true friend 한국투자 증권

기업 Note

2024. 7. 26

HD현대중공업(329180)

매수(유지)

목표주가: 242,000원(상향)

2Q24 Review: 산책하다 빠른 걸음, 이제 전력질주

영업이익은 컨센서스를 75% 상회, 공정 안정화 효과

2분기 연결 매출액은 3조 8,840억원(+26.7% YoY, +30.0% QoQ), 영업이익은 1,956억원(+185.4% YoY, +820.0% QoQ, OPM +5.0%)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 각각 19.3%와 74.9% 상회하는 것이다. 해양을 제외한 모든 사업부의 매출액이 전년동기, 전분기 대비 큰 폭으로 증가했지만, 회사 핵심인 조선 부문의 선전이 단연코 돋보였다. 많은 작업 시수에 비해 수익이 적거나 없는 2021년 빈티지 컨테이너선들을 빠른 속도로 인도하면서 상선 전체 생산 공정을 안정화해 낸 모습이다. 생산 공정 안정화에 힘입어 외주 제작 비율은 낮아졌고, 외주사 지급 비용이 감소하면서 상선 수익성 또한 향상됐다. 1분기 2.7%에 그쳤던 상선 영업이익률은 단숨에 4.5%(경상 수준)로 상승했고, 1,000억원대에 불과했던 특수선 매출까지 4,000억원으로 증가하며 영업이익 서프라이즈를 이끌었다.

하반기 이후 상선 수익성 더 높아질 것

상선 부문 수익성 개선 여지는 더 커졌다. 재료비 인하 및 제품 mix 개선 때문이다. 매 반기마다 협상해서 결정하는 후판 가격은 점차 하락세인데, 이는 손익에 두 가지 경로로 영향을 주게 된다. 첫째, 2022년 상반기까지 수주한 호선들에 전입한 공사손실충당금의 환입, 둘째, 높아진 후판 가격을 반영해서 선가를 책정한 2023년 빈티지 호선들의 수익성 개선이다. 올해 하반기부터 이러한 경로들로 상선 부문 수익성은 향상될 것이며, 상반기에 구축한 공정 안정화로 고선가 호선 건조 비중은 더 빠르게 높아질 것이다. 이제 시작이라는 회사의 자신감이 반가울 뿐이다.

목표주가 34% 상향, 거스를 수 없는 개선세

매수 의견을 유지하고, 목표주가를 242,000원으로 34.4% 상향한다. 목표주가는 2027년 BPS 추정치 94,177원에 목표 P/B 2.57배(ROE 18.6%, COE 9.5%)를 적용해 산출했다. 상선 부문 수익성 개선을 반영해 향후 3개년 실적 추정치를 상향했고, ROE 상승에 따른 목표 P/B 상승분을 반영했다. 상선 호조세만 반영해도 이 정도다. 타 부문 수익성 회복에 따라 추정치 상향 여지도 남아 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	9,045	(289)	(352)	(3,966)	NM	(35)	NM	NM	1.9	(6.5)	0.0
2023A	11,964	179	25	278	NM	457	464.0	30.4	2.2	0.5	0.0
2024F	14,420	604	432	4,872	1,652.4	894	36.4	20.7	2.8	8.1	0.0
2025F	15,790	1,018	690	7,771	59.5	1,309	22.8	14.4	2.6	11.9	0.0
2026F	15,891	1,446	1,037	11,679	50.3	1,737	15.2	11.2	2.2	15.8	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

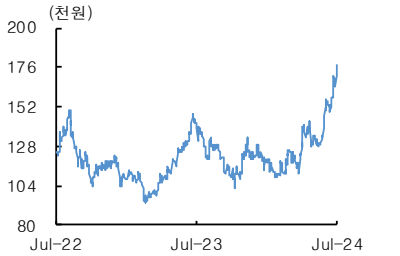
Stock Data

KOSPI(7/25)	2,711
주가(7/25)	177,500
시가총액(십억원)	15,757
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저가(원)	177,500/102,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	31,448
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.3/9.6
주요주주(%) 에이치디한국조선해양 외 1 인	75.0
국민연금공단	6.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.4	48.0	25.4
KOSPI 대비(%p)	20.7	38.3	22.6

주가추이

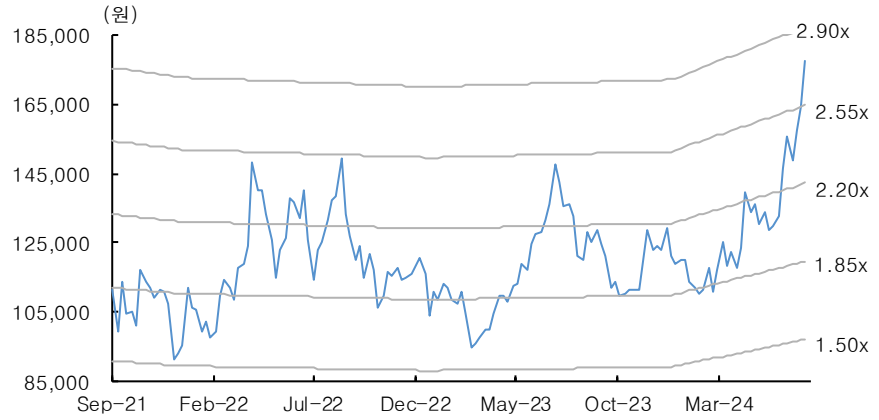


자료: FnGuide

강경태
kyungtae.kang@koreainvestment.com
남채민
chaemin.nam@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] HD현대중공업 12개월 선행 P/B 밴드



자료: 한국투자증권

<표 1> 2024년 2분기 HD현대중공업 잠정 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,064.4	2,853.5	3,413.1	2,987.7	3,884.0	30.0	26.7	3,256.1
영업이익	68.5	12.9	138.7	21.3	195.6	818.3	185.5	111.9
영업이익률(%)	2.2	0.5	4.1	0.7	5.0			3.4
세전이익	33.4	(13.4)	41.0	29.4	202.0	587.1	504.8	76.7
순이익	24.1	(9.8)	31.0	28.6	154.1	438.8	539.4	59.5

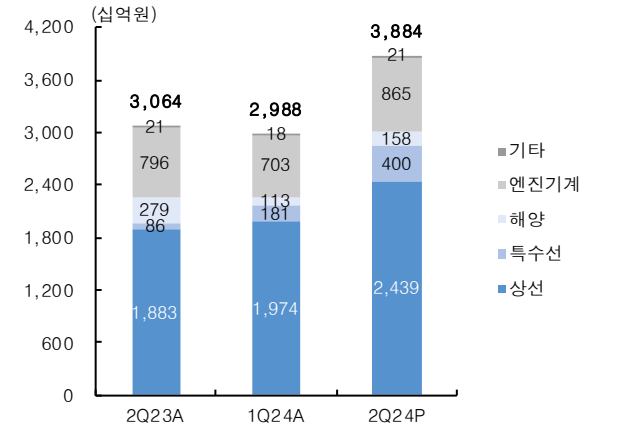
자료: 전자공시시스템, HD현대중공업, 한국투자증권

<표 2> 2024년과 2025년 실적 추정치 변경 내역

구분	단위	2024년					2025년				
		기존	수정	변화	컨센서스	대비	기존	수정	변화	컨센서스	대비
매출액	십억원	13,186	14,420	9.4	13,228	9.0	14,790	15,790	6.8	15,103	4.6
영업이익	십억원	320	604	88.7	444	36.2	894	1,018	13.9	962	5.9
영업이익률	%, %p	2.4	4.2	1.8	3.4	0.8	6.0	6.4	0.4	6.4	0.1
세전이익	십억원	258	578	124.2	405	42.8	823	958	16.4	901	6.3
순이익	십억원	246	432	76.0	324	33.6	593	690	16.4	702	(1.8)

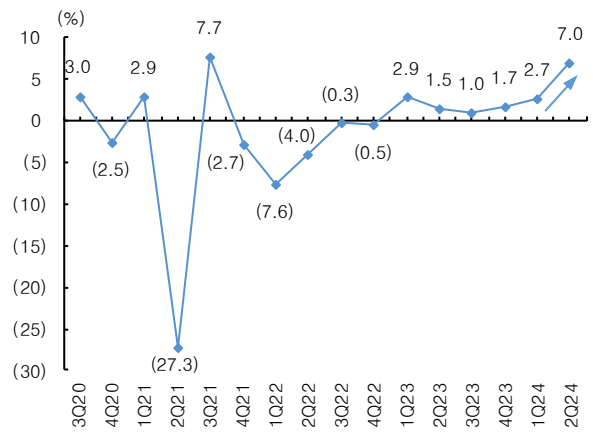
자료: 한국투자증권

[그림 2] 전년동기, 전분기 사업 부문별 매출액 구성



자료: HD현대중공업, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 상선 영업이익률 추이



자료: HD현대중공업, 한국투자증권

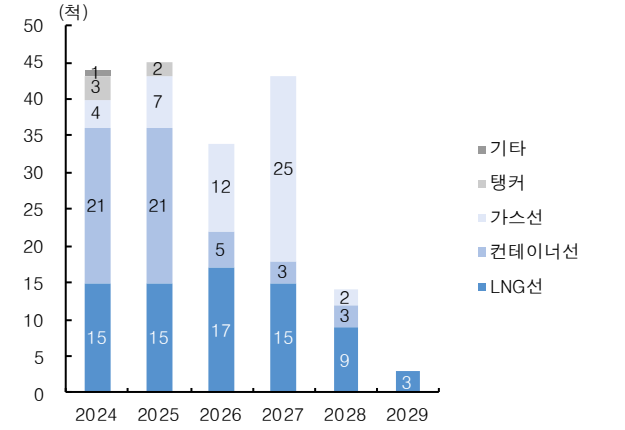
<표 3> HD현대중공업 상선 부문의 주요 선종별 인도 수량과 선가 내역

LNG 선	단위	2024	2025	2026	2027	2028	2029	합계
카타르 LNG 1 차	척		7	10				17
카타르 LNG 2 차	척			1	7	6	3	17
FSRU	척			1	1			2
일반	척	15	8	5	7	3		38
합계	척	15	15	17	15	9	3	74
평균선가	백만달러/척	195.5	216.9	236.8	256.1	241.5	229.4	
1	백만달러/척	186.5	196.4	214.9	229.4	229.4	229.4	
2	백만달러/척	186.5	197.8	214.9	229.4	229.4	229.4	
3	백만달러/척	186.5	197.8	214.9	229.4	229.4	229.4	
4	백만달러/척	189.4	214.8	214.9	229.4	229.4		
5	백만달러/척	189.4	214.8	214.9	229.4	229.4		
6	백만달러/척	189.4	214.9	214.9	229.4	229.4		
7	백만달러/척	193.9	214.9	214.9	229.4	265.1		
8	백만달러/척	196.4	214.9	214.9	262.7	266.1		
9	백만달러/척	196.4	214.9	214.9	262.7	266.1		
10	백만달러/척	198.8	214.9	214.9	262.7			
11	백만달러/척	198.8	227.1	229.4	265.0			
12	백만달러/척	199.6	227.1	261.0	265.1			
13	백만달러/척	199.6	234.3	261.0	277.0			
14	백만달러/척	211.0	234.3	261.0	277.0			
15	백만달러/척	211.0	234.3	262.7	363.8			
16	백만달러/척			265.0				
17	백만달러/척			337.0				
컨테이너선	**단위**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**합계**
합계	척	21	21	5	3	3		53
평균선가	백만달러/척	156.4	164.8	187.4	222.4	222.4		
1	백만달러/척	–	–	187.4	222.4	222.4		
2	백만달러/척	–	–	187.4	222.4	222.4		
3	백만달러/척	–	–	187.4	222.4	222.4		
4	백만달러/척	–	–	187.4				
5	백만달러/척	–	–	187.4				
6	백만달러/척	–	134.3					
7	백만달러/척	–	134.3					
8	백만달러/척	131.5	134.3					
9	백만달러/척	131.5	134.3					
10	백만달러/척	131.5	134.3					
11	백만달러/척	131.5	134.3					
12	백만달러/척	131.5	175.0					
13	백만달러/척	131.5	175.0					
14	백만달러/척	175.0	175.0					
15	백만달러/척	175.0	175.0					
16	백만달러/척	175.0	188.5					
17	백만달러/척	175.0	188.5					
18	백만달러/척	175.0	188.5					
19	백만달러/척	175.0	188.5					
20	백만달러/척	175.0	188.5					
21	백만달러/척	175.0	188.5					

가스선(LNG 선 外)	단위	2024	2025	2026	2027	2028	2029	합계
합계	척	4	7	12	25	2		50
평균선가	백만달러/척	96.6	104.6	108.9	132.1	121.9		
1	백만달러/척	–	96.6	96.6	115.8	121.9		
2	백만달러/척	–	96.6	98.8	115.8	121.9		
3	백만달러/척	96.6	96.6	98.8	116.4			
4	백만달러/척	96.6	96.6	103.6	116.4			
5	백만달러/척		97.8	103.6	116.4			
6	백만달러/척		97.8	106.6	116.4			
7	백만달러/척		150.2	106.6	118.0			
8	백만달러/척			106.6	118.0			
9	백만달러/척			107.4	121.0			
10	백만달러/척			107.4	121.1			
11	백만달러/척			121.0	121.1			
12	백만달러/척			150.2	121.9			
13	백만달러/척				124.1			
14	백만달러/척				124.1			
15	백만달러/척				124.0			
16	백만달러/척				124.0			
17	백만달러/척				124.0			
18	백만달러/척				125.5			
19	백만달러/척				125.5			
20	백만달러/척				166.8			
21	백만달러/척				166.8			
22	백만달러/척				166.8			
23	백만달러/척				170.7			
24	백만달러/척				170.7			
25	백만달러/척				172.2			
탱커	**단위**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**합계**
합계	척	3	2					5
평균선가	백만달러/척	81.3	–					
1	백만달러/척	81.3	–					
2	백만달러/척	81.3	–					
3	백만달러/척	81.3						
기타	**단위**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**합계**
합계	척	1						1
평균선가	백만달러/척	–						
1	백만달러/척	–						
상선 합계	척	44	45	34	43	14	3	183

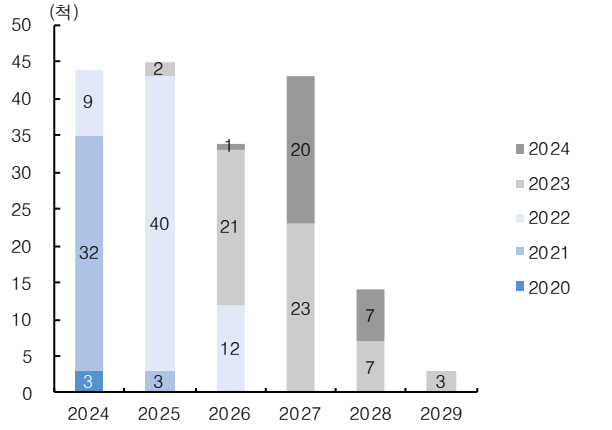
주: 2024년 7월 25일 기준 orderbook, LNG선 부분의 회색 음영은 카타르 LNG 1차, 하늘색 음영은 카타르 LNG 2차 호선들을 표시한 것
자료: Clarksons Research, 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 4] HD현대중공업 연간 인도 상선의 선종별 구성



자료: Clarksons Research, 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 5] HD현대중공업 연간 인도 상선의 빈티지별 구성



자료: Clarksons Research, 전자공시시스템, 한국투자증권

<표 4> HD현대중공업 실적 추정

	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액(십억원)	2,988	3,884	3,608	3,941	3,636	4,078	3,751	4,325	9,045	11,964	14,420	15,790
YoY(%)	13.5	26.7	26.4	15.5	(6.4)	13.0	(4.8)	19.0	8.8	32.3	20.5	9.5
조선	2,155	2,840	2,637	2,877	2,683	3,048	2,680	3,121	6,467	7,902	10,509	11,531
해양/플랜트	113	158	180	180	197	197	312	312	785	1,270	631	1,018
엔진기계	703	865	774	867	740	816	743	876	1,715	2,710	3,208	3,174
영업이익(십억원)	21	196	168	219	200	263	224	331	(289)	179	604	1,018
YoY(%)	NA	185.4	1,200.0	58.1	2.4	56.8	2.0	65.4	NA	NA	238.1	68.6
영업이익률(%)	0.7	5.0	4.7	5.6	5.5	6.5	6.0	7.7	(3.2)	1.5	4.2	6.4
세전이익(십억원)	29	202	148	199	179	249	211	319	(421)	34	578	958
YoY(%)	NA	503.9	NA	386.3	(11.3)	68.8	5.7	78.3	NA	NA	1,583.0	65.7
세전이익률(%)	1.0	5.2	4.1	5.1	4.9	6.1	5.6	7.4	(4.7)	0.3	4.0	6.1
지배주주순이익(십억원)	29	154	106	144	129	179	152	230	(352)	25	432	690
YoY(%)	NA	540.2	NA	363.1	(16.3)	68.8	5.7	78.3	NA	NA	1,651.7	59.5
지배주주순이익률(%)	1.0	4.0	2.9	3.6	3.5	4.4	4.0	5.3	(3.9)	0.2	3.0	4.4

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

<표 5> HD현대중공업 목표주가 242,000원으로 34.4% 상향

	단위	구분	계산	내용	비고
2026 년 BPS 추정치	원	ⓐ		94,177	52 주 경과 기준 가중치 부여
목표 PBR	배	ⓑ		2.57	
이론 PBR	배	ⓒ	ⓒ=(ⓓ−ⓘ)/(ⓔ−ⓘ)	2.57	
ROE	%	ⓓ		18.6	2027 년 ROE 추정치
COE	%	ⓔ	ⓔ=ⓕ+(ⓖ−ⓕ)xⓗ	9.5	
무위험수익률	%	ⓕ		3.5	3 년만기 국채 최근 1 년 평균 수익률
시장기대수익률	%	ⓖ		10.5	
조정 베타		ⓗ		0.9	사후 베타와 시장 베타 간 가중치 부여
장기성장률	%	ⓘ		3.6	10 년만기 국채 최근 1 년 평균 수익률
목표주가	원	ⓙ	ⓙ=ⓐxⓑ	242,000	
현재주가	원			177,500	2024 년 7 월 25 일 종가
상승여력	%			36.3	

자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**9,045**	**11,964**	**14,420**	**15,790**	**15,891**
매출원가	8,883	11,309	12,947	14,033	13,899
매출총이익	163	655	1,473	1,757	1,991
판매관리비	452	476	869	739	545
영업이익	**(289)**	**179**	**604**	**1,018**	**1,446**
영업이익률(%)	*(3.2)*	*1.5*	*4.2*	*6.4*	*9.1*
EBITDA	(35)	457	894	1,309	1,737
EBITDA Margin(%)	*(0.4)*	*3.8*	*6.2*	*8.3*	*10.9*
영업외수익	(132)	(145)	(26)	(60)	(6)
금융수익	1,139	631	597	408	437
금융비용	1,592	1,124	1,296	467	443
기타영업외손익	321	349	674	0	0
관계기업관련손익	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	**(421)**	**34**	**578**	**958**	**1,440**
법인세비용	(69)	10	146	268	403
연결당기순이익	(352)	25	432	690	1,037
지배주주지분순이익	**(352)**	**25**	**432**	**690**	**1,037**
지배주주순이익률(%)	*(3.9)*	*0.2*	*3.0*	*4.4*	*6.5*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	8.8	32.3	20.5	9.5	0.6
영업이익 증가율	NM	NM	238.1	68.6	42.0
지배주주순이익 증가율	NM	NM	1,651.9	59.5	50.3
EPS 증가율	NM	NM	1,652.4	59.5	50.3
EBITDA 증가율	NM	NM	95.7	46.5	32.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**16,289**	**17,134**	**19,327**	**20,550**	**20,640**
유동자산	8,001	8,800	10,607	11,614	11,688
현금성자산	744	928	1,119	1,225	1,233
매출채권및기타채권	1,132	1,384	1,668	1,827	1,838
재고자산	1,377	1,310	1,579	1,729	1,740
비유동자산	8,289	8,334	8,720	8,936	8,952
투자자산	496	308	372	407	410
유형자산	6,237	6,452	6,452	6,452	6,452
무형자산	100	108	131	143	144
부채총계	**11,002**	**11,926**	**13,797**	**14,440**	**13,603**
유동부채	9,072	9,945	11,796	12,428	11,590
매입채무및기타채무	1,574	2,025	2,441	2,673	2,690
단기차입금및단기사채	1,385	960	1,010	1,060	1,110
유동성장기부채	60	600	1,139	1,679	2,219
비유동부채	1,930	1,981	2,001	2,012	2,013
사채	873	710	710	710	710
장기차입금및금융부채	737	1,174	1,174	1,174	1,174
자본총계	**5,288**	**5,207**	**5,530**	**6,110**	**7,037**
지배주주지분	5,288	5,207	5,530	6,110	7,037
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,123	3,123	3,123	3,123
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	845	773	1,205	1,895	2,932
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
순차입금	2,209	2,449	2,739	3,153	3,712

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	**71**	**169**	**271**	**77**	**(150)**
당기순이익	(352)	25	432	690	1,037
유형자산감가상각비	246	268	277	277	277
무형자산상각비	8	10	13	14	14
자산부채변동	344	(77)	(470)	(914)	(1,480)
기타	(175)	(57)	19	10	2
투자활동현금흐름	**(518)**	**(478)**	**(650)**	**(541)**	**(412)**
유형자산투자	(484)	(478)	(287)	(287)	(287)
유형자산매각	13	10	10	10	10
투자자산순증	(9)	29	(174)	(146)	(113)
무형자산순증	(29)	(36)	(35)	(26)	(15)
기타	(9)	(3)	(164)	(92)	(7)
재무활동현금흐름	**(933)**	**503**	**570**	**570**	**570**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(10)	(14)	570	570	570
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(923)	517	0	0	0
기타현금흐름	(14)	(10)	0	0	0
현금의증가	**(1,393)**	**184**	**191**	**106**	**8**
FCF	(440)	(205)	(95)	(221)	(437)

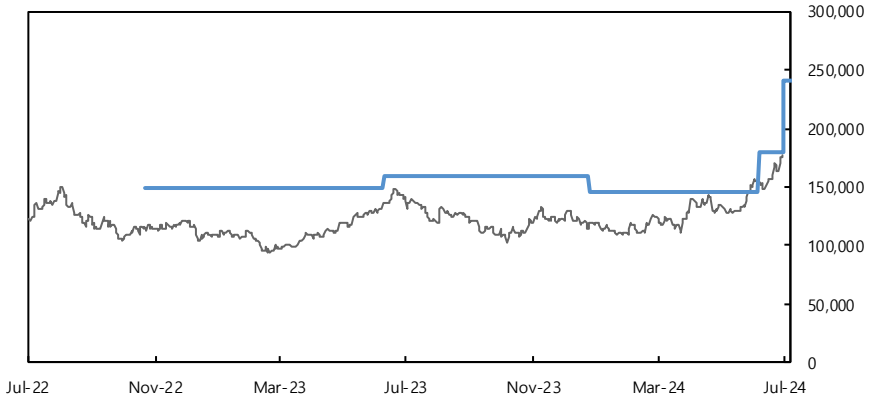
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(3,966)	278	4,872	7,771	11,679
BPS	59,566	58,660	62,293	68,826	79,267
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	(2.2)	0.1	2.4	3.5	5.0
ROE	(6.5)	0.5	8.1	11.9	15.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	208.1	229.0	249.5	236.3	193.3
차입금/자본총계비율(%)	65.1	73.2	79.2	81.1	78.5
이자보상배율(x)	(2.7)	1.4	4.1	6.0	7.6
순차입금/EBITDA(x)	-63.1	5.4	3.1	2.4	2.1
Valuation(x)					
PER	NM	464.0	36.4	22.8	15.2
최고	NM	538.5	38.0	23.8	15.8
최저	NM	329.1	22.1	13.9	9.2
PBR	1.9	2.2	2.8	2.6	2.2
최고	2.7	2.6	3.0	2.7	2.3
최저	1.6	1.6	1.7	1.6	1.4
PSR	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	NM	30.4	20.7	14.4	11.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
HD현대중공업 (329180)	2022.05.13	NR	–	–	–
	2022.11.16	매수	150,000원	–25.3	–9.3
	2023.07.05	매수	160,000원	–22.5	–7.6
	2024.01.19	매수	146,000원	–14.5	7.1
	2024.07.01	매수	180,000원	–10.1	–1.4
	2024.07.26	매수	242,000원	–	–



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 7월 26일 현재 HD현대중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 HD현대중공업 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 –15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.