

HD한국조선해양 (009540)

2Q25 Review: 실적보다 엄중한 것들

매출 7.4조, 영업이익 9,500억 달성

당사 추정치 (매출 7.4조, 영업이익 9,600억)에 부합. 자회사의 전체적인 조업일수 증가와 선가 상승분 매출반영, 생산성 향상 (1개월당 1영업일) 지속되어 호실적 기록. 확률 하락에도 불구하고 긍정적 요인들이 부정적 요인을 상쇄했던 분기.

회사가 돈이 쌓이면 하게 되는 것들: 주주환원 혹은 투자

별도기준 순이익의 30%이상을 주주환원에 활용하는 중간 지주사 특성상, 향후 지속적인 배당 통로로서 현금이 누적되는 구조. 분기배당 실시를 통해 균형잡힌 현금흐름 능력 확보한 가운데, 컨퍼런스 콜에서도 해외 협력사업 관련 투자는 동사가 중심이 된다고 설명. 동사의 배당여력이 향후 증가할 것으로 예상되는 가운데, HD현대 산하 조선업체들 중 해외 협력사업의 투자 주체가 될 수 있다는 장점 또한 부각될 것이라 예상.

이 시점에 투자를 강조하는 이유: 정부가 도와주니까(시키니까)

금일 작성한 Instant Comment 와 같이, 3,500억불 대미투자 패키지에 1,500억불의 조선업종 투자계획이 발표됨. 중요한 점은, 해양방산 부문 경쟁업체인 한화오션과 달리 HD현대 산하 조선업체들은 아직 현지 조선업체에 대한 직접투자 내역이 없다는 것. 따라서, 정부의 정책적 지원과 함께 현지 투자가 병행될 공산이 크고, 이 주체가 영업회사 (현대중공업, 현대미포)보다는 현금이 쌓일 구조인 동사가 될 것이라 예상.

목표주가 494,000원, BUY의견 유지

목표주가 41,000원 상향의 근거는 상장 자회사의 주가상승 (=상대적 저평가 구간). KCC가 발행한 2.06백만 주의 EB (교환가액 429,650원, 교환청구 8월 20일)로 인한 공매도 하방 압력 존재하나, 여전히 밸류에이션 상으로 업종 내 가장 저평가되고 있다고 판단. 하반기 미국내 직접투자 결정 발표시 주가 급등 가능성 존재.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 494,000원 (U)

직전 목표주가 453,000원

현재주가 (7/31) 359,000원

상승여력 38%

시가총액	254,075억원
총발행주식수	70,773,116주
60일 평균 거래대금	977억원
60일 평균 거래량	295,830주
52주 고/저	392,000원 / 168,000원
외인지분율	32.73%
배당수익률	2.24%
주요주주	에이치디현대 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.9)	32.0	73.4
상대	(7.2)	4.0	48.1
절대 (달러환산)	(4.5)	35.2	72.1

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,428	12.3	9.7	7,392	0.5
영업이익	954	153.3	11.0	925	3.1
세전계속사업이익	1,161	154.6	45.2	902	28.7
지배순이익	684	134.2	38.1	568	20.5
영업이익률 (%)	12.8	+7.1 %pt	+0.1 %pt	12.5	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	9.2	+4.8 %pt	+1.9 %pt	7.7	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

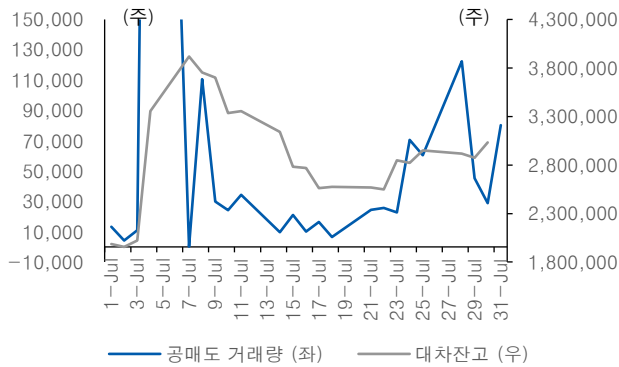
(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	21,296	25,539	29,531	32,333
영업이익	282	1,434	3,794	4,493
지배순이익	222	1,172	2,683	3,059
PER	31.7	9.5	9.5	8.3
PBR	0.7	1.0	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.5	6.5	6.0	4.9
ROE	2.3	11.2	22.0	21.1

자료: 유안타증권

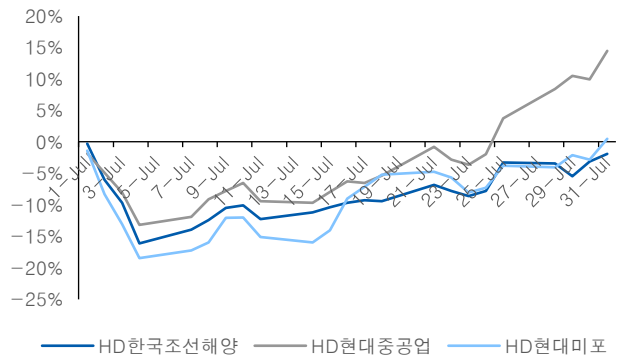
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

잔존하는 공매도 수요는 상존 하방압력 요인이지만...



자료: 유안타증권 리서치센터, SEIBRO, KRX

...그로 인해 현대중공업 주가상승분의 가치가 반영되지 않고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

배당할인 모형 기반 상호 밸류 16.8 조 유지, 지주사 할인을 50% 적용한 상장시 지분가치 상승으로 인한 목표주가 상향

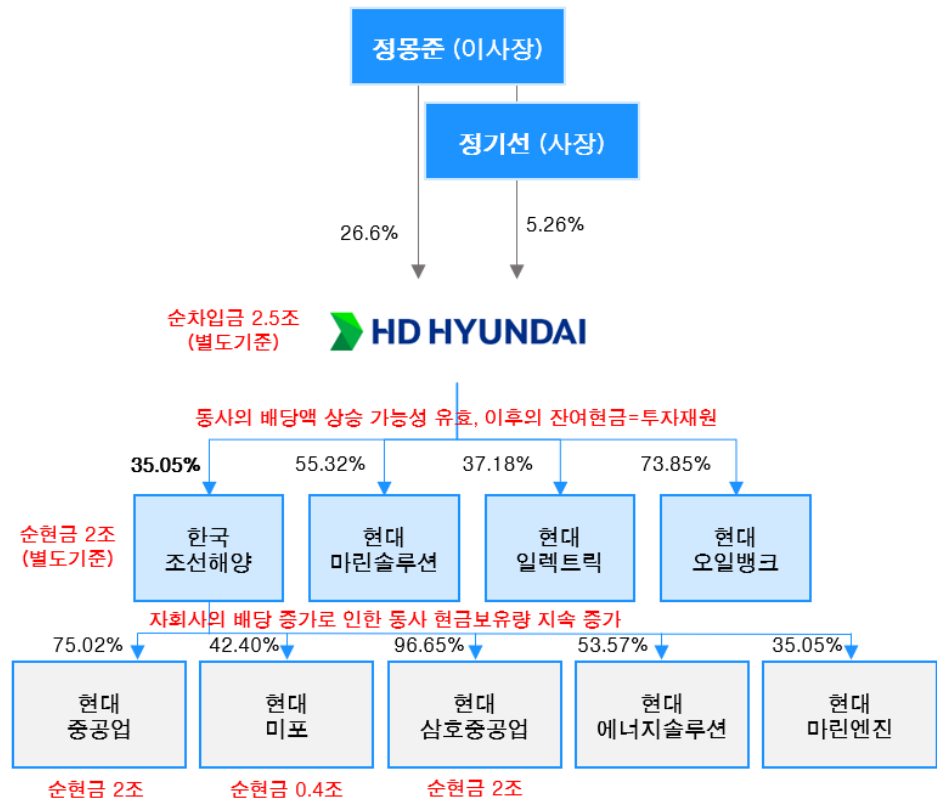
	2025F	2026F	2027F	Terminal value
DPS	14,336	16,279	18,079	
DDM fair value	13,398	14,219	14,758	506,681
요구수익률(r)=7%, 영구배당성장률(g)=4%, DPS는 상호 연간 추정EPS의 40%				
Multi-year DDM 기반 상호 적정 주가 (원)	549,055			
HD현대삼호의 DDM 적정 기업가치 (십억 원)	16,840			

$$P = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(r-g)} \cdot \frac{1}{(1+r)^3}$$

상장사 지분 (십억 원)	18,138
발행주식수 (천 주)	70,773
목표주가 (원)	494,000

자료: 유안타증권 리서치센터

배당에 대한 최종 지주사의 수요는 여전히 매우 유효, 잔여현금을 통한 투자여력 또한 충분



자료: 유안타증권 리서치센터

HD 한국조선해양 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296	25,539	29,531	32,333	33,949
매출원가	20,248	22,943	24,235	26,120	27,206
매출충이익	1,048	2,595	5,296	6,213	6,743
판관비	766	1,161	1,502	1,720	1,899
영업이익	282	1,434	3,794	4,493	4,844
EBITDA	754	1,960	4,334	5,046	5,410
영업외손익	-290	389	704	637	570
외환관련손익	49	858	1,150	1,020	890
이자손익	8	7	64	127	190
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-348	-477	-510	-510	-510
법인세비용차감전순이익	-8	1,823	4,498	5,130	5,414
법인세비용	-153	368	1,170	1,334	1,408
계속사업순이익	145	1,455	3,329	3,796	4,006
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	145	1,455	3,329	3,796	4,006
지배지분순이익	222	1,172	2,683	3,059	3,229
포괄순이익	-11	1,275	3,149	3,616	3,827
지배지분포괄이익	103	1,055	2,605	2,992	3,166

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,082	4,289	5,172	5,777	6,143
당기순이익	145	1,455	3,329	3,796	4,006
감가상각비	459	504	520	535	549
외환손익	0	0	-1,150	-1,020	-890
중속, 관계기업관련손익	48	61	0	0	0
자산부채의 증감	1,510	2,369	2,240	2,290	2,304
기타현금흐름	-81	-100	234	175	174
투자활동 현금흐름	-1,267	-1,233	-1,197	-1,139	-1,062
투자자산	-101	74	-199	-199	-152
유형자산 증가 (CAPEX)	-822	-891	-700	-700	-700
유형자산 감소	24	24	0	0	0
기타현금흐름	-368	-440	-298	-241	-210
재무활동 현금흐름	-485	-2,359	-3,268	-3,231	-3,246
단기차입금	-73	413	-86	-49	-63
사채 및 장기차입금	-457	-89	0	0	0
자본	-8	140	0	0	0
현금배당	-3	-1	-361	-361	-361
기타현금흐름	56	-2,821	-2,821	-2,821	-2,821
연결범위변동 등 기타	-8	2	837	142	-150
현금의 증감	321	699	1,544	1,549	1,686
기초 현금	2,697	3,018	3,717	5,261	6,810
기말 현금	3,018	3,717	5,261	6,810	8,496
NOPLAT	282	1,434	3,794	4,493	4,844
FCF	1,260	3,398	4,472	5,077	5,443

자료: 유안타증권

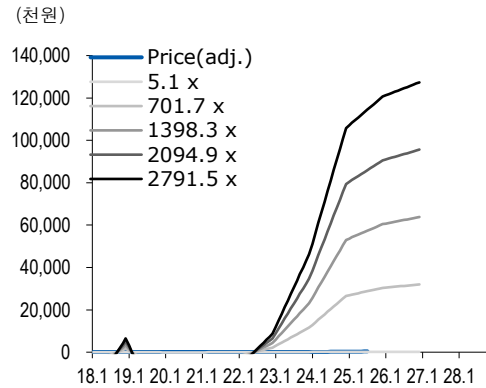
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,735	20,431	22,666	24,823	27,103
현금및현금성자산	3,018	3,717	5,261	6,810	8,496
매출채권 및 기타채권	1,452	1,634	1,863	2,004	2,074
재고자산	2,006	2,232	2,344	2,414	2,462
비유동자산	14,507	16,288	16,646	16,991	17,277
유형자산	10,504	11,111	11,291	11,455	11,606
관계기업 등 지분관련 자산	309	257	277	299	323
기타투자자산	667	1,916	2,095	2,271	2,399
자산총계	32,243	36,719	39,313	41,814	44,380
유동부채	17,498	19,325	19,096	18,318	17,405
매입채무 및 기타채무	3,204	3,884	4,399	4,795	5,082
단기차입금	926	187	187	187	187
유동성장기부채	1,294	375	375	375	375
비유동부채	2,375	3,238	3,272	3,296	3,310
장기차입금	986	202	202	202	202
사채	710	652	652	652	652
부채총계	19,872	22,563	22,368	21,614	20,715
지배지분	9,904	11,099	13,242	15,761	18,450
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	14,374	15,084	17,406	20,105	22,973
비지배지분	2,466	3,056	3,702	4,439	5,216
자본총계	12,370	14,156	16,944	20,200	23,666
순차입금	-75	-1,533	-3,320	-5,016	-6,833
총차입금	4,976	5,306	5,220	5,171	5,107

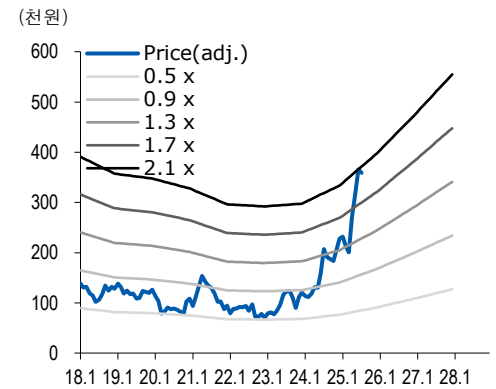
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,133	16,565	37,907	43,229	45,625
BPS	140,052	156,961	187,257	222,880	260,901
EBITDAPS	10,657	27,692	61,239	71,303	76,437
SPS	300,908	360,851	417,261	456,850	479,683
DPS	0	5,100	5,100	5,100	5,100
PER	31.7	9.5	9.5	8.3	7.9
PBR	0.7	1.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.5	6.5	6.0	4.9	4.4
PSR	0.3	0.4	0.9	0.8	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	23.1	19.9	15.6	9.5	5.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	408.1	164.5	18.4	7.8
지배순이익 증가율 (%)	흑전	428.8	128.8	14.0	5.5
매출총이익률 (%)	4.9	10.2	17.9	19.2	19.9
영업이익률 (%)	1.3	5.6	12.8	13.9	14.3
지배순이익률 (%)	1.0	4.6	9.1	9.5	9.5
EBITDA 마진 (%)	3.5	7.7	14.7	15.6	15.9
ROIC	-54.8	13.7	33.2	34.8	32.5
ROA	0.7	3.4	7.1	7.5	7.5
ROE	2.3	11.2	22.0	21.1	18.9
부채비율 (%)	160.6	159.4	132.0	107.0	87.5
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-13.8	-25.1	-31.8	-37.0
영업이익/금융비용 (배)	1.5	7.0	18.0	21.5	23.5

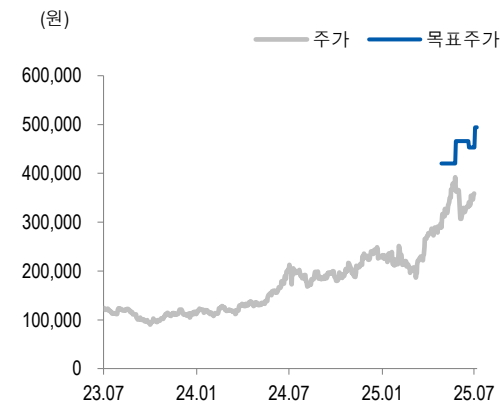
P/E band chart



P/B band chart



HD 한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-01	BUY	494,000	1년		
2025-07-21	BUY	453,000	1년	-23.39	-20.75
2025-06-25	BUY	466,000	1년	-28.06	-21.46
2025-05-28	BUY	420,000	1년	-17.46	-6.67
2025-02-25	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-07-31

※ 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.