

Company Analysis

HD한국조선해양 009540

Apr 26, 2024

HD현대삼호의 수익성 개선이 두드러짐

Buy 유지

TP 172,000 원 상향

Company Data

현재가(04/25)	127,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	129,400 원
52 주 최저가(보통주)	82,600 원
KOSPI (04/25)	2,628.62p
KOSDAQ (04/25)	853.26p
자본금	3,539 억원
시가총액	90,094 억원
발행주식수(보통주)	7,077 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	24.8 만주
평균거래대금(60 일)	299 억원
외국인지분(보통주)	27.15%
주요주주	
현대중공업지주 외 8 인	36.65%
국민연금공단	6.80%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	28.1	48.4
상대주가	6.6	15.1	40.5



조선/기계 안유동

HD한국조선해양 1분기 영업이익 시장예상치 상회

HD한국조선해양의 1분기 매출액은 5조 5,156억원(YoY +13.4%, QoQ -12.5%), 영업이익 1,602억원(OPM +2.9%) 기록. 매출액은 시장예상치인 매출액 5조 5,486억원에 부합하는 실적이었으나 영업이익은 시장예상치 1,396억원을 상회하는 실적 기록. 다만 일회성 요인을 제거한 영업이익은 1,111억원 수준.

HD현대삼호, 생각보다 빠르고 가파른 수익성 개선

자회사 중 HD현대삼호의 수익성 개선이 눈에 띄는 상황. HD현대삼호의 경우 HD현대중공업(매출 QoQ -12.5%)과 HD현대미포(QoQ -9.3%)와 다르게 조업일수 감소에도 불구하고 22년 이후 수주한 고선가 물량의 매출인식이 상대적으로 커 매출이 증가(1.7조원, QoQ +0.5%). 영업이익 역시 선가 상승 분 매출인식에 따른 손익 개선 효과 및 VLCC 대손 총당금 환입(260억원) 등으로 전분기 대비 73.7% 증가한 1,864억원(OPM +10.9%, 일회성 요인 제외해도 9.0%) 기록. HD현대중공업의 상선 부문과 비교해보자면 **1)이번 분기 실적에 22년 이후 수주한 물량의 매출인식 비중이 93%로 높았고(HD현대중공업 44%) 전체 매출에서 LNG선 매출 비중의 경우에도 HD현대중공업 37.7% 대비 HD현대삼호는 40.0%로 높았음.** 참고로 HD현대삼호의 LNG선 수주잔고는 카타르 물량(상대적 저수익성, HD현대중공업의 LNG선 수주잔고 중 절반 수준이 카타르 물량으로 추정됨)이 없는 상황이기에 1분기 반영된 LNG선 영업이익률이 HD현대중공업 대비 크게 우수했을 것으로 판단됨. 또한 **이번 분기 매출인식 된 컨테이너선의 경우에도 생각보다 수익성이 우수했던 것으로 추정됨.** 마지막으로 HD현대삼호의 도크가 타 조선사 대비 신형이라 구조나 동선 등이 상대적으로 효율적이어서 생산 효율성이 높아 수익성 향상에 추가로 일조했을 것으로 판단됨.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 172,000원으로 상향

HD한국조선해양에 대한 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 172,000원 상향. 목표주가는 24년 ~25년 평균 BPS에 국내 주요 조선사 12M Fwd PBR 평균 대비 40% 할인하여 산출.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	17,302	21,296	24,960	28,405	31,062
YoY(%)	11.7	23.1	17.2	13.8	9.4
영업이익(십억원)	-356	282	970	1,823	2,620
OP 마진(%)	-2.1	1.3	3.9	6.4	8.4
순이익(십억원)	-295	145	342	751	1,173
EPS(원)	-3,065	3,133	7,385	16,238	25,356
YoY(%)	적지	흑전	135.7	119.9	56.2
PER(배)	-23.1	38.6	17.2	7.8	5.0
PCR(배)	66.2	13.0	10.1	5.7	4.0
PBR(배) OBO Securities Research Center	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	116.5	13.8	6.9	4.0	2.5
ROE(%)	-2.2	2.3	5.1	10.4	14.3

[도표 1] HD 현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,632.9	3,064.4	2,853.5	3,413.1	2,986.7	3,559.2	3,335.4	3,673.6	11,963.9	13,554.9	15,084.6
YoY	31.5%	41.5%	29.5%	27.6%	13.4%	16.1%	16.9%	7.6%	32.3%	13.3%	11.3%
영업이익	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	49.8	73.4	93.7	178.6	238.2	698.1
OPM	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	1.4%	2.2%	2.6%	1.5%	1.8%	4.6%

자료: HD현대중공업, 교보증권 리서치센터

[도표 2] HD 현대미포 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	909.2	1,033.4	993.8	1,102.7	1,000.5	1,090.1	1,065.5	1,156.4	4,039.1	4,312.6	4,919.0
YoY	3.8%	10.5%	12.6%	7.8%	10.0%	5.5%	7.2%	4.9%	8.7%	6.8%	14.1%
영업이익	-27.4	-52.5	-7.9	-65.2	-11.0	-30.5	4.3	18.9	-152.9	-18.4	141.9
OPM	-3.0%	-5.1%	-0.8%	-5.9%	-1.1%	-2.8%	0.4%	1.6%	-3.8%	-0.4%	2.9%

자료: HD현대미포, 교보증권 리서치센터

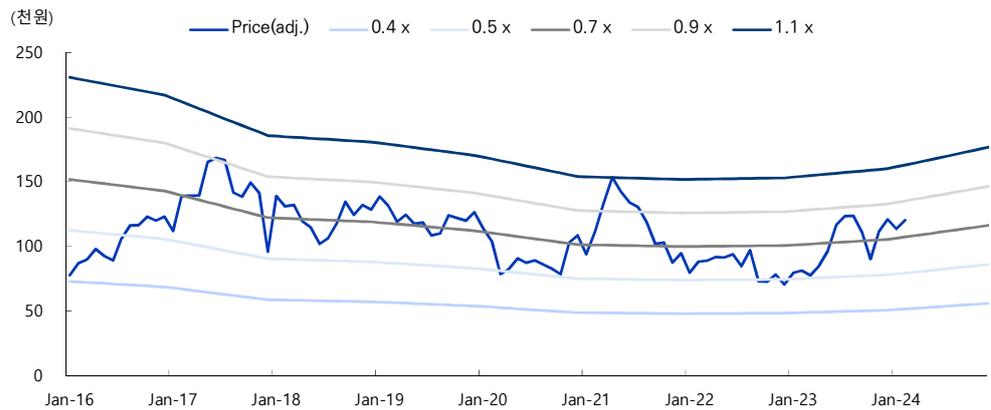
[도표 3] HD 현대삼호 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,390.0	1,548.4	1,323.8	1,696.5	1,705.6	1,760.1	1,832.4	1,761.5	5,958.7	7,059.6	8,350.1
YoY	41.9%	43.2%	17.7%	27.4%	22.7%	13.7%	38.4%	3.8%	31.9%	18.5%	18.3%
영업이익	57.6	62.1	74.6	107.3	186.4	161.9	172.2	172.3	301.7	692.9	923.3
OPM	4.1%	4.0%	5.6%	6.3%	10.9%	9.2%	9.4%	9.8%	5.1%	9.8%	11.1%

자료: HD현대삼호, 교보증권 리서치센터

[도표 4] HD 한국조선해양 12M Fwd PBR 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[HD한국조선해양 009540]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	17,302	21,296	24,960	28,405	31,062
매출원가	16,936	20,248	22,805	25,316	27,125
매출총이익	366	1,048	2,155	3,089	3,936
매출총이익률 (%)	2.1	4.9	8.6	10.9	12.7
판매비와관리비	722	766	1,185	1,266	1,316
영업이익	-356	282	970	1,823	2,620
영업이익률 (%)	-2.1	1.3	3.9	6.4	8.4
EBITDA	66	754	1,396	2,209	2,970
EBITDA Margin (%)	0.4	3.5	5.6	7.8	9.6
영업외손익	-76	-290	-508	-808	-1,035
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	2,167	1,229	1,192	1,188	1,228
금융비용	-2,838	-2,095	-2,049	-2,179	-2,323
기타	597	576	349	183	60
법인세비용차감전순이익	-431	-8	462	1,015	1,585
법인세비용	-136	-153	120	264	412
계속사업순이익	-295	145	342	751	1,173
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-295	145	342	751	1,173
당기순이익률 (%)	-1.7	0.7	1.4	2.6	3.8
비지배지분순이익	-78	-77	-181	-398	-621
지배지분순이익	-217	222	523	1,149	1,795
지배순이익률 (%)	-1.3	1.0	2.1	4.0	5.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-156	696	-3,105	13,854
포괄순이익	-260	-11	1,038	-2,354	15,027
비지배지분포괄이익	-58	-114	104	-235	1,503
지배지분포괄이익	-203	103	934	-2,119	13,525

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	462	2,082	1,485	2,149	2,586
당기순이익	-295	145	342	751	1,173
비현금항목의 가감	292	434	371	433	468
감가상각비	411	459	415	375	339
외환손익	0	0	-183	-183	-183
지분법평가손익	32	48	0	0	0
기타	-151	-74	139	240	312
자산부채의 증감	481	1,510	827	1,122	1,174
기타현금흐름	-16	-7	-55	-157	-229
투자활동 현금흐름	-1,339	-1,267	-827	-833	-840
투자자산	-11	-101	-88	-88	-88
유형자산	-667	-822	-600	-600	-600
기타	-662	-344	-139	-145	-152
재무활동 현금흐름	-977	-485	-508	-506	-503
단기차입금	0	0	14	14	14
사채	0	0	-35	-34	-32
장기차입금	0	0	15	15	15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	0	0	0
기타	-974	-482	-501	-501	-501
현금의 증감	-1,870	321	1,136	938	1,711
기초 현금	4,567	2,697	3,018	4,154	5,092
기말 현금	2,697	3,018	4,154	5,092	6,803
NOPLAT	-243	-5,084	718	1,349	1,939
FCF	-8	-3,925	1,371	2,256	2,863

자료: HD 한국조선해양, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	15,776	17,735	17,694	18,549	20,137
현금및현금성자산	2,697	3,018	4,154	5,092	6,803
매출채권 및 기타채권	1,016	1,452	1,657	1,835	1,974
재고자산	2,203	2,006	2,496	2,841	3,106
기타유동자산	9,859	11,259	9,387	8,781	8,253
비유동자산	14,108	14,507	14,785	15,104	15,460
유형자산	10,143	10,504	10,688	10,913	11,173
관계기업투자금	270	309	397	485	574
기타금융투자자산	885	667	660	654	647
기타비유동자산	2,810	3,028	3,040	3,052	3,066
자산총계	29,883	32,243	32,479	33,653	35,597
유동부채	15,033	17,498	17,074	16,801	16,490
매입채무 및 기타채무	2,913	3,204	3,369	3,656	3,877
차입금	635	926	940	954	968
유동성채무	1,806	1,294	1,275	1,255	1,237
기타유동부채	9,680	12,074	11,490	10,936	10,408
비유동부채	2,538	2,375	2,345	2,318	2,293
차입금	399	986	1,000	1,015	1,031
사채	1,038	710	674	641	609
기타비유동부채	1,101	679	670	662	654
부채총계	17,571	19,872	19,419	19,119	18,784
지배지분	9,715	9,904	10,456	11,636	13,461
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,468	2,460	2,460	2,460	2,460
이익잉여금	14,300	14,374	14,897	16,046	17,841
기타자본변동	-8,701	-8,608	-8,608	-8,608	-8,608
비지배지분	2,597	2,466	2,604	2,898	3,352
자본총계	12,312	12,370	13,060	14,534	16,814
총차입금	4,572	4,406	4,372	4,341	4,313

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-3,065	3,133	7,385	16,238	25,356
PER	-23.1	38.6	17.2	7.8	5.0
BPS	137,268	139,936	147,741	164,410	190,206
PBR	0.5	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	927	10,657	19,730	31,207	41,959
EV/EBITDA	116.5	13.8	6.9	4.0	2.5
SPS	244,472	300,908	352,676	401,359	438,891
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	-117	-55,454	19,375	31,881	40,446
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.7	23.1	17.2	13.8	9.4
영업이익 증가율	적지	흑전	243.6	87.9	43.8
순이익 증가율	적지	흑전	135.7	119.9	56.2
수익성					
ROIC	-5.7	-204.4	15.1	16.6	23.1
ROA	-0.8	0.7	1.6	3.5	5.2
ROE	-2.2	2.3	5.1	10.4	14.3
안정성					
부채비율	142.7	160.6	148.7	131.6	111.7
순차입금비율	15.3	13.7	13.5	12.9	12.1
이자보상배율	-2.1	1.5	5.0	9.5	13.8