조선 (Overweight)

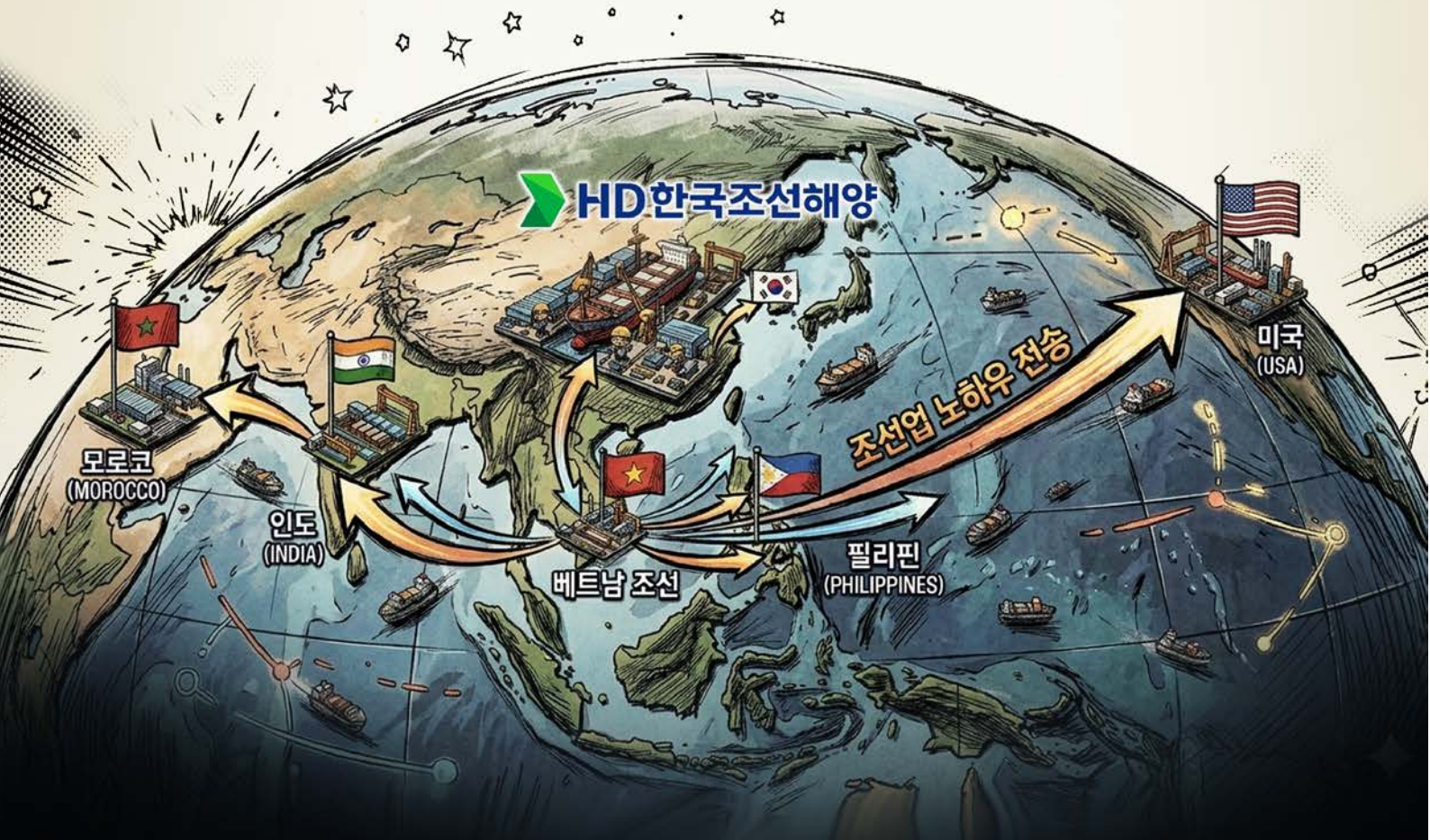
DAOL 다올투자증권

9 Apr. 2026

해가 지지 않는 조선제국: 2번째 발걸음 HHIP

최광식 조선 · 기계 · 방산 I gs.choie@daolfn.com

이준범 연구원 I junebum34@daolfn.com



CONTENTS

03 **Summary & Focus Chart**

07 **I. 합병과 EB발행. 글로벌 기지 구축의 시작점**
I-1. 2025년 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병: MASGA와 아시아 생산거점
I-2. HD한국조선해양의 EB 발행

09 **II. SEA Belt 전략의 2번째 조선사 HD HHIP 투어**
II-1. HD현대아시아홀딩스의 SEA Belt 전략
II-2. HD HHIP 야드 투어
1) 한진중공업-수빅에서 HD HHIP가 되기까지의 역사
2) AS-IS: HD HHIP, 막 조업 시작
3) TO-BE: 2030년 10척 건조 체재
4) HHIC와 HHIP는 어떻게 다를 것인가?
II-3. HD HVS의 또 추가 성장 로드맵
II-4. HD HEV(현대에코비나): LNG 연료 탱크, 항만 크레인

20 **III. Copy & Paste: 인도 등, 그리고 미국으로**
III-1. 인도의 조선업 투자 계획. 10년동안 15조원 신조 발주
1) 인도 국영 코친 조선
2) 인도 타밀나두 주정부의 그린필드
III-2. MASGA. 최대 9개월만 기다려보자

26 **IV. 투자전략 및 Valuation**

V. 종목별 투자의견
27 HD한국조선해양 (009540) _ Top Picks

I. Summary & Focus Chart

한진중공업 수빅조선소(이하 HHIC)는 파산했고, HD한국조선해양(HD현대아시아홀딩스)는 부지를 인수한 미국 Cerberus PE로부터 10년 + 콜옵션으로 6도크와 일부 부지를 임차해서, HD HHIP(현대중공업 필리핀)로 HD현대의 2번째 해외 생산거점이 시작되었다. 이곳을 11년 만에 다시 방문했다.

방문하기 전부터 2025년 8월에 HD한국조선해양-HD현대미포조선의 합병이 발표되며, 아시아 생산거점 확대 전략을 알렸고, 2026년 3월에는 HD한국조선해양이 HD현대중공업을 기초자산으로 발행한 교환사채 2.3조원에서 해외 투자를 안내했다.

HD한국조선해양의 글로벌 생산거점 투자가 본격화된다. 베트남, 필리핀, 다시 베트남(두산비나 인수) **다음은 인도 2곳 중 하나** 일수도, 모로코 위탁경영, 또는 미국일 수도 있다. 그야말로 **'해가 지지 않는 조선 제국'을 구축**하려 한다.

HD한국조선해양의 미래 성장 전략은 투트랙이다.
한국에서는 고부가가치, 친환경 선박, 자율 운항 등의 최첨단 기술과 생산 자동화에 투자한다.
해외에서는 1) 중국으로부터 **'빼앗긴 시장을 탈환'**하고, 2) 해외 생산거점을 확대해서 **대한민국의 조선(기자재)업 전반의 인프라를 튼튼하게** 한다. 또한 **3) 인도, 미국 등은 로컬컨텐츠가 작동되는 시장이기 때문에 기술이전, 사업협력으로 접근**한다. 엄청난 규모의 경제가 작동할 예정이다.

2008년에 신조로 전환한 현대베트남조선(이하 HD HVS)은 HD현대의 품질과 브랜드 파워를 유지하면서 원가 경쟁력이 탁월하다. 한국보다 낮은 급여 곱하기 낮은 생산성을 계산해보면 **노무비가 한국보다 경쟁력 있기 때문**이다. 그러나 그들을 제대로 일하게 만드는데는 **대단한 노력과 관리 노하우**가 필요하다. 이러한 **HVS는 현재 15척, 2030년 23척까지 확대**된다.

두 번째 해외 신조 거점인 HD HHIP이 막 조업을 시작했다. HHIP 설비 재건이 시작되면 동시에 단골들은 HD현대 브랜드에, 가격도 착한 아프라막스 탱커를 주문해 잔고는 13척이다. 2025년 7월에 계획보다 2개월 빨리 스틸커팅을 했다. 빨라진 것은 초기 목표보다 잘되고 있다는 뜻이다. 1호선은 2027년 1월에 인도되고, **2027년에 흑자전환을 자신하고, 2030년에 10척 건조에서 매출 1조원 이상**을 안내한다.

HHIC(한진중공업 수빅조선소)의 실패 배경을 잘 알고 있어서, HD HVS(현대베트남조선)의 성공 경험이 있기에 가이던스를 신뢰한다.
HHIC는 1) 초기에 대형 2대 도크로 너무 큰 투자로 시작했고, 2) 2010-2014에 쉬운 벌크선과 영도에서 원래 잘하던 피더 컨테이너선으로 안착하는 듯했지만, 불황이 길어지고, 2015-2018년에는 초대형 컨테이너선, LPG선으로 조업을 확대하면서 대규모 손실을 기록했다. 3, 4) 현지 노동자 관리와 공정관리도 어려웠다.
HHIP는 1) 이미 확보된 설비에서 초기 투자가 5.5억달러로 작고, **급하지 않게 건조량을 늘려**간다. 2) HD HVS가 2022년에 성공한 **115k-DWT 13척을 반복건조하면서 학습치를 쌓아갈 예정**이다. 3) 식당, 복지서비스 등으로 **직영 인력으로 관리**하고, 4) HVS의 성공사례를 바탕으로 리스크 관리를 해나갈 계획이다.

이번 HHIP 샵투어는 비단 필리핀만의 이야기가 아니다.
인도, 모로코, 페루, 미국 등에 **제3의, 4의 5의 HD HVS가 세워질 것**이다. 1) **SEA Belt(동남아)는 중국에 빼앗긴 시장을 탈환하는 원가 경쟁력 있는 기지**가 될 것이고, 2) **인도, 미국 등은 로컬컨텐츠를 바탕으로 캡티브 시장**이 될 것이다.
3) 이를 바탕으로 중소형 조선사를 잃은 **조선기자재업 전반에 다시 많은 물량**이 쏟아지고 튼튼해지면서, 이는 **다시 한국의 중대형 조선사들도 경쟁력이 제고**로 이어진다. 또한 유럽형 기자재/엔지니어링 회사로 진화하려는 HD한국조선해양도 기술수익을 기대할 수 있다.

HD한국조선해양이 그 투자의 중심에 있다. **미국 투자의 한화필리만으로 Valuation 고평가를 받고 있는 한화시스템**을 볼 때, HD한국조선해양은 아무리 중간지주사라도 너무 싸다. HD한국조선해양은 2025년 8월에 미국 투자 이야기를 한 이후, 아직 이렇다 할 결정이 없기 때문이다.

지난달 미국 NGLS에서 삼성중공업과 한화오션 컨소시엄만이 개념설계를 따냈다. 떨어진 이후, **미국 시장 진출에 더 적극적으로 나설 것으로 예측**한다. 브라운필드, 그린필드 등 더 적합한 투자처를 모색하고 있는 것으로 추정하며, MAP의 브리지 전략에 따라 FFX의 1호선 건조를 위해서 올해 중으로 무언가 결단을 내릴 것으로 예상할 뿐이다. 그렇다면 9개월 안에 큰 이벤트가 발생할 수 있다는 말이다.

시장은 미국 투자를 너무 좋아하고 이에 높은 멀티플을 부여하고 있지만, 중국과의 경쟁 상황을 우려하고 대한민국 조선산업의 지속가능 성장을 응원하는 본 연구원은 **HD한국조선해양의 작게는 SEA Belt 전략, 넓게는 SNS(Sun Never Sets) 전략을 응원**한다.

그리고 투자관점에서는 **HD한국조선해양도 올해 결국 미국 투자를 결정**할 것이라고 예상한다.
HHIP의 기업가치를 포함해서 HD한국조선해양의 적정주가를 56만원으로 올리고, 선호주로 편입한다.

Focus Chart 1 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병 배경 및 목적

	배경 및 목적	새로운 발견
①	MASGA 및 K-방산을 주도하는 글로벌 리더로 도약	
②	통합시너지 기반 양적/질적 대형화 추진	
③	해외 야드 개발 가속화	
	효율적인 통합 운영체계 → 빼앗긴 시장 탈환 수익성 제고	해외사업 운영체계 통합해서 해외 생산거점 운영 싱가포르 투자법인 통한 의사결정 프로세스 간소화 └ KSOE 6 : HHI 4 지배율은 현대베트남조선, HHIP, HD현대비나 현물출자 때문 해외법인간 유기적인 자금운영 추가 해외 투자(인도, 모르코 등) + 미국 미국 투자(인수 및 JV 설립)는 HD한국조선해양이 미국 법인 설립해서 집행
	투자아이디어	M/S 상승 도모에 기대 해외 생산거점을 활용한 중형선 시장 M/S 상승 → HD현대마린엔진 수혜

Source: 다올투자증권

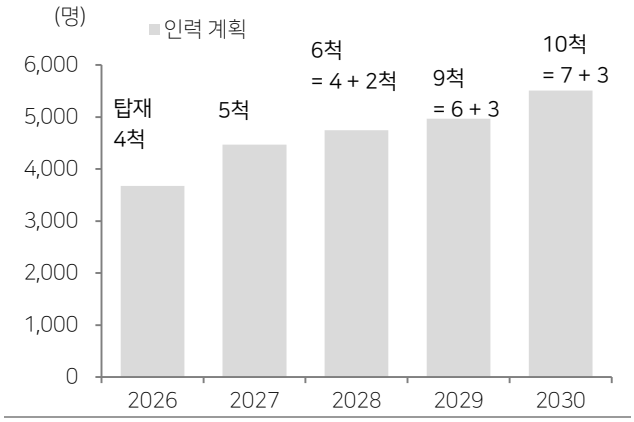
Focus Chart 2 한진중공업의 HHIC 중 6도크+일부 부지 사용

Source: Clakrsons, 다올투자증권

Focus Chart 3 6도크에 탑재된 115k-DWT 1호선 블럭

Source: Clakrsons, 다올투자증권

Focus Chart 4 HHIP 건조 척수 2030년 10척 건조 목표



Source: Clakrsons, 다올투자증권

Focus Chart 5 HVS 2030년 23척 건조 목표

Source: Clakrsons, 다올투자증권

Focus Chart 6 HHIC의 실패 원인과 HHIP의 전략

	한진중공업 HHIC의 실패 원인	→	HHIP가 다른 점
①	**초기 CAPEX 투자 부담** 초기 10억달러 투자계획 → 2009년에 도크1개 추가하며 **17억달러까지 확대**		**임차 모델** - 10년 동안 임대료 + 시설보수 및 투자로 **5.5억달러** **- 점진적 성장**
②	P-MIX 전략 실패 2014-2018에 초대형 컨테이너선, 건조 이력 없는 LPG선으로 확대		반복 건조 → 본사 건조 경험 선종으로 확대 - HVS가 2022년부터 건조한 115k-DWT을 먼저 반복건조 - 이후 HD현대중공업이 잘하는 VLCC로 확대
③	**모든 협력사를 1차 협력사를 통해 관리**		**직영으로 운영. 현지인 육성** **필리핀 인력 직영 운영** 우수 인력은 한국으로 파견 근무의 인센티브 등 **HVS의 성공 노하우 활용**
④	공정관리		사전 리스크 관리

ource: Clarksons, 다올투자증권

Focus Chart 7 HD한국조선해양의 중형선 조선 3사의 생산능력 및 설비 비교

구분	세부 항목	HHIP (임차구역)	HD현대베트남	HD HHI 중형선사업부
생산	조립 물량	**20만톤**	**13만톤**	**29만톤**
	생산능력	중대형선 10척	중소형선 16척	중소형선 50척
도크	면적 (길이×폭)	74,250㎡ (550m × 135m)	36,400㎡ (최대 380m × 65m)	96,520㎡ (최대 380m × 65m)
	개수 (Goliath Crane)	1 (600톤 × 2)	2 (700톤 × 1, J/C 80~350톤 × 5)	4 (J/C 400톤 × 1, J/C 200톤 × 12)
안벽	계류 가능 길이 (km)	1.4	1.4	2.8
	개수	4	3	5
야드	야드 면적	임차구역 87만㎡(26.3만평)	92만㎡(27.9만평)	103만㎡(31.2만평)
	비고	/전체 252만㎡)	생산구역 기준 면적	조립 중심 야드(가공/소조 등 내업 외주 운영)

Source: 다올투자증권

Focus Chart 8 HD한국조선해양의 해외 투자 현황 및 미래 희망국가들

국가	거점	시작	투자 방식	운영 계획 및 목표 (CAPA/매출)
베트남	HD HVS (HD현대베트남조선)	1996년 합작조선소 설립 1997~2005년 신조 전환 2025년 증설 발표	그린필드 / 시설 확장 1996년 1억달러	연간 건조량: 현재 15척 → **2030년 23척 목표** 생산능력 144만 DWT 확대
베트남	HD HEV (HD현대에코비나)	2025년 8월	지분 100% 인수 **207백만달러**	친환경 선박 기자재 공급처 및 항만 크레인 사업 거점으로 활용 **인수 전 2024년 매출 0.5조원**
사우디	IMI	2017년 발표 2018년 JV 설립	JV: 아람코 50.1%, HHI 10%와 Bahri, Lampiol 등 52억달러 투자	지분 투자 + 기술이전 + 운영 노하우 제공 대형 도크 4개에, 상선 40척 이상 건조 + MRO 260척 이상 목표: 지연 중
필리핀	HD HHIP	2024년 5월 계약 2025년 9월 첫 강재절단	장기 임대 (100헥타르) **10년에 5.5억달러 투자**	**2026년부터 탱커 건조 시작,** **연간 제품운반선 10척 생산 목표**
인도	코친야드(국영)	2025년 7월 MOU 체결	기술 지원 / MOU	선박 설계 및 기자재 지원, 인도 내 신조 및 MRO 시장 진출 교두보
인도	타밀나두 주정부	2025년 12월 MOU 체결	그린필드 신설 검토	주 정부와 '배타적 MOU' 체결, 신규 조선소 및 조선단지 조성 추진
페루	국영 시마조선	2024년 3월 수상함 수주 2025년 11월 잠수함 LOI	공동 건조	(24.03) 호위함, 초계함, 상륙 지원한 **4척. 4.6억달러(6,500억원) 수주** (25.11) HDS-1500 잠수함 공동개발 **LOI**
모로코	카사블랑카	2026년 1월	운영권 확보 추진	아프리카/유럽 상선 및 군함 MRO 시장 공략, 기술 이전 중심 운영
미국	미국 (MASGA)	2025년 8월	조선산업 공동 투자 금액 미정	신규 조선소 건설 및 기존 조선소 인수, 미 해군 MRO 및 특수선 시장 진입

Source: 다올투자증권

I. 합병과 EB발행. 글로벌 기지 구축의 시작점

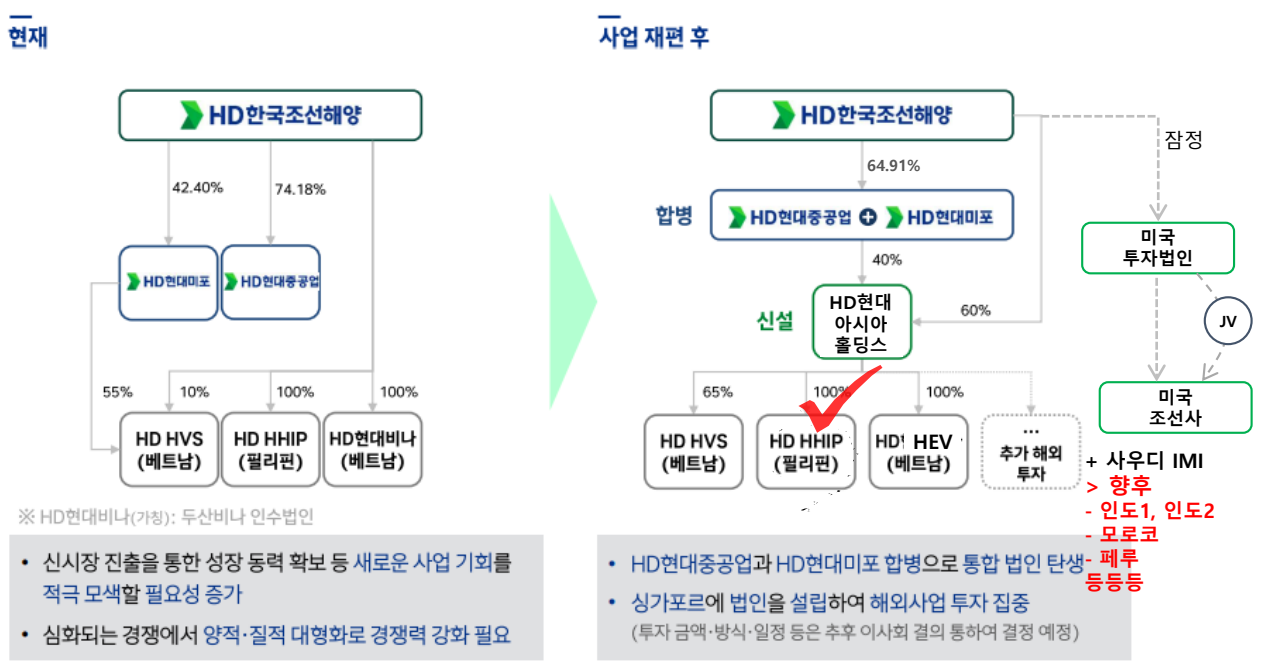
I-1. 2025년 HD현대중공업과 HD현대미포의 합병: MASGA와 아시아 생산거점

합병 발표하면서 설명한 해외 야드 개발 가속화의 1번 HHIP

HD한국조선해양은 2025년 8월에 HD현대중공업과 HD현대미포의 85:15 합병 결정을 알렸다. 그 배경은 1) MASGA 및 K-방산을 주도하는 글로벌 리더로 도약, 2) 통합시너지 기반 양적/질적 대형화 추진, 3) 해외야드 개발 가속화를 제시했다.

합병발표 이후 3)에서 2025년 12월에 두산비나를 인수해서 HD현대에코비나를 가동하면서, HD현대베트남조선 이후 2번째 기자재(독립형 탱크 등) 및 크레인 생산거점을 마련했고, 이번 필리핀 HD HHIP(전 한진중공업 수빅조선소, HHIC) 샵투어를 통해 3번째 거점이자, 막 생산을 시작(25년 2월 스틸커팅, 26년 2월 1호선 탑재)한 2번째 해외 조선사의 상황을 살펴보았다.

Fig. 1: 2025년 8월 합병 결정 이후, HD HEV(현대에코비나) 인수 완료, 그리고 HHIP 조업 시작



Source: 다올투자증권

Fig. 2: HD현대중공업과 HD현대미포의 합병 배경 및 목적

	배경 및 목적	새로운 발견
①	MASGA 및 K-방산을 주도하는 글로벌 리더로 도약	
②	통합시너지 기반 양적/질적 대형화 추진	
③	해외 야드 개발 가속화	
		효율적인 통합 운영체계 → 빼앗긴 시장 탈환
		수익성 제고
		해외사업 운영체계 통합해서 해외 생산거점 운영
		싱가포르 투자법인 통한 의사결정 프로세스 간소화
		ㄴKSOE 6 : HHI 4 지배율은 현대베트남조선, HHIP, HD현대비나 현물출자 때문
		해외법인간 유기적인 자금운영
		추가 해외 투자(인도, 모르코 등) + 미국
		미국 투자(인수 및 JV 설립)는 HD한국조선해양이 미국 법인 설립해서 집행
	투자아이디어	M/S 상승 도모에 기대
		해외 생산거점을 활용한 중형선 시장 M/S 상승 → HD현대마린엔진 수혜

Source: 다올투자증권

I-2. HD한국조선해양의 EB 발행

2.37조원 EB로 조달

HD한국조선해양은 2026년 4월 1일에는 HD현대중공업 주식 453만주(4.32%)를 바탕으로 교환사채를 발행해 15.5억달러(2.37조원)을 조달했다.

해외법인 운영자금(HHIP 등)과 MASGA 반반 투자

자금조달의 목적은 1) 해외법인 운영자금, 친환경 선박 기자재 등 투자와 2) 미국 사업으로 추정되는 타법인 증권 취득자금이 각각 1.19조원씩 반반이었다.

여기서 해외법인 운영자금은 이번에 샵투어를 다녀온 HD HHIP를 포함하며, 현지 설명회에서 안내한 후속 인도, 모로코 등의 시설투자로 추정된다.

Fig. 3: HD한국조선해양은 HD현대중공업 기초자산으로 EB로 2.37조원 조달
해외법인 운영자금과 미국(추정) 타법인 증권 취득으로 투자

항목	주요 내용
사채의 종류	외화표시 무보증 선순위 해외 교환사채 (EB)
발행주체	HD한국조선해양
기초 자산(교환 대상)	HD현대중공업 보통주 4,534,814주(4.32% 지분)
발행 규모	15.5억 달러 : 약 2조 3,7226억원(1,530.5원/달러)
교환가액	523,125원 : 3월말 종가의 112.5%를 교환가액으로 결정
HD현대중공업 지분율	**69.23% → 64.91%**
자금조달의 사용목적①	해외법인 운영자금, 친환경 선박 기자재 차세대 에너지원 사업 투자 1,186십억원
2026년	156
2027년	214
2028년	816
총합	1,186십억원
자금조달의 사용목적②	타법인 증권 취득자금 1,186십억원
표면/만기 이자율	1.00%
사채 만기일	발행일로부터 5년
발행지역 및 시장	유럽 및 아시아 등 해외금융시장 싱가포르 증권거래소(SGX-ST)
원금 상환 방법	
1. 만기상환	만기까지 조기상환되거나 교환권을 행사하지 않은 잔존 사채 원리금에 대해 만기 일시상환
2. 조기상환	
2-1. 회사의 조기상환권 (Call Option):	2년 후, 30연속 거래일 중 교환대상주식의 주가(종가 기준)가 교환가액의 130% 이상인 날이 15거래일 이상일 경우 회사는 콜옵션 행사 가능
2-2. 사채권자의 조기상환권(Put Option)	교환대상주식이 상장폐지되거나 30연속 거래일 동안 거래가 정지될 경우 - 회사 또는 교환대상주식 발행사의 지배권 변동이 있는 경우 - 본 교환사채 발행일로부터 2년이 되는

Source: 다올투자증권

SEA Belt 전략과 SNS 전략

이번 투어에서는 비단 필리핀 뿐 아니라,

HD한국조선해양의 아시아 생산거점, SEA(South-East Asia) Belt 전략과

이를 넘어 '해가 지지 않는 조선제국 건설'의 인도, 남미, 아프리카, 그리고 미국을 포함한 HD현대의 향후 글로벌 생산거점 확대 및 그 함의 등의 대한 전략을 확인했다. 살펴보자.

II. SEA Belt 전략의 2번째 조선사 HD HHIP 투어

II-1. HD현대아시아홀딩스의 SEA Belt 전략

SEA Belt 전략:
동남아 생산거점

HD한국조선해양은 합병 때 밝혔던 해외 생산거점 확대를, SEA(South East Asia) Belt 전략으로 더 명료하게 제시한다.
이는 1) 중국에 빼앗긴 시장을 탈환하고, 2) 한국의 기자재 인프라를 안정화시키며, 3) 로컬컨텐츠 시장(인도 등)을 선점해서 사이클과 무관한 사업구조를 안착하겠다는 것이다.

1) 싼 인건비와 관리 능력으로
중국에 빼앗긴 시장 탈환

1) 싼 인건비로 공격적으로 M/S를 늘려오는 중국에, HD한국조선해양은 고부가가치선에 집중했지만, 중국도 점차 가스선 등으로 넘어오고 있다. 이에 '이이제이'로서 우리도 동남아 생산거점을 이용해서 인건비 열위를 극복하고, 다시 양적으로도 대응하고자 한다.
더구나 HVS는 이미 1+1처럼 베트남+울산으로 패키지 영업이 되고 있다. HHIP가 VLCC를 건조하게 되면, 대형선에서도 패키지 영업이 확대된다. 동남아 생산거점이 한국의 본토 야드 영업에 큰 도움이 된다.

2) 조선 기자재 인프라 안정화

2) 조선업 인구는 20만명이 넘었다가 불황기에 9만명을 깨고 다시 회복 중이다. 일자리도 문제이지만, 한국의 조선기자재 업체들도 힘들다. 대형조선사들은 살아남았고 예전의 건조량으로 회복해가고 있지만. 대한조선 정도를 빼고는 대다수 중소형 조선사들은 사라졌다. 이에 해외 생산거점을 통해서 조선기자재 업체들의 역량도 함께 끌고 가겠다는 전략이다. 배는 조선사만 잘해서 만들 수 없기 때문이다.
또한 HD한국조선해양도, SD사업부도, HD현대중공업의 힘센엔진도, 장차 유럽처럼 조선산업이 크게 밀리더라도, 기자재 및 엔지니어링으로 지속가능한 사업구조도 모색하고 있다.

3) 로컬컨텐츠 시장 선점.
국내 일감 유도

3) SEA Belt에서 특별히 인도 등을 선점할 경우 거대한 시장이 된다. 사이클 산업인 조선에 사이클의 변화에 둔감하게 해 줄 캡티브 시장이 되는 것이다. 인도 모디 총리는 고용유발계수가 높은 조선산업을 심각하게 검토하고 있다.
이들에게 로컬컨텐츠 욕구를 채워주면서, 초기에 한국에 양질의 일감을 가져오고, 중장기 1)과 2)를 위한 생산기지 및 기자재 시장이 될 수 있다.

2030년 최대 40척 건조할 SEA Belt 조선사들

SEA Belt의 건조척수는 아직 사업 초기 단계인 인도를 제외하고도, 2030년에 33~40척으로 확대될 것으로 기대된다.

성공한 해외생산거점인 HD현대베트남조선(이하 HD HVS)는 현재 15척 건조 체제를 2023년까지 23척으로 늘린다.

막 시작한 필리핀 HD HHIP도 2030년에 아프라막스급, VLCC로 10척 건조까지 확대한다.

HD현대에코비나(이하 HD HEV)는 향후 LNG D/F 때문에 수요가 크게 늘어날 LNG Type-A,B,C의 독립형 탱크 전문 생산 업체로 성장시키고, 기존 아시아 및 미래 미국 등의 항만크레인 사업에 진출한다. 인수 시점의 두산비나 매출은 0.5조원에 육박했다.

Fig. 4: HD한국조선해양의 중형선 조선사 3개의 생산능력 및 설비 비교

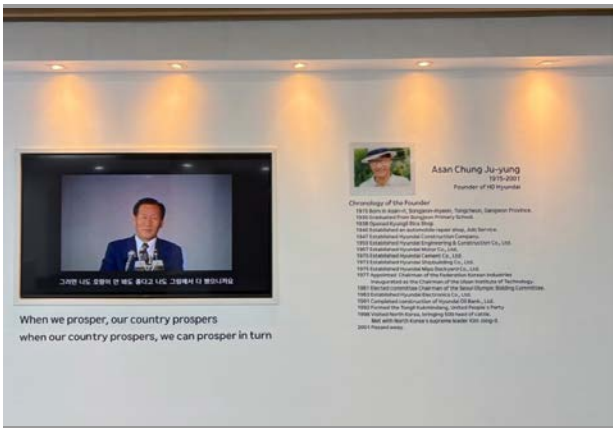
구분	세부 항목	HHIP (임차구역)	HD현대베트남	HD HHI 중형선사업부
생산	조립 물량	**20만톤**	**13만톤**	**29만톤**
	생산능력	중대형선 10척	중소형선 16척	중소형선 50척
도크	면적 (길이×폭)	74,250㎡ (550m × 135m)	36,400㎡ (최대 380m × 65m)	96,520㎡ (최대 380m × 65m)
	개수 (Goliath Crane)	1 (600톤 × 2)	2 (700톤 × 1, J/C 80~350톤 × 5)	4 (J/C 400톤 × 1, J/C 200톤 × 12)
안벽	계류 가능 길이 (km)	1.4	1.4	2.8
	개수	4	3	5
야드	야드 면적	임차구역 87만㎡(26.3만평)	92만㎡(27.9만평)	103만㎡(31.2만평)
	비고	/전체 252만㎡)	생산구역 기준 면적	조립 중심 야드(가공/소조 등 내업 외주 운영)

Source: 다올투자증권

Fig. 5: HHIP가 잘되는 것이 필리핀이 잘되는 것

Source: 다올투자증권

Fig. 6: 필리핀에도 알려지는 정주영 회장



Source: 다올투자증권

II-2. HD HHIP 야드 투어

2026년 4월 7일, 필리핀 HD HHIP 야드투어에 참여했다.

1) 한진중공업-수빅에서 HD HHIP가 되기까지의 역사

협소한 영도에서 큰 필리핀으로

부산 영도 조선소의 협소한 도크, 컨테이너선 대형화, 그리고 싼 인건비를 활용하기 위해 한진중공업은 2004년 필리핀 투자를 결정했고, 17억달러를 투자해서 2009년에 필리핀 수빅조선소(HHIC)를 완공했다.

초기 벌크선과 중형 컨선에서 연착륙
그러나 2014-2018 초대형 컨선, LPG, 그리고 불황

초기 2010-2014년 HHIC는 영도에서 잘해온 중형 컨테이너선 중심으로 건조하면서 안착했고, 중대형 탱커, 벌크선을 잘 건조해 2010년 첫 분기 흑자전환, 2015년에는 매출 1.2조원까지 성장했다.
그러나 조선의 불황기가 길어지고, HHIC를 수립한 원래 목적인 선종 다변화를 시작해 2014년부터 대형 컨테이너선(2012년 9,000-TEU, 2015년 20,000-TEU 등)을 수주하고, 2013년에는 LPG선까지 수주하면서 적자전환했고, 2018년에 채무보증, 2019년에는 회생절차를 신청했다.

2019년 파산 이후 미국 Cerberus PE에 매각

이후 미국 Cerberus PE가 HHIC를 3억달러에 매입해, 필리핀 해군, 미국 군수지원업체 V2X에 임대하면서, HHIC는 역사의 뒤안길로 사라졌다. 2번의 HHIC 샵투어를 가본 본 연구원은, 수빅조선소를 다시는 못 가볼 줄 알았다. 그러나

Fig. 7: 한진중공업 HHIC의 역사

운영주체	시점	Lessons Learned	마일스톤
한진중공업의 HHIC	2004년		필리핀 투자결정
	2006년 2월		필리핀 현지법인(HHIC-Phil) 설립 및 수빅만 경제자유구역 내 부지 임차 계약(40년) 체결
	2006년 5월		조선소 착공: 필리핀 루손섬 잠발레스주 레돈도 반도
	2007년 12월		1단계 공사 완료 및 생산 가동
	2008년 7월	중형 컨선 강자!	1호 선박(4,300TEU급 컨테이너선 '아르골리코스호') 인도
	2009년 4월		조선소 전체 완공: 총 면적 약 300만㎡(90만평), 영도조선소의 약 10배 5도크, 6도크(길이 550m x 폭 135m), 연간 강재처리능력 60만톤 **17억달러 투자**
	2010년 12월		분기 흑자 전환
	2011년		누적 20척 인도
	2013년	**건조 많지 않음?**	첫 탱커 인도
	2014년 10월		100척 누적 수주
	2015년		누적 100척 건조 달성, 매출 1.27조원
	2016년	**건조 이력 없음?**	2016년: 첫 가스선 건조, 3.5만명 고용
	2016년		순손실 3,560억원
	2018년 5월		1,938억원 채무보증
	2019년 1월		2019년 1월: 장기간의 조선 업황 부진과 누적 적자로 인해 필리핀 현지 법원에 회생절차(법정관리) 신청
Cerberus PE	2022년 4월		**서버러스 PE 인수**

Source: 다올투자증권

2) AS-IS: HD HHIP, 막 조업 시작

재가동

2024년 6월에 HD한국조선해양은 Cerberus PE로부터 6도크 및 인근 부지 26.3만평을 임대해서 조선소 재가동을 준비한다.

HHIP 재가동 소식만으로 단골 고객들이 발주 의향을 밝혔고, 2024년 12월에 시도상선으로부터 115k-DWT 탱커 4척을 시작으로, 현재 잔고는 13척이다.

건조능력

6도크는 길이 550m x 특히 폭이 135m여서 VLCC 2척을 병렬 건조할 수 있으며, 1.2km 안벽에서 3척을 동시 처리할 수 있다.

인력

2,300 여명이 근무 중인데, 현지직원 중 절반은 기존 HHIC에서 근무했던 경험자여서 기대 이상의 조업성과를 보이고 있다는 안내이다. 출근율은 목표 80%를 넘기는 무려 95%에 달한다. 이에 따라 1호선 건조가 계획보다 스틸커팅은 2개월, 탑재는 1개월 앞당겨졌다고 자랑한다.

현재 도크 탑재 상태, 7월 진수, 내년 1월에 인도

10년 동안 임대료를 포함한 5.5억달러 투자계획을 밝혔는데, 시설물 보수, 설비 투자를 거쳐, 2025년 7월에 스틸커팅, 올해 2월에 첫 호선의 블록을 도크에 탑재했고, 7월에 진수해서, 2027년 1월에 인도 예정이다.

Fig. 8: HHIP의 현재 도크 탑재 상태, 7월 진수 및 내년 1월 인도 예정

운영주체	시점	Lessons Learned	마일스톤
Cerberus PE	2022년 4월		**서버러스 PE 인수**
HD한국조선해양의 HHIP	2024년 6월		HD HHIP 설립 및 야드 재건 - 서버러스PE와 6도크 등 임차 계약 - 면적 87만㎡(26.3만평), 6도크(길이 550m x 폭 135m), 안벽 1.2km(3 선석), 골리앗크레인 600톤 x2개, Jib Crane 60톤 x 7개, 40톤 x 1개 **- 5.5억달러 투자 계획(10년 임대료 포함)**
	2024년 12월	**HD HVS 막 건조**	첫 탱커 4척 수주(시도상선) - 인수 이후에 바로 발주 희망하는 단골들
	2025년 7월		첫 호선 스틸커팅
	2026년 2월		첫 호선 탑재
	2026년 현재	**단일선종 반복 건조**	잔고 13척. 115k-DWT 단일선종
	2026년 7월		첫 호선 진수 예정
	2027년 1월		1호선 인도 예정

Source: 다올투자증권

Fig. 9: 클락슨에 잡히지 않은 7척

Hull No.	선종	DWT	계약	발주처	신조선가 ($M)	스틸커팅 (추정)	2026 ($M)	2027	2028	2029	2030	진수 (추정)	인도
J007	Products	115,000	2025-05	Nissen Kaiun	73	2028-05			73			2028-09	2028-12
J006	Products	115,000	2025-03	Nissen Kaiun	74	2027-08		74				2027-12	2028-03
J005	Products	115,000	2025-03	Nissen Kaiun	74	2027-06		74				2027-10	2028-01
J004	Tanker	115,000	2024-09	Unknown	75	2027-02		75				2027-06	2027-09
J003	Tanker	115,000	2024-09	Unknown	75	2026-11	75					2027-03	2027-06
J002	Tanker	115,000	2024-09	Unknown	75	2026-09	75					2027-01	2027-04
J001	Tanker	115,000	2024-09	Unknown	75	2026-06	75					2026-10	2027-01

Source: Clarksons, 다올투자증권

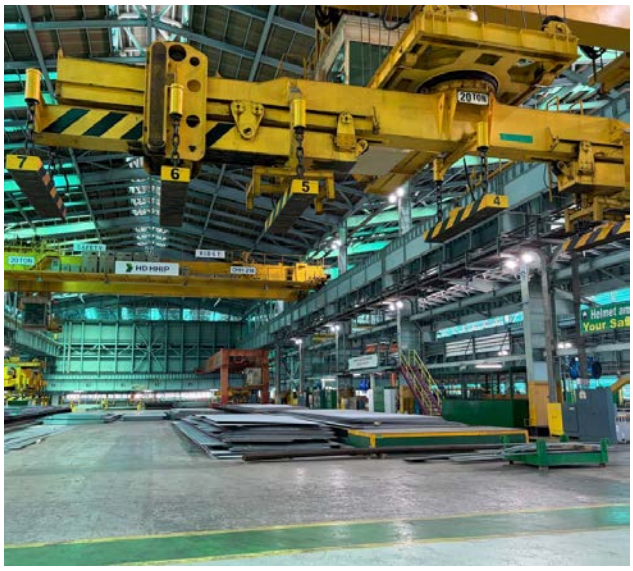
Fig. 10: 한진중공업 시절의 HHIC 중 6도크+일부 부지 사용

Source: 한진중공업, 다올투자증권

Fig. 11: HHIP의 노동자들 2,500여명

Source: 다올투자증권

Fig. 12: 절단라인의 현대화+현대화 설비



Source: 다올투자증권

Fig. 13: 6도크에 탑재된 115k-DWT 블럭

Source: 다올투자증권

3) TO-BE: 2030년 10척 건조 체재

2030년 10척, 매출 1조 원

HHIP는 탑재 기준으로 2026년 4척, 2027년 5척, 2028년 6척(3척 잔고 확보, 향후 VLCC 3척 수주 예정)을 건조할 예정이다. 2029년에 9척, 2030년 10척으로 매출 1조원을 목표로 한다.

인력 충원 계획

이에 따라 현재 2,500여명이 연말에 3,600명, 그리고 2030년에 5,500명까지 늘릴 계획이다.

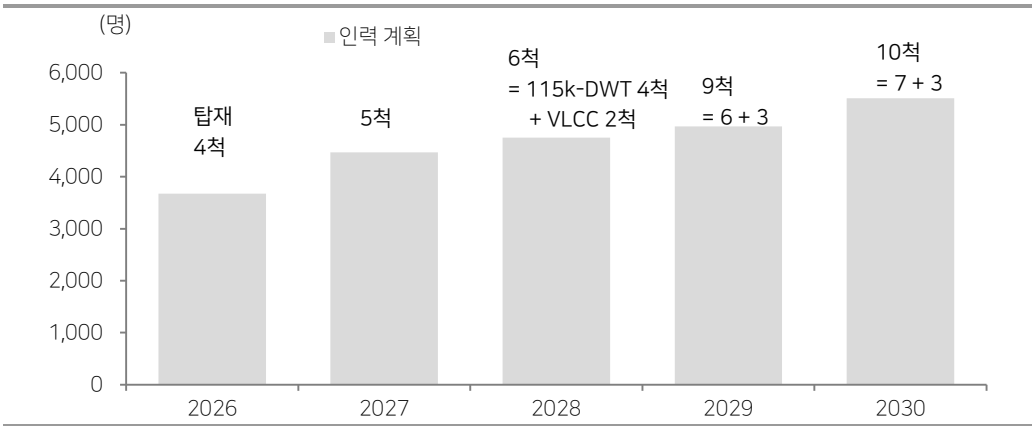
교육 시작해서 1,400명 수료

용접교육장, 취부교육장은 이미 완공해서, 210명이 동시 교육 가능하다. 2025년 1월 1기를 시작으로, 현재까지 15기수에서 1,400여 명이 수료했다. 2026년 6월에는 현지인 기숙사도 준공 예정이다.

기자재 인프라는 베트남 HVS를 활용. 규모의 경제

인근 조선업 기자재의 지원을 받을 수 있는 인프라는 없다. 그러나 1,000km 거리의 HD HVS에는 세진중공업, 미부 등의 협력사가 들어와 있고, HD HVS도 현재 15척까지 늘린 건조량을 2030년 23척까지 늘릴 계획이어서, 1) 베트남의 조선업 인프라를 이용하고, 2) 필리핀 물량까지 포함해서 규모의 경제가 기대된다.

Fig. 14: HD HHIP의 건조 척수 계획과 인력 충원 계획



Source: 다올투자증권

Fig. 15: HD HHIP의 인력 확보 방안

인력 확보 방안	인력 육성 방안
1) Zambales 및 인근 주 고용센터와 협업하여 지역 거점별 채용설명회 주기적 실시 (총 13회)	1) 리더십 향상, 그룹 Heritage 및 핵심가치 교육 지속 추진하여 관리자 관리역량 향상 추진 (파견원 감축에 따른 대체 관리인력 육성)
2) Zambales, Bataan 주립대와 MOU. 이공계 우수 인력 채용 중 (2개 대학 입사자 사무직 중 22%)	2) 조선 기능인력 양성을 위한 저변 확대를 위해 ODA 사업을 통한 기술교육원 건립을 추진
3) 구 한진 출신 경력자 채용 위해 직원 추천채용 진행 (추천자 인센티브 지급)	3) Vocational School에 CO2 용접 과정 확대(TESDA 협력 및 잉여 용접기 지원/강사 교육 협조 등)

Source: 다올투자증권

4) HHIC와 HHIP는 어떻게 다를 것인가?

HHIC의 실패에서 배울점

투어 전에 가장 궁금했던 사전질문은 HHIC와 같은 실패의 리스크였다. HD한국조선해양도 이를 모를 일 없고, Lessons Learned를 공유했으니 아래와 같다.

점진적, 튼튼하게 확대
학습된 선종 반복건조
HVS의 관리 노하우 이식

아래의 한진중공업의 실패 원인 4가지 중 ①의 차근 차근 키우겠다는 점, ② 잘 아는, 잘하는 선종을 반복건조하겠다는 점은 크게 와닿는다.

또한 HHIC 중 잦은 인력 이탈과 근태 등의 말이 많았는데, 이에 대해 직영으로 관리를 강화하고, 식사/간식, 복지시설 등으로 출근율을 끌어올리는 관리를 언급하는데, 이는 결국 HD HVS의 성공 노하우가 있기 때문이다.

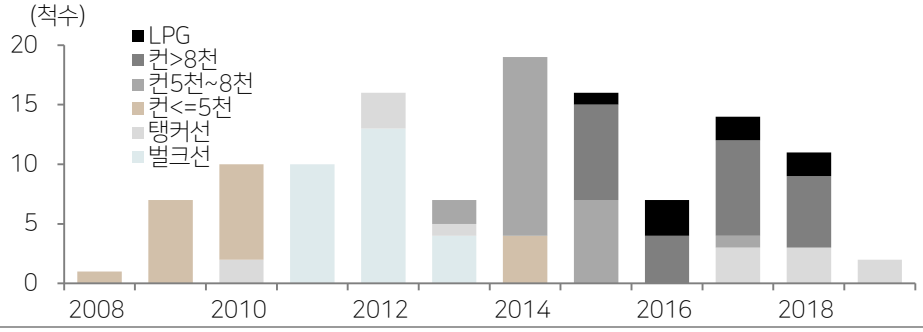
초기 목표 출근율은 80%였는데, 현재 95%로 HD HVS보다 좋다는 안내이다. 관리가 시작부터 잘 되고 있고, HHIC를 겪었던 노동자들의 경우 야드/일터의 소중함을 느끼고 있는 키맨들일 것으로 추정된다.

Fig. 16: HHIC의 실패 원인과 HHIP의 전략

	한진중공업 HHIC의 실패 원인	→	HHIP가 다른 점
①	**초기 CAPEX 투자 부담** 초기 10억달러 투자계획 → 2009년에 도크1개 추가하며 **17억달러까지 확대**		**임차 모델** - 10년 동안 임대료 + 시설보수 및 투자로 **5.5억달러** **- 점진적 성장**
②	P-MIX 전략 실패 2014-2018에 초대형 컨테이너선, 건조 이력 없는 LPG선으로 확대		반복 건조 → 본사 건조 경험 선종으로 확대 - HVS가 2022년부터 건조한 115k-DWT을 먼저 반복건조 - 이후 HD현대중공업이 잘하는 VLCC로 확대
③	**모든 협력사를 1차 협력사를 통해 관리**		**직영으로 운영. 현지인 육성** **필리핀 인력 직영 운영** 우수 인력은 한국으로 파견 근무의 인센티브 등 **HVS의 성공 노하우 활용**
④	공정관리		사전 리스크 관리

Source: 다올투자증권

Fig. 17: 한진중공업 HHIC의 인도 선종: 2014년 이후 중대형 컨테이너선, LPG 건조



Source: 다올투자증권

실행

1) 천천히 건조량 확대

HHIC는 초기에 10억달러 투자에서 2009년에 도크를 2개로 늘리면서 초기 투자비가 17억달러로 크게 늘었다. 그만큼 많은 선박을 수주하고 건조해야만 했다.

그러나 이에 대해 HHIP는 급격하게 생산능력을 늘리지 않겠다고 설명한다. 1999년에 수리개조로 시작한 HD HVS도 2008년에야 벌크선 신조를 시작했고, 2013년에 탱커 시장에 데뷔해서, 천천히 외형을 확장해왔다. HD HHIP는 큰 도크에서 1년에 4척 건조로 시작해서 2030년에야 10척으로 늘려간다.

2) 학습된 탱커 반복건조로 안착

또한 HD HVS가 2022년에 MR 단일 선종에서 벗어나기 위해 시작한 아프라막스급 115k-DWT의 건조 이력을 그대로 가져와서 탱커로 시작한다. 그리고 115k-DWT을 2025-2028년까지 반복건조하면서, 야드의 생산능력을 끌어올리고, 이후에 HD현대중공업의 디자인, 생산 노하우를 바탕으로 VLCC 시장으로 진입할 계획이다.

3) HVS의 관리 노하우 이식 성공적

2027년 흑자 안내

HD HHIP는 1호선부터 흑자(공헌이익)가 날 것으로 예상한다. 그리고 2027년부터는 HD HHIP는 공헌이익단이 아닌 영업이익으로 연간 흑자전환에 성공할 것이라는 안내이다. 한국보다 낮은 급여 x 그 차이보다는 양호한 생산성 차이의 결과이다.

신조선가는 HD현대 브랜드를 바탕으로 중국-한국의 중앙값 정도이다. **HD한국조선해양의 SEA Belt 모델을 통해 "빼앗긴 시장을 탈환"할 수 있다!**

II-3. HD HVS의 또 추가 성장 로드맵

1) 기술전수,
2) 관리 X 노무비 효과,
3) 협력사 생태계의 HVS

현재 HHIP에는 HVS에서 9명의 고기능자가 파견되어 근무 중이다. 그리고 향후 9명이 추가 투입될 예정이다. 앞서 HD HHIP의 연착륙에 HD HVS의 성공 노하우가 이식된다고 설명했는데, 이를 조금 더 소상히 설명하겠다.

HD한국조선해양의 HVS의 성공 배경으로 1) 기술전수, 2) 생산성 개선으로 가능해진 노무비 효과, 3) 협력사 생태계를 꼽는다.

2008-2013 벌크선 건조
2013-2021 MR 반복건조

2008년 신조를 시작하고 5년이나 벌크선만 건조하다가, 2013년에야 탱커 신조시장에 데뷔했다. 천천히, 점진적으로 생산능력을 확대했다. 과정에서 밀착 기술 전수와 인력관리가 계속되었다는 전언이다.

한국보다 15%P 원가율 우위

노무비는 한국보다 크게 낮고, 생산성은 한국보다는 못하지만 상당한 수준이어서 원가구조가 한국보다 좋을 수 있다.

그런데, 신조선가는 한국보다 낮지만, HD현대 브랜드 파워로 중국보다 높다.

그래서, 울산 HD현대중공업 중형선 부문(구, HD현대미포)보다 수익성이 좋다.

Fig. 18: HD HVS의 건조 CAPA 확대

시점	마일스톤
1996	설립 : 베트남국영조선공사(SBIC) 30% 지분으로 합작법인
1999	수리개조 시작(4월)
2008	신조 시작(8월), 56k-DWT 벌크선, 2009년 인도
2011	수리조선 완전 종료. 100% 신조로 전환
2013	탱커 신조시장 데뷔(5월)
2021	사명변경: 현대비나신조선소 → 현대베트남조선(HVS)
2021	(6월) 115k-DWT 첫 수주 → 2023년 9월에 인도 **적자였지만, COT 시장을 지키는 전략**
2023	(6월)누적수주 200척 달성
2024	건조 CAPA. 15척 **→ 23척 확대 공표** 800억원 추가 투자

Source: 다올투자증권

HHIP는 HVS의 기자재 인프라를 함께 활용

세진, 미부, 제일 등의 협력사가 함께 진출했다. 이는 HD HHIP에서 빠지는 부분인데, 사측은 당분간 베트남의 기자재 생산을, HD HHIP로 보내는 형태로 선박을 건조하기로 했다. 베트남-필리핀은 1,000km로 가까워 한국으로부터 보내는 물류비를 절감할 수 있다.

더구나, 규모의 경제가 난다. HD HVS의 23척(2030년) 건조에 HD HHIP의 10척(2030년)이 붙기 때문이다.

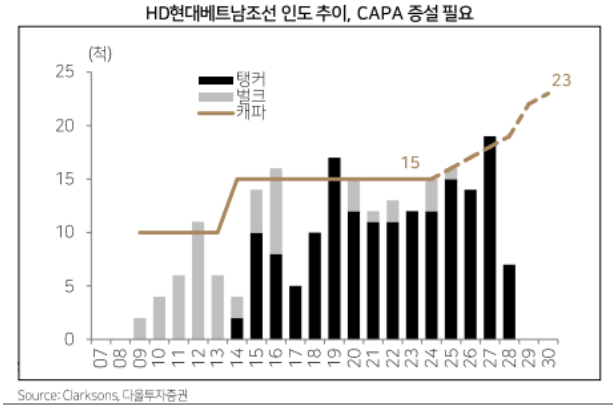
23척 + 10척에서 규모의 경제

2025년 연간전망에서 얘기드린 현재 15척 → 2030년 23척을 위해서 건조량을 늘려가고 있다. 여기에 HHIP의 10척이 더해진다. SEA Belt에서 규모의 경제가 더 커진다.

Fig. 19: 조선 2025 전망의 2번째 꼭지: 중국 캐파 증설과 한국 M/S 하락: 그러나 우리도 캐파를 늘린다

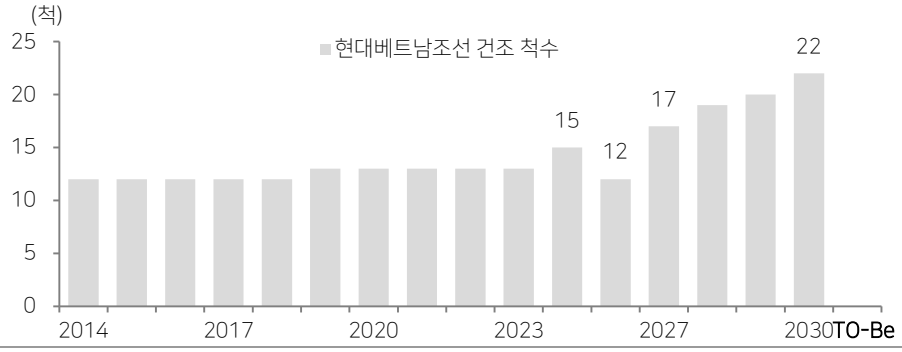
Source: 다올투자증권

Fig. 20: 조선 2025 전망에서 얘기드린 2030년 23척 체제



Source: 다올투자증권

Fig. 21: 2026년에 확인한, HD HVS의 건조 CAPA 확대



Source: 다올투자증권

II-4. HD HEV(현대에코비나): LNG 연료 탱크, 항만 크레인

1) 독립형 탱크 생산기지

2025년에 HD한국조선해양(HD현대아시아홀딩스)는 두산비나를 인수한다. 두산그룹은 화력발전 생산기지가 필요 없어졌고, HD한국조선해양은 설비를 이용해 점차 수요가 커지는 1) 독립형 탱크 생산기지로 활용하고자 한다

2) 항만 크레인 사업도 계속 + 미국 수혜

또한 한국의 항만 크레인 제작사도 HD현대삼호중공업, 두산에너빌리티, HJ중공업의 3사인데, HD한국조선해양은 2) 아시아 및 미국의 크레인 시장을 공략하고자 한다. 미국은 중국 크레인을 안보의 이유로 수입을 금지한다. 이에 따라 큰 규모의 미국 시장이 열리고 있다. 크레인 시장에 대한 분석은 또 다른 산업분석 자료가 될 정도이다.

모두 중국 견제

크레인도 독립형 탱크도 모두 중국을 견제하기 위함이다. LNG D/F, VLAC 등으로 조선 기자재에서 점차 연료/독립형 탱크의 중요도가 올라가고 있다. 핵심 부품에서도 원가율이 매력적인 아시아 생산기지를 구축하고자 한다.

Fig. 22: HD HVS의 연혁, 사업계획

HD현대에코비나(전 두산비나) 현황 및 투자계획	
설립	2006년 두산중공업의 100% 자회사로 설립
HD현대 인수	2025년 12월, HD현대아시아 홀딩스 인수
현재 인력	1,450명 (생산 955명, 설계 495명)
크기/입지	100만m2(30만평)/다낭 남쪽 120km, HVS 북쪽 40km 떨어진 지점. 베트남 중부 한가운데
소유권	70년 임대(잔여 51년)
인수 금액	약 2,900억원
인수 이유	1) LNG, LPG, 암모니아 운반선 탑재 독립형 탱크 제작 2) 아시아 지역 항만 크레인 사업 거점
과거 생산제품	화력발전용 보일러, 항만크레인, 탑사이드 모듈(LNG)
인수 후 생산제품	독립형 탱크 a타입 중대형 b타입 c타입: LNG연료탱커, CO2 항만크레인: 안벽크레인, 이동 크레인

Source: 다올투자증권

III. Copy & Paste: 인도 등, 그리고 미국으로

인도, 모로코, 페루, 그리고 미국으로 확대

II 단락까지 HD현대아시아홀딩스의 베트남, 필리핀, 두번째 베트남을 살펴보았다. 그리고 HD현대의 글로벌 생산거점 투자는 SEA Belt 너머로 확대된다. 바로 인도, 모로코, 페루, 그리고 미국 등이다. 인도부터는 HD현대아시아홀딩스(HD한국조선해양 60%, HD현대중공업 40%)가 아닌 다른 지배회사 및 지배구조로 운영할 계획이라는 것이 '뉴 파인딩'이다.

인도의 조선업 투자 계획

인도의 모디 총리는 조선업 투자에 진심이다.
HD한국조선해양은 국영 코친조선과 사업협력을 모색하고 있으며, 동시에 조선특구 5곳 중 타밀나두 주정부와도 그린필드 투자를 협의 중이다. 다음에 가장 큰 투자건이어서 다음 단락에서 별도로 살펴보겠다.

모로코: 위탁 경영
페루: 전투함 공동 건조

이외에도 HD한국조선해양은 카사블랑카의 조선소 위탁경영 사업을 확보할 예정이다.
페루 시마조선과는 특수선에서 협력한다.
그리고 미국 MSAGA가 기다리고 있다.

Fig. 23: HD한국조선해양의 해외 투자 및 생산거점들

국가	거점	시작	투자 방식	운영 계획 및 목표 (CAPA/매출)
베트남	HD HVS (HD현대베트남조선)	1996년 합작조선소 설립 1997~2005년 신조 전환 2025년 증설 발표	그린필드 / 시설 확장 1996년 1억달러	연간 건조량: 현재 15척 → **2030년 23척 목표** 생산능력 144만 DWT 확대
베트남	HD HEV (HD현대에코비나)	2025년 8월	지분 100% 인수 **207백만달러**	친환경 선박 기자재 공급처 및 항만 크레인 사업 거점으로 활용 **인수 전 2024년 매출 0.5조원**
사우디	IMI	2017년 발표 2018년 JV 설립	JV: 아람코 50.1%, HHI 10%와 Bahri, Lampiol 등 52억달러 투자	지분 투자 + 기술이전 + 운영 노하우 제공 대형 도크 4개에, 상선 40척 이상 건조 + MRO 260척 이상 목표: 지연 중
필리핀	HD HHIP	2024년 5월 계약 2025년 9월 첫 강재절단	장기 임대 (100헥타르) **10년에 5.5억달러 투자**	**2026년부터 탱커 건조 시작,** **연간 제품운반선 10척 생산 목표**
인도	코친야드(국영)	2025년 7월 MOU 체결	기술 지원 / MOU	선박 설계 및 기자재 지원, 인도 내 신조 및 MRO 시장 진출 교두보
인도	타밀나두 주정부	2025년 12월 MOU 체결	그린필드 신설 검토	주 정부와 '배타적 MOU' 체결, 신규 조선소 및 조선단지 조성 추진
페루	국영 시마조선	2024년 3월 수상함 수주 2025년 11월 잠수함 LOI	공동 건조	(24.03) 호위함, 초계함, 상륙 지원함 **4척. 4.6억달러(6,500억원) 수주** (25.11) HDS-1500 잠수함 공동개발 **LOI**
모로코	카사블랑카	2026년 1월	운영권 확보 추진	아프리카/유럽 상선 및 군함 MRO 시장 공략, 기술 이전 중심 운영
미국	미국 (MASGA)	2025년 8월	조선산업 공동 투자 금액 미정	신규 조선소 건설 및 기존 조선소 인수, 미 해군 MRO 및 특수선 시장 진입

Source: 다올투자증권

Fig. 24: 모로코 카사블랑카 신규 조선소 운영권 사업

카사블랑카 신규 조선소 (New Casablanca Shipyard)	
사업	**카사블랑카 신규 조선소 30년 운영권 입찰 공고**
주체	모로코 국가항만청(ANP)
예상 규모	약 3억달러
자격	10년 이상 조선소 운영 경험 기업
입찰 경쟁	**HD현대중공업 & 모로코 Somagec(유력 후보)**/스페인 Marina Meridional & 모로코 라디 홀딩스 & 중국 닝보 조선/ Naval Group(프랑스) 등
단계	**입찰서 검토 마무리(기술 60%, 재정 40%). 최종 결과 앞둠**
사업 형태	30년 장기 운영권 확보 및 기술 이전 (BOT 방식 등)
목적	신조(건조) 및 해군 함정 MRO 자국 상선대 확대(2040년 100척) 및 조선 기술 국산화
설비 항목	규격
총 부지 면적	약 21헥타르
드라이 도크	244m x 40m/ 150m x 28m
Ship Lift	9,000톤급
안벽	총 연장 820m
갠트리 크레인	450톤급
수용 능력	연간 드라이도크 22척, 안벽 400~470척

Source: 다올투자증권

Fig. 25: HD한국조선해양-페루 시마조선의 특수선 사업협력

페루 시마조선소 타임라인	구분	2024	2025	2026	~2029
다목적호위함(Frigate), 초계함(OPV), 상륙지원함 등 **4척 공동 건조 계약**	계약(6,500억원)	4월	스틸커팅		2026년 상륙함 2척, 2028년 초계함, 2029년 호위함 순차 납품
페루 APEC 정상회담	MOU	11월			
SITDEF 2025(페루 리마)에서 **HDS-1500 잠수함 제안, 합의각서**	MOA		4월		
울산 본사에서 **페루 잠수함** 공동개발 및 건조 의향서 체결	LOI		11월		**2030년대 초 페루 해군 인도**
소나와 추진계통 등 핵심장비를 독일 업체로부터 공급받는 방안 거론	협력			3월	

Source: 다올투자증권

Fig. 26: HD한국조선해양이 JV로 설립한 사우디 IMI 조선

항목	내용	잔고. 인도 일정
조선소 설립	2017년 합자 법인설립	
지분 구조	사우디 아람코, 바흐리, 람프렐, **HD한국조선해양 20%**	
HD한국조선해양 의 역할	초도선 한국 수주 설계 라이센싱, 로열티 수익 사우디 해군 군함 MRO 및 신조 사업 참여	**Work History/Orderbook** **2028** Bulk Carrier 62823 DWT Bahri Dry Bulk Bulk Carrier 62823 DWT Bahri Dry Bulk Bulk Carrier 62823 DWT Bahri Dry Bulk **2029** Bulk Carrier 62823 DWT Bahri Dry Bulk Bulk Carrier 62823 DWT Bahri Dry Bulk Bulk Carrier 62823 DWT Bahri Dry Bulk
생산능력	62,823 DWT 상선 40척, RIG 4기, MRO 260척	
설비	면적 63만 m² 드라이도크 4기, 골리앗크레인 4기 쉽 리프트(25,000 DWT급) 20,000 DWT급 런칭 바지선 (100m × 80m) 안벽 9km	
엔진 JV 설립	Makeen	
지분 구조	사우디 아람코 55%, **HD한국조선해양 30%**	
생산능력	마린엔진 연간 수십개 Makeen은 사우디어로 '힘센'	

Source: 다올투자증권

III-1. 인도의 조선업 투자 계획. 10년동안 15조원 신조 발주

인도의 2030, 2047 계획

인도는 2030년 세계 10위권, 2047년 세계 5위권 조선강국 진입을 목표로 제시한다. 2030년까지 세계 시장 M/S 5% 달성을 위해 10개 조선소 육성을 목표로 한다.
고용유발계수가 높은 조선업은 인도에 딱 필요한 산업이며, 역시 중국에 대한 견제도 깔려 있다.

HHIC만으로 세계 4위에 들어갔던 필리핀 사례로 유혹

한진중공업의 HHIC는 한때 세계 10위 조선소였고, 이로 인해 필리핀이 한때 세계 4위 조선강국이었던 적이 있다. HD한국조선해양은 잘 키운 조선사 하나를 제안하며, 목표는 충분히 실현 가능하다고 협상하고 있다.

코친의 브라운필드와 타밀나두의 그린필드

크게 2개의 사업이 인도에서 펼쳐지고 있다. 브라운필드 국영 코친조선과의 협업, 그리고 5개 조선특구 중 한곳과의 그린필드 투자이다.

Fig. 27: 인도 조선업 재건 계획

목표	내용
- Maritime India Vision 2030 - Maritime Amrit Kaal Vision 2047	**2030년 조선업 세계 10위권, 2047년 세계 5위권 진입** 점유율 5% 달성, 조선소 10개 육성(~2030년) 자국 선단 확충: 현재 1,500척 상선 → 2,500척으로 확대. 컨테이너 자국 건조 비중 50%까지 증가 2036년까지 275척(**15조원 규모**) 신조 발주
주요 정책	내용
1) 해양발전기금(2025년)	- 2,500억 루피(**4조원**) 규모, 정부가 최대 49%를 출자하고 나머지는 항만청 및 민간 부문에서 조달 - 인도 조선업의 자립을 위해 지분 투자를 담당하는 해양투자기금과 대출 금리를 낮춰주는 이자 보조 기금을 통해 선박 건조 및 인프라 확충에 필요한 장기 저리 금융을 지원
2) 조선개발계획(2025년)	- 2,000억 루피(**약 3.5조원**) 규모 - 그린필드 클러스터 지원: 새로운 조선 단지 조성 시, 중앙정부와 주정부가 50:50으로 특수목적법인을 설립하여 기반시설 비용의 100%를 지원 - 브라운필드 확장 지원: 코친 조선소와 같은 기존 조선소(Brownfield)가 드라이 도크, 쉽리프트, 자동화 시스템 등 핵심 설비를 확장할 경우 자본 비용의 25%를 보조 - 기술 센터 설립: 인도 해양대학교(IMU) 산하에 '인도 선박 기술 센터'를 세워 설계와 연구 개발(R&D)을 지원
3) 조선금융지원제도(2016년)	- 2,500억 루피(4조원). 2016~26년 체결된 계약을 대상으로 20%의 재정 지원(2036년까지 확장) - 풍력 발전을 설치한 선박을 특수 선박으로 분류하고 4억 루피 이상 지원 - 메탄올/암모니아/수소 연료 전지 등 친환경 연료를 사용하는 선박을 대상으로 조선비용의 30% 재정 지원 - 전기 및 하이브리드 추진 시스템이 장착된 선박을 대상으로 조선 비용의 20% 금융 지원
Grant of Infrastructure Status(2016)	- 조선소에 인프라 지위를 부여, 인도 조선소는 장기 저비용 자본을 확보하고 설비 확장을 위한 투자 가능
Atmanirbhar Bharat 정책(2020)	[선박 건조] - 2023년 이후 정부(공공기관)는 인도에서 제작된 선박만 이용 가능 - 20년 이상의 외국 적 선박은 정부/공공기관/민간 사용 불가 [수리] - 20억 루피 미만 선박 수리는 현지 조선소에서만 가능 - 공공 부문 조선소는 향후 모든 선박의 수리/업그레이드 사항을 계획하고 공개 - 항만·해운·수로부(MoPSW) 및 관리기관이 소유 및 운영하는 모든 선박의 수리는 인도 조선소에서만 수행 가능
SOP for Chartering/Procurement of Tugs (2020)	- 주요 항만에 필요한 예인선 전세 계약은 7년 이상의 기간으로 하되 인도에서 제작된 예인선 사용을 의무화 - 20억 루피 미만 예인선은 글로벌 입찰 금지
Pradhan Mantri Matsya Sampada Yojana (PMMSY) (2020)	- 어업 활성화를 통한 선박 수요 증대

Source: 다올투자증권

1) 인도 국영 코친 조선

3도크 신설

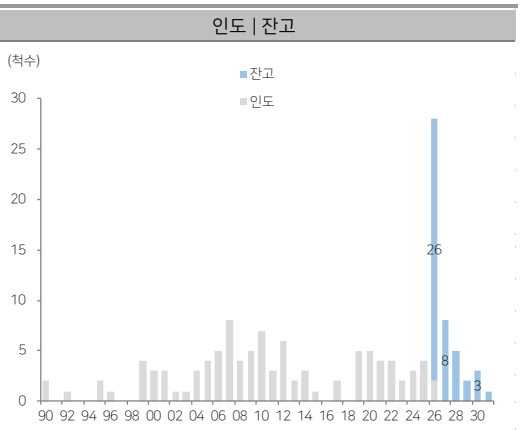
인도 국영 코친조선은 2개 도크를 운영 중이다가, 최근에 대형 3도크를 확충했다. 310m x 75m로 중대형선 건조 생산능력이 확충된다.

2025년 7월 MOU 체결

2025년 7월에 HD한국조선해양과 코친조선은 설계/구매 지원, 기술협력, 교육에 대한 MOU를 체결했다. 향후 어떤 형태로 사업 협력이 펼쳐질지 지켜볼 필요가 있다.

Fig. 28: HD한국조선해양과 MOU를 체결한 국영 코친조선 현황

코친야드 현황	내용
인력(2025년 기준)	3,500명(사무직 894명, 생산직 2,647명)
제 1도크(수리)	길이 270m x 폭 45m x 깊이 12m
제 2도크(건조)	길이 255m x 폭 43m x 깊이 9m
신규 제 3도크(수리&건조)	길이 310m x 폭 75m x 깊이 13m
신규 드라이 도크	**용도: 항공모함, 대형 LNGc, 오프쇼어 잭업 리그 등**
	특수설비: 600톤급 갠트리 크레인 설치
국제 선박 수리 시설(ISRF)	코친 항구에 구축(2024년 8월 시작)
규모	16.9헥타르 규모. 6개 워크스테이션
Ship Lift	130m × 25m / 6,000톤
드라이도크	길이 66m x 폭 12.5m x 깊이 4m
특징	**인도 공공 조선소 중 최대 수리 능력 보유/해양 산업 클러스터 조성**



Source: 다올투자증권

2) 인도 타밀나두 주정부의 그린필드

조선 특구 5곳 중 타밀나두와 배타적 MOU

인도는 5곳에 조선업 특구를 준비하고 있는데, 타밀나두 주정부가 5곳 중 하나이다. 그리고 2025년 12월에 타밀나두 주정부와 HD한국조선해양은 그린필드 신설을 위한 MOU를 체결했다.

아직 구체적인 투자 계획은 미정

언론을 통해 알려진 40억달러 투자에서 HD한국조선해양의 지분율과 몫은 어느 정도인지 미정이다. 다만, 타밀나두 주정부는 HD한국조선해양하고만 사업을 진행할 수 있고, HD한국조선해양은 다른 4곳과 협상할 수 있는 유리한 조건이다. 그만큼 인도는 HD한국조선해양을 원하고 있다.

Fig. 29: 타밀나두 주정부와의 MOU

인도 타밀나두 신규 조선소 설립 MOU(2025년 12월)	
체결일	2025년 12월 08일
참여 주체	**HD현대중공업, 인도 타밀나두 주정부**
MOU	신규 조선소 건설을 위한 배타적 업무협약(EVA)
예상 규모	약 40억달러(6조원)/400만GT
위치	**인도 타밀나두 (투투쿠디 등 후보지 검토)**
주요 목적	인도 내 대형 조선소 설립 및 조선 산업 인프라 구축
조달	인도 정부의 해양개발기금(MDF, 약 4조원 규모), HD한국조선해양 2조원(언론보도)
추진 배경	'Maritime Amrit Kaal Vision 2047' (조선 5대 강국 목표)
추가 협력	국영기업 BEML과 항만 크레인 협력 MOU

Source: 다올투자증권

2026-2036, 15조원 신조투자에서 기술료/기자재 공급으로 수익 도모

인도는 2036년까지 향후 10년 동안, 15조원의 신조투자를 단행할 계획이다. 우리는 그들을 도우면서, 기술료, 기자재 공급 등으로 수익을 낼 계획이다.
또한 지분을 가지고 인도에 종속사 또는 관계사를 보유하게 되더라도 상당한 수익률을 기대할 수 있다. 인도 정부는 보조금을 14%에서 25%로 올리고, 척당 보조금 한도도 폐지하는 정책을 제안하고 있기 때문이다.

HD건설기계로 낯설지 않은 인도

HD현대의 HD건설기계는 이미 인도에서 건설기계 공장을 가동하고 있고, 나름의 인도 시장에 대한 노하우를 보유하고 있다. HVS가 HHIP를 돕듯이, HD건설기계가 HD인도조선의 연착륙에 도움이 될 것으로 기대한다.

III-2. MASGA. 최대 9개월만 기다려보자

EB의 1.4조원은 (미국 추정)타법인지분취득

EB 발행 2.3조원의 절반이 타법인지분취득이다. 나머지 절반이 필리핀, 인도 등의 생산거점 운영자금이다.

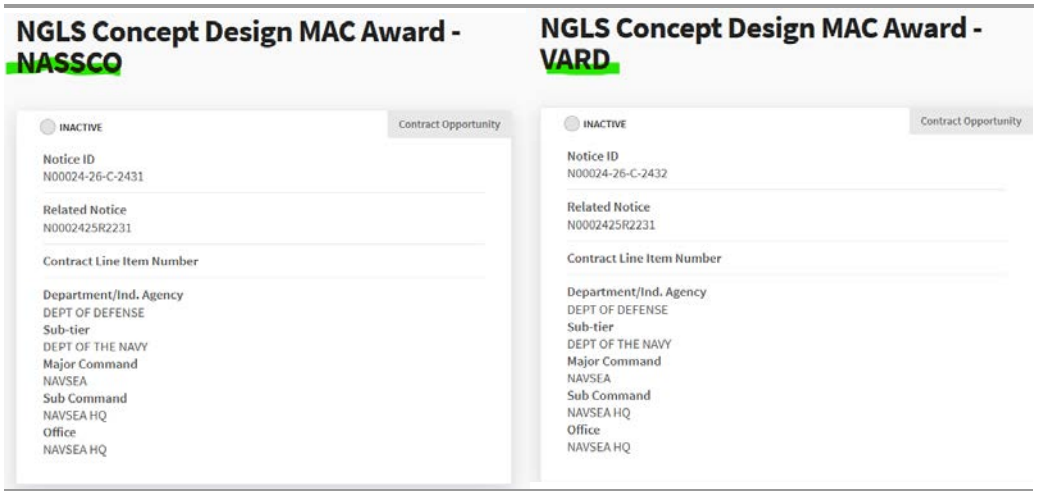
NGLS 개념설계 탈락이 던진 함의

2026년 3월에 미국 차세대 군수지원함(NGLS) 사업(9억달러)의 개념설계 업체로 NASSCO-삼성중공업, VARD-한화 컨소시엄이 선정되었다. 미국 특수선 시장을 GD와 양분하는 HII(Huntington Ingalls Industries)와 손잡은 HD현대중공업이 떨어진 점은 다소 놀라웠다. 이는 1) HII가 전투함에 더 집중하고 있다는 평가와 함께, 2) 미국에 아직도 아무런 투자를 하지 않고, 뉘앙스조차 보이지 않는 HD현대중공업 때문이라는 해석도 있다.

미국 투자 결정 앞당겨질 개연성

그러나 이번 NGLS 실주는 HD한국조선해양의 결정을 앞당길 가능성이 높다고 판단한다. 더구나 설계가 한창일 HII의 FFX 호위함 1호선의 Hull 스틸커팅이 연내 있을 예정이다. MAP의 브리지전략에서도 시리즈 초반을 동맹국(한국)에 내어줄 테니, 미국에 투자하라고 강조하고 있다.
FFX의 공정 스케쥴 상, 2026년내에, 9개월 안에는 투자자들이 원하는 미국 투자 집행 건이 있을 것으로 강력히 추정한다.

Fig. 30: 미국 NGLS(차세대 군수지원함) 사업에서 NASSCO-삼성중공업, VARD-한화이 개념설계 수주. HD현대중공업은 실주!?



Source: 다올투자증권

IV. 투자전략 및 Valuation

미국 투자에 주가 대성공한 한화를 보라 갭 메우기 전략

미이-이 전쟁은 협상으로 넘어가면서 LNG 서플라이체인 붕괴를 우려한 조선업종도 강력히 반등에 성공하고 있다.

전쟁 리스크를 빼고 판단할 때, 이전부터 최선호주는 1) 실적, 2) 미국 FFX 사업 참여의 이유로 HD현대중공업이었다. 그러나 2)를 위해서는 3) 미국 조선업 투자가 필요하고, 그렇다면 투자의 60%를 담당하는 HD한국조선해양도 매력적이다. 한화시스템, 한화오션의 미국 멀티플 따라가기 전략도 가하다.

SNS 전략에 동의 HHIP의 기업가치 HD한국조선해양에 반영 또 글로벌 생산거점의 수혜는 HD현대마린엔진

HD한국조선해양을 HD현대중공업과 함께 선호주로 추천한다. 배경은 미국 MASGA 뿐 아니라, 글로벌 생산거점을 확대 전략을 긍정하고, 그 성공 가능성을 높게 보기 때문이다. 이번 샵투어의 결론이다. HD한국조선해양의 SOTP Valuation에 HHIP 가치를 삽입해서 적정주가를 상향한다.

또한 HD한국조선해양의 글로벌 생산거점이 베트남, 필리핀 다음으로 인도, 모로코 등에 늘어날 때 중소형 선박의 엔진을 담당하는 HD현대마린엔진도 수혜이다. 기존 엔진 > 조선의 투자 의견도 유지한다.

Fig. 31: 조선업종 Valuation Table

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
HD한국조선해양	투자의견	Buy	2023	21,296.2	282.3	1.3%	221.7	3,133	139,936	31.7	0.7	2%
(009540)	적정주가(원)	560,000	2024	25,538.6	1,434.1	5.6%	1,172.3	16,565	156,831	9.5	1.0	11%
선호주	종가(원)	389,500	2025	29,933.2	3,904.5	13.0%	2,168.4	30,639	185,397	10.7	1.8	18%
	상승여력	*43.8%*	2026E	30,453.9	5,781.3	19.0%	3,828.8	54,099	223,209	7.2	1.7	26%
	적정시총(십억원)	39,633	2027E	32,349.6	7,166.8	22.2%	4,892.1	69,124	268,753	5.6	1.4	28%
	시가총액(십억원)	27,566	2028E	33,534.2	7,958.1	23.7%	5,525.1	78,068	318,045	5.0	1.2	27%
HD현대중공업	투자의견	Buy	2023	16,003.0	25.7	0.2%				-88.2	2.0	-2%
(329180)	적정주가(원)	910,000	2024	19,116.5	793.8	4.2%	727.0	8,190	64,259	19.8	2.5	13%
선호주	종가(원)	484,500	2025	21,299.3	2,396.2	11.3%	1,667.3	15,885	89,000	26.9	4.8	22%
	상승여력	*88%*	2026E	22,722.3	3,979.8	17.5%	3,155.1	30,060	111,070	16.1	4.4	30%
	적정시총(십억원)	95,515	2027E	23,650.0	5,053.4	21.4%	4,043.2	38,521	136,491	12.6	3.5	31%
	시가총액(십억원)	50,854	2028E	24,679.1	5,905.2	23.9%	4,756.3	45,314	165,505	10.7	2.9	30%
삼성중공업	투자의견	Buy	2023	8,009.4	233.3	2.9%	-148.3	-168	3,908	-46.0	2.0	-4%
(010140)	적정주가(원)	41,000	2024	9,903.1	502.7	5.1%	63.9	73	4,312	155.7	2.6	2%
	종가(원)	28,300	2025	10,650.0	862.2	8.1%	540.0	614	4,643	39.3	5.2	14%
	상승여력	*45%*	2026E	12,664.1	1,853.5	14.6%	1,535.6	1,745	6,388	16.2	4.4	32%
	적정시총(십억원)	36,080	2027E	13,055.5	1,989.4	15.2%	1,506.2	1,712	8,099	16.5	3.5	24%
	시가총액(십억원)	24,904	2028E	14,394.1	2,311.2	16.1%	1,782.0	2,025	9,833	14.0	2.9	23%
한화오션	투자의견	Buy	2023	7,625.8	-196.5	-2.6%	159.9	522	14,060	56.4	2.1	6%
(042660)	적정주가(원)	170,000	2024	10,776.0	237.9	2.2%	528.1	1,724	15,857	17.3	1.9	12%
	종가(원)	127,700	2025	12,688.4	1,109.1	8.7%	1,172.6	3,827	19,615	23.8	4.6	22%
	상승여력	*33%*	2026E	13,911.2	1,847.7	13.3%	1,321.1	4,312	23,927	29.6	5.3	20%
	적정시총(십억원)	52,081	2027E	15,810.2	2,572.1	16.3%	1,997.7	6,519	30,446	19.6	4.2	24%
	시가총액(십억원)	39,122	2028E	16,128.7	2,899.0	18.0%	2,539.6	8,288	37,434	15.4	3.4	24%
대한조선	투자의견	Buy	2023	816.4	35.9	4.4%	38.3					
(432960)	적정주가(원)	120,000	2024	1,075.3	158.1	14.7%	172.7	5,656	14,854			
	종가(원)	88,800	2025	1,228.1	294.1	23.9%	239.1	6,206	28,225			31%
	상승여력	*35%*	2026E	1,283.5	349.6	27.2%	279.4	7,253	34,278	12.2	2.6	23%
	적정시총(십억원)	36,763	2027E	1,192.1	293.9	24.7%	241.0	6,257	38,734	14.2	2.3	17%
	시가총액(십억원)	27,205	2028E	1,275.6	373.6	29.3%	308.0	7,995	44,829	11.1	2.0	19%
한화엔진	투자의견	Buy	2023	854.4	8.7	1.0%	-0.4	-6	3,133	5.6	3.1	0%
(082740)	적정주가(원)	75,000	2024	1,202.2	71.5	6.0%	79.2	949	4,713	6.4	3.9	26%
	종가(원)	46,600	2025	1,371.1	130.1	9.5%	173.8	2,082	6,759	8.6	8.1	44%
기자재 선호주	*상승여력*	*61%*	2026E	1,437.6	219.6	15.3%	159.1	1,907	8,666	24.4	5.4	34%
	적정시총(십억원)	6,259	2027E	1,753.2	388.2	22.1%	280.1	3,356	12,022	13.9	3.9	40%
	시가총액(십억원)	3,889	2028E	1,861.1	434.9	23.4%	311.9	3,737	15,760	12.5	3.0	33%
HD현대마린엔진	투자의견	Buy	2023	244.4	18.4	7.5%	31.6	1,108	7,893	1.8	1.2	15%
(071970)	적정주가(원)	130,000	2024	315.8	33.2	10.5%	75.8	2,234	9,120	7.5	2.7	28%
기자재 선호주	종가(원)	79,300	2025	402.4	75.9	18.9%	164.7	4,856	14,368	7.7	6.2	46%
	상승여력	*64%*	2026E	602.0	155.1	25.8%	106.9	3,153	17,521	25.2	4.5	26%
	적정시총(십억원)	4,410	2027E	804.1	228.4	28.4%	178.0	5,248	22,768	15.1	3.5	33%
	시가총액(십억원)	2,690	2028E	966.0	285.4	29.5%	221.2	6,521	29,289	12.2	2.7	30%

Source: 다올투자증권

V. 종목별 투자의견

HD 한국조선해양 (009540)

HD한국조선해양
(009540)

—

BUY

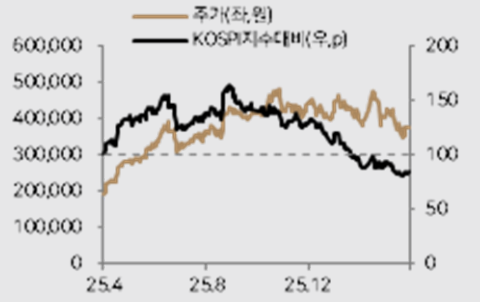
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	560,000	530,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (04/08)	389,500원
예상 주가상승률	43.8%
시가총액	275,661억원
비중(KOSPI내)	0.57%
발행주식수	70,773천주
52주 최저가/최고가	195,500 - 479,500원
90일 일평균거래대금	1,047억원
외국인 지분율	33.9%
주요주주지분율(%)	
에이치디현대 (외 8인)	36.7
국민연금공단 (외 1인)	6.8
자사주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	14.7	7.2	5.6
PBR(배)	2.4	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	6.1	2.8	1.7
배당수익률(%)	2.7	5.5	7.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(3.1)	(5.6)	103.0	(1.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(8.3)	(71.0)	(48.6)	(37.3)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

최광식 조선 · 기계 · 방산 | gs.choie@daolfn.com
이준범 연구원 | junebum34@daolfn.com

HHIP를 넣었을 뿐, 인도, 미국도 넣는다면

Issue

HHIP 샵투어에서 확인한 SEA Belt 및 SNS(Sun Never Sets) 전략 소개. 적정주가 상향

Pitch

- SEA Belt 3사(HVS, HHIP, HEV)의 2030년 매출 4조원 예상. 수익성은 한국보다 더 높을 것으로 판단
- 이를 PSR 2배, 지분율 60%, 할인율 60%로 1.9조원 SOTP에 반영

Rationale

- 종속사 HD현대아시아홀딩스 아래의 생산거점들의 실적 성장세 가파를 예정. HHIP(필리핀), HVS(베트남), HEV(베트남2 비나)의 3사
- **HHIP**: 필리핀 HHIP는 2026년에 115k-DWT 탱커 4척을 탑재하고, 2027년에 흑자전환 기대. 올해 VLCC를 수주해서 2028년부터 건조. 2030년에 아프라막스 7척, VLCC 3척의 10척에서 매출 1조원을 넘길 예정
- **HVS**: 현재 15척에서 2030년 23척(매출 2조원)으로 생산능력 확대 중. 2022년부터 MR 단일선종에서 벗어나, 아프라막스급으로 선종 다변화도 중요한 사건. 이후 30척으로 건조량 확대 도모. 협력사들이 함께 진출한 HVS 조선단지가, 향후 HHIP를 지원할 예정이어서 규모의 경제 더 커질 것으로 기대
- **HEV**: LNG D/F와 가스선 확대로 중요해지는 독립형 탱크 사업 개시. 기존 아시아 항만크레인 사업 유지하면서, 미국 등 항만크레인 생산 확대 도모. 인수 시점에 매출이 벌써 0.5조원
- **적정주가 상향**: 2030년에 SEA Belt 3사에서 매출 4조원을 기대. PSR 2배의 8조원에서 지분율 60%, 할인율 60%로 동사의 SOTP에 2조원 반영하며, 적정주가를 56만원으로 6% 올림
- 이후에 미국, 인도 등의 투자건이 확인되면, 그때마다 또 SOTP에서 각 투자건의 가치를 반영할 계획

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	21,296	25,539	29,933	30,454	32,350	33,534	33,546
영업이익	282	1,434	3,904	5,781	7,167	7,958	8,033
EBITDA	754	1,960	4,425	6,149	7,534	8,326	8,401
지배주주순이익	222	1,172	2,168	3,829	4,892	5,525	5,549
자산총계	32,243	36,719	39,036	44,859	49,644	53,752	57,261
자본총계	12,370	14,156	16,636	19,312	22,535	26,023	29,359
순차입금	(75)	(1,533)	(4,735)	(10,402)	(15,023)	(19,213)	(22,910)
매출증가율	23.1	19.9	17.2	1.7	6.2	3.7	0.0
영업이익률	1.3	5.6	13.0	19.0	22.2	23.7	23.9
지배순이익률	1.0	4.6	7.2	12.6	15.1	16.5	16.5
EPS증가율	흑전	428.8	85.0	76.6	27.8	12.9	0.4
ROE	1.5	13.9	24.2	31.2	33.1	31.3	27.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

1. Valuation. 적정주가 상향

Fig. 32: 적정주가 53만원에서 56만원으로 +6% 상향 (원, 배수)

SOTP Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	
매출액(십억원)	4,517	5,959	7,003	8,071	7,857	8,861	9,039	
영업이익	66	302	724	1,363	1,825	2,161	2,116	
지배주주순이익	77	236	446	1,090	1,625	1,605	1,693	
영업이익률	*1.5%*	*5.1%*	*10.3%*	*16.9%*	*23.2%*	*24.4%*	*23.4%*	
지배주주순이익률	*1.7%*	*4.0%*	*6.4%*	*13.5%*	*20.7%*	*18.1%*	*18.7%*	
적정PER				15	15	15	적정 15	
적정가치(십억원)				*16,350*	24,380	24,070	25,390	
Weight						*0%*	*100%*	
					25,390	*(십억원)*		
현대삼호 적정가치(십억원)					25,390	ⓐ		
지배율	80.5%	80.5%	80.5%	95.7%	95.7%	ⓑ		
종속사 지분 가치(십억원)				0	24,298	ⓒ=ⓐxⓑ		
NAV 할인 당사 적용			*사실상 적정PER 13.5배 →*		-10%	ⓓ 기존 20% 할인		
① 현대삼호중공업 지분의 NAV 할인 가치					21,868	ⓒx(1+ⓓ)		
HD현대중공업	2022	2023	2024	2025	2026			
시가총액(평균)(십억원)	10,724	10,430	14,425	38,452	56,994	ⓐ		
지배율	79.7%	79.7%	75.0%	69.3%	69.3%	ⓑ 합병 이후		
종속사 지분 가치(십억원)		8,315	10,822	26,644	39,491	ⓒ=ⓐxⓑ		
NAV 할인 당사 적용		-60%	-60%	-60%	-60%	ⓓ		
② 현대중공업 지분의 NAV 할인 가치		3,326	4,329	10,657	15,796	ⓒx(1+ⓓ)		
HD현대-아시아 생산거점	2022	2023	2024	2025	2026			
HVS, HHIP, HEV의 2030년 매출 4조원에 PSR 2배 적용					8,000	ⓐ		
					60.0%	ⓑ 합병 이후		
종속사 지분 가치(십억원)					4,800	ⓒ=ⓐxⓑ		
NAV 할인 당사 적용					-60%	ⓓ		
③ HD현대-아시아 생산거점 지분의 NAV 할인 가치					1,920	ⓒx(1+ⓓ)		
HD현대-USA	2022	2023	2024	2025	2026			
					60.0%	ⓑ 합병 이후		
종속사 지분 가치(십억원)					0	ⓒ=ⓐxⓑ		
NAV 할인 당사 적용					-60%	ⓓ		
④ HD현대-USA의 NAV 할인 가치					0	ⓒx(1+ⓓ)		
HD현대에너지솔루션	2022	2023	2024	2025	2026			
시가총액(평균)(십억원)	458	429	276	462	912	ⓐ		
지배율	53.6%	53.6%	53.6%	53.6%	53.6%	ⓑ		
종속사 지분 가치(십억원)	245	230	148	247	488	ⓒ=ⓐxⓑ		
NAV 할인 당사 적용	-60%	-60%	-60%	-60%	-60%	ⓓ	종속사 합	
⑤ 현대에너지솔루션의 NAV 할인 가치	98	92	59	99	195	ⓒx(1+ⓓ)	17,912	
종속사 NAV 할인 가치의 합산(십억원) ①+②+③+④+⑤					39,780			
주식수(백만주)	71	71	71	71	71			
주당 적정가치					562,000			
적정주가					560,000			
종가(04월 08일)					389,500			
상승여력					43.8%			

Source: 다올투자증권

HD한국조선해양

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 하반기	일반지주
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	81.1	441/1299	37/90

연도별 성과

2023	BB
2024	B
2025	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	풀무원	KPX홀딩스
5천억이상	콜마홀딩스	엘브이엠씨홀딩스
5천억미만	APS	신송홀딩스

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		92.7	60.7	25%	▲
	혁신 활동	일반지주	일반지주	일반지주	-
	생산 공정	일반지주	일반지주	일반지주	-
	친환경 공급망 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	생물다양성	일반지주	일반지주	일반지주	-
S(사회)		74.7	65.3	35%	▲
	인적자원 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	공급망 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	고객 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	사회공헌 및 지역사회	일반지주	일반지주	일반지주	-
G(지배구조)		63.0	59.6	40%	▲
	주주의 권리	62.4	54.7	상	▲
	정보의 투명성	48.6	58.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	71.0	60.2	상	▲
	이사의 보수	100.0	73.5	하	▲
	관계사 위험	60.0	71.7	중	▼
	ESG경영 인프라	99.5	62.3	하	▲

컨트로버시 이슈 (3개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

(HD현대미포) [2025상] 사회, Level5, 울산 조선소서 30대 근로자 추락사 (사건발생일: 12월 18일)
(HD현대미포) [2025상] 사회, Level5, 울산 조선소에서 잠수 작업 중 하청노동자 1명 사망 (사건발생일: 12월 30일)
(HD현대삼호) [2025상] 사회, Level5, 하청노동자 개구부 추락 사고로 사망 (사건발생일: 5월 17일)

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	20.8%	-25.3%
2023	0.0%	22.6%	71.0%
2024	30.8%	23.6%	88.6%

HD한국조선해양 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	20,431.4	23,722.2	29,763.2	34,760.1	39,071.3
현금성자산	6,839.1	8,035.7	13,702.5	18,324.1	22,613.9
매출채권	1,634.2	3,172.5	3,546.4	3,729.5	3,728.5
재고자산	2,232.1	2,739.4	2,690.9	2,833.8	2,806.9
비유동자산	16,287.8	15,314.1	15,095.6	14,884.4	14,680.5
투자자산	4,802.2	3,189.6	3,319.1	3,453.9	3,594.1
유형자산	11,110.9	11,728.5	11,379.0	11,031.6	10,686.2
무형자산	374.7	396.0	397.5	398.9	400.2
자산총계	36,719.1	39,036.2	44,858.9	49,644.5	53,751.8
유동부채	19,325.1	20,088.7	23,235.3	24,797.6	25,416.4
매입채무	3,883.7	5,586.7	8,600.4	10,028.5	10,411.7
유동성이자부채	2,284.6	1,213.7	1,213.7	1,213.7	1,313.7
비유동부채	3,238.3	2,311.9	2,311.9	2,311.9	2,311.9
비유동이자부채	3,021.3	2,087.1	2,087.1	2,087.1	2,087.1
부채총계	22,563.3	22,400.6	25,547.2	27,109.5	27,728.3
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,599.8	2,762.4	2,762.4	2,762.4	2,762.4
이익잉여금	15,083.9	16,659.4	19,335.5	22,558.7	26,047.3
자본조정	(6,938.1)	(6,654.5)	(6,654.5)	(6,654.5)	(6,654.5)
자기주식	(10.5)	(10.5)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
자본총계	14,155.8	16,635.6	19,311.7	22,534.9	26,023.5
투하자본	12,232.2	11,572.7	8,568.6	7,156.5	6,440.8
순차입금	(1,533.2)	(4,734.9)	(10,401.8)	(15,023.3)	(19,213.1)
ROA	4.2	7.7	10.7	12.2	12.6
ROE	13.9	24.2	31.2	33.1	31.3
ROIC	9.5	26.9	47.1	74.8	96.1

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	25,538.6	29,933.2	30,453.9	32,349.6	33,534.2
증가율 (Y-Y,%)	19.9	17.2	1.7	6.2	3.7
영업이익	1,434.1	3,904.5	5,781.3	7,166.8	7,958.1
증가율 (Y-Y,%)	408.1	172.3	48.1	24.0	11.0
EBITDA	1,959.9	4,424.7	6,148.7	7,534.4	8,325.8
영업외손익	388.9	(338.2)	(295.7)	(157.7)	(42.1)
순이자수익	10.4	70.9	107.5	245.9	362.0
외화관련손익	858.5	(464.1)	(106.7)	(106.7)	(106.7)
지분법손익	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	1,822.7	3,566.3	5,485.6	7,009.1	7,916.0
당기순이익	1,454.6	2,928.4	4,504.4	5,755.4	6,500.1
지배기업당기순이익	1,172.3	2,168.4	3,828.8	4,892.1	5,525.1
증가율 (Y-Y,%)	903.6	101.3	53.8	27.8	12.9
NOPLAT	1,144.5	3,206.1	4,747.2	5,884.9	6,534.7
(+) Dep	525.8	520.3	367.4	367.6	367.7
(-) 운전자본투자	(1,424.5)	259.6	(2,772.4)	(1,187.1)	(497.3)
(-) Capex	891.0	715.3	(23.6)	(21.6)	(19.6)
OpFCF	2,203.7	2,751.4	7,910.6	7,461.1	7,419.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.1	20.0	12.7	8.2	3.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	173.6	71.0	26.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	307.0	101.3	56.7	23.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	214.4	58.2	30.4
영업이익률(%)	5.6	13.0	19.0	22.2	23.7
EBITDA마진(%)	7.7	14.8	20.2	23.3	24.8
순이익률(%)	5.7	9.8	14.8	17.8	19.4

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	4,288.7	2,527.2	6,768.5	6,446.7	6,390.1
당기순이익	1,454.6	2,928.4	4,504.4	5,755.4	6,500.1
자산상각비	525.8	520.3	367.4	367.6	367.7
운전자본증감	2,368.8	(2,539.6)	2,772.4	1,187.1	497.3
매출채권감소(증가)	(2.7)	(1,469.6)	(373.8)	(183.2)	1.0
재고자산감소(증가)	(126.5)	(512.1)	48.5	(143.0)	26.9
매입채무증가(감소)	264.7	1,303.3	3,013.7	1,428.1	383.2
투자현금	(1,232.8)	(1,883.0)	(359.3)	(375.1)	(391.5)
단기투자자산감소	(240.4)	(2,696.5)	(210.3)	(218.8)	(227.7)
장기투자증권감소	(16.2)	(3.2)	(13.3)	(13.9)	(14.4)
설비투자	(891.0)	(715.3)	23.6	21.6	19.6
유무형자산감소	(33.1)	(18.1)	(43.1)	(43.1)	(43.1)
재무현금	(2,359.0)	(1,504.1)	(952.6)	(1,668.9)	(1,936.6)
차입금증가	(35.2)	173.3	200.0	0.0	100.0
자본증가	(1.0)	(1,677.5)	(1,152.6)	(1,668.9)	(2,036.6)
배당금지급	1.0	226.3	1,152.6	1,668.9	2,036.6
현금 증감	698.9	(859.9)	5,456.6	4,402.8	4,062.1
총현금흐름(Gross CF)	1,839.8	5,066.8	3,996.2	5,259.7	5,892.8
(-) 운전자본증가(감소)	(1,424.5)	259.6	(2,772.4)	(1,187.1)	(497.3)
(-) 설비투자	891.0	715.3	(23.6)	(21.6)	(19.6)
(+) 자산매각	(33.1)	(18.1)	(43.1)	(43.1)	(43.1)
Free Cash Flow	2,975.7	644.2	6,409.3	6,071.6	5,998.7
(-) 기타투자	16.2	3.2	13.3	13.9	14.4
잉여현금	2,959.5	641.0	6,396.0	6,057.8	5,984.2

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	16,565	30,639	54,099	69,124	78,068
BPS	156,831	185,397	223,209	268,753	318,045
DPS	5,100	12,300	21,600	27,600	31,200
Multiples(x,%)					
PER	13.8	14.7	7.2	5.6	5.0
PBR	1.5	2.4	1.7	1.4	1.2
EV/ EBITDA	7.5	6.1	2.8	1.7	1.0
배당수익율	2.2	2.7	5.5	7.1	8.0
PCR	8.8	6.3	6.9	5.2	4.7
PSR	0.6	1.1	0.9	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	159.4	134.7	132.3	120.3	106.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	105.7	118.1	128.1	140.2	153.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
자산구조					
투하자본(%)	51.2	50.8	33.5	24.7	19.7
현금+투자자산(%)	48.8	49.2	66.5	75.3	80.3
자본구조					
차입금(%)	27.3	16.6	14.6	12.8	11.6
자기자본(%)	72.7	83.4	85.4	87.2	88.4

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 최광식 애널리스트는 필리핀 HHIP 투어에 HD한국조선해양의 비용 제공 등으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

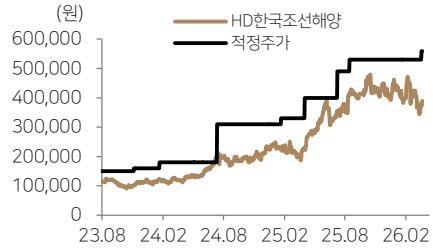
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

HD한국조선해양 (009540)



일자	2024.07.29	2025.02.07	2025.04.25	2025.08.01	2025.09.08	2026.04.09
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	310,000원	330,000원	400,000원	490,000원	530,000원	560,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.07.29	310,000원	202,256원	248,500원	-34.8	-19.8
2025.02.07	330,000원	219,194원	251,000원	-33.6	-23.9
2025.04.25	400,000원	323,269원	392,000원	-19.2	-2.0
2025.08.01	490,000원	374,960원	428,500원	-23.5	-12.6
2025.09.08	530,000원	419,241원	479,500원	-20.9	-9.5
2026.04.09	560,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 04월 08일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.