신영증권
2025. 8. 28

조선업

완벽에 가까운 밑그림

분석의 기본 가정
- 해양방산시장 투자 확대 기조
- 친환경선박 규제 강화 흐름은 지속

운송/조선/기계 담당 엄경아
T.02)2004-9585 / um.kyung-a@shinyoung.com

Rating & Target (기준일: 2025. 8. 27)

종목명	투자의견	목표가(12M)
HD한국조선해양	매수	560,000원
HD현대중공업	매수	650,000원
HD현대미포	매수	330,000원
HD현대마린엔진	매수	105,000원

News: HD현대중공업(주)가 HD현대미포(주)를 흡수합병

전일(27일) HD현대중공업은 HD현대미포를 흡수합병하기로 결정했다고 발표. HD현대중공업이 존속법인이 되고, HD현대미포는 피합병법인으로 소멸될 예정. HD현대미포를 1주 보유한 주주는 0.4059146주의 HD현대중공업 주식을 배정받게 됨. HD현대중공업과 HD현대미포의 주식매수청구권 기준가는 각각 462,626원과 192,695원에 해당. 합병기일은 2025년 12월 1일임

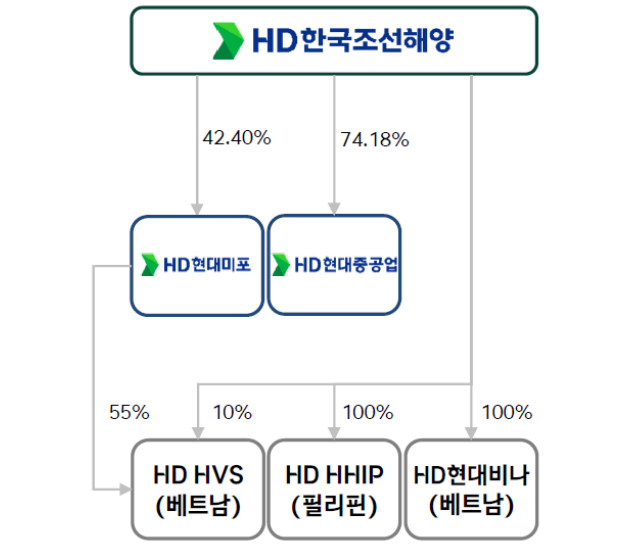
해외사업 투자의 집중도를 높일 수 있어

현재 HD현대미포와 HD한국조선해양으로 해외사업 투자가 분산되어 있음. 사업 재편 이후 HD한국조선해양과 HD현대중공업이 각각 60%, 40%씩 투자한 싱가폴 투자법인을 설립하고 싱가폴 투자법인 아래 해외사업장을 모으는 방식. HD HVS는 국내 유일 해외 조선 성공 사례로 HD현대중공업이 해당 노하우를 나누고 사업장을 활용하는데 있어 긍정적. 신규사업 투자재원을 여유 있게 가지고 있는 HD한국조선해양의 투자활동에 자유도를 높임

HD현대미포를 200% 활용하는 전략

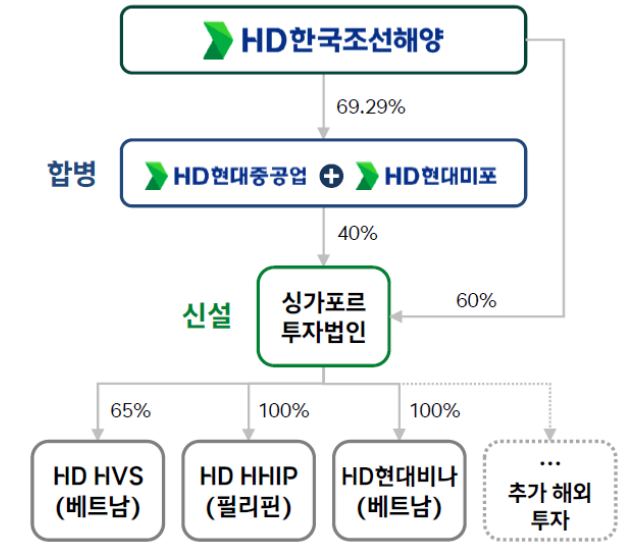
HD현대미포는 원래 수리조선으로 사업을 시작. 최대 7기까지 수리도크를 운영하다가 도크 3기를 HD현대중공업에 이양하고, 4기의 도크를 운영하며 20년간 8천척 이상의 선박을 수리. 1990년대 신조선 사업으로 단계적 전환을 했고, HD현대중공업과 겹치지 않는 중형사이즈 선박 건조 조선업체로 자리매김. 상대적으로 경쟁성이 있는 해외사업장 확장까지 성공하니 한국의 프리미엄 건조공간의 활용도가 과거 수준으로 올라오는데 한계가 있었던 것은 사실. 특수목적선이나 수출 방산 수주 건조에 활용하면 동일 사업장에서 높은 단가의 매출을 창출할 수 있음. 중국 조선소의 저가공세와 경쟁하는 영역은 해외 사업장으로 돌리고, 국내 사업장에서는 다른 가치를 창출하는 전략

도표 1. 현재 지분 구조



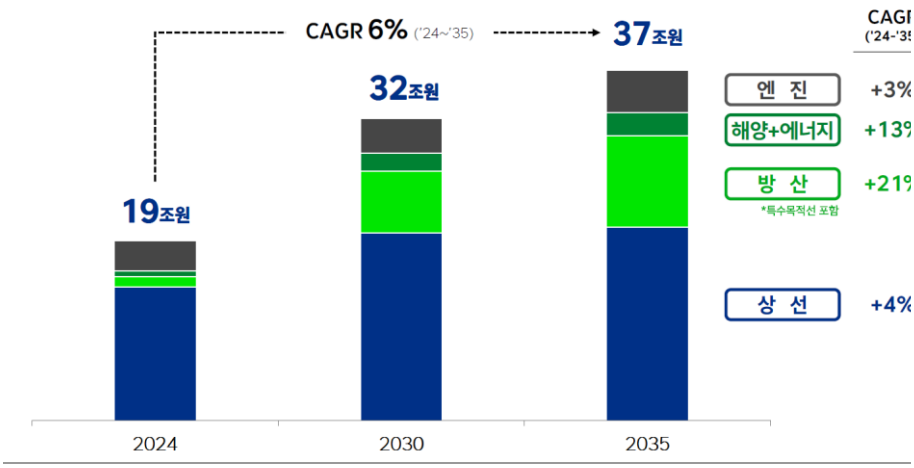
자료 : HD한국조선해양

도표 2. 사업 재편 후 지분구조



자료 : HD한국조선해양

도표 3. 합병 이후 2035년 매출 37조원 이상 목표



자료 : HD한국조선해양

HD현대미포 합병 후 활용도 급상승 전망

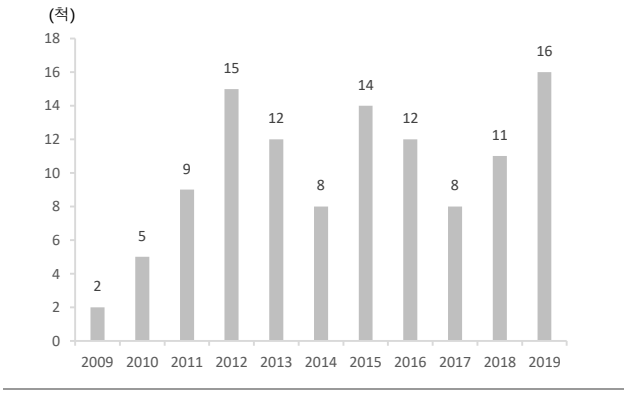
HD현대미포는 왜 이렇게 느리냐는 투자자들에게

좌측제목

최근 시장에 상장한 대한조선이 영업이익률 두 자릿수를 기록하며 탱커 제조업체임에도 불구하고 높은 마진을 기록한 사실이 있음. 중국 조선업체와 경쟁 수준이 높은 선종이고 선가 상승세가 다른 선종 대비 높지 않은 편임에도 불구하고, 높은 마진을 기록. 이는 도크 활용도도 크게 영향을 준 것으로 판단. 대한조선의 경우 1기의 도크를 쉴 새 없이 가동하고 있음. 반면 HD현대미포는 가성비 있는 해외사업장 육성에 성공함과 동시에 국내 프리미엄 제조사업장의 가동률이 이전 호황기 수준을 따라잡지 못하고 있음을 확인할 수 있음. [도표 5]에서 확인할 수 있는 것처럼

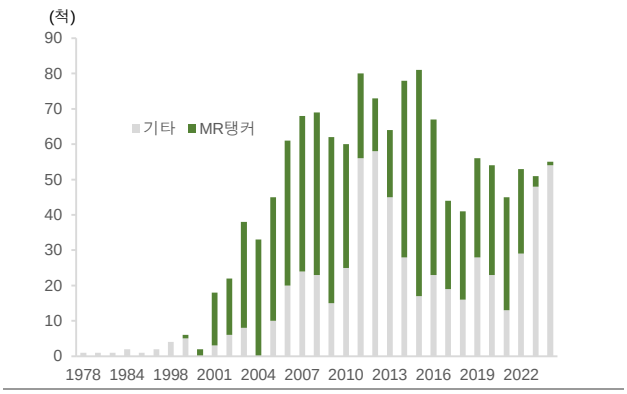
총 인도척수가 과거 호황기 수준에 미치지 못하고 있음을 알 수 있음. 현재 보유하고 있는 4기의 도크에 특수목적선과 수출방산제품을 건조 시 가동률 상승이 가능할 것으로 판단

도표 4. HD현대미포 비나신 조선소의 인도 척수 추이



자료 : HD한국조선해양

도표 5. HD현대미포 울산사업장 큰 선종 구분별 인도척수 추이



자료 : 클락슨

이번 합병 이후 재가동 시킨다고 이야기되는 HD현대중공업의 5번 도크는 과거 HD현대미포가 수리도크로 활용하다가 HD현대중공업으로 이양한 3개의 도크 중 하나. 현재 HD현대미포의 설비 가동률을 높임과 동시에 최근 일반상선 신조에 적합하지 않은 HD현대중공업의 중형사이즈 도크를 가동함으로써 수출방산 수주에 대한 여유설비를 마련하고, 수주 준비에 들어갈 수 있을 것으로 보임

유일하게 성공적인 해외 사업장 비나신의 노하우를 HD현대그룹 전체로

본사의 도크 활용도를 낮출 정도로 효율성이 올라온 HD현대미포 비나신 조선소의 노하우를 HD현대그룹 조선사업부문 전역으로 확대할 수 있는 사업재편이라 판단. 상선 중 중국의 저가경쟁을 감내해야 하는 선종에 대한 대응전략이 될 수 있을 것으로 판단.

이번 합병은 글로벌 수출방산 시장 확대와 마스가 프로젝트 가동에 대응하는 전략 중 '신의 한 수'로 작용하게 될 것으로 판단함. HD현대그룹 내 조선관련 계열사에 대한 투자의견을 긍정적으로 유지. 조선업종 최선호주는 HD한국조선해양이며, 기자재 최선호주는 HD현대마린엔진을 제안

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250630)	매수 : 86.39%	중립 : 12.93%	매도 : 0.68%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
HD현대중공업	-	-	-	-	-	-	-	-
HD현대마린엔진	-	-	-	-	-	-	-	-
HD한국조선해양	-	-	-	-	-	-	-	-
HD현대미포	-	-	-	-	-	-	-	-

HD현대중공업 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-08-28	매수	650000		
2025-08-06	매수	650000		
2025-08-01	중립	520000	-10.82	-10.77
2025-07-01	매수	520000		
2025-04-25	매수	460000	-9.06	0.76
2025-02-07	매수	380000	-16.86	-1.05
2024-11-26	매수	270000	0.82	21.11
2024-07-17	매수	230000	-14.99	5.22

HD현대마린엔진 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-08-28	매수	105000		
2025-08-06	매수	105000		
2025-08-01	매수	80000	-11.88	-7.62
2025-07-01	매수	75000	-28.97	-9.07
2025-04-25	매수	50000	-12.44	11.20
2025-03-26	매수	43000	-30.22	-19.30
2025-02-07	매수	38000	-27.33	-20.92
2025-01-10	매수	33000	-16.10	-10.15
2024-08-26	매수	29000	-30.24	-9.31
2024-05-14	매수	26000	-27.57	-5.38

HD한국조선해양 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-08-28	매수	560000		
2025-08-06	매수	560000		
2025-07-01	매수	450000	-25.37	-20.22
2025-04-25	매수	360000	-11.77	8.89
2025-02-07	매수	330000	-33.61	-23.94
2024-11-26	매수	300000	-26.11	-17.17
2024-07-17	매수	260000	-26.70	-16.73

HD현대미포 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-08-28	매수	330000		
2025-08-06	매수	330000		
2025-07-01	매수	250000	-23.11	-15.20
2025-04-25	매수	210000	-12.54	0.48
2024-11-26	매수	200000	-39.20	-20.75
2024-07-17	매수	170000	-37.29	-26.47
2024-02-07	매수	130000	-44.22	-21.00