

HD현대중공업 (329180.KS)

특수선과 해외 확장을 더하면

HD현대미포와의 합병을 통해 특수선 사업 역량 확대 가능. 싱가포르 법인 지분 확보로 해외 야드 확장에 따른 성과 공유 가능. 하반기 상선 수주 기회도 충분. 통합 법인의 목표 시가총액을 66조원으로 제시

Analyst 정연승
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com
Jr. Analyst 곽재혁
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

통합 HD현대중공업 기업가치 66조원으로 제시, 목표주가 상향

HD현대중공업에 대해서 목표주가를 63만원으로 기존대비 5% 상향. 기존 HD현대중공업의 목표 기업가치 54.6조원, HD현대미포 10.5조원, 싱가포르 신설 법인 가치 2.2조원 및 지분 40% 고려하여, 통합 HD현대중공업의 합산 기업가치를 66.0조원으로 산정. 신주 발행에 따른 주식수 증가(최종 주식수 1.05억주, 기존 주식수 대비 18% 증가)를 고려하여 목표주가를 산출

향후 특수선에서 국내외 수주 성과, 해외 조선소(필리핀, 베트남, 현대비나) 실적 성장 및 추가 조선소 확보(인도, 모로코 등에서 조선소 임차 또는 협력 확대 검토 중) 여부에 따라 기업가치 추가 확대 가능

시작된 특수선 생산 능력 확대, 수주만 채우면 된다

향후 수주할 군함의 사이즈를 고려할 때, HD현대미포의 도크를 활용하는 것이 최적의 방안이라고 판단. 기존 HD현대중공업의 특수선 도크는 국내 사업 중심으로 채워질 예정이었기에 향후 해외 수주 증가, 미국과의 군함 협력을 고려할 때, 추가적인 설비 투자가 필요했다고 판단함. HD현대미포의 4개 도크 중 2개 도크를 특수선 도크로 전환할 예정이며, HD현대중공업의 유류 도크였던 5번 도크를 재가동할 계획. 통합 법인은 상선부문 매출 감소 없이, 특수선 외형 확대가 가능할 전망이며, 해양부문 유류 부지도 효율적으로 활용 가능

2025년 하반기를 시작으로 2026년 이후까지 특수선 수주 기회 다수 존재. 국내의 경우 KDDX 프로젝트, 우선협상대상자로 선정된 장보고2 성능개량 사업, 해외의 경우, 캐나다 잠수함 프로젝트 외에도 필리핀, 페루, 사우디 등 다양한 지역에서 군함 수출 또는 방산 협력을 요청. 2026년부터는 해외 수주 성과를 기대

미국 내 조선업 협력 및 군함 해외 건조를 위한 법안 개정안이 발의된 상황. 법안 통과 여부에 따라, 미 해군 지원함 또는 전투함 건조 기회도 열릴 수 있음. 미국 군함의 경우, 한국 군함 대비 가격 측면에서 2배 이상 높아, 가격 인하를 고려해도, 수익 창출 기회가 존재. 헌팅턴잉글스, 안드릴사 등과 협력 고도화 기대

※ESG Index/Event는 11페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	630,000원 (상향)			
현재가 (25/08/27)	521,000원			
업종	운수장비			
KOSPI / KOSDAQ	3187.16 / 801.72			
시가총액(보통주)	46,250.8십억원			
발행주식수(보통주)	88.8백만주			
52주 최고가('25/08/27)	521,000원			
최저가('24/11/05)	171,700원			
평균거래대금(60일)	117,345백만원			
배당수익률(2025E)	0.76%			
외국인지분율	11.0%			
주요주주				
HD한국조선해양 외 1 인		74.2%		
국민연금공단		7.4%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	26.5	75.7	172.9	
상대수익률 (%p)	4.6	44.5	130.3	
	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	14,486	16,762	18,808	20,578
증감률	21.1	15.7	12.2	9.4
영업이익	705	1,963	2,342.8	2,677
증감률	294.8	178.4	19.3	14.3
영업이익률	4.9	11.7	12.5	13.0
(지배지분)순이익	622	1,265	1,768.8	2,117
EPS	7,001	14,253	19,925	23,843
증감률	2,418	103.6	39.8	19.7
PER	41.1	36.6	26.1	21.9
PBR	4.5	7.1	5.9	4.9
EV/EBITDA	24.2	18.9	16.0	13.9
ROE	11.4	20.6	24.5	24.3
부채비율	239.9	218.0	172.1	138.7
순차입금	-1,062	-2,286	-3,038	-4,021

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: 합병 이전 HD현대중공업 실적 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

HD현대중공업은 2019년 6월 1일, 한국조선해양 주식회사에서 물적분할되어 신규 설립. 선박 건조 및 해양구조물, 플랜트, 엔진 등의 제조 및 판매 사업 영위. 조선사업은 일반 상선, 고부가가치 가스선, 특수선을 건조. 엔진기계는 선박 엔진을 공급하고 있으며, 친환경 제품도 자체 개발

Share price drivers/Earnings Momentum

- 이중 연료 추진선 수주 확대
- 건조량 확대로 매출 증가 및 수익성 개선
- 컨테이너, LNG선 등의 주력 선종의 신조선가 상승
- FPSO 등의 해양플랜트 수주
- 후판 가격 하락에 따른 비용 부담 완화
- 미국 군함 MRO 및 미국 관련 사업 확대

Downside Risk

- 신조선가 하락에 따른 중장기 선박 수익성 하락
- 노사 이슈 또는 사업장 내 사고로 인한 선박 건조 차질 발생
- 해양플랜트 수주 공백으로 해양부문 고정비 부담 확대
- 급격한 후판 가격 상승으로 대규모 공사손실충당금 적립

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
삼성중공업	26.7	19.3	4.3	3.5	17.4	20.0
한화오션	43.8	25.3	6.0	4.9	14.8	21.3
HD 현대미포	38.5	20.3	3.9	3.4	10.6	18.0
CSSC	21.6	16.0	2.9	2.5	13.2	15.9
Yangzijiang	7.9	7.4	2.0	1.7	25.7	23.5

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	463.9	41.1	36.6	26.1	21.9
PBR	2.2	4.5	7.1	5.9	4.9
PSR	1.0	1.8	2.8	2.5	2.2
ROE	0.5	11.4	20.6	24.5	24.3
ROIC	1.5	11.6	34.4	35.0	36.6

자료: NH투자증권 리서치본부

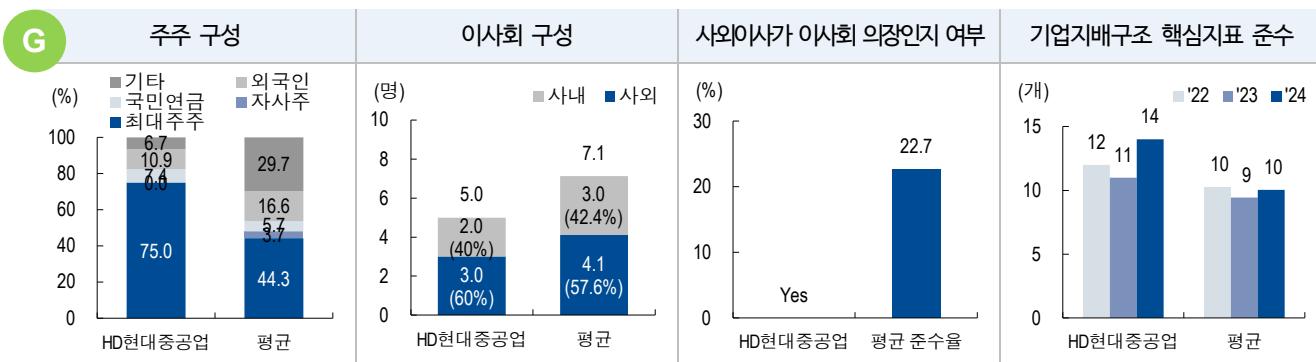
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	N/A	N/A	N/A	5,457	8,312	8,311	9,045	11,964	14,486
영업이익	N/A	N/A	N/A	129	33	-800	-289	179	705
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	2.4	0.4	-9.6	-3.2	1.5	4.9
세전이익	N/A	N/A	N/A	-104	-540	-1,111	-421	34	798
순이익	N/A	N/A	N/A	-89	-431	-814	-352	25	622
자배지분순이익	N/A	N/A	N/A	-89	-431	-814	-352	25	622
EBITDA	N/A	N/A	N/A	280	285	-561	-35	457	1,011
CAPEX	N/A	N/A	N/A	159	226	244	484	478	463
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	-745	-426	518	-413	-309	2,420
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	-2,164	-6,096	-10,665	-3,966	278	7,001
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	79,450	75,746	63,015	59,566	58,660	64,259
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	0	0	0	0	0	2,090
순차입금	N/A	N/A	N/A	2,634	2,514	1,066	1,369	1,766	-1,062
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	-1.6	-7.9	-14.9	-6.5	0.5	11.4
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.5	-11.7	-4.2	1.5	11.6
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	29.9
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.7
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	46.8	46.9	19.1	25.9	33.9	-18.6

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

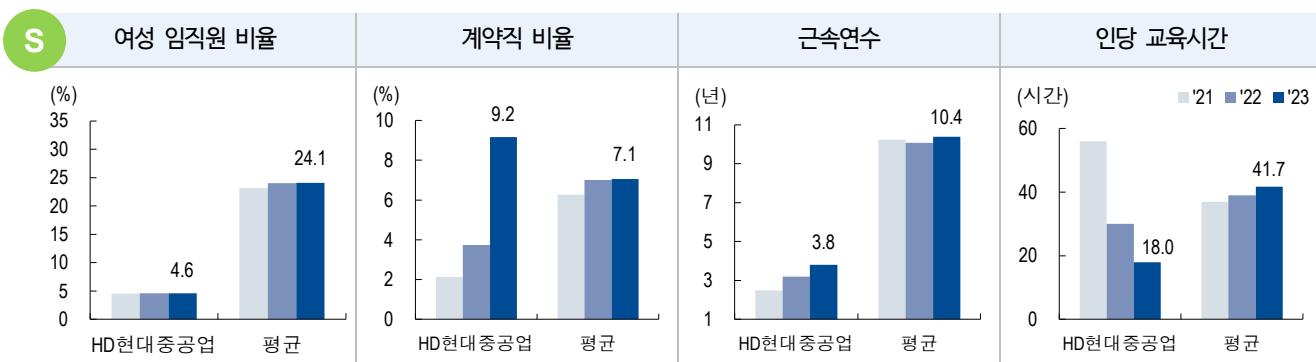
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금용 225개사 대상

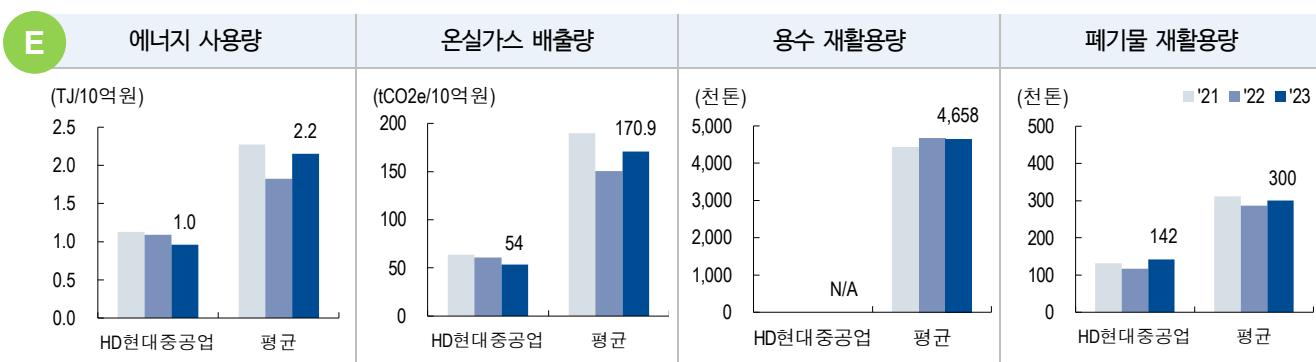
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: HD현대중공업, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금용 214개사 중 지속기능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금용 214개사 중 지속기능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.11	- 수소 산업과 ESG를 경영 비전으로 선언. 수소 운반선, 수소추진기술, 해상 그린수소플랜트 개발계획 강조
	2020.12	- 국제 기준(IPCC)을 기반으로 온실가스 배출량을 산정하는 전사 온실가스관리시스템(HGMS)을 구축
S	2021.12	- 노조와의 통상임금 소송 분쟁에서 최종 패소. 추산된 미지급 임금은 6,300억원 규모(기업분할 전 기준)
	2021.08	- 하도급 갑질 문제 공정위 조사과정에서 증거인멸을 시도. 관련하여 공정위는 고발, 검찰은 압수수색으로 대응
G	2021.09	- 신규 상장 실시. 보통주 20%를 신규로 발행하여 공모하였으며, 2021년 9월 17일부터 KOSPI에서 거래 개시
	2019.06	- 기업분할 및 비상장 전환. HD한국조선해양 지주사 출범, HD현대중공업 조선해양/엔진기계 사업으로 범위 축소

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부

통합 HD현대중공업의 목표 시가총액은 66조원으로 전망

목표주가 63만원으로 상향

HD현대중공업에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 63만원으로 기존대비 5% 상향 조정하였다. 통합 HD현대중공업의 목표 시가총액을 66조원으로 산출하였는데, 이는 기존 HD현대중공업 54.6조원, HD현대미포 10.5조원, 싱가포르 신설법인(지분 40% 고려) 0.9조원 합산한 결과이다. 주식수는 현재 8,877만주에서 1억496만주로 18.2% 증가하며, 이를 고려하면 목표주가는 63만원이다.

싱가포르 신설법인에 대한 기업가치 반영

기존 HD현대중공업과 HD현대미포의 실적 추정치 변경은 따로 하지 않았다. 이번 목표주가 산정에서는 새롭게 신설될 싱가포르 신설 법인의 가치를 추가하였다.

싱가포르 신설법인은 향후 미국을 제외하고 동남아 등의 현재 건설된 야드와 신규 인수할 법인을 총괄하는 법인이 될 예정이다. 신설법인 HD HVS(베트남) 65%, HD HHIP(필리핀 수빅 조선소)와 HD현대비나(두산에너빌리티로부터 신규 인수한 법인) 지분 100%를 보유할 예정이며, 향후 신규 투자 법인 모회사로 역할을 할 예정이다.

베트남 법인의 경우, 선박 생산 능력을 2025년 연간 12척에서 2030년 23척까지 확대할 계획이다. HD현대미포의 건조 능력의 25% 수준을 감안하여, 예상 기업가치를 2.15조원으로 전망하였으나, 장기적으로 원가경쟁력이 높다는 점에서 향후 수주에 따라 기업가치 상향 여력도 존재한다.

HD HHIP(필리핀 법인)의 경우, 서버루스 캐피탈을 통해서 수빅 조선소 장기 임대 계약을 체결하였고, 2025년 4분기부터 선박 건조를 진행할 예정이다. 해당 조선소에서는 LR2 중대형 석유화학제품운반선을 건조할 계획이며, 현재 8척(6+2)의 LR2 수주잔고를 확보하고 있다. 이는 2027~2028년에 걸쳐 인도할 예정이다. 이외에도 필리핀 군함에 대해서 유지보수 사업을 진행할 예정이다. 예상 기업가치로 5,000억원을 반영하였다.

지난 8월 20일, HD한국조선해양은 두산에너빌리티로부터 두산비나를 2,900억원에 인수하였다. 해당 법인은 보일러, 항만 크레인, 플랜트 모듈 등을 생산했다. 향후 HD현대그룹은 해당 법인을 친환경 선박용 탱크, 항만 크레인 제조 기지로 활용할 계획이다. 일단 보수적으로 기업가치 산정에서 인수가격을 반영하였다.

표1. 통합 HD현대중공업(합병 이전) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	목표 시가총액	비고
HD현대중공업(십억원)	54,596.6	표3 참고 / 2027년 예상 실적 기반
HD현대미포(십억원)	10,630.0	표4 참고 / 2027년 예상 실적 기반
싱가포르 신설법인(십억원)	2,186.0	HD HVS(베트남) - 예상 기업가치 2.15조원 × 65% HD HHIP(필리핀) - 예상 기업가치 0.5조원 × 100% HD현대비나 - 인수가격 (0.29조원) × 100% 반영
지분(40%) 반영(십억원)	874.4	신설 법인에 대한 통합법인의 예상 지분율 40% 반영
합산 기업가치(십억원)	66,101.0	
주식수 (주)	104,962,734	합병에 따른 신주발행 16,189,618주 추가 반영
주당 가격 (원)	629,757	
목표주가 (원)	630,000	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. HD현대중공업 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	14,486	16,762	18,808	20,578
	- 수정 전	-	16,762	18,808	20,578
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	705	1,963	2,343	2,677
	- 수정 전	-	1,963	2,343	2,677
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익률(수정 후)		4.9	11.7	12.5	13.0
EBITDA		1,011	2,321	2,704	3,032
(지배지분)순이익		622	1,265	1,769	2,117
EPS	- 수정 후	7,001	14,253	19,925	23,843
	- 수정 전	-	14,234	19,892	23,812
	- 변동률	-	0.1	0.2	0.1
PER		41.1	36.6	26.1	21.9
PBR		4.5	7.1	5.9	4.9
EV/EBITDA		24.2	18.9	16.0	13.9
ROE		11.4	20.6	24.5	24.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준, 합병 이전의 HD현대중공업 예상 실적, 추후 통합 법인 실적 산출 예정

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. HD현대중공업(합병 이전) 목표 기업가치 산정

(단위: %, 배, 원)

	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	비고
ROE(%)	-6.5	0.5	11.4	20.6	24.4	24.3	22.6	
자속가능 ROE(%)	1.8	10.8	18.8	23.1	23.8	22.3	21.4	'27년~'29년 평균 ROE
자기자본비용(COE, %)	6.2	7.7	7.4	7.2	7.2	7.2	7.2	무위험이자율 2.5%, 리스크프리미엄 6.0%, 베타 0.641 적용
Target PBR(배)						6.55	6.24	사이클 장기화, 특수선 사업 확대 가능성은 감안, 40% 할증 부과 현재가치화한 목표 PBR 5.80배
BPS(원)						106,115	126,162	
BPS X 적정PBR(원)						695,557	775,684	현재 수주로 실적에 반영되는 시점인 '27년을 기준 연도로 설정
자본비용으로 현재가치화						615,013	629,970	자본비용으로 현재가치화
목표 기업가치 (십억원)						54,597		합병이전 목표 시가총액

자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

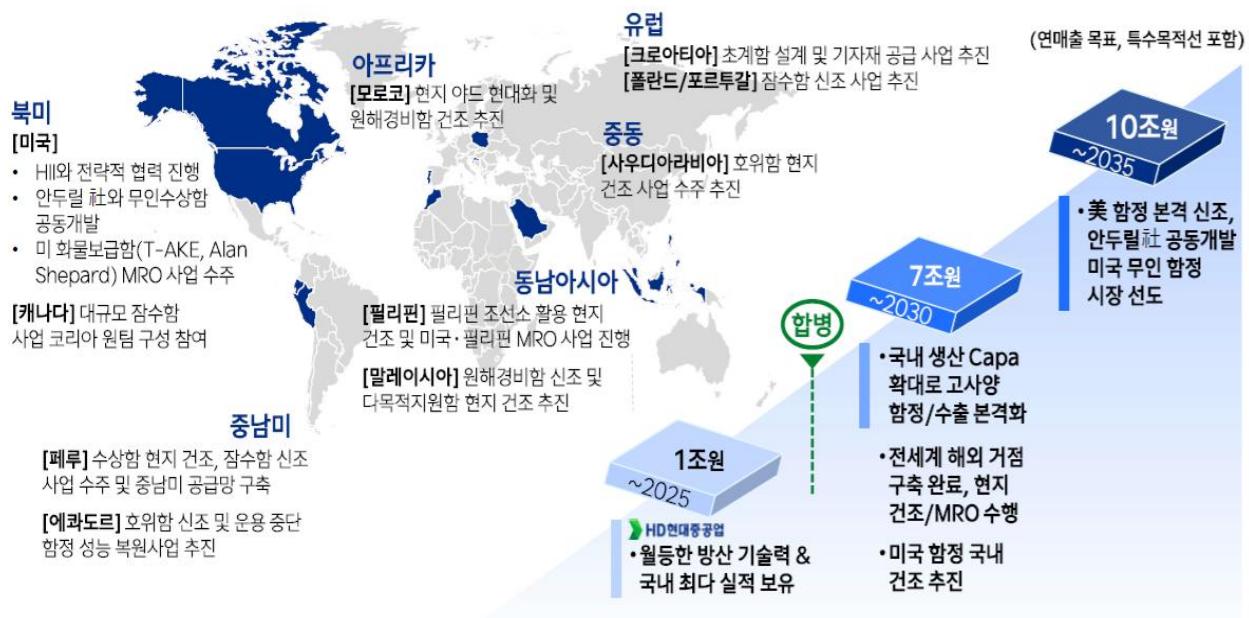
표4. HD현대미포(합병 이전) 목표 기업가치 산정

(단위: %, 배, 원)

	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	비고
ROE(%)	-2.1	-7.0	5.3	18.1	23.3	23.1	22.2	
자속가능 ROE(%)	-4.6	-4.5	-0.9	11.7	20.7	22.9	22.0	'26년~'28년 평균
자기자본비용(COE, %)	5.7	7.1	6.8	7.3	7.3	7.3	7.3	무위험이자율 2.5%, 리스크프리미엄 7.0% 베타 0.688 적용
Target PBR(배)						3.50	3.93	
BPS(원)						78,076	93,923	
BPS X 적정PBR(원)						306,478	353,692	
자본비용으로 현재가치화						266,123	286,188	자본비용으로 현재가치화
목표 기업가치 (십억원)						10,630		합병이전 목표 시가총액

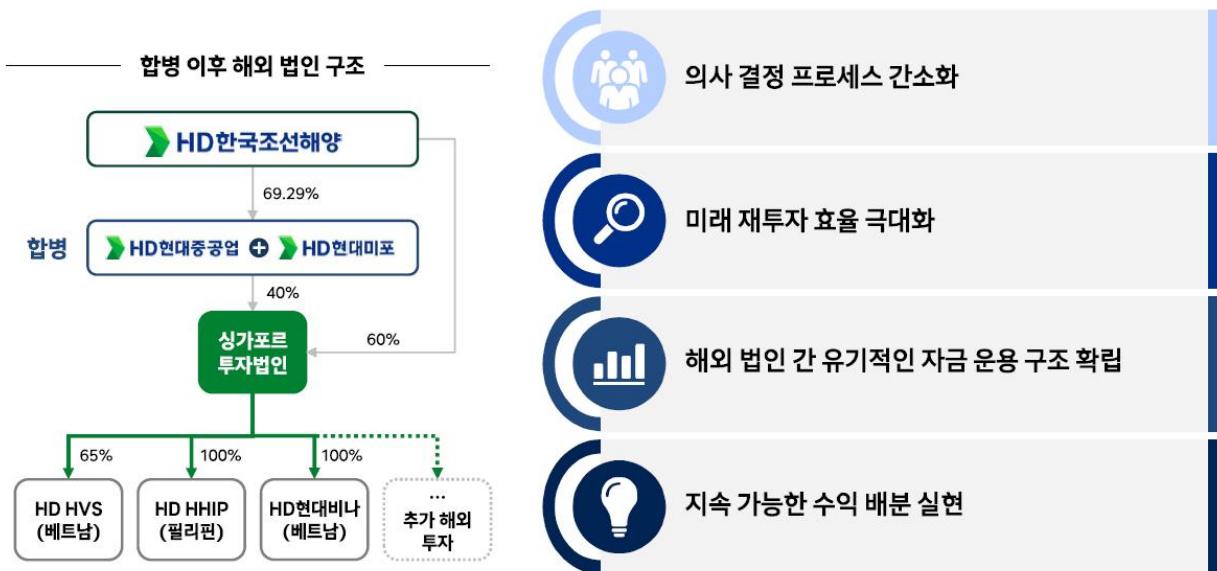
자료: HD현대미포, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 방산 사업 해외 협력 현황 및 사업 확장 로드맵



자료: HD현대중공업

그림2. 합병 이후 지배구조 및 싱가포르 투자법인 신설 목적



자료: HD현대중공업

(합병 이전 HD현대중공업 실적, 향후 통합법인 실적 및 재무상태표 작성 예정)

Statement of comprehensive income					Valuations/profitability/stability				
(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F		2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F
매출액	14,486	16,762	18,808	20,578	PER(X)	41.1	36.6	26.1	21.9
증감률 (%)	21.1	15.7	12.2	9.4	PBR(X)	4.5	7.1	5.9	4.9
매출원가	12,993	14,058	15,642	17,006	PCR(X)	30.8	21.8	17.3	15.0
매출총이익	1,494	2,703	3,166	3,572	PSR(X)	1.8	2.8	2.5	2.2
Gross 마진 (%)	10.3	16.1	16.8	17.4	EV/EBITDA(X)	24.2	18.9	16.0	13.9
판매비와 일반관리비	789	740	823	895	EV/EBIT(X)	34.7	22.4	18.4	15.8
영업이익	705	1,963	2,343	2,677	EPS(W)	7,001	14,253	19,925	23,843
증감률 (%)	294.8	178.4	19.3	14.3	BPS(W)	64,259	73,831	89,056	107,099
OP 마진 (%)	4.9	11.7	12.5	13.0	SPS(W)	163,185	188,815	211,871	231,803
EBITDA	1,011	2,321	2,704	3,032	자기자본이익률(ROE, %)	11.4	20.6	24.5	24.3
영업외손익	93	-320	-15	108	총자산이익률(ROA, %)	3.4	6.3	8.4	9.6
금융수익(비용)	-2,280	-320	-15	88	투하자본이익률 (ROIC, %)	11.6	34.4	35.0	36.6
기타영업외손익	2,373	0	0	20	배당수익률(%)	0.7	0.8	0.9	1.1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	배당성향(%)	29.9	27.9	23.6	24.3
세전계속사업이익	798	1,643	2,327	2,785	총현금배당금(십억원)	186	353	417	515
법인세비용	177	378	559	668	보통주 주당배당금(W)	2,090	3,971	4,700	5,800
계속사업이익	622	1,265	1,769	2,117	순부채(현금)/자기자본(%)	-18.6	-34.9	-38.4	-42.3
당기순이익	622	1,265	1,769	2,117	총부채/자기자본(%)	239.9	218.0	172.1	138.7
증감률 (%)	2,417.3	103.6	39.8	19.7	이자발생부채	3,280	3,083	2,606	2,140
Net 마진 (%)	4.3	7.5	9.4	10.3	유동비율(%)	88.2	94.1	102.1	113.2
지배주주지분 순이익	622	1,265	1,769	2,117	총발행주식수(mn)	89	89	89	89
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	-124	-63	0	0	주가(W)	287,500	521,000	521,000	521,000
총포괄이익	498	1,202	1,769	2,117	시가총액(십억원)	25,522	46,251	46,251	46,251

Statement of financial position					Cash flow statement				
(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F	(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F
현금및현금성자산	1,258	2,368	2,891	3,620	영업활동 현금흐름	2,884	2,017	1,669	1,845
매출채권	1,393	1,458	1,636	1,789	당기순이익	622	1,265	1,769	2,117
유동자산	10,403	11,890	12,524	13,760	+ 유/무형자산상각비	306	358	361	356
유형자산	6,610	6,867	6,919	6,875	+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
투자자산	1,070	1,070	1,071	1,071	+ 외화환산손실(이익)	0	87	0	0
비유동자산	8,988	8,951	8,990	8,934	Gross Cash Flow	829	2,121	2,674	3,082
자산총계	19,391	20,841	21,514	22,695	- 운전자본의증가(감소)	2,114	307	-462	-627
단기성부채	1,514	1,558	1,393	1,239	투자활동 현금흐름	-499	-375	-314	-223
매입채무	1,535	1,862	2,090	2,286	+ 유형자산 감소	12	0	0	0
유동부채	11,796	12,633	12,263	12,151	- 유형자산 증가(CAPEX)	-463	-600	-400	-300
장기성부채	1,766	1,525	1,213	901	+ 투자자산의매각(취득)	-762	0	0	0
장기충당부채	105	110	112	115	Free Cash Flow	2,420	1,417	1,269	1,545
비유동부채	1,890	1,654	1,345	1,036	Net Cash Flow	2,385	1,641	1,354	1,622
부채총계	13,686	14,287	13,608	13,187	재무활동현금흐름	-2,049	-531	-832	-892
자본금	444	444	444	444	자기자본 증가	-1	0	0	0
자본잉여금	3,123	3,123	3,123	3,123	부채증감	-2,048	-531	-832	-892
이익잉여금	1,288	2,201	3,553	5,154	현금의증가	330	1,110	522	730
비지배주주지분	0	0	0	0	기말현금 및 현금성자산	1,258	2,368	2,891	3,620
자본총계	5,704	6,554	7,906	9,508	기말 순부채(순현금)	-1,062	-2,286	-3,038	-4,021