

HD현대중공업 (329180)

다 가진 회사 - 이유 있는 대장주

1분기 실적 서프라이즈 이후 수익성 추가상승 예상

동사는 1Q25 영업이익 W434bn (OPM 11.3%, +10.6% pts yoy) 기록하며 실적 서프라이즈 달성. 이에 대한 주요 요인은 생산성 개선이었는데, 실제로 1Q25 가동시간은 6.7m M/H로 +13% yoy 달성. 2Q24 가동시간이 6.8m M/H이었던 점과 분기별 계절성 감안시 향후 2분기 가동시간 7.7m M/H로 상승할 것이라 예상. 이는 매출인식 신조선가의 상승과 함께 비용상승이 제한적인 매출상승으로 이어질 것이며, 2분기 영업이익 W650bn (OPM 14.1%, +9.1% pts)로 이어질 것이라 예상.

선종 믹스 또한 긍정적. 가스선의 힘

28년 말까지 동사가 인도 예정인 141척의 선박 중 101척은 가스선. 34척의 컨테이너선은 25년 11척 인도, 26년 5척 인도될 예정이며 잔여 18척은 3Q24-1Q25에 수주한 초고선가 물량. 다시 말해, 상대적 저수익성 컨테이너선 물량들은 점진적으로 소진되며 고수익성 가스선의 매출비중이 압도적으로 상승할 것이라 전망. 회사에 의하면 24년 가스선 매출비중 40%에서 1Q25 60%, 4Q25 79%까지 상승 예정. 26년도 70%의 비중으로 소폭 하락은 앞서 언급한 3Q24-1Q25 수주한 고선가 컨테이너선 매출인식으로 인한 것이라 추정.

SOTP-based 적정주가 502,000원 제시하며 커버리지 개시

SOTP-based 적정주가 502,000원 제시하며 BUY의견으로 커버리지 개시. 가장 폭넓은 사업부문 (상선, 방산, 해양, 엔진)의 적정가치를 각각 환산하여 SOTP 방식으로 목표주가 산정. Re-rating trigger는 1) 당사 예상치 수준의 2분기 영업이익 서프라이즈, 2) 미국발 조선시장 관련 긍정적인 뉴스, 3) 신조선가 지수를 역행하는 고가수주. 주요한 Downside risk는 1) 일회성 비용으로 인한 실적 악화, 2) 예상보다 지연되는 추가 미 해군 관련 사업 수주, 3) HD한국조선해양의 지분매각.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **502,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (5/27) **412,000원**

상승여력 **22%**

시가총액	365,745억원
총발행주식수	88,773,116주
60일 평균 거래대금	975억원
60일 평균 거래량	286,058주
52주 고/저	423,500원 / 128,300원
외인지분율	10.51%
배당수익률	0.73%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.2	39.0	209.8
상대	(1.3)	38.1	219.8
절대 (달러환산)	7.2	46.4	208.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,988	13.5	-12.5		
영업이익	21	흑전	-84.7		
세전계속사업이익	29	흑전	-28.3		
지배순이익	29	흑전	-7.7		
영업이익률 (%)	0.7	흑전	-3.4 %pt		
지배순이익률 (%)	1.0	흑전	+0.1 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	11,964	14,486	17,823	19,359
영업이익	179	705	2,429	2,706
지배순이익	25	622	1,823	2,130
PER	422.5	23.2	20.1	17.2
PBR	2.0	2.5	5.1	4.2
EV/EBITDA	28.2	15.3	13.2	11.7
ROE	0.5	11.4	28.2	26.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

밸류에이션 및 목표주가

산업 부분에 언급한 대로, 각 핵심사업 영역의 적정가치를 따로 도출한 뒤 합산하는 SOTP 밸류에이션 방식을 채택한다. 가장 먼저, **상선 부문**에는 **0.7배의 FY25F target P/O multiple**을 적용하였다. 이는 과거 07-08년 조선업 업사이클 당시 조선3사 평균 P/O multiple band인 0.5-0.7 배의 상단인데, 적용 근거는 1) 가스선 위주의 견조한 수주잔고 믹스, 2) 1Q25 실적개선으로 확인한 저가수주 물량 매출인식의 마감, 3) 향후 추가적으로 개선될 노동효율성이다.

다음으로, **기존의 방산부문**에는 **15배의 FY25F target P/E multiple**을 적용하였다. 이는 주요 글로벌 방위산업용 운송수단 업체들의 FY24 P/E multiple band의 하단이며, 적용 근거로는 1) 안정적인 영업이익률과 수주잔고, 2) 비교적 제한적인 사업 확장 가능성이다.

미국으로부터 받을 수 있는 **함정 블록 건조**에 대한 적정가치는 산업부분에서 다른 국내 조선사들이 진입 가능한 미 해군 함정건조 시장을 한화오션과 양분한다는 전제 하에, **30배의 Target P/E multiple**을 적용하였다. 기존 방산 사업부문 대비 2배에 가까운 multiple을 적용하는 근거로는 1) 기존 미국내 함정 건조업체 대비 월등한 생산 효율성, 2) 블록생산 외주시 글로벌 상선 시장 내에서 국내 조선업체들의 중국 제외 압도적 시장 점유율, 3) 향후 함정의 외주 허용범위 확대에 따른 시장 확장 가능성, 4) 비전투함의 경우 완전건조 물량 확보의 가능성이다.

마지막으로, 엔진부문에 대해서는 18배의 FY25F target P/E multiple을 적용하였다. 이는 Wartsila, Caterpillar와 같은 글로벌 peer들과 유사한 수준이다.

HD 현대중공업: 밸류에이션 및 목표주가

		FY25F
상선	수주잔고 (십억 원)	34,272
	Target P/O multiple (x)	0.7
	적정가치 (십억 원)	23,990
방산(기존)	Annual NOPAT (십억 원)	112.5
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	1,688
방산(미국)	Annual revenue pool (십억 원)	3,202
	Annual NOPAT (십억 원)	360
	Target P/E multiple (x)	30
	적정가치 (십억 원)	10,806
엔진	Annual NOPAT (십억 원)	450
	Target P/E multiple (x)	18
	적정가치 (십억 원)	8,100
전체	Fair value (십억 원)	44,584
	주식수 (백만 주)	89
	적정주가	502,000

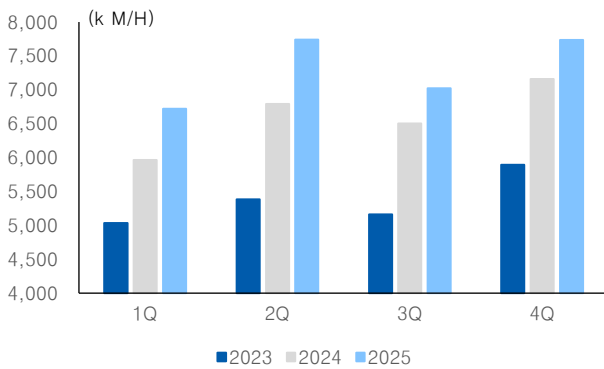
자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대중공업: 선박 인도 스케줄

환율	신조선가	지수	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
1Q21	1,114	130	7	5	3	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	1	2	2	4	7	5	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	0	0	0	0	2	2	2	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	0	0	0	1	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	0	0	0	0	0	2	2	2	3	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	0	0	0	0	0	0	0	2	6	6	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	4	2	3	1	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	4	5	1	1	0	0	0	0	0	0
1Q23	1,276	166	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	2	1	0	0	0	0	0
2Q23	1,315	171	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	2	1	1	1	2	1
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	4	0	1	0	0	3	2
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	3	2	3
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	7	2	3	2
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	1
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
평균매출인식지수			139	142	145	149	153	156	159	161	163	164	166	170	174	176	179	181	182	182	181	182
평균매출인식지수 (환율보정)			158	163	169	177	184	192	200	205	211	215	219	225	231	234	238	241	243	243	243	244

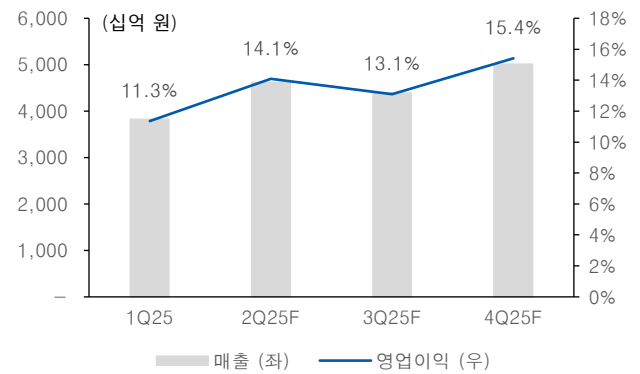
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

HD 현대중공업: 분기별 가동시간 추이



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: 2Q25-4Q25는 당사 예상치

HD 현대중공업: 분기별 매출 및 영업이익률 예상



자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	17,823	19,359	20,316
매출원가	11,309	12,993	14,378	15,517	16,262
매출총이익	655	1,494	3,444	3,842	4,055
판매비	476	789	1,015	1,136	1,212
영업이익	179	705	2,429	2,706	2,843
EBITDA	457	1,011	2,743	3,026	3,170
영업외손익	-144	93	35	173	293
외환관련손익	10	413	320	322	317
이자손익	-83	-96	-49	-13	12
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-72	-224	-237	-137	-37
법인세비용차감전순이익	34	798	2,464	2,878	3,135
법인세비용	10	177	641	748	815
계속사업순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
지배지분순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
포괄순이익	-85	498	1,700	2,006	2,196
지배지분포괄이익	-85	498	1,700	2,006	2,196

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	2,103	2,473	2,726
당기순이익	25	622	1,823	2,130	2,320
감가상각비	268	293	302	310	317
외환손익	0	0	-320	-322	-317
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-77	2,114	564	622	673
기타현금흐름	-46	-144	-266	-267	-268
투자활동 현금흐름	-478	-499	-479	-587	-549
투자자산	-1	0	21	-90	-56
유형자산 증가 (CAPEX)	-478	-463	-400	-400	-400
유형자산 감소	10	12	0	0	0
기타현금흐름	-8	-47	-100	-98	-93
재무활동 현금흐름	503	-2,049	-938	-1,670	-2,083
단기차입금	-444	-127	-197	-100	-90
사채 및 장기차입금	813	-405	-200	-200	-200
자본	5	-1	0	0	0
현금배당	0	0	-186	-488	-621
기타현금흐름	129	-1,516	-355	-881	-1,171
연결범위변동 등 기타	-10	-6	324	316	315
현금의 증감	184	330	1,010	532	409
기초 현금	744	928	1,258	2,268	2,800
기말 현금	928	1,258	2,268	2,800	3,209
NOPLAT	179	705	2,429	2,706	2,843
FCF	-309	2,420	1,703	2,073	2,326

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

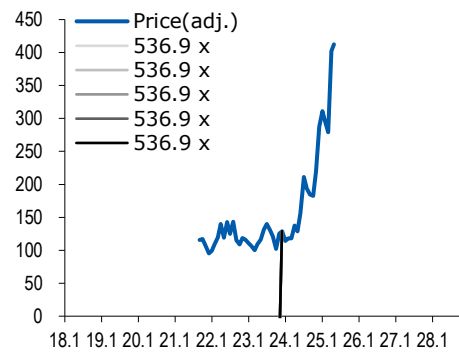
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	11,477	12,272	12,737
현금및현금성자산	928	1,258	2,268	2,800	3,209
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,913	2,078	2,180
재고자산	1,310	1,511	1,738	1,887	1,981
비유동자산	8,334	8,988	9,053	9,222	9,351
유형자산	6,452	6,610	6,708	6,798	6,881
관계기업 등 자본관련 자산	1	1	1	2	2
기타투자자산	307	1,069	1,048	1,137	1,193
자산총계	17,134	19,391	20,531	21,495	22,088
유동부채	9,945	11,796	11,416	10,850	9,862
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,627	2,853	2,994
단기차입금	960	87	1	1	1
유동성장기부채	600	313	213	113	13
비유동부채	1,981	1,890	1,896	1,908	1,915
장기차입금	859	100	100	100	100
사채	710	652	652	652	652
부채총계	11,926	13,686	13,312	12,758	11,776
지배지분	5,207	5,704	7,218	8,736	10,311
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,926	4,568	6,267
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	7,218	8,736	10,311
순차입금	2,449	1,067	-326	-1,142	-1,820
총차입금	3,812	3,280	2,983	2,782	2,592

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	20,539	23,994	26,136
BPS	58,660	64,259	81,313	98,412	116,154
EBITDAPS	5,145	11,389	30,898	34,089	35,708
SPS	134,770	163,185	200,767	218,073	228,855
DPS	0	2,090	5,500	7,000	8,000
PER	422.5	23.2	20.1	17.2	15.8
PBR	2.0	2.5	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	28.2	15.3	13.2	11.7	11.0
PSR	0.9	1.0	2.1	1.9	1.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	32.3	21.1	23.0	8.6	4.9
영업이익 증가율 (%)	흑전	294.8	244.5	11.4	5.1
지배순이익 증가율 (%)	흑전	2,417.7	193.4	16.8	8.9
매출총이익률 (%)	5.5	10.3	19.3	19.8	20.0
영업이익률 (%)	1.5	4.9	13.6	14.0	14.0
지배순이익률 (%)	0.2	4.3	10.2	11.0	11.4
EBITDA 마진 (%)	3.8	7.0	15.4	15.6	15.6
ROIC	2.2	10.3	38.1	39.2	36.0
ROA	0.1	3.4	9.1	10.1	10.6
ROE	0.5	11.4	28.2	26.7	24.4
부채비율 (%)	229.0	239.9	184.4	146.0	114.2
순차입금/자기자본 (%)	47.0	18.7	-4.5	-13.1	-17.7
영업이익/금융비용 (배)	1.4	4.7	18.4	22.2	25.1

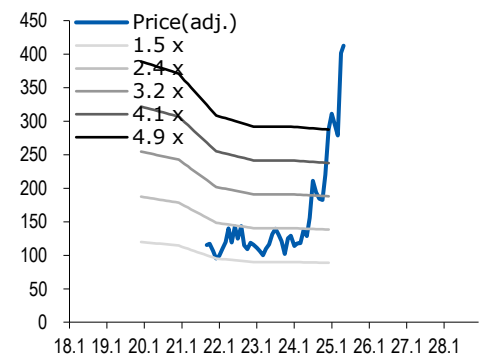
P/E band chart

(천원)



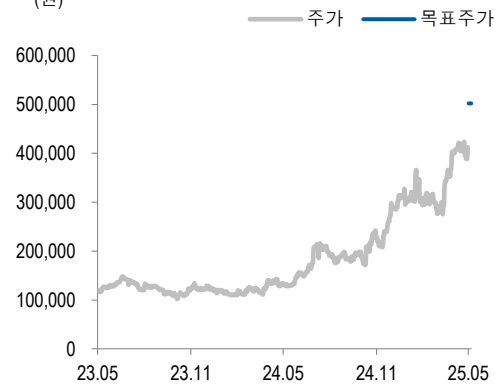
P/B band chart

(천원)



HD 현대중공업 (329180) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-28	BUY	502,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 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.