

조선

비중확대 (유지)

친환경을 말할 때

 **신한투자증권**
기업분석부

이동현 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

I. Investment Summary

2023년 요약 - 수요보다 공급, 그리고 모멘텀

공급 제한으로 선가 상승,
한화오션 기대도 반영

‘23년 전세계 선박 발주는 3천만CGT로 전년비 23% 감소했다(1~9월). 반면 전세계 수주잔고는 1.2억CGT로 ‘21년 바닥 대비 50% 이상 증가했다. 제한된 공급으로 ‘23년 신조선가는 8.8% 상승했다. 오랜 조선업의 역사에서 공급이 업황을 결정하는 보기 드문 상황이 연출되었다. 다른 특징은 한화오션의 변동성 확대였다. ‘23년 5월 한화그룹은 대우조선해양을 인수했다. 20년간 정부 산하에 있던 대우조선해양의 민영화는 조선업의 회복세와 함께 많은 관심을 모았다.

2024년 전망 - 친환경을 말할 때

실적 회복, 선가 지지,
친환경으로
긍정적인 ‘24년

조선업의 수요는 해운업에서 비롯되고 해운 경기가 업종의 주가를 결정한다라는 것이 오랜 공식이었다. 그러나 ‘20~’23년 사이 보여주고 있는 공급 제약 상황은 우리에게 새로운 자세를 요구한다. ‘23년 상반기에 보여진 주가 랠리는 수주 피크 아웃 상황에서도 조선주 상승이 가능하다는 가능성을 보여줬다. ‘24년 실적 성장, 신조선가의 지지, 친환경 모멘텀이 더해지며 주가 상승을 전망한다.

‘24년은 실적 회복이 본격화된다. 성장이 귀한 고금리 시기에 증익이 확실시되는 조선업은 실적만으로도 매력적이다. 부진한 경기 상황이라 후반기 인상폭은 크지 않을 것이다. 고부가가치선박 비중도 확대된다. 공정 지연의 문제는 ‘22~’23년 사이 대부분 해소되었다. 인건비 상승도 ‘23년 선반영되며 ‘24년 완화될 것이다.

최근 클락슨 선가지수는 176pt로 연초 대비 8.8% 상승했다. ‘24년 신조선가 상승의 지속여부는 중요하다. 선가가 조선사 실적 개선의 지속성 여부를 보여주지 못한다. 수요의 절벽이 아니라면 잔고를 확보한 조선사들의 선가협상력은 유지 가능하다. LNG운반선은 조선사의 도크 슬롯 문제가 있지만 여전히 수요가 많다.

‘24년은 친환경 선박시장 관련 이슈가 많아진다. ‘23년부터 도입된 CII 규제와 ‘24년 등급 발표는 파급력이 클 것으로 본다. 이외 한화오션의 유상증자 자금을 통한 다양한 친환경 투자, HD현대 그룹의 선박 친환경 사업의 첨병인 HD현대 글로벌서비스의 상장도 해양 친환경에 대한 관심도를 높일 것으로 보인다.

비중확대, Top Pick 삼성중공업, 이외 조선주들도 관심주

비중확대 의견,
안정된 성장을 보일
삼성중공업이 Top Pick

조선업에 대한 비중확대 의견을 유지한다. ‘23년 보여준 조선사들의 매출액 증가 기조는 ‘24년 더 뚜렷해질 것으로 본다. 선가 상승, 물량증가에 더해 인건비 충격도 완화되어 가며 이익도 시장 기대를 충족해갈 것이다.

삼성중공업을 ‘24년 조선업 Top Pick으로 제시한다. 삼성중공업은 LNG운반선에 더해 FLNG 시장 장악으로 가장 편안한 수주 기틀을 마련하고 있다. 조선사들의 실적 회복 속도는 비슷할 수 있지만 중장기 성장에 대한 가시성은 삼성중공업이 가장 높다. 이외 조선주들도 개별적인 이점을 갖고 있어 관심주로 추천한다.

II. 2023년 요약 - 수요보다 공급, 그리고 모멘텀

공급 상황이 업황을 견인, 한화오션 궤 변동성

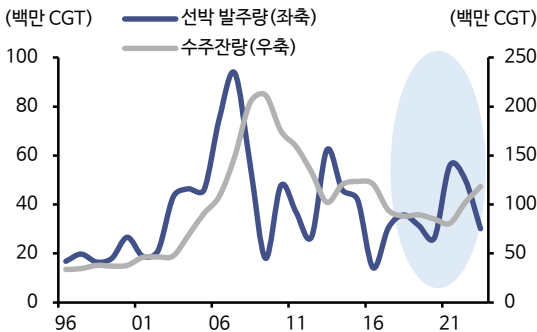
수요 감소에도
공급 제한으로 선가 상승

'23년 전세계 선박 발주는 3천만CGT로 전년비 23% 감소했다(1~9월). '21년 코로나 팬데믹에 따른 컨테이너선, '22년 러-우 전쟁으로 인한 LNG운반선 수요가 지나가며 발주 피크아웃이 시작되었다. 반면 전세계 수주잔고는 1.2억CGT로 '21년 바닥 대비 50% 이상 증가했다. '09~'21년 사이 잔고는 2.1억CGT에서 0.8억CGT까지 감소했고 오랜 불황의 학습효과로 조선사들은 이벤트 수요에 대한 증설 대응을 자제했다. 제한된 공급으로 '23년 신조선가는 8.8% 상승했다. 오랜 조선업의 역사에서 공급이 업황을 결정하는 보기 드문 상황이 연출되었다.

한화오션의 20년만의
민영화, 기대와 우려

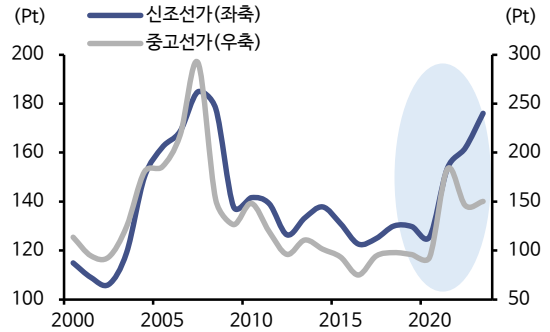
또다른 특징은 한화오션 궤 변동성 확대였다. '23년 5월 한화그룹은 대우조선해양을 인수했다. 20년간 정부 산하에 있던 대우조선해양의 민영화는 조선업의 회복세와 함께 많은 관심을 모았다. 조선업에 입문하는 한화그룹은 과감한 투자와 새로운 전략을 제시하며 조선주 전체의 밸류에이션을 끌어올렸지만 대규모 유상증자에 따른 희석 우려로 하반기 주가 조정을 주도하고도 있다.

전세계 선박 발주량, 수주 잔량



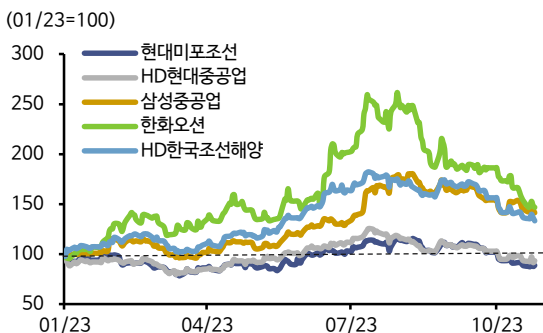
자료: Clarksons, 신한투자증권

신조선가, 중고선가



자료: Clarksons, 신한투자증권

조선사 주가추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: '23년 초=100

한화오션 주요 연혁

연도	내용
1973	대한조선공사 옥포 조선소 건설 착공
1994	대우중공업 합병
2000	10월 대우조선 분리독립, 12월 출자 전환
2023.05	한화그룹 인수
2023.08	유상증자 발표

자료: 회사 자료, 신한투자증권

III. 2024년 전망 - 친환경을 말할 때

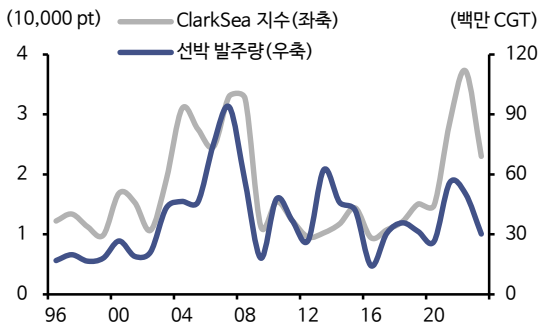
피크아웃을 대하는 우리의 자세

신규수주 피크아웃,
끝이 아닌
새로운 성장 사이클로

조선업의 수요는 해운업에서 비롯되고 해운 경기가 업종의 주가를 결정한다라는 것이 오랜 공식이었다. 경기를 대변하는 유가와 조선주 주가는 비슷한 흐름을 보여왔고 신규수주가 피크아웃하는 구간에서는 수주 바닥까지 주가가 부진했다.

그러나 '20~23년 사이 보여주고 있는 공급 제약 상황은 우리에게 새로운 자세를 요구하는듯 있다. '23년 상반기에 보여진 주가 랠리는 수주 피크아웃 상황에서도 조선주 상승이 가능하다는 가능성을 보여줬다. 하반기 조정은 실적이 기대 대비 지연되는 상황과 한화오션의 유상증자에 따른 변동성 충격이 더해진 영향이다. '24년 실적 성장, 신조선가의 지지, 친환경 모멘텀이 더해진다면 발주 피크아웃 상황에서도 주가 상승을 기대해볼 수 있을 것으로 생각된다.

ClarkSea 지수, 선박 발주량



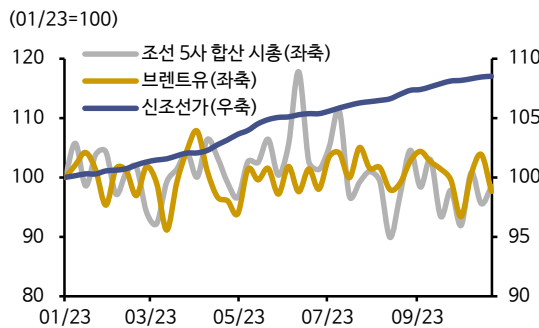
자료: Clarksons, 신한투자증권

조선 5사 합산 시총, 브렌트유



자료: Clarksons, 신한투자증권

신조선가, 조선 5사 합산 시총, 브렌트유



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권
주: '23년 초=100

한화오션 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

1) 핵심 변수 - ① 실적, ② 선가, ③ 친환경

실적은 고진감래

'24년 실적성장 본격화,
믹스 개선,
대외 변수도 긍정적

4Q20부터 신규수주가 급증했고 '23년 조선사들의 매출액도 크게 회복했다. 다만 수익성은 원자재가 상승, 인건비 증가로 인해 기대치 대비 더딘 회복을 보이며 흑자전환에 만족하는 수준이었다. '24년은 실적 회복이 본격화된다. 성장이 귀한 고금리 시기에 증익이 확실시되는 조선업은 실적만으로도 매력적이다.

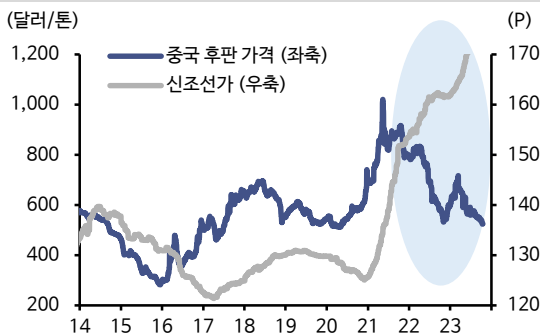
핵심 원재료인 후판의 가격은 '21년 급등하며 조선사 실적에 큰 충격을 줬다. 대신 급등한 후판가는 신조선가 상승의 좋은 이유가 되었다. 현재는 철강사들의 수익 감소로 협상이 치열해지고 있지만 수요, 공급이 뻗은 후판시장에서 그동안 협상이 느슨했던 적은 없었다. 부진한 경기 상황이라 후판가 인상폭은 크지 않을 것이다. 경기가 부진한 중국 후판이나 엔저로 싸진 일본 후판 비중을 높일 카드도 있다. 3년 사이 후판가 급등 충격에 대한 조선사들의 보수적 견지로 '24년은 충격이 줄어 든다. 올라간 선가 물량의 매출 반영도 영향 감소 요인이다.

고부가가치선박 비중이 확대된다. 빅4 조선사의 수주잔고 539척 중 46%인 248척이 LNG운반선이다(9월말 기준). 연내 완료될 카타르 2차 물량을 더하면 50%를 넘어선다. 174k cbm LNG선의 선가는 2020년 척당 1.86억달러에서 최근 2.65억달러로 43% 올랐다. 잔고는 대부분 같은 기간 수주한 물량이다. 일부 카타르 저선가 물량이 있지만 전체적인 LNG선 비중확대와 수익성 개선은 크다.

컨테이너선 수주잔고도 177척으로 전체의 33%를 차지한다. 컨테이너선 신조선가지수도 2020년 75pt에서 최근 105pt로 39% 상승했다. LNG, 메탄올 추진선박으로 선가가 추가 상승했다. LNG선과 컨테이너선의 두 선종으로만 전체의 79%다. 물량 증가와 선가 상승분이 동시 반영되며 반복건조 효과가 극대화된다.

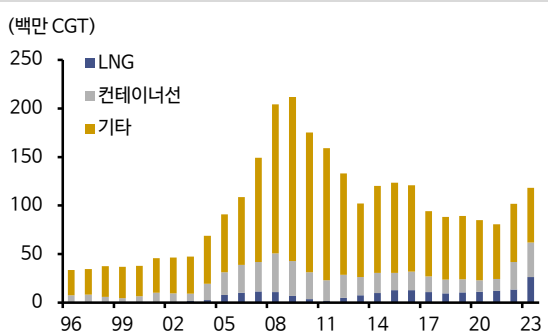
공정 지연의 문제는 '22~'23년 사이 대부분 해소되었다. 인건비 상승도 '23년 선반영되며 '24년 충격은 완화될 것으로 본다. '22~'23년 기대치 대비 부진했던 원가 상승이 완화되며 본격적인 실적 상승이 기대된다.

클락슨 신조선가, 후판가격 추이



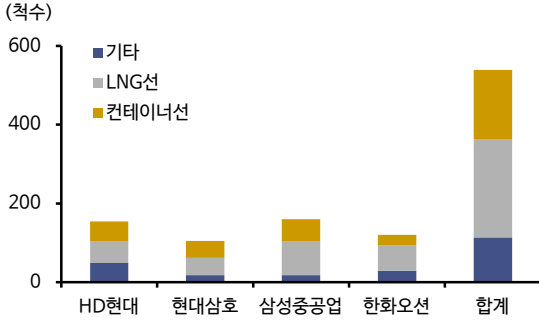
자료: Clarksons, Bloomberg, 신한투자증권

전세계, LNG, 컨테이너선 수주잔고



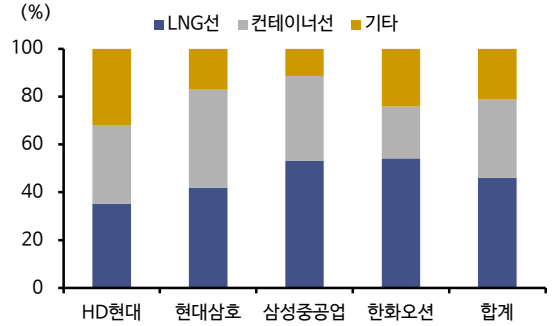
자료: Clarksons, 신한투자증권

국내 조선사 선종별 수주잔고



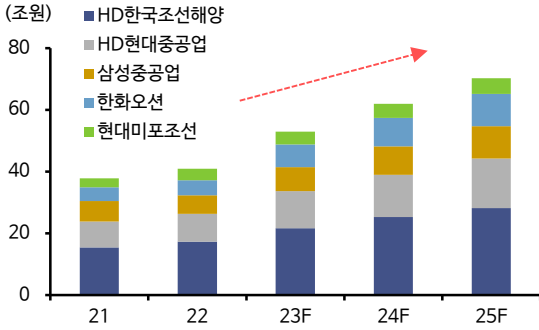
자료: Dart, 신한투자증권 / 주: '23년 9월 기준

국내 조선사 선종별 수주잔고 비중



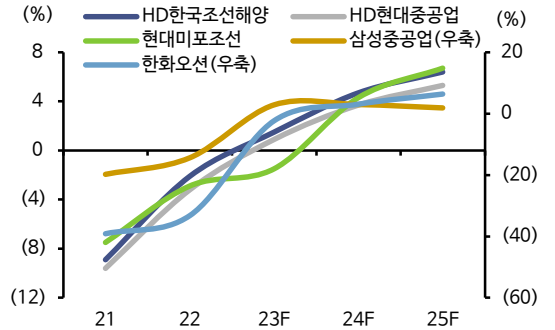
자료: Dart, 신한투자증권 / 주: '23년 9월 기준

국내 조선 5사 매출액 추이



자료: Dart, 신한투자증권 추정

국내 조선 5사 영업이익률 추이



자료: Dart, 신한투자증권 추정

선가가 말해주는 것들

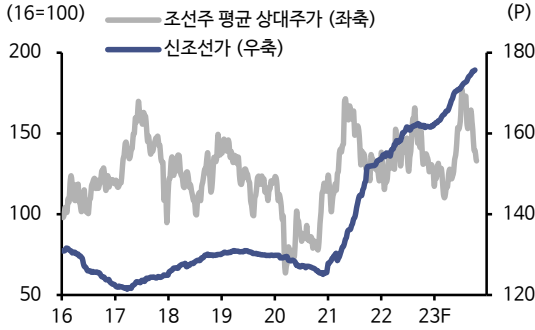
'23년 신조선가 9% 상승, '24년에도 신조선가는 우상향 예상

최근 클락슨 선가지수는 176pt로 연초 대비 8.8% 상승했다. 그사이 중고선가는 포함되었고 중국 후판가격은 11.8% 하락했다. '24년 신조선가 상승의 지속여부는 중요하다. 선가가 조선사 실적 개선의 지속성 여부를 보여주기 때문이다.

클락슨은 '24년 전세계 해상 물동량이 126억톤으로 전년비 2.5% 증가를 전망한다. 동기 LNG는 4.3억톤으로 전년비 4.4% 증가, 컨테이너도 19억톤으로 3.8%의 회복세를 예상한다. 원유는 20.9억톤으로 3.7%, 석유화학제품도 11.2억톤으로 3.1% 증가한다. 건화물은 55.6억톤, 1.3% 증가로 성장이 정체된다. '24년은 에너지 관련 물동량이 주요한 성장 근거가 될 것으로 보인다.

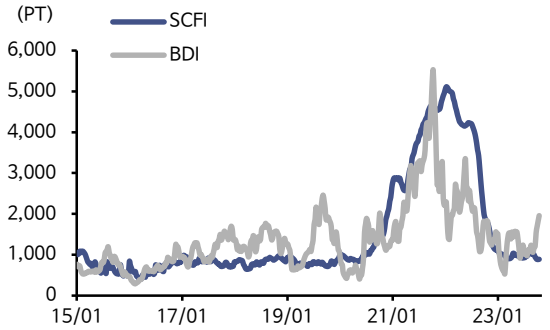
전체 선박 발주량은 LNG운반선, 컨테이너선의 피크아웃으로 전년비 감소가 확실된다. 다만 LNG운반선은 도크가 다 차있는 상황에서 업황 호조가 지속되고 있고 탱커선의 턴어라운드도 기대되어 잔고가 급감할 상황은 아닐 것으로 본다. 수요의 절벽이 아니라면 충분한 수주잔고를 확보한 조선사들의 선가협상력은 유지될 것이다. 신조선가는 장기 성장성을 확인할 수 있는 중요한 요인이 된다.

조선주 평균 상대주가, 신조선가 추이 및 전망



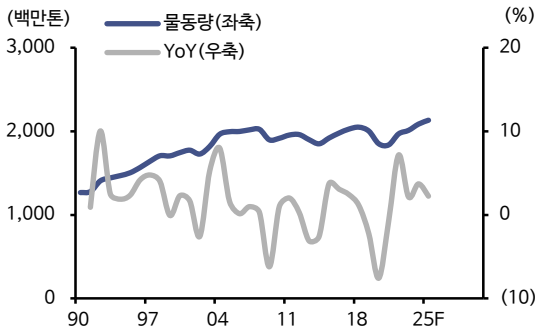
자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권 추정

SCFI, BDI 추이



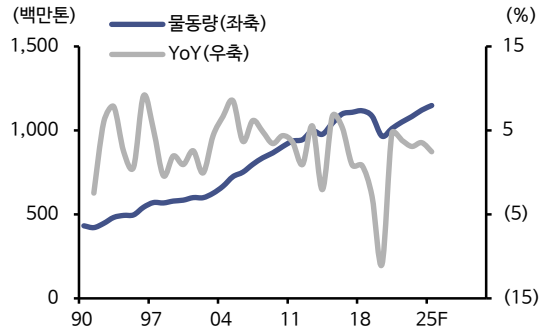
자료: Clarksons, 신한투자증권

원유운반선 물동량 추이



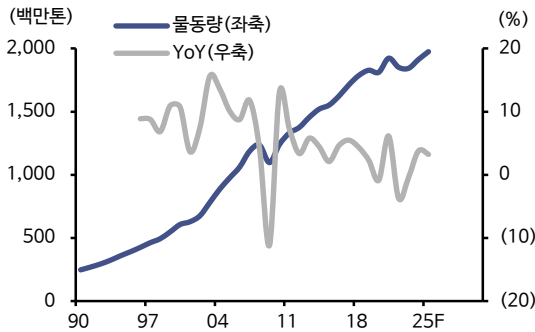
자료: Clarksons, 신한투자증권

석유제품 운반선 물동량 추이



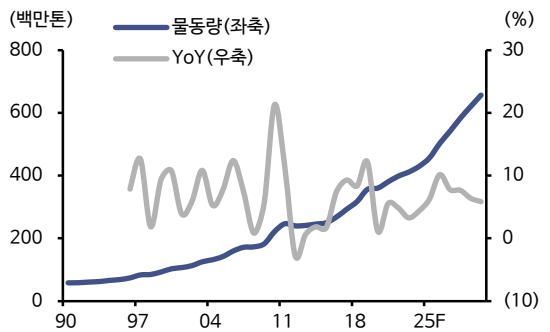
자료: Clarksons, 신한투자증권

컨테이너 물동량 추이

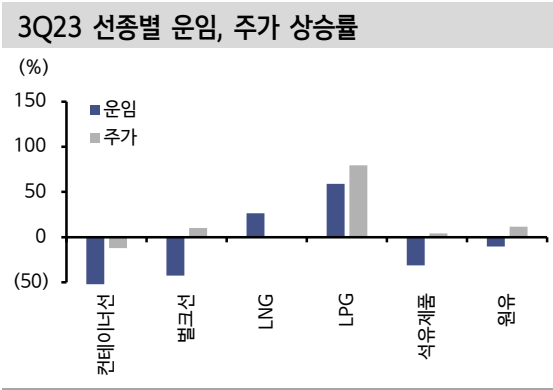


자료: Clarksons, 신한투자증권

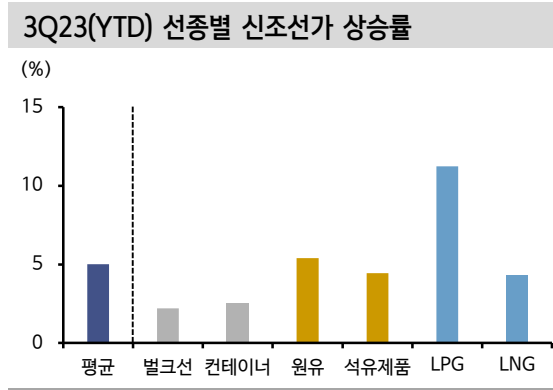
LNG선 물동량 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권



자료: Clarksons, QunatiWise, 신한투자증권



자료: Clarksons, 신한투자증권

LNG 시장 확대가 주는 편안함

LNG운반선, 여전히 공급자 우위 시장

FLNG 시장도 호조

LNG운반선의 '23년 1~9월 전세계 발주량은 42척(140k+), 국내 조선사 수주는 31척이었다. 연내 카타르 2차 계약 물량으로 40~50척이 더해질 것으로 보인다.

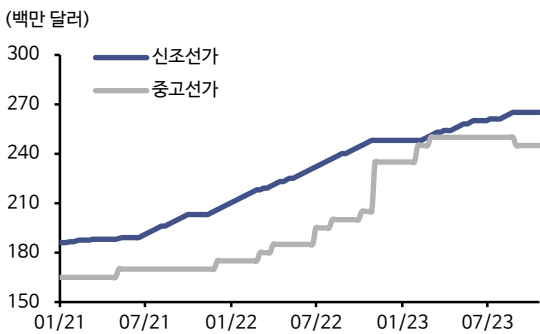
'21년과 '22년 전세계 발주량은 각각 71척, 179척이었고 국내 조선사들의 LNG선 수주잔고는 248척이다. '22년의 발주 고점은 피크아웃하겠지만 시장은 여전히 견조하다. LNG 물동량 전망치는 '22년 4.0억톤에서 '30년 6.6억톤으로 65% 증가한다. LNG는 러시아 PNG 대체, 친환경 수요로 시장 성장이 지속된다. 북미는 공급 확대를 지속하고 있어 추가 LNG선 수요도 확대된다.

약간의 문제는 국내 조선사의 도크 슬롯이다. 국내 주요 조선사의 LNG선 건조 Capa는 연간 70척 내외이다. '23년 연말 잔고는 300척에 가까워진다. 공정 효율화를 통해 Capa를 조금씩 늘려가겠지만 '24년 업체별로 수주 받을 수 있는 슬롯은 15척 내외에 그칠 것으로 추정된다. '24년 17척 내외의 모잠비크 LNG선 협상, 셰브론 LNG 투자 등으로 수요는 여전히 견조하다.

최근 HD현대중공업은 카타르 2차 LNG선 수주(17척)를 통해 '29년 인도 슬롯을 처음으로 열렸다. 조선 3사의 카타르 LNG선 수주는 선가적 아쉬움이 있지만 수주잔고 만선에 따라 선가협상력을 유지하는 좋은 근거로 작용하게 된다.

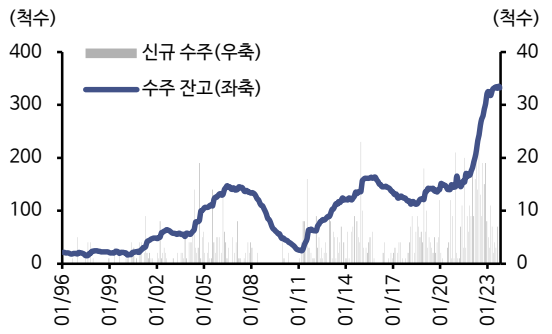
FLNG(LNG FPSO) 시장도 호조를 보이고 있다. 삼성중공업은 1월 페트로나스 ZLNG(2.2백만톤/년) 수주에 성공했다. 연말 코랄2 FLNG(모잠비크, 3.4백만톤/년)의 수주도 가시권이다. 육상 LNG 처리 시설이 부족해 FLNG가 해상 터미널 역할로 사용되며 규모가 커지고 있다. '24년에도 FEED가 완료된 델핀(미국, 3.5백만톤/년) 2기와 Cedar(캐나다, 3백만톤/년)가 동시 협의될 것으로 보인다. 삼성중공업은 FLNG 시장에서 경쟁자가 많지 않다. '26년 연간 2척 생산체제가 완성되어 중장기 성장을 밑거름이 될 것으로 본다.

LNG 신조선가, 중고선가 추이



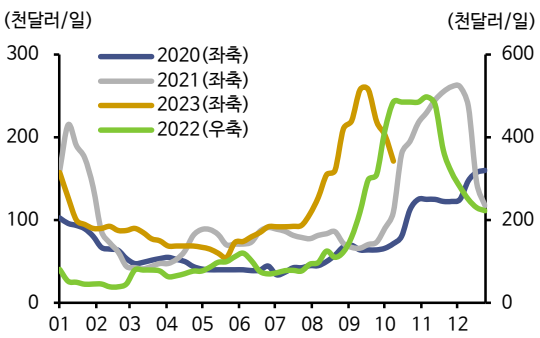
자료: Clarksons, 신한투자증권
주: 중고선가는 월별 데이터

LNG 신규 수주, 수주 잔고



자료: Clarksons, 신한투자증권

월별 LNG 운반선 운임 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

삼성중공업 주요 FLNG 프로젝트 현황

프로젝트	지역	Capa (백만톤/년)	진행상황
Petronas ZLNG	말레이시아	2.2	'23.1월 수주
ENI Coral #2	모잠비크	3.4	'23년 계약 전망
Delfin	미국	3.5	FEED 완료
Pembina Cedar	캐나다	3.0	FEED 완료
Ksi Lisims	캐나다	6.0	FEED 진행 중

자료: 회사 자료 신한투자증권

돌아오는 탱커 시장

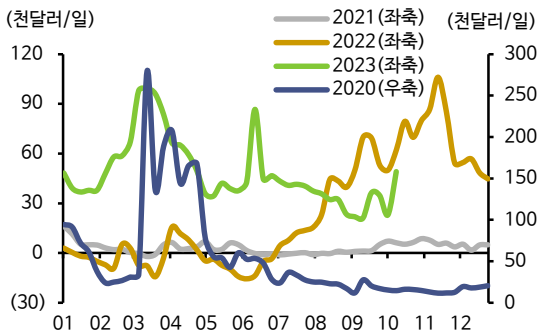
탱커시장 회복세,
중국 조선사 수주 증가,
다음은 한국 조선사 차례

러-우 전쟁으로 개선된 탱커시황은 이스라엘-하마스 전쟁에 따른 유가 상승으로 회복세를 이어가고 있다. 전세계 해상 원유 물동량과 석유화학제품 물동량은 '22년 각각 전년비 5.5%, -0.6% 수준에서 '23년 1~9월 평균 5.7%, 3.5%로 증가했다. 원유 물동량은 코로나 팬데믹으로 급감했던 수요가 2년 연속 회복세를 보이고 있고 석유화학제품은 '22년 금리 충격에 따른 영향들이 완화되고 있다.

물동량 증가에 따라 탱커선 운임도 상승 중이다. 탱커선 평균 운임은 경기 불안으로 4~9월 약세를 보였으나 10월 들어 중동 전쟁, 베네수엘라 제재 완화 등으로 다시 하루 4만달러를 회복했다. 특히 원유 운반선의 회복이 가파르다.

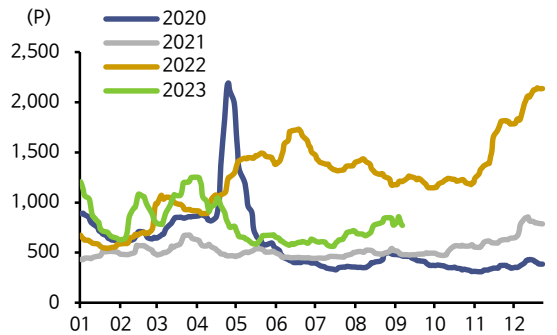
원유운반선의 신조선가 지수는 '23년 상반기에 '09년 이후 처음으로 200pt를 넘은 후 최근 206.6pt까지 완만한 상승을 이어가고 있다. '23년 1~9월 탱커선 발주(10k+)는 261척('22년 155척)이었고 국내 주요 조선사 수주는 40여척에 불과했다. 선가와 도크 납기 슬롯 차이로 중국 조선소로 수주가 넘어갔다. 중국조선소도 수주 잔고가 5,854만CGT(+90% YoY). 이제 국내 조선사 수주 차례이다.

월별 원유 운반선 운임 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

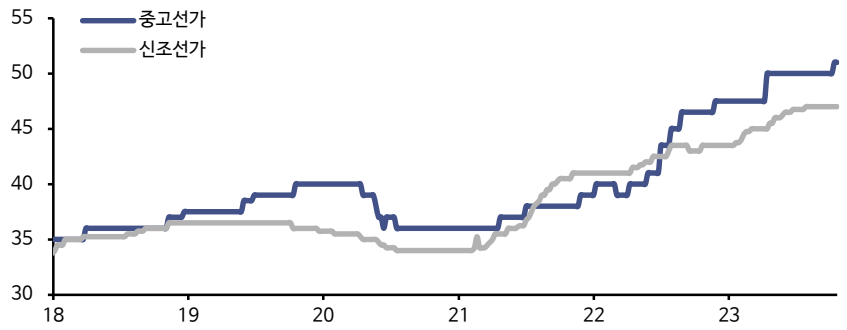
월별 석유제품 운반선 운임 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

탱커 신조선가, 중고선가

(백만 달러)



자료: Clarksons, 신한투자증권

강화된 해양 친환경,
‘24년에 몰린 이벤트들

친환경 선박시장: 할말이 많아질 ‘24년

IMO(국제해사기구)는 ‘23년 7월 MEPC 80차 회의에서 2050년까지 온실가스 배출 목표 Net-zero에 대한 합의를 이뤘다. 중간 목표로 2030년 20~30%, 2040년 70~80% 저감이 목표이다. 친환경 규제의 속도가 빨라지고 있다.

‘24년은 친환경 선박시장 관련 이슈가 많아진다. ‘23년부터 도입된 탄소집약도지수(CII, Carbon Intensity Index)는 ‘23년 각 선박의 연료 사용량을 통해 CO2 발생량을 체크하고 ‘25년 4월이면 등급이 발표될 것으로 보인다. CII가 중요한 이유는 빠져나갈 구멍이 없기 때문이다.

2013년부터 시행된 EEDI(에너지효율지수, Energy Efficiency Design Index for new ships)나 이를 ‘13년 이전 운항 선박에도 적용하는 EEXI(현존선 에너지효율지수, Energy Efficiency Existing Ship Index)는 규제가 엔진 설계나 엔진출력제한장치(EPL, Energy Power Limitation)과 같은 기자재 영역에 한정되고 실제 선박 운항에는 적용되지 않는다. 반면 CII는 운항에 제약이 생기게 된다.

CII는 연간 CO2 배출을 기준으로 선박을 선종 당 A~E의 다섯 등급으로 나누고 하위 두개 등급에 대해 규제를 강화하게 된다. 아직 규제에 대한 명확한 가이드라인이 나오지 않았지만 ‘24년 4월에 있을 MEPC 81차 회의에서 다뤄질 것으로 보인다. 하위 등급의 선박을 보유한 선사들은 폐선이나 개선을 통한 등급 상승에 대해 고민이 커질 것이다. 아마존, 코카콜라, 이케아 등 글로벌 소비재업체들의 탈탄소 기조가 확대되며 선사들의 ESG 대응능력은 생존과 직결되게 되었다.

이외 한화오션의 유상증자 자금을 통한 다양한 친환경 투자, HD현대 그룹의 선박 친환경 사업의 첨병인 HD현대글로벌서비스의 상장도 해양 친환경에 대한 관심을 높일 것으로 보인다.



자료: IMO, 업계 자료, 신한투자증권

선박 환경규제 적용 시기

선박 환경규제		'20	'22	'23	'25
신조 선박	EEDI		Phase II (-20%)	Phase III (-30 ~ -50%) 컨테이너선/LNG선	Phase III (-30%) 유조선/벌크선
기존 선박	EEXI			선박 에너지 효율 검증 필요 (-15 ~ -50%) 400GT 이상 국제 항해 선박	
	CII			운항정보 기반 에너지 효율 평가 A~E 등급 부여 5000GT 이상 국제 항해 선박	

자료: 업계 자료, 신한투자증권

2) 2024년 전망 - 친환경을 말할 때

실적 회복에 선가 상향 평준화, 친환경이 주는 편안함

2H23 조정으로 편해진 주가, '24년은 실적회복, 높은 선가 유지, 친환경 모멘텀으로 주가 상승세 전망

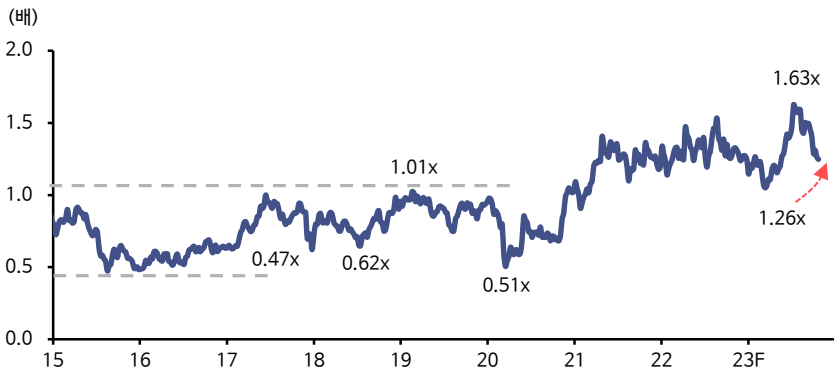
'24년 조선주를 업황을 좋게 본다. 수주는 줄어들겠지만 이미 '21~'23년 3년 동안 매출 대비 두배씩의 수주를 이어온 조선사 입장에서는 선가 협상에 소극적일 필요가 없다. 중국도 도크가 많이 찼다. 공급 제약 측면에서 경기와 무관하게 줄서 있는 발주처들을 통한 적정 수주(5사, 360억달러 내외)가 가능할 것으로 본다.

실적이 본격적으로 회복된다. '21년부터의 선가 인상 흐름상 '24년 상반기보다 하반기 실적 상승폭이 더 크겠지만 '23년 대비 수익성은 확연히 좋아질 것이다. '23년에도 불안정한 경기가 이어질 것으로 보이는데 조선주는 실적 증익이 담보되었다는 면에서 상대적으로 편안하다. 2H23 조정으로 주가 레벨도 편해졌다.

'24년은 친환경이 중요한 화두가 될 것으로 본다. 과거 조선주를 보던 시각에서 실적은 수주보다 중요하지 않았다. 실적은 수주의 결과물로 후행지표이다. 실적이 좋아져도 경기와 수주가 선행해서 하락하면 호실적에도 피크아웃 우려로 주가 상승이 제약되곤 했다. 친환경 선박시장의 확대는 경기변동 영향을 완화시키고 조선사들의 중장기 성장을 지지하는 요인이다.

현재의 수주잔고는 '24~'26년 실적 성장을 담보하며 이는 주가에 일정 부분 반영되어 있다. '24년의 선가, 수주 흐름이 '27년부터의 성장을 좌우하게 된다. 과거의 경기 사이클로 보면 공급 확장이나 경기 악화에 따른 수주 절벽을 우려해볼 상황이었을 것이다. 그러나 '24년은 공급제약이 지속되어 높은 선가가 유지되고 적정 수주가 지속되는 구간에서 실적이 상승할 것이다. 거기에 친환경이 더해지면 조선업은 오랜 경기 사이클 종속에서 일부 벗어나는 흐름을 보이게 될 것이다. '23년이 공급제약의 맞보기였다면 '24년은 장기 성장을 가늠하는 중요한 갈림길이 될 것이다. 실적 성장이 정해져 있는 상황에서 장기 성장성 확인을 위해 지금은 선박시장에 대한 친환경을 주목해서 볼 때이다.

조선 4사 PBR 추이 및 전망



자료: QuantWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: 조선 4사 - 한국조선해양, 현대중공업, 현대미포조선, 삼성중공업

IV. Top Picks

비중확대 의견, Top Pick 삼성중공업

Top Pick 삼성중공업,
이외 종목 관심주

조선업에 대한 비중확대 의견을 유지한다. '23년 보여준 조선사들의 매출액 증가는 턴어라운드에 문제가 되었던 공정차질이나 인력 문제들이 해소되어 감을 의미한다. '24년은 이런 기조가 더 뚜렷해질 것으로 본다. 선가 상승, 물량증가에 더해 인건비 충격도 완화되어 가며 이익도 시장 기대를 충족해갈 것이다.

실적 개선폭은 상반기보다 하반기가 클 것이다. 그러나 실적 회복세는 시작되었다. 2H23 조선주 주가는 이미 조정 받았고 1H24 친환경 이벤트들이 몰려 있어 상반기 주가 상승의 편차가 크지 않을 것으로 본다.

삼성중공업을 '24년 조선업 Top Pick으로 제시한다. '21~23년 대형 컨테이너선과 LNG운반선으로 이어온 조선사 수주 호황은 눈높이가 낮아지며 물량 선별의 난이도도 올라간다. 삼성중공업은 LNG운반선에 더해 FLNG 시장 장악으로 가장 편안한 수주 기틀을 마련하고 있다. 조선사들의 실적 회복 속도는 비슷할 수 있지만 중장기 성장에 대한 가시성은 삼성중공업이 가장 높다.

한화오션은 잠재력이 크다. 해외 조선소 인수, 해외 잠수함 사업, 국내 해군 시장, 해상풍력 연계 사업 등 나올 수 있는 이슈들이 많다. 실적도 3Q23을 시작으로 흑자전환이 본격화 되었다. 다만 성장 모멘텀의 영향으로 주가 변동성이 크다.

HD한국조선해양은 비상장 자회사 현대삼호중공업의 가치가 그대로 반영된다. 현대삼호중공업은 효율적인 도크와 높은 선가의 수주잔고로 조선사 중 실적 탄이 가장 빠르다. 선박 기자재 기술사업에 집중된 SD사업부의 성장도 주목해 볼 수 있다. 중장기로는 조선 자회사들의 실적 회복으로 배당도 기대해 볼 수 있다.

HD현대중공업과 현대미포조선은 조선주 중 '23년 주가 상승이 가장 더뎠다. '22년 주가 상승이 상대적으로 컸던 것과 상대적으로 느린 실적 회복 영향이라 생각된다. HD현대중공업은 한화오션과의 방산시장 경쟁심화에 따른 영향도 반영되었을 것이다. 양사는 경기에 좀더 민감한 업체이다. HD현대중공업은 조선업의 말형이고 현대미포조선은 경기민감 P/C선이 주력 선종이다. '24년의 경기 추이에 따라 그동안 벌어졌던 타조선사와의 주가 갭을 좁힐 여지가 있다.

삼성중공업 이외 조선주 전체 종목을 관심주로 추천한다.

(원, 배)	투자이건 (변경여부)	목표주가	타겟 멀티플	타겟 BPS		비고	
				BPS	기준		
조선	HD한국조선해양	매수(유지)	130,000	0.89	149,509	'23~24F 평균	2005년 평균 60% 할인
	HD현대중공업	매수(유지)	140,000	2.23	61,593	'23~24F 평균	2005년 평균 10% 할증
	삼성중공업	매수(유지)	9,000	2.01	4,394	'23~24F 평균	2005년 평균 10% 할인
	한화오션	Trading Buy(유지)	26,000	2.12	12,380	'23~24F 평균	2005년 평균 5% 할인
	현대미포조선	매수(유지)	97,000	1.78	54,863	'23~24F 평균	2005년 평균 20% 할인

자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	6M	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
한국	현대중공업	9.8	(9.2)	(18.9)	0.4	65.2	17.2	1.79	1.62	23.7	11.2	2.8	9.9	흑전	279.1
	한국조선해양	6.7	(14.7)	(23.4)	11.7	29.1	6.8	0.67	0.61	9.5	4.1	2.3	9.4	흑전	329.4
	삼성중공업	6.3	(8.3)	(19.1)	26.6	51.7	16.2	1.59	1.43	20.2	11.7	3.3	10.0	흑전	219.1
	현대미포조선	2.9	(13.0)	(17.2)	(1.6)	적자	16.1	1.37	1.24	-	10.5	(1.2)	8.1	적전	흑전
	대우조선해양	5.3	(21.2)	(39.2)	1.9	적자	24.6	2.03	1.79	-	11.9	(12.9)	8.2	적지	흑전
	평균				48.6	16.2	1.49	1.34	17.8	9.9	(1.2)	9.1	-	275.9	
중국	중국선박공업	21.4	(7.2)	(20.1)	(0.1)	44.4	17.4	2.38	2.10	15.9	8.0	5.4	12.7	139.9	155.1
	중국선박중공	17.1	(2.6)	(11.4)	(11.7)	67.7	19.3	1.09	1.04	-	-	1.5	5.3	-	250.0
	양쯔강조선소	5.7	(12.6)	(3.3)	17.7	8.9	8.0	1.54	1.36	5.6	5.0	18.6	18.0	32.3	11.1
	평균					40.3	14.9	1.67	1.50	10.8	6.5	8.5	12.0	-	138.7
일본	미쯔비시중공업	24.1	(7.1)	18.6	54.0	12.9	11.5	1.40	1.26	8.2	7.6	11.2	11.4	57.1	12.1
	가와사키중공업	5.1	(10.7)	(5.4)	14.5	10.2	8.3	0.92	0.86	8.4	7.2	8.3	10.5	7.9	23.7
	평균					11.6	9.9	1.16	1.06	8.3	7.4	9.8	10.9	32.5	17.9
싱가포르	케펠	10.9	(6.2)	(11.1)	3.7	35.3	7.2	11.5	1.03	1.00	20.7	19.6	8.3	8.9	68.0
	셴코프마린	-	-	-	-	적자	-	-	-	-	-	(4.3)	3.0	적지	흑전
	평균					7.2	11.5	1.03	1.00	20.7	19.6	2.0	6.0	68.0	(37.0)
	전체평균					33.0	14.3	1.44	1.30	14.0	9.7	3.6	9.6	-	138.1

자료: Bloomberg, 신한투자증권