

HD현대중공업 (329180) : 밸류에이션 부담? 나는 엔진이 있잖아

Buy 유지
TP 380,000원 상향

Company Data	
현재가(01/09)	301,500 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	303,500 원
52주 최저가(보통주)	109,600 원
KOSPI (11/03)	2,521.90p
KOSDAQ (11/03)	723.52p
자본금	4,439 억원
시가총액	267,651 억원
발행주식수(보통주)	8,877 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	34.2 만주
평균거래대금(60일)	922 억원
외국인지분(보통주)	10.93%
주요주주	HD한국조선해양 등 외 1인 75.03% 국민연금공단 6.3%



▶ 4Q24 preview: 매출 3조 9,879억원(YoY +16.8%), 영업이익 2,827억원(OPM +7.1%)

- HD현대중공업의 4Q24 매출은 3조 9,879억원(YoY +16.8%), 영업이익 2,827억원(OPM +7.1%)로 매출은 컨센서스 3조 9,672억원에 부합하겠으나 영업이익은 컨센서스인 2,510억원을 13% 상회했을 것으로 추정됨
- 2025년은 매출액 16조 4,179억원(YoY +13.5%), 영업이익 1조 2,641억원(YoY +79.1%, OPM +7.7%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이나(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P 효과는 지속될 전망.
- 해양부문의 경우 2H25부터 소폭이지만 흑자전환을 기대. 엔진 역시 상선부문과 동행하여 실적 우상향 기대
- HD현대중공업의 12M Fwd PBR(컨센서스)은 약 4.04배 수준으로 삼성중공업 2.24배, 한화오션 2.91배 대비 각각 80.4%, 38.8% 프리미엄을 받고 있음. 다만 12M Fwd PER(컨센서스) 기준으로는 HD현대중공업 29.22배, 삼성중공업 18.75배, 한화오션 32.5배 수준으로 삼성중공업, 한화오션 평균치 25.6배 대비 14% 프리미엄만 받고 있음. 여기에 자체 엔진사업부(힘센엔진)를 보유한 점을 감안해야 함. 필자가 추정하는(힘센엔진 실적에 한화엔진 컨센서스 기준 12M Fwd PER 단순 적용) 엔진사업부의 시가총액은 대략 6.8조원 수준으로 판단됨

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 380,000원으로 상향

- 목표주가 상향조정은 2027년 추정 BPS에 Implied PBR 4.28배를 적용하여 산출

Forecast earnings & Valuation					
	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	9,045	11,964	14,469	16,418	17,445
YoY(%)	8.8	32.3	20.9	13.5	6.3
영업이익(십억원)	-289	179	706	1,264	1,636
OP마진(%)	-3.2	1.5	4.9	7.7	9.4
순이익(십억원)	-352	25	483	858	1,142
EPS(원)	-3,966	278	5,438	9,660	12,864
YoY(%)	적지	흑전	1,855.5	77.6	33.2
PER(배)	-29.2	463.9	52.9	31.2	23.4
PCR(배)	-44.3	36.1	29.3	19.3	15.4
PBR(배)	1.9	2.2	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA(배)	-347.5	29.6	28.3	18.7	14.9
ROE(%)	-6.5	0.5	8.9	14.1	16.4

HD현대중공업 분기, 연간실적 추이 및 전망

- HD현대중공업의 4Q24 매출은 3조 9,879억원(YoY +16.8%), 영업이익 2,827억원(OPM +7.1%)로 매출은 컨센서스 3조 9,672억원에 부합하겠으나 영업이익은 컨센서스인 2,510억원을 13% 상회했을 것으로 추정됨
- 2025년은 매출액 16조 4,179억원(YoY +13.5%), 영업이익 1조 2,641억원(YoY +79.1%, OPM +7.7%)을 기록할 것으로 추정됨. 2024년 공정안정화가 크게 개선된 만큼 2025년에 추가 생산성 개선 효과는 미미할 전망이다(Q 효과), 건조선가 상승으로 인한 P효과는 지속될 전망. HD현대중공업의 24년 매출액에서 연도별 수주분이 차지하는 비중은 22년 69%, 23년 3%, 24년 수주분 0% 수준. 25년 매출에서 차지하는 연도별 수주분은 22년 57%, 23년 35%, 24년 6% 수준.
- LNG선의 경우 상대적 저선가 물량인 카타르 LNG선의 매출 반영은 25년 6척, 26년 11척, 27년 8척, 28년 1척, 29년 3척 수준. 3Q24 기준 매출비중 10%에서 25년 20%까지 증대될 전망. 다만 카타르 LNG선의 경우에도 강달러, 후판가격 인하, 반복건조효과등으로 인해 마진율은 BEP 수준에서 미들싱글에 근접한 수준까지 개선됐을 것으로 파악됨. 또한 고마진 VLAC, 컨테이너선 매출 반영 본격화로 마진 개선은 이어질 전망
- 해양부문의 경우 2H25부터 소폭이지만 흑자전환을 기대. 엔진 역시 상선부문과 동행하여 실적 우상향 기대

HD현대중공업 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,632.9	3,064.4	2,853.5	3,413.1	2,987.7	3,884.0	3,609.2	3,987.9	11,963.9	14,468.8	16,417.9
YoY	31.5%	41.5%	29.5%	27.6%	13.5%	26.7%	26.5%	16.8%	32.3%	20.9%	13.5%
영업이익	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	195.6	206.1	282.7	178.6	707.5	1,264.1
OPM	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	5.0%	5.7%	7.1%	1.5%	4.9%	7.7%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서					단위: 십억원
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045	11,964	14,469	16,418	17,445
매출원가	8,883	11,309	12,937	14,548	15,177
매출총이익	163	655	1,532	1,870	2,269
매출총이익률 (%)	1.8	5.5	10.6	11.4	13.0
판매비와관리비	452	476	826	606	632
영업이익	-289	179	706	1,264	1,636
영업이익률 (%)	-3.2	1.5	4.9	7.7	9.4
EBITDA	-35	457	958	1,493	1,843
EBITDA Margin (%)	-0.4	3.8	6.6	9.1	10.6
영업외손익	-132	-144	-75	-143	-143
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	1,139	631	644	660	675
금융비용	-1,592	-1,124	-878	-873	-868
기타	321	349	160	70	50
법인세비용차감전순이익	-421	34	631	1,121	1,493
법인세비용	-69	10	148	263	351
계속사업순이익	-352	25	483	858	1,142
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-352	25	483	858	1,142
당기순이익률 (%)	-3.9	0.2	3.3	5.2	6.5
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-352	25	483	858	1,142
지배순이익률 (%)	-3.9	0.2	3.3	5.2	6.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	46	-110	-100	-100	-100
포괄순이익	-306	-85	383	758	1,042
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-306	-85	383	758	1,042

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

현금흐름표					단위: 십억원
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	71	169	149	787	927
당기순이익	-352	25	483	858	1,142
비현금항목의 가감	120	292	389	459	506
감가상각비	246	268	243	220	200
외환손익	0	0	-76	-76	-76
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	-128	24	222	315	382
자산부채의 증감	344	-77	-514	-227	-351
기타현금흐름	-40	-71	-209	-302	-370
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	134
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	-249
기타	-933	503	512	512	512
현금의 증감	-1,393	184	357	350	320
기초 현금	2,137	744	928	1,285	1,634
기말 현금	744	928	1,285	1,634	1,954
NOPLAT	-242	128	540	967	1,252
FCF	-128	-149	-22	618	708

재무상태표					단위: 십억원
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,001	8,800	9,163	9,771	10,308
현금및현금성자산	744	928	1,285	1,634	1,954
매출채권 및 기타채권	1,132	1,384	1,495	1,466	1,461
재고자산	1,377	1,310	1,447	1,368	1,342
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	17,557	18,300	19,043
유동부채	9,072	9,945	10,007	10,004	9,957
매입채무 및 기타채무	1,574	2,025	2,041	1,989	1,889
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	11,879	11,777	11,639
지배자분	5,288	5,207	5,678	6,523	7,404
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,123	3,123	3,123	3,123
이익잉여금	845	773	1,256	2,113	3,007
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	5,288	5,207	5,678	6,523	7,404
총차입금	3,055	3,444	3,297	3,161	3,036

주요 투자지표					단위: 원, 배, %
12월산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-3,966	278	5,438	9,660	12,864
PER	-29.2	463.9	52.9	31.2	23.4
BPS	59,566	58,660	63,957	73,478	83,405
PBR	1.9	2.2	4.5	4.1	3.6
EBITDAPS	-393	5,145	10,788	16,813	20,764
EV/EBITDA	-347.5	29.6	28.3	18.7	14.9
SPS	101,894	134,770	162,986	184,942	196,517
PSR	1.1	1.0	1.8	1.6	1.5
CFPS	-1,440	-1,681	-250	6,962	7,976
DPS	0	0	0	2,800	4,000

주요 투자지표					단위: 원, 배, %
12월산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	8.8	32.3	20.9	13.5	6.3
영업이익 증가율	적지	흑전	295.1	79.1	29.4
순이익 증가율	적지	흑전	1,855.5	77.6	33.2
수익성					
ROIC	-8.0	4.9	12.8	15.9	19.4
ROA	-2.2	0.1	2.8	4.8	6.1
ROE	-6.5	0.5	8.9	14.1	16.4
안정성					
부채비율	208.1	229.0	209.2	180.5	157.2
순차입금비율	18.8	20.1	18.8	17.3	15.9
이자보상배율	-2.7	1.4	5.6	10.5	14.2