HD한국조선해양 (009540)

HD한국조선해양= 조선 + 지주회사

KB증권

더 많은 리포트 보기

2025년 9월 15일

조선/기계/방산 Analyst 정동익
newday@kbfg.com

목표주가 500,000원으로 상향조정, 투자의견 Buy 유지

HD한국조선해양의 12개월 목표주가를 기존 420,000원에서 500,000원 (12M Fwd. BVPS X Target P/B 2.38배)으로 19.0% 상향조정한다. 자회사들의 실적호조 전망에 따른 수익추정치와 적용 ROE 상향조정, 하우스차원의 시장위험 프리미엄 변경 (2Q25 5.19%→3Q25 6.00%), 12M Fwd. 기간변화, 무위험수익률의 대용치로 사용하고 있는 통안채 1년물 금리 및 베타의 변화 등도 반영했다. 목표주가 상향조정으로 전일 종가대비 20.0% (배당수익 포함시 22.4%)의 상승여력을 확보하여 투자의견은 기존 Buy를 유지한다.

지주회사들에 대한 재평가 움직임에 편승 가능할 전망

HD한국조선해양의 주가는 올해 2분기 이후 107.2% (9/12 종가 기준) 상승해 KOSPI 상승률 36.9%를 크게 상회했을 뿐 아니라 주요 조선주 중에서도 가장 성과가 좋았다. 그러나 이러한 주가상승에도 불구하고 주가강세가 연장될 수 있을 것으로 전망된다. 새 정부의 주식시장 부양의지에 따른 지주사들의 전반적인 리레이팅, 미국과의 조선산업 협력에 대한 기대감, 실적개선에 대한 기대감 등이 조선업종 주가 추가상승의 동인으로 작용할 가능성이 높다고 판단된다.

주가상승에도 불구하고 다른 조선사 대비 밸류에이션 메리트 여전

2025E 컨센서스 기준 HD한국조선해양의 P/B는 2.2배 수준에 그치고 있으나 HD현대중공업과 한화오션은 각각 6.6배와 5.9배, 삼성중공업과 HD현대미포도 각각 4.8배와 3.6배에 이른다. 지주회사라는 한계가 이러한 밸류에이션의 차이를 만들고 있으나 새정부의 상법개정 및 배당소득 분리과세 움직임 등과 관련해 지주사들에 대한 전반적인 재평가가 이루어지고 있는 만큼 HD한국조선해양의 밸류에이션 격차도 점차 완화될 수 있을 것으로 기대된다.

3분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망

3분기 실적 (K-IFRS 연결)은 매출액 7조 1,245억원 (+14.1% YoY), 영업이익 9,117억원 (+128.8% YoY, 영업이익률 12.8%)을 기록해 매출액과 영업이익 모두 컨센서스와 큰 차이가 없을 전망이다. 하계휴가 등 계절적 영향으로 전분기 대비 매출 및 이익 감소가 예상되나 건조선가 상승과 생산성 향상, 원자재가 하향안정 등의 영향으로 4분기에는 큰 폭의 실적성장이 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	500,000
Dividend yield* (%)	2.4
Total return (%)	22.4
현재가 (9/12, 원)	416,500
Consensus target price (원)	469,300
시가총액 (조원)	29.5

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

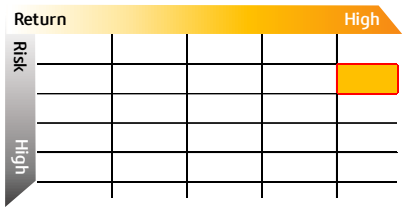
Trading Data

Free float (%)	63.2
거래대금 (3m, 십억원)	120.8
외국인 지분율 (%)	32.6
주요주주 지분율 (%)	에이치디현대 외 7 인 36.7
	국민연금공단 6.8

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.0	23.4	97.7	150.3
시장대비 상대수익률	9.8	5.8	48.2	85.3

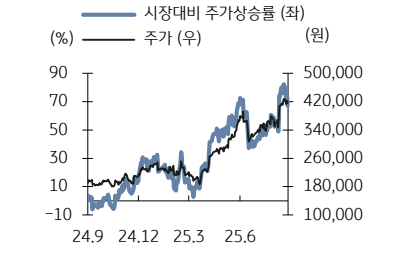
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

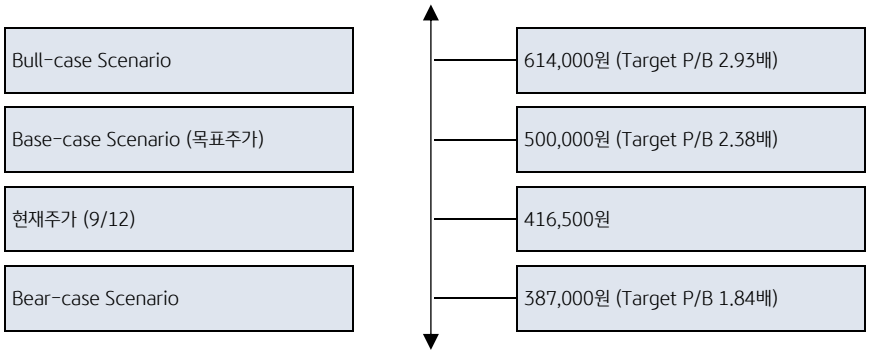
결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	25,539	29,655	34,159	36,681
영업이익 (십억원)	1,434	3,945	5,055	5,659
지배주주순이익 (십억원)	1,172	2,512	3,250	3,749
EPS (원)	16,565	35,493	45,915	52,975
증감률 (%)	428.7	114.3	29.4	15.4
P/E (x)	13.8	11.7	9.1	7.9
EV/EBITDA (x)	7.9	5.6	4.1	3.3
P/B (x)	1.5	2.3	1.9	1.6
ROE (%)	11.2	20.8	22.8	22.2
배당수익률 (%)	2.2	2.4	3.1	3.6

Stock Price & Relative Performance



자료: HD한국조선해양, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2025E 연결 신규수주 200~250억 달러
2) 국제유가 (WTI) 60~80달러 유지

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2025E 연결 신규수주 250억 달러 상회
2) WTI 80달러 및 해양수주 20억 달러 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2025E 연결 신규수주 200억 달러 하회
2) WTI 60달러 이하로 하락

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	29,193	33,268	29,655	34,159	1.6	2.7
영업이익	3,686	4,499	3,945	5,055	7.0	12.3
지배주주순이익	2,384	2,885	2,512	3,250	5.3	12.6

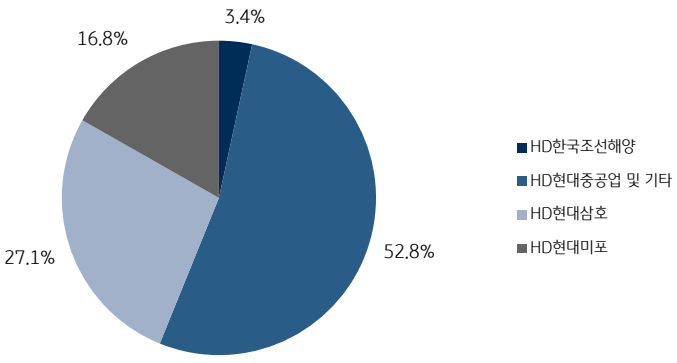
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	29,655	34,159	29,078	32,342	2.0	5.6
영업이익	3,945	5,055	3,761	4,902	4.9	3.1
지배주주순이익	2,512	3,250	2,229	3,133	12.7	3.7

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

매출액 구성 (2025E)



자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B Valuation

2) 목표주가 산정:
12M Fwd. BVPS 209,932원 x multiple 2.38배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
614,000원 ~ 387,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2025E P/E 14.1배, P/B 2.70배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+2.1	+1.6
금리 1%p 상승 시	+3.0	+3.2

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
HD한국조선해양	29,477	12.4	10.2	2.2	1.9	5.9	4.6	19.6	20.2	2.4	3.0
HD현대중공업	45,274	34.6	23.7	6.6	5.4	18.7	14.8	20.8	25.1	0.9	1.3
삼성중공업	19,360	34.0	23.8	4.8	4.0	20.1	14.6	14.6	18.5	0.7	0.9
HD현대미포	7,980	35.6	18.9	3.6	3.1	16.9	11.3	10.5	17.6	0.8	1.6

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), 블룸버그 컨센서스 (3M), KB증권

표 1. HD한국조선해양 목표주가 산정

(십억원, %, 배, 원)

구분	적정가치		비고
	변경 전 (6/12)	변경 후	
자기자본비용 (COE) (A= a+(b x c))	**7.45**	**8.18**	
무위험수익률 (a)	2.43	2.28	통안채 1 년물 금리 최근 3 개월 평균
시장위험 프리미엄 (b)	5.19	6.00	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	0.97	0.98	52 주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	13.32	16.73	실적 개선기 (2006~2011) 평균 20% 할인 (기존 30%)
영구성장률 (C)	2.00	2.00	Min(장기 유보율 50% X ROE, OECD+G20 장기 성장률)
Target P/B (D=(B-C) / (A-C))	**2.07**	**2.38**	
적정주주가치 (E=D X d)	**29,692**	**35,415**	
12M Fwd. 자본총계 (d)	14,312	14,858	
발행주식수 (e)	7,077	7,077	
주당주주가치(F=E/e)	419,538	500,405	
12 개월 목표주가(G≒F)	**420,000**	**500,000**	
현재가(H)	336,500	416,500	변경 후는 9/12 종가
상승여력(I= G/H)	24.8	20.0	
투자의견	Buy	**Buy**	

자료: HD한국조선해양, OECD, KB증권 추정

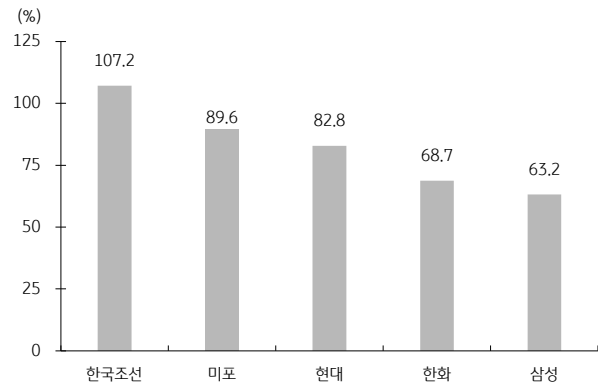
주: 시장위험프리미엄 6.00%는 WMI500 Total Return 8.36% - 통안채 1년 Total Return 2.36%

표 2. HD한국조선해양 분기별 실적추이와 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원, %)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E		증감률		차이
					KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	6,245.8	7,161.7	6,771.7	7,428.4	**7,124.5**	7,115.3	14.1	-4.1	0.1
영업이익	398.4	499.1	859.2	953.6	**911.7**	947.7	128.8	-4.4	-3.8
세전이익	216.9	900.8	799.2	545.9	**899.3**	827.4	314.6	64.7	8.7
순이익 (지배)	151.0	540.2	495.4	356.4	**526.3**	534.3	248.4	47.7	-1.5
영업이익률	6.4	7.0	12.7	12.8	**12.8**	13.3			
세전이익률	3.5	12.6	11.8	7.3	**12.6**	11.6			
순이익률 (지배)	2.4	7.5	7.3	4.8	**7.4**	7.5			

자료: HD한국조선해양, FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

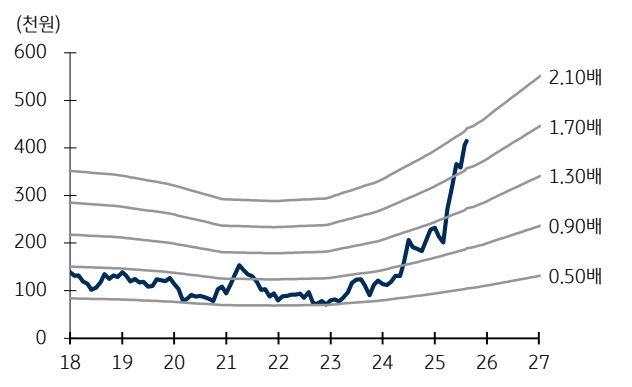
그림 1. 2분기 이후 주요 조선주 주가상승률 비교



자료: Quantiwise, KB증권

주: 3/31 대비 9/12 종가 기준

그림 2. 12M Fwd. P/B Band



자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	21,296	25,539	29,655	34,159	36,681
매출원가	20,248	22,943	24,338	27,583	29,419
매출총이익	1,048	2,595	5,317	6,575	7,262
판매비와관리비	766	1,161	1,372	1,521	1,603
영업이익	282	1,434	3,945	5,055	5,659
EBITDA	754	1,960	4,506	5,638	6,267
영업외손익	-290	389	156	281	425
이자수익	202	213	229	315	390
이자비용	194	206	153	116	49
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-298	382	80	82	85
세전이익	-8	1,823	4,100	5,336	6,084
법인세비용	-153	368	1,128	1,467	1,673
당기순이익	145	1,455	2,973	3,868	4,411
지배주주순이익	222	1,172	2,512	3,250	3,749
수정순이익	-228	-1,971	2,805	3,242	3,739

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	23.1	19.9	16.1	15.2	7.4
영업이익 성장률	흑전	408.1	175.1	28.1	12.0
EBITDA 성장률	1,049.3	159.9	129.9	25.1	11.2
지배기업순이익 성장률	흑전	428.8	114.3	29.4	15.4
매출총이익률	4.9	10.2	17.9	19.3	19.8
영업이익률	1.3	5.6	13.3	14.8	15.4
EBITDA이익률	3.5	7.7	15.2	16.5	17.1
세전이익률	0.0	7.1	13.8	15.6	16.6
지배기업순이익률	1.0	4.6	8.5	9.5	10.2

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,082	4,289	5,520	4,343	5,034
당기순이익	145	1,455	2,973	3,868	4,411
유무형자산상각비	472	526	561	584	609
기타비현금손익 조정	-38	-141	1,128	1,467	1,673
운전자본증감	1,510	2,369	1,658	-109	14
매출채권감소 (증가)	-373	-3	-54	-200	-112
재고자산감소 (증가)	199	-126	-239	-261	-89
매입채무증가 (감소)	332	265	-9	292	187
기타운전자본증감	1,351	2,233	1,960	61	29
기타영업현금흐름	-7	80	-799	-1,467	-1,673
투자활동 현금흐름	-1,267	-1,233	-886	-863	-868
유형자산투자감소 (증가)	-798	-866	-1,302	-800	-800
무형자산투자감소 (증가)	-60	-58	-43	-35	-35
투자자산감소 (증가)	-101	76	-9	-9	-10
기타투자현금흐름	-308	-385	469	-19	-24
재무활동 현금흐름	-485	-2,359	-1,646	-1,243	-1,655
금융부채 증감	-33	-35	-75	-350	-750
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-3	-1	-361	-707	-919
기타재무현금흐름	-449	-2,323	-1,210	-186	14
기타현금흐름	-8	2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	321	699	2,988	2,237	2,510
기말현금	3,018	3,717	6,706	8,942	11,452
잉여현금흐름 (FCF)	1,283	3,422	4,218	3,543	4,234
순현금흐름	577	3,131	3,885	2,587	3,260
순현금 (순차입금)	639	3,771	7,656	10,242	13,502

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	32,243	36,719	38,968	42,099	45,225
유동자산	17,735	20,431	23,448	26,294	29,161
현금 및 현금성자산	3,018	3,717	6,706	8,942	11,452
단기금융자산	1,604	1,928	2,750	2,750	2,750
매출채권	1,049	1,264	1,318	1,518	1,630
재고자산	2,006	2,232	2,471	2,733	2,822
기타유동자산	10,058	11,289	10,203	10,351	10,506
비유동자산	14,507	16,288	15,521	15,805	16,064
투자자산	765	623	633	642	652
유형자산	10,504	11,111	11,884	12,133	12,357
무형자산	191	375	386	388	391
기타비유동자산	3,049	4,179	2,618	2,641	2,665
부채총계	19,872	22,563	22,350	22,520	22,154
유동부채	17,498	19,325	20,285	20,641	20,761
매입채무	1,915	2,247	2,238	2,530	2,717
단기금융부채	2,220	562	600	450	200
기타유동부채	13,363	16,516	17,447	17,660	17,844
비유동부채	2,375	3,238	2,065	1,879	1,393
장기금융부채	1,763	1,313	1,200	1,000	500
기타비유동부채	612	1,925	865	879	893
자본총계	12,370	14,156	16,618	19,579	23,071
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600	2,600
기타자본항목	-8,610	-8,609	-8,609	-8,609	-8,609
기타포괄손익누계액	1,326	1,671	1,521	1,321	1,321
이익잉여금	14,374	15,084	17,235	19,778	22,607
지배지분 계	9,904	11,099	13,101	15,443	18,273
비지배지분	2,466	3,056	3,517	4,136	4,798

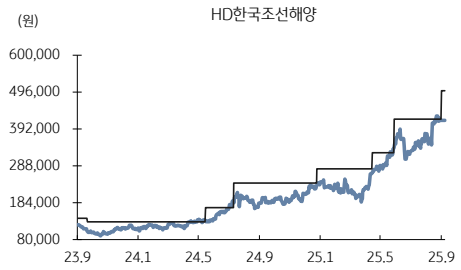
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	38.6	13.8	11.7	9.1	7.9
P/B	0.9	1.5	2.3	1.9	1.6
P/S	0.4	0.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.8	7.9	5.6	4.1	3.3
EV/EBIT	36.8	10.8	6.4	4.6	3.7
배당수익률	0.0	2.2	2.4	3.1	3.6
EPS	3,133	16,565	35,493	45,915	52,975
BVPS	139,936	156,831	185,109	218,206	258,192
SPS (주당매출액)	300,908	360,851	419,008	482,650	518,292
DPS (주당배당금)	0	5,100	10,000	13,000	15,000
배당성향 (%)	0.0	30.8	28.2	28.3	28.3
수익성지표					
ROE	2.3	11.2	20.8	22.8	22.2
ROA	0.5	4.2	7.9	9.5	10.1
ROIC	3.0	10.3	19.1	21.2	21.2
안정성지표					
부채비율	160.7	159.4	134.5	115.0	96.0
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
이자보상배율 (배)	1.5	7.0	25.8	43.6	115.5
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	24.7	22.1	23.0	24.1	23.3
매입채무회전율	12.1	12.3	13.2	14.3	14.0
재고자산회전율	10.1	12.1	12.6	13.1	13.2

자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)



HD한국조선해양 (009540)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-08-04	Buy	정동익	140,000	-15.79	
23-10-05	Buy	정동익	130,000	-12.37	5.92
24-05-29	Buy	정동익	170,000	-9.36	11.59
24-07-25	Buy	정동익	240,000	-18.08	-1.88
25-01-08	Buy	정동익	280,000	-19.86	-4.82
25-04-29	Buy	정동익	325,000	-8.68	3.54
25-06-12	Buy	정동익	420,000	-13.48	2.02
25-09-15	Buy	정동익	500,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.