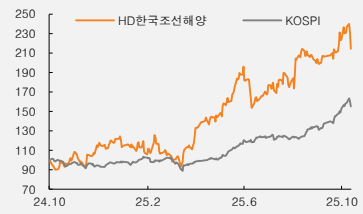


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 600,000원
현재주가(25/11/5)	428,500원
상승여력	40.0%

영업이익(25F,십억원)	4,186
Consensus 영업이익(25F,십억원)	3,914
EPS 성장률(25F,%)	96.7
MKT EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	13.1
MKT P/E(25F,x)	14.6
KOSPI	4,004.42
시가총액(십억원)	30,326
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	63.2
외국인 보유비중(%)	32.6
베타(12M) 일간수익률	0.87
52주 최저가(원)	181,700
52주 최고가(원)	479,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.9	54.4	135.8
상대주가	-7.9	-1.3	51.8



[조선/방산/항공우주]

정동호
dongho.jeong@miraeasset.com

HD한국조선해양

자회사 고성장과 배당매력 부각

3Q25 Reivew: 영업이익 컨센서스 13.8% 상회

3Q25 매출액 7조 5,815억원 (+21.4% YoY, 컨센 7.2% 상회), 영업이익 1조 538억원 (+164.5% YoY, 컨센 13.8% 상회)으로 시장 기대치를 웃돌았다. 컨센서스 상회 요인은 1) 조업일수 감소에도 매출이 전분기 대비 증가한 점과 2) 연결 자회사인 HD현대중공업과 HD현대미포의 호실적이다. 현대삼호의 매출액은 1조 9,665억원 (+19.7% YoY), 영업이익 3,064억원 (+72.5% YoY, OPM 15.6%)을 기록했으며, 일회성 비용은 변전소 화재 복구비용 -85억원 발생했다.

계속되는 삼호의 이익개선과 지주사 분기배당 매력 부각

삼호는 당사 선포 모델보다 빠른 속도로 저선가 물량을 밀어내고, 고선가 선박 건조가 순조롭게 진행되고 있다. 3Q25 빈티지 믹스 22년 24% (vs. 당사 33%)/ 23년 60% (vs. 당사 59%)/ 24년 15% (vs.당사 8%); 선종별 믹스는 LNGC 38.2% / 컨선 34.2% / 탱커 16% / LPGC 5.7%이다. 선포 모델 기준으로 4Q25 빈티지 믹스는 22년 18% / 23년 64% / 24년 17%며, 선종별 믹스는 LNGC 44% / 컨테이너선 31% / 탱커 17%로 추정한다. 생산성 향상 효과에 따른 이익개선은 유효하다.

HD한국조선해양 별도 매출액은 4,801억원 (+325.6% YoY), 영업이익 2,894억원 (흑자전환)을 기록했다. 그중 당분기 자회사 배당수익 2,990억원이 반영되었다. 향후 자회사 배당수익으로만 연간 25F 7,132억원 /26F 1조원 (+45% YoY)/ 27F 1.3조원 (+21% YoY)의 매출이 발생할 것으로 추정한다. 더불어, 동사는 중간지주사로서 배당성향 70%를 목표로 하고 있기 때문에 배당 매력도가 더욱 높아질 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 600,000원으로 57.9% 상향

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 380,000원에서 600,000원으로 57.9% 상향한다. 밸류에이션 방식을 SOTP로 변경했으며, HD한국조선해양 별도 매출과 자회사 지분가치를 적극 반영하여 순자산가치 (NAV) 기반으로 목표주가를 도출하였다. 26F/27F 영업이익은 각각 11.1%씩 상향했다. 자회사의 이익개선과 배당매력 외에도 추후 해외법인 가치도 부각될 여지도 존재해 멀티플 리레이팅이 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	21,296	25,539	30,159	34,025	37,702
영업이익 (십억원)	282	1,434	4,186	5,633	7,116
영업이익률 (%)	1.3	5.6	13.9	16.6	18.9
순이익 (십억원)	222	1,172	2,306	3,430	4,322
EPS (원)	3,133	16,565	32,589	48,461	61,066
ROE (%)	2.3	11.2	19.0	24.0	26.4
P/E (배)	38.6	13.8	13.1	8.8	7.0
P/B (배)	0.9	1.5	2.3	2.0	1.7
배당수익률 (%)	0.0	2.2	1.9	4.0	7.8

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

표 1. 3Q25 실적 테이블

(십억원)

	3Q24	2Q25	3Q25			미래에셋		컨센서스	
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	6,246	7,428	7,582	2.1	21.4	6,833	11.0	7,070	7.2
영업이익	398	954	1,054	10.5	164.5	920	14.5	926	13.8
당기순이익	151	356	633	77.7	319.3	458	38.3	649	-2.4
영업이익률 (%)	6.4	12.8	13.9	1.1	7.5	13.5	0.4	13.1	0.8
순이익률 (%)	2.4	4.8	8.4	3.6	5.9	6.7	1.6	9.2	-0.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	New			Old			% Chg.		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
수주잔고	97,632	105,479	113,107	94,147	103,241	111,015	3.7%	2.2%	1.9%
수주잔고/매출액 (년)	3.2	3.1	3.0	3.2	3.1	3.0	1.2%	0.0%	0.0%
신규수주	44,282	41,873	45,331	39,722	42,397	44,780	11.5%	-1.2%	1.2%
신규수주/매출액 (년)	1.5	1.2	1.2	1.4	1.3	1.2	4.9%	-5.3%	0.2%
매출액	30,159	34,025	37,702	29,083	33,303	37,005	3.7%	2.2%	1.9%
영업이익	4,186	5,633	7,116	3,910	5,068	6,405	7.1%	11.1%	11.1%
OPM (%)	13.9	16.6	18.9	13.4	15.2	17.3	0.5%p	1.4%p	1.6%p
지배순이익	2,306	3,430	4,322	2,572	3,290	4,119	-10.3%	4.2%	4.9%
NPM (%)	7.6	10.1	11.5	8.8	9.9	11.1	-1.2%p	0.2%p	0.4%p
EPS (원)	32,589	48,461	61,066	36,342	46,483	58,194	-10.3%	4.3%	4.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 영업실적 전망치

(십억원)

항목	분류	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
수주잔고		77,180	78,511	77,076	83,508	84,047	72,710			83,508	97,632	105,479	113,107
매출액		5,516	6,615	6,246	7,161.7	6,772	7,428	7,582	8,378	25,539	30,159	34,025	37,702
YoY (%)		13.9	21.3	24.6	19.6	22.8	12.3	21.4	17.0	19.9	18.1	12.8	10.8
영업이익		160	376	398	499.1	859	954	1,054	1,320	1,434	4,186	5,633	7,116
YoY (%)		흑자전환	428.3	477.7	209.8	436.4	153.3	164.5	164.4	408.1	191.9	34.6	26.3
OPM (%)		2.9	5.7	6.4	7.0	12.7	12.8	13.9	15.8	5.6	13.9	16.6	18.9
지배순이익		189	292	151	540	495	356	633	821	1,172	2,306	3,430	4,322
YoY (%)		흑자전환	486.8	-55.2	흑자전환	162.2	22.0	319.3	52.1	428.7	96.7	48.7	26.0
NPM (%)		3.4	4.4	2.4	7.5	7.3	4.8	8.4	9.8	4.6	7.6	10.1	11.5
HD현대 조선3사 (단순합산)	매출액	5,694	6,824	6,330	7,272	6,973	7,500	7,685	8,340	26,116	30,497	33,613	36,855
	영업이익	197	389	419	513	868	933	1,065	1,322	1,517	4,187	5,597	7,030
	OPM (%)	3.5	5.7	6.6	7.1	12.4	12.4	13.9	15.9	5.8	13.7	16.7	19.1
HD현대삼호	매출액	1,706	1,811	1,644	1,843	1,966	2,119	1,967	2,208	7,000	8,259	8,983	9,765
	영업이익	186	176	178	184	366	372	306	433	724	1,477	1,974	2,276
	OPM (%)	10.9	9.7	10.8	10.0	18.6	17.5	15.6	19.6	10.3	17.9	22.0	23.3
HD현대중공업	매출액	2,988	3,884	3,609	4,006	3,823	4,147	4,418	4,775	14,486	17,163	18,720	20,754
	영업이익	21	196	206	282	434	472	557	710	705	2,173	2,925	3,883
	OPM (%)	0.7	5.0	5.7	7.0	11.3	11.4	12.6	14.9	4.9	12.7	15.6	18.7
HD현대미포	매출액	1,000	1,129	1,078	1,423	1,184	1,235	1,300	1,357	4,630	5,076	5,910	6,337
	영업이익	-11	17	35	47	69	89	201	179	89	538	698	871
	OPM (%)	-1.1	1.5	3.3	3.3	5.8	7.2	15.4	13.2	1.9	10.6	11.8	13.8

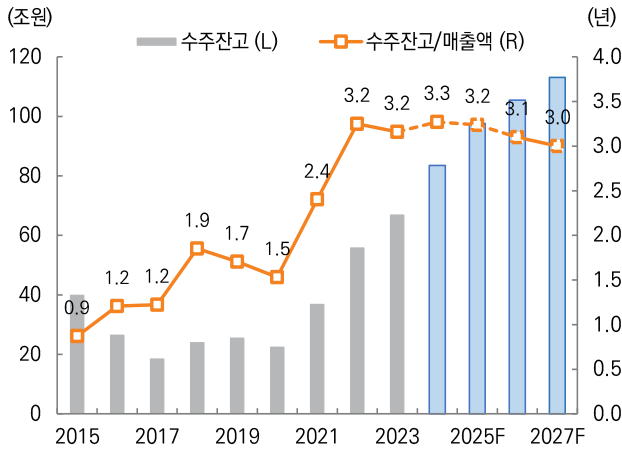
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. SOTP 밸류에이션

분류	항목	Value	비고
영업가치	전체	4,594	
	HD한국조선해양 (별도)	4,594	
	EBITDA	1,021	-26F~27F EBITDA 평균
	Target EV/EBITDA	4.5	-지주사 EV/EBITDA 대비 20% 할인
지분가치	전체	72,723	
	HD현대삼호	32,866	
	NOPLAT	1,700	-26F~27F 영업이익, 법인세율 20% 적용
	Target P/E	20.0	-조선업 역사적 밸류에이션 (12MF P/E) +1SD 적용
	지분율	96.7%	
	HD현대중공업	34,859	
	시가총액	46,872	-11/05 종가 기준
	지분율	74.4%	
	HD현대미포	3,582	
	시가총액	8,448	-11/05 종가 기준
	지분율	42.4%	
	HD현대마린엔진	1,030	
	시가총액	2,938	-11/05 종가 기준
	지분율	35.1%	
	HD현대에너지솔루션	387	
	시가총액	722	-11/05 종가 기준
지분율	53.6%		
순차입금		-8,128	
순자산가치 (NAV)		85,445	
할인율		50%	
조정 순자산가치 (NAV)		42,723	
주식 수 (천주)		70,773	
목표주가 (원)		600,000	-기존 39만원, +57.9% 상향
현재주가 (원)		428,500	
상승여력		40.0%	
BPS	25F	186,200	
	26F	217,672	
	27F	245,277	
Implied P/B	25F	3.2	
	26F	2.8	
	27F	2.4	

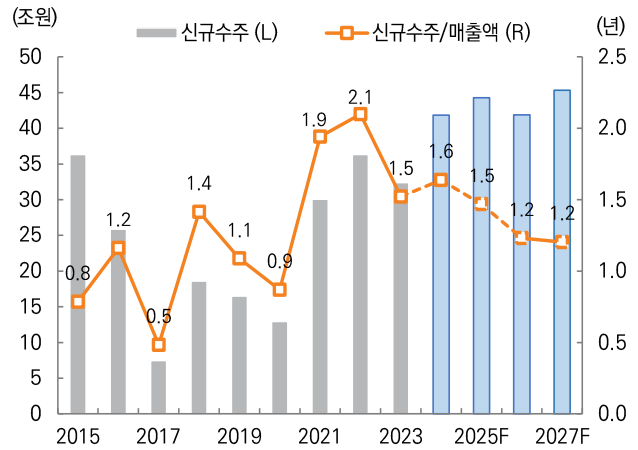
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 수주잔고 및 수주잔고/매출액 추이



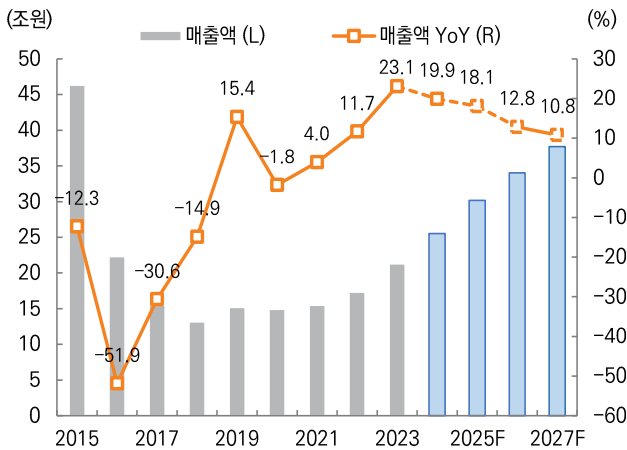
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 신규수주 및 신규수주/매출액 추이



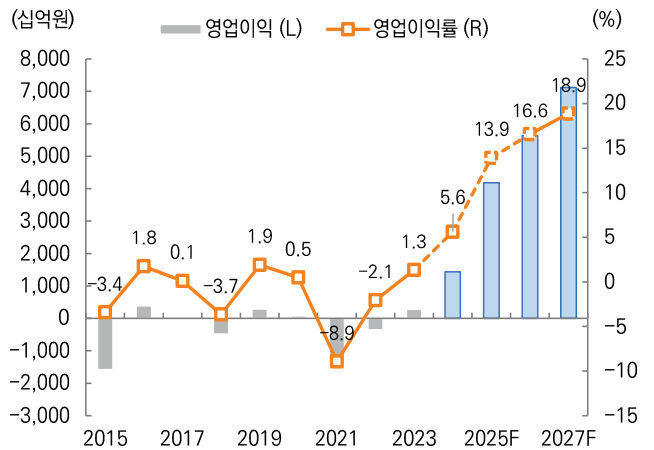
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 매출액 및 YoY 성장률 추이



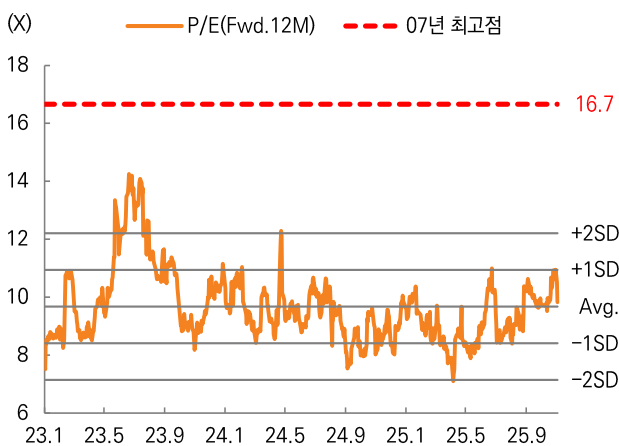
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



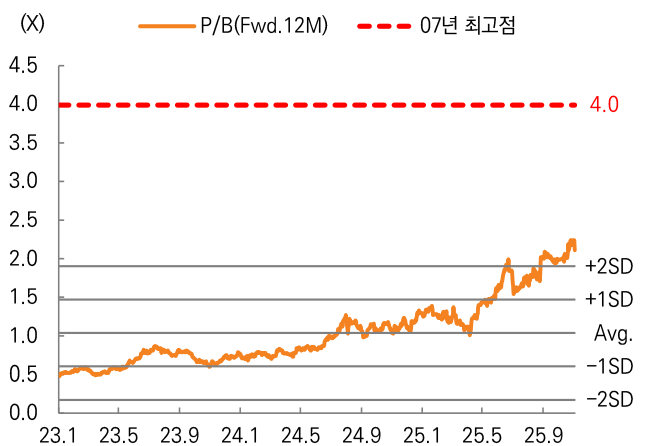
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

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	30,159	34,025	37,702
매출원가	22,943	24,719	27,557	29,913
매출총이익	2,596	5,440	6,468	7,789
판매비와관리비	1,161	1,254	836	673
조정영업이익	1,434	4,186	5,633	7,116
영업이익	1,434	4,186	5,633	7,116
비영업손익	389	-332	35	20
금융손익	7	90	176	270
관계기업등 투자손익	0	-36	-463	-467
세전계속사업손익	1,823	3,854	5,668	7,136
계속사업법인세비용	368	813	1,181	1,483
계속사업이익	1,455	3,041	4,486	5,653
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,455	3,041	4,486	5,653
지배주주	1,172	2,306	3,430	4,322
비지배주주	282	735	1,057	1,331
총포괄이익	1,275	3,322	4,486	5,653
지배주주	1,055	2,559	3,414	4,301
비지배주주	220	763	1,073	1,352
EBITDA	1,960	4,738	6,202	7,712
FCF	3,398	2,910	3,646	5,559
EBITDA 마진율 (%)	7.7	15.7	18.2	20.5
영업이익률 (%)	5.6	13.9	16.6	18.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	7.6	10.1	11.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,289	3,891	4,639	6,593
당기순이익	1,455	3,041	4,486	5,653
비현금수익비용가감	385	1,636	1,412	1,692
유형자산감가상각비	504	522	533	555
무형자산상각비	22	30	36	41
기타	-141	1,084	843	1,096
영업활동으로인한자산및부채의변동	2,369	-366	-258	457
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-562	-526	-309
재고자산 감소(증가)	-126	-623	-535	-446
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	265	401	252	380
법인세납부	-16	-557	-1,181	-1,483
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,233	-4,270	-1,466	-1,831
유형자산처분(취득)	-866	-961	-994	-1,034
무형자산감소(증가)	-58	-60	-80	-80
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,437	-833	-550	-830
기타투자활동	2,128	-2,416	158	113
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,359	691	889	-341
장단기금융부채의 증가(감소)	323	-931	193	292
자본의 증가(감소)	140	123	0	0
배당금의 지급	-1	-886	-1,202	-2,368
기타재무활동	-2,821	2,385	1,898	1,735
현금의 증가	699	827	2,329	2,875
기초현금	3,018	3,717	4,544	6,874
기말현금	3,717	4,544	6,874	9,749

자료: HD한국조선해양, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

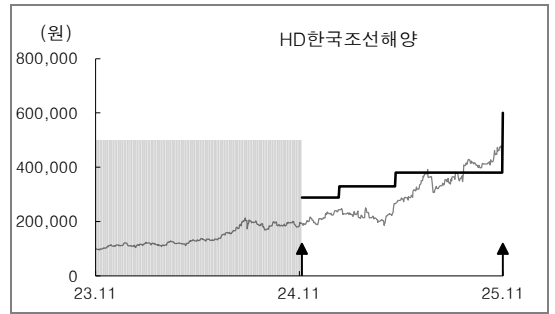
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	20,431	24,663	29,535	35,403
현금 및 현금성자산	3,717	4,544	6,874	9,749
매출채권 및 기타채권	1,597	2,201	2,764	3,129
재고자산	2,232	2,845	3,380	3,827
기타유동자산	12,885	15,073	16,517	18,698
비유동자산	16,288	16,906	17,445	18,075
관계기업투자등	257	300	329	372
유형자산	11,111	11,844	12,111	12,357
무형자산	375	416	460	499
자산총계	36,719	41,569	46,980	53,478
유동부채	19,325	22,430	24,533	27,709
매입채무 및 기타채무	2,751	3,219	3,527	3,993
단기금융부채	2,285	2,496	2,689	2,981
기타유동부채	14,289	16,715	18,317	20,735
비유동부채	3,238	2,133	2,157	2,194
장기금융부채	3,015	1,879	1,879	1,879
기타비유동부채	223	254	278	315
부채총계	22,563	24,563	26,690	29,903
지배주주지분	11,100	13,167	15,395	17,348
자본금	354	354	354	354
자본잉여금	2,600	2,723	2,723	2,723
이익잉여금	15,084	16,580	18,807	20,761
비지배주주지분	3,056	3,839	4,895	6,227
자본총계	14,156	17,006	20,290	23,575

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	13.8	13.1	8.8	7.0
P/CF (x)	8.8	6.5	5.1	4.1
P/B (x)	1.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	9.0	6.4	4.7	3.5
EPS (원)	16,565	32,589	48,461	61,066
CFPS (원)	25,995	66,081	83,345	103,782
BPS (원)	156,980	186,200	217,672	245,277
DPS (원)	5,100	8,297	17,004	33,489
배당성향 (%)	24.8	14.9	26.8	41.9
배당수익률 (%)	2.2	1.8	3.7	7.2
매출액증가율 (%)	19.9	18.1	12.8	10.8
EBITDA증가율 (%)	159.9	141.8	30.9	24.3
조정영업이익증가율 (%)	408.1	191.9	34.6	26.3
EPS증가율 (%)	428.8	96.7	48.7	26.0
매출채권 회전율 (회)	22.1	19.6	16.4	15.1
재고자산 회전율 (회)	12.1	11.9	10.9	10.5
매입채무 회전율 (회)	11.0	10.1	10.0	9.7
ROA (%)	4.2	7.8	10.1	11.3
ROE (%)	11.2	19.0	24.0	26.4
ROIC (%)	11.8	37.2	42.8	52.7
부채비율 (%)	159.4	144.4	131.5	126.8
유동비율 (%)	105.7	110.0	120.4	127.8
순차입금/자기자본 (%)	-10.9	-22.5	-31.1	-40.0
조정영업이익/금융비용 (x)	7.0	26.5	35.0	42.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD한국조선해양 (009540)				
2025.11.06	매수	600,000	-	-
2025.04.28	매수	380,000	-3.75	26.18
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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HD한국조선해양 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급지(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.