HD한국조선해양 (009540)

2분기, 어닝 서프라이즈 기록

더 많은 리포트 보기

2024년 7월 25일

조선/기계/방산 Analyst 정동익
newday@kbfg.com

연구원 서준모
junmo.seo@kbfg.com

목표주가 240,000원으로 상향조정, 투자의견 Buy 유지

HD한국조선해양의 12개월 목표주가를 기존 170,000원에서 240,000원 (12M Fwd. BVPS X Target P/B 1.52배)으로 상향조정한다. 수주 및 환율강세 등을 반영한 자회사들의 수익추정치 상향조정, 적용 ROE변경, 12M Fwd. 기간변화, 무위험수익률의 대용치로 사용하고 있는 통안채 1년물 금리와 베타의 변화 등을 반영한 결과이다. 목표주가 상향조정으로 금일 종가대비 30.6%의 상승여력을 확보함에 따라 투자의견은 기존 Buy를 유지한다.

HD현대삼호와 HD현대미포의 수주호조로 상반기에만 연간 목표치 92.5% 달성

올해 상반기 신규수주 (연결기준)는 조선 119.4억 달러, 해양플랜트 12.0억 달러, 엔진/기계 14.9억 달러 등 총 146.4억 달러를 기록해 전년동기 155.8억 달러 대비 6.0% 감소했다. 연초에 제시한 올해 신규수주 목표 158.3억 달러 대비 달성률은 92.5%에 이르러 목표치를 크게 초과달성할 가능성이 높아진 것으로 판단된다. 자회사별로는 HD현대중공업이 66.0억 달러로 계획대비 69.2%, HD현대삼호가 35.9억 달러로 112.1%, HD현대미포가 44.5억 달러로 143.5%를 달성했다.

양호한 신규수주를 바탕으로 분기별 실적개선세 이어질 전망

7월에도 신규수주가 이어지고 있다. HD현대중공업이 VLGC 2척과 컨테이너선 6척, HD현대삼호는 VLAC 2척과 컨테이너선 6척, HD현대미포는 MR PC선 2척을 수주했다. 이에 따라 올해 누적수주는 164억 달러에 달해 연간 목표를 상회하고 있다. 주요 자회사들이 신조선가가 상승하고 양호한 환율이 유지되는 상황에서 대량 수주를 확보함에 따라 올해부터는 중장기적 실적개선이 본격화될 전망이다.

2분기 실적은 어닝 서프라이즈

2분기 실적 (K-IFRS 연결)은 매출액 6조 6,155억원 (+21.3% YoY), 영업이익 3,764억원 (+428.2% YoY, 영업이익률 5.7%)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 크게 상회한 어닝 서프라이즈였다. 자회사들의 건조선가 상승과 제품Mix 개선, 공정 안정화에 따른 외주가공비 감소, 환율상승 등이 긍정적 영향을 미쳤다. 건조선가 상승과 함께 하반기에는 후판가격 하락도 추가적인 실적개선에 기여할 전망이어서 분기별 실적개선세가 지속될 것으로 예상된다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	240,000
Dividend yield* (%)	0.8
Total return (%)	31.4
현재가 (7/25, 원)	183,800
Consensus target price (원)	194,200
시가총액 (조원)	13.0

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	62.6
거래대금 (3m, 십억원)	46.1
외국인 지분율 (%)	30.0
주요주주 지분율 (%)	에이치디현대 외 8 인 36.7
	국민연금공단 6.8

Stock Price Performance (Total Return 기준)

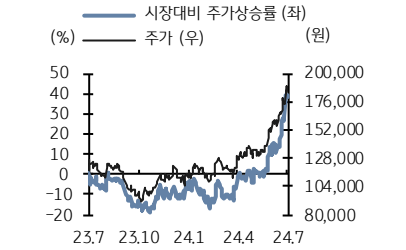
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.1	44.4	58.6	44.5
시장대비 상대수익률	23.6	39.6	43.1	37.7

Risk & Total Return (annualized over three years)

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	21,296	25,022	27,771	30,088
영업이익 (십억원)	282	1,433	1,990	2,485
지배주주순이익 (십억원)	222	1,031	1,434	1,764
EPS (원)	3,133	14,569	20,258	24,921
증감률 (%)	흑전	365.0	39.0	23.0
P/E (x)	38.6	12.6	9.1	7.4
EV/EBITDA (x)	13.8	7.3	5.4	4.0
P/B (x)	0.9	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	2.3	10.1	13.0	14.3
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.4	1.8

Stock Price & Relative Performance



자료: HD한국조선해양, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	297,000원 (Target P/B 1.88배)
Base-case Scenario (목표주가)	240,000원 (Target P/B 1.52배)
Bear-case Scenario	184,000원 (Target P/B 1.17배)
현재주가 (7/25)	183,800원

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2024E 연결 신규수주 170~200억 달러
2) 국제유가 (WTI) 70~90달러 유지

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2024E 연결 신규수주 200억 달러 상회
2) WTI 90달러 및 해양수주 20억 달러 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2024E 연결 신규수주 170억 달러 하회
2) WTI 70달러 이하로 하락

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	23,698	26,603	25,022	27,771	5.6	4.4
영업이익	938	1,616	1,433	1,990	52.8	23.2
지배주주순이익	764	1,252	1,031	1,434	34.9	14.6

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	25,022	27,771	24,128	27,141	3.7	2.3
영업이익	1,433	1,990	1,096	2,036	30.8	-2.2
지배주주순이익	1,031	1,434	914	1,508	12.8	-4.9

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

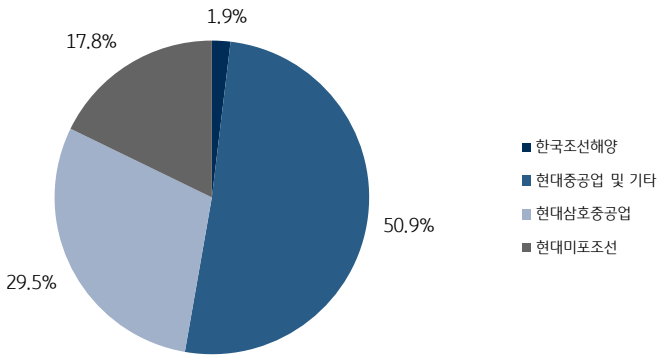
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B Valuation

2) 목표주가 산정:
12M Fwd. 157,617원 x multiple 1.52배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
297,000원 ~ 184,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2024E P/B 1.60배

매출액 구성 (2024E)



자료: KB증권 추정

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	+4.1	+3.0
금리 1%p 상승 시	+1.5	+1.7

PEER 그룹 비교 (컨센서스 기준)

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
HD한국조선해양	13,008	14.6	8.9	1.3	1.1	8.1	4.7	8.9	13.2	0.4	0.5
HD현대중공업	15,757	48.1	22.2	2.8	2.5	24.7	14.0	6.0	11.9	0.1	0.2
삼성중공업	9,636	38.0	18.2	2.5	2.2	17.5	11.9	7.1	13.3	0.0	0.0
한화오션	8,886	42.8	21.9	2.1	1.9	22.6	12.8	4.9	9.1	0.0	0.0
CSIC	22,877	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
YZJ	9,752	9.9	8.6	2.1	1.8	5.9	4.8	22.8	22.2	3.7	3.6

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), 블룸버그 컨센서스 (3M), KB증권

표 1. HD한국조선해양 목표주가 산정

(십억원, %, 배, 원)

구분	적정가치		비고
	변경 전 (5/29)	변경 후	
자기자본비용 (COE) (A= a+(b x c))	**10.44**	**9.42**	
무위험수익률 (a)	3.38	3.34	통안채 1 년물 금리 최근 3 개월 평균
시장위험 프리미엄 (b)	6.11	6.11 [1]	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	1.16	1.00	52 주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	11.41	13.32	실적 개선기 (2006~2011) 평균 30% 할인 [2]
영구성장률 (C)	2.00	2.00	Min(장기 유보율 50% X ROE, OECD+G20 장기 성장률)
Target P/B (D=(B-C) / (A-C))	**1.12**	**1.52**	
적정주주가치 (E=D X d)	**12,066**	**17,002**	
12M Fwd. 자본총계 (d)	10,820	11,155	
발행주식수 (e)	7,077	7,077	
주당주주가치(F=E/e)	170,485	240,235	
12 개월 목표주가(G≒F)	**170,000**	**240,000**	
현재가(H)	134,300	183,800	변경 후는 7/25 종가
상승여력(I= G/H)	26.6	30.6	
투자의견	**Buy**	**Buy**	

자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

주1: 시장위험프리미엄 6.11%는 WMI500 Total Return 9.41% - 통안채 1년 Total Return 3.30%

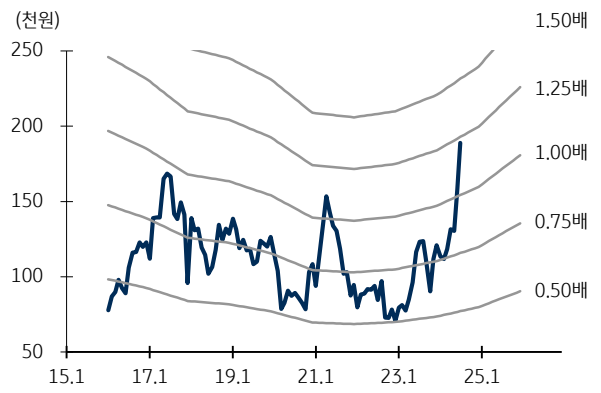
주2: 지주회사적 특성을 감안

표 2. HD한국조선해양 분기별 실적추이와 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원, %)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24			증감률		차이	
					발표치	KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	5,453.6	5,011.2	5,989.0	5,515.6	**6,615.5**	6,102.2	5,954.1	21.3	19.9	8.4	11.1
영업이익	71.3	69.0	161.1	160.2	**376.4**	230.6	266.7	428.2	135.0	63.2	41.1
세전이익	51.4	124.9	-36.8	249.1	**455.9**	371.5	299.2	786.4	83.0	22.7	52.4
순이익 (지배)	49.8	337.0	-25.3	188.9	**292.2**	241.7	217.9	487.0	54.6	20.9	34.1
영업이익률	1.3	1.4	2.7	2.9	**5.7**	3.8	4.5				
세전이익률	0.9	2.5	-0.6	4.5	**6.9**	6.1	5.0				
순이익률 (지배)	0.9	6.7	-0.4	3.4	**4.4**	4.0	3.7				

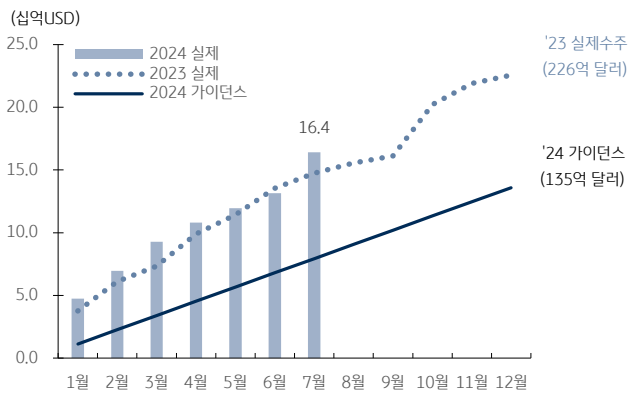
자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

그림 1. HD한국조선해양 P/B Band



자료: Quantiwise, KB증권

그림 2. 월별 조선/해양부문 신규수주 추이



자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

주: 2024년 7월 신규수주는 7/24까지 공시된 수주 내역만 반영

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	17,302	21,296	25,022	27,771	30,088
매출원가	16,936	20,248	22,681	24,791	26,541
매출총이익	366	1,048	2,341	2,980	3,547
판매비와관리비	722	766	908	990	1,061
영업이익	-356	282	1,433	1,990	2,485
EBITDA	66	754	1,919	2,482	2,984
영업외손익	-76	-290	104	207	295
이자수익	134	202	213	214	215
이자비용	166	194	216	138	75
지분법손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	-42	-298	107	131	156
세전이익	-431	-8	1,537	2,197	2,780
법인세비용	-136	-153	423	604	765
당기순이익	-295	145	1,115	1,593	2,016
지배주주순이익	-217	222	1,031	1,434	1,764
수정순이익	-1,176	-228	815	1,193	1,469

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	11.7	23.1	17.5	11.0	8.3
영업이익 성장률	적지	흑전	407.7	38.9	24.9
EBITDA 성장률	흑전	1,049.3	154.5	29.4	20.2
지배기업순이익 성장률	적지	흑전	365.1	39.1	23.0
매출총이익률	2.1	4.9	9.4	10.7	11.8
영업이익률	-2.1	1.3	5.7	7.2	8.3
EBITDA이익률	0.4	3.5	7.7	8.9	9.9
세전이익률	-2.5	0.0	6.1	7.9	9.2
지배기업순이익률	-1.3	1.0	4.1	5.2	5.9

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	462	2,082	1,836	1,921	2,292
당기순이익	-295	145	1,115	1,593	2,016
유무형자산상각비	421	472	486	492	499
기타비현금손익 조정	-129	-38	423	604	765
운전자본증감	481	1,510	182	-164	-222
매출채권감소 (증가)	39	-373	-63	-95	-87
재고자산감소 (증가)	-645	199	-377	-200	-152
매입채무증가 (감소)	-430	332	309	191	92
기타운전자본증감	1,517	1,351	313	-59	-76
기타영업현금흐름	-16	-7	-370	-604	-765
투자활동 현금흐름	-1,339	-1,267	-18	-553	-554
유형자산투자감소 (증가)	-643	-798	-470	-500	-500
무형자산투자감소 (증가)	-39	-60	-20	-20	-20
투자자산감소 (증가)	-11	-101	76	-10	-10
기타투자현금흐름	-647	-308	396	-23	-23
재무활동 현금흐름	-977	-485	-723	-1,546	-1,166
금융부채 증감	-21	-33	-383	-1,100	-1,000
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-3	-3	0	-106	-177
기타재무현금흐름	-954	-449	-340	-340	10
기타현금흐름	-16	-8	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-1,870	321	1,095	-178	572
기말현금	2,697	3,018	4,113	3,936	4,508
잉여현금흐름 (FCF)	-181	1,283	1,366	1,421	1,792
순현금흐름	77	577	874	922	1,572
순현금 (순차입금)	62	639	1,513	2,436	4,008

자료: HD한국조선해양, KB증권 추정

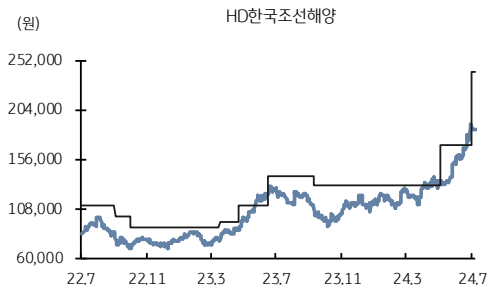
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	29,883	32,243	33,329	33,660	34,680
유동자산	15,776	17,735	18,739	19,009	19,973
현금 및 현금성자산	2,697	3,018	4,113	3,936	4,508
단기금융자산	1,315	1,604	1,000	1,000	1,000
매출채권	672	1,049	1,112	1,207	1,294
재고자산	2,203	2,006	2,383	2,583	2,735
기타유동자산	8,889	10,058	10,130	10,282	10,436
비유동자산	14,108	14,507	14,590	14,651	14,706
투자자산	695	765	688	699	709
유형자산	10,143	10,504	10,503	10,527	10,545
무형자산	164	191	195	199	202
기타비유동자산	3,105	3,049	3,204	3,227	3,250
부채총계	17,571	19,872	20,194	19,388	18,569
유동부채	15,033	17,498	17,972	17,756	17,426
매입채무	1,610	1,915	2,224	2,415	2,507
단기금융부채	2,441	2,220	2,000	1,500	1,000
기타유동부채	10,983	13,363	13,748	13,841	13,919
비유동부채	2,538	2,375	2,222	1,632	1,143
장기금융부채	1,509	1,763	1,600	1,000	500
기타비유동부채	1,029	612	622	632	643
자본총계	12,312	12,370	13,135	14,272	16,111
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,468	2,460	2,460	2,460	2,460
기타자본항목	-8,701	-8,608	-8,608	-8,608	-8,608
기타포괄손익누계액	1,294	1,323	973	623	623
이익잉여금	14,300	14,374	15,406	16,733	18,320
지배지분 계	9,715	9,904	10,585	11,562	13,149
비지배지분	2,597	2,466	2,550	2,709	2,961

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	N/A	38.6	12.6	9.1	7.4
P/B	0.5	0.9	1.2	1.1	1.0
P/S	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	114.9	13.8	7.3	5.4	4.0
EV/EBIT	N/A	36.8	9.8	6.7	4.8
배당수익률	0.0	0.0	0.8	1.4	1.8
EPS	-3,065	3,133	14,569	20,258	24,921
BVPS	137,268	139,936	149,559	163,373	185,797
SPS (주당매출액)	244,472	300,908	353,551	392,398	425,129
DPS (주당배당금)	0	0	1,500	2,500	3,250
배당성향 (%)	0.0	0.0	10.3	12.3	13.0
수익성지표					
ROE	-2.2	2.3	10.1	13.0	14.3
ROA	-1.0	0.5	3.4	4.8	5.9
ROIC	-0.4	3.0	8.9	11.1	12.8
안정성지표					
부채비율	142.7	160.7	153.8	135.9	115.3
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
이자보상배율 (배)	-2.1	1.5	6.6	14.5	33.1
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	22.9	24.7	23.2	24.0	24.1
매입채무회전율	9.4	12.1	12.1	12.0	12.2
재고자산회전율	9.2	10.1	11.4	11.2	11.3

투자자 고지 사항



KB증권은 자료 공표일 현재 [HD한국조선해양]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자 입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

HD한국조선해양 (009540)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-07-04	Buy	정동익	110,000	-20.22	
22-09-27	Buy	정동익	100,000	-25.57	-19.90
22-10-27	Buy	정동익	90,000	-14.59	-5.00
23-04-10	Buy	정동익	95,000	-11.04	-6.95
23-05-16	Buy	정동익	110,000	-2.41	10.45
23-07-10	Buy	정동익	140,000	-14.11	-7.57
23-10-05	Buy	정동익	130,000	-12.37	5.92
24-05-29	Buy	정동익	170,000	-9.36	11.59
24-07-25	Buy	정동익	240,000		

투자등급 비율 (2024. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.