

HD한국조선해양 (009540)

불변의 위상: 제한적 하방과 매우 높은 상방불변

연결회사 시총 폭등, 단순 지분가치 상승 외에 지켜봐야 할 것들

현대중공업과 미포의 합병으로 탄생할 초거대 조선사 (합산시총 62조)의 지분 69.3%를 보유한 동사의 자회사 지분가치는 할인율 50%를 적용하여도 21조 원. 1) 합병발표 이전 동사는 현대중공업 지분의 중장기적 유동화 계획이 있었고 2) 합병 이후에도 지분율 (69.3%)은 여전히 높기에 FY26F 해당 지분 일부 매각시 할인율 적용된 지분가치가 아닌 현금가치로 전환 가능하다고 예상.

싱가포르 투자법인 지분 60% 확보의 의미는?

신설되는 싱가포르 투자법인에 대해서도 동사에 효율적인 지배구조 방식이라 판단. 향후 60% 지분을 활용하여 싱가포르 법인을 통해 원활한 자본이동이 가능할 것이라 예상하며, 이는 HD현대중공업에서 발생하는 30%이상의 주주환원을 유지 정책과 별개로 동사의 현금 수취 능력을 상승시킬 수 있다고 판단.

미국으로 간다면, 돈을 쓰는 지분을 교환하든 손해

가장 대표적인 미국 진출 방식은 1) 현금 투입으로 해외 조선소 지분 확보 혹은 2) 전략적 지분교환 및 사업 협력. 동사의 1) 배당을 통한 월등한 현금 창출 능력, 2) 69.3%의 HD현대중공업 지분을 감안할 경우, 미국 진출시 HD현대그룹 내에서 동사의 직접투자 가능성이 가장 높다고 판단.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 555,000원 상향

투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 555,000원으로 상향하며 근거는 상장 자회사의 지분가치 상승. 비상장 자회사 HD현대삼호의 기업가치를 17.5조원이라는 보수적인 접근을 하였음에도 매우 높은 주가 상승여력 보유. Re-rating catalyst: 1) 합병법인 지분매각, 2) HD현대삼호의 MSRA 취득, 3) 대미투자 현실화. Key downside risk: 1) 합병법인 지분가치 하락, 2) 조선업종 전체적인 조정.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **555,000원 (U)**

직전 목표주가 **511,000원**

현재주가 (10/27) **473,000원**

상승여력 **17%**

시가총액	334,757억원
총발행주식수	70,773,116주
60일 평균 거래대금	1,128억원
60일 평균 거래량	285,268주
52주 고/저	473,000원 / 180,000원
외인지분율	32.78%
배당수익률	2.24%
주요주주	에이치디현대 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.0	33.6	136.6
상대	(0.3)	5.6	51.2
절대 (달러환산)	17.4	28.6	129.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,083	13.4	-4.7	7,069	0.2
영업이익	846	112.4	-11.3	933	-9.3
세전계속사업이익	1,670	670.0	205.9	881	89.6
지배순이익	1,243	722.6	248.6	564	120.3
영업이익률 (%)	11.9	+5.5 %pt	-0.9 %pt	13.2	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	17.5	+15.1 %pt	+12.7 %pt	8.0	+9.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	21,296	25,539	29,531	32,333
영업이익	282	1,434	3,783	4,447
지배순이익	222	1,172	2,677	3,031
PER	31.7	9.5	12.5	11.0
PBR	0.7	1.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	12.5	6.5	7.8	6.6
ROE	2.3	11.2	22.0	20.9

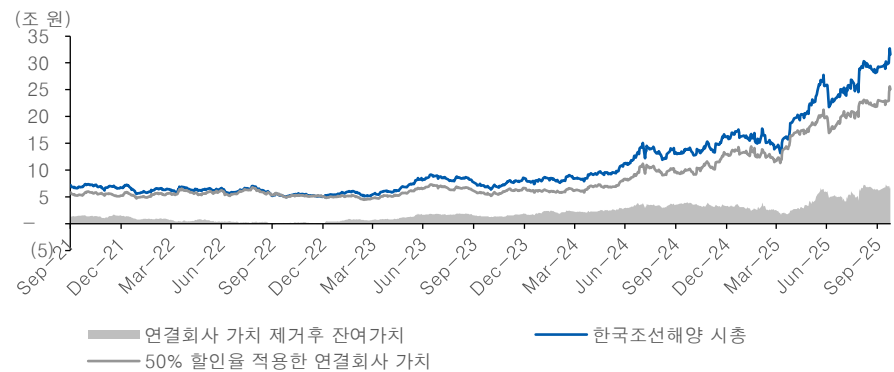
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

비쌀 수 없는 종목

연결회사 지분율에 대한 50% 할인율을 적용, 현재 시총에서 해당 가치를 제외한 차트는 아래와 같다. 동사의 자회사인 HD현대삼호의 경우 현재 6.5조 수준의 가치를 인정받고 있다. 이는 연결회사인 HD현대중공업과 HD현대미포의 시가총액 폭등이 동사에 아직까지 반영되지 않고 있음을 뜻한다.

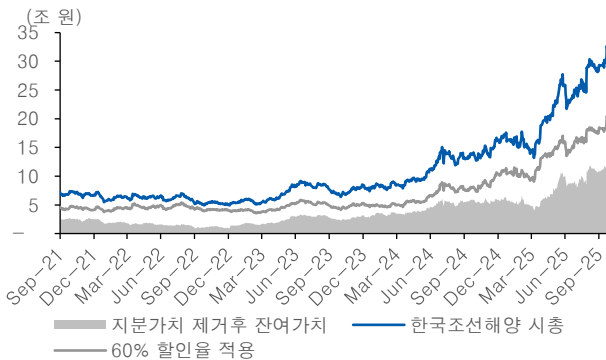
여전히 저렴한 지주사로서의 HD 한국조선해양



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

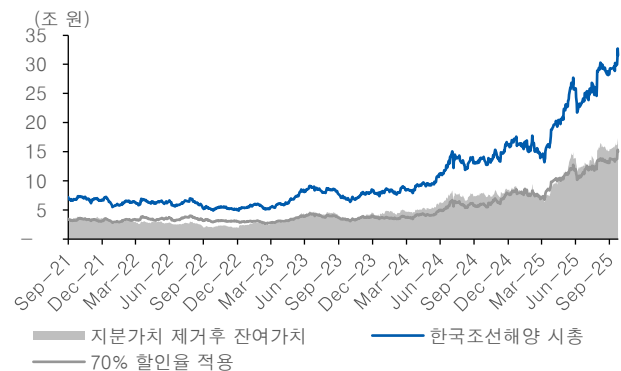
지주사 할인을 50%라는 것은 결국 하나의 기준에 불과하다. 만약 이러한 할인율을 60%, 70%까지 확대할 경우 HD현대삼호의 잔여가치에 대해서 각각 11.5조, 16.5조의 결과가 나온다. 다만 이러한 할인율을 적용하기에는 1) 연결회사의 배당창출능력은 해가 갈수록 강화되고 있으며 2) 합병법인의 지분 69.3%중 일부 매각시 할인율을 적용하지 않는 순현금으로 유입되며 3) 상반기 기준 7,400억의 영업이익 (합병법인 영업이익의 69% 수준)을 기록한 HD현대삼호의 가치 또한 여전히 심각한 저평가상태에 있는 것은 자명하다고 판단한다.

연결 상장회사 지분에 지주사 할인율 60% 적용시



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

연결 상장회사 지분에 지주사 할인율 70% 적용시

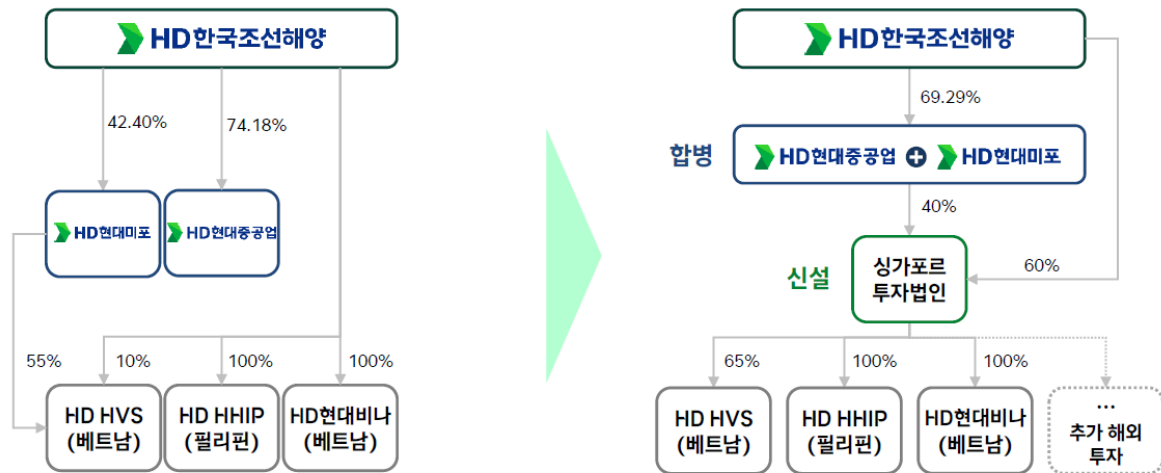


자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

한국조선해양 투자자 관점에서 본 현중-미포 합병

여러 분야에서의 사업 시너지 효과를 위해 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병이 발표, 승인되었다. 당사는 이 합병 이벤트를 통해 HD한국조선해양이 매우 효율적인 자본이동 통로를 확보했다고 판단한다. 국내 공정거래법상 “지주사와 자회사(또는 손자회사)가 동일한 국내 회사의 주식 또는 출자지분을 소유하는 행위”는 금지되어 있다. 이러한 공동보유가 금지되기 때문에, 신설 투자법인은 싱가포르에 설립되었다.

HD 한국조선해양의 가장 큰 변화는 싱가포르 투자법인 지분 60% 확보



※ HD현대비나(가칭): 두산비나 인수법인

자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

기존 HD현대미포와 동사가 보유하고 있던 해외 법인들을 합치기 위해서는 이러한 구조가 필요할 수밖에 없었기에 해외에 법인을 설립한 것도 맞겠지만, 당사는 본래의 목적과 다르게 이러한 싱가포르 투자법인이 HD한국조선해양 입장에서 그룹내 유리한 자본이동 경로로 활용될 수 있다고 판단한다.

또다른 고려해야 할 점은 현재 확보된 60:40의 지분구조에는 동사가 인수를 완료할 예정인 두산비나의 가치가 반영되어 있지 않다. 동사가 인수할 예정인 두산비나 또한 싱가포르 투자법인의 지분으로 전환될 경우 60%를 초과하는 지분을 확보하게 될 수 있다 (혹은 신설법인이 직접 두산비나 지분을 매입할 가능성도 존재한다).

신설 싱가포르 법인의 60:40 지분율의 구성 요소

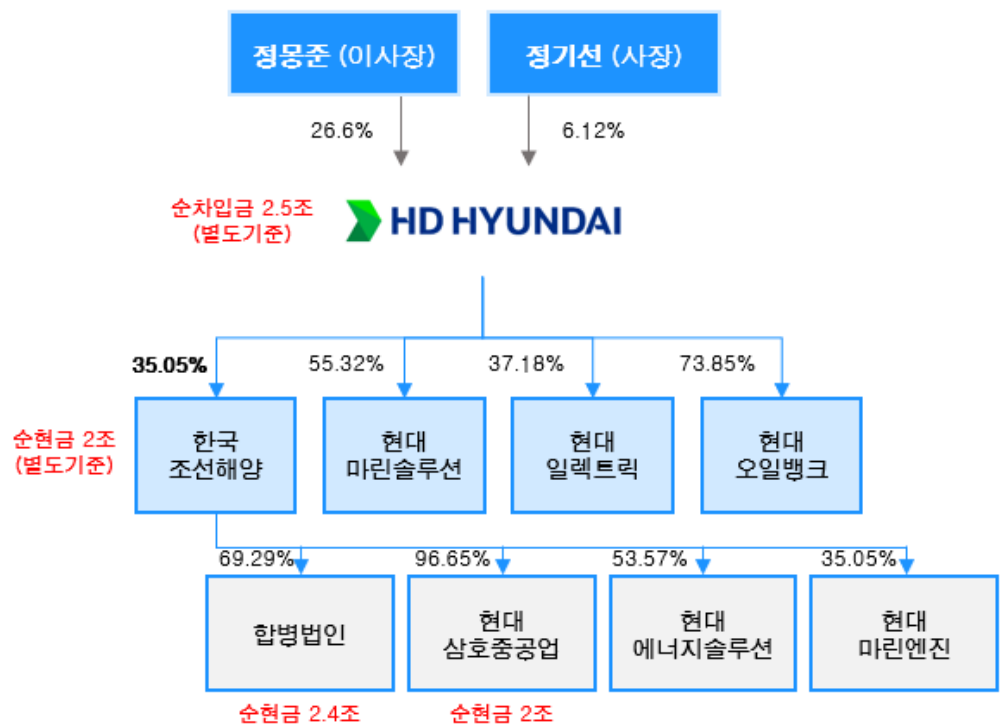
		금액(USD)	주식수
2025-08-27	한조양, HD Asia Holdings 현금출자	25,158,136	25,158,136
2025-09-26	한조양, HD Asia Holdings 추가출자		322,841,864
	현대 Vietnam 10% 가치		9,417,390
	현대 필리핀 100%가치		147,724,350
	현금출자	165,700,124	165,700,124
2025-09-26	현대중, HD Asia Holdings 출자	180,209,985	180,209,985
	미포, HD Asia Holdings 출자		51,790,015
	현대 Vietnam 55% 가치		51,790,015
최종	한국조선해양		348,000,000
	현대중공업 (합병법인)		232,000,000

자료: 유안타증권 리서치센터

배당으로 해결할 수 없는 것들을 해결하는 통로

당사가 이러한 싱가포르 법인을 HD한국조선해양의 자본이동 통로가 될 수 있다고 보는 시각은 자회사들의 압도적인 현금보유액에 기인한다. 1H25 기준 동사의 연결기준 순현금은 6조 9천억 원이고, 이는 결국 일정 부분 최종 지주사인 HD현대로 향해야 한다. 여기서 HD현대 입장에서 아쉬운 점은 동사에 대한 낮은 지분 (35%)뿐만 아니라 합병법인에서 동사에 배당시 30%가 증발된다는 점이다. 부정적 승수효과로 인해 현재의 차입을 단기에 상환하기 어려운 상황이다.

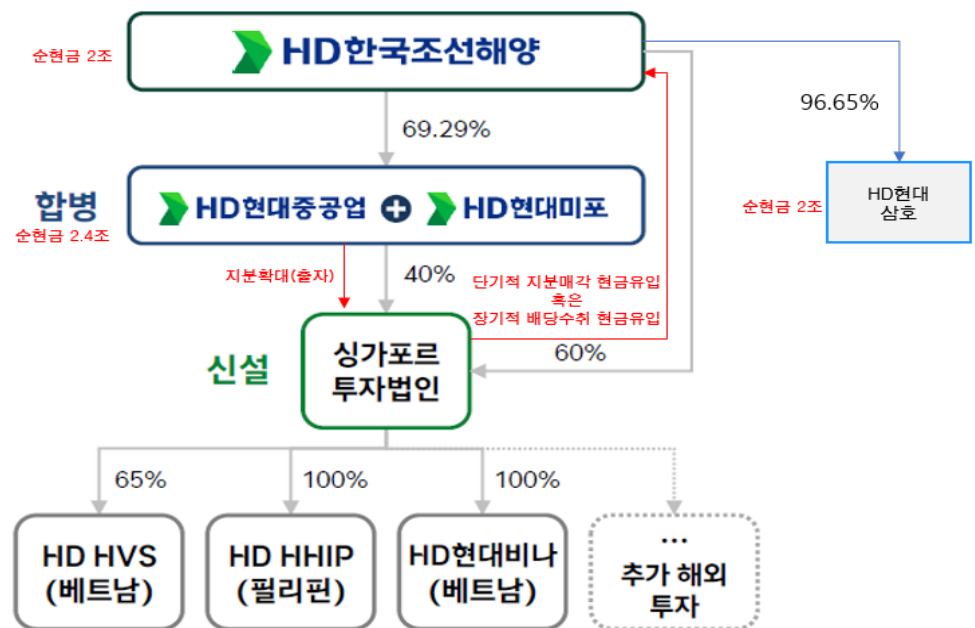
HD 현대그룹 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

국내에서 금지된 계열사간 특정기업 공동보유를 통해 동사가 효율적인 자본이동을 할 수 있는 방법은 크게 두 가지로 1) 단기적으로 싱가포르법인 지분을 합병법인에 매각시 기존 주주환원정책의 배당과 별개로 자본이동 혹은 2) 장기적으로 싱가포르법인에서 발생하는 이익 증가시 직접 배당금 수취 + 간접배당 수취가 있다. 물론 해당 법인이 해외 투자를 위해 신설된 만큼 이와 같은 자본이동의 수단으로 적극 활용될 공산은 크다 할 수 없으나, 동사의 관점에서는 하나의 카드가 추가된 것이다.

싱가포르 투자법인의 존재로 인해 동사로의 자본이동이 유리해질 “가능성”



자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대삼호 적정가치

	2025F	2026F	2027F	Terminal value
DPS	14,323	16,279	18,079	
DDM fair value	13,386	14,219	14,758	542,149
요구수익률(r)=7%, 영구배당성장률(g)=4%, DPS는 EPS의 40%				
Multi-year DDM 기반 삼호 적정 주가 (원)				
	571,125			
HD 현대삼호의 DDM 적정 기업가치 (십억 원)	17,517			
상장사 지분 (십억 원)	21,727			
발행주식수 (천 주)	70,773			
목표주가 (원)	555,000			

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 한국조선해양 적정가치

	FY26F
HD 현대중공업 시총 (십억 원)	52,643
KSOE 지분율	74.4%
HD 현대미포 시총 (십억 원)	9,386
KSOE 지분율	42.4%
에너지솔루션 시총 (십억 원)	534
KSOE 지분율	53.6%
할인율	50%
상장사 지분가치 (십억 원)	21,727
HD 현대삼호 적정가치 (십억 원)	17,517
적정가치 (십억 원)	39,244
발행주식수 (천 주)	70,773
목표주가	555,000

자료: 유안타증권 리서치센터

한미 협력을 위한 투자 주체가 될 가능성 높음

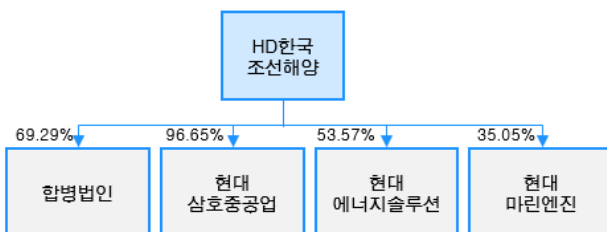
10월 26일 HD현대와 헌팅턴 잉걸스 (HII)는 미 해군 차세대 군수지원함 건조 관련 설계, 건조 협력에 관한 합의 각서 (Memorandum of Agreement)를 체결했다. 핵심은 1) 양사의 미국내 조선업체 인수 또는 설립 공동투자, 2) HII의 자회사 NNS와 ING에 블록 모듈과 주요 자재 공급이다.

산업 보고서에서 언급했듯이, 블록 건조가 가장 가능성이 높은 협력 방식인 것은 타당하나, 아직까지 법제적 변화가 완료되지 않은 시점이다. 그럼에도 불구하고 이 같은 기사에서 확인할 수 있는 점은 사실상 **법제적 변화를 전제하고 대미 투자에 대한 진척은 이미 진행중**이라는 것이다.

동사가 대미 투자 주체가 될 가능성이 매우 높다고 예상하는 근거는 이전과 같이 향후 지속적인 현금흐름 창출능력 때문이다. 합병법인의 경우 1) 순이익 기반 배당, 2) 신설 투자법인 출자, 3) 본업의 운전자본 확보 등으로 인해 순현금 상황에서도 막대한 투자에 대한 부담이 있겠으나, 별도 사업 없이 자회사 배당만으로도 지속적인 순현금유입이 보장된 동사가 직접적인 대미 투자 주체가 될 가능성이 가장 높다.

또한, 지배구조 상으로도 영업 조선업체간의 협력보다는 지주사 단위의 공동투자가 가장 포괄적이다. HD현대그룹이 동사 산하에 HD현대중공업, HD현대삼호를 보유하고 있듯 HII또한 100% 자회사의 형태로 각 NNS와 ING를 보유하고 있다.

HD 한국조선해양 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

HII 지배구조: HII는 하나의 그룹이며, 산하에 NNS와 ING 보유

	Newport News Shipbuilding	138+ Year History	~26K Employees
	Sole provider of U.S. Navy aircraft carriers and one of two nuclear submarine shipbuilders	\$6.1B FY23 Revenue	4.8% FY23 Growth
	Ingalls Shipbuilding	85+ Year History	~11K Employees
	Largest supplier of U.S. Navy surface combatants	\$2.8B FY23 Revenue	7.1% FY23 Growth
	Mission Technologies	87+ Year History	~7K Employees
	Leading provider of technology solutions to enable all-domain distributed operations	\$2.7B FY23 Revenue	13.1% FY23 Growth

자료: 유안타증권 리서치센터, HII

HD 한국조선해양 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296	25,539	29,531	32,333	33,949
매출원가	20,248	22,943	24,238	26,135	27,237
매출총이익	1,048	2,595	5,292	6,198	6,712
판매비	766	1,161	1,509	1,751	1,971
영업이익	282	1,434	3,783	4,447	4,740
EBITDA	754	1,960	4,324	5,000	5,306
영업외손익	-290	389	704	636	567
외환관련손익	49	858	1,150	1,020	890
이자손익	8	7	64	126	187
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-348	-477	-510	-510	-510
법인세비용차감전순이익	-8	1,823	4,488	5,083	5,308
법인세비용	-153	368	1,167	1,322	1,380
계속사업순이익	145	1,455	3,321	3,761	3,928
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	145	1,455	3,321	3,761	3,928
지배지분순이익	222	1,172	2,677	3,031	3,166
포괄순이익	-11	1,275	3,141	3,582	3,748
지배지분포괄이익	103	1,055	2,599	2,963	3,101

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,082	4,289	5,164	5,742	6,064
당기순이익	145	1,455	3,321	3,761	3,928
감가상각비	459	504	520	535	549
외환손익	0	0	-1,150	-1,020	-890
중속, 관계기업관련손익	48	61	0	0	0
자산부채의 증감	1,510	2,369	2,240	2,290	2,304
기타현금흐름	-81	-100	234	175	174
투자활동 현금흐름	-1,267	-1,233	-1,197	-1,139	-1,062
투자자산	-101	74	-199	-199	-152
유형자산 증가 (CAPEX)	-822	-891	-700	-700	-700
유형자산 감소	24	24	0	0	0
기타현금흐름	-368	-440	-298	-241	-210
재무활동 현금흐름	-485	-2,359	-3,268	-3,231	-3,246
단기차입금	-73	413	-86	-49	-63
사채 및 장기차입금	-457	-89	0	0	0
자본	-8	140	0	0	0
현금배당	-3	-1	-361	-361	-361
기타현금흐름	56	-2,821	-2,821	-2,821	-2,821
연결범위변동 등 기타	-8	2	837	142	-150
현금의 증감	321	699	1,536	1,514	1,607
기초 현금	2,697	3,018	3,717	5,254	6,768
기말 현금	3,018	3,717	5,254	6,768	8,375
NOPLAT	282	1,434	3,783	4,447	4,740
FCF	1,260	3,398	4,464	5,042	5,364

자료: 유안타증권

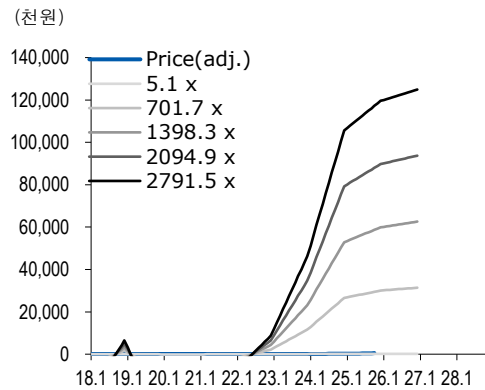
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,735	20,431	22,659	24,780	26,982
현금및현금성자산	3,018	3,717	5,254	6,768	8,375
매출채권 및 기타채권	1,452	1,634	1,863	2,004	2,074
재고자산	2,006	2,232	2,344	2,414	2,462
비유동자산	14,507	16,288	16,646	16,991	17,277
유형자산	10,504	11,111	11,291	11,455	11,606
관계기업 등 지분관련 자산	309	257	277	299	323
기타투자자산	667	1,916	2,095	2,271	2,399
자산총계	32,243	36,719	39,305	41,771	44,259
유동부채	17,498	19,325	19,096	18,318	17,405
매입채무 및 기타채무	3,204	3,884	4,399	4,795	5,082
단기차입금	926	187	187	187	187
유동성장기부채	1,294	375	375	375	375
비유동부채	2,375	3,238	3,272	3,296	3,310
장기차입금	986	202	202	202	202
사채	710	652	652	652	652
부채총계	19,872	22,563	22,368	21,614	20,715
지배지분	9,904	11,099	13,236	15,727	18,352
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	14,374	15,084	17,400	20,071	22,875
비지배지분	2,466	3,056	3,701	4,431	5,193
자본총계	12,370	14,156	16,936	20,157	23,545
순차입금	-75	-1,533	-3,312	-4,973	-6,711
총차입금	4,976	5,306	5,220	5,171	5,107

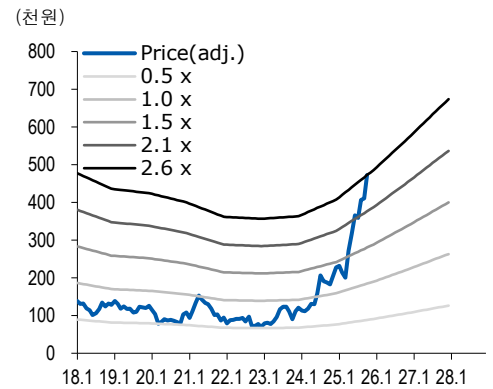
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,133	16,565	37,819	42,833	44,728
BPS	140,052	156,961	187,169	222,396	259,519
EBITDAPS	10,657	27,692	61,094	70,652	74,975
SPS	300,908	360,851	417,261	456,850	479,683
DPS	0	5,100	5,100	5,100	5,100
PER	31.7	9.5	12.5	11.0	10.6
PBR	0.7	1.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	12.5	6.5	7.8	6.6	6.0
PSR	0.3	0.4	1.1	1.0	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	23.1	19.9	15.6	9.5	5.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	408.1	163.8	17.5	6.6
지배순이익 증가율 (%)	흑전	428.8	128.3	13.3	4.4
매출총이익률 (%)	4.9	10.2	17.9	19.2	19.8
영업이익률 (%)	1.3	5.6	12.8	13.8	14.0
지배순이익률 (%)	1.0	4.6	9.1	9.4	9.3
EBITDA 마진 (%)	3.5	7.7	14.6	15.5	15.6
ROIC	-54.8	13.7	33.1	34.4	31.8
ROA	0.7	3.4	7.0	7.5	7.4
ROE	2.3	11.2	22.0	20.9	18.6
부채비율 (%)	160.6	159.4	132.1	107.2	88.0
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-13.8	-25.0	-31.6	-36.6
영업이익/금융비용 (배)	1.5	7.0	17.9	21.3	23.0

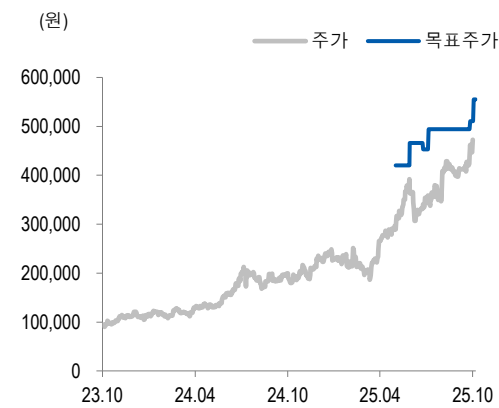
P/E band chart



P/B band chart



HD 한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-28	BUY	555,000	1년		
2025-10-22	BUY	511,000	1년	-10.89	-7.44
2025-08-01	BUY	494,000	1년	-19.78	-11.23
2025-07-21	BUY	453,000	1년	-23.39	-20.75
2025-06-25	BUY	466,000	1년	-28.06	-21.46
2025-05-28	BUY	420,000	1년	-17.46	-6.67
2025-02-25	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-10-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.