산업브리프

키움증권

2025. 10. 21

Overweight
(Maintain)

조선/기계/방산/항공우주
Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

조선

3Q25 Preview: 호실적 지속, MASGA 기대감

3분기 국내 주요 조선사의 실적은 계절적 비수기임을 감안해도 상선 부문의 제품 믹스 개선의 영향으로 이익 개선 모멘텀이 지속될 것으로 전망한다. 또한, 올해 신조 수주도 무난하게 목표치를 달성할 것으로 기대된다. 4Q25 이후 LNG운반선 발주 재개와 미국과의 조선업 협력 과정에서 미 군함 및 MRO 사업 확대 등이 신규 성장 동력으로 작용할 것으로 기대한다.

>>> 계절적 비수기지만 무난한 이익 개선세

3분기 여름 휴가의 영향으로 조업일수가 감소하는 비수기임에도 불구하고 1) 상선 부문에서 고선가 선박의 매출 비중 상승에 따른 제품 믹스 개선 2) 상선 이외의 사업부의 실적 호조에 힘입어 전반적으로 이익 개선 모멘텀이 지속될 것으로 전망한다. 다만, HD현대 그룹은 여름 휴가 기간에도 일부 외국인 인력이 조업에 투입되며 매출 감소가 최소화될 것으로 추정한다. 국내 주요 조선사 모두 상반기 임금 협상을 순조롭게 마무리 지으며 이번 분기 일회성 비용이 반영될 예정이지만, 원/달러 환율 상승에 따른 긍정적인 영향도 존재하기 때문에 대체로 시장 기대치에 부합하는 호실적이 예상된다.

>>> 올해도 양호한 신조 수주, 26년 LNG선에 대한 기대감

올해 9월까지 글로벌 신조 수주는 약 32.6백만 CGT로 전년 동기간 대비 47% 감소하며 발주 둔화세가 나타났다. 그럼에도 국내 조선사들은 미국의 중국 조선업 제재와 친환경 선박 발주 증가의 영향으로 올해 수주 목표를 무난하게 달성할 것으로 전망한다. 상선 부문에서 HD현대 조선 그룹과 삼성중공업은 올해 수주 목표치의 70% 이상을 달성하였다. 한화오션은 따로 수주 목표치를 제시하지 않았지만 올해 전체 수주 금액이 지난해 수주 성과를 뛰어넘을 것으로 전망한다. 올해 중으로 발주가 재개될 것으로 기대했던 미국발 LNG운반선 수주 모멘텀은 내년부터 본격화될 것으로 판단한다. 올해는 LNG운반선 발주가 운임 하락과 선복량 증가 등의 요인으로 부진했지만 미국의 LNG 수출 프로젝트에 대한 FID가 다수 진행되면서 29년 인도 슬롯에 대한 수요가 강하게 나타날 것으로 기대한다.

>>> 점차 구체화될 미국과의 조선업 협력

미국과 중국의 갈등이 격화되고 있다. 중국의 해군력을 견제하고자 하는 미국의 조선업 재건(MASGA) 프로젝트에 국내 조선사의 참여가 필수적인 상황이다. 한국과 미국은 MASGA 프로젝트에 투입하기 위한 1,500억달러의 투자 기금 조성에 합의하였다. 다만, 아직 투자 방식, 재원 마련 방안 등에 대한 합의가 필요한 상황으로 10월말에 개최될 APEC 회담에서 본격적인 논의가 진행될 것으로 전망한다. 국내 주요 조선사들도 미국 조선소에 대한 투자, 미국 조선사와 MOU 체결 등 다양한 방법으로 참여를 검토하고 있다. 빠르면 올해말부터 미 군함 건조 사업에 대한 법안 제정 등 군함 건조 및 MRO 사업도 본격적으로 확대될 가능성이 높아 국내 조선사의 수혜가 기대된다.

Compliance Notice
- 당사는 10월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

조선업종 투자 전략

조선업종에 대한 투자의견 Overweight를 유지한다. 1) 23~24년에 수주했던 고선가 선박들의 매출 비중이 점진적으로 상승하며 이익 개선세 지속 2) 미국발 LNG운반선 발주 모멘텀이 내년부터 본격화되며 26년 신조 수주 호조 전망 3) 미국과의 조선업 협력 과정에서 미 군함 및 MRO 사업 등의 신규 사업 확대 기대감을 감안하면 조선업종의 상승 여력이 아직 남아있다고 판단한다.

Top Pick으로는 HD현대중공업을 제시한다. HD현대미포와의 합병을 통해 특수선 사업부의 본격적인 성장이 기대된다. 글로벌 국방비 증액 기조가 지속되며 미국, 캐나다, 필리핀 같은 국가 외에도 모로코, 에콰도르, 사우디 등 다양한 국가에서 신조 문의가 크게 증가하고 있는 것으로 파악된다. HD현대미포의 4, 5번 도크를 활용하게 되면 추가적인 투자 없이도 연간 4~5척의 군함 건조가 가능할 것으로 전망한다. 이에 향후 5년 뒤 특수선 사업부의 매출은 6배 가까이 늘어날 것으로 추정한다. MASGA 프로젝트의 구체화 과정에서 미국과의 협력이 증가하며 전략상선단 수주 등의 수혜도 기대되는 상황이다.

조선업종 3Q25 실적 Preview

회사명	구분(십억원)	3Q25F	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이
HD현대중공업	매출액	4,206.8	3,609.2	16.6%	4,147.1	1.4%	4,006.3	5.0%
	영업이익	508.3	206.1	146.6%	471.5	7.8%	482.0	5.5%
	OPM	12.1%	5.7%	6.4%	11.4%	0.7%	12.0%	0.1%
	순이익	381.8	72.2	428.8%	210.9	81.0%	368.7	3.6%
HD현대미포	매출액	1,219.4	1,077.7	13.2%	1,234.4	-1.2%	1,183.4	3.0%
	영업이익	119.6	35.3	239.1%	89.4	33.7%	97.4	22.7%
	OPM	9.8%	3.3%	6.5%	7.2%	2.6%	8.2%	1.6%
	순이익	114.9	2.6	4309.3%	25.2	355.6%	82.0	40.1%
한화오션	매출액	3,190.1	2,703.1	18.0%	3,294.1	-3.2%	3,269.8	-2.4%
	영업이익	332.9	25.6	1201.7%	371.7	-10.4%	344.2	-3.3%
	OPM	10.4%	0.9%	9.5%	11.3%	-0.8%	10.5%	-0.1%
	순이익	329.8	-74.9	흑자전환	148.5	122.2%	288.8	14.2%
삼성중공업	매출액	2,618.6	2,323.0	12.7%	2,683.0	-2.4%	2,681.1	-2.3%
	영업이익	219.3	119.9	82.9%	204.8	7.1%	219.4	-0.1%
	OPM	8.4%	5.2%	3.2%	7.6%	0.7%	8.2%	0.2%
	순이익	175.7	71.4	146.0%	212.3	-17.3%	172.4	1.9%

자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 리서치센터

조선업 국내외 Peer Earnings table

(단위: 십억원, %)

	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
국내							
HD한국조선해양	29,972	29,182	32,500	3,789	4,882	13.0	15.0
HD현대중공업	45,452	16,658	18,428	1,967	2,541	11.8	13.8
한화오션	35,084	13,108	13,972	1,360	1,701	10.4	12.2
삼성중공업	19,932	10,746	12,235	812	1,289	7.6	10.5
HD현대미포	8,128	4,971	5,729	373	595	7.5	10.4
글로벌							
중국선박공업(CSSC)	52,488	18,015	23,372	1,818	2,678	10.1	11.5
양쯔장 조선	13,764	5,519	6,527	1,790	2,066	32.4	31.7
미쓰비시 중공업	140,553	51,353	55,658	4,224	5,076	8.2	9.1
가와사키 중공업	15,754	21,478	22,942	1,344	1,596	6.3	7.0
미쓰이 E&S	4,887	3,282	3,456	273	298	8.3	8.6
Seatrium	7,672	11,153	11,272	539	725	4.8	6.4

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

조선업 국내외 Peer Valuation table

(단위: x, %)

	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
국내								
HD 한국조선해양	13.7	9.6	2.3	2.0	18.5	22.5	6.4	4.6
HD 현대중공업	35.1	24.2	6.8	5.4	20.6	24.9	19.6	14.9
한화오션	36.5	27.1	6.0	4.9	18.1	19.9	25.0	20.1
삼성중공업	30.0	19.1	4.4	3.6	15.8	20.7	20.0	13.0
HD 현대미포	34.3	18.3	3.6	3.1	11.0	18.1	17.5	11.1
글로벌								
중국선박공업(CSSC)	21.1	14.6	2.7	2.4	13.1	16.6	21.7	14.5
양쯔장 조선	8.3	7.4	2.2	1.8	28.4	26.2	4.8	4.0
미쓰비시 중공업	50.0	40.7	5.6	5.1	12.0	13.2	25.5	21.5
가와사키 중공업	19.7	16.1	2.2	2.0	11.4	12.9	9.9	8.7
미쓰이 E&S	21.0	19.9	2.6	2.4	13.4	13.4	15.3	13.3
Seatrium	19.8	13.6	1.1	1.0	5.5	7.5	9.2	7.2

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업
3Q Preview

HD현대중공업의 3Q25 매출액은 4조 2,068억원(yoy +16.6%), 영업이익 5,083억원(yoy +146.6%, OPM 12.1%)를 달성하며 시장 기대치(4,820억원)를 상회할 것으로 전망한다. 1) 여름 휴가의 영향으로 조업일수 감소에도 불구하고 일부 외국인 인력들은 계속 조업에 투입되며 매출 감소 최소화, 2) 지난 분기에 이어서 고가 선박의 매출 비중 확대로 믹스 개선 지속 3) 상선 부문 외에도 특수선, 해양, 엔진 등 사업 부문 전반에 걸친 매출 성장세와 이익 개선세의 영향으로 호실적이 기대된다. 또한, 하반기 임단협 타결에 따른 비용이 반영될 예정이나 그 규모가 크지 않고 환율 영향도 분기말 상승분의 비중이 크기 때문에 일회성 손익 규모는 제한적일 것으로 판단한다.

동사는 8월말 기준 올해 연간 수주 목표의 69.5%를 달성하였다. 특히, 상선과 엔진 부문은 각각 연간 수주 목표를 92.5%, 97.7% 달성하며 올해 수주 목표 초과 달성이 유력한 상황이다. 4Q25 친환경 컨테이너선, LNG운반선 발주 재개 등 상선 부문에서 추가 수주가 기대된다.

투자의견 BUY 유지,
TP 690,000원 상향

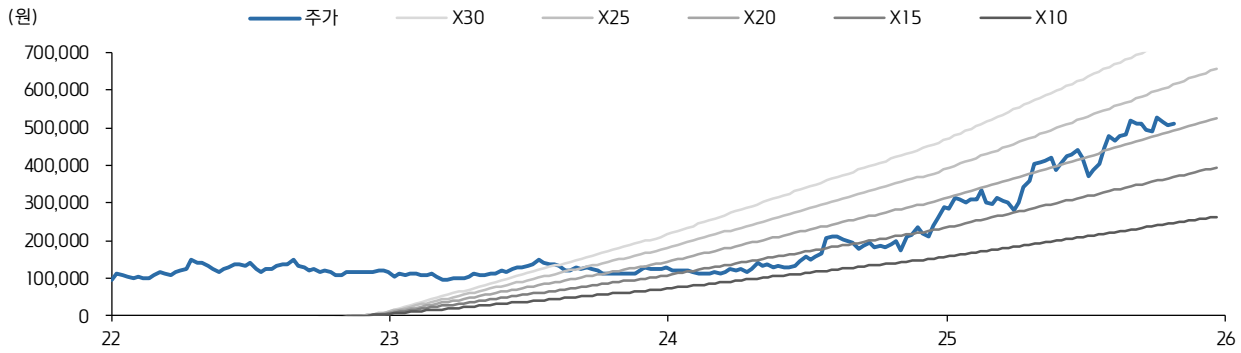
투자의견 BUY를 유지하고 26F EPS 26,274원에 Target PER 26.4배(Peer 평균 대비 10% 할증)을 적용하여 목표주가는 690,000원으로 상향한다. 수주 호조의 영향으로 28년 납기 슬롯이 대부분 소진된 상황에서 29년 납기 슬롯에 대한 영업이 시작되면 본격적으로 LNG운반선 수주 모멘텀이 재개될 것으로 기대한다. 특히, 올해 미국 내에서 3건의 LNG 프로젝트가 신규 수출 승인을 받았고, 다수의 LNG 프로젝트에 대한 최종 투자의사결정(FID)이 확정되며 내년부터 LNG운반선 수요가 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 또한, APEC 회담 이후 미국의 MASGA 프로젝트 관련 투자가 구체화되면서 관련 모멘텀이 발생할 전망이다. 동사는 미국 내 군함 및 MRO 사업을 추진하기 위해 HD현대미포와 합병을 진행하며 특수선 생산 능력을 추가 확보하였다. 향후 MASGA 프로젝트가 진행됨에 따라 수혜가 기대된다. 이에 조선업종 최선호주 의견을 제시한다.

HD현대중공업 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,987.7	3,884.0	3,609.2	4,005.6	3,822.5	4,147.1	4,206.8	4,728.6	14,486.5	16,905.0	18,641.0
(YoY)	13.5%	26.7%	26.5%	17.4%	27.9%	6.8%	16.6%	18.1%	21.1%	16.7%	10.3%
영업이익	21.3	195.6	206.1	282.2	433.7	471.5	508.3	644.7	705.2	2,058.2	2,785.2
(YoY)	흑전	185.4%	1497.1%	103.5%	1939.8%	141.0%	146.6%	128.5%	294.8%	191.9%	35.3%
OPM	0.7%	5.0%	5.7%	7.0%	11.3%	11.4%	12.1%	13.6%	4.9%	12.2%	14.9%
순이익	28.6	154.1	72.2	366.6	284.2	210.9	381.8	483.4	621.5	1,360.4	2,332.5
(YoY)	흑전	540.3%	흑전	1082.5%	893.0%	36.9%	428.8%	31.9%	2417.3%	118.9%	71.5%
NPM	1.0%	4.0%	2.0%	9.2%	7.4%	5.1%	9.1%	10.2%	4.3%	8.0%	12.5%

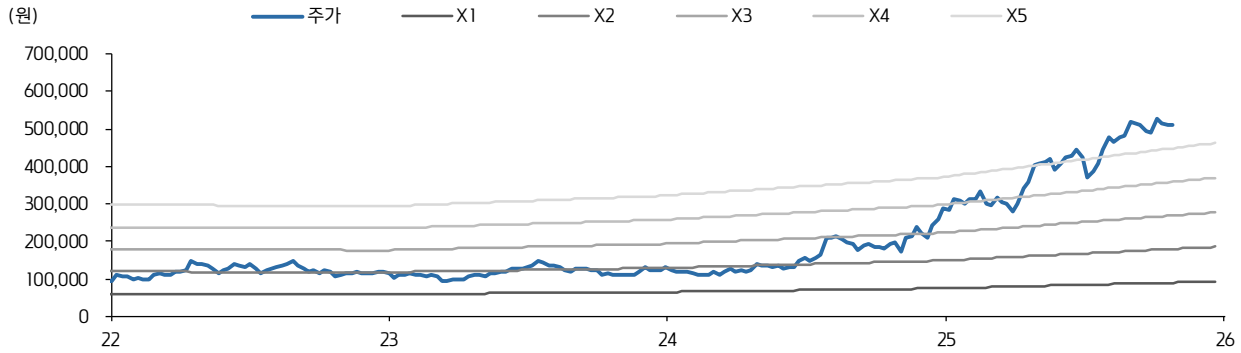
자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 12M Forward P/E 밴드 차트



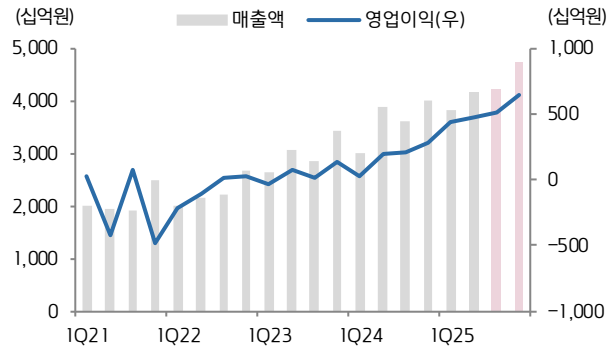
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 12M Forward P/B 밴드 차트



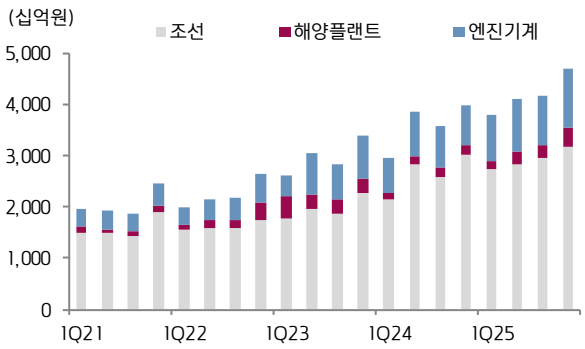
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



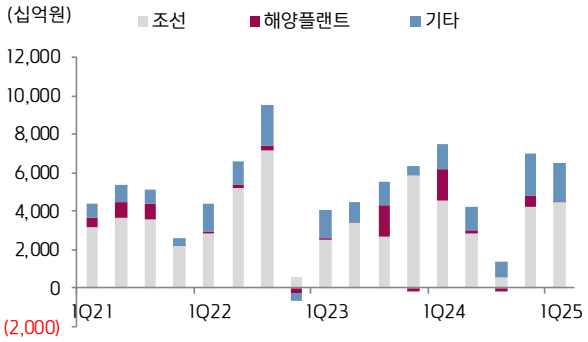
자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 부문별 매출 추이 및 전망



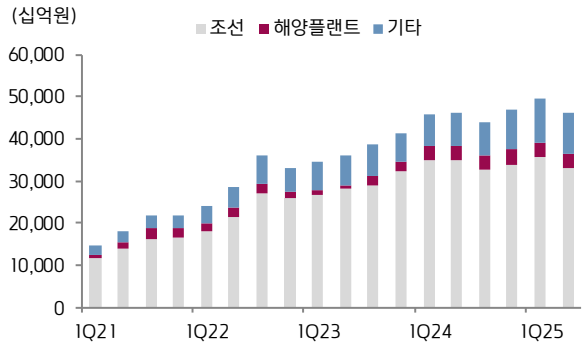
자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 신규 수주 추이



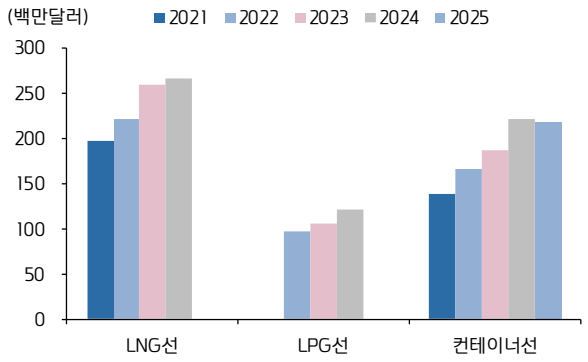
자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 수주잔고 추이



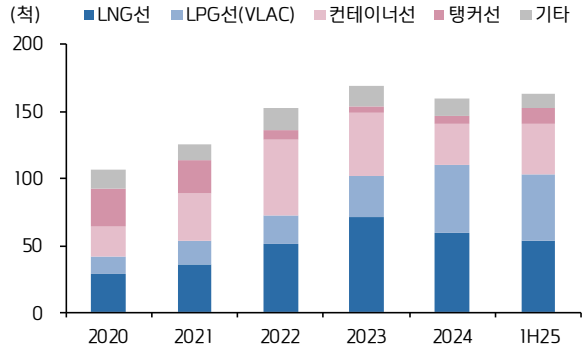
자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 신조선 발주 선가 추이



자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 선종별 수주잔고 추이



자료: HD현대중공업, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,963.9	14,486.5	16,905.0	18,641.0	20,437.5
매출원가	11,309.1	12,992.5	13,972.6	14,909.3	16,064.8
매출총이익	654.9	1,493.9	2,932.4	3,731.7	4,372.7
판관비	476.2	788.7	874.2	946.5	1,016.1
영업이익	178.6	705.2	2,058.2	2,785.2	3,356.7
EBITDA	456.7	1,011.0	2,386.7	3,121.3	3,705.0
영업외손익	-144.3	92.9	-248.1	324.7	367.9
이자수익	49.0	53.8	53.0	81.3	124.5
이자비용	131.9	149.7	149.7	149.7	149.7
외환관련이익	348.1	784.0	457.1	457.1	457.1
외환관련손실	337.8	371.4	255.0	255.0	255.0
종속 및 관계기업손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-71.7	-223.6	-353.3	191.2	191.2
법인세차감전이익	34.4	798.1	1,810.1	3,109.9	3,724.6
법인세비용	9.7	176.6	449.7	777.5	931.2
계속사업순손익	24.7	621.5	1,360.4	2,332.5	2,793.5
당기순이익	24.7	621.5	1,360.4	2,332.5	2,793.5
지배주주순이익	24.7	621.5	1,360.4	2,332.5	2,793.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	32.3	21.1	16.7	10.3	9.6
영업이익 증감율	흑전	294.8	191.9	35.3	20.5
EBITDA 증감율	흑전	121.4	136.1	30.8	18.7
지배주주순이익 증감율	흑전	2,416.2	118.9	71.5	19.8
EPS 증감율	흑전	2,417.7	118.9	71.5	19.8
매출총이익율(%)	5.5	10.3	17.3	20.0	21.4
영업이익률(%)	1.5	4.9	12.2	14.9	16.4
EBITDA Margin(%)	3.8	7.0	14.1	16.7	18.1
지배주주순이익률(%)	0.2	4.3	8.0	12.5	13.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,799.7	10,403.1	11,501.9	13,259.9	15,482.8
현금 및 현금성자산	928.0	1,257.9	1,240.5	1,972.3	3,090.5
단기금융자산	133.5	131.4	129.5	127.5	125.6
매출채권 및 기타채권	1,384.0	1,659.1	1,936.1	2,134.9	2,340.7
재고자산	1,309.8	1,510.9	1,763.2	1,944.2	2,131.6
기타유동자산	5,044.4	5,843.8	6,432.6	7,081.0	7,794.4
비유동자산	8,333.9	8,987.8	9,063.7	9,186.5	9,315.5
투자자산	12.0	11.7	11.5	11.3	11.1
유형자산	6,452.1	6,609.8	6,675.9	6,787.0	6,903.9
무형자산	108.4	128.1	138.1	150.0	162.4
기타비유동자산	1,761.4	2,238.2	2,238.2	2,238.2	2,238.1
자산총계	17,133.6	19,390.9	20,565.7	22,446.4	24,798.4
유동부채	9,945.0	11,796.2	12,105.4	12,345.9	12,596.6
매입채무 및 기타채무	2,024.9	2,310.9	2,620.1	2,860.5	3,111.3
단기금융부채	1,572.1	412.4	412.4	412.4	412.4
기타유동부채	6,348.0	9,072.9	9,072.9	9,073.0	9,072.9
비유동부채	1,981.2	1,890.3	1,890.3	1,890.3	1,890.3
장기금융부채	1,596.0	771.7	771.7	771.7	771.7
기타비유동부채	385.2	1,118.6	1,118.6	1,118.6	1,118.6
부채총계	11,926.2	13,686.5	13,995.7	14,236.1	14,486.9
지배지분	5,207.4	5,704.4	6,570.0	8,210.3	10,311.5
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,123.2	3,122.5	3,122.5	3,122.5	3,122.5
기타자본	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타포괄손익누계액	869.1	851.4	727.6	592.0	456.4
이익잉여금	772.8	1,288.3	2,277.7	4,053.5	6,290.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,207.4	5,704.4	6,570.0	8,210.3	10,311.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.8	2,883.9	419.7	1,420.7	2,011.1
당기순이익	24.7	621.5	1,360.4	2,332.5	2,793.5
비현금항목의 가감	292.2	207.8	600.2	907.3	1,030.0
유형자산감가상각비	268.0	292.8	313.2	319.6	330.4
무형자산감가상각비	10.1	13.0	15.3	16.5	17.9
지분법평가손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	14.1	-97.8	271.9	571.4	681.9
영업활동자산부채증감	-77.4	2,113.5	-994.5	-973.2	-856.0
매출채권및기타채권의감소	-228.1	-155.7	-277.0	-198.8	-205.8
재고자산의감소	66.8	-201.1	-252.3	-181.1	-187.4
매입채무및기타채무의증가	370.7	222.8	309.2	240.4	250.7
기타	-286.8	2,247.5	-774.4	-833.7	-713.5
기타현금흐름	-70.7	-58.9	-546.4	-845.9	-956.4
투자활동 현금흐름	-477.9	-499.1	-419.0	-473.5	-492.0
유형자산의 취득	-478.2	-463.5	-379.3	-430.7	-447.2
유형자산의 처분	9.7	11.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-35.7	-33.1	-25.3	-28.4	-30.3
투자자산의감소(증가)	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	31.8	2.0	2.0	2.0	1.9
기타	-5.2	-16.3	-16.4	-16.4	-16.4
재무활동 현금흐름	502.8	-2,048.8	-2,234.4	-2,419.9	-2,605.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-185.5	-371.1	-556.6
기타	502.8	-2,048.8	-2,048.9	-2,048.8	-2,048.8
기타현금흐름	-9.8	-6.1	2,216.3	2,204.5	2,204.5
현금 및 현금성자산의 순증가	183.9	329.8	-17.3	731.8	1,118.2
기초현금 및 현금성자산	744.1	928.0	1,257.9	1,240.5	1,972.3
기말현금 및 현금성자산	928.0	1,257.9	1,240.5	1,972.3	3,090.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	278	7,001	15,324	26,274	31,467
BPS	58,660	64,259	74,009	92,486	116,156
CFPS	3,569	9,342	22,086	36,495	43,070
DPS	0	2,090	4,180	6,270	6,270
주가배수(배)					
PER	463.9	41.1	33.1	19.3	16.1
PER(최고)	538.3	42.7	34.9		
PER(최저)	329.0	15.4	17.7		
PBR	2.20	4.47	6.86	5.49	4.37
PBR(최고)	2.55	4.65	7.23		
PBR(최저)	1.56	1.68	3.67		
PSR	0.96	1.76	2.67	2.42	2.21
PCFR	36.1	30.8	23.0	13.9	11.8
EV/EBITDA	29.7	25.0	18.8	14.2	11.6
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	29.9	27.3	23.9	19.9
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.7	0.8	1.2	1.2
ROA	0.1	3.4	6.8	10.8	11.8
ROE	0.5	11.4	22.2	31.6	30.2
ROIC	1.4	10.6	24.8	29.3	31.1
매출채권회전율	9.5	9.5	9.4	9.2	9.1
재고자산회전율	8.9	10.3	10.3	10.1	10.0
부채비율	229.0	239.9	213.0	173.4	140.5
순차입금비율	40.5	-3.6	-2.8	-11.2	-19.7
이자보상배율	1.4	4.7	13.8	18.6	22.4
총차입금	3,168.1	1,184.2	1,184.2	1,184.2	1,184.2
순차입금	2,106.6	-205.1	-185.8	-915.6	-2,031.8
NOPLAT	456.7	1,011.0	2,386.7	3,121.3	3,705.0
FCF	-205.0	2,598.1	476.3	992.7	1,532.3

자료 : 키움증권 리서치센터

HD현대미포
3Q Preview

HD현대미포의 3Q25 매출액은 1조 2,194억원(yoy +13.2%), 영업이익 1,196억원(yoy +239.1%, OPM 9.8%)를 달성하며 시장 기대치(974억원)를 크게 상회할 것으로 전망한다. 지난해 취소되었던 Ro-Pax 계약 관련 충당금 환입으로 일회성 이익이 약 300억원 반영된 영향으로 판단한다. 일회성 요인을 제외하더라도 1) 여름 휴가의 영향으로 조업일수 감소에도 불구하고 일부 외국인 인력들은 계속 조업에 투입되며 매출 감소 최소화, 2) 지난 분기에 이어서 고가 선박의 매출 비중 확대로 믹스 개선 지속에 따른 실적 호조가 지속될 것으로 전망한다.

동사는 8월말 기준 올해 연간 수주 목표의 53.9%를 달성하였다. 다른 계열사 대비 다소 부진한 수주 실적이지만 하반기 남은 기간 LNG BV, 피더 컨테이너선 등 추가 수주가 기대되는 상황으로 연내 수주 목표 달성이 가능할 것으로 전망한다. 또한, HD현대중공업과의 합병 성사 시 미 군함 및 MRO 사업을 본격적으로 추진하며 특수선 사업의 확장이 기대된다. 특수선 사업을 진행하게 될 4, 5번 도크는 현재는 안벽으로만 활용되고 있으나 향후 전략상선단 등 특수선 사업 수주 성사 시에 연간 4~5척 정도의 군함 건조가 가능한 것으로 추정한다.

투자의견 BUY,
TP 275,000원 유지

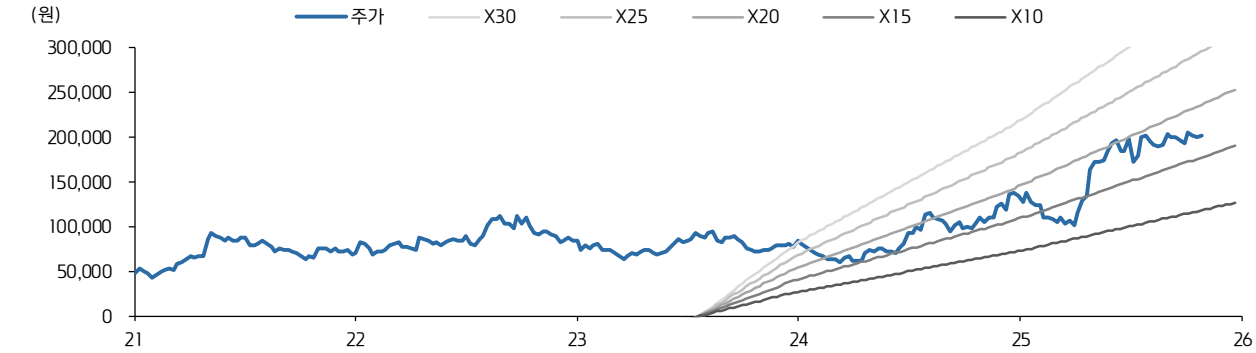
투자의견 BUY, 목표주가 275,000원을 유지한다. 친환경 선대 전환 기조 지속으로 LNG를 연료로 활용하는 선박의 발주가 지속적으로 증가하고 있다. 이에 중장기적으로 해상에서 LNG 연료 공급이 가능한 LNG BV(벙커링 선박)에 대한 발주가 증가할 것으로 전망한다. 하반기에도 추가 LNG BV 수주가 기대되는 상황으로 높은 선가와 양호한 수익성에 힘입어 제품 믹스 개선을 이끌 것으로 판단한다. 또한, 앞으로 미국과 조선업 협력 과정에서 HD현대중공업과의 합병을 기점으로 미 군함 및 MRO 사업에 진출이 본격화되며 중소형 전략 상선 사업에 참여할 가능성이 있다. HD현대중공업과 더불어 조선업종 최선호주로 제시한다.

HD현대미포 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	1,000.5	1,129.1	1,077.7	1,422.8	1,183.8	1,234.4	1,219.4	1,400.7	4,630.0	5,038.4	5,654.0
(YoY)	10.0%	9.3%	8.4%	29.0%	18.3%	9.3%	13.2%	-1.6%	14.6%	8.8%	12.2%
영업이익	-11.0	17.4	35.3	46.9	68.5	89.4	119.6	114.1	88.5	391.5	555.5
(YoY)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	413.2%	239.1%	143.2%	흑전	342.3%	41.9%
OPM	-1.1%	1.5%	3.3%	3.3%	5.8%	7.2%	9.8%	8.1%	1.9%	7.8%	9.8%
순이익	2.1	28.9	2.6	79.6	51.7	25.2	114.9	110.8	113.2	302.6	511.8
(YoY)	흑전	흑전	-73.2%	흑전	2319.6%	-12.9%	4309.3%	39.3%	흑전	167.2%	69.1%
NPM	0.2%	2.6%	0.2%	5.6%	4.4%	2.0%	9.4%	7.9%	2.4%	6.0%	9.1%

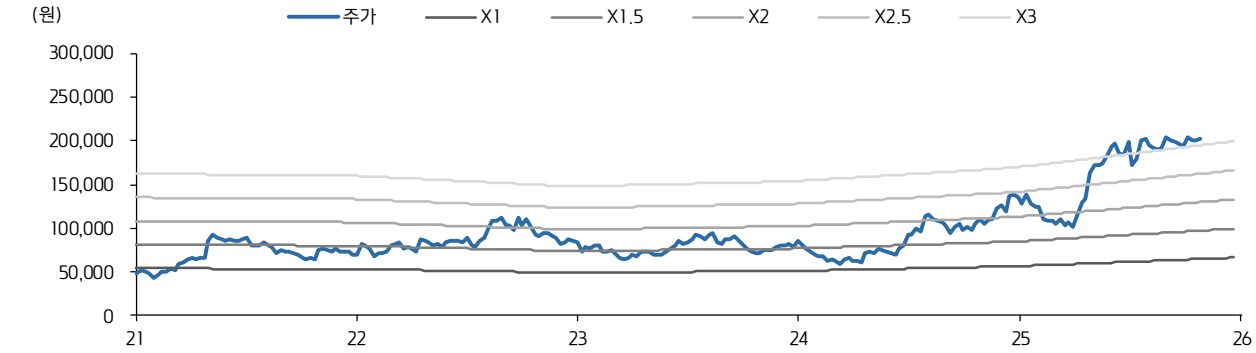
자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 12M Forward P/E 밴드 차트



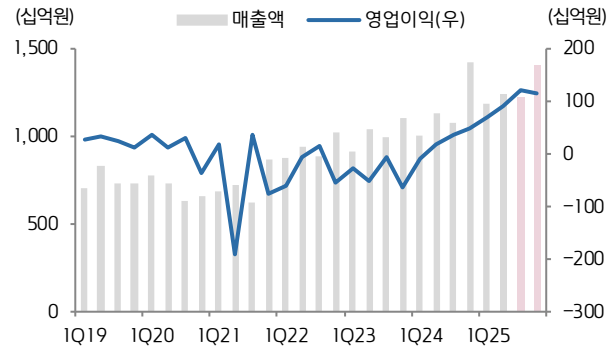
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 12M Forward P/B 밴드 차트



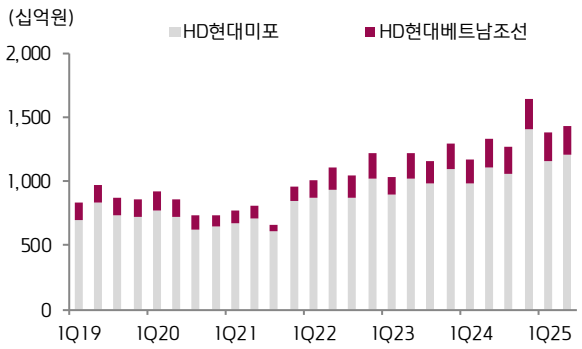
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



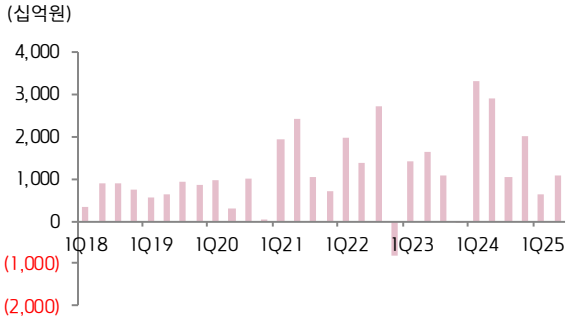
자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 부문별 매출 추이



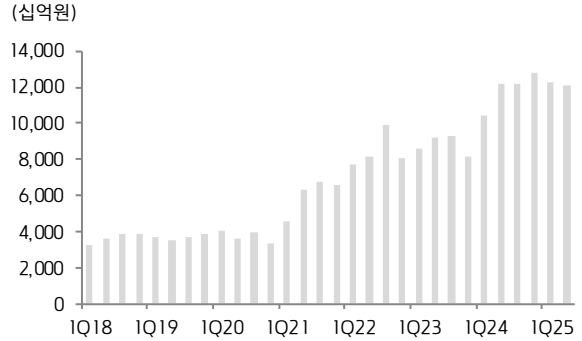
자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 신규 수주 추이



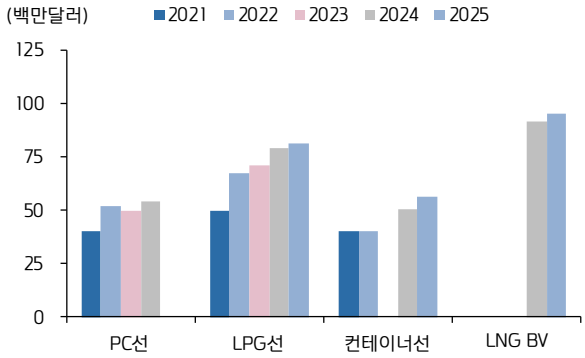
자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 수주잔고 추이



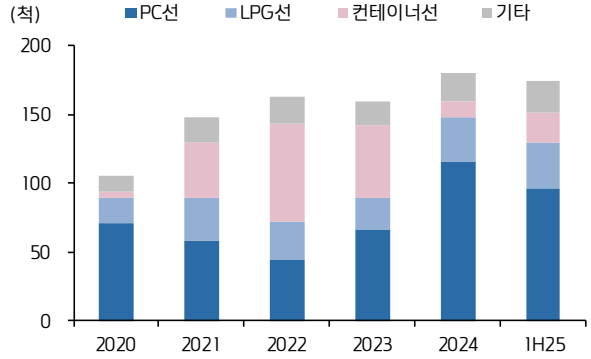
자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 신조선 발주 선가 추이



자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

HD현대미포 선종별 수주잔고 추이



자료: HD현대미포, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039.1	4,630.0	5,038.4	5,654.0	6,121.7
매출원가	4,069.7	4,382.1	4,464.5	4,898.1	5,166.8
매출총이익	-30.7	247.9	573.9	756.0	955.0
판관비	122.2	159.4	182.3	200.4	217.6
영업이익	-152.9	88.5	391.5	555.5	737.4
EBITDA	-83.6	166.7	481.7	651.6	839.0
영업외손익	-4.0	57.7	-2.9	126.9	213.1
이자수익	15.9	16.3	38.7	88.0	174.2
이자비용	13.8	19.5	19.5	19.5	19.5
외환관련이익	176.9	300.3	214.9	214.9	214.9
외환관련손실	149.0	154.1	117.7	117.7	117.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-34.0	-85.3	-119.3	-38.8	-38.8
법인세차감전이익	-156.9	146.2	388.6	682.4	950.5
법인세비용	-17.9	33.0	86.0	170.6	237.6
계속사업순손익	-139.0	113.2	302.6	511.8	712.9
당기순이익	-139.0	113.2	302.6	511.8	712.9
지배주주순이익	-142.9	105.5	285.8	506.7	676.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	8.7	14.6	8.8	12.2	8.3
영업이익 증감율	흑전	-157.9	342.4	41.9	32.7
EBITDA 증감율	흑전	-299.4	189.0	35.3	28.8
지배주주순이익 증감율	흑전	-173.8	170.9	77.3	33.5
EPS 증감율	적지	흑전	170.8	77.3	33.5
매출총이익율(%)	-0.8	5.4	11.4	13.4	15.6
영업이익률(%)	-3.8	1.9	7.8	9.8	12.0
EBITDA Margin(%)	-2.1	3.6	9.6	11.5	13.7
지배주주순이익률(%)	-3.5	2.3	5.7	9.0	11.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,799.4	2,786.5	3,236.2	4,048.2	5,318.2
현금 및 현금성자산	310.0	165.1	446.5	1,064.2	2,144.0
단기금융자산	39.1	38.4	37.7	37.0	36.3
매출채권 및 기타채권	164.8	131.2	142.8	160.3	173.5
재고자산	230.2	270.8	294.7	330.7	358.1
기타유동자산	2,055.3	2,181.0	2,314.5	2,456.0	2,606.3
비유동자산	2,109.7	2,322.3	2,382.3	2,437.4	2,487.0
투자자산	14.5	14.0	14.0	14.0	14.0
유형자산	1,756.8	1,861.5	1,922.1	1,977.7	2,027.8
무형자산	14.7	20.9	20.4	19.9	19.4
기타비유동자산	323.7	425.9	425.8	425.8	425.8
자산총계	4,909.1	5,108.9	5,618.5	6,485.7	7,805.2
유동부채	2,735.4	2,705.6	2,990.0	3,451.0	4,163.3
매입채무 및 기타채무	567.4	753.6	1,038.0	1,499.0	2,211.3
단기금융부채	482.8	164.1	164.1	164.1	164.1
기타유동부채	1,685.2	1,787.9	1,787.9	1,787.9	1,787.9
비유동부채	158.5	296.9	296.9	296.9	296.9
장기금융부채	109.5	91.7	91.7	91.7	91.7
기타비유동부채	49.0	205.2	205.2	205.2	205.2
부채총계	2,893.9	3,002.4	3,286.9	3,747.8	4,460.1
지배지분	1,970.1	2,048.2	2,256.6	2,657.6	3,228.2
자본금	199.7	199.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
기타자본	-40.9	-40.9	-40.9	-40.9	-40.9
기타포괄손익누계액	300.5	308.5	287.8	267.1	246.4
이익잉여금	1,428.4	1,498.6	1,727.7	2,149.4	2,740.7
비지배지분	45.1	58.3	75.1	80.2	116.9
자본총계	2,015.2	2,106.4	2,331.7	2,737.8	3,345.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-533.3	360.9	434.2	799.8	1,290.3
당기순이익	-139.0	113.2	302.6	511.8	712.9
비현금항목의 가감	43.6	65.4	111.2	152.5	138.8
유형자산감가상각비	69.1	77.8	89.6	95.6	101.1
무형자산감가상각비	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-25.6	-12.8	21.1	56.4	37.2
영업활동자산부채증감	-438.5	187.6	87.2	237.6	521.4
매출채권및기타채권의감소	-71.7	34.3	-11.6	-17.4	-13.3
재고자산의감소	63.5	-30.3	-23.9	-36.0	-27.4
매입채무및기타채무의증가	-148.7	29.6	284.4	461.0	712.3
기타	-281.6	154.0	-161.7	-170.0	-150.2
기타현금흐름	0.6	-5.3	-66.8	-102.1	-82.8
투자활동 현금흐름	-111.6	-149.2	-148.7	-149.8	-149.8
유형자산의 취득	-117.4	-144.6	-150.1	-151.2	-151.2
유형자산의 처분	1.4	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-10.3	-6.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	13.9	0.7	0.7	0.7	0.7
기타	-0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
재무활동 현금흐름	463.6	-363.1	-391.5	-419.8	-448.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-28.3	-56.6	-85.0
기타	463.6	-363.1	-363.2	-363.2	-363.1
기타현금흐름	1.2	6.5	387.4	387.4	387.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-180.1	-144.9	281.4	617.7	1,079.8
기초현금 및 현금성자산	490.1	310.0	165.1	446.5	1,064.2
기말현금 및 현금성자산	310.0	165.1	446.5	1,064.2	2,144.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,579	2,642	7,154	12,685	16,929
BPS	49,324	51,278	56,497	66,537	80,822
CFPS	-2,388	4,472	10,359	16,630	21,323
DPS	0	710	1,420	2,130	2,130
주가배수(배)					
PER	-23.7	50.8	28.2	15.9	11.9
PER(최고)	-27.0	53.9	31.0		
PER(최저)	-17.7	22.3	13.9		
PBR	1.72	2.62	3.57	3.03	2.49
PBR(최고)	1.96	2.78	3.92		
PBR(최저)	1.28	1.15	1.76		
PSR	0.84	1.16	1.60	1.42	1.31
PCFR	-35.6	30.0	19.5	12.1	9.5
EV/EBITDA	-44.0	32.8	16.4	11.2	7.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	25.0	18.7	16.6	11.9
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.5	0.7	1.1	1.1
ROA	-2.9	2.3	5.6	8.5	10.0
ROE	-7.0	5.3	13.3	20.6	23.0
ROIC	-9.0	4.1	14.1	20.5	32.6
매출채권회전율	32.1	31.3	36.8	37.3	36.7
재고자산회전율	15.5	18.5	17.8	18.1	17.8
부채비율	143.6	142.5	141.0	136.9	133.3
순차입금비율	12.1	2.5	-9.8	-30.9	-57.5
이자보상배율	-11.1	4.5	20.1	28.5	37.9
총차입금	592.3	255.7	255.7	255.7	255.7
순차입금	243.2	52.3	-228.5	-845.5	-1,924.6
NOPLAT	-83.6	166.7	481.7	651.6	839.0
FCF	-665.9	202.4	332.0	599.1	1,024.9

자료 : 키움증권 리서치센터

한화오션
3Q Preview

한화오션의 3Q25 매출액은 3조 1,901억원(yoy +18.0%), 영업이익 3,329억원(yoy +1,201%, OPM 10.4%)를 달성하며 시장 기대치(3,442억원)를 하회할 것으로 전망한다. 1) 여름 휴가의 영향으로 조업일수가 감소하며 직전 분기 대비 매출액 감소 2) 지난 9월 해양 사업 부문의 FPSO 건조 현장에서의 사고 관련 충당 비용 3) 임단협 타결에 따른 약 300억원 일회성 비용 인식이 영향을 끼친 것으로 파악된다. 다만, 지난 분기에 이어 24년에 수주한 고선가 물량의 매출 인식 비중이 큰 폭으로 올라오며 제품 믹스 개선 기조는 지속될 것으로 판단한다.

동사는 상선 부문에서 9월말 기준 약 53억달러의 신규 수주 실적을 달성하였다. 4Q25 1~2개의 컨테이너선 수주 프로젝트를 추가로 협상할 예정이고 LNG운반선도 신규 발주 논의가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 지난해 상선 부문의 수주 실적이 76억달러임을 감안할 때 올해는 신규 수주 실적은 지난해 실적을 초과할 것으로 전망한다. 특수선 부문은 캐나다 잠수함 사업에서 독일의 TKMS와 함께 최종 숏리스트에 선정되며 수주 가능성이 높아진 것으로 파악된다. 폴란드 오르카 프로젝트도 정부와 함께 협상을 진행 중이며 연내 사업자 선정이 예상된다. 다만, 올해 4~5척의 미 해군 MRO 사업 수주 목표 달성은 다소 도전적인 상황이다.

투자의견 Outperform 유지,
TP 128,000원 상향

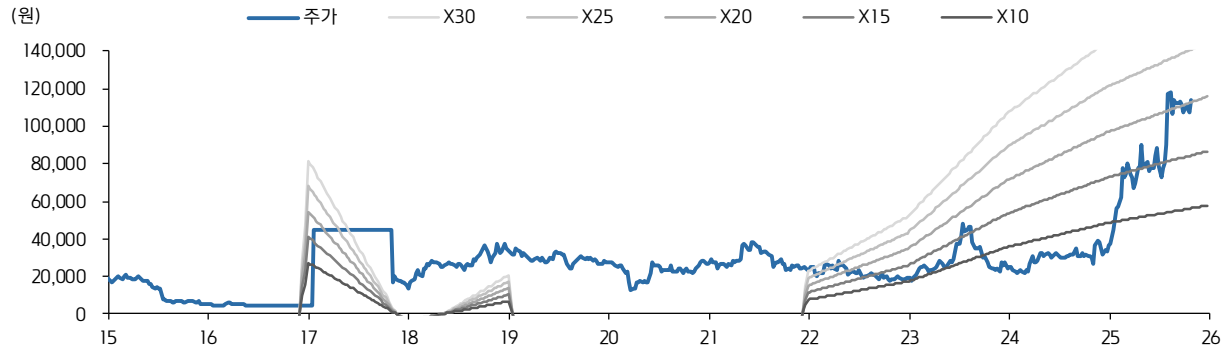
투자의견 Outperform을 유지하고 26F EPS 4,839원에 Target PER 26.4배(Peer 평균 대비 10% 할증)을 적용하여 목표주가는 128,000원으로 상향한다. 내년부터 24년 수주했던 고선가 물량의 매출 인식이 본격화되며 실적 개선 기조는 지속될 전망이다. 올해 미국 내 3건의 LNG 프로젝트가 신규 수출 승인과 다수의 LNG 프로젝트에 대한 최종 투자의 사결정(FID)이 확정으로 내년부터 LNG운반선 수요가 증가할 것으로 기대된다. 이에 29년 납기 슬롯에 대한 영업이 시작되면 LNG운반선 수주 모멘텀이 재개될 것으로 판단한다. 또한, APEC 회담 이후 미국의 MASGA 프로젝트 관련 투자가 구체화되면서 관련 모멘텀이 발생할 전망이다. 동사는 미국 내 군함 및 MRO 사업을 추진하기 위해 필리조선소 투자 등을 진행하고 있다. 향후 MASGA 프로젝트가 진행됨에 따라 특수선 사업부의 수혜가 기대된다.

한화오션 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,283.6	2,536.1	2,703.1	3,253.2	3,143.1	3,294.1	3,190.1	3,556.1	10,776.0	13,183.4	14,659.6
(YoY)	58.6%	39.3%	41.0%	45.8%	37.6%	29.9%	18.0%	9.3%	45.5%	22.3%	11.2%
영업이익	52.9	-9.6	25.6	169.0	258.7	371.7	332.9	425.6	237.9	1,388.9	1,916.3
(YoY)	흑전	적지	-65.5%	흑전	388.6%	흑전	1201.7%	151.8%	흑전	483.8%	38.0%
OPM	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	8.2%	11.3%	10.4%	12.0%	2.2%	10.5%	13.1%
순이익	51.0	-27.4	-74.9	579.4	215.8	148.5	329.8	398.4	528.2	1,092.4	1,482.6
(YoY)	흑전	적지	적전	102.6%	322.9%	흑전	흑전	-31.3%	230.1%	106.8%	35.7%
NPM	2.2%	-1.1%	-2.8%	17.8%	6.9%	4.5%	10.3%	11.2%	4.9%	8.3%	10.1%

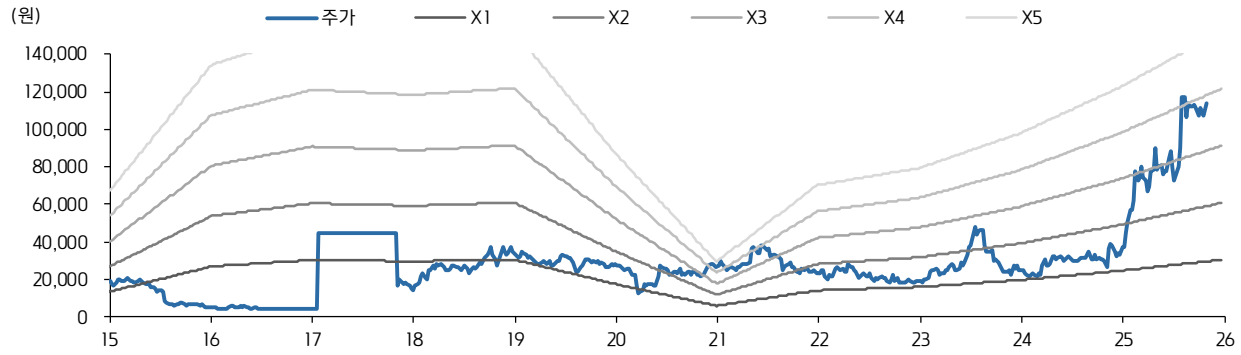
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 12M Forward P/E 밴드 차트



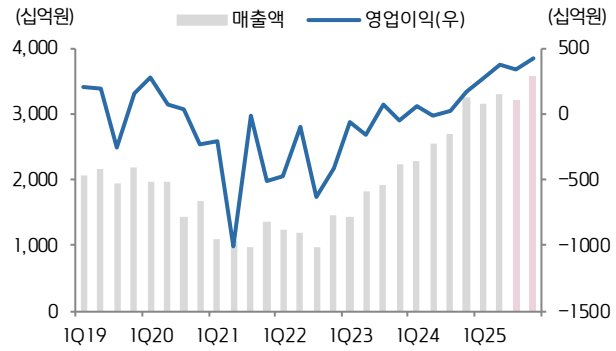
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화오션 12M Forward P/B 밴드 차트



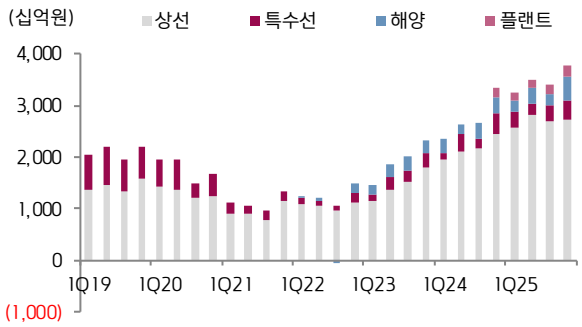
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화오션 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



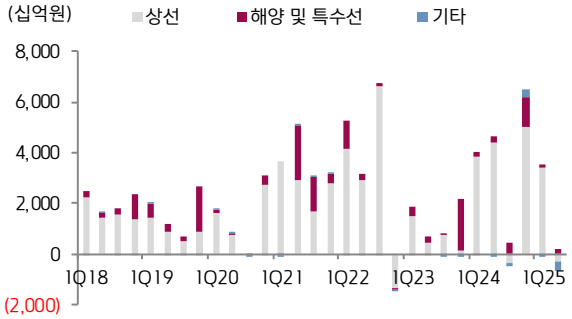
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 부문별 매출 추이 및 전망



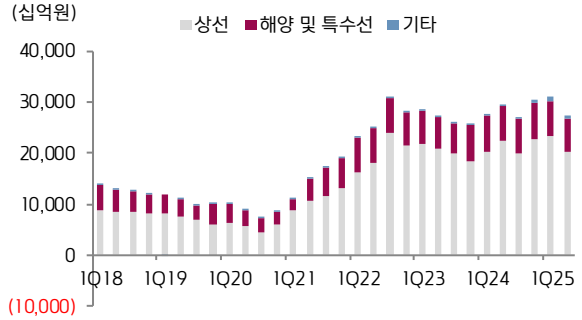
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 신규 수주 추이



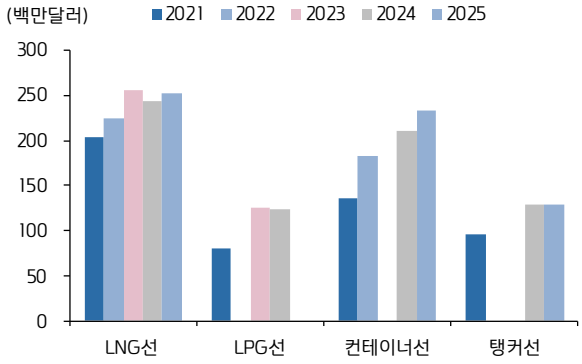
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 수주잔고 추이



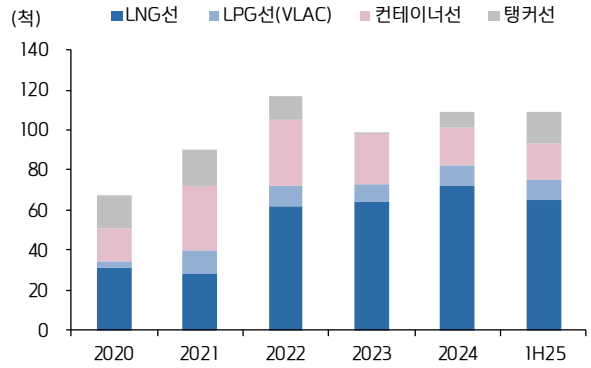
자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 신조선 발주 선가 추이



자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

한화오션 선종별 수주잔고 추이



자료: 한화오션, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408.3	10,776.0	13,183.4	14,659.6	15,638.9
매출원가	7,309.5	10,092.1	11,230.4	12,122.4	12,732.6
매출총이익	98.8	683.9	1,953.1	2,537.2	2,906.3
판관비	295.3	446.0	564.2	620.9	668.4
영업이익	-196.5	237.9	1,388.9	1,916.3	2,237.9
EBITDA	-50.5	417.5	1,638.9	2,090.2	2,459.6
영업외손익	80.2	-56.8	-50.0	60.6	124.9
이자수익	117.8	64.3	139.8	295.7	522.9
이자비용	159.0	172.5	172.5	172.5	172.5
외환관련이익	382.9	621.6	377.2	377.2	377.2
외환관련손실	366.5	487.7	231.5	231.5	231.5
종속 및 관계기업손익	1.5	15.5	15.5	15.5	15.5
기타	103.5	-98.0	-178.5	-223.8	-386.7
법인세차감전이익	-116.3	181.0	1,338.9	1,976.9	2,362.7
법인세비용	-276.3	-347.2	246.5	494.2	590.7
계속사업순손익	160.0	528.2	1,092.4	1,482.6	1,772.1
당기순이익	160.0	528.2	1,092.4	1,482.6	1,772.1
지배주주순이익	159.9	528.1	1,092.4	1,482.6	1,772.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	52.4	45.5	22.3	11.2	6.7
영업이익 증감율	흑전	-221.1	483.8	38.0	16.8
EBITDA 증감율	흑전	-926.7	292.6	27.5	17.7
지배주주순이익 증감율	흑전	230.3	106.9	35.7	19.5
EPS 증감율	흑전	127.6	106.8	35.7	19.5
매출총이익율(%)	1.3	6.3	14.8	17.3	18.6
영업이익률(%)	-2.7	2.2	10.5	13.1	14.3
EBITDA Margin(%)	-0.7	3.9	12.4	14.3	15.7
지배주주순이익률(%)	2.2	4.9	8.3	10.1	11.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,217.5	11,246.0	12,825.4	14,882.1	17,476.9
현금 및 현금성자산	1,799.3	588.3	1,308.4	2,806.8	4,986.4
단기금융자산	125.1	48.2	76.3	120.9	191.6
매출채권 및 기타채권	332.4	892.3	1,091.7	1,213.9	1,295.0
재고자산	2,890.8	2,779.7	3,400.7	3,781.5	4,034.1
기타유동자산	4,069.9	6,937.5	6,948.3	6,959.0	6,969.8
비유동자산	4,727.2	6,597.8	6,838.0	7,110.4	7,382.8
투자자산	43.7	578.9	751.1	923.3	1,095.5
유형자산	4,062.2	4,648.4	4,777.0	4,849.3	4,962.3
무형자산	4.3	394.1	333.5	361.4	348.5
기타비유동자산	617.0	976.4	976.4	976.4	976.5
자산총계	13,944.8	17,843.8	19,663.4	21,992.5	24,859.7
유동부채	7,459.4	10,346.6	11,032.9	11,838.4	12,892.6
매입채무 및 기타채무	1,497.7	2,048.2	2,734.4	3,540.0	4,594.2
단기금융부채	549.7	3,268.2	3,268.2	3,268.2	3,268.2
기타유동부채	5,412.0	5,030.2	5,030.3	5,030.2	5,030.2
비유동부채	2,173.2	2,633.8	2,633.8	2,633.8	2,633.8
장기금융부채	1,716.1	2,126.4	2,126.4	2,126.4	2,126.4
기타비유동부채	457.1	507.4	507.4	507.4	507.4
부채총계	9,632.6	12,980.5	13,666.7	14,472.3	15,526.4
지배지분	4,307.5	4,858.7	5,992.0	7,515.6	9,328.6
자본금	1,536.8	1,537.1	1,537.1	1,537.1	1,537.1
자본잉여금	2,740.2	118.7	118.7	118.7	118.7
기타자본	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5
기타포괄손익누계액	559.0	627.2	668.1	709.0	750.0
이익잉여금	-2,868.2	236.4	1,328.9	2,811.5	4,583.6
비지배지분	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본총계	4,312.2	4,863.3	5,996.7	7,520.3	9,333.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939.2	-2,904.6	594.4	1,345.2	2,100.4
당기순이익	160.0	528.2	1,092.4	1,482.6	1,772.1
비현금항목의 가감	-821.9	-174.2	-75.1	-59.3	-142.2
유형자산감가상각비	145.7	173.3	189.3	201.8	208.9
무형자산감가상각비	0.3	6.3	60.7	-27.9	12.9
지분법평가손익	-93.4	-17.0	-15.5	-15.5	-15.5
기타	-874.5	-336.8	-309.6	-217.7	-348.5
영업활동자산부채증감	-1,195.4	-3,157.8	-144.8	291.8	709.7
매출채권및기타채권의감소	25.1	-290.5	-199.4	-122.2	-81.1
재고자산의감소	-803.3	-339.7	-621.0	-380.8	-252.6
매입채무및기타채무의증가	259.8	210.0	686.2	805.5	1,054.2
기타	-677.0	-2,737.6	-10.6	-10.7	-10.8
기타현금흐름	-81.9	-100.8	-278.1	-369.9	-239.2
투자활동 현금흐름	196.7	-1,110.1	-793.0	-765.5	-839.4
유형자산의 취득	-130.7	-373.6	-318.0	-274.1	-321.9
유형자산의 처분	0.5	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.8	-5.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.7	-519.7	-156.8	-156.8	-156.8
단기금융자산의감소(증가)	367.2	76.9	-28.1	-44.6	-70.7
기타	-39.2	-290.0	-290.1	-290.0	-290.0
재무활동 현금흐름	2,885.2	2,803.0	-62.8	-62.8	-62.8
차입금의 증가(감소)	-551.6	2,865.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	3,497.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-60.3	-62.8	-62.8	-62.8	-62.8
기타현금흐름	-3.2	0.7	981.4	981.4	981.4
현금 및 현금성자산의 순증가	1,139.6	-1,211.0	720.2	1,498.4	2,179.7
기초현금 및 현금성자산	659.7	1,799.3	588.3	1,308.4	2,806.8
기말현금 및 현금성자산	1,799.3	588.3	1,308.4	2,806.8	4,986.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	757	1,724	3,565	4,839	5,783
BPS	14,060	15,857	19,555	24,528	30,444
CFPS	-3,135	1,156	3,320	4,645	5,319
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.1	21.7	30.6	22.5	18.9
PER(최고)	58.5	23.8	34.7		
PER(최저)	20.6	12.2	10.2		
PBR	1.79	2.36	5.58	4.45	3.58
PBR(최고)	3.15	2.59	6.33		
PBR(최저)	1.11	1.33	1.86		
PSR	0.72	1.06	2.54	2.28	2.14
PCFR	-8.0	32.3	32.9	23.5	20.5
EV/EBITDA	-159.1	38.8	22.8	17.2	13.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.2	3.3	5.8	7.1	7.6
ROE	6.3	11.5	20.1	22.0	21.0
ROIC	0.2	-1.5	12.4	15.7	19.2
매출채권회전율	20.1	17.6	13.3	12.7	12.5
재고자산회전율	2.9	3.8	4.3	4.1	4.0
부채비율	223.4	266.9	227.9	192.4	166.4
순차입금비율	7.9	97.8	66.9	32.8	2.3
이자보상배율	-1.2	1.4	8.1	11.1	13.0
총차입금	2,265.8	5,394.6	5,394.6	5,394.6	5,394.6
순차입금	341.5	4,758.2	4,009.9	2,466.9	216.6
NOPLAT	-50.5	417.5	1,638.9	2,090.2	2,459.6
FCF	-1,174.9	-3,457.1	920.4	1,628.8	2,288.0

자료 : 키움증권 리서치센터

삼성중공업
3Q Preview

삼성중공업의 3Q25 매출액은 2조 6,186억원(yoy +12.7%), 영업이익 2,193억원(yoy +82.9%, OPM 8.4%)를 달성하며 시장 기대치(2,194억원)에 부합할 것으로 전망한다. 여름 휴가의 영향으로 조업일수가 감소했지만, 지난 분기 대비 저가 컨테이너선의 매출 비중 감소와 해양 사업부의 매출 비중 증가로 이익 개선세가 나타난 것으로 판단한다. 이에 임단협 타결에 따른 일회성 비용 약 300억원을 반영했음에도 이익률 상승 추세가 지속될 것으로 추정한다.

동사의 9월말 기준 신규 수주 금액은 약 50억달러로 올해 수주 목표치의 약 51%를 달성하였다. 다만, 올해 수주 목표치 98억달러 중 40억 달러는 FLNG 사업으로 상선 부문만 놓고 봤을 때 수주 목표치의 74%를 달성하였다. 4Q25 친환경 컨테이너선과 LNG운반선을 중심으로 신규 발주 문의가 이어지고 있어 무난하게 연간 수주 목표 달성이 가능할 것으로 판단한다. 또한, 약 40억달러의 수주 목표를 설정한 해양 사업부의 경우 올해 연간 2기의 FLNG 사업(Coral Norte FLNG, Delfin FLNG)을 수주하며 목표치를 달성할 것으로 기대한다.

투자의견 BUY,
TP 29,000원 상향

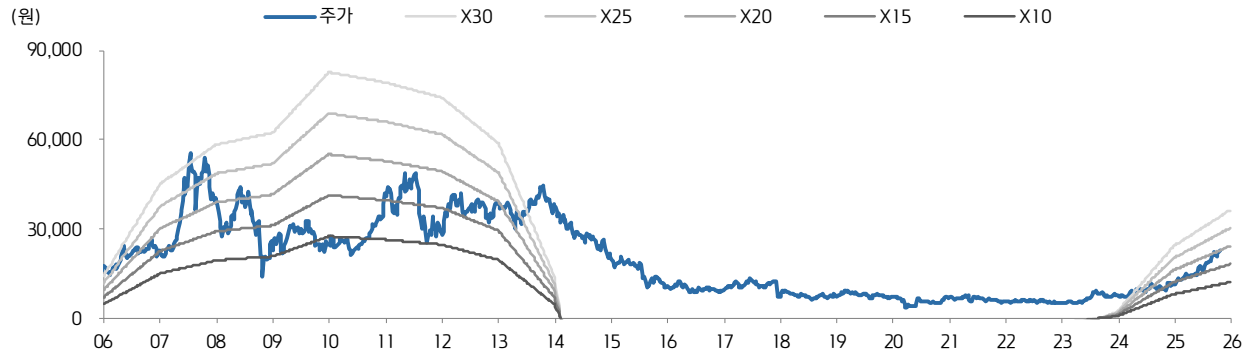
투자의견 BUY를 유지하고 26F EPS 1,207원에 Target PER 24배(Peer 평균)을 적용하여 목표주가는 29,000원으로 상향한다. 3Q25까지 저가 컨테이너선 인도가 마무리되며 고선가 선박 및 해양 사업부의 매출 비중 증가에 따른 이익 개선 기조가 본격화될 것으로 전망한다. 올해 미국 내 3건의 LNG 프로젝트가 신규 수출 승인과 다수의 LNG 프로젝트에 대한 최종 투자의사결정(FID)이 확정으로 내년부터 LNG운반선 수요가 증가할 것으로 기대된다. 이에 29년 납기 슬롯에 대한 영업이 시작되면 LNG운반선 수주 모멘텀이 재개될 것으로 판단한다. 해양 사업부 역시 내년에 Golar FLNG를 포함하여 1~2기의 프로젝트를 추가로 수주할 예정이다. 탄탄한 에너지 사업 포트폴리오를 기반으로 안정적인 실적 성장세가 기대된다.

삼성중공업 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,347.8	2,532.0	2,323.0	2,700.3	2,494.3	2,683.0	2,618.6	3,082.1	9,903.1	10,878.0	12,741.4
(YoY)	46.3%	30.1%	14.7%	11.0%	6.2%	6.0%	12.7%	14.1%	23.6%	9.8%	17.1%
영업이익	77.9	130.8	119.9	174.2	123.1	204.8	219.3	274.2	502.7	821.4	1,352.9
(YoY)	298.2%	122.0%	58.0%	120.5%	58.1%	56.6%	82.9%	57.4%	115.4%	63.4%	64.7%
OPM	3.3%	5.2%	5.2%	6.5%	4.9%	7.6%	8.4%	8.9%	5.1%	7.6%	10.6%
순이익	7.8	74.0	71.4	-99.4	90.1	212.3	175.7	216.9	53.9	695.0	1,041.9
(YoY)	-15.5%	218.8%	100.7%	적지	1049.5%	186.8%	146.0%	흑전	흑전	1190.0%	49.9%
NPM	0.3%	2.9%	3.1%	-3.7%	3.6%	7.9%	6.7%	7.0%	0.5%	6.4%	8.2%

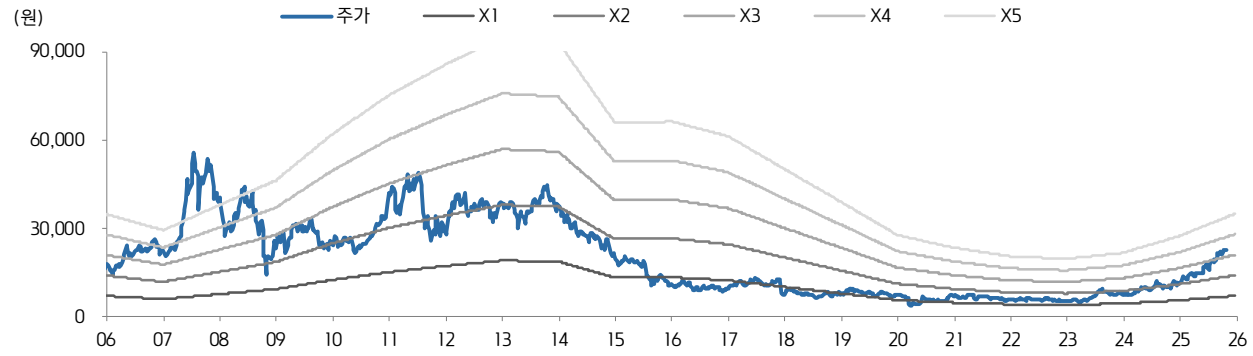
자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 12M Forward P/E 밴드 차트



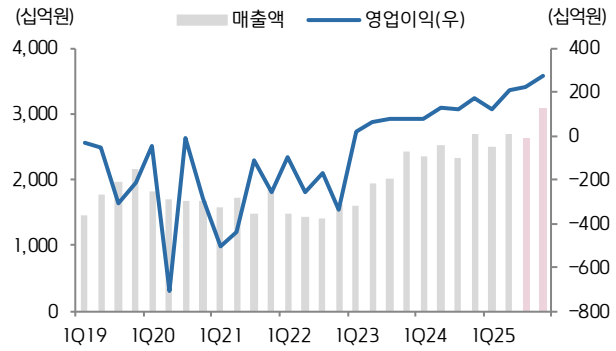
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 12M Forward P/B 밴드 차트



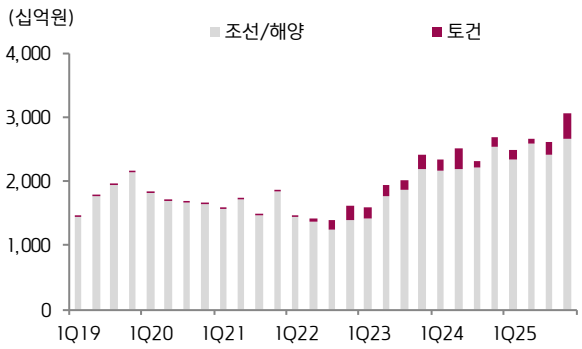
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



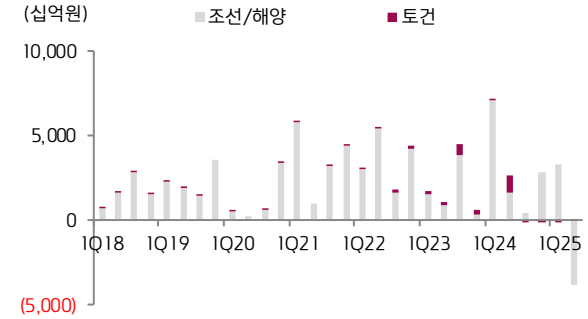
자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 부문별 매출 추이 및 전망



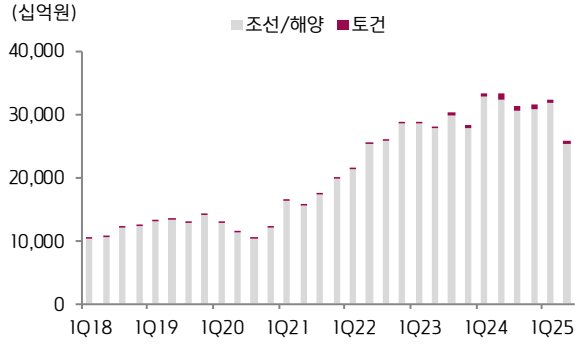
자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 신규 수주 추이



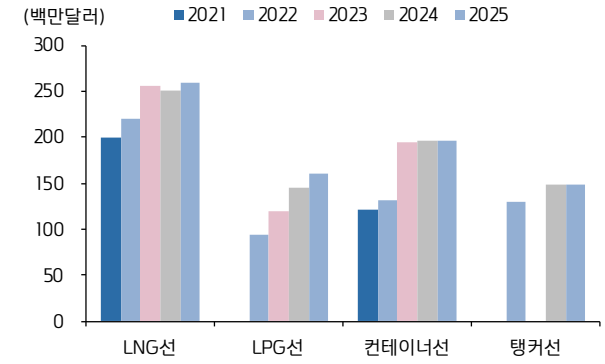
자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 수주잔고 추이



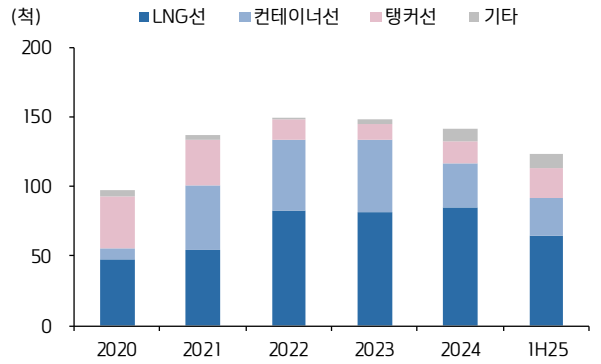
자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 신조선 발주 선가 추이



자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

삼성중공업 선종별 수주잔고 추이



자료: 삼성중공업, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009.4	9,903.1	10,878.0	12,741.4	13,868.1
매출원가	7,364.0	8,982.5	9,606.5	10,908.7	11,742.8
매출총이익	645.5	920.6	1,271.5	1,832.8	2,125.3
판관비	412.1	417.9	450.1	479.9	509.8
영업이익	233.3	502.7	821.4	1,352.9	1,615.5
EBITDA	474.0	791.9	1,102.5	1,632.8	1,894.4
영업외손익	-529.1	-818.2	7.5	36.3	71.8
이자수익	32.9	21.1	26.4	55.2	90.8
이자비용	178.6	213.2	213.2	213.2	213.2
외환관련이익	203.6	420.4	329.1	329.1	329.1
외환관련손실	166.9	311.5	216.9	216.9	216.9
종속 및 관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-420.0	-735.0	82.1	82.1	82.0
법인세차감전이익	-295.7	-315.5	828.8	1,389.2	1,687.3
법인세비용	-140.2	-369.4	133.8	347.3	421.8
계속사업순손익	-155.6	53.9	695.0	1,041.9	1,265.5
당기순이익	-155.6	53.9	695.0	1,041.9	1,265.5
지배주주순이익	-148.3	63.9	708.9	1,062.7	1,290.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.7	23.6	9.8	17.1	8.8
영업이익 증감율	흑전	115.5	63.4	64.7	19.4
EBITDA 증감율	흑전	67.1	39.2	48.1	16.0
지배주주순이익 증감율	흑전	-143.1	1,009.4	49.9	21.5
EPS 증감율	적지	흑전	1,009.9	49.9	21.5
매출총이익율(%)	8.1	9.3	11.7	14.4	15.3
영업이익률(%)	2.9	5.1	7.6	10.6	11.6
EBITDA Margin(%)	5.9	8.0	10.1	12.8	13.7
지배주주순이익률(%)	-1.9	0.6	6.5	8.3	9.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245.5	9,370.0	10,432.2	11,896.2	13,536.6
현금 및 현금성자산	583.8	956.0	1,214.0	2,657.6	4,437.2
단기금융자산	225.5	109.4	119.7	131.0	143.4
매출채권 및 기타채권	545.4	1,186.2	1,302.9	1,526.1	1,661.1
재고자산	1,729.2	452.5	1,675.2	1,962.1	2,135.6
기타유동자산	6,161.6	6,665.9	6,120.4	5,619.4	5,159.3
비유동자산	6,347.9	7,824.7	7,813.5	7,803.6	7,794.6
투자자산	87.4	102.4	102.4	102.4	102.4
유형자산	5,208.7	5,115.9	5,108.4	5,101.6	5,095.5
무형자산	27.0	27.8	24.2	21.0	18.2
기타비유동자산	1,024.8	2,578.6	2,578.5	2,578.6	2,578.5
자산총계	15,593.4	17,194.6	18,245.7	19,699.7	21,331.2
유동부채	11,231.9	12,029.2	12,098.9	12,224.7	12,304.4
매입채무 및 기타채무	1,147.3	945.6	1,015.2	1,141.0	1,220.7
단기금융부채	3,066.2	3,146.5	3,146.5	3,146.5	3,146.5
기타유동부채	7,018.4	7,937.1	7,937.2	7,937.2	7,937.2
비유동부채	952.3	1,415.9	1,415.9	1,415.9	1,415.9
장기금융부채	743.5	397.1	397.1	397.1	397.1
기타비유동부채	208.8	1,018.8	1,018.8	1,018.8	1,018.8
부채총계	12,184.2	13,445.2	13,514.9	13,640.7	13,720.3
지배지분	3,439.3	3,794.6	4,789.9	6,139.0	7,716.1
자본금	880.1	880.1	880.1	880.1	880.1
자본잉여금	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0	4,496.0
기타자본	-970.3	-970.3	-970.3	-970.3	-970.3
기타포괄손익누계액	1,202.1	1,524.7	1,811.1	2,097.5	2,383.8
이익잉여금	-2,168.7	-2,136.0	-1,427.1	-364.4	926.4
비지배지분	-30.1	-45.1	-59.0	-79.9	-105.2
자본총계	3,409.2	3,749.5	4,730.9	6,059.1	7,610.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516.5	654.5	429.7	1,616.1	1,953.2
당기순이익	-155.6	53.9	695.0	1,041.9	1,265.5
비현금항목의 가감	498.8	716.7	779.1	962.6	1,000.6
유형자산감가상각비	237.8	285.6	277.5	276.8	276.1
무형자산감가상각비	2.9	3.6	3.7	3.2	2.8
지분법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	258.2	427.5	497.9	682.6	721.7
영업활동자산부채증감	-716.3	117.6	-724.1	116.6	231.2
매출채권및기타채권의감소	235.0	-618.9	-116.8	-223.2	-134.9
재고자산의감소	43.3	1,384.2	-1,222.7	-287.0	-173.5
매입채무및기타채무의증가	125.1	-624.8	69.7	125.8	79.7
기타	-1,119.7	-22.9	545.7	501.0	459.9
기타현금흐름	-143.4	-233.7	-320.3	-505.0	-544.1
투자활동 현금흐름	-194.7	310.5	-281.2	-282.1	-283.2
유형자산의 취득	-153.4	-173.4	-270.0	-270.0	-270.0
유형자산의 처분	1.7	383.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	-15.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-37.9	116.1	-10.3	-11.3	-12.4
기타	-3.6	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
재무활동 현금흐름	376.0	-599.2	-195.6	-195.6	-195.6
차입금의 증가(감소)	489.0	-403.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-113.0	-195.6	-195.6	-195.6	-195.6
기타현금흐름	-0.2	6.3	305.2	305.2	305.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-335.4	372.2	258.1	1,443.5	1,779.6
기초현금 및 현금성자산	919.2	583.8	956.0	1,214.1	2,657.6
기말현금 및 현금성자산	583.8	956.0	1,214.1	2,657.6	4,437.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-168	73	806	1,207	1,467
BPS	3,908	4,311	5,442	6,975	8,767
CFPS	390	876	1,675	2,278	2,575
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-46.0	155.7	27.7	18.5	15.2
PER(최고)	-56.2	169.3	28.3		
PER(최저)	-28.4	96.2	13.9		
PBR	1.98	2.62	4.10	3.20	2.54
PBR(최고)	2.42	2.85	4.19		
PBR(최저)	1.23	1.62	2.06		
PSR	0.85	1.00	1.80	1.54	1.42
PCFR	19.9	12.9	13.3	9.8	8.7
EV/EBITDA	20.7	15.6	19.8	12.4	9.8
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-1.0	0.3	3.9	5.5	6.2
ROE	-4.2	1.8	16.5	19.4	18.6
ROIC	-0.4	-6.3	10.0	14.2	17.4
매출채권회전율	12.1	11.4	8.7	9.0	8.7
재고자산회전율	4.9	9.1	10.2	7.0	6.8
부채비율	357.4	358.6	285.7	225.1	180.3
순차입금비율	88.0	66.1	46.7	12.5	-13.6
이자보상배율	1.3	2.4	3.9	6.3	7.6
총차입금	3,809.7	3,543.6	3,543.6	3,543.6	3,543.6
순차입금	3,000.4	2,478.3	2,209.9	755.0	-1,036.9
NOPLAT	474.0	791.9	1,102.5	1,632.8	1,894.4
FCF	-653.4	216.5	-24.2	1,141.3	1,451.8

자료 : 키움증권 리서치센터

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
HD현대중공업 (329180)	2024-09-30	BUY(Initiate)	250,000원	6개월	-24.36	-15.20
	2024-11-12	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-13.96	-6.92
	2024-11-26	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-11.96	4.67
	2025-01-21	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-5.43	21.97
	2025-07-16	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-13.77	-3.82
	2025-08-04	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-16.95	-12.00
	2025-10-21	BUY(Maintain)	690,000원	6개월		
한화오션 (042660)	2024-09-30	BUY(Initiate)	42,000원	6개월	-27.07	-24.52
	2024-10-30	BUY(Maintain)	41,000원	6개월	-13.05	16.95
	2025-01-15	Outperform (Downgrade)	54,000원	6개월	-0.19	5.00
	2025-01-31	Outperform (Maintain)	64,000원	6개월	16.59	40.47
	2025-05-22	Outperform (Maintain)	91,000원	6개월	-10.82	7.25
	2025-07-30	Outperform (Maintain)	108,000원	6개월	2.89	14.07
	2025-10-21	Outperform (Maintain)	128,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
HD현대미포 (010620)	2024-09-30	BUY(Initiate)	150,000원	6개월	-30.06	-22.93
	2024-11-12	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-21.47	9.13
	2025-05-27	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-16.66	-7.83
	2025-08-04	BUY(Maintain)	275,000원	6개월	-28.04	-21.45
	2025-10-21	BUY(Maintain)	275,000원	6개월		
삼성중공업 (010140)	2024-09-30	BUY(Initiate)	15,000원	6개월	-33.19	-31.67
	2024-10-25	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-27.09	-11.00
	2025-01-17	BUY(Maintain)	17,000원	6개월	-22.68	-19.59
	2025-02-06	BUY(Maintain)	19,000원	6개월	-25.30	-18.74
	2025-05-27	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-21.68	-11.05
	2025-07-25	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-17.14	-9.60
	2025-10-21	BUY(Maintain)	29,000원	6개월		

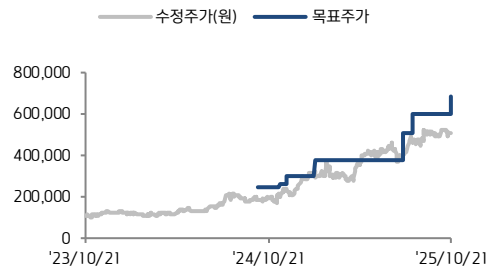
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

고지사항

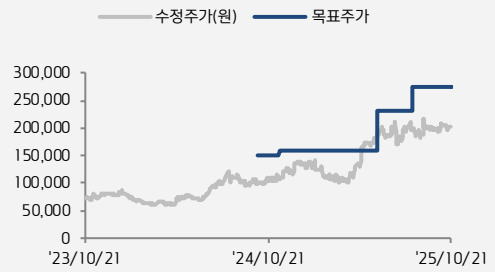
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)

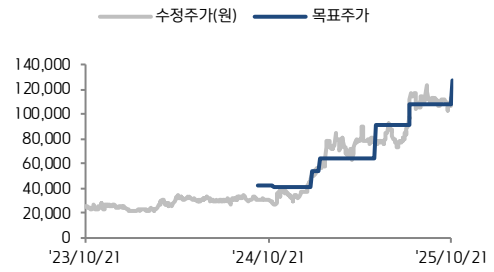
HD현대중공업



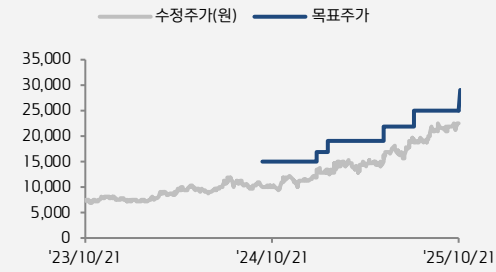
HD현대미포



한화오션



삼성중공업



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%