

HD 조선 사업 글로벌 진출의 중심

BUY 유지

목표주가 유지 600,000원

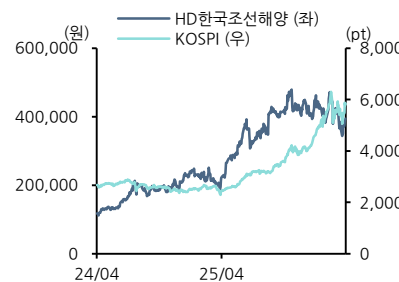
종가(26.04.10) 394,000원

상승여력 52.3%

Stock Data

KOSPI(04/10)	5,858.9pt
시가총액	278,846억원
액면가	5,000원
52주 최고가	479,500원
52주 최저가	221,000원
외국인지분율	33.8%
90일 일평균거래대금	1,030억원
주요주주지분율	
에이치디현대 (외 8인)	36.7%
유동주식비율	63.2%

Stock Price



HHIP 탐방기 및 HD현대아시아홀딩스 사업 전략 소개

HD한국조선해양 아시아 법인 HD현대아시아홀딩스는 자회사 HD현대필리핀(HHIP), HD현대베트남조선(HVS)을 중심으로 중국 대비 상선 가격 경쟁력 확보를 통한 수주 시장 점유율 탈환을 목표로 하고 있다. 동남아 야드에서 건조된 선박은 한국 대비 8분의 1 수준의 인건비로 약 15% 원가 절감이 가능할 것으로 예상하며, 경쟁력있는 선가와 함께 HD현대 브랜드파워가 더해져 중국 조선소와의 수주 경쟁에서 우위를 차지할 수 있을 것으로 전망한다. HHIP는 이를 위한 생산 기지 중 하나로, 과거 한진중공업 소유 시기의 패착 요인과 HVS에서의 해외 성공 경험을 기반으로 단일 선종 위주 건조, 직영을 통한 숙련 인력 확보 등의 전략을 수립했다. 올해부터 선박 인도를 시작해 연간 4척 건조 캐파에서 2030년 10척 건조를 목표로 한다. HVS 역시 기존 15척 건조 캐파에서 2030년까지 23척으로 확장 계획을 가지고 있으며, 이를 종합한 HD현대아시아홀딩스의 2030년 상선 캐파 목표는 33척이다.

글로벌 해외 진출 확대로 중장기 성장 기대 가능

HD한국조선해양에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 60만원을 유지한다. 국내 상선 수주 기반 지속되는 자회사 실적 성장과 더불어 동사의 글로벌 확장 전략을 기반으로 중장기 추가 성장성 확보가 기대된다. 대규모 신규 시장인 미국뿐만 아니라, 기회 요인의 가시성이 높은 동남아 및 인도 지역에서의 진출 노력은 동사 주가에 반영되어있는 성장 기대감을 뒷받침해줄 것으로 판단한다. 더 나아가, 동사의 자회사 연결 구조 및 EB 발행 등 자본 조달 행보를 고려해봤을 때 중장기 해외 사업의 지분, 투자의 직접 주체로 동사가 유력하며 사업 회사와의 밸류에이션 할인폭을 축소해감과 동시에 해외 사업 확장 모멘텀을 주가에 가장 강하게 반영할 것으로 기대한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	25,539	1,434	1,172	16,565	13.8	7.5	1.5	11.2	2.2
2025	29,933	3,904	2,168	30,639	13.3	5.3	2.2	17.8	3.0
2026E	33,942	5,042	3,270	46,246	8.5	3.7	1.8	22.6	1.6
2027E	35,789	6,313	4,049	57,263	6.9	2.6	1.4	23.2	2.4
2028E	37,164	6,889	4,424	62,560	6.3	1.9	1.2	20.9	3.3

자료 : K-IFRS연결기준, 상생인증권



QR코드로 간편하게

상생인증권

더 많은 리포트 찾아보기

HD한국조선해양의 글로벌 진출 전략

HD현대필리핀(HHIP)와 HD현대아시아홀딩스

법인 개요 및 소개

HD현대필리핀(HD Hyundai Heavy Industries Philippines, 이하 HHIP)은 HD한국조선해양 산하 HD현대아시아홀딩스(HD Hyundai Asia Holdings)의 100% 자회사다. HD현대필리핀의 주 생산 기지는 과거 한진중공업의 수빅조선소(HHIC)인데, 기업 회생 절차를 진행하면서 미국 PE 서버러스캐피탈(Cerberus Capital)에 부지를 매각했다. 현재 HHIP는 서버러스캐피탈로부터 6도크 및 일부 부지를 10년 간 임차했으며, 향후 기간 연장이 가능한 계약 구조 역시 마련되어있는 상황이다. 다른 구역에는 필리핀 해군, 미 군수업체 V2X, 미 해저케이블 생산업체 SUBCOM 등이 부지를 사용 중이다.

HD현대중공업-HD현대미포 합병과 함께 출범한 HD현대아시아홀딩스는 아시아 지역 투자 법인으로 필리핀 법인 외에도 HD현대베트남조선(HD Hyundai Vietnam Shipbuilding, 이하 HVS), HD현대에코비나(HD Hyundai Eco Vina) 지분을 각각 65%, 100% 보유하고 있다. 기존 HD현대미포의 자회사였던 HVS를 포함해 아시아 해외 생산 기지를 하나의 법인이 총괄함으로써 의사결정을 간소화하고 재투자 효율을 높일 수 있게 되었다.

표 1. HD현대필리핀(HHIP) 현황

구분	세부 내용	비고
법인명	HD Hyundai Heavy Industries Philippines	
설립일	2024-06-18	
소재지	Cawag, Subic, Zambales, Pilippines	
부지 면적	약 87만㎡ (약 26.3만 평)	
부지 소유 형태	10년 임차 (2024년 ~ 2034년)	미국 PE 서버러스캐피탈로부터 임차
생산 시설	도크 1기, 안벽 3개	길이 550m, 폭 135m
주요 건조 선종	11.5만 DWT 아프라막스급 탱커	
직원 수	2,268명	한국 파견인 121명, 현지 직원 2,147명

자료: HD한국조선해양, 상상인증권

그림 1. HHIP 부지 사진



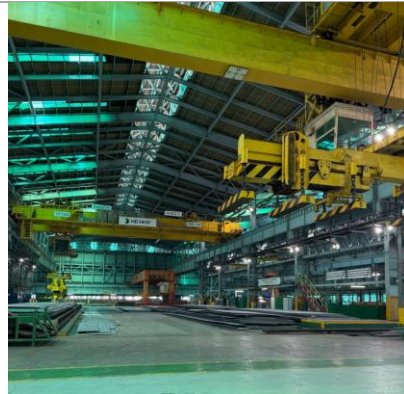
자료: 구글 맵, 상상인증권

그림 2. HHIP 6도크 및 골리앗 크레인



자료: 상상인증권

그림 3. HHIP 공장 내부 사진 1



자료: 상상인증권

그림 4. HHIP 공장 내부 사진 2



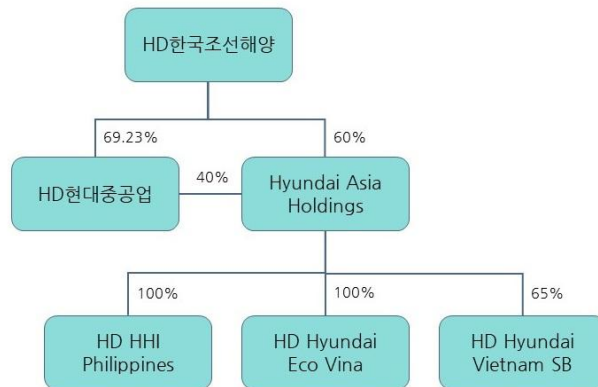
자료: 상상인증권

그림 5. HHIP 공장 내부 사진 3



자료: 상상인증권

그림 6. HD현대아시아홀딩스 지분구조



자료: 상상인증권

표 2. HD현대베트남조선(HVS) 현황

구분	세부 내용	비고
법인명	HD Hyundai Vietnam Shipbuilding	
설립일	1996-03	
소재지	베트남 중부 칸호하성	
부지 면적	약 92만㎡ (약 30만 평)	
부지 소유 형태	베트남 정부로부터 장기 토지 사용권 임차	
생산 시설	도크 2기, 안벽 3개	1도크 길이 260m, 폭 45m / 2도크 길이 380m, 폭 65m
주요 건조 선종	115K DWT 아프라막스급 탱커, 5K DWT PC 선	
직원 수	약 3,500명	

자료: HD한국조선해양, 상상인증권

그림 7. HD현대베트남조선(HVS) 사진



자료: HD현대, 상상인증권

그림 8. HD현대에코비나(HEV) 사진



자료: HD현대, 상상인증권

중국과의 수주 경쟁을 위한 미래 전략

해외 야드 생산을 통한 중국 가격 경쟁력 확보

한국 vs 중국 점유율 격차는
점점 더 커지고 있음

HD현대아시아홀딩스의 건립 목적은 의사결정 효율성 증진이 다가 아니다. 동사는 해외 야드로 생산 비용을 낮추고 현재 중국 시장이 대부분의 점유율을 차지하고 있는 상선 시장에서의 점유율을 탈환하고자 한다. 도크 사이즈와 과거 인도 이력을 고려했을 때 중장기적으로 HVS와 HHIP가 타겟하는 주 경쟁 선종은 아프라막스급 이하 탱커로 예상된다.

생산 비용 차이에 따른 중국의
선가 경쟁력이 주요 요인으로 작용

2007년 슈퍼 사이클 시기 한국과 중국의 CGT 기준 글로벌 상선 수주잔고 점유율은 각각 31%, 27%로 유사했으나 2026년 기준 중국이 62%, 한국이 20%를 차지하고 있다. 점유율 변화의 가장 큰 요인은 중국 조선소의 저렴한 생산비용과 그에 따른 선가 차이다. 아프라막스급 탱커를 기준으로 현재 평균 선가는 74\$m 인데, 중국 조선소의 가장 최근 수주 선가는 68.5\$m로 약 7% 낮다. LNG선과 같은 고부가가치 선박의 경우 안정성에 대한 수요로 한국 점유율이 높지만 탱커, 벌크와 같은 선박의 경우 결국 가격 경쟁력이 점유율을 결정하게 되며 국가마다 다른 인건비, 기타 부대 비용의 차이가 곧 판가 경쟁력의 차이를 만들고 있다.

한국 대비 동남아 인건비 8분의 1
생산성은 절반 수준
인건비만으로 원가 15% 절감 가능

한국과 베트남 및 필리핀의 인건비를 비교해보면, 한국을 기준으로 베트남과 필리핀은 8분의 1 수준이며, 생산성은 한국의 절반 수준이다. 인건비는 한국에서 건조되는 상선 원가에서 20%를 차지하는 주요 항목인데 아시아 지역 해외 야드에서 생산 시 원가를 약 15% 낮출 수 있다. 기타 경비 절감 및 향후 자동화 투자, 숙련도 향상까지 고려했을 때 중장기적으로 해외 야드 생산을 통해 현재 한국 생산 대비 20% 이상의 원가 절감도 가능할 것으로 예상된다.

이러한 원가 절감 효과의 선례는 HVS에서 포착할 수 있다. HVS의 최근 아프라막스급 탱커 수주 선가는 74.7\$m다. HHIP 수주건은 선가가 공개되진 않았으나 유사한 수준에서 수주를 받았을 것으로 예상하는데, 이는 한국 수주 선가 대비 14% 낮은 가격이다. 중국 수주 선가 대비해서는 여전히 7% 정도 높지만, 한국의 생산 경험과 품질 격차를 고려했을 때 이 정도의 프리미엄은 글로벌 선사들에게 합리적으로 다가올 가능성이 높다.

표 3. 2007 vs 2026 국가별 상선 수주잔고 점유율

	2007 년	2025 년
중국	27%	59%
한국	31%	22%
일본	23%	9%
기타	19%	10%

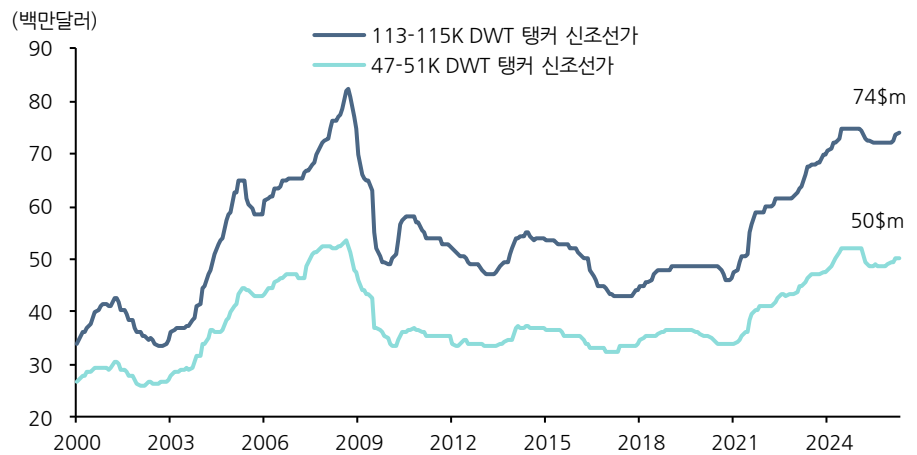
자료: Clarkson, 상상인증권

그림 9. 아프라막스급(115K DWT) 탱커



자료: 언론보도, 상상인증권

그림 10. 113-115K DWT 및 47-51K DWT 탱커 신조선가 추이



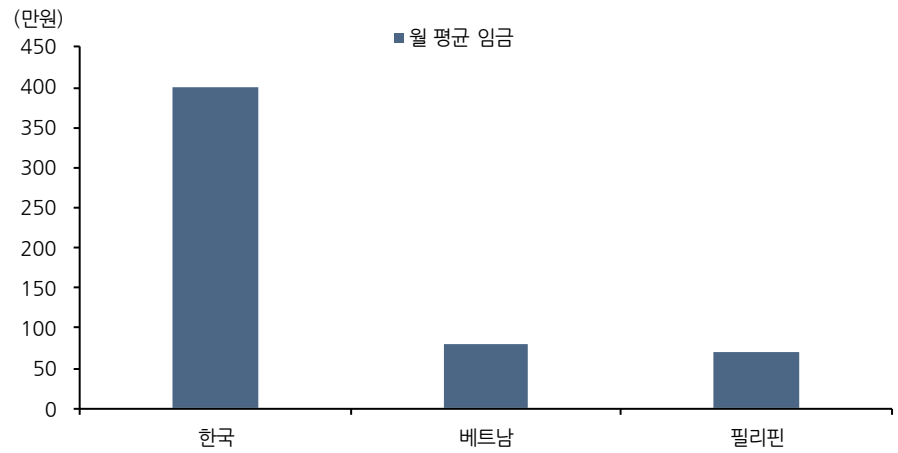
자료: Clarkson, 상상인증권

표 4. HVS와 중국 조선소의 가장 최근 아프라막스급 탱커 수주 이력

호선 번호	선종	사이즈(Dwt)	사이즈(CGT)	인도일정	건조사	수주일자	발주처	수주선가
P110K-104	Products	115,000	26,298	2029-09	Dalian Shipbuilding	2026-02-12	Scorpio Tankers	68.5\$m
P110K-105	Products	115,000	26,298	2029-12	Dalian Shipbuilding	2026-02-12	Scorpio Tankers	68.5\$m
S599	Tanker	115,000	26,105	2028-12	HD Hyundai Vietnam	2025-11-15	Stealth Maritime	74.7\$m
S600	Tanker	115,000	26,105	2029-02	HD Hyundai Vietnam	2025-11-15	Stealth Maritime	74.7\$m

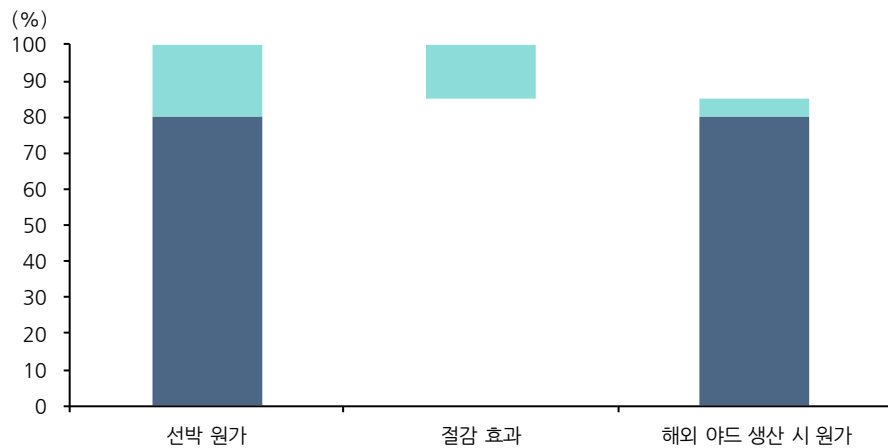
자료: Clarkson, 상상인증권

그림 11. 국가별 월 평균 임금 비교



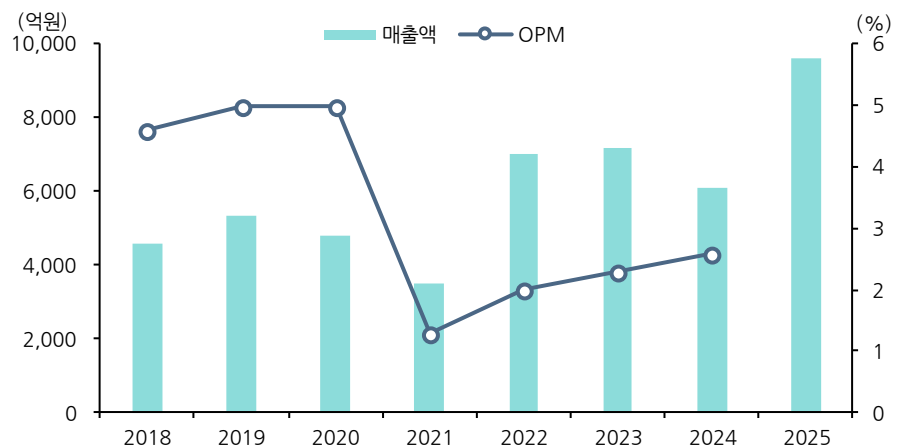
자료: 한국 고용노동부, 베트남 및 필리핀 통계청, 상상인증권

그림 12. 해외 야드 생산 시 원가 절감 효과



자료: 상상인증권

그림 13. HD현대베트남 실적 추이



자료: HD한국조선해양, 상상인증권

증명된 성공 경험으로 넓혀가는 글로벌 진출

과거와는 180도 다른 HHIP 경영 전략

과거 성공 경험 기반 경영 전략

1. 부지 임차, 2. 직접 인력 관리
3. 단일 선종 건조

동사는 한진중공업 소유 시기의 실패 요인과 HVS에서 일궈낸 해외 생산 성공 경험을 기반으로 HHIP에서의 건조를 성공적으로 이끌어낼 것으로 예상한다. 과거 한진중공업 소유 시기 수빅조선소의 실패 요인을 분석해보면 크게 세가지 요인이 있는데, 첫번째로는 무리한 수주 전략이다. 한진중공업 수빅조선소는 생산 초기부터 VLCC 등 경험이 부족한 초대형 선종을 대량으로 수주했으나 미흡한 생산성으로 인해 공정 및 납기 지연이 이어졌다. 두번째로는 안일한 인력 관리다. 모든 인력이 직영 운영이 아닌 1차 협력사를 벤더로 운영되면서 관리가 부족했으며, 이는 대규모 인력 이탈 문제를 야기했다. 또한, 직접 도크 건설 및 대규모 CAPEX 투자에 따른 고정비 부담 역시 요인으로 작용했다.

동사는 과거 한진중공업이 보여준 교훈과 HVS 성공 전략으로 완전히 다른 방향성의 경영 전략을 계획 중이다. 부지 임차를 통해 무리한 고정비 부담을 해소하며, 해외 야드 경험을 보유한 인력 파견 및 직영 관리로 생산성 확보에 주력하며 단일 선종 건조로 반복 건조 효율성을 극대화한다는 것이 주요 골자이다.

중장기적으로는 VLCC 수주도 가능

HVS 역시 50K 및 115K 아프라막스급 PC 탱커만을 반복 건조하며 과거 조선업 불황시기에도 이익을 냈던 경험이 있다. 현재 HHIP의 수주잔고는 총 7척인데, 모두 아프라막스급(115K DWT) 원유/제품선이며 2027~2028년 사이에 인도될 예정이다. HHIP가 임차한 6도크는 길이 550m, 폭 135m의 대형 도크로 길이 250m, 폭 42m 가량의 아프라막스급 탱커 총 4척이 동시 건조가 가능하며 추가 블록 역시 탑재 가능하다. 도크에 특화된 선종의 반복 건조가 이루어질 경우 빠르게 생산 효율성을 올릴 수 있다. 중장기적으로는 길이 330m, 폭 60m의 VLCC 병렬 건조 역시 가능하며, 생산성 개선 속도를 고려해 28년 이후 점진적으로 VLCC까지 생산 선종을 확대해갈 계획이다

2026년 약 3,600명,
2030년 약 5,500명 인력 확보 목표

한편, 동사는 과거 한진중공업 소유 시기 19,000명에 달하던 인력 규모를 효율화해 26년 약 3,600명, 30년 약 5,500명의 인력 확보를 목표로 한다. 해당 인력은 조선소 인근 지역에서 확보할 계획인데, 현재 기준 인력 2150명 중 약 절반이 과거 한진 근무 이력을 가지고 있는 인력이며 추가 확보 인력 역시도 과거 경험을 지닌 근로자 위주로 확보할 계획이다. 또한, 동사는 기술교육원, 임직원 기숙사 신설 및 주거비 지원과 같은 생산 교육 및 사내 복지 제공을 통한 우수 인력 양성을 위해 노력 중이다. 동사는 과거의 경험을 적용하고 효율적인 생산성 증진에 기여하고자 HVS에서 해외 야드 생산을 경험한 인력을 HHIP에 파견 계획 중이다.

중장기 현지 기자재 및 협력사 공급망 구축 협력 가능

중장기적으로 당사는 기자재 및 협력사 공급망 구축 역시 고려 중이다. 조선업의 경우 관련 기자재 공급망 클러스터가 갖춰졌을 때 진정한 효율성을 달성할 수 있다. HVS 역시 세진중공업 등 협력사 동반 진출을 통해 수십년 간 협력사 생태계를 공고히 구축했다. 단기에 HHIP는 베트남 및 한국에서 기자재를 조달할 계획이나 중장기적으로는 현지 조달 비율을 늘리고 협력사의 해외 진출 및 부지 확보를 지원하는 등의 협력 의지 역시 보유하고 있다.

MRO 수요 확인 시 진출 의지 보유

한편, 상선 생산 능력 확보와 더불어 HHIP는 중장기적으로 MRO 등 기타 사업 확장 의지도 가지고 있다. 필리핀 해군과의 접근성이 용이한 가운데 필리핀 정부 역시 MRO에 강한 의지를 보유하고 있다. 현재 확보된 부지와 1개의 도크만으로 단기적으로 상선 이외의 사업을 영위하기에는 부족하지만 MRO 수요 및 사업 진입에 대한 검토는 지속 진행 중이며 중장기적으로 사업 영역 확대 역시 가능할 것으로 예상된다.

표 5. 한진중공업 수빅조선소(HHIC) 건조 선종

(단위: 척)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
컨선	10K TEU 이상								1	8	6	
	10K TEU 이하	8	8			2	19	15	3	1		
탱커	VLCC									3	1	
	수에즈막스				3	1						
	아프라막스		2								2	2
벌크선				10	13	4						
LPG 선								1	3	2	2	
합계		8	10	10	16	7	19	16	7	14	11	2

자료: Clarkson, 상상인증권

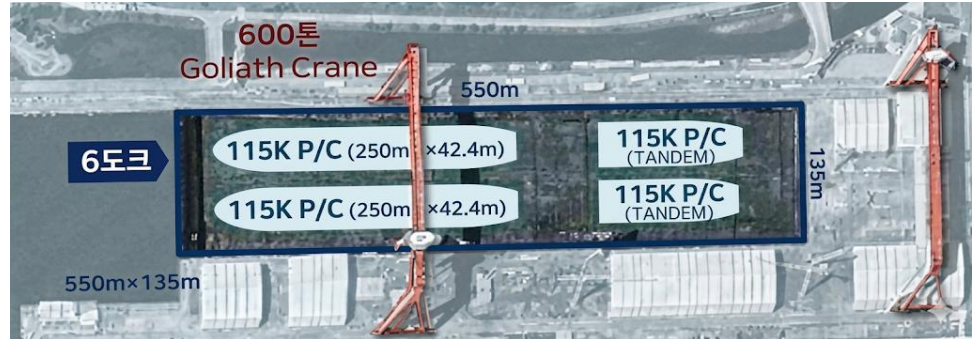
주: 음영은 대형 선종

표 6. HD현대필리핀 수주잔고

호선 번호	선종	사이즈(Dwt)	사이즈(CGT)	인도일정	수주일자	발주처
J007	Products	115,000	26,105	2028-12	2025-05-01	Nissen Kaiun
J005	Products	115,000	26,105	2028-01	2025-03-01	Nissen Kaiun
J006	Products	115,000	26,105	2028-03	2025-03-01	Nissen Kaiun
J001	Tanker	115,000	26,105	2027-01	2024-09-01	Unknown
J002	Tanker	115,000	26,105	2027-04	2024-09-01	Unknown
J003	Tanker	115,000	26,105	2027-06	2024-09-01	Unknown
J004	Tanker	115,000	26,105	2027-09	2024-09-01	Unknown

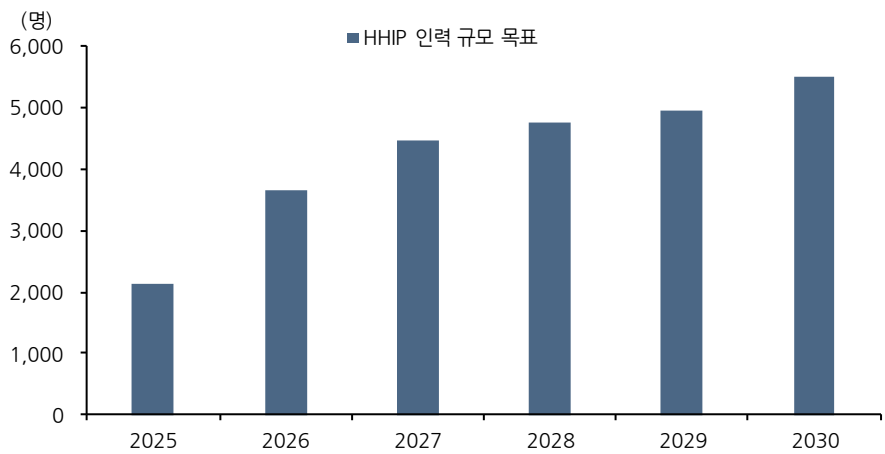
자료: Clarkson, 상상인증권

그림 14. 6도크 크기 및 선박 배치



자료: HD한국조선해양, 상상인증권

그림 15. HHIP 인력 규모 목표



자료: HD한국조선해양, 상상인증권

그림 16. 베트남에서 조달된 기자재



자료: 상상인증권

HD현대아시아홀딩스 2030년 상선 캐파 33척 예상

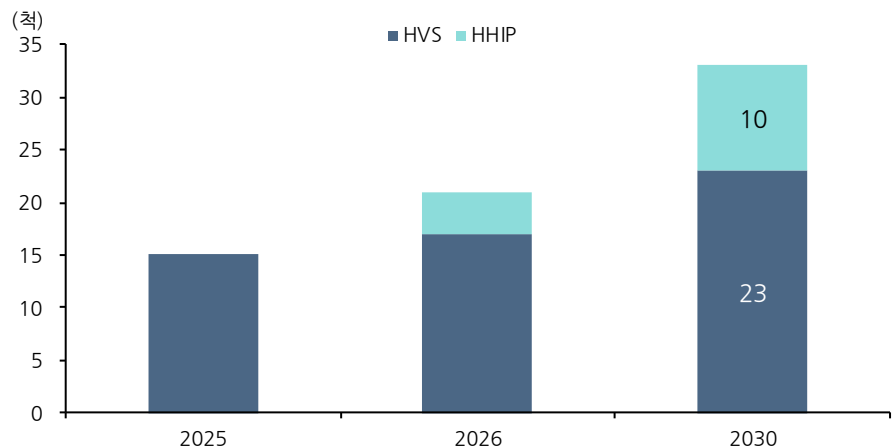
2030년 HHIP 10척, HVS 23척
도합 33척 캐파 보유 전망

현 시점 오더북 고려 시 HHIP는 2027년 4척, 2028년 3척의 탱커 인도가 예정되어있다. 잔여 28년 슬롯에는 VLCC 확보가 이루어질 것으로 예상된다. 이를 위해 26년 4척, 27년 5척, 28년 6척 건조 체제를, 중장기적으로 30년 이후에는 10척 건조 캐파를 구축할 계획이다. 당사는 현재까지 4천억원의 투자를 통해 도크와 골리앗 크레인 임차료 지불과 기타 대규모 설비 확보 및 유지 보수를 기진행했다. 향후에는 대규모 캐파 확장보다는 자동화, 유지보수, 공장 재배치 등 생산 효율성 증대에 필요한 투자를 진행할 계획이다. HVS 역시 현재 15척 건조 캐파에서 중기적으로 2030년 23척, 장기적으로 필요 시 그 이상의 생산능력 확대 계획을 보유하고 있으며, 이를 고려했을 때 HD현대아시아홀딩스는 2030년 33척의 대규모 상선 건조 생산 체제를 확보 가능할 전망이다.

HD현대에코비나를 통해
독립형 탱크 및 항만 크레인
사업 확대 기대

또한, HD현대아시아홀딩스는 상선 외에도 HD현대에코비나를 통해 독립형 탱크 A, B, C 타입 전문 생산 및 항만 크레인 사업에도 진출할 계획이다. LNG 등 친환경 에너지 운반선 및 D/F 엔진 탑재 수요가 증가함에 따라 이에 필요한 독립형 탱크 수요도 증가하고 있으며, 당사는 이에 맞춰 안정적인 공급 인프라를 직접 운영하고자 한다. 또한 미국의 중국산 크레인 제재 기조에 따른 글로벌 항만 크레인 수요 확대 속 사업 기회 요인 역시 확보할 계획이다.

그림 17. HD현대아시아홀딩스 중장기 상선 생산 캐파 전망



자료: HD한국조선해양, 상상인증권

표 7. HD현대에코비나(HEV) 현황

구분	세부 내용
법인명	HD Hyundai Eco Vina Co., Ltd.
설립일	2025-12-19
소재지	베트남 중부 꽝아이성 동꾸앗 경제구역
인수 규모	약 2,900억 원
부지 면적	총 101헥타르(ha) (약 30만 평)
주요 사업	친환경 독립형 탱크(LNG·LPG 등) 제작, 항만 크레인, 발전 설비 부품 등
직원 수	1,400명, 향후 약 3,000명 목표

자료: HD한국조선해양, 상상인증권

그림 18. 독립형 탱크



자료: 언론보도, 상상인증권

그림 19. 항만크레인



자료: 언론보도, 상상인증권

기타 해외 진출 계획

아시아 외 기타 해외 지역 진출도 적극 검토 중

HD한국조선해양은 아시아에서의 경험을 토대로 아시아 외에 명확한 수요와 해자가 보이는 지역으로의 추가 진출 의지 역시 가지고 있다. 미국, 인도가 대표적이며, 그 외에도 인도네시아, 모로코, 페루, 사우디 등 다양한 국가에서의 사업 기회 역시 검토 중이다.

인도: 풍부한 내수 수요 기반 향후 사업 기회 확대 기대, 브라운필드 및 그린필드 조성 계획

인도는 중장기 내수 수요와 그에 따른 향후 사업 기회가 기대되는 국가이다. 인도 정부는 해양 산업 육성 의지를 기반으로 향후 10년 간 250척 이상의 상선 확보 계획을 가지고 있으며 작년 4조원 규모의 해양 개발 기금을 조성하는 등 적극적인 행보를 보여주고 있다. 또한, 조선 산업의 부양 의지 역시 존재하는데, 인도 정부는 조선 산업에서 2030년 세계 10위, 2047년 세계 5위까지 성장하겠다는 목표를 제시했다. 이러한 기조 하에서 동사는 인도 최대 국영 조선소인 코친조선소(CSL)와 조선 협력 MOU를 체결했으며, 향후 설계, 구매 및 생산성 향상에 대한 기술 협력을 지원할 계획이다. 중장기적으로는 정부 협력 하에 그린필드 조성 역시 검토 중이며, 이를 위해 작년 말 동사는 타밀나두주와 조선소 건설을 위한 MOU를 체결했다.

미국: MASGA 협력 구체화 기대

미국에서 기대할 수 있는 부분은 역시나 MASGA 협력이다. 비록 금번 미국 차세대 군수지원함 개념설계 입찰에서는 낙방했으나 미 특수선 업체 헌팅턴 잉글스와의 협력 구도 및 그동안의 레퍼런스를 기반으로 향후 타 함종에서의 기회요인을 찾을 것으로 기대한다.

표 8. HD한국조선해양 해외 진출 계획

국가	주요 내용
인도	HD 한국조선해양-인도 코친조선소 조선업 협력 MOU 체결
	HD 한국조선해양-인도 타밀나두 주 그린필드 조성 MOU 체결
미국	MASGA 협력 중심 함정 수주 기대 및 미 조선업 부흥 지원
인도네시아	미정
모로코	카사블랑카 신규 조조선소 운영권 확보 및 아프리카 MRO 거점 확보 추진
페루	시마조선 함정 공동건조
사우디	아람코, 바흐리 합작 IMI 조선소 설립 및 벌크선 수주

자료: 언론보도, 상상인증권

표 9. HD한국조선해양-인도 코친조선소 조선업 협력 MOU 내용

항목	내용
목적	조선 분야 장기 협력을 위한 전략적 파트너십
전략적 목표	Maritime India Vision 2030 기반 인도 정부의 해양 강국 정책 부응 중국·일본이 주도하는 중소형 및 대형 상선 시장 공동 대응
체결 시점	1 차(포괄적): 2025 년 7 월 / 2 차(함정): 2025 년 11 월
상선 및 기술	설계 및 기자재 조달 지원: HD 현대의 설계 기술 및 공급망 활용 생산성 및 품질 향상: 글로벌 수준의 건조 공정 기술 전수 공동 수주 추진: 인도 내수 및 글로벌 시장 상선 건조 기회 발굴
함정(특수선)	인도 해군 상륙함(LPD) 사업: 약 13 조 원 규모의 상륙함 건조 프로젝트 협력 기술 지원: 인도 현지 건조를 위한 설계 기술 및 기술 지원 제공
인력 및 인프라	전문 인력 양성: 숙련된 조선 인력 교육 및 기술 고도화 협력 인프라 활용: 인도 노동력과 HD 현대 기술력 결합한 원가 경쟁력 확보

자료: 언론보도, 상상인증권

표 10. HD한국조선해양-인도 타밀나두 주 그린필드 조성 MOU 내용

항목	내용
목적	신규 조선소 설립 추진을 위한 배타적 업무협약(MOU)
체결 시점	2025-12-07
유력 후보지	타밀나두주 투투쿠디(Thoothukudi) 지역
예상 투자 규모	약 40 억 달러 (약 6 조 원) 규모 추정
건조 목표	연간 약 400 만 GT(총톤수) 수준의 대규모 건조 역량 확보
주요 협력 분야	신규 조선소 건설: 부지 선정, 인프라 구축 및 직접 투자 공급망 생태계 조성: 한국 강재(POSCO 등) 및 기자재 협력사 동반 진출 기술 이전: 선박 설계, 생산 공정, 품질 검증 등 핵심 기술 전수
주 정부 지원	보조금: 사업비의 약 25% ~ 45% 수준의 산업 보조금 지원 검토 인프라: 항만 시설 확충, 용수 및 전력 공급 인프라 보장 인센티브: 세제 혜택 및 우수 조선 인력 양성 지원

자료: 언론보도, 상상인증권

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 60만원 유지

HD한국조선해양에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 60만원을 유지한다. 국내 상선 수주 기반 지속되는 자회사 실적 성장과 더불어 동사의 글로벌 확장 전략을 기반으로 중장기 추가 성장성 확보가 기대된다. 대규모 신규 시장인 미국뿐만 아니라, 기회 요인의 가시성이 높은 동남아 및 인도 지역에서의 진출 노력은 동사 주가에 반영되어있는 성장 기대감을 뒷받침해줄 것으로 판단한다. 더 나아가, 동사의 자회사 연결 구조 및 EB 발행 등 자본 조달 행보를 고려해봤을 때 중장기 해외 사업의 지분, 투자의 직접 주체로 동사가 유력하며 사업 회사와의 밸류에이션 할인폭을 축소해 감과 동시에 해외 사업 확장 모멘텀을 주가에 가장 강하게 반영할 것으로 기대한다.

표 11. HD한국조선해양 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
2027E BPS (원)	272,217	
Target PBR (배)	2.21	
적정주가 (원)	601,183	
목표주가 (원)	600,000	
현재가 (원)	394,000	
Upside Potential	52.3%	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 12. HD한국조선해양 Target PBR 산정 Table

내용	금액	비고
COE	7.68	
시장 위험프리미엄	5.19	WMI 500 총수익률 (8.54) - 1년 만기 동안채 총수익률 (3.35)
무위험수익률	2.63	1년 만기 동안채 수익률 90일 평균
베타	0.97	52주 adjusted beta
ROE	22.23	향후 3개년 평균 ROE
영구성장률	3.43	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균
Target PBR	2.21	지주사인 점 감안해 50% 할인을 적용

자료: 상상인증권 리서치센터

실적 및 수주 전망

1Q25 Preview

1Q26E: 매출액 8조 2,220억원,
영업이익 1조 1,641억원 전망
HD현대삼호: 탱커 비중 확대로
일회성 제외 OPM 감소 예상

HD한국조선해양의 1Q26 연결 실적은 매출액 8조 2,220억원(yoy +21%), 영업이익 1조 1,641억원(yoy +36%, OPM 14.2%)억원으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 자회사 HD현대삼호의 매출액은 2조 1,865억원(yoy +21%), 영업이익 3,583억원(yoy +36%, OPM 14.2%)억원이 예상된다. 당분기에는 탱커 인도 물량이 연중 가장 많이 몰려있어 일회성 제외 OPM은 qoq -3.4% 감소한 16.4%를 기록할 것으로 전망한다. 올해 연간으로도 작년 대비 탱커 비중 확대에 따른 믹스 악화가 존재할 것으로 예상하나 건조 선가 상승으로 이를 상쇄하며 소폭의 수익성 개선은 가능할 전망이다.

HD현대중공업: HD현대미포 온기
실적 반영, 엔진사업부 전분기 이연
물량 인식 예상

자회사 HD현대중공업의 1Q26 연결 실적은 매출액 6조 959억원(yoy +21%), 영업이익 7,958억원(yoy +36%, OPM 14.2%)억원으로 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다. HD현대미포 합병 이후 1개 분기 실적이 온기 반영되며 qoq 외형 확대가 이루어질 전망이다. 엔진사업부에서는 전분기 인도 시점 차에 의해 인식하지 못했던 이연 물량이 추가되며 qoq +46%의 매출 확대가 예상된다.

표 13. HD한국조선해양 1Q26 Preview

(십억원, %)	1Q26	
	HD 현대중공업	HD 한국조선해양
매출액	6,096	8,222
컨센서스 대비	9%	3%
영업이익	796	1,164
컨센서스 대비	2%	-1%
세전이익	801	1,106
컨센서스 대비	-1%	-2%
지배주주순이익	615	726
컨센서스 대비	-1%	1%

자료: 상상인증권

표 14. HD한국조선해양 자회사별 실적 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	TOTAL	6,772	7,428	7,582	8,152	8,222	8,690	8,170	8,860	29,933	33,942	35,789
	HD 한국조선해양 별도	552	140	480	322	504	343	529	373	1,494	1,749	1,955
	HD 현대삼호	1,966	2,119	1,967	2,020	2,186	2,335	2,186	2,372	8,071	9,079	9,542
	HD 현대중공업	3,823	4,147	4,418	5,193	6,096	6,191	6,036	6,273	17,581	24,596	25,778
	HD 현대마린엔진	83	99	109	111	137	154	156	177	402	623	779
YoY(%)	TOTAL	22.8	12.3	21.4	13.8	21.4	17.0	7.8	8.7	17.2	13.4	5.4
	HD 한국조선해양 별도	430.0	32.3	325.6	65.9	-8.6	144.8	10.3	15.8	189.0	17.1	11.8
	HD 현대삼호	15.3	17.0	19.7	9.6	11.2	10.2	11.2	17.4	15.3	12.5	5.1
	HD 현대중공업	27.9	6.8	22.4	29.6	59.5	49.3	36.6	20.8	21.4	39.9	4.8
	HD 현대마린엔진			35.1	25.3			43.0	59.1	137.7	54.9	25.0
영업이익	TOTAL	859	954	1,054	1,038	1,164	1,268	1,223	1,387	3,904	5,042	6,313
	HD 한국조선해양 별도	416	-9	289	4	318	5	334	5	701	663	766
	HD 현대삼호	366	372	306	319	358	394	381	432	1,363	1,565	1,920
	HD 현대중공업	434	471	557	575	796	823	825	898	2,038	3,342	4,173
	HD 현대마린엔진	10	17	20	28	28	34	35	40	76	138	189
YoY(%)	TOTAL	436.4	153.3	164.5	108.0	35.5	33.0	16.0	33.7	172.3	29.1	25.2
	HD 한국조선해양 별도	41,573.0	적지	흑전	-85.3	-23.5	흑전	15.5	27.7	3,959.5	-5.4	15.7
	HD 현대삼호	96.3	111.8	72.5	73.2	-2.1	5.9	24.4	35.4	88.3	14.8	22.7
	HD 현대중공업	1,939.8	141.0	170.3	103.8	83.5	74.6	48.1	56.1	188.9	64.0	24.8
	HD 현대마린엔진			130.4	205.3			74.8	44.4	322.9	82.2	36.5
OPM(%)	TOTAL	12.7	12.8	13.9	12.7	14.2	14.6	15.0	15.7	13.0	14.9	17.6
	HD 한국조선해양 별도	75.4	-6.6	60.3	1.3	63.1	1.4	63.1	1.4	46.9	37.9	39.2
	HD 현대삼호	18.6	17.5	15.6	15.8	16.4	16.9	17.4	18.2	16.9	17.2	20.1
	HD 현대중공업	11.3	11.4	12.6	11.1	13.1	13.3	13.7	14.3	11.6	13.6	16.2
	HD 현대마린엔진	12.4	17.5	18.6	25.1	20.6	22.2	22.7	22.8	18.9	22.2	24.2
평균 KRW/USD		1,453	1,401	1,387	1,452	1,460	1,460	1,420	1,420	1,423	1,440	1,350

자료: 상상인증권 리서치센터

표 15. HD현대중공업 부문별 실적 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	TOTAL	3,823	4,147	4,418	5,193	6,096	6,191	6,036	6,273	17,581	24,596	25,778
	조선	2,743	2,850	3,055	3,815	4,271	4,511	4,321	4,533	12,463	17,636	18,566
	해양플랜트	159	246	281	553	344	342	347	345	1,239	1,379	1,300
	엔진기계	901	1,029	1,060	801	1,166	1,003	1,053	1,054	3,791	4,276	4,561
YoY(%)	TOTAL	27.9	6.8	22.4	29.6	59.5	49.3	36.6	20.8	21.4	39.9	4.8
	조선	27.3	0.4	17.3	26.2	55.7	58.3	41.4	18.8	17.3	41.5	5.3
	해양플랜트	41.3	55.4	60.0	172.9	116.6	38.8	23.7	-37.6	90.9	11.3	-5.7
	엔진기계	28.3	18.9	30.9	5.8	29.4	-2.5	-0.7	31.7	20.9	12.8	6.7
영업이익	TOTAL	434	471	557	575	796	823	825	898	2,038	3,342	4,173
	조선	355	337	397	437	592	640	624	690	1,526	2,546	3,201
	해양플랜트	9	37	1	97	24	26	29	30	143	109	117
	엔진기계	142	184	220	147	227	203	220	221	693	872	1,021
YoY(%)	TOTAL	1,939.8	141.0	170.3	103.8	83.5	74.6	48.1	56.1	188.9	64.0	24.8
	조선	345.4	67.9	141.3	69.7	66.5	89.9	57.1	58.1	117.3	66.8	25.7
	해양플랜트	흑전	흑전	25.0	2,261.0	183.6	-29.4	5,602.9	-68.6	흑전	-23.5	7.3
	엔진기계	86.6	102.2	122.6	58.2	60.3	10.5	-0.3	50.3	93.1	25.7	17.2
OPM(%)	TOTAL	11.3	11.4	12.6	11.1	13.1	13.3	13.7	14.3	11.6	13.6	16.2
	조선	13.0	11.8	13.0	11.4	13.9	14.2	14.4	15.2	12.2	14.4	17.2
	해양플랜트	5.3	15.0	0.2	17.5	7.0	7.6	8.2	8.8	11.5	7.9	9.0
	엔진기계	15.7	17.9	20.8	18.4	19.5	20.3	20.9	21.0	18.3	20.4	22.4
평균 KRW/USD		1,453	1,401	1,387	1,452	1,460	1,460	1,420	1,420	1,423	1,440	1,350

자료: 상상인증권 리서치센터

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	20,431.4	23,424.5	25,834.5	29,635.7	33,425.9
현금 및 현금성자산	3,717.3	3,742.0	5,273.6	8,051.1	10,984.1
매출채권	1,634.2	1,802.9	1,886.8	2,037.1	2,112.3
재고자산	2,232.1	2,765.8	2,946.7	3,181.6	3,299.0
비유동자산	16,287.8	16,117.7	16,810.3	17,539.4	18,289.1
관계기업투자등	390.5	337.7	351.4	365.7	380.6
유형자산	11,110.9	12,025.5	12,500.1	13,009.1	13,536.2
무형자산	374.7	519.0	591.9	661.0	726.5
자산총계	36,719.1	39,542.2	42,644.8	47,175.2	51,715.0
유동부채	19,325.1	20,010.8	20,748.2	21,713.3	22,525.1
매입채무	3,883.7	4,314.8	4,466.8	4,822.9	5,000.8
단기금융부채	2,284.6	1,280.7	1,280.7	1,280.7	1,280.7
비유동부채	3,238.3	2,623.0	2,598.3	2,573.9	2,549.8
장기금융부채	3,021.3	2,396.3	2,364.3	2,332.3	2,300.3
부채총계	22,563.3	22,633.9	23,346.6	24,287.3	25,075.0
지배주주지분	11,099.4	13,286.1	15,676.0	19,265.7	23,017.8
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,599.8	3,016.8	3,016.8	3,016.8	3,016.8
이익잉여금	15,083.9	16,667.5	19,068.0	22,657.6	26,409.8
비지배주주지분	3,056.4	3,622.3	3,622.3	3,622.3	3,622.3
자본총계	14,155.8	16,908.4	19,298.3	22,887.9	26,640.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	4,288.7	4,422.1	2,919.3	5,172.7	5,598.8
당기순이익(손실)	1,454.6	2,928.4	4,087.8	5,061.6	5,529.9
현금수익비용가감	385.2	1,574.0	-1,236.0	-47.2	-111.5
유형자산감가상각비	504.1	555.8	599.0	623.1	648.4
무형자산상각비	21.7	27.8	30.7	34.5	38.1
기타현금수익비용	-140.6	990.4	-2,185.7	-1,040.7	-1,150.9
운전자본 증감	2,368.8	-143.1	67.5	158.2	180.5
매출채권의 감소(증가)	-2.7	-269.6	-83.9	-150.4	-75.2
재고자산의 감소(증가)	-126.5	-527.8	-180.9	-234.8	-117.4
매입채무의 증가(감소)	264.7	231.4	152.1	356.0	178.0
기타영업현금흐름	2,233.2	423.0	180.1	187.5	195.1
투자활동 현금흐름	-1,232.8	-3,603.8	-1,485.9	-1,603.6	-1,662.0
유형자산 처분(취득)	-866.5	-914.9	-1,073.7	-1,132.1	-1,175.5
무형자산 감소(증가)	-57.6	-52.6	-103.6	-103.6	-103.6
투자자산 감소(증가)	-256.6	-2,502.6	-177.3	-231.2	-240.6
기타투자활동	-52.2	-133.8	-131.4	-136.7	-142.3
재무활동 현금흐름	-2,359.0	-792.3	98.2	-791.6	-1,003.8
차입금의 증가(감소)	-35.2	-37.3	-32.0	-32.0	-32.0
자본의 증가(감소)	-1.0	-715.3	-869.8	-459.6	-671.8
배당금 지급	1.0	715.3	869.8	459.6	671.8
기타재무활동	-2,322.7	-39.7	1,000.0	-300.0	-300.0
현금의 증감	698.9	24.7	1,531.6	2,777.4	2,933.0
기초현금	3,018.4	3,717.3	3,742.0	5,273.6	8,051.1
기말현금	3,717.3	3,742.0	5,273.6	8,051.1	10,984.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	25,538.6	29,933.2	33,942.5	35,789.3	37,163.7
매출원가	22,943.2	24,604.8	27,373.0	27,865.6	28,602.2
매출총이익	2,595.4	5,328.4	6,569.4	7,923.7	8,561.5
판매비와 관리비	1,161.3	1,423.9	1,527.4	1,610.5	1,672.4
영업이익	1,434.1	3,904.5	5,042.0	6,313.2	6,889.1
EBITDA	1,959.9	4,488.1	5,671.7	6,970.7	7,575.7
금융손익	868.9	-181.6	238.1	271.0	286.4
관계기업등 투자손익	5.9	-45.0	44.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-486.2	-111.6	-416.7	-420.0	-441.0
세전계속사업이익	1,822.7	3,566.3	4,908.4	6,164.2	6,734.5
계속사업법인세비용	368.1	637.9	820.6	1,102.6	1,204.6
당기순이익	1,454.6	2,928.4	4,087.8	5,061.6	5,529.9
지배주주순이익	1,172.3	2,168.4	3,270.2	4,049.3	4,423.9
매출총이익률 (%)	10.2	17.8	19.4	22.1	23.0
영업이익률 (%)	5.6	13.0	14.9	17.6	18.5
EBITDA 마진률 (%)	7.7	15.0	16.7	19.5	20.4
세전이익률 (%)	7.1	11.9	14.5	17.2	18.1
지배주주순이익률 (%)	4.6	7.2	9.6	11.3	11.9
ROA (%)	3.4	5.7	8.0	9.0	8.9
ROE (%)	11.2	17.8	22.6	23.2	20.9
ROIC (%)	9.5	27.2	36.0	42.3	44.2

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	13.8	13.3	8.5	6.9	6.3
P/B	1.5	2.2	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.5	5.3	3.7	2.6	1.9
P/S	0.6	1.0	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	2.2	3.0	1.6	2.4	3.3
성장성 (%)					
매출액 증가율	19.9	17.2	13.4	5.4	3.8
영업이익 증가율	408.1	172.3	29.1	25.2	9.1
세전이익 증가율	흑전	95.7	37.6	25.6	9.3
지배주주순이익 증가율	428.8	85.0	50.8	23.8	9.3
EPS 증가율	428.8	85.0	50.9	23.8	9.3
안정성 (%)					
부채비율	159.4	133.9	121.0	106.1	94.1
유동비율	105.7	117.1	124.5	136.5	148.4
순차입금/자기자본	-10.8	-30.8	-36.1	-43.7	-49.5
영업이익/금융비용	7.0	24.6	39.9	50.4	55.5
총차입금 (십억원)	5,305.9	3,676.9	3,644.9	3,612.9	3,580.9
순차입금 (십억원)	-1,533.2	-5,199.9	-6,972.0	-9,998.4	-13,189.2
주당지표 (원)					
EPS	16,565	30,639	46,246	57,263	62,560
BPS	156,831	187,728	221,496	272,217	325,233
SPS	360,851	422,946	479,595	505,690	525,110
DPS	5,100	12,300	6,500	9,500	13,000

HD 한국조선해양 목표주가 추이 및 투자이전 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이서연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이전 기준 및 기간	투자등급	투자이전 비율	비고	구분	투자이전 기준 및 기간	투자등급	투자이전 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	76.9%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	93.2%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.8%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		