

2026.08.06.

Make Korean Shipbuilding Great Again

(1부) 한·중·일 조선업 경쟁력 비교 분석

(2부) 한국 조선사의 사이클 다운턴 대응력 및 전략 점검

김종훈 기업4실 수석연구원
02.368.5523
jhoonkim@korearatings.com

이서진 기업4실 선임연구원
02.368.5332
leesj@korearatings.com

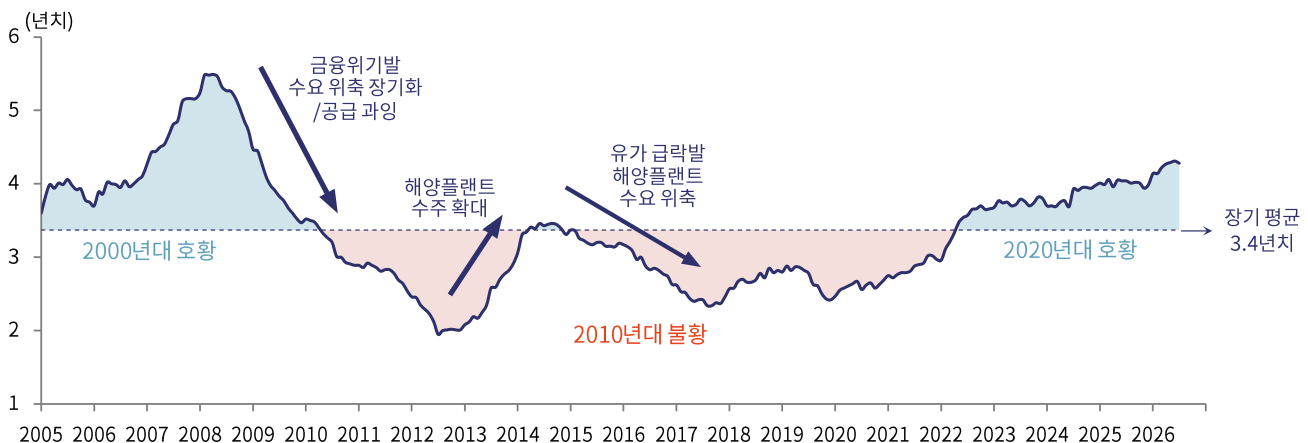
이지웅 기업4실 실장
02.368.5475
jwlee@korearatings.com

❖ Summary

조선업은 변동성 높은 수요와 비탄력적 공급으로 인해 수급 불일치가 반복되는 대표적 사이클 산업이다. 신조선 수요는 물동량 뿐 아니라 운임과 선박가치, 금융환경 및 규제 등의 영향으로 변동성이 크지만, 생산능력은 숙련 인력과 기자재 공급망, 설비의 제약으로 신속한 조정이 어렵다. 이에 호황기에 확충된 생산능력이 수요 둔화 이후에도 잔존하면서 공급 과잉이 장기화될 수 있다. **현재의 업사이클 이후에도 다운턴이 반복될 가능성을 배제하기 어려운 구조이다.**

글로벌 조선시장의 현재 수주잔고는 4.3년치로 장기 평균인 3.4년치를 상회하고 있다. 2000년대 호황기에는 수주잔고가 5.5년 치까지 증가했음에도 금융위기 이후 선박금융 경색과 계약 취소로 잔고가 급격히 축소되었고, 공급 과잉 장기화와 해양플랜트 손실이 이어지면서 조선업계 전반의 신용도가 크게 하락하였다. 충분한 수주잔고는 업황 충격을 완충하는 필요조건일 뿐 크레딧 안정성을 보장하지는 않는다. **핵심은 다운턴의 재발 여부보다 그 충격이 계약 취소와 손실, 현금흐름 악화로 이어지며 산업 전반의 크레딧 저하로 전이될지에 있다.**

글로벌 조선시장 수주잔고(Forward Cover) - 충분한 수주잔고가 크레딧 안정성을 보장하지는 않는다



주) Forward Cover는 전세계 조선소의 최근 12개월 선박 인도량 대비 전세계 수주잔고 규모(CGT 기준)

자료) Clarksons Research

이러한 관점에서 조선업계의 다운턴 대응력과 크레딧 전이 위험을 ① 수주잔고 구성, ② 선주·화주 및 선박금융, ③ LNG운반선 경쟁, ④ 공급 과잉, ⑤ 현금흐름의 측면에서 과거 호황기와 비교하였다. 비교 결과 **현재 조선업계의 위험노출도는 전반적으로 과거 호황기보다 낮아진 것으로 평가된다.** 다만 ‘공급 과잉’은 여전히 가장 큰 잔존 위험이며, ‘LNG운반선 경쟁’은 절대적인 위험도가 높지는 않으나 중국의 건조·수주 역량 확대로 과거보다 위험이 상승한 유일한 항목이다.

[국내 조선업계의 과거 호황기 대비 위험노출도]

구분	① 수주잔고 구성	② 선주·화주/선박금융	③ LNG 운반선 경쟁	④ 공급 과잉	⑤ 현금흐름
과거 호황기 (2000년대 중후반)	보통	높음	낮음	높음	보통
현 호황기	낮음 ~ 보통	낮음	낮음 ~ 보통	보통	낮음 ~ 보통
위험도 변화	↓	↓ ↓	↑	↓	↓

주) 위험노출도는 업황 하강시 각 요인이 수주잔고, 손익, 현금흐름 및 재무부담으로 전이될 가능성과 영향을 종합한 상대평가 지표임

- ① **국내 조선사의 수주잔고는 과거보다 높은 질적 안정성을 갖추고 있다.** 2008년말 국내 잔고의 27%를 차지했던 벌크선 수주는 사실상 소멸하고, LNG운반선과 대형 컨테이너선 중심으로 재편되었다. 발주도 선박 자산가치 상승을 기대한 투기적 발주보다 LNG 프로젝트, 장기 용선·화물계약, 글로벌 대형 선사의 선대 재편 및 친환경 전환에 연계된 물량이 중심이다. 이에 단기적인 운임과 선박가치 하락이 대규모 계약 취소와 수주잔고 훼손으로 이어질 가능성은 낮아졌다.
- ② **선주·화주의 재무여력과 보수화된 선박금융 구조는 계약 이행의 안정성을 높이고 있다.** 글로벌 컨테이너선사의 재무구조가 과거보다 크게 개선되었고, LNG운반선은 우량 국영 에너지기업과 오일메이저 주도의 장기계약에 연계된 비중이 높다. 선박금융도 보수적인 담보인정비율(LTV) 적용과 실선주 지급보증, 자금보충 약정 등 리스크 관리가 강화되었다. 재무여력이 취약한 투자자의 진입과 과도한 레버리지 활용이 제한되면서, 업황 하강이 조선사의 대규모 대손과 급격한 유동성 부담으로 전이될 가능성도 낮아졌다.
- ③ **LNG운반선은 핵심 수주기반으로 유지될 전망이나, 중국의 진입으로 경쟁 위험은 높아지고 있다.** 북미 LNG 프로젝트 확대에 따른 톤마일 증가와 노후 스팀터빈선 교체 수요가 발주 하방을 지지하고 있으며, 국내 조선사의 화물창·추진체계 기술력과 장기 운항실적을 감안하면 시장지위가 단기간 내 크게 훼손될 가능성은 낮다. 다만 중국의 LNG운반선 수주잔고 88척(2026.06초) 가운데 자국 발주와 Captive 성격의 물량을 제외한 제3국 발주가 19척(22%)을 차지하는 등 고객기반이 확대되고 있다. 중국 선박의 장기 운항효율과 품질 안정성은 아직 추가적인 검증이 필요하나, 건조 중인 선박이 안정적으로 인도되고 운항실적이 축적될 경우 국내 조선사의 선가 프리미엄과 선별 수주역량은 약화될 수 있다.
- ④ **공급 과잉 위험은 다소 완화되었지만 여전히 가장 큰 리스크 요인이다.** 컨테이너선과 LNG운반선은 상당한 규모의 인도를 앞두고 있어 단기적으로 운임과 신규 발주를 압박할 수 있다. 다만 전 선종에 수주잔고가 누적되었던 과거와 달리 현재의 부담은 일부 선종에 제한되어 있고, 친환경 선박으로의 교체 수요도 발주 하방을 일부 보완할 전망이다. 보다 구조적인 위험은 중국의 생산 Capa 확대 기조가 업황 하강기의 공급 조정을 지연시키고 가격경쟁을 심화할 수 있다는 점이다.
- ⑤ **최근 조선업계의 디레버리징은 선수금보다 본원적 수익성에 기반한 총영업활동현금흐름(OCF)이 주도하고 있어 과거보다 질적 안정성이 높다.** 조선사의 현금창출은 크게 OCF와 운전자본 유입이라는 두 가지 주요 경로로 구성된다. 2000년대 호황기에는 영업 관련 현금유입의 약 30%가 선수금 중심의 운전자본에서 발생했으나, 금융위기 이후 신규수주 급감으로 선수금 유입이 중단되면서 현금흐름이 빠르게 악화되었다. 반면 최근에는 고가 수주잔고의 실적 반영과 생산성 개선에서 발생한 OCF가 현금 증가와 차입금 상환을 주도하고 있다. 현재 보편화된 Heavy Tail 방식의 대금 결제구조는 일반적으로 건조 중의 운전자본 부담을 높이는 요인이지만, 업황 충격 시에는 선수금 의존도가 낮아 현금이 급격히 순유출될 위험도 줄어든 구조이다. 선수금 수령이 줄어든 만큼 호황기의 현금축적 속도는 과거보다 낮아졌지만, 신규수주 둔화가 현금유입의 급격한 감소로 이어질 가능성도 완화되었다.

과거보다 개선된 업황 대응력이 조선업의 사이클 위험 자체를 해소하는 것은 아니다. 국내 조선업계의 수익기반은 LNG운반선에 집중되어 있으며, 중국의 생산 Capa 증대와 고부가 선종 점유율 확대는 향후 다운턴의 강도와 지속기간을 높일 수 있는 위험요소로 남아 있다. 이에 조선 Big 3는 친환경 선박, 생산체계 다거점화, FLNG 및 미국·방산시장 진출을 통해 특정 선종과 상선 사이클에 대한 의존도를 낮추려 하고 있다.

국내 조선 3사가 공통적으로 확보해야 할 차세대 수익기반은 친환경 선박이다. LNG, 메탄올, 암모니아 등 대체연료 추진체계로의 전환은 컨테이너선에서 탱커와 벌크선까지 상선시장 전반에 영향을 미칠 수 있어 잠재 시장이 넓다. 다만 복수의 연료체계가 병존하고 중국도 초기 건조실적을 빠르게 축적하고 있어, 기술적 우위만으로 상업적 우위를 보장하기는 어렵다. 적극적인 연구개발과 초도 수주를 병행하면서 반복건조를 통해 공정 안정성과 운항 신뢰성을 조기에 확보하는 것이 중요하다.

HD현대는 국내 야드를 고부가 선박에 집중하고 베트남·필리핀 거점에서 중가 표준선을 건조하는 생산체계 다거점화를 추진하고 있다. 기존 설비의 임차·재가동과 해외법인 운영 경험을 활용한다는 점에서 신설 투자보다 하방위험이 낮다. 향후 해외거점의 생산성과 품질 확보, 자체 현금창출 구조의 안정화 여부가 중요하다.

삼성중공업은 FLNG 시장에서 영향력을 확대하고 있다. 삼성중공업의 FLNG 전략은 과거 해양플랜트 사업의 단순한 재확장이 아니라, 축적된 트랙레코드와 높아진 프로젝트 통제력을 활용한 선별적 시장 재진입의 성격이 강하다. 개별 프로젝트의 손실 위험은 일반 상선보다 높지만, 검증된 설계의 반복 적용과 공정관리 역량이 정착될 경우 상선 사이클을 보완하는 효과가 예상된다.

한화오션은 필리조선소를 통해 미국 상선·MRO·방산시장에 진출하고 있다. 한화오션의 미국 진출 전략은 중국 조선사의 진입이 제한된 시장을 선점하고 상선 사이클을 장기 방산수요로 보완할 수 있다는 점에서 전략적 가치가 높다. 다만 필리조선소의 생산 효율화와 설비·공급망 구축에는 상당한 시간과 자금이 필요해 투자규모 및 회수기간 측면에서는 일부 불확실성이 상존한다.

[전략별 기대효과 및 리스크요인]

전략 구분	기대효과	리스크 및 모니터링 요인
친환경 선박 (공통 전략)	차세대 고부가 수주기반 확보 LNG운반선 편중 완화	기술 표준 불확실성 중국의 트랙레코드 선점
생산체계 다거점화 (HD현대 선도 전략)	원가경쟁력 및 선종 저변 확대 생산 유연성 제고	현지 생산성·품질·납기 모기업 추가 지원/자체 현금창출
FLNG 중심 해양사업 (삼성중공업 선도 전략)	높은 진입장벽 상선 수요와 차별화	설계 변경 등 공정관리 난이도 공급망 및 대금 회수
미국·방산시장 진출 (한화오션 선도 전략)	중국 진입이 제한된 시장 선점 장기 방산수요 및 그룹 시너지	선행 투자부담 / 장기의 회수기간 정책 불확실성

향후 조선업 다운턴이 재차 도래하더라도, 실물 프로젝트에 연계된 수주잔고와 선주의 개선된 계약 이행능력, OCF 중심의 현금창출 구조를 감안하면, 충격이 과거와 동일한 경로로 업계 전반의 신용도 저하로 확산될 가능성은 낮을 것으로 판단한다. 이번 사이클의 핵심 크레딧 위험은 기수주 계약의 대규모 붕괴보다, 업황 둔화 이후에도 채산성 있는 수주잔고를 지속적으로 보충하고 중국발 공급 경쟁과 전략투자의 초기 사업위험 및 현금 소요를 통제할 수 있는지에서 나타날 가능성이 높다. 이에 업체별 신용도는 본원 사업의 수익성과 현금창출력, 중국발 경쟁에 대한 대응력 및 전략사업의 투자회수 성과에 따라 차별화될 전망이다.

CONTENTS

I. 사이클 산업의 본질 - 조선업 다운턴은 반복될까?	5
II. 수주잔고의 질적 안정성 점검	
1. 투기적 발주 축소와 프로젝트 연계성 강화	9
2. 선주·화주의 재무여력과 선박금융의 완충력	11
III. 수급 여건 안정성 점검	
1. LNG운반선 수요의 지속성과 경쟁 심화	13
2. 공급 과잉 리스크	18
IV. 현금흐름 안정성 점검	21
V. 조선 Big 3의 투자전략과 신용도 영향	25

I. 사이클 산업의 본질 - 조선업 다운턴은 반복될까?

조선업계의 경쟁력과 신용도 회복 배경을 살펴본 1부에 이어, 보고서 2부에서는 국내 조선업계가 향후 업황 다운턴이 도래하더라도 연착륙에 성공하며 회복된 크레딧을 안정적으로 방어할 수 있을지 점검하고자 한다. 조선업은 수요와 공급의 불균형이 크고 반복적으로 나타나는 대표적인 사이클(Cyclical) 산업이다. 이에 현재의 수익성과 수주잔고뿐 아니라 업황 반전 시 실적과 현금흐름에 가해지는 충격을 얼마나 흡수할 수 있는지가 조선사 신용도의 중요한 고려요인으로 작용한다.

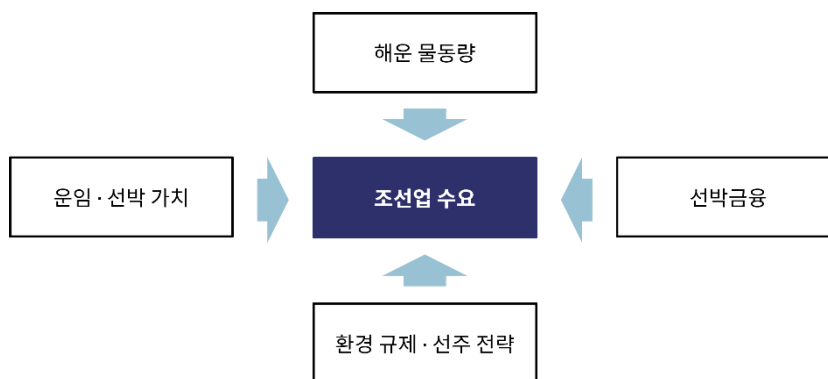
일반적으로 산업의 사이클은 수요와 공급의 일시적인 불일치 자체보다 불균형의 해소가 지연되는 과정에서 발생한다. 수요 변화에 맞추어 공급이 신속하게 조정되는 산업은 업황의 진폭이 크지 않다. 반면 조선업은 수요의 변동성이 높은 동시에 인력·설비·공급망의 제약으로 생산능력의 확대와 축소에는 상당한 시간이 소요된다. 수요와 공급이 서로 다른 속도로 움직이는 구조적 시차가 조선업 사이클을 장기화하고 진폭을 확대하는 근본적인 원인이다.

조선업 수요의 변동성

조선업의 수요, 즉 신조선 발주는 기본적으로 해운 물동량의 함수이다. 글로벌 교역이 확대되어 운송해야 할 화물량이 증가하면 필요한 선복량(cargo space)이 늘어나며, 교역거리가 길어지는 경우에도 동일한 화물을 처리하기 위해 더 많은 선박이 필요하다. 이에 해운 물동량과 운송거리를 결합한 톤마일(Ton-mile)이 중장기적인 선박 수요를 결정하는 기초 변수로 작용한다.

다만 실제 선박 발주의 규모와 시점은 해운 물동량만으로 결정되지 않는다[그림 1]. 해운 운임과 선박 자산가치는 선주의 예상 투자수익률에 영향을 미치며, 선박금융의 가용성과 조달 조건은 고가의 선박 투자를 실행할 수 있는지를 좌우한다. 환경규제는 노후선의 경제적 수명을 단축해 교체 수요를 유발하고, 선박을 선점하거나 장기 화물·용선계약에 필요한 운송능력을 확보하려는 선주의 전략도 발주 의사결정에 영향을 미친다.

[그림 1] 조선업 수요를 결정하는 주요 요인



자료) 한국기업평가

문제는 조선업 수요를 결정하는 각 요인들의 변동성이 크고 상호 연계되어 있다는 점이다. 호황기에는 운임과 선박가치 상승 및 금융공급 확대가 함께 나타나면서 선박 투자의 경제성

이 빠르게 개선될 수 있다. 여기에 향후 납기 슬롯 부족을 예상한 선박 선점 수요가 가세하면 신규 발주가 더욱 확대된다. 반대로 운임과 선가 하락으로 투자 경제성이 저하되고 담보 가치 및 차주 상환능력에 대한 우려로 선박금융이 위축되면, 중장기적인 해운 수요가 유지되더라도 선주들이 투자를 유보하면서 발주가 급감할 수 있다.

환경규제 역시 중장기적으로는 노후선 교체 수요를 창출하지만, 단기적으로는 수요 예측의 불확실성을 높일 수 있다. 규제의 도입 시점과 세부 기준, 차세대 연료 표준 등이 불확실할 경우 선주들의 투자 결정이 지연되는 요인이 되기 때문이다. 한편 최근에는 지정학적 갈등과 공급망 재편으로 수요 변동 요인이 더욱 복잡해지고 있다. 물동량과 교역거리, 에너지 안보 등이 동시에 영향을 미치면서 수요의 방향과 강도를 예측하기가 어려워지고 있다.

이처럼 조선업 수요는 실물경제뿐 아니라 해운시장의 가격과 금융환경, 환경정책 및 시장 참여자의 기대에 복합적으로 영향을 받는다. 각 요인이 같은 방향으로 움직일 경우 신규 발주는 기초적인 해상운송 수요보다 빠르게 증가하거나 감소할 수 있으며, 이는 조선업 업황의 높은 변동성을 야기하는 요인으로 작용한다.

조선업 공급의 비탄력성

수요의 변동성과 맞물려 조선업의 비탄력적이고 후행적인 공급 구조는 수급 불균형을 장기화하고 사이클을 증폭시킨다. 수요 예측이 어려워 공급을 선제적으로 조정하기 힘들 뿐만 아니라, 인력·공급망·설비 등의 경직성으로 인해 생산능력을 빠르게 확대·축소하기 어려운 구조를 갖고 있기 때문이다.

첫째, 조선업 공급은 인력 측면에서 구조적인 경직성을 갖는다. 선박 건조에는 선종별·공정별 경험을 축적한 인력이 필요하며, 신규 인력이 일정한 숙련도와 생산성을 갖추기까지 상당한 시간이 소요된다. 이에 호황기에 인력을 단기간 내 대규모로 확충하기 어렵고, 불황기에 숙련인력이 산업을 이탈할 경우 향후 업황 회복 시 생산능력을 복원하는 데에도 긴 시차가 발생한다. 특히 고부가가치 선종은 숙련 노동의 비중이 커 경직성이 더 높은 편이다.

둘째, 복잡한 기자재·협력업체 공급망이 생산능력 확대의 제약으로 작용한다. 조선소가 도크와 설비를 확충하더라도 후판과 블록, 엔진 및 핵심 기자재의 공급능력이 함께 확대되지 않으면 실제 선박 인도량은 증가하기 어렵다. 특히 선박 엔진이나 화물창처럼 높은 기술력과 대규모 생산설비가 필요한 핵심 기자재는 산업 전체의 공급 병목으로 작용할 수 있다.

셋째, 선종별 생산능력 전환에 제약이 있다. LNG 운반선, 컨테이너선, 탱커, 벌크선은 요구되는 설계 역량, 건조 공정, 협력업체의 구성이 상이하다. 따라서 특정 선종의 발주가 급증하더라도 다른 선종에 배치된 생산능력을 단기간에 완전하게 전환하기 어렵다. 전체 조선시장에 여유 Capa가 존재하더라도 특정 선종에서는 공급 제약과 장기 납기가 나타날 수 있다.

넷째, 조선업은 대규모 고정자산과 높은 진입·퇴출장벽을 갖는다. 현대적인 조선소를 구축하려면 대규모 인프라와 초기 자본투입이 필요하며, 선가 경쟁력을 확보하기 위해서는 일정 수준 이상의 규모의 경제도 요구된다. 특히 대형·고가 선박 시장에서는 생산설비를 갖춘 이후에도 건조 트랙레코드와 선주의 신뢰를 확보하기까지 상당한 시간이 소요되어 신규 진입이 쉽지 않다. 반대로 일단 투자된 도크와 설비, 숙련인력 및 협력업체 기반은 불황기에도

빠르게 축소하기 어렵다. 생산을 중단할 경우 재가동 비용과 숙련인력 유출 부담이 크기 때문에, 조선사들은 수요가 감소하더라도 일정 수준의 가동률을 유지하려는 유인을 갖는다.

이러한 특성으로 인해 조선업 공급은 수요 증가에 후행하여 확대되고, 수요가 감소한 이후에도 상당기간 잔존한다. 특히 불황기에는 조선사들이 고정비 부담을 낮추기 위해 낮은 선가와 불리한 계약조건을 감수하면서 수주 경쟁을 지속할 수 있어, 공급 과잉과 업황 부진이 장기화될 가능성이 높다.

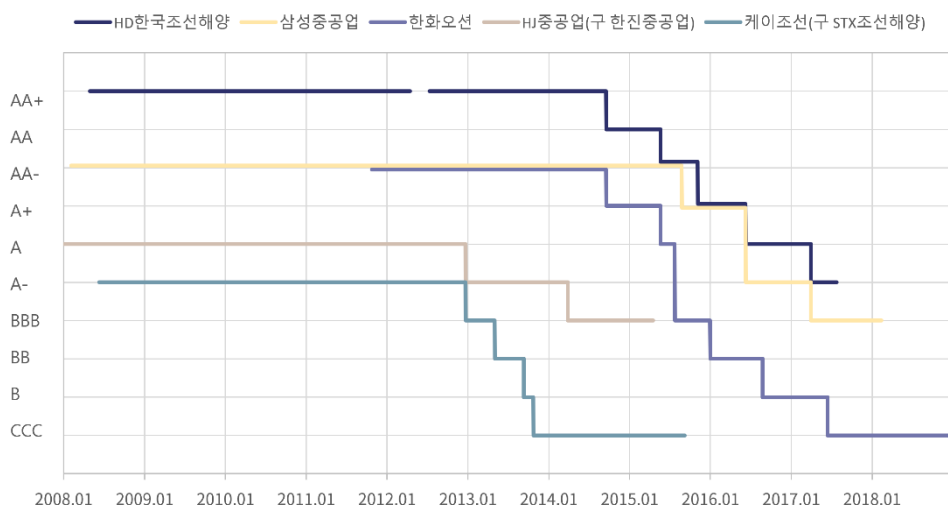
조선업 다운턴 도래의 위험

이처럼 조선업은 변동성 높은 수요와 비탄력적인 공급이 맞물려 수급 불균형이 장기화되는 사이클 산업의 구조적 특성을 갖고 있다. 과거 2000년대 호황 이후 장기간의 불황이 이어졌듯, 현재의 업사이클 이후에도 조선업 다운턴이 재차 도래할 가능성을 배제할 수는 없다.

2010년대 조선시장 불황은, 업황 반전이 업계 전반의 크레딧 저하로 전이되는 과정을 보여준다. 당시 중국과의 생산 Capa 경쟁으로 공급이 크게 확대된 상황에서 글로벌 금융위기가 발생하면서 조선시장의 수급 여건이 급격히 악화되었다. 선박금융시장 경색으로 선주들의 인도 지연과 계약 해지 요구가 이어졌고, 이후 실물경제 위축으로 신규 발주가 수년간 급감하였다. 선수금 유입 감소와 기존 선박의 건조자금 부담이 맞물리면서 조선사들의 운전자본 부담과 외부차입도 확대되었다.

국내 대형 조선사들은 보유 수주잔고의 건조 스케줄을 분산·이연하고 해양플랜트 수주를 확대하며 상선 부문의 수주 공백에 대응하였다. 그러나 잦은 설계 변경과 복잡한 통합 엔지니어링에 따른 공정 리스크를 충분히 통제하지 못한 가운데, 2014년 하반기 이후 유가 급락으로 해양플랜트 시장마저 위축되었다. 상선 수주절벽과 운전자본 부담에 해양플랜트의 대규모 공정손실이 더해지면서 조선사들의 실적과 현금흐름이 급격히 악화되었고, 이는 업계 전반의 신용도 저하로 이어졌다[그림 2].

[그림 2] 2010년대 불황기 주요 조선업체의 신용등급 히스토리



주) 한국기업평가 장기등급 기준

현재 사이클은
과거와 다를까?

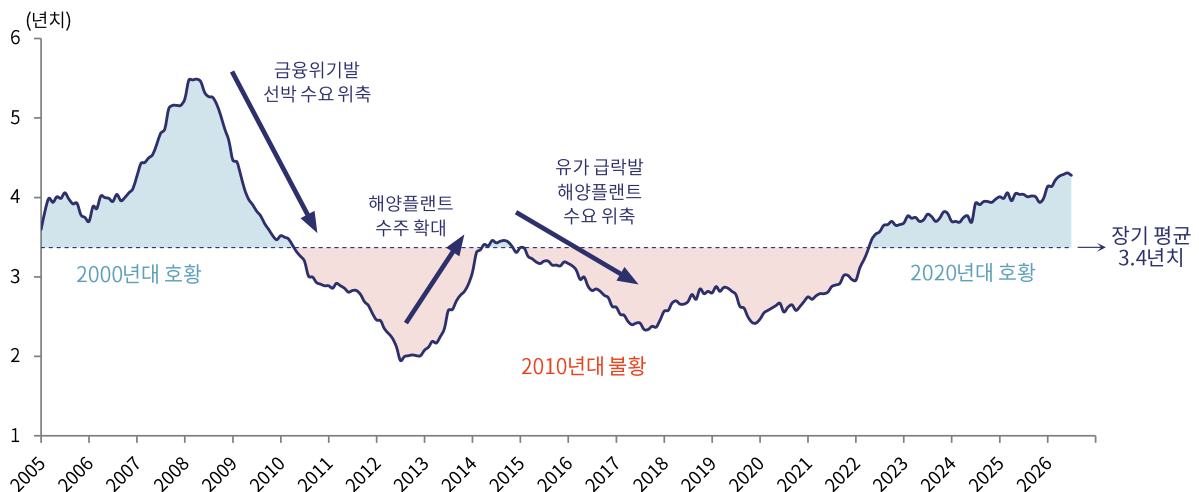
현재 조선 업황도 선박 인도량의 확대와 글로벌 생산 Capa 증대라는 측면에서 과거와 유사점을 갖고 있다. 다만 수주잔고의 구성, 선주 및 화주의 재무건전성, 선박금융시장의 구조, 현금흐름 원천 측면에서는 과거와 다른 모습도 보이고 있다. **핵심은 업황 충격의 재발 여부가 아니라 그 충격이 과거와 같은 산업 전반의 크레딧 저하로 전이될지에 있으며, 본 보고서는 수주잔고의 안정성과 중장기 수급 여건, 조선사의 현금흐름 구조를 통해 그 가능성을 점검하고자 한다.**

II. 수주잔고의 질적 안정성 점검

최근 수년간의 신규 발주 호조로 전세계 조선사들은 외형상 충분한 규모의 일감을 확보하고 있다. Clarkson's Research 에 따르면 2026년 6월말 전세계 조선소의 수주잔고 회전율(Forward Cover¹)은 4.3년으로 장기 평균인 3.4년을 상회한다[그림 3]. 다만 수주잔고의 규모가 향후 수익과 현금흐름의 안정성을 담보하는 것은 아니다. 2000년대 호황기에 최대 5.5년까지 증가했던 수주잔고는 이후 불과 4년 만에 2.0년까지 감소하였다.

2000년대 후반 글로벌 금융위기 발발로 해운 운임이 급락하는 한편 선박금융시장이 경색되자, 수주가 사실상 중단되었을 뿐 아니라 일방적인 계약 취소 사례가 다수 발생하며 수주잔고가 급감하였다. 이러한 경험은 충분한 수주잔고의 확보는 업황 대응력의 필요조건일 뿐, 발주의 실화물 연계성, 선주와 화주의 계약 이행능력, 선박금융의 조달 안정성 등 수주잔고의 질이 조선사의 실질적인 업황 대응력을 좌우한다는 점을 보여주고 있다.

[그림 3] 전세계 조선소 수주잔고(Forward Cover)



주) Forward Cover는 전세계 조선소의 최근 12개월 선박 인도량 대비 전세계 수주잔고 규모(CGT 기준)
자료) Clarkson's Research

1. 투기적 발주 축소와 프로젝트 연계성 강화

**투기적 수요가
조선사 재무부담으로
리스크 전이**

2000년대 후반의 수주잔고에는 운송 실수요뿐 아니라 선박 자산가치 상승을 기대한 투기적 발주가 상당 부분 포함되어 있었다. 당시 중국을 중심으로 해운 물동량이 빠르게 증가하고 운임이 상승했으며, BDI(Baltic Dry Index) 급등으로 벌크선의 자산가치가 크게 높아지면서 단기적인 매매차익을 목적으로 한 자산투자성(Asset Play) 수요가 확대되었다.

풍부한 글로벌 유동성과 고레버리지의 선박금융 기조도 이러한 발주를 뒷받침하였다. 당시 선주들은 적은 자기자본만으로 신규 선박 투자가 가능했고, 금융위기 이후 운임과 선박가치가 급락하자 건조계약을 유지할 경제적 유인과 자금 여력을 모두 상실하였다. 그 결과 건조

¹ 전세계 조선소의 최근 12개월 선박 인도량 대비 전세계 수주잔고 규모(CGT 기준)

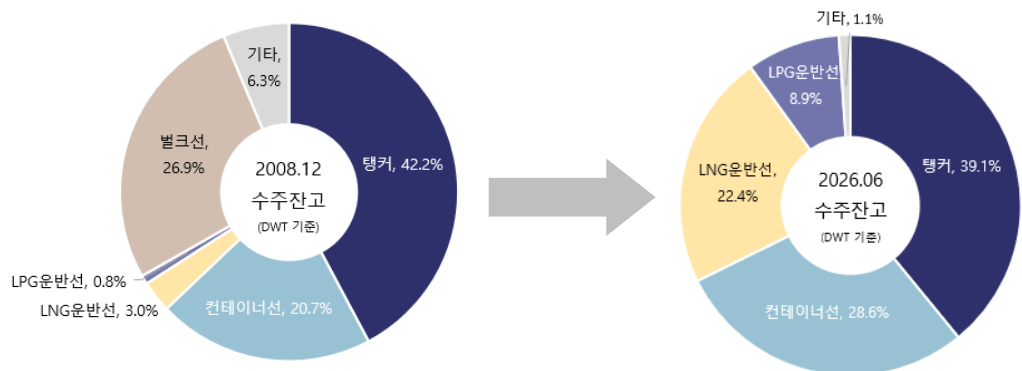
대금 납입 지연과 계약 취소가 발생했고, 미완성 선박의 완공과 재매각 부담은 조선사로 전이되었다.

**투기적 발주 비중
축소, 실물 프로젝트
연계성 강화**

현재 국내 조선사들의 수주잔고는 당시와 다른 선종 구성을 보이고 있다[그림 4]. 2008년말 글로벌 수주잔고의 46%, 국내 조선사 수주잔고의 27%가 벌크선으로 구성되었던 반면, 현재 국내 조선사 수주잔고는 LNG 운반선과 대형 컨테이너선을 중심으로 재편되어 있다. 적재량(DWT; 재화중량톤수) 기준으로, LNG 운반선과 컨테이너선의 비중이 각각 22%와 29%이며, 벌크선 수주잔고는 사실상 없는 것으로 나타난다. 고가·고사양 선박의 비중이 높아지면서 발주에 필요한 선주의 초기 자본과 기술·운영 역량이 과거보다 크게 높아졌다.

이러한 선종 구성 변화가 계약의 안정성을 보장하는 것은 아니다. 다만 상대적으로 저가인 선박의 자산가치 상승만을 기대하고 시장에 진입했던 과거의 투기적 발주와 비교하면, 현재의 발주 건들은 대부분 실화물 운송수요를 기반으로 자체적인 운항 또는 대선 영업 계획 등을 전제로 하고 있다는 차이가 있다.

[그림 4] 한국 조선소 수주잔고 선종별 구성 변화



자료) Clarksons Research

현재 수주잔고가 장기 프로젝트에 밀접하게 연계되어 있다는 점도 긍정적이다. 국내 조선사의 LNG운반선 수주 상당 부분을 LNG 액화 프로젝트와 장기 용선·화물계약을 기반으로 한다. 컨테이너선 역시 글로벌 대형 선사들의 선대 재편과 친환경선박 전환을 목적으로 발주된 물량이 중심을 이루고 있다. 실화물과 장기계약에 연계된 발주는 단순 자산가치 상승 목적의 발주보다 미래 현금흐름의 가시성이 높다. 화물과 용선계약이 유지되는 한 선박 인도의 필요성이 지속되기 때문에, 단기적인 운임 및 선박가치 하락만으로 건조계약이 취소될 가능성도 상대적으로 낮다.

현재 수주잔고는 과거보다 투기적 발주의 비중이 축소되고 실물 프로젝트와의 연계성이 강화되었다. LNG 운반선에 대한 의존도가 높고 프로젝트 착공 지연이나 용선계약 변경과 같은 개별 사업위험은 통제하기 어렵다는 점에서 한계는 있지만, 업황 다운턴이 대규모 계약 취소와 수주잔고 훼손으로 전이될 가능성은 과거보다 낮아진 것으로 판단된다.

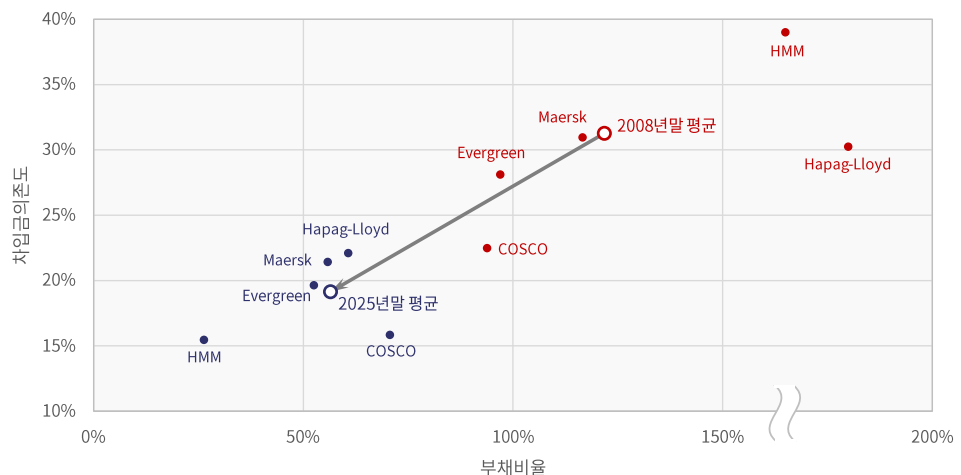
2. 선주·화주의 재무여력과 선박금융의 완충력

수주잔고가 실화물이나 장기 프로젝트에 연계되어 있더라도 실제 건조계약의 이행은 선주·화주의 재무여력과 선박금융 구조에 영향을 받는다. 선박 발주는 계약상 선주인 SPC 와 실질적인 투자주체인 실선주(Sponsor), 최종 화주 또는 용선주(Charterer), 선박금융기관 등 다양한 이해관계자가 연결된 구조를 갖기 때문이다.

선주 및 화주의 재무편더멘탈 개선

현재 국내 조선사 수주잔고의 주요 발주처인 글로벌 컨테이너선사들의 재무구조는 2000년대 호황기보다 개선되었다. 주요 5개 선사의 합산 부채비율은 2008년말 122%에서 2025년말 56%로, 차입금의존도는 31%에서 19%로 크게 하락하였다[그림 5]. 이는 팬데믹 기간의 해운 호황을 통해 자본과 유동성을 축적하고 차입금을 상환한 결과로, 향후 해운 업황이 악화되는 스트레스 상황에서도 기발주 선박의 건조대금에 대응할 수 있는 자체적인 완충력이 과거보다 높아진 것으로 판단된다.

[그림 5] 글로벌 컨테이너선사 합산 재무지표 변화: 2008 vs 2025



주) 합산 대상 컨테이너선사는 Maersk, COSCO, Hapag-Lloyd, Evergreen, HMM 5개사 가중평균 기준
자료) 연결감사보고서(HMM), Bloomberg

국내 수주잔고에서 높은 비중을 차지하는 LNG 운반선의 경우에는 선주뿐 아니라 최종 화주 또는 용선주의 신용도가 프로젝트 안정성에 중요한 영향을 미친다. 국내 조선사의 LNG 운반선 수주는 대부분 국영 에너지기업과 글로벌 오일메이저가 추진하는 LNG 프로젝트 및 장기 용선·화물계약에 연계되어 있다. 이들 우량 화주의 지급능력과 장기계약에서 발생하는 현금 흐름은 선박 운항수입의 가시성을 높이고 선주의 건조대금 지급능력을 뒷받침하며, 건조 계약 이행의 안정성을 높이는 요인이다.

선박금융시장의 리스크 관리 확대

선박금융시장의 보수화도 수주잔고의 하방 리스크를 완화하는 요인으로 작용하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 바젤 III 등 국제 은행 자본규제가 대폭 강화되었고 선박금융시장의 신용공급 기조도 리스크 관리 및 건전성 확보 위주로 재편되었다. 2007~2008년 당시에는 파생상품과 그림자 금융 등 유동성 과잉으로 은행들이 경쟁적으로 LTV 90~100%에 달하는 선

박금융을 제공하였다. 금융권의 공격적인 레버리지 확대 전략과 자기자본 투입을 최소화하려는 선주 간의 이해가 합치되며, 선박금융시장 전반의 건전성이 약화되었다.

현재 선박금융시장의 LTV 는 개별 프로젝트에 따라 차이는 있으나 대체로 60~80% 수준에서 형성되는 경우가 많다. 보수적인 LTV 적용으로 선주가 발주 초기 단계에서 부담해야 하는 자기자본 규모가 증가했다. 국내 조선사의 주력 선종인 LNG 운반선과 초대형 컨테이너선은 선박 중에서도 고가의 자산임에 따라 자기자본 부담과 금융기관의 심사 강도가 더욱 높다. 이는 재무여력이 취약한 투기적 투자자의 시장 진입을 어렵게 하는 동시에, 건조계약 체결 이후에는 투입된 자기자본을 보호하기 위해 선주가 계약을 유지할 유인을 제공하고 있다.

선박별 SPC 의 유한책임 구조에 대한 금융기관의 리스크 관리도 강화되었다. 과거에는 선박 가치 하락 시 실선주가 SPC 의 부실을 모기업과 분리하여 계약상 손실을 제한하는 사례가 발생하였다. 최근에는 금융기관이 SPC 자체의 자산과 담보가치뿐 아니라 실선주의 지급보증이나 자금보충 약정, 장기 용선·화물계약에서 발생하는 프로젝트 현금흐름을 함께 검토하는 방식이 확대되고 있다. 여기에 재무비율 유지와 배당·추가 차입 제한 등을 요구하는 Covenant 도 활용되면서, 실선주의 재무적 구속력이 높아지고 과도한 레버리지 확대나 재무상태 악화에 대한 조기 통제도 강화된 것으로 판단된다.

정책금융기관 중심으로 선박금융 공급 다변화

선박금융 공급기반이 다변화된 점도 과거와 구별된다. 2000년대에는 유럽계 상업은행에 대한 의존도가 높아 금융위기 이후 주요 은행들이 동시에 여신을 축소하면서 시장 전체의 자금공급이 급격히 위축되었다. 이후 중국계 리스사와 아시아계 금융기관, 주요국 수출신용기관(ECA) 등의 참여가 확대되면서 특정 지역이나 금융업권에 대한 집중도가 낮아졌다. 특히 정책적 성격을 갖는 ECA 금융은 상업은행의 위험선호가 위축되는 국면에서 일부 프로젝트의 금융공급을 보완할 수 있다.

프로젝트 중심의 발주 구조와 보수화된 금융조달 여건은 재무여력이 취약한 투자자의 진입과 과도한 레버리지 확대를 제약하고 있다. 이는 단기적으로 신조선 수요의 상방 확장성(upside potential)을 제한할 수 있으나, 중장기적으로는 자본력과 안정적인 현금흐름을 갖춘 선주·화주 중심으로 시장을 재편하여 수주잔고의 질적 안정성을 높이는 요인으로 작동하고 있다. LNG 운반선에 대한 의존도가 높고 프로젝트 착공 지연이나 용선계약 변경과 같은 개별 사업위험은 통제하기 어렵다는 점에서 한계는 상존한다. 다만 향후 업황 하강 국면이 도래하더라도, 그 위험이 보유 수주잔고의 대규모 대손 발생이나 유동성 위험 등 조선사의 급격한 재무부담으로 전이될 가능성은 높지 않은 수준으로 판단된다.

III. 수급 여건 안정성 점검

보유 수주잔고의 질적 안정성이 단기적인 업황 충격을 완충하는 요인이라면, 조선사의 중장기 수익구조는 잔고 소진 이후에도 채산성 있는 신규수주를 확보할 수 있는지에 좌우된다. 현재 조선시장은 LNG 운반선과 친환경선박의 구조적 수요가 하방을 지지하는 한편, 중국 고부가 선종 진입과 생산 Capa 확대가 수주경쟁을 높이고 있다. 이에 본 장에서는 국내 조선업계의 핵심 수익기반인 LNG 운반선 수요의 지속성과 경쟁구도, 전방 선박량 및 조선소 생산능력 확대에 따른 공급 과잉 위험을 중심으로 중장기 수급 안정성을 점검하였다.

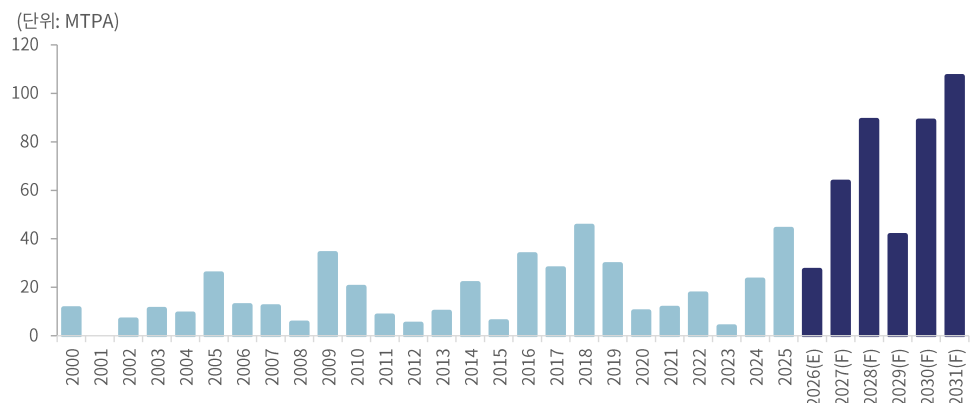
1. LNG운반선 수요의 지속성과 경쟁 심화

교역거리 먼 북미
LNG프로젝트 확대로
톤마일 증대 효과

최근 일각에서는 국내 조선업계의 핵심 수익원인 LNG 운반선에 대한 공급 과잉 우려를 제기하고 있다. 지난 수년간 선주들의 신조 발주가 활발히 진행되면서 LNG 운반선 인도량이 추세적 증가세를 보이고 있으며, LNG 물동량 성장률을 상회하는 대규모 선박 공급으로 인해 LNG 운반선 단기 용선료가 하방 압력에 노출되어 있는 것이 사실이다. 다만 이러한 현상은 최근 집중된 신조선 인도 물량과 일부 LNG 프로젝트 지연이 맞물려 발생한 기간 미스매칭의 성격이 강하다. 2030년대까지의 중기 사이클 관점에서 보면 LNG 운반선의 수요 전망은 여전히 긍정적이다.

장기적인 탄소중립 전환 과정에서 LNG의 역할이 점진적으로 축소될 가능성은 존재한다. 그러나 지정학적 갈등이 심화됨에 따라 에너지 안보의 중요성이 높아지고 주요 생산국의 액화설비 투자가 확대되면서, LNG는 당분간 핵심적인 브릿지(Bridge) 에너지원으로서 기능할 것으로 예상되고 있다[그림 6].

[그림 6] 착공 연도별 LNG프로젝트 물동량



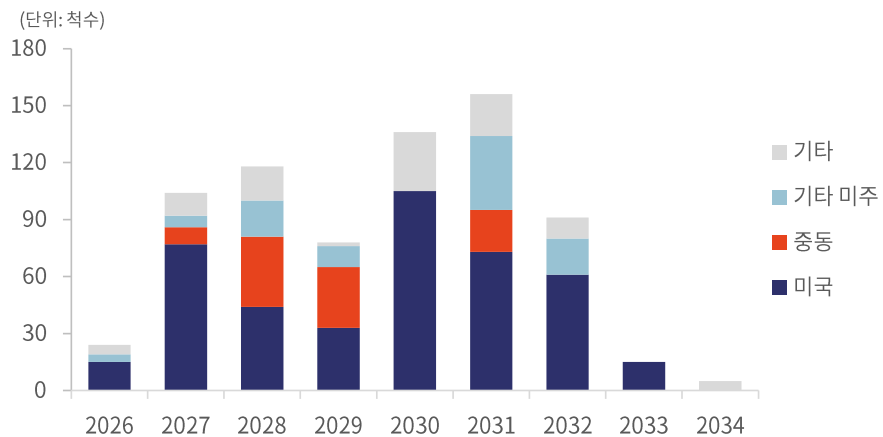
주) 2026년 6월초 현재 현존 또는 공사 진행 중인 LNG 액화 프로젝트의 착공연도 기준
자료) Clarksons Research

탈탄소 전환 기조
속도 조절로 급격한
진부화 리스크 완화

최근에는 트럼프 정부의 전통 화석연료 중심 정책 기조에 따라 그간 정책적 불확실성 하에 지연되었던 북미 LNG 프로젝트에 우호적 환경이 조성되었다. 2025년 이후 북미를 중심으로 LNG 프로젝트의 최종투자결정(FID; Final Investment Decision)이 증가하고 있으며, 북미와 주요 수요처인 아시아 간 교역거리가 길다는 점에서 물동량 증가 이상의 톤마일 확대 효과가 나타날 수 있다. 이는 신규 프로젝트에 연계된 LNG 운반선 발주를 중기적으로 뒷받침하는 요인이다[그림 7].

탈탄소 규제 도입 속도가 일부 조절되고 있는 점도 LNG 운반선의 급격한 진부화 위험을 낮추고 있다. 선박은 20년 이상 운항되는 장기 자산으로, 연료 및 환경규제의 불확실성은 선주의 발주 결정을 지연시키는 요인이다. 규제 도입이 점진적으로 진행될 경우 최신 이중연료 LNG 운반선이 경제적 사용기간을 확보할 가능성이 높아져, 선주의 투자 가시성도 개선될 수 있다. 이에 LNG 운반선은 장기적으로 감축 가능성이 내재된 선종임에도 중기적으로는 국내 조선업계의 핵심 수주기반을 유지할 것으로 판단된다.

[그림 7] 국가별 LNG프로젝트 투자에 따른 소요 LNG운반선 전망

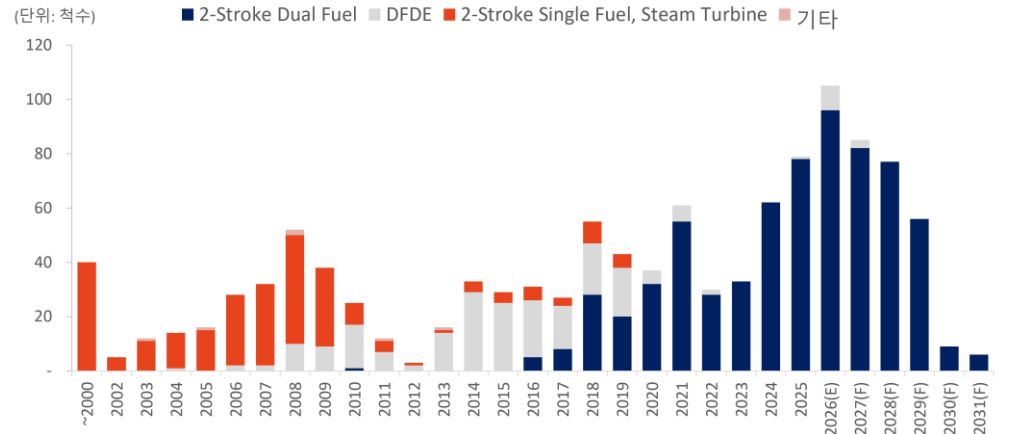


주) 2026년 6월초 현재 공사 진행 중이거나 FEED(Front End Engineering and Design) 단계에 있는 LNG 액화 프로젝트의 예상 착공연도 기준
자료) Clarksons Research

노후 스팀터빈
LNG운반선의 견고한
잠재 교체 수요

노후 스팀터빈(Steam Turbine) 추진 선박의 교체 수요도 수요 하방을 보완하고 있다[그림 9]. 과거 주력 모델이었던 스팀터빈 추진 방식의 LNG 운반선은 현재 주류인 2행정 이중연료 선박보다 연료 효율이 20~40% 가량 낮고, 환경규제 대응을 위한 저속 운항으로 경제성이 저하되고 있다. 이에 최근 폐선 선령도 20~22년 수준으로 낮아지고 있으며, 대수선(retrofit)을 통한 수명 연장보다 폐선 후 신조선 투자를 선택하는 사례가 증가하고 있다. 2026년 1분기에도 2004~2005년 건조된 스팀터빈 선박 4척이 스크랩 처리되었다. 노후선의 점진적인 퇴출은 신규 LNG 프로젝트 발주와 별개로 상당기간 교체 수요를 제공할 전망이다.

[그림 8] LNG운반선 선대의 건조연도별 엔진 타입



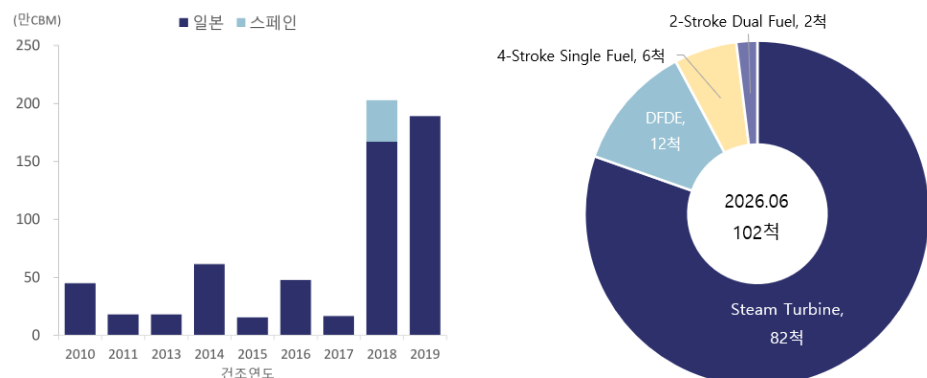
자료) Clarksons Research

LNG운반선 시장의 경쟁구도 변화

LNG 운반선 수요가 유지되더라도 국내 조선사가 이를 지속적으로 흡수할 수 있는지는 중국, 일본 등과의 경쟁 구도에 따라 달라질 수 있다.

일본 조선업계는 과거 LNG 운반선 건조경험을 보유하고 있으나, 현재 시장표준인 멤브레인(Membrane) 화물창과 이중연료 추진체계로의 전환이 충분히 이루어지지 못하면서 시장에서 경쟁력을 상실했다[그림 10]. 일본이 주력했던 모스(Moss) 타입 화물창은 선체 외부에서 구형 화물창을 별도 제작해 탑재하는 방식인 반면, 멤브레인 타입은 선체 내부에 단열재와 방벽을 순차 시공해 화물창을 선체와 일체화하는 방식으로 건조 공정의 근본적인 차이가 있다. 이에 야드 내 정밀한 공정 관리뿐 아니라 극저온 보냉재와 특수용접을 담당하는 협력업체 공급망이 구축되어야 하며, 라이선스 확보만으로는 단기간 내 안정적인 건조 역량을 확보하기 어렵다. 추진계통에서도 일본은 스팀터빈 방식에 장기간 의존해 최신 사양 LNG 운반선의 건조 경험이 제한적인 상황이다.

[그림 9] 일본 건조 LNG운반선의 선주국 구성(좌) 및 엔진 타입 구성(우)



주) 1. 2026년 6월초 현존 선대 기준, 선주국 구성(좌) 그래프는 2010년 이후 건조된 선박 대상
 2. 2-Stroke Dual Fuel(2행정 이중연료) 엔진 2척은 모두 High Pressure 타입에 해당
 3. DFDE 는 Dual Fuel Diesel Electric 의 약자

자료) Clarksons Research

중국, 제3국 발주
LNG운반선 수주
증가 추세

중국 조선업계는 LNG 운반선 시장에서 점유율과 고객기반을 점진적으로 확대하고 있다. 과거 중국 조선사의 수주는 자국 선주의 발주분이나 중국의 LNG 수입과 연계된 Captive 프로젝트가 대부분이었다. 그러나 최근에는 말레이시아와 나이지리아 등 LNG 수출국뿐 아니라 그리스·덴마크·싱가포르 선주로부터도 수주하며 제3국 시장으로 진입하고 있다. 2026년 6월 기준 중국의 LNG 운반선 수주잔고 88척 가운데 자국 발주와 Captive 물량을 제외한 제3국 발주는 19척으로 전체의 22%를 차지한다[표 1]. 중국이 자국 수요와 정책금융을 통해 축적한 건조 경험을 기반으로 제3국 고객을 확대하고 있다는 점은 중장기 경쟁위험을 높이는 변화이다[그림 11].

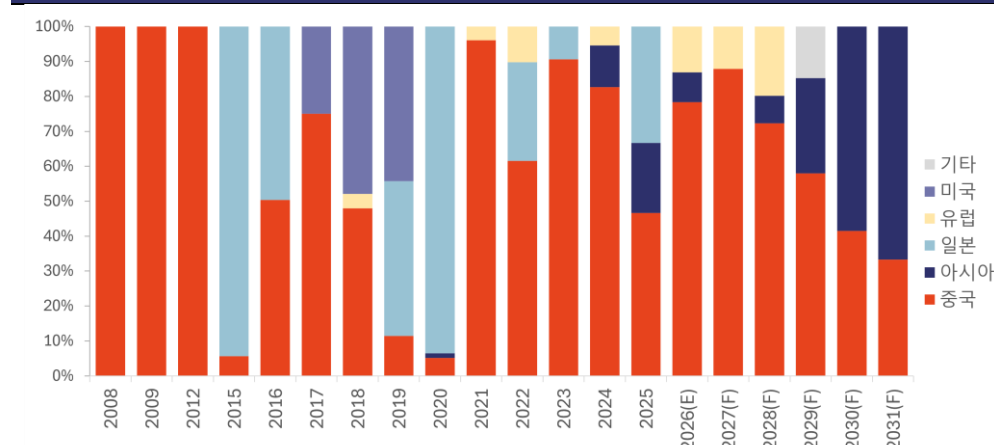
[표 1] 중국 LNG운반선 수주잔고 내 자국 외 발주 내역

발주국	발주선사	조선소	계약일자	대상 선박 (size)
덴마크	Celsius Shipping	CMHI (Jiangsu)	2022-12-31	3척 (180K)
			2023-10-23	2척 (180K)
카타르	Nakilat	Hudong Zhonghua	2024-04-29	9척 (271K)
나이지리아	NLNG	Hudong Zhonghua	2025-12-16	3척 (174K)
싱가포르	Eastern Pacific Shipping	Jiangnan SY Group	2026-01-15	2척 (175K)
그리스	Cardiff Marine	Hudong Zhonghua	2026-01-21	4척 (174K)
말레이시아	Petronas	Hudong Zhonghua	2026-01-30	3척 (174K)
			2026-02-27	2척 (174K)

주) 1. 2026년 6월초 기준, 사이즈는 CBM 단위

2. 자국 외 발주 중 카타르향 9척은 중국 자본과 연계된 Captive 성격, 이를 제외한 19척을 제3국 발주로 분류
자료) Clarksons Research

[그림 10] 중국 조선사 수주 LNG운반선의 선주국 구성 변화 추이



주) 2026년 6월초 현존 LNG운반선대 및 수주잔고 대상, 가로축은 건조(예정)연도 기준

자료) Clarksons Research

중국과의 LNG운반선
경쟁 확대 가능성

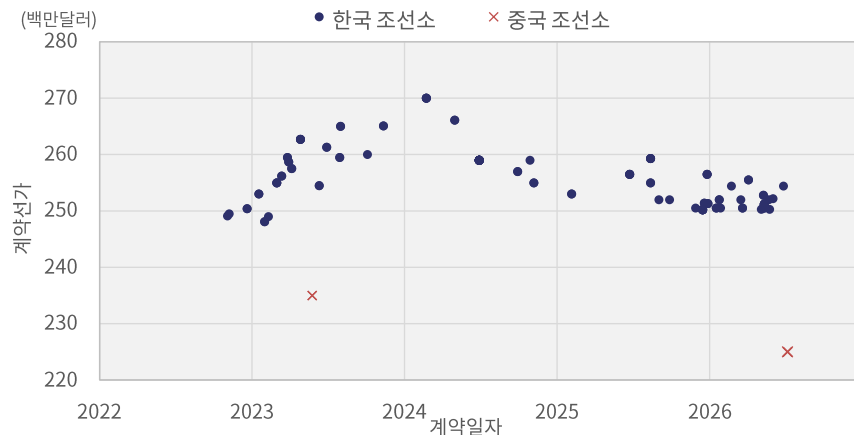
현 단계에서 중국의 수주 확대를 한국과 동등한 LNG 운반선 경쟁력을 확보한 결과로 보기에는 다소 무리가 있다. 최근 중국 조선사의 수주 증가에는 국내 조선사들의 단기 납기 슬롯이 대부분 소진된 데 따른 낙수효과가 상당 부분 작용한 것으로 판단된다.

LNG 운반선은 초고가의 장기 운항자산으로, 선주는 최초 선가(Capex)뿐 아니라 수십 년간

발생하는 연료비와 유지보수비 등 운영비용(Opex)을 함께 고려한다. 한국산 LNG 운반선은 낮은 화물 기화율과 재액화 효율, 추진기관의 연료효율 및 장비 운영 안정성을 장기간 입증해왔다. 반면 중국의 제3국 인도 물량은 상당수가 아직 건조 중이거나 운항 초기 단계에 있어 장기적인 품질 안정성과 운항효율이 충분히 검증되지 않았다. 중국 조선사들이 공정 지연 위험을 통제하면서 안정적인 생산성과 수익성을 확보할 수 있는지도 확인이 필요하다.

그럼에도 중국의 수주 확대를 국내 슬롯 부족에 따른 일시적인 낙수효과로만 평가하기는 어렵다. 중국은 상대적으로 불리해진 통화 여건에서도 한국과 10% 내외의 가격차를 유지하며 수주잔고를 확대하고 있다[그림 12]. 이는 중국 조선사들이 위안화 기준 채산성 부담을 일부 감수하면서 초기 트랙레코드 확보를 우선하고 있을 가능성을 시사한다. 해당 물량이 적정한 수익성을 확보하였는지는 확인하기 어렵지만, 생산 Capa 와 정책적 지원을 기반으로 제3국 고객과의 트랙레코드를 지속적으로 축적하고 있다는 사실 자체는 상당한 경계가 필요하다. 현재의 프로젝트가 안정적으로 인도되고 장기 운항실적이 누적될 경우 중국산 LNG 운반선에 대한 선주들의 신뢰가 높아지면서, 한국 조선사가 누리고 있는 선가 프리미엄과 수주 선택권이 점진적으로 약화될 수 있기 때문이다.

[그림 11] 한국 및 중국 조선소의 LNG운반선 계약선가 추이



주) 1. 중국 조선사의 계약선가 자료 접근이 제한적임에 따라 개별 조선사가 제공하는 공시 자료가 아닌 Clarksons Research 2차 자료를 기초로 확인 가능한 데이터를 대상으로 분석
2. 2022.11~2026.07.11 기간 표준선형(174K CBM 내외) 계약건 대상, 카타르항 주문 등 시리즈선 계약은 제외
자료) Clarksons Research, 한국기업평가 가공

종합하면 LNG 프로젝트 확대와 톤마일 증가, 노후선 교체 수요를 감안할 때 LNG 운반선은 중기적으로 국내 조선업계의 수주와 수익성 하방을 지지할 전망이다. 일본의 생산기반 약화와 한국 조선사의 축적된 기술·품질 경쟁력을 고려하면 국내 조선업계의 시장지위가 단기간 내 크게 훼손될 가능성도 낮다. 그러나 중국이 낮은 선가와 가용 생산능력을 활용해 제3국 수주와 건조실적을 축적하고 있어 중장기적인 경쟁강도는 높아질 것으로 예상된다. 향후에는 LNG 운반선 발주 규모 자체보다 국내 조선사들이 선가 프리미엄과 계약조건을 방어하면서 수익성 있는 수주잔고를 보충할 수 있는지가 실적과 신용도 측면에서 더욱 중요한 변수가 될 전망이다.

2. 공급 과잉 리스크

공급 과잉은 2010년대 조선업계의 장기 불황을 야기했던 근원적 요인으로, 업황 다운턴의 강도와 지속기간을 좌우하는 핵심 변수이다. 공급 과잉 위험은 전방 해운시장의 선박량 증가와 조선시장 자체의 생산 Capa 확대라는 두 측면으로 구분할 필요가 있다. 전자는 해운 운임과 선박 투자의 경제성을 저하시켜 신규 발주를 위축시키는 요인이며, 후자는 조선사 간 수주경쟁과 선가 하락을 통해 업황 부진을 장기화하는 요인이다. 현재 전방 선박 증가에 따른 발주 둔화 가능성이 높아지고 있으나, 조선업계의 중장기 수익구조에 보다 구조적인 영향을 미칠 위험은 중국을 중심으로 한 생산 Capa 확대인 것으로 판단된다.

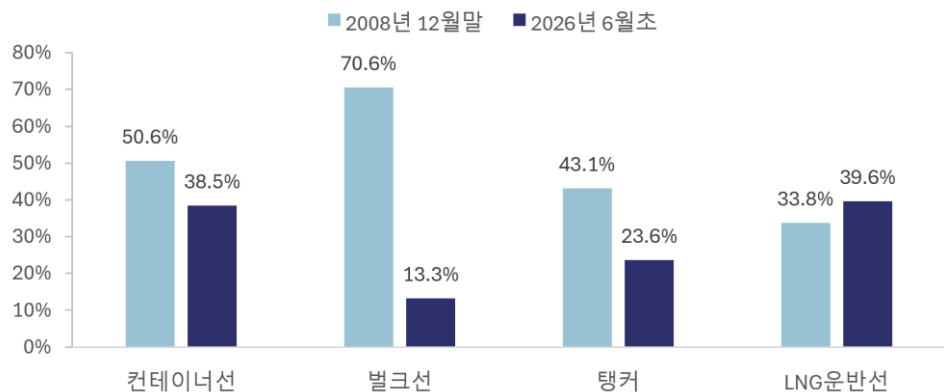
① 전방 해운시장의 선박량 증가

2020년대 이후 누적된 신조 발주가 대규모 선박 인도로 이어지면서 전방 해운시장의 선박 공급은 상당기간 확대될 전망이다. 현존 선대 대비 수주잔고 비율은 2008년 고점보다는 낮지만 지난 십수 년간의 장기 불황기와 비교하면 크게 상승하였으며, 특히 컨테이너선과 LNG운반선은 40%에 근접한 수준이다[그림 13]. 향후 3~4년간 예정된 선박 인도는 해당 선종의 해운 운임을 압박하고, 선주의 예상 투자수익률을 낮춰 추가 발주를 제약할 수 있다.

다만 현재의 선박 증가가 2008년 이후와 같은 조선시장 전반의 수주절벽으로 이어질 가능성은 상대적으로 낮은 것으로 판단된다. 당시에는 컨테이너선과 LNG 운반선뿐 아니라 물량 비중이 큰 벌크선과 탱커까지 전 선종에 걸쳐 방대한 수주잔고가 축적되었다. 이후 벌크선과 탱커의 공급 과잉으로 해당 선종을 주력으로 하던 중소형 조선사의 수주가 급감하였고, 유류 생산능력이 확대되면서 조선시장 전반이 선주의 교섭력이 우위에 있는 Buyer's Market으로 전환되었다.

반면 현재 수주잔고는 컨테이너선과 LNG 운반선에 상대적으로 집중되어 있으며, 벌크선과 탱커의 수주잔고 부담은 2008년보다 낮은 수준이다. 컨테이너선과 LNG운반선의 신규 발주가 단기적으로 조정될 가능성은 높지만, 볼륨 선종을 포함한 조선시장 전반에서 수요가 동시에 위축될 가능성은 과거보다 제한적인 것으로 판단된다.

[그림 12] 선종별 현존 선대 대비 수주잔고 비중



주) 컨테이너선은 TEU, 벌크선 및 탱커는 DWT, LNG운반선은 CBM 기준
자료) Clarksons Research

친환경 추진체계로의 전환도 선복 증가에 따른 수요 하방을 일부 완충하는 요인이다. 현재 수주잔고의 약 20~30%는 대체연료 추진이 가능한 선박들로, 단순 선복 증대가 아닌 친환경 선박으로의 교체 목적에 기반하고 있다. 반면 현존 선대의 90%는 여전히 전통 선박용 추진기관을 장착하고 있다. 향후 환경규제의 도입 속도와 대체연료 공급망에 따라 시점은 달라질 수 있으나, 결과적으로는 이들 선대는 점진적인 퇴출 및 교체 수순을 밟게 될 가능성이 높다. 즉 대체연료 추진선 중심의 구조적 교체 수요가 전방 해운시장의 공급 과잉 압력을 완충하며 조선업 수요의 하방을 지지할 것으로 전망된다.

② 조선시장 생산 Capa 확대

전방 선복량 증가보다 구조적으로 경계할 위험은 중국을 중심으로 조선시장 자체의 생산 Capa가 확대되고 있다는 점이다. 조선업은 대규모 고정자산과 숙련인력 및 협력업체 기반을 필요로 해 일단 확충된 생산능력을 불황기에 빠르게 축소하기 어렵다. 이에 신규 발주가 감소하더라도 조선사들이 고정비를 충당하기 위해 낮은 선가와 불리한 계약조건을 감수하며 수주를 지속할 수 있으며, 생산 Capa 확대는 업황 하강기의 수주경쟁과 수익성 저하를 장기화하는 요인이 된다.

현재 중국의 증설 속도는 조선소 수가 폭발적으로 증가했던 2000년대보다는 완만할 전망이다. 조선소가 위치한 해안지역의 소득과 임금 수준이 상승하면서 과거와 같이 저임금 인력을 대규모로 확보하기 어려워졌고, 숙련인력과 핵심 기자재의 공급도 설비 확대 속도에 맞추어 단기간에 늘리기 어렵기 때문이다. 물리적인 설비 확충이 곧바로 실질적인 인도능력 증가로 이어지는 것은 아니며, 신규 Capa가 안정적인 생산성을 확보하기까지는 일정한 시차가 불가피하다.

중국 조선사들은 신규 조선소를 건립하기보다 기존 야드를 확장하고 유휴 조선소를 재가동하는 방식으로 생산능력 확대를 추진하고 있다. Hengli Shipbuilding은 기존 야드에 대형 드라이도크를 추가할 예정이며, Wuchuan Nantong과 CMI Wuhan Qingshan 등 다수의 유휴 야드도 설비 개조를 거쳐 2026~2027년 재가동을 계획하고 있다[표 2]. 기구축된 설비와 인프라를 활용하는 만큼 완전한 신규 조선소 건설보다 가동 준비기간과 초기 투자부담을 줄일 수 있어, 향후 1~2년간 중국의 실질적인 선박 인도능력이 추가로 확대될 가능성이 있다.

증설 방식의 변화에도 주목할 필요가 있다. 기존 중국 대형 조선사들은 여러 지역에 분산된 다수의 야드를 통합 운영하는 형태가 일반적이었다. 전체 생산 Capa는 컸지만 설비와 인력이 분산되어 대형 설비를 활용한 생산효율 확보와 건조 노하우의 축적·전파에는 한계가 있었다. 최근에는 기존 야드의 드라이도크를 증축하고 주요 생산공정을 특정 거점에 집중하는 등 한국과 유사한 ‘단일 야드 집중식’ 투자 형태로 전환하고 있다. 여기에 공정 표준화와 자동화가 병행될 경우 대형 야드 내 반복건조를 통한 학습효과와 생산성이 높아지면서, 중국의 증설은 단순한 물량 확대를 넘어 장기적으로 대형·고부가 선종의 경쟁력 제고로 연결될 수 있다.

[표 2] 중국 조선사의 주요 투자 계획

구분	투자 유형	예상 가동개시연도	세부 계획
Hengli Shipbuilding	드라이도크 등 증축	2028	2개 드라이도크 및 2개 슬립웨이 증축
Hudong Zhonghua	드라이도크 증축	2028	1개 ‘메가-사이즈’ 드라이도크 증축
Wuchuan Nantong	재가동	2027	Jiangsu Rongsheng 드라이도크 임차
CMI Wuhan Qingshan	재가동	2026	Qingshan Shipyard 재가동
Dalian Shipbuilding	크레인 증축	2027	1,600톤 규모 갠트리(Gantry) 크레인 증축

자료) Clarksons Research

일본도 조선업 생산기반 확대를 추진하고 있다. 조선업 재건을 위한 정책적 지원 하에 Imabari Shipbuilding 중심으로 업계를 재편하고, 2035년까지 건조량 두 배 확대를 목표로 하고 있다. 일본의 단기적인 증설 규모는 중국보다 제한적일 수 있으나, 정부의 정책적 지원에 힘입어 업황 등락과 무관하게 지속적인 증설이 진행될 가능성이 높다.

이러한 글로벌 증설 기조 속에서도 국내 조선사들은 생산 Capa 를 공격적으로 확대하기보다 공정 안정화와 생산성 향상에 주력하고 있다. 국내 주력 야드의 직접 증설을 자제하는 한편, 해외에서는 임차·재가동·위탁생산을 활용해 생산능력을 단계적, 간접적으로 보완하고 있다. 동시에 LNG 운반선과 대체연료추진선 등 진입장벽이 높은 선종을 중심으로 선별수주를 지속하며 수주잔고의 질적 구성을 개선하고 있다.

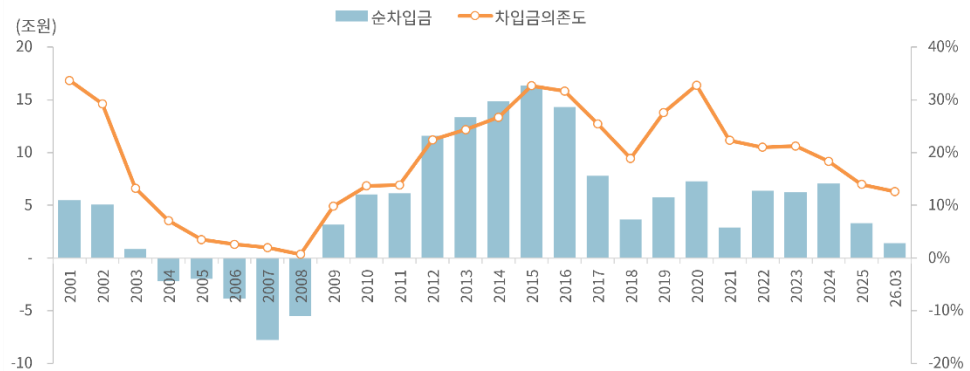
추후 업황 다운턴이 도래할 경우 국내 조선사들도 시장 전반의 충격으로부터 완전히 자유로울 수는 없을 것이다. 다만 공격적인 증설을 지양함에 따라 peer 대비 고정비 부담이 상대적으로 작은 수익구조를 구축하였으며, 이는 업황 반전 시에도 급격한 실적 악화를 완화하는 요인이 될 것으로 예상된다.

IV. 현금흐름 안정성 점검

최근 국내 조선업계는 수익성 개선과 함께 영업현금창출력이 빠르게 회복되며 차입금 감축 기조를 이어가고 있다. 조선 3사의 합산 순차입금은 2024년말 7.1조원에서 2026년 3월말 1.4조원으로 크게 축소되었다. 다만 과거 2000년대 호황기에도 국내 조선사들이 대규모 현금을 축적하며 실질적인 무차입 상태에 진입했던 점을 감안하면, 현재의 차입금 감소만으로 향후 업황 대응력을 판단하기는 어렵다. 디레버리징의 지속 가능성은 현금 보유 규모뿐 아니라 현금이 어떠한 원천에서 창출되었고, 업황 하강 시 해당 현금유입이 얼마나 안정적으로 유지될 수 있는지에 좌우된다.

조선사의 현금흐름은 크게 두 가지의 핵심 경로로 구성된다. 하나는 선박 건조의 본원적 수익성에 기반한 총영업활동현금흐름(OCF)²이며, 다른 하나는 선박 건조대금을 실제 공정에 앞서 수취하면서 발생하는 선수금 중심의 운전자본 유입이다. OCF는 공사 수익성과 생산성에 기반한 본원적인 현금창출력인 반면, 선수금은 선주의 발주와 계약상 대금결제 조건에 따라 현금유입 시점이 달라지고 향후 건조 과정에서 소진되어야 하는 자금이라는 차이가 있다. 따라서 두 현금흐름의 구성은 업황 반전 시 조선사의 현금흐름 변동성과 유동성 위험을 결정하는 중요한 요인이다.

[그림 13] 조선 3사 합산 순차입금 및 차입금의존도 지표 추이



주) 분할 전 HD한국조선해양(별도), 삼성중공업(별도), 한화오션(별도) 3사 합산 기준
자료) 각 사 감사보고서, 분기검토보고서

고가 수주잔고와
생산성 향상으로
실적·현금흐름 개선

2022년 하반기 이후 LNG 운반선과 컨테이너선을 중심으로 신규 발주가 증가하고 선가가 상승하면서 국내 조선업계의 실적 회복이 시작되었다. 턴어라운드 초기에는 인력 부족과 높은 공정 부하로 과거 수주한 저가 물량의 인도가 지연되었고, 공정 만회를 위한 추가 비용과 인건비 상승도 수익성 회복을 제약하였다.

하지만 2024년 이후에는 인력과 협력업체 공급망이 점차 안정되면서 공정 정상화와 생산성 개선이 본격화되고 있다. 신규 투입 인력의 숙련도가 높아지고 LNG운반선 중심의 반복건조 효과

² 총영업활동현금흐름(OCF) = EBITDA - 이자/법인세 등 + 비현금항목조정

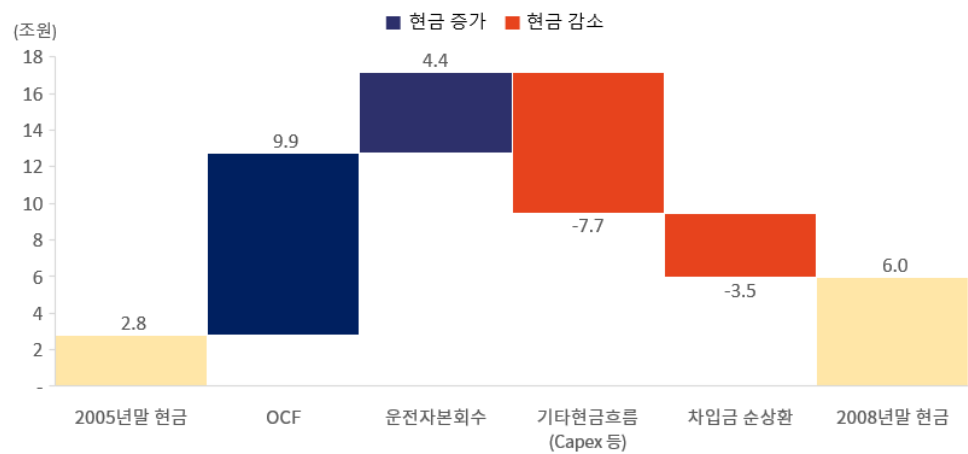
가 축적되면서 드라이도크 체류기간이 단축되고, 진수 이후 안벽에서 수행되는 의장작업 기간도 줄어들고 있다. 생산성 향상과 고가 수주잔고의 실적 반영을 통해 조선업계는 중단기간 우수한 수익성을 유지할 전망이다.

수익성 개선은 영업현금창출과 차입금 상환으로 이어지고 있다. 여기에 신규수주에 따른 선수금 수령과 선박 인도에 따른 잔금 회수도 더해지면서 현금흐름과 재무구조 개선을 뒷받침하고 있다. 이같은 조선업계의 디레버리징 기초가 향후에도 지속될 수 있는지를 판단하기 위해서는, 현금흐름의 세부 구조를 과거 호황기와 비교하는 것이 도움이 된다.

과거 호황기 현금
축적에는 선수금
유입이 크게 기여

2000년대 중후반 호황기에도 국내 조선사들은 수년간 현금을 축적하고 차입금을 상환하며 재무구조를 빠르게 개선하였다. 당시에는 선가 상승에 따른 수익성 제고로 OCF가 증가하는 동시에, 공급자 우위의 시장환경을 바탕으로 조선사에 유리한 대금결제 조건이 확산되면서 선수금 유입도 현금축적에 크게 기여하였다. 2005~2008년 OCF와 운전자본 변동을 통한 영업 관련 현금유입 가운데 약 30%가 운전자본 유입에서 발생했으며, 선수금 확대가 그 핵심 요인으로 작용하였다[그림 15]. 디레버리징과 현금 축적의 상당 부분이 선수금 수령을 통해 이뤄진 것이다.

[그림 14] 2005~2008년 조선 3사 현금성자산 변동 내역 구성



주) 분할 전 HD한국조선해양(별도; 구 현대중공업), 삼성중공업(별도), 한화오션(별도) 3사 합산 기준, 기타현금흐름은 차액으로 계산
자료) 각 사 감사보고서

통상 선박 건조에는 계약부터 인도까지 2~3년가량이 소요되며, 조선사는 계약과 주요 공정의 진행에 맞추어 약 5단계에 걸쳐 건조대금을 수취한다. 2000년대 호황기에는 계약시점에 전체 건조대금의 20% 이상을 수령하는 ‘Top Heavy’ 방식과 각 공정에서 대금을 비교적 고르게 회수하는 ‘Standard’ 방식이 일반적으로 활용되었다. 선수금은 이자가 발생하지 않는 영업부채로서 조선사의 외부차입 필요성을 낮췄으며, 당시 대형 조선사의 선수금 대비 수주잔고 비율도 20% 내외의 높은 수준을 나타냈다.

그러나 선수금에 대한 높은 의존도는 글로벌 금융위기 이후 현금흐름이 급격히 반전되는 경로

로 작용하였다. 선박금융시장이 경색되고 선주의 재무상태가 악화되면서 신규수주에 따른 계약 선수금 유입이 사실상 중단되었고, 건조 중인 선박에서도 공정대금의 납입 지연이 발생하였다. 선수금 유입이 축소된 이후에도 기존 수주 선박의 건조를 위한 인건비와 기자재대금은 계속 지출되어야 했기 때문에, 조선사들의 운전자본 부담과 외부차입이 빠르게 증가하였다. 호황기에 현금축적을 가축했던 운전자본 유입이 업황 반전과 함께 차단되면서 현금흐름 구조가 단기간에 순유출로 전환된 것이다.

선수금은 수령 시점에는 무이자부 자금조달로 기능하지만, 궁극적으로 선박 건조에 사용되어야 하는 자금이다. 따라서 선수금을 충분히 내부에 유보하거나 차입금 감축에 활용하지 않고 장기 투자에 지출할 경우, 신규 선수금 유입이 감소하는 시점에 유동성 부담이 커질 수 있다. 과거 STX 조선해양과 한진중공업 등 중견 조선사는 수주 급증기에도 현금성자산의 선수금 커버리지가 10% 내외에 그쳤으며, 유입된 선수금 상당 부분을 해외 생산거점 등에 투자하였다. 금융위기 이후 선수금 유입이 축소되는 가운데 기존 선박의 건조자금 소요가 계속되면서, 재무유동성이 열위했던 조선사들을 중심으로 현금 소진과 함께 재무적 스트레스가 크게 확대되었다.

최근 디레버리징은 OCF 중심으로 진행

최근 조선업계의 현금유입은 선수금보다 OCF의 기여도가 훨씬 높다는 점에서 과거와 다른 구조를 갖고 있다[그림 16]. 조선 3사의 합산 현금성자산은 2023년말 3.6조원에서 2026년 3월말 6.7조원으로 증가했고, 차입금 순상환을 통해 동기간 순차입금은 7.1조원에서 1.4조원으로 더 크게 축소되었다. 현금 증가분의 대부분은 고선이 수주잔고의 실적 반영과 생산성 향상에 따른 OCF 창출에 기반하고 있다. 신규수주 확대에 따라 선수금 유입도 증가하고 있으나, 전체 현금흐름에서 차지하는 기여도는 2000년대 호황기보다 낮은 수준이다.

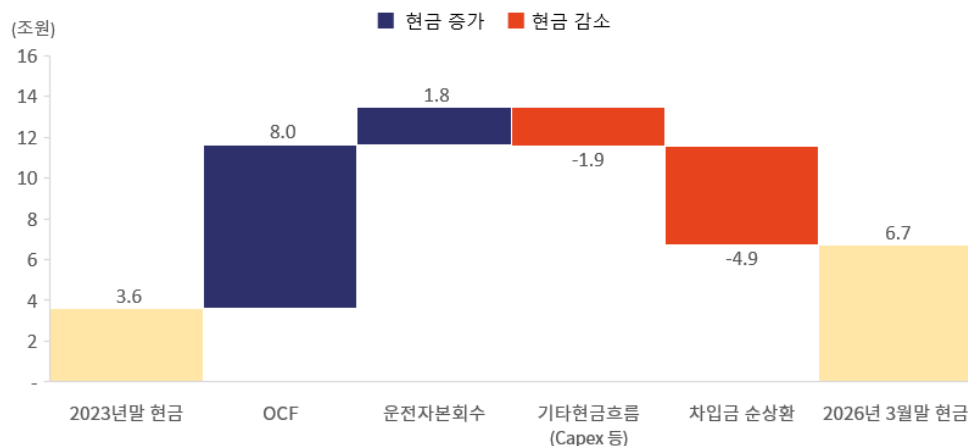
이러한 차이는 선박 건조대금의 결제구조가 변화한 데 기인한다. 최근에는 계약 및 초기 공정에서 수취하는 선수금 비중이 낮고, 선박 인도 시점에 전체 건조대금의 50% 이상을 회수하는 ‘Heavy Tail’ 방식이 보편화되어 있다. 이에 계약 이후 대규모 선수금을 미리 수령해 현금을 축적했던 과거와 달리, 현재 조선사들은 건조 과정에서 발생하는 인건비와 기자재대금의 상당 부분을 자체 영업현금과 기존 유동성으로 충당한 뒤 인도 시점에 잔금을 회수하는 구조를 갖고 있다.

Heavy Tail 방식의 대금 결제구조는 호황기에 선수금 유입을 통한 현금축적 속도를 낮추고 건조기간 중 운전자금 부담을 높이는 요인이다. 공정 차질이나 선박 인도 지연이 발생하면 비중이 큰 잔금 회수가 함께 늦어질 수 있다는 점에서도 현금흐름 부담이 발생할 수 있다.

반면 선수금 의존도가 낮아지면서 업황 반전 시 현금흐름이 급격히 악화될 위험은 오히려 완화되었다. 과거에는 신규수주 감소와 선박금융 경색으로 선수금 유입이 중단되자, 현금창출의 한축이 일시에 경색되는 동시에 건조 중 선박 관련 자금 지출은 지속되면서 운전자본 부담이 급격히 가중되었다. 현재는 선수금 유입의 기여도가 상대적으로 제한적인 만큼, 신규수주가 둔화되더라도 현금유입 감소의 폭이 과거보다 작고 수익성이 유지되는 동안 현금 소진도 상대적으로

로 점진적으로 나타날 것으로 예상된다.

[그림 15] 2023~2026년 조선 3사 현금성자산 변동 내역 구성



주) HD현대중공업(별도), 삼성중공업(별도), 한화오션(별도) 3사 합산 기준, 기타현금흐름은 차액으로 계산
자료) 각 사 감사보고서

현금흐름 하방 변동성 완화

향후 현금흐름의 안정성은 고가 수주잔고의 실적 반영과 생산성 개선을 통해 본원적인 영업현금창출력을 얼마나 장기간 유지할 수 있는지에 달려 있다. 현재는 과거 저가 물량이 대부분 소진되고 고가 수주잔고의 매출 비중이 확대되고 있어 중단기간 양호한 OCF 창출이 가능할 전망이다. 공정 정상화와 반복건조에 따른 생산성 향상도 영업현금흐름의 질을 높이는 요인으로 작용하고 있다.

잔존 위험은 고가 수주잔고가 소진된 이후에도 채산성 있는 신규수주를 확보할 수 있는지에 있다. 업황 하강으로 수주량이 감소하고 신조선가가 조정될 경우, 매출 감소뿐 아니라 고정비 부담 상승으로 OCF 도 점진적으로 약화될 수 있다. 또한 Heavy Tail 계약에서는 유사시 인도 지연이 잔금 회수 지연으로 직결될 수 있으므로, 노사 갈등, 중대재해, 기자재 공급 차질 등 공정 위험이 현금흐름에 미치는 영향도 지속적으로 점검할 필요가 있다.

최근 조선업계의 디레버리징은 선수금 유입보다 OCF 에 기반하고 있어 과거보다 질적 안정성이 높다. Heavy Tail 방식의 보편화로 호황기 운전자본 유입의 상방은 제한되었으나, 업황 반전 시 선수금 유입 중단이 급격한 현금유출과 유동성 저하로 전환될 위험도 낮아졌다. 향후 고가가 잔고 소진 이후에도 OCF 를 안정적으로 유지하고 전략투자과 운전자금 소요를 내부현금으로 충당할 수 있다면, 업황 다운턴이 재무레버리지의 급격한 상승으로 전이될 가능성은 과거보다 제한적일 것으로 판단된다.

V. 조선 Big 3의 투자전략과 신용도 영향

현재 국내 조선업계의 수주잔고와 현금흐름 구조는 과거 호황기보다 개선된 업황 대응력을 갖추고 있다. 다만 이러한 변화가 조선업의 사이클 위험 자체를 해소한 것은 아니다. 국내 조선업계의 수익기반은 LNG 운반선에 집중되어 있으며, 중국의 생산 Capa와 LNG 운반선 점유율 확대 기조는 향후 업황 하강 시 공급 과잉과 수주 경쟁을 장기화할 수 있는 위험 요소로 상존하고 있다.

이에 조선 Big 3는 특정 선종과 시장에 대한 의존도를 낮출 새로운 사업기반 구축을 도모하고 있다. 차세대 수주 기반으로 친환경 선박의 선도적 경쟁력 확보에 집중하고 있으며, 그 외에도 생산체계 다거점화, FLNG 중심의 해양사업 재건, 미국·방산시장 진출을 추진하고 있다. 이들 전략은 LNG운반선 편종과 상선 사이클의 변동성을 보완하려는 시도로 해석되며, 각 전략의 신용도 영향은 투자 부담과 투자성과 발현 수준, 초기 사업위험의 통제 여부 등에 따라 차별화될 전망이다.

1. 공통 과제: 친환경 선박 주도권 확보

LNG 이후의 공통 수익기반, 친환경 선박

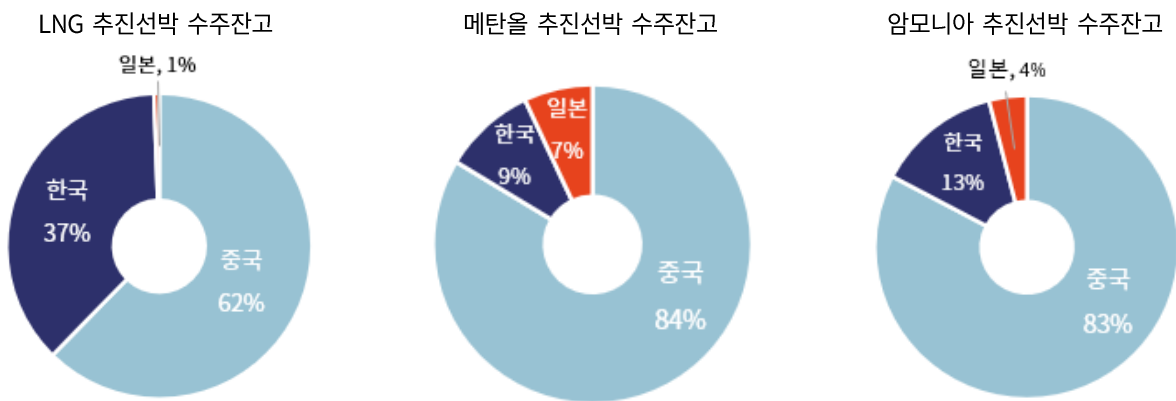
국내 조선사들이 공통적으로 확보해야 할 차세대 수익기반은 대체연료추진선과 대체연료운반선을 포괄하는 친환경 선박이다. 친환경 선박에서의 선도적 경쟁력 확보를 통해 국내 조선사들은 고부가 수주기반을 확장하고 기존 사업구조의 하방을 보완할 수 있다. 현재의 사업구조가 LNG 프로젝트 전개에 따른 LNG 운반선 수요에 의존하는 것과 달리, 선박 추진체계의 전환은 선종의 제한 없이 상선시장 전반에 영향을 미치는 변화로 수익기반이 훨씬 광범위하다. 향후 컨테이너선을 거쳐 탱커와 벌크선까지 친환경 추진체계 전환이 확산될 경우, 중국이 우위를 점하고 있는 이들 볼륨 선종에서도 기술과 연료효율을 기반으로 수주 경쟁력을 확보할 수 있다.

다만 현재 친환경 선박, 특히 대체연료추진선 분야의 초기 점유율 경쟁에서는 중국이 한국을 오히려 앞서고 있다[그림 17]. 한국은 축적된 엔진 기술력과 선형 설계, 시스템 통합 역량을 바탕으로 메탄올·암모니아 등 대체연료추진선의 건조 경험을 늘려가고 있지만, 중국 조선사들도 자국 선사와 리스사, 정책금융 지원, 선가 경쟁력 등을 바탕으로 건조 경험을 빠르게 축적하고 있다.

특히 엔지니어링 등 기술적 측면의 우위가 최종적인 상업적 우위로 연결될 것으로 보기는 어렵다는 점에서 주의가 필요하다. 현재는 연료 전환의 초기로 LNG와 메탄올, 암모니아 등 여러 추진체계가 병존하고 있으며, 규제 도입 속도와 연료 공급망 구축, 선박 운항 경제성 등의 향방에 따라 기술 표준이 달라질 수 있다. 시장 표준이 확립되지 않은 만큼 기술력뿐 아니라 초기 트랙레코드와 반복 건조를 통해 운항 신뢰성과 생산 효율을 입증하는 것이 향후 수주 경쟁력을 좌우할 가능성이 크다.

친환경 선박에 대한 투자는 전략적 선택의 성격보다는 LNG 운반선 편종과 중국의 시장 선점에 대응하기 위한 필수적 투자의 성격이 강하다. 기술 도입 초기에는 연구개발비와 초도선 건조 비용, 낮은 반복건조 효과로 수익성 변동이 클 수 있으며, 트랙레코드 확보를 목적으로 공격적인 수주를 진행할 경우 손실이 확대될 가능성도 있다. 그러나 이를 이유로 초기 시장 진입을 늦출 경우 중국이 자국 발주 물량을 기반으로 트랙레코드를 선점할 수 있다. 따라서 적극적인 연구개발 투자와 초도 수주는 불가피하되, 반복 건조 경험을 빠르게 축적하며 공정 안정성을 높이고 운항 신뢰도를 쌓는 것이 크레딧 측면의 핵심 과제이다.

[그림 16] 대체연료 추진선박 점유율



주) 2026년 6월초 CGT 기준. 한국, 중국, 일본 3개국 orderbook(CGT 10K 미만 선박 제외) 기준으로 기타 국가는 제외. 복수 연료사양은 중복으로 계산. Ready 사양도 포함.
자료) Clarkson Research

2. 생산체계 다거점화 전략 - HD현대 선도 전략

국내 고부가, 해외 중가 표준선의 생산체계 이원화

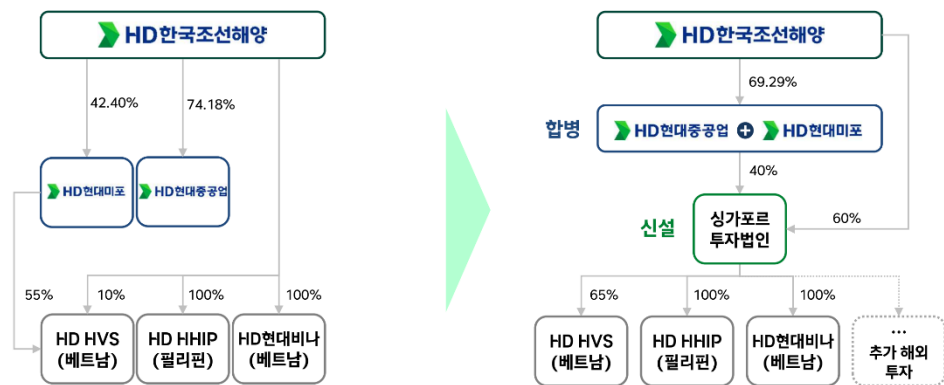
HD 현대그룹 조선부문의 전략은 생산거점 이원화로 요약된다. 국내 야드는 LNG 운반선과 친환경 선박, 특수선, 엔지니어링 등 고부가가치 사업에 집중하는 한편, 동남아시아 등 해외 거점을 활용해 중가 표준선 시장에서의 원가 경쟁력을 확보하는 전략이다. 국내의 높은 인건비와 제한된 도크를 기반으로 중국의 볼륨 경쟁에 대응하기보다, 한국의 설계·공정관리 역량과 해외 거점의 비용 우위를 결합하여 선종 포트폴리오 저변을 확장하는 것이다.

이러한 전략은 국내 사업장 증설 시에 수반될 고정비 부담을 억제하면서도 고부가가치 사업에서의 Capa를 확장할 수 있고, 업황에 따라 생산능력을 유연하게 조정할 수 있다는 점에서 향후 전략적인 유용성이 높을 것으로 판단된다. 국내에서는 2025년말 HD 현대중공업과 HD 현대미포의 합병을 통해 야드 간 인력·설비 운영의 유연성이 제고될 것으로 예상되며, 특히 미포의 중형 야드를 활용하여 특수선 수요 대응에서 강점을 갖게 될 전망이다.

해외에서는 베트남과 필리핀에 주요 생산거점을 두고 탱커 및 벌크선 건조 역량을 빠르게 확대하고 있다[그림 18][표 3]. 2000년대 후반부터 신조사업을 개시한 베트남법인(HD HVS)은 연간 중소형 탱커 15척 이상의 현지 생산역량을 구축하고 안정적인 수익구조를 확보하면서, 그룹 해외 전략의 중요한 벤치마크 사례로 기능하고 있다. 이러한 경험을 바탕으로 2024년에는 신설

필리핀법인(HHIP)이 과거 한진중공업이 건설, 운영하였던 수빅 야드를 장기 임대하여 재가동하는 데 성공하였다. 베트남보다 현대식의 대형 설비를 갖춘 수빅 야드는 2026년 PC 선(석유화학제품선) 4척 건조를 시작으로 생산능력을 점진적으로 확대하여 미포 야드의 선종 전환에 따른 기존 탱커 수요를 흡수, 보완할 수 있을 것으로 예상된다.

[그림 17] 사업재편 전후 HD현대그룹 조선부문 지배구조



자료) 공시자료

[표 3] HD현대그룹 조선부문 해외법인별 인프라 구성

구분	HD HVS (베트남)	HD HHIP (필리핀)
조립물량	13만톤	20만톤
생산능력	중소형선 16척	중대형선 10척(예상)
도크 (면적, 개수)	36,400㎡, 2개	74,250㎡, 1개
안벽 (계류가능길이, 개수)	1.4km, 3개	1.2km, 3개
야드 면적	92만㎡	87만㎡

주) 야드 면적은 HD HVS는 생산구역 기준, HD HHIP는 임차구역 기준
자료) HD현대중공업 제공

이러한 전략은 여타 조선업계로도 점차 확산되는 모습이다. 한화오션의 경우 본 장에서 별도로 다뤄질 그룹의 필리조선소 인수와 호주 오스탈 지분 투자 등이 거점 다변화 전략의 연장선에 있다. 또한 거제사업장 외에 부산·경남 지역 조선소 및 정비업체와의 협업을 통해 함정 MRO 수행기반을 넓히는 한편, 해외 조선소와 기술·생산 협력도 병행하고 있다. 삼성중공업은 설계와 핵심 기자재 조달, 프로젝트 관리는 내부에 유지하면서 선체 제작의 일부를 국내외 협력 조선소에 위탁하는 방식으로 생산 능력을 보완하고 있다.

생산체계 다거점화는 거점별 역할을 분담해 국내 고부가 사업의 충분한 Capa 를 확보하고, 표준선과 MRO 등으로 수주기반을 넓힐 수 있다는 점에서 긍정적이다. 과거 STX 조선해양, 한진중공업 등 국내 조선업계의 해외 진출 사례에서는 대규모 신조선소 투자가 업황 하강과 맞물리면서 투자회수와 유동성 부담이 확대되기도 하였으나, 현재는 기존 야드의 임차와 위탁생산, 현지 파트너십을 활용하는 방식이 병행되고 있어 초기 투자와 고정비 위험은 상대적으로 낮다.

향후 성과는 각 거점이 계획된 생산성과 품질을 안정적으로 확보하고, 국내 야드와 차별화된 역할을 수행하는지에 달려 있다. 현지 숙련인력과 기자재 공급망을 정착시키고 반복 건조를 통해 공정 효율을 높일 경우, 해외 거점은 단순한 생산능력의 이전을 넘어 선종 포트폴리오와 수익기반을 확장하는 효과를 나타낼 수 있다. 다만 본사가 설계와 수주, 품질보증을 담당하는 만큼 현지법인 및 위탁 생산처의 원가 및 공정관리 역량이 국내 조선사의 손익과 대외 신뢰도에 미치는 영향은 지속적으로 통제할 필요가 있다.

HD 현대 베트남법인(HD HVS)이 장기간의 운영을 통해 안정적인 수익구조를 확보한 점은 이러한 전략의 실행 가능성을 뒷받침하고 있다. 필리핀법인(HD HHIP) 역시 완전한 신설 투자가 아니라 기존 현대식 대형 야드를 임차·재가동하는 방식으로 초기 부담을 낮췄으며, 기존 설비와 HD 현대의 운영 경험을 고려하면 생산 정상화 여건도 양호한 것으로 판단된다. **향후 신규 거점의 가동률과 수익구조가 안정화되고, 자체 현금창출을 통해 추가 투자와 운전자금 소요를 감당할 경우 생산체계 다거점화는 포트폴리오 확장을 통해 조선업계의 사업안정성을 제고하는 요인으로 작용할 전망이다.**

3. FLNG 중심의 해양사업 재건 – 삼성중공업 선도 전략

삼성중공업은 FLNG 를 중심으로 해양사업의 경쟁력을 재건하고 있다. 해양플랜트는 일반 상선과 수요의 결정요인이 다르고 프로젝트당 수주금액도 커, 안정적인 사업역량을 확보할 경우 상선 발주 변동을 보완하는 수익기반으로 기능할 수 있다. 특히 삼성중공업은 다수의 FLNG 건조 경험을 축적하면서 선체와 계류설비, 액화·저장설비를 통합하는 프로젝트 수행역량에서 차별화된 시장지위를 확보하고 있다[표 4].

해양사업은 과거 국내 조선사들의 대규모 손실을 초래한 영역이기도 하다. 개별 프로젝트별로 설계사양이 크게 달라지는 ETO(Engineering to Order) 산업의 특성상, 기본설계가 충분히 확정되지 않은 상태에서 건조가 시작되거나 발주처의 설계변경이 반복될 경우 공정 지연과 추가 원가가 빠르게 확대될 수 있다. 제작기간이 길고 조선·플랜트·엔지니어링 공정이 동시에 투입되기 때문에 특정 공정의 차질이 전체 프로젝트 일정과 현금흐름에 미치는 영향도 크다. **과거 해양사업의 문제는 시장수요 자체보다 계약 체결 당시 확정하기 어려웠던 설계·공정 위험을 조선사가 과도하게 부담한 데 있었다.**

프로젝트 통제력을 높인 선별적 FLNG 재진입

현재 삼성중공업의 전략은 해양사업 전반을 공격적으로 확대하기보다, 건조경험과 공급망이 축적된 FLNG 에 역량을 집중하는 방향이다. 과거에는 엔지니어링 업체가 주도하는 컨소시엄 내에서 조선사가 제작을 담당하면서 설계변경과 공급업체 관리에 대한 통제력이 제한되는 경우가 있었다. 최근에는 삼성중공업이 발주처와 직접 계약하고 엔지니어링 업체와 주요 공급사를 하위 계약자로 관리하는 방식으로 프로젝트 주도권을 높이고 있다. 설계부터 조달·건조·시운전까지 공정을 일관되게 관리함으로써 과거 손실의 주요 원인이었던 인터페이스와 일정관리 위험을 낮추려는 전략이다.

[표 4] 글로벌 FLNG 현황

조선사	이름	발주처	(예상)준공연도	생산능력(MTPA)
삼성중공업	Prelude	Shell PLC	2018	3
	Dua	Petronas	2020	1
	Coral Sul	Eni	2021	3
	ZLNG*	Petronas	2027(E)	2
	Coral Norte*	Eni	2028(E)	3
	Cedar*	Cedar LNG Partners	2028(E)	3
	Delfin 1*	Delfin	2030(E)	4
한화오션	Satu	Petronas	2016	1
Wison New Energies	Tango	Eni	2017	0.6
	Nguya FLNG	Eni	2025	2
	TBD	Layar Nusantara	2027(E)	1
Drydocks World Dubai	TBD	Amigo LNG	2028(E)	2
	TBD	Amigo LNG	2028(E)	2

주) 1. 2026년 6월초 가동 중인 FLNG 및 Orderbook 취합 기준

2. 1975, 1976년 건조된 선박을 개조하여 제작한 FLNG 2기(Hilli Episeyo, Gimi)는 리스트에서 제외

3. *표시는 삼성중공업 IR자료 내 식별되는 명칭을 기준으로 기재

자료) Clarksons Research, Eni 공식홈페이지, 삼성중공업 IR자료

FLNG 는 기존 육상 액화설비와 달리 해상 가스전 인근에서 천연가스를 처리·액화할 수 있어, 물리적 여건이나 환경 규제로 육상 인프라 구축이 어렵거나 개발규모가 제한적인 프로젝트에서도 활용될 수 있다. 또한 설비의 이동과 재배치가 가능하다는 점에서 개발사업의 유연성을 높일 수 있다. LNG 수요와 해상 가스전 개발이 지속되는 경우 제한된 공급업체와 축적된 건조 트랙레코드를 보유한 삼성중공업이 수주기회를 선점할 가능성이 높다.

다만 FLNG 는 건당 계약규모가 크고 건조기간이 길어 개별 프로젝트의 손익 변동이 전사 실적에 미치는 영향이 상당하다. 액화공정과 주요 기자재의 설계·납품이 지연되거나 시운전 과정에서 성능 문제가 발생하면 추가 원가와 대금회수 지연이 동시에 나타날 수 있다. 따라서 수주 확대 자체보다 이미 검증된 설계와 공급망의 반복 활용, 계약상 설계변경 비용의 귀속 및 공정별 대금회수 구조를 안정화하는 것이 중요하다.

삼성중공업의 FLNG 전략은 과거 해양플랜트 사업의 단순한 재확장이 아니라, 축적된 트랙레코드와 높아진 프로젝트 통제력을 바탕으로 한 선별적 시장 재진입의 성격이 강하다고 본다. 개별 프로젝트의 손실 위험은 일반 상선보다 높지만, 검증된 설계의 반복 적용과 계약 주도권 강화가 정착될 경우 상선 사이클을 보완하는 수익기반으로서의 긍정적 효과가 클 것으로 판단된다.

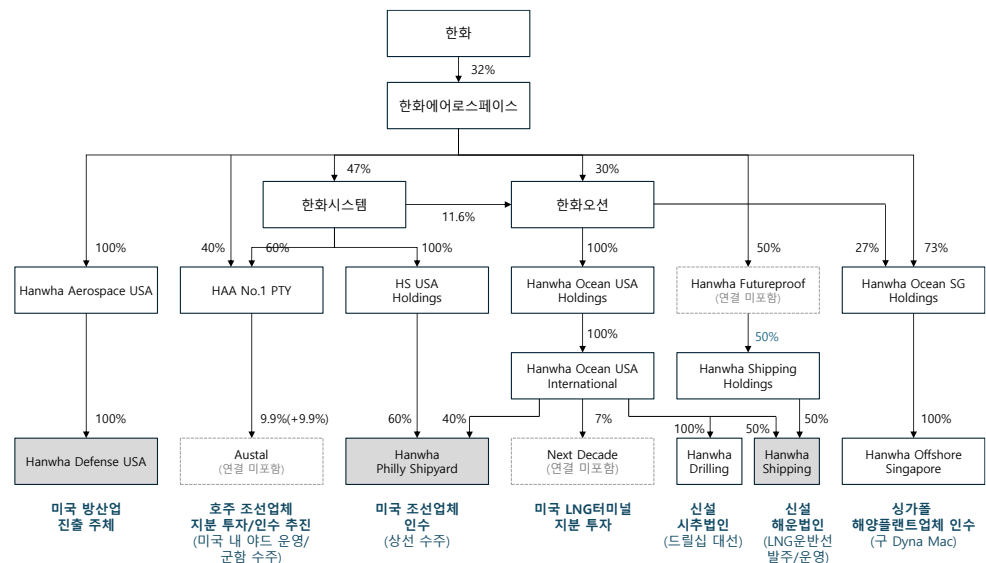
4. 미국·방산시장 진출 – 한화오션 선도 전략

한화오션은 미국 조선시장과 해양방산을 상선 이외의 핵심 성장축으로 설정하고 가장 적극적인 투자를 진행하고 있다. 군함과 함정 MRO 는 국방예산과 장기 전력계획을 기반으로 수요가 형성되어 민간 해운시장과의 연계성이 낮다. 중국 조선사의 진입이 사실상 제한된 미국 시장에서 사업기반을 확보할 경우, 상선 사이클에 대한 실적 민감도를 낮추고 지정학적으로 보호된 수요를 확보할 수 있다.

필리조선소 주도로 미국·방산시장 선점

한화그룹은 2024년 12월 필리조선소를 인수하며 미국 내 생산거점을 확보하였다[그림 19]. 미국 연안운송 선박은 존스법에 따라 미국 조선소에서 건조되어야 하며, 대형 해상운송용 선박시장은 필리조선소와 GD NASSCO 가 사실상 양분하고 있다. 제한된 경쟁구도하에서 글로벌 시장보다 높은 선가가 형성되고 일부 계약에는 원재료 가격변동을 선주가 부담하는 조건도 적용된다. 이에 생산 차질과 납기 지연을 적절히 통제할 경우 개별 수주계약의 채산성과 이행 안정성은 비교적 양호할 것으로 판단된다.

[그림 18] 한화그룹 방산·조선부문 해외사업 전개 현황 (2025.12 기준)



자료) 공시자료

한화그룹 인수 이후에는 국내 파견인력을 중심으로 공정 병목 해소와 설비 효율화가 진행되고 있다. 도크 주변부의 생산공간 확충과 메가블록 운송설비 도입, 한화오션 공급망 활용 등을 통해 야드 운영을 안정화하고 있으며, 향후에도 크레인과 안벽 등 생산 인프라를 단계적으로 확충할 계획이다. 또한 Hanwha Shipping 이 발주한 MR 탱커와 LNG 운반선의 반복건조 및 한화오션과의 공동건조를 통해 생산성을 높이고 설계·공정관리 역량을 현지에 이식할 예정이다.

존스법에 의해 보호되는 미국 내수 상선시장은 수요의 안정성에도 불구하고 전체 선대와 연간 교체 수요가 제한적이어서, 해당 시장만으로는 장기적인 성장에 한계가 있다. 이에 필리조선소

는 기존 상선 건조에서 미국 전략상선단과 비전투 지원함, 함정 MRO 로 수주기반을 단계적으로 확장하고 중장기적으로 군함사업 진입을 추진하고 있다. 2026년 7월에는 미국 미사일방어청(MDA)와 해상 미사일 시험 계측선(MRIV) 2척의 건조 계약을 체결하면서 미국 정부 수요에 대한 초기 성과가 가시화되었다[표 5]. 한화오션이 보유한 함정 설계·건조 역량과 필리조선소의 미국 내 생산자격이 결합될 경우, 한미 조선협력 확대에 따른 주요 수혜 거점으로 기능할 가능성이 있다.

[표 5] 필리조선소의 미국 발주 수주잔고

구분	다목적 훈련함(NSMV)	해상 미사일 시험 계측선(MRIV)
발주처	미국 교통부 해사청(MARAD)	미국 미사일방어청(MDA)
수주연월	2020년 4월 최초 수주 이후 순차적 옵션 행사	2026년 7월
척수	5척	2척
사업규모	약 15억달러	약 20억달러
진행상황	2026년 7월 4번째 ‘론스타 스테이트’호 인도 완료	2030년 1번째 인도 예정

주) MRIV 수주연월은 시장 발표 시점 기준

자료) 필리조선소 공식홈페이지, 시장 자료

한화오션의 전략은 조선소 단독의 사업 확장보다 그룹 차원의 방산·에너지사업과 연계되어 있다는 점에서 차별화된다. 한화시스템의 함정 전투체계와 센서, 한화에어로스페이스의 추진·방산기술을 한화오션의 군함 설계 및 건조역량과 결합할 경우, 선박 건조를 넘어 함정 시스템과 유지보수를 포괄하는 방산 사업모델로의 확장이 가능하다. 또한 한화그룹이 축적한 방산 고객 기반과 영업 역량을 통합된 그룹 창구를 통해 공유하고 있으며, 특히 상선과 방산사업의 주요 주기가 상이하다는 점에서 사업 포트폴리오의 변동성을 낮추는 효과가 기대된다.

미국사업은 투자 규모 및 성과 발현시기 관련 불확실성 일부 내포

미국 사업은 투자규모와 회수기간 측면에서 일부 불확실성을 내포하고 있다. 보호된 내수시장과 높은 선거, 미국 정부의 지원함 수요 등은 사업위험을 보완하는 요인이지만, 필리조선소는 기존 수주 물량들을 인도하는 과정에서 손실이 발생하는 등 아직 수익구조가 안정화되지 못한 상태이다. 숙련 인력과 공급망이 충분하지 않아 국내 조선소의 공정 역량을 이식하고 생산성을 확보하는 데 추가적인 시일이 필요할 것으로 보이며, 설비 및 공급망 구축에도 지속적으로 투자금이 소요될 전망이다. 향후 계열로부터 수주한 상선 반복 건조와 건조 노하우 이식을 통해 생산성이 개선되는지, 이를 통해 미국 전략 상선대 등 수주 경쟁력이 강화되는지를 중심으로 모니터링을 진행할 계획이다.

한화오션의 미국·방산시장 진출 전략은 중국이 진입하기 어려운 대규모 시장을 선점하고 상선 사이클을 장기 방산수요로 보완할 수 있다는 점에서 전략적 가치가 높다. 필리조선소가 생산 정상화를 달성하고 보안·조달 자격과 정부·방산선박 건조실적을 단계적으로 확보할 경우, 상선에서 MRO·지원함 및 군함으로 이어지는 사업 확장이 가시화되며 사업 포트폴리오와 신용도 측면의 긍정적 효과도 본격화될 전망이다.

5. 전략별 기대효과 및 신용도 영향

성장성보다
투자 회수와 리스크
통제가 핵심

Big3가 추진하는 전략은 모두 LNG운반선 편종과 상선 사이클 위험을 보완한다는 공통된 목적을 갖지만, 투자부담과 성과 발현 시점, 주요 실행위험에는 차이가 있다.

HD 현대의 생산체계 다거점화는 기존 사업과의 연계성과 해외법인 운영경험, 기존 설비의 활용을 바탕으로 비교적 단계적인 성과 발현이 가능할 전망이다. 삼성중공업의 FLNG 전략은 대규모 고정자산 투자보다 개별 프로젝트의 원가·공정 통제가 핵심이며, 한화오션의 미국·방산 전략은 성공 시 전략적인 가치가 가장 높지만 투자부담이 크고 투자 회수기간도 상대적으로 길 것으로 예상된다[표 6].

이에 3사의 장기 전략과 관련하여, HD현대는 해외거점의 신규 수익 및 현금창출, 삼성중공업은 수주선별과 프로젝트 원가 통제, 한화오션은 필리조선소의 생산 정상화와 고객기반 확대 여부를 중심으로 투자 성과 발현과 리스크 통제 수준을 점검할 계획이다.

[표 6] 전략별 기대효과 및 리스크요인

전략 구분	기대효과	리스크 및 모니터링 요인
친환경 선박 (공통 전략)	차세대 고부가 수주기반 확보 LNG운반선 편종 완화	기술 표준 불확실성 중국의 트랙레코드 선점
생산체계 다거점화 (HD현대 선도 전략)	원가경쟁력 및 선종 저변 확대 생산 유연성 제고	현지 생산성·품질·납기 모기업 추가 지원/자체 현금창출
FLNG 중심 해양사업 (삼성중공업 선도 전략)	높은 진입장벽 상선 수요와 차별화	설계 변경 등 공정관리 난이도 공급망 및 대금 회수
미국·방산시장 진출 (한화오션 선도 전략)	중국 진입이 제한된 시장 선점 장기 방산수요 및 그룹 시너지	선행 투자부담 / 장기의 회수기간 정책 불확실성

자료) 한국기업평가 작성

이상의 분석을 종합하면, 향후 조선업 다운턴이 재차 도래하더라도 실물 프로젝트에 연계된 수주잔고와 개선된 계약 이행능력, OCF 중심의 현금창출 구조를 감안하면 그 충격이 과거와 동일한 경로로 업계 전반의 신용도 저하로 확산될 가능성은 낮을 것으로 판단한다. 이번 사이클의 핵심 크레딧 위험은 기수주 계약의 대규모 붕괴보다, 업황 둔화 이후에도 채산성 있는 수주잔고를 지속적으로 보충하고 중국발 공급 경쟁과 전략투자의 초기 사업위험 및 현금 소요를 통제할 수 있는지에서 나타날 가능성이 높다. 이에 업체별 신용도는 본원 사업의 수익성과 현금창출력, 중국발 경쟁에 대한 대응력 및 전략사업의 투자회수 성과에 따라 차별화될 전망이다.

[한국기업평가 조선업 주요 리서치 목록]

- 2022.06. [조선업의 현재와 Turn-around의 조건 – 조선 Big3 수주잔고 분석 및 3가지 리스크 점검](#)
- 2023.09. [턴어라운드 허들 넘어선 조선 Big4, 잔존 리스크는? – 중기 실적 우상향 여건 조성, 공정 안정화와 운전자본 관리가 과제](#)
- 2025.03. [Make American Shipbuilding Great Again - 미국발 글로벌 조선 역학 변화, 무엇이 기회이고 리스크인가](#)
- 2026.07. [Make Korean Shipbuilding Great Again \(1부\) 한·중·일 조선업 경쟁력 비교 분석](#)

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권/채권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자 의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Inc. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.

KRIR 2026-000, 2026-08-06