2025. 7. 4

▲ 조선/기계
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

HD현대미포 010620

2Q25 Preview: 환율관련 실적 우려는 기우

- ✓ 2분기 영업이익은 767억으로 추정, 컨센서스 대비 -4.4%로 부합 수준
  - 전분기 대비 평균 환율이 48.6원 하락하며, 직전 추정치 대비 2.7% 하향 조정
- ✓ 환율 가정과의 오차에 따라 영업이익 추정치를 소폭 조정됐을 뿐, MR탱커 중심으로 믹스 개선되며 구조적인 수익성 개선에는 이상무
- ✓ 2025~27년 환율 가정치 변경하며, 적정주가를 9.5% 상향 조정
  - 적정주가 230,000원

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**230,000 원**
현재주가 (7.3)	**183,400 원**
상승여력	**25.4%**
KOSPI	3,116.27pt
시가총액	73,254억원
발행주식수	3,994만주
유동주식비율	56.97%
외국인비중	22.47%
52주 최고/최저가	211,000원/91,800원
평균거래대금	709.7억원
주요주주(%)	
에이치디한국조선해양 외 2 인	42.84
국민연금공단	10.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	43.4	99.8
상대주가	-18.0	12.4	79.1

주가그래프

영업이익은 컨센서스 부합, 환율 반영해서 직전 추정치대비 2.7% 하향

2분기 매출액은 1조 3,381억원(YoY +18.5%, QoQ +13.0%)로 추정한다. 영업이익은 767억원(YoY +340.3%, QoQ +12.0%), 영업이익률은 +5.7%(YoY +4.2%p, QoQ -0.1%p)이다. 당초 예상했던 2분기 가정보다 낮아진 원/달러 환율을 반영하며 영업이익 추정치가 2.7% 하향 조정됐다. 다만, 3개월 영업이익 컨센서스에는 부합할 수 있다고 추정한다.

3분기에 1척을 제외하면, 저수익성으로 지목된 피더컨테이너선 일감은 해소될 예정이며, 믹스개선이 2027년까지 지속될 전망이다. 2027년에는 새로운 먹거리이자 고수익성인 LNG벙커링선을 연간 12척~14척씩 건조할 수 있기 때문이다. 즉, 2025년 하반기는 저수익성 일감 해소가 수익성을 개선한다면 2026~27년은 LNG벙커링선이 수익성 개선을 견인할 전망이다.

적정주가는 230,000원으로 상향 조정

3 거래일 만에 주가 낙폭 13.8%라는 결과는, 원/달러 환율 하락을 두고 실적 우려가 심화된 결과로 해석한다. 2분기 영업이익 컨센서스보다 4.4% 낮은 수준으로 추정하지만 오차범위 내 부합 수준이며, 하반기 ~ 2027년까지 수익성 개선을 기대하는 상황에서는 낙폭이 과하다고 판단한다.

2027년 예상 ROE 20.7%, 예상 영업이익률 +9.9%는 국내 대형 조선소에 준하는 수준이다. 2027년 원/달러 환율 가정을 1,370원/달러에서 1,420원/달러로 변경하며 실적 추정에 근거한 Implied PBR 3.0배를 도출했다. 적정주가를 230,000원으로 상향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	4,039.1	-152.9	-142.9	-3,579	220.6	49,324	-23.7	1.7	-44.4	-7.0	143.6
2024	4,630.1	88.5	105.5	2,642	-173.8	51,278	50.8	2.6	34.3	5.3	142.5
2025E	5,070.7	305.5	235.3	5,892	123.0	55,749	31.1	3.3	19.7	11.0	114.6
2026E	6,274.5	566.6	436.4	10,925	85.4	65,087	16.8	2.8	11.4	18.1	121.4
2027E	7,783.8	770.6	589.4	14,755	35.1	77,421	12.4	2.4	8.2	20.7	122.5

표1 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,338.1**	1,129.1	18.5	1,183.8	13.0	1,307.8	2.3	1,266.2	5.7
영업이익	**76.7**	17.4	340.3	68.5	12.0	78.8	-2.7	80.2	-4.4
세전이익	**80.5**	35.6	126.3	59.8	34.6	82.6	-2.5	82.4	-2.2
지배주주 순이익	**60.4**	27.4	120.6	49.0	23.2	62.0	-2.5	60.2	0.3
영업이익률(%)	**5.7%**	1.5%		5.8%		6.0%		6.3%	
세전이익률(%)	**6.0%**	3.2%		5.1%		6.3%		6.5%	
순이익률(%)	**4.5%**	2.4%		4.1%		4.7%		4.8%	

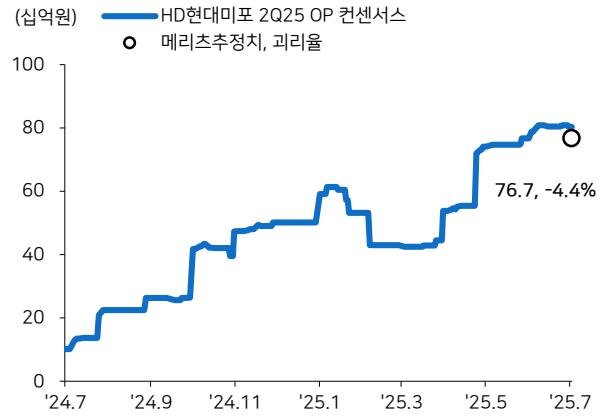
자료: HD현대미포, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**5,070.7**	4,630.0	9.5	4,982.7	1.8	5,065.7	0.1
영업이익	**305.5**	88.5	245.1	306.6	-0.4	338.3	-9.7
세전이익	**308.3**	146.2	110.8	309.4	-0.4	334.3	-7.8
지배주주 순이익	**235.3**	105.5	123.0	236.2	-0.4	246.9	-4.7
영업이익률(%)	**6.0%**	1.9%		6.2%		6.7%	
세전이익률(%)	**6.1%**	3.2%		6.2%		6.6%	
순이익률(%)	**4.6%**	2.3%		4.7%		4.9%	

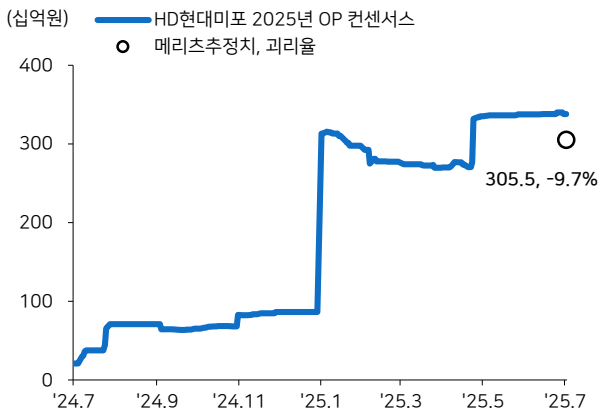
자료: Quantiwise, HD현대미포, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익 컨센서스 대비 -4.4% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익 컨센서스 대비 -43.9% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 HD현대미포의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
COE(%)	**6.7**	**7.2**	**7.1**	**7.0**	**6.8**
RiskFree	3.2	3.0	2.4	2.3	2.2
Risk Premium	3.9	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	**-7.0**	**5.3**	**11.0**	**18.1**	**20.7**
BPS(원)	**49,324**	**51,278**	**55,749**	**65,087**	**77,421**
Implied PBR = (ROE-g)/(COE-g)					**3.0**
Fair Value(원)					**230,000**

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2022	2023	2024
원/달러	1,452.7	1,404.0	1,390.0	1,400.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,420.0	1,290.4	1,305.5	1,356.8
(% YoY)	9.3%	4.6%	2.3%	0.2%	-2.2%	1.1%	2.2%	1.4%	13.1%	1.2%	3.9%
건조선가지표(p)	46.9	49.6	54.0	56.6	58.1	58.3	56.7	54.9	39.1	38.1	40.9
(% YoY)	21.9%	24.1%	29.8%	29.7%	24.0%	17.7%	5.0%	-3.1%	-0.4%	-2.4%	7.3%
한국후판가격(달러/톤)	619.8	645.0	653.1	661.1	669.2	677.2	685.3	708.5	896.2	833.4	660.1
(% YoY)	-8.4%	-1.6%	-1.6%	2.6%	8.0%	5.0%	4.9%	7.2%	0.5%	-7.0%	-20.8%
매출액	**1,183.8**	**1,338.1**	**1,274.4**	**1,274.4**	**1,511.0**	**1,639.0**	**1,485.4**	**1,639.0**	**3,716.9**	**4,039.1**	**4,630.0**
(% YoY)	18.3%	18.5%	18.3%	-10.4%	27.6%	22.5%	16.6%	28.6%	28.7%	8.7%	14.6%
영업이익	**68.5**	**76.7**	**77.3**	**83.0**	**139.1**	**150.7**	**134.0**	**142.8**	**-109.1**	**-152.9**	**88.5**
(% YoY)	흑전	340.3%	119.2%	77.0%	103.1%	96.4%	73.4%	72.0%	적지	적지	흑전
영업이익률	5.8%	5.7%	6.1%	6.5%	9.2%	9.2%	9.0%	8.7%	-2.9%	-3.8%	1.9%
세전이익	**59.8**	**80.5**	**81.1**	**86.8**	**142.9**	**154.5**	**137.8**	**146.6**	**-63.2**	**-156.9**	**146.2**
(% YoY)	1,711.3%	126.3%	2753.6%	-16.9%	138.9%	91.8%	69.9%	68.9%	적지	적지	흑전
지배주주순이익	**49.0**	**60.4**	**60.8**	**65.1**	**107.2**	**115.9**	**103.4**	**110.0**	**-44.6**	**-142.9**	**105.5**
(% YoY)	2,535.3%	120.6%	흑전	-14.8%	118.7%	91.8%	69.9%	68.9%	적지	적지	흑전

자료: HD현대미포, 메리츠증권 리서치센터

HD 현대미포 (010620)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**4,039.1**	**4,630.1**	**5,070.7**	**6,274.5**	**7,783.8**
매출액증가율(%)	8.7	14.6	9.5	23.7	24.1
매출원가	4,069.7	4,382.1	4,590.7	5,488.3	6,740.8
매출총이익	-30.7	247.9	480.0	786.2	1,043.0
판매관리비	122.2	159.4	174.5	219.6	272.4
영업이익	**-152.9**	**88.5**	**305.5**	**566.6**	**770.6**
영업이익률(%)	-3.8	1.9	6.0	9.0	9.9
금융손익	-63.8	-353.6	-22.3	10.2	19.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	59.8	411.3	25.1	5.0	-3.8
세전계속사업이익	-156.9	146.2	308.3	581.8	785.8
법인세비용	-17.9	33.0	70.2	145.5	196.5
당기순이익	**-139.0**	**113.3**	**238.0**	**436.4**	**589.4**
지배주주지분 순이익	-142.9	105.5	235.3	436.4	589.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-533.3**	**360.9**	**97.9**	**446.1**	**591.5**
당기순이익(손실)	-139.0	113.3	238.0	436.4	589.4
유형자산상각비	69.1	77.8	85.3	89.7	94.0
무형자산상각비	0.2	0.4	1.8	1.6	1.5
운전자본의 증감	-438.5	187.6	-242.5	-81.4	-93.2
투자활동 현금흐름	**-111.6**	**-149.2**	**-132.2**	**-178.4**	**-190.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-117.4	-144.6	-118.0	-134.0	-140.0
투자자산의감소(증가)	15.7	-158.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**463.7**	**-363.1**	**-132.0**	**-62.5**	**-160.7**
차입금의 증감	408.7	-45.5	-136.7	0.9	-64.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-180.1	-144.9	-165.8	205.2	239.8
기초현금	490.1	310.0	165.1	-0.7	204.5
기말현금	310.0	165.1	-0.7	204.5	444.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,799.4	2,786.6	2,565.1	3,504.4	4,585.1
현금및현금성자산	310.0	165.1	-0.7	204.5	444.3
매출채권	118.3	88.7	79.5	102.2	128.2
재고자산	230.2	270.8	242.6	312.0	391.5
비유동자산	2,109.7	2,322.3	2,338.2	2,380.9	2,425.3
유형자산	1,756.8	1,861.5	1,891.6	1,936.0	1,981.9
무형자산	14.7	20.9	19.7	18.0	16.5
투자자산	43.9	201.9	201.9	201.9	201.9
자산총계	**4,909.1**	**5,108.9**	**4,903.2**	**5,885.3**	**7,010.4**
유동부채	2,735.4	2,705.6	2,427.5	3,044.2	3,711.6
매입채무	323.5	354.9	317.9	408.8	513.0
단기차입금	474.2	159.2	143.8	103.8	23.8
유동성장기부채	4.3	0.0	3.0	7.0	7.0
비유동부채	158.5	296.9	190.6	183.0	148.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	95.7	80.0	-9.0	-21.0	-61.0
부채총계	**2,893.9**	**3,002.4**	**2,618.2**	**3,227.2**	**3,859.7**
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타포괄이익누계액	300.6	308.5	308.3	308.3	308.3
이익잉여금	1,428.4	1,498.6	1,677.3	2,050.3	2,542.9
비지배주주지분	45.1	58.3	58.4	58.4	58.4
자본총계	**2,015.2**	**2,106.4**	**2,285.1**	**2,658.1**	**3,150.7**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	101,123	115,919	126,951	157,088	194,876
EPS(지배주주)	-3,579	2,642	5,892	10,925	14,755
CFPS	-2,388	4,472	10,038	16,597	21,587
EBITDAPS	-2,094	4,173	9,829	16,471	21,683
BPS	49,324	51,278	55,749	65,087	77,421
DPS	0	710	1,589	2,425	3,540
배당수익률(%)	0.0	0.5	0.9	1.3	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	-23.7	50.8	31.1	16.8	12.4
PCR	-35.6	30.0	18.3	11.1	8.5
PSR	0.8	1.2	1.4	1.2	0.9
PBR	1.7	2.6	3.3	2.8	2.4
EBITDA(십억원)	-83.7	166.7	392.6	657.9	866.1
EV/EBITDA	-44.4	34.3	19.7	11.4	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.0	5.3	11.0	18.1	20.7
EBITDA 이익률	-2.1	3.6	7.7	10.5	11.1
부채비율	143.6	142.5	114.6	121.4	122.5
금융비용부담률	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	-11.1	4.5	30.4	61.4	92.2
매출채권회전율(x)	50.0	44.7	60.3	69.1	67.6
재고자산회전율(x)	15.5	18.5	19.8	22.6	22.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

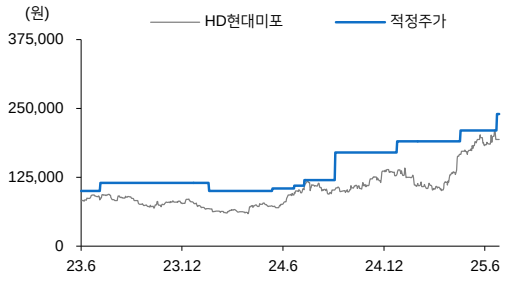
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 현대미포 (010620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.06.01	Indepth	Buy	100,000	배기연	-14.5	-7.2
2023.07.28	기업브리프	Buy	115,000	배기연	-30.2	-18.1
2024.02.07	기업브리프	Buy	100,000	배기연	-33.1	-21.8
2024.05.30	산업분석	Buy	105,000	배기연	-22.8	-8.9
2024.07.08	기업브리프	Buy	110,000	배기연	-8.9	-5.3
2024.07.26	기업브리프	Buy	120,000	배기연	-11.4	0.0
2024.09.19	산업분석	Buy	170,000	배기연	-31.8	-18.3
2025.01.07	산업브리프	Buy	190,000	배기연	-36.6	-12.4
2025.04.30	산업분석	Buy	210,000	배기연	-11.7	0.5
2025.07.04	기업브리프	Buy	230,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이