

**Buy**

# 조선업

- 제2차 슈퍼 사이클 이후 20여년만에 찾아온 조선업 호황
- 국제해사기구(IMO)의 탄소 규제를 중심으로 한 전세계적인 친환경 고부가가치 선박 수요의 증가
- 증가하는 P(신조선가)와 제한적인 Q(신규수주), 줄어드는 C(후판 가격, 인건비)
- 선별 수주 전략을 통한 국내 조선사들의 수익성 증대 기대

Price trend (1 year)



HD한국조선해양

## Signal 1: 계속되는 신조선가 상승의 장기적인 랠리

새로 선박을 건조하는 가격을 가능할 수 있는 지표인 신조선가지수는 2020년 11월부터 상승하기 시작해 최근까지 지속적인 상승세를 이어가고 있다. 2024년 8월 기준 클락슨 신조선가지수는 작년 동월 대비 9% 상승한 187.98를 기록했다. 이는 제2차 슈퍼 사이클 시기 역사적 고점이었던 191.58과 불과 3.6포인트 차이이며, 신조선가지수가 180선을 넘은 것은 2008년 11월 이후 처음이다. 이렇듯 4개월째 연속 상승세를 보이고 있는 높은 신조선가지수에도 불구하고 4년 뒤 인도 물량까지 계약이 진행 중이며, 현재 선박 가격의 결정권이 조선사에게 있는 만큼 신조선가 지수는 계속해서 상승세를 보일 것으로 예상된다.

### Team 3

|     |      |
|-----|------|
| 강윤구 | 박현성  |
| 방준식 | 사공예인 |
| 유하은 | 장지웅  |
| 정정환 | 최아현  |
| 최예훈 |      |

## Signal 2: 조선 업계에 불어오는 친환경 바람

전 세계 무역의 약 90%가 해상으로 이루어지며, 해운업은 전체 온실가스 배출량의 약 3%를 차지하고 있다. 이에 국제해사기구(IMO)는 2030년까지 선박 탄소 배출량을 20% 감축하고, 2050년까지 탄소 배출량을 제로로 만들기 위한 목표를 설정하여 탄소 규제를 강화하고 있다. 또한, EU도 해운 분야에 탄소 배출권 거래제를 도입하는 등 조선업계에 친환경 바람이 거세게 불어오고 있다. 이러한 상황과 선박 교체 시기가 맞물리면서 LNG선, 암모니아선과 같은 친환경 고부가가치 선박 시장의 성장 및 수요 증가가 가시화되고 있다. 국제에너지기구(IEA)에 따르면 2050년에는 암모니아가 전체 선박 연료의 46%를 차지할 것으로 전망되며, 이는 조선업의 친환경 흐름과 고부가가치 선박의 성장 가능성을 뒷받침하고 있다.

## Signal 3: 풍부한 수주 잔고와 대비되는 CAPA 제한성

2020년 이후 조선 업황이 반등하면서 글로벌 수주 잔고가 증가하고 있다. 국내 조선 3사의 올해 상반기 수주 잔고는 200조원에 육박하며, 이는 2027년까지 약 3년치 일감을 이미 확보한 셈이다. HD한국조선해양은 올해 총 144척을 수주하여 반년 만에 연간 목표인 135억 달러를 120.5% 초과 달성했다. 한화오션은 27척, 53억 달러를 수주하여 지난해 수주 금액인 35억 달러를 초과했으며, 삼성중공업도 22척을 수주하여 연간 목표인 97억 달러의 51%를 달성하는 등 조선사들의 수익성이 크게 증가하고 있다. 그러나 1000여개에 달했던 전 세계의 조선소 개수는 20년 전 슈퍼 사이클 이후 400여개로, 꾸준히 줄어들고 있다. 이렇듯 P는 지속적으로 상승하고 있으나 Q의 상승이 제한적인 상황에서 공급자 우위의 시장이 계속된다면 조선사의 수익성은 더욱 큰 폭으로 증가할 것이다.

# CONTENTS

---

|             |       |    |
|-------------|-------|----|
| 산업개요        | ..... | 3  |
| 밸류체인 및 수익구조 | ..... | 10 |
| 산업현황        | ..... | 15 |
| 산업전망        | ..... | 18 |
| 투자접근        | ..... | 22 |
| 개별기업        | ..... | 30 |

# I. 산업개요

## 1. 조선업의 정의와 특징

### 1) 조선업의 정의와 성격

조선업은 각종 항해용 선박과 준설선, 시추대 및 부유 구조물 등의 기타 비항해용 선박을 건조(建造)하는 산업 활동이며, 해운사들이 발주를 넣으면 선박으로 만들어 납품하는 수주 산업이다.

조선사들은 전 세계라는 단일 시장을 두고 사업을 진행하기에, 경쟁이 치열할 뿐만 아니라 국가 대항전의 성격을 띠고 있다. 세계 조선업은 한국, 중국, 일본 3국이 점유하고 있다. 올 상반기 전 세계 누계 수주는 2401만CGT(903척)로 전년 동기 2471만CGT(1120척) 대비 3% 감소한 것으로 나타났다는데, 이중 한국이 594만CGT(132척, 25%), 중국이 1540만CGT(615척, 64%)를 기록하며 지난해 상반기와 비교해 각각 9%, 12% 증가했으며, 시장점유율 또한 3%p, 8%p씩 상승했다. 일본의 경우 한중일 3국 중 가장 낮은 3%의 수주 점유율을 보였다.

조선업은 호황과 불황을 반복하는 주기성을 띄는 대표적인 업종으로 장기 cycle의 변곡점이 수요보다 공급 요인으로 결정된다는 점, cycle의 주기가 길어 업황 개선과 악화 속도가 느리다는 성격 또한 지니고 있다.

### 2) 특징1 : 노동집약적

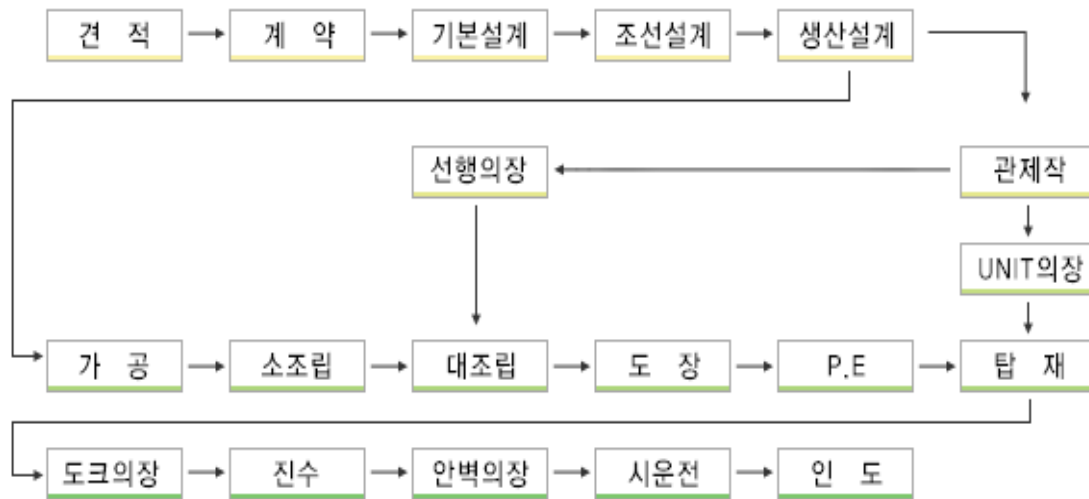
조선업은 노동집약적인 특징을 지니고 있다. 선박의 건조 공정은 매우 다양하며, 발주 목적에 따라 주문의 요건이 다르기 때문에 자동화가 어렵다. 따라서 많은 기술과 기능 인력을 필요로 한다. 이에 고도로 숙련된 인력의 투입이 필수적이며, 특히 고품질의 용접 결과물을 만들어내기 위해 꼭 필요한 고속련 용접공 같은 경우 전문성의 확보를 위해 최소 5년 이상의 숙련 기간이 필요하다. 이러한 시간적 요구로 인해 급격한 capa 확대가 어렵다는 점도 조선업의 대표적인 특징 중 하나이다.

### 3) 특징2 : 자본집약적

조선업은 자본집약적인 특징 또한 지니고 있다. 선박 건조를 위해 넓은 공장 부지와 기반 시설, 도크와 크레인과 같은 대형 설비의 자본 투입이 요구되며, 통상 국제 운송에 사용되는 선박을 건조하기 위해서는 선박 한 척 당 200억원에서 많게는 2000억원 이상의 자본이 요구된다.

#### 4) 특징3 : 기술집약적

기술집약적이라는 점도 조선업의 대표적인 특징 중 하나로 꼽힌다. 선박 건조 과정은 매우 복잡하며, 여러 단계와 공정을 거친다. 특히 LNG선과 친환경 선과 같은 특수 목적선의 경우 기계, 전기전자, 건축기술 등의 융합적인 기술들이 요구되며 최근에는 ICT와 로봇 기술까지 선박 건조 과정에 접목되고 있는 추세이다.



선박 건조 과정

## 2. 조선업 선정 요인

### 1) 친환경 선박에 대한 세계적 흐름

전세계 무역의 약 90%가 해상으로 이동하고, 이러한 상황에서 해운은 전 세계 온실가스 배출량의 약 3%를 차지하고 있다. 이에 IMO(국제해사기구, International Maritime Organization)는 2030년까지 선박 탄소 배출량 20% 감축, 2050년까지 탄소 배출량 제로 달성에 대한 목표를 세우고 탄소 규제를 강화하고 있다. EU에서도 해운 분야에 탄소 배출권 거래제를 도입하고, 친환경연료 의무 사용 비율을 정하여 준수하도록 하였다. 이에 따라 규제 조건을 충족하는 친환경 선박에 대한 수요는 전 세계적으로 급증하고 있다.

### 2) 선박 교체 시기의 도래와 맞물린 신조선가 상승

이러한 흐름과 지난 슈퍼사이클 때 대량으로 팔려 나간 선박들의 교체 시기가 맞물리면서, 지난 7월 26일 선박 수주 단가를 뜻하는 신조선가지수는 187.98을 기록하였다. 이는 제2차 슈퍼 사이클 시기 역사적 고점이었던 191.58과 불과 3.6포인트 차이이며, 신조선가지수가 180선을 넘은 것

은 2008년 11월이 마지막이었다.



이처럼 조선업은 넘치는 수요를 바탕으로 2022년 이후 신규 수주를 꾸준히 이어왔으며, 특히 국내 조선사들의 경우 최근 LNG선, 암모니아선과 같은 고부가가치선박 선별 수주를 통해 신조선가를 지속적으로 올려 받으면서 수익성을 개선시키고 있다. 이러한 점에서 조선업에 대한 긍정적인 전망을 근거로 해당 산업을 분석하고자 한다.

3. 선박 종류

조선업은 선종별로 구분되며, 이 때 선박은 사용 목적, 화물 상태, 적재 방식에 따라 구분할 수 있다. 선박은 크게 상선, 특수작업선, 군함, 어선으로 나뉘며 그 중에서도 여객 또는 화물을 운반하여 운임 수입을 얻는 것을 목적으로 하는 상선 중 화물선은 다시 운송 화물에 따라 건화물선(벌크선), 유조선(탱커), 컨테이너선, 가스선으로 구분된다.

| 분류    | 세분류                              | 내용                                                                                          |                                |
|-------|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|
| 상선    | 탱커                               | 원유운반선<br>정유운반선<br>화학제품운반선<br>가스운반선<br>원유<br>휘발유, 경유, 중유 등<br>Sulphur, Naphtha 등<br>LPG, LNG |                                |
|       | 겸용선                              | Combined Carrier<br>Ore/Bulk/Oil, Ore/Oil, Oil/Bulk, Oil/Coal 등                             |                                |
|       | 건화물선                             | Bulk Carrier                                                                                | Ore, Coal, Grain, Cement, Log, |
|       |                                  | General Cargo Carrier                                                                       | Lumber 등                       |
|       |                                  | Full Container Ship                                                                         | Container 이외의 포장화물 Container   |
|       |                                  | Pure Car Carrier                                                                            | 각종차량 등                         |
|       | Multi Purpose Cargo Carrier      | General Cargo/Bulk/Container                                                                |                                |
|       | Reefer                           | 냉장 및 냉동화물                                                                                   |                                |
| 어선    | 어로선, 공선, 모선, 운반어선 등              |                                                                                             |                                |
| 특수작업선 | 수로측량선, 해양관측선, 기중기선, 소방선, 해양오염방제선 |                                                                                             |                                |
| 함정    | 전투함, 순양전함, 순양함, 잠수함, 항공모함, 소해정 등 |                                                                                             |                                |

출처 : 한국조선협회



## 1) 건화물선(벌크선)

건화물선은 철강, 석탄, 곡물, 시멘트 등 포장하지 않은 원자재를 선창(Hold)에 말 그대로 '벌크'(대용량)로 실어 나르는 선박이다. 해당 선박은 대량의 화물을 운반하기 위해 큰 개방형 화물칸이나 탱크 형태의 화물칸을 갖추고 있다.



## 2) 탱커

탱커는 선체에 설비된 탱크 안에 액체 형태의 화물을 적재하여 운반하는 선박으로, 주로 석유류와 화학물질 등을 운송한다. 크기에 따라서 대형 원유 탱커부터 작은 화학물질 탱커까지 다양한 종류가 있으며, 크루드 오일, 석유 제품, 화학 물질 등을 저장하고 운송하기 위한 대형 탱크를 갖

추고 있다.



### 3) 컨테이너선

컨테이너선은 화물 적재 시 표준화된 규격의 컨테이너를 사용하여 화물 운반 시 효율성을 극대화한 선박 종류이다. 주로 신속한 운송이 요구되는 화물을 취급하며, 현대적인 해운 산업의 핵심으로 컨테이너는 표준화된 크기로 제작되어 다양한 상품을 효율적으로 운송할 수 있다. 컨테이너선은 대형 컨테이너를 적재하기 위한 큰 갑판 공간과 크레인을 갖추고 있다.



### 4) 가스선

가스선은 액화천연가스(LNG), 액화석유가스(LPG), 압축천연가스(CNG)를 운반하는 선박이다. 주로 천연가스 수출 및 수입에 사용되며, 안전한 운송을 위하여 고압 또는 저온 조건에서 가스를 보관할 수 있는 특수한 탱크 시스템을 갖추고 있다.





#### 4. 관련 주요 지표

##### 1) 거시 경제 지표 – 환율, 금리, 유가

조선업에 큰 영향을 미치는 주요 거시 경제 지표는 환율과 금리, 국제 유가를 들 수 있다. 먼저, 조선업은 국제 무역에 크게 의존하는 산업이므로 환율 변동은 중요한 요소로 작용한다. 환율 변동의 방향 및 수준에 따라 수출 경쟁력과 원자재 비용, 선박 건조 계약 시 가격 등에 큰 영향을 미치며, 이에 조선사는 선박을 수주하면 향후 받을 수출 대금의 환율 변동 위험을 회피(환헤지)하기 위해 선물환을 매도하기도 한다. 또, 조선업은 대규모 자본이 필요한 산업이기에 선박의 수요, 자본 조달 비용 등에 있어서 금리 변동이 큰 영향을 끼친다. 마지막으로, 조선업은 전방 산업인 해운업과 매우 밀접한 관계를 지니고 있기에 운항 비용에 직접적인 영향을 미치는 국제 유가 또한 조선업에 중요한 영향을 미친다. 또, 유가 상승 시 해저 자원을 탐사하고 발굴하는 해양 플랜트 특수 선박의 수요가 높아지는 등의 영향을 미치기도 한다.

##### 2) 조선업 3대 지표

조금 더 범위를 좁혀 살펴보았을 때, 조선업에 더욱 직접적으로 영향을 미치는 지표로는 '조선업 3대 지표'라고 불리는 건조량, 수주량, 수주 잔량이 있다. 이 세 지표는 조선업의 경쟁력을 나타내는 3대 지표로 일컬어진다.

##### 2-1) 건조량

건조량은 국내 조선소가 수주한 물량 중 건조한 물량을 환산톤수(CGT, 실질적인 작업량의 크기를 표시하는 것으로서 선박의 가공공수, 설비능력 및 선가, 작업공사량, 부가가치 등 GT로는 나타낼



수 없었던 것을 상대적으로 나타낸 지수표시)로 나타낸 지표이다. 이는 조선업체의 성과와 경쟁력을 평가하는 데 핵심적인 지표로, 시장 점유율 분석과 생산성 및 효율성의 평가, 재무적 안정성을 살펴보는 데에 중요한 지표로 작용한다.

## 2-2) 수주량

수주량은 국내 조선소가 국내외로부터 수주한 물량을 환산톤수(CGT)로 나타낸 지표이다. 수주량은 조선소의 향후 생산 계획을 세우는 데 중요한 역할을 하며, 높은 수주량은 앞으로의 생산이 꾸준히 유지될 것임을 의미한다. 수주량의 증가는 지속적 계약 체결을 의미하므로 조선업의 장기적인 성장 가능성을 시사한다.

## 2-3) 수주 잔량

수주 잔량은 국내 조선소가 수주한 전체 물량 중 건조하고 남은 물량을 환산톤수(CGT)로 나타낸 지표이다. 수주 잔량이 많다는 것은 앞으로 조선소가 일정 기간 동안 안정적으로 선박을 건조할 수 있는 주문이 확보되어 있음을 의미하며, 조선업의 재무 안정성에 중요한 영향을 미친다.

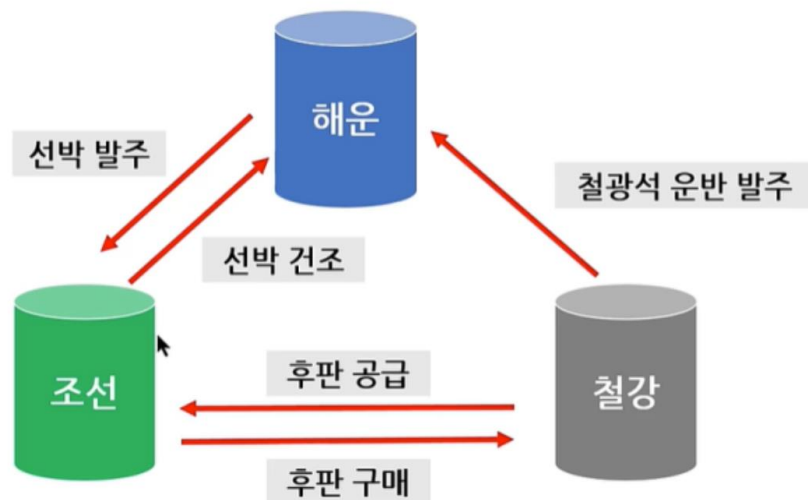
## Ⅱ. 밸류체인 및 수익구조

### 1. 조선업의 밸류체인

조선업의 전방산업으로는 해운업, 수산업, 건설업, 에너지업 등이, 후방산업으로는 철강업과 기자재업 등이 있다. 그 중 주요 전방산업은 해운업으로, 조선업에 발주한 선박을 이용하여 물류 산업을 펼치는 해운사가 주요 고객이다. 조선업의 '현재' 업황은 과거 수주잔고의 산물이기 때문에, 결국 조선업의 사이클을 결정하는 데 중요한 것은 해운사의 발주량이다. 경기가 좋아지면 운임 수요와 단가가 증가하고, 이에 따라 해운사들의 이익이 증가한다. 해당 이익으로 해운사들은 조선사에 신규 선박을 발주하고 이에 따라 조선소의 선박 발주량이 증가하게 된다. 해운사로부터 선박 수주를 받으면 조선업체는 선박 건조를 위해 철강업체와 기자재업체로부터 자재를 구매하게 된다. 자재 중에서도 후판은 두께가 6mm 이상인 철판으로, 선박 제조에 사용되며 생산 원가의 20%를 차지하고 있다. 또한 조선 산업은 철강 수요 산업의 약 13.7%를 차지하고 있기에 두 업계는 이해관계가 깊다고 볼 수 있다.

### 조선, 해운, 철강의 삼각관계

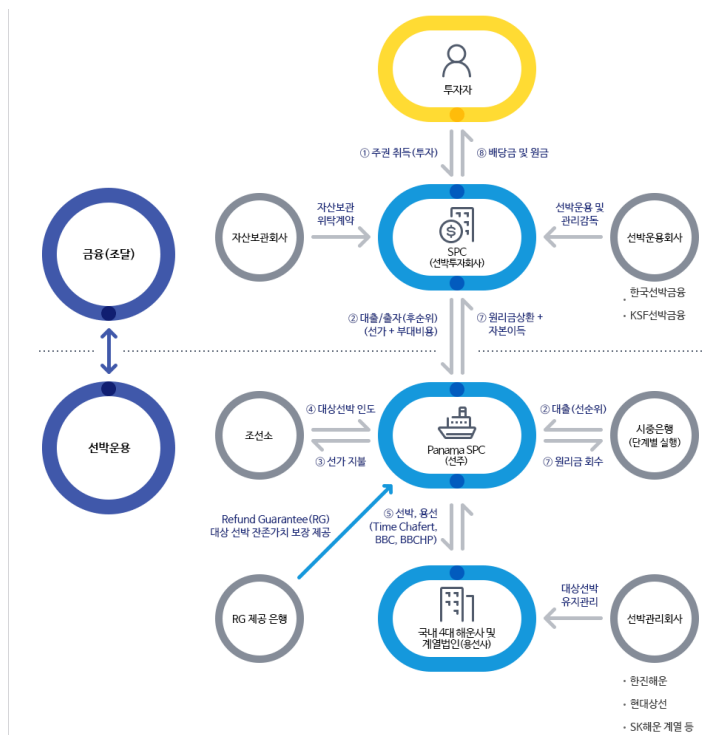
자료: 한국조선협회



### 2. 자금 구조

선박 건조는 수주-건조-인도 단계로 이루어지며, 인도까지 과정은 평균적으로 2~3년 정도가 소요된다. 따라서 공정의 진행률에 따라서 매출을 인식하며, 장기 프로젝트성 사업인 만큼 장기 자금 순환 능력 또한 중요하다. 또한 각 선박들의 단가는 매우 높고 여러 이해관계가 얽혀 있기에, 한 선박으로부터 나온 사고 피해액 또한 천문학적이다. 이런 리스크를 회피하기 위해 해운사는 각

선박마다 소유자를 별도로 두는 특수목적회사(SPC)를 활용한다. 해운사는 SPC를 활용해 은행, 보험사 등의 여러 투자자에게 자금을 조달 받고, 받은 투자자금으로 조선소에 선가(RG)를 지불해 선박 발주를 넣는다. 해당 과정은 큰 규모의 자금이 사용되기 때문에 선박 건조 후반기 혹은 선박 인도 시 대금이 집중되는 Heavy Tail 지급결제 방식을 사용한다. 이는 보통 5번에 걸친 중도금 상환 방식으로 선박 인도 전까지는 비교적 적은 원리금 상환을 진행한 후, 선박 인도 시 큰 규모의 잔여대금을 지불하는 방식이다. 다만 최근 공급자 우위시장과 선주들의 현금 여력 확대로 인해 모든 단계에 동률의 대금을 지불하는 스탠다드 방식 또한 사용되는 추세이다.



### 3. 수익 구조 및 특징

#### 1) 매출액 및 손실 산정 방식

조선업은  $R=P \times Q$ 의 기본적인 매출액 산정 방식과는 달리 공정진행율에 따라 매출액을 산정한다. 첫 예상대로 공정이 진행되고 원가 또한 변함이 없어 선박 인도 시 처음 예상과 같은 매출액과 이익이 발생하면 문제가 없겠지만, 원자재 및 기타 이유로 인해 예정 원가는 수시로 바뀔 수 있다. 그렇기에 발생가능한 손실은 공사손실충당금(손실선반영) 또는 매출차감(공정률과다계상)방식으로 반영된다. 통상적으로는 공사손실충당금 방식이 보다 원가를 투명하게 관리한다고 할 수 있다.

## 2) 기타 특징

또한 조선업은 수주 받은 순서대로 선박을 만들어 매출을 인식하기 때문에 고정비, Capa limit, Time lag를 갖는다는 특징이 존재한다. 조선사는 고정비의 존재로 인해 한계점에 도달하지 않기 위해 매출 감소시점에서 매출을 올리기 위한 저가 수주 또는 발주자에게 유리한 대금방식 등의 수주를 실시하거나, 심하면 일부 생산 설비를 중단하는 등 고정비를 매출이 감소하는 만큼 줄이는 다운사이징을 실시한다. 이는 향후 Capa limit로 작용되어 경기와 산업이 좋더라도 생산에 한계를 야기할 수 있다. 하지만 반대로 Capa를 증설하고 불황이 올 경우 이익이 급감할 수도 있기에 많은 조선업체는 Capa 확장에 비교적 보수적으로 대응한다. 이는 수주부터 인도까지의 시간인 2~3년 이후 실적에 반영되는 Time lag가 발생하기 때문이다.

이러한 조선업의 특성 때문에 현재의 업황보다는 수주 및 선가가 중요하게 여긴다. 이에 조선업 평가 시에는 향후 조선사의 매출을 결정짓는 신조선가(P)와 신규수주(Q)를 가치 산정 시 주요한 Key Factor로 사용한다.

## 3) 신조선가

신조선가지수를 통해 새로 발주되는 선박의 가격으로 향후 조선업체의 수익성을 가늠할 수 있게 해준다. 선박 건조 특성상 소량생산, 맞춤 제작이기에, 생산 능력이 기술력보다 건조 경험을 가진 인력의 수에 비례하게 된다. 반면 건조 능력을 가진 인력은 최소 1년 이상의 제작 경험을 요하기 때문에 Capa를 단기간에 늘리기는 어려운 구조이다. 따라서 해운사의 호황으로 선박 신규 수주량은 늘어나는데 반해 건조 능력이 부족하다면 신조선가는 상승하는 구조를 가지게 된다. 신조선가지수는 대표적으로 Clarckson리서치에서 발표하는 신조선가 지수를 사용하며, 저가형 선박 가격 가늠을 위해서는 중국 신조선가 지수를 활용한다.

## 4) 신규수주

신규 수주를 예측하기 위해서는 조선업의 전방산업인 해운업의 운임 정도를 확인하는 것이 중요하다. 해운사의 이익을 결정짓는 것은 운임 가격이다. 운임은 해상물동량과 선박의 공급에 따라 결정되는데, 해상물동량을 확인할 수 있는 지수로 벌커 운임지수인 BDI와 탱커 운임지수 WS, 컨테이너 운임지수인 HR이 사용된다.

## 4. 선박 제조 밸류체인

결국 조선업의 주요 제품은 선박이다. 따라서 조선업의 이해를 위해서 선박의 구조에 대한 이해도 필요하다. 선박 건조는 중공업이자 대형 프로젝트인 만큼 다양한 기술과 기자재가 필요하며, 이에 따른 밸류체인이 존재한다. 선박의 구성은 크게 엔진룸, 선실, 화물탱크, 어퍼데크로 나뉜다.

### 1) 엔진룸

엔진룸 중앙에는 엔진이 존재한다. 엔진은 프로펠러 샤프트를 통해 프로펠러를 회전시켜 선박을 추진한다. 환경 규제가 강화됨에 따라 최근에는 DF엔진이 각광받고있다. DF 엔진은 기존 연료인 디젤과 별도로 LNG, 메탄올 등 친환경 연료를 선택적으로 사용할 수 있는 엔진이다.

### 2) 선실

선박과는 개별적으로 생산되며, 탑재 마무리 단계에 출하하여 상부 갑판 위에 얹는 형식으로 조립된다.

### 3) 화물탱크

화물탱크는 가스선에서 사용되며, 선박이 운반하는 연료의 종류에 따라 사용되는 기술이 다르다.

#### 3-1) LNG화물탱크

LNG 화물탱크는 천연가스의 특성상 냉각이 매우 중요하기 선체에 바로 보냉재를 붙여 탱크를 만드는 멤브레인 탱크 형태를 띄고 있다. 국내에서는 GTT 생산 인증을 받은 한국카본, 동성화인텍 등의 소수의 업체만 보냉재 제작이 가능하다.

#### 3-2) LNG연료탱크

환경 규제에 따라 LNG DF엔진을 장착하여 LNG를 연료로 사용하는 선주가 증가함에 따라 LNG 연료탱크는 화물칸 혹은 어퍼데크에 놓는 경우가 많다. SNG 연료탱크는 용량에 따라 멤브레인, Type B, C로 나뉜다.

#### 3-3) LPG 화물탱크

선체와 독립적으로 제작되는 Type B 형태의 탱크로 조선소의 탱크 설계를 전달받아 생산한다. LPG 화물탱크는 규모가 3~4층 건물 규모이기에 넓은 부지와 설비를 필요로 한다. 국내에서는 세진중공업에서 대부분의 LPG 화물탱크 물량을 처리한다.

#### 4) 어퍼데크

어퍼데크는 기자재 업체가 조선소로부터 설계 도면을 받아 생산 후 납품한다. 어퍼데크에 들어가는 장비로는 크레인, 조명 등이 있다. 이 외에도 액체 화물, 연료, 배기가스 등의 이동통로인 배관은 선박의 곳곳에 존재하며, 어퍼데크에 위치한 배관을 통해 액체, 기체 화물을 싣고 내린다.

### 5. 주요 플레이어

#### 1) HD한국조선해양

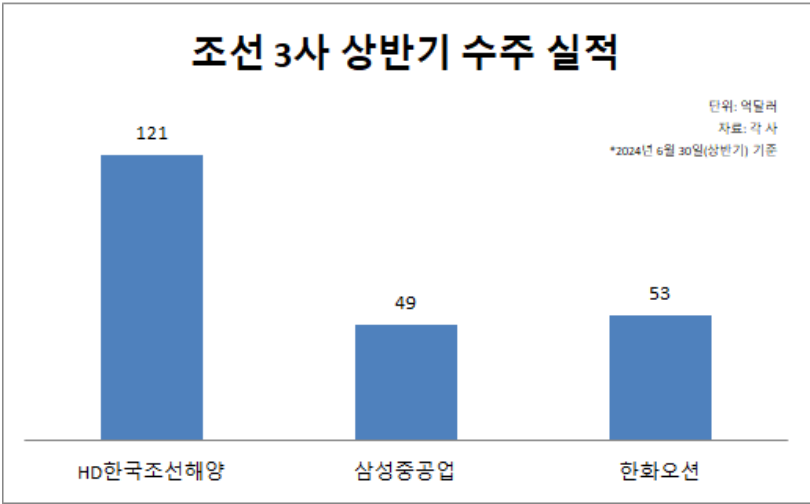
HD한국조선해양은 HD현대중공업, HD현대삼호중공업, HD현대미포조선 등 3개 주요 자회사를 거느린 대형 조선 그룹으로, 주로 상선, 엔진, 해양플랜트 사업을 운영하고 있다. 7월 15일 유럽 소재 선사와 총 3조 6932억원 규모의 초대형 컨테이너 12척 건조 계약을 체결하여 올해 수주 목표치의 120.5%를 이미 달성했으며, 24년 3월 말 기준으로 77조 1795억원의 수주잔고를 달성했다. 고부가가치 선박과 해양플랜트 사업 비중이 높아 향후 안정적인 수익을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

#### 2) 삼성중공업

삼성중공업은 조선해양부문에서 92%의 매출 발생한다. 올해 22척을 수주하여 연간 수주 목표(97억 달러)의 51%를 달성했고, 향후 3~4년 치의 수주를 확보하여 공급자 우위인 시장을 형성하고 있다.

#### 3) 한화오션

한화오션은 24년 2분기 내 조선 3사 중 유일하게 적자를 기록하였으며, 컨테이너 수주 재개 등 수익성 위주 전략에 집중할 계획이다. 2년 전 하청 노동자 파업으로 인한 생산 지연 해결을 위해 투입한 일회성 비용이 컸고, 실적 개선세가 경쟁사 대비 더딘 모습을 보였다. 순수 상선 수주 잔고가 삼성중공업의 76.9%, HD현대중공업의 85.2% 수준으로 경쟁사 대비 낮다.

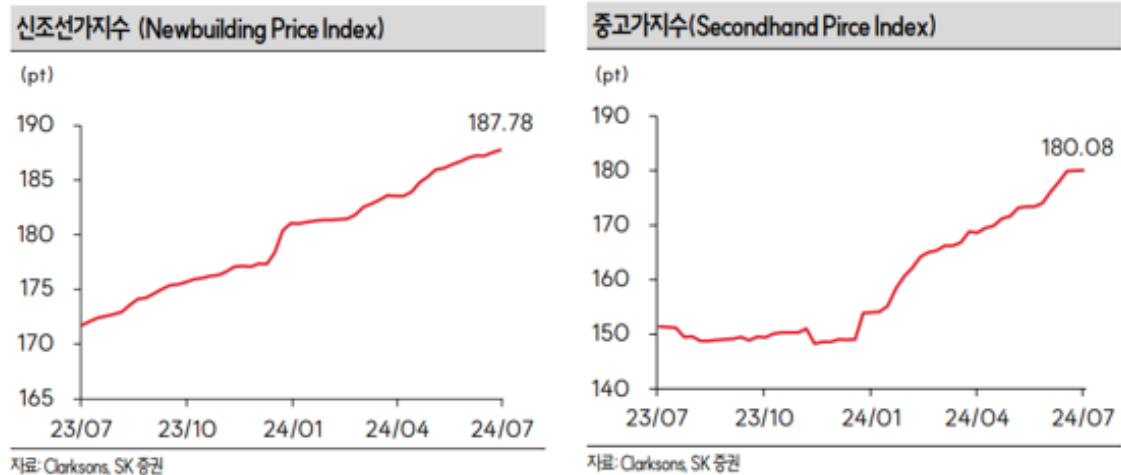


### Ⅲ. 산업 현황

#### 1. 글로벌 조선업 현황

##### 1) 최근 신조선가

신조선가지수는 2020년 11월부터 상승하기 시작해 최근까지 지속적인 상승세가 이어지고 있다. 2024년 8월 기준 클락슨 신조선가지수는 작년 동월보다 9% 상승한 187.98를 기록했다. 선종별 1척 가격은 17만4천m<sup>3</sup>이상 LNG 운반선이 2억6230만달러, 초대형 유조선(VLCC) 1억2900만달러, 초대형 컨테이너선 2억7200만달러로 형성되어 있다. 중고선가도 신조선선가에 반영되는 만큼 중요하게 살펴보아야 할 포인트인데, 중고선가 역시 상승추세를 보이고 있다. 최근 발주 강세 환경에 더해 신조선가 상승에 따른 장기 랠리에 대한 기대감이 큰 상황이다.

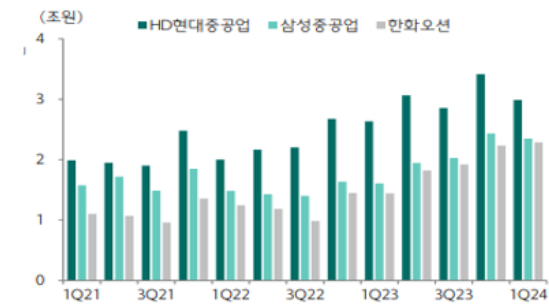


##### 2) 최근 신규수주

2011년 이후 하락과 횡보를 지속하던 국내 조선업 주가는 2021년부터 반등이 시작되었고 주가 상승세가 지속될 것으로 전망된다. 상반기 수주액은 전년동기 대비 26.9% 증가하여 2024년 목표 수주량을 가뿐하게 달성할 것으로 보인다. 국내 조선사의 수주잔고를 살펴보면, HD현대중공업은 2021년 3월 대비 2024년 3월 약 +40%, 삼성중공업은 2020년 1월 대비 2024년 4월 약 +58%, 한화오션은 2020년 1월 대비 2024년 3월 약 +64% 증가했다. 수주 증가 과정에서 선가 또한 동반 상승하며 조선사들의 실적 개선세가 보이는 상황이다. 실적 반영이 신규 수주에 후행함을 감안한다면 2024년은 조선사 실적 턴어라운드의 원년이 될 것으로 전망된다.

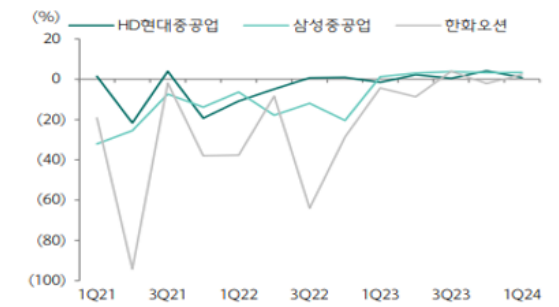


조선 3사 매출 추이



자료: 각 사, 하나증권

조선 3사 영업이익률 추이

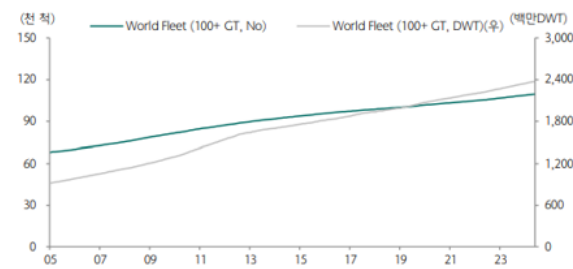


자료: 각 사, 하나증권

### 3) 최근 선박량 및 수주잔고

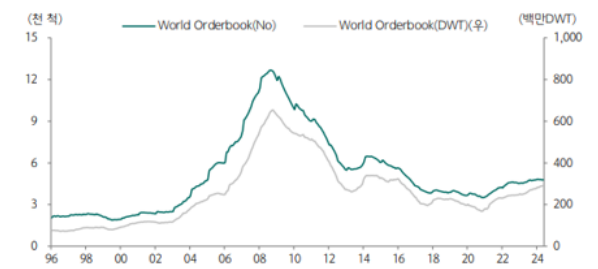
전세계 선박량은 2005년 1월 68,083척에서 2015년 1월 93,908척으로, 2024년 5월에는 109,527척까지 증가했다. DWT 단위로는 2005년 1월 9.2억DWT에서 2015년 1월 17.6억DWT로, 2024년 5월 현재 23.7억DWT까지 증가했다. DWT 증가 폭이 더 가파른 점을 보아 선박량 증가 과정에서 선박 규모 역시 동반 증가한 것으로 판단할 수 있다. 글로벌 수주잔고의 경우에는 선박량만큼 꾸준한 증가세를 보이지는 않았지만 2020년 이후 조선 업황이 반등하며 수주잔고가 조금씩 늘고 있는 상황이다. 저탄소 기조에서 브리지 선박 수주 증가에 힘입어 전체 수주잔고는 증가세를 이어갈 것으로 전망된다.

전세계 선박량 추이(척수, DWT 기준)



자료: Clarksons, 하나증권

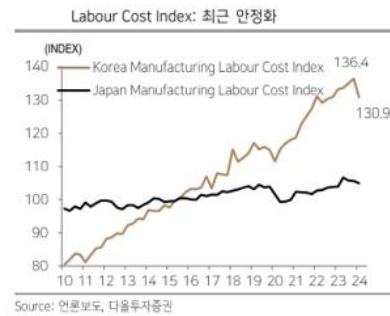
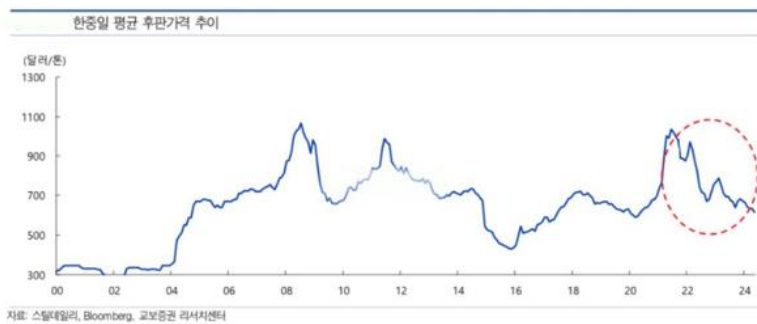
전세계 선박 수주잔고 추이(척수, DWT 기준)



자료: Clarksons, 하나증권

### 4) 후판 가격

최근 한중일 평균 후판 가격 하락세를 감안할 경우, 상반기 후판 가격은 하락할 것으로 전망된다. 클락슨 기준 한국 후판가는 전년동기대비 -10% 하락하였으며 이는 3Q24부터 본격적으로 투입단가 인하에 영향을 줄 것으로 보인다. 원가에서 후판이 차지하는 비중이 약 20%인 만큼, 조선사들은 후판 가격의 하락으로 안정적인 이익을 창출할 수 있는 수준의 원가율을 확보할 수 있을 것으로 추정된다.



## 2. 중국 조선업 동향

전세계의 선박 수주에서 우리나라와 중국은 압도적인 시장 점유율을 차지하고 있으며 중국이 규모의 경제에 기반한 가격 경쟁력을 무기로 수주 강자로 군림하고 있는 상황이다. 2024년 3월 기준 수주잔량 1~4위는 국내 기업이나 조선소 그룹을 기준으로 하면 중국의 최대 국영 조선 그룹인 CSSC가 압도적 1위이며 그 밖에도 중국의 COSCO Shipping HI, China Merchants, Yangzijiang Holdings, New Century SB가 수주 잔량 10위 내에 위치한다. 중국 주요 조선사들은 작년의 탱커 저가 발주로 26년 도크까지 찬 상태이다. 지난 2023년 4월 그리스 선사 Capital maritime, Maran이 LNG D/F 수에즈막스를 4척 확정, 4척 옵션 총 16척으로 대량 발주했으나 150억 가까이 저렴한 중국 조선사를 택한 바 있다. 중국의 후판 가격 및 인건비가 국내 조선사 대비 낮다는 점을 고려하더라도 납득하기 힘든 수준의 저가 수주였다.

수주 잔량 기준 상위 10대 조선 그룹 현황

| 항목<br>그룹(야드 수)          | 2023년 신규 수주량 |        | 2024년 3월 기준 수주 잔량 |         |          |
|-------------------------|--------------|--------|-------------------|---------|----------|
|                         | 척수           | 천CGT   | 척수                | 천CGT    | 수주 잔량 순위 |
| CSSC(17)                | 285          | 8,301  | 658               | 23,118  | 1        |
| HD현대(4)                 | 154          | 6,993  | 421               | 19,237  | 2        |
| 삼성중공업(1)                | 27           | 1,765  | 140               | 10,110  | 3        |
| 한화오션(1)                 | 10           | 616    | 104               | 7,874   | 4        |
| Yangzijiang Holdings(4) | 86           | 2,715  | 182               | 6,067   | 5        |
| COSCO Shipping HI(6)    | 81           | 1,907  | 174               | 5,780   | 6        |
| Imabari SB(10)          | 78           | 2,360  | 148               | 4,705   | 7        |
| China Merchants(5)      | 78           | 2,122  | 153               | 4,523   | 8        |
| New Century SB(1)       | 39           | 1,170  | 92                | 3,107   | 9        |
| Fincantieri(11)         | 19           | 419    | 55                | 2,633   | 10       |
| 세계 전체(301개 그룹)          | 1,901        | 44,085 | 4,598             | 125,879 | -        |

자료: 클락슨 리서치(2024. 3), "World Shipyard Monitor", Volume 31, No. 3.

주: 야드 수는 수주 잔량을 보유한 야드 기준.

## IV. 산업 전망

### 1. 선박 종류별 현황 및 전망

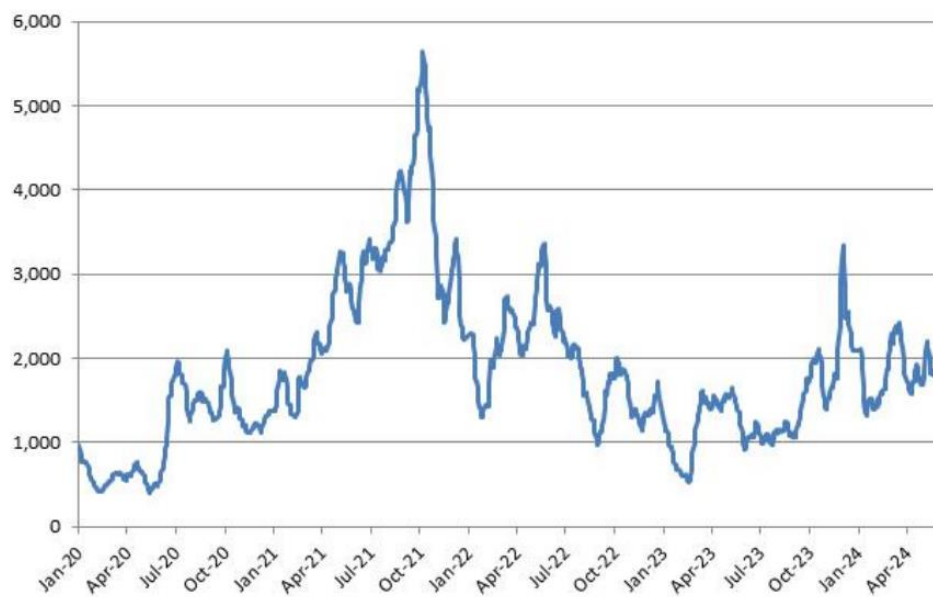
◎ 신조선가 Table

| 선종                               |             | 규모(Size) | 단위  | 2022   | 2023   | Last   | Current | 증감    |
|----------------------------------|-------------|----------|-----|--------|--------|--------|---------|-------|
| Tankers<br>(탱커)                  | VLCC        | 320,000  | dwt | 120.00 | 128.00 | 130.00 | 130.00  | -     |
|                                  | Suezmax     | 157,000  | dwt | 80.00  | 85.00  | 89.50  | 89.50   | -     |
|                                  | Aframax     | 115,000  | dwt | 62.00  | 70.00  | 75.00  | 75.00   | -     |
|                                  | MR          | 51,000   | dwt | 43.50  | 47.50  | 52.00  | 52.00   | -     |
| Bulkers<br>(벌커)                  | Capesize    | 180,000  | dwt | 60.50  | 67.00  | 76.50  | 76.50   | -     |
|                                  | Panamax     | 81,000   | dwt | 33.50  | 35.50  | 37.50  | 37.50   | -     |
|                                  | Handymax    | 62,000   | dwt | 30.50  | 33.00  | 34.00  | 34.00   | -     |
|                                  | Handysize   | 35,000   | dwt | 25.59  | 26.93  | 27.38  | 27.38   | -     |
| Gas Vessels<br>(가스운반선)           | LPG         | 91,000   | cbm | 95.50  | 113.50 | 120.00 | 120.00  | -     |
|                                  | LNG         | 174,000  | cbm | 248.00 | 265.00 | 264.00 | 264.00  | -     |
| Dry Cargo<br>(드라이카고)             | Container   | 23,000   | teu | 215.00 | 235.50 | 268.50 | 268.50  | -     |
|                                  | Container   | 13,000   | teu | 144.50 | 158.00 | 177.50 | 177.50  | -     |
|                                  | Container   | 2,750    | teu | 42.00  | 41.25  | 41.25  | 41.25   | -     |
|                                  | Car Carrier | 7,000    | ceu | 91.00  | 97.00  | 97.00  | 97.00   | -     |
| Newbuilding Price Index (신조선가지수) |             |          | pt  | 161.85 | 178.36 | 187.24 | 187.23  | ▼0.01 |

자료: Clarksons, SK 증권

#### 1) 벌크선

BDI 추이



자료: Baltic Exchange, Clarkson

벌크선의 경우 운하 문제와 절대적인 물동량의 증가로 1Q24에 이어 2Q24에도 안정적인 흐름을

이어 나갔다. 파나마 운하에 이어 수에즈 운하의 문제가 발생함에 따라 BDI(Baltic Dry Index)는 4Q23이후로 지속적인 상승 추세를 보였다. 현재 수에즈 운하의 지정학적 리스크가 잔존하고 있기에 여전히 벌크선의 운항거리 증가추세를 보이고 있다.

하지만 하반기에는 상반기 대비 시황의 하락가능성이 높다. 벌크선의 주요 품목인 철광석에 대한 중국의 재고 확보가 이미 완료된 시점이며 중국의 건설경기 침체로 인해 수요 증가를 기대하기 어렵기에 하반기 중 중국향 운송 수요가 감소할 가능성이 존재한다. 하반기 파나마 운하의 통항량 회복도 하락에 기인할 것이다.

환경규제 시행에도 불구하고 폐선량 증가가 저조한 것도 문제이다. 이는 선복량의 순증가로 이어져 운임 하락요인으로 작용한다. 시장에서의 폐선량 감소와 남은 기간 인도 예정량 등을 감안하면 금년 중 선복량 증가율은 3%를 초과할 것으로 전망되며 절대적으로 높은 수준은 아니나 하반기 수요 증가 예상 대비 다소 부담이 되는 수준으로 보인다.

중장기적으로는 중국의 건설 경기 침체 완화와 중동 지정학적 리스크가 지속될 경우 높은 수준의 운임이 장기간 지속될 것으로 보인다. 하지만 세계적 경기 침체 우려가 수면 위로 부상한 점을 고려하였을 때 철광석과 곡물에 대한 수요 하락이 예상되며 운임 하락 요인으로 작용할 수도 있다.

## 2) 탱커

탱커는 석유 교역 노선 장거리화 유지와 낮은 신조 선복 공급 영향으로 하반기에도 높은 수준의 양호한 흐름이 전망된다. 이는 러-우 전쟁으로 인한 절대적 석유운송거리 증가와 2022년 이전의 상당 기간 동안 보수적인 신조선 투자에서 기인한 것이다. 해당 요인들은 단기적으로 변동할 가능성이 낮기에 24년 하반기에도 탱커선의 우호적 흐름은 지속될 것으로 전망된다. 하지만, 러-우 전쟁으로 인한 탱커 수익성 증가는 2023년 이후 탱커 부분 신조선 투자를 늘리게 되는 계기가 되었고 건조를 마친 탱커선이 2025년부터 출하 예정에 있어, 수요 대비 공급 증가로 인한 탱커 운임 하락의 가능성을 배제할 수는 없다. 하지만 노후선의 수가 충분하기에 폐선량 조절을 통해 운임의 하락폭을 조정할 수 있으므로 큰 낙폭은 중장기적으로도 발생할 여지가 낮다.

탱커의 경우 석유 수요에 영향을 받는다. 현재 중국을 제외한 세계 경제가 회복세에 접어들고 있는 상황이지만 최근 미국의 경제 침체가 의심되는 지표가 다수 발표되고 있는 상황이기에 향후 미국발 경기 침체에 따른 석유 수요 감소에 대한 리스크도 고려할 필요가 있다

## 3) 컨테이너선

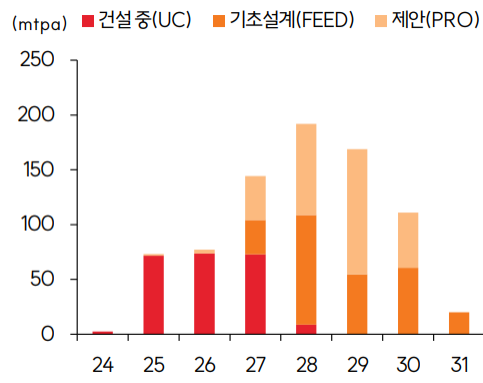
컨테이너선은 수에즈 운하의 지정학적 리스크와 컨테이너 물동량 증가로 인해 수급이 원활하지 않은 상황이다. 이에 운임 상승 요인까지 고려할 경우 현재의 고 수준 운임 현상은 일정 기간 동안 유지될 것으로 보인다. 하지만, 하반기 예정된 대형 컨테이너선의 대량 인도가 계획되어 있으

며 이에 따라 운임은 하락할 것으로 전망된다. 이미 상반기 중 원양노선에 투입되는 12,000TEU급 이상의 대형선은 총 99.4만TEU가 시장으로 인도되어 상반기 대형선 선복량은 10.0% 증가하였고 하반기에도 약 9%에 해당하는 90만TEU가 인도될 예정으로, 2024년 중 대형선 선복증가율은 약 20%에 육박할 전망이다. 따라서 운임 하락 현상은 피하기 쉽지 않아 보인다. 그러나 이러한 상황에서도 컨테이너선의 발주는 지속되는 중이기에 조선사에게는 밝은 상황으로 보여 진다.

MSI(Maritime Strategies International)은 컨테이너선의 물동량을 올해 4.5%로 상향 조정하였고 2026년은 3.8%, 2027년 3.4%, 2028년 3%로 예측치를 제시하며 중장기적인 컨테이너선 물동량 감소세가 이어질 것을 전망하였다.

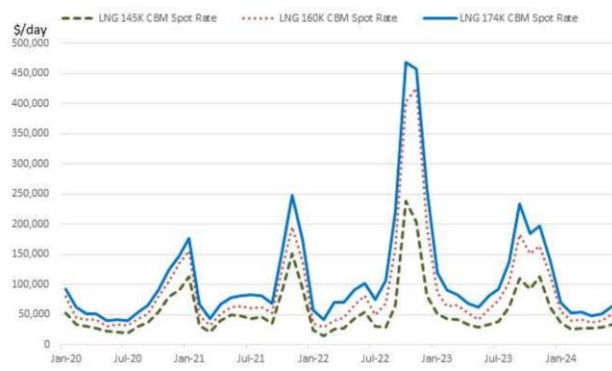
#### 4) LNG

예상 가동연도별 글로벌 LNG 생산 프로젝트 규모



자료: Clarksons, SK증권

LNG선 Spot 운임 추이



자료: Clarkson

2022년 러-우 전쟁으로 인한 PNG에서 LNG으로의 수요 전환 증가는 운임과 용선료의 상승을 견인하였다. 전쟁으로 인한 운반 노선의 장거리화 또한 상승 요인 중 하나였다. 이후 2022년 10월을 피크로 2023년부터 본격적으로 운임과 용선료가 하락하였고 이는 2024년 2월까지 지속되었다. 3월 이후 반등하였지만 절대적 수요의 회복 미달로 인해 전반적으로 팬데믹 이전의 낮은 수준을 기록하고 있다.

하지만 세계적 LNG선 수요가 감소한 것은 아니다. LNG선의 인도량 증가로 인한 운임 하락이 주된 원인이다. LNG선의 신조선 수요는 후쿠시마 원전사태가 있었던 2011년부터 급증하였고 2016~2017년까지 평이한 기조를 보이다 중국의 에너지 정책 변화로 인한 수요 증가와 호주, 미국의 생산량 증가가 맞물리며 2018년부터 다시 급증하였다.

하반기 LNG선 인도예정 물량은 상반기 대비 70% 더 많은 약 750만CuM이며 이러한 물량을 감안할 경우 하반기에도 흑한과 같은 기후적 이슈가 없다면 시황 유지보다는 하락 가능성이 높다고 판단된다.

중장기적 관점에서는 타 선박에 비해 LNG 선박의 전망이 밝다. 최근 수년간 개발 중인 다수의 LNG 광구와 설비가 곧 생산 개시 예정이다. 이러한 프로젝트는 북미 지역이 대부분이며, 운반을 위한 선박의 발주는 이전의 기술적 리스크가 있었던 중국보다는 한국 조선소에게 그 수혜가 돌아갈 것으로 보여진다. 또한, 노후선박의 숫자가 많기에 해당 선박이 다른 용도의 선박으로 개조되거나 폐선으로 수급 조절이 가능하다는 여지가 있다. 따라서 신조 선박 공급으로 인해 시황이 침체될 우려는 적다.

## 2. 종합 전망

조선업의 호황기는 단기적인 이벤트로 보이지 않는다. 대외적으로 지속되는 신조선가의 상승 기조, 한국 조선업에게 유리한 고부가가치 선박 수주의 증가 추이가 이를 뒷받침한다. 한국 조선사는 어떠 한가? 이미 24년 목표 수주는 상반기에 많은 양을 채웠으며 가뿐히 올해 목표 수주를 넘어설 것으로 전망된다. 수주 잔고가 이미 충분한 상황에서도 선사들은 대규모 발주를 진행중이다. 이러한 거대 수요에 대응할 수 있는 Capa는 충분하지 않으며 쉽게 늘릴 수 없는 것이 현재의 상황이다. 따라서 조선사 우위의 Seller's Market 기조는 장기간 이어지며 선가인 P 또한 높일 수 있는 가능성이 충분하다. 후판 가격 지속적 하락과 노동력 리스크 해소로 인한 C(Cost) 감소세는 국내 조선사들의 이익율을 더욱 강화할 수 있는 요인으로 작용할 것이다.

카타르 2차 LNG 선의 대량 발주 등으로 상반기에 집중되었던 LNG 수요는 하반기에 감소할 전망으로 보인다. 또한, 현재 벌크선과 컨테이너선의 발주 수요가 부족한 상황에서 하반기에는 VLAC와 신선종, 현재 호조 상황에 놓여진 탱커가 수요를 견인할 것으로 전망된다.

국내의 경우는 LNG선 발주 감소로 상반기 대비 수주량이 감소할 것으로 보이지만 상반기 이미 충분한 수주 물량을 확보하였다는 점을 고려하면 큰 문제에 해당하지 않는다. 또한, 조선 업계에 불어오는 친환경 바람은 높은 기술력을 필요로 하는 선박 제조가 가능한 한국 조선사들에게 유리한 상황이다. 하지만 LNG선 등 가스선에 수주 비중이 치중된 국내 조선사들의 기형적 구조는 끊임없이 시장 점유율을 확보하는 동시에 고부가가치 선에 대한 기술 개발 속도가 다소 빠른 중국의 위협에 노출될 가능성이 높아 보인다.

## V. 투자 접근

### 1. 투자 포인트

#### 1) 원가율 감소 전망

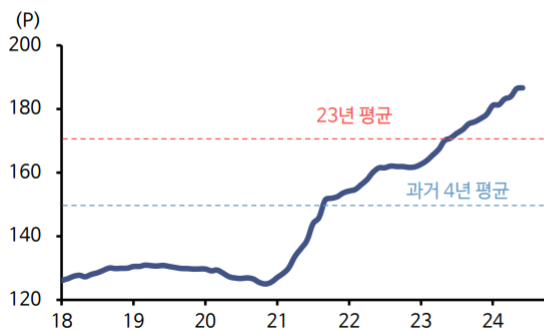
원가의 20%를 차지하는 후판 가격이 2021년 이후 지속적인 하락세를 보이며 2024년 하반기에도 하락할 전망이다. 지난달 29일 조선업 관련 후판을 생산하는 포스코, 현대제철과 조선업체 간 상반기 후판가격이 톤당 2~3만원 인하하여 90만원 초반대에 합의가 이루어졌다. 후판가는 2023년 상반기 톤당 약 100만원, 하반기 90만원 중반대에 합의되었으며 이번 협상으로 후판가격이 5%가량 하락하여 전체 원재료비용의 약 1%를 절감할 수 있을 것이라 예상된다.

또한 조선업은 대표적인 노동집약적 산업으로 인건비가 원가에 미치는 영향이 크다. 2023년 삼성중공업과 한화오션의 외주비 상승률이 40.6%, 58.6%에 달했으나 올해 상승폭은 5~10%로 제한될 것으로 기대된다.

#### 2) 조선업 사이클 도래

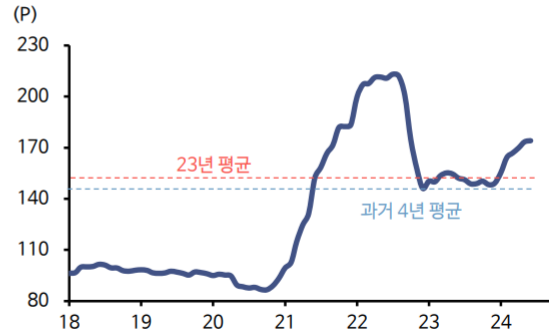
신조선가 지수는 지난주 기준 188.21pt를 기록했다. 신조선가 지수가 180이 넘어간 것은 2007년 10월부터 2008년 11월까지 한번에 불과했다. 높은 신조선가지수에도 불구하고 4년 뒤 인도 물량까지 계약 중이며 현재 선박 가격의 결정권이 조선사에게 있는 만큼 신조선가 지수는 계속해서 상승세를 보일 것으로 예상된다. 조선업계가 호황을 지속할 것이라고 예상된다. 중고선가 또한 2024년 들어 상승하였으며 180.22pt를 기록하였다.

전체 신조선가 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

전체 중고선가 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

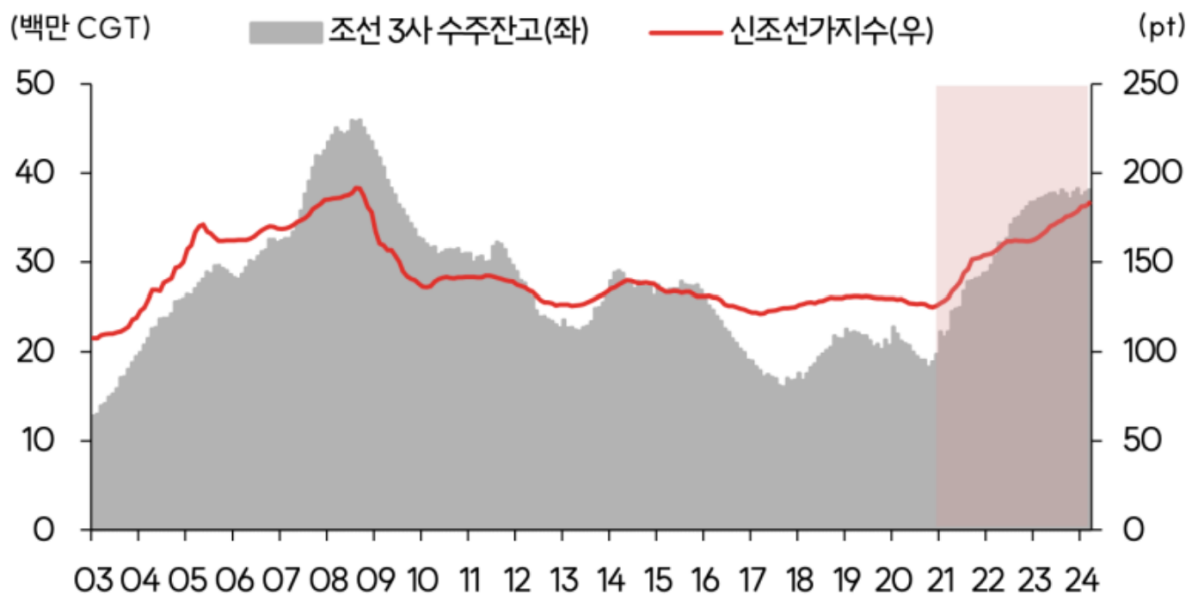
이러한 선가상승의 주된 요인은 인건비, 원자재 상승 등 인플레이션의 영향으로 제2차 슈퍼사이클 시기와 근접한 수준이라는 이유만으로 신조선가지수의 고점을 논하기는 어렵다. 현재 공급자 우위시장으로의 전환으로 조선사들의 가격 협상력이 높아져 신조선가 지수 또한 상승할 여력이

충분하다고 판단된다. 특히 LNG 운반선의 경우 한국과 중국의 LNGC 인도슬롯이 27년까지 거의 가득 차 있어, 제한된 공급으로 인해 높은 레벨의 선가를 유지할 것이다.

미국 신규 LNG수출 프로젝트 허가 일시중단 이후 카타르는 2030년까지 16MTPA를 추가해 142MTPA로 증설할 계획을 발표하였다. 따라서 2028~2030년에 30~40척의 추가 인도물이 필요할 것이다. 현재 한국 조선사들은 2026년 납기 LNG CAPA가 64척으로 모두 차 있으며 27년은 43척, 28년은 21척 채워져 있다. 카타르 증설 계획 기반 예상 발주를 국내 조선사들이 수주하게 된다면 27년부터 29년까지 48척, 50척, 36척으로 CAPA를 채울 수 있을 것이다.

HD한국조선해양은 올해 총 144척을 수주하여 반년만에 연간 목표인 135억 달러를 120.5% 초과 달성하였다. 한화오션은 27척, 53억 달러 수주로 지난해 수주 금액인 35억 달러를 넘었으며 삼성중공업도 22척 수주, 연간목표인 97억 달러의 51%를 달성했다.

### 국내 조선 3사 수주잔고 및 신조선가치 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

### 3) 친환경 선박 수요 증가

2050년 선박탄소중립 목표로 친환경 규제들이 강화되며 HD한국조선해양의 경우 친환경 선박 비중이 최근 6년 30%에서 83%로 급등하였다. IMO는 2050년까지 온실가스 총 배출량 2008년 대비 50%감축을 목표로 하였으며 2025년 10월 탄소세 최종안을 채택하고 2027년 발표하는 것을 목표로 하고 있다. 관련 기준을 맞추기 위해 기존 선박 교체주기가 약 30년이었던것에 비해 절반 가량 단축되었다. HD한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션은 우크라이나 전쟁 발발 이후 LNG운반선 수



요 급증의 수혜를 받아왔으며 탄소세 규정 도입 시 고부가 친환경 선박 수주 속도가 더욱 빨라질 것으로 예상된다.



### 3-1) LNG수요 증가

화석연료의 주류가 석유에서 천연가스로 바뀌고 있다는 점 또한 호재로 작용한다. IEA 전망치에 따르면 2040년 LNG수요는 2023년 대비 50~70% 증가할 것으로 보이며 골드만삭스에 의하면 천연가스가 AI 및 데이터센터에서 증가하는 전력 주요 60%를 공급할 것으로 예상하였다. 벌크선, 유조선 분야에 강세가 있는 중국과 달리 한국 조선기업은 LNG, 초대형 컨테이너선 등 고부가가치 선박에 강세가 있어, 친환경 선박의 수요 증가는 국내 조선기업 수주 확대에 이어질 것이다.

### 3-2) 암모니아 운반선

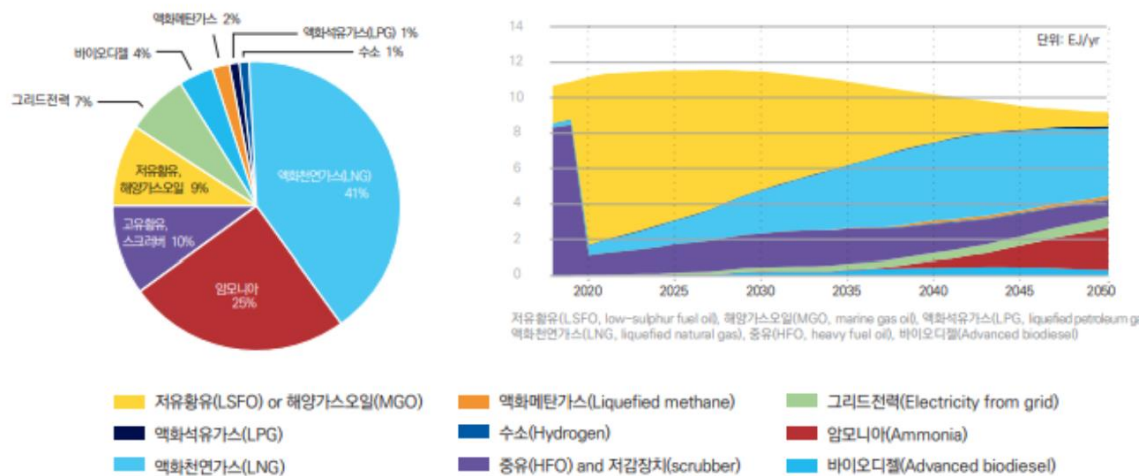
암모니아는 연소 시 이산화탄소를 배출하지 않고 안정적인 연료 공급, 운송, 저장이 가능하다. 가격대비 운반량이 현저히 떨어지는 수소에 비해 암모니아는 그 가격이 저렴해 효율적인 수소운반 수단으로 주목받는다. 암모니아 수요 증가는 암모니아 운반선(VLAC)의 수요 증가로도 연결되었다. 국내 조선사는 올해 VLAC 17척을 수주했으며 작년에는 21척 발주 중 15척을 수주하였다. 국제 재생 에너지 기구에 의하면 2030년까지 83척 발주가 전망되며 장기적으로 VLAC에서의 수익이 확대될 것으로 예상된다.

### 3-3) 암모니아 추진선

친환경 선박의 또다른 대안으로 암모니아 선박이 주목받고 있다. IEA에 따르면 2050년 암모니아가 전체 선박 연료에 차지하는 비중이 46%에 달할 전망이다. 현재 한국 조선 기업들은 2025년 암모니아 추진선의 상용화를 목표로 하고 있으며 HD한국조선해양은 지난 5월 암모니아를 사용하는 선박 4척,

총 3,899억 규모의 건조계약을 수주했다. 하지만 아직 상업적 검증에는 시일이 소요되어 2027년부터 확산이 예상된다. HD현대중공업은 암모니아 연료 추진선 및 연료 공급시스템, 암모니아 DF 개발이 진행중이며 대형 메인 엔진은 내년 1분기에 테스트 예정이고 발전기 엔진은 올해 3분기 개별 완료될 예정이다.

암모니아 연료 추진선 점유율 유지에 가장 중요한 엔진의 경우 전세계의 35%의 MS를 보유하고 있으며 중국조차도 HD현대 그룹의 엔진을 사용하고자 해, 암모니아 엔진의 사실상 독점을 하고 있다. 이 기술을 기존 선형에 도입하여 더 높은 가격에 수주할 수 있을 것이라 기대된다.



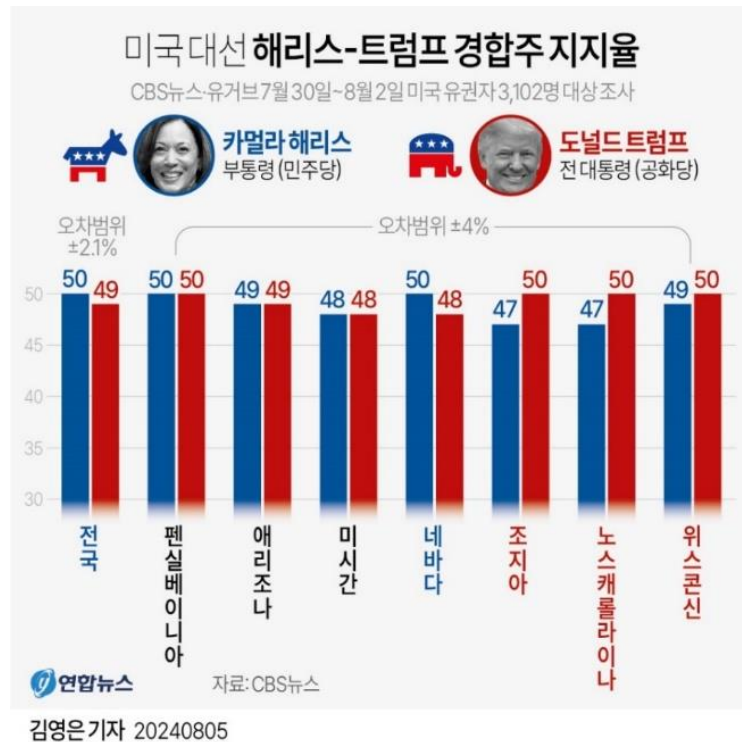
자료: DNV-GL Energy Transition\_Outlook\_2019\_Maritime Forecast to 2050

#### 4) 트럼프 당선 가능성 확대

Project2025는 트럼프 당선 시 중국에 대한 규제강화를 강화하게 될 것이라고 발표하였다. 현재 조선업의 1위와 2위가 중국과 한국인만큼, 중국 수입품에 대한 관세 강화는 한국 조선업의 호재로 작용할 것이다. 뿐만 아니라 화석연료 산업을 신재생 에너지보다 중시하여 관련 규제를 완화할 것이라고 발표하였다. 트럼프는 재임당시 미국의 천연가스 생산을 확대하고 이를 수출하는데 주력하였으며 석유 수출을 확대할 것이라고 언급했다. 이는 액화천연가스 운반선인 LNG선과 액화 석유가스 운반선인 LPG선의 수요 확대로 이어질 것이다. 또한 천연가스와 석유가스 시추를 위한 시추선의 수주 기회를 확보할 수 있다.

해리스 부통령이 당선된 경우에도 조선업의 큰 타격은 없을 것으로 예상된다. 연초 바이든 대통령의 지시로 잠정 중단된 LNG프로젝트는 11월 트럼프 공화당 후보 당선 시 개발 재개 가능성이 높아지며 민주당 후보가 당선되더라도 속도가 늦춰질 뿐 개발이 중단되지 않을 거라는 게 중론이다. 또한 바이든 대통령이 4월 조선 분야에서 중국의 불공정 무역관행 조사를 시작하겠다고 발표했으며 중국산 철강과 알루미늄에 대해 관세율을 3배 높이는 조치가 고려될 예정이다. 해리스 부

통령이 이와 같은 기초를 이어간다면 국내 조선업이 반사효과를 얻게 될 것이다.



## 2. 리스크

### 1) 시장 불확실성 증가

조선업은 해운업, 국제 교역량, 운임, 유가, 후판 가격 등에 의해 민감하게 변하는 경기민감업종에 속한다. 경기가 안 좋을 것이라 예상되면 신조선가가 높아진 현 상황에서 선주들은 발주 계획을 보류하고 보수적으로 접근할 가능성이 크다. 최근 미국의 실업률이 전월 대비 0.2% 상승한 4.3%로 삼월에 따르면 경기침체의 신호가 인식되었다. 이러한 경기 침체는 가스와 원유의 수요 부진을 촉발하고 가스운반선 등 선박 수요 급감으로 이어져 이후에 운임 하락과 추후 발주 수요 축소를 야기한다. 또 중동사태의 지정학적 사태 악화, 금리 인하 시기와 폭, 11월 미국 대선 결과에 따른 불확실성이 확대되어 거시 경제의 불확실성에 따른 영향이 조선업에도 미칠 것으로 예상된다.

다만, 수주 잔고가 3년을 넘어서 2027년 슬롯까지 대부분 채워진 점과 본격적으로 실적이 나오는 기간까지의 2~3년의 시차가 있다는 점에서 사이클에 따른 조선업 자체 펀더멘탈이 경기 침체에 의한 영향보다 더 클 것으로 판단된다. 2008년의 대형 조선 3사의 주가 흐름을 분석하더라도 2002년부터 시작된 상승은 2008년 금융위기 전인 2007년에 최고점을 찍고 금융위기로 급락하였으나 본격적인 실적이 나오면서 2011년까지 재상승했던 과거 사례에서도 확인된다.



## 2) 중국의 조선업 경쟁력 증가

중국은 벌크선, 컨테이너선, 유조선 분야에서 강점을 바탕으로 22~23년 평균으로 각각 657.5만 CGT, 529.5만 CGT, 403.5만 CGT(한국 대비 3.5배) 수주했다. 한국은 이에 맞서 고부가가치 선박인 가스운반선 819만 CGT(중국 대비 2.1배), 컨테이너선 337만 CGT(중국대비 0.6배) 위주로 수주를 해내며 높은 기술력을 바탕으로 고성능, 친환경 선박에서 우위를 점하며 경쟁하고 있다.

〈표 1〉 조선산업의 선종별 경쟁우위 종합 평가 결과

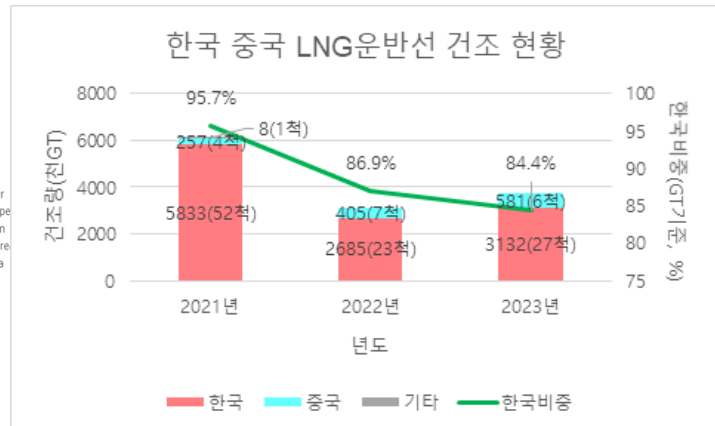
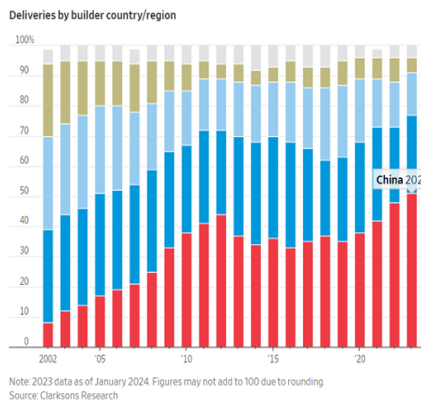
| 선종<br>국가 | 가스운반선 |      |      | 벌크선  |      |      | 유조선  |      |      | 컨테이너선 |      |      |
|----------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
|          | 2023  | 2022 | 2021 | 2023 | 2022 | 2021 | 2023 | 2022 | 2021 | 2023  | 2022 | 2021 |
| 한국       | 93.3  | 88.4 | 88.4 | 73.2 | 75.5 | 75.5 | 88.5 | 87.0 | 86.5 | 91.7  | 88.5 | 89.5 |
| 중국       | 85.8  | 80.3 | 78.4 | 97.5 | 93.9 | 91.9 | 92.6 | 88.8 | 86.1 | 91.4  | 85.9 | 85.8 |
| 일본       | 80.5  | 82.6 | 83.1 | 88.1 | 90.5 | 90.5 | 84.4 | 85.7 | 85.0 | 82.8  | 83.8 | 83.8 |
| EU       | 73.0  | 78.8 | 77.2 | 69.1 | 72.4 | 70.6 | 71.7 | 74.4 | 72.7 | 70.3  | 74.3 | 72.0 |

자료: 산업통상자원부·산업연구원(2023), 「밸류체인 기반 산업경쟁력 진단시스템 구축사업 - 조선산업편」.

주: 1) 경쟁우위요소 및 밸류체인, 제품별 가중치를 활용하여 최종적으로 각 산업별·국가별·제품별 종합점수 100점 만점으로 산출.

2) (100점) 세계 최고 수준, (90점) 세계 최고 수준의 97~99%, (80점) 94~96%, (70점) 91~93%, (60점) 86~90%, (50점) 81~85%, (40점) 76~80%, (30점) 71~75%, (20점) 66~70%, (10점) 65% 미만.

하지만 최근 LNG운반선의 수요의 급격한 증가로 인해 일부 물량이 중국 조선사로 향하고 있고 기존에 내항선을 통해 기술을 검증하고 축적하면서 중국의 가스운반선 분야에서의 기술 경쟁력이 높아지고 있다. 최근에 중국의 다렌조선은 고난도 친환경 선박인 암모니아 추진선 선박의 전단계로 볼 수 있는 암모니아 이중연료 추진 아프라막스급 유조선을 수주해내며 성과를 거두었다. 우리나라와 중국 간 조선업 전체 경쟁우위 종합 평가에서는 2022년 중국에 1위를 내주었다. 또 한국과 중국의 고부가가치 선박 기술격차는 현재 1년이지만 짧게는 2025년 길게는 2029년에 사라질 것으로 예측되었다.



### 3) 숙련 인력 부족

조선업의 인력 부족은 호황기에 항상 대두되는 문제이다. 특히 불황기에 구조조정과 인건비 삭감으로 인하여 숙련자의 이탈 규모가 커졌다. 하지만 여전히 낮은 임금, 높은 산재 위험, 하청업체 임금 체불, 4대 보험료 미납, 단단계 물량팀 고용 관행 법 위반 노동행위 등으로 인하여 현장에서는 신규/숙련 인력을 유입시키기 위한 유인책이 미비하다는 지적도 있다. 2023년 기준 14,000명 이상의 인력이 부족할 것이라고 전망되었고 특히 산업기술인력 중 생산현장의 생산 관련 업무에 필요한 인력 수요가 많은 것으로 조사되었다.

이러한 수요에 따라 정부와 지자체, 그리고 기업은 해당 사항에 관심을 갖고 국내 인력 양성과 채용 지원금 사업을 진행하고, 외국인 기능 인력을 확대하며 해외 인력 해외 조선 인력센터 설치 등의 조치를 취하고 있다. 2023년에는 국내외 총 1만 4359명의 생산인력을 국내 조선산업에 긴급하게 투입하며 일단 급한 불은 끈 상태이다. 시간이 지남에 따라 숙련된 인력 공급은 점차 해소될 것으로 보이지만 지속되는 신입, 숙련 인원 이탈과 양적 공급보다 질적 공급을 필요로 하는 현장 목소리에 정부와 기업의 지속적인 관심이 필요로 해 보이는 만큼 추이를 지켜볼 필요가 있다.



#### 4) 결론: 리스크 대비 투자 전략 제안

조선업은 중국의 조선업 경쟁력 증가, 숙련 인력 부족 리스크 등을 지니고 있으나 일부 시장의 불확실성은 상황에 따라서 조선업에 호재로 작용할 가능성도 존재하는 상태이고 업사이클이라는 강력한 펀더멘탈이 좋은 성과를 이끌 것으로 기대된다. 또 향후 LNG 액화프로젝트 규모가 2028년까지 확대될 것으로 예측되므로 우리나라 조선사의 이익 증대가 예상된다. 따라서 단기적으로는 시장의 흐름에 주목하여 관망 후 최근 급등한 조선업 관련 주가가 조정되었을 때 투자 진입 시기를 결정하는 것이 좋다고 판단된다. 또 시장의 방향성이 결정된 후에 중단기적으로 사이클에 따른 상승장이 연출될 가능성이 높다. 중소형 선박사보다는 대형 선박사 위주의 수주가 우선되어 이루어지고 있고 기술 개발, 인력 수급, 경쟁력 면에서 중소형 선박사에 어려움이 가중되고 있으므로 대형 조선사에 투자하는 것이 유효할 것으로 전망된다.



## VI. 개별 기업

### 1. HD한국조선해양

#### 1) 개요

HD한국조선해양은 HD현대그룹의 조선부문 중간지주사로, HD현대중공업, HD현대삼호, HD현대미포를 자회사로 두고 있다. HD현대중공업은 2023년 기준 사업부별 매출 비중이 상선 62%, 엔진기계 23%, 해양플랜트 11%, 특수선 3%, 기타 1%로 상선과 엔진부문이 주력 사업부문이다. 주요 선종으로 LNGC, VLGC, VLAC 등 액화가스 운반선을 주력으로 수주하고 있다. HD현대삼호는 LNG운반선, 컨테이너선을 주로 건조하는 한국조선해양의 100% 자회사이다. 선종별 비율은 작년 수주 기준 컨테이너선이 45%, LNGC 21%, 탱커 14%, 그 외 가스선이 19%를 차지했다. HD현대미포는 중형 선박 전문 조선사로서 주력 선종은 컨테이너선, 석유화학 제품을 운반하는 P/C선, LPG선 등이 있다. 2024년 6월 말 기준 수주 잔량이 P/C선 118척, LPG선 27척, 컨테이너선 25척, 그 외 17척으로 P/C선의 비중이 상대적으로 컸다.



HD한국조선해양의 2024년 일봉 차트

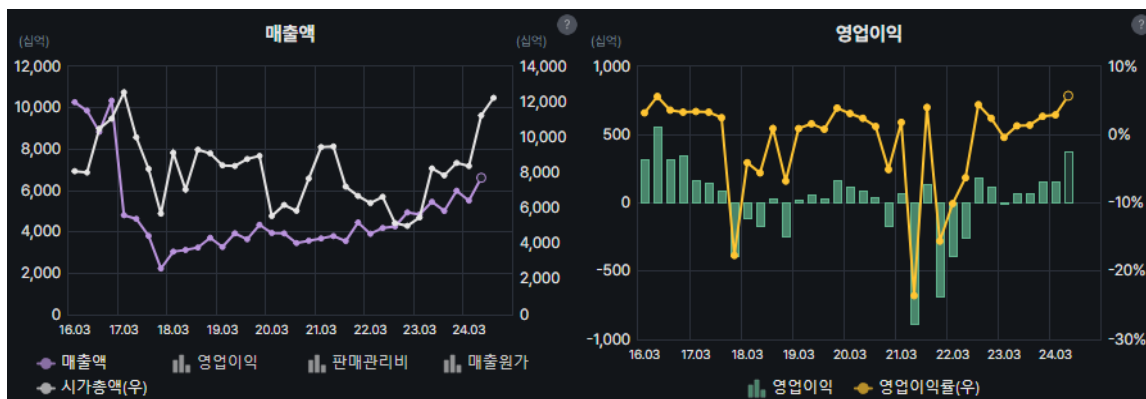
#### 2) 최근 주가 및 사업 현황

올해 들어 HD한국조선해양의 주가는 연저점 104,000원에서 연고점 213,000원까지 크게 올랐다가

8월 초 미국발 경기침체 우려로 인해 급락했지만 조선업의 슈퍼사이클과 고선가 수주물량의 매출 인식 시작, 원가 안정화로 인한 실적 개선에 힘입어 여전히 연저점 대비 60% 가까이 상승한 상태다. 특히 미래 일감인 수주잔고가 넉넉하다. 이미 쌓여 있는 수주잔고에 더해 추가적인 수주가 이어지고 있어 HD한국조선해양의 자회사들인 HD현대 조선 3사는 연간 수주목표를 이미 대부분 달성하였거나 초과달성 했다. 특히 HD현대삼호는 수주에서도 연간 목표를 69% 초과달성 했다. HD현대 조선 3사 연간 수주 목표인 135억달러는 2023년 목표였던 157억 4천만달러보다 14% 낮았는데, 이는 3년치 수주잔고를 고려해 고선가 선박을 선별수주하기 위해 목표를 낮춰 잡은 것이다. 그럼에도 불구하고 목표를 조기달성, 초과한 배경에는 높은 선가를 지속해서 제시, 수락하는 선주들이 있다. 따라서 현재와 같은 고선가에서도 선사들이 발주를 지속한다면 올해 목표를 크게 초과달성 할 것으로 예상된다.

현대중공업과 현대삼호의 슬롯은 2027년까지 대부분 판매되어 백로그 길이가 3.5년에 육박하며, 현대미포도 2027년 인도 슬롯의 절반을 채워 백로그 길이가 2.5년 이상이다. 조선업은 현재 넉넉한 수주현황과 선사들의 꾸준한 발주로 공급자 중심의 수주협상이 이뤄지고 있으며 그 중에서도 한국조선해양의 자회사들은 시장 선도자로서 고선가 선박 위주로 선별 수주하여 선가를 올리는데 앞장서고 있다.

### 3) 매출 및 영업이익 현황



HD한국조선해양의 매출은 2019년 6월 지주사 체제 전환 이후 꾸준히 상승하여 올 2분기 매출액은 전년비 +21.3%, 영업이익율 5.7%로 호실적을 기록했다. 2022년 이후 수주한 물량이 대부분 고선가 물량인 상황에서 2022년 이후 수주 물량의 매출인식 비중이 점차 높아지고 있다. 선가가 오르기 시작한 2022년 수주물량의 매출반영 비중이 현대중공업 1Q24 44%에서 2Q24 66%로 대폭 증가했고, 현대미포도 22년 물량 비중이 69%, 23년 물량 14%로 고선가 물량이 매출에 반영되기 시작했다. 따라서 향후에도 매출과 영업이익은 지속적으로 성장할 것으로 예상된다.

비용 측면에서도 24년 2분기 컨퍼런스콜에서 관계자가 밝힌 내용에 따르면 외주단가가 예상보다



크게 하락했으며, 2023년까지 노동력 부족에 시달려 추가 비용이 발생했지만 외국인 노동자가 투입되어 공정 안정화가 진행되었고, 내재화율이 올라가 원가가 절감되었다. 그리고 후판 가격도 하향 안정세를 보이고 있다. 중국산 후판 의존도를 20%에서 25%까지 확대하고 있고, 국내 철강사와의 협상을 통해 24년 1분기 103만원에서 하반기 90만원대 초중반까지 가격을 끌어내렸다.

중국산 후판은 7~80만원대로 후판 원가를 약 1~20%가량 절감할 수 있다. 중국산 후판 의존도를 5% 올려 절감한 비용은 연간 150억~300억가량으로 추정된다. 여기에 더해 중국산 후판 가격을 지렛대 삼아 국내 철강사의 후판 가격을 낮춰 얻어낸 원가 절감 효과는 연간 약 1,700억원으로 추정된다. 따라서 후판 가격 하락분으로만 연 1,850억~2,000억원의 원가가 절감될 것으로 추정된다. 덕분에 HD한국조선해양의 이익체력은 보다 더 튼튼해질 전망이다.

#### 4) 재무구조

재무구조는 2024년 1분기 기준 자산총계 32조 5,098억원, 부채총계 19조 9,516억원으로 부채비율 158.9%를 기록했다. 그러나 계약부채 11조 379억원 등 부채 상당수는 사업구조상 발생하는 부채이며, 이자발생부채는 3조 4,535억원인데 반해 현금 및 현금성자산만 3조 6,696억원에 달하는 등 부채 상환, 이자 부담이 덜해 비교적 안정적인 재무구조를 지니고 있다.

#### 5) 결론

위와 같은 이유로 조선업 내에서 HD한국조선해양의 자회사들은 충분한 수주잔고와 더불어 꾸준히 선가를 올려 수주하는 선도적 입지가 돋보인다. 이는 수익성 측면에서 삼성중공업, 한화오션 등 피어그룹 대비 우위로 나타나고 있다.

## 2. 한라IMS

### 1) 개요

한라IMS는 LNG, 가스, 원유 등 선박으로 운반하는 액체류의 레벨을 계측하는 계측기와 원격 밸브 제어 장비 VRC를 주력으로 생산, 판매하는 업체다. 레벨 계측은 탱크에 저장된 액체류 저장 용량과 상태를 측정, 제어하는 시스템으로 운반선에 필수적으로 장착된다. 동사는 선박 레벨 계측 시스템에서 국내 시장 점유율 20%대로 추정되며 현대중공업, 한화오션, 삼성중공업과 해외 조선소에 납품하고 있다.



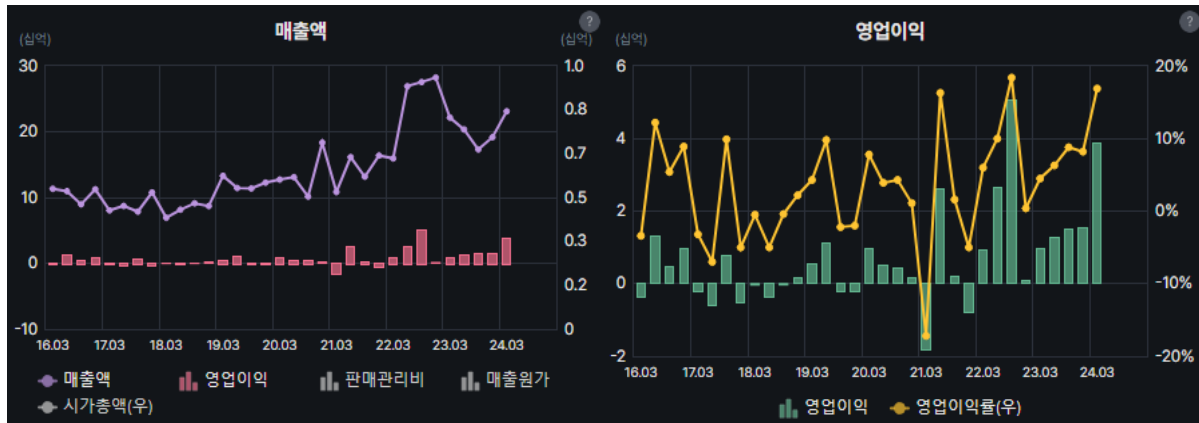
한라IMS의 2024년 일봉 차트

## 2) 최근 주가 및 사업 현황

올해 들어 한라IMS의 주가는 2월 1일 5,560원까지 내려갔다가 8월 2일 8,240원까지 상승하고 그 직후 급락하였다. 이는 미국 경기침체 우려가 불거져 시장 전체가 하락하였고, 조선업종과 당사 역시 단기간 상승세에 대한 차익실현 및 부담으로 인해 크게 하락했기 때문이다.

당사의 주요 제품으로는 선박용 수위, 압력, 온도, 가스 원격 자동 측정 시스템 RLMS, 원격 자동 경보 장치 RLAS, 일반 경보, 측정 장치, 원격 밸브제어 장치 VRCS, 선박평형수처리 장치 BWTS, LNG 선박용 가스감시장비 FGSS 등이 있다. 특히 IMO의 친환경 규제 강화에 따른 대응으로 저탄소/탈탄소 연료 공급시스템은 LFSS를 개발, 패키지화 하고 있으며 LNG 화물 계측 및 상거래 시스템을 개발하는 등 액화가스, LNG 밸류체인에서 쓰이는 장치와 서비스를 적극 발굴, 매출을 올리고 있다. 매출 비중은 레벨, VRCS, BWTS가 대부분을 차지한다.

2021년에는 광양사업장 부지 19만평을 512억원에 매입해 선박 수리 사업에 진출했다. 이후 해당 부지 14만평을 포스코 그룹에 1,230억원에 매각해 막대한 차익을 거두었으며 7,000TLC 플로팅도크를 매입하여 선박 수리 사업 확대를 준비중이다.



### 3) 매출 및 영업이익 현황

1Q24 매출액은 전년 대비 4% 늘어난 231억원, 영업이익은 294% 늘어난 39억원을 기록했다. 영업이익 증가는 마진이 높은 VRC 매출 비중이 1Q23 20%에서 41%로 늘어났고, 대손충당금 10억원이 환입 되었기 때문이다. 그리고 1분기에만 239억원을 수주하여 전년 대비 68% 증가한 1,233억원을 수주잔고로 쌓아놓았다. 수주잔고 외에도 플로팅 도크를 매입한 선박 수리 부문에서 매출 확대가 기대된다. 모든 선박이 5년마다 정기검사를 수행해야 하기 때문에 선박 수가 늘어나는 현 추세에 이어진다면 선박 수리부문이 매출과 이익에 큰 기여를 할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 선박 수리의 영업이익률이 20%대로 추정되는 만큼 이익 개선에 큰 기여를 할 것으로 기대된다.

원가 측면에선 국제유가 상승 및 달러 강세로 인상요인이 있었으나 국산자재 가격 인상을 방어하고 있고 스틸, SUS 볼트, 너트 가격은 거래처 다변화와 해외 소싱으로 25% 절감하는 등 다양한 노력으로 원가를 통제하고 있다.

### 4) 재무구조

재무구조는 2024년 1분기 기준 자산총계 2,207억원, 부채총계 589억원으로 안정적인 재무상태표를 갖고 있다. 매출과 영업이익도 지속 상승세에 놓여있어 LNG, VLGC, VLAC 등 액체 가스 운반선 수주잔고 증가로 인한 매출 증가와 선박 수리 사업 확대에 의한 이익률 개선으로 재무구조도 더욱 튼튼해질 것으로 예상된다.

### 5) 결론

위와 같은 이유로 조선업 중에서도 에너지 전환으로 LNGC, VLGC, VLAC 등 액화가스 선박 건조가 늘어나는 추세에 수혜를 받고, 선박 수리 사업을 확장해 성장이 기대되는 한라IMS가 돋보인다.