

HD 한국조선해양 (009540/KS)

믿고 가져갈 수 있는 선택지, 현대삼호중공업

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 135,000 원(유지)

현재주가: 109,100 원

상승여력: 23.7%



Analyst
한승한

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

Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	7,721 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외10)	36.66%
국민연금공단	6.80%

Stock Data

주가(24/01/12)	109,100 원
KOSPI	2,525.05 pt
52주 최고가	129,400 원
52주 최저가	72,300 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 전망

4Q23 연결 매출액은 5 조 9,587 억원(+20.6% YoY, +18.9% QoQ), 영업이익은 1,490 억원(+27.2% YoY, +116.1% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 조선 자회사들의 조업일수 증가 및 고선가 건조물량 확대 효과로 인한 매출 및 이익 성장 지속되고 있으며, 특히 이 중 현대삼호중공업의 이익 성장이 동사의 실적 개선세를 견인하는 중이다. 다만 현대미포조선의 공정 지연 및 외주비 상승에 따른 비용 발생이 계속되고 있으며, 이에 따라 컨센서스(1,851 억원)를 19.5% 하회한 것으로 추정된다.

믿고 가져갈 수 있는 선택지, 현대삼호중공업

올해 동사의 조선/해양 부문 수주목표는 135 억불로, '23 년 수주목표 대비 14.2%, '23 년 실적 대비 40.4% 감소한 규모다. 이는 HD 현대중공업과 현대삼호중공업이 각각 130.1%, 256.2%이라는 놀라운 수주목표 달성률을 보였기 때문에 올해 수주 목표 규모 감소는 당연한 수순이라는 판단이다. 국내 조선사들의 공정 지연 및 임금 상승 등의 비용 확대에 따른 조선주 전반의 실적 추정치 하향이 이루어질 것으로 전망한다. 그러나 현대삼호중공업의 경우 고선가 건조물량의 점진적인 확대와 다른 조선사 보다 상대적으로 원활한 외주 물량 공급에 의해 괄목할만한 실적 개선세를 보여줄 것으로 예상된다. 현대삼호중공업을 자회사로 보유하고 있는 동사는 조선주 전반적인 실적 하향 조정 흐름 속에서 믿고 가져갈 수 있는 선택지다.

투자의견 매수, 목표주가 135,000 원 유지

HD 한국조선해양에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 135,000 원 유지한다. 목표주가는 12 개월 선행 BPS 156,261 원에 Target P/B 0.85 배를 적용하여 산출했다. 동사의 조선 자회사 중 현대미포조선의 이익 추정치 하향에도 불구하고 올해 하반기부터 본격적인 실적개선과 더불어 현대삼호중공업 중심의 빠른 성장으로 매출 및 이익 성장세 이어나갈 것으로 전망됨에 따라 상승 여력 충분히 기대할 수 있다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	14,904	15,493	17,302	21,266	24,063	26,569
영업이익	십억원	74	-1,385	-356	270	1,035	1,916
순이익(지배주주)	십억원	-834	-929	-217	342	796	1,471
EPS	원	-11,781	-13,131	-3,065	4,827	11,241	20,785
PER	배	-9.2	-7.2	-23.1	25.0	9.7	5.2
PBR	배	0.7	0.7	0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	23.0	-9.8	130.8	14.6	6.0	3.2
ROE	%	-7.4	-9.0	-2.2	3.4	7.5	12.7

HD 한국조선해양 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후				변경 전				컨센서스			
	4Q23E	1Q24E	2023E	2024E	4Q23E	1Q24E	2023E	2024E	4Q23E	1Q24E	2023E	2024E
매출액	5,959	5,749	21,266	24,063	6,100	5,989	21,407	24,984	5,937	5,761	21,282	25,254
영업이익	149	171	270	1,035	174	258	295	1,314	185	179	302	1,247
영업이익률	2.5%	3.0%	1.3%	4.3%	2.9%	4.3%	1.4%	5.3%	3.1%	3.1%	1.4%	4.9%

자료: Fnguide, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	4,842	5,454	5,011	5,959	5,749	6,081	5,941	6,293	17,302	21,266	24,063
YoY	23.9%	30.2%	17.5%	20.6%	18.7%	11.5%	18.6%	5.6%	11.7%	22.9%	13.2%
QoQ	-2.0%	12.6%	-8.1%	18.9%	-3.5%	5.8%	-2.3%	5.9%	-	-	-
영업이익	-19	71	69	149	171	212	294	357	-356	270	1,035
YoY	적지	흑전	-63%	27.2%	흑전	198%	327%	140%	적지	흑전	282.9%
QoQ	적전	흑전	-3%	116.1%	15%	24%	39%	21%	-	-	-
영업이익률	-0.4%	1.3%	1.4%	2.5%	3.0%	3.5%	5.0%	5.7%	-2.1%	1.3%	4.3%

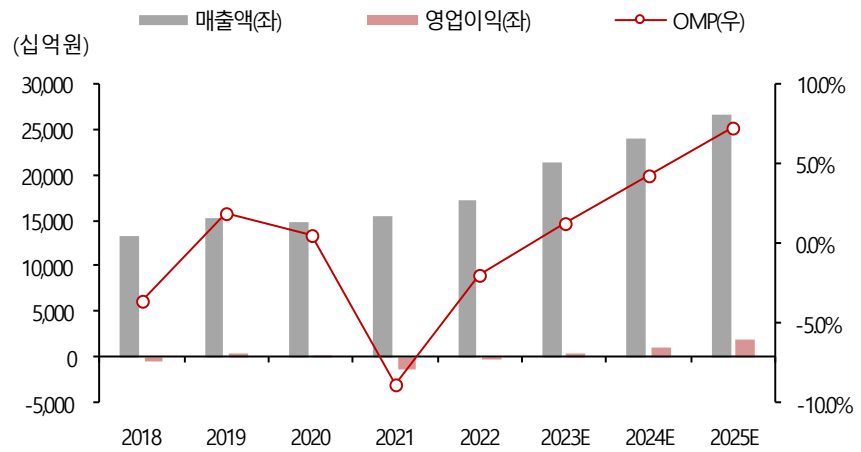
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd BPS	(A)	원	156,010	
Target P/B	(B)	배	0.85	
주당주주가치	(C)	원	132,608	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	135,000	
현재주가	(E)	원	109,100	2024년 1월 12일 종가
상승여력	(F)	%	23.7	(F) = (D-E)/(E)

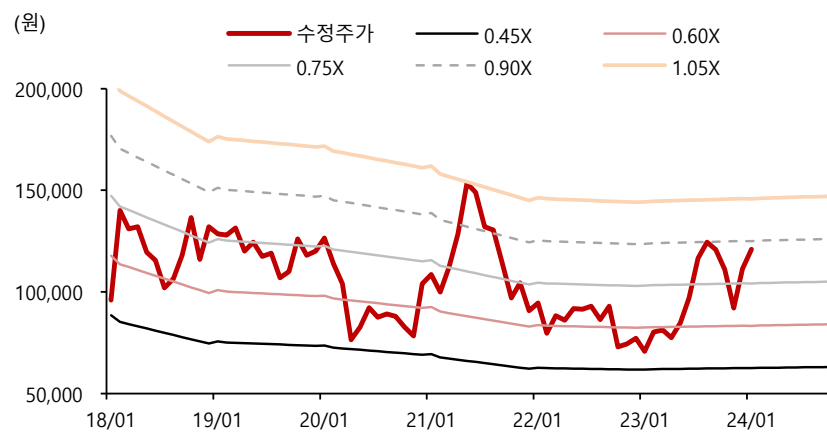
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



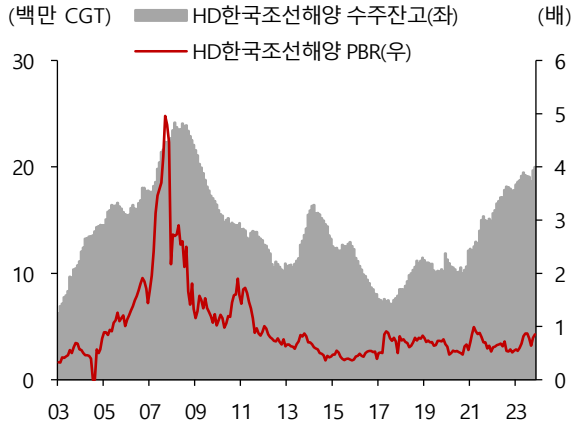
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 PBR Band Chart



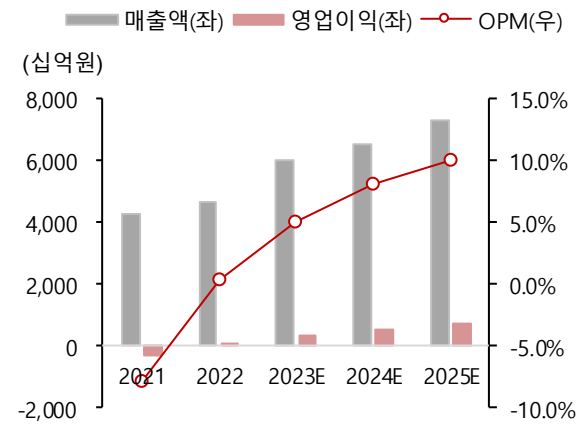
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



자료: Clarksons, Quantwise, SK 증권

현대삼호중공업의 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

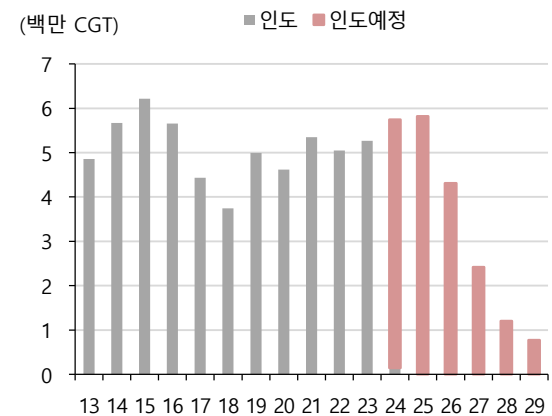
HD 한국조선해양 조선 3 사 2024 년 수주목표

(단위: 억 달러)

조선사	2023			2024		
	계획	실적	달성률	계획	vs. '23년 계획	vs. '23년 실적
HD한국조선해양	157.4	226.6	144.0%	135.0	-14.2%	-40.4%
HD현대중공업	94.4	122.8	130.1%	72.0	-23.7%	-41.3%
현대삼호중공업	26.0	66.6	256.2%	32.0	23.1%	-52.0%
현대미포조선	37.0	37.2	100.6%	31.0	-16.2%	-16.8%

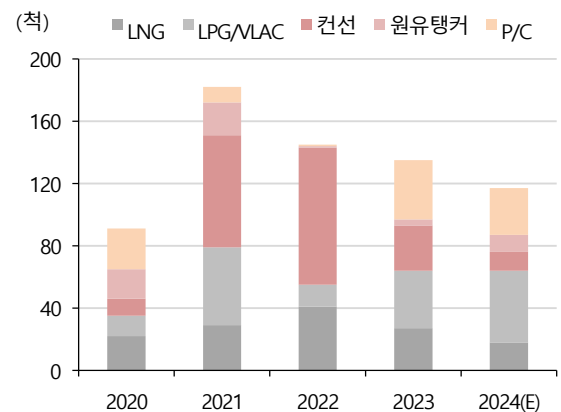
자료: 각 사, SK 증권

HD 한국조선해양 인도 및 인도예정 선박 규모



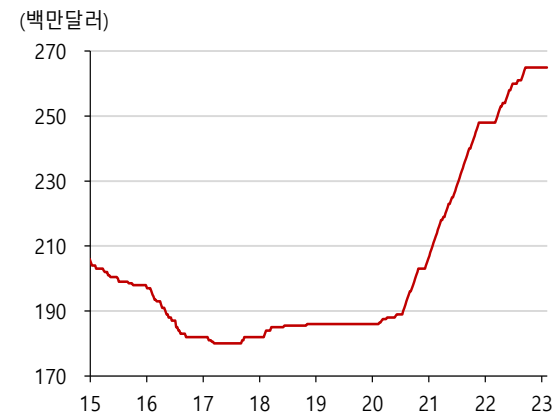
자료: Clarksons, SK 증권

HD 한국조선해양 주요 선종별 수주 척수 및 전망



자료: 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	17,421	18,787	21,154
현금및현금성자산	4,567	2,697	3,431	3,798	5,201
매출채권 및 기타채권	1,065	1,016	1,337	1,447	1,506
재고자산	1,554	2,203	2,566	2,710	3,039
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	32,887	34,319	36,164
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	10,155	10,931	12,261
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	14,624	15,377	16,707
비지배주주지분	2,557	2,597	2,572	2,593	2,632
자본총계	12,414	12,312	12,728	13,524	14,893
부채와자본총계	27,293	29,883	32,887	34,319	36,164

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	902	460	2,206	1,231	1,758
당기순이익(손실)	-1,141	-295	331	817	1,510
비현금성항목등	233	292	283	776	957
유형자산감가상각비	394	411	473	561	574
무형자산상각비	5	10	12	12	11
기타	-166	-129	-203	204	372
운전자본감소(증가)	1,795	481	1,641	-147	-337
매출채권및기타채권의감소(증가)	-48	39	-140	-110	-59
재고자산의감소(증가)	-400	-645	-357	-144	-329
매입채무및기타채무의증가(감소)	686	-430	153	256	136
기타	1,557	1,517	1,985	-149	-85
법인세납부	0	-19	-43	-217	-401
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	733	368	1,403
기초현금	3,703	4,567	2,697	3,431	3,798
기말현금	4,567	2,697	3,431	3,798	5,201
FCF	548	-184	1,172	711	1,758

자료 : HD한국조선해양, SK증권

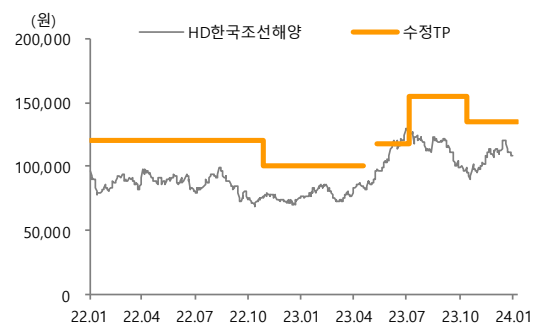
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	15,493	17,302	21,266	24,063	26,569
매출원가	16,010	16,936	20,099	22,075	23,595
매출총이익	-517	366	1,167	1,989	2,974
매출총이익률(%)	-3.3	2.1	5.5	8.3	11.2
판매비와 관리비	868	722	896	954	1,058
영업이익	-1,385	-356	270	1,035	1,916
영업이익률(%)	-8.9	-2.1	1.3	4.3	7.2
비영업손익	-247	-76	-118	-1	-5
순금융손익	-115	-32	-28	2	29
외환관련손익	232	171	361	328	342
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	1	0
세전계속사업이익	-1,632	-431	152	1,034	1,911
세전계속사업이익률(%)	-10.5	-2.5	0.7	4.3	7.2
계속사업법인세	-491	-136	-179	217	401
계속사업이익	-1,141	-295	331	817	1,510
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,141	-295	331	817	1,510
순이익률(%)	-7.4	-1.7	1.6	3.4	5.7
지배주주	-929	-217	342	796	1,471
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.0	-1.3	1.6	3.3	5.5
비지배주주	-212	-78	-11	21	39
총포괄이익	-1,047	-260	346	839	1,510
지배주주	-830	-203	344	729	1,311
비지배주주	-217	-58	2	110	199
EBITDA	-986	66	756	1,607	2,501

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	40	11.7	22.9	13.2	10.4
영업이익	적전	적지	흑전	282.9	85.2
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	581.1	84.9
EBITDA	적전	흑전	1,051.8	112.6	55.6
EPS	적지	적지	흑전	132.8	84.9
수익성 (%)					
ROA	-4.3	-1.0	1.1	2.4	4.3
ROE	-9.0	-2.2	3.4	7.5	12.7
EBITDA마진	-6.4	0.4	3.6	6.7	9.4
안정성 (%)					
유동비율	129.0	104.9	96.2	98.2	108.0
부채비율	119.9	142.7	158.4	153.8	142.8
순차입금/자기자본	3.1	8.0	-0.9	-4.9	-14.8
EBITDA/이자비용(배)	-5.5	0.4	3.4	7.6	12.2
배당성향	0.0	0.0	12.4	17.8	9.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-13,131	-3,065	4,827	11,241	20,785
BPS	139,419	137,417	143,643	154,601	173,387
CFPS	-7,497	2,886	11,689	19,330	29,052
주당 현금배당금	0	0	600	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	-7.2	-23.1	25.0	9.7	5.2
PBR	0.7	0.5	0.8	0.7	0.6
PCR	-12.6	24.5	10.3	5.6	3.8
EV/EBITDA	-9.8	130.8	14.6	6.0	3.2
배당수익률	0.0	0.0	0.5	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.27	매수	135,000원	6개월		
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 01월 15일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------