

2024. 7. 26



▲ **조선/기계**

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 210,000 원

현재주가 (7.25) 177,500 원

상승여력 18.3%

KOSPI 2,710.65pt

시가총액 157,572억원

발행주식수 8,877만주

유동주식비율 21.29%

외국인비중 9.60%

52주 최고/최저가 177,500원/102,100원

평균거래대금 423.4억원

주요주주(%)

에이치디한국조선해양 외 1 인 75.03

국민연금공단 6.38

주가상승률(%)

1개월 18.4 6개월 48.0 12개월 25.4

절대주가 21.2 34.9 22.0

주가그래프



HD현대중공업 329180

2Q24 Review:

놀라운 상선 수익성과 균함에 대한 신중한 접근

- ✓ 상선 부문의 영업이익률이 +7.0%로 개선되면서 low → high 점프
- ✓ 특수선 부문 매출액 4,002억원 기록하며 전년대비 366.4% 성장
 - 환태평양 방산 벨트 진출을 위해 신중한 접근 중
- ✓ 해양 부문은 일회성 없이 영업적자 270억원 기록. 바닥을 다지는 중
- ✓ 엔진기계는 계절성으로 외형 성장 & 고수익성 지속

영업이익 컨센서스를 74.9% 초과하는 서프라이즈

2분기 매출액 3조 8,840억원(+26.7% YoY, +30.0% QoQ), 영업이익 1,956억원 (+185.5% YoY, +818.3% QoQ), 영업이익률 +5.0%(+2.8%p YoY, +4.3%p QoQ)를 공시했다. 1) 조선 사업부 생산 안정화, 2) 특수선 부문 매출 증가, 3) Shenadoah FPS 공사의 원활한 진행 등으로 외형 성장을 기록했다. 매출액 증가에 따라 영업레버리지 효과도 발생하며 수익성에서도 서프라이즈를 경험했다.

수익 개선세 자신 & 균함에 대한 신중한 접근

상선부문의 영업이익률이 +7.0%로 급등하는 등 2분기부터 생산 안정화 및 가속화로 인한 영업레버리지 효과가 본격화 됐다. 2025년 4분기에는 +10.1%의 영업이익률을 기대한다. 2025년부터 카타르에게 수주한 상대적으로 낮은 가격의 LNG선 물량 비중이 확대를 반영한 추정이다.

MSRA 취득을 발표하며 기대를 모으고 있는 미국 함정 MRO 사업 중 초기 수주건에 대해서는 보수적인 의견을 발표했다. 지원함 중심의 초기 사업에 대해서는 수익성이 기존 상선 도크를 할애할 정도에는 못 미친다는 판단 때문이다. 대신, KDDX(한국형 차기 구축함) 상세설계 및 선도함, 울산급 배치 IV 호위함 1, 2번함 건조 사업, 호주 호위함 사업, 필리핀, 페루 등 '환태평양 방산 벨트'에 집중하는 HD현대중공업의 전략에 공감한다.

균함 사업의 실적이 온전히 반영되기 직전인 2026년 실적을 기준으로, 적정주가 210,000만원으로 상향

(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	14,575.5	720.3	515.5	5,807	1,988.2	64,395	30.6	2.8	17.4	9.4	227.5
2025E	15,979.9	1,354.5	925.9	10,430	79.6	74,825	17.0	2.4	10.1	15.0	195.5
2026E	18,011.5	1,866.5	1,309.9	14,756	41.5	89,580	12.0	2.0	7.1	18.0	184.1

특수선 부문 매출액 급증에 대한 추정

특수선 부문 매출액이 4,002억원(+366.4% YoY, +120.9% QoQ)으로 급증했다. KDX-III Batch-II 1, 2번함과 울산급 Batch-III 1, 2번함, 필리핀에서 발주한 수상함 등의 공정이 중첩되는 효과로 추정한다. 증가한 레벨의 매출액 수준이 2025년까지 지속될 전망이며, 추가 사업 확대는 2026년 이후 성장에 대한 기대감이다.

KDX-III Batch-II 1번함(정조대왕함)은 2024년 11월 취역 예정이며, 2번함은 예상 진수 스케줄이 2024년말임을 감안하면 본격적인 공정인식이 진행됨을 예상한다. 울산급 Batch-III 선도함(충남함)은 2024년말 취역 예상하는 호위함이다. 필리핀으로부터 수주한 2척의 3,200톤급 초계함 중 1번함은 2분기 중 진수했으며, 2번함은 12월에 진수 예정이다.

해양플랜트 부문 환입 가능성은 2025년으로

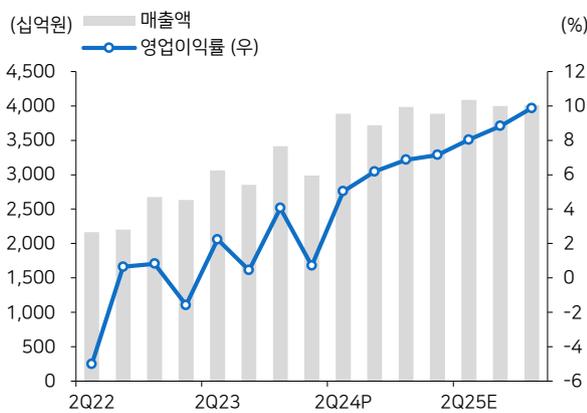
지난 1분기 해양공사에서 발생한 중대재해 및 인도지연으로 인한 L/D(지체상금) 충당금 환입 가능성은 2025년으로 이연 됐다. 해당 Shenandoah FPS의 출항 예정은 2024년 12월 24일이며, 출항 이후 고객과의 C/O(Change Order)를 논의할 예정이라고 밝혔다.

표1 HD현대중공업 2Q24 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	3,884.0	3,064.4	26.7	2,987.7	30.0	3,256.1	19.3	3,476.6	11.7
영업이익	195.6	68.5	185.5	21.3	818.3	111.9	74.9	181.0	8.1
세전이익	202.0	33.4	504.8	29.4	587.1	76.7	163.5	151.0	33.8
지배순이익	154.1	24.1	539.4	28.6	438.8	59.5	159.1	113.2	36.1
영업이익률(%)	5.0	2.2	-	0.7	-	3.4	-	5.2	-
순이익률(%)	4.0	0.8	-	1.0	-	1.8	-	3.3	-

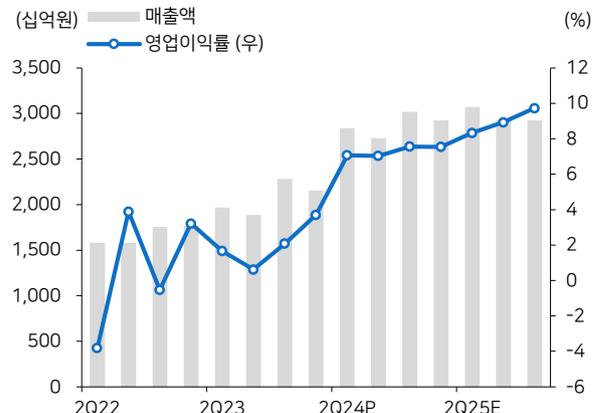
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 HD현대중공업의 분기 실적 추이 및 전망



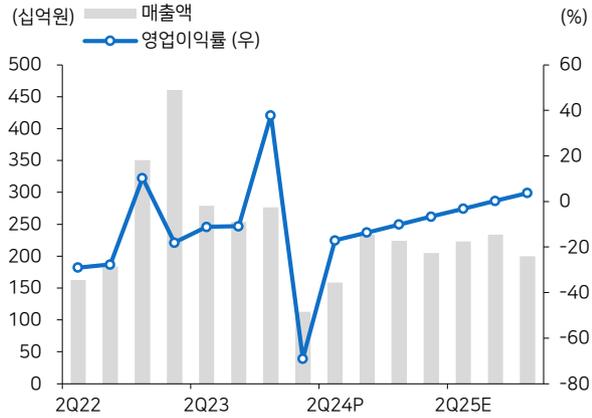
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 조선사업부의 분기 실적 추이 및 전망



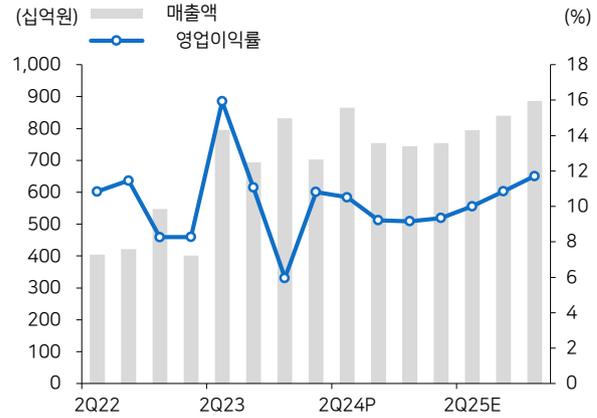
자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해양플랜트사업부의 분기 실적 추이 및 전망



자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 엔진기계사업부의 분기 실적 추이 및 전망



자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

표2 HD현대중공업 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
윌달러	1,275.6	1,314.7	1,311.0	1,320.8	1,328.5	1,342.6	1,374.3	1,375.0	1,370.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,290.4	1,305.5	1,355.1	1,360.0	1,350.0
YoY	59%	4%	-20%	-28%	41%	21%	48%	41%	31%	13%	-10%	-18%	131%	12%	38%	04%	-07%
건조산지표(p)	1,318	1,355	1,406	1,439	1,474	1,515	1,551	1,573	1,605	1,617	1,634	1,661	1,295	1,380	1,528	1,629	1,735
YoY	23%	49%	82%	106%	119%	118%	103%	93%	89%	68%	54%	56%	01%	65%	108%	66%	65%
한국후판가격(달러/톤)	864.3	835.8	838.0	795.4	789.4	765.1	749.4	733.7	718.0	702.3	686.6	670.9	896.2	833.4	759.4	694.4	655.2
YoY	-13.4%	-12.3%	1.9%	-1.9%	-8.7%	-8.5%	-10.6%	-7.8%	-9.0%	-8.2%	-8.4%	-8.6%	0.5%	-7.0%	-8.9%	-8.6%	-5.7%
매출액	2,632.9	3,064.4	2,853.5	3,413.1	2,987.7	3,884.0	3,718.3	3,985.4	3,883.7	4,087.9	3,997.9	4,010.4	9,045.5	11,963.9	14,575.5	15,979.9	18,011.5
YoY	31.5%	41.5%	29.5%	27.6%	13.5%	26.7%	30.3%	16.8%	30.0%	5.2%	7.5%	0.6%	13.1%	32.3%	21.8%	9.6%	12.7%
조선사업부																	
매출액	1,766.1	1,968.6	1,886.5	2,280.3	2,155.1	2,839.5	2,730.1	3,017.5	2,924.4	3,070.7	2,924.4	2,924.4	6,467.1	7,901.5	10,742.2	11,844.0	13,056.4
영업이익	56.8	32.7	11.8	47.5	79.8	200.9	192.1	228.2	220.6	255.9	261.3	284.5	-123.6	148.8	701.0	1,022.3	1,301.3
영업이익률	3.2%	1.7%	0.6%	2.1%	3.7%	7.1%	7.0%	7.6%	7.5%	8.3%	8.9%	9.7%	-1.9%	1.9%	6.5%	8.6%	10.0%
해양플랜트사업부																	
매출액	460.4	278.8	253.7	276.7	112.5	158.4	234.4	224.0	204.7	222.9	233.7	199.8	785.2	1,269.6	729.3	861.1	1,198.1
영업이익	-83.3	-31.0	-27.5	104.6	-77.6	-27.0	-31.8	-22.7	-13.6	-7.1	0.6	7.4	-152.8	-37.2	-159.1	-12.7	86.1
영업이익률	-18.1%	-11.1%	-10.8%	37.8%	-69.0%	-17.0%	-13.6%	-10.1%	-6.7%	-3.2%	0.3%	3.7%	-19.5%	-2.9%	-21.8%	-1.5%	7.2%
엔진기계사업부																	
매출액	401.6	795.8	694.0	831.7	702.6	865.1	753.8	743.9	754.5	794.3	839.7	886.2	1,715.1	2,723.1	3,065.5	3,274.8	3,756.9
영업이익	33.2	126.8	76.8	49.6	76.0	91.0	69.5	68.2	70.5	79.5	91.1	103.8	171.6	286.4	304.7	344.9	479.1
영업이익률	8.3%	15.9%	11.1%	6.0%	10.8%	10.5%	9.2%	9.2%	9.3%	10.0%	10.9%	11.7%	10.0%	10.5%	9.9%	10.5%	12.8%
영업이익	-41.5	68.5	12.9	138.7	21.3	195.6	229.7	273.7	277.5	328.2	353.1	395.7	-289.2	178.6	720.3	1,354.5	1,866.5
YoY	적지	흑전	-10.0%	52.52%	흑전	185.4%	167.96%	97.4%	1205.0%	67.8%	53.7%	44.6%	적지	흑전	303.2%	88.0%	37.8%
영업이익률	-1.6%	2.2%	0.5%	4.1%	0.7%	5.0%	6.2%	6.9%	7.1%	8.0%	8.8%	9.9%	-3.2%	1.5%	4.9%	8.5%	10.4%
세전이익	-26.7	33.4	-13.4	41.0	29.4	202.0	199.7	243.8	247.5	298.2	323.1	365.7	-421.5	34.4	674.8	1,234.5	1,746.5
YoY	적지	흑전	적전	흑전	흑전	503.9%	흑전	494.5%	741.9%	47.6%	61.8%	50.0%	적지	흑전	1863.9%	82.9%	41.5%
당기순이익	-20.6	24.1	-9.8	31.0	28.6	154.1	149.8	182.8	185.6	223.6	242.3	274.3	-352.1	24.7	515.3	925.9	1,309.9
YoY	적지	흑전	적전	흑전	흑전	540.2%	흑전	489.7%	548.5%	45.1%	61.8%	50.0%	적지	흑전	1987.2%	79.7%	41.5%

자료: HD현대중공업, 메리츠증권 리서치센터

HD 현대중공업 (329180)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,045.5	11,963.9	14,575.5	15,979.9	18,011.5
매출액증가율(%)	8.8	32.3	21.8	9.6	12.7
매출원가	8,882.6	11,309.1	12,915.2	13,506.8	14,884.1
매출총이익	162.9	654.9	1,660.3	2,473.1	3,127.3
판매관리비	452.0	476.2	940.0	1,118.6	1,260.8
영업이익	-289.2	178.6	720.3	1,354.5	1,866.5
영업이익률(%)	-3.2	1.5	4.9	8.5	10.4
금융손익	-452.3	-493.0	-692.5	-47.2	-15.3
중속/관계기업손익	-1.4	-0.0	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	321.5	348.7	647.4	-72.8	-104.7
세전계속사업이익	-421.5	34.4	675.2	1,234.5	1,746.5
법인세비용	-69.4	9.7	159.6	308.6	436.6
당기순이익	-352.1	24.7	515.5	925.9	1,309.9
지배주주지분 순이익	-352.1	24.7	515.5	925.9	1,309.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	71.2	168.8	1,060.0	1,226.5	1,742.8
당기순이익(손실)	-352.1	24.7	515.5	925.9	1,309.9
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	303.1	5.0	138.1
투자활동 현금흐름	-517.9	-477.9	-157.4	-280.2	-354.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-484.5	-478.2	-318.4	-278.0	-294.0
투자자산의 감소(증가)	-295.4	187.4	-50.1	-2.2	-60.7
재무활동 현금흐름	-932.8	502.8	-604.8	-77.3	-4.9
차입금의 증감	-346.1	369.3	-279.9	-77.3	-4.9
자본의 증가	0.0	4.9	-0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,393.2	183.9	293.3	869.0	1,383.2
기초현금	2,137.4	744.2	928.0	1,221.4	2,090.4
기말현금	744.2	928.0	1,221.4	2,090.4	3,473.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,000.9	8,799.7	10,340.0	11,263.4	14,162.7
현금및현금성자산	744.2	928.0	1,221.4	2,090.4	3,473.6
매출채권	877.6	1,099.1	1,283.4	1,291.5	1,515.5
재고자산	1,377.1	1,309.8	1,529.4	1,539.0	1,806.1
비유동자산	8,288.5	8,333.9	8,383.4	8,367.9	8,427.8
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	358.3	360.5	421.2
자산총계	16,289.4	17,133.6	18,723.4	19,631.3	22,590.5
유동부채	9,072.0	9,945.0	11,235.1	11,296.5	13,005.9
매입채무	924.8	1,298.9	1,516.7	1,526.2	1,791.0
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	1,771.7	1,692.4	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	13,006.8	12,988.9	14,638.2
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	1,300.1	2,226.0	3,535.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,287.8	5,207.4	5,716.5	6,642.4	7,952.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	101,894	134,770	164,188	180,009	202,893
EPS(지배주주)	-3,966	278	5,807	10,430	14,756
CFPS	-2,619	3,570	11,143	17,768	23,167
EBITDAPS	-393	5,145	11,437	18,589	24,347
BPS	59,566	58,660	64,395	74,825	89,580
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-29.2	463.9	30.6	17.0	12.0
PCR	-44.3	36.1	15.9	10.0	7.7
PSR	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
PBR	1.9	2.2	2.8	2.4	2.0
EBITDA(십억원)	-34.9	456.7	1,015.3	1,650.2	2,161.4
EV/EBITDA	-358.7	30.4	17.4	10.1	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.5	0.5	9.4	15.0	18.0
EBITDA 이익률	-0.4	3.8	7.0	10.3	12.0
부채비율	208.1	229.0	227.5	195.5	184.1
금융비용부담률	1.2	1.1	0.8	0.6	0.6
이자보상배율(x)	-2.7	1.4	5.9	13.2	18.2
매출채권회전율(x)	10.5	12.1	12.2	12.4	12.8
재고자산회전율(x)	7.9	8.9	10.3	10.4	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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	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

