

EARNINGS
REVIEW

HD 현대중공업 (329180/KS)

MASGA 는 아직 시작도 안 했다

조선. 한승한 / shane.han@sks.co.kr / 3773-9992

Signal: 3Q25, 시장예상치 약 13.8% 상회하는 실적 시현
Key: 믹스 개선&생산성 향상 지속. 북미 LNGC 로 펀더는 건조할 것
Step: 리레이팅 받을 수 있는 재료들은 아직도 많이 남아있다

매수(유지)

목표주가: 770,000 원(상향)
현재주가: 607,000 원
상승여력: 26.9%

STOCK DATA

주가(25/11/03)	607,000 원
KOSPI	4,221.87 pt
52 주 최고가	624,000 원
60 일 평균 거래대금	115 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	10,496 만주
시가총액	53,885 십억원
주요주주	
에이치디한국조선해양(외 1)	74.12%
국민연금공단	7.38%
외국인 지분율	11.41%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review: 컨센서스 상회하는 실적 기록

3Q25 연결 매출액 4 조 4,179 억원(+22.4% YoY, +6.5% QoQ), 영업이익 5,573 억원(+170.4% YoY, +18.2% QoQ), OPM 12.6%로, 시장예상치(4,899 억원)를 약 13.8% 상회하는 실적 기록했다. 조업일수 감소에도 불구하고 선가 상승 및 생산성 향상 효과로 탑라인은 오히려 전 분기 대비 6.5% 증가했다. 영업이익단에서 일회성 요인으로 '23 년에 인도한 호위함 정산 158 억원 환입, 임단협 및 합병 격려금 186 억원, 해양 부문 공사 추가 비용에 따른 비용 250 억원 발생했다. 2Q25 기준 상선 부문 수주 연도별 매출 비중은 '21 년 2%, '22 년 65%, '23 년 31%, '24 년 이후 2%였으나, 3Q25 기준 '21년 2%, '22년 43%, '23년 47%, '24년 이후 8%로 저가 물량 소화 및 고선가 건조 비중 확대에 따른 이익 개선세 지속되는 중이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 77 만원으로 상향

HD 현대중공업에 대한 투자의견 '매수'를 유지하고, 목표주가 기존 68 만원에서 77 만원으로 상향한다. 목표주가는 '28 년 추정 EPS 35,043 원에 Target P/E 22 배를 적용하여 산출했다. 북미 대규모 LNGC 수주를 통한 상선 부문의 건조한 펀더 및 이익 개선세는 유지될 것으로 예상된다. HD 현대미포와의 합병 이후 시너지 극대화를 통해 미 함정 뿐만이 아닌 페루, 포르투갈, 필리핀, 사우디 등 여러 국가들의 함정 수주 이어가며 방산 부문의 구조적 성장으로 이어질 것이다. 한미 관세협상 타결 이후 동사를 포함한 조선 3 사 그룹 주도 하에 ①미국 시장 진출 및 마스가 펀드의 구체적인 투자안 발표, ②SHIPS Act 및 미 해군 준비태세 보장법 승인 혹은 우회적 행정명령 발표, 이후 ③관련 예산 편성 및 헌팅턴잉글스(HII)와의 협력 기반으로 미국 상선&함정 수주 가능성 높일 것이며, 이를 통한 리레이팅 및 주가 상승 여력 충분하다는 판단이다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	4,418	4,059	8.8	4,013	10.1	16,979	16,419	3.4	16,343	3.9
영업이익(십억원)	557	499	11.7	483	15.4	2,089	2,008	4.0	1,960	6.6
지배주주순이익(십억원)	431	384	12.2	336	28.2	1,418	1,344	5.5	1,299	9.2
영업이익률(%)	12.6	12.3	-	12.0	-	12.3	12.2	-	12.0	-
지배주주순이익률(%)	9.8	9.5	-	8.4	-	8.4	8.2	-	7.9	-

자료: SK 증권

HD 현대중공업 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	4Q25E	1Q26E	2025E	2026E	4Q25E	1Q26E	2025E	2026E	4Q25E	1Q26E	2025E	2026E
매출액	4,391	4,208	16,419	18,182	4,591	4,399	16,979	18,996	4,388	4,358	16,370	18,108
영업이익	604	596	2,008	2,818	626	611	2,089	2,887	594	619	1,979	2,646
영업이익률	13.8%	14.2%	12.2%	15.5%	13.6%	13.9%	12.3%	15.2%	13.5%	14.2%	12.1%	14.6%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	3,823	4,147	4,418	4,591	4,399	4,840	4,641	5,117	16,979	18,996	20,810
YoY	27.9%	6.8%	22.4%	14.6%	15.1%	16.7%	5.0%	11.4%	17.2%	11.9%	9.5%
QoQ	-4.6%	8.5%	6.5%	3.9%	-4.2%	10.0%	-4.1%	10.3%	-	-	-
영업이익	434	472	557	626	611	719	717	839	2,089	2,887	3,702
YoY	1939.8%	141.0%	170.3%	121.9%	40.9%	52.6%	28.7%	34.0%	196.2%	38.2%	28.2%
QoQ	53.7%	8.7%	18.2%	12.4%	-2.4%	17.7%	-0.3%	17.0%	-	-	-
영업이익률	11.3%	11.4%	12.6%	13.6%	13.9%	14.9%	15.5%	16.4%	12.3%	15.2%	17.8%

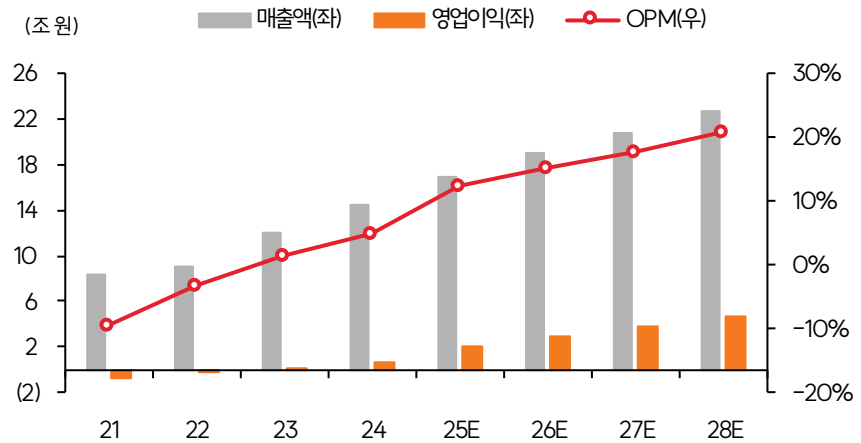
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 현대중공업 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'28년 추정 EPS	(A)	원	35,043	
Target P/E	(B)	배	22.0	
주당주가가치	(C)	원	770,946	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	770,000	
현재주가	(E)	원	607,000	2025년 11월 3일 종가
상승여력	(F)	%	26.9	(F) = (D-E)/(E)

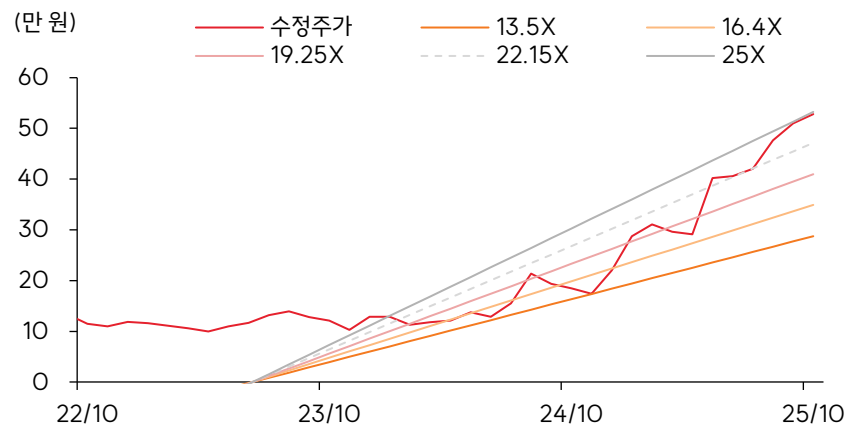
자료: SK 증권 추정

HD 현대중공업 실적 추이 및 전망



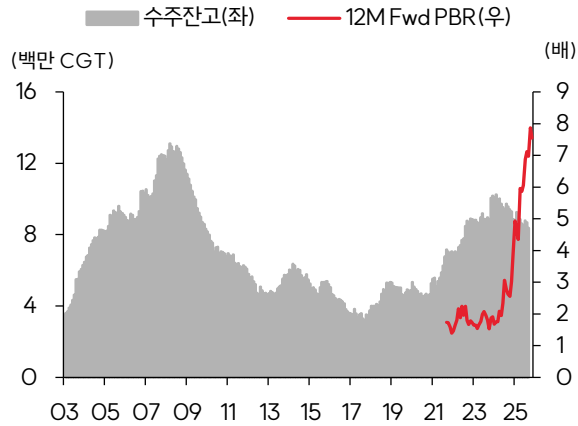
자료: HD 현대중공업, SK 증권 추정

HD 현대중공업 PER Band Chart



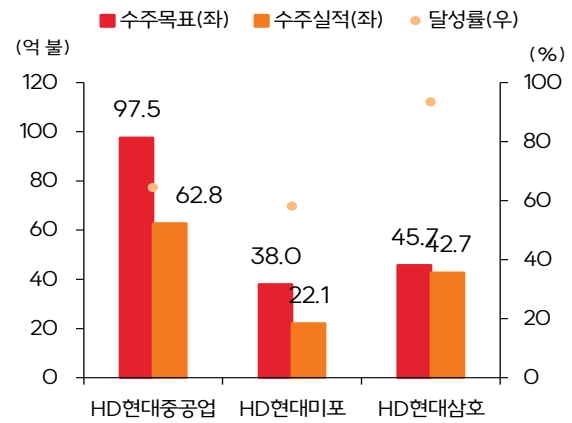
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대중공업 수주잔고 및 PBR 추이



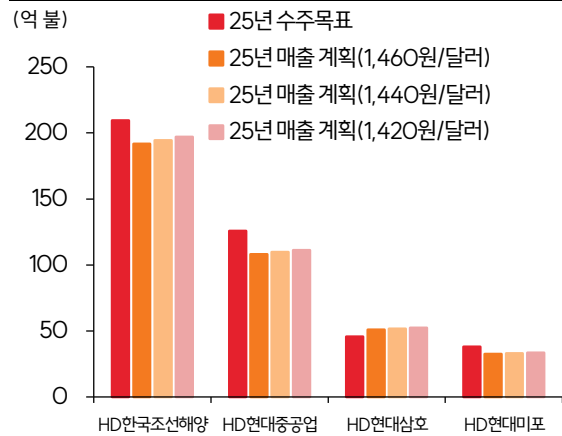
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

HD 현대 조선 3사 2025년 수주목표 및 수주실적



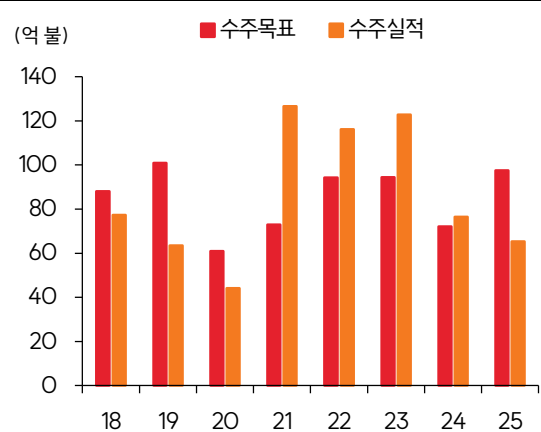
자료: 각 사, SK 증권

HD 현대 조선 3사 2025년 수주 및 매출 가이드스



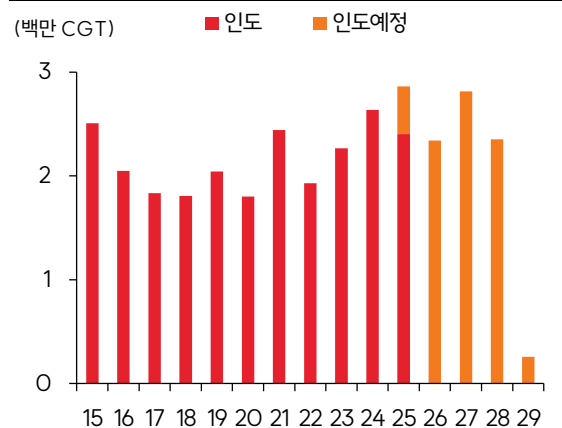
자료: HD 현대중공업, SK 증권

HD 현대중공업 연도별 수주 목표 및 수주 실적 추이



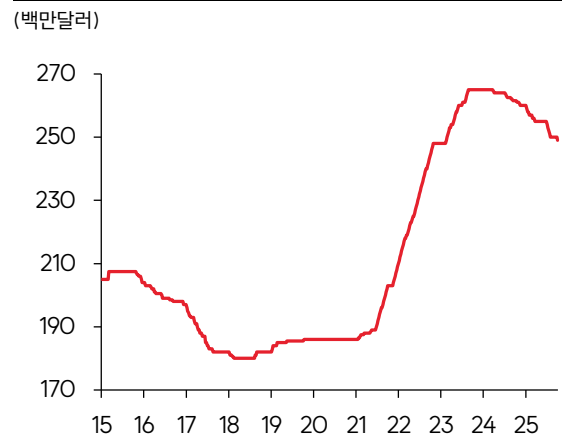
자료: Clarksons, HD 현대중공업, SK 증권 추정

HD 현대중공업 인도 및 인도예정 선박 규모



자료: Clarksons, SK 증권

174K-CBMLNGC 선가 추이



자료: Clarksons, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,403	12,162	13,644	14,772	16,660
현금및현금성자산	1,258	4,461	5,433	6,155	6,683
매출채권 및 기타채권	1,659	1,816	1,871	1,962	2,140
재고자산	1,511	1,658	1,850	1,928	2,121
비유동자산	8,988	8,708	9,305	9,918	10,470
장기금융자산	1,153	604	1,092	1,454	1,815
유형자산	6,610	7,058	7,148	7,347	7,526
무형자산	128	144	162	215	227
자산총계	19,391	20,870	22,948	24,690	27,129
유동부채	11,796	12,582	12,780	12,415	11,980
단기금융부채	1,514	685	658	620	589
매입채무 및 기타채무	1,776	2,214	2,299	2,205	2,094
단기충당부채	246	287	320	348	331
비유동부채	1,890	1,330	1,387	1,254	1,255
장기금융부채	1,766	1,201	1,247	1,105	1,105
장기매입채무 및 기타채무	9	11	11	11	11
장기충당부채	71	81	90	98	107
부채총계	13,686	13,912	14,166	13,668	13,234
지배주주지분	5,704	6,958	8,782	11,022	13,895
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,288	2,373	4,197	6,437	9,310
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,704	6,958	8,782	11,022	13,895
부채와자본총계	19,391	20,870	22,948	24,690	27,129

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	2,884	3,171	2,331	2,606	2,688
당기순이익(손실)	622	1,418	2,252	2,888	3,678
비현금성항목등	208	948	883	1,046	1,372
유형자산감가상각비	293	300	310	321	321
무형자산상각비	13	19	21	27	28
기타	-98	629	552	698	1,023
운전자본감소(증가)	2,114	1,044	-252	-630	-1,339
매출채권및기타채권의감소(증가)	-156	-180	-54	-91	-179
재고자산의감소(증가)	-201	-147	-192	-78	-193
매입채무및기타채무의증가(감소)	223	-243	86	-95	-110
기타	-61	-518	-1,187	-1,513	-2,079
법인세납부	-2	-279	-635	-814	-1,056
투자활동현금흐름	-499	-875	-625	-632	-981
금융자산의감소(증가)	0	-373	-17	-71	-80
유형자산의감소(증가)	-452	-317	-80	-120	-500
무형자산의감소(증가)	-33	-34	-40	-80	-40
기타	-14	-150	-488	-361	-361
재무활동현금흐름	-2,049	-336	-408	-827	-836
단기금융부채의증가(감소)	0	-29	-27	-38	-31
장기금융부채의증가(감소)	-14	321	46	-142	0
자본의증가(감소)	-1	0	0	0	0
배당금지급	0	-334	-427	-648	-805
기타	-2,034	-293	0	0	-0
현금의 증가(감소)	330	3,203	972	722	529
기초현금	928	1,258	4,461	5,433	6,155
기말현금	1,258	4,461	5,433	6,155	6,683
FCF	2,432	2,854	2,251	2,486	2,188

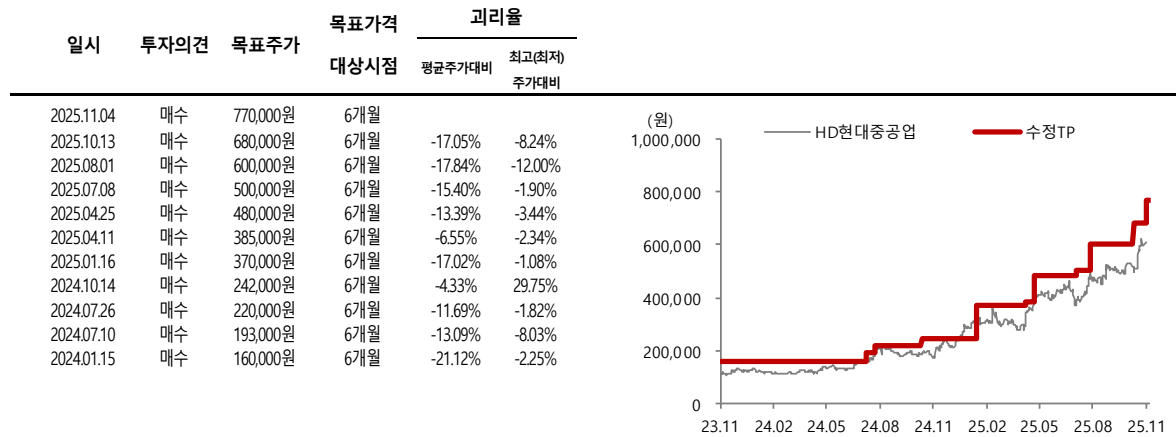
자료 : HD현대중공업, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	14,486	16,979	18,996	20,810	22,703
매출원가	12,993	14,030	15,157	16,065	16,720
매출총이익	1,494	2,949	3,840	4,745	5,983
매출총이익률(%)	103	174	202	228	264
판매비와 관리비	789	860	953	1,043	1,249
영업이익	705	2,089	2,887	3,702	4,734
영업이익률(%)	49	123	152	178	209
비영업손익	93	-249	0	0	0
순금융손익	-96	15	83	116	33
외환관련손익	413	-340	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	798	1,840	2,887	3,702	4,734
세전계속사업이익률(%)	55	108	152	178	209
계속사업법인세	177	422	635	814	1,056
계속사업이익	622	1,418	2,252	2,888	3,678
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	622	1,418	2,252	2,888	3,678
순이익률(%)	43	84	119	139	162
지배주주	622	1,418	2,252	2,888	3,678
지배주주귀속 순이익률(%)	43	84	119	139	162
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	498	1,587	2,252	2,888	3,678
지배주주	498	1,587	2,252	2,888	3,678
비지배주주	0	-0	-0	-0	-0
EBITDA	1,011	2,408	3,218	4,050	5,084

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	21.1	17.2	11.9	9.5	9.1
영업이익	294.8	196.2	38.2	28.2	27.9
세전계속사업이익	2,222.7	130.5	56.9	28.2	27.9
EBITDA	121.4	138.1	33.7	25.8	25.5
EPS	2,417.7	93.0	58.8	28.2	27.4
수익성 (%)					
ROA	3.4	7.0	10.3	12.1	14.2
ROE	11.4	22.4	28.6	29.2	29.5
EBITDA마진	7.0	14.2	16.9	19.5	22.4
안정성 (%)					
유동비율	88.2	96.7	106.8	119.0	139.1
부채비율	239.9	200.0	161.3	124.0	95.2
순차입금/자기자본	18.7	-48.4	-49.4	-48.2	-42.8
EBITDA/이자비용(배)	6.8	25.4	33.9	42.9	101.4
배당성향	29.9	28.2	28.8	27.9	28.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,001	13,512	21,453	27,511	35,043
BPS	64,259	66,286	83,668	105,008	132,380
CFPS	10,446	16,551	24,610	30,826	38,372
주당 현금배당금	2,090	4,071	6,171	7,671	9,871
Valuation지표 (배)					
PER	41.1	44.9	28.3	22.1	17.3
PBR	4.5	9.2	7.3	5.8	4.6
PCR	27.5	36.7	24.7	19.7	15.8
EV/EBITDA	26.3	17.6	12.9	10.0	7.8
배당수익률	0.7	0.8	1.2	1.5	1.9



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 기관투자가 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 11월 04일 기준)

매수 92.02% 중립 7.98% 매도 0.00%