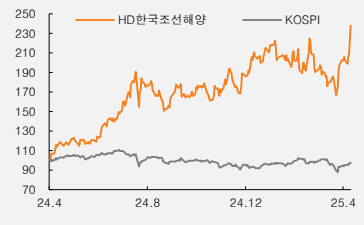


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 380,000원
현재주가(25/4/25)	265,500원
상승여력	43.1%

영업이익(25F,십억원)	3,910
Consensus 영업이익(25F,십억원)	3,171
EPS 성장률(25F,%)	119.4
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.7
P/E(25F,x)	7.3
MKT P/E(25F,x)	9.2
KOSPI	2,546.30
시가총액(십억원)	18,790
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	63.2
외국인 보유비중(%)	32.0
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	127,300
52주 최고가(원)	265,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.3	32.8	108.6
상대주가	31.8	34.7	115.3



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

HD한국조선해양

삼호의 놀라운 실적과 매력적인 배당까지

1Q25 Reivew: 영업이익 컨센서스 65.5% 상회

1Q25 매출액 6조 7,717억원 (+22.8% YoY, 컨센 0.8% 상회), 영업이익 8,592억원 (+436.5% YoY, 컨센 65.5% 상회)으로 시장 기대치를 크게 웃돌았다. 영업이익률은 12.7%로 +5.7%p QoQ/+9.8%p YoY 대폭 개선되었다. 특히, HD현대삼호의 경우 매출액 1조 9,66억원 (+15.3% YoY), 영업이익 3,659억원 (+96.3% YoY, OPM 18.6%)으로 괄목할 실적을 달성했다. 주요 컨센서스 상회 요인은 1) 외국인 근로자 숙련도 향상에 따른 생산성 개선과 2) 평균 환율 상승 (+4% QoQ)이다.

삼호의 고속성장과 높은 배당 매력도

HD현대삼호의 이익률은 18.6%로 과거 슈퍼 사이클 수준 (18~22%)에 근접했다. 그럼에도, 추가 개선 여지는 잔존한다. 현재 선포상 22년 수주분이 50% 이상을 차지하는데, 23년과 24년 수주분은 선가가 22년 대비 11%/25% 높아 P 상승효과가 남아있기 때문이다. 믹스개선 효과도 유효하다. 분기단위로 가스선 매출비중이 1Q 44%/2Q 44%/3Q 46%/4Q 51%가 되면서 고수익성은 유지될 것이다. 다만, 탱커 비중이 1Q 4.1%/2Q 7.6%/3Q 16.4%/18.4%로 증가해 하반기에 이익률이 소폭 하락할 수 있겠으나, 26년부터는 탱커 비중이 10% 아래로 떨어질 전망이다.

24년 DPS는 5,100원으로 지배주주 순이익의 31%를 배당으로 지급했다. 앞으로도 동사는 자회사들의 고성장에 힘입어 순이익의 30% 수준을 배당으로 지급, 25F/26F/27F DPS 10,903원/13,945원/17,458원을 기록할 전망이다. 기대 배당 수익률은 4.1%~6.6%로 높은 배당 매력도를 갖게 될 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 380,000만원으로 15.5% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 329,000원에서 380,000원으로 15.5% 상향한다. 26~27F BPS 평균 235,008원 (기존 BPS 230,235원)에 Target P/B 1.6배 (26~27F Sustainable ROE 16.9%, COE 9.3%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 목표주가 상향 요인은 실적 조정이다. 25F/26F/27F 영업이익을 +57%/+42%/+37% 상향했다. 27F EPS 58,194원 기준 Implied P/E 6.5배다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	21,296	25,539	29,166	33,303	37,005
영업이익 (십억원)	282	1,434	3,910	5,068	6,405
영업이익률 (%)	1.3	5.6	13.4	15.2	17.3
순이익 (십억원)	222	1,172	2,572	3,290	4,119
EPS (원)	3,133	16,565	36,342	46,483	58,194
ROE (%)	2.3	11.2	20.9	22.3	23.4
P/E (배)	38.6	13.8	7.3	5.7	4.6
P/B (배)	0.9	1.5	1.4	1.2	1.0
배당수익률 (%)	0.0	2.2	4.1	5.3	6.6

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

표 1. 1Q25 실적 테이블

(십억원)

	1Q24	4Q24	1Q25			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,516	7,162	6,772	-5.4	22.8	7,045	-3.9	6,718	0.8
영업이익	160	499	859	72.1	436.5	500	72.0	519	65.5
당기순이익	189	540	495	-8.3	162.2	353	40.4	298	66.5
영업이익률 (%)	2.9	7.0	12.7	5.7	9.8	7.1	5.6	7.7	5.0
순이익률 (%)	3.4	7.5	7.3	-0.2	3.9	5.0	2.3	4.4	2.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
수주잔고	94,147	103,241	111,015	91,577	100,752	97,841	2.8%	2.5%	13.5%
수주잔고/매출액 (년)	3.2	3.1	3.0	3.1	3.1	3.0	4.5%	1.1%	0.0%
신규수주	39,722	42,397	44,780	41,405	42,727	47,342	-4.1%	-0.8%	-5.4%
신규수주/매출액 (년)	1.4	1.3	1.2	1.4	1.3	1.3	-2.4%	-2.1%	-6.9%
매출액	29,083	33,303	37,005	29,575	32,867	36,417	-1.7%	1.3%	1.6%
영업이익	3,910	5,068	6,405	2,496	3,579	4,661	56.6%	41.6%	37.4%
OPM (%)	13.4	15.2	17.3	8.4	10.9	12.8	5.0%p	4.3%p	4.5%p
지배순이익	2,572	3,290	4,119	1,764	2,517	3,278	45.8%	30.7%	25.6%
NPM (%)	8.8	9.9	11.1	6.0	7.7	9.0	2.9%p	2.2%p	2.1%p
EPS (원)	36,342	46,483	58,194	24,918	35,036	45,631	45.8%	32.7%	27.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고		77,180	78,511	77,076	75,798					83,508	94,147	103,241	111,015
매출액		5,516	6,615	6,246	7,161.7	6,772	7,458	6,833	8,103	25,539	29,083	33,303	37,005
YoY (%)		13.9	21.3	24.6	19.6	22.8	12.7	9.4	13.1	19.9	13.9	14.5	11.1
영업이익		160	376	398	499.1	859	978	920	1,153	1,434	3,910	5,459	6,977
YoY (%)		흑자전환	428.3	477.7	209.8	436.5	159.8	130.8	131.0	408.1	172.6	39.6	27.8
OPM (%)		2.9	5.7	6.4	7.0	12.7	13.1	13.5	14.2	5.6	13.4	16.4	18.9
지배순이익		189	292	151	540	495	655	458	964	1,172	2,572	3,532	4,473
YoY (%)		흑자전환	486.8	-55.2	흑자전환	162.2	124.4	203.0	78.4	428.7	119.4	37.3	26.6
NPM (%)		3.4	4.4	2.4	7.5	7.3	8.8	6.7	11.9	4.6	8.8	10.6	12.1
HD현대 조선3사 (단순합산)	매출액	5,694	6,824	6,330	7,272	6,973	7,596	6,953	8,232	26,116	29,754	32,867	36,279
	영업이익	197	389	419	513	868	984	926	1,158	1,517	3,936	5,100	6,430
	OPM (%)	3.5	5.7	6.6	7.1	12.4	12.9	13.3	14.1	5.8	13.2	15.5	17.7
HD현대삼호	매출액	1,706	1,811	1,644	1,843	1,966	2,207	2,014	2,348	7,000	8,536	9,066	10,517
	영업이익	186	176	178	184	366	407	367	424	724	1,564	1,833	2,254
	OPM (%)	10.9	9.7	10.8	10.0	18.6	18.4	18.2	18.1	10.3	18.3	20.2	21.4
HD현대중공업	매출액	2,988	3,884	3,609	4,006	3,823	4,075	3,708	4,570	14,486	16,176	17,937	19,478
	영업이익	21	196	206	282	434	487	466	624	705	2,010	2,660	3,400
	OPM (%)	0.7	5.0	5.7	7.0	11.3	11.9	12.6	13.6	4.9	12.4	14.8	17.5
HD현대미포	매출액	1,000	1,129	1,078	1,423	1,184	1,314	1,231	1,313	4,630	5,042	5,864	6,283
	영업이익	-11	17	35	47	69	90	93	111	89	362	607	775
	OPM (%)	-1.1	1.5	3.3	3.3	5.8	6.9	7.6	8.4	1.9	7.2	10.4	12.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 329,000원에서 380,000원으로 15.5% 상향한다. 26~27F BPS 평균 235,008원 (기존 BPS 230,235원)에 Target P/B 1.6배 (26~27F Sustainable ROE 16.9%, COE 9.3%, 영구성장률 2.6%, 할인율 25%)를 적용하여 산출했다. 목표주가 상향 요인은 실적 조정이다. 25F/26F/27F 영업이익을 +57%/+42%/+37% 상향했다. 27F EPS 58,194원 기준 Implied P/E 6.5배다.

표 4. P/B Valuation 목표주가 산출 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
ROE (a)	-7.4%	-9.0%	-2.2%	2.3%	11.2%	21.5%	23.5%	24.8%
배당성향 (b)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
유보율 (c = 1-b)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Sustainable ROE (a*c)	-7.4%	-9.0%	-2.2%	2.3%	7.8%	15.0%	16.4%	17.3%
무위험수익률 (d)	1.0%	1.8%	3.6%	3.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
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%	6.3%	6.3%	6.3%
자기자본비용 (d+e*f)	12.0%	9.8%	11.2%	10.1%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%
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)							1.6	1.7
BPS (원)	154,251	139,419	137,418	140,085	156,663	182,102	214,640	255,376
적정주가 (원)							333,811	423,891
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	16,136	16,136	16,136
현재주가 (원)	108,500	94,600	70,700	120,900	228,000	265,000	265,000	265,000
상승여력							26.0%	60.0%
EPS (원)	-11,781	-13,131	-3,065	3,133	16,564	36,342	46,483	58,194
P/E (배)	-9.2	-7.2	-23.1	38.6	13.8	7.3	5.7	4.6
Implied P/E (배)	-32.3	-28.9	-124.0	121.3	22.9	10.5	8.2	6.5

Target valuation

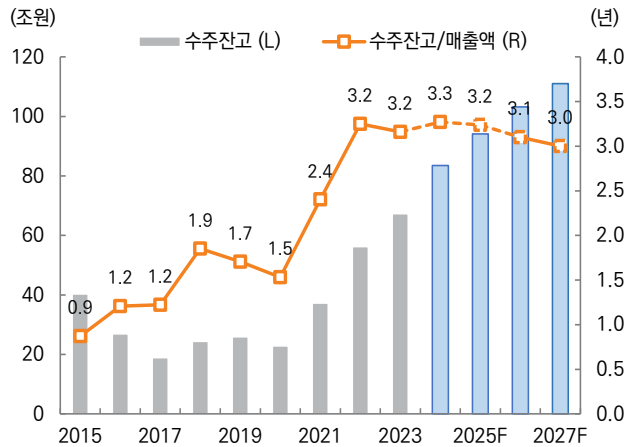
적용 BPS (원)	235,008	26~27F BPS avg.
목표 P/B (배)	1.6	26~27F P/B avg.
목표주가 (원)	380,000	
현재주가 (원)	265,500	
상승여력	43.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

주요 추정치 가정

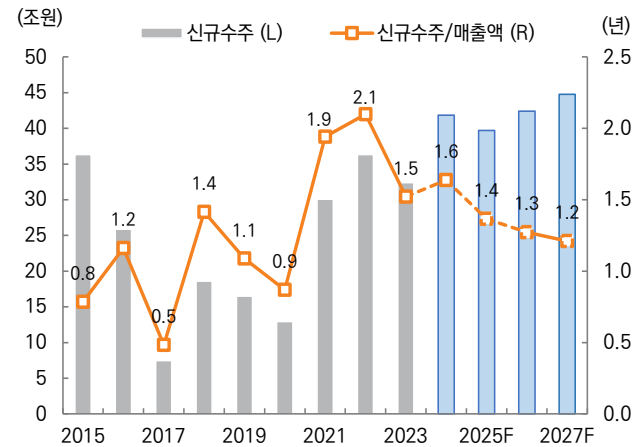
- 1) 무위험수익률 = 국고채 3년물
- 2) 베타 = 52주 베타
- 3) 시장위험프리미엄 = 회사채 BBB- 3년 - 국고채 3년물
- 4) 영구성장률 = 2024~2026년 글로벌 GDP 성장률 평균
- 5) 할인율 = 역대 타 조선주 대비 P/B 할인율 25%

그림 1. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



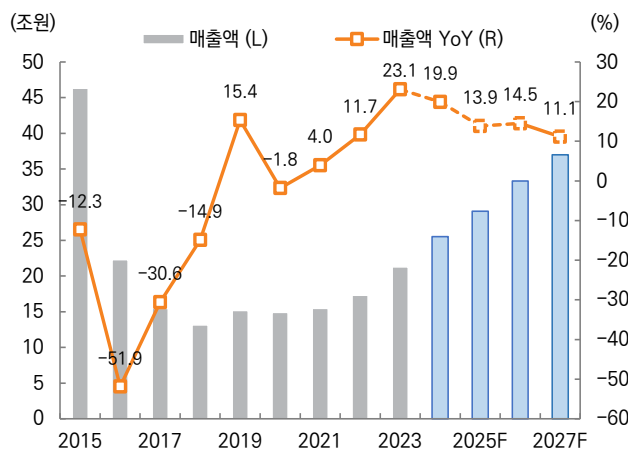
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



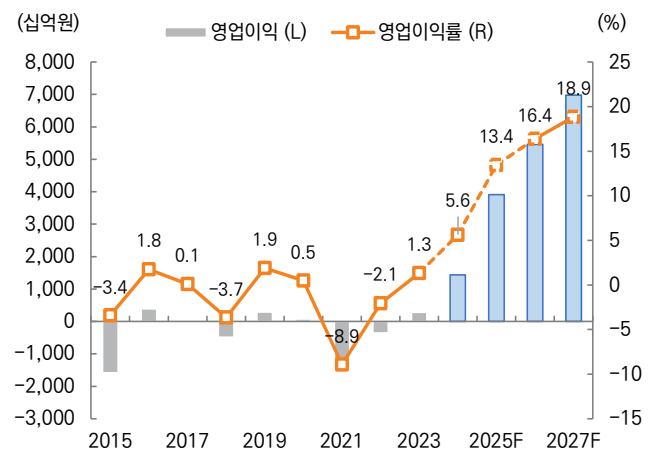
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 매출액 및 YoY 성장률 추이



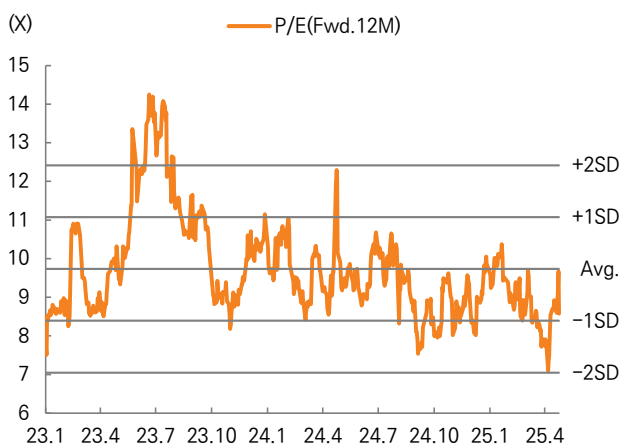
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



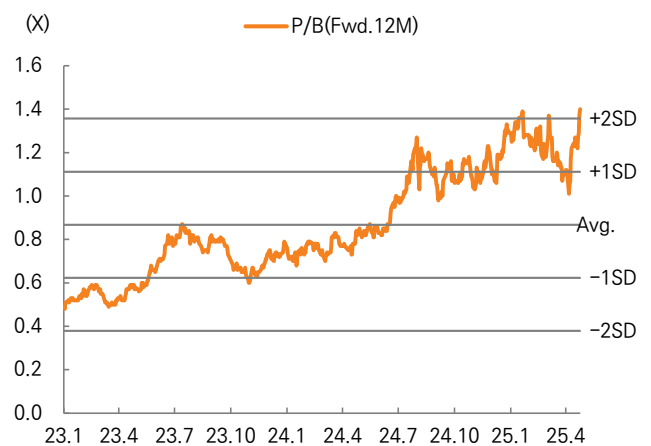
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

HD한국조선해양 (009540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	25,539	29,166	33,303	37,005
매출원가	22,943	24,150	27,256	29,657
매출총이익	2,596	5,016	6,047	7,348
판매비와관리비	1,161	1,106	980	944
조정영업이익	1,434	3,910	5,068	6,405
영업이익	1,434	3,910	5,068	6,405
비영업손익	389	239	239	239
금융손익	7	96	190	320
관계기업등 투자손익	0	300	82	13
세전계속사업손익	1,823	4,149	5,307	6,644
계속사업법인세비용	368	974	1,246	1,560
계속사업이익	1,455	3,175	4,061	5,085
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,455	3,175	4,061	5,085
지배주주	1,172	2,572	3,290	4,119
비지배주주	282	603	772	966
총포괄이익	1,275	3,175	4,061	5,085
지배주주	1,055	2,473	3,163	3,960
비지배주주	220	703	899	1,125
EBITDA	1,960	4,464	5,648	7,011
FCF	3,398	2,650	3,210	4,801
EBITDA 마진율 (%)	7.7	15.3	17.0	18.9
영업이익률 (%)	5.6	13.4	15.2	17.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	8.8	9.9	11.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,289	3,605	4,203	5,835
당기순이익	1,455	3,175	4,061	5,085
비현금수익비용가감	385	1,197	1,255	1,499
유형자산감가상각비	504	512	533	555
무형자산상각비	22	42	47	51
기타	-141	643	675	893
영업활동으로인한자산및부채의변동	2,369	-1	-169	380
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-372	-509	-233
재고자산 감소(증가)	-126	-571	-582	-367
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	265	295	289	308
법인세납부	-16	-974	-1,246	-1,560
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,233	-1,556	-1,436	-1,550
유형자산처분(취득)	-866	-955	-994	-1,034
무형자산감소(증가)	-58	-80	-80	-80
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,437	-645	-632	-671
기타투자활동	2,128	124	270	235
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,359	-3,738	-4,437	-4,712
장단기금융부채의 증가(감소)	323	226	222	236
자본의 증가(감소)	140	0	0	0
배당금의 지급	-1	-361	-771	-986
기타재무활동	-2,821	-3,603	-3,888	-3,962
현금의 증가	699	2,207	2,379	3,734
기초현금	3,018	3,717	5,924	8,303
기말현금	3,717	5,924	8,303	12,037

자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

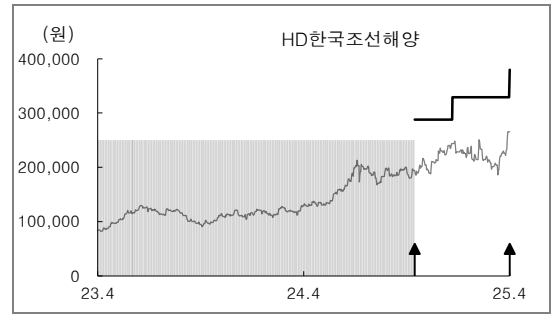
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	20,431	25,318	30,490	36,633
현금 및 현금성자산	3,717	5,924	8,303	12,037
매출채권 및 기타채권	1,597	2,012	2,564	2,843
재고자산	2,232	2,803	3,384	3,752
기타유동자산	12,885	14,579	16,239	18,001
비유동자산	16,288	16,882	17,444	17,997
관계기업투자등	257	290	323	359
유형자산	11,111	11,399	11,666	11,911
무형자산	375	413	446	474
자산총계	36,719	42,199	47,934	54,630
유동부채	19,325	21,792	24,208	26,775
매입채무 및 기타채무	2,751	3,113	3,467	3,844
단기금융부채	2,285	2,511	2,733	2,968
기타유동부채	14,289	16,168	18,008	19,963
비유동부채	3,238	3,267	3,295	3,324
장기금융부채	3,015	3,021	3,021	3,021
기타비유동부채	223	246	274	303
부채총계	22,563	25,058	27,503	30,100
지배주주지분	11,100	13,481	16,001	19,133
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	2,600	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	15,084	17,295	19,814	22,946
비지배주주지분	3,056	3,660	4,431	5,397
자본총계	14,156	17,141	20,432	24,530

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	13.8	7.3	5.7	4.6
P/CF (x)	8.8	4.3	3.5	2.9
P/B (x)	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	9.0	4.2	3.0	2.0
EPS (원)	16,565	36,342	46,483	58,194
CFPS (원)	25,995	61,775	75,121	93,028
BPS (원)	156,980	190,638	226,227	270,487
DPS (원)	5,100	10,903	13,945	17,458
배당성향 (%)	24.8	24.3	24.3	24.3
배당수익률 (%)	2.2	4.1	5.3	6.6
매출액증가율 (%)	19.9	14.2	14.2	11.1
EBITDA증가율 (%)	159.9	127.8	26.5	24.1
조정영업이익증가율 (%)	408.1	172.6	29.6	26.4
EPS증가율 (%)	428.8	119.4	27.9	25.2
매출채권 회전율 (회)	22.1	20.1	17.6	16.4
재고자산 회전율 (회)	12.1	11.6	10.8	10.4
매입채무 회전율 (회)	11.0	10.1	10.1	9.9
ROA (%)	4.2	8.0	9.0	9.9
ROE (%)	11.2	20.9	22.3	23.4
ROIC (%)	11.8	31.0	38.3	47.2
부채비율 (%)	159.4	146.2	134.6	122.7
유동비율 (%)	105.7	116.2	126.0	136.8
순차입금/자기자본 (%)	-10.9	-22.9	-31.7	-42.4
조정영업이익/금융비용 (x)	7.0	17.2	21.5	26.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD한국조선해양 (009540)				
2025.04.28	매수	380,000	-	-
2025.01.17	매수	329,000	-32.51	-19.30
2024.11.11	매수	288,000	-26.03	-15.45



* 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 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 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.