

# HD 한국조선해양 (009540/KS)

방향성 여전히 유효

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 155,000 원(유지)

현재주가: 117,600 원

상승여력: 31.8%



Analyst  
한승한

shane.han@sk.com  
3773-9992

### Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	8,323 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외8)	36.65%
국민연금공단	6.80%

### Stock Data

주가(24/04/12)	117,600 원
KOSPI	2,681.82 pt
52주 최고가	129,400 원
52주 최저가	76,600 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 1Q24 Preview: 삼호 제외 조선 자회사들의 실적부진으로 컨센 하회 예상

1Q24 연결 매출액은 5 조 2,612 억원(+8.6% YoY, -12.2% QoQ), 영업이익은 1,382 억원(흑전 YoY, -14.2% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 조선 자회사들의 조업일수 감소 영향으로 매출액은 전 분기 대비 감소한 것으로 추정된다. HD 현대중공업의 해양구조물 사고로 인한 지체상금과 현대미포조선의 공정 안정화에 따른 비용 발생이 지속되면서 영업이익은 컨센서스(1,563 억원)을 하회한 것으로 예상된다.

## 조선주 투자에 있어 당연히 가져가야 할 종목

아직 2 분기 초기임에도 불구하고 동사의 조선/해양 부문 수주목표 135 억불 중 약 73%를 달성했으며, 남은 2 분기 및 하반기에도 가스선(LNGC 와 VLAC)과 VLCC 중심의 강한 수주세 이어가며 올해도 초과달성 가능할 것으로 예상된다. 상반기까지는 HD 현대중공업과 현대미포조선의 공정지연 및 외주비 상승 등의 비용 발생이 지속될 것으로 예상되나, 하반기에 접어들수록 공정 안정화에 따른 실적 개선 폭 빠르게 확대되는 전형적인 상저하고의 모습을 보여줄 전망이다. 현대삼호중공업의 경우 고선가 건조물량의 점진적인 확대와 다른 조선사 보다 상대적으로 안정적인 공정진행과 LNGC 고선가 호선의 건조 비중 확대로 인해 괄목할만한 실적 개선세 계속해서 보여줄 전망이다. 대형 조선사 중 가장 괄목할만한 실적 개선세를 보여주고 있는 현대삼호중공업을 자회사로 보유하고 있는 동사는 조선주 투자에 있어서 믿고 가져갈 수 있는 선택지라는 점은 여전히 유효하다.

## 투자의견 매수 및 목표주가 155,000 원 유지

HD 한국조선해양에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 155,000 원을 유지한다. 25 년 예상 BPS 147,282 원에 Target P/B 1.05 배를 적용하여 산출했다. 올해 조선 자회사들의 상저하고 실적개선에 대한 방향성은 전혀 달라지지 않았기 때문에 투자전략 유효하며, 상반기 실적 개선 폭 확인되면 주가 상승여력 충분하다는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	14,904	15,493	17,302	21,296	23,263	27,713
영업이익	십억원	74	-1,385	-356	282	972	1,916
순이익(지배주주)	십억원	-834	-929	-217	222	248	447
EPS	원	-11,781	-13,131	-3,065	3,133	3,508	6,322
PER	배	-9.2	-7.2	-23.1	38.6	33.2	18.4
PBR	배	0.7	0.7	0.5	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	23.0	-9.8	130.8	14.5	6.8	4.1
ROE	%	-7.4	-9.0	-2.2	2.3	2.5	4.4

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	5,261	5,913	5,785	6,304	6,543	6,913	6,951	7,307	21,296	23,263	27,713
YoY	8.6%	8.4%	15.4%	5.3%	24.4%	16.9%	20.2%	15.9%	23.1%	9.2%	19.1%
QoQ	-12.2%	12.4%	-2.2%	9.0%	3.8%	5.7%	0.5%	5.1%	-	-	-
영업이익	138	207	280	346	381	449	507	579	282	972	1,916
YoY	흑전	191%	306%	115%	175%	117%	81%	67%	흑전	244.2%	97.3%
QoQ	-14.2%	50.0%	35.2%	23.5%	10.1%	18.0%	13.0%	14.1%	-	-	-
영업이익률	2.6%	3.5%	4.8%	5.5%	5.8%	6.5%	7.3%	7.9%	1.3%	4.2%	6.9%

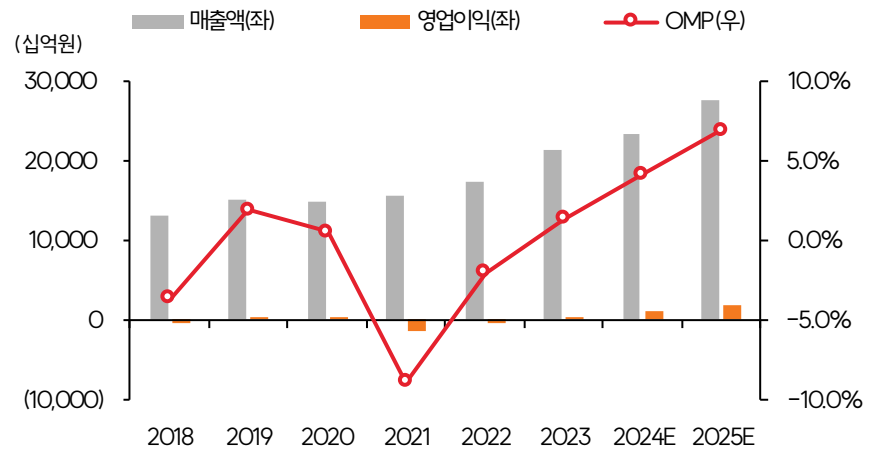
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12MFwd BPS	(A)	원	147,282	
Target P/B	(B)	배	1.05	
주당주주가치	(C)	원	154,646	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	155,000	
현재주가	(E)	원	117,600	2024년 4월 12일 종가
상승여력	(F)	%	31.8	(F) = (D-E)/(E)

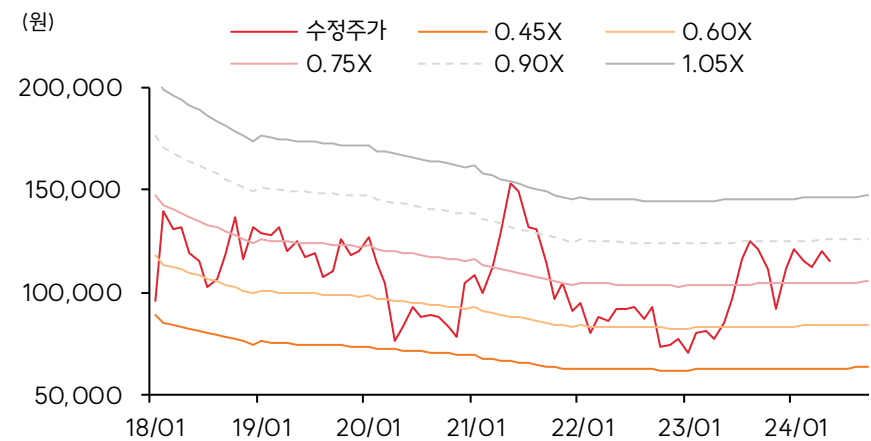
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

### HD 한국조선해양 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



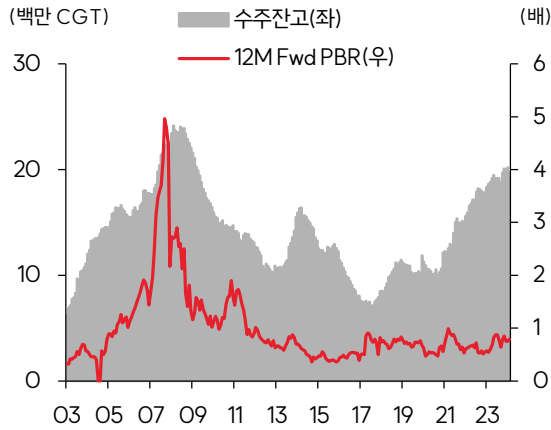
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

### HD 한국조선해양 PBR Band Chart



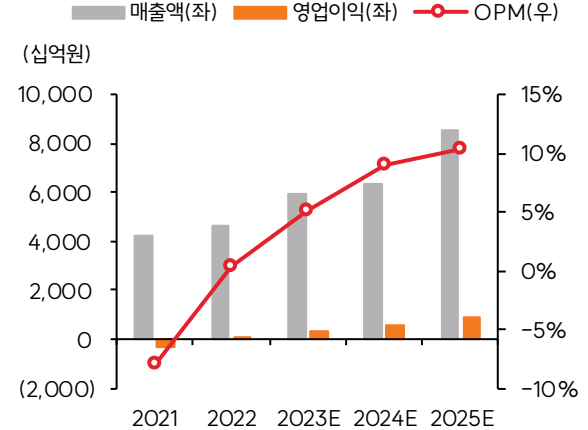
자료: Bloomberg, SK 증권

### HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



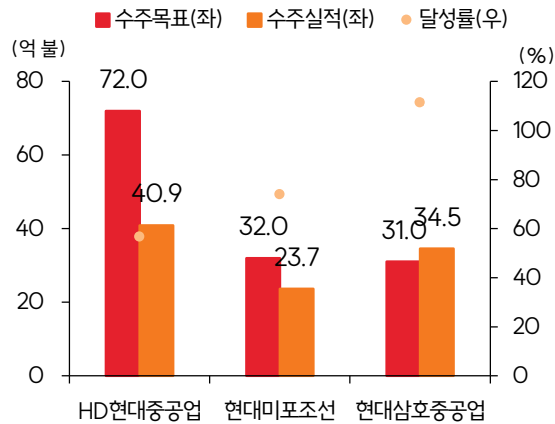
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

### 현대삼호중공업의 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



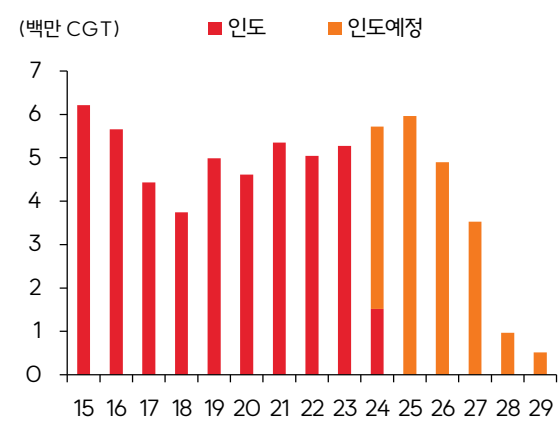
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

### HD 한국조선해양 조선 자회사 2024년 수주목표 및 달성률



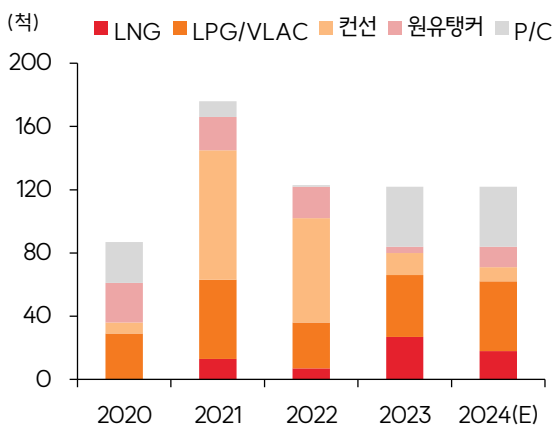
자료: 각 사, SK 증권

### HD 한국조선해양 인도 및 인도예정 선박 규모



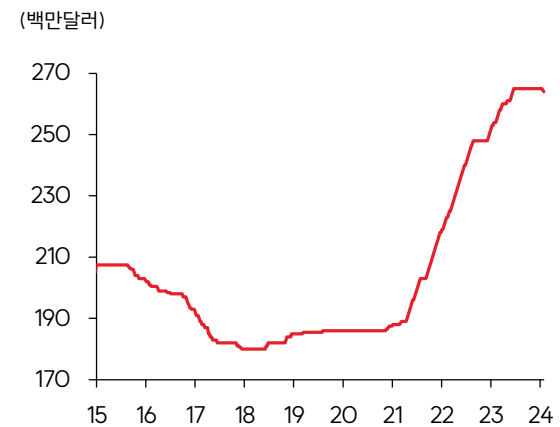
자료: Clarksons, SK 증권

### HD 한국조선해양 주요 선종별 수주 척수 및 전망



자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

### 174K-CBMLNG 운반선 선가 추이



자료: Clarksons, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	14,562	15,776	17,735	18,012	19,765
현금및현금성자산	4,567	2,697	3,018	3,296	3,945
매출채권 및 기타채권	1,065	1,016	1,452	1,572	1,636
재고자산	1,554	2,203	2,006	2,200	2,550
<b>비유동자산</b>	12,731	14,108	14,507	14,957	14,442
장기금융자산	540	1,293	1,030	1,096	1,131
유형자산	9,872	10,143	10,504	10,510	9,959
무형자산	134	164	191	178	167
<b>자산총계</b>	27,293	29,883	32,243	32,968	34,207
<b>유동부채</b>	11,286	15,033	17,498	18,351	18,157
단기금융부채	2,676	3,375	2,791	3,021	2,957
매입채무 및 기타채무	2,505	2,143	2,338	3,468	3,458
단기충당부채	1,750	1,272	400	433	437
<b>비유동부채</b>	3,593	2,538	2,375	1,422	1,429
장기금융부채	3,117	2,131	2,186	1,220	1,220
장기매입채무 및 기타채무	9	9	26	26	26
장기충당부채	319	322	85	92	95
<b>부채총계</b>	14,879	17,571	19,872	19,773	19,586
<b>지배주주지분</b>	9,857	9,715	9,904	10,107	10,413
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,468	2,460	2,460	2,460
기타자본구성요소	-8,697	-8,701	-8,608	-8,608	-8,608
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	14,467	14,300	14,374	14,623	14,929
비지배주주지분	2,557	2,597	2,466	3,088	4,208
<b>자본총계</b>	12,414	12,312	12,370	13,195	14,621
<b>부채와자본총계</b>	27,293	29,883	32,243	32,968	34,207

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	836	462	2,082	1,068	1,254
당기순이익(손실)	-1,141	-295	145	870	1,567
비현금성항목등	233	292	434	451	734
유형자산감가상각비	394	411	459	513	552
무형자산상각비	5	10	13	13	12
기타	-166	-129	-38	-75	170
운전자본감소(증가)	1,795	481	1,510	-316	-877
매출채권및기타채권의감소(증가)	-48	39	-373	-120	-64
재고자산의감소(증가)	-400	-645	199	-194	-350
매입채무및기타채무의증가(감소)	686	-430	332	264	-9
기타	-50	-35	-32	-37	-515
법인세납부	0	-19	-25	-101	-344
<b>투자활동현금흐름</b>	181	-1,339	-1,267	-1,060	-382
금융자산의감소(증가)	184	-652	-292	-62	-333
유형자산의감소(증가)	-354	-643	-798	-520	0
무형자산의감소(증가)	-23	-39	-60	0	0
기타	374	-6	-117	-479	-49
<b>재무활동현금흐름</b>	-189	-977	-485	-736	-206
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	230	-64
장기금융부채의증가(감소)	-19	-21	-33	-966	0
자본의증가(감소)	0	67	-8	0	0
배당금지급	-4	-3	-3	0	-141
기타	-166	-1,021	-441	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	864	-1,870	321	278	649
기초현금	3,703	4,567	2,697	3,018	3,296
기말현금	4,567	2,697	3,018	3,296	3,945
FCF	482	-181	1,283	548	1,254

자료 : HD한국조선해양, SK증권

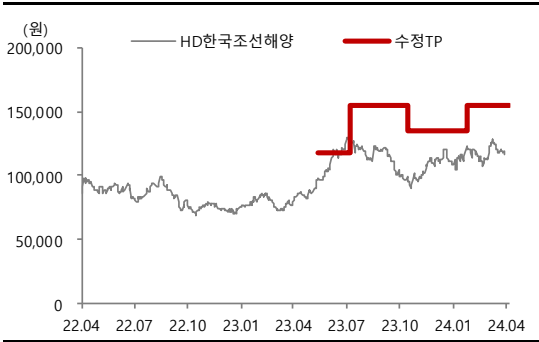
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	15,493	17,302	21,296	23,263	27,713
<b>매출원가</b>	16,010	16,936	20,248	21,368	24,694
<b>매출총이익</b>	-517	366	1,048	1,895	3,020
매출총이익률(%)	-3.3	2.1	4.9	8.1	10.9
<b>판매비와 관리비</b>	868	722	766	923	1,103
<b>영업이익</b>	-1,385	-356	282	972	1,916
영업이익률(%)	-8.9	-2.1	1.3	4.2	6.9
<b>비영업손익</b>	-247	-76	-290	-1	-5
순금융손익	-115	-32	8	165	174
외환관련손익	232	171	49	313	322
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	1	0
<b>세전계속사업이익</b>	-1,632	-431	-8	971	1,911
세전계속사업이익률(%)	-10.5	-2.5	-0.0	4.2	6.9
<b>계속사업법인세</b>	-491	-136	-153	101	344
<b>계속사업이익</b>	-1,141	-295	145	870	1,567
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-1,141	-295	145	870	1,567
순이익률(%)	-7.4	-1.7	0.7	3.7	5.7
<b>지배주주</b>	-929	-217	222	248	447
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.0	-1.3	1.0	1.1	1.6
<b>비지배주주</b>	-212	-78	-77	621	1,120
총포괄이익	-1,047	-260	-11	825	1,567
지배주주	-830	-203	103	693	1,314
비지배주주	-217	-58	-114	132	254
<b>EBITDA</b>	-986	66	754	1,497	2,480

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	40	11.7	23.1	9.2	19.1
영업이익	적전	적지	흑전	244.2	97.3
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	97.0
EBITDA	적전	흑전	1,049.4	98.5	65.6
EPS	적지	적지	흑전	12.0	80.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-4.3	-1.0	0.5	2.7	4.7
ROE	-9.0	-2.2	2.3	2.5	4.4
EBITDA마진	-6.4	0.4	3.5	6.4	8.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	129.0	104.9	101.4	98.1	108.9
부채비율	119.9	142.7	160.6	149.9	134.0
순차입금/자기자본	3.1	8.0	-0.6	-8.7	-15.0
EBITDA/이자비용(배)	-5.5	0.4	3.9	13.4	25.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	57.0	31.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-13,131	-3,065	3,133	3,508	6,322
BPS	139,419	137,417	140,085	142,958	147,282
CFPS	-7,497	2,886	9,801	10,936	14,285
주당 현금배당금	0	0	0	2,000	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-7.2	-23.1	38.6	33.2	18.4
PBR	0.7	0.5	0.9	0.8	0.8
PCR	-12.6	24.5	12.3	10.6	8.1
EV/EBITDA	-9.8	130.8	14.5	6.8	4.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	1.7	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.02.07	매수	155,000원	6개월		
2023.10.27	매수	135,000원	6개월	-19.82%	-8.89%
2023.07.20	매수	155,000원	6개월	-26.03%	-17.94%
2023.05.24	매수	118,000원	6개월	-3.72%	9.66%
2022.11.10	매수	100,000원	6개월	-21.03%	-3.60%
2021.12.15	매수	120,000원	6개월	-27.15%	-14.58%



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 15일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------