

HD 한국조선해양 009540

높아지는 군함 MRO 에 대한 관심

조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

영업이익 컨센서스를 14.7% 상회

HD한국조선해양의 연결기준 1분기 매출액은 5조 5,156억원(+13.9% YoY, -7.9% QoQ), 영업이익 1,602억원(흑자전환 YoY, -0.6% QoQ), 영업이익률 +2.9%를 기록함. 영업이익 컨센서스를 14.7% 상회하는 호실적을 기록함. 별도기준 매출액은 1,041억원(+94.6% YoY, +4.9% QoQ), 영업이익은 10억원(-65.5% YoY, 흑자전환 QoQ)을 기록함. SD사업부 매출은 405억원을 기록했으며 하반기 매출액이 증가하며 구조적인 영업흑자를 기대함

주요 이슈 점검

환율: 1분기말 원/달러 환율은 57.4원 상승하면서 변동폭이 컸으나, 환율에 따른 영업손익 영향은 미미함. **강제:** 2023년 하반기 후판가격 인하에 따른 효과가 1분기에 반영됐으나 미미함. 2024년 상반기 후판가격은 협상 진행 중. 하반기 후판가격은 상승한다는 보수적인 전망을 유지함. **중대재해:** 3개월 가량 작업이 중단됐으며, 현재는 작업이 재개 됨. 2024년 내 작업을 마무리할 계획이며 충당금 환입 가능성 존재

조선 3사 연결 실적

1) HD현대중공업은 매출액 2조 9,877억원(+13.5% YoY, -12.5% QoQ), 영업이익 213억원(흑자전환 YoY, -84.6% QoQ), 영업이익률 +0.7%를 기록함. 영업이익 컨센서스를 45% 하회하는 실적의 이유는 Shenandoah FPS 공사에서 발생한 중대재해 관련 비용임. 지난 2월 중대재해가 발생하면서 공정 지연에 따른 L/D 충당금 417억원, 수리 충당금 72억원, 기타 비용 82억원이 발생함. 일회성 환입은 총 514억원이며 KYKLADES VLCC 대손충당금 환입 309억원과 흥범도합 소송 승소 관련 환입 205억원임

2) HD현대삼호중공업은 매출액 1조 7,056억원(+22.7% YoY, +0.5% QoQ), 영업이익 1,864억원(+223.6% YoY, +73.7% QoQ), 영업이익률 +10.9%를 기록함. KYKLADES VLCC 대손충당금 환입 260억원분을 제외하더라도 경상적인 영업이익률이 +9.4%까지 상승함

3) HD현대미포는 매출액 1조 5억원(+10.0% YoY, -9.3% QoQ), 영업적자 110억원(적자축소 YoY, 적자축소 QoQ), 영업이익률 -1.1%를 기록함. Ro-Pax 충당금 환입 288억원이 발생했으나, 흑자전환의 시기는 지연되고 있음. 하반기에 PC 건조 비중이 확대될수록 수익성을 기대할 수 있으나 쟁점은 후판 가격 추이임

1Q24 Conference Call Q&A

Q1 Shenandoah FPS 사고 복구 중이라고 하셨는데, 현재 상황은?

- A1**
- 발주처와 비밀 유지 각서를 작성했기 때문에 구체적 언급 불가
 - 3월말 고용노동부의 작업중지 명령이 해제되어 면밀한 피해 조사 중. 지난 주말에 구조물을 이동 시킨 상황임. 향후 몇 주 동안 피해상황을 조사하면서 구조물을 원상태로 복구할 계획
 - 2~3달 내 인도 시점을 확정할 수 있도록 노력 중

Q2 매출 기준 선종별 믹스 상황은?

- A2**
- HD현대중공업: 컨테이너선 52.6%, LNG선 37.7%, LPG선 6.7%, 탱커 1% 순
 - HD현대삼호: LNG선 40%, 컨테이너선 48%, 탱커 1%, LPG선 2.2%, PCTC 5.6% 순
 - HD현대미포: 컨테이너선 56%, PC 21.4%, LPG선 6.5% 순

Q3 HD현대미포의 BEP 시점이 앞당겨지는지?

- A3**
- 1개분기 정도 앞당겨질 전망

Q4 향후 수주 전략은?

- A4**
- 2023년말부터 VLGC 및 VLAC 수주 문의가 급증함. VLGC M/S는 현재 60% 정도 점유하고 있었고 VLAC 시장에서도 입지를 강화하기 위해 집중적으로 수주를 한 바 있음

Q5 최근 수주하는 VLCC 마진은? 수주를 다시 하기 시작한 배경은?

- A5**
- 다른 선형과 유사한 수준의 이익을 기대하고 있음. 충분한 수익성이 기대되는 프로젝트에 한해서 수주하고 있음

Q6 HD현대중공업의 경상적인 이익 체력은?

- A6**
- 하반기로 갈수록 고정비 부담이 커지기 때문에 분기당 200~300억원 정도의 적자폭은 불가피
 - 12월부터 신규 공사 매출 인식 본격화 예정

Q7 필리조선소 MOU로 그리는 방산 관련 계획은?

- A7**
- 최근 공시한 페루 현지 공동 생산 방식과 유사한 사업임. 설계 기술을 지원하고 기자재를 공급하는 방식. 차이점은 페루 사업의 경우 감독관을 파견하여 생산 공정까지 관리하는 방식임
 - 필리조선소 MOU를 바탕으로 미 관공선 및 함정을 신조 건조하거나 MRO 사업에 참여가 가능해 짐
 - 향후 미국내 현지 조선소를 인수한다거나 기술 협력을 고도화하여 생산 부분까지 같이 참여하는 방식으로 발전 가능함

Q8 존스범 상 문제가 되지는 않는지?

- A8**
- 미국이 기자재 공급을 원하는 이유이자 함정 산업이 쇠퇴한 이유는 미국내 기자재 공급망이 붕괴했기 때문임. 이 부분에 참여하면 존스범에 저촉되지 않으며 HD현대중공업이 안정적으로 미국 함정 사업에 진출할 수 있음
 - 기자재 공급을 할 때 한국 정부 승인을 득해야하는 경우의 수가 있긴 하지만, 핵심 전투체계는 자체적으로 연구개발한 제품을 써야하는 미국 특성 상 HD현대중공업은 함정의 선박의 기능을 수행하기 위한 기자재 위주로 납품할 개연성

Q9 시장 규모는? 수익성은?

- A9**
- 페루 사업과 비슷한 모델이지만, 페루와 미국 함정 규모를 비교하면 시장규모를 유추할 수 있음
 - 필리조선소는 현재 미국 함정을 건조하고 있으며 대형 상선도 건조하고 있음. 안정적 수입원이 될 수 있음

Q10 페루 사업의 기대 효과는?

- A10**
- 최근 공시한 페루 사업은 1차 사업임. 향후 15년간 우선 협상권을 가짐. 호위함 등 2차 사업이 빠르면 2024년말 시작될 예정임
 - 페루 SIMA 조선소의 현대화를 위해 파트너십을 체결했기 때문에 SIMA 조선소가 남미 지역 내 지위가 상승할수록 현대중공업 입장에서는 추가적인 수입원을 기대할 수 있음

Q11 군함 파이프라인은?

- A11**
- 모두 HD현대중공업이 진행
 - 페루 호위함 2차 사업: 2024년말 구체화 예상
 - 호주 호위함 사업: 2024년 하반기 구체화 예상. 3척은 국내 건조, 8척은 호주 현지 건조하는 사업인데, 국내 3척 건조를 2030년까지 마무리할 수 있는 역량이 수주 경쟁력의 핵심임
 - 필리핀 호위함 3차 사업: 2025년 구체화 예상
 - 사우디 호위함 및 잠수함 사업
 - 폴란드, 캐나다 잠수함 사업도 준비 중. 잠수함 수출을 위한 모델 개발 중
 - 남미, 동남아, 중동 거점을 마련하는 방식도 고민 중

Q12 군함 사업에서 납품하는 기자재가 구체적으로 어떤 부품인지? 신조 및 MRO 중 어디에 중점을 두는지?

- A12**
- 신조, MRO 모두임. 특히 설계와 기자재 납품은 함께 공급돼야 함. 설계는 함정을 건조하기 위한 수많은 기자재를 조립하는 방식임. 따라서 사업 모델을 설계와 기자재를 함께 공급하는 방식으로 진행
 - 기자재의 경우, 울산급 호위함 기준으로 190~200개 업체가 참여할 정도로 공급망의 범위가 넓음. 전 투체계 및 핵심 무장을 제외한 거주공간, 조타, 엔진 등 일반적인 부품에 대한 납품을 예상
 - 필리핀조선소가 미국 내 조달하기 어려운 기자재를 HD현대중공업이 공급할 수 있고, 자국 내 조달 가능하더라도 2,3차 벤더 제품을 필요로 할 수도 있음

Q13 수익성은?

- A13**
- 미국에서 한국과 일본에 대한 함정 MRO를 얘기하고 있는데 일본 CAPA를 넘어서는 물량이기 때문에 한국의 진출은 필수적임
 - 필리핀조선소에서 미 함정 MRO 사업까지 진출하게 된다면, 우리나라 국내에서 MRO 할경우에도 시너지 기대함
 - 미국에서 하기보다 우리나라에서 하는 MRO가 인건비 측면에서 수익성이 좋을 수 있음

Q14 국방상호조달협정이 2024년내 마무리되면 영향은?

- A14**
- 미 해군성 장관이 언급한 내용에 따르면, 의회 승인 없이 미 해군성 장관 자율적으로 MRO 사업권을 조달할 수 있음. 이 부분은 우리나라가 MRO를 할 수 있는 근거가 될 수 있음. 미 7함대를 주목하고 있음. 미 7함대가 미국에서 가장 함정 가동률이 높음. MRO 수요가 많을 개연성

Q15 7함대 관련 MRO 수요는?

- A15**
- 미국은 현지 운영중인 전력에 대한 MRO 뿐 아니라 지원 전력에 대한 MRO 수요도 있음

Q16 미 함정 MRO의 경우 핵심전투체계를 제외하고 일반적인 기자재에 대한 접근으로 제한되면 수익성 우려가 있을 수 있는지? 국내에서 진행하는 일반적인 MRO와 비교하면?

- A16**
- 조선소의 군함 MRO 마진의 경우 전투 및 시스템체계의 군함 내 비중이 커지며 조선소의 마진이 줄어든 게 사실임. 그러나 시스템체계와 연동된 모든 부분, 체계를 만들어갈 때의 비용증가분을 모두 조선소의 MRO 사업 대상으로 볼 수도 있음
 - 미 해군성 장군이 탐방 왔을 때, 특수선 사업부 옆에 있는 2도크를 MRO 도크로 사용할 계획임을 밝힌 바 있음. 전용 도크 운영을 위해서는 수익에 대한 보장이 필요하기 때문에 MRO 사업 시 해당 선박에 대한 비용뿐 아니라, 패키지로 모든 비용을 정산해서 협상할 개연성 있음. 그렇게 되면, 마진도 국내 성능 개량 및 창정비보다 높아질 수 있음

Q17 페루 사업과 비교했을 때 MRO 사업의 규모를 어떻게 보면 되는지?

- A17**
- 페루 호위함의 경우 톤수는 3,400톤이지만 무장 등을 고려하면 국내의 충남급 보다 낮은 수준임. 따라서 공시된 가격으로 봤을 때 매출 규모는 작아 보일 수 있지만 수익성은 더 높음

Q18 HD현대마린솔루션이 특수선 분야에서도 참여할 수 있는지? HD현대중공업이 단독으로 진행하는지?

A18 ■ 현재는 HD현대중공업의 특수선 사업부 중심임

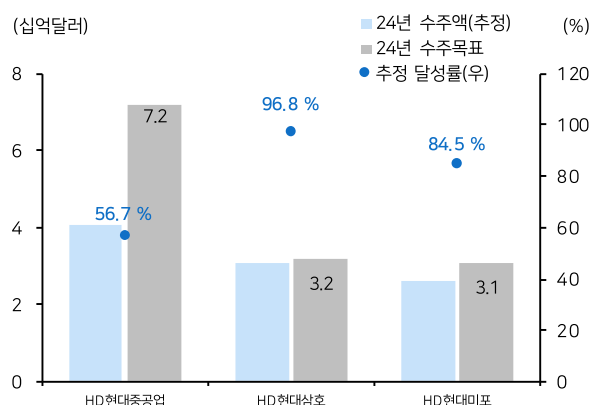
Q19 VLAC 프로젝트 발주 분위기는?

A19 ■ 암모니아 수요가 수소 경제에 앞서 급증할 예측이 있기 때문임. 고객사 입장에서 VLAC로 발주를 하고 성약이 어려울 경우 LPG운송용으로 운영하는 방식. 즉, 투기적 발주인 상황

Q20 미국 군함 MRO 시 납품 가능한 기자재 범주는? 경쟁력은?

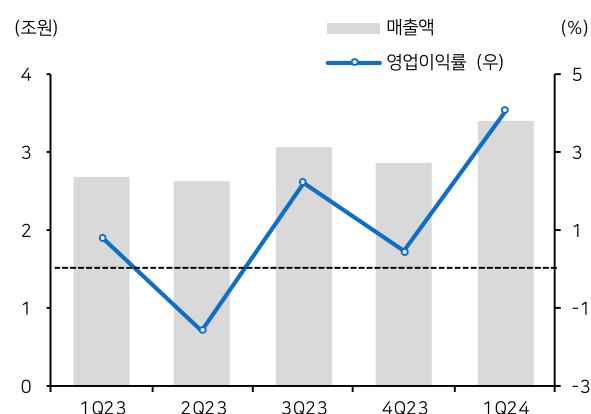
A20 ■ 미국에서 주력 함정인 이지스 구축함을 우리나라는 세종대왕함, 정조대왕함 등 자체적으로 건조해서 운영해 오고 있음. 미 해군성 장관이 국내 야드 탐방 시 이러한 기술력을 확인한 바 있음. 신조함정을 건조할 때의 공정 효율을 바탕으로 MRO 사업에서도 공정 효율을 바탕으로 경쟁력을 어필할 수 있음

그림1 HD현대중공업그룹 수주 목표 달성률



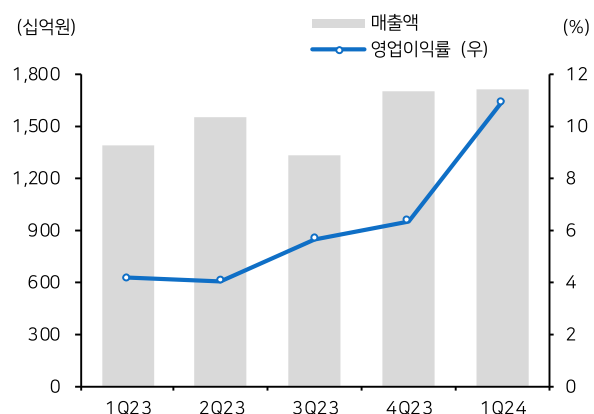
자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림2 HD현대중공업의 분기 매출액 및 영업이익률 추이



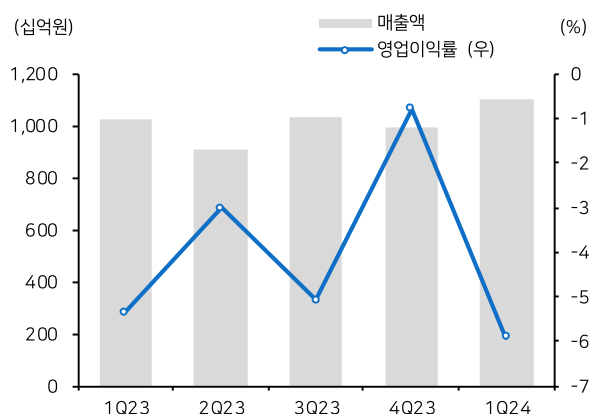
자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림3 HD현대삼호의 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

그림4 HD현대미포의 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한국조선해양, 메리츠증권 리서치센터

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.