

# HD 한국조선해양 (009540/KS)

## 삼호는 신이요

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 170,000 원(상향)

현재주가: 127,300 원

상승여력: 33.5%

**Analyst**  
**한승한**shane.han@sk.com  
3773-9992

#### Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	9,009 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외8)	36.65%
국민연금공단	6.80%

#### Stock Data

주가(24/04/25)	127,300 원
KOSPI	2,628.62pt
52주 최고가	129,400 원
52주 최저가	82,600 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 1Q24 Review: 일회성 환입 요인으로 컨센서스 상회

1Q24 연결 매출액은 5 조 5,156 억원(+13.9% YoY, -7.9% QoQ), 영업이익은 1,602 억원(흑전 YoY, -0.6% QoQ)을 기록했다. 매출액은 조선 자회사들의 조업일수 감소 영향으로 전 분기 대비 감소했다. 영업이익의 경우 HD 현대중공업의 쇠나도 중대재해 사고 관련 비용으로 571 억원 발생했으나, 조선 자회사들의 상선 부문에서 충당금 환입 및 특수선 소송 승소로 총 1,062 억원의 일회성 환입 발생하며 컨센서스(1,396 억원)을 약 15% 상회했다.

### 삼호의 놀라운 건조 마진 확인, 수주목표 초과 달성 예상

조선 자회사 중 HD 현대삼호의 개선세에 집중할 필요가 있다. 이번 분기 일회성 환입 260 억원을 제거한 경상이익으로 봐도 9.4%라는 놀라운 건조 마진을 보여줬다. '21년 저가수주 물량의 거의 대부분을 소화시켰으며, 공정 효율성 확대 및 반복건조 효과 그리고 선가 상승기에 카타르 물량을 제외한 온전한 시장 선가 반영된 LNGC 건조 비중확대에 따라 놀라운만한 실적 개선세를 시현했다. 현재 기조 하반기까지 지속되며 HD 현대삼호가 동사의 이익 개선세를 견인하는 모습은 올해도 이어질 전망이다. 동사는 올해 조선/해양 부문 수주목표 135 억불 중 약 76%를 달성했으며, 글로벌 선주들의 견고한 가스선(LNGC, VLGC/VLAC) 인콰이어리는 계속해서 확인되고 있기에 초과수주 달성은 전혀 무리 없을 것으로 전망한다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000 원으로 상향

HD 한국조선해양에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 155,000 원에서 170,000 원으로 상향한다. 목표주가는 '25 년 예상 BPS 148,835 원에 Target P/B 1.15 배를 적용하여 산출했다. 현재 HD 현대삼호가 걷고 있는 길이 곧 국내 조선사들이 걸어갈 길이며, 점진적인 고선이 건조 비중 확대에 따라 조선주 실적개선 모멘텀에 대한 컨빅션은 더욱 견고해질 전망이다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	14,904	15,493	17,302	21,296	23,872	28,281
영업이익	십억원	74	-1,385	-356	282	994	2,047
순이익(지배주주)	십억원	-834	-929	-217	222	287	518
EPS	원	-11,781	-13,131	-3,065	3,133	4,060	7,323
PER	배	-9.2	-7.2	-23.1	38.6	31.4	17.4
PBR	배	0.7	0.7	0.5	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	23.0	-9.8	130.8	14.5	6.7	4.1
ROE	%	-7.4	-9.0	-2.2	2.3	2.9	5.0

HD 한국조선해양 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	2Q24E	3Q24E	2024E	2025E	2Q24E	3Q24E	2024E	2025E	2Q24E	3Q24E	2024E	2025E
매출액	5,913	5,785	2,326.3	27,713	6,045	6,002	23,872	28,281	6,021	5,853	24,197	28,962
영업이익	207	280	972	1916	212	279	994	2,047	202	253	916	1,834
영업이익률	3.5%	4.8%	4.2%	6.9%	3.5%	4.6%	4.2%	7.2%	3.4%	4.3%	3.8%	6.3%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	5,516	6,045	6,002	6,309	6,727	7,092	7,107	7,355	21,296	23,872	28,281
YoY	13.9%	10.8%	19.8%	5.4%	22.0%	17.3%	18.4%	16.6%	23.1%	12.1%	18.5%
QoQ	-7.9%	9.6%	-0.7%	5.1%	6.6%	5.4%	0.2%	3.5%	-	-	-
영업이익	160	212	279	344	414	489	539	604	282	994	2,047
YoY	흑전	197%	304%	113%	159%	131%	93%	76%	흑전	252.3%	105.8%
QoQ	-0.6%	32.2%	31.6%	23.4%	20.5%	18.0%	10.2%	12.1%	-	-	-
영업이익률	2.9%	3.5%	4.6%	5.4%	6.2%	6.9%	7.6%	8.2%	1.3%	4.2%	7.2%

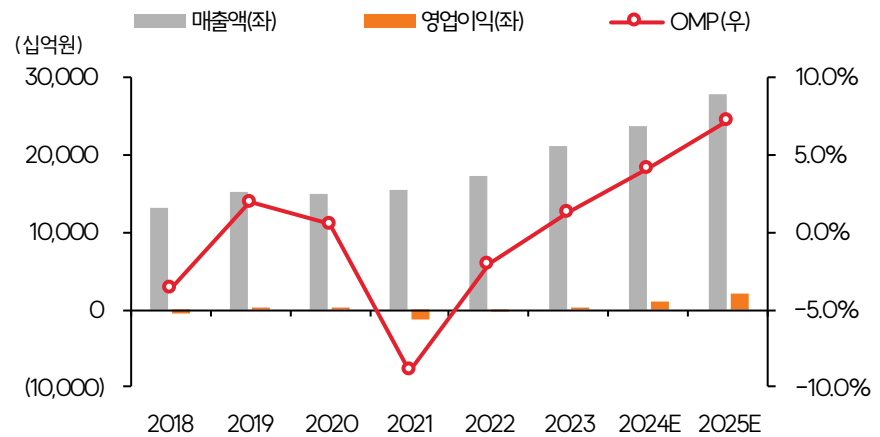
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'25년 예상 BPS	(A)	원	148,835	
Target P/B	(B)	배	1.15	
주당주가가치	(C)	원	171,160	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	170,000	
현재주가	(E)	원	127,300	2024년 4월 25일 종가
상승여력	(F)	%	33.5	(F) = (D-E)/(E)

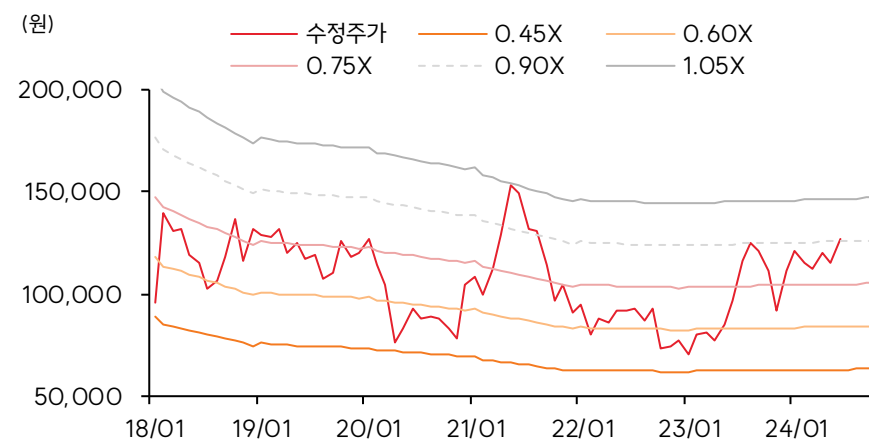
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

### HD 한국조선해양 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



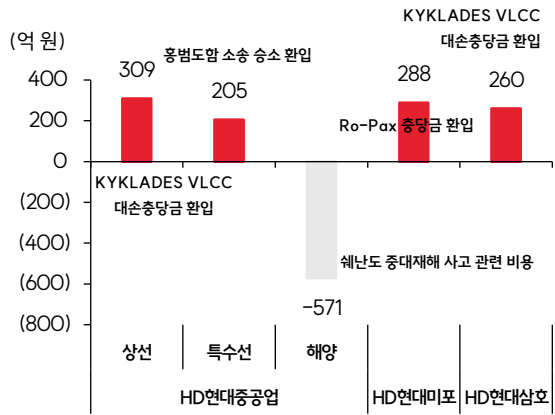
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

### HD 한국조선해양 PBR Band Chart



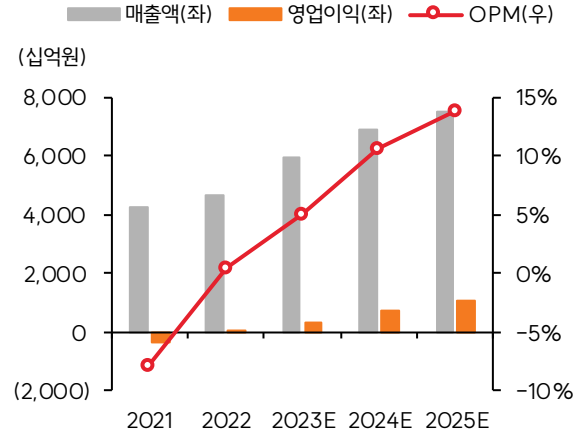
자료: Bloomberg, SK 증권

### 1Q24 일회성 손익요인



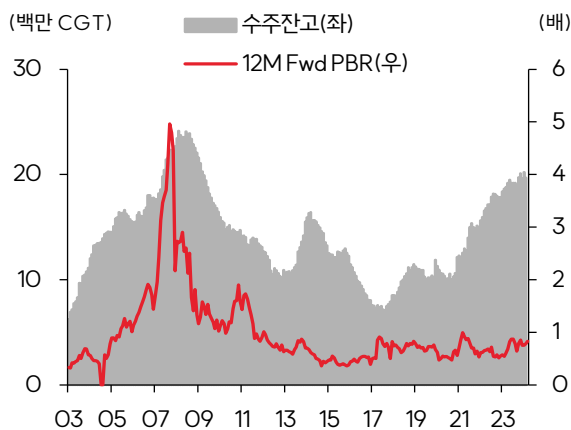
자료: HD 한국조선해양, SK 증권

### HD 현대삼호의 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



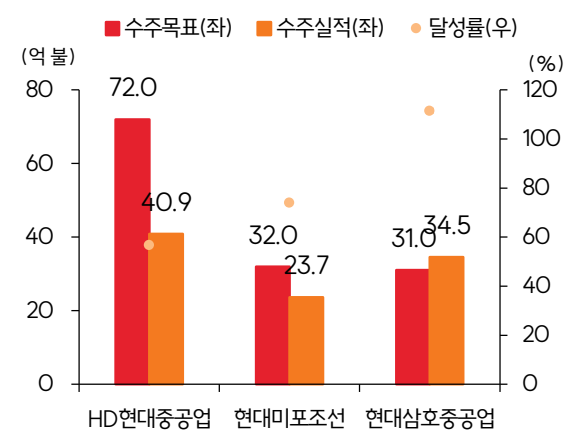
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

### HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



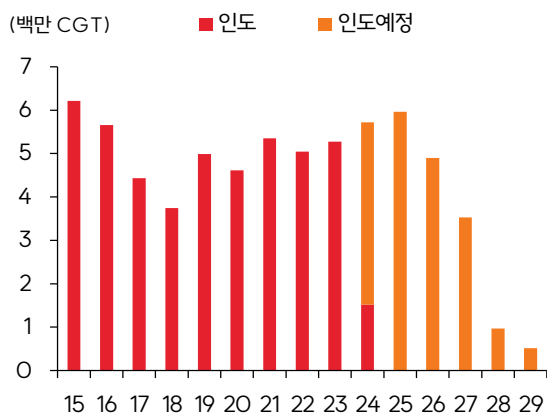
자료: Clarksons, Quantiwise, SK 증권

### HD 한국조선해양 조선 자회사 2024년 수주목표 및 달성률



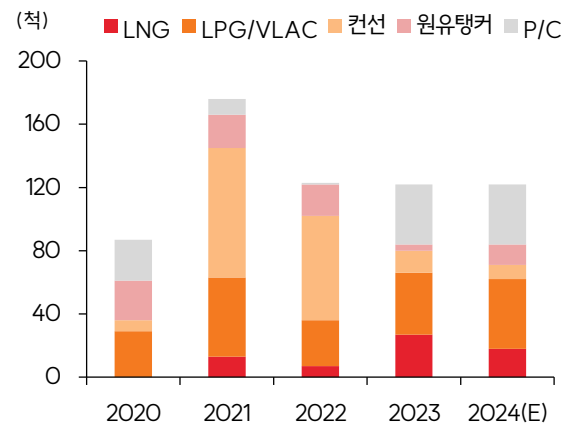
자료: 각 사, SK 증권

### 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

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	14,562	15,776	17,735	18,149	19,549
현금및현금성자산	4,567	2,697	3,018	3,431	3,698
매출채권 및 기타채권	1,065	1,016	1,452	1,572	1,636
재고자산	1,554	2,203	2,006	2,202	2,566
<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	33,105	33,990
<b>유동부채</b>	11,286	15,033	17,498	18,351	17,555
단기금융부채	2,676	3,375	2,791	3,021	2,925
매입채무 및 기타채무	2,505	2,143	2,338	3,468	3,358
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	18,985
<b>지배주주지분</b>	9,857	9,715	9,904	10,146	10,523
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	14,662	15,039
비지배주주지분	2,557	2,597	2,466	3,186	4,483
<b>자본총계</b>	12,414	12,312	12,370	13,332	15,006
<b>부채와자본총계</b>	27,293	29,883	32,243	33,105	33,990

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	836	462	2,082	1,203	916
당기순이익(손실)	-1,141	-295	145	1,007	1,815
비현금성항목등	233	292	434	515	655
유형자산감가상각비	394	411	459	513	552
무형자산상각비	5	10	13	13	12
기타	-166	-129	-38	-11	91
운전자본감소(증가)	1,795	481	1,510	-318	-1,463
매출채권및기타채권의감소(증가)	-48	39	-373	-120	-64
재고자산의감소(증가)	-400	-645	199	-196	-365
매입채무및기타채무의증가(감소)	686	-430	332	264	-109
기타	-50	-35	-32	-167	-363
법인세납부	0	-19	-25	-167	-271
<b>투자활동현금흐름</b>	181	-1,339	-1,267	-1,060	-396
금융자산의감소(증가)	184	-652	-292	-62	-347
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	-237
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	230	-95
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	413	266
기초현금	3,703	4,567	2,697	3,018	3,431
기말현금	4,567	2,697	3,018	3,431	3,698
FCF	482	-181	1,283	683	916

자료 : HD한국조선해양, SK증권

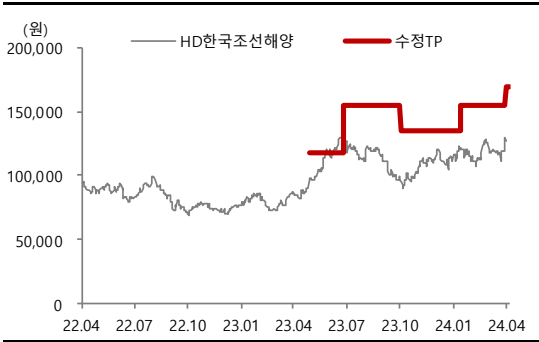
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	15,493	17,302	21,296	23,872	28,281
<b>매출원가</b>	16,010	16,936	20,248	22,099	25,326
<b>매출총이익</b>	-517	366	1,048	1,773	2,955
매출총이익률(%)	-3.3	2.1	4.9	7.4	10.4
<b>판매비와 관리비</b>	868	722	766	779	908
<b>영업이익</b>	-1,385	-356	282	994	2,047
영업이익률(%)	-8.9	-2.1	1.3	4.2	7.2
<b>비영업손익</b>	-247	-76	-290	179	40
순금융손익	-115	-32	8	166	180
외환관련손익	232	171	49	313	322
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	1	0
<b>세전계속사업이익</b>	-1,632	-431	-8	1,173	2,087
세전계속사업이익률(%)	-10.5	-2.5	-0.0	4.9	7.4
<b>계속사업법인세</b>	-491	-136	-153	167	271
<b>계속사업이익</b>	-1,141	-295	145	1,007	1,815
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-1,141	-295	145	1,007	1,815
순이익률(%)	-7.4	-1.7	0.7	4.2	6.4
<b>지배주주</b>	-929	-217	222	287	518
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.0	-1.3	1.0	1.2	1.8
<b>비지배주주</b>	-212	-78	-77	719	1,297
총포괄이익	-1,047	-260	-11	962	1,815
지배주주	-830	-203	103	808	1,521
비지배주주	-217	-58	-114	153	294
<b>EBITDA</b>	-986	66	754	1,520	2,610

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	40	11.7	23.1	12.1	18.5
영업이익	적전	적지	흑전	252.3	105.8
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	77.9
EBITDA	적전	흑전	1,049.4	101.6	71.7
EPS	적지	적지	흑전	29.6	80.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-4.3	-1.0	0.5	3.1	5.4
ROE	-9.0	-2.2	2.3	2.9	5.0
EBITDA마진	-6.4	0.4	3.5	6.4	9.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	129.0	104.9	101.4	98.9	111.4
부채비율	119.9	142.7	160.6	148.3	126.5
순차입금/자기자본	3.1	8.0	-0.6	-9.6	-13.3
EBITDA/이자비용(배)	-5.5	0.4	3.9	13.6	27.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	49.2	27.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-13,131	-3,065	3,133	4,060	7,323
BPS	139,419	137,417	140,085	143,510	148,835
CFPS	-7,497	2,886	9,801	11,488	15,286
주당 현금배당금	0	0	0	2,000	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-7.2	-23.1	38.6	31.4	17.4
PBR	0.7	0.5	0.9	0.9	0.9
PCR	-12.6	24.5	12.3	11.1	8.3
EV/EBITDA	-9.8	130.8	14.5	6.7	4.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	1.7	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.04.25	매수	170,000원	6개월		
2024.02.07	매수	155,000원	6개월	-23.67%	-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 04월 25일 기준)

매수	95.98%	중립	4.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------