

## Overweight

## 조선

HD현대그룹: 사이클 변화에도 견고할 조선업의 로마 제국  
(HD현대중공업 필리핀야드 탐방기)

## HD현대중공업 필리핀: 해외 조선소를 이렇게까지 할 수 있다

2026.04.06~08 HD현대중공업 필리핀(HHIP, Hyundai Heavy Industries Philippines) 조선소를 방문했다. 한마디로 줄인 소감은 “해외 조선소를 이렇게까지 관리할 수 있다고?”이다. 한국 조선사들은 건조능력 확장 및 시장 개척 등을 위해 해외 조선소를 여러 차례 인수 또는 건설하여 가동한 바 있으나 결과적으로 대부분은 실패로 끝났다. 여러 차례의 시도에서 유일한 성공사례라고 할 수 있는 것은 아직까지 HD현대중공업이 운영하고 있는 HD현대베트남조선(HVS) 뿐이었으나, 이제 지난해 말부터 가동을 시작한 HHIP가 성공 목록에 추가될 것이 확실하다. 가동된 지 얼마되지 않았지만 여간한 국내 조선사 이상의 관리 상태를 보여주고 있으며 오랜 기간 확실히 준비한 티가 난다.

## 조선업 사이클을 이겨내기 위한 HD현대의 큰 그림

조선업 업황은 매크로 상황에 따라 사이클을 반복한다. 그러나 동시에 대표적인 노동집약적 산업이자 중후장대한 제조업인 바 사이클 부침을 이겨내고 인력 및 설비를 유지하는 것은 결코 쉬운 일이 아니다. HD현대가 제시한 해답은 해외 야드와 협력사 상생인 것으로 보인다. 인건비가 낮고 캡티브 물량을 기대할 수 있는 해외 조선소 운영을 통해 다운사이클의 파고를 이겨 내고, 대형 조선사보다 다운사이클을 견디기 힘든 협력사들에게도 동반 진출을 통해 안정적 일감을 확보하게 하여 공급망을 유지시키는 전략이다. 어려운 일이지만 누군가 해야 한다면 세계 1위 조선사인 HD현대그룹이 할 일이며, HHIP에서 확인한 HD현대그룹의 관리력은 한국 조선업의 영속성에 대한 충분한 믿음을 갖게 한다. 비록 시장이 열광하는 미국 군함 테마 등에서 동종사에 비해서는 다소 선호되지 않기도 했지만 HD현대그룹의 강점은 그 굳은 안정성에 있다. 테마는 주가를 올려 주지만 실행과 현실화가 뒤따르지 않으면 조정으로 이어질 수 있다. 주가 변동에 대한 스트레스를 줄이고자 하는 조선업 장기 투자자라면 의심의 여지없이 HD현대그룹 주식에 투자하면 된다.

## 자금조달 방식 우려는 여전한 숙제, 그러나 기대도 여전

최근 있었던 HD한국조선해양의 HD현대중공업 주식 대상 교환사채 발행으로 투자자들은 다시 한번 서운함을 맛봤다. 안정적, 보수적이며 비용 절감에 능한 HD현대그룹의 특성은 자금조달 방식에서도 가능한 불필요한 비용(이자비용 등)을 줄이는 방식으로 작동했다. 주주 측면에서 환영하기는 어렵지만 여러 이해관계자를 생각했을 때 이해될 수 있는 선택이다. 그러나 과거 HD현대그룹에서 있었던 여러 차례 물적분할을 비롯해 최근 수 년간 반복된 블록딜, EB발행 등이 주가 상승에 제약으로 작용함은 부인할 수 없으며, 전향적인 주주환원 정책 또는 회사 측의 가이드언스가 없다면 향후 자금조달 방식에 대한 우려는 쉽게 해소되기 힘들 것이다. 다만 최근 NGLS(미국 군수지원함) 사업 탈락에 대한 반작용으로 그룹의 대미 투자가 가속화될 것이 기대되며 이는 이란 전쟁이 마무리된 이후 좀더 본격화될 미국의 MASGA진행과 맞물려 올해 남은 기간 주가의 모멘텀으로 작용할 가능성이 크다. 지난해의 경험으로 조선업 주가는 수주와 실적도 중요하지만 무엇보다도 미국 조선업 협력 관련 뉴스가 크게 좌우했던 만큼 여전히 기대는 유효하다.

## HD현대중공업 필리핀: 잘 정돈되고, 쾌적하고, 체계적이다

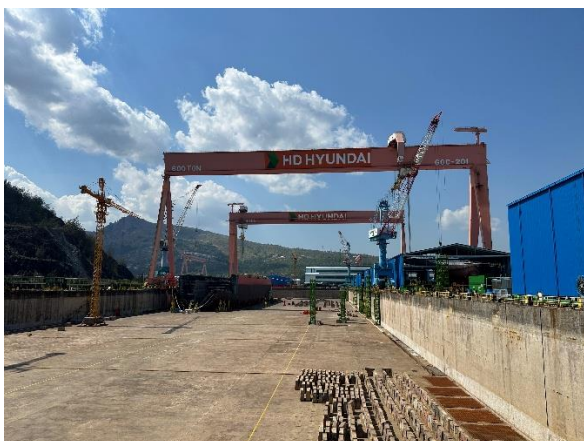
직접 가 본 HD현대중공업 필리핀 조선소는 쾌적했다. 새로 건설된 조선소의 느낌이 물씬 난다. 야드 자체가 2007년에 완공되어 불과 20살이 채 되지 않았으며, 1970년대에 대부분 건설되어 50살이 넘는 국내 빅3조선소에 비해 상대적으로 신생 조선소이다. 과거 수 년의 운영 중단 시기를 거쳤지만 HD현대중공업의 인수 이후 신속한 설비투자와 관리를 통해 완전히 깔끔하고 잘 정돈된 조선소로 다시 태어났다. 물론 아직까지 건조물량이 많지 않아 국내 조선사를 포함해도 가장 큰 수준인 크기의 도크(550m X 135m)에 115K급 P/C선 1척만이 블록을 탑재 중인 바 야드 내에 블록과 인력이 가득 채워지지는 않았다. 그러나 적은 건조물량을 감안하더라도 야드의 부지 자체 크기와 내업/외업 공장의 규모와 배치, 그리고 거대한 규모의 트랜스포터가 다닐 수 있는 주도로의 크기 및 이동통선 등 어느 것 하나 국내 조선소에 비해 끌리는 것이 없다.

그림1. HHIP의 넓고 잘 정비된 주도로



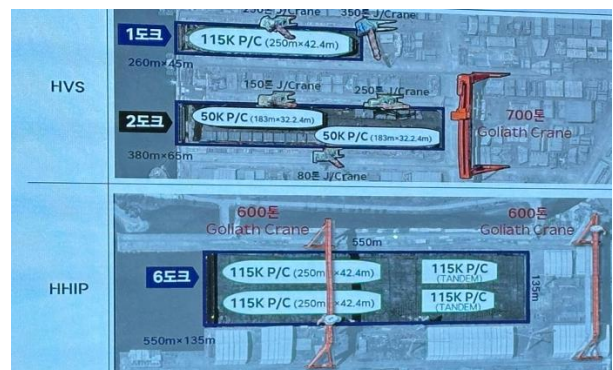
자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림2. 아직 물량을 채우고 있는 광활한 6도크



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림3. HVS vs HHIP 도크 비교:  
HHIP는 LR2 탱커 2+(0.5)X2 동시건조 가능



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

폴리앗 크레인(600톤급 2기)을 제외한 일반 Jib크레인 및 타워크레인, 트랜스포터, 지게차 등 주요 설비는 아직 건조 물량이 많지 않은 관계로 많은 수량이 보이지는 않았지만, 운용중인 장비들은 정비 및 준비상태가 양호하였다. 도크에는 아직 한 척의 선박만이 건조 중이었으나 향후 추가 물량 증가를 대비하여 스테어 타워(작업자가 오르내릴 수 있도록 하는 계단형 구조물)를 추가 설치 중이었다. 정량적으로 표현하기 힘든 부분이지만 조선소 근무 이력 및 수십 차례의 조선소 방문 경험이 있는 당 연구원의 경험에 근거했을 때 HD현대중공업 필리핀조선소의 입구부터 느낄 수 있는 조선소의 관리시스템, 부지 및 설비의 관리 상태, 근무자들의 태도와 표정, 작업현장의 모습 등 하드웨어/소프트웨어를 망라한 종합적 인상은 과장 하나 없이 국내 빅3조선사를 포함해 최고 수준이라고 할 수 있었다.

그림4. 잘 준비된 작업차량들(고소작업차 등)



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림5. 안전하게 작업 중인 200톤급 트랜스포터



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림6. 폴리앗크레인 이동구역내 무빙헬터: 한국에도 많지 않음



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림7. 도크물량 증가 대비하여 스테어타워 추가 설치중인 모습

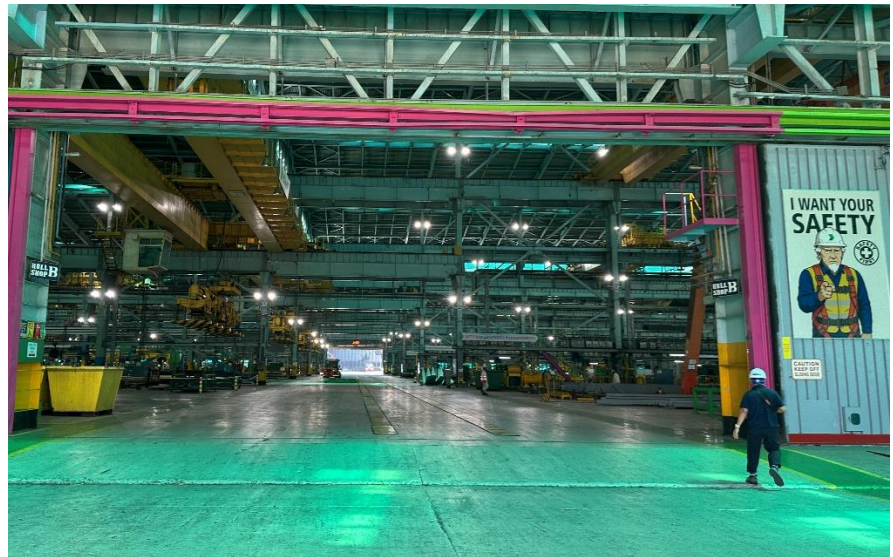


자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부



특히 트랜스포터가 양방향으로 교차 운행해도 남을 정도로 여유가 있는 메인도로의 크기와, 도크 옆 PE장의 무빙 헬터(외업공간에 이동식 지붕과 벽을 설치하여 우천에도 작업이 가능하고 부지를 효율적으로 사용할 수 있게 한 설비)의 규모는 어느 국내 야드에서도 찾아보기 쉽지 않은 우수한 설비이다. 직접 들어가 본 판넬샵 내부의 크기도 국내 조선사에 버금가는 수준이었으며, 장비 또한 자동 마그네틱 크레인 및 플라즈마 절단기 등 전문 장비가 잘 구비되어 안정적으로 사용 중이었다. 판넬샵을 비롯하여 HHIP의 내업 공장들의 규모와 준비 상태는 오히려 조선소의 규모나 수주잔고에 비해 과할 정도로 잘 되어 있다는 생각이었는데, 이는 과거 한진수빅 시절에 선제 투자로 건설되었다는 설명이다. 어쨌거나 현재 운영자 입장에서는 환영할 만한 일이며 아무리 건설이 잘 되어 있다고 하더라도 수 년간 가동 중단되었던 설비를 제구실을 하도록 복구 및 관리하는 일은 쉬운 일은 아니기에 다시금 HD현대그룹의 운영 능력을 높이 평가할 수 있는 부분이다.

그림8. HHIP 판넬샵 내부: 크고, 깔끔하고, 잘 정비됨



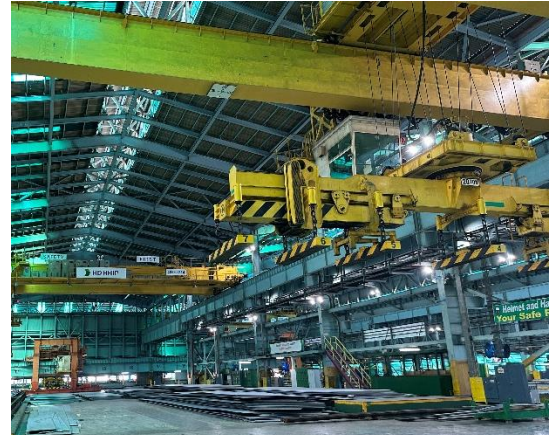
자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림9. HHIP 판넬샵의 자동 플라즈마 절단기



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림10. HHIP 판넬샵의 자동 마그네틱 크레인



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

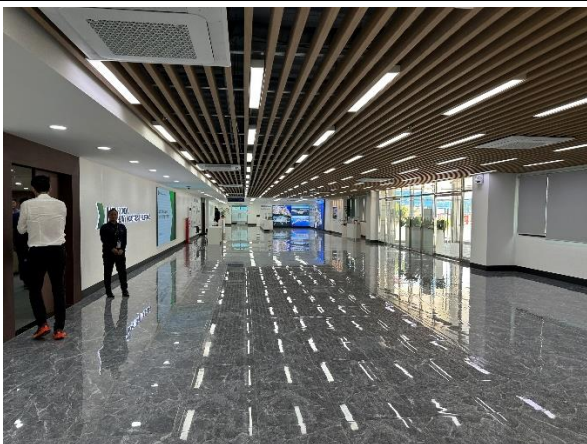
조선업은 누가 뭐래도 노동집약적 산업이다. 자동용접로봇과 AI 물류관리 등 자동화 시도가 계속되고 있지만, 근본적으로 클린룸에서 완벽한 환경 통제 하에 제작되는 반도체와는 달리 선박은 거대한 규모로 인해 온습도를 통제할 수 없는 야외에서 대부분의 작업이 이루어지므로 완전 자동화는 현실적으로 불가능하다. 때문에 숫자로 표현되지 않는 작업자들의 사기는 중요한 요인이며 이 측면에서 HD현대그룹은 속된 말로 “도가 뒸다”. 한진수빅조선소 가동중단 이후로 낙후되었던 지역경제를 살리려는 HHIP의 노력에 지역은 화답하고 있다. 한국에 비해 낮은 임금이지만 확실한 일자리를 제공하는 HHIP의 현인원 중 50%가량(천여 명)은 이미 과거 한진수빅 근무 경력이 있는 지역 노동자들로 채워졌으며 취업 문의가 계속되고 있다. 향후 물량 증가에 따라 5천여명까지 채용을 확대할 계획이다. HD로고가 크게 새겨진 통근버스 수십 대가 지역을 오가고, 기숙사가 제공되며, 통상 현지 기업에서는 제공되지 않는 점심식사도 기본으로 포함한다. 식당에는 한국과 마찬가지로 창업주 정신이 새겨져 있으며 현지식과 한식이 제공된다. 현지에 장기 파견된 100여 명의 한국 작업자들도 부족함을 느끼지 않을 충분한 식단이다. (특히 현장 작업자에게는 급여 다음으로 식사만 잘 제공되어도 대부분의 불만은 사그라들고 작업 사기가 올라간다. 비하가 아니라 경험적 사실이다.)

표1. 필리핀조선소의 과거 한진수빅 시절 vs 현재 HD현대중공업 시절 비교

| 구분            | 과거 (한진수빅)                 | 현재 (HD HHIP)                  | 개선 및 기대 효과                  |
|---------------|---------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| 선종 전략 (P-Mix) | 초대형 컨테이너선 등 미경험 선종 무리한 수주 | 검증된 단일 선종(115K P/C 선) 우선 안착   | 초기 건조 리스크 최소화 및 학습 효과 극대화   |
| 인력 구성         | 숙련 인력 및 관리자 육성 체계 부족      | 경력직 50% 재고용 (1,100 명/2,150 명) | 유경험자 중심의 조기 공정 안정화          |
| 현장 관리         | 작업 관리 소홀 및 직접 관리 부재       | 본사/HVS 인력 파견 및 직접 현장 관리       | 작업 누수 방지 및 한국식 생산 관리 이식     |
| 기술 교육         | 사외 기술교육원 운영 (효율성 저하)      | 사내 기술교육원 직접 운영                | 고기량 인력 자체 육성 및 즉각 현장 투입     |
| 근태 및 숙련도      | 근태 70%초반 (16년 공정 혼란기 기준)  | 근태율 95% (목표 80% 상회)           | 안정적인 작업 시수 확보 및 생산성 향상      |
| 공정 안정화        | 초기 공정 지연 빈번               | 목업 블록 활용 사전 생산 사이클 3회 운영      | S/C 2개월, K/L 1개월 등 주요 일정 단축 |
| 기자재 조달        | 현지 공급망 부재 및 조달 차질         | 한국/베트남(HVS) 연계 조달 및 로컬 육성 병행  | 안정적인 기자재 공급 및 점진적 원가 절감     |

자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림11. 깔끔한 HHIP 본관



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림12. 필리핀에도 이식된 HD현대 창업주 정신




자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부



그림13. 직원식당 메뉴: 힘나는 한식

| 주간메뉴       |            |            |            |             |             |
|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 월<br>4월 6일 | 화<br>4월 7일 | 수<br>4월 8일 | 목<br>4월 9일 | 금<br>4월 10일 | 토<br>4월 11일 |
| 김치종나물국     | 도기나탕       | 우원장국       | 휴<br>무     | 넙지고기김치찌개    | 휴<br>무      |
| 돼지갈비       | 소소고기       | 보쌈         |            | 재육볶음        |             |
| 두부조림       | 파전         | 애문간자조림     |            | 과무침         |             |
| 미역무침       | 단위지무침      | 가지나물       |            | 감자조림        |             |
| 떡두기        | 배추김치       | 갈뽕이        |            | 백추김치        |             |



HYUNDAI

HEAVY INDUSTRIES | PHILIPPINES

자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림14. 손님용으로 그릇은 달랐지만 완전 동일한 음식



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림15. HHIP: 과거 수빅조선소 부지를 일부 임차, 향후 물량에 따라 추가 임차도 가능할 수 있음



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림16. HHIP6도크 앞에 도열한 임직원



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

## HHIP에서 확인한 관리력, HD현대 제국의 성공을 믿게 하는 증거

중요한 것은 HD현대중공업 필리핀조선소가 HD현대중공업이 운영하는 해외 조선소 중 하나일 뿐이라는 점이다. HD현대중공업의 목표는 한마디로 “해가 지지 않는 조선 제국”이라고 할 수 있다. 울산 본사 조선소를 메인으로 동남아시아에 HD현대중공업 필리핀 조선소를 비롯, 베트남 비나신 소재의 HD현대베트남조선소, 베트남의 HD현대에코비나가 있다. 또한 2025년 7월 인도 정부와 조선분야 장기 협력을 위한 MOU를 체결하고 인도 최대의 조선소인 코친 조선소와 협력을 시작하였으며, 타밀나두 주에 신규 조선소 건립을 추진 중이다. 사우디아라비아에 합작법인인 IMI조선소를 운영할 예정이며, 미국의 Huntington Ingalls Industries 및 Edison Chouest Offshore 조선소와 협력하는 등 HD현대중공업이 운영 중이거나 협력하는 조선소는 전세계에 10여개가 있으며 미국, 인도 등의 협력관계에 따라 향후 더 증가할 수 있다.

이렇게 많은 해외 사업장이 있다면 당연히 관리의 어려움에 따른 우려가 생길 수밖에 없다. 조선업은 노동집약적 산업이며, 관리 포인트가 많아질수록 한정된 인력으로 인해 관리력이 분산되고 부실해질 수 있기 때문이다. 그러나 직접 HD현대중공업 필리핀 조선소를 방문해보면 바 이러한 걱정은 접어두어도 좋겠다는 생각이다. 세계 1등 조선소의 DNA는 국내뿐만 아니라 해외에도 확실하게 이식이 되어 있다. HD현대중공업 필리핀 조선소의 새 임차계약은 2024년에 체결되었지만 HD현대중공업은 그보다 훨씬 전부터 해당 조선소의 성공적인 운영을 준비해 왔으며, 현재 파견된 121명의 HD현대중공업 임직원을 통해 철저하게 현지 DNA이식에 성공했음을 확인했다. 언뜻 해외에 너무 많은 조선소와 사업을 하는 것처럼 느낄 수 있으나 HD현대그룹은 특성상 무리한 사업을 벌이지 않으며, HHIP의 케이스는 이러한 하나하나의 협력이 철저하고 오랜 준비 끝에 진행되고 있다는 신뢰로 연결되는 대목이다. 전세계에 퍼져 있는 사업장을 관리하는 HD현대의 관리력은 과거 로마제국을 연상케 한다.

표2. HD현대중공업 해외 조선소 운영 및 협력 현황

| 국가  | 조선소          | 건조 선종  | 연간 건조 척수                   | 운영시점           | 운영형태                                 |
|-----|--------------|--|----------------------------|----------------|--------------------------------------|
| 베트남 | HD 현대베트남     | 벌크선, MR 탱커, 중형선                                      | 15 척 (2025)<br>23 척 (2030) | 1996           | 자회사                                  |
| 필리핀 | HD 현대중공업 필리핀 | 12 만 t 급 탱커 등 선박 건조,<br>필리핀 해군 MRO,<br>해상풍력 플랫폼 건설 등 | 최대 10 척 목표                 | 2025           | 부지 임차 운영(10년)                        |
| 베트남 | HD 현대에코비나    | 친환경 독립형 탱크 제작,<br>아시아 지역 항만 크레인 사업 등                 | -                          | 2025           | 자회사                                  |
| 사우디 | IMI          | 원유운반선·벌크선·해양플랜트 등                                    | 40 척 목표                    | 2026           | 합작법인<br>(HD 현대·아람코·BAESE)            |
| 미국  | ECO          | LNG D/F Container                                    | -                          | 2025~<br>2028  | 전략적 협력 (공동건조)                        |
| 미국  | HII          | 미해군 차세대 군수지원함(NGLS)<br>(입찰 탈락)                       | -                          | -              | 전략적 협력<br>(NGLS 입찰 탈락했으나<br>파트너십 유지) |
| 인도  | 코친조선소        | 해군 상륙함(LPD/LHD) 등                                    | -                          | 2025<br>MOU 체결 | MOU(공동 설계·기술지원)                      |
| 페루  | SIMA 조선소     | 차세대 잠수함  | 4 척                        | 2026           | 공동개발·공동건조(정부 협력<br>프로젝트)             |

자료: HD한국조선해양, 언론종합, iM증권 리서치본부

표3. HD현대중공업 동남아 조선소 운영 및 협력 현황

| 구분              | HD HVS (베트남)                             | HD HHIP (필리핀)   | HD 현대에코비나 (베트남)   |
|-----------------|--|---|---|
| 주요 선종/<br>핵심 역할 | 중소형 탱커 거점<br>글로벌 시장 탈환 및<br>볼륨 확보        | 중대형 탱커 + 필리핀/미국 MRO 대응<br>초기 3년간 115K 탱커<br>→ 28년 이후 VLCC 확대              | 친환경 기자재 및 크레인<br>2027년 4월 독립형 탱크<br>매출 발생 예정            |
| 인력 및 생산성        | 한국 대비 인건비 1/4 수준                         | 구 한진수빅 경력직 중심 채용<br>26년 3월 기준 2,150명 확보 및<br>기량 검증 완료                     | 베트남 현지 인력 약 1,450명<br>(생산 955 / 설계 495)                 |
| 핵심 설비/CAPA      | 도크 확장 및 부지 매입 추진 중<br>2030년 최종 30척 건조 목표 | 면적 87만 m <sup>2</sup> , 6도크(초대형),<br>600T 폴리앗크레인 2기<br>2030년 연간 10~15척 목표 | 면적 100만 m <sup>2</sup> (구 두산에너지빌 인수)<br>독립형 탱크 생산 설비 구축 |
| 경쟁력             | 검증된 해외 성공 사례,<br>안정적 생산성                 | 영어 기반 + 유경험 인력 → 초기 안정화 빠름  | 미국/아시아 등 항만크레인 시장 선점,<br>중국 대체 수요 존재                    |

자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

표4. HD현대중공업 해외 조선소 운영 및 협력 타임라인

| 조선소                                | 국가  | 일자      | 내용   |
|------------------------------------|-----|---------|--|
| HD 현대베트남조선소                        | 베트남 | 1996-03 | HD 현대미포조선 - 베트남 국영 조선사(합작 투자 조선소 JV) 설립  |
|                                    |     | 2008-01 | 기존 수리조선 → 신조(Newbuilding) 사업 전환  |
|                                    |     | 2011-03 | 신조 전문 조선소로 완전 전환. 수리 사업 중단 후 신규 건조에만 집중하는 체제 확립  |
|                                    |     | 2024-03 | HD 현대베트남조선'으로 사명 변경  |
| HD 현대필리핀조선소                        | 필리핀 | 2022-11 | 수빅 조선소 내 군수지원센터(LSC) 설치, 필리핀 해군에 인도한 함정 MRO 지원   |
|                                    |     | 2024-05 | 수빅 조선소 부지 일부(200ha) 임차 계약 체결   |
|                                    |     | 2025-11 | 2025년 4분기부터 HD HHIP 수빅조선소 본격 가동  |
| HD 현대에코비나                          | 베트남 | 2025-08 | 두산에너지빌리티와 두산비나 주식 매매계약 체결(두산비나 주식 전량 인수, 2,900억원 규모),<br>이후 인허가 및 승인 절차 진행                               |
|                                    |     | 2025-12 | HD 현대에코비나 공식 출범. 두산에너지빌리티와의 모든 거래 절차를 마무리 후,<br>HD 현대에코비나의 인수 최종 완료<br>베트남 정부의 인센티브 협의와 현지 인·허가 승인까지 완료  |
| IMI                                | 사우디 | 2017-12 | 현지 합작 조선소(JV) 설립(HD 현대중공업/사우디 아람코/Bahri/Lamprell)  |
|                                    |     | 2026-03 | 조선소 본격 가동 시작, 연간 최대 40척 건조 목표  |
| Edison Chouest Offshore(ECO)       | 미국  | 2025-06 | ECO 조선소에서 중형급 컨테이너 운반선 공동 건조<br>HD 현대중공업은 선박 설계와 기자재 구매대행, 건조기술 지원, 블록 일부 제작 공급 예정.<br>기술 자산에 대한 투자도 병행. |
| 코친조선소                              | 인도  | 2025-07 | 해군 상륙함(LPD) 사업 추진을 위한 전략적 협력 양해각서(MOU) 체결  |
| Huntington Ingalls Industries(HII) | 미국  | 2025-10 | 상선 및 군함 설계·건조 협력에 관한 합의 각서(MOA, Memorandum of Agreement)'를 체결,<br>미 해군 '차세대 군수지원함' 건조                    |
| 시마(SIMA)조선소                        | 페루  | 2025-11 | 페루 해군 및 시마조선소와 함께 '차세대 잠수함 공동개발 계약' 체결   |

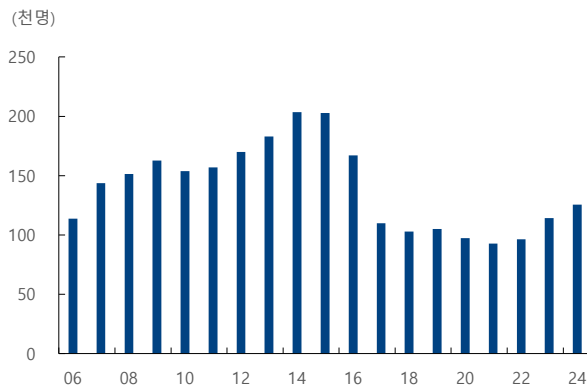
자료: HD한국조선해양, 언론종합, iM증권 리서치본부



## 협력사 합동진출, 장기 생존을 위한 계산된 상생 노력

이미 성공적으로 운영중인 HD현대중공업 베트남(HVS)의 성공요인 중 하나는 기자재 업체의 동반 진출이다. 조선업 인프라가 구축되지 않은 국가에서 현지 공급망을 구성하는 것은 쉽지 않으며 초기부터 국내 협력사와 함께 진출하여 안정적인 생산체계를 구축하였고, HHIP도 마찬가지로 부족한 현지 공급망을 감안하여 국내 업체들과 진출단계부터 협력하고 있다. 이는 물론 단기적으로 부족한 공급망을 극복하려는 이유도 있지만, 장기적으로는 협력사와 조선사 모두 상생하기 위한 계산된 노력이라고 할 수 있다. 조선업 사이클이 하락기에 접어들면 조선사도 어려워지지만, 그보다 더 힘들어지는 것은 규모가 작아 버틸 체력이 상대적으로 약한 협력사다. 한번 망가진 공급망은 회복이 쉽지 않다. 우리나라의 조선업 종사자 수는 슈퍼사이클 이후 2014년 20만 명에 달하였으나 이후 업황 하락에 따른 급격한 구조조정으로 2021년 9만 명 초반까지 감소하였고, 다시 사이클 회복에 힘입어 2024년 기준 12만 5천명을 회복하였다. 그러나 반도체 등 타 산업으로 유출된 근로자가 복귀하는 것은 쉽지 않으며 이미 우리 조선사는 외국인 근로자의 수로 그 빈자리를 상당수 채우고 있는 실정이다. 이러한 과거를 반복하지 않으려면 무엇보다 사이클을 이겨낼 수 있는 안정적인 일감이 필요하며 HD현대의 협력사 해외 동반 진출은 이에 대한 좋은 해답이다. 중후장대한 종합 제조업인 조선업의 연속성에 무엇보다 중요한 것은 공급망 유지라는 점을 누구보다도 잘 이해하고 있는 것이다.

그림17. 대한민국 조선업 종사자 추이



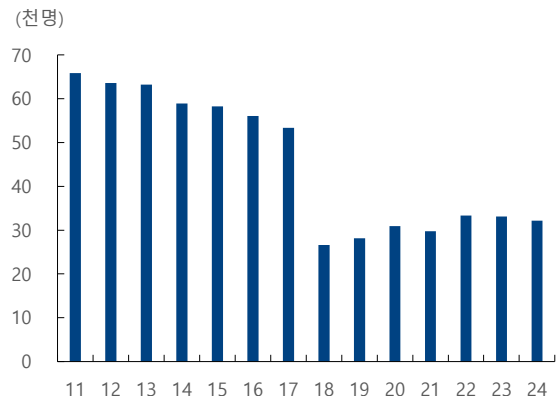
자료: 조선협회, iM증권 리서치본부

그림19. 협력사 세진중공업: 데크하우스 공급



자료: 세진중공업, iM증권 리서치본부

그림18. 조선기자재협회 소속 종사자 추이



자료: 한국조선해양기자재공업협동조합, iM증권 리서치본부

그림20. 협력사 제일테크노스: 후판 전처리/절단/가공 등



자료: 제일테크노스, iM증권 리서치본부

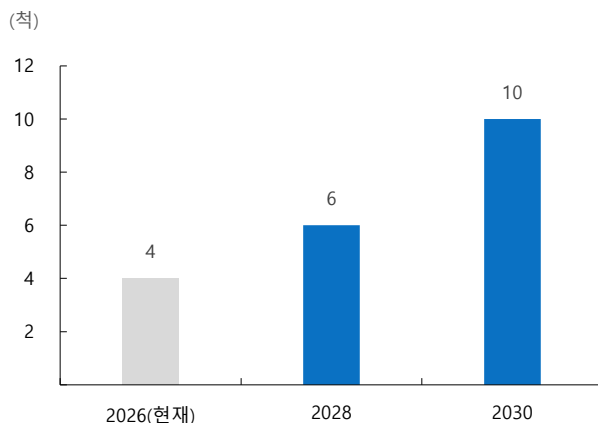
## HD현대그룹의 안정성, 장기 투자의 확실한 근거

일반적으로 국내 조선사 중 HD현대그룹이 갖는 이미지는 '안정적, 보수적, 신중함' 등의 단어로 표현된다. 이는 미국 함정사업 협력 및 핵잠수함 건조 승인 등 시장이 환호하는 테마가 부각되었던 최근 주식시장의 조선업 투자자들 사이에서 상대적으로 덜 매력적인 단어이기도 하다. 그러나 테마는 양날의 칼이다. 실행과 현실화가 뒷받침되지 않으면 단기간의 주가 상승은 그만큼의 주가 조정이라는 결과로 돌아오기도 한다. 이러한 관점에서 HD현대그룹의 안정적 특성은 특히 장기 투자자 입장에서 무엇보다도 안심할 수 있는 확실한 근거가 된다.

조선업은 기본적으로 사이클 산업이다. 2022년부터 계속되어 온 조선업 호황은 이미 5년차에 접어들었다. 글로벌 경기에 민감하게 반응하는 조선업에 통상 3~4년 주기의 사이클이 반복됨을 고려했을 때 지금까지의 장기 상승에 부담감을 느끼는 투자자도 늘기 시작했으며 중요 지표 중 하나인 선가는 중간중간의 반짝 반등을 제외하면 사실 2024년 10월부터 1년 반 이상 추세적 하락을 보이고 있다. 현재 수주잔고대로라면 2027년까지 실적 상승은 가파르지만 2028년에 상승세는 둔화되며, 이후에는 하락으로 이어질 가능성도 배제할 수는 없다. 물론 현재 논의되고 있는 미국 함정관련 사업 협력 등이 보다 구체화되고 한국 조선사의 역할이 확실해진다면 상선 사이클의 하락은 함정 사업으로 헷지가 가능할 수 있으며, 그 규모에 따라 헷지 이상의 상승을 기대할 수도 있다. 그러나 이는 당연하게도 많은 불확실성과 미래에 대한 기대를 내포한다. 다행히도 지금까지는 조선업에 긍정적인 일들이 더 많이 벌어졌으나 누구도 예상하지 못했던 전쟁이 터졌던 것처럼 앞으로는 부정적인 일이 생길 가능성도 충분하다.

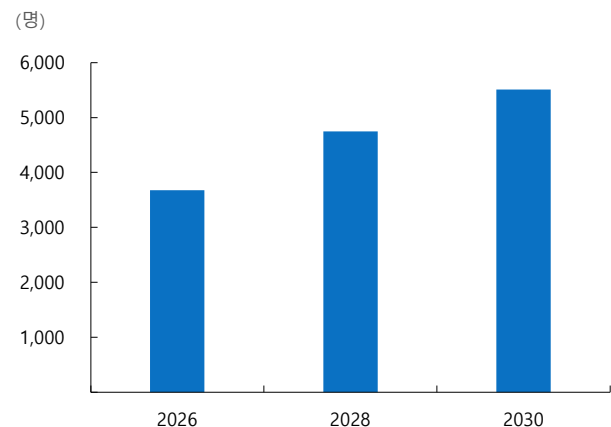
불확실성이 커질수록 안정적 투자에 대한 수요도 증가한다. HD현대그룹은 조선업에서 가장 확실하고 안정적인 투자처이다. 한 임직원의 말을 빌리자면 HD현대그룹은 "절대 밀지는 장사는 하지 않는다". 큰 수익을 보지 못할지 언정 손해를 감수하고 신사업을 벌리는 등의 전략은 펼치지 않으며, 작은 수익을 보더라도 확실한 방향을 선택한다. 이는 주식투자 관점에도 그대로 연결된다. HD현대중공업의 장기 투자자라면 응당 투자의 제1원칙은 "잃지 않는다"라는 투자 격언을 몸에 새긴 투자자일 것이다. HHIP 등 해외 야드의 증산 목표는 철저한 계산 아래 세워졌으며 '잃지 않는다'는 전제 하에 안정적 수익을 추구하며 달성될 것이라고 기대한다.

그림21. HD현대중공업 필리핀 생산능력 추이 및 계획



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

그림22. HD현대중공업 필리핀 생산인력 추이 및 계획



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

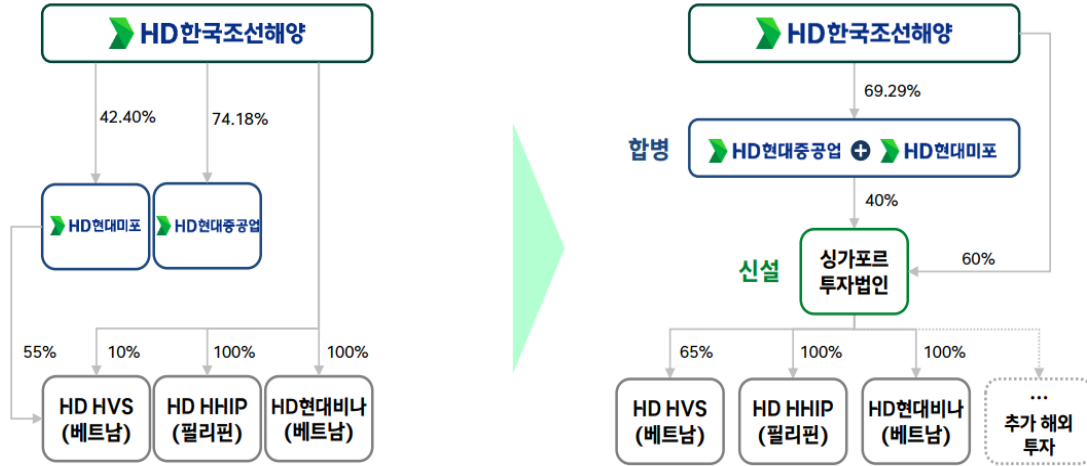
## 자금조달 방식으로 인한 주가 우려는 여전한 속제, 그러나 미국 투자로 주가 해법을 찾을 가능성도 여전

다만 여전히 최근의 EB발행으로 또한번 투자자들에게 서운함을 안긴 HD한국조선해양의 HD현대중공업 지분 관련 우려는 회사가 풀어야 할 속제다. 26.04.01 당사가 발간한 “HD현대중공업 3조원 교환사채 발행 코멘트”에서 지적하였듯이 시장은 지속적으로 HD한국조선해양이 HD현대중공업의 높은 지분을 이용하여 지속적으로 자본을 조달할 것을 우려하고 있다. 물론 기업 입장에서는 허락된 여건 하에서 금융기관 차입을 늘리지 않고 안정적인 자금을 조달하는 좋은 방법일 수 있다. 여러 이해관계자 중 하나인 주주의 입장만을 고려해서 경영상의 결정을 내릴 필요도 없다. 그러나 그 우수한 기업가치와 안정적 재무상태에 비해 여러 번의 물적분할 및 블록딜, EB발행 등으로 회사를 믿었던 주주에게 크고 작은 아픔을 안겼던 HD현대그룹인 만큼 이제부터는 주요 이해관계자 중 하나인 주주가치를 조금 더 존중했으면 하는 바람이다.

한편 주가 측면에서는 향후 기대의 여지도 남아 있다. 최근 미국 NGLS(군수지원함) 사업에서 HD현대-HIII(헌팅턴 잉걸스) 사업자가 입찰에 탈락하였으나, 오히려 이를 계기로 HD현대그룹의 미국 진출은 더 가속화될 수 있다. 탈락 원인 중 하나는 동종사에 비해 다소 소극적인 HD현대그룹의 미국 조선업 투자로 분석되며, 이를 극복하기 위한 그룹의 미국 조선소 지분인수 등 현물 투자 가능성은 더 높아졌다고 판단된다. 지난해에 목격하였듯이 국내 조선사의 주가 상방은 수주와 실적도 중요하지만 무엇보다도 MASGA 등 미국 조선업/군함 관련 협력이 크게 영향을 미친다. 이란 전쟁이 어느 정도 마무리되고 미국의 MASGA관련 법안 통과 및 행정명령 등에 속도가 붙으면 이와 관련된 조선사 주가 또한 다시 한번 탄력을 받을 수 있다. 다만 HD한국조선해양 60%/HD현대중공업 40%를 투자한 싱가포르 투자법인을 통해 진행되고 있는 동남아시아 조선소 투자 및 운영과는 달리 미국 조선소에 대한 투자 및 운영의 주체는 아직 미확정이며 이에 따라 미국 투자의 수혜 강도 또한 아직은 유동적인 바 지속적인 관심이 필요하다.



그림23. HD현대미포 합병 전후 HD현대중공업/HD한국조선해양 투자구조 변화: HD현대중공업 역할 증가



자료: HD한국조선해양, iM증권 리서치본부

## 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.
- 당 연구원은 HD한국조선해양(009540) 및 HD현대중공업(329180)의 일부 비용을 지원받아 HD현대중공업 필리핀 조선소 탐방 행사(2026년 4월 6~8)를 다녀왔습니다.

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.

## [투자 의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자자의견은 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%  | -  |