조선/자동차 | 김용민 02 3770 5606

Instant comment

〈HD한국조선해양 EB발행, 쌓이는 현금, 복잡해지는 계산법〉

▶ 31일 HD한국조선해양 (한조양) 은 HD현대중공업 (현중) 지분 5.35%를 기초자산으로 3조 원 수준의 교환사채 (EB) 발행. 당일 종가 대비 12.5~17.5% 할증 적용하며, 이자율은 1% 이내, 만기는 5년. 지분율 69.2%->63.4%.

▶ 피상적으로는: 1월 14일 진행한 간담회에서 질문한 현중 지분매각 여부에 대한 답이 나옴. 지분 매각 계획은 없다고 발표했으나 EB를 발행하며 사실상 시장 충격을 최소화하는 한조양의 현중 지분 유동화 진행.

▶ 주가 영향은: 한조양에게는 지주사 할인율을 적용받던 지분가치의 유동화에 따라 긍정적인 영향을 줄 수 있으나, EB 매수자들의 현중 공매도를 통한 헷지 트레이딩으로 현중 주가에는 부정적인 영향을 피하기 힘들 것.

▶ 해석: 셈이 복잡해지는 상황. 4Q25기준 한조양 (별도) 순현금 1.8조, 현중 순현금 2.9조. EB발행을 통해 한조양은 순현금 4.8조 (배당수취에 추가상승 가능), 현중은 군산조선소 매각가액에 따른 순현금 증가 가능. 금번 EB발행은 유동성의 부족이 아니라 선제적 지분 유동화로 판단. 한조양과 현중 모두 곳간이 넘치는 상황에서 기억해야 할 점은 싱가포르 투자법인 (한조양 60%, 현중 40%)의 존재. **같은 돈을 쓰더라도 어디에 쓰는지에 따라 주가의 방향성은 크게 바뀜**. 지갑을 열 수 있는 **한조양과 현중,** 돈이 향하는 곳은 **싱가포르와 미국**.

▶ 아직 MASGA펀드가 출범하지 않은 상황인 만큼 EB발행 자금이 대미 투자로 단기 직결되지는 않을 것. 그러나, 상기 언급한 투자집행 주체의 불확실성을 고려한다 해도 지주사-영업회사 관계의 한조양-현중 연결고리에서 결국 대미 투자라는 큰 축을 담당하게 되는 것은 한조양일 것이라 예상.

▶ 현중 EB매수자들의 공매도 포지션으로 인한 주가 하락이 발생할 경우, 국내 대형 경쟁사들의 동반된 주가 하락은 매수 기회가 될 것. Large-cap 조선업체의 경우 FY25 한미 해양방산 협력 기대감으로 인한 시총 상승을 보였으나, 이로 인한 밸류에이션 희석이 발생하여 수혜 이벤트 (ex. 미국-이란 전쟁)가 발생함에도 주가는 횡보-하락. 시간은 흐르고, 미국은 여전히 조선 협력을 원하고 있는 상황.

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용민)

당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 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.