

2023. 10. 10



▲ 조선/기계/운송

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 175,000 원

현재주가 (10.6) 111,700 원

상승여력 56.7%

KOSPI 2,408.73pt

시가총액 99,160억원

발행주식수 8,877만주

유동주식비율 18.29%

외국인비중 7.38%

52주 최고/최저가 147,800원/93,800원

평균거래대금 146.8억원

주요주주(%)

에이치디한국조선해양 외 2 인 78.03

국민연금공단 6.38

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -11.9 12.7 -10.3

상대주가 -6.3 15.1 -16.6

주가그래프



HD현대중공업 329180

3Q23 Preview: 수주 목표? 수월했다!

- ✓ 3분기 매출액 3조 112억원(+36.7% YoY), 영업이익 1,402억원(+877.6% YoY) 예상
- ✓ 일회성 비용 발생하던 해양플랜트 사업부의 이익 체력 정상화로 전사 영업이익 수준의 개선을 기대
- ✓ 2023년 수주 목표는 이미 돌파한 상황. 추가 서프라이즈를 편안하게 기다리는 상황
- ✓ 2025년 예상 BPS 84,101원 및 멀티플 2.0배를 적용하여 적정주가 175,000원 제시

해양플랜트 사업부의 일회성 요인 해소를 기대

3분기 영업이익률을 +4.7%로 추정한다. 해양플랜트 부분에서 1) 1분기에는 총당부 채 평가 손실, 2) 2분기에는 과거 CFP 공사 추가 비용 발생 등 연속된 일회성 요인 발생했으나, 3분기에 해소되면 전사 영업이익의 개선을 기대할 수 있다. 3분기 조선 사업부의 영업이익률 +2.9%로 건조 선가의 상승세로 인해 지속 성장을 예상한다.

2023년 수주 목표 달성률은 111.8%, 연말까지 남은 건 서프라이즈

조선+해양부문의 9월말 기준 수주액 105.5억달러로, 수주 목표 달성률 111.8%를 기록했다. 1) 대형 LNG선, 2) VLGC(대형 LPG선), 3) 친환경 컨테이너선(메탄올 또는 LNG 추진)에서 수주 경쟁력을 바탕으로, 한 해 공정량만큼의 영업(수주)을 진행함에 애로사항은 없다. 2024년에도 마찬가지이다.

2025년 적정주가 175,000원 제시

2025년 예상 BPS 84,101원 및 멀티플 2.0배를 적용하여 적정주가 175,000원을 제시한다. 2025년 예상 COE 9.3%, ROE 19.0%에 근거한 Implied PBR 밸류에이션이다. 금리 인상 기조와 불안한 시장상황에 따라 COE의 상향 조정이 불가피했으나, 2025년 실적 개선세에 기반한 예상 ROE의 기반한 적정 멀티플 2.0배 수준을 도출할 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	11,814.3	341.1	254.5	2,866	흑전	62,404	39.0	1.8	19.4	4.7	234.5
2024E	13,841.5	1,047.2	632.4	7,124	148.5	69,528	15.7	1.6	8.5	10.8	229.6
2025E	14,994.9	1,667.0	1,293.7	14,573	104.6	84,101	7.7	1.3	5.1	19.0	196.5

3분기 실적 preview: 기저효과를 기대

3분기 매출액 3조 112억원(+36.7% YoY), 영업이익 1,402억원(+877.6% YoY)을 예상한다. 조선 사업부 매출액은 2조 76억원(+27.2% YoY)으로, 해양플랜트 사업부 매출액은 2,319억원(+26.2% YoY)으로 추산한다. 엔진기계 사업부 매출액은 7,718억원(+83.1% YoY)으로 예상한다.

조선 사업부의 영업이익은 588억원, 영업이익률 +2.9%로 예상한다. 공정 대상인 가격 즉, 선가가 상승하면서 구조적인 수익성 개선은 지속 중이다. 총당금을 기 설정했던 일감 비중의 축소는 수익성 개선의 추가 효과를 견인한다.

해양플랜트 사업부의 경우 BEP 도달 시점에 인접했다고 추정한다. 3분기 추정치는 영업적자 42억원, 영업이익률 -1.8%이다. 전분기에 발생했던 과거 CFP 공사에 대한 추가비용 인식의 기저효과를 예상한다.

엔진기계 사업부의 경우 영업이익 855억원, 영업이익률 +11.1%를 예상한다. 전분기 보다 낮아진 영업이익률은, 지난 2분기 반영했던 MAN ES사 클레임 달성 반영 이익 349억원에 대한 기저효과 때문이다.

2023년 수주 목표 초과 달성 중

2023년 9월말 기준 수주액은 총 105.5억달러로 조선+해양 수주목표 94.4억달러 대비 달성률 111.8%로 추산한다. 카타르 LNG선 2차 수주 17척을 포함하여 LNG선만 총 28척을 수주했고, 대형 LPG선인 VLGC 15척, 컨테이너선 5척, FPU 1기를 수주했다.

9월 말, 카타르 LNG선 2차 수주는 외신보도를 통해 확인했다. 추가로 일본의 선사 ONE가 발주할 13,000TEU급 메탄올추진 컨테이너선 10+5척을 두고 삼성중공업과 경쟁 중인 상황이다. 남은 2023년 확인될 수주는 서프라이즈이다.

2025년 BPS 기준 적정주가 175,000원

2025년 예상 BPS 84,101원 및 멀티플 2.0배를 적용하여 적정주가 175,000원을 제시한다. 금리 인상기조와 보수적인 Beta 값 반영으로 2025년 예상 COE 레벨을 9.3% 수준으로 추정하지만, 개선된 수익성을 바탕으로 2025년 예상 ROE를 19.0%로 추정한다.

표1 적정주가를 175,000원으로 제시						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
COE(%)	2.7	4.2	5.1	7.7	8.1	9.3
RiskFree(%)	0.9	1.3	3.4	4.1	3.9	3.9
Risk Premium(%)	3.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta(52주)	0.5	0.5	0.3	0.6	0.7	0.9
ROE(%)	-7.9	-14.9	-6.5	4.7	10.8	19.0
BPS(원)	75,746	63,015	59,566	62,404	69,528	84,101
(ROE-g)/COE-g)						2.0
적정주가(원)						175,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 HD현대중공업 3Q23 Preview

(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,011.2	2,203.6	36.7	3,064.4	-1.7	2,854.7	5.5
영업이익	140.2	14.3	877.6	68.5	104.6	93.3	50.2
세전이익	125.9	70.7	78.0	33.4	276.4	40.0	214.5
지배순이익	94.4	50.4	87.4	24.1	292.3	44.4	112.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

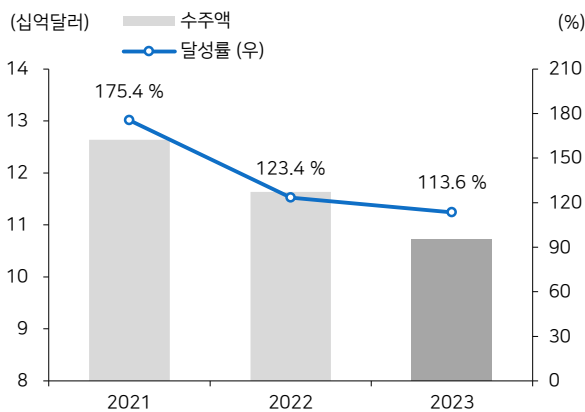
표3 HD현대중공업 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원 %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
WT(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	82.9	76.0	73.5	82.5	87.0	86.0	85.0	84.0	83.0	94.6	79.7	84.5	84.0
원/달러	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,359.3	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.0	1,290.0	1,275.0	1,260.0	1,255.0	1,290.4	1,305.3	1,270.0	1,255.0
한국후판가격(달러/톤)	998.5	953.1	822.8	810.4	864.3	835.8	800.0	763.4	735.5	735.5	735.5	735.5	896.2	815.9	735.5	655.2
매출액	2,001.6	2,166.0	2,203.6	2,674.2	2,632.9	3,064.4	3,011.2	3,105.8	3,553.0	3,408.5	3,350.5	3,529.6	9,045.5	11,814.3	13,841.5	14,994.9
조선사업부																
매출액	1,556.7	1,578.0	1,578.1	1,754.4	1,766.1	1,968.6	2,007.6	2,183.7	2,560.7	2,560.7	2,392.8	2,644.7	6,467.2	7,925.9	10,159.0	11,164.4
영업이익	-115.5	-60.2	61.4	-9.3	56.8	32.7	58.8	77.6	109.3	135.3	174.2	218.6	-123.6	225.9	637.4	1,223.3
영업이익률	-7.4%	-3.8%	3.9%	-0.5%	3.2%	1.7%	2.9%	3.6%	4.3%	5.3%	7.3%	8.3%	-1.9%	2.9%	6.3%	11.0%
해양플랜트사업부																
매출액	88.3	162.4	183.8	350.7	460.4	278.8	231.9	225.1	197.2	162.8	103.1	110.5	785.2	1,196.2	573.5	503.2
영업이익	-91.1	-47.1	-50.8	36.2	-83.3	-31.0	-4.2	16.9	14.9	12.3	7.8	8.3	-152.8	-101.5	43.3	36.0
영업이익률	103.2%	-29.0%	-27.6%	10.3%	-18.1%	-11.1%	-1.8%	7.5%	7.6%	7.5%	7.6%	7.5%	-19.5%	-8.5%	7.6%	7.2%
엔진기계사업부																
매출액	340.7	404.8	421.6	548.0	401.6	795.8	771.8	697.0	795.0	685.0	854.6	774.4	1,715.1	2,666.2	3,109.0	3,327.2
영업이익	34.1	43.9	48.3	45.3	33.2	126.8	85.5	79.3	91.3	78.7	103.0	93.4	171.6	324.9	366.4	407.6
영업이익률	10.0%	10.8%	11.5%	8.3%	8.3%	15.9%	11.1%	11.4%	11.5%	11.5%	12.1%	12.1%	10.0%	12.2%	11.8%	12.3%
영업이익	-217.4	-108.3	143	222	-415	685	1402	1739	2156	2262	2850	3203	-2892	3411	1,0472	1,6670
영업이익률	-10.9%	-5.0%	0.7%	0.8%	-1.6%	2.2%	4.7%	5.6%	6.1%	6.6%	8.5%	9.1%	-3.2%	2.9%	7.6%	11.1%

주: 2023년부 플랜트사업부 소멸. 조선사업부는 특수선 매출 포함

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

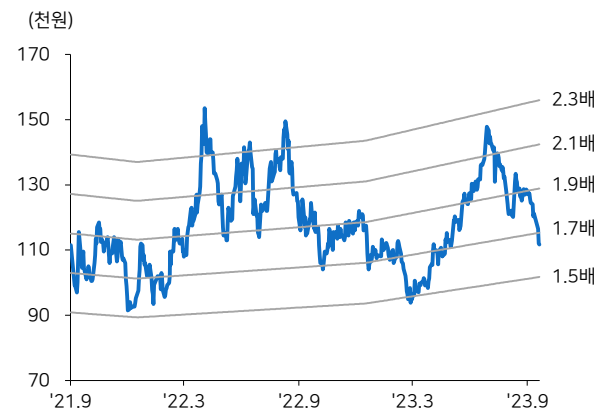
그림1 HD현대중공업의 수주목표 달성률



주: 2023년은 9월말 조선+해양 기준

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 12개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,311.3	9,045.5	11,814.3	13,841.5	14,994.9
매출액증가율(%)	-0.0	8.8	30.6	17.2	8.3
매출원가	8,520.5	8,882.6	10,747.7	11,825.5	12,278.3
매출총이익	-209.2	162.9	1,066.6	2,016.1	2,716.6
판매관리비	591.1	452.0	725.5	968.9	1,049.6
영업이익	-800.3	-289.2	341.1	1,047.2	1,667.0
영업이익률(%)	-9.6	-3.2	2.9	7.6	11.1
금융손익	-485.7	-452.3	-489.8	-54.6	-27.0
중속/관계기업손익	-0.7	-1.4	-0.8	-1.2	-1.2
기타영업외손익	175.1	321.5	490.8	-148.1	86.1
세전계속사업이익	-1,111.5	-421.5	341.3	843.2	1,724.9
법인세비용	-297.2	-69.4	86.9	210.8	431.2
당기순이익	-814.2	-352.1	254.5	632.4	1,293.7
지배주주지분 손이익	-814.2	-352.1	254.5	632.4	1,293.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,886.1	8,000.9	10,031.8	11,787.7	13,548.9
현금및현금성자산	2,137.4	744.2	1,604.1	2,210.0	3,442.7
매출채권	852.2	877.6	1,019.2	1,158.3	1,222.2
재고자산	898.7	1,377.1	1,599.4	1,817.6	1,917.9
비유동자산	7,192.6	8,288.5	8,498.1	8,553.9	8,585.2
유형자산	5,986.3	6,237.4	6,333.4	6,321.9	6,326.6
무형자산	79.5	100.5	101.9	92.2	83.3
투자자산	201.9	495.8	575.3	652.3	687.7
자산총계	15,078.7	16,289.4	18,529.9	20,341.6	22,134.0
유동부채	7,048.6	9,072.0	10,259.8	11,468.6	12,024.1
매입채무	1,180.1	924.8	1,074.0	1,220.6	1,287.9
단기차입금	1,240.8	1,384.7	715.2	675.2	635.2
유동성장기부채	266.0	60.0	686.5	726.5	766.5
비유동부채	2,436.0	1,929.6	2,730.2	2,700.8	2,644.0
사채	536.3	873.3	823.2	783.2	743.2
장기차입금	1,422.7	285.7	1,135.9	1,095.9	1,055.9
부채총계	9,484.7	11,001.6	12,990.1	14,169.4	14,668.1
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,118.4	3,123.1	3,123.1	3,123.1
기타포괄이익누계액	881.5	881.8	874.5	874.5	874.5
이익잉여금	1,151.7	845.4	1,100.0	1,732.4	3,026.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,594.0	5,287.8	5,539.8	6,172.2	7,465.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	762.1	71.2	743.1	1,041.2	1,633.5
당기순이익(손실)	-814.2	-352.1	254.5	632.4	1,293.7
유형자산상각비	236.3	246.4	265.8	273.5	273.3
무형자산상각비	3.1	7.9	10.4	9.8	8.8
운전자본의 증감	1,464.0	343.9	270.8	125.5	57.7
투자활동 현금흐름	151.7	-517.9	-552.9	-416.8	-349.1
유형자산의증가(CAPEX)	-244.0	-484.5	-358.6	-262.0	-278.0
투자자산의감소(증가)	-122.8	-295.4	-79.7	-77.1	-35.4
재무활동 현금흐름	-92.6	-932.8	670.3	-18.5	-51.8
차입금의 증감	-988.4	-346.1	768.8	-18.5	-51.8
자본의 증가	-1,431.6	0.0	4.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	822.6	-1,393.2	859.9	605.9	1,232.7
기초현금	1,314.8	2,137.4	744.2	1,604.1	2,210.0
기말현금	2,137.4	744.2	1,604.1	2,210.0	3,442.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	108,864	101,894	133,085	155,920	168,913
EPS(지배주주)	-10,665	-3,966	2,866	7,124	14,573
CFPS	-7,978	-2,619	6,996	13,304	22,913
EBITDAPS	-7,347	-393	6,954	14,986	21,956
BPS	63,015	59,566	62,404	69,528	84,101
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	39.0	15.7	7.7
PCR	-	-	16.0	8.4	4.9
PSR	0.9	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR	1.5	1.9	1.8	1.6	1.3
EBITDA(십억원)	-560.9	-34.9	617.4	1,330.4	1,949.1
EV/EBITDA	-	-	19.4	8.5	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.9	-6.5	4.7	10.8	19.0
EBITDA 이익률	-6.7	-0.4	5.2	9.6	13.0
부채비율	169.5	208.1	234.5	229.6	196.5
금융비용부담률	1.5	1.2	1.2	0.9	0.8
이자보상배율(x)	-6.4	-2.7	2.3	8.4	13.5
매출채권회전율(x)	10.3	10.5	12.5	12.7	12.6
재고자산회전율(x)	9.9	7.9	7.9	8.1	8.0

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 하시기 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

