

조선 (Overweight)

HD현대미포-HD현대중공업 합병 및 사업재편 코멘트

Issue Comment

[조선/방산] 변용진 2122-9181 yongjin.byun@imfnsec.com

HD현대중공업-HD현대미포 합병 및 사업재편 발표

8월 27일 장 종료 이후 HD현대중공업이 HD현대미포를 흡수합병한다고 발표했다. 합병비율은 기준주가를 토대로 HD현대미포 보통주 1주당 HD현대중공업 보통주 0.4059146주 (주식매수청구권 기준가 HD현대중공업 462,626원/HD현대미포 192,695원)로 정해졌다. 주주확정기준일은 9월 12일, 주주총회 10월 23일, 주매청 청구기간은 10월 23~11월 12일을 거쳐 합병기일 12월 1일, 신주상장예정일은 12월 15일이다. 합병을 예상하듯 당일 오전부터 양사의 주가는 급등하였으나, 기준주가는 전일까지의 종가를 기준으로 했고 상장사 간의 흡수합병이므로 합병비율 등에 대한 별다른 이견 없이 합병은 순탄히 이루어질 것으로 예상된다.

회사가 밝힌 합병목적은 요약하자면 1.방산 역량 결집 2. 양적/질적 대형화 3. 해외야드 개발 가속화이다. 실질적으로는 두 회사 모두 HD현대그룹의 조선사로서 이미 많은 것을 공유하고 있지만, 방산에 있어서는 HD현대중공업이 전담해왔기 때문에 HD현대미포는 건조실적 및 관련 라이선스등이 없었으며, HD현대중공업은 해외 야드가 없지만 HD현대미포는 베트남 야드를 보유하고있으므로 이를 통해 MRO및 전진기지를 활용하는 등 두 회사의 합병을 통해 분산된 그룹사의 방산 관련 역량을 결집한다는 의미가 있다. 향후 존속회사인 HD현대중공업 산하에 싱가포르 투자법인을 설립하고(HD현대중공업 40%, HD한국조선해양 60%) 향후 그룹사의 해외사업 투자를 전담할 예정이다.

회사는 합병회사의 매출 목표를 2030년 32조원, 2035년 37조원(CAGR 6%)로 제시했으며 특히 그중 방산부문의 성장성을 CAGR 21%로 가장 높이 제시하였다. (상선 4%, 해양/에너지 13%, 엔진 3%) 방산부문의 매출목표는 30년 7조, 35년 10조원이며 10조원을 구성하는 것은 합병 전 기존 목표 5조원(국내 방사청 발주 1조+해외발주 1.5조+현지건조 1조+MRO등 기타 1.5조)에 추가적으로 쇄빙선 등 특수목적선 1조원+미국 포함한 추가 해외함정발주 4조원으로 산정되었다.

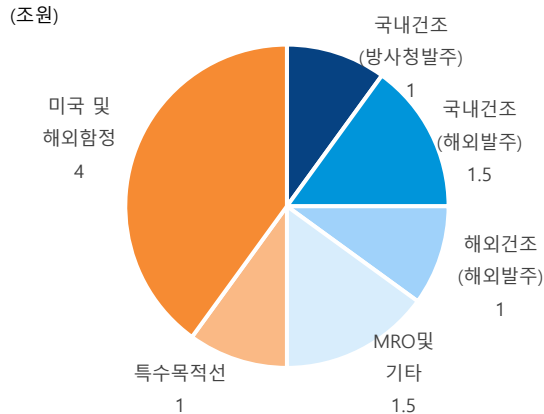
함정 일감확보 자신감이 적극적 경영판단으로 발현: 단기 HD현대미포, 중장기 한국 조선사 모두 기대치 상향

단기적으로 이번 합병을 가장 반길 주체는 HD현대미포의 주주다. HD현대중공업과 한화오션이 미국발 함정 관련 수혜로 주목을 받는 동안 다소 소외되었던 HD현대미포는 이번 합병으로 미국 함정 사업에 진출할 수 있게 되었다. 또한 주력선종인 MR탱커의 발주 부진 및 선가 하락이 지속되어 28년 이후 일감 확보에 대한 우려가 조금씩 제기되던 시점이었는데, 회사는 빠르면 27년부터 4개 도크 중 2개 도크에서 함정 및 특수목적선 건조를 진행하기로 하였으며 상선부문의 불확실성을 말끔히 채워줄 수 있을 전망이다.

그러나 중장기적으로 이는 HD현대중공업 계열사는 물론 한국 조선사 모두의 우상향을 예견할 수 있는 사안이라는 판단이다. 회사가 제시한 중장기 매출의 구성과 선종을 고려하면 미국을 포함한 해외 함정 일감 확보에 대한 높은 자신감이 엿보이기 때문이다. 합병 관련 PT자료 및 콘콜에서, 특히 선종 측면에서 주목할 만한 부분은 미국 전투함 수주 및 한국의 건조가 언급되었다는 점이다. 한미 조선협력이 언급되었을 때부터 현재까지 실제로 우리나라가 MRO사업을 따냈던 선종이나 향후 유력하다고 전망된 선종은 수송선 등 지원선 중심이었지만, 전세계 최고 수준의 함정 건조능력을 가진 동사의 검토 결과 현실적으로 미 해군의 함정 건조계획(2054년까지 364척 신규건조)을 지키기 위해서는 미국내 건조능력 확대만으로는 한계가 있고 한국의 전투함 건조가 필수불가결하다는 판단을 내린 것으로 해석할 수 있다. 현재 거의 유사한 스펙의 이지스함 건조 시 한국은 1.3~2조원(세종대왕함급), 미국은 3.1~3.8조원(알레이버크급)으로 단가가 2배 수준임을 고려해보면, 우리가 설계한 선박이 아닌 점을 감안하더라도 높은 수준의 영업이익률을 확보할 수 있을 전망이다. 거기에 보너스로 특수목적선, 그중에서도 쇄빙선이 언급된 점도 주목할 부분이다. 현 정부 중점 과제인 북극항로 개척 및 미국의 알래스카 LNG 개발 의지와 맞물려 한국과 미국의 쇄빙선 수요가 확대될 전망이기 때문이다.

대통령 방미 이후 한화그룹의 필리핀조선소 50억 달러 추가 투자, 삼성중공업의 미국 MRO조선사 파트너십 체결에 이어 동사의 합병까지 발표되면서 MASGA프로젝트의 실체가 하나씩 구체화되고 있다. 분명한 것은 우리 기업들은 자선사업가가 아니라는 점이다. 대규모의 투자 결정은 그에 상응하는 사업기회에 대한 확신이 있을 때 이루어지는 결단이다. 최근 몇 년간의 상선 호황에도 캐파 확장에 보수적이었던 조선사들이 이제 함정을 비롯한 해외 사업기회에 아낌없는 투자를 결정하고 있으며 이것이 전달하는 메시지는 명확하다. 풍력이나 해양처럼 시장원리에 따라 불확실성이 큰 사업과 달리 안보 강화 목적의 함정 사업은 시황을 뛰어 넘는 한미 정부의 최우선 과제이다. 한국 조선사들의 길고 큰 기회의 창이 열리고 있다.

그림1. 2035년 방산 매출 목표액, 기존 5조 → 합병 이후 10조



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

표1. 2035년 방산 매출 목표액, 기존 5조 → 합병 이후 10조

목표	항목	금액
기존	국내건조 (방사청발주)	1 조
	국내건조 (해외발주)	1.5 조
	해외건조 (해외발주)	1 조
추가	MRO 및 기타	1.5 조
	특수목적선	1 조
	미국 및 해외함정	4 조
합계		10 조

자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

표2. 미 해군 함정도입계획(~2054년)에 따른 주요 선종 신규 발주계획 (항공모함, 잠수함, 소형함 등 제외)

선종	필요척수	기존 건조조선소	건조 총액(십억달러)		척당 평균 건조예산단가(십억달러)	
			미 해군 추정	미 의회 추정	미 해군 추정	미 의회 추정
DDG-51	23	GD Bath Iron Works	61	61	2.7	2.7
DDG(X)	28		92	123	3.3	4.4
FFG-62	24	Fincantieri Marinette Marine Corporation	24	35	1.0	1.4
FFG-62 Flight 2	57		61	82	1.1	1.4
LHA-6	8	Huntington Ingalls Industries Inc.	35	39	4.4	4.8
LPD-17	5		10	11	2.0	2.2
LPD(X)	12		27	34	2.3	2.8
LSM	55		10	19	0.2	0.4
총계	212	-	320	404		

자료: CBO, iM증권 리서치본부

표3. 미해군 발주예정물량 중 해외발주 규모 추정:
항모, 핵잠 등 제외하고 연평균 3.7척, 46~58억불

선종별 (십억달러)	선종별 필요척수	총 필요척수(A)	건조 가능척수 (B)	잔여척수 (C=B-A)	연평균 척수	연평균 미 해군 추정	연평균 미 의회 추정
DDG-51	23	51	45	6	0.2	0.6	0.7
DDG(X)	28						
FFG-62	24	81	27	54	1.8	1.9	2.6
FFG-62 Flight 2	57						
LHA-6	8	80	29	51	1.7	2.1	2.5
LPD-17	7						
LPD(X)	10						
LSM	55						
총계	212	212	101	111	3.7	4.6	5.8

자료: CDO, iM증권 리서치본부

표4. 미 해군 함정건조계획 주요 내용

구분	세부내용
발간기관	미 의회예산국(CDO)
발간월	2025년 1월
목표함대규모	2054년까지 함정수를 295척에서 390척으로 확대
예산추정	- 연평균 건조 비용 : 400억달러 - 30년간 총 건조비용 1조 750달러
함정도입계획	- 총 364척 신규 함정 건조 - 293척 전투함(항공모함, 잠수함, 구축함, 소형 수상전투함, 상륙함 포함) - 71척 전투지원 및 물류함
노후함정퇴역	2027년까지 283척으로 감소한 후 다시 증가 예정
예산증가	2054년까지 미 해군 전체 예산을 현재 2,550억달러에서 3,400억 달러로 증액 전망
특이사항	중국 조선소 및 중국 기업이 운영하는 조선소와 협력금지

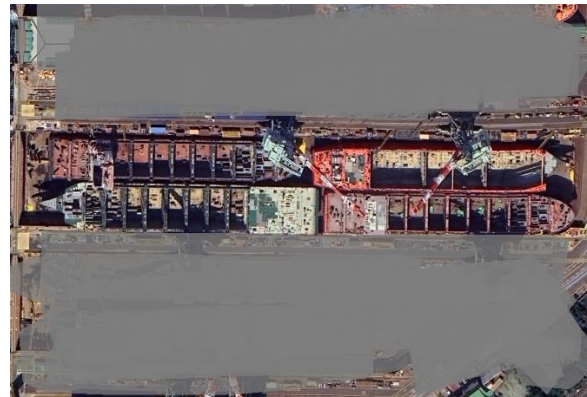
자료: CDO, iM증권 리서치본부

표5. 주요 선종별 크기 비교: 이지스함은 MR보다 작음

선종	크기	길이(m)	너비(m)
Container	24k TEU	400	60
Container	15k TEU	370	50
Tanker	VLCC(300K)	330	60
LNG	174K CBM	300	45
상륙함	아메리카급	257	32
상륙함	샌안토니오급	208	32
LPG	91K	230	37
Tanker	MR(50K)	180	32
이지스 구축함	정조대왕급(韓)	170	21
이지스 구축함	알레이버크급	160	20

자료: iM증권 리서치본부

그림2. MR탱커 4척을 동시 건조중인 HD현대미포 도크



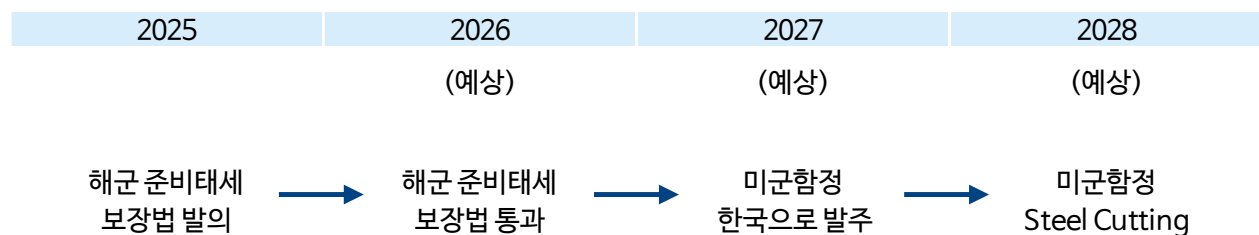
자료: 구글맵, iM증권 리서치본부

그림3. HD현대미포 4개 도크: 이중 2개 특수선 도크로 사용 예정



자료: iM증권 리서치본부

그림4. 미 해군 함정발주 예상 Timeline



자료: iM증권 리서치본부

그림5. 대한민국 정조대왕급 이지스 구축함



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림6. 미국 알레이버크급 이지스 구축함



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

표6. 정조대왕급 vs 알레이버크급 이지스 구축함 주요 제원

구분	정조대왕급	알레이버크급
국가	대한민국	미국
크기	170x21m	160X20m
만재배수량	12,000톤	10,000톤
엔진	GE(美) LM2500	GE(美) LM2500
이지스 시스템	록히드 마틴(美) Baseline KII	록히드 마틴(美) Mk.7
함포	현대위아 5인치포	BAE(美) Mk.45 5인치포
CIWS	RTX(美) 팰러스	RTX(美) 팰러스
미사일	RTX(美) SM-2, SM-3, SM-6	RTX(美) SM-2, SM-3, SM-6
사통레이더	RTX(美) AN/SPG-62	RTX(美) AN/SPG-62
건조 비용	1.3~2조원	3.1~3.8조원(22~27억 달러)

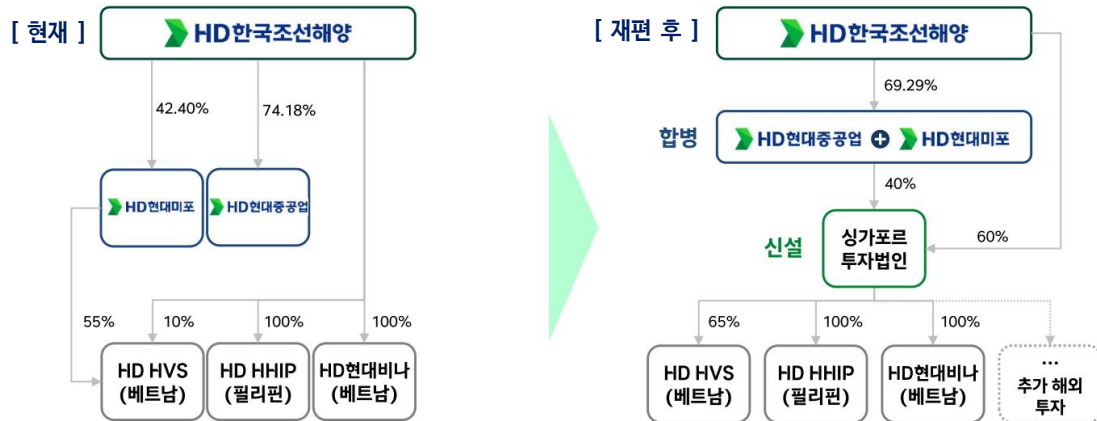
자료: iM증권 리서치본부

표7. Ensuring Naval Readiness Act (해군준비태세 보장법) 세부 내용

구분	세부 내용
목적	- 미 해군 함정건조를 외국 조선소에서 허용하는 예외규정 마련
개정조항	- 미국 법전(Title 10, Section 8679) 개정
외국조선소 활용조건	- 해당 조선소가 NATO 회원국 또는 미국과 상호방위조약을 체결한 인도-태평양 국가에 위치해야 함 - 미국 내 조선소보다 건조비용이 저렴해야 함
추가조건	- 함정 건조를 진행하기 전에 미 해군 장관이 의회에 인증서를 제출해야 함 - 해당 외국 조선소가 중국 기업이 소유·운영하는 시설이 아니어야 함
법안상태	- 중국 본토에 등록된 다국적 기업이 운영하는 조선소에서 건조가 이루어져서는 안됨 - 상원 위원회 회부 (진행중)

자료: 미 의회, iM증권 리서치본부

그림7. 사업 재편 개요



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

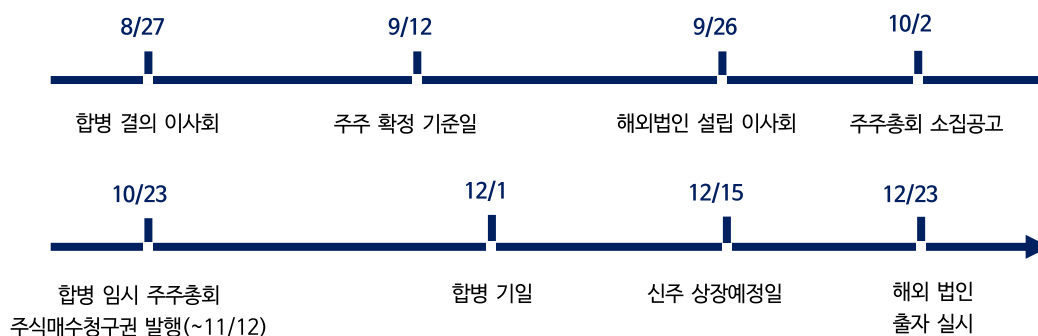
*HD현대비나(가칭): 두산비나 인수법인

표8. 합병 개요

	존속회사	소멸회사
회사	HD현대중공업	HD현대미포
주요 자회사	-	HD현대베트남조선, HD현대이엔티
합병비율	1	0.4059146
합병 비율 기준주가 산정 방식	합병비율 기준주는 합병을 위한 이사회결의일(2025년 08월 27일)과 합병계약을 체결한 날(2025년 08월 27일) 중 앞서는 날의 전일(2025년 08월 26일)을 기산일로 하여, 최근 1개월간의 거래량 가중산술평균종가, 최근 1주일간의 거래량 가중산술평균종가, 최근일의 종가를 산술평균한 금액으로 산정.	
주식매수청구권 기준가	462,626 원	192,695원

자료: HD한국조선해양, DART, iM증권 리서치본부

그림8. 합병 타임라인



자료: HD한국조선해양, DART, iM증권 리서치본부

표9. 기준주주구성

	HD현대중공업	HD현대미포
최대주주	HD한국조선해양(주)	HD한국조선해양(주)
지분율	74.37% (65,851,200주)	42.4% (16,936,492주)
주요주주	국민연금공단	국민연금공단
	7.38% (6,554,502주)	11.17% (4,459,783주)

자료: HD한국조선해양, DART, iM증권 리서치본부

표10. 주식개요

	HD현대중공업	HD현대미포
시가총액 (8/27 장 마감 기준)	46조 2,508억	8조 6,275억
현재주가 (8/27 장 마감 기준)	521,000원	216,000원
발행주식수	88,773,116주	39,942,149주
유통주식수	88,773,116주	39,884,298주

자료: HD한국조선해양, DART, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%