

# HD한국조선해양 009540

## 1.8조원 순현금과 저평가된 자회사 가치

### 1.8조원 순현금과 저평가된 자회사 가치

동사는 1분기말 별도 기준 1.0조원 현금 및 현금성자산, 0.5조원의 단기금융자산을 보유하고 있다. 부채는 장기금융부채 128억원 수준에 불과하다. 최근 현대중공업 지분 매각으로 0.3조원을 추가 확보했기 때문에 순현금은 1.8조원에 달한다. 자금력을 바탕으로 M&A도 가능할 전망이다. 현재 보유하고 있는 주요 자회사의 지분과 장부가는 다음과 같다. 현대중공업 75%, 5.4조원, 현대삼호 96.6%, 1.6조원, 현대미포 42.4%, 1.0조원, 현대에너지솔루션 54%, 0.3조원이다. 상장되어 있는 지분 가치는 현대중공업 8.8조원, 미포 1.2조원, 현대에너지솔루션 0.2조원이다. 현대삼호의 실적은 1분기 기준 1.7조원, 영업이익 1,864억원으로 OPM 10.9%를 기록했다.

### 현대삼호 기업가치 보수적으로 3~5조원

현대삼호의 LNG선 인도 척수는 총 12척 캐파가 될 전망이다. 클락슨에 의하면 2025~2026년 10척 인도, 2027년 11척 인도다. 2027년 기준 평균 인도 선가는 2.66억 달러에 달한다. 이를 단순하게 매출로 환산하면 29.2억 달러로 원화 기준 3.5~3.8조원 수준이겠다. OPM을 15% 이상으로 추정하면 LNG선 영업이익만 5,250억원~5,700억원에 달한다. 컨테이너선도 2026년 15억 달러를 인도할 전망으로 미드싱글 마진만 추정해도 900억원 이익은 가능하다. 따라서 동사의 2026년 이후 실적은 LNG선, 컨테이너선만 해도 0.6조원을 상회할 것으로 추정한다. 보수적인 수준에서 기업가치는 3~5조원이 가능하겠다.

### 투자의견 매수와 목표주가 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 16.5만원을 유지한다. 조선업 주가 상승으로 자회사 가치가 상승하면서 리레이팅될 것으로 예상된다. 별도 기준 순현금 1.8조원, 상장 자회사 현재 가치 10조원, 비상장 자회사 기업가치 4.2조원을 반영하면 16조원의 NAV가 가능하겠다. 목표주가의 타겟 PBR은 1.0배 수준이나 보수적인 NAV를 반영하면 타겟 멀티플은 0.8배를 하회하기 때문에 현재 기준 자회사 가치만 반영해도 업사이드는 충분하다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	15,493	17,302	21,296	24,378	26,856
영업이익	-1,385	-356	282	1,195	2,197
영업이익률(%)	-8.9	-2.1	1.3	4.9	8.2
세전이익	-1,632	-431	-8	1,083	1,815
지배주주지분순이익	-929	-217	222	740	1,215
EPS(원)	-13,131	-3,065	3,133	10,449	17,163
증감률(%)	적지	적지	흑전	233.5	64.3
ROE(%)	-9.0	-2.2	2.3	7.3	11.2
PER(배)	-7.2	-23.1	38.6	12.9	7.8
PBR(배)	0.7	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	-7.2	94.0	11.2	5.3	3.1

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

양형모 조선·기계·정유화학

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

2024.05.28

### 매수(유지)

목표주가(유지)	165,000원
현재주가(05/27)	134,300원
상승여력	22.9%

#### Stock Data

KOSPI	2,723.0pt
시가총액(보통주)	9,505십억원
발행주식수	70,773천주
액면가	5,000원
자본금	354십억원
60일 평균거래량	259천주
60일 평균거래대금	32,203백만원
외국인 지분율	28.0%
52주 최고가	138,000원
52주 최저가	89,000원
주요주주	
에이치디현대(외 9인)	36.7%
국민연금공단(외 1인)	6.8%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	4.1	1.6
3M	18.0	14.3
6M	26.7	17.6

#### 주가차트

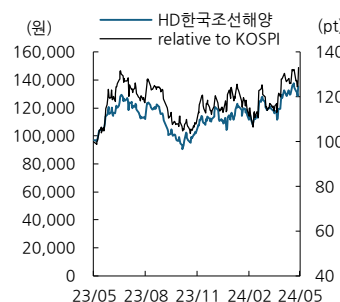
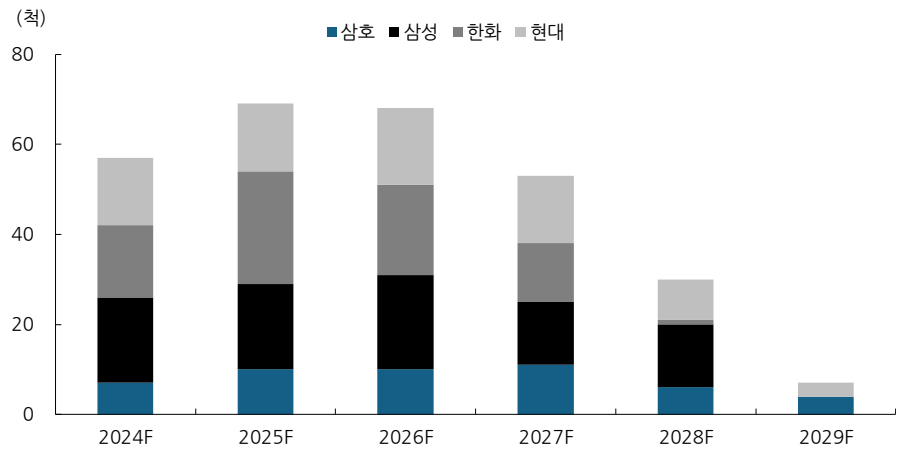
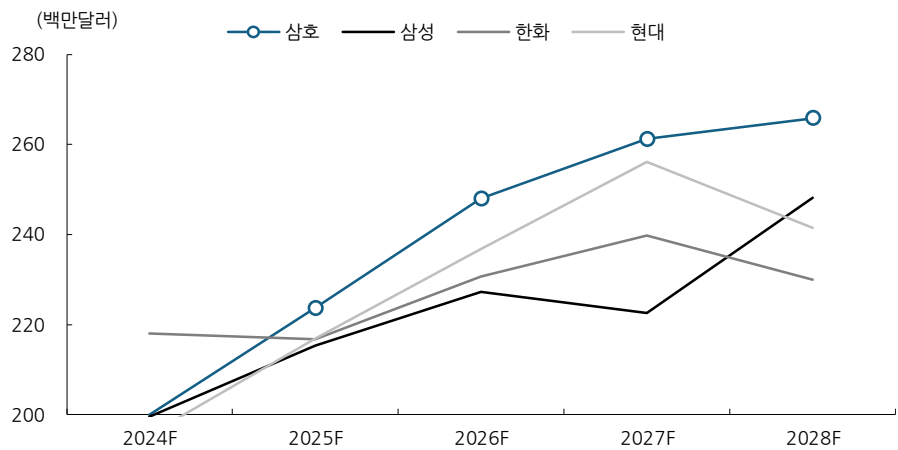


그림1 LNG선 인도 척수



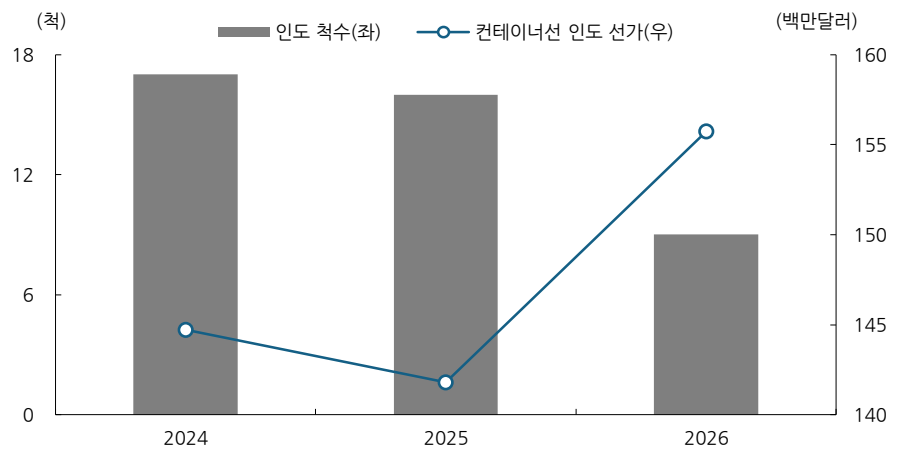
자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

그림2 LNG선 평균 인도선가는 우상향



자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

그림3 컨테이너선 인도 선가는 2025년 소폭 하락, 2026년 다시 상승



자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

표1 주요 자회사 실적 턴어라운드 지연으로 실적 추정치 하향 조정

	수정 전		수정 후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	25,010	27,720	24,378	26,856	-2.5%	-3.1%
매출원가	22,498	24,097	22,140	23,347	-1.6%	-3.1%
매출원가율	90.0%	86.9%	90.8%	86.9%	0.9	0.0
매출총이익	2,512	3,623	2,238	3,508	-10.9%	-3.2%
매출총이익률	10.0%	13.1%	9.2%	13.1%	-0.9	0.0
판매비	1,070	1,356	1,043	1,311	-2.5%	-3.3%
판매비율	4.3%	4.9%	4.3%	4.9%	0.0	0.0
영업이익	1,442	2,267	1,195	2,197	-17.1%	-3.1%
영업이익률	5.8%	8.2%	4.9%	8.2%	-0.9	0.0

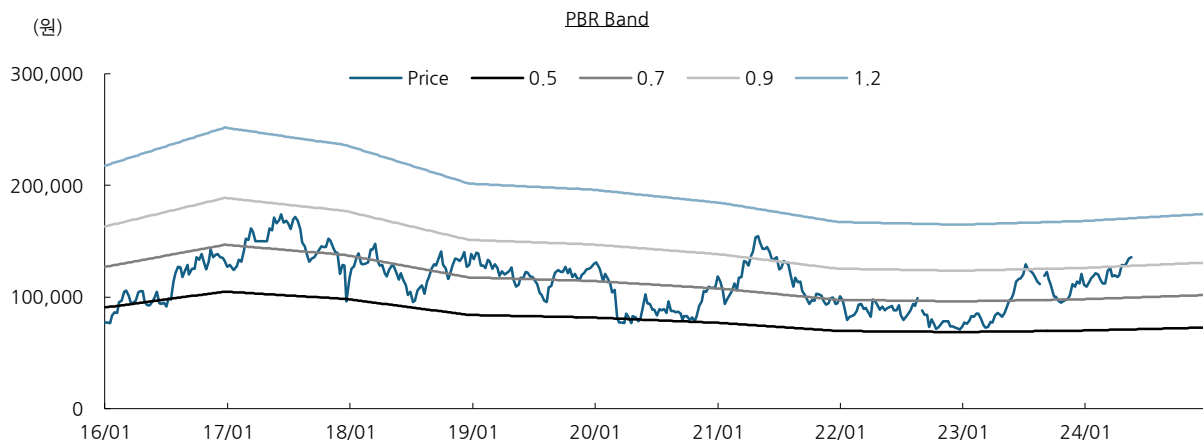
자료: DS투자증권 리서치센터

표1 실적 및 목표주가 산정

(원, 십억원, %, 배)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,302.0	21,296.2	24,378.2	26,855.6
매출원가	16,935.6	20,248.2	22,140.0	23,347.3
매출원가율	97.9%	95.1%	90.8%	86.9%
매출총이익	366.4	1,048.0	2,238.2	3,508.3
매출총이익률	2.1%	4.9%	9.2%	13.1%
판매비	722.0	765.8	1,043.1	1,311.3
판매비율	4.2%	3.6%	4.3%	4.9%
영업이익	-355.6	282.3	1,195.2	2,197.0
영업이익률	-2.1%	1.3%	4.9%	8.2%
BPS	137,268.5	139,935.8	145,245.6	162,408.5
ROE	-2.2	2.3	7.3	11.2
PBR	0.52	0.86	0.93	0.83
Target PBR				1.0
목표주가				165,000
현재주가				134,300
상승여력				22.9%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 PBR 밴드 차트



자료: DS투자증권 리서치센터

[HD 한국조선해양 009540]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	14,562	15,776	17,735	18,525	19,781	매출액	15,493	17,302	21,296	24,378	26,856
현금 및 현금성자산	4,567	2,697	3,018	3,835	4,266	매출원가	16,010	16,936	20,248	22,140	23,347
매출채권 및 기타채권	1,065	1,016	1,452	1,490	1,640	매출총이익	-517	366	1,048	2,238	3,508
재고자산	1,554	2,203	2,006	2,309	2,543	판매비 및 관리비	868	722	766	1,043	1,311
기타	7,376	9,859	11,259	10,891	11,333	영업이익	-1,385	-356	282	1,195	2,197
비유동자산	12,731	14,108	14,507	15,144	15,900	(EBITDA)	-986	66	754	1,663	2,680
관계기업투자등	517	471	541	458	476	금융손익	117	142	64	252	-13
유형자산	9,872	10,143	10,504	10,956	11,522	이자비용	178	166	194	206	191
무형자산	134	164	191	218	246	관계기업등 투자손익	-11	-6	0	22	22
자산총계	27,293	29,883	32,243	33,669	35,682	기타영업외손익	-354	-212	-354	-386	-391
유동부채	11,286	15,033	17,498	18,560	19,385	세전계속사업이익	-1,632	-431	-8	1,083	1,815
매입채무 및 기타채무	3,182	2,913	3,204	4,048	4,457	계속사업법인세비용	-491	-136	-153	315	572
단기금융부채	2,676	3,375	2,791	2,677	2,612	계속사업이익	-1,141	-295	145	768	1,243
기타유동부채	5,429	8,745	11,504	11,835	12,316	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	3,593	2,538	2,375	2,358	2,332	당기순이익	-1,141	-295	145	768	1,243
장기금융부채	3,123	2,131	2,186	2,164	2,131	지배주주	-929	-217	222	740	1,215
기타비유동부채	469	407	189	194	200	총포괄이익	-1,020	-333	145	768	1,243
부채총계	14,879	17,571	19,872	20,918	21,716	매출총이익률 (%)	-3.3	2.1	4.9	9.2	13.1
지배주주지분	9,857	9,715	9,904	10,279	11,494	영업이익률 (%)	-8.9	-2.1	1.3	4.9	8.2
자본금	354	354	354	354	354	EBITDA마진률 (%)	-6.4	0.4	3.5	6.8	10.0
자본잉여금	2,401	2,468	2,460	2,459	2,459	당기순이익률 (%)	-7.4	-1.7	0.7	3.1	4.6
이익잉여금	14,467	14,300	14,374	14,782	15,997	ROA (%)	-3.5	-0.8	0.7	2.2	3.5
비지배주주지분(연결)	2,557	2,597	2,466	2,471	2,471	ROE (%)	-9.0	-2.2	2.3	7.3	11.2
자본총계	12,414	12,312	12,370	12,751	13,965	ROIC (%)	-7.7	-2.0	1.7	7.2	12.6

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	836	462	2,082	1,490	1,779	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-1,141	-295	145	757	1,243	P/E	-7.2	-23.1	38.6	12.9	7.8
비현금수익비용가감	233	292	434	119	407	P/B	0.7	0.5	0.9	0.9	0.8
유형자산감가상각비	394	411	459	454	469	P/S	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
무형자산상각비	5	10	13	14	15	EV/EBITDA	-7.2	94.0	11.2	5.3	3.1
기타현금수익비용	-166	-129	-38	-879	-123	P/CF	n/a	n/a	14.8	10.8	5.8
영업활동 자산부채변동	1,795	481	1,510	614	129	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-48	39	-373	140	-150	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-400	-645	199	-299	-233	매출액	4.0	11.7	23.1	14.5	10.2
매입채무 증가(감소)	686	-430	332	834	409	영업이익	적전	적지	흑전	323.4	83.8
기타자산 부채변동	1,557	1,517	1,351	-61	104	세전이익	적지	적지	적지	흑전	67.6
투자활동 현금	181	-1,339	-1,267	-620	-1,283	당기순이익	적지	적지	흑전	429.7	61.9
유형자산처분(취득)	-354	-643	-798	-903	-1,035	EPS	적지	적지	흑전	233.5	64.3
무형자산 감소(증가)	-23	-39	-60	-43	-43	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	316	-644	-380	568	-62	부채비율	119.9	142.7	160.6	164.1	155.5
기타투자활동	241	-14	-29	-242	-143	유동비율	129.0	104.9	101.4	99.8	102.0
재무활동 현금	-189	-977	-485	-54	-65	순차입금/자기자본(x)	3.1	9.4	-0.6	-4.8	-8.7
차입금의 증가(감소)	-19	-21	-33	-51	-65	영업이익/금융비용(x)	-7.8	-2.1	1.5	5.8	11.5
자본의 증가(감소)	-4	-3	0	-3	0	총차입금 (십억원)	5,799	5,507	4,976	4,841	4,743
배당금의 지급	4	3	0	0	0	순차입금 (십억원)	381	1,161	-75	-618	-1,213
기타재무활동	-166	-954	-452	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	864	-1,870	321	816	431	EPS	-13,131	-3,065	3,133	10,449	17,163
기초현금	3,703	4,567	2,697	3,018	3,835	BPS	139,270	137,268	139,936	145,246	162,409
기말현금	4,567	2,697	3,018	3,835	4,266	SPS	218,916	244,472	300,908	344,456	379,461
NOPLAT	-1,004	-258	205	847	1,504	CFPS	-12,838	-38	8,180	12,378	23,309
FCF	1,068	-861	822	871	496	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

HD한국조선해양 (009540) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-09-06	담당자변경				
2023-09-06	매수	165,000	-30.9	-16.6	
2024-05-28	매수	165,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.