# HD한국조선해양 (009540)

## 지분가치 상승과 북미 진출 기대감

**BUY (유지)**

**목표주가(12M) 570,000원(상향)**
**현재주가(11.03) 479,500원**

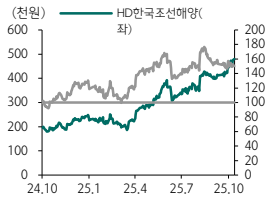
**Key Data**

| | |
|---|---|
| KOSPI 지수 (pt) | 4,221.87 |
| 52주 최고/최저(원) | 479,500/180,000 |
| 시가총액(십억원) | 33,935.7 |
| 시가총액비중(%) | 0.98 |
| 발행주식수(천주) | 70,773.1 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 275.4 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 112.1 |
| 외국인지분율(%) | 32.70 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 에이치디현대 외 7 인 | 36.65 |
| 국민연금공단 | 6.80 |

**Consensus Data**

| | 2025 | 2026 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 29,084.8 | 32,645.9 |
| 영업이익(십억원) | 3,834.8 | 4,959.7 |
| 순이익(십억원) | 2,688.5 | 3,797.1 |
| EPS(원) | 31,921 | 45,539 |
| BPS(원) | 182,505 | 217,084 |

**Stock Price**




**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 21,296.2 | 25,538.6 | 30,224.4 | 35,686.5 |
| 영업이익 | 282.3 | 1,434.1 | 4,132.0 | 6,354.4 |
| 세전이익 | (8.0) | 1,822.7 | 3,679.1 | 5,874.4 |
| 순이익 | 221.7 | 1,172.3 | 2,339.9 | 3,744.4 |
| EPS | 3,133 | 16,565 | 33,062 | 52,907 |
| 증감율 | 흑전 | 428.73 | 99.59 | 60.02 |
| PER | 38.59 | 13.76 | 14.50 | 9.06 |
| PBR | 0.86 | 1.45 | 2.56 | 2.11 |
| EV/EBITDA | 14.52 | 9.01 | 0.62 | 0.25 |
| ROE | 2.26 | 11.16 | 19.21 | 25.53 |
| BPS | 140,085 | 156,980 | 187,452 | 227,270 |
| DPS | 0 | 5,100 | 9,900 | 15,900 |

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

하나증권 리서치센터

### 목표주가 570,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

HD한국조선해양 목표주가 570,000원으로 기존대비 26.7% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 상장사 주가 상승에 따른 보유 지분가치 증분과 비상장사 멀티플 상향을 반영하여 산정했다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. HD현대중공업과 HD현대미포 합병 이후 통합 법인에 대한 지배력이 유효하기 때문에 국내 조선사 실적 개선에 비례하는 DPS 우상향이 가능하다. 지분가치 상승으로 인한 NAV 증가에 더해 해외 사업에서도 북미 진출 전략의 핵심으로 기능하는 점에 주목할 필요가 있다. 2026년 추정치 기준 PER 9.1배, PBR 2.1배다.

### 3Q25 영업이익 10,538억원(QoQ +10.5%)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액은 7.6조원으로 전분기대비 2.1% 증가했다. 평균 환율이 하락하고 조업일수가 감소했지만 선가 상승과 건조 Mix 개선과 생산성 향상으로 외형이 성장했다. 영업이익은 10,538억원을 기록하며 전분기대비 10.5% 증가했다. 별도는 자회사 배당수익이 반영되면서 흑자전환했고 연결은 자회사 이익이 개선되었다. 일회성 요인이 다수 발생한 점을 감안해도 양호한 실적으로 판단된다. HD현대중공업은 특수선 부문에서 과거 2023년 인도한 호위함 관련 정산 이익 158억원, 임단협 및 합병 격려금 186억원, 해양 공사 추가 비용 250억원이 반영되었다. HD현대미포는 임단협과 합병 격려금 72억이 발생했으나 키워레일 취소 관련 합의금, 환입액이 530억원이 인식되며 실적이 크게 개선되었다. HD현대삼호는 변전소 화재 복구 비용이 85억원 발생했다. HD현대마린엔진은 엔진 ASP 상승 및 인도물량 증가로 매출 및 이익이 동반 개선되었다. HD현대에너지솔루션은 장마 등 계절적 영향에 국내 판매량이 감소했지만 북미 수출로 견조한 이익을 달성했다.

### 자회사 합병 이후에도 중장기 실적 개선 지속 기대

자회사 합병법인 출범 이후 역할 변화가 확인되더라도 실적 방향은 기존 수주잔고가 소진될 2027년까지는 우상향 기조에서 변화가 없을 전망이다. 주요 조선사 건조 Mix에서 LNG선 비중이 전분기대비 하락했음에도 이익은 개선되는 추세에 있으며 고선가 물량 비중 증가에 더해 생산성 제고가 주요 원인으로 작용하는 중이다. LNG선 발주가 전년대비 감소한 점이 우려 요인으로 작동할 여지가 있으나 미국 LNG 수출 프로젝트 FID 증가와 노후 스팀터빈 교체발주 등을 감안하면 시간의 문제일 뿐 리스크로 부각될 요소는 아니다. 자회사의 상선 실적 개선 추세에 더해 특수선 부문에서도 진행되고 있는 수주 파이프라인이 다수 존재하기 때문에 지속적인 관심이 필요하다.

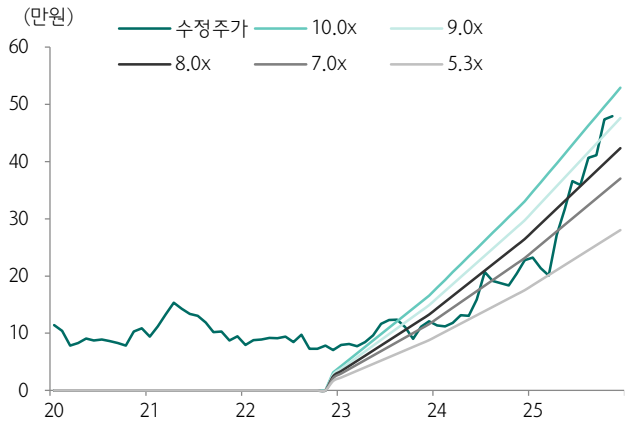
**도표 1. HD한국조선해양 분기별 실적 추이 및 전망**

(단위: 억원)

| | 2024 | | | | 2025F | | | | 3Q25 증감률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QP | 4QF | YoY | QoQ |
| 매출액 | 55,156 | 66,155 | 62,458 | 71,617 | 67,717 | 74,284 | 75,815 | 84,427 | 21.4 | 2.1 |
| 영업이익 | 1,602 | 3,764 | 3,984 | 4,991 | 8,592 | 9,536 | 10,538 | 12,654 | 164.5 | 10.5 |
| 세전이익 | 2,492 | 4,558 | 2,169 | 9,008 | 7,992 | 5,459 | 11,391 | 12,354 | 425.2 | 108.7 |
| 순이익 | 1,889 | 2,921 | 1,510 | 5,402 | 4,954 | 3,564 | 6,332 | 7,511 | 319.2 | 77.6 |
| 영업이익률(%) | 2.9 | 5.7 | 6.4 | 7.0 | 12.7 | 12.8 | 13.9 | 15.0 | - | - |
| 세전이익률(%) | 4.5 | 6.9 | 3.5 | 12.6 | 11.8 | 7.3 | 15.0 | 14.6 | - | - |
| 순이익률(%) | 3.4 | 4.4 | 2.4 | 7.5 | 7.3 | 4.8 | 8.4 | 8.9 | - | - |

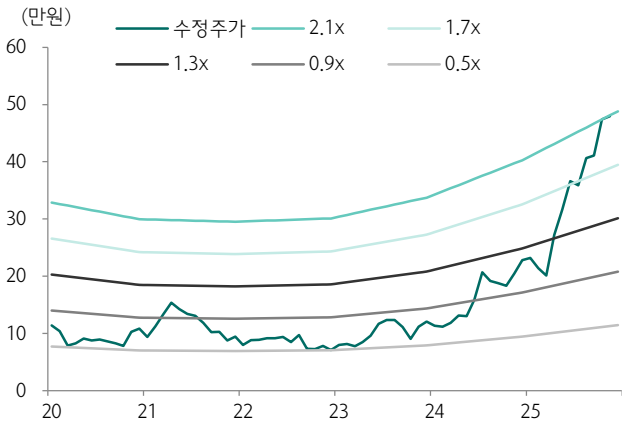
자료: HD한국조선해양, 하나증권

**도표 2. HD한국조선해양 12M Fwd PER 추이**



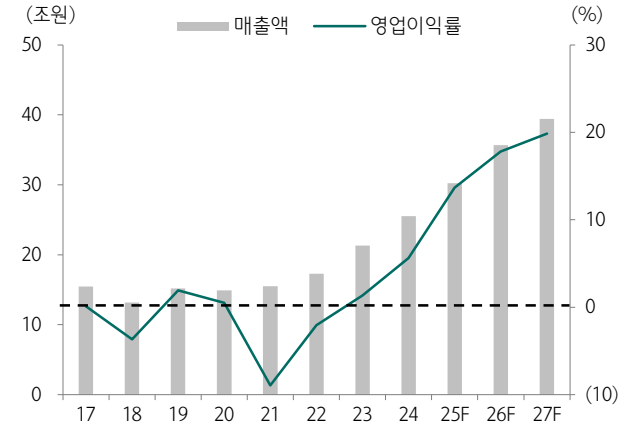

자료: HD한국조선해양, 하나증권

**도표 3. HD한국조선해양 12M Fwd PBR 추이**



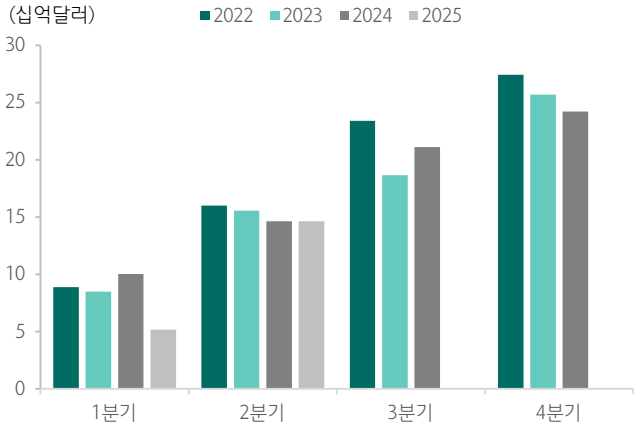

자료: HD한국조선해양, 하나증권

**도표 4. 연간 영업실적 추이 및 전망**




자료: HD한국조선해양, 하나증권

**도표 5. 분기별 신규 수주 금액 추이**




자료: HD한국조선해양, 하나증권

# 추정 재무제표

**손익계산서** (단위: 십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **21,296.2** | **25,538.6** | **30,224.4** | **35,686.5** | **39,415.1** |
| 매출원가 | 20,248.2 | 22,943.2 | 24,853.4 | 27,871.3 | 29,916.4 |
| 매출총이익 | 1,048.0 | 2,595.4 | 5,371.0 | 7,815.2 | 9,498.7 |
| 판관비 | 765.8 | 1,161.3 | 1,239.0 | 1,460.8 | 1,672.8 |
| **영업이익** | **282.3** | **1,434.1** | **4,132.0** | **6,354.4** | **7,825.8** |
| 금융손익 | (866.2) | (3,301.5) | 1,439.7 | (480.0) | (480.0) |
| 종속/관계기업손익 | 0.1 | (0.1) | 0.2 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 575.8 | 3,690.2 | (1,892.8) | 0.0 | 0.0 |
| **세전이익** | **(8.0)** | **1,822.7** | **3,679.1** | **5,874.4** | **7,345.8** |
| 법인세 | (153.0) | 368.1 | 753.9 | 1,177.9 | 1,469.8 |
| 계속사업이익 | 144.9 | 1,454.6 | 2,925.1 | 4,696.5 | 5,876.1 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **144.9** | **1,454.6** | **2,925.1** | **4,696.5** | **5,876.1** |
| 포괄이익 | (76.8) | 282.2 | 585.2 | 952.1 | 1,191.2 |
| **(지분법제외)순이익** | **221.7** | **1,172.3** | **2,339.9** | **3,744.4** | **4,684.8** |
| 지배주주표괄이익 | 103.2 | 1,054.8 | 2,470.7 | 3,573.5 | 4,471.0 |
| NOPAT | (5,084.5) | 1,144.5 | 3,285.2 | 5,080.2 | 6,260.0 |
| EBITDA | 754.2 | 1,959.9 | 4,694.0 | 6,939.3 | 8,429.6 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 23.09 | 19.92 | 18.35 | 18.07 | 10.45 |
| NOPAT증가율 | 적지 | 흑전 | 187.04 | 54.64 | 23.22 |
| EBITDA증가율 | 1,049.70 | 159.86 | 139.50 | 47.83 | 21.48 |
| (조정)영업이익증가율 | 흑전 | 408.01 | 188.12 | 53.79 | 23.16 |
| (지분법제외)순익증가율 | 흑전 | 428.78 | 99.60 | 60.02 | 25.11 |
| (지분법제외)EPS증가율 | 흑전 | 428.73 | 99.59 | 60.02 | 25.12 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 4.92 | 10.16 | 17.77 | 21.90 | 24.10 |
| EBITDA이익률 | 3.54 | 7.67 | 15.53 | 19.45 | 21.39 |
| (조정)영업이익률 | 1.33 | 5.62 | 13.67 | 17.81 | 19.85 |
| 계속사업이익률 | 0.68 | 5.70 | 9.68 | 13.16 | 14.91 |

**대차대조표** (단위: 십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **17,735.1** | **20,431.4** | **24,489.8** | **29,010.8** | **33,903.2** |
| 금융자산 | 5,051.5 | 6,839.1 | 8,541.8 | 10,982.3 | 14,032.8 |
| 현금성자산 | 3,018.4 | 3,717.3 | 4,861.7 | 6,821.9 | 9,447.2 |
| 매출채권 등 | 1,049.2 | 1,264.3 | 1,490.4 | 1,685.0 | 1,857.2 |
| 재고자산 | 2,005.7 | 2,232.1 | 2,631.3 | 2,974.7 | 3,278.7 |
| 기타유동자산 | 9,628.7 | 10,095.9 | 11,826.3 | 13,368.8 | 14,734.5 |
| **비유동자산** | **14,507.4** | **16,287.8** | **17,241.1** | **17,769.9** | **18,243.9** |
| 투자자산 | 975.5 | 2,173.0 | 2,543.5 | 2,857.2 | 3,134.9 |
| 금융자산 | 666.6 | 1,916.4 | 2,241.0 | 2,515.2 | 2,758.0 |
| 유형자산 | 10,503.5 | 11,110.9 | 11,832.7 | 12,074.5 | 12,294.5 |
| 무형자산 | **190.8** | **374.7** | **377.3** | **350.7** | **326.9** |
| 기타비유동자산 | **2,837.6** | **2,629.2** | **2,487.6** | **2,487.5** | **2,487.6** |
| **자산총계** | **32,242.6** | **36,719.1** | **41,730.9** | **46,780.7** | **52,147.1** |
| **유동부채** | **17,497.9** | **19,325.1** | **22,650.7** | **23,897.0** | **24,595.3** |
| 금융부채 | 2,790.6 | 2,284.6 | 2,512.1 | 2,777.1 | 3,011.7 |
| 매입채무 등 | 1,915.1 | 2,247.2 | 2,649.2 | 2,994.9 | 3,301.0 |
| 기타유동부채 | 12,792.2 | 14,793.3 | 17,489.4 | 18,125.0 | 18,282.6 |
| **비유동부채** | **2,374.6** | **3,238.3** | **2,134.8** | **2,168.1** | **2,197.7** |
| 금융부채 | **2,185.7** | **3,021.3** | **1,879.0** | **1,879.0** | **1,879.0** |
| 기타비유동부채 | 188.9 | 217.0 | 255.8 | 289.1 | 318.7 |
| **부채총계** | **19,872.5** | **22,563.3** | **24,785.5** | **26,065.1** | **26,793.0** |
| **지배주주지분** | **9,903.7** | **11,099.4** | **13,256.0** | **16,074.1** | **19,521.4** |
| 자본금 | **353.9** | **353.9** | **353.9** | **353.9** | **353.9** |
| 자본잉여금 | 2,459.7 | 2,599.8 | 2,722.6 | 2,722.6 | 2,722.6 |
| 자본조정 | (8,609.9) | (8,609.0) | (8,526.9) | (8,526.9) | (8,526.9) |
| 기타포괄이익누계 | 1,325.6 | 1,670.9 | 1,867.3 | 1,867.3 | 1,867.3 |
| 이익잉여금 | 14,374.5 | 15,083.9 | 16,839.1 | 19,657.2 | 23,104.5 |
| **비지배주주지분** | **2,466.4** | **3,056.4** | **3,689.4** | **4,641.5** | **5,832.7** |
| **자본총계** | **12,370.1** | **14,155.8** | **16,945.4** | **20,715.6** | **25,354.1** |
| 순금융부채 | (75.2) | (1,533.2) | (4,150.7) | (6,326.2) | (9,142.2) |

**투자지표**

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 3,133 | 16,565 | 33,062 | 52,907 | 66,195 |
| BPS | 140,085 | 156,980 | 187,452 | 227,270 | 275,979 |
| CFPS | 8,180 | 25,995 | 64,759 | 88,722 | 108,109 |
| EBITDAPS | 10,657 | 27,692 | 66,325 | 98,050 | 119,107 |
| SPS | 300,908 | 360,851 | 427,060 | 504,238 | 556,921 |
| DPS | 0 | 5,100 | 9,900 | 15,900 | 19,900 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 38.59 | 13.76 | 14.50 | 9.06 | 7.24 |
| PBR | 0.86 | 1.45 | 2.56 | 2.11 | 1.74 |
| PCFR | 14.78 | 8.77 | 7.40 | 5.40 | 4.44 |
| EV/EBITDA | 14.52 | 9.01 | 0.62 | 0.25 | 0.01 |
| PSR | 0.40 | 0.63 | 1.12 | 0.95 | 0.86 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 2.26 | 11.16 | 19.21 | 25.53 | 26.32 |
| ROA | 0.71 | 3.40 | 5.97 | 8.46 | 9.47 |
| ROIC | (42.67) | 10.80 | 30.88 | 43.57 | 47.06 |
| 부채비율 | 160.65 | 159.39 | 146.27 | 125.82 | 105.68 |
| 순부채비율 | (0.61) | (10.83) | (24.49) | (30.54) | (36.06) |
| 이자보상배율(배) | 1.46 | 6.95 | 26.12 | 38.98 | 46.13 |

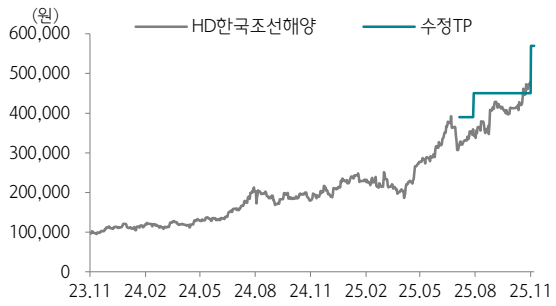
**현금흐름표** (단위: 십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **2,081.6** | **4,288.7** | **4,298.4** | **4,064.4** | **4,997.3** |
| 당기순이익 | 144.9 | 1,454.6 | 2,925.1 | 4,696.5 | 5,876.1 |
| 조정 | 426.8 | 465.3 | 1,292.1 | 584.9 | 603.7 |
| 감가상각비 | 471.9 | 525.8 | 562.1 | 584.9 | 603.7 |
| 외환거래손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 48.4 | 60.9 | 2.2 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (93.5) | (121.4) | 727.8 | 0.0 | 0.0 |
| 자산/부채의 변동 | 1,509.9 | 2,368.8 | 81.2 | (1,217.0) | (1,482.5) |
| **투자활동현금흐름** | **(1,266.9)** | **(1,232.8)** | **(4,358.6)** | **(1,594.0)** | **(1,502.9)** |
| 투자자산감소(증가) | 179.2 | (1,197.3) | (370.3) | (313.7) | (277.7) |
| 유형자산감소(증가) | (798.3) | (866.5) | (878.4) | (800.0) | (800.0) |
| 기타투자활동 | (647.8) | 831.0 | (3,109.9) | (480.3) | (425.2) |
| **재무활동현금흐름** | **(485.2)** | **(2,359.0)** | **929.6** | **(661.4)** | **(1,002.9)** |
| 금융부채증가(감소) | (530.3) | 323.4 | (915.1) | 265.0 | 234.6 |
| 자본증가(감소) | (7.8) | 140.1 | 122.8 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 56.0 | (2,821.5) | 2,308.8 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (3.1) | (1.0) | (586.9) | (926.4) | (1,237.5) |
| **현금의 증감** | **321.2** | **698.9** | **1,041.4** | **1,960.2** | **2,625.3** |
| Unlevered CFO | 578.9 | 1,839.8 | 4,583.2 | 6,279.2 | 7,651.2 |
| Free Cash Flow | 1,259.6 | 3,397.7 | 3,400.0 | 3,264.4 | 4,197.3 |

자료: 하나증권

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HD한국조선해양




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 25.11.4 | BUY | 570,000 | | |
| 25.8.1 | BUY | 450,000 | -9.72% | 6.56% |
| 25.7.8 | BUY | 390,000 | -13.39% | -7.95% |

## Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 11월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비율 | 95.41% | 4.59% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2025년 11월 01일