

2023. 7. 28



▲ 조선/기계/운송

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 175,000 원**

**현재주가 (7.27) 130,900 원**

**상승여력 33.7%**

KOSPI 2,603.81pt

시가총액 116,204억원

발행주식수 8,877만주

유동주식비율 18.29%

외국인비중 7.45%

52주 최고/최저가 149,500원/93,800원

평균거래대금 216.7억원

**주요주주(%)**

한국조선해양 외 2 인 78.03

국민연금공단 6.01

**주가상승률(%)**

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.2 15.5 7.3

상대주가 -0.6 10.2 -0.5

**주가그래프**



# HD현대중공업 329180

## 2Q23 Review: 전일 급락은 오비이락

- ✓ 매출액 3조 644억원(+41.5% YoY), 영업이익 685억원(흑자전환 YoY) 기록
- ✓ 2분기 조선부문 영업이익률 +1.7%는 예상 수준에 부합. 본격 개화는 2024년
- ✓ 해양플랜트 부문 일회성 비용 발생으로 흑자전환 시기는 지연
- ✓ 엔진기계 부문 수익성 눈높이를 상향 조정. 2분기는 일회성 제외하더라도 +10.9%
- ✓ 2024년 BPS 70,138원 x 2.5배를 적용하여 적정주가 175,000원으로 상향

### 영업이익 컨센서스에 부합한 실적

2분기 연결기준 매출액은 3조 644억원(+41.5% YoY), 영업이익은 685억원(흑자전환 YoY)을 기록했다. 영업이익 컨센서스에 부합한 실적이며 영업이익률은 2.2%이다. 세전이익은 334억원(흑자전환 YoY), 지배주주순이익은 241억원(흑자전환 YoY)을 기록했다.

### 사업부별 실적

2분기 조선 부문 매출액은 1조 9,686억원(+24.8% YoY), 영업이익은 327억원(흑자전환 YoY), 영업이익률 +1.7%를 기록했다. 전년동기대비 건조 물량 증가 및 건조선가 상승으로 영업흑자 기조를 지속했다.

해양플랜트 부문 매출액은 2,788억원(+71.7% YoY)을 기록했다. 영업적자는 310억원을 기록했는데, 과거 플랜트 부문 CFP 공사에서 추가비용 발생한 영향 때문이다.

엔진기계 부문 매출액은 7,958억원(+96.6% YoY), 영업이익은 1,268억원(+188.8% YoY)을 기록했다. 일회성 이익 400억원이 발생했는데, 이 중 MAN ES사 클레임 달 성분은 349억원이다. 일회성 요인을 제외하더라도 영업이익률 +10.9%를 기록했다. 조선업체들의 건조선가 상승과 동행하는 엔진가격 상승을 감안하면 2023~24년 엔진기계 부문 영업이익률은 +13.6 ~ 14.6%를 전망한다.

**2024년 BPS 70,138원 x 2.5배 적용하여 적정주가 175,000원으로 상향**

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	8,312.0	32.5	-431.5	-6,096	적지	75,746	-	0.0	9.6	-7.9	157.4
2021	8,311.3	-800.3	-814.2	-10,665	적지	63,015	-	1.5	-	-14.9	169.5
2022	9,045.5	-289.2	-352.1	-3,966	적지	59,566	-	1.9	-	-6.5	208.1
2023E	11,942.1	358.0	218.3	2,460	흑전	61,983	53.2	2.1	21.7	4.0	250.7
2024E	13,037.4	1,022.4	723.9	8,154	231.5	70,138	16.1	1.9	10.0	12.3	212.5

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	3,064.4	2,166.0	41.5	2,632.9	16.4	2,911.3	5.3	3,085.3	-0.7
영업이익	68.5	-108.3	흑전	-41.4	흑전	69.4	-1.3	129.3	-47.0
세전이익	33.4	-93.6	흑전	-26.7	흑전	25.6	30.5	107.9	-69.1
지배순이익	24.1	-64.7	흑전	-20.6	흑전	18.0	33.9	81.0	-70.2
영업이익률(%)	2.2	-5.0		-1.6		2.4	-0.1p	4.2	-2.0p
순이익률(%)	0.8	-3.0		-0.8		0.6	0.2p	2.6	-1.8p

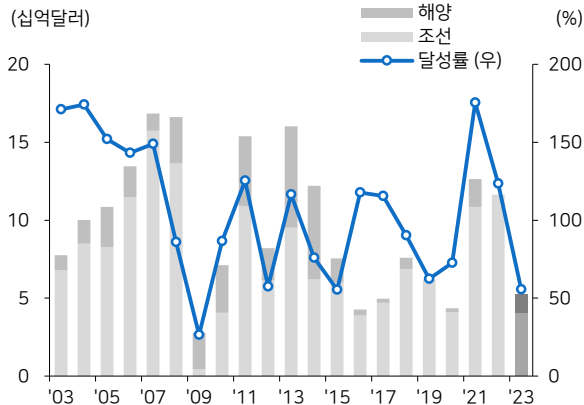
자료: 다트전자공시, 메리츠증권 리서치센터

(십억원 %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
WT(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	82.9	76.0	73.5	75.0	78.0	78.0	80.0	82.0	83.0	68.0	94.6	75.6	80.8
원/달러	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,359.3	1,275.6	1,314.7	1,283.0	1,260.0	1,245.0	1,240.0	1,230.0	1,225.0	1,141.4	1,290.4	1,283.3	1,235.0
한국후판가격(달러/톤)	998.5	953.1	822.8	810.4	864.3	830.6	784.3	784.3	735.5	735.5	735.5	735.5	891.3	896.2	815.9	735.5
매출액	2,001.6	2,166.0	2,203.6	2,674.2	2,632.9	3,064.4	2,742.2	3,502.6	3,323.3	3,234.8	3,139.7	3,339.6	8,311.3	9,045.5	11,942.1	13,037.4
조선사업부																
매출액	1,556.7	1,578.0	1,578.1	1,754.4	1,766.1	1,968.6	1,973.7	2,740.4	2,532.4	2,532.4	2,366.3	2,615.4	6,320.6	6,467.2	8,448.8	10,046.4
영업이익	-115.5	-60.2	61.4	-9.3	56.8	32.7	58.8	88.3	154.1	159.2	139.8	166.5	-190.4	-123.6	236.6	619.6
영업이익률	-7.4%	-3.8%	3.9%	-0.5%	3.2%	1.7%	3.0%	3.2%	6.1%	6.3%	5.9%	6.4%	-3.0%	-1.9%	2.8%	6.2%
해양플랜트사업부																
매출액	88.3	162.4	183.8	350.7	460.4	278.8	227.0	214.8	190.3	158.3	83.0	70.4	419.2	785.2	1,181.0	502.0
영업이익	-91.1	-47.1	-50.8	36.2	-83.3	-31.0	17.3	16.2	14.4	11.9	6.4	5.5	-194.5	-152.8	-80.9	38.2
영업이익률	-103.2%	-29.0%	-27.6%	10.3%	-18.1%	-11.1%	7.6%	7.5%	7.6%	7.5%	7.7%	7.8%	-46.4%	-19.5%	-6.8%	7.6%
엔진기계사업부																
매출액	340.7	404.8	421.6	548.0	401.6	795.8	541.6	547.4	600.6	544.2	690.4	653.8	1,491.7	1,715.1	2,286.3	2,489.0
영업이익	34.1	43.9	48.3	45.3	33.2	126.8	73.7	76.7	85.2	77.4	103.8	98.2	131.6	171.6	310.5	364.6
영업이익률	10.0%	10.8%	11.5%	8.3%	8.3%	15.9%	13.6%	14.0%	14.2%	14.2%	15.0%	15.0%	8.8%	10.0%	13.6%	14.6%
영업이익	-217.4	-108.3	14.3	22.2	-41.5	68.5	149.7	181.2	253.7	248.6	250.0	270.1	-800.3	-289.2	358.0	1,022.4
영업이익률	-10.9%	-5.0%	0.7%	0.8%	-1.6%	2.2%	5.5%	5.2%	7.6%	7.7%	8.0%	8.1%	-9.6%	-3.2%	3.0%	7.8%

주: 2023년부 플랜트사업부 소멸. 조선사업부는 특수선 매출 포함

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

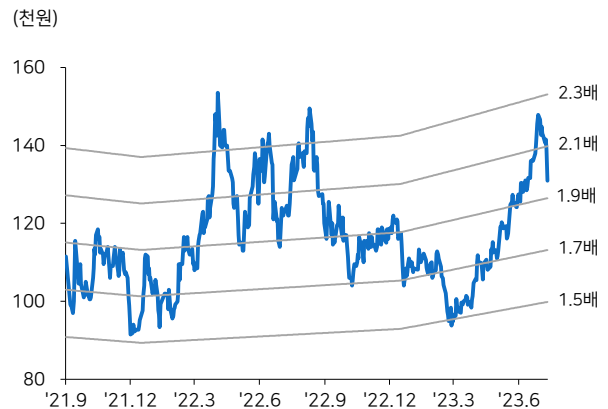
그림1 HD현대중공업의 수주목표 달성률



주: 2023년은 6월말 조선+해양 기준

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 12개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>8,312.0</b>	<b>8,311.3</b>	<b>9,045.5</b>	<b>11,942.1</b>	<b>13,037.4</b>
매출액증가율(%)	52.3	-0.0	8.8	32.0	9.2
매출원가	7,837.9	8,520.5	8,882.6	10,849.7	11,102.3
매출총이익	474.1	-209.2	162.9	1,092.5	1,935.0
판매관리비	441.6	591.1	452.0	734.5	912.6
<b>영업이익</b>	<b>32.5</b>	<b>-800.3</b>	<b>-289.2</b>	<b>358.0</b>	<b>1,022.4</b>
영업이익률(%)	0.4	-9.6	-3.2	3.0	7.8
금융손익	-18.4	-485.7	-452.3	-440.4	-55.8
종속/관계기업손익	0.0	-0.7	-1.4	-1.1	-1.5
기타영업외손익	-554.2	175.1	321.5	376.6	0.0
세전계속사업이익	-540.1	-1,111.5	-421.5	293.1	965.2
법인세비용	-108.7	-297.2	-69.4	74.7	241.3
<b>당기순이익</b>	<b>-431.5</b>	<b>-814.2</b>	<b>-352.1</b>	<b>218.3</b>	<b>723.9</b>
지배주주지분 순이익	-431.5	-814.2	-352.1	218.3	723.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-200.0</b>	<b>762.1</b>	<b>71.2</b>	<b>784.0</b>	<b>946.0</b>
당기순이익(손실)	-431.5	-814.2	-352.1	218.3	723.9
유형자산상각비	249.7	236.3	246.4	258.7	260.9
무형자산상각비	2.7	3.1	7.9	10.3	9.4
운전자본의 증감	-272.0	1,464.0	343.9	354.5	-48.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-201.0</b>	<b>151.7</b>	<b>-517.9</b>	<b>-560.5</b>	<b>-202.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-226.3	-244.0	-484.5	-291.5	-262.0
투자자산의감소(증가)	26.0	-122.8	-295.4	-150.7	29.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>730.2</b>	<b>-92.6</b>	<b>-932.8</b>	<b>323.2</b>	<b>-103.6</b>
차입금의 증감	658.4	-988.4	-346.1	450.5	-103.6
자본의 증가	0.0	-1,431.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	321.2	822.6	-1,393.2	549.4	639.8
기초현금	993.6	1,314.8	2,137.4	744.2	1,293.5
기말현금	1,314.8	2,137.4	744.2	1,293.5	1,933.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>6,999.4</b>	<b>7,886.1</b>	<b>8,000.9</b>	<b>10,798.0</b>	<b>10,995.6</b>
현금및현금성자산	1,314.8	2,137.4	744.2	1,293.5	1,933.3
매출채권	754.2	852.2	877.6	1,149.4	1,095.9
재고자산	779.0	898.7	1,377.1	1,803.7	1,719.8
<b>비유동자산</b>	<b>6,800.3</b>	<b>7,192.6</b>	<b>8,288.5</b>	<b>8,497.8</b>	<b>8,459.8</b>
유형자산	6,020.3	5,986.3	6,237.4	6,275.3	6,276.4
무형자산	65.0	79.5	100.5	96.4	87.0
투자자산	79.7	201.9	495.8	646.4	616.8
<b>자산총계</b>	<b>13,799.7</b>	<b>15,078.7</b>	<b>16,289.4</b>	<b>19,295.7</b>	<b>19,455.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,976.9</b>	<b>7,048.6</b>	<b>9,072.0</b>	<b>11,518.7</b>	<b>11,053.9</b>
매입채무	947.1	1,180.1	924.8	1,211.2	1,154.9
단기차입금	761.8	1,240.8	1,384.7	355.3	315.3
유동성장기부채	1,745.5	266.0	60.0	1,173.5	1,213.5
<b>비유동부채</b>	<b>2,462.0</b>	<b>2,436.0</b>	<b>1,929.6</b>	<b>2,274.6</b>	<b>2,175.1</b>
사채	252.2	536.3	873.3	561.1	521.1
장기차입금	1,787.2	1,422.7	285.7	824.6	784.6
<b>부채총계</b>	<b>8,438.9</b>	<b>9,484.7</b>	<b>11,001.6</b>	<b>13,793.3</b>	<b>13,229.0</b>
<b>자본금</b>	<b>353.9</b>	<b>443.9</b>	<b>443.9</b>	<b>443.9</b>	<b>443.9</b>
자본잉여금	4,639.9	3,118.4	3,118.4	3,118.4	3,118.4
기타포괄이익누계액	873.5	881.5	881.8	878.0	878.0
이익잉여금	-505.1	1,151.7	845.4	1,063.9	1,787.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,360.8</b>	<b>5,594.0</b>	<b>5,287.8</b>	<b>5,502.5</b>	<b>6,226.4</b>

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	117,446	108,864	101,894	134,524	146,862
EPS(지배주주)	-6,096	-10,665	-3,966	2,460	8,154
CFPS	2,823	-7,978	-2,619	6,652	14,546
EBITDAPS	4,024	-7,347	-393	7,062	14,563
BPS	75,746	63,015	59,566	61,983	70,138
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	-	-	53.2	16.1
PCR	0.0	-11.9	-44.3	19.7	9.0
PSR	0.0	0.9	1.1	1.0	0.9
PBR	0.0	1.5	1.9	2.1	1.9
EBITDA(십억원)	284.8	-560.9	-34.9	626.9	1,292.8
EV/EBITDA	9.6	-	-	21.7	10.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-7.9	-14.9	-6.5	4.0	12.3
EBITDA 이익률	3.4	-6.7	-0.4	5.2	9.9
부채비율	157.4	169.5	208.1	250.7	212.5
금융비용부담률	1.9	1.5	1.2	1.1	0.9
이자보상배율(x)	0.2	-6.4	-2.7	2.7	9.0
매출채권회전율(x)	8.7	10.3	10.5	11.8	11.6
재고자산회전율(x)	10.4	9.9	7.9	7.5	7.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**HD 현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

