SECTOR
UPDATE

2025. 8. 28.

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

정소연 Research Associate
soyeon.chung@samsung.com

▶ 종목 정보

HD현대중공업 (329180 KS, 521,000)		
목표주가	630,000원	20.9%
BUY		
HD현대미포 (010620 KS, 216,000)		
목표주가	256,000원	18.5%
BUY		
HD한국조선해양 (009540 KS, 369,500)		
목표주가	460,000원	24.5%
BUY		

리서치센터 리포트
바로가기

조선 (OVERWEIGHT)

HD그룹 조선 계열 사업 재편, 긍정적인 해석이 가능한 이유

- HD그룹이 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병, 해외 조선업 진출을 위한 싱가포르 투자 법인 설립을 포함한 사업 계획을 발표
- 사업 재편 목적이 비교적 명확하다는 점, HD그룹의 방산 및 북미 사업에 대한 시장의 관심 환기 가능성, 반대매수 청구권의 존재 등을 감안 시 긍정적 해석 가능

WHAT'S THE STORY?

HD그룹 조선 부문 사업 재편 결정: HD그룹의 조선 부문 사업 재편 계획은 크게 두 가지로 구분. 첫 번째는 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병. 합병은 HD현대중공업이 HD현대미포 주주들에게 신주를 발행하여 흡수하는 방식. 합병 비율은 1:0.4059146이며, 기존 주주들에게는 반대매수 청구권이 부여. 두 번째는 해외 조선업 투자를 위한 싱가포르 법인 설립. 기존 그룹 조선사가 각기 보유하던 해외 법인의 대주주를 신설 자회사로 단일화하고 추가 투자도 해당 법인이 주도. 싱가포르 법인을 통한 투자 부담은 HD한국조선해양과 HD현대중공업이 분담.

영업 외 이슈들에 대한 고민이 크지 않은 거래: HD현대중공업과 HD현대미포 합병에 영업 외 배경이(재무 혹은 그룹 지배 구조) 존재한다고 보기 어려울 것. 양 사 재무는 모두 순현금 상태로 우량. 중간 지주(HD한국조선해양)의 존재를 감안하면, 양 사 합병이 지주인 'HD현대'에 직접 미칠 수 있는 영향도 제한적. 또한 합병 기준 주가로 산정한 양 사 밸류에이션에 차이도 크지 않은 편. 즉, 합병이 특정 회사에 유리하거나 불리하다고 보기 어려운 상태. 보통 시장은 재무 및 지배 구조 관련 목적이 포함된 합병 계획을 경계. 재편계획의 배경은 회사의 설명처럼 영업적 시너지를 위한 것으로 판단. 구체적으로는 HD현대미포의 도크를 활용한 방산 사업 확대, 중소형 신선종 건조를 통해 건조 경험을 확보한 뒤 후속 대형선 수주를 확보하는 등의 전략이 가능. 합병 후 HD현대중공업이 별도 하청 계약 없이 HD현대미포의 설비를 활용하는 것도 가능.

주식 관점에서의 긍정적 효과: 양 사 수주 잔고 감안 시 실적상 시너지 발현에는 시일이 필요. 하지만 주식의 관점에서는 단기에도 긍정적 영향 기대. 먼저, 사업 재편 계획으로 HD그룹의 방산 사업과 미국 진출에 대한 관심이 환기될 것. 경쟁사가 해당 모멘텀으로 양호한 주가 흐름을 보여 왔음을 고려할 필요. 현재 HD현대중공업이 엔진 사업을 근거로 누리는 프리미엄이 HD현대미포까지 확대될 가능성도 존재(기술적으로 양 사 주가는 합병 비율을 기준을 동행). 장기 관점에서도 긍정적 효과 예상. HD현대미포의 주력인 유조선은 에너지 전환 이슈로 장기 전망에 불확실성 존재. HD현대미포를 활용하여 방산과 특수목적선 사업 확대한다는 그룹의 계획을 긍정적으로 판단하는 이유. 반대매수 청구권의 존재도 주식 수급에 우호적으로 작용할 것. 최근 기계 업종 밸류에이션 변화와 합병 이슈를 반영하여 양 사 목표주가를 3-4% 미세 상향.

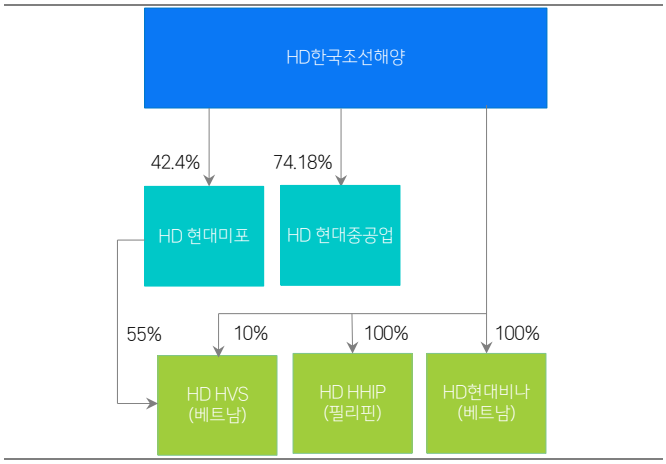
합병 개요 및 배경 정리

HD현대중공업과 HD현대미포의 합병 및 사업 재편 계획 발표

HD그룹 조선 부문의 사업 재편 계획이 발표. 해당 재편 계획은 크게 두 가지로 구성. 첫 번째는 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병. 양 사 합병은HD현대중공업이 기존 HD현대미포 주주들에게 신주를 발행하여, HD현대미포를 흡수 합병하는 방식. 합병으로 HD한국조선해양의 HD현대중공업에 대한 지분율은 기존 74.2%에서 69.3%로 하락 예정. 1975년에 설립되어 중소형 선박 분야의 강자로 자리 잡은 현대미포라는 브랜드가 사라지는 결정이라는 점에서 쉽게 예상하지 못했던 뉴스.

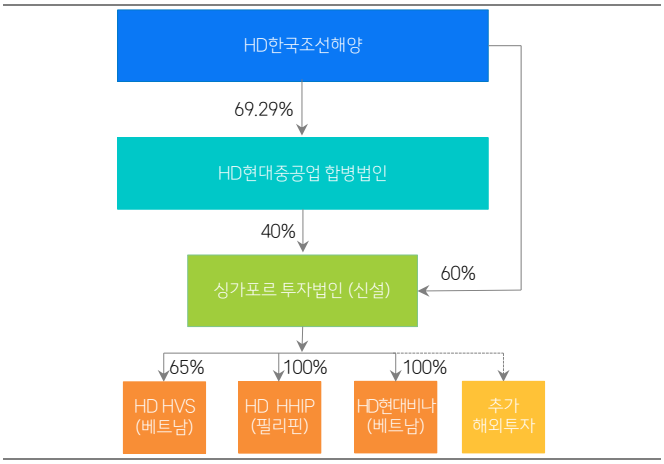
두 번째는 해외 조선업 투자를 위한 싱가포르 법인의 설립. 해당 법인 HD한국조선해양이 지분의 60%를 소유하며, 나머지 40%는 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병 법인이 소유. 이를 통해 기존 그룹 조선 3사가 각기 보유하고 있던 해외 법인의 대주주를 싱가포르 법인으로 단일화하고, 추가적인 해외 투자 역시 해당 법인이 주도. 해외 신규 투자를 위한 싱가포르 법인으로의 투자는 HD한국조선해양과 HD현대중공업이 나누어 부담하는 구조.

HD그룹 조선 부문 현재 사업 구조



자료: HD현대중공업

HD그룹 조선 부문 사업 재편 후 구조



자료: HD현대중공업

합병 관련 세부 내역 및 일정

HD현대미포 1주당 HD현대중공업 0.4059146주가 발행되며, 합병 찬반을 위한 주주 확정 기준일은 9월 12일. 합병에 반대하는 주주들에게는 매수청구권이 부여되며, 매수 청구 가격은 HD현대중공업이 주당 462,626원, HD현대미포가 주당 192,695원. 매수청구권 행사가 1.5조 원을 넘어서는 경우 회사는 합병 계획을 철회할 수 있음. 합병 기일은 2025년 12월 1일. 합병이 계획대로 진행된다면, HD현대중공업 신주 16백만 주가 발행되어 2025년 12월 15일 상장.

합병 비율 및 매수청구권 가격

(원)	HD현대중공업	HD현대미포
합병 비율	1	0.4059146
합병 비율 산정을 위한 기준 주가	470,833	191,118
전일(8월 27일) 종가	521,000	216,000
매수청구권 가격	462,626	192,695
발행될 신주 (천주)	16,190	

자료: HD현대중공업, HD현대미포

합병 일정

구분		일정
합병 결의 이사회		2025-08-27
주주 확정 기준일		2025-09-12
합병 반대의사 통지 접수	시작	2025-10-02
	종료	2025-10-22
주주총회 예정일		2025-10-23
주식매수 청구권 행사	시작	2025-10-23
	종료	2025-11-12
합병 기일		2025-12-01
신주 상장 예정일		2025-12-15
해외 법인 출자		2025-12-23

자료: HD현대중공업, HD현대미포

회사 측이 발표한 사업 재편의 배경과 목적

그룹이 발표한 사업 재편의 목적과 배경은 세 가지. 첫 번째는 해양 방산에서의 사업 역량 강화. HD현대미포의 도크와 설비를 통합 활용하여, 글로벌 해군력 강화와 한미 조선 협력 계획의 수혜를 극대화하겠다는 것. 기존 구조에서는 HD현대중공업이 수주한 방산 프로젝트를 HD현대미포에서 수행하기 위해서는, 양 사 간의 별도의 하청 계약 체결, 선주로부터의 승인 등의 추가 절차가 필요했을 것. 합병으로 HD현대중공업의 HD현대미포 설비의 활용이 보다 자유로워질 수 있을 것으로 예상. 회사는 현재 1조원 규모의 방산 매출을 2030년 7조원, 2035년 10조원으로 확대하겠다는 계획.

두 번째는 특수목적선에서의 통합 시너지. 해양지원선, 파이프라인 설치선 등의 특수목적선에서 양 사의 건조 경험(track record)를 통합. 또한 친환경선 분야에서도, HD현대미포가 신선종 건조로 획득한 건조 경험을 바탕으로 후속 대형선을 수주한다는 계획. 일반적으로 새로운 기술이 적용되는 신선종은 최초에는 중소형 선으로 발주되어 운항 능력을 검증한 뒤에 대형선으로 다시 발주.

세 번째는 신설되는 싱가포르 법인을 통한 해외 야드 개발의 가속화. 해외 야드의 개발과 운영 주체를 일원화하여 관리 효율을 개선하고, 신규 투자에 대한 의사결정 절차를 간소화한다는 계획. 상기 목표를 달성하여 합병 법인의 매출을 2024년 19조 원 수준에서 2030년 32조원, 2035년 37조원으로 확대할 계획. 해당 기간 전사 매출 CAGR은 6%이며, 사업 부문별로는 방산 분야에서 가장 높은 성장률(21%)을 창출하겠다는 계획.

사업 재편의 배경 및 목적에 대한 회사 측 설명

배경	목적	주요 달성 수단
글로벌 해군력 강화와 MASGA 타결에 따른 K방산 시장 기회 증가	MASGA 및 K방산을 주도하는 글로벌 리더로 도약	HD현대미포의 도크/설비를 통합 활용
친환경 규제 강화에 따른 조선업 패러다임 급변	통합 시너지 기반 양적, 질적 대형화 추진	양 사 track record 통합
중국의 일반 상선 점유율 확대로 인한 국내 조선소 입지 약화	해외 야드 개발 가속화	싱가포르 투자 법인 설립으로 의사결정 절차 간소화, 투자 효율 극대화

자료: HD현대중공업, HD현대미포, 삼성증권 정리

합병으로 인한 영향 분석, 긍정적인 해석이 가능

영업 외 이슈(재무, 지배 구조 등)를 고민할 이유가 크지 않은 거래

HD현대중공업과 HD현대미포의 합병에 재무, 혹은 지배 구조와 관련한 배경이 존재한다고 보기 어렵다는 판단. 우선 재무 관점에서는 양 사 모두 순현금 상태라는 점에 주목. 특정 회사의 재무 비율 개선 등의 목적이 있다고 보기 어려운 이유. 지배 구조의 측면에서도 그룹 전체에서의 변화는 미미. HD현대중공업과 HD현대미포의 대주주는 그룹의 중간 지주인 HD한국조선해양. 양 사의 합병이 그룹의 지주회사인 HD현대에 '직접적으로' 미치는 영향은 제한적. 또한 합병 기준 주가를 기반으로 산출한, 양 사의 기존 거래 밸류에이션에도 심대한 차이가 있다고 보기 어려운 상태. 따라서 합병 결정이 특정 회사 주주에게 크게 유리하거나, 크게 불리하다고 볼 수 없는 상태.

결론적으로, 그룹의 양 사 합병 결정은 순수하게 사업적 시너지와 경영 효율성이 주된 목적이라 판단. 즉, 투자자 입장에서 이번 합병은 영업 외적으로 고민해야할 변수가 많지 않은 편. 그만큼 불확실성이 크지 않다는 것으로도 해석 가능. 일반적으로 시장이 지배 구조와 재무적 목적이 결합된 구조 재편에 부정적이라는 점도 감안할 필요.

주식 시장 관점에서는 긍정적 영향 기대(방산 프리미엄이라는 것이 존재한다면)

회사가 공개한 사업적 시너지의 발현에는 시간이 다소 소요될 것. 양 사가 이미 정상 수준 이상의 일감을 확보하고 있는 만큼, 합병이 단기 실적에 대한 시장의 추정치에 미치는 영향은 제한적. 하지만, '주식'의 관점에서는 단기에도 긍정적인 영향이 존재.

우선, 반대매수 청구권의 존재가 주가의 하방 경직성을 확보해 줄 것. 합병 발표로 전일 HD현대중공업과 HD현대미포의 주가는 각각 11.3%, 14.6% 급등. 전일 종가는 반대매수 청구 가격 대비로는 약 12.6%, 12.1% 높은 편. 합병 비율 산정에 사용된 기산일(8월 26일) 종가와는 유사한 수준. 합병이 성사됨을 가정하면, 여전히 양 사 주가는 반대매수 청구 가격 이하로 하락할 가능성은 제한적. 또한 주식의 수급 상, 반대매수 청구 권리를 획득하기 위한 매수세가 발생할 가능성도 존재.

방위 산업 확대로 인한 경쟁사 대비 프리미엄이 적용될 가능성도 존재. 국내 경쟁사가, 해양 방산 사업 확대와 한미 조선업 협력의 수혜로 높은 밸류에이션에 거래되어 왔음에 주목할 필요. 방위사업 확대를 위한 합병 결정은, HD현대중공업의 방산 사업에 대한 관심을 환기시킬 가능성. HD현대중공업은 오랜 기간 해양 방산 사업을 영위해 왔으며, 미국 현지 업체들과의 협업을 통해 미국시장 진출을 추진해 왔으나, 시장에서는 이에 크게 주목하지 않았던 것이 사실.

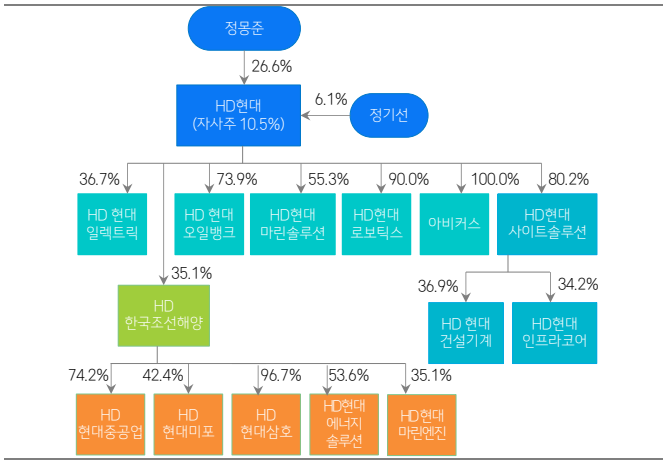
HD현대미포 주가 역시 긍정적 영향이 존재. 당사는 기존 HD현대중공업의 목표주가에 업종 평균 대비 할증된 밸류에이션을 적용해 왔음. 이는 회사의 엔진 사업 부문에서 창출되는 추가적인 수익성과, 친환경 선박에서의 기술 경쟁력을 반영한 것. 해당 프리미엄은 이제 합병의 대상이 되는 HD현대미포에도 적용될 것. 보다 먼 미래를 가정해도, 합병은 HD현대미포에게는 긍정적. 이는 HD현대미포의 주력 선박이 유조선 중에서도 정유 운반선이기 때문. 유조선 수요는 현재 타이트한 수급을 바탕으로 견고한 수준에서 유지. 하지만 전 세계적인 에너지 전환과, 석화 산업의 업황 부진을 감안하면, 미래 수요에는 고민이 존재하는 분야. 이번 사업 재편으로 인한 HD현대미포의 방산 분야로의 확장을 긍정적으로 평가하는 이유. 기술적인 측면에서도 양 사 주가는 이제 합병 비율을 기준으로 동일한 흐름을 보일 것.

HD한국조선해양 주가에도 긍정적 효과 기대. 무엇보다 합병 발표로 자회사들의 주가가 상승할 경우 이는 시차를 두고 대주주인 HD한국조선해양의 보유 지분 가치에 반영될 것. 또한 해외 추가 투자의 부담을 HD현대중공업과 분담한다는 점도, 부분 가치 합산법을 사용하는 현 목표주가 산정에는 긍정적으로 작용할 것.

목표주가 미세 상향

합병 영향을 반영하여 HD현대중공업과 HD현대미포의 목표주가를 미세 조정. 합병 이후인 2026년 양사 순이익 추정치를 합산한 뒤, 목표 P/E인 27.6배를 적용. 목표 P/E의 산정 논리는 기존과 동일. 다만 밸류에이션의 기준 이익과, 최근 기계 업종의 밸류에이션 변화를 반영한 것. 참고로 목표 P/E는 KRX기계 평균 거래 배수이자, 현재 방산 모멘텀을 누리는 경쟁사의 현재 밸류에이션과 유사한 수준. 상기 방식으로 산출한 목표 시가총액을, 합병 후 예상 주식 수로 나누어 HD현대중공업의 목표주가 63만 원을 산정. 기존 목표주가 대비로는 약 3.3% 상향. HD현대미포의 목표주가는 HD현대중공업 신규 목표주가에 합병 비율을 적용하여 25.6만 원으로 산정. 기존 목표주가 대비 4.5% 상향된 수준. 향후 양 사 합병이 기존 일정대로 진행되고, 한미 조선 협력 계획에 대한 구체적인 내용이 공개되고 업종 밸류에이션이 이를 반영할 경우 추가 상향 조정도 가능할 것.

HD현대그룹 지배 구조도



자료: 삼성증권 추정

HD현대중공업, HD현대미포 목표주가 산정 내역

구분		가격
2026E 합산 순이익	(A)	2,396
적용 P/E*	(B, 배)	27.7
적정 가치	(C = A x B)	66,357
적용 주식 수	(D, 천주)	104,963
HD현대중공업 목표주가	(E=C/D, 원)	630,000
기존 목표주가 대비 상향률	(%)	3.3
합병 비율	(F)	0.4059146
HD현대미포 목표주가	(G=ExF, 원)	256,000
기존 목표주가 대비 상향률	(%)	4.5

참고: *KRX기계 평균 배수
자료: 삼성증권 추정, FnGuide

국내 대형 조선소 밸류에이션 요약

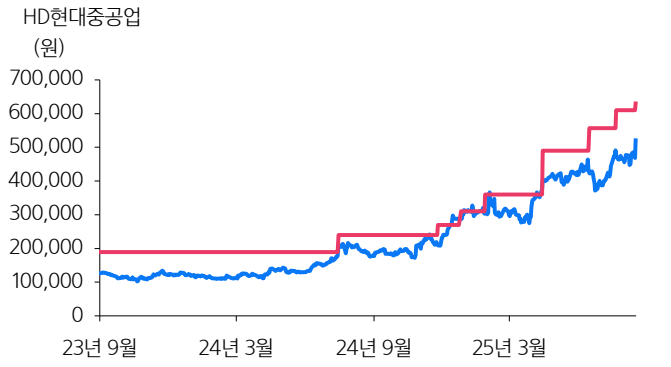
(십억원)		HD한국조선해양	HD현대중공업	삼성중공업	한화오션	HD현대미포
매출액	2024	25,539	14,486	9,903	10,776	4,630
	2025E	29,238	16,246	10,729	13,232	4,896
	2026E	32,822	18,338	12,634	14,788	5,783
	2027E	36,933	22,115	13,674	15,749	6,004
영업이익	2024	1,434	705	503	238	89
	2025E	2,930	1,890	773	1,305	344
	2026E	4,757	2,578	1,217	1,659	565
	2027E	6,198	3,844	1,391	1,872	619
P/E (배)	2024	22.3	74.4	303.1	64.3	81.8
	2025E	15.6	35.5	33.7	36.6	32.7
	2026E	8.8	23.4	23.4	28.6	20.5
	2027E	6.8	15.6	19.5	24.6	18.4
P/B (배)	2024	2.4	8.1	5.1	7.0	4.2
	2025E	2.1	7.0	4.5	5.9	3.9
	2026E	1.8	5.7	4.0	4.9	3.4
	2027E	1.5	4.5	3.4	4.1	3.0
EPS 성장률 (%)	2024	428.8	2,417.7	-143.1	230.3	nm
	2025E	43.4	109.8	798.6	76.0	150.2
	2026E	76.3	51.5	44.2	28.0	59.1
	2027E	30.3	50.4	19.9	16.1	11.6
ROE (%)	2024	11.0	11.4	1.8	11.5	5.3
	2025E	14.1	21.1	14.1	17.6	12.3
	2026E	22.6	26.9	18.0	18.8	17.5

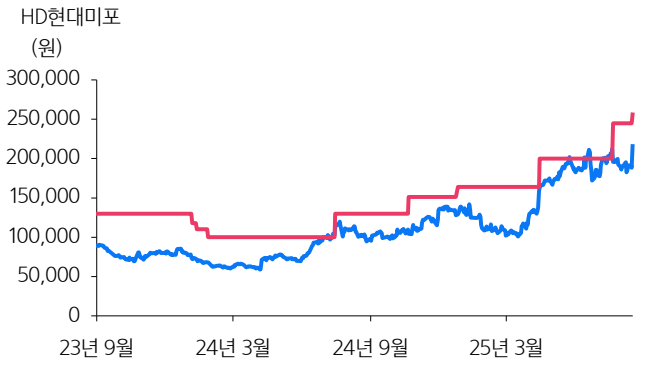
자료: 삼성증권 추정

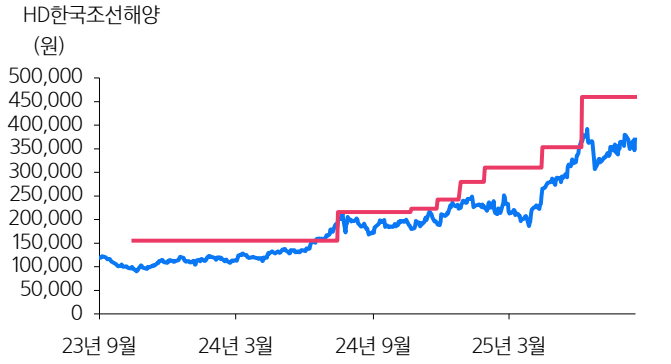
Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 8월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 8월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이







최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

HD현대중공업										
일 자	2023/7/13	2024/7/13	2024/7/26	12/6	2025/1/6	2/7	4/25	6/26	8/1	8/28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	189000	189000	240000	270000	310000	360000	490000	557000	610000	630000
괴리율 (평균)	-33.76	-10.04	-16.98	-5.02	-0.44	-12.25	-14.73	-25.30	-22.82	
괴리율 (최대or최소)	-16.61	-6.08	0.83	10.37	5.48	4.44	-5.41	-11.94	-14.59	

HD현대미포										
일 자	2023/7/13	2024/1/17	1/23	2/7	7/26	11/1	2025/1/6	4/25	8/1	8/28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	130000	118000	110000	100000	130000	151000	164000	200000	245000	256000
괴리율 (평균)	-36.65	-38.22	-37.45	-25.70	-18.97	-18.15	-27.70	-6.61	-21.32	
괴리율 (최대or최소)	-27.54	-37.37	-35.91	4.20	-7.69	-8.01	-3.35	6.00	-11.84	

HD한국조선해양									
일 자	2023/7/13	2024/7/13	2024/7/26	11/1	12/6	2025/1/6	2/7	4/25	6/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	155000	155000	216000	223000	242000	280000	310000	353000	460000
괴리율 (평균)	-22.90	16.60	-11.83	-11.64	-10.75	-15.81	-29.33	-14.91	
괴리율 (최대or최소)	7.81	22.39	-1.39	-2.91	-2.69	-11.25	-19.03	4.11	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025. 6. 30 기준

매수(81.8%)·중립(18.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI cc 소비자중심 Best Korea Brands 2024 Member of Dow Jones Sustainability Indices Powered by the S&P Global CSA