

HD 한국조선해양 (009540/KS)

3분기 컨센서스 하회, 현대삼호중공업은 견조

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 135,000 원(하향)

현재주가: 96,900 원

상승여력: 39.3%



Analyst
한승한

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

Company Data

발행주식수	7,077 만주
시가총액	6,858 십억원
주요주주	
현대중공업지주(외10)	36.66%
국민연금공단	6.80%

Stock Data

주가(23/10/26)	96,900 원
KOSPI	2,299.08 pt
52주 최고가	129,400 원
52주 최저가	69,300 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 Review: 매출&영업이익 시장예상치 하회, 현대삼호중공업은 견조

3Q23 잠정실적은 연결 매출액 5 조 112 억원(-8.1%, QoQ), 영업이익 690 억원(-3.2%, QoQ)을 기록했다. 전 분기 대비 줄어든 조업일수 영향으로 조선 및 엔진기계 부문 매출규모 감소했으며, 영업이익은 시장예상치 1,621 억원을 크게 하회했다. HD 현대중공업의 해양부문의 매출 하락에 따른 고정비 미회수로 적자 지속되고 있으며, 조선 부문 공정 만회를 위한 비용 상승과 엔진기계 부문에서의 일회성 요인 약 400 억원이 부재했기 때문이다. 현대미포조선의 선종 Mix 개선 속도가 늦어지며 적자 지속된 점 또한 악영향으로 작용했으나, 현대삼호중공업의 이익개선 효과로 전분기와 유사한 수준의 영업이익 이어지며 흑자기조 지속되는 중이다. 순이익은 세법개정에 따른 법인세 환입 2,530 억원 반영되어 예상치를 큰 폭 상회한 3,370 억원을 기록했다.

시점은 각기 다르지만 좋아질 일만 남았다

1)현대삼호중공업은 '22 년에 수주한 고선가 매출 비중이 50%(LNGC 약 38%)를 넘어서는 중으로, 3사 중 가장 빠른 실적개선세 나타나며 동사의 흑자기조 유지를 계속 해서 견인할 예정이다. 2)현대미포조선은 1H24 까지 저가수주 물량 소화가 마무리되며 2H24 부터는 의미 있는 수준의 이익성장이 기대된다. 3)HD 현대중공업이 '22 년에 수주한 고선가 물량의 매출 비중이 3Q23 기준 약 10% 수준이나, 내년 하반기에는 약 70%까지 확대될 전망이다. 이번 카타르 2 차 LNGC 17 척은 척 당 약 2.3 억불로 최근 신조선가 대비 약 13% 낮은 수준이지만, 반복건조 효과로 충분한 수익성 확보가 가능할 것으로 예상된다. 조선 자회사들의 고선가 건조 물량의 본격적인 확대 시점은 각기 다르나 올해 하반기를 기점으로 점진적인 이익개선의 방향성은 동일하다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 135,000 원으로 하향

HD 한국조선해양에 대한 목표주가 기존 155,000 원에서 135,000 원으로 하향한다. 목표주가 변경의 근거는 COE 상향과 자회사 이익추정치 변경으로 BPS 를 조정한 결과이며, 12 개월 선행 BPS 160,330 원에 Target P/B 0.85 배를 적용하여 산출했다. 최근 주가하락으로 동사는 상승여력 39.3% 보유하며 투자의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	14,904	15,493	17,302	21,407	24,984	27,208
영업이익	십억원	74	-1,385	-356	295	1,314	1,942
순이익(지배주주)	십억원	-834	-929	-217	495	1,204	1,691
EPS	원	-11,781	-13,131	-3,065	6,989	17,008	23,895
PER	배	-9.2	-7.2	-23.1	13.9	5.7	4.1
PBR	배	0.7	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	23.0	-9.8	130.8	12.2	4.8	3.6
ROE	%	-7.4	-9.0	-2.2	4.9	11.0	13.7

HD 한국조선해양 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 후				변경 전				컨센서스			
	3Q23P	4Q23E	2023E	2024E	3Q23P	4Q23E	2023E	2024E	3Q23P	4Q23E	2023E	2024E
매출액	5,011	6,100	21,407	24,984	5,322	6,048	22,083	26,035	5374	5,945	21,959	25,369
영업이익	69	174	295	1,314	166	224	933	1677	162	224	493	1,485
영업이익률	1.4%	2.9%	1.4%	5.3%	3.1%	3.9%	2.1%	6.5%	3.0%	3.8%	2.2%	5.9%

자료: SK 증권 추정

HD 한국조선해양 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	4,842	5,454	5,011	6,100	5,989	6,370	5,890	6,734	17,302	21,407	24,984
YoY	23.9%	30.2%	17.5%	23.5%	23.7%	16.8%	17.5%	10.4%	11.7%	23.7%	16.7%
QoQ	-2.0%	12.6%	-8.1%	21.7%	-1.8%	6.4%	-7.5%	14.3%	-	-	-
영업이익	-19	71	69.0	174	258	243	341	473	-356	295	1,314
YoY	적지	흑전	-63.4%	48.5%	흑전	241.4%	393.9%	171.5%	적지	흑전	345.1%
QoQ	적전	흑전	-3.2%	152.2%	48.1%	-5.6%	40.1%	38.7%	-	-	-
영업이익률	-0.4%	1.3%	1.4%	2.9%	4.3%	3.8%	5.8%	7.0%	-2.1%	1.4%	5.3%

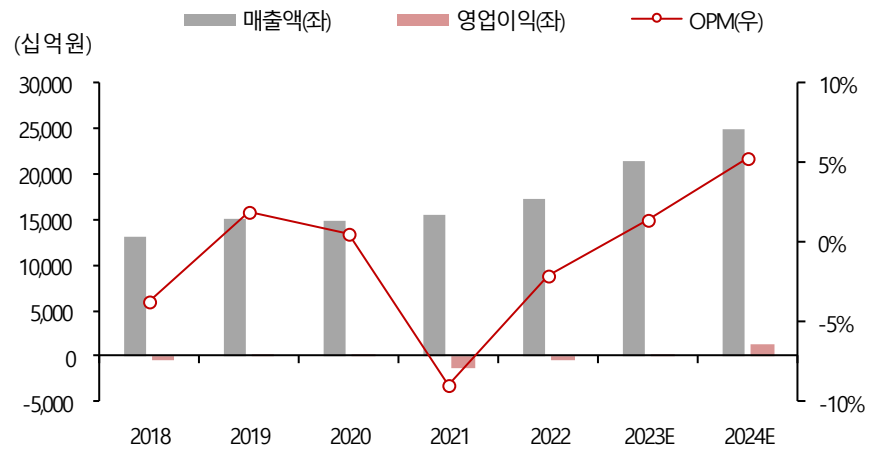
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd BPS	(A)	원	16,0330	
Target P/B	(B)	배	0.85	
주당주가가치	(C)	원	136,280	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	135,000	
현재주가	(E)	원	96,900	2023년 10월 26일 종가
상승여력	(F)	%	39.3%	(F) = (D-E)/(E)

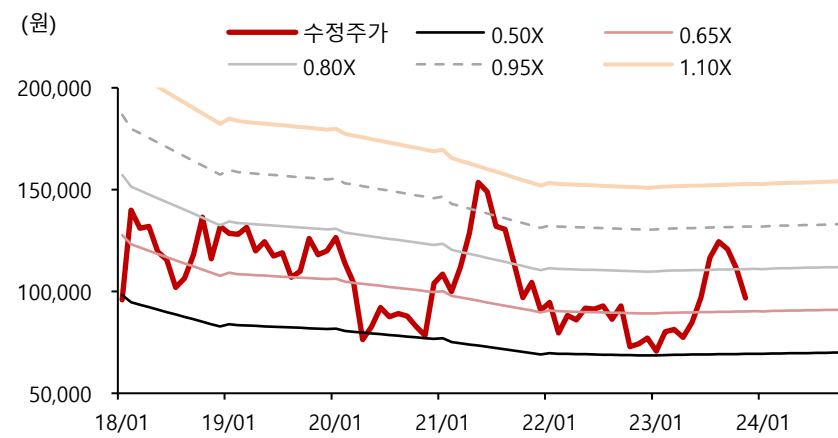
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



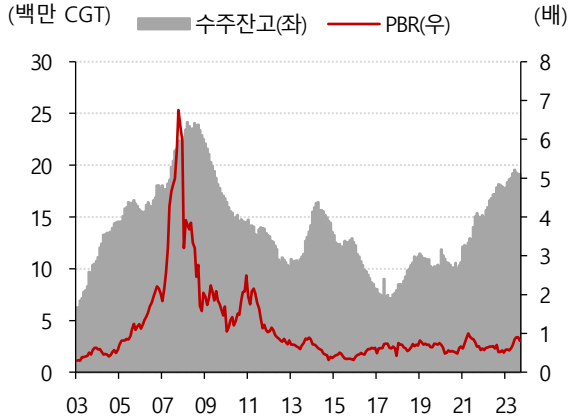
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 한국조선해양 PBR Band Chart



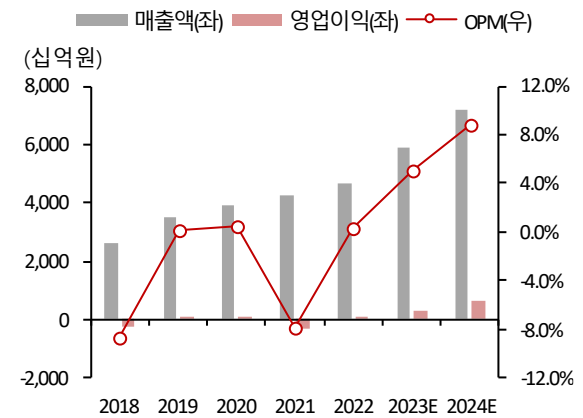
자료: Bloomberg, SK 증권

HD 한국조선해양 수주잔고 및 PBR 추이



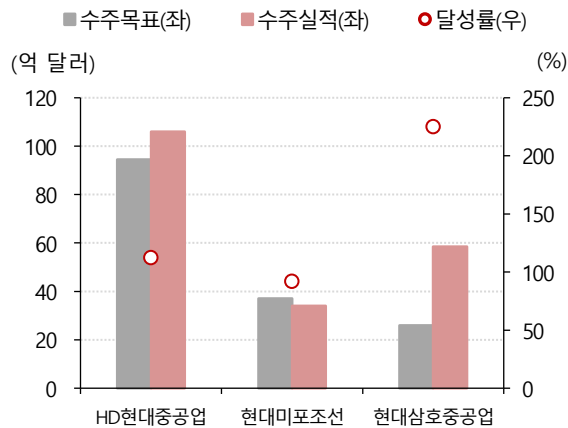
자료: Clarkson, Quantwise, SK 증권

현대삼호중공업의 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



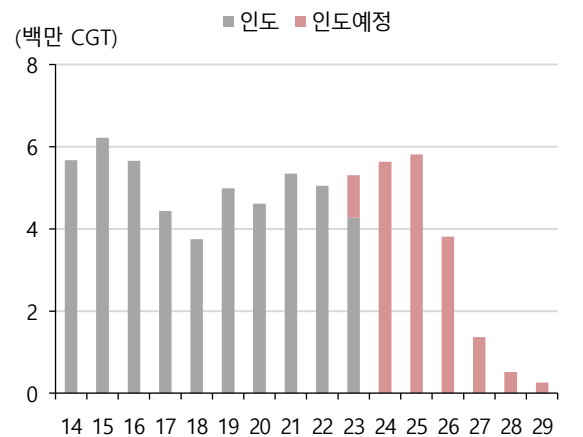
자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

HD 현대 조선 3 사 올해 수주목표 및 수주실적



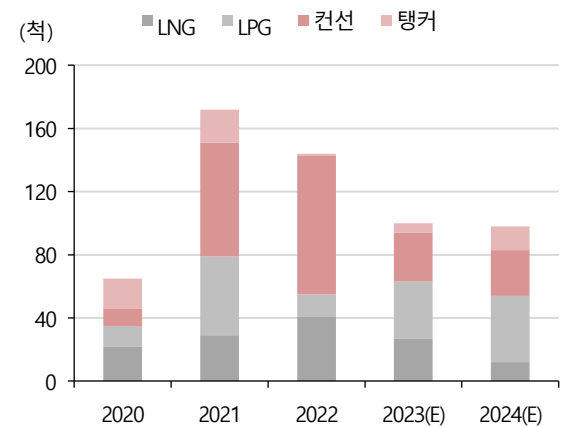
자료: Clarkson, 각 사, SK 증권

HD 한국조선해양 인도 및 인도예정 선박 규모



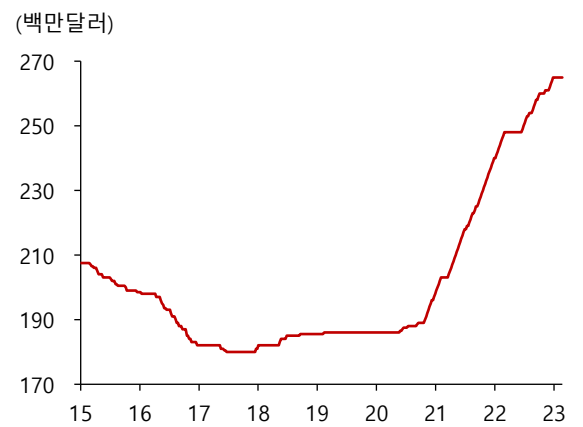
자료: Clarkson, SK 증권

HD 한국조선해양 주요 선종별 수주 척 수 및 전망



자료: Clarkson, HD 한국조선해양, SK 증권

174K-CBM LNG 운반선 선가 추이



자료: Clarkson, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	14,562	15,776	16,573	17,181	17,916
현금및현금성자산	4,567	2,697	3,732	3,643	3,310
매출채권 및 기타채권	1,065	1,016	1,115	1,183	1,242
재고자산	1,554	2,203	2,445	2,699	2,834
비유동자산	12,731	14,108	14,713	14,796	14,948
장기금융자산	540	1,293	1,096	1,186	1,270
유형자산	9,872	10,143	10,529	10,506	10,557
무형자산	134	164	173	161	151
자산총계	27,293	29,883	31,286	31,977	32,864
유동부채	11,286	15,033	16,439	16,551	16,217
단기금융부채	2,676	3,375	3,122	3,379	3,413
매입채무 및 기타채무	2,505	2,143	3,257	3,245	3,342
단기충당부채	1,750	1,271	376	387	399
비유동부채	3,593	2,538	2,065	1,701	1,725
장기금융부채	3,117	2,129	1,629	1,220	1,212
장기매입채무 및 기타채무	9	9	10	10	10
장기충당부채	319	322	341	376	410
부채총계	14,879	17,571	18,505	18,252	17,942
지배주주지분	9,857	9,715	10,341	11,536	13,085
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,401	2,468	2,462	2,462	2,462
기타자본구성요소	-8,697	-8,703	-8,609	-8,609	-8,609
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	14,467	14,300	14,776	15,938	17,487
비지배주주지분	2,557	2,597	2,440	2,189	1,837
자본총계	12,414	12,312	12,781	13,725	14,922
부채와자본총계	27,293	29,883	31,286	31,977	32,864

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	902	460	1,530	748	699
당기순이익(손실)	-1,141	-295	350	953	1,339
비현금성항목등	233	292	391	807	840
유형자산감가상각비	394	411	463	543	548
무형자산상각비	5	10	12	12	11
기타	-166	-129	-84	252	281
운전자본감소(증가)	1,795	481	616	-748	-953
매출채권및기타채권의감소(증가)	-48	39	-6	-68	-59
재고자산의감소(증가)	-400	-645	-238	-254	-135
매입채무및기타채무의증가(감소)	686	-430	313	-12	97
기타	1,557	1,517	548	-413	-856
법인세납부	0	-19	179	-253	-451
투자활동현금흐름	281	-1,209	-49	-613	-513
금융자산의감소(증가)	184	-652	954	-28	-48
유형자산의감소(증가)	-354	-643	-810	-520	-600
무형자산의감소(증가)	-23	-39	-21	0	0
기타	474	125	-171	-65	135
재무활동현금흐름	-189	30	-941	-194	-116
단기금융부채의증가(감소)	0	0	121	257	34
장기금융부채의증가(감소)	-19	-21	-959	-409	-8
자본의증가(감소)	0	67	-6	0	0
배당금지급	-4	-3	-3	-42	-141
기타	-166	-14	-94	0	0
현금의 증가(감소)	864	-1,870	1,034	-89	-333
기초현금	3,703	4,567	2,697	3,732	3,643
기말현금	4,567	2,697	3,732	3,643	3,310
FCF	548	-184	720	228	99

자료 : HD한국조선해양, SK증권

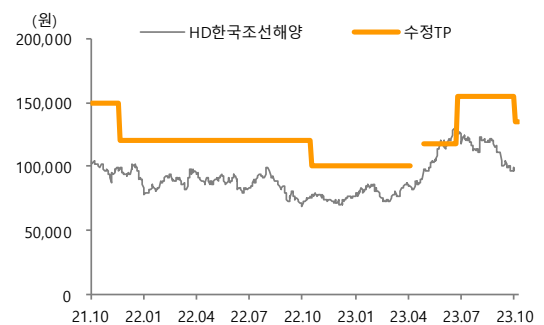
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	15,493	17,302	21,407	24,984	27,208
매출원가	16,010	16,936	20,232	22,679	24,052
매출총이익	-517	366	1,175	2,305	3,156
매출총이익률(%)	-3.3	2.1	5.5	9.2	11.6
판매비와 관리비	868	722	880	990	1,214
영업이익	-1,385	-356	295	1,314	1,942
영업이익률(%)	-8.9	-2.1	1.4	5.3	7.1
비영업손익	-247	-76	-118	-108	-152
순금융손익	-115	-32	-20	-10	-76
외환관련손익	232	171	266	322	246
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	1	0
세전계속사업이익	-1,632	-431	177	1,206	1,790
세전계속사업이익률(%)	-10.5	-2.5	0.8	4.8	6.6
계속사업법인세	-491	-136	-174	253	451
계속사업이익	-1,141	-295	350	953	1,339
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,141	-295	350	953	1,339
순이익률(%)	-7.4	-1.7	1.6	3.8	4.9
지배주주	-929	-217	495	1,204	1,691
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.0	-1.3	2.3	4.8	6.2
비지배주주	-212	-78	-144	-251	-352
총포괄이익	-1,047	-260	394	986	1,339
지배주주	-830	-203	357	847	1,150
비지배주주	-217	-58	37	139	188
EBITDA	-986	66	771	1,869	2,501

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	4.0	11.7	23.7	16.7	8.9
영업이익	적전	적지	흑전	345.1	47.8
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	582.1	48.4
EBITDA	적전	흑전	1,075.0	142.4	33.8
EPS	적지	적지	흑전	143.4	40.5
수익성 (%)					
ROA	-4.3	-1.0	1.1	3.0	4.1
ROE	-9.0	-2.2	4.9	11.0	13.7
EBITDA마진	-6.4	0.4	3.6	7.5	9.2
안정성 (%)					
유동비율	129.0	104.9	100.8	103.8	110.5
부채비율	119.9	142.7	144.8	133.0	120.2
순차입금/자기자본	3.1	8.0	0.7	0.0	2.1
EBITDA/이자비용(배)	-5.5	0.4	3.6	9.5	19.2
배당성향	0.0	0.0	8.6	11.7	14.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-13,131	-3,065	6,989	17,008	23,895
BPS	139,419	137,417	146,267	163,142	185,039
CFPS	-7,497	2,886	13,711	24,840	31,793
주당 현금배당금	0	0	600	2,000	3,500
Valuation지표 (배)					
PER	-7.2	-23.1	13.9	5.7	4.1
PBR	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5
PCR	-12.6	24.5	7.1	3.9	3.0
EV/EBITDA	-9.8	130.8	12.2	4.8	3.6
배당수익률	0.0	0.0	0.6	2.1	3.6

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%
2021.08.20	매수	150,000원	6개월	-31.48%	-20.33%



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 (2023년 10월 27일 기준)

매수	94.90%	중립	5.10%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------