2025.04.25

HD현대중공업 (329180)

1Q25: 전인미답의 길

1분기 매출 3조 8,225억원/영업이익 4,337억원

HD현대중공업의 2025년 1분기 실적은 매출 3조 8,225억원/영업이익 4,337억원(OPM 11.3%)으로 매출은 컨센서스와 당사 추정치에 부합하였으나 영업이익은 컨센서스(2,627억원) 대비 +65.1%, 당사 추정치(3,319억원) 대비 +30.7%를 상회하는 빅 서프라이즈를 시현하였다. 환율 효과 +220억원, 해양프로젝트 C/O +140억원 일회성 수익을 제외하면 OPM은 10.4%로 다소 줄어들지만 여전히 놀라운 숫자다. 사업부 별로는 조선사업부의 마진이 14.2%로 실적을 주도하였으며 좋았던 엔진기계사업부는 15.7%로 더 좋아졌고, 해양사업부 또한 5.3%로 선방하였다. 호실적의 기반은 정직하다. 투입된지 1년이 넘어가고 있는 외국인 근로자의 생산성이 8%이상 개선된 것을 비롯하여 회사 전반의 생산성 개선이 이뤄지고 있고, 이에 따라 일부 호선의 인도일이 예정보다 당겨질 정도로 생산 호조를 보이고 있다는 회사측 설명이다. 이외의 다른 설명이 없을 정도로 너무 바람직한 이유라서 본의 아니게 한 번쯤 의구심을 가져볼 정도의 좋은 실적과 근거이다.

전인미답의 실적, 어디까지 올라갈지가 관건

동사가 분기 영업이익률 10%이상을 기록한 것은 지난 2011년 이후 15년 만의 일이다. 조선업 빅사이클이던 2007~2011년 동사의 분기 영업이익률은 평균 12.1%, 최고 16.6%를 기록한 바 있다. 이번 분기 실적은 당시의 영광을 떠올리기에 충분한 숫자다. 1Q25 매출액 중 22년 수주 선박이 아직까지 80%인데, 클락슨 선가지수는 22년 1월 154p에서 24년 12월 189p로 22.6% 상승하였다. 이는 곧 향후 실적 상승의 보증수표나 다름없다. 24~26년의 연간 건조 물량이 크게 달라지지 않으며 후판가 등 원가가 당분간 인상될 가능성이 작음을 고려하면 선가 상승분의 대부분은 그대로 실적으로 전가될 것이다. 같은 날 발표된 HD현대삼호의 영업이익률이 이미 18.6%로 선행하고 있음을 감안하면 동사 역시 무난히 10%후반대의 영업이익률을 보일 수 있을 것으로 판단한다.

미국발 관세 이슈와 USTR제재조치 등 여러 불확실성으로 발주 시황은 다소 소강상태를 보이고 있는 상황이지만 동사의 수주 또한 동종사에 비해 상대적 우위를 보이고 있다. 전사 누적 수주액은 47.2억 달러로 연간 목표 125.8억 달러의 37.6%를 달성하였다. 하반기 주력선종인 LNG운반선의 발주 회복이 기대되는 바 수주량 또한 하반기에 더 개선될 전망이다.

투자의견 BUY유지, 목표주가 518,000원으로 상향

동사의 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 518,000원으로 상향하며, 조선업종 Top Pick으로 제시한다. 조선3사 중 가장 압도적인 실적 퍼포먼스를 보여주고 있으며, 수주액도 가장 많고, 다가올 美군함 발주 등에 대한 수혜도 기대할 수 있는 명실공히 조선업 대장주이다. 분기 실적에 근거하여 2027년까지의 이익 추정치를 대폭 상향하였으며 목표주가는 2027F BPS 103,505원에 Target P/B 5.0배로 산정하였다. 과거 호시절의 상한선이었던 멀티플 5배라는 숫자는 언뜻 유리천장이라고 생각될 수도 있다. 그러나 콘크리트가 아니라 유리천장이다. 과거와 다른 조선업의 국내 산업 중 위상, 과거에 없었던 미국의 특수선 구애와 조선업 협력 요청, 경쟁자 중국에 대한 적극적인 제재 등 조선업을 둘러싼 대내외 환경은 오히려 더 개선되었다. 천장은 깨질 수 있으며, 상향 가능성을 열어 둔다.

iM증권

Company Brief

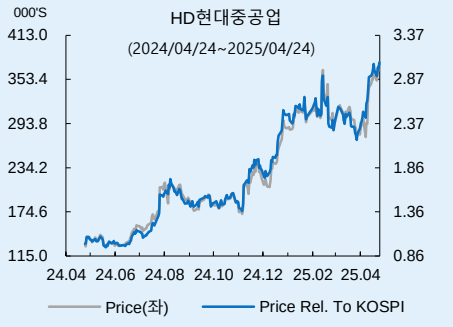
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	518,000원(상향)
종가(2025.04.24)	376,000원
상승여력	37.8 %

Stock Indicator	
자본금	444십억원
발행주식수	8,877만주
시가총액	33,379십억원
외국인지분율	9.9%
52주 주가	128,000~376,000원
60일평균거래량	392,972주
60일평균거래대금	125.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.0	24.7	90.2	188.8
상대수익률	30.1	25.3	92.5	194.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	14,486	15,800	17,373	18,054
영업이익(십억원)	705	1,865	2,616	3,040
순이익(십억원)	622	1,282	1,821	2,152
EPS(원)	7,001	14,438	20,513	24,243
BPS(원)	64,259	73,457	87,113	103,505
PER(배)	41.1	26.0	18.3	15.5
PBR(배)	4.5	5.1	4.3	3.6
ROE(%)	11.4	21.0	25.6	25.4
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.5	1.7
EV/EBITDA(배)	25.0	14.7	10.6	8.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/방산]
변용진 2122-9181
yongjin.byun@imfnsec.com

표1. HD현대중공업 연간 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	11,963.9	14,486.5	15,800.1	17,372.8	18,054.0
조선	7,901.5	10,623.3	11,082.9	11,680.9	12,325.2
해양	1,269.7	649.1	1,119.1	1,942.3	1,325.2
엔진기계	2,709.8	3,134.4	3,579.2	3,749.5	4,189.8
영업이익	178.6	705.2	1,865.1	2,566.2	3,021.0
조선	148.8	702.5	1,323.6	1,878.6	2,242.6
해양	-37.2	-100.1	31.6	62.9	52.3
엔진기계	286.6	359.0	581.9	624.6	726.1
영업이익률	1.5%	4.9%	11.8%	14.8%	16.7%
조선	1.9%	6.6%	11.9%	16.1%	18.2%
해양	-2.9%	-15.4%	2.8%	3.2%	3.9%
엔진기계	10.6%	11.5%	16.3%	16.7%	17.3%

자료: HD현대중공업, iM증권 리서치본부

표2. HD현대중공업 분기 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출	2,987.7	3,884.0	3,609.2	4,005.6	3,822.5	3,982.3	3,887.0	4,108.3
조선	2,155.1	2,839.5	2,605.2	3,023.5	2,495.7	2,439.9	2,087.2	2,219.9
해양	112.5	158.4	175.5	202.7	159.0	303.2	313.1	343.8
엔진기계	702.6	865.1	810.0	756.7	901.1	909.3	863.9	905.0
영업이익	21.3	195.6	206.1	282.2	433.7	504.6	435.3	491.5
조선	79.8	200.9	164.5	257.3	355.4	351.4	286.8	330.0
해양	-77.6	-27.0	0.4	4.1	8.5	6.0	8.1	9.0
엔진기계	76.0	91.0	98.9	93.1	141.8	147.2	140.4	152.5
영업이익률	0.7%	5.0%	5.7%	7.0%	11.3%	12.7%	11.2%	12.0%
조선	3.7%	7.1%	6.3%	8.5%	14.2%	14.4%	13.7%	14.9%
해양	-69.0%	-17.0%	0.2%	2.0%	5.3%	2.0%	2.6%	2.6%
엔진기계	10.8%	10.5%	12.2%	12.3%	15.7%	16.2%	16.3%	16.9%

자료: HD현대중공업, iM증권 리서치본부

표3. HD현대중공업 1Q25 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	1Q25	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		1Q24	YoY %	1Q25E	차이 %	1Q25E	차이 %
매출	3,822.5	2,987.7	27.9%	3,786.9	0.9%	3,996.5	-4.4%
영업이익	433.7	21.3	1939.6%	262.7	65.1%	331.9	30.7%

자료: HD현대중공업, iM증권 리서치본부

표4. HD현대중공업 2025 실적 추정치 및 컨센서스 비교

(십억원)	2025E	전년대비		컨센서스 대비		기존 추정치 대비	
		2024	YoY %	2025E	차이 %	2025E	차이 %
매출	15,800.1	14,486.5	9.1%	16,080.0	-1.7%	15,796.8	0.0%
영업이익	1,865.1	705.2	164.5%	1308.0	42.6%	1,176.1	58.6%

자료: HD현대중공업, iM증권 리서치본부

표5. HD현대중공업 실적 추정치 변경

	신규 추정(A)		기존 추정(B)		차이(A-B)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출	15,800.1	17,372.8	15,796.8	17,124.6	3.3	248.2
영업이익	1,865.1	2,566.2	1,176.1	1,611.4	689.0	954.8
영업이익률	11.8%	14.8%	7.4%	9.4%	4.4%P	5.4%P

자료: HD현대중공업, iM증권 리서치본부

표6. HD현대중공업 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	비고
EPS(원)	(3,966)	278	7,001	14,438	
BPS(원)	59,566	58,660	64,259	73,457	
고점 P/E(배)		531.7	42.6	26.0	
평균 P/E(배)		422.6	23.2	21.7	
저점 P/E(배)		337.4	15.7	19.1	
고점 P/B(배)	2.6	2.5	4.6	5.1	
평균 P/B(배)	2.0	2.0	2.5	4.3	
저점 P/B(배)	1.6	1.6	1.7	3.8	
ROE(%)		0.5	10.9	19.7	지배주주순이익 기준
적용 BPS(원)				103,505	2027 BPS
Target P/B(배)				5.0	25 년 고점 P/B 적용
적정주가(원)				517,525	
목표주가(원)				518,000	
전일 종가(원)				376,000	
상승여력				37.8%	

자료: HD현대중공업, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,403	11,989	13,716	15,519
현금 및 현금성자산	1,258	2,500	3,820	5,352
단기금융자산	131	130	133	135
매출채권	1,785	1,935	2,116	2,194
재고자산	1,511	1,648	1,812	1,883
비유동자산	8,988	8,659	8,363	8,095
유형자산	6,610	6,297	6,014	5,759
무형자산	128	113	99	87
자산총계	19,391	20,649	22,078	23,614
유동부채	11,796	12,202	12,391	12,471
매입채무	1,535	1,675	1,841	1,913
단기차입금	87	98	176	176
유동성장기부채	313	553	489	489
비유동부채	1,890	1,925	1,954	1,954
사채	652	676	681	681
장기차입금	100	111	135	135
부채총계	13,686	14,128	14,345	14,425
지배주주지분	5,704	6,521	7,733	9,188
자본금	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	1,288	2,229	3,565	5,144
기타자본항목	850	726	602	478
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	5,704	6,521	7,733	9,188

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	14,486	15,800	17,373	18,054
증가율(%)	21.1	9.1	10.0	3.9
매출원가	12,993	13,254	14,008	14,236
매출총이익	1,494	2,546	3,365	3,818
판매비와관리비	789	681	749	778
연구개발비	100	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	705	1,865	2,616	3,040
증가율(%)	294.8	164.5	40.2	16.2
영업이익률(%)	4.9	11.8	15.1	16.8
이자수익	54	87	130	181
이자비용	150	51	53	53
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	2,373	391	352	352
세전계속사업이익	798	1,686	2,396	2,832
법인세비용	177	405	575	680
세전계속이익률(%)	5.5	10.7	13.8	15.7
당기순이익	622	1,282	1,821	2,152
순이익률(%)	4.3	8.1	10.5	11.9
지배주주귀속 순이익	622	1,282	1,821	2,152
기타포괄이익	-124	-124	-124	-124
총포괄이익	498	1,158	1,697	2,028
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,884	989	1,470	1,868
당기순이익	622	1,282	1,821	2,152
유형자산감가상각비	293	313	283	255
무형자산상각비	13	15	14	12
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-499	-15	-19	-19
유형자산의 처분(취득)	-452	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	-2,049	-1,948	-2,347	-2,534
단기금융부채의증감	-	251	14	-
장기금융부채의증감	-	35	29	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	330	1,242	1,321	1,532
기초현금및현금성자산	928	1,258	2,500	3,820
기말현금및현금성자산	1,258	2,500	3,820	5,352

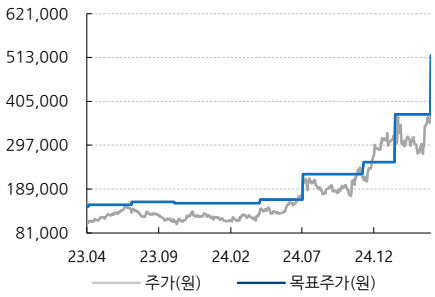
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	7,001	14,438	20,513	24,243
BPS	64,259	73,457	87,113	103,505
CFPS	10,446	18,138	23,851	27,253
DPS	2,090	3,845	5,463	6,456
Valuation(배)				
PER	41.1	26.0	18.3	15.5
PBR	4.5	5.1	4.3	3.6
PCR	27.5	20.7	15.8	13.8
EV/EBITDA	25.0	14.7	10.6	8.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.4	21.0	25.6	25.4
EBITDA이익률	7.0	13.9	16.8	18.3
부채비율	239.9	216.6	185.5	157.0
순부채비율	-4.2	-18.3	-32.0	-43.6
매출채권회전율(x)	8.7	8.5	8.6	8.4
재고자산회전율(x)	10.3	10.0	10.0	9.8

자료 : HD현대중공업, iM증권 리서치본부

HD현대중공업 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-28	Buy	150,000	-15.5%	-1.5%
2023-07-28	Buy	157,000	-21.0%	-11.0%
2023-10-27	Buy	154,000	-23.3%	-13.1%
2024-04-26	Buy	163,000	-11.4%	8.9%
2024-07-26	Buy	226,000	-12.1%	7.1%
2024-12-02	Buy	255,000	8.7%	28.2%
2025-02-07	Buy	373,000	-15.3%	0.8%
2025-04-25	Buy	518,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%