

HD 한국조선해양 (009540/KS)

조선 자회사들의 질주 시작

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 230,000 원(상향)

현재주가: 183,800 원

상승여력: 25.1%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com.kr
3773-9992

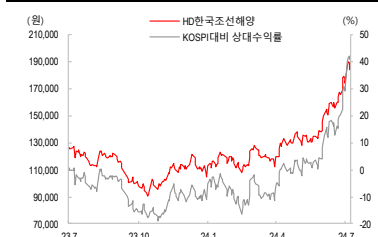
Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	13,008 십억원
주요주주	
에이치디현대(외8)	36.65%
국민연금공단	6.80%

Stock Data

주가(24/07/25)	183,800 원
KOSPI	2,710.65 pt
52주 최고가	189,700 원
52주 최저가	90,300 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 조선 자회사들 공정정상화에 따라 컨센서스 대폭 상회

2Q24 연결 매출액은 6 조 6,154 억원(+21.3% YoY, +19.9% QoQ), 영업이익은 3,764 억원(+428.7% YoY, +135.0% QoQ)을 기록하면서 컨센서스(2,667 억원)를 41.1% 상회했다. 동사의 이번 분기 매출액 성장은 조업일수 증가 및 조선 자회사들의 공정 정상화에 따른 건조물량 확대에 따른 탑라인 성장이 견인했다. 영업이익의 경우 HD 현대중공업과 HD 현대미포가 1)건조물량 확대에 따른 고정비 감소, 2)건조선가 상승 및 선종 믹스 개선 효과, 3)환율 상승 및 강재가 하락, 그리고 4)외주비중 감소로 인한 원가 개선 효과로 놀라운 실적 시현하며 동사의 실적 개선을 견인했다. 조선 자회사들의 생산성 확대에 따른 이익 개선세는 올해 하반기 뿐만 아니라 내년에도 계속될 전망이다.

안주하지 않고 수주와 수익성 계속 쟁길 것, 첫 배당까지 기대된다

동사는 이미 올해 수주목표의 120.5%를 달성하며 높은 레벨의 백로그 유지가 가능한 상황이지만, 남은 기간 쉬지 않고 고수익성 위주의 상선 선별수주는 계속 이어갈 전망이다. 해양부문에서는 중동 및 유럽 지역의 여러 해양플랜트 프로젝트 확보를 위해 입찰 과정에 참여 중으로, 수주 여부는 올해 4 분기에 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 동사의 조선 자회사 3 사 모두 올해 연간 흑자 달성할 것으로 예상됨에 따라 분사 이후 첫 배당과 함께 자사주 소각을 혼용할 것으로 전망되며, 동사의 밸류업 기대감에 따른 주가 상승 모멘텀을 기대해본다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 230,000 원으로 상향

HD 한국조선해양에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 20 만원에서 23 만원으로 상향한다. 목표주가는 '26 년 추정 BPS 232,212 원에 Target P/B 1.0 배를 적용하여 산출했다. 올해 처음으로 예상되는 주주환원정책과 더불어 조선 자회사들의 실적 개선과 투자 포인트까지 모두 가져갈 수 있기에 조선주 중 밸류에이션 부담 가장 적으며, 투자 매력도 높다는 판단이다. 조선주 Top-Pick 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	15,493	17,302	21,296	26,094	31,233	33,770
영업이익	십억원	-1,385	-356	282	1,614	2,898	3,799
순이익(지배주주)	십억원	-929	-217	222	1,516	2,498	2,837
EPS	원	-13,131	-3,065	3,133	21,424	35,291	40,088
PER	배	-7.2	-23.1	38.6	8.6	5.2	4.6
PBR	배	0.7	0.5	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	-9.8	130.8	14.5	5.8	3.2	2.3
ROE	%	-9.0	-2.2	2.3	14.3	19.9	18.8

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	5,516	6,615.5	6,822	7,141	7,275	7,797	7,813	8,348	26,094	31,233	33,770
YoY	13.9%	21.3%	36.1%	19.2%	31.9%	17.9%	14.5%	16.9%	22.5%	19.7%	8.1%
QoQ	-7.9%	19.9%	3.1%	4.7%	1.9%	7.2%	0.2%	6.9%	-	-	-
영업이익	160	376.4	492	585	625	700	745	828	1,614	2,898	3,799
YoY	흑전	428.7%	614%	263%	290%	86%	51%	42%	79.6%	31.1%	0.0%
QoQ	-0.6%	135.0%	30.8%	18.7%	6.9%	12.0%	6.5%	11.1%	-	-	-
영업이익률	2.9%	5.7%	7.2%	8.2%	8.6%	9.0%	9.5%	9.9%	6.2%	9.3%	11.2%

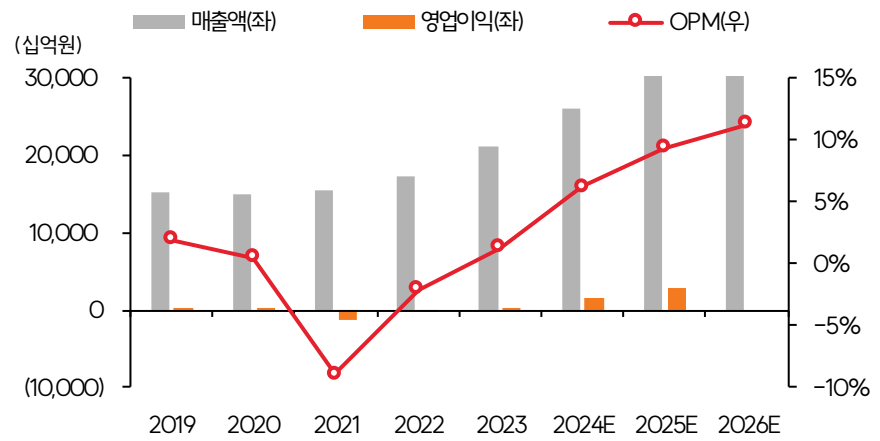
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'26년 추정 BPS	(A)	원	232,212	
Target P/B	(B)	배	1.0	
주당주주가치	(C)	원	232,212	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	230,000	
현재주가	(E)	원	183,800	2024년 7월 25일 종가
상승여력	(F)	%	25.1	(F) = (D-E)/(E)

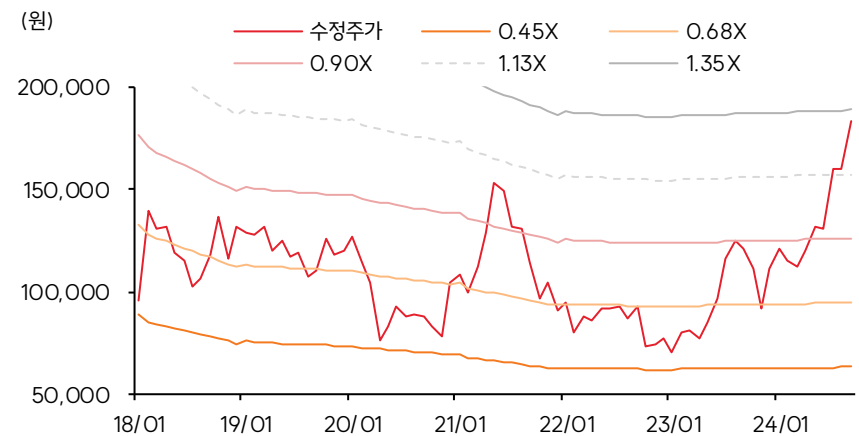
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



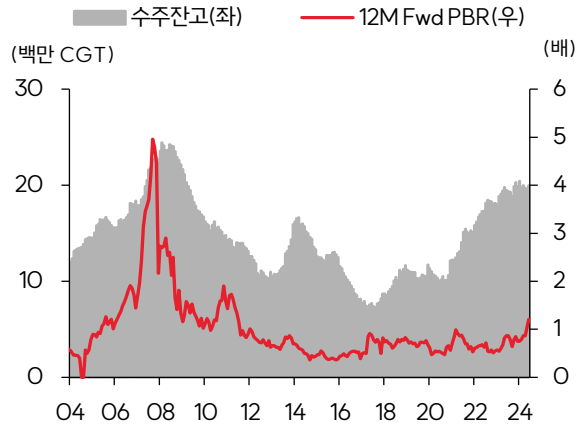
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 PBR Band Chart

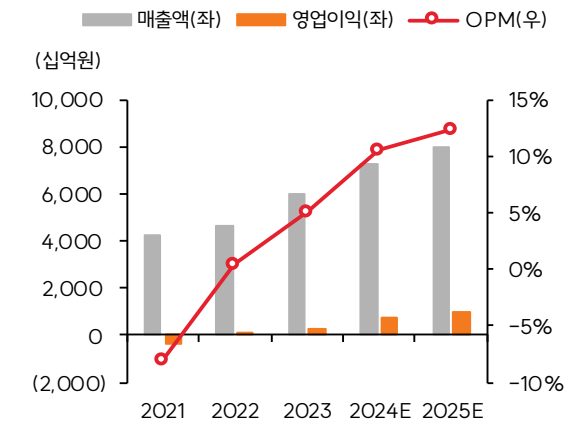


자료: Bloomberg, SK 증권

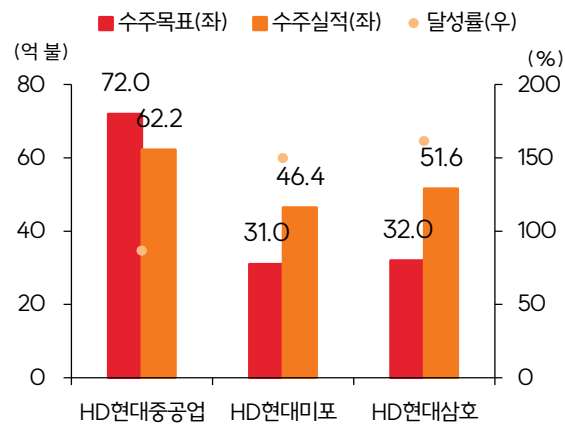
HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



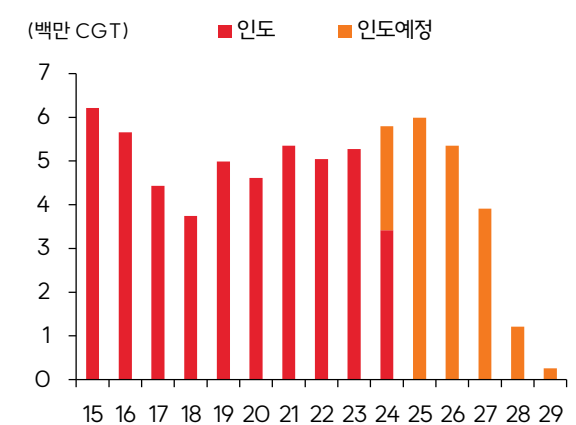
HD 현대삼호의 실적 추이 및 전망



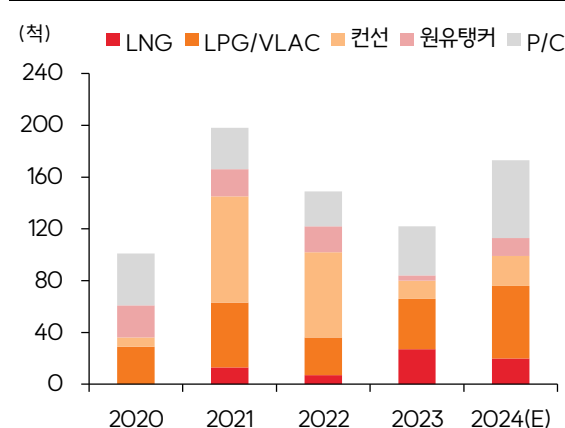
HD 한국조선해양 조선 자회사 2024 년 수주목표 및 달성률



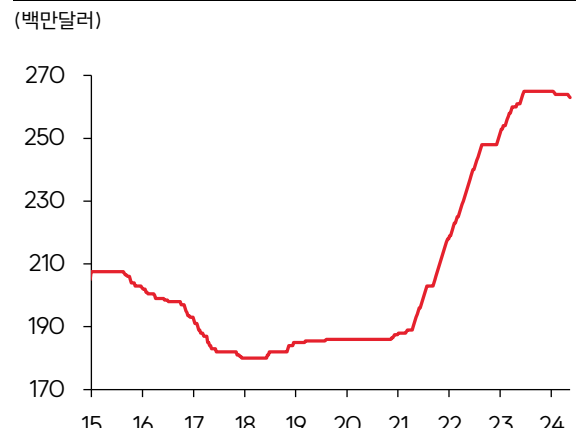
HD 한국조선해양 인도 및 인도예정 선박 규모



HD 한국조선해양 주요 선종별 수주 척수 및 전망



174K-CBMLNG 운반선 선가 추이



재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,776	17,735	18,218	20,390	21,962
현금및현금성자산	2,697	3,018	3,910	4,944	5,758
매출채권 및 기타채권	1,016	1,452	1,527	1,589	1,634
재고자산	2,203	2,006	2,733	3,195	3,234
비유동자산	14,108	14,507	15,148	14,616	14,653
장기금융자산	1,293	1,030	1,174	1,216	1,304
유형자산	10,143	10,504	10,697	10,123	10,057
무형자산	164	191	184	170	158
자산총계	29,883	32,243	33,366	35,006	36,615
유동부채	15,033	17,498	18,071	17,290	16,148
단기금융부채	3,375	2,791	2,885	2,795	2,369
매입채무 및 기타채무	2,143	2,338	3,572	3,459	3,278
단기충당부채	1,272	400	440	444	463
비유동부채	2,538	2,375	1,421	1,428	1,417
장기금융부채	2,131	2,186	1,220	1,220	1,220
장기매입채무 및 기타채무	9	26	25	25	25
장기충당부채	322	85	90	94	101
부채총계	17,571	19,872	19,492	18,718	17,565
지배주주지분	9,715	9,904	11,372	13,728	16,424
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,468	2,460	2,459	2,459	2,459
기타자본구성요소	-8,701	-8,608	-8,610	-8,610	-8,610
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	14,300	14,374	15,559	17,915	20,611
비지배주주지분	2,597	2,466	2,502	2,560	2,626
자본총계	12,312	12,370	13,874	16,288	19,050
부채와자본총계	29,883	32,243	33,366	35,006	36,615

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	462	2,082	1,771	1,611	2,223
당기순이익(손실)	-295	145	1,552	2,556	2,903
비현금성항목등	292	434	615	882	1,199
유형자산감가상각비	411	459	505	574	566
무형자산상각비	10	13	15	14	13
기타	-129	-38	95	294	621
운전자본감소(증가)	481	1,510	-232	-1,532	-958
매출채권및기타채권의감소(증가)	39	-373	103	-62	-44
재고자산의감소(증가)	-645	199	-723	-462	-39
매입채무및기타채무의증가(감소)	-430	332	357	-113	-181
기타	-35	-32	-356	-676	-1,838
법인세납부	-19	-25	-192	-382	-917
투자활동현금흐름	-1,339	-1,267	-462	-327	-357
금융자산의감소(증가)	-652	-292	581	-272	-42
유형자산의감소(증가)	-643	-798	-696	0	-500
무형자산의감소(증가)	-39	-60	-8	0	0
기타	-6	-117	-339	-55	185
재무활동현금흐름	-977	-485	-1,415	-232	-567
단기금융부채의증가(감소)	0	0	166	-91	-426
장기금융부채의증가(감소)	-21	-33	-978	0	0
자본의증가(감소)	67	-8	-1	0	0
배당금지급	-3	-3	0	-141	-141
기타	-1,021	-441	-602	-0	0
현금의 증가(감소)	-1,870	321	891	1,034	814
기초현금	4,567	2,697	3,018	3,910	4,944
기말현금	2,697	3,018	3,910	4,944	5,758
FCF	-181	1,283	1,075	1,611	1,723

자료 : HD한국조선해양, SK증권

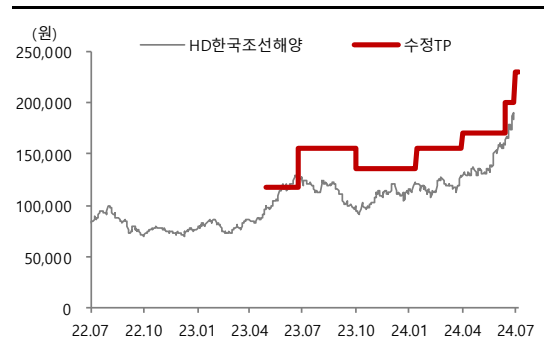
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	17,302	21,296	26,094	31,233	33,770
매출원가	16,936	20,248	23,459	27,126	28,620
매출총이익	366	1,048	2,635	4,107	5,150
매출총이익률(%)	2.1	4.9	10.1	13.1	15.2
판매비와 관리비	722	766	1,022	1,209	1,351
영업이익	-356	282	1,614	2,898	3,799
영업이익률(%)	-2.1	1.3	6.2	9.3	11.2
비영업손익	-76	-290	179	40	21
순금융손익	-32	8	8	73	-18
외환관련손익	171	49	529	337	300
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	-431	-8	1,793	2,938	3,820
세전계속사업이익률(%)	-2.5	-0.0	6.9	9.4	11.3
계속사업법인세	-136	-153	241	382	917
계속사업이익	-295	145	1,552	2,556	2,903
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-295	145	1,552	2,556	2,903
순이익률(%)	-1.7	0.7	5.9	8.2	8.6
지배주주	-217	222	1,516	2,498	2,837
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.3	1.0	5.8	8.0	8.4
비지배주주	-78	-77	35	58	66
총포괄이익	-260	-11	1,506	2,556	2,903
지배주주	-203	103	1,305	2,173	2,469
비지배주주	-58	-114	201	383	435
EBITDA	66	754	2,134	3,485	4,377

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.7	23.1	22.5	19.7	8.1
영업이익	적지	흑전	471.7	79.6	31.1
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	63.9	30.0
EBITDA	흑전	1,049.4	182.9	63.3	25.6
EPS	적지	흑전	583.9	64.7	13.6
수익성 (%)					
ROA	-1.0	0.5	4.7	7.5	8.1
ROE	-2.2	2.3	14.3	19.9	18.8
EBITDA마진	0.4	3.5	8.2	11.2	13.0
안정성 (%)					
유동비율	104.9	101.4	100.8	117.9	136.0
부채비율	142.7	160.6	140.5	114.9	92.2
순차입금/자기자본	8.0	-0.6	-10.2	-17.2	-21.5
EBITDA/이자비용(배)	0.4	3.9	9.0	17.3	40.7
배당성향	0.0	0.0	9.3	5.7	5.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-3,065	3,133	21,424	35,291	40,088
BPS	137,417	140,085	160,829	194,122	232,212
CFPS	2,886	9,801	28,774	43,594	48,262
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	-23.1	38.6	8.6	5.2	4.6
PBR	0.5	0.9	1.1	0.9	0.8
PCR	24.5	12.3	6.4	4.2	3.8
EV/EBITDA	130.8	14.5	5.8	3.2	2.3
배당수익률	0.0	0.0	1.3	1.3	1.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.26	매수	230,000원	6개월		
2024.07.10	매수	200,000원	6개월	-10.94%	-5.15%
2024.04.26	매수	170,000원	6개월	-17.67%	-5.88%
2024.02.07	매수	155,000원	6개월	-23.56%	-16.52%
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 07월 26일 기준)

매수	96.93%	중립	3.07%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------