Initiating Coverage

Analyst 장성호
02) 6915-5661
cpszoo9080@ibks.com

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

HD한국조선해양 (009540)

배당을 '원 플러스 원'으로 받는 방법

매수 (신규)

목표주가 (신규)	410,000원
현재가 (10/26)	243,000원

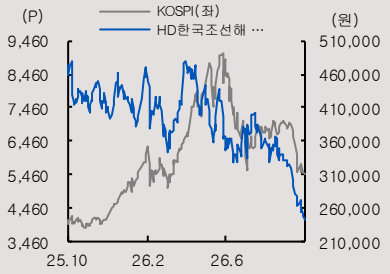
KOSPI (10/26)	5,469.47pt
시가총액	17,198십억원
발행주식수	70,773천주
액면가	5,000원
52주 최고가	479,500원
최저가	243,000원
60일 일평균거래대금	61십억원
외국인 지분율	33.6%
배당수익률 (2026F)	8.0%

주주구성	
에이치디현대 외 7 인	36.65%
국민연금공단	6.80%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-40%	-61%
절대기준	-27%	-49%	-46%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	410,000	-	-
EPS(26)	52,831	-	-
EPS(27)	59,789	-	-

HD한국조선해양 주가추이



배당수익률, 2026년 8.0% → 2028년 10.9%

HD한국조선해양에 대해 투자의견 매수, 목표주가 410,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Sum of the Parts 방식으로 산출하였다. 매수를 추천하는 이유는 충분한 수주 잔고를 바탕으로 2028년까지 주요 자회사들의 실적 성장 가시성이 높아, 향후 배당 여력이 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 배당수익률은 2026년 8.0%에서 2028년 10.9%까지 증가할 것으로 전망된다.

HD현대중공업의 가격으로 HD현대삼호의 배당도 함께 사는 효과

동사의 주요 배당수익원에는 상장사인 HD현대중공업과 비상장사인 HD현대삼호가 있다. 이 중 상장사끼리 비교하면, HD한국조선해양 1주당 HD현대중공업 1.03주를 보유하는데도 주가는 더 낮았다. 그럼에도 연결 배당성향은 HD현대중공업과 비슷한 수준을 유지해 왔다. 같은 금액을 투자했다면 HD현대중공업을 직접 사는 것보다 동사를 통하여 HD현대중공업의 배당을 더 많이 받을 수 있었다는 뜻이다. 여기에 동사의 배당재원에는 비상장 자회사인 HD현대삼호의 배당까지 더해진다. 연결 배당성향이 지금처럼 HD현대중공업에 준하는 수준으로 유지된다면, 투자자는 HD현대중공업의 가격으로 HD현대삼호의 배당을 덤으로 받는 셈이다.

더 많은 배당재원을 위해, 신사업도 추진 중

현재 그룹이 추진하고 있는 신사업으로는 해외 거점 확대와 에너지 사업이 있다. 이 중 인도 타밀나두 조선소 프로젝트와 HD하이드로젠의 연료전지 사업에 주목할 필요가 있다. 타밀나두 조선소의 생산능력은 현재 연 250만GT 수준으로 거론되고 있다. 이는 HD현대중공업의 중형선 야드(구 HD현대미포)보다도 큰 규모다. 타밀나두주 정부도 프로젝트에 협조적으로 나서고 있어 향후 진행이 수월할 것으로 예상된다. HD하이드로젠은 50MW 규모의 SOFC(고체산화물 연료전지) 생산시설에 대한 사용전검사를 완료하여 발전용 SOFC 양산 준비를 마쳤다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	25,539	29,933	34,081	36,384	39,464
영업이익	1,434	3,904	5,852	6,361	7,641
세전이익	1,823	3,566	6,128	6,520	7,859
지배주주순이익	1,172	2,168	3,739	4,231	5,118
EPS(원)	16,565	30,639	52,831	59,789	72,309
증가율(%)	428.8	85.0	72.4	13.2	20.9
영업이익률(%)	5.6	13.0	17.2	17.5	19.4
순이익률(%)	5.7	9.8	13.3	13.4	14.9
ROE(%)	11.2	17.8	25.6	25.0	26.8
PER	13.8	13.3	4.7	4.1	3.4
PBR	1.5	2.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.9	5.7	1.8	1.4	0.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

배당수익은 HD현대중공업뿐 아니라, HD현대삼호에서도 들어온다

연결 배당성향,
2024년 30.8%
2025년 40.1%

2024년 동사는 기업가치 제고 계획을 발표하며 11년 만에 배당을 재개했다. 공식 목표 주주환원율은 별도 순이익의 30% 수준이지만, 실제 배당은 이를 웃돌았다. 2024년과 2025년 배당금 지급액은 각각 연결 순이익의 30.8%, 40.1%로, 같은 기간 HD현대중공업의 배당성향(2024년 29.9%, 2025년 40.1%)과 사실상 같다. 동사 배당의 실질적인 기준점은 기업가치 제고 계획상의 목표치가 아니라 HD현대중공업의 배당성향으로 보는 것이 타당하는 판단이다.

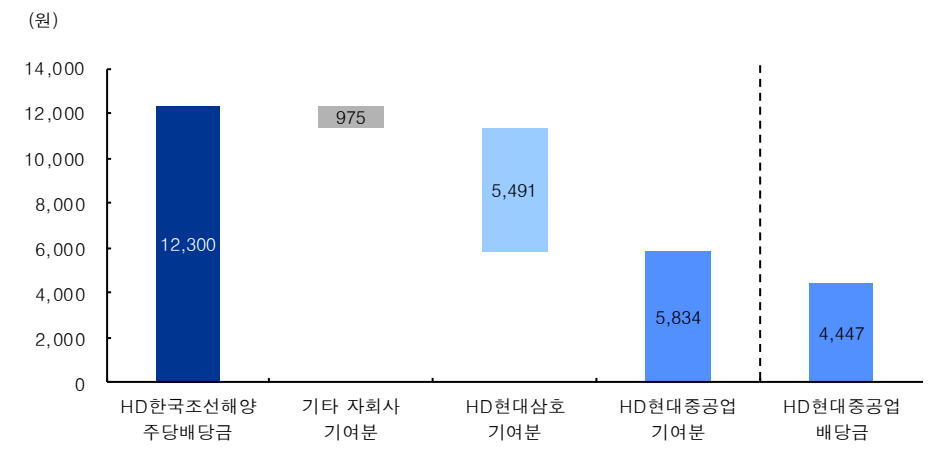
현재 주가 수준에서는
HD현대중공업으로부터의
배당을 동사를 통하여
간접적으로 수취하는 것이
유리

이 기간 동안 같은 금액을 투자했다면 HD현대중공업 주식을 직접 보유하기보다 동사 주식을 보유하는 편이 HD현대중공업의 배당을 더 많이 받을 수 있었던 것으로 분석된다. 이유는 세 가지다. 1) 동사의 HD현대중공업 지분율이 50%를 넘어 수입배당금 전액이 익금불산입되므로, 자회사 배당이 법인세 누수 없이 동사로 넘어온다. 2) 배당을 하지 않는 자회사의 연결 손익 기여가 미미해, 연결 이익의 대부분이 배당을 지급하는 자회사에서 나온다. 3) HD한국조선해양 1주당 HD현대중공업 1.03주를 지배하고 있지만, 주가는 더 낮았다. 2025년을 예로 들면, 동사의 주당배당금 12,300원 가운데 HD현대중공업 몫은 5,834원이었다. 반면 같은 금액(407,000원, 2025년 말 기준 HD현대중공업 0.8주)을 HD현대중공업에 직접 투자했다면 배당수익은 4,447원에 그쳤다.

HD현대삼호 배당은
추가로 얹어지는 몫

뿐만 아니라 배당수익은 비상장 자회사인 HD현대삼호로부터도 들어온다. 동사는 2024년부터 HD현대삼호 지분 96.7%를 유지하고 있어 이 역시 수입배당금 전액 익금불산입 요건을 충족한다. HD현대삼호는 연간 30~40척의 대형 상선을 건조하는 조선소로, 이익 규모가 크고 배당성향도 40%를 웃돈다. 향후 HD현대삼호에서 받는 배당은 HD현대중공업에서 받는 배당의 80% 전후 수준일 것으로 전망하고 있다. 따라서 동사의 배당성향이 HD현대중공업에 준하는 수준으로 유지된다면, 현재 주가에서 투자자는 HD현대중공업의 가격으로 HD현대삼호의 배당을 추가로 사는 효과를 누릴 수 있다.

그림 1. 2025년 HD한국조선해양 배당수익 분해



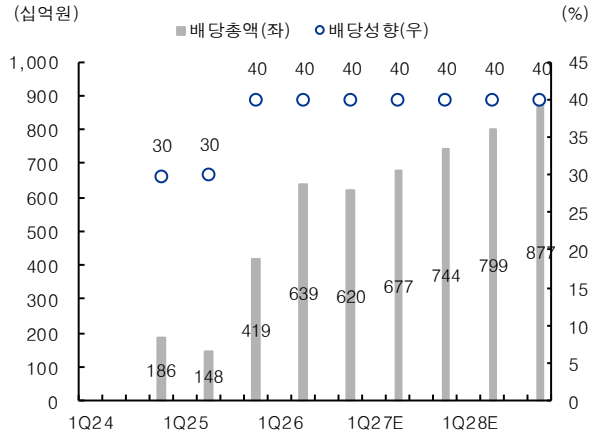
자료: HD한국조선해양, HD현대중공업, IBK투자증권
주: 2025년말 주가 기준, 동일 금액 투자 가정(HD한국조선해양 1주/HD현대중공업 0.8주)

표 1. 내국법인 수입배당금액 익금불산입률 기준

피출자법인에 대한 출자비율	익금불산입률
50% 이상	**100%**
20% 이상 50% 미만	80%
20% 미만	30%
수입배당금 익금불산입 적용 예외	
– 배당기준일 전 3개월 이내에 취득한 주식 등을 보유함으로써 발생하는 수입배당금	
– 유동화전문회사, PF금융회사 등 법인세법 또는 조세특례제한법에 따라 지급한 배당에 대해 소득공제를 적용받는 법인으로부터의 수입배당금	
– 조세특례제한법에 따라 법인세를 비과세 · 면제 · 감면받는 법인으로부터 받은 수입배당금액 (감면율이 100%인 사업연도 한정)	
– 조세특례제한법에 따라 동업기업과세특례를 적용받는 법인	

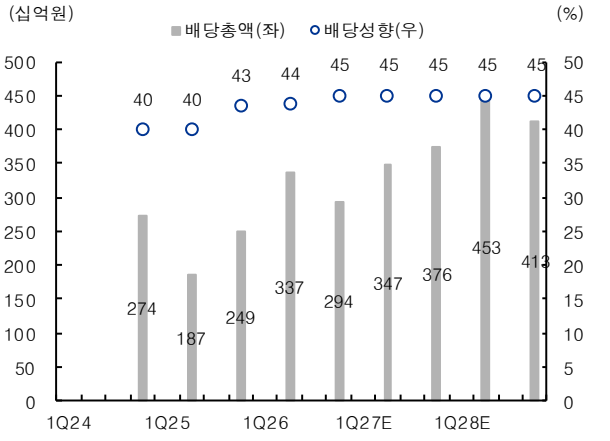
자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

그림 2. HD현대중공업 배당총액 및 배당성향 추이/전망



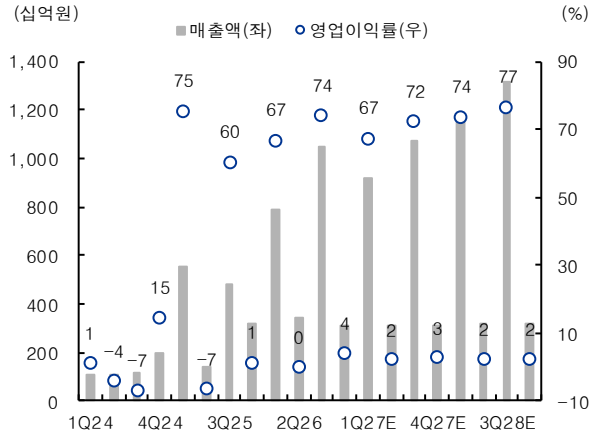
자료: HD현대중공업, IBK투자증권
주: 배당성향은 연간 누적 기준

그림 3. HD현대삼호 배당총액 및 배당성향 추이/전망



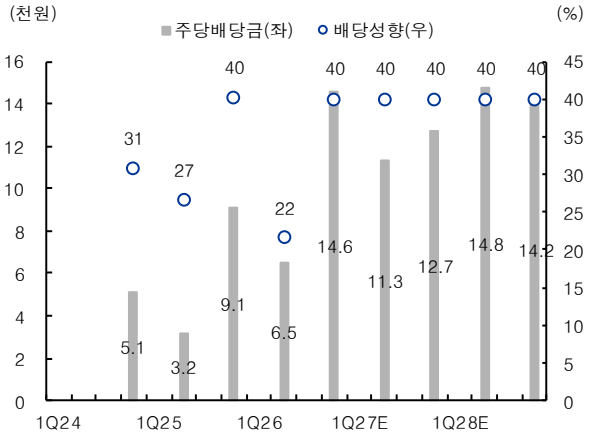
자료: HD현대삼호, IBK투자증권
주: 배당성향은 연간 누적 기준

그림 4. HD한국조선해양 별도 영업실적 추이/전망



자료: HD한국조선해양, IBK투자증권

그림 5. HD한국조선해양 주당배당금 및 배당성향 추이/전망



자료: HD한국조선해양, IBK투자증권
주: 배당성향은 연간 누적 기준

해외 거점 확대와 에너지 사업은 새로운 성장동력

주요 신사업,
1) 해외 거점 확대
2) 에너지 사업

HD한국조선해양은 그룹의 신성장 동력 확보에서 가장 중추적인 역할을 담당할 것으로 예상한다. HD현대 아시아홀딩스와 HD현대 USA 설립으로 동사를 중심으로 한 해외 투자 구조를 갖췄고, HD현대중공업 지분을 기초자산으로 한 교환사채를 발행해 2.4조원 규모의 현금도 추가로 확보해 두었기 때문이다. 현재 HD현대 조선 그룹이 추진 중인 주요 신사업으로는 해외 거점 확대와 에너지 사업이 있다.

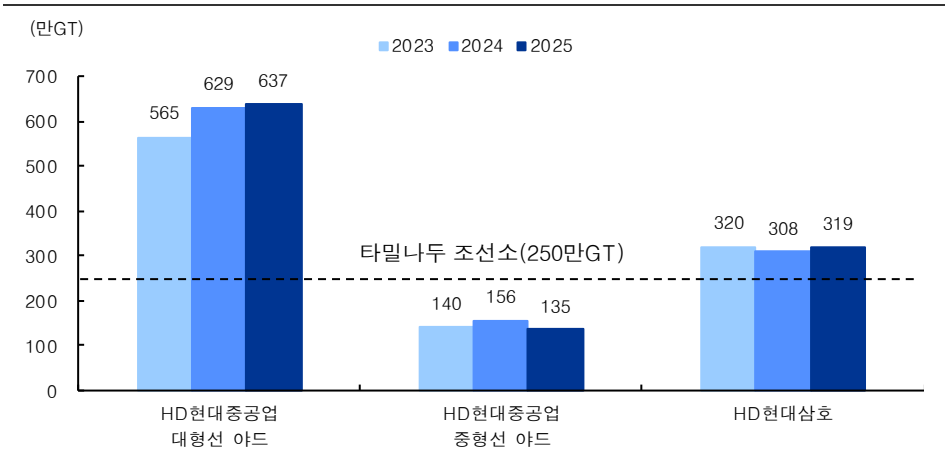
인도 타밀나두주 신규 조선소 프로젝트 추진

해외 거점 확대에서는 인도 타밀나두주 신규 조선소 건립 프로젝트가 구체화되고 있다. 사업 내용이 아직 확정되지는 않았지만, 인도 정부 발표에 따르면 연간 250만GT의 생산능력 확보를 목표로 하는 것으로 파악된다. 이를 척수로 단순 환산하면 중형선 기준 70~80척, 중대형인 수에즈막스급 탱커 기준 약 30척에 해당한다. 연간 50~60척을 건조하는 HD현대중공업 중형선 야드(구 HD현대미포)보다도 큰 규모다. 자금 조달은 동사가 지분의 과반을 보유하는 합작법인을 세우고, 인도 중앙정부와 타밀나두주 정부, 사가르말라 금융공사(SMFCL)가 공동 출자하는 방안이 거론되고 있다.

타밀나두주 정부도 적극 협조 중

타밀나두주 정부의 적극적인 지원 의지도 긍정적이다. 동사와 주 정부 사이에는 이미 부지, 기술 조사, 인프라, 인허가, 현지화 등 필수 요건을 점검하는 주 단위 정례 협의체가 가동되고 있다. 특히 2026년 9월 주 정부는 인도 국영 조선소 MDL(마자곤 독 쉽빌더스)이 투투쿠디 지역에 신규 조선소를 지으려던 부지를 HD현대 프로젝트에 배정했다. 자국 국영 조선소 대신 HD현대를 택했다는 점에서, 주 정부가 이 프로젝트에 얼마나 무게를 두고 있는지 보여주는 신호다. 현재 상세 타당성 조사 용역이 발주되었고 상세사업계획서 작성 용역 제안요청서도 발행되었으며, 조선소 건설 예정지에서는 초기 조사 작업이 시작된 것으로 파악된다.

그림 6. HD한국조선해양 주요 조선소별 연간 건조량 비교



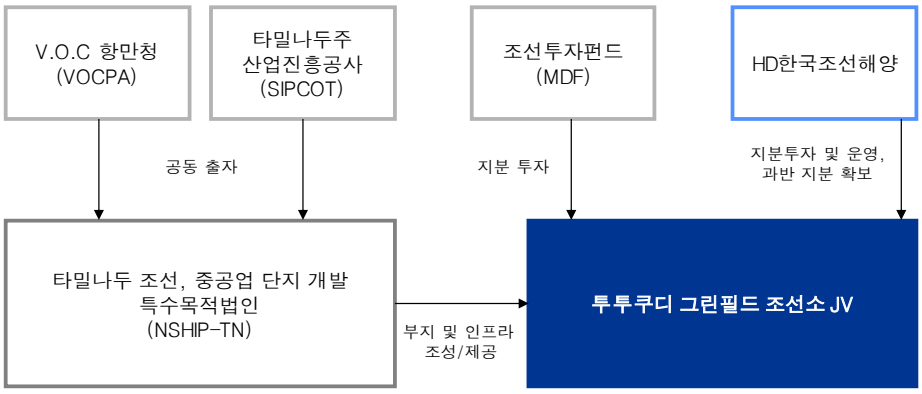
자료: Clarksons, IBK투자증권

표 2. 타밀나두주 투투쿠디 조선소 프로젝트 관련 타임라인

날짜	주요 내용
2025.12	**HD한국조선해양-타밀나두주 정부 배타적 MOU 체결** 인도 내 신규 조선소 설립 협력 공식화. 조선소 투자, 부지 및 인프라 확보 등 협의
2026.04	**HD한국조선해양-NSHIP-TN-SMFCL 3자 MOU 체결** 연간 건조능력 250만GT 규모 신규 조선소 개발, 금융, 건설, 운영을 위한 기본 협력체계 마련
2026.06	**타밀나두주 정부와 HD현대 간 고위급 협의** 타밀나두주 산업부 장관의 울산 조선소 방문 및 6월 17일 HD현대 대표단의 주 총리 면담
2026.09	**HD현대 대표단 현장 실사** 조선소 예정지 정밀 조사 및 투자 인센티브, 사업 일정, 현지 인프라 협의
2026.09	**타밀나두주 정부, 기술/사업계획 수립 단계 진입 발표** 상세 타당성 조사 용역 발주, 상세사업계획서 작성 용역 제안요청서 발행. 1단계 약 1,700에이커 부지의 SIPCOT 이관을 위한 정부 명령 발령

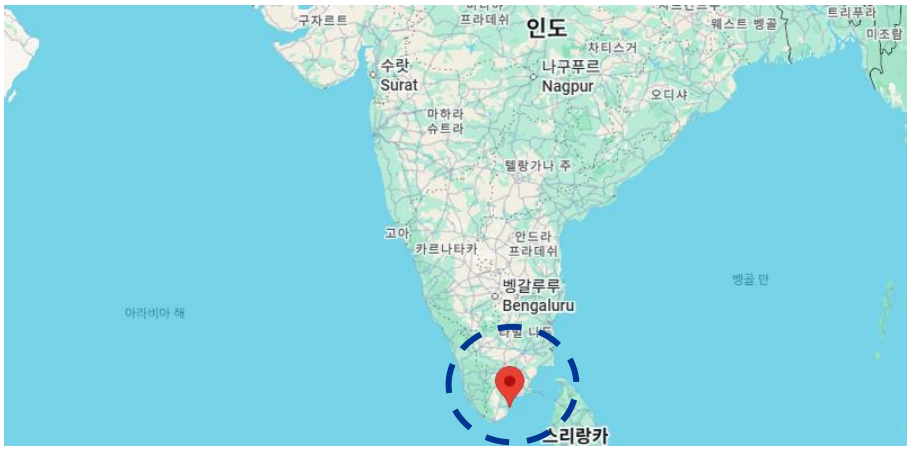
자료: 언론종합, IBK투자증권

그림 7. 타밀나두주 투투쿠디 조선소 프로젝트 구조 예상안



자료: 인도 해운항만수로부, 언론종합, IBK투자증권

그림 8. 타밀나두주 투투쿠디 위치



자료: Google Maps, IBK투자증권

에너지 사업 분야에서는 HD하이드로젠에 관심

에너지 사업에서는 연료전지 업체 HD하이드로젠(동사 지분율 100%)에 주목할 필요가 있다. 2026년 8월 연산 50MW 규모 SOFC(고체산화물 연료전지) 제조시설의 사용전검사를 완료하고 고정형 제품의 양산 준비를 마쳤기 때문이다. SOFC는 고온에서 작동해 시동에 시간이 걸리는 대신 발전효율이 높다. 그래서 간헐적으로 가동하는 비상용 전원보다는 상시 가동하는 기저/중간부하 전원에 적합하다. AI발 전력난으로 분산발전과 현장발전 수요가 커지는 가운데, SOFC는 이에 대응할 유력한 대안 중 하나다. 미국 블룸에너지가 데이터센터 전원으로 주목받는 것도 같은 맥락이다.

신규 진입자에 우호적인 우리나라 연료전지 시장

국내 고정형 연료전지 누적 설치 규모는 1,518MW(2026년 8월 기준)로, 한국은 세계에서 발전용 연료전지를 가장 많이 설치/운용하는 국가다. 그만큼 국내 발전사업자들의 연료전지 운용 노하우가 축적되어 있다는 뜻이다. 또한 수소발전 시장 활성화를 위한 일반수소/청정수소발전 입찰시장이 운영되고 있어 안정적인 수요 기반도 갖춰져 있다. 따라서 신규 진입자인 HD하이드로젠에게 국내 시장은 초기 레퍼런스를 쌓기에 유리한 환경이라고 판단한다.

향후 선박용으로까지 제품 포트폴리오 확장 계획

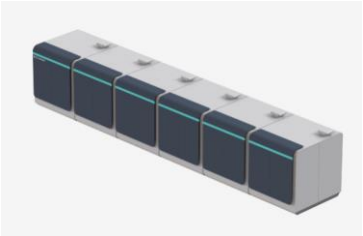
HD하이드로젠은 고정형 모델을 시작으로 향후 선박용 제품으로 포트폴리오를 확대할 계획이다. 육상 발전용은 2025년 일반수소발전 입찰시장에서 1MW 규모의 시범사업 물량을 수주했다. 다소 지연되었던 올해 입찰도 하반기 들어 물량이 확정되면서 추가 수주 가능성이 높아졌다. 선박용 연료전지는 현재 개발 단계로 파악된다. HMM과는 컨테이너선에 SOFC 탑재를 위한 기술개발 업무협약을 맺었고, TUI 크루즈와는 크루즈선에 SOFC 적용을 위한 공동개발 프로젝트에 착수했다. 또한 선박용은 그룹 조선 계열사와의 시너지를 기대할 수 있는 영역이다.

표 3. 전해질 종류에 따른 연료전지 분류

연료전지 종류	온도	작동 온도	전형적 스택 용량	전기 효율(LHV)	적용 분야	장점	과제
Polymer Electrolyte Membrane (PEMFC)	저온형	〈120°C	〈1 kW ~ 100 kW	수소 직접공급 60% / 개질연료 40%	-비상전원 -휴대전원 -분산형 발전 -운송 -특수차량	-고체 전해질로 부식 및 전해질 관리 문제 감소 -저온 운전 -빠른 시동	-고가의 촉매 -불순물에 민감
Alkaline (AFC)		〈100°C	1 ~ 100 kW	60%	-군사 -우주 -비상전원 -운송	-재료 선택 폭이 넓어 저가 부품 사용 가능 -저온 운전 -빠른 시동	-CO_2 에 민감 -전해질 관리 -전해질 전도도 문제
Phosphoric Acid (PAFC)		150 ~ 200°C	5 ~ 400 kW	40%	-분산형 발전	-열병합발전에 적합 -연료 불순물 내성 향상	-고가의 촉매 -긴 시동 시간 -황 성분 민감
Molten Carbonate (MCFC)	고온형	600 ~ 700°C	300 kW ~ 3 MW	50%	-전력 유틸리티 -분산형 발전	–고효율 –연료 다양성 –열병합발전에 적합 –가스터빈과의 하이브리드 사이클	-고온 부식 및 셀 구성품 열화 -긴 시동 시간 -낮은 전력 밀도
Solid Oxide (SOFC)		**500 ~ 1,000°C**	**1 kW ~ 2 MW**	**60%**	**-보조전원 -전력 유틸리티 -분산형 발전**	**–고효율–연료 다양성 –고체 전해질 –CHP 적합 –가스터빈과의 하이브리드 사이클**	**-고온 부식 및 셀 구성품 열화 -긴 시동 시간 -재가동 횟수 제한**

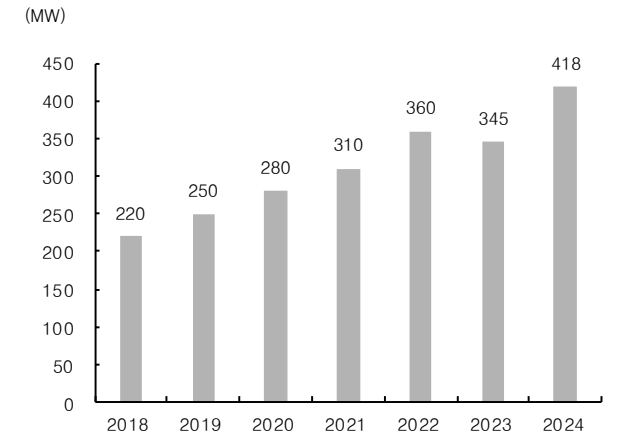
자료: DOE, IBK투자증권

표 4. HD250 vs 블룸에너지 서버 6.5 비교표

구분	HD250	블룸에너지 서버 6.5
외형		
출력	250kW	325kW
전압	3ph, 380V	3ph, 480/415/400V
주파수	50/60Hz	50/60Hz
연료	천연가스	천연가스
전력효율	60~48%	65~53%
이산화탄소 배출량	330kg/MWh	308~378kg/MWh

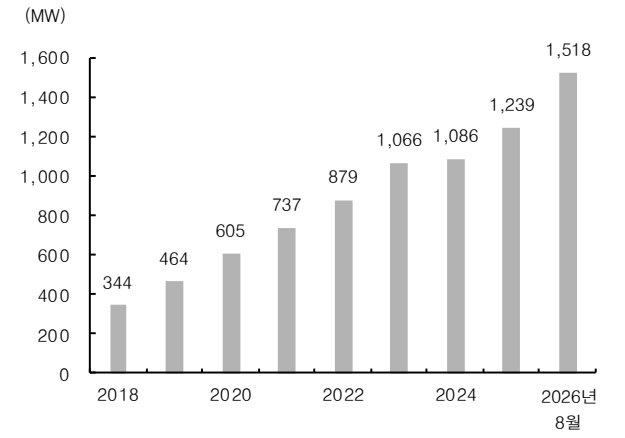
자료: HD하이드로젠, 블룸에너지, IBK투자증권

그림 9. 세계 연도별 고정형 연료전지 설비 증설 규모 추이



자료: IEA, IBK투자증권

그림 10. 국내 고정형 연료전지 누적 설치 규모 추이



자료: 월간수소경제, IBK투자증권

2026년 연간 영업이익 5조 8,521억원 전망

2026년 영업이익 5조 8,521억원 전망

동사의 2026년 연간 실적은 매출액 34조 807억원(yoy +13.9%), 영업이익 5조 8,521억원(yoy +49.9%), 영업이익률 17.2%(yoy +4.1%p)로 큰 폭의 개선이 예상된다. 조선업 호황 속에 주요 자회사들의 영업이익이 가파르게 늘어나기 때문이다. 이익 증가는 곧 배당 증가로 이어진다. 2025년 3.0% 수준이던 배당수익률은 2026년 8.0%, 2028년 10.9%까지 높아질 것으로 추정한다.

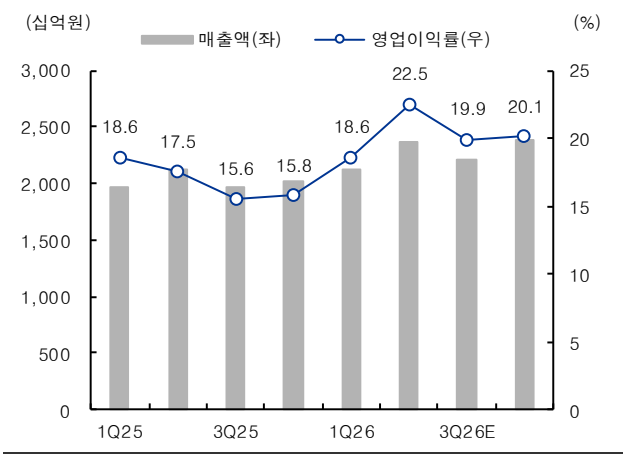
HD현대삼호의 2026년 영업이익 1조 8,488억원 전망

HD현대삼호의 2026년 연간 실적은 매출액 9조 896억원(yoy +12.6%), 영업이익 1조 8,488억원(yoy +35.7%), 영업이익률 20.3%(yoy +3.5%p)로 전망한다. 선가가 높았던 2024년 수주 물량의 매출 비중이 50%대까지 확대된 영향이다. 2024년 이전 수주 물량의 매출 비중은 2026년 4분기 10%대까지 낮아질 것으로 추정되는데, 이는 저선가 물량 소진에 따른 이익률 개선 효과가 2027년부터는 제한적이라는 의미이기도 하다. 다만 선종 믹스가 비교적 안정적으로 유지되면서 20% 이상의 영업이익률은 이어질 것으로 예상한다.

HD현대삼호는 3년치 이상의 일감을 확보 중

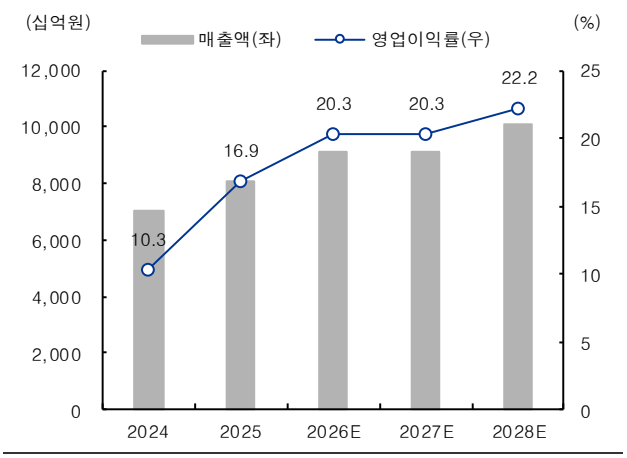
HD현대삼호 상선 부문의 9월 누적 수주액은 41억달러로, 연간 목표 49억달러의 84.1%를 이미 달성했다. 신조선가지수가 3월 이후 반등세를 이어가고 있어 남은 목표를 채우기에도 우호적인 환경이다. 약 130척에 달하는 수주 잔고는 3년치 이상의 일감으로, 2028년까지의 실적 가시성을 높인다. 동사 입장에서는 2028년까지 배당수익의 예측 가능성이 높다는 의미다.

그림 11. HD현대삼호 분기별 영업실적 추이/전망



자료: HD한국조선해양, IBK투자증권

그림 12. HD현대삼호 연도별 영업실적 추이/전망



자료: HD한국조선해양, IBK투자증권

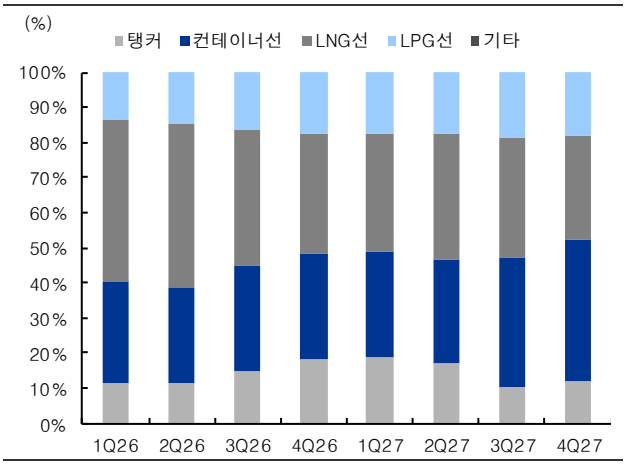
표 5. HD한국조선해양 실적테이블

(단위: 십억원, %)

구분	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,141	8,927	8,298	8,714	8,604	9,041	8,984	9,755	29,933	34,081	36,384	39,464
조선	6,696	7,451	6,843	7,264	7,136	7,630	7,584	8,321	25,036	28,254	30,670	32,781
해양플랜트	458	377	356	335	334	257	228	231	1,244	1,526	1,050	1,299
엔진기계	717	760	806	817	823	827	840	852	2,890	3,100	3,341	3,877
그린에너지	160	166	163	171	175	179	192	199	497	660	745	882
기타	110	173	132	127	136	149	141	153	266	542	578	626
영업이익	1,356	1,645	1,392	1,459	1,436	1,564	1,592	1,768	3,904	5,852	6,361	7,641
조선	1,111	1,399	1,145	1,223	1,183	1,342	1,364	1,542	3,315	4,878	5,431	6,455
해양플랜트	87	60	47	37	37	6	0	1	138	231	44	122
엔진기계	218	269	259	266	275	288	297	309	775	1,012	1,169	1,418
그린에너지	29	45	47	50	49	50	53	54	40	171	206	235
기타	-88	-128	-107	-117	-108	-121	-123	-137	-363	-440	-489	-589
영업이익률(%)	16.7	18.4	16.8	16.7	16.7	17.3	17.7	18.1	13.0	17.2	17.5	19.4
조선	16.6	18.8	16.7	16.8	16.6	17.6	18.0	18.5	13.2	17.3	17.7	19.7
해양플랜트	18.9	15.9	13.2	11.1	11.0	2.2	0.2	0.5	11.1	15.1	4.2	9.4
엔진기계	30.4	35.3	32.2	32.6	33.4	34.8	35.4	36.2	26.8	32.6	35.0	36.6
그린에너지	18.0	27.4	29.2	29.0	28.3	27.8	27.5	27.3	8.0	26.0	27.7	26.6
yoy(%)												
매출액	20.4	20.5	11.8	7.9	5.7	1.3	8.3	11.9	18.0	13.9	6.8	8.5
조선	14.6	19.1	10.4	7.8	6.6	2.4	10.8	14.5	13.4	12.9	8.6	6.9
해양플랜트	183.8	52.1	26.9	-39.6	-27.1	-31.9	-35.9	-31.1	88.8	22.7	-31.2	23.8
엔진기계	7.5	-1.8	-2.2	30.6	14.7	8.8	4.2	4.3	30.7	7.2	7.8	16.0
그린에너지	85.5	23.8	34.1	9.9	9.3	8.1	17.9	16.2	17.6	32.6	12.9	18.3
영업이익	57.8	72.5	32.1	40.5	5.9	-4.9	14.3	21.2	172.2	49.9	8.7	20.1
조선	42.1	73.6	32.3	41.9	6.5	-4.0	19.1	26.0	119.9	47.1	11.3	18.9
해양플랜트	1,212.1	60.3	흑전	-61.4	-57.6	-90.7	-99.0	-97.1	흑전	67.7	-81.0	177.2
엔진기계	41.3	33.6	6.5	51.1	26.0	7.1	14.8	16.0	108.2	30.6	15.5	21.4
그린에너지	흑전	131.1	302.3	352.3	71.7	9.8	11.0	9.3	흑전	330.5	20.4	13.7
qoq(%)												
매출액	0.8	9.7	-7.0	5.0	-1.3	5.1	-0.6	8.6				
조선	-0.6	11.3	-8.2	6.2	-1.8	6.9	-0.6	9.7				
해양플랜트	-17.3	-17.6	-5.6	-5.9	-0.3	-23.1	-11.2	1.2				
엔진기계	14.7	6.0	6.0	1.3	0.7	0.6	1.5	1.4				
그린에너지	2.4	3.5	-1.7	5.4	1.9	2.3	7.3	3.9				
영업이익	30.6	21.3	-15.4	4.8	-1.6	8.9	1.8	11.1				
조선	28.8	25.9	-18.1	6.8	-3.3	13.5	1.6	13.0				
해양플랜트	-10.0	-30.6	-21.8	-21.0	-1.2	-84.8	-91.3	122.3				
엔진기계	23.9	23.2	-3.5	2.7	3.3	4.7	3.4	3.7				
그린에너지	161.8	57.3	4.8	4.8	-0.6	0.6	5.9	3.2				
HD현대삼호												
매출액	2,125	2,371	2,207	2,387	2,229	2,250	2,166	2,485	8,071	9,090	9,130	10,109
yoy(%)	8.0	11.9	12.2	18.2	4.9	-5.1	-1.8	4.1	15.3	12.6	0.4	10.7
qoq(%)	5.2	11.6	-6.9	8.1	-6.6	0.9	-3.7	14.7				
영업이익	395	534	440	480	437	451	445	521	1,363	1,849	1,854	2,249
yoy(%)	8.0	43.7	43.5	50.5	10.5	-15.6	1.3	8.6	88.3	35.7	0.3	21.3
qoq(%)	24.0	35.1	-17.7	9.1	-9.0	3.2	-1.2	17.1				
영업이익률(%)	18.6	22.5	19.9	20.1	19.6	20.0	20.6	21.0	16.9	20.3	20.3	22.2

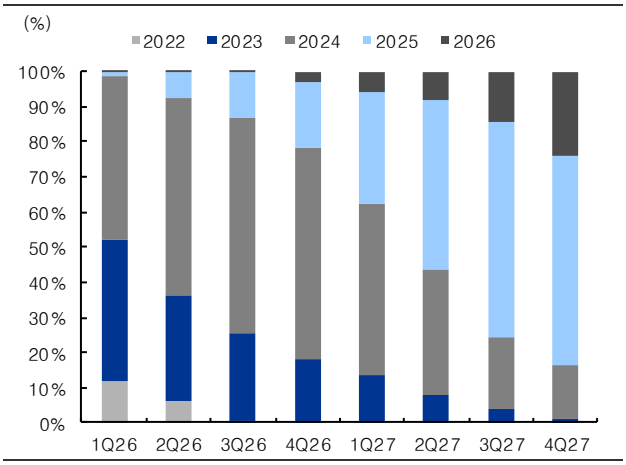
자료: HD한국조선해양, IBK투자증권

그림 13. HD현대삼호 선종별 매출 인식 비중 추이(추정치)



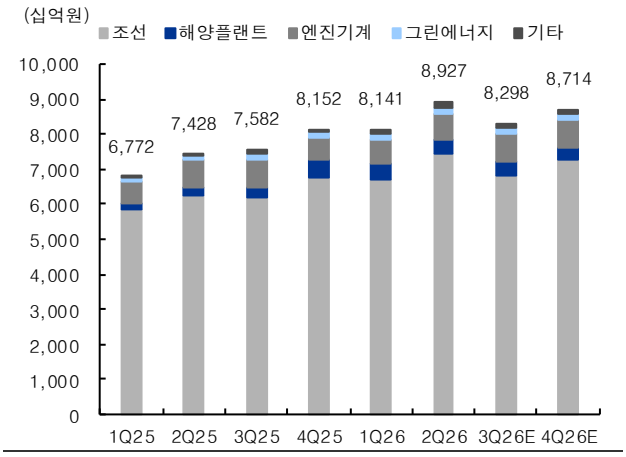
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 14. HD현대삼호 수주연도별 매출 인식 비중 추이(추정치)



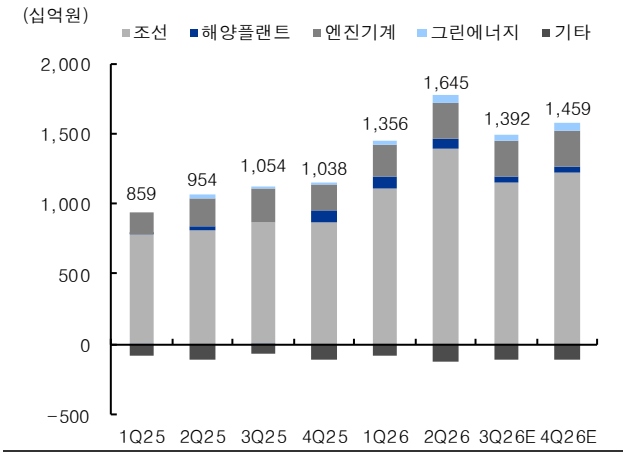
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 15. HD한국조선해양 사업부문별 매출 추이 및 전망



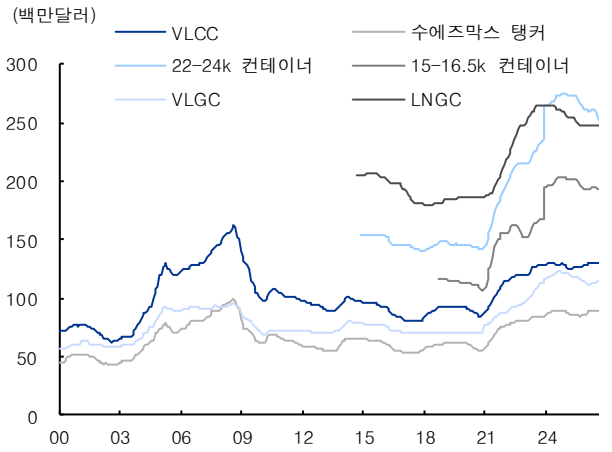
자료: HD한국조선해양, IBK투자증권

그림 16. HD한국조선해양 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



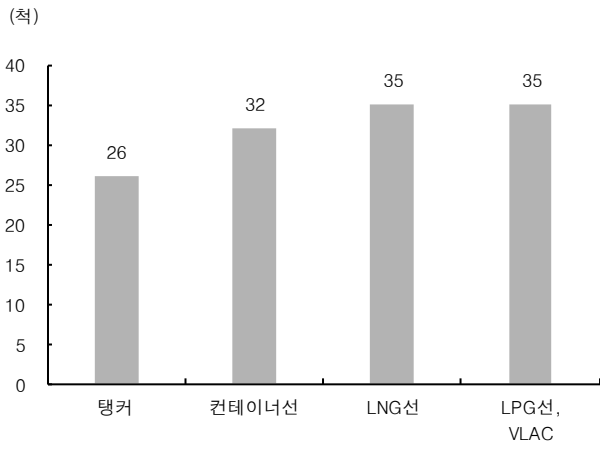
자료: HD한국조선해양, IBK투자증권

그림 17. HD현대삼호 주력 선종별 신조선가 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 18. HD현대삼호 수주 잔고 구성(9월 말 기준)



자료: HD한국조선해양, IBK투자증권

투자의견 매수, 목표주가 410,000원으로 커버리지 개시

지분가치 산출 근거:
1) 상장사는 시가총액
2) HD현대삼호는 적정가치
3) 그 외에는 장부가치

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 410,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했다. 자회사 지분가치는 1) 상장 자회사는 시가총액, 2) HD현대삼호는 적정가치, 3) 그 외 비상장 자회사는 장부가액을 기준으로 합산한 뒤 50%를 할인했다. HD현대삼호의 적정가치는 상장 대형 조선사와 동일한 방식으로 2027년 예상 순이익에 19.8배를 적용해 산출했다. 별도 영업가치는 자회사 배당수익을 제외한 2026년 예상 영업이익에 목표 배수 10배(2025년 코스피 상장사 평균)를 적용했다. 여기에 순현금 2.96조원을 더한 적정 시가총액은 29.1조원이다.

참고로, 10월 23일 발표된 미국의 HD키윗 조선소 합작 법인의 경우 구체적인 사업의 내용이 결정되지 않았고, 합작법인 설립을 위한 계약이 체결된 단계이기 때문에 기업가치에 반영하지 않았다. 그럼에도 MASGA 프로젝트에 참여하기 위한 첫 발을 내딛었다는 점에서 의미 있는 행보라 판단한다.

표 6. HD한국조선해양 Valuation 테이블 (단위: 십억원, %, 주, 배)

구분	기업명	산정기준	기업가치 (십억원)	지분율 (%)	할인율 (%)	산출가치 (십억원)	비고
상장	HD현대중공업	시가총액	32,013	69.2	50.0	11,078	2026년 10월 26일
상장	HD현대에너지솔루션	시가총액	1,203	53.6	50.0	322	2026년 10월 26일
상장	HD현대마린엔진	시가총액	1,226	35.1	50.0	215	2026년 10월 26일
상장	현대힘스	시가총액	369	20.8	50.0	38	2026년 10월 26일
비상장	HD현대삼호	적정가치	28,442	96.7	50.0	13,745	2027년 예상 순이익 기준
비상장	기타 비상장	장부가액	1,026	-	50.0	513	2Q26말 기준
지분가치 합계(십억원)						25,911	
별도	HD한국조선해양	영업이익(십억원)				18	2026년 연간, 자회사로부터의 배당수익 제외
		Target Multiple(배)				10.0	2025년 코스피 상장사 평균
별도 영업가치(십억원)						185	
순차입금(십억원)						-2,961	2Q26말 기준
HD한국조선해양 적정가치(십억원)						29,056	
발행주식총수						70,773,116 주	2Q26말 기준
자기주식수						58,486 주	2Q26말 기준
유통주식수						70,714,630 주	2Q26말 기준
목표주가(원)						410,000	
현재주가(원)						243,000	2026년 10월 26일
상승여력(%)						68.7	

자료: 에프앤가이드, IBK투자증권

HD한국조선해양 (009540)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	25,539	29,933	34,081	36,384	39,464
증가율(%)	19.9	17.2	13.9	6.8	8.5
매출원가	22,943	24,605	26,551	28,204	29,850
매출총이익	2,595	5,328	7,530	8,180	9,614
매출총이익률 (%)	10.2	17.8	22.1	22.5	24.4
판관비	1,161	1,424	1,678	1,819	1,973
판관비율(%)	4.5	4.8	4.9	5.0	5.0
영업이익	1,434	3,904	5,852	6,361	7,641
증가율(%)	408.1	172.3	49.9	8.7	20.1
영업이익률(%)	5.6	13.0	17.2	17.5	19.4
순금융손익	-3,302	-371	-1,651	-181	-92
이자손익	7	96	-36	-181	-92
기타	-3309	-467	-1615	0	0
기타영업외손익	3,690	32	1,927	340	310
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	1,823	3,566	6,128	6,520	7,859
법인세	368	638	1,594	1,630	1,965
법인세율	20.2	17.9	26.0	25.0	25.0
계속사업이익	1,455	2,928	4,533	4,890	5,894
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,455	2,928	4,533	4,890	5,894
증가율(%)	903.6	101.3	54.8	7.9	20.5
당기순이익률 (%)	5.7	9.8	13.3	13.4	14.9
지배주주당기순이익	1,172	2,168	3,739	4,231	5,118
기타포괄이익	-180	268	53	0	0
총포괄이익	1,275	3,196	4,586	4,890	5,894
EBITDA	1,960	4,488	6,471	6,989	8,309
증가율(%)	159.9	129.0	44.2	8.0	18.9
EBITDA마진율(%)	7.7	15.0	19.0	19.2	21.1

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	20,431	23,424	30,019	34,661	38,120
현금및현금성자산	3,717	3,742	8,895	10,942	13,157
유가증권	1,922	4,435	4,720	5,356	6,120
매출채권	1,264	1,454	1,601	1,792	1,839
재고자산	2,232	2,766	3,093	3,463	3,553
비유동자산	16,288	16,118	16,488	17,301	17,692
유형자산	11,111	12,025	12,165	12,588	13,012
무형자산	375	519	541	541	541
투자자산	2,173	1,597	2,351	2,586	2,643
자산총계	36,719	39,542	46,507	51,962	55,812
유동부채	19,325	20,011	23,392	25,965	26,595
매입채무및기타채무	2,247	2,328	2,498	2,796	2,869
단기차입금	187	97	114	128	131
유동성장기부채	375	155	1,845	1,845	1,845
비유동부채	3,238	2,623	2,853	3,136	3,205
사채	652	752	0	0	0
장기차입금	202	40	44	44	44
부채총계	22,563	22,634	26,245	29,101	29,800
지배주주지분	11,099	13,286	15,978	17,918	20,292
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,600	3,017	3,026	3,026	3,026
자본조정등	-8,609	-8,609	-8,615	-8,615	-8,615
기타포괄이익누계액	1,671	1,857	1,906	1,906	1,906
이익잉여금	15,084	16,668	19,306	21,247	23,620
비지배주주지분	3,056	3,622	4,285	4,943	5,720
자본총계	14,156	16,908	20,262	22,861	26,011
비이자부채	20688	21184	22829	25671	26367
총차입금	1,875	1,450	3,416	3,430	3,433
순차입금	-3,771	-6,734	-11,171	-13,840	-16,816

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	16,565	30,639	52,831	59,789	72,309
BPS	156,831	187,728	225,757	253,173	286,714
DPS	5,100	12,300	21,100	24,000	29,000
밸류에이션(배)					
PER	13.8	13.3	4.7	4.1	3.4
PBR	1.5	2.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.9	5.7	1.8	1.4	0.9
성장성지표(%)					
매출증가율	19.9	17.2	13.9	6.8	8.5
EPS증가율	428.8	85.0	72.4	13.2	20.9
수익성지표(%)					
배당수익률	2.2	3.0	8.0	9.1	10.9
ROE	11.2	17.8	25.6	25.0	26.8
ROA	4.2	7.7	10.5	9.9	10.9
ROIC	18.2	37.9	57.8	64.5	77.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	159.4	133.9	129.5	127.3	114.6
순차입금 비율(%)	-26.6	-39.8	-55.1	-60.5	-64.6
이자보상배율(배)	7.0	24.6	15.3	10.0	11.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	22.1	22.0	22.3	21.5	21.7
재고자산회전율	12.1	12.0	11.6	11.1	11.2
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	4,289	4,422	6,700	4,935	6,193
당기순이익	1,455	2,928	4,533	4,890	5,894
비현금성 비용 및 수익	385	1,574	1,463	470	450
유형자산감가상각비	504	556	587	598	638
무형자산상각비	22	28	32	30	30
운전자본변동	2,369	-143	710	-243	-60
매출채권등의 감소	-3	-270	-30	-191	-47
재고자산의 감소	-126	-528	-312	-369	-90
매입채무등의 증가	265	231	129	298	73
기타 영업현금흐름	80	63	-6	-182	-91
투자활동 현금흐름	-1,233	-3,604	-651	-3,476	-2,165
유형자산의 증가(CAPEX)	-891	-947	-678	-1,021	-1,061
유형자산의 감소	24	32	12	0	0
무형자산의 감소(증가)	-58	-53	-41	-30	-30
투자자산의 감소(증가)	76	-9	17	-235	72
기타	-384	-2627	39	-2190	-1146
재무활동 현금흐름	-2,359	-792	-1,002	588	-1,813
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-2359	-792	-1002	588	-1813
기타 및 조정	2	-1	106	-1	0
현금의 증가	699	25	5,153	2,046	2,215
기초현금	3,018	3,717	3,742	8,895	10,942
기말현금	3,717	3,742	8,895	10,942	13,157

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

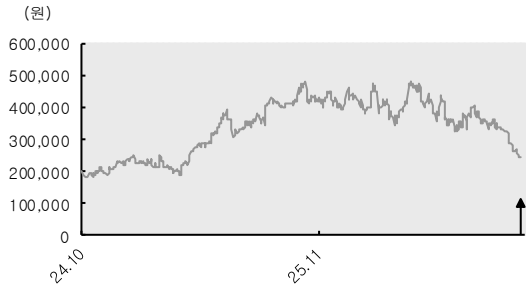
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.10.01~2026.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	184	96.8
Trading Buy (중립)	5	2.6
중립	1	0.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

HD한국조선해양	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2026.10.26	매수	410,000		