

Buy  
TP 85,000원

신규  
신규

## HD현대 (267250) : 든든한 자회사

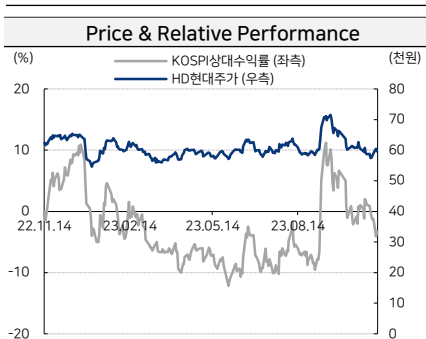
### ▶ 순환출자 해소, 지주회사체제 전환

- 현대중공업 그룹은 "현대중공업 → 현대삼호중공업 → 현대미포조선 → 현대중공업"으로 이어지는 순환출자를 해소하기 위해 2017년 4월 현대중공업을 4개 회사로 인적분할(현대로보틱스, 현대중공업(신설법인) 외 2개 회사). 지주회사 설립 후 지주 회사의 현물출자를 통해 순환출자 해소

### ▶ 주요 자회사 정리

- HD현대의 상장 자회사는 HD한국조선해양, HD현대일렉트릭. 조선업은 '21년 공급병목현상으로 인한 컨테이너 대량발주, '22년 러-우 전쟁으로 천연가스 운송 체제 전환에 따른 LNG선 대량발주 등으로 인해 상승 사이클 진입, HD한국조선해양 현재 실적 개선 구간. 전력기기 산업은 재생에너지 발전 증가와 그리드 노후화에 따라 전력 인프라의 신규 및 교체 수요 발생. 전방 업체들의 공격적인 투자 진행됨에 따라 HD현대일렉트릭 수주 증가 및 실적 개선 중.
- HD현대의 비상장 자회사는 HD현대오일뱅크, HD현대사이트솔루션, HD현대글로벌서비스, HD현대로보틱스. HD현대오일뱅크는 설비 및 원가 경쟁력을 통해 유가 급락 시에도 수익 방어 능력 보유. HD현대사이트솔루션은 건설기계사업 중간지주회사로서 각 사업회사 간 시너지 극대화 추진. HD현대글로벌서비스는 기존 선박/엔진 시장 지배력을 바탕으로 Aftermarket에서 All in one service 제공 중.
- ▶ Valuation 및 배당 정책
  - 투자여건 'BUY', 목표주가 85,000원으로 Coverage 게시. HD현대 자회사들의 적정 가치를 합산하여 목표주가 산출
  - HD현대는 '23년 2분기부터 분기배당 추진 목표, 향후 3년간 배당성향 70% 이상 추진

Company Data	
현재가(11/07)	59,600원
액면가(원)	1,000원
52주 최고가(보통주)	71,500원
52주 최저가(보통주)	54,600원
KOSPI(11/07)	2,443.96p
KOSDAQ(11/07)	824.37p
자본금	814억원
시가총액	47,080억원
발행주식수(보통주)	7,899만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	17.2만주
평균거래대금(60일)	103억원
외국인지분(보통주)	17.27%



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	2.9	-6.6
상대주가	-2.3	5.3	-9.3

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	28,354	49.9	1,037	3.7	151	-1,862	적지	-28.8	2.2	0.7	10.9	-2.2
2022.12	60,850	114.6	3,387	5.6	2,235	17,832	흑전	3.2	1.1	0.6	6.7	20.4
2023.12	62,881	3.3	2,436	3.9	1,046	7,286	-59.1	8.3	1.8	0.6	7.8	7.6
2024.12	69,626	10.7	3,133	4.5	1,676	12,733	74.8	4.8	1.4	0.6	7.1	12.4
2025.12	73,202	5.1	3,440	4.7	1,883	14,299	12.3	4.2	1.3	0.5	7.0	12.7

## HD현대 (267250) : 든든한 자회사

### ▶ HD현대 Valuation Table

(단위: 십억원)

	시가총액/기업가치	HD현대 지분율	HD현대 반영 자산가치	비고
[상장 자회사 보유 가치]				
* HD한국조선해양	6,959	35%	2,439	1yr AVG 시가총액
* HD현대일렉트릭	1,902	37%	708	1yr AVG 시가총액
합계 ①	8,861		3,147	
[비상장회사 보유 가치]				
* HD현대사이트솔루션	3,250	100%	3,250	- '23년 예상 순이익 * P/E 5배 - 글로벌 건설기계 사업자 Avg P/E Multiple 10배 수준에서 사업지주사임을 고려하여 할인율 적용
* HD현대오일뱅크	6,927	76%	5,254	- '최근사업연도 기준 순자산 * P/B 1배 - S-Oil 최근사업연도 기준 P/B Multiple 참고
* HD현대글로벌서비스	2,600	62%	1,612	- '23년 예상 순이익 * P/E 20배 - 글로벌 조선/해양/선박 관련 엔지니어링 사업자 P/E Multiple 참고(Gaztrnsport)
* HD현대로보틱스	237	90%	213	장부가
합계 ②	82,138		10,329	
순현금(별도기준) ③			-2,527	2Q23 기준
NAV ①+②+③			10,950	
Discount 적용			45%	
NAV, Discount 적용			6,022	
보통주 주식수(주)			78,993,085	
자사주 차감(주)			70,668,430	
목표주가(원)			85,000	목표주가 85,000원으로 신규커버리지 제시

## HD현대 (267250) : 든든한 자회사

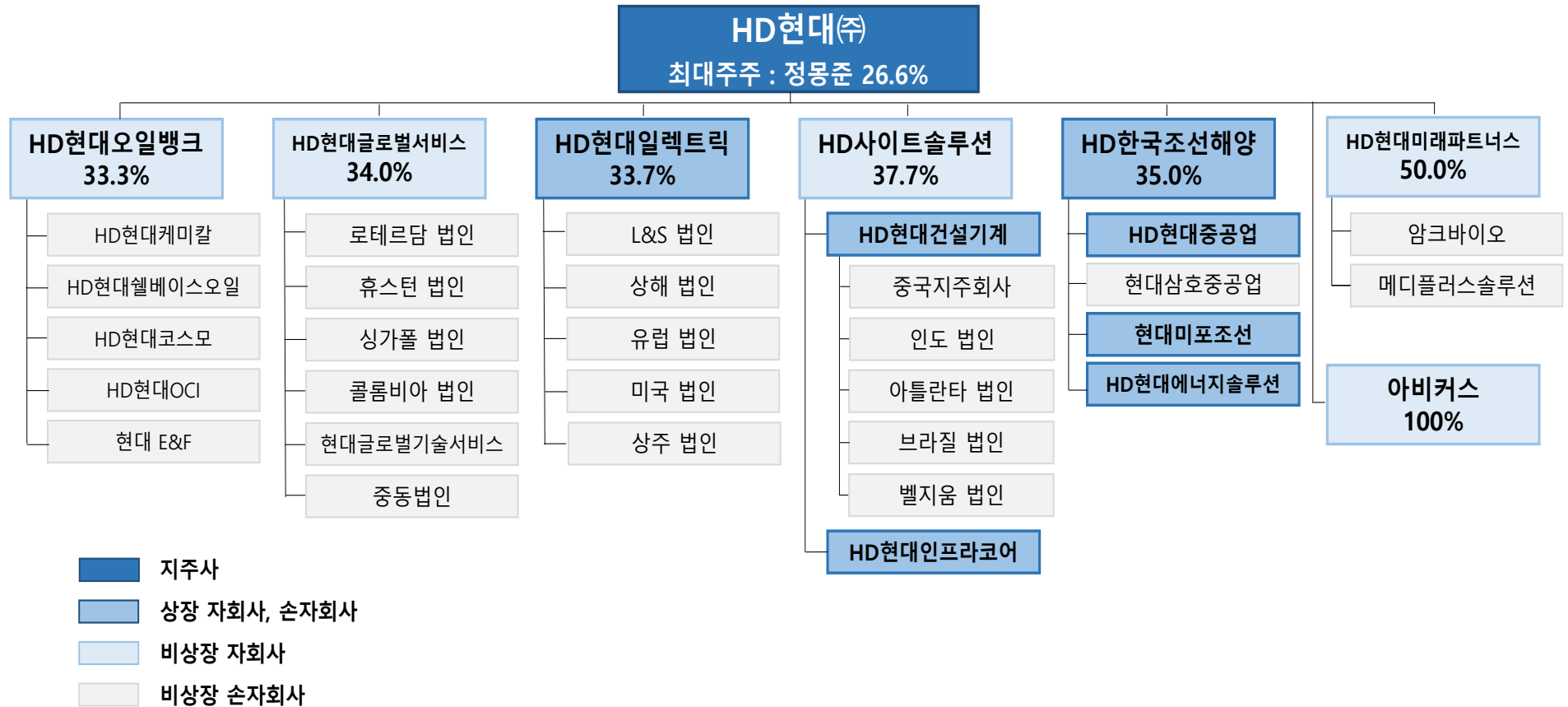
### ▶ HD현대 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	11,297	15,754	17,287	16,512	15,274	15,621	13,723	18,262	60,850	62,881
YoY	85.9%	148.9%	137.5%	59.7%	35.2%	-0.8%	-20.6%	10.6%	102.7%	3.3%
(주요 자회사 매출액)										
* HD한국조선해양	3,908	4,189	4,264	4,941	4,842	5,454	5,011	6,693	17,302	22,000
- HD현대중공업(손자회사)	2,002	2,166	2,204	2,674	2,633	3,064	2,852	3,515	9,045	12,064
- 현대미포조선(손자회사)	876	935	882	1,023	909	1,033	986	1,109	3,717	4,038
- 현대삼호중공업(손자회사)	980	1,082	1,124	1,332	1,390	1,548	1,324	1,728	4,517	5,990
* HD현대일렉트릭	352	540	535	678	569	643	694	811	2,105	2,717
[비상장 자회사]										
* HD현대사이트솔루션	2,144	2,117	2,102	2,141	2,373	2,407	2,063	2,188	8,504	9,032
- HD현대인프라코어(손자회사)	1,155	1,188	1,177	1,237	1,288	1,314	1,076	1,205	4,756	4,883
- HD현대건설기계(손자회사)	932	875	875	833	1,018	1,032	929	913	3,516	3,893
* HD현대오일뱅크, 연결조정 후	7,243	8,801	10,283	8,629	7,399	6,973	5,824	8,470	34,955	28,665
* HD현대글로벌서비스	300	383	290	361	321	364	359	431	1,334	1,475
* HD현대로보틱스	44	47	48	42	31	49	46	41	181	167
HD현대 영업이익	805	1,236	1,072	275	533	473	667	763	3,387	2,436
YoY	50.7%	539.5%	225.1%	628.1%	-33.7%	-61.8%	-37.8%	178.1%	220.0%	-28.1%
영업이익률	7.1%	7.8%	6.2%	1.7%	3.5%	3.0%	4.9%	4.2%	5.6%	3.9%
[상장 자회사]										
* HD한국조선해양	-396	-265	189	117	-40	71	69	331	-355	432
- HD현대중공업(손자회사)	-217	-108	14	22	-42	69	13	111	-289	151
- 현대미포조선(손자회사)	-62	-7	14	-55	-27	-53	-8	10	-109	-78
- 현대삼호중공업(손자회사)	-93	-138	148	148	58	62	75	120	66	315
* HD현대일렉트릭	17	27	38	51	46	59	85	80	133	271
[비상장 자회사]										
* HD현대사이트솔루션	134	112	131	87	232	271	161	144	464	808
- HD현대인프라코어(손자회사)	105	87	75	66	153	162	75	82	333	471
- HD현대건설기계(손자회사)	47	37	63	24	80	97	54	37	171	268
* HD현대오일뱅크, 연결조정 후	705	1,370	702	13	259	36	319	237	2,790	851
* HD현대글로벌서비스	24	35	37	46	46	55	50	57	142	208

## HD현대 (267250) : 든든한 자회사

▶ HD현대 기업지배구조도(2023년 9월 기준)



포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	28,354	60,850	62,881	69,626	73,202
매출원가	25,736	54,883	57,545	63,360	66,248
매출총이익	2,617	5,967	5,336	6,266	6,954
매출총이익률 (%)	9.2	9.8	8.5	9.0	9.5
판매비와관리비	1,581	2,580	2,899	3,133	3,514
영업이익	1,037	3,387	2,436	3,133	3,440
영업이익률 (%)	3.7	5.6	3.9	4.5	4.7
EBITDA	1,938	4,969	4,009	4,716	5,038
EBITDA Margin (%)	6.8	8.2	6.4	6.8	6.9
영업외손익	-571	-491	-1,080	-805	-826
관계기업손익	-51	-63	63	63	63
금융수익	469	3,806	3,790	3,903	4,033
금융비용	-969	-5,114	-5,319	-6,127	-7,524
기타	-19	881	385	1,356	2,601
법인세비용차감전순손익	465	2,896	1,356	2,328	2,615
법인세비용	315	661	310	652	732
계속사업순손익	151	2,235	1,046	1,676	1,883
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	151	2,235	1,046	1,676	1,883
당기순이익률 (%)	0.5	3.7	1.7	2.4	2.6
비지배지분순이익	298	826	471	671	753
지배지분순이익	-147	1,409	576	1,006	1,130
지배순이익률 (%)	-0.5	2.3	0.9	1.4	1.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	102	108	150	150	150
포괄손익	253	2,343	1,197	1,827	2,033
비지배지분포괄이익	397	877	448	684	761
지배지분포괄이익	-144	1,466	749	1,143	1,272

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	4	2,134	-337	2,100	2,928
당기순이익	151	2,235	1,046	1,676	1,883
비현금항목의 가감	2,037	2,688	1,958	2,306	2,391
감가상각비	808	1,378	1,390	1,412	1,439
외환손익	0	0	-490	-490	-490
지분법평가손익	350	171	-63	-63	-63
기타	879	1,139	1,122	1,448	1,506
자산부채의 증감	-1,603	-1,838	-2,681	-884	-277
기타현금흐름	-580	-951	-661	-999	-1,068
투자활동 현금흐름	-1,661	1,235	741	280	-88
투자자산	-65	-124	-106	-106	-106
유형자산	-1,951	-1,966	-1,512	-1,645	-1,721
기타	356	3,326	2,359	2,031	1,739
재무활동 현금흐름	1,708	-1,537	-3,221	-1,221	-1,196
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-392	-325	-325	-261	-261
기타	2,101	-1,212	-2,896	-960	-935
현금의 증감	99	1,858	1,329	305	470
기초 현금	2,039	2,137	3,995	5,324	5,629
기말 현금	2,137	3,995	5,324	5,629	6,098
NOPLAT	336	2,614	1,880	2,256	2,477
FCF	-2,317	391	-741	1,309	2,077

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	13,555	30,131	29,666	33,651	37,585
현금및현금성자산	2,137	3,995	5,324	5,629	6,098
매출채권 및 기타채권	3,548	5,149	5,549	6,296	6,913
재고자산	6,032	9,471	12,576	13,925	14,640
기타유동자산	1,838	11,517	6,217	7,801	9,933
비유동자산	22,224	35,440	37,518	39,931	42,395
유형자산	13,269	24,220	24,342	24,575	24,858
관계기업투자금	3,322	464	633	802	971
기타금융자산	215	1,083	1,083	1,083	1,083
기타비유동자산	5,418	9,673	11,459	13,470	15,483
자산총계	35,779	65,571	67,183	73,582	79,980
유동부채	11,686	26,275	25,948	28,011	30,009
매입채무 및 기타채무	5,470	7,865	8,008	8,486	8,739
차입금	1,825	2,077	2,077	2,077	2,077
유동성채무	2,429	4,208	2,525	2,777	3,055
기타유동부채	1,962	12,125	13,337	14,671	16,138
비유동부채	12,241	16,033	17,194	19,216	20,918
차입금	4,455	6,415	6,415	6,415	6,415
사채	4,955	5,022	5,022	5,022	5,022
기타비유동부채	2,830	4,595	5,756	7,778	9,481
부채총계	23,927	42,307	43,141	47,227	50,927
지배지분	6,303	7,485	7,736	8,480	9,348
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,233	5,253	5,253	5,253	5,253
이익잉여금	1,687	2,655	2,905	3,650	4,518
기타자본변동	-938	-900	-900	-900	-900
비지배지분	5,549	15,778	16,306	17,876	19,705
자본총계	11,852	23,264	24,042	26,356	29,054
총차입금	14,929	19,821	18,767	20,383	21,888

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-1,862	17,832	7,286	12,733	14,299
PER	-28.8	3.2	8.3	4.8	4.2
BPS	79,795	94,758	97,929	107,352	118,342
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	24,536	62,901	50,749	59,696	63,782
EV/EBITDA	10.9	6.7	7.8	7.1	7.0
SPS	358,939	770,316	796,027	881,424	926,686
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-29,335	4,953	-9,376	16,575	26,289
DPS	5,550	4,600	3,700	3,700	3,700

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	49.9	114.6	3.3	10.7	5.1
영업이익 증가율	흑전	226.7	-28.1	28.6	9.8
순이익 증가율	흑전	1,384.3	-53.2	60.2	12.3
수익성					
ROIC	2.0	11.5	6.7	7.4	7.9
ROA	-0.5	2.8	0.9	1.4	1.5
ROE	-2.2	20.4	7.6	12.4	12.7
안정성					
부채비율	201.9	181.9	179.4	179.2	175.3
순차입금비용	41.7	30.2	27.9	27.7	27.4
이자보상배율	3.5	5.3	4.2	5.3	5.7