

HD현대중공업 (329180)

이재니

jini.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

450,000

유지

현재주가

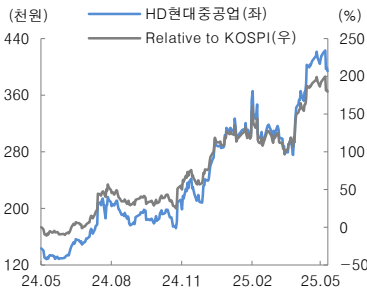
394,000

(25.05.22)

조선업종

KOSPI	2593.67
시가총액	34,977십억원
시가총액비중	1.63%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	423,500원 / 128,300원
120일 평균거래대금	1,095억원
외국인지분율	10.48%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1 인 74.60% 국민연금공단 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	30.9	66.2	205.2
상대수익률	3.9	34.0	60.3	220.5



P, Q, C 완벽한 삼각형

- 1Q25 생산성 향상의 비결은 고급인력들의 복귀
- USTR 제재 완화에도 선사들의 중국 리스크 회피로 한국 반사수혜
- 미국의 러시아 그림자선대 제재 강화되며 탱커 발주 문의 증가하는 추세

신규수주는 꾸준히 올라오는 중

2025년 5월 누계 기준, HD현대중공업의 신규수주는 51.5억불로 연간 목표치의 41.5%(상선 기준 50.6% 달성), 양호한 수주 실적 기록 중. 수주잔량 335억 달러로 1분기 생산스케줄이 앞당겨지면서 잔고년수는 3.1년으로 줄었음. 특히 2025년부터는 2027년 말 납기 슬롯까지 제시 가능할 정도로 생산성이 향상됨

생산성의 비결은 인력의 복귀

현재 원가에 영향을 주는 비용 부분은 크게 후판가, 인건비, 아웃소싱 세가지로 나뉨. 현재 후판가는 바텀아웃하고 있지만 여전히 조선사가 바게닝 파워를 보유하고 있어 상승폭은 제한적. 인건비와 아웃소싱비는 지난 2~3년간 단가 인상률이 30% 상승했는데, 이는 대형/고급건설현장 증가로 인한 인력 수급 불균형 때문. 하지만 지난 4분기부터 건설현장 감소로 다시 인력 공급이 안정화되며 생산성이 상승하는 동시에 비용 역시 크게 증가하지 않을 것으로 예상

상반기 선종별 수주: 컨테이너 > 가스선 > 탱커선

[컨테이너선] 글로벌 세컨더리 선사들을 위주로 수주 강세 전망. 선대 교체 비율이 낮은 점과 더불어 미국의 관세, USTR의 영향으로 중국항 물량이 한국 조선사로 교체발주 진행 중. [탱커선] 최근 미국의 러시아 그림자선대 제재가 강화됨. 그에 따른 공급 부족으로 수에즈막스/아프라막스 탱커의 발주 문의가 증가하는 추세. 선령도 가장 높은 선종이라 교체 수요 증가 예상. 현재 % orderbook of fleet은 9%까지 증가함 [LNG선] 미국 FID 속도가 예상 대비 늦어지고 있지만 하반기를 기대 중 [엔진기계] 2-stroke 대형엔진에 대한 해외수요 증가. 1분기 매출에서 중국항 비중이 26%까지 상승. 특히 DF엔진의 비중이 높아질수록 동사의 수주가 유리한데 현재 신규수주 중 60~70%는 DF엔진. 엔진기계의 이익기여도는 사업부문 중 가장 강한 성장세를 보여줄 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,550	18,208	19,127
영업이익	179	705	1,802	1,881	2,183
세전순이익	34	798	1,059	1,827	2,199
총당기순이익	25	622	825	1,422	1,712
차비지분순이익	25	622	825	1,422	1,712
EPS	278	7,001	9,288	16,022	19,288
PER	463.9	41.1	34.1	19.8	16.4
BPS	58,660	64,259	71,261	84,591	101,190
PBR	2.2	4.5	5.5	4.7	3.9
ROE	0.5	11.4	13.7	20.6	20.8

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

주요 Q&A

Q: 선주들의 선가 계약가 저항 여부

A: 작년 하반기 달러 강세였을 때는 원화 환산으로 누리는 이익을 이해하고 있었기 때문에 가격 저항이 있었음. 현재 한국 계약선가는 중국이랑 10-15%의 가격 차이가 남.

USTR 패널티가 약해진 건 있지만 컨테이너 20년 돌린다고 생각했을 때 10% 싸게 사는데 OPEX 관점에서 큰 차이가 없음. 하지만 나중에 중고선박으로 팔 때 한국선박들이 중국선박보다 더 프리미엄을 받고 팔 수 있음. 이러한 관점에서 USTR 제재가 약해진 건 하지만 10%정도는 감안하고 한국에 발주를 내도 되겠다는 여론이 형성됨. 이로 인해 예전보다 가격 상승에 대한 저항은 줄어 들음.

Q: 금일 나온 수주 공시 중 VLAC에서 수에즈막스 탱커로 바뀐 이유

공사 투입하지 않아서 선주 요청으로 변경된 사항. 스펙 변경해준 선사는 동사의 오랜 로열 고객이기 때문에 요청을 받아들인 케이스.

최근 수에즈막스 탱커의 수요가 많이 늘어나고 있음. VLCC 전망이 탁해진 건 아니고 여전히 파이프라인을 보유하고 있는 상태에서 수에즈막스 문의가 더 많음. 수에즈막스도 가격이 많이 올라서 지금은 수주를 해도 마진을 남길 수 있을 만큼 가격이 올라옴.

그 이유는 미국이 러시아 그림자선대 탱커 제재를 많이 하고 있는데 수에즈막스랑 아프리카막스는 러시아 플레그 중 그림자선대 탱커가 많음. 이런 탱커들이 중국 연안까지 나온 뒤 벙커링 해서 다시 밖으로 나오는 식으로 운영 하다 보니 공급이 전반적으로 많이 줄면서 전체적인 선대도 줄었다고 함. 위에 요인과 합쳐서 홍해 사태로 인해 수에즈막스나 아프리카막스 탱커 문의가 많아진 것으로 판단. 탱커 문의가 올해부터 돌아서고 있는게 느껴짐. 현재 탱커 % ord'b/fleet은 작년에 4-5%까지 내려갔었는데 작년 하반기~올해 초반까지 좀 수주가 나와서 9%까지 올라옴. 현재 선령이 가장 높은 선종이고, 교체율이 낮은 상황이라 수요가 지속적으로 나올 것으로 판단.

또한 IMO가 탄소세 등을 결정시켰기 때문에 탱커 쪽에서의 선대 운영이 조금 더 원활하게 이루어질 것 같음.

Q: 친환경 엔진 수요 전망

A: 박용 엔진 중 해외 수주 많이 들어오는게 2-STROKE 대형 엔진. 2-STROKE 엔진은 중국 기술력이 많이 떨어지는데, 작년에 중국이 수주를 워낙 많이 받아서 그 물량에 대한 엔진 발주가 들어오고 있음. 신규수주의 40%가 중국 업체로부터 들어오고 있는데, 올해 1분기 매출에서 중국업체들의 비중이 26%까지 올라옴. 불과 2년전에는 10% 미만이었음. 그래서 중국 업체에 대한 수요가 높아지고 있는 상황.

현재 신규수주의 60-70%는 거의 DF로 나오고 있는데 DF 비중이 높아질수록 동사의 수주가 더 유리한 상황. 박용 2-STROKE 엔진은 마린엔진 포함 38-40% 정도의 점유율로 추산하는데 DF로 하면 50%가 넘음.

Q: 국내 인력 현황

현재 국내 생산 인력은 그룹 내 5만명, 그 중 35-40%는 외주 인력. 이 하청업체를 통해 고용하는 외주 인력이 가격이 많이 올랐음. 외주단가는 결국 가공비로 들어가는데, 이 외주 인력 수급이 원활해지면서 단가 상승률이 잡힐 수 있던 것. 공급이 원활해지니 예전보다 기술력이 높은 분들을 고용하면서 전체적인 생산 퀄리티도 올라옴.

(이어서)

Q: 군산 조선소 재가동 가능성

A: 현재 블록 조립으로만 사용하고 있음. 조선업은 에코시스템 없으면 생산이 어려운데 군산은 오랫동안 비워 두면서 그 주변 업체들이 다 망했기 때문. 재가동해서 생산하는 비용보다 해외 조선소 인수하는게 나을 정도로 비용이 많이 들어감. 현재 동사는 필리핀 수빅조선소를 임대 중인데 이런 부분들이 캐파 확장의 일환.

군함의 경우 미국 말고도 다양한 국가들과 군함 프로젝트를 진행하려고 함. 현재 해외 방산업체들이 10척 발주한다고 하면 울산에서 만드는 척수는 일부, 나머지는 해외에서 조립해야 하기 때문에 국내 도크 확장보다는 해외 조선소와 해외 생산업체와의 파트너십이 훨씬 중요한 상황.

현대중공업 기준 9개 도크 중 7개만 사용 중이고, 2개는 추가적으로 군함 수주 받을 시 사용할 예정.

Q: 기자재 바틀넥 우려?

A: 그 우려 때문에 실제로 일부 캐파 확장을 하긴 했지만 약했음, 그래서 내부적으로 만들기로 함. 실제로 23년에 실적이 좋아야 했는데 예상보다 부진했던 이유가 기자재 바틀넥 때문임. 컨테이너선이란 LPG선 인도가 몰렸는데 (외부 기자재 많이 쓰는 선박) 탱크가 제 시간에 인도가 되지 않아 납기 지연이 된 바 있음. 24년에 LPG 수주 많이 받아 놔서 내부적으로 준비를 안 해두면 26-27년에 같은 문제가 발생할 수 있다는 판단 하에 작년부터 내부적으로 탱크 절반 정도는 직접 생산하기로 함.

엔진도 내부 기자재에서 중요한 크랭크샤프트 같은 경우는 전량 자체 생산하고 있어 버티컬 라인이 잘 잡혀 있음.

Q: 향후 리스크 포인트 혹은 마진 훼손 가능 포인트

A: 가스선 비중이 높아진 상황에서 공급망은 지금 어느때보다 훨씬 중요함. 내부생산에서 문제는 앞단에서 공수를 당겨도 뒤에 부품들이 받쳐주지 않으면 어려움. 옛날처럼 조선사가 증설한다고 밑에 하청업체들이 같이 증설해주지 않기 때문에 생산 스케줄 매니징이 관건. 이를 위해 22년부터 팔란티어랑 같이 공정 플로우를 데이터베이스화해서 모니터링하는 작업을 통해 효율성을 높이고 있음.

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,550	18,208	19,127
매출원가	11,309	12,993	13,868	15,346	15,905
매출총이익	655	1,494	2,681	2,862	3,222
판매비와관리비	476	789	880	981	1,039
영업이익	179	705	1,802	1,881	2,183
영업외수익	1.5	4.9	10.9	10.3	11.4
EBITDA	457	1,011	2,100	2,198	2,531
영업외손익	-144	93	-743	-54	15
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	631	964	879	843	877
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,124	-3,244	-2,763	-2,562	-2,599
외환손실	338	371	394	255	255
기타	349	2,373	1,142	1,665	1,738
법인세비용차감전순이익	34	798	1,059	1,827	2,199
법인세비용	-10	-177	-234	-404	-487
계속사업순이익	25	622	825	1,422	1,712
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	825	1,422	1,712
당기순이익	0.2	4.3	5.0	7.8	9.0
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	25	622	825	1,422	1,712
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-12	-14	-16	-18
포괄순이익	-85	498	685	1,265	1,535
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-85	498	685	1,265	1,535

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	9,288	16,022	19,288
PER	463.9	41.1	34.1	19.8	16.4
BPS	58,660	64,259	71,261	84,591	101,190
PBR	2.2	4.5	5.5	4.7	3.9
EBITDAPS	5,145	11,389	23,654	24,756	28,512
EV/EBITDA	30.4	26.3	17.0	16.2	14.2
SPS	134,770	163,185	186,425	205,104	215,457
PSR	1.0	1.8	2.1	1.9	1.8
CFPS	3,569	9,342	13,025	20,660	26,971
DPS	0	2,090	2,500	2,500	2,500

재무비율

(단위 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
상장성					
매출액 증감률	32.3	21.1	14.2	10.0	5.0
영업이익 증감률	흑전	294.8	155.5	4.4	16.1
순이익 증감률	흑전	2,417.3	32.7	72.5	20.4
수익성					
ROIC	4.2	24.2	41.1	25.4	23.8
ROA	1.1	3.9	8.9	8.5	8.6
ROE	0.5	11.4	13.7	20.6	20.8
안정성					
부채비율	229.0	239.9	233.5	211.6	202.0
순차입금비율	47.0	18.7	9.8	7.8	10.0
이자보상배율	1.4	4.7	9.5	7.9	5.8

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	11,844	13,804	17,006
현금및현금성자산	928	1,258	2,063	2,511	3,334
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,884	2,073	2,267
재고자산	1,310	1,511	1,966	2,185	2,486
기타유동자산	5,178	5,975	5,910	7,035	8,919
비유동자산	8,334	8,988	9,251	9,599	10,119
유형자산	6,452	6,610	6,813	7,097	7,549
관계기업투자지급	1	1	1	1	1
기타비유동자산	1,881	2,377	2,437	2,501	2,570
자산총계	17,134	19,391	21,094	23,402	27,125
유동부채	9,945	11,796	12,514	13,264	15,025
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,530	2,705	2,803
차입금	960	87	104	125	175
유동상채무	600	313	363	463	1,163
기타유동부채	6,360	9,086	9,518	9,971	10,885
비유동부채	1,981	1,890	2,254	2,629	3,117
차입금	1,569	752	1,002	1,252	1,602
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	412	1,139	1,253	1,378	1,516
부채총계	11,926	13,686	14,768	15,893	18,143
자본계분	5,207	5,704	6,326	7,509	8,983
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	1,927	3,128	4,618
기타자본변동	868	850	832	815	799
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,326	7,509	8,983
순차입금	2,449	1,067	618	582	902

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	2,578	3,311	3,464
당기순이익	25	622	825	1,422	1,712
비현금항목의 가감	292	208	332	412	682
감가상각비	278	306	298	317	348
외환손익	0	0	-63	-219	-202
자본법정손익	0	0	0	0	0
기타	14	-98	96	313	536
자산부채의 증감	-77	2,114	1,793	2,065	1,881
기타현금흐름	-71	-59	-371	-588	-811
투자활동 현금흐름	-478	-499	-653	-765	-978
투자자산	-1	0	-53	-55	-58
유형자산	-469	-452	-490	-590	-790
기타	-8	-47	-110	-119	-130
재무활동 현금흐름	503	-2,049	-1,917	-1,900	-1,171
단기차입금	0	0	17	21	50
사채	0	0	100	100	200
장기차입금	0	0	150	150	150
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-186	-222	-222
기타	503	-2,049	-1,999	-1,949	-1,349
현금의 증감	184	330	805	448	823
기초 현금	744	928	1,258	2,063	2,511
기말 현금	928	1,258	2,063	2,511	3,334
NOPLAT	128	549	1,403	1,464	1,700
FCF	-107	358	1,201	1,181	1,248

자료: HD현대중공업 대산증권 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	25.05.23	25.04.25
투자의견	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000
과다율(평균%)		(9.13)
과다율(최대/최소%)		(5.89)

제시일자	25.05.23	25.04.25
투자의견	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000
과다율(평균%)		(9.13)
과다율(최대/최소%)		(5.89)

제시일자	25.05.23	25.04.25
투자의견	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000
과다율(평균%)		(9.13)
과다율(최대/최소%)		(5.89)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250520)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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