# HJ중공업 (097230)

## 4Q25 Review:
## 자본잠식에서 벗어나기 위한 도약

조선/기계
Analyst 배기연
kiyeon.bae@meritz.co.kr

### 유상증자의 아픔을 바로 달래 준 분기 실적

2025년 4분기 영업이익 505억원을 기록하면서 직전 3개분기 누계 영업이익 166억원보다 높은 실적을 기록했다. 자본잠식에서 벗어나기 위해 단행한 유상증자 이후, 시장의 우려를 달래주는 호실적을 바로 보여 준 점이 긍정적이다. 아직 사업보고서 공시 전이기 때문에, 주요 사업부인 조선(상선 + 특수선)과 건설 부문의 세부 실적에 대한 확인은 불가능하지만 주요 지표 위주로 4분기 호실적에 대한 해석을 전개한다.

4분기 영업이익률 +8.0%(YoY +7.6%p, QoQ +6.7%p)를 기록할 수 있었던 배경에는 급등한 건조선가지표가 있다. 컨테이너선 건조 특화 조선소인 HJ중공업이 2025년에 인도한 컨테이너선은 4척이고 척당 평균 1.2억달러으로 수주한 바 있다. 2025년 건조선가지표는 전년대비 61.9% 급등하는 해였다.

2026년에는 건조선가지표는 11.1% 하락한다고 전망하기 때문에 우려를 표할 수도 있다. 대신 인도량이 2025년 4척, 2026년 5척, 2027년 7척으로 증가하는 구간이기 때문에 물량 효과로 방어가 가능하다. HJ중공업의 연간 상선 건조 CAPA는 6~7척 수준이며 고정비 레버리지 효과를 2027년까지 확인할 수 있다.

조선 사업부 내에 속하는 특수선 부문은 고속정 및 고속상륙정 건조 특화이다. 검독수리 Batch II 1~4번 건조사업을 2026년말에 마무리하며, 후속함 5~16번함을 2029년까지 인도할 예정이다. 경비함, 다목적 화학방제함 등 중소형 조선소에서 담당할 수 있는 군함 영역에 참여하며 군함 조선소라는 타이틀을 확보하고 있다.

이를 나타내어 전망한 2026년 조선사업부 예상 매출액은 1조 2,337억원(YoY +38.4%), 영업이익은 1,464억원(YoY +65.7%), 영업이익률 +11.9%(YoY +2.0%p)이다. 2026년은 2028년 인도슬롯에 대한 수주를 확인할 해다. 아직 2028년 인도슬롯은 1척만 채워진 상태이다. 남은 슬롯을 컨테이너선 중심으로 채울지, 2025년처럼 고마진의 신선종인 LNG벙커링선을 일부 확보할지에 따라 HJ중공업에 대한 눈높이 상향 조정 여부를 결정한다.

Meritz Research 2026. 2. 4

**Not Rated**

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **-원** |
| **현재주가 (2.4)** | **24,900원** |
| **상승여력** | **-** |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 5,371.10pt |
| 시가총액 | 22,484억원 |
| 발행주식수 | 9,030만주 |
| 유동주식비율 | 51.06% |
| 외국인비중 | 3.13% |
| 52주 최고/최저가 | 33,350원/5,670원 |
| 평균거래대금 | 434.3억원 |

**주요주주(%)**

| | |
|---|---|
| 에코프라임마린퍼시픽유한회사 외 1 인 | 48.90 |

| 주가상승률 (%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 16.9 | 144.1 | 276.1 |
| 상대주가 | -6.2 | 43.1 | 73.8 |

**주가그래프**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023 | 2,162.1 | -108.8 | -114.0 | -1,369 | 127.3 | 4,092 | -3.3 | 1.1 | -9.4 | -31.4 | 747.9 |
| 2024 | 1,886.0 | 7.3 | 5.3 | 64 | -104.7 | 4,124 | 92.4 | 1.4 | 23.2 | 1.6 | 541.9 |
| 2025P | 1,999.7 | 67.1 | 51.4 | 605 | 842.8 | 6,710 | 34.8 | 3.1 | 19.8 | 10.8 | 299.3 |
| 2026E | 2,296.7 | 158.9 | 109.8 | 1,216 | 101.0 | 7,926 | 20.5 | 3.1 | 11.4 | 16.6 | 241.9 |
| 2027E | 2,572.7 | 276.8 | 202.1 | 2,238 | 84.0 | 10,164 | 11.1 | 2.4 | 6.1 | 24.7 | 201.9 |

표1 분기 및 연간 실적 Snapshot

| (십억원, %) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25P | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025P | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 환율(원/달러) | 1,452.7 | 1,404.0 | 1,385.3 | 1,451.0 | 1,440.0 | 1,400.0 | 1,420.0 | 1,425.0 | 1,423.2 | 1,421.3 | 1,410.0 |
| YoY | 9.3% | 4.6% | 1.9% | 3.9% | -0.9% | -0.3% | 2.5% | -1.8% | 4.9% | -0.1% | -0.8% |
| 영업일수 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 243 | 245 | 246 |
| 건조선가지표(P) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 120.2 | 106.8 | 110.2 |
| YoY | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 61.9% | -11.1% | 3.2% |
| 중국후판가격(달러/톤) | 477.8 | 474.4 | 487.2 | 482.2 | 490.8 | 499.3 | 507.8 | 525.5 | 480.4 | 505.8 | 558.4 |
| YoY | -15.7% | -11.3% | 1.7% | -3.5% | 2.7% | 5.2% | 4.2% | 9.0% | -7.6% | 5.3% | 10.4% |
| **매출액** | **410.1** | **507.8** | **452.2** | **629.7** | **602.0** | **592.7** | **543.5** | **558.5** | **1,999.7** | **2,296.7** | **2,572.7** |
| YoY | -12.3% | 4.7% | -0.3% | 31.2% | 46.8% | 16.7% | 20.2% | -11.3% | 6.0% | 14.9% | 12.0% |
| QoQ | -14.5% | 23.8% | -10.9% | 39.2% | -4.4% | -1.5% | -8.3% | 2.8% | N/A | N/A | N/A |
| **영업이익** | **5.5** | **5.3** | **5.8** | **50.5** | **38.9** | **43.6** | **34.2** | **42.3** | **67.1** | **158.9** | **276.8** |
| YoY | -54.2% | 흑전 | -82.4% | 2437.0% | 612.6% | 716.1% | 489.9% | -16.2% | 824.9% | 136.9% | 74.2% |
| QoQ | 174.1% | -2.1% | 8.5% | 771.4% | -23.0% | 12.1% | -21.6% | 23.8% | N/A | N/A | N/A |
| 영업이익률 | **1.3%** | **1.1%** | **1.3%** | **8.0%** | **6.5%** | **7.4%** | **6.3%** | **7.6%** | **3.4%** | **6.9%** | **10.8%** |
| **세전이익** | **5.7** | **-6.6** | **4.0** | **24.2** | **35.1** | **40.1** | **31.5** | **39.7** | **27.2** | **146.4** | **269.4** |
| YoY | -51.7% | 적지 | -92.4% | 흑전 | 518.0% | 흑전 | 691.1% | 64.2% | 730.8% | 437.3% | 84.0% |
| QoQ | 흑전 | 적전 | 흑전 | 508.7% | 45.2% | 14.0% | -21.5% | 26.3% | N/A | N/A | N/A |
| **지배주주순이익** | **5.6** | **-6.6** | **3.9** | **48.6** | **26.4** | **30.0** | **23.6** | **29.8** | **51.4** | **109.8** | **202.0** |
| YoY | -61.1% | 적지 | -92.4% | 흑전 | 374.6% | 흑전 | 499.1% | -38.6% | 862.7% | 113.5% | 84.0% |
| QoQ | 흑전 | 적전 | 흑전 | 1132.8% | -45.7% | 14.0% | -21.5% | 26.3% | N/A | N/A | N/A |
| **사업부별 실적** | | | | | | | | | | | |
| **조선사업부** | | | | | | | | | | | |
| **매출액** | **158.1** | **228.5** | **205.0** | **299.9** | **314.2** | **319.9** | **285.7** | **313.9** | **891.6** | **1,233.7** | **1,532.7** |
| YoY | -16.4% | 12.3% | -10.6% | 48.1% | 98.7% | 40.0% | 39.4% | 4.6% | 8.1% | 38.4% | 24.2% |
| QoQ | -21.9% | 44.5% | -10.3% | 46.3% | 4.8% | 1.8% | -10.7% | 9.8% | N/A | N/A | N/A |
| **영업이익** | **10.8** | **14.7** | **25.1** | **37.9** | **35.3** | **40.5** | **31.5** | **39.0** | **88.4** | **146.4** | **264.5** |
| YoY | -33.9% | 627.9% | -44.2% | 흑전 | 228.3% | 176.4% | 25.8% | 3.0% | 58.7% | 65.7% | 80.7% |
| QoQ | 흑전 | 36.3% | 70.9% | 51.2% | -6.8% | 14.8% | -22.2% | 23.7% | N/A | N/A | N/A |
| **영업이익률** | **6.8%** | **6.4%** | **12.2%** | **12.6%** | **11.2%** | **12.7%** | **11.0%** | **12.4%** | **9.9%** | **11.9%** | **17.3%** |
| **건설사업부** | | | | | | | | | | | |
| **매출액** | **247.9** | **276.3** | **239.6** | **298.2** | **287.8** | **272.8** | **257.7** | **244.6** | **1,062.1** | **1,062.9** | **1,040.0** |
| YoY | -8.9% | 1.0% | 9.8% | 10.1% | 16.1% | -1.3% | 7.6% | -18.0% | 2.7% | 0.1% | -2.2% |
| QoQ | -8.5% | 11.5% | -13.3% | 24.5% | -3.5% | -5.2% | -5.5% | -5.1% | N/A | N/A | N/A |
| **영업이익** | **4.3** | **4.0** | **-10.2** | **6.0** | **3.6** | **3.0** | **2.6** | **3.3** | **4.1** | **12.5** | **12.3** |
| YoY | 2182.9% | 흑전 | 적지 | -63.8% | -16.8% | -24.8% | 흑전 | -44.9% | 흑전 | 205.3% | -1.6% |
| QoQ | -74.1% | -5.5% | 적전 | 흑전 | -40.4% | -14.6% | -12.9% | 24.3% | N/A | N/A | N/A |
| **영업이익률** | **1.7%** | **1.5%** | **-4.2%** | **2.0%** | **1.2%** | **1.1%** | **1.0%** | **1.3%** | **0.4%** | **1.2%** | **1.2%** |

주: 2028년 잔여 인도 슬롯 6척 분을 컨테이너선으로 수주한다고 가정
자료: HJ중공업, 메리츠증권 리서치센터

표2 조선소 밸류에이션 테이블

| (십억원, x) | 매출 | | 영업이익 | | | PER | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | CAGR ('25-'27) | 2026E | 2027E |
| HD현대중공업 | 23,945.9 | 27,510.3 | 3,741.9 | 4,524.6 | 30.8% | 18.3 | 14.0 |
| 삼성중공업 | 12,577.3 | 15,681.9 | 1,987.3 | 2,598.9 | 73.6% | 20.1 | 14.8 |
| 한화오션 | 13,399.8 | 15,170.0 | 1,532.8 | 1,716.6 | 24.4% | 37.2 | 34.1 |
| HD한국조선해양 | 33,337.5 | 37,742.9 | 5,761.1 | 6,730.8 | 28.8% | 7.7 | 6.6 |
| HJ중공업 | 2,296.7 | 2,572.7 | 158.9 | 276.8 | 103.1% | 20.5 | 11.1 |
| 대한조선 | 1,268.8 | 1,465.9 | 356.0 | 426.8 | 20.5% | 9.8 | 8.1 |

| (십억원, x) | 자본총계 | | 전일 시총 | ROE | | PBR | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026E | 2027E | | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| HD현대중공업 | 17,974.6 | 21,040.1 | 61,192.4 | 19.9 | 22.4 | 3.4 | 2.9 |
| 삼성중공업 | 5,319.5 | 7,059.3 | 25,740.0 | 27.1 | 27.9 | 4.8 | 3.6 |
| 한화오션 | 7,169.0 | 8,465.4 | 44,123.5 | 17.5 | 16.6 | 6.2 | 5.2 |
| HD한국조선해양 | 20,580.4 | 25,041.8 | 30,043.2 | 26.1 | 24.5 | 1.8 | 1.5 |
| HJ중공업 | 715.7 | 917.7 | 2,248.4 | 16.6 | 24.7 | 3.1 | 2.4 |
| 대한조선 | 1,386.8 | 1,740.6 | 2,874.1 | 23.7 | 22.6 | 2.1 | 1.7 |

| (십억원, x) | 순차입금 | | 전일 종가 (원) | DPS (원) | | 현금배당수익률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026E | 2027E | | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| HD현대중공업 | -12,350.0 | -17,971.6 | 583,000.0 | 9,551.0 | 12,516.0 | 1.6% | 2.1% |
| 삼성중공업 | 1,806.1 | 169.5 | 29,250.0 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 한화오션 | 3,221.3 | 2,598.1 | 144,000.0 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| HD한국조선해양 | -7,695.1 | -12,481.5 | 424,500.0 | 8,300.0 | 8,300.0 | 2.0% | 2.0% |
| HJ중공업 | -111.5 | -386.4 | 24,900.0 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 대한조선 | -758.9 | -1,075.6 | 74,600.0 | N/A | N/A | N/A | N/A |

주: 메리츠증권 전망치 적용
자료: 메리츠증권 리서치센터

# HJ 중공업 (097230)

## Income Statement

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2,162.1** | **1,886.0** | **1,999.7** | **2,296.7** | **2,572.7** |
| 매출액증가율(%) | 20.9 | -12.8 | 6.0 | 14.9 | 12.0 |
| 매출원가 | 2,164.0 | 1,779.7 | 1,831.2 | 2,052.3 | 2,204.0 |
| 매출총이익 | -1.9 | 106.3 | 168.6 | 244.4 | 368.7 |
| 판매관리비 | 106.9 | 99.0 | 101.5 | 85.5 | 91.8 |
| **영업이익** | **-108.8** | **7.3** | **67.1** | **158.9** | **276.8** |
| 영업이익률(%) | -5.0 | 0.4 | 3.4 | 6.9 | 10.8 |
| 금융손익 | -32.5 | -27.1 | -25.8 | -12.5 | -7.4 |
| 종속/관계기업손익 | -1.0 | -8.8 | 7.9 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 38.9 | 31.9 | -21.9 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | -103.4 | 3.3 | 27.3 | 146.4 | 269.4 |
| 법인세비용 | 10.9 | -2.0 | -24.2 | 36.6 | 67.4 |
| **당기순이익** | **-114.3** | **5.2** | **51.4** | **109.8** | **202.1** |
| 지배주주지분 순이익 | -114.0 | 5.3 | 51.4 | 109.8 | 202.1 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **154.8** | **-86.4** | **167.4** | **88.3** | **304.8** |
| 당기순이익(손실) | -114.3 | 5.2 | 51.4 | 109.8 | 202.1 |
| 유형자산상각비 | 24.2 | 28.5 | 28.7 | 28.9 | 27.7 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | 231.5 | -60.5 | 103.5 | -50.4 | 75.1 |
| **투자활동 현금흐름** | **86.9** | **187.5** | **-42.1** | **24.5** | **-36.4** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -10.2 | -5.4 | -7.6 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 28.4 | 1.0 | -34.8 | 20.1 | -29.9 |
| **재무활동 현금흐름** | **9.2** | **-244.8** | **-7.7** | **-4.2** | **6.3** |
| 차입금의 증감 | -66.3 | -223.6 | -211.3 | -4.2 | 6.3 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 210.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 248.0 | -143.1 | 118.2 | 108.5 | 274.7 |
| 기초현금 | 102.2 | 350.3 | 207.1 | 325.3 | 433.9 |
| 기말현금 | 350.3 | 207.1 | 325.3 | 433.9 | 708.5 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,727.4 | 1,073.2 | 1,257.8 | 1,334.8 | 1,656.5 |
| 현금및현금성자산 | 350.3 | 207.1 | 325.3 | 433.9 | 708.5 |
| 매출채권 | 133.6 | 77.9 | 102.2 | 90.6 | 107.8 |
| 재고자산 | 135.3 | 105.4 | 138.4 | 122.7 | 146.0 |
| 비유동자산 | 1,163.2 | 1,131.3 | 1,161.2 | 1,112.2 | 1,114.4 |
| 유형자산 | 745.8 | 740.4 | 733.5 | 704.6 | 676.9 |
| 무형자산 | 5.4 | 4.9 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 투자자산 | 265.6 | 252.7 | 295.3 | 275.3 | 305.2 |
| **자산총계** | **2,890.6** | **2,204.4** | **2,419.0** | **2,447.0** | **2,770.9** |
| 유동부채 | 2,125.8 | 1,555.1 | 1,400.5 | 1,350.5 | 1,425.0 |
| 매입채무 | 274.5 | 237.3 | 311.5 | 276.3 | 328.7 |
| 단기차입금 | 0.0 | 381.8 | 129.0 | 129.0 | 129.0 |
| 유동성장기부채 | 626.1 | 47.7 | 42.7 | 42.7 | 42.7 |
| 비유동부채 | 423.9 | 305.9 | 412.6 | 380.9 | 428.2 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 25.8 | 25.0 | 68.6 | 68.6 | 68.6 |
| **부채총계** | **2,549.7** | **1,861.0** | **1,813.2** | **1,731.4** | **1,853.2** |
| 자본금 | 416.4 | 416.4 | 451.5 | 451.5 | 451.5 |
| 자본잉여금 | 1,061.7 | 1,061.7 | 1,236.6 | 1,236.6 | 1,236.6 |
| 기타포괄이익누계액 | 396.7 | 329.6 | 331.1 | 331.1 | 331.1 |
| 이익잉여금 | -1,532.6 | -1,462.8 | -1,411.8 | -1,302.0 | -1,100.0 |
| 비지배주주지분 | 0.1 | -0.1 | -0.0 | -0.0 | -0.0 |
| **자본총계** | **340.9** | **343.4** | **605.9** | **715.7** | **917.7** |

## Key Financial Data

| | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 25,963 | 22,648 | 23,518 | 25,435 | 28,492 |
| EPS(지배주주) | -1,369 | 64 | 605 | 1,216 | 2,238 |
| CFPS | -534 | 22 | 797 | 2,080 | 3,373 |
| EBITDAPS | -1,016 | 429 | 1,126 | 2,080 | 3,373 |
| BPS | 4,092 | 4,124 | 6,710 | 7,926 | 10,164 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | -3.3 | 92.4 | 34.8 | 20.5 | 11.1 |
| PCR | -8.3 | 267.1 | 26.4 | 12.0 | 7.4 |
| PSR | 0.2 | 0.3 | 0.9 | 1.0 | 0.9 |
| PBR | 1.1 | 1.4 | 3.1 | 3.1 | 2.4 |
| EBITDA(십억원) | -84.6 | 35.7 | 95.7 | 187.8 | 304.6 |
| EV/EBITDA | -9.4 | 23.2 | 19.8 | 11.4 | 6.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -31.4 | 1.6 | 10.8 | 16.6 | 24.7 |
| EBITDA 이익률 | -3.9 | 1.9 | 4.8 | 8.2 | 11.8 |
| 부채비율 | 747.9 | 541.9 | 299.3 | 241.9 | 201.9 |
| 금융비용부담률 | 1.9 | 2.2 | 1.7 | 1.0 | 0.9 |
| 이자보상배율(x) | -2.7 | 0.2 | 2.0 | 6.8 | 11.8 |
| 매출채권회전율(x) | 16.1 | 17.8 | 22.2 | 23.8 | 25.9 |
| 재고자산회전율(x) | 12.9 | 15.7 | 16.4 | 17.6 | 19.1 |

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.