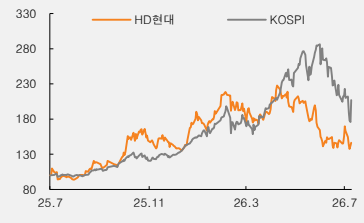


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 280,000원
현재주가(26/7/31)	199,600원
상승여력	40.3%

영업이익(26F, 십억원)	11,993
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	9,138
EPS 성장률(26F, %)	276.3
MKT EPS 성장률(26F, %)	275.0
P/E(26F, x)	4.4
MKT P/E(26F, x)	6.5
KOSPI	6,595.45
시가총액(십억원)	15,767
발행주식수(백만주)	79
유동주식비율(%)	52.3
외국인 보유비중(%)	27.1
벤테(12M) 일간수익률	0.47
52주 최저가(원)	127,900
52주 최고가(원)	310,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.1	-14.7	40.0
상대주가	28.6	-32.4	-31.1



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

HD현대

실적이 이끄는 NAV 상승

2Q26 Review: 영업이익 4조 1,246억원, 전방위 실적 호조 지속

HD현대의 2Q26 연결 영업이익은 4조 1,246억원으로 당사 추정 2조 4,760억원 및 시장기대치(2조 915억원)를 58.7% 상회했다. HD현대오일뱅크의 영업이익(1조 8,241억원, 전년 적자에서 흑자전환) 개선이 실적 서프라이즈를 이끌었다. 기 발표된 바 있는 HD한국조선해양(1조 6,451억원, YoY +72.5%), HD현대일렉트릭(2,870억원, YoY +37.2%)이 고성장을 이어갔고, HD현대사이트솔루션(2,720억원, YoY +79.7%)의 실적 역시 호조를 보였다.

눈에 띄는 비상장사: HD현대오일뱅크 호조와 HD현대로보틱스의 흑자 전환

오일뱅크 영업이익에는 컨퍼런스콜에서 회사가 밝힌 재고관련이익 5,000억원(유가 효과 4,200억 + 환율효과 800억)이 포함돼 있다. 다만, 이를 제외한 영업이익 역시 당사 추정을 39% 상회했다. 오일뱅크 단위마진 가정을 수정, 오일뱅크의 영업이익을 상향 조정(26년 +17.8%, 27년 +2.0%)하였다.

HD현대로보틱스의 흑자전환도 눈에 띄는 대목이다. 매출 증가(48.4% YoY)에 따른 규모의 경제가 시작된 모양새이다. 자동차/산업용 프로젝트 매출이 커지면서 수익구조가 개선되고 있다.

목표주가 280,000원으로 상향하며 매수 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 245,000원에서 280,000원으로 상향한다. 상승여력은 40.3%로 매수 의견 역시 유지한다. 당사 Biz플랫폼(지주) 섹터의 변함없는 탑픽이다. 오일뱅크 가치는 mid-cycle 밸류에이션 5.0배 및 EBITDA 1.9조원을 적용하여 산정했다. HD현대로보틱스 역시 밸류에이션 시점 변경 등으로 가치를 상향조정했다. NAV 상승에서 비상장사가 기여한 부분은 약 40% 수준으로 높다.

이에 따라 전체적으로 직전대비 NAV는 28.73조원에서 33.04조원으로 증가했으며, 현재 NAV 할인율 57.3%는 여전히 할인율 축소 여지를 남긴다. 석화등의 구조조정 등으로 오일뱅크에서의 배당이 제한적(Conversion 스코어)이지만, 구조조정 이후 배당 개선에 기대를 걸 수 있다. HD현대로보틱스 역시 흑자 전환으로 NAV 추정치를 소폭 상향 조정하였다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	67,766	71,259	83,078	85,768	90,079
영업이익 (십억원)	2,983	6,100	11,993	11,527	13,438
영업이익률 (%)	4.4	8.6	14.4	13.4	14.9
순이익 (십억원)	509	963	3,622	3,469	4,128
EPS (원)	6,444	12,187	45,857	43,915	52,255
ROE (%)	6.4	10.2	30.5	22.9	22.2
P/E (배)	12.3	15.5	4.4	4.5	3.8
P/B (배)	0.7	1.4	1.1	0.9	0.8
배당수익률 (%)	4.5	2.1	2.6	2.8	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HD현대, 미래에셋증권 리서치센터

2Q26 Review: 분기 최대 이익, 오일뱅크가 만든 서프라이즈

HD현대가 2Q26 연결 영업이익 4조 1,246억원을 기록했다. 분기 기준 역대 최대이며, 당사 추정 2조 5,997억원 대비 +58.7% 서프라이즈다. 매출은 22조 4,094억원으로 추정치를 +8.4% 상회했다.

시장 컨센서스와의 괴리는 더 크다. 시장 컨센서스는 영업이익 2조 915억원이었고, 실적은 이를 +97% 상회했다. 매출도 +13.5% 웃돌았다. 컨센서스의 상장 자회사 영업이익 합계는 1.9조원으로 지주 연결 컨센서스 2.1조원을 하회한다. 실적 서프라이즈 상당 부분이 오일뱅크에서 기인한 것으로 보인다. 다만, 재고관련이익 5,000억원이 포함돼 있고, 등·경유 크랙 급등도 호르무즈 해협 봉쇄라는 일시적 사건에 기인한 점을 고려해도 긍정적 실적이다.

정유 단위마진 가정을 변경하여 HD현대오일뱅크 및 전체 실적 전망치를 상향하였다. 2Q26의 실적 지속성은 아직 확신하기 이르다. 실적은 3Q26을 피크로 두고 2027년까지 안정화될 것으로 전망하였다. 그럼에도 불구하고, 2026F 전사 영업이익 전망치를 25% 상향한다. 2027F 영업이익 전망치 역시 11조 5,267억원으로 16% 상향하였다.

표 1. 2Q26 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q25	1Q26	2Q26P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	17,211	19,602	22,409	20,543	19,748	30.2	14.3
영업이익	1,139	2,835	4,125	2,476	2,092	262.2	45.5
영업이익률 (%)	6.6	14.5	18.4	12.1	10.6	178.1	27.3
세전이익	588	2,828	4,433	2,351	2,770	654.6	56.7
순이익	121	781	1,331	696	464	997.8	70.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HD현대, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	80,620	87,440	83,078	85,768	3.0	-1.9	2Q26 실적 반영 오일뱅크 정제 마진 상향
영업이익	9,597	9,944	11,993	11,527	25.0	15.9	
세전이익	9,269	9,647	12,120	11,289	30.8	17.0	
순이익	2,670	2,806	3,622	3,469	35.7	23.6	
EPS (KRW)	33,796	35,527	45,857	43,915	35.7	23.6	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HD현대, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션: 목표주가 280,000원으로 상향

이에 따라 목표주가 역시 245,000원에서 280,000원(NAV 대비 할인율 40%)으로 14.3% 상향하고 투자 의견 매수를 유지한다. 7월 31일 기준 상승여력은 40.3%다. 상향의 원천은 NAV 확대다. NAV는 28.73조원에서 33.04조원으로 늘었다.

핵심은 HD현대 오일뱅크의 가치를 상향하였는데, 이는 EBITDA 5.0배(정유 through-cycle 밴드 중간치)이며 EBITDA 역시 (mid-cycle EBITDA 1.90조원, FY25~FY28의 중간값) 보수적으로 산출하였다. HD현대오일뱅크 NAV는 5.97조원으로 증가하였다.

NAV 증가분 4.31조원의 구성을 나눠 보면 상장 자회사 시가 상승이 2.56조원으로 62%를 차지(HD한국조선해양 및 HD현대일렉트릭의 NAV 상향조정)했으나, HD현대오일뱅크와 HD현대로보틱스 역시 약 40%가량 기여했다.

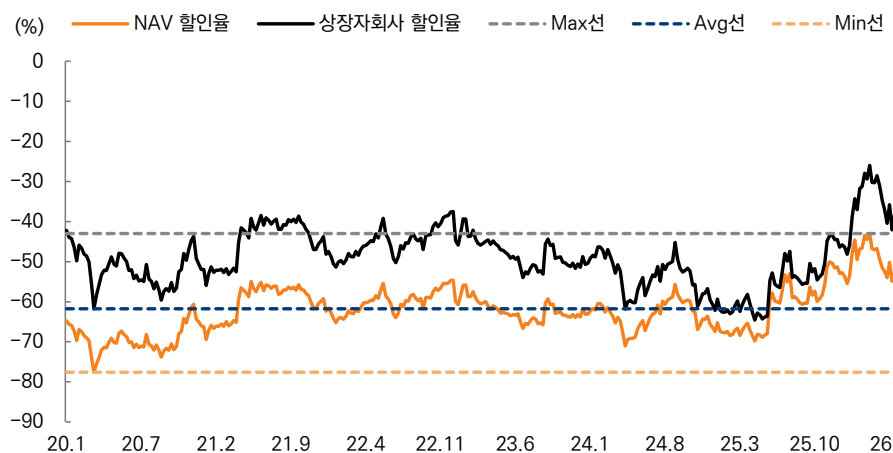
표 3. HD현대 NAV 및 목표주가 산정

(단위: 조원)

구분	값	산정 근거
상장 자회사 귀속가치	22.91	한국조선해양 9.54 · 일렉트릭 8.81 · 마린솔루션 4.56
비상장 - 오일뱅크	5.97	mid-cycle EBITDA 1.90조 × 5.0x × (1-15%) × 73.85%
비상장 - 사이트솔루션	2.45	건설기계 시총 × 37.59% × 1.0881 × 100%
비상장 - 로보틱스	1.10	FY25 매출 2,630억 × PSR 6.0x × (1-15%) × 81.82%
브랜드 로열티	1.00	자본화
순차입금	+0.05	별도 순현금
본사비용	-0.44	별도 SG&A ÷ WACC
NAV	33.04	합계
현재 시가총액	14.11	종가 199,600원 × 자사주 제외 70,668,430주
현재 NAV 할인율	57.3%	1 - 시가총액 ÷ NAV
목표 NAV 할인율	40.1%	구조 앵커 47.2 - 경로 프리미엄 0.8 - NAV 성장 6.3
목표주가	280,000원	NAV × (1 - 40.1%) ÷ 자사주 제외 주식수
상승여력	40.3%	종가 199,600원 대비

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. HD현대 Historical NAV 할인율 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자회사별 특기사항

HD한국조선해양은 영업이익 1조 6,451억원으로 컨센서스를 12.0% 상회했다. 2021년 이후 확보한 고선가 수주분의 매출 인식이 본격화되고 LNG선·이중연료 등 친환경 고부가 믹스가 개선되는 국면이 이어지고 있다. 마진 개선세가 본격화되고 있다. 그룹 이익의 최대 축이라는 위상도 변함이 없다.

HD현대일렉트릭은 영업이익 2,870억원으로 컨센서스(2,852억원)에 부합했다. 북미 전력망 교체와 AI 데이터센터 전력수요라는 구조적 수요가 유지되고 있다. HD현대사이트솔루션은 영업이익 2,720억원으로 추정치(2,708억원)와 거의 일치했다. 자회사인 HD건설기계 컨센서스(영업이익 1,987억원)와 비교하더라도 큰 차이가 없었다. HD현대로보틱스는 영업이익 10억원으로 흑자 전환했다. 금액 자체는 작지만 FY25 연간 영업손실 218억원·당기 순손실 250억원에서의 반전이라는 점에서 의미가 있다.

HD현대마린솔루션은 컨센서스를 하회했다. 매출 5,804억원은 역대 최대이나 영업이익 976억원은 컨센서스(1,027억원)를 5.0% 밑돌았다. 외형 성장이 마진으로 완전히 전환되지 않았다는 신호로, 애프터마켓 믹스와 친환경 개조 수주의 원가 구조를 다음 분기에 확인할 필요가 있다. 다만 절대 마진율은 16.8%로 여전히 높은 수준이다.

HD현대오일뱅크 영업이익 1조 8,241억원 중 5,000억원이 재고관련이익이다. 유가효과 4,200억원, 환율효과 800억원로 나뉜다. 이를 제외한 영업이익은 1조 3,241억원이며, 전체 연결 영업이익은 약 3조 6,246억원으로 추정된다. 그래도 당사 추정 대비 +39% 호조세이다. 서프라이즈가 전부 회계적 착시는 아니다.

표 4. HD현대오일뱅크 실적 요약

구분	전망	내용
정유	강보합	낮은 글로벌 재고 + 성수기 진입. 호르무즈 재봉쇄로 하반기 시황 강보합
석유화학	약세	납사 가격 상승으로 MX 스프레드 약세, 하반기 역대 신규 가동
윤활기유	완만한 조정	공급 개선. 카본블랙은 하반기 가격 상승으로 보합
재고관련이익	2Q26 5,000억	유가효과 4,200억 + 환율효과 800억 (비반복)
배당	FY26 미 실시	석유화학 구조조정 등 자금 소요. 지주 배당수취에서 제외

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. HD현대 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	17,087	17,211	18,224	18,737	19,602	22,409	20,192	20,875	71,259	83,078	85,768
한국조선해양	6,772	7,428	7,581	8,152	8,141	8,927	8,494	9,128	29,933	34,691	38,906
현대일렉트릭	1,015	906	995	1,163	1,037	1,142	1,203	1,317	4,079	4,698	5,544
현대마린솔루션	486	468	513	516	575	580	608	629	1,983	2,393	2,694
현대오일뱅크	7,125	6,542	7,329	7,030	7,716	9,477	7,968	7,507	28,025	32,668	30,002
현대사이트솔루션	1,967	2,140	2,053	2,077	2,383	2,524	2,157	2,491	8,237	9,555	9,384
현대로보틱스	55	60	68	81	72	92	75	85	263	324	363
별도/연결조정	-331	-333	-315	-282	-320	-333	-315	-282	-1,261	-1,250	-1,126
영업이익	1,286	1,139	1,702	1,972	2,835	4,125	2,504	2,530	6,100	11,993	11,527
영업이익률 (%)	7.5	6.6	9.3	10.5	14.5	18.4	12.4	12.1	8.6	14.4	13.4
한국조선해양	859	954	1,054	1,038	1,356	1,645	1,450	1,566	3,904	6,018	7,128
현대일렉트릭	218	209	247	321	258	287	321	372	995	1,239	1,571
현대마린솔루션	83	83	94	91	93	98	110	116	350	417	538
현대오일뱅크	31	-241	191	493	934	1,824	506	447	474	3,710	1,561
현대사이트솔루션	120	151	143	53	208	272	143	53	467	675	675
현대로보틱스	-6	-5	-4	-7	-5	1	-4	-7	-22	-15	-15
별도/연결조정	-19	-12	-22	-16	-9	-2	-23	-17	-70	-51	69
세전이익	1,064	588	1,379	1,766	2,828	4,433	2,415	2,444	4,797	12,120	11,289
순이익(지배)	219	121	175	448	781	1,331	748	762	963	3,622	3,469
순이익률 (지배, %)	4.5	2.8	5.4	7.6	10.3	14.2	8.8	8.7	1.4	4.4	4.0

자료: HD현대, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대 (267250)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	71,259	83,078	85,768	90,079
매출원가	61,204	66,784	69,893	72,074
매출총이익	10,055	16,294	15,875	18,005
판매비와관리비	3,956	4,301	4,348	4,567
조정영업이익	6,100	11,993	11,527	13,438
영업이익	6,100	11,993	11,527	13,438
비영업손익	-1,303	127	-238	-21
금융손익	-516	-413	-249	-34
관계기업등 투자손익	48	-11	0	0
세전계속사업손익	4,797	12,120	11,289	13,417
계속사업법인세비용	1,121	3,324	3,020	3,576
계속사업이익	3,675	8,796	8,270	9,840
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3,675	8,796	8,270	9,840
지배주주	963	3,622	3,469	4,128
비지배주주	2,713	5,174	4,801	5,712
총포괄이익	4,650	8,986	8,270	9,840
지배주주	1,458	3,467	3,191	3,797
비지배주주	3,192	5,519	5,079	6,044
EBITDA	8,156	14,064	13,568	15,483
FCF	5,226	9,431	8,327	9,583
EBITDA 마진율 (%)	11.4	16.9	15.8	17.2
영업이익률 (%)	8.6	14.4	13.4	14.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.4	4.4	4.0	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	39,633	52,680	63,090	73,532
현금 및 현금성자산	6,367	17,295	25,143	34,263
매출채권 및 기타채권	6,341	7,065	7,635	7,930
재고자산	10,225	11,392	12,312	12,788
기타유동자산	16,700	16,928	18,000	18,551
비유동자산	39,053	38,635	38,878	39,290
관계기업투자등	291	324	351	364
유형자산	28,161	28,132	28,465	29,014
무형자산	4,310	4,115	3,880	3,669
자산총계	78,686	91,316	101,968	112,823
유동부채	33,637	38,360	40,975	42,326
매입채무 및 기타채무	8,601	9,582	10,356	10,756
단기금융부채	6,143	7,728	7,869	7,942
기타유동부채	18,893	21,050	22,750	23,628
비유동부채	14,714	14,600	14,756	14,837
장기금융부채	12,980	12,669	12,669	12,669
기타비유동부채	1,734	1,931	2,087	2,168
부채총계	48,351	52,960	55,731	57,163
지배주주지분	10,116	13,630	16,711	20,421
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	5,685	5,738	5,738	5,738
이익잉여금	3,132	6,392	9,472	13,183
비지배주주지분	20,219	24,726	29,526	35,239
자본총계	30,335	38,356	46,237	55,660

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	7,385	11,168	10,466	11,966
당기순이익	3,675	8,796	8,270	9,840
비현금수익비용가감	4,578	5,800	5,294	5,639
유형자산감가상각비	1,806	1,809	1,806	1,834
무형자산상각비	251	261	235	212
기타	2,521	3,730	3,253	3,593
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	174	-401	155	80
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-451	-255	-466	-241
재고자산 감소(증가)	-247	-984	-920	-475
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	143	348	482	249
법인세납부	-639	-2,655	-3,020	-3,576
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,746	1,171	-2,345	-2,489
유형자산처분(취득)	-2,003	-1,714	-2,139	-2,382
무형자산감소(증가)	-121	-29	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,038	-261	-206	-106
기타투자활동	-3,660	3,175	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,945	-1,607	-247	-344
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,495	1,197	141	73
자본의 증가(감소)	935	53	0	0
배당금의 지급	-254	-276	-389	-417
기타재무활동	-1,131	-2,581	1	0
현금의 증가	700	10,928	7,848	9,120
기초현금	5,667	6,367	17,295	25,143
기말현금	6,367	17,295	25,143	34,263

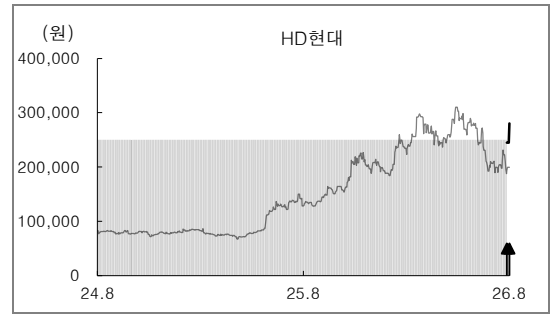
자료: HD현대, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	15.5	4.4	4.5	3.8
P/CF (x)	1.8	1.1	1.2	1.0
P/B (x)	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	5.7	2.8	2.6	2.1
EPS (원)	12,187	45,857	43,915	52,255
CFPS (원)	104,484	184,778	171,706	195,957
BPS (원)	134,264	178,744	217,739	264,715
DPS (원)	4,000	5,200	5,600	6,000
배당성향 (%)	7.7	4.2	4.8	4.3
배당수익률 (%)	2.1	2.7	3.0	3.2
매출액증가율 (%)	5.2	16.6	3.2	5.0
EBITDA증가율 (%)	66.5	72.4	-3.5	14.1
조정영업이익증가율 (%)	104.5	96.6	-3.9	16.6
EPS증가율 (%)	89.1	276.3	-4.2	19.0
매출채권 회전율 (회)	14.2	15.2	14.3	14.2
재고자산 회전율 (회)	7.0	7.7	7.2	7.2
매입채무 회전율 (회)	10.9	11.8	11.3	11.0
ROA (%)	4.8	10.3	8.6	9.2
ROE (%)	10.2	30.5	22.9	22.2
ROIC (%)	13.1	25.1	23.6	27.2
부채비율 (%)	159.4	138.1	120.5	102.7
유동비율 (%)	117.8	137.3	154.0	173.7
순차입금/자기자본 (%)	38.9	-4.3	-20.4	-33.3
조정영업이익/금융비용 (x)	7.1	13.3	12.2	14.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD현대 (267250)				
2026.08.03	매수	280,000	-	-
2026.07.30	매수	245,000	-18.53	-18.53



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HD한국조선해양 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.