Ultra-Deepwater

대왕고래 II



에너지/인프라/배터리 황성현
Tel. 02)368-6878
tjdgus2009@

운송/기계/로보틱스 양승윤
Tel. 02)368-6139
syyang0901@

철강/금속 이유진
Tel. 02)368-6141
eugenelee@

RA 김진우
Tel. 02)368-6195
jinwookim@

CONTENTS

01/ 대왕고래, 앞으로의 여정 5

02/ 오일메이저, 누가 들어올까? 21

03/ 다시 돌아온 심해 개발 사이클 41

04/ 조선업 Initiation 99

05/ 기업분석 147

Ultra-Deepwater: 대왕고래 II

Executive Summary

by 황성현, 양승윤, 이유진

동해 2차 심해가스전, 대왕고래 유망 구조 개발이 본격적으로 착수되고 있다. 20%의 가능성, 그 가능성을 위해 정부가 현재 논의하고 있는 기술적 사항, 조광제도, E&P 산업 구조를 투자자 관점에서 정리했다.

대왕고래 구조는 기존 동해-1 가스전과는 다르게 심해에 위치해 있다. 심해에 위치해있기 때문에 심해 유가스전 개발 경험이 풍부한 석유 메이저들의 역할이 중요하다. 한편, 정부와 개발 회사들의 지분/이익/비용 구조에 대한 이해도 투자자 입장에서 중요한 부분이다. 우리나라는 양허계약을 기반으로 법안이 마련되어 있는 상황이다. 시추 후 상업성이 확인되어 개발이 진행된다면, EPC 업체들의 수혜가 기대된다.

사실 심해 개발은 동해 뿐만 아니라 전세계적으로 늘어나는 추세를 보이고 있다. 지구 반대편에서는 가이아나와 브라질 등 각지에서 석유 메이저들의 심해 개발 열풍이 매우 뜨겁다. 2010년대 셰일 오일&가스에 밀려났던 해양 개발 사이클이 다시 돌아온 것이다. 에너지 가격이 높게 유지되는 가운데, 친환경 전환도 속도 조절이 이루어지고 있고, 기술 개발로 심해 개발에 대한 BEP 레벨도 크게 낮아졌다. 우리는 이 사이클이 과거와 다르게 오랜 기간 지속될 사이클이라고 판단하며, 해양 E&P 밸류체인 내 국내외 기업에 대한 관심을 가져볼 것을 추천한다.

Ultra-Deepwater: 대왕고래 II

Executive Summary

by 황성현, 양승윤, 이유진

한국에서는 해양 개발이라고 하면 과거 국내 조선소들의 막대한 적자를 만들어냈던 부정적인 기억이 강하게 남아있다. 과거는 과거일 뿐, 우리 조선소들은 아픈 경험을 바탕으로 한층 성숙해졌고, 지금 달아오르고 있는 심해 개발 흐름은 해양 플랫폼 건조를 담당하는 국내 조선소들의 수혜로 이어질 것이다.

이미 국내 조선소들은 지금 당장 밀려들어오는 상선 수요를 처리하기에도 정신이 없다. 배 수요는 늘어나는데 오랜 구조조정으로 글로벌 조선소들의 공급 여력이 턱없이 부족해졌기 때문이다. 한국의 최대 경쟁자인 중국의 부상이 위협적이지만, 성장의 기회도 많다. 조선 업종은 경기 사이클 등 매크로 환경과 떼려야 뗄 수 없는 산업이고, 물론 지금도 그 사실은 변하지 않았지만, 조금씩 그 사고의 틀에서 벗어날 때가 다가오고 있다. 선박 공급 제약과 미-중 갈등을 비롯한 지정학적 구도, 그리고 해운업 친환경 전환 아래 새로운 기회들이 다수 만들어지고 있다. 상선만 봐도 이미 호황인 조선업에 위에서 언급한 다양한 기회가 더해진다면, 조선 업종의 호황 사이클의 길이는 한층 더 길어질 것이다. 조선 업종에 대한 비중확대 의견을 제시한다.

01

대왕고래, 앞으로의 여정

- 주요 이슈와 제도 점검 -

한국 2차 동해 심해가스전 개발의 주요 이슈

시추의 기술적 사항, 조광 제도, 그리고 투자 유치

- 정부는 9/25 '제2차 동해 심해가스전 개발 전략회의'를 개최. 주요 내용은 1) 시추 관련 기술적 사항, 2) 조광제도 개편 방안, 3) 1·2차 해외 대형 석유 기업 로드쇼와 투자 유치를 논의
- 투자 관점에서는 **조광제도 개편 방안**과 **해외 기업 투자 유치 진행 상황**이 중요할 것
- 대왕고래 유망구조 시추를 위해 현재 정부는 Seadrill과 West Capella 드릴쉽 용선 계약을 24/12~25/1까지 두 달간 했고, 하루 용선료는 54.5만달러로 대략 7억원 수준

2024/09/25 동해 심해 가스전 개발 전략회의 개요

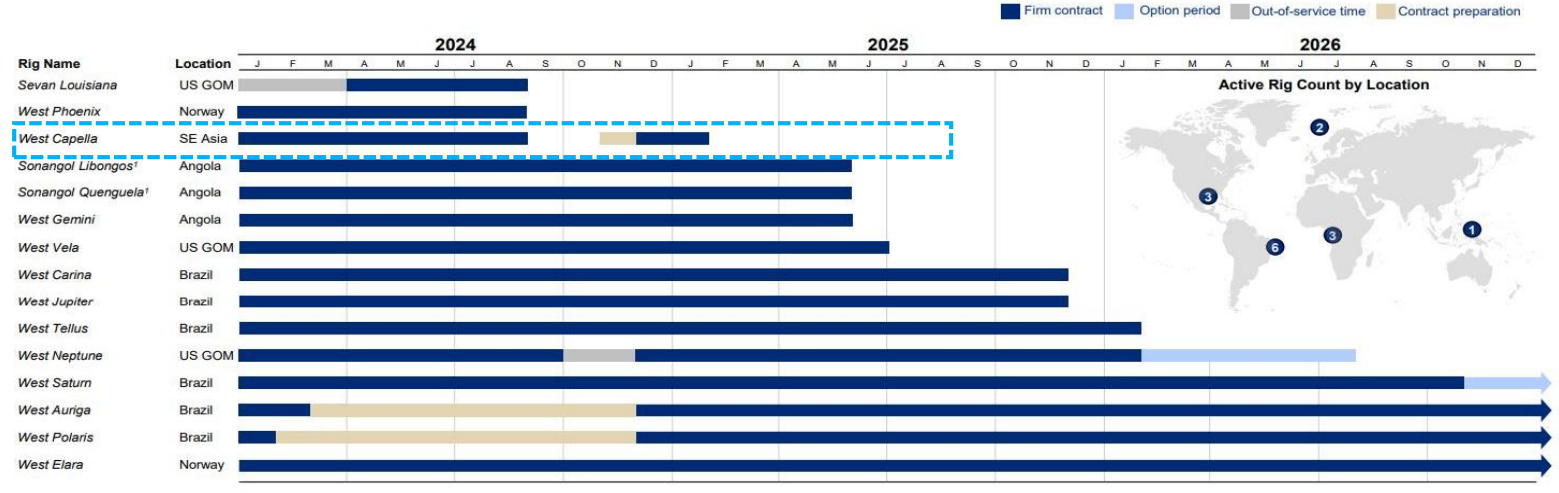
이슈	위원회	내용 및 제언
시추 관련 기술적 사항	기술자문위원회	1) 전반적으로 유망구조 도출은 합리적으로 수행된 것으로 평가 2) 석유공사가 1차공 시추대상으로 잠정 선정한 위치는 적정 3) 향후 1차공 시추 후 정밀분석하여 후속 시추의 성공률을 높여 나가야 한다 4) 석유공사는 기술자문위 검토 결과 등을 반영하여 1차공 시추계획을 마련하고, 시추 1개월 전까지 산업부에 승인 요청할 계획
조광제도 개편 방안	제도개선자문위원회	1) 조광료는 기업과 정부 간 적정하게 수익을 분배할 수 있도록 요율을 현행 생산량 기준 부과방식에서 향후 기업의 수익성에 비례하여 부과하도록 개선 2) 고유가 시기에는 조광료 추가 부과(특별 조광료) 3) 생산 종료 이후 기업의 원상회복 의무를 감안하여 특정 시점부터 기업에게 매년 원상 회복 비용 적립 의무화 4) 구체적인 제도 개편 내용은 해저광물자원개발법 시행령 입법 예고를 통해 대외 공개
투자 유치 진행 상황 및 향후 계획	석유공사	1) 글로벌 메이저 기업을 대상으로 투자설명회 진행 중 2) 10월 중 자문사를 선정하여 투자 유치 전략을 수립, 본격적인 투자 유치 활동에 나설 계획
기타		
참석자	정부	산업부(장관 주재), 기재부, 해수부 등
	연구기관	한국지질자원연구원, 에너지경제연구원
	공기업	석유공사, 가스공사
	학회	대한자원환경지질학회, 한국자원공학회, 대한지질학회, 한국자원경제학회, 한국지구물리·물리탐사학회 등
	업계	포스코인터내셔널, SK어스온, GS에너지 등

자료: 산업자원통상부, 유진투자증권

Seadrill과 West Capella 드릴쉽 용선 계약

Seadrill과 West Capella 드릴쉽 용선 계약

Rig Name	Year in Service	Rig Type	Location	Customer	Start Date	End Date	Dayrate ($USD)	Notes
Drillships and Benign Semi-Submersibles (13)								
Sevan Louisiana	2013	Semi-Sub	US GOM	Walter Oil & Gas	**May-24**	**Aug-24**	**Undisclosed**	
Sonangol Libongos[1]	2019	Drillship	Angola	Undisclosed	Dec-20	May-25	Undisclosed	Managed by Seadrill through Sonadrill, 50:50 joint venture with Sonangol, so Seadrill earns daily management fee, not dayrate
Sonangol Quenguela[1]	2019	Drillship	Angola	TotalEnergies	Mar-22 May-24	May-24 Jun-25	214,500 310,500	Managed by Seadrill through Sonadrill, 50:50 joint venture with Sonangol, so Seadrill earns daily management fee, not dayrate
West Auriga	2013	Drillship	Brazil	Petrobras	**Dec-24**	**Dec-27**	Undisclosed	Total Contract Value (TCV) is ~$577MM, including mobilization and additional services
West Carina	2015	Drillship	Brazil	Petrobras	Nov-22	Nov-25	**261,448**	Rate update reflects inflationary increase
West Capella	2008	Drillship	Indonesia S. Korea	Undisclosed Undisclosed	Jul-23 Dec-24	Aug-24 Jan-25	Undisclosed 545,000	Managed by third party through contract completion in Aug-24
West Gemini	2010	Drillship	Angola	TotalEnergies	Nov-22 Nov-24	Nov-24 May-25	284,800 404,800	Managed by Seadrill through Sonadrill, 50:50 joint venture with Sonangol, so Seadrill earns daily management fee, not dayrate
West Jupiter	2014	Drillship	Brazil	Petrobras	Dec-22	Nov-25	**261,897**	Rate update reflects inflationary increase
West Neptune	2014	Drillship	US GOM	LLOG	May-24 **Feb-25** Jul-25	**Feb-25** Jul-25 Jan-26	Undisclosed	Planned out-of-service period in **4Q24** for ~45 days Jul-25 contract has ~$86MM TCV, excluding additional services, for 180-day estimated duration
West Polaris	2008	Drillship	Brazil	Petrobras	**Dec-24**	**Dec-27**	Undisclosed	TCV is ~$518 million, including mobilization and additional services`



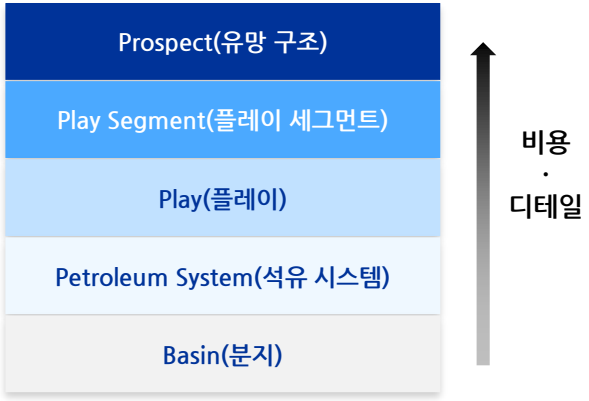
자료: Seadrill, 유진투자증권

탐사 피라미드 & 매장량 추정 방식

자원의 부존과 추정 방식

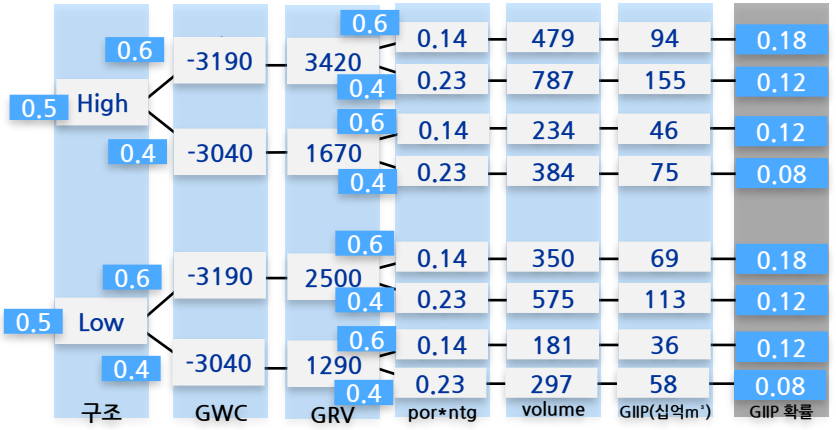
- 탄화수소 자원이 들어있을 퇴적 분지를 찾게 되면, 지질 조사를 통해 **석유 시스템**(탄화수소의 축적에 필수적인 지질학적 요소와 과정, 근원암, 저류암, 덮개암, 트랩 등의 조건과 이동, 트랩형성 가능성이 있는 지역)의 존재가능성을 평가. 이후, 순차적으로 **플레이**(Play, 4가지 조건과 상업적 생산 가능성을 확인할 수 있는 지층), **플레이 세그먼트**(Play segment, 같은 성공확률PoS과 지질학적 특징을 공유하는 필드), **잠재 구조**(Lead, 트랩 형성 가능성이 있으나 아직 확인되지 않은 구역), **유망 구조**(Prospect, 플레이 내 트랩형성이 확인된 구역)를 찾아나가게 됨
- 매장량(Reserves)와 자원량(Resources)은 불확실하기 때문에, E&P 업체들은 리스크를 줄이기 위해 매장량을 확률적으로 추정. 매장량을 추정하는 방식은 **1) 결정론적 방법(Deterministic method), 2) 시나리오 접근법(Scenario method), 3) 확률적 추정 방식(Probabilistic method)**이 있음. 결정론적 방법은 매개변수에 대한 단일 값을 설정하기 때문에 많이 사용되지 않음. 많은 기관들은 시나리오 접근법과 확률적 추정 방식을 사용 중

탐사 피라미드



자료: Royal Dutch Shell, 유진투자증권

시나리오 접근법(수형도)



자료: Society of Petroleum Engineers(2011), 유진투자증권
주: 각 요소들은 독립적, GRV= Gross Rock Volume, GWC=Gas/Water Contact, GIIP = 가스의 원시 부존량. 발견 원시 부존량 중 상업적 생산 가능한 부분을 매장량(Reserves)라 칭함

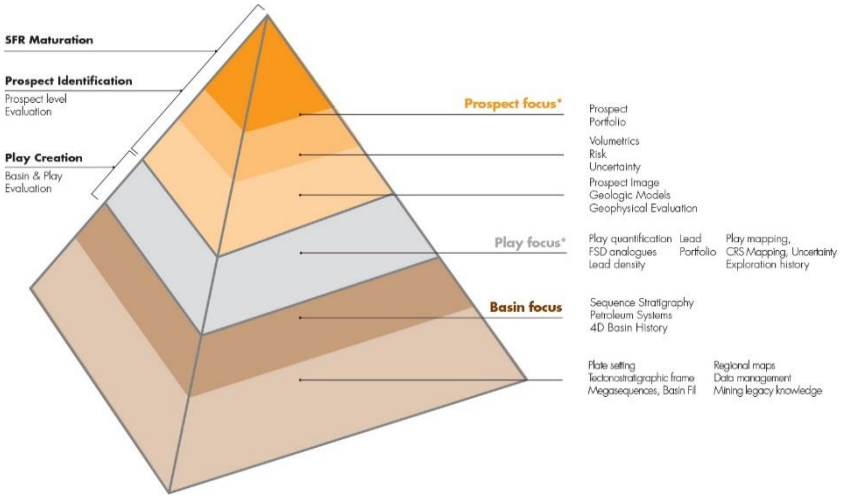
탐사 피라미드 & 매장량 추정 방식

분지, 시스템, 플레이, 유망구조 탐사

구분	퇴적 분지 (Sedimentary Basin)	석유 시스템 (Petroleum System)	플레이 (Play)	유망 구조 (Prospect)
탐사 대상	퇴적암	석유	트랩들	트랩
경제성 여부 조사	불필요	불필요	필요	필요
지질학적 시간	퇴적의 기간	지층의 변화	현재 지층 구조	현재 지층 구조
존재 여부 판단	절대적	절대적	조건부	조건부
비용	매우 적음	적음	많음	매우 많음
분석 범위/모델링	분지	시스템	플레이	유망 구조

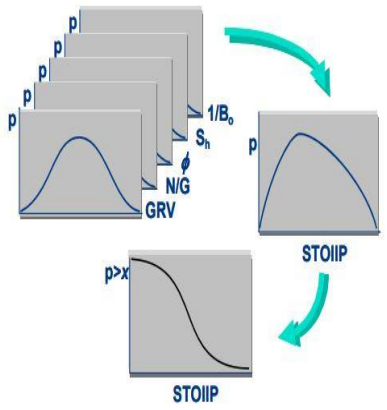
자료: Magoon and Beaumont(1994), 유진투자증권

단계적 탐사 방식



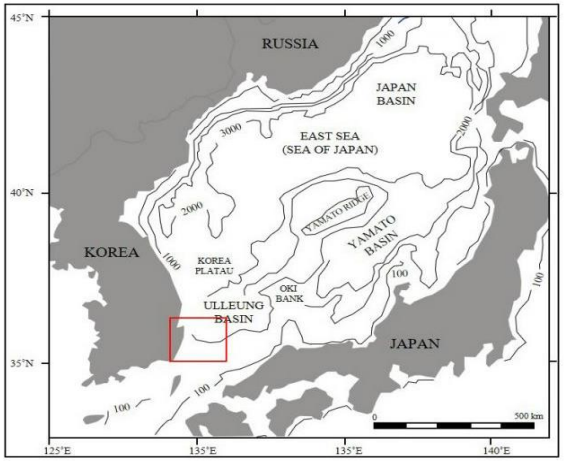
자료: Royal Dutch Shell, 유진투자증권

확률적 추정 방식(몬테카를로 방법 사용)



자료: Society of Petroleum Engineers(2011), 유진투자증권

울릉 분지 위치



자료: 최예슬 외(2021), 유진투자증권

한국 울릉 분지의 순차 층서

그룹	지질학적 시기	암석
D 층군	후기 마이오세~ 현생 시기	천해성 사암과 이암
K 층군	중기~ 후기 마이오세 시기	천해성 이암과 사암
N 층군	전기~ 중기 마이오세 시기	반원양성 이암 및 저탁류 사암 퇴적층
X 층군	고제2기~ 전기 마이오세기	비해성 또는 연안 퇴적층

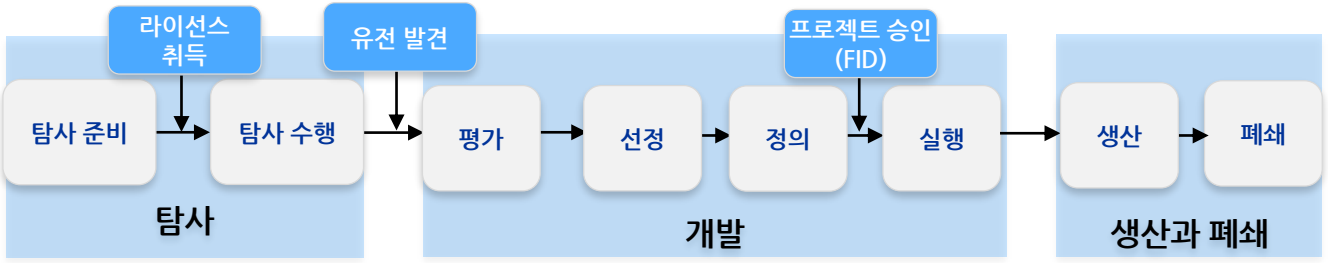
자료: 최예슬 외(2021), 유진투자증권
주: 울릉분지는 신생대 퇴적층이 8~10km 쌓여있으며 기반암은 해저면 10km 하부에 존재

유전 생애 주기와 참여자

탐사 → 개발 → 생산 → 폐쇄

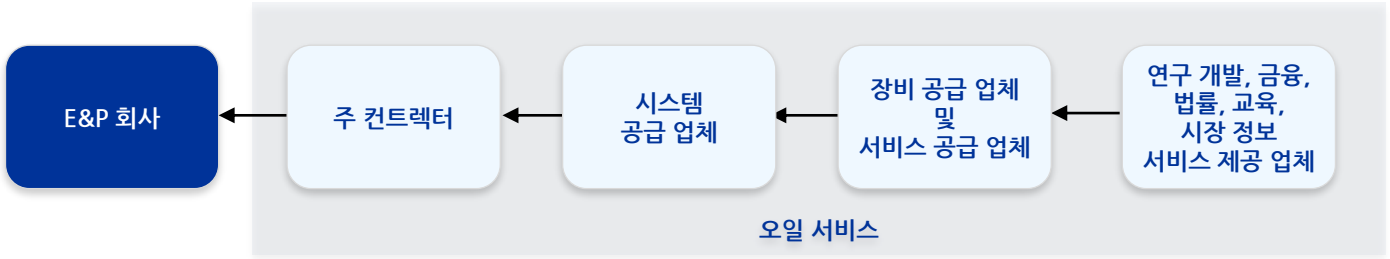
- 석유·가스 산업은 크게 상류(upstream), 중류(upstream), 하류(upstream)로 나뉘고 그 중 상류 부문은 E&P 산업임. **E&P 산업은 유전을 찾고 개발하여 석유·가스를 생산**. E&P 산업의 주요 참여자는 **석유 회사(IOC(international oil company), NOC(national oil company))**이며, 개발 과정에서 전반적인 프로젝트를 책임을 지는 **주 컨트랙터, 시스템 공급업체, 장비 및 서비스 제공업체들**이 있음

유전 생애 주기



자료: 안병무/정우송(2018), 유진투자증권

E&P 산업 밸류체인



자료: 안병무/정우송(2018), 유진투자증권

Offshore Oil & Gas의 단계와 업체

석유·가스 탐사, 개발 단계의 주요 Players

단계		탐사	기획	실행	생산	폐쇄
E&P 업체		■	■	■	■	■
주 컨트렉터	해양 탄성파 탐사 업체	■	■	■	■	
	해양 시추 업체	■	■	■	■	■
	유정 서비스 업체	■	■	■	■	■
	저류층 서비스 업체		■	■		
	엔지니어링 업체			EPC		
	제작/건조 업체			EPC		
	해양 건설 업체				■	
	FPSO 리스 업체				■	
	MMO 업체				■	
	해양 작업 지원선 업체		■	■	■	■

분야	주요 회사
IOC(international oil company; 메이저)	Exxon Mobil, Shell, BP, Chevron, ConocoPhillips, Total, Eni
NOC(national oil company; 국영석유회사)	ARAMCO, GAZPROM, CNPC, NIOC, PDVSA, Petronas, Petrobras, Statoil
해양 탄성파 탐사(offshore seismic survey)	WesternGeco(Schlumberger), Viridien, TGS
해양 시추(offshore drilling)	Transocean, Seadrill, Valaris, Saipem, Noble Corporation
유정 서비스(oil service)	Schlumberger, Baker Hughes, Halliburton, Weatherford, China Oilfield Services Limited, Superior Energy Services
저류층 서비스(reservior service)	Schlumberger, Computer Modelling Group, Petex
엔지니어링(engineering)	Technip, KBR, Aker Solutions, CB&I, Wood group, Worley
제작(fabrication)	Mcdermott, Seatrium, 삼성중공업, 현대중공업, 한화오션
해양 건설(offshore construction)	Technip, Saipem, Subsea7
FPSO 임대(FPSO lease)	SBM Offshore, MODEC, BW Offshore, Altera Infrastructure
MMO(maintenance modification & operation)	Aker Solutions, Aibel, Wood group, Petrofac, Worley
해양 작업 지원선(offshore support vessel)	Solstad, Bourbon offshore, Rem offshore, Seacor marine, Tidewater
시추 시스템 공급 업체(drilling system)	NOV, Aker Solutions, Schlumberger(Cameron)
서브씨 시스템 공급업체(subsea system supplier)	Technip, Aker Solutions, OneSubsea

자료: 안병무/정우송(2018), 유진투자증권

자원 개발 계약의 세 가지 유형

양허계약, 생산물분배계약, 서비스제공계약

- 석유·가스 개발은 크게 **양허계약, 생산물분배협정, 서비스제공계약**으로 나뉘고, 이는 생산된 석유·가스의 소유권과 개발 주도권이 개발회사 또는 자원보유국 중 어떤 주체에 부여되어 있느냐에 따라 다름
- 석유·가스 개발 초기(1900년대 초중반~1970년대 초)에는 자원보유국(중동)에 기술이 없었음. 오일 메이저들은 자원보유국에 **석유개발권을 양허(Concession) 계약을 통해 석유자원에 대한 배타적 소유권과 처분 권리를 취득**. 초기 양허계약은 1) 초장기(평균 80년), 2) 개발권 반환(Relinquishment) 약정 없음, 3) 75센트/톤 또는 8센트/배럴와 같이 고정비율 방식의 낮은 로열티, 4) 오일메이저들에 의한 독자적 운영의 형태
- 오일 메이저들에 대한 자원보유국의 반발과 UN의 자원주권에 대한 결의(1962년)로 인해 자원보유국들이 석유자원을 국유화하는 경우가 많아졌고, 이에 따라 자원보유국의 국영석유회사들이 생겼고 **현대적 양허계약, 생산분배계약, 서비스제공계약이 등장**함

자원 개발 계약 유형

	양허계약 (Concession Agreement)	생산물분배계약 (Product Sharing Agreement)	서비스제공계약 (Service Contract)
개념	Royalty/Tax 정부는 땅만 제공, 법으로 조건 규정	Cost Recovery 국영회사의 공동참여 및 협의	Service Fee 생산 단계 참여
특징	▪ 사업자에게 독점적 탐사권(탐사면허), 개발/생산권 부여 ▪ 자원 생산 전까지 자원은 국가 귀속 ▪ 계약 체결 후 생산물에 대해선 소유권 보장 ▪ 추출 이후부터 국가가 로열티 지급 받음	▪ 사업자가 투자유치국 소유인 자원에 대한 개발생산 관련 비용/위험 감수 ▪ 생산물을 투자유치국과 사업자간 생산물분배 계약 상 정해진 비율에 따라 분배	▪ 탐사, 생산, 수송, 정제, 판매의 모든 단계 통제권이 자원 보유국/국영회사에 귀속 ▪ 계약자는 탐사, 개발, 생산 등 투자비 전액 부담 후 현금 또는 현물을 Service Fee로 받음 ▪ 개발회사는 투자자가 아니라 서비스 제공자의 지위
생산물 소유권	계약자	국가	국가
생산시설소유권	계약자	국가	국가
정부몫	Royalty+세금(법인세, 초과이익세)	투자회수(Cost Recovery) + 이익분배(Profit) + 세금	총판매수익-(계약자몫)
계약자몫	정부 몫을 제외한 나머지	투자회수 + 이익분배	계약자 자비 + Service Fee
계약자 수익성	좋음	보통	나쁨
정부/관리통제	약함	직접적인 통제 및 참여, 정부 지분 참여	강한 통제 및 참여
정부의 경제적 위험	없음	약간 있음	중간(유가변동-판매수입)

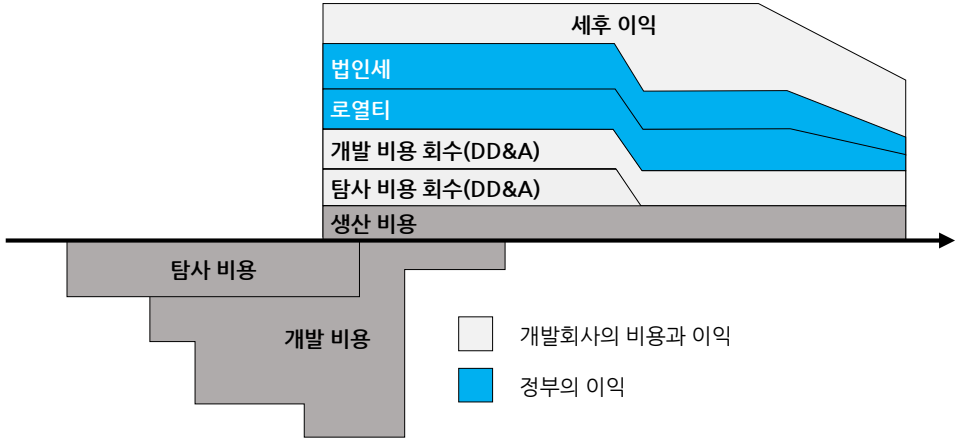
자료: 한국석유공사, 김서영(2015) "에너지자원개발 및 거래의 법적 쟁점에 대한 고찰", 유진투자증권

현대적 양허계약

Modern Concession agreement

- 현대적 양허계약은 다소 약탈적이었던 전통적 양허계약에서 벗어났지만 **석유·가스 탐사, 개발, 판매 및 수출할 수 있는 권리를 개발회사에 부여하고 있음**. 개발 회사는 허가(License)를 받기 위해 입찰을 진행(보너스, 수수료 등)함. 양허계약 하에서 개발회사(IOC)와 와 JV를 구성할 수 있는데, 지분에 따라 석유·가스 개발에 대한 이익과 비용을 공유 가능. 양허계약은 가장 일반적인 계약이며, 쿠웨이트, 수단, 앙골라 및 에콰도르 등에서 사용. 자원개발국은 이 계약을 통해 **로열티와 이윤세를 얻을 수 있음**
- **우리나라의 자원 개발은 양허계약이 근간이기 때문에, 석유·가스 개발 시 로열티와 세금 및 기타 부담금(보너스 등) 수취 가능**
- 현대적 양허계약의 특징으로는 1) 과거 대비 적은 면적(블록 단위) 계약, 2) 계약 주체는 국가 수장에서 국영석유회사로 변경, 3) 개발권의 반환 조항 추가, 4) 개발기간은 20~30년으로 한정, 5) 최소탐사의무를 부과해 지질-조사, 지진파, 탐사정 굴착 등을 의무로 정하거나 최소투자비용을 정해 두었고, 6) 자원보유국의 몫으로 로열티, 세금, 사용료, 보너스 등을 규정, 7) 자원보유국의 통제가 있음

양허계약의 매커니즘



자료: 유진투자증권

보너스의 종류

Signature bonus
계약 체결 시 지급되는 보너스
Discovery bonus
첫 발견 시 지급되는 보너스
Production bonus
생산이 일정 레벨에 도달하면 지급되는 보너스
메이저들은 생산 보너스 비선호
메이저들은 오히려 높은 소득세를 선호

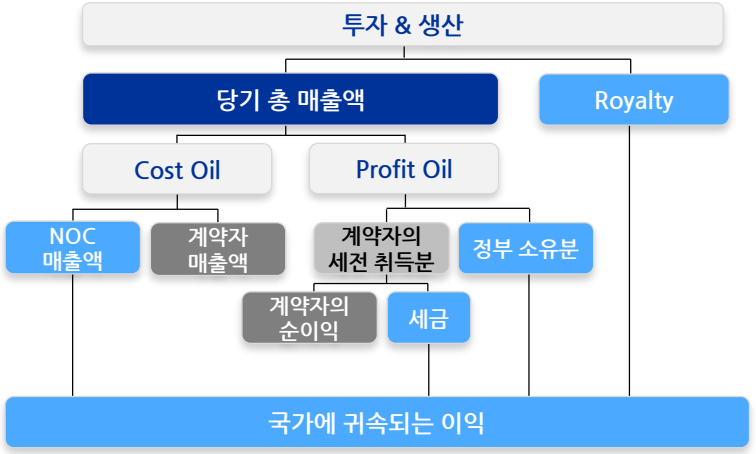
자료: 유진투자증권

생산물분배계약

Production-sharing agreement

- 생산물분배계약은 1966년 인도네시아에서 처음 시작. 개발도상국 석유·가스 개발에서 보편적인 계약. 생산물 분배계약에서는 자원의 소유권이 국가에 있음. 자원보유국은 자원 추출을 위해 외국 기업이 자원 개발을 관리 ·운영할 수 있도록 허용. 개발 기업(투자자)이 자체 비용으로 사업을 관리하기 때문에 **개발 기업은 석유·가스 개발이 성공할 경우 개발비를 석유로 보상받을 수 있는 권리(cost oil)와 석유로 이익을 분배 받을 수 있는 권리(profit oil)**를 갖게 됨
- 로열티, 개발회사-자원보유국 간 분배 비율, 세금, 보너스, 투자비 회수 비율은 **개발회사와 자원보유국 사이의 협상**에 의해 정해짐
- 생산물분배계약의 특징은 1) 국영석유회사가 배타적인 개발권을 개발회사에 부여, 2) 개발회사가 자원보유국의 통제 아래서 전적인 개발 비용과 위험 부담, 3) 개발 성공 시에도 모든 소유권은 자원보유국에 귀속되나 약정에 따라 일정 부분 취득 가능, 4) 이익 석유에 대해서는 과세 가능, 4) 석유 개발을 위해 설치한 장비와 시설은 투자비 회수 진행 속도에 따라 자원보유국에 귀속

생산물분배계약의 매커니즘



자료: 러시아중앙은행, 유진투자증권
주: Cost Oil은 운영 비용과 자본비용을 포함

보너스의 종류

Signature bonus
계약 체결 시 지급되는 보너스
Discovery bonus
첫 발견 시 지급되는 보너스
Production bonus
생산이 일정 레벨에 도달하면 지급되는 보너스
메이저들은 생산 보너스 비선호
메이저들은 오히려 높은 소득세를 선호

자료: 유진투자증권

서비스제공계약

Service contract

- 서비스제공계약은 석유·가스 탐사, 생산, 수송, 정제, 판매의 **모든 단계의 통제권이 자원보유국이나 국영석유회사에 귀속**되고 자원보유국은 기술적 노하우, 서비스, 시설을 제공받기 위해 개발회사와 계약. **개발회사는 투자자가 아니라 서비스제공자의 지위를 취득하는 일종의 하도급 계약**. 서비스 계약은 위험 서비스 계약(Risk Service Agreements: RSA), 순수 서비스 계약(Service Agreements), 기술 지원 계약(Technical Assistance Agreements)로 분류
- 위험 서비스 계약은 개발회사가 개발 구역의 탐사·평가를 제공하는 의무가 있고, 석유·가스 발견 시 굴착 및 생산을 해야 함. 해당 계약으로 **개발회사는 서비스료와 비용을 회수할 수 있는 현금이나 현물**을 받을 수 있음. 순수 서비스 계약은 개발회사에 탐사 및 생산 위험을 부과하지 않고, 상업적 발견과 **굴착에 관계 없이 서비스료를 받을 수 있음**. 기술 지원 계약은 개발·생산 중인 유가스전에 기술적인 도움이나 추가 설비를 도입해주고 **서비스료와 생산량이 일정 비율 이상으로 향상되면 초과분 수취** 가능

서비스제공계약의 분류

	순수 서비스 계약 (Service Agreements)	위험 서비스 계약 (Risk Service Agreements)	기술 지원 계약 (Technical Assistance Agreements)
계약 주체	개발권을 가진 국영석유회사-개발회사	개발권을 가진 국영석유회사-개발회사	개발권을 가진 국영석유회사-개발회사
계약 내용	▪ 개발회사가 기술적 노하우, 서비스 및 시설을 제공 ▪ 개발회사에 탐사 및 생산 위험 부과 x ▪ 상업적 발견이나 건공에 관계 없이 비용 지불	▪ 개발회사가 개발구역의 전부 또는 일부에 대한 탐사와 평가에 대한 역무 제공하는 의무 ▪ 석유/가스 발견되고 상업성이 인정되는 경우 생산을 시작해야 하는 의무 ▪ 경우에 따라 추가적인 유정을 굴착해야 함	▪ 개발회사가 유전 생산 프로필을 기반으로 수수료를 받음 ▪ 재개발, 주요 복구작업, 석유 자원 회수 향상 수행 ▪ 석유 자원 회수 향상
개발 회사 취득분	▪ 서비스 제공 자체에 대한 대가인 서비스료(Service fee)	▪ 서비스 제공 자체에 대한 대가인 서비스료(Service fee) ▪ 서비스 제공과 관련된 비용에 대한 회수(Reimbursement)	▪ 서비스 제공 자체에 대한 대가인 서비스료(Service fee) ▪ 생산량이 정상 속도 이상으로 향상되면 초과분은 개발회사에 귀속되거나 국영석유회사와 공유 가능 ▪ 생산량이 합의된 비율 이하로 감소 시 모든 생산량을 국영석유회사가 가져 감
기타	-	▪ 서비스료 결정 방식: 총액 결정, 생산 배럴당 일정 금액 ▪ Buy-Back: 서비스료를 현금으로 지급받지 않고 생산물 일부 취득 가능	-

자료: 류권홍(2014), 산업 자료, 유진투자증권

韓: 〈광업법〉, 〈해저광물자원 개발법〉

한국 자원 개발 규정: 〈광업법〉, 〈해저광물자원 개발법〉

- 우리나라는 〈광업법〉과 〈해저광물자원 개발법〉을 통해 자원 개발 관리 중. **토지의 소유와는 별개로, "국가"가 채굴되지 않은 광물에 대해 채굴하고 취득할 권리를 부여**하고 있기 때문에 **광물의 소유는 원천적으로 국가가 가지고, 채굴권의 설정 없이는 채굴이 불가능**함
- 〈광업법〉의 "광물" 로는 금속광물(금광, 은광, 동광, 아연광 등)과 비금속광물(석회석, 규석 등), **석유(천연피치 및 가연성 천연가스 포함)**가 규정되어 있음. **석유에 대한 광업권/해저광업권은 정부만이 가질 수 있으며, 석유 채굴/취득을 위해서는 산업통상자원부장관이 석유에 관한 광업권 등록 필요**
- 석유 개발과 이용은 〈해저광물자원 개발법〉에 상세히 규정되어 있는데, 해당 법안은 1970년 국내 대륙붕 개발과 관련하여 외국 석유 자본과 협약의 근거를 마련하기 위해 제정된 법률이며 현재 이슈가 되고 있는 동해 해저 가스전 개발의 규정이 됨
- **광업권의 종류는 1) 탐사권, 2) 채굴권**으로 분류. 조광권은 채굴권자와의 계약을 통해 얻는 권리이며 광물에 대한 탐사, 채취, 취득권을 가질 수 있음

〈광업법〉과 〈해저광물자원 개발법〉의 주요 개념과 내용

법안	주요 개념	내용
광업법	**광업권**	광업권의 종류는 1) 탐사권, 2) 채굴권의 두 종류. 광업권은 물권
	탐사권	등록을 한 일정한 토지의 구역(광구)에서 등록을 한 광물과 이와 같은 광상에 묻혀 있는 다른 광물을 탐사하는 권리. 존속기간은 7년을 넘을 수 없음
	채굴권	광구에서 등록을 한 광물과 이와 같은 광상에 묻혀 있는 다른 광물을 채굴하고 취득하는 권리. 존속기간은 20년을 넘을 수 없으나 존속기간이 끝나기 전에 연장 가능
	조광권	설정행위에 의하여 타인의 광구에서 채굴권의 목적이 되어 있는 광물을 채굴하고 취득하는 권리. 조광권의 설정은 채굴권자와 조광권자가 되려는 자 사이의 서면에 의한 조광권 설정 계약에 의함
	외국인 권리 능력	1) 해당 국가에서 대한민국 국민에 대해 동일한 조건으로 광업권 갖는 것을 인정하는 경우, 2) 대한민국이 외국인 광업권 인정 시 해당 국가에서도 동일한 조건으로 광업권 갖는 것을 인정하는 경우, 3) 조약 및 이에 준하는 것에서 광업권을 갖는 것을 인정하는 경우 에만 외국인은 광업권을 가질 수 있음
해저 광물자원 개발법	**해저광업권**	해저광물개발구역에 등록한 일정한 해저의 구역(해저광구)에서 해저광물을 탐사·채취 및 취득하는 권리. 국가만 가질 수 있음
	해저조광권	해저조광권은 1) 탐사권, 2) 채취권의 두 종류. 설정행위에 의하여 국가 소유인 해저광구에서 해저광물을 탐사·채취 및 취득하는 권리
	해저조광구	해저광구 중 해저조광권이 설정된 구역
	해저조광권자의 자격	해저조광권은 법인만 향유
	조광료	해저조광권자는 해저조광구에서 해저광물을 채취하였을 때에는 조광료를 산업자원통상부장관에게 내야 함. 조광료는 매 분기 원화 또는 미화로 납부해야 하며, 현물 납부도 가능

자료: 〈광업법〉, 〈해저광물자원 개발법〉, 유진투자증권

韓: <해저광물자원 개발법 시행령>

석유 조광료의 부과기준

- 우리나라는 <광업법>과 <해저광물자원 개발법>에서 볼 수 있듯, 석유·가스 생산과 관련하여 양허계약 구조를 가지고 있음. 로열티와 세금을 부과하고 그외 기타 부담금(로열티 등)은 <해저광물자원개발법> 제16조와 <해저광물자원개발법 시행령> 제7조2호를 통해 부과 가능
- <해저광물자원 개발법> 제18조에 따라 **해저조광권자가 석유나 천연가스를 채취하였을 때에는 조광료를 납부**해 자원부장관은 조광료의 전부 또는 일부를 현물로 납부하게 할 수 있음. **원유와 천연가스에 대한 조광료 부과요율은 매분기별 1일 평균생산량에 따라 3~12% 사이.** 조광료 산정방법은 생산한 원유 또는 천연가스의 판매가액에 매분기별 1일 평균생산량을 기준으로 한 조광료 부과요율을 곱하여 산출
- **현행 법 상으로 매출액의 최대 12%까지 부과 가능하며 법인세율은 사업연도 소득에 따라 변동 있으나 20% 수준이며, 기타 보너스 등은 채취권 설정에 따라 조건 부과 가능**함

조광료 부과요율

원유		천연가스	
생산량 (천배럴/일)	부과요율(%)	생산량 (백만㎥/일)	부과요율(%)
2 이상 ~ 5 미만	3	1 이상 ~ 3 미만	3
5 이상 ~ 10 미만	6	3 이상 ~ 6 미만	6
10 이상 ~ 30 미만	9	6 이상 ~ 11 미만	9
30 이상	12	11 이상	12

자료: <해저광물자원 개발법 시행령>, 유진투자증권

법인세 세율

2023년 이후	각사업연도 소득		
	과세표준	세율	누진공제
영리법인	2억 이하	9%	-
	2억 초과 200억 이하	19%	2,000만원
	200억 초과 3,000억 이하	21%	42,000만원
	3,000억 초과	24%	942,000만원

자료: 국세청, 유진투자증권

韓: 현재 대륙붕 조광 계약 현황

국내 대륙붕 조광 계약 현황(2023.12.31. 기준)

대상광구	조광권	현재 등록면적 (㎢)	최초 등록면적 (㎢)	등록번호	조광기간	운영권자
6-1 중부 (동해-1)	채취권	157	157	등록 제24호	(당초) 2001.7.4. ~ 2021.7.3. (연장) 2021.7.4. ~ 2026.7.3.	한국석유공사
6-1 중부 (동해-2)	채취권	7.6	7.6	등록 제37호	(당초) 2016.4.15. ~ 2021.7.3. (연장) 2021.7.4. ~ 2026.7.3.	한국석유공사
1	탐사권	34,470	34,470	등록 제45호	2023.10.12. ~ 2031.10.11.	한국석유공사
2	탐사권	39,446	39,446	등록 제46호	2023.10.12. ~ 2031.10.11.	한국석유공사
3	탐사권	41,620	41,620	등록 제47호	2023.10.12. ~ 2031.10.11.	한국석유공사
4	탐사권	43,088	43,088	등록 제43호	2022.4.15. ~ 2030.4.14.	한국석유공사
5	탐사권	31,921	31,921	등록 제44호	2022.4.15. ~ 2030.4.14.	한국석유공사
6-1 중부 및 동부	탐사권	3,001.50	4,002	등록 제42호	2020.2.10. ~ 2030.2.9	한국석유공사
6-1 북부	탐사권	3,454	4,079	등록 제39호	2019.4.8. ~2029.4.7.	한국석유공사
8	탐사권	5,966	8,481	등록 제38호	2019.4.8. ~2029.4.7.	한국석유공사
JDZ 2소구	탐사권	13,372	13,372	등록 제40호	2020.1.2. ~ 2028.1.1.	한국석유공사
JDZ 4소구	탐사권	12,642	12,642	등록 제41호	2020.1.2. ~ 2028.1.1.	한국석유공사

자료: 한국석유공사, 유진투자증권

韓: 기존의 계약들은 어땠을까?

걸프, 쉘, 텍사코/쉐브런, 웬델 필립스 그리고 우드사이드까지

- 미 해군 해양연구소가 1968년 서해와 남해 등 한국 대륙붕에 두터운 제3기 퇴적층 분포가 되어있어 석유 및 가스 부존 가능성이 높다는 보고(에머리 보고서)를 하여 한국 정부는 1970년 <해저광물자원개발법>을 제정·공포 후, 7개 해저 광구 설정. Texaco, Gulf, Shell, KOAM(Korean-American Oil Company)가 조광권을 받아 탐사한 이력 있음
- 1969년 한국은 걸프와 <석유탐사 및 생산 협약서>, <석유탐사 및 생산에 관한 협약체결>을 통해 **탐사권 8년, 생산 기간 최대 40년, 최소 800만$를 투자 받기로 계약**함. 개발 초기에는 걸프가 주체가 되지만 추후 한국 정부 20%, 걸프 80%의 합작법인 설립하기로 함. 계약 시 정부는 **걸프로부터 Signature bonus 100만$을 받았었고, 개발 성공 후 생산량에 따라 보너스 설정**(日생산량 5만배럴 500만$, 10만배럴 1,000만$). 그 외, **로열티는 12.5%였고, 과세소득의 50%를 법인세로 납부하도록 규정**. 1970~71년 쉘, 쉐브런, 웬델필립스도 걸프와 유사. 다른 점은 **탐사와 개발 시 정부가 아닌 국내 민간자본 합작법인의 참여 가능하도록 규정**
- 2007년부터 2022년까지 한국석유공사(50%)와 호주 우드사이드(50%)는 동해 심해 8광구/6-1광구 북부지역의 공동 조광권을 취득/연장 지속. 2007년 체결된 조광 계약은 의무탐사기간 2년을 포함하여 3차까지 기간연장 가능 조건. **비용은 2,000만달러까지 우드사이드가 전액 부담, 초과분은 지분 비율에 따라 부담**

초기 외국사 별 대륙붕 탐사 및 투자 실적

구분	광구	탐사기간	탐사실적		투자비 (천달러)
			물리탐사 (L-km)	시추(공)	
걸프	2	1969~1973	6,741	2	7,292
	4	1969~1971	6,620	-	1,852
	소계		13,361	2	9,144
쉘	3	1969~1973	2,107	-	492
	6	1969~1971	10,523	3	17,047
	소계		12,630	3	17,539
텍사코	1	1970	1,051	-	359
	5	1970~1974	4,202	1	5,195
	JDZ 5	1979~1984	3,565	2	14,650
	소계		8,818	3	20,204
코암	7	1971~1974	9,587	-	4,098
	JDZ 7,8	1979~1985	6,419	4	48,339
	소계		16,006	4	52,437
합계			50,815	12	99,324

자료: 이용국(2005) "국내대륙붕 석유자원개발 활성화 방안", 유진투자증권

1967년 정일권 국무총리와 미국 걸프 석유 사장 접견 장면



자료: 유진투자증권

Global Oil & Gas Royalty rate

국가별 로열티 부과 현황

국가	Royalty Rate
UAE	▪ 계약에 따라 다름
나이지리아	▪ 내륙 20% ▪ 해상: 100m 내외 18.5%, 100~200m 내외 16.67% ▪ 심해: 201~500m 내외 12%, 501~800m 내외 8%, 800~1,000m 4%, 1,000m이상 0%
러시아	▪ 766루불/톤
루마니아	▪ 3.5~13.5%
리비아	▪ 16.67%
말레이시아	▪ 주정부 5%, 연방정부 5%
미국	▪ 내륙: 주정부 마다 다름. 연방정부는 12.5% ▪ 해양: 0~200m 12.5%, 200~400m 18.75%, 400m+ 18.75%
멕시코	▪ 유가 48$/배럴 미만일 경우 7.5%, 48$/배럴 이상일 경우 [(0.125x계약 가격)+1.5]%
베네수엘라	▪ 30%, JV의 경우 3.33% 추가
브라질	▪ 10~15%
사우디아라비아	▪ 계약에 따라 다름
아르헨티나	▪ 12%
알제리	▪ 05-07 법안 이전: 기본 20%이나 지역에 따라 10~16.25% ▪ 05-07 법안 이후: 일일생산량에 따라 5.5~20%
에콰도르	▪ 일일생산량에 따라 12.5~18.5%
우즈베키스탄	▪ 20%
인도	▪ 상업 생산 첫 7년 동안 내륙 12.5%, 천해 10%, 심해 5%. 이후 10%
중국	▪ 연간 생산량에 따라 0~12.5%
카자흐스탄	▪ 내수용과 수출용을 구분하여 2.5~18%
카타르	▪ 계약에 따라 다름
캐나다	▪ 연방정부: 1%에서 생산기간 18개월마다 1% 증가하여 최대 5% 또는 BEP 도달할 때까지 늘어나며, BEP 도달 시 순이익 30% 또는 총 매출 5% 중 더 큰 금액 ▪ 주정부: 생산량에 따라 달라지나 10~45%
콜롬비아	▪ 월간 일일생산량 평균에 따라 5~25%
쿠웨이트	▪ 15%
호주	▪ 10~12.5%

자료: 유진투자증권

02

오일메이저, 누가 들어올까?

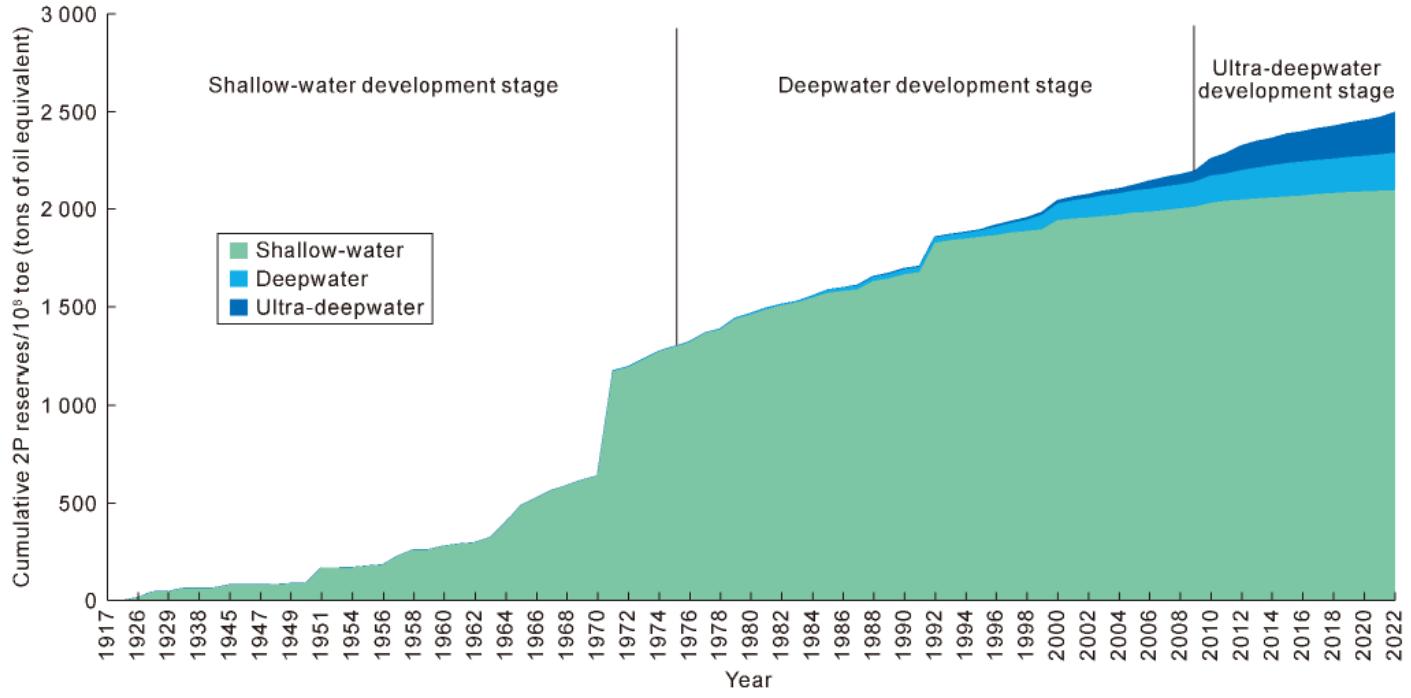
- 과거를 알면 미래가 보인다 -

세계 해상 석유 및 가스 탐사 동향

심해와 초심해가 차지하는 비중은 세계 매장량 발견량의 36%

- 해상 석유, 가스 탐사 사업은 천해(0~500m)에서 출발해 심해(500~1500m)와 초심해(1500m 이상)로 옮겨가고 있음
- 지난 10년간 발견된 신규 해상 석유, 가스 매장량은 세계 석유 및 가스 발견 매장량의 60%를 차지하며, 이 중 심해와 초심해는 62%, 심해와 초심해는 세계 유가스전 발견량의 37%의 비중을 보임
- 기술발전으로 인한 시추 비용 절감과 효율성 증가로 향후 탐사에서 주도적인 역할을 할 것으로 기대되며 비중은 더 높아질 것이라 판단

글로벌 해상 유/가스전 천해, 심해, 초심해 시추 규모



자료: 산업자료, 유진투자증권

시추업의 역사

천해 (1917년~1976년)

- 1917년 베네수엘라 마라카이보 호수에서 최초의 천해 유전인 카비마스 유전을 발견. 상기 유전의 수심은 4.6m이며, 원유 추출을 위해 나무로 된 시추 플랫폼을 건설. 이는 세계 최초의 고정식 해상 플랫폼으로 기록
- 1940년대 이전에는 해상 장비와 계측 기술이 발달하지 않아 나무 플랫폼과 인공섬을 조성. 이런 이유로 해상 작업은 주로 얕은 해상과 내륙 호수에서만 수행되었으며, 일반적으로 수심은 20m 미만이었음
- 1940~1960년대 말까지 **철강과 용접 기술의 발달로 미국과 멕시코만에서 수십 개의 석유, 가스전을 발견.** 그 후 잠수형 플랫폼, 잭업 플랫폼, 드릴십, 반잠수형 시추 장비와 같은 여러 기술이 발달함
- 1960년대 이후로는 북해, 페르시아만, 멕시코만, 아프리카 연안, 알래스카 북부, 흑해, 동남아시아 해안에서 해상 석유, 가스전 발견. 그러나 대부분 수심이 500m 미만인 해상 지역에서 수행됨

심해 (1977년~2009년)

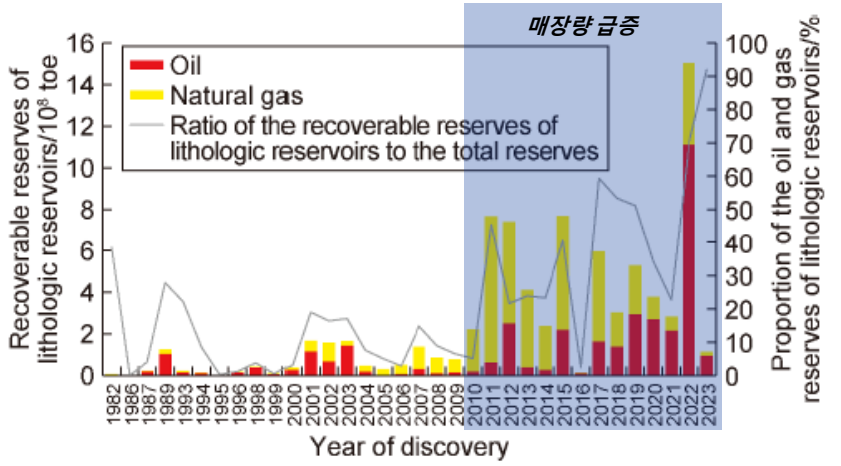
- 세계 최초의 심해 유가스전은 1968년 발견된 미시시피 캐년 블록 가스전이며 수심은 701m. 이후 브라질에서도 캄포스 분지 심해에서 다량의 석유, 가스를 발견. 이후 미국 멕시코만, 북해 뵈링, 브라질 캄포스, 호주 북서부, 아프리카 로어 콩고 분지가 심해 석유 및 가스 탐사의 핵심 지역이 됨
- 1970년대 층서학과 석유학계 이론의 발전, 1990년대의 심해퇴적학의 발전으로 심해 탐사를 위한 이론적 토대 마련
- **3D 지진 탐사 기술, 회전식/조종식 시추 시스템, 부유식 생산, 저장, 하역 시설, 4세대 반잠수식(Semi-submersible) 시추 장비, 텐션레그플랫폼(TLP)의 개발로 심해 석유, 가스 탐사의 급속한 진전을 위한 기술적 토대 마련**

시추업의 역사

초심해 (2010년 이후)

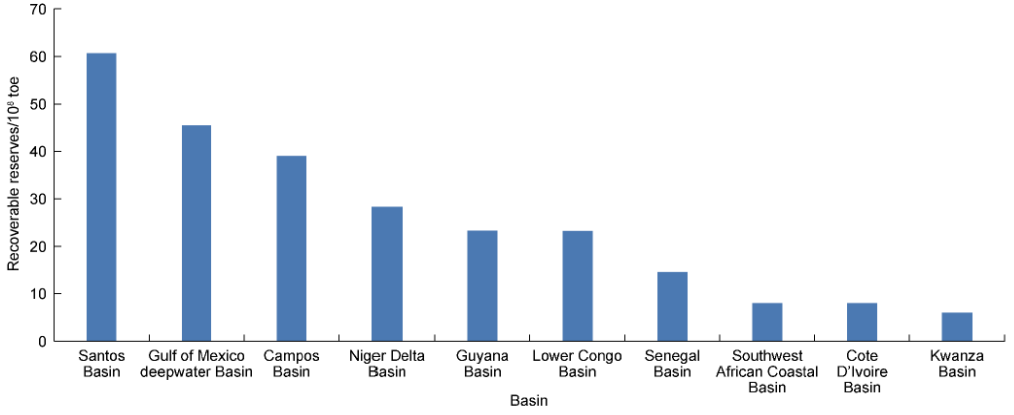
- 2010년대 이후 심해 지질 이론 발달과 Spars 타입 부유체 개발, 차세대 반잠수식 시추 장비, 드릴십, 지능형 심해 시추 플랫폼과 같은 해양 장비의 개발로 초심해 탐사가 크게 발달
- 현재 글로벌 초심해 석유, 가스 탐사는 주로 멕시코만, 서아프리카(나이저 델타 분지, 하부 콩고 분지, 콴자 분지, 코트디부아르 분지, 세네갈 강 분지 등), 브라질(캄포스 분지 등), 동아프리카 로부마 분지와 탄자니아 분지, 가이아나-수리남 분지, 노르웨이의 뵈링 분지, 동남아시아의 심해 지역, 남중국해(진주강 하구 분지와 치옹동난 분지), 동지중해의 레반트 분지, 나일 델타분지, 바렌츠해, 호주 북서부 대륙붕에 집중
- 초심해의 석유 및 가스 매장량은 지속적으로 증가하고 있으며 글로벌 탐사 업계에서 가장 중요한 분야로 떠오르고 있음

심해 유/가스전 매장량 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

세계 지역별 심해 광구별 매장량



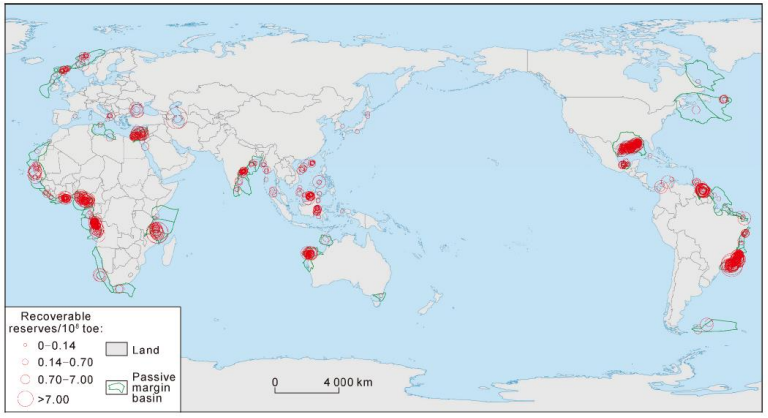
자료: 산업자료, 유진투자증권

심해 및 초심해에서의 글로벌 석유 및 가스 탐사 및 발견

수동형 대륙주변부(Passive continental margin)는 아프리카와 남미에 주로 분포

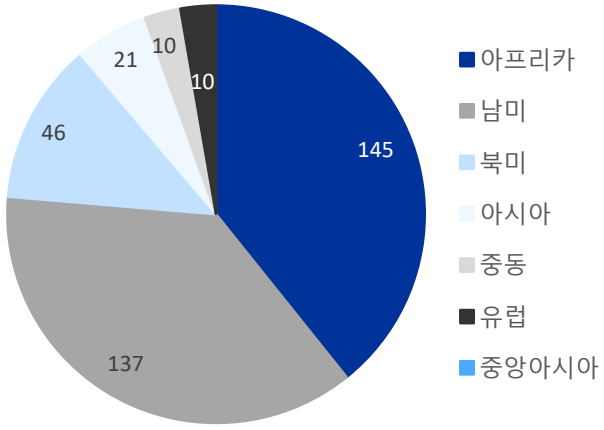
- 2023년말 기준, 글로벌 1,372개의 심해/초심해 석유, 가스전이 발견되었으며, 주로 멕시코만, 대서양 동부 및 서부 해안, 동아프리카, 북아프리카, 흑해, 남카스피해, 벵골만, 호주 대륙붕, 남중국해 등의 지역에 분포
- 수동형 대륙주변부는 총 130개이며 75%가 심해에 위치. 지금까지 수동적 한계 분지 심해에서 1,215개의 석유, 가스전이 발견되었으며 총 회수 가능 매장량은 370억toe로, 심해 석유, 가스 매장량의 91%를 차지
- 수동적 대륙주변부 매장량은 다양한 지역에 매우 불균형하게 분포되어 있으며(주로 아프리카, 남미 동부에 위치), 한국의 울릉분지도 수동형 한계 분지로 분류

지도로 보는 수동형 대륙주변부의 위치: 붉은색이 수동형 마진



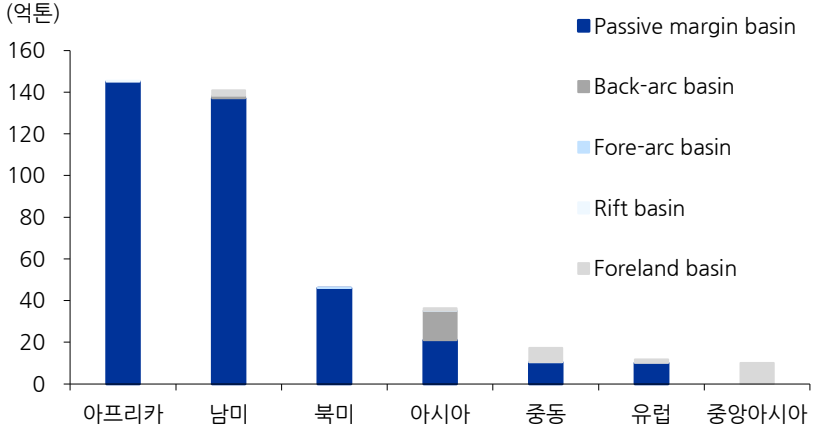
자료: 산업자료, 유진투자증권

지역별 수동형 마진과 매장량(1)



자료: 산업자료, 유진투자증권

지역별 수동형 마진과 매장량(2)



자료: 산업자료, 유진투자증권

세계 심해 해상 석유 및 가스 탐사 동향

세계 초심해 대형 유전 매장량 순위

순위	유전명	연도	국가	분지	수심(m)	매장량
1	Libra	2010	Brazil	Santos	>2,000	1,187-1,910
2	Lula	2006	Brazil	Santos	2,126	974
3	Franco	2010	Brazil	Santos	>2,000	917
4	Julia	2007	USA	Gulf of Mexico	2,160	819
5	Mad dog	1988	USA	Gulf of Mexico	1,342	546
6	Roncador	1996	Brazil	Campos	1,900	433
7	Marlim Sul	1987	Brazil	Campos	1,912	424
8	Marlim	1985	Brazil	Campos	853	393
9	Iara	2008	Brazil	Santos	2,230	322
10	Jupiter	2008	Brazil	Santos	2,187	304
11	Sapinhoa	2008	Brazil	Santos	2,153	286
12	Jubarte	2001	Brazil	Campos	1,245	288
13	Stones	2005	USA	Gulf of Mexico	2,896	>273
14	Kizomba	1997	Angola	Lower Congo	1,349	273
15	Cernambi	2009	Brazil	Santos	Deepwater	266
16	6507/7/2 Heidrun	1985	Norway	Norway Sea	351	206
17	Carcara	2012	Brazil	Santos	Deepwater	191
18	Carioca	2007	Brazil	Santos	Deepwater	151
19	Albacora	1984	Brazil	Campos	1,000	138
20	Crazy Horse	1999	USA	Gulf of Mexico	1,800	136

자료: 유진투자증권

세계 심해 해상 석유 및 가스 탐사 동향

세계 초심해 대형 가스전 매장량 순위

순위	가스전명	연도	국가	분지	수심(m)	매장량
1	Shtokmanovskoye	1988	Russia	Barents Sea	330	3,200
2	Mamba	2012	Mozambique	Rovuma	1,690	1,558
3	Ludlovskoye	1990	Russia	Barents Sea	300	1,500
4	Prosperidade	2010	Mozambique	Rovuma	1,548	731
5	Zohr	2015	Egypt	Nile Delta	>2,000	629
6	Leviathan	2010	Israel	Levant	1,634	602
7	Jansz	2000	Australia	North Carnarvon	1,321	566
8	Golfinho	2012	Mozambique	Rovuma	1,027	560
9	Greater Tortue Complex	2016	Senegal	Senegal	2,700	481
10	6506/12-1 Smorbukk	1996	Norway	Norway Sea	303	406
11	Torosa	1971	Australia	Browse	500	343
12	6305/5-1 Ormen Lange	1997	Norway	Norway Sea	857	315
13	Coral	2012	Mozambique	Rovuma	2,261	305
14	Tamar	2009	Israel	Levant	1,676	283
15	Abadi	2000	Indonesia	Arafura Sea	300-1,000	283
16	SNOHVIT-ALBATROSS	1982	Norway	Barents Sea	320	265
17	Daniel East and West	2016	Israel	Levant	Offshore	252
18	Poseidon 1	2009	Australia	Browse	Deepwater	242
19	Dhirubhai	2002	Bay of Bengal	Krishna-Godavari	2,000-3,000	198
20	Greater Sunrise	1975	Australia	Bonaparte	75-700	188

자료: 유진투자증권

심해 석유, 가스 매장량 발견으로 세계 매장량 증가 지속

오일메이저들의 대박 행진

- 2023년말 기준, 글로벌 오일 메이저들은 심해에서 누적 121개의 대형 석유, 가스전을 발견했으며, 이는 전체 해상 유가스전 수의 9%. 이러한 심해 전의 석유 및 가스 총 회수가능 매장량은 253억toe로, 전체 해상 석유 및 가스 매장량의 62%
- 1979년 엑손모빌은 카타르에서 나본 분지의 스카버러 가스전을 처음 발견했으며, 이후 1984년 페트로브라스는 브라질 캄포스 분지에서 첫 번째 대형 유전인 알바코라를 발견하고 이후에 7개의 대형 유가스전 연이어 발견
- 1995~2005년 사이에는 31개의 대형 유가스전 발견. 이 중 17개가 아프리카에 존재하며, 아프리카 중서부의 나이저 델타 분지와 중부 아프리카의 하부 콩고 분지에 주로 분포. 이후 2006년 Petrobras가 브라질 Santos 분지에서 Tupi 유전, 2007년 Kosmos Energy는 코트디부아르 분지에서 Jubillee 유전, 2009년 Nobel Energy는 Levant 분지에서 Tamar 가스전, 2012년 Equinor는 탄자니아 분지에서 Lavani 가스전, 2015년 Eni는 에라토스테네스 분지에서 Zohr 대형 가스전을 발견

지역별 유가스전 정보

지역		유가스전(수)	대형 유가스전(수)	탐사자원량 (억톤)	2P 매장량 (억톤)	개발 시기
Eastern and western coasts of the Atlantic		998	93	283	171	1984-2022
Indian Ocean periphery	East African waters	30	11	41	37	2010-2013
	Eastern periphery of the Indian Ocean	154	6	25	10	1971-2006
Arctic Ocean periphery		1		0.02		
Western Pacific Coast		112	2	14	2	1989, 2003
Remnant Tethys Ocean Basin		79	11	43	33	1999-2021

자료: 산업자료, 유진투자증권

오일메이저들은 석유, 가스가 발견되기 전 입찰로 탐사블록에 진입

대왕고래 가능성은 해외 기업 참여 여부로 확인 가능 전망

- 대부분의 오일메이저는 석유 및 가스가 발견되기 전 초기 단계에서 입찰을 통해 블록에 진입하고, 일부 회사는 발견 후 높은 가격으로 인수를 통해 탐사 블록에 진입. 심해 블록에 일찍 진입하면 석유 회사가 경쟁자에 비해 지배적인 이점을 얻고 나중에 탐사 위험을 헤지하기 위해 컨소시움을 형성할 수 있음
- Shell은 2009년에 가이아나에 있는 ExxonMobil의 Stabroek 블록에 진입했다가 2015년에 블록에서 나옴. 나중에 Hess Corporation과 CNOOC Nexen Petroleum Guyana Ltd가 새로운 파트너로서 블록에 진입하여 같은 해에 대규모 석유와 가스를 발견. 물론 이때도 ExxonMobil은 50%의 지분을 계속 유지함. 결국 사업 성공의 가능성을 누구도 알 수 없으며 기업의 성향에 따라 의사결정을 완료
- 이스라엘의 Leviathan 프로젝트는 운영자가 합병 및 인수를 통해 진입한 사례. Nobel Energy는 Leviathan 프로젝트에 일찍 진입하여 석유와 가스를 발견한 후, 프로젝트에 대한 지분을 매각하기 위해 적극적으로 노력. Chevron은 나중에 Nobel Energy 인수를 통해 프로젝트에 진입

오일메이저들의 프로젝트별 탐사 전략

프로젝트	회사	메인 오퍼레이터			파트너	
		발견전	발견후	FID후	발견전	발견후
Stabroke	ExxonMobil, CNOOC, Hess	ExxonMobil			CNOOC, Hess	
Gorgon	ExxonMobil		Chevron		ExxonMobil, Shell	
Block 58(수리남)	Apache	Total			Apache	
Leviathan	Nobel energy			Chevron	Ratio Energies, NewMed energy	
Abadi	Inpex	Inpex				Shell
Browse	Woodside, BP, Chevron, Shell	Woodside			Shell, BP	CNPC
Yakaar	BP, Kosmos energy	BP			Kosmos energy	
OML 118(Bonga Fields)	Shell, ExxonMobil, Eni, Total	Shell			ExxonMobil, Eni, Total	
OML 133(Ertha and Bosi)	ExxonMobil, Shell, BP	ExxonMobil			Shell	
Ormen Lange	Shell, Equinor, ExxonMobil, BP	Shell			Norway State DFI, Equinor	PGNiG, Eni

자료: 산업자료, 유진투자증권

오일메이저는 심해 탐사사업을 선제적으로 개발

오일메이저는 평균 30~50%의 지분 확보

- 1990년 이후 400m 이상 수심에서 시추된 탐사공의 50%는 7대 오일메이저가 직접 참여했으며, 38%는 오일메이저가 직접 메인 오퍼레이터 역할을 함. 탐사를 통해 발견된 회수 가능 매장량의 74%에 오일메이저가 관여하고 있으며 심해 석유 및 가스 발견의 35%는 직접 지분을 보유
- 또한 오일메이저는 E&P M&A에 매우 적극적이며 주요 입찰에 참여하는 것을 매우 중요하게 여김. 2018년부터 2022년까지의 기간 동안 오일메이저는 모두 멕시코만(미국), 브라질, 서아프리카와 같은 국가 및 지역에서 시작된 심해 석유 및 가스 프로젝트에 대한 입찰 활동에 참여
- BP는 미국에서 총 155개 블록의 지분을 인수했으며, ExxonMobil은 브라질에서 25개 블록 지분을, Shell은 브라질에서 23개 블록의 지분을 인수. 또한 Eni는 심해 석유, 가스 탐사에 특화된 회사이며, 이집트, 앙골라, 가나 등의 국가에서 탐사 자산 확보에 주력해 왔고, 멕시코만에서 다수의 심해 자산을 확보. Eni는 1999년 이집트 심해에 진출한 후 시행착오를 겪으며 Zohr 가스전을 포함한 여러 주요 발견을 이룸. 결국 오일메이저들은 단기가 아닌 장기적인 측면에서 입찰 라운드 참여를 중요시 여기고 있으며, 한국의 대왕고래도 가능성이 있다면 이와 다르지 않을 것이라고 판단

23.04 마감된 가이아나 입찰 동향: 대부분의 메이저가 참여

유전	컨소시엄
S8	ExxonMobil(미국)/Hess(미국)/CNOOC(중국)
S4	TotalEnergies(프랑스)/Qatar Energy(카타르)/Petronas(말레이시아)
D1	Delcorp Inc.(가이아나)/Watad Energy(사우디 아라비아)
S7	Liberty Petroleum(미국)/Cybele Energy(가나)
S10	International Group Investment(가이아나)/Montego Energy(영국)
S3, D2	SISPRO(가이아나)

자료: 산업자료, 유진투자증권

자원개발 프로젝트 매각 사례

연도	매수자	매도자	매각가 (백만$)	2P매장량 (백만배럴)	매장가치 ($/배럴)
2024	TotalEnergies	Sapura Energy Berhad	530	129	4.1
2022	Liberty Resources Acquisition Corp	Markmore	428	235	1.8
2019	Undisclosed Buyer	PT Medco Energy International	50	13	3.8
2019	PT Medco Energi Internasional Tbk	Ophir Energy	602	70	8.5
2018	Xinjiang Xintai Natural Gas Co Ltd	AAG Energy Limited	272	103	2.6
2018	Lone Star Funds	Sino Gas & Energy Holdings Ltd	383	96	4.0
평균	-	-	377	108	4.2

자료: 산업자료, 유진투자증권

먼저 진입하는 메이저가 유리한 업계 관행

투자를 주저할 이유가 없다

- 오일메이저는 각자 탐사 지역에서 각자의 강점을 가지고 있음. 예를 들어, Shell과 BP는 멕시코만의 경험과 노하우를 보유. Chevron은 호주, Eni와 Total은 아프리카에서 강점을 보유. 경쟁 우위가 없는 심해 지역에서는 일반적으로 현지 국영 회사의 관행을 따르면서 적극적으로 협력. **최근 몇 년 동안 오일메이저들은 브라질 해역에서 자산을 인수하고 인수한 대부분의 탐사 블록에서 Petrobras와 협력 → 국영기업의 참여는 필수**
- 오일메이저는 일반적으로 협상, 입찰, 지분 참여와 같은 여러 수단을 통해 일괄적으로 탐사 블록을 인수. 입찰은 탐사 블록에 진입하는 주요 수단이며, 입찰을 통해 진입한 블록이 60%를 차지. 오일메이저들은 매장량의 52%(평균)를 타회사와 협력하여 지분 확보. 메인 오퍼레이터가 되더라도 절반의 지분은 위험 헤지를 위해 분산
- **블록에 유연하게 진입하고 나가는 것은 국제 석유 회사가 국경 간 탐사 활동을 수행하기 위해 채택한 일반적인 관행.** 탐사 블록을 확보한 후 탐사 결과가 예상만큼 좋지 않으면 적절한 시기에 블록에서 엑시트. 지질학적 이해와 탐사 및 개발 기술에서 획기적인 진전이 이루어진 후, **나간 블록에 다시 진입한 사례들이 있으며 엑손모빌의 가이아나 재진입, Eni의 코트디부아르 분지 재진입은 이러한 관행의 좋은 사례**

가이아나 유전 지분 변화: 자원개발 Farm in, out은 유연하게 진행

유전	탐사 권리 지분
Corentyne	1998년 8월, CGX Energy가 시추 권리 100% 취득 2017년말, CGX는 권익 25%를 정부에 반환
Stabroek	1999년 6월 ExxonMobil이 시추 권리 100% 획득 ExxonMobil 45%, Hess 30%, CNOOC Nexen petroleum Guyana 25%
Demerara	2001년 CGX Energy가 시추 권리 100% 획득 2017년말 CGX는 25%를 정부에 반환
Kanuku	2013년 Repsol이 광구 라이선스 취득, 7월 Tullow Oil이 30% 를 취득 RWE Dea가 30%를 얻었지만 철수. 2018년, Total이 25%의 권리 획득
Kaieteur (Block B)	2014년 Ratio Oil Exploration이 100% 권리 획득 2016년 ExxonMobil이 50%로 Farm in 2018년 Hess가 ExxonMobil의 15% 권리를 획득
Canje	JHI, Mid-Atlantic Oil & Gas가 2015년에 권리 취득 2016년, ExxonMobil이 35%로 Farm in 2018년 2월, Total은 35%의 권리를 획득

자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - Overview

지역별 주요 분지의 위치



자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - 북미

미국 초심해 유가스전

유가스전	연도	국가	블록	수심(m)	매장량(백만톤)
Julia	2007	USA	WR627	2,195	819
Mad dog	1988	USA	GC782	1,550	545
Stones	2005	USA	WR508	2,896	273
Crazy Horse	1999	USA	Boarshcad	1,800	136
Kaskida	2006	USA	KC	1,798	100
Mars	1989	USA	MC763	896	98
Hadrian	2011	USA	KC	2,133	95
Tiber	2009	USA	KC102	1,295	89
Atlantis	1998	USA	GC700	2,026	82
Tahiti	2002	USA	GC596 640 and 641	1,321	68
Silvertip	2004	USA	AC	2,827	68
Thunder Horse North	2001	USA	MC822	1,735	70
Jack	2004	USA	WR759	2,133	70
Knotty Head	2005	USA	GC512	1,005	48
North platte	2012	USA	GB959	1,340	80
Shenandoah 2	2013	USA	WR51	1,768	68
Shenzi	2002	USA	GC609 653 and 654	1,311	48-55
Stampede	2006	USA	GC512	1,064	48
Appomattox	2010	USA	MC392	2,212	45
Lucius	2009	USA	KC875	2,160	41

자료: 산업자료, 유진투자증권

캐나다 초심해 유가스전

유전	연도	분지	수심(m)	매장량(백만톤)
Mizzen	2010	Flemish Pass	1,100	석유 14-27
Harpoon	2012/6/20		1,100	석유 15
Bay du Nord	2013/6/29		1,100	석유 68

자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - 남미

브라질 초심해 유가스전

유가스전	분지	연도	수심 (m)	석유 매장량 (백만톤)	가스 매장량 (십억m^3)	총 매장량 (백만톤)
Libra	Santos	2010	>2,000			
Lula	Santos	2006	2,126	835	173	974
Franco	Santos	2010	>2,000	742	218	917
Roncador	Campos	1996	1,900		46	
Marlim Sul	Campos	1987	1,912		38	
Marlim	Campos	1985	853		34	
Iara	Santos	2008	2,230	271	63	322
Jupiter	Santos	2008	2,187	255	61	304
Sapinhoa	Santos	2008	2,153	252	43	286
Jubarte	Campos	2001	1,245		61	
Cernambi	Santos	2009	Deepwater	209	71	266
Carara	Santos	2012	Offshore			
Carioca	Santos	2007	Deepwater	136	18	151
Corcovado	Santos	2009	800	33	139	145
Albacora	Campos	1984	1,000		23	
Mexilhao	Santos	2001	529		138	
Golfinho	Espirito Santos	2003	1200-1300		14	
1-PAODEACUCAR-RJS	Campos	2012	Deepwater	75	63	126
4-SPS-086B-SPS	Campos	2012	Deepwater	102	21	119
Barracuda	Campos	1985	1,160		9	

자료: 산업자료, 유진투자증권

가이아나 초심해 유가스전

유가스전	시기	국가	분지	수심(m)	매장량
Zaedyus-1	2011/09/09	French Guyana	Guyana-Suriname	2,048	석유 1.3억톤, 85m 유층 발견
Zaedyus-2	2012/12/04			1,894	
Liza-1	2015/05/20	Guyana	Guyana-Suriname	1,743	석유 1~1.9억톤
Liza-2	2016/07/04			1,740	

자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - 아프리카

서아프리카 초심해 유가스전

유가스전	연도	국가	분지	수심(m)	매장량
Kizomba	1998	Angola	Congo	1,349	석유 273백만톤
Greater Tortue Complex	2016	Senegal	Senegal	2,700	가스 481십억m^3
FAN	2014	Senegal	Senegal	1,433	가스 34-341백만톤
Dalia	1997	Angola Lower	Congo	1,200-1,500	석유 136백만톤
Agbami	1998	Nigeria	Niger Delta	1,463	석유 136백만톤
Lontra	2013	Angola	Kwanza	1,319	석유, 가스 123백만톤
Akpo	2000	Nigeria	Niger Delta	1,100-1,700	컨덴세이트 85백만톤, 가스 28십억m^3
OCTP Project	2015	Ghana	Tano	600-1,000	가스 43십억m^3, 석유 68백만톤
Great Plutonio	1999	Angola	Kwanza	1,200-1,500	석유 102백만톤
Orca	2014	Angola	Kwanza	Deepwater Oil	석유 55-95백만톤
SNE	2014	Senegal	Senegal	1,100	가스 20-91백만톤
Kaombo	2014	Angola	Kwanza	1,400-1,900	석유, 가스 89백만톤
Girassol	1996	Angola	Lower Congo	1,400	석유 86백만톤
Oyo	1995	Nigeria	Niger Delta	410	석유 85백만톤
Jubilee	2007	Ghana	Abidjan	1,250	석유 82백만톤
Bonga	1993	Nigeria	Niger Delta	>1000	석유 82백만톤
Pazflor	2009	Angola	Lower Congo	600-1,200	석유 80백만톤
Egina	2003	Nigeria	Niger Delta	1,750	석유 75백만톤
Erha	1999	Nigeria	Niger Delta	1,000-1,200	석유 68백만톤
Usan	2002	Nigeria	Niger Delta	750-850	석유 68백만톤

자료: 산업자료, 유진투자증권

동아프리카 초심해 유가스전

가스전	연도	국가	분지	수심(m)	매장량(십억m^3)
Mamba	2012/03	Mozambique	Rovuma Basin	1,690	1,558
Prosperidade	2010/11	Mozambique	Rovuma Basin	1,548	731
Golfinho	2012/05	Mozambique	Rovuma Basin	1,027	560
Coral	2012/05	Mozambique	Rovuma Basin	2,261	305
Mzia	2012/05	Tanzania	Rovuma Basin	1,639	153
Agulha	2013/08	Mozambique	Rovuma Basin	2,492	146
Jodari 1	2012/03	Tanzania	Rovuma Basin	1,295	121
Tangawizi	2013/03	Tanzania	Tanzania Basin	2,490	111
Lavani 1	2012/12	Tanzania	Tanzania Basin	2,490	111

자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - 아시아

남중국해 유가스전

유가스전	연도	분지	수심(m)	매장량
Lingshui 17-2	2014/08/18	Southeast Hainan Island	1,450-1,550	가스 102십억m^3
Lingshui 25-1	2014/11/05		980	가스 47십억m^3
Lingshui 18-1	2015/12		1,688	가스 17십억m^3
Liwan 3-1	2006	Pearl River Mouth	1,300-1,500	가스 113-170십억m^3
Liuhua 34-2	2009/12/29		1,145	가스 일산 1.6백만m^3
Liuhua 29-1	2010/02/09		720	가스 일산 1.6백만m^3
Liuhua 20-2	2015/05/27		390	석유 일산 1,091톤
Liuhua 16-2	2010/05		370-410	석유 일산 477톤
Liuhua 11-1	1987		300	석유 200백만톤

자료: 산업자료, 유진투자증권

동남아시아 초심해 유가스전

유가스전	연도	국가	분지/블록	수심(m)	매장량
Abadi	2000	Indonesia	Arafura Sea	300-1,000	가스 283십억m^3
Malampaya	2001	Philippines	N.W. Palawan	820	가스 87~93십억m^3
West Sento	2001	Indonesia	Kutei	963	탐사매장량 가스 94백만톤
Ubah-2	2005	Malaysia	Sabah Sea Block G	1,430	석유 68백만톤
Kikeh	2006	Malaysia	Baram Delta	1,300	석유 54-95백만톤
Gumusat-Kakap	2003	Malaysia	Baram Delta	1,250	석유 60백만톤
Kebabangan	1994	Malaysia	Sabah Sea	100-400	가스 62십억m^3
Jangkrik Complex Development	2009	Indonesia	Malabar Block	200-500	가스 368십억m^3
Malikai	2004	Malaysia	Sabah Sea Block G	565	석유, 가스 7-14백만톤
Rotan	2007	Malaysia	Sabah Sea	1,028	가스 27십억m^3
Galoc	1981	Philippines	N.W. Palawan	290-400	석유 1백만톤

자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - 유럽

노르웨이 초심해 유가스전

가스전	연도	수심(m)	매장량		총 매장량(백만톤)
			석유(백만톤)	가스(십억m^3)	
6506/12-1 Smorbukk	1996/06/06	303	103	285	348
6305/5-1 OrmenLange	1997/10/07	857	16	296	270
6507/7/2 Heidrun	1985/06/10	351	160	54	206
6608/10-2 Norne	1992/01/29	374	78	11	88
6507/5-1 Skarv	1998/05/03	323	15	54	61
6406/2e3 Kristin	1997/09/29	341	22	41	57
6407/7-1S Njord	1986/04/07	328	25	27	49
6603/12-1 Gro	2009/06/20	1,376	0	55	47
6707/10-1 Aasta Hansteen	1997/07/23	1,274	0	46	39
6605-08-01	2005/10/22	838	0	33	28
6406/3-2 Trestakk	1986/11/22	300	8	3	10
6506/6-1 Victoria	2000/12/07	434	0	27	23
6406/9-1 Linnorm	2005/06/02	308	1	24	21
6507/7e14 S Zidane	2010/09/26	344	0	18	16
6705/10-1 Asterix	2009/03/19	1,335	0	17	15
6506/11-7 Morvin	2001/07/27	356	9	7	15
6406/3-8 Maria	2010/08/10	303	21	6	27
6406/12-3 S Pil	2014/06/11	324	10	6	15
6201/11-3 Albert	2012/06/16	383	0	13	11

자료: 산업자료, 유진투자증권

러시아 초심해 유가스전

가스전	연도	수심(m)	매장량(십억m^3)
Shtokmanovskoye	1988	330	가스 컨덴세이트 3,200
Ludlovskoye	1990	300	가스 1,500
Ledovoye	1991	300	-
North kildinskoye	1983	300	-
Murmanskoye	1984	300	가스, 컨덴세이트 1

자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - 기타

호주 초심해 유가스전

가스전	연도	분지	수심(m)	매장량	
				가스(십억m^3)	컨덴세이트(백만톤)
Jansz	2000	North Carnarvon	1,321	566	
Io	2001	North Carnarvon	1,321	85	
Chrysaor	1994	North Carnarvon	Deepwater	88	5
Dionysus	1988	North Carnarvon	Deepwater	85	
Brecknork	1979	Browse	500-750	150	8
Geryon	1999	North Carnarvon	1,231	113	
Orthrus	1999	North Carnarvon	1,201	85	
Chandon	2006	North Carnarvon	1,201	99	
Thebe	2007	North Carnarvon	1,173	65	
Scarborough	1980	North Carnarvon	923	147	
Torosa	1971	Browse	500	323	17
Greater Sunrise	1975	Bonaparte	75-700	145	31
Clio	2006	North Carnarvon	960	99	
Poseidon 1	2009/05/20	Browse	Deepwater		188
Pluto	2006	North Carnarvon	900	130	
Acme I	2010/07/22	North Carnarvon	878		35

벵갈만 초심해 유가스전

유가스전	연도	국가	분지	수심(m)	시추 상황
Dhirubhai	2002	India	Krishna-Godavari	2,000-3,000	198십억m^3
Well CY-III-D5-A1	2007	India	Cauvery	1,185	일산 87만m^3, 컨덴세이트 일산 164톤
R1 Gas Field	2012	India	Krishna-Godavari	Deepwater	추정 가스 매장량 452억m^3
Well CYIIID5-S1	2013	India	Cauvery	1,743	일산 99만m^3, 컨덴세이트 일산 56톤
Well KG-OSN-04/1NASG	2015	India	Krishna-Godavari	Deepwater	25m 유층 발견
Well KG-DWN-98/2-M-4	2015	India	Krishna-Godavari	Deepwater	78m 유층 발견
Shwe Yee Htun-1 Gas Field	2016	Myanmar	Rakhine	Deepwater	천연가스 층 발견, 129 x 15m
Thalin-1A Gas Field	2016	Myanmar	Rakhine	836	64m 높이의 가스층 발견

자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 지역별 초심해 유가스전 - 지중해

지중해 초심해 유가스전

가스전	연도	국가	분지	수심(m)	매장량
Tamar	2009	Israel	Levant	1,676	283십억m^3
Dalit	2009	Israel	Levant	Offshore	14십억m^3
Dolphin	2011	Israel	Levant	Offshore	2십억m^3
Aphrodite	2011	Cyprus	Levant	1,689	1.3억톤
Shimshon	2012	Israel	Levant	Offshore	65십억m^3
Tanin	2012/02/08	Israel	Levant	Offshore	34십억m^3
Leviathan	2010	Israel	Levant	1,634	4.8억톤
Karish	2013	Israel	Levant	1,738	51십억m^3
Tamar Southwest	2013	Israel	Levant	Offshore	20십억m^3
Royee field	2014	Israel	Levant	Offshore	91십억m^3
Salamat	2013/09/07	Egypt	Nile Delta	649	7,200만톤
Atoll-1	2015/03/09	Egypt	Nile Delta	Deepwater	142십억m^3
Zohr	2015/08/30	Egypt	Nile Delta	>2,000	5억톤
Daniel East and West	2016/01/17	Israel	Levant	Offshore	252십억m^3

자료: 산업자료, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

03

다시 돌아온 심해 개발 사이클

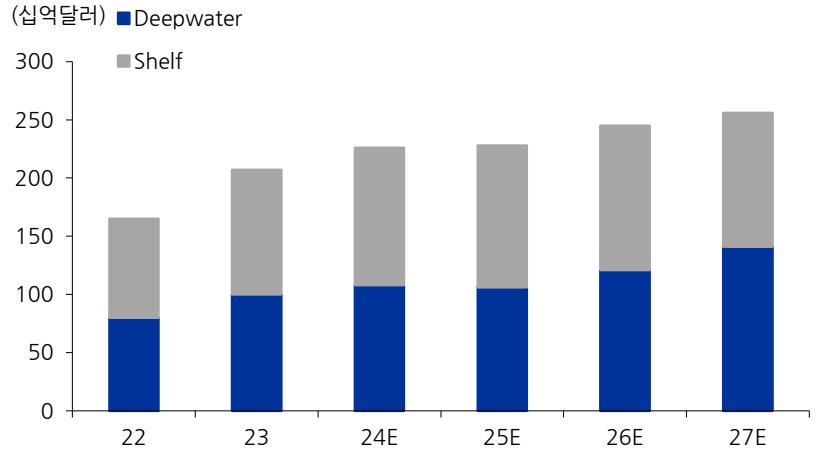
- 이번에는 다르다 -

다시 시작되는 해양 개발의 사이클

죽지 않고 더욱 강력하게 부활

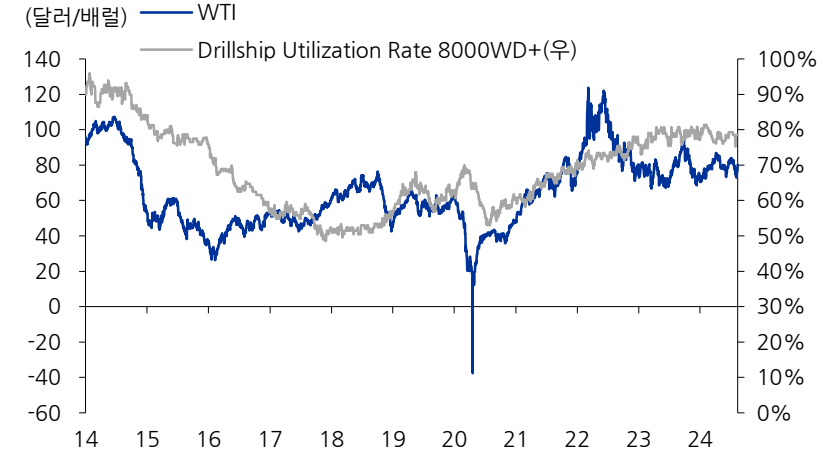
- **해양 자원 개발은 호황과 불황은 지금까지 모두 유가에 의해 결정되어왔음**
- 과거 20세기 1차 & 2차 오일 쇼크 이후 북해 유전, 멕시코 유전, 브라질 유전 등 해양 개발 활발해졌으나, 2010년대 중반 이후 유가 급락하며 해양 자원 개발 채산성 악화로 오랜 기간 신규 개발 침체기를 겪어왔음
- 다시 한 번 해양 개발에 대한 바람이 불기 시작. **현재 고유가 상황 지속되고 있고, 중동 및 유럽 지정학 불안감 고조에 따른 유가 및 가스 가격 변동성도 확대되고 있기 때문. 그리고, 2020년대부터 본격화 중인 에너지 대전환의 흐름 계속되겠지만 화석 연료에 대한 수요도 견조할 것으로 전망됨.** 추가적인 자원 탐사/개발/생산 소요 증가 전망됨
- **심해 시추 기술 발전으로 매장량 발견 계속되고 있고, 개발 비용의 BEP 레벨은 29~31달러/배럴 수준까지 하향 조정됨.** 과거에는 59~62달러/배럴 수준이었음. 현재 약 400개 이상의 심해 유전이 개발되지 않은 상태. **개발 비용이 60달러/배럴 이하인 유전은 약 100개 수준으로 추정**

오프쇼어 업스트림 CAPEX 투자 전망



자료: Rystard, 유진투자증권

WTI와 드릴십 가동률 추이 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

결코 쉽게 끝나지 않을 중동 지역 분쟁

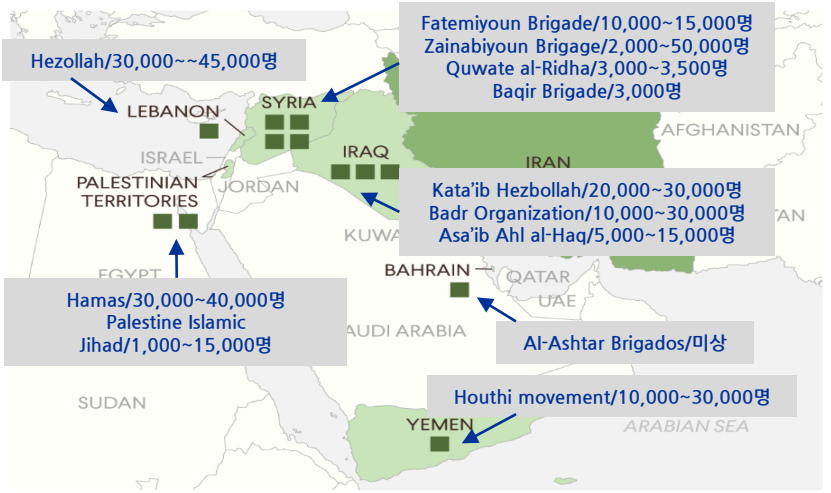
- 지난해 10월 이스라엘 - 하마스 전쟁으로 시작된 중동 긴장감은 여전히 계속되는 중
- 올해 4월에는 이스라엘과 이란의 직접 충돌이 발생했고, 7월 이후에는 이란의 저항의 축 세력에 속한 헤즈볼라와의 충돌이 본격화되고 있음
- **이란과의 직접 충돌 가능성도 있고, 하마스와 헤즈볼라 외에는 예멘 후티 반군 등 이스라엘이 넘어야할 산이 다수**
- 이스라엘의 소극적인 화해 움직임이 계속되는 한, **크고 작은 분쟁이 지속되며 중동 긴장감 고조될 가능성 높다는 판단**

조금씩 확전으로 향하는 분위기, 장기화되는 사태

일자	주요 내용
2023년 10월 "이스라엘 vs 하마스"	▪ 하마스의 이스라엘 기습 공격 ▪ 이스라엘 하마스와 전쟁 선포 후 지상작전 개시 ▪ 수차례 휴전 협상에도 무산
2023년 12월 "예멘 후티반군 홍해 공격"	▪ 예멘 후티 반군, 홍해 상선 공격 ▪ 글로벌 해상운송 타격
2024년 4월 "이스라엘 vs 이란"	▪ 이스라엘, 시리아 내 이란 영사관 폭격해 이란 고위 관리 다수 사망 ▪ 이란 및 동맹 세력의 이스라엘 대규모 공습 실시하며 양측 긴장감 최고조
2024년 7~9월 "이스라엘 vs 헤즈볼라 + 이란"	▪ 7월 중순부터 이스라엘-헤즈볼라 충돌 본격화 ▪ 양측간 공습(이스라엘 북부, 레바논 남부) 및 보복 계속 ▪ 7월 31일 이란 테헤란에서 하마스 최고지도자 하니예 암살. 이란의 강력한 보복 공언. 직접 충돌 가능성↑ ▪ 9월, 이스라엘과 헤즈볼라 갈등 최고조. 전면전 가능성

자료: 언론보도, 유진투자증권

이란과 저항의 축(Axis of Resistance) 군사 규모



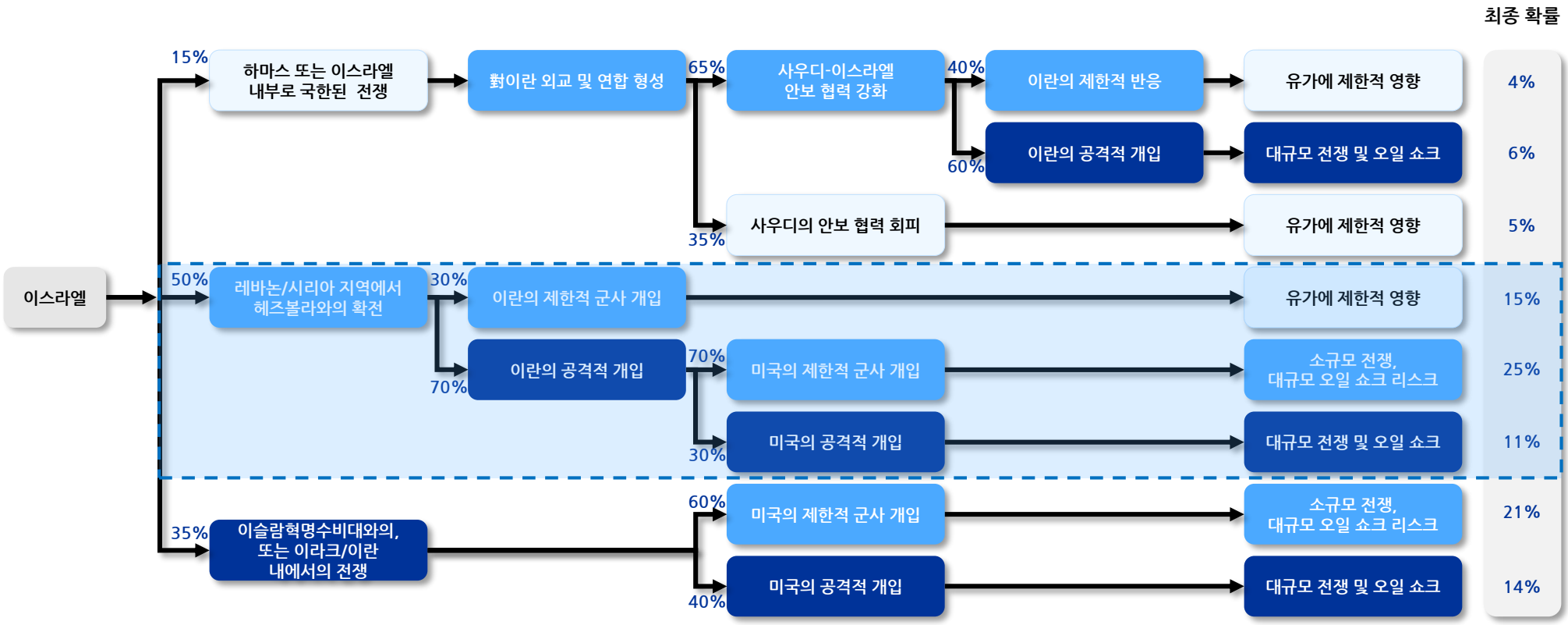
자료: CFR, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

중동 확전 우려 ↑: 시나리오별 확률

- 긴장 지속&유가에 제한적 영향: 24%
- **소규모 전쟁, 대규모 오일 쇼크 리스크: 46%**
- 대규모 전쟁, 대규모 오일 쇼크: 30%

이스라엘 vs. 이란 Decision Tree (~'24.11)



자료: BCA Research, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

러-우 전쟁: 끝이 다가가오고 있다

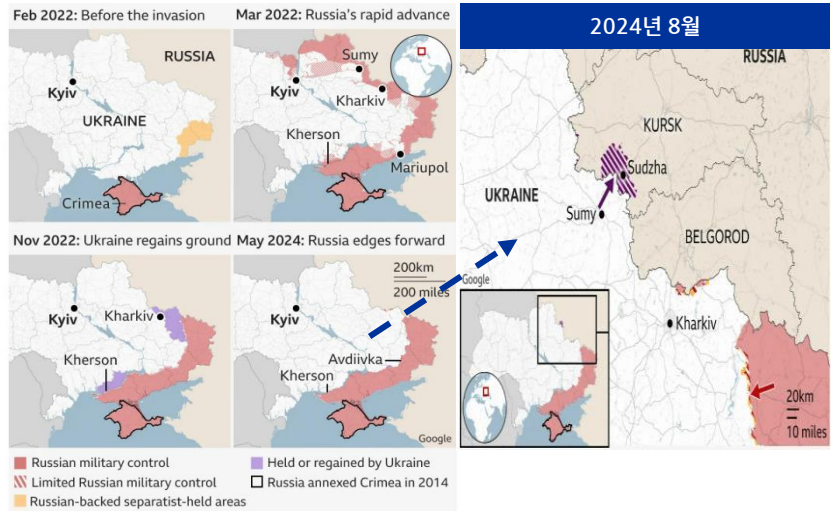
- 2022년 전쟁 시작 후 약 3년의 시간이 지남. 큰 틀에서 현재까지의 전쟁 양상을 정리해보면 아래와 같음
- *(1) 전쟁 발발~2022년 상반기: 러시아의 공세/우크라이나 방어 양상*
- *(2) 2022년 하반기~2023년: 우크라이나 반격/러시아 방어 양상 → 전선 교착, 소모전 시작*
- *(3) 2024년~현재: 러시아 공세/우크라이나 수세적 대응(*8월부터 러시아 기습) → 서방 지원 축소 속 우크라이나 전세 불리해짐*
- 2023년부터 전선은 교착되기 시작하며 소모전 양상으로 변화. 2023년 서방 지원 축소되며 2024년 상반기까지 러시아가 유리한 양상을 보임
- **어느덧 또 한번 추운 겨울이 다가오는 중. 전선이 또 한 번 교착되면서 2025년까지 전쟁이 이어지거나, 겨울 전 휴전/종전이 이루어질 가능성에 주목**

러-우 전쟁 주요 일지

시기		주요 내용
2022년	2월	▪ **[러시아]** 우크라이나 전면 침공 감행 ▪ **[러시아]** 우크라이나 하르키우 진입
	3월	▪ **[러시아]** 헤르손시 점령 ▪ **[러시아]** 우크라이나 키이우 공격
	4월	▪ **[러시아]** 키이우에서 퇴각
	9월	▪ **[우크라이나]** 하르키우 탈환
	11월	▪ **[우크라이나]** 헤르손시 탈환
2023년	5월	▪ **[우크라이나]** 바흐무트 전투 승리 선언
	6월	▪ **[우크라이나]** 대반격 시작/러시아 방어 태세 전환
	9월	▪ **[러시아]** 도네츠크, 루한스크, 헤르손, 자포리자주 병합 선언
	12월	▪ **[우크라이나]** 대반격 실패(6개월 소요)
2024년	2월	▪ **[EU]** 우크라이나 500억 유로 자금 지원 합의 ▪ **[러시아]** 아우디이우카 점령
	4월	▪ **[미국]** 우크라이나 지원안 통과
	8월	▪ **[러시아]** 동부 전선 지속 전진 ▪ **[우크라이나]** 쿠르스크(러시아) 기습 공세

자료: 언론보도, 유진투자증권

러-우 전쟁 전선 변화



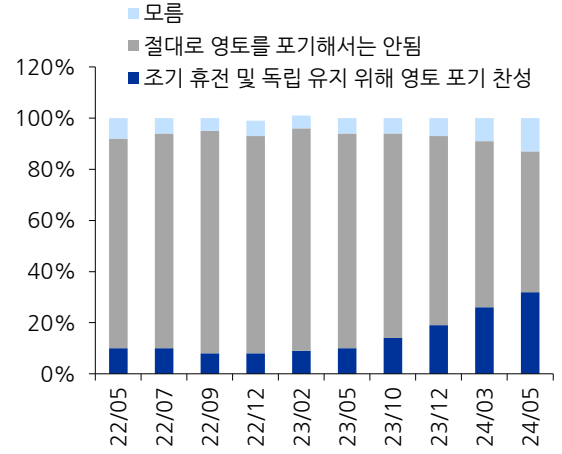
자료: BBC, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

곧 전쟁이 끝날 것이라는 3가지 근거

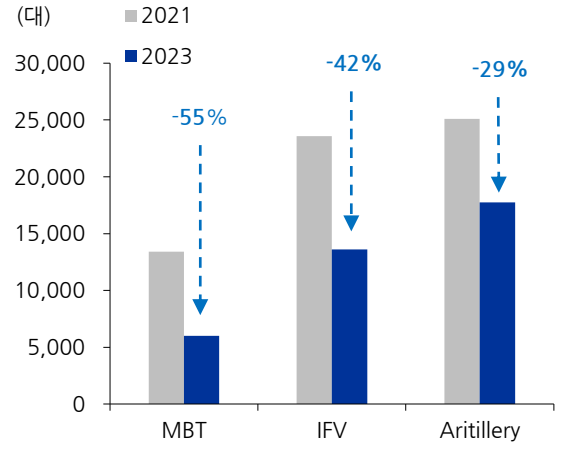
- ① 통계적 관점. 러시아 우크라이나 전쟁 발생일로부터 927일이 지남(9/7 기준). 과거 200년간 발생했던 전쟁의 90%는 394일 안에 종식되었음. 나머지 10% 장기전의 경우 평균 전쟁 일수는 962일임. **통상적으로 지속 가능한 전쟁 일수는 3년에 미치지 못한다는 뜻**(보급, 경제, 외부 요인 등)
- ② 우크라이나는 내부적으로 여전히 전쟁을 지지하는 국민이 더 많지만, **영토 포기를 해서라도 조기 평화 달성을 해야한다는 목소리도 점차 늘어나는 중.** 전쟁 장기화에 따른 내부 결속이 흔들릴 수 있는 가능성 대두
- ③ 러시아도 더 이상은 재래식 무기 재고가 여유롭지 않은 상황. 러시아는 현재 무기 보충의 80%를 재고 재활성화를 통해 조달 중. 하지만 무기 소모 속도가 장비 보충 속도와 비슷한 상황. 현재 속도라면 2026년에는 재고가 대부분 소진될 것. 우크라이나와 러시아의 손실比는 1:3 수준. 공격하는 러시아의 손실이 훨씬 더 큼. **내년 이후에도 전쟁이 계속된다면 러시아도 쉽지만은 않을 것.** 러시아가 협상 테이블로 나올 가능성이 높은 이유
- 11월 미국 대선에서 트럼프 후보가 승리할 경우 미국은 우크라이나 지원을 중단할 것으로 예상됨. **최근 우크라이나가 러시아 영토를 공격하는 공세적 태도를 보인 이유는 겨울 이전까지 최대한 협상력을 확보하기 위함**

우크라이나 영토 포기 가능 여부 설문



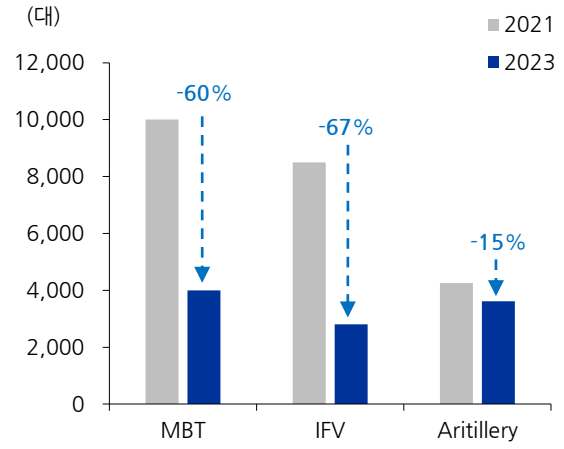
자료: KIIS, 유진투자증권

러시아 무기 수 변화(전쟁 전/후)



자료: 산업자료, 유진투자증권

러시아 재고 보관 무기 수 변화(전쟁 전/후)



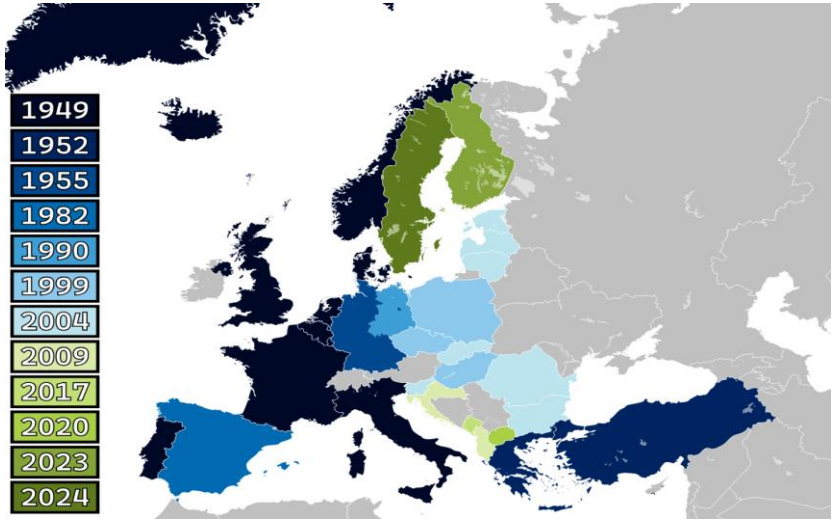
자료: 산업자료, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

또 하나의 불안한 고리, 반드시 다시 공격을 시작할 러시아

- **유럽 내부에서는 전쟁이 끝나더라도, 결코 긴장의 끈을 놓아서는 안된다고 경고.**
- **러시아가 전쟁 후 군대를 다시 전쟁 이전 수준으로 재건하는데 소요되는 시간은 6~10년**으로 추정(독일 싱크탱크 DGAP). 즉, 유럽은 5~9년 이내 전투 준비가 완료 되어야한다는 뜻. 일각에서는 10년은 낙관적인 전망이며 **3~5년(덴마크, 에스토니아 등) 내 재침공 가능성**을 주장
- 2021년 러시아 푸틴 대통령이 서방에 던진 최후통첩의 핵심 내용은 나토는 1991년 소련 붕괴 후 가입한 11개 회원국을 도울 수 없고, 나토에 새로운 국가가 가입할 수 없다는 내용. 즉, 러시아는 지속적인 서방의 확대에 전략적 부담을 느껴왔고, 생존을 위한 선택으로 우크라이나 침공을 감행했던 것으로 추정됨(우크라이나는 지속적으로 나토와 EU 가입을 희망해왔음)
- 우크라이나 전쟁 이후 핀란드와 스웨덴이 신규 가입하며 서방의 영향력은 더욱 확대. 과거 소련의 바다로 불리웠던 발트해가 나토의 호수가 되어버림. 전쟁이 끝나도 긴장의 끈을 놓을 수 없는 이유. **우크라이나 전쟁이 끝나면, 그 다음 화약고는 바로 칼리닌그라드. 그리고 이를 둘러싼 폴란드의 수바우키 회랑, 그리고 그 주변의 리투아니아로 예상됨**

핀란드, 스웨덴 가입으로 나토 회원국은 32개국으로 확장



자료: 유진투자증권

수바우키 회랑 위치*(러시아 영토 칼리닌그라드로 통하는 길)



자료: WEF, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

러시아, 유럽 경유 파이프라인



자료: Euranet, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

우크라이나 경유 파이프라인 캐파는 최대 318BCM/년

파이프라인명		운영 시작	파이프라인 경로	거리 (km)	CAPA (Bcm/y)	직경 (inch)	지분 (%)
Northern Lights		1973년	Urengoy (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	4,200	29	48	Gazprom
Soyuz		1980년	Orenburg (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	2,700	28	56	Gazprom
Urengoy - Pomary - Uzhgorod		1984년	Urengoy (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	4,500	28	56	Gazprom, UkrTransGaz
Progress		1988년	Yamburg (러시아) - Uzhgorod (우크라이나)	4,600	28	56	Gazprom
Yamal - Europe Pipeline		2012년	Torzhok(러시아) - Minsk(벨라루스) - (폴란드) - Frankfurt(독일)	4,100	33 - 60	56	<러시아> Gazprom <폴란드> EuroPolGaz (Gazprom, PGNiG) <벨라루스> Gazprom <독일> Wingas (Gazprom, Wintershall)
블루 스트림		2003년	Beregovaya(러시아) - Ankara (터키)	1,213	19	24 - 54	BOTAS, Blue Stream Pipeline BV (Gazprom, ENI : 판매 예정)
Turk Stream	Line1	2020년	Anapa (러시아) - Luleburgaz (터키)	900	15.75	32	Gazprom
Nord Stream	Line 1	2011년	Vyborg(러시아) - Greifswald (독일)	1,224	27.5 ~ 55	48	Gazprom
	Line 2	2012년					
Nord Stream 2	Line3,4	-	Ust-Luga(러시아) - Greifswald (독일)	1,220	27.5 ~ 55	48	Gazprom 51%, Wintershall 10%, Uniper 10%, OMV 10%. Shell 10%, ENGIE 9% *Ownership before the approval process was halted
합계					236 ~ 318		

자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

현재 검토되고 있는 용량은 기화 설비 76백만톤, 탱크 330만㎘이나 대부분 투자가 확정되지 않았음

국가명	플랜트명	캐파 (Mt/y)	저장 설비	용량 (㎘)	총 용량 (㎘)	연도	소유 기업	투자금액
에스토니아	Paldiski	1.8	1	1×160,000	160,000	계획 중, 미정	Balti Gaas	-
	탈린	0.4	-	-	-	계획 중, 미정	Liwathon EOS	-
라트비아	Skulte LNG terminal (FRU)	3.0	-	-	-	계획 중, 미정	Skulte LNG terminal	-
	리가	3.7	-	-	-	계획 중, 미정	Latevenergo	-
핀란드	Gdansk (FSRU)	4.5	-	-	-	2025	Gaz-System	700백만유로
독일	Wilhelmshaven	-	-	-	-	2025	-	-
	게이트 LNG	1.1	-	-	-	2024	Vopak 50%, Gasunie 50%	-
	Zeebrugge	4.7	-	-	-	2024	Fluxys	-
	Zeebrugge	1.3	-	-	-	2026		-
영국	Isle of Grain	3.8	1	1×190,000	190,000	2025	National Grid	200백만유로
	Port Meridian (FSRU)	5.0	1	1×170,000	170,000	계획 중, 미정	Meridian LNG, InfraStrata	-
아일랜드	Shannon LNG	4.5	4	4×200,000	800,000	계획 중, 미정	Shannon LNG (New Fortress Energy)	-
프랑스	Montoir-de-Bretagne	-	1	1×190,000	190,000	2024	Elengy	-
	Fos-Cavaou	-	-	-	-	2024	-	-
스페인	Tenerife (Canary Islands)	1.0	1	1×150,000	150,000	잠정 보류	Enagas	-
	Gran Canaria (Canary Islands)	1.0	1	1×150,000	150,000	잠정 보류	Enagas	-
이탈리아	LNG MedGas Terminal	8.8	4	4×160,000	640,000	계획 중, 미정	Sorgenia&Iride 51%, MedGas 49%	-
	Falconara LNG	2.9	-	-	150,000	계획 중, 미정	Api Nova Energia	-
	Porto Empedocle	6.0	2	2×160,000	320,000	계획 중, 미정	Enel	650백만유로
	Venice LNG	-	-	-	32,000	계획 중, 미정	Venice LNG (DecalSpA, SanMarcoPetroli)	-
알바니아	Eagle LNG (FSRU)	5.9	-	-	230,000	계획 중, 미정	Gruppo Falcione	700백만유로
	Alexandroupolis (FSRU)	4.0	1	1×153,500	153,500	계획 중, 미정	GasTrade 40%, Gaslog 20%, DEPA 20%, BULGARTRANSGAZ 20%	-
	Corinth LNG (FSRU)	1.9	1	-	-	계획 중, 미정	Motor Oil, Dioriga Gas	-
루마니아	AGRI LNG	11.0	-	-	-	계획 중, 미정	AGRI (SOCAR, GOGC, ROMGAZ, MVM)	14십억달러
우크라이나	Yuzhnyi (FSRU)	-	-	-	-	계획 중, 미정	Naftogaz, Frontera Resources	-
	Yuzhnyi (FSRU) 2	-	-	-	-	계획 중, 미정	Naftogaz, Frontera Resources	-
	First Gas (FSRU)	-	-	-	-	계획 중, 미정	First Gas, BW Gas	-
터키	Marmara Ereglisi	-	-	-	-	계획 중, 미정	-	-

자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

① 지정학과 에너지 위기

다시 한 번 지정학의 시대로. 일시적이지 않은 구조적인 문제

- 중동 외 지역에서도 지정학 불안감도 지속될 전망. 일시적인 현상이 아닌 구조적이고 중장기적인 변화
- **EU 의회 선거에서의 극우파 약진, 11월 미 대선(해리스 vs. 트럼프) 등 국제정치적 환경 불확실성 가중 전망**
- 글로벌 유일 패권국이었던 미국은 오바마 정권 전후로 세계의 경찰이라는 역할을 내려놓고 중국 대응에 집중하는 전략적 변화를 채택
- 이에 따라, 유럽과 중동 지역을 중심으로 힘의 공백이 발생했고, 이러한 결과가 러-우 전쟁, 이스라엘-하마스 분쟁의 결과로 이어졌다는 판단
- **여전히 미국은 중국 외에 신경 쓸 겨를이 없음. 글로벌 국가들은 스스로 살아남아야 함(Self-Help). 힘의 논리가 통하는 시대는 계속될 것**

글로벌 지정학 개황 정리

▪ 유럽 지정학 개황
- 우크라이나 vs 러시아, 전선 교착 상태 지속 중. 미국의 우크라이나 원조 재개로 전쟁 장기화 예상(*美 대선 변수). *25년까지 러시아 우세, 26년까지 장기화 시 러시아 불리 예상*(RUSI)
- 전쟁 종료 후, 러시아 국방력 회복까지 6~10년 소요. *이후 재침공 가능성.* 유럽 및 NATO는 이에 앞선 5~9년 내 무기 확충 필요성 제기(폴란드 등 일부 국가는 2~3년 내 확충 강력 주장)



▪ 아시아 지정학 개황
- 중국과 대만 관계 악화 중. 대만 라이칭더 총통 취임 이후 *중국의 대만 압박 강화*
- *중국과 필리핀 등 남중국해 갈등 고조*
- 북한 미사일 및 오물 풍선 등 도발 감행에 따른 *한반도 긴장 국면 지속*
- 북한 - 러시아 포괄적전략동반자협정 체결에 따른 한반도 지정학 구도 변화 양상

▪ 중동 지정학 개황
- 이스라엘 vs 하마스 분쟁 지속 중. 휴전 협상 무산 후 이스라엘의 라파(가자지구 남단) 공격 계속
- 4월 이스라엘과 이란의 무력 충돌 이후 소강상태 지속되었으나, *이란의 저항의 축과 이스라엘 간 비정규전 계속, 재차 이스라엘 - 이란 직접 충돌 가능성 고조 중*
- 이란 라이시 대통령 사고사로 촉발되는 이란 권력 계승 이슈(최고지도자, 대통령)와 더불어 사우디 국왕 노화로 인한 *권력 계승 이슈 대두에 따라 지역 불안정성 확대 중*

자료: 유진투자증권

② 친환경 전환의 속도 조절

친환경도 중요하지만, 당장 포기할 수 없는 화석연료

- 주요 에너지 기업들은 클린에너지 투자 뿐만 아니라, 화석연료의 안정적인 공급을 확보하는 것에 대한 중요성에 주목 중
- **친환경 에너지 및 화석 연료의 양립 필요성 제기**
- 저수익의 친환경 에너지 투자보다 당장 수익이 나는 사업에 주력하길 바라는 투자자 시선도 존재

CERA Week 2024 주요 코멘트



[Total Energies] Patrick Pouyanne CEO

- 에너지 전환은 화석연료를 중심으로 하는 "시스템 A"에서 재생가능에너지에 의한 "시스템 B"로 당장 바꿀 수 있는 것은 아님. *A에서 B가 아니라, A와 B가 공존하는 형태로 진행되어야할 것*



[Exxon Mobil] Darren Woods CEO

- COP28을 거쳐 에너지 전환에 대한 대화가 진척. *에너지 전환의 해결책은 이데올로기에 근거한 좁은 형태가 아니라 다양한 요소를 고려한 폭 넓은 형태*라는 것에 대한 이해가 촉진되었음



[Shell] Wael Sawan CEO

- 유럽은 우크라이나 전쟁에 의한 공급 부족에 대응하기 위해, *에너지 안전보장의 관점에서 다양한 형태의 에너지, 특히 천연가스의 개발에 주력할 필요가 있음.* 아시아는 LNG의 중요한 시장이며, 특히 인도와 동남아, 중국 등 석탄에서 이행을 촉진하고 배출 삭감에 기여 중. 또 재생가능한에너지 발전의 도입이 진행되며, 출력 변동을 보완하는 역할로도 매우 중요



[Saudi Aramco] Amin Nasser

- 탄소중립으로의 이행전략에 있어서, *석유/가스의 단계적 폐지라는 환상은 버려야함. 현실적인 수요예측에 대한 투자가 중요.* 석유 수요는 앞으로 줄어들 것이라는 전망도 존재하지만, 글로벌 사우스를 중심으로 탄화수소수요는 매우 크게 성장할 것. *글로벌 사우스도 고려한 신뢰할 수 있는, 지속가능한 에너지 공급이 중요.*

자료: 산업자료, 유진투자증권

② 친환경 전환의 속도 조절

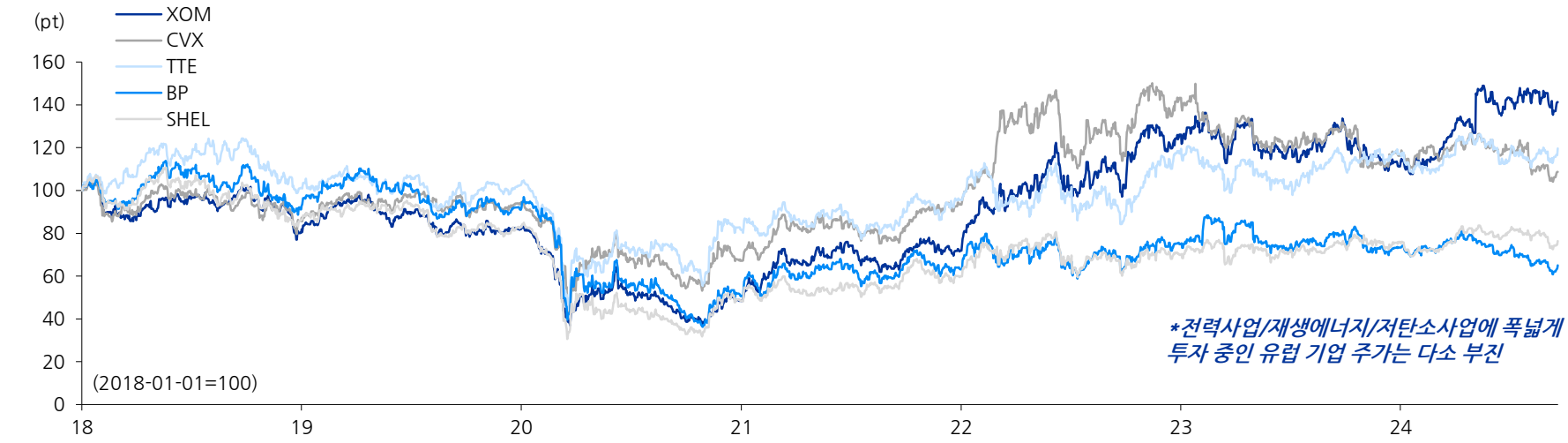
주요 에너지 기업 에너지 안보 및 기후변동 대응 방침: 친환경 전환은 지속, *하지만 화석연료도 같이 챙기는 모습*

기업명	기존 사업 방침[공표시기]	신 사업 방침[공표시기]
엑손모빌	▪ 2025년까지 온실가스배출삭감계획(2016년대비): 업스트림 사업의 CO2 배출 강도 15~20% 삭감. 메탄 배출 40~50% 삭감. 플레어링 35~45% 삭감[2020년 12월] ▪ 2022~2027년, CCS 및 수소사업 등 저탄소사업에 150억 달러 투자 ▪ 하이리턴, 저비용, 저배출업스트림투자추진[2021년 12월]	▪ 세계 에너지 수요 충족하고, 배출을 삭감(Working to meet the world's energy needs AND reduce emissions) [2022년 12월] ▪ 추가 공급 수요에 대응하여 2024년 380만 boe, 2027년 420만boe까지 생산 달성 [2023년 12월] ▪ 2022~2027년, 저탄소사업에 대하여 200억 달러 투자[2023년 12월]
쉐브론	▪ 저탄소사업투자 확대: 2028년을 향해 100억 달러 CAEPX 지출하고, 3천만톤 CO2 삭감 목표 ▪ 업스트림 투자에서 CO2 배출강도 삭감: 2028년까지 2016년 대비 35% 삭감 목표. 2050년까지 Scope 1,2에 대해 넷제로 달성[2022년 3월]	▪ 저탄소사업 투자 확대: 2028년까지 100억 달러 CAPEX 지출(이 중 80억 달러는 저탄소 투자, 20억 달러를 탄소배출삭감 투자), 3천만톤 CO2 삭감 목표 ▪ 업스트림 사업의 CO2 배출 강도 삭감: 2028년까지 38% 삭감, 2050년까지 Scope 1,2에 대해 넷제로 달성 [2023년 1월]
토탈에너지	▪ Scope 1,2,3에 대해 2050년까지 넷제로 달성 ▪ 2022~2025년에 있어, 매년 CAPEX 총액 130~160억 달러 지출. 이 중 20% 이상(26~32억달러)를 재생가능에너지 및 전력사업에 지출[2021년 2월]	▪ 2023년 CAPEX 총액 168억 달러 중 59억 달러를 저탄소에너지에 지출(2022년 기준 40억 달러), 57억 달러를 석유/천연가스에 지출(2022년 기준 45억 달러) ▪ 2024년 CAPEX 총액은 170~180억 달러. 저탄소 에너지 지출과 석유/천연가스 신규사업 투자에 각각 33%씩 지출 예정 [2024년 2월]
쉘	▪ 에너지전환전략: Scope 1,2,3에 있어 2050년까지 넷제로 달성 ▪ 3개의 축에 대한 CAPEX 분배: Growht(35~40%), Transition(30~40%), Upstream(25~30%) ▪ 자사 석유 생산은 2019년 피크 도달 후 이후 연 1~2% 감퇴. 2025년 이후 프론티어 탐광 상정하지 않음[2021년 5월]	▪ 3개의 축에 대한 CAPEX 분배: Growht(33%), Transition(33%), Upstream(33%) [2023년 2월] ▪ 자사 석유 생산량을 연 1~2% 삭감하는 목표 철폐 [2023년 6월] ▪ 2025년까지 통합 가스/업스트림 사업에 400억 달러, 하류/재생에너지 등에 350억 달러(100~150억 달러 저탄소사업) 투자 [2023년 6월] ▪ 저탄소사업부문의 15%에 달하는 200명을 전환배치, 수소연료사업 축소 [2023년 10월]
BP	▪ 저탄소에너지 향 투자를 2030년까지 50억 달러 확대. 재생가능에너지에 의한 발전량을 50기가와트로 증가 ▪ 한편, 2030년 석유/천연가스 생산량을 2019년 대비로 40% 이상 감축. 신규 사업국에서 새로운 탄화수소 투자 안할 방침[2020년 8월]	▪ 2030년까지 저탄소 바이오연료와 수소 개발에 중점을 두고 연 평균 10억 달러 이상 투자 ▪ 석유/천연가스에 의존하는 현 에너지 시스템에 대해, 생산 도달 기간이 짧은 숏 사이클 사업이나, 단기 투자회수가 가능한 사업, 장기보유가 예상되는 자산에 연 평균 10억 달러 이상 투자 ▪ 2030년 석유/천연가스 생산량(러시아 제외)를 2019년 대비 25% 삭감 (2019년 260만배럴/일 → 2030년 200만 배럴/일) [2023년 2월]

자료: 산업자료, 유진투자증권

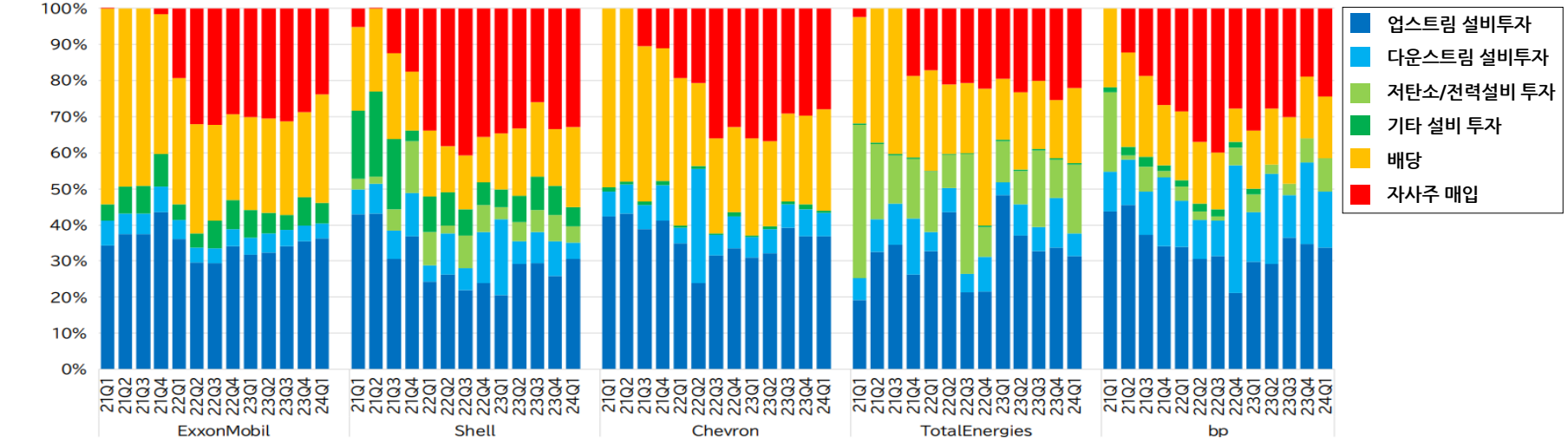
② 친환경 전환의 속도 조절

주요 에너지 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

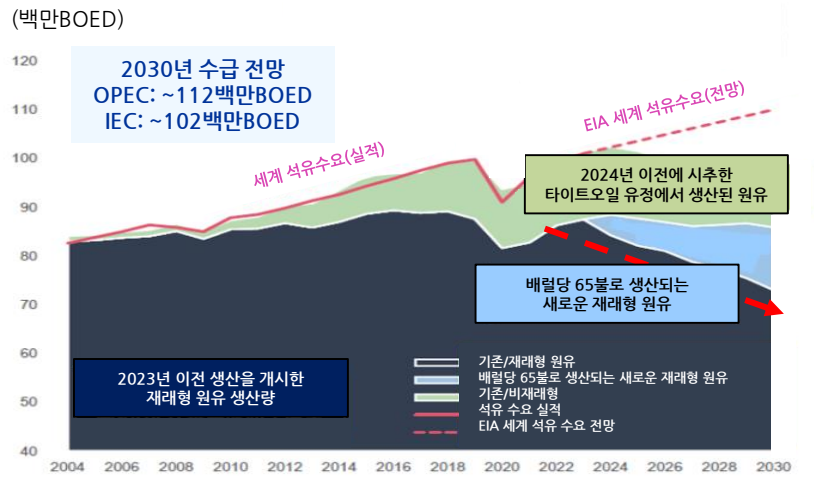
주요 에너지 기업 설비투자 동향



자료: Bloomberg, 유진투자증권

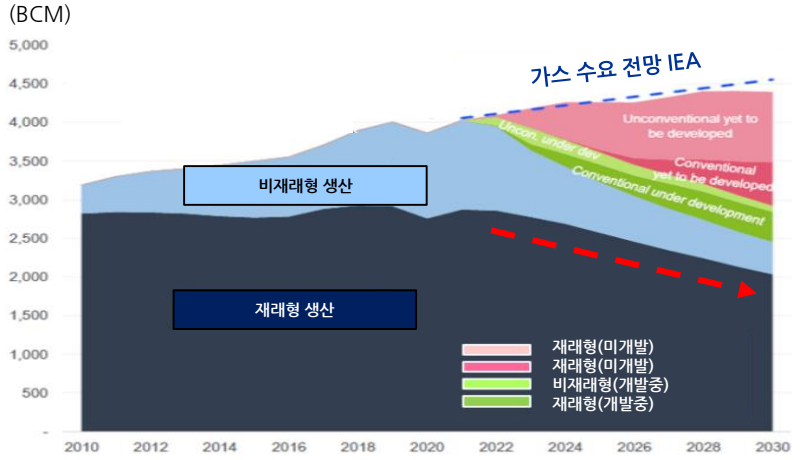
② 친환경 전환의 속도 조절

세계 석유 수급 밸런스: 추가 공급 확보 필요



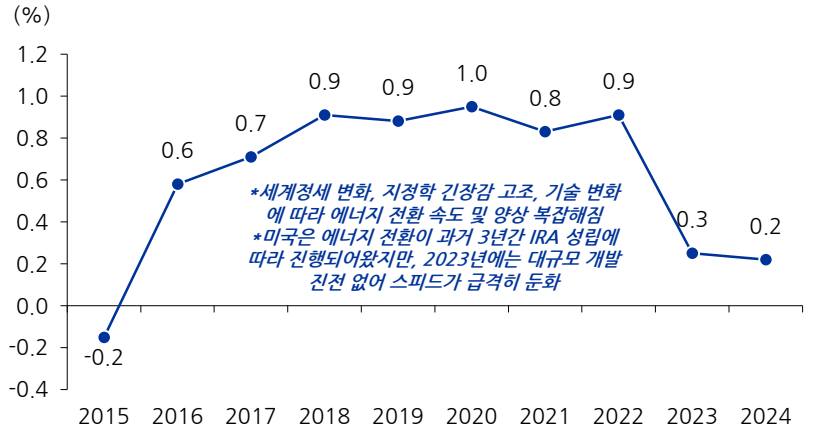
자료: 산업자료, 유진투자증권

세계 가스 수급 밸런스: 마찬가지로 추가 공급 확보 필요



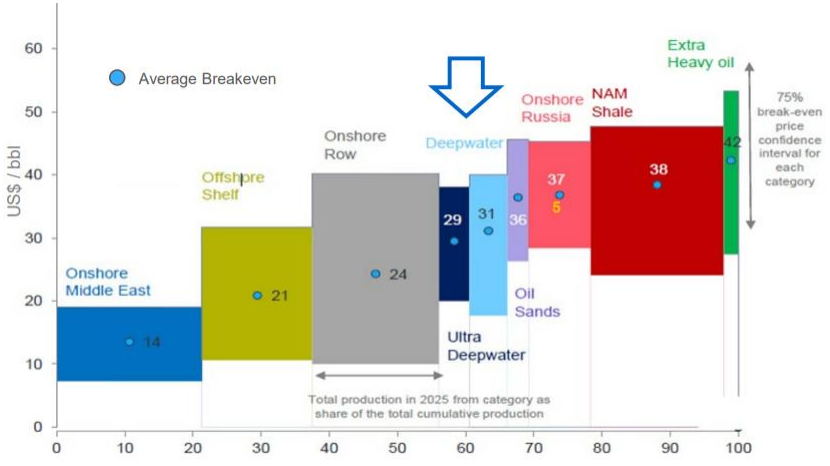
자료: 산업자료, 유진투자증권

ETI Momentum(3개년 CAGR%): 에너지 전환 모멘텀 하락



자료: WEF, 유진투자증권

해양 개발 BEP 레벨: 29~31달러/배럴



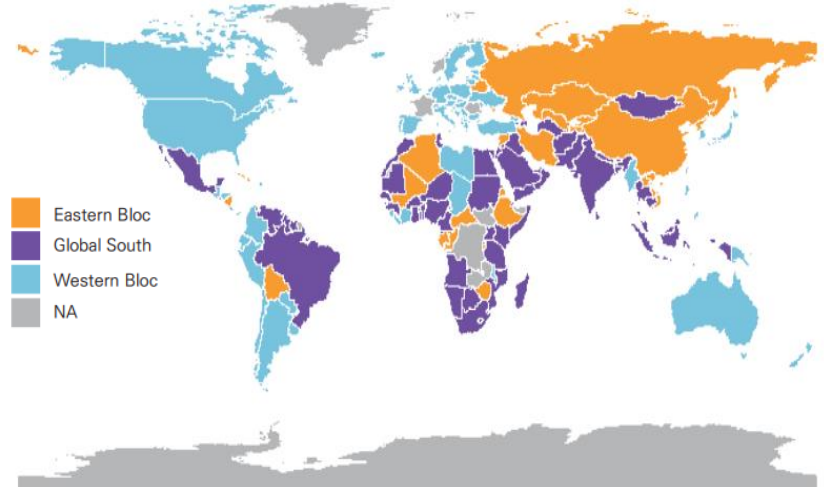
자료: 산업자료, 유진투자증권

② 친환경 전환의 속도 조절

글로벌 사우스의 부상

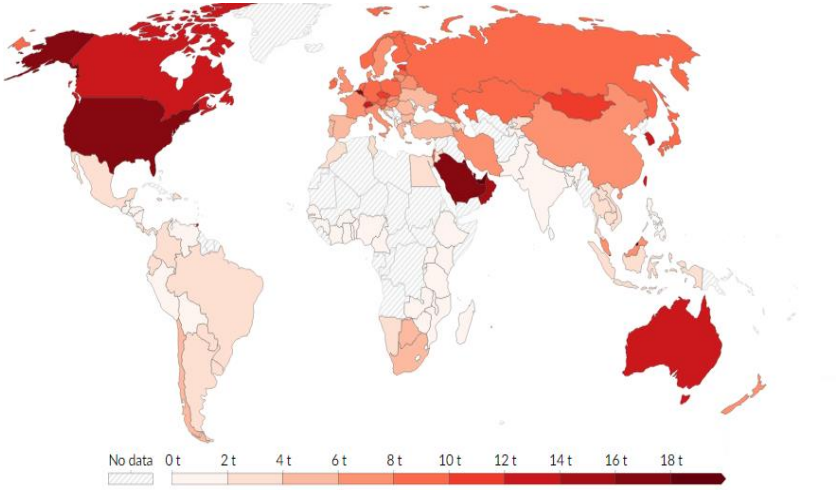
- 제 3세계, 남반구, 개발도상국, 회색지대 등 다양한 개념으로 불리우던 **글로벌 사우스가 지정학 시대에서 핵심 행위자로 부상 중.** 글로벌 사우스는 서구 주도의 국제질서 지배에 대항하는 정치적인 정체성 보유. 한 예시로, 러-우 전쟁에서 글로벌 사우스는 서방의 공동 대응에도 불구하고 러시아 비난 결의안 기권, 난민 수용 거부, 러시아 무기 공급 등 개별 대응. **거부의 권력(Power of Denial)을 적극 활용하기 시작**
- 글로벌 사우스는 친환경 전환에 대해 거부 반응 일으키는 중. 선진국 주도의 약소국 자원 착취하고 시장 진입 의도적 방해하는 기후 식민주의로 여김. 결국 지구 차원의 에너지 전환을 달성하기 위해서는 글로벌 사우스의 협력이 불가피. 글로벌 사우스는 태양광 및 풍력 등 풍부한 재생 에너지원을 보유하지만, 늘어나는 에너지 수요와 전환 비용 등 고려 신흥국들의 중장기적인 화석 연료 수요는 불변할 것으로 예상됨
- 정치적 측면에서는 글로벌 사우스는 전략적 자율성을 추구하며, 무조건적인 중국과 러시아에 편향되지는 않는 모습임. 하지만 최근 중국의 적극적인 글로벌 사우스 포용 전략에 서방 국가들 긴장하는 중. 풍부한 에너지 및 금속 자원 보유한 글로벌 사우스는 공급망 고려해서라도 매우 중요한 존재. **에너지 전환 과정에서 글로벌 사우스의 눈치를 볼 수 밖에 없는 이유**

글로벌 사우스는 누구?



자료: 한국무역협회, 유진투자증권

인당 이산화탄소 배출량



자료: Our World in Data, 유진투자증권

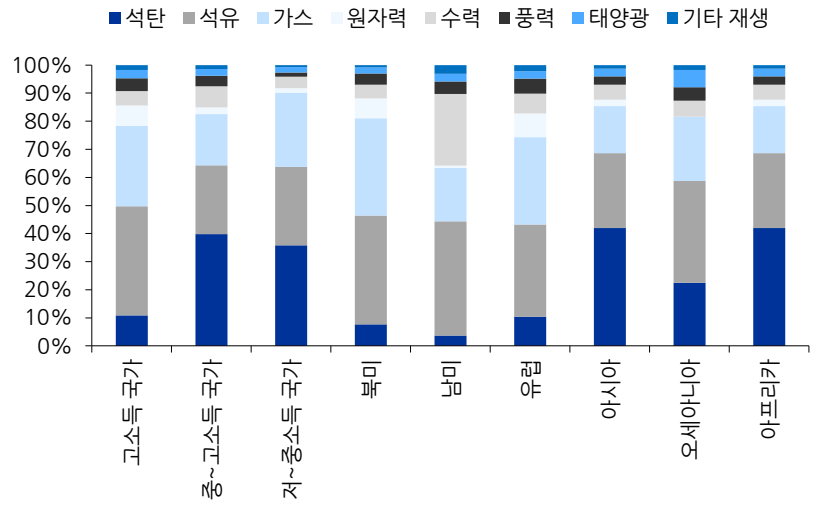
② 친환경 전환의 속도 조절

글로벌 사우스 국가별 GDP 및 경제성장률 전망

구분	국가	2023년 명목 GDP		2024년 경제성장률 전망
		금액	세계순위	
1	인도	3.73조 달러	5	10.00%
2	브라질	2.17조 달러	9	6.50%
3	멕시코	1.81조 달러	12	10.10%
4	인도네시아	1.42조 달러	16	8.80%
5	사우디아라비아	1.07조 달러	19	3.70%
6	태국	0.51조 달러	30	6.10%
7	UAE	0.51조 달러	31	5.40%
8	싱가포르	0.50조 달러	32	4.80%
9	방글라데시	0.45조 달러	33	2.00%
10	말레이시아	0.43조 달러	36	8.00%
11	이집트	0.40조 달러	38	-10.20%
12	나이지리아	0.39조 달러	39	1.30%
13	남아공	0.38조 달러	41	5.40%
14	파키스탄	0.34조 달러	46	-
합		14.06조 달러	-	4.8%(AVG)

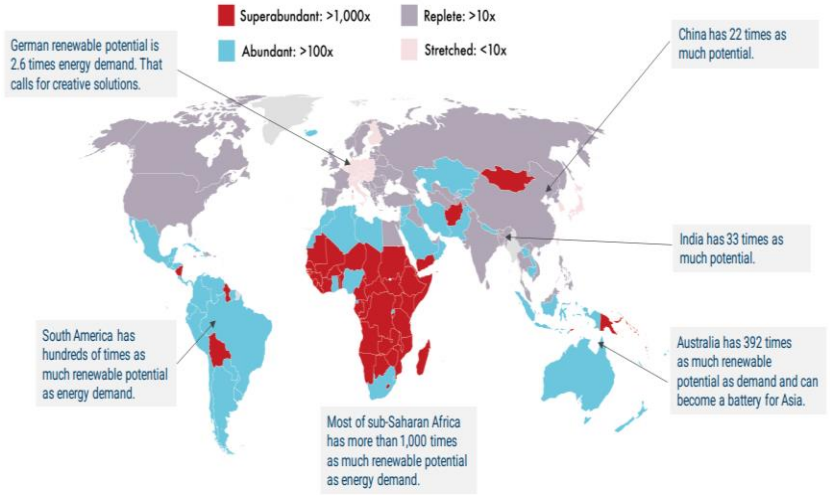
자료: 한국무역협회, 유진투자증권

에너지원별 1차 에너지 소비 비중



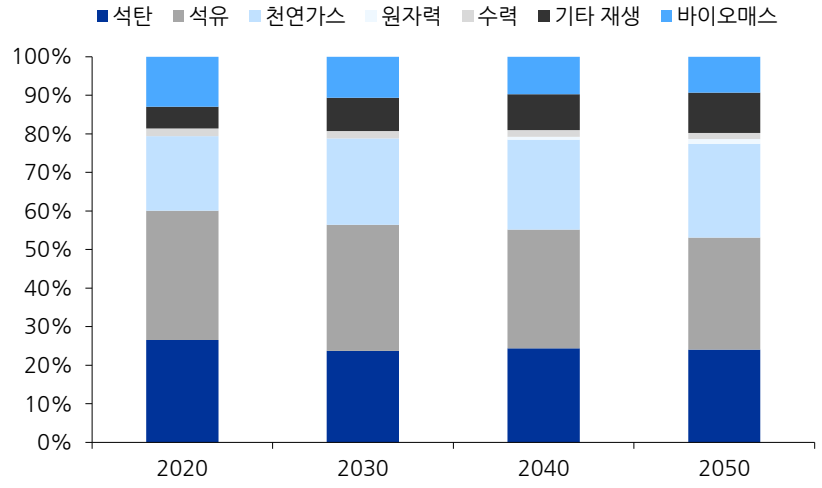
자료: Our World in Data, 유진투자증권

태양광 및 풍력 에너지 잠재력



자료: RMI, 유진투자증권

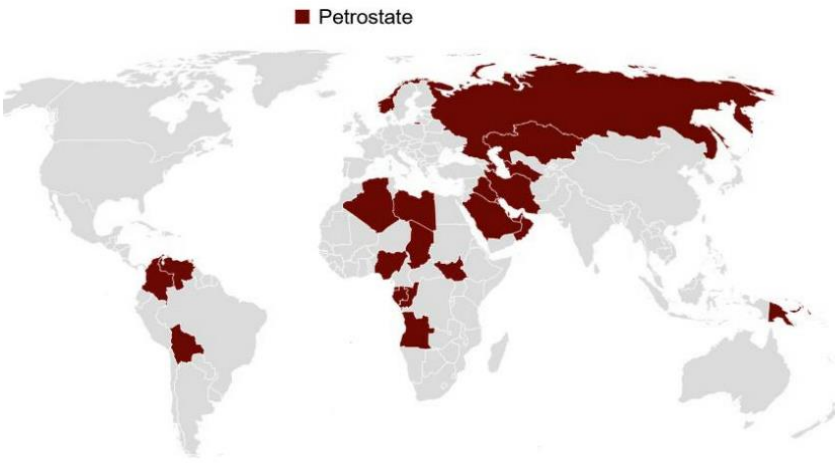
ASEAN 에너지원별 1차 에너지 소비 비중 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

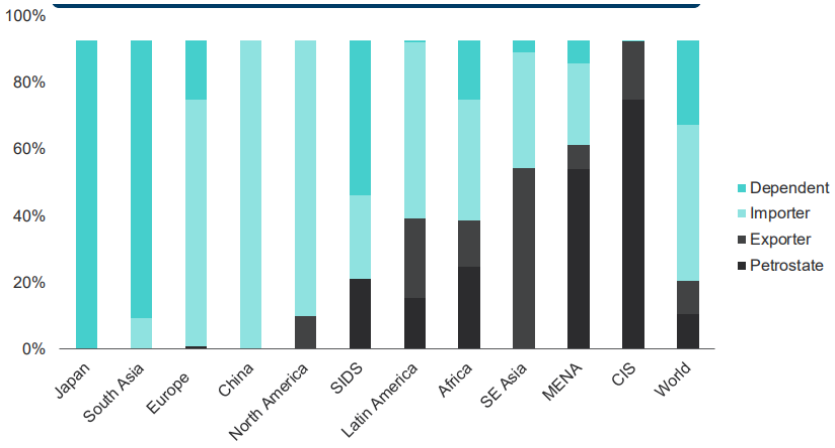
② 친환경 전환의 속도 조절

화석연료를 팔고 싶어하는 Petrostate 현황



자료: 산업자료, 유진투자증권

Petrostate 인구 비중



자료: 산업자료, 유진투자증권

러-우 전쟁 이후 미/중 외교 동향

미국	글로벌 사우스	중국
QUAD에 의한 안전보장 및 경제 연계 강화	**인도**	중국 주최 BRICS 정상회의 개최
22년 7월 바이든 대통령 첫 중동 방문 I2U2(중동 버전 QUAD) 발족	**중동**	22년 12월 시진핑 주석 사우디 국빈 방문 사우디/이란 외교관계 정상화 중개
IPEF 설립 포괄적전략파트너십으로 관계 격상	**동남아**	22년 9월 CPTPP 참가 신청 표명 아세안 중국 자유무역협정 교섭 개시
서밋에서 대형 투자 발표/G20 참가 지지	**아프리카**	아프리카 개발회의 직전에 아프리카 17개국 일부 채무 면제를 공표
23년 1월 북미 서밋에서 공급망 협력 APEP 정식 발족	**중남미**	대만 단교 압력 강화

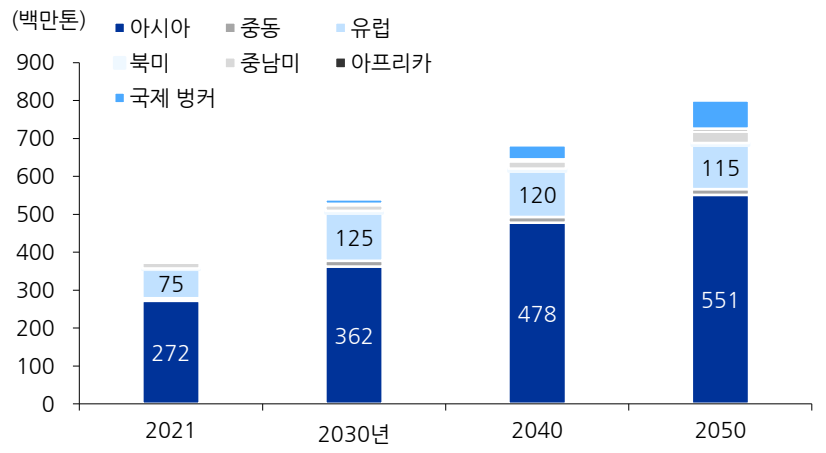
자료: MRI, 유진투자증권

② 친환경 전환의 속도 조절

에너지 전환에도 LNG 수요는 지속 창출 전망

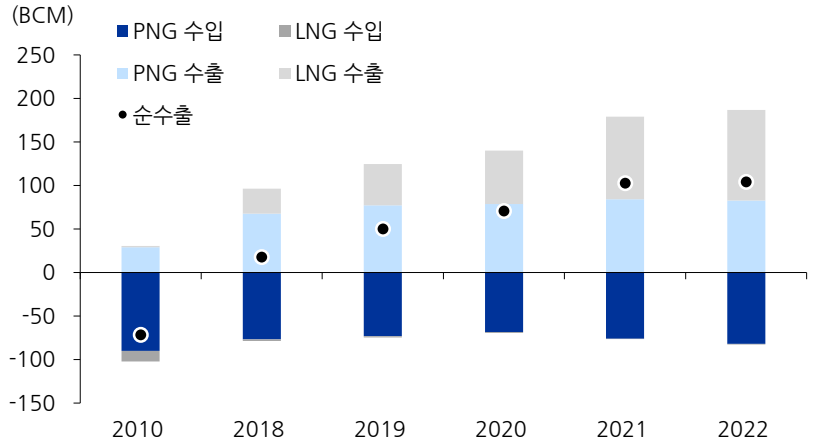
- LNG는 그레이, 블루 수소로도 활용 가능
- 석탄을 대체하는 브릿지 연료로 아시아, 유럽 중심의 수요 확대
- 유럽은 러시아, 우크라이나 전쟁 이후 가스 수요를 강제로 감축
- PNG를 제외하면 대부분의 LNG를 미국으로 부터 조달 중
- 미국의 LNG 수출은 증가 중이나, 터미널 증설은 2025년 이후에 몰려있으며, **유럽향 LNG 수출이 더 늘어나기는 어려운 상황**
- 유럽이 러시아에 의존 중인 PNG는 여전히 85BCM이며, **Yamal, Turk stream PNG 등의 리스크를 고려하면 대안이 항상 필요**

LNG 수요 전망



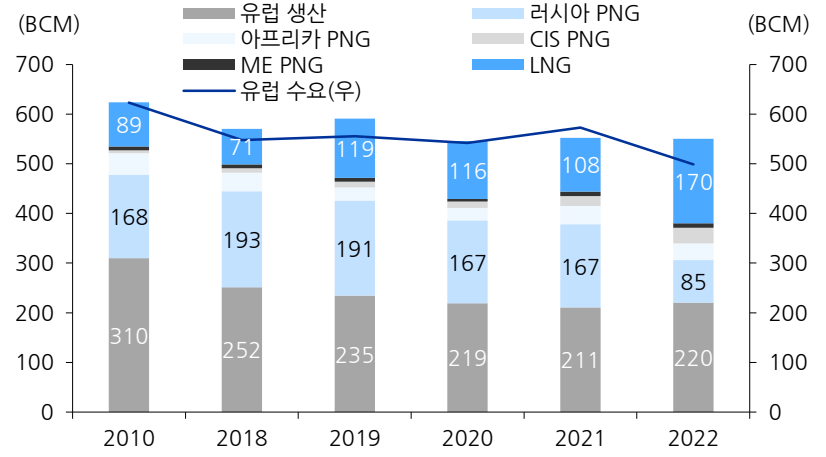
자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

미국의 가스 무역 동향



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

유럽의 PNG, LNG, 가스 수요 동향



자료: Bloomberg, BP, GIIGNL, Platts, 유진투자증권

해양 밸류체인

투자의 선택지는 한국부터 글로벌까지

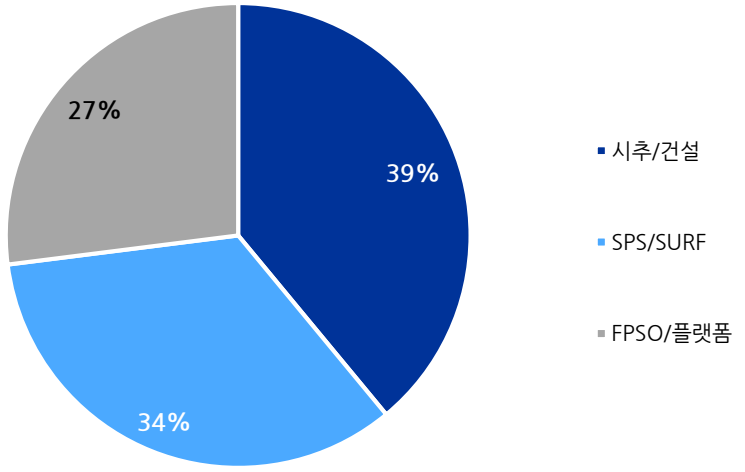
- 해양 투자는 업스트림과 다운스트림으로 구분. **업스트림: 탐광 - 개발 - 생산 / 다운스트림: 수송 - 정제 - 판매*
- 통상 프로젝트 착수부터 폐광까지 10~30년의 장기 프로젝트. 입찰~생산까지 4~5년 소요
- 해양 밸류체인 내 핵심 플레이어로는 **오퍼레이터/시추선/FPSO오퍼레이터/EPC&기자재/해양플랜트 제작업체(조선소)**가 있음

밸류체인 내 핵심 기업

구분	기업
오퍼레이터	Exxon Mobil(XOM US), Chevron(CVX US), BP(BP/ LN) 등
시추선	Transocean(RIG US), Valaris(VAL US), Noble(NE US), Seadrill(SDRL NO), Diamond Drilling(DO US) 등
FPSO 오퍼레이터	SBM Offshore(SBMO NA), MODEC(6269 JP) 등
EPC & 기자재	Technip FMC(FTI US), Subsea 7(SUBC NO), Aker Solution(NOV US), Saipem(SPM IM) 등
해양플랜트 제작	*삼성중공업, HD현대중공업, 한화오션* 등

자료: 유진투자증권

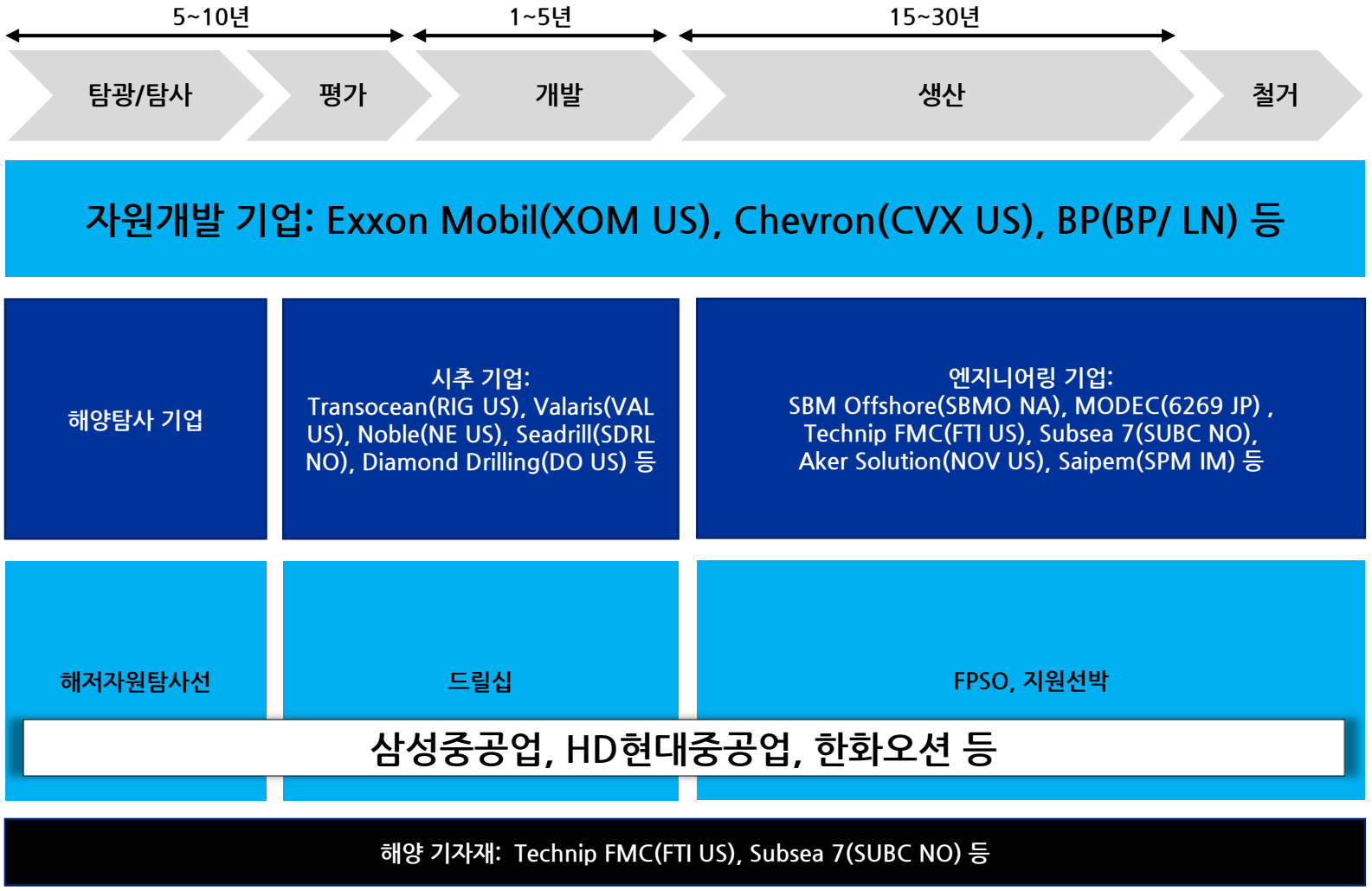
프로젝트 비용에서 차지하는 비중



자료: 유진투자증권

해양 밸류체인

해양 자원 개발 밸류체인



자료: 유진투자증권

해양 밸류체인

해양 자원 관련 기업 밸류에이션 테이블

구분	회사명	시가총액 (십억USD)	수익률				P/E		P/B		ROE	
			5D	1M	3M	1Y	24	25	24	25	24	25
시추	VALARIS LTD	4.0	-1.4	-13.2	-23.9	-27.0	11.8	6.6	1.7	1.4	16.3	23.6
시추	TRANSOCEAN LTD	3.9	-3.3	-11.1	-14.8	-47.5	-	12.8	0.4	0.3	-1.2	2.6
시추	NOBLE CORP PLC	6.1	-0.4	-5.1	-18.8	-28.5	11.0	8.0	1.3	1.2	12.9	14.9
시추	SEADRILL LIMITED	2.6	-	-12.7	-23.6	-16.2	15.4	7.9	0.9	0.8	9.0	10.5
시추	BORR DRILLING LTD	1.5	-0.9	-15.6	-10.6	-18.2	12.1	6.7	1.4	1.2	12.6	21.7
시추	DIAMOND OFFSHORE DRILLING IN	1.4	-	-3.2	-9.0	-3.3	25.2	7.4	2.0	1.6	6.6	24.8
시추	SHELF DRILLING LTD	0.3	-9.6	-10.0	-20.6	-51.8	35.2	3.1	1.2	0.9	-2.4	27.4
FPSO 운영	MODEC INC	1.6	15.2	21.0	19.4	75.4	9.6	9.6	1.4	1.3	16.0	13.9
FPSO 운영	BW OFFSHORE LTD	0.5	0.7	-7.0	-7.0	13.8	5.1	6.4	0.4	0.4	10.6	8.4
FPSO 운영	SBM OFFSHORE NV	3.3	-0.5	-2.8	18.5	29.9	8.8	6.8	1.4	1.0	15.0	18.5
기자재/EPC	TECHNIPFMC PLC	11.5	5.8	0.1	4.4	29.5	19.8	14.4	3.7	3.2	18.5	23.3
기자재/EPC	SUBSEA 7 SA	4.8	-10.0	-14.5	-13.2	16.6	20.2	10.3	1.1	1.1	5.4	9.4
기자재/EPC	SAIPEM SPA	4.4	-5.8	-5.2	-14.2	37.0	13.2	8.3	1.5	1.3	12.1	17.0
기자재/EPC	AKER SOLUTIONS ASA	1.8	-7.8	-17.4	-11.1	-12.0	6.3	6.9	0.9	0.9	14.1	12.4
기자재/EPC	NOV INC	6.4	-1.8	-10.4	-14.4	-21.6	10.2	9.2	1.0	0.9	9.5	9.8
오퍼레이터	SCHLUMBERGER LTD	59.4	0.9	-8.3	-9.6	-29.3	12.0	10.2	2.6	2.3	22.4	24.1
오퍼레이터	EXXON MOBIL CORP	509.9	0.2	-3.4	0.3	-1.4	13.8	12.8	1.8	1.8	15.5	15.3
오퍼레이터	BP PLC	83.0	-8.5	-11.0	-18.8	-28.1	7.5	6.6	1.2	1.1	15.2	16.1
오퍼레이터	CHEVRON CORP	263.3	0.0	-3.1	-7.7	-14.2	13.0	11.4	1.7	1.6	13.2	14.8
오퍼레이터	SHELL PLC	200.5	-7.1	-11.4	-13.6	-7.3	7.3	7.1	1.1	1.0	14.0	12.6
오퍼레이터	TOTALENERGIES SE	156.7	-6.4	-6.7	-5.4	-5.2	7.7	7.6	1.3	1.1	16.6	15.5
조선	HD KOREA SHIPBUILDING & OFFS	10.6	4.2	7.6	32.2	73.8	14.6	8.7	1.3	1.1	8.4	12.3
조선	HD HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES	13.2	2.8	2.9	29.0	63.4	38.4	21.3	3.1	2.7	8.4	13.9
조선	HD HYUNDAI MIPO	3.2	1.7	4.7	16.8	27.4	57.9	18.8	2.1	1.9	3.8	10.5
조선	HANWHA OCEAN CO LTD	7.4	1.3	-2.1	5.6	4.6	52.4	22.8	2.2	2.0	4.0	9.0
조선	SAMSUNG HEAVY INDUSTRIES	7.2	3.4	7.0	15.5	39.1	36.2	17.2	2.5	2.2	7.3	13.5
조선	CHINA CSSC HOLDINGS LTD-A	23.8	3.4	-3.9	-0.3	31.9	31.2	19.0	3.1	2.8	10.2	14.8
조선	YANGZIJIANG SHIPBUILDING	8.2	0.0	8.9	8.1	61.4	9.6	8.1	2.3	1.8	25.6	24.5
조선	KEPPEL LTD	9.2	-0.9	6.0	0.3	-1.4	14.2	12.2	1.1	1.0	7.6	8.6
조선	SEATRIUM LTD	4.7	1.1	20.5	19.7	-33.8	40.9	17.6	0.9	0.9	2.4	6.0
조선	GOLAR LNG LTD	3.6	7.0	5.8	13.6	49.2	22.2	17.1	1.7	1.6	6.8	8.9
조선	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	48.8	16.9	14.8	25.3	149.5	23.3	19.8	2.7	2.4	12.4	13.0
조선	KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	6.7	15.1	18.1	-4.6	52.5	10.6	9.0	1.2	1.1	12.4	12.2
드릴링 avg		2.8	-3.1	-10.1	-17.4	-27.5	18.5	7.5	1.3	1.1	7.7	17.9
FPSO 오퍼레이터 avg		1.8	5.1	3.7	10.3	39.7	7.8	7.6	1.1	0.9	13.9	13.6
EPC/기자재 avg		5.6	-4.5	-9.2	-8.5	17.8	14.9	10.0	1.8	1.6	12.5	15.5
정유/가스업체 avg		212.1	-3.5	-7.3	-9.1	-14.2	10.2	9.3	1.6	1.5	16.1	16.4
한국 조선 avg		8.3	2.7	4.0	19.8	41.6	39.9	17.8	2.2	2.0	6.4	11.9
해외 조선 avg		15.0	6.1	10.0	8.9	44.2	21.7	14.7	1.9	1.7	11.0	12.6

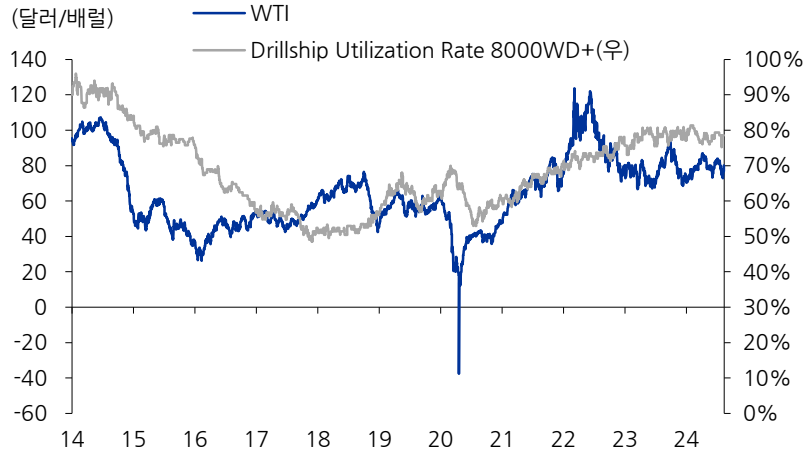
자료: 유진투자증권

해양 밸류체인: 시추

조심스럽게 돌아오는 시추 업황

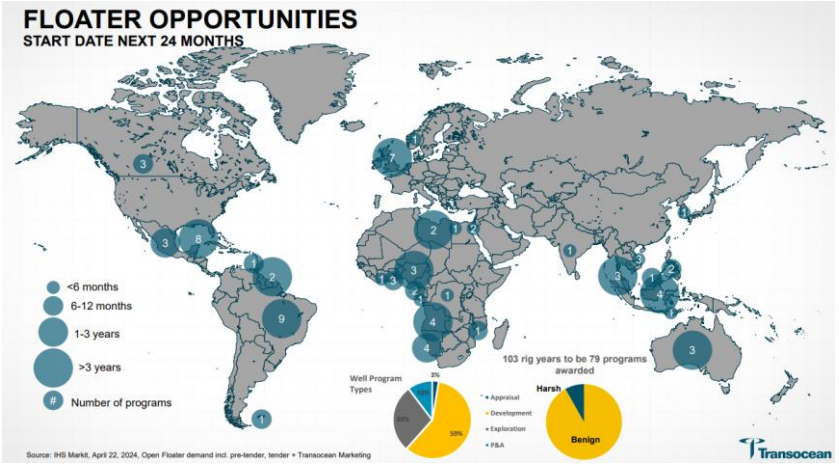
- 최근 시추 수요는 꾸준히 회복 중. **시황을 판단하는 핵심 지표인 가동률, 용선료, 계약일 수 모두 늘어나는 중**
- 불황 때 시추선사들은 비용 절감을 위해 보유 드릴십을 보관 처리(Cold Stacking)했었으나, **최근 드릴십 용선 수요 증가로 재활성화 작업 추진 중**
- **대규모 계약 체결 지연으로 시추선사 주가 흐름은 부진한 모습.** 2024년 하반기~2025년 대규모 계약 체결 시 주가 흐름 강세 전환 예상
- 시추(탐사 시추, 생산 시추)는 해양 개발의 첫걸음으로, 시추선사들의 주가는 유가와 매우 높은 상관 관계를 띄고 있음

오프쇼어 업스트림 CAPEX 투자 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

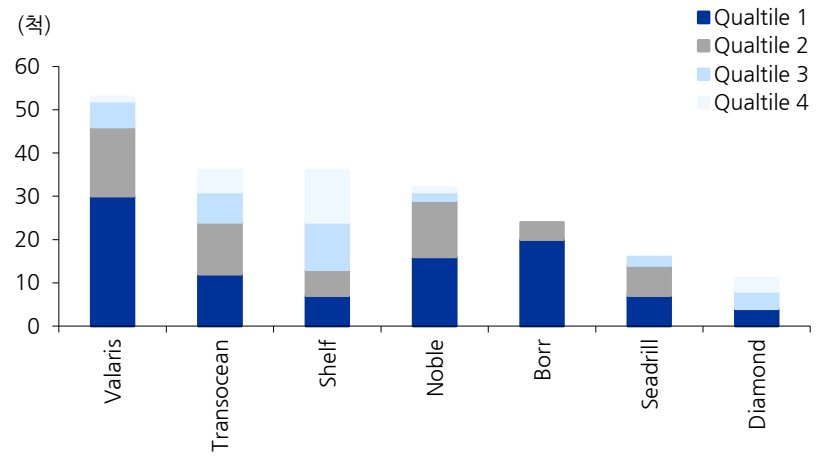
WTI와 드릴십 가동률 추이 비교



자료: Trasnocean, 유진투자증권

해양 밸류체인: 시추

주요 시추 선사 보유 선박 Quality 현황



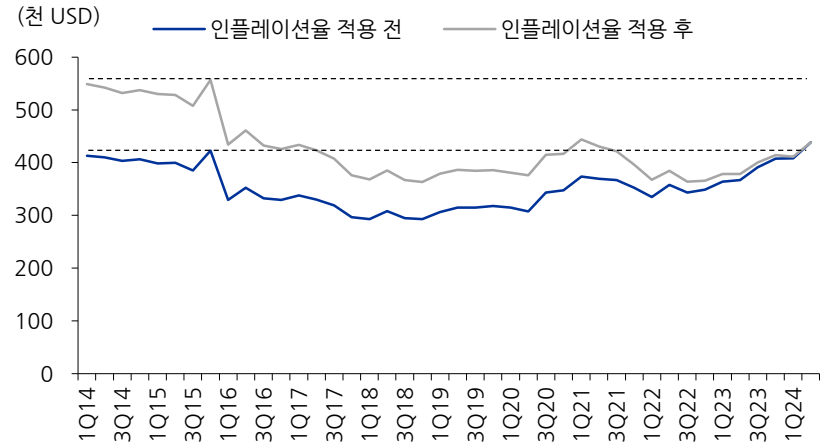
자료: 산업자료, 유진투자증권

드릴십 운용 현황

구분	6/7G Drillship	6/7G Benign Semis	Harsh Jackups	Benign Jackups
Contracted	75	26	28	382
Available	10	7	3	28
Marketed Fleet	85	33	31	410
Cold Stacked	9	7	0	59
Total	*94*	*40*	*31*	*469*
Marketed Utilization	*88%*	*79%*	*90%*	*93%*
Total Utilization	*80%*	*65%*	*90%*	*81%*
New builds	6	3	5	10

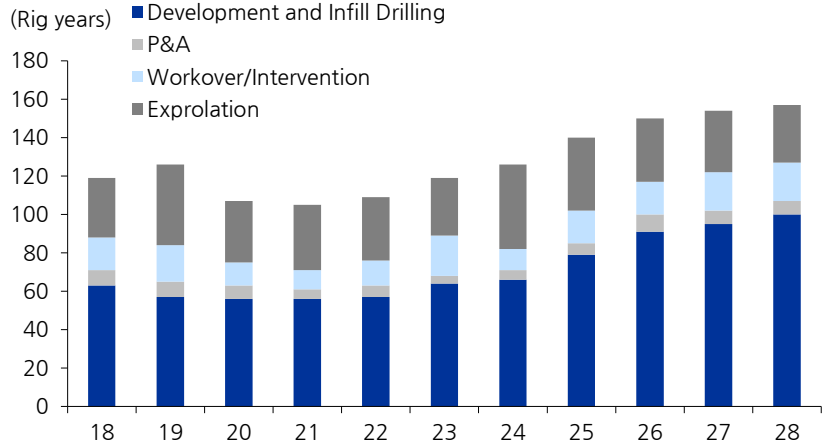
자료: 산업자료, 유진투자증권

Transocean 기준 Day Rates 추이



자료: Transocean, 유진투자증권

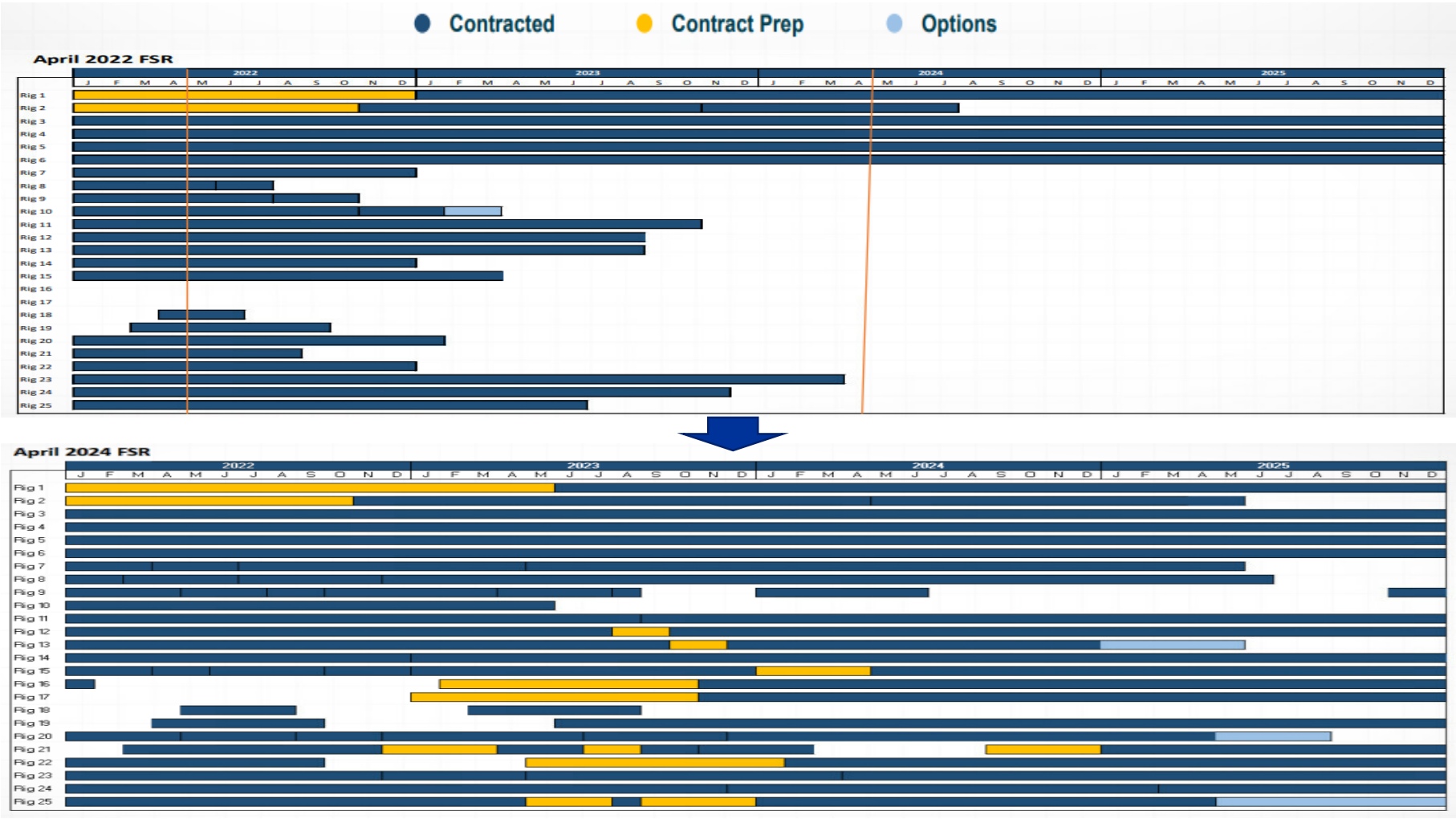
글로벌 플로터 수요



자료: 산업자료, 유진투자증권

해양 밸류체인: 시추

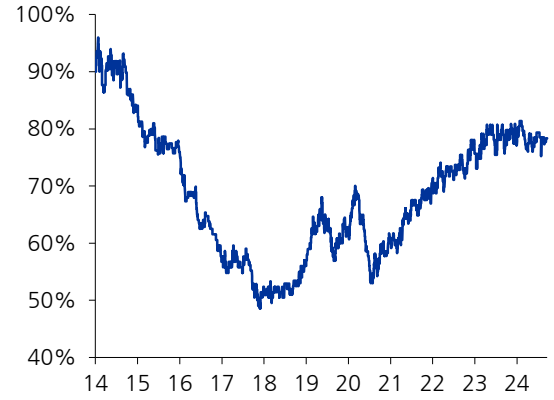
Transocean 계약 현황



자료: Transocean, 유진투자증권

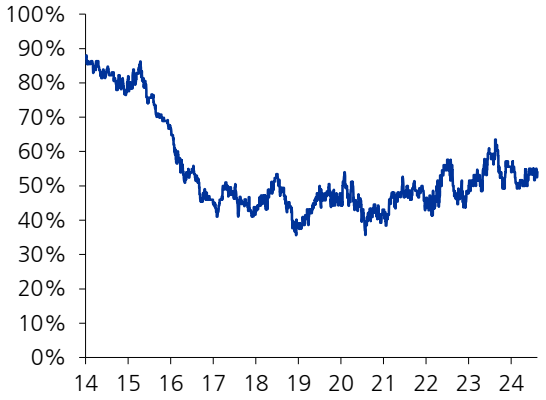
해양 밸류체인: 시추

드릴십(8000WD+) 가동률



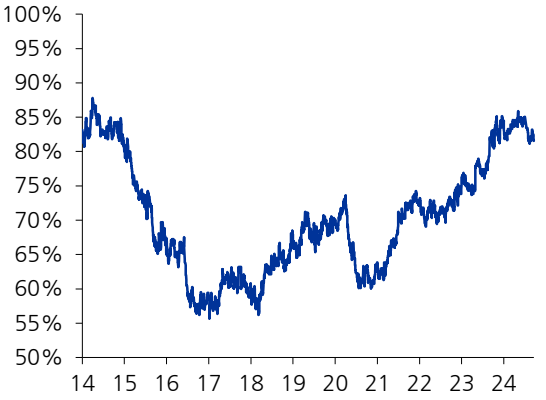
자료: Bloomberg, 유진투자증권

세미서브(4000WD+) 가동률



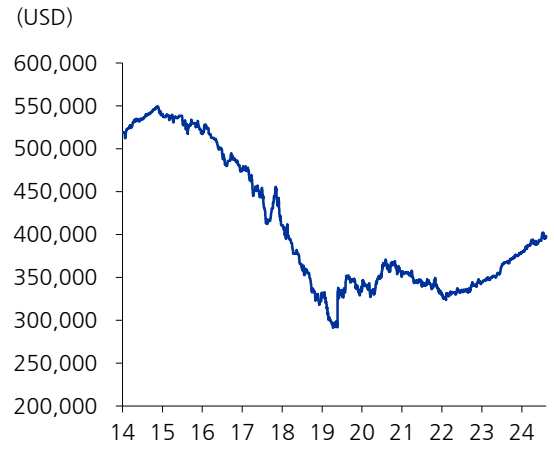
자료: Bloomberg, 유진투자증권

잭업리그(300WD+) 가동률



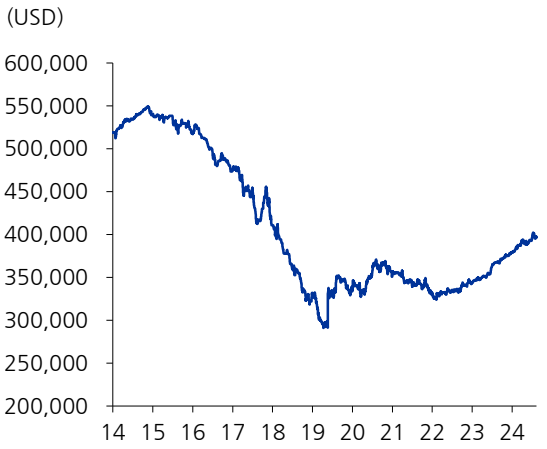
자료: Bloomberg, 유진투자증권

드릴십(8000WD+) Day Rates



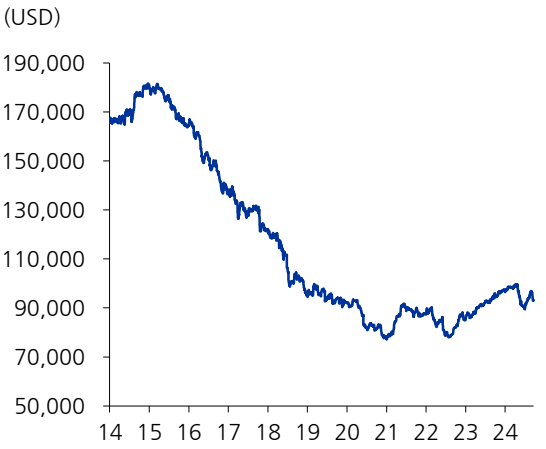
자료: Bloomberg, 유진투자증권

세미서브(4000WD+) Day Rates



자료: Bloomberg, 유진투자증권

잭업리그(300WD+) Day Rates



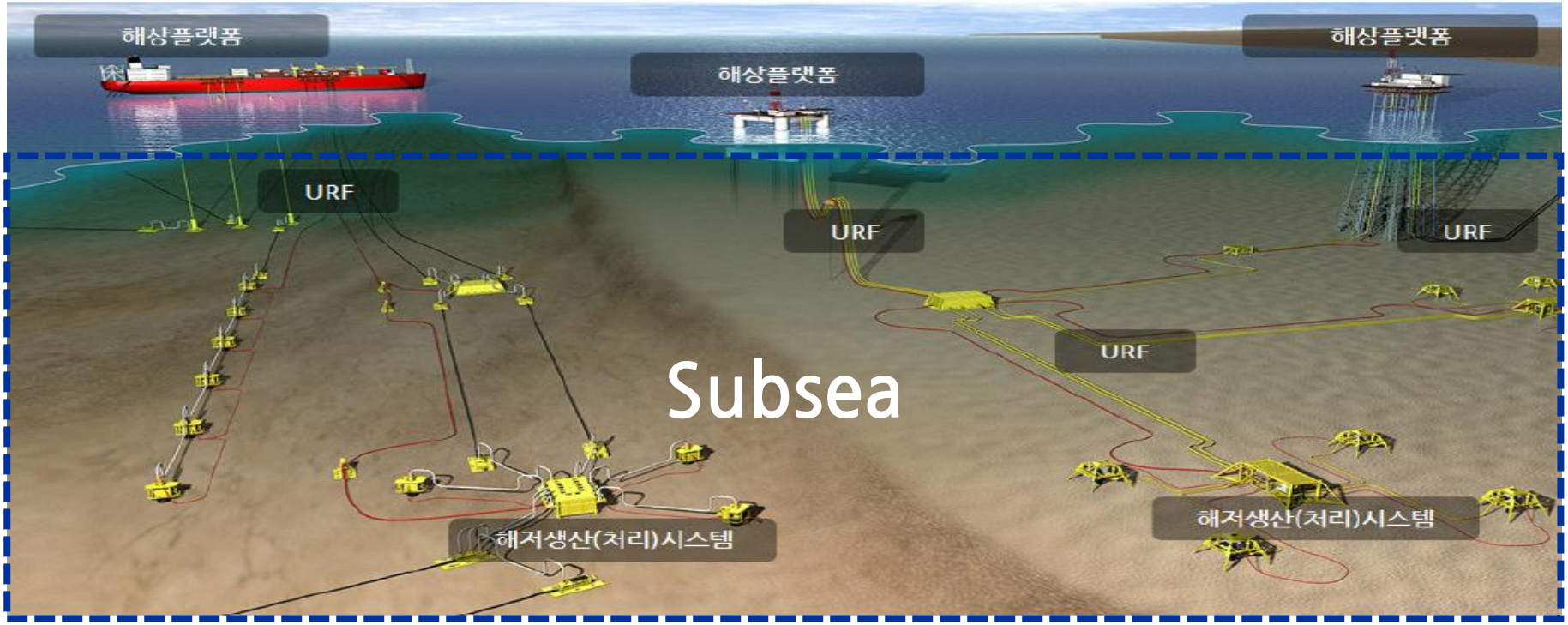
자료: Bloomberg, 유진투자증권

해양 밸류체인: Subsea

해양 개발의 핵심

- 해저 기자재(Subsea)는 **해저 유정으로부터 자원을 채취하고 해상 플랫폼까지 이동하는데 반드시 필요한 핵심 아이템**
- 해양 개발 확대에 따라 주요 기업(Technip FMC 등) **신규 수주 및 수주 잔고 모두 가파른 우상향 추세 기록 중**
- **Subsea는 특정 기업들에 의해 독과점 되고 있고, Brown Field/Green Field 개발, 연안/심해 개발, E&P/CCS를 가리지 않고 모든 분야에서 필수/공통적으로 필요하며, 통상 설계부터 설치까지의 EPCI 작업을 일괄로 수주하는 경우가 많음**
- 해양 밸류체인에서 가장 선호되는 카테고리

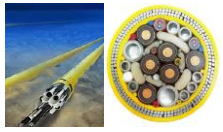
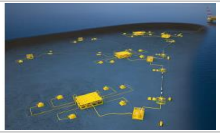
해양플랜트의 구성: 해상플랫폼, 해저생산시스템, URF(Umbilicals, Risers, Flowlines)



자료: 기계연구원, 유진투자증권

해양 밸류체인: Subsea

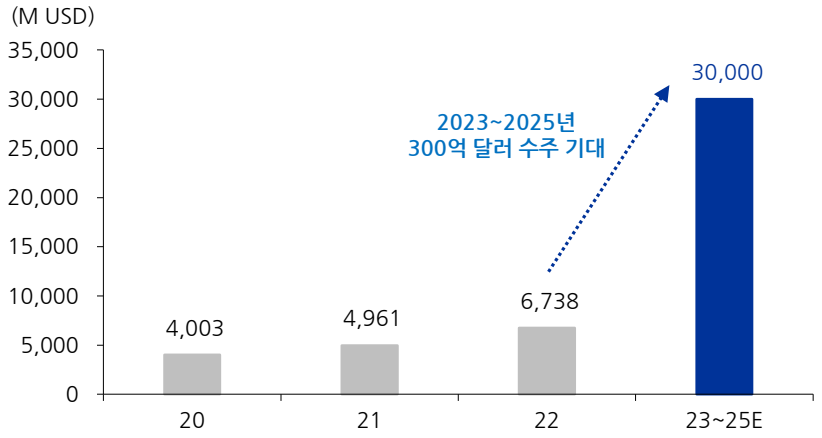
SURF: Subsea, Umbilicals, Risers and Flowlines

구분	이미지	역할 및 기능
★Subsea Trees		▪ 게이트 밸브, 주입 밸브 등 밸브 결합체로 심해에 설치된 다수의 해저 유정(Well) 상부에 결합되어 여러 유정에서 채취한 원유를 한곳으로 모으는 장치 ▪ 극한 환경에서 강한 내구성이 요구되며 유정과 직접 연결되는 설비로 구매에서 설치까지 가장 오랜 기간이 소요되기 때문에 해저 플랜트 투자 경기의 선행지표 역할을 함
Subsea Control System		▪ 유정에 부착되어 있는 Subsea Trees의 밸브를 원격으로 제어하고 모니터링하는 시스템 ▪ SCM(Subsea Control Modules은 생산 플랫폼에 위치한 MCS(Master Control System)에 의해 제어되며, 기술적으로는 표준화가 상당히 진행
★Manifolds		▪ 파이프라인 등 구조물과 Subsea Trees를 연결하는 역할 ▪ Subsea Trees로부터 생산된 원유 집합 및 회수율 증진을 위한 화학물질 주입 및 분산의 포인트 ▪ 유압/전기 제어를 탑재하여 생산 플랫폼과 Subsea Control System 간의 중계를 지원
Flying Leads		▪ Subsea Trees와 Manifolds를 연결하는 Flowlines의 부분품 ▪ 생산 플랫폼과 Manifolds를 연결하는 Umbilical의 길이를 축소하기 위해 활용
Jumpers		▪ Subsea Trees와 Manifolds를 연결하는 Flowlines의 부분품 ▪ Manifolds와 Subsea Trees 간의 거리가 짧을 때 Jumper만 사용하기도 함
★Umbilicals		▪ Manifolds와 생산플랫폼의 제어(MCS)간에 연결된 관으로서 전력/유압 등의 제어에 필요한 전자케이블, 광섬유 다발로 구성 - 원격 제어, 화학물질 주입, 전압 변환, 통신 기능을 갖춘 복합 케이블임. 해저 장비의 생명선 - Steel 소재와 Thermoplastic 소재를 활용하여 생산
★Risers		▪ Manifolds에 집합된 원유를 수면 위의 해상의 생산 플랫폼으로 쏘아 올려주는 역할 ▪ SCR(Steel Catenary Risers), Flexible Riser, Hybrid Riser 등으로 분류
★Flowlines		▪ Subsea Trees와 Manifolds 사이를 연결하는 배관으로서 Subsea Trees로부터 생산된 원유를 Manifolds로 수송 ▪ 쉽게 말해, 해저 장비 간에 유체 운반 기능. 해저 장비 간의 수평 연결에 사용 ▪ Rigid Flowline과 Flexible Flowline으로 구분

자료: 기계연구원, 유진투자증권

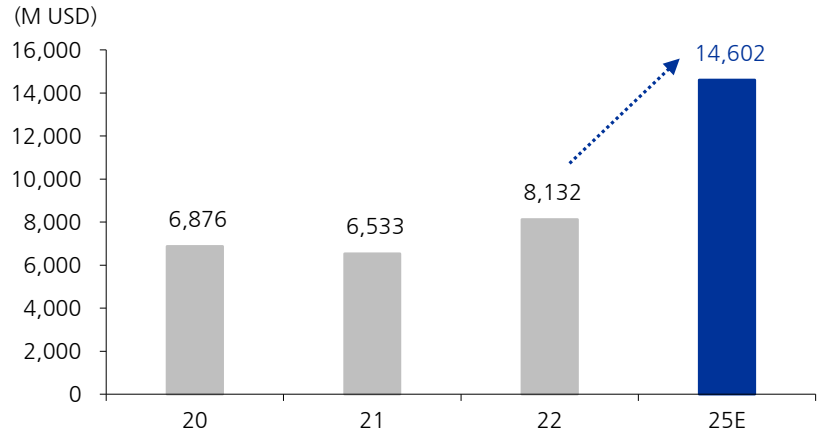
해양 밸류체인: Subsea

Technip FMC Subsea 부문 신규 수주 추이 및 전망



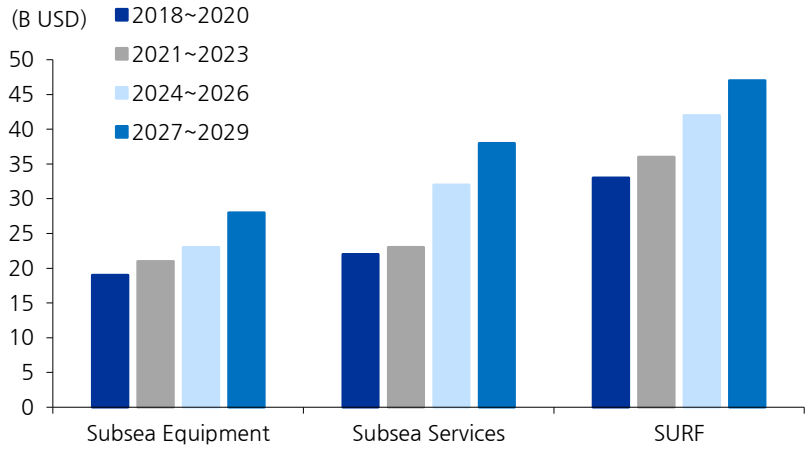
자료: Technip FMC, 유진투자증권

Technip FMC Subsea 부문 수주잔고 추이 및 전망



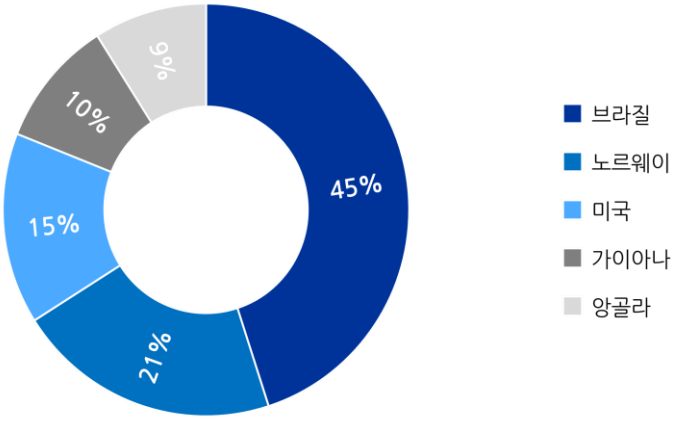
자료: Technip FMC, 유진투자증권

Subsea CAPEX 전망



자료: Rystard, 유진투자증권

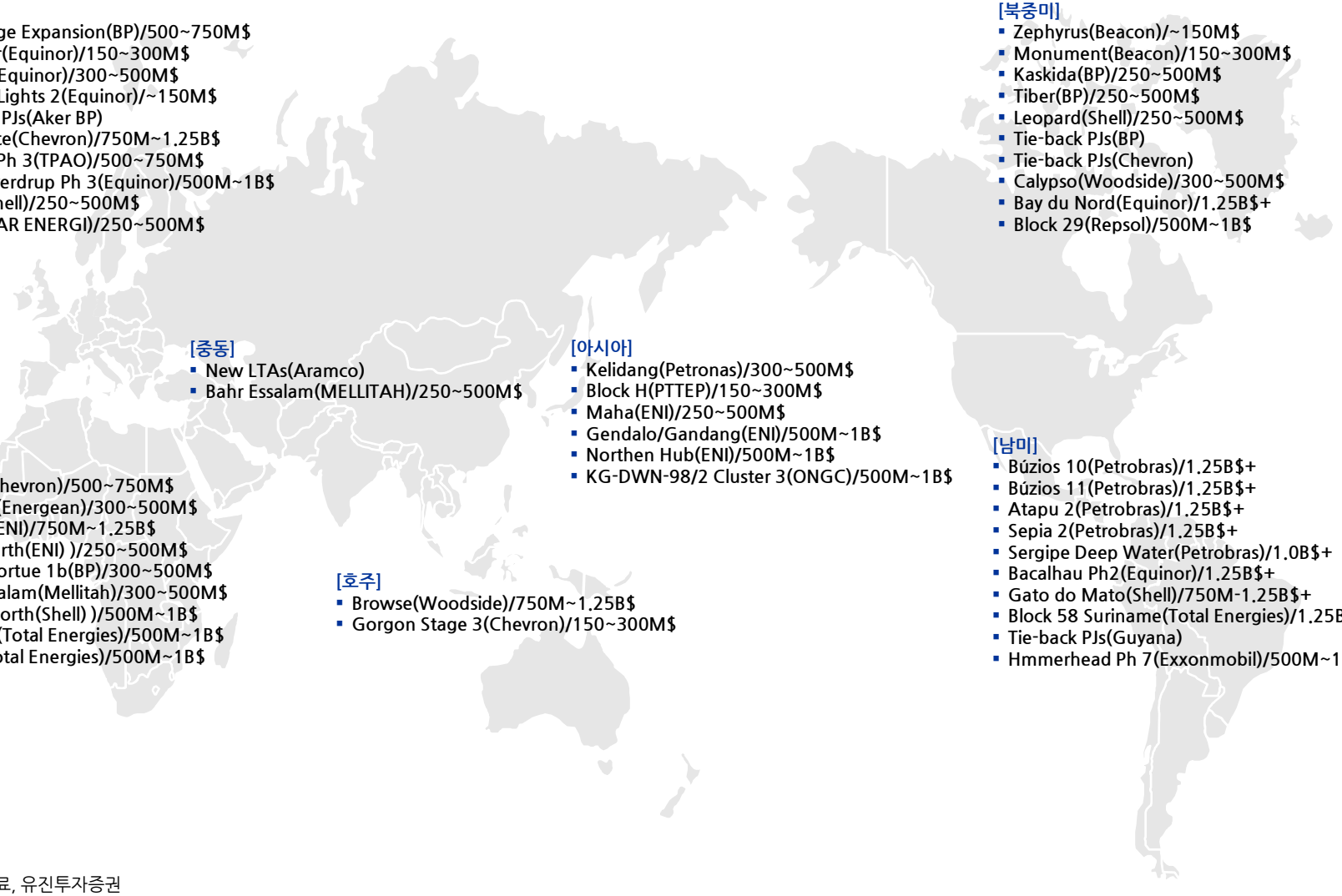
SURF 설치 Top 5 국가



자료: Rystard, 유진투자증권

해양 밸류체인: Subsea

Subsea 잠재 프로젝트 현황(12~24개월 내 입찰 진행 예정 추정)



[유럽]
- Clair Ridge Expansion(BP)/500~750M$
- Fram Sør(Equinor)/150~300M$
- Wisting(Equinor)/300~500M$
- Norther Lights 2(Equinor)/~150M$
- Tie-back PJs(Aker BP)
- Aphrodite(Chevron)/750M~1.25B$
- Sakarya Ph 3(TPAO)/500~750M$
- Johan Sverdrup Ph 3(Equinor)/500M~1B$
- Puffin(Shell)/250~500M$
- Ofelia(VAR ENERGI)/250~500M$

[북중미]
- Zephyrus(Beacon)/~150M$
- Monument(Beacon)/150~300M$
- Kaskida(BP)/250~500M$
- Tiber(BP)/250~500M$
- Leopard(Shell)/250~500M$
- Tie-back PJs(BP)
- Tie-back PJs(Chevron)
- Calypso(Woodside)/300~500M$
- Bay du Nord(Equinor)/1.25B$+
- Block 29(Repsol)/500M~1B$

[중동]
- New LTAs(Aramco)
- Bahr Essalam(MELLITAH)/250~500M$

[아시아]
- Kelidang(Petronas)/300~500M$
- Block H(PTTEP)/150~300M$
- Maha(ENI)/250~500M$
- Gendalo/Gandang(ENI)/500M~1B$
- Northen Hub(ENI)/500M~1B$
- KG-DWN-98/2 Cluster 3(ONGC)/500M~1B$

[아프리카]
- Nargis(Chevron)/500~750M$
- Anchois(Energean)/300~500M$
- Baleine(ENI)/750M~1.25B$
- Coral North(ENI))/250~500M$
- Grater Tortue 1b(BP)/300~500M$
- Bahr Essalam(Mellitah)/300~500M$
- Bonga North(Shell))/500M~1B$
- Preowei(Total Energies)/500M~1B$
- ACCE(Total Energies)/500M~1B$

[호주]
- Browse(Woodside)/750M~1.25B$
- Gorgon Stage 3(Chevron)/150~300M$

[남미]
- Búzios 10(Petrobras)/1.25B$+
- Búzios 11(Petrobras)/1.25B$+
- Atapu 2(Petrobras)/1.25B$+
- Sepia 2(Petrobras)/1.25B$+
- Sergipe Deep Water(Petrobras)/1.0B$+
- Bacalhau Ph2(Equinor)/1.25B$+
- Gato do Mato(Shell)/750M-1.25B$+
- Block 58 Suriname(Total Energies)/1.25B$+
- Tie-back PJs(Guyana)
- Hmmerhead Ph 7(Exxonmobil)/500M~1B$

자료: 산업자료, 유진투자증권
주) 상기 파이프라인 기준, 최대 345억 달러

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

고정식에서 부유식으로

- 해양 플랫폼은 **해양 자원을 개발하고 생산하는 해상 설비를 통칭**
- 시추/생산(용도), 고정식/부유식(형태), Top side/Hull Side(기능)으로 구분 가능하며, **유전/가스전의 위치 및 조건(연안~심해, 기상, 파랑 등)을 고려하여 선택.** 최근에는 심해 개발 수요 증가로 **부유식 플랫폼(FPSO 등) 수요 확대 중**
- 향후 **중남미(가이아나/수리남, 브라질, 아르헨티나) 및 서아프리카(나미비아 등) 중심으로 해양 플랫폼 수요 견조**할 전망

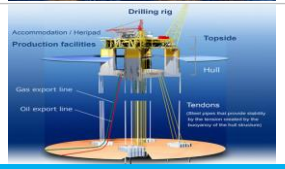
용도별 해양플랜트의 종류

구분		참고 사진	특징	작업 수심
시추용	고정식 (Jack-up)		▪ 1950년대 등장. 시추용 구조물로 가장 널리 사용(약 50%) ▪ 3~12개의 Leg를 해저에 고정시켜 시추 ▪ 접지식이어서 해저 토질 영향 받으나, 파랑 영향은 거의 없음	최대 140~180m
	반잠수식 (Semi-submersible)		▪ 잠수체 위에 시추 장비를 장착한 데크를 갖춘 구조 ▪ 8~10개의 닻으로 묘박하여 위치를 고정하고 시추 ▪ 적재 능력 크지는 않지만, 내파성 뛰어나고 복원성이 좋아 거칠고 깊은 수심에 주로 적용	일반적으로 40~800m 최대 3,700m
	시추선 (Drill Ship)		▪ 저항이 가능한 선박에 시추설비를 탑재한 형태. 선체 중앙부에 Moon Pool을 뚫고 상부에 시추장비 탑재 ▪ 파랑 영향 크게 받아 가동률은 떨어지지만, 적재 능력이 커서 심해 개발에 유리. 복원성 떨어져 서아프리카와 같이 바람 없고 파고 낮은 해역에서 주로 사용	최대 3,700m

자료: 한국해양수산개발원, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

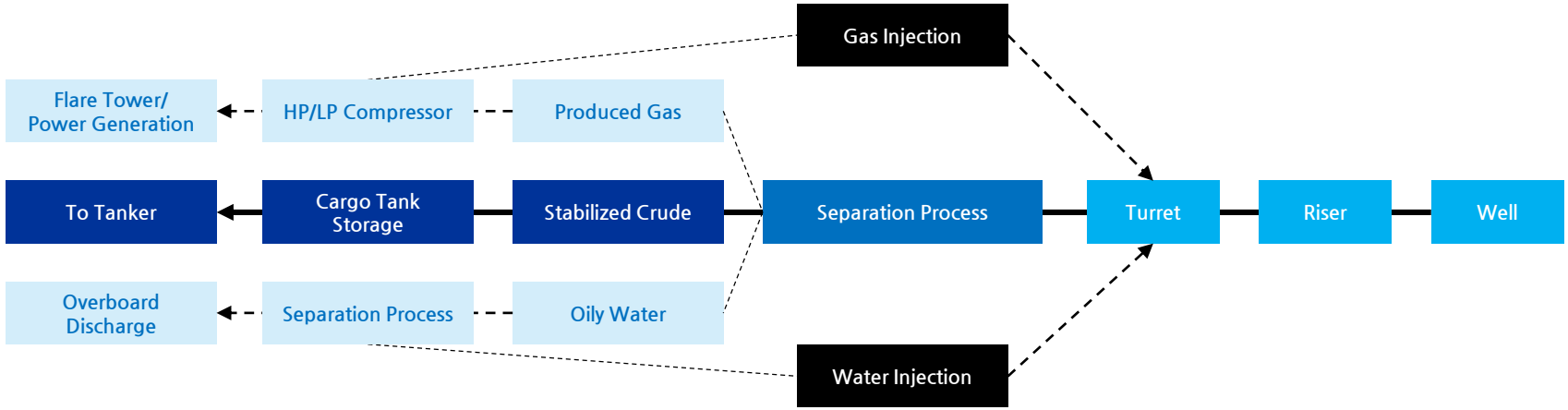
용도별 해양플랜트의 종류(2)

구분		참고 사진	특징	작업 수심
생산용	고정식 플랫폼 (Jacket)		▪ 생산용 구조물로 가장 널리 사용 ▪ 수심이 깊을수록 제작(강재) 및 설치비용 기하급수적으로 증가하는 점 단점	300m 내외
	중력식구조물 (GMS)		▪ 빠른 설치가 가능하고, 콘크리트 구조물로 부식에 강함 ▪ 북극해, 캐나다, 러시아 등 거친 해역에 주로 적용	100m 내외
	반잠수식 (Semi-submersible)		▪ 데크 면적 넓어 설비 배치 유연성 뛰어나고, 다수 라이저 수용 가능해, 광범위한 해저면에 다수의 유전 설치된 복잡한 대심해 가스전에 최적화 ▪ 단점은 저장 기능 없는 점. 파이프 또는 FSO 병용하여 저장/하역 필요 ▪ 대심해 계류 하중에 따라 탑재 중량 제한적. 드라이트리 설계도 있지만, 웻트리만 채용 중. 선체 부분은 조선소가 턴키로 공급 ▪ 보통 브라질, 북해, 멕시코만에 설치	최대 3,700m
	TLP (Tension Leg Platform)		▪ 1980년대 개발되어 적용 수심 ~1,400m. FPSO로 대체되는 중 ▪ 드라이트리 탑재. 생산 유체에 하이드레이트/왁스 함유율 높은 유전에서는 유전 유지 비용을 억제하는 것이 최대 과제인 만큼 최대 이점으로 작용 ▪ 흔들림 적어 가혹한 해상 환경에도 대응 가능 ▪ 멕시코만에 주로 설치	최대 1,400m
	부유식 생산 저장하역시설 (FPSO)	 	▪ 해상에서 석유 및 가스 생산하고 탱크 내 저장 후, 직접 수송 탱커에 하역 가능한 설비 ▪ 신조 또는 유조선 개조하여 사용. 주로 싱가포르에서 개조. 한국은 신조+고성능 FPSO 건조. 중국은 소형~중형 및 개조. 브라질은 오프쇼어 설비 공사를 브라질 내 조선소에서 건조하도록 의무화 ▪ 넓은 갑판면적으로 공간 활용 우수. 파도/바람/조류에 대해서 계류 장치(Mooring Facility)가 핵심. 터렛 중심으로 자유회전함으로써 안정적인 생산 활동 가능 ▪ 단점은 파랑 영향 크고, 건조 비용도 타 플랫폼 대비 고가인 점. 해저 갱구 장치 사용해 보수 비용 큰 점도 단점. 터렛 고장 문제도 리스크 ▪ 재이용 가능하나 실제 사례 少. 유전 특성 달라 처리 설비나 계류 시스템 등 개조 비용 비싸기 때문 ▪ 생산량은 3~5만배럴/일 수준에서 ~25만배럴/일까지 다양 ▪ 보통 서아프리카, 브라질 지역에서 가동 중 ▪ ***FSO:** 생산설비가 없는 것은 FSO. 타 생산설비에서 생산된 석유를 탱크에 저장하여 셔틀 탱커에 하역하는 역할. 동남아 및 서아프리카 주로 배치 ▪ ***FSRU:** 부유식 액화천연가스 저장 기능 갖춘 재기화 설비. FSRU에서 가스로 기화하여 파이프라인으로 보내는 역할 ▪ ***FLNG:** 직접 액화설비 기능을 갖춘 생산 플랫폼. 장거리 파이프라인 뿐만 아니라 대규모 육상 설비 인프라 불필요하다는 최대 장점	2,000m 내외

자료: 한국해양수산개발원, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

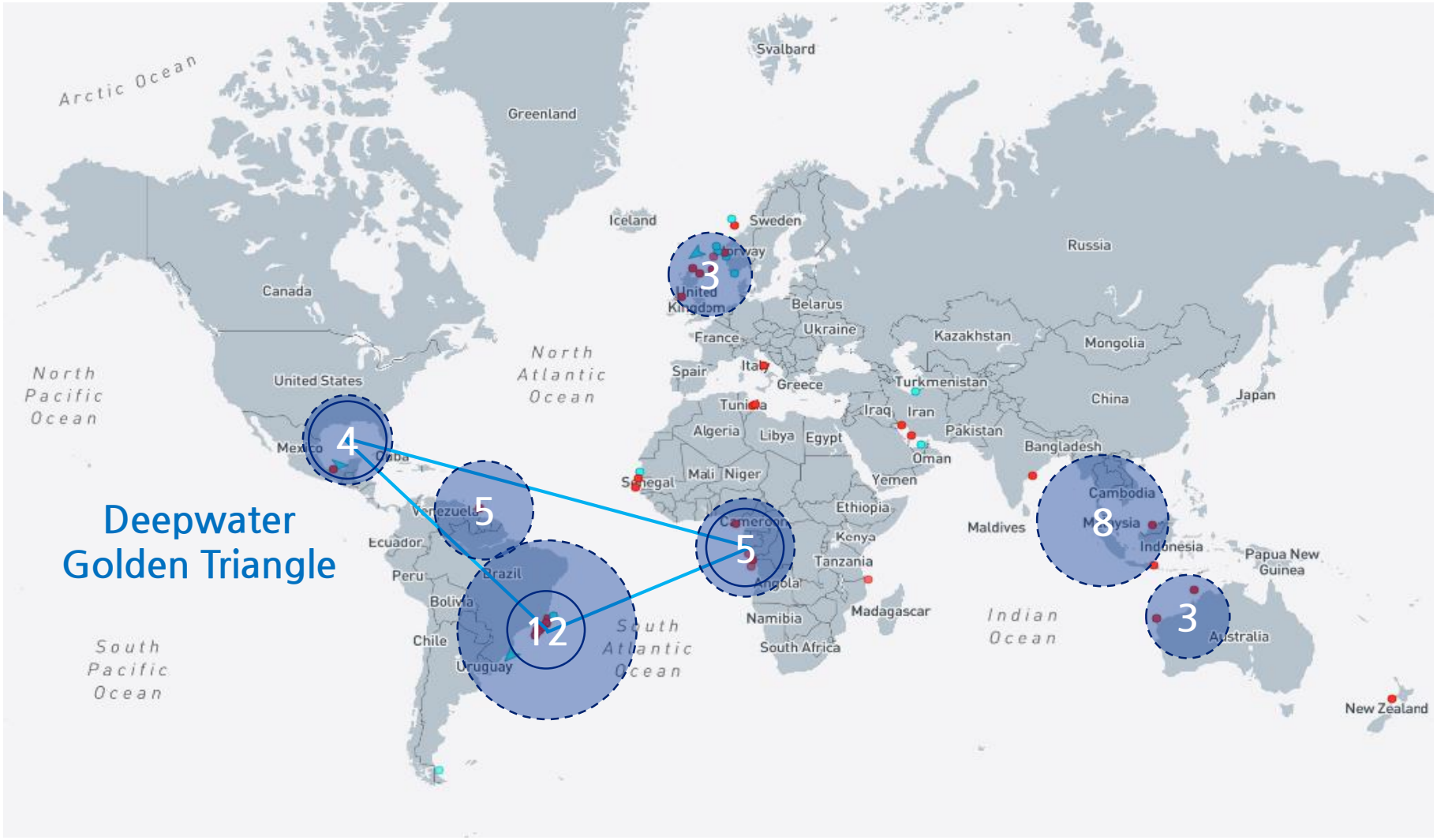
FPSO 처리 공정(원유)



자료: 산업자료, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

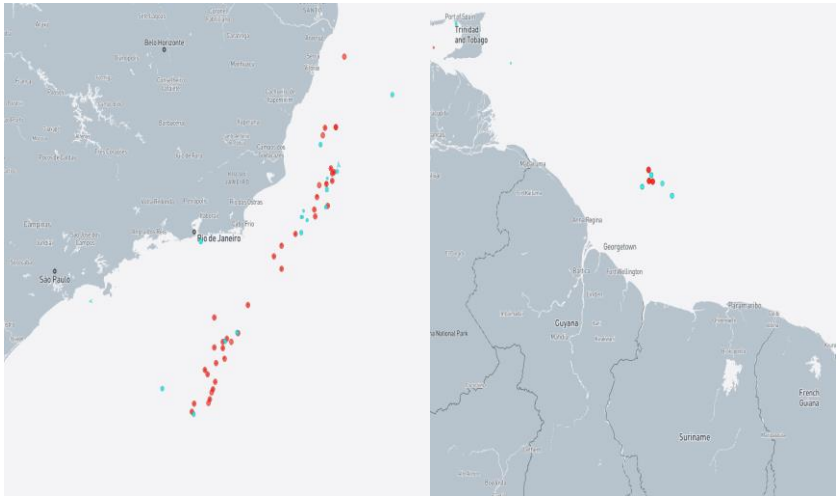
해양 플랫폼 위치 현황(2024년 9월 현재)+FPSO 잠재 프로젝트(2024~2027년)



자료: Marine Traffic, 유진투자증권
주) Tanker(Floating Storage/Production), Offshore Vessel, Drillship, Platform 기준

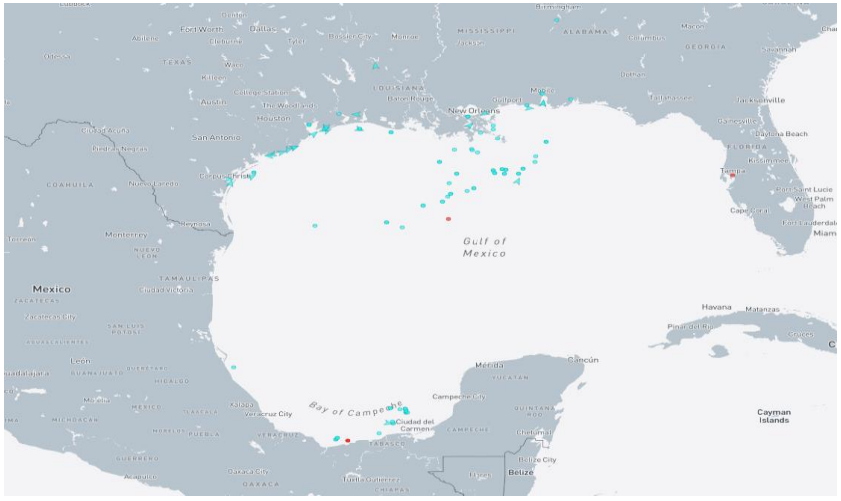
해양 밸류체인: 해양 플랫폼

해양 플랫폼 위치 현황(브라질, 가이아나/수리남)



자료: Marine Traffic, 유진투자증권

해양 플랫폼 위치 현황(멕시코만)



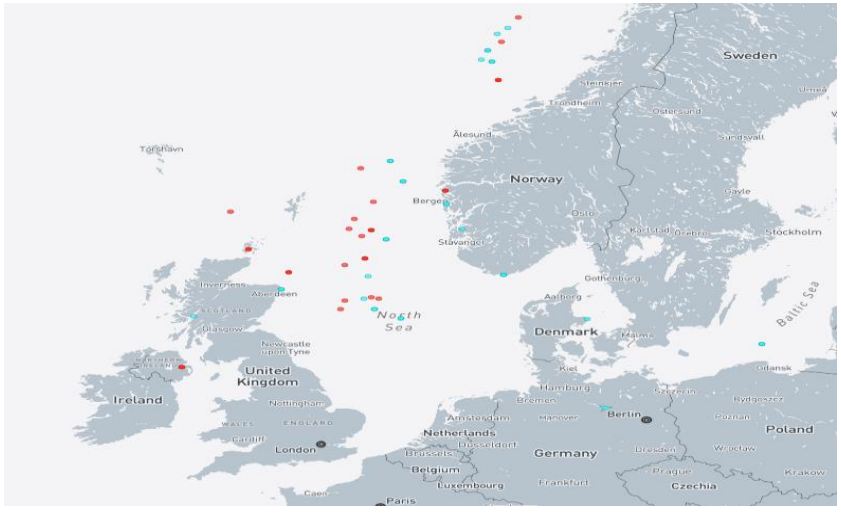
자료: Marine Traffic, 유진투자증권

해양 플랫폼 위치 현황(서아프리카)



자료: Marine Traffic, 유진투자증권

해양 플랫폼 위치 현황(북해)



자료: Marine Traffic, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

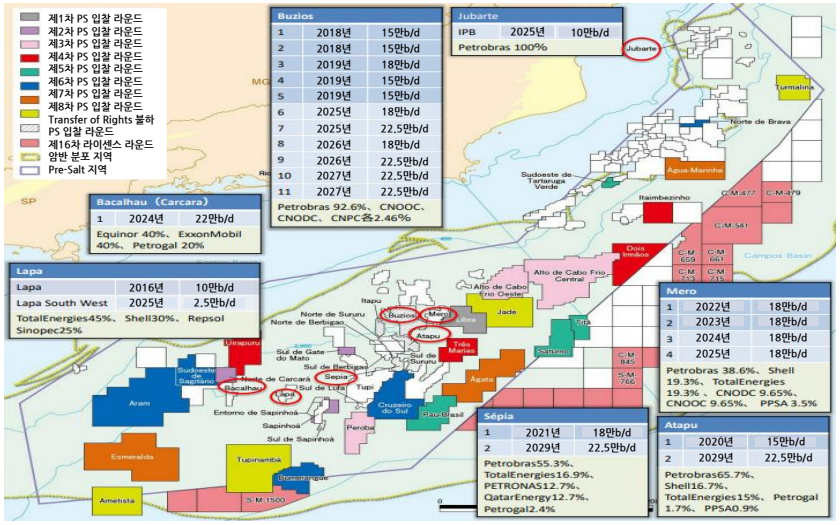
주요 해양 개발 지역 서머리

지역	내용
가이아나	▪ Stabroek 광구에서 30개 이상의 유전이 발견, 가채 매장량은 110억 boe 이상 ▪ 2019년 말 원유 생산 개시 이래, 현재 FPSO 3기로 원유 60만 b/d 이상 생산 중 ▪ 2027년에는 FPSO 6기로 130만 b/d까지 생산 능력을 끌어올릴 계획 ▪ 탐광/개발에 관한 최대 우려 사항은 베네수엘라와의 Essequibo 지역을 둘러싼 분쟁으로, 현시점에서는 석유 생산이나 개발 중인 프로젝트 영향은 없으나, 주시 필요
수리남	▪ 가이아나 Stabroek 광구에서 발견된 유전과 같은 트렌드라인에 위치한 해역에서 유전 발견 계속되고 있음 ▪ 지금까지 수리남에서 발견된 가채매장량은 원유 24억 bbl, 가스 12.5 Tcf ▪ Block 58의 Sapakara South 유전과 Krabdagu 유전 개발 FID를 2024년에 실시 예정. 양 유전의 생산 개시는 2028년. FPSO의 생산 능력은 20만 b/d, 투자 금액 90억 달러를 계획. Block 52에서도 약 4~5 Tcf 가스 발견되어 빠르면 2031년부터 가스 생산 개시도 기대
브라질	▪ Pre-Salt 지역이 생산 증가를 견인 중. 남미 최대의 산유국으로 성장 ▪ 2030년까지 계속해서 Buzios나 Mero 등 Pre-Salt 유전의 생산 증가 예상되며, 브라질 원유 생산량도 계속 늘어날 전망 ▪ 탐광에 대해서는 Pre-Salt 지역 내 성공률이 떨어지고 대규모 유전 발견이 끊기고 있음(2010년대 성공률 거의 100%) ▪ 가이아나/수리남/나미비아에서 연이어 유전이 발견되고 있는 상황에서 적도 주변 해역인 Santos Basin 남부로 관심이 옮겨져 가는 중
우루과이/아르헨티나	▪ 나미비아와의 지질상관성에 대한 기대감으로 메이저 기업들 참여 잇따르는 중, 탐광 개시를 위한 진전 有
나미비아	▪ 나미비아에서는 1970년대부터 계속 원유/가스전 개발 이루어져옴. 2022년 Shell과 Total Energies가 Orange Basin에서 석유 발견하며 주목 ▪ 단기간에 세계 최대급 심해 유전 복수 발견되고, 신규 프로젝트로서 우위성(생산 전 단계로, 개발 계획에서 배출량 삭감 컨셉 등을 반영할 수 있음) 보유 ▪ 메이저 및 독립계 중소기업 탐광 활동 활발, 추가적인 유전 발표 기대 ▪ 추가 라이선스 라운드 가능성(직전: 2004년) 有

자료: 산업자료, 유진투자증권

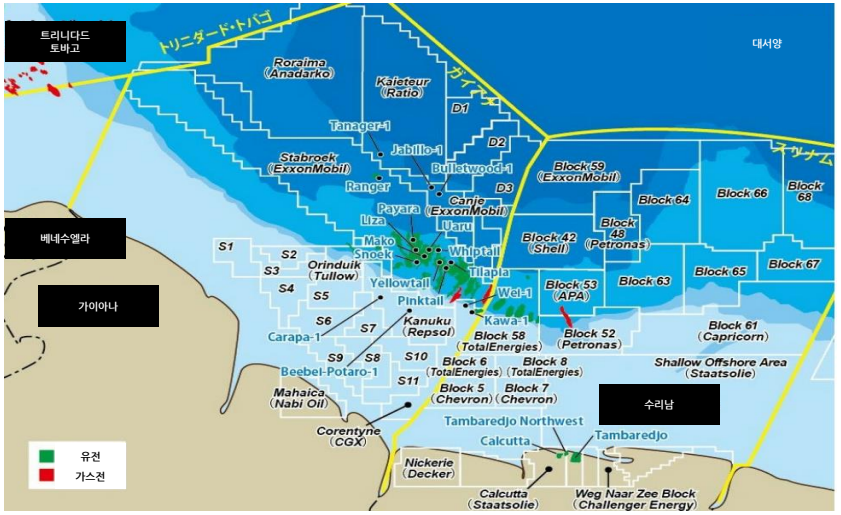
해양 밸류체인: 해양 플랫폼

브라질 Pre-Salt 주요 유전 현황



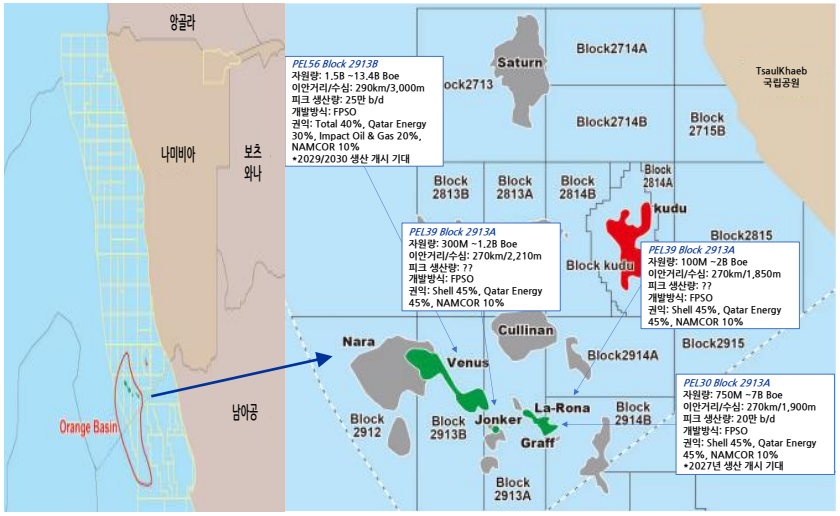
자료: 산업자료, 유진투자증권

가이아나/수리남 광구도(*Stabroek 가채매장량 120억bbl 근접)



자료: 산업자료, 유진투자증권

나미비아 주요 유전 현황(Orange Basin)



자료: 산업자료, 유진투자증권

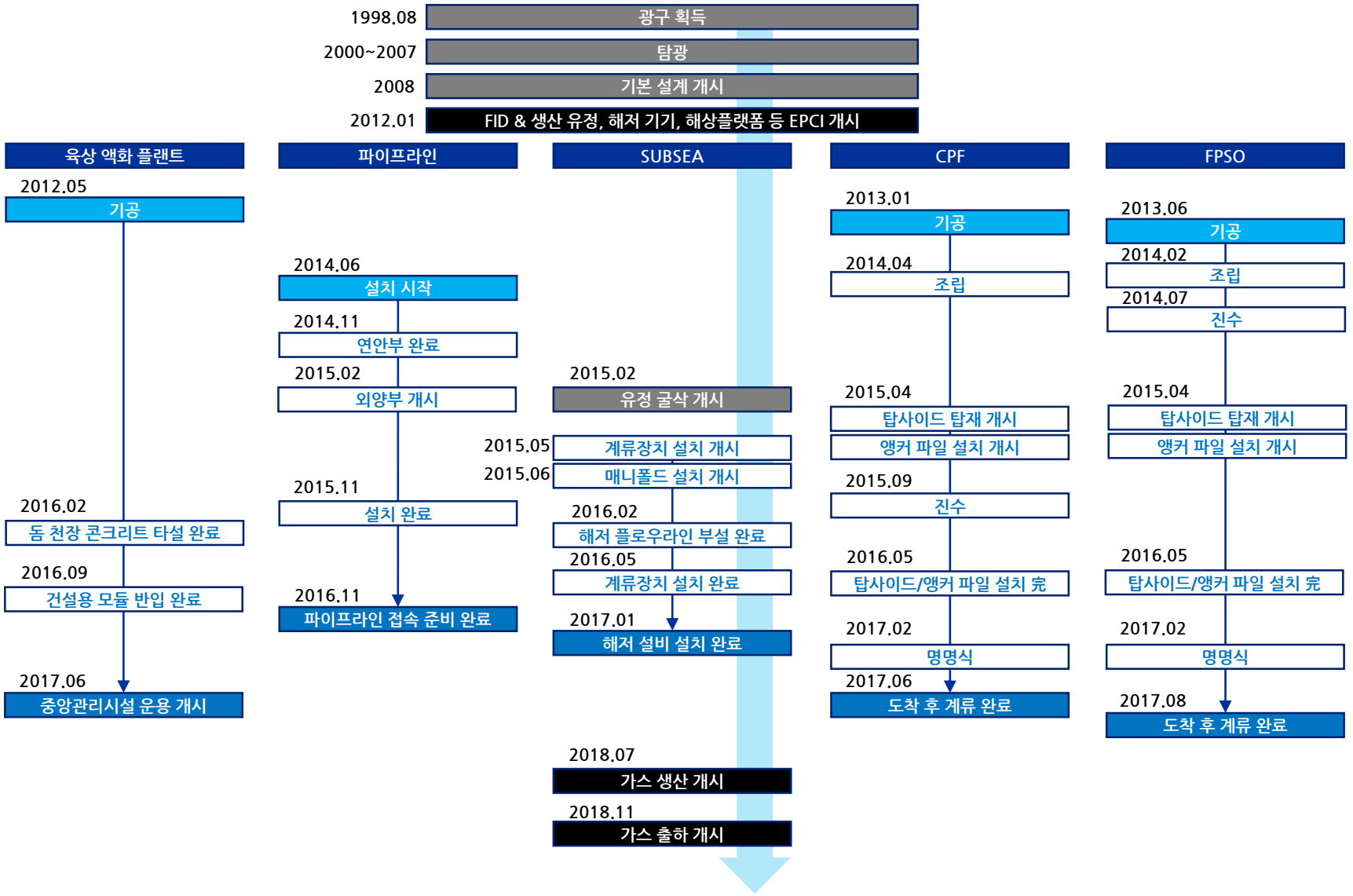
우루과이 및 아르헨티나 개발 광구 현황



자료: 산업자료, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

프로젝트 흐름 예시: 호주 북서부 Ichthys 프로젝트(가스전) *세부 버전



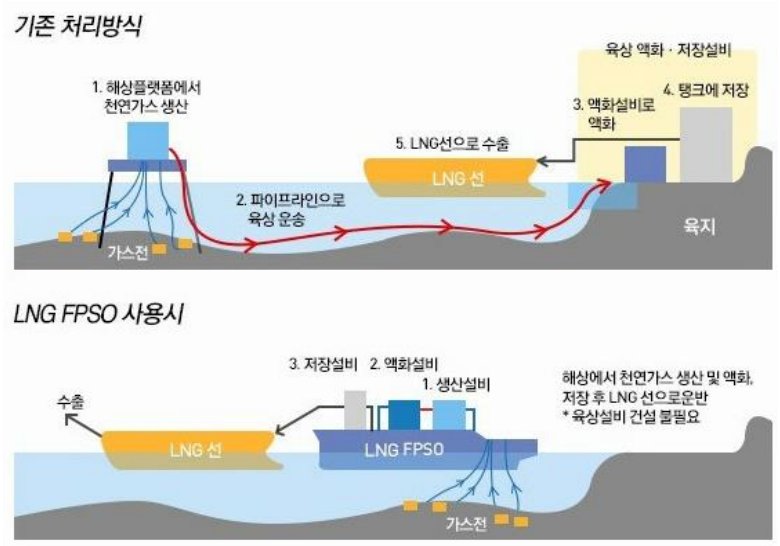
자료: Bloomberg, 유진투자증권

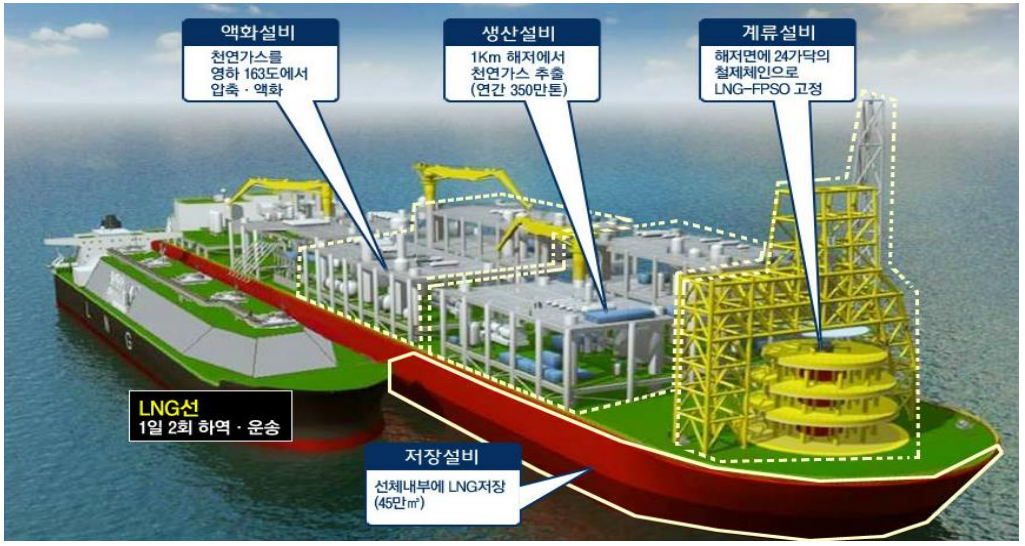
해양 밸류체인: 해양 플랫폼

새롭게 떠오르는 FLNG

- 통상 대규모 가스전에는 육상 액화 플랜트를 설치하나, **최근 LNG 수요 증가에 따라 중/소형 가스전 개발도 본격화되면서 FLNG 수요가 늘어나는 중.** 미개발 가스전의 상당 수는 해양에 존재하며, 1 TcF(Trillion Cubic Feet) 이하의 소규모 가스전이 다수
- 천연가스를 파이프라인(PNG)이 아닌 선박을 활용하여 수송하기 위해서는 반드시 액화 과정이 필요(LNG). 이 **액화 기능을 해양 플랫폼에 통합시킨 것이 바로 FLNG.** 즉, 해상에서 가스를 추출하여 액화 과정을 수행하고, 저장까지 가능한 플랫폼
- 최근에는 2세대 모델 등장으로 더 큰 시장이 열리고 있음. 1세대가 심해에서 실제 천연가스 채취를 시행하는 전통적인 FLNG 였다면, 2세대는 육상에 있는 천연가스를 바다로 운송해서 액화시키는, **육상 플랜트 대체재로 활용하는 방안 대두**(예: 미국 Delfin, 캐나다 Cedar 프로젝트)
- 과거에는 FLNG 사업성에 대한 의문 존재했으나, 표준 설계 확보 및 기존 선박(LNGC) 개조 등 비용 경쟁력 생기고 사업 타당성 높아지고 있음. 생산용량 2.5MTPA 이상에서는 신조 FLNG(Purpose Build), 그 이하에서는 개조(Conventional Ship Design) 적용될 전망
- **앞으로 LNG 수출에 적극적인 미국과 육상 액화 플랜트 인프라가 부족한 아프리카에서 FLNG 수요 견조할 전망**

FLNG 개요





자료: 언론보도, 유진투자증권

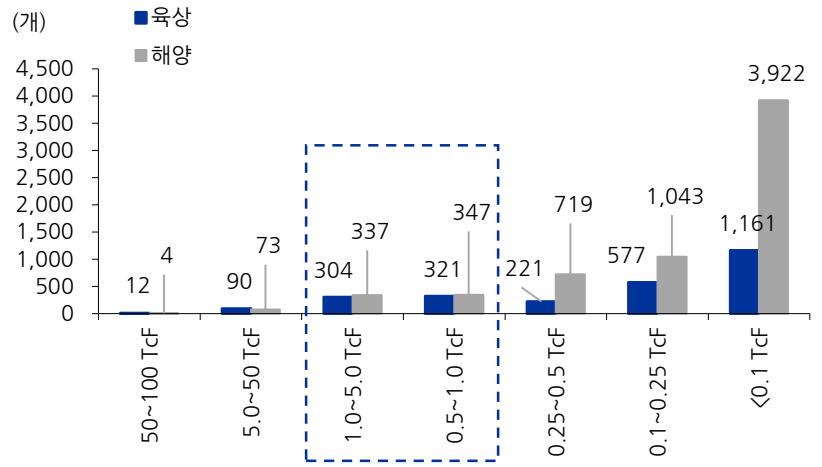
해양 밸류체인: 해양 플랫폼

육상 LNG 플랜트 vs FLNG

항목	육상 LNG 플랜트	LNG-FPSO
건설 방법	액화플랜트 건설 현지에서 제작 및 설치	조선소에서 건조 후 현지로 이동하여 설치
파이프라인	필요(가스전~액화플랜트)	불필요
이동성	고정식 육상 플랜트로 이동성 없음	가스전 생산완료 후 타 가스전으로 이동하여 재사용 가능
대상 가스전	대규모 가스전(5TcF 이상)	중규모 가스전(1~5TcF)
트레인 용량	연산 200~800만톤	연산 100~135만톤

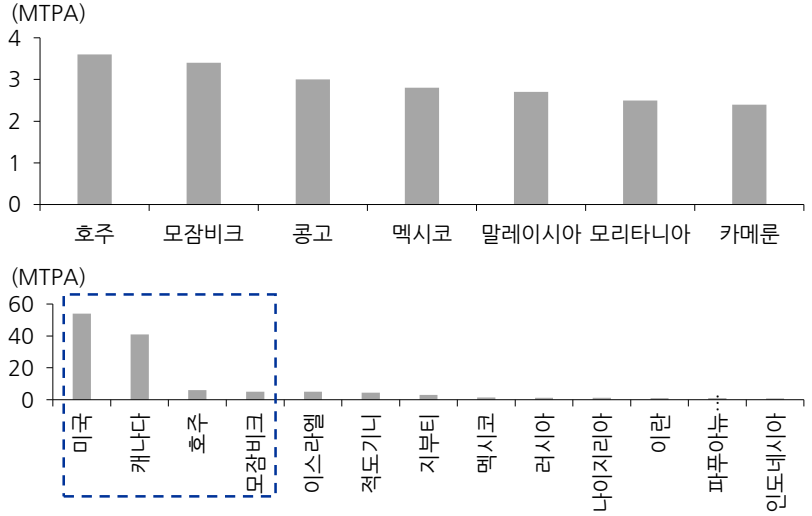
자료: 가스신문, 유진투자증권

가스전 규모별 분포 현황



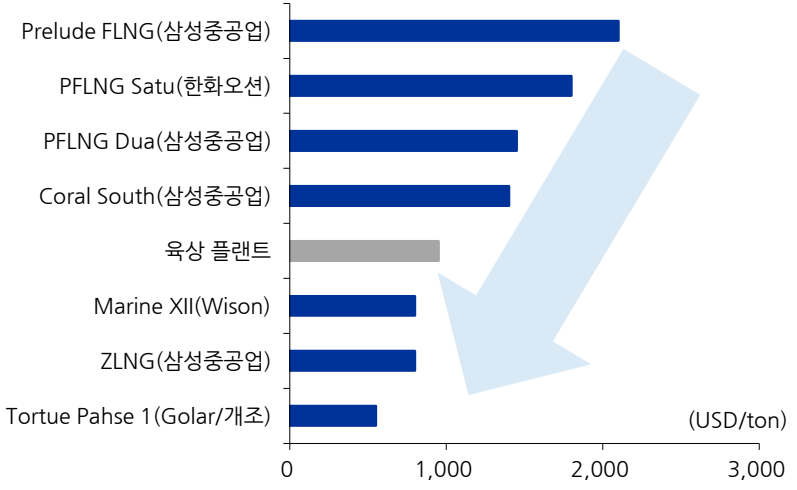
자료: 산업자료, 유진투자증권

既 운영중인 FLNG(上) 및 제안된 FLNG(下) 액화 용량



자료: IGU, 유진투자증권

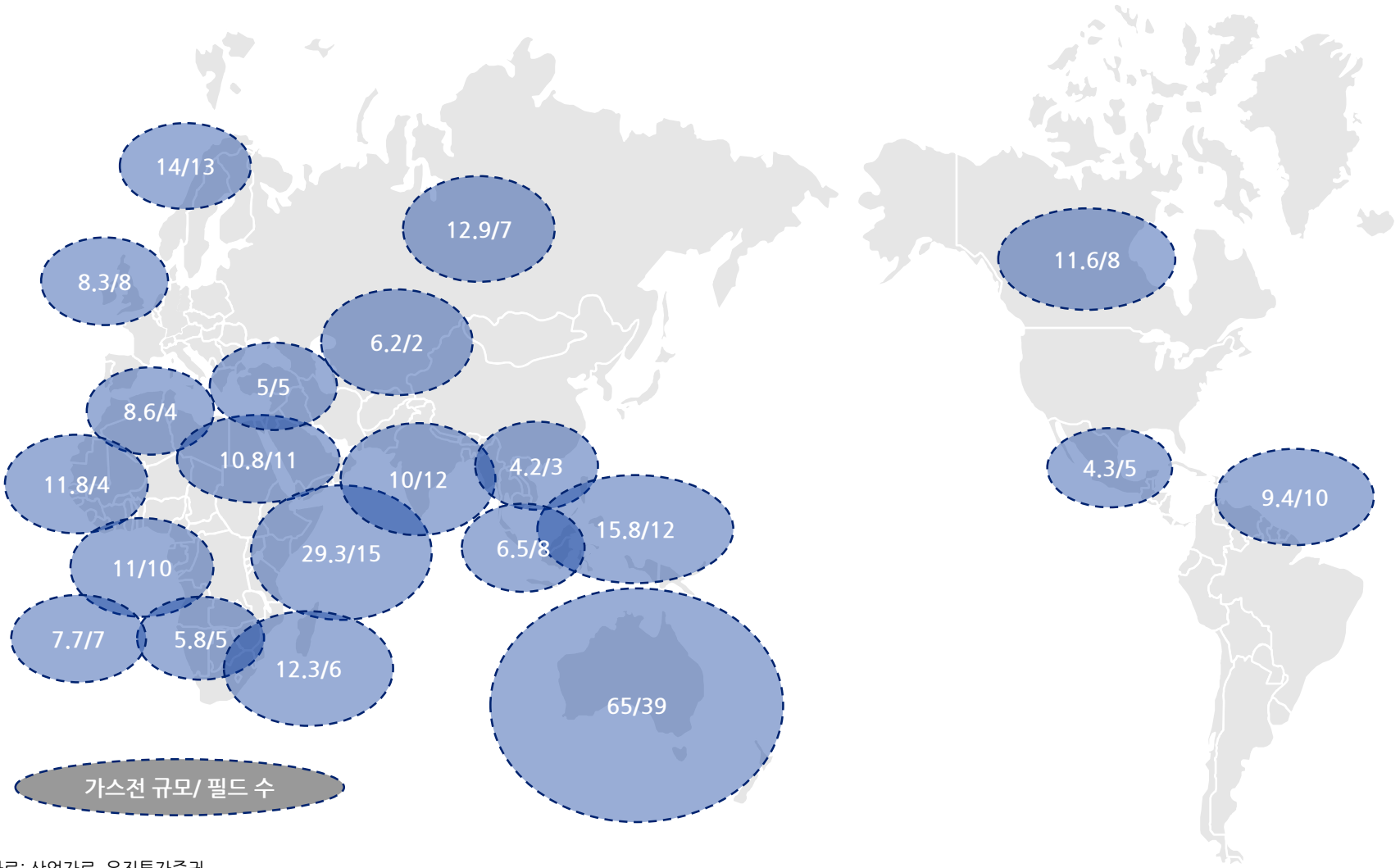
FLNG vs 육상 플랜트 비용



자료: IGU, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

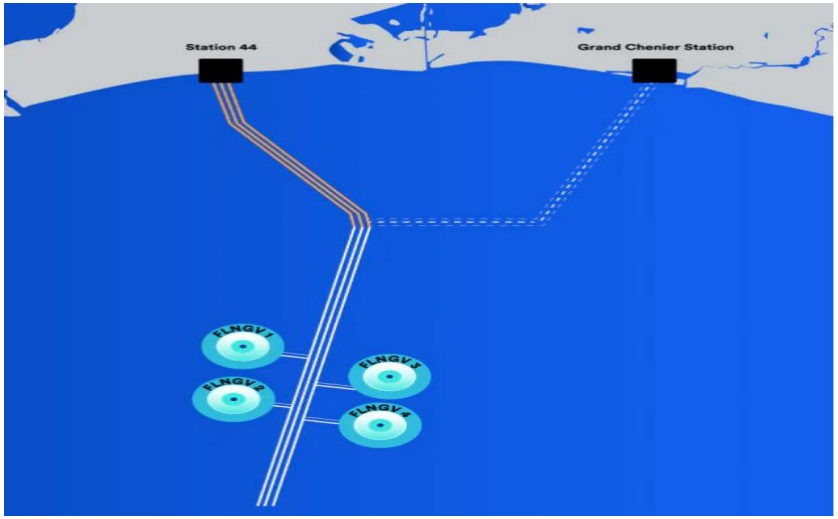
0.5TcF ~ 5TcF 미개발 가스전 분포 현황



자료: 산업자료, 유진투자증권

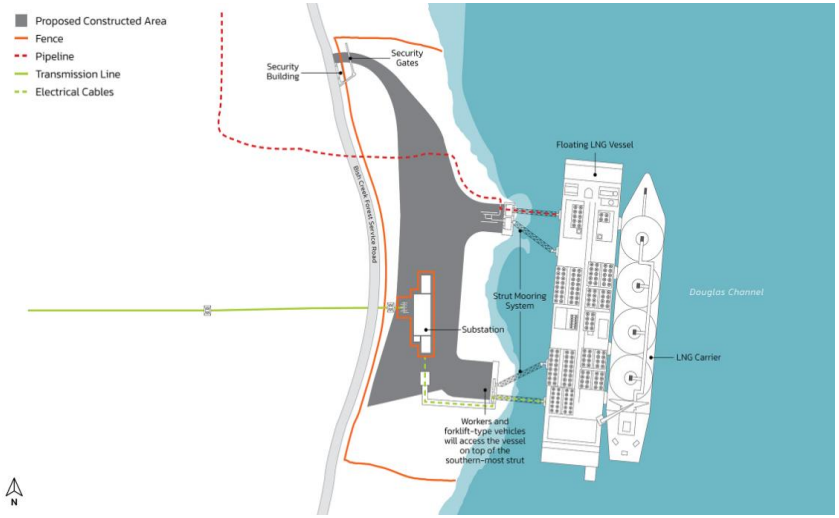
해양 밸류체인: 해양 플랫폼

미국 Delfin 프로젝트



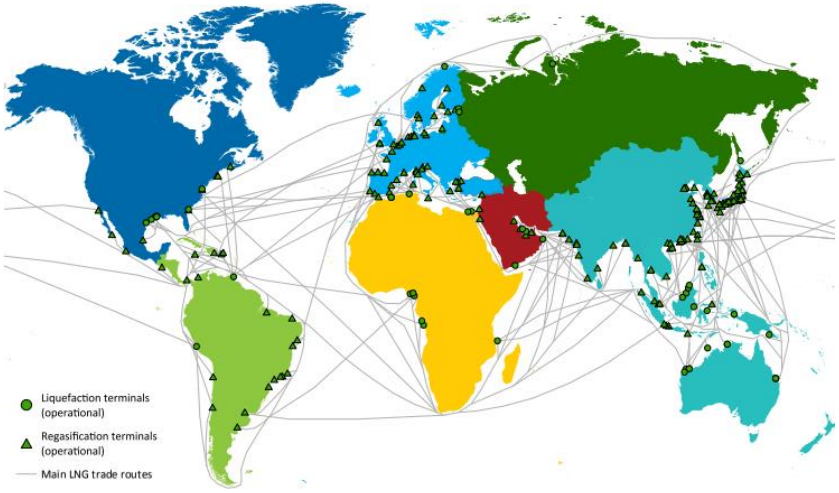
자료: Delfin, 유진투자증권

캐나다 Cedar 프로젝트



자료: Cedar LNG, 유진투자증권

LNG 액화/재기화 터미널 위치 분포



자료: 가스신문, 유진투자증권

LNG 물동량 흐름



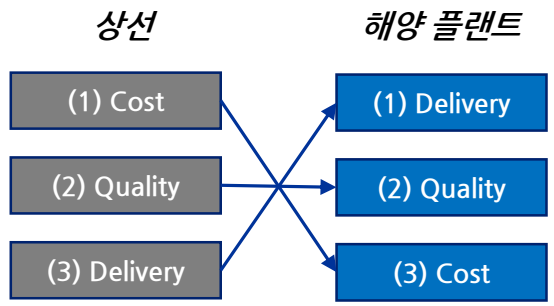
자료: 산업자료, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

상대적으로 우호적인 해양 시장

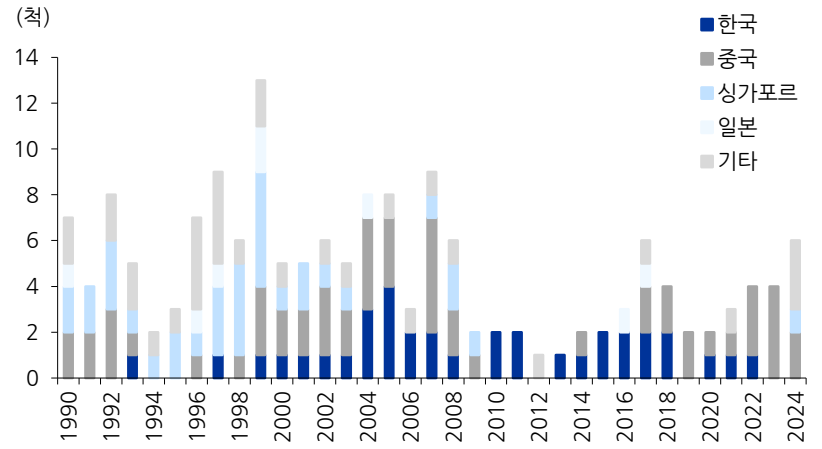
- 해양 플랫폼은 조선소가 건조. 한국, 싱가포르, 중국이 메인 플레이어. **한국은 주로 신조 플랫폼을 담당**하며, 싱가포르는 개조/수리와 탑사이드 건조에 특화되고, 중국은 주로 신조 프로젝트에 주력하기 시작하는 모습
- **해양 플랫폼은 가격보다 성능과 납기 준수 능력이 더 중요한 잣대로 작용**하며, 경험 없는 신규 업체가 진입하기 어려운 시장임. 하지만, 일반 FPSO의 경우 한국 외 업체들도 장기간 건조 경험을 쌓아왔으며, 특히 **중국 업체들과 경쟁이 심화되고 있음.** 최근 2010년대 실용화(*2011년 Shell Prelude FLNG 첫 FID/삼성중공업)가 이루어진 **FLNG(LNG-FPSO)가 한국 업체들의 새로운 돌파구로 부상**
- FLNG 신조 시장에서도 중국 업체 진입 노력 활발(*Wison - Design One, Build Two 전략 추구 및 Nantong 조선소 증설). 국내 대표 FLNG 주자인 삼성중공업은 해양 사업에서 FLNG 중심 전략 펼치며 충분한 가격 경쟁력 확보했고, 다수 Feed 수행하며 후속 파이프라인도 풍부하게 보유(Coral North, Delfin, Ksi Lisims 등)
- 향후 연간 20여 척 규모의 FPSO 계약 예상됨(일반 FPSO 10~15척, FLNG 5~10척). 주요 FPSO 건조 조선소(*한국: 삼성중공업, HD현대중공업, 한화오션/중국: CIMC, SWS, COSCO HI, CMHI, Wison 등/싱가포르 Seatrium) 공급 능력 고려하면 아직 경쟁 상황은 우호적이라는 판단. 상기 조선소 중 해양 메인인 조선소는 COSCO HI의 Qidong 조선소, Wison 정도. 나머지는 상선 중심. 상선 시황 호조 속, 해양 건조 여력은 타이트한 것은 공통 사항

우선순위 변화



자료: 해양플랜트 오일&가스(손승현), 유진투자증권

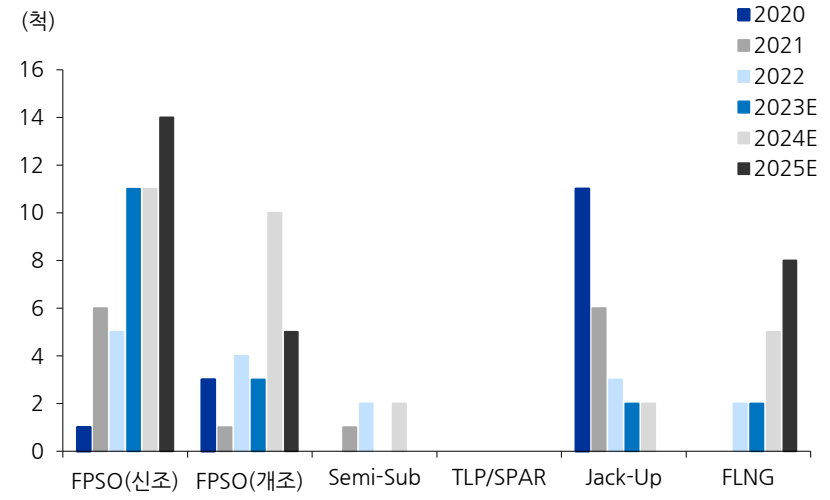
국가별 FPSO 건조 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

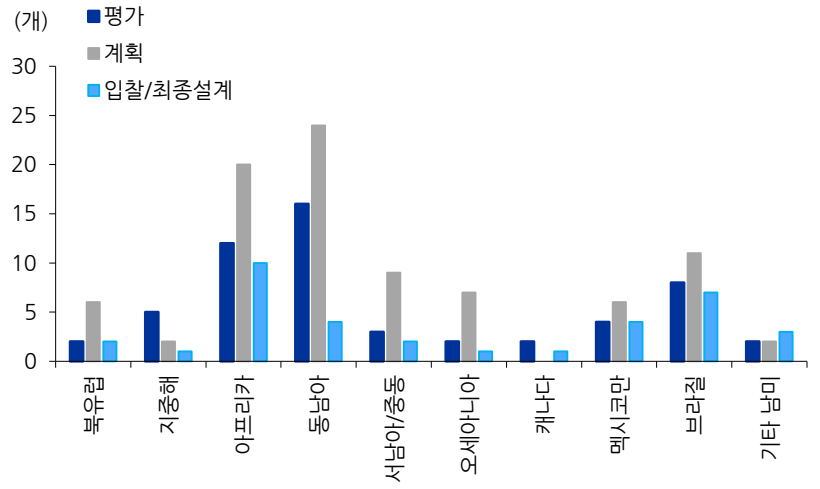
해양 밸류체인: 해양 플랫폼

해양 생산 플랫폼 수주 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

지역별 부유식 생산 플랫폼 프로젝트 파이프라인



자료: 산업자료, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

주요 지역 FPSO 발주/수주 현황

지역	유전	FPSO 명	발주기업	FPSO 계약 기업	건조 조선사	생산 능력	가격	계약일	건조일
가이아나	Liza Phase 1	Liza Destiniy	Exxonmobil	SBM Offshore	*개조: Keppel (싱가폴)	12만→15.5만 b/d	n/a	*운영중*	
	Liza Phase 2	Liza Unity	Exxonmobil	SBM Offshore	SWS(중국)	22만→ 26만 b/d	n/a	*운영중*	
	Paraya	Prosperity	Exxonmobil	SBM Offshore	SWS(중국)	22만→25만 b/d	n/a	*운영중*	
	Yellowtail/Redtail	One Guyana	Exxonmobil	SBM Offshore	SWS(중국)	25만 b/d	n/a	2019	2025
	Uaru/Snoek/Mako	Errea Wittu	Exxonmobil	MODEC	DSIC(중국)	25만 b/d	n/a	2023	2026
	Whiptail	Jaguar	Exxonmobil	SBM Offshore	SWS(중국)	25만 b/d	n/a	*운영중*	
브라질 Pre-Salt	Mero 3	Marechal Duque De Caxias	Petrobras	MISC	Yantai CIMC Raffles(중국)	18만 b/d	n/a	*운영중*	
	IPB	Maria Quitéria	Petrobras	COSCO HI	Yinson Production(중국)	10만 b/d	n/a	*운영중*	
	Buzios 7	Almirante Tamandaré	Petrobras	SBM Offshore	CMHI(중국)	22.5만 b/d	1.6B$	2019	2024
	Mero 4	Alexandre de Gusmão	Petrobras	SBM Offshore	SWS(중국)	18만 b/d	1.6B$	2021	2024
	Buzios 6	P-78	Petrobras	Keppel	선체: HD현대중공업(한국) 상부: Keppel(싱가폴)	18만 b/d	2.3B$	2021	2025
	Buzios 8	P-79	Petrobras	한화오션+Saipem JV	한화오션(한국)	18만 b/d	2.3B$	2021	2026
	Buzios 9	P-80	Petrobras	Keppel	Yantai CIMC Raffles(중국)	22.5만 b/d	2.9B$	2022	2026
	Buzios 10	P-82	Petrobras	Sembcorp	COSCO HI(중국)	22.5만 b/d	3.1B$	2022	2026
	Buzios 11	P-83	Petrobras	Keppel	Yantai CIMC Raffles(중국)	22.5만 b/d	2.8B$	2022	2027
	Atapu	P-84	Petrobras	Seatrium	Yantai CIMC Raffles(중국)	22.5만 b/d	4.0B$	2024	2029
	Sepia	P-85	Petrobras	Seatrium	Yantai CIMC Raffles(중국)	22.5만 b/d	4.0B$	2024	2029

자료: 산업자료, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

삼성중공업의 FLNG 표준 모델 MLF-N



자료: 언론보도, 유진투자증권

Golar LNG(개조), Wison(중국, 신조) 표준 모델



자료: 각 사, 유진투자증권

FLNG 프로젝트 현황

No.	Status	프로젝트명	생산용량	인도연도(주문연도)	조선사	오퍼레이터
1	In Service	PFLNG Satu	1 MTPA	2016	Daewoo (DSME)	Kebabangan POC
2	In Service	Tango FLNG	1 MTPA	2017	Wison (Nantong)	Eni Congo
3	In Service	Prelude	3 MTPA	2018	Samsung HI	Shell
4	In Service	Hilli Episeyo	2 MTPA	2018	Keppel Shipyard - Golar LNG	Perenco Cameroon
5	In Service	PFLNG Dua	1 MTPA	2020	Samsung HI	Petronas Carigali
6	In Service	Coral Sul FLNG	3 MTPA	2021	Samsung HI	Mozambique Rovuma
7	In Service	Gimi	2 MTPA	2023	Keppel Shipyard - Golar LNG	BP
8	On Order	Marine XII	2 MTPA	2025(2022)	Wison (Nantong)	Eni Congo
9	On Order	Perenco FLNG	1 MTPA	2026(2023)	Unknown - Golar LNG	Perenco
10	On Order	Layar FLNG	1 MTPA	2026(2024)	Wison (Nantong)	Genting O & G
11	On Order	ZLNG	2 MTPA	2027(2022)	Samsung HI	Petronas Carigali
12	On Order	Cedar FLNG	3 MTPA	2028(2024)	Samsung HI	Cedar LNG Partners

자료: 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

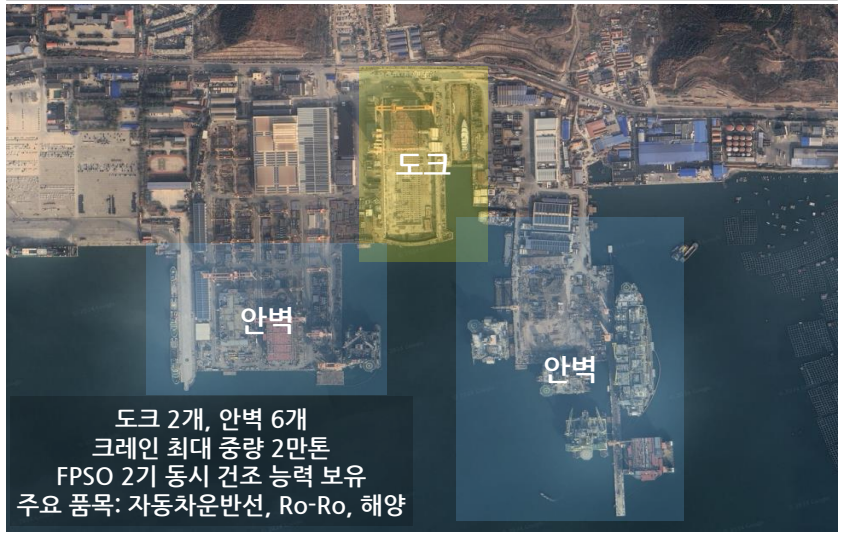
FLNG 프로젝트 파이프라인

Country	Project	Export Capacity (mtpa)	Status	FID Date	Expected Start Up	Est. Ship Size	Estimated Vessel Requirement	비고
United States	Port Delfin 1 (FLNG)	3.3	FEED	2027	2027	174,000	7	삼성중공업 수주 유력, Feed 수행함
Canada	Ksi Lisims (FLNG)	12.0	FEED	-	2028	174,000	13	삼성중공업 수주 유력, Feed 수행함
Australia	Equus (FLNG)	2.0	FEED	2029	2029	174,000	2	- (취소?)
Israel	Leviathan (FLNG)	4.5	FEED	-	2029	174,000	3	한화오션 Pre-Feed 수행
Mexico	Altamira Onshore - Fast FLNG 2	2.8	PRO	2026	2026	174,000	1	-
Mozambique	Mamba Phase 2 (FLNG 1)	2.0	PRO	-	2027	174,000	2	-
United States	Avocet 1 (FLNG)	4.0	PRO	-	2027	174,000	8	-
Equatorial Guinea	Fortuna (FLNG)	1.5	PRO	-	2028	174,000	1	-
Mozambique	Mamba Phase 2 (FLNG 2)	2.0	PRO	-	2028	174,000	2	-
Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.0	PRO	-	2028	174,000	5	Wison Pre-Feed 수행
Nigeria	Nigeria Transoceanic (FLNG)	3.0	PRO	-	2028	174,000	5	Wison Pre-Feed 수행
Nigeria	Yoho (FLNG)	1.2	PRO	-	2028	174,000	2	-
Papua N. Guinea	Pasca (FLNG)	0.5	PRO	-	2028	174,000	1	-
Senegal	Tortue West Ahmeyim 3 (FLNG)	2.0	PRO	-	2028	174,000	2	-
United States	Avocet 2 (FLNG)	4.0	PRO	-	2028	174,000	9	-
United States	Port Delfin 2 (FLNG)	3.3	PRO	-	2028	174,000	7	Wison Pre-Feed 수주
Venezuela	Jose Antonio Anzoategui (FLNG)	1.0	PRO	2028	2028	174,000	1	-
Djibouti	Djibouti (FLNG)	3.0	PRO	2021	2029	174,000	3	-
Senegal	Tortue West Ahmeyim 4 (FLNG)	2.0	PRO	-	2029	174,000	2	-
United States	Port Delfin 3 (FLNG)	3.3	PRO	-	2029	174,000	7	-
Canada	Grassy Point (FLNG)	2.5	PRO	2030	2030	174,000	3	-
United States	Port Delfin 4 (FLNG)	3.3	PRO	-	2030	174,000	7	-
Namibia	Graff (FLNG)	2.0	PRO	-	2034	174,000	1	-

자료: Clarksons, 유진투자증권

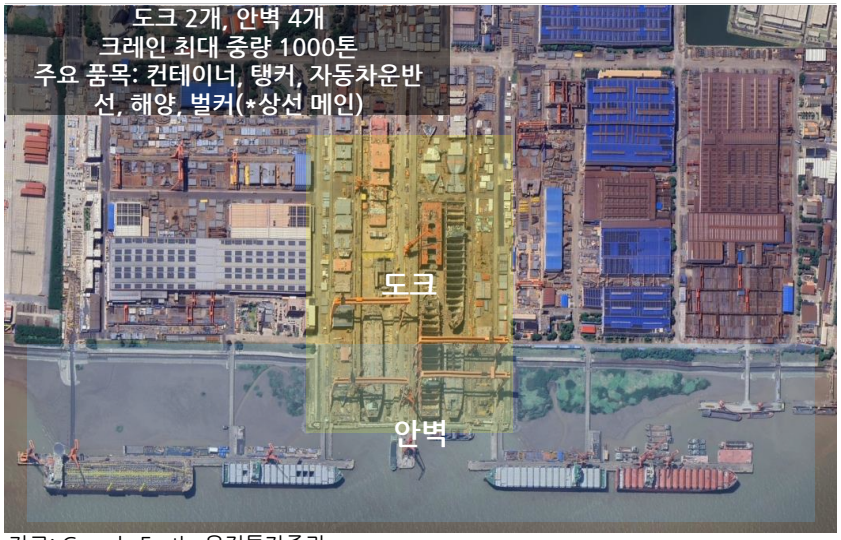
해양 밸류체인: 해양 플랫폼

Yantai CIMC Raffles 조선소 위성사진



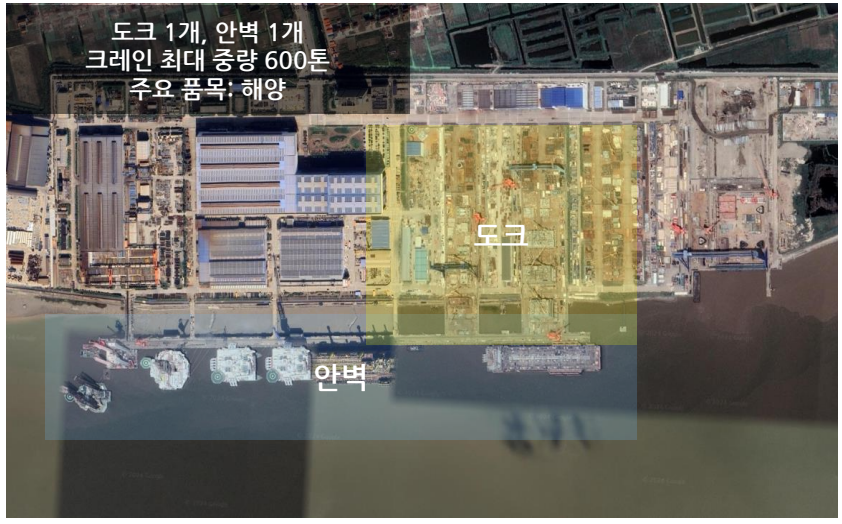
자료: Google Earth, 유진투자증권

SWS 조선소 위성사진



자료: Google Earth, 유진투자증권

COSCO SHIPPING (Qidong) Offshore 조선소 위성사진



자료: Google Earth, 유진투자증권

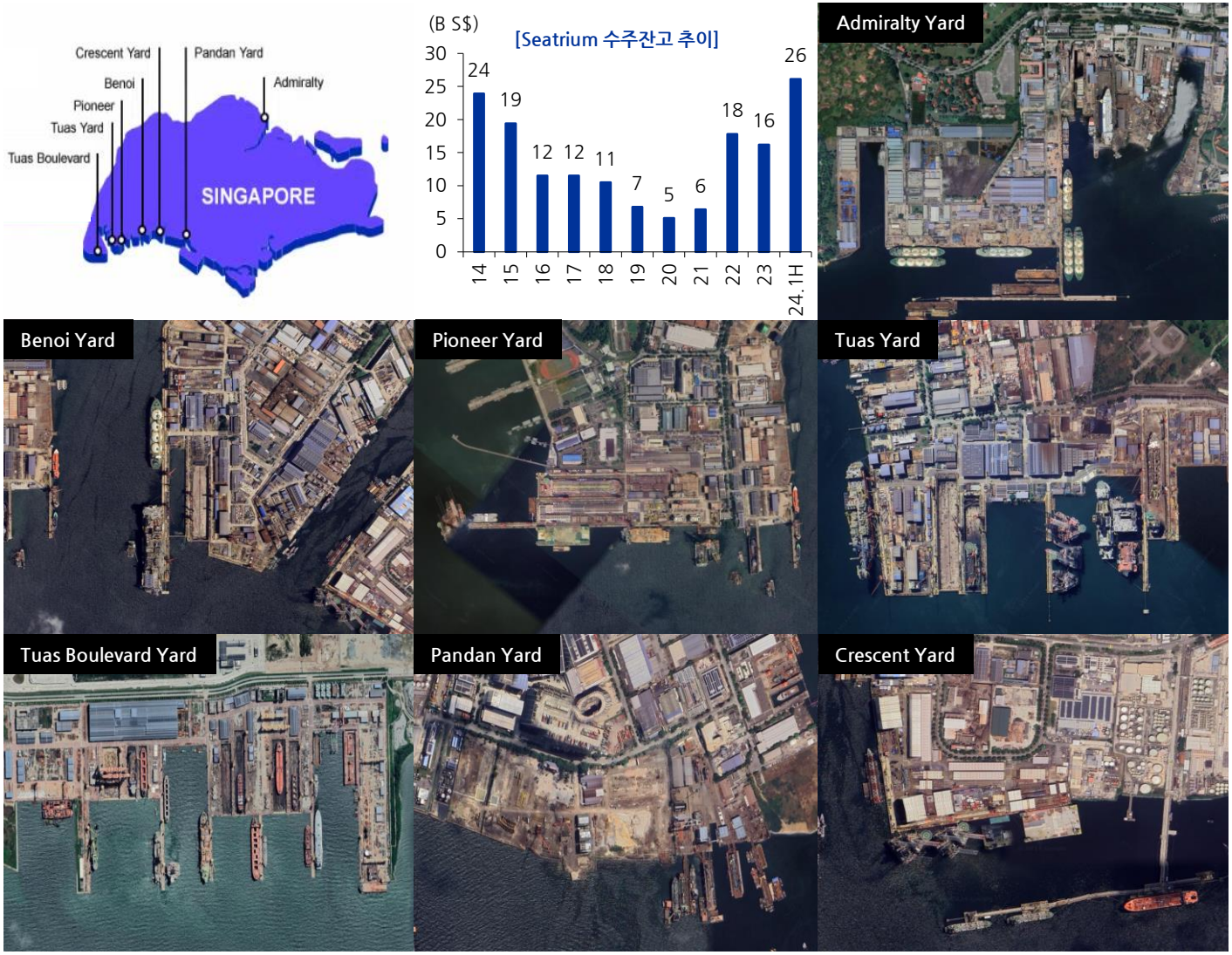
Wison Nantong 조선소 위성사진



자료: Google Earth, 유진투자증권

해양 밸류체인: 해양 플랫폼

싱가포르 Seatrium 주요 조선소 위성사진



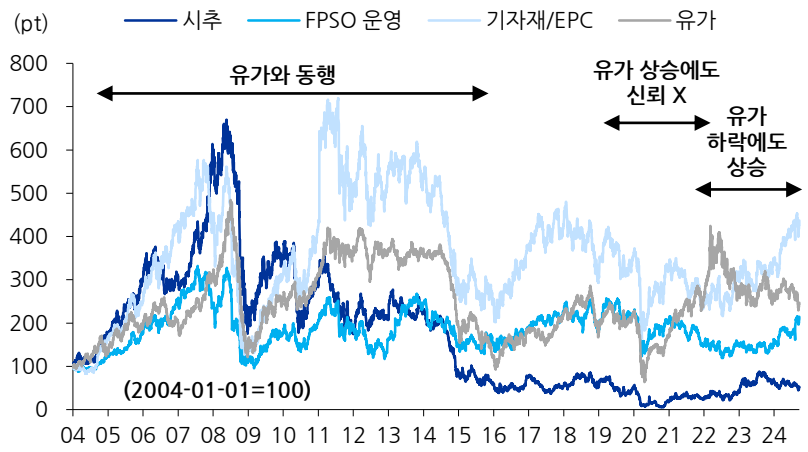
자료: Google Earth, Seatrium, 유진투자증권

개선되는 실적과 전망

되찾은 잃어버린 신뢰

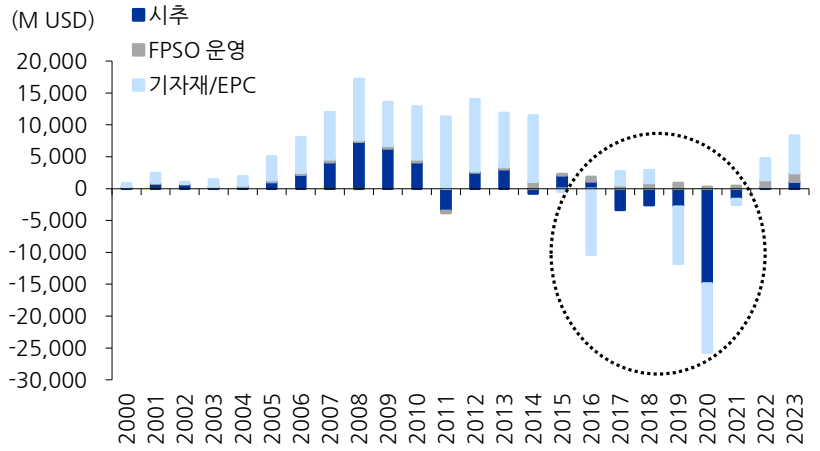
- 2014년 후반 급격한 유가 하락과 함께 사업 수익성에 큰 타격을 입은 해양 관련 기업들은 막대한 손실과 주가 하락을 경험한 바 있음
- 이후 수차례 유가 상승에도 사업 정상화가 이루어지지 못하며 주가 흐름은 고전을 면치 못함. 하지만, 2022년 이후, 영업 손익 기준 흑자 전환을 달성하기 시작하며 유가의 추가적인 상승 없이도 뒤늦게 주가에 반영 중
- 해양 기업들은 매번 실적 발표 때마다 강한 자신감을 표출
- 시장 선호도는 기자재/EPC > FPSO 오퍼레이터 > 시추 순

WTI와 드릴십 가동률 추이 비교



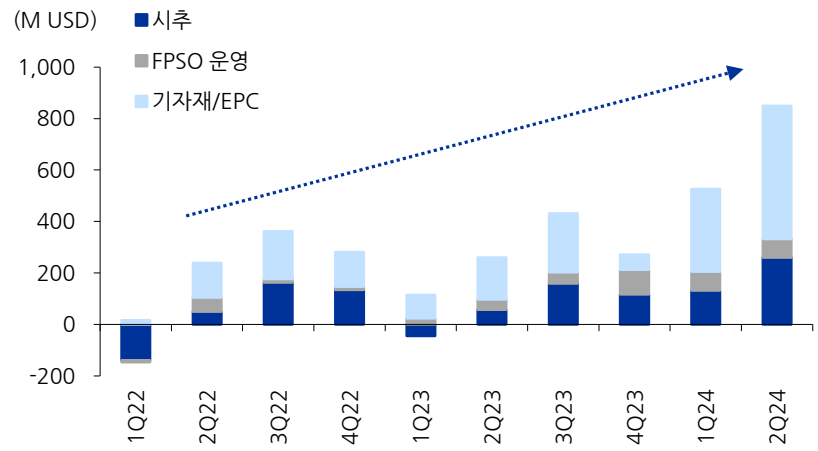
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주) 시추: Transocean, FPSO 운영: SBM Offshore, MODEC, 기자재/EPC: Technip, Subsea7

해양 관련 기업 연간 영업손익 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

해양 관련 기업 분기 영업손익 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

개선되는 실적과 전망

주요 글로벌 기업 최근 분기 실적 컨퍼런스 콜 내용

Summary		
드릴십	▪ 계약 기간 및 용선료 지속 상승 중 ▪ 재고 자산의 활성화도 진행 중 ▪ 고사양 선박 희소성 높아지는 중. 단기적으로는 재활성화 → 업그레이드(3~4년/2억 달러) or/and 신조 발주(3~4년/5억 달러*) 흐름으로 예상됨	
해양 기자재 (Subsea)	▪ 신규 수주 지속 증가 중 ▪ 제품 믹스 개선으로 마진율 상승 중. 가이던스 지속 상향 ▪ 심해 개발 외 CCUS 프로젝트 수혜도 기대됨	
구분	1Q24	2Q24
Transocean (RIG.US)	▪ Revenue 767M$, 조정 EBITDA 199M$ ▪ 일부 호주와 브라질 PJ 지연, 인도 KG1 계약 지연, 노르웨이 악천후, 일부 선박 다운타임 발생으로 수익 효율성 소폭 저하 ▪ 심해 및 가혹 환경 드릴링 장비 수요 견조, Day Rates 상승 및 계약 기간 연장 추세 ▪ 일부 계약 속도 우려 목소리 인지하고 있지만, 공급 긴축 및 높은 Day Rates로 백로그 지속 증가 기대, 계약 규모 커져서 그러함 ▪ 주목 PJ: GOM Atlantis 4/Kaskida, 나이지리아 Bonga North, 앙골라 Kaminho, 나미비아 Venus Discover, 가이아나 Whiptail 등 ▪ 재고 활성화는 서두르지 않음, 24년말 경 수요 발생할 것으로 예상, ▪ 6세대 드릴십도 7세대 부킹 현황 등 고려 낙수 효과 기대 ▪ 24년 매출 가이던스 3.6B$, 2Q24 매출 가이던스 866M$	▪ Revenue 861M$, 조정 EBITDA 284M$ ▪ 심해 드릴링 시장 14년도 이후 최고 상태 ▪ 다수 계약 연장 및 신규 계약, Day Rates 상승 추세 ▪ 향후 남미와 아프리카가 핵심 지역이 될 것. 브라질 30년까지 최소 30개 Floater 필요, 서아프리카 25년초부터 강력한 리그 수요 예상. 노르웨이도 26년 2척 부족 전망. 현재 Fleet 26년까지 풀부킹 전망, *"일부 재고자산 재활성화 고려 필요성 대두 중"* ▪ 고사양 선박 희소성 높아질듯. 200K PSI 7세대 업그레이드 비용 2억 달러 이상, 3~4년 소요. 7세대 수요 증가 지속 ▪ Rystad 전망: 2030년까지 5,600만b/d 확보 필요. 증분의 60% 이상이 심해에서 나올 것. 오프쇼어 업스트림 투자도 활발해질 것 ▪ 연간 매출 가이던스 유지(3.6B$), 3Q24 매출 가이던스 940M$
Valaris (VAL.US)	▪ Revenue 525M$, 조정 EBITDA 54M$ ▪ 수주잔고 4.0B$ 돌파, 6개 분기 연속 증가 ▪ 7세대 드릴십 수요 매우 견조. 발라리스 13대 중 12대가 고사양 드릴 ▪ DS-8 재활성화 완료(5번째) ▪ 24년 드릴십 계약 기간 평균 2년 초과 ▪ Day Rates도 24년 들어 450~480K$/day로 체결되며 시장 상황 긍정적 ▪ 사우디 아람코 22개 리그 계약 중단 ▪ 북해 수급은 23년 하반기 개선, 24년 모든 리그 계약, 25년도 수요 강함 ▪ 2Q24 매출 가이던스 580~600M$ ▪ 연간 EBITDA 가이던스 500~600M$	▪ Revenue 610M$, 조정 EBITDA 139M$ ▪ 수주잔고 4.3B$ 초과, 7개 분기 연속 증가 흐름 ▪ 계속해서 재고 활성화 추진 중, DS-7 서아프리카 투입. 22년 이후 6번째 재활성화 완료, DS-11, 13, 14도 재활성화 가능성 존재. DS-17은 180일 대기일에 대한 비용도 고객사가 지불함(= 고사양 선박 강력한 수요 시사) ▪ Day Rates 지속 상승 중. 500K$/day 프로젝트 전년비 6개 늘어났음 ▪ 사우디 아람코 잭업리그 5개 중단은 부정적 임팩트. 최대 EBITDA 10M$ 영향. 백로그 중 35M$ 밖에 차지 안해서 영향은 미미. 중단된 리그는 타시장 흡수 가능할 것. ▪ 25, 26년 시추 수요 견조할 전망. 1년 이상 계약기간의 30개 기회를 팔로잉 중. 이 중 20개가 12개월 내 수주 기대. ▪ 브라질 4기 플로터 입찰 진행, 멕시코만도 견조, 남미에서는 수리남, 서아프리카 나미비아, 동남아 등 다양한 기회 모색. ▪ 연간 매출 가이던스 2.35~2.4B$, EBITDA 가이던스 480~540M$(하향)
Technip FMC (FTI.US)	▪ Revenue 2.0B$, 조정 EBTIDA 257M$ ▪ 신규 수주 28억달러, Subsea 24억달러 신규 수주, BB Ratio 1.4 ▪ Petrobras로부터 iEPCI 신규 수주(CCS). Shell Sparta 2만PSI 고압 생산 프로젝트 Norther Endurance 전기 기반 iEPCI도 수주 ▪ 3월 측정 솔루션 사업부 매각. 매각 대금 사용 1.5억 달러 규모 자사주 매입 ▪ 2Q24 계절적 상승과 함께 수익성 개선 전망, Subsea 마진율 2.5%pt 개선 예상 Subsea 연간 가이던스 상단 기대, 25년까지 마진율 18% 이상 목표 ▪ 25년까지 Subsea 300억달러 수주 목표, 24년 100억달러 수주 전망	▪ Revenue 2.3B$, 조정 EBITDA 379M$ ▪ 수주잔고 139억 달러로 사상 최대치. 31억 달러 신규 수주 ▪ Subsea 부문에서 28억달러 신규 수주. 가이아나 Whiptail(XOM) 등. 최근 11개 분기 중 10개 분기에서 Order intake > Sales. 25년말까지 300억 달러 수주 기대. Subsea 수주 올해 100억 달러 예상 ▪ Subsea 조정 EBITDA 마진 17.7% 기록(+3.7%pt). Subsea 2.0/iEPCI 도입으로 프로젝트 경제성 개선. 경쟁 우위도 지속. 3년 만에 마진율 6%pt 개선된 것 ▪ Subsea 조정 EBITDA 마진 가이던스 16.5%~17.0%로 상향 조정. 25년에는 Subsea 매출 80억불 넘고, 18% 초과 기대 ▪ 보통 주문 받고 설계 기간 필요하지만 Subsea 2.0은 설계가 필요 없어 기간 단축 가능. ▪ 28년 이후에도 Subsea 수요 지속 전망. 가이아나, 모잠비크, 수리남, 나미비아 등등 주목. 현재 신규 수주의 약 50%가 Subsea 2.0

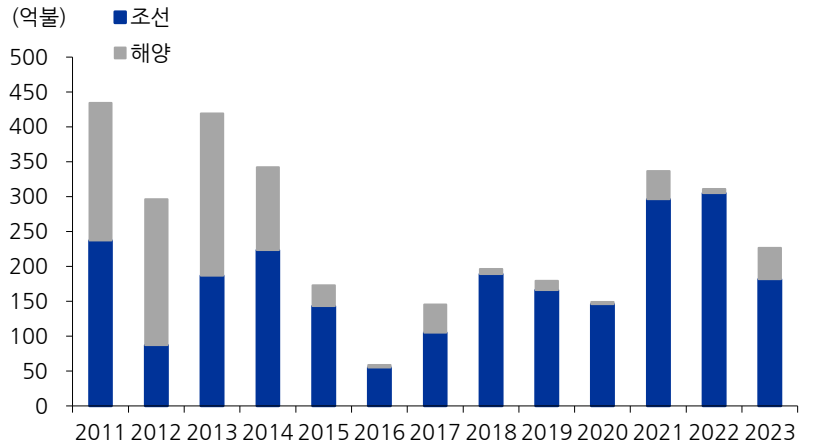
자료: 유진투자증권

해양 플랜트: 적자 사업에서 새로운 성장 모멘텀으로

해양. 그다지 좋지 않은 기억

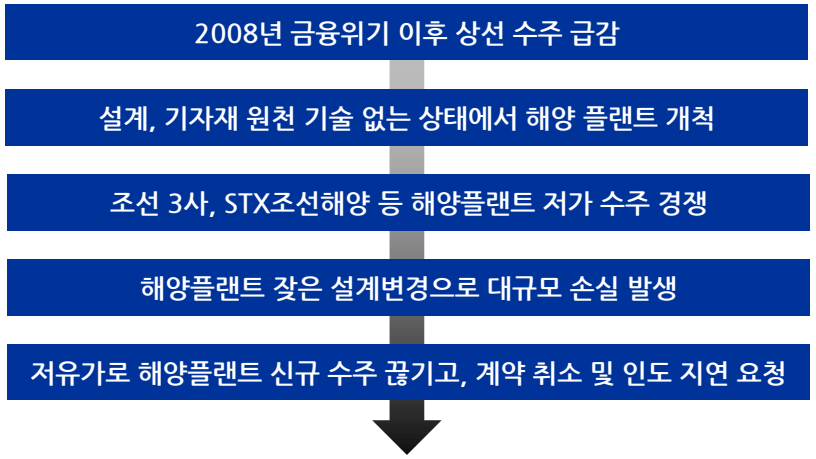
- **한 때, 국내 조선사들의 신규 수주와 매출액의 50% 이상을 해양 사업이 차지했던 적도 있음.** 금융위기 이후 2010년대 상선 부문의 시황 침체 속 국내 조선사들이 다수 해양 사업을 수주(드릴십, 플로터 등)
- 해양은 새로운 성장 드라이버로 주목. 삼성중공업은 Vision 2020에서 해양 매출 비중 50%로 늘리고, Subsea 등 기자재 진출까지 고민
- 하지만, 2014년 이후 유가 급락하며, 해양 자원 개발 채산성 악화로 신규 발주가 끊기고 기존 수주 물량도 취소되거나 인도 지연 등을 겪음. 이후, 물량 감소 및 공정 지연 = 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가, 공사/계약취소/소송 등 **각종 손실충당금과 재고자산 평가손실 등 일회성 비용이 난무하며 조선사들의 수익성은 급격히 악화됨**

주요 3사 신규 수주 추이



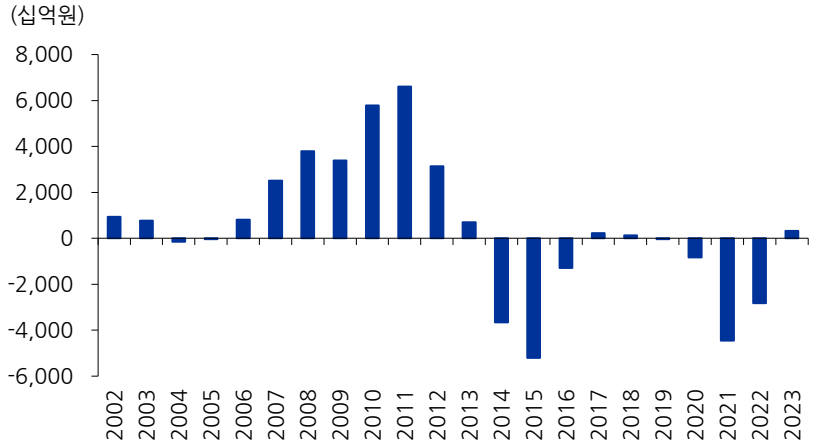
자료: 각 사, 유진투자증권

조선업계 적자 원인



자료: 언론보도, 유진투자증권

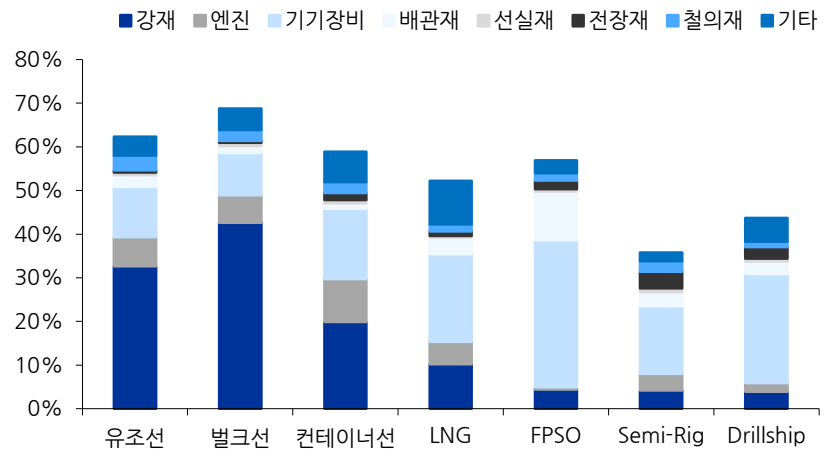
주요 3사 영업손익 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

해양 플랜트: 적자 사업에서 새로운 성장 모멘텀으로

선종별 수주가액에서 기자재가 차지하는 비중



자료: 한국기계연, 유진투자증권

선종별 설계 및 제작시수 비교

선종	중량(%)		설계시수(%)		생산시수(%)		
	구조	의장	구조	의장	구조	의장	도장
VLCC	89	11	48	52	50	31	19
11k TEU	75	25	44	56	51	32	17
138k LNGC	73	27	22	78	26	56	18
FPSO-Hull	84	16	13	87	27	53	20
FPSO-T/S	53	47	12	88	17	71	12
드릴십-Hull	72	28	22	78	23	67	10
드릴십-T/S	41	59	8	92	17	72	11
Semi-Rig	60	40	13	87	19	69	12

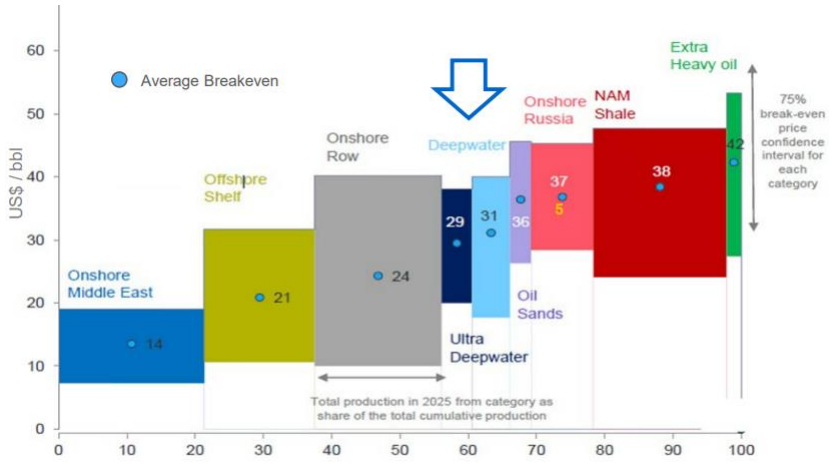
자료: 해양플랜트 오일&가스(손승현), 유진투자증권
주) 시수: 각 작업 단계에 필요한 시간

해양 플랜트: 적자 사업에서 새로운 성장 모멘텀으로

과거와는 다르다

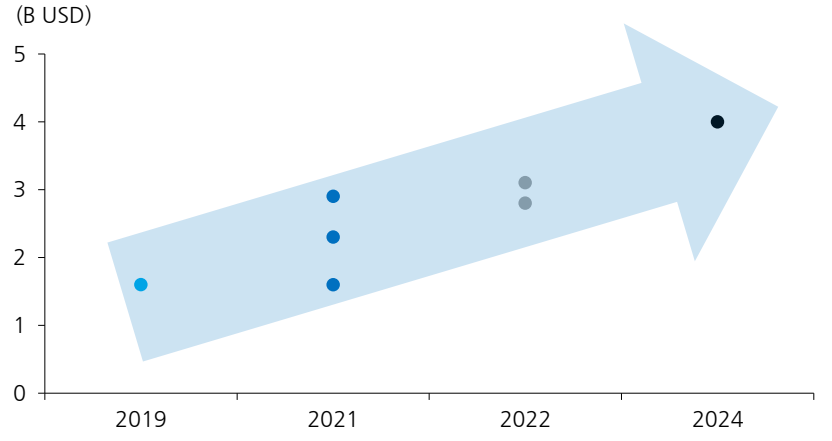
- 과거 해양 잔혹사를 다시 한 번 정리해보면, **2000년대 상선 호황기 공급 능력 확대 → 상선 시황 악화 → 해양 공사 공격적 수주 → 해양 시황 악화 → 대규모 적자**의 흐름으로 이어져왔음. 또한 당시에는 국내 조선사들의 해양 엔지니어링 역량도 부족(단순 Hull 제작)하고, 계약 구조도 매우 불리했음
- (1) 분명 지금은 과거와 많은 부분이 달라짐. 앞에서 서술한 바와 같이 높은 수준의 에너지 가격 지속되며, 구조적인 심해 개발 수요가 해양 플랫폼 신조 발주를 이끌어갈 것. 기술 발전으로 E&P BEP 레벨도 낮아짐
- (2) 과도한 수주 경쟁도 없을 것. 대형 조선소들의 건조 CAPA는 이미 상선만으로 26~28년 슬롯 소진 상당 부분 진행되며 매우 타이트한 상황. 과거 해양 수행하던 조선소도 상당 부분 구조조정 경험. 해양 공급 능력 대폭 축소된 상황. 공격적인 해양 플랫폼 수주 확보 불필요함. 수익성 확보한 선별적인 수주가 조선소들의 기본 방침. 참고로 브라질에서 발주되고 있는 FPSO의 가격은 지속 상승 추세(2019년 2B USD →2024년 4 B USD)
- (3) 조선사별로 해양 사업에서 각자 경쟁력을 키우는 중. 삼성중공업은 FLNG 단일 플랫폼의 수주에 집중할 계획. 한화오션은 ㈜한화로부터 플랜트 부문 양수 받아 엔지니어링 인력 확보하고, 싱가포르 다이나맥(Dynamac) 인수를 통해 Top Side 건조 역량을 확보할 예정. HD현대중공업도 수익성 중심 선별 수주하면서 해상 풍력 관심 보이는 중

해양 개발 BEP 레벨



자료: 산업자료, 유진투자증권

FPSO 계약금액 상승 추세



자료: Clarksons, 유진투자증권

해양 플랜트: 적자 사업에서 새로운 성장 모멘텀으로

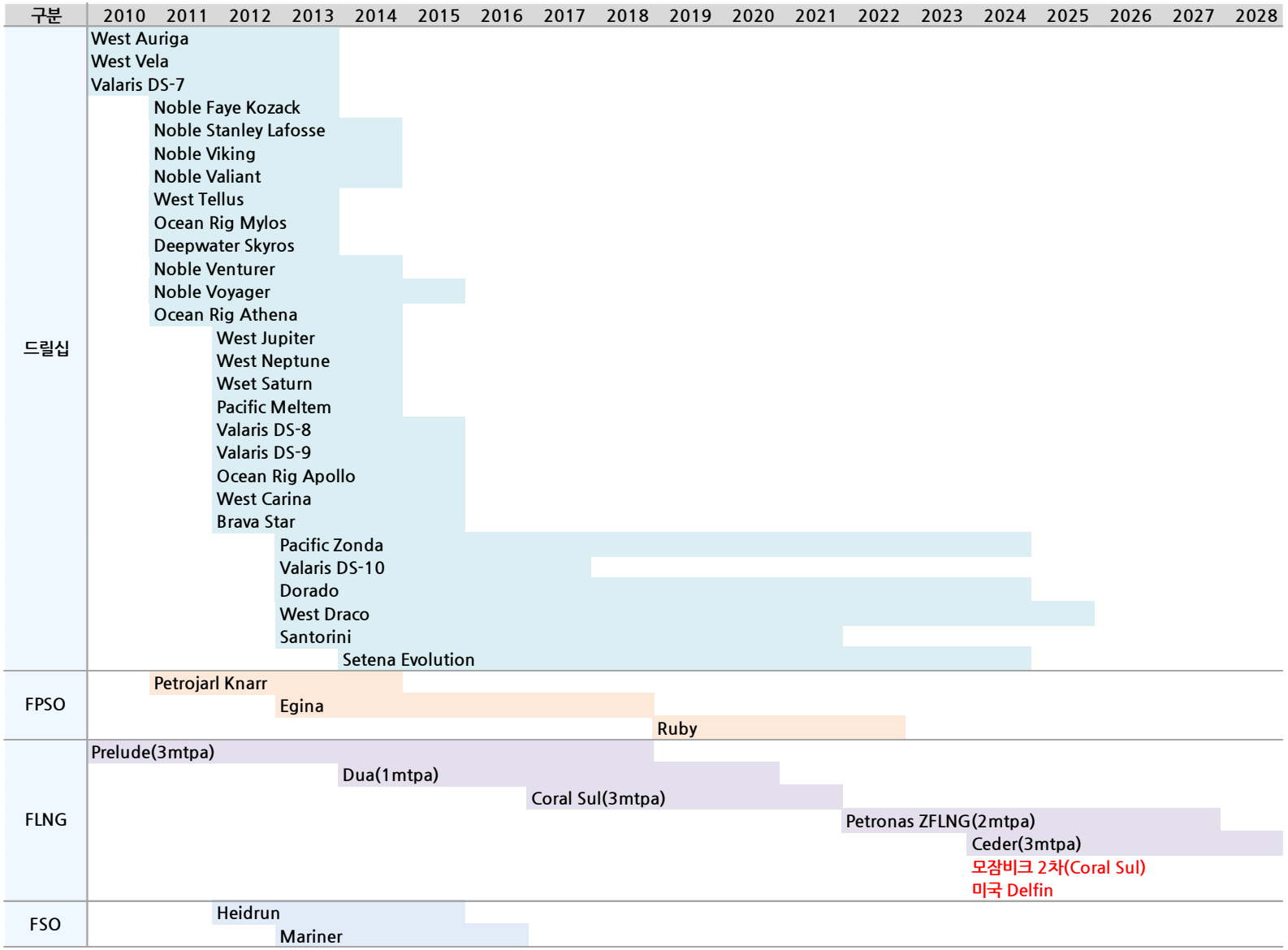
국내 조선사 해양 관련 컨퍼런스 콜 내용

구분	2024년 컨퍼런스 콜 해양 부문 요약
HD 한국조선해양	▪ [실적 전망]해양 부문 실적은 분기 300억 정도 적자 예상. 하반기 2개 프로젝트 매출 감소하면서 적자폭 확대 예상. 12월 신규 공사 투입 확대 되면서 내년도 매출 회복 전망. 쉐난도 외 트리온, 루이야 프로젝트는 매출 인식 기준 루이야 9%, 트리온은 이제 시작 ▪ [실적 이슈*] 1분기 해양 부문(쉐난도 FPS)에서 중대재해사고 발생. 3개월 정도 작업 중단되었다 재개. 영업단에서 571억 충당금 반영. 연내 인도 시 추가 비용 없음. 추가 협상 여지도 남겨둔 상황. 환입 가능성 有. 수리비 530억원은 보험으로 커버. 수리비 72억, 기타비용 일부 발생했음. 12월 24일 출항 예정(기존: 7월 27일 출항 예정). 내년 2월 24일 인도 조건. 공사는 잘 진행 중. 추가 LD, 충당금은 없음. LD 관련 환입도 없음. 12월 24일 출항 이후 LD 관련 환입 관련 이야기 진행될 것으로 예상 ▪ [해양 업황] 국제 긴장 지속, 고유가 기조 유지 속 사우디/카타르/UAE/동남아/남미 등 자국 해양 유전 가스전 개발 프로젝트 다수 추진 중. ▪ [수주 현황] 루이야 수주 이후 추가 수주 없음. 다수 해양 프로젝트 면밀히 들여다보는 중. 여러 입찰, PQ 참여 중. 금년 4분기 경 결과 확인 기대 ▪ [사업 전략] 해양 포트폴리오 확대 위해 **부유식 해상 풍력 확대 추진.** 울산, 유럽, 대만 등 사업 참여 기회 얻기 위해 노력. 최근 미국 원전 에너지 기업이 SMR을 활용하는 원전 사업 참여. 해양 오일&가스, 신재생 추진하면서 **수익성 확보 위주로 리스크 적은 프로젝트 중심으로 선별 영업**
한화오션	▪ [실적 전망] 전사 매출 연간 10% 차지 전망. 3,4분기 매출 회복세 전망 ▪ [해양 업황] 24년 FID 프로젝트 수 23년 대비 30% 증가 전망. 남미 등 대형 심해 유전 개발에서 FPSO 수요 지속 기대. FPSO 시장 지속 선장 전망. 오일 메이저 동향 보면 미국은 자국 및 가이아나에 투자 역량 집중. 남미 아프리카 탐사도 확대. 유럽 또한 수요 확대 예상되는 오일&가스 포트폴리오 확대 시도 중. 수리남, 나미비아 등 업스트림 개발 및 투자 활발. 향후에도 가이아나 향 수척 FPSO 발주 기대(이미 6척 발주). 수리남에서도 심해유전 개발 수요 기대. 시추 설비 용선료 상승 중 ▪ [수주 현황] 해양 수주파이프라인 관련, 입찰 디테일하게는 언급 불가하나, 여러 입찰 참여 하고 있고, 예상되는 공사 있음 ▪ [사업 전략] **부하 적정 수주 유지하면서 공격적 수주보다는 선별 수주 추구.** 재생에너지 수요 증가 대응 위하여 역량 확대 추진. 한국에서는 고정식 해상 풍력 참여 노림. 풍력/플랜트 양수도 관련 4월 3일자로 완료. 풍력은 발전사업 역량과 WTIV 등 시너지 연계. 플랜트도 계열사 안정적 물량으로 지속 사업 확장
삼성중공업	▪ [실적 전망] FLNG 스틸 커팅으로 매출 비중 5%pt 증가(2Q24). 하반기도 해양 부문 매출액 일부 소폭 증가 기대 ▪ [해양 업황] 인구 증가 및 저개발 국가 경제 성장에 따른 구매력 확대로 글로벌 에너지 수요 지속 증가 전망. 중동 지정학 리스크로 유가 80불선 유지 중. 당사 주력 FLNG 시황 견조 ▪ [수주 현황] Coral North FLNG 프로젝트 사전 예비 작업 체결 후 일정대로 작업 진행 중으로 하반기 수주 문제 없을 것. Coral North 및 Delfin 비롯, 9월까지 FEED 진행 중인 Ksi Lisims 등 FLNG 프로젝트 대부분 참여 중. 페트로나스와 아르헨티나 지역 FLNG 프로젝트도 참여 준비 중. 멕시코 Vista Pacifico FLNG 프로젝트도 입찰 예정. **매년 2개 FLNG 꾸준히 수주할 것**

자료: 유진투자증권

해양 플랜트: 적자 사업에서 새로운 성장 모멘텀으로

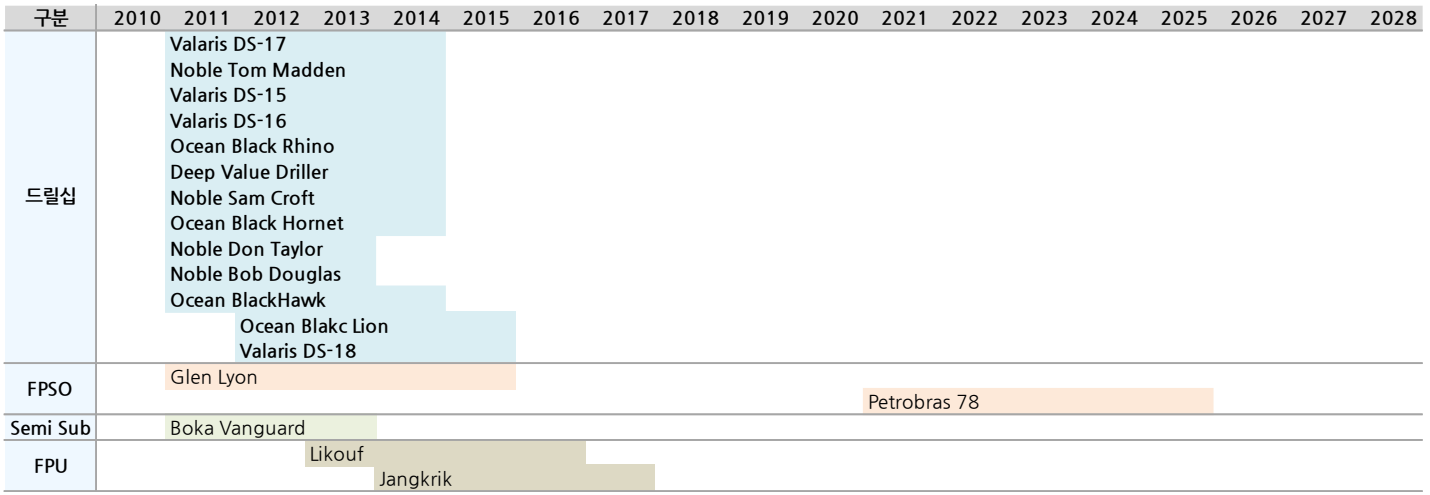
삼성중공업 주요 해양 플랜트 프로젝트



자료: 유진투자증권

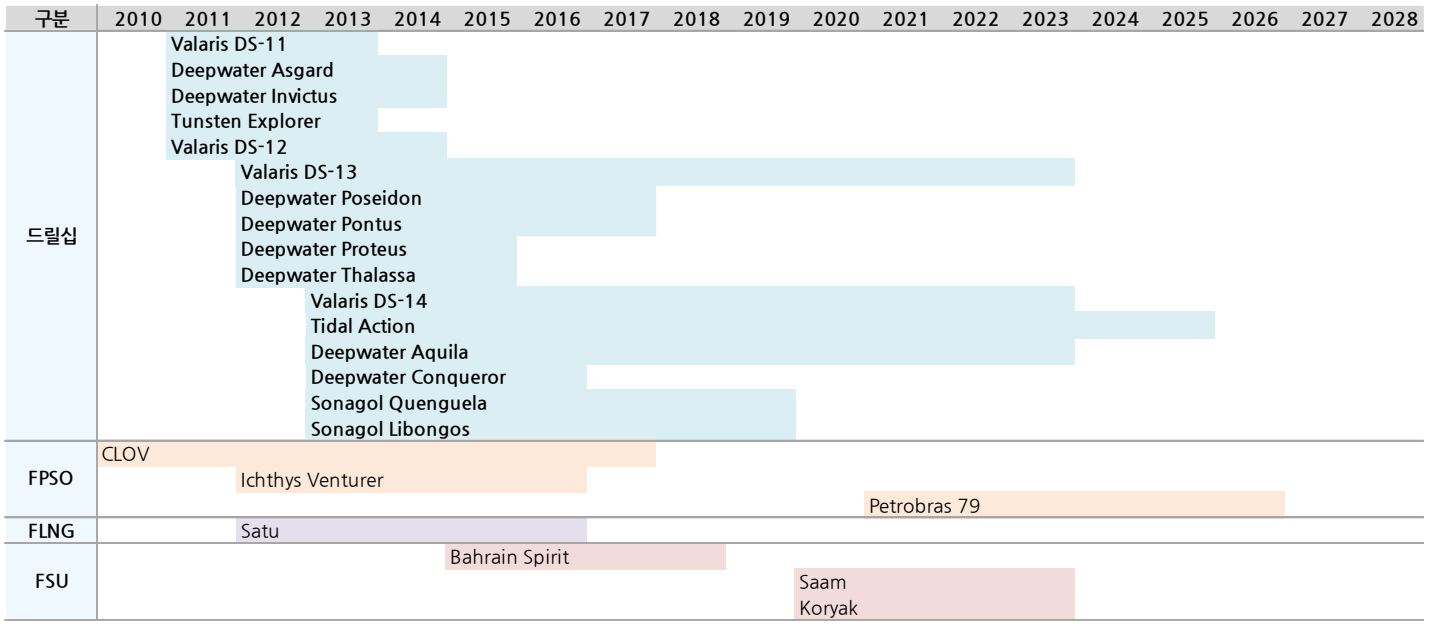
해양 플랜트: 적자 사업에서 새로운 성장 모멘텀으로

HD현대중공업 주요 해양 플랜트 프로젝트



자료: 유진투자증권

한화오션 주요 해양 플랜트 프로젝트



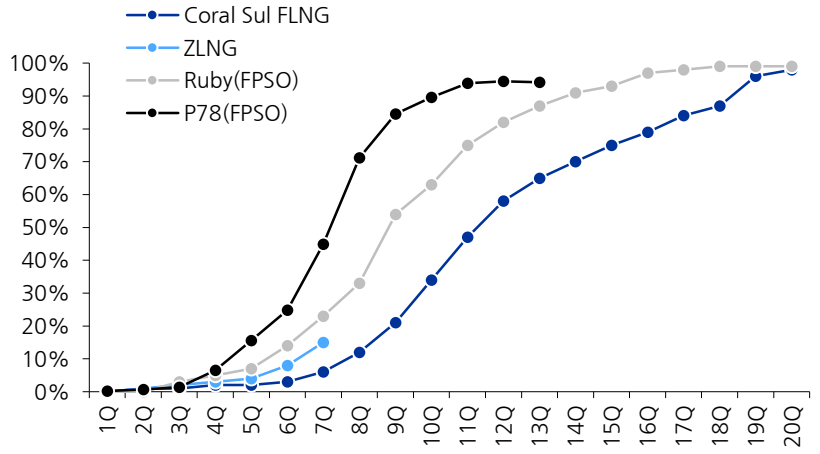
자료: 유진투자증권

해양 플랜트: 적자 사업에서 새로운 성장 모멘텀으로

상선 호황에 더해질 해양

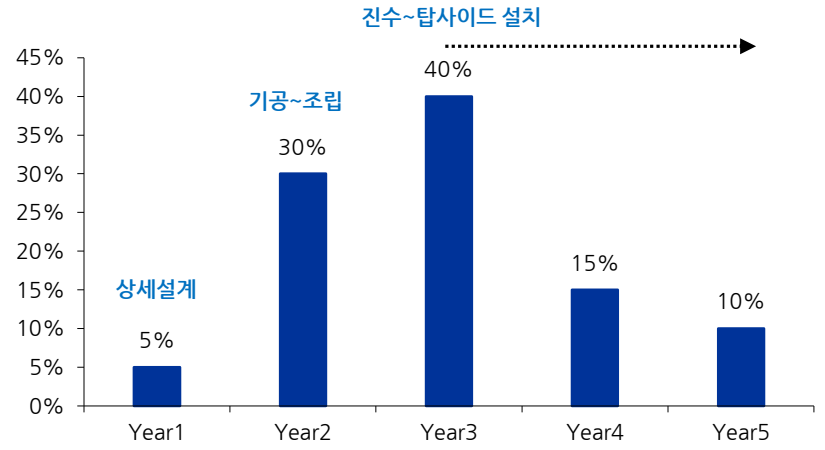
- 과거 국내 조선사가 수주한 FLNG 및 FPSO의 분기 진행률 인식을 토대로 연간 진행률을 추정하면, **1년차 5%(상세설계), 2년차 30%(기공~조립), 3년~5년차 65%(진수 후 작업) 진행률 매출 인식**한다고 가정해볼 수 있음
- 보수적 가정으로 안벽 한 면에 플랫폼 공사를 24개월 진행하고, 플랫폼 공사가 없을 경우 동일 안벽에서 LNGC 2척 작업 가능하다고 가정하면, 플랫폼 공사에 따라 잃게 되는 LNGC 건조 기회는 척 수로 4~8척 수준으로 추정됨(*LNGC 안벽 작업 기간 6~12개월로 가정)
- LNGC 척당 가격 250 M USD로 가정하면 1,000~2,000 M USD 기회 비용 발생하는 것임. 플랫폼 가격이 FLNG의 경우 1,500~2,000 M USD 수준인 점 고려하면, **해양 수주는 상선 수주에 대한 기회 비용을 충분히 상쇄 가능**한 수준. 수익성 측면에서는 선종별 차이는 있겠으나, 상선 시황 여하에 따라 해양 수주는 충분히 고려해 볼만한 전략. 참고로 통상 해양 플랫폼 마진은 10% 이상으로 파악됨(FLNG는 더 높음)
- **현재와 같이 상선 시황 좋고, 조선소 공급 여력 타이트한 상황에서, 해양 발주까지 더해진다면 조선의 호황 사이클은 더 길어질 수 밖에 없을 것**

주요 해양 플랫폼 진행률 추이



자료: 유진투자증권

해양 플랫폼 공정률 추정치



자료: 유진투자증권

04

조선업 Initiation

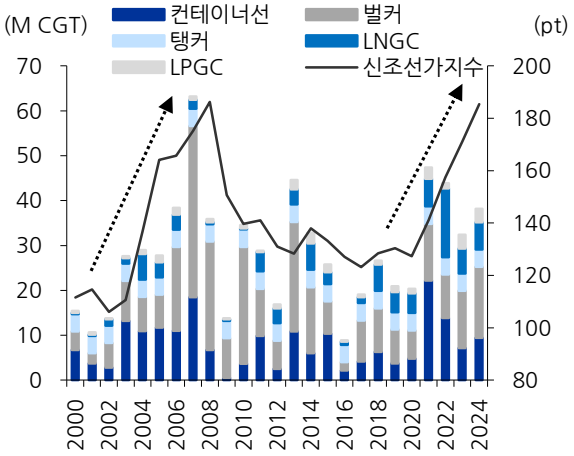
- 긴 호황의 향기 -

조선 업종 접근법

무언가 달라진 현재

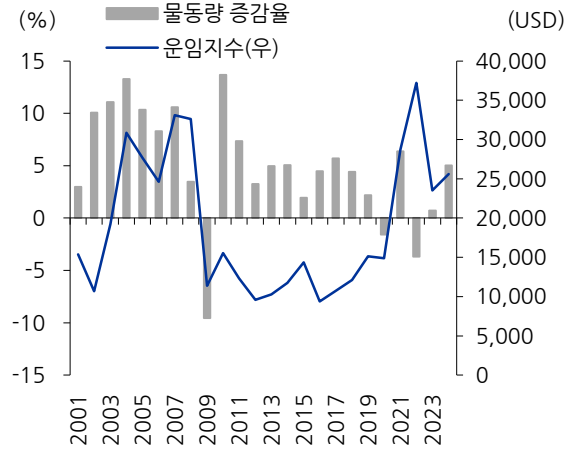
- **2000년대 초반의 슈퍼 사이클과 2020년대 호황 사이클의 결은 분명히 다름.** 2000년대 호황기는 중국 WTO 가입 등 물동량 증가가 촉매로 작용한 수요 주도의 사이클이었던 반면, **이번 사이클은 공급 주도의 사이클이 되어가는 중**
- 금융 위기 이후 구조조정을 겪은 조선소들의 공급 능력이 과거 대비 크게 축소 되어있는 상황에서, 갑작스러운 수요 변수(팬데믹, 지정학, 에너지 전환)가 발생했고, 조선업 특유의 공급 비탄력성으로 인해 선가가 크게 상승하며 호황 사이클 시작

주요 선종 수주 및 신조선가 지수 추이



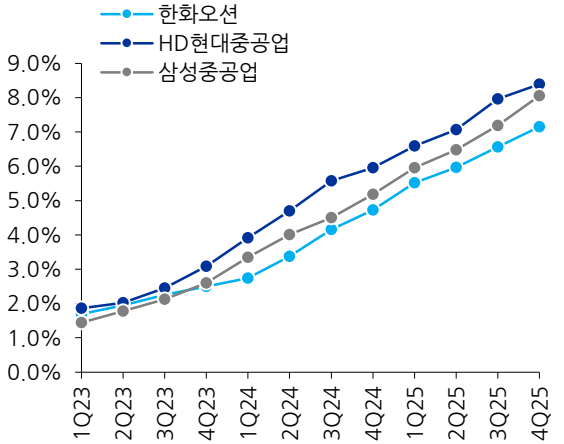
자료: Clarksons, 유진투자증권

컨테이너 물동량 및 해운 운임 지수 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

국내 주요 3사 분기 이론적 마진율 추이



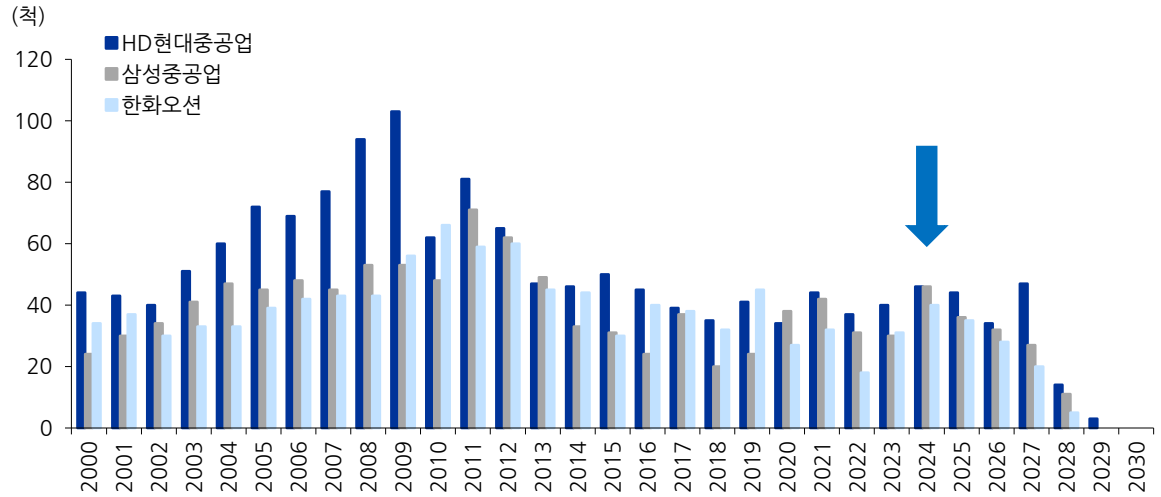
자료: 유진투자증권

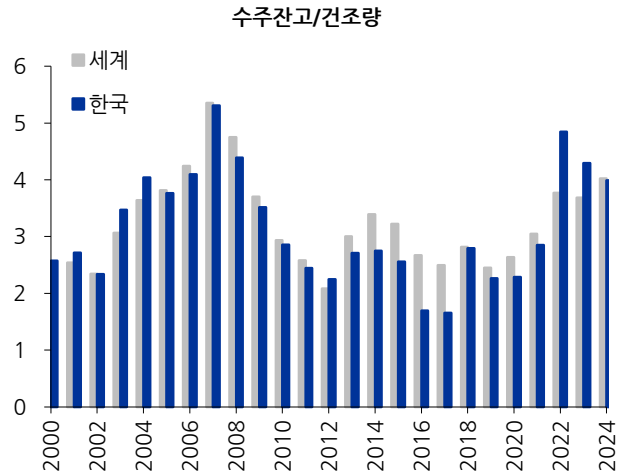
조선 업종 접근법

긴 호황의 조짐

- 과거와 다르게 조선소들이 기나긴 불황의 교훈을 토대로 섣불리 증설에 나서지 않으며 Seller가 우위에 있는 이 상황을 더 즐기기로 결심. 선주 측면에서는 부족한 건조 슬롯에 마음이 조급해지는 중. **공급 제약 속 조선소가 바게닝 파워를 가지고 신조선가 상승 거듭**
- 21년 이후 컨테이너선(2021~2022년) → LNGC(2022년~2023년) → VLAC/VLEC(2024년~) → 컨테이너선(2024년) 순으로 주도 선종 바뀌어 가며 안정적인 발주 흐름 계속되고 있음. 내년에는 노후 선박이 많은 탱커와 LNG 프로젝트 증가에 따른 LNGC 발주 증가 흐름이 예상됨
- 2021년 컨테이너선, 2022년 LNGC 발주 강세는 각각 코로나 이후 양적완화에 따른 경기 반등, 그리고 러-우 전쟁에 따른 LNG 수요 증가에 의한 것
- 공급 제약 영향은 2024년부터 본격화. 2024년 연초 암모니아 운반선 등 친환경 관련 선박 발주 이어지며 조선소들의 슬롯을 채우고, 조선소들은 어느덧 4년 뒤인 28년 이후 슬롯 영업을 개시. 최근 컨테이너선 발주 흐름이 재차 강해지는 배경에는 단납기 슬롯이 제한된 가운데 중국 조선소들이 증설을 통해 26~27년 슬롯을 추가로 오픈한 영향이 크다는 판단. **선가를 올리면서까지 슬롯 확보하는 움직임은 공급 제약 전략이 유효하다는 점을 시사**
- **아직 친환경 전환 및 노후 선박들의 교체 흐름은 시작되지도 않음. 상선에 더해 해양도 수요가 높아지는 중. 조선의 호황은 이제 막 시작되었음**

국내 주요 3사 인도 스케줄





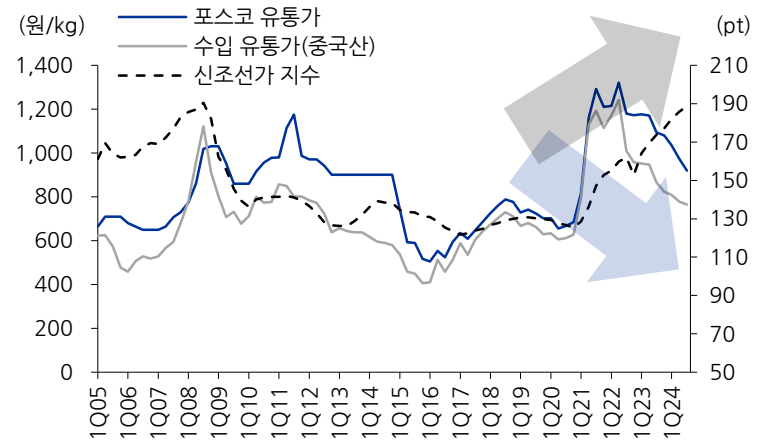
자료: Clarksons, 유진투자증권

조선 업종 접근법

꺾이면 안되는 신조선가지수

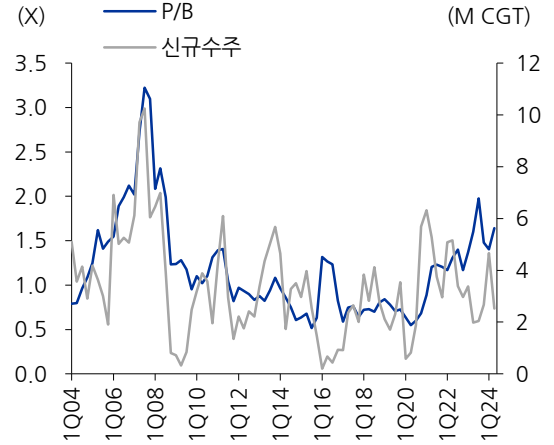
- 과거로부터 조선업종의 밸류에이션은 업황에 민감하게 반응했음. 신규 수주 및 수주잔고, 신조선가 등 다양한 지표 트래킹이 필요
- **이번 사이클에서 가장 중요하게 봐야할 것은 신조선가지수의 상승 흐름**
- 국내 기업들의 실적 구성 요소(P, Q, C) 중 증설이 없는 관계로 Q 상승은 제한적. 즉, 수익성 향상이 이루어지기 위해서는 C가 절감되거나, P가 상승 해야함. C는 후판/기자재 가격, 외주 비용 등 컨트롤 불가능한 외부 요인들 다수. 다행히 현재 상황은 일정 물량 유지하며 생산 안정화 이루어지고, 후판 가격도 하락 추세. 이 상황에서 더더욱 중요해지는 것은 P의 꾸준한 상승 흐름

후판가 및 신조선가 추이



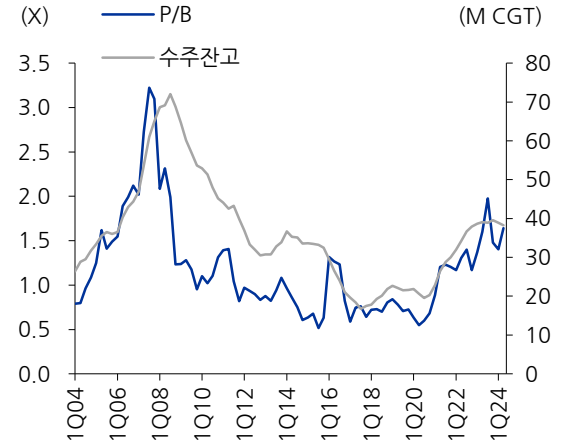
자료: 스틸데일리, Clarksons, 유진투자증권

조선 3사 P/B와 한국 신규 수주 추이



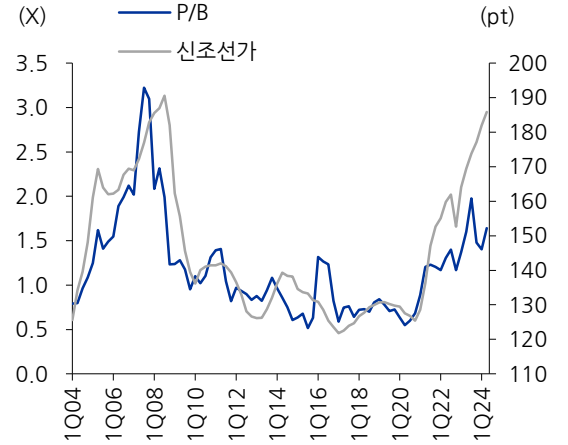
자료: Clarksons, 유진투자증권

조선 3사 P/B와 한국 수주잔고 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

조선 3사 P/B와 전체 신조선가지수 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

조선 업종 접근법

신조선가지수를 관찰할 때 주의해야할 점 두가지

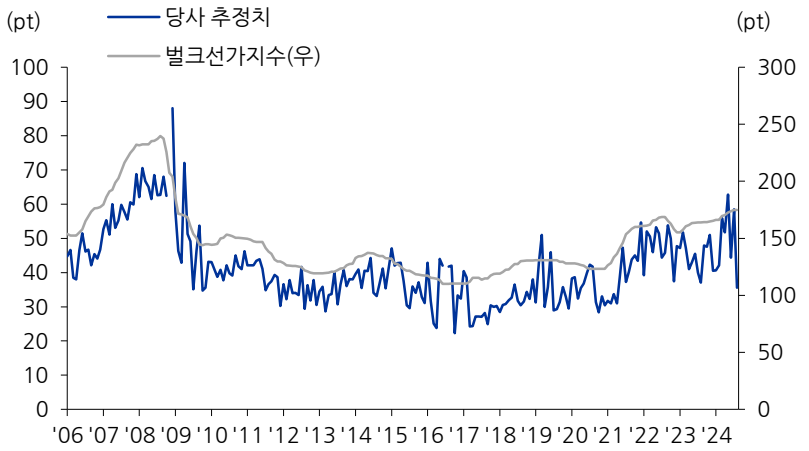
- 신조선가지수에도 몇가지 함정이 있음. 신조선가지수를 관찰할 때 주의해야할 점 두가지
- 첫번째, Clarksons 신조선가지수는 국내 조선소들이 추구하는 고선가 물량 중심의 믹스 변화를 제대로 반영하지 못함. 신조선가지수는 선가 변동폭을 반영한 지표. Clarksons 신조선가지수를 다양한 가정 아래 검증한 결과, 컨테이너선가지수, 벌크선가지수 등 각 선종별 운임 지수를 선종 비중을 고려하여 가중 평균한 지수임을 확인 가능. 여러 선종의 선가 변화를 종합하여 나타내기에는 최적의 지표이지만, **국내 조선소들의 믹스 변화에 따른 영향을 온전히 보여주기는 제한적.** 신조선가 상승 추세가 더디어지더라도 LNGC 등 고선가 물량에 집중하는 국내 조선소들의 업황 판단을 오해해서는 안됨. 당사는 국내 조선소들의 주력 선종 선가를 선종 비중으로 가중 평균한 수치를 면밀히 관찰할 것을 추천
- 두번째는 과거 신조선가지수 최고점(191.5pt, 2008년 8월)을 물가 상승률을 적용하여 현재 수준으로 환산할 경우, 아직 현재 신조선가지수(190.0pt)는 과거 수준까지 아직 한참 남았다는 점. 191.5pt를 넘었다고 상승 추세가 더뎌질 것이라는 오해도 금물. **아직 갈 길이 많이 남음**

Clarksons 신조선가지수 검증



자료: Clarksons, 유진투자증권

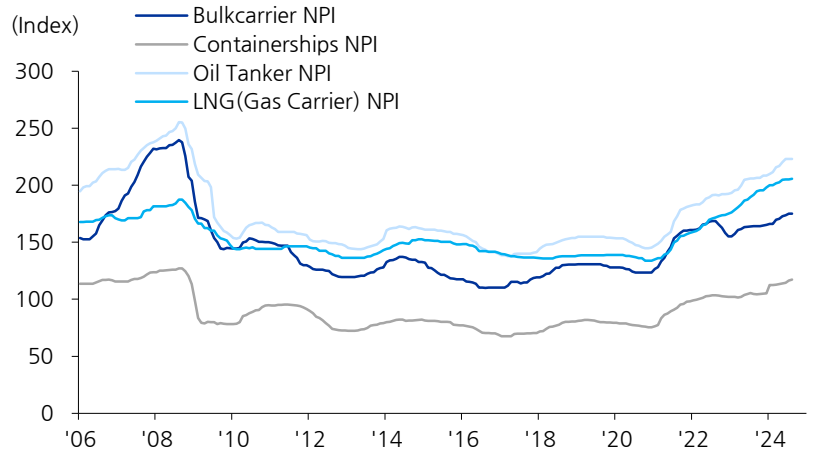
Clarksons 벌크선 신조선가지수 검증



자료: Clarksons, 유진투자증권

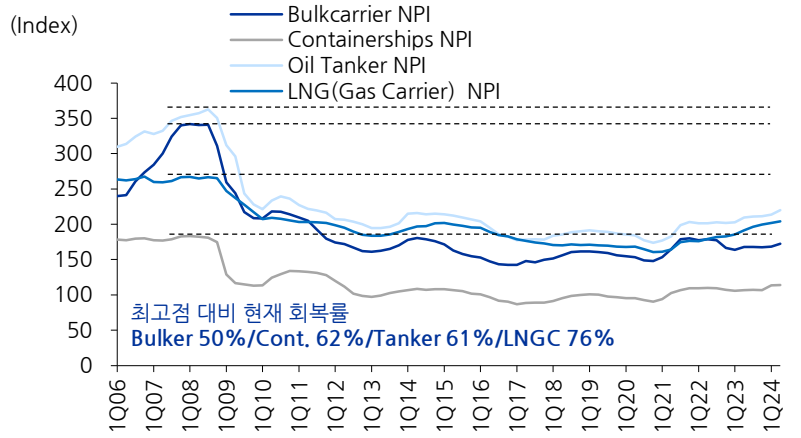
조선 업종 접근법

선종별 신조선가 지수 추이



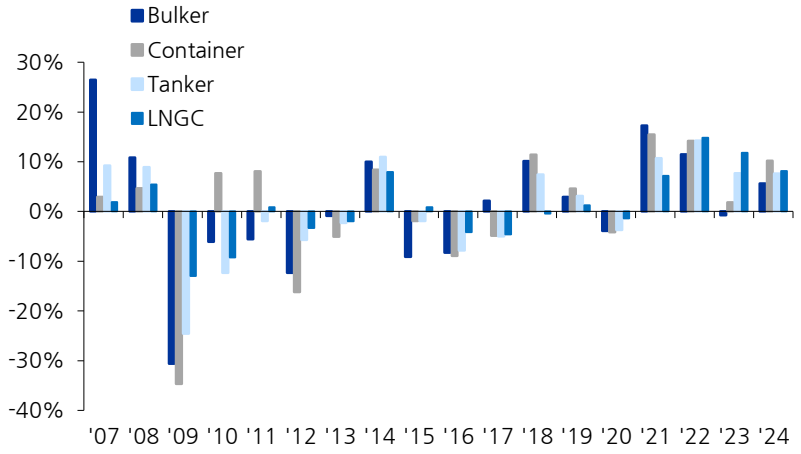
자료: Clarksons, 유진투자증권

선종별 신조선가 지수 추이(물가상승률 조정)



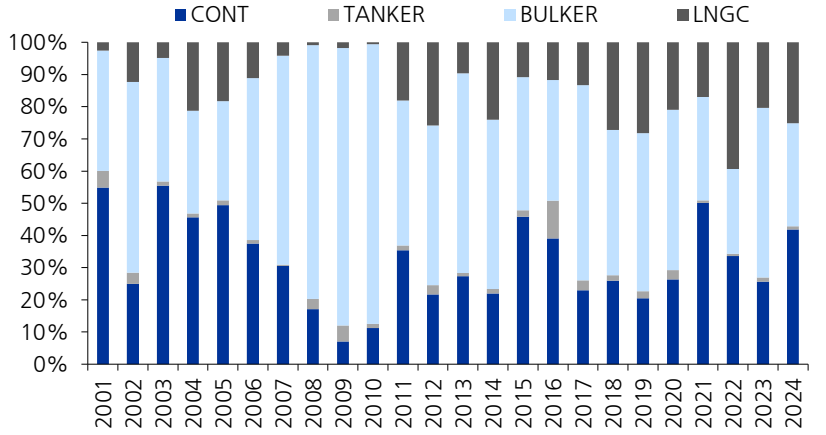
자료: Clarksons, 유진투자증권

선종별 신조선가 지수 변동



자료: Clarksons, 유진투자증권

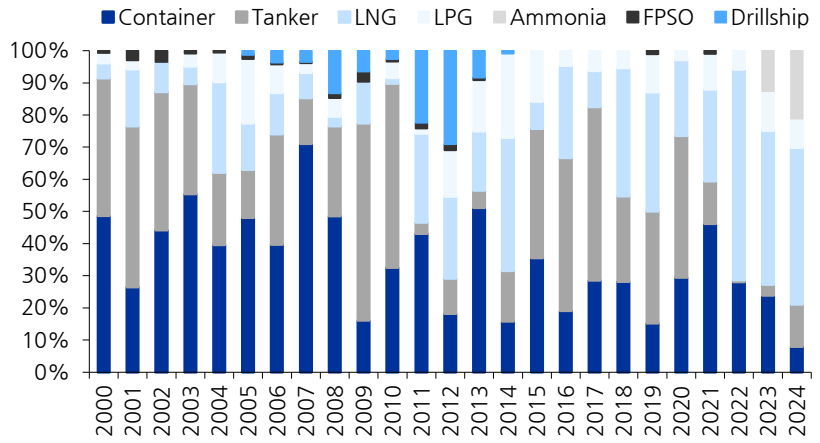
선종별 발주 비중



자료: Clarksons, 유진투자증권

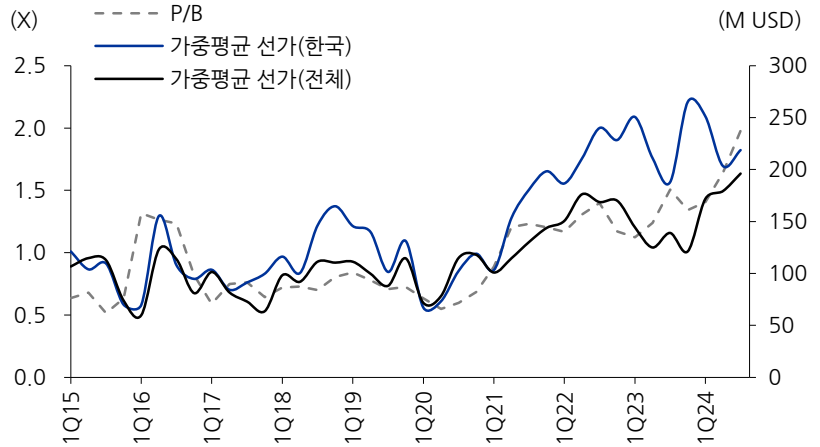
조선 업종 접근법

국내 조선소 수주 선종 변화



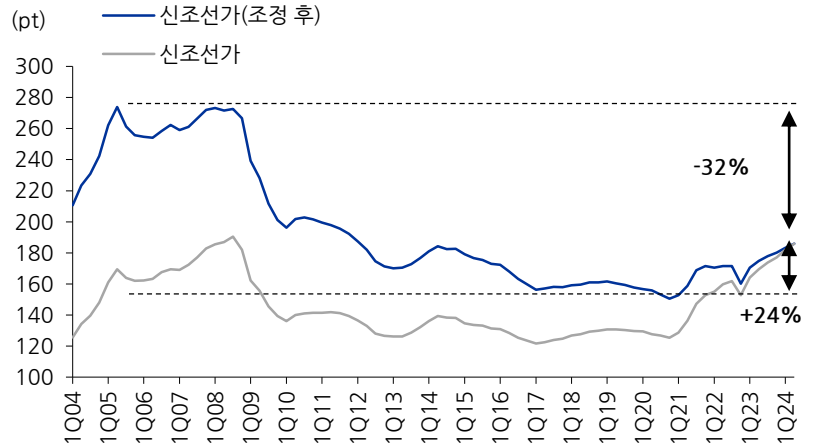
자료: Clarksons, 유진투자증권

국내 조선소 가중평균 선가 추이



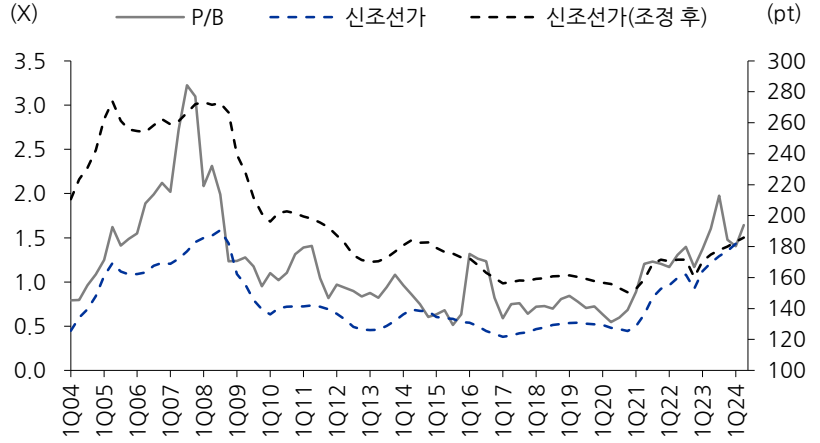
자료: Clarksons, 유진투자증권

물가 상승률 반영 신조선가지수 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

물가 상승률 반영 신조선가지수 및 조선 P/B 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

① 조선업도 지정학 관점으로 봐야한다

미국의 유일한 관심사는 중국 뿐

- 냉전 이후 글로벌 유일 패권국이었던 **미국은 오바마 정권 이후 아시아 재균형 정책을 추진하며 중국의 부상을 본격적으로 견제하기 시작**
- 트럼프 정권 때는 미-중 무역 분쟁이 발발. 바이든 정권에서는 국가안보전략(NSS)에서 중국을 "국제질서 재형성 능력과 의도를 가진 유일한 경쟁자"로 지목하고, IRA 등 중국 중심 공급망을 재편하기 위한 노력도 가속화. 중국도 일대일로, 진주목걸이 전략으로 맞대응. 미국은 쿼드(QUAD)와 다이아몬드 전략으로 중국을 강력하게 압박. 당연히 **글로벌 경제와 산업도 미-중 대결 구도에 영향 받기 시작**
- **대중국 견제 정책은 올해 11월 미국 대선 이후에도 달라지지 않을 것**

WTI와 드릴십 가동률 추이 비교



자료: 언론보도, 유진투자증권

미국 정권별 대외 정책 기조 변화

구분	조지 부시	버락 오바마	도널드 트럼프	조 바이든
개입 기조	직접개입 (민주화)	원격 개입 (역외 균형) *전략적 인내 *아시아 재균형	선별 개입 *인도 태평양 전략	전략적 관여
대외 정책 노선	군사우선 일방주의	외교우선 다자주의	개인우선 고립주의 *미국 우선주의	외교/개발 우선 다자주의

자료: 산업자료, 유진투자증권

미국 대선 후보별 대중국/대외정책 기조

구분	도널드 트럼프(공화당)	카멜라 해리스(민주당)
對중국 기조	▪ 디커플링/전략적 독립 ▪ 강경 노선 지속 ▪ 무역/관세 전쟁 2.0	▪ 디리스킹/전략적 경쟁 ▪ 중국 부상 심각한 과제로 인식 ▪ 동맹국과 중국 압박 정책 ▪ 한편, 협력 가능 분야도 모색
대외정책	▪ 고립주의 ▪ 군사력 강화, 나토 탈퇴 검토 ▪ 동맹국 방위비 분담금 증액 ▪ 우크라이나지원 축소 또는 중단 ▪ 이스라엘 지지	▪ 다자주의 및 동맹 강화 ▪ 우크라이나 지원 계속 ▪ 팔레스타인 온정 주의

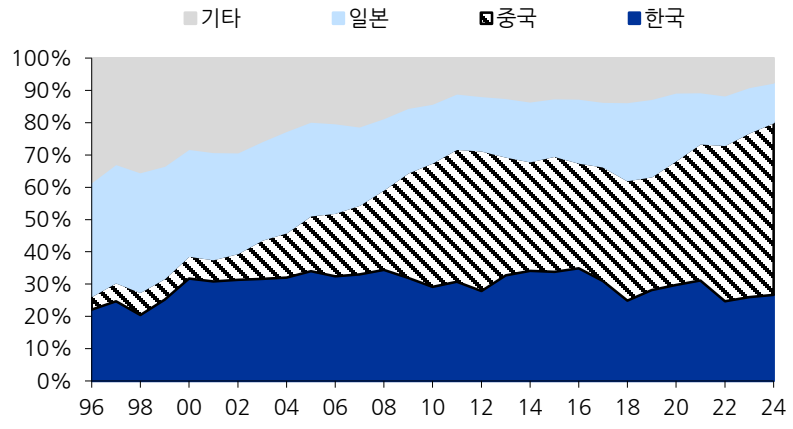
자료: 언론보도, 유진투자증권

① 조선업도 지정학 관점으로 봐야한다

조선업으로 번지는 미-중 갈등: 상선으로 눈속임, 사실은 중국 해군력 증강이 무서운 것

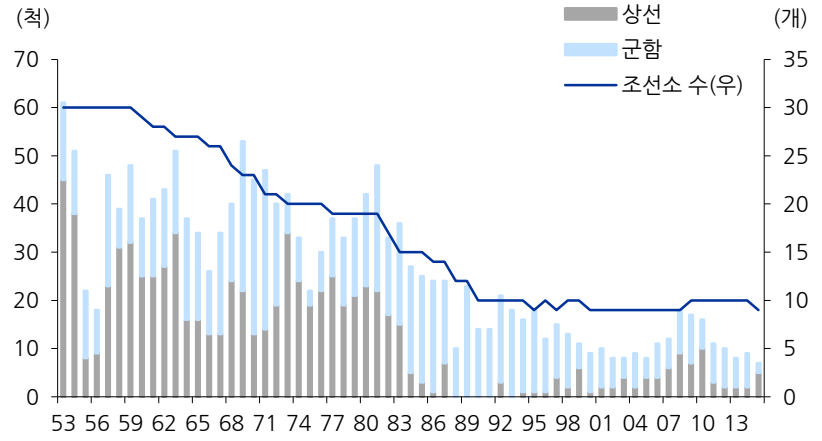
- 올해 3월 12일 USW(전미철강노조) 등 5개 미국 노조는 USTR에 청원서를 제출. 해운 및 조선업 분야에서 중국 조선업계의 불공정 무역 관행 행위를 주장하며, 구제책으로 미 항구에 정박하는 중국 조선소에서 건조된 선박에 대한 수수료 부과, 해당 수수료 수익으로 조선 활성화 기금 설립하여 미국산 선박에 대한 지원하는 것을 제안. **드디어 미국의 대중국 견제가 조선업으로 확대되기 시작한 것**
- 이에 USTR은 4월 17일 조사를 개시, 5월 29일에는 공청회를 개최. 빠르면 연말까지 결론이 나올 것으로 예상. **이번 청원이 주는 상징성은 매우 크나, 미국 무역부가 직접적인 중국 조선에 대한 제재 부과 가능성은 낮다는 판단.** 미국 상공회의소도 중국 조선 역량에 대한 우려 제기는 타당하나, 제안된 수수료 부과가 미국 조선업을 되살리기에는 역부족이며, 오히려 물류 비용 가격 상승으로 미국 경제에 부정적인 결과를 초래할 가능성이 높다고 지적
- USTR 청원 외에도 **조선업 버전의 CHIPS법 검토, 선박 건조 및 조선소 건설 투자 확대 필요성 제기 등 미국 조선업 부활에 대한 관심이 지속**되는 모습. USTR 조사 결과에 상관없이 조선 M/S 1위인 중국에 대한 견제 목소리는 앞으로도 계속될 가능성이 높음. 이번 사태는 단순히 상선 분야에서의 중국 조선업 경쟁력이 두려워서가 아님. 미 해군력 쇠퇴가 심각한 문제로 떠오르는 가운데, 중국 해군력은 폭발적인 성장을 기록 중. 중국 해군력 부상에 중국 조선 산업이 강력한 뒷받침되고 있는 점이 불편한 것.
- **앞으로도 조선업에서도 미-중 대결 구도 형성은 계속될 것이며, 한국 등 미국 우방국에 수혜로 이어질 가능성 높다는 판단**

조선 세계 시장 점유율(건조 기준)



자료: Clarksons, 유진투자증권

미국 조선업 쇠퇴 흐름



자료: 산업자료, 유진투자증권

① 조선업도 지정학 관점으로 봐야한다

중국 내 주요 조선소

중국의 군함 건조 조선소는 후동중화조선소 등 민간 선박에도 강점을 지니는 조선소들

민간 분야에서 습득한 조선 기술을 군함 건조에도 십분 활용



자료: CSIS, 유진투자증권

중국 장난 조선소 생산 능력 확장 현황(위성 촬영)

언론 보도 등을 통해 중국의 장난 조선소에서 15척의 함정을 동시 건조할 수 있다는 내용 공개



자료: CSIS, 유진투자증권

① 조선업도 지정학 관점으로 봐야한다

CNN이 주목하는 한국 조선업

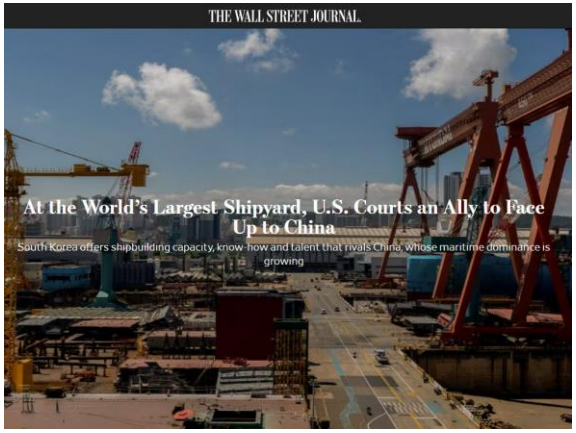


The South Korean Navy's Aegis destroyer King Sejong the Great, front, sails with US and Japanese ships during a joint drill off the east coast of the Korean peninsula on Feb. 22. South Korea Defense Ministry/AP

These may be the world's best warships. And they're not American

자료: CNN, 유진투자증권

WSJ가 주목하는 한국 조선업



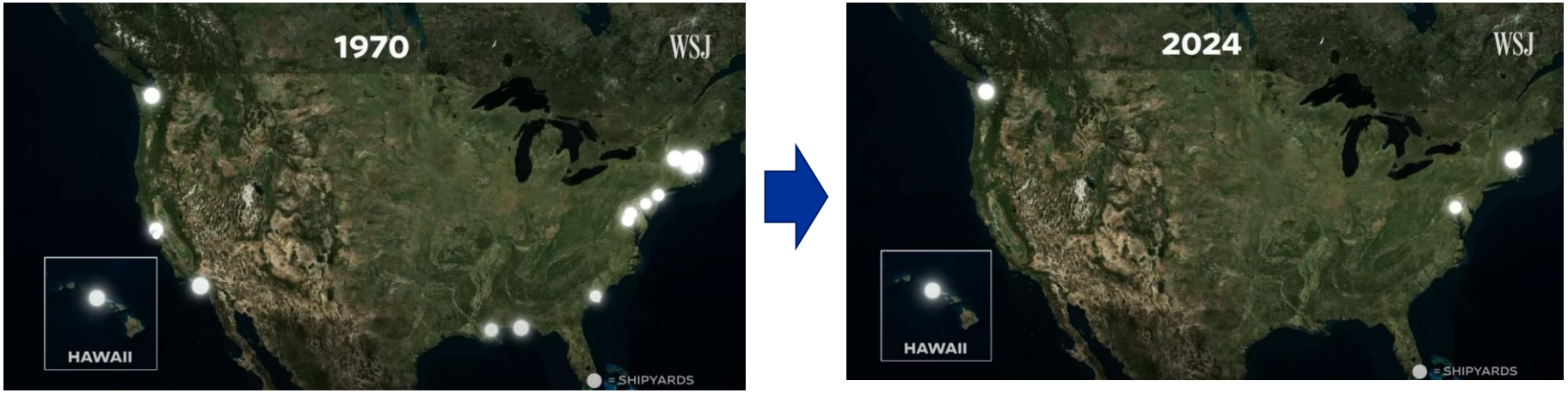
자료: WSJ, 유진투자증권

미 해군의 프로젝트 33



자료: US Navy, 유진투자증권

미국 조선소 수 변화



자료: WSJ, 유진투자증권

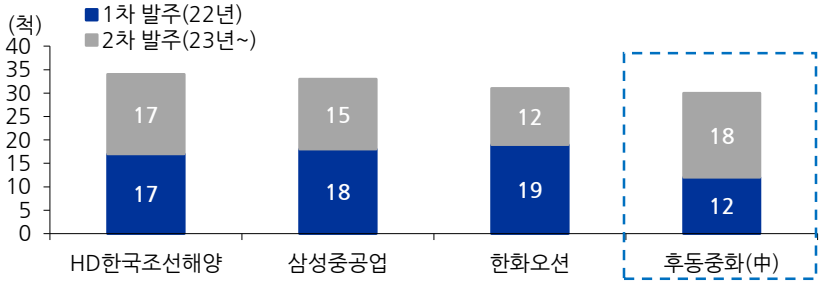
① 조선업도 지정학 관점으로 봐야한다

중국과 깊어지는 밀월

- **중국은 미국의 압박을 피해 새롭게 부상하는 글로벌 사우스와 관계 구축 노력.** 글로벌 사우스는 에너지와 금속 등 세계 자원의 상당 부분이 매장되어있음. 공급망 구성에 반드시 필요
- **중국은 해당 지역(중동, 아프리카, 남미, 아시아)에 적극적으로 투자하면서 영향력을 키워가는 중.** 대표적인 사례로 중국 국영기업들이 카타르 에너지의 North Field 지분을 매입하고, 다수 장기계약을 체결함
- 중국과 글로벌 사우스의 밀월이 깊어지면서 조선업에도 영향을 미칠 가능성 높아지는 중. 한국 조선이 주력하는 선종은 가스선. 중국의 에너지 업스트림 영향력 확대로 에너지 운반 선종 구매에 중국 조선소 밀어 넣기가 우려됨. **향후 한국 조선업은 미국 중심 공급망에 발맞춘 변화가 필요할 수도(미 함정, 미국 천연가스 수출 등)**

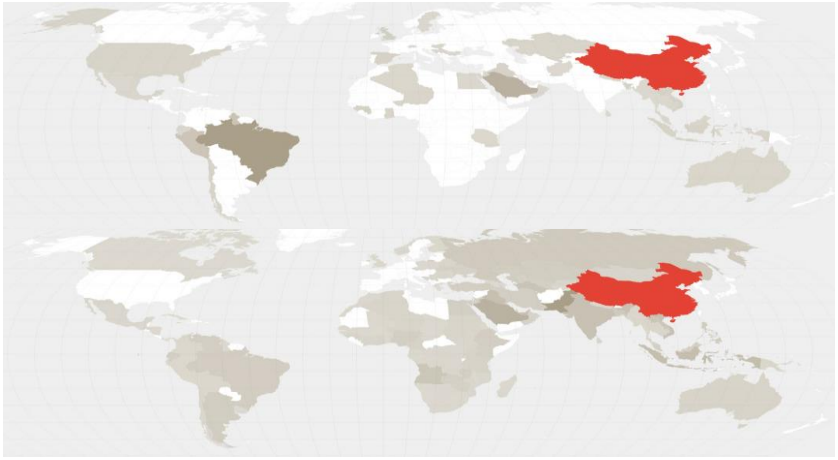
중국과 카타르에너지 밀월

기업명	일자	내용
SINOPEC	2021년 3월	매년 200만톤 10년간 구매계약
	2022년 11월	매년 400만톤 27년간 구매계약
	2023년 4월	North Field 지분 1.25% 매입
	2023년 11월	매년 300만톤 27년간 구매계약
Petro China	2023년 6월	매년 400만톤 27년간 구매계약 NFE(North Field Expansion)지분 1.25% 매입



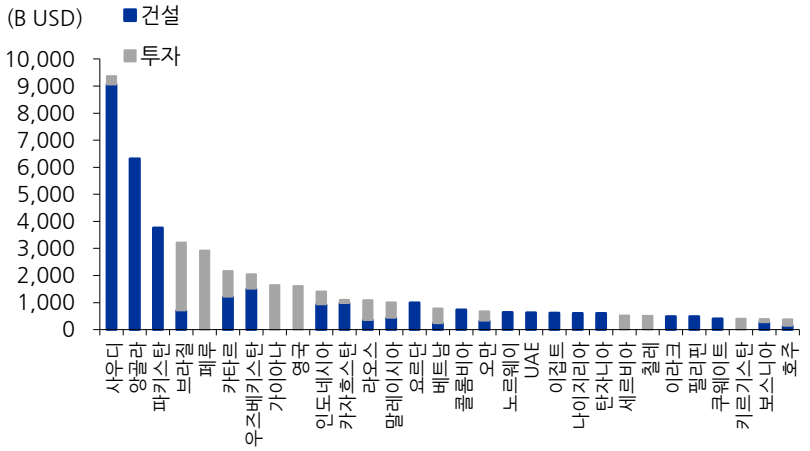
자료: 언론보도, 유진투자증권

중국의 해외 에너지 투자(上), 건설(下) *2020~2023



자료: AEI, 유진투자증권

중국 해외 에너지 투자 현황(2023~2024) Top 30



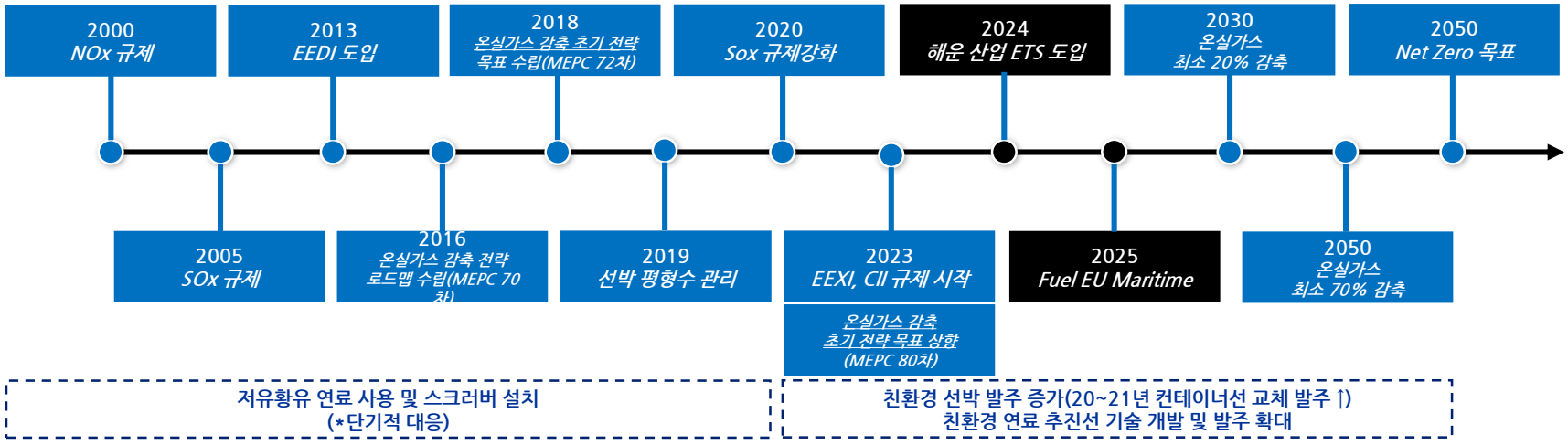
자료: AEI, 유진투자증권

② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

바다 위도 친환경

- **바다 위에서도 친환경 전환 흐름이 가속화 되는 중.** 2018년 IMO가 채택한 GHG(온실가스) 삭감 전략이 2023년 7월 MEPC 80차 회의에서 개정되며 한층 목표가 강화됨. **2050년까지 국제 해운 Net Zero 달성이 목표**(*기존 목표: 2050년까지 GHG 배출 50% 삭감/기준연도 2008년). 단계적으로는 2030년 GHG 배출 20~30% 삭감, 2040년 GHG 배출 70~80% 삭감 목표(*의무 X, 점검 지표)
- 탄소배출 저감을 위한 초기 대책으로 기술적 조치 **EEXI**(Energy Efficiency Existing Ship Index)와 운항적 조치 **CII**(Carbon Intensity Indicator)규제가 시행 중. 중기 대책은 현재 연구 진행 중이며, MEPC 82차(2024년) 포괄적 영향 평가 완료 및 구체적인 조약 개정안 심의 → MEPC 83(2025년 봄) 중기 대책 승인 → MEPC 84(2025년 가을) 중기 대책 채택 → **2027년 중 발효** 예정. **규제적 수법(연료 GHG 배출 강도 규제 등)과 경제적 수법(과금 제도, 배출량 거래 제도 등)으로 구성될 예정**으로, 한층 더 친환경 전환(선박 교체)을 촉진할 것으로 기대. 이미 유럽에서는 EU-ETS에 해운업이 포함되고, FuelEU Maritime에서 선박 사용 연료에 대한 GHG 강도 상한 규정하고 초과시 **벌금 부과**(*Banking, Borrowing, Pooling도 허용)

IMO와 유럽의 주요 환경 규제



자료: PwC, 유진투자증권

② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

IMO 규제 비교

구분	기술적 규제		운항상 규제
규제조치	*EEDI*	*EEXI*	*CII*
개요	Energy Efficiency Design Index *에너지효율 설계 지수	Energy Efficiency Existing Ship Index *현존 선박 에너지 효율 지수	Carbon Intensity Index *탄소 집약도 지수
도입시기	2013.01.01~	2023.01.01~	
산출방식	단위 톤마일 이동시 배출되는 탄소배출량을 이론적으로 계산한 값		IMO DCS 를 통해 측정된 연료 소모량 토대로 실제 탄소 배출량 측정하여 등급 산정
적용대상	신조선 400gt 이상	신조선 + 기존 선박 400gt 이상	신조선 + 기존 선박 5,000gt 이상
규제내용	▪ Ph1('13~): 08년 대비 탄소배출량 10% 저감 ▪ Ph2('20~): 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 ▪ **Ph3('25~): 08년 대비 탄소배출량 30% 저감**	▪ EEDI Ph2와 3(일부 조정 포함)에 적용되는 모든 신조 및 기존 선박에 동일하게 적용 ▪ Ph2('20~): 08년 대비 탄소배출량 20% 저감 ▪ **Ph3('25~): 08년 대비 탄소배출량 30% 저감** ***컨테이너선은 23년부터 Ph3 도입** ▪ 규제 기준 충족 못할 경우 기관출력제한장치 설치 등 에너지 효율 높여 규제기준 충족 후 IEEC(국제에너지효율증서) 발급 받아야 운항 가능	▪ 매년 A~E Rating 부여 ▪ A, B Rating 선박에만 항만 당국 인센티브 부여 ▪ **E Rating 받거나 3년 연속 D Rating 받으면 Corrective Action Plan 제출 또는 폐선** ▪ **2019년 기준선 대비 CII 감축 계수: 23년 5%, 24년 7%, 25년 9%, 26년 11%**

자료: PwC, 유진투자증권

② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

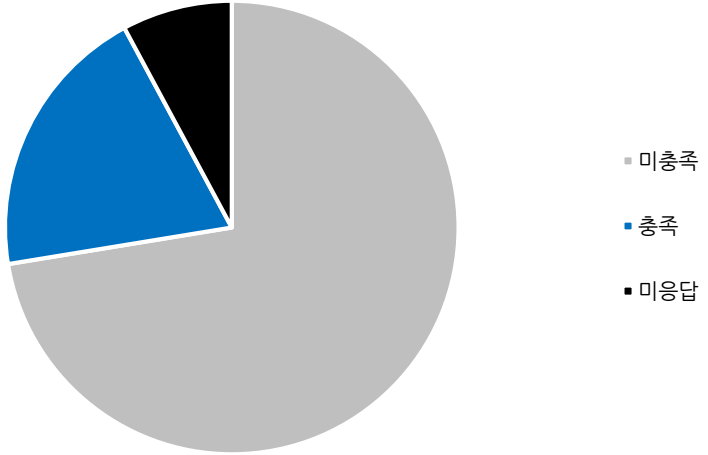
중기 대책 제안 현황(MEPC 81차 기준)

제도 분류 및 명칭		제안국	개요
규제적 수법 (연료규제)	*GFS* (GHG Fuel Standard)	EU	▪ **사용한 연료의 라이프사이클(Well to Wake, WtW)의 연간 GHG 강도(gCO2eq/MJ)를 단계적으로 삭감** ▪ 규제 적합을 위해 유연성 메커니즘(규제 값의 초과 달성분/미달성 분의 복수 선박 간 융통 & IMO 거출금에 따른 규제 적합 간주)를 겸비
	IMSF&F (International Maritime Sustainable Fuels and Fund)	중국, 브라질, 노르웨이, UAE	▪ **사용한 연료의 선상에서 배출되는(Tank to Wake, TtW)의 연간 GHG 강도(gCO2eq/MJ)를 단계적으로 삭감** ▪ GFS와 같은 유연성 메커니즘 ▪ WtW 베이스의 Zero-Emission 연료를 사용하여 규제 값을 초과 달성한 선박에 IMO가 환급하는 구조 (유연성 메커니즘에 의한 규제 미달성 선박으로부터의 거출금 활용) ▪ 본 규제에 악영향을 입는 일부 도상국 항로에서는 규제 값 완화되는 우대조치 포함함
경제적 수법 (GHG 프라이싱)	*Feebate* (Fee and Rebate)	일본	▪ **GHG 배출량에 따라 과금**(WtW를 고려해야한다는 IMO 삭감 전략을 보면, WtW를 대상으로 하는 것이 이상적이지만, 실행가능성 등 관점에서 TtW를 대상으로 하는 것도 하나의 방법) ▪ **과금 수입은 환급대상연료(WtW 베이스 Zero-Emission 연료)를 사용하는 선박 대상 환급(First Mover 지원)에 활용.** ▪ 단, 도상국 지원도 배제하지 않음
	Feebate	ICS, 바하마, 리베리아	▪ **일본측 제안과 거의 동일** ▪ 과금 대상을 선상에서 배출되는(TtW) GHG 배출로 삼은 점과 과금을 수집하는 기금 설치 방법이 일본 제안과의 차이점 (Zero-Emission 선박 환급용과 도상국 지원용으로 2개 기금 설립)
	GHG Levy	도서국(9개국)	▪ **연료의 라이프사이클 GHG 배출량에 따라 과금(*과금액은 당초 WtW GHG 1톤 당 150달러,5년마다 증액)** ▪ 과금 수입은 주로 도상국 지원에 활용
	명칭 미정	캐나다	▪ **선박 GHG 배출량에 따라 과금(*과금액은 당초 TtW GHG 1톤 당 90달러, 매년 증액)** ▪ 선박은 정해진 과금액을 IMO가 승인한 기금에 납부
	Green Balance Mechanism	WSC	▪ **GFS 규제 값 미달성 선박에 과금** ▪ **GFS 규제 값을 일정 비율 이상 초과 달성한 선박에 환급**

자료: Class NK, 유진투자증권

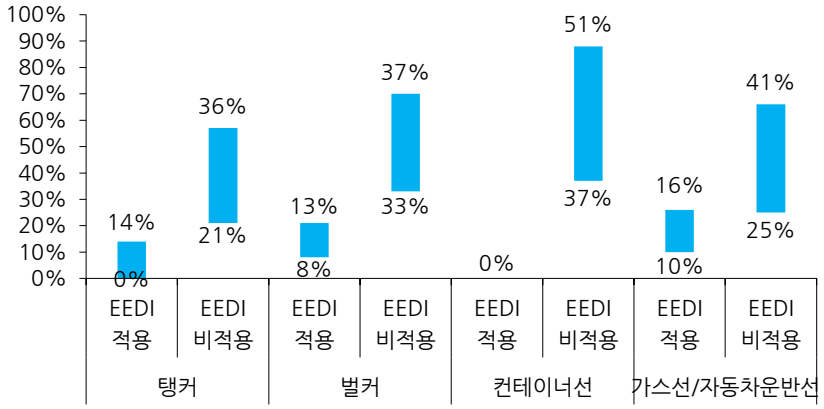
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

국내 선사 EEXI 규제 충족 현황



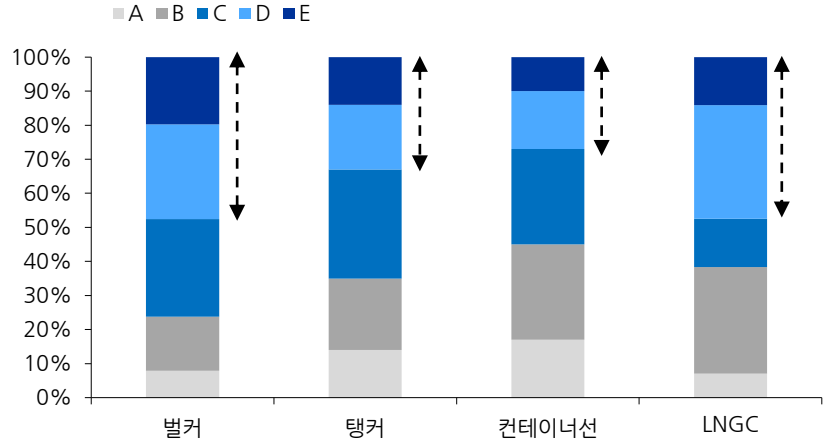
자료: 트레이드링스, 유진투자증권

EEXI 규제 시행에 따른 엔진 최대 출력 필요 감축률



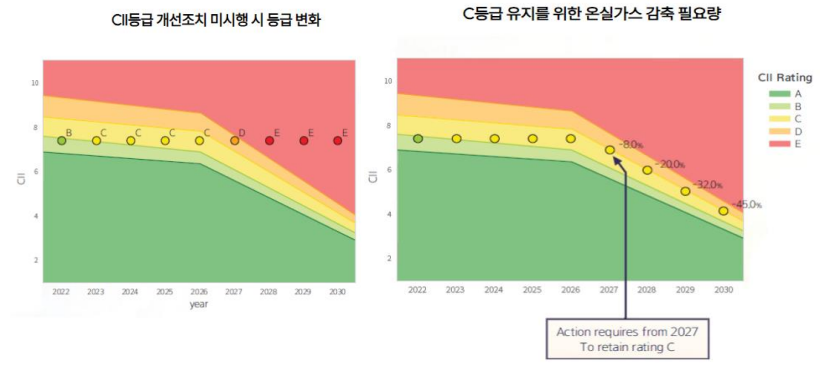
자료: KR, 유진투자증권

선종별 CII Rating 현황



자료: KR, 유진투자증권

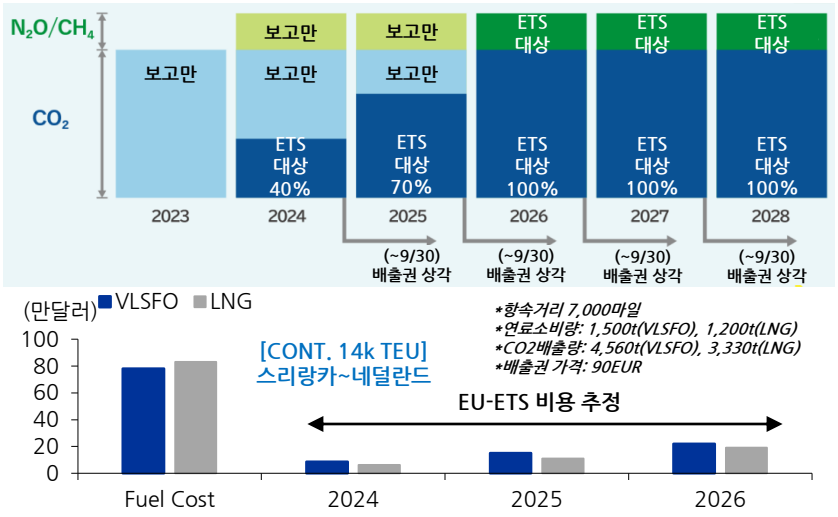
CII 개선 조치 미시행 시 등급 변화 및 C등급 유지 위한 감축 필요량



자료: KR, 유진투자증권

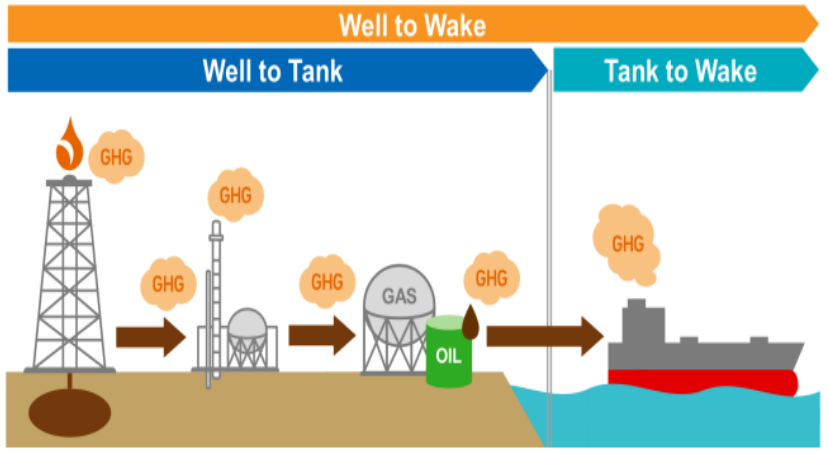
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

EU-ETS 해운 적용 현황 및 예시



자료: NK Class, 유진투자증권

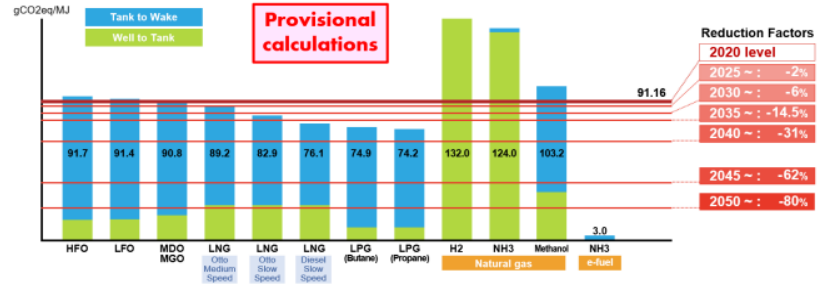
라이프사이클 GHG 배출



자료: NK Class, 유진투자증권

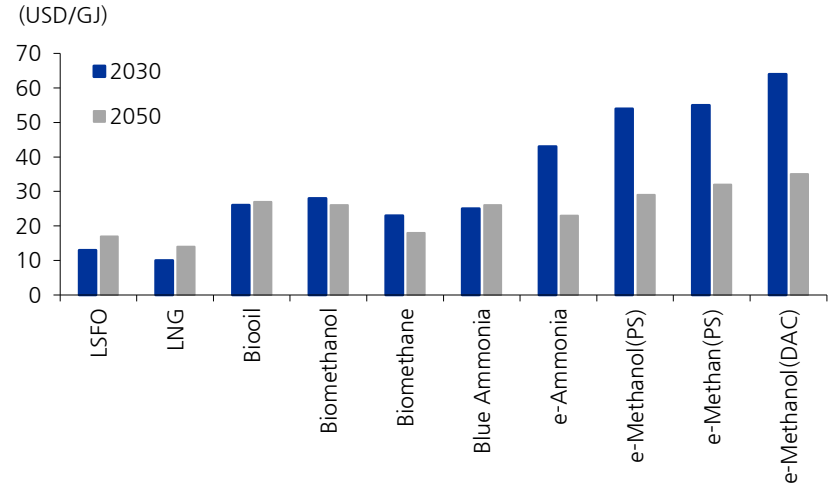
FuelEU Maritime 아래 연료별 GHG 강도

- FuelEU Maritime에서 GHG 강도는 라이프사이클(Well to Wake) 기준으로 산출됨
- Well to Tank 및 Tank to Wake, 각각 정해진 계수 등을 근거로 계산된 값의 총합임
- GHG 강도 상한값은 2020년 91.16을 기준으로 5년마다 강화됨
- LNG만 사용할 경우, 2039년까지 적합 가능할 것으로 추정됨



자료: NK Class, 유진투자증권

Zero-Emission 연료 가격 예시



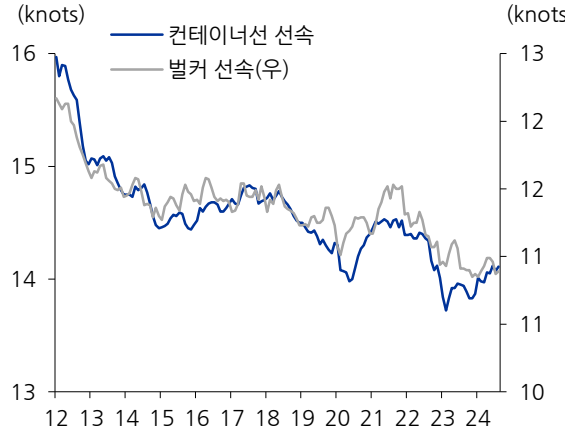
자료: MILT, 유진투자증권

② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

운항 속도를 늦추자 → 배를 바꾸자

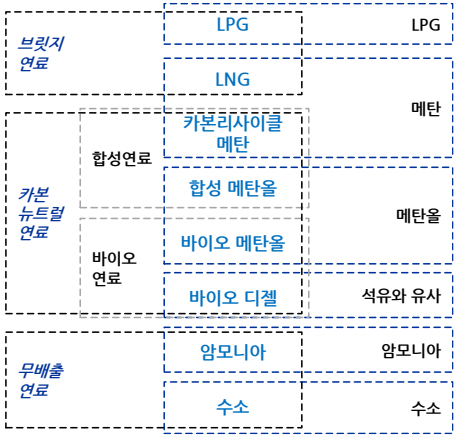
- 일단, 현재 규제를 충족하기 위해서는 **(1) 선속을 낮추거나 (2) 친환경 연료 선박으로 교체하는 방법** 밖에 없음(운항 효율 향상도 하나의 방법)
- 선속을 낮추는 것도 궁극적인 해답은 아님. 결국 친환경 기준 충족 못하는 선박과 노후 선박은 폐선 처리되고, 새로운 배를 필요로 할 수 밖에 없을 것
- 친환경 전환은 선박 발주 사이클 = 경기 흐름의 공식이 무너트릴 가장 큰 요인
- 최근 발주 선박들의 친환경 연료 엔진 채택 비중이 빠른 속도로 높아지고 있음. 그러나 여전히 추가 교체가 필요한 선박들도 다수
- 10년 뒤에는 LNG 추진선에서 암모니아 추진선 등으로 또 한 번의 교체 Wave가 찾아올 것

컨테이너선 및 벌커 선속 추이



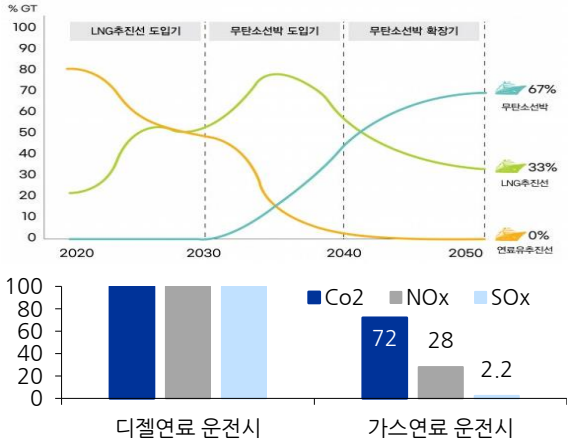
자료: Clarksons, 유진투자증권

선박 연료 구분



자료: 유진투자증권

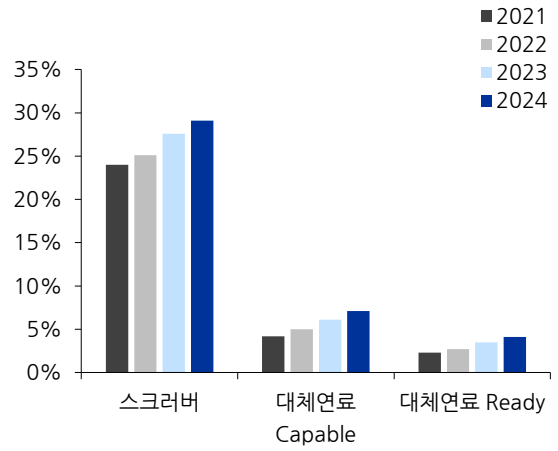
선박 연료 비중 변화 및 디젤 vs 가스 연료



자료: 언론보도, 대한조선학회, 유진투자증권

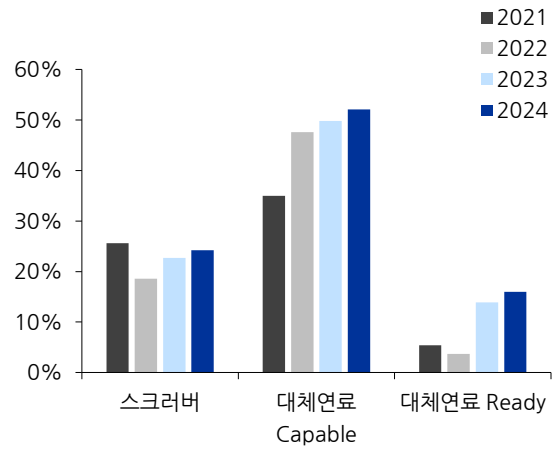
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

친환경 대책 현황(Fleet 기준)



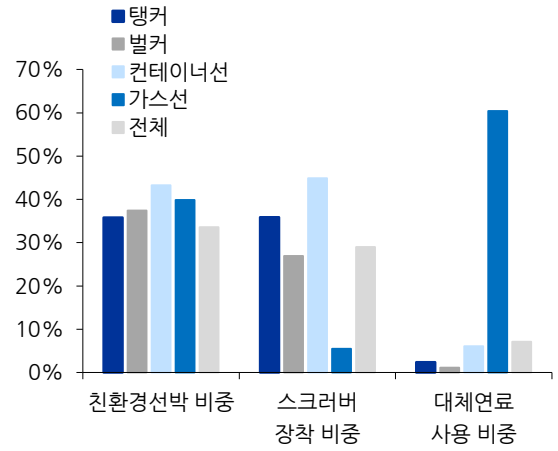
자료: Clarksons, 유진투자증권

친환경 대책 현황(Orderbook 기준)



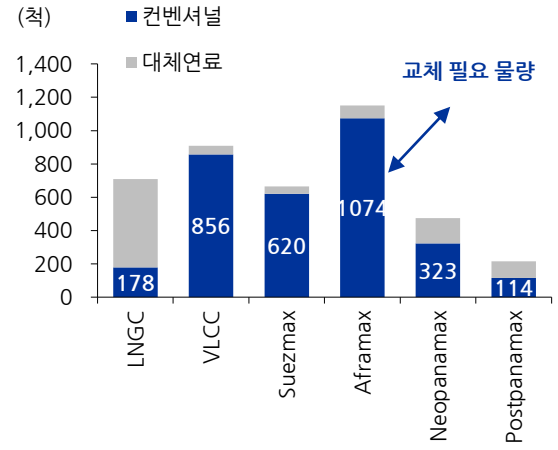
자료: Clarksons, 유진투자증권

선종별 친환경 대책 현황(Fleet 기준)



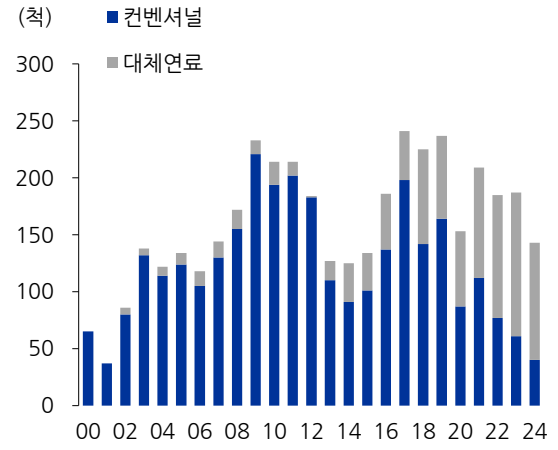
자료: Clarksons, 유진투자증권

선종별 연료 채택 현황(Fleet 기준)



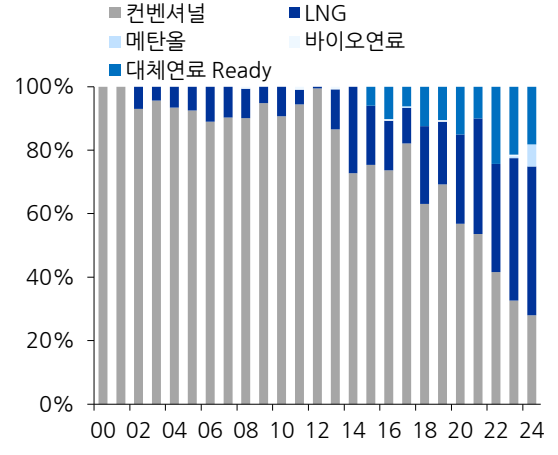
자료: Clarksons, 유진투자증권

주요 선종 대체연료 선택 현황(Fleet 기준)



자료: Clarksons, 유진투자증권
주) 이미 폐선된 선박은 고려하지 않음

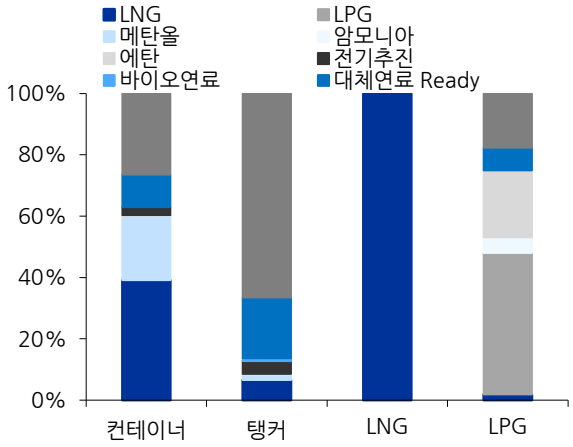
대체연료 선택 현황 세부(Fleet 기준)



자료: Clarksons, 유진투자증권

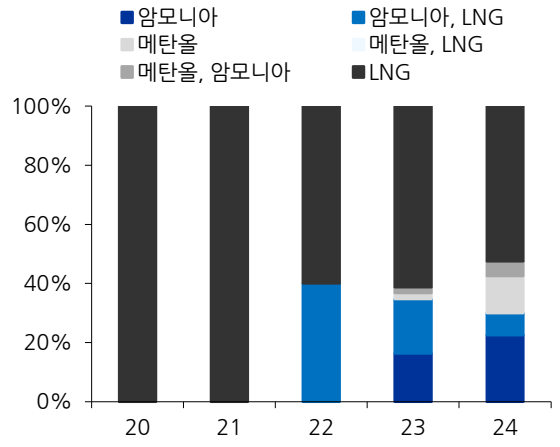
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

선종별 오더북 내 연료 채택 비중



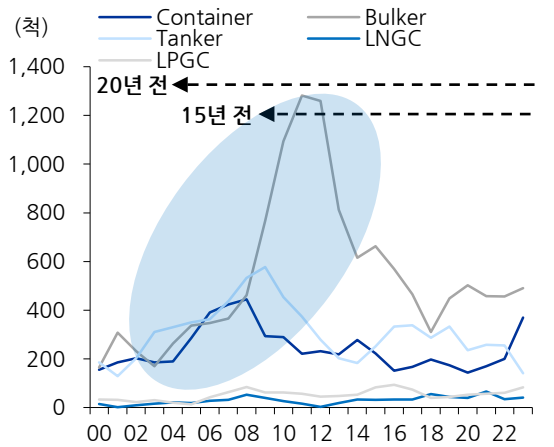
자료: Clarksons, 유진투자증권

대체연료 Ready 중 연료 선택 현황



자료: Clarksons, 유진투자증권

선종별 발주 동향



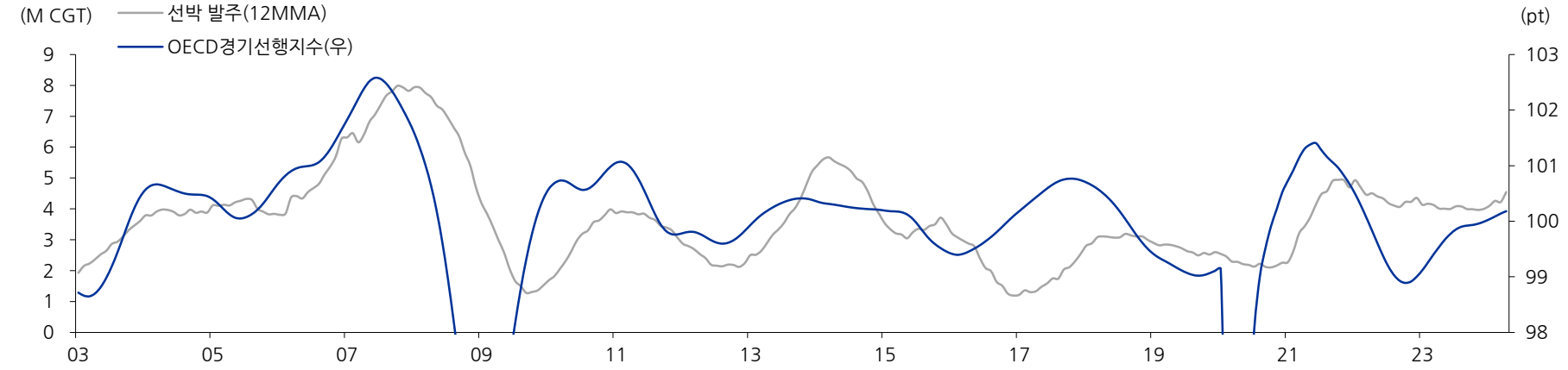
자료: Clarksons, 유진투자증권

② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

수요 나쁘지 않은데, 공급은 더 부족해

- 조선의 기본적인 호황 사이클은 **[경기 호전 → 재화 수요 및 물동량 증가 → 해운 운임 상승 및 선박 수요 증가 → 중고선가 상승 → 신조선가 상승]** 순
- 다만 최근의 호황 사이클은 과거와 약간 양상이 다름. **해상 운임 하락하고 발주량도 2021년 이후 크게 늘지 않음에도 신조선가는 상승 추세** 유지 중
- 코로나 이후 해운 혼란(물동량 급증, 지정학 이슈, 가뭄, 항만 파업 등)으로 선박 수급이 타이트 했고, 2023년 전후 해운업을 둘러싼 환경 규제 강화로 친환경 선박 발주 수요가 서서히 증가하고 있어 선박 수요가 나쁜 상황은 아님. 다만, 관련 이슈들이 다소 진정된 현재에도 **신조선가 상승이 계속되는 배경에는 공급 부족(=조선사 CAPA 부족)이 자리하고 있다는 판단**
- 과거 호황기 이후 글로벌 조선소 수는 크게 감소. 한국과 중국도 예외는 아니었음. **조선소가 줄어든 만큼 건조 슬롯이 부족하고 발주가 제한되며, Seller's Market 현상이 계속되고 있는 상황.** 현재 조선소 1개 당 수주/건조/수주잔고 물량을 보면 과거랑 비교할 수 없을 정도로 늘어났음
- 이미 한국과 중국 조선소들은 27년까지의 도크 슬롯을 상당 수 채우고, 28년 이후 슬롯을 영업 중. 최근 중국 조선소 증설 이슈에 대한 우려도 있지만, 과거처럼 우후죽순으로 조선소가 늘어나는 그림은 아님. **일부 대형 조선소 중심 증설 공사 진행 중으로 파악. 이에 따라 27~28년 슬롯 추가로 열리며 단기 수주 경쟁에서 중국 우위 예상되지만, 시황이 꺾일 요인은 아님.** 중국도 장기간 구조조정을 겪은 바, 과도한 공급 확대는 지양할 것으로 예상됨

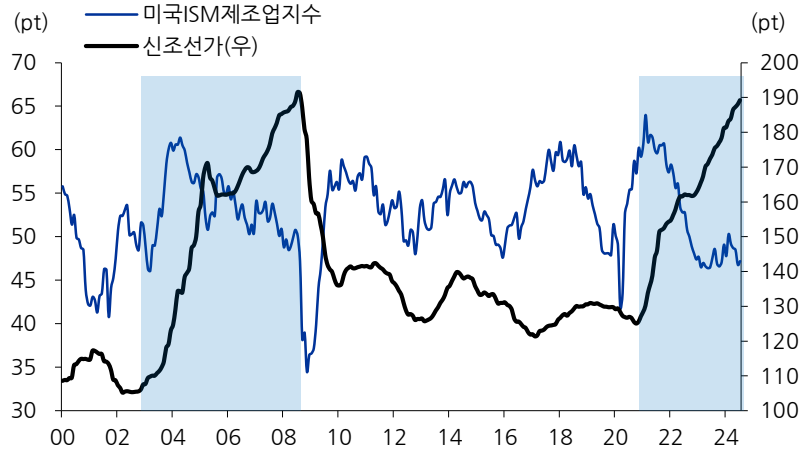
경기선행지수와 선박 발주 동향



자료: 유진투자증권

② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

미국 ISM 및 신조선가지수 추이



자료: Bloomberg, Clarksons, 유진투자증권

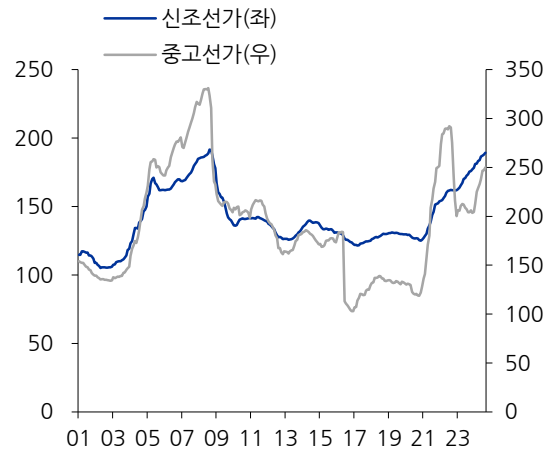
미국 금리 및 신조선가지수 추이



자료: Bloomberg, Clarksons, 유진투자증권

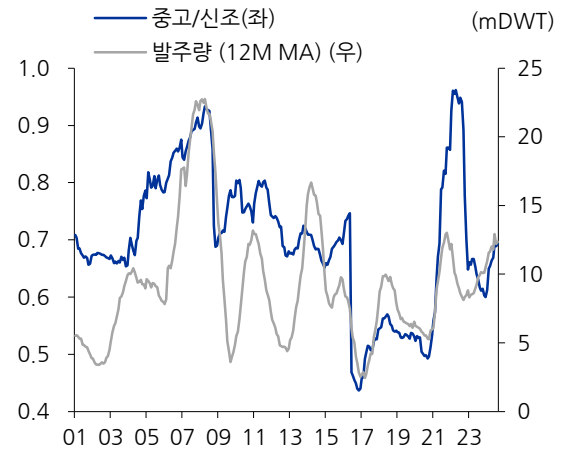
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

중고선가 및 신조선가 추이



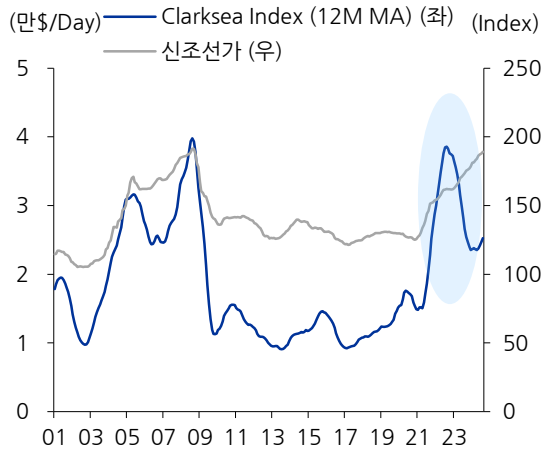
자료: Clarksons, 유진투자증권

중고/신조선가지수와 발주량 추이



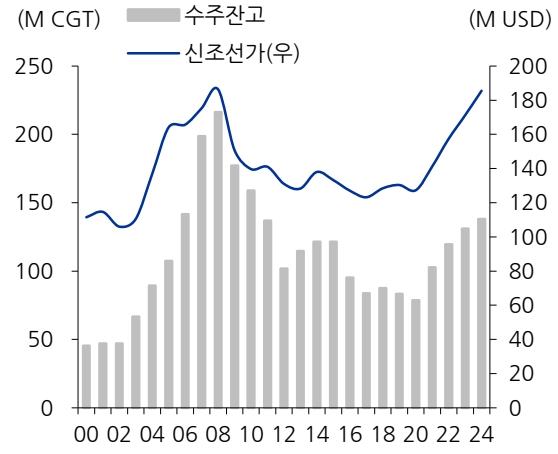
자료: Clarksons, 유진투자증권

중고/신조선가지수와 발주량 추이



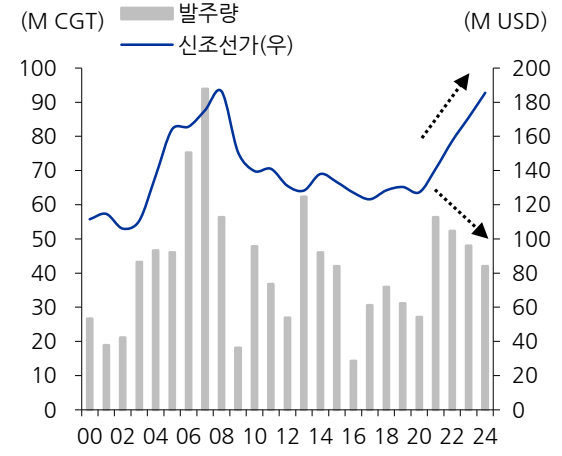
자료: Clarksons, 유진투자증권

수주잔고 및 신조선가 추이



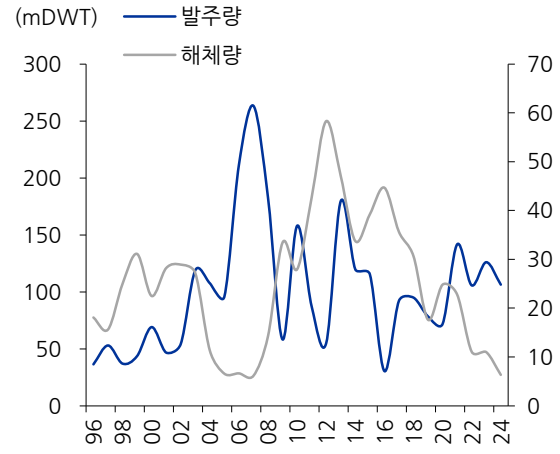
자료: Clarksons, 유진투자증권

발주량 및 신조선가 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

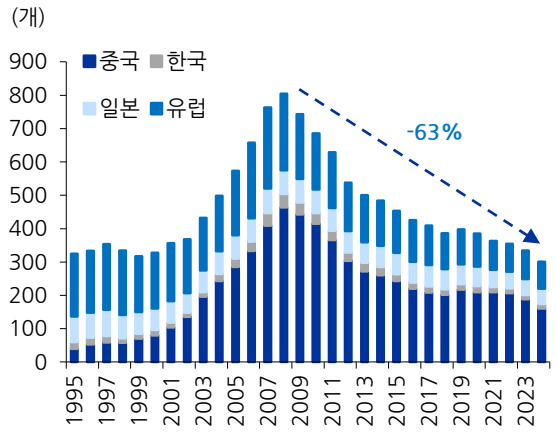
발주량 및 해체량 추이



자료: 언론보도, 대한조선학회, 유진투자증권

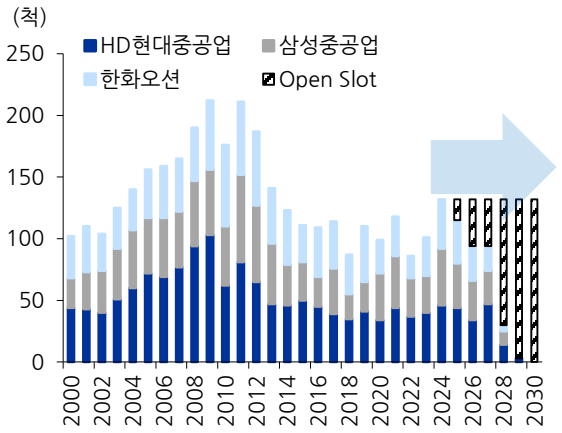
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

활성화된 조선소 수 추이



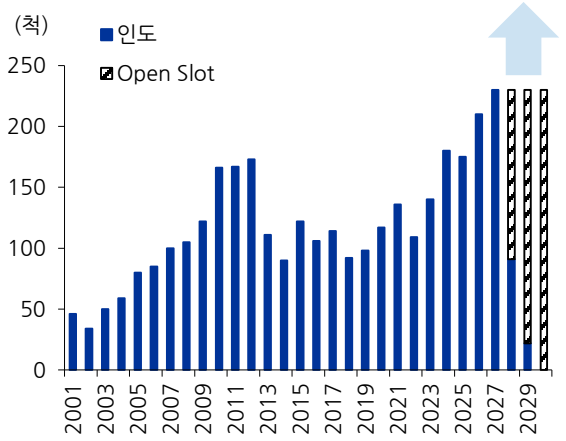
자료: Clarksons, 유진투자증권

한국 주요 3사 인도 스케줄



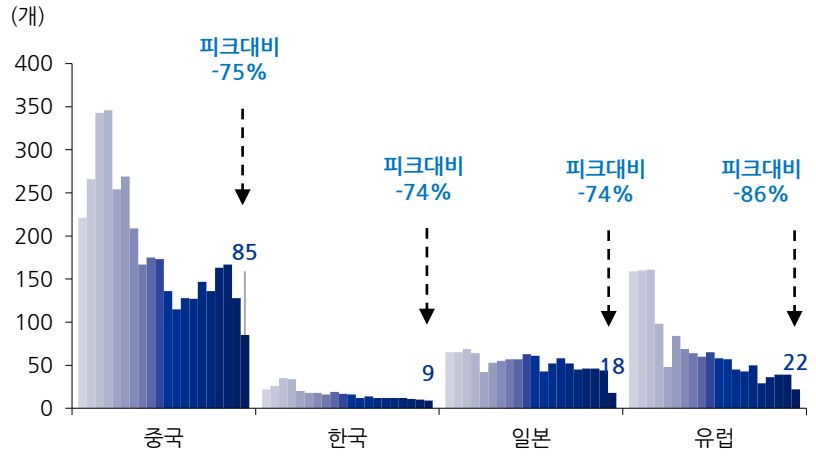
자료: Clarksons, 유진투자증권

중국 Top 10 조선소 인도 스케줄



자료: Clarksons, 유진투자증권

조선소 수 변화(1000GT 이상 주문 수령 조선소 기준)



자료: 언론보도, 유진투자증권

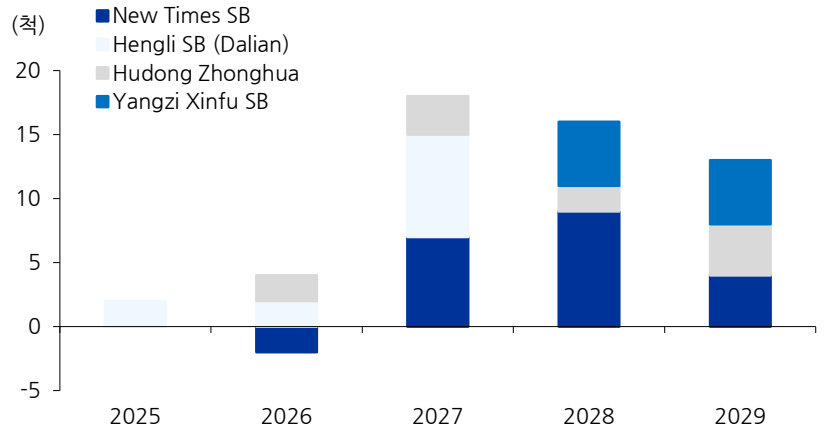
증설에 나서는 중국 현황(27년 슬롯 추가)

조선소	증설 내용
New Times SB	▪ 대형 드라이 도크 신규 건설(692M$, 700m 길이) ▪ 27~28년 인도 슬롯 Add
Hengli SB (Dalian)	▪ 부지 확장 및 건조 능력 확대(1.27B$) ▪ 용량 현재의 2배로 확대 예정 ▪ 벌크선 → VLCC/VLGC/FPSO/Cont로 다변화 추진
Hudong Zhonghua	▪ Changxing섬 조선소 건설(2.8B$,~24년) ▪ LNG선 CAPA 5~6척 → 10~12척
Jiangsu New YZJ	▪ 신규 조선소 건설을 위한 부지 인수(413M$) ▪ 26년말까지 가동 전망

자료: 유진투자증권

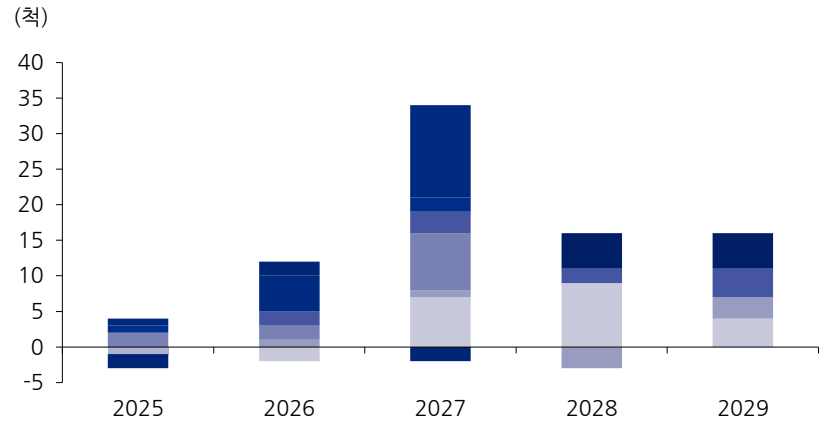
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

주요 중국 조선사(증설 진행 중) 1개월간 딜리버리 스케줄 변화



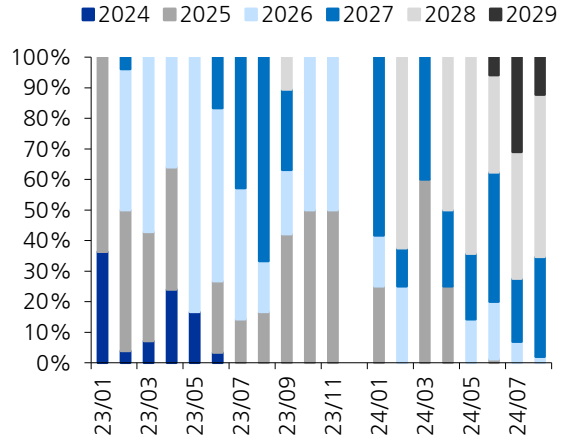
자료: Clarksons, 유진투자증권
주) 2024년 8월 말 및 9월 말 비교

주요 중국 조선사 1개월간 딜리버리 스케줄 변화



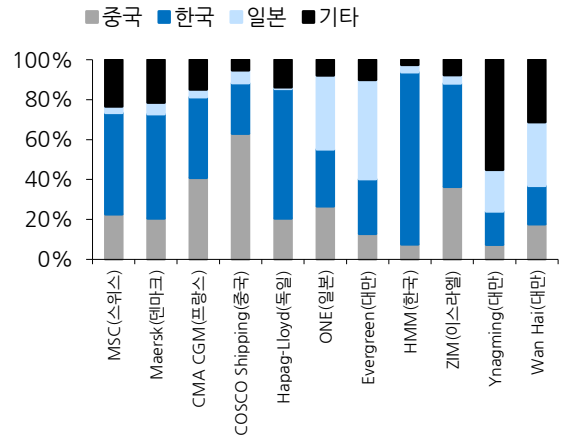
자료: Clarksons, 유진투자증권
주) 오더북 기준 상위 10개사, 2024년 8월 말 및 9월 말 비교

29년 슬롯 오픈, 27년 슬롯 확보도 계속



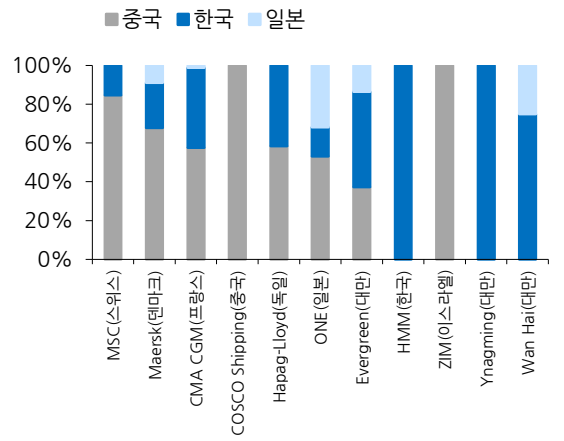
자료: Clarksons, 유진투자증권

Fleet 기준 상위 선사 건조 조선소 국가 비중



자료: Clarksons, 유진투자증권

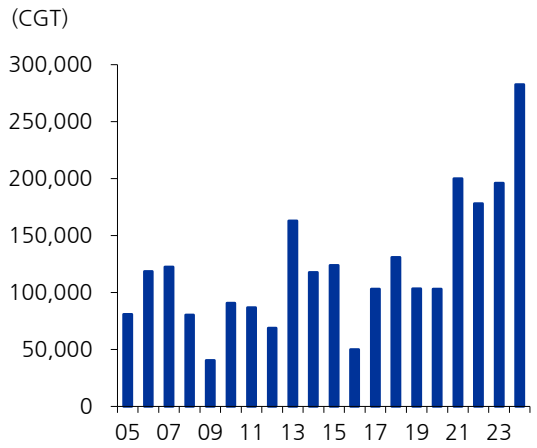
Order 기준 상위 선사 건조 조선소 국가 비중



자료: Clarksons, 유진투자증권

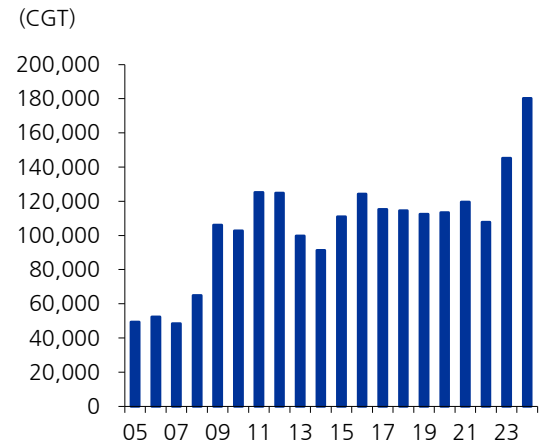
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

조선소 당 수주량



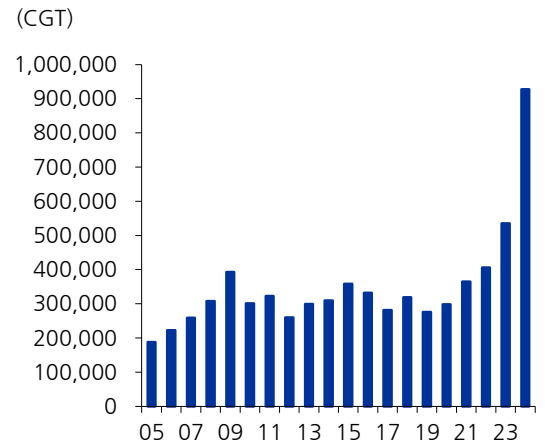
자료: Clarksons, 유진투자증권

조선소 당 건조량



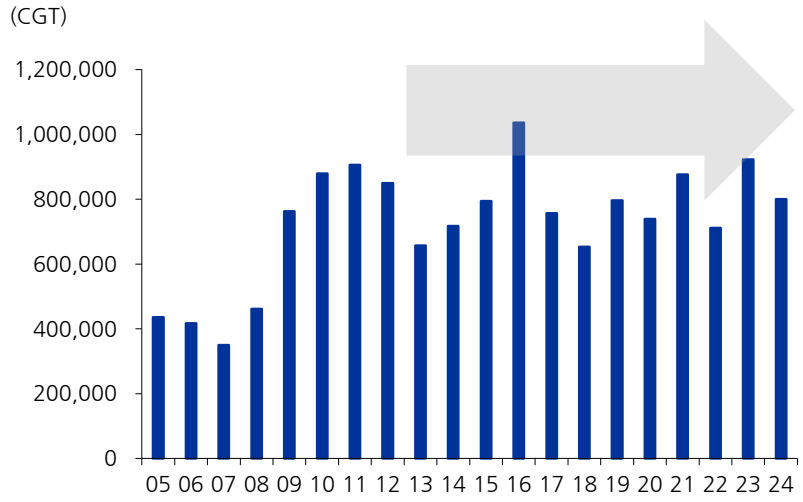
자료: Clarksons, 유진투자증권

조선소 당 수주잔고



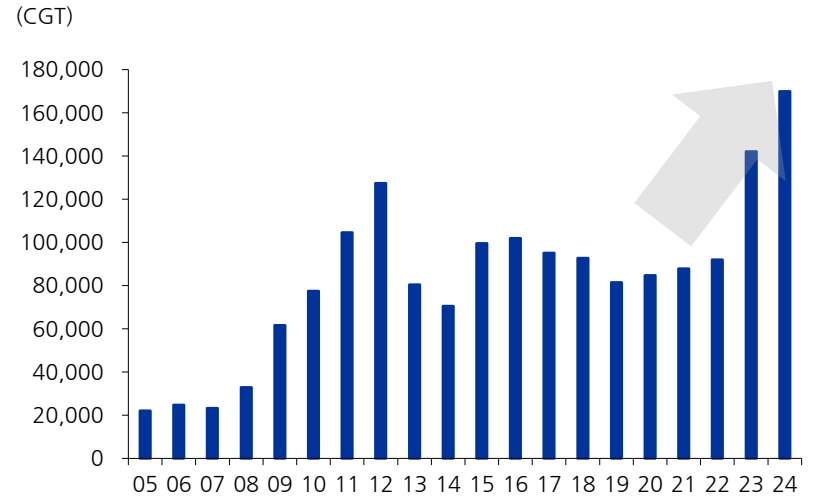
자료: Clarksons, 유진투자증권

한국 조선소 1개당 건조 물량



자료: Clarksons, 유진투자증권

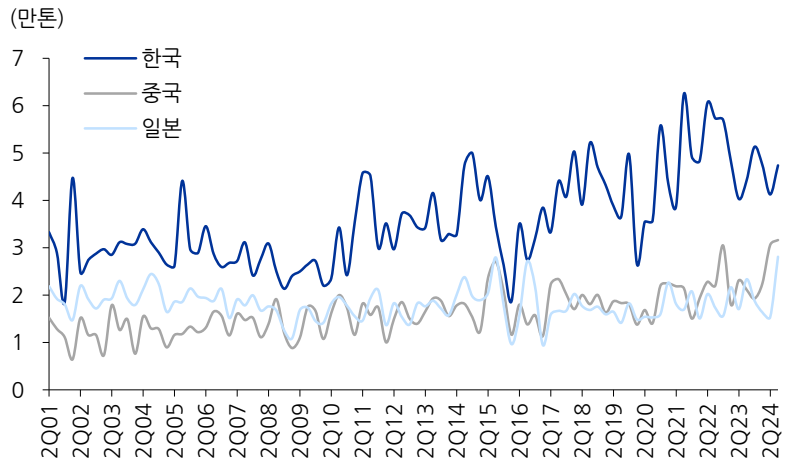
중국 조선소 1개당 건조 물량



자료: Clarksons, 유진투자증권

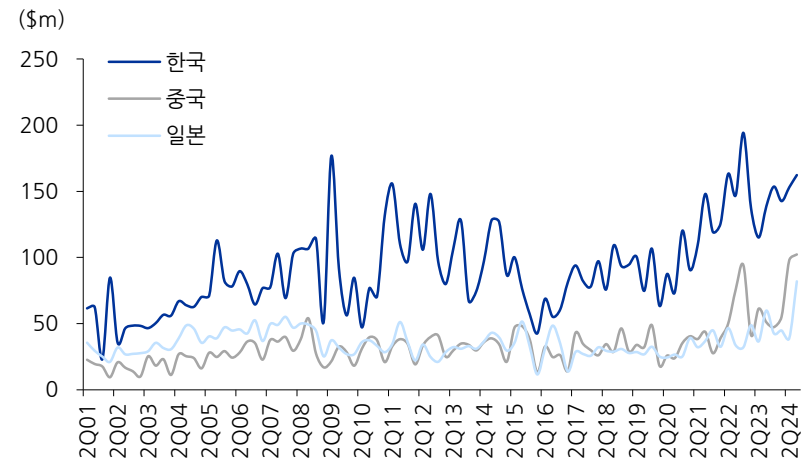
② 늘어나는 수요, 줄어든 공급

수주 선박 당 CGT



자료: Clarksons, 유진투자증권

수주 선박 당 단가



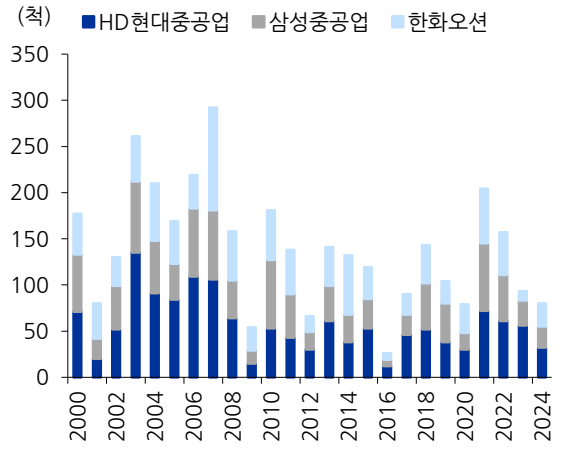
자료: Clarksons, 유진투자증권

③ 선종별 현황 - SUMMARY

선종별 현황

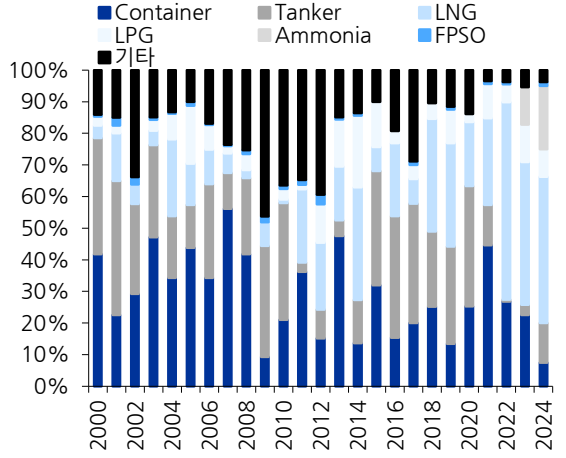
- **2024년 하반기 발주 강도는 컨테이너 - 해양 - 함정 - 탱커 - LNGC 순. LNGC는 2025년에 부활 예정**
- **컨테이너선:** 이미 시황은 공급 > 수요. 하지만, 홍해 사태와 얼라이언스 재편으로 이례적인 발주 증가 흐름. 내년 이후는 친환경 전환 수요 지속 전망
- **LNGC:** 발주 흐름/운임 모두 다소 소강 상태이나, 견고한 LNG 프로젝트 파이프라인 기반 내년 이후도 안정적 발주 수요 예상
- **탱커선:** 완연한 회복 흐름. 선가 상승 흐름 지속. 여전히 수주잔고/선복량 비중 낮고, 노후선도 늘어나고 있어 견조한 수요 기대
- **기타 선종(VLAC, LCO2):** 친환경 전환 속 新 선종 부상. VLAC 및 LCO2 발주 시작. 한국 압도적인 점유율 차지
- **해양:** 돌아온 해양 수주. 연말까지 다수 해양 공사 수주 기대감(삼성중공업 FLNG 2기 등)
- **특수선:** KDDX 등 굵직한 국내 함정 사업 수주전. 해외에서는 호주 호위함 입찰. 그리고 시작된 미 함정 MRO

주요 3사 수주 현황



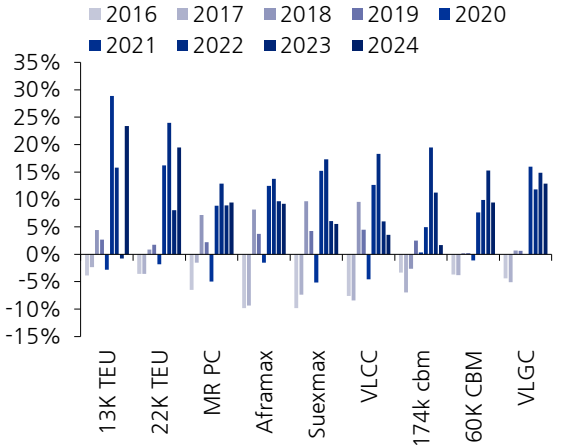
자료: Clarksons, 유진투자증권

주요 3사 수주 선종 비중 변화



자료: Clarksons, 유진투자증권

주요 선종 신조선가 변화



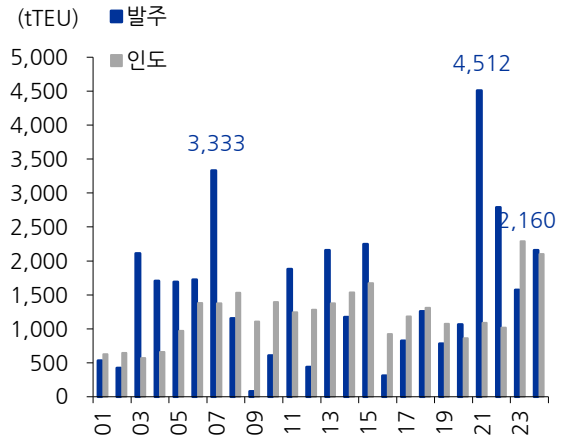
자료: Clarksons, 유진투자증권

③ 선종별 현황 - CONTAINER

돌아온 컨테이너선

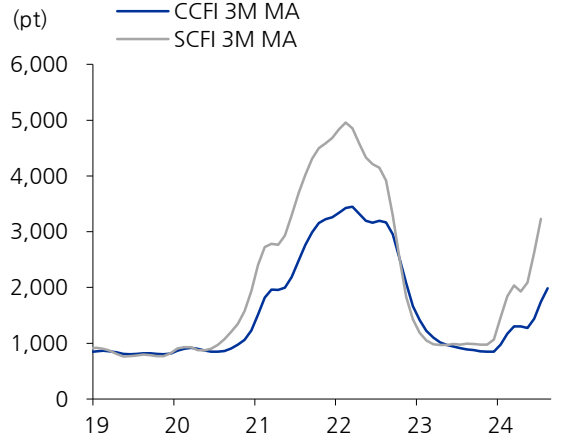
- 컨테이너 선박은 2021년 폭발적인 발주 흐름을 기록. 한 해에만 451만 TEU 발주를 기록하며 사상 최고치를 갱신(*직전 최고치: 2007년 333만 TEU)
- 23년부터 본격적인 인도 랠리 시작. **컨테이너선은 당분간 공급 우위 상황 지속될 전망**
- **하지만, 홍해 사태와 얼라이언스 재편이 변수로 작용 중.** 중동 지정학 리스크 확대로 우회 항로 채택하며 톤마일이 늘어나 선복 축소 효과를 불러일으키며 또 한 번 운임 급등 기록. 또한 내년 2월 해운 얼라이언스 2M 해체되고 업계 구도 재편 예정에 따라 해운사간 선복량 경쟁 심화 양상
- **2024년 하반기 신조 컨테이너선 인콰이어리 증가 중. 올해 하반기까지 추가적인 발주 흐름 기대해볼 수 있을 것.** 이후에는 친환경 전환 수요로 인한 안정적인 교체 수요 기반한 발주 예상. 해운 업황과 컨테이너 선박 시황은 완전히 상반됨
- 올해 9월까지 발주된 234척 중 220척을 중국 조선소가 수주. **2010년 중반 이후 컨테이너선 시장에서 중국 강세 두드러지는 점은 리스크. 최근 중국 조선소 일부 증설하며 27~28년 슬롯 여유 생긴 점도 중국 조선소들의 경쟁력 우위로 작용**

컨테이너선박 발주/인도 추이



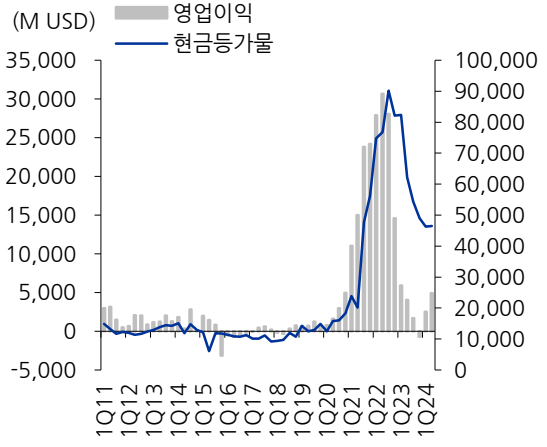
자료: Clarksons, 유진투자증권

컨테이너 운임 지수 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

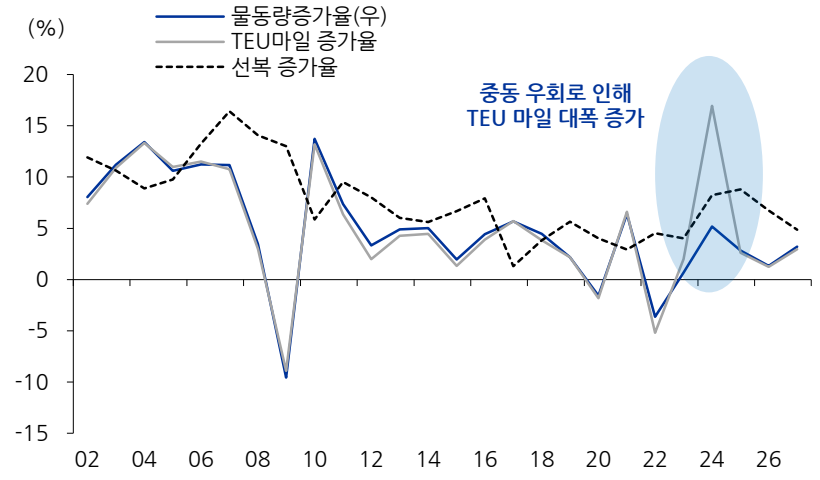
주요 해운사 영업이익/현금 보유량 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주) 선복량 상위 10개사 중 비상장사 제외

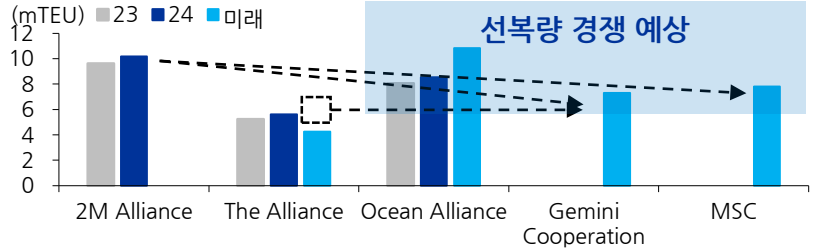
③ 선종별 현황 - CONTAINER

컨테이너 수급 현황



자료: Clarksons, 유진투자증권

얼라이언스 재편 후 구도



얼라이언스/기업명	2023	2024
2M Alliance	**9.6**	**10.2**
MSC	5.5	5.9
Maersk	4.1	4.2
The Alliance	**5.2**	**5.6**
Hapag-Lloyd	1.9	2.1
ONE*	1.8	1.9
Yang Ming	0.7	0.7
HMM	0.8	0.9
Ocean Alliance	**8.1**	**8.5**
CMA CGM	3.5	3.8
China COSCO Shipping	2.9	3.1
Evergreen	1.6	1.7

얼라이언스/기업명	2023	2024	+ 수주물량
Gemini Cooperation	**6.0**	**6.4**	**7.3**
Maersk	4.1	4.2	5.0
Hapag-Lloyd	1.9	2.1	2.3
Premier Alliance	**3.3**	**3.5**	**4.3**
ONE*	1.8	1.9	2.5
Yang Ming	0.7	0.7	0.8
HMM	0.8	0.9	1.0
Ocean Alliance	**8.1**	**8.5**	**10.8**
CMA CGM	3.5	3.8	5.0
China COSCO Shipping	2.9	3.1	3.5
Evergreen	1.6	1.7	2.3
MSC	**5.5**	**5.9**	**7.8**

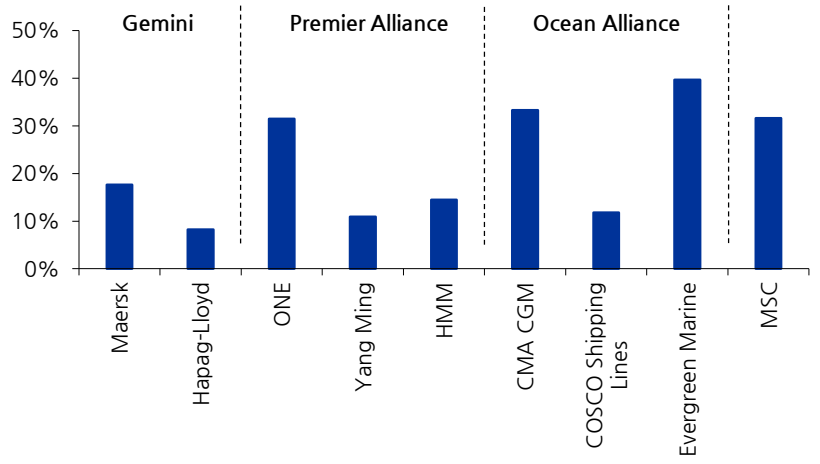
자료: Clarksons, 유진투자증권

희망봉 우회 시 추가 운항일 및 선박수 예시

주요 항로		왕복 운항일수(일)			소요 선대(척)		
		기존(a)	우회(b)	증감 (b-a)	기존(a)	우회(b)	증감 (b-a)
유럽	지중해	76	114	*38*	10.0	15.5	*5.5*
	북유럽	86	111	*25*	12.0	15.5	*3.5*
	평균	81	112	*31*	11.0	15.5	*4.5*
미국 동안		79	90	*11*	11.0	12.5	*1.5*

자료: 무역협회, 유진투자증권

주요 얼라이언스 내 선사별 수주잔고/선복량 비중 비교



자료: Clarksons, 유진투자증권

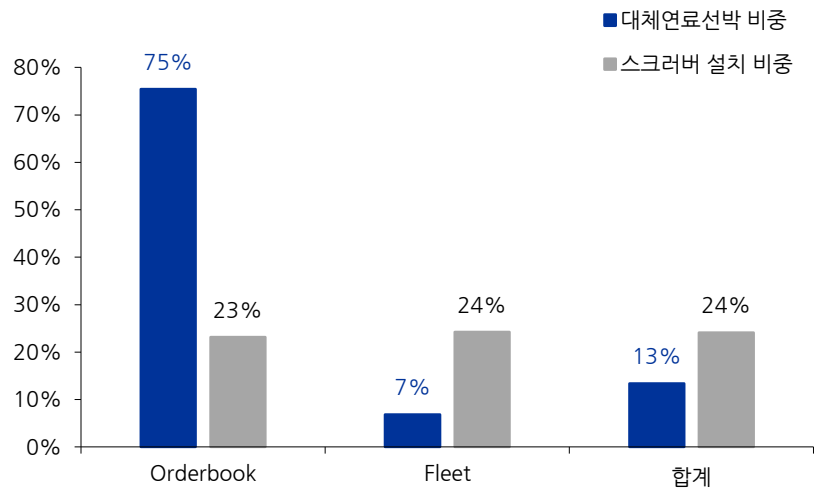
③ 선종별 현황 - CONTAINER

주요 해운사 발주 최근 동향

해운사	현황	비고
Maersk	*32척 계획*	▪ 한화오션 6척 LOI+4척 Option(220M$) ▪ New Times SB 12척 ▪ Yanzijiang 10척
Hapg-Lloyd	*30척 계획*	▪ HD현대중공업, 한화오션, 중국 조선소(5개) 경쟁 *15,000TEU~16,000TEU 10척 × 2 *8,000TEU~9,000TEU 5척 × 2
MSC	*22척 발주*	▪ 12척 중국 Zhoushan Changhong 발주 ▪ 10척 중국 Hengli 발주
COSCO	*12척 발주*	▪ 12척 Cosco HI Yangzhou 발주
CMA CGM	*12척 발주*	▪ 12척 HD현대중공업그룹(현중 6척, 삼호 6척) 발주

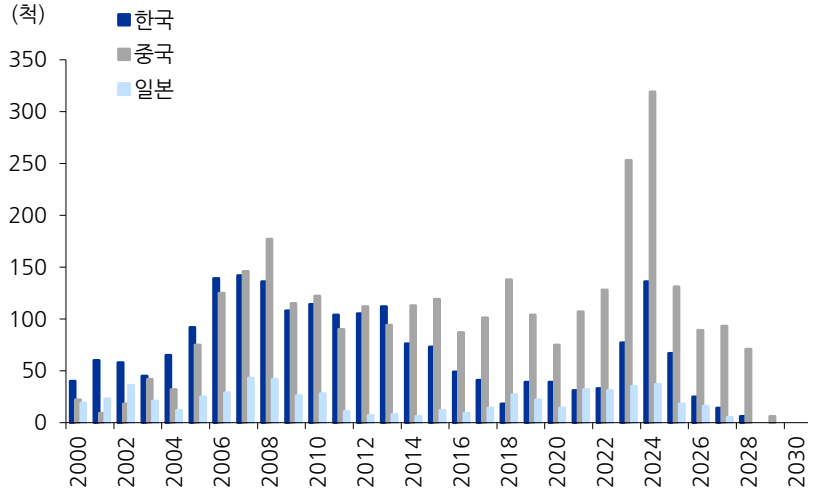
자료: 언론보도, 유진투자증권

친환경 채택 컨테이너 선박 비중



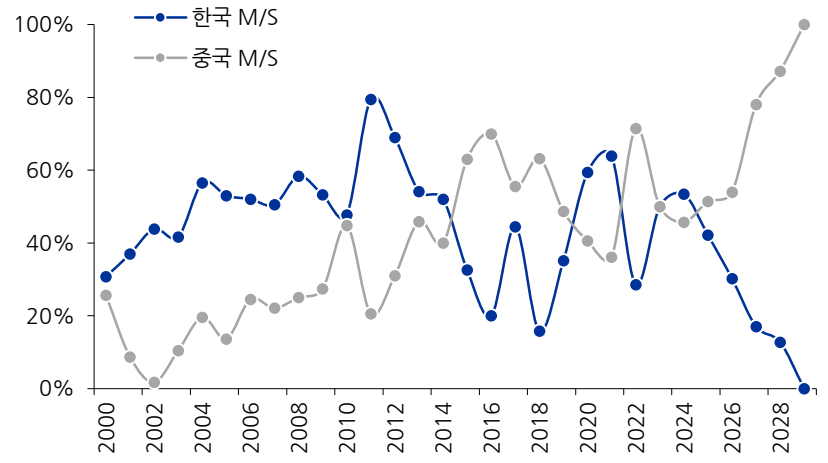
자료: Clarksons, 유진투자증권

한/중/일 조선소 컨테이너선 인도 예정 스케줄



자료: Clarksons, 유진투자증권

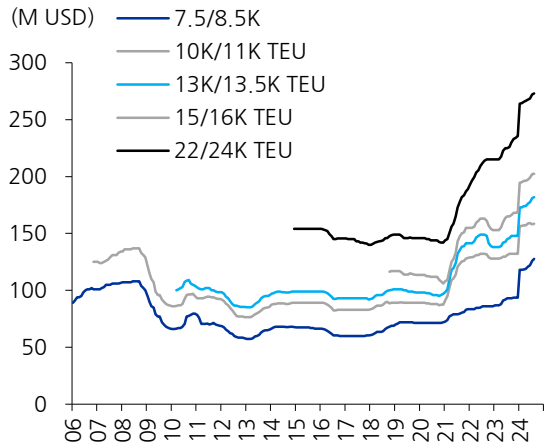
인도 선박 기준 한/중 시장 점유율 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

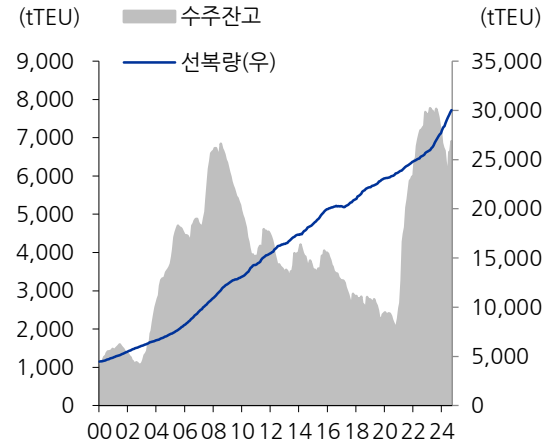
③ 선종별 현황 - CONTAINER

컨테이너 선종별 신조선가 추이



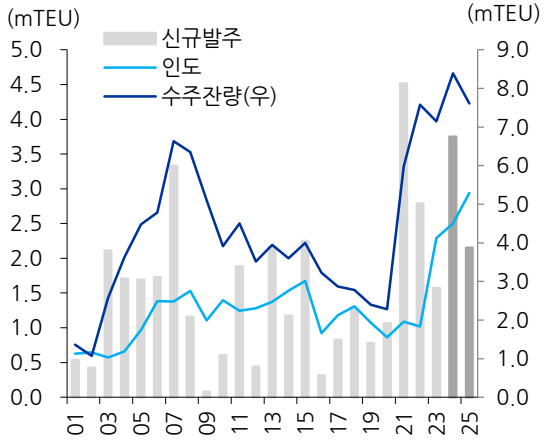
자료: Clarksons, 유진투자증권

컨테이너선 수주잔고 및 선복량 추이



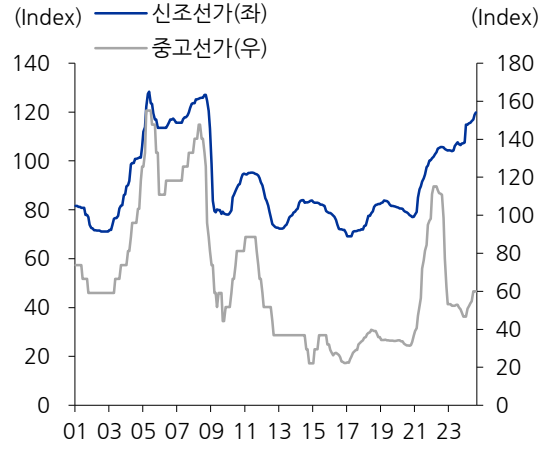
자료: Clarksons, 유진투자증권

컨선 신규 발주, 인도, 수주잔량 추이 및 전망



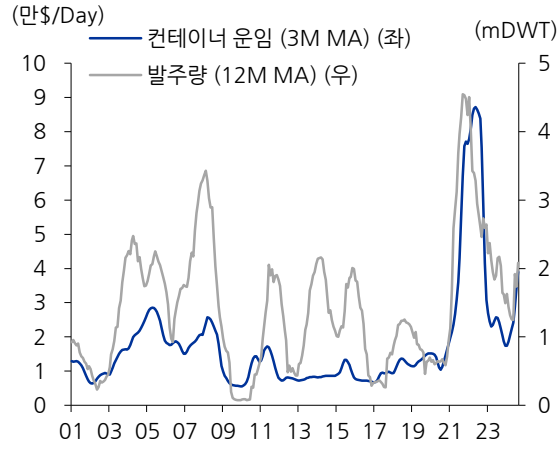
자료: Clarksons, 유진투자증권

신조선가, 중고선가 추이



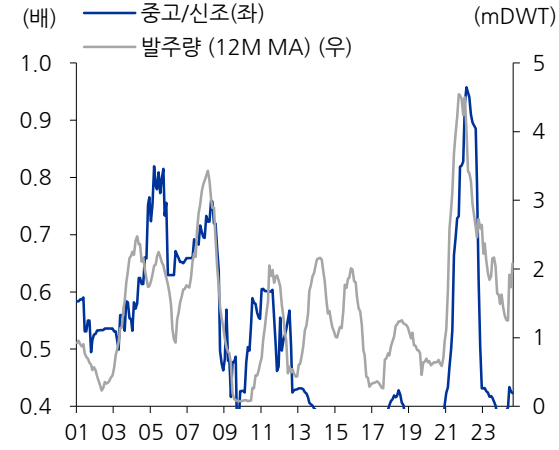
자료: Clarksons, 유진투자증권

컨테이너 운임 및 발주량 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

중고선/신조선과 발주량 추이



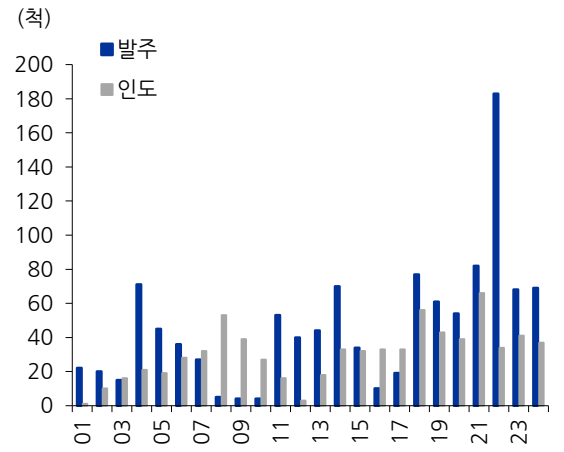
자료: Clarksons, 유진투자증권

③ 선종별 현황 - LNGC

걱정 없는 파이프라인

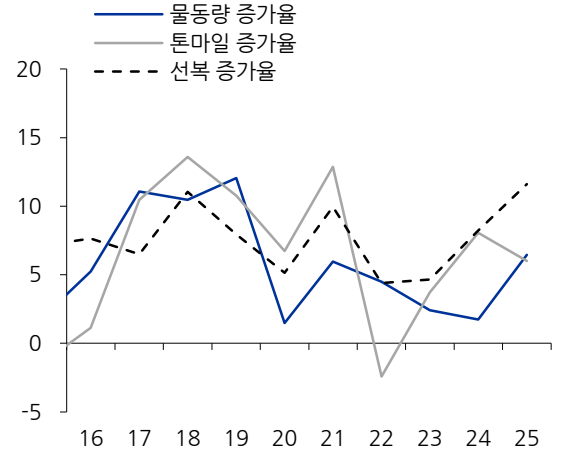
- 22~23년 주도 선종이었던 LNGC 수요는 현재 다소 소강 상태. 신조선가도 소폭 하락 추세(265백만달러 → 262백만달러)
- 하지만, **현재 FEED 및 Proposal이 진행 중인 프로젝트는 미국을 중심으로 다수 존재.** 프로젝트 기반 수요가 많은 LNGC 수요는 여전히 긍정적
- 카타르 추가 발주 가능성도 언급되는 중. 빠르면 올해 연말부터 카타르 Phase 3 훈풍 기대
- 중국 조선소의 LNGC 건조 사례가 늘어나는 점은 우려 사항. 대부분 자국 수요 처리 중이나, 최근 Qatar Energy, ADONC 프로젝트에서 한국과 경쟁

LNG운반선 발주/인도 추이



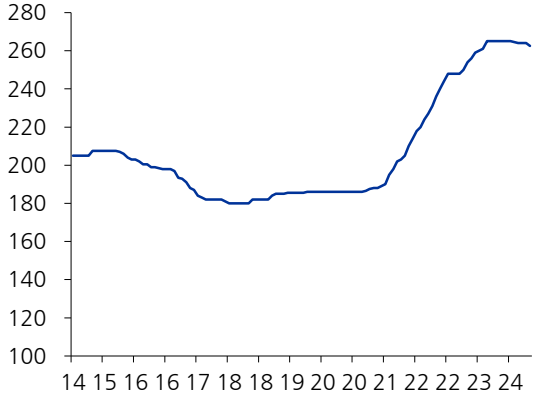
자료: Clarksons, 유진투자증권

LNG 수급 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유진투자증권

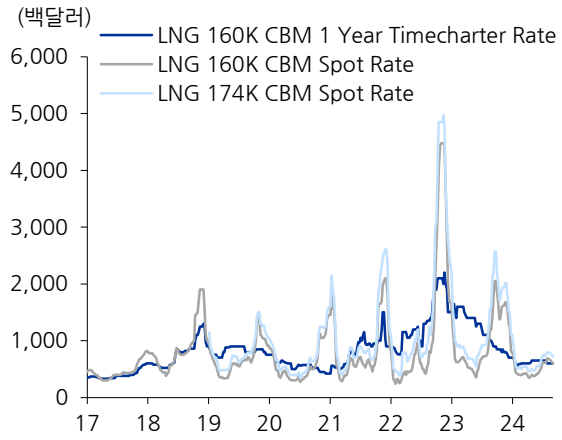
LNG 신조선가 추이(174k CBM)



자료: Clarksons, 유진투자증권

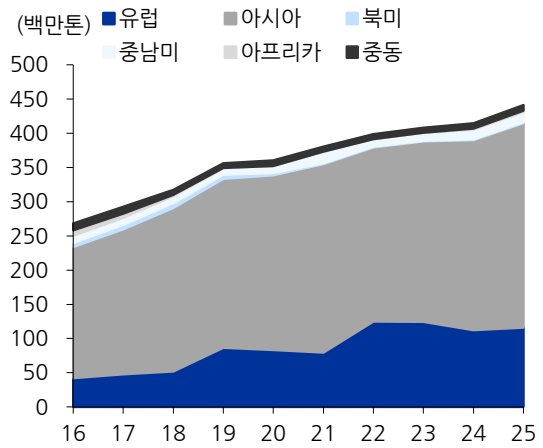
③ 선종별 현황 - LNGC

LNGC 운임 추이



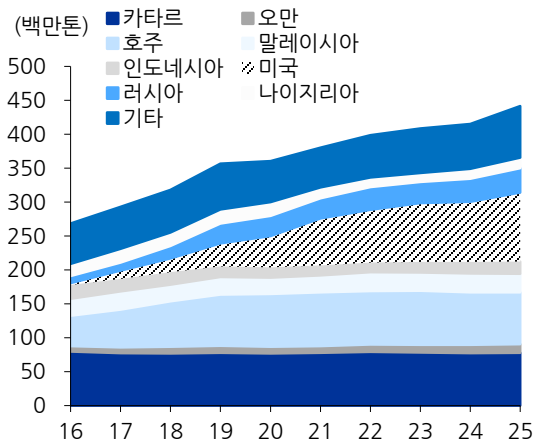
자료: Clarksons, 유진투자증권

LNG 수입 전망



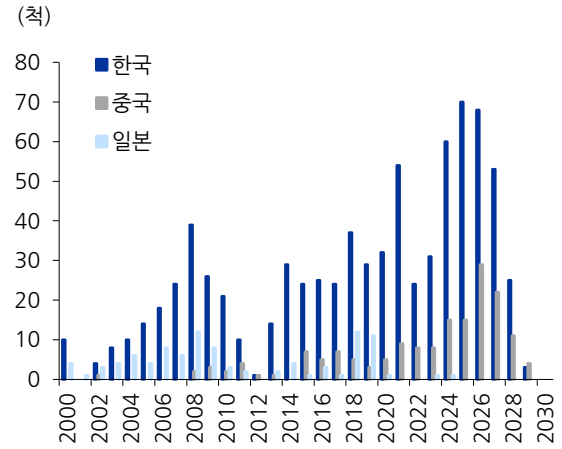
자료: Clarksons, 유진투자증권

LNG 수출 전망



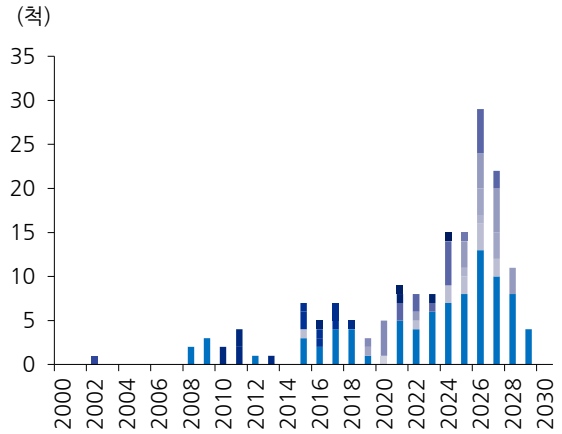
자료: Clarksons, 유진투자증권

한/중/일 조선소 LNGC 인도 예정 스케줄



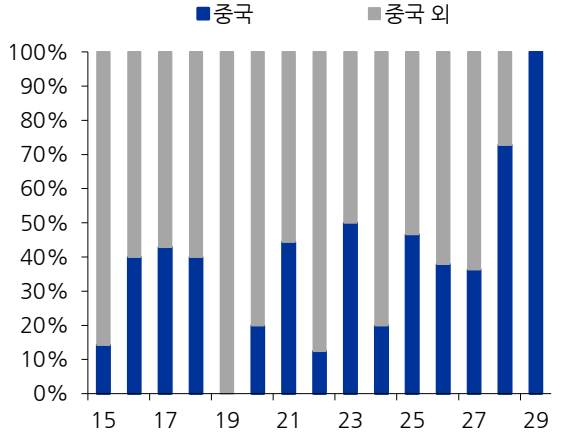
자료: Clarksons, 유진투자증권

중국 LNGC 건조 현황



자료: Clarksons, 유진투자증권

중국산 LNGC 발주 오너 현황

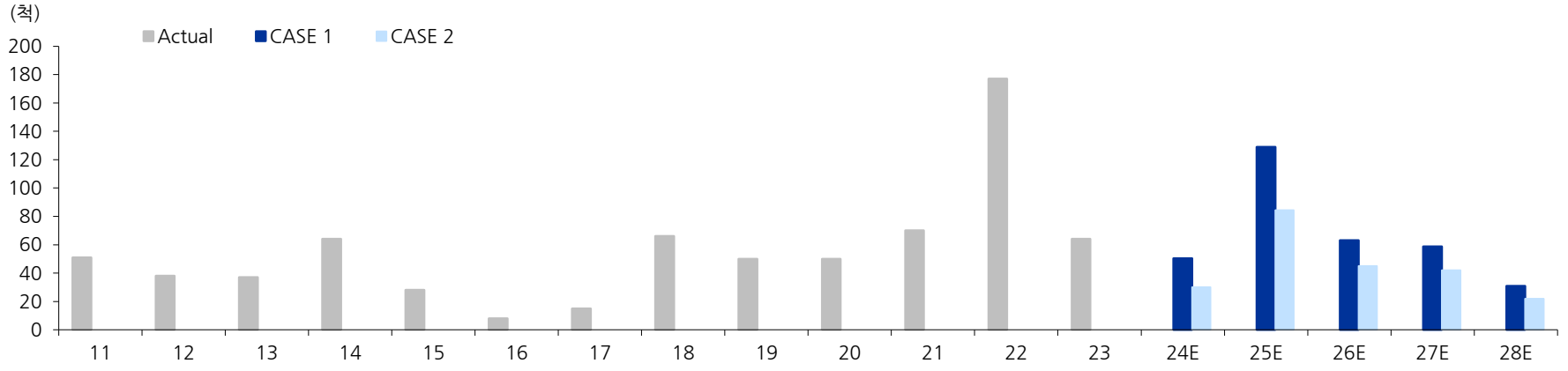


자료: Clarksons, 유진투자증권

③ 선종별 현황 - LNGC

LNG 프로젝트 서머리 & LNGC 수주 전망(척수)

국가명	PJ 수	Capacity (mTon)	척 수(Total)	U/C	FEED	PRO	FEED (가동 예상 연도)	PRO (가동 예상 연도)
United States	**44**	**281**	**540**	**172**	**314**	**54**	**2029**	**2027**
Mexico	7	32	43	5	32	6	2028	2026
Canada	5	45	48	20	28	-	2028	n/a
Qatar	8	63	73	51	22	-	2029	n/a
Russia	8	63	60	32	10	18	2030	2028
Mozambique	5	28	35	17	10	8	2030	2027
Papua N. Guinea	3	9	9	-	8	1	2028	2028
Oman	2	5	5	1	4	-	2029	n/a
Israel	1	5	3	-	3	-	2029	n/a
Australia	3	12	11	4	2	5	2029	2028
Nigeria	5	19	26	6	-	20	n/a	2028
Iran	2	12	16	16	-	-	n/a	n/a
Senegal	2	12	12	-	-	12	n/a	2028
U.A.E.	1	10	10	10	-	-	n/a	n/a
Indonesia	3	11	8	1	-	7	n/a	2028
Argentina	1	5	5	-	-	5	n/a	2027
Cyprus	1	5	5	-	-	5	n/a	2027
Mauritania	2	4	4	2	-	2	n/a	2026
Congo	1	2	3	3	-	-	n/a	n/a
Malaysia	1	3	3	3	-	-	n/a	n/a
Denmark	2	-	2	-	-	2	n/a	2025
Venezuela	1	1	1	-	-	1	n/a	2028
Equatorial Guinea	1	2	1	-	-	1	n/a	2028
Gabon	1	1	1	1	-	-	n/a	n/a
전체	110	628	924	344	433	147	2029	2027
CASE 1: 상기 프로젝트 기반 필요 LNG 척 수 산출 값(FEED 통과 가능성 70%, Proposal 통과 가능성 30%)								344척
CASE 2: 상기 프로젝트 기반 필요 LNG 척 수 산출 값(FEED 통과 가능성 50%, Proposal 통과 가능성 10%)								224척



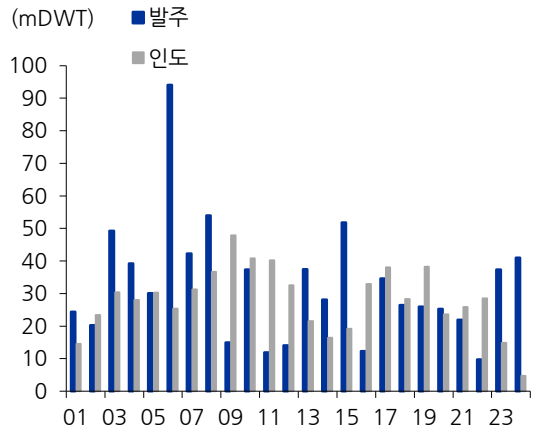
자료: 유진투자증권

③ 선종별 현황 - TANKER

완연한 회복세

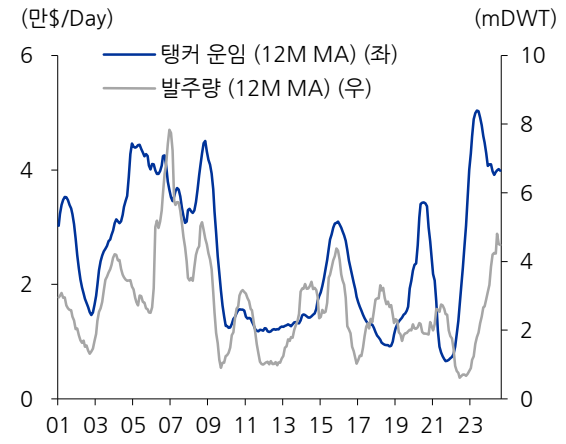
- **탱커 시장은 완연한 회복세를 보이는 중.** 이미 작년부터 극도로 낮은 수주잔고/선복량 비율로 올해 수주 흐름 회복이 예상되었음
- 수주잔고/선복량 비율은 지난해 4%대까지 떨어졌다가, 올해 연이은 수주로 13%까지 상승
- 중고선가 상승 속, **중고선가/신조선가 비율은 지속 상승 추세. 견조한 발주 흐름의 근거.** 신조선가도 VLCC 제외 상승 흐름 지속 중
- 기존 선박들은 점차 노후화 진행 중. 전체 선복 중 선령 20년 이상의 노후 선박 비중은 올해 15% 이상으로 늘어날 전망. 추가적인 교체 수요 발생 전망

탱커 발주/인도 추이



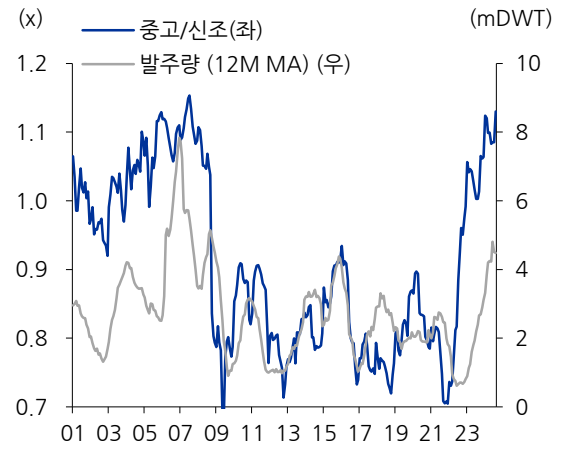
자료: Clarksons, 유진투자증권

탱커 운임과 발주량 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

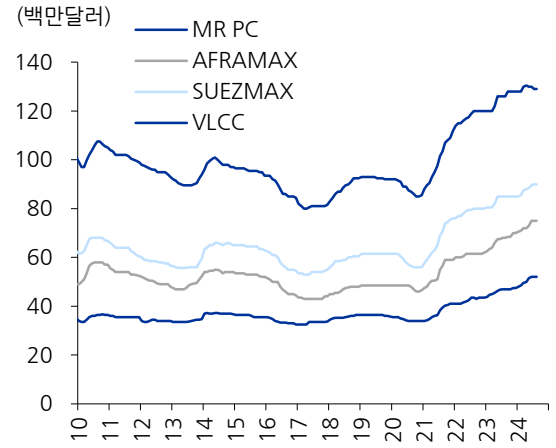
탱커 중고/신조선가 비율과 발주량 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

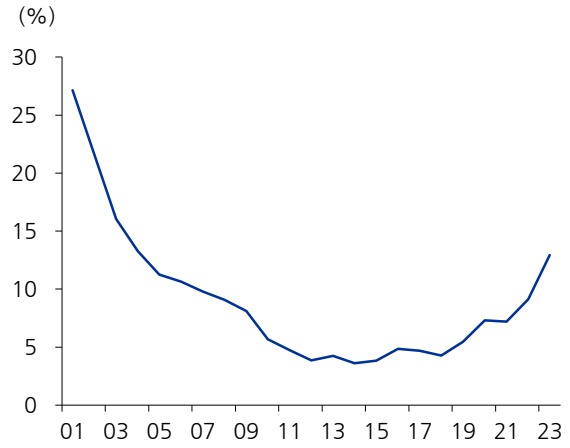
③ 선종별 현황 - TANKER

탱커 선종별 신조선가



자료: Clarksons, 유진투자증권

탱커 노후 선박 비율



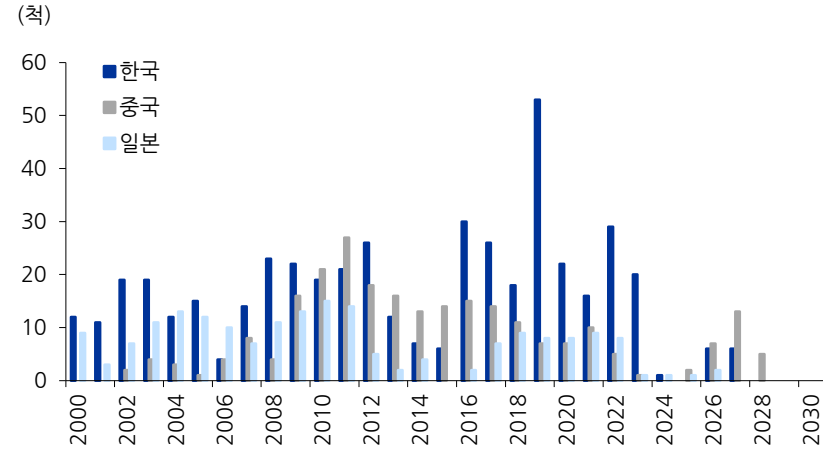
자료: Clarksons, 유진투자증권

탱커 수주잔고/선복량 비율



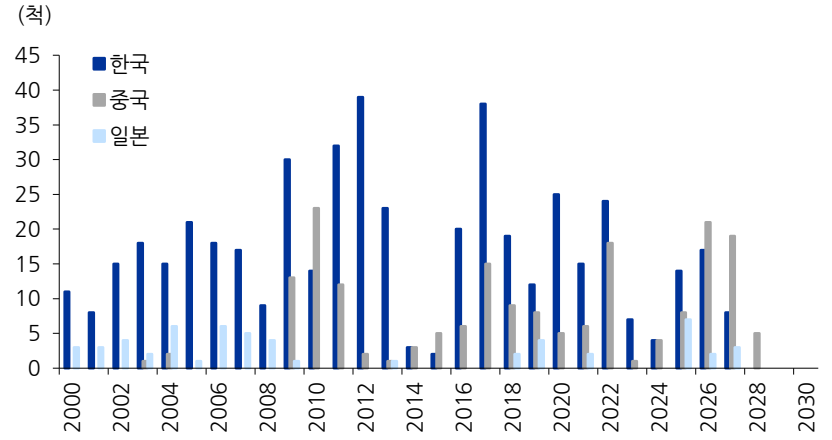
자료: Clarksons, 유진투자증권

한/중/일 조선소 VLCC 인도 예정 스케줄



자료: Clarksons, 유진투자증권

한/중/일 조선소 Suezmax 인도 예정 스케줄



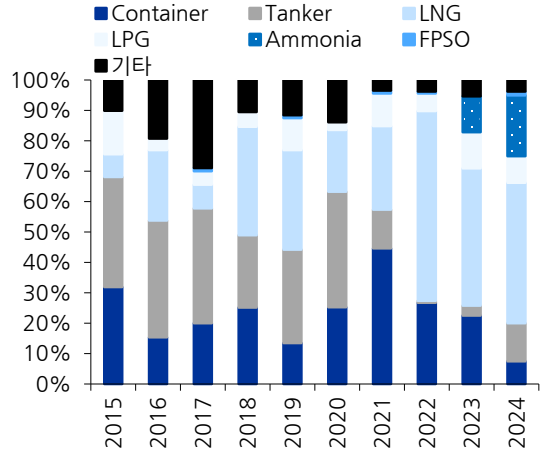
자료: Clarksons, 유진투자증권

③ 선종별 현황 - 기타 선종(VLAC 등)

미래의 주류, 앞서나가는 한국

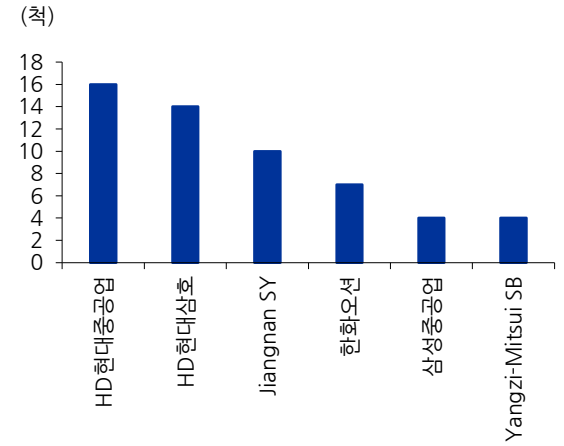
- **친환경 전환이라는 큰 흐름 속, 탄소 배출 감소 및 포집, 친환경 에너지 활용 등 변화 요구 조선업도 이러한 변화에 필요로 되는 新 선박 시장 개척 중.** 2030년 온실가스감축(NDC), 2050년 탄소 중립 목표. 해당 시점에 많은 변화 예고. 머지 않아 新 선종 발주 랠리 시작될 것(*이미 시작).
- (1) VLAC: 수소 사용 확대 기대. 암모니아(NH_3)는 질소(N)과 수소(H) 원자로 구성되어 수소를 저장할 수 있는 물질. 암모니아를 활용한 수소 운반에 주목 중. LPG와 특성 비슷하고, 액체 상태(약 -33℃)로 운반이 가능해 기존 LPG선 기술 활용 가능. Maritime Strategies International은 향후 25년간 400척의 VLAC 수요가 창출될 것으로 전망. 작년부터 수주 본격화. 오더북 기준 VLAC는 총 55척 발주. 한국 M/S 75% 차지(HD현대중공업 16척, HD현대삼호 14척, 한화오션 7척, 삼성중공업 4척)
- (2) LCO2: CCS(Carbon Capture Storage) 관심 확대. 이산화탄소의 저장 지역과 배출 지역이 동일하지 않을 경우에는 수송 필요. 크게 파이프라인과 해상 운송 방식이 있으나, 근거리에서는 파이프라인 활용. 장거리 수송에는 선박 수송이 저렴. 이산화탄소를 대규모로 수송할 수 있는 액화 이산화탄소 운반선 관심 높아지는 중. CCS 본격화되는 2030년대 주력 선종 부상 기대. 2021년부터 LCO2 선박 발주 시작. Rystad Energy는 2030년까지 55척의 LCO2 선박이 필요할 것으로 추정. 한국조선해양도 지난해 실적 발표에서 이미 20개 이상의 inquiry를 접수했다고 언급. 한국 조선사들은 여러 선급을 준비하고 대기 중(한국조선해양 30k/40k/74k, 한화오션 40k/70k/100k, 삼성중공업 40k CBM 등). 탱크 개발 필요

주요 3사 수주 선종 변화



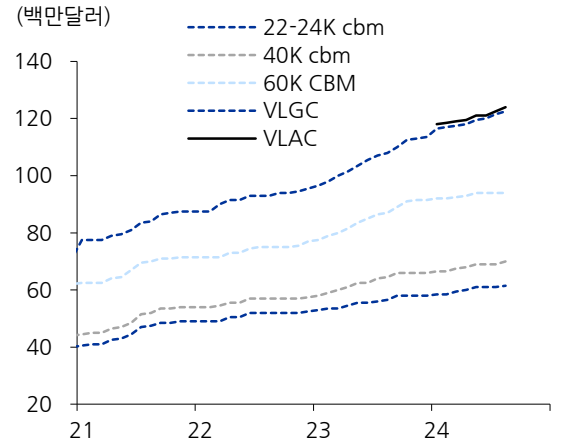
자료: Clarksons, 유진투자증권

VLAC 오더북 현황



자료: Clarksons, 유진투자증권

VLAC 신조선가 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

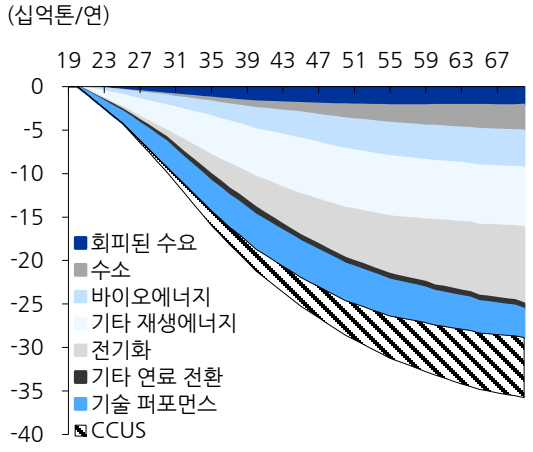
③ 선종별 현황 - 기타 선종(VLAC 등)

LCO2 운반선 오더북 현황

타입	현황	사이즈	단위	계약일	건조 연도	건조사	소유주	대체연료 타입
LCO2/LPG Carrier	On Order	22,000	cu.m.	2024-01-31	2026	현대미포조선	Capital Gas	Ammonia Ready, LNG Ready
LCO2/LPG Carrier	On Order	22,000	cu.m.	2024-01-31	2026	현대미포조선	Capital Gas	Ammonia Ready, LNG Ready
LCO2 Carrier	On Order	7,500	cu.m.	2023-12-14	2026	DSOC	Schulte Group	LNG Capable
LCO2 Carrier	On Order	7,500	cu.m.	2023-08-30	2025	DSOC	Northern Lights	LNG Capable
LCO2/LPG Carrier	On Order	22,000	cu.m.	2023-07-18	2025	현대미포조선	Capital Gas	Ammonia Ready, LNG Ready
LCO2/LPG Carrier	On Order	22,000	cu.m.	2023-07-18	2026	현대미포조선	Capital Gas	Ammonia Ready, LNG Ready
LCO2 Carrier	On Order	500	cu.m.	2022-09-01	2024	Zhejiang Rongchang	Zhoushan Dejin Shpg	
LCO2 Carrier	On Order	7,500	cu.m.	2021-10-11	2024	DSOC	Northern Lights	LNG Capable
LCO2 Carrier	On Order	7,500	cu.m.	2021-10-11	2024	DSOC	Northern Lights	LNG Capable

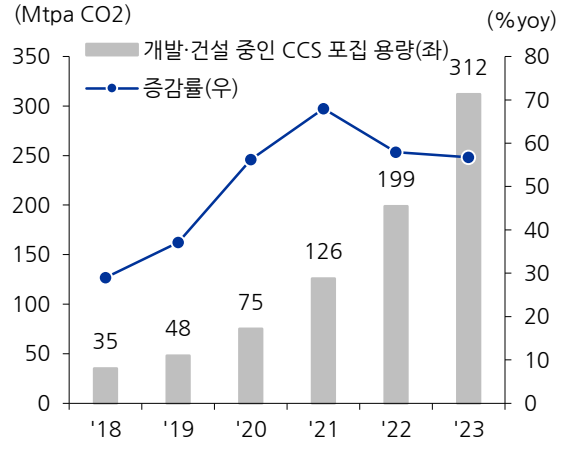
자료: Clarksons, 유진투자증권

IEA 지속가능 개발 시나리오 탄소 감축량



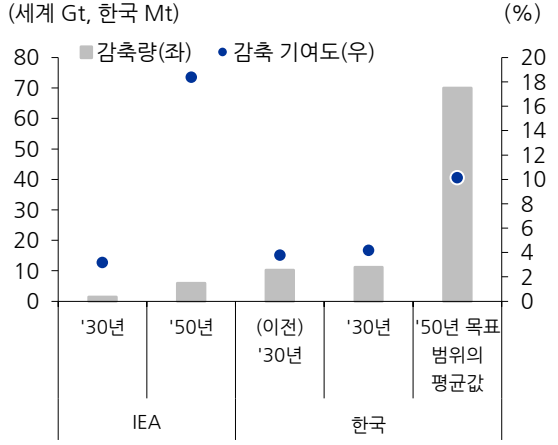
자료: IEA, 유진투자증권

개발·건설되고 있는 CCS 포집 용량



자료: Global CCS Institute, 유진투자증권

한국과 세계 CCUS 감축량 목표와 기여도



자료: 정부, IEA(2021), 유진투자증권

③ 선종별 현황 - 특수선

엇갈리는 미 함정 MRO 기대감, 다가오는 빅 딜

- **조선사들의 미래 먹거리로 함정 사업 기대감 확대.** 비닉 정보 많고, 수익성 불투명하나, 조 단위 규모의 사업이 다수 움직임에 따라 기대감 상승 전망
- 국내 함정 사업은 올해 군수지원함(한화오션 旣수주), KDDX 상세설계 및 초도함 건조, 호위함 Batch IV 1&2번함 건조 등 발주 기회 존재. 다만, KDDX 입찰 자격 문제, 호위함 예산 문제로 지연 가능성 有. 해외도 다수 파이프라인 존재. 올해 호주 호위함 RFI, 25년 입찰 및 결과 예정. 기타 태국과 페루 호위함(추가), 캐나다/폴란드/필리핀/중동 잠수함 사업 부상
- 미국 함정 MRO도 새로운 먹거리. 올해 HD현대중공업 및 한화오션 MSRA 취득. 최근 한화오션 거제 조선소에 4만톤급 군수지원함 MRO 위해 입항. 수익성에 대한 부분들은 추가 확인이 필요(*Single Digit 마진 예상). MSRA 취득한 인도 L&T 등과 경쟁 전망

함정 프로젝트 현황

사업명	비고	연도
(한국) 군수지원함	▪ 한화오션 4,601억원 수주	*2024*
(한국) KDDX 상세설계&초도함	▪ 2036년까지 최신예 구축함 6척 도입 사업 일환. 사업방식 검토 등으로 지연 가능성 존재	*2024*
(한국) 호위함 Batch IV 1&2번함	▪ 예산 7,575억원. 2030년 12월까지 진행. 업체 미입찰 이슈로 지연 가능성 존재	*2024*
페루 호위함	▪ HD현대중공업 3400t급 호위함 1척/2200t급 원해경비함 1척/1500t급 상륙함 2척(4.6억달러) 현지 건조 공동생산 우협 선정(24/03) ▪ 이탈리아, 스페인, 네덜란드 등과 경쟁하여 승리 ▪ 15년간 협상 우선권 보유. 2차 사업 예상(추가 물량: 호위함 5척, 원해경비함 4척, 상륙함 2척 등 추정)	*2024+*
호주 호위함	▪ 11척 호위함 도입 사업(3척 국내 생산, 8척 현지 생산). 약 10조원 규모. 26년 건조 시작, 29년 초도함 인도 ▪ 한국 대구급/충남급, 일본 모가미급, 스페인 알파 3000, 독일 메코 A-200 등 경쟁	*~2025*
태국 호위함	▪ 2차 호위함 사업 추진(1차는 한화오션 4.7억달러 수주). 약 6천억 규모 예상	*2025~*
필리핀 호위함	▪ HD현대중공업 필리핀 호위함 2차 사업 진행 중(초계함 2척). 내년 이후 3차 사업 가능성	*2025~*
캐나다 잠수함	▪ 잠수함 12척 도입 사업. 전체 수명주기 비용 포함 약 600억 달러(800조원) 추정 ▪ 2024년 9월 RFI 발행	*2026~*
폴란드 잠수함	▪ Orka Project. 잠수함 3척 도입 사업. 약 22.5억 유로(3.4조원) ▪ 2024년 현재 11개 업체 참여 희망(HD현대중공업, 한화오션 포함) ▪ 3개 후보 숏리스트 선정 후 2025년 상반기 우협 선정 전망	*2025~2026*
필리핀 잠수함	▪ 잠수함 2척 도입 사업 추진. 1.8조원 규모 ▪ 한화오션 장보고(KSS-III, 3000t)급, 스페인 나반티아 S-80급, 프랑스 나발 Scorpene급 잠수함 경쟁	*2026*
중동 잠수함(+호위함)	▪ 사우디 등 수출 가능성 부상	*2026~2027*

자료: 언론보도, 유진투자증권

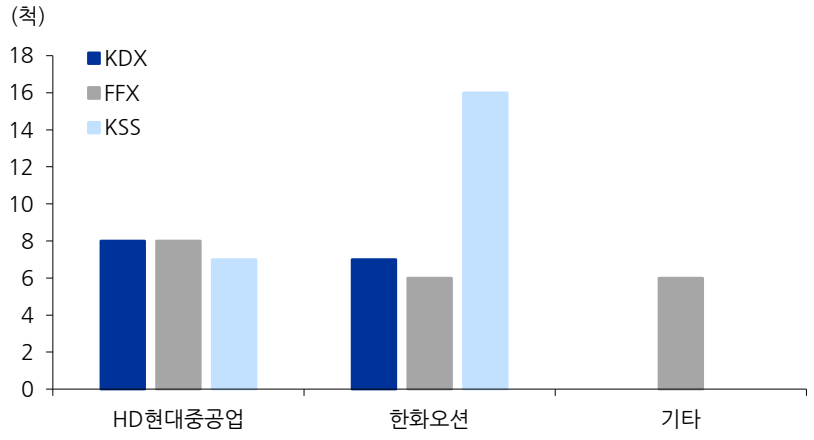
③ 선종별 현황 - 특수선

국내 주요 함정 사업 현황

명칭	내용	세부
KDX	한국형 구축함 사업	▪ 1980년대 이후 추진. 해군 현대화 목표. 경하 배수량 3천~7천톤급 ▪ KDX I(광개토대왕급)/II(충무공이순신급)/III(세종대왕급)까지 완료. 현재 KDX III-Batch II 사업 진행 중(정조대왕급) ▪ KDX III 부터는 이지스 시스템을 도입. Batch II에서는 탄도 미사일 요격 능력까지 확보
KDDX	한국형 차기 구축함 사업	▪ 2011년 소요 결정, 경하 배수량 6천톤급(만재 8천톤). *미니 이지스함 ▪ 선체(스텔스 설계), 전투체계, 다기능 레이더(AESA MFR), 무장(KVLS, 해궁, CIWS 등) 등 엔진을 제외하고 대부분 국내 기술로 건조 ▪ 2023년까지 기본 설계 완료 후, 2024년 이후 상세 설계 및 선도함 건조 추진(총 6척)
FFX	한국형 차기 호위함 사업	▪ 1970년대 이후 지속 건조 중(울산급 - 인천급 - 충남급). 경하 배수량 1천~3천톤급 필리핀 OPV 6척 수출
KSS	한국형 차세대 잠수함 사업	▪ 1980년대 이후 지속 건조 중(장보고급 - 손원일급 - 도산안창호급). 배수량 1천~3천톤급 ▪ 도산안창호급(KSS III-Batch I)에는 AIP(공기불요추진체계) 및 VLS(수직발사체계) 등 장착 ▪ KSS III-Batch II에는 리튬이온전지 탑재 예정(고속 기동/수중 작전 지속 능력 개선), 소나 체계와 전투 체계도 개선 추진 ▪ 캐나다, 폴란드, 인도, 필리핀 등 해외 수출 추진

자료: 유진투자증권

주요 조선사 국내 함정 사업 수주 현황



자료: 유진투자증권

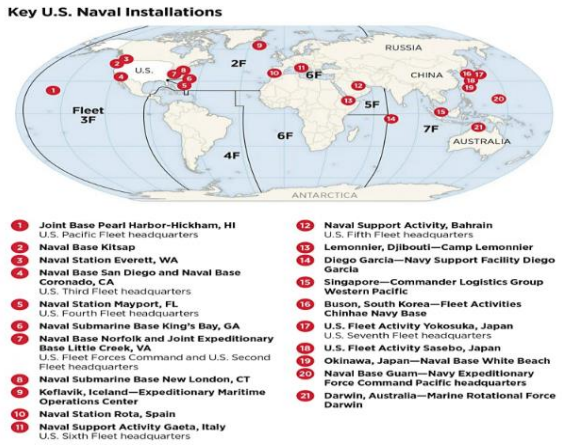
주요 조선사 수출 실적 내역

기업	세부
HD현대 중공업 (18척)	▪ 뉴질랜드 군수지원함(엔데버함, 아오테아로아함) ▪ 방글라데시 경비함 마두마티함 ▪ 베네수엘라 군수지원함 사우다드볼리바르함 ▪ 필리핀 호위함 호세리잘함, 안토니아오 루나함 ▪ 필리핀 3200t급 초계함 2척, 원해경비함 6척(건조중) ▪ 페루 3400t급 호위함 1척, 2200t급 원해경비함 1척, 1400t급 상륙함 2척
한화오션 (9척)	▪ 영국 지원함 MARS 4척 ▪ 노르웨이 군수지원함 NDMA 1척 ▪ 태국 호위함 RTN 1척 ▪ 방글라데시 호위함 1척 ▪ 말레이시아 훈련함 RMN TRV 2척

자료: 유진투자증권

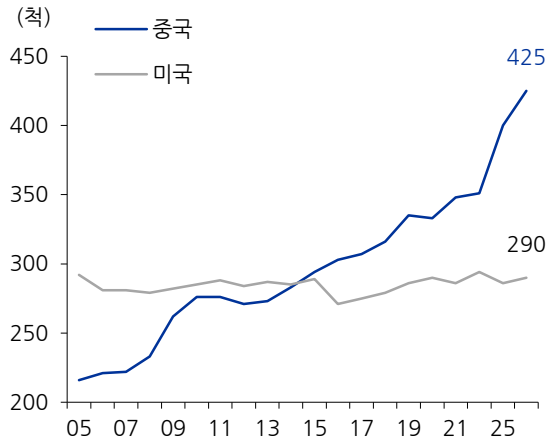
③ 선종별 현황 - 특수선

미국 해군 주둔지



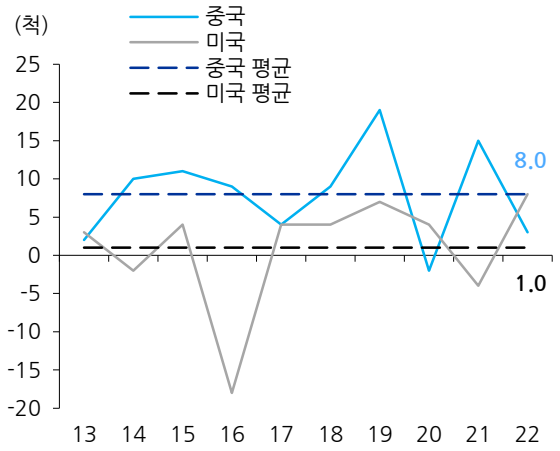
자료: Heritage, 유진투자증권

미국과 중국 보유 함대 규모 변화



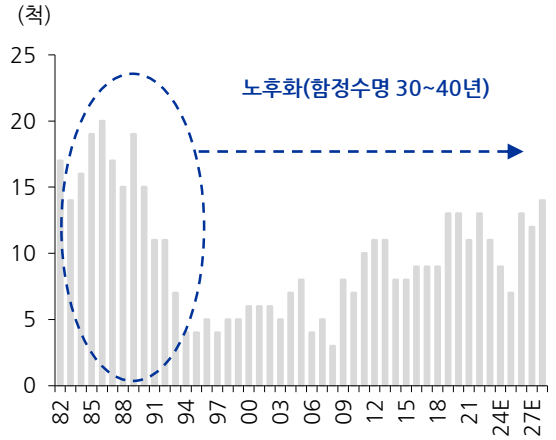
자료: CRS, 유진투자증권

미국과 중국 연간 함정 순증가 추이



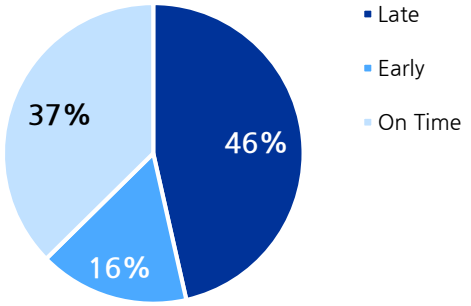
자료: CRS, 유진투자증권

미국 함정 도입 추이



자료: CRS, 유진투자증권

함정 정비 딜레이 현황



자료: GAO, 유진투자증권

한화오션 조선소에 입항한 미 함정



자료: 언론보도, 유진투자증권

조선 업종 투자전략

조선 업종 Overweight: 눈 앞의 호황 너머

- HD현대중공업과 삼성중공업, 한화오션 3사의 합산 시가총액은 연초 이래 40% 가까이 상승하고, 8월 이후 횡보 흐름. 3분기 실적 부진에 대한 우려가 주가 흐름을 발목 잡고 있고, 신규 수주 흐름이 중국 대비 다소 약세로 전환된 영향으로 판단
- 상반기에 생산 안정화로 갓 흑자 흐름에 진입한 조선 업종인 만큼, 아직 흑자 기조에 대한 신뢰가 높지 않음. 단기 실적 변동성 확대는 투자 심리에 부정적 영향 미칠 수 있을 것으로 예상. 하지만, 3분기는 조업일수 감소하는 단기적 실적 비수기일 뿐, 중장기적으로는 고선가 물량 비중 늘어나며 영업이익률 기준 7~8% 수준까지 수익성이 개선되는 흐름은 불변할 것
- 중국과의 경쟁이 최대 리스크인 점은 부인 불가. 중국도 과거 험난한 구조조정 끝에 조선소 수가 크게 감소한 상태. 하지만 유력 조선소 중심으로 조금씩 건조 능력 확대 흐름 감지되고, 건조 선종 또한 한국의 주력인 LNGC 등 고선가물량으로 진입 본격화. 경험적, 그리고 기술적으로 한국을 완전히 따라잡기까지는 다소 시간이 소요 되겠으나, 중국의 추격은 위협적. 중국의 글로벌 영향력 확대에 따른 수주 경쟁 난도 높아질 것에 대한 우려 또한 확대
- 그럼에도, 공급 제약으로 불붙은 호황 사이클은 앞으로 더욱 본격화될 해운 친환경 전환 가속화로 상당 시간 지속될 것. 길어진 호황에 대한 의심은 불필요. Seller's Market에서 수익성 중심 선별적 수주 전략을 유지. 공급 증설 없어도 선가 상승에 따른 수익성 개선 흐름 지속될 것이라는 믿음 유효
- 국내 조선소들은 호황 사이클에 안주하지 않고 중장기 관점 미래 준비가 시급. 앞으로 기회는 미-중 갈등(함정, 미국과 우방국 발 상선 발주)과 해양 E&P(FLNG, FPSO), 친환경 전환(LNGC, 친환경 연료 선박)에 있다고 판단. 단기적으로는 견고한 실적을 보여주면서, 확실하게 주도할 수 있는 아이템(FLNG)을 확보한 삼성중공업을 최선호주로 추천. 함정과 미래 선박 준비에 한창인 HD현대중공업 및 한화오션에 대해서도 매수 의견 제시

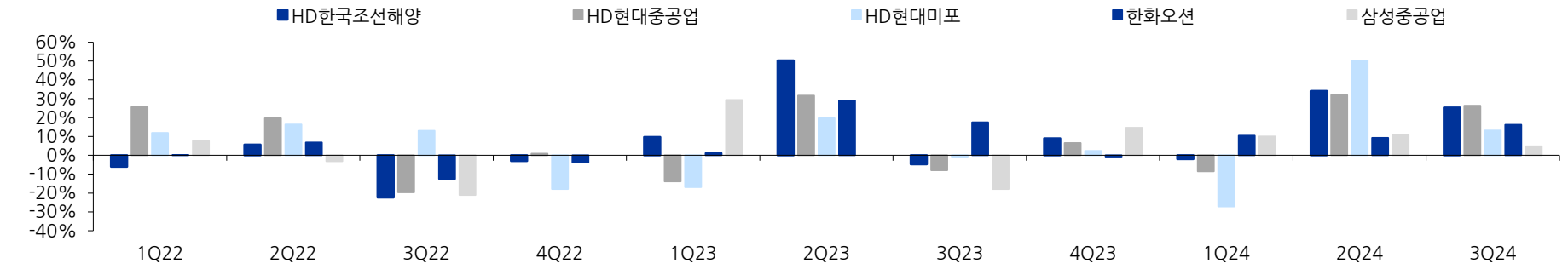
조선 커버리지 기업 투자의견 및 투자 포인트

기업명	투자의견	목표주가	투자 포인트
삼성중공업 ★최선호주	BUY (신규)	16,000원 (신규)	▪ 선택과 집중 전략 통한 고수익성 확보 추구. 심플하지만 변동성에도 강한 이익 체력 확보 ▪ 글로벌 FLNG 시장, 사업성 검증하고 수요 개화 본격화. 동사가 오랜 시간 준비해온 아이템인 만큼 압도적 경쟁력 보유. 매년 2기 수주 목표
HD현대중공업	BUY (유지)	260,000원 (상향)	▪ 올해 연간 수주 목표 94% 달성했지만, 여전히 밀려들어오는 인콰이어리. 목표 초과 달성은 따놓은 당상. 실적도 흑자 기조 지속 ▪ 해양, 해상풍력, 함정, 친환경 연료 추진 선박 개발 등 미래 먹거리 빠짐없이 준비 중인 모범생. 가장 안정적인 투자처
한화오션	BUY (신규)	41,000원 (신규)	▪ 인수 이래 주춤했던 상선 수주 정상화 흐름. 경쟁사 대비 늦었지만 실적도 곧 흑자 전환 ▪ 한화 그룹사와 함께 그려가는 미래. 함정, 해양 등 공세적인 M&A 및 사업 확장 의지

자료: 유진투자증권

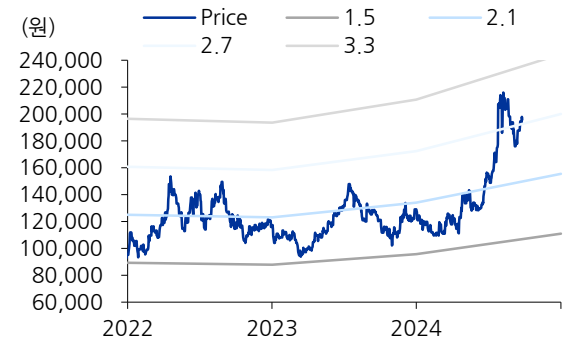
조선 업종 주가 동향

방산기업 분기 시총 변화 추이



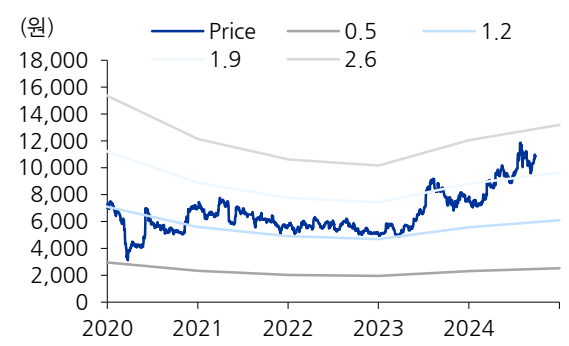
자료: Quantiwise, 유진투자증권

HD현대중공업 P/B 밴드 차트



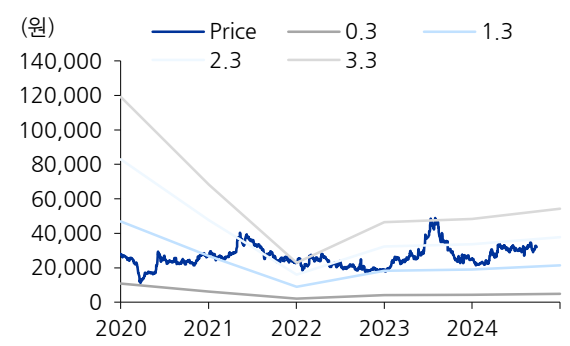
자료: Quantiwise, 유진투자증권

삼성중공업 P/B 밴드 차트



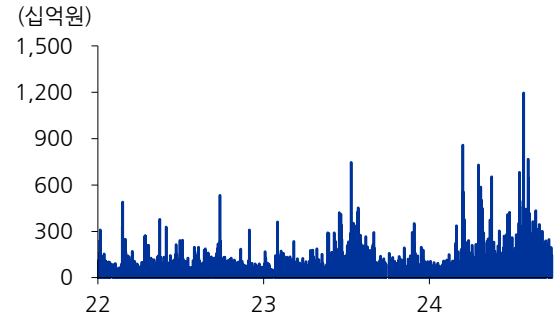
자료: Quantiwise, 유진투자증권

한화오션 P/B 밴드 차트



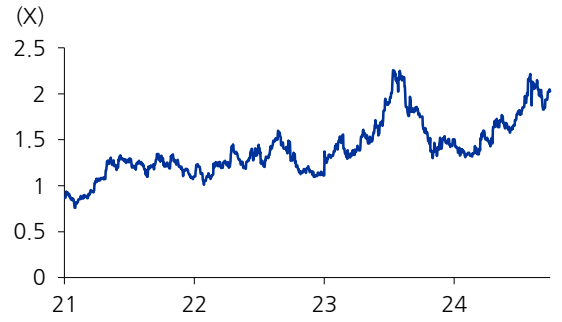
자료: Bloomberg, 유진투자증권

조선 업종 거래대금 추이



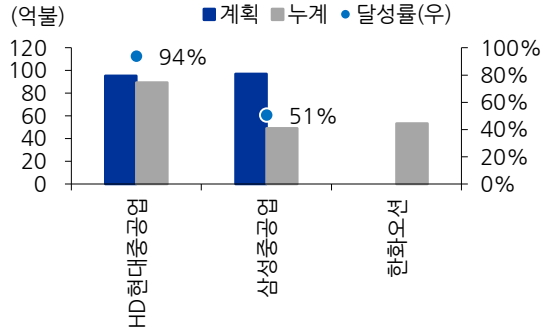
자료: Quantiwise, 유진투자증권

조선 업종 P/B 추이(12MF)



자료: Quantiwise, 유진투자증권

주요 3사 수주 목표 달성률



자료: 각 사, 유진투자증권

밸류에이션 테이블

글로벌 기업 밸류에이션 테이블

구분	회사명	시가총액 (십억USD)	수익률				P/E		P/B		ROE	
			5D	1M	3M	1Y	24	25	24	25	24	25
시추	VALARIS LTD	4.0	-1.4	-13.2	-23.9	-27.0	11.8	6.6	1.7	1.4	16.3	23.6
시추	TRANSOCEAN LTD	3.9	-3.3	-11.1	-14.8	-47.5	-	12.8	0.4	0.3	-1.2	2.6
시추	NOBLE CORP PLC	6.1	-0.4	-5.1	-18.8	-28.5	11.0	8.0	1.3	1.2	12.9	14.9
시추	SEADRILL LIMITED	2.6	-	-12.7	-23.6	-16.2	15.4	7.9	0.9	0.8	9.0	10.5
시추	BORR DRILLING LTD	1.5	-0.9	-15.6	-10.6	-18.2	12.1	6.7	1.4	1.2	12.6	21.7
시추	DIAMOND OFFSHORE DRILLING IN	1.4	-	-3.2	-9.0	-3.3	25.2	7.4	2.0	1.6	6.6	24.8
시추	SHELF DRILLING LTD	0.3	-9.6	-10.0	-20.6	-51.8	35.2	3.1	1.2	0.9	-2.4	27.4
FPSO 운영	MODEC INC	1.6	15.2	21.0	19.4	75.4	9.6	9.6	1.4	1.3	16.0	13.9
FPSO 운영	BW OFFSHORE LTD	0.5	0.7	-7.0	-7.0	13.8	5.1	6.4	0.4	0.4	10.6	8.4
FPSO 운영	SBM OFFSHORE NV	3.3	-0.5	-2.8	18.5	29.9	8.8	6.8	1.4	1.0	15.0	18.5
기자재/EPC	TECHNIPFMC PLC	11.5	5.8	0.1	4.4	29.5	19.8	14.4	3.7	3.2	18.5	23.3
기자재/EPC	SUBSEA 7 SA	4.8	-10.0	-14.5	-13.2	16.6	20.2	10.3	1.1	1.1	5.4	9.4
기자재/EPC	SAIPEM SPA	4.4	-5.8	-5.2	-14.2	37.0	13.2	8.3	1.5	1.3	12.1	17.0
기자재/EPC	AKER SOLUTIONS ASA	1.8	-7.8	-17.4	-11.1	-12.0	6.3	6.9	0.9	0.9	14.1	12.4
기자재/EPC	NOV INC	6.4	-1.8	-10.4	-14.4	-21.6	10.2	9.2	1.0	0.9	9.5	9.8
오퍼레이터	SCHLUMBERGER LTD	59.4	0.9	-8.3	-9.6	-29.3	12.0	10.2	2.6	2.3	22.4	24.1
오퍼레이터	EXXON MOBIL CORP	509.9	0.2	-3.4	0.3	-1.4	13.8	12.8	1.8	1.8	15.5	15.3
오퍼레이터	BP PLC	83.0	-8.5	-11.0	-18.8	-28.1	7.5	6.6	1.2	1.1	15.2	16.1
오퍼레이터	CHEVRON CORP	263.3	0.0	-3.1	-7.7	-14.2	13.0	11.4	1.7	1.6	13.2	14.8
오퍼레이터	SHELL PLC	200.5	-7.1	-11.4	-13.6	-7.3	7.3	7.1	1.1	1.0	14.0	12.6
오퍼레이터	TOTALENERGIES SE	156.7	-6.4	-6.7	-5.4	-5.2	7.7	7.6	1.3	1.1	16.6	15.5
조선	HD KOREA SHIPBUILDING & OFFS	10.6	4.2	7.6	32.2	73.8	14.6	8.7	1.3	1.1	8.4	12.3
조선	HD HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES	13.2	2.8	2.9	29.0	63.4	38.4	21.3	3.1	2.7	8.4	13.9
조선	HD HYUNDAI MIPO	3.2	1.7	4.7	16.8	27.4	57.9	18.8	2.1	1.9	3.8	10.5
조선	HANWHA OCEAN CO LTD	7.4	1.3	-2.1	5.6	4.6	52.4	22.8	2.2	2.0	4.0	9.0
조선	SAMSUNG HEAVY INDUSTRIES	7.2	3.4	7.0	15.5	39.1	36.2	17.2	2.5	2.2	7.3	13.5
조선	CHINA CSSC HOLDINGS LTD-A	23.8	3.4	-3.9	-0.3	31.9	31.2	19.0	3.1	2.8	10.2	14.8
조선	YANGZIJIANG SHIPBUILDING	8.2	0.0	8.9	8.1	61.4	9.6	8.1	2.3	1.8	25.6	24.5
조선	KEPPEL LTD	9.2	-0.9	6.0	0.3	-1.4	14.2	12.2	1.1	1.0	7.6	8.6
조선	SEATRIUM LTD	4.7	1.1	20.5	19.7	-33.8	40.9	17.6	0.9	0.9	2.4	6.0
조선	GOLAR LNG LTD	3.6	7.0	5.8	13.6	49.2	22.2	17.1	1.7	1.6	6.8	8.9
조선	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	48.8	16.9	14.8	25.3	149.5	23.3	19.8	2.7	2.4	12.4	13.0
조선	KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	6.7	15.1	18.1	-4.6	52.5	10.6	9.0	1.2	1.1	12.4	12.2
드릴링 avg		2.8	-3.1	-10.1	-17.4	-27.5	18.5	7.5	1.3	1.1	7.7	17.9
FPSO 오퍼레이터 avg		1.8	5.1	3.7	10.3	39.7	7.8	7.6	1.1	0.9	13.9	13.6
EPC/기자재 avg		5.6	-4.5	-9.2	-8.5	17.8	14.9	10.0	1.8	1.6	12.5	15.5
정유/가스업체 avg		212.1	-3.5	-7.3	-9.1	-14.2	10.2	9.3	1.6	1.5	16.1	16.4
한국 조선 avg		8.3	2.7	4.0	19.8	41.6	39.9	17.8	2.2	2.0	6.4	11.9
해외 조선 avg		15.0	6.1	10.0	8.9	44.2	21.7	14.7	1.9	1.7	11.0	12.6

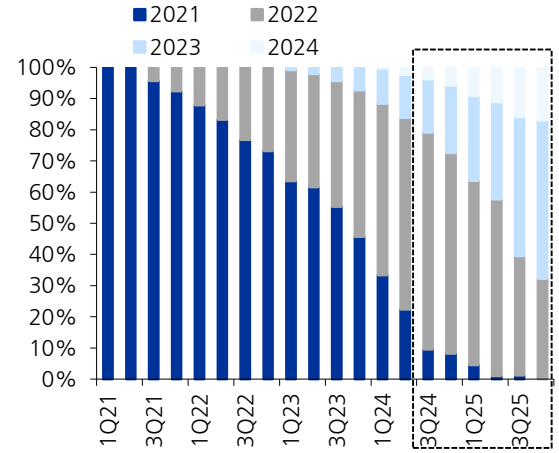
자료: 유진투자증권

조선 실적 전망

조선 3Q24 실적 Preview

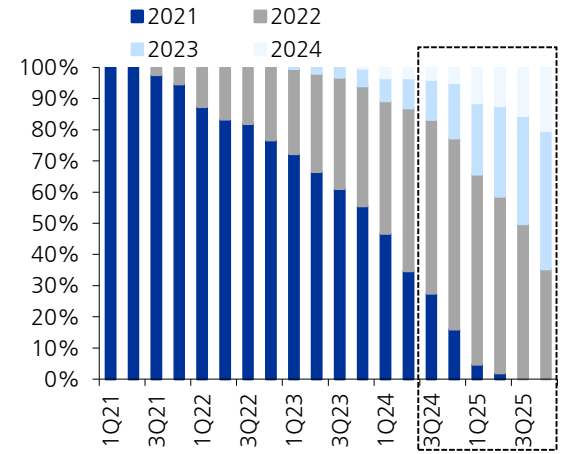
- 고선가 선박 매출 인식 비중 높아짐에 따라 상선 사업 수익성은 지속 개선 전망. 3분기 한화오션도 소폭 흑자전환 예상
- 3분기는 추석 연휴 등 조업일수 감소 영향 있음. 매출은 2분기 대비 소폭 감소~유지 수준. 3분기보다는 4분기가 메인
- 3분기 발주 흐름은 상반기 대비 둔화. 하지만 컨테이너선 중심 인콰이어리 매우 강한 상황이며, 중국 조선소 수주 이어 한국 조선소 차례 다가옴
- 현재까지 수주 달성률은 HD현대중공업 94%, 삼성중공업 51%. 삼성중공업은 하반기 Coral Sul FLNG 등 수주 예정 변화 없음
- 일부 기업 임금 협상 타결로 인한 인건비 등 일시적 비용 반영 예상

HD현대중공업 상선 빈티지별 매출 인식 추정



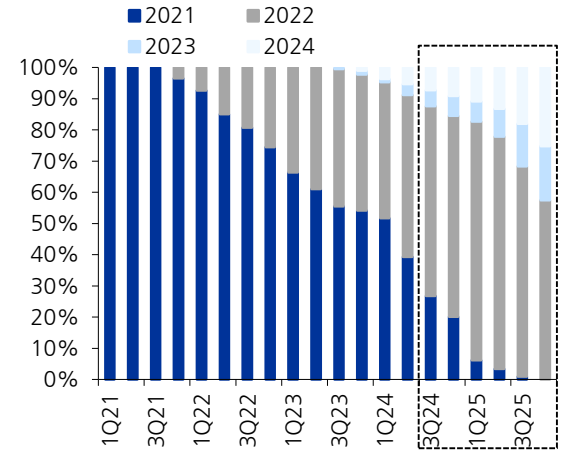
자료: 유진투자증권
주) 탱커, 가스선, 컨테이너선 기준

삼성중공업 상선 빈티지별 매출 인식 추정



자료: 유진투자증권
주) 탱커, 가스선, 컨테이너선 기준

한화오션 상선 빈티지별 매출 인식 추정



자료: 유진투자증권
주) 탱커, 가스선, 컨테이너선 기준

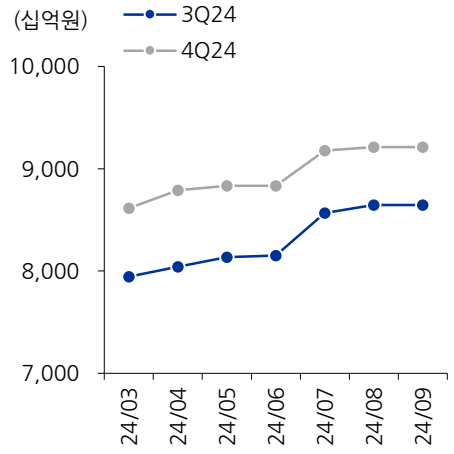
조선 실적 전망

실적 vs 컨센서스 추이

기업명	구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
HD현대중공업	실적	28.4	-422.7	74.7	-480.7	-217.4	-108.3	14.3	22.2	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	195.6	162.3	227.3
	컨센	0.0	0.0	-11.0	-237.6	-11.9	-90.2	15.3	11.7	46.3	73.0	88.6	84.4	48.2	111.9	197.8	245.1
	판별	상회	하회	상회	하회	하회	하회	하회	상회	하회	하회	하회	상회	하회	상회	-	-
한화오션	실적	-212.9	-1,007.5	-19.0	-515.3	-470.1	-99.5	-627.8	-416.1	-62.8	-159.0	74.1	-48.8	52.9	-9.7	35.5	137.4
	컨센	5.0	-79.5	-59.0	-67.0	-73.0	-71.0	-42.7	-66.4	-38.9	-16.8	3.5	29.5	14.6	18.2	60.4	95.4
	판별	하회	하회	상회	하회	하회	하회	하회	하회	하회	하회	상회	하회	상회	하회	-	-
삼성중공업	실적	-506.8	-437.9	-110.2	-257.1	-94.9	-255.7	-167.9	-335.9	19.6	58.9	75.9	79.0	77.9	130.7	107.9	147.6
	컨센	-49.3	-137.7	-51.0	-93.3	-62.9	-87.3	-79.0	-144.3	11.7	42.3	54.3	81.5	85.8	95.0	127.8	153.7
	판별	하회	하회	하회	하회	하회	하회	하회	하회	상회	상회	상회	하회	하회	상회	-	-

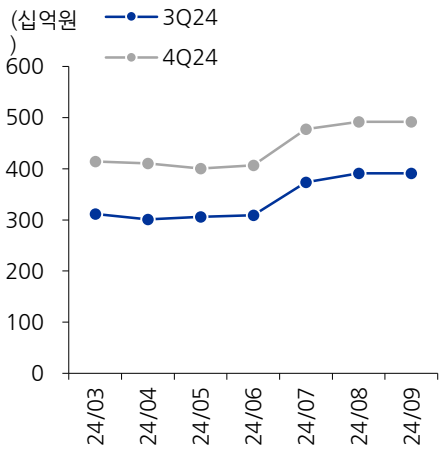
자료: 유진투자증권

3사 분기 매출액 컨센 변화



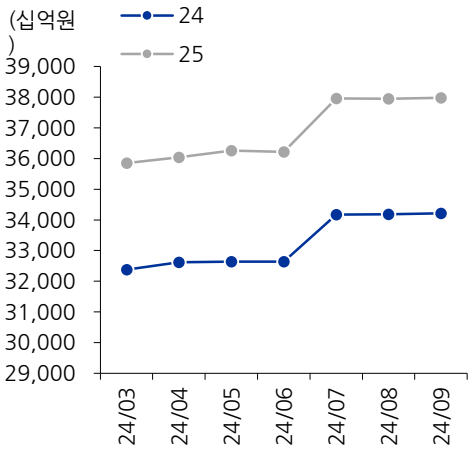
자료: 유진투자증권

3사 분기 영업이익 컨센 변화



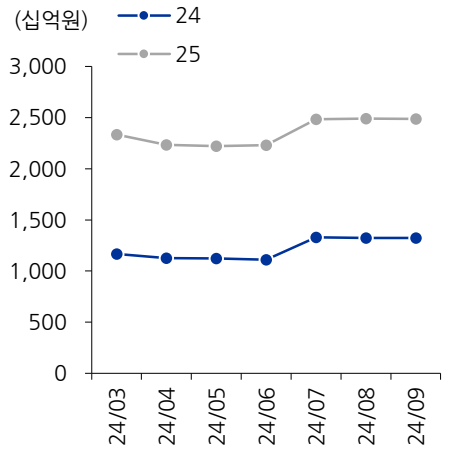
자료: 유진투자증권

3사 연간 매출액 컨센 변화



자료: 유진투자증권

3사 연간 영업이익 컨센 변화



자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

05

기업분석

삼성중공업

(010140)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-1.4	22.8	22.7
절대기준(%)	-4.4	17.2	27.9

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가(원)	16,000	-	신규
영업이익(24)	464	-	신규
영업이익(25)	673	-	신규

투자의견 **BUY** (신규)

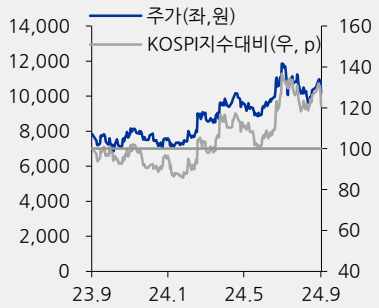
목표주가 **16,000원** (신규)

기계/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

현재주가(24.9.30)	10,030원
시가총액(십억원)	8,826
발행주식수(천주)	880,000
52주 최고가(원)	12,280
최저가(원)	6,810
52주 일간 Beta	0.25
60일 일평균거래대금(억원)	830
외국인 지분율(%)	32.1
배당수익률(2024F)(%)	0.0
주주구성(%)	
삼성전자 (외 9인)	20.9
국민연금공단 (외 1인)	8.1

투자의견 BUY(신규)

목표주가(12M) 16,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	5,945	8,009	10,333	10,743	13,639
영업이익	-854	233	464	673	1,119
세전손익	-555	-296	251	508	988
당기순이익	-627	-156	208	386	751
EPS(원)	-704	-168	241	439	852
증감률(%)	-	-	흑전	81.7	94.3
PER(배)	-	-	41.6	22.9	11.8
ROE(%)	-16.1	-4.2	5.6	9.0	15.5
PBR(배)	1.3	2.0	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	-	19.7	14.4	11.1	7.0

자료: 유진투자증권

외길 걷는 조선소

Investment Point

- 수익성 굳히기에 들어간 삼성중공업. 제한된 생산 능력 내 최대 수익 확보 추구. 상선과 해양 부문에서 각각 수익성 가장 좋은 LNGC와 FLNG에 선택과 집중하는 전략 채택. 매년 실적 베이스 라인은 LNGC 20척, FLNG 2기, 탱커 20억불 수준
- 올해 49억달러 수주하며, 연간 목표 97억달러의 51% 도달. 수주 선종은 LNGC 19척, 탱커 1척, VLAC 2척. 하반기 컨테이너/LNGC 등 추가 상선 및 해양의 Coral FLNG 수주로 무난하게 목표 달성 전망
- 삼성중공업은 해양 분야의 최강자. 과거 엔지니어링까지 수행하며 리스크를 부담하던 시절과 비교하면 안됨. 현재 해양 마진 두 자릿수 확보하며 수익성 최우선시. 동사 주력인 FLNG에서 5기 확보(개조 포함 총 12기가 발주). Coral Sul 2, Delfin, Ksi Lisims, 아르헨티나, 멕시코 등 파이프라인 다수. 매년 2기 수주 기대. 1.5조원 규모 매년 2개씩 수주하면 Peak 시 3조원 규모 매출 기대 가능할 것으로 추정

최근 실적 및 이슈

- 3Q23 실적은 조업일수 감소 및 임금 협상 타결로 200억대 일회성 비용 발생 전망되나, 안정적인 이익 체력은 불변. 상반기 생산 안정화 달성하고 안정적으로 물량 처리 중이며, 상반기 해양 프로젝트도 스틸 커팅 시작해 실적 기여 개시. 하반기도 견고한 실적 흐름 예상됨
- **투자의견 BUY, 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시.** 목표주가는 2026년도 추정 BPS에 Implied PBR 2.6배를 적용하여 산출. 안정적인 사업 운영은 기본. 향후 지정학/에너지 전환/중국과 경쟁 등 다수 변수를 고려할 때, FLNG라는 압도적 경쟁력 보유하는 점 긍정적으로 평가. 조선업종 Top-Pick으로 제시

삼성중공업 Key Chart

실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	**1,605**	**1,946**	**2,025**	**2,433**	**2,348**	**2,532**	**2,548**	**2,905**	**8,009**	**10,333**	**10,743**
yoy%	8%	36%	45%	49%	46%	30%	26%	19%	35%	29%	4%
영업이익	**20**	**59**	**76**	**79**	**78**	**131**	**108**	**148**	**233**	**464**	**673**
yoy%	흑전	흑전	흑전	흑전	298%	122%	42%	87%	흑전	99%	45%
opm%	1%	3%	4%	3%	3%	5%	4%	5%	3%	4%	6%

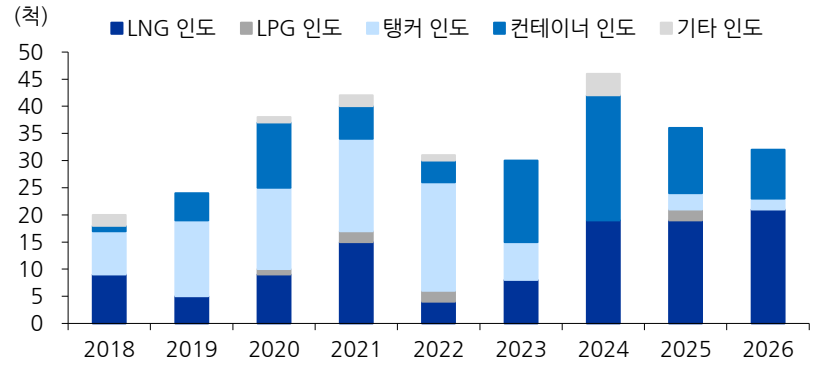
자료: 유진투자증권

Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
ⓐSustainable ROE	15.5%	2026년 기준
ⓑ영구성장률	3.0%	
ⓒCOE(자기자본비용)	7.9%	ⓒ=ⓓ+ⓔ×ⓕ
ⓓ 무위험수익률	2.8%	3년 국고채 금리
ⓔ 리스크프리미엄	5.1%	
ⓕ 베타	0.97	104주 주간 베타
⓰Target PBR	**2.6**	ⓖ=(ⓐ-ⓑ)/(ⓒ-ⓑ)
BPS	5,928	2026년
주당주주가치	15,182	
목표주가	**16,000**	
현재주가	10,030	
상승여력	60%	

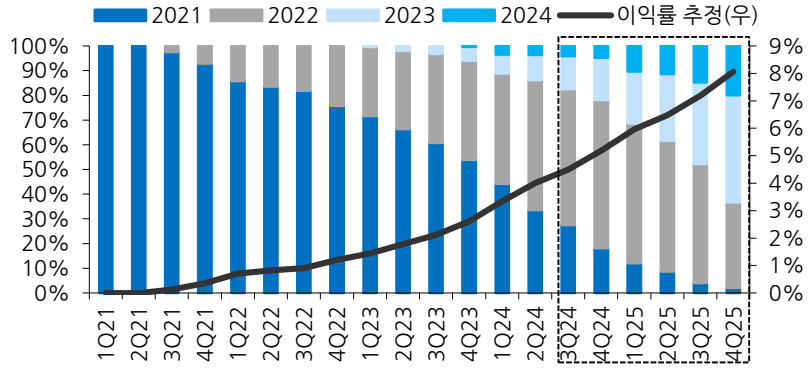
자료: 유진투자증권

연도별 인도 계획



자료: Clarksons, 유진투자증권

삼성중공업 상선 빈티지별 매출 인식 추정



자료: 유진투자증권

삼성중공업 수주 예정인 FLNG 프로젝트



자료: 언론보도, 유진투자증권

삼성중공업(010140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	14,492	15,593	17,524	18,076	19,328
유동자산	8,412	9,245	10,667	11,187	12,348
현금성자산	2,961	2,129	3,918	4,265	4,843
매출채권	774	545	673	717	911
재고자산	1,574	1,729	1,186	1,265	1,606
비유동자산	6,080	6,348	6,857	6,890	6,980
투자자산	818	1,112	1,645	1,712	1,782
유형자산	5,235	5,209	5,187	5,155	5,178
기타	26	27	26	23	21
부채총계	10,920	12,184	13,480	13,646	14,148
유동부채	9,216	11,232	12,579	12,744	13,245
매입채무	1,004	1,147	1,516	1,617	2,053
유동성이자부채	3,053	3,786	4,701	4,701	4,701
기타	5,158	6,299	6,362	6,426	6,490
비유동부채	1,704	952	900	902	903
비유동이자부채	1,603	849	862	862	862
기타	101	103	38	40	41
자본총계	3,572	3,409	4,044	4,430	5,180
지배지분	3,594	3,439	4,082	4,468	5,217
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	(1,959)	(2,169)	(1,956)	(1,570)	(821)
기타	177	232	662	662	662
비지배지분	(23)	(30)	(37)	(37)	(37)
자본총계	3,572	3,409	4,044	4,430	5,180
총차입금	4,656	4,635	5,563	5,563	5,563
순차입금	1,695	2,506	1,645	1,298	721

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(1,693)	(516)	1,033	620	908
당기순이익	(627)	(156)	208	386	751
자산상각비	199	241	265	240	240
기타비현금성손익	(285)	398	(262)	1	1
운전자본증감	(961)	(716)	613	(8)	(84)
매출채권감소(증가)	(498)	235	(127)	(45)	(193)
재고자산감소(증가)	(36)	43	632	(79)	(341)
매입채무증가(감소)	162	125	(31)	101	436
기타	(589)	(1,120)	139	15	15
투자현금	1,102	(195)	(185)	(379)	(441)
단기투자자산감소	455	(71)	15	(106)	(110)
장기투자증권감소	0	0	(2)	(3)	(4)
설비투자	62	153	168	206	261
유형자산처분	323	2	1	0	0
무형자산처분	1	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	947	376	(128)	0	0
차입금증가	787	425	(17)	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	348	(335)	723	241	467
기초현금	571	919	584	1,307	1,548
기말현금	919	584	1,307	1,548	2,015
Gross Cash flow	(713)	483	521	628	991
Gross Investment	314	840	(414)	281	414
Free Cash Flow	(1,027)	(357)	935	347	577

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	5,945	8,009	10,333	10,743	13,639
증가율(%)	(10.2)	34.7	29.0	4.0	27.0
매출원가	6,407	7,364	9,466	9,649	11,985
매출총이익	(462)	645	866	1,094	1,654
판매 및 일반관리비	392	412	402	421	535
기타영업손익	(28)	5	(2)	5	27
영업이익	(854)	233	464	673	1,119
증가율(%)	적지	흑전	98.9	45.0	66.3
EBITDA	(655)	474	729	913	1,359
증가율(%)	적지	흑전	53.9	25.2	48.8
영업외손익	300	(529)	(213)	(165)	(131)
이자수익	16	33	31	37	45
이자비용	100	179	221	201	177
지분법손익	(1)	(0)	0	0	0
기타영업손익	384	(383)	(23)	(0)	0
세전순이익	(555)	(296)	251	508	988
증가율(%)	적지	적지	흑전	102.8	94.3
법인세비용	73	(140)	43	122	237
당기순이익	(627)	(156)	208	386	751
증가율(%)	적지	적지	흑전	85.9	94.3
지배주주지분	(619)	(148)	212	386	750
증가율(%)	적지	적지	흑전	81.7	94.3
비지배지분	(8)	(7)	(5)	0	1
EPS(원)	(704)	(168)	241	439	852
증가율(%)	적지	적지	흑전	81.7	94.3
수정EPS(원)	(704)	(168)	241	439	852
증가율(%)	적지	적지	흑전	81.7	94.3

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(704)	(168)	241	439	852
BPS	4,084	3,908	4,638	5,076	5,928
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	41.6	22.9	11.8
PBR	1.3	2.0	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	-	19.7	14.4	11.1	7.0
배당수익율	0.0	0.0	-	-	n/a
PCR	-	14.1	16.9	14.1	8.9
수익성(%)					
영업이익율	(14.4)	2.9	4.5	6.3	8.2
EBITDA이익율	(11.0)	5.9	7.1	8.5	10.0
순이익율	(10.6)	(1.9)	2.0	3.6	5.5
ROE	(16.1)	(4.2)	5.6	9.0	15.5
ROIC	(11.6)	3.1	6.7	9.1	14.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	47.5	73.5	40.7	29.3	13.9
유동비율	91.3	82.3	84.8	87.8	93.2
이자보상배율	(8.6)	1.3	2.1	3.3	6.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	12.9	12.1	17.0	15.5	16.8
재고자산회전율	3.9	4.9	7.1	8.8	9.5
매입채무회전율	6.5	7.4	7.8	6.9	7.4

자료: 유진투자증권

HD현대중공업

(329180)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-1.7	62.0	47.1
절대기준(%)	-4.7	56.4	52.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	260,000	210,000	▲
영업이익(24)	636	633	▲
영업이익(25)	1,365	1,205	▲

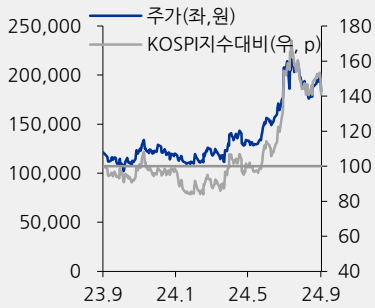
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
260,000원
(상향)

기계/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

현재주가(24.9.30)	**184,600원**
시가총액(십억원)	16,388
발행주식수(천주)	88,773
52주 최고가(원)	222,500
최저가(원)	101,500
52주 일간 Beta	0.13
60일 일평균거래대금(억원)	513
외국인 지분율(%)	10.2
배당수익률(2024F)(%)	0.0
주주구성(%)	
HD한국조선해양 (외 2인)	75.0
국민연금공단 (외 1인)	6.4

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **▲ 260,000원**



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045	11,964	14,639	16,338	18,009
영업이익	-289	179	636	1,365	1,585
세전손익	-421	34	622	1,326	1,572
당기순이익	-352	25	491	1,047	1,242
EPS(원)	-3,966	278	5,534	11,799	13,990
증감률(%)	-	흑전	1,890.2	113.2	18.6
PER(배)	-	463.9	33.4	15.6	13.2
ROE(%)	-6.5	0.5	9.0	16.9	16.9
PBR(배)	1.9	2.2	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	-	30.4	20.5	11.1	9.4

자료: 유진투자증권

제일 가는 조선소

Investment Point

- 8월말 기준, 올해 수주 목표 대비 달성률은 이미 94%를 달성(누적 89.4억불 수주/목표 수주 95.3억불). 상선에서 LNGC 3척, 탱커 6척, 컨테이너선 6척, LPGC 7척, VLAC 12척 선종별로 고르게 수주
- 이미 목표 달성 근접했지만, 여전히 추가 수주 기회는 열려있음
- 추가 수주 파이프라인으로 컨테이너선과 해양 기대 중. 컨테이너선에서는 기대되던 Hapg-Lloyd 발주 건은 중국이 가져갔지만 아직 HMM과 대만 선사 컨테이너선 발주가 남아있음. 고선가 중심 선별 수주. 연말 갑작스러운 LNGC 추가 발주 기대감도 유효
- 해양은 많으면 2개 프로젝트 수주 기대. 해양 시장 내 공급력 축소되면서 과거와 다르게 이익률이 개선되었음. 올해 하나만 수주해도 10억불 정도 추가 확보

최근 실적 및 이슈

- 3Q24 실적은 비수기 조업일수 감소 영향으로 매출액은 전분기 대비 소폭 감소하나, 고마진 물량 지속 인식되며 안정적 마진 기록할 전망
- **투자의견 BUY 유지, 목표주가 260,000원으로 상향.** 목표주가는 2026년도 추정 BPS에 Implied PBR 2.8배를 적용하여 산출함. 생산도 안정화되고, 선박 수주도 흠잡을 곳 없어 가장 안정적이면서 부담없는 투자 선택지

HD현대중공업 Key Chart

실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	**2,633**	**3,064**	**2,854**	**3,413**	**2,988**	**3,884**	**3,482**	**4,285**	**11,964**	**14,639**	**16,338**
yoy%	32%	41%	29%	28%	13%	27%	22%	26%	32%	22%	12%
영업이익	**-42**	**69**	**13**	**139**	**21**	**196**	**175**	**244**	**179**	**636**	**1,365**
yoy%	적지	흑전	-10%	525%	흑전	186%	1260%	76%	흑전	256%	115%
opm%	-2%	2%	0%	4%	1%	5%	5%	6%	1%	4%	8%

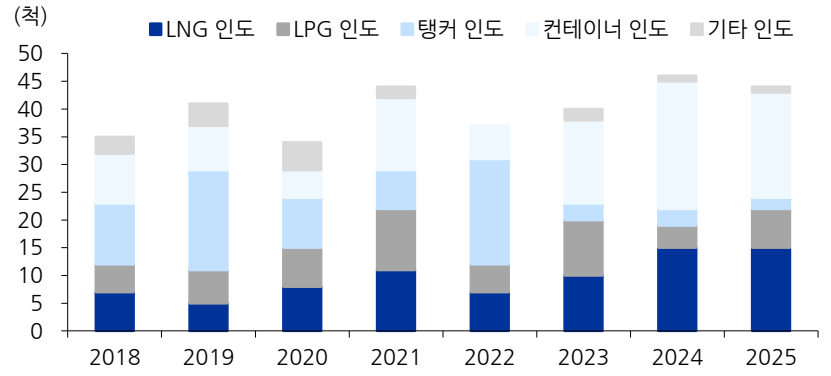
자료: 유진투자증권

Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
ⓐSustainable ROE	16.9%	**2026년**
ⓑ영구성장률	3.0%	
ⓒCOE	7.9%	ⓒ=ⓓ+ⓔ×ⓕ
ⓓ 무위험수익률	3.0%	3년 국고채 금리
ⓔ 리스크프리미엄	6.0%	
ⓕ 베타	0.95	52주 주간 베타
ⓖTarget PBR	**2.8**	ⓖ=(ⓐ-ⓑ)/(ⓒ-ⓑ)
BPS	89,911	2026년
주당주주가치	255,897	
목표주가	**260,000**	
현재주가	184,600	
상승여력	41%	

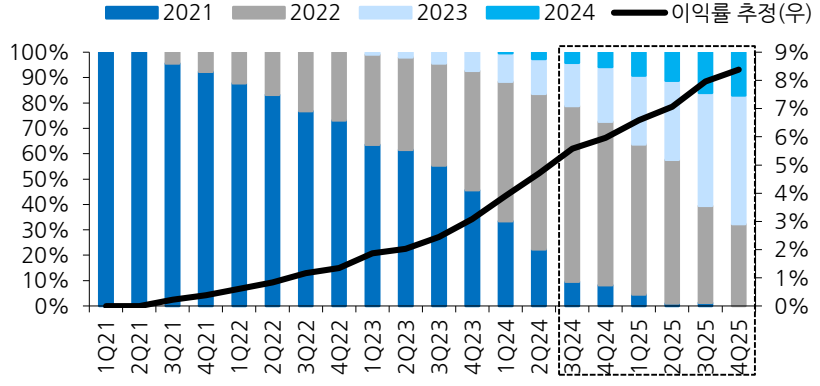
자료: 유진투자증권

연도별 인도 계획



자료: Clarksons, 유진투자증권

HD현대중공업 상선 빈티지별 매출 인식 추정



자료: 유진투자증권

미래 선박부터, 해상풍력, 함정까지 다각도로 준비 중



자료: 언론보도, 유진투자증권

HD현대중공업(329180.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	16,289	17,134	17,333	18,708	20,275
유동자산	8,001	8,800	8,523	9,483	10,585
현금성자산	1,234	1,363	480	1,024	1,714
매출채권	1,132	1,384	1,617	1,800	1,981
재고자산	1,377	1,310	1,636	1,821	2,003
비유동자산	8,289	8,334	8,809	9,225	9,690
투자자산	1,951	1,773	2,017	2,099	2,184
유형자산	6,237	6,452	6,670	6,990	7,359
기타	100	108	122	136	148
부채총계	11,002	11,926	11,640	11,968	12,293
유동부채	9,072	9,945	9,781	10,104	10,425
매입채무	1,574	2,025	2,325	2,588	2,848
유동성이자부채	1,833	1,928	1,404	1,404	1,404
기타	5,666	5,992	6,052	6,112	6,173
비유동부채	1,930	1,981	1,859	1,864	1,868
비유동이자부채	1,610	1,884	1,745	1,745	1,745
기타	319	97	114	119	123
자본총계	5,288	5,207	5,692	6,740	7,982
지배지분	5,288	5,207	5,692	6,740	7,982
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	845	773	1,276	2,323	3,565
기타	880	868	850	850	850
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,288	5,207	5,692	6,740	7,982
총차입금	3,443	3,812	3,149	3,149	3,149
순차입금	2,209	2,449	2,670	2,125	1,435

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	71	169	741	1,265	1,477
당기순이익	(352)	25	491	1,047	1,242
자산상각비	254	278	294	305	321
기타비현금성손익	(135)	14	(38)	5	5
운전자본증감	344	(77)	29	(92)	(91)
매출채권감소(증가)	(251)	(228)	(134)	(183)	(181)
재고자산감소(증가)	(478)	67	(326)	(185)	(183)
매입채무증가(감소)	(248)	371	250	263	260
기타	1,321	(287)	239	13	13
투자현금	(518)	(478)	(605)	(749)	(816)
단기투자자산감소	(9)	30	(14)	(28)	(29)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(1)	(1)
설비투자	484	478	535	613	676
유형자산처분	13	10	10	0	0
무형자산처분	(29)	(36)	(26)	(26)	(26)
재무현금	(933)	503	(1,275)	0	0
차입금증가	(10)	(14)	(8)	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(1,393)	184	(1,136)	516	661
기초현금	2,137	744	928	(208)	309
기말현금	744	928	(208)	309	970
Gross Cash flow	(232)	317	747	1,358	1,568
Gross Investment	165	585	562	813	878
Free Cash Flow	(398)	(268)	185	544	690

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045	11,964	14,639	16,338	18,009
증가율(%)	8.8	32.3	22.4	11.6	10.2
매출원가	8,883	11,309	13,195	14,052	15,408
매출총이익	163	655	1,444	2,286	2,602
판매 및 일반관리비	452	476	808	921	1,017
기타영업손익	(24)	5	70	14	10
영업이익	(289)	179	636	1,365	1,585
증가율(%)	적지	흑전	256.0	114.6	16.1
EBITDA	(35)	457	930	1,670	1,906
증가율(%)	적지	흑전	103.6	79.6	14.1
영업외손익	(132)	(144)	(14)	(39)	(13)
이자수익	46	49	58	63	69
이자비용	106	132	161	139	126
지분법손익	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	(70)	(61)	90	37	44
세전순이익	(421)	34	622	1,326	1,572
증가율(%)	적지	흑전	1,710.1	113.2	18.6
법인세비용	(69)	10	131	278	330
당기순이익	(352)	25	491	1,047	1,242
증가율(%)	적지	흑전	1,890.0	113.2	18.6
지배주주지분	(352)	25	491	1,047	1,242
증가율(%)	적지	흑전	1,890.2	113.2	18.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(3,966)	278	5,534	11,799	13,990
증가율(%)	적지	흑전	1,890.2	113.2	18.6
수정EPS(원)	(3,966)	278	5,534	11,799	13,990
증가율(%)	적지	흑전	1,890.2	113.2	18.6

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(3,966)	278	5,534	11,799	13,990
BPS	59,566	58,660	64,122	75,921	89,911
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	463.9	33.4	15.6	13.2
PBR	1.9	2.2	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA	-	30.4	20.5	11.1	9.4
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	36.1	21.9	12.1	10.4
수익성(%)					
영업이익율	(3.2)	1.5	4.3	8.4	8.8
EBITDA이익율	(0.4)	3.8	6.4	10.2	10.6
순이익율	(3.9)	0.2	3.4	6.4	6.9
ROE	(6.5)	0.5	9.0	16.9	16.9
ROIC	(2.9)	1.7	6.3	12.5	13.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	41.8	47.0	46.9	31.5	18.0
유동비율	88.2	88.5	87.1	93.8	101.5
이자보상배율	(2.7)	1.4	4.0	9.8	12.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	8.4	9.5	9.8	9.6	9.5
재고자산회전율	7.9	8.9	9.9	9.5	9.4
매입채무회전율	5.4	6.6	6.7	6.7	6.6

자료: 유진투자증권

한화오션

(042660)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-8.5	16.3	-6.5
절대기준(%)	-11.6	10.7	-1.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가(원)	41,000	-	신규
영업이익(24)	216	-	신규
영업이익(25)	706	-	신규

투자의견 **BUY** (신규)

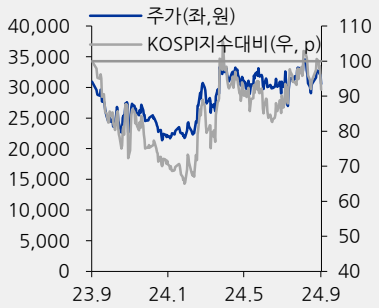
목표주가 **41,000원** (신규)

기계/운송 양승윤_02)368-6139_syyang0901@eugenefn.com

현재주가(24.9.30)	30,550원
시가총액(십억원)	9,361
발행주식수(천주)	306,413
52주 최고가(원)	36,400
최저가(원)	21,050
52주 일간 Beta	0.39
60일 일평균거래대금(억원)	500
외국인 지분율(%)	17.7
배당수익률(2024F)(%)	0.0
주주구성(%)	
한화에어로스페이스 (외 6인)	65.8
국민연금공단 (외 1인)	5.8

투자의견 BUY(신규)

목표주가(12M) 41,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,860	7,408	9,923	11,403	11,276
영업이익	-1,614	-196	216	706	914
세전손익	-1,794	-116	217	735	963
당기순이익	-1,745	160	173	558	732
EPS(원)	-13,757	522	563	1,822	2,388
증감률(%)	-	흑전	7.9	223.7	31.0
PER(배)	-	48.1	54.3	16.8	12.8
ROE(%)	-117.8	6.3	3.9	11.7	13.5
PBR(배)	2.4	1.8	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	-	-	26.6	11.5	8.6

자료: 유진투자증권

틀을 깨는 조선소

Investment Point

- 올해 현재까지 26척 상선(LNGC 16척, 탱커 7척, LPGC 1척, 암모니아운반선 2척), 총 50.7억달러를 수주. 현재 복수 선사와 컨테이너선 발주 대응 중. 2개 프로젝트 수주 전망. **선별 수주 목표 내세운 이래, 불안했던 상선 수주는 다시금 궤도에 올라서는 중**
- **사업 확장에 대한 의지가 타사를 압도. 변화하는 시류에 대응하기 위해 상선 외 해양과 함정 분야 경쟁력 제고 노력 중.** 중장기적으로는 사업 비중 상선 60% 해양 20% 함정 20%으로 다각화 될 것
- 해양은 ㈜한화 사업 양수 및 한화 그룹의 싱가포르 탑 사이드 건조 업체 인수 결정. 엔지니어링 역량 키우기 위한 유럽 거점 확보 및 유력 업체와의 장기 협력 논의도 추진 중. 함정은 필리조선소 투자에 이어 미 해군 MSRA 획득하고, 바로 수백억 규모의 군수지원함 MRO 계약 확보. 당장 마진은 Single Digit 수준이겠으나 안정화되면 Double Digit도 가능할 전망. MRO 외 국내외 수상함/잠수함 사업 다수 입찰 참여. 연말~내년 가시적 성과 기대됨

최근 실적 및 이슈

- **드디어 흑자 구간에 진입.** 3Q23 실적에서 소폭 흑자 달성 전망. 타사 대비 뒤늦게 고선가 물량 올라오는 중. 일부 사고 등으로 인한 조업 중단은 큰 영향을 미치지 않은 것으로 판단
- **투자의견 BUY, 목표주가 41,000원으로 커버리지 재개.** 목표주가는 2026년도 추정 BPS에 Implied PBR 2.2배를 적용하여 산출함. 지난해 유상증자 이후 투자 본격화되는 중. 동사의 성장 전략 방향성에 동의하며, 순차적으로 투자 성과 확인할 수 있을 것으로 기대함

한화오션 Key Chart

실적 테이블

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	**1,440**	**1,821**	**1,917**	**2,231**	**2,284**	**2,536**	**2,382**	**2,722**	**7,408**	**9,923**	**11,403**
yoy%	16%	54%	95%	54%	59%	39%	24%	22%	1	34%	15%
영업이익	**-63**	**-159**	**74**	**-49**	**53**	**-10**	**35**	**137**	**-197**	**216**	**706**
yoy%	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	-52%	흑전	적지	흑전	227%
opm%	-2%	0%	0%	6%	2%	3%	0%	0%	-3%	2%	6%

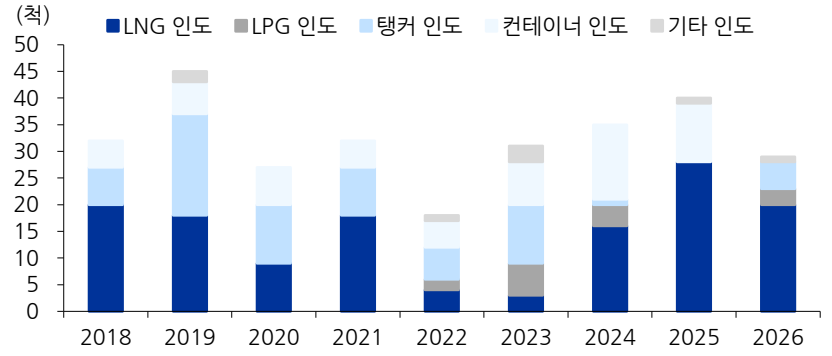
자료: 유진투자증권

Valuation Table

구분	산정가치 (십억원)	비고
ⓐSustainable ROE	13.5%	2026년 기준
ⓑ영구성장률	3.0%	
ⓒCOE(자기자본비용)	7.9%	ⓒ=ⓓ+ⓔ×ⓕ
ⓓ 무위험수익률	2.8%	3년 국고채 금리
ⓔ 리스크프리미엄	6.0%	
ⓕ 베타	1.36	52주 베타
⑨Target PBR	**2.2**	⑨=(ⓐ-ⓑ)/(ⓒ-ⓑ)
BPS	18,601	2024년
주당주주가치	40,225	
목표주가	**41,000**	
현재주가	30,550	
상승여력	34%	

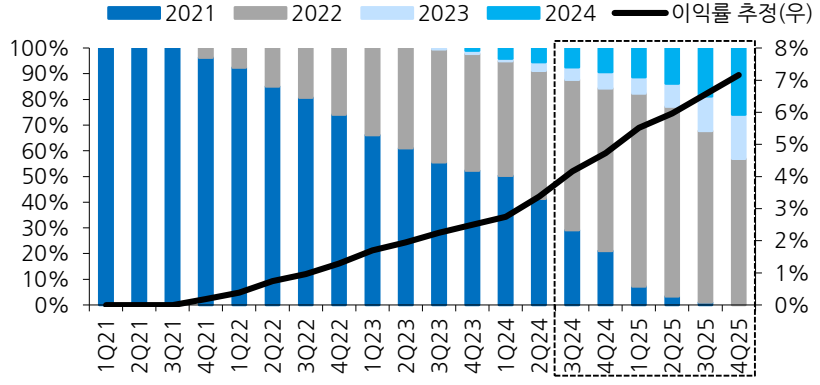
자료: 유진투자증권

연도별 인도 계획



자료: Clarksons, 유진투자증권

삼성중공업 상선 빈티지별 매출 인식 추정



자료: 유진투자증권

한화오션의 적극적인 사업 확장

내용
▪ ㈜ 한화로부터 풍력(10/1) 및 플랜트(7/1) 사업 양수, 4,025억 투자
▪ 미국 Nextdecade 투자, 1,803억원 투자(지분 6.8% 확보)
▪ 미국 필리조선소 투자, 552억원(지분 40% 확보)
▪ 싱가포르 다이나맥 투자(SPC 활용)
▪ 한화해운, 한화드릴링 설립 검토

자료: 한화오션, 유진투자증권

한화오션 Key Chart

미국 필리조선소 전경



자료: 한화오션, 유진투자증권

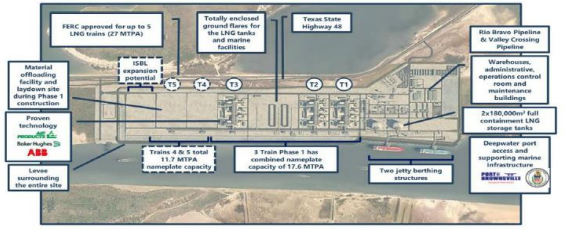
싱가포르 다이나맥 개황



자료: 한화오션, 유진투자증권

Nextdecade 개요

Train	예상 생산량	진행현황	비고
Train 1 ~ 3 (Phase 1)	17.6 MTPA	• '23년 7월 FID, 현재 건설 중 • 가동시점 →Train 1 : '27년 4Q →Train 2 : '28년 3Q →Train 3 : '29년 1Q	• Train 1~2 : 18.2% 진행률 • Train 3 : 6.9% 진행률
Train 4 ~ 5 (Phase 2)	11.7 MTPA	• '24년 2H Train 4 FID 목표 • 가동시점 → Train 4 : '29년 2Q → Train 5 : '30년 2Q	
추가 Train 확장 계획	N/A	• 순차적으로 진행 예정	



자료: 한화오션, 유진투자증권

미국 필리조선소 투자 개요

구분	한화시스템	한화오션
취득지분	60%	40%
인수대금	60M USD (884억원)	40M USD (552억원)
회계처리	연결 회계	지분법 회계
총 인수가액 (취득 지분)	100M USD(약 1,436억원)	
주요절차	필리조선소 인수 발표: 6월 12일 CIFIUS 및 딜 클로징: 4Q24 목표	

자료: 한화오션, 유진투자증권

싱가포르 다이나맥 투자 개요

구분	한화오션	한화에어로
취득지분	23.1%	4.0%
인수대금	97M SGD (1,031억원)	17M SGD (167억원)
총 인수가액 (취득 지분)	113M SGD(약 1,198억원)	
거래 대상자	KepInvest Holdings(2대 주주)	
**업데이트	※ 9월 11일 공개매수 통한 경영권 인수 결정(취득 목표 100%) ※ 한화오션 보유 지분 Hanwha Ocean SG Holdings에 매각 후 동 SPC가 공개매수 진행	

자료: 한화오션, 유진투자증권

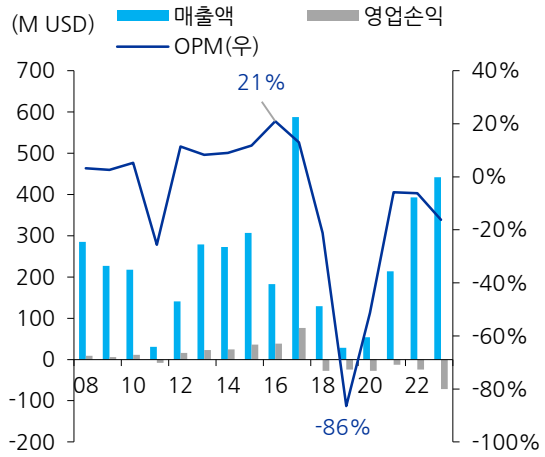
한화그룹 개편 현황



자료: 언론보도, 유진투자증권

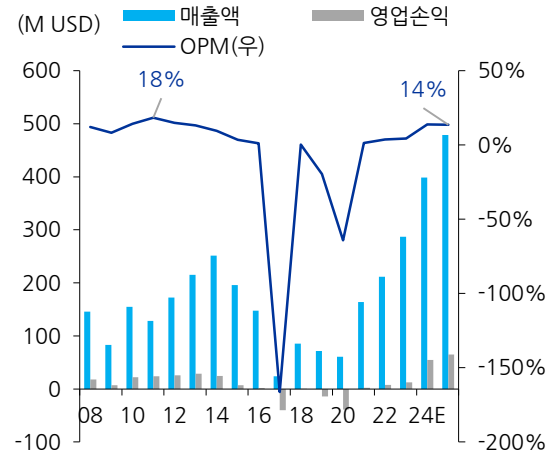
한화오션 Key Chart

필리조선소 매출액 및 손익 추이



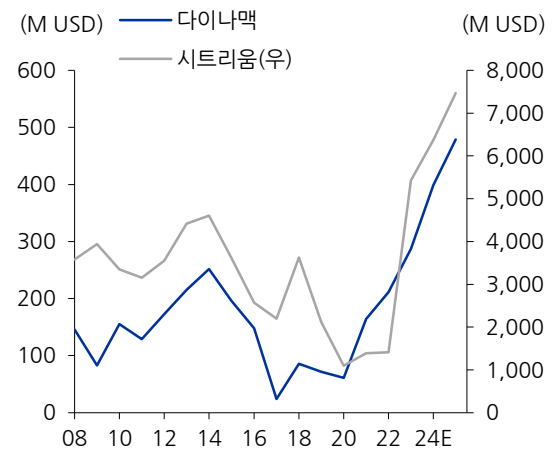
자료: Bloomberg, 유진투자증권

다이나맥 매출액 및 손익 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

다이나맥 및 시트리움 매출액 동향



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한화오션(042660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	12,236	13,945	16,630	17,626	18,389
유동자산	7,822	9,218	11,190	12,114	12,808
현금성자산	1,355	2,156	3,937	4,080	4,813
매출채권	405	332	257	314	308
재고자산	2,202	2,891	3,119	3,805	3,733
비유동자산	4,413	4,727	5,440	5,511	5,580
투자자산	625	661	906	943	981
유형자산	3,787	4,062	4,527	4,558	4,585
기타	2	4	8	11	14
부채총계	11,491	9,633	12,146	12,584	12,615
유동부채	10,672	7,459	9,787	10,208	10,222
매입채무	1,487	1,498	1,677	2,046	2,008
유동성이자부채	2,932	778	2,874	2,874	2,874
기타	6,254	5,184	5,235	5,288	5,341
비유동부채	818	2,173	2,359	2,375	2,393
비유동이자부채	343	1,805	1,935	1,935	1,935
기타	476	369	424	440	458
자본총계	745	4,312	4,485	5,042	5,774
지배지분	745	4,307	4,480	5,037	5,769
자본금	541	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	10	2,740	112	112	112
이익잉여금	(2,701)	(2,868)	(82)	477	1,208
기타	2,894	2,899	2,913	2,912	2,912
비지배지분	0	5	5	5	5
자본총계	745	4,312	4,485	5,042	5,774
총차입금	3,274	2,583	4,809	4,809	4,809
순차입금	1,920	427	873	730	(4)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(1,065)	(1,939)	280	384	973
당기순이익	(1,745)	160	173	558	732
자산상각비	130	146	168	171	172
기타비현금성손익	580	(692)	(105)	12	13
운전자본증감	39	(1,195)	67	(360)	53
매출채권감소(증가)	(187)	25	44	(57)	6
재고자산감소(증가)	(672)	(803)	(614)	(686)	72
매입채무증가(감소)	152	260	152	369	(39)
기타	746	(677)	486	14	14
투자현금	88	197	(364)	(252)	(252)
단기투자자산감소	(10)	341	32	(11)	(12)
장기투자증권감소	54	0	(101)	(6)	(6)
설비투자	120	131	277	201	199
유형자산처분	1	0	1	0	0
무형자산처분	(2)	(3)	(4)	(4)	(4)
재무현금	(130)	2,885	1,939	0	0
차입금증가	(68)	(581)	1,951	0	0
자본증가	0	3,497	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(1,119)	1,140	1,857	132	721
기초현금	1,779	660	1,799	3,657	3,788
기말현금	660	1,799	3,657	3,788	4,510
Gross Cash flow	(1,034)	(386)	240	744	920
Gross Investment	(137)	1,340	329	601	187
Free Cash Flow	(897)	(1,726)	(89)	143	733

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,860	7,408	9,923	11,403	11,276
증가율(%)	8.3	52.4	33.9	14.9	(1.1)
매출원가	6,207	7,310	9,361	10,301	9,971
매출총이익	(1,347)	99	562	1,102	1,305
판매 및 일반관리비	267	295	346	396	391
기타영업손익	28	11	17	14	(1)
영업이익	(1,614)	(196)	216	706	914
증가율(%)	적지	적지	흑전	226.8	29.3
EBITDA	(1,483)	(50)	384	877	1,086
증가율(%)	적지	적지	흑전	128.2	23.8
영업외손익	(181)	80	1	28	49
이자수익	66	118	98	112	115
이자비용	122	159	201	192	173
지분법손익	0	(90)	1	1	1
기타영업손익	(125)	212	103	107	106
세전순이익	(1,794)	(116)	217	735	963
증가율(%)	적지	적지	흑전	238.0	31.0
법인세비용	(50)	(276)	45	176	231
당기순이익	(1,745)	160	173	558	732
증가율(%)	적지	흑전	7.9	223.5	31.0
지배주주지분	(1,745)	160	172	558	732
증가율(%)	적지	흑전	7.9	223.7	31.0
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(13,757)	522	563	1,822	2,388
증가율(%)	적지	흑전	7.9	223.7	31.0
수정EPS(원)	(13,757)	522	563	1,822	2,388
증가율(%)	적지	흑전	7.9	223.7	31.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(13,757)	522	563	1,822	2,388
BPS	6,943	14,060	14,623	16,443	18,831
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	48.1	54.3	16.8	12.8
PBR	2.4	1.8	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	-	-	26.6	11.5	8.6
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	-	39.0	12.6	10.2
수익성(%)					
영업이익율	(33.2)	(2.7)	2.2	6.2	8.1
EBITDA이익율	(30.5)	(0.7)	3.9	7.7	9.6
순이익율	(35.9)	2.2	1.7	4.9	6.5
ROE	(117.8)	6.3	3.9	11.7	13.5
ROIC	(41.2)	(3.9)	3.5	10.0	12.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	257.7	9.9	19.5	14.5	(0.1)
유동비율	73.3	123.6	114.3	118.7	125.3
이자보상배율	(13.2)	(1.2)	1.1	3.7	5.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6
매출채권회전율	13.0	20.1	33.7	40.0	36.3
재고자산회전율	2.9	2.9	3.3	3.3	3.0
매입채무회전율	3.8	5.0	6.3	6.1	5.6

자료: 유진투자증권

한국가스공사

(036460)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-7.7	79.1	89.8
절대기준(%)	-10.7	73.6	95.0

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	-
목표주가(원)	83,000	83,000	-
영업이익(24)	2,184	2,184	-
영업이익(25)	1,988	1,988	-

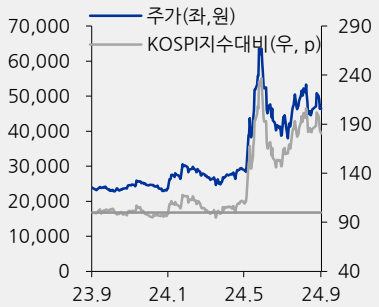
투자의견
STRONG BUY (유지)

목표주가
83,000원 (유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(24.9.30)	**46,600원**
시가총액(십억원)	4,302
발행주식수(천주)	92,313
52주 최고가(원)	64,500
최저가(원)	22,750
52주 일간 Beta	1.80
60일 일평균거래대금(억원)	1,425
외국인 지분율(%)	7.1
배당수익률(2024F)(%)	2.1
주주구성(%)	
대한민국정부 (외 2인)	46.6
국민연금공단 (외 1인)	7.7

투자의견 STRONG BUY(유지)
목표주가(12M) 83,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	38,042	38,138	39,472
영업이익	2,463	1,553	2,184	1,988	2,058
세전손익	1,945	-862	820	623	820
당기순이익	1,497	-747	635	449	616
EPS(원)	16,174	-8,246	7,010	4,982	6,834
증감률(%)	57.0	적전	흑전	-28.9	37.2
PER(배)	2.2	-	6.6	9.4	6.8
ROE(%)	15.7	-7.7	6.7	4.7	6.2
PBR(배)	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	11.4	12.3	10.5	11.0	10.9

자료: 유진투자증권

국영 기업의 참여 가능성

Investment Point

- 투자의견 STRONG BUY, 목표주가 83,000원 유지. 10월 해외 IB 선정, 오일메이저의 투자 기대감 부각, 11월까지 국내 기업의 데이터 열람이 완료되며 동사의 대왕고래 프로젝트 참여 관심도 증가할 전망. 동사는 20개 이상의 자원개발 시추 및 운영 노하우를 보유하고 있으며, 과거 사례 검토 시 국영 기업의 참여가 필수적이라는 점을 고려하면 기대감 지속될 전망
- 정부가 발표한 대왕고래 프로젝트의 탐사자원량은 140억배럴이며, 가이아나의 비율 적용 시, 시장에서는 최대 110억배럴의 2P 매장량을 기대할 수 있음. 최근 매각된 유/가스전의 배럴당 가치를 적용 시, 최대 80조원의 가치 산정이 가능하며, 동사의 투자 참여 비중에 따라 주가에 반영 가능하다고 판단
- 시장에서 우려하는 미수금은 더디지만 작년말부터 회수되고 있으며, 연말까지 발전용 미수금은 모두 회수될 전망. 국제유가의 급등이 없다면 민수용 미수금도 내년부터 회수되며 정상화될 것이라 판단

최근 실적 및 이슈

- 3Q24 매출액 7.3조원(-3%qoq, -8%yoy), 영업이익 2,504억원(-46%qoq, +9%yoy) 전망. 해외 사업은 유가 약세에도 모잠비크 가스전 흑자 전환으로 부진을 만회할 것이라 판단. 원/달러 환율이 추가 안정화 된다면 유의미한 배당도 가능할 것이라 판단하며 매수 추천

한국가스공사(036460.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	62,425	57,255	56,322	56,721	57,298
유동자산	25,092	17,430	18,718	18,893	19,373
현금성자산	960	829	612	752	756
매출채권	12,122	7,038	8,179	8,200	8,487
재고자산	7,623	5,043	5,407	5,421	5,610
비유동자산	37,333	39,824	37,604	37,828	37,924
투자자산	12,334	15,920	13,593	13,627	14,104
유형자산	23,294	22,352	22,410	22,530	22,049
기타	1,706	1,553	1,602	1,672	1,772
부채총계	52,014	47,429	46,470	46,501	46,632
유동부채	30,635	22,566	21,785	21,793	21,901
매입채무	3,350	3,858	3,077	3,085	3,193
유동성이자부채	26,692	18,264	18,264	18,264	18,264
기타	593	444	444	444	444
비유동부채	21,380	24,862	24,685	24,708	24,731
비유동이자부채	18,971	22,599	22,399	22,399	22,399
기타	2,409	2,264	2,286	2,309	2,332
자본총계	10,411	9,826	9,852	10,220	10,666
지배지분	10,187	9,627	9,653	10,021	10,467
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	7,476	6,679	7,326	7,693	8,140
기타	231	468	(152)	(152)	(152)
비지배지분	224	199	199	199	199
자본총계	10,411	9,826	9,852	10,220	10,666
총차입금	45,662	40,863	40,663	40,663	40,663
순차입금	44,702	40,034	40,051	39,911	39,907

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(14,581)	5,886	1,335	2,140	1,529
당기순이익	1,497	(747)	635	449	616
자산상각비	1,751	1,887	2,020	2,031	1,988
기타비현금성손익	1,617	2,632	404	(948)	(1,360)
운전자본증감	(18,687)	3,581	(2,287)	(26)	(369)
매출채권감소(증가)	(4,608)	4,756	(1,142)	(20)	(287)
재고자산감소(증가)	(4,060)	2,633	(364)	(14)	(190)
매입채무증가(감소)	(136)	453	(781)	8	108
기타	(9,884)	(4,262)	0	0	0
투자현금	(974)	(1,334)	(1,552)	(1,908)	(1,340)
단기투자자산감소	42	(17)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	575	313	267
설비투자	1,179	1,331	2,078	2,151	1,507
유형자산처분	1	2	0	0	0
무형자산처분	(23)	(34)	(49)	(70)	(100)
재무현금	15,802	(4,587)	0	(92)	(185)
차입금증가	16,083	(4,625)	0	0	0
자본증가	(240)	(8)	0	(92)	(185)
배당금지급	240	8	0	92	185
현금 증감	249	(33)	(217)	140	4
기초현금	565	813	781	563	703
기말현금	813	781	563	703	707
Gross Cash flow	4,866	3,771	3,621	2,166	1,898
Gross Investment	19,703	(2,264)	3,839	1,934	1,709
Free Cash Flow	(14,838)	6,036	(217)	232	189

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	38,042	38,138	39,472
증가율(%)	87.9	(13.9)	(14.6)	0.2	3.5
매출원가	48,828	42,599	35,407	35,653	36,901
매출총이익	2,896	1,957	2,635	2,484	2,571
판매 및 일반관리비	433	404	451	496	513
기타영업손익	3	(7)	12	10	3
영업이익	2,463	1,553	2,184	1,988	2,058
증가율(%)	98.7	(36.9)	40.6	(9.0)	3.5
EBITDA	4,215	3,441	4,204	4,019	4,045
증가율(%)	42.3	(18.4)	22.2	(4.4)	0.7
영업외손익	(518)	(2,415)	(1,364)	(1,365)	(1,238)
이자수익	71	115	95	81	75
이자비용	965	1,676	1,710	1,751	1,627
지분법손익	354	105	281	318	327
기타영업손익	22	(959)	(30)	(13)	(13)
세전순이익	1,945	(862)	820	623	820
증가율(%)	42.3	적전	흑전	(24.0)	31.6
법인세비용	448	(114)	185	175	204
당기순이익	1,497	(747)	635	449	616
증가율(%)	55.2	적전	흑전	(29.3)	37.2
지배주주지분	1,493	(761)	647	460	631
증가율(%)	57.0	적전	흑전	(28.9)	37.2
비지배지분	4	14	(12)	(11)	(15)
EPS(원)	16,174	(8,246)	7,010	4,982	6,834
증가율(%)	57.0	적전	흑전	(28.9)	37.2
수정EPS(원)	16,174	(8,246)	7,010	4,982	6,834
증가율(%)	57.0	적전	흑전	(28.9)	37.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	16,174	(8,246)	7,010	4,982	6,834
BPS	110,354	104,286	104,570	108,552	113,386
DPS	0	0	1,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	2.2	-	6.6	9.4	6.8
PBR	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	11.4	12.3	10.5	11.0	10.9
배당수익율	0.0	0.0	2.1	4.3	4.3
PCR	0.7	0.6	1.2	2.0	2.3
수익성(%)					
영업이익율	4.8	3.5	5.7	5.2	5.2
EBITDA이익율	8.1	7.7	11.1	10.5	10.2
순이익율	2.9	(1.7)	1.7	1.2	1.6
ROE	15.7	(7.7)	6.7	4.7	6.2
ROIC	4.3	2.2	3.5	3.0	3.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	429.4	407.4	406.5	390.5	374.1
유동비율	81.9	77.2	85.9	86.7	88.5
이자보상배율	2.6	0.9	1.3	1.1	1.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	5.4	4.7	5.0	4.7	4.7
재고자산회전율	9.2	7.0	7.3	7.0	7.2
매입채무회전율	15.5	12.4	11.0	12.4	12.6

자료: 유진투자증권

포스코 인터내셔널

(047050)

투자의견 **BUY** (유지)

목표주가 **88,000원** (유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	4.3	13.5	-25.2
절대기준(%)	1.2	7.9	-20.0

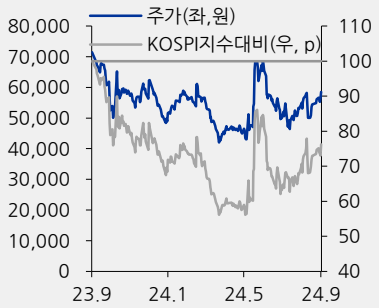
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	88,000	88,000	-
영업이익(24)	1,215	1,215	-
영업이익(25)	1,437	1,437	-

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(24.9.30)	57,100원
시가총액(십억원)	10,045
발행주식수(천주)	175.923
52주 최고가(원)	72,800
최저가(원)	41,550
52주 일간 Beta	1.94
60일 일평균거래대금(억원)	607
외국인 지분율(%)	6.8
배당수익률(2024F)(%)	1.8
주주구성(%)	
포스코홀딩스 (외 4인)	70.8
국민연금공단 (외 1인)	5.0

투자의견 BUY(유지)

목표주가(12M) 88,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	37,990	33,133	35,906	39,651	40,167
영업이익	903	1,163	1,215	1,437	1,291
세전손익	742	915	935	1,147	969
당기순이익	605	680	701	876	751
EPS(원)	4,780	3,831	3,866	4,738	3,979
증감률(%)	63.5	-19.9	0.9	22.6	-16.0
PER(배)	4.7	16.3	14.8	12.1	14.3
ROE(%)	15.8	13.4	10.8	12.2	9.4
PBR(배)	0.7	1.8	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	4.8	9.4	7.5	6.8	7.1

자료: 유진투자증권

탐사에 진심

Investment Point

- 투자의견 BUY, 목표주가 88,000원 유지. 10월 해외 IB 선정, 오일메이저의 투자 기대감 부각, 11월까지 국내 기업의 데이터 열람이 완료되며 동사의 대왕고래 프로젝트 참여 관심도 증가 전망. 다양한 심해 시추 경험과 운영 노하우(미얀마, 동해#1~2, 세넥스, 말련 등)를 감안하면 동사의 참여 가능성은 크다고 판단
- 정부가 발표한 대왕고래 프로젝트의 탐사자원량은 140억배럴이며, 가이아나의 비율 적용 시, 시장에서는 최대 110억배럴의 2P 매장량을 기대할 수 있음. 최근 매각된 유/가스전의 배럴당 가치를 적용 시, 최대 80조원의 가치 산정이 가능하며, 동사의 투자 참여 비중에 따라 주가에 반영 가능하다고 판단

최근 실적 및 이슈

- 3Q24 매출액 9조원(+20%qoq, +24%yoy), 영업이익 3,138억원(-10%qoq, +1%yoy)으로 전년 대비 증익 지속 전망. 하반기 에너지 사업부 가격 하락 효과가 반영될 수 있으나 견조한 실적 예상
- 미얀마 가스전 추가 투자로 인한 비용회수(Cost recovery) 증가로 실적은 개선될 전망이며, 호주 세넥스 가스전 증산으로 2026년까지 수익성 개선이 지속될 것이라 판단

포스코인터내셔널(047050.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	12,516	16,618	17,082	18,194	18,998
유동자산	7,319	8,077	7,743	8,028	8,275
현금성자산	1,492	1,318	806	257	254
매출채권	3,730	4,432	4,511	5,081	5,250
재고자산	1,758	1,959	2,054	2,314	2,391
비유동자산	5,197	8,540	9,338	10,166	10,723
투자자산	1,400	2,504	2,713	2,996	3,035
유형자산	1,561	3,705	4,369	4,984	5,566
기타	2,236	2,332	2,256	2,186	2,122
부채총계	8,118	9,993	10,062	10,517	10,796
유동부채	5,487	6,275	6,342	6,745	6,867
매입채무	2,620	3,096	3,159	3,559	3,677
유동성이자부채	2,522	2,826	2,826	2,826	2,826
기타	345	353	356	360	364
비유동부채	2,631	3,718	3,720	3,772	3,930
비유동이자부채	2,400	3,435	3,435	3,485	3,640
기타	231	282	285	287	290
자본총계	4,398	6,625	7,020	7,677	8,202
지배지분	3,983	6,103	6,498	7,156	7,680
자본금	617	880	880	880	880
자본잉여금	541	1,826	1,826	1,826	1,826
이익잉여금	2,808	3,337	3,847	4,504	5,028
기타	17	61	(54)	(54)	(54)
비지배지분	415	522	522	522	522
자본총계	4,398	6,625	7,020	7,677	8,202
총차입금	4,922	6,261	6,261	6,311	6,466
순차입금	3,430	4,944	5,456	6,054	6,212

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,552	1,483	1,193	1,169	1,549
당기순이익	605	680	701	876	751
자산상각비	401	538	861	931	998
기타비현금성손익	(364)	159	(2,210)	(2,203)	(2,113)
운전자본증감	266	(286)	(112)	(431)	(128)
매출채권감소(증가)	470	(214)	(79)	(570)	(169)
재고자산감소(증가)	174	91	(96)	(260)	(77)
매입채무증가(감소)	(445)	10	63	399	118
기타	67	(174)	(0)	(0)	(0)
투자현금	(1,466)	(27)	(1,535)	(1,592)	(1,531)
단기투자자산감소	(100)	28	0	0	0
장기투자증권감소	0	3	(86)	(116)	(15)
설비투자	263	462	1,180	1,204	1,240
유형자산처분	9	10	0	0	0
무형자산처분	(368)	(264)	(269)	(272)	(276)
재무현금	979	(1,225)	(170)	(126)	(21)
차입금증가	674	(964)	0	50	155
자본증가	(102)	(140)	(170)	(176)	(176)
배당금지급	(102)	(140)	170	176	176
현금 증감	777	(161)	(512)	(549)	(3)
기초현금	521	1,298	1,137	625	76
기말현금	1,298	1,137	625	76	73
Gross Cash flow	1,286	1,769	1,304	1,600	1,677
Gross Investment	1,100	341	1,646	2,023	1,659
Free Cash Flow	186	1,428	(342)	(423)	18

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	37,990	33,133	35,906	39,651	40,167
증가율(%)	11.9	(12.8)	8.4	10.4	1.3
매출원가	36,422	31,293	33,894	37,392	38,038
매출총이익	1,568	1,840	2,012	2,259	2,129
판매 및 일반관리비	665	676	798	821	838
기타영업손익	21	2	18	3	2
영업이익	903	1,163	1,215	1,437	1,291
증가율(%)	54.2	28.9	4.5	18.3	(10.2)
EBITDA	1,303	1,701	2,076	2,368	2,289
증가율(%)	40.2	30.5	22.0	14.1	(3.4)
영업외손익	(160)	(248)	(280)	(290)	(322)
이자수익	35	62	29	32	33
이자비용	146	282	145	176	209
지분법손익	9	1	1	1	1
기타영업손익	(58)	(29)	(165)	(148)	(147)
세전순이익	742	915	935	1,147	969
증가율(%)	51.9	23.2	2.2	22.7	(15.5)
법인세비용	137	234	234	271	218
당기순이익	605	680	701	876	751
증가율(%)	69.7	12.5	3.0	25.1	(14.3)
지배주주지분	590	674	680	834	700
증가율(%)	63.5	14.3	0.9	22.6	(16.0)
비지배지분	15	7	21	43	51
EPS(원)	4,780	3,831	3,866	4,738	3,979
증가율(%)	63.5	(19.9)	0.9	22.6	(16.0)
수정EPS(원)	4,780	3,831	3,866	4,738	3,979
증가율(%)	63.5	(19.9)	0.9	22.6	(16.0)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,780	3,831	3,866	4,738	3,979
BPS	32,283	34,693	36,938	40,677	43,656
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	4.7	16.3	14.8	12.1	14.3
PBR	0.7	1.8	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.8	9.4	7.5	6.8	7.1
배당수익율	4.4	1.6	1.8	1.8	1.8
PCR	2.2	6.2	7.7	6.3	6.0
수익성(%)					
영업이익율	2.4	3.5	3.4	3.6	3.2
EBITDA이익율	3.4	5.1	5.8	6.0	5.7
순이익율	1.6	2.1	2.0	2.2	1.9
ROE	15.8	13.4	10.8	12.2	9.4
ROIC	10.8	9.7	8.3	9.2	7.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	78.0	74.6	77.7	78.9	75.7
유동비율	133.4	128.7	122.1	119.0	120.5
이자보상배율	6.2	4.1	8.4	8.2	6.2
활동성 (회)					
총자산회전율	3.3	2.3	2.1	2.2	2.2
매출채권회전율	9.5	8.1	8.0	8.3	7.8
재고자산회전율	20.7	17.8	17.9	18.2	17.1
매입채무회전율	13.9	11.6	11.5	11.8	11.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2024-10-02	Buy	16,000	1년		

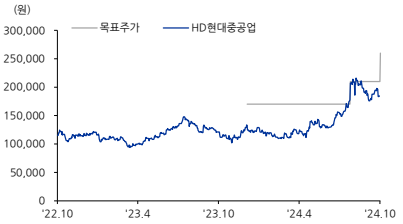
삼성중공업(010140.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 양승윤



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2023-12-05	Buy	170,000	1년	-24.3	4.4
2024-01-04	Buy	170,000	1년	-23.8	4.4
2024-07-26	Buy	210,000	1년	-6.6	2.9
2024-10-02	Buy	260,000	1년		

HD현대중공업(329180.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 양승윤



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2024-10-02	Buy	41,000	1년		

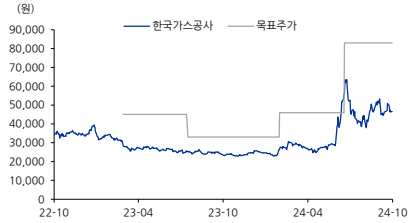
한화오션(042660.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 양승윤



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2023-02-27	Buy	45,000	1년	-41.2	-37.6
2023-07-17	Buy	33,000	1년	-26.2	-20.0
2024-01-31	Buy	46,000	1년	-34.8	21.3
2024-02-19	Buy	46,000	1년	-34.1	21.3
2024-02-28	Buy	46,000	1년	-33.9	21.3
2024-03-21	Buy	46,000	1년	-33.0	21.3
2024-05-14	Buy	46,000	1년	-19.4	21.3
2024-06-19	Buy	83,000	1년	-43.4	-23.5
2024-07-29	Buy	83,000	1년	-43.8	-35.8
2024-08-12	Strong Buy	83,000	1년	-41.9	-35.8
2024-10-02	Strong Buy	83,000	1년		

한국가스공사(036460.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-11-29	Buy	30,000	1년	-22.8	4.2
2023-04-28	Buy	36,000	1년	-2.4	34.6
2023-07-17	Buy	57,000	1년	-8.3	15.8
2023-07-25	Buy	79,000	1년	-21.6	15.2
2023-10-25	Buy	79,000	1년	-30.8	-17.5
2024-02-01	Buy	79,000	1년	-32.6	-22.7
2024-04-26	Buy	70,000	1년	-23.7	-2.3
2024-07-26	Buy	88,000	1년	-39.8	-33.5
2024-07-29	Buy	88,000	1년	-39.8	-33.5
2024-10-02	Buy	88,000	1년		

포스코인터내셔널(047050.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

