

SK COMPANY Analysis



Analyst
한승한

shane.han@sksec.co.kr
3773-9992

Company Data

자본금	444 십억원
발행주식수	8,877 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,546 십억원
주요주주	
한국조선해양(외2)	78.03%
국민연금공단	6.01%
외국인지분율	6.83%
배당수익률	0.0%

Stock Data

주가(23/05/23)	118,800 원
KOSPI	2,567.55 pt
52주 Beta	0.56
52주 최고가	149,500 원
52주 최저가	93,800 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.4%	7.8%
6개월	2.2%	-3.8%
12개월	3.6%	6.9%

HD 현대중공업 (329180/KS | 매수(신규편입) | T.P 149,000 원(신규편입))

It's My Turn

- 23년 매출액 11 조 4,246 억원, 영업이익 1,524 억원, OPM 1.3% 전망
- 올해 하반기부터 21년 Mix 개선과 선가상승 영향에 따른 본격적인 실적 개선 예상
- 글로벌 선사들의 메탄올 추진선 선택에 따른 컨테이너선 수주 기대
- 현대삼호중공업에서 상대적으로 슬롯 여유가 있는 동사로의 수주 모멘텀 전환 전망
- 안정적인 수주잔고 레벨 대비 낮은 PBR은 과도한 저평가, 매수 기회라는 판단

안정적인 수주잔고 레벨과 자체엔진사업부 보유를 통한 성장 기대

HD 현대중공업에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 149,000 원을 제시하고 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 4월 말 기준 12M Fwd BPS 63,182 원에 Target PBR 2.36 배를 적용하여 산출했다. LNG 운반선 중심의 안정적인 수주잔고와 더불어 자체엔진사업부 보유에도 불구하고 낮은 PBR은 과도한 저평가라는 판단이다.

23년 매출액 11 조 4,246 억원, 영업이익 1,524 억원 전망

23년 매출액은 11 조 4,246 억원(+26.3%, YoY), 영업이익은 1,524 억원(흑전, YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 21년부터의 수주분에 대한 건조물량 증가와 선가상승 영향이 올해부터 점진적으로 반영되는 중이다. 21년 하반기 이전의 저가 수주 물량을 점차 소화하며, 올해 하반기부터는 선종 Mix 개선에 따른 본격적인 실적 개선과 함께 온기 기준 흑자전환을 예상한다.

HD 현대중공업의 차례가 돌아왔다

올해 2분기부터는 글로벌 선사들의 메탄올 추진 대형컨테이너선 발주가 예상되며, 현대삼호중공업 보다 상대적으로 도크 슬롯에 여유가 있는 동사 중심으로 수주 모멘텀이 이어질 것을 전망한다. 하반기에는 카타르 2 차와 모잠비크 등 LNGC 물량 그리고 중국 조선소들의 도크가 채워지는 것이 확인될 시 탱커선의 본격적인 수주 시작을 기대할 수 있다. IMO 환경규제에 따른 글로벌 선사들의 메탄올 추진선으로의 선대 교체는 엔진기계사업부의 안정적인 수익성으로 이어질 전망이며, 조선 부문 역시 안정적인 LNGC 수주잔고를 기반으로 중장기 성과 방향은 꾸준한 우상향을 그릴 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	8,312	8,311	9,045	11,425	13,279	14,651
yoy	%	52.3	-0.0	8.8	26.3	16.2	10.3
영업이익	십억원	33	-800	-289	152	460	902
yoy	%	-74.9	적전	적지	흑전	201.7	96.1
EBITDA	십억원	285	-561	-35	400	698	1,123
세전이익	십억원	-540	-1,111	-421	207	497	948
순이익(지배주주)	십억원	-431	-814	-352	167	411	780
영업이익률%	%	0.4	-9.6	-3.2	1.3	3.5	6.2
EBITDA%	%	3.4	-6.7	-0.4	3.5	5.3	7.7
EPS(계속사업)	원	-6,096	-9,172	-3,966	1,882	4,625	8,784
PER	배	0.0	-10.4	-29.2	63.3	25.8	13.6
PBR	배	0.0	1.5	1.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	9.6	-17.5	-358.6	29.5	17.0	10.4
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	-7.9	-14.9	-6.5	3.1	7.3	12.5
순차입금	십억원	2,745	1,389	2,209	2,058	2,138	1,903
부채비율	%	157.4	169.5	208.1	213.9	210.7	193.1

1. 투자포인트

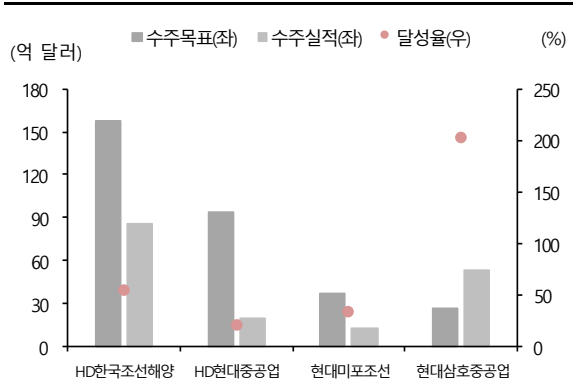
(1) HD 현대중공업의 차례가 돌아왔다

현대삼호중공업은 4월말 기준으로 올해 수주목표인 26억 달러를 초과한 약 53억 달러를 수주하며 약 203%의 달성율을 보이고 있다. 선종별로 LNGC 7 척, LPGC 4 척, 탱커 2 척, 컨테이너선 19 척 수주하며 어느 정도 도크 슬롯을 채웠다. 현재 글로벌 대형 컨테이너선사들의 컨테이너선 발주 문의가 대형 조선사들 위주로 들어오고 있는 것이며, 도크 슬롯의 여유가 있는 HD 현대중공업 중심의 대형 컨테이너선 수주가 이뤄질 것으로 예상된다.

LNG 운반선의 경우 카타르 2 차와 모잠비크 물량을 바탕으로 올해도 안정적인 LNGC 수주잔고를 확보할 전망이다. 카타르 2 차 물량에 대해서는 아직 구체적으로 밝혀진 바는 없으나, Q-Max 혹은 Q-Flex 급의 대형 LNGC 가 될 것으로 예상되며, 한정된 건조 캐파와 해당 규모의 건조 트랙레코드가 국내 대형 조선소밖에 없다는 점을 고려하면 선가 또한 높은 수준에서 형성될 가능성이 상당히 높다.

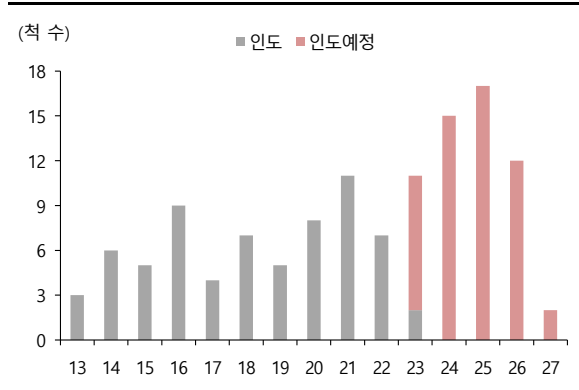
다만 탱커는 역대 가장 낮은 선대 대비 수주잔고 비율과 노후선 교체 사이클에도 불구하고, 글로벌 경기 불확실성으로 인해 선사들의 발주가 지연되고 있기 때문에 본격적인 발주 시점은 좀 더 보수적으로 접근할 필요가 있다. 고부가가치 선종인 LNGC 와 대형 컨테이너선을 중심으로 선별 수주 전략을 펼치고 있는 동사의 입장에서 무리하게 탱커 수주를 단행할 이유가 없으며, 무엇보다 가격 경쟁력면에서 우위를 점하고 있는 중국 조선소들의 슬롯이 어느정도 채워지는 것이 확인되어야 본격적인 탱커 수주 시점을 논할 수 있다는 판단이다.

HD 한국조선해양 조선 자회사별 수주목표 및 달성율



자료 : HD 한국조선해양, Clarksons, SK 증권

HD 현대중공업의 연도별 인도 및 인도예정 LNGC 척 수



자료 : HD 현대중공업, Clarksons, SK 증권

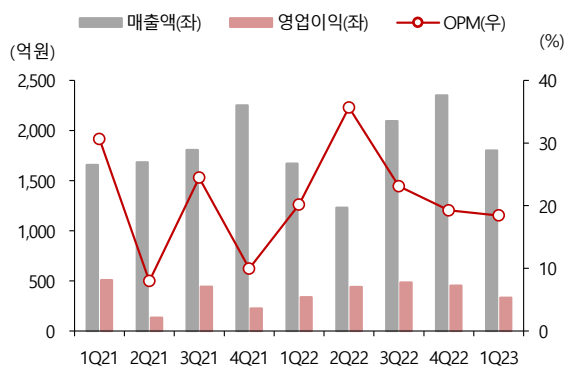
(2) 글로벌 1 위의 엔진기계사업부 - IMO 환경규제 수혜

HD 현대중공업의 엔진사업부는 대형(저속)엔진과 소형(중속)엔진 시장 모두 글로벌 1 등이다. 점진적으로 강화될 IMO 환경규제에 따라 친환경 연료 전환에 따른 선박 엔진은 점차 높은 기술력을 요구하게 될 것이며, 동사는 글로벌 1 위 엔진기계사업부의 친환경 선박 엔진 기술력을 바탕으로 선박 건조 수직계열화를 통해 가격 및 납기 측면의 경쟁력을 활용한 우수성과를 충분히 기대해볼 수 있다.

IMO 친환경 규제와 글로벌 선사들의 연료 선택에 따른 동사의 엔진기계사업부의 꾸준한 성장을 예상한다. 글로벌 주요 컨테이너 선사들의 IMO 환경규제 충족을 위한 친환경 선대로의 교체는 꾸준히 지속될 것이며, 특히 올해부터는 글로벌 주요 컨테이너 선사들이 친환경 선박 연료로 기존의 LNG 가 아닌 메탄을 선택하며 메탄올추진선 발주가 급증하고 있다. 2023년 4월말 기준으로 국내 조선사들이 수주한 친환경 선박 중 메탄올추진선 수주 실적은 HD 한국조선해양 조선 자회사들이 유일하다.

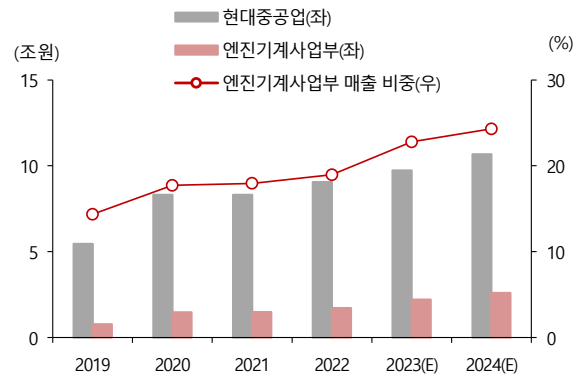
동사의 올해 1분기 엔진기계사업부 매출액은 1,801억원(-23.3%, QoQ), 영업이익 332억원(-26.5%, QoQ)로 전분기 대비 감소했으나, 이는 엔진의 매출인식이 인도기준이기 때문에 1분기와 2분기 사이의 시간 차이로 매출인식 되지 않은 부분이 발생했기 때문이다. 동사의 엔진기계사업부의 매출액과 영업이익의 증가 속도는 올해 말까지 분기마다 점진적으로 상승할 것이며, 이에 따라 전사 매출에 엔진기계사업부가 차지하는 비중도 증가할 것으로 예상된다.

HD 현대중공업 엔진기계사업부 분기별 연결 실적 추이



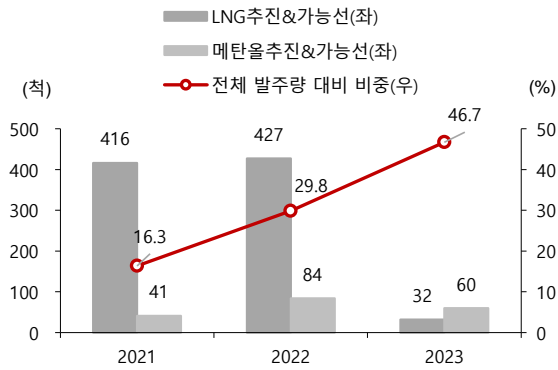
자료 : HD 현대중공업, SK 증권

HD 현대중공업 매출 중 엔진기계사업부 비중 추이



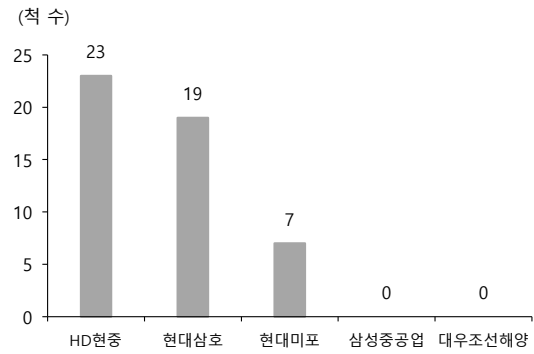
자료 : HD 현대중공업, SK 증권
주: 전사 기준

글로벌 연도별 LNG 추진선과 메탄올추진선 발주 척 수 추이



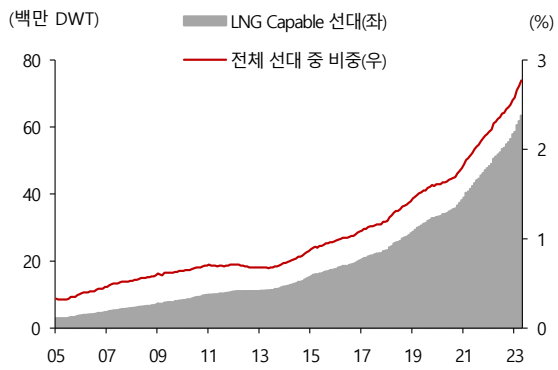
자료 : Clarksons, SK 증권

국내 조선사별 메탄올추진&추진가능선 누적 수주 실적



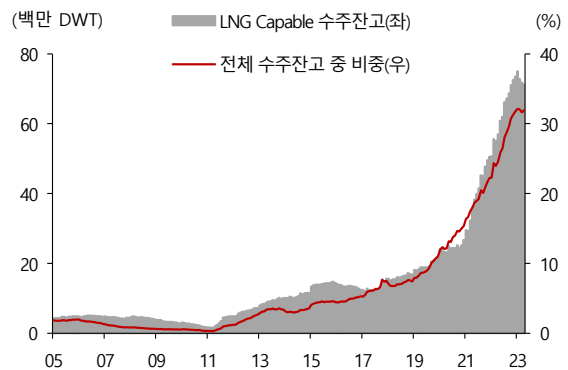
자료 : Clarksons, SK 증권 추정

글로벌 LNG Capable 선대 규모 및 비중



자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 LNG Capable 수주잔고 규모 및 비중



자료 : Clarksons, SK 증권 추정

2. Valuation & 실적 전망

(1) 투자 의견 매수, 목표주가 149,000 원 제시

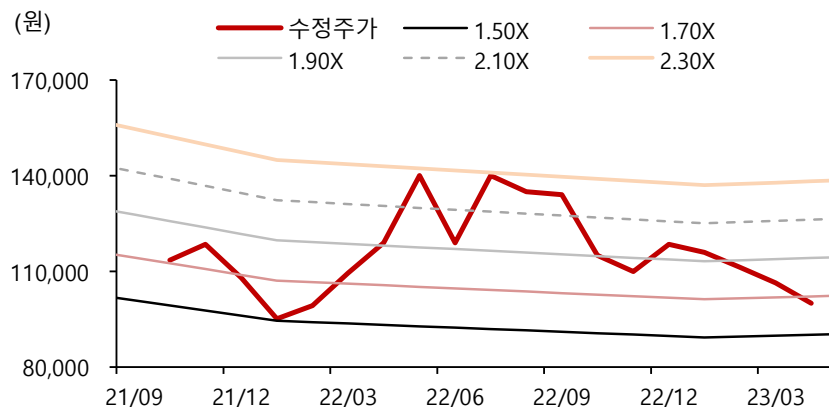
HD 현대중공업에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 149,000 원을 제시하고 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 안정적인 수주잔고를 바탕으로 상승사이클에 올라와 있으며 본격적인 수주물량 회복세가 시작될 것으로 예상되는 12M Fwd BPS 63,182에 Target P/B 2.36 배를 적용하여 산출했다. Target P/B 2.36 배는 현재 동사의 수주잔고 레벨과 선가 상승의 시점을 고려한 2005년~2006년 국내 조선 3사의 PBR 평균에 글로벌 1위 엔진사업부 보유에 따른 친환경 선박으로의 교체 수혜 및 하반기 수주 모멘텀의 기대감으로 15%의 할증을 적용해 산출했다.

HD 현대중공업 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd BPS	(A)	원	63,182	
Target P/B	(B)	배	2.36	2005 ~ 2006년 국내 조선 3사 PBR 평균값에 15% 할증 적용
주당주주가치	(C)	원	148,952	(C) = (A)x(B)
목표주가	(D)	원	149,000	
현재주가	(E)	원	118,800	2023년 5월 23일 종가
상승여력	(F)	%	25.4	(F) = (D-E)/(E)

자료: SK 증권

HD 현대중공업 PBR Band



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 2023년 매출액 11조 4,246억원, 영업이익 1,542억원 전망

HD 현대중공업의 2023년 매출액은 11조 4,246억원(+26.3%, YoY), 영업이익은 1,542억원(흑전%, YoY)으로 예상된다.

2021년과 2022년과 대비해 글로벌경기침체 우려로 인한 수주금액 감소는 피할 수 없는 부분이다. 하지만 올해부터는 2021년부터의 선박 건조 물량 증가와 선가 상승 영향이 나타나며, 그 증가폭은 점진적으로 상승할 전망이다. 안정적인 LNGC 수주잔고와 한정된 캐파 및 기술력을 바탕으로 높은 수준의 계약 선가는 유지될 전망이며, 고부가가치선종 위주의 선별수주를 통한 실적 개선에는 당분간 지속될 것으로 보인다. 올해 1분기의 일회성 비용을 제거한다면 2022년 3분기부터 이어진 분기별 영업이익 흑자는 꾸준히 유지될 것이며, 온기 기준으로도 흑자전환에 성공할 것을 예상된다.

또한 동사는 2022년 4분기에 올해 비용 상승분을 타 조선소 대비 낮은 452억원을 선반영했으나, 이는 상대적으로 높은 임금 지불과 낮은 인력 이탈로 추가적인 비용 상승과 납기 문제 발생 확률이 높지 않을 것이라는 자신감을 내비친 것으로 볼 수 있기에 지체보상금(LD) 발생 가능성은 낮을 것이라는 판단이다.

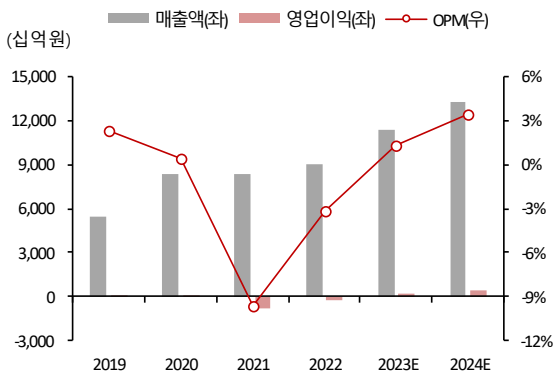
HD 현대중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	2,002	2,166	2,204	2,674	2,633	2,933	2,645	3,214	9,045	11,425	13,279
매출원가	2,089	2,152	2,067	2,574	2,507	2,763	2,467	2,986	8,883	10,723	12,176
매출원가율	104.4%	99.3%	93.8%	96.3%	95.2%	94.2%	93.3%	92.9%	98.2%	93.9%	91.7%
판관비	130	123	122	78	168	114	116	151	452	549	643
영업이익	-217	-108	14	22	-42	56	62	77	-289	152	460
영업이익률	-10.9%	-5.0%	0.7%	0.8%	-1.6%	1.9%	2.3%	2.4%	-3.2%	1.3%	3.5%

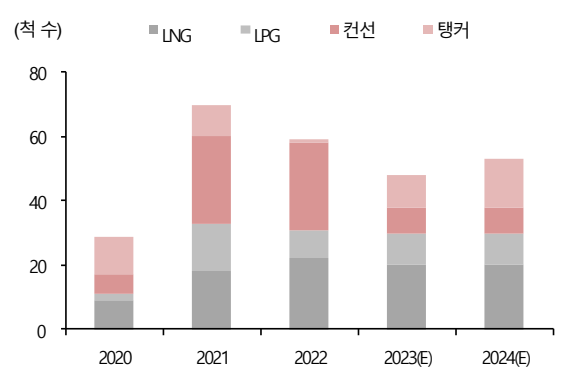
자료: HD 현대중공업, SK 증권

HD 현대중공업 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: HD 현대중공업, Clarksons, SK 증권 추정

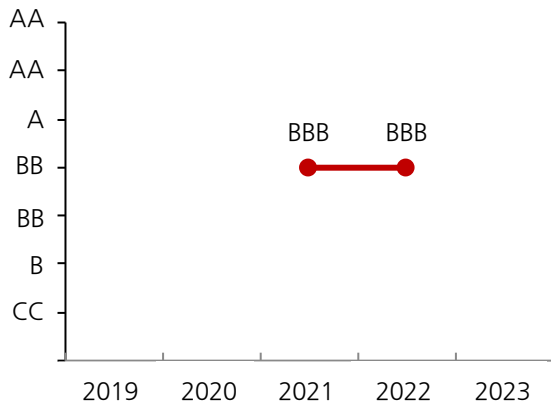
HD 현대중공업 주력 선종별 수주 척 수 추이 및 전망



자료: HD 현대중공업, Clarksons, SK 증권 추정

ESG 하이라이트

HD 현대중공업 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전	Refinitiv	Bloomberg
HD 현대중공업 종합 등급	BBB	B+	N/A
환경(Environment)	43	B+	N/A
사회(Social)	42	B	N/A
지배구조(Governance)	57	B+	N/A
<비교업체 종합 등급>			
HD 한국조선해양	A	B	N/A
삼성중공업	A	B-	N/A
한화오션	BBB	B	N/A
현대미포조선	AA	C+	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 HD 현대중공업 ESG 평가

조선업계 최초로 녹색 채권 최우량 등급 획득 및 2,400억 원 규모의 ESG 녹색채권을 발행함.

28년간 초록우산 어린이재단과 함께 지역 생계곤란세대의 학업 및 생계를 지원하는 사업을 지속하는 등 사회 측면에서 지속 가능한 경영을 위한 노력을 기울이고 있음.

환경 측면에서 머스크와 차세대 친환경 선박인 메탄을 추진 컨테이너선 8척 건조 계약을 체결하며 연간 100만 톤의 이산화탄소 배출 저감을 위해 노력하고 있음.

자료: SK 증권

HD 현대중공업 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.3.5	녹색채권	240,000	2.50

자료: KRX, SK 증권

HD 현대중공업 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023.04.20	사회 (Social)	대우조선 "HD 현대중공업 자료 빼돌려" 감사 청구, HD 현대중공업 "법원방위사업청 이미 판결"
2023.04.13	사회 (Social)	HD 현대중공업 동반성장위, ESG 우수 협력사 30곳 선정
2023.01.03	사회 (Social)	현대중공업 어린이집, 울산동구장애인복지관에 바자회 수익금 기부
2022.10.18	지배구조 (Governance)	현대중공업, 부패 방지 경영시스템 'ISO 37001'인증 획득해 투명 경영 앞장서
2022.04.21	지배구조 (Governance)	공정위 조사 증거은닉 현대중공업 임직원 "인정하나 법적 처벌 대상 아냐"

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,886	8,001	8,515	9,549	10,818
현금및현금성자산	2,137	744	1,014	1,043	1,324
매출채권 및 기타채권	1,029	1,132	1,349	1,432	1,575
재고자산	899	1,377	1,642	1,777	1,883
비유동자산	7,193	8,289	8,606	8,675	8,658
장기금융자산	225	732	831	943	989
유형자산	5,986	6,237	6,187	6,117	6,034
무형자산	79	100	131	159	178
자산총계	15,079	16,289	17,121	18,224	19,476
유동부채	7,049	9,072	9,516	10,085	10,390
단기금융부채	1,667	1,833	1,814	1,795	1,741
매입채무 및 기타채무	1,344	1,124	1,703	1,825	1,917
단기충당부채	1,028	901	892	883	927
비유동부채	2,436	1,930	2,151	2,273	2,441
장기금융부채	2,122	1,610	1,810	1,921	2,075
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	270	280	297	309	321
부채총계	9,485	11,002	11,666	12,359	12,831
지배주주지분	5,594	5,288	5,455	5,865	6,645
자본금	444	444	444	444	444
자본잉여금	3,118	3,118	3,118	3,118	3,118
기타자본구성요소	-1	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,152	845	1,013	1,423	2,203
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,594	5,288	5,455	5,865	6,645
부채외자본총계	15,079	16,289	17,121	18,224	19,476

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	855	107	-40	321	634
당기순이익(손실)	-814	-352	167	411	780
비현금성항목등	205	120	425	461	322
유형자산감가상각비	236	246	238	226	207
무형자산상각비	3	8	10	12	13
기타	-34	-135	177	223	101
운전자본감소(증가)	1,464	344	-528	-402	-209
매출채권및기타채권의감소(증가)	-65	-251	-218	-82	-143
재고자산의감소(증가)	-120	-478	-265	-135	-107
매입채무및기타채무의증가(감소)	230	-248	130	122	91
기타	1,419	1,321	-175	-307	-50
법인세납부	0	-5	-40	-87	-168
투자활동현금흐름	169	-476	-699	-365	-99
금융자산의감소(증가)	403	-9	-62	17	-54
유형자산의감소(증가)	-232	-472	-188	-156	-124
무형자산의감소(증가)	-19	-29	-40	-40	-33
기타	16	33	-410	-186	111
재무활동현금흐름	-119	-87	181	93	100
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-19	-18	-54
장기금융부채의증가(감소)	-9	-10	200	111	154
자본의증가(감소)	-1,432	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	1,321	-77	-0	0	0
현금의 증가(감소)	823	-1,393	270	29	281
기초현금	1,315	2,137	744	1,014	1,043
기말현금	2,137	744	1,014	1,043	1,324
FCF	624	-365	-228	165	510

자료 : HD현대중공업, SK증권

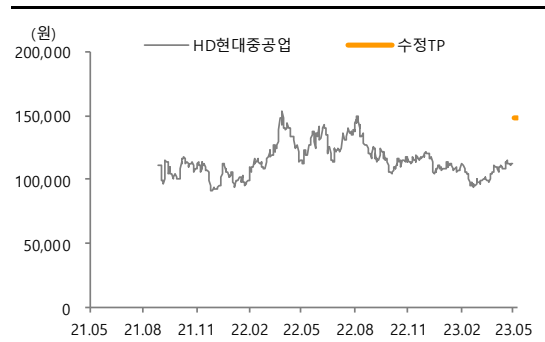
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,311	9,045	11,425	13,279	14,651
매출원가	8,520	8,883	10,723	12,176	13,201
매출총이익	-209	163	702	1,103	1,450
매출총이익률(%)	-2.5	1.8	6.1	8.3	9.9
판매비와 관리비	591	452	549	643	548
영업이익	-800	-289	152	460	902
영업이익률(%)	-9.6	-3.2	1.3	3.5	6.2
비영업손익	-311	-132	55	37	46
순금융손익	-101	-61	-64	-62	-91
외환관련손익	89	23	77	48	158
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0	0
세전계속사업이익	-1,111	-421	207	497	948
세전계속사업이익률(%)	-13.4	-4.7	1.8	3.7	6.5
계속사업법인세	-297	-69	40	87	168
계속사업이익	-814	-352	167	411	780
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-814	-352	167	411	780
순이익률(%)	-9.8	-3.9	1.5	3.1	5.3
지배주주	-814	-352	167	411	780
지배주주귀속 순이익률(%)	-9.8	-3.9	1.5	3.1	5.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-835	-306	167	411	780
지배주주	-835	-306	167	411	780
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-561	-35	400	698	1,123

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-0.0	8.8	26.3	16.2	10.3
영업이익	적전	적지	흑전	201.7	96.1
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	140.0	90.6
EBITDA	적전	적지	흑전	74.5	60.9
EPS	적지	적지	흑전	145.7	89.9
수익성 (%)					
ROA	-5.6	-2.2	1.0	2.3	4.1
ROE	-14.9	-6.5	3.1	7.3	12.5
EBITDA마진	-6.7	-0.4	3.5	5.3	7.7
안정성 (%)					
유동비율	111.9	88.2	89.5	94.7	104.1
부채비율	169.5	208.1	213.9	210.7	193.1
순차입금/자기자본	24.8	41.8	37.7	36.4	28.6
EBITDA/이자비용(배)	-4.5	-0.3	4.3	7.5	10.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,172	-3,966	1,882	4,625	8,784
BPS	63,015	59,566	61,448	66,072	74,856
CFPS	-6,476	-1,102	4,673	7,307	11,271
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-10.4	-29.2	63.3	25.8	13.6
PBR	1.5	1.9	1.9	1.8	1.6
PCR	-14.7	-105.3	25.5	16.3	10.6
EV/EBITDA	-17.5	-358.6	29.5	17.0	10.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.24	매수	149,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(한승환)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 기관투자가 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 05월 24일 기준)

매수	92.90%	중립	7.10%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------