

미국이 쏘아 올린 한국의 가스선

조선/기계 오지훈

02) 6915-5662 / jihoonoh@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이다. 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

제재는 미국, 피해는 중국, 수혜는 한국의 가스선.....	3
1. 미국의 중국 조선업 제재 영향 점검: 컨테이너? LPG!.....	11
1-1. 수단이 아닌 목적에 주목하면 향후 미국의 행보는 예측 가능	11
1-2. 미국의 중국 조선업 제재안이 비현실적인 세 가지 이유.....	14
1-3. 해운사들의 기업 분할 및 중고선 매매 대응 시나리오가 가장 유력.....	18
1-4. 중국산 선박 비중이 아닌 미국 물동량 비중에 주목해야 하는 이유	20
2. 미국이 쏘아 올린 한국의 가스선.....	22
2-1. LNGc: 모두가 알 듯 계속 좋지만, 우리의 몫이 무한정 늘어날 수는 없기에.....	22
2-2. LPG: 미국에서만 2028년까지 수출 용량 60% 증가.....	26
2-3. 에탄: 미국 수출 비중이 100%, 다시 한번 주목할 때.....	34
2-4. 상호 관세 영향 점검: 발주는 결국 업황 따라간다	40
2-5. 멀티 가스 캐리어 시대가 온다면 가스선 마진은 또 한 번 상승.....	42
2-6. 한국 조선사 수혜 분석: 수주 금액보다 중요한 건 수주 MIX	45
2-7. 기자재: 모든 가스선에는 탱크가 필요하다	53
3. 투자전략 및 선호주: 가스선 수주가 증가하면 수혜를 받는 업체를 주목하자.....	57
4. Appendix: 선종별 용어 정리.....	58
5. 기업분석.....	59
HD현대미포(010620): 변곡점: 가스선 비중 확대와 베트남 조선소 증설.....	60
세진중공업(075580): 미국 LPG 우리 탱크 없으면 못 나릅니다	69
HD현대중공업(329180): VLGC 1등에게 에탄 운반선 일감이 몰린다	78

제재는 미국, 피해는 중국, 수혜는 한국의 가스선

글로벌 물동량에서 미국 비중이 핵심 포인트

4월 17일: 미국의 중국
조선업 제재 최종안 발표

4월 17일은 미국 무역대표부(USTR)가 중국 조선, 해운 산업의 부당행위에 대한 조사를 개시한지 1년이 되는 시점으로 결론을 발표하는 날이다. 앞으로 미국에 입항하는 중국산 선박을 보유 중인 글로벌 해운사들은 ‘감당하기 힘든 수수료’를 내야 하기 때문에, 중국산 이외 선박만으로 구성된 기업으로 분할하여 미국 입항에 대응해야 한다. (총 31,539개의 글로벌 해운사와 4,821개의 조선소를 국적별로 정리해서 중국의 비중을 별도로 정리한 데이터는 본 보고서가 유일하다. 본문 4 Page의 표 1 참조)

글로벌 물동량에서 미국이
차지하는 비중이 높은
LPG와 에탄에 주목

또한 향후 해운사들은 미국 물동량 비중이 높은 선종의 신조선 수요에 대해서 한국과 일본의 조선소에 발주를 해야 한다. 글로벌 물동량에서 미국의 비중은 Bulk, LNG, Container는 8~22%인데 비해서 LPG와 에탄은 각각 47%, 100%에 달한다. 즉, LPGc(LPG 운반선)과 VLEC(에탄 운반선)의 가스선에서 한국 조선업의 대폭적인 수혜가 발생하는데 시장에서는 아직 여기에 주목하고 있지는 않다.

LNGc 보다 LPGc 와 VLEC 에서 더 큰 ‘성장’ 전망

LNGc는 국내 조선사들이 수주하는 선종 중 가장 비싸고 수익성이 좋은 선종이지만, 추가적인 성장 여력은 제한적이라 판단한다. 한국 조선사의 LNGc 캐파는 70척 수준으로 제한되어 있고, 선가는 선종 중 가장 비싼 선종으로 2020년 1월 대비 상승률이 두 번째로 낮으며, 2025~2026년은 LNGc 운임 약세가 전망되며 해운사들의 지불 여력이 좋지 않은 환경이기 때문이다.

미국의 중국 제재로
한국 조선업 3단계
프리미엄 수혜 전망

반면, LPGc 와 VLEC에서 더 큰 성장 기회를 전망하는데 그 근거는 세 가지이다.

- 1) 한국 M/S 확대
- 2) LPGc 과점
- 3) VLEC(에탄) 독점

- 1) 미국의 중국 조선업 제재로 인해 신조 발주 시장이 ‘한국과 일본’과 ‘중국’으로 이분화되는 시발점이며, 경쟁력이 높은 한국이 일본보다 더 큰 성장 기회를 누릴 것이다.
- 2) LPG 글로벌 물동량에서 미국발 비중이 2024년 47%에서 2028년 60%까지 증가하는 국면에서 LPGc의 M/S 1위인 한국 조선소의 ‘과점 프리미엄’은 더욱 강화될 것이다.
- 3) 미국발 물동량 비중이 100%인 VLEC는 한국 조선업의 ‘독점 프리미엄’으로 최고 수익성 선종인 LNGc에 준하는 마진까지 수익성이 상승할 것이다.

LPGc 와 VLEC 의 가스선 수주 증가의 수혜 업체에 주목

선호주:
HD현대미포,
세진중공업,
HD현대중공업

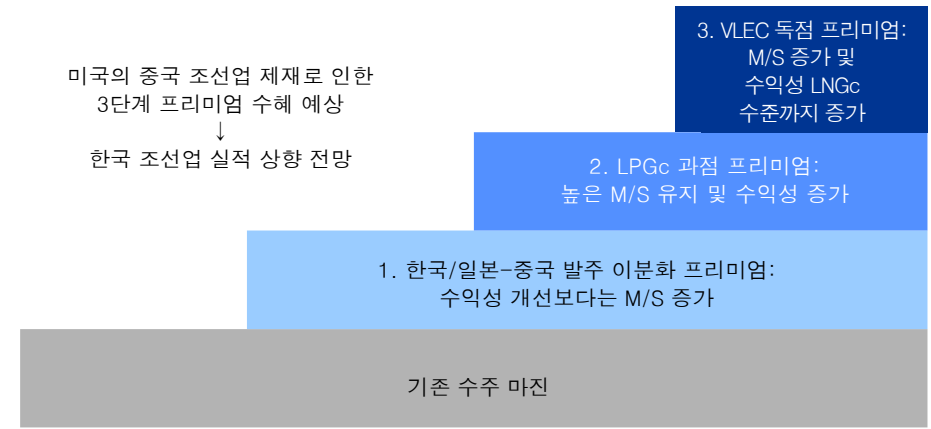
조선업종의 추가적인 추가 상승을 위해서는 수주의 증감보다는 Mix가 중요한 구간이다. 가스선 수주가 증가하면 수혜를 받는 업체를 주목하며, 선호주로 HD현대미포, 세진중공업, HD현대중공업을 제시한다.

HD현대미포는 가스선 인도 비중 확대와 베트남 조선소의 증설로 인해 선가 인상과 인도 물량 증가로 대폭적인 수익성 개선이 전망된다.

세진중공업은 고수익성의 ‘LPG 탱크’ 인도 물량이 연간 10척씩 증가하며 실적 개선이 전망된다. 현재 LPGc 선가는 2008년 고점 대비 26% 더 상승하며 선가 상승률이 가장 높은 선종이다. LPG 탱크 단가도 선가와 함께 상승하기 때문에 실적 개선 모멘텀은 더 강화될 것이다.

HD현대중공업은 한국 가스선의 일인자이다. 경쟁사가 따라올 수 없는 탱크 조달 능력으로 2027년 대형 조선사 중 가장 많은 28척의 가스선을 인도할 예정이다.

그림 1. 미국의 중국 조선업 제재로 인한 한국 조선업 3단계 프리미엄 수혜 전망



자료: IBK투자증권

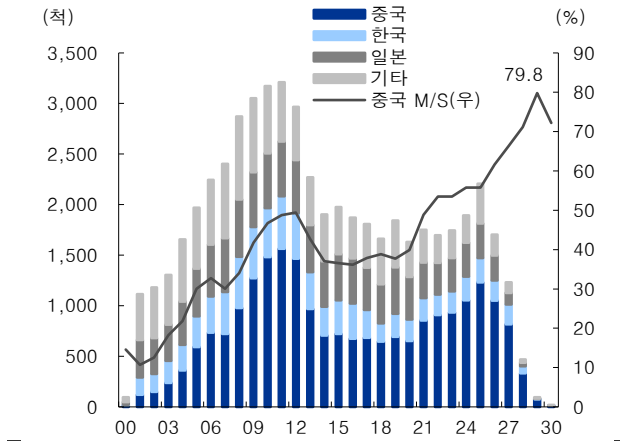
표 1. 선종별 USTR 제재안 비대상 선박 비중과 상품별 미국 물동량 비중: 현재 미국의 LPG 해상 물동량 비중은 무려 47%이며
향후 60%까지 증가할 전망. 에탄은 미국 해상 물동량 비중 100% 수준. 기업 분할 시나리오로도 대응 어렵다고 판단 (단위: %, 척)

선종	선종 크기	전체(A)			중국 해운사 보유 선박(B)		중국 해운사 제외(C=A-B)		중국 조선사 건조 선박(D)		USTR 제재안 비대상 선박(E=C-D)			USTR 제재안 비대상 선박 비중(F=E/A)			미국 물동량 비중
		선대	잔고	총합	선대	잔고	선대	잔고	선대	잔고	선대	잔고	총합	선대	잔고	총합	
Container	17K+	218	128	346	70	12	148	116	17	95	131	21	152	60%	16%	44%	16%
	15-16.9K	174	137	311	23	15	151	122	36	53	115	69	184	66%	50%	59%	
	12-14.9K	335	104	439	59	22	276	82	25	47	251	35	286	75%	34%	65%	
	8-11.9K	675	180	855	73	0	602	180	92	151	510	29	539	76%	16%	63%	
	3-7.9K	1,544	89	1,633	187	27	1,357	62	330	43	1,027	19	1,046	67%	21%	64%	
	Feeder	3,890	155	4,045	1,049	59	2,841	96	1,049	69	1,792	27	1,819	46%	17%	45%	
LNG	Qmax	52	37	89	0	15	52	22	0	9	52	13	65	100%	35%	73%	22%
	174K	353	281	634	25	58	328	223	15	18	313	205	518	89%	73%	82%	
	100-174K	321	1	322	15	0	306	1	1	0	305	1	306	95%	100%	95%	
	Handy	91	29	120	11	4	80	25	38	11	42	14	56	46%	48%	47%	
에탄	VLEC	29	61	90	10	32	19	29	1	16	18	13	31	62%	21%	34%	100%
LPG	VLAC/VLGC	400	109	509	48	6	352	103	29	18	323	85	408	81%	78%	80%	47% (2028년 약 60%까지 증가 전망)
	MGC	141	65	206	4	4	137	61	12	31	125	30	155	89%	46%	75%	
	Handy	128	15	143	2	3	126	12	38	5	88	7	95	69%	47%	66%	
	Small	967	44	1,011	132	12	835	32	63	4	772	28	800	80%	64%	79%	
COT	VLCC	903	91	994	170	23	733	68	114	48	619	20	639	69%	22%	64%	18%
	Suezmax	649	107	756	32	0	617	107	124	52	493	55	548	76%	51%	72%	
	Aframax	700	42	742	66	13	634	29	52	16	582	13	595	83%	31%	80%	
	Panamax	75	2	77	30	2	45	0	3	0	42	0	42	56%	0%	55%	
PCT	LR2	486	172	658	57	13	429	159	148	132	281	27	308	58%	16%	47%	18%
	LR1	380	66	446	28	2	352	64	113	52	239	12	251	63%	18%	56%	
	MR	2,114	298	2,412	204	33	1,910	265	190	147	1,720	118	1,838	81%	40%	76%	
	Handymax	101	3	104	18	3	83	0	43	0	40	0	40	40%	0%	38%	
	Handy	342	20	362	148	6	194	14	53	13	141	1	142	41%	5%	39%	
	Small	6,914	103	7,017	1,728	23	5,186	80	774	46	4,412	34	4,446	64%	33%	63%	
	Chemical	4,298	485	4,783	640	149	3,658	336	607	192	3,051	144	3,195	71%	30%	67%	
Bulk	Capesize	2,035	147	2,182	517	34	1,518	113	597	65	921	48	969	45%	33%	44%	8%
	Handymax	4,338	467	4,805	1,467	124	2,871	343	1,012	223	1,859	120	1,979	43%	26%	41%	
	Panamax	3,243	443	3,686	902	138	2,341	305	883	213	1,458	92	1,550	45%	21%	42%	
	Handysize	4,588	300	4,888	1,650	47	2,938	253	925	99	2,013	154	2,167	44%	51%	44%	

Note: 발주 및 수주 이력이 있는 총 31,539개의 글로벌 해운사와 4,821개의 조선소를 국적별로 정리한 데이터

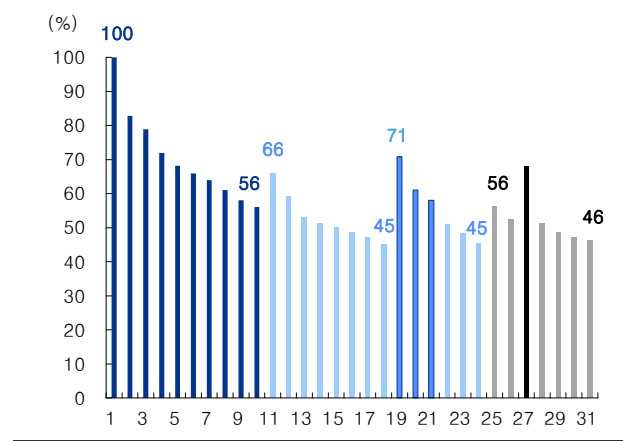
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 2. 중국 조선소 상선 인도 점유율, 척 수 기준: 현실적으로 중국 조선업 없이는 글로벌 신조 수요 대응 불가능



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 3. 조선업의 반복 건조 학습효과: 상선 건조 이력이 많지 않은 미국은 단기간 내에 중국 조선업을 대체할 수 없음



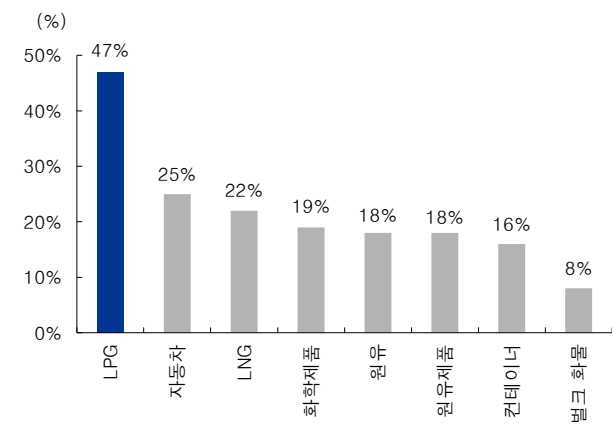
자료: ScienceDirect, IBK투자증권

그림 4. 미국이 주로 건조 중인 조사선(Oceanograph): 소형 선박으로 상선과 거리가 멀



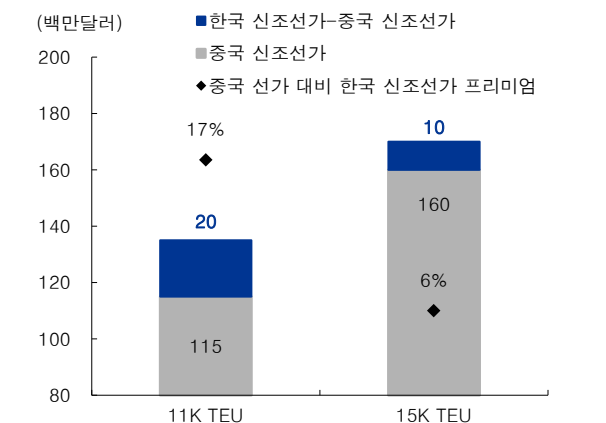
자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 5. 상품별 글로벌 물동량에서 미국이 차지하는 비중: LPG 47%로 압도적임



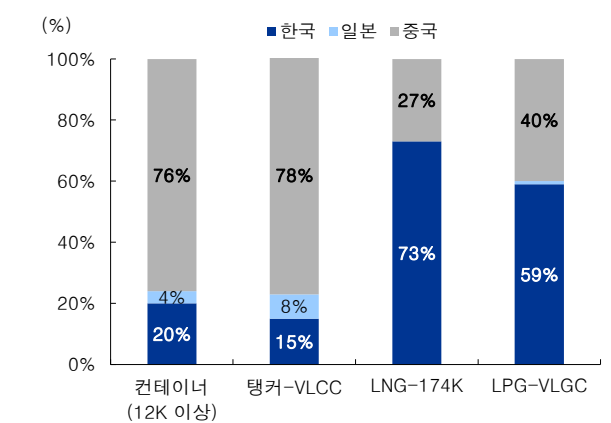
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 6. 컨테이너선 한국, 중국 신조선가 차이: 10~20백만달러 저렴한 선가는 USTR의 제재안으로 경쟁력 없어짐



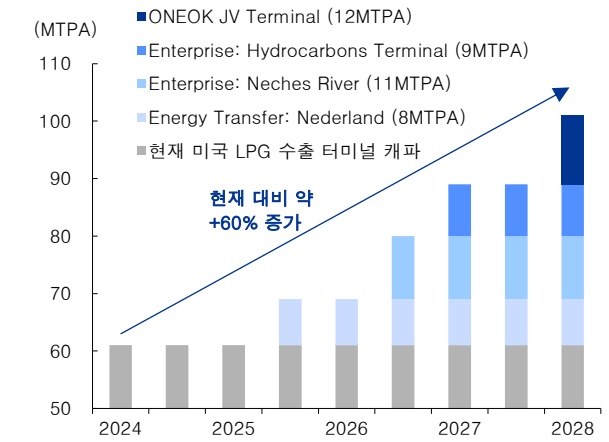
자료: MP Shipbrokers, IBK투자증권

그림 7. 2027년 기준 대형선 선종별 인도 점유율: USTR 제재안이 현실화되면 탱커와 컨테이너 선종 M/S 상승 전망



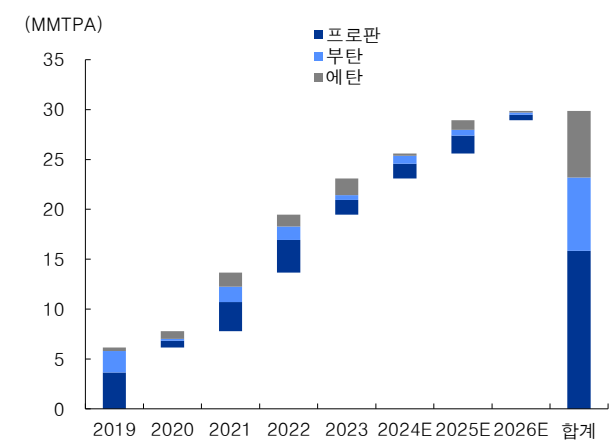
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 8. 미국 신규 LPG 수출 터미널 용량: 현재 대비 60% 증가



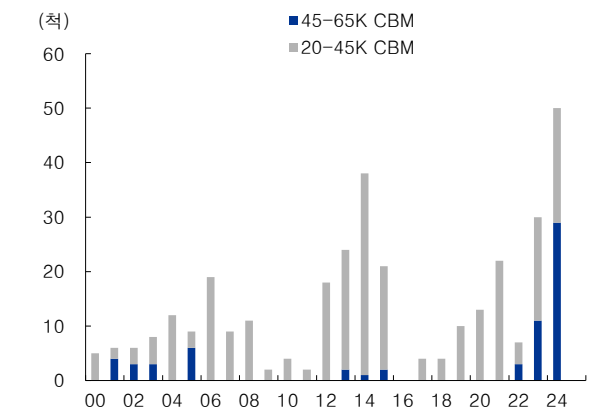
자료: Aviance Gas, IBK투자증권

그림 9. 중국의 PDH 증설에 따른 LPG Feedstock 수요 증가 추이



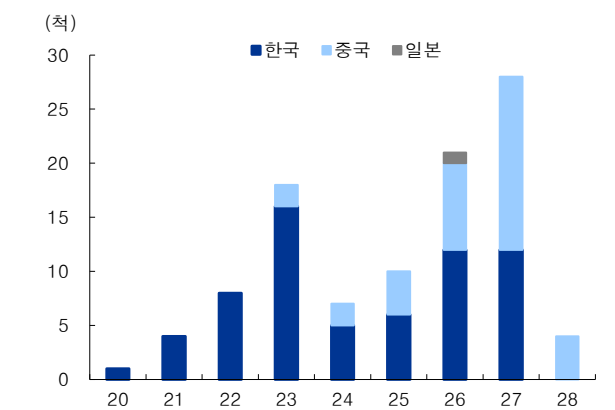
자료: Dorian LPG, IBK투자증권

그림 10. 연도별 중소형 LPG선 발주 추이:
2023년 유럽의 러시아산 LPG 수입 중단 조치 발표 이후부터
40K CBM급 LPG선 수요 증가



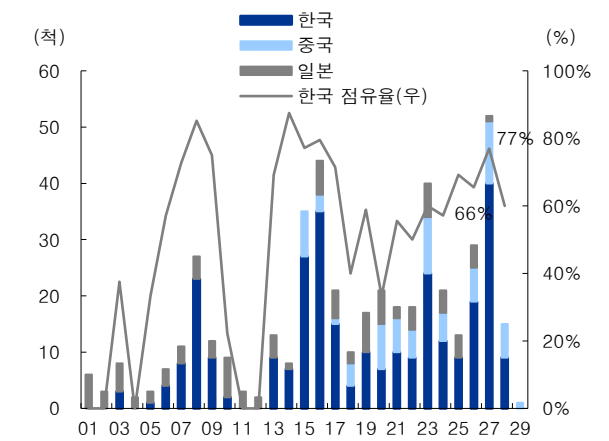
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 11. 조선사별 MGC 인도 예정:
중국 조선사 수주 증가 중이지만 미국의 중국 조선업
제재안 통과 시, HD현대미포 이외 발주 대안 거의 없음



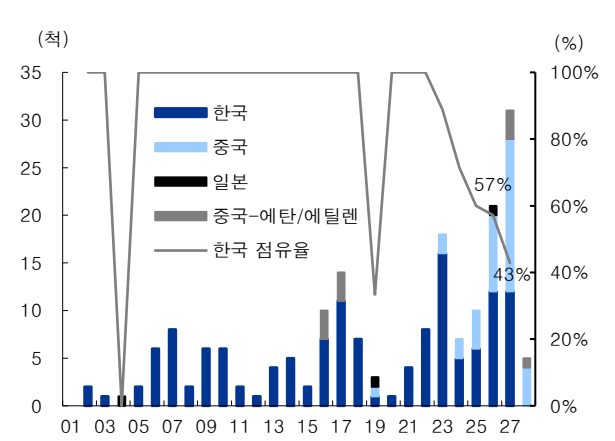
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 12. 조선소 국가별 VLGC/AC 인도 추이: 한국의 높은 M/S 지속 전망



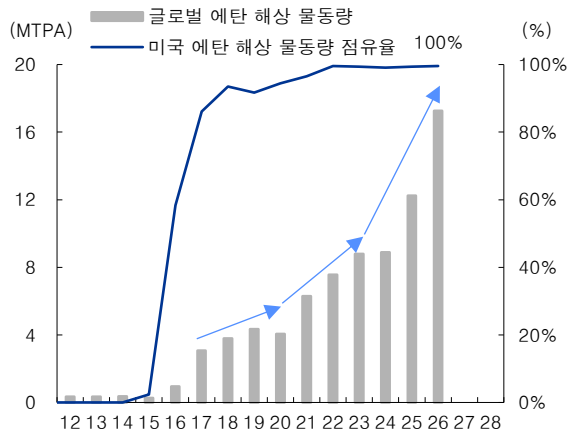
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 13. 조선소 국가별 MGC 인도 추이: 한국 M/S 회복 전망



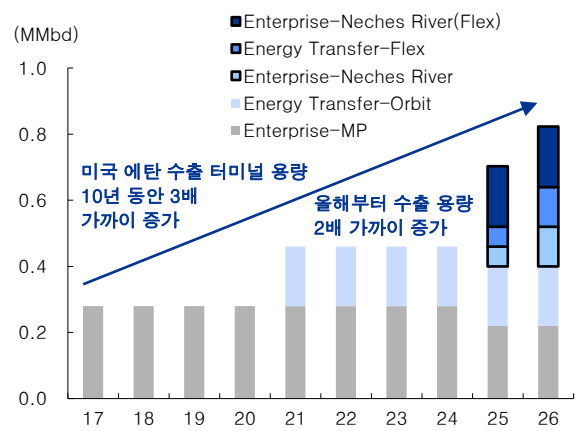
Note) 한국 점유율 계산에서 중국-에탄/에틸렌 MGC 제외
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 14. 미국 에탄 해상 물동량 점유율 추이: 미국의 독점



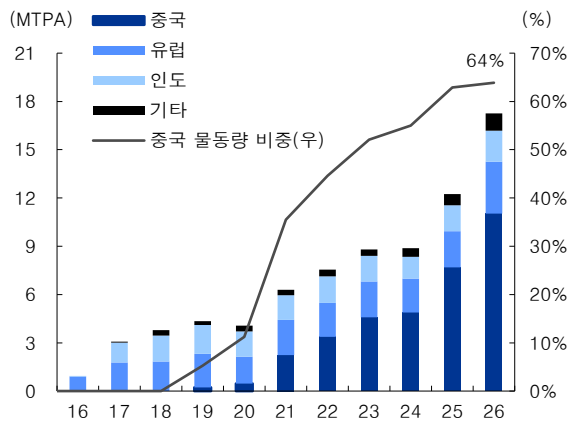
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 15. 미국 에탄 수출 터미널 용량: 10년 동안 3배 증가



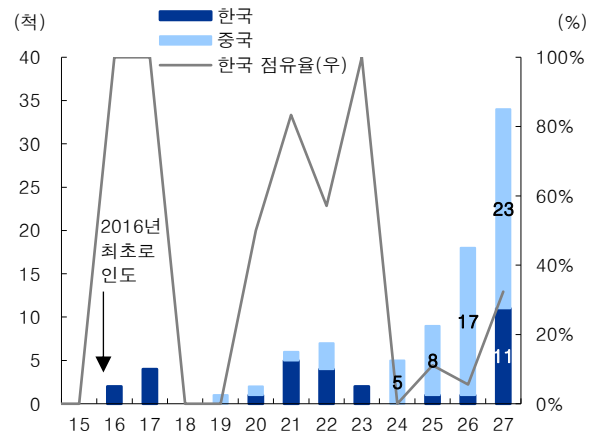
자료: RBN Energy, IBK투자증권

그림 16. 국가별 미국산 에탄 수입 추이: 중국의 성장세 가파름



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 17. 조선소 국가별 VLEC 인도 추이: 일본 VLEC 건조 이력 없음, 향후 중국이 수주하던 VLEC 한국이 독점 수주할 가능성 매우 높다고 판단



자료: RBN Energy, IBK투자증권

표 2. 한국 조선소 수주 단가별 VLEC 수익성 시나리오 분석: VLEC 독점 수주 예상하며 향후 LNGc 수준까지 마진 개선 전망

(단위: 백만달러, %)

한국 VLEC 선가 상승률	현재	5%	7.5%	10%	15%	17.5%	20%	비고
한국 VLEC 선가	160	168	172	176	184	188	192	
한국 VLEC 수익성	13%	13%	15%	17%	21%	22%	24%	
한국 VLEC 원가	139	146	146	146	146	146	146	원가 5% 상승 가정
중국 VLEC 선가	154	154	154	154	154	154	154	중국 LNG선 한국 선가 대비 4.5% 할인
1회 입항 수수료		1	1	1	1	1	1	최대 3.5백만달러까지 증가 가능
4년 중국 선박 미국 입항 수수료		34	34	34	34	34	34	VLGC 연간 9항차 적용, 5% 할인
중국 VLEC 선가 + 4년 간 입항 수수료		188	188	188	188	188	188	
한국 VLEC 프리미엄	6	-20	-16	-12	-4	0	4	

자료: IBK투자증권

표 3. 한국 조선소 LNGc 인도 일정 추정: 이미 2025년부터 한국 조선소 슬롯은 완판, 추가적인 업사이드는 크지 않다고 판단

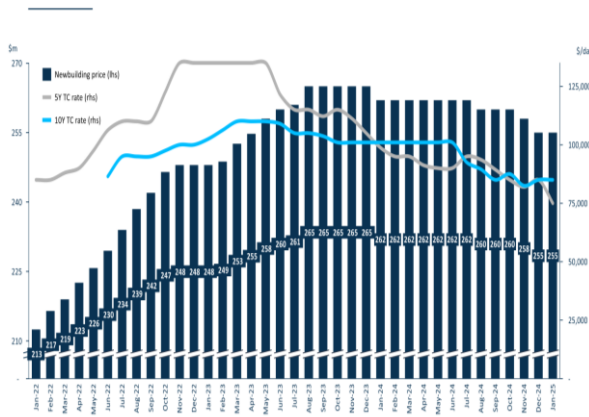
(단위: 척)

	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	LNGc 캐파
한화오션	9	18	4	1	16	24+6	19	18	5			20~24
삼성중공업	8	14	4	8	19	20	16	20	10	8		20
HD현대중공업	8	10	7	10	14	16	16	15	9	3		15
HD현대삼호	6	9	8	8	8	9	13	11	5	4+9		14
한국 대형 조선사 LNGc 인도 척 수	31	51	23	27	57	69	64	64	29	24		70
한국 대형 조선사 LNGc 잔여 슬롯 (70척 캐파 가정)	27년 슬롯도 실질적으로 완판→								6	32	46	70
									148척			

Note: 2025년 한화오션 Arctic LNG 6척 별도 표시 및 인도 척 수에는 미포함, 2029년 삼성중공업 모잠비크 LNG 8척, HD현대삼호 9척 수주 가정
 자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 18. LNGc 신조선가와 장기 용선료 추이:

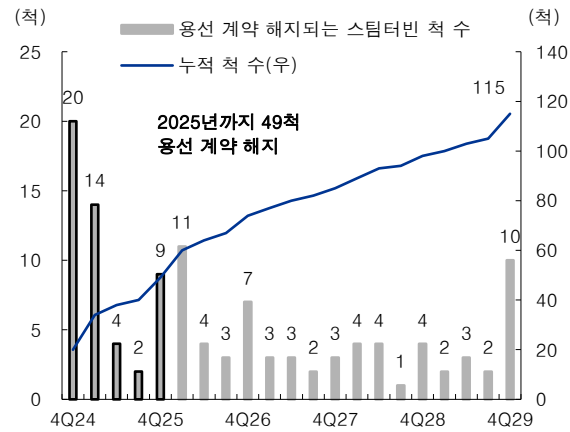
최근 LNGc 공급 과잉으로 용선료 하락하며 신조선가 함께 하락. 다만 장기 용선료(5~10년) 하락폭은 단기 용선료(1~3년) 하락폭 대비 적음



자료: Flex LNG, IBK투자증권

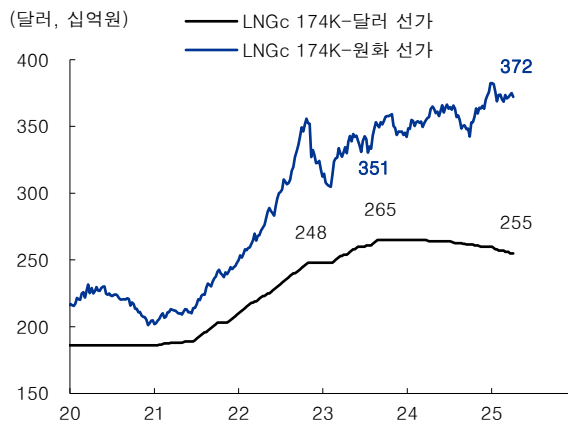
그림 19. 용선 계약 해지되는 스팀터빈 척 수:

2025년까지 49척, LNGc 공급 증가로 스팟 운임 약세 지속 전망



자료: Flex LNG, IBK투자증권

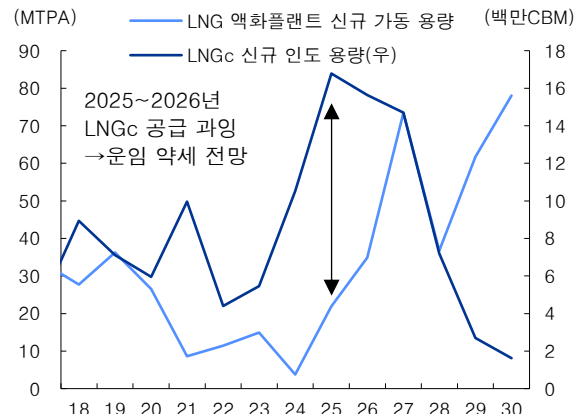
그림 20. LNGc 달러 및 원화 선가: 달러 선가는 18개월째 보합 ~하락 중. 달러 강세로 원화 선가 상승했으나 추가적인 환율 상승은 제한적이라 판단



자료: Clarksons, IBK투자증권

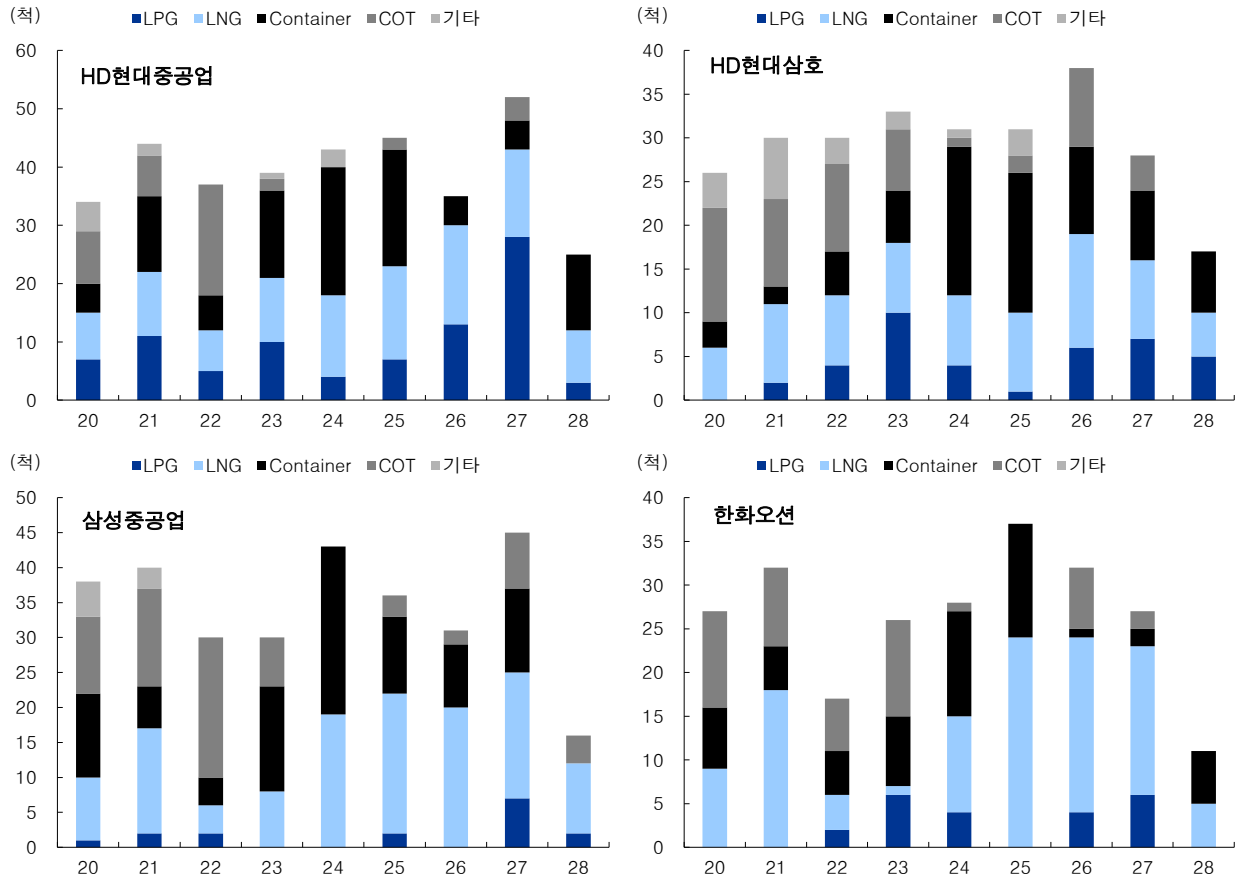
그림 21. 2025~2026년 LNGc 공급 과잉:

이미 역사적 고점 수준인 선가에 운임 약세 더해지며 선가 상승은 제한적이라 판단



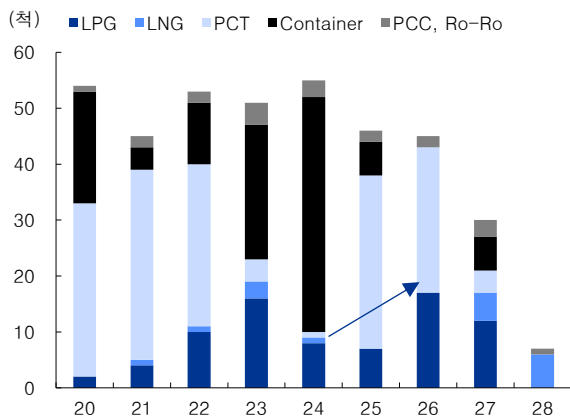
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 22. 한국 대형 조선사 선종별 인도 일정: HD현대중공업 가스선 비중 가장 높음



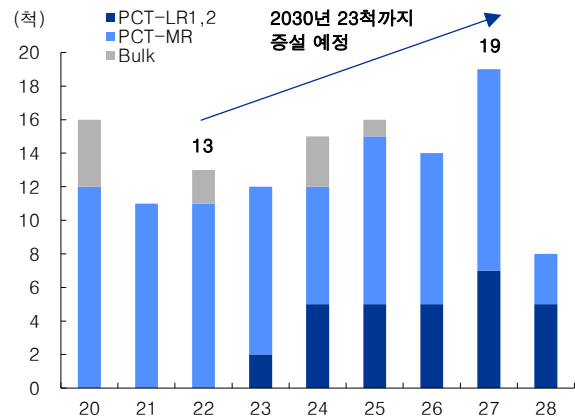
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 23. HD현대미포(울산) 선종별 인도 일정: 가스선 비중 증가 중



자료: Clarksons, IBK투자증권

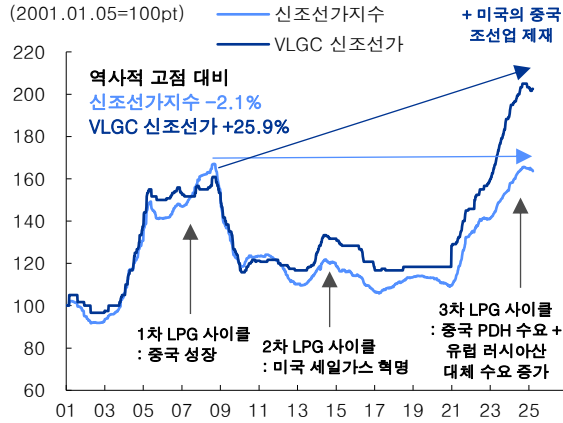
그림 24. HD현대베트남 선종별 인도 일정: 2030년까지 23척 건조 체제로 캐파 증설 안정적으로 진행 중



자료: Clarksons, IBK투자증권

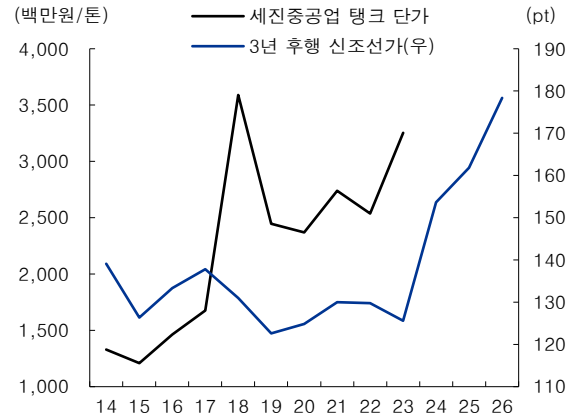
그림 25. 신조선가치수와 VLGC 가격 추이 비교:

VLGC는 과거 역사적 고점 대비 +25.9%나 더 상승



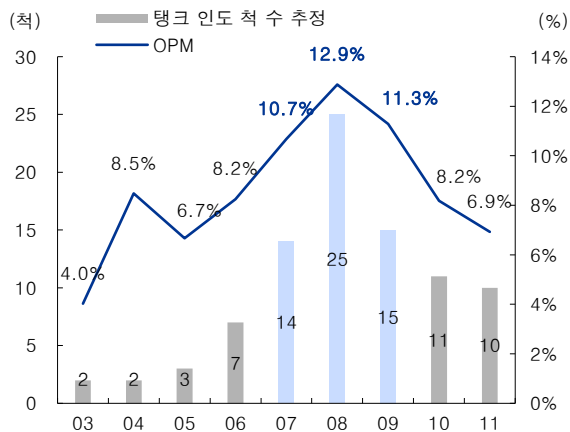
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 26. 세진중공업 탱크 단가와 3년 후행 신조선가치수



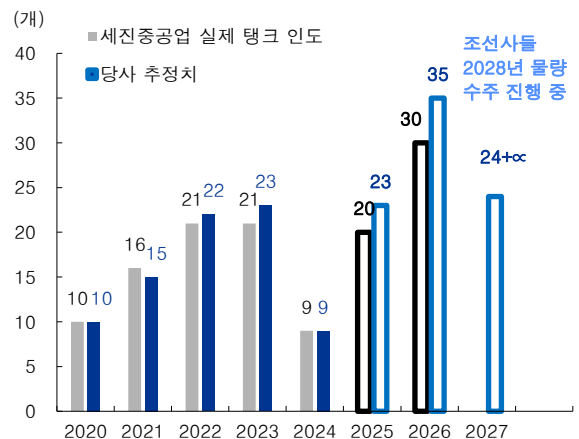
자료: 세진중공업, Dart 전자공시, Clarksons, IBK투자증권

그림 27. 과거 LPG 1차 사이클 당시 세진중공업의 탱크 인도 척 수와 영업이익률 추이: 2008년 25척 인도, 12.9% 영업이익률 기록



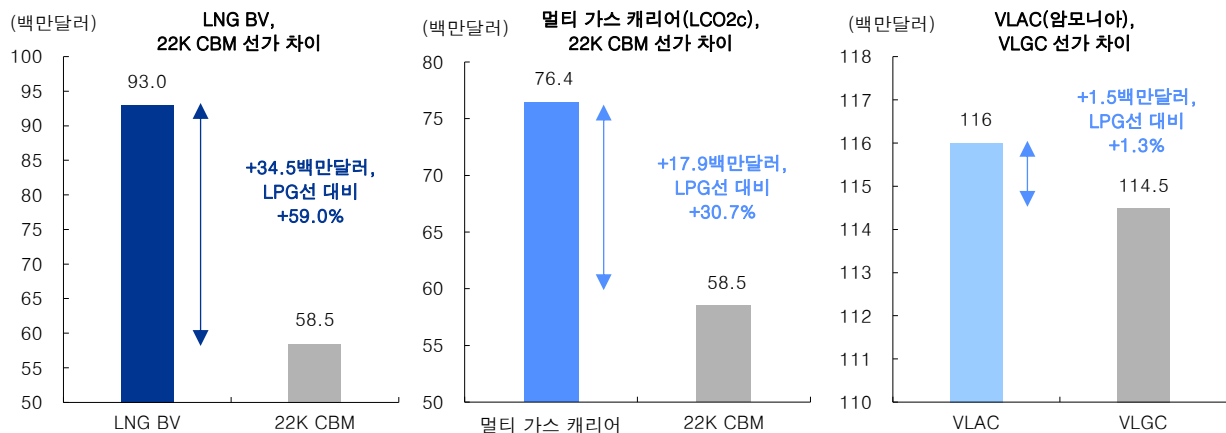
자료: 세진중공업, IBK투자증권

그림 28. 향후 세진중공업 연간 탱크 인도 일정 가이드스 및 추정 내역: 24년 9척 → 25년 20척 → 26년 30척 → 27년 30척 + ∞



자료: 세진중공업, IBK투자증권

그림 29. 일반 LPG선과 멀티 가스 캐리어(LCO2c), LNG BV 가격 비교: 고수익성 탱크 비중 확대에 따른 믹스 개선 효과 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

1. 미국의 중국 조선업 제재 영향 점검: 컨테이너? LPG

1-1. 수단이 아닌 목적에 주목하면 향후 미국의 행보는 예측 가능

트럼프 당선 이후 미국의 조선업 부흥을 위한 조선 해운 분야 관련 여러 정책들이 제시되는 중이다. 단기간에 여러가지 정책들이 제시되며 불확실성이 커지고 투자자 측면에서는 혼란스러울 수 있다. 그러나 다양한 정책들(수단)이 아닌 미국의 조선업 부흥(MASGA: Make American Shipbuilding Great Again, 목표)에 주목하면 향후 미국의 행보는 예측 가능하다고 판단한다.

지난 2월 21일 미국 무역대표부(USTR)는 중국 선사 및 중국산 선박 관련 수수료 부과 추진안을 발표했다. 이는 지난 2024년 2월 미국의 다섯 개 노동조합이 중국의 해운, 물류, 조선 산업의 불공정 지배 행위에 대해 제기한 조사 요청에 대한 답변이었다. 요지는 중국 국적 선사나, 중국 선박을 보유 중인 혹은 잔고에 보유 중인 선사에 대해 중국 노출도에 따라 차등적으로 수수료를 부과하겠다는 것이다. 이에 더해 지난 3월 6일, 외신은 미 행정부가 중국에 대항해 미국 조선업을 집중 육성하는 내용과 관련된 18개의 행정명령 초안을 준비 중이며, 해당 행정명령에는 미국 항구에 입항하는 중국산 선박 및 크레인에 수수료를 부과하는 방안이 포함되어 있다고 보도했다.

미국의 중국 조선업
제재안 핵심: 글로벌
선대, 잔고의 중국산 선박
비중을 조절

중국 조선업을 규제하기 위한 여러 방안들이 검토 중인 것으로 파악되나, 공통점은 미국에 입항하는 선박이 아닌 입항하는 선박이 포함되어 있는 선대 내의 중국산 선박 비중을 바탕으로 규제한다는 점이다. 예를 들어, 한국에서 건조된 선박이 미국에 입항해도 해당 해운사가 중국산 선박을 보유 중이라면 수수료를 내야 한다. 즉 미국의 중국 조선업 제재안의 핵심은 단순히 입항하는 선박만을 규제하는 것이 아닌 글로벌 선대 혹은 잔고 내 중국산 선박의 비중을 조절하는 것으로 판단한다.

표 4. 미국 무역대표부(USTR) 중국 조선업 제재 진행 과정

일자	세부 내용
2024.03	- 다섯 개 노조*에서 중국 조선, 해운 산업의 부당 행위에 대한 조사 요청 제출
2024.04	- 조사 개시(2024년 4월 17일): 미국 무역대표부(USTR) 중국 조선, 해운 산업에 대한 조사 개시 - 미국 정부 내 자문위원회 및 관련 기관과 조사 착수 - 중국 정부 협의 요청 거부
2024.05	- 미국 국제무역위원회 청문회 개최 - USTR 중간발표: 중국의 해운, 조선 산업의 부당 행위는 미국 기업과 노동자의 시장 기회를 감소시켜 경제 안보에 위협
2025.01	- USTR 최종발표: 중국의 조선, 해운 산업의 부당 행위는 미국 경제에 부담을 줌 - 301조 조치(무역 제재 등) 시행 근거 확립
2025.02	- 청문회 전 공식 의견 수렴 시작
2025.03	- 공식 청문회 개최(3월 24일, 26일): 공식 대중 의견 수렴
2025.04	- 이의 제기(마지막 공청회로부터 7일 이내): 공청회 의견에 대한 반박 의견 제출 - 최종 확정(2025년 4월 17일, 조사 개시로부터 1년 이내): 중국 조선, 해운 산업 공식 제재안 최종 확정
2025.04~	- 시행(2025년 5월 중 예상): 중국 조선, 해운 산업 공식 제재안 적용 - 규정상 최종 확정일로부터 30일 이내 시행해야 하나, 최대 180일(2025년 11월)까지 시행 유보 가능

Note: 5개 노조(USW, IAM, IBB, IBEW, MTD)

자료: USTR, IBK투자증권

표 5. USTR의 중국 국적 해운사 및 중국산 선박 제재안

① 중국 국적 해운사 대상 제재안
(a)안: 보유 중인 모든 선박에 대해 미국 입항 건마다 최대 100만 달러 수수료 부과
(b)안: 보유 중인 모든 선박의 화물 순톤수에 대해 미국 입항 건마다 최대 톤 당 1천 달러 수수료 부과
- 미국에 입항하는 주요 선박 크기는 8-16.9K TEU급 선박임
- DWT 기준으로 8K TEU 선박은 약 90,000 DWT, 16.9K TEU급 선박은 약 170,000 DWT임
- (b)안에 따르면 16.9K TEU급 선박 최대 중량 선적 가정 시, 최대 170만 달러 수수료 부과 가능
② 선대 중 중국산 선박을 보유 중인 해운사 대상 제재안
(a): 선박 당 최대 150만 달러의 수수료 부과 가능
(b)안: 선대 중 중국산 선박 비중이
(b-1): 50% 이상일 시, 미국 입항 선박 건 당 100만 달러 수수료 부과
(b-2): 25% 이상, 50% 미만일 시, 미국 입항 선박 건 당 75만 달러 수수료 부과
(b-3): 0% 초과, 25% 미만일 시, 미국 입항 선박 건 당 50만 달러 수수료 부과
(c)안: 선대 중 중국산 선박 비중이 25% 이상일 시, 미국 입항 건마다 100만달러 수수료 부과
③ 잔고 중 중국산 선박을 보유 중인 해운사 대상 제재안
(a)안: 잔고의 중국산 선박 비중 또는 향후 24개월 내 인도 받는 중국산 선박의 비중이
(a-1): 50% 이상일 시, 미국 입항 선박 건 당 100만 달러 수수료 부과
(a-2): 25% 이상, 50% 미만일 시, 미국 입항 선박 건 당 75만 달러 수수료 부과
(a-3): 0% 초과, 25% 미만일 시, 미국 입항 선박 건 당 50만 달러 수수료 부과
(b)안: 잔고의 중국산 선박 비중 또는 향후 24개월 내 인도 받는 중국산 선박의 비중이 25% 이상일 시, 미국 입항 선박 건 당 100만달러 수수료 부과
④ 미국 내 건조 선박 활용 시 혜택
⑤ 미국산 제품 수출 시 미국 국적 선박 활용 의무 비율
⑥ 중국 물류 플랫폼(LOGNIK) 사용 제한

자료: IBK투자증권

트럼프 취임 두 달만에 중국 조선업 제재안 외에도 조선, 해운 관련 여러가지 정책들이 동시에 쏟아지며 해당 정책들이 한국 조선업에 미칠 영향이 더 이상 판단이 어려운 수준까지 왔다. 다만 우리가 잊지 말아야 할 점은 미국의 최종 목표이다. 여러가지 정책들(수단)이 아닌 미국의 목표인 '미국 조선업의 부흥'에 집중하면 향후 미국의 행보는 어느정도 예측 가능하다고 판단한다.

결국 미국의 최종 목표는 '미국 조선업의 부흥'이다. 다양한 정책들은 목표를 달성하기 위한 수단일 뿐이다. 그리고 이러한 수단, 즉 정책들이 최종 목표에 반대될 때는 해당 정책은 수정되어야만한다.

당사는 미국의 중국 조선업 제재안은 비현실적이고 미국에 득보다는 실이 큰 정책이라 판단한다. 1-2단원에서는 미국의 중국 조선업 제재안이 비현실적이라 판단하는 이유, 1-3단원에서는 향후 해운사들의 유력한 제재안 대응 방법, 1-4단원에서는 제재안이 통과되면 '글로벌 물동량에서 미국 물동량의 비중'에 주목해야 하는 이유 대해 알아보고자 한다.

표 6. 트럼프 당선 이후 제시된 미국의 조선업 관련 정책들: 결국 미국 조선업 부흥이라는 하나의 목표에 수렴

최종 목표	미국 조선업의 부흥			
문제점	미국 조선업의 쇠퇴로 인한 해운, 함정 분야에서의 보안 리스크			
해결 방안	미국 조선업 건조 역량 확대			
달성 방안	자국 건조 선박 확대		해외 조선소 투자 유치를 통한 기술 및 생산 이전	
	1. 전략상선단 80척→250척으로 늘리며 자국 건조 역량으로 확보 2. 미국 물동량 중 일정 부분 미국 선박으로 운송 의무화		1. 한국/일본 조선소 투자 유치, 한화오션의 필리핀 조선소 인수 등	
장애물 및 한계점	예산 부족	중국 조선업의 강세	해외 투자 유치 및 단기간에 함정을 건조하기 어려운 환경	인력 및 자원 부족
극복 방안	예산 확보	중국 조선업 견제	법안 수정 및 세제 혜택 제공	인력 및 자원 확보
세부 조치 방안	1. 중국 선박 보유 및 보유 예정 해운사에 수수료 부과, 비중에 따라 차등 부과 가능 2. 파나마 운하 소유권 회복 및 통행료 수입 확보 3. FMC의 주요 해협 비효율 조사, 입항 거부 조치 가능 → 파나마(조세회피처) 국적 선박 가장 영향 클 것으로 분석, 미국 선박 편입 후 세수 확보 4. 미국 국적이 아닌 선박이 입항 시 관세 부과 검토 5. 해양기화구역 설정 및 해양 안보기금 조성	1. 중국 선박을 보유 및 보유 예정인 해운사에 수수료 부과, 중국 조선소로의 발주 억제 2. 1에 대해 동맹국들에게 동참 요구, 협력하지 않을 시 보복 조치 가능	1. 존스법 수정 검토 → 미국 국적 상선 확충이 급한 상황은 아니기 때문에 가능성 낮다고 판단, 해외 조선사 투자 유치가 더 유력하다고 추정 2. 반스-톨레프슨법 수정 검토 → 함정은 즉시 전력 보강이 필요하기 때문에 미국의 함정 건조 역량이 증가할 때까지 조건부 용인 전망 3. 해외 투자 유치를 위한 세제 감면 혜택	1. 핵추진 선박 건조 시설 노동자 임금 인상 2. 해외 철강 관세 부과를 통한 자국 철강 산업 보호

자료: 언론보도 종합, IBK투자증권

1-2 미국의 중국 조선업 제재안이 비현실적인 세 가지 이유

미국의 중국 조선업 제재안은 비현실적인 규제라 판단한다. **생산 능력:** 1) 현실적으로 중국 조선업 없이는 글로벌 신조 수요 대응은 불가능하며, 2) 미국 조선업이 단기간 내에 중국 조선업을 대체하기도 어렵고, **미국의 실익:** 3) 제재안이 통과되면 입항 수수료수입(득)보다는 입항 건수 감소로 인한 손해(실)가 더 클 확률이 높기 때문이다.

다만 비현실적이고 득보다는 실이 많은 제재안임에도 불구하고 제재안은 어떤 형태로든 통과될 가능성이 높다고 판단한다. 미국은 중국산 선박에 수수료를 부과함으로써 세수 확보를 하는 것 외에도 향후 중국으로의 발주를 억제하는 효과를 기대할 수 있으며, 중국으로의 발주 억제만으로도 미국은 충분히 원하는 바를 달성한 것이라고 판단하기 때문이다.

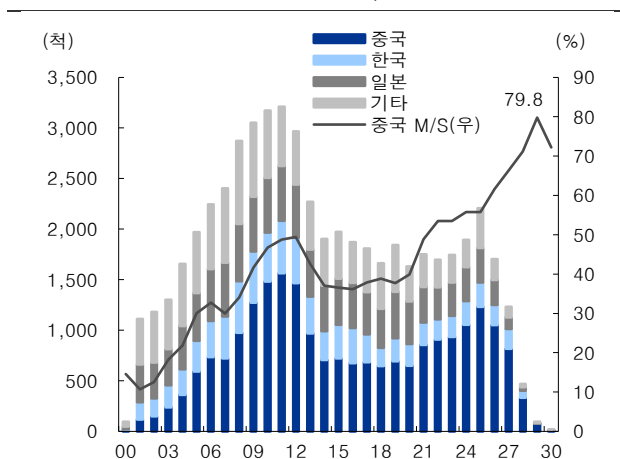
현실적으로 중국 조선업
없이는 글로벌 신조 수요
충당 불가능

1) 현실적으로 중국 조선업 없이는 글로벌 신조 수요를 충당할 수 없다. 중국 조선업의 점유율은 지난 10년 간 증설을 거듭하며 꾸준히 증가해왔다. 2027년 기준 척 수 기준으로 중국의 상선 신조 건조 점유율은 80%, 해양 선박 및 플랫폼 점유율은 56%에 이른다. 중국의 수주 점유율은 중소형선에서 더 두각을 보이는데, 한국과 일본의 중소형 조선소들이 장기간 불황을 겪으며 대부분 청산했기 때문이다. 한중일 3국이 글로벌 상선의 90% 이상을 건조하고, 한국과 일본은 현재 공격적인 개파 증설이 어려운 점을 감안하면 중국 조선업으로의 발주는 지속될 수밖에 없다고 판단한다.

최근 한국에 발주한
캐피탈 그룹도 중국으로의
발주는 필수불가결하다고
밝힘

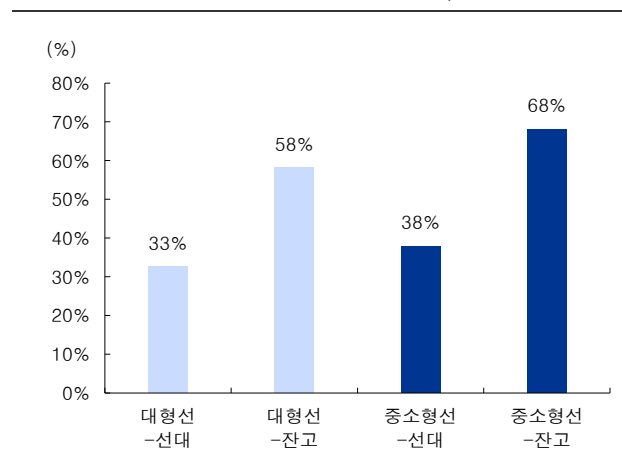
해운사들도 중국 없이는 글로벌 신조 수요를 충당할 수 없다는 점에 공감하는 중이다. 최근 3년만에 컨테이너선과 탱커를 한국에 발주한 캐피탈 그룹의 CEO는 미국의 제재안에도 불구하고 1) 중국의 개파, 2) 경쟁력 있는 가격, 3) 한국, 일본 건조 선박에 준하는 품질 등의 이유로 중국 조선업으로의 발주는 지속될 수밖에 없다고 밝히기도 했다.

그림 30. 중국 조선소 상선 인도 점유율, 척 수 기준



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 31. 중국 조선소 선박 크기별 수주 점유율, 척 수 기준



자료: Clarksons, IBK투자증권

미국 조선업이 중국 조선업을 대체하기 어렵다고 판단

1) 절대적인 조선소 수 부족

2) 낮은 생산성: 한국보다 5배 비싼 선가에 수주해도 적자 기록

3) 투자가 이뤄져도 단기간 내 생산성 개선은 어려움: 조선업은 자동화가 어려운 산업이기 때문

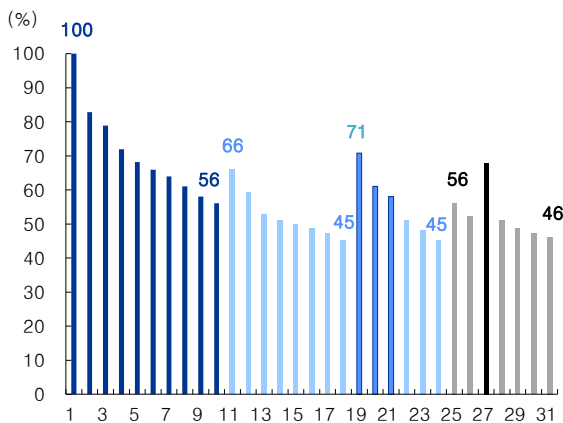
2) 미국 조선업 건조 역량이 중국 조선업을 대체할 수 있을 정도로 단기간 내에 성장하기는 어렵다고 판단한다.

1) 조선소 수가 절대적으로 부족하다. 미국은 과거 조선업을 영위했던 조선소 개수가 400곳이 넘지만, 현재 미국의 조선소 중 수주잔고를 보유하고 있는 조선소는 19개에 불과하다. 그리고 이 중 3개 조선사는 수주잔고의 수주 시기가 2020년 이전으로 매우 오래 전에 이행된 계약이어서 실제 건조 활동이 지속되는지는 알 수 없다.

2) 생산성이 낮다. 현재 미국의 필리 조선소가 잔고에 보유 중인 3,600 TEU급 컨테이너선은 척 당 333백만달러에 수주한 선박이다. 3,700 TEU급 컨테이너선의 신조선가가 61백만달러인 점을 감안하면, 5배 이상 비싼 수치이며, 한국이 수주 중인 174K CBM급 LNGc보다도 비싼 가격이다. 비싼 가격에 수주했음에도 불구하고 높은 인건비, 낮은 생산성 등의 이유로 필리 조선소는 여전히 영업이익 적자를 기록 중이다.

3) 투자가 이뤄져도 단기간 내에 생산성 개선은 어렵다. 조선업은 자동화가 어려운 산업이기 때문이다. 최근 용접 로봇 등 일부 기술의 도움으로 일부 자동화가 진행되는 중이나, 여전히 선박 건조 공정의 대부분은 수작업으로 진행된다. 그렇기 때문에 인력의 숙련도와 반복 건조로 인한 학습효과가 중요한데, 미국은 현재 우리가 흔히 말하는 상선(벌크, 탱커, 컨테이너, LPGc, LNGc) 건조 역량이 많지 않다. 현재 조선사들의 수주 잔고 중 상선을 보유 중인 조선소는 한화의 필리 조선소가 유일하다. 따라서 미국 조선업에 대규모 투자가 이뤄진다고 하더라도 단기간 내에 중국 조선업을 대체하기는 어려울 것으로 판단한다.

그림 32. 조선업의 반복 건조 학습효과:
상선 건조 역량이 많지 않은 미국은 단기간 내에
중국 조선업을 대체할 수 없음



자료: ScienceDirect, IBK투자증권

그림 33. 미국이 주로 건조 중인 조사선(Oceanograph):
소형 선박으로 상선과 거리가 멀다



자료: 언론 보도, IBK투자증권

3) 제재안이 통과되면 미국이 입항 수수료로 얻는 세수 수익(득)보다는 입항 건수 감소로 인한 항만 인프라 시설 타격(실)이 더 클 가능성이 높다고 판단한다.

해운사들은 이미 미국 항만 입항 횟수 축소를 검토 중

해운사들은 이미 미국으로의 입항 건 수 축소를 검토 중이다. 지난 3월 TPM25 컨테이너 컨퍼런스에서 MSC CEO는 이번 USTR의 제재안으로 인해 1) 해운사들의 미국 입항 건수는 감소할 가능성이 높고, 2) 미국 동부의 부항만(secondary ports)들은 입항 건수가 크게 감소해 항만에 타격이 예상되며, 3) 미국 입항 수수료를 절약하기 위해 대형선 위주로 입항하며 항만에 혼잡을 야기할 가능성이 높다고 밝혔다.

미 동부 항만 직접적인 타격 예상, 인플레이션 리스크도 존재

미 동부에는 서부보다 크기가 작은 항만이 여러 개 포진되어있다. 미 동부는 미국-유럽 노선이 주요 운항 노선인데, 상대적으로 크기가 작은 8K TEU 이하급 선박들이 주로 운항에 사용된다. 그런데 입항 건 수마다 수수료가 부과된다면, 미 동부 입항 시 단위당 컨테이너 수수료 비용은 미 서부 입항 시 대비 2배가량 비싸진다. 게다가 1회 방문 시 2~3회 기항하는 미 서부와 달리 5~6회 기항하는 미 동부 항만은 수수료를 더 비싸게 지불할 수밖에 없는 상황이다. 이로 인해 미 동부 기항 횟수가 감소한다면, 미국 동부 항만 인프라는 타격을 입을 수밖에 없다. 즉 중국 조선업을 제재하여 얻는 수수료 수익보다도 미국 항만 인프라의 실업, 인플레이션 리스크 등 손실이 더 클 가능성을 무시할 수 없다고 판단한다.

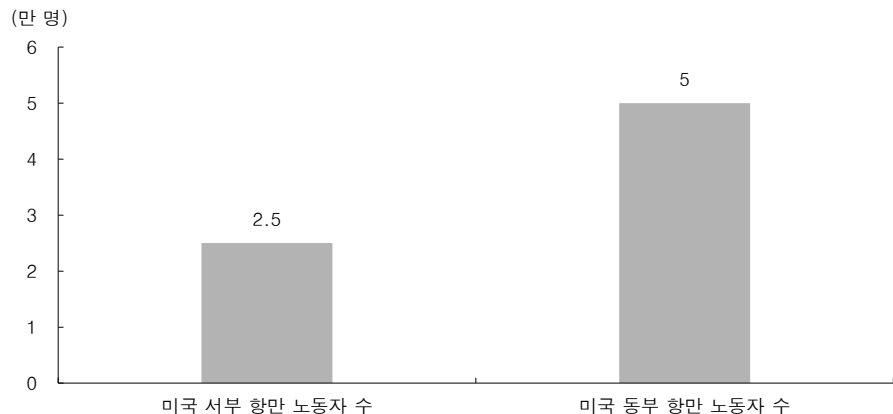
표 7. 미국 주요 항로당 입항 수수료 예상

(단위: 백만달러, 달러)

구분				최대 입항 수수료				
항로	주요 운항 컨테이너선 크기	주요 입항 항구	기항 횟수	(a)	(b)	(c)	(a)+(b)+(c)	컨테이너당 최대 수수료 (a, b, c 모두 해당 가정, 달러)
				중국 선박 선대 내 보유	중국 선박 잔고 내 보유	중국 해운사	최대 수수료	
아시아-미 서부	13K TEU	롱비치, 오클랜드	2	2	2	2	6	462
아시아-미 걸프만	13K TEU	휴스턴, 모바일, 탬파베이	3	3	3	3	9	692
유럽-미 동부	8K TEU	보스턴, 뉴욕, 필라델피아, 노퍽, 잭슨빌, 에버글레이즈	6	6	6	6	18	2,250
지중해-미 동부	8K TEU	뉴욕, 볼티모어, 노퍽, 찰스턴, 사바나	5	5	5	5	15	1,875

자료: World Shipping Council, IBK투자증권

그림 34. 미국 항만 지역별 근로 인구



자료: 언론보도 종합, IBK투자증권

미국의 중국 조선업
제재안 기대 효과
1) 수수료 수입
2) 중국으로의 발주 억제

미국에게 득보다 실이 많은 제재안임에도 불구하고 제재안은 어떤 형태로든 통과될 가능성이 높다고 예상한다. 중국산 선박에 수수료를 부과함으로써 기대 가능한 효과가 1) 미국 조선업 부흥을 위한 수입 확보 외에도 2) 중국 조선업으로의 발주 억제 효과 또한 있기 때문이다.

미국 또한 현재 제재안이 비현실적이라는 사실을 인지하고 있을 가능성이 높다고 판단한다. 2-3단원에서 자세히 서술하겠지만, 해운사들은 이미 기업 분할, 중고선 매매 등으로 제재안을 회피하는 방안을 모색 중이다.

비현실적이고, 해운사들이 제재안을 회피할 수 있다면 수수료 수입이 감소하겠지만, 그럼에도 불구하고 미국이 제재안을 통과시킬 가능성이 높다고 판단하는 이유는 중국으로의 발주 억제 효과 때문이다. 기업 분할을 고려하더라도, 미국에 입항하는 선박이 수수료를 지불하지 않기 위해서는 적어도 글로벌 물동량에서 미국의 물동량이 차지하는 비중만큼은 중국이 아닌 국가에서 건조되어야 한다. 예를 들어 글로벌 LNG 물동량에서 미국의 물동량이 차지하는 비중이 22%라면, 적어도 22%의 LNG는 중국이 아닌 다른 국가의 조선소에서 건조되어야 한다. 한중일 3개 국가가 글로벌 선대의 90%를 건조하기 때문에 제재안의 수혜는 한국과 일본의 조선소가 받을 가능성이 높는데, 미국은 이를 빌미로 한국과 일본에게 미국 조선소로의 투자를 요구할 가능성도 배제할 수는 없다고 판단한다.

미국도 이를 인지하고 있기 때문에, 예산을 최대한 확보하기 위해 다양한 정책을 제시 중인 이유라 판단한다. 미국은 현재 중국 선박에 대한 수수료 부과안 외에도 파나마 운하 소유권 회복 및 통행료 수입 확보, FMC의 주요 해협 비효율 조사 후 파나마(조세회피처) 국적 선박 미국 국적으로 편입 시도, 미국 국적이 아닌 선박 입항 시 관세 부과, 해양기화구역 설정 및 해양안보기금 설정 등의 정책을 검토 중이다.

1-3. 해운사들의 기업 분할 및 중고선 매매 대응 시나리오가 가장 유력

당사는 미국의 중국 조선업 제재안이 통과될 가능성이 높지만, 동시에 해운사들은 기업 분할 및 중고선 매매로 제재안을 회피할 가능성이 높다고 판단한다. 현실적으로 중국 조선업 없이는 글로벌 신조 수요를 충당하는 것은 불가능하기 때문이며, 최근 해운사들의 발주 동향 및 대응 사례에서 이미 이러한 모습들이 포착되고 있기 때문이다.

해운사 대응 사례 1: BW LPG의 중국산 선박 자회사에 매각

BW LPG는 중국산 선박
8척 중 2척을 인도
자회사에 매각

미국의 중국 조선업 제재안 제출 이후, 이미 실질적으로 기업 분할과 유사한 대응 사례들이 발생하고 있다. 최근 BW LPG가 자회사에 VLGC 2척을 매각한 사건이 가장 대표적인 사례라 판단한다.

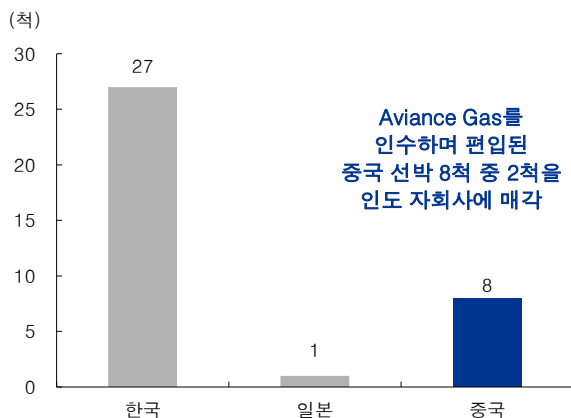
지난 3월 31일 BW LPG는 자회사인 BW LPG India에 VLGC 2척을 매각한 사실이 보도되었다. 2024년 당시 BW LPG는 LPG 해운사 Aviance Gas를 인수하며 총 12척의 VLGC도 함께 인수했다. Aviance Gas가 보유 중이던 12척의 선박 중 4척은 한국 조선소에서 건조된 선박이었으며 나머지 8척은 중국에서 건조된 선박이었다. 인수 이전까지 BW LPG는 중국산 선박이 없었는데, 이번 미국의 중국 조선업 제재안이 미국 상무부에서 검토된 이후 인도 자회사에 중국산 선박 2척을 매각한 것이다.

인도는 중동산 LPG를 주로
수입하기 때문에 미국에
입항할 가능성 낮음

이번 매각이 모회사의
중국산 선박 비중
줄이기를 위한 행위였을
가능성이 높다고 해석

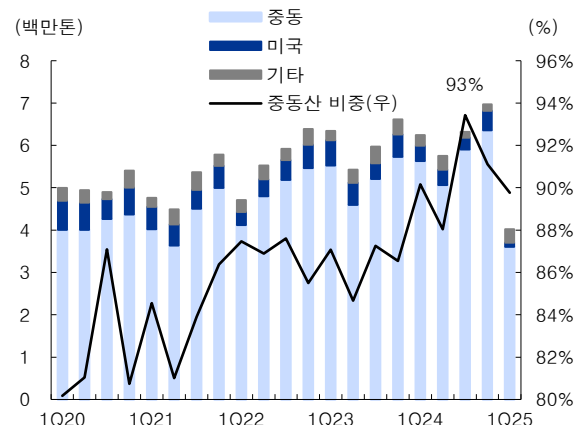
BW LPG는 인도의 LPG 수요 증가가 매각의 주요 원인이라 밝혔으나, 당사는 실질적으로 미국의 중국 조선업 제재안을 회피하기 위한 선대 조정 취지의 조치였을 가능성이 높다고 해석한다. 인도는 세계 2위 LPG 수입 국가이지만, 주로 중동산 LPG를 수입하며 미국산 LPG를 거의 수입하지 않기 때문에 미국에 입항할 가능성이 낮다. BW LPG India는 BW LPG와 Global United Shipping의 JV이며, BW LPG와는 엄연히 다른 법적 주체이기 때문에 중국산 선박 보유 비중을 산출할 때 별도로 계산된다. 따라서 최근 BW LPG의 자회사로의 VLGC 2척 매각은 모회사의 중국산 선박 비중을 줄이기 위한 행위였을 가능성이 높다고 해석한다. 향후 해운사들은 BW LPG의 사례와 유사한 방식으로 미국의 제재안에 대응할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 35. BW LPG 선대 구성 및 최근 자회사로의 매각 내역



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 36. 인도의 LPG 수입 출처: 중동산이 대부분



자료: Bloomberg, IBK투자증권

해운사 대응 사례 2: CMA CGM의 구색 맞추기용 미국 신조 투자

CMA CGM도 기업분할을
유력하게 검토 중일
것이라 판단

20십억달러(29조 원)
투자는 대부분 미국 물류
인프라 개발에 투자될
확률이 높음

지난 3월 6일 CMA CGM CEO는 향후 4년간 미국 해운, 항만, 물류, 항공운수 분야에 200억달러(한화 약 29조원) 투자 계획을 밝히며 미국 국적 선박을 기존 10척에서 30척으로 늘릴 예정이라 밝혔다. 반면 이틀 전인 3월 4일에는 중국 국영 장난조선에 26억달러(한화 약 3.8조원) 규모의 18K-TEU급 LNG D/F 컨테이너선 12척을 발주했다. CMA CGM이 불과 이틀 사이에 이렇게 상반된 행보를 보인 이유는 무엇일까?

당사는 CMA CGM 또한 기업 분할을 통해 USTR의 제재안에 대응하는 방안을 검토 중일 확률이 높다고 판단한다. 최근 중국에 발주한 18K TEU급 대형 선박은 주로 극동-유럽 노선에 쓰이는 선박으로 미국에 거의 입항하지 않는다. 즉 현재로서는 CMA CGM의 잔고 내에 있어 USTR 제재안이 발효된다면 수수료를 부담할 수밖에 없지만, 자회사에 매각하거나 기업 분할을 통해 충분히 선대 조정을 통해 수수료를 회피할 수 있다. 즉 CMA CGM은 여전히 미국에 입항하지 않는 선박에 대해서는 중국으로 발주를 낸 것이다.

그렇다면 최근 발표한 미국 국적 선박 확충과 29조원 투자 계획은 무엇일까? 당사는 CMA CGM이 신조 건조에 대해서는 일부 손해를 감수한 미국 물류 인프라 투자라고 판단한다. CMA CGM은 현재 10척의 미국 국적 컨테이너선을 보유 중인데, 모두 미 동부-유럽 노선에 사용되는 8K급 이하 선박들이다. 8K 이하급 선박들은 척 당 100~120억원 수준으로 20척을 발주하더라도 총 규모가 0.2조원 수준에 불과하다. 이번 29조원 투자 금액 중 대부분은 미국의 노후화된 물류 인프라에 사용될 가능성이 높다고 판단하며, CMA CGM의 실질적인 투자 의도라 파악한다.

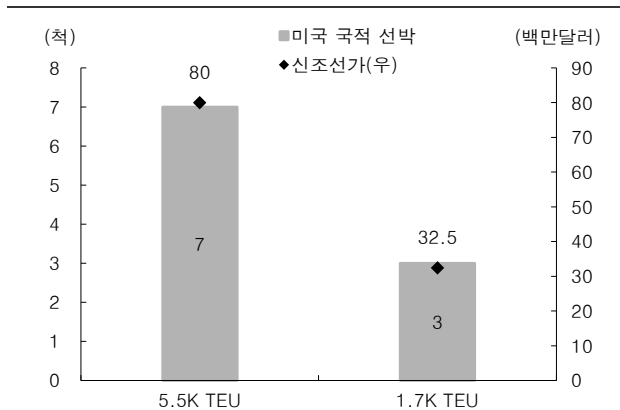
표 8. 3월 7일 CMA CGM 향후 4년 동안 미국에 20십억 달러(약 29조 원) 투자 발표:

핵심은 미국 국적 선박 확충이 아닌 미국 컨테이너 항만 투자라 판단, 즉 미국으로의 신조 발주는 구색 맞추기용임

주요 투자 분야	세부 내용
미국 조선업 역량 강화	미국 국적 선박 확대: 향후 4년 동안 30척까지 선대 확충: 유럽-미동부 노선에 주로 운용되는 8K TEU 이하급 20척 발주 가정 시 0.2조원 규모에 불과
미국 컨테이너 항만 투자	뉴욕, LA, 더치하버, 휴스턴, 마이애미 등 주요 항만 인프라 투자
물류 시스템 개발	최첨단 물류 창고 및 자동차 물류 플랫폼 개발
미국 항공 화물 용량 확대	시카고 공항(ORD)에 B-777 화물기 5대 배치
R&D 허브 설립	보스턴에 물류 R&D 허브를 설립하여 로보틱스 및 자동화 솔루션 개발

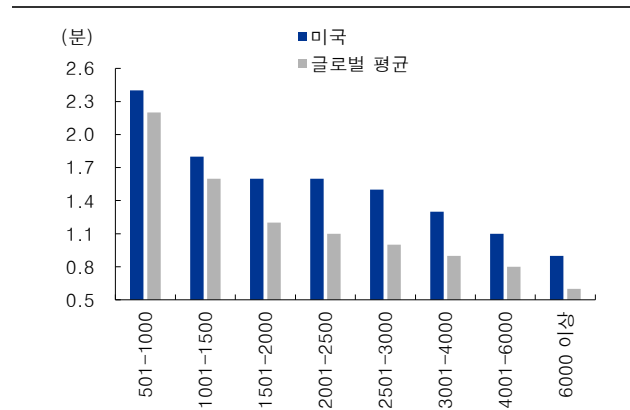
자료: CMA CGM, IBK투자증권

그림 37. CMA CGM의 미국 국적 선박 보유 현황:
8K 이하급은 20척 추가 발주해도 총 0.2조원 규모에 불과



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 38. 미국 항만 컨테이너선 크기별 컨테이너 단위당 처리 소요
시간: 미국 항만 인프라 노후화로 글로벌 평균 대비 높음



자료: UNCTAD, IBK투자증권

1-4. 중국산 선박 비중이 아닌 미국 물동량 비중에 주목해야 하는 이유

중국산 선박 비중이 아닌
미국 물동량 비중이
중요하다고 판단

해운사들이 ‘기업 분할’로 미국의 중국 조선업 제재안에 대응 시, 선종별 중국산 선박의 비중이 아닌 상품별 글로벌 해상 물동량 중 미국의 비중이 중요하다고 판단한다. 일부 비효율이 발생할 수는 있겠으나, 이론적으로 한국/일본산 선박 비중이 미국의 물동량 비중 대비 크기만 하면 기업 분할, 중고선 매매 등을 통해 제재안에 대응이 가능하기 때문이다.

미주 노선에 주로
운용되는 3-16K TEU급
컨테이너선에서는 USTR
제재안의 영향을 받지
않는 선박의 비중이 모두
60% 이상임

현재 시장에서는 컨테이너선에 대한 우려가 가장 크다고 파악된다. 컨테이너선은 잔고 내 중국산 선박의 비중이 가장 높은 선종이기 때문이다. 실제로 현재 잔고 내 대형 컨테이너선(17K TEU급 이상) 중 중국 해운사가 보유 중인, 또는 중국 조선소에서 건조된 선박은 84% 수준이다. 그런데 미국 항구는 협소해서 대형 컨테이너선 정박이 어렵기 때문에 미주 노선에는 주로 3-16K TEU급 컨테이너가 운용된다. 대서양 항로에서 미국 노선의 비중이 50%를 차지하지만, 3-14.9K TEU급 컨테이너선에서는 USTR 제재를 받지 않는 선박의 비중이 모두 60% 이상이기 때문에 충분히 기업 분할로 대응 가능한 수준이라 판단한다. 따라서 향후 발주에 대해서는 3-14.9K급 컨테이너선에서 한국, 일본 조선업이 일부 수혜를 기대할 수는 있겠으나, 컨테이너선에서의 USTR 제재안 영향은 시장의 우려 대비 크지 않을 가능성이 높다고 전망한다.

미국의 LPG 해상 물동량
비중은 현재 47%에서
향후 60%까지 증가 전망,
기업 분할로도 대응하기
어려울 가능성이 높음

당사는 컨테이너선이 아닌 LPG에서 제재안의 영향이 가장 클 가능성이 높다고 판단한다. 글로벌 물동량 대비 미국의 물동량이 차지하는 비중이 컨테이너는 16%인 반면 LPG는 무려 47%이기 때문이다. 더불어 향후 LPG의 해상 물동량에서 미국이 차지하는 비중은 60%까지 증가할 전망이다기 때문에 기업 분할이나 중고선 매매로도 대응이 어려울 가능성이 높다고 전망한다.

3장에서 LPG선과 더불어 LNG선에 가려진 다른 가스선들의 면모에 대해 더 자세히 알아보려고 한다.

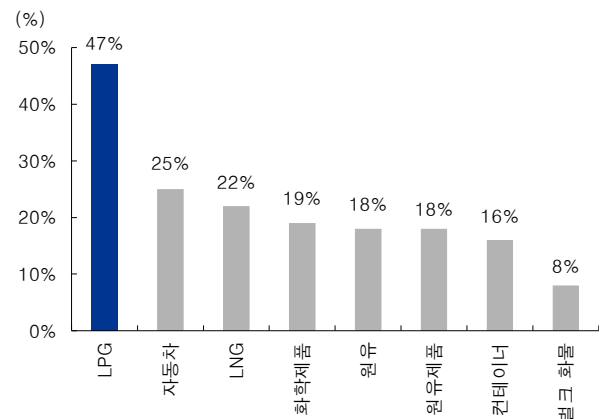
그림 39. 미주 노선은 17K TEU급 이상 대형 컨테이너선 입항 빈도수가 낮음, 주로 3-15K TEU급으로 운항

HMM “유럽 수출은 큰 배, 미국은 작은 배로 운송”...왜?

“미국 항구는 모두 협소해 큰 배 못 대
1만6천TEU 이상은 파나마운하 통과도 어려워”
유럽 주요 항구들은 2만4천TEU급도 수용
지중해-홍해 연결 수에즈운하 통과도 거뜰

자료: 한겨레, IBK투자증권

그림 40. 상품별 글로벌 물동량에서 미국이 차지하는 비중: LPG 47%로 압도적임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 9. 선종별 USTR 제재안 비대상 선박 비중과 상품별 미국 물동량 비중: 현재 미국의 LPG 해상 물동량 비중은 무려 47%이며
향후 60%까지 증가할 전망. 에탄은 미국 해상 물동량 비중 100% 수준. 기업 분할 시나리오로도 대응 어렵다고 판단 (단위: %, 척)

선종	선종 크기	전체(A)			중국 해운사 보유 선박(B)		중국 해운사 제외(C=A-B)		중국 조선사 건조 선박(D)		USTR 제재안 비대상 선박(E=C-D)			USTR 제재안 비대상 선박 비중(F=E/A)			미국 물동량 비중
		선대	잔고	총합	선대	잔고	선대	잔고	선대	잔고	선대	잔고	총합	선대	잔고	총합	
Container	17K+	218	128	346	70	12	148	116	17	95	131	21	152	60%	16%	44%	16%
	15-16.9K	174	137	311	23	15	151	122	36	53	115	69	184	66%	50%	59%	
	12-14.9K	335	104	439	59	22	276	82	25	47	251	35	286	75%	34%	65%	
	8-11.9K	675	180	855	73	0	602	180	92	151	510	29	539	76%	16%	63%	
	3-7.9K	1,544	89	1,633	187	27	1,357	62	330	43	1,027	19	1,046	67%	21%	64%	
	Feeder	3,890	155	4,045	1,049	59	2,841	96	1,049	69	1,792	27	1,819	46%	17%	45%	
LNG	Qmax	52	37	89	0	15	52	22	0	9	52	13	65	100%	35%	73%	22%
	174K	353	281	634	25	58	328	223	15	18	313	205	518	89%	73%	82%	
	100-174K	321	1	322	15	0	306	1	1	0	305	1	306	95%	100%	95%	
	Handy	91	29	120	11	4	80	25	38	11	42	14	56	46%	48%	47%	
에탄	VLEC	29	61	90	10	32	19	29	1	16	18	13	31	62%	21%	34%	100%
LPG	VLAC/VLGC	400	109	509	48	6	352	103	29	18	323	85	408	81%	78%	80%	47% (2028년 약 60%까지 증가 전망)
	MGC	141	65	206	4	4	137	61	12	31	125	30	155	89%	46%	75%	
	Handy	128	15	143	2	3	126	12	38	5	88	7	95	69%	47%	66%	
	Small	967	44	1,011	132	12	835	32	63	4	772	28	800	80%	64%	79%	
COT	VLCC	903	91	994	170	23	733	68	114	48	619	20	639	69%	22%	64%	18%
	Suezmax	649	107	756	32	0	617	107	124	52	493	55	548	76%	51%	72%	
	Aframax	700	42	742	66	13	634	29	52	16	582	13	595	83%	31%	80%	
	Panamax	75	2	77	30	2	45	0	3	0	42	0	42	56%	0%	55%	
PCT	LR2	486	172	658	57	13	429	159	148	132	281	27	308	58%	16%	47%	18%
	LR1	380	66	446	28	2	352	64	113	52	239	12	251	63%	18%	56%	
	MR	2,114	298	2,412	204	33	1,910	265	190	147	1,720	118	1,838	81%	40%	76%	
	Handymax	101	3	104	18	3	83	0	43	0	40	0	40	40%	0%	38%	
	Handy	342	20	362	148	6	194	14	53	13	141	1	142	41%	5%	39%	
	Small	6,914	103	7,017	1,728	23	5,186	80	774	46	4,412	34	4,446	64%	33%	63%	
	Chemical	4,298	485	4,783	640	149	3,658	336	607	192	3,051	144	3,195	71%	30%	67%	
Bulk	Capesize	2,035	147	2,182	517	34	1,518	113	597	65	921	48	969	45%	33%	44%	8%
	Handymax	4,338	467	4,805	1,467	124	2,871	343	1,012	223	1,859	120	1,979	43%	26%	41%	
	Panamax	3,243	443	3,686	902	138	2,341	305	883	213	1,458	92	1,550	45%	21%	42%	
	Handysize	4,588	300	4,888	1,650	47	2,938	253	925	99	2,013	154	2,167	44%	51%	44%	

Note: 발주 및 수주 이력이 있는 총 31,539개의 글로벌 해운사와 4,821개의 조선소를 국적별로 정리한 데이터

자료: Clarksons, IBK투자증권

2. 미국이 쏘아 올린 한국의 가스선

2-1. LNGc: 모두가 알 듯 계속 좋지만, 우리의 뚝이 무한정 늘어날 수는 없기에

LNGc에 대해서는 긍정적인 전망들이 지속되는 중이며, 당사 역시 2030년까지 한국 조선업의 수주는 걱정 없을 정도로 호황이 지속될 예정이라 분석한다. 다만 업사이드는 제한적이라 판단한다. 이미 한국 조선업이 수주하는 선종 중 최고의 수익성으로 수주 중이며, 추가적인 증설의 가능성은 제한적이라 판단하기 때문에 P와 Q 모두 업사이드가 제한적이라 분석하기 때문이다.

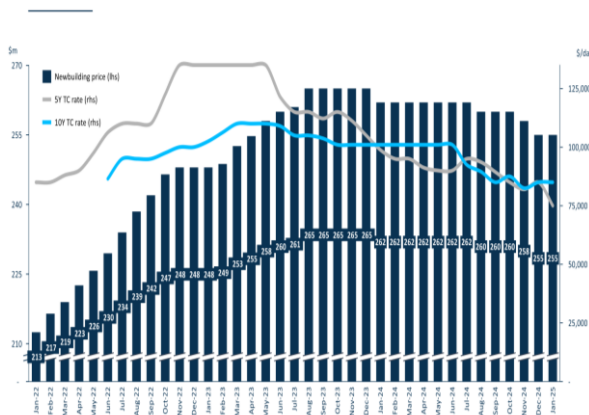
LNGc 긍정적 전망 지속
1. 수요: 건설 중인 프로젝트에서만 50~75척 추가 발주 필요

LNGc 발주에 대해서는 긍정적인 전망들이 지속되는 중이다. 1) LNG 보냉재 원천 기술 업체 GTT는 건설 중인 LNG 액화플랜트 프로젝트에서만 50~75척의 신규 발주가 추가적으로 필요하다고 분석했다. 현재 건설 중인 프로젝트에서만 255척의 신규 LNGc가 필요하다고 추정하는데, 용선 계약이 완료된 180척과 미용선 상태의 25척을 제외하면 최소 50척의 추가 발주가 필요할 예정이다.

2027년 worst case에서도 LNGc 쇼티지 전망

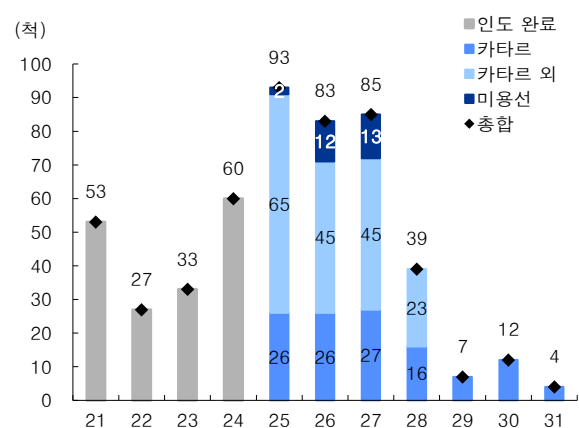
2) Braemar LNG는 2027년 worst case 시나리오에서도 LNGc 시장은 공급 부족을 겪을 가능성이 높다고 전망했다. 2027년 모든 LNG 화물이 유럽으로 수출되어 톤마일이 감소하는 이른바 ‘Worst Case’에서도 LNGc는 공급 부족을 겪을 것이며, 아시아 수출 비중이 증가하면 이르면 2026년에도 공급 부족을 겪을 예정이라 분석했다. 또한 현재 잔고의 319척의 선박 중 92%가 이미 용선 계약이 완료된 상태로, 미용선 선박이 8%에 불과하기 때문에 2028년 슬롯의 LNGc가 충분히 발주가 나와야한다고 분석했다.

그림 41. LNGc신조선가와장기용선료 추이: 최근 LNGc공급 과잉으로 용선료 하락하며 신조선가 함께 하락했으나, 장기용선료(5~10년)하락폭은 단기용선료(1~3년)하락폭 대비 적음



자료: Flex LNG, IBK투자증권

그림 42. 잔고의 LNGc 용선 계약 추이: 대부분의 선박이 용선 완료된 상태로, 이르면 2026년 다시 공급 부족 상태로 진입할 예정. 선가 다시 상승할 확률이 높음



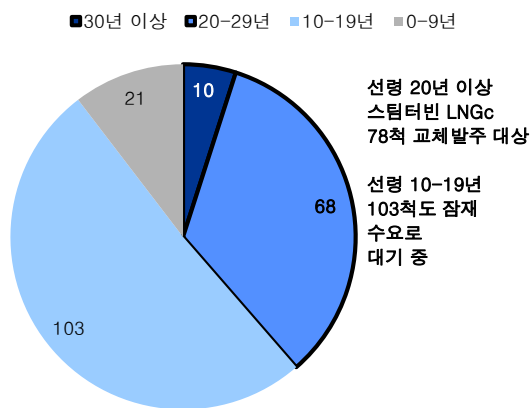
자료: Flex LNG, IBK투자증권

2. 노후선 교체 발주도
지속, 최근 스팟 운임
하락은 노후선 퇴출
압박하며 긍정적으로 작용

노후선 교체 또한 지속되는 중이다. 최근 나이지리아 LNG는 향후 10년간 23척의 노후 LNG선을 모두 교체할 예정이라 밝혔다. 캐피탈 가스의 137K 스팀터빈 노후선이 올해 두번째로 해체 매각되기도 했다.

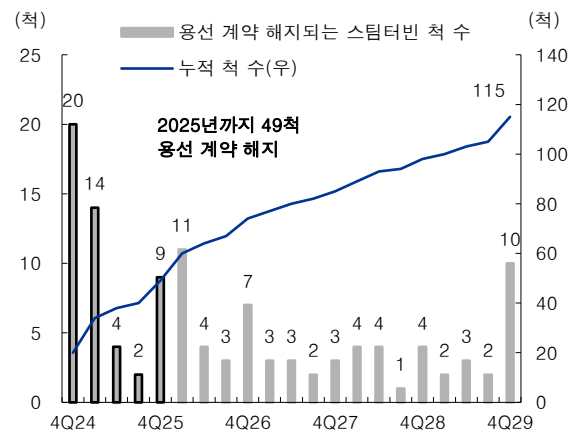
최근 LNGc 스팟 운임 하락으로 인한 신조선가 하락을 우려하는 시각도 존재하지만, 운임 하락은 오히려 노후선 퇴출의 계기로 작용하며 교체 발주를 가속화할 예정이다. 현재 교체 발주 대상인 선령 20년 이상 스팀터빈 LNGc는 78척 수준이며 선령 10-19년 선박은 103척으로 잠재 수요로 대기 중이다. 최근 LNGc 스팟 운임 하락은 노후 스팀터빈 LNGc들의 장기 용선 계약이 해지되어 시장에 유입되며 운임을 끌어내렸기 때문이다. 4Q24에만 20척이 계약 해지되어 스팟 시장에 유입되었으며 2029년까지 약 115척이 계약 해지될 예정이다. 이러한 스팀터빈 노후선들은 최신 선종인 174K급 이중연료(DF) 선박 대비 경제성이 매우 떨어진다. 따라서 스팟 운임이 하락할수록 노후선들의 수익이 더욱 감소하는 방향으로 작용하여 시장에서 퇴출되는 계기로 작용할 예정이며, 다시금 운임 상승 → 신조선가 상승의 계기로 작용할 예정이라 판단한다.

그림 43. 스팀터빈 LNGc 선령별 분포: 선령 20년 이상 선박 79척



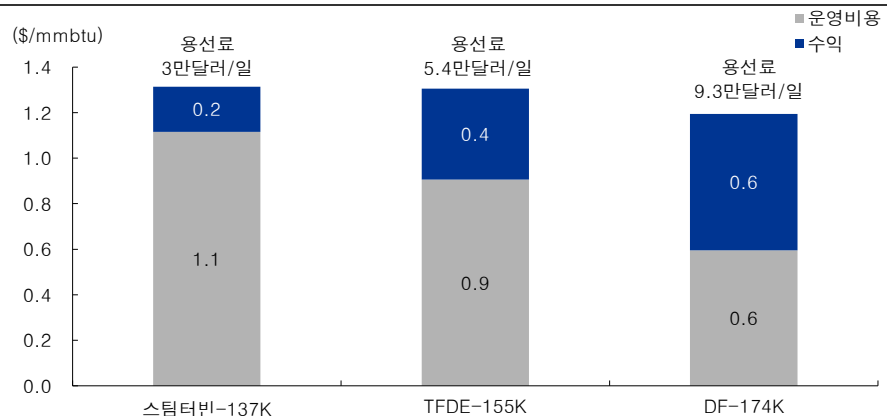
자료: Flex LNG, IBK투자증권

그림 44. 용선 계약 해지되는 스팀터빈 척 수: 2025년까지 49척



자료: Flex LNG, IBK투자증권

그림 45. LNGc 엔진별 수익 비용 구조: 노후 스팀터빈선 경제성 없음



자료: Poten, CCEC, IBK투자증권

Q: 다만 한국 조선사들의 LNGc 슬롯은 70척 수준으로 한정되어 있어 LNG 호황은 실적 성장이 아닌 좋은 실적이 오래 장기화되는 그림임

당사는 지난 10월 산업 자료에서 최소 2030년까지 한국 조선사는 LNGc 수주 가능 슬롯을 모두 채울 가능성이 높다 전망했고 현재도 해당 전망치를 유지한다. 다만 당분간 LNGc에서 추가적인 업사이드는 제한적이라 판단한다. 한국 조선사들의 LNGc 슬롯(Q)은 한정되어 있고, 이미 수주하는 선종 중 가장 좋은 수익성(P)으로 수주 중이기 때문에 선가(P) 상승도 제한적이라 판단하기 때문이다.

Q: 한국 조선업의 LNGc 건조 슬롯은 연간 70척 수준으로 한정되어 있다. LNGc는 다른 선종들과 별도로 캐파를 추정하는데, 화물창 시공으로 인한 안벽 작업 기간이 일반 상선 대비 6개월 정도 길기 때문이다. 이 때문에 LNGc 연간 인도 척 수를 무한정 늘릴 수가 없다. 현재 한국 대형 조선사의 LNGc 수주 가능 슬롯은 2027년도 거의 완판되었으며 2028년 41척, 2029년 55척 수준으로 추정한다. LNG 액화플랜트에서 필요한 LNGc 척 수 중 건설 중인 프로젝트에서 약 60척, FEED 단계에서 필요한 척 수를 합하면 향후 2년간 한국 조선소가 건조 가능한 150척을 훌쩍 뛰어넘는 수치이나, 한국 조선업은 150척을 넘겨 수주 받는 것을 어렵다고 판단한다. 즉, Q 측면에서의 상단은 연간 67~73척으로 고정되어 있다.

표 10. 한국 조선소 LNGc 인도 일정 추정: 이미 2025년부터 한국 조선소 슬롯은 완판, 추가적인 업사이드는 크지 않다고 판단 (단위: 척)

	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	LNGc 캐파
한화오션	9	18	4	1	16	24+6	19	18	5			20~24
삼성중공업	8	14	4	8	19	20	16	20	10	8		20
HD현대중공업	8	10	7	10	14	16	16	15	9	3		15
HD현대삼호	6	9	8	8	8	9	13	11	5	4+9		14
한국 대형 조선사 LNGc 인도 척 수	31	51	23	27	57	69	64	64	29	24		70
한국 대형 조선사 LNGc 잔여 슬롯 (70척 캐파 가정)	27년 슬롯도 실질적으로 완판→							6	32	46	70	
	148척											

Note: 2025년 한화오션 Arctic LNG 6척 별도 표시 및 인도 척 수에는 미포함, 2029년 삼성중공업 모잠비크 LNG 8척, HD현대삼호 9척 수주 가정
자료: Clarksons, IBK투자증권

P: 달러 선가 하락 중, 환율은 이미 많이 오름, 2025~2026년 LNGc 공급 과잉으로 운임 약세 불가피→가파른 선가 상승은 제한적이라 판단

P: 선가 측면에서도 LNGc는 다른 선종 대비 상승여력은 제한적이라 판단한다.

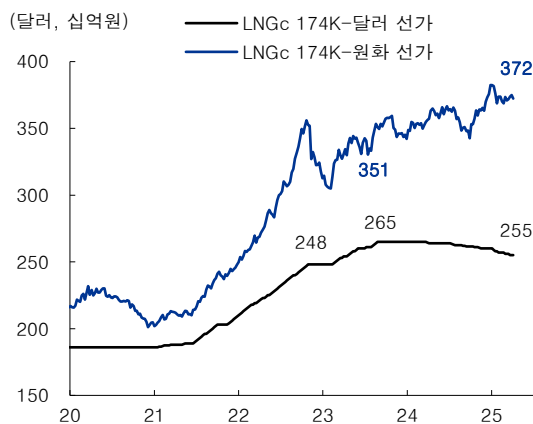
1) LNGc는 선박 중 가장 비싼 선종이자 이미 최고의 수익성으로 수주 중인 선박이며, 2) 최근 달러 강세로 달러 선가가 하락했음에도 불구하고 원화 선가는 상승했지만, 추가적인 환율 상승은 제한적이라 판단하고, 3) 2025년~2026년 LNGc 공급 과잉으로 운임 약세를 전망하기 때문이다.

1) LNGc는 선박 중 가장 비싼 선종이고 한국 조선사는 이미 최고의 수익성으로 수주 중이다. LNGc는 한 척당 3,700억원 수준으로 선박 중 가장 비싼 선종이다. 후반가 및 원자재 가격이 하향 안정화되는 추세에서 아무리 셀러스 마켓이라 하더라도 선가를 가파르게 올리는 것은 힘들다고 판단한다.

2) LNGc의 달러 선가는 2023년 9월 이후 18개월째 하락 중이지만, 달러 강세 기조로 원화 선가는 상승해왔다. 그러나 현재 1,400원대 후반 환율에서 가파른 환율 상승은 제한적일 확률이 높고, 트럼프 당선 이후 달러 약세 전환 가능성이 높아지며 과거와 같이 환율 상승으로 인한 원화 선가 상승은 기대하기 힘들다고 판단한다.

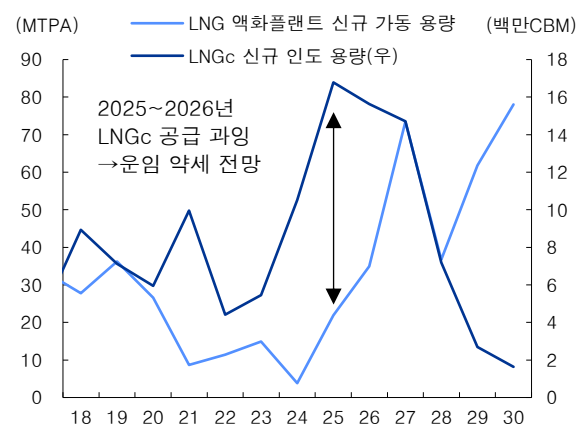
3) 2025~2026년은 LNGc 공급 과잉 상태로 운임 하락, 즉 해운사들의 지불 여력 약세를 전망한다. 2027년에는 신규로 가동되는 LNG 액화플랜트가 증가하며 LNGc 공급 과잉이 해소될 가능성이 높다고 판단한다. 다만 2025~2026년에는 신규로 인도되는 LNGc에 더해 대량의 노후선들이 계약 해지되며 LNGc는 공급 과잉 상태로 진입할 가능성이 높다고 판단한다. 이미 역사적 고점 수준까지 온 선가에 운임 약세 환경이 더해지며 과거와 같은 가파른 선가 상승은 제한적이라 판단한다. 2~5% (260~270 백만달러) 수준의 선가 상승이 합리적인 전망치라 판단한다.

그림 46. LNGc 달러 및 원화 선가: 달러 선가는 18개월째 보합~하락 중, 달러 강세로 원화 선가는 상승했으나 추가적인 환율 상승은 제한적이라 판단



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 47. 2025~2026년 LNGc 공급 과잉: 이미 역사적 고점 수준인 선가에 운임 약세 더해지며 선가 상승은 제한적이라 판단



자료: Clarksons, IBK투자증권

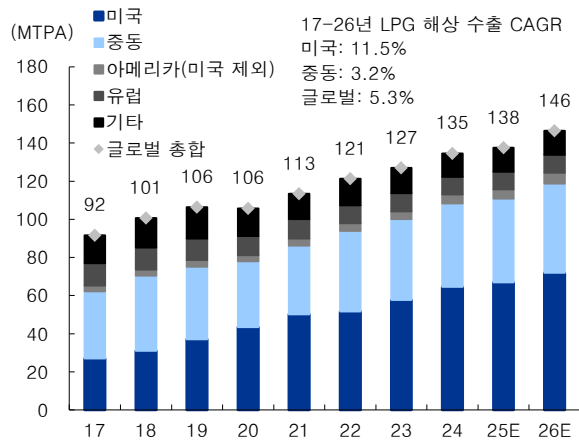
2-2. LPG: 미국에서만 2028년까지 수출 용량 60% 증가

1) 공급: 미국 비중이 절대적, 그리고 미국에서만 2028년까지 수출 용량 60% 증가

글로벌 해상 LPG 물동량
증가의 주역: 미국

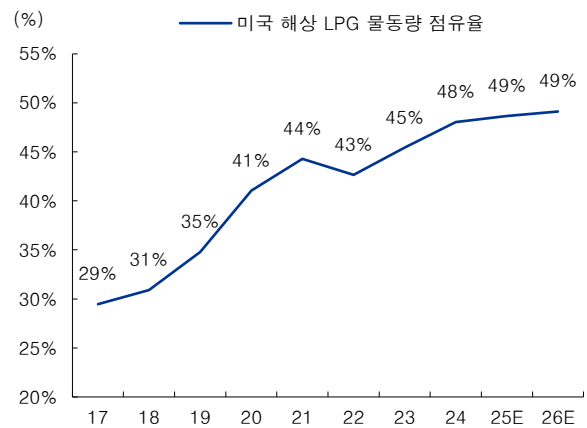
LPG 해상 물동량에서 미국이 차지하는 비중은 48% 수준으로 절대적인 위치를 점하고 있다. 글로벌 해상 LPG 물동량은 2017년 92MTPA에서 연평균 5.3% 증가해 2026년 146MTPA에 이를 것으로 추정된다. 글로벌 해상 LPG 물동량 증가의 가장 큰 비중을 차지하는 국가는 미국이다. 미국의 LPG 수출량은 2017년 27MTPA에서 연평균 11.5% 증가해 2026년 72MTPA에 이를 것으로 예상된다. 이에 따라 미국의 해상 LPG 수출 점유율은 2017년 29%에서 2026년 약 50%까지 증가할 전망이다.

그림 48. 글로벌 해상 LPG 수출 용량: 미국의 성장세가 가장 가파름



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 49. 미국 해상 LPG 물동량 점유율: 약 50% 수준



자료: Clarksons, IBK투자증권

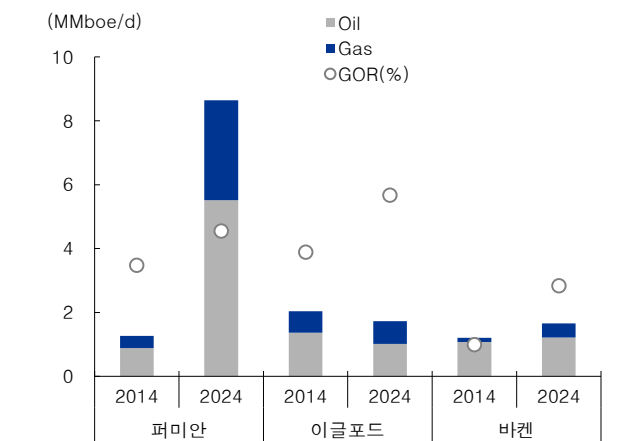
미국 LPG 수출이
증가하는 이유: 습성
가스에서 생산되는
부산물인 에탄, 프로판,
부탄

미국의 LPG 생산량이 가파르게 증가 중인 이유는 미국에서 원유를 생산할 때 부산물로 에탄, 프로판 등이 함께 생산되는 습성가스(Wet Gas, Associated Gas) 비중이 높기 때문이다. 천연가스는 건성 가스(Dry Gas)와 습성 가스(Wet Gas)로 구분이 가능한데, 건성 가스는 LNG의 주된 성분인 메탄 비중이 높은 반면, 습성 가스는 메탄과 함께 에탄, 프로판, 부탄도 함께 생산된다.

미국은 2014년 이후 10년간 주요 셰일 지역(퍼미안, 바켄, 이글포드 등)에서의 원유 생산을 2배로 확대하는 동안, 수반가스를 통한 천연가스 생산은 3배 이상 증가했다. 천연가스 생산량 증가 속도가 원유 생산 증가 속도보다 가파른 이유는 셰일 유정이 성숙할수록 가스 생산량과 비중이 증가하기 때문이다. 향후에도 주요 셰일 지역에서의 GOR(Gas-Oil비율)이 점차 상승할 예정이기 때문에, 미국의 수반 가스 생산량은 점차 확대될 예정이다.

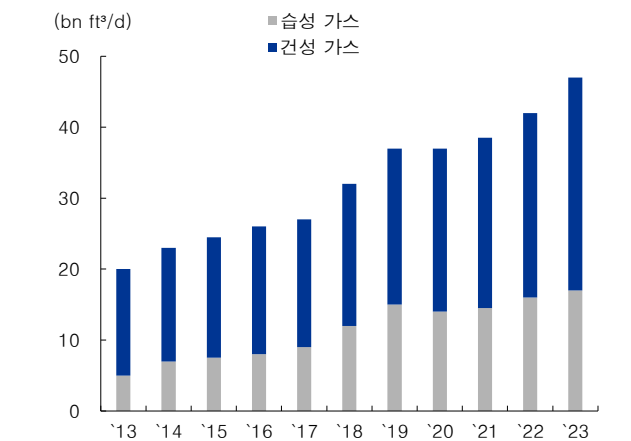
반면 호주, 러시아, 카타르 등은 수반 가스가 아닌 단독 가스전의 비중이 높은 편이다. 특히 러시아의 수반 가스 비중은 15% 미만(미국은 약 40% 수준)으로 알려져 있다. 따라서 셰일 개발을 통해 수반가스 생산량이 증가하는 미국과 다르게, 호주, 러시아, 카타르 등에서는 미국만큼 빠르게 가스 생산량을 늘리기는 어렵다고 판단한다.

그림 50. 미국 주요 원유 분지의 원유 및 가스 생산량 추이



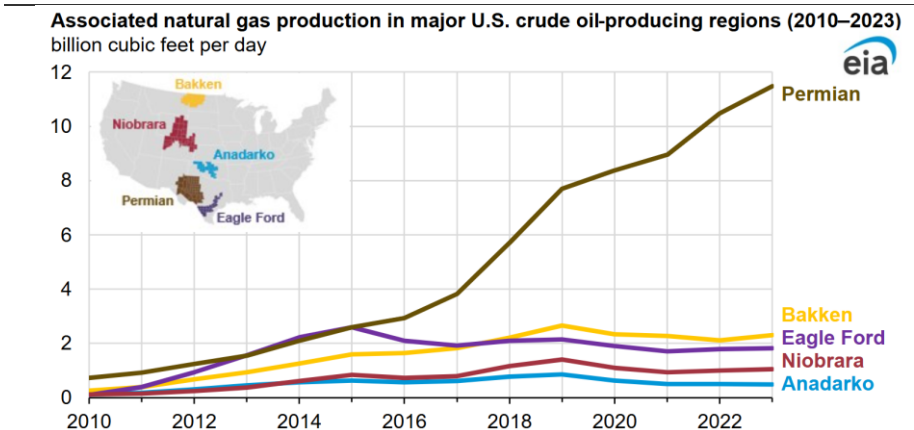
자료: EIA, IBK투자증권

그림 51. 미국 천연가스 생산량 추이



자료: EIA, IBK투자증권

그림 52. 미국 주요 원유 분지에서의 수반가스 생산량 추이



자료: EIA, IBK투자증권

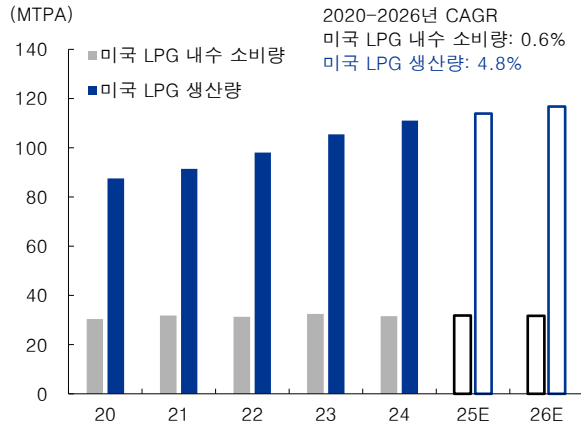
미국 LPG 수출 터미널
용량 2028년까지 현재
대비 +60% 증가

최근 신규로 건설 계획을
밝힌 LPG 수출터미널에서
한국 조선사 25척,
4.5조원 규모의 VLGC
수주 전망

LNG와 유사하게 미국의 LPG 생산량은 증가하는데 내수 소비는 정체되어 있어 공급 과잉을 해소하기 위한 신규 LPG 수출 터미널 건설 프로젝트들이 증가 중이다. 미국은 현재 60MTPA 용량의 LPG 수출 터미널이 가동 중인데, 2028년 상반기까지 총 4개, 40MTPA 용량의 신규 LPG 수출 터미널이 신규 가동 예정이다. 수출 터미널이 100% 가동된다 가정한다면 미국의 LPG 수출 용량은 현재 대비 약 60% 증가하며 100 MTPA 수준까지 증가할 예정이다.

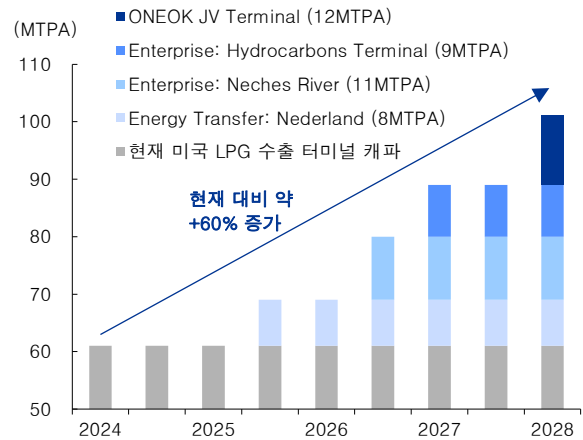
신규 가동 예정인 터미널 중 지난 2월 건설 계획을 발표한 ONEOK-MPLX JV 터미널(12MTPA)에서 향후 약 29척의 신규 VLGC/VLAC 발주를 전망하고 이 중 한국이 25척을 수주할 가능성이 높다고 전망한다. 12MTPA 규모의 LPG를 운송하기 위해서는 약 29척의 대형 가스선이 필요한데, 이 중 일본의 가와사키 중공업이 4척을 수주한다 가정했다. 일본의 대형 가스선 연간 인도 역량은 가와사키 중공업의 연간 4척 수준이 전부이며, 현재 2027년 납기 가스선 2척을 이미 수주한 상태이다. 신규 터미널은 2028년 상반기 가동 예정이기 때문에 가와사키 중공업이 2027년과 2028년 납기 슬롯 각각 2척씩 수주하고 한국 조선소가 총 25척(척당 122백만달러, 총 4.5조원 규모)을 수주 예정이라 추정했다. 미국에서 증설하는 수출 터미널이기 때문에 중국 조선소로의 발주는 없다고 가정했다.

그림 53. 미국 LPG 생산량과 내수 소비량 추이



자료: Aviance Gas, IBK투자증권

그림 54. 미국 신규 LPG 수출 터미널 용량: 현재 대비 60% 증가



자료: Aviance Gas, IBK투자증권

표 11. ONEOK-MPLX JV 신규 LPG 터미널에서의 한국 조선사 VLGC 수주 예상 척 수

구분	항목	단위	비고
연간 수출터미널 용량(A)	23,214,000	CBM	365*400,000 bpd * 0.159 CBM/배럴
VLGC 용량(B)	90,000	CBM	표준형 VLGC 크기
필요 항차 수(C=A/B)	258	회	
연간 항차 횡수(D)	9	회	VLGC 연평균 항차 횡수
신규 VLGC 발주 예상 척 수(E=C/D)	29	척	
한국 VLGC 수주 예상 척 수	25	척	일본 가와사키 중공업 4척 수주 가정

자료: ONEOK, IBK투자증권

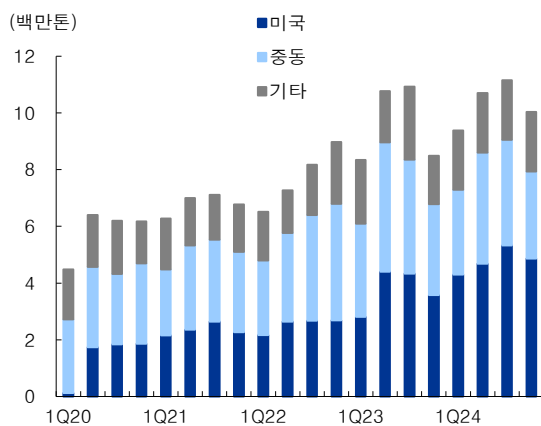
2) 수요: 미국산 LPG 수입 1등 중국, 유럽은 러시아산 LPG를 미국산으로 대체 중

수요 측면에서는 1) 미국산 LPG를 가장 많이 수입하는 중국과 2) 러시아산 LPG를 미국산으로 대체 중인 유럽에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

미국산 LPG 수입 국가 1위:
PDH 설비 증설 중인 중국

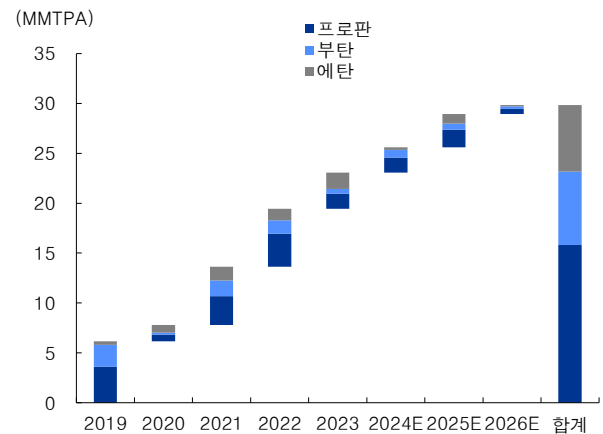
미국산 LPG를 가장 많이 수입하는 국가는 중국이다. 중국은 과거 트럼프 1기 당시 미국산 LPG에 관세를 부과하며 수입을 중단했던 적이 있으나, 이후 미국산 LPG 수입량이 가파르게 증가하며 1Q25 기준 중국의 미국산 LPG 의존도는 48%까지 상승했다. 중국의 미국산 LPG 수입이 가파르게 증가한 이유는 어마어마한 PDH(Propane De-Hydrogenation) 석유화학 설비 증설 때문이다. 중국의 PDH 증설에 따른 LPG Feedstock 수요는 2019년 6MMTPA 대비 5배 가까이 증가하며 2026년에는 30MMTPA 수준까지 증가할 전망이다. 최근 LPG 수출 터미널 용량 부족으로 터미널 수수료가 급등했음에도 불구하고 여전히 미국산 LPG 수입 가격은 극동 LPG 가격 대비 매력적인 수준으로, 향후에도 중국의 미국산 LPG 수요는 견조할 것으로 판단한다.

그림 55. 중국의 지역별 LPG 수입 추이: 미국산 의존도 증가 중



자료: Bloomberg, IBK투자증권

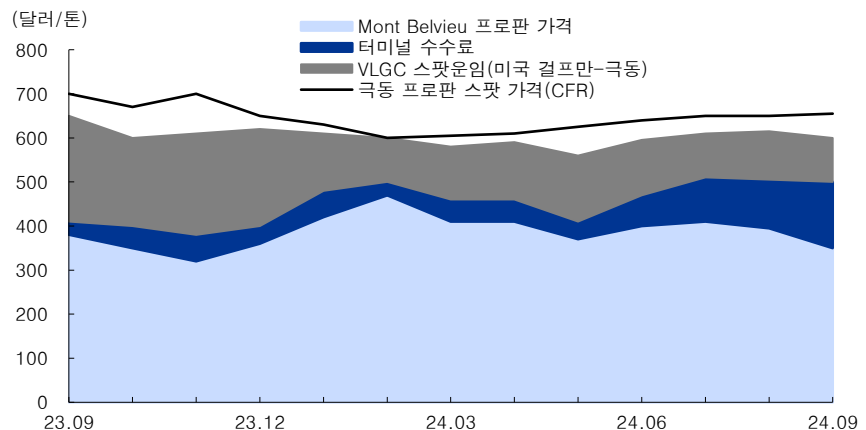
그림 56. 중국의 PDH 증설에 따른 LPG Feedstock 수요 증가 추이



자료: Dorian LPG, IBK투자증권

그림 57. 미국산 LPG 극동항 수출 원가 구조 추이:

수출 터미널 캐파 부족으로 터미널 수수료 급등, 2025년 하반기부터 미국의 수출 터미널 캐파 증설로 미국산 LPG 수입 매력도 다시 증가 예정



자료: Dorian LPG, IBK투자증권

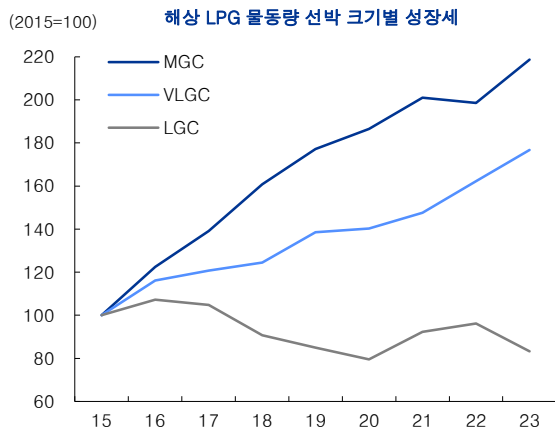
2023년 12월 유럽은 1년
유보 기한을 두고
러시아산 LPG 수입 중단
계획 발표

유럽의 MGC(Middle Gas Carrier, 중형 LPG운반선)를 활용한 미국산 LPG 수입량 또한 증가하는 중이다. 유럽의 미국산 LPG 수입량은 2024년 1월~8월 전년동기대비 +111% 증가했다. 유럽의 미국산 LPG 수입량이 급격히 증가 중인 가장 큰 이유는 러시아산 가스 수입 축소라 판단한다. 2023년 12월, 유럽은 1년 유보 기한을 두고 러시아산 LPG 수입 중단 계획을 발표했으며, 발표 이후 기존 러시아에서 수입하던 LPG를 미국산으로 대체하기 시작했다.

유럽의 미국산 LPG 수입
증가로 MGC 수요 및
발주 증가 중

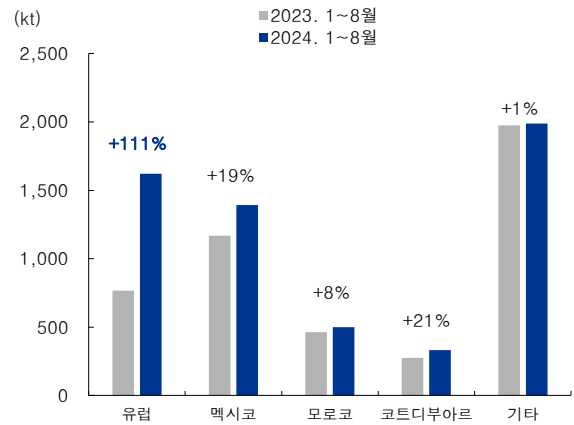
주목할 점은 유럽은 미국에서 LPG를 수입할 때 대형급(VLGC)이 아닌 중형급(MGC)을 주로 활용한다는 점이다. 미국에서 파나마 운하를 통과하여 태평양 항로를 통해 수출되는 중국향 LPG와 달리, 유럽향 LPG는 대서양 항로를 통해 수출된다. 대서양 항로는 태평양 항로 대비 1/3 길이 수준이며, 최근 VLGC 대비 MGC의 운용 유연성, 투자 대비 수익률이 높기 때문이다. 2024년 12월 20일, 1년 유보 기한이 만료된 후 유럽은 러시아산 프로판 수입을 전면 중단하기로 발표했기 때문에 2025년에도 유럽의 미국산 LPG 수입은 증가할 예정이며, MGC 수요 또한 견조할 전망이다.

그림 58. MGC를 활용한 미국 LPG 수출 증가세가 가장 가파름



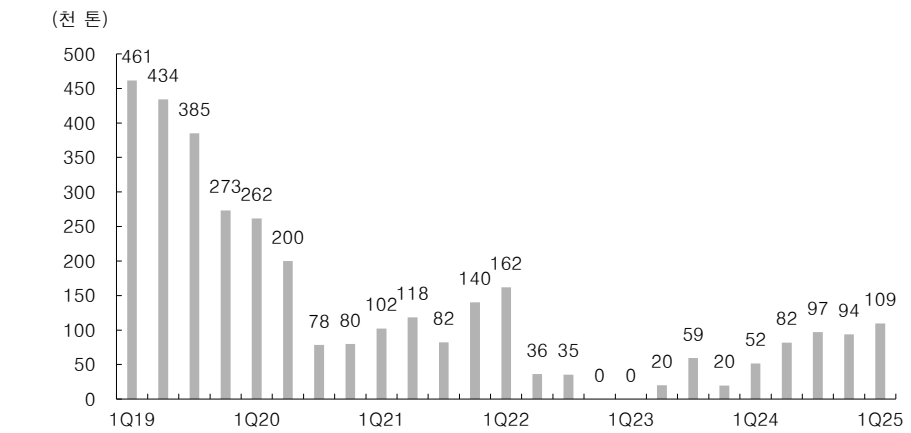
자료: Kpler, Aviance Gas, IBK투자증권

그림 59. 중거리 노선인 유럽으로의 LPG 수출이 크게 증가했기 때문



자료: Kpler, Aviance Gas, IBK투자증권

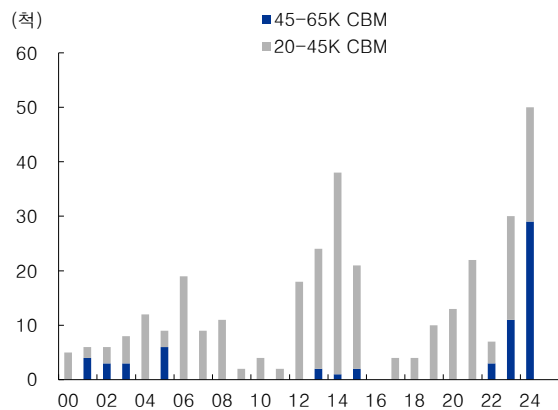
그림 60. 서유럽의 러시아산 LPG 수입 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 61. 연도별 중소형 LPG선 발주 추이:

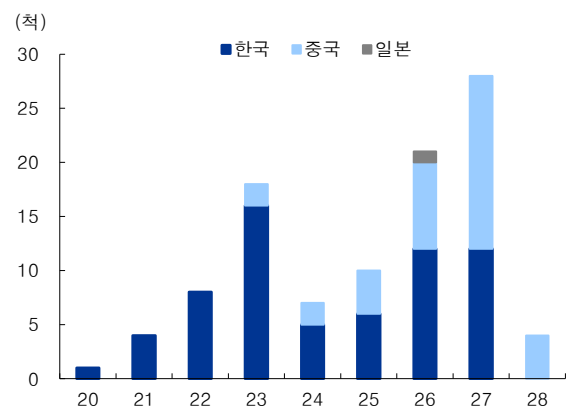
2023년 유럽의 러시아산 LPG 수입 중단 조치 발표
이후부터 40K CBM급 LPG선 수요 증가



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 62. 조선사별 MGC 인도 예정:

중국 조선사 수주 증가 중이지만 미국의 중국 조선업
제재안 통과 시, HD현대미포 이외 발주 대안 거의 없음



자료: Clarksons, IBK투자증권

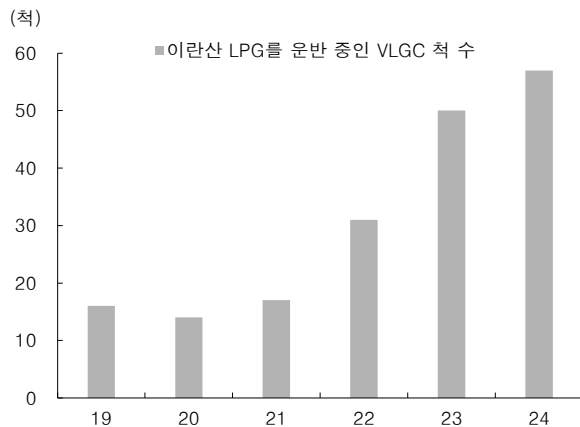
3) 지정학적 리스크, 이란산 LPG: 미국이 이란산 LPG 수출을 제재한다면 VLGC 공급 부족 현상 나타날 확률 높음

이란산 LPG는 VLGC 물동량의 14% 차지, 중국이 이란산 LPG를 미국산으로 대체한다면 톤마일 1.5배 증가하며 VLGC 공급 부족 현상 나타날 확률 높음, 추가 발주 필요

현재 이란산 LPG는 글로벌 LPG 해상 물동량의 7%, VLGC 물동량의 약 14%를 차지한다. 이란산 LPG의 78%는 중국으로 수출되는데, 향후 미국이 이란산 원유 및 LPG를 제재한다면, 중국은 이란산 LPG를 미국/중동산으로 대체할 가능성이 높다. 그런데 중동산 LPG는 인도가 가장 많이 수입하고 있으며, 중국은 이미 중동산 LPG를 두 번째로 많이 수입하는 중이다. 중동의 LPG 생산량은 미국만큼 빠르게 증가하지 않기 때문에 중국이 추가적으로 중동산 LPG 수입량을 늘리기는 어렵다고 판단한다.

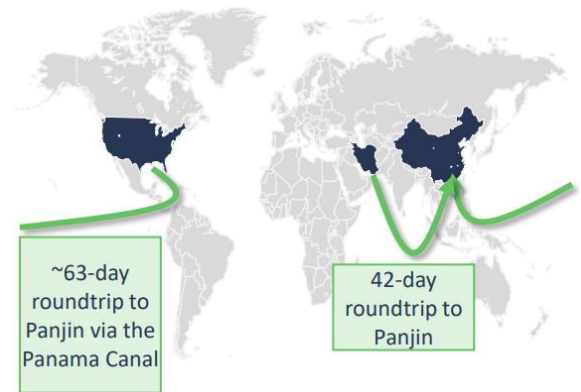
따라서 기존 이란에서 수입하던 LPG를 미국산으로 대체할 가능성이 높으며, 이러한 경우 톤마일이 1.5배 증가하며 VLGC 공급 부족 현상이 나타날 가능성이 높다고 판단한다.

그림 63. 글로벌 LPG 해상 물동량의 7%, VLGC 물동량의 14%가 이란산 LPG를 운반 중



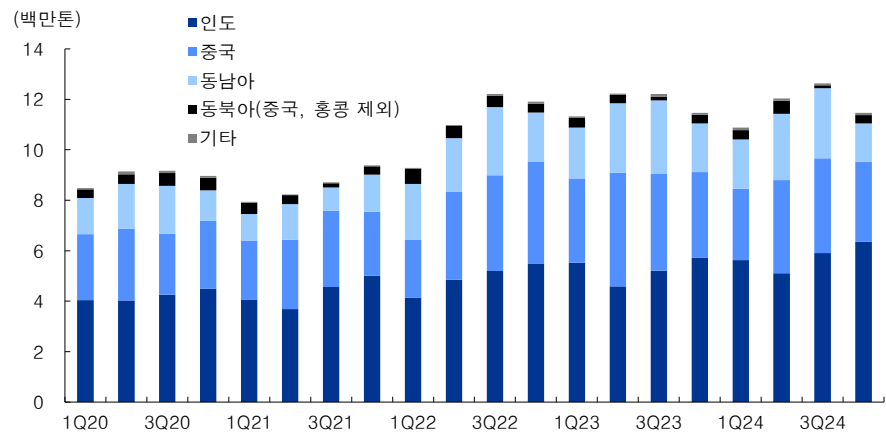
자료: Aviance Gas, IBK투자증권

그림 64. 이란산 LPG의 78%는 중국으로 수출됨. 향후 미국의 이란 제재 시, 중국은 이란산 LPG를 미국산으로 대체할 가능성이 높다고 판단



자료: Aviance Gas, IBK투자증권

그림 65. 국가별 중동산 LPG 수입 추이:
중국 이미 두 번째로 많이 수입 중. 중동산 LPG 수입을 추가적으로 늘리기는 어렵다고 판단



자료: Bloomberg, IBK투자증권

4) LPGc M/S 점검: 한국의 수주 우세는 지속될 전망

VLGC에서는 한국의 높은 M/S가 지속될 전망이고 MGC에서는 한국의 M/S 회복을 전망한다.

VLGC: 한국의 수주 우위
지속 전망

현재 미국의 해상 LPG 물동량 점유율은 47% 수준에서 2028년 수출 터미널 증설 이후 60% 수준까지 증가할 예정이다. 즉 해상으로 운송되는 LPG의 절반 이상은 미국에 입항할 수밖에 없으며, 기업 분할이나 선대 조정을 통해 대응하기가 다른 상품 대비 어렵다. 특히 장기 계약이 아닌 스팟성으로 운용되는 LPG선의 특성을 감안한다면, 향후에도 한국 조선소의 VLGC 수주 우위는 지속될 확률이 높다고 판단한다.

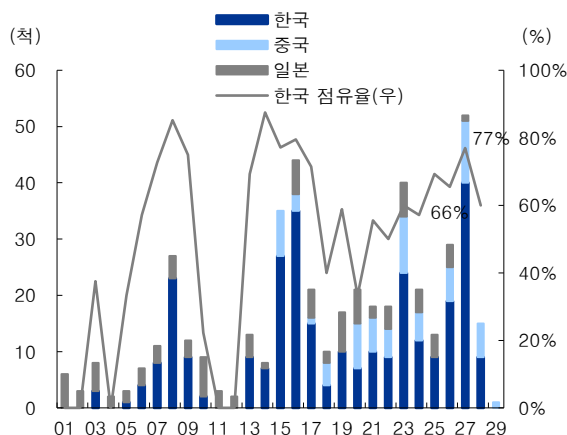
MGC: 중국 조선 신규
진입으로 한국 M/S 하락 중,
그러나 회복 전망

MGC에서는 중국 조선사의 신규 진입으로 한국의 M/S가 하락 중이나, 향후 회복할 가능성이 높다고 판단한다. 중국 조선은 과거 MGC 선종에서는 큰 두각을 나타내지는 못했다. 2020년 이전 인도된 80척의 MGC 중 73척을 한국이 건조했으며 중국이 7척을 건조했는데, 이 7척은 심지어 LPG선이 아닌 에탄/에틸렌 운반선이었다. 그러나 2023년부터 Jiangnan SY Group, Nantong CIMC SOE, Yangzi-Mitsui SB 세 개 조선사가 시장에 신규로 진입하며 한국의 M/S는 하락 중이다.

가스선임에도 불구하고
스팟 형태로 운용되는
LPG선: 중국산 선박은
한국/일본산 선박 대비
경쟁력 약화 전망, 한국
MGC M/S 회복 전망

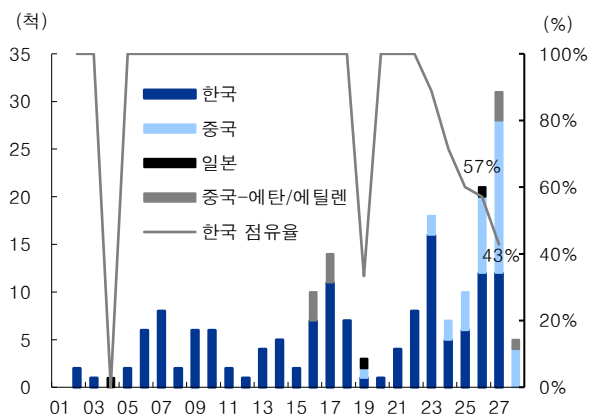
그러나 향후 MGC에서 한국의 M/S 회복을 전망한다. 미국의 중국 조선업 제재로 스팟성으로 운용되는 MGC 특성상 중국산 선박은 경쟁력을 잃을 예정이라 판단하기 때문이다. LPG선은 가스선임에도 불구하고 탱커, 벌크선과 같이 스팟 형태로 운용되는 선종이다. 즉 중동이던 미국이던 선주는 수요가 있고 운임이 높은 지역에서 화물을 운송하며 이익을 극대화하는 선종이다. 그런데 중국 조선소에서 건조한 선박은 향후에는 미국에 입항하기 어려워진다는 점을 감안하면 한국/일본산 선박 대비 경쟁력을 잃을 수밖에 없는 상황이다. 일본은 향후 JMU Ariake 조선이 2026년 1척만을 인도 예정인 점을 감안하면, 향후 한국의 MGC에서의 M/S는 회복할 확률이 높다고 판단한다.

그림 66. 조선소 국가별 VLGC/AC 인도 추이: 한국의 높은 M/S 지속 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 67. 조선소 국가별 MGC 인도 추이: 한국 M/S 회복 전망



Note) 한국 점유율 계산에서 중국-에탄/에틸렌 MGC 제외
자료: Clarksons, IBK투자증권

2-3. 에탄: 미국 수출 비중이 100%, 다시 한번 주목할 때

1) 공급: 미국이 독점하는 시장, 에탄을 수입하기 위해서는 미국에 입항할 수밖에 없음

가스선:
분자식(탄소 개수)에 따라
액화점이 달라지며 이에
따라 선종도 구분됨

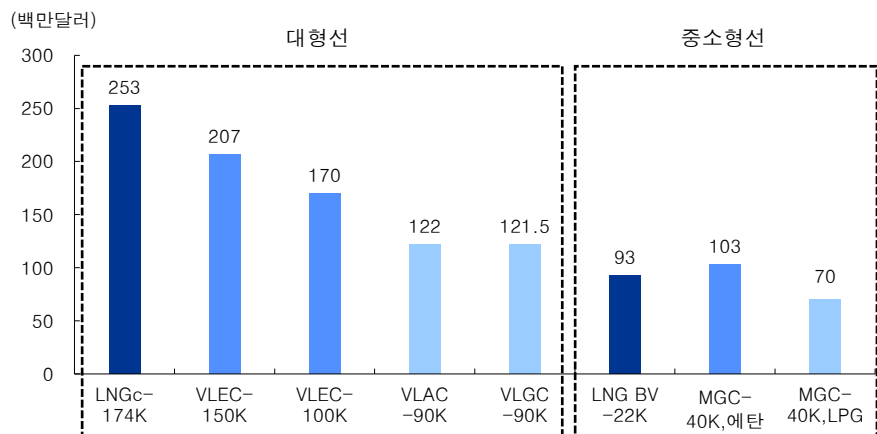
LNG의 주 성분은 메탄(CH_4)인 반면 LPG의 주성분은 프로판(C_3H_8)과 부탄(C_4H_{10})이다. 탄소(C)의 개수에 따라 구분이 되는데, 이 중 탄소가 2개인 성분이 에탄(C_2H_6)이다. LNG운반선, 에탄 운반선, LPG운반선을 별도로 분류하는 이유는 각각 액화 온도가 다르기 때문이다. 가스선은 더 많은 양의 가스를 운송하기 위해 기체 상태의 가스를 액화해서 운송하는데, LNG는 -162°C , LPG는 -42°C (부탄 -0.5°C , 프로판 -42°C), 에탄은 -89°C 가 액화점이다. 각각 액화점이 다르기 때문에 운송하는 선박의 스펙도 다르다. 앞서 LNG선과 LPG선에 대해 분석했다면 에탄 운반선(VLEC)에 대해 알아보 고자 한다.

표 12. 주요 탄소화합물 개요

물질	화학식	액화점($^\circ\text{C}$)	상태 (상온, 1atm)	주요 사용처
메탄 (Methane)	CH_4	-161.5	기체	천연가스의 주성분으로 발전 및 난방연료, 도시가스 등
에탄 (Ethane)	C_2H_6	-88.6	기체	에틸렌 생산 원료, LNG 발전의 대체체 등
프로판 (Propane)	C_3H_8	-42.0	기체	휴대용 버너, 가정용 난방, 취사, 냉매 등
부탄 (Butane)	C_4H_{10}	-0.5	기체	휴대용 버너, 라이터 등 연료, 부타디엔 생산 원료

자료: IBK투자증권

그림 68. LNGc, VLEC, LPGc 최근 계약 선가



자료: Clarksons, IBK투자증권

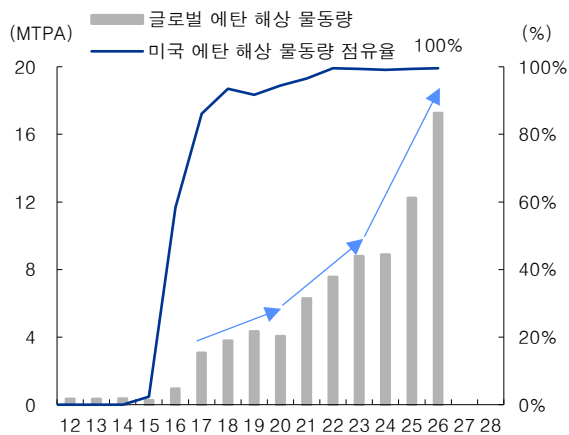
공급: 미국의 에탄 해상
물동량 점유율 99.9%

에탄 해상 물동량에서 미국 수출 물량이 차지하는 비중은 99.9%이다. 즉, 해상으로 운송되는 에탄은 모두 미국에서 수출되는 물량이라 봐도 과언이 아니며, 에탄을 수입하기 위해서는 미국 항만에 입항할 수밖에 없다. 미국이 글로벌 해상 에탄 물동량을 독점 중인 이유는 미국의 수반 가스 부산물 중 에탄 비중이 가장 높으며, 미국의 에탄 수요 대비 공급량이 빠르게 증가하고 있기 때문이다. 중동, 유럽 등 지역에서 생산되는 에탄은 대부분 역내에서 소비되는 것으로 파악된다.

미국 에탄 수출 터미널
용량: 올해부터
본격적으로 증설 이뤄짐

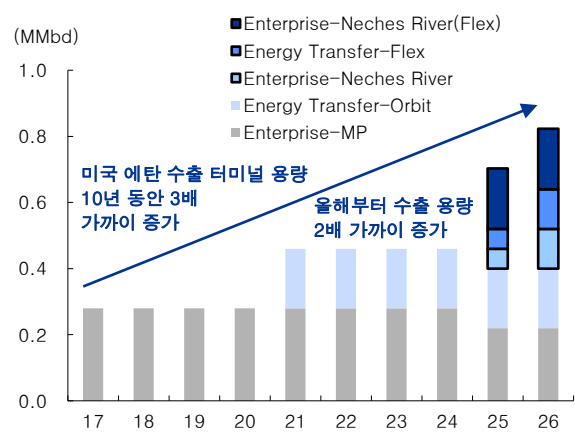
2016년 미국에서 첫 에탄 수출 터미널이 건설된 이후 지난 10년 간 미국의 에탄 수출 터미널 용량은 3배 가까이 증가했다. 주목할 점은 이 중 절반가량의 터미널이 올해부터 신규로 가동된다는 점이다. 즉 미국의 에탄 수출은 2016년 이후 지금까지도 가파르게 성장해왔으나, 올해부터 터미널 용량이 두 배 가까이 증가하며 물동량 증가 속도는 더욱 가파르게 증가할 전망이다.

그림 69. 미국 에탄 해상 물동량 점유율 추이: 미국의 독점



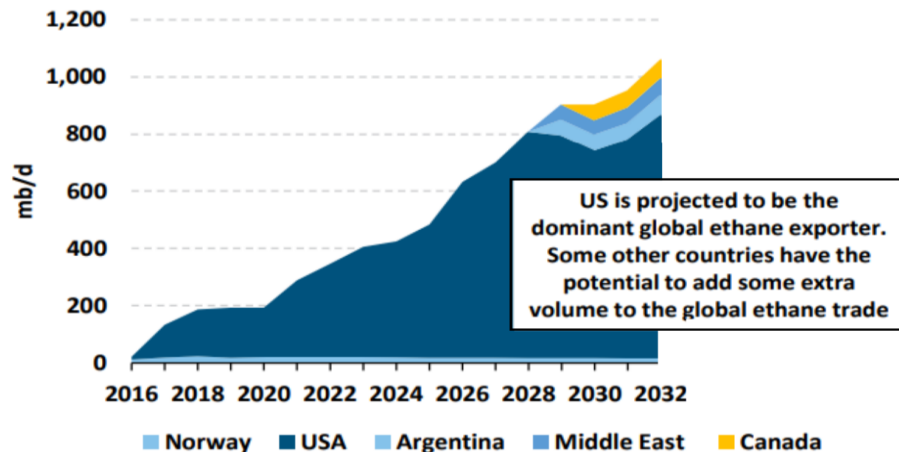
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 70. 미국 에탄 수출 터미널 용량: 10년 동안 3배 증가



자료: RBN Energy, IBK투자증권

그림 71. 글로벌 에탄 해상 물동량 추이 및 전망: 2030년 이후에도 지속 성장 전망, 2028년 이후에는 중동, 유럽, 캐나다 등 신규 공급자도 진입 예상



자료: GTT, IBK투자증권

2) 수요: 석유화학 설비 원가 절감을 위한 미국산 에탄 사용 증가, 오히려 공급이 바들배

중국: 글로벌 1위 에탄 수입 국가

LPG와 유사하게 에탄 수요의 가장 큰 비중을 차지하는 국가는 중국이다. 2026년 중국은 글로벌 에탄 해상 수입량의 64%를 차지할 예정이다. 중국의 에탄 수입이 가파르게 증가하는 이유 또한 LPG와 유사하게 에탄은 석유화학 설비의 원료로서의 수요가 증가 중이기 때문이다.

2025년 중국 에탄 수입량 9~34% 증가 전망

미중 무역 분쟁, 미국의 중국 조선업 제재 등 정치적 불확실성이 고조되고 있는 환경에도 불구하고 중국의 미국산 에탄 수입량은 증가할 전망이다. 2025년 중국의 에탄 수입량은 630만~820만 톤으로, 전년 대비 9~34% 증가할 전망이다. 중국의 새틀라이트 케미컬, 산장 화학, 완화 화학 등은 총 160억 달러(약 21조 원) 이상을 에탄 크래커 건설, 공장 업그레이드, 저장시설 확장, VLEC 확보 등에 투자해왔다.

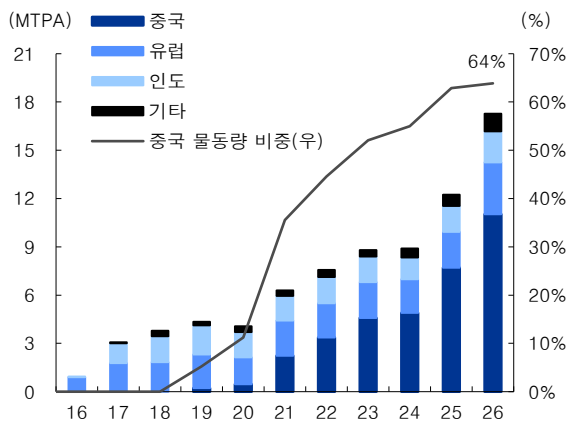
인도, 동남아, 유럽도 에탄 수요 증가 중

중국뿐만 아니라 인도와 동남아 국가들도 미국산 에탄 도입을 확대 중이다. 태국의 시암 시멘트 그룹은 베트남 통손 납사 크래커를 에탄을 원료로 가동될 수 있도록 개조 중이다. 아시아 최대 나프타 수입업체인 대만의 포모사 석유화학은 미국산 에탄 도입을 검토 중이라는 계획을 밝혔다. 인도 국영 가스회사 GAIL은 우타르프라데시 지역 혼합원료 크래커에서 에탄을 사용하기 위해 셀 인도 법인과 에탄 수입 계약을 체결했다. GAIL은 향후 마하 라슈트라 지역에도 새로운 에탄 사용 설비를 건설할 계획이다. 유럽 또한 벨기에 앤트워프에서 이네오스의 145만 톤 규모의 에탄 크래커(Project ONE)을 2026년부터 가동할 계획이다.

에탄 수요 증가 이유: 저렴한 원가, 경제성

에탄을 석유화학 설비 원료로 도입하는 사례가 증가 중인 이유는 에탄 기반 크래커의 높은 수익성 때문이다. 에탄 크래커의 에틸렌 생산 수익성은 톤당 300~500달러 수준으로, 기존 나프타 기반 공정보다 유리하다. 중국의 산장 화학은 2024년 상반기 혼합원료 크래커 가동을 통해 원가를 20% 절감했으며, 적자였던 EO, EG 생산을 흑자로 전환할 수 있었다고 밝히기도 했다. FGE 컨설팅의 NGL 부문 책임자인 아르만 아쉬라프에 따르면 "현재 에탄 무역에서 가장 큰 병목 현상은 미국의 에탄 수출 역량 부족이며, 중국 조선소들의 슬롯 부족 또한 제약으로 작용하고 있다"고 분석했다.

그림 72. 국가별 미국산 에탄 수입 추이: 중국의 성장세 가파름



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 73. 2025년 2월 석유화학 설비들의 원가 절감을 위해 중국의 미국산 에탄 수입이 증가할 전망이다라는 로이터 통신 보도, 오히려 미국의 수출이 바들배이라 언급

Focus: China's U.S. ethane imports to surge in 2025 in drive to cut costs

By Siyi Liu and Florence Tan

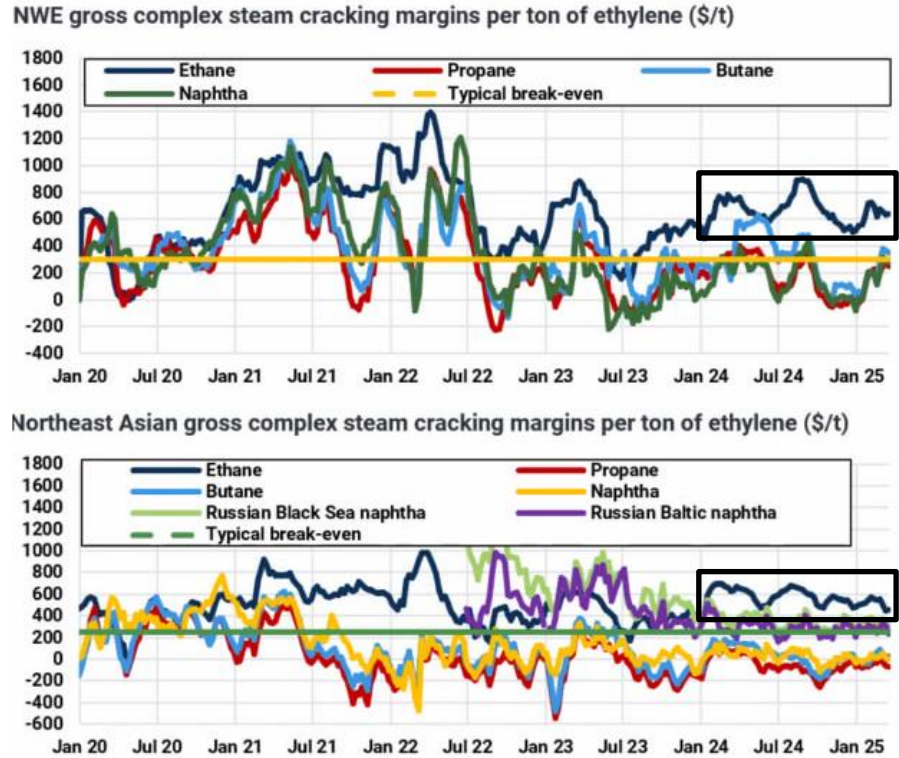
February 6, 2025 4:57 PM GMT+9 · Updated 2 months ago



자료: Reuters, IBK투자증권

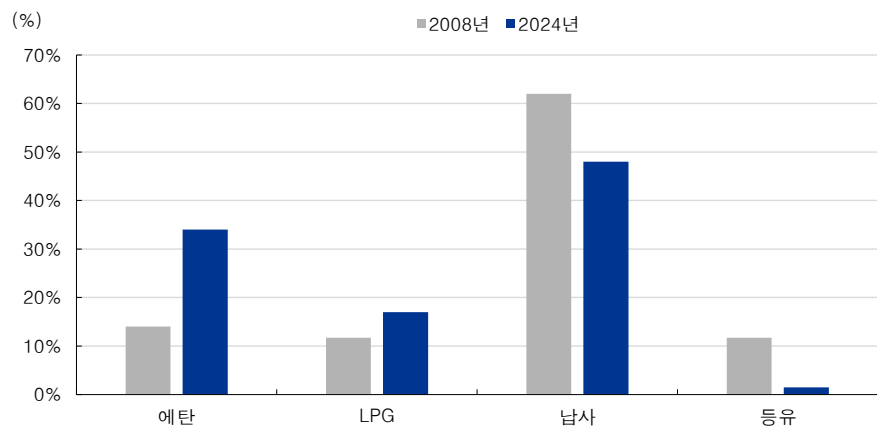
그림 74. 원료별 에틸렌 크래킹 마진:

북유럽은 600~900달러/톤, 동북아시아(중국)는 400~700달러/톤 수준으로 두 지역에서 모두 에탄을 원료로 사용했을 때 수익성이 가장 높음



자료: Kpler, IBK투자증권

그림 75. 글로벌 석유화학 설비들의 Feedstock 사용 비중 추이: 에탄 채택 비율 증가 중



자료: Kpler, IBK투자증권

3) VLECM/S점검: 지금까지는 중국이 우세하지만, 향후 한국이 독점 수주할 가능성이 매우 높음

VLEC는 지금까지는 중국이 수주에서 우위에 있었으나, 미국의 중국 조선업 제재안이 발효된다면 향후 한국이 독점 수주할 가능성이 높다고 판단한다.

한국은 VLGC/MLAC,
중국인 VLEC로
양분해왔던 가스선 시장

과거 2019년 미국의 ABS 선급에서는 향후 12개월 내에 VLEC 신규 수요로 40척이 필요하다 전망했었고 시장은 한국 조선업의 수주를 기대했다. 2020년까지는 한국과 중국과 양분하여 수주하는 듯했지만, 이후에는 중국이 53척, 한국이 15척만을 인도하며 중국이 한국 대비 우세한 모습을 보이고 있다. 중국이 VLEC를 수주하는 동안 한국은 VLGC/MLAC를 주로 수주해왔기 때문이다.

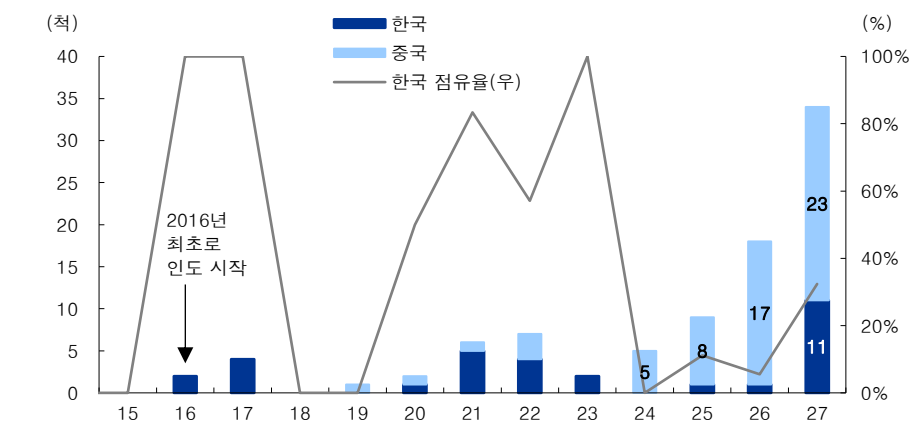
한국의 VLEC 수주 빠르게
증가 중, 다시 한번
VLEC에 주목할 필요가
있다고 판단

2024~2026년 한국 조선업의 VLEC 인도 척 수는 2척에 불과할 정도로 한국은 VLEC 수주에 큰 관심이 없었고, 점점 투자자들의 관심에서 멀어졌다. 그러나 한국 조선업의 VLEC 수주가 빠르게 증가 중인 상황에서(22년 5척→24년 6척→1Q25 4척) 다시 한번 VLEC 선종에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

미국의 중국 조선업
제재안 발효 시 한국의
VLEC 독점 수주 전망

미국의 중국 조선업 제재안이 발효된다면 향후 VLEC는 한국이 독점 수주할 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 이에 더해 당사는 현재 중국 조선소 잔고에 있는 VLEC 중 스틸커팅이 들어가지 않은 40척에 대한 계약 취소 가능성도 배제할 수는 없다고 판단한다. 에탄은 주로 석유화학 설비의 feedstock과 발전 시 LNG 대체용으로 사용되며, 납사나 LNG 대신 에탄을 사용하는 가장 큰 이유는 원가 절감이다. 미국은 현재 중국 해운사 및 중국산 선박을 보유 중인 기업에게 입항 건마다 최대 250만달러 수수료를 부과하는 방안을 검토 중이다. VLEC 연간 평균 항차 9회 기준으로 계산해보면 척 당 연간 300억 이상의 비용이 발생한다. 다른 선종처럼 한국/일본산 선박으로 구성된 기업을 분할하여 미국 입항에 대응하는 방안도 불가능하다. 에탄은 현재 미국 단일 공급자 시장이기 때문이다. 따라서 향후 미국의 중국 조선업 제재안이 통과된다면 입항 수수료를 회피하기 위해서는 한국 조선업만이 VLEC 발주처의 유일한 대안이라 판단하며, 향후 한국 조선업의 VLEC 수주 증가를 전망한다.

그림 76. 조선소 국가별 VLEC 인도 추이: 일본 VLEC 건조 이력 없음, 향후 중국이 수주하던 VLEC 한국이 독점 수주할 가능성 매우 높다고 판단



자료: Clarksons, IBK투자증권

표 13. VLEC 선종 선대 및 잔고 현황: 중국 건조 선박 59척 중 잔고 내 설계 단계 선박 40척에 대한 계약 취소 가능성도 배제할 수는 없음 (단위: 척)

조선사	해운사	국적	용선주	국적	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	합
한국					2	4	0	0	1	5	4	2	0	1	1	11	4	35
HD현대중공업	EPS Ilino Lines	싱가포르 일본	STL INEOS	중국 영국							2	2						
	MISC	말레이시아 말레이시아	STL PTT-AR	중국 태국					3						1		2	17
	Mitsui OSK Purus Marine	일본 영국	Reliance Ethane INEOS	인도 영국											3	3		
HD현대삼호	EPS	싱가포르	미정	미정												2		2
삼성중공업	EPS	싱가포르	STL	중국							2							
	MISC	말레이시아	STL	중국				1	2									
	MOL Energia MOL&Reliance	일본 인도	SCG Chemicals Reliance Ethane	태국 인도	2	4										3	2	16
중국					0	0	0	1	1	1	3	0	5	8	17	23		59
DSIC Offshore	Seapeak CMB Leasing	미국 중국	INEOS INEOS	영국 영국				1										
									1									2
Yangzi Xinfu	SP Chemicals TX	중국	SP Chemicals TX	중국											2	3		5
Jiangnan SY	AW Shipping EPS Southwest Maritime	U.A.E. 싱가포르 중국	Wanhua Chemical STL STL	중국 중국 중국								2			2	3	6	
	Pacific Gas	중국	미정 INEOS SP Chemicals TX	미정 영국 중국						1	1			4	4	5		
	Sinogas Maritime	중국	미정 Shenghong Petro STL Wanhua Chemical	미정 중국 중국 중국									1		1	6		
													2		5	3		
	Wanhua Chemical	중국	미정 Wanhua Chemical	미정 중국										2				
													3					
총합					2	4	0	1	2	6	7	2	5	9	18	34	4	94

자료: Clarksons, IBK투자증권

2-4. 상호 관세 영향 점검: 발주는 결국 업황 따라간다

중국의 대미 보복
관세에도 불구하고 LPG,
에탄 운반선 발주는
견조할 전망

LPG와 에탄은 중국의 미국 의존도가 높은 상품인 것은 사실이다. 4월 4일 중국이 미국산 수입품 전 항목에 34% 관세를 부과했기 때문에 LPG와 에탄 운반선 발주 감소 우려는 합리적이라 판단한다. 다만 당사는 중국의 보복 관세 조치에도 불구하고 LPG, 에탄 운반선 발주는 견조할 가능성이 높다고 판단한다. 1) 트럼프 1기 당시 중국의 보복 관세에도 불구하고 LPGc 운임과 발주는 모두 견조했으며, 2) 현재 발주해도 선박은 트럼프 퇴임 즈음 인도 예정이기 때문에 해운사는 장기적인 관점에서 투자를 결정할 가능성이 높고, 3) 미국이 관세 협상에서 자국 에너지를 협상 카드로 사용할 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

1) 트럼프 1기, 중국의
25%+5% 보복 관세에도
불구하고 LPGc 운임과
발주는 모두 견조

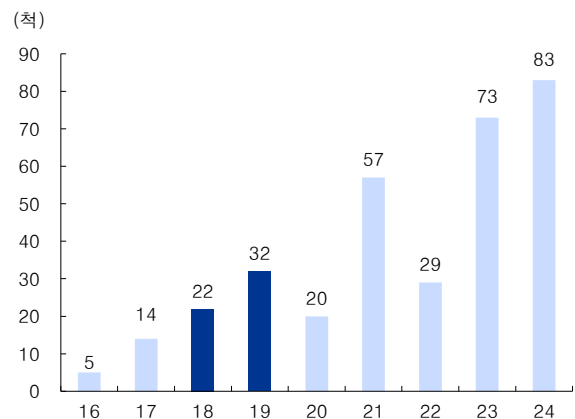
1) 트럼프 1기 당시 중국이 미국산 LPG에 25% 관세를 부과했음에도 불구하고 LPGc 운임과 발주는 견조했다. 기존 미국이 중국으로 수출하던 LPG를 한국, 일본, 인도 등이 수입하고 중국은 미국산 LPG를 중동산으로 대체하며 글로벌 물동량에는 큰 영향이 없었기 때문이다. 오히려 운항 항로에서 비효율이 생기며 VLGC 운임은 상승하고, 미국산 LPG 수출이 확대되며 VLGC 발주는 증가했다. 이번 중국의 보복 관세 영향도 트럼프 1기 때와 유사하게 LPG 운송 측면에서는 오히려 긍정적으로 작용할 가능성이 높다고 판단한다. 중국은 2025년 PDH 설비 규모가 2024년 대비 77% 증가할 전망이어서 중국의 LPG 수요는 견조할 전망이고, 한국, 일본 등은 미국과의 무역 흑자폭을 줄이기 위해 LNG, LPG 수입을 늘릴 가능성이 높다고 전망하기 때문이다.

그림 77. LPGc 중동발, 미국발 운임 추이: 2018년 중국의 미국산 LPG 수입 중단 이후에 중동, 미국발 운임은 오히려 모두 상승



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 78. VLGC 발주 추이: 2018-2019년 발주 오히려 증가



자료: Clarksons, IBK투자증권

2) 지금 발주해도 트럼프 퇴임 즈음 인도, 기업은 결국 장기적인 관점에서 발주할 가능성이 높음

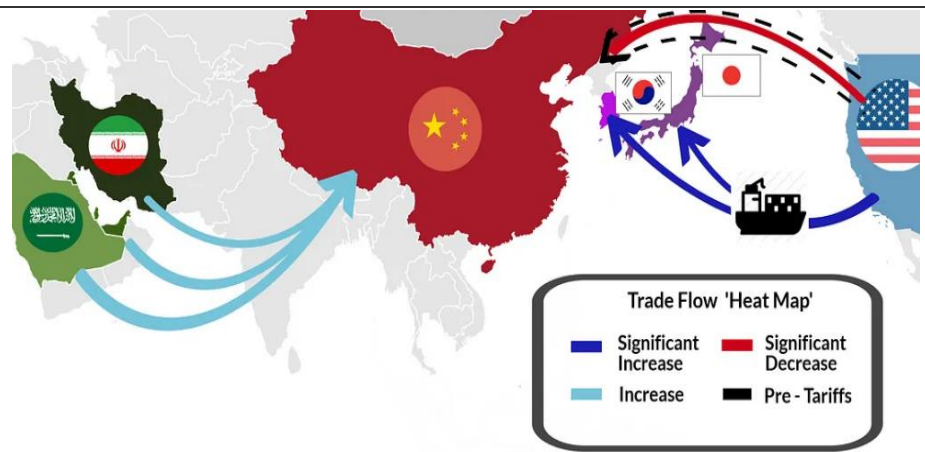
3) 미국과의 관세 협상에서 에너지를 협상 카드로 사용할 가능성이 높다고 판단

2) 현재 글로벌 조선사들의 백로그 길이가 3.5년 수준이기 때문에, 지금 발주해도 선박은 트럼프 퇴임 즈음 인도 예정이다. 이미 미국의 LPG, 에탄 수출 터미널이 건설 중이고 중국의 PDH와 에탄 크래커 설비들이 증설 중인 상황에서 해운사들은 장기적인 관점에서 선박 투자를 결정할 가능성이 높다고 판단한다.

3) 결국 미국이 이번 관세 협상을 통해서 원하는 것 중 하나는 미국의 수출 증가 및 무역 적자 축소라 판단한다. 따라서 미국이 관세 협상에서 자국 에너지를 협상 카드로 사용할 가능성이 높다 판단하며, 협상이 마무리되면 오히려 미국의 에너지 수출은 증가할 확률이 높다고 전망한다.

그림 79. 2018년~2019년 중국의 미국산 LPG 관세 부여 후 무역 흐름 변화:

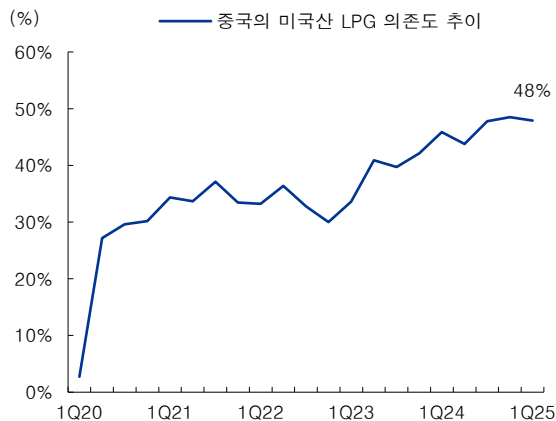
미국산 LPG를 한국, 일본, 인도 등이 수입하고 중국은 중동에서 LPG를 수입하며 글로벌 물동량에는 큰 영향 없었음



자료: 언론 보도, IBK투자증권

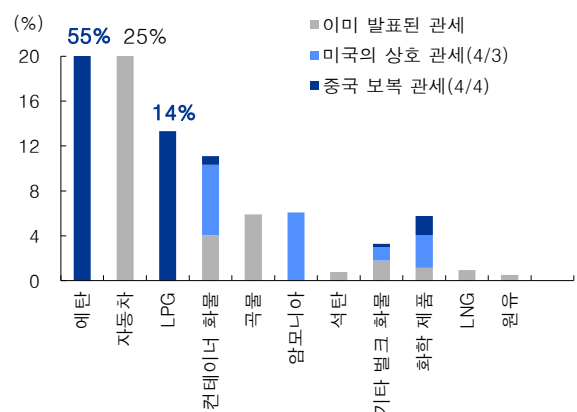
그림 80. 중국의 미국산 LPG 의존도 추이:

트럼프 1기 중국의 미국산 LPG 관세 부과 이후 우상향 추세



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 81. 상품별 미-중 관세 부과내역과 글로벌 물동량에서의 미-중 거래 비중 추이: 4월 4일 이전 에탄과 LPG는 중국의 관세 정책에서 제외되었음, 4월 4일 이전에 미국산 에탄에 부여된 관세는 1%에 불과했음



자료: Clarksons, IBK투자증권

2-5. 멀티 가스 캐리어 시대가 온다면 가스선 마진은 또 한 번 상승

LCO2, LPG, 암모니아가 모두 운송 가능한 멀티 가스 캐리어 시대가 온다면 가스선 마진은 또 한 번 상승할 예정이라 전망한다. 현재 22K급에서 40K급까지 AIP승인을 획득한 상태이며, VLAC가 당장 암모니아를 운송하려고 발주가 나온게 아닌 것처럼 LCO2도 투기발주 식으로 발주가 먼저 나올 것이라 예상한다.

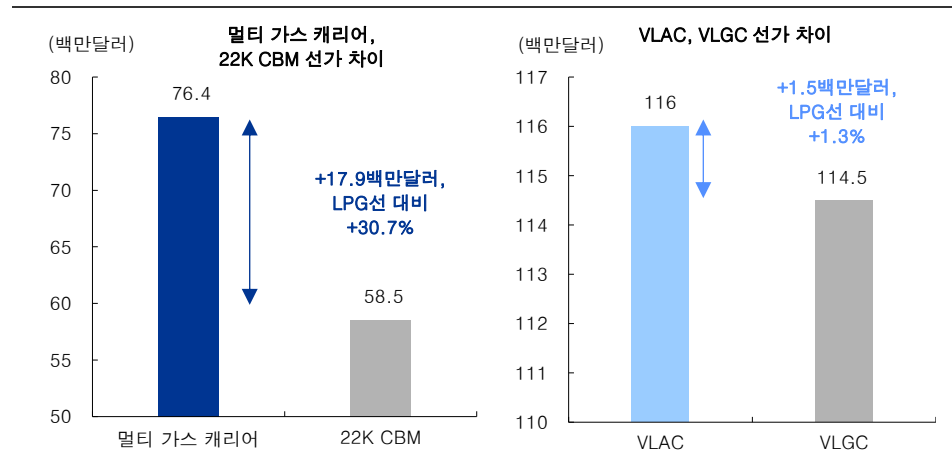
LCO2c도 VLAC처럼 초기에는 LPG를 운반

당사는 최근 Capital Gas가 발주한 22K CBM급 LPG/암모니아/LCO2 겸용 ‘멀티 가스 캐리어’에 주목할 필요가 있다고 판단한다. VLGC가 암모니아 운송이 가능한 VLAC로 발주되며 선가가 상승했듯이, 향후 LPG/암모니아/LCO2를 겸용으로 운송 가능한 멀티 가스 캐리어 스펙으로 발주가 증가하며 선가 및 수익성이 향상될 예정이라 판단하기 때문이다.

22K CBM급 LCO2c 선가 일반 LPGc 대비 +31% 더 높음, 고부가가치 선종이라 판단

2023년 7월과 2024년 1월 Capital Gas는 HD현대미포에 22K급 LPG/암모니아/LCO2 멀티 가스 캐리어 각각 2척을 발주했다. 2024년 HD현대미포가 수주한 멀티 가스 캐리어 수주단가는 일반 22K CBM급 LPG선 대비 +17.9백만달러(+30.7%) 높은 수준이었다. 반면 동기간 대형선인 VLAC와 VLGC 선가 차이는 1.5백만달러(+1.3%) 수준으로 차이가 크게 나지 않는다. 즉, 멀티 가스 캐리어는 고수익성의 선박이라 추정 가능할 수 있으며, 큰 선가 차이는 탱크 기자재 업체인 세진중공업도 함께 수혜를 누리는 부분이라고 판단한다.

그림 82. 2024년 1월 기준 멀티 가스 캐리어, 22K LPGc와 VLAC, VLGC 선가 차이 비교:
LCO2 스펙으로 발주 시 선박 단가 +31% 차이 나며 ASP 급격히 상승



자료: Clarksons, IBK투자증권

현재 멀티 가스 캐리어는 Handy급(22K CBM)에 국한되어 있지만 향후 MGC급(40K CBM)을 시작으로 VLGC급(75K CBM)까지 확대될 예정이라 분석한다. 그러한 이유는 1) 기술: 최근 LCO2 선박은 점점 대형화되는 추세에 있으며 조선사들도 대형 LCO2 선박의 설계 개념 승인(AIP)을 취득 중이고, 2) 수요: 글로벌 CCS 프로젝트들의 위치와 주요 CO2 배출국의 지리적 차이로 인해 CO2 운송 수요는 필연적으로 발생할 수밖에 없다고 판단하며, 3) 경제성: 기존 LPG나 암모니아를 도착지에 하역 후 공선 항해하던 관행에서 복귀 시 CO2를 운송한다면 경제적 이득이 증가하고, LCO2c 또한 선박의 크기가 커질수록 단위당 운송 비용이 감소하는 효과가 있기 때문이다.

1) 기술: 최근 LCO2 선박은 대형화 추세에 있으며 조선사들도 대형 LCO2 선박의 개념 승인(AIP)을 취득 중이다. 당사는 2024년 6월 HD한국조선해양과 캐피탈 그룹의 40K급 LCO2 선박 공동 개발 사례에 주목한다. 캐피탈 그룹은 세계 최초로 22K CBM급 LCO2c를 HD현대미포에 발주한 해운사이다. 아직 CCS 시장이 개화하지 않았지만, 초기에 LPG 운반선으로 운항하다 훗날 CCS 시장이 성장할 가능성이 높다 판단하고 발주를 낸 것이라 판단한다. 22K CBM급 LPGc는 주로 유럽 역내에서 운항하는 반면 40K CBM급 LPGc는 미국-유럽 등 중거리 항로에서 운항되는 중형급 선박이다. 캐피탈 그룹은 CCS 시장을 긍정적으로 전망하는 것으로 보이며, 향후 45K급 LCO2c를 발주한다면 공동 개발한 HD현대미포에 발주할 가능성이 높다고 판단한다.

표 14. 한국 조선사 LCO2c 관련 개발 현황

기업	단계	규모(CMB)	날짜	수주 기업/선급	내용
HD한국조선해양	개발	20,000	21.08.27		포스코, 로이드선급(LR), 라이베리아 기국과 공동개발
	개념승인	30,000	22.09.04	라이베리아 기국, 로이드선급(LR)	LCO2 운반선에 대한 설계개념 승인(AIP)
		40,000	22.09.05	라이베리아 기국, 로이드선급(LR)	LCO2 운반선에 대한 설계개념 승인(AIP)
		74,000	22.09.06	미국선급(ABS), 마셜아일랜드 기국	LCO2 운반선에 대한 설계개념 승인(AIP)
		40,000	2024.06	LR 선급, 캐피탈 그룹	LCO2 운반선에 대한 설계개념 승인(AIP)
	수주	20,000	23.07.19	그리스의 캐피탈 마리티임 그룹	23년 7월 2척(1,790억원) 수주 24년 2월 2척 수주
한화오션	개념승인	70,000	23.09.08	미국선급(ABS), 노르웨이 선급(DNV)	초대형 LCO2운반선에 적용되는 화물창 기본승인
	개발	40,000	23.09.13		법국 LGE, Ecolog, 미국선급(ABS)과 공동 개발
삼성중공업	개념승인	40,000	23.06.08	한국선급(KR)	LCO2 운반선에 대한 설계개념 승인(AIP)
MHI Shimonoseki (일본)	수주	1,450	22.02.03	산유 기선	세계 최초의 LCO2 운반선
	개념승인	50,000	22.09.05	프랑스선급(BV)	LCO2 운반선에 대한 설계개념 승인(AIP)
다렌선박중공업그룹 (중국)	수주	7,500	22.11.22	Northern Lights	2척 수주
		7,500	23.09.04	Northern Lights	1척 추가 수주

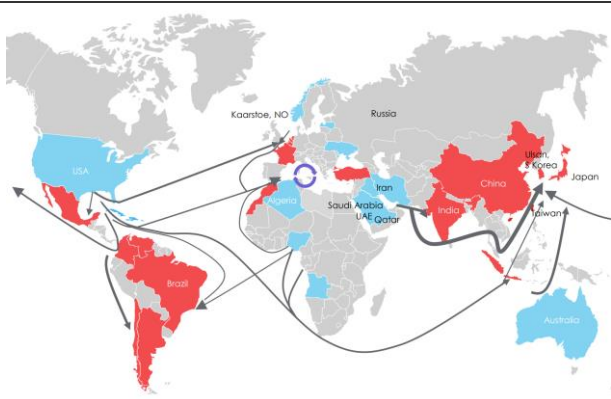
자료: 언론보도 종합, IBK투자증권

2,3) 수요 및 경제성: 글로벌 CCS 프로젝트들의 위치와 주요 CO2 배출국의 지리적 차이로 인해 CO2 운송 수요는 필연적으로 발생할 수밖에 없다고 판단한다.

기존에는 미국에서 중국으로 LPG나 암모니아를 운송하면 도착지에 하역 후 공선 항해, 즉 선박이 빈 상태로 돌아올 수밖에 없었다. LPG나 암모니아는 수출 지역과 수입 지역이 명확히 구분되는 상품이기에 때문이다. 그러나 LCO2를 운송할 수 있는 탱크를 장착한 선박이라면 복귀 시 LCO2 화물을 싣고 복귀하며 선박의 경제적 가치가 높아진다. 현재 글로벌 운영, 개발 중인 CCS 프로젝트는 주로 미국, 유럽에 위치해 있는 반면 CO2를 배출하는 국가는 주로 중국이다. 즉 중국은 미국산 LPG의 최대 수입국이자, LCO2 최대 수출 잠재국인 것이다.

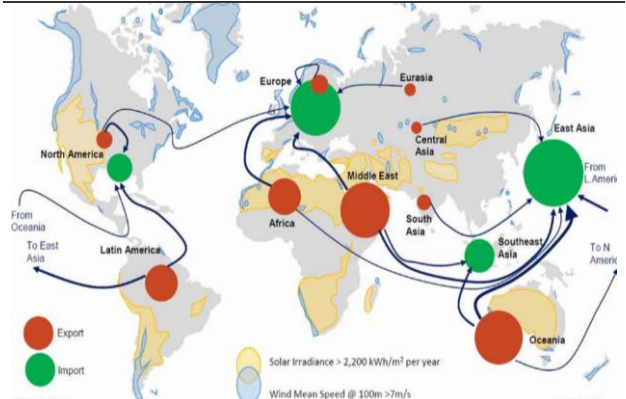
트럼프의 반친환경적인 정책들에도 불구하고 글로벌 오일 메이저들의 CCS 프로젝트 개발은 지속되는 중이다. CCS 프로젝트는 장기간 걸쳐 진행되는 사업이며, 석유를 시추할수록 아이러니하게도 CCS의 필요성은 증가한다.

그림 83. 글로벌 LPG 무역 흐름: 미국/중동 → 아시아/유럽



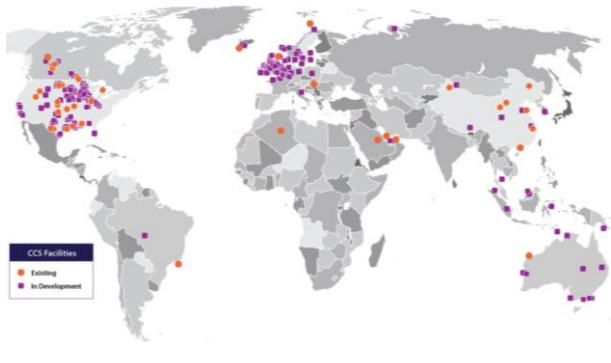
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 84. 글로벌 그린 암모니아 무역 흐름 예상: 호주/중동/아프리카 → 아시아/유럽



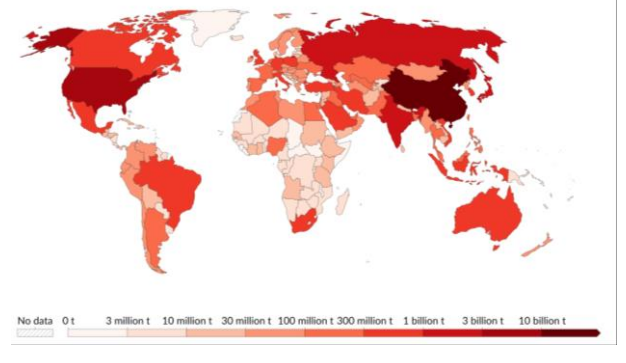
자료: IHS Markit, IBK투자증권

그림 85. 글로벌 운영/개발 중인 CCS 프로젝트: 미국, 유럽 위주



자료: UNFCCC, IBK투자증권

그림 86. 글로벌 CO2 총 배출량: 중국, 북미 위주



자료: OWID, IBK투자증권

2-6. 한국 조선사 수해 분석: 수주 금액보다 중요한 건 수주 MIX

수주량이 아닌 수주 Mix가
중요한 구간이라 판단

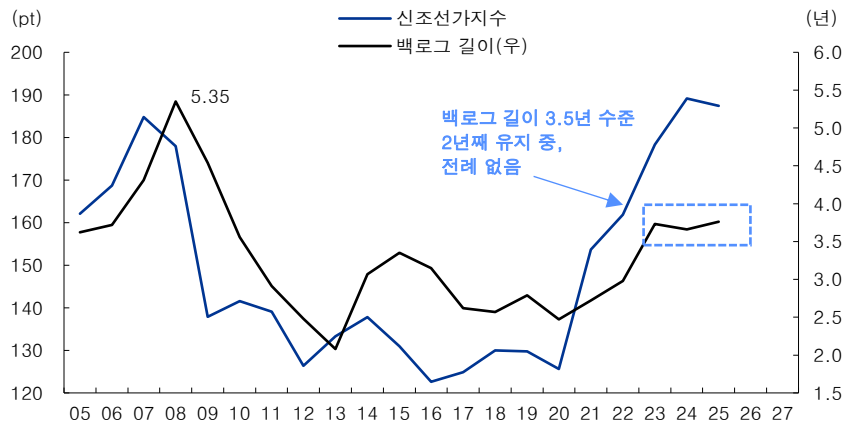
현재 조선 업종 주가가 추가적으로 상승하기 위해서는 수주의 증감보다는 수주의 믹스가 중요하다고 판단한다. 캐파(Q)의 증설이 없는 상황에서 수주가 증가하기 위해서는 1) 신조선가(P)의 상승이나 2) 백로그 길이가 증가해야 한다. 그런데 1) 신조선가(P)는 이미 역사적 고점 부근에 도달한 상황에서 단기간에 폭발적으로 상승하기는 어렵다고 판단한다. 2) 선가 상승 없이 백로그 길이가 증가하는 것은 이미 3.5년치 일감을 충분히 쌓아둔 조선사들의 일감이 추가적으로 쌓일 뿐, 실적은 성장하지 않기 때문이다.

1) 수주 물량(Q)의 증가는 더 이상 주가 상승의 이유가 될 수 없다고 판단한다. 코로나 이후 운임 상승으로 인한 친환경 교체 발주 가속화로 백로그 길이는 2020년 2.5년 수준에서 2022년말 3.7년까지 상승 후 현재 2년 넘게 3.5년 수준을 유지하고 있다.

백로그 길이는 3.5년에서
길어지지 않을 가능성이
높음, 설령 길어진다고
하더라도 실적 성장에는
영향 없음

과거 2000년대 슈퍼사이클 당시에는 중국의 성장으로 백로그 길이가 5.6년까지 상승했던 사례가 있다. 그러나 현재 지정학적, 정치적 불확실성이 큰 상황에서 해운사는 3.5년 이후 선박을 인도 받기에는 부담스러운 상황이라 판단하며, 향후에도 백로그 길이가 3.5년치를 유지하며 발주가 나올 가능성이 높다. 설령 발주량이 증가해 백로그 길이가 4년을 넘어가도, 선가(P)의 상승이나 선종 믹스(수익성)의 개선이 없다면 일감이 쌓이기만 할 뿐 실적은 성장하지 않는다. 따라서 수주 물량(Q)의 증가는 더 이상 주가 상승의 이유가 될 수 없다고 판단한다.

그림 87. 신조선가지수와 백로그 길이: 백로그 길이 3.5년 수준 2년째 유지 중, 전례 없음



자료: Clarksons, IBK투자증권

신조선가 2025년 하반기부터 반등 예상

2) 신조선가(P)는 2025년 상반기에는 지정학적 불확실성 등의 이유로 발주가 지연되며 상승하기는 힘들다고 판단하지만, 하반기 불확실성들이 해소되며 다시 상승할 가능성이 높다고 판단한다. 2025년 상반기는 해운사, 즉 조선사의 고객들에게 있어서 불확실성이 매우 큰 시기이다. 미국의 중국 조선업 제제안, 미국의 주요 해협 조사, 4월 IMO MEPC 회의, 홍해 후티 반군의 공격 재개 등 다수의 불확실성이 상반기에 도치하고 있다. 이러한 불확실성 때문에 상반기는 계절적으로 발주 성수기임에도 불구하고 최근 20년 중 네 번째로 적은 발주를 기록 중이다.

하반기 컨테이너 발주 마무리 후 탱커 발주 예상

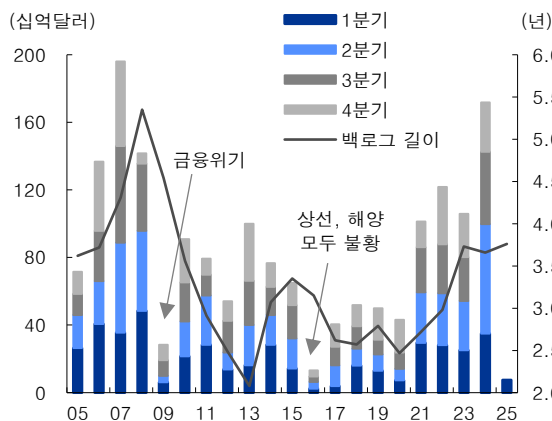
다만 하반기에는 불확실한 요소들이 하나둘씩 해소되며 발주가 재개되고 선가도 다시 상승하기 유리한 환경이 조성될 가능성이 높다고 판단한다. 미국의 중국 조선업 제제안은 5월 중으로 결과가 발표되며, 4월 IMO MEPC 회의에서는 2027~2030년 CII 규제 탄소감축률에 대한 컨센서스가 형성될 예정이기 때문이다. 특히 하반기에는 탱커와 벌크선의 본격적인 교체 발주가 시작될 예정이다. 2020~2024년 대형 컨테이너선의 교체 발주가 진행되며 대형선을 건조할 수 있는 조선사들의 슬롯을 모두 차지했기 때문에 대형 탱커와 벌크선의 교체 발주가 진행되기 어려운 상황이 지속되었다. 그러나 컨테이너선 교체 발주는 HMM 물량을 제외하고는 대부분 마무리되어가는 상황이라 판단하며 이제는 탱커와 벌크선의 교체 발주 순서가 돌아왔다고 판단한다.

글로벌 선대의 70% 차지하는 탱커와 벌크선, 발주 재개되면 슬롯 경쟁 재개되며 선가 상승 전망

주목할 점은 과거 2000년대 호황기 폭발적인 선가 상승을 주도했던 선종은 탱커와 벌크선이었다는 사실이다. 탱커와 벌크선이 척 수 기준 글로벌 선대의 70%를 차지한다는 사실을 고려하면, 두 개 선종의 교체 발주가 시작되면 조선사 슬롯 경쟁이 지금보다 심해질 가능성이 높다고 판단한다. 또한 미국의 중국 조선업 규제가 현실화되면 운항 노선에 비효율이 생기며 운임 또한 상승할 확률이 높다고 전망한다. 조선사 슬롯 부족(공급 부족)과 운임 상승(해운사의 지불 여력)이 동시에 일어난다면, 신조선가가 다시 한번 폭발적으로 상승할 가능성을 배제할 수는 없다고 판단한다.

그림 88. 분기별 발주량과 백로그 길이:

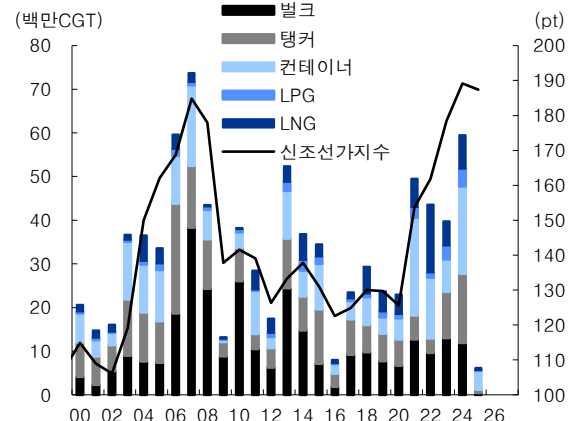
올해 1분기 네 번째로 적은 발주 기록, 그러나 과거 발주량이 부진했을 때 백로그 길이는 함께 감소(업황 피크아웃), 반면 현재는 업황 피크아웃이라기 보다는 불확실성으로 인한 발주 지연 때문이라 판단. 하반기로 발주 이연 예상



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 89. 선종별 발주 믹스와 신조선가:

아직 글로벌 선대 척 수 기준 70%를 차지하는 탱커와 벌크 교체 발주 많이 남음. 컨테이너 발주 마무리 후 탱커와 벌크 해운사들 슬롯 경쟁 발생하며 선가 다시 상승할 가능성 높다고 판단



자료: Clarksons, IBK투자증권

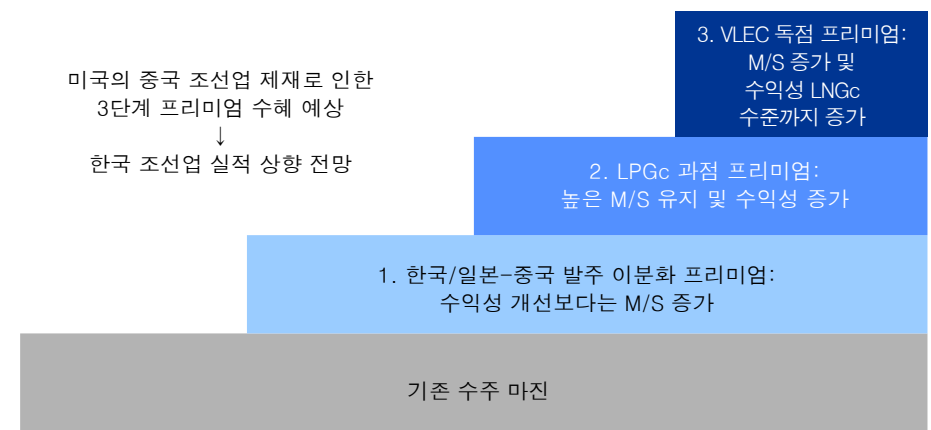
가스선 수주 증가로 인한
수주 Mix 개선 전망

미국의 중국 조선업
제재로 한국 조선업
3단계 프리미엄 수혜 전망
1) 발주 시장 이분화
2) LPGc 과점
3) VLEC 독점

상반기 P와 Q의 급격한 증가를 기대하기 어려운 상황에서, 조선업종의 추가적인 주가 상승을 위해서는 수주의 증감보다는 수주의 Mix가 중요한 구간이라고 판단한다. 당사가 금번 미국의 중국 조선업 제재가 불러올 한국의 가스선(LPG, 에탄) 수주 증가에 주목하는 이유이다.

미국의 중국 조선업 제재안이 통과된다면, 1) 신조 발주 시장은 한국/일본과 중국, 두 개의 시장으로 이분화되어 한국/일본 조선소의 M/S가 증가하고, 2) 선종별로는 기존에도 고수익성의 선박이었던 LPGc가 과점 프리미엄을 받으며, 3) 가스선 내에서도 특히 VLEC 선종은 한국 조선업의 독점 프리미엄으로 LNGc에 준하는 마진까지 수익성이 상승할 가능성이 높다고 분석한다.

그림 90. 미국의 중국 조선업 제재로 인한 한국 조선업 3단계 프리미엄 수혜 전망



자료: IBK투자증권

1) 발주 시장 이분화
프리미엄: 이미 진행 중

하팍로이드와 캐피탈 그룹
오랜만에 한국으로의
컨테이너, 탱커 발주

중고선 시장에서 한국,
일본 건조 선박 프리미엄
받는 중

중국의 가격 경쟁력은
수수로 부과 시 없어질
가능성 높음

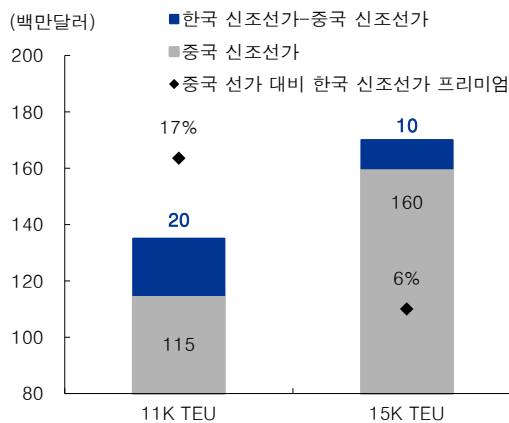
1) 미국의 중국 조선업 제재로 인해 신조 발주 시장은 한국/일본과 중국 두 개의 시장으로 이분화되어 한국/일본 조선업의 M/S가 전반적으로 상향 조정될 가능성이 높다고 판단한다.

이미 신조 시장과 중고선 시장에서 모두 한국/일본산 선박을 선호하는 경향이 보이고 있다. 신조 시장에서는 최근 하팍로이드와 캐피탈 그룹의 한국으로의 발주가 대표적인 사례라 판단한다. 최근 하팍로이드와 캐피탈 그룹은 한화오션에 컨테이너선과 탱커 각각 6척과 2척을 발주했다. 현재 두 개 회사 잔고의 컨테이너선과 탱커선은 모두 중국으로 발주되었다는 점을 감안하면 최근 한국으로의 발주는 USTR의 제재안이 영향을 끼쳤을 확률이 높다고 판단한다.

중고선 시장에서도 한국, 일본산 선박이 프리미엄을 받고 있다. 지난 3월, 퍼포먼스 해운사는 2011년 일본 조선사에서 건조된 아프라막스 탱커를 선박 가치 대비 5백만달러 프리미엄을 받고 39백만달러에 매각했다고 밝혔다. 스크러버가 장착되지 않은 선박이 5백만달러 수준의 프리미엄을 받은 사례는 전무하다.

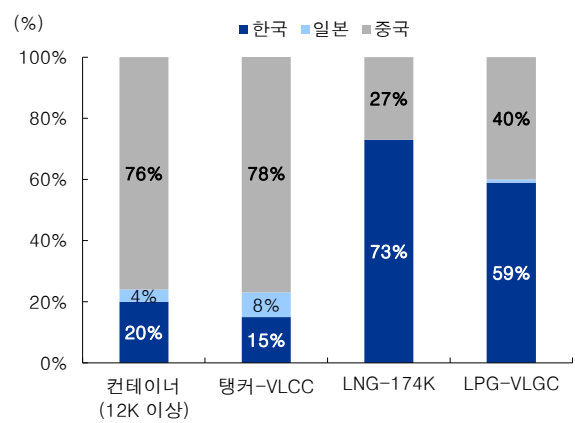
이미 USTR의 제재안은 해운사들의 발주 동향에 영향을 끼치고 있으며, 향후 중국의 저렴한 가격은 경쟁력을 잃으며 한국 조선업의 컨테이너와 탱커선 수주 점유율이 상승할 가능성이 높다고 판단한다. 2024년 중국 주요 조선사들의 대규모 증설과 가격 공세로 인해 2027년 인도 기준 한국 조선업의 컨테이너와 탱커 인도 점유율은 20% 수준까지 하락했다. 컨테이너선에서 11K TEU급 선박은 20백만달러(선가 대비 17%), 15K TEU급은 10백만달러(선가 대비 6%) 정도 한국 신조가 중국 신조 대비 비싼 것으로 추정한다. 미국이 중국산 선박에 대해 입항 수수료 1~3.5백만달러 부과를 검토 중이고 대형 컨테이너선이 미국에 입항할 때 일반적으로 2~3개 항구를 방문한다는 사실을 감안하면 중국의 저렴한 가격은 경쟁력을 잃을 것으로 전망한다. 이에 따라 한국의 컨테이너, 탱커 M/S 회복을 전망한다.

그림 91. 컨테이너선 한국, 중국 신조선가 차이:
10~20백만달러 저렴한 선가는 USTR의 제재안으로
경쟁력 없어짐



자료: MP Shipbrokers, IBK투자증권

그림 92. 2027년 기준 선종별 대형선 인도 점유율:
USTR 제재안이 현실화되면 탱커와 컨테이너 선종
M/S 상승 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

2) LPGc 과점 프리미엄:
높은 M/S 유지 및 수익성
상승 전망

2) 발주 시장이 이분화됨에 따라 VLGC에서는 한국의 높은 M/S가 지속될 전망이고
MGC에서는 한국의 M/S 회복을 전망한다.

현재 미국의 해상 LPG 물동량 점유율은 47% 수준에서 2028년 수출 터미널 증설 이후 60% 수준까지 증가할 예정이다. 즉 LPGc의 절반 이상은 미국에 입항할 수밖에 없으며, 기업 분할이나 선대 조정을 통해 대응하기가 다른 상품 대비 어렵다. 특히 장기 계약이 아닌 스팟성으로 운용되는 LPG선의 특성을 감안한다면 향후에도 한국 조선소의 VLGC 수주 우위는 지속될 확률이 높다고 판단한다.

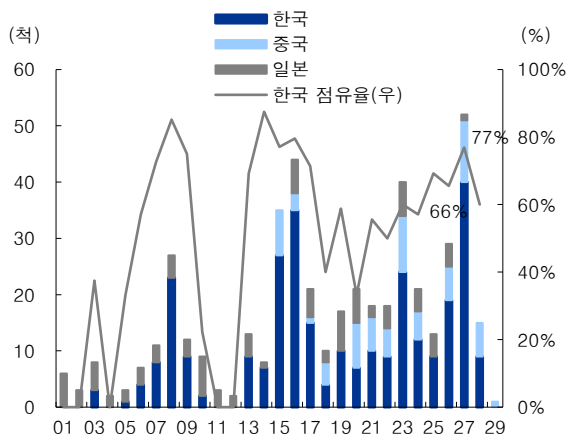
MGC: 중국 조선 신규
진입으로 한국 M/S 하락 중,
그러나 회복 전망

MGC에서는 중국 조선사의 신규 진입으로 한국의 M/S가 하락 중이나, 향후 회복할 가능성이 높다고 판단한다. 중국 조선은 과거 MGC 선종에서는 큰 두각을 나타내지는 못했다. 2020년 이전 인도된 80척의 MGC 중 73척을 한국이 건조했으며 중국이 7척을 건조했는데, 이 7척은 심지어 LPG선이 아닌 에탄/에틸렌 운반선이었다. 그러나 2023년 부터 Jiangnan SY Group, Nantong CIMC SOE, Yangzi-Mitsui SB 세 개 조선사가 시장에 신규로 진입하며 한국의 M/S는 하락 중이다.

가스선임에도 불구하고
스팟 형태로 운용되는
LPG선: 중국산 선박은
한국/일본산 선박 대비
경쟁력 약화 전망, 한국
MGC M/S 회복 전망

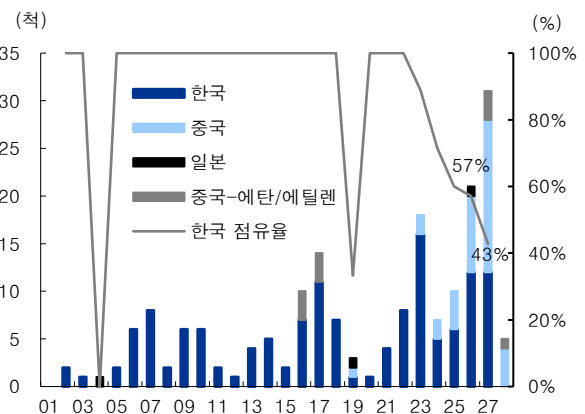
그러나 향후 MGC에서 한국의 M/S 회복을 전망한다. 미국의 중국 조선업 제재로 스팟성으로 운용되는 MGC 특성상 중국산 선박은 경쟁력을 잃을 예정이라 판단하기 때문이다. LPG선은 가스선임에도 불구하고 탱커, 벌크선과 같이 스팟 형태로 운용되는 선종이다. 즉 중동이던 미국이던 선주는 수요가 있고 운임이 높은 지역에서 화물을 운송하며 이익을 극대화하는 선종이다. 그런데 중국 조선소에서 건조한 선박은 향후에는 미국에 입항하기 어려워진다는 점을 감안하면 한국/일본산 선박 대비 경쟁력을 잃을 수밖에 없는 상황이다. 일본은 향후 JMU Ariake 조선이 2026년 1척만을 인도 예정인 점을 감안하면, 향후 한국의 MGC에서의 M/S는 회복할 확률이 높다고 판단한다.

그림 93. 조선소 국가별 VLGC/AC 인도 추이: 한국의 높은 M/S 지속 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 94. 조선소 국가별 MGC 인도 추이: 한국 M/S 회복 전망



Note) 한국 점유율 계산에서 중국-에탄/에틸렌 MGC 제외
자료: Clarksons, IBK투자증권

3) VLEC 독점 프리미엄:
LNGc 수준까지 수익성
상승 전망

3) 가스선 내에서도 특히 VLEC는 LNGc에 준하는 수준까지 수익성이 개선될 가능성이 높다고 전망한다. LNGc가 한국 조선업이 수주하는 선종 중 가장 고수익성인 선박인 이유는 한국 조선업의 기술력을 바탕으로 해외 해운사에게는 발주처로서 거의 유일한 선택지이기 때문이다. 최근 중국 조선사들이 LNGc 수주 점유율을 확대해 나가는 모습처럼 보이지만, 발주처를 분석해보면 현실은 냉혹하다. 중국에 LNGc를 발주한 이력이 있는 해운사는 자국 해운사, 중국 JV, 중동 정도이며 유럽계 해운사 발주 이력은 거의 없다. 이처럼 LNGc에서 한국이 여전히 독보적인 위상을 유지하기 때문에 수익성이 가장 좋은 선종이라고 판단하는데, VLEC 또한 미국의 제재안으로 한국이 독점 수주 시, LNGc 수준, 혹은 그 이상까지도 수익성이 개선될 가능성이 높다고 추정한다.

표 15. 한국 조선소 수주 단가별 VLEC 수익성 시나리오 분석: VLEC 독점 수주 예상하며 향후 LNGc 수준까지 마진 개선 전망 (단위: 백만달러, %)

한국 VLEC 선가 상승률	현재	5%	7.5%	10%	15%	17.5%	20%	비고
한국 VLEC 선가	160	168	172	176	184	188	192	
한국 VLEC 수익성	13%	13%	15%	17%	21%	22%	24%	
한국 VLEC 원가	139	146	146	146	146	146	146	원가 5% 상승 가정
중국 VLEC 선가	154	154	154	154	154	154	154	중국 LNG선 한국 선가 대비 4.5% 할인
1회 입항 수수료		1	1	1	1	1	1	최대 3.5백만달러까지 증가 가능
4년 중국 선박 미국 입항 수수료		34	34	34	34	34	34	VLGC 연간 9항차 적용, 5% 할인
중국 VLEC 선가 + 4년 간 입항 수수료		188	188	188	188	188	188	
한국 VLEC 프리미엄	6	-20	-16	-12	-4	0	4	

자료: IBK투자증권

표 16. 중국 조선사 LNGc 수주 내역: 대부분 중국/중국JV/중동에서 발주, 유럽계 해운사는 거의 없음, 실질적으로 한국 조선소 독과점에 가까움 (단위: 척)

선종	조선소	발주처 국가	발주처	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	총합
Qmax	Hudong Zhonghua	중국	CLNG							2			2
			CMES LNG Shipping						1	3		4	
			MOL & CSLNG JV								2	2	
			Shandong Marine En						2	1		3	
		카타르	Nakilat						1	4	4	9	
174K	CMHI (Jiangsu)	덴마크	Celsius Tankers					3	3				6
	Dalian Shipbuilding	중국	China Energy Shpg						2	1			3
			CMES LNG Shipping				3	4	1				8
			COSCO Shpg Energy						2				2
			Ocean Jade Invst							2			2
			Sea Jade Invst						2				2
	Hudong Zhonghua	일본	NYK K-Line MISC CLNG				3	2					5
		중국	CNOOC/CMES/NYK JV					3	3				6
			CNOOC/CSLNG/MOL JV			2	2	2					6
			COSCO Shpg Energy				2						2
			CSSC Shipping		2								2
			KLCM LNG Shpg					2	2				4
			MOL & CSLNG JV			3	1		5	1			10
			Southwest Maritime							3			3
			United Liquefied Gas	2	2	2	2						8
	Jiangnan SY Group	U.A.E	ADNOC L&S			1	2	3					6
		중국	TPSH Leasing						2				2
				2	4	8	15	19	22	13	8	6	97

자료: Clarksons, IBK투자증권

대형 조선사:**HD현대중공업 수혜 전망**

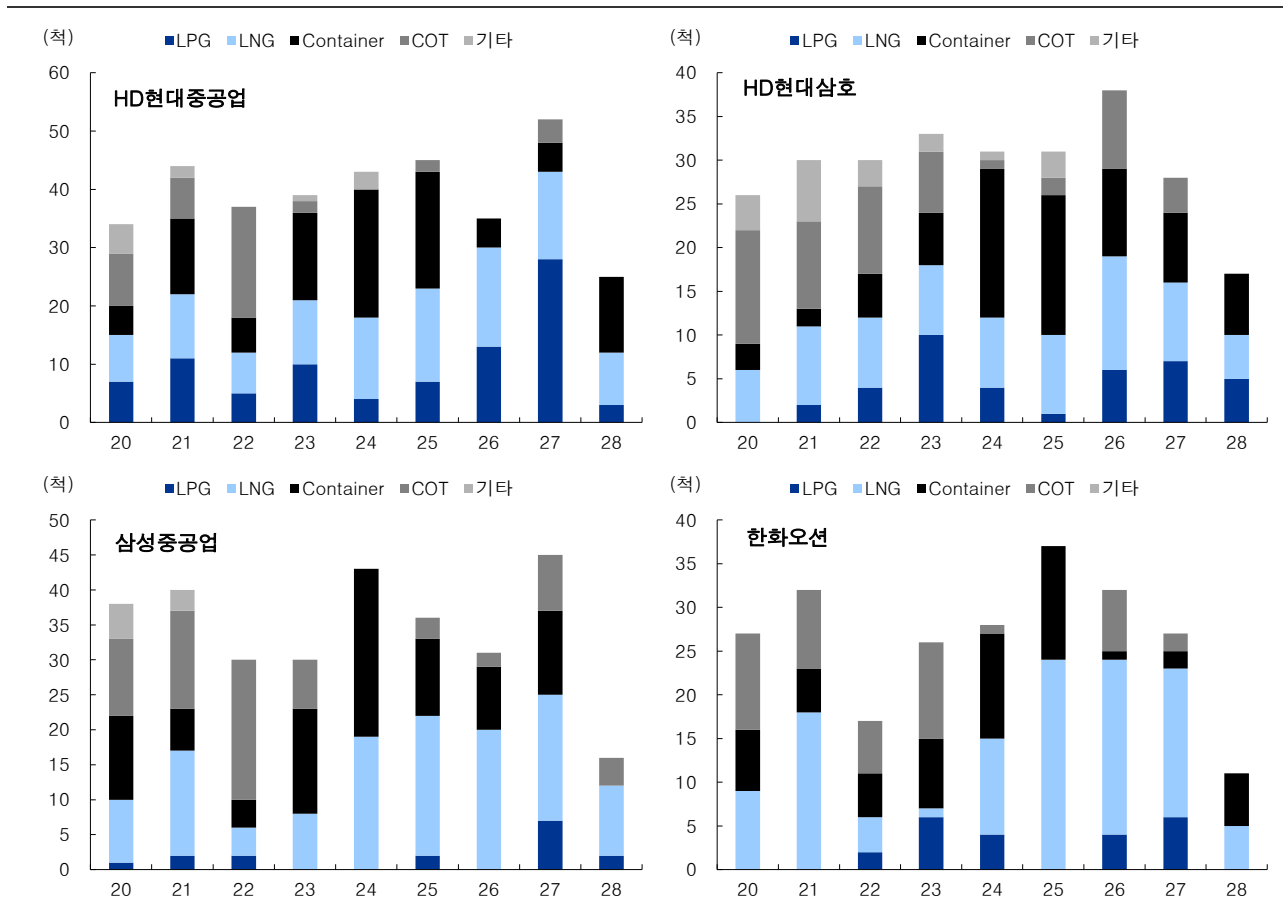
- 1) 독보적인 LPGc 캐파
- 2) LNGc까지 포함하면 가스선 비중 80% 이상

4) 대형 조선사 중에서는 가스선의 비중이 가장 높은 HD현대중공업의 수혜가 가장 크다고 분석한다. HD현대중공업은 2027년 국내 조선소에서 가장 많은 28척의 가스선 (LNG 제외)을 인도 예정이다. 반면 다른 대형 조선사들은 연간 10척 이상의 LPG선을 건조하지 못하고 있다.

HD현대중공업의 LPG선 건조 가능 캐파가 독보적인 이유는 LPG탱크 수급 때문이다. HD현대중공업은 글로벌 1등 탱크 기자재 업체인 세진중공업을 협력사로 두고 있다. 세진중공업의 연간 탱크 건조 캐파는 30척 수준인 반면 삼성중공업은 중국 야드와 세진중공업으로부터 연간 6척, 한화오션은 자회사인 한화오션에코텍으로부터 연간 6척 정도 조달하고 있다. 탱크 기자재 조달 능력의 차이로 VLGC/VLAC 선종에 대해서는 HD현대삼호는 연간 9척, 삼성중공업과 한화오션은 연간 6척이 건조 가능하다고 추정한다.

VLEC 선종에 대해서는 삼성중공업은 VLGC 캐파와 별도로 연간 4척이 건조 가능하며, 한화오션은 아직 VLEC 건조이력이 없다. 가스선 건조 캐파 차이로 인해 향후 미국의 중국 조선업 제재가 발효되고 한국으로의 가스선 발주가 증가한다면 HD현대중공업이 가장 큰 수혜를 받을 예정이라 전망한다.

그림 95. 한국 대형 조선사 선종별 인도 일정: HD현대중공업 가스선(LPG, 에탄) 비중 가장 높음



자료: Clarksons, IBK투자증권

중형 조선사:

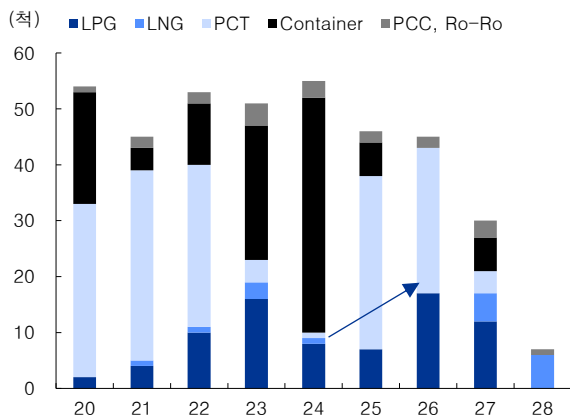
HD현대미포 수혜 전망

- 1) 가스선 비중 확대로 수익성 개선 중
- 2) LNG BV 수주 증가로 믹스 개선 전망
- 3) LCO2c 수주 확대되면 동사가 가장 먼저 수혜, ASP 한 번 더 상승

중형 조선사 HD현대미포는 고수익성의 가스선(MGC, LNG BV) 비중을 확대 중임에 따라 HD현대중공업과 함께 수혜가 크다고 전망한다. HD현대미포는 2025년 7척의 MGC를 시작으로 2026~2027년에는 17척의 가스선을 인도할 예정이다. 고수익성의 가스선 비중이 증가하며 수익성도 함께 개선될 예정이다.

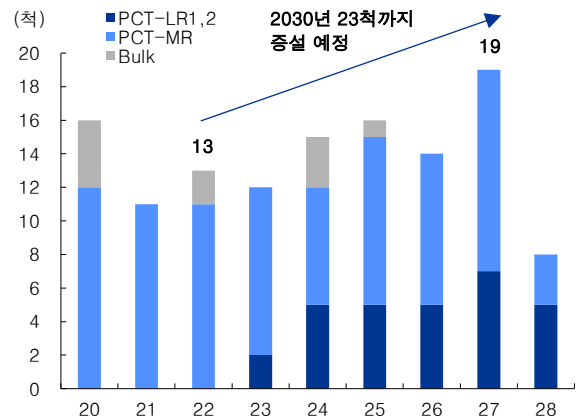
가스선 발주 강세는 2025년에도 지속될 예정이라 판단한다. 유럽의 미국산 LPG 수입 증가와 VLGC 대비 운용 유연성으로 MGC 수요가 2023년부터 증가하고 있고, LNG DF 선박의 증가에 따라 LNG BV 발주도 증가 중이다. 더불어 멀티 가스 캐리어 시대가 온다면 현재 22K CBM에서 40K CBM→70K CBM 순으로 수요가 확대될 예정이어서 HD현대미포의 수혜가 가장 크다. LCO2를 운송할 수 있는 선박은 동급 LPG선 대비 선가가 +30%가량 더 높기 때문에 고수익성의 선박이라 추정한다. 즉, HD현대미포가 비중을 늘리고 있는 가스선은 P와 Q 모두 상승 여력이 큰 선택이라 판단한다.

그림 96. HD현대미포(울산) 선종별 인도 일정: 가스선 비중 증가 중



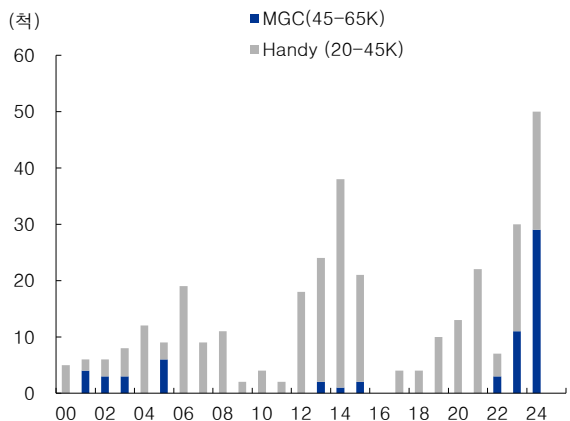
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 97. HD현대베트남 선종별 인도 일정: 2030년까지 23척 건조 체제로 캐파 증설 안정적으로 진행 중



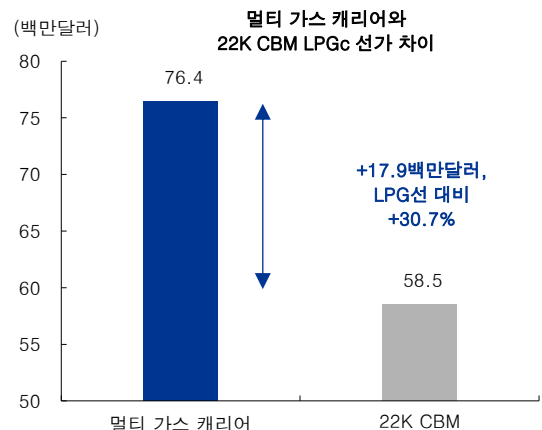
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 98. 중소형 LPGc 발주 추이: 유럽의 러시아산 LPG 수입 중단 발표한 2023년부터 45K CBM MGC 수요 급격히 증가



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 99. 멀티 가스 캐리어와 LPG선 선가 비교: +31% 더 높음



자료: Clarksons, IBK투자증권

2-7. 기자재: 모든 가스선에는 탱크가 필요하다

미국의 중국 조선업 제재로 인해 한국 조선업의 LPG 운반선과 에탄 운반선이 프리미엄을 받을 확률이 높다고 판단하며, 탱크 제작업체의 동반 수혜를 전망한다. 탱크 제작업체 중에서는 글로벌 1등 탱크 제작업체인 세진중공업이 가장 큰 수혜를 입을 예정이다. 세진중공업은 과거 LPGc 1차 사이클 당시 세진중공업은 12.9% 영업이익률을 달성한 이력이 있는데, 금번 LPG 사이클에서는 이를 초과 달성할 가능성이 높다고 판단한다.

LNGc 화물창은 조선소 안벽 내에서 작업하는 반면 LPGc, LNG BV 등 탱크는 외부에서 작업 후 탑재 → 아웃소싱 가능

모든 가스선에는 탱크가 필요하다. 가스는 기체 상태이기 때문에 그 자체로 운송하기에는 부피가 너무 커 비효율적이다. 그래서 가스는 액화 과정을 거쳐 부피를 축소한 후 운송한다. LNG와 LPG 화물창의 가장 큰 차이는 LNGc는 통상적으로 일체형 탱크, LPGc는 독립형 탱크가 장착된다. 탱크의 차이로 인해 제작 공정에서도 차이가 발생하는데, LNGc 화물창 작업은 조선소 내 안벽에서만 가능한 반면, LPGc 탱크는 외부에서 작업 후 도크 탑재 공정에서 블록과 함께 탑재된다. 따라서 LPG탱크나 소형 LNG선에 탑재되는 탱크에 한정해서는 외부 기자재 업체가 제작 후 납품하는 것이 가능하고, 이를 국내에서는 글로벌 독립형 탱크 1등 제작업체 세진중공업이 제작 중이다.

그림 100. LNGc 화물창: 조선소 안벽 내에서 작업



자료: 언론보도, HD현대중공업, IBK투자증권

그림 101. LPGc, LNG BV 탱크: 외부에서 제작 후 도크에서 탑재



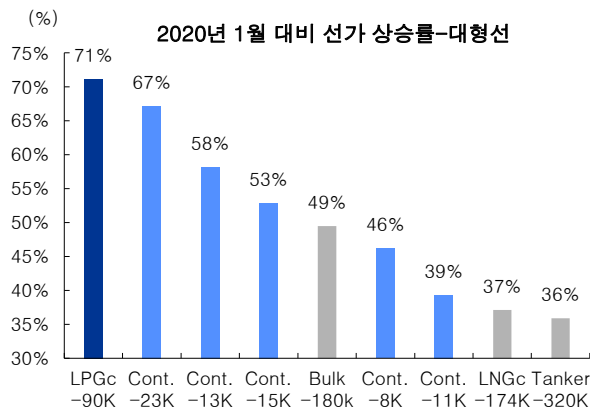
자료: 언론보도, HD현대중공업, IBK투자증권

세진중공업이 제작하는 LPGc 탱크의 가격(P), 수량(Q), 믹스(수익성)이 삼박자로 모두 과거 LPG 사이클 대비 개선되며 당시 달성했던 12.9% 영업이익률을 초과 달성할 가능성이 높다고 판단한다.

가격(P): 탱크 단가는 신조선가와 동행하여 변동, 향후 추가적으로 상승할 확률 높음

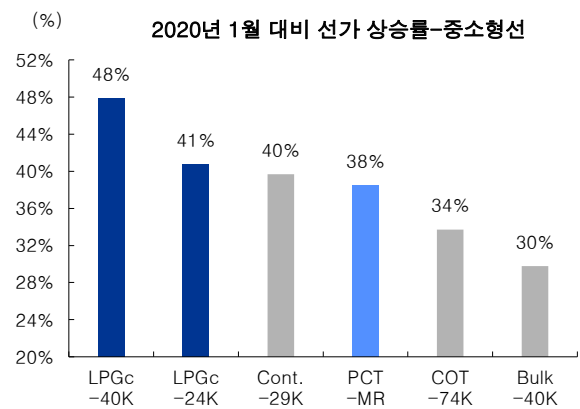
가격(P): LPGc는 대형선과 중소형선 모두 타 선종 대비해서 가격 상승률이 가장 높은 선종이다. 현재 신조선가지수는 과거 역사적 고점을 아직 돌파하지 못했으나, VLGC 신조선가는 과거 역사적 고점 대비 +25.9% 더 상승했다. 신조선가와 기자재의 가격은 동행하여 상승한다고 추정하며, 세진중공업의 탱크 단가도 함께 상승한다고 전망한다. 실제로 과거 세진중공업의 중량당 탱크 단가와 3년 후행 신조선가를 비교해 봤을 때 동행하여 변동하기 때문에, 향후 세진중공업의 탱크 단가는 추가적으로 상승할 가능성이 높다고 추정한다.

그림 102. 대형선 선가 상승률 비교: LPG선이 가장 많이 상승



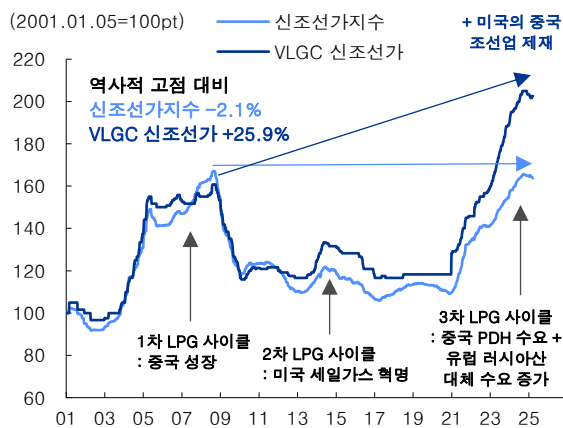
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 103. 중형선 선가 상승률 비교: LPG선이 가장 많이 상승



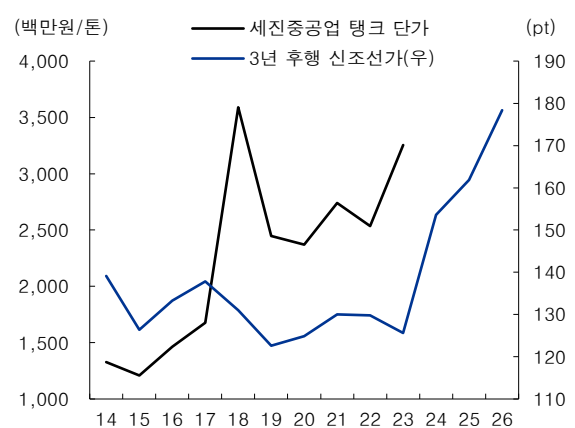
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 104. 신조선가지수와 VLGC 가격 추이 비교: VLGC는 과거 역사적 고점 대비 +25.9%나 더 상승



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 105. 세진중공업 탱크 단가와 3년 후행 신조선가지수



자료: 세진중공업, Dart 전자공시, Clarksons, IBK투자증권

캐파(Q):

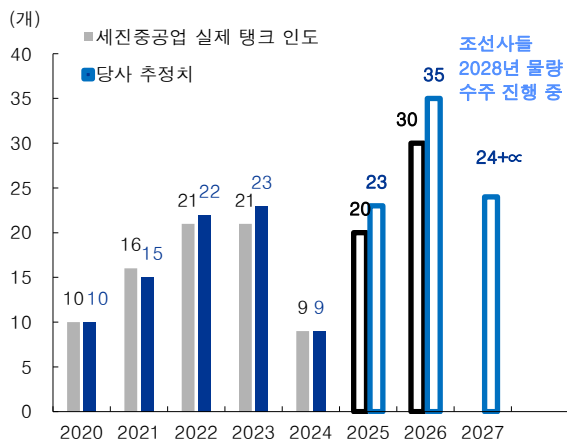
24년→25년→26년→27년
9척→20척→30척→40척

캐파(Q): 세진중공업의 탱크 제작 캐파도 기존 25척에서 30척+ ∞ (최대 40척)까지 증가할 예정이다. 현재 세진중공업은 50,000m²의 LCO2 전용공장과 450,000m² 나대지 중 일부를 평탄화 하여 활용하고 있다. 또한 무빙셀터를 설치하며 비가 내리는 날에도 작업이 가능해져 실질 조업일수가 증가했고 절단 공정 내재화를 통해 조업 일수 단축 및 마진 개선이 이뤄지고 있다.

고수익성의 탱크 매출
비중 증가에 따른 수익성
개선 전망

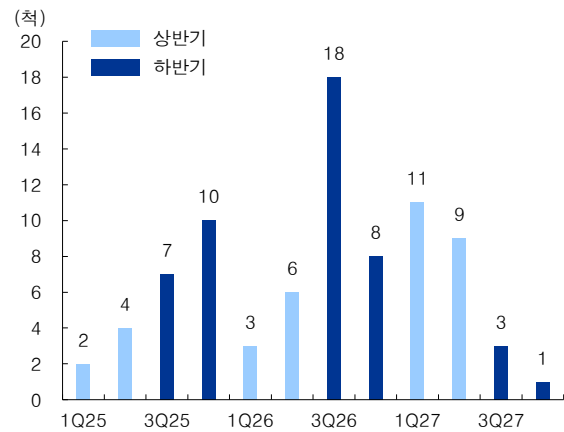
과거 2008년 세진중공업이 LPG 탱크를 28척 인도했다고 추정하는데, 당시 영업이익률 12.9%를 기록했다. 2026년에는 30척, 2027년에는 최대 40척의 탱크가 인도될 예정이며 고수익성의 탱크 비중이 증가함에 따라 영업이익률도 과거 대비 개선될 가능성이 높다고 추정한다.

그림 106. 향후 세진중공업 연간 탱크 인도 일정 가이던스 및 추정 내역: 24년 9척 → 25년 20척 → 26년 30척 → 27년 30척+ ∞



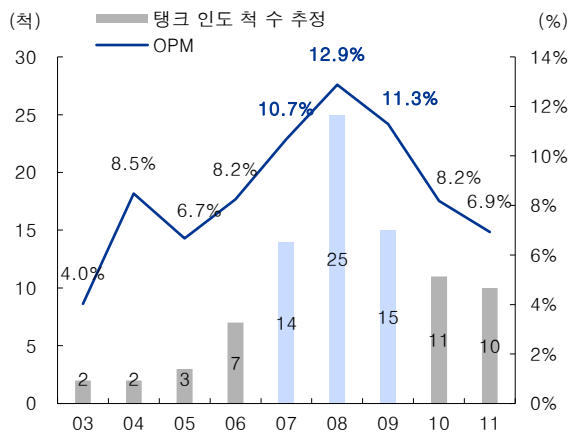
자료: 세진중공업, IBK투자증권

그림 107. 향후 세진중공업 분기별 탱크 인도 일정 추정 내역: 2026년까지는 상저하고 실적 변동성 불가피함



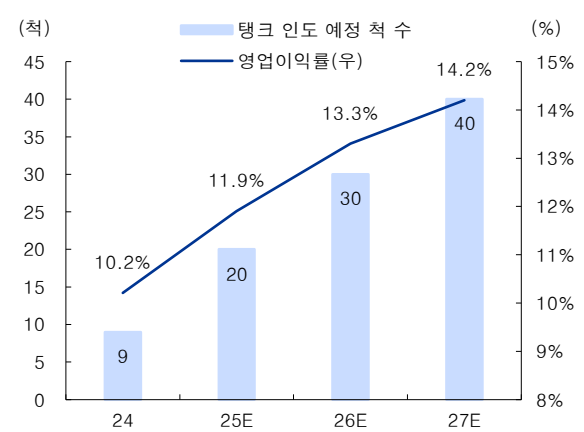
자료: 세진중공업, IBK투자증권

그림 108. 과거 LPG 1차 사이클 당시 세진중공업의 탱크 인도 척 수와 영업이익률 추이: 2008년 25척 인도, 12.9% 영업이익률 기록



자료: 세진중공업, IBK투자증권

그림 109. 현재 LPG 3차 사이클 세진중공업 탱크 인도 척 수와 영업이익률 추이: 탱크 인도 척 수 증가하며 영업이익률 14.2%까지 개선 전망



자료: 세진중공업, IBK투자증권

믹스(수익성):

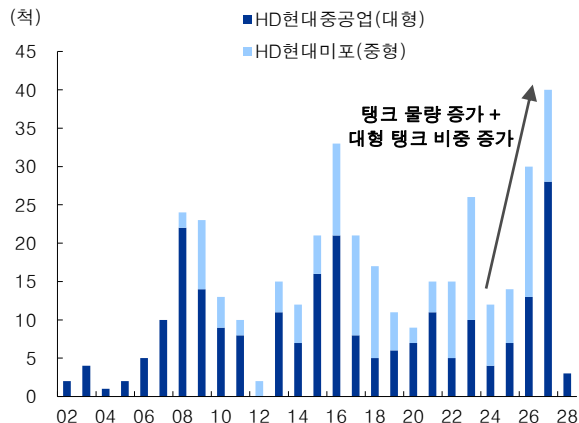
- 1) 대형 탱크 비중 증가
- 2) 고수익성의 LCO2c, LNG BV 탱크 비중 증가

믹스(수익성): 믹스 측면에서는 1) HD현대중공업의 대형 탱크 비중이 증가하고, 2) 고수익성의 LCO2c, LNG BV 탱크 비중이 증가할 예정이기 때문에 믹스 개선에 따른 수익성 향상을 전망한다.

1) HD현대중공업의 대형 탱크 비중이 증가함에 따라 믹스 개선을 전망한다. 2024년 HD현대중공업향 물량 비중은 33% 수준으로 추정하나, 2025~2026년에는 40~50%, 2027년에는 70%까지 증가할 예정이다. 탱크가 클수록, 암모니아 스펙을 장착할수록 수익성이 좋아진다고 추정하며, HD현대중공업향 물량 비중 증가에 따른 수익성 개선을 전망한다.

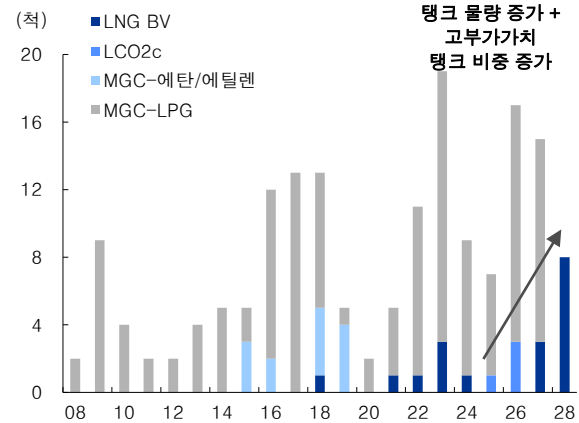
2) HD현대미포의 고수익성의 LCO2c, LNG BV 탱크 비중이 증가함에 따라 믹스 개선을 전망한다. LNG BV와 LCO2c는 동급 LPGc 대비 선가가 각각 +59.0%, +30.7% 높은 고부가가치 선종이며, 탱크 단가도 더 높다. 2024년 4월 세진중공업이 공시한 LCO2c 탱크는 척 당 100억원 수준으로 동일한 크기의 LPGc 탱크 대비 2배 이상 비싼 것으로 추정한다. CCS 프로젝트 확대와 LNG D/F 선박 증가에 따라 향후 LCO2c와 LNG BV 선종의 비중 확대를 전망하며, 이에 따른 수익성 개선을 전망한다.

그림 110. HD현대중공업과 HD현대미포의 LPGc 인도 일정



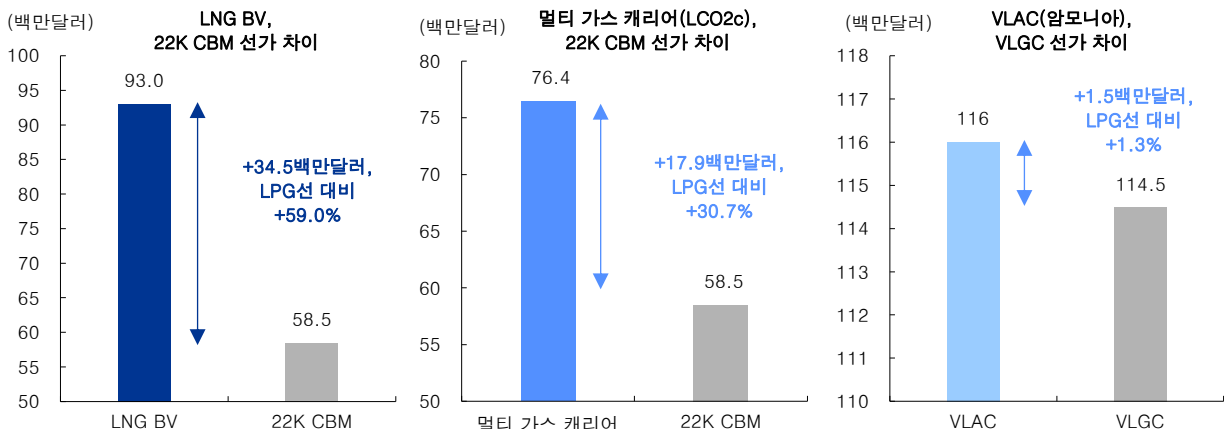
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 111. HD현대미포의 가스선 세부 선종별 인도 일정



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 112. 일반 LPG선과 멀티 가스 캐리어(LCO2c), LNG BV 가격 비교: 고수익성 탱크 비중 확대에 따른 믹스 개선 효과 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

3. 투자전략 및 선호주: 가스선 수주가 증가하면 수혜를 받는 업체를 주목하자

조선 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지하며, 선호주로 HD현대미포, HD현대중공업, 세진중공업을 제시한다.

HD현대미포: 가스선 수주 확대와 베트남 조선소 증설로 인한 P, Q, 수익성 동반 성장

HD현대미포는 가스선 비중 확대와 베트남 조선소 증설로 P, Q, 수익성이 모두 성장할 예정이다. 유럽의 러시아산 가스 수입 중단으로 인한 MGC 수주 증가, 고부가가치선인 LCO2c와 LNG BV 수주 확대에 따른 실적 성장을 전망한다. 미국의 중국 조선업 제재가 현실화되면 중소형선이 대형선보다 크게 영향을 받는다는 점을 주목할 필요가 있다.

세진중공업: 탱크 인도 확대에 따른 P, Q, 수익성 동반 성장

세진중공업은 고수익성 탱크 물량의 인도가 확대되며 P, Q, 수익성이 모두 좋아질 예정이다. 가파른 실적 성장을 전망하지만 기자재 업체 중에서는 가장 저평가 상태라 판단하며 ‘미국의 중국 조선업 제재’ 수혜 종목으로 적극 매수 추천한다.

HD현대중공업: 가스선의 일인자, 경쟁자는 따라올 수 없음. 엔진 성장과 필리핀 조선소 증설 효과까지

HD현대중공업은 가스선의 독보적인 1인자이다. 경쟁자는 따라올 수 없는 탱크 기자재 조달 능력으로 향후 미국의 중국 조선업 제재안이 현실화되어 가스선 발주가 한국으로 증가할 때 가장 큰 수혜를 전망한다. 또한 HD현대마린엔진 인수 이후 대형 엔진 비중이 증가함에 따라 엔진 부문 실적 성장을 전망한다.

표 17. 조선 업종 Valuation Table

(단위: 원, 십억원, %, 배)

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액	영업이익	OPM	지배주주 순이익	EPS(원)	BPS(원)	PER(배)	PBR(배)	ROE
HD 현대미포 (010620) 선호주	투자의견	매수	2022	3,716.9	-109.1	-2.9%	-44.6	-1,116	53,448	-81.3	1.6	-2.1%
	목표주가	180,000	2023	4,039.1	-152.9	-3.8%	-142.9	-3,579	49,324	-23.4	1.7	-7.1%
	증가	115,900	2024P	4,630.0	88.5	1.9%	105.5	2,642	51,278	43.9	2.3	22.1%
	상승여력	55.3%	2025E	5,228.3	306.1	5.9%	296.8	7,431	58,001	15.6	2.0	13.6%
	적정시총	7,190	2026E	5,878.0	534.7	9.1%	384.7	9,632	66,923	12.1	1.7	15.4%
	시가총액	4,629	2027E	5,974.0	642.6	10.8%	469.3	11,751	77,965	9.9	1.5	16.2%
세진중공업 (010140) 선호주	투자의견	매수	2022	410.1	24.9	6.1%	11.6	204	2,890	22.6	1.7	8.1%
	목표주가	11,500	2023	384.8	33.6	8.7%	17.1	301	3,179	10.1	1.4	12.6%
	증가	7,000	2024P	352.4	36.0	10.2%	11.4	200	3,303	35.1	2.1	46.9%
	상승여력	64.3%	2025E	490.4	58.4	11.9%	35.1	617	3,720	11.3	1.9	17.6%
	적정시총	654	2026E	608.4	80.9	13.3%	52.9	931	4,451	7.5	1.6	22.8%
	시가총액	398	2027E	725.4	103.0	14.2%	69.7	1,226	5,477	5.7	1.3	24.7%
HD 현대중공업 (329180) 선호주	투자의견	매수	2022	9,045.5	-289.2	-3.2%	-352.1	-3,966	59,566	-29.4	2.0	-6.5%
	목표주가	420,000	2023	11,963.9	178.6	1.5%	24.7	278	58,660	536.9	2.2	0.5%
	증가	293,500	2024P	14,486.5	705.2	4.9%	621.5	7,001	64,259	42.9	4.7	43.6%
	상승여력	43.1%	2025E	16,048.1	1,377.9	8.6%	1,032.1	11,627	73,795	25.8	4.1	16.8%
	적정시총	37,285	2026E	17,658.9	1,859.8	10.5%	1,474.7	16,613	88,318	18.1	3.4	20.5%
	시가총액	26,055	2027E	18,329.5	2,403.9	13.1%	1,944.1	21,900	108,128	13.7	2.8	22.3%
삼성중공업 (010140) 차선호주	투자의견	매수	2021	6,622.0	-1,312.0	-19.8%	-1,445.1	-2,053	4,671	-3.1	1.2	-35.3%
	목표주가	18,000	2022	5,944.7	-854.4	-14.4%	-619.4	-704	4,084	-5.8	1.2	-16.1%
	증가	13,040	2023	8,009.4	233.3	2.9%	-148.3	-168	3,908	-76.6	1.9	-4.2%
	상승여력	38.0%	2024P	9,903.1	502.7	5.1%	63.9	73	4,286	189.0	3.2	1.8%
	적정시총	15,842	2025E	10,868.1	744.1	6.8%	528.1	600	5,073	22.9	2.7	12.8%
	시가총액	11,477	2026E	12,920.8	1,312.9	10.2%	991.6	1,127	6,393	12.2	2.1	19.7%

자료: IBK투자증권

4. Appendix: 선종별 용어 정리

표 18. 선종별 크기 분류 및 특징

선종	선종 크기	단위	명칭	내용
벌크	100,000 ~	DWT	Capesize	- 통상 170~180K dwt 급으로 발주 - 브라질/호주-중국 항로에 철광석 운송용으로 사용됨 - 뉴캐슬맥스(Newcastlemax): 200~210K dwt, 호주 Newcastle 항구에 석탄 운송용으로 정박할 수 있는 최대 크기 - 워즈맥스(Wozmaxes): 250K dwt, 서호주 철광석 운송용으로 정박할 수 있는 최대 크기 - VLOC: 300K dwt 이상, 브라질-중국 항로 철광석 운송용으로 주요 사용
벌크	60,000 ~ 99,999	DWT	Panamax	- 통상 75K dwt 급을 칭함(2000년대 초호황기 때 주로 발주된 디자인) - 석탄, 곡물, 철광석 등 운송용으로 사용됨 - 캄사르막스(Kamsarmax): 82K dwt(2010년 주로 발주된 디자인) - 포스트파나막스(Post Panamax): 93K dwt, 구파나마운하 통과 불가
벌크	45,000 ~ 59,999	DWT	Supramax/Handymax	- 2000년대, 2010년대 초반 주로 발주된 디자인 - 중단거리 운송 - 대형 벌크선 대비 다양한 크기의 항구에 정박 가능하며 자체적으로 크레인이나 데릭을 장착한 경우가 많음 - 울트라막스(Ultramax): 60~65Kdwt, 2010년대 중반 이후 주로 발주된 디자인 - 40~44,999 2014년 이후 Handysize로 분류
벌크	~ 44,999	DWT	Handysize	- 37~40,000dwt 급 2010년대 초반에 주로 발주됨 - 40~49,999 2014년 이후 Handysize로 분류
탱커	200,000 ~	DWT	VLCC	- 통상 280~320K 급으로 발주되며 약 200만 배럴의 원유 운송 가능 - 주로 중동, 서아프리카, 미국에서 출발해 중국, 아시아, 미국으로 장거리 운송 노선에 사용 - 규모의 경제로 배럴당 운송 비용이 낮으나 항구의 개파 제한으로 인해 운항 가능한 지역이 제한됨
탱커	125,000 ~ 199,999	DWT	Suezmax	- 통상 125~199K dwt 급으로 발주되며 약 100만 배럴의 원유 운송 가능 - 주요 항로는 서아프리카에서 유럽, 흑해와 지중해, 아라비아만에서 인도, 미국에서 아시아 및 유럽 노선임
탱커	85,000 ~ 125,000	DWT	Aframax	- 주로 단거리 및 중거리 원유 운송에 사용되어 대형 선박이 접근할 수 없는 항구를 운항 - 주요 항로는 카리브해-미국, 유럽 및 극동 지역 내 운송, 미국에서 유럽 및 기타 지역 노선임
탱커	60,000 ~ 84,999	DWT	Panamax	- 단거리 노선 운항
탱커	~ 59,999	DWT	Handy	- 역내 운항
PC 탱커	85,000 ~ 125,000	DWT	LR2	- 나프타 기준 약 75K metric ton 운송 가능 - 과거에는 중동에서 일본으로 나프타를 운송하는데 주로 사용되었지만 현재는 다양한 중장거리 노선에 사용 - 석유제품은 Clean(휘발유, 등유, 납사 등)과 Dirty(경유, 중유, 잔여유)로 나뉘는데, LR2 사이즈는 주로 Clean 제품만 운송
PC 탱커	55,000 ~ 84,999	DWT	LR1	- 나프타 기준 약 75K metric ton 운송 가능 - LR2 운항이 제한되는 지역에서 주로 운항 - Clean과 Dirty 제품을 모두 운송하지만 선령이 낮은 선박이 Clean 제품을 운송하고 노후화되면 Dirty 제품을 운송 - 주요 항로는 유럽-서대서양, 중동/인도-아시아/유럽 항로임
PC 탱커	40,000 ~ 54,999	DWT	MR	- 휘발유 기준 약 30~40K metric ton 운송 가능 - 단거리, 중장거리 노선 모두 운항이 가능해 유연성이 큼 - 주요 항로는 아시아, 중동, 유럽, 미주 지역 내, 유럽-서대서양, 미국-남미/유럽, 중동-아프리카/유럽 등 노선임
PC 탱커	~ 39,999	DWT	Handy	- 단거리 항로에서 주로 사용, 유럽과 아시아 역내 운항
컨테이너	17,000 ~	TEU	Post-Panamax (초대형)	- 극동-유럽노선에만 배치됨 - 신규 파나마 운하도 통과 불가(네오파나막스=2016년 확장 개통한 파나마 운하를 통과 가능한 선박) - 용선 시장이 활발하지 않으며 일반적으로 직접 소유되지 않는 선박은 장기 용선됨
컨테이너	12,000 ~ 16,999	TEU	Neo-Panamax (대형)	- 아시아-유럽/북미 노선에 주로 배치되나, 최근에는 극동-중동/인도, 아시아/유럽-남미/아프리카의 북반구-남반구 노선에도 배치되기도 함
컨테이너	8,000 ~ 11,999	TEU	Neo-Panamax (중대형)	- 네오파나막스급에서도 12,000~16,999 TEU, 8,000~11,999 TEU 급으로 분류 가능하며, 후자는 전자 대비 조금 더 유연한 노선으로 운용, 12,000~16,999 TEU 급은 주로 태평양 횡단 노선에 사용
컨테이너	3,000 ~ 7,999	TEU	Panamax(중형)	- 태평양, 대서양, 북반구-남반구, 지역내 노선에 다양하게 활용 - Narrow beam(좁), Wide beam 디자인으로 구분되며 Narrow beam은 구파나마운하 통과 가능 - Wide beam 선박들이 Narrow beam 선박보다 흘수(잠기는 깊이)가 얕아 아프리카, 남미 등 지역의 항구 통과 가능
컨테이너	~ 2,999	TEU	Feeder	- Hub & Spoke 용도, 아시아, 유럽 역내 등 단거리 노선용 선박 - 규모의 경제로 피더보다 규모가 큰 선박을 사용하기도하나 항만, 인프라 규모의 제약으로 피더선은 필요함
LPG	65,000 ~	CBM	VLGC	- 프로판과 부탄을 중동과 미국에서 아시아 및 일부 유럽으로 장거리 운송 노선에 배치
LPG	45,000 ~ 64,999	CBM	LGC	- VLGC와 MGC 크기 사이의 선박, 주로 VLGC 사이즈로 발주되어 선대가 적음
LPG	20,000 ~ 44,999	CBM	MGC	- LPG, 암모니아, 에틸렌 등 다양한 석유화학 가스를 운송 - 미주, 아시아, 북해, 유럽에서 주로 운항하며 일부는 중동에서 암모니아 운송
LPG	~ 19,999	CBM	Handy	- 컨테이너의 Feeder와 유사하게 역내 가스 운송

자료: IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
HD현대미포 (010620)	매수(유지)	180,000원(상향)
세진중공업 (075580)	매수(유지)	11,500원(상향)
HD현대중공업 (329180)	매수(유지)	420,000원(상향)

매수 (유지)

목표주가 180,000원
현재가 (4/9) 115,900원

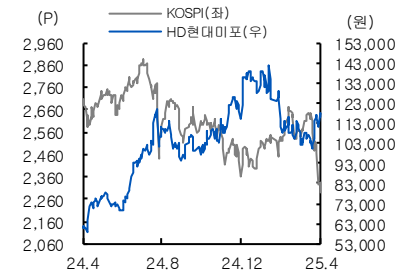
KOSPI (4/9) 2,293.70pt
시가총액 4,629십억원
발행주식수 39,942천주
액면가 5,000원
52주 최고가 141,800원
최저가 59,100원
60일 일평균거래대금 60십억원
외국인 지분율 16.7%
배당수익률 (2025F) 0.6%

주주구성
에이치디한국조선해양 외 2 인 42.84%
국민연금공단 10.57%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	17%	31%	120%
절대기준	5%	16%	87%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	▲
목표주가	180,000	138,000	▲
EPS(25)	7,431	7,841	▼
EPS(26)	9,632	9,151	▲

HD현대미포 상대주가 (%)



HD현대미포 (010620)

변곡점: 가스선 비중 확대와 베트남 조선소 증설

가스선 비중 확대와 베트남 조선소 증설로 P와 Q 모두 성장

HD현대미포(울산)은 가스선(MGC, LNG BV, LCO2c)의 비중이 증가하며 수익성 개선을 전망한다. 울산 조선소의 가스선 인도 척 수는 2025년 7척에서 2027년 17척까지 증가할 예정이다. HD현대베트남조선소는 P와 Q가 모두 성장할 전망이다. 베트남 조선소는 2024년 연간 15척 건조 체제에서 2030년까지 연간 23척 체제로 증설을 진행 중이다. 특히 최근 추가되는 8척 규모의 생산능력 확대분에 대해 MR탱커보다 고부가가치 선종인 LR1~LR2 탱커를 중심으로 수주를 확대하고 있어, 수주량(Q) 증가뿐만 아니라 믹스 개선(P)까지 함께 이뤄질 전망이다.

25년 상반기 일시적인 실적 부진, 오히려 매수 기회라 판단

동사의 2025년 연간 실적은 매출액 5조 2,283억원(YoY +12.9%), 영업이익 3,061억원(YoY +245.8%, OPM 5.9%)으로 전망한다. 상반기에는 2022년도 수주 물량과 저수익성의 컨테이너선과 Ro-Ro선이 인도되며 실적 성장이 일시적으로 둔화될 전망이다. 그러나 하반기에는 2023~2024년 수주한 고수익성의 MGC와 PC선만이 인도되며 가파른 실적 개선을 전망한다. 현재 동사의 주가는 조선 업종 중 가장 부진한데, 과도한 조정이라 판단하며 동사를 매수하기 좋은 기회라 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 180,000원으로 상향

동사의 투자포인트는 1) 가스선 비중 확대와 HD현대베트남 조선소 증설로 P와 Q가 모두 성장하고, 2) 상반기 실적 성장 둔화 우려로 주가가 과도하게 조정된 상태며, 3) PC선 업황도 여전히 양호하고, 4) 미국 전략상선단 확충의 가장 직접적인 수혜를 입을 예정이다. 동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며 2026년 BPS 66,923원에 적정 PBR 2.7배를 적용하여 목표주가를 180,000원으로 상향한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	5,228	5,878	5,974
영업이익	-153	89	306	535	643
세전이익	-157	146	412	534	652
지배주주순이익	-143	106	297	385	469
EPS(원)	-3,579	2,642	7,431	9,632	11,751
증가율(%)	220.6	-173.8	181.3	29.6	22.0
영업이익률(%)	-3.8	1.9	5.9	9.1	10.8
순이익률(%)	-3.4	2.4	5.9	6.8	8.2
ROE(%)	-7.0	5.3	13.6	15.4	16.2
PER	-23.7	50.8	15.6	12.0	9.9
PBR	1.7	2.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	-43.9	32.8	12.1	7.2	5.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

투자 의견 매수 유지, 목표주가 180,000원으로 상향

목표주가 180,000원
FY2 PBR 2.7배
FY2 PER 18.5배

HD현대미포에 대한 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가를 180,000원으로 상향한다. 목표주가는 MGC와 LNG BV 수주 확대에 가스선 인도가 본격화되는 2026년 BPS 66,923원에 적정 PBR 2.7배를 적용하여 산출하였다. PBR 2.7배는 2000년대 처음으로 두 자릿수 영업이익이익률을 달성했던 2007년 FY2 PBR이 1.42~3.69배, FY3 PBR이 1.11~2.83배 수준이었던 점을 감안하면 크게 부담스럽지 않은 수준이라 판단한다.

표 19. HD현대미포 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년	2027 년
주식수(백만주)	40	40	40	40	40	40
EPS	-1,116	-3,579	2,642	7,431	9,632	11,751
BPS	53,448	49,324	51,278	58,001	66,923	77,965
PBR(고)	2.2	2.0	2.8	2.8		
PBR(저)	1.2	1.3	1.2	1.9		
ROE	-2.1%	-7.1%	22.1%	13.6%	15.4%	16.2%
FWD ROE	7.5%	17.9%	14.5%	15.8%		
L FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	3.4%	9.1%	5.1%	5.6%		
COE(평): 1~2년 후행	4.6%	11.1%	8.1%	6.8%		
적용 ROE				Avg[26년 ROE] →		15.4%
적용 COE				[2025년 고점] →		5.6%

적정 PBR
Target PBR
2026년 BPS
적정주가

현재	적정
1.5	2.7
	2.7
	66,923
	180,692

목표주가
종가(4월 9일)
상승여력

180,000
115,900
55.3%

PBR Valuation	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년	2027 년
주식수(백만주)	40	40	40	40	40	40
EPS	-1,116	-3,579	2,642	7,431	9,632	11,751
PER(고)	-113.0	-26.6	60.1	78.9		
PER(저)	-63.0	-17.4	24.8	52.4		
PER(고): 2년 후행	44.5	13.0	14.8			
PER(저): 2년 후행	33.1	10.6	9.4			

현재 PER
적정 PER
Target PER
적정주가
Weight

12.0	9.9
18.3	16.9
18.5	17.4
178,612	204,462
100%	0%
	178,612

목표주가	180,000
종가(4월 9일)	115,900
상승여력	55.3%

자료: IBK투자증권

실적 전망: 가스선 비중 확대와 베트남 조선소 증설로 실적 상향 조정

2025년 연간 실적:
상저하고 예상

HD현대미포의 2025년 연간 실적은 매출액 5조 2,283억원(YoY +12.9%), 영업이익 3,061억원(YoY +245.8%, OPM 5.9%)으로 전망한다. 상반기 2022년도 수주 물량과 저수익성의 컨테이너선과 Ro-Ro선 인도로 인해 성장이 일시적으로 둔화될 전망이다. 그러나 하반기에는 2023~2024년 수주한 고수익성의 MGC와 PC선만이 인도되며 가파른 실적 개선을 전망한다.

2026~2027년 실적 성장:
가스선 비중 증가,
베트남 조선소 증설

2026~2027년에는 고수익성의 가스선(MGC, LNG BV, LCO2c) 비중이 증가하고, HD현대베트남조선의 증설 효과가 반영되며 2027년에는 두 자릿수 영업이익률 달성이 가능할 것으로 예상한다.

표 20. HD현대미포 실적 전망: 하반기 2023~2024년 수주 물량만이 인도되며 가파른 실적 개선 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,000	1,129	1,078	1,423	1,132	1,165	1,457	1,474	1,492	1,460	1,453	1,472	4,630	5,228	5,878	5,974
YoY	10.0%	9.3%	8.4%	29.0%	13.1%	3.2%	35.2%	3.6%	31.9%	25.3%	-0.2%	-0.1%	14.6%	12.9%	12.4%	1.6%
QoQ	-9.3%	12.9%	-4.6%	32.0%	-20.5%	3.0%	25.0%	1.2%	1.2%	-2.1%	-0.5%	1.3%				
영업이익	-11	17	35	47	40	52	101	114	122	129	138	146	89	306	535	643
OPM	-1.1%	1.5%	3.3%	3.3%	3.5%	4.5%	6.9%	7.7%	8.2%	8.8%	9.5%	9.9%	1.9%	5.9%	9.1%	10.8%
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	201.0%	185.2%	142.1%	208.9%	145.0%	37.3%	28.4%	적지	245.8%	74.7%	20.2%
QoQ	적지	흑전	112.0%	0.8%	6.2%	28.6%	53.3%	11.6%	6.5%	7.3%	8.0%	4.2%				
세전이익	3	36	3	104	63	76	130	143	122	128	138	146	146	412	534	652
당기순이익	2	29	3	80	47	57	97	108	91	96	104	110	113	309	401	489

자료: IBK투자증권

투자포인트

1. 가스선 비중 확대와 베트남 조선소 증설로 P, Q 동반 성장

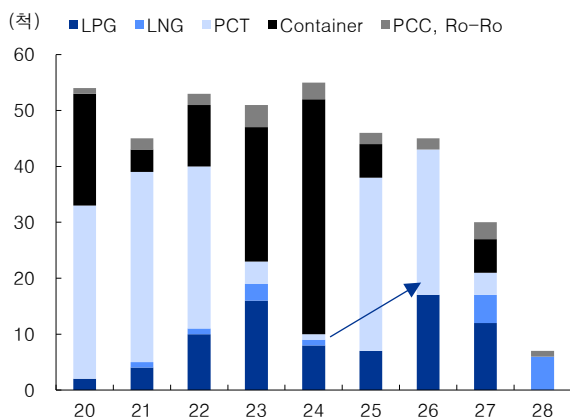
HD현대미포(울산)
P: 가스선(MGC, LNG BV, LCO2c) 비중 확대, 모두 PC선 대비 수익성 높다고 판단

HD현대미포(울산)은 가스선(MGC, LNG BV, LCO2c)의 비중이 증가하며 수익성 개선을 전망한다. 동사의 2026~2027년 가스선 인도 예정 척 수는 17척으로 울산 캐파의 35~40%까지 비중이 증가한다. 40K급 MGC는 이미 역사적 고점 선가를 넘어서고, LCO2c는 MGC 대비 선가가 31% 더 비싸며, LNG BV는 척 당 93백만달러이기 때문에 가스선은 모두 고부가가치 선종이라 추정한다.

HD현대베트남조선
P: LR1~LR2 수주 증가
Q: 15척→23척까지 증설

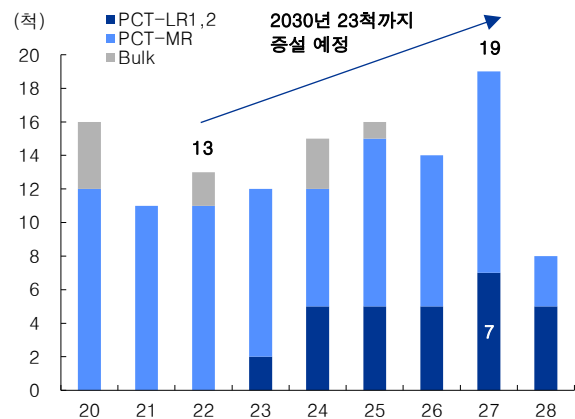
HD현대베트남조선소는 P와 Q가 모두 성장할 전망이다. 동사는 2024년 연간 15척 건조 체제에서 2030년까지 연간 23척 체제로 증설을 진행 중이다. 특히 최근 추가되는 8척 규모의 생산능력 확대분에 대해 MR탱커보다 고부가가치 선종인 LR1~LR2 탱커를 중심으로 수주를 확대하고 있어, 수주량(Q) 증가뿐만 아니라 믹스 개선(P)까지 함께 이뤄질 전망이다.

그림 113. HD현대미포(울산) 선종별 인도 예정 일정: 가스선 비중 증가 중



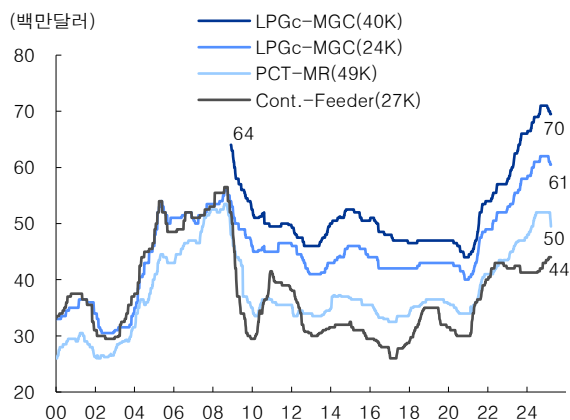
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 114. HD현대베트남조선 선종별 인도 일정: 2030년까지 23척 건조 체제로 캐파 증설 안정적으로 진행 중



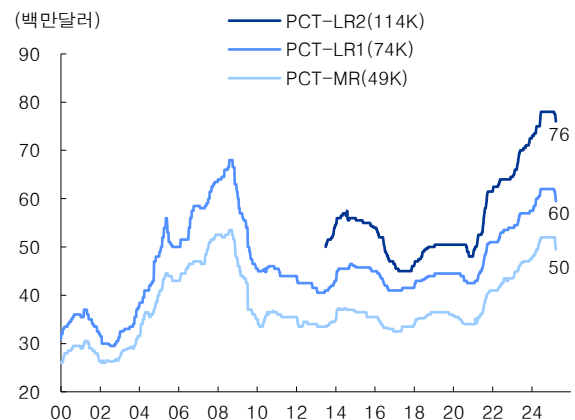
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 115. 중소형선 선종별 신조선가 추이: LPG선이 가장 가격이 높고 많이 오름



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 116. HD현대베트남조선이 수주 중인 LR1~2, MR 선가 추이: Q증가와 함께 믹스 개선도 이뤄지는 중



자료: Clarksons, IBK투자증권

하반기 인도 예정 물량:

1) 모두 23~24년 수주 물량

2) 고수익성의 LPG선과

PC선으로만 구성

→ 실적 개선세 명확함

2. 상반기 실적 성장 둔화에 대한 우려로 부진한 주가, 지금이 가장 쌀 때

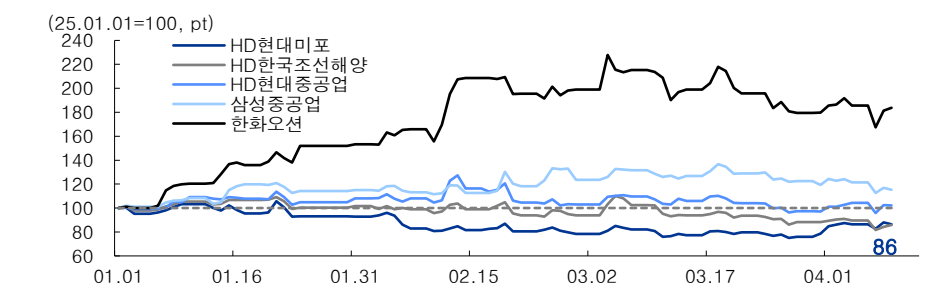
동사의 주가는 상반기 실적 성장 둔화에 대한 우려로 타 조선소 대비 부진한 흐름을 보이고 있다. 상반기 실적 부진이 예상되는 주요 요인은 2022년 수주한 저선가 물량과 더불어 컨테이너선, Ro-Ro선 등 상대적으로 수익성이 낮은 선종의 비중이 높기 때문이다. 그러나 하반기부터는 가파른 수익성 개선을 전망한다. 하반기 인도 예정 물량은 모두 2023~2024년 수주한 물량이며, 고수익성의 LPG선과 PC탱커선이 대부분을 차지하기 때문이다. 상반기 실적 부진은 불가피하지만 현재 주가는 과도하게 조정된 상태로 판단하며, 하반기 실적은 높은 확률로 개선될 예정이기 때문에 지금이 동사를 매수하기 좋은 기회라 판단한다.

표 21. HD현대미포 2025년 상반기 선표: 컨테이너선, Ro-Ro선과 2022년에 수주한 선박 다수 분포, 그러나 하반기에는 2022년 수주 선종 없음. 2023~2024년 수주한 MR, MGC만이 인도 예정

구분	선종	크기	단위	인도 월	계약일자
인도 완료	PCT	49,954	DWT	1	2022-07-01
인도 완료	Container	2,782	TEU	1	2022-05-16
인도 완료	Container	2,782	TEU	1	2022-05-16
인도 완료	LPG	45,000	cu.m.	1	2022-08-30
인도 완료	PCT	49,999	DWT	2	2023-01-30
인도 완료	PCT	49,999	DWT	2	2022-07-01
인도 완료	Container	1,340	TEU	2	2022-09-19
인도 완료	PCT	49,948	DWT	3	2023-02-23
인도 완료	PCT	36,836	DWT	3	2023-05-26
인도 완료	PCT	36,836	DWT	3	2023-05-26
인도 완료	Ro-Ro	8,000	Lane m.	3	2022-02-01
잔고	PCT	49,999	DWT	3	2023-01-30
잔고	LPG	45,000	cu.m.	3	2022-12-02
잔고	Container	1,340	TEU	3	2022-09-19
잔고	PCT	50,000	DWT	4	2023-02-23
잔고	PCT	50,000	DWT	4	2023-03-30
잔고	PCT	50,000	DWT	4	2023-04-17
잔고	LPG	45,000	cu.m.	4	2022-08-30
잔고	PCT	50,000	DWT	5	2023-03-30
잔고	PCT	49,999	DWT	5	2023-01-30
잔고	PCT	47,802	DWT	5	2023-05-19
잔고	Ro-Ro	8,000	Lane m.	5	2022-02-01
잔고	Container	1,340	TEU	5	2022-09-19
잔고	PCT	50,141	DWT	6	2022-07-01
잔고	PCT	50,000	DWT	6	2023-02-23
잔고	PCT	49,999	DWT	6	2023-01-30
잔고	Container	1,340	TEU	6	2022-09-19

자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 117. 2025년 이후 주가 추이: HD현대미포 가장 언더퍼폼, 지금이 매수 적기라 판단



Note: 2025년 4월 9일 종가 기준

자료: Quantiwise, IBK투자증권

3. PC 선도 여전히 좋다

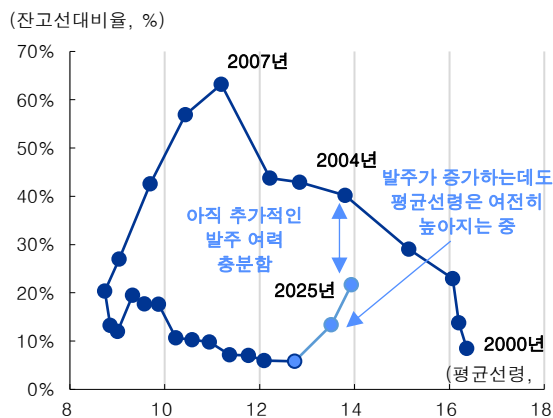
올해 HD현대미포 PC선
수주는 오만 아샤드 해운
발주 물량만으로도
충분하다고 판단

올해 동사의 PC선 수주는 오만 아샤드 해운의 발주 물량만으로도 충분하다고 판단한다. 지난 2월, 아샤드 해운은 IPO를 통해 조달한 자금으로 총 30척, 약 3.7조 원 규모의 선박 발주 계획을 발표했다. 당사는 이 중 PC선이 상당한 비중을 차지할 예정이라 분석한다. 2024년부터 오만 Duqm 정제설비의 신규 가동으로 석유화학제품 생산 용량이 기존 대비 79% 증가하며 PC선 수요가 크게 증가했기 때문이다. 현재 아샤드 해운은 총 34척의 PC탱커를 보유 중이며, 이 중 13척은 사선, 21척은 용선 형태로 운용 중이다. 금번 발주를 통해 기존 용선 선대의 상당 부분이 사선으로 전환될 가능성이 높다고 판단한다.

아샤드 해운은 벌크,
피더선을 제외하고 중국
발주 이력이 없음, PC탱커
HD현대미포로의 발주 전망

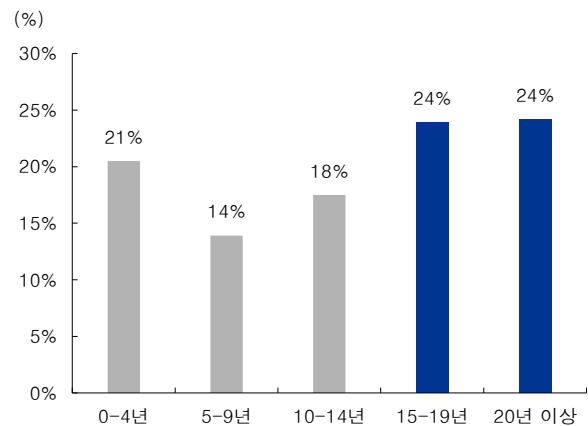
또한 아샤드 해운은 벌크선 및 컨테이너-피더선을 제외하면 중국 조선소로의 발주 이력이 없는 점을 감안할 때, PC탱커 역시 중국보다는 한국 조선소에서의 발주 가능성이 높다. 실제로 당사는 최근 발주된 12척의 PC탱커 중 10척을 HD현대미포조선에 발주했으며, 금번 PC탱커 신규 발주 역시 HD현대미포조선이 주요 수주처가 될 것으로 전망한다.

그림 118. PC탱커 평균선령, 잔고선대비율: 아직 추가적인 발주 여력 충분히 남아 있다고 판단



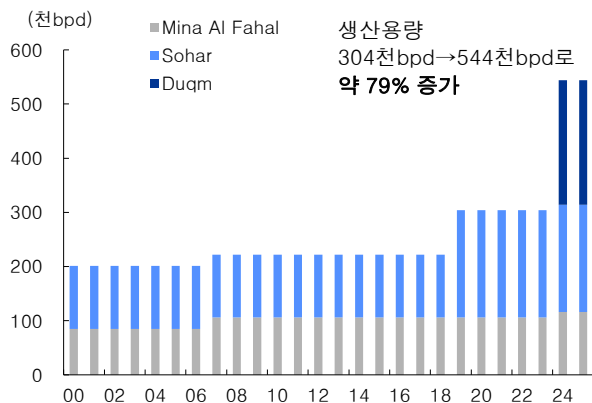
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 119. PC탱커 평균 선령 분포: 노후선 비중 24~48%



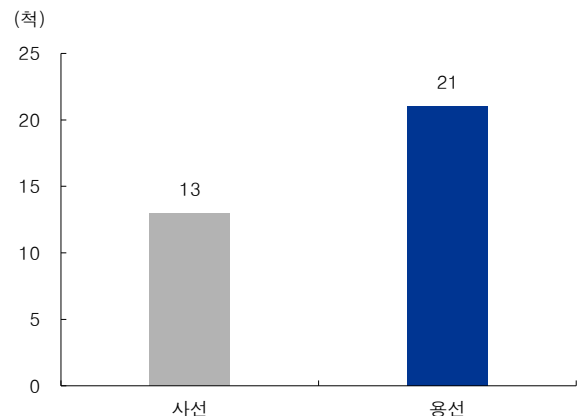
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 120. 오만 정제설비 가동용량: 2024년부터 79% 증가



자료: 언론보도 종합, IBK투자증권

그림 121. 오만 아샤드 해운 PC탱커 사선/용선 현황: IPO 조달 자금으로 용선 중인 21척의 선박을 사선으로 전환할 가능성 높음



자료: Clarksons, Asyad Shipping, IBK투자증권

4. 미국 전략상선단 확충의 가장 직접적인 수혜

동사는 미국 전략상선단 확충의 가장 큰 수혜를 누릴 예정이라 판단한다.

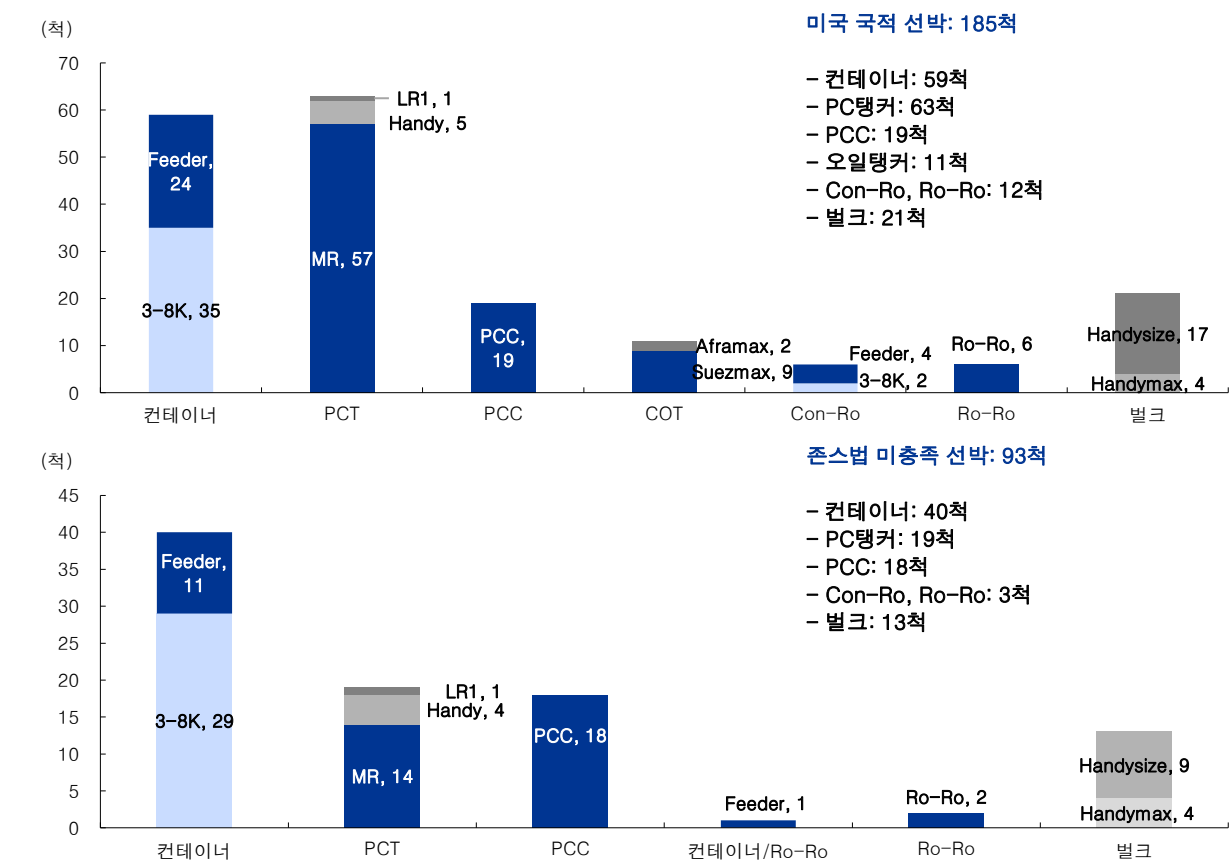
SHIPS Act(선박법) 올해
재발의 될 가능성이
높다고 판단함

2024년 12월 미국 118대 공화당과 민주당 소속 상/하원 의원 4명이 ‘미국 조선 및 항만 인프라 번영과 안보를 위한 법안’(SHIPS Act, 이하 선박법)을 발의하였으나 임기 말에 해당 법안을 발의하여 가결되지는 못했다. 그러나 이 법안을 공동 발의한 4명의 의원 모두 119대 의회에서 의정 활동을 이어갈 예정이어서 재발의 후 적극적으로 추진할 가능성이 높다고 판단한다.

미국 전략상선단은 대부분
중소형선으로 구성, 법안
발의 시 동사가 가장 큰
수혜를 받을 확률이 높음

선박법 중 ‘전략상선단 확충’에 관한 내용을 살펴보면 현재 미국 국적 선박 185척 중 국제 무역에 사용되는(존스법 적용을 받지 않는) 80척의 선박을 10년 내 250척까지 늘릴 계획이다. 다만, 빠른 선단 확보를 위해 2029년까지 해외에서 건조된 선박을 조건부로 미국 국적 선박으로 변경이 가능하다. 현재 미국 국적 선박 중 존스법을 적용받지 않는 선박은 93척 수준인데, 대부분이 중소형선으로 구성된다. 현재 HD현대미포는 2027년 슬롯을 영업 중이기 때문에, 법안이 통과될 시 향후 2~3년간 동사가 가장 큰 수혜를 받을 확률이 높다고 판단한다.

그림 122. 미국 국적 선박 185척 중 93척이 존스법 미충족 선박(전략상선단), 향후 전략상선단 250척까지 늘릴 계획



자료: US MARAD, IBK투자증권

5. 어마어마한 양의 피더선이 기다리고 있다

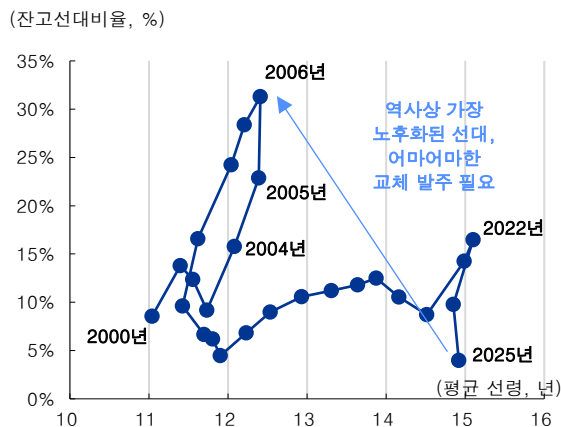
올해부터 피더선 교체
발주 전망

컨테이너 해운사들의 대형선 교체 발주가 마무리된 후 피더선 발주를 예상하며, 동사의 수혜를 전망한다. 피더선은 컨테이너선 중 3,000 TEU 이하급 소형 선박을 일컫는다. 대륙간 운항에 사용되는 대형선들과 달리 역내 운항하는 선종이다.

대형 컨테이너선 대규모
발주로 인한 피더선 신규
수요도 발생, 발주 나오며
선가 상승 전망

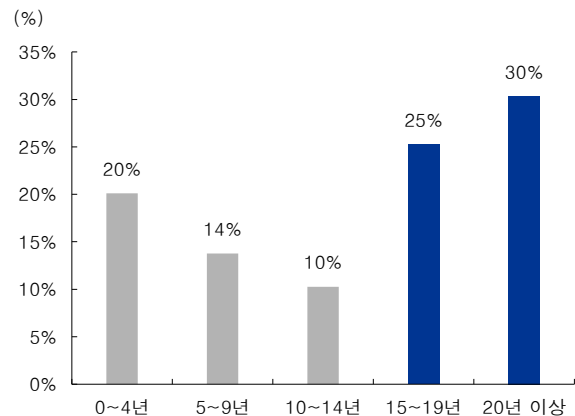
당사는 대형 컨테이너선 교체 발주가 마무리되는 올해 하반기부터 본격적인 피더선 발주를 전망한다. 현재 피더선은 평균 선령이 15년 수준이지만 잔고선대비율은 4% 수준으로, 역사상 가장 노후화된 선대임에도 불구하고 가장 발주가 적다. 또한 최근 대형 컨테이너선들의 대량 발주로 신규 피더선의 수요는 증가할 예정이다. 대표적인 예시로 얼라이언스 재편 이후 하파로이드-머스크 제미니 동맹은 허브 앤 스포크 전략을 채택함에 따라 피더선의 수요가 증가할 전망이다. 아직 피더선의 선가는 MGC나 MR 대비 낮지만, 향후 발주가 재개되며 선가 상승이 예상된다.

그림 123. 피더선 평균 선령, 잔고선대비율: 역사상 가장 노후화된 선대, 최근 대규모 대형 컨테이너선 발주로 피더선 발주도 필요



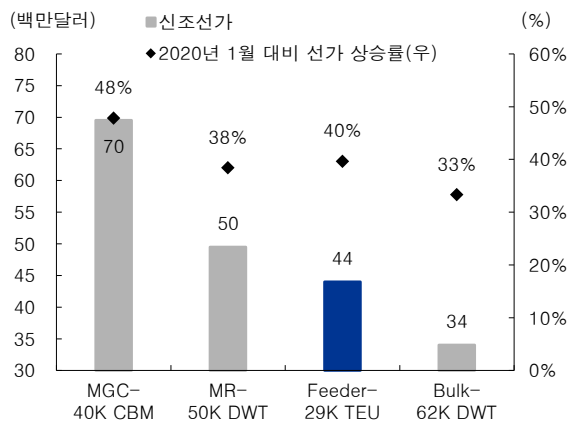
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 124. 피더선 평균 선령 분포: 노후선 비중 30~55%



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 125. 중소형선 선가: 피더선 발주 적어서 신조선가 상대적으로 못 올랐지만, 컨테이너 해운사들의 대형선 발주 마무리 후 피더선 발주 시작되며 선가 상승 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 126. 하파로이드의 얼라이언스 재편 이후 허브 앤 스포크 전략: 피더선 수요 증가 전망



자료: Hapag Lloyd, IBK투자증권

HD현대미포 (010620)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	5,228	5,878	5,974
증가율(%)	8.7	14.6	12.9	12.4	1.6
매출원가	4,070	4,382	4,741	5,139	5,123
매출총이익	-31	248	487	739	851
매출총이익률 (%)	-0.8	5.4	9.3	12.6	14.2
판매비	122	159	181	205	208
판매비율(%)	3.0	3.4	3.5	3.5	3.5
영업이익	-153	89	306	535	643
증가율(%)	40.2	-157.9	245.8	74.7	20.2
영업이익률(%)	-3.8	1.9	5.9	9.1	10.8
순금융손익	-64	-354	-51	-106	-98
이자손익	2	-3	2	6	15
기타	-66	-351	-53	-112	-113
기타영업외손익	60	411	157	106	108
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-157	146	412	534	652
법인세	-18	33	103	134	163
법인세율	11.5	22.6	25.0	25.1	25.0
계속사업이익	-139	113	309	401	489
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	113	309	401	489
증가율(%)	217.5	-181.5	173.0	29.6	22.0
당기순이익률 (%)	-3.4	2.4	5.9	6.8	8.2
지배주주당기순이익	-143	106	297	385	469
기타포괄이익	-21	-21	0	0	0
총포괄이익	-160	93	309	401	489
EBITDA	-84	167	379	602	705
증가율(%)	73.1	-299.3	127.6	58.7	17.0
EBITDA마진율(%)	-2.1	3.6	7.2	10.2	11.8

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,579	2,642	7,431	9,632	11,751
BPS	49,324	51,278	58,001	66,923	77,965
DPS	0	710	710	710	710
밸류에이션(배)					
PER	-23.7	50.8	15.6	12.0	9.9
PBR	1.7	2.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	-43.9	32.8	12.1	7.2	5.8
성장성지표(%)					
매출증가율	8.7	14.6	12.9	12.4	1.6
EPS증가율	220.6	-173.8	181.3	29.6	22.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	-7.0	5.3	13.6	15.4	16.2
ROA	-2.9	2.3	5.8	7.1	8.0
ROIC	-8.0	5.8	15.6	19.1	21.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	143.6	142.5	130.2	112.5	99.8
순차입금 비율(%)	11.9	2.2	-4.4	-12.8	-20.7
이자보상배율(배)	-11.1	4.5	36.1	58.3	69.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	50.0	44.7	54.5	53.2	46.8
재고자산회전율	15.5	18.5	19.0	21.0	20.9
총자산회전율	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,799	2,787	3,051	3,307	3,744
현금및현금성자산	310	165	323	568	889
유가증권	39	38	40	40	41
매출채권	118	89	103	118	137
재고자산	230	271	281	280	291
비유동자산	2,110	2,322	2,444	2,556	2,691
유형자산	1,757	1,862	1,969	2,081	2,200
무형자산	15	21	21	20	20
투자자산	44	202	209	208	216
자산총계	4,909	5,109	5,495	5,863	6,435
유동부채	2,735	2,706	2,804	2,800	2,903
매입채무및기타채무	324	355	368	367	381
단기차입금	474	159	165	165	171
유동성장기부채	4	0	0	0	0
비유동부채	158	297	304	304	312
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	96	80	80	80	80
부채총계	2,894	3,002	3,108	3,104	3,215
지배주주지분	1,970	2,048	2,317	2,673	3,114
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
자본조정등	-41	-41	-41	-41	-41
기타포괄이익누계액	301	308	308	308	308
이익잉여금	1,428	1,499	1,767	2,123	2,564
비지배주주지분	45	58	71	87	106
자본총계	2,015	2,106	2,387	2,760	3,220
비이자부채	2306	2751	2851	2848	2953
총차입금	588	251	257	256	262
순차입금	239	47	-106	-352	-668

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-533	361	215	348	427
당기순이익	-139	113	309	401	489
비현금성 비용 및 수익	44	65	-85	-44	-61
유형자산감가상각비	69	78	73	67	62
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-438	188	-11	-15	-16
매출채권등의 감소	-72	34	-14	-15	-20
재고자산의 감소	63	-30	-10	0	-10
매입채무등의 증가	-149	30	13	-1	14
기타 영업현금흐름	0	-5	2	6	15
투자활동 현금흐름	-112	-149	-277	-176	-283
유형자산의 증가(CAPEX)	-117	-145	-180	-180	-180
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-10	-7	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-7	0	-7
기타	14	3	-90	4	-96
재무활동 현금흐름	464	-363	221	74	176
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	464	-363	221	74	176
기타 및 조정	1	6	-1	-1	1
현금의 증가	-180	-145	158	245	321
기초현금	490	310	165	323	568
기말현금	310	165	323	568	889

매수 (유지)

목표주가 11,500원
현재가 (4/9) 7,000원

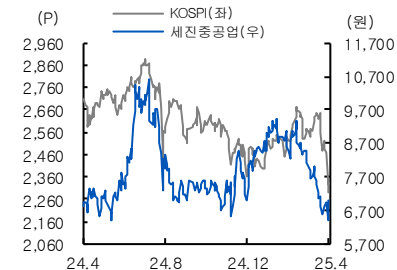
KOSPI (4/9)	2,293.70pt
시가총액	398십억원
발행주식수	56,849천주
액면가	500원
52주 최고가	10,640원
최저가	6,370원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	3.0%
배당수익률 (2025F)	2.9%

주주구성
윤지원 외 4 인 59.42%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	8%	21%
절대기준	-14%	-5%	2%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	▲
목표주가	11,500	11,000	▲
EPS(25)	617	706	▼
EPS(26)	931	928	▲

세진중공업 상대주가 (%)



세진중공업 (075580)

미국 LPG 우리 탱크 없으면 못 나릅니다

LPG 탱크가 끝나주고 데크하우스와 자회사들이 받쳐주고

세진중공업은 1) 고수익성의 탱크 물량이 2024년 9척에서 2027년 30척까지 증가하고, 2) LNG BV, LCO2c와 같은 고수익성 탱크 내에서도 고부가치 탱크 비중이 증가하며, 3) 데크하우스 및 자회사들도 함께 실적이 좋아짐에 따라 2027년까지 매출과 이익이 모두 성장할 전망이다.

2025년 실적 상저하고 전망. 2027년까지 담보된 성장

동사의 2025년 연결 영업실적은 매출액 4,904억원(YoY +39.2%), 영업이익 584억원(YoY +62.2%, OPM 11.9%)으로 전망한다. 동사는 2024년 제시했던 매출액 4,000억원, 두 자릿수 영업이익률 목표 중 매출액 3,500억원을 달성하며 목표를 일부 미달했다. 다만 목표를 미달한 이유는 한화오션향 블록 물량이 올해로 인도가 지연되었기 때문이며, 2025년 실적에 반영될 예정이다.

동사의 탱크 인도 스케줄을 바탕으로 2025년 상저하고 실적을 전망한다. 탱크는 조선사의 선박 인도 일정에 맞춰 인도되기 때문에 실적 변동성은 불가피하다. 다만 연간으로는 2027년까지 매출과 수익성 모두 성장할 확률이 매우 높다고 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 11,500원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 11,500원으로 상향한다. 목표주가는 2025년 EPS 617원과 2026년 EPS 931원에 각각 50% 가중치를 부여하였으며, 적정 PER 15배를 적용하여 산출했다.

동사를 ‘미국의 중국 조선업 제재에 따른 한국 조선업 수혜’를 사는 방안으로 매수 추천한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	385	352	500	608	725
영업이익	34	36	58	81	103
세전이익	26	29	47	72	95
지배주주순이익	17	11	35	53	70
EPS(원)	301	200	617	931	1,226
증가율(%)	47.4	-33.7	209.0	50.9	31.7
영업이익률(%)	8.8	10.2	11.6	13.3	14.2
순이익률(%)	6.0	6.3	7.2	8.9	9.8
ROE(%)	9.9	6.2	17.6	22.8	24.7
PER	15.8	42.3	11.3	7.5	5.7
PBR	1.5	2.6	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	11.9	16.7	10.0	7.2	5.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

투자의견 매수 유지, 목표주가 11,500원으로 상향

세진중공업에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 11,500원으로 상향한다. 동사는 아직 2026년 물량을 수주하고 있지는 않다. 그러나 HD현대중공업은 2027년 28척, HD현대미포는 2027년 17척의 가스선을 인도 예정이기 때문에 동사의 2026년 탱크 30척 인도 목표는 달성할 확률이 매우 높다고 추정한다. 동사의 2025년과 2026년 EPS에 각각 50% 가중치를 부여하며 PER 15배를 적용해 목표주가를 11,500원으로 상향한다.

표 22. 세진중공업 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PER Valuation	2021 년	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년
주식수(백만주)	57	57	57	57	57	57
EPS	288	204	301	200	617	931
PER(고)	20.8	39.1	15.6	33.7		
PER(저)	11.9	22.1	8.9	14.4		
PER(고): 2년 후행	26.6	44.6	11.9			
PER(저): 2년 후행	21.0	32.6	9.3			
현재 PER					11.3	7.5
적정 PER					12.6	15.6
Target PER					15.0	15.0
적정주가					9,254	13,966
Weight					50%	50%
						11,610
목표주가				11,500		
증가(4월 9일)				7,000		
상승여력				64.3%		

자료: IBK투자증권

실적 전망: 고수익성 탱크 물량 증가로 2027년까지 담보된 성장

2024년 매출액 가이던스
미달 이유는 물량 지연
때문, 올해 인도 예정

세진중공업의 2025년 연간 실적은 매출액 4,904억원(YoY +39.2%), 영업이익 584억원(YoY +62.2%, OPM 11.9%)으로 전망한다. 동사는 2024년 매출액 4,000억원, 두 자릿수 영업이익률 목표를 제시했는데 매출액은 500억원가량 미달한 반면 수익성은 목표를 달성했다. 매출액 목표를 달성하지 못한 이유는 한화오션향 블록 물량이 일부 올해로 지연되었기 때문이다.

2025년 고수익성 탱크
20척 인도 예정,

동사는 2024년 고수익성의 탱크 물량이 9척 인도되었음에도 불구하고 데크하우스 마진 개선, 자회사의 성장 등으로 10.2% 수익성을 기록했다. 2025년에는 20척의 탱크가 인도될 예정이며, 데크하우스 업체 동종사인 오리엔탈마린텍과 배관 업체 동종사인 삼녹의 수익성 또한 개선되고 있다는 점을 감안하면 동사는 올해 11.6% 수준의 영업이익률을 충분히 달성할 수 있다고 판단한다. 2026~2027년에는 고수익성의 탱크 물량이 증가하며 영업이익률이 14.2% 수준까지 개선될 전망이다.

데크하우스와 배관
동종사들의 실적도 함께
좋아지는 중

표 23. 세진중공업 실적 전망: 고수익성 탱크 인도 증가에 따른 매출, 수익성 개선 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	72	120	82	111	86	81	74	111	89	138	126	148	352	490	608	725
YoY	-48.8%	35.6%	2.4%	9.3%	20.0%	-32.9%	-9.6%	0.6%	3.2%	70.3%	69.3%	33.2%	-8.4%	39.2%	24.1%	19.2%
QoQ	-29.1%	68.0%	-32.0%	34.9%	-22.2%	-6.1%	-8.3%	50.1%	-20.2%	55.0%	-8.8%	18.1%				
세진조선	57	107	72	96	76	73	62	93	75	122	112	132	304	431	543	651
일승	8	7	4	7	4	0	3	5	3	3	3	4	12	13	13	13
동방선기	7	7	6	8	6	8	9	13	11	12	10	13	36	47	52	61
영업이익	-6	21	-7	25	4	8	1	23	7	14	15	22	36	58	81	103
OPM	-9.0%	17.6%	-8.1%	23.0%	4.9%	9.8%	0.9%	20.8%	7.9%	10.2%	11.9%	15.1%	10.2%	11.9%	13.3%	14.2%
YoY	적지	74.2%	적전	흑전	흑전	-62.5%	흑전	흑전	64.4%	76.1%	2239.8%	-3.1%	7.2%	62.2%	38.7%	27.3%
QoQ	적전	흑전	적전	흑전	-83.2%	86.7%	-91.2%	2313.4%	-69.7%	100.0%	6.7%	50.0%				
세진조선	-7	20	-6	22	4	7	-2	20	5	12	13	20	30	50	70	90
일승	0	1	-1	2	0	0	1	1	0	0	0	0	2	1	1	1
동방선기	1	0	0	2	0	1	1	2	2	2	2	2	4	8	10	12
세전이익	-8	17	-8	24	3	6	-2	22	4	12	13	19	29	47	72	95
당기순이익	-6	13	3	12	3	2	-1	19	3	9	9	14	22	36	54	71

자료: IBK투자증권

투자포인트

1. 고수익성 탱크 매출 증가 P, Q 수익성 모두 개선 전망

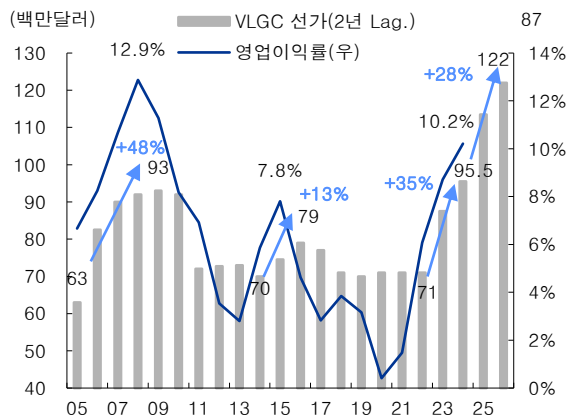
현재 LPGc 선가 2008년
고점 대비 +25.9% 더 상승

P: LPGc는 대형선과 중소형선 모두 타 선종 대비해서 가격 상승률이 가장 높은 선종이다. 현재 신조선가지수는 과거 역사적 고점을 아직 돌파하지 못했으나, VLGC 신조선가는 과거 역사적 고점 대비 +25.9% 더 상승했다. 신조선가와 기자재의 가격은 동행하여 상승한다고 추정하며, 세진중공업의 탱크 단가도 함께 상승한다고 전망한다.

24년→25년→26년→27년
9척→20척→30척→40척

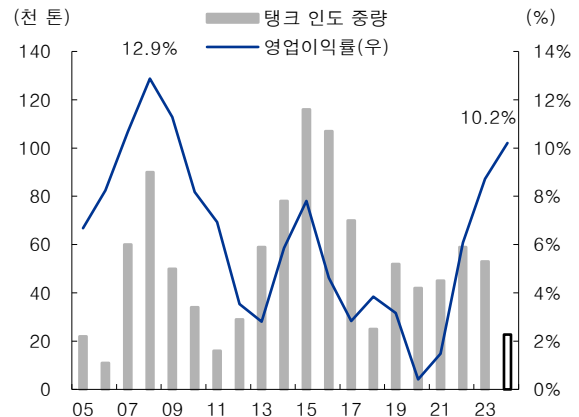
Q: 동사는 작년 9척의 탱크만을 인도했으나 올해 20척, 내년 30척을 인도할 예정이다. 2027년 HD현대중공업이 28척, HD현대미포가 17척의 가스선을 인도 예정이기 때문에 동사의 탱크 인도 목표치는 달성 가능성이 매우 높다고 판단한다. 동사의 고수익성의 탱크 인도 물량 증가에 따른 수익성 개선도 함께 전망한다.

그림 127. 2년 후행 VLGC 선가와 세진중공업 영업이익률:
향후 탱크 인도 척 수 증가와 선가 상승분 함께 반영되며
영업이익률 개선 전망



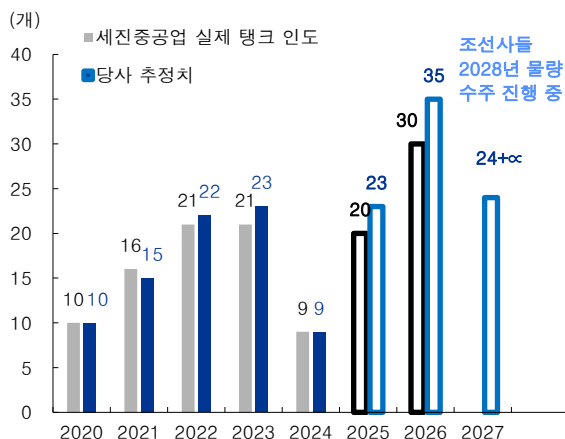
자료: Clarksons, 세진중공업, IBK투자증권

그림 128. 세진중공업 탱크 납품 중량과 영업이익률: 2024년 9척
인도에도 불구하고 LPG선 선가 상승으로 10.2% 영업이익
률 기록, 향후 고선가 물량 반영되며 영업이익률 개선 전망



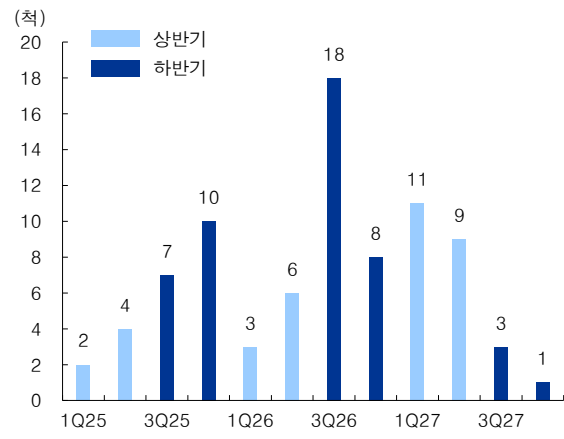
Note: 2024년 톤 수는 2023년 인도 척 수 대비 톤 수로 단순 환산한 수치임
자료: 세진중공업, IBK투자증권

그림 129. 세진중공업 연간 탱크 인도 일정 가이던스 및 추정 내역:
24년 9척 → 25년 20척 → 26년 30척 → 27년 30척 + ∞



자료: 세진중공업, IBK투자증권

그림 130. 향후 세진중공업 분기별 탱크 인도 일정 추정 내역:
2026년까지는 실적 상저하고 변동성은 불가피할 예정



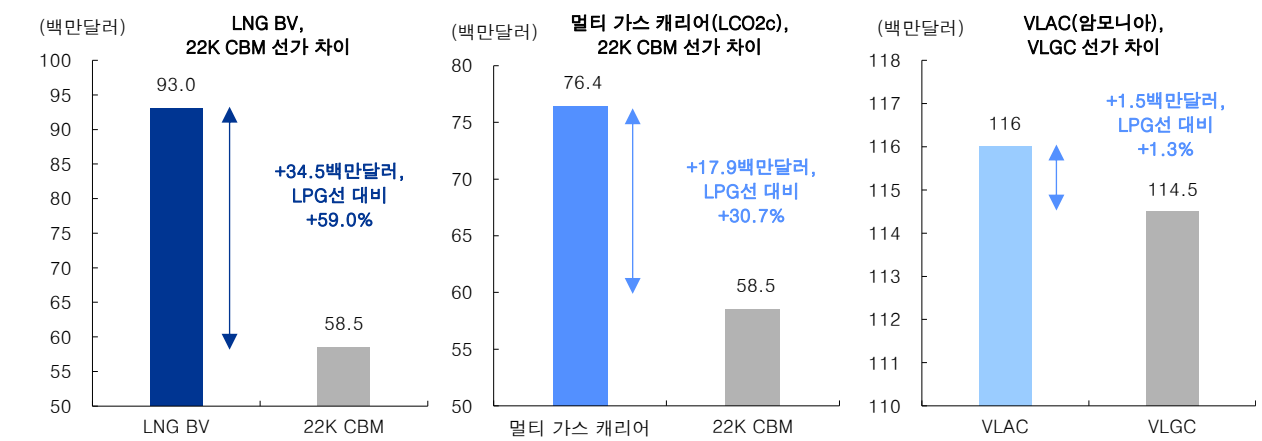
자료: IBK투자증권

2. 멀티 가스 캐리어 시대가 온다면 이익 레벨은 완전히 달라짐

LCO2c, LNG BV 선종의
탱크 고부가가치 물량이라
판단

향후 멀티 가스 캐리어 발주가 증가한다면 동사의 수익성은 한 단계 더 상향될 전망이다. 2023~2024년 아직 암모니아 해상 운송 시장이 개화하지 않았음에도 불구하고 해운사들은 VLAC를 초기에는 LPGc로, 이후에는 암모니아 운반선으로 활용하기 위해 VLAC를 발주했다. LCO2c도 이와 유사하게 CCS 시장이 개화하기 전부터 선발주가 나올 확률이 높다고 판단하다. HD현대미포에 22K CBM급 LCO2c를 최초로 발주한 Capital Gas는 2024년 6월 HD현대중공업과 40K CBM급 LCO2c를 공동 개발 후 LR 선급 개념 승인을 획득하기도 했다. LCO2c는 일반 LPG선 대비 선가가 31% 더 높기 때문에 수익성이 아주 좋을 것이라 전망하며, 향후 LCO2c 발주 증가에 따른 동사의 수익성 개선을 전망한다.

그림 131. 일반 LPG선과 멀티 가스 캐리어(LCO2c), LNG BV 가격 비교: 고수익성 탱크 비중 확대에 따른 믹스 개선 효과 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 132. 2024년 6월 Capital Gas와 HD현대중공업 40K CBM LCO2c 공동 개발 후 LR선급 개념 승인(AIP) 획득



자료: Capital Gas, HD현대중공업, IBK투자증권

그림 133. 세진중공업의 Bilobe Type LCO2 탱크



자료: 세진중공업, IBK투자증권

3. 자회사들도 함께 좋아지는 중

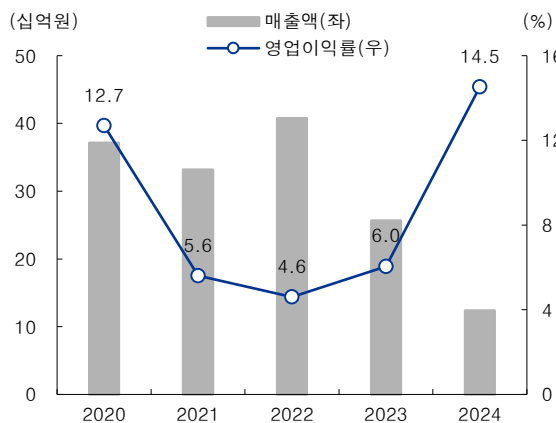
배관/파이프 업체
동방선기: 가스선과 탱커
수주 확대에 따른 성장
전망

동사의 자회사들 실적도 함께 좋아지고 있다. 동방선기는 조선 및 플랜트용 배관 제작 업체이다. 동방선기의 실적은 배관이 많이 사용되는 가스선과 탱커선의 수주가 증가할수록 좋아진다. 2027년 조선사들의 인도 예정 물량 중 가스선 비중은 역대 최고치 수준이며, 올해 하반기부터는 컨테이너 수주가 마무리되고 탱커선 수주가 본격적으로 시작할 것으로 전망한다. 이에 따라 배관업체인 동방선기의 실적도 함께 성장할 전망이다. 동사는 동방선기에 대해 2025년 연간 매출액 500억, 영업이익률 20% 가이던스를 제시 중이며, 당사는 동방선기에 대해 연간 매출액 470억, 영업이익률 17%를 달성할 것으로 전망하고 있다.

데크하우스 물량 마진도
좋아지는 중

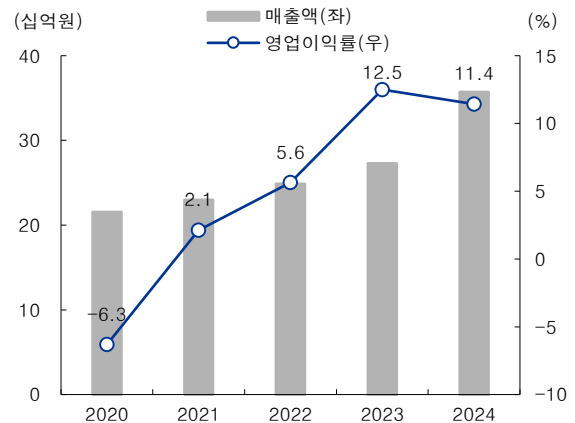
데크하우스 업체 동종사인 오리엔탈마린텍과 배관 업체 동종사인 삼녹의 실적 또한 빠르게 개선되고 있는 점을 고려하면, 고수익성 탱크 외 부문의 실적들도 함께 좋아질 확률이 높다고 판단한다.

그림 134. 일승 별도 실적 추이



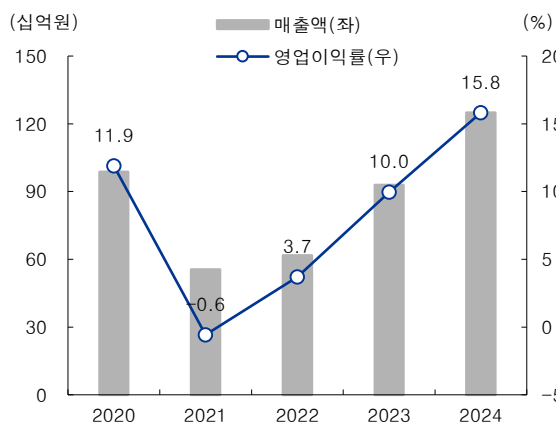
자료: Dart 전자공시, IBK투자증권

그림 135. 동방선기 실적 추이



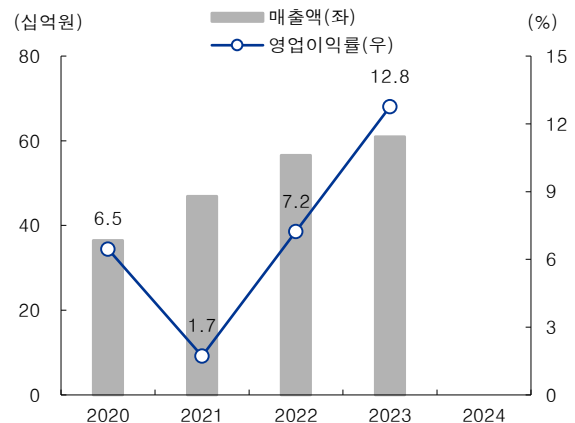
자료: Dart 전자공시, IBK투자증권

그림 136. 데크하우스 동종사 오리엔탈마린텍 실적 추이



자료: Dart 전자공시, IBK투자증권

그림 137. 배관 동종사 삼녹 실적 추이



자료: Dart 전자공시, IBK투자증권

4. 매력적인 밸류에이션, 기자재 업체 중 가장 저평가되었다고 판단

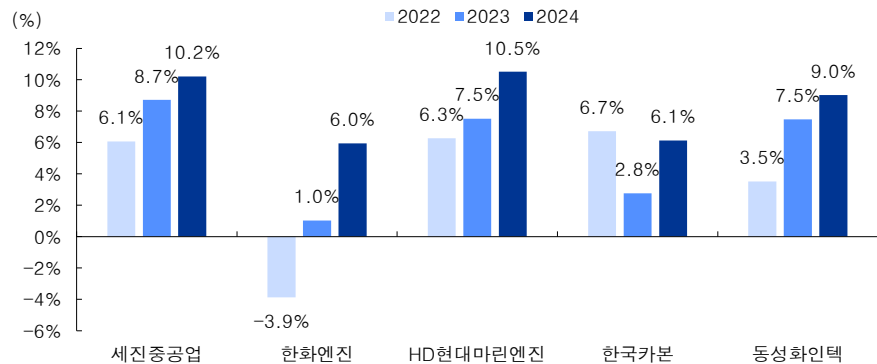
높은 수익률과 안정적인 성장을 동시에 달성 중

현재 동사를 매수하기 매력적인 구간이라 판단한다. 동사는 기자재 업체 중 높은 수익률과 안정적인 수익성 개선을 동시에 보여주고 있는 드문 업체다. 고수익성 탱크 물량 인도 증가에 따라 2022~2024년 보여주었던 실적 성장세는 향후에도 지속될 가능성이 매우 높다고 판단한다.

반면 시장의 전망치는 다소 보수적이라 판단. 조선기자재 업종 중 가장 저평가된 종목이라 판단

반면 현재 동사의 시장 전망치는 다소 보수적이라 판단한다. 시장은 2027년까지 영업이익률 11% 수준으로 전망하지만, 당사는 1) 고수익성 탱크 물량 및 비중 증가, 2) 탱크 내에서도 LNG BV, LCO2c 등 고부가가치 탱크 물량 수주 증가, 3) 데크하우스 및 자회사 실적도 함께 개선될 전망이라 판단하며 2027년 14.2% 영업이익률을 달성할 것으로 추정한다. 동사를 미국의 중국 조선업 제재를 사는 방안으로 매수하기를 추천한다.

그림 138. 주요 조선기자재 업체 최근 3개년 영업이익률: 2024년 세진중공업 두 번째로 높은 이익률 기록, 수익성 성장세도 안정적



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

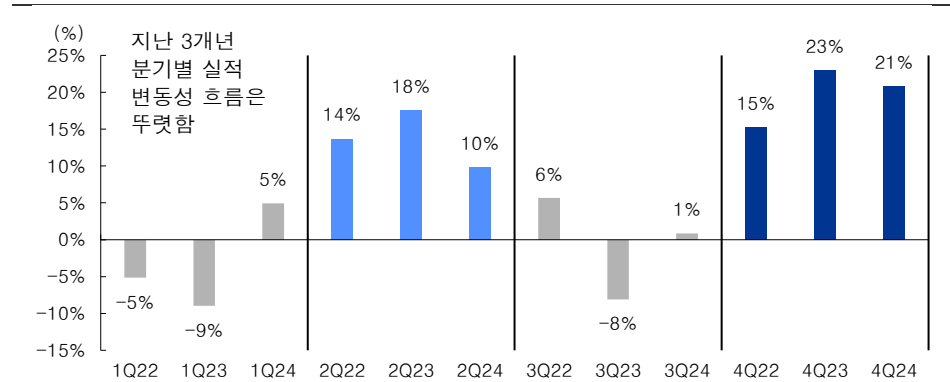
표 24. 주요 기자재 업체 실적 컨센서스 및 당사 세진중공업 실적 추정치

(단위: %, 배)

구분	기업	OPM			PER		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
탱크	세진중공업 당사 추정치	11.9%	13.3%	14.2%	11.3	7.5	5.7
	세진중공업	10.8%	11.6%	10.9%	15.9	10.5	9.2
보냉재	한국카본	9.9%	11.7%	n/a	16.6	13.7	n/a
	동성화인텍	10.0%	11.3%	n/a	12.5	10.1	n/a
엔진	한화엔진	7.8%	10.6%	13.1%	22.3	15.0	11.1
	HD현대마린엔진	12.2%	14.9%	16.7%	21.5	12.6	9.2

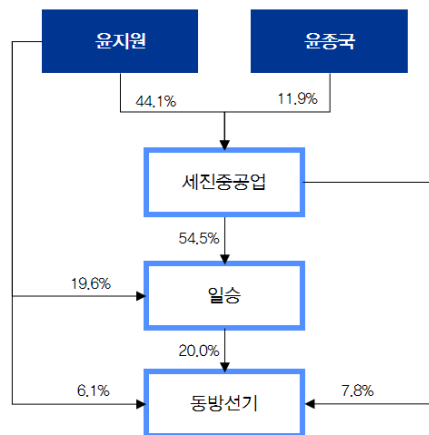
Note: 4월 4일 종가 기준, 한국카본은 6개월 컨센서스 EPS 사용, 한국카본 이외는 모두 3개월 컨센서스 데이터
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 139. 세진중공업 최근 3년 분기별 영업이익률: 통상적으로 2Q, 4Q 수익성이 좋으나, 2025~2026년은 탱크 인도 스케줄로 인해 상저하고로 전망



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 140. 세진중공업-일승-동방전기 지배구조



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

표 25. 세진중공업 주요주주 지배구조 변동

(단위: %)

구분	주요주주						합계
	윤지원		윤종국		임정심	(주)세진	
일자	지분율	증감	지분율	증감	지분율	지분율	
15.12.04	-		33.68		21.57	8.73	63.98
16.12.30	30.31	+30.31	33.68		-	-	63.99
17.03.24	30.27	-0.04	33.64	-0.04	-	-	63.91
18.03.09	30.29	+0.02	33.64		-	-	63.93
20.04.03	30.53	+0.24	33.64		-	-	64.17
20.09.16	30.53		31.88	-1.76	-	-	62.41
20.09.17	30.53		28.23	-3.65	-	-	58.76
20.11.09	30.91	+0.38	28.59		-	-	59.5
23.12.07	44.10	+13.19	15.40	-13.19	-	-	59.5
24.07.04	44.10		13.63	-1.77	-	-	57.73
24.07.24	44.10		11.87	-1.76	-	-	55.97
25.03.14	44.10		11.87		-	-	55.97

자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

세진중공업 (075580)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	385	352	500	608	725
증가율(%)	-6.2	-8.4	42.0	21.6	19.2
매출원가	328	294	409	487	574
매출총이익	57	59	91	122	151
매출총이익률 (%)	14.8	16.8	18.2	20.1	20.8
판매비	23	23	33	41	48
판매비율(%)	6.0	6.5	6.6	6.7	6.6
영업이익	34	36	58	81	103
증가율(%)	34.6	7.2	62.2	38.7	27.3
영업이익률(%)	8.8	10.2	11.6	13.3	14.2
순금융손익	-9	-7	-8	-7	-6
이자손익	-11	-9	-9	-9	-7
기타	2	2	1	2	1
기타영업외손익	2	1	-2	-1	-2
중속/관계기업손익	-1	-1	-1	-1	-1
세전이익	26	29	47	72	95
법인세	2	7	12	18	24
법인세율	7.7	24.1	25.5	25.0	25.3
계속사업이익	23	22	36	54	71
중단사업손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	23	22	36	54	71
증가율(%)	70.2	-3.1	61.4	51.0	32.4
당기순이익률 (%)	6.0	6.3	7.2	8.9	9.8
지배주주당기순이익	17	11	35	53	70
기타포괄이익	-1	-3	0	0	0
총포괄이익	22	19	36	54	71
EBITDA	43	44	67	89	110
증가율(%)	30.9	2.7	50.2	33.0	24.3
EBITDA마진율(%)	11.2	12.5	13.4	14.6	15.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	301	200	617	931	1,226
BPS	3,179	3,303	3,720	4,451	5,477
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	15.8	42.3	11.3	7.5	5.7
PBR	1.5	2.6	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	11.9	16.7	10.0	7.2	5.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-6.2	-8.4	42.0	21.6	19.2
EPS증가율	47.4	-33.7	209.0	50.9	31.7
수익성지표(%)					
배당수익률	4.2	2.4	2.9	2.9	2.9
ROE	9.9	6.2	17.6	22.8	24.7
ROA	4.1	3.8	5.4	7.5	9.0
ROIC	5.6	5.4	8.4	12.3	16.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	134.8	149.0	151.2	138.3	118.9
순차입금 비율(%)	83.2	80.7	75.2	55.1	32.7
이자보상배율(배)	2.7	3.0	4.5	6.2	7.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.6	11.7	12.2	12.1	13.0
재고자산회전율	7.3	10.5	13.7	13.6	14.7
총자산회전율	0.7	0.6	0.8	0.8	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	126	180	219	276	338
현금및현금성자산	51	80	86	123	175
유가증권	2	0	0	0	0
매출채권	25	35	47	54	57
재고자산	36	31	42	48	51
비유동자산	418	441	468	477	484
유형자산	377	393	415	420	426
무형자산	14	14	14	13	13
투자자산	16	20	21	22	22
자산총계	544	621	687	753	822
유동부채	247	308	348	369	379
매입채무및기타채무	20	25	33	38	41
단기차입금	88	136	148	153	154
유동성장기부채	101	86	86	86	86
비유동부채	65	64	66	67	68
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	55	56	56	56	56
부채총계	312	371	414	437	447
지배주주지분	181	188	211	253	311
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	11	12	12	12	12
자본조정등	-8	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	146	147	171	212	271
비지배주주지분	51	62	62	63	64
자본총계	232	249	274	316	376
비이자부채	67	91	122	140	149
총차입금	245	280	292	297	298
순차입금	193	201	206	174	123

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	69	32	34	56	77
당기순이익	23	22	36	54	71
비현금성 비용 및 수익	27	31	20	18	17
유형자산감가상각비	10	8	8	8	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	19	2	-12	-7	-4
매출채권등의 감소	6	-4	-12	-7	-3
재고자산의 감소	34	5	-10	-6	-3
매입채무등의 증가	-6	-2	8	5	2
기타 영업현금흐름	0	-23	-10	-9	-7
투자활동 현금흐름	-39	-40	-42	-20	-17
유형자산의 증가(CAPEX)	-43	-20	-30	-13	-13
유형자산의 감소	2	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	15	1	-1	0	0
기타	-13	-21	-11	-7	-4
재무활동 현금흐름	-26	37	14	1	-8
차입금의 증가(감소)	27	47	0	0	0
자본의 증가	0	1	0	0	0
기타	-53	-11	14	1	-8
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	4	29	6	37	52
기초현금	47	51	80	86	123
기말현금	51	80	86	123	175

매수 (유지)

목표주가 420,000원
현재가 (4/9) 293,500원

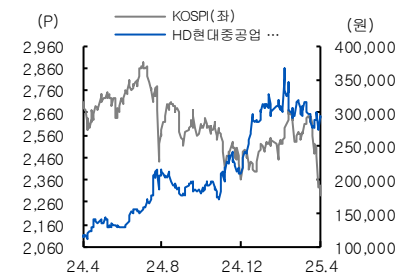
KOSPI (4/9) 2,293.70pt
시가총액 26,055십억원
발행주식수 88,773천주
액면가 5,000원
52주 최고가 366,000원
최저가 111,300원
60일 일평균거래대금 125십억원
외국인 지분율 9.9%
배당수익률 (2025F) 0.7%

주주구성
에이치디한국조선해양 외 1인 75.03%
국민연금공단 6.38%

주가상승률 1M 6M 12M
상대기준 4% 85% 195%
절대기준 -7% 63% 150%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	▲
목표주가	420,000	245,000	▲
EPS(25)	11,627	10,884	▲
EPS(26)	16,613	16,470	▲

HD현대중공업 상대주가 (%)



HD현대중공업 (329180)

LPGc 1등에게 에탄 운반선 일감이 몰린다

원래도 좋았던 가스선 마진 앞으로 더 좋아질 전망

동사는 조선사 중 가스선 인도 비중이 가장 높다. 2027년 52척 중 가스선 43척(LNGc 15척, LPGc 28척)을 인도할 예정이다. 2020년 1월 대비 LPGc는 대형선과 중소형선에서 모두 선가 상승률이 가장 높아 고수익성의 물량이라 추정한다. 더불어 미국의 중국 조선업 제재안이 통과된다면 미국의 물동량 비중이 가장 높은 VLEC와 LPGc가 가장 큰 영향을 받을 예정이라 판단하며, 동사가 가장 큰 수혜를 누릴 확률이 높다고 판단한다.

하반기로 갈수록 카타르 LNGc 물량 해소되며 수익성 개선 전망

동사의 2025년 연간 실적은 매출액 16조 481억원(YoY +10.8%), 영업이익 1조 3,778억원(YoY +95.4%, OPM 8.6%)으로 전망한다. 상반기 카타르 LNGc 매출 비중이 증가하며 수익성 개선 속도가 소폭 둔화될 전망이나, 하반기로 갈수록 카타르 LNGc 물량이 점차 인도되며 수익성 개선 속도는 다시 빨라질 예정이다. 또한 하반기에는 해양 부문이 턴어라운드 하며 전 사업 부문 흑자를 기록할 예정이다. 2027년에는 고수익성의 가스선(LNGc, LPGc) 인도 척 수 비중이 83%까지 증가하며 2026년 대비 수익성이 2.6%p 개선된다고 예상한다. 또한 2027년 가스선 비중이 증가함에 따라 2026~2027년 엔진 사업부의 D/F 엔진 매출 비중이 증가하며 2027년 엔진 사업부 영업이익률은 15% 수준까지 개선될 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 420,000원으로 상향

동사의 투자포인트는 1) 조선사 중 고수익성의 가스선(LNGc, LPGc) 비중이 가장 높아 수익성이 가장 좋을 예정이며, 2) 엔진 사업부도 D/F 엔진 비중 증가와 중국향 매출 증가로 수익성이 지속적으로 좋아질 예정이다. 목표주가는 동사의 2026년 BPS 88,318원과 2027년 BPS 108,128에 적정 PBR 4.7배와 3.9배를 적용, 80%와 20%의 가중치를 부여하여 산출했다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,048	17,659	18,330
영업이익	179	705	1,378	1,860	2,404
세전이익	34	798	1,376	1,966	2,592
지배주주순이익	25	622	1,032	1,475	1,944
EPS(원)	278	7,001	11,627	16,613	21,900
증가율(%)	-107.0	2,417.7	66.1	42.9	31.8
영업이익률(%)	1.5	4.9	8.6	10.5	13.1
순이익률(%)	0.2	4.3	6.4	8.4	10.6
ROE(%)	0.5	11.4	16.8	20.5	22.3
PER	463.9	41.1	25.2	17.7	13.4
PBR	2.2	4.5	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	29.7	25.0	15.2	11.3	8.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

투자 의견 매수 유지, 목표주가 420,000원으로 상향

HD현대중공업에 대한 투자 의견 매수를 유지하며 목표주가를 420,000원으로 상향한다. 목표주가는 2026년 BPS 88,318원과 2027년 BPS 108,128에 적정 PBR 4.7배와 3.9배를 적용하여 80%와 20%의 가중치를 부여하여 산출했다. 현재 HD현대중공업은 2028년 상선 슬롯의 절반 이상을 이미 수주했다는 점에서 2027년 가중치 20%는 합리적이라 판단한다.

표 26. HD현대중공업 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	89	89	89	89	89	89
EPS	-3,966	278	7,001	11,627	16,613	21,900
BPS	59,566	58,660	64,259	73,795	88,318	108,128
PBR(고)	2.7	2.6	4.7	4.7		
PBR(저)	1.6	1.6	1.7	2.6		
ROE	-6.5%	0.5%	43.6%	16.8%	20.5%	22.3%
FWD ROE	22.0%	30.2%	18.7%	21.4%		
L FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	8.1%	11.8%	4.0%	4.6%		
COE(평): 1~2년 후행	10.9%	15.1%	7.4%	6.4%		
적용 ROE					2027년 →	22.3%
적용 COE					Avg [2024년 고점, 평균] →	5.5%

현재 PBR	3.3	2.7
적정 PBR	4.7	3.9
적정주가	418,627	426,023
Weight	80%	20%

목표주가	420,000
증가(4월 9일)	293,500
상승여력	43.1%

PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	89	89	89	89	89	89
EPS	-3,966	278	7,001	11,627	16,613	21,900
PER(고)	-41.0	623.1	42.9	72.6		
PER(저)	-23.5	380.8	15.5	41.0		
PER(고): 2년 후행	23.1	12.9	0.0			
PER(저): 2년 후행	17.3	10.1	0.0			

현재 PER	17.7	13.4
적정 PER	24.9	18.2
Target PER	25.0	20.0
적정주가	413,771	437,993
Weight	80%	20%

목표주가	420,000
증가(4월 9일)	293,500
상승여력	43.1%

자료: IBK투자증권

실적 전망: 2027년 가스선 비중 확대로 실적 상향 조정

2025년 연간 실적:
상저하고 예상

HD현대중공업의 2025년 연간 실적은 매출액 16조 481억원(YoY +10.8%), 영업이익 1조 3,778억원(YoY +95.4%, OPM 8.6%)으로 전망한다. 상반기 카타르 LNGc 매출 비중이 증가하며 수익성 개선 속도가 소폭 둔화될 전망이다. 하반기로 갈수록 카타르 LNGc 물량이 점차 인도되며 수익성 개선 속도는 빨라질 예정이다. 하반기에는 해양 부문이 턴어라운드하며 전 사업 부문 흑자를 기록할 예정이다.

2027년 가스선 비중 증가:
양선과 엔진 사업부
수익성 개선 전망

2027년에는 고수익성의 가스선(LNGc, LPGc) 인도 척 수 비중이 83%까지 증가하며 2026년 대비 수익성이 2.6%p 개선된다고 예상한다. 또한 2027년 가스선 비중이 증가함에 따라 2026~2027년 엔진 사업부의 D/F 엔진 매출 비중이 증가하며 2027년 엔진 사업부 영업이익률은 15.0% 수준까지 개선될 전망이다.

표 27. HD현대중공업 실적 전망: 2027년 가스선 비중 확대로 실적 상향 조정

(십억원 %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,988	3,884	3,609	4,006	3,887	4,049	3,938	4,174	4,307	4,433	4,311	4,609	14,486	16,048	17,659	18,330
YoY	13.5%	26.7%	26.5%	17.4%	30.1%	4.2%	9.1%	4.2%	10.8%	9.5%	9.5%	10.4%	60.2%	10.8%	10.0%	3.8%
QoQ	-12.5%	30.0%	-7.1%	11.0%	-3.0%	4.2%	-2.7%	6.0%	3.2%	2.9%	-2.7%	6.9%				
조선 사업부																
매출액	2,155	2,840	2,605	2,796	2,804	2,918	2,829	2,981	3,136	3,217	3,172	3,417	10,396	11,533	12,941	13,790
영업이익	80	201	165	193	199	228	252	289	307	328	330	386	638	968	1,351	1,832
OPM	3.7%	7.1%	6.3%	6.9%	7.1%	7.8%	8.9%	9.7%	9.8%	10.2%	10.4%	11.3%	6.1%	8.4%	10.4%	13.3%
엔진기계 사업부																
매출액	703	865	810	867	868	882	822	878	878	911	834	896	3,244	3,450	3,518	3,587
영업이익	76	91	99	100	102	108	105	117	114	123	117	130	366	433	485	539
OPM	10.8%	10.5%	12.2%	11.6%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	11.3%	12.5%	13.8%	15.0%
해양플랜트 사업부																
매출액	113	158	176	190	215	248	287	315	293	305	305	296	636	1,065	1,200	952
영업이익	-78	-27	0	-19	-11	-12	0	0	4	5	7	7	-124	-22	23	33
OPM	-69.0%	-17.0%	0.2%	-10.2%	-5.0%	-4.8%	0.0%	0.1%	1.2%	1.8%	2.3%	2.5%	-19.4%	-2.1%	2.0%	3.4%
영업이익	21	196	206	282	291	324	357	406	425	457	454	524	705	1,378	1,860	2,404
OPM	0.7%	5.0%	5.7%	7.0%	7.5%	8.0%	9.1%	9.7%	9.9%	10.3%	10.5%	11.4%	4.9%	8.6%	10.5%	13.1%
YoY	흑전	185.4%	149.1%	103.5%	126.8%	65.7%	73.2%	43.9%	46.3%	40.9%	27.2%	28.9%	흑전	95.4%	35.0%	29.3%
QoQ	흑전	607.7%	13.4%	23.3%	6.1%	7.1%	13.2%	7.3%	1.5%	4.4%	2.2%	7.9%				
세전이익	29	202	87	480	281	321	361	413	445	481	482	558	798	1,376	1,966	2,592
당기순이익	29	154	72	367	211	241	271	310	334	361	362	418	622	1,032	1,475	1,944

자료: IBK투자증권

투자포인트

1. 가스선의 독보적인 일인자, 경쟁자들은 따라올 수 없는 선종 믹스

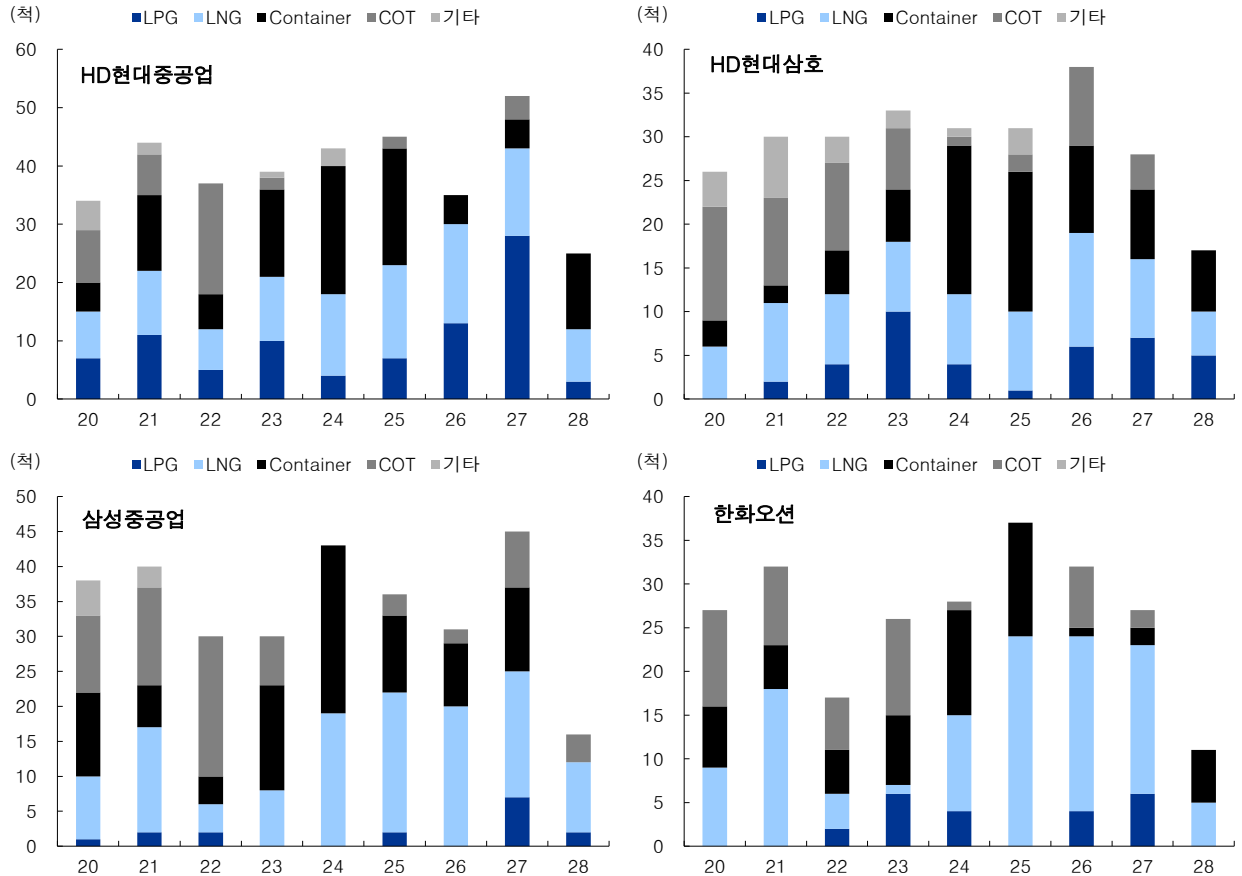
수익성이 좋은 LPGc
연간 인도 가능 척 수:
HD현대중공업: 28척
경쟁사: 10척 미만

동사는 가스선의 독보적인 일인자이며, 경쟁사들은 탱크 기자재 조달 능력 차이로 인해 가스선 인도 및 수주 척 수를 늘리기 힘들다고 판단한다. 2027년 기준 동사는 총 52척의 선박을 인도 예정인데, 가스선(LPGc 28척, LNGc 15척)을 43척 인도 예정이다. 가스선이 기타 컨테이너, 탱커 대비 수익성이 높다는 사실을 감안하면 상선 부문에서 동사의 수익성이 가장 좋을 예정이다.

탱크 조달 능력이 핵심:
동사는 세진중공업을
협력사로 두고 있어
경쟁사 대비 많은 LPGc
건조 가능, 탱크 조달
능력 차이는 당분간 지속
예정

가스선 캐파 차이로 인한 동사의 높은 수익성은 당분간 지속될 예정이라 판단한다. 가장 큰 이유는 **탱크 조달 능력의 차이**에서 발생한다. 동사는 세진중공업을 탱크 기자재 협력사로 두고 있는데, 세진중공업의 LPG 탱크 제작 캐파는 2025년 20척→2026년 30척→2027년 30척+α(최대 40척)까지 증가할 예정이다. 반면 HD현대삼호는 현대해스에서 연간 9척, 삼성중공업은 중국 공장과 세진중공업에서 총 6척(각 4척, 2척), 한화오션은 자회사인 한화오션에코텍에서 연간 6척 수준이 조달 가능한 것으로 파악된다. 동사의 탱크 조달 능력은 경쟁사와 20척 이상 차이가 나며, 이는 고수익성의 LPGc 수주 여력과 직결되어 수익성 차이가 발생할 전망이다.

그림 141. 한국 대형 조선사 선종별 인도 일정: HD현대중공업 LPGc 비중 가장 높음, LNGc까지하면 2027년 가스선 인도 비중 83% 수준



자료: Clarksons, IBK투자증권

2. 엔진의 수익성은 계속 좋아질 수밖에 없다

엔진 사업부 수익성 개선
지속 전망

동사의 엔진 사업부는 1) 선가 상승과 D/F 엔진 수주 비중 증가로 수익성이 꾸준히 좋아질 전망이며, 2) HD현대마린엔진을 인수하며 대형 엔진 수주 가능 캐파가 증가하며 고수익성의 중국향 매출 비중이 증가할 전망이다.

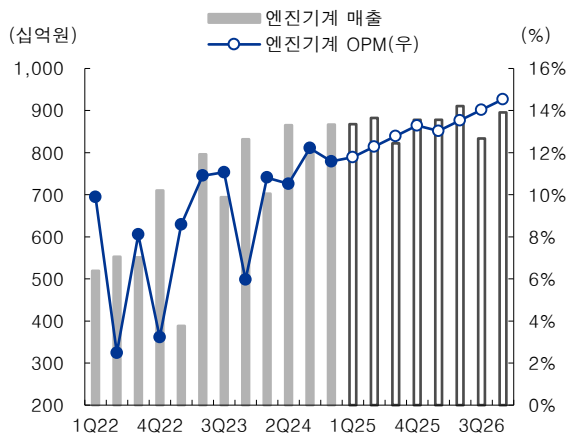
1) D/F 엔진 비중 증가에
따른 수익성 개선 전망

1) D/F 엔진 비중 증가에 따른 수익성 개선을 전망한다. 통상 D/F 선박은 일반 컨벤셔널 엔진 선박에 비해 20~30백만달러 수준 더 비싼데, 대부분 엔진 가격 차이에서 발생한다고 추정한다. 2020년 HD현대중공업과 HD현대삼호의 D/F 엔진 수주는 40%에 불과했는데 3Q24 기준 D/F 엔진 비중이 75%까지 상승했다. 향후에도 가스선 비중 증가와 친환경 규제에 의한 D/F 엔진 발주 강세는 지속될 전망이며, 동사의 엔진 사업부 수익성도 지속적으로 개선될 예정이다.

2) HD현대마린엔진 인수
후 대형 엔진 캐파 증가,
고수익성의 중국향 물량
비중 증가하며 P, Q 동반
성장 전망

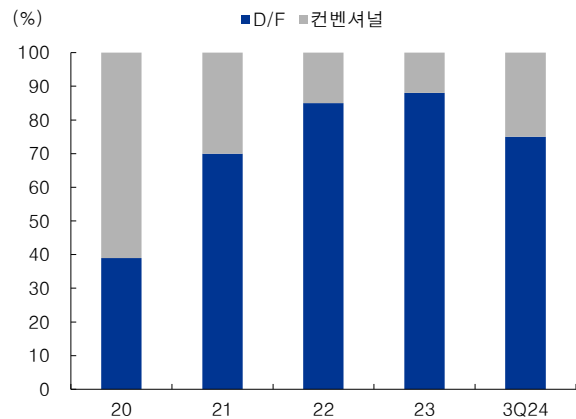
2) 중형 엔진을 전문으로 제작하는 HD현대마린엔진을 인수하며 더 많은 대형 엔진 수주가 가능해졌다. HD현대마린엔진을 인수하기 전 동사 엔진 사업부의 중국향 매출 비중은 15~20% 수준이었을 것으로 추정된다. HD현대마린엔진을 인수하며 중형 엔진을 제작하던 능력만큼 여유가 생겨 향후 고수익성의 중국향 매출 비중 증가에 따른 P와 Q 동반 상승을 전망한다.

그림 142. 엔진 부문 실적 및 전망



자료: HD현대중공업, IBK투자증권

그림 143. HD현대중공업과 HD현대삼호의 신규 수주 엔진 비중



자료: HD현대중공업, IBK투자증권

HD현대중공업 (329180)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,048	17,659	18,330
증가율(%)	32.3	21.1	10.8	10.0	3.8
매출원가	11,309	12,993	13,833	14,878	14,981
매출총이익	655	1,494	2,216	2,781	3,349
매출총이익률 (%)	5.5	10.3	13.8	15.7	18.3
판매비	476	789	838	921	945
판매비율(%)	4.0	5.4	5.2	5.2	5.2
영업이익	179	705	1,378	1,860	2,404
증가율(%)	-161.8	294.8	95.4	35.0	29.3
영업이익률(%)	1.5	4.9	8.6	10.5	13.1
순금융손익	-493	-2,280	-323	-282	-215
이자손익	-83	-96	-2	71	152
기타	-410	-2,184	-321	-353	-367
기타영업외손익	349	2,373	321	388	403
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	34	798	1,376	1,966	2,592
법인세	10	177	344	492	648
법인세율	29.4	22.2	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	25	622	1,032	1,475	1,944
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,032	1,475	1,944
증가율(%)	-107.0	2,417.3	66.1	42.9	31.8
당기순이익률 (%)	0.2	4.3	6.4	8.4	10.6
지배주주당기순이익	25	622	1,032	1,475	1,944
기타포괄이익	-110	-124	0	0	0
총포괄이익	-85	498	1,032	1,475	1,944
EBITDA	457	1,011	1,653	2,111	2,633
증가율(%)	-1,409.6	121.4	63.5	27.7	24.8
EBITDA마진율(%)	3.8	7.0	10.3	12.0	14.4

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	278	7,001	11,627	16,613	21,900
BPS	58,660	64,259	73,795	88,318	108,128
DPS	0	2,090	2,090	2,090	2,090
밸류에이션(배)					
PER	463.9	41.1	25.2	17.7	13.4
PBR	2.2	4.5	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	29.7	25.0	15.2	11.3	8.5
성장성지표(%)					
매출증가율	32.3	21.1	10.8	10.0	3.8
EPS증가율	-107.0	2,417.7	66.1	42.9	31.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	0.5	11.4	16.8	20.5	22.3
ROA	0.1	3.4	5.1	6.7	7.9
ROIC	0.4	12.1	23.5	33.4	42.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	229.0	239.9	217.0	198.8	166.3
순차입금 비율(%)	40.3	-3.8	-14.3	-27.4	-37.0
이자보상배율(배)	1.4	4.7	14.8	21.3	27.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.1	11.6	11.3	11.6	10.8
재고자산회전율	8.9	10.3	10.4	10.7	10.4
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	11,504	13,704	15,531
현금및현금성자산	928	1,258	1,973	3,182	4,583
유가증권	131	131	137	151	155
매출채권	1,099	1,393	1,451	1,602	1,797
재고자산	1,310	1,511	1,575	1,738	1,783
비유동자산	8,334	8,988	9,265	9,720	10,027
유형자산	6,452	6,610	6,803	7,023	7,269
무형자산	108	128	119	112	106
투자자산	308	1,070	1,115	1,230	1,261
자산총계	17,134	19,391	20,769	23,424	25,558
유동부채	9,945	11,796	12,280	13,525	13,867
매입채무및기타채무	1,299	1,535	1,600	1,766	1,812
단기차입금	960	87	90	100	102
유동성장기부채	600	313	313	313	313
비유동부채	1,981	1,890	1,937	2,059	2,092
사채	710	652	652	652	652
장기차입금	859	100	100	100	100
부채총계	11,926	13,686	14,218	15,584	15,959
지배주주지분	5,207	5,704	6,551	7,840	9,599
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	869	851	851	851	851
이익잉여금	773	1,288	2,135	3,424	5,183
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,551	7,840	9,599
비이자부채	8770	12515	13043	14400	14772
총차입금	3,156	1,171	1,175	1,184	1,187
순차입금	2,097	-218	-935	-2,148	-3,552

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	933	1,201	1,580
당기순이익	25	622	1,032	1,475	1,944
비현금성 비용 및 수익	292	208	-44	-209	-325
유형자산감가상각비	268	293	266	244	224
무형자산상각비	10	13	9	7	6
운전자본변동	-77	2,114	-53	-137	-190
매출채권등의 감소	-228	-156	-59	-151	-194
재고자산의 감소	67	-201	-64	-164	-45
매입채무등의 증가	371	223	65	166	46
기타 영업현금흐름	-71	-60	-2	72	151
투자활동 현금흐름	-478	-499	-815	-1,383	-723
유형자산의 증가(CAPEX)	-478	-463	-459	-464	-470
유형자산의 감소	10	12	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-36	-33	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	0	-43	-115	-32
기타	27	-15	-313	-804	-221
재무활동 현금흐름	503	-2,049	598	1,391	544
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	503	-2049	598	1391	544
기타 및 조정	-10	-6	0	-1	1
현금의 증가	184	330	716	1,208	1,402
기초현금	744	928	1,258	1,973	3,182
기말현금	928	1,258	1,973	3,182	4,583

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

HD현대미포	추천일자	투자 의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.10.14	매수	138,000	-14.78	2.75
	2025.04.09	매수	180,000		
세진중공업	추천일자	투자 의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.11.26	매수	11,000	-25.41	-14.18
	2025.04.09	매수	11,500		

HD현대중공업	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
(원)	2024.10.14	매수	245,000	8.61	49.39
	2025.04.09	매수	420,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부부장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	ttreestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11

대표번호 02-6915-5000

고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200