

2024. 7. 8



▲ **조선/기계**

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **200,000 원**

현재주가 (7.5) **148,800 원**

상승여력 **34.4%**

KOSPI 2,862.23pt

시가총액 132,094억원

발행주식수 8,877만주

유동주식비율 21.29%

외국인비중 9.41%

52주 최고/최저가 156,400원/102,100원

평균거래대금 398.6억원

주요주주(%)

에이치디한국조선해양 외 1 인 75.03

국민연금공단 6.38

주가상승률(%)

1개월 16.0 6개월 23.0 12개월 9.4

절대주가 9.0 10.8 -1.4

주가그래프



HD현대중공업 329180

2Q24 Preview: 2 분기 실적에 대한 높아진 기대감, 높아지는 적정주가

- ✓ 영업이익 컨센서스를 상회하는 호실적을 기대하는 2분기
- ✓ 2분기 매출액 3조 4,766억원(+13.5% YoY, +16.4% QoQ), 2분기 영업이익 1,810억원(+164.1% YoY, +751.2% QoQ) 추정
- ✓ 2026년 기준으로 적정주가를 200,000원으로 상향 조정
ROE 18.4% x BPS 87,385원으로 적정주가 도출. 적정 멀티플은 2.2배

예상 영업이익 1,810억원 vs 컨센서스 936억원

2분기 추정치의 경우, 매출액은 3조 4,766억원이며 전년동기대비 13.5%, 전분기대비 16.4% 성장한다고 추정한다. 영업이익은 1,810억원이며 전년동기대비 164.1%, 전분기대비 751.2%의 급증을 예상한다. 영업이익률은 +5.2%이며 전년동기대비 3.0%p, 전분기대비 4.5%p의 개선을 기대한다. 우호적인 원/달러 환율 상황과 건조 선가지표의 상승세 유지로 인해 실적 성장을 이어가고 있다.

해양·플랜트는 공정 스케줄의 저점을 지나는 중

해양·플랜트 사업부의 2분기 영업적자는 205억원으로 추정하며, 1분기 총당금 발생으로 776억원의 영업적자를 기록했던 상황보다는 나아진다. 흑자전환의 시기는 2025년 3분기로 예상한다. 적자의 원인이 물량 축소에 따른 고정비 부담이기 때문에, 주요 해양 공사들의 공정 스케줄 저점인 2024년 말 이후 회복을 예상한다. 중대 재해가 발생했던 Shenandoah FPS 공사에 대한 선주사와의 협의는 진행 중이며, 2024년 내 인도가 가능할 경우 기 설정한 총당금의 일부 환입도 기대한다.

이제는 2026년의 기대감이 반영될 시점

2026년 ROE원 18.4%, BPS 87,385원을 감안하여 적정주가를 200,000원으로 상향 조정한다. 수주산업이며 리드타임이 긴 특성상 2026년의 실적을 기반으로 적정주가를 산정한다. 적정 멀티플은 Implied PBR 2.2배이며, 2026년 BPS 추정치가 전년 대비 20.2% 상승한다는 실적 성장을 예상하며 적정주가를 상향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	9,045.5	-289.2	-352.1	-3,966	적지	59,566	-29.2	1.9	-358.7	-6.5	208.1
2023	11,963.9	178.6	24.7	278	흑전	58,660	463.9	2.2	30.4	0.5	229.0
2024E	13,419.1	610.8	403.2	4,542	1,533.2	63,129	32.8	2.4	16.8	7.5	215.6
2025E	15,088.5	1,250.8	848.1	9,553	110.3	72,683	15.6	2.0	9.3	14.1	196.2
2026E	17,825.3	1,860.3	1,305.2	14,702	53.9	87,385	10.1	1.7	6.0	18.4	188.7

(십억원)	2Q24E	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,476.6	3,064.4	13.5	2,987.7	16.4	3,286.4	5.8
영업이익	181.0	68.5	164.1	21.3	751.2	93.6	93.4
세전이익	151.0	33.4	351.3	29.4	413.5	78.9	91.3
지배순이익	113.2	24.1	370.4	28.6	295.6	56.9	99.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

조선 사업부의 경우, 매출액은 2조 6,506억원(+34.6% YoY, +23.0% QoQ), 영업이익은 1,242억원(+279.7% YoY, +55.6% QoQ), 영업이익률은 +4.7%(+3.0%p YoY, +1.0%p QoQ)로 추정한다. 메리츠에서 산출하는 HD현대중공업의 2분기 건조선가지표는 151.7p(+11.9% YoY, +3.4% QoQ) 수준으로 상승을 이어가고 있다.

2분기 중 인도한 선박은 LNG선 4척, 컨테이너선 5척, 기타 선종 1척으로 추정한다. 당시 수주했던 174,000CBM급 LNG선은 1.9~2.1억달러 수준이었는데, 현재 신조선가는 2.6억달러 수준이다. 13,500TEU급 컨벤셔널 컨테이너선의 선가는 당시 1.3억달러 수주했는데, 현재 신조선가는 1.5억달러 수준이다.

해양플랜트 사업부의 경우, 매출액은 1,374억원(-50.7% YoY, +22.2% QoQ), 영업적자 205억원(적자 지속), 영업이익률 -14.9%로 추정한다. 미얀마 SHWE 플랫폼은 마무리 수순이며, Woodside FPU, Ruya's 해상플랫폼의 본격 공정은 2025년 이후이다.

엔진기계 사업부의 경우, 매출액은 6,886억원(-13.5% YoY, -2.0% QoQ), 영업이익 773억원(-39.0% YoY, +1.7% QoQ), 영업이익률 +11.2%로 추정한다. HD현대그룹형 엔진 납품량이 2분기에 일시적으로 소폭 감소한다고 추정하기에 매출액 감소가 있을 순 있으나, 3분기부터는 납품량 회복이 가능하며 또한 건조선가에 비례한 엔진 단가 효과를 기대한다.

선종	사이즈	단위	선주	대체연료	스크러버	인도일	계약일	수주 선가 (억달러)	동형 선박의 현재 신조선가 (억달러)
LNG	174,000	cu.m.	Capital Product	LNG Capable		2024-05	2021-11	2.1	2.6
LNG	174,000	cu.m.	Hyundai LNG Shipping	LNG Capable		2024-04	2021-07	2.0	2.6
LNG	200,000	cu.m.	Dynagas Ltd	LNG Capable		2024-04	2021-05	2.0	2.6 + a
LNG	174,000	cu.m.	Hyundai LNG Shipping	LNG Capable		2024-05	2021-04	1.9	2.6
Container	8,002	TEU	MSC	LNG Ready	Fitted	2024-06	2022-03	1.3	1.2
Container	8,002	TEU	MSC	LNG Ready	Fitted	2024-04	2022-03	1.3	1.2
Container	15,150	TEU	Maersk	Methanol		2024-05	2021-08	1.8	1.9
Container	13,792	TEU	HMM	LNG Ready	Fitted	2024-05	2021-06	1.3	1.5
Container	13,792	TEU	HMM	LNG Ready	Fitted	2024-05	2021-06	1.3	1.5

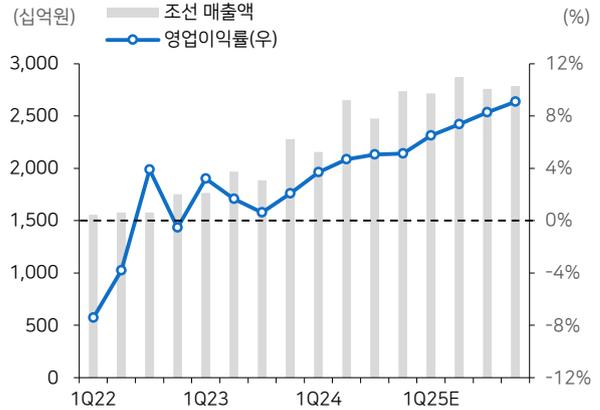
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림1 HD현대중공업의 분기 실적 추이 및 전망



자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 조선사업부의 분기 실적 추이 및 전망



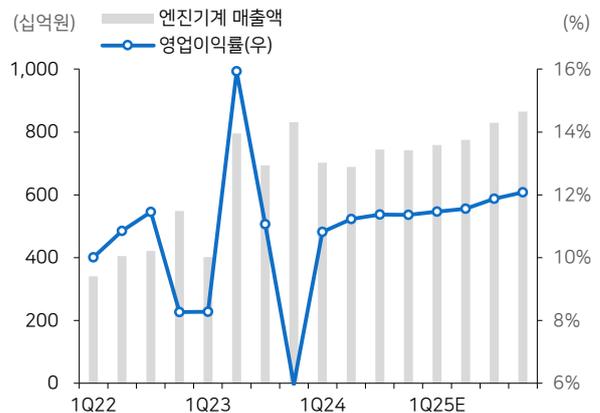
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해양플랜트사업부의 분기 실적 추이 및 전망



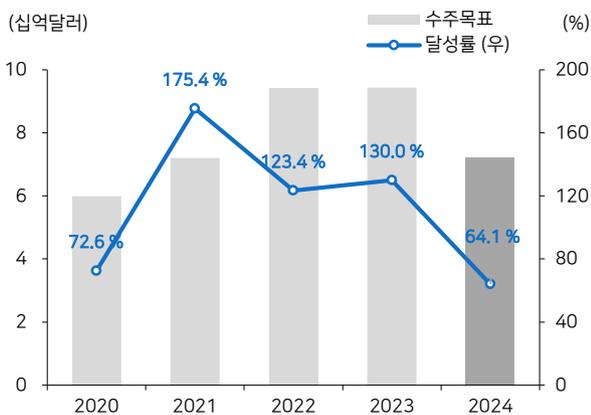
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 엔진기계사업부의 분기 실적 추이 및 전망



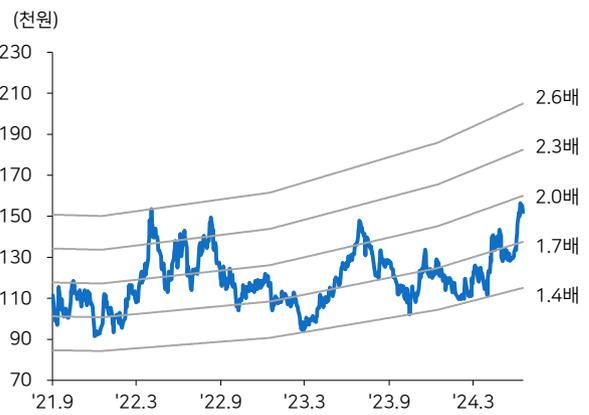
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림5 HD현대중공업 수주 및 수주목표 달성률 현황



주: 상선+특수선+해양 합산 기준
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림6 24개월 선행 PBR 밴드 차트



주: 2025년, 2026년 BPS 추정치 기준
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원달러	1,2756	1,3147	1,3110	1,3208	1,3285	1,3426	1,3567	1,3600	1,3500	1,3400	1,3400	1,3300	1,2904	1,3055	1,3469	1,3400	1,3300
Y0Y	59%	44%	-20%	-28%	41%	21%	35%	30%	16%	-02%	-12%	-22%	131%	12%	32%	-05%	-07%
건조산가지표(p)	131.8	135.5	140.3	143.9	146.8	151.7	155.1	157.4	160.5	162.3	164.0	166.3	129.5	137.9	152.7	163.3	172.7
Y0Y	2.3%	4.9%	7.9%	10.6%	11.4%	11.9%	10.5%	9.4%	9.4%	7.0%	5.7%	5.7%	0.1%	6.5%	10.8%	6.9%	5.8%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	772.6	755.9	739.1	722.3	705.5	688.7	672.0	896.2	833.4	764.3	697.1	655.2
Y0Y	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-7.6%	-9.8%	-7.1%	-8.5%	-8.7%	-8.9%	-9.1%	0.5%	-7.0%	-8.3%	-8.8%	-6.0%
매출액	26329	30644	28535	34131	29877	34766	33420	36127	35866	38037	38192	38790	90455	119639	134191	150885	178253
Y0Y	31.5%	41.5%	29.5%	27.6%	13.5%	13.5%	17.1%	5.8%	20.0%	9.4%	14.3%	7.4%	13.1%	32.3%	12.2%	12.4%	18.1%
조선사업부																	
매출액	1,766.1	1,968.6	1,886.5	2,280.3	2,155.1	2,650.6	2,476.8	2,737.5	2,714.9	2,873.0	2,759.7	2,785.5	6,467.1	7,901.5	10,019.9	11,133.1	12,641.3
영업이익	56.8	32.7	11.8	47.5	79.8	124.2	125.0	140.3	176.5	211.4	228.7	253.2	-123.6	148.8	469.3	869.7	1,287.6
영업이익률	3.2%	1.7%	0.6%	2.1%	3.7%	4.7%	5.0%	5.1%	6.5%	7.4%	8.3%	9.1%	-1.9%	1.9%	4.7%	7.8%	10.2%
해양플랜트사업부																	
매출액	460.4	278.8	253.7	276.7	112.5	137.4	121.3	133.3	113.2	155.7	230.3	228.6	785.2	1,269.6	504.6	727.7	1,434.2
영업이익	-83.3	-31.0	-27.5	104.6	-77.6	-20.5	-14.3	-11.5	-6.1	-3.5	2.1	9.3	-152.8	-37.2	-123.8	1.7	103.6
영업이익률	-18.1%	-11.1%	-10.8%	37.8%	-69.0%	-14.9%	-11.8%	-8.6%	-5.4%	-2.3%	0.9%	4.1%	-19.5%	-2.9%	-24.5%	0.2%	7.2%
엔진기계사업부																	
매출액	401.6	795.8	694.0	831.7	702.6	688.6	743.9	741.9	758.6	775.0	829.2	864.9	1,715.1	2,723.1	2,877.0	3,227.7	3,749.7
영업이익	33.2	126.8	76.8	49.6	76.0	77.3	84.6	84.3	86.9	89.6	98.4	104.5	171.6	286.4	322.2	379.5	469.0
영업이익률	8.3%	15.9%	11.1%	6.0%	10.8%	11.2%	11.4%	11.4%	11.5%	11.6%	11.9%	12.1%	10.0%	10.5%	11.2%	11.8%	12.5%
영업이익	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	181.0	195.3	213.2	257.3	297.4	329.2	367.0	-289.2	178.6	610.8	1,250.8	1,860.3
Y0Y	적지	흑전	-10.0%	525.2%	흑전	164.1%	1413.3%	53.7%	1109.9%	64.3%	68.5%	72.2%	적지	흑전	241.9%	104.8%	48.7%
영업이익률	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	5.2%	5.8%	5.9%	7.2%	7.8%	8.6%	9.5%	-3.2%	1.5%	4.6%	8.3%	10.4%
세전이익	-26.7	33.4	-13.4	41.0	29.4	151.0	165.3	183.2	227.3	267.4	299.1	337.0	-421.5	34.4	528.8	1,130.8	1,740.2
Y0Y	적지	흑전	적전	흑전	흑전	351.3%	흑전	346.7%	673.1%	77.1%	81.0%	84.0%	적지	흑전	1439.0%	113.8%	53.9%
당기순이익	-20.6	24.1	-9.8	31.0	28.6	113.2	124.0	137.4	170.5	200.5	224.4	252.7	-352.1	24.7	403.2	848.1	1,305.2
Y0Y	적지	흑전	적전	흑전	흑전	370.4%	흑전	343.1%	495.5%	77.1%	81.0%	84.0%	적지	흑전	1533.1%	110.3%	53.9%

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

	2023	2024E	2025E	2026E
ROE(%)	0.5	7.5	14.1	18.4
COE(%)	7.8	8.0	8.2	8.2
RiskFree	3.7	3.2	2.8	2.8
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta	0.7	0.8	0.9	0.9
BPS(원)	58,660	63,129	72,683	87,385
적정 멀티플 = (ROE-g)/COE-g				2.2
Fair Value(원)				200,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,045.5	11,963.9	13,419.1	15,088.5	17,825.3
매출액증가율(%)	8.8	32.3	12.2	12.4	18.1
매출원가	8,882.6	11,309.1	11,949.3	12,781.5	14,717.2
매출총이익	162.9	654.9	1,469.8	2,307.0	3,108.0
판매관리비	452.0	476.2	859.0	1,056.2	1,247.8
영업이익	-289.2	178.6	610.8	1,250.8	1,860.3
영업이익률(%)	-3.2	1.5	4.6	8.3	10.4
금융손익	-452.3	-493.0	-684.7	-51.6	-20.7
중속/관계기업손익	-1.4	-0.0	-0.2	-0.0	-0.0
기타영업외손익	321.5	348.7	603.0	-68.4	-99.3
세전계속사업이익	-421.5	34.4	528.8	1,130.8	1,740.2
법인세비용	-69.4	9.7	125.6	282.7	435.1
당기순이익	-352.1	24.7	403.2	848.1	1,305.2
지배주주지분 순이익	-352.1	24.7	403.2	848.1	1,305.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,000.9	8,799.7	9,333.9	10,758.3	13,966.6
현금및현금성자산	744.2	928.0	1,027.4	1,871.5	3,278.6
매출채권	877.6	1,099.1	1,163.4	1,249.2	1,515.4
재고자산	1,377.1	1,309.8	1,386.4	1,488.6	1,805.9
비유동자산	8,288.5	8,333.9	8,350.9	8,356.4	8,427.7
유형자산	6,237.4	6,452.1	6,460.4	6,453.4	6,462.1
무형자산	100.5	108.4	103.1	92.4	82.8
투자자산	495.8	308.4	325.8	349.0	421.1
자산총계	16,289.4	17,133.6	17,684.8	19,114.7	22,394.3
유동부채	9,072.0	9,945.0	10,319.5	10,973.8	13,004.7
매입채무	924.8	1,298.9	1,374.8	1,476.2	1,790.8
단기차입금	1,384.7	960.4	460.2	420.2	380.2
유동성장기부채	60.0	599.7	983.9	1,023.9	1,063.9
비유동부채	1,929.6	1,981.2	1,761.1	1,688.7	1,632.2
사채	873.3	709.9	896.6	856.6	816.6
장기차입금	285.7	859.0	379.0	339.0	299.0
부채총계	11,001.6	11,926.2	12,080.6	12,662.5	14,636.9
자본금	443.9	443.9	443.9	443.9	443.9
자본잉여금	3,118.4	3,123.2	3,122.5	3,122.5	3,122.5
기타포괄이익누계액	881.8	869.2	851.7	851.7	851.7
이익잉여금	845.4	772.8	1,187.8	2,035.8	3,341.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,287.8	5,207.4	5,604.2	6,452.3	7,757.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	71.2	168.8	873.7	1,196.6	1,764.1
당기순이익(손실)	-352.1	24.7	403.2	848.1	1,305.2
유형자산상각비	246.4	268.0	283.2	285.0	285.2
무형자산상각비	7.9	10.1	11.8	10.7	9.6
운전자본의 증감	343.9	-77.5	229.1	52.9	164.1
투자활동 현금흐름	-517.9	-477.9	-124.9	-301.2	-366.1
유형자산의증가(CAPEX)	-484.5	-478.2	-318.4	-278.0	-294.0
투자자산의감소(증가)	-295.4	187.4	-17.6	-23.2	-72.1
재무활동 현금흐름	-932.8	502.8	-645.0	-51.3	9.2
차입금의 증감	-346.1	369.3	-320.1	-51.3	9.2
자본의 증가	0.0	4.9	-0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,393.2	183.9	99.3	844.1	1,407.1
기초현금	2,137.4	744.2	928.0	1,027.4	1,871.5
기말현금	744.2	928.0	1,027.4	1,871.5	3,278.6

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	101,894	134,770	151,161	169,967	200,796
EPS(지배주주)	-3,966	278	4,542	9,553	14,702
CFPS	-2,619	3,570	9,508	16,650	23,157
EBITDAPS	-393	5,145	10,203	17,421	24,276
BPS	59,566	58,660	63,129	72,683	87,385
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-29.2	463.9	32.8	15.6	10.1
PCR	-44.3	36.1	15.7	8.9	6.4
PSR	1.1	1.0	1.0	0.9	0.7
PBR	1.9	2.2	2.4	2.0	1.7
EBITDA(십억원)	-34.9	456.7	905.7	1,546.5	2,155.1
EV/EBITDA	-358.7	30.4	16.8	9.3	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.5	0.5	7.5	14.1	18.4
EBITDA 이익률	-0.4	3.8	6.7	10.2	12.1
부채비율	208.1	229.0	215.6	196.2	188.7
금융비용부담률	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(x)	-2.7	1.4	5.0	12.3	18.2
매출채권회전율(x)	10.5	12.1	11.9	12.5	12.9
재고자산회전율(x)	7.9	8.9	10.0	10.5	10.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HD 현대중공업 (329180) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

