

조선

HD현대중공업-HD현대미포 합체진화

합병이 가지는 의미 – 글로벌, 방산, 시너지, 그리고 탈환

약 1:0.4의 비율로 HD현대중공업이 HD현대미포를 흡수합병 결정. 이로 인한 이점은 1) 합병회사 산하 싱가포르 투자법인 설립으로 글로벌 확장 용이, 2) 미포의 도크 활용으로 방산 매출 확대 가능, 3) 해외 야드 개발 및 잃어버린 상선 시장 탈환.

9월 12일까지는 현대중공업-미포 변동성의 연속일 것

합병 발표 이후 주주 확정 기준일은 9월 12일. 이미 확정된 현중과 미포의 합병비율로 인해 주가는 순환참조 + 합병비율을 벗어나는 괴리 발생시 룡숫 수급으로 합병으로 인한 긍정적 투자심리 반영과 함께 **매우 높은 변동성을 보일 것**이라 예상.

그래서 덩치 커지는 것 말고 바뀌는 건 뭔가?

합병회사와 HD한국조선해양이 40%:60%의 비율로 보유하는 신설 싱가포르 투자법인이 그룹사 전체의 해외 조선업 확장을 주관하게 될 것. 베트남, 필리핀을 넘어 추가 해외 사업장의 확장을 도모하고 이것이 향후 전 세계에 주둔하는 미 해군력의 MRO 거점이 될 것이라 예상. 다만, Cerberus Capital, 산업은행과 함께 미국에 직접적으로 투자를 하는 주체는 HD한국조선해양이 될 것. 말하자면 **미국 제외 글로벌 확장을 담당하는 싱가포르 법인과 미국으로 향하는 MASGA펀드의 참여주체로서 HD한국조선해양의 투트랙 전략**이라 판단.

해외 조선소, 그게 돈이 됩니까? – 네, MRO가 커져서요

당사는 [이전 보고서](#)에서 MRO에 대한 중립적 접근을 제시했는데, 이는 수주 가능 범위가 극동아시아에 주둔하는 지원함에 한정되어 있었기 때문. 그러나, 해외 조선소 인수를 통해 **지리적 한계를 벗어날 경우 미 해군 지원함 MRO에 대한 전방위 수주가 가능해질 것**이라 예상. 특히, 상대적으로 경쟁이 치열한 국내 조선소 부지 내에서의 MRO 수주 경쟁이 아닌 해외 주둔 함정에 대한 MRO 수주가 될 것이기에 수주 가능성 또한 매우 높을 것이라 예상. HD현대 그룹은 국내에서 유일하게 해외 조선소 (베트남)을 성공시킴.

업종 비중확대 의견 유지, Top-pick 또한 여전히 HD한국조선해양

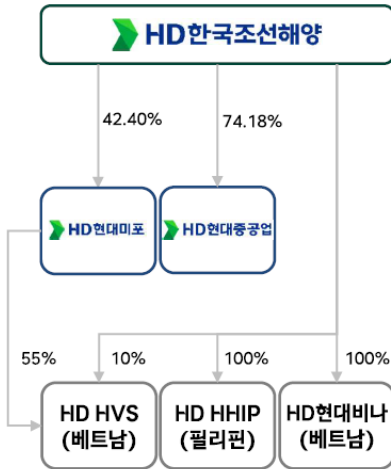
시장의 기대와 정책적 지원에 부응하는 기업의 결정으로 업종 내 사업 확장에 대한 청사진을 제시했다고 판단. 경쟁사 대비 보수적인 스탠스를 취했던 HD현대의 이러한 결정은 향후 사업 확장으로 인한 이익의 가시성이 갈수록 높아진다고 추측할 수 있는 근거. HD한국조선해양을 Top-pick으로 유지하는 근거는 1) 여전히 바뀌지 않은 **대미 투자의 주체**라는 매력, 2) 싱가포르 **투자법인 지분 60%** 확보를 통한 지분법 이익 직수혜, 3) 합병비율 확정으로 인한 주주확정 기준일까지의 단기 변동성에서 자유로움, 4) 기존에 언급했던 **배당 수혜와 상대적 저평가**라는 논리는 그대로.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

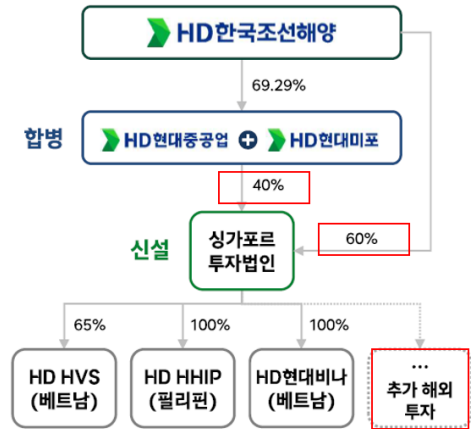
종목	투자 의견	목표주가 (원)
HD 한국조선해양	매수 (M)	494,000 (M)
HD 현대미포	매수 (M)	254,000 (M)

HD 한국조선해양 지배구조 - 현재



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

HD 한국조선해양 지배구조 - 사업 재편 후



자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

국내에서 MRO 를 하려면 이정도 규모에서 경쟁해야 하지만...

	Bear-case	Base-case	Bull-case
MSC 운용 선박 (척)	122		
아시아 권역 배치 (척)	50	60	70
MRO 주기 (년)	6	5	4
연간 수주가능 선박 (척)	8.3	12.0	17.5
척당 매출 (십억 원)	40	50	60
연간 매출 (십억 원)	333	600	1,050
OPM	5%	10%	15%
연간 영업이익 (십억 원)	16.7	60.0	157.5

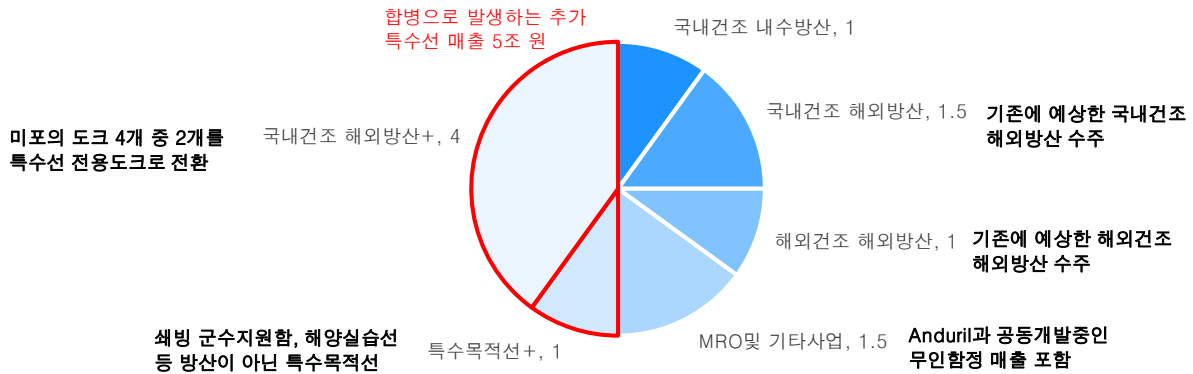
자료: 유안타증권 리서치센터

해외 조선소 보유 시에는 권역의 제한이 사라진다

	Bear-case	Base-case	Bull-case
MSC 운용 선박 (척)	122		
MRO 주기 (년)	6	5	4
연간 수주가능 선박 (척)	20.3	24.4	30.5
척당 매출 (십억 원)	40	50	60
연간 매출 (십억 원)	813	1,220	1,830
OPM	5%	10%	15%
연간 영업이익 (십억 원)	40.7	122.0	274.5

자료: 유안타증권 리서치센터

합병 이후 2035년 특수선 부문 매출 10 조 원의 Breakdown



자료: 유안타증권 리서치센터

Appendix. 합병기업의 2035년 해외방산 추가 매출 4조는 가능할까?

결론부터 말하자면 매우 가능하다. 오히려 보수적이다. 컨퍼런스 콜에서 해당 매출 예상치의 산정 기준에 대해 시장 점유율을 기반으로 하지 않고 선종별로 건조척수를 상정하였다고 언급했는데, 특히 현실적인 접근으로 일차적으로는 “지원함 공동건조”라는 전제 하에 해당 매출액을 예상하였다. 향후 전투함 공동건조의 가능성을 고려하면 확장 여력은 9배 이상이다.

향후 5년간 건조 척수 예정인 미 해군 함정 목록

	분류코드	함종	역할	단가 (백만 불)	플랫폼 건조단가 (백만 불)	FY26-30 공사척수 척수	플랫폼 건조단가 총액 (백만 불)	비중
전투	1045	Columbia Class Submarine	전략 핵잠수함	9,283	5,768	3	84,810	89%
	2013	Virginia Class Submarine	공격형 핵잠수함	5,759	3,829	9		
	2122	DDG-51	구축함	2,500	1,400	14		
	2127	Littoral Combat Ship	연안전투함	544	466	-		
	2128	FFG-Frigate	호위함	1,170	577	8		
	3010	LPD Flight 2	상륙수송함	1,813	1,416	3		
	3041	LHA Replacement	강습상륙함	3,834	3,011	1		
	3043	Expeditionary Fast Transport	고속수송함	323	269	2		
비전투	3050	Medium Landing Ship	중형 상륙함	268	129	8	10,481	11%
	5010	AS Submarine Tender	잠수함 지원함	1,733	1,365	3		
	5025	TAO Fleet Oiler	해상 보급유조선	815	747	6		
	5035	Towing, Salvage, and Rescue ship (ATS)	예인, 구난, 구조함	96	82	1		
	5087	Oceanographic ships	해양조사선	205	168	-		
	5100	LCU 1700	상륙주정	31	29	8		
	5112	Ship to shore connector	상륙용 공기부양정	91	64	16		
	5113	Service Craft	항만작업 보조정	15	15	25		
	5114	Auxiliary Personnel Lighter	생활용 바지선	71	68	3		

자료: 유안타증권 리서치센터, DOD FY 2025 Budget Estimates. 주: 플랫폼 건조단가는 추진체계 제외 선체 및 무장 핵심 시스템을 포함

위와 같은 표에서, 지원함 (비전투함)의 플랫폼 건조단가를 모두 합치면 105억 불 (=14.7조 원)이다. 5년을 나눠도 연간 3조 원 수준인데, 핵심은 해당 공사 일정이 “한국 조선사들의 공동건조를 배제한” 규모라는 점이다. 납기 단축을 위한 한미 조선소의 협력을 가정시 미 해군의 지원함 발주는 향후 더욱 더 증가할 수 있다.

2035년 합병기업의 시너지 효과로 인한 미 해군 방산 매출 4조원의 이익 기여도 시나리오

		합병기업의 매출기준 미 해군 함정 신조 시장 점유율						
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
매출 (십억 원)		2,668	4,002	5,336	6,670	8,004	9,338	10,673
영업이익 (십억 원)		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
영업이익률	15%	400	600	800	1,001	1,201	1,401	1,601
	20%	534	800	1,067	1,334	1,601	1,868	2,135
	25%	667	1,001	1,334	1,668	2,001	2,335	2,668
	30%	800	1,201	1,601	2,001	2,401	2,802	3,202
	35%	934	1,401	1,868	2,335	2,802	3,268	3,735
	40%	1,067	1,601	2,135	2,668	3,202	3,735	4,269

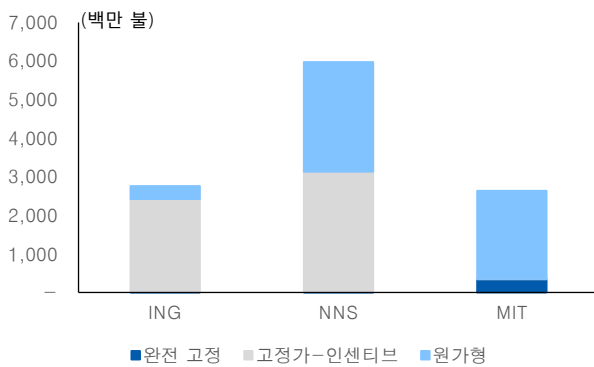
자료: 유안타증권 리서치센터

해당 사업의 이익률에 대해서도 매우 낙관적인 시나리오 적용이 가능하다. 미국 조선 시장은 1) 상선의 경우 건조 단가는 6배 차이를 보이며, 2) 이지스함을 기준으로 특수선의 경우 건조비용은 2배가량의 차이를 보인다. 비전투함의 특성상 상선에 더욱 가까운 건조비용 차이를 보일 것이기에, 일반적인 상선의 건조 마진을 매우 상회하는 수익성을 기록할 것이라 예상된다.

물론, 미국 현지 조선사와의 공동건조를 전제 시 발생하는 우려는 건조비용의 책정에 있어 국내 조선사들에게 불리한 조건을 제시할 수 있다는 점이다. 그러나 미 해군의 수상함 계약의 형태가 대부분 고정된 계약 단가 + 납기 준수에 따라 인센티브를 제공하는 고정가-인센티브 형태라는 점을 고려했을 때, 현지 조선사 입장에서라도 오히려 국내 조선업체들이 손을 내밀어 납기만 단축 시켜 준다면 공동건조 비용 책정에서 압박을 줄 유인을 느낄 수 없을 것이다. 다시 말해, 우리가 도와줘야 그들도 정부에서 인센티브를 많이 받을 수 있으므로 수익성 걱정은 할 필요가 없다.

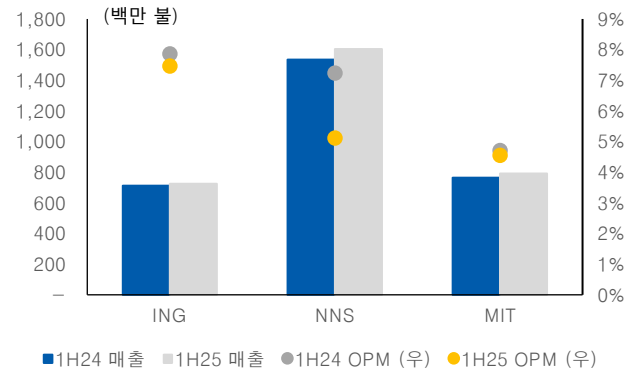
Huntington Ingalls Industries (HII)의 핵심 자회사인 Ingalls shipbuilding (ING, 수상함 제작)과 Newport News Shipbuilding (NNS, 핵항모와 핵잠수함 제작)의 계약 구조와 영업이익률을 보더라도 지원함(=수상함)의 계약 형태가 고정가-인센티브 형태이면서 미국 내에서도 매우 안정적인 영업이익률을 기록하고 있는 사업이라는 점을 추측할 수 있다.

HII: 자회사 매출별 계약의 형태



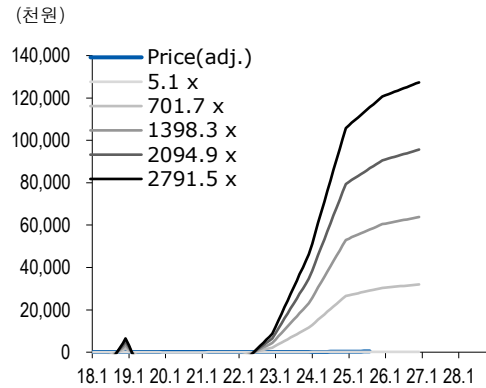
자료: 유안타증권 리서치센터, HII

HII: 부문별 매출 및 영업이익률

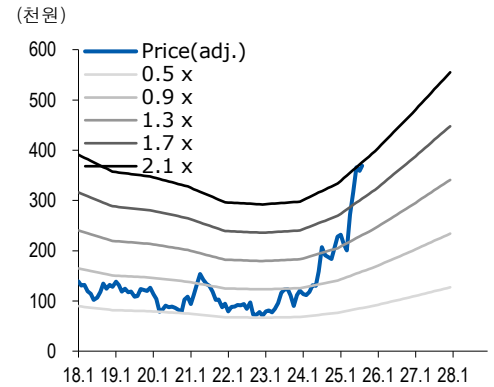


자료: 유안타증권 리서치센터, HII

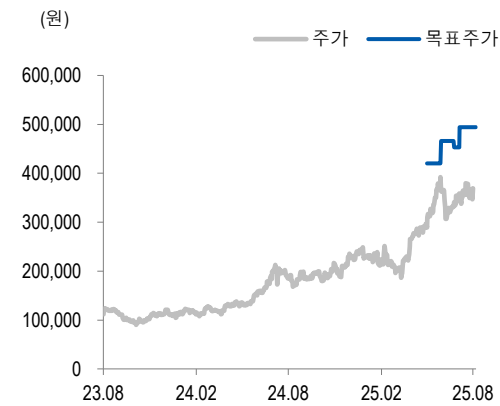
P/E band chart



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
2025-08-28	BUY	494,000	1년		
2025-08-01	BUY	494,000	1년		
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"

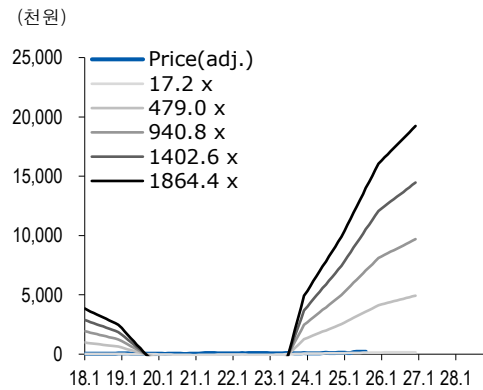
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

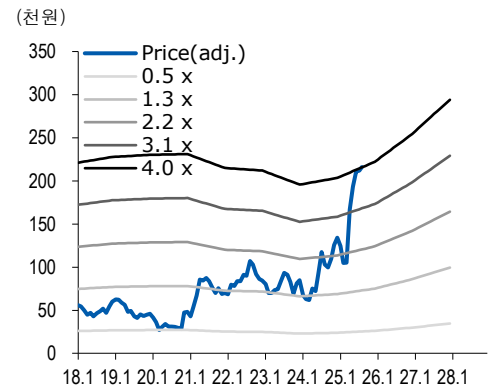
주: 기준일 2025-08-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

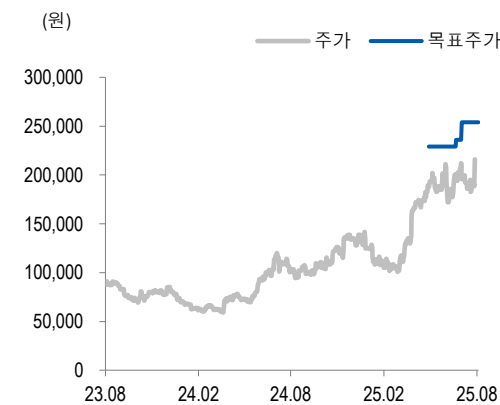
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대미포 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최 저) 주가 대 비
2025-08-28	BUY	254,000	1년		
2025-08-01	BUY	254,000	1년		
2025-07-21	BUY	236,000	1년	-14.32	-10.17
2025-05-28	BUY	229,000	1년	-17.30	-7.86

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

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

주: 기준일 2025-08-28

※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.