HD한국조선해양(009540)

COVERAGE INITIATION

Analyst 백주호 juho4281@hmsec.com

안정적 성장과 해외 야드 투자 기대

BUY **TP 530,000원**

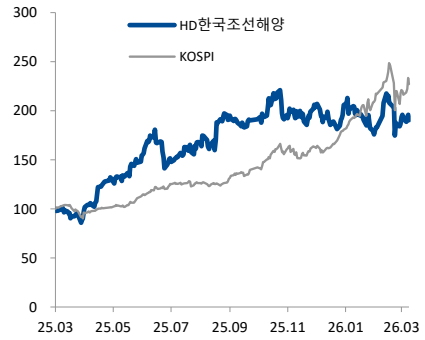
현재주가 (3/19)	413,500원
상승여력	28.2%
시가총액	29,265십억원
발행주식수	70,773천주
자본금/액면가	354십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	479,500원/186,200원
일평균 거래대금 (60일)	102십억원
외국인 지분율	34.32%
주요주주 지분율	
에이치디현대외7인	36.65%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.1	-1.8	1.5
상대주가(%p)	-3.6	-31.5	-39.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	124,000
After	31,120	45,266	530,000
Consensus	34,037	49,052	567,222
Cons. 차이	-8.6%	-7.7%	-6.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원으로 커버리지 개시, 동사는 HD현대중공업, HD현대마린엔진, HD현대에너지솔루션, HD현대삼호 등을 편입하고 있는 HD현대 내 조선부문 중간 지주사로 주요 종속기업들의 이익성장에 따라 이익 개선 및 주주환원 규모 확대 기대. HD현대아시아홀딩스를 통한 해외 야드 투자와, 향후 미국 법인 설립으로 미국 투자의 중심 역할 하게 될 것
- 해외야드: HD현대아시아홀딩스 산하 HD HVS(현대 비나신, 베트남), HD HHIP(현대 수빅, 필리핀), HD현대비나(베트남) 활용해 저렴한 인건비 활용한 수익성 개선 도모. 비나신은 현재 15척에서 2030년 23척, 수빅은 현재 4척에서 2030년 10척 건조 목표. 향후 인도 등 해외 조선소 추가 투자 예상
- 미국투자: 미국 법인 설립 시 동사 지분 60%로 예상. 해양행동계획 발표 및 대미투자특별법 국회 통과해 미국 투자 발표 시점은 머지 않은 것으로 예상. TAOL(차세대 군수지원함), MASC(모듈형 공격수상정) 프로그램의 사업자 선정결과 더해지며 미국 투자로 이어질 것

주요이슈 및 실적전망

- 4Q25 매출액은 8.15조원(yoy +13.8%, qoq +7.5%), 영업이익은 1.04조원(yoy +108.0%, qoq -1.5%, OPM 12.7%) 기록. HD현대삼호는 매출 2.0조원(yoy +10%, qoq +2.7%), 영업이익 3,188억원(yoy +73.2%, qoq +4.0%, OPM 15.8%) 기록. 선가 상승분 매출 반영으로 매출액은 qoq 증가했으나 성과급 및 일회성 비용 반영에 따라 수익성은 감소
- 2026년 매출액 32.7조원(yoy +9.3%), 영업이익 5.2조원(yoy +32.2%, OPM 15.8%) 전망. HD현대삼호는 컨테이너선 매출비중 감소와 탱커선 매출비중 증가에도 고선가 LNG선(270$mil) 매출반영에 따라 수익성 둔화 상쇄될 것

주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 SOTP Valuation 사용. 비상장사인 HD현대삼호의 지분가치 23.3조 원에 상장사 지분가치(43조)와 순현금 1.8조원 합산한 NAV를 50% 할인하여 목표주가 530,000원 제시
- 주가는 미국 투자 법인 설립 등 미국 투자 행보 구체화에 따라 상승할 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	21,296	282	222	754	3,133	흑전	38.6	0.9	14.4	2.3	0.0
2024	25,539	1,434	1,172	1,960	16,565	428.8	13.8	1.5	8.8	11.2	2.2
2025	29,933	3,904	2,202	4,489	31,120	87.9	13.1	2.2	6.1	18.2	3.0
2026F	32,820	5,183	3,204	5,789	45,266	45.5	9.1	1.9	4.6	22.5	4.4
2027F	34,047	5,737	3,614	6,314	51,060	12.8	8.1	1.7	3.8	21.9	4.8

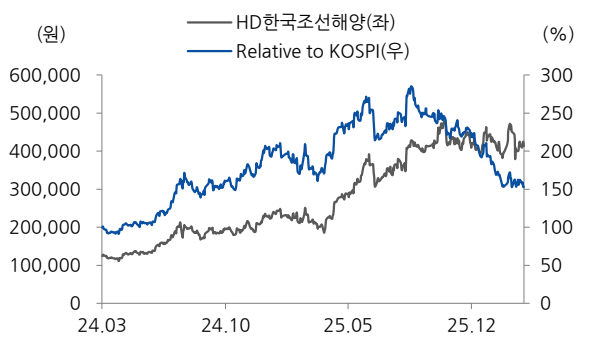
* K-IFRS 연결 기준

<표1> HD한국조선해양 목표주가 산정

구분	기업가치(십억원)	지분율(%)	보유지분가치	비고
상장사				
HD 현대중공업	59,513	69.29	41,237	
HD 현대마린엔진	2,632	35.05	923	
HD 현대에너지솔루션	1,526	53.57	817	
비상장사				
HD 현대삼호	24,128	96.65	23,320	2027E NOPLAT(법인세율 22%) Target P/E 17배(삼성중공업 P/E)
순차입금			(1,779)	4Q25 별도 기준
순자산가치			75,190	상장사 및 비상장사 지분가치+순차입금
할인율			50%	
조정 순자산가치(십억원)			37,595	
주식수(천주)			70,773	
목표주가 (원)			**530,000**	
전일종가 (원)			413,500	
상승여력 (%)			28.2	
투자의견			**BUY**	

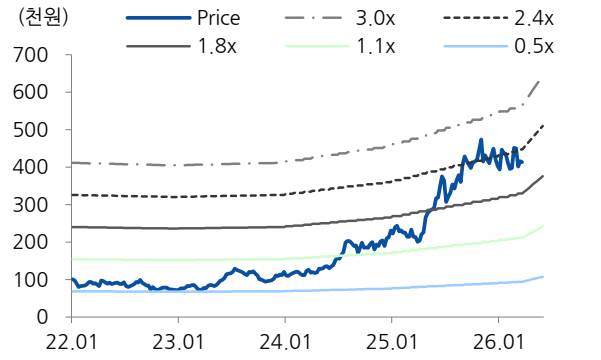
자료: 현대차증권

<그림1> HD한국조선해양 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> HD한국조선해양 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> HD한국조선해양 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	6,772	7,428	7,581	8,152	8,078	8,382	7,912	8,449	25,539	29,933	32,820	34,047
영업이익	859	954	1,054	1,038	1,236	1,352	1,220	1,375	1,434	3,904	5,183	5,737
지배순이익	495	356	633	717	738	833	765	868	1,172	2,202	3,204	3,614
영업이익률(%)	12.7%	12.8%	13.9%	12.7%	15.3%	16.1%	15.4%	16.3%	5.6%	13.0%	15.8%	16.8%
지배순이익률(%)	7.3%	4.8%	8.4%	8.8%	9.1%	9.9%	9.7%	10.3%	4.6%	7.4%	9.8%	10.6%
%yoy												
매출액	22.8%	12.3%	21.4%	13.8%	19.3%	12.8%	4.4%	3.6%	19.9%	17.2%	9.6%	3.7%
영업이익	436.4%	153.3%	164.5%	108.0%	43.9%	41.8%	15.7%	32.5%	408.1%	172.3%	32.8%	10.7%
순이익	162.2%	22.0%	319.3%	32.8%	48.9%	133.8%	20.7%	21.0%	428.8%	87.9%	45.5%	12.8%
원달러/평균	1,453	1,401	1,386	1,467	1,465	1,465	1,440	1,420	1,410	1,390	1,380	1,380

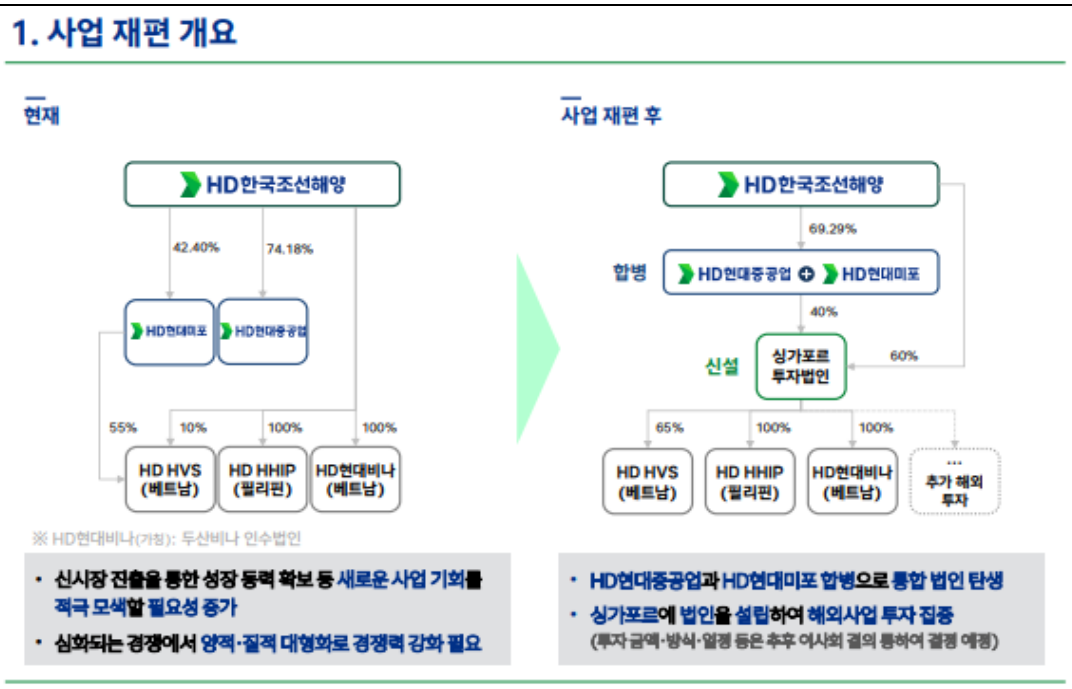
자료: 현대차증권

〈표3〉 HD현대그룹 국가별 조선소 및 협력 내용

국가	조선소	협력 내용
페루	시마 (SIMA) 국영 조선소	15 년간 페루 해군 함정 수주 우선협상권 확보 현지 조선소 현대화 및 기술 전수 수행 잠수함 공동 개발 착수: '25.12, 1,500 톤급 차세대 잠수함(HDS-1500) 공동 개발 및 건조 계약 체결
필리핀	수빅 (Subic) 조선소	수빅 조선소 임차 상선 건조 활용, 향후 및 필리핀 해군 함정 MRO 거점 가능성 언급 '25.09 수빅 조선소 재가동 및 첫 선박 건조 착수 호위함 2 척(2016 년), 초계함 2 척(2021 년), 원해경비함 6 척(2022 년) 등 총 10 척의 함정을 수주 2025 년 12 월, 필리핀 해군으로부터 호위함 2 척 추가 수주 성공
인도	코친 (Cochin) 조선소	인도 정부의 '메이크 인 인디아' 정책 맞춰 협력강화 HD 한국조선해양과 코친조선소 MOU 체결 상륙함(LPD) 등 특수선 협력: '25.11, 코친 조선소와 인도 해군 상륙함 사업 추진을 위한 전략적 협력 MOU 체결 타밀나두주 투투쿠디 350~450 만톤 조선소설립 추진. 40 억달러 투자 발표(보조금 45-47%)
사우디	IMI 조선소	HD 현대 20% 투자, 아람코 등과 합작 함정 설계 기술 이전에 따른 로열티 수익 모델 구축 2026 년 정식 완공 및 가동. '25.10 벌크선 6 척 수주 사우디 해군 현대화 관련 기술 내재화 지원 중

자료: 언론보도, 현대차증권

〈표4〉 HD한국조선해양 사업 재편 개요



자료: HD한국조선해양, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	21,296	25,539	29,933	32,820	34,047
증가율 (%)	23.1	19.9	17.2	9.6	3.7
매출원가	20,248	22,943	24,644	26,157	26,731
매출원가율 (%)	95.1	89.8	82.3	79.7	78.5
매출총이익	1,048	2,595	5,289	6,664	7,316
매출이익률 (%)	4.9	10.2	17.7	20.3	21.5
증가율 (%)	186.3	147.6	103.8	26.0	9.8
판매관리비	766	1,161	1,385	1,480	1,580
판관비율(%)	3.6	4.5	4.6	4.5	4.6
EBITDA	754	1,960	4,489	5,789	6,314
EBITDA 이익률 (%)	3.5	7.7	15.0	17.6	18.5
증가율 (%)	1,042.4	159.9	129.0	29.0	9.1
영업이익	282	1,434	3,904	5,183	5,737
영업이익률 (%)	1.3	5.6	13.0	15.8	16.9
증가율 (%)	흑전	408.5	172.2	32.8	10.7
영업외손익	-290	388	-338	136	238
금융수익	1,229	1,877	2,021	354	459
금융비용	2,095	5,179	1,482	218	221
기타영업외손익	576	3,690	-877	0	0
종속/관계기업관련손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	-8	1,823	3,566	5,319	5,974
세전계속사업이익률	-0.0	7.1	11.9	16.2	17.5
증가율 (%)	적지	흑전	95.6	49.2	12.3
법인세비용	-153	368	638	884	972
계속사업이익	145	1,455	2,928	4,435	5,003
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	145	1,455	2,928	4,435	5,003
당기순이익률 (%)	0.7	5.7	9.8	13.5	14.7
증가율 (%)	흑전	903.4	101.2	51.5	12.8
지배주주지분 순이익	222	1,172	2,202	3,204	3,614
비지배주주지분 순이익	-77	282	726	1,231	1,389
기타포괄이익	-156	-180	292	0	0
총포괄이익	-11	1,275	3,221	4,435	5,003

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,735	20,431	24,579	28,719	33,246
현금성자산	3,018	3,717	5,554	9,001	12,634
단기투자자산	2,033	3,122	3,553	3,683	3,850
매출채권	1,049	1,264	1,439	1,492	1,559
재고자산	2,006	2,232	2,541	2,633	2,753
기타유동자산	9,629	10,096	11,491	11,911	12,451
비유동자산	14,507	16,288	16,545	16,663	16,835
유형자산	10,504	11,111	11,826	11,885	11,969
무형자산	191	375	389	365	343
투자자산	976	2,173	2,440	2,524	2,634
기타비유동자산	2,836	2,629	1,890	1,889	1,889
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	32,243	36,719	41,123	45,382	50,081
유동부채	17,498	19,325	21,742	22,521	23,525
단기차입금	926	187	127	127	127
매입채무	1,915	2,247	2,558	2,651	2,771
유동성장기부채	1,294	375	259	259	259
기타유동부채	13,363	16,516	18,798	19,484	20,368
비유동부채	2,375	3,238	2,436	2,464	2,499
사채	710	652	747	747	747
장기차입금	986	202	26	26	26
장기금융부채	423	1,709	894	894	894
기타비유동부채	256	675	769	797	832
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	19,872	22,563	24,178	24,985	26,025
지배주주지분	9,904	11,100	13,155	15,376	17,646
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,762	2,762	2,762
자본조정 등	-8,610	-8,609	-8,541	-8,541	-8,541
기타포괄이익누계액	1,326	1,671	1,887	1,887	1,887
이익잉여금	14,374	15,084	16,693	18,914	21,184
비지배주주지분	2,466	3,056	3,790	5,021	6,410
자본총계	12,370	14,156	16,945	20,397	24,056

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	2,082	4,289	4,440	5,212	5,801
당기순이익	145	1,455	2,928	4,435	5,003
유형자산 상각비	459	504	558	582	556
무형자산 상각비	13	22	27	24	22
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	1,510	2,369	-9	171	220
기타	-45	-61	936	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,267	-1,233	-3,083	-854	-916
투자자산의 감소(증가)	196	-1,197	-268	-85	-109
유형자산의 감소	24	24	63	160	160
유형자산의 증가(CAPEX)	-822	-891	-921	-800	-800
기타	-665	831	-1,957	-129	-167
재무활동으로인한현금흐름	-485	-2,359	492	-911	-1,251
차입금의 증가(감소)	388	502	-991	0	0
사채의증가(감소)	-328	-58	95	0	0
자본의 증가	-8	140	163	0	0
배당금	-3	-1	-715	-983	-1,344
기타	-534	-2,942	1,940	72	93
기타현금흐름	-8	2	-12	0	0
현금의증가(감소)	321	699	1,837	3,446	3,633
기초현금	2,697	3,018	3,717	5,554	9,001
기말현금	3,018	3,717	5,554	9,001	12,634

(단위:원, 배, %)

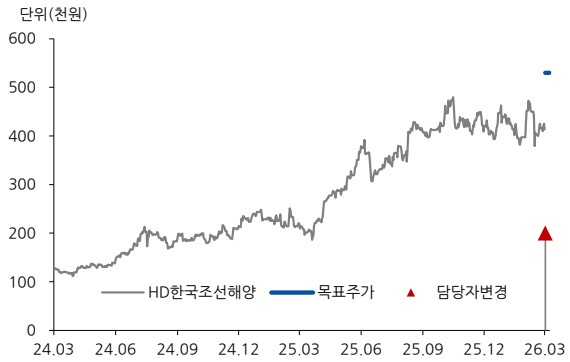
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,048	20,553	41,378	62,662	70,684
EPS(지배순이익 기준)	3,133	16,565	31,120	45,266	51,060
BPS(자본총계 기준)	174,785	200,017	239,432	288,205	339,905
BPS(지배지분 기준)	139,936	156,831	185,878	217,255	249,331
DPS	0	5,100	12,300	18,500	20,400
P/E(당기순이익 기준)	59.0	11.1	9.8	6.6	5.8
P/E(지배순이익 기준)	38.6	13.8	13.1	9.1	8.1
P/B(자본총계 기준)	0.7	1.1	1.7	1.4	1.2
P/B(지배지분 기준)	0.9	1.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(Reported)	14.4	8.8	6.1	4.6	3.8
배당수익률	0.0	2.2	3.0	4.4	4.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	903.6	101.3	51.4	12.8
EPS(지배순이익 기준)	흑전	428.8	87.9	45.5	12.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.2	11.0	18.8	23.8	22.5
ROE(지배순이익 기준)	2.3	11.2	18.2	22.5	21.9
ROA	0.5	4.2	7.5	10.3	10.5
안정성 (%)					
부채비율	160.6	159.4	142.7	122.5	108.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	1.5	7.0	21.2	23.7	25.9

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
신규 커버리지 개시				
2026.03.20	BUY	530,000		

▶ 최근 2년간 HD한국조선해양 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 백주호의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.