SECTOR UPDATE

2026. 4. 1

산업재팀

한영수 팀장
han.youngsoo@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

조선 (OVERWEIGHT)

HD한국조선해양, HD현대중공업 지분으로 교환사채 발행

- HD한국조선해양이 HD현대중공업 지분을 기초자산으로 3조 규모의 교환사채 발행을 결정. 교환대상 주식은 HD현대중공업 발행 주식 수의 5.4%에 해당
- 할증 발행이고, 주식수의 증가가 발생하지 않으며, 이번 매각이 그룹의 부정적 전망에 근거하지 않는다는 점에서, 이론적인 영향은 제한적
- 투자 심리에 단기적으로 미칠 부정적 영향까지 배제하기는 어려울 것. 자회사에 대한 적정 보유 지분율에 대한 그룹의 구체적인 가이드라인이 부재하기 때문

WHAT'S THE STORY?

HD한국조선해양, 교환사채 발행 결정: HD한국조선해양이 HD현대중공업 지분을 기초자산으로 20억달러(3조 314억) 규모 교환사채 발행을 결정. 교환대상은 HD현대중공업 지분 5.35%이며, 교환가액은 주당 54만원. 전일 종가인 46.5만원 대비 16% 할증된 수준. 2025년 말 기준 HD한국조선해양의 HD현대중공업에 대한 지분율은 69%. 기존 발행된 교환사채와, 이번에 발행 결정된 교환사채가 모두 주식으로 전환될 경우 지분율은 63%로 하락. 최종 규모 등은 수요예측을 거쳐 최종 결정될 것. 언론에 보도된 발행 목적은 미래 투자 재원의 선제적 확보. 인도, 베트남, 필리핀 야드 확장과, 미래 선박 그리고 한미 조선협력 프로젝트(MASGA) 추진이 이에 포함.

이론적인 영향은 제한적이지만...: 이론적인 펀더멘털에 미치는 영향은 제한적. 교환사채 발행은 발행 주식수가 늘어나는 증자와 구분. 주당 순이익 희석이 발생하지 않아, 목표주가 조정 유인은 제한적. 주식 수급에서도 할증 발행이라는 점에서 당장의 오버행 발생 가능성 제한적. 최근 조정으로 HD현대중공업 밸류에이션도 이미 할인 상태. HD한국조선해양은 HD현대중공업 주가가 상승하여 사채가 교환될 경우, 긍정적 효과도 존재. 밸류에이션 과정에서 할인이 적용되는 관계사 지분이 현금 자산으로 전환되기 때문. 이번 교환사채 발행이 HD현대중공업 주가에 대한 그룹의 비관적 전망을 의미한다고 보기도 어려운 상황. 이는 HD한국조선해양이 주가와 관계없이 여러 차례 보유 지분을 현금화해 왔기 때문. HD현대중공업 상장 이후 HD한국조선해양은 2022년, 2024년에 블록딜을 통해 각각 1.7%, 3.0%의 지분을 매각. 2025년에도 2% 지분에 해당하는 교환사채 발행을 결정. 해당 거래는 모두 상반기에 발생.

단기 투자심리에 영향은 불가피: 단기적으로 HD현대중공업 투자 심리가 냉각될 가능성까지 배제할 수는 없는 상황. 무엇보다 그룹의 HD현대중공업에 대한 적정 보유 지분율에 대한 가이드 라인이 부재하기 때문. 현재 HD그룹 조선부문은 막대한 현금을 보유 중이며 업황과 손익 역시 개선 추세. 2025년말 기준 HD한국조선해양의 별도 순현금은 1.7조원. HD현대중공업과 HD현대삼호도 각각 2.9조원, 1.5조원의 순현금을 보유 중. 이는 조선 관계사들의 재무상태와 손익 지표로는, 그룹의 추가 지분 현금화 가능성을 '예측'하기가 어렵다는 점을 시사. 그룹의 추가적인 소통 및 가이드라인 제시 여부를 지켜봐야할 상황.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 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 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

HD한국조선해양의 HD현대중공업 지분 기반 교환사채 발행

내용		일시/규모
발행 규모	(십억원)	3,031
	(백만달러)	2,000
교환가액	(주/원)	540,000
발행결정 공시일 종가	(주/원)	465,000
할증률	(%)	16.1
교환 시 매각 주식 수	(천주)	5,614
	(%, 발행주식 수 대비)	5.4
청약일		2026-03-31
납입일		2026-05-04
교환 청구기간	시작일	2026-06-14
	종료일	2031-04-27

자료: HD한국조선해양

HD한국조선해양의 HD현대중공업 지분매각 사례

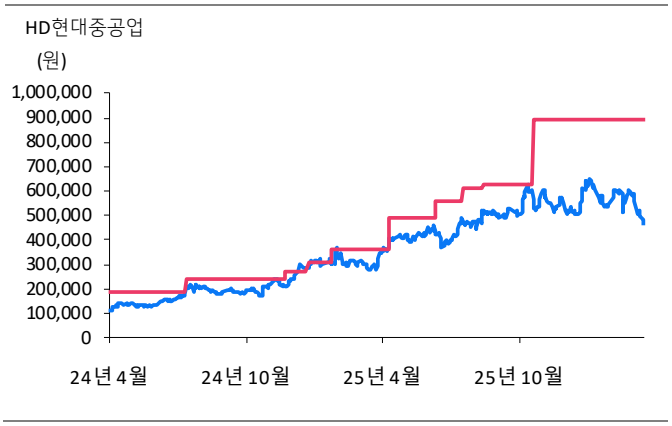
구분	매각/발행 결정 시기	규모 (십억원)	매각주가/교환가액 (원/주)	할증/할인율 (%)	매각 지분율 (%)
블록딜	'22년 5월	182	120,650	-5.0	1.7
블록딜	'24년 5월	350	131,300	-6.5	3.0
교환사채	'25년 2월	600	346,705	12.6	2.0
교환사채	'26년 3월	3,031	540,000	16.1	5.4

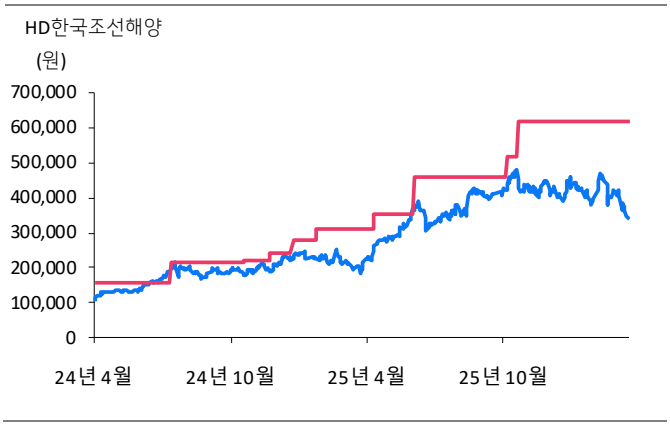
자료: HD한국조선해양

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 3월 31일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 3월 31일 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	11/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	189000	189000	240000	270000	310000	360000	490000	557000	610000	630000	890000
괴리율 (평균)	-33.76	-10.04	-16.98	-5.02	-0.44	-12.25	-14.73	-25.30	-22.82	-16.24	
괴리율 (최대or최소)	-16.61	-6.08	0.83	10.37	5.48	4.44	-5.41	-11.94	-14.59	-0.95	

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	10/20	11/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	155000	155000	216000	223000	242000	280000	310000	353000	460000	520000	620000
괴리율 (평균)	-22.90	16.60	-11.83	-11.64	-10.75	-15.81	-29.33	-14.91	-18.45	-11.47	
괴리율 (최대or최소)	7.81	22.39	-1.39	-2.91	-2.69	-11.25	-19.03	4.11	-6.85	-7.79	

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 2026.03.31 기준

매수(85.8%)·중립(14.2%)·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

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA

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 소비자중심 Best Korea Brands 2024
Member of Dow Jones Sustainability Indices Powered by the S&P Global CSA