

조선

적합하고, 강력한 투자 계획. 찬성입니다!

최광식

조선 | gs.choie@daolfn.com

● HD현대중공업과 HD현대미포 합병 발표

HD현대중공업과 HD현대미포는 85:15의 합병비율로 합병 결정. 합병가액은 HD현대중공업 470,833원, HD현대미포 191,118원. HD현대미포 1주를 HD현대중공업 0.4059146주 배정. 합병을 위한 임시주총은 10월 23일, 합병기일은 2025년 12월 1일

● 합병의 배경 및 목적 3개 꼽지

1) MASGA 및 K-방산을 주도하는 글로벌 리더로 도약, 2) 통합시너지 기반 양적/질적 대형화 추진, 3) 해외 야드 개발 가속화로 제시

상세내용은 아래 표(fig 1)를 참조

1) K-방산에서 현재 디펜스 매출 1조원이 2030년 7조원, 2035년 10조원으로 성장 청사진 제시. 2035년 매출 계획은 초기 계획의 5조원에서 크게 늘었는데, 이는 HD현대미포와의 합병 때문

2) 양적/질적 대형화는 주로 신기술 적용을 중형선에서 먼저 테스트/건조하고, 향후 대형선으로 확대되는 방식에서, 합병법인에서 더 효율적. 기존 미포의 트랙레코드를 활용 가능

3) 해외 야드는 통합운영체계(현대베트남조선의 성공 노하우)로 관리하고, 향후 언론보도를 통해 알려진 인도(Cochin SY와 JV), 모로코(사업권 취득) 외에도 추가적으로 해외 생산거점 확보를 늘려갈 것

해외 야드 개발 가속화는 특별히 본 연구원이 대한민국 조선산업의 지속가능성을 위해서 중요하게 생각하는 부분.

(중국에) 빼앗긴 시장을 탈환하겠다는 의지가 아주 기대됨

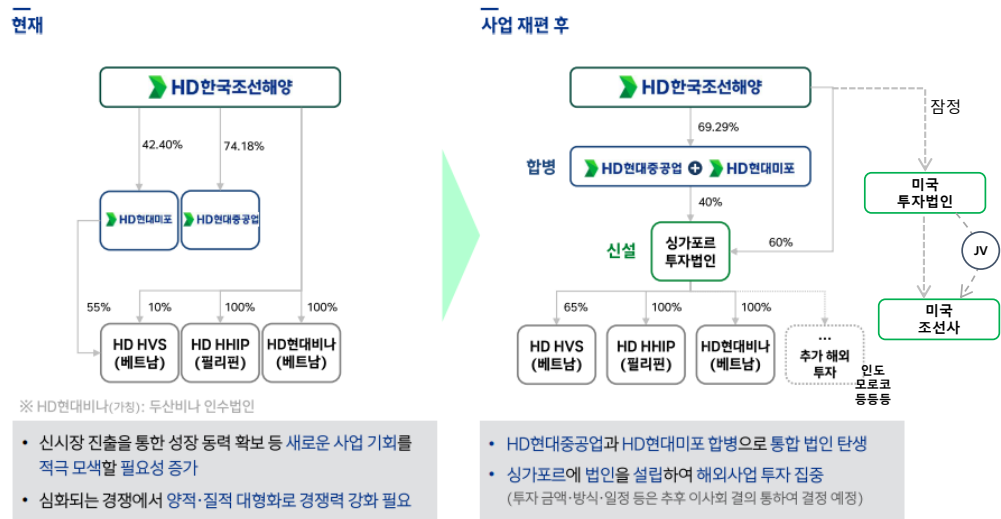
● 디테일#1: 싱가포르 투자법인

싱가포르 투자법인을 설립에서 해외 야드들을 아래에 두고, HD한국조선해양이 60%, HD현대중공업(통합법인)이 40% 보유하게 되는데, 비율은 투자한 HD현대베트남조선, HHIP(필리핀), HD현대비나를 현물출자하고, 향후 HD현대비나에 투자할 재원 등을 감안한 비율

● 디테일#2: 미포 활용법

울산 HD현대미포의 4개 도크 중 2개를 특수선/방산 사업에 배분. 2년 후 본격화. 그러나 2년 후에도 HD현대미포의 상선 건조는 줄어들지 않을 것이라는 설명. 이는 1) 과거 연 70척 건조보다 45척으로 현재 떨어진 상태이고, 2) 본 연구원의 추정으로는 HD현대베트남조선이 건조능력을 기존 15척에서 23척으로 늘리고 있기 때문

Fig. 1: 사업 재편에 따른 지배구조 변화. 미국 투자법인에 주목



Source: 다올투자증권

Fig. 2: 합병의 배경 및 목적

배경 및 목적 새로운 발견

① MASGA 및 K-방산을 주도하는 글로벌 리더로 도약

: 방산 기술/실적/생산역량 결집

공동건조, 함정 신조/MRO, 현지진출, 기술 개발/인력 육성, 미국 공급망 재구축

전략상선단(SHIPS Act)에서 ~2030년까지 최소 30척 발주

안보상선단(TSP)에서 20척, 동원예비선단: PCTC 10척

방산 도크는 모두 국내 함정 수요 대응 → 미포의 도크(2개) 활용

방사청 인증, 미국 MSRA의 인허가 공유

HD현대중공업 해양 등 유휴부지 법인 구분 없이 활용

매출 2025년 1조원 → 2030년 7조원 → 2035년 10조원

↳ 초기 계획은 2035년 5조원(㉔) → 10조원(㉔+㉕)

㉔ 5조원 = 국내 1조원 + 해외 1.5조원 + MRO 1.5조원 + 현지건조 1조원

㉕ 추가 5조원 = (미포를 활용한) 특수목적선 1조원 + 미국 포함 해외함정(무인정 등) 4조원

투자아이디어 HD현대도 미국 투자에 진심임을 재확인. HD한국조선해양이 다음 이벤트

② 통합시너지 기반 양적/질적 대형화 추진

특수목적선(쇄빙선 등) 실적 통합

신기술 접목 가속화

본원적 경쟁력 향상

특수목적선이란

: 쇄빙선(군수지원함), 스마트 전기추진선, 해양실습선, 해상숙박선, 해양건설지원선, 파이프라인설치선, 케이블설치선, 해양지원선

기존 미포의 중형선 트랙레코드 → 기존 현대중공업의 대형선으로 확대

투자아이디어 쇄빙선에 진심인 것으로 판단

미래 친환경선(SMR, 암모니아 추진)에 대한 투자도 더 효율적

③ 해외 야드 개발 가속화

효율적인 통합 운영체계 → 빼앗긴 시장 탈환

수익성 제고

해외사업 운영체계 통합해서 해외 생산거점 운영

싱가포르 투자법인 통한 의사결정 프로세스 간소화

↳ KSOK6: HH4 지배율은 현대베트남조선, HHIP, HD현대비나 현물출자 때문

해외법인가간 유기적인 자금운영

추가 해외 투자(인도, 모로코 등) + 미국

미국 투자(인수 및 JV 설립)는 HD한국조선해양이 미국 법인 설립해서 집행

투자아이디어 M/S 상승 도모에 기대

해외 생산거점을 활용한 중형선 시장 M/S 상승 → HD현대마린엔진 수혜

Source: 다올투자증권

투자 포인트

● 투자포인트#1 MASGA에 따라 기존 계획보다 2배나 특수선 매출 목표가 늘었다

한미 관세협상을 위한 정부의 MASGA(Make America Shipbuilding Great Again) 프로그램 제안과 한미 조선 협력 펀드 1,500억달러 때문에 HD현대의 투자결정은 빨라졌고, 더 커짐
디펜스 매출이 현재 1조원에서 2030년 7조원, 2035년 10조원으로 제시되었는데, 2035년 계획은 기존 5조원에서 2배나 늘어남.
기존 국내(방사청) 1조원 + 해외고객 1.5조원을 국내에서 건조하고 MRO 사업에서 1.5조원, 그리고 해외 건조 1조원으로 5조원을 목표로 잡았는데, 미포를 활용한 특수목적선(쇄빙선, 군수지원함)에서 1조원, 그리고 미국을 포함한 해외함정(무인함정 등) 4조원이 추가

● 투자포인트#2 미국 조선소 인수 및 JV 설립 계획 공표. 수혜는 HD한국조선해양

한화그룹의 필리 및 오스탈(인수 시도 중)을 통한 현지 생산처럼, HD현대중공업도 해외 건조 계획을 앞 단락에서 제시. 기존 해외 건조 1조원에서 5조원으로 늘어난 것. 향후 미국 조선소 인수 또는 JV 설립이 진행될 것으로 예상
또한 싱가포르 투자법인이 아시아 지역 생산거점을 지배한다면, 향후 미국 투자에 대해서는 별도로 미국 법인을 설립하겠다고 답변.

● 투자포인트#3 MASGA 1호 MOU 프로그램 언급. 미국 조선인수 및 한국 기자재 업체들 함께 수혜

구체적인 금액은 비공개(수십억달러, 수조원). 미국 조선업/해양 물류 인프라, 첨단 기술(자율운항 AI 등)에 투자할 계획이며, 조선소 인수 및 현대화, 그리고 공급망 강화를 위한 기자재 투자를 설명
투자포인트#1과 #2에서 향후 미국 조선소 인수를 언급했는데, #3 꼭지도 마찬가지이고, 더 나아가 기자재 업종 서플라이 체인 구축을 안내한 것으로 해석. 한국 기자재업체들 전체도 함께 수혜

● 투자포인트#4 미포의 중형선 학습 → 대형선으로 확대, 쇄빙선에 진심

통상 새로운 기술은 중형선에 먼저 적용. 한국형 보냉재 KC-1도 80k-CBM을 HD현대미포가 먼저 건조했고, 암모니아 D/F도 HD현대미포가 건조하는 선박에 먼저 장착 예정. 쇄빙선 등도 마찬가지
그룹사이지만 합병 법인은 중형선 건조에서 학습한 노하우를 대형선에 이식하는데 더 효과적일 수 밖에 없음
신기술 접목 가속화에서 쇄빙선, 군수지원함을 언급했는데, 최근 정부의 쇄빙선 프로젝트와도 연결되는 것으로 보임

● 투자포인트#5 빼앗긴 시장을 탈환하겠다는 의지

싱가포르 투자법인이 중심이 되어, 현재 지배하는 HD현대베트남조선(HD HVS), HD HHIP(필리핀), HD현대비나(베트남, 구 두산비나) 외에 해외 생산거점 투자를 확대할 계획
인도 국영 Cochin SY와 사업협력 논의가 진행 중이고, 모로코 신설 조선사 운영권도 최근 확보. 비슷한 투자가 동남아 등에 확대될 것으로 기대
이러한 배경에 “빼앗긴 시장을 탈환하겠다”로 표기. 이는 중국의 저가공세 및 도크 증설에 따른 M/S 하락을 인건비가 싼 해외 생산거점을 통해 대응하겠다는 전략. HD현대베트남이 울산 HD현대미포보다 수익성이 더 우위에 있다는 점에 주목. 타 조선사들의 해외 야드가 중국, 필리핀 등에서 실패했지만, HD한국조선해양은 베트남조선을 성공적으로 운영한 경험/노하우/시스템을 보유
이번 합병은 비단 미국 시장 진출 뿐 아니라, 본원적 경쟁력을 가리킴

● 투자포인트#6 해외 야드 확대에 수혜는 HD현대마린엔진

이러한 해외 야드 확대는 기자재 협력사 및 HD한국조선해양의 엔진 부문의 Q 성장을 의미. 특히 해외 생산거점은 울산에서 건조하는 대형선보다는 중형선에 집중되는 바, 동사가 막 인수해서 생산을 끌어올리고 있는 HD현대마린엔진의 몫이자 수혜로 판단

Fig. 3: 한미 정상회담: MASGA 프로젝트 천명



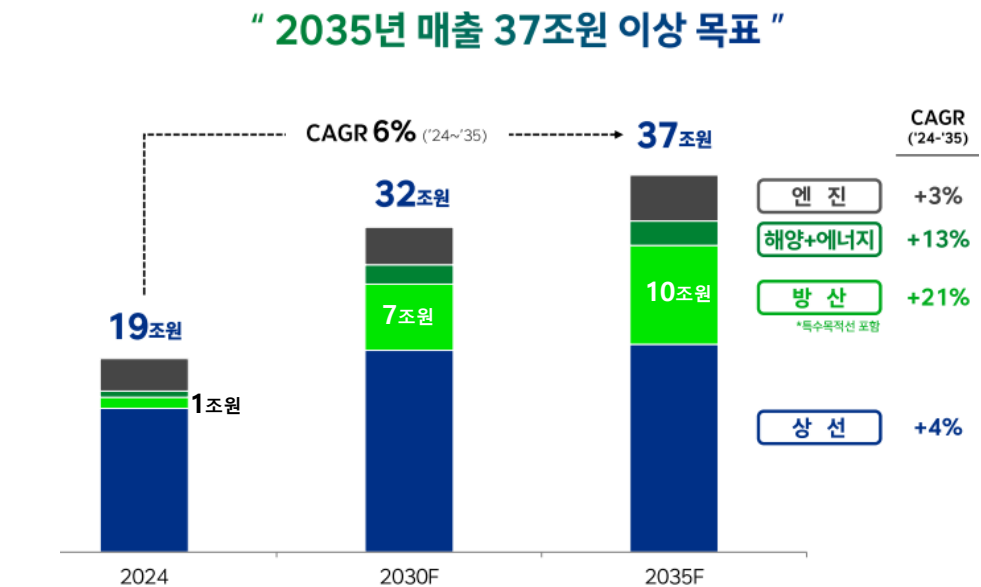
Source: 다올투자증권

Fig. 4: HD현대 - 서버러스 캐피탈 한미 조선업 공동 투자 프로그램 조성을 위한 MOU 체결



Source: 다올투자증권

Fig. 5: 사업 재편 후 청사진: HD현대중공업과 HD현대미포 2028년 합산 매출 25조원 예상 중



Source: 다올투자증권

투자전략

● HD현대중공업에 대한 실적 상황 검토

한화오션(한화시스템)은 펄리조선 인수 및 오스탈 인수 시도의 미국 진출, 캐나다 잠수함 등 해외 특수선 시장 공략 청사진을 제시하면서 더 높은 시장 프리미엄을 받아옴. 당사의 Valuation 잣대인 2027~2028년 PER이 20배 안팎이고, 당사는 한화오션과 엔진에 적정PER 20배를 부여하다가, 지난 2Q25 리뷰에서 HD현대중공업도 적정PER을 20배로 상향. 이번 미국 투자 발표에도 멀티플을 더 이상 상향할 여지가 없음. 향후 청사진에 따른 실적 성장을 확인해가면서 실적 및 적정가치 상향이 남아있음

1) HD현대미포와의 합병을 통한 시너지, 2) 해외 야드로부터의 미래 지분법 인식, 3) 디펜스 부문의 2027~2028년 실적 상향을 차차 고민해 보겠음

● 60%?, 그래도 HD한국조선해양 선호주 의견 유지

당사는 MASGA 및 미국 조선업 협력 펀드 1,500억달러 조성을 이유로, 한화 그룹과 같은 HD현대의 미국 진출(조선소 인수, JV 결성)을 기대하며 선호주로 편입한 바 있음(8월 13일 발간, 조선: 실적, 주주, 미국 투자. 좋다!)

그런데 이번 싱가포르 투자법인의 지배율은 HD한국조선해양 60%:HD현대중공업 40%로, 현대베트남 이후 해외투자에서 HD한국조선해양이 100%로 주체가 되는 구도에서 HD한국조선해양의 몫은 60%로 떨어짐. 그러나 미국 투자를 위해 설립할 미국 투자법인은 (명확하게 결정된 바는 없지만) HD한국조선해양 밑에 두는 것으로 답변해서, 투자포인트에 큰 변화 없음

또한 이번 합병 및 투자로 중간지주사에 대한 관심이 데려 환기되었다고 판단

Fig. 6: HD현대의 조선 실적과 Valuation Table: 2028년 25조원 매출 예상 → 2030년 32조원 청사진

(십억원, 원, 배수)

투자이전 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
HD한국조선해양 (009540) 선호주	투자이전	Buy	2022	17,302.0	-355.6	-2.1%	-216.9	-3,065	137,268	-27.8	0.6	-2%
	적정주가(원)	490,000	2023	21,296.2	282.3	1.3%	221.7	3,133	139,936	31.7	0.7	2%
	종가(원)	369,500	2024	25,538.6	1,434.1	5.6%	1,172.3	16,565	156,831	22.3	1.0	11%
	상승여력	32.6%	2025E	28,411.0	3,858.0	13.6%	2,020.5	28,549	180,284	12.9	2.0	17%
	적정시총(십억원)	34,679	2026E	31,339.3	5,321.7	17.0%	3,389.7	47,895	222,284	7.7	1.7	24%
	시가총액(십억원)	26,151	2027E	35,276.7	6,883.1	19.5%	4,503.4	63,631	275,423	5.8	1.3	26%
	주식수(천주)	70,773	2028E	35,661.4	6,722.1	18.8%	4,429.9	62,593	323,629	5.9	1.1	21%
HD현대중공업 (329180)	투자이전	Buy	2022	9,045.5	-289.2	-3.2%				-30.6	2.0	-6%
	적정주가(원)	600,000	2023	11,963.9	178.6	1.5%	24.7	278	58,660	422.5	2.0	0%
	종가(원)	521,000	2024	14,486.5	705.2	4.9%	621.5	7,001	64,259	52.8	5.8	11%
	상승여력	15.2%	2025E	15,436.6	1,946.0	12.6%	998.1	11,243	73,445	46.3	7.1	16%
	적정시총(십억원)	53,264	2026E	16,903.4	2,810.8	16.6%	2,062.1	23,229	94,944	22.4	5.5	28%
	시가총액(십억원)	46,251	2027E	18,774.7	3,685.3	19.6%	2,692.9	30,334	120,579	17.2	4.3	28%
	주식수(천주)	88,773	2028E	18,947.2	3,504.6	18.5%	2,594.8	29,230	143,708	17.8	3.6	22%
HD현대미포 (010620)	투자이전	Buy	2022	3,716.9	-109.1	-2.9%	-44.6	-1,116	53,448	-79.7	1.7	-2%
	적정주가(원)	260,000	2023	4,039.1	-152.9	-3.8%	-142.9	-3,579	49,324	-22.0	1.6	-7%
	종가(원)	216,000	2024	4,630.0	88.5	1.9%	105.5	2,642	51,278	139.9	7.2	5%
	상승여력	20%	2025E	5,211.0	428.8	8.2%	304.2	7,615	58,182	28.4	3.7	14%
	적정시총(십억원)	10,385	2026E	5,885.0	783.2	13.3%	574.0	14,370	71,533	15.0	3.0	22%
	시가총액(십억원)	8,628	2027E	5,902.3	917.9	15.6%	679.0	16,999	86,634	12.7	2.5	21%
	주식수(천주)	39,942	2028E	5,902.3	917.6	15.5%	686.0	17,176	101,513	12.6	2.1	18%
더 강해지는 HD현대중공업 (329180)	투자이전	Buy	HD현대미포 1주 → HD현대중공업 0.4059146주									
	적정주가(원)	* 600,000	현재 HD현대미포 1주의 HD현대중공업 시장가치: 211,482원									
	종가(원)	521,000	HD현대중공업 대비 HD현대미포의 추가 여력: -2.1%									
	적정시총(십억원)	62,992	HD현대미포 1주의 HD현대중공업 적정가치 243,549원									
	시가총액(십억원)	54,698	L HD현대미포 상승여력 13%									
	주식수(천주)	104,986										
	L 주식수 증가(천주)	16,213										
합병 법인		합병가액(원)	시총(조원)	합병비율								
HD현대중공업		470,833	41.8	85%								
HD현대미포		191,118	7.6	15%								

Source: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 90.9%	HOLD : 9.1%	SELL : 0.0%
-------------	-------------	-------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치