

HD 현대중공업 (329180/KS)

대장주의 면모 보여줬다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 220,000 원(상향)

현재주가: 177,500 원

상승여력: 23.9%



Analyst
한승한

shane.han@sks.co.kr
3773-9992

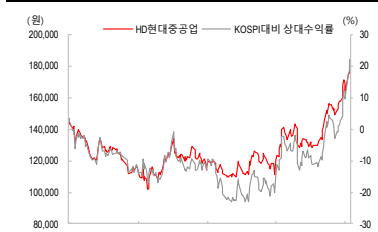
Company Data

| | |
|-----------------|------------|
| 발행주식수 | 8,877 만주 |
| 시가총액 | 15,757 십억원 |
| 주요주주 | |
| 에이치디한국조선해양 (와1) | 75.03% |
| 국민연금공단 | 6.38% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(24/07/25) | 177,500 원 |
| KOSPI | 2,710.65 pt |
| 52주 최고가 | 177,500 원 |
| 52주 최저가 | 102,100 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 42 십억원 |

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 컨센서스 큰 폭 상회하는 실적 시현

동사의 2Q24 연결 매출액은 3 조 8,840 억원(+26.7% YoY, +30.0% QoQ), 영업이익은 1,956 억원(+818.3 YoY, +185.5% QoQ)을 기록했다. 1)환율효과 및 강재가 하락에 따른 환입, 2)건조선이 상승 효과, 그리고 3)공정 정상화에 따른 생산성 확대에 의해 컨센서스(1,119 억원)를 약 74.8% 상회하는 놀라운 실적을 기록했다. 일회성 비용으로 하청업체 미상환 선급금 대손 175 억원이 발생했으며, 이를 제거한 경상마진은 약 5.5%로 전분기 0.7% 대비 가파른 실적개선세를 보여줬다.

[상선]: 선가상승 및 건조물량 증가 효과로 7.0%의 높은 건조마진 시현

[특수선]: 전분기 역기지효과에도 불구하고 빠른 공정인식을 통한 큰 폭의 매출 성장

[해양]: 전분기 중대재해 비용확대에 따른 기저효과로 적자폭 축소

[엔진기계]: 수주물량 증가에 따른 박용엔진 매출 확대와 이에 따른 이익 개선

공정개선 효과는 이제 시작이며, 하반기를 더 기대해도 좋다

1Q24 까지만해도 선표 밀린 선박들이 오히려 당겨지고 있는 중으로, 공정개선 효과는 2Q24 가 시작이며 올해 하반기에도 이어질 예정이다. 또한 원자재 가격 하락 효과가 이번 분기에 크게 반영되지는 않은 것으로 추정되나, 연내 하락세 지속이 예상되기 때문에 이러한 효과는 하반기에 더 크게 작용할 것으로 예상된다. 특히 상선부문에서 차지하는 매출비중은 '21 년 적자 호선이 약 30%, '22 년 흑자 호선이 약 66% 차지했으며, '23 년 수주 물량은 3Q24 부터 본격적으로 늘어날 예정이기 때문에 올해 하반기 부터 동사의 유의미한 선가 상승 효과를 기대할 수 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 220,000 원으로 상향

HD 현대중공업에 대한 투자의견 매수 유지하며, 목표주가는 기존 193,000 원에서 220,000 원으로 상향한다. 공정 정상화에 진입하면서 예상 대비 빠른 타라인 성장 및 이익 개선으로 이익 추정치를 상향 조정했다. 목표주가는 '26 년 추정 BPS 94,527 원에 Target P/B 2.3 배를 적용하여 산출했다. 조선주 Top-Pick 유지한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 8,311 | 9,045 | 11,964 | 14,801 | 17,308 | 18,623 |
| 영업이익 | 십억원 | -800 | -289 | 179 | 787 | 1,516 | 1,989 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -814 | -352 | 25 | 618 | 1,118 | 1,454 |
| EPS | 원 | -9,172 | -3,966 | 278 | 6,960 | 12,596 | 16,383 |
| PER | 배 | -10.4 | -29.2 | 463.9 | 25.5 | 14.1 | 10.8 |
| PBR | 배 | 1.5 | 1.9 | 2.2 | 2.7 | 2.3 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 배 | -17.5 | -358.6 | 30.4 | 13.9 | 7.8 | 6.2 |
| ROE | % | -14.9 | -6.5 | 0.5 | 11.2 | 17.5 | 19.0 |

HD 현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| 구분 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|--------|---------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,988 | 3,884.0 | 3,840 | 4,089 | 4,052 | 4,385 | 4,296 | 4,574 | 14,801 | 17,308 | 18,623 |
| YoY | 13.5% | 26.7% | 34.6% | 19.8% | 35.6% | 12.9% | 11.9% | 11.9% | 23.7% | 16.9% | 7.6% |
| QoQ | -12.5% | 30.0% | -1.1% | 6.5% | -0.9% | 8.2% | -2.0% | 6.5% | - | - | - |
| 영업이익 | 21 | 195.6 | 272 | 298 | 334 | 367 | 392 | 423 | 787 | 1,516 | 1,989 |
| YoY | 흑전 | 185.5% | 200.4% | 115.2% | 1471.4% | 87.6% | 44.2% | 41.8% | 340.5% | 92.6% | 31.2% |
| QoQ | -84.7% | 818.3% | 38.9% | 9.8% | 12.0% | 9.8% | 6.8% | 8.0% | - | - | - |
| 영업이익률 | 0.7% | 5.0% | 7.1% | 7.3% | 8.2% | 8.4% | 9.1% | 9.2% | 5.3% | 8.8% | 10.7% |

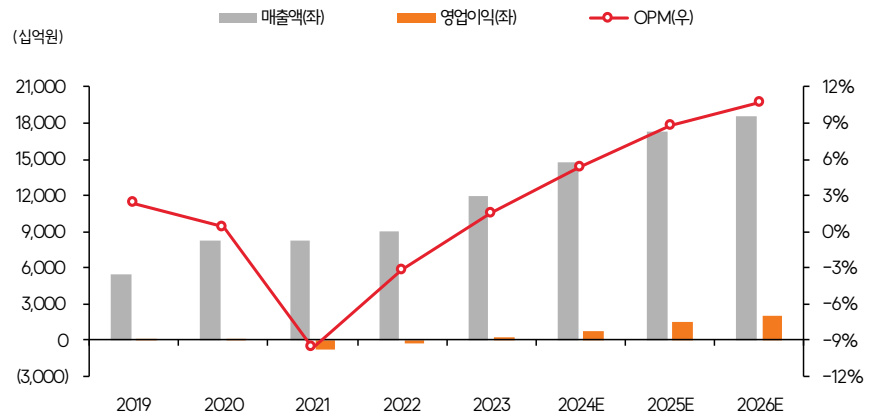
자료: HD 현대중공업, SK 증권 추정

HD 현대중공업 목표주가 산출

| 항목 | 구분 | 단위 | 적정가치 | 비고 |
|-------------|-----|----|---------|-----------------|
| '26년 추정 BPS | (A) | 원 | 94,527 | |
| Target P/B | (B) | 배 | 2.3 | |
| 주당주가가치 | (C) | 원 | 217,412 | (C) = (A) * (B) |
| 목표주가 | (D) | 원 | 220,000 | |
| 현재주가 | (E) | 원 | 177,500 | 2024년 7월 25일 종가 |
| 상승여력 | (F) | % | 23.9 | (F) = (D-E)/(E) |

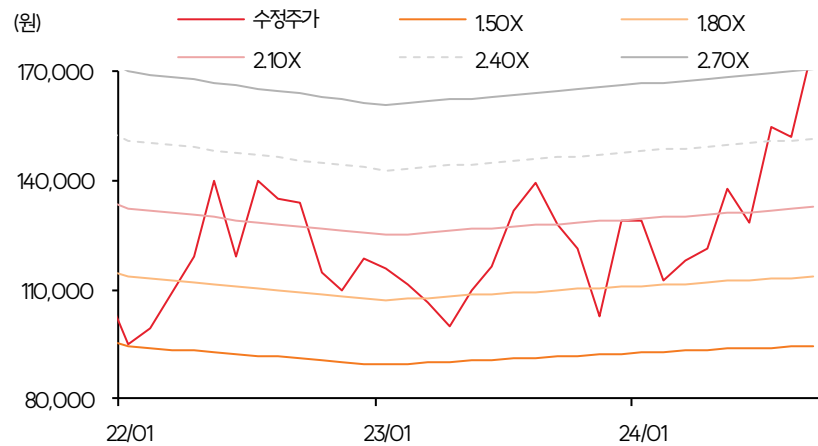
자료: SK 증권 추정

HD 현대중공업 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



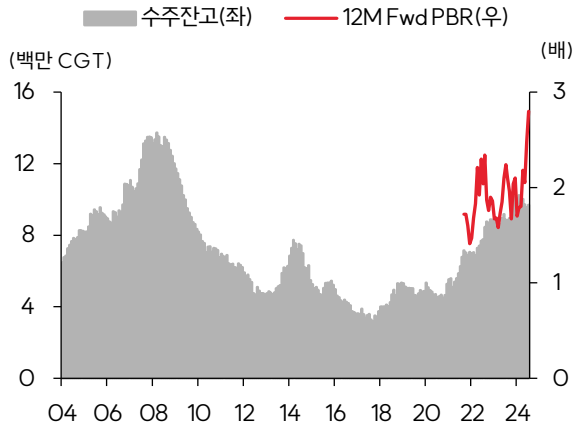
자료: HD 현대중공업, SK 증권 추정

HD 현대중공업 PBR Band Chart



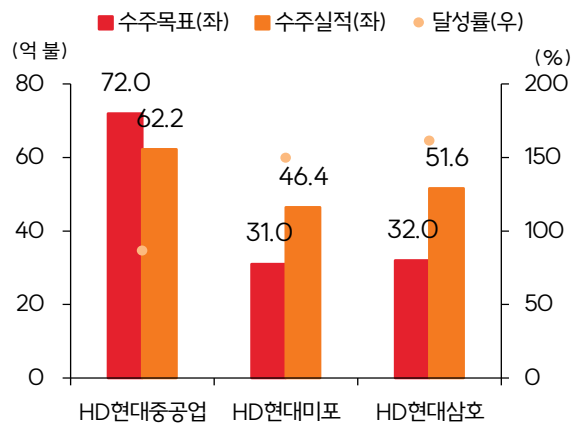
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 현대중공업 수주잔고 및 PBR 추이



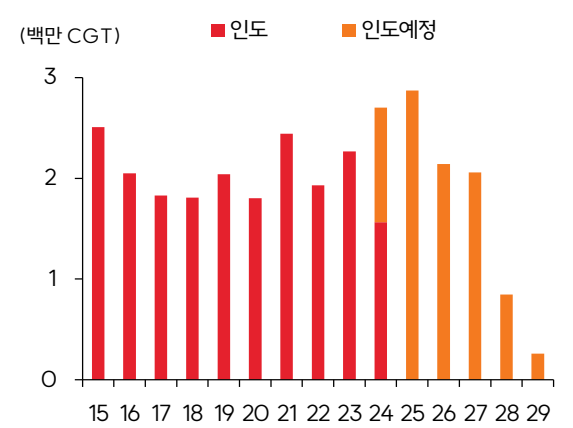
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

HD 현대 조선 3사 2024년 수주목표 및 달성률



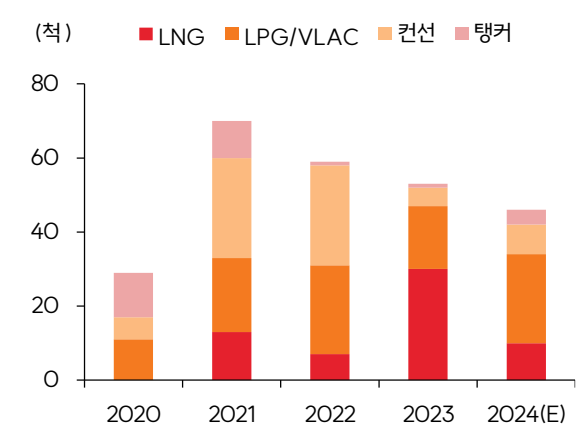
자료: 각 사, SK 증권

HD 현대중공업 인도 및 인도예정 선박 규모



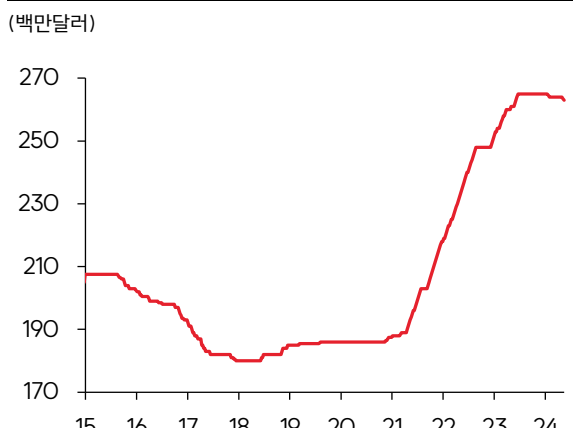
자료: Clarksons, SK 증권

HD 현대중공업 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



자료: Clarksons, HD 현대중공업, SK 증권 추정

174K-CBMLNGC 선가 추이



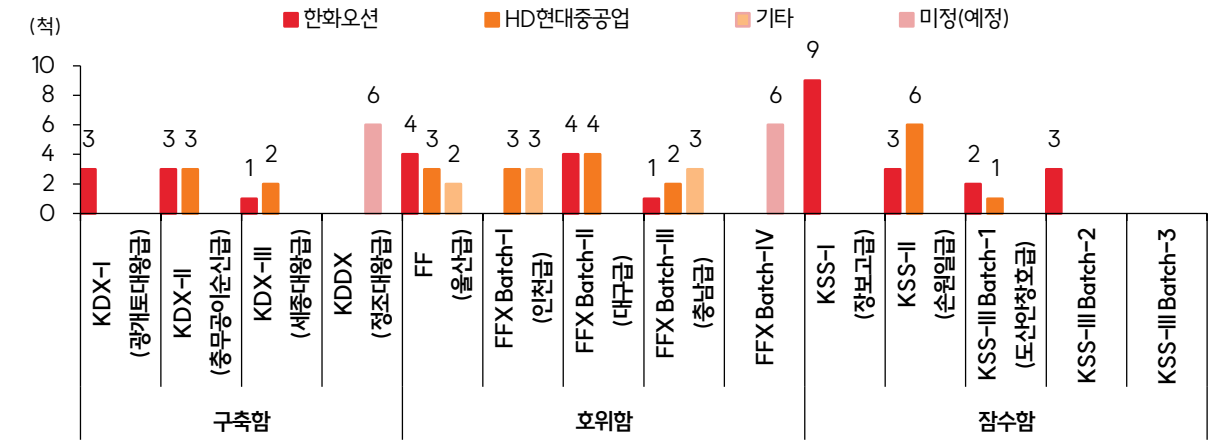
자료: Clarksons, SK 증권

한국형 차기 구축함(KDDX) 사업 내용

| 구분 | 내용 |
|-------|--|
| 사업 내용 | 6000t급 미니 이지스함 6척 건조(~2030년) |
| 총사업비 | 설계비 1.8조원 건조비 6.0조원 |
| 진행과정 | 1. 개념설계 - 대우조선해양 (한화오션) 2. 기본설계 - HD현대중공업 3. 상세설계 및 초도함 건조 (올해 입찰 예정) 4. 후속함 건조 |
| 특징 | - 선체, 전투체계, 다기능 레이더 등 각종 무장의 국산화 - 차세대 구축함 건조시 글로벌 합정 시장 진출을 위한 레퍼런스 |

자료: 산업자료, SK 증권

국내 함정(수상함&잠수함) 사업 수주



자료 : 각 사, SK 증권

HD 현대중공업 해외 함정 수주

| 계약연도 | 인도연도 | 국가 | 함정 종류 | 척 수 | 규모(톤) | 계약금액(억원) |
|------|------|-------|-------|-----|--------|----------|
| - | 1988 | 뉴질랜드 | 군수지원함 | 1 | 8,400 | - |
| 1995 | 1997 | 방글라데시 | 경비함 | 1 | 600 | 160 |
| 1998 | 2001 | 베네수엘라 | 군수지원함 | 1 | 10,000 | 540 |
| 2016 | 2020 | 뉴질랜드 | 군수지원함 | 1 | 26,000 | 4,000 |
| | 2020 | 필리핀 | 호위함 | 2 | 2,600 | 3,700 |
| 2021 | 2025 | 필리핀 | 초계함 | 2 | 3,200 | 2,590 |
| 2022 | 2028 | 필리핀 | 원해경비함 | 6 | 2,200 | 7,449 |
| 2024 | 2029 | 페루 | 호위함 | 1 | 3,400 | 6,240 |
| | | | 원해경비함 | 1 | 2,200 | |
| | | | 상륙함 | 2 | 1,500 | |

자료: HD 현대중공업, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 8,001 | 8,800 | 9,246 | 10,257 | 11,014 |
| 현금및현금성자산 | 744 | 928 | 1,731 | 2,425 | 2,252 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,132 | 1,384 | 1,438 | 1,566 | 1,685 |
| 재고자산 | 1,377 | 1,310 | 1,626 | 1,576 | 1,696 |
| 비유동자산 | 8,289 | 8,334 | 8,513 | 8,461 | 8,251 |
| 장기금융자산 | 732 | 533 | 640 | 734 | 789 |
| 유형자산 | 6,237 | 6,452 | 6,278 | 6,107 | 5,856 |
| 무형자산 | 100 | 108 | 132 | 157 | 143 |
| 자산총계 | 16,289 | 17,134 | 17,759 | 18,718 | 19,266 |
| 유동부채 | 9,072 | 9,945 | 9,917 | 9,752 | 8,845 |
| 단기금융부채 | 1,833 | 1,928 | 1,679 | 1,594 | 1,432 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,124 | 1,515 | 1,979 | 1,964 | 1,943 |
| 단기충당부채 | 901 | 180 | 241 | 251 | 270 |
| 비유동부채 | 1,930 | 1,981 | 2,023 | 2,029 | 2,029 |
| 장기금융부채 | 1,610 | 1,884 | 1,921 | 1,921 | 1,921 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 장기충당부채 | 280 | 51 | 59 | 64 | 65 |
| 부채총계 | 11,002 | 11,926 | 11,940 | 11,781 | 10,874 |
| 지배주주지분 | 5,288 | 5,207 | 5,819 | 6,937 | 8,391 |
| 자본금 | 444 | 444 | 444 | 444 | 444 |
| 자본잉여금 | 3,118 | 3,123 | 3,123 | 3,123 | 3,123 |
| 기타자본구성요소 | -2 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 845 | 773 | 1,402 | 2,521 | 3,975 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 자본총계 | 5,288 | 5,207 | 5,819 | 6,937 | 8,391 |
| 부채와자본총계 | 16,289 | 17,134 | 17,759 | 18,718 | 19,266 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------|------|-------|-------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 71 | 169 | 680 | 1,056 | 380 |
| 당기순이익(손실) | -352 | 25 | 618 | 1,118 | 1,454 |
| 비현금성항목등 | 120 | 292 | 499 | 655 | 766 |
| 유형자산감가상각비 | 246 | 268 | 268 | 251 | 251 |
| 무형자산상각비 | 8 | 10 | 13 | 15 | 14 |
| 기타 | -135 | 14 | 219 | 388 | 501 |
| 운전자본감소(증가) | 344 | -77 | -184 | -328 | -1,288 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -251 | -228 | 92 | -128 | -119 |
| 재고자산의감소(증가) | -478 | 67 | -317 | 51 | -120 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -248 | 371 | -23 | -15 | -21 |
| 기타 | -45 | -73 | -451 | -761 | -1,037 |
| 법인세납부 | -5 | -2 | -197 | -373 | -485 |
| 투자활동현금흐름 | -518 | -478 | -434 | -244 | -50 |
| 금융자산의감소(증가) | -9 | 30 | -17 | -29 | -46 |
| 유형자산의감소(증가) | -472 | -469 | -112 | -80 | 0 |
| 무형자산의감소(증가) | -29 | -36 | -36 | -40 | 0 |
| 기타 | -8 | -4 | -268 | -95 | -4 |
| 재무활동현금흐름 | -933 | 503 | -538 | -84 | -163 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | -353 | -84 | -163 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -10 | -14 | 199 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 5 | -1 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -923 | 512 | -383 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -1,393 | 184 | 803 | 694 | -173 |
| 기초현금 | 2,137 | 744 | 928 | 1,731 | 2,425 |
| 기말현금 | 744 | 928 | 1,731 | 2,425 | 2,252 |
| FCF | -400 | -300 | 567 | 976 | 380 |

자료 : HD현대중공업, SK증권

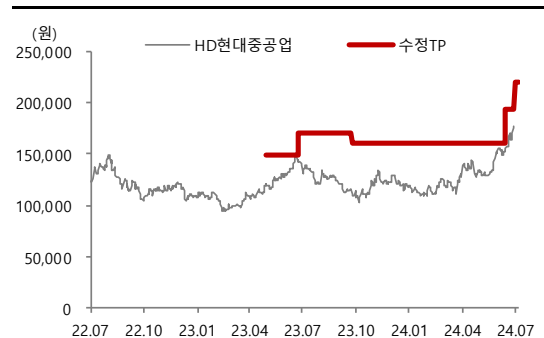
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,045 | 11,964 | 14,801 | 17,308 | 18,623 |
| 매출원가 | 8,883 | 11,309 | 13,198 | 14,816 | 15,702 |
| 매출총이익 | 163 | 655 | 1,603 | 2,491 | 2,921 |
| 매출총이익률(%) | 18 | 5.5 | 10.8 | 14.4 | 15.7 |
| 판매비와 관리비 | 452 | 476 | 816 | 976 | 932 |
| 영업이익 | -289 | 179 | 787 | 1,516 | 1,989 |
| 영업이익률(%) | -3.2 | 1.5 | 5.3 | 8.8 | 10.7 |
| 비영업손익 | -132 | -144 | 28 | -25 | -50 |
| 순금융손익 | -61 | -83 | -66 | -15 | -67 |
| 외환관련손익 | 23 | 10 | 103 | 39 | 51 |
| 관계기업등 투자손익 | -1 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -421 | 34 | 815 | 1,491 | 1,939 |
| 세전계속사업이익률(%) | -4.7 | 0.3 | 5.5 | 8.6 | 10.4 |
| 계속사업법인세 | -69 | 10 | 197 | 373 | 485 |
| 계속사업이익 | -352 | 25 | 618 | 1,118 | 1,454 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -352 | 25 | 618 | 1,118 | 1,454 |
| 순이익률(%) | -3.9 | 0.2 | 4.2 | 6.5 | 7.8 |
| 지배주주 | -352 | 25 | 618 | 1,118 | 1,454 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -3.9 | 0.2 | 4.2 | 6.5 | 7.8 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 총포괄이익 | -306 | -85 | 612 | 1,118 | 1,454 |
| 지배주주 | -306 | -85 | 612 | 1,118 | 1,454 |
| 비지배주주 | 0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| EBITDA | -35 | 457 | 1,067 | 1,783 | 2,254 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 88 | 32.3 | 23.7 | 16.9 | 7.6 |
| 영업이익 | 적지 | 흑전 | 340.5 | 92.6 | 31.2 |
| 세전계속사업이익 | 적지 | 흑전 | 2,271.9 | 82.9 | 30.1 |
| EBITDA | 적지 | 흑전 | 133.7 | 67.0 | 26.5 |
| EPS | 적지 | 흑전 | 2,402.9 | 81.0 | 30.1 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | -2.2 | 0.1 | 3.5 | 6.1 | 7.7 |
| ROE | -6.5 | 0.5 | 11.2 | 17.5 | 19.0 |
| EBITDA마진 | -0.4 | 3.8 | 7.2 | 10.3 | 12.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 88.2 | 88.5 | 93.2 | 105.2 | 124.5 |
| 부채비율 | 208.1 | 229.0 | 205.2 | 169.8 | 129.6 |
| 순차입금/자기자본 | 41.8 | 47.0 | 22.2 | 7.0 | 5.3 |
| EBITDA/이자비용(배) | -0.3 | 3.5 | 7.9 | 15.0 | 22.4 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | -3,966 | 278 | 6,960 | 12,596 | 16,383 |
| BPS | 59,566 | 58,660 | 65,548 | 78,144 | 94,527 |
| CFPS | -1,102 | 3,410 | 10,117 | 15,600 | 19,372 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | -29.2 | 463.9 | 25.5 | 14.1 | 10.8 |
| PBR | 1.9 | 2.2 | 2.7 | 2.3 | 1.9 |
| PCR | -105.3 | 37.8 | 17.5 | 11.4 | 9.2 |
| EV/EBITDA | -358.6 | 30.4 | 13.9 | 7.8 | 6.2 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2024.07.26 | 매수 | 220,000원 | 6개월 | | |
| 2024.07.10 | 매수 | 193,000원 | 6개월 | -13.09% | -8.03% |
| 2023.10.19 | 매수 | 160,000원 | 6개월 | -22.74% | -2.25% |
| 2023.07.20 | 매수 | 170,000원 | 6개월 | -25.35% | -16.12% |
| 2023.05.24 | 매수 | 149,000원 | 6개월 | -12.48% | -0.81% |



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% |
|----|--------|----|-------|----|-------|