HD한국조선해양 (009540)



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

기말주주환원 수익률만 6%, 이건 엄중하다

3Q26 누적순이익 2.76조, FY26F 순이익 3.7조만 된다면…

3Q26 누적 지배주주 순이익 2.76조원 중 3Q26은 6,235억에 불과 (2Q26 1.3조). 3Q26 영업외 손실의 대부분이 3Q26 기말환율의 폭락 (-192원, -12.4% qoq)에서 발생한 외환관련손실인 점을 감안하면 4Q26F 기말환율에 따른 영업외 손익의 변동성은 제한적일 것. 당사 예상 FY26F 지배순이익 3.7조는 블룸버그 컨센서스 3.8조와 비교해도 합리적.

작년에 보여준 연결기준 주주환원율 40%만 유지해도…

52,000원 이상의 EPS는 주당 20,800원 이상의 주주환원을 의미. 상반기 중간배당 DPS 6,500원을 차감해도 주당 14,300원의 기말 주주환원 여력. **종가 대비 기말주주환원 수익률 5.9%.** 특히, 동사의 중간배당은 FY25 3,200원에서 1H26 6,500원으로 증가했다는 점을 감안한다면 12개월 선행 주당 주주환원 기대수익은 5.9% + 6,500원 이상.

모회사의 지갑사정이 나아졌고, 신중에 신중을 기해 MASGA

현금시재 개선이 필요했던 HD현대의 HD현대마린솔루션 지분 대상 EB발행으로 모회사의 차입금 상환 부담 (=동사의 배당확대 부담)은 덜어져 기존 지배구조 논리상 필요했던 동사의 자사주 매입소각 가능성은 충분. 또한, 상반기 동사가 HD현대중공업 지분을 대상으로 발행한 EB를 통해 실질적 현금시재 여유 또한 충분하여 오랜 숙고 끝에 결정된 **미국내 현재 합작 조선소 건립의 투자 주체**가 될 것.

투자의견 BUY 유지, TP 하락은 연결회사 시총 하락에 기인

연결 상장사들의 시가총액 하락 (할인율 50% 적용)으로 인해 목표주가는 463,000원으로 하락. 업종내 대대적 주가 조정에서 가장 먼저 주주환원수익을 근거로 밸류에이션 관점의 제한적 하방을 마련한 상황. 리레이팅 가능한 이벤트는 1) 미국내 조선소 투자 가시화, 2) 주주환원 서프라이즈, 3) 1H27F 추가적인 계열사 지분 유동화.

BUY (M)

목표주가	463,000원 (D)
직전 목표주가	532,000원
현재주가 (10/28)	241,500원
상승여력	92%

시가총액	170,917억원
총발행주식수	70,773,116주
60일 평균 거래대금	592억원
60일 평균 거래량	178,983주
52주 고/저	479,500원 / 241,500원
외인지분율	33.54%
배당수익률	0.00%
주요주주	에이치디현대 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(27.3)	(31.8)	(47.5)
상대	(16.6)	(31.7)	(65.0)
절대 (달러환산)	(25.8)	(25.4)	(43.6)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,286	9.3	-7.2	8,508	-2.6
영업이익	1,447	37.3	-12.0	1,569	-7.8
세전계속사업이익	1,083	-4.9	-49.9	1,668	-35.1
지배순이익	624	-1.5	-51.6	951	-34.4
영업이익률 (%)	17.5	+3.6 %pt	-0.9 %pt	18.4	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	7.5	-0.9 %pt	-6.9 %pt	11.2	-3.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	25,539	29,933	34,341	36,598
영업이익	1,434	3,904	5,987	8,135
지배순이익	1,172	2,168	3,689	4,820
PER	9.5	9.9	4.6	3.5
PBR	1.0	1.6	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.5	4.4	2.1	1.3
ROE	11.2	17.8	24.5	25.6

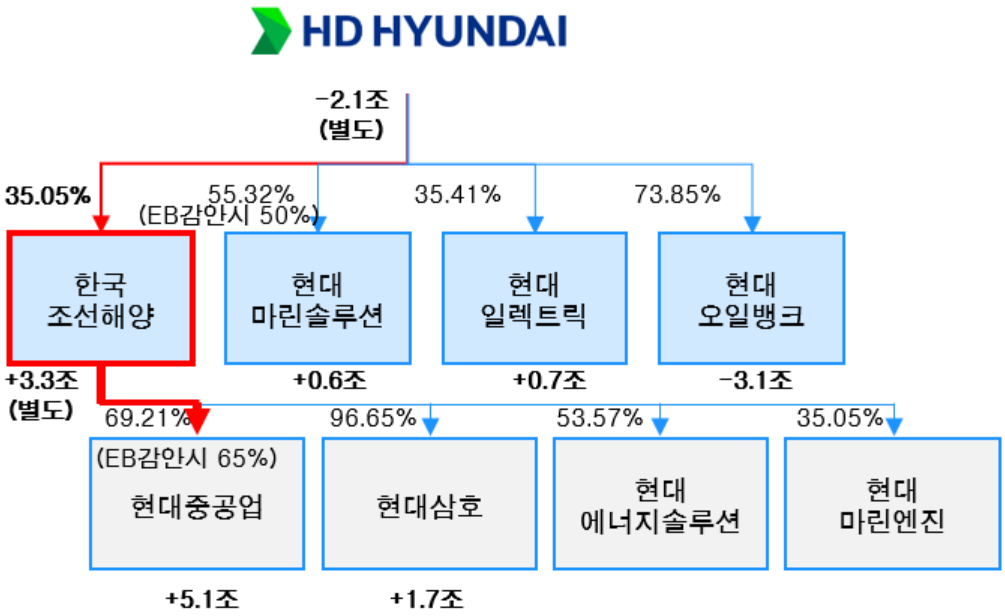
자료: 유안타증권

HD 한국조선해양: 밸류에이션 및 목표주가

	FY26F
현대중공업 시총 (십억 원)	29,914
지분율	69.2%
현대마린엔진 시총 (십억 원)	1,390
지분율	35.1%
현대에너지솔루션 시총 (십억 원)	946
지분율	53.6%
할인율	50%
상장사 지분가치 (십억 원)	**10,849**
HD 현대삼호 적정가치 (십억 원)	**18,610**
순현금	**3,300**
적정가치 (십억 원)	**32,759**
발행주식수 (천 주)	70,773
목표주가	463,000

자료: 유안타증권 리서치센터

3Q26 HD 현대그룹 지배구조와 현금시재



자료: 유안타증권 리서치센터, 각 사

HD 한국조선해양 (009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**25,539**	**29,933**	**34,341**	**36,598**	**37,981**
매출원가	22,943	24,605	26,664	26,698	28,471
매출총이익	2,595	5,328	7,677	9,900	9,510
판관비	1,161	1,424	1,690	1,764	1,944
영업이익	**1,434**	**3,904**	**5,987**	**8,135**	**7,566**
EBITDA	1,960	4,488	6,581	8,738	8,178
영업외손익	389	-338	745	660	457
외환관련손익	858	-278	1,020	520	200
이자손익	7	96	209	324	441
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-477	-157	-484	-184	-184
법인세비용차감전순손익	1,823	3,566	6,732	8,795	8,024
법인세비용	368	638	1,750	2,287	2,086
계속사업순손익	1,455	2,928	4,982	6,509	5,938
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,455	2,928	4,982	6,509	5,938
지배지분순이익	**1,172**	**2,168**	**3,689**	**4,820**	**4,397**
포괄순이익	1,275	3,196	5,250	6,776	6,205
지배지분포괄이익	1,055	2,356	3,870	4,996	4,575

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**4,289**	**4,422**	**7,451**	**10,811**	**11,080**
당기순이익	1,455	2,928	4,982	6,509	5,938
감가상각비	504	556	568	579	589
외환손익	0	0	-1,020	-520	-200
종속,관계기업관련손익	61	8	0	0	0
자산부채의 증감	2,369	-143	448	472	383
기타현금흐름	-100	1,073	2,474	3,772	4,370
투자활동 현금흐름	**-1,233**	**-3,604**	**-1,109**	**-1,031**	**-997**
투자자산	74	-9	-130	-100	-64
유형자산 증가 (CAPEX)	-891	-947	-700	-700	-700
유형자산 감소	24	32	0	0	0
기타현금흐름	-440	-2,680	-279	-231	-233
재무활동 현금흐름	**-2,359**	**-792**	**645**	**1,922**	**506**
단기차입금	413	-783	-31	-40	-29
사채 및 장기차입금	-89	-846	0	0	0
자본	140	417	0	0	0
현금배당	-1	-715	-460	826	-601
기타현금흐름	-2,821	1,136	1,136	1,136	1,136
연결범위변동 등 기타	2	-1	-4,042	-7,883	-7,465
현금의 증감	**699**	**25**	**2,946**	**3,818**	**3,124**
기초 현금	3,018	3,717	3,742	6,688	10,506
기말 현금	3,717	3,742	6,688	10,506	13,630
NOPLAT	**1,434**	**3,904**	**5,987**	**8,135**	**7,566**
FCF	**3,398**	**3,475**	**6,751**	**10,111**	**10,380**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**20,431**	**23,424**	**27,072**	**31,538**	**35,332**
현금및현금성자산	3,717	3,742	6,688	10,506	13,630
매출채권 및 기타채권	1,634	1,803	1,968	2,042	2,091
재고자산	2,232	2,766	2,849	2,906	3,016
비유동자산	16,288	16,118	16,354	16,551	16,704
유형자산	11,111	12,025	12,157	12,278	12,389
관계기업등 지분관련자산	257	206	223	240	250
기타투자자산	1,916	1,391	1,505	1,587	1,642
자산총계	**36,719**	**39,542**	**43,426**	**48,089**	**52,036**
유동부채	19,325	20,011	19,071	18,001	17,571
매입채무 및 기타채무	3,884	4,315	4,703	4,985	5,174
단기차입금	187	97	97	97	97
유동성장기부채	375	155	155	155	155
비유동부채	3,238	2,623	2,656	2,674	2,684
장기차입금	202	40	40	40	40
사채	652	752	752	752	752
부채총계	**22,563**	**22,634**	**21,727**	**20,675**	**20,255**
지배지분	11,099	13,286	16,783	20,810	23,636
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,600	3,017	3,017	3,017	3,017
이익잉여금	15,084	16,668	19,897	23,656	26,214
비지배지분	3,056	3,622	4,915	6,604	8,145
자본총계	**14,156**	**16,908**	**21,698**	**27,414**	**31,781**
순차입금	**-1,533**	**-5,200**	**-8,330**	**-12,295**	**-15,555**
총차입금	5,306	3,677	3,646	3,606	3,577

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	16,565	30,639	52,122	68,098	62,123
BPS	156,961	187,883	237,336	294,278	334,239
EBITDAPS	27,692	63,415	92,983	123,469	115,548
SPS	360,851	422,946	485,224	517,113	536,657
DPS	5,100	3,200	13,500	24,000	28,000
PER	**9.5**	**9.9**	**4.6**	**3.5**	**3.9**
PBR	**1.0**	**1.6**	**1.0**	**0.8**	**0.7**
EV/EBITDA	**6.5**	**4.4**	**2.1**	**1.3**	**1.2**
PSR	**0.4**	**0.7**	**0.5**	**0.5**	**0.5**

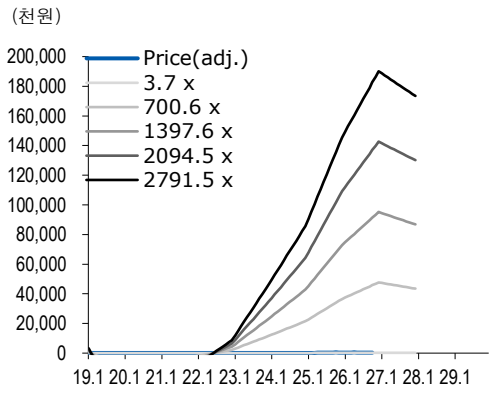
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**19.9**	**17.2**	**14.7**	**6.6**	**3.8**
영업이익 증가율 (%)	**408.1**	**172.3**	**53.3**	**35.9**	**-7.0**
지배순이익 증가율 (%)	**428.8**	**85.0**	**70.1**	**30.7**	**-8.8**
매출총이익률 (%)	10.2	17.8	22.4	27.0	25.0
영업이익률 (%)	**5.6**	**13.0**	**17.4**	**22.2**	**19.9**
지배순이익률 (%)	4.6	7.2	10.7	13.2	11.6
EBITDA 마진 (%)	7.7	15.0	19.2	23.9	21.5
ROIC	13.7	39.1	48.5	56.0	46.2
ROA	3.4	5.7	8.9	10.5	8.8
ROE	**11.2**	**17.8**	**24.5**	**25.6**	**19.8**
부채비율 (%)	159.4	133.9	100.1	75.4	63.7
순차입금/자기자본 (%)	-13.8	-39.1	-49.6	-59.1	-65.8
영업이익/금융비용 (배)	7.0	24.6	46.3	63.5	59.6

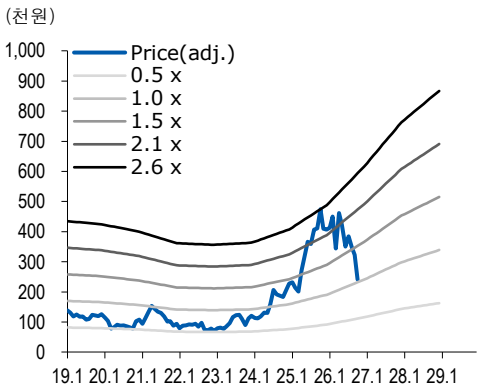
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

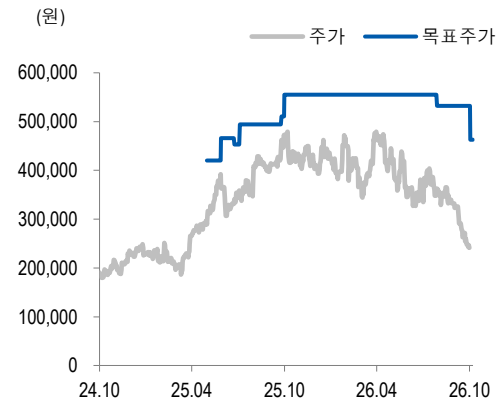
P/E band chart



P/B band chart



HD 한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-10-29	BUY	463,000	1년		
2026-08-25	BUY	532,000	1년	-40.81	-31.30
2025-10-28	BUY	555,000	1년	-26.49	-13.60
2025-10-22	BUY	511,000	1년	-10.89	-7.44
2025-08-01	BUY	494,000	1년	-19.78	-11.23
2025-07-21	BUY	453,000	1년	-23.39	-20.75
2025-06-25	BUY	466,000	1년	-28.06	-21.46
2025-05-28	BUY	420,000	1년	-17.46	-6.67
2025-02-25	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-10-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.