Results Comment

HD현대중공업 (329180)

늘 그랬듯이 서프라이즈

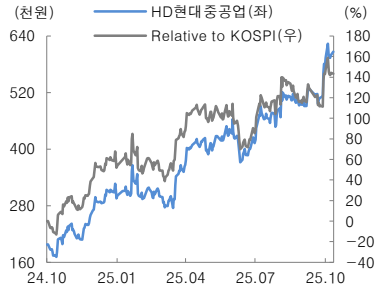
- 3Q25 매출액 4.4조원, 영업이익 5,573억원, OPM 12.6%로 컨센 상회
- 일회성 제외시 전 사업부문의 수익성은 전분기대비 꾸준히 개선되는 중
- 26년도 신규수주 LNGC 〉 탱커선 〉 LPGC 〉 컨테이너선으로 전망

이지니
jini.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	720,000 상향
현재주가 (25.11.03)	607,000
	조선업종

KOSPI	4221.87
시가총액	53,885십억원
시가총액비중	1.62%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	624,000원 / 171,700원
120일 평균거래대금	1,103억원
외국인지분율	11.41%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1 인 74.12% 국민연금공단 7.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.0	27.4	48.6	248.5
상대수익률	-3.4	-5.9	-9.9	109.8



투자의견 매수 유지, 목표주가 720,000원으로 +9.1% 상향

2025년 3분기 실적은 매출액 4조 4,179억원, 영업이익 5,573억원, OPM 12.6% 기록. 당분기 기준 선종별 매출 비중은 각각 LNG선 49.2%, LPG선 26.4%, 컨테이너선 6.7%이며. 생산성 개선으로 조기 인도량이 늘어남에 따라 연말까지 고선가 수주물량의 비중은 55% 이상으로 늘어날 것으로 전망

[환율] 3분기 기말 환율 상승 대비 내부 평균 환율이 낮아 환영향은 미미한 수준. [후판가] 일부 손실은 반영되었으나 역시 실적에 큰 영향 없었음. [일회성비용] 해양플랜트 사업부 기존 공사에서 약 250억원 추가 비용 발생, 임단협 및 합병 격려금 186억원 발생

26년에도 엔진 사업부는 전체 이익 상승에 크게 기여할 것으로 예상

사업부문별 실적은 [상선] 매출액 26,835억원, 영업이익 3,459억원, OPM 12.9% [특수선] 3,713억원, 영업이익 511억원, OPM 13.0% [해양플랜트] 매출액 2,808억원, 영업이익 5억원, OPM 0.2%(일회성 제외시 OPM 9.1%), [엔진기계] 매출액 10,603억원, 영업이익 2,202억원, OPM 20.8%

[26년도 신규수주 전망] **LNG선**은 모잠비크 LNG 프로젝트 재개, 미국 LNG 프로젝트 FID 가속화, 노후선대 교체수요로 활기를 되찾을 것으로 전망. **탱커선**은 미국과 유럽의 러시아산/이란산 원유 제재로 선복량 부족과 OPEC+ 증산 기대감으로 운임이 크게 상승. 전체 선대 대비 수주잔고비율도 낮은 수준이라 발주 증가할 것으로 기대. **컨테이너선**은 주요 선사들의 친환경 선대 전환 수요로 신조 수요는 지속될 것이나 미-중 입항세 유예로 인해 그 폭은 다소 줄어들 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,609	4,147	3,990	4,418	22.4	6.5	4,072	4,566	14.0	3.4
영업이익	206	471	494	557	170.3	18.2	491	669	137.2	20.1
순이익	72	211	377	427	490.9	102.3	346	530	44.6	24.2

자료: HD현대중공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,954	17,566	19,941
영업이익	179	705	2,132	2,585	3,371
세전순이익	34	798	1,864	2,699	3,277
총당기순이익	25	622	1,452	2,102	2,552
지배지분순이익	25	622	1,452	2,102	2,552
EPS	278	7,001	16,353	23,678	28,748
PER	463.9	41.1	27.5	19.0	15.7
BPS	58,660	64,259	78,325	99,411	125,450
PBR	2.2	4.5	7.7	6.1	4.8
ROE	0.5	11.4	22.9	26.6	25.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	16,602	17,565	16,954	17,566	2.1	0.0
판매비와 관리비	895	966	850	966	-5.0	0.1
영업이익	1,998	2,320	2,132	2,585	6.7	11.4
영업이익률	12.0	13.2	12.6	14.7	0.5	1.5
영업외손익	-268	115	-268	115	적자유지	0.0
세전순이익	1,730	2,435	1,864	2,699	7.7	10.9
지배지분순이익	1,347	1,896	1,452	2,102	7.7	10.9
순이익률	8.1	10.8	8.6	12.0	0.4	1.2
EPS(지배지분순이익)	15,178	21,356	16,353	23,678	7.7	10.9

자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

표 1. HD 현대중공업와 HD 현대미포의 합병비율 (단위: 천주, 원, 십억원)

	HD 현대중공업	HD 현대미포
합병 전 주식 수	88,773	39,942
합병 비율	1	0.4059146
합병 신주	-	16,213
합병 후 주식 수	104,986	216,000
주식매수청구권 기준가	462,626	192,695

자료: HD 한국조선해양, 대신증권 Research Center

표 2. Valuation Table (단위: 십억원, %, 배, 백만주, 원)

	2024A	2025F	2026F	2027F	2030F	2035F
매출액	14,486	16,954	22,999	25,492	32,000	37,000
영업이익	705	2,132	8,018	4,317	5,120	7,030
영업이익률 (%)	4.9	12.6	34.9	16.9	16.0	19
당기순이익	622	1,452	2,502	3,152	4,194	5,273
순이익률 (%)	4.3	8.6	10.9	12.4	13.1	13.4
PER (x)			**30.0**			
시가총액 (십억원)			75,058			
발행주식 수		88.8	105.0			
목표주가			**714,838**			
현재주가(11/03)			607,000			
Upside (%)			*17.8*			

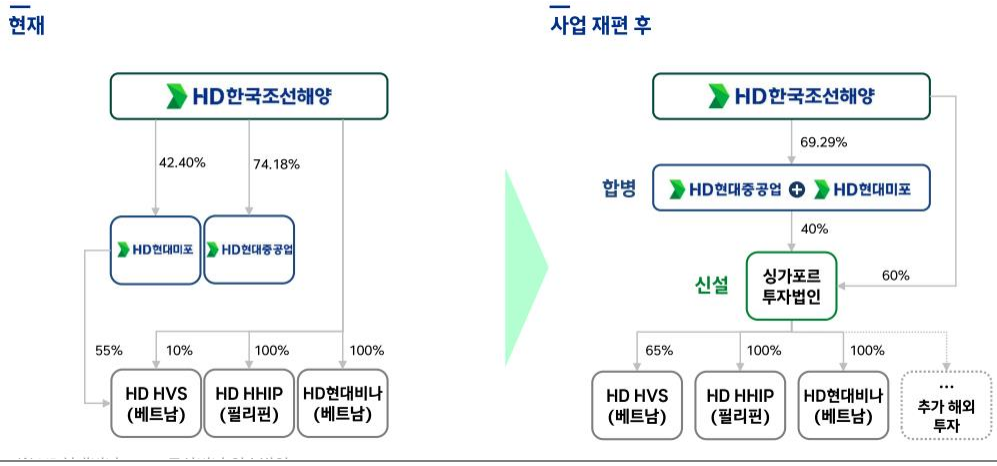
자료: HD 한국조선해양, 대신증권 Research Center
주: 26F 이후는 HD 현대중공업과 HD 현대미포의 합산 실적 기준

표 1. HD 현대중공업 분기 및 연간 실적 추정치 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
KRW/USD (Avg.)	1,329	1,371	1,356	1,394	1,452	1,399	1,387	1,380	1,363	1,405	1,385
KRW/USD (End.)	1,347	1,377	1,315	1,472	1,472	1,354	1,404	1,380	1,472	1,402	1,385
YoY	*13.5*	*26.7*	*26.5*	*17.4*	*27.9*	*6.8*	2.3	-1.0	14.3	-4.7	-1.2
QoQ	*-12.5*	*30.0*	*-7.1*	*11.0*	*-4.6*	*8.5*	-0.9	-0.5	-	-	-
건조선가지표(pt)	181.6	185.5	188.8	189.4	187.4	187.1	185.6	188.5	186.3	187.2	187.3
YoY	*10.9*	*9.8*	*9.0*	*7.2*	*3.2*	*-268.1*	-80.7	-0.5	9.2	0.5	0.1
QoQ	*2.8*	*2.1*	*1.8*	*0.3*	*-1.0*	*-0.2*	-0.8	1.6	-	-	-
후판가격(달러톤)	671	649	641	625	548	563	568	608	648	572	623
YoY	*-19.7*	*-19.8*	*-20.5*	*-18.3*	*-18.4*	*-108.0*	-146.1	-2.7	-18.6	-11.7	9.1
QoQ	*-12.3*	*-3.3*	*-1.2*	*-2.5*	*-12.4*	*2.8*	0.9	7.1	-	-	-
매출액	**2,988**	**3,884**	**3,609**	**4,006**	**3,823**	**4,147**	**4,418**	**4,566**	**14,486**	**16,954**	**17,566**
YoY	*13.5*	*26.7*	*26.5*	*17.4*	*27.9*	*6.8*	22.4	14.0	21.1	17.0	3.6
매출원가	2,838	3,443	3,202	3,509	3,193	3,453	3,651	3,674	12,993	13,972	14,015
매출원가비율	95.0%	88.6%	88.7%	87.6%	83.5%	83.3%	82.6%	80.5%	89.7%	82.4%	79.8%
판관비	129	245	201	214	195	222	210	223	789	850	966
판관비율	4.3%	6.3%	5.6%	5.3%	5.1%	5.4%	4.8%	4.9%	5.4%	5.0%	5.5%
영업이익	**21**	**196**	**206**	**282**	**434**	**472**	**557**	**669**	**705**	**2,132**	**2,585**
YoY	*-151.3*	*185.4*	*1,497.1*	*103.5*	1,939.6	141.0	170.3	137.2	294.8	202.3	21.2
영업이익률	**0.7%**	**5.0%**	**5.7%**	**7.0%**	**11.3%**	**11.4%**	**12.6%**	**14.7%**	**4.9%**	**12.6%**	**14.7%**
부문별 매출액											
조선	2,155	2,840	2,605	3,024	2,743	2,850	3,055	3,098	10,624	11,745	12,098
해양플랜트	113	158	176	203	159	246	281	329	649	1,015	1,237
엔진기계	703	865	810	757	901	1,029	1,060	1,116	3,134	4,106	4,147
% yoy											
조선	*22.0*	*44.2*	*38.1*	*32.6*	*27.3*	*0.4*	117.3	102.4	26.7	10.6	3.0
해양플랜트	*-75.6*	*-43.2*	*-30.8*	*-26.7*	*41.3*	*55.4*	160.0	162.4	-48.9	56.4	21.9
엔진기계	*80.9*	*8.7*	*16.7*	*-9.0*	*28.3*	*18.9*	130.9	147.5	15.7	31.0	1.0
부문별 영업이익											
조선	80	201	165	222	355	337	397	428	667	1,518	1,703
해양플랜트	-78	-27	0	4	9	37	1	52	-100	98	186
엔진기계	76	91	99	93	142	184	220	237	359	783	957
% yoy											
조선	*40.5*	*514.4*	*1,294.1*	*366.5*	*345.4*	*67.9*	141.3	93.2	348.1	127.6	12.2
해양플랜트	*-6.8*	*-12.9*	*-101.5*	*-96.1*	*-111.0*	*-236.3*	25.0	1,161.2	169.3	-197.4	91.0
엔진기계	*128.7*	*-28.2*	*28.8*	*87.7*	*86.6*	*102.2*	122.6	154.8	25.3	118.2	22.2
부문별 영업이익률											
조선	3.7%	7.1%	6.3%	7.3%	13.0%	11.8%	13.0%	13.8%	6.3%	12.9%	14.1%
해양플랜트	-69.0%	-17.0%	0.2%	2.0%	5.3%	15.0%	0.2%	15.7%	-15.4%	9.6%	15.0%
엔진기계	10.8%	10.5%	12.2%	12.3%	15.7%	17.9%	20.8%	21.3%	11.5%	19.1%	23.1%

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 사업 재편 개요

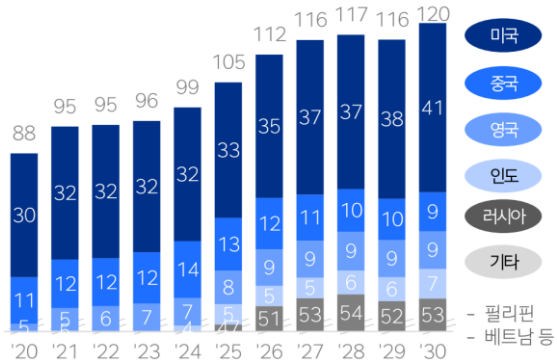


자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 2. 사업 재편 주요 일정

자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 3. 전세계 해군 함정 신조 예산 계획



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

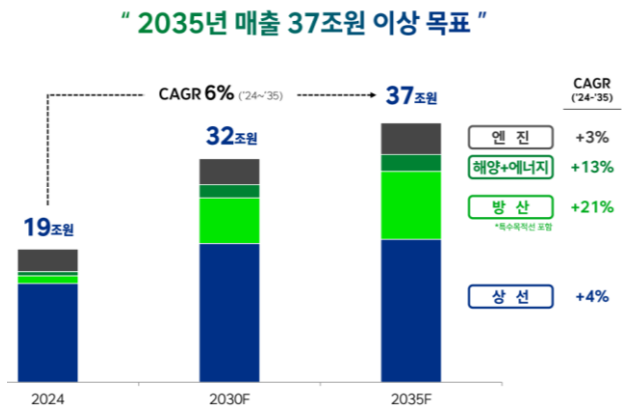
그림 4. MASGA 펀드 자금 사용처

자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 5. 방산 사업 해외 협력 현황 및 사업 확장 로드맵

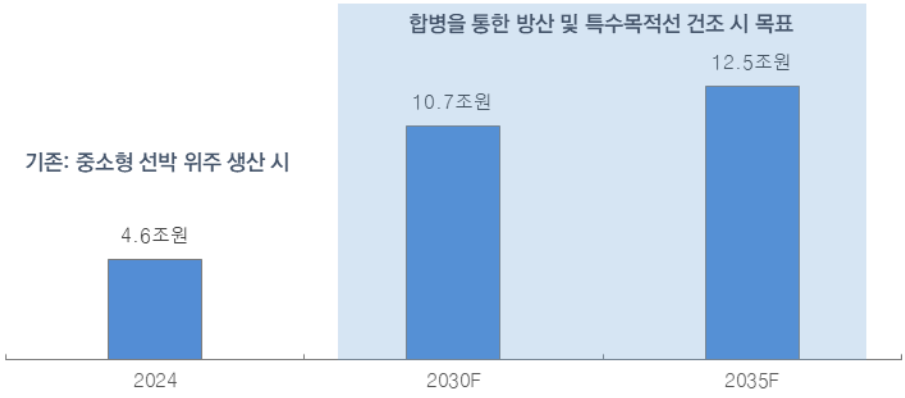
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 6. 사업 재편 후 청사진



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 1. HD 현대미포 도크 기준 매출 목표



자료: HD한국조선해양, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,954	17,566	19,941
매출원가	11,309	12,993	13,972	14,015	15,455
매출총이익	655	1,494	2,982	3,551	4,487
판매비와관리비	476	789	850	966	1,116
영업이익	179	705	2,132	2,585	3,371
영업이익률	1.5	4.9	12.6	14.7	16.9
EBITDA	457	1,011	2,447	2,925	3,734
영업외손익	-144	93	-268	115	-94
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	631	964	850	911	759
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,124	-3,244	-3,533	-3,255	-3,355
외환관련손실	338	371	642	249	230
기타	349	2,373	2,416	2,459	2,502
법인세비용차감전순손익	34	798	1,864	2,699	3,277
법인세비용	-10	-177	-413	-597	-725
계속사업순손익	25	622	1,452	2,102	2,552
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,452	2,102	2,552
당기순이익률	0.2	4.3	8.6	12.0	12.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	25	622	1,452	2,102	2,552
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-12	-14	-15	-16
포괄순이익	-85	498	1,316	1,952	2,387
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-85	498	1,316	1,952	2,387

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	12,157	14,393	17,311
현금및현금성자산	928	1,258	2,643	4,552	6,779
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,902	1,966	2,200
재고자산	1,310	1,511	1,768	1,832	2,080
기타유동자산	5,178	5,975	5,843	6,043	6,252
비유동자산	8,334	8,988	9,281	9,550	9,798
유형자산	6,452	6,610	6,896	7,157	7,394
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타비유동자산	1,881	2,377	2,383	2,392	2,404
자산총계	17,134	19,391	21,437	23,943	27,109
유동부채	9,945	11,796	12,588	13,215	14,063
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,572	2,637	2,889
차입금	960	87	91	96	100
유동성채무	600	313	328	345	362
기타유동부채	6,360	9,086	9,596	10,137	10,712
비유동부채	1,981	1,890	1,896	1,903	1,910
차입금	1,569	752	752	752	752
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	412	1,139	1,145	1,151	1,158
부채총계	11,926	13,686	14,484	15,118	15,973
지배지분	5,207	5,704	6,953	8,825	11,137
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,555	4,443	6,772
기타자본변동	868	850	832	815	799
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,953	8,825	11,137
순차입금	2,449	1,067	-216	-2,010	-4,111

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	16,353	23,678	28,748
PER	463.9	41.1	27.5	19.0	15.7
BPS	58,660	64,259	78,325	99,411	125,450
PBR	2.2	4.5	7.7	6.1	4.8
EBITDAPS	5,145	11,389	27,563	32,946	42,058
EV/EBITDA	30.4	26.3	21.9	17.7	13.3
SPS	134,770	163,185	190,978	197,878	224,631
PSR	1.0	1.8	3.2	3.1	2.7
CFPS	3,569	9,342	22,580	27,442	35,130
DPS	0	2,090	2,400	2,520	2,646

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	3,601	4,022	4,409
당기순이익	25	622	1,452	2,102	2,552
비현금항목의 가감	292	208	553	334	567
감가상각비	278	306	315	340	363
외환손익	0	0	94	-335	-255
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	14	-98	143	329	458
자산부채의 증감	-77	2,114	2,014	2,190	2,023
기타현금흐름	-71	-59	-418	-604	-733
투자활동 현금흐름	-478	-499	-664	-666	-668
투자자산	-1	0	-32	-33	-33
유형자산	-469	-452	-590	-590	-590
기타	-8	-47	-43	-44	-45
재무활동 현금흐름	503	-2,049	-2,214	-2,241	-2,251
단기차입금	0	0	4	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-186	-213	-224
기타	503	-2,049	-2,033	-2,032	-2,032
현금의 증감	184	330	1,386	1,908	2,228
기초 현금	744	928	1,258	2,643	4,552
기말 현금	928	1,258	2,643	4,552	6,779
NOPLAT	128	549	1,660	2,013	2,625
FCF	-107	358	1,375	1,753	2,388

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	32.3	21.1	17.0	3.6	13.5
영업이익 증가율	흑전	294.8	202.3	21.2	30.4
순이익 증가율	흑전	2,417.3	133.6	44.8	21.4
수익성					
ROIC	4.2	24.2	49.7	39.2	49.9
ROA	1.1	3.9	10.4	11.4	13.2
ROE	0.5	11.4	22.9	26.6	25.6
안정성					
부채비율	229.0	239.9	208.3	171.3	143.4
순차입금비율	47.0	18.7	-3.1	-22.8	-36.9
이자보상배율	1.4	4.7	35.8	42.7	54.6

자료: HD 현대중공업, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

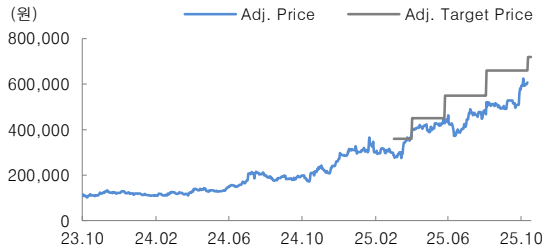
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HD현대중공업(329180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.04	25.10.13	25.09.08	25.08.27	25.08.01	25.07.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	720,000	660,000	660,000	660,000	550,000	550,000
괴리율(평균,%)		(20.13)	(23.13)	(22.61)	(20.14)	(23.29)
괴리율(최대/최소,%)		(5.45)	(20.00)	(21.21)	(5.27)	(10.82)
제시일자	25.06.19	25.05.23	25.04.25	25.03.26		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	550,000	450,000	450,000	360,000		
괴리율(평균,%)	(25.48)	(7.95)	(9.13)	(10.30)		
괴리율(최대/최소,%)	(15.73)	(0.22)	(5.89)	4.44		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상