HD현대미포 (010620)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

미국 친척집으로 자식 유학 보내는 마음인가

BUY (M)

목표주가	254,000원 (M)
직전 목표주가	254,000원
현재주가 (10/20)	202,000원
상승여력	26%

시가총액	80,683억원
총발행주식수	39,942,149주
60일 평균 거래대금	701억원
60일 평균 거래량	349,860주
52주 고/저	216,000원 / 100,700원
외인지분율	21.62%
배당수익률	0.53%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 2 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.7	1.0	91.1
상대	(7.3)	(15.6)	29.9
절대 (달러환산)	0.8	(0.9)	84.4

3분기 영업이익 1,270억 예상. 중간고사 1등급 예약

3분기 매출액 1.23조, 영업이익 1,270억 추정. 7-8월 매출 각 3,560억, 4,250억 발생했으며 (합 7,830억) 9월 조업일수 회복과 기말환율 상승으로 인해 4,500억원 이상의 매출을 기록했다고 추정. 영업이익의 경우 키위레일 환입 350억 포함한 수치이며, qoq 선가 상승 (당사 추정 +4%) 효과로 일회성 이익 제외한 영업이익률 또한 qoq 상승 추정.

중간고사 성적표는 중요치 않으니, 유학 가서 아이비리그 입학하자

3분기 실적보다 중요한 것은 12월 예정된 HD현대중공업과의 합병. 합병비율 (현중 1주당 동사 0.406주)이 고정된 현재 동사의 실적 혹은 특정 이벤트에 따른 주가의 변동성은 상대적으로 제한적일 것이며 오히려 합병 이후의 방향성에 대해 주목할 필요가 있다고 판단.

가능성이 보이니까 유학을 받아주는 것

막연한 "사업 시너지"를 제외한 동사의 합병 이벤트 이후 기대할 수 있는 것들은: 1) 미국내 상선 시장 (Jones Act, 미국내 연안 운송 시장) 진출시 동사의 기존 중소형 선박 건조사업 수혜 가능, 2) 합병기업의 유휴 부지 활용 (ex. 현대중공업의 대형 선박 도크에서 중소형 선박 블록 다수 제조 가능), 3) 싱가포르 투자법인을 통한 해외 조선소 인수시 국내 야드 대비 중장기적으로 매우 높은 수익성 기록 가능.

목표주가 254,000원 유지, 합병 이후의 행보를 기대

목표주가 254,000원 유지. 8월 27일 합병 발표 이후 HD현대중공업과의 주가 연동으로 인해 상대적으로 고정된 주가 양상을 보였음. 매수청구권 기준가 (192,695원)가 정해진 것도 이유이지만, **합병 판단 주체 (HD한국조선해양 혹은 HD현대그룹)에게 유리한 방식으로 합병이 발표되었을 수 있다는 불안감 또한 투자자 관점에서 우려**로 작용하였다고 판단. 그러나, 당사는 이에 대해 **그룹사의 이익 극대화가 아니라, 실제로 합병 시너지가 필요한 시점에 발표한 것**이라 판단. 근거는 후술.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,234	14.6	0.0	1,197	3.2
영업이익	127	259.4	41.7	95	32.7
세전계속사업이익	225	7,823.1	707.2	106	111.6
지배순이익	209	흑전	840.0	73	187.8
영업이익률 (%)	10.3	+7.0 %pt	+3.1 %pt	8.0	+2.3 %pt
지배순이익률 (%)	16.9	+16.9 %pt	+15.1 %pt	6.1	+10.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,039	4,630	5,021	5,309
영업이익	-153	89	413	536
지배순이익	-143	106	250	344
PER	-22.0	34.2	32.3	23.5
PBR	1.6	1.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	-41.4	23.8	16.2	12.1
ROE	-7.0	5.3	11.6	14.1

자료: 유안타증권

합병 이벤트에서 가장 불안한 요소는?

“오너에게 유리한 타점을 잡은 게 아닐까?” 라는 불안함

동사의 합병 발표와 같은 이벤트가 발생하면 투자자 관점에서 발생하는 가장 큰 리스크는 이러한 결정이 실질적 판단주체 **(HD한국조선해양 or HD현대그룹)에게 유리한 시점에 발표된 것일 수 있다는 우려**이다. 이에 따라 동사와 HD현대중공업의 주가 변동성은 발표 이후 매우 제한적이었다 (합병발표 이후 현재까지 HD현대중공업의 고점은 +14%, 동사는 +12%에 불과).

아니다. 그럴 의도가 있었다면 3월중에 발표했을 것

결론부터 말하자면 그러한 우려는 사실이 아니다. 만약 **판단주체 (오너)에게 유리한 합병을 원했다면 3월중에 이러한 발표가 있었을 것**이라 판단한다. 오너 입장에서 이와 같은 계열회사간 합병에서 가장 유리한 접근법은: 1) **매수청구권 기준가 (매청가)를 최대한 낮추면서** 2) 존속법인의 가치를 소멸법인 대비 극대화하여 **합병비율을 최대한 낮춰** 지분 희석률을 최소화하는 것이다.

HD 현대중공업-HD 현대미포 합병 비율과 매청가

합병 비율

HD현대미포 보통주 1주당
HD현대중공업 보통주
0.4059146주 배정

- 산정 방식 : 양 사 모두 상장사이므로 자본시장법 시행령 제176조의5 ①항1호에 따른 기준주가로 비율 산정
- 기준 주가 : (기산일 기준 최근 1개월 평균종가*2 + 1주일 평균종가 *2 + 최근일 종가)/3

주식매수청구권

주식매수청구권 기준가
- HD현대중공업 : **462,626원**
- HD현대미포 : **192,695원**

- 산정 방식 : 자본시장법 시행령 제176조의7③항1호에 따라 산정
- 산정 기준 : (기산일 기준 최근 2개월 평균종가*2 + 1개월 평균종가*2) + 1주일 평균종가*2)/3
- 행사 기간 : ‘25.10.23 ~ ‘25.11.12

자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

HD 현대중공업-HD 현대미포 합병 비율과 매청가 산정 방식

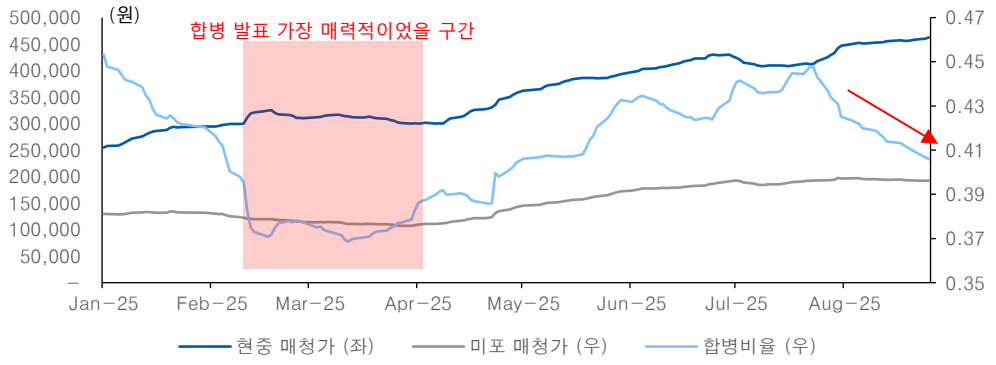
$$\text{합병비율 기준주가} = \frac{\text{1개월 평균종가+1주일 평균종가+최근일 종가}}{3}$$
(존속회사가 상대적으로 높아야 함)

$$\text{매청가 기준주가} = \frac{\text{2개월 평균종가+1개월 평균종가+1주일 평균종가}}{3}$$
(양사 모두 낮아야 함)

자료: 유안타증권 리서치센터, HD 한국조선해양

합병비율 산정방식과 매청가 산정방식의 차이점은 기산일 (8월 26일) 기준 2개월 평균종가와 최근일 종가의 차이다. 다시 말해, **기산일 기준 HD현대중공업-동사의 주가 차이가 가장 크면서**, 양사의 **2개월내 주가가 크게 오르지 않은 시기**가 오너 입장에서 가장 유리하다. 이러한 점들을 종합적으로 정리하면 아래와 같이, **만약 HD한국조선해양이 존속회사 대주주에게 가장 유리한 조건으로 합병하기를 원했다면 올해 3월이 가장 적절했다**. 혹은 합병비율의 지속적인 하락을 관망하다가 새로운 시점을 모색했을 것이다.

오너 입장에서 합병을 가장 유리하게 할 수 있었던 구간은 올해 3 월 (혹은 기다리면 더 유리했을 것)



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

진짜 필요해서 내린 결정이니 걱정할 필요 없다

따라서 위 합병을 존속회사의 대주주에게 유리한 지배구조를 확보하기 위한 이벤트 (투자자 관점 리스크)로 판단하기 보다는, 실제로 원활한 사업 확장을 위해 내린 결론 (중장기 리레이팅의 분기점)으로 보아야 한다고 판단한다.

HD 현대미포 (010620) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**4,039**	**4,630**	**5,021**	**5,309**	**5,523**
매출원가	4,070	4,382	4,448	4,597	4,735
매출총이익	-31	248	573	712	788
판관비	122	159	159	175	188
영업이익	**-153**	**89**	**413**	**536**	**601**
EBITDA	-84	167	494	621	690
영업외손익	-4	58	-51	-38	-7
외환관련손익	28	146	155	137	113
이자손익	2	-3	5	26	52
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-34	-85	-212	-202	-172
법인세비용차감전순손익	-157	146	362	498	594
법인세비용	-18	33	94	130	154
계속사업순손익	-139	113	268	369	440
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	113	268	369	440
지배지분순이익	**-143**	**106**	**250**	**344**	**410**
포괄순이익	-160	93	273	378	454
지배지분포괄이익	-165	78	230	319	383

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**-533**	**361**	**302**	**425**	**525**
당기순이익	-139	113	268	369	440
감가상각비	69	78	80	84	89
외환손익	0	0	-155	-137	-113
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-438	188	154	154	154
기타현금흐름	-25	-18	-45	-45	-45
투자활동 현금흐름	**-112**	**-149**	**-110**	**-130**	**-151**
투자자산	0	0	6	9	7
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-145	-110	-130	-150
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	4	-5	-6	-9	-8
재무활동 현금흐름	**464**	**-363**	**-252**	**-223**	**-210**
단기차입금	319	-182	31	24	22
사채 및 장기차입금	89	136	-55	-34	-31
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-28	-28	-28
기타현금흐름	55	-318	-200	-185	-173
연결범위변동 등 기타	1	6	457	446	455
현금의 증감	**-180**	**-145**	**397**	**517**	**618**
기초 현금	490	310	165	562	1,080
기말 현금	310	165	562	1,080	1,698
NOPLAT	**-153**	**89**	**413**	**536**	**601**
FCF	**-651**	**216**	**192**	**295**	**375**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,799**	**2,787**	**3,184**	**3,635**	**4,109**
현금및현금성자산	310	165	562	1,080	1,698
매출채권 및 기타채권	165	131	145	153	159
재고자산	230	271	294	311	323
비유동자산	2,110	2,322	2,346	2,382	2,435
유형자산	1,757	1,862	1,891	1,937	1,997
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	44	202	196	187	180
자산총계	**4,909**	**5,109**	**5,530**	**6,018**	**6,544**
유동부채	2,735	2,706	2,936	3,106	3,237
매입채무 및 기타채무	567	754	817	864	899
단기차입금	474	159	174	186	199
유동성장기부채	4	0	0	0	0
비유동부채	158	297	244	211	181
장기차입금	96	80	60	45	29
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**2,894**	**3,002**	**3,179**	**3,317**	**3,417**
지배지분	1,970	2,048	2,274	2,599	2,995
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
이익잉여금	1,428	1,499	1,720	2,035	2,417
비지배지분	45	58	77	102	132
자본총계	**2,015**	**2,106**	**2,351**	**2,701**	**3,127**
순차입금	**277**	**290**	**-136**	**-672**	**-1,307**
총차입금	675	629	606	596	587

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-3,579	2,642	6,252	8,602	10,256
BPS	49,396	51,353	57,022	65,169	75,099
EBITDAPS	-2,094	4,173	12,369	15,549	17,285
SPS	101,123	115,919	125,710	132,917	138,278
DPS	0	710	710	710	710
PER	**-22.0**	**34.2**	**32.3**	**23.5**	**19.7**
PBR	**1.6**	**1.8**	**3.5**	**3.1**	**2.7**
EV/EBITDA	**-41.4**	**23.8**	**16.2**	**12.1**	**10.0**
PSR	**0.8**	**0.8**	**1.6**	**1.5**	**1.5**

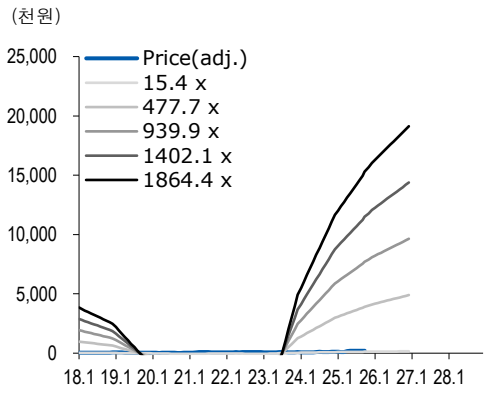
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**8.7**	**14.6**	**8.4**	**5.7**	**4.0**
영업이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**366.9**	**29.8**	**12.0**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**136.7**	**37.6**	**19.2**
매출총이익률 (%)	-0.8	5.4	11.4	13.4	14.3
영업이익률 (%)	**-3.8**	**1.9**	**8.2**	**10.1**	**10.9**
지배순이익률 (%)	-3.5	2.3	5.0	6.5	7.4
EBITDA 마진 (%)	-2.1	3.6	9.8	11.7	12.5
ROIC	-7.7	3.5	16.2	23.2	29.2
ROA	-3.0	2.1	4.7	6.0	6.5
ROE	**-7.0**	**5.3**	**11.6**	**14.1**	**14.6**
부채비율 (%)	143.6	142.5	135.2	122.8	109.3
순차입금/자기자본 (%)	14.1	14.2	-6.0	-25.9	-43.6
영업이익/금융비용 (배)	-11.1	4.5	22.4	29.9	34.0

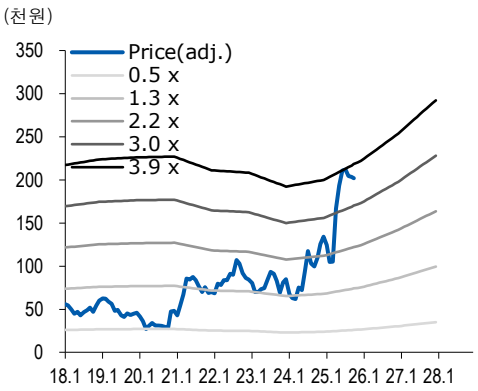
자료: 유안타증권

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

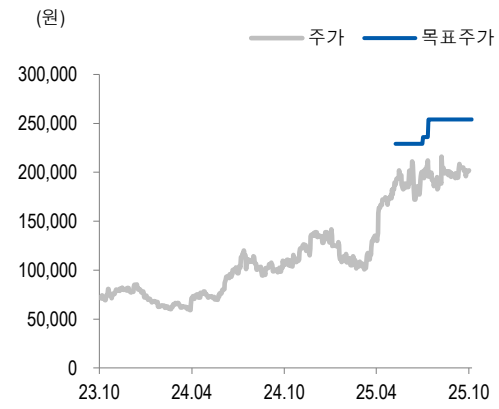
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대미포 (010620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-21	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: 괴리율 = (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)	92.9
Hold(중립)	7.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-10-20

※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.