

# HD현대중공업 (329180)

## 어디까지 갈 지 기대되는 실적

### 2분기 매출 3조 8,840억원/영업이익 1,956억원

놀라운 실적이다. HD현대중공업의 2024년 2분기 실적은 매출 3조 8,840억원/영업이익 1,956억원으로 컨센서스(3조 2,561억원/1,119억원) 대비 매출 +19.3%/영업이익 +74.8%, 당사 추정치(2조 9,586억원/858억원) 대비 매출 +31.3%, 영업이익 +128.0%를 상회하는 호실적을 기록하였다. 심지어 영업이익에는 외주업체 선급금 대손처리를 포함한 200억원의 일회성 손실이 포함되어 있어 이를 제외하면 실질 영업이익률은 5.6%를 달성하였다. 당초 호실적의 원인으로 예상되었던 환율 상승 및 후판가 하락 등은 높은 환헷지비율과 강재가 협상 순연으로 오히려 이번 분기 영향이 크지 않았으며 주된 이익 상승의 원인은 사내공정 정상화에 따른 외주제작 비중 하락 및 내재화 증가로 인한 원가 감소라는 사측의 설명이다. 하반기 실적은 상반기 반영되지 않은 후판가 하락 및 원자재 가격 하락 등의 원인이 겹쳐져 더욱 개선폭이 클 것으로 전망된다. 특히 당사가 주목하는 부분은 매출 증가와 해양부문의 손실 감소다. 분기 변동성이 있는 특수선의 매출 증가를 제외하더라도 조선 부문에서만 매출이 YoY +44.2%, QoQ +31.8%증가했으며 엔진기계부문 또한 YoY +8.7%, QoQ +23.1% 증가했다. 수주선가의 상승분을 감안하더라도, 이러한 매출 상승은 공정의 급격한 정상화와 지연호선의 해소가 뒷받침되지 않으면 나오기 어려운 실적이라는 점에서 높이 평가한다. 그간 전사 공정에 부담이 되었던 해양부문의 손실 감소 역시 반가운 부분이다.

### 수주목표 조기 달성, 향후 전망도 밝아

동사는 수주잔고는 물론 신규 수주까지 경쟁사를 압도하고 있다. 7월말 현재 누적 수주는 81.8억 달러로 수주목표의 114%를 달성하여 경쟁사의 거의 두 배에 이르며 수주잔고는 6월말 기준 435.9억 달러로 24년 예상 매출 기준 4.1년, 23년 매출 기준으로는 5.0년치를 채우고 있다. 심지어 이번 분기 실적에는 21년 수주물량 30%, 22년 수주 물량이 66% 반영되어 아직까지 21년의 저가 물량이 완전히 해소되지 않았다는 점과, 선가가 21년 초부터 현재까지도 상승 국면이라는 점을 고려하면 앞으로의 실적은 어디까지 갈 지 궁금해지는 정도다. 크게 기대되지 않았던 올해 발주 시황 속에서도 좋은 수주를 기록하였으며, 최근 컨테이너선의 발주 증가 움직임, 미 대선 이후 기대되는 그간 억눌려왔던 LNG프로젝트 재개, 예정된 탱커 발주 증가 등을 감안했을 때 앞으로의 수주 상황 역시 나쁘지 않은 상황이다.

### 투자의견 BUY유지, 목표주가 226,000원으로 상향

동사의 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 226,000원으로 상향한다. 2025년 매출을 기존 추정치 대비 +11.4%, 영업이익은 +54.4% 상향조정했으며 실적 가시성의 증가로 적용 BPS를 12MF에서 2026년 기준으로 변경하였다. Target P/B 또한 기존 2.6배에서 2024년 고점이었던 2.8배로 상향한다. 조선업 밸류에이션에서 오랫동안 유리천장이었던 P/B 2배는 이제 깨부술 때가 되었다. 모두의 관심을 모았던 조선사의 이번 분기 호실적 여부는 HD현대중공업이 가장 먼저 증명했다. 동사는 경쟁사에 비해 미국 특수선 MRO등의 신사업을 다소 신중하게 추진하고 있으나 우직하게 쌓아 올린 상선 본업의 탄탄한 수주잔고 앞에서는 오히려 다른 이야기를 꺼내기가 무색해진다. 이러한 호실적을 반영하여 동사는 한국조선해양에서 분사 이래 처음으로 배당까지 검토하고 있으며, 배당과 자사주 매입 등의 수단을 통해 그룹사 평균 수준(배당성향 30%)의 주주 환원을 추진 중이다. 여러 측면에서 올해는 동사와 한국 조선사에 기념할 만한 한 해가 될 예정이다.

## Company Brief

## Buy (Maintain)

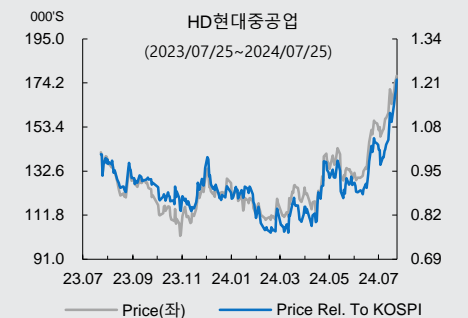
|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 226,000원(상향) |
| 증가(2024.07.25) | 177,500원     |
| 상승여력           | 27.3 %       |

### Stock Indicator

|           |                  |
|-----------|------------------|
| 자본금       | 444십억원           |
| 발행주식수     | 8,877만주          |
| 시가총액      | 15,757십억원        |
| 외국인지분율    | 9.6%             |
| 52주 주가    | 102,100~177,500원 |
| 60일평균거래량  | 295,977주         |
| 60일평균거래대금 | 42.3십억원          |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | 18.4 | 38.7 | 48.0 | 25.4 |
| 상대수익률    | 20.7 | 35.6 | 38.3 | 22.6 |

### Price Trend



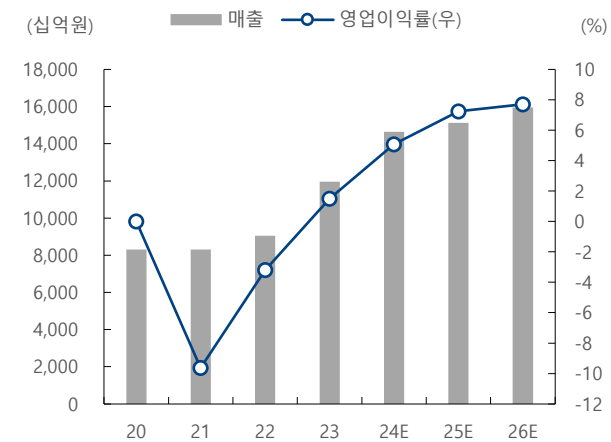
| FY           | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 11,964 | 14,645 | 15,133 | 15,960 |
| 영업이익(십억원)    | 179    | 772    | 1,135  | 1,215  |
| 순이익(십억원)     | 25     | 572    | 832    | 873    |
| EPS(원)       | 278    | 6,444  | 9,373  | 9,832  |
| BPS(원)       | 58,660 | 63,857 | 71,983 | 80,568 |
| PER(배)       | 463.9  | 27.5   | 18.9   | 18.1   |
| PBR(배)       | 2.2    | 2.8    | 2.5    | 2.2    |
| ROE(%)       | 0.5    | 10.5   | 13.8   | 12.9   |
| 배당수익률(%)     |        |        |        |        |
| EV/EBITDA(배) | 29.6   | 16.6   | 12.4   | 11.7   |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계/방산]

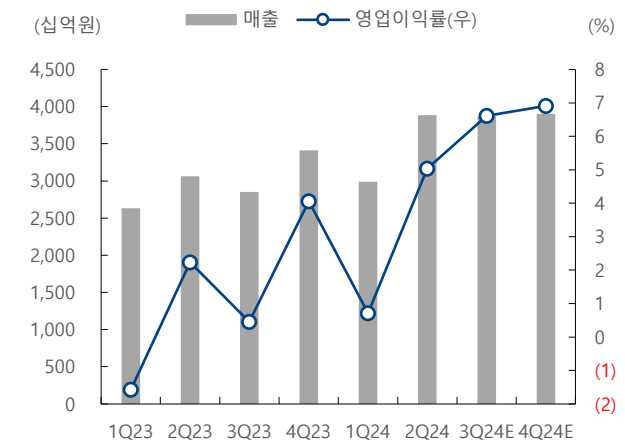
변용진 2122-9181 yongjin.byun@hi-ib.com

그림1. HD현대중공업 연간 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



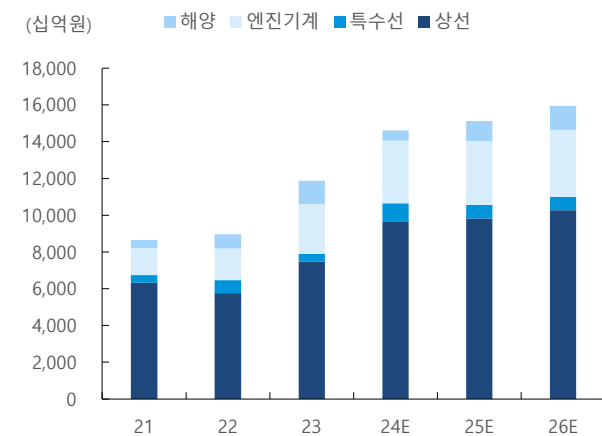
자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

그림2. HD현대중공업 분기 매출 & 영업이익률 추이 및 전망



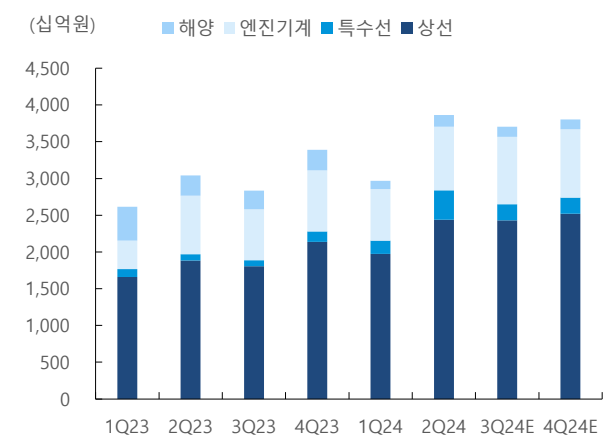
자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

그림3. HD현대중공업 연간 부문별 매출 추이 및 전망



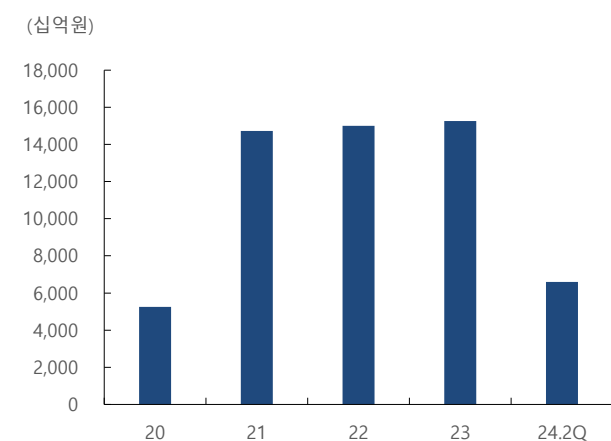
자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

그림4. HD 현대중공업 분기 부문별 매출 추이 및 전망



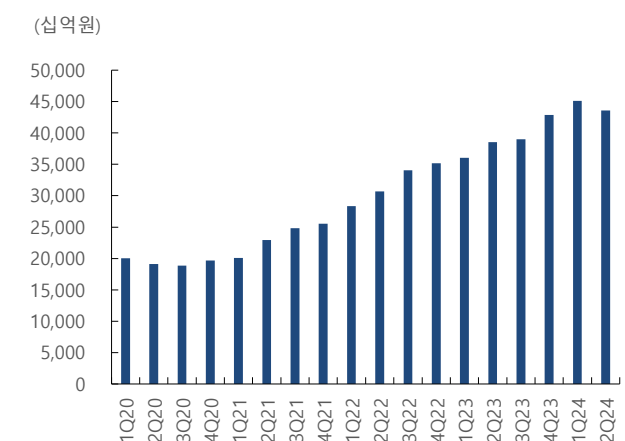
자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

그림5. HD현대중공업 연간 신규 수주액 추이



자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

그림6. HD현대중공업 분기별 수주잔고 추이



자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

표1. HD현대중공업 연간 부문별 실적 추이 및 전망

| (십억원)        | 2022    | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>매출</b>    | 9,045.5 | 11,963.9 | 14,645.3 | 15,132.8 | 15,959.6 |
| 조선           | 5,759.9 | 7,482.7  | 9,627.7  | 9,822.6  | 10,275.4 |
| 해양           | 785.2   | 1,269.7  | 541.2    | 1,088.4  | 1,315.1  |
| 엔진기계         | 1,715.1 | 2,709.8  | 3,417.0  | 3,483.6  | 3,644.2  |
| <b>영업이익</b>  | -289.2  | 178.6    | 742.5    | 1,095.7  | 1,231.3  |
| 조선           | -170.0  | 130.2    | 570.0    | 657.0    | 717.4    |
| 해양           | -152.8  | -37.2    | -139.9   | 22.5     | 34.0     |
| 엔진기계         | 171.6   | 286.6    | 368.2    | 393.5    | 455.2    |
| <b>영업이익률</b> | -3.2%   | 1.5%     | 5.1%     | 7.2%     | 7.7%     |
| 조선           | -3.0%   | 1.7%     | 5.9%     | 6.7%     | 7.0%     |
| 해양           | -19.5%  | -2.9%    | -25.8%   | 2.1%     | 2.6%     |
| 엔진기계         | 10.0%   | 10.6%    | 10.8%    | 11.3%    | 12.5%    |

자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

표2. HD현대중공업 분기 부문별 실적 추이 및 전망

| (십억원)        | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23    | 1Q24    | 2Q24E   | 3Q24E   | 4Q24E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출</b>    | 2,632.9 | 3,064.4 | 2,853.5 | 3,413.1 | 2,987.7 | 3,884.0 | 3,869.3 | 3,904.3 |
| 조선           | 1,658.1 | 1,882.8 | 1,804.1 | 2,137.7 | 1,973.9 | 2,439.3 | 2,594.3 | 2,620.2 |
| 해양           | 460.5   | 278.8   | 253.7   | 276.7   | 112.5   | 158.4   | 135.2   | 135.2   |
| 엔진기계         | 388.3   | 795.8   | 694.0   | 831.7   | 702.6   | 865.1   | 920.1   | 929.3   |
| <b>영업이익</b>  | -41.5   | 68.5    | 12.9    | 138.7   | 21.3    | 195.6   | 255.9   | 269.7   |
| 조선           | 47.5    | 28.5    | 17.4    | 36.8    | 52.8    | 170.8   | 169.0   | 177.4   |
| 해양           | -83.3   | -31.0   | -27.5   | 104.6   | -77.6   | -27.0   | -19.6   | -15.7   |
| 엔진기계         | 33.4    | 126.8   | 76.8    | 49.6    | 76.0    | 91.0    | 99.9    | 101.4   |
| <b>영업이익률</b> | -1.6%   | 2.2%    | 0.5%    | 4.1%    | 0.7%    | 5.0%    | 6.6%    | 6.9%    |
| 조선           | 2.9%    | 1.5%    | 1.0%    | 1.7%    | 2.7%    | 7.0%    | 6.5%    | 6.8%    |
| 해양           | -18.1%  | -11.1%  | -10.8%  | 37.8%   | -69.0%  | -17.0%  | -14.5%  | -11.6%  |
| 엔진기계         | 8.6%    | 15.9%   | 11.1%   | 6.0%    | 10.8%   | 10.5%   | 10.9%   | 10.9%   |

자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

표3. HD현대중공업 2Q24 실적 추정치 및 컨센서스 비교

| (십억원) | 2Q24    | 전년동기대비  |        | 컨센서스 대비 |       | 기존 추정치 대비 |        |
|-------|---------|---------|--------|---------|-------|-----------|--------|
|       |         | 2Q23    | YoY %  | 2Q24E   | 차이 %  | 2Q24E     | 차이 %   |
| 매출    | 3,884.0 | 3,064.4 | 26.7%  | 3,256.1 | 19.3% | 2,958.6   | 31.3%  |
| 영업이익  | 195.6   | 68.5    | 185.4% | 111.9   | 74.8% | 85.8      | 128.0% |

자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

표4. HD현대중공업 2024 실적 추정치 및 컨센서스 비교

| (십억원) | 2024E    | 전년대비     |        | 컨센서스 대비  |       | 기존 추정치 대비 |       |
|-------|----------|----------|--------|----------|-------|-----------|-------|
|       |          | 2023     | YoY %  | 2024E    | 차이 %  | 2024E     | 차이 %  |
| 매출    | 14,645.3 | 11,963.9 | 22.4%  | 13,228.3 | 10.7% | 13,255.4  | 10.5% |
| 영업이익  | 742.5    | 178.6    | 315.6% | 443.5    | 67.4% | 480.2     | 54.6% |

자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

표5. HD현대중공업 실적 추정치 변경

|       | 신규 추정(A) |          | 기존 추정(B) |          | 차이(A-B) |         |
|-------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|
|       | 2024E    | 2025E    | 2024E    | 2025E    | 2024E   | 2025E   |
| 매출    | 14,645.3 | 15,132.8 | 13,255.4 | 13,584.4 | 1,389.8 | 1,548.3 |
| 영업이익  | 742.5    | 1,095.7  | 480.2    | 709.7    | 262.3   | 386.0   |
| 영업이익률 | 5.1%     | 7.2%     | 3.6%     | 5.2%     | 1.4%P   | 2.0%P   |

자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

표6. HD현대중공업 목표주가 산출

|               | 2021     | 2022    | 2023   | 2024F   | 비고            |
|---------------|----------|---------|--------|---------|---------------|
| EPS(원)        | (10,665) | (3,966) | 278    | 6,444   |               |
| BPS(원)        | 63,015   | 59,566  | 58,660 | 63,858  |               |
| 고점 P/E(배)     |          |         | 531.7  | 27.5    |               |
| 평균 P/E(배)     |          |         | 422.6  | 20.1    |               |
| 저점 P/E(배)     |          |         | 337.4  | 17.0    |               |
| 고점 P/B(배)     | 1.9      | 2.6     | 2.5    | 2.8     |               |
| 평균 P/B(배)     | 1.7      | 2.0     | 2.0    | 2.0     |               |
| 저점 P/B(배)     | 1.5      | 1.6     | 1.6    | 1.7     |               |
| ROE(%)        |          |         | 0.5    | 10.1    | 지배주주순이익 기준    |
| 적용 BPS(원)     |          |         |        | 80,572  | 2026 BPS      |
| Target P/B(배) |          |         |        | 2.8     | 24년 고점 P/B 적용 |
| 적정주가(원)       |          |         |        | 225,601 |               |
| 목표주가(원)       |          |         |        | 226,000 |               |
| 전일 증가(원)      |          |         |        | 177,500 |               |
| 상승여력          |          |         |        | 27.3%   |               |

자료: HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

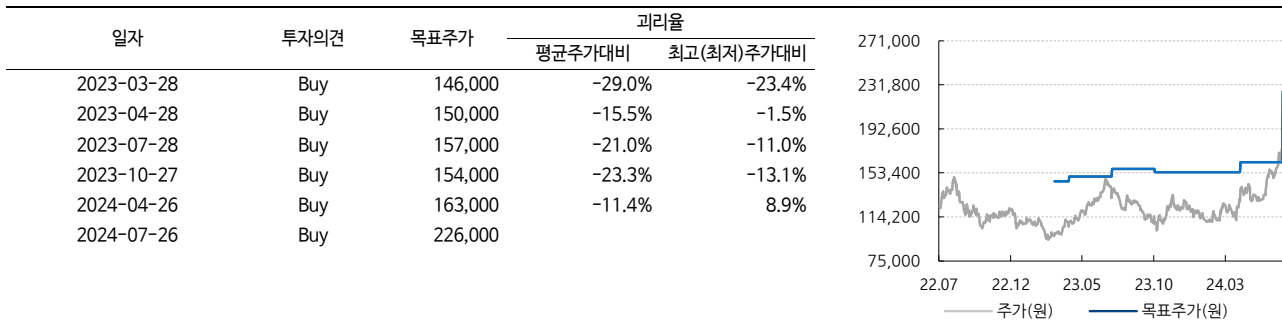
| 재무상태표      |        |        |        |        | 포괄손익계산서     |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)      | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  | (십억원, %)    | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 유동자산       | 8,800  | 10,019 | 11,212 | 12,401 | 매출액         | 11,964 | 14,645 | 15,133 | 15,960 |
| 현금 및 현금성자산 | 928    | 1,038  | 1,563  | 1,947  | 증가율(%)      | 32.3   | 22.4   | 3.3    | 5.5    |
| 단기금융자산     | 133    | 131    | 129    | 132    | 매출원가        | 11,309 | 13,272 | 13,385 | 14,040 |
| 매출채권       | 1,552  | 1,862  | 1,919  | 2,014  | 매출총이익       | 655    | 1,374  | 1,748  | 1,919  |
| 재고자산       | 1,310  | 1,603  | 1,657  | 1,747  | 판매비와관리비     | 476    | 602    | 613    | 704    |
| 비유동자산      | 8,334  | 8,034  | 7,763  | 7,518  | 연구개발비       | 86     | -      | -      | -      |
| 유형자산       | 6,452  | 6,163  | 5,902  | 5,665  | 기타영업수익      | -      | -      | -      | -      |
| 무형자산       | 108    | 98     | 88     | 79     | 기타영업비용      | -      | -      | -      | -      |
| 자산총계       | 17,134 | 18,053 | 18,975 | 19,919 | 영업이익        | 179    | 772    | 1,135  | 1,215  |
| 유동부채       | 9,945  | 10,279 | 10,444 | 10,597 | 증가율(%)      | 흑전     | 332.2  | 47.0   | 7.0    |
| 매입채무       | 1,299  | 1,590  | 1,643  | 1,733  | 영업이익률(%)    | 1.5    | 5.3    | 7.5    | 7.6    |
| 단기차입금      | 960    | 1,061  | 1,072  | 1,150  | 이자수익        | 49     | 54     | 80     | 100    |
| 유동성장기부채    | 600    | 505    | 553    | 489    | 이자비용        | 132    | 137    | 146    | 151    |
| 비유동부채      | 1,981  | 2,105  | 2,140  | 2,169  | 지분법이익(손실)   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 사채         | 710    | 721    | 745    | 750    | 기타영업외손익     | 349    | 380    | 391    | 352    |
| 장기차입금      | 859    | 972    | 983    | 1,007  | 세전계속사업이익    | 34     | 724    | 1,095  | 1,149  |
| 부채총계       | 11,926 | 12,384 | 12,584 | 12,766 | 법인세비용       | 10     | 152    | 263    | 276    |
| 지배주주지분     | 5,207  | 5,669  | 6,390  | 7,152  | 세전계속이익률(%)  | 0.3    | 4.9    | 7.2    | 7.2    |
| 자본금        | 444    | 444    | 444    | 444    | 당기순이익       | 25     | 572    | 832    | 873    |
| 자본잉여금      | 3,123  | 3,123  | 3,123  | 3,123  | 순이익률(%)     | 0.2    | 3.9    | 5.5    | 5.5    |
| 이익잉여금      | 773    | 1,345  | 2,177  | 3,050  | 지배주주귀속 순이익  | 25     | 572    | 832    | 873    |
| 기타자본항목     | 868    | 757    | 646    | 535    | 기타포괄이익      | -110   | -111   | -111   | -111   |
| 비지배주주지분    | 0      | 0      | 0      | 0      | 총포괄이익       | -85    | 461    | 722    | 762    |
| 자본총계       | 5,207  | 5,669  | 6,390  | 7,153  | 지배주주귀속총포괄이익 | -      | -      | -      | -      |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |        |        |        |        |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)        | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |                        | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 영업활동 현금흐름    | 169  | 92    | 545   | 459   | 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| 당기순이익        | 25   | 572   | 832   | 873   | EPS                    | 278    | 6,444  | 9,373  | 9,832  |
| 유형자산감가상각비    | 268  | 289   | 261   | 236   | BPS                    | 58,660 | 63,857 | 71,983 | 80,568 |
| 무형자산상각비      | 10   | 11    | 10    | 9     | CFPS                   | 3,410  | 9,822  | 12,427 | 12,593 |
| 지분법관련손실(이익)  | 0    | 0     | 0     | 0     | DPS                    | -      | -      | -      | -      |
| 투자활동 현금흐름    | -478 | -2    | -4    | -8    | Valuation(배)           |        |        |        |        |
| 유형자산의 처분(취득) | -469 | -     | -     | -     | PER                    | 463.9  | 27.5   | 18.9   | 18.1   |
| 무형자산의 처분(취득) | -    | -     | -     | -     | PBR                    | 2.2    | 2.8    | 2.5    | 2.2    |
| 금융상품의 증감     | 0    | -     | -     | -     | PCR                    | 37.8   | 18.1   | 14.3   | 14.1   |
| 재무활동 현금흐름    | 503  | 633   | 597   | 546   | EV/EBITDA              | 29.6   | 16.6   | 12.4   | 11.7   |
| 단기금융부채의증감    | -    | 6     | 59    | 14    | Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| 장기금융부채의증감    | -    | 124   | 35    | 29    | ROE                    | 0.5    | 10.5   | 13.8   | 12.9   |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     | EBITDA이익률              | 3.8    | 7.3    | 9.3    | 9.1    |
| 배당금지급        | 0    | 0     | 0     | 0     | 부채비율                   | 229.0  | 218.5  | 196.9  | 178.5  |
| 현금및현금성자산의증감  | 184  | 110   | 525   | 384   | 순부채비율                  | 39.7   | 36.9   | 26.0   | 18.4   |
| 기초현금및현금성자산   | 744  | 928   | 1,038 | 1,563 | 매출채권회전율(x)             | 8.4    | 8.6    | 8.0    | 8.1    |
| 기말현금및현금성자산   | 928  | 1,038 | 1,563 | 1,947 | 재고자산회전율(x)             | 8.9    | 10.1   | 9.3    | 9.4    |

자료 : HD현대중공업, 하이투자증권 리서치본부

HD현대중공업 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도   |
|-------|--------|------|
| 92.8% | 6.6%   | 0.6% |