



HD한국조선해양 (009540)

교환사채 발행으로 2.4조원의 투자재원 확보

2026년 4월 2일

조선/기계/방산 Analyst 정동익
newday@kbfq.com

목표주가 55만원으로 하향조정,
투자의견 Buy 유지

HD한국조선해양의 12개월 목표주가를 기존 600,000원에서 550,000원 (12M Fwd. BVPS X Target P/B 2.38배)으로 8.3% 하향조정한다. 수익추정치 변경, 하우스차원의 시장위험 프리미엄 변경, 12M Fwd. 기간변화, 무위험수익률의 대응치로 사용하고 있는 통안채 1년물 금리 및 베타의 변화 등을 반영한 결과이다. 목표주가 하향조정에도 불구하고 최근 주가하락으로 금일 증가대비 56.9%의 상승여력을 확보하여 투자의견은 기존 Buy를 유지한다.

1분기 실적은 컨센서스 상회할 전망

HD한국조선해양의 1분기 실적 (K-IFRS 연결)은 매출액 8조 133억원 (+18.3% YoY), 영업이익 1조 1,925억원 (+38.8% YoY, 영업이익률 14.9%)을 기록해 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 상회할 전망이다. 자회사 HD현대중공업 역시 영업이익 7,924억원으로 시장 예상치를 상회할 것으로 기대된다. 건조선가가 지속적으로 상승하는 가운데 이란 전쟁여파에 따른 원자재 가격 변동은 아직 큰 영향을 주고 있지 않다. 환율 상승도 1분기 호실적에 일부 기여한 것으로 추정된다.

교환사채 발행으로 2.4조원의
투자재원 확보

HD한국조선해양은 지난 4월 1일 (정정공시 기준) 2.4조원 규모의 교환사채권 발행을 결정했다고 공시했다. 교환대상은 HD현대중공업 보통주 4.3%이며 교환가액은 523,125원으로 6월 14일부터 교환청구가 가능하다. 이번 자금조달로 HD한국조선해양의 해외사업과 M&A 등이 탄력을 받게 될 전망이다. 이는 타 조선사들과의 밸류에이션 격차를 줄여줄 수 있을 것으로 기대된다. 이번에 발행된 교환사채가 모두 교환되더라도 HD현대중공업에 대한 지분율은 65% 수준으로 충분히 높다.

올해 조선/해양부문 신규수주는 59.8억
달러로 계획대비 25.7% 달성 중

한편 조선/해양부문의 1~2월 누적 신규수주는 HD현대중공업 33.6억 달러, HD현대삼호 6.4억 달러 등 총 40억 달러를 기록했다. 여기에 3월에 공시된 신규수주 19.8억 달러를 더하면 1분기 수주는 59.8억 달러로 연초 수주목표 233.1억 달러 대비 25.7%의 달성률이다. 1분기 신규수주가 매출액을 상회함에 따라 조선/해양부문 매출기준 수주잔고는 지난해 말 509억 달러에서 1분기 말 513억 달러 (올해 매출액 대비 약 2.6년)로 소폭 증가했을 것으로 추정된다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	550,000
Dividend yield* (%)	3.9
Total return (%)	60.8
현재가 (4/2, 원)	350,500
Consensus target price (원)	563,500
시가총액 (조원)	24.8
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	29,933	35,301	38,601	40,823
영업이익 (십억원)	3,904	5,410	6,135	6,490
지배주주순이익 (십억원)	2,168	3,095	3,535	3,713
EPS (원)	30,639	43,725	49,943	52,457
증감률 (%)	85.0	42.7	14.2	5.0
P/E (x)	13.3	8.0	7.0	6.7
EV/EBITDA (x)	5.7	3.3	2.6	2.2
P/B (x)	2.2	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	17.8	21.5	21.1	19.2
배당수익률 (%)	3.0	3.9	4.6	5.0

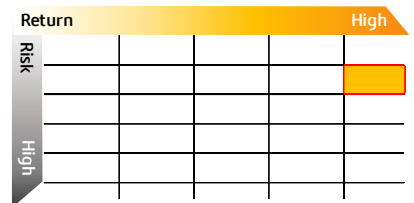
Trading Data

Free float (%)	63.2
거래대금 (3m, 십억원)	107.1
외국인 지분율 (%)	33.9
주요주주 지분율 (%)	에이치디현대 외 7 인 36.7
	국민연금공단 6.8

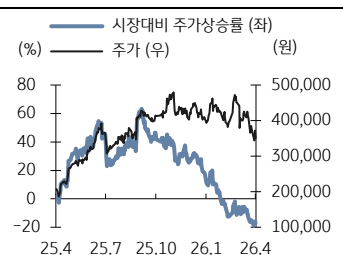
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.1	-9.1	-13.3	75.1
시장대비 상대수익률	-7.5	-25.7	-41.8	-17.4

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: HD한국조선해양, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	690,000원 (Target P/B 2.96배)	<p>Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 2026E 연결 신규수주 250~300억 달러 2) 2026E 연결 영업이익률 14~16%</p> <p>Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 2026E 연결 신규수주 300억 달러 상회 2) 2026E 연결 영업이익률 16% 상회</p> <p>Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 2026E 연결 신규수주 250억 달러 하회 2) 2026E 연결 영업이익률 14% 하회</p>
Base-case Scenario (목표주가)	550,000원 (Target P/B 2.38배)	
Bear-case Scenario	410,000원 (Target P/B 1.79배)	
현재주가 (4/2)	350,500원	

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	34,251	36,388	35,301	38,601	3.1	6.1
영업이익	5,085	5,711	5,410	6,135	6.4	7.4
지배주주순이익	3,382	3,908	3,095	3,535	-8.5	-9.5

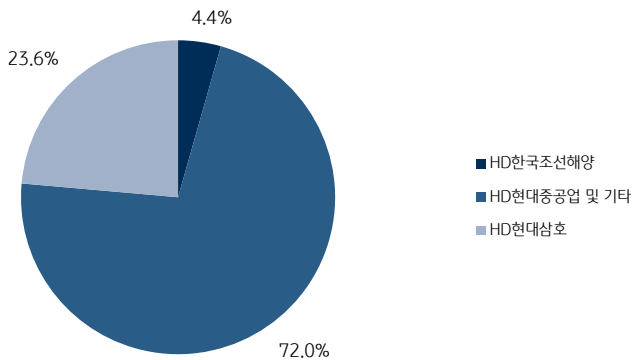
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	35,301	38,601	32,967	35,812	7.1	7.8
영업이익	5,410	6,135	5,436	6,507	-0.5	-5.7
지배주주순이익	3,095	3,535	3,442	4,185	-10.1	-15.5

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

매출액 구성 (2026E)



자료: KB증권 추정

PEER 그룹 비교 (컨센서스 기준)

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
HD한국조선해양	24,806	7.3	6.3	1.6	1.3	3.2	2.4	23.1	22.4	3.7	4.3
HD현대중공업	46,078	16.3	14.6	2.7	2.4	8.6	7.3	18.1	17.6	1.8	2.1
삼성중공업	23,672	22.5	17.9	4.5	3.7	14.5	11.3	22.0	22.5	0.9	1.1
한화오션	36,555	25.9	20.6	4.8	3.9	20.2	15.9	20.5	20.9	0.0	0.8

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B Valuation
- 2) 목표주가 산정:
12M Fwd. BVPS 231,272원 x multiple 2.38배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
690,000원 ~ 410,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2026E P/E 12.58배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2026E	2027E
환율 1% 상승 시	+1.3	+1.1
금리 1%p 상승 시	+3.1	+3.6

표 1. HD한국조선해양 목표주가 산정

(십억원, %, 배, 원)

구분	적정가치		비고
	변경 전 (2025/11/16)	변경 후	
자기자본비용 (COE) (A= a+(b x c))	8.62	9.82	
무위험수익률 (a)	2.28	2.65	통안채 1년물 금리 최근 3개월 평균
시장위험 프리미엄 (b)	6.52	7.50	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	0.97	0.96	52 주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	18.53	18.53	실적 개선기 (2006~2011) 평균 10% 할인
연구성장률 (C)	2.78	3.50	Min(장기유보율 50% X ROE, 국고채 30년 3M 평균금리)
Target P/B (D=(B-C) / (A-C))	2.70	2.38	
적정주주가치 (E=D X d)	42,482	38,896	
12M Fwd. 자본총계 (d)	15,759	16,368	
발행주식수 (e)	7,077	7,077	
주당주주가치(F=E/e)	600,252	549,585	
12개월 목표주가(G≒F)	600,000	550,000	
현재가(H)	479,500	350,500	변경 후는 4/2 종가
상승여력(I= G/H)	25.1	56.9	
투자 의견	Buy	Buy	

자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

주: 시장위험프리미엄 7.50%는 WMI500 Total Return 9.97% - 통안채 1년 Total Return 2.47%

표 2. HD한국조선해양 1Q26 실적비교 (K-IFRS 연결)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E		증감률		차이
					KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	6,771.7	7,428.4	7,581.4	8,151.7	8,013.3	7,714.1	18.3	-1.7	3.9
영업이익	859.2	953.6	1,053.8	1,037.9	1,192.5	1,166.4	38.8	14.9	2.2
세전이익	799.2	545.9	1,139.1	1,082.1	1,129.4	1,167.8	41.3	4.4	-3.3
순이익 (지배)	495.4	356.4	633.3	683.3	649.8	731.9	31.2	-4.9	-11.2
영업이익률	12.7	12.8	13.9	12.7	14.9	15.1			
세전이익률	11.8	7.3	15.0	13.3	14.1	15.1			
순이익률 (지배)	7.3	4.8	8.4	8.4	8.1	9.5			

자료: HD한국조선해양, FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

표 3. 자회사 HD현대중공업 1Q26 실적비교 (K-IFRS 연결)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E		증감률		차이
					KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	3,822.5	4,147.1	4,417.9	5,193.1	5,869.0	5,585.8	53.5	13.0	5.1
영업이익	433.7	471.5	557.3	575.0	792.4	767.8	82.7	37.8	3.2
세전이익	376.3	280.2	570.8	573.7	825.2	797.5	119.3	43.9	3.5
순이익 (지배)	284.2	210.9	430.8	489.6	631.8	618.1	122.3	29.1	2.2
영업이익률	11.3	11.4	12.6	11.1	13.5	13.7			
세전이익률	9.8	6.8	12.9	11.0	14.1	14.3			
순이익률 (지배)	7.4	5.1	9.8	9.4	10.8	11.1			

자료: HD현대중공업, FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	25,539	29,933	35,301	38,601	40,823
매출원가	22,943	24,605	28,432	30,911	32,670
매출총이익	2,595	5,328	6,869	7,690	8,153
판매비와관리비	1,161	1,424	1,459	1,555	1,663
영업이익	1,434	3,904	5,410	6,135	6,490
EBITDA	1,960	4,488	5,994	6,753	7,121
영업외손익	389	-338	-252	-131	-19
이자수익	213	255	315	390	466
이자비용	206	159	110	60	10
지분법손익	0	0	-10	0	0
기타영업외손익	382	-434	-447	-461	-475
세전이익	1,823	3,566	5,158	6,004	6,471
법인세비용	368	638	1,032	1,291	1,521
당기순이익	1,455	2,928	4,126	4,713	4,950
지배주주순이익	1,172	2,168	3,095	3,535	3,713
수정순이익	-1,971	1,955	3,095	3,535	3,713

성장성 및 수익성 비율

(%)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액 성장률	19.9	17.2	17.9	9.4	5.8
영업이익 성장률	408.1	172.3	38.6	13.4	5.8
EBITDA 성장률	159.9	129.0	33.6	12.7	5.5
지배기업순이익 성장률	428.8	85.0	42.7	14.2	5.0
매출총이익률	10.2	17.8	19.5	19.9	20.0
영업이익률	5.6	13.0	15.3	15.9	15.9
EBITDA 이익률	7.7	15.0	17.0	17.5	17.4
세전이익률	7.1	11.9	14.6	15.6	15.9
지배기업순이익률	4.6	7.2	8.8	9.2	9.1

현금흐름표

(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	4,289	4,422	4,824	5,296	5,474
당기순이익	1,455	2,928	4,126	4,713	4,950
유무형자산상각비	526	584	584	618	632
기타비현금손익 조정	-141	990	1,042	1,291	1,521
운전자본증감	2,369	-143	104	-35	-107
매출채권감소 (증가)	-3	-270	-115	-147	-99
재고자산감소 (증가)	-126	-528	-58	-145	-171
매입채무증가 (감소)	265	231	286	244	165
기타운전자본증감	2,233	423	-10	12	-2
기타영업현금흐름	80	63	-1,031	-1,291	-1,521
투자활동 현금흐름	-1,233	-3,604	-1,136	-1,081	-1,082
유형자산투자감소 (증가)	-866	-915	-1,000	-1,000	-1,000
무형자산투자감소 (증가)	-58	-53	-30	-30	-30
투자자산감소 (증가)	76	-9	-14	-15	-15
기타투자현금흐름	-385	-2,628	-92	-36	-37
재무활동 현금흐름	-2,359	-792	-1,199	-1,468	-1,679
금융부채 증감	-35	-37	-350	-500	-500
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-1	-715	-870	-955	-1,131
기타재무현금흐름	-2,323	-40	21	-13	-48
기타현금흐름	2	-1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	699	25	2,489	2,747	2,713
기말현금	3,717	3,742	6,231	8,978	11,691
잉여현금흐름 (FCF)	3,422	3,507	3,824	4,296	4,474
순현금흐름	3,131	2,965	2,895	3,247	3,213
순현금 (순차입금)	3,771	6,736	9,631	12,878	16,091

자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

재무상태표

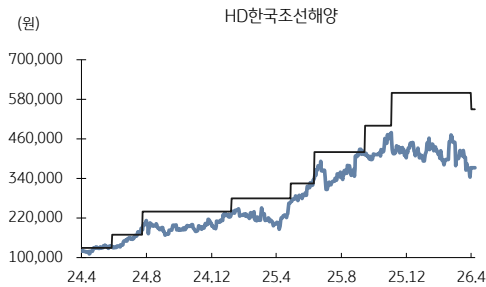
(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	36,719	39,542	42,922	46,591	50,194
유동자산	20,431	23,424	26,308	29,514	32,667
현금 및 현금성자산	3,717	3,742	6,231	8,978	11,691
단기금융자산	1,928	4,444	4,500	4,500	4,500
매출채권	1,264	1,454	1,569	1,716	1,814
재고자산	2,232	2,766	2,824	2,969	3,140
기타유동자산	11,289	11,019	11,184	11,352	11,522
비유동자산	16,288	16,118	16,614	17,077	17,527
투자자산	623	481	496	511	526
유형자산	11,111	12,025	12,470	12,879	13,276
무형자산	375	519	521	523	525
기타비유동자산	4,179	3,092	3,128	3,164	3,200
부채총계	22,563	22,634	22,748	22,695	22,550
유동부채	19,325	20,011	20,301	20,725	21,057
매입채무	2,247	2,328	2,615	2,859	3,024
단기금융부채	562	252	100	100	100
기타유동부채	16,516	17,430	17,586	17,766	17,934
비유동부채	3,238	2,623	2,448	1,970	1,493
장기금융부채	1,313	1,198	1,000	500	0
기타비유동부채	1,925	1,426	1,448	1,470	1,493
자본총계	14,156	16,908	20,173	23,896	27,644
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,600	3,017	3,017	3,017	3,017
기타자본항목	-8,609	-8,609	-8,609	-8,609	-8,609
기타포괄손익누계액	1,671	1,857	1,887	1,887	1,887
이익잉여금	15,084	16,668	18,871	21,416	23,926
지배지분 계	11,099	13,286	15,520	18,064	20,575
비지배지분	3,056	3,622	4,654	5,832	7,070

주요투자지표

(X, %, 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Multiples					
P/E	13.8	13.3	8.5	7.5	7.1
P/B	1.5	2.2	1.7	1.5	1.3
P/S	0.6	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.9	5.7	3.6	2.9	2.4
EV/EBIT	10.8	6.6	4.0	3.1	2.7
배당수익률	2.2	3.0	3.6	4.3	4.7
EPS	16,565	30,639	43,725	49,943	52,457
BVPS	156,831	187,728	219,287	255,242	290,713
SPS (주당매출액)	360,851	422,946	498,792	545,416	576,812
DPS (주당배당금)	5,100	12,300	13,500	16,000	17,500
배당성향 (%)	30.8	40.1	30.9	32.0	33.3
수익성지표					
ROE	11.2	17.8	21.5	21.1	19.2
ROA	4.2	7.7	10.0	10.5	10.2
ROIC	10.3	16.8	20.4	20.4	18.9
안정성지표					
부채비율	159.4	133.9	112.8	95.0	81.6
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6
이자보상배율 (배)	7.0	24.6	49.2	102.3	649.0
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
매출채권회전율	22.1	22.0	23.4	23.5	23.1
매입채무회전율	12.3	13.1	14.3	14.1	13.9
재고자산회전율	12.1	12.0	12.6	13.3	13.4

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

HD한국조선해양 (009540)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
24-03-05	Buy	정동익	130,000	-4.44	
24-05-29	Buy	정동익	170,000	-9.36	11.59
24-07-25	Buy	정동익	240,000	-18.08	-1.88
25-01-08	Buy	정동익	280,000	-19.86	-4.82
25-04-29	Buy	정동익	325,000	-8.68	3.54
25-06-12	Buy	정동익	420,000	-13.48	2.02
25-09-15	Buy	정동익	500,000	-14.40	-4.10
25-11-04	Buy	정동익	600,000	-30.22	-21.33
26-04-02	Buy	정동익	550,000		

투자등급 비율 (2026. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.2	12.8	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):

보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.