

Industry Comment

Analyst 오지훈
02) 6915-5662
jihoonoh@ibks.com

비중확대 (유지)

조선 2Q25 Preview

디테일이 중요해지는 시점

- 2Q25부터 2023년 이후 수주 물량 매출 반영 확대. 선가 상승 및 믹스 개선 Phase 2
- 공정 차질로 인해 비용이 발생했던 2023년과 다르게 믹스 개선은 온전히 수익성 개선으로 이어질 것
- 투자전략: 조선사별 선종 믹스의 디테일한 분석이 중요한 시점. 하반기 믹스 개선이 빠른 업체 선호
- 선호주: 컨테이너와 LNGc의 삼성중공업 최선호주, VLAC와 LNGc의 HD현대중공업 선호주 제시

2Q25부터 2023년 수주 물량 매출 반영, 선가 상승 및 믹스 개선 Phase 2

선가: 2Q25부터 2023년 수주한 물량이 매출에 반영되며 2024년보다 큰 수익성 개선을 전망한다. 2023년 신조선가지수가 +10% 상승했는데, 이는 2021년 다음으로 두 번째로 높은 선가 상승을 기록한 해이기 때문이다. 원가도 안정화되어 선가 상승분은 온전히 수익성 개선으로 이어지며 대폭의 수익성 개선을 전망한다.

선종별 디테일한 믹스 분석이 중요한 시점

선종 믹스: 선종과 수주연도별 디테일한 분석이 중요해지는 시점이라 판단한다. LNGc 안에도 상대적으로 저가 물량인 카타르 1차(210백만달러, 당시 신조선가 대비 대비 -11.3%), 카타르 2차(230백만달러, 당시 신조선가 대비 -13.2%)가 섞여 있다. LNGc 외 선종에서도 수주연도별 선가 차이는 크다. 세부적인 믹스에 따라 실적은 차별화될 전망이며, 어느 때보다 디테일한 선종 믹스 분석이 판단하는 이유이다.

투자전략: 하반기 믹스 개선이 가장 가파른 조선소를 매수하자

2025년 하반기 믹스 개선이 가장 큰 삼성중공업을 최선호주, HD현대중공업을 선호주로 제시한다. 삼성중공업은 2Q25부터 2023년 수주한 초고수익성 LNGc와 고마진 컨테이너선 매출 비중이 증가하고, 4Q25에는 저마진 물량인 카타르 1차 LNGc와 2021년 수주 물량이 완전히 해소되며 가파른 수익성 개선을 전망한다. HD현대중공업은 2023년 수주한 초고수익성 LNGc와 당시 대규모로 수주했던 고수익성의 VLAC/VLGC가 2Q25부터 본격적으로 매출에 반영되며 수익성이 개선될 전망이다.

한화오션은 2022년 수주한 LNGc 매출 인식 비중이 50% 수준으로 높지만, 높은 비중이 4Q25까지 큰 변화 없이 지속되며 믹스 '개선'은 경쟁사 대비 적다고 판단한다. 다만 1Q26에는 2023년 수주한 초고수익성 LNGc가 매출에 반영되기 시작하고 3Q26부터는 23년 수주한 고마진 컨테이너 또한 비중이 증가하며 믹스 개선을 전망한다. 오버행 우려로 주가의 상방이 제한되어 있을 때, 내년의 믹스 개선과 미국에서 들려올 좋은 소식들을 기다리며 비중을 늘려가는 전략 또한 추천한다.

HD현대미포는 인건비가 상대적으로 저렴한 베트남 조선소의 매출 비중이 증가하고 고수익성의 MGC(중형 LPGc) 비중이 3Q26까지 증가하며 믹스가 개선될 전망이다. 다만 21년 이후 두번째로 높은 선가 상승 물량이 반영되는 구간에서는 영업레버리지를 극대화 할 수 있는 대형 조선사 위주의 투자를 추천한다.

본 조서분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

실적: 2023년 수주 물량 본격적으로 매출 반영, 선가 상승 및 믹스 개선 Ph2

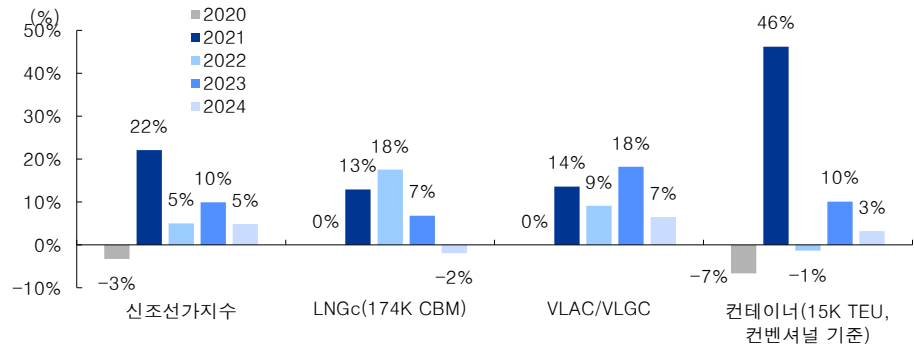
선가: 2Q25부터 2021년
다음으로 선가 상승률이
높았던 2023년 수주 물량
매출 인식 시작

선가: 2Q25부터 2023년 수주한 물량이 매출에 반영되며 2024년보다 큰 수익성 개선을 전망한다. 신조선가지수는 2021년 1월 125.8pt에서 48.5% 상승한 186.8pt를 기록하고 있다. 그런데 신조선가지수는 매년 같은 폭으로 상승하지 않았다는 점에 주목할 필요가 있다. 신조선가지수의 연도별 전년동기대비 상승률은 2021년 +22%, 2022년 +5%, 2023년 +10%, 2024년 +5%로 상승률이 연도별로 차별화된다. 이러한 차이가 중요한 이유는 수주시점별 매출 인식 비중에 따라 수익성 개선 정도가 차별화되기 때문이다.

실제로 2023년 삼성중공업과 한화오션의 영업이익률 개선폭은 전년동기대비 각각 +17%p, +31%p 개선되었다. 2023년 수익성 개선이 컸던 이유는, 2년 전 선가가 YoY +22% 상승했던 2021년 수주 물량이 매출에 반영되었기 때문이라 판단한다. 현재 조선사들의 백로그 길이는 3~3.5년 수준인데, 스틸커팅~인도까지 평균적으로 1년이 걸린다는 점을 감안하면, 2년 전 수주 물량이 매출에 반영되기 때문이다.

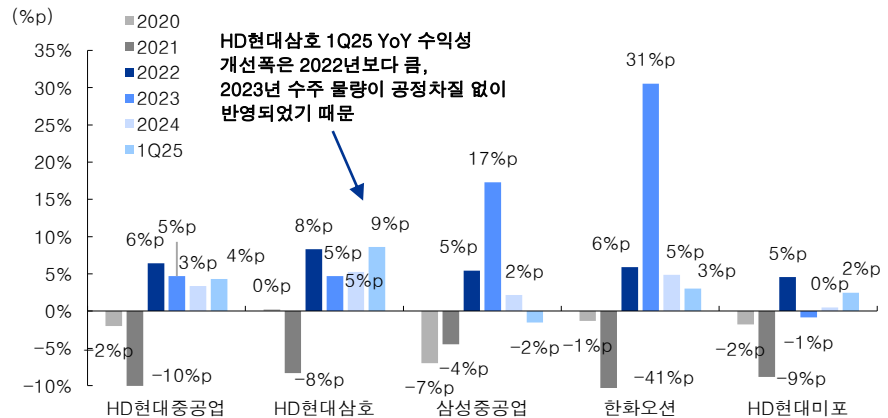
2Q25부터 2023년 신조선가지수가 +10% 상승한 물량이 매출에 반영될 차례이다. 향후 서술하겠지만 2023년과는 다르게 원가도 안정화되어 선가 상승분은 온전히 수익성 개선으로 이어지며 대폭의 수익성 개선을 전망한다. 2021년과 유사한 선가 상승과 믹스 개선이 이뤄지는 두 번째 구간이라 판단한다.

그림 1. 한국 주력 선종 연도별 신조선가 YoY 상승률: LNGc를 제외하고는 2021년 이후 2023년에 다시 한번 선가 큰 폭으로 상승 → 수익성 개선 전망



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 2. 한국 조선사 영업이익률 YoY 개선폭, HD현대삼호의 1Q25 수익성 개선폭은 2021년보다 큼



자료: Quantwise, IBK투자증권

표 1. 조선사 수주 시점별 매출 인식 시점 추정치: 선가상승분 반영되었던 2023년에 OPM 가장 큰 개선, 2Q25부터 2023년 수주한 물량이 매출에 반영되며 조선사들의 실적은 다시 한 번 큰 폭으로 개선될 전망

←매출인식시점 ↓수주시점	2022				2023				2024				2025				2026				2027					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
신조선가치수 (2년 Lag)	0%	0%	-2%	0%	-1%	4%	7%	9%	1%	2%	3%	0%	0%	2%	3%	3%	2%	3%	2%	1%	0%	-1%	0%			
HD현대중공업	OPM	-11%	-5%	1%	1%	-2%	2%	0%	4%	1%	5%	6%	7%	11%												
	2020년	55%	44%	48%	24%	7%	4%	10%	15%	5%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2021년	45%	56%	51%	75%	90%	92%	80%	63%	47%	18%	16%	4%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2022년	0%	0%	0%	1%	3%	5%	10%	21%	47%	76%	79%	86%	83%	63%	38%	21%	10%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2023년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	4%	12%	33%	58%	69%	68%	59%	59%	51%	40%	26%	20%	21%	
	2024년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	8%	19%	35%	32%	30%	31%	30%	21%	15%	
2025년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	5%	3%	1%	1%	2%	2%	4%	8%	19%	29%	44%	58%	65%		
HD현대삼호	OPM	-12%	-14%	13%	11%	4%	4%	6%	6%	11%	10%	11%	10%	19%												
	2020년	58%	29%	10%	3%	0%	0%	4%	10%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2021년	41%	69%	87%	93%	91%	68%	34%	10%	3%	1%	4%	9%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2022년	0%	2%	3%	4%	9%	31%	61%	78%	91%	84%	69%	59%	60%	49%	34%	12%	4%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2023년	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	5%	14%	26%	31%	38%	45%	54%	69%	63%	43%	26%	20%	14%	6%	2%	1%	
	2024년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	4%	11%	18%	30%	49%	63%	61%	52%	43%	46%	54%	
2025년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	3%	7%	12%	19%	34%	51%	52%	45%		
삼성중공업	OPM	-6%	-18%	-12%	-21%	1%	3%	4%	3%	3%	5%	5%	6%	5%												
	2020년	50%	19%	13%	6%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2021년	50%	81%	86%	91%	95%	95%	83%	60%	45%	40%	24%	10%	9%	13%	8%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2022년	0%	0%	1%	3%	4%	4%	17%	40%	55%	59%	74%	87%	83%	63%	44%	14%	13%	18%	15%	12%	6%	2%	2%	1%	
	2023년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	7%	21%	45%	57%	35%	36%	33%	30%	23%	24%	13%	3%	
	2024년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	3%	27%	51%	37%	37%	50%	57%	44%	50%	61%	
2025년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	8%	14%	8%	13%	31%	36%	35%		
한화오션	OPM	-38%	-8%	-64%	-23%	-4%	-9%	4%	-2%	2%	0%	1%	5%	8%												
	2020년	66%	52%	34%	29%	31%	20%	14%	9%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2021년	34%	48%	66%	70%	66%	75%	75%	68%	61%	56%	46%	18%	9%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2022년	0%	0%	0%	1%	2%	5%	11%	23%	36%	44%	53%	81%	88%	85%	72%	56%	36%	6%	4%	1%	0%	0%	0%	0%	
	2023년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	9%	16%	19%	30%	20%	9%	3%	2%	0%	0%	
	2024년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	8%	17%	25%	42%	56%	52%	53%	51%	47%	63%	83%	
2025년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	2%	8%	24%	37%	46%	51%	37%	17%		
HD현대미포	OPM	-7%	-1%	2%	-5%	-3%	-5%	-1%	-6%	-1%	2%	3%	3%	6%												
	2020년	46%	34%	17%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2021년	53%	65%	76%	86%	79%	59%	32%	20%	17%	15%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2022년	1%	2%	7%	10%	21%	41%	63%	70%	76%	75%	71%	39%	26%	18%	8%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	2023년	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%	10%	7%	8%	22%	55%	64%	56%	45%	36%	30%	18%	12%	8%	1%	0%	0%	0%	
	2024년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	5%	10%	25%	45%	61%	65%	69%	67%	57%	57%	67%	73%	75%	
2025년	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	5%	13%	21%	35%	42%	32%	27%	25%		

자료: IBK투자증권

표 2. HD현대 조선 3사 수주 시점별 매출 인식 시점 추정치와 실제값 차이: 오차 크지 않음

→매출인식시점 ↓수주시점	추정치		실제값		오차(실제값-오차)	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
HD현대중공업						
2020년	2%	0%	3%	0%	1%p	0%p
2021년	19%	1%	26%	2%	7%p	1%p
2022년	74%	55%	69%	53%	-5%p	-2%p
2023년	3%	40%	2%	36%	-1%p	-4%p
2024년 이후	3%	5%	0%	9%	-3%p	4%p
HD현대삼호						
2020년	1%	0%	1%	0%	0%p	0%p
2021년	4%	0%	4%	1%	0%p	1%p
2022년	74%	39%	72%	33%	-2%p	-6%p
2023년	21%	51%	23%	53%	2%p	2%p
2024년 이후	0%	9%	0%	13%	0%p	4%p
HD현대미포						
2020년	0%	0%	0%	0%	0%p	0%p
2021년	9%	0%	14%	0%	5%p	0%p
2022년	65%	13%	59%	9%	-6%p	-4%p
2023년	23%	50%	26%	51%	3%p	1%p
2024년 이후	2%	37%	1%	40%	-1%p	3%p

자료: IBK투자증권

선종 믹스: 선종과 수주연도별 디테일한 분석이 중요한 시점이라 판단

선종 믹스: 선종과 수주연도별 디테일한 분석이 중요해지는 시점이라 판단한다. LNGc 안에도 상대적으로 저가 물량인 카타르 1차(210백만달러, 당시 신조선가 대비 -11.3%), 카타르 2차(230백만달러, 당시 신조선가 대비 -13.2%)가 섞여 있다. LNGc 외 선종에서도 수주연도별 선가 차이는 크다. VLAC/VLGC는 2022년 92백만달러에서 2024년 120백만달러까지 +31% 상승했고, 15K TEU급 컨테이너선도 2022년 158.5백만달러에서 2024년 171.9백만달러까지 +8.5% 상승했다. 세부적인 믹스에 따라 실적은 차별화될 전망이며, 어느 때보다 디테일한 선종 믹스 분석이 판단하는 이유이다.

표 3. 주력 선종 수주연도별 선가 추이

(단위: 백만달러)

	LNGc(174K CBM)	VLAC/MLGC	컨테이너 15K TEU (컨벤셔널 기준)
카타르 1차	210.0	-	-
카타르 2차	230.0	-	-
2022년 평균신조선가	232.3	92.0	158.5
2023년 평균 신조선가	259.0	105.3	161.2
2024년 평균 신조선가	263.0	120.1	171.9

자료: Clarksons, IBK투자증권

조선사별 2025년 하반기와 2026년 주요 믹스 개선 사항은 아래와 같다. 2025년 하반기에는 삼성중공업과 HD현대중공업의 믹스 개선이 가장 가파를 것으로 추정한다.

삼성중공업

- 저수익성 물량: 현재 대형 조선사 중 적자 물량 비중이 가장 높음. 그러나 4Q25에 2021년 수주한 적자 컨테이너선과 카타르 1차 LNGc 매출 인식 대부분 해소, 고수익성 선박 비중 증가가 온전히 수익성 개선에 기여
- 고마진 컨테이너: 2023년 수주한 선박들이 2Q25부터 매출 반영
- 초고수익성 LNGc: 2023년 이후 수주한 초고수익성의 비카타르 LNGc가 4Q25부터 매출 반영

HD현대중공업

- VLAC/VLGC: 2년 전 수주한 고수익성의 LPG운반선이 2Q25부터 매출 반영
- 고마진 컨테이너: 2023년 수주한 선박들이 3Q25부터 본격적으로 매출 반영
- 초고수익성 LNGc: 2023년 이후 수주한 비카타르 LNGc 매출인식 2Q25부터 매출 반영, 4Q25에 유의미하게 비중 증가

한화오션

- 비카타르 LNGc: 대형 조선사 중 2022년에 수주한 비카타르 LNGc 비중 가장 높음. 다만 이로 인해 2023년 이후 수주한 초고수익성의 비카타르 LNGc 매출 인식은 1Q26부터 증가
- 카타르 LNGc: 대형 조선사 중 카타르 1차 물량 매출 인식을 가장 빨리 진행해왔음. 2Q25 기준 카타르 1차의 매출 비중은 22% 수준으로 대형 조선사 중 가장 낮음. 경쟁사들 대비 믹스에서 유리하게 작용

HD현대미포

- 베트남: 하반기 베트남 조선소의 매출 비중이 20%까지 증가. 2026년에는 30% 후반대까지 증가. 최저임금으로 추정된 베트남의 인건비는 한국의 13% 수준. 생산성 차이를 감안하더라도 베트남에서 건조하는 물량의 수익성은 울산의 LNG BV보다도 좋을 것으로 추정함
- MGC: 고수익성의 중형 LGP운반선 매출 비중 3Q26까지 우상향하며 증가

HD현대삼호

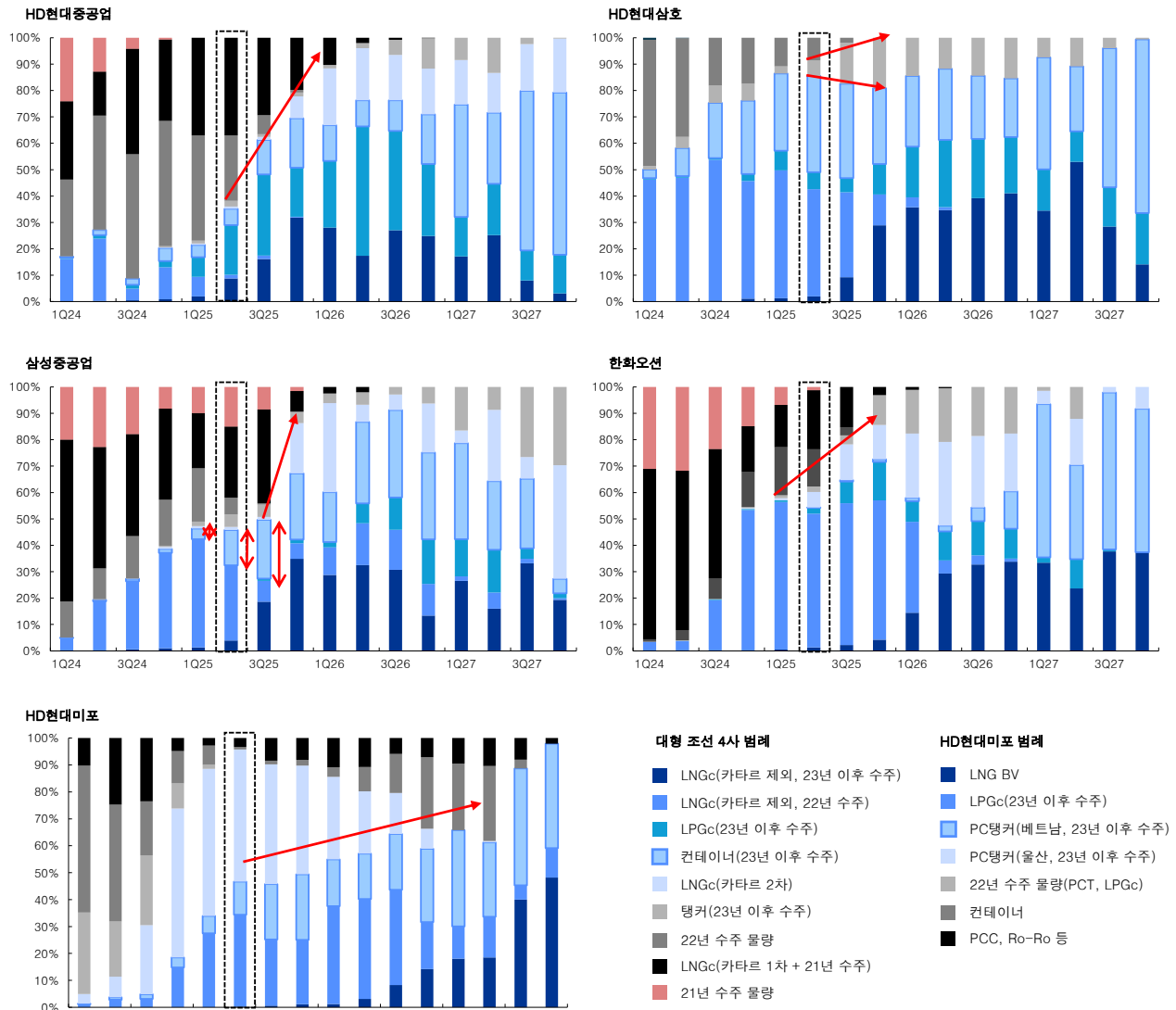
- 믹스 개선이 가장 빠른 조선소: 2Q25 기준 2022년 수주한 LNGc와 2023년 수주한 컨테이너선이 매출의 80% 이상 차지할 것으로 추정. 다만 1) 2025년은 1분기와 유사한 수준의 믹스가 지속됨에 따라 수익성 개선은 다른 조선사 대비 두각을 나타내지는 못할 것으로 전망. 또한 탱커 비중이 하반기로 갈수록 확대됨에 따라 수익성 개선 둔화 불가피

표 3. 조선사별 선종 믹스 개선 추이 ①: 고가 물량 반영은 이제 시작일 뿐

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
HD현대중공업																
LNGc(카타르 제외, 23년 이후 수주)	0%	0%	0%	1%	2%	9%	16%	32%	28%	17%	27%	25%	17%	25%	8%	3%
LNGc(카타르 제외, 22년 수주)	16%	24%	4%	12%	7%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LPGc(23년 이후 수주)	0%	1%	1%	2%	7%	19%	31%	19%	25%	49%	38%	27%	15%	19%	11%	15%
컨테이너(23년 이후 수주)	0%	2%	2%	5%	5%	6%	13%	19%	14%	10%	12%	19%	43%	27%	60%	61%
LNGc(카타르2차)	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	8%	22%	20%	17%	17%	17%	15%	18%	20%
탱커(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	6%	12%	8%	13%	2%	0%
22년 수주 물량	29%	43%	47%	47%	40%	25%	7%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LNGc(카타르1차, 21년 수주)	30%	17%	40%	31%	37%	37%	29%	20%	10%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
21년 수주 물량	24%	13%	4%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
HD현대삼호																
LNGc(카타르 제외, 23년 이후 수주)	0%	0%	0%	1%	1%	2%	9%	29%	36%	35%	39%	41%	34%	53%	28%	14%
LNGc(카타르 제외, 22년 수주)	46%	47%	53%	45%	49%	41%	32%	12%	4%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LPGc(23년 이후 수주)	1%	1%	1%	3%	7%	6%	5%	12%	19%	25%	22%	21%	16%	12%	15%	19%
컨테이너(23년 이후 수주)	3%	11%	21%	28%	29%	36%	36%	29%	27%	27%	24%	22%	42%	25%	53%	66%
탱커(23년 이후 수주)	1%	4%	7%	6%	3%	6%	15%	19%	14%	12%	14%	15%	7%	11%	4%	1%
22년 수주 물량	48%	37%	18%	17%	11%	9%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
21년 수주 물량	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
삼성중공업																
LNGc(카타르 제외, 23년 이후 수주)	0%	0%	1%	1%	1%	4%	19%	35%	29%	32%	31%	13%	27%	16%	33%	19%
LNGc(카타르 제외, 22년 수주)	5%	19%	26%	36%	41%	28%	8%	6%	10%	16%	15%	12%	2%	6%	2%	1%
LPGc(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	7%	12%	17%	14%	16%	4%	2%
컨테이너(23년 이후 수주)	0%	1%	1%	2%	4%	13%	22%	25%	19%	31%	33%	33%	36%	26%	26%	5%
LNGc(카타르2차)	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	19%	34%	6%	6%	19%	5%	27%	8%	43%
탱커(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	2%	5%	5%	4%	4%	5%	3%	6%	16%	9%	27%	30%
22년 수주 물량	14%	12%	16%	17%	20%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LNGc(카타르1차, 21년 수주)	61%	46%	39%	35%	21%	27%	36%	8%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
21년 수주 물량	20%	23%	18%	8%	10%	15%	9%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
한화오션																
LNGc(카타르 제외, 23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	4%	14%	29%	33%	34%	33%	24%	38%	37%
LNGc(카타르 제외, 22년 수주)	3%	4%	19%	53%	56%	51%	54%	53%	34%	5%	4%	1%	0%	0%	0%	0%
LPGc(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	1%	2%	8%	15%	8%	11%	13%	11%	2%	11%	1%	0%
컨테이너(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	5%	14%	58%	36%	59%	54%
LNGc(카타르2차)	0%	0%	0%	0%	1%	6%	14%	13%	24%	32%	27%	22%	5%	18%	2%	8%
탱커(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	11%	17%	20%	19%	18%	1%	12%	0%	0%
22년 수주 물량	1%	4%	8%	13%	18%	14%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LNGc(카타르1차, 21년 수주)	65%	60%	49%	17%	16%	22%	15%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
21년 수주 물량	31%	32%	24%	15%	7%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
HD현대미포																
LNG BV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	3%	8%	14%	18%	18%	40%	48%
LPGc(23년 이후 수주)	1%	3%	3%	15%	27%	34%	25%	24%	36%	37%	35%	17%	12%	15%	5%	11%
PC탱커(베트남, 23년 이후 수주)	0%	1%	2%	4%	6%	12%	21%	24%	17%	17%	21%	27%	36%	28%	43%	39%
PC탱커(울산, 23년 이후 수주)	4%	8%	26%	55%	55%	49%	45%	40%	31%	23%	15%	7%	0%	1%	0%	0%
22년 수주 물량(PCT, LPG)	30%	21%	26%	9%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
컨테이너	55%	43%	20%	12%	7%	1%	1%	2%	4%	9%	14%	27%	25%	28%	3%	0%
PCC, Ro-Ro	10%	25%	23%	5%	3%	3%	8%	8%	11%	11%	6%	7%	9%	10%	8%	2%

자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 4. 조선사별 선종 믹스 개선 추이 ②: 하반기 믹스 개선은 삼성중공업 > HD현대중공업 > 한화오션 > HD현대미포 > HD현대삼호 순으로 큼



자료: Clarksons, IBK투자증권

표 4. 조선사별 LNGc 매출인식 시점: 한화오션 카타르 1차 매출인식 가장 빨랐음. 4분기부터 카타르 2차 물량 비중 증가

단위: 백만달러, %, 척	선가	수주 척 수	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2027
카타르1차(A)			1,231	1,171	1,455	1,457	1,350	1,272	1,125	432	255	73	16	4	0
HD현대중공업	215	17	32	141	490	538	752	655	484	273	187	40	16	4	0
삼성중공업	215	18	682	429	467	585	332	341	465	124	48	24	0	0	0
한화오션	215	13	517	602	498	334	266	276	176	36	20	8	0	0	0
카타르2차(B)			0	3	3	28	41	108	190	568	1,501	1,055	907	1,026	2,806
HD현대중공업	230	17	0	0	0	5	11	15	19	115	390	396	340	367	1,336
삼성중공업	230	15	0	0	0	14	14	14	14	302	668	79	79	323	1,136
한화오션	230	12	0	3	3	9	16	79	157	151	443	579	488	336	335
기타 LNGc			1,978	1,686	1,850	2,653	2,145	1,338	1,334	1,901	2,308	1,633	1,927	1,521	3,837
HD현대중공업	-	-	690	492	358	352	219	204	288	445	508	348	536	526	1,109
삼성중공업	-	-	654	625	529	731	712	414	399	793	912	660	739	459	1,505
한화오션	-	-	634	569	963	1,570	1,214	720	647	663	888	625	652	536	1,222
LNGc 총 매출(C)			3,209	2,860	3,307	4,138	3,537	2,718	2,650	2,901	4,064	2,760	2,850	2,551	6,643
대형 3사 카타르 LNGc 매출 비중: (A+B)/C			38%	41%	44%	36%	39%	51%	50%	34%	43%	41%	32%	40%	42%
HD현대중공업		34	4%	22%	58%	61%	78%	77%	64%	47%	53%	56%	40%	41%	55%
카타르 1차	215	17	4%	22%	58%	60%	77%	75%	61%	33%	17%	5%	2%	0%	0%
카타르 2차	230	17	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	14%	36%	51%	38%	41%	55%
삼성중공업		33	51%	41%	47%	45%	33%	46%	55%	35%	44%	14%	10%	41%	43%
카타르 1차	215	18	51%	41%	47%	44%	31%	44%	53%	10%	3%	3%	0%	0%	0%
카타르 2차	230	15	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	25%	41%	10%	10%	41%	43%
한화오션		25	45%	52%	34%	18%	19%	33%	34%	22%	34%	48%	43%	39%	22%
카타르 1차	215	13	45%	51%	34%	17%	18%	26%	18%	4%	1%	1%	0%	0%	0%
카타르 2차	230	12	0%	0%	0%	0%	1%	7%	16%	18%	33%	48%	43%	39%	22%

자료: IBK투자증권

원가: 코로나 이전 수준으로 안정화. 선가 상승은 온전히 수익성 개선으로

원가: 조선소 비용에서 절대적인 비중을 차지하는 원재료비와 인건비 하향 안정화 추세

믹스 개선과 선가 상승분만큼이나 중요한 항목이 원가이다. 원가가 안정적인 상태를 유지한다는 가정이 성립해야 믹스 개선이 온전히 수익성 개선으로 이어질 수 있기 때문이다. 2023년 인력 부족으로 공정차질이 발생하며 비용이 발생했던 것이 대표적인 cost-overrun의 사례이다.

대부분의 조선사들은 원가를 세부적으로 공개하고 있지는 않지만, 한화오션은 감사보고서의 주석에서 비용을 성격별로 분류하여 공시하고 있다. 이 중 인건비와 외주가공비, 원재료 매입 계정의 변화 추이를 분석하였다.

한화오션의 현장직 종업원 급여와 외주가공비는 2024년 YoY 각각 +24%, +18% 증가. 1Q25에는 각각 +20%, +5% 증가했다. 상승폭이 큰 것처럼 보이지만, 2024년 소속 외 근로자 수가 +10% 증가한 점을 감안한다면, 외주가공비의 가격 상승은 8% 수준인 것으로 추정된다. 더불어 총 비용 대비 인건비(노무비+외주가공비) 비중은 1Q25에 36% 수준으로 2019년 코로나19 이전 수준까지 하향 안정화 되었다.

2023년 2월, E-7과 E-9 비자를 활용하여 외국인 인력이 조선소에 투입된 이후 2년이 지난 시점이다. 이들의 숙련도가 상승하며 총 비용 대비 인건비 비중은 향후에도 하향 안정화 추세가 지속될 것이라 전망한다. 즉, 2023년과 달리 향후 믹스 개선과 선가 상승분은 온전히 수익성 개선으로 이어질 것으로 추정한다.

중국의 부동산 경기가 회복하지 않는 이상 중국의 철강 감산으로 인한 후판가 인상은 우려하지 않아도 되는 수준이라 판단

원재료 매입 비중도 하향 안정화되는 추세이다. 2024년 총 비용 대비 원재료 매입 비중은 55% 였으나, 1Q25에 48%까지 하향 안정화되었다. 최근 시장이 우려하는 중국의 철강 감산으로 인한 후판가 인상 가능성에 대해서는 크게 우려하지 않는다. 후판은 조선업 뿐만 아니라 건설업에도 사용된다. 중국의 2025년 1~5월 부동산 투자는 YoY -10.7%, 신규 착공 건수는 YoY -21% 감소했다. 중국의 부동산 경기가 회복 국면으로 전환하지 않는 이상 중국의 철강 감산으로 인한 후판가 인상은 우려하지 않아도 되는 수준이라 판단한다.

표 5. 한화오션 재료비, 인건비 추이: 원가 안정화 추세

단위: 십억원, 명, %	19	20	21	22	23	24	1Q24	1Q25
종업원급여	971	883	747	851	948	1,178	263	317
종업원급여(현장직)	899	819	684	786	873	1,032	240	251
종업원급여(사무직)	72	64	63	65	76	146	23	65
외주가공비	1,983	1,362	924	1,452	2,303	2,926	650	776
종업원급여(현장직) YoY		-9%	-15%	14%	11%	24%		20%
외주가공비 YoY		-9%	-16%	15%	11%	18%		5%
직원 수	9,767	9,439	8,802	8,629	8,892	10,202		
소속 외 근로자 수	18,904	12,935	12,351	14,108	18,788	20,656		
직원 수 YoY		-3%	-7%	-2%	3%	15%		
소속 외 근로자 수 YoY		-32%	-5%	14%	33%	10%		
총 비용	8,066	6,877	6,241	6,474	7,605	10,538	2,231	2,884
총 비용 YoY		-15%	-9%	4%	17%	39%		29%
(노무비+외주가공비)/총 비용		32%	26%	35%	42%	38%	40%	36%
노무비/총 비용	11%	12%	11%	12%	11%	10%	11%	9%
외주가공비/총 비용	25%	20%	15%	22%	30%	28%	29%	27%
원재료 매입	3,395	3,128	2,567	3,898	4,992	5,775	1,323	1,391
원재료 매입 YoY		-8%	-18%	52%	28%	16%		5%
원재료 매입/총 비용		45%	41%	60%	66%	55%	59%	48%

자료: 한화오션, Dart 전자공시, IBK투자증권

투자전략: 하반기, 믹스 개선이 가장 큰 조선소를 매수하자

2025년 하반기 선호주:
삼성중공업,
HD현대중공업

2025년 하반기 믹스 개선이 가장 큰 삼성중공업을 최선호주, HD현대중공업을 선호주로 제시한다. 삼성중공업은 2Q25부터 2023년 수주한 초고수익성 LNGc와 고마진 컨테이너선 매출 비중이 증가하고, 4Q25에는 저마진 물량인 카타르 1차 LNGc와 2021년 수주 물량이 완전히 해소되며 가파른 수익성 개선을 전망한다. HD현대중공업은 2023년 수주한 초고수익성 LNGc와 당시 대규모로 수주했던 고수익성의 VLAC/VLGC가 2Q25부터 본격적으로 매출에 반영되며 수익성이 개선될 전망이다.

한화오션은 2022년 수주한 LNGc 매출 인식 비중이 50% 수준으로 높지만, 높은 비중이 4Q25까지 큰 변화 없이 지속되며 믹스 '개선'은 경쟁사 대비 적다고 판단한다. 다만 1Q26에는 2023년 수주한 초고수익성 LNGc가 매출에 반영되기 시작하고 3Q26부터는 23년 수주한 고마진 컨테이너 또한 비중이 증가하며 믹스 개선을 전망한다. 오버행 우려로 주가의 상방이 제한되어 있을 때, 내년의 믹스 개선과 미국에서 들려올 좋은 소식들을 기다리며 비중을 늘려가는 전략 또한 추천한다.

HD현대미포는 인건비가 상대적으로 저렴한 베트남 조선소의 매출 비중이 증가하고 고수익성의 MGC(중형 LPGc) 비중이 3Q26까지 증가하며 믹스가 개선될 전망이다. 다만 21년 이후 두번째로 높은 선가 상승 물량이 반영되는 구간에서는 영업레버리지를 극대화 할 수 있는 대형 조선사 위주의 투자를 추천한다.

표 6. 조선4사 Valuation Table

(단위: 원, 십억원, %, 배)

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation										
종목			매출액	영업이익	OPM	지배주주 순이익	EPS(원)	BPS(원)	PER(배)	PBR(배)	ROE		
삼성중공업 (010140)	투자의견	매수	2022	5,944.7	-854.4	-14.4%	-619.4	-704	4,084	-5.8	1.2	-16.1%	
	목표주가	27,000	2023	8,009.4	233.3	2.9%	-148.3	-168	3,908	-76.6	1.9	-4.2%	
	최선호주	증가	17,900	2024	9,903.1	502.7	5.1%	63.9	73	4,311	246.6	4.2	5.7%
	상승여력	50.8%	2025E	11,374.1	928.9	8.2%	568.0	645	4,921	27.7	3.6	14.0%	
	적정시총	23,763	2026E	12,780.2	1,522.6	11.9%	1,120.2	1,273	6,194	14.1	2.9	22.9%	
	시가총액	15,754	2027E	13,537.2	1,784.5	13.2%	1,360.2	1,546	7,739	11.6	2.3	22.2%	
HD 현대중공업 (329180)	투자의견	매수	2022	9,045.5	-289.2	-3.2%	-352.1	-3,966	59,566	-29.4	2.0	-6.5%	
	목표주가	530,000	2023	11,963.9	178.6	1.5%	24.7	278	58,660	536.9	2.2	0.5%	
	선호주	증가	401,500	2024	14,486.5	705.2	4.9%	621.5	7,001	64,259	57.3	6.2	43.6%
	상승여력	32.0%	2025E	15,936.1	1,938.4	12.2%	1,446.3	16,293	78,494	24.6	5.1	22.8%	
	적정시총	47,050	2026E	17,672.0	2,308.0	13.1%	1,877.0	21,143	97,547	19.0	4.1	24.0%	
	시가총액	35,642	2027E	19,713.5	3,083.2	15.6%	2,543.0	28,646	124,103	14.0	3.2	25.8%	
한화오션 (042660)	투자의견	매수	2022	4,860.2	-1,613.6	-33.2%	-1,744.8	-13,757	5,874	-1.2	3.2	-117.8%	
	목표주가	98,000	2023	7,408.3	-196.5	-2.7%	159.9	757	14,060	48.3	1.9	6.3%	
	증가	78,000	2024	10,776.0	237.9	2.2%	528.1	757	14,060	103.0	5.5	0.7%	
	상승여력	25.6%	2025E	13,308.1	1,235.3	9.3%	1,057.4	3,451	19,339	22.6	4.0	19.6%	
	적정시총	30,023	2026E	13,876.5	1,477.9	10.7%	1,250.6	4,082	23,420	19.1	3.3	19.1%	
	시가총액	23,896	2027E	13,209.5	1,695.9	12.8%	1,441.7	4,705	28,125	16.6	2.8	18.3%	
HD 현대미포 (010620)	투자의견	매수	2022	3,716.9	-109.1	-2.9%	-44.6	-1,116	53,448	-81.3	1.6	-2.1%	
	목표주가	230,000	2023	4,039.1	-152.9	-3.8%	-142.9	-3,579	49,324	-23.4	1.7	-7.1%	
	증가	192,000	2024	4,630.0	88.5	1.9%	105.5	2,642	51,278	72.7	3.7	22.1%	
	상승여력	19.8%	2025E	5,166.5	360.5	7.0%	317.8	7,956	58,522	24.1	3.3	14.5%	
	적정시총	9,187	2026E	5,709.3	520.4	9.1%	376.6	9,430	67,243	20.4	2.9	15.0%	
	시가총액	7,669	2027E	6,037.3	696.6	11.5%	508.6	12,732	79,266	15.1	2.4	17.4%	

자료: IBK투자증권

매수 (유지)

목표주가 (상향) 27,000원
현재가 (7/16) 17,900원

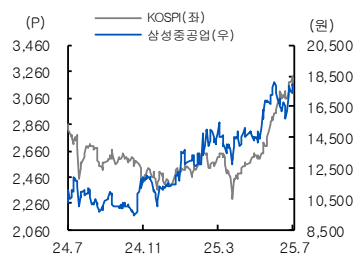
KOSPI (7/16) 3,186.38pt
시가총액 15,752십억원
발행주식수 880,115천주
액면가 1,000원
52주 최고가 18,070원
최저가 9,470원
60일 일평균거래대금 132십억원
외국인 지분율 31.8%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
삼성전자 외 7 인 20.88%
국민연금공단 7.98%

	1M	6M	12M
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8%	6%	57%
절대기준	-1%	34%	74%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	▲
목표주가	27,000	18,000	▲
EPS(25)	645	646	▼
EPS(26)	1,273	1,216	▲

삼성중공업 상대주가 (%)



삼성중공업 (010140)

2Q25 Pre: 빌드업 끝. 퍼포먼스 시작

2Q25 컨센서스 상회 전망

삼성중공업 2Q25 연결 영업실적은 매출액 2조 7,494억원(YoY +8.6%, QoQ +10.2%), 영업이익 2,021억원(YoY +54.6%, QoQ +64.2%)로 컨센서스 1,786억원을 13.2% 상회할 전망이다. 컨센서스를 상회할 것으로 추정하는 이유는 2Q25에 2023년 수주한 고마진 컨테이너선들이 일부 매출에 반영되고, 해양 부문에서 예상 대비 공정률이 빠르게 진행되는 것으로 분석하기 때문이다.

하반기 FLNG도 좋아지지만 상선에서 더 가파른 믹스 개선 전망

하반기 고수익성의 FLNG 2기 동시 건조 체제에 돌입하며 수익성 개선을 전망함과 더불어 상선 부문에서도 가파른 믹스 개선을 전망한다. 동사는 현재 2021년 수주한 적자 물량 매출 인식 비중이 대형 조선사 중 가장 높는데, 4Q25부터 적자 물량은 완전히 해소될 것으로 전망한다. 2Q25부터는 23년 수주한 고마진 컨테이너 비중이 증가하고 4Q25부터는 2023년 이후 수주한 초고수익성의 비카타르 LNGc가 매출에 반영되며 가파른 믹스, 수익성 개선을 전망한다. 당사는 삼성중공업의 4Q25 믹스 개선이 가장 가파르다고 추정하고 있으며, 4Q25 영업이익률을 11.2%(컨센서스 8.0%) 수준으로 추정하고 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 27,000원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견 매수 유지, 목표주가를 27,000원으로 상향하며 최선호주로 편입한다. 1) 대형 조선사 중 유일하게 해양 부문에서 양호한 수익성을 기록하며 적자 부문이 없고, 2) 2025년 하반기부터 FLNG 2기 건조 체제에 돌입하며 실적 개선은 지속되며, 3) 하반기 상선 부문 가파른 믹스 개선이 예정되어있고, 4) 중국의 팍스오션, 베트남, 한국의 HSG성동조선으로의 하청을 통해 외형을 성장 중이고, 5) 경쟁사들의 미국 함정 MRO 사업보다 큰 규모의 울산 반딧불이 하부구조물을 독점 공급할 계획이며, 6) 대형 조선사 중 가장 밸류에이션 매력도가 높다.

(단위:십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	11,374	12,780	13,537
영업이익	233	503	929	1,523	1,785
세전이익	-296	-316	829	1,449	1,750
지배주주순이익	-148	64	568	1,120	1,360
EPS(원)	-168	73	645	1,273	1,546
증가율(%)	-76.1	-143.1	789.2	97.2	21.4
영업이익률(%)	2.9	5.1	8.2	11.9	13.2
순이익률(%)	-1.9	0.5	5.0	8.8	10.0
ROE(%)	-4.2	1.8	14.0	22.9	22.2
PER	-46.0	155.7	27.7	14.1	11.6
PBR	2.0	2.6	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	20.5	15.6	14.6	9.2	7.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 7. 삼성중공업 2Q25 Preview

단위:	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.06(E)	2025.06(E)	vs Chg	2025.06(E)	vs Con	2024.06(A)	YoY	2025.03(A)	QoQ
매출액	2,749	2,783	-1.2%	2,713	1.4%	2,532	8.6%	2,494	10.2%
영업이익	202	175	15.5%	179	13.2%	131	54.6%	123	64.2%
자배주주순이익	173	129	34.5%	160	8.8%	77	126.6%	92	88.4%
OPM	7.4%	6.3%	1.1%p	6.6%	0.8%p	5.2%	2.2%p	4.9%	2.4%p
NPM	6.3%	4.6%	1.7%p	5.9%	0.4%p	3.0%	3.3%p	3.7%	2.6%p

자료: IBK투자증권

표 8. 삼성중공업 실적 전망

(십억원 %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,348	2,532	2,323	2,700	2,494	2,749	3,046	3,084	3,115	3,133	3,221	3,312	9,903	11,374	12,780	13,537
YoY	46.3%	30.1%	14.7%	11.0%	6.2%	8.6%	31.1%	14.2%	24.9%	13.9%	5.7%	7.4%	23.6%	14.9%	12.4%	19.0%
QoQ	-3.5%	7.8%	-8.3%	16.2%	-7.6%	10.2%	10.8%	1.2%	1.0%	0.6%	2.8%	2.8%				
영업이익	78	131	120	174	123	202	257	346	352	366	391	414	503	929	1,523	1,785
OPM	3.3%	5.2%	5.2%	6.5%	4.9%	7.4%	8.4%	11.2%	11.3%	11.7%	12.1%	12.5%	5.1%	8.2%	11.9%	13.2%
YoY	298.2%	121.9%	58.0%	120.6%	58.1%	54.6%	114.7%	98.8%	186.3%	81.2%	51.7%	19.4%	115.4%	84.8%	63.9%	92.1%
QoQ	-1.4%	67.9%	-8.3%	45.4%	-29.4%	64.2%	27.4%	34.6%	0.7%	3.3%	3.7%	3.0%				
세전이익	15	76	72	-478	91	178	236	325	331	346	373	399	-316	829	1,449	1,750
당기순이익	8	74	71	-99	90	173	235	67	328	337	372	83	54	566	1,120	1,360

자료: IBK투자증권

표 9. 삼성중공업 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	880	880	880	880	880	880
EPS	-704	-168	73	645	1,273	1,546
BPS	4,084	3,908	4,311	4,921	6,194	7,739
PBR(고)	1.6	2.4	2.8	3.6		
PBR(저)	1.2	1.2	1.6	2.5		
ROE	-16.1%	-4.2%	5.7%	14.0%	22.9%	22.2%
FWD ROE	0.7%	9.8%	18.4%	22.5%		
L FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	0.5%	4.2%	6.5%	6.3%		
COE(평): 1~2년 후행	0.6%	5.9%	8.4%	7.4%		
적용 ROE					2027년 ROE →	21.4%
적용 COE					[1Q25 고점] →	6.2%

적정 PBR	현재 2.3	적정 3.5
적정주가		27,087
목표주가		27,000
종가(7월 16일)		17,900
상승여력		50.8%

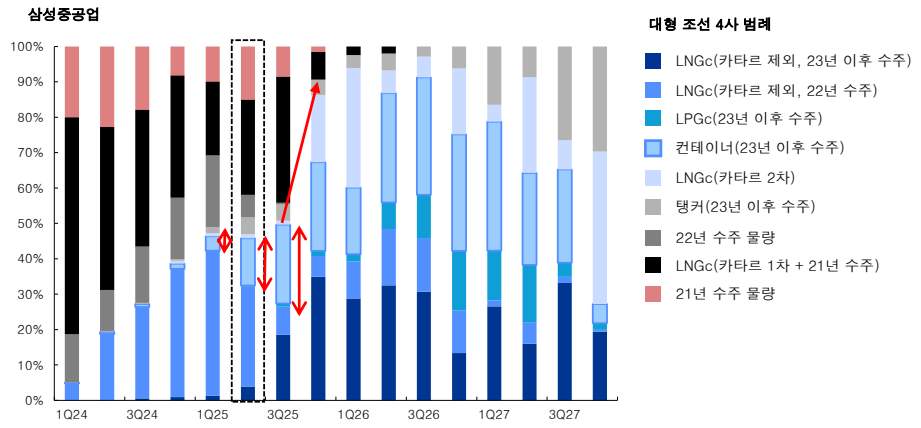
PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	880	880	880	880	880	880
EPS	-704	-168	73	645	1,273	1,546
PER(고)	-7.3	-93.6	689.5	136.8		
PER(저)	-5.6	-47.3	391.6	96.9		
PER(고): 2년 후행	88.9	14.7				
PER(저): 2년 후행	77.0	10.5				

현재 PER	14.1	11.6
적정 PER	20.0	17.5
적정주가	25,457	27,047
Weight	0%	100%
		27,047

목표주가	27,000
종가(7월 16일)	17,900
상승여력	50.8%

자료: IBK투자증권

그림 5. 삼성중공업 선종 믹스 개선 추이 ①



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 6. 삼성중공업 선종 믹스 개선 추이 ②

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
삼성중공업															
LNGc(카타르 제외, 23년 이후 수주)	0%	0%	1%	1%	1%	4%	19%	35%	29%	32%	31%	13%	27%	16%	33%
LNGc(카타르 제외, 22년 수주)	5%	19%	26%	36%	41%	28%	8%	6%	10%	16%	15%	12%	2%	6%	2%
LPGc(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	7%	12%	17%	14%	16%	4%
컨테이너(23년 이후 수주)	0%	1%	1%	2%	4%	13%	22%	25%	19%	31%	33%	33%	36%	26%	26%
LNGc(카타르 2차)	0%	0%	0%	1%	1%	1%	19%	34%	6%	6%	19%	5%	27%	8%	
탱커(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	2%	5%	5%	4%	4%	5%	3%	6%	16%	9%	27%
22년 수주 물량	14%	12%	16%	17%	20%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LNGc(카타르 1차, 21년 수주)	61%	46%	39%	35%	21%	27%	36%	8%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
21년 수주 물량	20%	23%	18%	8%	10%	15%	9%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: Clarksons, IBK투자증권

삼성중공업 (010140)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	11,374	12,780	13,537
증가율(%)	34.7	23.6	14.9	12.4	5.9
매출원가	7,364	8,983	9,952	10,709	11,173
매출총이익	645	921	1,422	2,072	2,364
매출총이익률 (%)	8.1	9.3	12.5	16.2	17.5
판매비	412	418	493	549	579
판매비율(%)	5.1	4.2	4.3	4.3	4.3
영업이익	233	503	929	1,523	1,785
증가율(%)	-127.3	115.4	84.8	63.9	17.2
영업이익률(%)	2.9	5.1	8.2	11.9	13.2
순금융손익	-147	-179	-93	-137	-102
이자손익	-146	-192	-151	-137	-102
기타	-1	13	58	0	0
기타영업외손익	-382	-639	-6	64	68
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-296	-316	829	1,449	1,750
법인세	-140	-369	263	329	390
법인세율	47.3	116.8	31.7	22.7	22.3
계속사업이익	-156	54	566	1,120	1,360
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-156	54	566	1,120	1,360
증가율(%)	-75.2	-134.6	950.5	97.9	21.4
당기순이익률 (%)	-1.9	0.5	5.0	8.8	10.0
지배주주당기순이익	-148	64	568	1,120	1,360
기타포괄이익	-7	286	-32	0	0
총포괄이익	-163	340	534	1,120	1,360
EBITDA	474	792	1,240	1,813	2,057
증가율(%)	-172.3	67.1	56.6	46.2	13.5
EBITDA마진율(%)	5.9	8.0	10.9	14.2	15.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-168	73	645	1,273	1,546
BPS	3,908	4,311	4,921	6,194	7,739
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-46.0	155.7	27.7	14.1	11.6
PBR	2.0	2.6	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	20.5	15.6	14.6	9.2	7.3
성장성지표(%)					
매출증가율	34.7	23.6	14.9	12.4	5.9
EPS증가율	-76.1	-143.1	789.2	97.2	21.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-4.2	1.8	14.0	22.9	22.2
ROA	-1.0	0.3	3.2	5.8	6.4
ROIC	-2.9	1.1	12.4	25.6	35.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	357.4	358.6	322.4	274.1	233.3
순차입금 비율(%)	85.4	66.0	57.3	18.5	-11.5
이자보상배율(배)	1.3	2.4	5.4	8.3	9.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.7	14.0	10.8	11.4	11.4
재고자산회전율	4.9	9.1	21.3	20.0	19.9
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,245	9,370	10,083	12,151	14,468
현금및현금성자산	584	956	1,325	2,972	4,892
유가증권	155	48	56	61	64
매출채권	388	1,030	1,079	1,159	1,219
재고자산	1,729	452	618	663	698
비유동자산	6,348	7,825	8,014	8,065	8,080
유형자산	5,209	5,116	4,889	4,722	4,572
무형자산	27	28	30	27	24
투자자산	461	1,680	1,874	2,005	2,104
자산총계	15,593	17,195	18,097	20,216	22,548
유동부채	11,232	12,029	12,289	13,199	14,103
매입채무및기타채무	833	623	753	809	851
단기차입금	1,850	2,156	2,625	2,818	2,965
유동성장기부채	1,185	926	901	901	901
비유동부채	952	1,416	1,524	1,613	1,681
사채	205	75	65	65	65
장기차입금	312	62	17	17	17
부채총계	12,184	13,445	13,813	14,812	15,784
지배주주지분	3,439	3,795	4,331	5,451	6,811
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
자본조정등	-970	-970	-970	-970	-970
기타포괄이익누계액	1,202	1,525	1,493	1,493	1,493
이익잉여금	-2,169	-2,136	-1,568	-448	912
비지배주주지분	-30	-45	-47	-47	-47
자본총계	3,409	3,749	4,284	5,404	6,764
비이자부채	8534	9966	9976	10781	11606
총차입금	3,650	3,479	3,837	4,031	4,178
순차입금	2,911	2,475	2,455	998	-778

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-516	655	319	1,281	1,516
당기순이익	-156	54	566	1,120	1,360
비현금성 비용 및 수익	499	717	472	363	307
유형자산감가상각비	238	286	307	287	270
무형자산상각비	3	4	4	3	3
운전자본변동	-716	118	-567	-65	-49
매출채권등의 감소	309	-645	-43	-80	-60
재고자산의 감소	43	1,384	-165	-46	-35
매입채무등의 증가	214	-230	126	56	42
기타 영업현금흐름	-143	-234	-152	-137	-102
투자활동 현금흐름	-195	311	-1,043	-637	-590
유형자산의 증가(CAPEX)	-153	-173	-87	-120	-120
유형자산의 감소	2	384	19	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	28	-9	-341	-131	-99
기타	-72	109	-634	-386	-371
재무활동 현금흐름	376	-599	1,094	1,003	994
차입금의 증가(감소)	339	487	2	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	37	-1086	1092	1003	994
기타 및 조정	0	5	-1	0	0
현금의 증가	-335	372	369	1,647	1,920
기초현금	919	584	956	1,325	2,972
기말현금	584	956	1,325	2,972	4,892

매수 (유지)

목표주가 (상향) 530,000원
현재가 (7/16) 401,500원

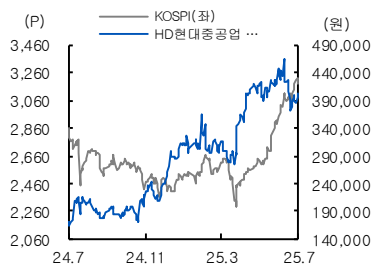
KOSPI (7/16) 3,186.38pt
시가총액 35,642십억원
발행주식수 88,773천주
액면가 5,000원
52주 최고가 463,500원
최저가 164,300원
60일 일평균거래대 106십억원
외국인 지분율 11.0%
배당수익률 (2025F) 0.5%

주주구성
에이치디한국조선해 74.38%
국민연금공단 7.38%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-17%	2%	116%
절대기준	-11%	28%	140%

	현재	직전	변동
투자자의	매수	매수	▲
목표주	530,000	420,000	▲
EPS(25)	16,293	11,627	▲
EPS(26)	21,143	16,613	▲

HD현대중공업 상대주가 (%)



HD현대중공업 (329180)

2Q25 Pre: 2년 전 VLAC들 기억나시죠?

2Q25 컨센서스 소폭 상회 전망

HD현대중공업 2Q25 연결 영업실적은 매출액 4조 1,122억원(YoY +5.9%, QoQ +7.6%), 영업이익 4,848억원(YoY +147.8%, QoQ +11.8%)로 컨센서스를 4,622억원을 +4.9% 상회할 전망이다. 컨센서스를 상회할 것으로 추정하는 이유는 2Q25에 2년 전 수주했던 고수익성의 VLAC/VLGC 물량 매출 인식 비중이 증가하고, 2022년 수주한 상대적으로 수익성이 낮은 물량의 비중이 감소하며 수익성이 개선될 것으로 추정하기 때문이다. 환율 하락으로 인해 약 200억원 환손실을 예상하지만, 믹스 개선이 부정적인 환효과를 상쇄할 것으로 추정한다.

2023년 이후 수주한 LNGc, VLAC, 컨테이너선이 한꺼번에 몰려온다

2Q25를 시작으로 2023년 수주했던 초고수익성의 비카타르 LNGc와 고수익성의 VLAC/VLGC, 컨테이너선의 매출 인식이 확대될 전망이다. 더불어 1Q26 이후 카타르 1차 물량 매출 인식이 마무리되고 2Q26부터 카타르 2차 물량 매출이 반영될 예정이다. 1Q25 당시 카타르 1차 물량과 2022년 수주했던 물량이 다수 포함되어 있었음에도 불구하고 11.3% 영업이익률을 달성했던 사실을 감안한다면 2026년 동사의 수익성은 현재 추정치보다 더 큰 폭으로 개선될 가능성도 배제할 수는 없다고 판단한다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 530,000원으로 상향 조정

동사에 대한 투자 의견 매수를 유지, 목표주가를 530,000원으로 상향하며 선호 주 의견을 유지한다. 1) 카타르 1차 물량과 21년 수주한 물량 비중이 하반기로 갈수록 감소하고 2) 고수익성의 LNGc, VLAC, 컨테이너선 매출 인식 비중이 확대됨에 따라 2026년까지 수익성 개선을 전망하며, 3) 엔진기계 사업 부문은 수익성도 양호한 개선세를 보일 것으로 추정하며, 4) 하반기 LNGc 대규모 발주와 5) 미국과의 합정 사업 협력 기대감도 여전히 유효하다고 판단한다.

(단위:십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	15,936	17,672	19,714
영업이익	179	705	1,938	2,308	3,083
세전이익	34	798	1,926	2,498	3,385
지배주주순이익	25	622	1,446	1,877	2,543
EPS(원)	278	7,001	16,293	21,143	28,646
증가율(%)	-107.0	2,417.7	132.7	29.8	35.5
영업이익률(%)	1.5	4.9	12.2	13.1	15.6
순이익률(%)	0.2	4.3	9.1	10.6	12.9
ROE(%)	0.5	11.4	22.8	24.0	25.8
PER	463.9	41.1	24.6	19.0	14.0
PBR	2.2	4.5	5.1	4.1	3.2
EV/EBITDA	29.7	25.0	14.6	12.0	8.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 10. HD현대중공업 2Q25 Preview

단위:	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.06(E)	2025.06(E)	vs Chg	2025.06(E)	vs Con	2024.06(A)	YoY	2025.03(A)	QoQ
매출액	4,112	4,049	1.6%	4,087	0.6%	3,884	5.9%	3,823	7.6%
영업이익	485	324	49.6%	462	4.9%	196	147.8%	434	11.8%
지배주주순이익	367	241	52.2%	309	18.9%	154	138.1%	284	29.1%
OPM	11.8%	8.0%	3.8%p	11.3%	0.5%p	5.0%	6.8%p	11.3%	0.4%p
NPM	8.9%	6.0%	3.0%p	7.6%	1.4%p	4.0%	5.0%p	7.4%	1.5%p

자료: IBK투자증권

표 11. HD현대중공업 실적 전망

(십억원 %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E	
매출액	2,968	3,884	3,609	4,006	3,823	4,112	3,863	4,138	4,425	4,442	4,311	4,495	14,486	15,936	17,672	19,714	
YoY	13.5%	26.7%	26.5%	17.4%	27.9%	5.9%	7.0%	3.3%	15.8%	8.0%	11.6%	8.6%	60.2%	10.0%	10.9%	11.6%	
QoQ	-12.5%	30.0%	-7.1%	11.0%	-4.6%	7.6%	-6.0%	7.1%	6.9%	0.4%	-2.9%	4.3%					
조선 사업부																	
매출액	2,155	2,840	2,605	3,024	2,743	3,038	2,829	3,138	3,220	3,217	3,172	3,417	10,623	11,748	13,025	15,211	
영업이익	80	201	165	257	355	389	376	433	427	419	420	485	703	1,554	1,751	2,408	
OPM	3.7%	7.1%	6.3%	8.5%	13.0%	12.8%	13.3%	13.8%	13.3%	13.0%	13.3%	14.2%	6.6%	13.2%	13.4%	15.8%	
엔진기계 사업부																	
매출액	703	865	810	757	901	891	822	767	912	920	834	782	3,134	3,381	3,447	3,550	
영업이익	76	91	99	93	142	105	101	98	125	131	123	119	359	446	497	627	
OPM	10.8%	10.5%	12.2%	12.3%	15.7%	11.8%	12.3%	12.8%	13.7%	14.2%	14.7%	15.2%	11.5%	13.2%	14.4%	17.7%	
해양플랜트 사업부																	
매출액	113	158	176	203	159	184	212	233	293	305	305	296	649	788	1,200	952	
영업이익	-78	-27	0	4	9	-9	4	7	15	15	15	15	-100	11	60	48	
OPM	-69.0%	-17.0%	0.2%	2.0%	5.3%	-5.0%	2.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-15.4%	1.3%	5.0%	5.0%	
영업이익	21	196	206	282	434	485	482	538	567	565	558	619	705	1,938	2,308	3,083	
OPM	0.7%	5.0%	5.7%	7.0%	11.3%	11.8%	12.5%	13.0%	12.8%	12.7%	12.9%	13.8%	4.9%	12.2%	13.1%	15.6%	
YoY	-	151.3%	185.4%	1497.1%	1939.8%	103.5%	147.8%	133.7%	90.7%	30.6%	16.4%	15.9%	15.0%	흑전	174.9%	19.1%	33.6%
QoQ	-82.5%	607.7%	13.4%	23.3%	61.1%	3.9%	5.8%	4.3%	-1.6%	-0.7%	1.9%	6.3%					
세전이익	29	202	87	480	376	489	497	563	606	609	608	675	798	1,926	2,498	3,385	
당기순이익	29	154	72	367	284	367	373	422	458	457	456	506	622	1,446	1,877	2,543	

자료: IBK투자증권

표 12. HD현대중공업 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	89	89	89	89	89	89
EPS	-3,966	278	7,001	16,293	21,143	28,646
BPS	59,566	58,660	64,259	78,494	97,547	124,103
PBR(고)	2.7	2.6	4.7	5.7		
PBR(저)	1.6	1.6	1.7	4.2		
ROE	-6.5%	0.5%	43.6%	22.8%	24.0%	25.8%
FWD ROE	22.0%	33.2%	23.4%	24.9%		
L FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	8.1%	13.0%	5.0%	4.4%		
COE(평): 1~2년 후행	10.9%	16.6%	9.3%	5.3%		
적용 ROE					2027년 →	25.8%
적용 COE					[1Q25 저점] →	6.0%

현재	적정
3.2	4.3
	529,920

목표주가	530,000
종가(7월 16일)	401,500
상승여력	32.0%

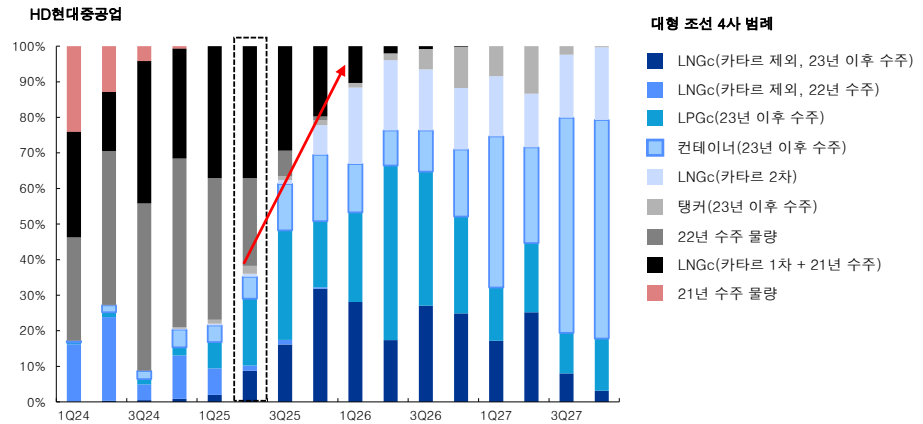
PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	89	89	89	89	89	89
EPS	-3,966	278	7,001	16,293	21,143	28,646
PER(고)	-41.0	623.1	42.9	115.7		
PER(저)	-23.5	380.8	15.5	84.5		
PER(고): 2년 후행	23.1	9.2				
PER(저): 2년 후행	17.3	7.2				

현재 PER	18.7	13.8
Target PER	20.0	18.5
적정주가	422,864	529,943
Weight	0%	100%

목표주가	530,000
종가(7월 16일)	401,500
상승여력	32.0%

자료: IBK투자증권

그림 7. HD현대중공업 선종 믹스 개선 추이 ①



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 8. HD현대중공업 선종 믹스 개선 추이 ②

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
HD현대중공업																
LNGc(카타르 제외, 23년 이후 수주)	0%	0%	0%	1%	2%	9%	16%	32%	28%	17%	27%	25%	17%	25%	8%	3%
LNGc(카타르 제외, 22년 수주)	16%	24%	4%	12%	7%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LPGc(23년 이후 수주)	0%	1%	1%	2%	7%	19%	31%	19%	25%	49%	38%	27%	15%	19%	11%	15%
컨테이너(23년 이후 수주)	0%	2%	2%	5%	5%	6%	13%	19%	14%	10%	12%	19%	43%	27%	60%	61%
LNGc(카타르 2차)	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	8%	22%	20%	17%	17%	17%	15%	18%	20%
탱커(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	6%	12%	8%	13%	2%	0%
22년 수주 물량	29%	43%	47%	47%	40%	25%	7%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LNGc(카타르 1차, 21년 수주)	30%	17%	40%	31%	37%	37%	29%	20%	10%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
21년 수주 물량	24%	13%	4%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: Clarksons, IBK투자증권

HD현대중공업 (329180)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	15,936	17,672	19,714
증가율(%)	32.3	21.1	10.0	10.9	11.6
매출원가	11,309	12,993	13,129	14,401	15,559
매출총이익	655	1,494	2,807	3,271	4,154
매출총이익률 (%)	5.5	10.3	17.6	18.5	21.1
판매비	476	789	869	963	1,071
판매비율(%)	4.0	5.4	5.5	5.4	5.4
영업이익	179	705	1,938	2,308	3,083
증가율(%)	-161.8	294.8	174.9	19.1	33.6
영업이익률(%)	1.5	4.9	12.2	13.1	15.6
순금융손익	-493	-2,280	-351	-199	-132
이자손익	-83	-96	38	155	263
기타	-410	-2,184	-389	-354	-395
기타영업외손익	349	2,373	338	389	434
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	34	798	1,926	2,498	3,385
법인세	10	177	479	621	842
법인세율	29.4	22.2	24.9	24.9	24.9
계속사업이익	25	622	1,446	1,877	2,543
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	622	1,446	1,877	2,543
증가율(%)	-107.0	2,417.3	132.7	29.8	35.5
당기순이익률 (%)	0.2	4.3	9.1	10.6	12.9
지배주주당기순이익	25	622	1,446	1,877	2,543
기타포괄이익	-110	-124	3	0	0
총포괄이익	-85	498	1,449	1,877	2,543
EBITDA	457	1,011	2,230	2,569	3,321
증가율(%)	-1,409.6	121.4	120.6	15.2	29.3
EBITDA마진율(%)	3.8	7.0	14.0	14.5	16.8

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	278	7,001	16,293	21,143	28,646
BPS	58,660	64,259	78,494	97,547	124,103
DPS	0	2,090	2,090	2,090	2,090
밸류에이션(배)					
PER	463.9	41.1	24.6	19.0	14.0
PBR	2.2	4.5	5.1	4.1	3.2
EV/EBITDA	29.7	25.0	14.6	12.0	8.2
성장성지표(%)					
매출증가율	32.3	21.1	10.0	10.9	11.6
EPS증가율	-107.0	2,417.7	132.7	29.8	35.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	0.5	11.4	22.8	24.0	25.8
ROA	0.1	3.4	6.8	7.6	8.6
ROIC	0.4	12.1	40.0	68.4	131.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	229.0	239.9	233.3	202.8	199.9
순차입금 비율(%)	40.3	-3.8	-43.4	-56.6	-75.2
이자보상배율(배)	1.4	4.7	23.2	30.3	40.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.1	11.6	10.1	9.7	9.7
재고자산회전율	8.9	10.3	9.6	9.4	8.9
총자산회전율	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,800	10,403	13,976	16,697	22,739
현금및현금성자산	928	1,258	3,996	5,856	9,212
유가증권	131	131	142	154	196
매출채권	1,099	1,393	1,754	1,906	2,171
재고자산	1,310	1,511	1,800	1,955	2,485
비유동자산	8,334	8,988	9,246	9,525	10,303
유형자산	6,452	6,610	6,843	6,934	7,050
무형자산	108	128	121	113	106
투자자산	308	1,070	1,157	1,256	1,593
자산총계	17,134	19,391	23,222	26,222	33,041
유동부채	9,945	11,796	14,332	15,536	19,639
매입채무및기타채무	1,299	1,535	1,549	1,683	2,138
단기차입금	960	87	21	23	29
유동성장기부채	600	313	387	387	387
비유동부채	1,981	1,890	1,922	2,027	2,386
사채	710	652	586	586	586
장기차입금	859	100	100	100	100
부채총계	11,926	13,686	16,254	17,563	22,024
지배주주지분	5,207	5,704	6,968	8,660	11,017
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	3,123
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	869	851	854	854	854
이익잉여금	773	1,288	2,549	4,241	6,598
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,207	5,704	6,968	8,660	11,017
비이자부채	8770	12515	15144	16451	20906
총차입금	3,156	1,171	1,110	1,112	1,118
순차입금	2,097	-218	-3,027	-4,898	-8,290

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	169	2,884	2,694	1,587	2,044
당기순이익	25	622	1,446	1,877	2,543
비현금성 비용 및 수익	292	208	127	-283	-458
유형자산감가상각비	268	293	281	253	232
무형자산상각비	10	13	11	8	6
운전자본변동	-77	2,114	1,081	-163	-304
매출채권등의 감소	-228	-156	-327	-151	-265
재고자산의 감소	67	-201	-289	-155	-530
매입채무등의 증가	371	223	10	134	456
기타 영업현금흐름	-71	-60	40	156	263
투자활동 현금흐름	-478	-499	-1,165	-1,094	-2,906
유형자산의 증가(CAPEX)	-478	-463	-515	-344	-348
유형자산의 감소	10	12	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-36	-33	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	0	-86	-99	-337
기타	27	-15	-561	-651	-2221
재무활동 현금흐름	503	-2,049	1,209	1,368	4,219
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	503	-2049	1209	1368	4219
기타 및 조정	-10	-6	0	-1	-1
현금의 증가	184	330	2,738	1,860	3,356
기초현금	744	928	1,258	3,996	5,856
기말현금	928	1,258	3,996	5,856	9,212

매수 (유지)

목표주가 (상향) 98,000원
현재가 (7/16) 78,000원

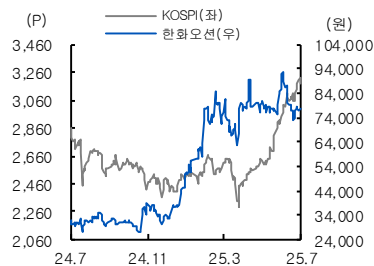
KOSPI (7/16) 3,186.38pt
시가총액 23,900십억원
발행주식수 306,413천주
액면가 5,000원
52주 최고가 92,400원
최저가 26,750원
60일 일평균거래대 249십억원
외국인 지분율 12.2%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
한화에어로스페이스 46.28%
한국산업은행 15.25%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-15%	20%	130%
절대기준	-9%	51%	156%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	▲
목표주가	98,000	72,000	▲
EPS(25)	3,451	1,545	▲
EPS(26)	4,082	2,362	▲

한화오션 상대주가 (%)



한화오션 (042660)

2Q25 Pre: 전화위복

2Q25 컨센서스 소폭 상회 전망

한화오션 2Q25 연결 영업실적은 매출액 3조 2,887억원(YoY +29.7%, QoQ +4.6%), 영업이익 2,773억원(YoY 흑전, QoQ +7.2%)로 컨센서스 2,687억원을 +3.2% 상회할 전망이다. 전분기대비 분기평균환율이 QoQ -3.8% 하락했으나, 2022년 수주한 비카타르 LNGc가 매출의 절반 이상 반영되고, 23년 고수익성의 컨테이너선이 일부 반영됨에 따라 부정적인 환효과를 일부 상쇄할 전망이기 때문이다.

전화위복 포인트 세 가지

1) 2026년, 가장 가파를 믹스 개선: 동사는 2023년 한화그룹이 대우조선해양을 인수하는 과정에서 상대적으로 수주가 적었다. 그러나 2023년 수주가 적었던 덕분에, 1Q26에 2023년 물량을 건너뛰고 바로 2024년 물량이 42% 가량 매출로 반영되며 대형 조선사들 중 가장 빠른 믹스 개선을 보일 전망이다. 2) 낮은 카타르 LNGc 비중: 동사는 카타르 LNGc를 총 25척(1차 13척, 2차 12척) 수주하며 대형 조선사(HD현대중공업 34척, 삼성중공업 33척) 중 가장 적은 물량을 수주했다. 저선가 카타르 LNGc를 적게 수주한 덕분에 고수익성의 LNGc를 상대적으로 더 많이 수주하며 경쟁사들 대비 믹스에서 유리하다고 판단한다. 3) 오버행: 동사는 산업은행 지분 오버행 이슈로 현재는 주가 상방이 제한적이라 판단한다. 그러나 오버행은 언젠가는 끝난다. 2026년 경쟁사 중 가장 빠른 믹스 개선과 미국에서 들려올 합성 소식들에 대한 기대감은 아직 유효하다고 판단하며, 오버행으로 인해 주가 상방이 제한적일 때 비중을 늘려나가는 전략 또한 추천한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 98,000원으로 상향 조정

(단위:십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,308	13,876	13,210
영업이익	-196	238	1,237	1,478	1,696
세전이익	-116	181	1,338	1,665	1,920
지배주주순이익	160	528	1,057	1,251	1,442
EPS(원)	757	1,724	3,451	4,082	4,705
증가율(%)	-105.5	127.6	100.2	18.3	15.3
영업이익률(%)	-2.6	2.2	9.3	10.7	12.8
순이익률(%)	2.2	4.9	7.9	9.0	10.9
ROE(%)	6.3	11.5	19.6	19.1	18.3
PER	33.1	21.7	22.6	19.1	16.6
PBR	1.8	2.4	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	-159.1	38.9	20.0	16.5	14.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 13. 한화오션 2Q25 Preview

단위:	변경 후		변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.06(E)	2025.06(E)	vs Chg	2025.06(E)	vs Con	2024.06(A)	YoY	2025.03(A)	QoQ	
매출액	3,289	2,783	18.2%	3,247	1.3%	2,536	29.7%	3,143	4.6%	
영업이익	277	175	58.5%	269	3.2%	-10	흑전	259	7.2%	
지배주주순이익	243	129	88.2%	197	23.5%	-28	흑전	216	12.6%	
OPM	8.4%	6.3%	2.1%p	8.3%	0.2%p	-0.4%	8.8%p	8.2%	0.2%p	
NPM	7.4%	4.6%	2.7%p	6.1%	1.3%p	-1.1%	8.5%p	6.9%	0.5%p	

자료: IBK투자증권

표 14. 한화오션 실적 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,440	1,821	1,917	2,231	2,284	2,536	2,703	3,253	3,143	3,289	3,394	3,483	10,776	13,308	13,876	13,210
YoY	15.6%	53.8%	95.3%	53.9%	58.6%	39.3%	41.0%	45.8%	37.6%	29.7%	25.5%	7.1%	45.5%	23.5%	4.3%	-4.8%
QoQ	-0.6%	26.5%	5.3%	16.4%	2.4%	11.1%	6.6%	20.3%	-3.4%	4.6%	3.2%	2.6%				
조선 부문																
매출액	1,145	1,375	1,510	1,789	1,944	2,112	2,171	2,455	2,569	2,651	2,678	2,703	8,682	10,601	9,867	10,213
영업이익	-101	-162	-15	-205	18	-43	36	115	233	268	300	327	126	1,128	1,247	1,429
OPM	-8.8%	-11.8%	-1.0%	-11.4%	0.9%	-2.1%	1.7%	4.7%	9.1%	10.1%	11.2%	12.1%	1.4%	10.6%	12.6%	14.0%
해양 부문																
매출액	197	239	276	265	277	199	292	386	303	309	316	310	1,053	1,238	2,526	1,563
영업이익	28	-18	83	54	18	-48	-35	33	41	1	7	7	126	55	56	93
OPM	14.0%	-7.4%	29.9%	20.4%	6.6%	-23.9%	-12.0%	8.6%	13.6%	0.2%	2.1%	2.2%	12.0%	4.5%	2.2%	6.0%
특수선 부문																
매출액	129	243	227	285	142	329	196	322	232	174	259	326	11,091	991	1,285	1,227
영업이익	0	5	-8	85	6	73	14	73	2	10	29	34	8	76	169	161
OPM	-0.2%	2.2%	-3.4%	29.7%	4.0%	22.3%	7.0%	22.6%	0.9%	6.0%	11.3%	10.5%	0.1%	7.7%	13.2%	13.2%
플랜트/풍력 부문																
매출액	0	0	0	0	0	0	143	194	152	154	142	143	337	591	598	606
영업이익	0	0	0	0	0	0	3	-8	-20	-2	-1	-1	-5	-24	6	12
OPM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	-4.0%	-13.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.5%	-4.1%	1.0%	2.0%
영업이익	-63	-159	74	-49	53	-10	26	169	259	277	335	367	238	1,235	1,478	1,696
OPM	-4.4%	-8.7%	3.9%	-2.2%	2.3%	-0.4%	0.9%	5.2%	8.2%	8.4%	9.9%	10.5%	2.2%	9.3%	10.7%	12.8%
YoY	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	388.5%	흑전	1207.8%	116.9%	흑전	419.3%	19.6%	14.7%
QoQ	적지	적지	흑전	적전	흑전	적전	흑전	560.7%	53.0%	7.2%	20.6%	9.6%				
세전이익	-120	-237	232	9	54	-25	-73	225	217	322	381	418	181	1,338	1,665	1,920
당기순이익	-120	-237	232	286	51	-27	-75	579	216	242	286	313	528	1,056	1,249	1,440

자료: 한화오션, IBK투자증권

표 15. 한화오션 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	107	306	306	306	306	306
EPS	-13,757	757	757	3,460	4,082	4,706
BPS	5,874	14,060	14,060	19,348	23,430	28,135
PBR(고)	4.8	3.8	2.8	5.6		
PBR(평)	3.6	2.2	2.0	4.2		
ROE	-117.8%	6.3%	6.3%	19.7%	19.1%	18.3%
FWD ROE	6.3%	13.0%	19.4%	18.7%		
L FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	1.3%	3.4%	6.9%	3.3%		
COE(평): 1~2년 후행	1.8%	5.8%	9.6%	4.4%		
적용 ROE						
적용 COE						

적정 PBR
적용 PBR
적정주가

현재	적정
2.8	3.5
	3.5
	98,130

목표주가
종가(7월 16일)
상승여력

98,000
78,000
25.6%

PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	107	306	306	306	306	306
EPS	-13,757	757	757	3,460	4,082	4,706
PER(고)	-1.8	95.9	25.3			
PER(저)	-1.1	33.8	13.0			
PER(고): 2년 후행	38.3	14.4	10.1			
PER(저): 2년 후행	22.8	5.1	5.2			

적정 PER
적용 PER
적정주가
Weight

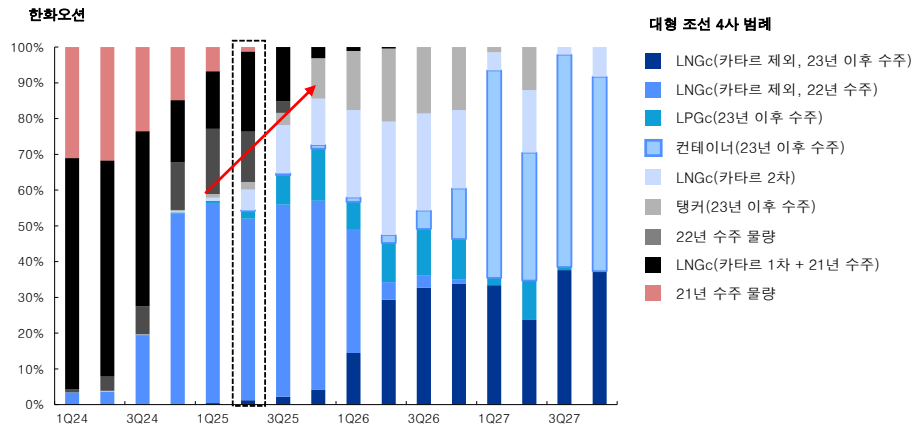
19.7	19.1
20.0	20.0
81,640	94,110
0%	100%
	94,110

목표주가
종가(7월 16일)
상승여력

98,000
78,000
25.6%

자료: IBK투자증권

그림 9. 한화오션 선종 믹스 개선 추이 ①



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 10. 한화오션 선종 믹스 개선 추이 ②

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
한화오션																
LNGc(카타르 제외, 23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	4%	14%	29%	33%	34%	33%	24%	38%	37%
LNGc(카타르 제외, 22년 수주)	3%	4%	19%	53%	56%	51%	54%	53%	34%	5%	4%	1%	0%	0%	0%	0%
LPGc(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	1%	2%	8%	15%	8%	11%	13%	11%	2%	11%	1%	0%
컨테이너(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	5%	14%	58%	36%	59%	54%
LNGc(카타르 2차)	0%	0%	0%	0%	1%	6%	14%	13%	24%	32%	27%	22%	5%	18%	2%	8%
탱커(23년 이후 수주)	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	11%	17%	20%	19%	18%	1%	12%	0%	0%
22년 수주 물량	1%	4%	8%	13%	18%	14%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LNGc(카타르 1차, 21년 수주)	65%	60%	49%	17%	16%	22%	15%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
21년 수주 물량	31%	32%	24%	15%	7%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: Clarksons, IBK투자증권

한화오션

(단위: 주, %)	주권		주식 등(전환사채)	
	주식수	지분율	주식수	지분율
산업은행	46,738,211	15.25	46,738,211	12.83
수출입은행	-	-	57,814,925	15.87
전체	306,413,394	100.00	364,228,319	100.00

자료: 한화오션, IBK투자증권
주: 2025년 4월 30일 공시 기준

표 16. 산업은행의 한화오션 보유 주식 변동 내역

(단위: 주, %)	주권				변동사유
	주식수	지분율	지분율 증감		
2015년 12월 24일	135,986,494	49.74	+18.28		제3자 배정 유상증자
2016년 12월 27일	7,576,931	49.74	0		감자
2016년 12월 30일	51,834,073	79.04	+29.30		출자전환
2017년 07월 05일	58,499,054	68.64	-10.40		출자전환
2017년 08월 17일	59,862,126	57.00	-11.64		출자전환
2017년 11월 08일	59,738,211	56.88	-0.12		장내매도
2023년 10월 27일	59,738,211	27.55	-29.33		한화그룹 인수(3자 배정 유상증자)
2025년 03월 13일	59,738,211	16.40	-11.15		신주발행 등
2025년 04월 29일	46,738,211	12.83	-3.57		시간외대량매도(블록딜)

자료: 한화오션, IBK투자증권

한화오션 (042660)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,308	13,876	13,210
증가율(%)	52.4	45.5	23.5	4.3	-4.8
매출원가	7,310	10,092	11,507	11,824	10,958
매출총이익	99	684	1,801	2,052	2,251
매출총이익률 (%)	1.3	6.3	13.5	14.8	17.0
판매비	295	446	564	575	555
판매비율(%)	4.0	4.1	4.2	4.1	4.2
영업이익	-196	238	1,237	1,478	1,696
증가율(%)	-87.8	-221.1	420.1	19.5	14.7
영업이익률(%)	-2.6	2.2	9.3	10.7	12.8
순금융손익	-346	-476	-207	-229	-172
이자손익	-41	-108	-155	-123	-54
기타	-305	-368	-52	-106	-118
기타영업외손익	425	403	305	416	396
종속/관계기업손익	1	15	3	0	0
세전이익	-116	181	1,338	1,665	1,920
법인세	-276	-347	282	416	480
법인세율	237.9	-191.7	21.1	25.0	25.0
계속사업이익	160	528	1,056	1,249	1,440
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	1,056	1,249	1,440
증가율(%)	-109.2	230.0	99.9	18.3	15.3
당기순이익률 (%)	2.2	4.9	7.9	9.0	10.9
지배주당당기순이익	160	528	1,057	1,251	1,442
기타포괄이익	-170	40	2	0	0
총포괄이익	-10	568	1,058	1,249	1,440
EBITDA	-50	418	1,416	1,638	1,842
증가율(%)	-96.6	-926.9	239.3	15.7	12.5
EBITDA마진율(%)	-0.7	3.9	10.6	11.8	13.9

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	757	1,724	3,451	4,082	4,705
BPS	14,060	15,857	19,339	23,420	28,125
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	33.1	21.7	22.6	19.1	16.6
PBR	1.8	2.4	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	-159.1	38.9	20.0	16.5	14.1
성장성지표(%)					
매출증가율	52.4	45.5	23.5	4.3	-4.8
EPS증가율	-105.5	127.6	100.2	18.3	15.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	6.3	11.5	19.6	19.1	18.3
ROA	1.2	3.3	5.6	6.2	6.6
ROIC	4.7	8.1	11.9	13.5	15.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	223.4	266.9	231.5	188.3	163.3
순차입금 비율(%)	7.9	98.5	74.2	43.6	23.8
이자보상배율(배)	-1.2	1.4	5.5	6.1	7.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	83.2	80.3
재고자산회전율	2.9	3.8	4.7	4.9	4.8
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	12,941	14,046	15,949
현금및현금성자산	1,799	588	1,593	2,557	3,851
유가증권	125	15	17	15	16
매출채권	0	0	174	159	170
재고자산	2,891	2,780	2,941	2,692	2,866
비유동자산	4,727	6,598	6,712	6,648	6,741
유형자산	4,062	4,648	4,732	4,758	4,797
무형자산	4	394	389	383	378
투자자산	131	617	595	595	595
자산총계	13,945	17,844	19,654	20,694	22,690
유동부채	7,459	10,347	10,968	10,800	11,327
매입채무및기타채무	893	985	1,045	1,116	1,358
단기차입금	486	3,195	3,658	3,350	3,566
유동성장기부채	64	73	103	103	103
비유동부채	2,173	2,634	2,757	2,717	2,745
사채	0	0	233	233	233
장기차입금	1,665	2,028	1,916	1,916	1,916
부채총계	9,633	12,980	13,725	13,516	14,072
지배주주지분	4,307	4,859	5,926	7,176	8,618
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	132	132	132
자본조정등	2,340	2,339	6	6	6
기타포괄이익누계액	559	627	631	631	631
이익잉여금	-2,868	236	1,286	2,537	3,979
비지배주주지분	5	5	3	2	0
자본총계	4,312	4,863	5,929	7,178	8,618
비이자부채	7367	7585	7714	7814	8154
총차입금	2,266	5,395	6,011	5,702	5,918
순차입금	342	4,791	4,401	3,129	2,051

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	734	1,393	1,394
당기순이익	160	528	1,056	1,249	1,440
비현금성 비용 및 수익	-822	-174	126	-27	-78
유형자산감가상각비	146	173	171	154	141
무형자산상각비	0	6	8	6	5
운전자본변동	-1,195	-3,158	-286	294	86
매출채권등의 감소	25	-291	-302	15	-10
재고자산의 감소	-803	-340	-215	248	-174
매입채무등의 증가	260	210	95	71	242
기타 영업현금흐름	-82	-101	-162	-123	-54
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-601	-499	-664
유형자산의 증가(CAPEX)	-131	-374	-228	-180	-180
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-5	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-159	-10	0	0
기타	331	-573	-360	-319	-484
재무활동 현금흐름	2,885	2,803	871	71	564
차입금의 증가(감소)	0	108	0	0	0
자본의 증가	3,497	0	0	0	0
기타	-612	2695	871	71	564
기타 및 조정	-3	1	0	0	0
현금의 증가	1,140	-1,211	1,004	965	1,294
기초현금	660	1,799	588	1,593	2,557
기말현금	1,799	588	1,593	2,557	3,851

매수 (유지)

목표주가 (상향) 230,000원
현재가 (7/16) 192,000원

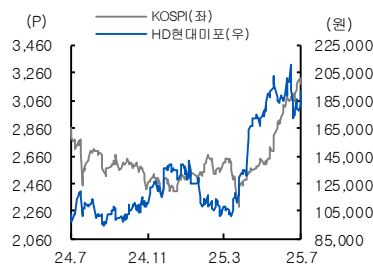
KOSPI (7/16) 3,186.38pt
시가총액 7,669십억원
발행주식수 39,942천주
액면가 5,000원
52주 최고가 211,000원
최저가 94,600원
60일 일평균거래대 74십억원
외국인 지분율 22.3%
배당수익률 (2025F) 0.4%

주주구성
에이치디한국조선해 42.84%
국민연금공단 11.17%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-6%	15%	68%
절대기준	2%	45%	87%

	현재	직전	변동
투자자의	매수	매수	▲
목표주	230,000	180,000	▲
EPS(25)	7,956	7,431	▲
EPS(26)	9,430	9,632	▼

HD현대미포 상대주가 (%)



HD현대미포 (010620)

2Q25 Pre: 베트남과 중형 가스선이 이끌어 갈 실적

2Q25 컨센서스 상회 전망

HD현대미포 2Q25 연결 영업실적은 매출액 1조 2,395억원(YoY +9.8%, QoQ +4.7%), 영업이익 849억원(YoY +387.3%, QoQ +24.0%, OPM +6.9%)로 컨센서스 813억원 대비 +4.4% 상회할 전망이다. 부정적인 환효과가 70억 가량 반영되었으나, MGC(중형 LPG 운반선)와 베트남 조선소의 매출 인식 비중이 증가하며 대부분 상쇄될 것으로 추정한다.

2027년까지 안정적으로 수익성 개선

HD현대베트남 조선소는 2030년까지 23척 인도 체제로 증설 중이고, MR PC탱커보다 크기가 큰 LR2 선종으로 수주를 확대해 나감에 따라 2Q25부터 베트남 조선소의 매출 비중이 증가할 전망이다. 최저임금 기준 베트남의 인건비는 한국의 13% 수준이어서 생산성 차이를 감안하더라도 베트남에서 건조하는 선박들은 울산의 LNG BV보다 고수익성 물량이라 추정한다. 따라서 베트남 조선소의 캐파가 증가함에 따라 HD현대미포의 수익성도 함께 개선될 것이라 전망한다.

2Q25를 시작으로 MGC 매출 인식 비중이 증가하고, 하반기에는 2022년 수주한 물량이 완전히 해소됨에 따라 안정적인 믹스 개선이 이뤄질 전망이다. 더불어 2026년 하반기부터는 LNG BV가 매출로 인식되며 동사는 2027년까지 안정적으로 수익성 개선이 이뤄질 것이라 추정한다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 230,000원으로 상향 조정

동사에 대한 투자 의견 매수를 유지, 목표주가를 230,000원으로 상향한다. 1) 베트남 조선소 증설과 2) 가스선 매출 비중 증가로 고수익성 제품 믹스가 확대될 전망이다. 다만 2025년 하반기에는 대형 조선사들의 2023년 고선가 물량이 매출에 반영되며 상대적으로 수익성 개선세가 더디게 보일 수 있다.

(단위:십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	5,166	5,709	6,037
영업이익	-153	89	361	520	697
세전이익	-157	146	433	523	706
지배주주순이익	-143	106	318	377	509
EPS(원)	-3,579	2,642	7,956	9,430	12,732
증가율(%)	220.6	-173.8	201.1	18.5	35.0
영업이익률(%)	-3.8	1.9	7.0	9.1	11.5
순이익률(%)	-3.4	2.4	6.4	6.9	8.8
ROE(%)	-7.0	5.3	14.5	15.0	17.4
PER	-23.7	50.8	24.1	20.4	15.1
PBR	1.7	2.6	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA	-43.9	32.8	16.6	11.9	8.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 17. HD현대미포 2Q25 Preview

단위:	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.06(E)	2025.06(E)	vs Chg	2025.06(E)	vs Con	2024.06(A)	YoY	2025.03(A)	QoQ
매출액	1,240	1,165	6.4%	1,271	-2.4%	1,129	9.8%	1,184	4.7%
영업이익	85	52	63.3%	81	4.4%	17	387.3%	68	24.0%
지배주주순이익	82	57	44.4%	64	29.0%	29	184.5%	52	59.2%
OPM	6.9%	4.5%	2.4%p	6.4%	0.5%p	1.5%	5.3%p	5.8%	1.1%p
NPM	6.6%	4.9%	1.7%p	5.0%	1.6%p	2.6%	4.1%p	4.4%	2.3%p

자료: IBK투자증권

표 18. HD현대미포 실적 전망: 하반기 2023~2024년 수주 물량만이 인도되며 가파른 실적 개선 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,000	1,129	1,078	1,423	1,184	1,239	1,549	1,568	1,587	1,460	1,453	1,472	4,630	5,541	5,973	5,974
YoY	10.0%	9.3%	8.4%	29.0%	18.3%	9.8%	43.8%	10.2%	34.0%	17.8%	-6.2%	-6.1%	14.6%	19.7%	7.8%	0.0%
QoQ	-9.3%	12.9%	-4.6%	32.0%	-16.8%	4.7%	25.0%	1.2%	1.2%	-8.0%	-0.5%	1.3%				
영업이익	-11	17	35	47	68	83	114	122	130	129	138	146	89	387	542	690
OPM	-1.1%	1.5%	3.3%	3.3%	5.8%	6.7%	7.3%	7.8%	8.2%	8.8%	9.5%	9.9%	1.9%	7.0%	9.1%	11.5%
YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	376.6%	222.4%	159.6%	90.0%	54.8%	21.5%	19.7%	적지	337.0%	40.2%	27.1%
QoQ	적지	흑전	112.0%	0.8%	75.5%	15.8%	9.5%	5.9%	5.6%	7.3%	8.0%	4.2%				
세전이익	3	36	3	104	60	108	145	154	130	129	139	147	146	467	545	700
당기순이익	2	29	3	80	52	81	109	116	98	97	104	110	113	357	409	525

자료: IBK투자증권

표 19. HD현대미포 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

PBR Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	40	40	40	40	40	40
EPS	-1,116	-3,579	2,642	7,956	9,430	12,732
BPS	53,448	49,324	51,278	58,522	67,243	79,266
PBR(고)	2.2	2.0	2.8	2.8		
PBR(저)	1.2	1.3	1.2	2.0		
ROE	-2.1%	-7.1%	22.1%	14.5%	15.0%	17.4%
FWD ROE	7.5%	18.3%	14.7%	16.2%		
L FWD nY	2Y	2Y	2Y	2Y		
COE(고): 1~2년 후행	3.4%	9.6%	5.5%	5.7%		
COE(평): 1~2년 후행	4.6%	11.7%	8.6%	7.1%		
적용 ROE					[27년 ROE] →	17.4%
적용 COE					[2025년 고점] →	5.7%

적정 PBR	현재 2.4	적정 3.0
Target PBR		3.0
2027년 BPS		79,266
적정주가		233,834
목표주가		230,000
종가(7월 16일)		192,000
상승여력		19.8%

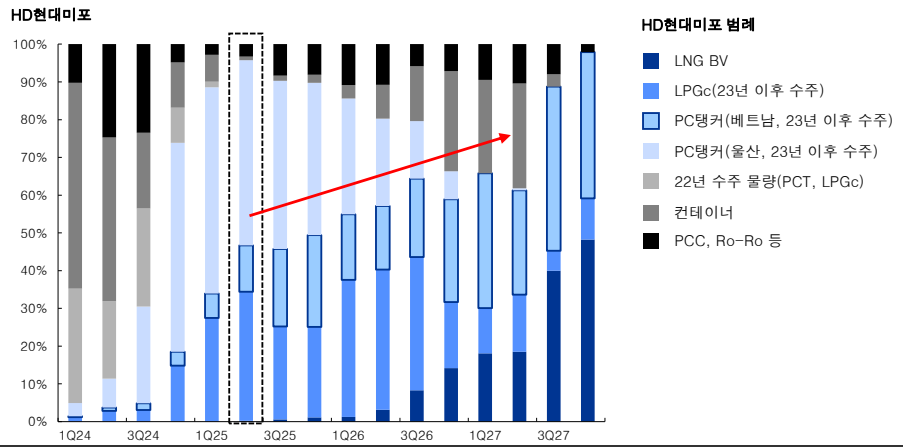
PER Valuation	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	40	40	40	40	40	40
EPS	-1,116	-3,579	2,642	7,956	9,430	12,732
PER(고)	-113.0	-26.6	60.1			
PER(저)	-63.0	-17.4	24.8			
PER(고): 2년 후행	44.5	11.3	14.5			
PER(저): 2년 후행	33.1	9.2	9.2			

현재 PER	20.4	15.1
적정 PER	19.1	18.8
Target PER	19.1	18.0
적정주가	180,106	229,182
Weight	0%	100%
		230,000

목표주가	230,000
종가(7월 16일)	192,000
상승여력	19.8%

자료: IBK투자증권

그림 11. HD현대미포 선종 믹스 개선 추이 ①



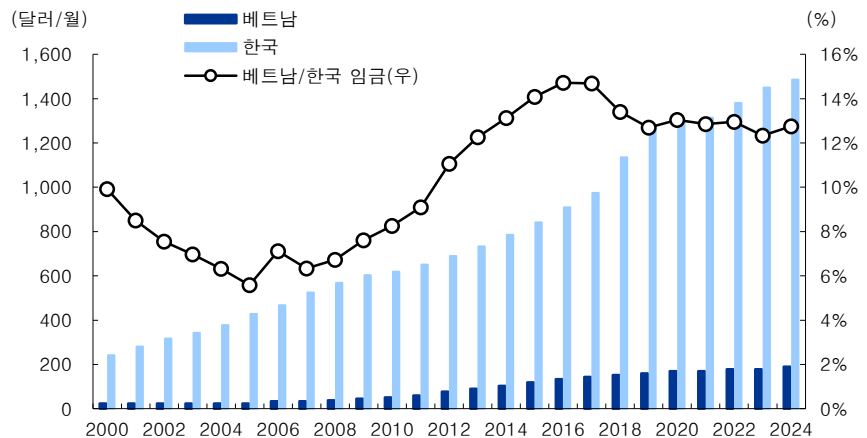
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 12. HD현대미포 선종 믹스 개선 추이 ②

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
HD현대미포	-1%	2%	3%	3%	6%											
LNG BV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	3%	8%	14%	18%	18%	40%	48%
LPGc(23년 이후 수주)	1%	3%	3%	15%	27%	34%	25%	24%	36%	37%	35%	17%	12%	15%	5%	11%
PC탱커(베트남, 23년 이후 수주)	0%	1%	2%	4%	6%	12%	21%	24%	17%	17%	21%	27%	36%	28%	43%	39%
PC탱커(울산, 23년 이후 수주)	4%	8%	26%	55%	55%	49%	45%	40%	31%	23%	15%	7%	0%	1%	0%	0%
22년 수주 물량(PCT, LPG)	30%	21%	26%	9%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
컨테이너	55%	43%	20%	12%	7%	1%	1%	2%	4%	9%	14%	27%	25%	28%	3%	0%
PCC, Ro-Ro	10%	25%	23%	5%	3%	3%	8%	8%	11%	11%	6%	7%	9%	10%	8%	2%

자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 13. 한국-베트남 최저임금 추이: 베트남 최저임금은 한국의 13% 수준. 생산성 차이 감안해도 베트남에서 건조하는 물량은 울산의 LNG BV보다도 수익성이 좋을 것으로 추정



Note: 베트남 1지역9하노이 등 외국인투자기업 최저시급 기준
 자료: 각 국 정부, IBK투자증권

HD현대미포 (010620)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	5,166	5,709	6,037
증가율(%)	8.7	14.6	11.6	10.5	5.7
매출원가	4,070	4,382	4,629	4,992	5,133
매출총이익	-31	248	538	717	904
매출총이익률 (%)	-0.8	5.4	10.4	12.6	15.0
판매비	122	159	177	196	208
판매비율(%)	3.0	3.4	3.4	3.4	3.4
영업이익	-153	89	361	520	697
증가율(%)	40.2	-157.9	307.2	44.4	33.9
영업이익률(%)	-3.8	1.9	7.0	9.1	11.5
순금융손익	-64	-354	-66	-100	-99
이자손익	2	-3	1	8	16
기타	-66	-351	-67	-108	-115
기타영업외손익	60	411	138	103	109
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-157	146	433	523	706
법인세	-18	33	101	131	177
법인세율	11.5	22.6	23.3	25.0	25.1
계속사업이익	-139	113	332	392	530
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	113	332	392	530
증가율(%)	217.5	-181.5	192.9	18.3	35.0
당기순이익률 (%)	-3.4	2.4	6.4	6.9	8.8
지배주주당기순이익	-143	106	318	377	509
기타포괄이익	-21	-21	0	0	0
총포괄이익	-160	93	331	392	530
EBITDA	-84	167	438	590	760
증가율(%)	73.1	-299.3	162.6	34.8	28.9
EBITDA마진율(%)	-2.1	3.6	8.5	10.3	12.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,579	2,642	7,956	9,430	12,732
BPS	49,324	51,278	58,522	67,243	79,266
DPS	0	710	710	710	710
밸류에이션(배)					
PER	-23.7	50.8	24.1	20.4	15.1
PBR	1.7	2.6	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA	-43.9	32.8	16.6	11.9	8.8
성장성지표(%)					
매출증가율	8.7	14.6	11.6	10.5	5.7
EPS증가율	220.6	-173.8	201.1	18.5	35.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	-7.0	5.3	14.5	15.0	17.4
ROA	-2.9	2.3	6.0	6.2	7.7
ROIC	-8.0	5.8	18.5	22.7	28.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	143.6	142.5	148.6	137.7	120.9
순차입금 비율(%)	11.9	2.2	-19.8	-25.9	-33.3
이자보상배율(배)	-11.1	4.5	32.4	48.2	60.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	50.0	44.7	55.8	53.3	47.3
재고자산회전율	15.5	18.5	17.8	17.8	17.9
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,799	2,787	3,540	4,001	4,509
현금및현금성자산	310	165	632	884	1,261
유가증권	39	38	40	43	44
매출채권	118	89	97	118	137
재고자산	230	271	310	331	343
비유동자산	2,110	2,322	2,444	2,585	2,720
유형자산	1,757	1,862	1,945	2,056	2,173
무형자산	15	21	21	20	20
투자자산	44	202	215	229	237
자산총계	4,909	5,109	5,984	6,587	7,229
유동부채	2,735	2,706	3,346	3,570	3,702
매입채무및기타채무	324	355	366	390	405
단기차입금	474	159	185	198	205
유동성장기부채	4	0	0	0	0
비유동부채	158	297	231	246	255
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	96	80	0	0	0
부채총계	2,894	3,002	3,577	3,816	3,957
지배주주지분	1,970	2,048	2,337	2,686	3,166
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	82	82	82	82	82
자본조정등	-41	-41	-41	-41	-41
기타포괄이익누계액	301	308	308	308	308
이익잉여금	1,428	1,499	1,788	2,136	2,617
비지배주주지분	45	58	70	85	106
자본총계	2,015	2,106	2,407	2,771	3,272
비이자부채	2306	2751	3381	3607	3741
총차입금	588	251	196	209	216
순차입금	239	47	-476	-718	-1,089

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-533	361	556	343	468
당기순이익	-139	113	332	392	530
비현금성 비용 및 수익	44	65	-25	-42	-61
유형자산감가상각비	69	78	77	69	64
무형자산상각비	0	0	1	0	0
운전자본변동	-438	188	251	-16	-17
매출채권등의 감소	-72	34	-7	-21	-20
재고자산의 감소	63	-30	-40	-21	-12
매입채무등의 증가	-149	30	5	24	14
기타 영업현금흐름	0	-5	-2	9	16
투자활동 현금흐름	-112	-149	-580	-379	-297
유형자산의 증가(CAPEX)	-117	-145	-163	-180	-180
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-10	-7	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-29	-14	-8
기타	14	3	-387	-185	-109
재무활동 현금흐름	464	-363	491	288	206
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	464	-363	491	288	206
기타 및 조정	1	6	0	0	0
현금의 증가	-180	-145	467	252	377
기초현금	490	310	165	632	884
기말현금	310	165	632	884	1,261



Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 조사분석자료 작성과 관련하여(2025-05-11~2025-05-16) 당사의 조사분석담당자 오지훈은 상기 회사 한화오션 행사에 해당 회사비용으로 참석하였음을 고지합니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

한화오션

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

삼성중공업	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.10.14	매수	15,000	-26.66	-18.33
	2025.01.14	매수	18,000	-17.15	0.39
	2025.07.17	매수	27,000		
HD현대중공업	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.10.14	매수	245,000	8.61	49.39
	2025.04.09	매수	420,000	-4.08	10.36
	2025.07.17	매수	530,000		



한화오션	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.10.14	매수	39,000	-0.79	58.72
	2025.02.11	매수	72,000	7.77	28.33
	2025.07.17	매수	98,000		
HD현대미포	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
	2024.10.14	매수	138,000	-14.78	2.75
	2025.04.09	매수	180,000	-2.72	17.22
	2025.07.17	매수	230,000		