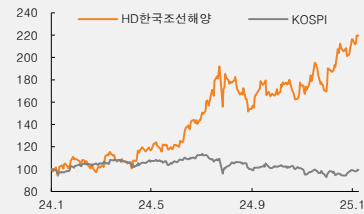


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 329,000원
현재주가(25/1/17)	243,500원
상승여력	35.1%

영업이익(24F, 십억원)	1,451
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,432
EPS 성장률(24F, %)	362.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	69.4
P/E(24F, x)	15.7
MKT P/E(24F, x)	10.7
KOSPI	2,523.55
시가총액(십억원)	17,233
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	63.2
외국인 보유비중(%)	31.9
베타(12M) 일간수익률	0.56
52주 최저가(원)	104,400
52주 최고가(원)	243,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.8	35.9	133.2
상대주가	13.7	53.1	125.1



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

HD한국조선해양

편안한 밸류에이션

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 15.2% 상회 예상

4Q24F 매출액 7조 4,674억원 (+24.7% YoY, 컨센 9.1% 상회), 영업이익 5,354억원 (+232.4%, 컨센 15.2% 상회)으로 전망한다. 영업이익률은 7.2%로 QoQ +0.8%p / YoY +4.5%p 개선된 수준이다. 컨센서스 상회 요인은 전분기 대비 영업일수 증가 (53일→62일) 및 환율상승 (1,308원→1,473원, +12.6%)에 따른 매출볼륨 확대와 생산효율성 제고, 원가절감 효과로 인한 수익성 개선이다.

무난한 2025년 가이던스, 중장기 LNGC 건조효과 기대

2025년 가이던스는 삼호 기준 매출액 7조 4,317억원, 신규수주 45.7억달러를 제시했다. 2024년 가이던스 대비 각각 14.3% / 42.8% 증가한 수준이다. 신규수주 목표치는 2024년 실제 수주액인 72억불 대비 36.9% 낮으나, 작년에도 가이던스 대비 126.3% 초과달성한 점을 감안하면 크게 우려할 부분은 아니다. Clarksons가 LNG운반선 전망을 연 85척로 제시한 바 있고, 컨테이너선도 라이너의 막대한 자금력 및 친환경 선대 교체 가속화를 감안하면 발주환경이 급랭할 가능성은 적다.

2025년 연결 매출액은 29조 4,350억원 (+13.9% YoY), 영업이익은 2조 4,980억원 (+69.9% YoY, OPM 8.5%)으로 추정한다. 올해 S/C~K/L에 들어가는 LNG운반선 건조선가가 평균 2.6억달러 (vs. 24년 2.3억달러, +13%)로 상승하며, 돌핀안벽 증설로 인해 LNG운반선 건조캐파도 10척→14척으로 확대되기 때문에 PQ 동반 상승효과로 마진율은 지속 개선될 전망이다. 이에, HD현대삼호의 2025년 영업이익률은 전년 대비 1.6%p 개선된 12.2%를 기록할 것으로 예상된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 329,000원으로 14.2% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 기존 288,000원에서 329,000원 (Upside 35.1%)으로 14.2% 상향한다. 목표주가는 26~27F BPS 평균 230,235원 (기존 BPS 235,378원)에 Target P/B 1.4배 (26~27F Sustainable ROE 13.6%, COE 8.3%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 27F EPS 48,292원 기준 Implied P/E 6.8배이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	17,302	21,296	25,844	29,575	32,867
영업이익 (십억원)	-356	282	1,451	2,496	3,525
영업이익률 (%)	-2.1	1.3	5.6	8.4	10.7
순이익 (십억원)	-217	222	1,026	1,764	2,480
EPS (원)	-3,065	3,133	14,503	24,918	35,036
ROE (%)	-2.2	2.3	9.7	14.6	17.7
P/E (배)	-	38.6	15.7	9.8	7.0
P/B (배)	0.5	0.9	1.4	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	3.1	4.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	25,376	29,097	25,844	29,575	1.8	1.6	1) 4Q24 실적 추정치 반영
영업이익	1,434	2,533	1,451	2,496	1.2	-1.5	
세전이익	1,390	2,379	1,488	2,533	7.1	6.5	
순이익	958	1,656	1,026	1,764	7.1	6.5	
EPS (원)	13,531	23,398	14,503	24,902	7.2	6.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

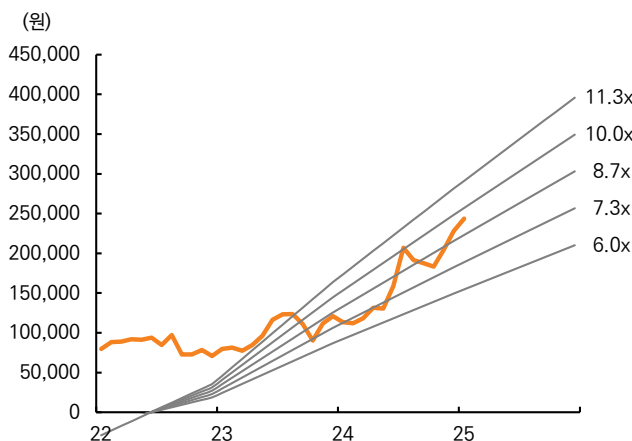
표 8. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고		63,432	64,838	66,893	67,281	77,180	78,511	77,076		67,281	80,834	91,577	100,752
매출액		4,842	5,454	5,011	5,989	5,516	6,615	6,246	7,467.4	21,296	25,844	29,575.0	32,867
YoY (%)		23.9	30.2	17.5	21.2	13.9	21.3	24.6	24.7	23.1	21.4	14.4	11.1
영업이익		-19	71	69	161	160	376	398	516.4	282	1,451	2,496.2	3,579
YoY (%)		적자지속	흑자전환	-63.5	37.5	흑자전환	428.3	477.7	220.5	흑자전환	414.2	72.0	43.4
OPM (%)		-0.4	1.3	1.4	2.7	2.9	5.7	6.4	6.9	1.3	5.6	8.4	10.9
지배순이익		-140	50	337	-25	189	292	151	394	222	1,026	1,764	2,517
YoY (%)		적자지속	흑자전환	47.8	적자지속	흑자전환	486.8	-55.2	흑자전환	흑자전환	362.9	71.8	42.7
NPM (%)		-2.9	0.9	6.7	-0.4	3.4	4.4	2.4	5.3	1.0	4.0	6.0	7.7
HD현대 조선3사 (단순합산)	매출액	4,932	5,646	5,171	6,212	5,694	6,824	6,330	7,626	21,962	26,474	30,108	33,354
	영업이익	-11	78	80	181	197	389	419	533	327	1,537	2,561	3,642
	OPM (%)	-0.2	1.4	1.5	2.9	3.5	5.7	6.6	7.0	1.5	5.8	8.5	10.9
HD현대삼호	매출액	1,390	1,548	1,324	1,696	1,706	1,811	1,644	1,840	5,959	7,000	8,617	9,066
	영업이익	58	62	75	107	186	176	178	184	302	724	1,051	1,296
	OPM (%)	4.1	4.0	5.6	6.3	10.9	9.7	10.8	10.0	5.1	10.3	12.2	14.3
HD현대중공업	매출액	2,633	3,064	2,854	3,413	2,988	3,884	3,609	4,325	11,964	14,806	16,341	18,482
	영업이익	-41	69	13	139	21	196	206	285	179	708	1,190	1,785
	OPM (%)	-1.6	2.2	0.5	4.1	0.7	5.0	5.7	6.6	1.5	4.8	7.3	9.7
HD현대미포	매출액	909	1,033	994	1,103	1,000	1,129	1,078	1,461	4,039	4,668	5,150	5,806
	영업이익	-27	-52	-8	-65	-11	17	35	63	-153	105	320	561
	OPM (%)	-3.0	-5.1	-0.8	-5.9	-1.1	1.5	3.3	4.3	-3.8	2.2	6.2	9.7

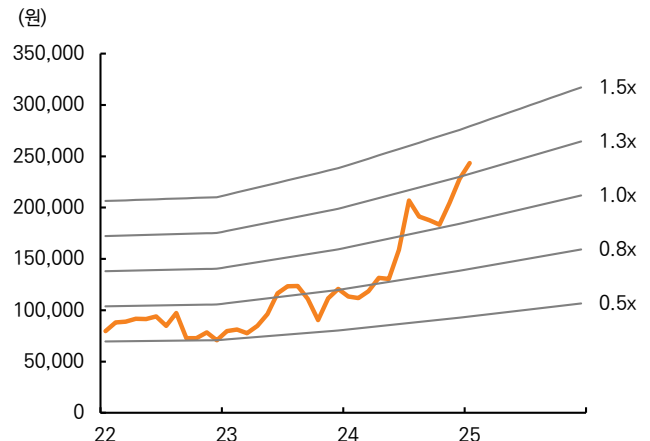
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. HD한국조선해양 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. HD한국조선해양 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 기존 288,000원에서 329,000원 (Upside 35.1%)으로 14.2% 상향한다. 목표주가는 26~27F BPS 평균 230,235원 (기존 BPS 235,378원)에 Target P/B 1.4배 (26~27F Sustainable ROE 13.6%, COE 8.3%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 27F EPS 48,292원 기준 Implied P/E 6.8배이다.

표 9. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)	-7.4%	-9.0%	-2.2%	2.3%	9.7%	14.6%	17.7%	21.0%
배당성향 (b)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
유보율 (c = 1-b)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Sustainable ROE (a*c)	-7.4%	-9.0%	-2.2%	2.3%	9.7%	10.2%	12.4%	14.7%
무위험수익률 (d)	1.0%	1.8%	3.6%	3.4%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
베타 (e)	1.4	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
시장위험프리미엄 (f)	7.6%	6.5%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
자기자본비용 (d+e*f)	12.0%	9.8%	11.2%	10.1%	9.4%	8.3%	8.3%	8.3%
영구성장률 (g)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
할증(할인)율	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
적정 P/B (배)							1.3	1.6
BPS (원)	154,251	139,419	137,417	140,085	158,930	183,847	211,419	249,051
적정주가 (원)							270,978	393,120
주식 수 (백만 주)	71	71	71	71	71	71	71	71
시가총액 (십억 원)	7,679	6,695	5,004	8,556	16,136	13,220	13,220	13,220
현재주가 (원)	108,500	94,600	70,700	120,900	228,000	243,500	243,500	243,500
상승여력							11.3%	61.4%
EPS (원)	-11,781	-13,131	-3,065	3,133	14,503	24,918	35,036	48,292
P/E (배)	-9.2	-7.2	-23.1	38.6	15.7	9.8	7.0	5.0
Implied P/E (배)	-27.9	-25.1	-107.3	105.0	22.7	13.2	9.4	6.8

Target valuation

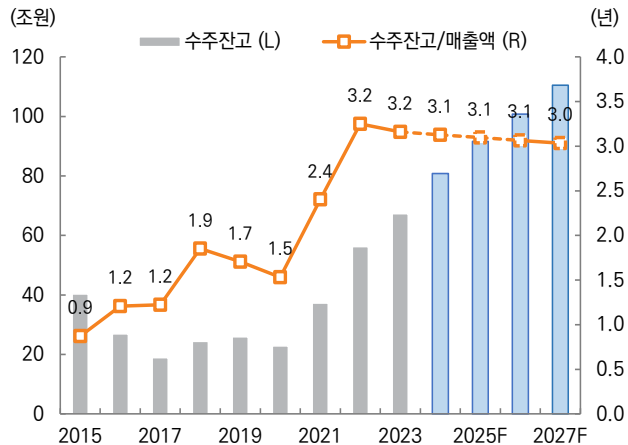
적용 BPS (원)	230,235	26~27F BPS avg.
목표 P/B (배)	1.4	26~27F P/B avg.
목표주가 (원)	340,000	
현재주가 (원)	243,500	
상승여력	35.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

주요 추정치 가정

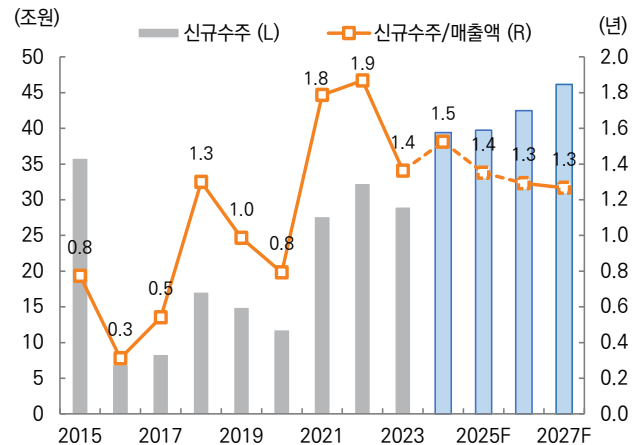
- 1) 무위험수익률 = 국고채 3년물
- 2) 베타 = 52주 베타
- 3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
- 4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균
- 5) 할인율 = 역대 타 조선주 대비 P/B 할인율 25%

그림 22. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



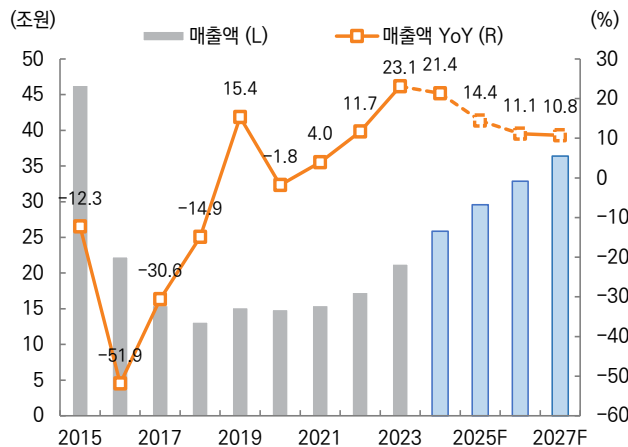
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



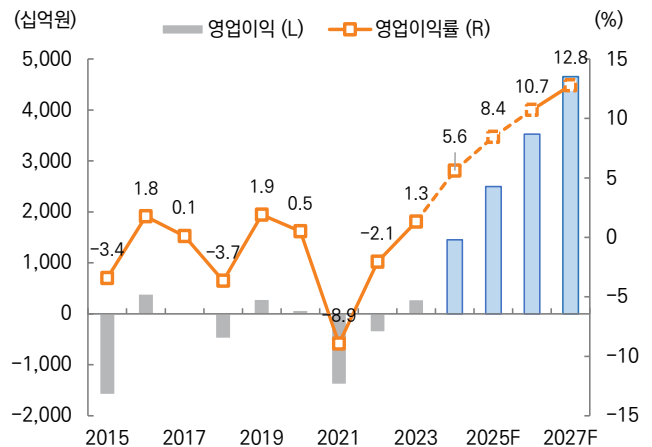
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 매출액 및 YoY 성장률 추이



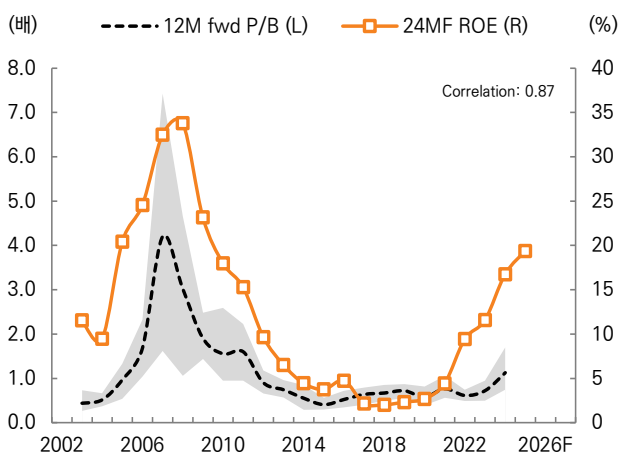
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 영업이익 및 영업이익률 추이



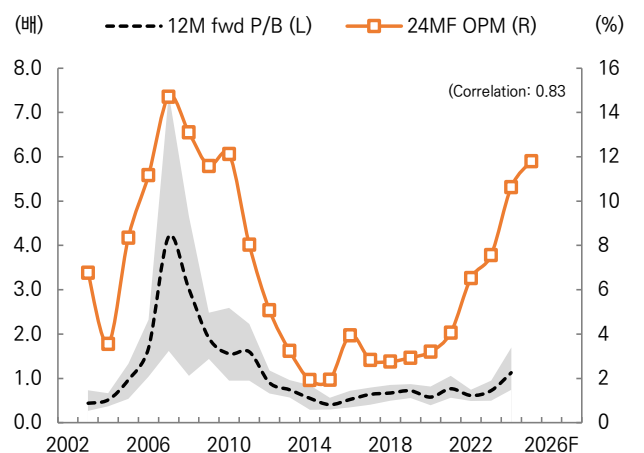
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 12개월 선행 P/B-24MF ROE 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 12개월 선행 P/B-24MF OPM 상관관계



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

HD한국조선해양 (009540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,296	25,844	29,575	32,867
매출원가	20,248	23,393	26,118	28,406
매출총이익	1,048	2,451	3,457	4,461
판매비와관리비	766	999	961	936
조정영업이익	282	1,451	2,496	3,525
영업이익	282	1,451	2,496	3,525
비영업손익	-290	-1,259	37	37
금융손익	8	4	68	111
관계기업등 투자손익	0	159	397	404
세전계속사업손익	-8	192	2,533	3,562
계속사업법인세비용	-153	300	473	665
계속사업이익	145	1,188	2,060	2,897
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	145	1,188	2,060	2,897
지배주주	222	1,026	1,764	2,480
비지배주주	-77	162	297	417
총포괄이익	-11	1,186	2,060	2,897
지배주주	103	1,023	1,769	2,487
비지배주주	-114	164	292	410
EBITDA	754	1,961	3,024	4,072
FCF	1,260	1,391	1,636	2,455
EBITDA 마진율 (%)	3.5	7.6	10.2	12.4
영업이익률 (%)	1.3	5.6	8.4	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	4.0	6.0	7.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,082	2,289	2,591	3,449
당기순이익	145	1,188	2,060	2,897
비현금수익비용가감	434	765	1,258	1,457
유형자산감가상각비	459	494	512	533
무형자산상각비	13	16	15	14
기타	-38	255	731	910
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,510	405	-322	-351
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-373	-231	-373	-620
재고자산 감소(증가)	199	-629	-459	-778
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	332	453	185	381
법인세납부	-25	-113	-473	-665
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,267	-1,568	-1,519	-1,840
유형자산처분(취득)	-798	-876	-955	-994
무형자산감소(증가)	-60	-31	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-135	-609	-239	-490
기타투자활동	-274	-52	-325	-356
재무활동으로 인한 현금흐름	-485	-1,747	851	477
장단기금융부채의 증가(감소)	-530	-2,117	55	113
자본의 증가(감소)	-8	140	0	0
배당금의 지급	-3	-1	0	-528
기타재무활동	56	231	796	892
현금의 증가	321	-1,017	1,097	1,133
기초현금	2,697	3,018	2,001	3,098
기말현금	3,018	2,001	3,098	4,231

자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

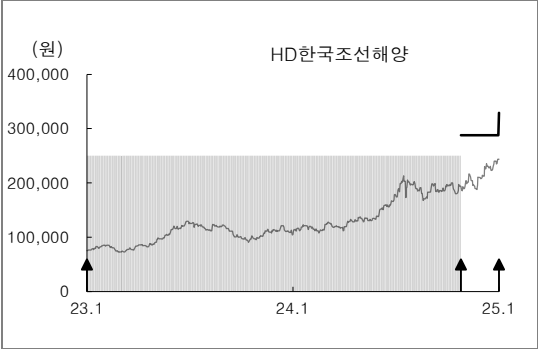
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	17,735	20,714	23,772	28,620
현금 및 현금성자산	3,018	2,001	3,098	4,231
매출채권 및 기타채권	1,411	1,841	2,249	2,941
재고자산	2,006	2,724	3,183	3,961
기타유동자산	11,300	14,148	15,242	17,487
비유동자산	14,507	14,922	15,421	16,015
관계기업투자등	309	385	415	477
유형자산	10,504	10,903	11,345	11,806
무형자산	191	318	303	288
자산총계	32,243	35,636	39,193	44,635
유동부채	17,498	19,810	21,289	24,325
매입채무 및 기타채무	2,338	2,916	3,142	3,607
단기금융부채	2,791	1,472	1,527	1,641
기타유동부채	12,369	15,422	16,620	19,077
비유동부채	2,375	1,622	1,641	1,678
장기금융부채	2,186	1,387	1,387	1,387
기타비유동부채	189	235	254	291
부채총계	19,872	21,432	22,929	26,003
지배주주지분	9,904	11,238	13,001	14,952
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	14,374	15,070	16,834	18,785
비지배주주지분	2,466	2,966	3,263	3,680
자본총계	12,370	14,204	16,264	18,632

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	38.6	15.7	9.8	7.0
P/CF (x)	14.8	8.3	5.2	4.0
P/B (x)	0.9	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	14.5	8.9	5.8	4.1
EPS (원)	3,133	14,503	24,918	35,036
CFPS (원)	8,180	27,599	46,884	61,519
BPS (원)	140,085	158,930	183,847	211,419
DPS (원)	0	0	7,471	10,669
배당성향 (%)	0.0	0.0	25.6	26.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	3.1	4.4
매출액증가율 (%)	23.1	21.4	14.4	11.1
EBITDA증가율 (%)	1,049.4	160.1	54.2	34.7
조정영업이익증가율 (%)	흑전	414.2	72.0	41.2
EPS증가율 (%)	흑전	362.9	71.8	40.6
매출채권 회전율 (회)	24.7	21.2	18.8	15.9
재고자산 회전율 (회)	10.1	10.9	10.0	9.2
매입채무 회전율 (회)	11.5	10.9	10.5	10.3
ROA (%)	0.5	3.5	5.5	6.9
ROE (%)	2.3	9.7	14.6	17.7
ROIC (%)	-46.1	-6.0	18.9	24.7
부채비율 (%)	160.6	150.9	141.0	139.6
유동비율 (%)	101.4	104.6	111.7	117.7
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	-12.2	-18.3	-23.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	7.5	16.2	22.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD한국조선해양 (009540)				
2025.01.17	매수	329,000	-	-
2024.11.11	매수	288,000	-26.03	-15.45
2022.02.07	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HD한국조선해양 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다. - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.