

# 조선

## 환경규제가 조선 산업과 조선 주식에 갖는 의미

SAMSUNG SECURITIES RESEARCH REPORT

▶ 리서치센터 Industrial팀



## 이 리포트를 읽어야 하는 이유

안녕하세요 삼성증권 한영수입니다.

선박 온실가스 배출 규제에 대한 투자자들의 관심이 최근 지속적으로 확대되고 있습니다. 규제와 관련된 뉴스들이 지속해서 보도되는 가운데, 실제로 올해와 내년을 기점으로 다수의 규제가 시행되기 때문입니다. 연초에는 EU의회가 해운업을 탄소배출권 거래제도에 편입하는 개정안을 통과시켰고, 7월 첫째 주에는 국제해사기구인 IMO가 장기 온실가스 감축 목표를 상향 조정했습니다. 또한 IMO의 탄소 배출 규제(EEXI, CII)들도 올해를 기점으로 시작되었습니다. 내년에는 IMO의 탄소규제가 조선과 해운시장에 미치는 본격화되는 가운데, 유럽에서 선박이 탄소배출권 거래제도에 편입됩니다. 두 기관의 규제가 중첩되는 시기입니다.

과거의 선박 환경규제들이 신조선박을 중심으로 오랜 기간 동안 점진적으로 적용되었다면, 최근의 규제들은 현존하는 모든 선박을 대상으로 즉각 적용되는 구조입니다. 여기에 규제에 적용되는 기준이 지속해서 상향되는 구조를 갖고 있고, 명확한 기술적인 대안이 부재하다는 점도 특징입니다. 그만큼 산업에 미치는 영향이 클 수밖에 없습니다. 선박 환경규제의 역사와 최근 동향을 정리한 이유입니다.

대형사 위주로 구성된 '한국'의 조선산업의 관점에서 온실가스 규제는 위기보다는 기회로 작용할 것으로 보입니다. 지난 2020년 황산화물 배출 규제가 좋은 예입니다. 해당 규제는 조선 산업의 기술적 진입 장벽을 높이면서 기존 대형사들의 점유율을 공고하게 했고, 친환경 선박 발주 증가로 대형 조선사들의 실질 수주단가를 높이는 결과를 가져왔습니다. 2020년과 비교하면, 현재 규제를 집행하는 당국의 집행 의지가 당시보다 강력하고, 조선사들의 협상력이 수주 잔고 증가로 당시 보다 강화되었으며, 규제 충족에 소요되는 친환경선 건조비용이 크게 상승했다는 점에서, 환경 규제 강화에 따른 긍정적 효과는 더욱 증폭될 것으로 예상됩니다.

환경규제는 조선사들의 영업 활동뿐 아니라, 조선업종 '주식'의 관점에서도 긍정적입니다. 우선, 조선사업 밸류체인에서 한국 대형조선사와 엔진제조사에 대한 투자자 선호가 강화될 것으로 보입니다. 향후 규제 충족을 위한 공국의 해결책은 결국 선박의 추진 에너지를 교체하는 것입니다. 이와 관련해서, 시장은 이제 LNG추진선 이후의 대안 연료들(메탄올, 암모니아, 수소 등)을 논의 중입니다. 하지만 아직까지 이들 중 '하나의 확실한 대안'이 등장한 상황은 아닙니다. 현실적으로 당분간 조선시장은 다양한 추진 연료가 공존할 수밖에 없습니다. 따라서 투자자들 역시 다양한 에너지원에서 고른 경쟁력을 보유한 한국의 대형사들을 안전한 투자 대안으로 여길 것으로 판단됩니다.

밸류에이션의 관점에서도 환경규제의 순효과가 예상됩니다. 현재 조선사들의 적정가치는 과거 역사적 밸류에이션 사례들을 기반으로 산정되고 있습니다. 그리고 과거와 현재의 업황을 비교하는 주요 지표가 바로 선박의 가격입니다. 환경규제가 실제 조선사들의 수주 선가 인상효과를 가져올 수 있고, 더 나아가 업황의 주기(cycle)를 단축시킬 수 있다면, 업종에 적용되는 밸류에이션을 상향 조정하는 것이 합리적입니다. 환경규제 이슈는 최근 주가 급등으로 밸류에이션 부담이 제기되기 시작한, 조선업종 주식에 추가적인 상승 여력을 정당화시키는 역할을 할 것으로 판단합니다.

## EXECUTIVE SUMMARY

---

### 기업분석

#### HD현대중공업 (329180)

여전히 프리미엄 근거가 한 가득

#### 현대미포조선 (010620)

주력선종 수요 회복의 의미

#### HD한국조선해양 (009540)

한국조선해양 고유의 매력에 한동안 유지되는 구조

#### 삼성중공업 (010140)

경쟁사와의 격차를 좁혀갈 수 있는 상황

#### 한화오션 (042660)

좋은 것들을 모두 반영해 봤지만

## REPORT CONTENTS

---

01	선박 환경규제의 역사와 현재	5p
	1) 강화되는 환경규제, 자유로울 수 없는 선박 산업 2) 최근 선박 환경규제의 트렌드와 특징 3) 오늘날의 화두는 온실가스 배출 규제	
02	조선 '산업'에 미칠 긍정적 효과들	14p
	1) IMO 2020 황산화물 배출 규제 사례 리뷰 2) 그럼에도, 환경규제가 한국 조선업에 호재로 받아들여지는 이유 3) 온실가스 규제의 긍정적 효과는 2020년 황산화물 배출 규제 때보다 증폭될 것 4) 컨테이너선 분야는 이미 미래의 수혜 가능성을 숫자로 증명 중	
03	조선사 '주식'에도 긍정적 효과	26p
	1) 조선산업 밸류체인 내에서의 선호도가 강화될 것 2) 한국 조선사들에 대해서는, 목표 밸류에이션을 높여줄 수 있는 여건	

## 선박 환경규제 트렌드 변화

## 선박 환경규제의 역사와 현재

## 강화되는 환경규제, 자유로울 수 없는 선박 산업

## 환경규제 강화는 전 세계적으로, 그리고 전 분야에 걸쳐 진행 중

온실가스 배출과 관련한 환경규제가 연일 강화되는 추세이다. 그리고 규제 강화 추세는 향후로도 지속될 것으로 예상된다. 우선, 기후변화 대응에 전 세계적인 공감대가 형성된 상태라는 점이 중요하다. 세계 각지에서 빈번하게 발생하고 있는 이상기후와 이로 인한 피해들로, 일반 대중들에게 환경규제의 당위성을 별도로 설득할 필요가 없어진 것이다. 오히려 전 세계 주요 국가들과 기업들은 유권자들과 소비자들의 지지를 얻기 위해, 탄소중립을 목표를 설정하고 이에 대한 실행 방안을 제시하고 있는 상황이다.

환경규제 강화는 경제적인 측면에서도 설명할 수 있다. 규제의 강화는 기업의 입장에서는 비용의 증가이다. 그리고 기술력이 우수한 기업일수록, 규제 충족에 필요한 비용부담이 적을 수밖에 없다. 동시에 규제의 강화는 신규 진입자에게는 기술적 진입장벽으로 작용한다. 결론적으로 환경규제가 강화될수록 기존 지배적 사업자들의 점유율은 공고해진다. 다수의 지배적 사업자들을 보유한 선진국들 입장에서 환경 규제는 자국 산업을 보호하는 도구가 될 수 있는 것이다.

환경규제 강화는 전 세계적으로 오염물질 배출을 저감하거나 에너지원 자체를 친환경 물질로 전환하는 기술에 대한 투자 확대로 이어질 수밖에 없다. 그리고 각국 정부는 기술투자에 대한 지원을 지속할 유인이 충분하다. 특히 화석연료를 재생 에너지로 대체하는 에너지 전환 기술은 지정학적인 차원에서도 투자 가치가 있다. 선진국들은 러시아의 우크라이나 침공으로, 화석연료에 대한 의존도를 낮출 유인이 존재하기 때문이다. 민간 차원에서도 ESG 경영 강화로, 오염물질 배출과 에너지 전환 기술에 대한 투자에 대한 자본 조달이 쉬워지고 있는 상태이다. 이러한 친환경 기술과 인프라에 대한 투자가 결실을 맺게 되면, 이는 환경 규제 강화로 인한 부작용을 완화시켜주는 역할을 하게 된다. 그리고 이는 다시 더욱 강력한 수준의 규제 적용이 가능하게 되는 토대가 될 것이다.

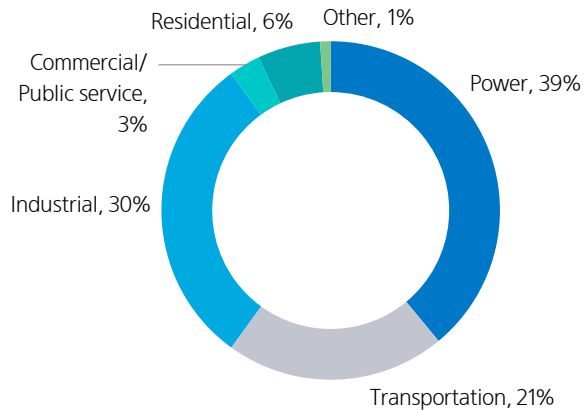
## 선박도 규제에서 자유로울 수 없는 상황

해운과 조선산업 역시 환경규제 강화와, 친환경 기술 투자 확대 흐름에서 자유로울 수 없다. 앞서 언급한 바와 같이 환경규제 강화는 전 지구적인 변화이기 때문이다. 오히려 선박이라는 분야에만 특화된 변화가 아니라는 점에서, 조선/해운 산업은 향후 더욱 강화된 규제에 직면할 수밖에 없다. 해운과 조선업종의 특수한 제약조건들(예를 들면, 조선사들의 제한적인 공급능력, 선박 긴 건조 기간과, 교체 주기 등)을 이유로 규제 적용이 유예되거나 완화될 가능성이 거의 없기 때문이다.

참고로, 선박이 전 세계 온실가스 전체에서 차지하는 비중은 1.7%(Climate watch, the world resources institute 기준), 탄소 배출에서 차지하는 비중은 2.1%(Clarksons의 2023년 전망 기준)로 추정된다. 이는 시멘트(3%), 화학산업이 전 세계 온실가스 배출에서 차지하는 비중(2.2%)을 감안하면, 선박이 온실가스와 탄소배출에서 차지하는 비중은 결코 무시할 만한 수준은 아니다.

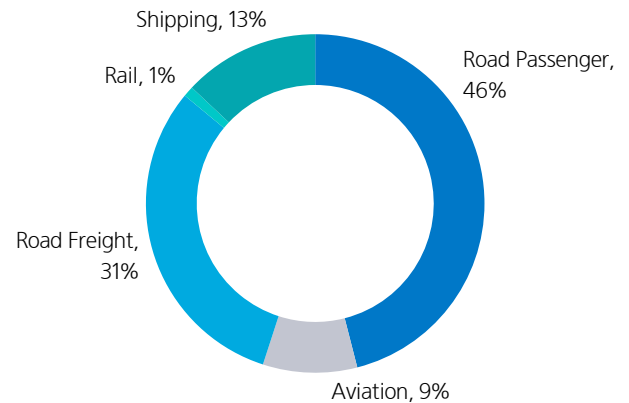
선박이 운송 분야에 포함된다는 점도 중요하다. 항공과 육상을 포함한 운송분야는 전 세계 온실가스 배출의 16%, 탄소배출의 21%를 차지하는 분야이다. 운송은 에너지 사용에 따른 온실가스 배출 중 두 번째로 규모가 큰 분야이다. 운송 분야 전반에 대한 규제 강화는 불가피하며, 선박도 관련 영향을 받게 될 것이다.

전 세계 부문별 탄소 배출량



자료: IEA, Clarksons

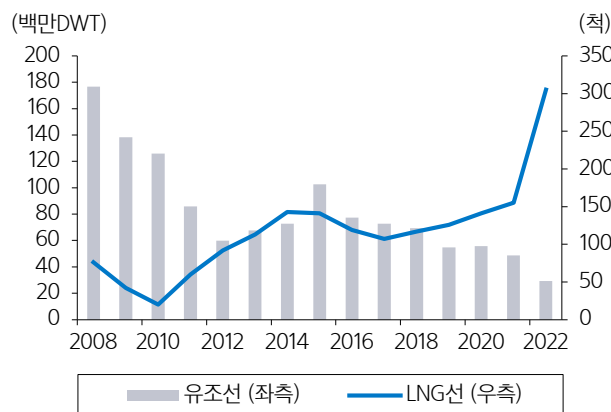
운송분야의 탄소배출량 breakdown



자료: IEA, Clarksons

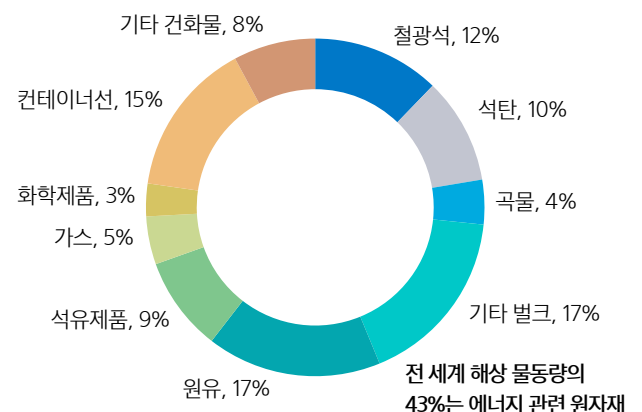
특히 조선분야는 해운산업에 대한 환경규제 외에, 전 세계적인 기후변화 대응과 에너지 전환 시도로부터 추가적인 영향을 받을 수밖에 없다. 이는 상선이 운송하는 해상 물동량의 43%가 에너지 관련 원자재이기 때문이다. 이는 에너지 전환으로 인해 선박의 발주 구성이 달라질 수 있음을 의미한다. 예를 들면, 장기적으로 석탄을 운송하는 벌크선과 유류를 수송하는 유조선의 수요를, LNG운반선, 액화수소운반선 등이 대체할 수도 있을 것이다.

수주 잔고 추이: 대형 LNG선 vs 유조선



참고: LNG선은 140K 이상 대형선 기준  
자료: Clarksons

해상 물동량 breakdown



참고: 2022년 기준  
자료: Clarksons

## 최근 선박 환경규제의 트렌드와 특징

선박 시장에서의 환경규제는 과거에도 존재했으며, 새로운 이슈가 아니다. 다만, 최근의 환경규제는 과거와는 두 가지 부분에서 차이가 있다. 첫 번째 차이점은, 규제 적용의 속도와 대상이 과거보다 빠르고 넓다는 점이다. 과거 규제가 신조 선박을 중심으로 점진적으로 적용되었다면, 최근의 규제들은 현재 운항 중인 모든 선박을 대상으로 즉각적으로 적용된다는 특징이 있다. 두 번째 특징은, 규제를 충족시킬 수 있는 '수단'이 다양화되고 있음에도, 선주입장에서 오히려 규제의 '난이도'는 더욱 올라가고 있다는 점이다.

### 1. 규제의 적용은 점진적이기보다는 즉각적

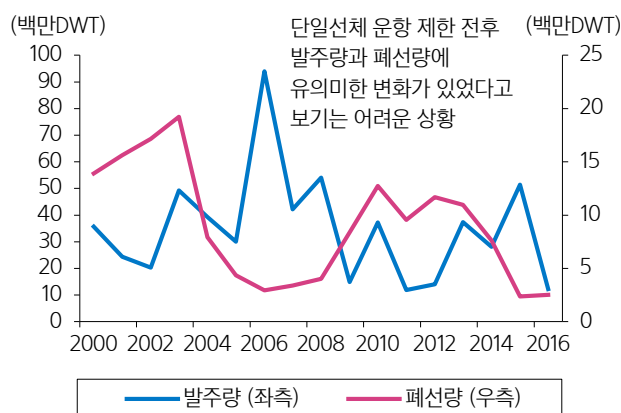
온실가스 배출규제 이전의, 선박 환경규제는 대부분 규제의 실행과 적용에 상당한 시간이 소요되었다. 이는 과거 대부분의 환경규제들의 적용 대상이 신조선박에 국한되었기 때문이다. 이는 새로 건조되는 선박에 규제를 우선 적용하고, 규제를 만족하지 못하는 기존 운항 중인 선박이 노후화되어 폐선 되는 것을 기다리는 방식이다. 선박의 매우 긴 사용연한을 감안하면, 운항 중인 모든 선박에 규제가 충족되는 속도는 매우 느리고 점진적일 수밖에 없다. 또한 규제의 영향도 대부분 조선업종 내에 국한될 수밖에 없었다.

1990년대에 시작되었던 유조선 이중 선체 규정이 과거 규제의 대표적인 전형이다. 해당 규제는 해양사고로 인한 원유 유출 위험을 줄이기 위해 선체를 이중으로 제작하는 것을 강제하는 규정이었다. IMO는 1993년 이후 신규로 발주된 선박 혹은 1996년 이후 인도선박에 대해, 이중 선체 규정을 적용하기 시작했다. 기존 운항 중이던 이른 바 단일 선체 선박(규제 미충족 선박)에 대한 운항 제한도 엄격한 편은 아니었다. IMO의 기존 단일 선체에 대한 기본 방침은 2015년까지의 '단계적' 운항 금지였고, 심지어는 각종 예외 규정들로 인해 기존의 선주들이 느끼는 실질적 부담은 미미한 수준이었다.

결국 신규 발주선박에 규제가 도입된 1993년부터 기존 선체의 운항제한이 적용된 2015년까지는 무려 22년이 소요되었다. 또한 규제 발효 이후, 이중선체가 전체 선대의 90%를 최초로 넘긴 2010년을 기준으로 하더라도, 규제가 완성되는 데 17년이 소요된 것이다.

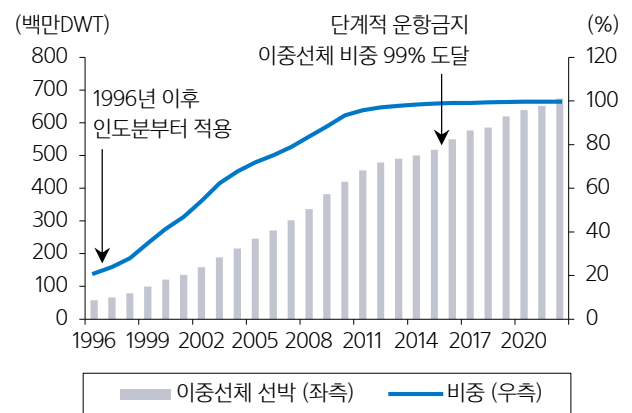
규제가 장기에 걸쳐서 단계적으로 적용됨에 따라, 해당 규제는 조선 외 유관 산업(해운, 석유산업 등)에는 별다른 영향을 미치지 않았다. 심지어는 조선산업에서조차, 단일 선체에 대한 운항 제한이 시작된 2015년 전후에 유의미한 노후선박의 폐선도, 대규모 교체수요도 발생하지 않았다.

2010-2016 전 세계 유조선 발주 및 폐선



자료: Clarksons

유조선 선대 내 이중선체 비중



자료: Clarksons



선박용 디젤 엔진에 적용된 질소산화물 배출규제도 점진적 적용의 예라고 볼 수 있다. 이는 해당 규제의 적용 대상을, 선박의 건조시기와 운항해역에 따라 차등 적용했다는 점 때문이다. 해당 규제는 배출 기준을 Tier1, Tier2, Tier3로 세분화했는데, Tier1은 2000년 1월 1일 이후 건조된 선박에, Tier2는 2011년 1월 1일 이후 건조된 선박의 디젤기관에 적용되었다. 그리고 마지막 Tier3 규제는 2016년 1월 1일 이후 건조된 선박이 배출통제해역(ECA)을 운항하는 경우에 적용되었다.

#### 디젤엔진의 질소산화물 배출 기준

정격 기관 속도 (RPM)	Tier I	Tier II	Tier III
<b>배출 기준 (g/kWh)</b>			
$n < 130$ 미만	17 이하	14.4 이하	3.4 이하
$130 < n < 2000$	$45.0 \times n^{(-0.2)}$ 이하	$44.0 \times n^{(-0.23)}$ 이하	$9 \times n^{(-0.2)}$ 이하
$n > 2000$	9.8 이하	7.7 이하	2 이하
<b>적용 대상</b>			
건조년도 기준	2000년 1월 1일 ~	2011년 1월 1일 ~	2016년 1월 1일 ~
적용 지역	일반 해역	일반 해역	배출 통제 해역(ECA)

자료: IMO

반면, 2016년에 발효조건을 충족했던 선박 평형수 규제는 이전과 달리, 운항 중인 전체 선박을 대상으로 적용되었다. IMO는 2004년에 선박 평형수 관리협약(BWMC: Ballast Water Management Convention)을 채택하였는데, 해당 협약은 일정 요건을 갖추게 되면 발효되는 구조를 갖고 있었고, 운항 중인 모든 선박을 규제 대상으로 하고 있다.

2020년에 적용된 황산화물 배출 규제도 운항 중인 모든 선박을 전체를 대상으로 즉각적으로 적용된 규제였다. 다만, 선박 평형수 규제와 다른 점은 적용 시점이 미리 예고되었다는 점과, 규제의 연기를 사실상 허락하지 않았다는 점이다. 해당 규제의 핵심은 2020년을 기점으로 선박연료에 포함된 황함유량을 0.5%로 낮추는 규제였는데 여러 불확실성에도 결국 예고된 시점에 예외 없이 적용되었다. 오히려 배출통제구역(ECA)에는 황함유량을 0.1%이하로 하는 더욱 강력한 기준이 적용되었다.

## 2. 규제 충족이 더욱 어려워지는 추세 (명확한 기술적 대안이 없기 때문)

최근 선박 환경 규제의 두 번째 트렌드는 규제를 충족시키는 것이 점점 어려워지고 있다는 것이다. 이는, 일단 최근 규제들이 현존선 전체를 대상으로 적용되는 구조인 데다가, 규제당국의 집행 의지가 강력하기 때문이다. 하지만 보다 근본적인 원인은 규제의 강화 속도와 강도가, 기술적인 발전의 속도를 넘어서고 있기 때문이다.

과거의 해사 규제들은 대부분 명확한 기술적인 해결방법이 존재했다. 비용 지출을 수반하기는 했지만, 규제를 충족시키는 방법에 대한 고민이 필요한 것은 아니었다. 예를 들면, 선박 평형수 규제는 전기분해, UV살균, 오존살균, 필터, 원심분리 등의 다양한 처리장치들이 시중에 개발되어 있었다. 질소 산화물도 EGR, SCR과 같은 저감 장치를 장착하는 것으로 Tier3 규제 충족이 가능했다. 황산화물 배출 규제 역시 물리적인 개조작업 없이 선박 연료를 고유황유에서 저유황유를 변경하는 것으로도 충족시킬 수 있었다. 하지만 황산화물 배출 규제도 여전히 ‘스크러버’라는 확실한 기술적 대안이 존재했다.

반면 향후 전개될 온실가스 배출 규제 시리즈는 과거와 달리 명확한 기술적 대안이 존재하지 않는다. 현재 시장에는 온실가스 배출 규제들의 대안으로 엔진 출력을 제한하거나, 연비를 개선시키는 장치를 장착하는 것을 제시하고 있다. 물론 선주들은 해당 대안들을 동시에 채택할 수도 있다. 아니면, 선박의 엔진을 교체해서 추진연료 자체를 친환경 에너지로 바꿀 수도 있다.



하지만, 문제는 온실가스 배출 규제의 특징이다. 온실가스 규제는 시간이 지날수록 규제 충족을 위한 기준이 지속해서 상향된다. 선박 운항속도를 낮추는 것만으로 노후 선박을 폐선 시점까지 운용할 수 있다는 보장이 없다. 연비 개선 장치들도 아직은 보조적인 수단일 뿐, 확실한 대안은 아니다. 심지어, 선박의 추진 연료를 교체하는 것도 '아직은' 완벽한 해결책이 아니다. 예를 들어 현존하는 친환경 추진 연료 중 가장 상업성이 우수하다는 LNG추진선 조차도, 향후 메탄에 대한 규제가 강화되는 시점에는 운항상 차질이 발생할 수 있다. 그 외 친환경 연료들은 아직은 기술적인 성숙도와, 관련 인프라 구축이 완료되지 못한 상태이다. 최근 환경규제들에 대해 물리적 개조 외에 다양한 대안들이 제시되는 것은, 역설적이지만 그만큼 확실한 기술적 대안이 존재하지 않기 때문이기도 하다.

#### 주요 선박 환경규제 비교

규제명	시행시기	규제기관	적용 대상	충족 방법
이중선체	1993년 이후 발주	IMO	신조 위주, 단계적 확대	이중 선체 반영하여 건조
질소산화물	2000년 이후 건조	IMO	신조 위주, 단계적 확대	저감장치(EGR, SCR) 장착
선박평형수	2019	IMO	신조+현존선	처리장치(UV, 오존, 전기분해 등) 부착
EEDI	2014 이후 인도	IMO	신조선	연비개선 장치 부착, 추진연료 교체 등
황산화물	2020	IMO	신조+현존선	스크러버 장착, VLSFO, 추진연료 교체
EECI	2023	IMO	신조+현존선	선속조절, 저감장치, 추진연료 교체
CII	2023	IMO	신조+현존선	선속조절, 저감장치, 추진연료 교체
ETS	2024	EU	EU 입출항 선박	선속조절, 저감장치, 추진연료 교체
FuelEU Maritime	2025	EU	EU 입출항 선박	선속조절, 저감장치, 추진연료 교체

자료: 삼성증권

## 오늘날의 화두는 온실가스 배출 규제

### 2023-2024년, 온실가스 배출 규제의 변곡점

앞서 언급한 바와 같이, 현재 선박에 적용 중이거나 적용될 환경 규제들 중 가장 시장에 영향력이 큰 것은 온실가스 배출 규제이다. 그리고 올해와 내년은 온실가스 배출 규제에 중요한 분기점이 되는 구간이다. 우선 올해는 국제해사기구인 IMO가 온실가스 저감을 위한 장기 목표를 재설정하는 시점이다. 실제로 IMO는 지난 7월 3일-7일 개최된 제80차 환경보호위원회(이하 MEPC)를 통해, 온실가스 배출 목표를 수정한 바 있다. 구체적으로 IMO는 향후 2050년 순 배출량 '0'(Net zero)을 목표로 상향하여 설정했다. 또한 올해는 IMO의 환경 '규제'인 EEXI와 CII 등급제가 시행되는 시기이며, 해당 규제들이 해운 시장에 미치는 영향은 내년부터 본격화될 것으로 판단된다.

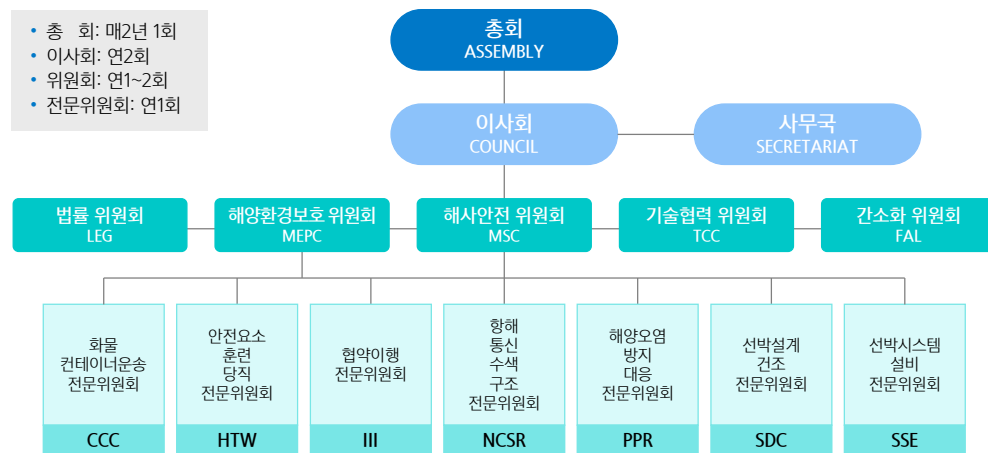
선박 온실가스 배출 규제의 또 다른 축인 EU에서도 올해 규제 관련 뉴스들이 지속해서 보도되고 있다. 먼저, 올해 3월에 EU는 전 세계 최초로 친환경 선박연료 관련 법안(FuelEU Maritime)을 확정된 바 있다. 그리고 4월에는 유럽의회가 해운산업을 유럽연합의 탄소배출권 거래제도(ETS)에 포함시키는 것을 의결했다. 그리고 이 중 해운산업의 탄소배출권 거래제 편입 시점은 2024년이다. 즉, 2024년부터는 IMO와 EU의 온실가스 규제가 중첩 적용되는 시기인 것이다. 이러한 일정을 감안하면, 올해부터 촉발된 투자자들의 온실가스 배출 규제에 대한 관심은 향후 오랜 기간 지속될 수밖에 없다. 따라서 조선과 해운업종에 대한 투자심리를 이해하기 위해서라도, IMO와 EU의 온실가스 배출규제에 대한 계획과 입장을 정리할 필요가 있다.

### IMO의 온실가스 배출 규제의 역사와 목표

국제해사기구인 IMO의 온실가스 규제 관련 뉴스들은 대부분 해양환경보호위원회(Maritime Environmental Protection Committee, 이하 MEPC)를 통해서 생산되어 왔다. 2016년 10월 70차 MEPC에서는 선박 온실가스 배출량 감축 전략 수립을 위한 IMO의 로드맵을 수립되었고, 2018년 4월 72차 MEPC에서는 선박 온실가스 배출 저감을 위한 초기 전략에 대한 결의안을 채택되었다. 72차 MEPC에는 IMO의 온실가스 저감을 위한 목표 역시 포함되었는데, 이는 선박에서 발생하는 '온실가스'를 2050년까지 2008년 대비 최소 50% 이상 감축하는 것이다(탄소집약도 역시 2008년 대비 2030년까지는 40%, 2050년까지는 70% 감축).

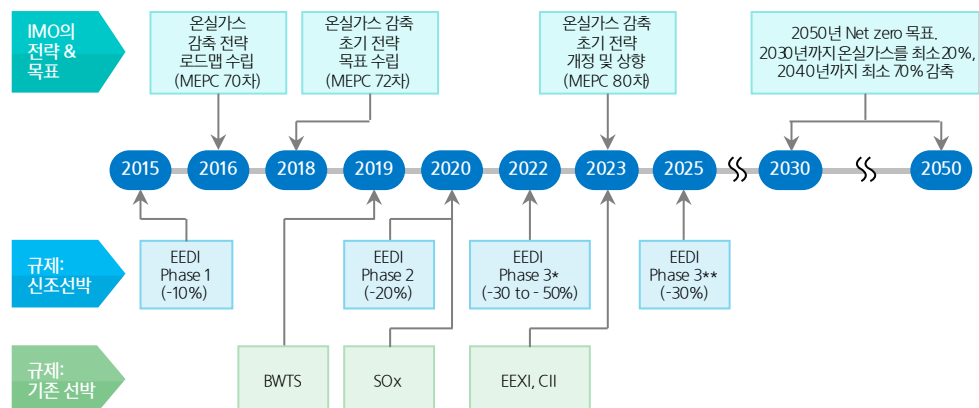
2020년 11월의 75차와 2021년 6월 MEPC에서는, 온실가스 저감 목표를 달성하기 위한 '단기 조치'들이 논의되었다. 구체적으로 75차 MEPC에서는 단기조치 도입을 위한 국제협약(MARPOL) 부속서 6 개정안이 승인되었고, 76차 MEPC에서는 개정안이 최종 채택되었다. 이로 인해 도입되는 단기 조치들 중 하나가 바로 최근 이슈가 되고 있는 EEXI(Energy Efficiency Existing Ship Index)와 CII(Carbon Intensity Indicator) 규제이다. 마지막으로 가장 최근인 올해 7월 첫 째주에 개최된 80차 MEPC에서는 IMO의 장기 온실가스 배출 저감 목표가 상향되었다. 이번에 설정된 목표는 2050년 순 배출량 '0'(Net zero)이다. 그리고 이를 달성하기 위해, IMO는 2030년까지 온실가스 배출량을 2008년 대비 최소 20%(30%까지 노력), 2040년까지 최소 70%(80%까지 노력) 감축을 권고하고 있다. 기존의 2050년까지의 '50% 이상 감축'보다 더욱 공격적인 목표가 설정된 것이다.

## IMO의 조직 구성



자료: IMO

## IMO의 온실가스 배출 규제 역사



참고: \* 컨테이너선, LNG선, LPG선은 Phase 3 적용을 2022년으로 앞당기고, 탄소 저감 목표 역시 상향,

\*\* 유조선, RoRo선 등은 중전과 같이 2025년에 EEDI Phase 3를 적용

자료: IMO, 삼성증권

## IMO의 대표적인 탄소배출규제, EEXI와 CII

올해는 앞서 언급한 EEXI(에너지 효율지수)와 CII (탄소집약도지수)가 도입되는 원년이다. EEXI 지수는 2023년 1월 1일을 기점으로 운항 중인 모든 선박에 적용된다. CII 지수와 관련해서도, 운항 중인 선박들은 올해부터 운항 데이터를 집계하여 2024년부터 매년 달성값을 제출하고 등급을 부여받는다.

EEXI와 CII등급제는 모두 탄소배출에 대한 규제라는 공통점을 갖는다. 하지만 EEXI는 선박의 물리적인 자원만을 기반으로 규제 대상이 결정되는 반면, CII등급제는 실제 운항 시 배출량을 기반으로 규제 대상과 강도가 결정된다.

이러한 특징들 때문에, 보통 EEXI는 기술적 규제(Technical Measures)의 일환이며, 사전적인 조치로 분류된다. 사실 EEXI는 이미 조선/해운시장에 적용되고 있는 에너지효율 '설계'지수(이하 EEDI)와 내용은 동일하다. 다만 적용 대상에서 차이가 존재할 뿐이다. EEDI의 적용 대상이 신조선박이라면, EEXI는 현존하는 모든 선박을 대상으로 한다. 따라서 EEXI는 기존 EEDI 규제를 이미 운항 중인 선박에까지 확대 적용하는 것으로 이해해도 무방하다.

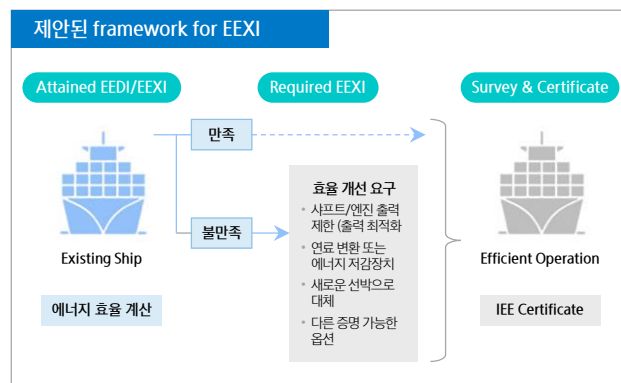
정확히 EEDI는 선박이 1톤의 화물을 1해리 운송할 때 배출되는 이산화탄소의 양을 의미한다. 해당 규제는 선박의 종류와 크기별로 EEDI 기준을 정해두고, 건조 단계에서 해당 기준을 초과하지 못하게 하는 것이 핵심이다. 또한 EEDI 규제는 2015년(phase I), 2020년(phase II), 2025년(phase III)로 매 단계별로 기준 지수를 10%씩 낮춰가는 것이 특징이다.

EEXI의 시행으로 인해 규제 발효 이전에 건조된 선박들(국제항해를 하는 400GT이상의 선박)도 2023년 1월 1일부터 도래하는 첫 번째 선박 검사일까지 EEXI 규제 충족 여부를 검증받아야 한다. 이를 통해 규제를 충족한 선박에 대해서는 에너지 효율증서(IEEC: International Energy Efficiency Certificate)가 발급된다. 반면 규정을 만족하지 못해 해당 증서를 발급받지 못한 선박의 운항은 원칙적으로 불가능하다. 이들 선박이 운항을 지속하기 위해서는, 엔진출력 제한 장치를 장착하여 IEEC를 확보하거나, 에너지 저장장치 부착 혹은 엔진 교체를 통해 선박 연료유를 변환해야 한다.

CII 등급제는 실제 운항 시 발생한 탄소를 기준으로 적용된다는 점에서 EEXI와 차별화된다. 그리고 같은 이유로 사후적 규제의 성격을 갖는다. 2023년부터 5천GT 이상의 국제 항해용 선박은 선박에너지효율 관리 계획서(SEEMP: Ship Energy Efficiency Management Plan)에 명기된 감축노력을 이행하고, 2024년부터 매년 3월 말까지 CII 달성 값을 제출하고 관련 등급이 명기된 적합확인서(SoC, Statement of Compliance)를 본선에 비치하여야 한다.

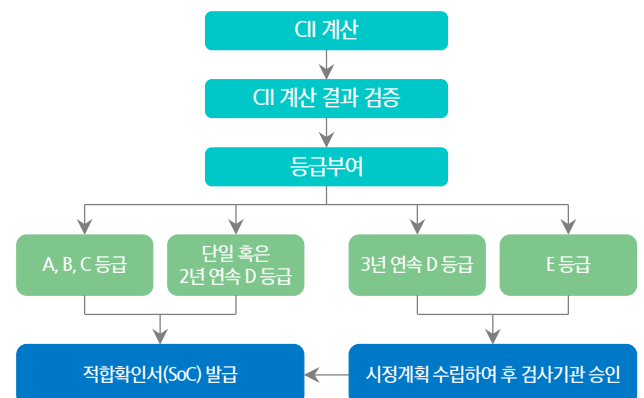
CII 규제하에서 선박은 A(매우 우수)에서 E(열위)까지 다섯 단계의 등급을 받는다. 만약 단일 년도에 E 등급을 받거나, 혹은 3년 연속 D등급을 받을 경우에는, 시정계획을 수립하여 SEEMP에 반영하고 검사 기관으로부터 승인을 받기 전까지 운항이 제한된다. 그리고 CII도 EEXI처럼 기준이 매년 강화되는 구조이다. 참고로 CII 기준은 2023-2026년까지 매년 2%씩 강화되며, 이후 목표치는 추후 IMO 회의를 통해 결정될 예정이다. CII는 매년 평가가 이루어진다는 점에서, 선주입장에서는 EEXI보다 까다로운 규제일 수 있다.

## EEXI 규제 개요



자료: 한국해양수산개발원, IMO

## CII 규제 개념도



자료: Drewry

### IMO보다 적극적인 유럽

IMO와 별개로 EU는 독자적인 선박 환경규제를 시행하고 있다. 참고로 EU의 온실가스 저감 목표는 2030년까지 1990년 대비 배출량을 최소 55% 감축하고 2050년에 탄소중립을 달성하는 것이다. IMO가 매우 최근(7월 첫 째주)에야 2050년 탄소중립을 목표로 설정한 것을 감안하면, EU의 태도는 더욱 공격적이다. EU가 전 세계에서 환경규제에 가장 적극적인 지역이라는 점을 감안하면, 이는 사실 그다지 놀라운 일이 아니다.

유럽 집행위원회는 2030년 온실가스 배출량 55% 감축을 위해, 2021년 7월에 'Fit for 55'를 발표했으며, 해운산업은 해당 목표를 달성을 위한 규제의 대상 중 하나이다. 구체적으로 Fit for 55'입법안 패키지 중 해운업과 관련된 조치는 두 가지이다. 첫 번째는 해운산업을 배출권 거래제도(ETS)에 편입시키는 것이고, 두 번째는 해상운송 연료 규정 이니셔티브(이하 FuelEU Maritime)에 대한 규제를 적용하는 것이다. 참고로, 해운업의 탄소배출권 거래제도 편입 시점은 2024년이며, FuelEU Maritime은 2025년부터 적용된다. 그리고 해당 규제들은 올해(2023년)에 유럽 의회의 승인과 동의를 얻어 법제화되었다.

### 유럽의 ETS와 FuelEU Maritime 이니셔티브

EU의 배출권 거래제도는 2005년부터 철강, 전기, 화학, 시멘트 등의 사업에 시행되어 왔고, 2021년부터 국제항공 분야로 확대되었으며, 2024년부터 해운업종에도 적용될 예정이다. EU 역외(EU출발 혹은 도착) 운항의 경우 항차 배출량의 50%, 역내 운항은 배출량의 100%가 적용된다. 제출해야 하는 배출권은 2024년부터 점진적으로 늘어나게 된다. 구체적으로 2025년에는 2024년 보고된 배출량의 40%, 2026년에는 2025년 배출량의 70%, 2027년에는 2026년 배출량 전체에 대해 배출권을 구매해야 한다. 만약 제출 의무를 위반하는 경우에는 배출량(tCO<sub>2</sub>eq) 톤당 100유로의 벌금이 부과되고 미제출한 배출권도 차년도에 제출해야 한다. 그리고 2회 이상 배출권을 제출하지 않을 경우, EU회원국 항만당국은 입항을 거부하게 된다.

FuelEU Maritime은 선박 연료에서의 온실가스 집약도(GHG intensity)를 규제하여, 재생에너지 혹은 무탄소 에너지 사용을 장려하는 것이 핵심이다. 유럽에 입출항하는 총 톤수 5천톤 이상의 선박을 대상으로 하며, 역외 운항은 항차 에너지 사용의 50%, 역내 운항은 100%를 적용한다. 해당 규제는 2025년부터 단계적으로 적용된다. 연도별 기준이 되는 온실가스 집약도를 만족하지 못할 경우, 기준과 실제 사이의 차이 및 에너지 사용량을 고려하여 벌금을 납부해야 한다. 벌금을 납부하면 FuelEU 증서를 발급받게 되는데, 해당 증서를 2회 이상 제출하지 못할 경우 역시 EU로의 입항이 금지된다. 더불어, EU는 컨테이너선과 여객선에 대해서는 2030년부터, EU 내에 2시간 이상 정박할 경우 육상 전력공급장치(On-shore power supply) 혹은 재생에너지 사용을 통한 오염물질 배출 강제할 예정이다(Zero-emission). 그리고 정박 중 오염물질 배출 제한 규정을 충족하지 못하는 선박 역시 벌금을 납부(선내 설치 출력 x 정박시간 x 250유로)해야 한다.

### EEEXI, CII, ETS 및 FuelEU Maritime

규제주체	IMO		EU	
	EEEXI/EEEXI	CII	ETS	FuelEU maritime
규제대상	신조선+현존선		EU 입출항 선박(5천GT 이상)	
규제물질	CO <sub>2</sub>	CO <sub>2</sub>	CO <sub>2</sub> , CH <sub>4</sub> , N <sub>2</sub> O, HFCS, PFCS, SF <sub>6</sub> 6개 물질을 CO <sub>2</sub> 등가물로 환산	CO <sub>2</sub> , CH <sub>4</sub> , N <sub>2</sub> O를 CO <sub>2</sub> 등가물로 환산
적용시점	EEEXI는 현 적용 중, EEEXI: 2023.01.01	2023	2022.01.01 (해운은 2024년)	2025.01.01
규제단위	설계상 단위 중량, 거리 당 CO <sub>2</sub> 배출량	실 운항 시 CO <sub>2</sub> 배출량	운항 중 사용 연료의 배출량을 CO <sub>2</sub> 등가물로 환산	
패널티	불만족 시 운항 불가	등급별 차등 적용	CO <sub>2</sub> 1톤당 100유로, 항만 추방 및 기국 통보	2년 연속 불만족 시 EU입항 금지

자료: 한국조선해양 자료 인용

## IMO 2020의 교훈

## 조선 '산업'에 미칠 긍정적 효과들

## IMO 2020 황산화물 배출 규제 사례 리뷰

## 그나마 비교 가능한 사례는 2020년 황산화물 배출 규제

온실가스 배출 규제가 조선산업에 미칠 영향을 예측하는 가장 합리적인 방법은 과거의 사례를 분석하는 것이다. 물론 현재 진행 중인 온실가스 규제와, 과거의 규제들은 여러 가지 면에서 차이가 존재한다. 그럼에도 2020년의 황산화물 배출 규제 사례는 여전히 참고할 만한 이유가 있다.

이는 2020년 황산화물 배출 규제가, 현존선 전체에 대한 즉각적으로 적용되었고, 규제의 영향이 조선 산업에 국한되지 않았으며, 물리적인 개조 외에도 규제 충족 방법이 있다는 점에서 온실가스 배출 규제와 유사하기 때문이다. 또한 황산화물 배출규제는 선주들이 선박 연료유의 교체를 진지하게 고려하게 된 최초의 계기였으며, 선박 속도조절을 통해 배출량을 감축할 수 있었던 규제라는 점에서도, 참고할 가치가 있다.

## 황산화물 배출 규제 시행 전, 시장이 기대했던 것들

황산화물 배출 규제는 당시 해운업계뿐 아니라 주식시장에서도 핵심 관심사 중 하나였다. 이는 해당 규제의 영향이 조선산업을 넘어 정유와 해운업종까지 확산될 것으로 예상되었기 때문이다. 실제로 규제시행을 앞둔 2018-2019년에 주식시장에서는 황산화물 배출규제의 영향을 전망하고, 그 수혜주를 찾는 자료가 집중적으로 발간된 바 있다.

당시 투자자들이 지목한 '2020년 황산화물 배출 규제 관련 섹터'는 크게 정유, 해운, 그리고 조선산업이었다. 정유와 관련해서, 당시 투자자들은 황산화물 배출규제가 저유황 선박유 수요 급증을 불러일으킬 것으로 예상했다. 그리고 저유황유 수요 급증이 연쇄적으로 다른 유종들의 스프레드에 심대한 영향을 미칠 것으로 기대했다. 구체적으로 당시에는, 저유황유 공급 부족을 디젤 혼합유가 대체하면서 디젤 스프레드가 상승하고, 디젤과 비등점이 겹치는 등유의 수요까지 개선되는 시나리오가 상당한 설득력을 얻고 있었다. 동시에 기존 고유황유의 수요는 급감할 것이라는 전망이 일종의 컨센서스였다. 이로 인해 고도화율이 높은 한국의 정유 주식에 대한 투자자들의 선호 역시 크게 강화되었다.

조선업종에 대해서도 당시 시장은 긍정적인 기대를 피력했다. 이는 강화된 환경규제가 대규모 교체 수요를 유도할 것으로 기대했기 때문이다. 구체적으로 선박 폐선이 증가하는 동시에, 신규 수주 계약이 증가할 것으로 예상한 것이다. 반대로 해운산업은 규제로 인한 피해 산업으로 분류되었다. 선박 연료유 가격 급등에 따른 연료비 증가, 적합 연료유 확보의 어려움에 따른 기존 선대의 가동률 하락, 노후선 교체에 따른 신규 선박 구매 비용 지출증가를 예상했기 때문이다.

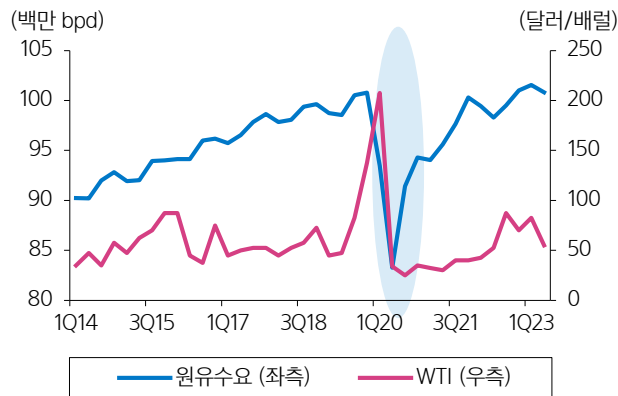
### 실제로는 조용했던 2020년

황산화물 배출 규제는 연기되거나, 취소되지 않고 2020년에 시행되었다. 하지만, 앞서 언급한 정유, 해운, 조선산업과 관련한 시나리오들은 대부분 현실화되지 못했다. 이는 무엇보다 시장의 예상과 달리, 정유업체가 적합한 품질의 저유황유를 차질 없이 공급했기 때문이다.

이로 인해 정유산업에 기대했던 정제마진 급등은 발생하지 않았다. 오히려 코로나 19 확산으로 유류 수요에 대한 우려가 제기되면서 2020년 상반기에는 국제유가가 하락했다. 이로 인해 정유산업에 대한 시장의 관심도는 오히려 냉각되었다.

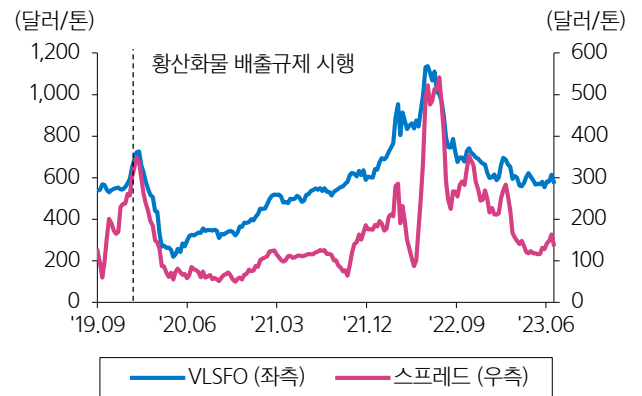
해운업체에 미치는 부정적 영향도 미미했다. 2020년에 유류가격 자체가 하락한 데다가, 저유황유와 고유황유 사이의 스프레드까지 축소되었기 때문이다. 결국, 해운사들의 연료유 비용 부담은 생각만큼 커지지 않았다. 오히려 타이트한 선박 수급을 기반으로 해운사들은 2020년 하반기부터 각종 비용 부담을 손쉽게 운임에 전가했고, 운임 급등으로 해운사들의 주가도 강세를 지속했다.

### 전 세계 원유수요와 국제유가(WTI)



자료: OPEC, 삼성증권

### VLSFO가격과 VLSFO-HSFO 스프레드

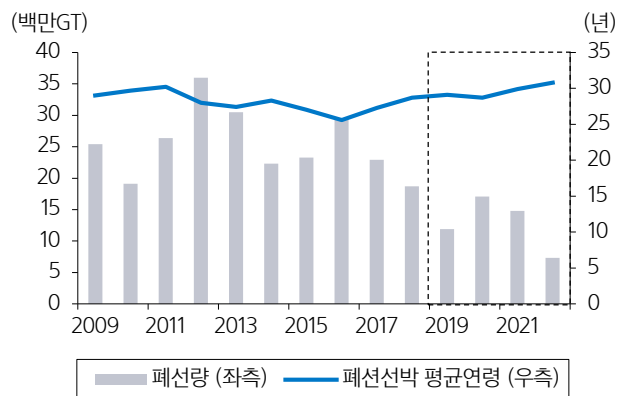


참고: 싱가포르 가격 기준

자료: Clarksons

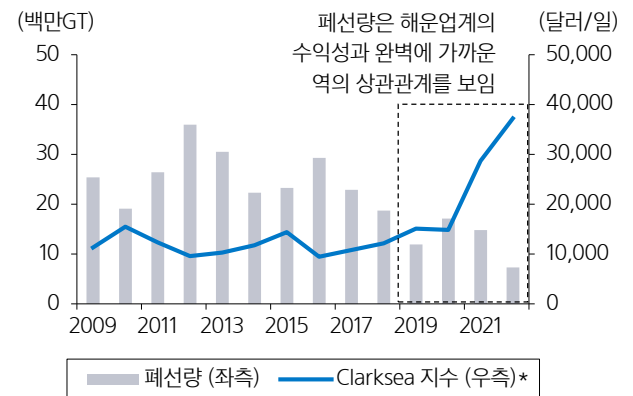
조선업종에서도 2020년에는 기대했던 대규모 교체수요는 발현되지 않았다. 오히려, 선박 폐선량은 2019년을 기점으로 2022년까지 감소했다. 운임 강세로 선주사들이 기존의 선박을 폐선하는 것을 주저했기 때문이다. 신규 발주 역시 코로나19가 가져온 불확실성으로 선주사들이 선박 구매 결정을 연기하면서, 2019년 대비 감소하였다.

### 폐선량과 폐선된 선박의 평균 연령 추이



자료: Clarksons

### 운임과 선박 폐선량 추이



자료: Clarksons



## 그럼에도, 환경규제가 한국 조선업에 호재로 받아들여지는 이유

### 황산화물 배출 규제가 조선 산업에 '진짜로' 남긴 것들

IMO의 황산화물 배출 규제가 '2020년'에 대규모 교체 발주 수요를 가져오지 못한 것은 사실이다. 하지만, 그럼에도 해당 규제가 '조선'업종에 남긴 영향이 없었다는 점은 동의할 수 없다. 해당 규제가 정유와 해운산업에 미치는 영향이 미미했던 것은 사실이다. 하지만, 분명 조선산업에는 의미 있는 변화를 존재했다. 단지, 그 변화의 내용이 시장 기대와 일치하지 않았던 것뿐이다. 변화가 없었던 것이 아니라 최초로 시장의 시나리오에 오류가 있었다는 것이 보다 정확한 진단일 것이다.

애초에 대규모 교체발주를 전망한 시나리오는, 조선업의 산업의 주기가 매우 길다는 점을 간과했다는 점이 문제였다. 선박은 수명연한이 매우 긴 고가의 내구재이다. 불확실성이 확대되는 시기에는 오히려 일시적으로 선주들은 투자 결정을 미루는 성향이 있다. 그리고 당시 IMO의 황산화물 규제는 선주들에게는 커다란 불확실성 중 하나였다. 폐선과 관련해서도, 당시 운임이 강세였다는 점을 시장은 고려해야 했다. 운임이 강세인 상황에서, 정유사들이 적법한 연료유를 공급할 가능성이 존재한다면, 선주 입장에서는 사용연한이 30년에 가까운 자산을 폐선시킬 유인은 크지 않다. 그리고 무엇보다, 선박의 발주에서 인도까지 걸리는 시차와, 조선사들의 제한적인 건조능력을 감안하면, 전 세계에 운항 중인 선박들을 1-2년 만에 교체하는 것 자체가 불가능한 것이 사실이다. 설사, 노후선 폐선과 친환경선 구매 계획을 가진 선주사들이 있더라도, 해당 계획의 실행은 장기간의 계획하에 단계적으로 실행될 수밖에 없다.

황산화물 배출 규제가 2020년을 전후로 조선산업에 남긴 영향은 폐선과 대규모 교체발주 모멘텀이 아니었다. 해당 규제가 조선업종에 미친 진짜 영향은, 1) 기술적 진입장벽의 확대와 구조조정 가속화, 그리고 2) 친환경선 발주 증가로 인한 조선사들의 ASP 인상 효과로 요약할 수 있다. 그리고 상기 두 가지 효과는, 친환경 선박에서 우월한 기술력을 보유한 '한국'의 대형 조선사들에게 긍정적인 영향을 미쳤다. 황산화물 배출 규제와 유사한 특징을 갖고 있는 온실가스 배출 규제 역시 한국 조선업 주가에는 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.

### 첫 번째 효과, 높아진 진입장벽과 조선업 구조조정 가속화

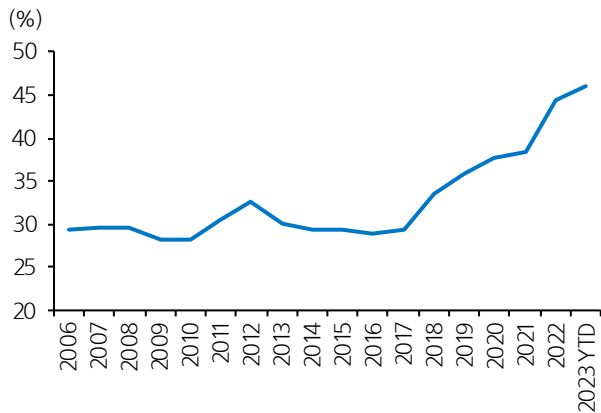
'장기적인 시각'에서 보면, IMO의 황산화물 배출 규제는 결국 선주사 입장에서는 비용의 상승을 의미한다. 2020년 규제 직후에는 선박 연료유 가격이 하락했지만, 이것이 지속가능한 흐름인지 확인할 수는 없었을 것이다. 오히려 당시 선주들은 2020년 초의 선박 연료유 가격 하락을 2019년의 높은 기저와 코로나 확산에 따른 일시적인 현상으로 해석했을 가능성이 높다. 여기에 선박의 평균 수명이 30년에 달하고, 향후 환경규제가 갈수록 강화된다는 점까지 고려하면, 신조 발주를 추진하는 선주들에게 연비는 조선사를 선택하는 가장 중요한 기준이 될 수밖에 없었을 것이다.

연비가 우수한 선박에 대한 선주들의 선호가 강화된다는 것은, 수주 기회가 건조 경험이 풍부한 소수의 선두 업체들에게 집중될 수밖에 없음을 의미한다. 산업의 기술적 진입장벽은 더욱 높아지는 것이다. 이로 인해 신규 업체들의 조선산업 진입은 사실상 불가능해졌고, 기술력이 부족한 중소 조선소들도 상당수는 수주 경쟁력을 상실하게 되었다. 산업의 구조조정이 촉진될 수밖에 없다.

새로운 추진 연료를 사용하는 친환경선 발주를 추진한 선주들은, 기존 상위권 조선사들에 대한 의존도를 더욱 높일 수밖에 없었다. 친환경 선박은 기존 디젤추진 선박보다 기술적인 건조 난이도가 더욱 높은 데다가, 가격도 고가라는 점에서, 건조경험이 부족한 조선사들의 수주 가능성은 극히 제한적일 수밖에 없다.

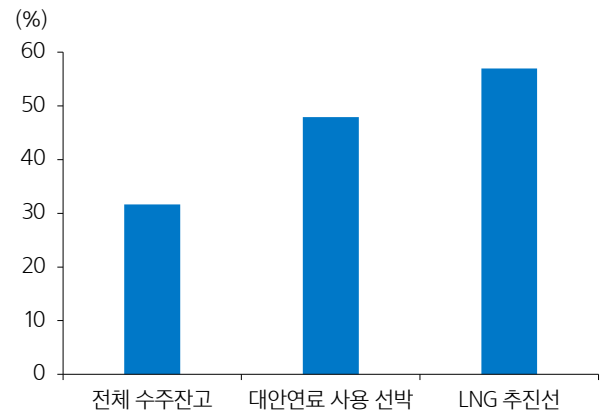
실제로 전 세계 수주 잔고에서 상위 10개 조선사들의 차지하는 비중은 10년 전인 2013년에 30%를 기록한 뒤, 황산화물 배출규제가 시행된 2020년에 38%로 상승했고, 온실가스 규제를 목전에 두고 있는 현재에는 46%에 도달한 상태이다. 기술적인 난이도가 높은 대안연료 사용 선박에서의 과점화는 더욱 뚜렷하다. 참고로 현재 대안연료를 사용하는 선박 수주 잔고에서 상위 5개 조선사가 차지하는 비중은 48%로, 이들의 전체 수주 잔고 내에서의 점유율 32%를 크게 상회하고 있다.

## 전 세계 top 10 조선사들의 시장 점유율 추이



참고: 조선사들의 순위와 시장 점유율은 모두 수주 잔고를 기준으로 작성  
자료: Clarksons

## Top 5 조선사들의 친환경선 시장 점유율



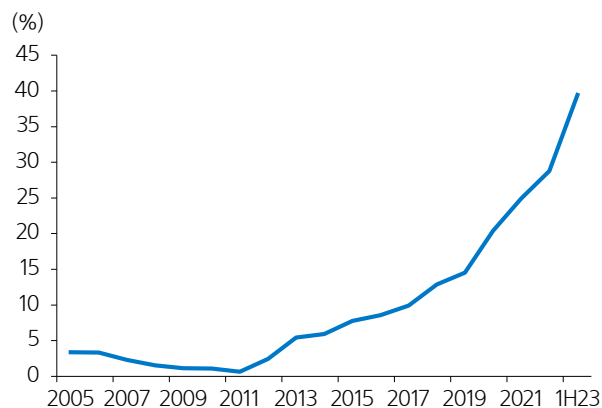
자료: Clarksons

## 두 번째 효과, 친환경선 발주에 따른 수주단가 상승

2020년 황산화물 배출 규제를 극복하기 위해, 일부 선사들은 매우 과감하고, 영구적인 해결 방법을 시도했다. 이들은 스크러버 장착, 저유황유 사용을 넘어서, 아예 선박 연료유 자체를 교체하기로 결정한 것이다. 황산화물 배출 규제 이후에도, 다양한 온실가스 배출 규제가 예정되어 있던 만큼, 이들은 보다 장기적인 안목에서 투자를 결정한 것이다.

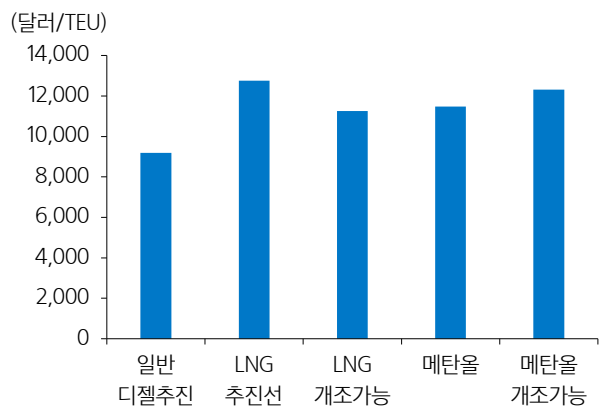
실제로 LNG추진선 발주는 확실히 2020년 황산화물 배출 규제 전후를 기점으로 구조적인 증가세를 보였다. LNG추진선이 전체 수주 잔고에서 차지하는 비중은 2017년 9.9%에서, 규제가 시행된 2020년에 20%를 최초로 돌파했으며, 2023년 6월 말 현재는 39%에 육박하고 있는 상황이다. 이어서 최근에는 메탄올 추진선의 발주가 시작되었고, 더 나아가 암모니아 추진 및 수소 추진 선박, 원자력 추진 선박 등이 연구/개발 단계에 들어선 상태이다. 대안연료를 사용하는 선박들의 가격은, 기존 전통 선박 대비 높을 수밖에 없다. 전통의 디젤 선박과 달리 선사들이 선박 건조에 들어가는 원가를 정확히 추정할 방법이 없는 데다가, 신선종을 건조할 수 있는 조선사들은 소수에 불과하기 때문이다.

## 전 세계 수주 잔고에서 LNG추진선이 차지하는 비중



자료: Clarksons

## 추진연료별 발주 단가(수주 잔고 기준)

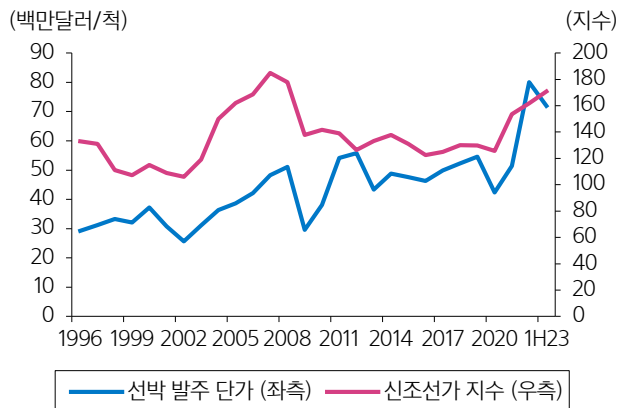


참고: 현재 수주 잔고 중 가격이 공개된 수주 건을 대상으로 계산  
자료: Clarksons

결국 이러한 신선종을 수주하는 조선사들은 일종의 ASP 인상 효과를 누리게 된다. 한 척의 선박을 건조하더라도, 친환경 연료를 탑재한 선박은 조선사에게 더 큰 매출을 약속하는 것이다. 이는 신조선가 '지수'와 조선사들의 실제 수주단가의 차이로 증명할 수 있다.

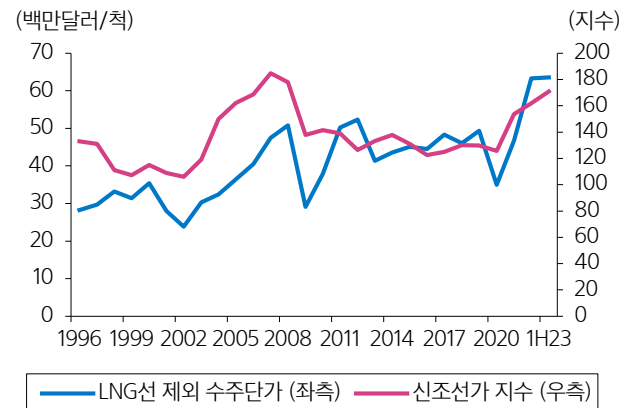
올해 상반기말 선가 '지수'는 과거 평균 대비로는 굉장한 강세이지만, 2007년말 수준 대비로는 아직 7.5% 낮은 수준이다. 반면, '지수'가 아닌 조선사들이 수주한 선박들의 실제 척당 단가는 올해 상반기 기준 72백만 달러로, 2007년 대비 49% 높은 수준이다. 이는 LNG선 대량 발주에 따른 Mix효과를 제거해도 증명 가능하다. LNG선을 제거한 선박의 척당 발주단가는 올해상반기 64백만 달러로, 2007년의 48백만 달러 대비 34% 높은 수준이다. 결국 최근 3년간의 선가 상승의 주요 원인 중 하나는, 친환경 선박 발주 증가에 따른 ASP인상 효과라고 볼 수 있다. 참고로 선가 '지수'는 표준선형을 기준으로 작성되며, 친환경 기자재와 장치 장착에 따른 선가 인상효과는 반영하지 않는다.

선가지수 vs 척당 단가 추이



자료: Clarksons

선가지수 vs LNG운반선을 제외한 척당 단가



자료: Clarksons

## 온실가스 규제의 긍정적 효과는 2020년 황산화물 배출 규제 때보다 증폭될 것

### 더욱 강력해진 규제 당국의 의지

현재 진행되는 온실가스 규제의 긍정적 효과는, 지난 2020년 황산화물 배출 규제 당시보다 더욱 강력할 것으로 예상된다. 이러한 예상의 첫 번째 근거는 규제 당국의 의지이다. 물론, 2020년 황산화물 배출 규제도 결국 예고된 시점에 발효된 것은 사실이다. 하지만 당시 시장에서는 해당 규제의 연기 혹은 유예 가능성도 동시에 제기되었던 것이 사실이다.

이는 실제로 선박 평형수 규제가 2017년에 유예된 사례가 있었기 때문이다. 참고로 선박 평형수 규제는 2016년에 핀란드가 협약에 비준하면서 규제 발효 요건이 충족되었고, 2017년에 발효될 예정이었다. 하지만, 일부 국가들이 평형수처리장치에 대한 준비 부족을 이유로 발효 연기를 주장했고, 실제로도 규제 적용 시점이 연기되었다.

그리고 선박 평형수 규제 지연 사례는, 선주들이 황산화물 배출 규제 대응을 주저하게 만드는 효과를 가져왔다. 오히려 이들에게 황산화물 배출 규제는 유예될 가능성이 존재하는 불확실성으로 인식되었다. 그리고 일부 선주들은 해당 불확실성을 반영하여, 기존에 진행되던 신규 선박에 대한 투자 계획까지 연기해 버렸다. 황산화물 배출 규제 원년이었던 2020년 선박 발주가 전년 대비 감소한 원인 중의 하나가 바로 선주들의 발주 계획 연기였다.

### IMO의 선박 평형수(BWTS) 관리협약

구분	내용
제정 목적	무분별한 밸러스트수와 침전물의 배출에 의해 해양오염과 생태계 파괴 현상을 방지
적용 대상	<ul style="list-style-type: none"> <li>적용 대상: 모든 선박 (잠수선, 부유선, 부양식 플랫폼 포함)</li> <li>검사 대상: 총톤수 400톤 이상의 모든 선박</li> </ul>
발효 요건	비준국이 30개국을 넘고, 동시에 비준국의 선박량 합계(총톤수 기준)가 전 세계 선박의 35%를 초과하는 날로부터, 12개월 후 발효
협약 채택일	2004년 02월 13일
발효요건 충족일	2016년 9월 8일 (핀란드의 협약 가입으로 발효요건 충족)
유예 전, 발효일	2017년 09월 08일
기존 선박에 실제 적용	2019년 09월 08일

자료: 한국해양수산개발원, 삼성증권

반면, 현재 진행되고 있는 온실가스 배출 규제들이 연기될 것으로 예상하는 선주사들은 많지 않다. 오히려 향후 환경규제가 예상보다 더 빠르게 강화될 수 있다는 것이 현재 업계의 컨센서스일 것이다. 실제로 최근 업계와 언론에서는 IMO의 온실가스 배출 감축 목표가 상향될 수 있음을 지적하고 있다. 2023년 7월 80차 MEPC에서 IMO가 탄소중립의 목표 시기를 기존 2100년에서 2050년으로 앞당길 수 있다는 것이다.

실제로 이미 2022년 6월의 78차 MEPC에서는 감축목표의 상향여부와 시점을 명시하는 방안을 논의된 바 있다. 현재 선진국들은 파리협약의 온도 경로에 일치하는 감축목표와 달성시기(2050 GHG Phase out)를 명시하고, 2030년, 2040년에 중간 목표를 설정할 것을 주장 중이다.

유럽의 공격적인 환경규제도 IMO에게는 배출목표 상향을 유도하는 요인이 될 수 있다. 유럽은 전 세계적인 환경규제를 선도하는 지역인 동시에, 전 세계 해상 물동량에서 차지하는 비중도 높다. 특히 현재 환경규제를 선도하고 있는 컨테이너선 분야에서, 유럽의 물동량은 27%에 달하는 상태이다. 또한 유럽 국적의 선주사들은 전 세계 수주 잔고의 38%를 차지할 정도로 영향력이 크다. 즉, 유럽을 운항하는 선박들과, 유럽 국적의 선주사들은 해당 지역의 강력한 규제에 영향을 받을 수밖에 없다. 더불어 다수의 이해 당사자가 총동하는 국제적 협약과 달리, 유럽 자체의 규제가 선주사들에게는 보다 실질적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 결론적으로, 어차피 유럽의 강화된 환경규제의 영향을 충족시켜야 하는 선박이 늘어날수록, IMO도 오염물질 저감 목표를 상향하는 데에 부담이 적어질 수밖에 없다.

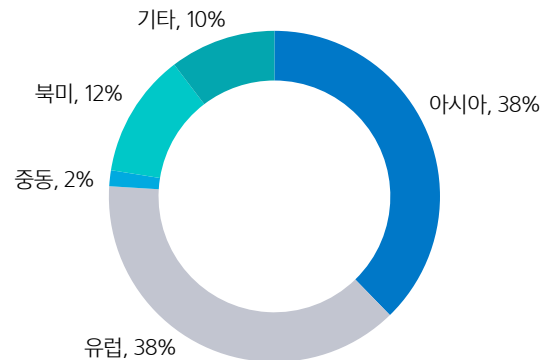
## 지역별 해상 수입량 (운항거리 미반영)

(백만톤)	컨테이너*	원유	석유제품	철광석	석탄	LNG
아시아	21	1,155	330	1,322	1,010	255
유럽	25	516	257	98	121	123
북미	32	151	89	0	4	0
기타	122	158	375	55	94	20
합계	200	1,980	1,051	1,475	1,229	398
비중 (%)						
아시아	11	58	31	90	82	64
유럽	13	26	24	7	10	31
북미	16	8	8	0	0	0
기타	61	8	36	4	8	5
합계	100	100	100	100	100	100

참고: 2022년 기준, \* 백만 TEU

자료: Clarksons

## 선주사 국적별, 수주 잔고 breakdown



참고: 달러 기준

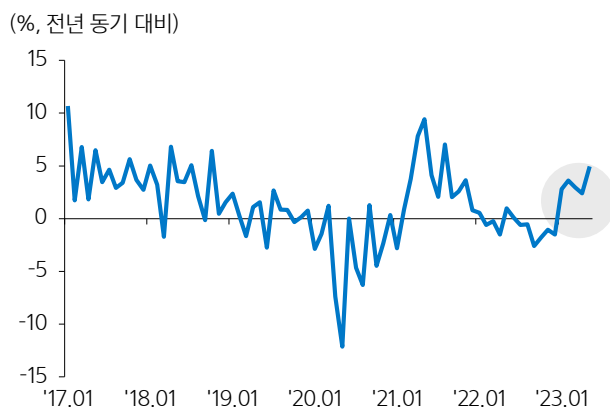
자료: Clarksons

## 타이트한 선박 수급 (운항 패턴의 변화)

현재 해운시장의 여건은 2020년 황산화물 배출 규제를 준비하던 2018-2019년 대비 양호한 편이다. 무엇보다, 최근의 조정에도 여전히 선박 운용 수익(운임의 개념) 지표는 과거 장기 평균은 물론, 2018-2019년 수준을 크게 뛰어 넘는 수준에서 유지되고 있다.

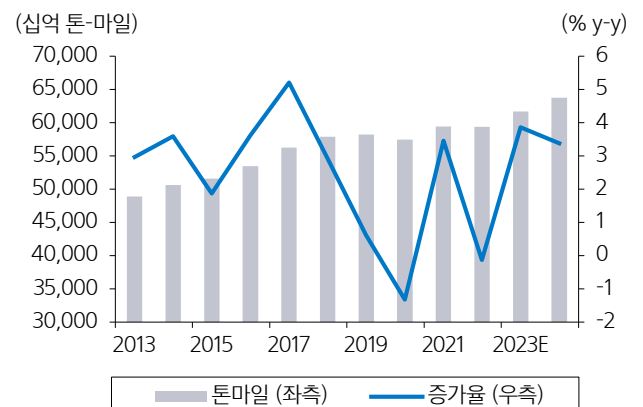
해상 물동량도 양호한 편이다. 글로벌 해상 물동량은 2019년에 0.4%의 낮은 성장률을 기록한 뒤, 2020년에는 코로나 확산으로 -3.2%의 역성장을 기록한 바 있다. 물론 2022년에도 해상 물동량은 전쟁 여파로 다시 -0.4%의 역성장을 기록한 바 있다. 하지만, 2022년의 해상 물동량 역성장은 2020년과는 그 의미에 차이가 존재한다. 러시아 전쟁이 선박의 운항 패턴에 변화를 가져왔기 때문이다. 전쟁으로 유럽은 러시아에서 수입하던 원자재를 더 먼 지역에서 확보하고, 반대로 러시아는 더 먼 곳으로 원자재를 수출하면서, 선박의 실질 운항거리가 늘어나고 있기 때문이다. 참고로 Clarksons이 전망하는 올해 전 세계 해상 물동량 증가율은 1.8% 수준이다. 하지만, 운항거리를 반영한 실질 물동량 증가율(톤-마일)은 3.2%로 추정되며, 해당 추정치는 소폭이지만 상향 추세에 있다. 또한 매월 발표되는 월간 해상 물동량 지수도 1-6월 연속해서 양의 성장률을 기록 중이다. 전반적으로 선박의 수요는 2020년 황산화물 배출 규제 전보다는 양호한 상황이다.

## 월간 해상물동량 증가율 지수 추이



자료: Clarksons

## 운항거리를 반영한, 전 세계 해상물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons

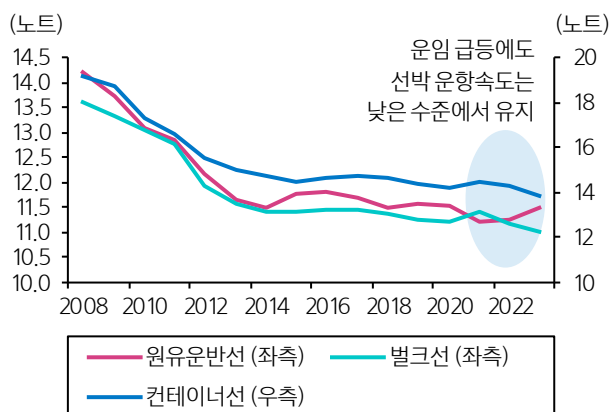
여기에 탄소배출 규제들이 시행되면서, 선박의 운항 속도에 제약이 커질 수 있다는 점도 고려해야 한다. 선박의 운항속도는 제조업으로 치면 일종의 가동률이라고 볼 수 있다. 제조업에서는 제품 판매가 증가하거나, 제조비용이 하락하는 국면에서 수익을 극대화하기 위해 가동률을 상향한다. 해운업종도 운임이 강세 국면에 돌입하거나, 선박 연료유 가격이 하락하는 국면에서는 운항속도를 높이는 것이 일반적이다. 반대로 시황 침체로 운임이 하락하거나, 선박 연료유 가격이 급격히 올라가는 국면에서는 선박 속도를 낮추는 저속운항(slow steaming)에 나서게 된다. 참고로 저속운항은 연료비를 절감할 뿐만 아니라, 해운시장으로의 선박 공급을 축소시키는 역할을 하게 된다.

현재의 해운시황은 선주사들이 선박 운항속도를 높여도 이상하지 않은 수준이다. 운임은 비교적 견고하고, 해상 물동량은 회복되고 있으며, 선박 연료유 가격도 지난해 대비로는 안정화되어가는 추세이기 때문이다. 하지만, 환경 규제 강화로 선박 운항속도는 향후 오히려 하락할 가능성이 높다. 선박 운항속도 조절이 탄소배출 감축에 효과적이라는 부분은 이미 증명된 부분이다. 전 세계 선박에서 배출되는 이산화탄소는 2008년 전 세계 탄소배출량의 3.2%를 기록한 바 있다. 하지만 이후 업황 악화와 항산화물 배출 규제에 따른 선박속도 감소가 발생하면서, 올해에는 그 비중이 2.2%를 기록할 것으로 예상된다. 해당 시기에 전 세계 선박량이 무려 91%(CAGR 4.4%) 증가했음을 감안하면, 해당 시기에 이산화탄소 배출량 증가율이 크지 않았던 원인은 결국 선박 운항속도 하락이다.

이미 IMO의 EEXI 규제로 일부 선박들은 강제적으로 엔진출력을 제한당할 처지에 놓여있다. 해당 규제를 충족하는 선박들도, 매년 측정을 받아야 하는 CII수 관리의 위해 쉽게 선박 운항 속도를 높이기 어려운 상황이다. 그리고 앞서 언급한 대로, 해당 규제들은 향후 지속적으로 기준이 강화되는 구조를 갖고 있다.

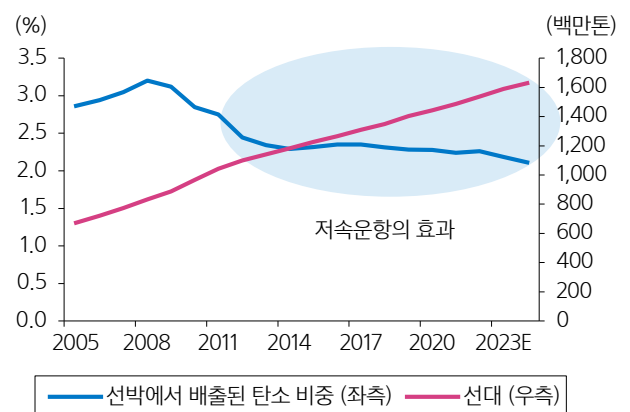
즉, 현재는 운항속도 하락에 따른 선박 공급 감소 효과가 발현될 가능성이 높다. 그리고 이는 다시 해운시장의 운임을 지지하는 역할을 할 것이다. 그리고 이는 선박 운항거리 증가와 해상 물동량 회복과 합쳐지면서, 추가적인 선박 발주 수요를 유발할 것이다. 대규모 노후선 교체 수요를 가정하지 않더라도, 향후 꾸준히 견고한 선박 수요를 전망할 수 있는 상황이다.

주요 선종 운항속도



자료: Clarksons

선대증가율 vs 선박 탄소배출량 추이



자료: Clarksons

### 이미 채워진 조선사들의 수주 잔고

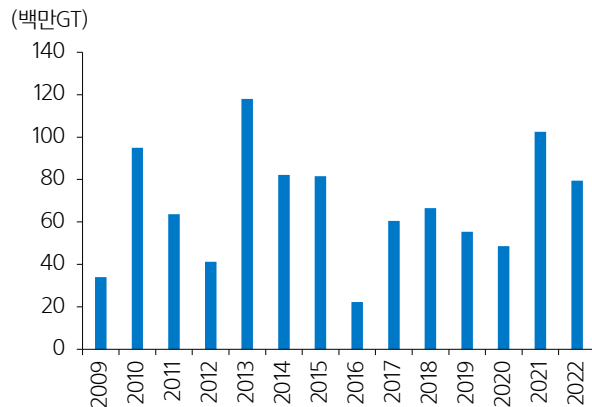
조선사들이 충분한 일감을 보유하고 있다는 점도 항산화물 배출 규제 당시와는 차별화되는 점이다. 참고로 2020년 항산화물 배출 규제를 목전에 두었던 2019년의 전 세계 수주 잔고는 2003년 이후 최저 수준이었다. 그만큼 당시 조선사들에게 일감 확보는 절박한 과제였다. 이는 당시 조선사들이 낮은 선가에도 선박 수주에 나설 유인이 있었음을 의미한다. 실제로 2019년 신조선가는 2018년말 수준에서 정체되었으며, 2020년에는 오히려 선가가 하락했다.

선주들 역시 동일한 이유로 발주를 서두를 필요가 없었다. 당시 조선사들에게는 선주들이 원하는 납기 일정을 맞춰줄 수 있는 충분한 인도슬롯이 남아 있었기 때문이다. 선가 측면에서도, 선박 구매를 미뤄서 받을 수 있는 불이익이 크지 않았다. 오히려 2020년말에 선박을 발주한 선주들은 규제 발효 전인 2019년보다 저렴한 가격에 선박을 구매할 수 있었다.

하지만, 현재 조선사들은 황산화물 배출 규제 당시와 달리 충분한 일감을 확보하고 있다. 2021-2022년 신규 수주 증가로, 2022년말 전 세계 조선산업의 수주 잔고는 2019년말 대비 무려 30% 증가한 상태이다. 한국뿐만 아니라 전 세계 조선사들이 이미 충분한 일감을 확보한 상황이다.

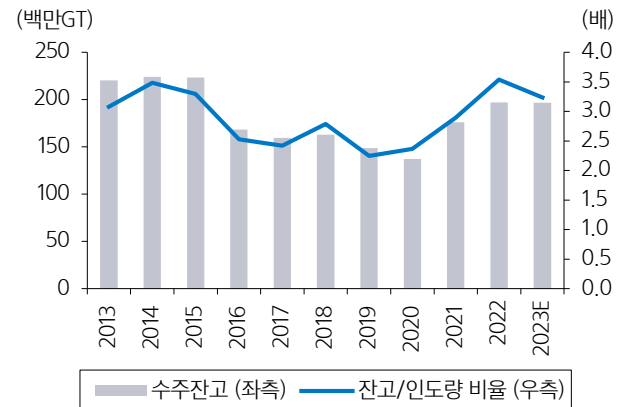
조선사들이 충분한 일감을 바탕으로 선별수주에 나서면서, 선가 역시 지속해서 상승 중이다. 현재 신조선가 지수는 이미 업황 초호황기(super cycle)의 첫 해였던 2006년 말 수준을 초과한 상황이다. 선가가 상승 국면에 있고, 조선사들의 선박 건조 능력은 확대되지 않는 상황이라면, 선주 입장에서 발주를 미루는 것이 부담스러울 수 있다. 발주를 미룰 경우, 원하는 인도슬롯을 확보하기 어려워지는 데다가, 더욱 비싼 가격에 선박이라는 자산을 구매할 리스크를 감수해야 하기 때문이다.

전 세계 선박 신규발주 추이



자료: Clarksons

전 세계 선박 수주 잔고 및 잔고/건조량 비율 추이



자료: Clarksons

### 과거보다 비싸진 규제 충족의 비용

선주사들이 환경 규제 충족을 위해 물리적인 개조를 결정한다면, 이로 인한 선가 상승 효과는 2022년 황산화물 배출 규제 당시보다 지금이 더 클 수밖에 없다. 황산화물 배출 규제의 기술적 대안은 스크러버이다. 그리고 스크러버 자체는 전체 선박 가격과 비교하면, 그다지 고가의 장비는 아니다.

반면, 온실가스 배출 규제에 대한 대응에 드는 비용은 시간이 갈수록 비싸질 수밖에 없다. 우선 온실가스 규제의 난이도와, 향후 기준 강화를 감안하면, 선주사들은 '다수'의 오염물질 저감 장치를 장착해야 할 것이다. 하지만 이 역시 보조적인 수단일 뿐이다. 결국 온실가스 배출 규제를 충족시키는 궁극의 대안이 선박 연료유 자체를 교체하는 것이다.

선박 추진 연료를 교체한다는 것은, 선박의 엔진을 바꾼다는 것을 의미한다. 그리고 선박 엔진은 가장 고가의 선박 부품 중 하나이다. 선박 연료유 변경에 다른 선가 인상효과가 클 수밖에 없다. 게다가 선박 엔진은 스크러버와 달리 선박의 다른 주요 기능들(추진 계열, 배전 시스템 등)에도 커다란 영향을 미친다. 스크러버의 장착과 비교하면 기술적인 난이도 역시 높을 수밖에 없다. 결국 이를 수행할 수 있는 조선사들도 소수에 불과할 것이다. 결론적으로 기술력이 우수한 국내 대형조선사들의 수혜는 과거보다 클 수밖에 없다.



## 컨테이너선 분야는 이미 미래의 수혜 가능성을 숫자로 증명 중

### 컨테이너선, 타 선종의 선행지표

온실가스 배출 규제 강화에 따른 조선 업황의 긍정적 변화는 근거 없는 시나리오가 아니다. 이미 컨테이너선 분야에서는, 앞서 언급한 변화들이 현실화되고 있다. 그리고 컨테이너선에서의 변화는 향후 타 선종에서 시차를 두고 그대로 재현될 것으로 판단된다.

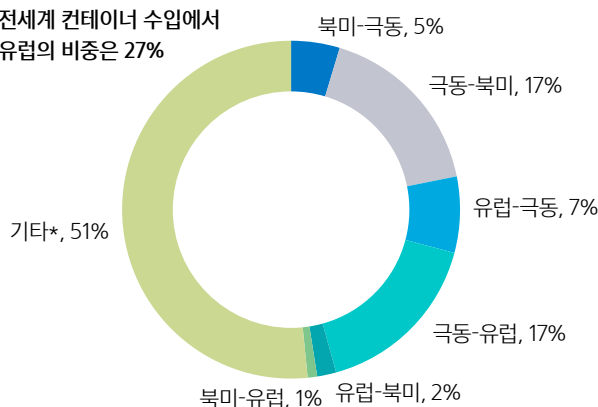
컨테이너선은 환경규제에 대해 가장 적극적이고 선제적인 대응에 나설 수밖에 없는 분야이다. 이는 우선 컨테이너선 주로 완제품을 나르는 선박이기 때문이다. 완제품은 시간이 지나면 그 가치가 하락하거나, 기능상의 문제가 발생할 가능성이 높다. 예를 들어, 유조선이 나르는 유류, 벌크선이 나르는 철광석의 기능과 가치는 단순히 운송 기간이 길어진다고 해서 변화하지 않는다. 반면, 완제품은 소비자들의 기호 변화와 유행 등의 이슈로 인해 상대적으로 빠른 운송이 필요하다. 선박의 운송속도가 높다는 것은 연료비 변화에 산업의 수익성이 큰 영향을 받게 됨을 의미한다. 또한 운항속도에 제약이 발생할 경우, 선박 공급이 줄어드는 효과 역시 타 선종보다 확연하게 드러날 수밖에 없다.

또한 지역적으로도 완제품을 나르는 선박들은 필연적으로 선진국에 기항할 수밖에 없다. 그리고 선진국(특히 유럽)은 신흥시장보다 환경규제가 강력하게 집행되는 곳이다. 예를 들어 석탄은 채굴하는 곳과, 사용하는 곳이 모두 대부분은 선진시장보다는 신흥시장이다. 반면, 컨테이너선은 유럽, 미주와 동북 아시아를 주요 거점으로 운항할 수밖에 없다는 점에서, 환경규제 강화에 선제적인 대응이 필요한 분야이다.

컨테이너선이 소수의 대형사가 지배하는 과점화 된 시장이라는 점도 중요하다. 쉽게 이야기하면 컨테이너선은 소수의 대기업이 지배하는 시장이다. 시장을 구성하는 업체들의 규모가 크다는 것은 이들이 보다 장기적인 관점에서 사업계획을 수립하고 이를 실행할 능력이 있음을 의미한다. 게다가 지난 2021-2022년의 운임 폭등의 후행적 결과로, 현재 컨테이너선사들의 실질적인 재무적인 투자 여력 역시 타 선종보다 우월한 상황이다. 또한 시장 참가자가 소수라는 점도 의미가 있다. 다수의 시장 참가자가 존재하는 시장보다, 경쟁사의 전략을 예측하는 것이 상대적으로 용이하고, 이는 장기 투자에서 고려해야 할 변수가 적다는 것을 의미하기 때문이다.

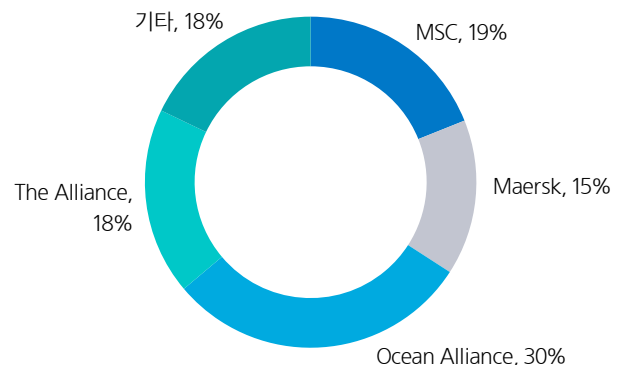
### 운항거리를 감안한 컨테이너선 물동량 breakdown

전세계 컨테이너 수입에서  
유럽의 비중은 27%



참고: 2022년 기준  
\* 역내 운항 수요 포함  
자료: Clarksons

### 선주사별 컨테이너선 시장 구성



참고: 수주 잔고와 현재 운용 중인 선대를 합하여 산출  
자료: Alpha Liner

### 컨테이너선 시장이 미리 보여주고 있는 미래

현재의 컨테이너선 분야는 앞서 언급한 미래의 예상 업황 변화를 그대로 보여주고 있다. 우선, 컨테이너선 분야는 대규모 교체 발주 수요를 증명했다. 지난 2021년 전 세계 컨테이너선 발주량은 4.4백만 TEU로, 이는 직전 업황의 최정점이었던 2007년의 발주량 3.3백만 TEU를 초과한 수준이다. 2022년의 선박 발주량도 2.7백만 TEU로 2007년과 2021년을 제외하면 최대 물량이었다. 물론 해당 시기에 운임이 강세였던 것도 사실이다. 하지만 과거에 오랜 기간 선박 과잉공급으로 고통받아왔던 컨테이너선사들이, 단기 운임 급등만으로 대규모 발주를 쏟아냈다는 것은 합리적인 설명이 될 수 없다.

결국 2021-2022년의 대규모 선박 발주 중 상당 부분은 환경규제 강화에 대비한 일종의 선대 교체 계획이었던 것으로 판단된다. 이러한 판단의 근거는 해당 시기에 발주된 선박의 인도가 2023-2024년에 집중되어 있다는 점이다. 이들의 인도시점이 IMO와 유럽의 탄소배출 규제가 강화되는 시기에 몰려 있다는 점은 우연으로 보기 어렵다. 특히 선박 인도가 본격적으로 시작되는 올해, 폐선량이 증가하고 있다는 점도 이러한 가설을 뒷받침하고 있다. 참고로 올해 상반기 컨테이너선 누적 폐선량은 6만 TEU로 전년도 연간 폐선량인 1.6만 TEU의 3.8배에 달하는 수준이다.

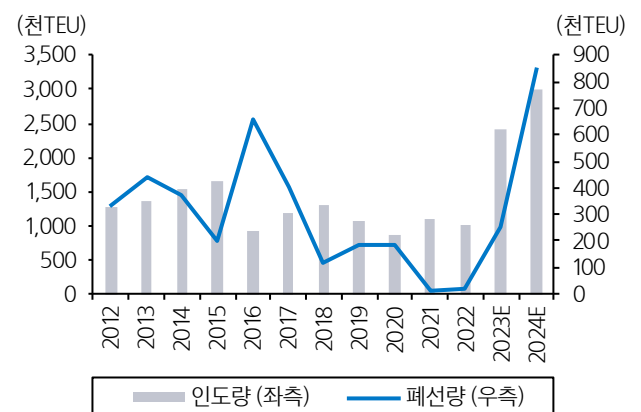
올해의 예상 외 컨테이너선 발주는 보다 명백한 증거이다. 사실 운임과 선박 수급만 고려한다면, 올해는 선박 발주가 전무해도 이상하지 않다. 올해 대규모 선박 인도가 예정되어 있는 데다가, 수급 우려와 높은 기저로 최근 운임 역시 하락 추세이기 때문이다. 참고로 올해 예정된 컨테이너선 인도량은 2022년의 2.4배 수준이다.

컨테이너선 운임지수(CCFI) 추이



자료: SSE

컨테이너선 인도 예정량 vs 폐선량



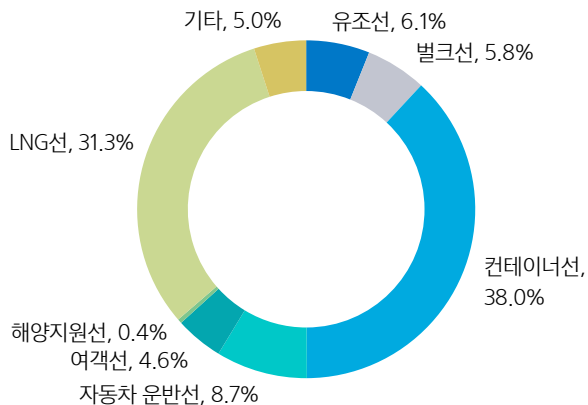
자료: Clarksons

그럼에도 불구하고 올해 전 세계 컨테이너선 발주량은 예상 외로 강력한 수준이다. 올해 상반기 전 세계 컨테이너선 발주량은 91만 TEU이다. 물론 전년 동기 대비로는 48%가 감소한 수치지만, 이는 단지 지난해의 높은 기저효과에 따른 착시효과일 뿐이다. 올해 상반기의 선박 발주량은 지난해 선박 인도량의 89% 수준이다. 즉, 지난해 연간 선박 건조량과 유사한 규모의 선박이 올해 상반기에 발주된 것이다.

물론 올해 상반기 컨테이너선 인도량은 이미 전년 동기 대비 129%가 늘어난 상황이다. 하지만 그럼에도, 컨테이너선 수주 잔고는 여전히 전년 동기 대비 오히려 3% 증가한 상황이다. 이는 선주사들이 선박을 인도 받는 만큼, 이와 유사한 양의 신규 주문을 내고 있기 때문이다.

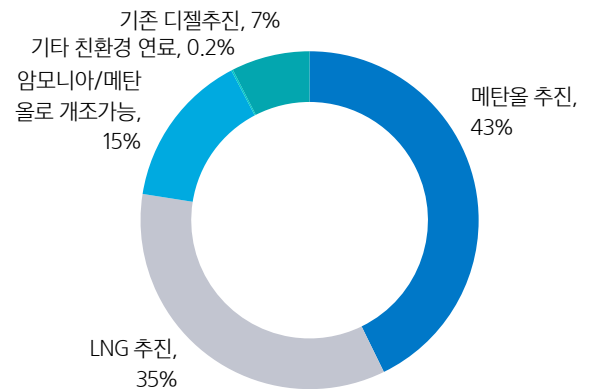
올해 예상 외 컨테이너선 발주 강세에 대한 논리적인 설명은, 친환경 선박으로의 선제적이고 실험적인 투자라는 해석뿐이다. 실제로 올해 발주된 컨테이너선의 약 43%는 메탄올을 추진 연료로 하는 선박이며, 15%는 향후 메탄올 혹은 암모니아 추진 선박으로 교체가 가능한 선박이다. 즉, 올해 발주된 선박의 58%는 LNG추진선 이후의 미래 대안 에너지를 사용하는 선박인 것이다. 참고로 올해 상반기 발주된 선박 중 전통 디젤 추진 선박의 비중은 7%에 불과하다.

대안연료 채택 선박 수주 잔고 breakdown (선종별)



참고: GT 기준  
자료: Clarksons

추진 연료별, 2023년 상반기 컨테이너선 수주 breakdown



자료: Clarksons

환경규제에 따른 선가 인상효과도 컨테이너선에서 보다 뚜렷한 상황이다. 사실 친환경 장비효과를 제거한 선가 '지수' 기준으로도 컨테이너선의 선가 상승률은 타 선종 대비 높은 편이다. 참고로 컨테이너선 선가 지수는 2020년 평균 대비 33% 상승하여, 벌크선, 유조선, 전체 선가 지수를 아웃퍼폼했다. 이는 노후선박 교체 수요로 발주량 자체가 많았던 데다가, 연비 효율이 우수한 선박을 건조할 수 있는 대형 조선사들의 인도 가능 슬롯이 급격히 소진되었기 때문이다. 참고로 올해 상반기말 전 세계 컨테이너선 수주 잔고는 2020년말 대비 190% 증가한 수준이다.

컨테이너선의 실질 수주 단가는, 친환경선 효과를 반영하지 않은 표준 선가 '지수'보다 높은 상승률을 기록했다. 지난 3년간 대안연료를 사용하는 선박의 발주가 유독 컨테이너선에 집중되었음을 감안하면, 이는 당연한 결과이다. 참고로 현재 대안연료를 채택한 선박 수주 잔고에서 컨테이너선의 비중은 38%에 달한다. 전통적으로 LNG를 추진연료로 사용해 온 LNG운반선을 제외하면, 대안연료 채택 선박 수주 잔고 중 컨테이너선의 비중은 55%에 달한다. 지수가 아닌 실제 발주된 컨테이너선의 단위당 가격(달러/TEU)은 2020년 말 대비 무려 66% 상승한 상태이다. 이는 컨테이너선 선가 지수 상승률 33%는 물론이고, 타 선종에서의 단위당 선가 상승률과 비교해도 매우 높은 수준이다.

선종별, 단위당 실질 수주 선가 상승률

	컨테이너선 (달러/TEU)	벌크선 (달러/DWT)	유조선 (달러/DWT)	시장 전체 (달러/GT)
2020년 평균	7,531	357	445	1,122
1H23 평균	12,470	488	667	1,482
상승률 (%)	65.6	36.8	49.8	32.1

자료: Clarksons

선종별, 선가 '지수' 상승률

	컨테이너선 (지수)	벌크선 (지수)	유조선 (지수)	시장 전체 (지수)
2020년 평균	77	125	149	127
1H23 평균	103	160	199	167
상승률 (%)	32.8	28.2	33.6	31.0

자료: Clarksons

## Cycle에 변화가 있다면, 밸류에이션도 조정 가능 조선사 '주식'에도 긍정적 효과

### 조선산업 밸류체인 내 선호도가 강화될 것

#### 이미 LNG 추진선 이후 기술들에 대한 논의가 시작

앞서 논의한 바와 같이, 환경 규제에 대한 공극의 대안은 선박 연료유를 교체하는 것이다. 자동차 산업에서 확인된 것처럼, 선박의 추진 시스템도 기존 디젤에서, 친환경 에너지로 교체될 것으로 예상된다.

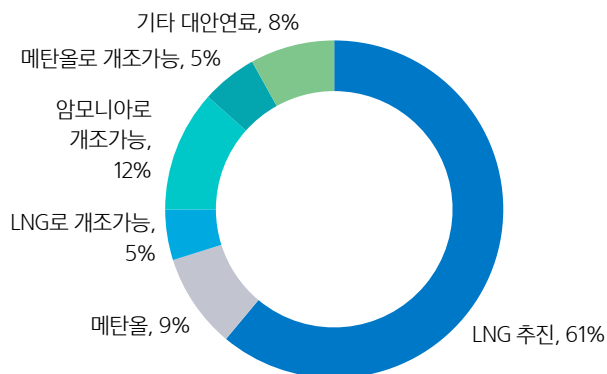
‘현존’하는 선박 추진 에너지 중 가장 현실적이고 상업적인 대안은 LNG 추진선이다. 과거에도 LNG운반선은 천연가스를 추진 엔진으로 사용해왔다. LNG선은 개발초기부터 운송 중인 LNG에서 기화되는 증발가스(BOG, Boil Off Gas)를 연료로 이용해온 것이다. 오랜 역사를 갖고 있는 만큼, LNG추진 시스템은 안정적인 기술이라고 볼 수 있다. LNG 추진 시스템을 LNG운반선 이외 선종에 탑재하는 시도도 이미 충분한 사례들이 축적되어 있는 상황이다. 인프라의 측면에서도, 이미 LNG를 연료로 공급받고 사용할 수 있는 시설들이 급격히 늘어나고 있는 상태이다. 기술적으로, 그리고 경제적으로 LNG추진은 ‘지금 현재’에는 가장 완전한 대안이라 할 수 있다.

실제로 현재 전 세계 수주 잔고에서 LNG선이 차지하는 비중은 39%에 달한다. 그리고 수주 잔고 내에서 디젤 외 대안 연료를 채택한 선박들을 분리하고, 여기서 다시 LNG선 추진선 비중을 계산하면 이는 약 61%로 추정된다. 그리고 해당 수치에서 향후 대안연료로 개조가능한 선박(ready선)까지 배제할 경우, 대안연료 중에서 LNG추진선의 비중은 78%로 압도적이다.

다만, 장기적으로 LNG가 영원한 대안이 될 수 있을지 여부는 회의적이다. 천연가스는 메탄의 방출이 많고, 메탄은 강력한 온실가스이기 때문이다. 메탄은 탄소 대비 반감기는 짧지만, 온실효과 자체는 오히려 더욱 강력하다. 이 때문에 천연가스가 친환경 에너지인지 여부에 대한 논란도 여전히 시장에는 존재한다. 메탄슬립(미연소 메탄가스의 배출) 문제가 해결되지 않는 한, LNG추진선의 한계는 불가피하다.

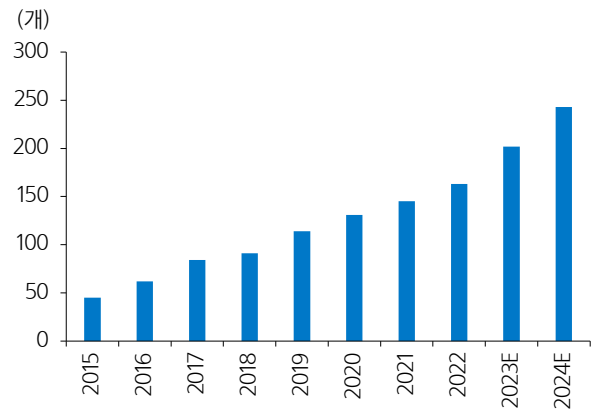
특히 건조기간이 길고, 사용연한도 긴 선박이라는 자산의 특성을 생각하면, 업계에서는 LNG추진선 이후의 새로운 에너지원에 대한 고민을 해야 하는 상황이다. 그리고 실제로 다양한 에너지원에 대한 연구와 건조실험이 이미 진행 중이다. 현재 시장에서 미래 선박 추진연료로 언급되고 있는 후보군 중, 상업화 가능성이 높은 에너지원은 메탄올, 암모니아 그리고 수소로 요약된다. 다만, 해당 연료들은 저마다 고유의 강점과 약점을 갖고 있어 ‘아직까지는’ 하나의 확실한 대안이 등장한 상태는 아니다.

대안연료를 채택한 선박 수주 잔고 breakdown (채택 연료별)



자료: Clarksons

LNG 벙커링 항구



자료: Clarksons

### 메탄올, 가장 앞서 있지만 에너지 조달에 불확실성이 존재

메탄올은 LNG 이후의 에너지원 후보 중 상업화 측면에서 가장 앞서 있는 에너지이다. 이미 다수의 선박 건조계약이 체결된 데다가, 실제 건조 사례들도 다수 존재하기 때문이다. 참고로 현재 선대 내에서 메탄올 추진선이 차지하는 비중은 1% 수준에 불과하지만, 아직 개발의 단계에 위치한 암모니아와 수소 대비로는 앞서 있는 수준이다. 수주 잔고 내에서의 입지는 더욱 단단한 편이다. 현재 수주 잔고에서 메탄올 추진선이 차지하는 비중은 6% 수준으로 추정되며, 향후 메탄올 추진선으로 개조가능한 선박 (Methanol ready)까지 합산할 경우, 최종 비중은 9%에 달하는 것으로 추정된다. 동일한 기준으로 수소 선박의 비중은 1% 내외에 불과하다. 암모니아 추진선의 비중은 7% 수준이지만, 이는 대부분 향후 암모니아 추진으로 개조가 가능한 선박이다. 메탄올 추진선은 당분간 지속적인 선박 인도를 통해, 해당 기술을 실증할 기회가 증가할 것으로 예상된다.

최근 친환경 선박 발주를 선도하는 컨테이너선 분야에서도 메탄올은 상당한 비중을 차지하고 있다. 올해 상반기에 발주된 컨테이너선에서 메탄올 추진선 및 향후 메탄올 추진선으로 개조 가능한 선박의 비중은 무려 58%로, LNG추진선과 기존 디젤 추진선박 비중을 크게 상회하는 수준이다. 또한 초대형 컨테이너선사인 Maersk와 CMA CGM이 메탄올 추진선 발주를 선도하고 있고, Evergreen 등이 메탄올 추진선 발주를 추진 중이며, 일부 언론에서는 Hapag Lloyd 등이 기존 선대를 메탄올로 개조할 수 있다고 보도한 바 있다. 이는 향후 주요 노선에 관련 인프라가 확충될 가능성도 높다는 점을 시사한다.

연료 자체로의 강점도 분명하다. 메탄올은 상온, 상압에서 보관 및 운송이 가능하다. 또한 자연적인 증발에 따른 손실(Boil-off gas)도 미미한 편이다. 이는 극저온 상태가 요구되는 LNG, 액화수소 대비 초기 투자비용이 높지 않다는 점을 의미한다. LNG 추진선과 비교하면, 신조와 개조 비용도 저렴한 편이다. 선박 엔진 제조업체인 MAN Energy Solution의 과거 자료에 따르면, 메탄올 추진 엔진의 제작비용은 기존 디젤 추진 엔진 대비 10% 가량 높다. 하지만 LNG추진 엔진의 가격이 22% 비싸다는 점을 감안하면 경제적으로 유리한 부분이 있다. 환경 상 측면에서도, 기존 해상 연료유와 비교하면, 황산화물과 질소산화물을 각각 99%, 80% 줄여줄 수 있다. 특히 재생에너지를 사용해 생산하는 그린 메탄올의 경우, 이산화탄소의 배출 역시 비약적으로 줄일 수 있다.

다만, 메탄올도 완벽한 대안이 되기에는 아직 해결되지 않은 약점들이 존재한다. 무엇보다 메탄올은 공급 자체가 매우 타이트한 편이다. 메탄올을 기존과 같이 천연가스 혹은 석탄을 이용해서 생산한다면, 이는 친환경 연료로의 의미가 퇴색할 수밖에 없다. 또한 이 경우에는 메탄올 가격 자체도 천연가스 가격에 크게 연동될 수밖에 없다. 결국 메탄올은 신재생 에너지로 생산되는 이른바 그린 메탄올이 친환경 선박연료로서의 가치가 있다. 문제는 그린 메탄올은 생산량 자체가 제한적인 데다가, 생산 공정에 필요한 이산화탄소 포집 과정에서 과도한 비용이 발생하는 문제도 존재한다. 참고로 메탄올 추진선을 선제적으로 발주한 Maersk는 이미 미국, 유럽, 중국 등의 9개 파트너로부터 메탄올 연료를 확보한 상황이다. 반면 최근 메탄올 추진선 발주를 추진 중인 해운사들까지 메탄올 공급처를 확보했는지 여부는 확인되지 않은 상태이다.

### 암모니아, '안전'의 문제를 해결해야 하는 상황

암모니아는 선박 추진 에너지로서는 LNG와 메탄올 대비로는 실증 사례가 부족한 것이 사실이다. 하지만, 이론적인 기술적 성숙도와, 인프라의 구축 측면에서는 충분한 장점이 있다. 이는 무엇보다 암모니아가 비료의 핵심 원료로 이미 활발하게 수출입이 이루어지고 있는 물품이기 때문이다. 이미 전 세계적인 운송과 저장 인프라 및 관련 기술들이 확보되어 있음을 의미한다. 현재 글로벌 암모니아 생산설비 규모는 약 2.2억 톤으로 추정되며, 120개 항구에 암모니아 터미널이 존재한다(2020년 기준, 한국석유공사).

상대적인 관점에서도 암모니아는 수소 대비로는 액화 비용이 저렴하고, 저장에 용이한 장점이 있다. 암모니아는 -34도에서 액화가 가능하고, 밀도가 액화수소대비 높기 때문이다. 또한 메탄올과 비교하면, 이미 커다란 시장이 존재하고 대량 생산이 가능하다는 점에서 공급이 안정적이다.

그리고 무엇보다 암모니아는 수소의 운송 수단으로서도 효용가치가 있다는 점이 강점이다. 물론 수소로 암모니아를 생산하고, 이를 다시 수요처에서 수소로 전환하는 데에 비용이 소요된다. 하지만 수소가 LNG보다도 낮은 -253도 상태에서 액화가 된다는 점을 감안하면, 암모니아는 -33도에서 액화가 가능하고, 운송 단계에서 에너지 소모가 크지 않다는 점에서, 수소의 운반체로서의 경쟁력이 존재한다. 여기에 암모니아는 수소로 분해하지 않고, 그 자체로도 연소가 가능하다는 점도 장점이다. 수소 가치사슬에서 다양한 용도로 사용이 가능한 것이다.

또한 조선산업의 입장에서 암모니아는 이미 익숙한 물질이다. 이는 암모니아의 액화조건이 LPG와 유사하기 때문이다. 암모니아 추진선이 아닌 운반선은 이미 업계에서 충분한 건조 경험을 보유하고 있다 (LPG선 건조 경험이 풍부한 HD현대그룹이 암모니아 운반선 시장도 주도). 이러한 장점들로 인해, 일부에서는 암모니아를 궁극의 대안으로 지목하고 있다. IEA는, 암모니아가 선박 연료에서 차지하는 비중이 22030년 8%, 2050년 46%로 확대될 것으로 전망 중이다.

그러나 암모니아도 아직 해결되지 않은 약점을 갖고 있다. 이는 암모니아가 독성과 부식성을 갖고 있다는 점이다. 또한 암모니아는 대기 중 실산화물 및 황산화물과 반응하여, 초미세먼지를 생성한다는 단점이 있다. 즉, 누출방지와 오염물질 제거를 위한 비용과 기술이 필요한 상황이다. 애초에 대안연료를 사용하는 목적이 오염물질 배출을 저감하는 것에 있음을 감안하면, 암모니아는 아직 기술적으로 해결해야 할 부분들이 존재하는 연료인 것이다.

### 수소, 궁극의 대안이지만 아직은 갈 길이 먼 상태

수소는 미래 주력 에너지원으로 등극할 가능성이 가장 높은 에너지원이다. 수소는 연소과정에서 산소와 결합하여 물 이외에 오염물질을 발생시키지 않는 에너지 원이다. 온실가스 저감과 관련해서는 가장 이상적인 에너지원인 것이다. 실제로 에너지 업계에서는 재생 에너지로 생산한 전기로 다시 수소를 생산하는, 이른바 그린 수소를 가장 완벽하고 또 유일한 대안 에너지로 지목해 왔다. 또한 그린 수소는 재생 에너지로 생산한 전기를 저장하고, 보다 먼 곳으로 운반하기 위한 운송수단으로도 가치를 갖는다. 예를 들면, 중동에서 태양광으로 생산한 전기를 수소로 저장하여 아시아로 운반하는 개념인 것이다.

수소에너지를 선점하기 위해 이미 다수의 산업에서, 대규모 투자가 이루어지고 있다. 이러한 투자의 결과물로 이미 연료전지를 이용한 발전 기술과, 수소 차량의 개발은 완료된 상태이다. '수요처'에서의 기술들이 어느 정도 상용화가 되어 있는 것이다.

하지만, 조선산업에서, 그리고 선박의 추진 연료의 관점에서 수소는 아직 해결해야 할 과제들이 많이 남아 있다. 우선, 선박 추진체로서는 기술적 성숙도가 매우 낮은 편이다. 물론 다수의 조선사들이 수소 추진선 개발에 참여 중이다. HD한국조선해양은 두산퓨얼셀, 하이엑시엄, DNV선급 등과 선박용 연료전지 실증을 위한 컨소시엄을 구성했다. 한화오션도 '한국형 수소연료전지 예인선 개발 사업' 추진업체로 선정되어 연구활동을 수행 중이다 (해당 사업은 2026년 상용화를 목표로 총 235억원의 예산이 투입되는 국책과제이다). 삼성중공업도 액화수소 연료전지 추진시스템 '개발'에는 성공했다는 보도가 있었다.

그러나 대부분은 아직 '개발'의 영역으로 아직 실증에는 이르지 못한 상태이다. 전 세계 최고의 기술력을 보유한 조선사이자, 전 세계 최대 선박 엔진 제조사인 HD현대중공업도 이제 수소와 다른 연료를 혼소하는 함센엔진(HiMSEN)을 개발한 상태이다. 해외에서는 노르웨이에서 세계 최초로 수소추진 선박이 상업 운반을 시작했다는 보도가 있었지만, 이는 중소형 여객선으로 대형 상선과 비교는 어려운 것이 사실이다.

사실 수소는 아직 운반선 기술도 완벽한 상태는 아니다. 액화수소 운반선 개발은 현재 한국의 HD현대중공업과 일본의 가와사키가 가장 적극적이다. 일단 가와사키는 지난 2019년에 전 세계 최초 액화수소 운반선(Suiso Frontier)을 진수했고, 현재 호주에서 생산한 액화수소를 일본으로 운반하는 실증 운항에 나선 것으로 알려져 있다. 하지만, 해당 선박의 용량은 1,287m<sup>3</sup>(Clarksons 자료 기준) 아직 대형 상선에 적용할 수 있는 단계는 아니다. HD현대중공업 그룹은 현대글로벌비스와 함께, 이보다 큰 2만m<sup>3</sup>급의 액화수소 운반선을 개발 중이다. 하지만 개발 목표(2025년) 시점을 감안하면, 실제 상업용 운반선이 상용화 되는 데에는 상당한 시일이 소요될 것으로 판단된다. 수소가 LNG보다 낮은 -253도에서 액화되고, 운항 중 증발가스 손실이 크다는 특성을 감안하면, 아직 기술적 차원 및 인프라 구축에 차원에서 극복할 과제가 많이 남아 있는 상황이다.

#### 선박 연료별 특징 비교

	대안연료				기존연료	
	메탄올*	LNG	암모니아	액화수소	LSHFO	MDO
기술 준비 수준(Readiness)	8~9	9	6	3~4	9	9
열량 (MJ/kg)	20	48.6	18.9	120	40.5	42.6
에너지 소모량 (g/kWh)	381	150	381	57	179	170
연료탱크 크기 (m <sup>3</sup> )	2,400	2,769	3,400	7,200	1,000	1,000
에너지 손실율 (Boil-off rate: %)	0	0.41	0.04	2.37		
<b>오염물질 배출량 (g/kWh)</b>						
이산화탄소(CO <sub>2</sub> )**	522	412	0	0	541	524
메탄(CH <sub>4</sub> )**	0	75	0	0	0	0
아산화질소(N <sub>2</sub> O)**	0	5	n/a	0	8	8
<b>3대 오염물질 소계*</b>	<b>522</b>	<b>492</b>	<b>n/a</b>	<b>0</b>	<b>549</b>	<b>532</b>
황산화물(SO <sub>x</sub> )	0	0.003	0	0	3.23	0.32
질산화물(NO <sub>x</sub> )	3.05	1.17	n/a.	0	15.8	14.8
미세먼지(PM)	0	0.027	0	0	0.72	0.16

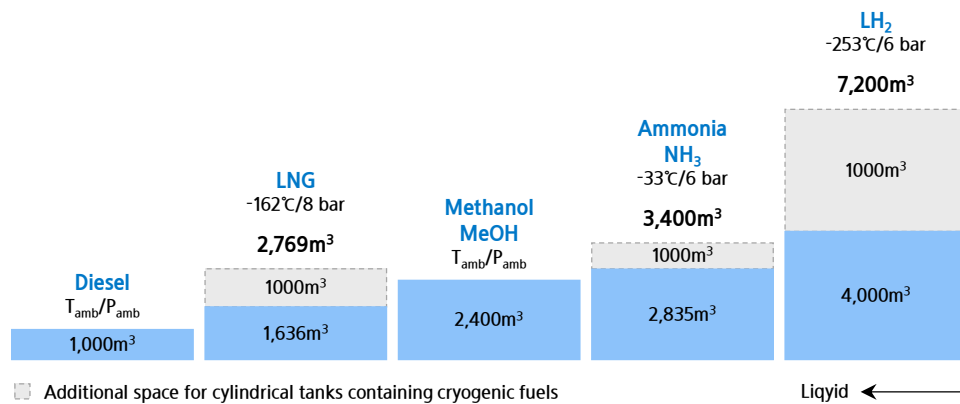
참고: \* 천연가스 생산 메탄올 기준

\*\* 이산화탄소 환산 배출량 (CH<sub>4</sub> 1kg = CO<sub>2</sub> 25kg, N<sub>2</sub>O 1kg = CO<sub>2</sub> 298kg); FuelEU Maritime 규제 대상

자료: Nanyang Technological University, MAN Energy Solutions, 삼성증권 추정



## 추진 연료별 선박 연료탱크 크기



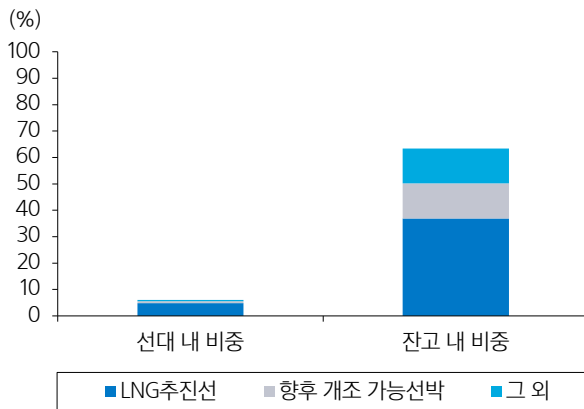
자료: MAN Energy Solutions, 삼성증권

## 결론, 상당 기간, 다양한 에너지원이 공존하는 시장이 지속될 수밖에 없는 상태

현재 논의되고 있는 대안 에너지들의 기술적, 그리고 상업적 한계를 고려하면 향후 상당한 기간 동안 해운시장에는 다양한 추진연료가 동시에 공존할 수밖에 없다. 일단 앞서 언급한 메탄올, 암모니아 중 확실한 우위를 점유한 에너지는 아직 존재하지 않는 상황이다. 수주 잔고를 기준으로, 메탄올 추진선의 비중이 가장 높은 것은 사실이지만 그 비중은 6%에 불과하다. 향후 개조 가능선박 중에는 암모니아의 비중이 가장 높지만, 이것 만으로 시장이 암모니아를 대안으로 지목한 것으로 해석하는 것도 무리이다. 현재 LNG를 제외한 대안에너지들이 전체 수주 잔고에서 차지하는 비중 자체가 아직은 미미하기 때문이다. 심지어 대안 에너지를 채택한 선박이 전체 선대에서 차지하는 비중은, 수주 잔고와 비교할 수 없을 정도로 미미한 수준이다. 언젠가 기술과 상업적 혁신이 발생하면, 메탄올, 암모니아, 그리고 수소 모두 지배적인 대안 에너지로 부상할 수 있는 상황이다.

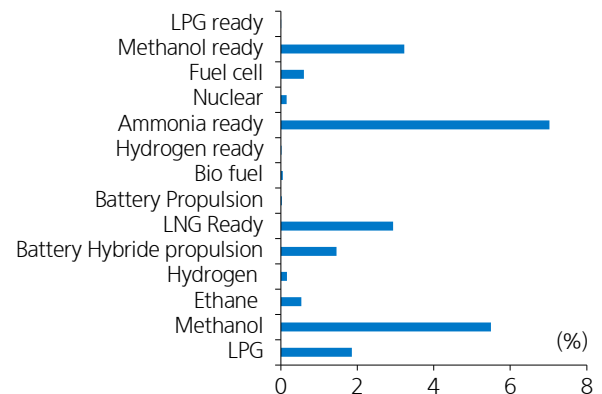
설사 특정 에너지에서 기술적인 문제점이 완전히 해결되더라도, 새로운 선박이 해운시장에 공급되는 데에는 상당한 시일이 걸릴 수밖에 없다. 선박의 건조기간 자체가 1년 이상, 조선사들의 수주 잔고가 3년 치 이상의 일감에 해당하는 상황임을 감안하기 때문이다. 그리고 해당 선박이 전체 운항 중인 선대를 대체하는 데에는 이보다 더 긴 시간이 필요할 것이다. 여전히 해운시장에 운항 중인 선박의 91%는 기존 디젤 추진 선박이다. 여기에 현재 전 세계에 운항 중인 선박이, 조선사들의 연간 건조량의 26배에 달한다는 점까지 감안하면, 애초에 전 세계 선박을 친환경선으로 단기에 교체하는 것은 불가능하다. 즉, 해운시장에는 대안 에너지 선박뿐 아니라 기존의 디젤 추진선박들도 공존할 수밖에 없는 상황이다.

대안연료 선박의 비중 (선대 내 비중 vs 잔고 내 비중)



자료: Clarksons

LNG 외 대안연료들의 수주 잔고 내 점유율 비교



자료: Clarksons

### 다양한 분야에서의 고른 경쟁력을 보유한 업체들이 안전한 대안으로 여겨질 것

차세대 선박 추진 연료에 대해 확실한 아직 대안이 등장하지 못한 상황에서 환경규제는 강화되고 있다. 앞서 언급한 바와 같이, 타이트한 선박 수급과 선속 감소를 감안하면, 선주 입장에서 선박 발주를 미루기도 어려운 상황이다. 결국 선주들의 입장에서 가장 합리적인 선택은, 여러 대안 연료를 이용하여 일종의 포트폴리오를 구성하는 것이다.

조선사들 중에서도 선주들의 다양한 요구에 대응할 수 있는 업체들에게 보다 많은 수주 기회가 주어질 것이다. 장기적인 관점에서도, 특정 선종 혹은 특정 연료에 산업이 치중된 업체들은 시장의 변화에 따라 생존의 문제를 고민할 수밖에 없다. 동일한 관점에서, 투자자들도 다양한 연료 기술에서 대응이 가능한 업체들에 관심을 갖는 것이 합리적이다. 결국 투자자들은 국내 상장 대형 조선사들과 엔진 제조업체들을 가장 안전하고 확실한 수혜업체로 인지할 가능성이 높다. 이들은 현재 거론되고 있는 대부분의 대안 에너지에서 가장 앞선 기술을 갖고 있기 때문이다. 결론적으로 환경규제 강화는 조선산업 가치 사슬 내에서, 상장 대형 조선사와 엔진 제조업체들에 대한 투자자들의 선호를 강화시키는 역할을 할 것으로 판단된다.

### 조선소별 주요 대안 연료 수주 잔고 확보 순위

	1위	2위	3위	4위	5위
대안 에너지 전체	HD현대중공업	한화오션	삼성중공업	현대삼호중공업	Hudong Zhonghua
LNG 추진선	한화오션	삼성중공업	HD현대중공업	현대삼호중공업	Hudong Zhonghua
메탄올 추진선	HD현대중공업	현대삼호중공업	Nantong COSCO	Dalian COSCO	CSSC (Tianjin)

참고: 2023년 상반기말 수주 잔고 기준. 암모니아와 수소 추진선박은 아직 의미 있는 수주 잔고가 부재

자료: Clarksons

## 한국 조선사들에 대해서는, 목표 밸류에이션을 높여줄 수 있는 여건

### 환경 규제가 국내 대형 조선사 '주식'에 영향을 미칠 수 있는 이유

장기적으로 환경 규제가 조선사들의 영업과 실적에 긍정적인 영향을 미친다는 것은 논란의 여지가 없는 사실이다. 그리고 이러한 장기 수혜는 조선사들의 밸류에이션에도 변화를 가져올 수 있다. 이는 여전히 투자자들이 역사적 밸류에이션 배수를 통해 조선사들의 기업가치를 평가하고 있기 때문이다. 시장이 현재 조선 업황을 과거 어느 시점과 비교하는 지에 따라 기업의 가치가 달라지는 방식이다. 따라서 환경규제가 업황의 개선 속도를 가속화하고, 더 나아가 업황 주기 자체를 단축시킬 수 있다면, 조선업체들의 밸류에이션도 변화할 것이다.

조선업의 산업 주기에 대해서는 여러 가지 이론이 존재한다. 이 중 가장 일반적으로 받아들여져 왔던 것은, 조선업 주기를 30년으로 규정하는 것이다. 업황이 개선되고 고점을 기록한 뒤에, 다시 최저점까지 돌아오는 시간을 약 30년으로 가정하는 것이다. 이는 선박의 평균 수명이 약 30년이었기 때문이다.

초호황기에 대량 발주된 선박들은 교체 주기 역시 한 번에 집중될 수밖에 없다. 그리고 해당 선박들의 교체 시점이 바로 두 번째 업황의 고점이 되는 것이다. 따라서 업황의 고점과, 그 다음 고점 사이의 간격을 대략 선박의 평균 수명으로 가정하는 것은 합리적인 설명이다.

참고로 직전 조선업 호황기는 2003-2008년이였다. 그리고 이 중에서도 최고의 절정은 2006-2008년이였다. 해당 선박들이 2008-2011년에 인도되었다고 가정하면, 해당 선박들의 교체주기가 도래하는 시점은 2040년부터이다. 이론적으로는 아직 업황의 절정이었던 2006-2008년 시기의 밸류에이션을 적용하기에는 이르다. 하지만 환경규제 강화로 선박의 폐선 연령이 낮아지고 교체주기가 앞당겨 진다면, 규제의 수혜를 누릴 수 있는 조선사들에게는 초호황기의 밸류에이션을 이른 시점에 앞당겨서 적용하는 것이 가능하다.

### 조선업종 목표 P/B 상향

환경규제 이슈를 반영하여, '한국 상장 조선사'들에 대한 목표 P/B를 기존 1.6배에서 2.3배로 상향하고 개별 조선사들의 목표주가 역시 새로운 목표 P/B를 기준으로 상향한다. 그동안 당사는 조선사들의 밸류에이션을 업황의 개선 속도에 맞추어서 상향해 왔다. 조선업종의 업황 주기가 주식 투자자들의 투자기간 대비 매우 긴 만큼, 12개월 단위의 목표주가를 업황 개선 속도에 맞추어 지속적으로 조정하는 것은 합리적이다.

당사의 기존 목표 P/B 1.6배는 국내 대형 조선사들의 2005년 평균 거래 배수이며, 지난해 4월에 상향했다. 이는 당시 업황이, 초호황기의 직전인 2005년과 유사하다고 판단했기 때문이다. 2004년 신조선가는 전년 대비 26% 급상승한 뒤, 2005년에 추가 8% 개선되면서, 업종 밸류에이션은 무려 60% 상승한 바 있다. 2021-2022년 업황의 흐름도 2005년과 유사했다. 2021년 선가지수는 22% 급등한 뒤, 2022년에 추가 5% 상승했다. 그리고 조선업종 밸류에이션도 2022년에 35% 상승했다. 조선사들의 손익이 완벽히 턴어라운드 성공한 것이 아니라는 점에서도, 2005년은 2022년과 유사했다.

이번 목표 밸류에이션 상향 조정의 근거는 지난해 4월의 조정 근거와 동일하다. 직전 밸류에이션 설정 이후 시간이 지났다는 점과 업황 지표가 개선된 점을 반영한 것이다. 2.3배는 대형 조선사들의 2006년 평균 거래 배수이다.

### 업황지표는 환경규제 효과 없이도 상향을 정당화할 수 있는 수준

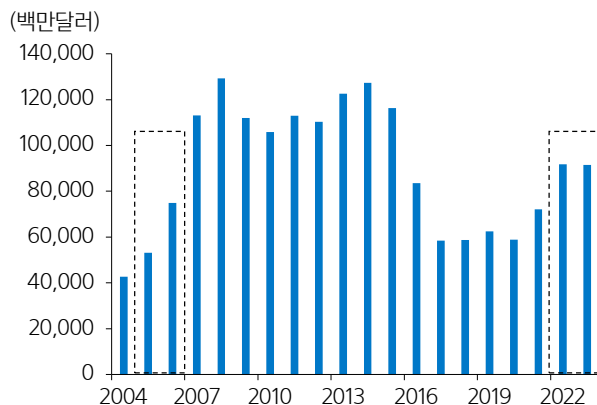
사실 업황은 이미 환경규제 효과를 감안하지 않더라도 충분히 호황기 밸류에이션을 설명할 수 있는 수준이다. 이는 선가가 추가 상승했기 때문이다. 참고로 역사적 밸류에이션 기법에서 과거와 현재를 비교하는 기준은 주로 수주 관련 지표이다. 특히 수주 지표 중에서도 선가는 업황을 판단하는 가장 핵심적인 지표이다.

물론 절대적인 수주'량'도 무시할 수 없는 지표이다. 하지만 업황이 본격적인 개선단계에 들어간 상태에서는 그 설명력이 약화될 수밖에 없다. 조선사들이 선별수주 전략을 강화하면, 일시적이지만 신규 수주는 감소할 수도 있기 때문이다. 생산능력을 확장하지 않는 한, 조선사들이 일감을 무한정 확보할 이유가 없기 때문이다. 오히려 추가 선가 인상이 예상되는 국면에서는, 수주 잔고를 늘리는 것이 합리적인 전략은 아닐 수 있을 것이다.

2022년말의 신조선가 지수는 2005년말과 동일한 수준이었다. 하지만, 현재의 신조선가 지수는 이미 2006년말 수준을 초과하여, 2007년 4월 수준까지 상승한 상태이다. 그리고 앞서 언급한 것처럼, 신조선가 '지수'는 표준선형을 기준으로 작성되어 친환경 선박 발주 효과를 반영하지 않는다. 친환경 선박 발주로 인한, 국내 대형사들의 실질 수주단가는 신조선가 지수보다 높은 수준으로 추정된다.

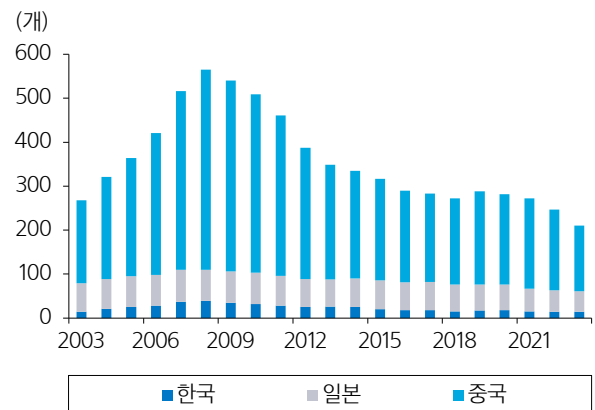
분석 대상을 국내 조선사들로 국한할 경우에는 양적인 측면에서도 호황기 밸류에이션이 정당화된다. 수주단가 인상 효과가 반영되는 '달러표시' 수주 잔고와 신규 수주는 양적인 측면에서도 호황기 수준을 기록 중이기 때문이다. 국내 대형 3사의 현재 수주 잔고는 총 915억 달러로, 2006년의 749억 달러를 이미 초과한 상황이다. 여기에 지난 장기 불황에 따른 조선업 구조조정과, 높아진 기술적 진입장벽으로, 향후 산업 내 경쟁강도가 심화될 가능성이 높지 않다는 점도 중요하다. 직전 호황기였던 2003-2008년은 중국이 조선산업에 진입하면서, 한국 업체들과의 경쟁심화가 우려되던 시기였다. 경쟁구도 측면에서, 현재 한국 '대형 조선사'들의 상황은 과거 호황기보다 대비 양호하다.

### 국내 대형 3사의 합산 수주 잔고 추이



참고: HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업의 인도기준 합산 수주 잔고  
자료: 각 사

### 전 세계 조선소 개수 추이



자료: Clarksons

물론 조선사들의 손익은 아직 2006년 수준까지는 이르지 못한 상태이다. 하지만 영업이익률을 기준으로 하면 그 차이는 심각한 수준이라 보기 어렵다. 또한 미래 손익을 결정하는 업황 지표들은 이미 초호황기 수준에 진입한 상태이고, 국내 대형사들의 수주실적은 시장을 아토퍼포하고 있다는 점에서, 2006년의 '평균' 거래 배수를, 한국의 '대형 조선사'에 국한해서 적용하는 것은 무리가 아니다. 손익 역시 저가 수주분의 꾸준한 인도로, 올해 하반기부터는 개선 시점에 돌입할 것으로 예상된다.

## 2004-2006년 업황지표 점검

		2004	2005	2006
P/B*	(배)	1.0	1.6	2.3
선가지수	(지수)	150	162	169
선가 상승률	(%)	25.9	8.1	4.1
전 세계 수주 잔고	(백만GT)	156	178	256
	(백만달러)	171	235	358
한/중/일 조선소 개수	(개)	321	364	421
Clarksea 지수 (연평균)	(달러/일)	30,980	27,569	24,622
한국 대형 3사 잔고**	(백만달러)	42,669	53,106	74,882
영업이익률***	(%)	0.2	0.8	4.1

참고: \* 당시 컨센서스, 1 year forward 기준. 과거 자료는 한국조선해양 제외

\*\* 과거 자료 추적이 가능한, HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션의 합계

\*\*\* 한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션 연결 합계 기준

자료: Clarksons, FnGuide, 삼성증권 추정

## 2021-2023년 업황지표 점검

		2021	2022	2023E
P/B*	(배)	1.1	1.5	1.4
선가지수	(지수)	154	162	171
선가 상승률	(%)	22.3	5.3	5.6
전 세계 수주 잔고	(백만GT)	176	197	197
	(백만달러)	274	328	339
한/중/일 조선소 개수	(개)	272	247	210
Clarksea 지수 (연평균)	(달러/일)	28,700	37,253	23,967
한국 대형 3사 잔고**	(백만달러)	72,083	91,732	91,476
영업이익률***	(%)	-16.7	-10.0	2.7

참고: 2023년 P/B 배수는 올해 누적 평균, 영업이익률은 추정치,

그 외 2023년 데이터는 가장 최근의 수치를 기반으로 작성

\* 당시 컨센서스, 1 year forward 기준. 과거 자료는 한국조선해양 제외

\*\* 과거 자료 추적이 가능한, HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션의 합계

\*\*\* 한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션 연결 합계 기준

자료: Clarksons, FnGuide, 삼성증권 추정

## 여전히 가장 앞서 있는 집단은 HD현대 그룹

조선업종 내에서는 여전히 HD현대그룹 관계사들에 대한 긍정적인 시각을 유지한다. 이는 해당 그룹이 친환경 선박의 선점효과를 누릴 가능성이 가장 높기 때문이다. 우선, 그룹 내 주력 조선사인 HD현대중공업은 국내 대형 조선사 중 유일하게 선박엔진사업을 영위하고 있다. 그리고 회사 엔진산업 부문은 양적인 측면에서도, 그리고 기술력 측면에서도 전 세계 최고의 경쟁력을 보유하고 있다. 이미 엔진사업 부문은 손익 측면에서 조선사업부문과 달리 견고한 이익을 창출하고 있다. HD현대중공업의 엔진사업은 외부 판매를 통해 전사 연결 손익에 기여할 뿐만 아니라, 엔진을 내부 조달하는 조선사업부의 수익성 개선에도 기여하고 있다. HD현대중공업의 미래 정상화된 손익이 경쟁사보다 구조적으로 높을 수밖에 없는 이유가 여기에 있다.

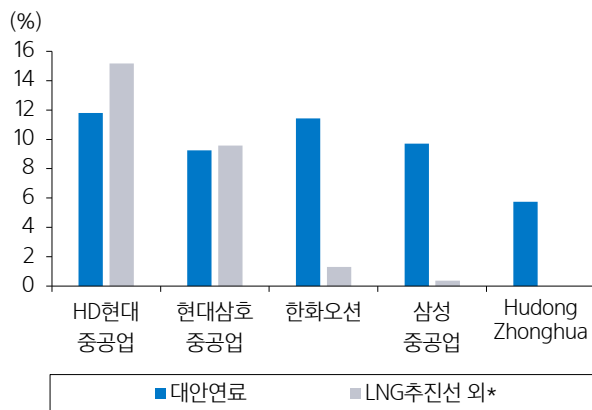
물론 한화그룹 역시 한화오션(구 대우조선해양)과 HSD엔진을 동시에 보유하고 있으며, HSD엔진도 우수한 경쟁력을 보유한 엔진업체이다. 하지만, '주식'의 관점에서는 엔진을 자체사업으로 보유한 HD현대중공업이 타 조선사들 대비로는 프리미엄에 거래되는 것이 합리적이다. 또한 엔진사업 사이의 비교에서도, HD현대중공업이 규모와 기술력 모두에서 HSD엔진을 앞서 있다는 점을 고려하면, 밸류에이션 프리미엄은 다시 한번 증명될 수 있다. 참고로 HD현대중공업은 자체 엔진모델(힘센엔진)을 보유한 소수의 엔진 제작 업체 중 하나이다.

대안연료를 사용하는 새로운 엔진의 개발과 실증에서도, HD현대중공업이 유리할 수밖에 없다. 현재 선박엔진에 원천기술은 사실상 유럽 업체들(MAN, WinGD 등)이 독점하고 있는 상황이며, 엔진 '제조업체'들은 유럽업체들로부터 라이선스를 획득하여 엔진을 생산하고 있다. 원천기술을 보유한 유럽업체들과, 생산기술과 능력을 보유한 아시아 엔진업체들이 일종의 공생관계를 이어가고 있는 것이다. 만약, 원천기술을 보유한 유럽업체들이 새로운 엔진 기술을 개발한다면, 이들 역시 실제 제조를 담당할 파트너가 필요하다. 그리고 이들의 입장에서는 조선산업을 동시에 영위하고 있는 HD현대중공업이 가장 신뢰할 수 있는 파트너일 수밖에 없다.

그룹 전반으로도 보더라도, HD현대그룹은 친환경 선박과 관련 가치사슬의 대부분을 커버할 수 있다. 우선 그룹은 중소형 선박에서 전 세계 최고의 기술력을 보유한 현대미포조선에 관계사로 두고 있다. 세상에 없던 새로운 선종을, 처음부터 초대형 선박으로 건조하는 경우는 매우 드물다. 중소형 선박 건조를 통해 기술을 실증하고 해당 선박의 실제 운항 성능을 확인한 후, 대형선박이 발주되는 것이 일반적인 경우이다. 즉, 중소형 선박에 특화된 현대미포조선이 '최초'의 선박을 수주할 가능성이 높을 수밖에 없다. 그리고 현대미포조선의 건조경험은 그대로 대형선을 건조하는 HD현대중공업과 현대삼호중공업에 이전될 수 있을 것이다.

부품과 개조의 측면에서도, 그룹은 유리한 점이 있다. HD현대중공업의 기자재 자체조달 비중이 경쟁사 대비 높을 뿐만 아니라, 그룹 관계사 중에 부품과 개조사업에 특화된 현대글로벌서비스가 존재하기 때문이다. 선박 환경규제 강화로, 기존 운항 중인 선박들도 대응에 나서야 하는 상황이다. 각종 오염물질 저감장치와 연비 개선 장비의 장착, 그리고 일부는 선박 엔진 자체를 교체하는 개조에 나설 가능성이 높다. 실제로 최근 발주된 선박 중, 일부는 미래에 LNG, 메탄올, 암모니아 추진선으로 개조가 가능한 선박들이다. 국내에 선박 개조전문 업체가 매우 드문 만큼, 현대글로벌서비스의 존재가 부각될 수밖에 없을 것이다. 특히 현대글로벌서비스는 HD현대그룹 관계사들이 건조한 선박들에 대해서는 타 개조업체 대비 효율적인 대응이 가능하다는 점에서, 빠르게 개조시장에서 점유율을 확보할 가능성이 높다.

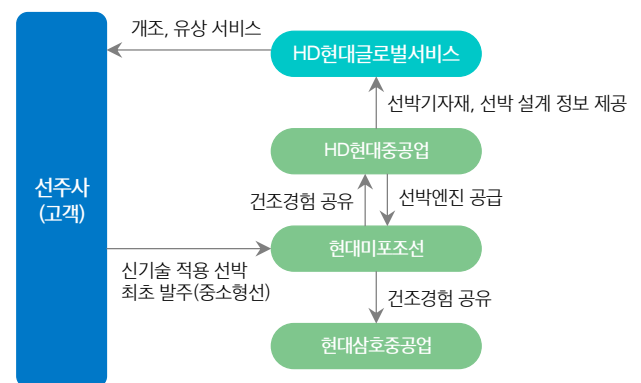
#### 대안연료에서 HD현대그룹의 점유율



참고: \* LNG 추진선 및 LNG ready선 제외

자료: Clarksons

#### HD현대그룹의 친환경선 사업에서의 시너지



자료: 삼성증권

## 참고. Valuation 요약

(십억원)		HD현대중공업	현대미포조선	한국조선해양	삼성중공업	한화오션
매출액	2021	8,311	2,887	15,493	6,622	4,487
	2022	9,045	3,717	17,302	5,945	4,860
	2023E	12,062	4,100	22,150	8,066	8,558
	2024E	14,310	4,971	26,859	9,182	9,238
	2025E	15,310	5,060	28,413	10,102	9,707
지배주주 순이익	2021	-814	-160	-929	-1,445	-1,700
	2022	-352	-45	-217	-619	-1,745
	2023E	209	38	255	36	79
	2024E	644	211	1,000	229	244
	2025E	859	251	1,380	429	406
P/E (배)	2021	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	2022	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	2023E	60.5	97.5	35.5	200.0	101.9
	2024E	19.7	17.4	9.1	31.4	40.8
	2025E	14.8	14.6	6.6	16.8	24.6
P/B (배)	2021	1.5	1.3	0.7	1.2	1.1
	2022	1.9	1.6	0.5	1.2	2.7
	2023E	2.4	1.8	0.9	1.8	3.3
	2024E	2.2	1.6	0.8	1.7	3.1
	2025E	2.0	1.5	0.8	1.6	2.7
ROE (%)	2021	-14.9	-7.1	-9.0	-36.9	-55.9
	2022	-6.5	-2.1	-2.2	-16.1	-117.8
	2023E	4.0	1.8	2.6	1.0	4.2
	2024E	11.7	9.7	9.7	5.8	7.8
	2025E	14.2	10.5	12.2	10.1	11.7
EPS 성장률 (%)	2021	nm	nm	nm	nm	nm
	2022	nm	nm	nm	nm	nm
	2023E	nm	nm	nm	nm	nm
	2024E	207.5	459.7	291.6	537.6	210.9
	2025E	33.3	19.1	38.0	87.2	66.2

자료: 각 사, 삼성증권 추정



2023. 7. 13

## Industrial팀

한영수

팀장

han.youngsoo@samsung.com

## 이가영

Research Associate

kayoung.l.lee@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	189,000원	32.4%
현재주가	142,700원	
시가총액	12.7조원	
Shares (float)	88,773,116주 (18.3%)	
52주 최저/최고	93,800원/149,500원	
60일-평균거래대금	221.4억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
HD현대중공업 (%)	14.0	30.3	17.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	16.4	19.7	6.2

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	189,000	160,000	18.1%
2023E EPS	2,360	2,370	-0.4%
2024E EPS	7,256	7,086	2.4%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	155,250
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

# HD현대중공업 (329180)

## 여전히 프리미엄 근거가 한 가득

- 선박엔진에서 세계 최고의 경쟁력 보유. 주요 기자재 자체제작 비중도 높은 편. 이는 HD현대중공업이 향후 친환경 선박 시장을 선점하고 주도할 가능성이 높음을 의미
- 리스크 관리와, 수익 구조 측면에서도 경쟁사 대비 우위. 이는 미래 정상화된 수익성도 경쟁사 대비 우수할 수 있음을 시사. 업종 내 프리미엄은 손쉽게 정당화 가능

## WHAT'S THE STORY?

**환경규제 강화의 최대 수혜:** HD현대중공업은 한국 대형 조선사 중에도 환경규제 강화에 따른 수혜를 가장 크게 누릴 수 있는 회사. 이는 전 세계 최고의 경쟁력을 보유한 선박 엔진 사업 부문을 보유하고 있기 때문. 실제로 회사는 LNG선 이후의 대안으로 평가받는 에너지 원들에서 경쟁사들을 압도하는 점유율을 유지. 그룹 관계사들과의 시너지도 예상. HD현대중공업은 향후의 친환경 선박 시장을 선점하고, 나아가 새로운 기술 표준을 선점할 가능성이 가장 높은 조선소. 또한 엔진사업은 외부 판매를 통해 이미 전사 수익에도 기여.

**여전히 우수한 리스크 관리:** 지난 불황기에 HD현대중공업은 경쟁사 대비 우수한 리스크 관리 능력을 증명. HD현대중공업은 불황 초기에는 시주설비 수주 잔고가 없는 유일한 대형 조선사였으며, 지난해에는 러시아 관련 리스크에서 자유로운 업체임을 증명. 현재도 경쟁사 대비 우발채무 리스크가 작은 편. 우수한 리스크 관리는 미래 실적 추정에 대한 가시성을 높여주는 요인. 이 역시 프리미엄을 정당화.

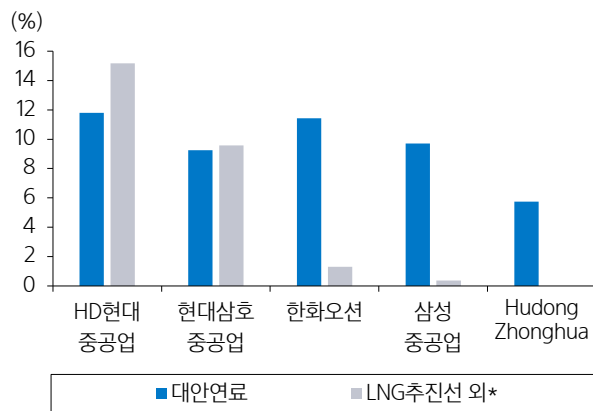
**미래 도달 가능한 수익성에서도 차이:** HD현대중공업 목표주가를 18.9만원으로 상향. 업황 회복과 산업 전반의 목표 밸류에이션 상향을 반영한 것. 신규 목표가는 산업 목표 P/B 2.3 배를 30% 할증한 2024년 P/B 2.9배로 산출. 이는 지난 5년간 매년 가장 높은 밸류에이션을 받은 업체가 가장 낮은 수준에서 거래된 업체 대비 누린 프리미엄의 평균을 반영한 것. 환경규제 수혜와 엔진사업 부문의 가치, 그리고 과거 호황기에 업종 내 업체 간 밸류에이션 격차가 확대된 사례, 그리고 실제 2021년 이후 HD현대중공업에 적용된 프리미엄이 38%임을 감안하면, 무리한 수준은 아니라고 판단. 우수한 원가구조로, 미래에 회사가 도달할 수 있는 최종 수익성이 경쟁사 대비 높다는 점도 중요. 회사들의 이익 턴어라운드가 본격화되는 시작하는 내년부터는, 조선업종에도 단기 이익에 기반한 밸류에이션(P/E, EV/EBITDA)가 적용될 가능성이 높기 때문. 이 경우, HD현대중공업의 프리미엄 정당화가 더욱 수월해질 것. 지금도 P/E 기준으로는 오히려 HD현대중공업이 경쟁사 대비 낮은 수준에서 거래 중.

## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	9,045	12,062	14,310	15,310
영업이익 (십억원)	-289	346	921	1,183
순이익 (십억원)	-352	209	644	859
EPS (adj) (원)	-3,966	2,360	7,256	9,673
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	207.5	33.3
EBITDA margin (%)	-0.4	5.1	8.4	9.7
ROE (%)	-6.5	4.0	11.7	14.2
P/E (adj) (배)	n/a	60.5	19.7	14.8
P/B (배)	1.9	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA (배)	n/a	24.2	12.1	9.3
Dividend yield (%)	0.0	0.7	1.4	1.8

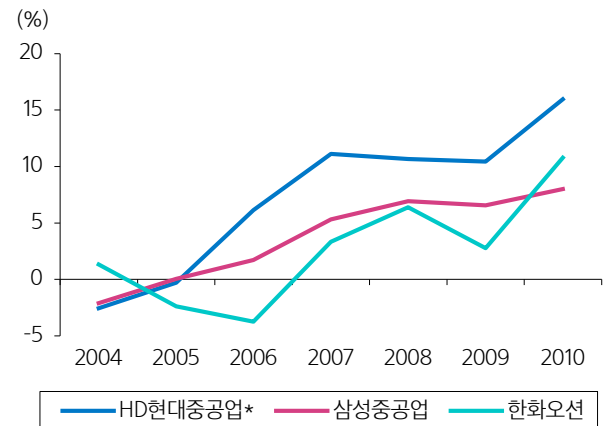
자료: HD현대중공업, 삼성증권 추정

## 대안연료에서 HD현대 그룹의 점유율



참고: \* LNG 추진선 및 LNG ready선 제외  
자료: Clarksons

## 조선 3사 영업이익률 비교 (2003-2010)



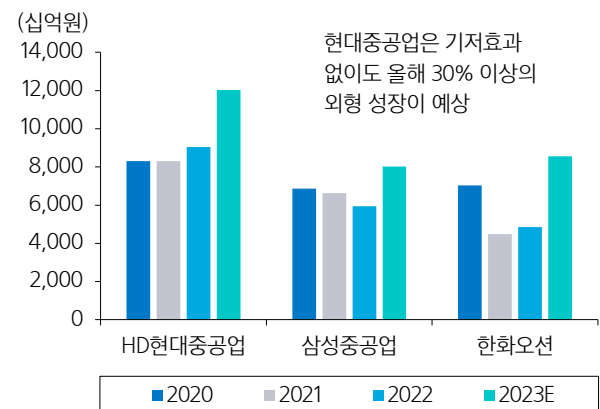
참고: \* 분할 전 현대중공업 별도 실적에서, 전기전자와 건설장비 사업을 차감하여 계산  
자료: 각 사, 삼성증권 추정

## 국내 조선 3사 우발채무 현황 분석 (1Q23 기준)

	소송 건수 (건)	소송 금액 (십억원)
HD현대중공업	37	154
삼성중공업	26	835
한화오션	27	528

자료: 각 사

## 국내 조선 3사 2020-2023년 매출 추이



자료: 각 사, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,311	9,045	12,062	14,310	15,310
매출원가	8,520	8,883	11,112	12,703	13,401
매출총이익	-209	163	950	1,607	1,910
(매출총이익률, %)	-2.5	1.8	7.9	11.2	12.5
판매 및 일반관리비	591	452	603	686	726
영업이익	-800	-289	346	921	1,183
(영업이익률, %)	-9.6	-3.2	2.9	6.4	7.7
영업외손익	-311	-132	-71	-62	-38
금융수익	514	1,139	57	184	111
금융비용	1,000	1,592	167	368	199
지분법손익	-1	-1	0	0	0
기타	175	321	39	122	50
세전이익	-1,111	-421	276	859	1,145
법인세	-297	-69	66	215	286
(법인세율, %)	26.7	16.5	24.0	25.0	25.0
계속사업이익	-814	-352	209	644	859
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-814	-352	209	644	859
(순이익률, %)	-9.8	-3.9	1.7	4.5	5.6
지배주주순이익	-814	-352	209	644	859
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	-561	-35	615	1,204	1,480
(EBITDA 이익률, %)	-6.7	-0.4	5.1	8.4	9.7
EPS (지배주주)	-10,665	-3,966	2,360	7,256	9,673
EPS (연결기준)	-10,665	-3,966	2,360	7,256	9,673
수정 EPS (원)*	-10,665	-3,966	2,360	7,256	9,673

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	762	71	649	589	1,211
당기순이익	-814	-352	209	644	859
현금유출입이없는 비용 및 수익	205	120	327	393	360
유형자산 감가상각비	236	246	259	272	285
무형자산 상각비	3	8	10	11	12
기타	-34	-135	58	110	63
영업활동 자산부채 변동	1,464	344	112	-448	-7
투자활동에서의 현금흐름	152	-518	-418	-418	-418
유형자산 증감	-232	-472	-418	-418	-418
장단기금융자산의 증감	335	-523	0	0	0
기타	48	477	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-93	-933	-90	-50	-80
차입금의 증가(감소)	-988	-346	-90	-50	-80
자본금의 증가(감소)	-1,432	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	2,327	-587	0	0	0
현금증감	823	-1,393	141	122	713
기초현금	1,315	2,137	744	885	1,007
기말현금	2,137	744	885	1,007	1,720
Gross cash flow	-609	-232	536	1,037	1,218
Free cash flow	518	-413	218	159	781

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: HD현대중공업, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,886	8,001	8,960	10,413	11,844
현금 및 현금등가물	2,137	744	885	1,007	1,720
매출채권	852	878	991	1,176	1,678
재고자산	899	1,377	1,454	1,568	1,678
기타	3,998	5,002	5,629	6,661	6,768
비유동자산	7,193	8,289	8,404	8,562	8,705
투자자산	202	496	495	495	495
유형자산	5,986	6,237	6,396	6,542	6,675
무형자산	79	100	113	124	135
기타	925	1,455	1,400	1,400	1,400
자산총계	15,079	16,289	17,364	18,974	20,550
유동부채	7,049	9,072	9,860	10,629	11,215
매입채무	1,180	925	1,322	1,568	1,720
단기차입금	1,241	1,385	1,300	1,280	1,200
기타 유동부채	4,628	6,763	7,239	7,781	8,295
비유동부채	2,436	1,930	2,221	2,596	2,948
사채 및 장기차입금	1,959	1,159	1,154	1,134	1,134
기타 비유동부채	477	771	1,067	1,462	1,814
부채총계	9,485	11,002	12,081	13,225	14,163
지배주주지분	5,594	5,288	5,283	5,750	6,386
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,118	3,118	3,118	3,118
이익잉여금	1,152	845	966	1,433	2,070
기타	880	880	755	755	755
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,594	5,288	5,283	5,750	6,386
순부채	1,389	2,209	2,206	1,949	1,111

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-0.0	8.8	33.3	18.6	7.0
영업이익	적전	적지	흑전	165.8	28.5
순이익	적지	적지	흑전	207.5	33.3
수정 EPS**	적지	적지	흑전	207.5	33.3
주당지표					
EPS (지배주주)	-10,665	-3,966	2,360	7,256	9,673
EPS (연결기준)	-10,665	-3,966	2,360	7,256	9,673
수정 EPS**	-10,665	-3,966	2,360	7,256	9,673
BPS	63,015	59,566	59,511	64,767	71,940
DPS (보통주)	0	0	1,000	2,000	2,500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	60.5	19.7	14.8
P/B***	1.5	1.9	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	24.2	12.1	9.3
비율					
ROE (%)	-14.9	-6.5	4.0	11.7	14.2
ROA (%)	-5.6	-2.2	1.2	3.5	4.3
ROIC (%)	-7.6	-3.3	3.5	8.7	10.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	42.4	27.6	25.8
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.7	1.4	1.8
순부채비율 (%)	24.8	41.8	41.7	33.9	17.4
이자보상배율 (배)	-6.4	-2.7	3.8	9.7	12.8

## Industrial팀

한영수  
팀장  
han.youngsoo@samsung.com

이가영  
Research Associate  
kayoung.i.lee@samsung.com

### ▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	130,000원	41.2%
현재주가	92,100원	
시가총액	3,7조원	
Shares (float)	39,942,149주 (56.9%)	
52주 최저/최고	63,700원/116,000원	
60일-평균거래대금	251.8억원	

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
현대미포조선 (%)	11.8	19.0	12.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	14.1	9.3	1.5

### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	130,000	116,000	12.1%
2023E EPS	945	988	-4.4%
2024E EPS	5,288	5,333	-0.8%

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	106,269
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 현대미포조선 (010620)

### 주력선종 수요 회복의 의미

- 올해 손익은 타 조선소 대비 부진할 것. 하지만 이는 일시적 현상. 반면, 주력선종 수요회복으로, 수주목표 달성률은 상장 조선사 중 가장 양호
- 현대미포조선은 LNG선과 초대형 컨테이너선 수요 피크아웃우려에서 가장 안전한 종목. 밸류에이션도 매력적. 2분기 손익 부진으로 조정 발생시, 매수기회로 활용할 필요

### WHAT'S THE STORY?

**양호한 수주실적 기록 중:** 회사는 올해 현재까지 30억 달러를 수주하여 연간 목표의 82%를 달성한 것으로 추정. '상장' 대형사 중에는 가장 높은 달성률. 이는 주력인 석유제품 운반선 수요 회복 덕분. 석유제품운반선은 올해 누적 수주 만으로 이미 이미 2015년 이후 최대. 향후 석유제품 물동량 증가와, 여전히 타이트한 선박 수주 잔고를 감안하면, 주력선종 수주 모멘텀은 상당 기간 지속될 전망. 친환경선 분야에서도 다수의 기록을 보유. 회사는 세계 최초 메탄올 추진 컨테이너선과 PC선, 고망간강 적용 DF 벌크선, 질소산화물 저감장치 장착 LPG선을 건조한 조선소. 환경 모멘텀에서도 소외되지 않을 것.

**실적 부진은 일시적 현상:** 수주와 달리 손익은 여전히 대형 조선사들 대비 부진. 조만간 발표될 2분기에도 턴어라운드 가능성은 제한적. 하지만, 이는 주력 선종의 선가 반등 시점이 늦었기 때문. 회사의 주력인 중형 석유제품운반선(이하 MR탱커)과 소형 LPG선의 선가 '상승률'은 전체 선가 지수 상승률을 아웃퍼폼. 여기에 과거 현대미포조선의 원가구조와 건조 효율이 대형사 대비 우수했음을 감안하면, 결국 시간의 문제일 뿐 회사의 수익성은 대형 조선사들을 따라잡을 수 있을 것. 즉, 올해의 실적 부진은 일시적 현상.

**고부가선 피크아웃 우려를 헛지할 수 있는 종목:** 현대미포조선은 지난해 하반기에 섹터를 아웃퍼폼. LNG선과 초대형 컨테이너선 수주 급증이, 역설적으로 해당 선종의 수요 피크아웃 우려를 야기했기 때문. 이로 인해 주력선종(석유제품운반선)에서 기저효과를 누릴 수 있는 현대미포조선에 대한 시장의 선호가 강화. 올해도 LNG선과 초대형 컨테이너선이 예상 외 수요 강세를 보이고 있고, 현재 현대미포조선이 업종 내 할인 거래 중임을 감안하면, 하반기에 현대미포조선 선호 현상이 재현될 가능성도 존재. 산업 목표 밸류에이션 변경으로, 목표주가를 13만원으로 상향(2024년 P/B 2.3배 적용). 현재 주가는 HD현대그룹사로서의 프리미엄을 배제해도 충분한 상승 여력이 정당화. 실적 이슈로 조정시에는 매수 대응이 유효.

### SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	3,717	4,100	4,971	5,060
영업이익 (십억원)	-109	39	283	346
순이익 (십억원)	-44	42	235	279
EPS (adj) (원)	-1,116	945	5,288	6,296
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	459.7	19.1
EBITDA margin (%)	-1.3	2.5	7.1	8.2
ROE (%)	-2.1	1.8	9.7	10.5
P/E (adj) (배)	n/a	97.5	17.4	14.6
P/B (배)	1.6	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	n/a	34.9	9.8	7.7
Dividend yield (%)	0.0	0.1	0.5	0.5

자료: 현대미포조선, 삼성증권 추정

## 조선사별 수주 실적 및 가이드스 달성률

(백만달러, %)	2023 YTD	2023 수주목표		2022년 수주	
		가이드스	달성률	연간 수주	달성률
HD현대중공업	5,546	9,437	58.8	11,634	47.7
조선	4,328	8,213	52.7	11,615	37.3
해양	1,218	1,224	99.5	19	6,411.0
현대삼호중공업	5,841	2,600	224.7	8,682	67.3
현대미포조선	3,017	3,700	81.6	3,787	79.7
그룹소계(한국조선)	14,404	15,737	91.5	24,103	59.8
삼성중공업	3,181	9,500	33.5	9,400	33.8
한화오션	1,070	6,980	15.3	10,480	10.2
대형 5사 총계	18,656	32,217	57.9	43,983	42.4

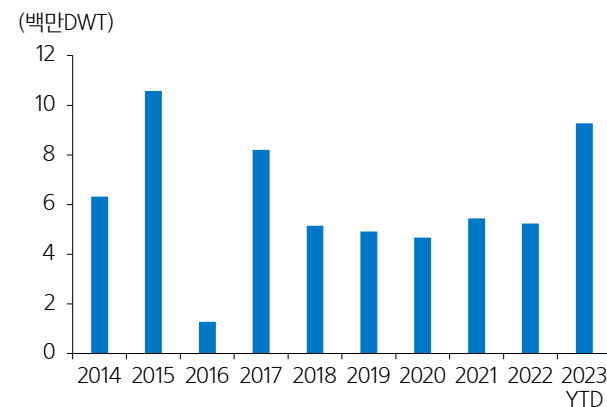
자료: 각 사, 삼성증권 추정

## 현대미포조선 2Q23 실적 프리뷰

(십억원)	2Q23	1Q23	Q-Q (%)	2Q22	Y-Y (%)	컨센서스	차이
매출액	1,010	909	11.1	935	8.0	1,071	-5.7
영업이익	-20	-27	-25.7	-7	208.4	-7	175.1
세전이익	-13	-5	166.3	51	-125.2	-17	-23.7
지배주주순이익	-9	-5	96.8	40	-122.2	-11	-17.7
<b>이익률 (%)</b>							
영업이익	-2.0	-3.0		-0.7		-0.7	
세전이익	-1.3	-0.5		5.4		-1.6	
지배주주순이익	-0.9	-0.5		4.3		-1.0	

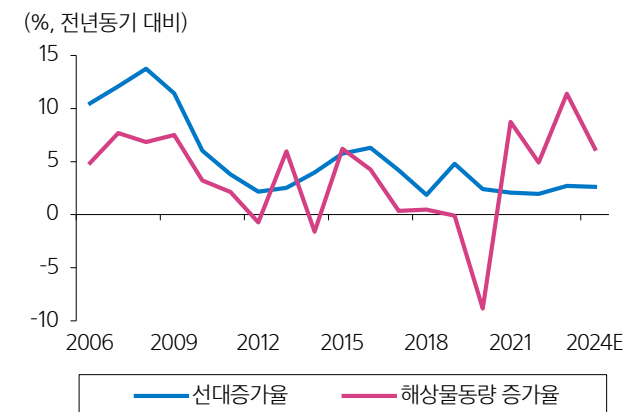
자료: FnGuide, 삼성증권 추정

## 전 세계 석유제품운반선 수주 추이



자료: Clarksons

## 석유제품운반선 선대증가율 vs 해상물동량 증가율 전망



자료: Clarksons

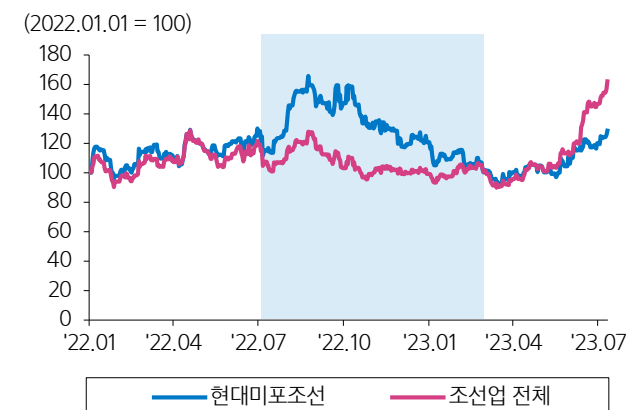
## 현대미포조선의 주력선종 vs LNG선 선가 상승률

(지수, 백만달러)	MR탱커	소형 LPG선*	대형 LNG선	전체 지수
2023 1H 말	47	63	260	171
최저	26	44	180	105
2020년 말	34	44	186	126
<b>증감 및 차이 (%)</b>				
vs 최저	83.3	42.0	44.4	62.4
vs 2020년 말	37.5	42.0	39.8	36.1

참고: \* 40,000 cbm 급

자료: Clarksons

## 현대미포조선 주가 퍼포먼스



자료: 삼성증권

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,887	3,717	4,100	4,971	5,060
매출원가	3,008	3,704	3,924	4,529	4,553
매출총이익	-121	13	176	441	507
(매출총이익률, %)	-4.2	0.3	4.3	8.9	10.0
판매 및 일반관리비	96	122	138	158	161
영업이익	-217	-109	39	283	346
(영업이익률, %)	-7.5	-2.9	0.9	5.7	6.8
영업외손익	8	46	17	29	26
금융수익	137	359	37	96	57
금융비용	209	437	26	87	38
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	79	123	7	20	8
세전이익	-210	-63	56	313	373
법인세	-50	-19	14	78	93
(법인세율, %)	23.7	30.8	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	-160	-44	42	235	279
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-160	-44	42	235	279
(순이익률, %)	-5.5	-1.2	1.0	4.7	5.5
지배주주순이익	-160	-45	38	211	251
비지배주주순이익	-0	1	4	23	28
EBITDA	-162	-48	103	351	417
(EBITDA 이익률, %)	-5.6	-1.3	2.5	7.1	8.2
EPS (지배주주)	-3,998	-1,116	945	5,288	6,296
EPS (연결기준)	-4,009	-1,096	1,050	5,875	6,996
수정 EPS (원)*	-3,998	-1,116	945	5,288	6,296

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	70	208	-162	261	325
당기순이익	-160	-44	42	235	279
현금유출입이없는 비용 및 수익	-7	50	88	100	99
유형자산 감가상각비	55	61	64	67	70
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
기타	-63	-11	23	33	28
영업활동 자산부채 변동	231	196	-292	-73	-54
투자활동에서의 현금흐름	-133	-47	-85	-85	-85
유형자산 증감	-61	-113	-85	-85	-85
장단기금융자산의 증감	-74	18	0	0	0
기타	2	48	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-71	-72	82	-40	0
차입금의 증가(감소)	-16	8	82	-40	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-55	-79	0	0	0
현금증감	-132	90	-165	136	240
기초현금	533	400	490	325	462
기말현금	400	490	325	462	701
Gross cash flow	-167	6	130	335	379
Free cash flow	7	95	-249	174	238

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 현대미포조선, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,047	2,724	2,151	2,652	2,923
현금 및 현금등가물	400	490	325	462	701
매출채권	21	43	56	68	69
재고자산	266	293	323	391	398
기타	1,360	1,899	1,447	1,731	1,755
비유동자산	1,832	2,024	2,045	2,064	2,079
투자자산	46	60	60	60	60
유형자산	1,636	1,702	1,723	1,741	1,757
무형자산	2	9	9	9	10
기타	147	253	253	253	253
자산총계	3,878	4,748	4,196	4,715	5,003
유동부채	1,612	2,499	1,824	2,077	2,061
매입채무	328	472	337	409	416
단기차입금	169	108	190	150	150
기타 유동부채	1,115	1,919	1,297	1,518	1,495
비유동부채	62	74	252	327	399
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	62	74	252	327	399
부채총계	1,674	2,573	2,076	2,404	2,459
지배주주지분	2,164	2,135	2,080	2,271	2,503
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,633	1,600	1,634	1,825	2,056
기타	248	253	164	164	164
비지배주주지분	41	40	40	40	40
자본총계	2,204	2,175	2,120	2,312	2,543
순부채	-297	-349	-121	-295	-529

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	3.4	28.7	10.3	21.2	1.8
영업이익	적전	적지	흑전	635.0	22.1
순이익	적지	적지	흑전	459.7	19.1
수정 EPS**	적지	적지	흑전	459.7	19.1
주당지표					
EPS (지배주주)	-3,998	-1,116	945	5,288	6,296
EPS (연결기준)	-4,009	-1,096	1,050	5,875	6,996
수정 EPS**	-3,998	-1,116	945	5,288	6,296
BPS	54,249	53,525	52,146	56,941	62,746
DPS (보통주)	0	0	100	500	500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	97.5	17.4	14.6
P/B***	1.3	1.6	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	n/a	n/a	34.9	9.8	7.7
비율					
ROE (%)	-7.1	-2.1	1.8	9.7	10.5
ROA (%)	-4.3	-1.0	0.9	5.3	5.8
ROIC (%)	-8.1	-3.9	1.5	9.7	11.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	10.6	9.5	7.9
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5
순부채비율 (%)	-13.5	-16.1	-5.7	-12.8	-20.8
이자보상배율 (배)	-62.2	-21.5	7.1	45.6	63.1

## Industrial팀

한영수

팀장

han.youngsoo@samsung.com

## 이가영

Research Associate

kayoung.i.lee@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	155,000원	21.1%
현재주가	128,000원	
시가총액	9.1조원	
Shares (float)	70,773,116주 (62.6%)	
52주 최저/최고	69,300원/128,000원	
60일-평균거래대금	317.6억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국조선해양 (%)	21.2	68.4	56.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	23.8	54.7	41.2

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	150,000	140,000	10.7%
2023E EPS	3,609	3,646	-1.0%
2024E EPS	14,133	13,988	1.0%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	126,143
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## HD한국조선해양 (009540)

## 한국조선해양 고유의 매력이 한동안 유지되는 구조

- 비상장 자회사인 현대삼호중공업은 투자자들이, HD현대중공업과 현대미포조선 대신 HD한국조선해양 주식을 매매해야 하는 이유. 현대삼호의 선전이 반가운 이유
- 그룹 조선사들의 수주실적이 업황을 아웃퍼폼하고 있다는 점도 매력. HD한국조선해양은 그룹 조선사들로 구성된 일종의 투자 패키지 성격도 갖고 있기 때문

## WHAT'S THE STORY?

현대삼호중공업의 선전이, HD한국조선해양 고유의 매력으로 작용: 보통 투자자들은 지주회사보다 자회사 주식에 대한 직접투자를 선호. 해당 관점에서 지주사인 HD한국조선해양에게는 현대삼호중공업의 퍼포먼스가 중요. 주식 시장에서 현대삼호중공업에 투자할 수 있는 유일한 방법이 HD한국조선해양을 통한 간접 보유이기 때문. 또한 HD한국조선해양의 연결실적에도 96%의 지분을 보유한 현대삼호중공업의 영향은 큰 편. 다행히 올해 현대삼호중공업은 수주와 실적 면에서, 상장 자회사인 HD현대중공업, 현대미포조선과 차별화된 성과를 달성 중. 수주 측면에서는 올해 연간 목표를 이미 225% 초과달성한 것으로 추정. 손익도 양호한 원가구조와, 러시아 선주로부터 수주했던 LNG선을 고가에 재판매한 효과로 국내 대형 조선사 중 가장 양호한 실적을 기록 중.

배당도 주는 HD현대그룹 조선산업 투자 패키지: 지주회사라는 관점에서 peer그룹과 비교해도, HD한국조선해양의 투자 매력은 양호. 이는 무엇보다 조선 업황이 개선되고 있고, 조선사들의 밸류에이션 역시 크게 상승한 상태이기 때문. 업황이 급격히 개선되는 구간에서는, 업종 내 복합기업과 지주회사에 대한 관심도 시차를 두고 상승. 여기에 HD현대 그룹 조선사들의 수주와 손익이 경쟁 조선사들 대비 양호하다는 점도 HD한국조선해양에게는 긍정적인 요소. HD한국조선해양은 그룹의 조선사들로 구성된 일종의 투자 패키지의 성격을 갖기 때문. HD한국조선해양이 보유한 대규모 현금(별도 기준)을 감안하면, 일부 투자자들은 회사 주식을 배당 받을 수 있는 조선업 펀드의 개념으로도 접근할 수도 있을 것. 참고로 HD현대 그룹의 조선사들은 이미 올해 조선/해양 수주 목표의 92%를 달성. 실제 상장 자회사들의 주가도 최근 긍정적인 흐름을 지속. 최근 상장 자회사 주가 상승분과 현대삼호중공업 가치 산정에 신규 산업 목표 P/B를 반영하여, 목표주가를 15.5만원으로 상향. 장기적인 관점에서도 친환경 선박 분야에서 그룹사들 사이의 시너지 효과를 기대할 수 있는 상황.

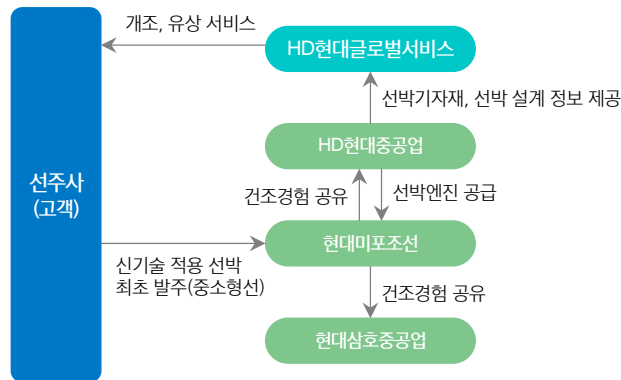
## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	17,302	22,150	26,859	28,413
영업이익 (십억원)	-356	730	1,772	2,276
순이익 (십억원)	-295	294	1,177	1,624
EPS (adj) (원)	-3,065	3,609	14,133	19,504
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	291.6	38.0
EBITDA margin (%)	0.4	5.3	8.3	9.7
ROE (%)	-2.2	2.6	9.7	12.2
P/E (adj) (배)	n/a	35.5	9.1	6.6
P/B (배)	0.5	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	133.5	11.2	5.8	4.3
Dividend yield (%)	0.0	1.0	1.6	2.3

자료: HD한국조선해양, 삼성증권 추정

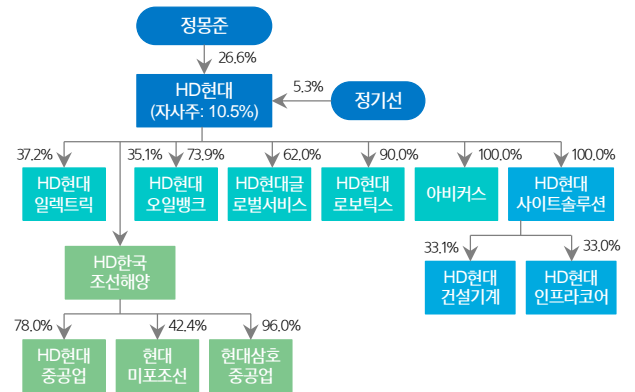


## HD현대 그룹의 친환경선 사업에서의 시너지



자료: 삼성증권

## HD현대 그룹 지분 구조도



자료: HD현대, 삼성증권

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	15,493	17,302	22,150	26,859	28,413
매출원가	16,010	16,936	20,119	24,439	25,452
매출총이익	-517	366	2,031	2,420	2,962
(매출총이익률, %)	-3.3	2.1	9.2	9.0	10.4
판매 및 일반관리비	868	722	1,301	648	685
영업이익	-1,385	-356	730	1,772	2,276
(영업이익률, %)	-8.9	-2.1	3.3	6.6	8.0
영업외손익	-247	-76	-310	-160	-52
금융수익	918	2,167	226	808	466
금융비용	1,629	2,838	600	1,283	620
지분법손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	464	597	65	316	104
세전이익	-1,632	-431	419	1,612	2,225
법인세	-491	-136	126	435	601
(법인세율, %)	30.1	31.5	30.0	27.0	27.0
계속사업이익	-1,141	-295	294	1,177	1,624
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-1,141	-295	294	1,177	1,624
(순이익률, %)	-7.4	-1.7	1.3	4.4	5.7
지배주주순이익	-929	-217	255	1,000	1,380
비지배주주순이익	-212	-78	38	177	244
EBITDA	-986	66	1,173	2,239	2,765
(EBITDA 이익률, %)	-6.4	0.4	5.3	8.3	9.7
EPS (지배주주)	-13,131	-3,065	3,609	14,133	19,504
EPS (연결기준)	-16,125	-4,171	4,148	16,627	22,946
수정 EPS (원)*	-13,131	-3,065	3,609	14,133	19,504

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	836	462	254	752	1,543
당기순이익	-1,141	-295	294	1,177	1,624
현금유출입이없는 비용 및 수익	233	292	710	1,004	729
유형자산 감가상각비	394	411	432	452	473
무형자산 상각비	5	10	12	14	16
기타	-166	-129	266	538	240
영업활동 자산부채 변동	1,795	481	-749	-1,429	-810
투자활동에서의 현금흐름	181	-1,339	-643	-643	-643
유형자산 증감	-354	-643	-643	-643	-643
장단기금융자산의 증감	116	-1,190	-0	-0	-0
기타	419	494	-0	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	-189	-977	315	-200	-250
차입금의 증가(감소)	-964	-288	315	-200	-250
자본금의 증가(감소)	0	67	0	0	0
배당금	-4	-3	0	0	0
기타	779	-753	0	0	0
현금증감	864	-1,870	-74	-91	649
기초현금	3,703	4,567	2,697	2,623	2,532
기말현금	4,567	2,697	2,623	2,532	3,182
Gross cash flow	-909	-3	1,004	2,181	2,353
Free cash flow	453	-205	-413	85	876

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: HD한국조선해양, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	14,562	15,776	17,377	20,094	21,650
현금 및 현금등가물	4,567	2,697	2,623	2,532	3,182
매출채권	836	672	1,214	1,472	1,557
재고자산	1,554	2,203	1,881	2,281	2,413
기타	7,605	10,203	11,659	13,809	14,498
비유동자산	12,731	14,108	14,344	14,558	14,750
투자자산	807	1,155	1,153	1,152	1,150
유형자산	9,872	10,143	10,355	10,546	10,716
무형자산	134	164	190	215	237
기타	1,918	2,646	2,646	2,646	2,646
자산총계	27,293	29,883	31,721	34,652	36,400
유동부채	11,286	15,033	16,650	17,755	17,847
매입채무	2,066	1,610	1,942	2,355	2,335
단기차입금	1,220	635	1,400	1,200	1,200
기타 유동부채	8,001	12,789	13,308	14,200	14,312
비유동부채	3,593	2,538	2,632	3,569	4,012
사채 및 장기차입금	2,577	1,437	987	987	737
기타 비유동부채	1,016	1,101	1,645	2,583	3,275
부채총계	14,879	17,571	19,281	21,324	21,860
지배주주지분	9,857	9,715	9,843	10,731	11,943
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,468	2,468	2,468	2,468
이익잉여금	14,467	14,300	14,483	15,371	16,583
기타	-7,365	-7,407	-7,462	-7,462	-7,462
비지배주주지분	2,557	2,597	2,597	2,597	2,597
자본총계	12,414	12,312	12,440	13,328	14,540
순부채	374	1,160	1,454	1,271	368

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	4.0	11.7	28.0	21.3	5.8
영업이익	적전	적지	흑전	142.9	28.4
순이익	적지	적지	흑전	300.9	38.0
수정 EPS**	적지	적지	흑전	291.6	38.0
주당지표					
EPS (지배주주)	-13,131	-3,065	3,609	14,133	19,504
EPS (연결기준)	-16,125	-4,171	4,148	16,627	22,946
수정 EPS**	-13,131	-3,065	3,609	14,133	19,504
BPS	139,385	137,382	139,189	151,748	168,889
DPS (보통주)	0	0	1,300	2,000	3,000
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	35.5	9.1	6.6
P/B***	0.7	0.5	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	n/a	133.5	11.2	5.8	4.3
비율					
ROE (%)	-9.0	-2.2	2.6	9.7	12.2
ROA (%)	-4.3	-1.0	1.0	3.5	4.6
ROIC (%)	-7.4	-2.0	4.0	8.9	10.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	28.5	11.2	12.2
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	1.0	1.6	2.3
순부채비율 (%)	3.0	9.4	11.7	9.5	2.5
이자보상배율 (배)	-7.8	-2.1	4.8	11.5	15.7

## Industrial팀

한영수

팀장

han.youngsoo@samsung.com

이가영

Research Associate

kayoung.i.lee@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	10,300원	26.1%
현재주가	8,170원	
시가총액	7.2조원	
Shares (float)	880,000,000주 (73.2%)	
52주 최저/최고	4,885원/8,170원	
60일-평균거래대금	471.9억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
삼성중공업 (%)	25.1	60.5	53.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	27.8	47.4	37.7

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	10,300	6,700	53.7%
2023E EPS	41	37	10.8%
2024E EPS	260	241	7.9%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	7,991
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## 삼성중공업 (010140)

## 경쟁사와의 격차를 좁혀갈 수 있는 상황

- 주가는 연초 대비 상승. 하지만 밸류에이션은 여전히 경쟁사들 대비 할인. 신규 수주 모멘텀과, 하반기 손익 개선이 밸류에이션 격차를 좁히는 계기로 작용할 것
- 신규 수주는 회사가 강점을 갖고 있는 FLNG와, 메탄올 추진 컨테이너선이 모멘텀으로 작용할 것. 손익도 적자 수주 소진과 함께 개선 추세에 돌입

## WHAT'S THE STORY?

**밸류에이션 격차 축소 기대:** 섹터 목표 밸류에이션 상향분을 반영하여, 목표주가를 10,300 원으로 상향('24년 BPS에 산업 목표 P/B 2.3배 적용). 매수 투자 의견 역시 유지하는데, 이는 업황 지표가 개선 추세에 있고, 회사와 경쟁사들 사이의 밸류에이션 격차가 현재보다는 축소될 수 있다고 판단하기 때문. 구체적으로 수주와 실적 개선이 할인 완화의 계기가 될 것. 참고로 회사 주가는 연초 대비 60% 상승하여 섹터를 아웃퍼폼했지만, 밸류에이션 상으로는 여전히 경쟁사들 대비 할인. HD현대중공업과는 엔진사업 유무와 수익성 개선 속도 및 원가구조의 차이, 그리고 러시아 프로젝트의 존재가 할인의 원인. 하지만, 현재 회사의 밸류에이션은 또 다른 경쟁사인 한화오션 대비로도 할인. 현재의 격차는 과도한 수준.

**신규 수주, FLNG와 컨테이너선:** 회사는 올해 현재까지 연간 수주 목표의 34%를 달성한 것으로 추정. 경쟁사 대비 달성률은 다소 느린 편. 하지만, 현재 진행 중인 대형 프로젝트들을 감안하면, 올해 목표 달성은 무난할 것. 진행 프로젝트 중, 특히 모잠비크 부유식 가스생산 설비(FLNG)와 Evergreen의 컨테이너선 시리즈 수주 건에 주목. FLNG는 해양구조물 내에서도 회사가 경쟁사 대비 앞서 있다고 평가받는 제품. 그리고 Evergreen 컨테이너선은 계약 규모 자체가 클 뿐만 아니라, 회사 입장에서 최초의 메탄올 추진선이라는 점이 중요. 전자는 회사의 해양구조물 내 경쟁력을 부각시키고, 후자는 차세대 친환경 선박에서의 경쟁력 우려를 완화시키는 역할을 할 것.

**실적 개선도 시작:** 수익성 역시 하반기에 의미 있는 개선 추세에 돌입할 것. 회사의 손익 개선속도가 경쟁사들 대비 부진했던 원인 중 하나는 회사의 100% 환헛지 정책. 이로 인해 지난해 회사는 경쟁사 대비 원화 약세의 효익을 누리지 못한 상태. 하지만 환율 상승 효과는 결국 시차를 두고 손익에 반영될 것. 채고 드릴십 매각과, 저가 수주분이 소진되는 가운데, 삼성전자 플랜트 공사 프로젝트도 지속해서 손익에 기여할 것으로 예상.

## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	5,945	8,066	9,182	10,102
영업이익 (십억원)	-854	145	427	665
순이익 (십억원)	-627	36	232	434
EPS (adj) (원)	-704	41	260	488
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	537.6	87.2
EBITDA margin (%)	-11.0	4.2	6.8	8.5
ROE (%)	-16.1	1.0	5.8	10.1
P/E (adj) (배)	n/a	200.0	31.4	16.8
P/B (배)	1.2	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (배)	n/a	30.1	15.2	10.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성중공업, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,622	5,945	8,066	9,182	10,102
매출원가	7,388	6,407	7,515	8,305	8,949
매출총이익	-766	-462	551	878	1,153
(매출총이익률, %)	-11.6	-7.8	6.8	9.6	11.4
판매 및 일반관리비	546	392	406	451	488
영업이익	-1,312	-854	145	427	665
(영업이익률, %)	-19.8	-14.4	1.8	4.7	6.6
영업외손익	-38	300	-102	-118	-87
금융수익	186	177	30	68	44
금융비용	301	257	148	210	143
지분법손익	-2	-1	-1	-1	-1
기타	79	380	16	25	13
세전이익	-1,350	-555	43	309	578
법인세	102	73	6	77	145
(법인세율, %)	-7.6	-13.1	15.0	25.0	25.0
계속사업이익	-1,452	-627	36	232	434
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-1,452	-627	36	232	434
(순이익률, %)	-21.9	-10.6	0.5	2.5	4.3
지배주주순이익	-1,445	-619	36	229	429
비지배주주순이익	-7	-8	0	2	4
EBITDA	-1,113	-655	340	620	857
(EBITDA 이익률, %)	-16.8	-11.0	4.2	6.8	8.5
EPS (지배주주)	-2,053	-704	41	260	488
EPS (연결기준)	-2,063	-713	41	263	493
수정 EPS (원)*	-2,053	-704	41	260	488

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	845	-1,693	-35	618	233
당기순이익	-1,452	-627	36	232	434
현금유출입이없는 비용 및 수익	655	-86	243	278	253
유형자산 감가상각비	196	197	193	189	186
무형자산 상각비	4	2	2	4	6
기타	456	-285	48	85	61
영업활동 자산부채 변동	1,623	-961	-315	108	-453
투자활동에서의 현금흐름	100	1,102	110	80	80
유형자산 증감	169	261	110	80	80
장단기금융자산의 증감	-647	-774	0	0	0
기타	578	1,615	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-1,369	947	23	-450	-250
차입금의 증가(감소)	-2,426	1,597	23	-450	-250
자본금의 증가(감소)	1,429	14	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-372	-664	0	0	0
현금증감	-416	348	98	248	63
기초현금	987	571	919	1,017	1,264
기말현금	571	919	1,017	1,264	1,328
Gross cash flow	-797	-713	280	510	686
Free cash flow	806	-1,755	-115	518	123

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 삼성중공업, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,594	8,412	8,840	10,003	10,805
현금 및 현금등가물	571	919	1,017	1,264	1,328
매출채권	114	701	663	755	830
재고자산	1,488	1,574	1,768	2,013	2,214
기타	3,421	5,218	5,392	5,971	6,432
비유동자산	6,545	6,080	5,801	5,554	5,309
투자자산	560	384	384	384	384
유형자산	5,614	5,235	4,932	4,663	4,397
무형자산	24	26	51	73	94
기타	347	434	434	434	434
자산총계	12,139	14,492	14,641	15,557	16,114
유동부채	7,058	9,216	9,286	9,948	10,058
매입채무	548	625	729	881	969
단기차입금	922	1,407	1,450	1,200	1,100
기타 유동부채	5,587	7,184	7,107	7,868	7,989
비유동부채	983	1,704	1,577	1,592	1,610
사채 및 장기차입금	397	1,137	1,117	917	767
기타 비유동부채	586	567	460	676	843
부채총계	8,041	10,920	10,863	11,540	11,668
지배주주지분	4,111	3,594	3,800	4,040	4,469
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	5,488	5,502	5,502	5,502	5,502
이익잉여금	-1,355	-1,959	-1,923	-1,694	-1,264
기타	-902	-829	-659	-649	-649
비지배주주지분	-14	-23	-23	-23	-23
자본총계	4,097	3,572	3,778	4,017	4,446
순부채	1,435	1,695	3,078	2,269	1,880

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-3.5	-10.2	35.7	13.8	10.0
영업이익	적지	적지	흑전	194.5	55.7
순이익	적지	적지	흑전	537.6	87.2
수정 EPS**	적지	적지	흑전	537.6	87.2
주당지표					
EPS (지배주주)	-2,053	-704	41	260	488
EPS (연결기준)	-2,063	-713	41	263	493
수정 EPS**	-2,053	-704	41	260	488
BPS	4,813	4,208	4,449	4,729	5,232
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	200.0	31.4	16.8
P/B***	1.2	1.2	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	n/a	n/a	30.1	15.2	10.6
비율					
ROE (%)	-36.9	-16.1	1.0	5.8	10.1
ROA (%)	-11.6	-4.7	0.2	1.5	2.7
ROIC (%)	-20.0	-16.0	1.9	4.8	7.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	35.0	47.5	81.5	56.5	42.3
이자보상배율 (배)	-9.7	-8.6	1.2	3.7	6.6

## Industrial팀

한영수

팀장

han.youngsoo@samsung.com

## 이가영

Research Associate

kayoung.i.lee@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	37,000원	-19.6%
현재주가	46,000원	
시가총액	10.0조원	
Shares (float)	216,873,399주 (21.8%)	
52주 최저/최고	17,600원/46,000원	
60일-평균거래대금	428.3억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한화오션 (%)	52.8	136.5	132.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	56.1	117.2	109.1

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	37,000	21,000	76.2%
2023E EPS	452	367	23.2%
2024E EPS	1,127	858	31.4%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	32,182
Recommendation	3.7
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 한화오션 (042660)

## 알려진 호재들은 모두 반영했지만

- 한화그룹 편입 후 경영 정상화와, 주식 수급 이슈로 올해 가장 크게 아웃퍼폼
- 영구채 조건 변화, 수출입 은행 출자전환 영향, 내년 이익 정상화는 실제 기업가치에 긍정적. 하지만, 이를 모두 반영해도 현재의 프리미엄은 설명하기 어려운 수준
- 경쟁사의 추가 레벨업 혹은 업황지표 추가 개선으로, 한화오션의 상대적 밸류에이션 부담이 완화되는 시점을 기다리는 것이 합리적

## WHAT'S THE STORY?

올해 가장 아웃퍼폼한 조 선사: 회사 주가는 연초 대비 무려 143% 상승. KOSPI 내 가장 아웃퍼폼한 대형주 중 하나. 한화그룹 편입이 마무리되면서 관련 불확실성이 해소된 덕분. 그룹의 HSD엔진 인수로, 시너지 기대도 부상. 그룹이 유동 주식이 고정된 가운데 시가총액이 급격히 증가하는 인수구조를 적용하여, 각종 지수 편입과 같은 주식 수급 관련 기대까지 반영. 물론, 재무적으로 기업가치를 제고할 수 있는 이벤트도 존재. 수출입은행이 미지급 이자를 출자 전환하면서 재무부담은 감소하고 자본은 증가. 영구채 관련 조건도 우호적으로 변경되면서, 미래 이자비용 부담 역시 크게 경감.

경쟁사들의 레벨업을 기다려줘야 할 타이밍: 한화그룹 편입에 따른 경영 정상화를 반영하여 내년 이익전망을 23% 상향. 수은의 출자전환으로 자본 추정치도 상향. 여기에 산업 목표 P/B 상향까지 적용하여, 목표주가를 3.7만원으로 상향. 밸류에이션은 기존과 동일하게 산업 목표 P/B를 10% 할증 적용. 2018년 3-6월에 회사가 주식 수급 이슈로 단기 할증 거래된 사례를 적용한 것. 또한 해당 목표주가는 영구채를, 전량 자본으로 간주하여 산출. 영구채 금리인상 시점 연기로 당분간 부채보다 자본 성격이 강화될 수 있음을 반영한 것.

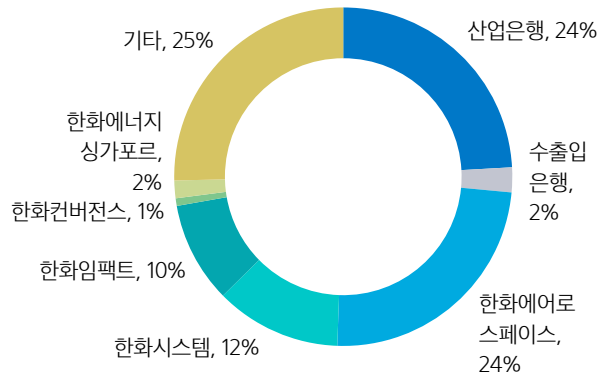
시장에 알려진 호재 대부분을 반영했음에도, 현 주가에서 투자자들이 경쟁사보다 한화오션 주식을 선택할 유인이 부족. 현재 회사는 상장사 중 최고 수준인 2024년 P/B 3.1배에 거래. P/E 기준으로 큰 폭 할증. 시가 총액(10.0조원) 관점에서도, HD현대중공업의 79% 수준에 육박. HD현대중공업 주가에 포함된 엔진사업 부문 가치와, 선박 건조 규모의 차이를 감안하면, 전통적 재무기법으로는 추가 상승 여력 설명이 어려운 상황. 물론 업황이 개선추세에 있고, 세계적 조선소인 한화오션도 수혜를 기대. 하지만 이제는 경쟁사들의 추가 레벨업으로, 한화오션의 밸류에이션 부담이 완화되는 과정이 필요한 단계.

## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	4,860	8,558	9,238	9,707
영업이익 (십억원)	-1,614	154	372	595
순이익 (십억원)	-1,745	79	244	406
EPS (adj) (원)	-16,262	452	1,127	1,873
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	149.6	66.2
EBITDA margin (%)	-30.5	4.2	6.3	8.3
ROE (%)	-117.8	4.2	7.8	11.7
P/E (adj) (배)	n/a	101.9	40.8	24.6
P/B (배)	2.7	3.3	3.1	2.7
EV/EBITDA (배)	n/a	31.0	19.3	13.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한화오션, 삼성증권 추정

## 한화오션 지분구조도(보통주 기준)



자료: 한화오션

## 자본에 반영된 영구채 금리조건

	기존	한화그룹 인수에 따른 변경 조건
만기	2046-2048년	2046-2048년
금리	1%에서 등급 민평에 0.25%씩 가산	2028년까지 1%, 2034년까지 1.5%, 2040년까지 2%
전환조건	40,350원/주	40,350원/주

자료: 한화오션, 삼성증권

## 조선사별 수주 실적 및 가이드نس 달성률

(백만달러, %)	2023 YTD	2023 수주목표		2022년 수주	
		가이드نس	달성률	연간 수주	달성률
HD현대중공업	5,546	9,437	58.8	11,634	47.7
조선	4,328	8,213	52.7	11,615	37.3
해양	1,218	1,224	99.5	19	6,411.0
현대삼호중공업	5,841	2,600	224.7	8,682	67.3
현대미포조선	3,017	3,700	81.6	3,787	79.7
그룹소계(한국조선)	14,404	15,737	91.5	24,103	59.8
삼성중공업	3,181	9,500	33.5	9,400	33.8
한화오션	1,070	6,980	15.3	10,480	10.2
대형 5사 총계	18,656	32,217	57.9	43,983	42.4

자료: 각 사, 삼성증권 추정

## 한화오션 vs HD현대중공업

	한화오션 (A)	HD현대중공업 (B)	비율 (A/B, %)
시가총액	10,377	12,774	81.2
2024E P/B (배)	3.4	2.1	161.9
사업구성	선박, 해양구조물, 방위산업	선박, 해양구조물, 방위산업, 선박엔진	
'23E 자본규모 (십억원)	3,010	5,283	57.0
'23E 매출액	8,558	12,062	71.0
수주 잔고 (백만달러)*	28,950	37,857	76.5
'23 YTD 수주 (백만달러)*	1,070	7,166	14.9

참고: \* 선박엔진 포함. 수주 잔고는 인도기준이며 5월말 기준

자료: 각 사, Clarksons

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,487	4,860	8,558	9,238	9,707
매출원가	6,034	6,207	7,982	8,414	8,640
매출총이익	-1,547	-1,347	576	824	1,068
(매출총이익률, %)	-34.5	-27.7	6.7	8.9	11.0
판매 및 일반관리비	208	267	421	451	473
영업이익	-1,755	-1,614	154	372	595
(영업이익률, %)	-39.1	-33.2	1.8	4.0	6.1
영업외손익	27	-181	-49	-50	-60
금융수익	277	540	99	268	147
금융비용	761	1,137	175	412	245
지분법손익	-1	0	0	0	0
기타	512	416	28	94	38
세전이익	-1,727	-1,794	106	323	535
법인세	-28	-50	26	77	128
(법인세율, %)	1.6	2.8	24.8	23.9	24.0
계속사업이익	-1,700	-1,745	79	244	406
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-1,700	-1,745	79	244	406
(순이익률, %)	-37.9	-35.9	0.9	2.6	4.2
지배주주순이익	-1,700	-1,745	79	244	406
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	-1,631	-1,483	360	583	810
(EBITDA 이익률, %)	-36.3	-30.5	4.2	6.3	8.3
EPS (지배주주)	-15,843	-16,262	452	1,127	1,873
EPS (연결기준)	-15,843	-16,262	452	1,127	1,873
수정 EPS (원)*	-15,843	-16,262	452	1,127	1,873

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	486	-1,065	-1,189	-10	620
당기순이익	-1,700	-1,745	79	244	406
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,453	661	228	240	249
유형자산 감가상각비	124	130	206	210	214
무형자산 상각비	0	0	0	0	1
기타	1,329	531	22	30	34
영업활동 자산부채 변동	760	39	-1,496	-495	-35
투자활동에서의 현금흐름	101	88	-149	-149	-149
유형자산 증감	-95	-121	-150	-150	-150
장단기금융자산의 증감	-71	-196	0	0	0
기타	267	405	1	1	1
재무활동에서의 현금흐름	-157	-130	2,163	110	110
차입금의 증가(감소)	162	202	22	110	110
자본금의 증가(감소)	0	0	2,141	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-319	-332	-0	0	0
현금증감	435	-1,119	852	-50	581
기초현금	1,344	1,779	660	1,512	1,462
기말현금	1,779	660	1,512	1,462	2,043
Gross cash flow	-247	-1,084	307	485	655
Free cash flow	386	-1,187	-1,339	-160	470

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한화오션, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,481	7,822	10,666	11,338	12,438
현금 및 현금등가물	1,779	660	1,512	1,462	2,043
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	1,139	2,202	2,040	2,202	2,314
기타	3,563	4,961	7,115	7,674	8,082
비유동자산	4,142	4,413	4,360	4,303	4,241
투자자산	469	278	278	279	279
유형자산	3,469	3,787	3,730	3,670	3,605
무형자산	1	2	4	8	11
기타	203	347	347	347	347
자산총계	10,623	12,236	15,026	15,641	16,680
유동부채	7,464	10,672	11,008	11,182	11,610
매입채무	467	617	1,086	785	824
단기차입금	1,138	1,283	1,150	1,150	1,150
기타 유동부채	5,859	8,772	8,771	9,248	9,635
비유동부채	941	818	1,008	1,194	1,399
사채 및 장기차입금	234	100	255	365	475
기타 비유동부채	707	718	753	829	924
부채총계	8,406	11,491	12,016	12,376	13,009
자배주주지분	2,218	745	3,010	3,265	3,671
자본금	541	541	1,089	1,089	1,089
자본잉여금	18	18	1,611	1,611	1,611
이익잉여금	-1,001	-2,701	-2,622	-2,378	-1,972
기타	2,660	2,887	2,932	2,942	2,942
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,218	745	3,010	3,265	3,671
순부채	916	1,888	1,185	1,293	765

## 재무비율 및 주당지표

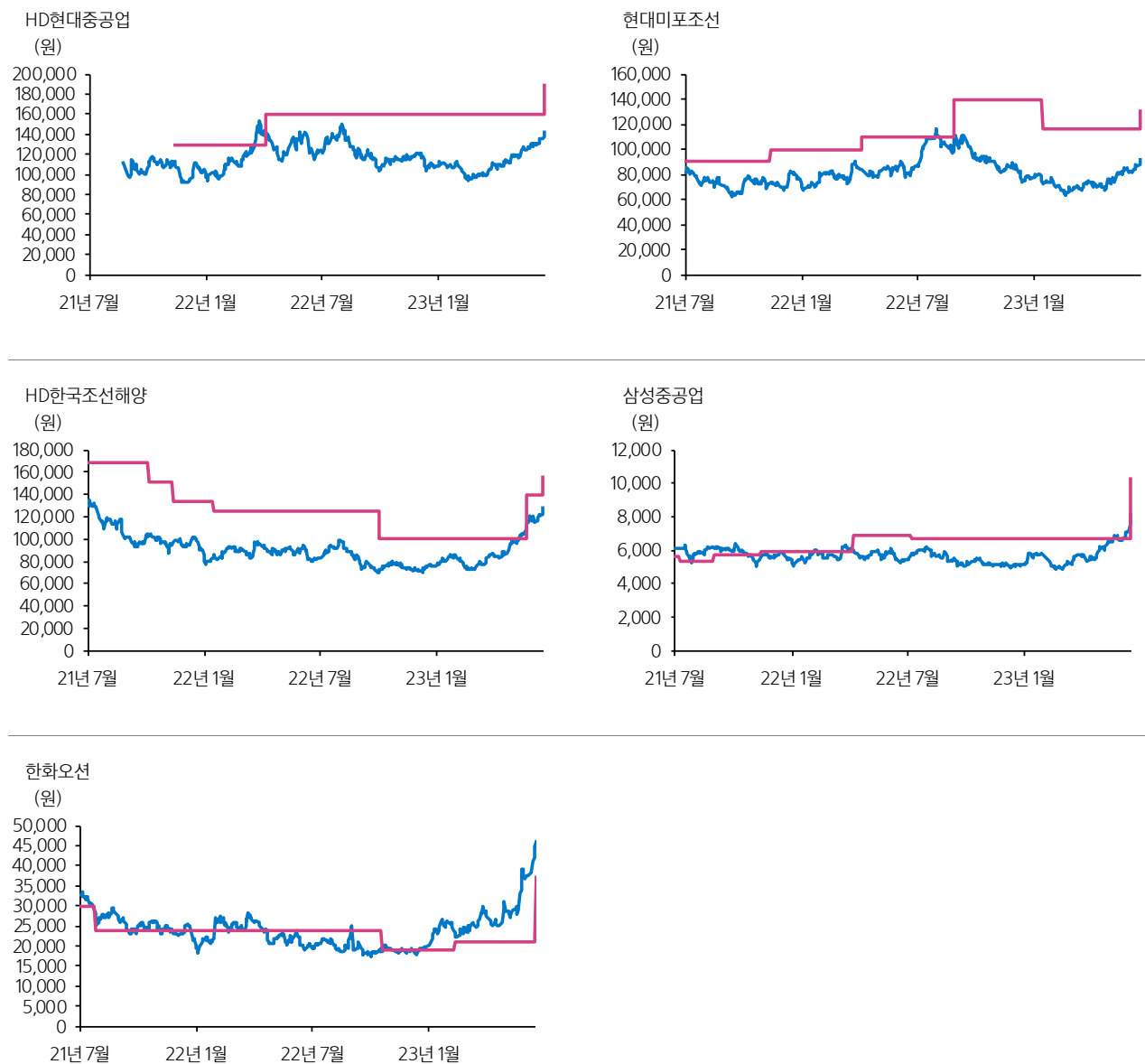
12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-36.2	8.3	76.1	7.9	5.1
영업이익	적전	적지	흑전	141.2	59.8
순이익	적전	적지	흑전	210.9	66.2
수정 EPS**	적전	적지	흑전	149.6	66.2
주당지표					
EPS (지배주주)	-15,843	-16,262	452	1,127	1,873
EPS (연결기준)	-15,843	-16,262	452	1,127	1,873
수정 EPS**	-15,843	-16,262	452	1,127	1,873
BPS	20,672	6,945	13,882	15,055	16,928
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	101.9	40.8	24.6
P/B***	1.1	2.7	3.3	3.1	2.7
EV/EBITDA	n/a	n/a	31.0	19.3	13.3
비율					
ROE (%)	-55.9	-117.8	4.2	7.8	11.7
ROA (%)	-16.2	-15.3	0.6	1.6	2.5
ROIC (%)	-31.7	-33.8	2.6	6.0	9.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	41.3	253.5	39.4	39.6	20.8
이자보상배율 (배)	-15.2	-13.2	1.5	3.6	5.1



## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 한영수, 이가영은 2023년 6월 1일~2일 한화오션 사업장 투어에 한화오션의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 2023년 7월 12일 현재 삼성중공업(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 7월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 7월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

## HD현대중공업

일 자	2021/12/7	2022/4/29	2022/4/29	2023/7/13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	130,000	160,000	160,000	189,000
과리율 (평균)	-14.49	-26.42	-25.86	
과리율 (최대or최소)	18.08	-6.56	-6.56	

## 현대미포조선

일 자	2021/4/30	7/22	12/7	2022/4/29	9/22	2023/2/8	7/13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	87,400	90,000	100,000	110,000	140,000	116,000	130,000
과리율 (평균)	-1.21	-17.89	-23.11	-17.08	-36.52	-35.74	
과리율 (최대or최소)	7.67	-5.22	-9.50	5.45	-20.36	-20.60	

## HD한국조선해양

일 자	2021/4/30	7/22	10/29	12/7	2022/2/8	10/28	2023/6/16	7/13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	176,000	168,000	151,000	134,000	125,000	100,000	140,000	155,000
과리율 (평균)	-20.76	-33.24	-35.03	-30.34	-30.33	-19.06	-15.06	
과리율 (최대or최소)	-8.81	-19.64	-30.79	-23.51	-20.72	8.70	-8.57	

## 삼성중공업

일 자	2020/12/3	2021/8/2	12/7	2022/5/2	8/1	2023/7/13
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
TP (원)	5,620	5,339	5,900	6,900	6,700	10,300
과리율 (평균)	12.85	10.50	-3.51	-17.95	-16.06	
과리율 (최대or최소)	-3.83	-5.04	7.63	-12.03	-7.31	

## 한화오션

일 자	2021/5/18	2022/8/18	2022/11/14	2023/3/7	7/13
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	30,000	24,000	19,000	21,000	37,000
과리율 (평균)	14.57	-18.79	10.33	38.00	
과리율 (최대or최소)	-3.67	3.96	39.47	5.95	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

## 기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

## 산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.06.30

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA