

HD현대중공업 (329180)

이재니

jini.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

660,000

상향

현재주가

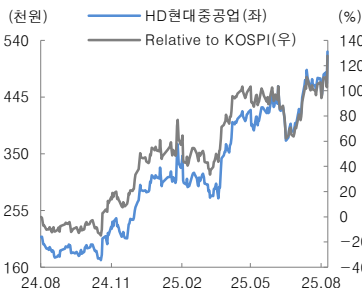
521,000

(25.08.27)

조선업종

KOSPI	3187.16
시가총액	46,251십억원
시가총액비중	2.09%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	521,000원 / 171,700원
120일 평균거래대금	1,060억원
외국인지분율	10.97%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1 인 74.18% 국민연금공단 7.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.2	26.5	75.7	172.9
상대수익률	17.5	4.6	44.5	130.3



현대미포 흡수합병 코멘트

- 사업 시너지 확장의 일환으로 현대중공업은 현대미포 흡수합병 진행
- 정책적 지원을 기반으로 신규 조선소 건설 및 방산 부문의 사업 확대
- 효율화를 통한 캐파확장은 양적 질적인 성장 가능한 구조

업종 내 Top-Pick 유지, 목표주가 660,000원으로 +20% 상향

동사는 사업재편 후 2030년 매출 37조원을 목표로 제시. 이번 재편 후, R&D 비용 절감 및 상호보완, 금융비용 절감, 생산 공급망 시너지 등을 통해 순이익 개선 효과가 나타날 것으로 전망. 멀티플은 1)합병으로 인한 사업 시너지 확장, 2)규모의 경제를 통한 시장점유율 확대에 기인해 PE 18x 적용

방산 부문의 사업 포트폴리오 확장을 위한 전략

이번 합병은 급변하는 조선업에 대응하기 위한 전략적 사업 개편으로, 국내외 군함 신조 및 해외 MRO 수요에 대응하기 위한. 한미 조선업 협력 프로젝트 MASGA를 통해 조달되는 1,500억 달러의 주요 사용처는 1)미국 내 신규 조선소 건설, 2)미 해군 함정신조 및 MRO 사업 확대, 3) 미 조선소 기술 전수 및 인력 양성, 4)기타 재 공급망 재구축 등이 있음

미국 내에서 모색할 수 있는 사업 기회는 1) 전략상선단: SHIPS Act로 2030년까지 최소 30척 수요 가시화, 2)안보상선단: 미국 국적의 선박으로 평시에는 상선으로 활용되다가 전시 상황에서 군수 물자 및 유류 수송용으로 전환 가능한 선대 약 20척 예상, 3) 동원예비선단: 전략물자 수송용 예비함대로 PCTC 10척 발주계획 등이 있음

캐파 확장은 물론, 선종 배리어레이션도 다양하게

동사의 2030년 매출 32조원 청사진 중 방위사업은 7조원 목표. 방위사업 매출액 추산은 현대중공업의 4.5번 도크 오픈을 고려했으며 미포 4개 도크 중 2개를 특수선 및 방산 도크로 재활용할 것. 방산으로 도크가 빠지더라도 조선 부문 매출은 유지될 것. 쇄빙선과 같은 특수목적선 추가 건조 등을 고려했기 때문. 더욱이 미포의 실제 건조캐파는 연 70척으로 최근 45척을 짓고 있어 확장의 여지는 충분함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,468	17,459	19,978
영업이익	179	705	2,021	2,431	3,201
세전순이익	34	798	1,753	2,545	3,108
총당기순이익	25	622	1,365	1,982	2,420
지배지분순이익	25	622	1,365	1,982	2,420
EPS	278	7,001	15,380	22,327	27,260
PER	463.9	41.1	29.3	20.2	16.5
BPS	58,660	64,259	77,353	97,287	122,159
PBR	2.2	4.5	6.7	5.4	4.3
ROE	0.5	11.4	21.7	25.6	24.8

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

표 1. HD 현대중공업과 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
현 주가 (08/26)	521,000	-
시가총액	54,698	

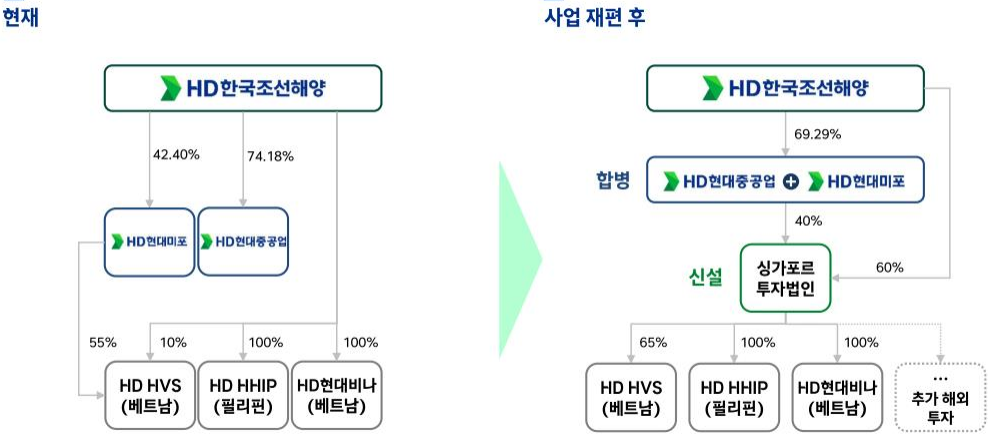
자료: 대신증권 Research Center

그림 1.Valuation Table (단위: 십억원, %, 배, 백만주, 원)

	2024A	2027F	2030F	2035F
매출액	19,116	25,657	32,000	37,000
영업이익	794	3,644	5,120	7,030
영업이익률 (%)	4.2	14.2	16.0	19.0
당기순이익	1,816	3,497	3,840	5,273
PER (x)			18	
시가총액 (십억원)		48,958	69,120	105,450
발행주식 수	88.8	105.0	105.0	105.0
목표주가			660,000	
현재주가(08/27)			520,000	
Upside (%)			26.9	

자료: HD 현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 2. 사업 재편 개요



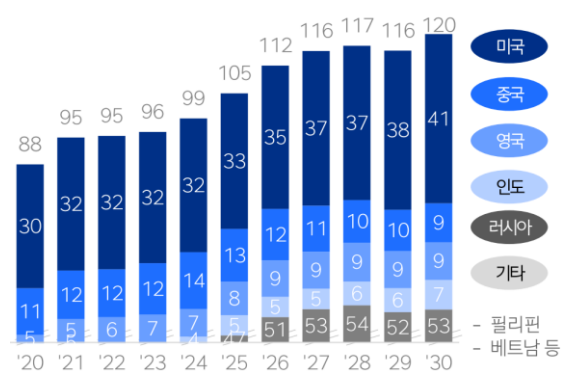
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업 재편 주요 일정



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 4. 전세계 해군 함정 신조 예산 계획



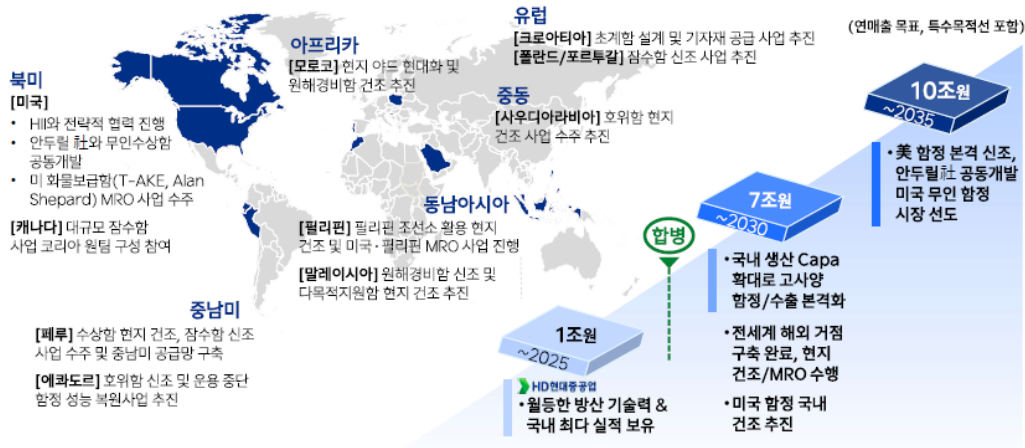
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 5. MASGA 펀드 자금 사용처



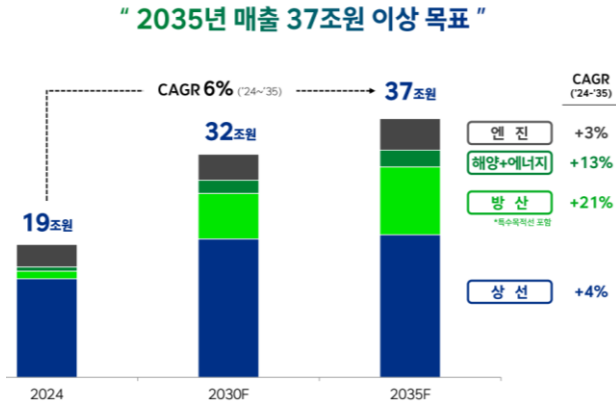
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 6. 방산 사업 해외 협력 현황 및 사업 확장 로드맵



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

그림 7. 사업 재편 후 청사진



자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,468	17,459	19,978
매출원가	11,309	12,993	13,569	14,086	15,684
매출총이익	655	1,494	2,900	3,374	4,294
판매비와관리비	476	789	879	943	1,093
영업이익	179	705	2,021	2,431	3,201
영업외수익	1.5	4.9	12.3	13.9	16.0
EBITDA	457	1,011	2,336	2,771	3,564
영업외손익	-144	93	-268	115	-94
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	631	964	850	911	759
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,124	-3,244	-3,533	-3,255	-3,355
외환평가손실	338	371	642	249	230
기타	349	2,373	2,416	2,459	2,502
법인세비용차감전순이익	34	798	1,753	2,545	3,108
법인세비용	-10	-177	-388	-563	-688
계속사업순이익	25	622	1,365	1,982	2,420
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,365	1,982	2,420
당기순이익률	0.2	4.3	8.3	11.4	12.1
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	25	622	1,365	1,982	2,420
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-12	-14	-15	-16
포괄순이익	-85	498	1,229	1,832	2,255
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-85	498	1,229	1,832	2,255

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	278	7,001	15,380	22,327	27,260
PER	463.9	41.1	29.3	20.2	16.5
BPS	58,660	64,259	77,353	97,287	122,159
PBR	2.2	4.5	6.7	5.4	4.3
EBITDAPS	5,145	11,389	26,314	31,211	40,148
EV/EBITDA	30.4	26.3	19.7	16.0	11.9
SPS	134,770	163,185	185,511	196,674	225,046
PSR	1.0	1.8	2.8	2.6	2.3
CFPS	3,569	9,342	21,331	25,707	33,220
DPS	0	2,030	2,200	2,200	2,200

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	32.3	21.1	13.7	6.0	14.4
영업이익 증/감	흑전	294.8	186.6	20.3	31.7
순이익 증/감	흑전	2,417.3	119.7	45.2	22.1
수익성					
ROIC	4.2	24.2	47.4	37.1	47.4
ROA	1.1	3.9	9.9	10.8	12.7
ROE	0.5	11.4	21.7	25.6	24.8
안정성					
부채비율	229.0	239.9	210.2	174.9	147.3
순차입금비율	47.0	18.7	-2.6	-21.2	-35.2
이자보상비율	1.4	4.7	33.9	40.1	51.9

자료: HD 현대중공업 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	12,019	14,193	17,023
현금및현금성자산	928	1,258	2,603	4,373	6,484
매출채권 및 기타채권	1,384	1,659	1,855	1,956	2,203
재고자산	1,310	1,511	1,718	1,821	2,084
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	21,300	23,743	26,821
유동부채	9,945	11,796	12,536	13,203	14,067
매입채무 및 기타채무	2,025	2,311	2,521	2,626	2,893
차입금	960	87	91	96	100
유동상채무	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	14,433	15,106	15,976
자본부분	5,207	5,704	6,867	8,636	10,844
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,288	2,468	4,255	6,480
기타자본변동	868	850	832	815	799
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,867	8,636	10,844
순차입금	2,449	1,067	-175	-1,832	-3,816

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	3,560	3,866	4,263
당기순이익	25	622	1,365	1,982	2,420
비현금항목의가감	292	208	528	300	529
감가상각비	278	306	315	340	363
외환손익	0	0	94	-335	-255
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	14	-98	119	295	421
자산부채의증감	-77	2,114	2,060	2,154	2,010
기타현금흐름	-71	-59	-394	-570	-696
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	-2,223	-2,222
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	-195	-195
기타	503	-2,049	-2,033	-2,032	-2,032
현금의증감	184	330	1,345	1,770	2,111
기초 현금	744	928	1,258	2,603	4,373
기말 현금	928	1,258	2,603	4,373	6,484
NOPLAT	128	549	1,574	1,893	2,493
FCF	-107	358	1,289	1,633	2,256

