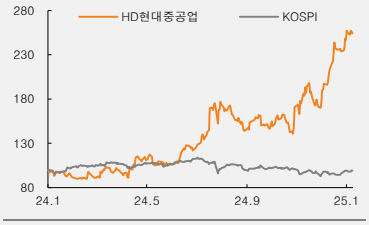
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.1.17

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 383,000원
현재주가(25/1/17)	310,000원
상승여력	23.5%

영업이익(24F,십억원)	708
Consensus 영업이익(24F,십억원)	682
EPS 성장률(24F,%)	1,750.5
MKT EPS 성장률(24F,%)	69.4
P/E(24F,x)	55.9
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,523.55
시가총액(십억원)	27,520
발행주식수(백만주)	89
유동주식비율(%)	24.7
외국인 보유비중(%)	10.8
베타(12M) 일간수익률	0.25
52주 최저가(원)	109,600
52주 최고가(원)	314,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	29.4	81.1	172.2
상대주가	26.0	104.0	162.7



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

329180 · 조선

HD현대중공업

방산+엔진 = 프리미엄

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 12.8% 상회 예상

4Q24F 매출액 4조 3,253억원 (+26.7% YoY, 컨센 9% 상회), 영업이익 2,852억원 (+105.7%, 컨센 12.8% 상회)으로 추정한다. 영업이익률은 6.2%로 QoQ +0.9%p / YoY +2.5%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.

2025년 수주 가이던스 긍정적, 실적은 엔진이 받쳐줄 것

2025년 가이던스는 별도 기준 매출액 15조 7,959억원을 제시했다. 컨센서스 (16.1조원) 대비 2% 하회하는 수준이다. 신규수주 125.8억달러이다. 연간 매출액 대비 약 1.2년치에 해당한다. 조선과 엔진 부문은 2024년 가이던스 대비 +21% 증가했으며, 특수선이 +58.6%, 해양플랜트가 +85.6% 높아졌다.

2025년 매출액은 16조 3,411억원 (+10.4% YoY), 영업이익은 1조 1,905억원 (+68.1% YoY, OPM 7.3%)로 전망한다. 카타르 LNG운반선 1차 물량 17척 중 6척이 인도될 예정이며, 2022년에 수주한 메탄올 컨테이너선 10척도 전량 인도될 계획이다. 건조마진이 좋은 선종은 아니여서 조선 부문 영업이익률 Mid~High single %로 추정하나, 엔진기계 부문의 마진율 개선 지속과 후판가격 소폭 하락, 하반기 해양플랜트 BEP 달성 등에 따라 전사 영업이익률은 상승할 것으로 기대한다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 383,000원으로 47.3% 상향

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 기존 260,000원에서 383,000원 (Upside 23.5%)으로 47.3% 상향한다. 27F BPS 추정치 평균 102,863원 (기존 26~27F 평균 BPS 99,494)에 Target P/B 3.7배 (27F Sustainable ROE 13.7%, COE 7.1%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 또한, 밸류에이션 프리미엄의 경우 타사 대비 특수선 및 엔진 사업부 경쟁력을 보유하고 있다는 점에서 30%를 부여해 Target P/B를 기존 2.6배에서 3.7배로 변경했다. 27F EPS 21,190원 기준 Implied P/E는 18.1배 수준이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	9,045	11,964	14,806	16,341	18,482
영업이익 (십억원)	-289	179	708	1,190	1,785
영업이익률 (%)	-3.2	1.5	4.8	7.3	9.7
순이익 (십억원)	-352	25	457	891	1,397
EPS (원)	-3,966	278	5,146	10,034	15,739
ROE (%)	-6.5	0.5	8.4	14.6	19.6
P/E (배)	-	463.9	55.9	30.9	19.7
P/B (배)	1.9	2.2	4.5	4.2	3.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	1.0	1.5

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

표 10. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	14,596	16,347	14,806	16,341	1.4	0.0	1) 4Q24 실적 추정치 반영
영업이익	689	1,239	708	1,190	2.8	-3.9	
세전이익	551	1,129	571	1,082	3.6	-4.2	
순이익	441	926	457	891	3.6	-3.8	
EPS (원)	4,988	10,433	5,146	10,034	3.2	-3.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

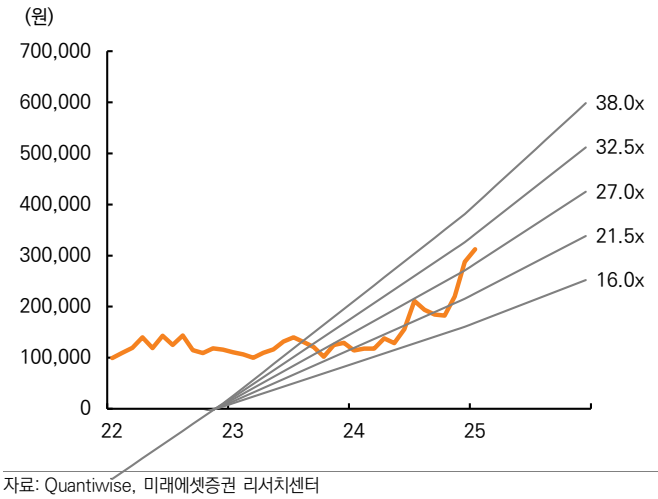
표 11. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	전체	34,613	36,032	38,705	41,461	45,979	46,329	43,957		41,461	48,861	52,847	58,576
	조선	26,608	28,052	28,802	32,399	34,832	34,838	32,776		32,399			
	해양플랜트	1,271	1,004	2,446	2,011	3,517	3,516	3,184		2,011			
	기타	6,734	6,975	7,457	7,050	7,630	7,974	7,997		28,216			
매출액	전체	2,633	3,064	2,854	3,413	2,988	3,884	3,609	4,325	11,964	14,806	16,341	18,482
	조선	1,766	1,969	1,887	2,280	2,155	2,840	2,605	3,239	7,902	10,838	11,661	12,651
	해양플랜트	461	279	254	277	113	158	176	180	1,270	626	806	1,613
	엔진기계	388	796	694	832	703	865	810	874	2,710	3,252	3,740	4,076
	기타	18	21	55	24	18	21	19	33	119	90	134	141
성장률 (%)	전체	31.5	41.5	29.5	27.6	13.5	26.7	26.5	26.7	32.3	23.8	10.4	13.1
	조선	13.5	24.8	19.5	30.0	22.0	44.2	38.1	42.0	22.2	37.2	7.6	8.5
	해양플랜트	421.5	71.7	38.0	-21.1	-75.6	-43.2	-30.8	-35.0	61.7	-50.7	28.7	100.2
	엔진기계	14.0	96.6	64.6	51.8	80.9	8.7	16.7	5.1	58.0	20.0	15.0	9.0
	기타	12.5	1.8	174.5	15.4	-2.7	-0.9	-66.3	34.5	52.0	-24.2	49.6	5.1
영업이익		-41	69	13	139	21	196	206	285.2	179	708	1,190	1,785
YoY (%)		적자지속	흑자전환	-10.0	525.2	흑자전환	185.5	1,496.8	105.7	흑자전환	296.4	68.1	50.0
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
지배순이익		-21	24	-10	31	29	154	72	202	25	457	891	1,397
YoY (%)		적자지속	흑자전환	적자전환	흑자전환	흑자전환	540.3	흑자전환	551.2	흑자전환	1,750.2	95.0	56.8
NPM (%)		-0.8	0.8	-0.3	0.9	1.0	4.0	2.0	4.7	0.2	3.1	5.5	7.6

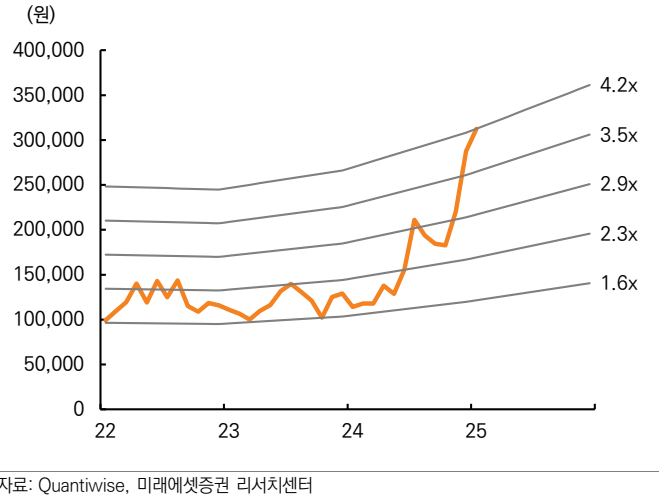
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. HD현대중공업 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. HD현대중공업 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 기존 260,000원에서 383,000원 (Upside 23.5%)으로 47.3% 상향한다. 27F BPS 추정치 평균 102,863원 (기존 26~27F 평균 BPS 99,494)에 Target P/B 3.7배 (27F Sustainable ROE 13.7%, COE 7.1%, 영구성장률 2.6%)를 적용하여 산출했다. 주주환원 정책에 따른 배당성향 30%를 반영하여 BPS는 상향, Sustainable ROE는 하향 조정되었다. 또한, 밸류에이션 프리미엄의 경우 타사 대비 특수선 및 엔진 사업부 경쟁력을 보유하고 있다는 점에서 30%를 부여해 Target P/B를 기존 2.6배에서 3.7배로 변경했다. 27F EPS 21,190원 기준 Implied P/E는 18.1배 수준이다.

표 12. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)			-6.5%	0.5%	8.4%	14.6%	19.6%	22.2%
배당성향 (b)			0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
유보율 (c = 1-b)			100.0%	100.0%	100.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Sustainable ROE (a*c)			**-6.5%**	**-6.5%**	**0.5%**	**8.4%**	**10.2%**	**13.7%**
무위험수익률 (d)			3.6%	3.4%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
베타 (e)			1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
시장위험프리미엄 (f)			7.5%	7.0%	6.5%	6.1%	6.1%	6.1%
자기자본비용 (d+f*e)			**11.1%**	**11.1%**	**10.1%**	**8.2%**	**7.1%**	**7.1%**
영구성장률 (g)			**2.0%**	**2.0%**	**2.6%**	**2.6%**	**2.6%**	**2.6%**
할인(할증)율			**30.0%**	**30.0%**	**30.0%**	**30.0%**	**30.0%**	**30.0%**
적정 P/B (배)								**3.7**
BPS (원)			61,290	59,113	63,783	73,818	86,546	**102,863**
적정주가 (원)								**382,559**
주식 수 (백만 주)			89	89	89	89	89	89
시가총액 (십억 원)			10,298	11,452	25,522	27,875	27,875	27,875
현재주가 (원)			116,000	129,000	287,500	314,000	314,000	314,000
상승여력								**21.8%**
EPS (원)			-3,966	278	5,146	10,034	15,739	21,190
P/E (배)			-29.2	463.8	55.9	31.3	20.0	14.8
Impiled P/E (배)			-96.6	1377.1	74.4	38.2	24.3	**18.1**

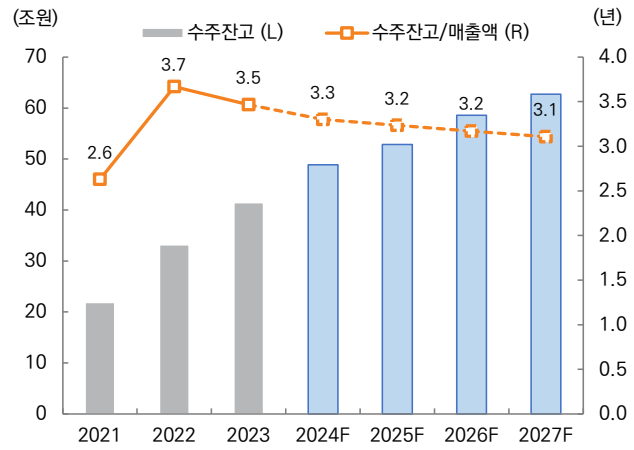
Target valuation		
적용 BPS (원)	102,863	27F BPS
목표 P/B (배)	3.7	27F P/B
목표주가 (원)	**383,000**	
현재주가 (원)	314,000	
상승여력	**23.5%**	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

COE 추정치 가정

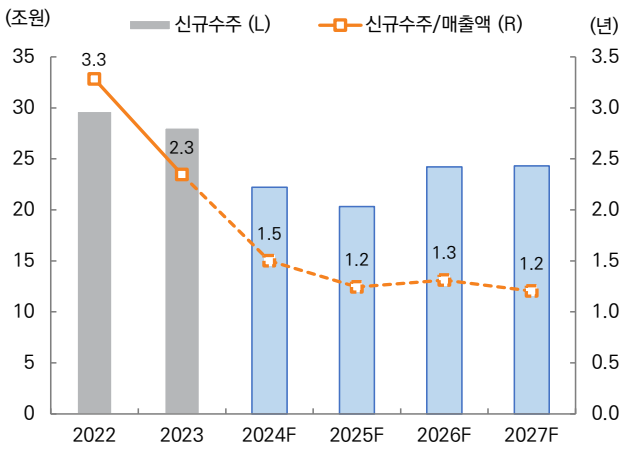
1) 무위험수익률 = 국고채 3년물 금리
2) 베타 = 52주 베타
3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균
5) 할인(할증)률 = 엔진 및 특수선 사업부 프리미엄 30% 적용

그림 30. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



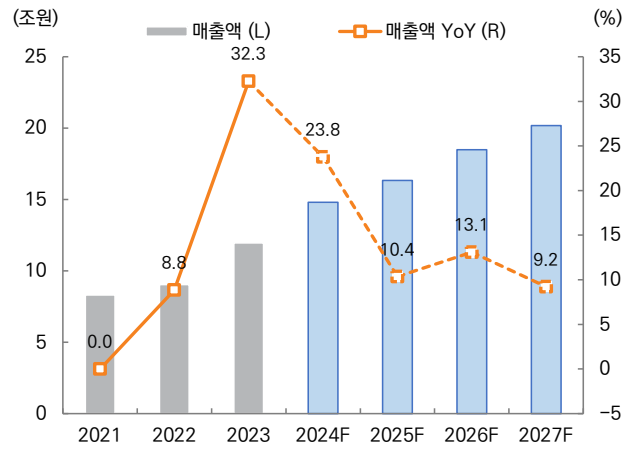
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



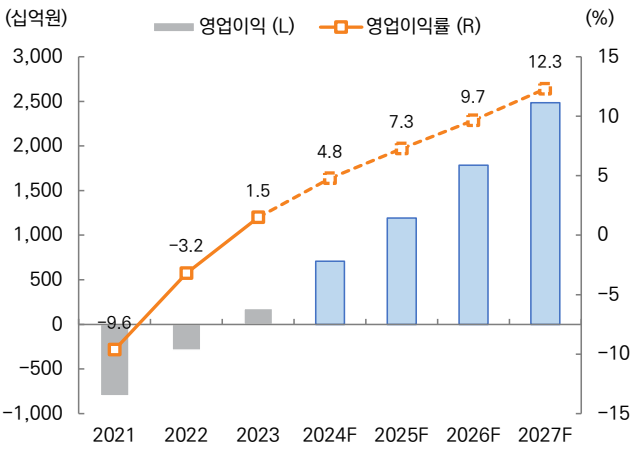
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 매출액 및 YoY 성장률 추이



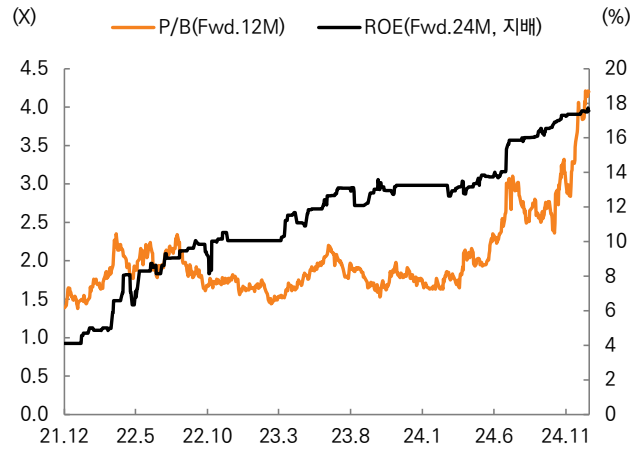
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 영업이익 및 영업이익률 추이



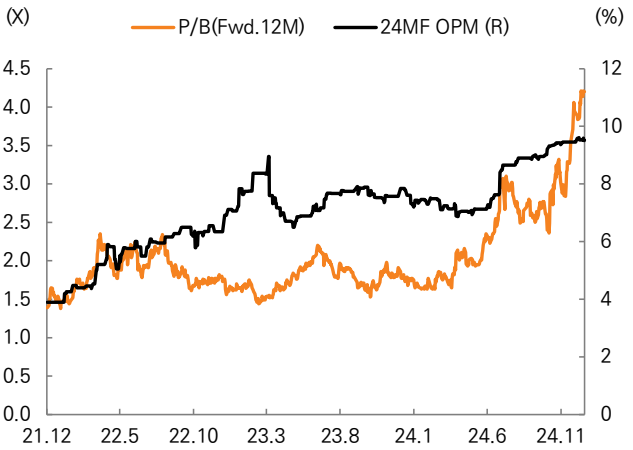
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 12개월 선행 P/B-24MF ROE 상관관계



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 12개월 선행 P/B-24MF OPM 상관관계



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대중공업 (329180)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**11,964**	**14,806**	**16,341**	**18,482**
매출원가	**11,309**	**13,436**	**14,532**	**16,108**
매출총이익	**655**	**1,370**	**1,809**	**2,374**
판매비와관리비	**476**	**662**	**618**	**589**
조정영업이익	**179**	**708**	**1,190**	**1,785**
영업이익	**179**	**708**	**1,190**	**1,785**
비영업손익	**-145**	**-137**	**-108**	**-82**
금융손익	-83	-93	-51	-11
관계기업등 투자손익	0	14	66	66
세전계속사업손익	34	571	1,082	1,703
계속사업법인세비용	10	114	191	305
계속사업이익	25	457	891	1,397
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**25**	**457**	**891**	**1,397**
지배주주	25	457	891	1,397
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-85**	**456**	**891**	**1,397**
지배주주	-85	456	891	1,397
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	457	1,008	1,496	2,101
FCF	-309	1,330	982	1,249
EBITDA 마진율 (%)	3.8	6.8	9.2	11.4
영업이익률 (%)	1.5	4.8	7.3	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	3.1	5.5	7.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**8,800**	**9,381**	**10,788**	**12,082**
현금 및 현금성자산	928	382	972	1,429
매출채권 및 기타채권	1,369	2,080	2,302	2,655
재고자산	1,310	1,730	2,272	2,465
기타유동자산	5,193	5,189	5,242	5,533
비유동자산	**8,334**	**8,567**	**8,845**	**9,171**
관계기업투자등	1	2	2	2
유형자산	6,452	6,673	6,944	7,226
무형자산	108	115	103	93
자산총계	**17,134**	**17,948**	**19,633**	**21,254**
유동부채	**9,945**	**11,095**	**12,033**	**12,645**
매입채무 및 기타채무	1,515	1,953	1,984	2,240
단기금융부채	1,928	1,106	1,089	1,005
기타유동부채	6,502	8,036	8,960	9,400
비유동부채	**1,981**	**1,191**	**1,048**	**925**
장기금융부채	1,884	1,068	918	778
기타비유동부채	97	123	130	147
부채총계	**11,926**	**12,286**	**13,080**	**13,571**
지배주주지분	**5,207**	**5,662**	**6,553**	**7,683**
자본금	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	773	1,241	2,132	3,262
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**5,207**	**5,662**	**6,553**	**7,683**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**169**	**1,830**	**1,544**	**1,833**
당기순이익	25	457	891	1,397
비현금수익비용가감	292	460	713	832
유형자산감가상각비	268	287	293	305
무형자산상각비	10	12	12	10
기타	14	161	408	517
영업활동으로인한자산및부채의변동	-77	1,037	182	-81
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-228	-624	-207	-310
재고자산 감소(증가)	67	-420	-541	-193
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	371	383	18	216
법인세납부	-2	-51	-191	-305
투자활동으로 인한 현금흐름	**-478**	**-678**	**-785**	**-881**
유형자산처분(취득)	-469	-489	-562	-584
무형자산감소(증가)	-36	-19	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	244	-116	-58	-96
기타투자활동	-217	-54	-165	-201
재무활동으로 인한 현금흐름	**503**	**-1,550**	**284**	**23**
장단기금융부채의 증가(감소)	369	-1,638	-166	-225
자본의 증가(감소)	5	-1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	-267
기타재무활동	129	89	450	515
현금의 증가	**184**	**-546**	**590**	**457**
기초현금	744	928	382	972
기말현금	928	382	972	1,429

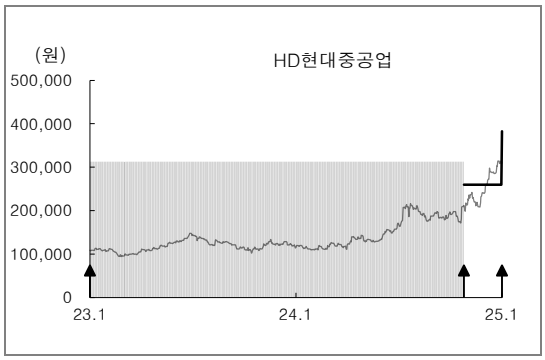
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	463.9	55.9	30.9	19.7
P/CF (x)	36.1	27.8	17.2	12.3
P/B (x)	2.2	4.5	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	30.4	26.6	18.8	13.0
EPS (원)	278	5,146	10,034	15,739
CFPS (원)	3,569	10,328	18,067	25,114
BPS (원)	58,660	63,783	73,818	86,546
DPS (원)	0	0	3,010	4,722
배당성향 (%)	0.0	0.0	30.0	30.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.0	1.5
매출액증가율 (%)	32.3	23.8	10.4	13.1
EBITDA증가율 (%)	흑전	120.7	48.4	40.5
조정영업이익증가율 (%)	흑전	296.4	68.1	50.0
EPS증가율 (%)	흑전	1,750.5	95.0	56.8
매출채권 회전율 (회)	12.1	10.3	8.7	8.6
재고자산 회전율 (회)	8.9	9.7	8.2	7.8
매입채무 회전율 (회)	10.2	9.0	8.6	8.9
ROA (%)	0.1	2.6	4.7	6.8
ROE (%)	0.5	8.4	14.6	19.6
ROIC (%)	1.8	9.6	15.9	22.5
부채비율 (%)	229.0	217.0	199.6	176.6
유동비율 (%)	88.5	84.6	89.7	95.5
순차입금/자기자본 (%)	47.0	23.3	8.0	-2.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.4	5.1	12.5	20.7

자료: HD현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD현대중공업 (329180)				
2025.01.17	매수	383,000	-	-
2024.11.11	매수	260,000	-3.44	20.77
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-



* 괴리율 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 HD현대중공업 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 HD현대중공업의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 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.