



BUY (유지)

목표주가(12M) 240,000원(상향)
현재주가(7.25) 177,500원

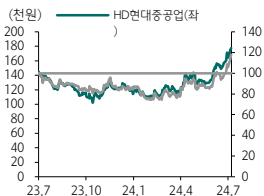
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,710.65
52주 최고/최저(원)	177,500/102,100
시가총액(십억원)	15,757.2
시가총액비중(%)	0.71
발행주식수(천주)	88,773.1
60일 평균 거래량(천주)	296.0
60일 평균 거래대금(십억원)	42.3
외국인지분율(%)	9.60
주요주주 지분율(%)	
에이치디한국조선해양 외 1 인	75.03
국민연금공단	6.38

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	13,228.3	15,103.1
영업이익(십억원)	443.5	961.9
순이익(십억원)	321.6	702.1
EPS(원)	3,646	7,910
BPS(원)	62,777	70,197

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	9,045.5	11,963.9	14,633.3	17,177.6
영업이익	(289.2)	178.6	579.5	1,093.6
세전이익	(421.5)	34.4	495.7	1,011.9
순이익	(352.1)	24.7	433.4	846.2
EPS	(3,966)	278	4,882	9,532
증감율	적지	흑전	1,656.12	95.25
PER	(29.25)	464.03	36.36	18.62
PBR	1.95	2.20	2.80	2.43
EV/EBITDA	(358.61)	30.44	20.26	12.03
ROE	(6.47)	0.47	8.00	13.97
BPS	59,566	58,660	63,470	73,002
DPS	0	0	0	0



Analyst 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 07월 26일 | 기업분석_Earnings Review

HD현대중공업 (329180)

성장의 시작점에서 부담을 논할 필요는 없다

2Q24 Re : Big Surprise

HD현대중공업의 2Q24 실적은 매출 3조8,840억원(YoY +26.7%, QoQ +30.0%), 영업이익 1,956억원(YoY +185.5%, QoQ +819.9%, OPM 5.0%)으로 컨센서스(매출 3조2,561억원, 영업이익 1,119억원)를 크게 상회했다. 해양플랜트 부문의 적자 지속됐으나, 조선 및 엔진기계 부문이 전사 실적 성장 견인했다. 1) 조선 부문은 여러 가지 요소가 동시에 우호적인 환경을 조성하며 매출 YoY +44.2%, QoQ +31.8% 증가했다. 상선 매출 증가는 어느 정도 예측 가능했으나, 특수선 매출 크게 증가했다. 수익성 측면에서는, 2022년 흑자 물량의 매출 반영 비중이 66%까지 상승하며(2021년 물량 약 30%) 이익 증가 견인했다. 이에 더해 강재 가격과 외주 비용 하락하며 Cost 절감됐고, 환율을 지속되며 환율 효과 더해졌다. 2) 해양플랜트 부문은 2022년 저조했던 수주 영향으로 매출 QoQ 증가 불구 여전히 부진했다. 매출 증가는 전분기 기저효과에 기인한다. 일회성 외주 업체 선급금 약 175억원 발생하며 부문 영업이익 역시 -270억원 기록했다. 3) 전반기 누적 수주는 66.0억달러(연간 목표치의 69.2%), 매출 기준 수주잔고는 335.0억달러다.

에너지 전환 强, 방산 MRO 弱

HD현대중공업의 2024년 연간 실적으로 매출 14조6,333억원(YoY +22.3%), 영업이익 5,795억원(YoY +224.4%, OPM 4.0%)을 전망한다. 2022년 수주했던 선박의 건조 비중이 점진적으로 상승하는 과정에서 매출, 이익 동반 증가세 지속될 것으로 판단한다. 조선사 주가를 견인하는 수주 Factor의 경우, 하반기에 다소 둔화될 여지는 존재한다. 높은 수주 잔고 레벨에 기인한다. 다만, 에너지 전환 과정에서 LNG, 암모니아 수요 지속 증가할 전망이다. 이에 따른 LNG/암모니아/LCO2 운반선에 대한 선별 수주 기조 지속될 것으로 예상된다. LNG 운반선의 선가가 소폭 하락한 상태이나, 오히려 수주잔고가 쌓여 있는 현 시점에서는 선별 접근하기에 더 좋은 환경이라고 판단한다. 한편, 방산 MRO 사업은 2025년 이후로 지연될 전망이다. 국내 CAPA 부족한 상황에서 방산 MRO에 도크를 할당하는 것이 수익성을 훼손할 우려가 존재하며, 해외 조선소를 인수하기에는 인력 확보, 운영 효율, 공급망 측면에서의 과제가 남아 있다. 방산 관련, MRO 사업은 지연될 가능성이 높은 것으로 판단되나, 여전히 국내 KDDX 체계 개발 및 울산급 Batch-IV 사업 추진은 유효하다. 해당 사업 진행하게 될 경우, 실적 추정치 상향 여력 존재한다.

조금은 달라진 업태. 목표주가 상향

HD현대중공업에 대한 투자이견 BUY를 유지하고, 목표주가는 240,000원으로 상향한다. 양질의 수주잔고가 매출화되는 과정에서 실적 성장세 지속될 전망이다. 이에 더해, 그 동안 실시하지 않았던 주주친화정책(배당, 자사주 매입)에 대한 검토가 진행되고 있는 것으로 파악되는 바, 주가 상승 여력 여전하다고 판단한다. 특수선 프리미엄 역시 고려해야 한다. 이에 따라, 2025년 BPS 73,000원에 과거 Super Cycle 당시의 평균 P/B 2.21배를 50% 할증한 3.32배를 Target P/B로 적용하여 목표주가 240,000원을 제시한다.

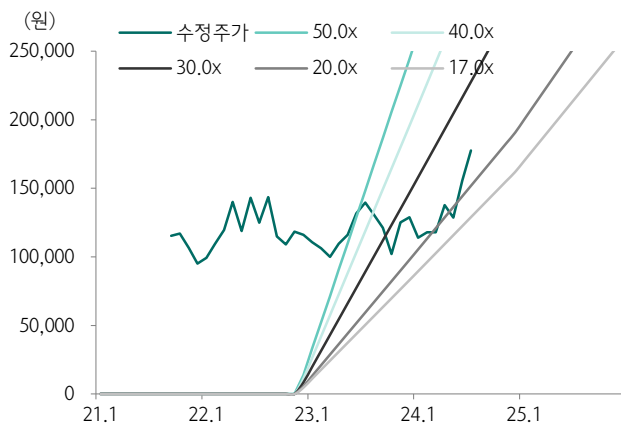
도표 1. HD현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출	2,632.9	3,064.4	2,853.5	3,413.1	2,987.7	3,884.0	3,803.3	3,958.3	11,963.9	14,633.3	17,177.6	18,627.3
YoY(%)	31.5	41.5	29.5	27.6	13.5	26.7	33.3	16.0	32.3	22.3	17.4	8.4
QoQ(%)	(1.5)	16.4	(6.9)	19.6	(12.5)	30.0	(2.1)	4.1				
조선	1,766.1	1,968.6	1,886.5	2,280.3	2,155.1	2,839.5						
YoY(%)	13.5	24.8	19.5	30.0	22.0	44.2						
QoQ(%)	0.7	11.5	(4.2)	20.9	(5.5)	31.8						
상선	1,658.1	1,882.8	1,804.1	2,137.7	1,973.9	2,439.3						
특수선	108.0	85.8	82.4	142.6	181.2	400.2						
해양플랜트	460.5	278.8	253.7	276.7	112.5	158.4						
엔진기계	388.3	795.8	694.0	831.7	702.6	865.1						
기타	18.0	21.2	19.3	24.4	17.5	21.0						
영업이익	(41.5)	68.5	12.9	138.7	21.3	195.6	146.4	216.3	178.6	579.5	1,093.6	1,628.3
YoY(%)	적자지속	흑자전환	(10.0)	525.2	흑자전환	185.4	1,034.0	56.0	흑자전환	224.4	88.7	48.9
QoQ(%)	적자전환	흑자전환	(81.2)	974.3	(84.7)	819.9	(25.2)	47.8				
영업이익률(%)	(1.6)	2.2	0.5	4.1	0.7	5.0	3.8	5.5	1.5	4.0	6.4	8.7
YoY(%p)	9.3	7.2	(0.2)	3.2	2.3	2.8	3.4	1.4	4.7	2.5	2.4	2.4
QoQ(%p)	(2.4)	3.8	(1.8)	3.6	(3.4)	4.3	(1.2)	1.6				
지배순이익	(20.6)	24.1	(9.8)	31.0	28.6	154.1	92.7	158.0	24.7	433.5	846.2	1,341.3

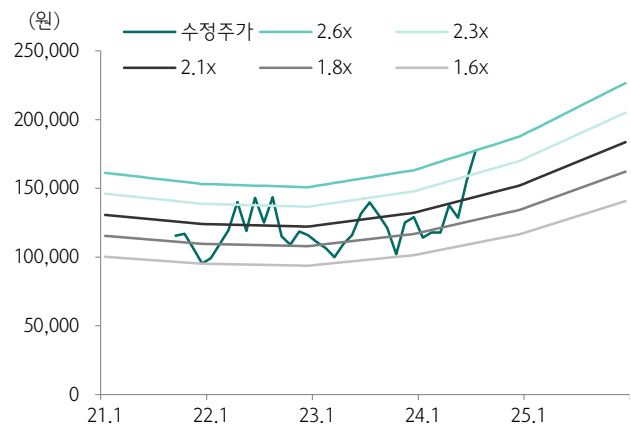
자료: HD현대중공업, Dart, 하나증권

도표 2. HD현대중공업 12M Fwd P/E



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. HD현대중공업 12M Fwd P/B



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. HD현대중공업 Valuation

(단위 : 원, 배)

	2006	2007	2008	2009	비고
P/B(High)	2.12	6.02	4.22	1.53	4년 평균치 : 3.47
P/B(Low)	0.95	1.31	0.96	0.88	4년 평균치 : 1.03
P/B(Avg.)	1.54	3.41	2.74	1.17	4년 평균치 : 2.21
	2023	2024F	2025F	2026F	비고
BPS(원)	58,660.10	63,469.84	73,002.29	88,111.90	과거 슈퍼사이클 기간의 평균 P/B 2.21배 분할 전 할인 제거 및 특수선 프리미엄 50% 적용 목표 주가 : 240,000원
Target P/B(배)			3.32		
Target Price(원)			242,495.14		

자료: HD현대중공업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045.5	11,963.9	14,633.3	17,177.6	18,627.3
매출원가	8,882.6	11,309.1	13,458.6	15,423.5	16,267.0
매출총이익	162.9	654.8	1,174.7	1,754.1	2,360.3
판매비	452.0	476.2	595.2	660.5	732.0
영업이익	(289.2)	178.6	579.5	1,093.6	1,628.3
금융손익	(452.3)	(493.0)	(723.3)	(81.7)	(22.5)
중속/관계기업손익	(1.4)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	321.4	348.7	639.7	0.0	0.0
세전이익	(421.5)	34.4	495.7	1,011.9	1,605.8
법인세	(69.4)	9.7	62.3	165.7	264.5
계속사업이익	(352.1)	24.7	433.4	846.2	1,341.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(352.1)	24.7	433.4	846.2	1,341.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(352.1)	24.7	433.4	846.2	1,341.3
지배주주지분포괄이익	(306.0)	(85.2)	427.7	846.2	1,341.3
NOPAT	(241.5)	128.3	506.7	914.6	1,360.1
EBITDA	(34.9)	456.7	857.0	1,347.5	1,860.5
성장성(%)					
매출액증가율	8.83	32.26	22.31	17.39	8.44
NOPAT증가율	적지	흑전	294.93	80.50	48.71
EBITDA증가율	적지	흑전	87.65	57.23	38.07
영업이익증가율	적지	흑전	224.47	88.71	48.89
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	1,654.66	95.25	58.51
EPS증가율	적지	흑전	1,656.12	95.25	58.52
수익성(%)					
매출총이익률	1.80	5.47	8.03	10.21	12.67
EBITDA이익률	(0.39)	3.82	5.86	7.84	9.99
영업이익률	(3.20)	1.49	3.96	6.37	8.74
계속사업이익률	(3.89)	0.21	2.96	4.93	7.20

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(3,966)	278	4,882	9,532	15,110
BPS	59,566	58,660	63,470	73,002	88,112
CFPS	(2,618)	3,569	9,373	15,179	20,958
EBITDAPS	(393)	5,145	9,654	15,179	20,958
SPS	101,894	134,770	164,839	193,500	209,831
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(29.25)	464.03	36.36	18.62	11.75
PBR	1.95	2.20	2.80	2.43	2.01
PCFR	(44.31)	36.14	18.94	11.69	8.47
EV/EBITDA	(358.61)	30.44	20.26	12.03	7.84
PSR	1.14	0.96	1.08	0.92	0.85
재무비율(%)					
ROE	(6.47)	0.47	8.00	13.97	18.76
ROA	(2.24)	0.15	2.42	4.30	6.16
ROIC	(3.23)	1.80	7.48	14.03	21.76
부채비율	208.06	229.02	230.71	219.73	192.10
순부채비율	41.77	47.03	31.62	9.65	(12.58)
이자보상배율(배)	(2.72)	1.35	3.21	5.93	8.69

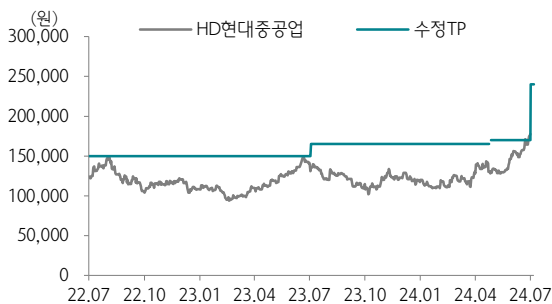
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,000.9	8,799.7	10,433.3	12,730.4	15,062.5
금융자산	1,234.4	1,363.2	1,808.0	3,018.2	4,661.6
현금성자산	744.1	928.0	1,303.3	2,449.9	4,053.0
매출채권	877.6	1,099.1	1,274.7	1,435.4	1,537.3
재고자산	1,377.1	1,309.8	1,519.0	1,710.6	1,832.0
기타유동자산	4,511.8	5,027.6	5,831.6	6,566.2	7,031.6
비유동자산	8,288.5	8,333.9	8,200.5	7,990.2	7,785.6
투자자산	495.8	308.4	355.9	399.5	427.1
금융자산	494.5	307.0	354.4	397.7	425.2
유형자산	6,237.4	6,452.1	6,279.4	6,035.7	5,812.6
무형자산	100.5	108.4	103.6	93.4	84.3
기타비유동자산	1,454.8	1,465.0	1,461.6	1,461.6	1,461.6
자산총계	16,289.4	17,133.6	18,633.8	20,720.6	22,848.1
유동부채	9,072.0	9,945.0	11,168.5	12,394.8	13,172.0
금융부채	1,832.6	1,928.3	1,871.2	1,925.1	1,959.2
매입채무	924.8	1,298.9	1,506.3	1,696.3	1,816.7
기타유동부채	6,314.6	6,717.8	7,791.0	8,773.4	9,396.1
비유동부채	1,929.6	1,981.2	1,830.9	1,845.2	1,854.2
금융부채	1,610.4	1,884.0	1,718.3	1,718.3	1,718.3
기타비유동부채	319.2	97.2	112.6	126.9	135.9
부채총계	11,001.6	11,926.2	12,999.4	14,240.0	15,026.1
지배주주지분	5,287.8	5,207.4	5,634.4	6,480.6	7,821.9
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,123.2	3,122.5	3,122.5	3,122.5
자본조정	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	881.8	869.1	851.7	851.7	851.7
이익잉여금	845.4	772.8	1,218.0	2,064.2	3,405.5
비배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	5,287.8	5,207.4	5,634.4	6,480.6	7,821.9
순금융부채	2,208.6	2,449.1	1,781.5	625.1	(984.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	71.2	168.8	1,012.2	1,170.7	1,618.3
당기순이익	(352.1)	24.7	433.4	846.2	1,341.3
조정	79.4	221.5	223.8	253.8	232.2
감가상각비	254.3	278.1	277.5	253.8	232.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.4	0.0	0.1	0.0	0.0
기타	(176.3)	(56.6)	(53.8)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	343.9	(77.4)	355.0	70.7	44.8
투자활동 현금흐름	(517.9)	(477.9)	(26.6)	(107.2)	(67.9)
투자자산감소(증가)	(292.5)	187.5	(47.4)	(43.6)	(27.6)
자본증가(감소)	(471.6)	(478.2)	(112.3)	0.0	0.0
기타	246.2	(187.2)	133.1	(63.6)	(40.3)
재무활동 현금흐름	(932.8)	374.1	(547.8)	53.9	34.1
금융부채증가(감소)	(346.1)	369.3	(222.8)	53.9	34.1
자본증가(감소)	0.0	4.9	(0.7)	0.0	0.0
기타재무활동	(586.7)	(0.1)	(324.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1,393.2)	65.1	344.9	1,146.6	1,603.0
Unlevered CFO	(232.4)	316.9	832.0	1,347.5	1,860.5
Free Cash Flow	(413.3)	(309.4)	891.8	1,170.7	1,618.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HD현대중공업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.26	BUY	240,000		
24.5.21	BUY	170,000	-13.62%	4.41%
		담당자 변경		
23.7.28	BUY	165,000	-26.54%	-13.03%
22.5.19	BUY	150,000	-20.60%	-0.33%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 7월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(위경제)는 2024년 7월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 23일