

HD한국조선해양 (009540)

4Q25 Preview: HD 현대삼호의 수익성은 지지선에 도달

영업이익은 컨센서스 6.1% 상회로 추정

2025년 4분기 매출액은 7조 8,035억원(YoY +9.0%, QoQ +2.9%), 영업이익은 1조 1,920억원(YoY +138.8%, QoQ +13.1%), 영업이익률 +15.3%(YoY +8.3%p, QoQ +1.4%p)로 추정한다. 영업이익은 컨센서스를 6.1% 상회한다.

1) 평균 환율이 전분기 대비 +4.7% 상승했고, 2) 조업일수가 1~2일 증가한 효과 등을 반영했다. 3) 자회사들의 합병 관련한 주요 비용은 지난 3분기에 반영했기 때문에 4분기 수익성을 저해할 요소는 제한적이다.

HD현대삼호의 프로덕트믹스, 2026년에 다시 상승

주가의 핵심인 HD현대삼호의 매출액은 2조 75억원(YoY +8.9%, QoQ +2.1%), 영업이익은 3,157억원(YoY +71.5%, QoQ +3.0%), 영업이익률은 +15.7%(YoY +5.7%p, QoQ +0.1%p)로 분석했다. 2025년 내 분기 단위의 영업이익률이 상고하저의 하락세를 그리던 모습이 지지선에 도달했다. 2025년부터 상대적으로 저수익 선종인 탱커의 건조 물량 증가하면서 프로덕트믹스에 대한 우려를 야기한 바 있다.

2026년부터 영업이익률의 상승세 전환을 전망한다. HD현대삼호의 2026년 연평균 건조선가는 전년대비 +5.4% 상승한다. 2025년 상승률이 +0.7%에 그친 사실과 대비된다. 탱커의 건조 물량 증가는 지속되나 2026년에 인도할 LNG선과 컨테이너선의 건조선가 상승률이 이를 만회할 수 있다.

밸류에이션의 회계연도를 2028년으로 확장하며 적정주가 상향

적정주가 산정을 위한 회계연도 기준을 2027년에서 2028년으로 확대하며 적정주가를 600,000원으로 상향조정한다. 적정주가 산출을 위해 1) HD한국조선해양(연결)기준 가치를 Implied PBR 밸류에이션으로 도출했다. 2) 이후 상장 자회사들의 가치 × 60% 만큼을 제거했다. 결론적으로 적정 시가총액은 42조원이다.

조선/기계

Analyst 배기연

kiyeon.bae@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 1. 7

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	600,000원
현재주가 (1.6)	414,000원
상승여력	44.9%

KOSPI	4,525.48pt
시가총액	293,001억원
발행주식수	7,077만주
유동주식비율	63.22%
외국인비중	33.18%
52주 최고/최저가	479,500원/186,200원
평균거래대금	962.3억원

주요주주(%)

에이치디현대 외 7 인	36.65
국민연금공단	6.80

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	34.9	84.0
상대주가	-13.2	-9.0	1.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	21,296.2	282.3	221.7	3,133	-202.2	139,936	38.6	0.9	14.5	2.3	160.6
2024	25,538.6	1,434.1	1,172.3	16,565	428.8	156,831	13.8	1.5	9.0	11.2	159.4
2025E	29,585.1	4,058.5	2,289.8	32,354	95.3	187,111	12.6	2.2	5.9	18.8	137.2
2026E	33,337.5	5,761.2	3,889.0	54,950	69.8	233,768	7.5	1.8	4.0	26.1	123.2
2027E	37,742.9	6,730.8	4,543.5	64,198	16.8	289,672	6.4	1.4	2.9	24.5	115.7

2025년 주춤했던 HD현대삼호의 건조선가 지표는 2026년에 다시 오른다

2025년은 연평균 건조선가 상승률이 +0.7%였다. 2025년 1분기에 영업이익률 +18.6%라는 고무적인 수익성을 기록한 이후 연내 상고하저의 모습을 보인 배경이다. 2026년 연평균 건조선가 상승률은 +5.4%이다. 2025년 4분기 이후 다시 수익성 개선을 보일 전망이다. 이때 연평균 건조선가는 달러 기준 상선 건조 매출액을 척수로 환산한 일감으로 나눈 지표이다.

HD현대삼호의 연평균 건조선가가 다시 상승하는 이유는 1) 고수익성 선종의 평균 건조선가 상승 효과가 2) 저수익성 선종 일감의 비중 확대 영향을 상쇄하고도 남기 때문이다. HD현대삼호는 2025, 2026, 2027년에 33, 37, 41척의 선박을 인도할 예정이다. 그중 상대적으로 저수익성인 텡커의 인도량은 2, 10, 11척으로 증가한다. 대신 LNG선의 경우 2025, 2026, 2027년 인도 예정인 선박의 척당 평균 수주가격이 2.20억달러, 2.47억달러, 2.59억달러로 상승한다.

표1 HD현대삼호의 선종별 연간 인도량

(척)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
LNG선	8	9	10	12	12
일반가스선	4	2	5	7	6
컨테이너선	17	17	12	11	22
원유운반선	1	2	10	11	6
기타	1	3	0	0	0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 HD현대삼호의 선종별 평균 수주 가격

(척)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
LNG선	199	220	247	259	263
일반가스선	83	92	100	128	117
컨테이너선	146	124	171	130	173
원유운반선	66	85	86	96	88
기타					

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 HD현대삼호의 선종별 매출액, 일감, 건조선가지표

(백만달러, 척, p)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	4,619	4,766	6,138	6,664	7,803
LNG선	1,772	2,206	2,727	3,115	3,091
일반가스선	319	216	541	877	716
컨테이너선	2,452	2,105	1,994	1,668	3,468
원유운반선	77	239	876	1,004	528
기타					
일감	30	31	38	42	44
LNG선	8	10	11	12	12
일반가스선	4	2	5	7	6
컨테이너선	17	17	12	12	20
원유운반선	1	3	10	11	6
기타					
건조선가지표	152	153	162	161	177
YoY		0.7%	5.4%	-0.6%	9.9%

주1: 매출액은 당해 매출인식 되는 선박의 수주 당시 가격 x 공정률(%)로 계산

주2: 일감(척)은 당해에 매출인식이 되는 선박(척) x 공정률(%) 값들의 합산

주3: 건조선가지표(p)는 당해 매출액(백만달러) / 일감(척)으로 계산

자료: 메리츠증권 리서치센터

조선주들 조정 후 고민이 많은 시기, 편안한 실적은 기다릴 수 있는 이유

한-미 조인트 팩트시트 발표, 핵추진잠수함 등 호재에 따른 반등 이후 11월부터 조선주들 전반의 조정을 확인했다. 1) 미국과의 조선업 협력, 2) 해외 군함 수출, 3) LNG 증설 사이클 본격화 등 2026년 이후 조선업의 호재를 확신하지만 정확한 시점을 예측할 수 없다. 그동안의 시차를 견딜 수 있는 견고한 실적을 전망하는 업체들을 중심으로 매수 및 보유 의견을 견지한다.

그림1 조선 4사 합산 시가총액



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 HD한국조선해양의 적정주가 산출 – Implied PBR Valuation

	2025E	2026E	2027E	2028E
COE(%)	6.7	6.5	6.4	7.5
RiskFree	2.4	2.3	2.2	3.2
Risk Premium	4.2	4.2	4.2	4.2
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	18.8	26.1	24.5	25.4
A) BPS(원)	187,266	233,961	289,912	374,133
B) Implied PBR = (ROE-g)/(COE-g)				3.4
C) 연결 기준 HD한국조선해양 총 가치				
C) = A x B x 주식수				
D) 상장 자회사들의 가치				
적정가치 = C - D x (1-할인율)				42 조원
적정주가				600,000 원

주: 할인율은 40% 적용

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 HD한국조선해양 4Q25E Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,803.5	7,161.7	9.0	7,581.4	2.9	7,535.7	3.6	7,934.9	-1.7
영업이익	1,192.0	499.1	138.8	1,053.8	13.1	935.6	27.4	1,123.6	6.1
세전이익	1,192.0	900.8	32.3	1,139.1	4.6	901.3	32.3	1,118.2	6.6
지배주주순이익	804.6	540.2	48.9	633.3	27.1	608.4	32.3	705.1	14.1
영업이익률(%)	15.3%	7.0%		13.9%		12.4%		14.2%	
세전이익률(%)	15.3%	12.6%		15.0%		12.0%		14.1%	
순이익률(%)	10.3%	7.5%		8.4%		8.1%		8.9%	

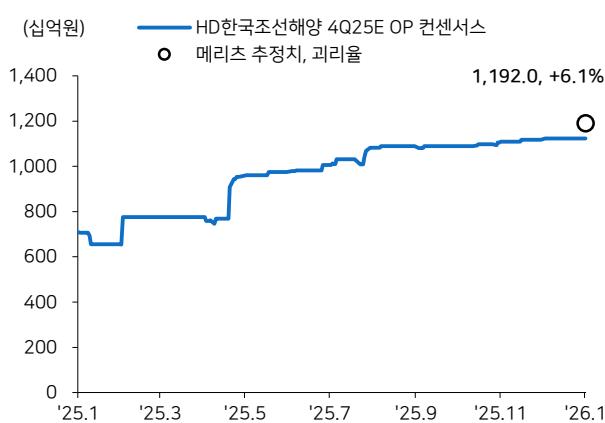
자료: HD한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

표6 HD한국조선해양 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	29,585.1	25,538.6	15.8	29,290.0	1.0	29,660.4	-0.3
영업이익	4,058.5	1,434.1	183.0	4,194.2	-3.2	3,987.2	1.8
세전이익	3,676.2	1,822.7	101.7	3,714.5	-1.0	3,734.7	-1.6
지배주주순이익	2,289.8	1,172.3	95.3	2,507.3	-8.7	2,387.3	-4.1
영업이익률(%)	13.7%	5.6%		14.3%		13.4%	
세전이익률(%)	12.4%	7.1%		12.7%		12.6%	
순이익률(%)	7.7%	4.6%		8.6%		8.0%	

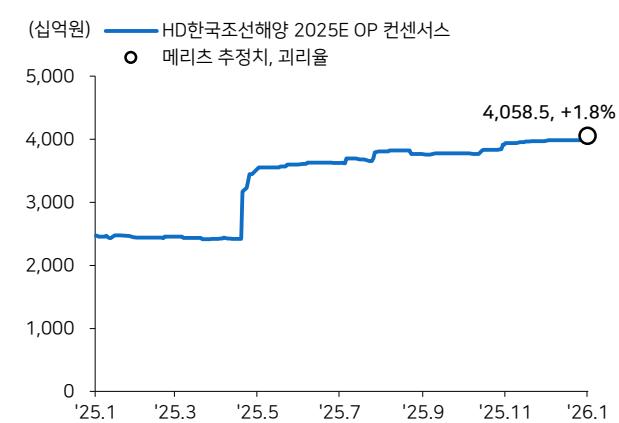
자료: Quantwise, HD한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 대비 6.1% 상회



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익 컨센서스 대비 1.8% 상회



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표7 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E	2028E
환율(원/달러)	1,452.7	1,404.0	1,385.3	1,451.0	1,440.0	1,400.0	1,420.0	1,425.0	1,423.2	1,421.3	1,410.0	1,410.0
YoY	9.3%	4.6%	1.9%	3.9%	-0.9%	-0.3%	2.5%	-1.8%	4.9%	-0.1%	-0.8%	0.0%
한국후판가격(달러/톤)	551.0	573.0	576.3	555.1	560.6	566.1	571.6	606.1	563.8	576.1	643.9	666.7
YoY	-18.6%	-12.6%	-13.2%	-13.8%	1.7%	-1.2%	-0.8%	9.2%	-14.6%	2.2%	11.8%	3.5%
매출액	6,771.7	7,428.4	7,581.4	7,803.5	8,052.8	8,494.5	8,065.3	8,725.0	29,585.1	33,337.5	37,742.9	44,046.1
YoY	22.8%	12.3%	21.4%	9.0%	18.9%	14.4%	6.4%	11.8%	15.8%	12.7%	13.2%	16.7%
영업이익	859.2	953.6	1,053.8	1,192.0	1,262.6	1,549.7	1,361.4	1,587.5	4,058.5	5,761.1	6,730.8	8,822.9
YoY	436.4%	153.3%	164.5%	138.8%	47.0%	62.5%	29.2%	33.2%	183.0%	42.0%	16.8%	31.1%
영업이익률	12.7%	12.8%	13.9%	15.3%	15.7%	18.2%	16.9%	18.2%	13.7%	17.3%	17.8%	20.0%
세전이익	799.2	545.9	1,139.1	1,192.0	1,262.6	1,549.7	1,361.5	1,587.6	3,676.2	5,761.4	6,731.1	8,823.2
YoY	220.8%	19.7%	425.2%	32.3%	58.0%	183.9%	19.5%	33.2%	101.7%	56.7%	16.8%	31.1%
지배주주순이익	495.4	356.4	633.3	804.6	852.3	1,046.1	919.0	1,071.6	2,289.8	3,889.0	4,543.5	5,955.7
YoY	162.2%	22.0%	319.3%	48.9%	72.0%	193.5%	45.1%	33.2%	95.3%	69.8%	16.8%	31.1%
계열사별 실적												
HD한국조선해양(별도)												
매출액	551.8	140.3	480.1	415.5	421.0	444.6	478.6	542.8	1,587.7	1,886.9	2,234.3	2,686.0
영업이익	416.2	-9.2	289.4	178.9	135.8	200.9	192.2	212.8	875.3	741.8	909.8	1,088.1
영업이익률	75.4%	-6.6%	60.3%	43.1%	32.3%	45.2%	40.2%	39.2%	55.1%	39.3%	40.7%	40.5%
HD현대삼호												
매출액	1,966.4	2,118.7	1,966.5	2,007.5	2,111.1	2,226.4	2,117.1	2,266.2	8,059.1	8,720.7	9,395.9	11,002.5
영업이익	365.9	371.7	306.4	315.7	345.8	392.0	348.9	402.6	1,359.7	1,489.4	1,521.7	2,094.4
영업이익률	18.6%	17.5%	15.6%	15.7%	16.4%	17.6%	16.5%	17.8%	16.9%	17.1%	16.2%	19.0%
HD Hyundai Asia Holdings												
매출액	287.1	291.4	273.8	286.8	289.1	300.5	281.2	305.8	1,139.1	1,176.6	1,641.4	1,657.2
영업이익	14.4	14.6	13.7	14.3	11.8	12.4	11.4	12.6	57.0	48.2	71.5	72.3
영업이익률	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	5.0%	4.1%	4.4%	4.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

HD 한국조선해양 (009540)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	21,296.2	25,538.6	29,585.1	33,337.5	37,742.9
매출액증가율(%)	23.1	19.9	15.8	12.7	13.2
매출원가	20,248.2	22,943.2	24,174.4	26,050.5	29,284.7
매출총이익	1,048.0	2,595.4	5,410.7	7,287.0	8,458.2
판매관리비	765.8	1,161.3	1,352.2	1,525.8	1,727.5
영업이익	282.3	1,434.1	4,058.5	5,761.2	6,730.8
영업이익률(%)	1.3	5.6	13.7	17.3	17.8
금융손익	-866.2	-3,301.5	465.7	155.6	245.5
증속/관계기업손익	0.1	-0.1	0.3	0.3	0.3
기타영업외손익	575.8	3,690.3	-848.3	-155.6	-245.5
세전계속사업이익	-8.1	1,822.7	3,676.2	5,761.4	6,731.1
법인세비용	-153.0	368.1	846.8	1,440.4	1,682.8
당기순이익	144.9	1,454.6	2,829.4	4,321.1	5,048.3
지배주주지분 순이익	221.7	1,172.3	2,289.8	3,889.0	4,543.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,081.6	4,288.7	4,451.7	4,099.1	6,234.8
당기순이익(손실)	144.9	1,454.6	2,829.4	4,321.1	5,048.3
유형자산상각비	459.3	504.1	558.0	588.7	572.7
무형자산상각비		12.6	21.7	25.2	16.9
운전자본의 증감	1,509.9	2,368.8	103.5	-827.5	598.1
투자활동 현금흐름	-1,266.9	-1,232.8	-2,771.9	-1,064.0	-1,500.7
유형자산의증가(CAPEX)	-822.0	-891.0	-821.5	-400.0	-444.0
투자자산의감소(증가)	179.3	-1,197.6	-167.5	-262.4	-417.5
재무활동 현금흐름	-485.2	-2,359.0	368.7	-565.3	-514.3
차입금의 증감	-530.3	329.6	-996.1	21.6	72.7
자본의 증가		-7.8	140.1	162.6	0.0
현금의 증가(감소)	321.2	698.9	2,036.3	2,469.8	4,219.8
기초현금	2,697.2	3,018.4	3,717.3	5,753.6	8,223.4
기말현금	3,018.4	3,717.3	5,753.6	8,223.4	12,443.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,735.1	20,431.4	23,573.1	29,492.5	37,287.0
현금및현금성자산	3,018.4	3,717.3	5,753.6	8,223.4	12,443.2
매출채권	1,049.2	1,264.3	1,643.6	2,136.7	2,495.8
재고자산	2,005.7	2,232.1	2,678.5	3,214.2	3,754.4
비유동자산	14,507.4	16,287.8	16,387.0	16,443.8	16,716.9
유형자산	10,503.5	11,110.9	11,765.7	11,577.1	11,448.4
무형자산	190.8	374.7	391.2	374.3	358.5
투자자산	975.5	2,173.0	2,340.7	2,603.1	3,020.6
자산총계	32,242.6	36,719.1	39,960.1	45,936.3	54,003.9
유동부채	17,497.9	19,325.1	20,830.3	23,264.4	27,014.2
매입채무	1,915.1	2,247.2	2,448.6	2,737.7	3,197.9
단기차입금	926.2	186.8	117.5	77.5	-2.5
유동성장기부채	1,293.9	375.4	268.6	328.6	316.6
비유동부채	2,374.6	3,238.3	2,283.5	2,091.4	1,947.9
사채	709.9	651.6	727.0	607.0	447.0
장기차입금	985.7	202.1	6.0	-94.0	-122.0
부채총계	19,872.5	22,563.3	23,113.8	25,355.8	28,962.1
자본금	353.9	353.9	353.9	353.9	353.9
자본잉여금	2,459.7	2,599.8	2,762.4	2,762.4	2,762.4
기타포괄이익누계액	1,325.6	1,670.9	1,886.8	1,886.8	1,886.8
이익잉여금	14,374.5	15,083.9	16,780.7	20,082.7	24,039.3
비지배주주지분	2,466.4	3,056.4	3,603.9	4,036.0	4,540.8
자본총계	12,370.1	14,155.8	16,846.3	20,580.4	25,041.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	300,908	360,851	418,027	471,048	533,295
EPS(지배주주)	3,133	16,565	32,354	54,950	64,198
CFPS	8,180	25,995	64,515	87,764	99,954
EBITDAPS	10,657	27,692	65,586	89,959	103,419
BPS	139,936	156,831	187,111	233,768	289,672
DPS	0	5,100	8,300	8,300	8,300
배당수익률(%)	0.0	2.2	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	38.6	13.8	12.6	7.5	6.4
PCR	14.8	8.8	6.3	4.7	4.1
PSR	0.4	0.6	1.0	0.9	0.8
PBR	0.9	1.5	2.2	1.8	1.4
EBITDA(십억원)	754.2	1,959.9	4,641.7	6,366.7	7,319.3
EV/EBITDA	14.5	9.0	5.9	4.0	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	11.2	18.8	26.1	24.5
EBITDA 이익률	3.5	7.7	15.7	19.1	19.4
부채비율	160.6	159.4	137.2	123.2	115.7
금융비용부담률	0.9	0.8	0.5	0.2	0.2
이자보상배율(x)	1.5	7.0	27.5	78.6	93.6
매출채권회전율(x)	24.7	22.1	20.3	17.6	16.3
재고자산회전율(x)	10.1	12.1	12.0	11.3	10.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3 등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12 월 31 일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 한국조선해양 (009540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

