

HD 한국조선해양 (009540/KS)

미국 진출 모멘텀 및 해외 야드 성장 기대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 550,000 원(상향)

현재주가: 415,000 원

상승여력: 32.5%


**Analyst
한승한**

 shane.han@sk.com
3773-9992

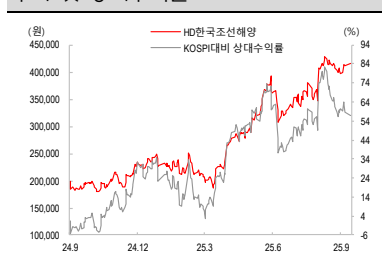
Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	29,371 십억원
주요주주	
에이치디현대(외7)	36.65%
국민연금공단	6.80%

Stock Data

주가(25/10/10)	415,000 원
KOSPI	3,610.60pt
52주 최고가	428,500 원
52주 최저가	180,000 원
60일 평균 거래대금	105 십억원

주가 및 상대수익률



3Q25 Preview: 시장예상치 소폭 상회하는 실적 기록 예상

3Q25 연결 매출액 7조 2,314억원(+15.8% YoY, -2.7% QoQ), 영업이익 9,771억원(+145.2% YoY, +2.5% QoQ)으로, 시장 예상치(9,441억원)를 소폭 상회하는 실적 기록할 것으로 예상된다. 여름 하계 휴가로 인해 조선 자회사들의 조업일수 감소했으나, 해당 기간 외국인 노동자들의 공정 투입으로 감소 폭 방어한 것으로 추정된다. 당사는 HD 현대중공업과 HD 현대미포의 3Q25 실적이 컨센서스를 상회하는 실적 기록할 것으로 전망하고 있으며, 탱커 건조 비중 확대에 의한 선종 믹스 악화 영향이 클 것으로 예상됐던 HD 현대삼호가 우려 대비 견조한 탱커 건조 마진 실현한 것으로 추정되기 때문에 동사 또한 시장예상치를 소폭 상회하는 이익 기록할 것으로 예상된다.

미국 조선소 인수 모멘텀 및 해외 거점 야드들의 가파른 성장 기대

동사 올해 조선/해양 수주목표 180.5 억불 중 128.2 억불 수주하면서 약 71%의 달성율을 기록 중이다. 남은 기간 컨선&가스선 등의 상선 인콰이어리 물량과 특수선 및 해양 타겟 프로젝트 수주 시 목표치에 근접한 수주실적 달성은 가능할 전망이다. HD 현대삼호를 제외한 조선 자회사들의 선종 믹스 개선 및 ASP 상승효과, 그리고 원가절감 및 공정개선 효과 지속되면서 점진적인 이익 개선을 통한 동사의 실적 성장이 이어질 전망이다. 글로벌 선주들의 LNGC 대규모 발주 계획이 계속 발표되고 있기 때문에 해당 물량들은 1Q26 부터 본격적으로 수주할 것으로 예상되며, 이에 따라 HD 현대중공업과 HD 현대삼호의 '28년 이후의 백로그 확대 및 이익 개선세가 가시화될 전망이다. 동사는 HD 현대중공업과 함께 미국 조선소 인수를 물색 중인 것으로 파악되며, 인수 시 미국 내 상선&함정 건조 모멘텀 기대할 수 있다는 판단이다. 또한 필리핀과 베트남 등 해외 거점 야드들에 대한 지속적인 투자가 이뤄질 것으로 예상되며, 상대적 낮은 인력비를 기반으로 다음 상선사이클을 견인할 선종인 탱커 및 벌크선 수주를 통한 가파른 성장 이어갈 것으로 예상됨에 따라 싱가포르 법인의 60% 지분을 확보하게 될 동사의 주가상승 여력은 충분하다는 판단이다. HD 한국조선해양에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 44 만원에서 55 만원으로 상향한다. 목표주가는 '27년 추정 BPS 260,323 원에 Target P/B 2.1 배를 적용하여 산출했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	17,302	21,296	25,539	29,360	33,411	37,226
영업이익	십억원	-356	282	1,434	3,918	5,163	6,540
순이익(지배주주)	십억원	-217	222	1,172	2,144	3,169	4,015
EPS	원	-3,065	3,133	16,565	30,299	44,783	56,730
PER	배	-23.1	38.6	13.8	13.7	9.3	7.3
PBR	배	0.5	0.9	1.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	130.8	14.5	9.0	6.1	4.8	3.9
ROE	%	-2.2	2.3	11.2	17.8	22.2	23.7

HD 한국조선해양 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	7,462	7,642	29,304	31,241	7,231	7,928	29,359	33,411	7,116	7,695	29,127	32,494
영업이익	1,089	1,132	4,034	4,909	977	1,128	3,918	5,163	944	1,090	3,777	4,915
영업이익률	14.6%	14.8%	13.8%	15.7%	13.5%	14.2%	13.3%	15.5%	13.3%	14.2%	13.0%	15.1%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	6,772	7,428	7,231.4	7,928	7,846	8,418	8,230	8,917	29,359	33,411	37,226
YoY	22.8%	12.3%	15.8%	10.7%	15.9%	13.3%	13.8%	12.5%	15.0%	13.8%	11.4%
QoQ	-5.4%	9.7%	-2.7%	9.6%	-1.0%	7.3%	-2.2%	8.4%	-	-	-
영업이익	859	954	977.1	1,128	1,139	1,295	1,281	1,448	3,918	5,163	6,540
YoY	436.4%	153.3%	145.2%	126.1%	32.5%	35.8%	31.1%	28.3%	173.2%	31.8%	26.7%
QoQ	72.2%	11.0%	2.5%	15.5%	0.9%	13.7%	-1.1%	13.0%	-	-	-
영업이익률	12.7%	12.8%	13.5%	14.2%	14.5%	15.4%	15.6%	16.2%	13.3%	15.5%	17.6%

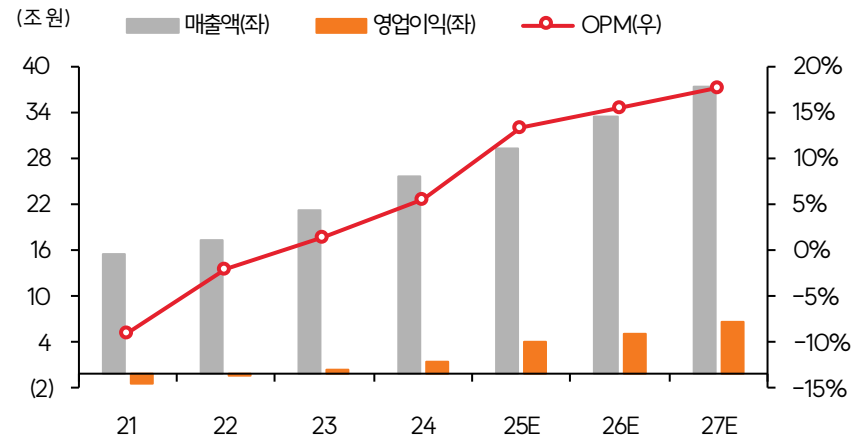
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'27년 추정 BPS	(A)	원	260,323	
Target P/B	(B)	배	2.1	
주당주가가치	(C)	원	546,678	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	550,000	
현재주가	(E)	원	415,000	2025년 10월 10일 종가
상승여력	(F)	%	32.5	(F) = (D-E)/(E)

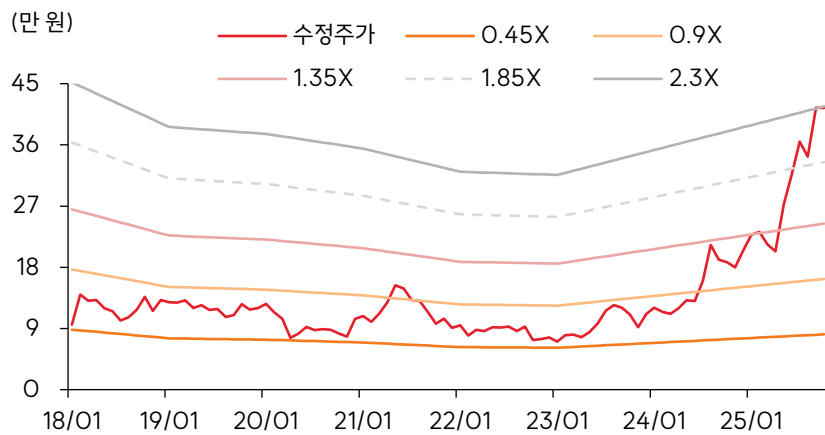
자료: SK 증권 추정

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망



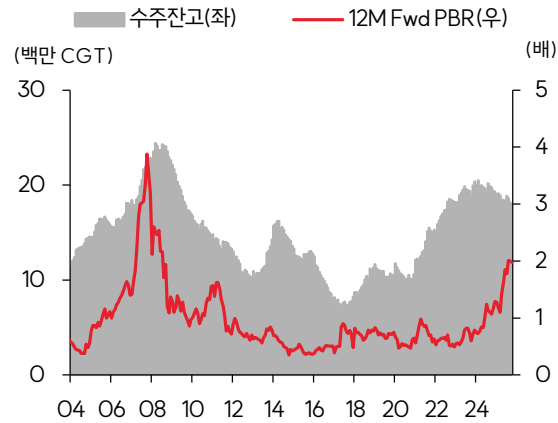
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 PBR Band Chart



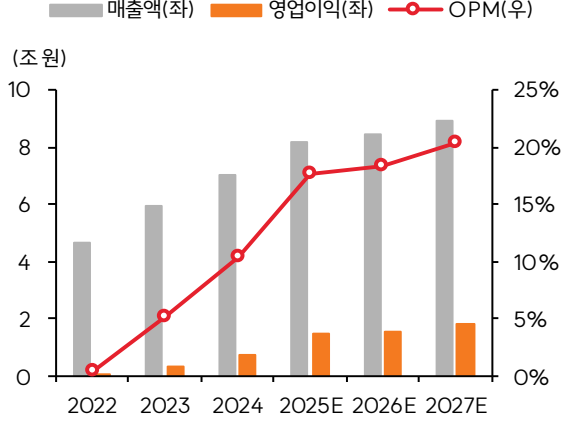
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



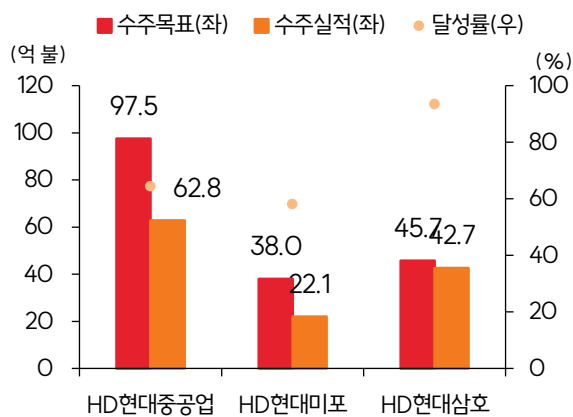
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

HD 현대삼호 실적 추이 및 전망



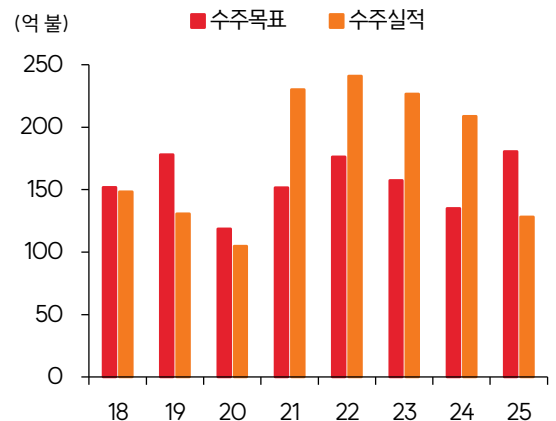
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 조선 3사 2025년 수주목표 및 실적



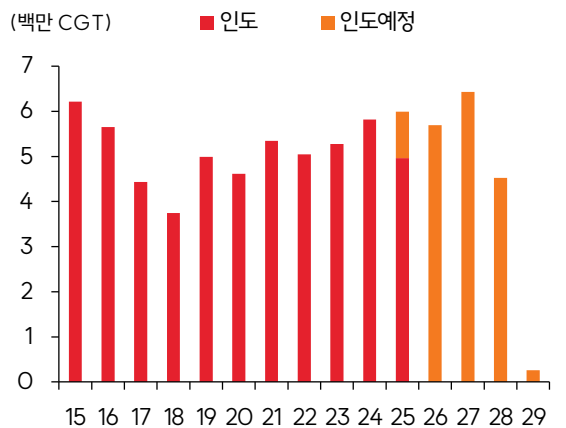
자료: HD 한국조선해양, SK 증권

HD 한국조선해양 연도별 수주 목표 및 수주 실적 추이



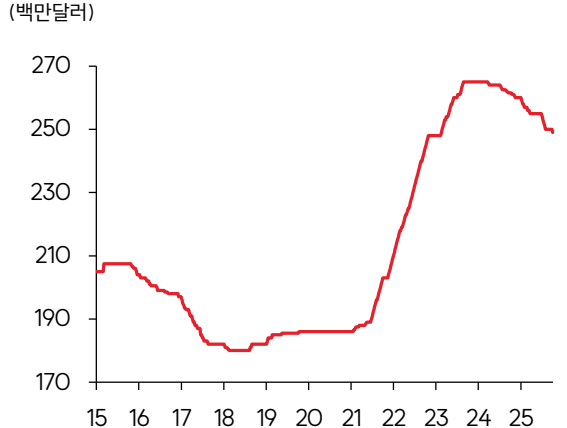
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 인도 및 인도예정 선박 규모



자료: Clarksons, SK 증권

174K-CBMLNGC 선가 추이



자료: Clarksons, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,735	20,431	21,536	22,969	24,537
현금및현금성자산	3,018	3,717	6,036	6,566	7,132
매출채권 및 기타채권	1,452	1,634	1,655	1,722	1,796
재고자산	2,006	2,232	2,586	2,908	3,223
비유동자산	14,507	16,288	15,845	16,723	18,009
장기금융자산	1,030	2,069	512	583	668
유형자산	10,504	11,111	12,240	12,802	13,738
무형자산	191	375	397	439	479
자산총계	32,243	36,719	37,381	39,692	42,546
유동부채	17,498	19,325	18,407	17,316	16,144
단기금융부채	2,791	2,285	1,024	984	929
매입채무 및 기타채무	2,338	2,751	3,654	3,607	3,438
단기충당부채	399	381	427	445	429
비유동부채	2,375	3,238	2,274	2,422	2,522
장기금융부채	2,186	3,015	2,050	2,176	2,254
장기매입채무 및 기타채무	26	35	38	38	38
장기충당부채	85	103	106	120	132
부채총계	19,872	22,563	20,681	19,738	18,666
지배주주지분	9,904	11,099	13,061	15,509	18,413
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,723	2,723	2,723
기타자본구성요소	-8,610	-8,609	-8,527	-8,527	-8,527
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	14,374	15,084	16,644	19,092	21,996
비지배주주지분	2,466	3,056	3,640	4,446	5,466
자본총계	12,370	14,156	16,700	19,954	23,880
부채와자본총계	32,243	36,719	37,381	39,692	42,546

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,082	4,289	3,577	2,816	3,809
당기순이익(손실)	145	1,455	2,680	3,975	5,036
비현금성항목등	434	385	1,647	1,603	1,930
유형자산감가상각비	459	504	536	558	584
무형자산상각비	13	22	29	28	30
기타	-38	-141	1,082	1,017	1,315
운전자본감소(증가)	1,510	2,369	-398	-1,746	-1,841
매출채권및기타채권의감소(증가)	-373	-3	-27	-67	-74
재고자산의감소(증가)	199	-126	-363	-323	-314
매입채무및기타채무의증가(감소)	332	265	-391	-47	-169
기타	-32	64	-867	-2,204	-2,819
법인세납부	-25	-16	-515	-1,187	-1,504
투자활동현금흐름	-1,267	-1,233	-2,126	-1,635	-2,138
금융자산의감소(증가)	-292	-240	-809	-170	-238
유형자산의감소(증가)	-798	-866	-1,288	-1,120	-1,520
무형자산의감소(증가)	-60	-58	-51	-70	-70
기타	-117	-68	23	-275	-310
재무활동현금흐름	-485	-2,359	-381	-635	-1,088
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-84	-40	-56
장기금융부채의증가(감소)	-33	-35	160	126	78
자본의증가(감소)	-8	140	123	0	0
배당금지급	-3	-1	-660	-721	-1,110
기타	-441	-2,463	80	-0	0
현금의 증가(감소)	321	699	2,318	530	566
기초현금	2,697	3,018	3,717	6,036	6,566
기말현금	3,018	3,717	6,036	6,566	7,132
FCF	1,283	3,422	2,288	1,696	2,289

자료 : HD한국조선해양, SK증권

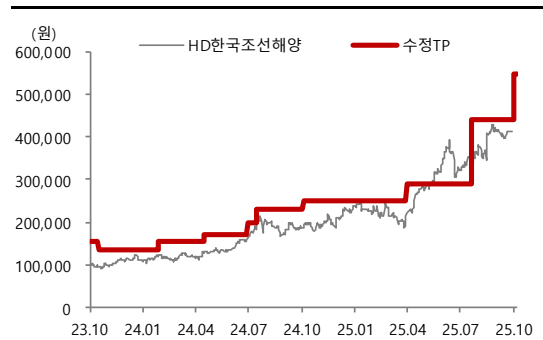
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	21,296	25,539	29,360	33,411	37,226
매출원가	20,248	22,943	24,056	26,658	28,913
매출총이익	1,048	2,595	5,303	6,752	8,313
매출총이익률(%)	49	102	18.1	20.2	22.3
판매비와 관리비	766	1,161	1,385	1,589	1,773
영업이익	282	1,434	3,918	5,163	6,540
영업이익률(%)	13	56	13.3	15.5	17.6
비영업손익	-290	389	-468	0	0
순금융손익	8	7	118	171	189
외환관련손익	49	858	-541	864	893
관계기업등 투자손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	-8	1,823	3,451	5,163	6,540
세전계속사업이익률(%)	-0.0	7.1	11.8	15.5	17.6
계속사업법인세	-153	368	771	1,187	1,504
계속사업이익	145	1,455	2,680	3,975	5,036
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	145	1,455	2,680	3,975	5,036
순이익률(%)	0.7	5.7	9.1	11.9	13.5
지배주주	222	1,172	2,144	3,169	4,015
지배주주귀속 순이익률(%)	1.0	4.6	7.3	9.5	10.8
비지배주주	-77	282	536	806	1,021
총포괄이익	-11	1,275	2,961	3,975	5,036
지배주주	103	1,055	2,284	3,025	3,832
비지배주주	-114	220	677	951	1,204
EBITDA	754	1,960	4,483	5,749	7,155

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	23.1	19.9	15.0	13.8	11.4
영업이익	흑전	408.1	173.2	31.8	26.7
세전계속사업이익	적지	흑전	89.3	49.6	26.7
EBITDA	1,049.4	159.9	128.7	28.2	24.5
EPS	흑전	428.8	82.9	47.8	26.7
수익성 (%)					
ROA	0.5	4.2	7.2	10.3	12.2
ROE	2.3	11.2	17.8	22.2	23.7
EBITDA마진	3.5	7.7	15.3	17.2	19.2
안정성 (%)					
유동비율	101.4	105.7	117.0	132.6	152.0
부채비율	160.6	159.4	123.8	98.9	78.2
순차입금/자기자본	-0.6	-10.8	-34.7	-32.1	-30.1
EBITDA/이자비용(배)	3.9	9.5	30.0	43.1	52.2
배당성향	0.0	30.8	33.6	35.0	35.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,133	16,565	30,299	44,783	56,730
BPS	140,085	156,980	184,690	219,281	260,323
CFPS	9,801	23,994	38,275	53,065	65,416
주당 현금배당금	0	5,100	10,200	15,700	20,200
Valuation지표 (배)					
PER	38.6	13.8	13.7	9.3	7.3
PBR	0.9	1.5	2.2	1.9	1.6
PCR	12.3	9.5	10.8	7.8	6.3
EV/EBITDA	14.5	9.0	6.1	4.8	3.9
배당수익률	0.0	2.2	2.5	3.8	4.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.10.13	매수	550,000원	6개월		
2025.08.01	매수	440,000원	6개월	-10.90%	-2.61%
2025.04.11	매수	290,000원	6개월	7.56%	35.17%
2024.10.14	매수	252,000원	6개월	-15.56%	-0.40%
2024.07.26	매수	230,000원	6개월	-17.51%	-7.39%
2024.07.10	매수	200,000원	6개월	-10.94%	-5.15%
2024.04.26	매수	170,000원	6개월	-17.67%	-5.88%
2024.02.07	매수	155,000원	6개월	-23.56%	-16.52%
2023.10.27	매수	135,000원	6개월	-19.82%	-8.89%



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 10월 13일 기준)

매수	91.93%	중립	8.07%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------