보도록 하겠다.

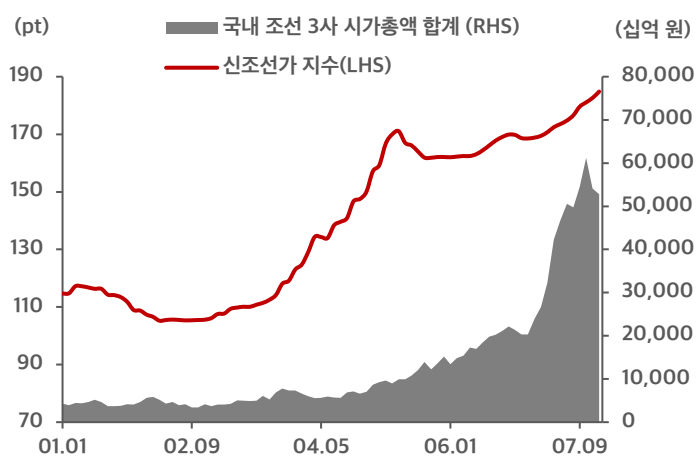
조선 사이클, 일정 주기 및 패턴 반복

조선 업사이클에 올라타기 위해서는, 먼저 조선업의 **사이클 형성 과정**에 대한 긴밀한 이해가 필요하다. 본 보고서는 과거 주가 상승의 시발점이었던 06년과 24년의 상황이 놀라울 만큼 닮아 있음을 다양한 지표를 통해 규명한다. 나아가 레거시 산업의 본질적인 특성 및 발주 이후 인도까지의 **긴 호흡의 시계열**을 고려할 때, 조선업 사이클이 **일정한 주기와 패턴**을 갖고 반복됨을 주장한다.

적당한 사이클 아니야?

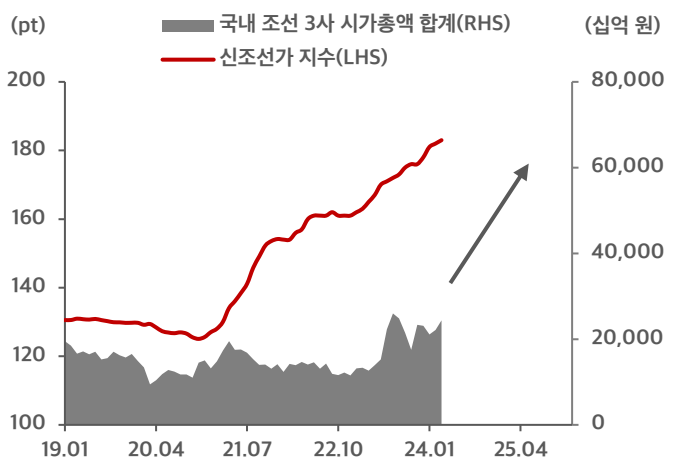
아래 도표를 통해, 과거와 현재의 조선업의 업사이클이라는 **큰 파도가 형성되는 과정이 매우 유사**함을 확인할 수 있다. 보다 구체적으로 사이클의 형성 과정을 뜯어보며, 24년, **과거의 영광을 재현할 큰 파도**가 천천히 우리에게 다가오고 있음을 확인해보도록 하자.

그림 2-1. 과거 사이클 신조선가, 국내 3사 시가총액 추이



출처: DART, Clarksons, SMIC 2팀

그림 2-2. 신조선가, 국내 3사 시가총액 추이



출처: DART, Clarksons, SMIC 2팀

2.1. 조선 사이클 평행이론

(1) 조선업에 물 들어오다, 02년 & 20년

슈퍼사이클은 깊은 바다에서 시작한다

02년, 20년도 모두 매크로 변수로 인해 물동량이 감소했다. 이로 인해 신조선가가 하락하자 선주들은 값싼 선박을 선제적으로 주문하기 시작했고, 투기성 발주가 이어지며 신조선가는 반등했다. 이후 연말에는 선박 수요를 폭발 시키는 우연한 사건이 생기며 업사이클의 크기를 키우는 상황이 발생된다.

02 년
세계경제 ↓
신조선가 ↓

① 02년: 01년, **911테러가 발발하며 세계 경제는 마비**되었고, **물동량 하락과 함께 신조선가 역시 크게 하락**했다. 선주들은 값싼 선박을 주문하면 짧은 회수기간으로 투자금액을 회수할 수 있기에, 그들의 이익성을 키우기 위해서 신조선가 바닥 시점에 주문이 시작되었다

유조선 침몰사건 이후 선박 발주량 ↑

선주들이 움직이며 신조선가가 올라가는 도중 **11월 스페인에서 유조선이 침몰하는 프레스티지호 사건**이 터졌다. EU역내 중질유를 적재한 단일 선체 유조선 항만 입출항 금지 규제안이 생기며, 선주들은 **이중 선체 선박으로의 교체가 필수가 되며 발주를 서두르기 시작**한다.

20 년
세계경제 ↓
신조선가 ↓
그리고 펜데믹

② 20년: 코로나-19로 인해 국가 간 자유로운 이동이 제한되었고, 동시에 유가가 하락하며 국제 정세가 위축되었다. 이에 다시 한번 물동량과 신조선가가 하락을 시작했다. 02년과 마찬가지로, 위기 속에서 기회를 **찾은 선주들은 투기성 선박 발주를 늘렸다.** 이에 더해 연말, **IMO의 황산화물 배출 규제의 강화**가 가시화되며, **조선사의 신규 수주가 폭증**했다

(2) 도크도 다 찼겠다, 이제는 비싸게 팔아볼까? 03년 & 21년

03 년, 21 년
공급자 우위 시장,

03년과 21년은 이전 년도에 **꾸준히 채워둔 수주잔고가 빛을 발하는 시기**이다. 통상적으로 조선업에서 백로그 3년 이상이 쌓여 있으면 공급자 우위 시장이 조성된다. 전년의 기폭제 역할을 했던 사건 이후 신조선가가 꺾이지 않았으며, 조선사들은 수익성 개선을 위한 **고가 선별수주를 시작**한다.

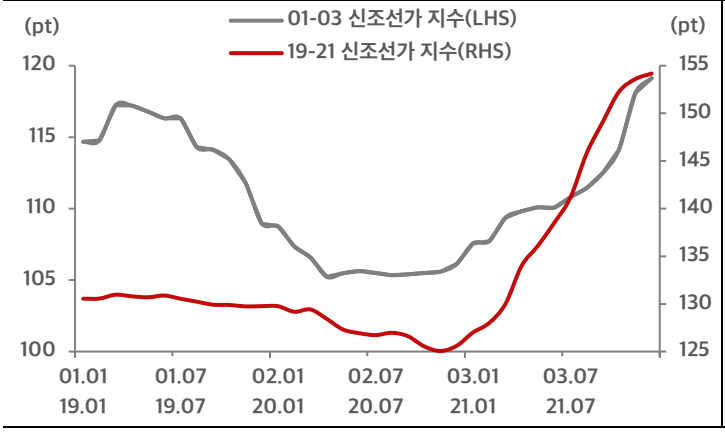
03 년 백로그 3 년 이상
고가 선별수주 시작

① 03년: 직전 해 낮은 선가, 유조선 침몰사고, 해운시황 호조가 맞물리며, 03년에는 선주들의 지속적인 발주가 이어졌다. 백로그 3년 이상을 채운 조선사들은 선가가 오르길 기다리며 선별수주를 하기 시작했다. **03년 부터는 고가의 신조선 발주**가 연이어 쏟아졌다.

21 년 역시,
백로그 3 년 이상 차며
고가 선별수주 시작

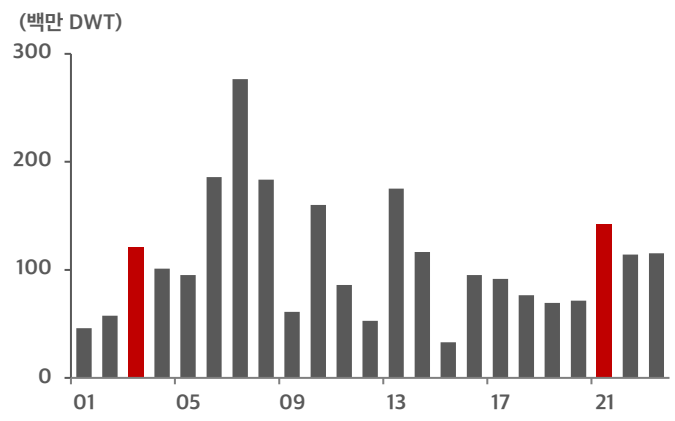
② 21년: IMO의 황산화물 배출 규제가 본격화되고 국제 경제가 살아나며 친환경선박으로의 교체수요와 물동량 증가에 의한 발주가 연이어 **터지며 조선사들은 공급자 우위 시장을 온전히 누리기 시작**했다. 수주가 늘며 24년 슬롯까지 확보하여 선가 관리를 하기 시작했다.

그림 2-3. 과거 사이클 신조선가, 국내 3사 시가총액 추이



출처: DART, Clarksons, SMIC 2팀

그림 2-4. 연도별 신조 선박 추이



출처: Clarksons, SMIC 2팀

(3) 저가 수주가 인식되니 피크아웃 우려는 더 극심해질 수 밖에, 04년 & 22년

04 년, 22 년은 쉬어가는 해

04년과 22년에는 **국내 조선사들 모두 연초대비수익률(YTD)이 마이너스인 한 해였다.** 과거 사이클의 초입에서 빠르게 백로그를 채우기 위해 받았던 저가수주 물량이 소화되는 시기였다. 값싼 선박의 매출 인식이 지속되며 주가는 하락했지만, **수주 및 선가는 지속적으로 상승했다.**

04 년, 02 년에 받은 저가수주 물량 매출인식 시작

① 04년: 국내 조선사 모두 연초대비 수익률이 마이너스였다. **02년에 받았던 저가수주 물량이 매출로 인식**되기 시작하며 시장의 눈빛은 차가워졌다. 고가수주 물량은 06년부터 인식되기에 큰 폭의 실적 개선 앞에 긴 시계열을 감안한 투자자들은 조선업에 등을 돌리기 시작했다.

22 년 역시, 2 년전 받은 저가수주 물량 매출인식

② 22년: 04년과 같이 22년에는 20년에 받았던 **저가 수주 물량이 인식**되면서 부진한 매출이 기록되었다. 피크아웃을 우려한 투자자들은 굳이 해당 시점에 조선주에 투자할 이유가 없다고 판단했고, 이에 **국내 조선사 모두 연초대비 주가 상승률이 큰 폭으로 떨어졌다**.

(4) 드디어 고가 수주 물량이 매출로 찍히며 턴어라운드! 05년 & 23년

이제 돈 좀 벌어볼까? 하반기부터 시작된 고가 물량 매출인식

05년과 23년에는 2~3년 전에 받았던 저가 수주의 매출인식이 상반기 종료되었고, 고가수주 물량이 하반기부터 매출로 인식되기 시작하였다. 긴 시계열을 가진 사이클이 본격화되는 구간이었으며, **국내 조선사들 모두 05년과 23년 하반기부터 급격한 주가상승을 보였다**. 다만, 해당 시기에는 수주량이 소폭 줄어드는 모습을 관찰할 수 있는데, 이는 조선사가 백로그를 조금씩 늘리며 신조선가를 유지하는 전략을 채택했기 때문이다. 이후 신조선가는 지속적으로 상승했다.

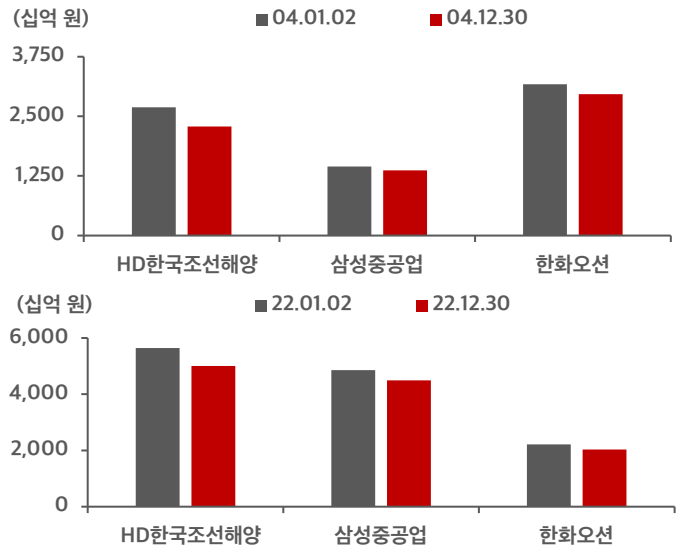
하반기부터 고가 물량 매출 인식되며 주가 ↑

① 05년: 상반기를 끝으로 저가수주 물량 매출인식이 종료되었고, **고가 수주물량의 매출인식이 시작되었다.** 시장은 급격히 증대되는 실적에 관심을 갖기 시작했으며, 05년 하반기에만 국내 조선사들은 모두 40%를 상회하는 주가상승을 기록했다. 뿐만 아니라 조선사들의 협상력까지 높아졌다.

05 년, 23 년 조선사들의 협상력 ↑

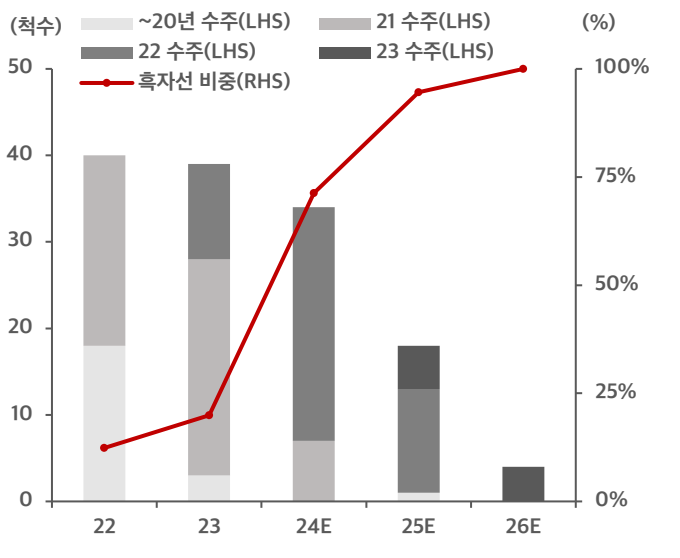
② 23년: 언론에서 업사이클의 본격화를 조명하며, 시장의 관심도 집중되기 시작했다. 05년과 마찬가지로 23년 하반기, 지난 21년 선제적으로 백로그를 채움으로써 신조선가가 상승한 상황에서 확보한 선별수주 물량이 본격적으로 매출에 반영되기 시작하며 실적 턴어라운드를 기록했다. **05년과 동일하게, 조선사들의 협상력도 높아졌다.** 계약 초기 선가 확정 후 환율/원자재 변동 등의 리스크는 조선소의 부담이었으나, 이때부터 환율/원자재 변동까지 발주사가 책임지는 유형의 계약이 나타나기 시작했다.

그림 2-5. 연초대비 시가총액 하락 추이 - 04년(위), 22년(아래)



출처: 기업정보 전자공시시스템, SMIC 2팀

그림 2-6. 동사의 스틸커팅 선박 수주 년도 및 흑자 선박 비중



출처: 동사IR, SMIC 2팀

(5) 업사이클을 위한 마지막 조각, 06년 & 24년

진짜 사이클이 돌아온다.

역사는 반복되고, 조선 업사이클은 24년 다시 찾아올 것이다. 지금까지 살펴본 과거의 조선 사이클과 현재의 상황을 명확히 이해하고 있다면, **올해가 다시 한번 파괴적인 주가 상승이 시작될 원년**이 될 것임을 예측할 수 있다. 폭발적인 주가 상승 랠리가 이어졌던 06년도의 조선 업황을 살펴보며, 조선주의 **주가 상승을 견인하는 선결조건**이 무엇인지 이해하고 넘어가도록 하자.

퍼즐 ① : 고가 수주물량 매출 인식에 따른 실적 턴어라운드

고가 수주 분에 따른 매출 상승 가시화

05년 하반기의 실적 턴어라운드에 뒤이어, **06년도에는 고가 수주물량의 매출 인식**이 연속적으로 진행되었다. 꾸준히 제기되는 피크아웃 우려에도 불구하고, 매 분기 실적 상승이 이어지니 투자자들의 우려는 빠르게 해소되었다. 조선업은 수주 기반 산업이므로 수주잔고가 향후 매출을 예측할 수 있는 지표가 되지만, 매출 인식까지의 시계열이 길기 때문에 직접적인 주가 상승의 드라이버로 작용하지는 않는 경우가 많다. 이에, **매출의 가시화는 본격적인 조선사 수혜의 시작점으로 시장에서 인식**된다.

퍼즐 ② : 공급자 우위 시장 & 고가 수주가 가능한 신규 프로젝트

공급자 우위 시장 + 신규 프로젝트

06년에도 공급자 우위 시장은 지속되었다. 백로그가 3년 이상 차 있는 상황에서, **카타르발 LNG 프로젝트가 연이어 터지며 고마진 제품인 LNG선의 수주가 시작**되었다. 피크아웃 우려는 존재했지만, 연달아 신규 프로젝트, 심해 해양플랜트 등 다양한 곳에서 발주가 나오며 수주 이어달리기가 지속되었다. 본격적으로 사이클이 시작되니, 과거에는 신규 수주에 반응하지 않던 주가도 반응을 시작했다.

퍼즐 ③ : 떨어지지 않는 신조선가

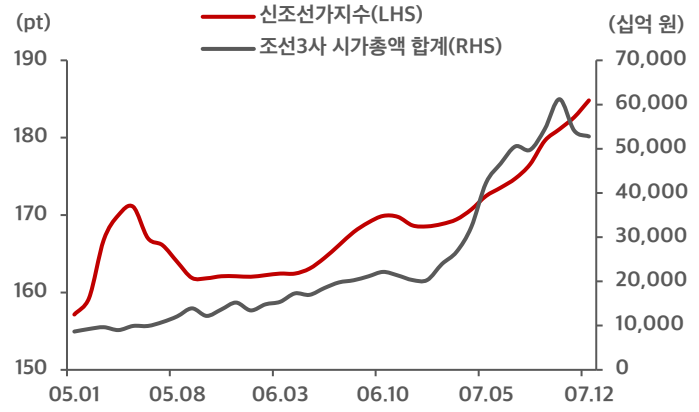
떨어지지 않는 신조선가

진정한 조선 슈퍼사이클의 완성을 위해서는, **높은 수준의 신조선가가 유지**되어야 한다. 신조선가는 05년 잠시 주춤하는 듯했으나 06년 반등을 시작했고, 이후에도 지속적으로 상승 곡선을 그리며 투자자들의 우려를 성공적으로 잠재웠다. 그리고 이는, 조선 슈퍼사이클로 가기 위한 마지막 퍼즐이었다.

우리에게 필요한 3 가지 조건

24년 업사이클로 진입하기 위해서는 위 세 가지의 선결조건이 필요하다. 21년부터 시작된 고가 수주분에 의한 **매출 증대가 가시화되어야 하고**, 지속적인 **신조선가 상승을 위한 수주잔고가 뒷받침**되어야 한다. 결국 위의 3가지 조건이 갖춰진다면, 제3차 조선 업사이클이 다시 도래할 것은 자명하다..

그림 2-7. 05~07 신조선가 지수 추이 및 조선 3사 시가총액



출처: DART, Clarksons, SMIC 2팀

그림 2-8. 고가 선박 스틸 커팅 시점 및 고가선 비중

스틸커팅 →	23				24			
↓ 수주년도	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
2020	2	1	0	0	0	0	0	0
2021	9	7	6	3	10	1	0	0
2022	1	2	2	2	2	9	11	5
2023	25년에 스틸커팅							
고가선 비중	8%	20%	25%	40%	**17%**	**90%**	**100%**	**100%**

출처: 동사, SMIC 2팀

3. 실적, 선가, 수주의 완벽한 세 박자 - 투자포인트 1

맞물려야 하는 세가지 모멘텀

과거 사이클에서 우리는 조선업 주가 상승이 이루어지기 위해서는 **1) 실적 성장 가시화, 2) 공급자 우위 시장을 바탕으로 견조하게 지지되는 신조선가, 3) 계속되는 수요 모멘텀**이 맞물려야 함을 확인했다. 그리고 현재의 조선업은 과거 06년처럼 바로 이 국면을 맞이하고 있다.

24 년은 동사 주가 상승의 원년

20년부터 급하게 채워 나간 저가수주는 인도가 마무리되어가고 있으며 24년은 고가 물량이 본격적으로 실적에 반영될 원년이다. 게다가 동사는 **3년여간 쌓인 백로그를 바탕으로 원하는 수주를 선별해 고를 수 있는 우위**를 점하고 있다. 거기에 **LNG선이라는 어마어마한 친환경 프로젝트와 미뤄왔던 교체수요**들이 몰려온다. 본 절에서는 상술한 **세 가지 주가 상승의 연결고리들이 하나씩 메워지고 있음을** 살펴보며, 이를 통해 **24년이 동사 주가 상승의 원년**이 될 것임을 논증한다. 24년 조선업의 빅사이클, 우리 같이 올라타보자!

3.1. 첫 번째 연결고리, 확실하게 찍힐 실적

고부가가치선박 LNG 선 비중 상승

5년여 만에 흑자 전환에 성공한 HD현대중공업과 삼성중공업에 뒤이어 동사에게도 **드디어 실적 턴어라운드의 해**가 다가왔다. [그림 3-1]를 통해 볼 수 있듯, 매년 인도되는 선박 중 **고부가가치선박인 LNG선이 차지하는 비중은 23년 10%에서 24년 43%, 25년 71%로 상승**해가고 있다. 또한 24년 4월 기준 수주잔고 내 선박별 비중 역시 70%를 상회한다. 이는 HD현대중공업과 삼성중공업이 각각 40%, 59%인 것에 비하면 상당히 높은 수준이다.

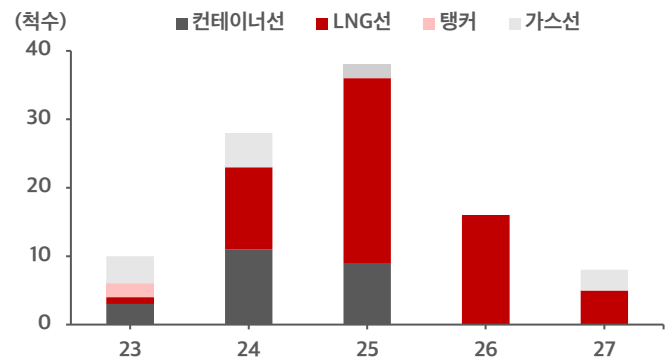
적자호선 비중 감소 + 생산 안정화 비용 해소완료

적자호선 비중 역시 확연히 감소해가고 있다. 24년 수주잔고의 40%를 차지하던 적자호선은 20%로 감소하고, LNG선 매출 비중은 23년 40%에서 25년 60% 후반까지 우상향해 나간다. **명확히 개선되는 수주잔고 믹스는 24~26년의 실적 상승을 확실히 담보**한다. 게다가 작년 4분기에 생산 안정화 비용의 해소가 끝난 점을 고려하면, 올해부터 동사의 실적에 급격한 개선이 이루어질 것은 자명하다.

실적과 수주잔고 상승의 모멘텀이 온다

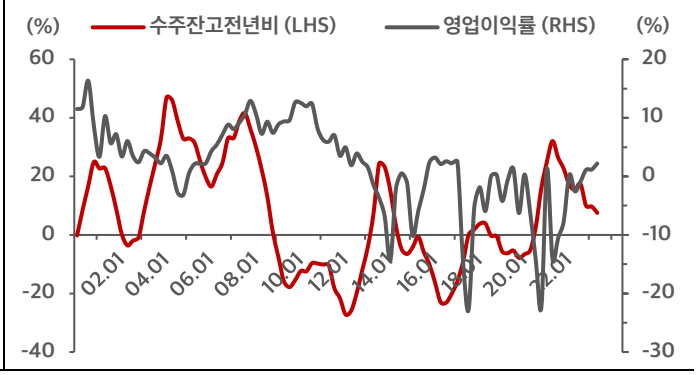
다만 한 쪽이 아무리 손뼉을 내밀어도 다른 한 쪽이 쳐주지 않으면 박수 소리는 나지 않는 법. 조선업 역시 마찬가지다. **실적이 개선되더라도 수주잔고가 급감한다면 피크아웃 우려에서 벗어날 수 없다.** [그림 3-2]에서도 볼 수 있듯 수주 호황과 불황이 반복되었던 일반적인 상황에서는 수주잔고 전년비와 영업이익률이 반비례해왔다. 하지만 올해는 고부가가치 선박이 실적으로 인식되는 동시에, **수주잔고 역시 전년 대비 상승할 수 있는 이례적인 모멘텀**을 가진 해이다. 수요가 밀려들어오는 **공급자 우위의 시장이 도래했음은 견조하게 지지되는 신조선가를 통해서도 확인**할 수 있다. 오랜만의 조선업 호황을 반기는 박수 소리가 울려퍼질 것이다.

그림 3-1. 한화오션 오더북 기준 선박별 인도 예정 년도



출처: Clarksons, SMIC 2팀

그림 3-2. 조선업황 사이클과 영업이익률 추이



출처: Clarksons, Wisefn, SMIC 2팀

3.2. 두 번째 연결고리, 공급자 우위 시장의 도래

고공행진하는 신조선가

신조선가가 연일 고공행진하고 있다. 신조선가 상승 지표를 확인하는 게 중요한 이유는 이것이 조선사의 매출실적과 연결될 뿐만 아니라 **공급자 우위의 시장이 지속되고 있는지를 드러내는 지표**이기 때문이다. 따라서 피크아웃에 대한 우려가 연중 지속됨에도 치솟고 있는 신조선가를 이해하기 위해서는 현재 조선업이 마주한 **Seller's market에 대한 이해가 선결**되어야 한다. 오랜 기다림 끝에 도래한 **공급자 우위 시장의 달콤한 과실을 누릴 적기**가 드디어 찾아왔다.

(1) 가득 찬 도크, 실수를 반복하지 않는 조선사

가득찬 도크,
선별 수주의 시작

전 세계 조선 시장의 절반을 차지하는 **중국의 도크가 가득 찼다.** 현재 중국 조선사들은 납기 물량이 27년까지 차 있는 상황이다. 이는 비단 중국만의 이야기가 아니다. **한국 조선 3사 역시 그간 텅텅 비었던 도크를 뒤로하고 이미 약 3년치의 일감을 확보**했다. 비어있던 도크를 채우기 위해 저가물량을 채우기에 급급하던 예전의 조선사가 아니다. 이제 조선사는 콧대를 높이고 원하는 **고가 수주를 선택해 받는 선별수주를 시행**한다. 실제 동사는 지난 해 그간 주력선종이던 컨테이너선을 단 한 척도 수주받지 않았다. 고부가가치 선박인 LNG선과 암모니아선의 물량이 밀려들어오는 상황에서 **저가 컨테이너 수주를 받을 유인이 없어졌기 때문**이다.

과거의 실수는 안녕

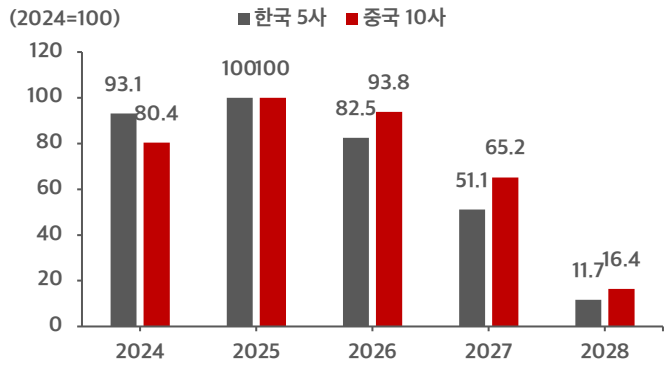
과거 수주 호황의 상황에서 급히 CAPA를 증설했다가 공급 초과로 인한 10년간의 적자를 경험했던 조선사들은 **오랜 불황의 학습효과 덕에 발주 랠리에도 증설 대응을 자제**했다. 이제 시장에는 불황기에 감축한 CAPA와 그간 지난하게 버텨온 일부 조선사만이 남아있을 뿐이다. 결국 제한된 공급과 더불어 밀려들어오는 발주 모멘텀으로 **작년 한 해 신조선가는 10.2% 상승**했다. 이런 상황 속에서 조선사들은 **선가를 낮춰 부르지 않는다.** 호가를 올려부른 후, 이를 선주가 잡으면 계약이 체결될 뿐이다. 한마디로 조선사들은 지금 완벽한 Seller's market을 즐기고 있다.

(2) 발주량 피크아웃? 중요한 건 그게 아냐

이미 3 년치 일감이
확보된 상황이 핵심

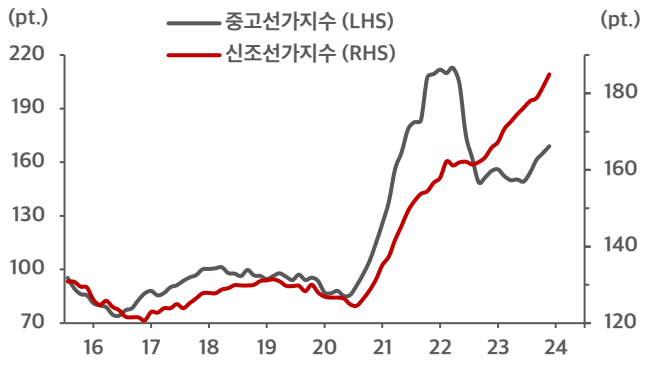
혹자는 작년에 비해 감소한 수주 목표치와 줄어든 발주량으로 인해 조선업의 피크아웃을 우려한다. 하지만 수주 목표치와 연간 수주의 증감은 현 시점 조선주 주가의 향방을 가로짓는 키 포인트가 아니다. **핵심은 신규 수주가 아닌 수주 잔고**이기 때문이다. 사이클 분석에서도 확인할 수 있듯, **이미 CAPA를 초과하는 수준의 3년치 일감이 확보되어 있는 상황**에서는 **신규 수주의 증가세보다도 수주 잔고가 유지되는 것만으로도 장기 사이클**이 올 수 있다.

그림 3-3. 한중 주요 조선소의 연도별 도크 여력



출처: Clarksons, SMIC 2팀

그림 3-4. 선가 지수 상승



출처: Clarksons, SMIC 2팀

신규 발주량의 감소추이는 당연하다

게다가 선사들의 입장에서 이미 백로그가 3년 가량 쌓여있는 상황에서 발주시점부터 인도까지 오랜 기간을 기다리며 발주를 폭발적으로 넣을 유인이 줄어드는 것은 당연하다. 조선사 역시 확보된 3년 가량의 일감을 바탕으로 수주와 가격 협상에서 우위를 점하고, 밀려들어오는 수요를 바탕으로 **인도량을 상회하는 수준의 수주**를 받아내기만 하면 된다. 그렇기에 **수주 목표치가 예년 대비 낮아진 것 역시 자연스러운 행보**이다.

인도량을 상회하는 수준의 발주량

따라서 앞으로 조선주의 향방을 확인하기 위해서는 공급자 우위의 시장이 앞으로도 유지될 수 있도록 **인도량을 상회할 수준의 발주량이 '꾸준히' 나오는지를 파악**해야 한다. 말하자면, 수주의 증감이 아닌 '잔고'의 증가가 신조선가의 향방을 결정한다.

(3) 신조선가 피크아웃? 아니 아직이요

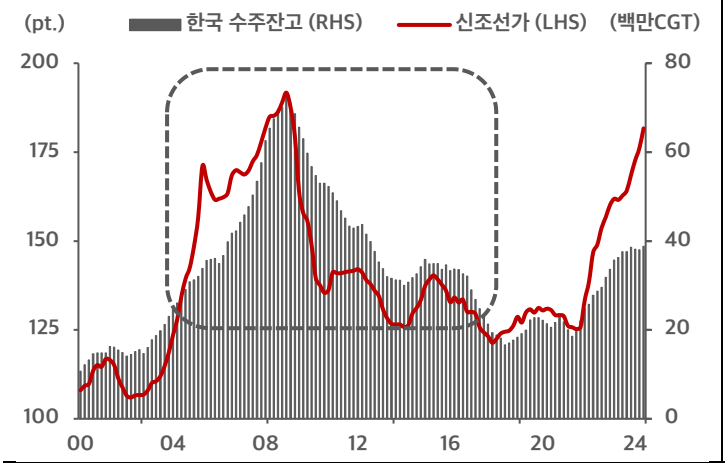
선박 PER 가격배수 기준 아직 남아있는 상승여력

고공행진하던 신조선가는 지난 1일 15년만에 180선을 넘어섰다. 과거 최고치인 2008년의 191.5포인트와 가까워진 것이다. 그렇기에 이미 최고치에 도달한 것이 아니냐는 신조선가 피크아웃 우려가 등장한다. 하지만 **선박의 PER** (P=선박 가격, E=일일 용선료 연율화) **가격배수 기준으로 살펴보면 아직 상승여력은 남아있다.** 현재 **LNG선과 LPG선의 PER은 각각 12.3, 6.7**이지만 **08-10년의 평균치인 15와 11.8에 못 미치는 수준**이다. 즉, 과거 최고점 대비 아직 부족한 상황이다.

중국 수주잔고 급증하며 한국 고가오퍼 선가 체결 가능성 상승

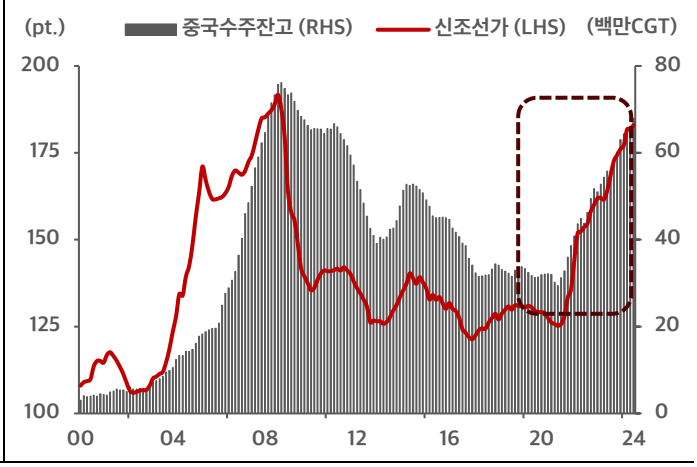
게다가 **중국 수주잔고가 급증**했다는 사실 역시 **신조선가의 상상을 단단히 지지해줄 수 있는 이유 중 하나**이다. **중국 수주잔고가 가득** 차 있으면 자연스레 **납기 경쟁에서 한국의 고가오퍼 선가가 체결될 가능성이 높기 때문**이다. 실제로도 과거에는 한국 수주잔고와 동행했던 신조선가가 최근 들어 중국의 수주잔고와 동행하는 모습을 보인다. 또한 신조선가의 하락은 본격적인 착공인 스틸커팅이 시작되기 12개월 이전에 비워지는 긴급슬롯이 생길 때 나타나는데, 현재 쌓여있는 수주와 LNG선을 비롯해 밀려들어오는 VLCC, VLAC의 발주 모멘텀을 고려하면 선가를 낮춰서라도 수주를 받을 유인이 존재하지 않는다. **공급자 우위 시장과 견조한 신조선가의 추이는 24년에도 지속될 것**이다.

그림 3-5. 과거에는 한국 수주잔고와 동행



출처: Clarksons, SMIC 2팀

그림 3-6. 최근에는 중국 수주잔고와 동행



출처: Clarksons, SMIC 2팀

Cycle 반등에 확신을 가지기 위해서는 실적과 함께 양질의 신규수주가 동행하는 모습을 보여야 한다. 그래야만 투자 심리가 살아날 수 있다. 그리고 24년이 바로 그 원년이다. 지금부터는 계속해서 발생할 추가적인 발주 모멘텀을 파악하며 상승 랠리의 초입을 살펴보도록 하자.

3.3. 세 번째 연결고리, 밀려들어오는 발주 모멘텀

지금까지 조선업 주가 상승을 위한 세 가지 조건 중 실적 성장과 신조선가 지지를 확인하였다. 이제 마지막 퍼즐은 계속되는 수요 모멘텀이다. 결론부터 말하면, 동사는 가스선과 탱커 시장만으로도 ***1) 막대한 LNG 프로젝트발 LNG선 수요, 2) 친환경 규제에 대응하기 위한 LNG선 교체 수요, 3) 새로운 가스선의 등장 및 VLCC 공급부족으로 인한 신규 발주 수요****로 24년과 25년에도 활발한 수주를 이어갈 예정이다. 지금부터 조선업의 물밀 듯이 몰려올 수요 모멘텀을 살펴보자.*

LNG 선 → 수익성↑↑

동사가 마주할 장밋빛 미래는 **LNG선의 수주**와 함께 예견되었다. **LNG선의 영업이익 마진율은 10%를 상회**하는 수준으로, 타 선종의 마진율이 일반적으로 4~8%라는 점을 고려하면 영업이익 상의 가파른 개선을 담보하기 때문이다. 23년에 상선부문 매출의 40%를 차지했던 LNG선은, 22년의 폭발적인 LNG선 수주가 24년 본격적으로 매출로 인식되며 전년대비 더욱 **개선된 Mix**를 보여줄 예정이다.

LNG 선, 중국 free

조선업의 알짜배기 선종인 LNG선, 일각에서는 중국 조선사들의 LNG선 시장 점유율이 29%까지 상승한 상황에서 동사가 온전한 수혜를 누릴 수 있을 것인지에 대해 우려를 제기하기도 한다. 그러나, 본 보고서는 동사가 중국 조선사들에 비해 **① 다양한 국적의 고객사로부터 레퍼런스를 보유**하고 있으며, **② 기술적 우위**를 점하고 있다는 점에서, 걱정은 접어두어도 좋다고 판단한다.

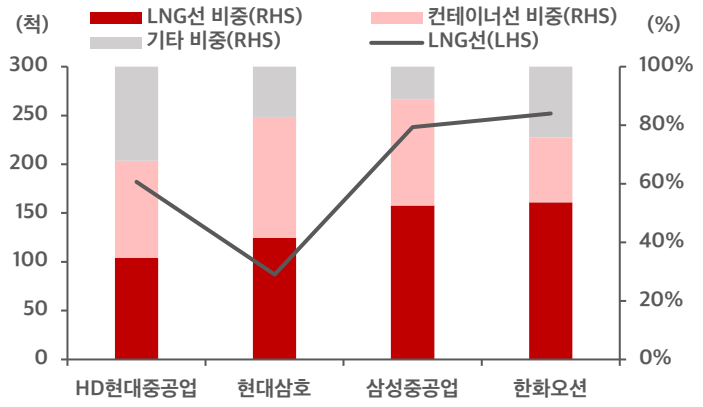
한화오션의 레퍼런스 최다(最多) LNG 선

동사가 **다양한 국적의 선주들과 레퍼런스를 보유**하고 있다는 점은 **강력한 진입장벽**으로 작용한다. 동사는 카타르에너지, 엑슨모빌, 쉐브론 등의 글로벌 기업 및 오세아니아, 카타르, 중동 등지의 다양한 국적 선주들을 고객사로 확보하며 포트폴리오를 확장해왔다. 실제로 동사는 **국내외 조선사들 중 가장 많은 총 252척의 LNG선을 인도 및 수주**했다. 이는 LNG선의 기술적 어려움과 위험성으로 인해 **레퍼런스를 중시하는 선주들**의 입장에서, 동사를 선택하게 만드는 강력한 유인으로 작용한다.

좁혀지지 않는 한국과 중국의 격차

레퍼런스에 더해, **중국의 LNG 선박 건조 기술의 미흡성**을 단적으로 보여주는 사례가 바로 중국 대표 조선사 **후동중화의 LNG선 고장 사례**이다. 지난 18년, 후동 중화가 건조한 LNG선 'CESI 글래드스톤호'가 해상 고장으로 인해 2년 만에 폐선되는 사건이 발생했다. 이후 절치부심해 재차 LNG선을 인도했지만, 23년 11월 호주 터미널 앞에서 고장나는 일이 반복되었다. 해당 사건으로 인해 **한국 조선사들과의 기술적 격차**가 여실히 드러났으며, 호주 정부는 고장났던 'CESI 칭다오'에 대해 180일 동안 호주 해역 운항을 금지하는 강력한 조치를 취했다.

그림 3-7. 조선사별 수주잔고 비중 및 LNG선 수주 이력



출처: Clarksons, Dart, SMIC 2팀

그림 3-8. 중국 발주처가 대부분인 중국 조선사들

모회사	조선사	발주처 or 운용사	척수
CSSC (국영조선공사)	후동중화	중국 COSCO	7
		중국 CSLNG + 일본 MOLJV	7
		중국 CLNG + 일본 NYK + 일본 K-LINE 컨소시엄	5
		중국 Southwest Maritime	3
		중국 ENN 운용 (일본 MOL 발주)	3
		중국 CNOOC + 중국 CMES + 일본 NYK JV	6
		중국 CMES + 중국 CMC + 일본 K-LINE JV	4
		중국 CNOOC + 중국 CSLNG + 일본 MOL JV	6
		중국 CSSC	2
	Jiangnan SY	중국 TPSH	2
		아부다비 ADNOC	6
	Dalian	Dalian 중국 CMES	8
CMHI	Jiangsu	덴마크 Celsius Shippping	4
Yangzijiang	Xinfu	발주처 불명	2

출처: Clarksons, SMIC 2팀

(1) 콩 심은 데 콩 나고, LNG 심은 데 LNG선 난다.

전방 LNG 수요 양호

LNG선이 지속적으로 사용되고 발주되기 위해서는 LNG의 장기적 수요에 대한 확인도 필요하다. 결론부터 말하면, LNG 수요는 견조하게 증가할 예정이고 이는 LNG선의 발주로 이어진다. LNG 수요는 **① 탄소 배출량 감소를 위한 화석연료에서 LNG로의 대체, ② 신재생에너지 보완을 위한 LNG 사용**을 통해 꾸준히 견인될 것이다.

세계는 지금 LNG 로 변화 중

세계 주요 국가들은 대기질 개선을 위해 **화석연료를 LNG로 전환**하는 중이다. 미국은 이미 17년에 본격적인 가스전환으로 이산화탄소 배출을 10년 대비 2억 톤 감소시켰다. 이에 착안하여, 중국도 탄소 배출량 감소와 대기질 개선을 위해 **가스전환을 천명**하였다. 중국의 **석탄 화력 발전 설비용량 비중이 37%**라는 점과 **천연가스 발전 설비용량 비중이 10%미만**임을 고려해볼 때, **LNG의 수입은 필수**이다. 중국을 필두로 LNG의 거래량은 친환경 전환을 위해 증가된다.

LNG 는 신재생과 함께

탄소 배출 감소 효과뿐만 아니라, LNG는 **신재생에너지의 보완재**로서의 역할도 하며 **수요의 견조한 증가**를 이어갈 것이다. 실제로 24년 3월 개최된, 가장 권위 있는 연례 에너지 포럼으로 평가받는 CERAWeek에서도, AI 데이터센터의 안정적인 운영을 위해서는 **LNG가 유일한 선택지**라는 의제가 비중있게 다뤄졌다. 국가 기간시설급 설비인 데이터센터를 운영함에 있어, **신재생에너지 발전만으로는 안정성이 떨어지는 문제가 발생**하기 때문이다. 최근 워렌 버핏 또한 미국 **대형 LNG 수출 터미널을 매입**하며, 친환경 시대에 대비하기 위해 여전히 LNG 사용이 필요할 것이라는 견해를 밝히기도 하였다.

LNG 수출 설비 ↑ LNG 선 ↑

이러한 LNG의 장기적 수요를 충족하기 위한 **대표적인 LNG 공급 수단이 LNG 프로젝트**이다. LNG 프로젝트로부터 파생되는 LNG선 수요는 조선사들의 도크를 채우고도 남는다. 34년까지 증가할 LNG 프로젝트 수출 용량은 5.3억 톤으로 LNG 100만 톤 당 1.5척의 LNG선이 필요함을 고려하면, **LNG선 수는 700척 이상 더 필요**하다. 조선 3사의 연간 LNG선 생산능력 65척을 고려할 때, **10년치 이상의 일감이 존재**하는 것이다. 22년과 23년에도 이를 증명하듯, **47%의 대규모 수출 설비 용량 증가** 계획에 맞춰 현존하는 **LNG선의 51%에 해당하는 대규모 발주**가 이어졌다.

LNG 프로젝트발 대규모 발주 예정

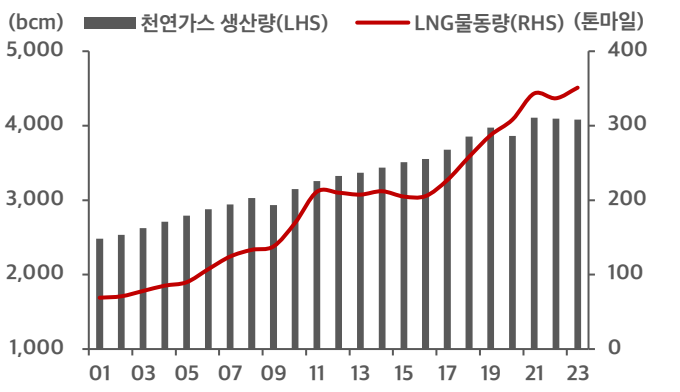
22년과 같이 24년, 25년에도 LNG 프로젝트로부터 **LNG선의 폭발적인 수주**가 이어질 것이다. LNG 프로젝트에서 LNG선의 발주로 이어지기 위해서는 **FID(최종투자의사결정)가 필요**하다. 현재, 24년과 25년에 FID가 예정된 프로젝트는 **최소 6개**에 달한다. 이 프로젝트들의 수출용량은 8,460만 톤에 달하며, 이것들 만으로 **127척의 LNG선이 더 필요**하다. 앞서 말한대로, 국내 조선사들의 연간 생산능력을 훌쩍 뛰어넘는 **2년 이상의 발주**가 기다리고 있다.

그림 3-9. LNG 프로젝트발 필요 LNG선 척 수

국가	프로젝트	수출 Capa.(백만 톤)	필요 LNG선 척 수	FID 시기
건설중인 프로젝트		214.1	321	
미국	Rio Grande	16.2	24	3Q23
카타르	North Field	31.2	47	1Q21
	기타	166.7	250	
FEED 단계 프로젝트		265.4	398	
멕시코	Puerto Libertad	14	21	2Q24
캐나다	LNG Canada	14	21	1Q25
	기타	237.4	356	
제안단계 프로젝트		314.9	473	
러시아	Murmansk LNG	20.4	31	
캐나다	Discovery LNG	20	30	
	기타	274.5	412	

출처: Clarksons, SMIC 2팀

그림 3-10. 천연가스 대비 LNG 비중 증가



출처: Statista, Clarksons, SMIC 2팀

(2) 환경규제가 촉발할 수요

CII 가 주도하는 친환경 교체 수요

신조 수요에 더해, **친환경 파생 교체 수요**도 동사의 곳간을 채워줄 예정이다. LNG선의 평균 교체 주기는 25년에 달했으나, 환경규제에 저촉 받아 **교체 주기가 5~10년정도 짧아지고 있다**. LNG선의 발주가 더 잦아질 예정인 것이다. 이러한 LNG선의 교체 발주에 직접적으로 영향을 줄 환경규제가 바로 2Q24에 발표될 이산화탄소 배출량에 따른 **CII(탄소집약도지수) 등급 분류**이다.

D 등급 이하 → 발주

CII 등급에서 D등급 혹은 E등급을 받게 되면, 선주들은 필연적으로 **새로운 LNG선을 주문**하게 된다. D등급 이하를 받은 선박들은 C등급으로 개선하기 위해 **선속을 감소**하여 운영하거나 **선박 운항을 포기**하게 된다. 선속을 감소시키면 LNG 운송에 더 많은 기간이 소요되어 **운송 일정에 차질**이 생기며, 이는 **LNG 기화량 증가**로 이어져 **선주들이 손실**을 입게 된다. 또한, 선박 운항을 포기하면 그 자리를 메우기 위한 새로운 선박이 필요하다. 선주들이 할 수 있는 두 가지 선택 모두 새로운 LNG선 발주로 이어진다.

E 등급을 받을 스팀터빈엔진 LNG 선

그렇다면 여기서 실제 LNG선 발주로 이어질 수 있는 수는 얼마나 될까? 24년에 E등급을 받을 것으로 추정되는 **스팀터빈엔진 LNG선 112척이 교체의 대상**이다. 과거 대비 LNG선 운송 용량 증가를 감안하면 이들을 대체하기 위해 **신규 LNG선 70척**의 발주가 필요하다. 이들은 00년 이전에 인도되어 **노후화**되어 교체주기가 도래하고 있는 것에 더해, **과다한 이산화탄소 배출**이 문제되었던 스팀터빈엔진을 장착하고 있다. 뿐만 아니라, **00년 이후 인도된 스팀터빈엔진 LNG선도 120척**에 달한다. 24년과 25년에 LNG선의 교체 랠리가 기대되는 이유이다.

(3) 24년과 25년에 몰려올 LNG선 붐

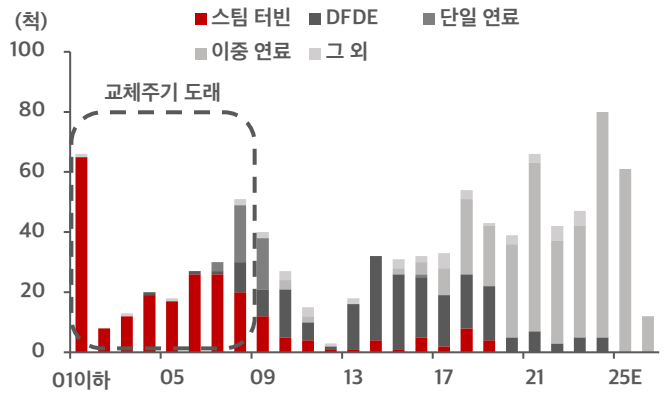
인도량 < 발주량 → 주가 상승

앞서 언급했듯, 실적과 더불어 동사의 주가가 상승하기 위해서는 **인도량을 상회하는 수준의 발주량이 필요**하다. 따라서, 상기 내용을 종합하여 [그림 3-12.]에 총 수요의 규모와 동사에게 들어올 수 **있는 추가 수주분에 대한 추정**을 진행하였다. 추정방식은 다음과 같다.

LNG 프로젝트: 127 척
CII 규제 교체: 70 척
→ 연간 70 척 이상

LNG선 1.5척 당 100만톤을 소화함을 고려해, FID 예정 프로젝트 수출 용량을 나누어 **LNG 프로젝트발 수요 127척을 추정**하였다. 또한, CII 규제 E등급을 받을 것으로 추정되는 LNG선 수를 **현재 용량에 해당하는 LNG선 수로 환산하여 교체수요를 추정**하였다. 이후 국내 타 조선사의 연간 CAPA를 차감하여 동사에 수주가 들어올 수 있는 여유주문분을 도출하였다. **중국 조선사의 경우 LNG선에 대한 기술력이 낮아** 동사보다 우선적으로 주문이 들어올 가능성이 적어 **차감 대상 조선사 CAPA에서 제외**했다.

그림 3-11. 스팀엔진 LNG선 인도



출처: Clarksons, SMIC 2팀

그림 3-12. 24년, 25년 LNG선 매출 추정 Table

연도	24E	25E
LNG 프로젝트발 수요	42	85
환경규제발 수요	35	35
총 LNG선 발생 수요	77	120
(-) 국내 타 조선사 연간 Capa	43	43
여유 주문	34	77
한화오션 연간 LNG선 Capa	22	22
(-) 기존 납기 LNG 수주분	6	0
한화오션 LNG선 추가 수주가능 척수	16	22
LNG선 신조선가(단위: 백만 원)	304,000	304,000
한화오션 LNG선 추가 수주가능액(단위: 백만 원)	4,864,000	6,688,000

출처: SMIC 2팀

24 년: 수주 > 매출

이후 동사의 연간 LNG선 CAPA에서 이미 확보 중인 **기존 납기 LNG선 수주분을 차감**했다. 이를 바탕으로 인도시점을 고려하여 연간 받을 수 있는 **추가 수주가능 척 수를 계산**하였다. 마지막으로 **LNG선의 최근 신조선가를 곱**하여 **연간 추가 수주가능액**을 추정하였다. 24년 기존 수주분 4.35조 원, VLCC 추가 수주분 3,420억 원, LNG선 추가 수주분 4.86조 원을 합산하면 **24년 총 수주 계는 9.55조 원**으로, **24년 예상 매출액인 9.22조 원을 상회**할 것으로 보인다.

따라서, 앞서 언급했듯 **인도량을 상회하는 수준의 발주량**을 바탕으로 동사의 **실적과 수주잔고의 동반 상승 모멘텀**을 만들어낼 수 있을 것이다.

(4) 되살아난 VLCC 발주

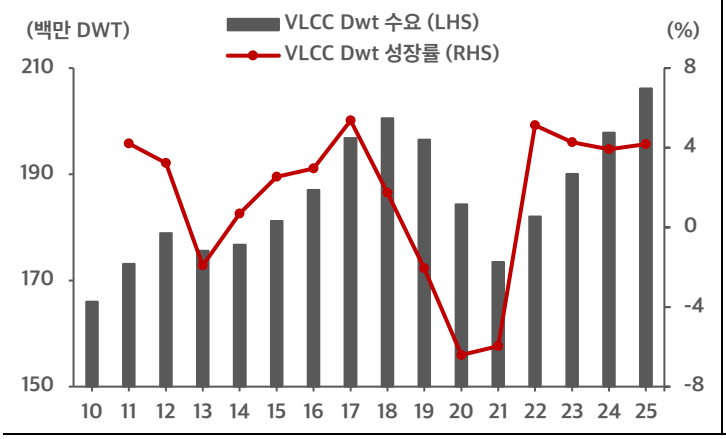
가득 찬 중국의 VLCC 도크

대형탱커선 중 VLCC는 과거 동사의 주력선종이었지만 중국의 저가 입찰로 인해 수주가 어려웠다. VLCC 신조선가는 1.2억~1.3억 달러임에 비해 중국은 1.1억 달러 수준으로 수주해왔기 때문이다. 하지만 그간 **저가공세로 VLCC 수주물량 공세를 해오던 중국의 도크**가 드디어 **27년까지 가득 찼다**. 이런 상황 속 **글로벌 운항가능 선대 중 15년 초과된 탱커 노후선박의 비중은 역대 최고 수준인 47%까지 상승**했다. 지난 몇 년간 부진했던 발주로 노후 교체수요가 발발한 것이다. **게다가 VLCC 물동량은 기록적으로 증가**하고 있다. 공급 부족으로 인해 중고 선가마저 상승하며 신규 발주 수요는 더욱 늘어나고 있다.

단납기 슬롯으로 채워넣는 VLCC 추가수주

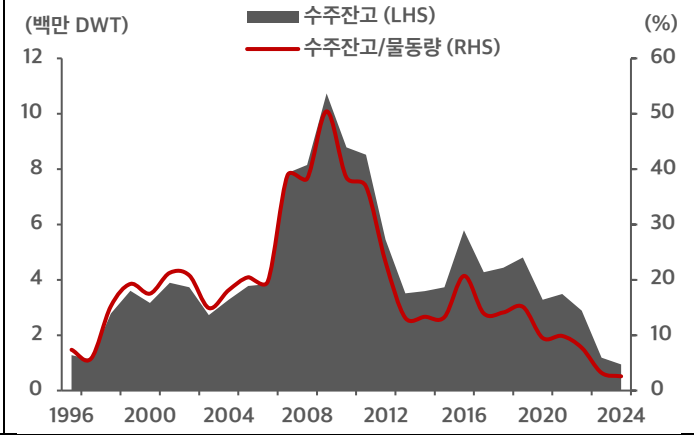
따라서 불확실한 탱커 시황에 따라 **단납기를 선호하는 탱커 선주들 입장에서 동사로의 발주 매력도**가 올라가고 있다. 실제로 동사는 21년 이후 3년만에 VLCC 수주를 받았으며, 이번에 체결된 **선가는 과거 97.1백만 달러/척 대비 약 32% 상승하며 수익성에서의 우려마저 탈피**했다. 동사는 현 시점 대형사 중 상대적으로 26년 인도물 단납기 슬롯이 많기에 **단납기 슬롯에서 탱커의 수주 경쟁력이 돋보일 것**이다. 따라서 24년과 25년 중 단납기 슬롯에 VLCC 추가 수주분이 발생할 것으로 보이며 이를 매출추정에 반영해주었다.

그림 3-13. 원유운반선 물동량 추이



출처: Clarksons, SMIC 2팀

그림 3-14. VLCC 수주잔고 및 선복 대비 비중



출처: Clarksons, SMIC 2팀

더이상 조선업계는 과거의 실수를 반복하지 않는다. 조선업의 호황이 찾아올 때 CAPA 증설로 유발된 공급 초과로 10년여간 뼈 아픈 적자를 맞이했던 조선사들은 같은 호황이 찾아와도 다른 행보를 보인다. 한화의 품에 들어온 동사는 해외 방산 시장으로 진출하는 등 새로운 시너지 효과를 만들어나가고 있다. 해상 방산에서의 잠재력을 보유한 동사, 주목하지 않을 이유가 없다!

4. 특수선, 몹시 수상하다 - 투자포인트 2

한화그룹 편입을 기점으로 기대감이 쏠리는 **특수선사업부의 행보**가 기대된다. ① 한화그룹 편입으로 기대되는 **방산 시너지**, ② **확장되는 함정 시장**에서의 동사의 행보, ③ 미국 함정 **MRO 수주**를 통해 동사 특수선 시장의 확장성을 확인할 수 있을 것이다. 사이클 산업 플레이어로서 때론 추운 겨울을 버텨야 했던 동사. 특수선이라는 든든한 하방 다지기에 사활을 거는 그들 앞에 이제 겨울은 없다.

4.1 동사, 다 계획이 있군요

(1) '한화오션' 된 동사는 강하다

한화에 인수된 동사

지난 23년 한화그룹 인수 직후 **동사의 행보는 심상치 않다.** 사명 변경 3개월만인 8월 2조 원 규모의 유상증자를 단행했고, **9,000억 원을 특수선 사업 부문에 배당**했다. 4,500억 원을 해외방산기업 인수 목적에 배당했고 **미국 조선소 인수를 계획**한 것으로 24년 기점 MRO 사업 진입 준비의 일환이었다. 그 외 3,500억 원은 함정건조시설 및 차세대 함정 개발에 쓰였다.

특수선 맨아워와 신규수주 증가

인력 투입도 인수를 기점으로 눈에 띄게 늘었다. 동사가 집계한 특수선 부문만의 23년 3분기 누적 맨아워는 347MH로 2분기 누적 203MH에 비해 **인수 직후 71%가 증가**했다. 특수선 23년 신규 수주액은 2조 7,558억 원으로, 상선 2조 7,840억 원에 비해 불과 282억 원 낮은 수치를 기록했다. 사이클 도래로 **미래 수주가 보장된 상선** 대신 **해외시장 진출을 위한 레퍼런스가 시급한 특수선**에 총력을 다한 것이며, **특수선 사업 확장에 대한 강력한 의지 표명**과 다름없다.

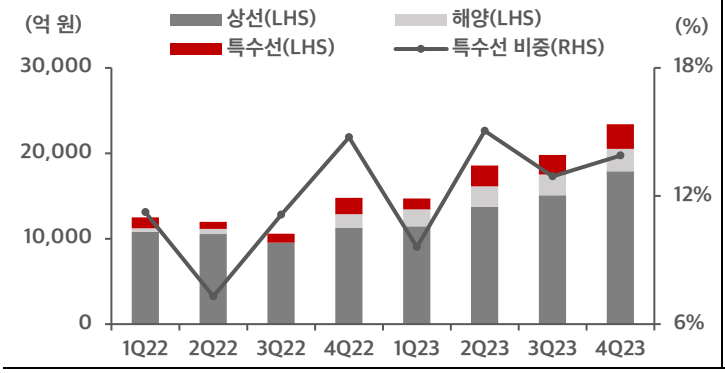
수혜 ① 육해공 네트워크 구축

한화그룹 인수가 **그룹 내 방산 시너지를 활용, 특수선사업부의 확장 목적**을 가졌을 것이라는 예측이 들어맞는 지점이다. **한화에어로스페이스, 한화시스템**은 22년을 기점으로, 해외 시장에 진출해 영향력을 행사하는 대표 방산 기업이다. 한화그룹은 동사의 인수로 미비했던 해상 방산 역량을 확보했고, 동사는 계열사가 가진 해외 시장 네트워크를 즉시 활용하고 있다. 계열사 수출로 긴밀한 방산협력을 형성한 국가 수주 건에 **후발주자로서 계약 성공 가능성을 높이는 식**이다.

수혜 ② 계열사 무기체계

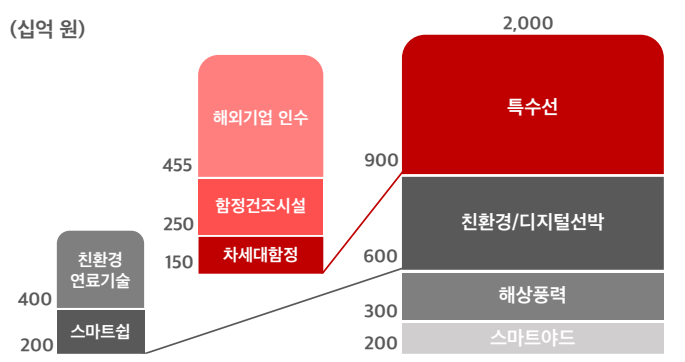
무기 체계 공급으로 작전 성능과 기술 경쟁력도 확보했다. 한화시스템은 무인화된 해양시스템 전투관리체계를 생산하고, 이는 동사 함정에 탑재된다. 동사 해외 주력 잠수함 모델 KSSIII Batch-II에는 한화에어로스페이스가 개발한 리튬배터리 추진체계, 수직발사체계를 탑재했다. **현대 전장이 지상, 항공, 해상 체계를 연계하는 다중영역작전(MDO)을 요구**함에 따라, 앞으로의 산업 내 지배력을 결정하는 데 있어 해당 시너지의 중요도가 더 커질 것으로 보인다.

그림 4-1. 사업부별 연간 매출 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

그림 4-2. 유상증자 용도별 금액



출처: 동사, SMIC 2팀

(2) 함정 시장의 밝은 미래가 맞물린다

밝은 미래,
함정 시장은 확장

준비를 마친 동사 앞에, 해상 방산 시장 먹거리는 증가하고 있다. 지난 10년대 중국의 남중국해 분쟁 등으로 인도네시아, 필리핀의 해군 현대화가 진행되며 국내 함정 부문이 수혜를 본 바 있다. **북미와 유럽이 가세한 이번 확장은 더 폭발적**이다. 중국의 패권 확보 의지가 이어지는 가운데, 20년대 이후에는 원양함대 건설 의지까지 보이는 **중국 해군에 대한 미국의 대응이 본격화**되었다. 더불어 러-우 전쟁이 촉발한 **신규 군비 증강, 냉전 시기 신조된 함정 노후화**에 따른 교체, MRO 수요 폭증이 겹친 시점이다.

향후 10 년간
299 조 규모 시장

세계 함정 시장에서 동사 수출이 가능한 시장은 **향후 10년간 약 299조 원**에 달한다. 특히 **동사의 강점인 잠수함 수출**은 매우 유력하다. 제인연감이 22년 추정한 향후 31년까지 건조가 예상되는 함정 시장의 규모에서 자국 건조, 수출 금지 경우를 고려하면, 당시 동사가 향후 수출 가능한 시장 잠수함 파이프라인은 13조 원이었다. 그리고 이 액수는 24년을 기점으로, **폴란드, 필리핀, 캐나다의 잠수함 도입 계획**에 힘입어 **64조 원으로 급증**했다.

수익성 보장된 잠수함,
동사는 잠수함 강자

특수선사업은 23년 9.2%, 4Q23 기준 29.7%의 영업이익률을 기록하며, 높은 수익성을 보인다. 그 중 주력 선종인 **잠수함, MRO 부문은 가장 높은 수익성을 보이는 부문**으로, **동사는 잠수함 분야 국내 선도 주자**다. 수상함 건조 경쟁이 치열한 해외 시장에서 잠수함 건조로 동사와 견주는 해외 경쟁국은 6개 국가뿐으로, **파이프라인 실질화에 대한 기대가 가장 큰 부문**이다. 동사는 11년 인도네시아로부터 잠수함 3척을 수주받아 잠수함 수출 역량을 입증한 바 있으며, 현시점 기술력 기준으로는 당시보다 더 높은 경쟁 우위를 가지고 있다.

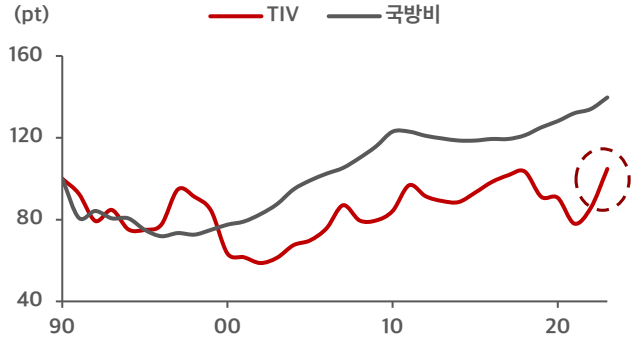
KDDX 로 안정적인
국내 수주도 보장

국내 시장도 안정적인 성장 추세를 보인다. 국방비 편성은 매년 증가해왔고 30년까지 **차세대 구축함 6척을 공급하는 KDDX** 사업이 예정되었다. 동사는 **1척 당 1조 3천억 원 규모**의 매출을 보장할 수 있는 해당 사업을 국내 수상함 경쟁사인 현대중공업과 나눠 수주할 것으로 보이고, 매출 성장과 국내 레퍼런스 확보를 동시에 달성할 것으로 보인다.

그리고, 다가온
미국 MRO

다만 **내수 시장만으로는 부족하다**. 국방부 함정 편성 예산은 연간 2조 원으로, 안정적인 수주를 보장하지만 동사의 포부를 실현할 그릇은 되지 못한다. 동사의 강력한 경쟁력인 잠수함 수주를 기준으로 폴란드, 필리핀, 캐나다의 대규모 파이프라인이 가시화되는 지금, **코앞으로 다가온 더 중요한 먹거리**에 본 보고서는 눈길을 집중한다. 국제 정세가 뒷받침하고 동사가 유상증자 시점부터 1년에 걸쳐 준비한, **연한이 다한 미국 함정의 MRO 사업**이다.

그림 4-3. 국방비 및 무기거래량(TIV) 추이



출처: SIPRI, SMIC 2팀

그림 4-4. 동사 특수선 수출 이력

종류	국가	척수	배수량(톤)	금액(원)	최종 인도일
호위함	방글라데시	1	2,000	1,200억	2001
훈련함	말레이시아	2	1,270	2,500억	2018
군수지원함	영국	4	37,000	9,200억	2018
	노르웨이	1	26,000	2,600억	2016
호위함	태국	1	3,700	5,700억	2019
MRO	인도네시아			1,300억	2003
				1,400억	2007
잠수함		3	1,400	1.2조	2021

출처: 동사, SMIC 2팀

4.2. 보인다, 미국 MRO

(1) 미국은 해외가 필요하다

함정 MRO 등장, 미국은 급하다

미국에서 함정 MRO (Maintenance, Repair, Overhaul) 수요가 등장했다. 미국은 중국의 해군력 증강 위협으로 **함대 보강에 급박**함을 느끼고 있다. 90년부터 진행되어온 중국의 해군력 증강은 20년을 기점으로 미국을 초월했다. 중국 함정 개수는 예정 인도 포함 **25년까지 395척, 30년까지 435척으로 증가**하는 반면, 미국은 24년 현재 292척의 함정을 보유, 신조 투입에도 불구 **일부 퇴역으로 30년 기준 290척에 불과**할 것으로 미 당국은 예측하고 있다.

쇠퇴한 미국 건조능력

세계 최고 수준의 함정 건조 능력을 보유한 중국과 달리, **미국은 함정 조선소가 부족**하다. 무기 수요 감소와 국방부 예산 감축, 대규모 통폐합으로 방산 조선업이 쇠퇴한 **미국 내부의 함정 건조 능력은 수요에 비해 처참한 수준**이다. 대형수상함 기준 연간 6척, 호위함 기준 연간 5.5척을 건조할 수 있던 90년대 초반에 비해 현재 기준 건조 능력은 각 연간 1.8척, 1.5척으로 하락했다. 인건비, 증설 비용 및 소요 시간 문제로 **건조 능력을 복구할 수 없는 상황**이다.

넘치는 미국 백로그, 해외로 눈 돌리기

이 와중에 미국은 중요한 신조 건조를 자국 조선소에 맡기고, 기존 함정의 MRO를 우방국에 맡기는 안을 선택했다. 핵잠수함과 항공모함 유지정비는 미국 공공조선소에서 이행되며, **연한이 오래된 재래식 함정의 대대적 '수명 연장'**을 해외에 맡기는 계획이다. 미국 내 주요 공공 및 민간조선소의 MRO 백로그는 최대 4,000일에 달한다. 반면 냉전 시기인 80년대에 건조 이력이 많고 함정 연한이 40년임에 따라 MRO를 요하는 함정 수는 급증하고 있다.

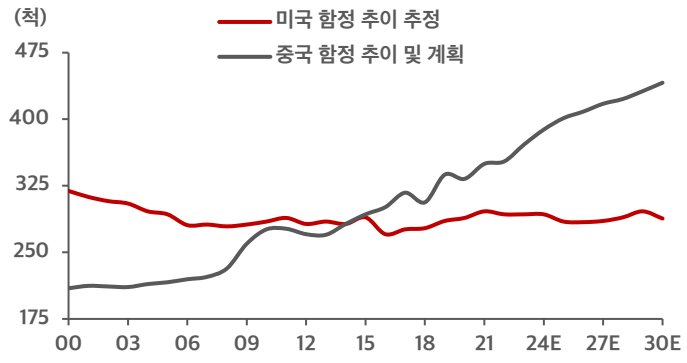
드디어 다가온 MRO 착수

24년 초를 기점으로 우방국 MRO 현실화가 시작되었다. 23년까지 미국은 자국 내 조선소에서 MRO를 전담할 수 없음을 확인했고, 일본, 한국, 인도를 위주로 **MRO 가능 해외 조선소 조사에 착수**했다. 일본과 미국은 이미 MRO를 위한 공동계획 마련 협의회를 설립하였다. 그 다음 주자는 한국이다. 미국 해군성 델 토로 장관은 지난 2월 동사와 HD현대중공업의 함정 건조 현장을 실사했고, 델 장관은 **동사 함정 건조 체계에 대해 세계 최고 수준인 것으로 평가**했다.

장애물은 없다

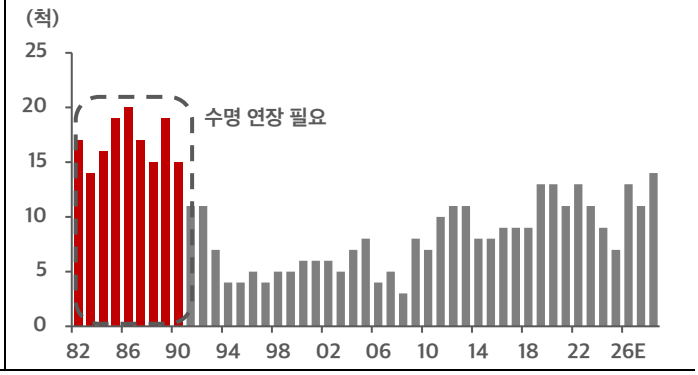
미국은 자국 내에서만 함정 건조 및 수리를 이행해야 한다는 내용의 존스법을 19년 일본 내 MRO로 위배한 지 오래다. 항공모함과 핵잠수함 등 주요 전력을 배제한 수상함 MRO를 해외에 맡기려는 상황에서 기존 법적 제재는 무의미하다. 더불어 일본, 한국 기업이 **자국 내 폐쇄 조선소를 인수하여 MRO CAPA를 확장**하는 것을 적극 독려 중에 있다. 미국의 의지와 동사의 준비가 맞물리는 시점이다.

그림 4-5. 미국, 중국 함정 도입 추세



출처: Mackenzie Eaglen, SMIC 2팀

그림 4-6. 미국 과거 함정 도입 추이



출처: CRS, SMIC 2팀

(2) 준비 완료, 식사 시간

동사의 준비, MRO 전담조직 미국 조선소 인수 시도

동사는 MRO 전담조직을 만들어 **1년여에 걸쳐 MRO 시장 진입을 준비**해왔으며, 유상증자 재원을 활용하여 미국 내 조선소를 보유한 호주 기업 오스탈 인수를 시도했다. 오스탈은 이탈리아의 핀칸티에리, 노르웨이의 Alker와 함께, 해외 기업으로서 미국 함정 시장에 영향력을 행사하는 몇 안되는 기업 중 하나다. **오스탈을 인수**하면 거제사업장에서 연간 이행 가능한 2척 MRO 외 **CAPA가 증대**됨은 물론, **미국 함정 시장의 키 플레이어**로 거듭날 수 있다.

오스탈 인수, 긍정적일 것

시장에 알려진 바와 같이, 오스탈은 한차례 동사 인수 제안을 거절한 바 있다. 그러나 한화그룹 내 계열사의 호주 방산 시장 진입 이력이 풍부하고 기존 호주 기업의 해외 매각 미승인 사례가 지난 3년간 4,000여건 중 0.2%에 불과하다는 점을 고려할 때, 주주친화적 인수가 선행된다면 인수 재시도 성공 가능성은 매우 높다. 한화그룹이 성공적 M&A를 통해 성장해온 그룹사로서의 노하우를 갖고 있다는 점을 고려한다면, **인수 전망은 더더욱 긍정적**이다.

국내 CAPA 만으로 업사이드는 충분

오스탈 인수가 성공적이지 않더라도, **국내 CAPA를 활용한 MRO 수주만으로도 업사이드**를 가져올 수 있다. 미국은 30년까지 연간 20조 원을 MRO 예산에 배정했다. 항공모함(11척)과 핵잠수함(48척) 유지정비는 해외 조선소 수주 대상이 아니므로 해당 추정액 각 7.2조 원, 3.3조 원을 배제하면 **해외 기업이 가져올 수 있는 수주액은 연간 9.5조 원**이다. 함정 연한 측면에서는 미 해군은 항공모함, 핵잠수함 제외 함정 기준 연간 평균 15척의 수명 연장을 요한다.

일본, 인도와 동행해도 기대되는 실적

우방국 기업 중 **동사 수준의 함정 건조 기술**을 보유함으로서 MRO 착수가 가능한 기업은 동사, HD현대중공업, 일본의 미쓰비시 중공업, 가와사키 중공업, JMU, 인도의 L&T로 **6개 기업에 불과**하다. 함정 건조 능력을 가진 기업은 기존 드라이도크를 MRO용으로 전환시켜 사용할 수 있지만, 수주 현황 등의 이유로 유연하게 조절하기 어려워 **MRO 초기 CAPA는 6개 기업 모두 고정적**일 것으로 보인다. 동사 MRO CAPA가 2척임을 고려할 때, 함정 부문에서 2배의 드라이도크를 보유한 미쓰비시 중공업과 JMU는 4척, 그 외 기업은 모두 2척 이하일 것으로 추정한다.

업사이드 확인 하지만 시작일 뿐

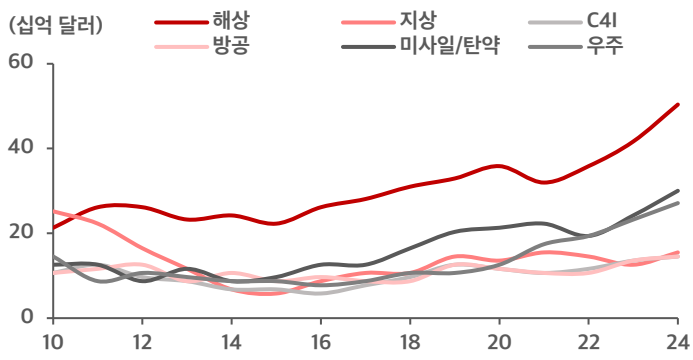
즉 9.5조 원 가운데 동사는 최소 12%, 연간 1조 1,875억 원의 MRO 수주를 달성할 수 있고 동사가 고려하는 대형수상함 MRO는 연간 평균 2척을 수주할 것으로 보인다. 단기 실적 기대에 만족하기에는 이르다. 먹거리가 급증하는 상황 속에서 MRO 수주는 동사의 장기 특수선 사업계획을 위한 신호탄이며, 우리는 그 후 동사가 그려갈 특수선사업의 확장에 주목해야 한다.

그림 4-7. 미국 내 함정 건조 조선소 현황

선종 구분	주요 제조사
항공모함(CV)	HII, NNS
구축함(DDG)	General Dynamics, BIW, HII
연안전투함(LCS)	Austal USA(호주), Fincantieri(이탈리아)
버지니아급 잠수함(SSN)	General Dynamics, HII, NNS
콜롬비아급 잠수함(SSBN)	General Dynamics
호위함(FFG)	Fincantierri(이탈리아)
상륙함(LPD)	HII
강습상륙함(LHA)	HII

출처: CSBA, SMIC 2팀

그림 4-8. 미국 국방부 무기체계별 예산 추이



출처: DoD, SMIC 2팀

(3) 진짜 계획 최종본.hwpx

특수선사업 완전히 새로운 그림

단기적으로 가시화될 실적을 확인했으니, **동사가 특수선사업에서 그리고 있는 장기 계획**에 눈을 돌려 보자. 23년 해외 진출 및 MRO 준비, 오스탈 인수 추진 행보는 특수선사업에서 기존과 완전히 다른 BM을 구상함을 보여준다. 기존 BM은 국방 사업에 의존, 한국형 모델을 개발도상국 등에 수출하는 구조로, 위험감수비로 인한 방산업 **특유의 높은 수익성**과 **국방 의존도로 인한 변동성**, 비규격화 등으로 수출 레퍼런스 확보 어려움으로 인한 **확장 제한성**을 모두 갖고 있었다. 다만 현시점 **MRO가 비중 있게 개입하면서 BM 측면의 지각 변동이 도래**했다.

특수선 CAPA 증설

동사는 29년을 기점으로 특수선부문에서 **잠수함 3척→5척, 수상함 2척→4척, MRO 2척의 동시 건조가 가능하도록 CAPA를 증설**할 계획이다. 23년 8월 유상증자 재원 일부도 이 부문에 투자된다. MRO CAPA는 특수선사업부 계획에 따라 배당, 신조 CAPA를 유연하게 활용할 수 있어 실제 가동 가능한 **MRO CAPA는 신조 CAPA에 비례**한다. 즉 동사 CAPA 증설은 미국 수주를 통해 단기 실적 기대가 가능하고 **수익성 높은 MRO만이 아닌, 전 함정을 대상으로 계획**되었다.

MRO 와 신규 건조 모두 해야 이득

비용 절감 효과로 수익성이 높은 MRO 수주만을 겨냥한다면, 이는 **오히려 경쟁 우위를 낮추는 길**이다. MRO는 신조 기술과 레퍼런스의 뒷받침으로 경쟁력을 얻을 수 있다. 규모가 작은 유지정비와 달리 대대적 개편을 통한 **수명 연장(Overhaul)은 해당 함정 부문 신조 능력을 가져야 가능**하다. 동사가 겨냥하는 MRO 시장도 1척당 12-36개월이 소요되는 대형수상함 Overhaul에 초점이 맞춰져 있다. 함정은 규격화된 기준이 없고 기술 이전이 활발하지 않아, 꾸준한 신규 건조로 자사의 기술력을 증진하지 못하면 경쟁력을 잃게 된다.

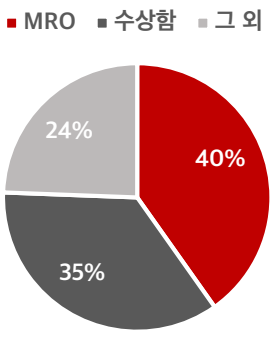
복합 수혜 구조
① 신조>MRO
② MRO 수혜
③ MRO>신조

즉 신조 수주가 지속적이어야 한다. **① 신조 수주로 증진되는 건조 능력**은 MRO 경쟁 우위를 제공하고, **②-(1) MRO는 수익성을 견인**한다. 꾸준한 노후화 함정 누적에 힘입어 제공되는 MRO 부문의 안정적인 파이프라인은 **②-(2)** 국내 방위사업청 사업 및 해외 국방에 의존도가 높았던 **신조 부문의 변동성을 보완**한다. **③** 추가적으로 **MRO > 신규 건조 순으로 신규 시장에 침투**할 무기를 얻는다. 결론적으로 MRO와 수상함, 잠수함은 국내외 레퍼런스 동행으로 각 부문을 상호 보완하며 성장성을 보장한다.

수혜 구조 누릴 배경은 마련

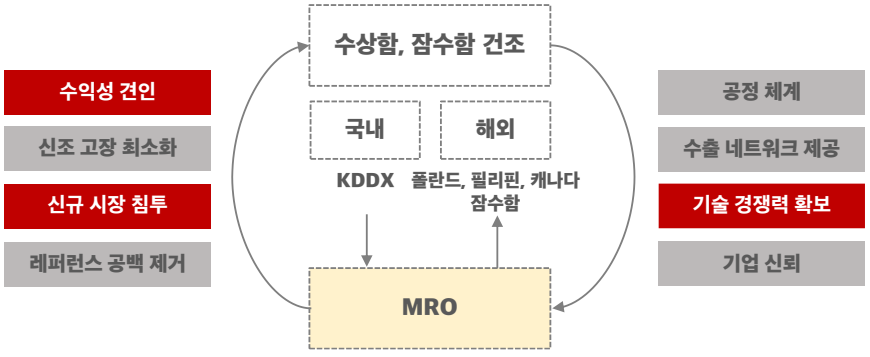
동사는 미국 MRO를 시작으로 상술한 차별화된 BM을 현실화하게 된다. 높은 수익성을 보장함에도 **국방 사업에 의존한다는 취약점**을 갖고 있던 동사의 **기존 해상 방산은 이제 없다.** 동사가 이행할, **과거 전무했던 형태의 수혜 구조는 수익성과 안정성을 동시에 보장**하는 새로운 형태로, 세계 함정 연한 누적에 맞물려 쾌속 항진할 것이다. 이제, 승선할 타이밍이다.

그림 4-9. 세계 함정 시장 사업별 매출 비중



출처: GII, SMIC 2팀

그림 4-10. 특수선 부문별 수혜 구조



출처: SMIC 2팀

5. Issue & Risk - 풍력, 플랜트 사업부 양수

풍력, 플랜트 사업부 양수, 기우에 가깝다

지난 4월 4일, 동사가 ㈜한화로부터 **풍력, 플랜트 사업부를 양수**한다는 소식이 전해지자, 동사의 주가는 큰 폭의 등락을 겪었다. 해당 소식이 보도되자마자, 동사의 주가는 7% 가까이 하락하였다. 이와 관련하여 제기되는 이슈는 크게 **① 양수 비용의 적절성**에 대한 우려, **② 실적 가시화 가능성**에 대한 우려 두 가지로 요약된다. 하지만 본 보고서는 해당 우려들은 기우에 가깝다고 판단한다.

처음부터 계획된 사업부 양수였다

① 외부 기관의 공정가치 평가 과정을 거쳐 산정된 사업부의 가치는 4,025억 원으로, 동사는 **유상증자로 조달**한 3,000억 원과 운전자금 1,025억 원을 활용하여 투자를 집행하기로 했다. 이는 조선, 방산 등 동사의 향후 성장 동력 부문에 대한 투자 자금을 불필요하게 낭비하는 것이 아니며, **유상증자 당시부터 해당 부문에 대한 투자 재원이 할당**되어 있었다. 일각에서는 동사의 재무부담 가중에 대한 우려를 제기하기도 하지만, 유상증자 이후 107% 수준이던 유동비율이 123% 수준까지 증가하는 등, 동사의 재무구조가 점차 안정되고 있다는 점을 고려하면 충분히 소화 가능한 수준이라고 판단한다.

실적 가시화, 생각보다 빨리, 크게 됩니다

② 실적의 가시화 가능성에 대한 우려도 접어둬도 좋다. 23년 총 1,583MW 규모의 풍력 프로젝트에서, 동사 풍력 사업부는 전체의 27%에 해당하는 해상 390MW와 육상 37MW를 공급하며 **풍력 사업에서의 입지**를 다져왔다. 해당 사업부가 수주한 신안우이 해상풍력, 영천고경 육상풍력 프로젝트의 경우 2조 원의 사업비 계획이 존재한다. 동사는 프로젝트의 **60%의 지분**을 보유해, **1.2조 원에 달하는 매출이 3년에 걸쳐 인식**될 예정이다. 나아가, 풍력 건설 프로젝트 이후에는 **20년간 한국남동발전 주식회사로 전력을 공급**하는 계약을 수주하며, **장기적으로 매출**을 이어나갈 수 있을 것으로 보인다.

플랜트 사업부, 하방을 견고하게 지지해 줄 것

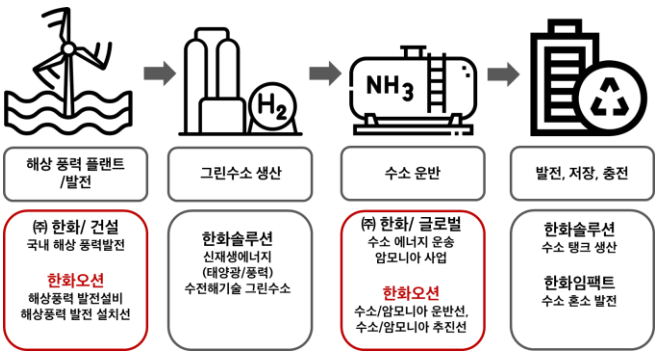
③ 플랜트 사업부 또한 하방을 견고하게 지지해줄 것으로 보인다. 플랜트 사업부는 **계열사 위주로 일감을 확보**해나가고 있으며, **영업이익률 4% 내외의 안정적인 수익성**을 기록한다. 또한, 플랜트와 풍력 사업부에서 **EPC**(설계, 조달, 시공) 인력을 확보한 점도 주목해야 한다. 동사는 EPC 인력을 활용하여 육, 해상플랜트 기본설계능력 및 관리역량의 향상을 도모할 수 있다. 동사는 나아가 이를 통해 **해양 에너지 가치사슬을 내재화**하려는 계획을 수립 중이며, 이는 조선과 해상 방산이라는 동사의 든든한 두 축에 더해, 장기적으로 동사의 성장동력에 힘을 보태는 역할을 하게 될 것으로 판단한다.

그림 5-1. 한화오션 유상증자 자금 사용 계획

우선 순위	자금용도		금액 1차	금액 최종
1	시설자금	함정건조시설	2,500	1,500
		친환경 연료기술	4,000	3,200
		스마트야드	2,000	1,000
2	타법인증권 취득자금	해외방산사업	4,522	4,200
		해상풍력사업	2,000	3,000
3	운영자금	차세대 함정	1,500	621
		스마트십	2,000	828
		스마트야드	1,000	622
합계			19,522	14,971

출처: 동사 IR, SMIC 2팀

그림 5-2. 한화그룹 그린에너지 밸류체인



출처: ㈜한화 IR, SMIC 2팀

6. Valuation

본 보고서에서 주장하는 투자 논리의 핵심은 다음과 같다.

(1) **상선 사업부**: 24년은 ① 폭발적인 실적 성장, ② 꺾이지 않는 신조선가, ③ 폭발적인 잠재 수요라는, 주가 상승에 필요한 세 가지 퍼즐이 모두 맞춰질 원년이 될 것이다. 이에 현재 동사의 상선 사업부는, **강력한 공급자 우위 시장 속 P와 Q의 견조한 동반 성장**을 앞두고 있다.

(2) **특수선 사업부**: 국내 해상 방산의 선두 주자인 동사는, 잠수함과 수상함을 중심으로 수주를 이어가고 있다. 내수 시장을 중심으로 사업을 영위하던 동사의 앞에 거대한 **미국 함정 MRO 시장**이 등장했고, 이는 25년을 기점으로 동사 실적의 상방을 크게 확장할 것으로 판단된다.

본 보고서는 전술한 투자포인트 논리에 따라 동사가 **미국 함정 MRO 시장에 성공적으로 진출**할 수 있을 것이라 판단한다. 그럼에도 불구하고 해당 이슈가 미국이라는 패권 국가의 안보 문제와 밀접하게 연관되어 있는 사안인 만큼 여전히 불확실성이 존재한다는 점을 고려하여, **미국 MRO 시장으로의 진출을 배제한 동사의 목표 주가를 함께 제시**함으로써 투자자들의 의사결정을 돕고자 한다.

① Bull Case: 상선 부문 P와 Q의 견조한 동반 성장 & 미국 함정 MRO 시장 진출 성공
② Base Case: 상선 부문 P와 Q의 견조한 동반 성장

6.1. 매출추정

(1) 조선부문 매출추정

동사의 매출은 **수주잔고를 기반으로 인식**된다. 인도 이후 8~10개월 후 시작되는 스틸커팅 시점부터 최종 인도시점까지 공사원가 진행률에 따라 수주금액이 안분된다. 다만 공사 진척 상황에 따라 수주별로 다르게 진행되는 공사원가 진행률을 파악하기는 어렵기에 수주계약 후 스틸커팅 시점부터 인도 시점까지 기간에 비례하게 매출이 인식된다 가정하고 **수주금액을 연도별로 안분**해주었다.

상선 부문 수주잔고 매출추정 (단위: 백만 원)

발주처 (계약상대)	계약품목	수주총액	2024E	2025E
1Q24 인도물량				
유럽지역 선주	초대형 LPG운반선	265,000	**29,444**	-
유럽, 미주 및 아시아지역 선주	VLCC	1,095,900	**121,767**	-
2Q24 인도물량				
아시아지역 선주	LNG운반선	227,800	**50,622**	-
유럽지역 선주	초대형 LNG 컨테이너선	1,083,600	**240,800**	-
아프리카지역 선주	초대형 컨테이너선	888,100	**197,356**	-
3Q24 인도물량				
오세아니아지역 선주	초대형 LNG운반선	247,700	**82,567**	-
4Q24 인도물량				
유럽지역 선주	초대형 LNG추진 컨테이너선	1,122,500	**408,182**	-
아시아지역 선주	초대형 LNG운반선	990,000	**360,000**	-
유럽지역 선주	컨테이너선	640,800	**233,018**	-
오세아니아지역 선주	LNG운반선	486,700	**176,982**	-
아시아지역 선주	초대형 LNG운반선	232,200	**84,436**	-
1Q25 인도물량				
아프리카지역 선주	LNG운반선	1,073,400	**536,700**	**134,175**
2Q25 인도물량				
미주지역 선주	LNG운반선	492,400	**218,844**	**109,422**

4Q25 인도물량				
북미지역 선주	LNG운반선	1,003,200	**364,800**	**364,800**
오세아니아지역 선주	LNG운반선	502,100	**182,582**	**182,582**
오세아니아지역 선주	LNG운반선	525,000	**190,909**	**190,909**
유럽지역 선주	컨테이너선	1,318,800	**479,564**	**479,564**
미주지역 선주	LNG운반선	521,000	**189,455**	**189,455**
미주지역 선주	초대형 LNG운반선	863,500	**314,000**	**314,000**
26년 인도물량				
오세아니아지역 선주	LNG운반선	585,100	**212,764**	**212,764**
아시아지역 선주	LNG운반선	311,200	**113,164**	**113,164**
아프리카지역 선주	LNG운반선	2,036,800	**740,655**	**740,655**
오세아니아지역 선주	LNG운반선	595,900	**216,691**	**216,691**
아시아지역 선주	LNG운반선	616,700	**224,255**	**224,255**
유럽지역 선주	LNG운반선	1,233,400	**448,509**	**493,360**
미주지역 선주	LNG운반선	710,300	**258,291**	**258,291**
오세아니아지역 선주	LNG운반선	354,200	**128,800**	**141,680**
오세아니아지역 선주	LNG운반선	350,900	**127,600**	**127,600**
오세아니아지역 선주	초대형 LPG/AMMONIA 운반선	163,000	**36,222**	**72,444**
오세아니아지역 선주	VLCC	342,000	**-**	**228,000**
오세아니아 및 아시아지역 선주	LNG운반선	526,300	**191,382**	**191,382**
27년 인도물량				
오세아니아지역 선주	LNG운반선	314,500	**69,889**	**139,778**
오세아니아지역 선주	LNG운반선	679,400	**247,055**	**247,055**
오세아니아지역 선주	LNG운반선	339,600	**123,491**	**123,491**
아시아지역 선주	LNG운반선	332,200	**73,822**	**147,644**
오세아니아지역 선주	초대형 LPG/AMMONIA 운반선	656,200	**145,822**	**291,644**
오세아니아지역 선주	초대형 LPG/AMMONIA 운반선	331,200	**33,120**	**132,480**
아시아지역 선주	LNG운반선	1,239,100	**-**	**826,067**
28년 인도물량				
오세아니아지역 선주	LNG운반선	2,439,300	**-**	**1,084,133**
추가수주	VLCC	342,000	**-**	**228,000**
	LNG운반선	4,864,000		**1,621,333**
계			**7,853,557**	**9,826,816**

또한 추가수주의 경우 동사가 **26년 단납기 도크가 비어있다는 점을 고려**해 VLCC 추가 수주분을 반영해주었다. 추가 수주 척수는 비어있는 단납기 슬롯과 현재 VLCC 발주 수요가 매우 견조한 점을 고려하여 24년 추가 2척 발주될 것으로 가정하였다. 또한 척당 수주 금액은 최근 수주한 VLCC 척당 금액을 이용하였다. 현재 **VLCC 선가는 지속적인 상승 추이**를 보이고 있으며, 중국의 단납기 도크가 가득차 있는 공급제한의 상황에서 선복량 대비 수주잔고는 최저점을 보이는 수요 강세의 모습을 띠고 있어 **향후 수주는 이보다 높은 가격에 체결될 가능성이 높다**. 따라서 이를 고려하면 보수적인 추정이라 판단한다. **LNG선 추가수주**의 경우 **투자포인트1에 서술한 논리 및 숫자를 그대로 반영**해주었다.

(2) 특수선 매출추정

수상함은 설계기간에 소요되는 기간을 고려하면 **계약 후 착공까지 1년이 걸리며, 진수 후 인수까지 6~7분기가 소요**된다. 따라서 수주일자 1년 후부터 인도 예정일자 7분기 전까지 매분기 동일한 진척으로 매출이 인식되는 것으로 가정하여 수주금액을 안분해주었다.

잠수함은 KSS-I와 같은 초기사업의 경우 진수부터 인수일자까지 평균 6분기 소요되지만, 16년 이후부터는 2~3년 소요되는 모습을 보인다. 특히 최근 잠수함 사업인 KSS-III, KSS-III Batch II는 국산화 신기술 탑재 등으로 시운전 및 안전 점검, 추가 정비가 더 소요되고 있다.

이를 고려하여 납기가 길어지며 동사는 진수 일자를 타이트하게 잡고 공사에 진행하고 있다. 따라서 진수일자가 확정된 26년 인도 예정 물량이 인도 2.5년 전에 건조 완료(진수)를 계획했다는 점에 근거해서 **수주일자 1년 후부터 인도 예정일자 10분기 전까지 기간에 걸쳐 수주금액을 안분**해주었다.

Bull Case에 포함되는 MRO 매출의 경우 미국 MRO가 현실화될 경우 24년 하반기 이전 착수할 것으로 추정되지만, 정확한 착수 시기는 예측하기 어려운 만큼 **보수적으로 25년부터 매출 추정에 반영**하였다. 미국에 해외에 맡길 MRO 수주액은 연간 9.5조 원이며, 해외 기업의 CAPA를 고려하면 동사는 1조 1,875억 원 수주가 가능할 것으로 보인다. 관련 근거는 다음과 같다.

미 해군 MRO 예산에는 핵잠수함 유지비와 항공모함 유지비가 상당부분 포함되어 있으며, 그 외 **함정 MRO가 해외 수주 대상**이다. 48척의 핵잠수함 연간 유지비는 척당 평균 1,500억, 11척 항공모험 연간 유지비는 척당 3,000억 원임을 고려할 때 예산 가운데 10.5조 원 가량은 해당 유지비에 쓰일 것이다. 동사가 수주할 수상함 MRO는 단순 정비가 아니라 수명 연장으로 단가가 함정 규모에 따라 3,500억에서 1조 원을 넘나들며, 계약 단가는 알 수 없지만 대형 수상함의 경우는 5,000억 원에서 1조 사이일 것으로 추정된다. 동사는 CAPA 고려 시 2척 수주가 가능하다는 점을 고려하여 2척 합산 금액 1조에서 2조 사이 범위의 금액을 도출해주었다.

Bull Case 특수선 부문 매출추정 (단위: 백만 원)

계약품목	인도시기	수주총액	기인식액 추정	2024E	2025E
수상함	2Q24	443,500	443,500	-	-
	2Q28	791,700	240,952	197,925	395,850
잠수함	1Q26	1,162,000		-	-
	3Q27	1,113,000	338,739	278,250	69,563
	4Q28	985,700	299,996	231,929	231,929
	4Q31	1,102,000	335,391	-	275,500
MRO 추가수주					1,187,500
계				**708,104**	**2,160,342**

(3) 해양 및 플랜트 매출추정

3Q24 양수 예정인 풍력 • 플랜트 사업부의 매출은 **수주잔고를 베이스로 추정**하였다. 풍력 사업부의 경우, 신안우이 해상풍력사업과 영천고경 육상풍력사업의 예상 매출 규모를 **MW당 단가인 50억 원과 25억 원**을 이용, **지분율 60%**를 이용하여 총 매출 규모를 추정해주었다. 플랜트 사업부의 경우, ㈜한화에서 공시한 수주를 참고하여 **플랜트 사업부에 해당하는 물량을 별도로 분리**해주었다. 이후, 예상매출액과 남은 수주금액을 기간에 안분하여 추정해주었다. Appx.에 첨부하였다.

최종 매출 테이블은 다음과 같다

Bull Case 최종 매출 Table

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출	**8,396,171**	**7,091,225**	**4,473,707**	**4,921,882**	**7,678,547**	**9,224,530**	**12,939,939**
YoY (%)		***-15.54%***	***-36.91%***	***10.02%***	***56.01%***	***20.13%***	***40.28%***
상선 부문 매출	5,758,477	5,217,327	3,734,048	4,216,263	5,818,007	7,853,557	9,826,816
YoY (%)		***-9.40%***	***-28.43%***	***12.91%***	***37.99%***	***34.99%***	***25.13%***
해양 및 특수선 부문 매출	2,637,694	1,873,898	739,659	705,619	1,860,540	1,370,972	3,113,122
YoY (%)		***-28.96%***	***-60.53%***	***-4.60%***	***163.67%***	***-26.31%***	***127.07%***
수출 (해양)	1,944,844	1,052,922	131,418	202,548	977,344	662,868	952,780
내수 (특수선)	692,850	820,976	608,241	503,071	883,196	708,104	2,160,342

6.2. 비용 추정

(1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

Bull Case 매출원가 및 판매비와관리비 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**8,358,745**	**7,030,175**	**4,486,586**	**4,860,150**	**7,408,312**	**9,224,530**	**12,939,939**
YoY (%)	*-13.33%*	*-15.89%*	*-36.18%*	*8.33%*	*52.43%*	*24.52%*	*40.28%*
매출원가	**7,889,789**	**6,634,249**	**6,033,692**	**6,207,033**	**7,309,503**	**8,578,184**	**11,647,253**
매출원가율 (%)	*94.39%*	*94.37%*	*134.48%*	*127.71%*	*98.67%*	*92.99%*	*90.01%*
원재료비	3,581,734	3,338,185	2,394,938	3,267,198	4,051,725	4,900,616	7,220,370
% of sales	*42.85%*	*47.48%*	*53.38%*	*67.22%*	*54.69%*	*53.13%*	*55.80%*
종업원급여	880,705	811,762	680,324	783,109	864,760	948,502	1,114,994
% of sales	*10.54%*	*11.55%*	*15.16%*	*16.11%*	*11.67%*	*10.28%*	*8.62%*
감가상각비	110,110	101,703	100,758	103,523	109,607	111,667	113,292
% of sales	*1.32%*	*1.45%*	*2.25%*	*2.13%*	*1.48%*	*1.21%*	*0.88%*
사용권자산상각비	43,837	22,674	19,953	23,822	29,781	24,058	24,058
% of sales	*0.52%*	*0.32%*	*0.44%*	*0.49%*	*0.40%*	*0.45%*	*0.45%*
제수수료	70,193	66,731	55,958	56,319	47,140	80,220	114,938
% of sales	*0.84%*	*0.95%*	*1.25%*	*1.16%*	*0.64%*	*0.87%*	*0.89%*
관리용역비	76,063	79,383	70,398	64,657	84,772	97,886	123,580
% of sales	*0.91%*	*1.13%*	*1.57%*	*1.33%*	*1.14%*	*1.06%*	*0.96%*
외주가공비	1,983,442	1,362,073	924,409	1,452,252	2,302,751	1,604,985	2,129,716
% of sales	*23.73%*	*19.37%*	*20.60%*	*29.88%*	*31.08%*	*17.40%*	*16.46%*
공사손실충당금환입액	-	-	-	(169,498)	(781,209)	-	-
% of sales	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*-3.49%*	*-10.55%*	*0.00%*	*0.00%*
기타비용	1,143,705	851,738	1,786,954	625,651	600,176	810,250	806,304
% of sales	*13.68%*	*12.12%*	*39.83%*	*12.87%*	*8.10%*	*8.78%*	*6.23%*
판매비와 관리비	**176,194**	**242,489**	**207,545**	**266,681**	**295,307**	**270,569**	**305,056**
판관비율 (%)	*2.11%*	*3.45%*	*4.63%*	*5.49%*	*3.99%*	*2.93%*	*2.36%*
종업원급여	61,831	71,261	66,811	67,927	83,682	83,325	97,951
% of sales	*0.74%*	*1.01%*	*1.49%*	*1.40%*	*1.13%*	*0.90%*	*0.76%*
제수수료	49,044	37,931	43,195	65,528	74,110	53,962	54,945
% of sales	*0.59%*	*0.54%*	*0.96%*	*1.35%*	*1.00%*	*0.58%*	*0.42%*
감가상각비	1,931	4,395	3,169	3,016	6,343	3,982	4,040
% of sales	*0.02%*	*0.06%*	*0.07%*	*0.06%*	*0.09%*	*0.04%*	*0.03%*
관리용역비	9,513	3,892	10,847	9,593	10,761	10,179	10,345
% of sales	*0.11%*	*0.06%*	*0.24%*	*0.20%*	*0.15%*	*0.11%*	*0.08%*
경상개발비	33,084	70,926	70,169	73,582	74,683	72,811	72,811
% of sales	*0.40%*	*1.01%*	*1.56%*	*1.51%*	*1.01%*	*0.79%*	*0.56%*
기타판매비와관리비	20,791	54,084	13,354	47,035	45,728	46,311	64,964
% of sales	*0.25%*	*0.77%*	*0.30%*	*0.97%*	*0.62%*	*0.50%*	*0.50%*

금액적 중요성을 보이는 **① 원재료비**, **② 인건비**, **③ 외주가공비**를 중심으로 엄밀히 추정하였다. **감가상각비**는 별도 추정해주었으며, 상세 추정 내역은 Appx.에 첨부해두었다. 그 외 기타 비용은 변동비 및 고정비로 분류하여 매출 연동, Average Flat, Moving Average 처리해주었다.

① 원재료비: 원재료비는 동사 비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 계정으로, 주요 원재료는 **후판**(Steel Plate)이다. 최근 주요 철강 소비국인 중국의 토목/건설 부진의 영향으로, 후판의 원자재인 **철광석의 가격이 급락**하고 있다. 이에 지난 20년 하반기 톤당 **130만 원** 수준이던 후판 가격은 23년 3월 말 **90만 원 중반** 수준으로 하락했으며, 조선업계는 5~7% 이상의 추가적인 가격 인가를 요구하고 있는 상황이다. 이에 단기간 내 철광석의 수요가 증가하기 어려울 것이라는 시장 컨센서스를 반영해, 24년은 보수적으로 조선업계 요구 인하치의 절반 수준인 **연간 3%의 가격 인하**를 가정하여 원재료비를 추정하였다. Bull Case 25년의 경우 MRO 수주에 따른 추가적인 원재료비 지출을 가정하여 추정해주었다.

② **인건비**: 지난 몇 년간 국내 조선 3사 모두에게 공통적으로 지적되어 온 문제, 바로 **인력난** 문제이다. 특히 과거 대우조선해양 시기 동사의 **인력 감소폭**은 HD현대중공업, 삼성중공업 대비 큰 폭이었으나, **한화그룹 인수** 이후 동사는 본격적으로 도래할 조선 업사이클에 대비해 **24년 외국인 인력 500명을 충원**할 계획을 밝힌 바 있다. 이에 24년 종업원 수는 해당 계획 반영하여 추정하였으며, **25년**의 경우 평년 수준 인력 채용 가정하여 추정해주었다.

Bull Case 인건비 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,358,745	7,030,175	4,486,586	4,860,150	7,408,312	9,224,530	12,939,939
인건비 총합	**942,536**	**883,023**	**747,135**	**851,036**	**948,442**	**1,031,826**	**1,212,945**
매출원가	880,705	811,762	680,324	783,109	864,760	948,502	1,114,994
판매비와관리비	61,831	71,261	66,811	67,927	83,682	83,325	97,951
종업원 수	9,767	9,439	8,802	8,629	8,892	9,392	10,719
인당 급여	97	94	85	99	107	110	113
매출원가 비율	*93.44%*	*91.93%*	*91.06%*	*92.02%*	*91.18%*	*91.92%*	*91.92%*
판관비 비율	*6.56%*	*8.07%*	*8.94%*	*7.98%*	*8.82%*	*8.08%*	*8.08%*

③ **외주가공비**: **협력업체 인건비**가 포함된 계정으로, 22~23년 인력 부족 문제에 따라 **일시적으로 외주 비중이 증가**함에 따라 금액적 중요성이 커졌다. 그러나 상술한 바와 같이 사측에서 24년 500명 인력 추가 채용 계획을 언급한 점을 고려하여 **외주가공비의 비중은 점진적으로 감소**할 것이라 판단, 순차적으로 감소 처리하였다.

(2) 영업외손익 추정

Bull Case 영업외손익 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업외손익	**(342,122)**	**(73,566)**	**28,519**	**(180,992)**	**78,721**	**107,902**	**113,766**
기타손익	**(50,761)**	**(176,365)**	**512,471**	**415,924**	**424,935**	**432,012**	**459,233**
확정계약평가손익	198,993	(179,235)	387,601	397,000	247,906	307,875	335,096
유형자산처분/손상관련손익	(141,130)	(109,252)	(16,771)	(60,551)	3,790	-	-
무형자산관련손익	(14,051)	(2,941)	(1,496)	(1,427)	(60)	-	-
매각예정자산처분손익	-	-	3,573	3,147	417	-	-
우발손익	(132,848)	(5,843)	(65,381)	(27,360)	(14,396)	-	-
기타대손손익	7,658	(46,050)	21,370	12,169	40,685	-	-
기타영업외손익	30,617	166,956	183,575	92,946	146,593	124,137	124,137
금융손익	**(291,361)**	**102,799**	**(483,952)**	**(596,916)**	**(346,214)**	**(324,111)**	**(345,467)**
이자손익	(76,752)	(80,490)	(75,582)	(55,622)	(41,269)	(73,408)	(91,348)
통화선도평가손익	(115,674)	190,537	(300,937)	(308,088)	(121,242)	(131,081)	(134,162)
통화선도거래손익	(197,518)	(67,495)	(117,423)	(170,694)	(207,961)	(118,537)	(118,537)
외환차손익	134,051	41,813	87,113	82,696	62,863	-	-
외화환산손익	(36,393)	17,753	(86,512)	(134,956)	(46,429)	-	-
당기손익-금융자산평가손익	336	538	4,915	450	7,751	-	-
기타금융손익	589	143	4,474	(10,702)	73	(1,085)	(1,419)

영업외손익의 경우 성격상 대응되는 계정은 상계하여 손익 계정으로 추정하였다. 합리적 추정이 불가하고, 금액적 중요성이 낮은 계정에 대해 **0 flat** 또는 **Average** 처리해주었다. **이자손익**의 경우 별도 추정하였으며, 상세 추정 내역은 Appx.에 첨부해두었다.

(3) 최종 손익계산서 Table

Bull Case 최종 손익계산서는 다음과 같다. Base Case 최종 손익계산서는 Appx.에 첨부해두었다.

Bull Case 추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**8,358,745**	**7,030,175**	**4,486,586**	**4,860,150**	**7,408,312**	**9,224,530**	**12,939,939**
YoY (%)	*-13.33%*	*-15.89%*	*-36.18%*	*8.33%*	*52.43%*	*24.52%*	*40.28%*
매출원가	7,889,790	6,634,249	6,033,692	6,207,033	7,309,504	8,578,184	11,647,253
매출총이익	**468,955**	**395,926**	**(1,547,107)**	**(1,346,882)**	**98,808**	**646,346**	**1,292,685**
GPM (%)	*5.61%*	*5.63%*	*-34.48%*	*-27.71%*	*1.33%*	*7.01%*	*9.99%*
판매비와관리비	176,194	242,489	207,545	266,682	295,307	270,569	305,056
영업이익(손실)	**292,761**	**153,437**	**(1,754,651)**	**(1,613,565)**	**(196,498)**	**375,776**	**987,629**
OPM (%)	*3.50%*	*2.18%*	*-39.11%*	*-33.20%*	*-2.65%*	*4.07%*	*7.63%*
기타손익	(50,761)	(176,365)	512,471	415,924	424,935	432,012	459,233
금융손익	(291,360)	102,800	(483,953)	(596,915)	(346,214)	(324,111)	(345,467)
지분법손익	464	(1,561)	(1,326)	230	1,498	864	864
법인세비용차감전순이익(손실)	(48,897)	78,311	(1,727,459)	(1,794,326)	(116,279)	484,542	1,102,259
법인세비용	(2,412)	(8,261)	(27,630)	(49,548)	(276,323)	111,467	254,160
당기순이익(손실)	**(46,485)**	**86,573**	**(1,699,829)**	**(1,744,778)**	**160,044**	**373,075**	**848,099**
NPM (%)	*-0.56%*	*1.23%*	*-37.89%*	*-35.90%*	*2.16%*	*4.04%*	*6.55%*

6.3. Valuation - Historical PBR Method

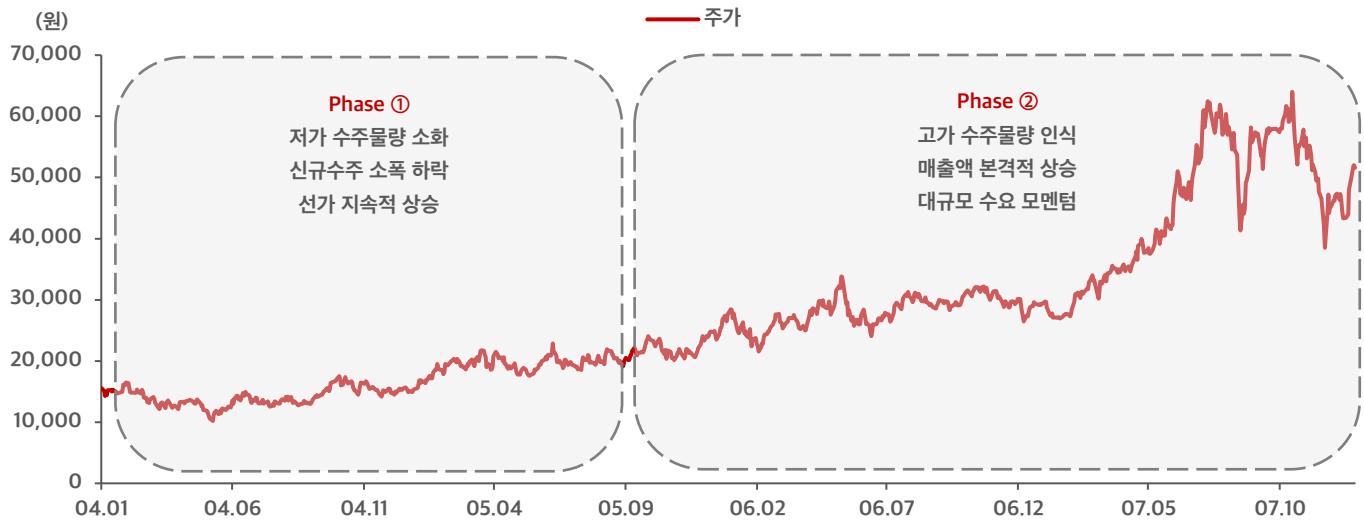
(1) Why Historical PBR?

조선업은 **자본집약적** 산업이며, 대략 20년의 긴 주기로 반복되는 **사이클 산업**이다. 현재 조선 업황은 08년 글로벌 금융위기로 촉발된 깊은 불황기를 지나, 공급자 우위 시장이 주도할 **길고 꾸준한 업사이클**을 목전에 두고 있다. 특히, 본 보고서는 투자포인트 논리에 의거해 과거 00년대의 사이클이 다시 한번 반복될 가능성이 높음을 주장하는 바, 다가올 업사이클 국면에서 빛날 동사의 가치를 가장 잘 반영할 수 있는 Valuation Method는 단연코 **Historical PBR Method**이다.

국내 조선 3사가 서로 다른 성장전략을 택하고 있다는 점을 고려할 때, **Peer PBR Method**는 동사가 향후 업사이클 국면에서 누릴 **수혜를 온전히 반영하기 어렵다**. 특히 Bull Case의 경우, 상술한 논리에 따라 잠수함/수상함을 위주로 내수 중심 사업을 영위하던 **특수선 부문 매출액**이 미국 MRO 시장 진출을 계기로 향후 수십년간 꾸준히 이어질 것으로 추정, Peer들과의 단순 비교는 어렵다고 판단한다.

(2) 사이클 내 Phase 분석

그림 6-1. 00년대 조선 업사이클 Phase 분석



출처: DART, SMIC 2팀

주가 상승을 이끄는 모멘텀 발생의 관점에서, 조선업의 업사이클은 크게 두 개의 Phase로 구분된다.

Phase ①: 업사이클 초입부의 **저가 수주물량 소화**가 이뤄지는 구간이며, 해당 국면에서 **신규 수주의 수는 소폭 하락**하나, **선가는 지속적으로 상승**한다. 해당 시기에는 시장 참여자들로부터 수주가 일시적으로 둔화되는 것에 대해 **피크아웃** 우려가 제기되어, **주가의 상승폭 역시 제한**된다.

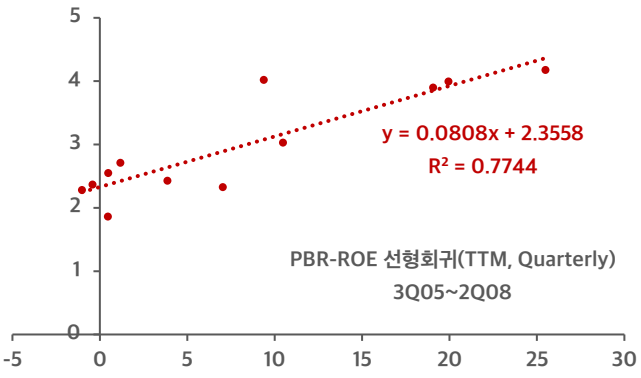
Phase ②: 고가 수주물량의 매출 인식이 진행되면서 **매출액이 본격적으로 상승**하며, **고가 물량의 수주**가 시작된다. 이후 매출액 상승이 지속되는 가운데, 대규모 수요 모멘텀이 맞물려 공급자 우위 시장이 형성된다. 조선사는 선가가 상승하는 가운데 통상 **3년 안팎의 적정 수주잔고**를 유지한다. 매출과 수주의 동반상승 국면에서 **주가는 급격히 치솟는다**.

(3) Target Multiple 선정

상술한 바와 같이, **Phase 2**의 특징은 ① 폭발적인 매출액 성장, ② 끊이지 않는 수주 모멘텀이 주도하는 평균 3년 안팎 백로그 유지의 두 가지 퍼즐이 맞물리며 주도하는 가파른 주가 상승이다. 그리고 투자포인트를 통해, 다가올 25년은 **① 고가 수주분 위주의 매출 인식**이 본격화되며, **② 상선과 특수선 부문 양측에서 강력한 수주 모멘텀**이 발생할 원년이 될 것임을 규명했다.

(3-1) Base Case Target Multiple 선정 논리

본 보고서의 투자포인트에서 주장한 논리에 따라, 향후 도래할 **25년은 완연한 Phase 2**에 진입해 있을 것으로 판단한다. 이에 25년 추정 ROE에 상응하는 적정 PBR을 선정하기 위해, 과거 업사이클의 Phase 2에 해당하는 **3Q05~2Q08 기간**에 대해 **분기별 PBR(TTM)-ROE(TTM) 회귀분석**을 진행하였다. 해당 회귀식의 R스퀘어는 0.77로 설명력이 충분하며, 25년 Base Case 추정 **ROE 10.9%**를 대입하여 도출된 **PBR 2.36x**를 **Base Case Target PBR Multiple**로 제시한다.



(3-2) Bull Case Target Multiple 선정 논리

Bull Case의 경우, ① 상술한 3Q05~2Q08 PBR(TTM)-ROE(TTM) **회귀식에 기반해 PBR을 산출**한 후, ② 현재 동사와 유사한 상황에 놓인 **해외 Peer들을 기준으로 멀티플 프리미엄**을 부여하였다.

먼저 Bull Case의 경우, **단순 과거 회귀식에 기반해 적정 Multiple을 산출하는 것은 불가능**하다. 해당 회귀식은 과거 **조선업 사이클 영향을 크게 받을 시기에 기반해 산출**된 것으로, 향후 동사의 폭발적 외형 성장을 견인할 미국 **MRO 사업의 본질적 가치**를 반영할 수 없다고 판단했다. 또한, MRO 사업은 **전무후무한 Business Model**을 보유한 사업으로, 기존에 유사한 BM을 보유한 기업은 전무하다. MRO는 기존 수주 기반의 불안정성이 큰 방산 BM과 달리 **일회성 수주에 그치지 않는 안정적인 BM**이라는 점에서, 여타 방산 기업 대비 안정적인 수익 창출이 가능해 이익의 질이 매우 높다는 차별점을 갖는다.

따라서, 현시점 동사와 마찬가지로 **미국 MRO 시장으로의 진출이 예상되는 일본 조선사 미쓰비시 중공업, 가와사키 중공업 2사를 Peer로 선정**, 해당 기업들에 부여된 멀티플 프리미엄 정도를 측정하였다. 2사 모두 기존 본업인 조선업을 넘어 내수 시장 중심으로 방위 산업을 영위해왔으나, 최근 동사와 함께 자유진영을 대표하는 조선사로서 미국 MRO 시장 진출 기대감이 커지고 있다.

다만, 해당 2사가 상장되어 있는 일본 시장과 한국 시장의 특성이 다르다고 판단, 2사의 PBR 멀티플을 그대로 부여하는 것은 합리적이지 않다고 판단하였다. 이에 미국 MRO 관련 모멘텀이 부각되기 이전인 23년 1월~24년 2월 기간 2사의 **PRB(TTM)-ROE(TTM) 회귀선**을 구한 후, MRO 관련 모멘텀이 본격적으로 부각된 시점인 금년 **3월 이후 선형회귀선에서 이격된 정도**를 측정하였다. 측정 결과 **5.3% 수준의 멀티플 프리미엄**이 부여된 것으로 판단, 상술한 3Q05~2Q08 PBR(TTM)-ROE(TTM) 회귀식에 기반해 산출된 PBR 2.37x에 5.3%의 프리미엄을 부여하였다. 상기 방식으로 도출된 **PBR 2.49x를 Bull Case Target PBR Multiple**로 제시한다.

상기 논의를 종합하여 Bull Case 2025E BPS 21,893원에 Target PBR Multiple 2.49x를 적용한 **목표주가 54,500원**, **상승여력 91%**로 투자의견 **Buy**를 제시한다.

Bull Case Valuation - PBR Method (2025E)	
지배지분 기말자본 (백만 원)	6,706,858
희석유통가능주식수 (주)	306,342,692
2025E BPS (원)	**21,893**
Target PBR Multiple	**2.49x**
ROE (%)	14.2%
목표주가 (원)	**54,500**
현재주가 (원)	28,500
상승여력	**91%**

Base Case Valuation - PBR Method (2025E)	
지배지분 기말자본 (백만 원)	6,503,115
희석유통가능주식수 (주)	306,342,692
2025E BPS (원)	**21,228**
Target PBR Multiple	**2.36x**
ROE (%)	10.9%
목표주가 (원)	**50,100**
현재주가 (원)	28,500
상승여력	**76%**

7. Appendix

Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

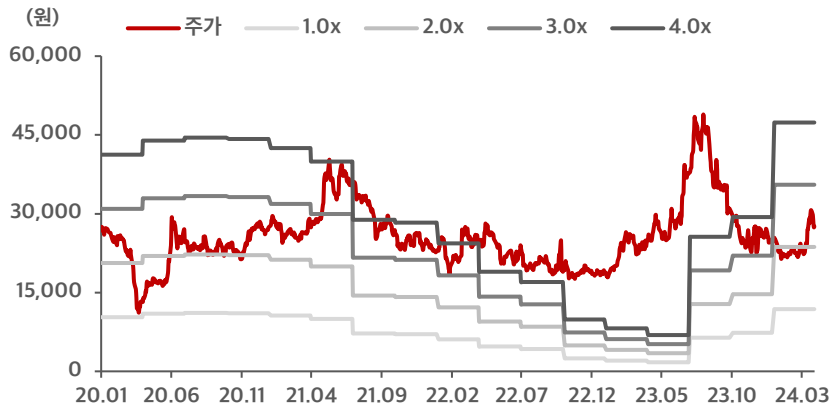
연결재무상태표

(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023
자산	**10,320,775**	**10,623,210**	**12,235,665**	**13,944,773**
유동자산	**5,953,237**	**6,481,079**	**7,822,465**	**9,217,524**
현금및현금성자산	1,343,559	1,778,940	659,721	1,799,308
단기금융상품	69,894	310,693	492,254	124,948
매출채권및기타채권	675,749	345,122	404,742	332,547
계약자산	2,175,886	1,936,517	2,566,075	2,517,851
유동성확정계약자산	651	34,412	199,898	229,691
유동성통화선도자산	110,496	910	2,712	1,611
재고자산	963,311	1,139,096	2,202,076	2,890,783
당기법인세자산	3,775	90	5,832	5,495
기타유동자산	609,918	935,300	1,289,155	1,315,291
비유동자산	4,367,537	4,142,130	4,413,201	4,727,249
장기기타금융자산	**398,691**	**233,165**	**40,246**	**39,490**
장기매출채권	77,524	103,932	203,539	273,802
확정계약자산	895	230,251	233,364	87,209
유형자산	3,667,875	3,469,403	3,786,680	4,062,171
사용권자산	84,907	82,803	71,585	76,562
무형자산	896	1,208	1,532	4,344
기타비유동자산	8,801	15,505	11,794	14,180
기타비유동자산	66,427	-	59,706	1,148
부채	**6,451,804**	**8,405,626**	**11,490,693**	**9,632,616**
유동부채	**5,162,709**	**7,464,468**	**10,672,486**	**7,459,444**
단기차입금	1,011,891	2,228,998	2,465,575	526,450
매입채무및기타채무	747,477	669,851	921,458	1,176,411
유동성리스부채	18,212	16,874	20,405	23,280
유동성통화선도부채	3,453	53,158	291,513	227,840
유동성충당부채	645,458	1,758,207	1,570,255	715,251
계약부채	1,245,692	2,094,172	4,681,596	4,366,250
기타유동부채	1,272,329	240,919	155,697	1,499
비유동부채	**1,289,095**	**941,158**	**818,207**	**2,173,171**
장기차입금	135,572	122,513	99,715	1,664,742
장기매입채무	3,993	6,993	5,244	5,234
순확정급여부채	41,239	31,910	22,406	113,616
충당부채	595,584	334,795	328,991	229,960
리스부채	62,646	61,167	48,605	51,346
통화선도부채	802	207,082	194,200	88,421
기타비유동부채	449,259	176,698	119,045	19,852
자본	**3,868,971**	**2,217,583**	**744,972**	**4,312,157**
지배기업 소유주지분	3,868,971	2,217,583	744,972	4,307,453
자본금	541,453	541,453	541,453	1,536,794
신종자본증권	2,332,832	2,332,832	2,332,832	2,332,832
기타포괄손익누계액	302,489	327,645	554,468	558,953
기타	692,197	(984,347)	(2,683,782)	(116,423)
부채와자본총계	**10,320,775**	**10,623,210**	**12,235,665**	**13,944,773**

연결현금흐름표

(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023
영업활동으로 인한 현금흐름	**(458,467)**	**485,787**	**(1,065,433)**	**(1,939,155)**
영업에서 사용된 현금흐름	(402,609)	513,740	(1,044,649)	(1,857,269)
당기순이익(손실)	86,573	(1,699,829)	(1,744,778)	160,044
조정	618,988	1,453,072	661,071	(821,946)
순운전자본변동	(1,108,170)	760,498	39,058	(1,195,366)
배당금 수취	875	818	586	1,023
이자의 수취	22,640	19,214	47,932	53,434
이자의 지급	(78,991)	(62,652)	(77,283)	(141,543)
법인세 환급	(382)	14,667	7,982	5,199
투자활동으로 인한 현금흐름	**137,834**	**101,326**	**87,974**	**196,706**
투자활동현금유입액	1,227,641	261,875	1,470,549	760,723
정부보조금의 수취	10	16	-	-
금융상품의 회수	1,208,985	100,075	1,261,025	720,047
단기대여금의 회수	-	90	7,167	38,801
원가측정금융자산회수	7	14	-	16
당기손익-금융자산처분	2,041	8,211	26,590	24
기타포괄-금융자산처분	10,487	-	-	-
관계기업투자처분	1,727	-	-	-
매각예정자산처분	-	98,700	165,000	700
유 · 무형자산의 처분	2,071	5,734	674	1,014
기타	2,313	49,035	10,092	121
투자활동현금유출액	(1,089,807)	(160,548)	(1,382,575)	(564,017)
단기금융상품의 투자	793,467	5,350	1,260,183	417,080
장기금융상품의 투자	47,707	54,457	330	319
당기손익-금융자산취득	5,000	-	-	8
장기대여금의 대여	50,018	265	-	-
유형자산의 취득	189,861	100,275	121,915	134,005
임차보증금의 증가	3,696	145	79	458
사업결합현금유출	-	-	-	12,036
기타	58	56	68	112
재무활동으로 인한 현금흐름	**(308,063)**	**(157,013)**	**(129,780)**	**2,885,193**
재무활동현금유입액	-	107,887	156,831	4,457,241
단기차입금의 차입	-	107,887	156,831	960,149
유상증자	-	-	-	3,497,092
재무활동현금유출액	(308,063)	(264,901)	(286,611)	(1,572,048)
단기차입금의 상환	93,797	-	-	1,414,070
유동성장기사채의 상환	123,191	185,045	185,279	61,836
유동성장기차입금상환	4	4	16,702	35,870
리스부채의 상환	28,081	17,459	22,585	29,261
기타	62,990	62,393	62,046	31,011
현금및현금성자산증가	(628,697)	430,100	(1,107,239)	1,142,744
기초현금및현금성자산	2,012,239	1,343,559	1,778,940	659,721
현금및현금성자산환율변동	(39,983)	5,280	(11,979)	(3,157)
기말현금및현금성자산	1,343,559	1,778,940	659,721	1,799,308

Appx 2. 동사 PBR(TTM) Band



Appx 3. 이자손익 추정

이자부자산 유효이자율							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기말 이자부자산	909,348	527,468	543,857	532,501	164,438	442,066	442,066
이자수익	**91,044**	**63,555**	**39,726**	**66,193**	**117,764**	**46,192**	**46,192**
유효이자율	*10.01%*	*12.05%*	*7.30%*	*12.43%*	*71.62%*	*10.45%*	*10.45%*

이자부부채 유효이자율							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기말 이자부부채	2,964,063	2,773,056	2,779,738	2,787,696	2,265,818	2,265,818	2,265,818
이자비용	**167,796**	**144,045**	**115,308**	**121,815**	**159,033**	**119,600**	**137,540**
유효이자율	*5.66%*	*5.19%*	*4.15%*	*4.37%*	*7.02%*	*5.28%*	*6.07%*

Appx 4. 추정 자본변동표

Bull Case 추정 자본변동표							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기초자본	3,840,222	3,754,897	3,868,971	2,217,583	744,972	4,312,157	5,271,995
(+) 당기순이익	**(46,485)**	**86,573**	**(1,699,829)**	**(1,744,778)**	**160,044**	**373,075**	**848,099**
(-) 배당금	-	-	-	-	-	-	-
배당성향	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(+) 그 외 자본변동	(38,840)	27,534	48,442	272,167	3,407,141	586,763	586,763
기말자본	3,754,897	3,869,003	2,217,583	744,972	4,312,157	5,271,995	6,706,858
가중평균자본	**3,797,559**	**3,811,950**	**3,043,277**	**1,481,278**	**2,528,565**	**4,792,076**	**5,989,426**
ROE (%)	***-1.22%***	***2.27%***	***-55.86%***	***-117.79%***	***6.33%***	***7.79%***	***14.16%***

Base Case 추정 자본변동표							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기초자본	3,840,222	3,754,897	3,868,971	2,217,583	744,972	4,312,157	5,271,995
(+) 당기순이익	**(46,485)**	**86,573**	**(1,699,829)**	**(1,744,778)**	**160,044**	**373,075**	**644,356**
(-) 배당금	-	-	-	-	-	-	-
배당성향	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(+) 그 외 자본변동	(38,840)	27,534	48,442	272,167	3,407,141	586,763	586,763
기말자본	3,754,897	3,869,003	2,217,583	744,972	4,312,157	5,271,995	6,503,115
가중평균자본	**3,797,559**	**3,811,950**	**3,043,277**	**1,481,278**	**2,528,565**	**4,792,076**	**5,887,555**
ROE (%)	***-1.22%***	***2.27%***	***-55.86%***	***-117.79%***	***6.33%***	***7.79%***	***10.94%***

Appx 4. 감가상각비 추정

Bull Case 유형자산감가상각비 추정							
(단위: 백만 원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기초장부가액	**3,799,033**	**3,694,459**	**3,667,874**	**3,469,403**	**3,786,680**	**4,062,170**	**4,182,716**
토지	1,837,254	1,908,595	1,890,108	1,714,672	2,082,542	2,211,693	2,286,581
건물및구축물	1,344,000	1,305,545	1,320,493	1,293,796	1,228,549	1,287,361	1,287,361
기계장치	297,424	273,676	296,348	337,111	324,390	357,788	357,788
건설중인자산	179,805	105,125	61,536	32,429	38,630	69,539	106,630
기타유형자산	140,550	101,518	99,389	91,395	112,569	135,789	144,357
취득/처분/대체	**(104,574)**	**(26,585)**	**(198,471)**	**317,277**	**275,490**	**120,546**	**149,221**
토지	71,341	(18,487)	(175,436)	367,870	129,151	74,888	89,865
건물및구축물	(38,455)	14,948	(26,697)	(65,247)	58,812	-	-
기계장치	(23,748)	22,672	40,763	(12,721)	33,398	-	-
건설중인자산	(74,680)	(43,589)	(29,107)	6,201	30,909	37,091	48,218
기타유형자산	(39,032)	(2,129)	(7,994)	21,174	23,220	8,568	11,138
기말장부가액	**3,694,459**	**3,667,874**	**3,469,403**	**3,786,680**	**4,062,170**	**4,182,716**	**4,331,938**
토지	1,908,595	1,890,108	1,714,672	2,082,542	2,211,693	2,286,581	2,376,446
건물및구축물	1,305,545	1,320,493	1,293,796	1,228,549	1,287,361	1,287,361	1,287,361
기계장치	273,676	296,348	337,111	324,390	357,788	357,788	357,788
건설중인자산	105,125	61,536	32,429	38,630	69,539	106,630	154,848
기타유형자산	101,518	99,389	91,395	112,569	135,789	144,357	155,495
감가상각비	**112,041**	**106,098**	**103,927**	**106,539**	**115,950**	**115,649**	**117,333**
건물및구축물	61,429	54,759	56,079	57,330	59,885	57,181	57,181
기계장치	33,661	35,155	34,983	35,976	37,821	39,295	39,484
기타유형자산	19,156	16,066	12,780	13,233	18,244	19,174	20,668
상각률	**2.99%**	**2.88%**	**2.91%**	**2.94%**	**2.95%**	**2.81%**	**2.76%**
건물및구축물	4.64%	4.17%	4.29%	4.55%	4.76%	4.44%	4.44%
기계장치	11.79%	12.33%	11.05%	10.88%	11.09%	10.98%	11.04%
기타유형자산	15.83%	15.99%	13.40%	12.98%	14.69%	13.69%	13.79%

Bull Case 유형자산감가상각비 안분							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
유형자산감가상각비	**112,041**	**106,098**	**103,927**	**106,539**	**115,950**	**115,649**	**117,333**
매출원가	110,110	101,703	100,758	103,523	109,607	111,667	113,292
판매비와관리비	1,931	4,395	3,169	3,016	6,343	3,982	4,040
매출원가 비중 (%)	*98.28%*	*95.86%*	*96.95%*	*97.17%*	*94.53%*	*96.56%*	*96.56%*
판관비 비중 (%)	*1.75%*	*4.32%*	*3.15%*	*2.91%*	*5.79%*	*3.44%*	*3.44%*

Appx 5. Base Case 추정 손익계산서

Base Case 추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**8,358,745**	**7,030,175**	**4,486,586**	**4,860,150**	**7,408,312**	**9,224,530**	**11,752,439**
YoY (%)	*-13.33%*	*-15.89%*	*-36.18%*	*8.33%*	*52.43%*	*24.52%*	*27.40%*
매출원가	7,889,790	6,634,249	6,033,692	6,207,033	7,309,504	8,578,184	10,749,243
매출총이익	**468,955**	**395,926**	**(1,547,107)**	**(1,346,882)**	**98,808**	**646,346**	**1,003,195**
GPM (%)	*5.61%*	*5.63%*	*-34.48%*	*-27.71%*	*1.33%*	*7.01%*	*8.54%*
판매비와관리비	176,194	242,489	207,545	266,682	295,307	270,569	298,452
영업이익(손실)	**292,761**	**153,437**	**(1,754,651)**	**(1,613,565)**	**(196,498)**	**375,776**	**704,744**
OPM (%)	*3.50%*	*2.18%*	*-39.11%*	*-33.20%*	*-2.65%*	*4.07%*	*6.00%*
기타손익	(50,761)	(176,365)	512,471	415,924	424,935	432,012	459,233
금융손익	(291,360)	102,800	(483,953)	(596,915)	(346,214)	(324,111)	(327,527)
지분법손익	464	(1,561)	(1,326)	230	1,498	864	864
법인세비용차감전순이익(손실)	(48,897)	78,311	(1,727,459)	(1,794,326)	(116,279)	484,542	837,314
법인세비용	(2,412)	(8,261)	(27,630)	(49,548)	(276,323)	111,467	192,958
당기순이익(손실)	**(46,485)**	**86,573**	**(1,699,829)**	**(1,744,778)**	**160,044**	**373,075**	**644,356**
NPM (%)	*-0.56%*	*1.23%*	*-37.89%*	*-35.90%*	*2.16%*	*4.04%*	*5.48%*

Appx 6. 해양 플랜트 부문 매출 추정

한화 플랜트 및 풍력 부문 수주잔고 매출추정 (단위: 백만 원)			
프로젝트명	수주총액(예상매출)	2024E	2025E
1Q24 완공물량			
통영 천연가스 발전 PJ	874,817	-	-
쿠웨이트 NRP	548,222	-	-
사우디 Aramco JRTP(OOK)	471,428	-	-
JRTP PKG14(IK)	597,513	-	-
사우디 Maaden PAP(OOK)	793,098	-	-
2Q24 완공물량			
방폐장 2단계 주설비공사	61,029	-	-
한주 가스복합 열병합발전	85,060	-	-
HSC Cosmos PJ	213,000	-	-
대산 HIC CH2 FEED	1,800	-	-
금호석유화학 NB-Latex N-1 Line 신설	168,407	-	-
3Q24 완공물량			
서산 동양환경 열분해유 FEED	1,780	556	-
1Q25 완공물량			
대구 친환경발전소 PJ	72,585	11,002	5,501
영양풍력발전단지 유지보수	10,423	342	171
2Q25 인도물량			
성남 폐자원(BTO-a)	9,178	3,059	3,059
3Q25 인도물량			
신고리원자력 5,6호기	194,251	808	1,212
EVERGREEN PJ	208,693	54,287	72,382
26년 인도물량			
대산 CGN대산전력 천연가스 복합화력	242,639	45,852	91,704
남양주 자원회수시설	37,790	6,298	12,597
양양수리 육상풍력(미설치)	101,299	17,366	34,731
27년 인도물량			
양양수리 풍력 발전단지	269,400	30,930	61,861
이라크 LPG	3,679	284	569
신안우이 해상풍력사업	1,170,000	130,000	390,000
영천고경 육상풍력사업	55,800	6,200	18,600
계		306,984	692,386

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.