

HD 현대중공업 (329180)

3 조원 교환사채 발행 코멘트

Flash Note

[조선/기계/방산] 변용진 2122-9181 yongjin.byun@ifnsec.com

Check Point

HD한국조선해양, HD현대중공업 주식대상 3조원 교환사채 발행
싱가포르 투자법인 통한 해외 투자재원으로 활용 전망
투자자금 조달은 환영, 수단과 타이밍은 다소 아쉬워

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	860,000 원(유지)
증가(2026.03.31)	465,000 원
상승여력	84.5 %

HD한국조선해양, HD현대중공업 주식대상 3조원 교환사채 발행

3월 31일 HD현대중공업의 최대주주 HD한국조선해양이 HD현대중공업의 주식을 대상으로 20억 달러(3.03조원)의 교환사채 발행을 공시하였다. 투자자 모집결과에 따라 일부 변동될 수 있으나 공시된 교환가액은 전일증가의 112.5%가 적용된 주당 54만원, 교환대상 주식수는 5,613,704주(주식총수의 5.35%)이다. 이자율은 최대 1%이며 납입일은 2026.05.04, 만기일은 5년 후인 2031.05.04이다. 싱가포르 증권거래소를 통해 달러로 발행될 예정이며, 납입일로부터 41일째인 2026.06.14부터 교환권 행사가 가능하다.

인도,필리핀,베트남,미국 등 해외투자 본격화의 전조

자금의 사용용도는 운영자금(1.5조원) 및 타법인 출자(1.5조원)으로 구분되었으나 실질적으로는 큰 구분 없이 해외 조선소를 포함한 해외사업에 대부분 쓰일 전망이다. 대표적으로 회사가 최근 발표한 인도 타밀나두 주의 신규 조선소 건립과 코친 조선소 협력 약속에 따른 투자, 그리고 필리핀 수빅 야드의 생산능력 재건을 위한 투자 및 베트남야드 설비투자 등에 쓰일 것으로 예상된다. 일부 재원은 현재 검토중인 것으로 알려진 미국 조선소 지분인수 등에도 사용될 수 있다. 조달 자금의 대부분이 해외사업에 쓰일 예정인 바 최근 상승 중인 원달러 환율에 따른 환전 부담을 최소화하여 처음부터 싱가포르 증권거래소를 통해 USD로 발행되는 것으로 보이며, 투자활동의 주체는 HD한국조선해양이 60%/HD현대중공업이 40%지분을 보유한 싱가포르 투자법인이 될 것으로 예상된다. 회사가 확장을 위해 지속적으로 밝혀 왔던 해외 조선소에 대한 투자 재원을 마련하며 본격적인 확장의 해가 될 것임을 알리는 이벤트라고 볼 수 있다.

자금조달의 목적은 환영하지만 수단과 타이밍은 다소 아쉬워, 그래도 전망은 밝다

회사의 미래를 위한 투자 재원을 마련하는 것은 언제나 환영할 일이지만 이번의 수단과 타이밍은 조금 아쉽다. 25년말 기준 HD한국조선해양과 HD현대중공업은 각각 부채비율 9.8%(한조양 별도)/180.1%, 순차입금은 -17,788억원/ -29,270억원으로 순현금 상태의 우수한 재무상태를 유지하고 있다. 보유현금 및 금융기관 대출이나 회사채 발행으로도 큰 무리가 없을 재무상태임에도 불구하고 주가에 부담을 주는 EB발행을 택해 금융비용을 아꼈다는 인상을 지울 수 없다. HD현대중공업의 지분 69.2%를 보유한 HD한국조선해양은 2025년에도 총주식수의 1.95%, 6천억원 규모의 교환사채를 발행했으며 2024년에는 총주식수의 3%, 3,500억원 규모의 주식을 블록딜 매각하여 자금을 조달한 바 있다. 과거 이력을 감안 시 향후에도 투자재원 마련을 위해 시장조달이 아닌 블록딜, CB, EB 등의 수단이 또 동원될 수 있음은 투자자에게 부담으로 작용할 수 있다. 당사가 26.3.10 발간한 조선업 보고서 '이란 사태 영향: 단기 악재와 중장기 호재, 그래도 빨리 끝나는 것이 최선'에서 밝혔듯이 이란 전쟁의 장기화는 조선주에 긍정적이라고 볼 수 없으며, HD한국조선해양과 HD현대중공업 주식은 전쟁 발발 전에 비해 각각 -24%/-23% 하락한 상태다. 반면 해외투자는 향후 약 5개년에 걸쳐 이뤄질 예정이며 자금조달이 촌각을 다투는 상황은 아닌데 굳이 현 시점에 주가에 하방 압력을 주는 EB발행을 발표한 것은 또한번 아쉽다. 그럼에도 불구하고, 남은 2026년 주가의 방향은 우상향을 예상한다. 곧 발표될 1분기 실적은 지속적인 P-MIX개선과 고환을 덕에 역대 최고 수준을 예상하며, 하반기로 갈수록 LNG 및 탱커 발주 증가, 그리고 해외투자 본격화와 MASGA 진전에 따라 조선업 주가는 다시 모멘텀을 얻을 전망이다. 단기 주가 하락은 매수 기회로 활용하길 추천한다.

표1. HD한국조선해양 제2회 외화표시 해외 교환사채(EB) 발행 요약

구분	주요 내용	비고
사채 종류	외화표시 무보증 선순위 해외 교환사채	
발행 규모	20억달러 (한화 약 3.03조원)	기준환율 1,515.7 원/USD
자금 조달 목적	1) 운영자금: 약 1.5조원 2) 타법인 증권 취득자금: 약 1.5조원	
이자율	0.00~1.00%	투자자 모집 통해 최종 결정
청약일	2026.03.31	
납입일	2026.05.04	
사채만기일	2031.05.04	발행일로부터 5년
상장 예정지	싱가포르 증권거래소	해외 발행권
교환 대상 주식	HD 현대중공업(주) 보통주	
교환가액	540,000 원/주 (3월 30일 종가의 112.5% 가정)	투자자 모집 통해 최종 결정
할증률	3월 30일 종가 기준 주가의 112.5~117.5%	
교환 대상 주식수	5,613,704 주	투자자 모집 통해 최종 결정
주식총수 대비	5.35%	투자자 모집 통해 최종 결정
교환권 행사 기간	2026.06.14~2031.04.27 (납입일로부터 41일째 ~ 사채만기 7일 전까지)	
교환가액의 조정	주식의 분할병합, 감자, 일정기준 이상 할인발행(주식 및 주식연계사채등), 주식배당 및 현금배당 등, 발행주식총수의 변경 또는 교환대상주식의 가치회색사유 등 발생 시 조정 가능. 단, 교환가액의 조정금액이 기존 교환가액의 1% 미만인 경우 교환가액을 조정하지 않고 다음 조정사유 발생시로 이월함.	
현금정산	사채권자의 교환권 행사에도 불구하고 회사는 주식의 교부 대신 현금을 지급할 수 있음.	
운영자금 활용처	친환경 선박, 해외 야드 생산설비, SMR·수소연료전지·해상풍력, MASGA 프로젝트 등	
콜옵션 (회사의 조기상환권)	-발행일로부터 2년후, 30연속거래일 중 종가기준 주가가 교환가액의 130% 이상인 날이 15거래일 이상일 경우 -미상환채권규모가 최초 발행채권규모의 10% 이하인 경우	
풋옵션 (사채권자의 조기상환청구권)	-관련 법령의 개정 등으로 인한 추가 조세부담 사유가 발생하는 경우 -교환대상주식이 상장폐지되거나 30연속 거래일 동안 거래가 정지될 경우 -회사 또는 교환대상주식 발행사의 지배권 변동이 있는 경우 -본 교환사채 발행일로부터 2년이 되는 날	

자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

표2. HD한국조선해양의 HD현대중공업 지분관련 자본조달 이력

날짜	구분	주요 내용	목적
24-05-16	블록딜 매각	HD 한국조선해양이 보유한 HD 현대중공업 2,663,193 주 (총주식수 대비 3.0%), 시간외대량매매(블록딜) 방식으로 매각 결정	주식 유통물량 확대 및 거래 활성화
25-02-25	교환사채 발행	6,000억원 규모 EB 발행 결정, 교환대상은 HD 현대중공업 1,730,576 주 (총주식수 대비 1.95%)	수소연료전지·SMR·해상풍력 등 투자 자원 확보
26-03-31	교환사채 발행	20억달러 규모 해외 EB 발행 결정, 교환대상은 HD 현대중공업 5,613,704 주 (총주식수 대비 5.35%)	친환경 선박, 해외야드, SMR·수소·해상풍력, MASGA

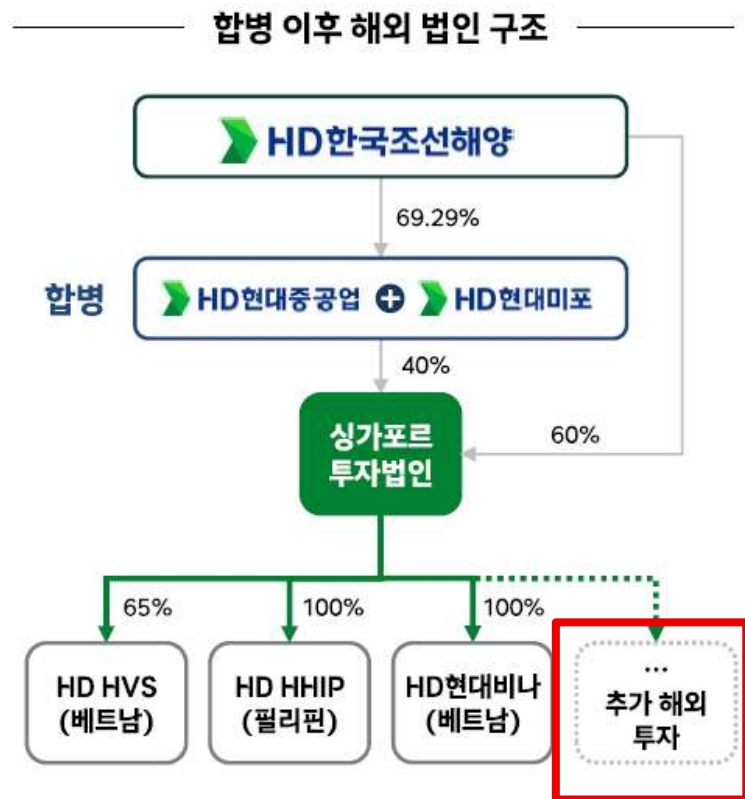
자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

표3. HD현대그룹의 해외 조선소 운영 및 협력 현황

국가	조선소	대상 선종	연간 건조	가동시기	운영형태
베트남	HD 현대베트남조선소	MR 탱커, 중형선	15 척	1996	자회사
베트남	HD 현대에코비나	기자재·모듈 제작	-	2025	단독 운영
필리핀	HD 현대필리핀조선소 (수빅조선소)	탱커, MRO 등	최대 10 척 목표	2025	부지 임차 운영(10년)
사우디	IMI(International Maritime Industries)	원유운반선·해양플랜트·리그 등	40 척	2026	HD 현대·아람코·BAE Systems 합작
미국	ECO(Edison Chouest Offshore) Shipyard	컨테이너	-	2025~ 2028	ECO와 공동건조
미국	Huntington Ingalls Shipyard	미해군 차세대 군수지원함	-	입찰 탈락	기술·설계 공동 참여 제안
인도	코친조선소	해군 상륙함(LPD/LHD)	-	2025 MOU 체결	기술지원 + 공동 설계
페루	SIMA 조선소	해군 함정	4 척	2025	현지 공동 건조

자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

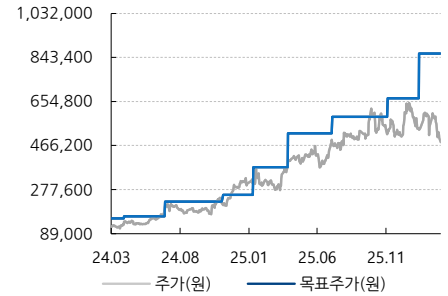
그림1. HD현대중공업 지분구조 및 투자주체



자료: HD 한국조선해양, iM 증권 리서치본부

HD 현대중공업 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-26	Buy	163,000	-11.4%	8.9%
2024-07-26	Buy	226,000	-12.1%	7.1%
2024-12-02	Buy	255,000	8.7%	28.2%
2025-02-07	Buy	373,000	-15.3%	0.8%
2025-04-25	Buy	518,000	-19.5%	-5.3%
2025-08-01	Buy	589,000	-11.4%	5.9%
2025-12-02	Buy	668,000	-15.3%	-3.0%
2026-02-10	Buy	860,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-