# 조선

## MOU에서 MOA로, HHI와 HII의 공동 건조 서막

### 양해각서에서 합의각서로 진전, 구속력 있는 계약 생성

포괄적 합의가 아닌 구체적인 목표가 생겼다. 2025년 10월 26일, HD현대중공업은 미국 Huntington Ingalls Industries(이하 헌팅턴 잉걸스)와 합의각서(이하 MOA, Memorandum of Agreement)를 체결했다. 헌팅턴 잉걸스가 자사 공식 홈페이지에 게재한 소식이다. 2025년 4월 7일에 양 사가 양해각서(이하 MOU, Memorandum of Understanding)를 체결한 이후로 6개월 만에 보인 진전이며, 법적 구속력 없이 포괄적인 협의에 그칠 수 있는 MOU에서 한 단계 더 나아간 것이다.

### 60억달러 규모 T-AOL 프로그램을 공동으로 수행하기 위한 목적

이번 MOA는 T-AOL 프로그램을 공동으로 수행하기 위해 체결한 것이다. T-AOL은 경량급 함대보충급유함(Light Fleet Replenishment Oiler)을 뜻하며, 미국 해군에서 추진 중인 차세대군수운송지원함(이하 NGLS, Next Generation Logistics Ship) 프로그램 중의 하나다. 2025년 정부 회계연도에 미국 해군이 수립한 30년 조달 계획에 따르면, T-AOL 조달 수량은 총 13척이며, 조달 비용은 1척당 453백만달러(1번함~3번함)다. 1번함을 발주하는 시기는 2028년(기존 2027년)이며, 2026년부터 개념설계를 수행할 사업자를 선정하기 위해 RFP를 발송한 상태다. MOA에 따라, HD현대중공업과 헌팅턴 잉걸스는 RFP 대응 단계부터 협업하게 된다.

### 지금 할 수 있는 최선의 협업 구도, 점차 확장된 성과를 확인할 것

두 가지 면에서 의미가 크다. 첫째, 성문법 개정 전, 최선이자 실질적인 협업의 첫 사례라는 점이다. T-AOL 프로그램의 개념설계를 수행한 이후 상세설계 및 건조 사업자로 선정될 경우, HD현대중공업 합병 법인이 울산 조선소에서 블록과 모듈을 제작해서 헌팅턴 잉걸스의 Ingalls Shipbuilding으로 보내면, 헌팅턴 잉걸스는 완성선을 건조할 것이다. 반스-톨레프슨 수정법 개정없이 한국 조선소는 미국 해군 함정을 수주, 건조할 수 없기 때문에, 이번 MOA가 현실적인 협업 구도다. HD현대중공업의 역무에 따라, T-AOL 총 구매예산의 30% 이상을 점유하게 될 것이며 이는 더 높아질 수 있다. 둘째, 이제 시작이라는 점이다. 양 사 간 MOA는 미국 해군 함정 조달 시장이 한국 조선소들에 실제 열린다는 단서다. 2025년 2월, 해군 준비태세 보장법 발의 이후로 생겨난 시장 확장 기대감이 실제 성과로 이어지고 있다. 상선 사이클을 벗어난 새로운 수익원이 눈앞에 다가왔다. 조선 업종에 대한 비중확대, HD한국조선해양 3사에 대한 매수 의견을 유지한다.

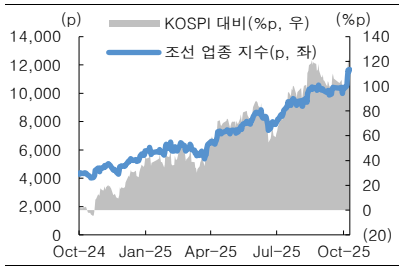
## 비중확대(유지)

| 종목 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|
| HD현대중공업 | 매수 | 660,000원 |
| HD한국조선해양 | 매수 | 510,000원 |
| HD현대미포 | 매수 | 320,000원 |

**주요 종목 valuation**

| | | 2024A | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| HD 현대중공업 (329180) | PER(x) | 41.1 | 37.7 | 29.6 |
| | PBR(x) | 4.5 | 7.8 | 6.5 |
| | EV/EBITDA(x) | 26.3 | 22.7 | 17.7 |
| | DY(%) | 0.7% | 0.5% | 0.6% |
| HD한국조선해양 (009540) | PER(x) | 13.8 | 15.1 | 11.5 |
| | PBR(x) | 1.5 | 2.6 | 2.3 |
| | EV/EBITDA(x) | 9.0 | 7.4 | 6.1 |
| | DY(%) | 2.2% | 3.2% | 3.7% |
| HD현대미포 (010620) | PER(x) | 50.7 | 42.3 | 27.2 |
| | PBR(x) | 2.6 | 4.3 | 3.9 |
| | EV/EBITDA(x) | 34.2 | 19.9 | 15.6 |
| | DY(%) | 0.5% | 0.7% | 1.1% |

**12개월 업종 수익률**




자료: FnGuide - WICS

강경태
kyungtae.kang@koreainvestment.com

남채민
chaemin.nam@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

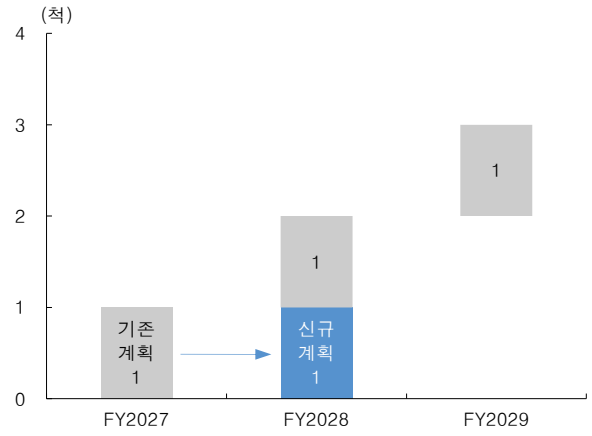
[그림 1] 2025년 4월에 MOU(양해각서) 체결한 이후

주: 2025년 4월 7일 게재
자료: Huntington Ingalls Industries

[그림 2] 2025년 10월에 MOA(합의각서) 체결

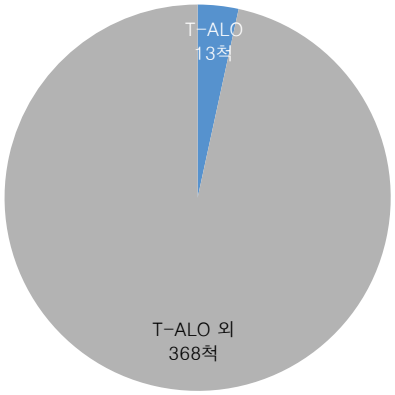
주: 2025년 10월 26일 게재
자료: Huntington Ingalls Industries

[그림 3] MSC의 T-AOL 조달 계획: 2028년에 첫번째 함 발주



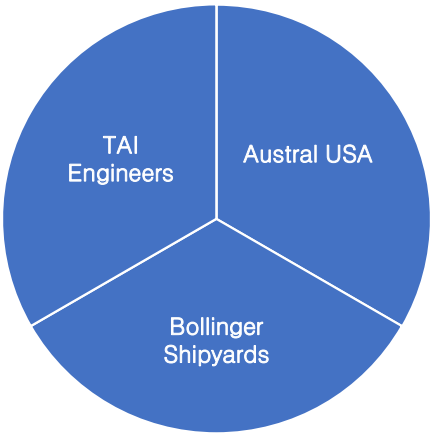

주: 기존 계획은 FY2025년에 수립한 FY2025-2054 계획
자료: Congress.gov, 한국투자증권

[그림 4] 미국 해군이 30년 간 조달 계획 중인 381척 중 T-ALO 수량은 13척이며, 선가는 453백만달러/척




주: FY2025년에 수립한 FY2025-2054 계획 기준
자료: Congress.gov, 한국투자증권

[그림 5] 2021년 12월 17일에 세 업체와 T-AOL 프로그램에 대한 스터디 수행 계약




주: 2022년 1월 6일에 보도
자료: Congress.gov, 한국투자증권

[그림 6] HD현대중공업과 헌팅턴 잉걸스 인더스트리즈 간 T-AOL 프로그램 협업 구도

주: 현재 개념설계 수행을 위한 RFP 단계
자료: Congress.gov, 한국투자증권

<표 1> 군사해상수송사령부(MSC) 예하 전투군수지원전력(CLF)

| 구분 | 함종 | 심볼 | | | | | 함대 | | 세부 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 현재 | 계획 | 코드 | 함명 | 비고 |
| 1 | T-AKE | 보조화물탄약선 | T<br>운용선 | A<br>보조선 | K<br>화물선 | E<br>탄약함 | 14 척 | | T-AKE 1 | USNS Lewis and Clark | |
| | | | | | | | | | T-AKE 2 | USNS Sacagawea | |
| | | | | | | | | | T-AKE 3 | USNS Alan Shepard | HD 현대중공업 MRO 中 |
| | | | | | | | | | T-AKE 4 | USNS Richard E. Byrd | |
| | | | | | | | | | T-AKE 5 | USNS Robert E. Peary | |
| | | | | | | | | | T-AKE 6 | USNS Amelia Earhart | |
| | | | | | | | | | T-AKE 7 | USNS Carl Brashear | |
| | | | | | | | | | T-AKE 8 | USNS Wally Schirra | 한화오션 MRO 완료 |
| | | | | | | | | | T-AKE 9 | USNS Matthew Perry | |
| | | | | | | | | | T-AKE 10 | USNS Charles Drew | 한화오션 MRO 中 |
| | | | | | | | | | T-AKE 11 | USNS Washington Chambers | |
| | | | | | | | | | T-AKE 12 | USNS William McLean | |
| | | | | | | | | | T-AKE 13 | USNS Medgar Evers | |
| | | | | | | | | | T-AKE 14 | USNS Ceasar Chavez | |
| 2 | T-AOE | 보조화물탄약선 | T<br>운용선 | A<br>보조선 | O<br>급유선 | E<br>탄약함 | 2 척 | | T-AOE 6 | USNS Supply | |
| | | | | | | | | | T-AOE 8 | USNS Arctic | |
| 3 | T-AO | 함대보충급유함<br>(대형) | T<br>운용선 | A<br>보조선 | O<br>급유선 | | 18 척 | | T-AO 205 | USNS John Lewis | 교체 함정 건조 중 |
| | | | | | | | | | T-AO 206 | USNS Oscar V. Peterson | |
| | | | | | | | | | T-AO 207 | USNS Earl Warren | |
| | | | | | | | | | T-AO 208 | USNS Robert F. Kennedy | |
| | | | | | | | | | T-AO 187 | USNS Henry J. Kaiser | |
| | | | | | | | | | T-AO 188 | USNS Joshua Humphreys | |
| | | | | | | | | | T-AO 189 | USNS John Lenthall | |
| | | | | | | | | | T-AO 194 | USNS John Ericsson | |
| | | | | | | | | | T-AO 195 | USNS Leroy Grumman | |
| | | | | | | | | | T-AO 196 | USNS Kanawha | |
| | | | | | | | | | T-AO 197 | USNS Pecos | |
| | | | | | | | | | T-AO 198 | USNS Big Horn | |
| | | | | | | | | | T-AO 199 | USNS Tippecanoe | |
| | | | | | | | | | T-AO 200 | USNS Guadalupe | |
| | | | | | | | | | T-AO 201 | USNS Patuxent | |
| | | | | | | | | | T-AO 202 | USNS Yukon | 한화오션 MRO 완료 |
| | | | | | | | | | T-AO 203 | USNS Laramie | |
| | | | | | | | | | T-AO 204 | USNS Rappahannock | |
| 4 | T-AOL | 함대보충급유함<br>(소형) | T<br>운용선 | A<br>보조선 | O<br>급유선 | L<br>소형선 | | 13 척 | | | |

자료: MSC(Military Sealift Command), 한국투자증권

<표 1> 커버리지 valuation

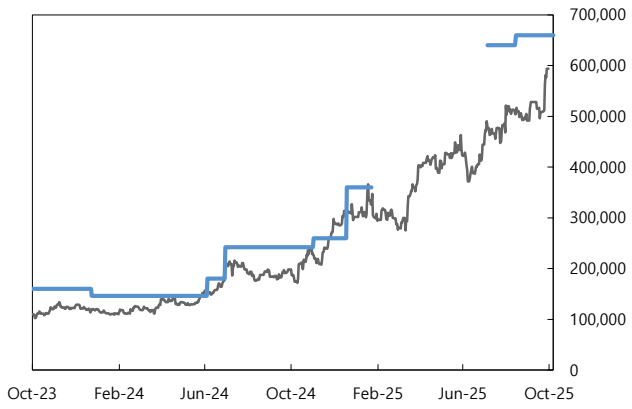
| 투자의견 및 목표주가 | | | 실적 및 Valuation | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목 | | | | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROE (%) | EV/EBITDA (배) | DY (%) |
| HD현대중공업 | 투자의견 | 매수 | 2023A | 11,964 | 179 | 25 | 278 | 58,660 | 464.0 | 2.20 | 0.5 | 30.4 | 0.0 |
| (329180) | 목표주가(원) | 660,000 | 2024A | 14,486 | 705 | 622 | 7,001 | 64,259 | 41.1 | 4.47 | 11.4 | 26.3 | 0.7 |
| | 현재가 (10/24,원) | 594,000 | 2025F | 16,528 | 1,973 | 1,399 | 15,764 | 75,929 | 37.7 | 7.82 | 22.5 | 22.7 | 0.5 |
| | 시가총액(십억원) | 52,731 | 2026F | 18,241 | 2,527 | 1,782 | 20,070 | 90,804 | 29.6 | 6.54 | 24.1 | 17.7 | 0.6 |
| | | | 2027F | 20,186 | 2,933 | 2,115 | 23,829 | 108,138 | 24.9 | 5.49 | 24.0 | 15.0 | 0.9 |
| HD한국조선해양 | 투자의견 | 매수 | 2023A | 21,296 | 282 | 222 | 3,135 | 140,085 | 38.6 | 0.86 | 2.3 | 14.5 | 0.0 |
| (009540) | 목표주가(원) | 510,000 | 2024A | 25,539 | 1,434 | 1,172 | 16,578 | 156,980 | 13.8 | 1.45 | 11.2 | 9.0 | 2.2 |
| | 현재가 (10/24,원) | 447,000 | 2025F | 29,332 | 3,929 | 2,096 | 29,633 | 170,290 | 15.1 | 2.62 | 18.1 | 7.4 | 3.2 |
| | 시가총액(십억원) | 31,635 | 2026F | 32,266 | 4,869 | 2,758 | 39,005 | 190,418 | 11.5 | 2.35 | 21.6 | 6.1 | 3.7 |
| | | | 2027F | 34,785 | 5,574 | 3,226 | 45,618 | 215,055 | 9.8 | 2.08 | 22.5 | 5.1 | 4.2 |
| HD현대미포 | 투자의견 | 매수 | 2023A | 4,039 | (153) | (143) | (3,584) | 49,485 | NM | 1.72 | (7.0) | (44.3) | 0.0 |
| (010620) | 목표주가(원) | 320,000 | 2024A | 4,630 | 89 | 106 | 2,646 | 51,439 | 50.7 | 2.61 | 5.3 | 34.2 | 0.5 |
| | 현재가 (10/24,원) | 235,000 | 2025F | 4,864 | 367 | 222 | 5,555 | 54,783 | 42.3 | 4.29 | 10.5 | 19.9 | 0.7 |
| | 시가총액(십억원) | 9,386 | 2026F | 5,273 | 489 | 344 | 8,632 | 60,289 | 27.2 | 3.90 | 15.0 | 15.6 | 1.1 |
| | | | 2027F | 5,211 | 566 | 410 | 10,291 | 66,951 | 22.8 | 3.51 | 16.2 | 13.2 | 1.3 |

자료: 각 사, 한국투자증권

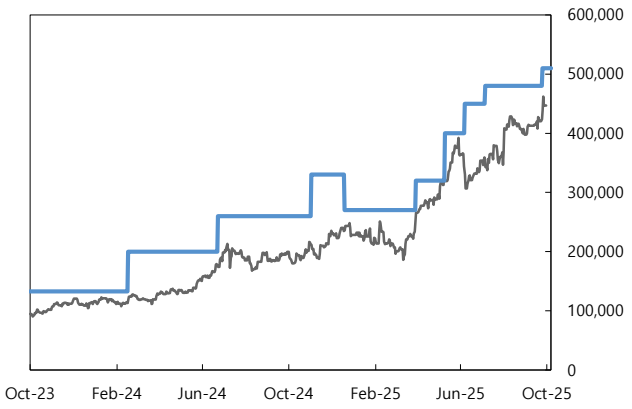
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| HD현대중공업 (329180) | 2023.07.05 | 매수 | 160,000원 | -22.5 | -7.6 |
| | 2024.01.19 | 매수 | 146,000원 | -14.5 | 7.1 |
| | 2024.07.01 | 매수 | 180,000원 | -10.1 | -1.4 |
| | 2024.07.26 | 매수 | 242,000원 | -18.2 | 0.0 |
| | 2024.11.28 | 매수 | 260,000원 | -1.2 | 20.8 |
| | 2025.01.14 | 매수 | 360,000원 | -11.8 | 1.7 |
| | 2025.02.19 | 중립 | - | - | - |
| | 2025.08.01 | 매수 | 640,000원 | -24.3 | -18.6 |
| | 2025.09.10 | 매수 | 660,000원 | - | - |
| HD한국조선해양 (009540) | 2024.03.14 | 매수 | 200,000원 | -32.0 | -10.4 |
| | 2024.07.19 | 매수 | 260,000원 | -26.4 | -16.7 |
| | 2024.11.28 | 매수 | 330,000원 | -34.7 | -27.3 |
| | 2025.01.14 | 매수 | 270,000원 | -17.6 | -7.0 |
| | 2025.04.25 | 매수 | 320,000원 | -9.6 | 2.3 |
| | 2025.06.05 | 매수 | 400,000원 | -10.1 | -2.0 |
| | 2025.07.03 | 매수 | 450,000원 | -25.7 | -20.2 |
| | 2025.08.01 | 매수 | 480,000원 | -17.6 | -10.7 |
| | 2025.10.21 | 매수 | 510,000원 | - | - |
| HD현대미포 (010620) | 2023.02.08 | 매수 | 110,000원 | -28.4 | -14.4 |
| | 2024.01.19 | 매수 | 97,000원 | -23.9 | 7.4 |
| | 2024.07.26 | 매수 | 144,000원 | -25.4 | -12.4 |
| | 2024.11.28 | 매수 | 210,000원 | -37.8 | -32.5 |
| | 2025.02.07 | 매수 | 200,000원 | -32.6 | 1.0 |
| | 2025.06.05 | 중립 | - | - | - |
| | 2025.08.01 | 매수 | 320,000원 | - | - |

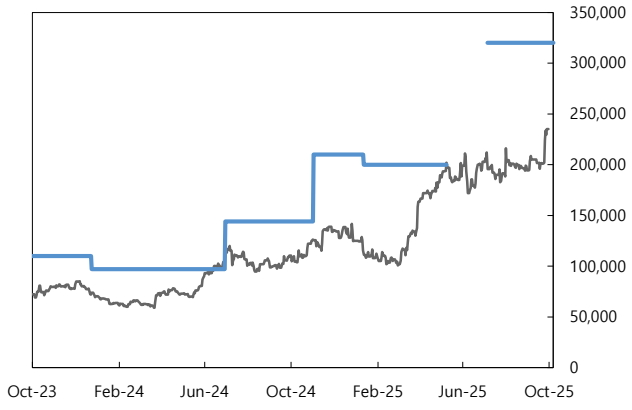
HD현대중공업(329180)




HD한국조선해양(009540)




HD현대미포(010620)



## ■ Compliance notice

- 당사는 2025년 10월 27일 현재 HD한국조선해양, HD현대미포, HD현대중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 HD한국조선해양, HD현대중공업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|---|---|---|
| 81.5% | 18.5% | 0% |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.