

HD 한국조선해양 (009540/KS)

삼호와 현중이 견인, 하반기부터 미포의 백업

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 155,000 원(상향)

현재주가: 120,400 원

상승여력: 28.7%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com.kr
3773-9992

Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	8,521 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외10)	36.66%
국민연금공단	6.80%

Stock Data

주가(24/02/06)	120,400 원
KOSPI	2,576.20 pt
52주 최고가	129,400 원
52주 최저가	72,300 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: 컨센서스 하회했지만 자회사의 실적개선세는 확인

4Q23 연결 매출액 5 조 9,890 억원(+21.2% YoY, +19.5% QoQ), 영업이익 1,611 억원(+37.5% YoY, +133.6% QoQ)을 기록했다. 전 분기 대비 조업일수 증가 및 고 선가 건조 비중 확대 효과로 조선 자회사들 모두 매출액 성장했으며, 현대미포조선의 공정 지연에 따른 충당금 및 비용 발생에도 불구하고 HD 현대중공업과 현대삼호중공업의 이익 성장이 동사의 이익개선세를 견인하며 연간 흑자전환에 성공했으나, 일회성 요인을 제거한 경상이익은 1,351 억원으로 컨센서스를 하회했다. 일회성요인으로는 해양부문 하자보수 충당금 환입이 1,954 억원, 해양 및 육상 플랜트 비용 886 억원, 엔진 기계사업부 부품 하자로 인한 충당금 190 억원, 그리고 현대미포조선의 일부 선종에 대한 충당금과 생산 안정화 비용으로 618 억원이 발생했다.

삼호와 현중이 계속 이끌고, 올해 하반기부터 미포의 백업

1)현대삼호중공업은 작년과 마찬가지로 고선가 수주잔고를 바탕으로 가장 빠르고 안정적인 성장을 보여주며 동사의 실적개선세를 계속해서 견인할 예정이다. 2)HD 현대중공업이 '22 년에 수주한 고선가 매출 비중이 올해 하반기부터 본격적으로 확대될 예정임에 따라 동사의 흑자기조 무난하게 유지할 전망이다. 3)현대미포조선은 3Q24 까지 저가수주 물량 소화가 대부분 마무리되며 4Q24 부터는 의미 있는 수준의 이익 성장이 기대된다. 따라서 현대삼호중공업 및 HD 현대중공업과 더불어 동사의 이익 성장의 새로운 한 축으로 거듭날 전망이다. 동사는 1 월말 기준 조선/해양부문 올해 수주목표 135 억불 중 약 34.4%를 달성하며, 제한된 건조 슬롯을 바탕으로 가스운반선 중심의 선별 수주 전략이 계속될 것으로 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 155,000 원으로 상향

투자의견 매수 유지하며, 목표주가를 기존 135,000 원에서 155,000 원으로 상향한다. 현대미포조선의 건조 차질에 따른 주가 조정은 어느정도 반영 완료됐다는 판단이며, HD 현대중공업의 실적 개선세와 더불어 국내 조선사 중 수주/수주잔고/생산성 측면에서 가장 우위에 있는 현대삼호중공업을 보유한 동사의 이익성장을 기대한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	14,904	15,493	17,302	21,296	24,074	26,588
영업이익	십억원	74	-1,385	-356	282	1,169	1,977
순이익(지배주주)	십억원	-834	-929	-217	161	899	1,518
EPS	원	-11,781	-13,131	-3,065	2,270	12,706	21,449
PER	배	-9.2	-7.2	-23.1	53.3	9.5	5.6
PBR	배	0.7	0.7	0.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	23.0	-9.8	130.8	14.6	5.6	3.2
ROE	%	-7.4	-9.0	-2.2	1.6	8.6	13.2

HD 한국조선해양 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 후				변경 전				컨센서스			
	1Q24E	2Q24E	2024E	2025E	1Q24E	2Q24E	2024E	2025E	1Q24E	2Q24E	2024E	2025E
매출액	5,751	6,083	24,074	26,588	5,749	6,081	24,063	26,569	5374.1	6,176	25,070	27,558
영업이익	228	261	1,169	1,977	171	212	1,035	1,916	162.1	204	1,207	2,014
영업이익률	4.0%	4.3%	4.9%	7.4%	3.0%	3.5%	4.3%	7.2%	3.0%	3.8%	4.8%	7.3%

자료: SK 증권 추정

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	4,842	5,454	5,011	5,989	5,751	6,083	5,944	6,296	21,296	24,074	26,588
YoY	23.9%	30.2%	17.5%	21.2%	18.8%	11.5%	18.6%	5.1%	23.1%	13.0%	10.4%
QoQ	-2.0%	12.6%	-8.1%	19.5%	-4.0%	5.8%	-2.3%	5.9%	-	-	-
영업이익	-19	71	69	161	228	261	308	372	282	1,169	1,977
YoY	적지	흑전	-63%	37.5%	흑전	267%	347%	131%	흑전	314.3%	69.1%
QoQ	적전	흑전	-3%	133.6%	41%	15%	18%	21%	-	-	-
영업이익률	-0.4%	1.3%	1.4%	2.7%	4.0%	4.3%	5.2%	5.9%	1.3%	4.9%	7.4%

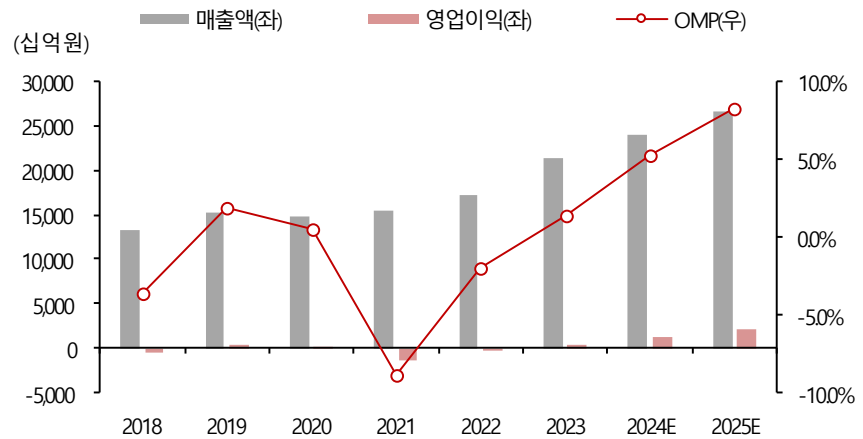
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'25 년 BPS	(A)	원	172,960	
Target P/B	(B)	배	0.90	
주당주주가치	(C)	원	155,664	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	155,000	
현재주가	(E)	원	120,400	2024 년 2 월 6 일 종가
상승여력	(F)	%	28.7	(F) = (D-E)/(E)

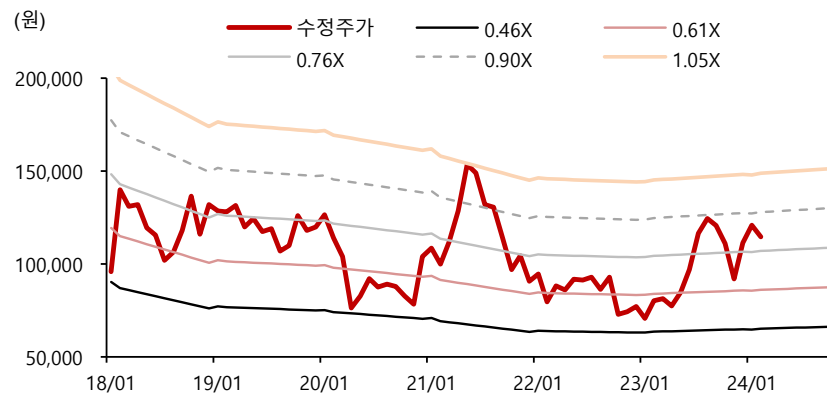
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



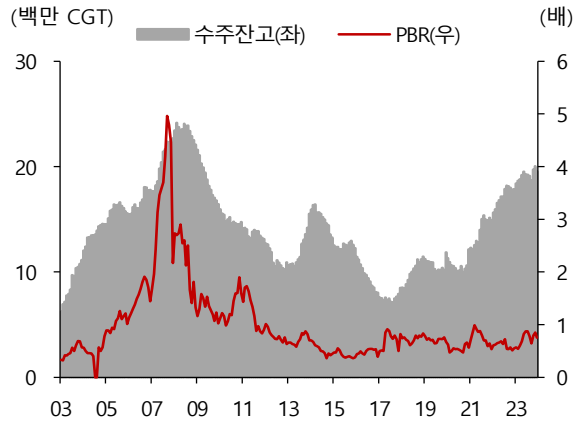
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 PBR Band Chart



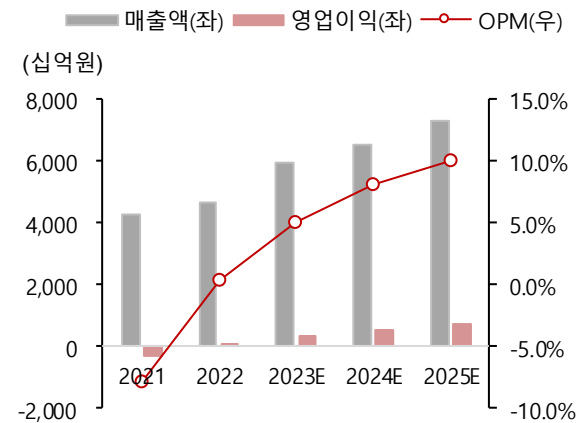
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



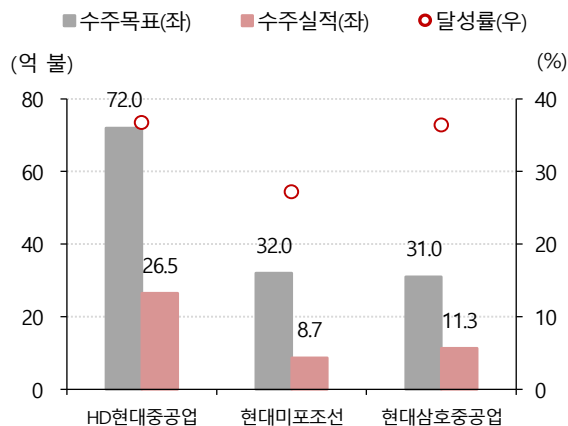
자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

현대삼호중공업의 실적 추이 및 전망



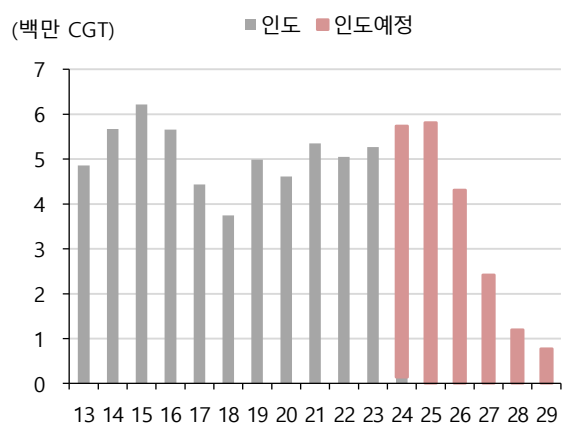
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 현대 조선 3 사 2024년 수주목표 및 수주실적



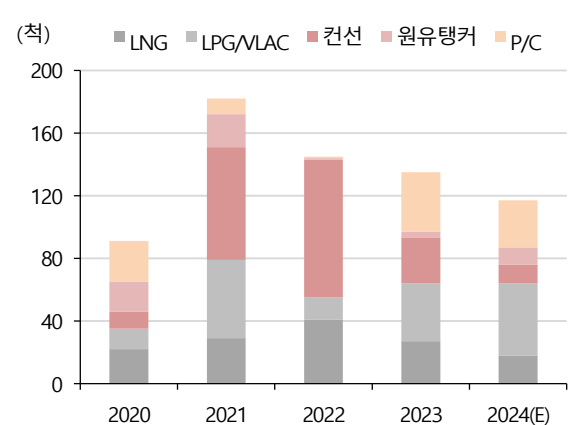
자료: Clarksons, 각 사, SK 증권

HD 한국조선해양 인도 및 인도예정 선박 규모



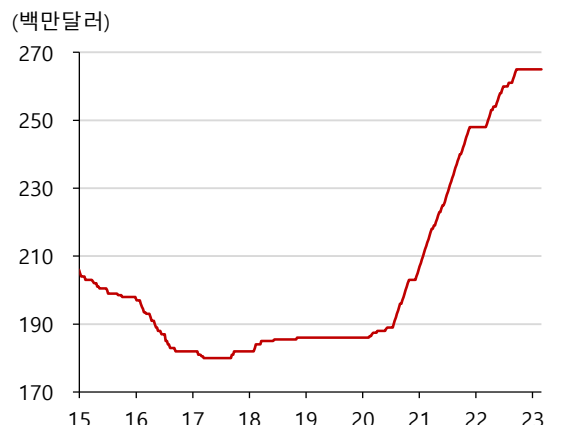
자료: Clarksons, SK 증권

HD 한국조선해양 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



자료: Clarksons, HD 한국조선해양, SK 증권 추정

174K-CBM LNG 운반선 선가 추이



자료: Clarksons, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	14,562	15,776	17,235	18,708	21,123
현금및현금성자산	4,567	2,697	3,232	3,717	5,168
매출채권 및 기타채권	1,065	1,016	1,337	1,447	1,506
재고자산	1,554	2,203	2,579	2,711	3,041
비유동자산	12,731	14,108	15,466	15,532	15,010
장기금융자산	540	1,293	1,385	1,481	1,532
유형자산	9,872	10,143	10,747	10,706	10,132
무형자산	134	164	190	179	167
자산총계	27,293	29,883	32,701	34,240	36,133
유동부채	11,286	15,033	18,112	19,123	19,583
단기금융부채	2,676	3,375	3,328	3,603	3,675
매입채무 및 기타채무	2,505	2,143	3,101	3,356	3,493
단기충당부채	1,750	1,271	345	374	389
비유동부채	3,593	2,538	2,048	1,671	1,689
장기금융부채	3,117	2,129	1,629	1,220	1,220
장기매입채무 및 기타채무	9	9	20	20	20
장기충당부채	319	322	316	342	356
부채총계	14,879	17,571	20,159	20,795	21,271
지배주주지분	9,857	9,715	9,975	10,854	12,230
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,468	2,459	2,459	2,459
기타자본구성요소	-8,697	-8,703	-8,610	-8,610	-8,610
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	14,467	14,300	14,443	15,300	16,677
비지배주주지분	2,557	2,597	2,567	2,591	2,631
자본총계	12,414	12,312	12,542	13,445	14,862
부채와자본총계	27,293	29,883	32,701	34,240	36,133

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	902	460	2,007	1,349	1,806
당기순이익(손실)	-1,141	-295	145	923	1,558
비현금성항목등	233	292	310	809	972
유형자산감가상각비	394	411	473	561	574
무형자산상각비	5	10	12	12	11
기타	-166	-129	-176	237	387
운전자본감소(증가)	1,795	481	1,628	-135	-337
매출채권및기타채권의감소(증가)	-48	39	-140	-110	-59
재고자산의감소(증가)	-400	-645	-370	-132	-330
매입채무및기타채무의증가(감소)	686	-430	153	256	136
기타	1,557	1,517	1,985	-149	-85
법인세납부	0	-19	-69	-245	-414
투자활동현금흐름	281	-1,209	-1,041	-640	-269
금융자산의감소(증가)	184	-652	347	-50	-206
유형자산의감소(증가)	-354	-643	-1,034	-520	0
무형자산의감소(증가)	-23	-39	-39	0	0
기타	474	125	-315	-70	-63
재무활동현금흐름	-189	30	-927	-177	-69
단기금융부채의증가(감소)	0	0	65	274	72
장기금융부채의증가(감소)	-19	-21	-844	-409	0
자본의증가(감소)	0	67	-8	0	0
배당금지급	-4	-3	-3	-42	-141
기타	-166	-14	-138	-0	0
현금의 증가(감소)	864	-1,870	535	486	1,450
기초현금	3,703	4,567	2,697	3,232	3,717
기말현금	4,567	2,697	3,232	3,717	5,168
FCF	548	-184	973	829	1,806

자료 : HD한국조선해양, SK증권

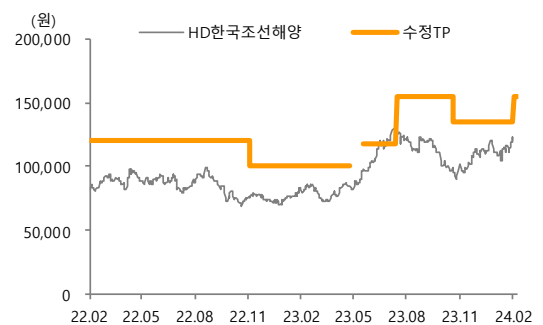
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	15,493	17,302	21,296	24,074	26,588
매출원가	16,010	16,936	20,116	21,951	23,552
매출총이익	-517	366	1,180	2,124	3,036
매출총이익률(%)	-3.3	2.1	5.5	8.8	11.4
판매비와 관리비	868	722	898	954	1,058
영업이익	-1,385	-356	282	1,169	1,977
영업이익률(%)	-8.9	-2.1	1.3	4.9	7.4
비영업손익	-247	-76	-290	-1	-5
순금융손익	-115	-32	-28	-2	27
외환관련손익	232	171	361	328	342
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	1	0
세전계속사업이익	-1,632	-431	-8	1,168	1,972
세전계속사업이익률(%)	-10.5	-2.5	-0.0	4.9	7.4
계속사업법인세	-491	-136	-153	245	414
계속사업이익	-1,141	-295	145	923	1,558
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,141	-295	145	923	1,558
순이익률(%)	-7.4	-1.7	0.7	3.8	5.9
지배주주	-929	-217	161	899	1,518
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.0	-1.3	0.8	3.7	5.7
비지배주주	-212	-78	-16	24	40
총포괄이익	-1,047	-260	160	945	1,558
지배주주	-830	-203	182	821	1,353
비지배주주	-217	-58	-22	125	205
EBITDA	-986	66	768	1,742	2,562

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	4.0	11.7	23.1	13.0	10.4
영업이익	적전	적지	흑전	314.3	69.1
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	68.8
EBITDA	적전	흑전	1,070.3	126.8	47.1
EPS	적지	적지	흑전	459.7	68.8
수익성 (%)					
ROA	-4.3	-1.0	0.5	2.8	4.4
ROE	-9.0	-2.2	1.6	8.6	13.2
EBITDA마진	-6.4	0.4	3.6	7.2	9.6
안정성 (%)					
유동비율	129.0	104.9	95.2	97.8	107.9
부채비율	119.9	142.7	160.7	154.7	143.1
순차입금/자기자본	3.1	8.0	0.7	-4.4	-14.6
EBITDA/이자비용(배)	-5.5	0.4	3.5	8.2	12.4
배당성향	0.0	0.0	26.4	15.7	9.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-13,131	-3,065	2,270	12,706	21,449
BPS	139,419	137,417	141,085	153,509	172,960
CFPS	-7,497	2,886	9,132	20,796	29,717
주당 현금배당금	0	0	600	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	-7.2	-23.1	53.3	9.5	5.6
PBR	0.7	0.5	0.9	0.8	0.7
PCR	-12.6	24.5	13.2	5.8	4.1
EV/EBITDA	-9.8	130.8	14.6	5.6	3.2
배당수익률	0.0	0.0	0.5	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.02.07	매수	155,000원	6개월		
2023.10.27	매수	135,000원	6개월	-19.82%	-8.89%
2023.07.20	매수	155,000원	6개월	-26.03%	-17.94%
2023.05.24	매수	118,000원	6개월	-3.72%	9.66%
2022.11.10	매수	100,000원	6개월	-21.03%	-3.60%
2021.12.15	매수	120,000원	6개월	-27.15%	-14.58%



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 02월 07일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------