

## HD한국조선해양 009540

## 현대삼호 장부가만 반영해도 업사이드 20% 이상

## 3분기 호실적 기록

3분기 실적은 매출액 6.2조원(QoQ -5.6%, YoY +24.6%), 영업이익 3,984억원(QoQ +5.8%, YoY +477.4%)를 기록했다. 조업일수 감소에도 불구하고 매출액 및 영업이익 모두 컨센서스를 상회했다. 영업이익은 HD현대마린엔진 편입효과 54억원(8~9월)이 반영된 점을 감안해도 컨센서스를 상회했다. 원인은 조선 자회사 호실적 덕분이다. 자회사 영업이익은 현대중공업, 현대미포가 모두 컨센서스를 상회했다. 또한 현대삼호는 조업일수 감소에도 불구하고, 영업이익률 10.8%를 기록하며 영업이익 1,776억원을 시현했다. 이러한 성장세는 조선업 실적 우상향 기조로 유지될 전망이다.

## 현대삼호 조업일수 감소에도 불구하고 이익률 10% 상회

동사의 LNG선 인도 척수는 총 12척 캐파가 될 전망이다. 클락슨에 의하면 2025~2026년 10척 인도, 2027년 11척 인도다. 2027년 기준 동사의 LNG선 평균 인도 선가는 2.66억달러에 달한다. 이를 단순히 매출로 환산하면 29.2억달러로 원화 기준 3.5조원을 상회한다. OPM을 15% 이상으로 추정하면 LNG선 영업이익만 5~6,000억원 가능하다. 컨테이너선도 2026년 15억달러를 인도할 전망으로 미드스글 마진만 추정해도 900억원 이익은 가능하다. 따라서 동사의 2026년 이후 영업이익은 LNG선, 컨테이너선만 해도 보수적으로 0.6조원을 상회 가능하다. 기업가치는 7~10조원 이상 가능하겠다.

## 현대삼호 장부가만 반영해도 목표주가 23만원 가능 - 목표주가 상향

동사는 별도 기준 1.7조원 순현금 상태다. 현재 보유하고 있는 주요 자회사의 지분과 장부가는 다음과 같다. 현대중공업 75%, 5.3조원, 현대삼호 96.6%, 1.6조원, 현대미포 42.4%, 1.0조원, 현대에너지솔루션 54%, 0.3조원이다. 상장되어 있는 지분 가치는 현대중공업 12조원, 미포 1.8조원, 현대에너지솔루션 0.1조원이다. 현대삼호의 실적은 3분기 누계 영업이익 0.5조원으로 올해 연간 0.7조원 달성이 가능할 것이다. 삼호를 제외한 동사 NAV는 15조원을 상회한다. 삼호의 기업가치를 장부가만 반영해도 목표주가 23만원이 가능하다. 매수를 추천한다.

## Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	17,302	21,296	25,617	28,783	31,408
영업이익	-356	282	1,398	2,407	3,129
영업이익률(%)	-2.1	1.3	5.5	8.4	10.0
세전이익	-431	-8	1,491	2,086	2,826
지배주주지분순이익	-217	222	982	1,329	1,754
EPS(원)	-3,065	3,133	13,873	18,773	24,780
증감률(%)	적지	흑전	342.8	35.3	32.0
ROE(%)	-2.2	2.3	9.5	11.7	13.6
PER(배)	-23.1	38.6	13.2	9.8	7.4
PBR(배)	0.5	0.9	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	94.0	11.2	6.2	3.8	2.8

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

양형모 중공업·미드·스몰캡

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

강태호 RA

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2024.11.01

## 매수(유지)

목표주가(상향)	230,000원
현재주가(10/31)	183,400원
상승여력	25.4%

## Stock Data

KOSPI	2,556.2pt
시가총액(보통주)	12,980십억원
발행주식수	70,773천주
액면가	5,000원
자본금	354십억원
60일 평균거래량	350천주
60일 평균거래대금	66,194백만원
외국인 지분율	31.5%
52주 최고가	213,000원
52주 최저가	90,200원
주요주주	
에이치디현대(외 9인)	36.7%
국민연금공단(외 1인)	6.8%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-2.3	-0.9
3M	-11.4	-3.7
6M	39.5	44.5

## 주가차트

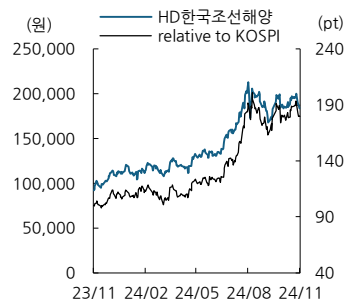


표1 3분기 실적은 컨센서스 상회

(십억원)	3Q24	추정치	컨센서스	추정치 대비	컨센서스 대비
매출액	6,246	5,987	6,069	4.3%	2.9%
영업이익	398	361	357	10.4%	11.6%
영업이익률	6.4%	6.0%	5.9%	0.4%p	0.5%p

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

표1 실적 추정치 상향 조정

	수정 전		수정 후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	24,378	26,856	25,617	28,783	5.1%	7.2%
매출원가	22,140	23,347	23,127	25,144	4.5%	7.7%
매출원가율	90.8%	86.9%	90.3%	87.4%	-0.5%p	0.4%p
매출총이익	2,238	3,508	2,490	3,639	11.3%	3.7%
매출총이익률	9.2%	13.1%	9.7%	12.6%	0.5%p	-0.4%p
판매비	1,043	1,311	1,092	1,232	4.7%	-6.1%
판매비율	4.3%	4.9%	4.3%	4.3%	0.0%p	-0.6%p
영업이익	1,195	2,197	1,398	2,407	17.0%	9.5%
영업이익률	4.9%	8.2%	5.5%	8.4%	0.6%p	0.2%p

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

표1 실적 및 목표주가 산정 - 목표주가는 멀티플 및 2026년 타겟으로 상향 조정

(원, 십억원, %, 배)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,296.2	25,617.4	28,782.6	31,408.4
매출원가	20,248.2	23,127.3	25,144.0	26,826.3
매출원가율	95.1%	90.3%	87.4%	85.4%
매출총이익	1,048.0	2,490.1	3,638.6	4,582.1
매출총이익률	4.9%	9.7%	12.6%	14.6%
판매비	765.8	1,092.1	1,231.8	1,453.0
판매비율	3.6%	4.3%	4.3%	4.6%
영업이익	282.3	1,398.0	2,406.8	3,129.1
영업이익률	1.3%	5.5%	8.4%	10.0%
BPS	139,935.8	151,086.2	169,859.6	194,639.6
ROE	2.3	9.5	11.7	13.6
PBR	0.86	1.24	1.10	0.96
Target PBR				1.2
목표주가				230,000
현재주가				183,400
상승여력				25.4%

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터

## [HD 한국조선해양 009540]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	15,776	17,735	18,456	19,734	21,442	매출액	17,302	21,296	25,617	28,783	31,408
현금 및 현금성자산	2,697	3,018	2,837	3,299	4,069	매출원가	16,936	20,248	23,127	25,144	26,826
매출채권 및 기타채권	1,016	1,452	1,789	1,856	2,044	매출총이익	366	1,048	2,490	3,639	4,582
재고자산	2,203	2,006	2,333	2,616	2,880	판매비 및 관리비	722	766	1,092	1,232	1,453
기타	9,859	11,259	11,496	11,963	12,449	영업이익	-356	282	1,398	2,407	3,129
비유동자산	14,108	14,507	15,268	16,061	16,932	(EBITDA)	66	754	1,898	2,932	3,685
관계기업투자등	471	541	457	475	495	금융손익	142	64	488	78	99
유형자산	10,143	10,504	10,963	11,565	12,238	이자비용	166	194	215	178	167
무형자산	164	191	216	242	266	관계기업등 투자손익	-6	0	6	1	1
자산총계	29,883	32,243	33,724	35,795	38,374	기타영업외손익	-212	-354	-401	-399	-403
유동부채	15,033	17,498	17,819	18,582	19,431	세전계속사업이익	-431	-8	1,491	2,086	2,826
매입채무 및 기타채무	2,913	3,204	3,666	3,977	4,379	계속사업법인세비용	-136	-153	327	459	678
단기금융부채	3,375	2,791	2,009	1,967	1,902	계속사업이익	-295	145	1,164	1,627	2,148
기타유동부채	8,745	11,504	12,144	12,637	13,151	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2,538	2,375	2,511	2,491	2,466	당기순이익	-295	145	1,164	1,627	2,148
장기금융부채	2,131	2,186	2,302	2,275	2,242	지배주주	-217	222	982	1,329	1,754
기타비유동부채	407	189	209	217	224	총포괄이익	-333	174	1,164	1,627	2,148
부채총계	17,571	19,872	20,330	21,073	21,897	매출총이익률 (%)	2.1	4.9	9.7	12.6	14.6
지배주주지분	9,715	9,904	10,693	12,021	13,775	영업이익률 (%)	-2.1	1.3	5.5	8.4	10.0
자본금	354	354	354	354	354	EBITDA마진률 (%)	0.4	3.5	7.4	10.2	11.7
자본잉여금	2,468	2,460	2,600	2,600	2,600	당기순이익률 (%)	-1.7	0.7	4.5	5.7	6.8
이익잉여금	14,300	14,374	15,026	16,354	18,108	ROA (%)	-0.8	0.7	3.0	3.8	4.7
비지배주주지분(연결)	2,597	2,466	2,701	2,701	2,701	ROE (%)	-2.2	2.3	9.5	11.7	13.6
자본총계	12,312	12,370	13,394	14,722	16,476	ROIC (%)	-2.0	1.7	9.3	15.5	18.5

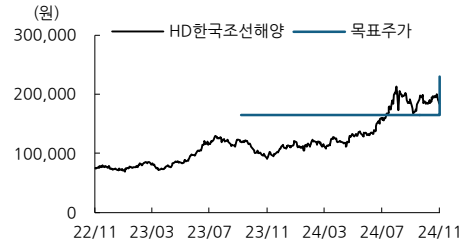
  

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	462	2,082	2,414	1,928	2,372	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-295	145	1,164	1,627	2,148	P/E	-23.1	38.6	13.2	9.8	7.4
비현금수익비용가감	292	434	35	207	136	P/B	0.5	0.9	1.2	1.1	0.9
유형자산감가상각비	411	459	484	510	539	P/S	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
무형자산감가상각비	10	13	15	16	17	EV/EBITDA	94.0	11.2	6.2	3.8	2.8
기타현금수익비용	-129	-38	-465	-320	-421	P/CF	n/a	14.8	10.8	7.1	5.7
영업활동 자산부채변동	481	1,510	1,186	94	88	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	39	-373	-226	-68	-188	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-645	199	-320	-283	-264	매출액	11.7	23.1	20.3	12.4	9.1
매입채무 증가(감소)	-430	332	283	312	402	영업이익	적지	흑전	395.3	72.2	30.0
기타자산 부채변동	1,517	1,351	1,449	133	138	세전이익	적지	적지	흑전	39.9	35.5
투자활동 현금	-1,339	-1,267	-1,256	-1,424	-1,537	당기순이익	적지	흑전	703.4	39.8	32.0
유형자산처분(취득)	-643	-798	-926	-1,111	-1,212	EPS	적지	흑전	342.8	35.3	32.0
무형자산 감소(증가)	-39	-60	-42	-42	-42	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-644	-380	-299	-124	-129	부채비율	142.7	160.6	151.8	143.1	132.9
기타투자활동	-14	-29	11	-147	-153	유동비율	104.9	101.4	103.6	106.2	110.3
재무활동 현금	-977	-485	-1,341	-42	-65	순차입금/자기자본(x)	9.4	-0.6	-8.5	-12.1	-16.7
차입금의 증가(감소)	-21	-33	-39	-42	-65	영업이익/금융비용(x)	-2.1	1.5	6.5	13.5	18.7
자본의 증가(감소)	-3	-3	0	0	0	총차입금 (십억원)	5,507	4,976	4,311	4,242	4,144
배당금의 지급	3	3	0	0	0	순차입금 (십억원)	1,161	-75	-1,144	-1,780	-2,759
기타재무활동	-954	-449	-1,302	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-1,870	321	-181	461	770	EPS	-3,065	3,133	13,873	18,773	24,780
기초현금	4,567	2,697	3,018	2,837	3,299	BPS	137,268	139,936	151,086	169,860	194,640
기말현금	2,697	3,018	2,837	3,299	4,069	SPS	244,472	300,908	361,965	406,689	443,790
NOPLAT	-258	205	1,092	1,877	2,378	CFPS	-38	8,180	16,948	25,911	32,270
FCF	-861	822	1,129	503	835	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## HD한국조선해양 (009540) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-09-06	담당자변경				
2023-09-06	매수	165,000	-21.1	29.1	
2024-05-28	매수	165,000	6.6	29.1	
2024-11-01	매수	230,000			



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

## 투자의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.