

HD한국조선해양 (009540)

무적의 손익비, 주주환원 확대의 적기

투자의견 BUY 유지, 목표주가 532,000원으로 소폭 하향

목표주가 산정의 근거는 상장 계열사의 시가총액 기반 지분가치에 지주사 할인율 50%를 적용, 비상장사인 HD현대삼호의 경우 배당할인모형 (Dividend Discount Model, DDM)을 적용하여 적정가치 18.5조 원을 부여하고, 별도기준 순현금을 추가.

지주사 할인의 저주: 얼마든지 증가할 수 있는 할인율

영업회사 대비 NAV 관점에서 저렴하다는 점은 언제나 동사의 투자 포인트지만, 반대로 말한다면 통상적으로 적용하는 지주사 할인율 50%가 아닌 60%, 70% 수준으로의 할증도 가능. 이를 벗어나기 위해서는 결국 주주환원 관점의 개선이 필요함.

주주환원: 조만간, 자사주 매입소각으로 할 유인이 존재

HD현대 - 동사 - 영업회사로 이어지는 현금흐름 통로가 만드는 시차에 주목. 영업회사의 이익이 본격 확대되고 있는 현재 HD한국조선해양의 자사주 매입 및 소각 유인은 점점 더 강해지고 있음. 이는 지배구조 전체의 자본효율성을 생각했을 때 동사에서 발생하는 모든 현금흐름에 대한 HD현대의 청구권을 영구적으로 증가시킬 방법.

재원을 마련할 뒷배는 차고 넘친다

1H26 별도기준 동사의 순현금은 3조 원이며, 현대중공업과 현대삼호 역시 각각 5조, 2.7조의 순현금 보유중. 기존 주주환원 목표를 초월하는 영업회사의 특별배당 성격의 현금 공급뿐만 아니라, 현대중공업 지분 69.2% 또한 추가적인 유동화가 가능한 잠재적 자원. 단기적인 주가 급등을 기대하기 보다는, 1) 손익비 관점에서 지주사 할인율로 인한 제한적 하방과 2) 향후 등장할 수 있는 현금흐름 및 주주환원 확대에 의한 상승여력을 주목할 필요가 있음.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 532,000원 (D)

직전 목표주가 **555,000원**

현재주가 (08/24) **353,500원**

상승여력 **50%**

시가총액	250,183억원
총발행주식수	70,773,116주
60일 평균 거래대금	895억원
60일 평균 거래량	238,656주
52주 고/저	479,500원 / 327,000원
외인지분율	33.24%
배당수익률	0.00%
주요주주	에이치디현대 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.0)	(16.0)	(1.9)
상대	(5.1)	(1.6)	(53.6)
절대 (달러환산)	0.8	(7.8)	(1.2)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,416	11.0	-5.7	8,560	-1.7
영업이익	1,501	42.4	-8.8	1,583	-5.1
세전계속사업이익	1,683	47.8	-22.2	1,747	-3.6
지배순이익	887	40.0	-31.1	1,047	-15.3
영업이익률 (%)	17.8	+3.9 %pt	-0.6 %pt	18.5	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	10.5	+2.1 %pt	-3.9 %pt	12.2	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	25,539	29,933	34,471	36,598
영업이익	1,434	3,904	6,389	8,135
지배순이익	1,172	2,168	4,094	4,844
PER	9.5	9.9	6.1	5.2
PBR	1.0	1.6	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.5	4.4	3.0	2.2
ROE	11.2	17.8	26.9	25.2

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

목표주가 및 밸류에이션

HD한국조선해양에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가 532,000원으로 소폭 하향한다. 목표주가 산정의 근거는 상장 계열사의 시가총액 기반 지분가치에 지주사 할인율 50%를 적용, 비상장사인 HD현대삼호의 경우 배당할인모형 (Dividend Discount Model, DDM)을 적용하여 적정가치 18.5조 원을 부여하고, 별도기준 순현금을 추가한다.

HD 한국조선해양: 밸류에이션

항목	FY26F
현대중공업 시총 (십억 원)	47,000
지분율	69.2%
현대마린엔진 시총 (십억 원)	1,600
지분율	35.1%
현대에너지솔루션 시총 (십억 원)	1,400
지분율	53.6%
할인율	50%
상장사 지분가치 (십억 원)	16,920
HD 현대삼호 적정가치 (십억 원)	18,519
순 현금	2,200
적정가치 (십억 원)	37,638
발행주식수 (천 주)	70,773
목표주가 (원)	532,000

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대삼호 밸류에이션

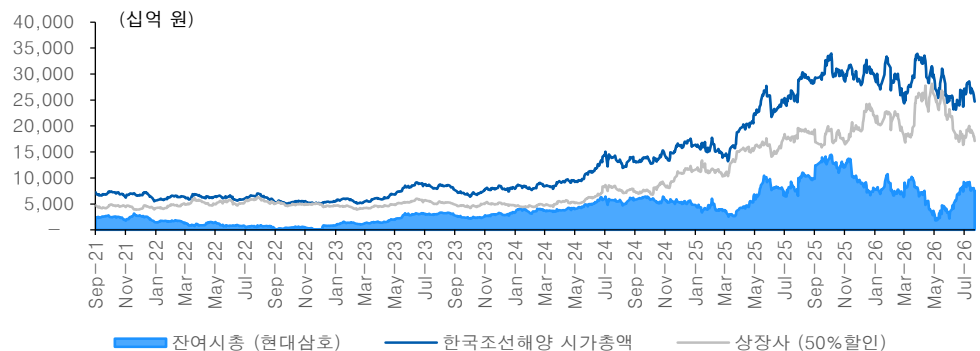
	2026F	2027F	Terminal value
DPS (원)	17,324	18,225	
DDM 적정가치 (십억 원)	16,191	15,919	571,667
요구수익률(r)=7%, 영구배당성장률(g)=4%, DPS 는 EPS 의 40%			
HD 현대삼호의 DDM 적정 기업가치 (십억 원)			18,519

자료: 유안타증권 리서치센터

여전히 극심한 지주사 할인율

중간 지주사의 동사의 적정가치를 시장 친화적으로 해석하는 방법은 1) 동사의 시가총액에서 2) 지주사 할인율을 적용한 상장 관계사의 지분가치를 빼면 3) 97%의 지분을 보유한 HD현대삼호의 잔여가치가 남는다. 일반적인 지주사 할인율 50%를 적용한 HD현대삼호의 잔여가치는 현재 7.5조원 수준이며, 당사 제시 적정가치와 약 10조 수준의 괴리가 적용되고 있다.

상장사 지분 50% 할인율을 적용한 한국조선해양 시가총액 내의 HD 현대삼호 잔여 가치



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

지주사 할인율의 저주: 50%가 아니라 60%, 70%도 적용 가능하다

영업회사 대비 NAV 관점에서 저렴하다는 점은 언제나 동사의 투자포인트지만, 반대로 말한다면 통상적으로 적용하는 지주사 할인율 50%가 아닌 60%, 70% 수준으로의 할증도 가능하다. 보유 지분의 유동화 (할인율을 적용받는 지분에서 순현금으로의 전환)에 대한 확신이 없다면, 팔릴 수 없는 지분은 제값을 인정받기 힘든 것이 사실이다 (즉, **싸긴 한데 굳이 지금 사고싶지 않다**).

상장사 지분 60% 할인 적용시 삼호의 현재 가치는 11 조



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

70% 할인율 적용시 14 조원에 도달하며, 사실상 당사 적정가치에 근접

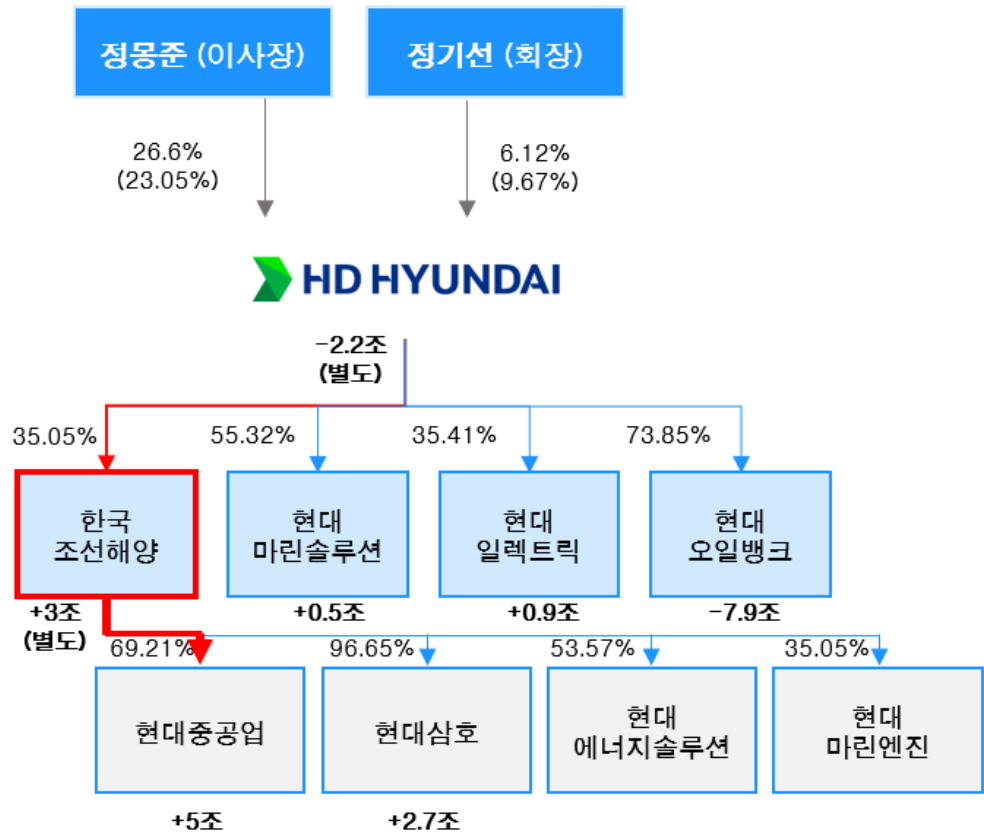


자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

다른 접근법: 지배구조 안의 현금 흐름

여기서 지배구조를 다시 살펴봐야 한다. 산업 자료에서 언급한 것처럼, 최상단 상장사인 HD현대 자체가 승계의 대상인 HD현대그룹은 현금시재를 개선하여 중장기 증여에 필요한 재원을 하위 조선 계열사로부터 충분히 흡수할 방법을 확보해야 하는 상황이다.

HD 현대그룹 지배구조: 중간지주사와 영업회사에 넘치는 순현금, 그리고 순차입금 상태의 HD 현대



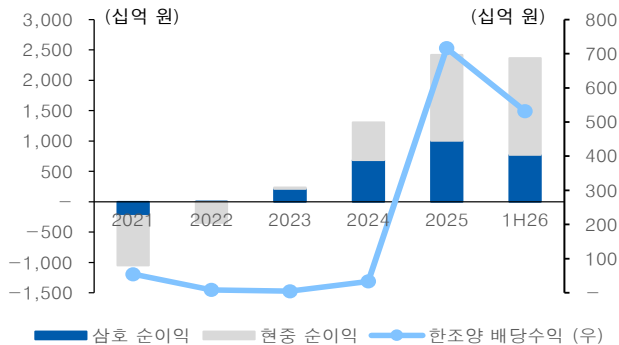
자료: 유안타증권 리서치센터, DART

하위 영업회사 (현대중공업, 현대삼호)의 FY24-28F 급증하는 이익으로 인해 배당여력이 크게 증가하며, 이를 흡수하는 동사의 현금시재 또한 앞으로 크게 개선되는 것에는 이견이 없다. 문제는, 이러한 현금시재 개선 기반 주주환원 기대 또한 지주사 할인율과 마찬가지로 다소 유연한 (투자자 입장에서 불확실성으로 작용하는) 셈법이 적용된다는 점이다. 동사와 현대중공업 모두 주주환원에 대해서는 FY25-27F “별도기준” 순이익의 30% 이상 주주환원율을 목표로 한다 (실제로 FY25 주주환원율은 양사 모두 연결기준 순이익의 40%를 환원하였으나, 지속성에 대해서는 여전히 불확실성이 존재한다).

주주환원, 왜 “지금” 필요할까?

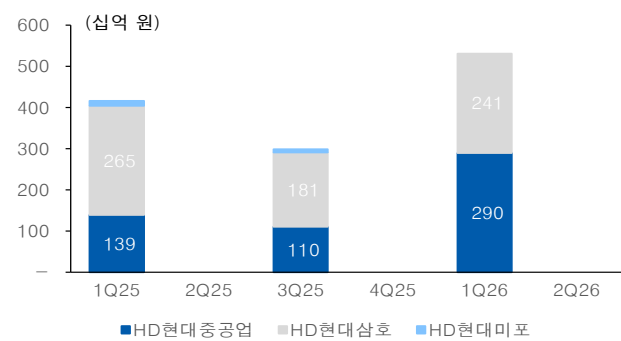
HD현대 - 동사 - 영업회사로 이어지는 현금흐름 통로가 만드는 시차에 주목한다. 즉, 영업회사에서 발생한 이익이 최종 목적지인 HD현대까지 배당의 형태로 도착하는 데에는 상당한 시차가 존재하고, 이러한 시차는 1H26 영업회사의 이익에서 발생하는 배당이 아직 동사에 도착하지 않았다는 점을 의미한다 (최종 목적지인 HD현대에는 1Q27F 인식된다).

HD 한국조선해양: 기간별 이익과 배당수익은 상관관계가 부족하데...



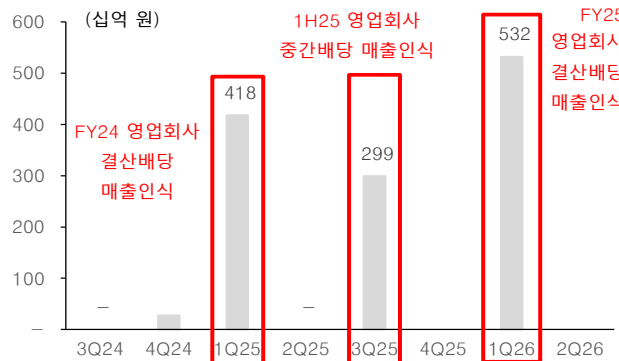
자료: 유안타증권 리서치센터, DART, 주: 별도기준 배당수익

HD 한국조선해양: 이는 결산배당과 중간배당으로 이루어져 있으며



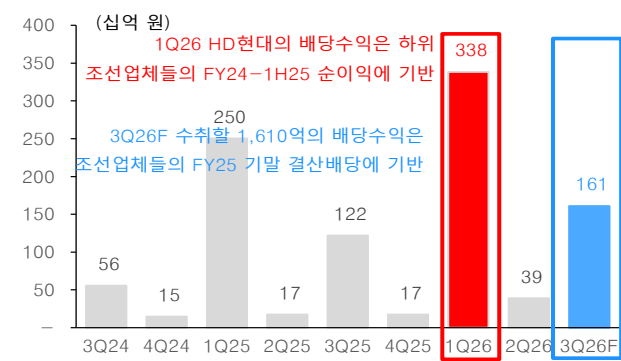
자료: 유안타증권 리서치센터, DART, 주: 별도기준 배당수익

HD 한국조선해양: 배당수익의 출처를 뜯어보면 다음과 같고...



자료: 유안타증권 리서치센터, DART, 주: 별도기준 배당수익

결국 HD 현대 입장에서는 영업회사의 이익이 배당으로 오기까지 시차가 존재



자료: 유안타증권 리서치센터, DART, 주: 별도기준 배당수익

다소 복잡해 보일 수 있으나, 요약하자면 “HD현대 입장에서는 영업 조선업체들의 배당을 누릴 수 있는 기회가 아직 많이 남아있다”는 점이다. 아래의 표와 같이 영업회사의 순이익이 한국조선해양으로, 그리고 한국조선해양의 배당수익이 다시 한 번 HD현대의 배당수익으로 인식되는데 걸리는 시차로 인해 영업회사의 이익이 본격 확대되고 있는 현재 HD한국조선해양의 자사주 매입 및 소각 유인은 점점 더 강해지고 있다고 판단한다.

HD 현대그룹 내에서 발생하는 이익과 배당의 흐름간 시차

영업회사 순이익	영업회사→한조양	한조양→HD 현대	HD 현대 수익인식
FY24	1Q25 결산배당	FY25 결산배당	1Q26
1H25	3Q25 중간배당	FY25 결산배당	1Q26
FY25 잔여이익	1Q26 결산배당	FY26 중간배당	3Q26F
1H26	3Q26 중간배당	FY26 결산배당	1Q27F

자료: 유안타증권 리서치센터

주주환원, 왜 자사주 매입소각 유인이 더 클까?

(이하 내용은 산업자료 7p 부분과 동일하다). 한국조선해양은 현대중공업 지분을 이미 높은 수준(69%)으로 보유하고 있다(삼호 또한 97% 보유). 반면 HD 현대의 한국조선해양 지분율은 35%에 불과하다. 결국 현재 구조에서 현금흐름의 병목은 한국조선해양 → 영업회사가 아니라 HD 현대 → 한국조선해양에서 발생한다.

예를 들어 현대중공업이 주주에게 현금 100원을 배당한다면, 한국조선해양이 69원을 수취하나 결국 HD 현대에 귀속되는 것은 약 24원이다. 현대중공업(혹은 현대삼호)가 아무리 많은 배당을 지급해도 HD 현대의 한국조선해양 지분율이 그대로라면, 상당 부분은 오너가 아닌 한국조선해양 주주에게 귀속된다.

따라서 HD 현대의 장기적인 배당수취 확대 방법은 두 가지다. 하나는 한국조선해양이 배당하는 금액을 크게 늘리는 것이고, 다른 하나는 HD 현대가 한국조선해양의 지분율을 높이는 것이다. 전자가 배당액을 키우는 것이라면 후자는 배당에 대한 소유권을 키우는 것이다.

승계가 장기간 진행된다는 전제에서는 후자가 더 흥미롭다. 한국조선해양의 지분율을 높여 놓으면 당장 HD 현대의 DPS를 공격적으로 끌어올리지 않더라도(다시 말해, “HD 현대의 적극적 주주환원에 기반한 주가 상승=증여세 부담”을 높이지 않더라도) 향후 한국조선해양에서 발생하는 모든 현금흐름에 대한 배당 청구권은 영구적으로 증가한다. 배당성향은 매년 바뀔 수 있지만 지분율 상승은 이후의 모든 이익과 배당에 영향을 미친다. 현재의 주주환원을 크게 늘리지 않으면서 미래의 주주환원 여력을 확대할 수 있는 방법이다.

현대중공업 지분: 지켜야 할 지분인가, 활용할 자산인가

이 지점에서 한국조선해양이 보유한 현대중공업 지분을 다르게 바라볼 수 있다. 한국조선해양은 현대중공업에 대해 이미 높은 지분율 (69%)을 가지고 있는데, **지배구조 전체의 자본효율성**을 생각하면 지분율이 무조건 높을수록 좋은 것은 아니다.

자회사에 대한 지분은 크게 두 가지 가치를 갖는다. 하나는 경영권을 유지하는 지배력의 가치이고, 다른 하나는 자회사 이익과 현금흐름을 가져가는 경제적 가치다. 이미 안정적인 경영권을 확보하고 있는 상황에서 추가 지분의 지배력 측면 한계가치는 낮아지는 반면, 상장된 현대중공업 지분은 시장에서 상당한 가치로 평가되는 유동자산이기도 하다.

따라서 한국조선해양이 현대중공업 지분을 지금처럼 높은 수준으로 보유하는 것이 그룹 전체 관점에서 최적의 자본배분인지 질문해볼 필요가 있다. 경영권에 영향을 주지 않는 범위에서 현대중공업 지분 일부를 유동화한다면 한국조선해양은 상당한 현금을 확보할 수 있다. 중요한 것은 확보한 현금을 쌓아두거나 배당하는 것이 아니라, HD 현대의 그룹내 자본배분 효율성을 강화하는 데 활용할 수 있다는 점이다.

현대중공업: 지분 유동화 히스토리

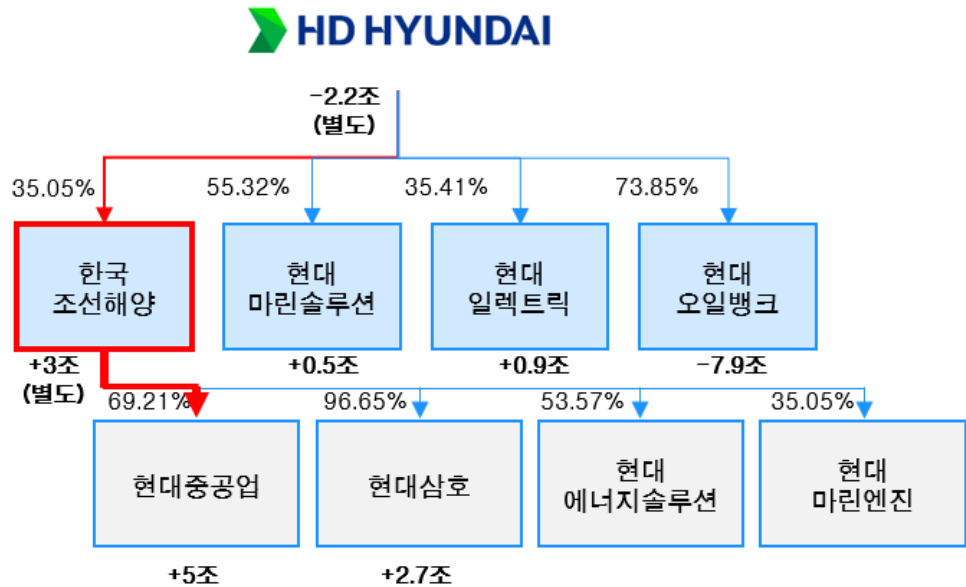
공시일	방식	종류	주식수	비율	교환가액(원)	규모
2024년 05월 17일	시간외대량매매	블록딜	2,663,000	2.83%	131,300	3,497억원
2025년 02월 25일	EB 발행	무기명식 무보증 사모 교환사채	1,730,576	1.95%	346,705	6,000억원
2026년 04월 01일	해외 EB 발행	무보증 선순위 해외 교환사채	4,534,814	4.32%	523,125	2조3,723억원

자료: 유안타증권 리서치센터, DART

한조양이 보유한 현대중공업 지분: 유동성의 화수분?

가장 직관적인 방법은 HD 현대가 직접 한국조선해양 주식을 매입하는 것이나, 이는 HD 현대가 대규모 현금을 마련해야 한다는 문제가 있다 (HD 현대 순차입금 2.2조 상태로 실현 가능성 낮음). 보다 효율적인 방법은 한국조선해양 자체의 자본구조를 변화시키는 것이다.

1H26 기준 HD 현대그룹 주요 계열사별 현금시재



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

가령 한국조선해양이 현대중공업 지분 일부 (5%)를 매각해 현금을 확보하고 자기주식 (10%)를 매입 후 소각한다면, HD 현대의 한국조선해양 지분율은 약 38.9%까지 상승한다. 이 경우 향후 한국조선해양이 지급하는 배당을 통해 HD 현대에 귀속되는 몫은 약 11% 증가하게 된다.

현중 지분 유동화 이후 한조양 자사주 매입소각시 손익 시나리오

현대중공업 지분 유동화를 통한 HD 현대의 간접적 한국조선해양 지분확대 시나리오에서 발생하는 가장 큰 반론은 한국조선해양이 현대중공업 지분을 팔면 현대중공업에서 받는 배당도 감소한다는 것이다. 그러나 아래와 같은 시나리오 분석에 따르면 HD 현대 입장의 손실은 매우 제한적이다.

시나리오 전제 1

구분	HD 현대	HD 한국조선해양	HD 현대중공업	단위
시가총액	16,747	25,018	47,810	십억원
연간 총배당금	-	1,500	1,000	십억원

자료: 유안타증권 리서치센터

현재의 시가총액 기준으로, HD 한국조선해양의 연간 배당금 규모가 현대중공업 대비 50% 높다고 가정한다. 실제로 FY25 사업연도 귀속 배당지급액은 HD 한국조선해양 8,700억, HD 현대중공업 5,670억으로 약 53% 정도 높았다.

시나리오 전제 2

HD 현대중공업 지분 매각 규모	5%	HD 한국조선해양이 매각하는 HD 현대중공업 지분을
HD 현대중공업 지분 매각 할인/프리미엄	-9%	현재 시가총액 대비 매각가격 조정
HD 한국조선해양 자사주 매입, 소각 규모	10%	기초 발행주식수 대비 매입, 소각 비율
HD 한국조선해양 자사주 매입 프리미엄	10%	현재 시가총액 대비 평균 매입가격 조정

자료: 유안타증권 리서치센터

보수적 기준 적용을 위해, 현대중공업의 지분 매각에는 블록딜 진행시 일반적으로 적용되는 9% 수준의 할인을 적용하고, 한국조선해양 자사주 매입에는 10% 수준의 할증을 적용한다.

한국조선해양의 현대중공업 지분 5% 매각 후 자사주 10% 매입 및 소각 전후 시나리오

지표	거래 전	거래 후
HD 현대 → HD 한국조선해양 지분율	35.1%	38.9%
HD 한국조선해양 → HD 현대중공업 지분율	69.2%	64.2%
HD 현대의 HD 현대중공업 실질 지분율	24.3%	25.0%
HD 한국조선해양 배당금	1,500	1,500
HD 현대의 HD 한국조선해양 배당수취액	526	584
HD 현대중공업 배당금	1,000	1,000
HD 한국조선해양의 HD 현대중공업 배당수취액	692	642
HD 현대의 HD 현대중공업 실질 배당수취액	(한조양 배당에 포함)243	(한조양 배당에 포함)250

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 금액의 단위는 십억 원

그럼에도, HD 현대가 한국조선해양으로부터 수취하는 배당의 규모는 증가한다. 즉 현대중공업의 지분 유동화로 인한 배당수취액 감소보다 한국조선해양 지분을 확대로 인한 배당수취액 확대 효과가 크다 (해당 거래로 인해 5,770억 원의 현금시재 감소가 발생한다).

현대중공업 지분매각율과 HD 한국조선해양 자사주 매입소각율에 따른 한국조선해양의 현금시재 변화

(십억 원)	0%	5%	10%	15%	20%
0%	0	(1,376)	(2,752)	(4,128)	(5,504)
3%	1,305	(71)	(1,447)	(2,823)	(4,199)
5%	2,175	799	(577)	(1,953)	(3,329)
10%	4,351	2,975	1,599	223	(1,153)
15%	6,526	5,150	3,774	2,398	1,022

자료: 유안타증권 리서치센터, 주:X 측은 한국조선해양 자사주 매입소각규모, Y 측은 현대중공업 지분 매각규모

핵심은, 중장기 증여와 한국조선해양 산하 자회사로부터의 +α

앞서 언급한 HD 현대그룹의 승계가 중장기적으로 진행된다는 점을 염두에 둔다면, 이와 같은 한국조선해양 지분을 확대는 단순한 1년 배당수익 계산을 넘어서는 이점을 지니고 있다. HD 현대가 한국조선해양 지분율을 높인다는 것은 현대중공업뿐 아니라 **한국조선해양이 보유하고 있는 다른 조선, 엔진 관련 자산과 현금, 향후 발생하는 전체 현금흐름에 대한 경제적 권리를 함께 높이는 것이다.**

따라서 해당 거래 시나리오의 본질은 현대중공업 지분율이 몇 %p 낮아졌느냐가 아니다. 현대중공업에 대한 경영권을 안정적으로 유지하면서도 HD 현대에 귀속되는 중장기 현금흐름 비중을 얼마나 확대할 수 있느냐가 중요하다.

그리고 반드시 **현대중공업 지분 매각 → 한국조선해양 자사주 소각**이라는 특정 거래만을 상정할 필요도 없다. HD 현대의 한국조선해양 지분율을 높이는 방법은 직접 지분매입을 포함해 여러 형태가 존재할 수 있다. 당사가 중요하게 보는 것은 거래의 형태를 맞추는 것이 아니라 자본배분이 어느 방향으로 움직이는 것이 경제적으로 합리적인가이다.

HD 한국조선해양 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	25,539	29,933	34,471	36,598	37,981
매출원가	22,943	24,605	26,391	26,698	28,471
매출충이익	2,595	5,328	8,080	9,900	9,510
판관비	1,161	1,424	1,690	1,764	1,944
영업이익	1,434	3,904	6,389	8,135	7,566
EBITDA	1,960	4,488	6,983	8,738	8,178
영업외손익	389	-338	1,081	706	504
외환관련손익	858	-278	1,020	520	200
이자손익	7	96	217	342	460
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-477	-157	-157	-157	-157
법인세비용차감전순이익	1,823	3,566	7,471	8,841	8,070
법인세비용	368	638	1,942	2,299	2,098
계속사업순이익	1,455	2,928	5,528	6,542	5,972
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,455	2,928	5,528	6,542	5,972
지배지분순이익	1,172	2,168	4,094	4,844	4,422
포괄순이익	1,275	3,196	5,796	6,810	6,240
지배지분포괄이익	1,055	2,356	4,273	5,021	4,600

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	4,289	4,422	7,998	10,845	11,114
당기순이익	1,455	2,928	5,528	6,542	5,972
감가상각비	504	556	568	579	589
외환손익	0	0	-1,020	-520	-200
중속, 관계기업관련손익	61	8	0	0	0
자산부채의 증감	2,369	-143	448	472	383
기타현금흐름	-100	1,073	2,474	3,772	4,370
투자활동 현금흐름	-1,233	-3,604	-1,109	-1,031	-997
투자자산	74	-9	-130	-100	-64
유형자산 증가 (CAPEX)	-891	-947	-700	-700	-700
유형자산 감소	24	32	0	0	0
기타현금흐름	-440	-2,680	-279	-231	-233
재무활동 현금흐름	-2,359	-792	645	1,922	506
단기차입금	413	-783	-31	-40	-29
사채 및 장기차입금	-89	-846	0	0	0
자본	140	417	0	0	0
현금배당	-1	-715	-460	826	-601
기타현금흐름	-2,821	1,136	1,136	1,136	1,136
연결범위변동 등 기타	2	-1	-4,042	-7,883	-7,465
현금의 증감	699	25	3,491	3,853	3,158
기초 현금	3,018	3,717	3,742	7,234	11,086
기말 현금	3,717	3,742	7,234	11,086	14,244
NOPLAT	1,434	3,904	6,389	8,135	7,566
FCF	3,398	3,475	7,298	10,145	10,414

자료: 유안타증권

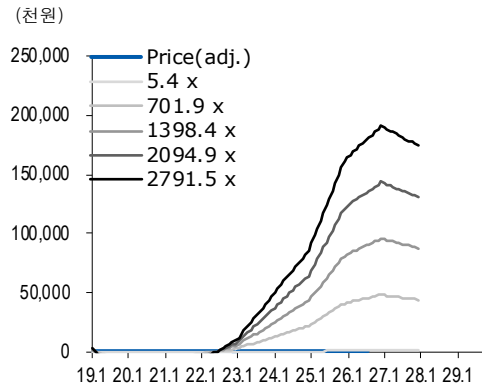
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	20,431	23,424	27,619	32,118	35,946
현금및현금성자산	3,717	3,742	7,234	11,086	14,244
매출채권 및 기타채권	1,634	1,803	1,970	2,042	2,091
재고자산	2,232	2,766	2,849	2,906	3,016
비유동자산	16,288	16,118	16,354	16,551	16,704
유형자산	11,111	12,025	12,157	12,278	12,389
관계기업 등 지분관련 자산	257	206	223	240	250
기타투자자산	1,916	1,391	1,505	1,587	1,642
자산총계	36,719	39,542	43,973	48,669	52,650
유동부채	19,325	20,011	19,071	18,001	17,571
매입채무 및 기타채무	3,884	4,315	4,703	4,985	5,174
단기차입금	187	97	97	97	97
유동성장기부채	375	155	155	155	155
비유동부채	3,238	2,623	2,657	2,674	2,684
장기차입금	202	40	40	40	40
사채	652	752	752	752	752
부채총계	22,563	22,634	21,728	20,675	20,255
지배지분	11,099	13,286	17,188	21,239	24,091
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,600	3,017	3,017	3,017	3,017
이익잉여금	15,084	16,668	20,301	24,085	26,669
비지배지분	3,056	3,622	5,057	6,755	8,305
자본총계	14,156	16,908	22,245	27,994	32,395
순차입금	-1,533	-5,200	-8,876	-12,875	-16,169
총차입금	5,306	3,677	3,646	3,606	3,577

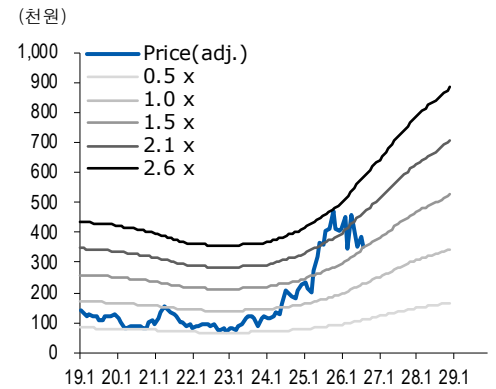
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	16,565	30,639	57,840	68,450	62,482
BPS	156,961	187,883	243,058	300,351	340,673
EBITDAPS	27,692	63,415	98,670	123,469	115,548
SPS	360,851	422,946	487,058	517,113	536,657
DPS	5,100	3,200	13,500	24,000	28,000
PER	9.5	9.9	6.1	5.2	5.7
PBR	1.0	1.6	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.5	4.4	3.0	2.2	2.1
PSR	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	19.9	17.2	15.2	6.2	3.8
영업이익 증가율 (%)	408.1	172.3	63.6	27.3	-7.0
지배순이익 증가율 (%)	428.8	85.0	88.8	18.3	-8.7
매출총이익률 (%)	10.2	17.8	23.4	27.0	25.0
영업이익률 (%)	5.6	13.0	18.5	22.2	19.9
지배순이익률 (%)	4.6	7.2	11.9	13.2	11.6
EBITDA 마진 (%)	7.7	15.0	20.3	23.9	21.5
ROIC	13.7	39.1	51.7	56.0	46.2
ROA	3.4	5.7	9.8	10.5	8.7
ROE	11.2	17.8	26.9	25.2	19.5
부채비율 (%)	159.4	133.9	97.7	73.9	62.5
순차입금/자기자본 (%)	-13.8	-39.1	-51.6	-60.6	-67.1
영업이익/금융비용 (배)	7.0	24.6	49.4	63.5	59.6

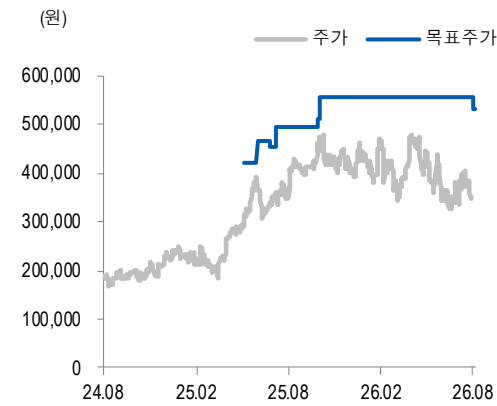
P/E band chart



P/B band chart



HD 한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-08-25	BUY	532,000	1년		
2025-10-28	BUY	555,000	1년	-26.49	-13.60
2025-10-22	BUY	511,000	1년	-10.89	-7.44
2025-08-01	BUY	494,000	1년	-19.78	-11.23
2025-07-21	BUY	453,000	1년	-23.39	-20.75
2025-06-25	BUY	466,000	1년	-28.06	-21.46
2025-05-28	BUY	420,000	1년	-17.46	-6.67
2025-02-25	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-08-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김용민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.