

2024. 1. 11



▲ 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 (1.10) 122,100 원

상승여력 43.3%

KOSPI 2,541.98pt

시가총액 108,392억원

발행주식수 8,877만주

유동주식비율 18.29%

외국인비중 7.44%

52주 최고/최저가 147,800원/93,800원

평균거래대금 126.0억원

주요주주(%)

에이치디한국조선해양 외 2 인 78.03

국민연금공단 6.38

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.8 -11.5 14.6

상대주가 -1.8 -12.2 6.0

주가그래프



HD현대중공업 329180

성공적인 2023, 합리적인 2024

- ✓ 4분기 영업이익을 1,312억원으로 예상하며, 컨센서스 대비 31.8% 상회 예상
- ✓ 2023년 매출액, 수주액(조선+해양) 목표를 각각 95.1%, 130.1%씩 달성
- ✓ 회사가 제시한 2024년 조선+해양 부문 수주 목표치는 전년대비 23.7% 하향 조정됨 - 2021~23년 이어진 초과 수주 달성했고, 높아진 수주잔고 덕분에 공격적인 수주 목표를 제시할 필요성이 사라짐. 본질은 수주보다 수주잔고임
- ✓ 적정주가를 175,000원 유지. 2025년 예상 ROE 15.9%로 PBR 2.2배 도출

4분기 영업이익 1,312억원, 2023년 영업이익 1,712억원으로 추정

4분기 매출액을 2조 9,798억원(+11.4% YoY), 영업이익 1,312억원(+491.8% YoY), 영업이익률 +4.4%(+3.6%p YoY)로 추정한다. 2023년 매출액을 11조 5,306억원(+27.5% YoY), 영업이익 1,712억원(흑자전환), 영업이익률 +1.5%(+4.7%p YoY)로 추정한다.

성공적이었던 2023년. 매출, 수주 목표 각각 95.1%, 130.1% 달성

2023년 연간 목표였던 12조 1,209억원에 부합하는 매출액을 예상하며, 조선+해양 부문 수주 목표였던 94.4억달러를 130.1% 달성하는 결과를 확인했다. 2023년 예상 영업이익률은 +1.5%로 저마진처럼 보이지만, 분기 기준으로는 경상이익체력이 우상향하는 방향성을 유지하고 있다.

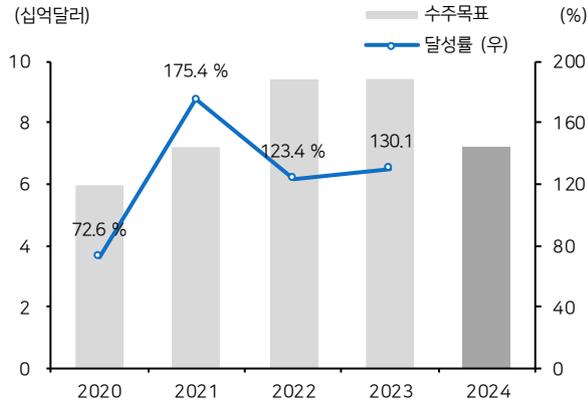
2024년 수주 전망을 하향 조정한 결정은 논리적. 본질은 수주잔고

HD현대중공업이 제시한 2024년 매출액 전망인 13조 2,978억원은 메리츠증권의 추정치 13조 2,925억원에 부합하며, 이전 추정치였던 13조 2,222억원과도 유사하다. 회사가 제시한 수주 전망은 조선(특수선 포함)+해양 기준 72.0억달러로, 전년대비 23.7% 하향됐으나 2023년말까지 이어진 초과 수주 달성을 감안하면 합리적인 목표 제시라고 판단한다.

적정주가 175,000원으로 유지. 2025년 예상 ROE 15.9%, PBR 2.2배

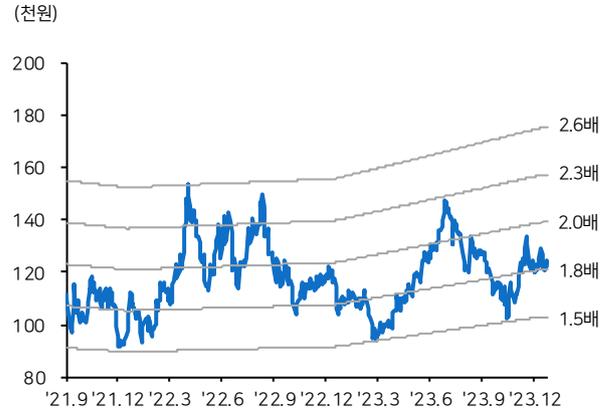
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	8,311.3	-800.3	-814.2	-10,665	적지	63,015	-8.9	1.5	-17.5	-14.9	169.5
2022	9,045.5	-289.2	-352.1	-3,966	적지	59,566	-29.2	1.9	-358.7	-6.5	208.1
2023E	11,530.6	171.2	119.4	1,345	흑전	60,850	95.9	2.1	30.5	2.2	234.4
2024E	13,292.5	778.1	599.3	6,751	402.1	67,601	18.1	1.8	11.6	10.5	233.3
2025E	14,205.3	1,259.2	1,039.5	11,710	73.4	79,311	10.4	1.5	7.3	15.9	202.4

그림1 HD현대중공업의 수주목표 달성률



자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 12개월 선행 PBR Band



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 연간 수주량 및 추이

(척)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tanker	0	2	8	18	0	17	14	10	12	6	1	1	7	8
Container	10	31	1	17	4	7	16	5	6	27	27	5	5	6
LNGC	9	7	8	2	2	5	15	11	9	18	23	30	18	18
LPGC	8	18	20	15	1	4	7	12	3	15	9	16	10	11
기타	1	3	0	1	5	13	0	0	0	5	1	4	0	0
선박총계	28	61	37	53	12	46	52	38	30	71	61	56	40	43

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표2 연간 인도량 및 추이

(척)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tanker	17	6	0	1	11	13	7	18	9	7	19	2	0	2
Container	25	16	23	24	3	10	9	8	5	13	6	15	21	21
LNGC	0	3	7	5	9	4	7	5	8	11	7	10	15	15
LPGC	0	11	7	16	21	8	5	6	7	11	5	10	4	7
기타	16	7	0	0	0	2	3	4	5	2	0	1	1	0
선박총계	65	45	37	46	44	39	35	41	34	44	37	40	44	45

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표3 HD현대중공업 사업부별 실적 추이 및 전망																
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023E	2024E	2025E
WT(달러/배럴)	76.0	73.5	82.1	78.6	75.0	80.0	78.0	75.0	75.0	77.0	78.0	76.7	94.6	77.5	77.0	76.7
원/달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,300.0	1,290.0	1,300.0	1,320.0	1,310.0	1,283.3	1,256.7	1,230.0	1,290.4	1,305.5	1,302.5	1,270.0
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	807.6	777.1	746.6	716.1	685.7	655.2	655.2	655.2	655.2	896.2	836.4	731.4	655.2
매출액	2,632.9	3,064.4	2,853.5	2,979.8	3,369.8	3,276.3	3,189.6	3,456.8	3,441.4	3,627.9	3,567.8	3,568.2	9,045.5	11,530.6	13,292.5	14,205.3
조선사업부																
매출액	1,766.1	1,968.6	1,804.1	2,186.0	2,575.4	2,575.4	2,406.5	2,659.8	2,673.6	2,807.3	2,673.6	2,673.6	6,467.2	7,724.8	10,217.2	10,828.2
영업이익	56.8	32.7	11.8	85.0	105.0	121.1	124.2	147.6	184.9	215.2	225.0	248.6	-123.6	186.2	498.0	873.7
영업이익률	3.2%	1.7%	0.7%	3.9%	4.1%	4.7%	5.2%	5.6%	6.9%	7.7%	8.4%	9.3%	-1.9%	2.4%	4.9%	8.1%
해양플랜트사업부																
매출액	460.4	278.8	253.7	225.2	198.7	164.7	106.3	116.2	79.0	116.3	164.3	146.8	785.2	1,218.1	585.9	506.4
영업이익	-83.3	-31.0	-27.5	-18.2	-10.5	-4.2	0.2	3.5	4.6	7.2	11.3	11.0	-152.8	-160.0	-11.0	34.1
영업이익률	-18.1%	-11.1%	-10.8%	-8.1%	-5.3%	-2.5%	0.2%	3.0%	5.8%	6.2%	6.9%	7.5%	-19.5%	-13.1%	-1.9%	6.7%
엔진기계사업부																
매출액	401.6	795.8	694.0	568.5	595.6	536.2	676.8	680.8	688.8	704.3	729.9	747.8	1,715.1	2,459.9	2,489.4	2,870.8
영업이익	33.2	126.8	76.8	64.5	68.1	60.6	80.9	81.5	82.9	85.5	89.9	93.1	171.6	301.3	291.1	351.4
영업이익률	8.3%	15.9%	11.1%	11.3%	11.4%	11.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.1%	12.3%	12.4%	10.0%	12.2%	11.7%	12.2%
영업이익	-41.5	68.5	12.9	131.2	162.5	177.5	205.4	232.7	272.4	308.0	326.2	352.7	-289.2	171.2	778.1	1,259.2
영업이익률	-1.6%	2.2%	0.5%	4.4%	4.8%	5.4%	6.4%	6.7%	7.9%	8.5%	9.1%	9.9%	-3.2%	1.5%	5.9%	8.9%

주: 2023년부 플랜트사업부 소멸. 조선사업부는 특수선 매출 포함

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,311.3	9,045.5	11,530.6	13,292.5	14,205.3
매출액증가율(%)	-0.0	8.8	27.5	15.3	6.9
매출원가	8,520.5	8,882.6	10,705.3	11,584.0	11,951.7
매출총이익	-209.2	162.9	825.4	1,708.6	2,253.6
판매관리비	591.1	452.0	654.1	930.5	994.4
영업이익	-800.3	-289.2	171.2	778.1	1,259.2
영업이익률(%)	-9.6	-3.2	1.5	5.9	8.9
금융손익	-485.7	-452.3	-901.7	-61.1	-36.9
중속/관계기업손익	-0.7	-1.4	-0.6	-0.9	-0.9
기타영업외손익	175.1	321.5	892.0	83.1	164.6
세전계속사업이익	-1,111.5	-421.5	160.9	799.1	1,386.0
법인세비용	-297.2	-69.4	41.6	199.8	346.5
당기순이익	-814.2	-352.1	119.4	599.3	1,039.5
지배주주지분 손이익	-814.2	-352.1	119.4	599.3	1,039.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,886.1	8,000.9	9,514.4	11,394.9	12,677.6
현금및현금성자산	2,137.4	744.2	1,484.7	2,158.1	3,159.0
매출채권	852.2	877.6	977.9	1,134.4	1,171.0
재고자산	898.7	1,377.1	1,534.5	1,780.1	1,837.5
비유동자산	7,192.6	8,288.5	8,548.6	8,605.0	8,612.7
유형자산	5,986.3	6,237.4	6,394.2	6,373.5	6,369.8
무형자산	79.5	100.5	109.3	99.6	90.8
투자자산	201.9	495.8	552.4	639.1	659.3
자산총계	15,078.7	16,289.4	18,063.1	19,999.9	21,290.3
유동부채	7,048.6	9,072.0	10,239.8	11,600.5	11,918.1
매입채무	1,180.1	924.8	1,030.4	1,195.4	1,233.9
단기차입금	1,240.8	1,384.7	886.0	846.0	806.0
유동성장기부채	266.0	60.0	855.0	895.0	935.0
비유동부채	2,436.0	1,929.6	2,421.4	2,398.3	2,331.6
사채	536.3	873.3	642.9	602.9	562.9
장기차입금	1,422.7	285.7	949.0	909.0	869.0
부채총계	9,484.7	11,001.6	12,661.2	13,998.8	14,249.7
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,118.4	3,122.8	3,122.8	3,122.8
기타포괄이익누계액	881.5	881.8	871.9	871.9	871.9
이익잉여금	1,151.7	845.4	964.9	1,564.2	2,603.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,594.0	5,287.8	5,401.8	6,001.2	7,040.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	762.1	71.2	605.9	1,033.0	1,363.0
당기순이익(손실)	-814.2	-352.1	119.4	599.3	1,039.5
유형자산상각비	236.3	246.4	268.3	282.7	281.7
무형자산상각비	3.1	7.9	10.2	9.7	8.8
운전자본의 증감	1,464.0	343.9	317.1	141.3	33.0
투자활동 현금흐름	151.7	-517.9	-349.0	-348.7	-298.3
유형자산의증가(CAPEX)	-244.0	-484.5	-419.8	-262.0	-278.0
투자자산의감소(증가)	-122.8	-295.4	-56.8	-86.7	-20.3
재무활동 현금흐름	-92.6	-932.8	485.3	-10.8	-63.8
차입금의 증감	-988.4	-346.1	796.1	-10.8	-63.8
자본의 증가	-1,431.6	0.0	4.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	822.6	-1,393.2	740.5	673.4	1,000.9
기초현금	1,314.8	2,137.4	744.2	1,484.7	2,158.1
기말현금	2,137.4	744.2	1,484.7	2,158.1	3,159.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	108,864	101,894	129,888	149,736	160,018
EPS(지배주주)	-10,665	-3,966	1,345	6,751	11,710
CFPS	-7,978	-2,619	4,420	12,984	19,301
EBITDAPS	-7,347	-393	5,066	12,058	17,458
BPS	63,015	59,566	60,850	67,601	79,311
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-8.9	-29.2	95.9	18.1	10.4
PCR	-11.9	-44.3	29.2	9.4	6.3
PSR	0.9	1.1	1.0	0.8	0.8
PBR	1.5	1.9	2.1	1.8	1.5
EBITDA(십억원)	-560.9	-34.9	449.7	1,070.4	1,549.8
EV/EBITDA	-17.5	-358.7	30.5	11.6	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.9	-6.5	2.2	10.5	15.9
EBITDA 이익률	-6.7	-0.4	3.9	8.1	10.9
부채비율	169.5	208.1	234.4	233.3	202.4
금융비용부담률	1.5	1.2	1.3	0.9	0.8
이자보상배율(x)	-6.4	-2.7	1.1	6.5	10.7
매출채권회전율(x)	10.3	10.5	12.4	12.6	12.3
재고자산회전율(x)	9.9	7.9	7.9	8.0	7.9

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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

