

Company Analysis

HD현대중공업 329180

Jul 8, 2024

2분기 영업이익 시장예상치 상회 전망

Buy

유지

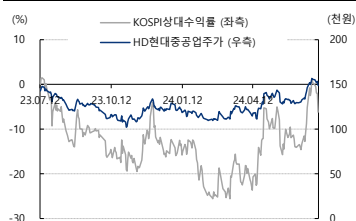
TP 188,000 원

상향

Company Data

현재가(07/05)	148,800 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	156,400 원
52 주 최저가(보통주)	102,100 원
KOSPI (07/05)	2,862.23p
KOSDAQ (07/05)	847.49p
자본금	4,439 억원
시가총액	132,094 억원
발행주식수(보통주)	8,877 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.6 만주
평균거래대금(60 일)	370 억원
외국인지분(보통주)	9.41%
주요주주	
에이치디한국조선해양 외 1 인	75.03%
국민연금공단	6.38%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.0	23.0	9.4
상대주가	9.0	10.8	-1.4



조선/기계 안유동

3771-9130, 20220081@iprovest.com

HD현대중공업 2분기 영업이익 시장예상치 상회 전망

HD현대중공업의 2분기 매출액은 3조 2,943억원(YoY +10.3%, QoQ +7.5%), 영업이익 1,713억원(OPM +5.2%) 기록할 것으로 추정. 매출액은 시장예상치인 3조 2,864억원에 부합하는 실적이겠으나 영업이익은 시장예상치인 936억원을 크게 상회할 것으로 기대함. 먼저 상선부문에서 수주연도별 매출인식 비중을 살펴보면 22년 이후 수주한 물량(고선가)의 매출비중은 23년 10% 수준에 불과하였으나 24년에는 70%까지 급증, 전분기 대비 생산성이 추가 개선되며 양호한 공정진행 이어지는 중. 엔진 부문도 1분기 실적(매출 7,064억원, OPM +10.7%)에서 QoQ로 안정적인 매출 성장, 수익성 개선세 이어질 전망. 다만 해양부문은 3기 공정이 올해 대부분 마무리 됨에 따라 연간 기준 매출액이 전년 대비 절반 수준에 그치며 고정비 부담이 이어질 것으로 보임. 다만 25년 상반기 이후부터는 2기 공정이 진행되며 고정비를 충당 가능한 매출액을 기록할 수 있을 것으로 기대함

올해 6월말 기준 수주달성률 64% 기록

올해 6월말 기준 HD현대중공업의 수주달성률은 64% 기록 중(가이던스 52억불 대비 33.5억불 수주 중). 척수 기준 24척이며 선종별로는 VLAC 12척, VLGC 5척, LNGC 2척, FSRU 1척, 수에즈막스 3척, VLEC 1척 수준. 여기에 CMA CGA가 발주한 15.5K Teu급 컨테이너선 12척, 8K Teu급 컨테이너선 6척, 총 34억불 규모를 HD현대삼호와 나눠 LOI를 체결했고 7월 중순 수주공시 기대. 전 선종 발주 인콰이어리가 지속되는 상황이며 Seller's Market에 따라 최근 문의 혹은 수주받는 선박의 경우 선종 상관없이 하이 싱글 이상의 수익성을 가져다 줄 것으로 기대됨

투자의견 Buy 유지, 목표주가 188,000원으로 상향

HD현대중공업에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 188,000원 상향. 목표주가는 25년 ~26년 평균 BPS 76,705원에 Implied PBR 2.45배를 적용하여 산출함.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	9,045	11,964	13,226	15,728	18,370
YoY(%)	8.8	32.3	10.6	18.9	16.8
영업이익(십억원)	-289	179	587	988	1,798
OP 마진(%)	-3.2	1.5	4.4	6.3	9.8
순이익(십억원)	-352	25	472	622	1,077
EPS(원)	-3,966	278	5,317	7,011	12,130
YoY(%)	적지	흑전	1,812.0	31.9	73.0
PER(배)	-29.2	463.9	28.0	21.2	12.3
PCR(배)	-44.3	36.1	14.8	12.3	8.0
PBR(배)	1.9	2.2	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	-347.5	29.6	17.5	11.9	7.0
ROE(%)	-6.5	0.5	8.7	10.4	15.8

[도표 53] HD 현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,632.9	3,064.4	2,853.5	3,413.1	2,987.7	3,294.3	3,344.3	3,599.9	11,963.9	13,226.2	15,727.6
YoY	31.5%	41.5%	29.5%	27.6%	13.5%	7.5%	17.2%	5.5%	32.3%	10.6%	18.9%
영업이익	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	171.3	183.9	210.3	178.6	586.8	988.3
OPM	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	5.2%	5.5%	5.8%	1.5%	4.4%	6.3%

자료: HD현대중공업, 교보증권 리서치센터

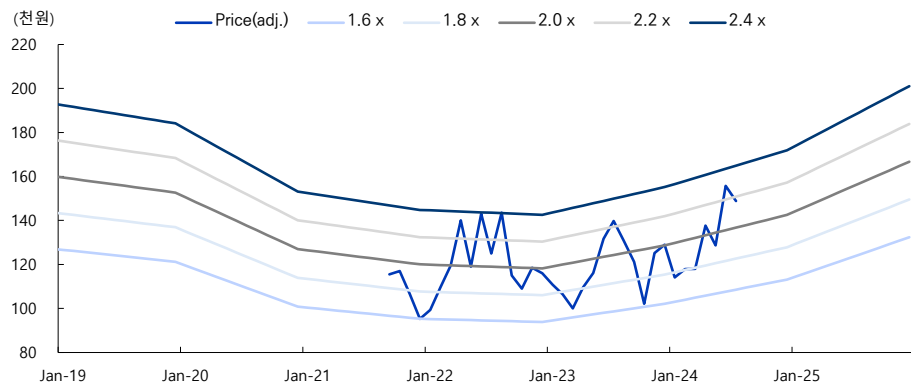
[도표 54] HD 현대중공업 Valuation table

(단위: 원, 주, %, 십억원)

구분	Valuation	비고
자기자본비용 (COE) ($A = a + (b \times c)$)	7.32	
무위험수익률 (a)	3.37	최근 3개월 통안채 1년 수익률
시장위험 프리미엄 (b)	4.05	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	0.98	52주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	13.10	25~26년 평균
영구성장률 (C)	3.33	Min(장기유보율 70% X ROE, 최근 3개월 국고채 30년 평균금리)
Target P/B ($D = (B - C) / (A - C)$)	2.45	
적정주주가치 ($E = D \times d$)	16,673	
25~26년 평균. 자본총계 (d)	6,809	
발행주식수 (e)	88,773	
주당주주가치 ($F = E / e$)	187,816	
12개월 목표주가 ($G = F$)	188,000	
현재가치 (H)	148,800	
상승여력 ($I = G / H$)	26.3	
투자 의견	Buy	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 55] HD 현대중공업 12M Fwd PBR 추이



자료: 교보증권 리서치센터

탐방 내용 요약(HD현대중공업그룹 조선사 전체)

선종별 상황

1. LPG: 인콰이어리 꾸준히 들어오고 있고 추가 수주 가능성 높음. LNG 수출 늘어남에 따라 LPG도 수출 늘어나는 중(천연가스→LNG 추출 시 부산물로 LPG발생)
2. 암모니아: 2030년 수소경제 활성화되면 암모니아가 빛을 발할 것이라 선주가 미리 발주 내는 듯. 암모니아 DF는 아직 LPG DF라서 VLGC, VLAC 선가 차이 미미. 암모니아 DF 개발 중인데 상용화되면 그때 선가 차이로 인한 P효과 누릴 수 있을 것. 암모니아 DF 최초 선박은 HD현대미포에서 작년에 수주한 LPG 운반선이며 내년 인도예정
3. LNG: 카타르 이외에도 발주가 나오고 있음. 미국 쪽 LNG 수출이 늘어나는 중이고 미국 바이든 FID 중단에도 불구하고 남아있는 프로젝트가 있어 20년대까지는 견조한 수요 이어질 것
4. 탱커: 중국 슬롯이 꽤 소진되다 보니 국내로의 인콰이어리 발생. 충분히 이익 남는 수준에서 수주 받는 상황. 아직 친환경 사양으로 발주는 안 나오고 있음. 중장기적(MPEC 규제 강화 등)로는 나오겠지만 단기적으로는 컨벤셔널 발주일 듯
5. 컨테이너선: CGA CMA는 20척이 아니라 18척. 15.5K급 12척, 8K 6척. HD현대중공업과HD현대삼호가 나눠가질 것. 인도일자는 27년말에서 28년 정도로 추정됨. 발주원인은 고운임 장기화, 파나마 가뭄 지속, 중동 지역 불안감 등. 선주 측은 컨테이너선 이외 조선사들의 잔고가 차고 있다 보니 불안하다고 함. 더 늦어지면 발주내기 어렵지 않을까라고 보는 듯

실적

전체적으로 공사손실 총당금 발생호선 아예 없음. 기손실처리 했기 때문. 후판가격도 보수적으로 예정원가 잡아놓음. 강재가 떨어지는 트렌드임에도 보수적으로 경영계획 설정. 다만 상반기 협상에 따라 가격이 소폭 하락하더라도 다른 비용 증가로 상쇄되며 환입효과는 크진 않을 듯. 컨테이너선 마진은 21년 당시 메탄올 DF로 받은 머스크항 선박이 마진율이 안 좋음. 신선형이다보니 러닝커브 발생 등. 이런 부분 고려하면 현재 수주잔고에 있는 전체적인 컨테이너선 마진율은 로우싱글 정도. 다만 최근 LOI 체결한 컨테이너선의 경우 매우 높은 수익성

현대미포조선은 23년 상반기에 수주한 PC선의 경우 척당 4,600만불 수준. 해당 선박의 기준 미들싱글 정도의 수익성. 지금은 척당 선가가 5,000만불 초반으로 15% 정도 선가 상승. 다만 원가도 올라서 마진 자체는 하이싱글 수준으로 기대됨

전체적으로 2분기는 1분기 대비 공정이 더 안정화된 상황. 연간 2.0~2.5%씩 OPM 개선. 매출액은 연간 10~15% 증대 계획

[HD현대중공업 329180]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045	11,964	13,226	15,728	18,370
매출원가	8,883	11,309	12,129	14,144	15,909
매출총이익	163	655	1,098	1,584	2,461
매출총이익률 (%)	1.8	5.5	8.3	10.1	13.4
판매비와관리비	452	476	511	596	663
영업이익	-289	179	587	988	1,798
영업이익률 (%)	-3.2	1.5	4.4	6.3	9.8
EBITDA	-35	457	839	1,217	2,005
EBITDA Margin (%)	-0.4	3.8	6.3	7.7	10.9
영업외손익	-132	-144	70	-122	-299
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	1,139	631	549	551	569
금융비용	-1,592	-1,124	-878	-873	-868
기타	321	349	400	200	0
법인세비용감전순손익	-421	34	657	866	1,499
법인세비용	-69	10	185	244	422
계속사업순손익	-352	25	472	622	1,077
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-352	25	472	622	1,077
당기순이익률 (%)	-3.9	0.2	3.6	4.0	5.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-352	25	472	622	1,077
지배순이익률 (%)	-3.9	0.2	3.6	4.0	5.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	46	-110	262	-625	1,492
포괄순이익	-306	-85	734	-3	2,569
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-306	-85	734	-3	2,569

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	71	169	254	491	737
당기순이익	-352	25	472	622	1,077
비현금항목의 가감	120	292	421	449	583
감가상각비	246	268	243	220	200
외환손익	0	0	-76	-76	-76
자본법평가손익	1	0	0	0	0
기타	-128	24	254	304	459
자산부채의 증감	344	-77	-399	-289	-476
기타현금흐름	-40	-71	-241	-292	-447
투자활동 현금흐름	-518	-478	-319	-369	-419
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	-484	-478	-300	-350	-400
기타	-33	1	-19	-19	-19
재무활동 현금흐름	-933	503	360	372	382
단기차입금	0	0	-48	-46	-43
사채	0	0	-18	-17	-17
장기차입금	0	0	-86	-77	-70
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-933	503	512	512	512
현금의 증감	-1,393	184	461	53	378
기초 현금	2,137	744	928	1,389	1,442
기말 현금	744	928	1,389	1,442	1,820
NOPLAT	-242	128	422	710	1,292
FCF	-128	-149	-26	300	623

자료: HD 현대중공업, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,001	8,800	9,039	9,472	10,308
현금및현금성자산	744	928	1,389	1,442	1,820
매출채권 및 기타채권	1,132	1,384	1,391	1,417	1,523
재고자산	1,377	1,310	1,323	1,311	1,413
기타유동자산	4,748	5,178	4,936	5,302	5,551
비유동자산	8,289	8,334	8,395	8,529	8,735
유형자산	6,237	6,452	6,509	6,639	6,840
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타금융자산	494	307	311	316	321
기타비유동자산	1,555	1,574	1,573	1,573	1,573
자산총계	16,289	17,134	17,433	18,001	19,042
유동부채	9,072	9,945	9,894	9,951	10,019
매입채무 및 기타채무	1,574	2,025	1,928	1,936	1,951
차입금	1,385	960	912	867	823
유동성채무	60	600	609	618	627
기타유동부채	6,054	6,360	6,444	6,530	6,617
비유동부채	1,930	1,981	1,873	1,773	1,682
차입금	286	859	773	696	626
사채	873	710	692	675	658
기타비유동부채	771	412	407	402	398
부채총계	11,002	11,926	11,766	11,724	11,701
지배지분	5,288	5,207	5,667	6,277	7,342
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	845	773	1,245	1,867	2,944
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,288	5,207	5,667	6,277	7,342
총차입금	3,055	3,444	3,297	3,161	3,036

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-3,966	278	5,317	7,011	12,130
PER	-29.2	463.9	28.0	21.2	12.3
BPS	59,566	58,660	63,836	70,708	82,701
PBR	1.9	2.2	2.3	2.1	1.8
EBITDAPS	-393	5,145	9,448	13,706	22,590
EV/EBITDA	-347.5	29.6	17.5	11.9	7.0
SPS	101,894	134,770	148,989	177,166	206,936
PSR	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
CFPS	-1,440	-1,681	-288	3,379	7,023
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	8.8	32.3	10.6	18.9	16.8
영업이익 증가율	적지	흑전	228.5	68.4	82.0
순이익 증가율	적지	흑전	1,812.0	31.9	73.0
수익성					
ROIC	-8.0	4.9	10.1	11.8	20.0
ROA	-2.2	0.1	2.7	3.5	5.8
ROE	-6.5	0.5	8.7	10.4	15.8
안정성					
부채비율	208.1	229.0	207.6	186.8	159.4
순차입금비율	18.8	20.1	18.9	17.6	15.9
이자보상배율	-2.7	1.4	4.7	8.2	15.6