

HD현대중공업 (329180)

다 가진 자의 여유

FY26F 신조선가 매출인식지수 기반 상선 영업이익률 15% 달성

신조선가 지수에 기반한 (믹스를 제외한) 인도스케줄 상으로 FY26F 영업이익률 15% 달성 가능할 것이라 예상. 고르게 분포된 선박 인도 슬롯으로 인해 급격한 영업이익률 상승 가능성은 비교적 제한적이라 판단하나, 업종 내 최고, 최다 수준의 수주잔고에 기반한 지속적인 이익률 개선세 이어갈 것이라 예상.

백미는 압도적인 가스선 매출 비중 유지와 2H26F 고선가 컨테이너선

동사의 수주잔고 내 매출 믹스는 경쟁사 대비 매우 견조할 것이라 예상. FY26F 유조선 매출 비중이 유의미하게 상승하는 경쟁사와 달리 가스선 (LNG선 제외)의 매출비중 상승으로 단순 선가 기준 전망치 대비 높은 영업이익 기록할 수 있을 것이라 판단. 26년내 고선가 컨테이너선 매출비중 또한 분기별로 11%/13%/18%/27%로 상승하며 유조선 매출비중은 10% 미만을 꾸준히 유지할 것이라 예상.

NGLS 개념설계 참여 – 각축전의 신호탄

26일 HD현대-HII 합의각서 체결을 통해 미 해군의 차세대 화물선 (NGLS) 개념설계 입찰에 참여 예정. NGLS 프로그램은 2021년 12월 미국내 Austal, Bollinger, TAI 세 조선소에 산업연구 발주를 완료한 상황. 현재 개념설계 요청단계에서 HD현대-HII가 새로운 경쟁자로 개입하려는 것. 한화가 인수중인 Austal과 본격적인 각축전이 시작된 것으로 판단. 미 해군의 선박 세대교체 설계에 참여하는 것은 향후 중장기 수주 모멘텀 관점에서 긍정적인 시작.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 781,000원으로 상향

목표주가 상향 근거는 FY26F 영업이익률 개선세로 상선부문 Target P/O multiple 0.9x (기존 0.8x)로 상향, 방산부문 이익규모 조절과 동시에 Target P/E multiple 40x 부여. Key rerating catalyst: 1) 3분기 실적 호조, 2) 신조선가 반등, 3) 미국내 조선소 직접투자. Key downside risk: 1) 합병이후 거래정지 관련 불안, 2) APEC이후 추가 이벤트 부재.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **781,000원 (U)**

직전 목표주가 **658,000원**

현재주가 (10/27) **624,000원**

상승여력 **25%**

시가총액	553,944억원
총발행주식수	104,962,734주
60일 평균 거래대금	1,205억원
60일 평균 거래량	240,198주
52주 고/저	624,000원 / 171,700원
외인지분율	11.52%
배당수익률	0.73%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	27.0	40.4	215.0
상대	6.3	11.0	101.3
절대 (달러환산)	25.2	35.1	205.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,405	22.1	6.2	4,013	9.8
영업이익	479	132.3	1.6	483	-0.8
세전계속사업이익	486	458.3	73.5	469	3.6
지배순이익	358	395.3	69.6	336	6.4
영업이익률 (%)	10.9	+5.2 %pt	-0.5 %pt	12.0	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	8.1	+6.1 %pt	+3.0 %pt	8.4	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	11,964	14,486	17,227	18,797
영업이익	179	705	1,980	2,568
지배순이익	25	622	1,487	2,019
PER	422.5	23.2	37.8	32.4
PBR	2.0	2.5	9.5	8.0
EV/EBITDA	28.2	15.3	24.1	19.0
ROE	0.5	11.4	23.6	26.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

FY26F 상선부문 영업이익률 15% 달성 예상

신조선가 지수 기반 동사의 추정 인도스케줄을 살펴보면 FY26F 매우 안정적인 매출인식 신조선가의 상승세를 확인할 수 있다. 이는 비용의 상승폭을 초과하는 개선폭을 보이며 연간 영업이익률 15%를 초과할 수 있는 근거이다.

HD 현대중공업: 분기별 인도 스케줄

환율	신조선가	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
1Q20	1,194	129	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q20	1,220	127	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q20	1,188	127	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q20	1,118	126	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q21	1,114	130	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	7	5	2	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	2	2	2	4	3	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	0	2	2	2	3	3	0	1	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	0	0	0	2	6	5	3	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	0	1	1	1	0	2	2	5	2	3	1	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	1	0	0	1	2	5	3	1	1	0	0	0	0	0
1Q23	1,276	166	0	0	0	0	0	0	0	0	5	2	1	1	0	0	0
2Q23	1,315	171	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	2	1	1	2
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	0	0	0	1	1	4	0	1	0	0	3
4Q23	1,321	178	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	1	2	7	1	3	2
2Q24	1,371	187	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	2	1	1	1
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
1Q25	1,454	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
평균매출인식지수		151	154	156	160	162	164	166	172	174	178	180	182	183	184	184	185
평균매출인식지수 (환율보정)		182	190	196	203	209	213	219	228	232	237	242	246	249	252	253	256
평균비용지수 (환율보정)		176	181	185	189	187	188	193	197	199	200	205	208	209	210	214	217
yoy 비용지수 상승률		16.1%	15.6%	14.2%	11.5%	6.0%	3.8%	4.0%	4.0%	6.2%	6.3%	6.1%	5.6%	5.4%	5.1%	4.8%	4.6%
역산 추정영업이익률		2.9%	4.5%	5.2%	6.8%	10.5%	11.8%	12.0%	13.7%	14.3%	15.8%	15.5%	15.7%	16.0%	16.5%	15.3%	15.0%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

영업이익률의 개선폭이 경쟁사 대비 가파르게 보이지 않는 이유는, 동사의 인도 스케줄에서 수주시점과 인도시점이 고르게 분포되어 있기 때문이다. 그러나, 단순 신조선가 지수가 아닌 선종믹스를 고려할 경우 동사의 영업이익률은 이를 상회할 가능성이 존재한다.

가스선 매출비중 견조하고, 고선가 컨테이너선 물량 올라온다

당사 추정 동사의 분기별 선종 믹스 변화는 1H26F LNG선을 포함한 가스선 매출비중 80% 이상, 연중 분기별 고선가 컨테이너선 매출비중의 지속적 상승 (분기별 11%, 13%, 18%, 27%)으로 인해 매우 긍정적이다. 경쟁업체의 경우 유조선의 매출비중이 의미있게 상승하며 선가 단위의 수익성 개선을 일부 상쇄할 수 있으나, 동사의 경우 LPG/암모니아/에테인 운반선의 수익성이 두 자릿수 영업이익률이라는 전제 하에 선종 믹스 관점에서 가장 우수하다고 판단한다.

HD 현대중공업: 분기별 선종 매출 믹스

(단위: %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
LNG	43%	47%	55%	50%	48%	47%	44%	39%
가스	20%	20%	21%	30%	35%	31%	30%	27%
컨테이너	36%	31%	23%	17%	11%	13%	18%	27%
유조선	2%	2%	2%	4%	6%	8%	8%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

HD 현대중공업: 밸류에이션 및 목표주가

		FY26F
상선	수주잔고 (십억 원)	37,800
	Target P/O multiple (x)	0.9
	적정가치 (십억 원)	34,020
방산(기존)	연간 NOPAT (십억 원)	112.5
	Target P/E multiple (x)	15
	적정가치 (십억 원)	1,688
방산(미국)	연간 매출 pool (십억 원)	2,668
	연간 NOPAT (십억 원)	600
	Target P/E multiple (x)	40
	적정가치 (십억 원)	24,013
엔진	연간 NOPAT (십억 원)	531.75
	Target P/E multiple (x)	18
	적정가치 (십억 원)	9,572
전체	적정가치 (십억 원)	69,292
	주식수 (백만 주)	89
	목표주가	781,000

자료: 유안타증권 리서치센터

APEC 정상회담 이전에 경주에서 합의각서 체결. 뭔가 있나?

26일 HD현대는 헌팅턴 잉걸스 (HII)와 경주에서 상선 및 군함 설계, 건조 협력에 관한 합의각서를 체결했다. 주요 내용은 1) 미국내 공동 투자를 통한 분담 건조 능력을 강화, 2) 미 해군 보조선 건조 프로그램에서 협력할 기회 모색, 3) 엔지니어링, R&D, AI, 머신러닝, 로봇틱스 및 자동화 등 분야 협력, 4) 미 해군 인도-태평양 권역 배치 선박 보조 (MRO)이다.

HD 현대-HII 합의각서 체결



자료: 유안타증권 리서치센터, HII

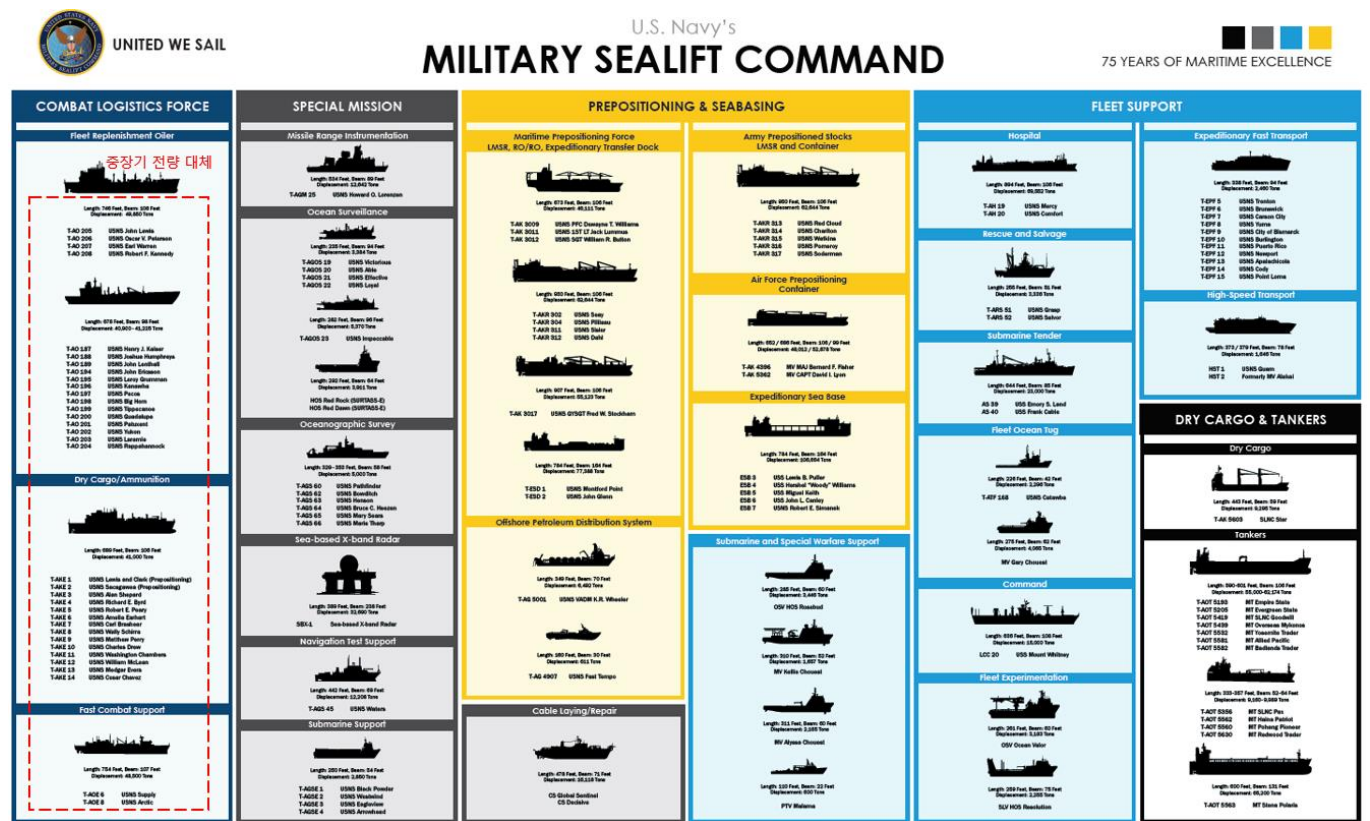
두 그룹은 미 해군의 차세대 화물선 (NGLS) 개념설계 입찰에 공동으로 참여할 것을 10월 초 이미 합의한 상태였다. 다만 이에 대한 미 정부의 요청 원문에는 “미국내 건조 가능한”이라는 요건이 있기 때문에, 현재까지는 법제적으로 관여할 수 있는 설계 범위에 개입한 상황이다. NGLS 프로그램의 최종설계 및 실제 건조 계약은 2028년에 발생 예정이기 때문에 향후 실질적인 선박 부분건조 계약을 HD현대 그룹이 수주할 수 있을지에 대해서는 미지수의 영역이다.

다만 NGLS와 같은 함정 건조 프로그램은 호흡이 매우 길다는 점을 감안한다면 이와 같은 행보는 장기적 협력의 신호탄이다. 또한, NGLS 프로그램은 2021년 12월 미국내 Austal, Bollinger, TAI 세 조선소에 산업연구 (개념설계 이전단계) 발주를 완료한 기록이 있다. 즉 현재 개념설계 요청단계에서 HD현대-HII 컨소시엄이 새로운 경쟁자로 개입하려는 것이다. 한화가 인수중인 Austal과 본격적인 각축전이 시작된 것이며, 향후에도 이와 같은 기존 선대의 대체, 보완 프로그램에서 국내 조선업체들을 대동한 미국내 조선소간의 수주 경쟁이 심화될 것이라 예상된다.

NGLS는 생각보다 큰 건

미 해상수송사령부 (MSC)는 122척의 선박을 운용중이며, NGLS 프로그램은 그중에서 34척의 선박을 증장기적으로 대체하려는 계획이다. 과거 T-AOE (고속보급함, HII 건조) 대형선이 유류 물과 건화물을 모두 수송했으나 이후 T-AO (급유, GD NASSCO 건조), T-AKE (건화물, GD NASSCO 건조)로 이원화되었으나 이 또한 건조비용이 너무 높고 수송에 비효율적이라 판단, NGLS 프로그램을 통해 더 작고 저렴한 선박들로 이를 대체하려는 계획이다.

MSC 산하 선대 현황



자료: 유안타증권 리서치센터, MSC

긍정적인 점은, 대체 대상인 T-AO와 T-AKE 모두 GD NASSCO에서 건조되었다는 것이다. 따라서 HD현대-HII와 Austal (한화) 모두에게 해당 프로그램의 참여와 진전은 미국내 조선소들에게도 이러한 협력의 필요성을 상기시킬 것이고, 이는 궁극적으로 트럼프 행정부가 국내 조선업체들이 미국내 함정 신조 시장에 직간접적으로 진출할 수 있는 제도적 완화를 가속화할 것이라고 예상된다.

HD 현대중공업 (329180) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	17,227	18,797	19,718
매출원가	11,309	12,993	14,299	15,094	15,627
매출총이익	655	1,494	2,928	3,703	4,091
판매비	476	789	948	1,136	1,278
영업이익	179	705	1,980	2,568	2,813
EBITDA	457	1,011	2,294	2,889	3,140
영업외손익	-144	93	30	160	274
외환관련손익	10	413	320	322	317
이자손익	-83	-96	-54	-26	-6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-72	-224	-237	-137	-37
법인세비용차감전순이익	34	798	2,010	2,728	3,087
법인세비용	10	177	523	709	803
계속사업순이익	25	622	1,487	2,019	2,285
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,487	2,019	2,285
지배지분순이익	25	622	1,487	2,019	2,284
포괄순이익	-85	498	1,364	1,895	2,161
지배지분포괄이익	-85	498	1,364	1,895	2,161

주: 영업이익의 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	1,767	2,354	2,690
당기순이익	25	622	1,487	2,019	2,285
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	615	674
기타현금흐름	-46	-144	-266	-267	-268
투자활동 현금흐름	-478	-499	-479	-592	-549
투자자산	-1	0	21	-95	-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	-1,759	-2,196
단기차입금	-444	-127	-197	-100	-90
사채 및 장기차입금	813	-405	-200	-200	-200
자본	5	-1	0	0	0
현금배당	0	0	-186	-577	-735
기타현금흐름	129	-1,516	-355	-881	-1,171
연결범위변동 등 기타	-10	-6	335	320	315
현금의 증감	184	330	685	323	261
기초 현금	744	928	1,258	1,943	2,267
기말 현금	928	1,258	1,943	2,267	2,528
NOPLAT	179	705	1,980	2,568	2,813
FCF	-309	2,420	1,367	1,954	2,290

자료: 유안타증권

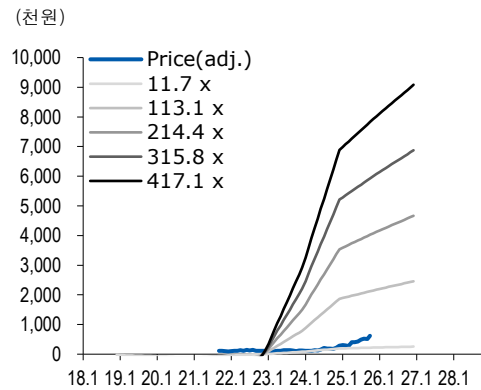
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	11,142	11,744	12,060
현금및현금성자산	928	1,258	1,943	2,267	2,528
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,902	2,075	2,177
재고자산	1,310	1,511	1,738	1,896	1,989
비유동자산	8,334	8,988	9,053	9,227	9,356
유형자산	6,452	6,610	6,708	6,798	6,881
관계기업 등 자본관련 자산	1	1	1	1	2
기타투자자산	307	1,069	1,048	1,142	1,198
자산총계	17,134	19,391	20,195	20,972	21,415
유동부채	9,945	11,796	11,416	10,864	9,874
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,627	2,866	3,007
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	12,772	11,789
지배지분	5,207	5,704	6,882	8,200	9,626
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,590	4,031	5,581
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,882	8,200	9,626
순차입금	2,449	1,067	-2	-609	-1,139
총차입금	3,812	3,280	2,983	2,782	2,592

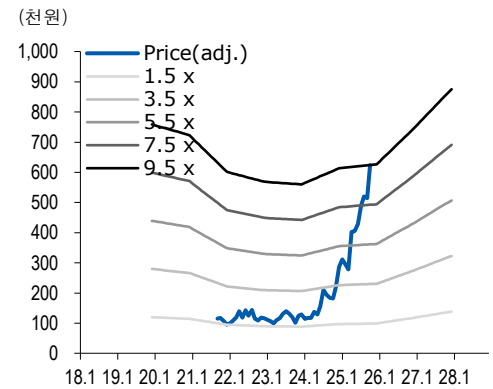
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	16,507	19,231	21,765
BPS	58,660	64,259	65,570	78,122	91,708
EBITDAPS	5,145	11,389	25,457	27,520	29,915
SPS	134,770	163,185	191,191	179,086	187,859
DPS	0	2,090	5,500	7,000	8,000
PER	422.5	23.2	37.8	32.4	28.7
PBR	2.0	2.5	9.5	8.0	6.8
EV/EBITDA	28.2	15.3	24.1	19.0	17.3
PSR	0.9	1.0	3.3	3.5	3.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	32.3	21.1	18.9	9.1	4.9
영업이익 증가율 (%)	흑전	294.8	180.8	29.7	9.5
지배순이익 증가율 (%)	흑전	2,417.7	139.3	35.7	13.2
매출총이익률 (%)	5.5	10.3	17.0	19.7	20.7
영업이익률 (%)	1.5	4.9	11.5	13.7	14.3
지배순이익률 (%)	0.2	4.3	8.6	10.7	11.6
EBITDA 마진 (%)	3.8	7.0	13.3	15.4	15.9
ROIC	2.2	10.3	31.1	37.3	35.7
ROA	0.1	3.4	7.5	9.8	10.8
ROE	0.5	11.4	23.6	26.8	25.6
부채비율 (%)	229.0	239.9	193.4	155.8	122.5
순차입금/자기자본 (%)	47.0	18.7	0.0	-7.4	-11.8
영업이익/금융비용 (배)	1.4	4.7	15.0	21.1	24.8

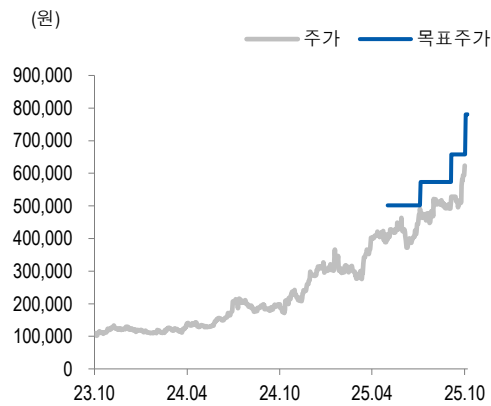
P/E band chart



P/B band chart



HD 현대중공업 (329180) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-28	BUY	781,000	1년		
2025-10-01	BUY	658,000	1년	-17.80	-5.17
2025-08-01	BUY	573,000	1년	-14.36	-9.08
2025-05-28	BUY	502,000	1년	-16.02	-2.29

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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-10-27

※ 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.